



## 個股報告

### 美律(2439)

營運谷底已過，耳機產品營運升溫

投資評等

目標價

逢低買進

\$186

前次投資建議 2020.5.5：

「區間操作」，目標價：\$147

報告日期：2020.8.3

研究員：張格靜

### 摘要及調整原因

- 考量公司年內營運谷底已過，20H2 營運有望在耳機產品線帶動下顯著升溫，且 20H1 營運基期偏低，預估 2021 年營運有望重回成長，將投資評等由「區間操作」上調至「逢低買進」。
- 預估 2021 年稀釋前/後 EPS 14.33/13.28 元，6 個月目標價由 147 元(14X 稀釋後 20(F)PER) 上修至 186 元(14X 稀釋後 21(F)PER)，潛在上漲空間 17%。

#### 基本資料

2020/7/31 收盤價：	159
股本(百萬股)	209
市值(NT\$ 百萬)	33,170
董監持股比例	8.88%
不受大股東控制股數(千張)	209

#### 近期股價表現

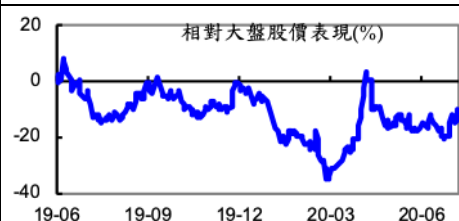
	個股表現	相對大盤
一週	5.30%	4.20%
一月	11.58%	4.44%
一季	16.91%	-4.45%

#### 法人持股

	持股比例
外資	19.38%
投信	0.92%
自營商	5.97%

#### 融資券餘額

(張數)	餘 額
融資餘額	7,378
融券餘額	994



#### 結論與建議

- 美律 20Q2 營收 64.5 億元，QoQ +24.5%，YoY -36.0%，毛利率 15.5%，較 20Q1 的 10.7% 大幅上升，稅後淨利 3.0 億元，QoQ +538.5%，YoY -61.0%，EPS 1.45 元。
- 20Q3，居家辦公、Gaming 耳機、TWS 營運動能皆升溫，因此預估美律 20Q3 營收 105.0 億元，QoQ +62.9%，YoY +3.9%，預估稅後淨利 10.3 億元，QoQ +240.1%，YoY +15.6%，預估 EPS 4.93 元，有望較去年同期重回成長。
- 展望 2020 年，上半年營運較去年同期呈現較大衰退，惟下半年營運動能升溫，將美律 2020 年營收上修至 332.9 億元，YoY -8.5%，稅後淨利上修至 24.9 億元，YoY -2.5%，預估稀釋前/後 EPS 11.91/11.04 元。
- 考量 20H1 營運基期偏低，預估耳機產品有望帶動 2021 年營運較 2020 年成長，預估 2021 年營收 360.6 億元，YoY +8.3%，稅後淨利 29.9 億元，YoY +20.2%，稀釋前/後 EPS 14.33/13.28 元，將較 2020 年重回成長。
- 美律目前股價位於 14.4X 稀釋後 20(F)PER /12.0X 稀釋後 21(F)PER，為近 5 年 PER 7-20X 區間中間偏下，考量耳機產品需求增溫，未來四季基期偏低挹注下，營運有望重回成長，股價具殖利率下檔保護，將投資評等由「區間操作」上調至「逢低買進」，6 個月目標價由 147 元(14X 稀釋後 20(F)PER) 上修至 186 元(14X 稀釋後 21(F)PER)，潛在上漲空間約 17%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2019	364.0	2.5	22.4	-2.9	25.5	23.5	12.21	66.2	8.5	24.3	14.0	3.0
2020(F)	332.9	-8.5	19.8	-11.2	24.9	-2.5	11.92	-2.4	7.7	21.1	13.4	2.7
2021(F)	360.6	8.3	26.7	34.7	29.9	20.2	14.33	20.2	7.0	22.0	11.1	2.4

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

### 營運分析

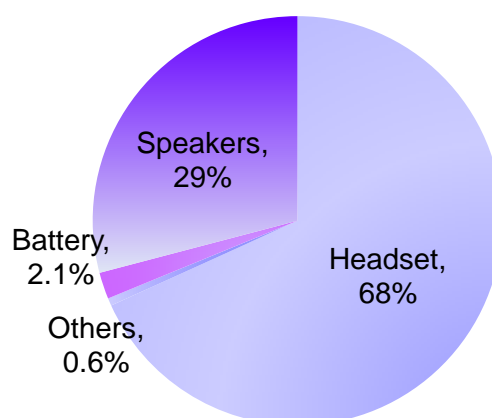
#### 20Q2 上游缺料影響告段落，EPS 1.45 元，惟較去年同期下滑

疫情影響上游缺料告  
段落，美律 20Q2 營  
運較前季大幅升溫，  
EPS 1.45 元

美律實業創立於 1975 年，為全球聲電領導廠商，產品包含耳機、揚聲器、麥克風、輔聽器、電池產品等，終端客戶包含各領域知名品牌大廠，應用領域涵蓋行動通訊、視聽娛樂、醫療保健、智慧家居等，20Q2 營收比重為耳機 68%，揚聲器 29%，醫療保健 1.5%，麥克風 0.6%，電池 0.6%。

美律 20Q2 營收 64.5 億元，QoQ +24.5%，YoY -36.0%，主因 20Q1 因新冠肺炎影響上游原物料供應，客戶拉貨時程亦遭到遞延，20Q2 上述情況則恢復正常，營收呈現高度季成長，惟疫情影響消費性電子終端需求，營收仍較去年同期大幅衰退；獲利方面，20Q2 毛利率 15.5%，較 20Q1 的 10.7% 大幅上升，主因集團稼動率大幅提升、產品組合因娛樂產品營收比重上升而轉佳等，業外收益 1.6 億元，其中關係企業認列約 7,500 萬，其他收入約 9,500 萬、大部分為疫情影響下政府補助款，稅後淨利 3.0 億元，QoQ +538.5%，YoY -61.0%，EPS 1.45 元，惟仍較去年同期的 3.76 元大幅下滑。

圖一、美律為全球聲電大廠，主要產品耳機及揚聲器為主  
美律 20Q2 營收佔比



資料來源：美律

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變而造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



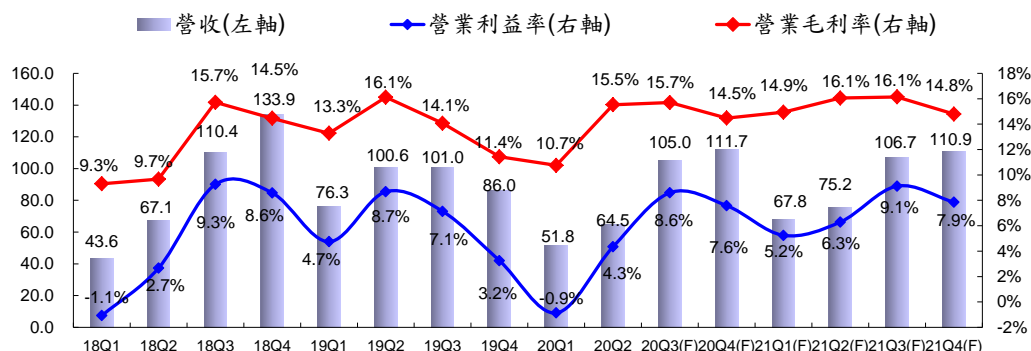
## 個股報告

### 20Q3 耳機營運動能回溫，有望帶動公司營運重回正成長

20Q3 在居家辦公、Gaming 耳機、TWS 耳機需求帶動下，公司營運有望顯著回溫，預估 EPS 4.93 元，營運重回年成長

20Q3，新冠肺炎疫情影響上游供應鏈供貨狀況已獲得舒緩，就產品別而言，耳機產品在基期偏低情況下，有望呈現季度及年度成長，推升營運動能主因包括居家辦公帶動企業用耳機需求，另配合下半年主要遊戲大廠推出新遊戲機，Gaming 耳機品牌廠商備貨積極，推升 Gaming 耳機出貨動能，另公司主要聲電大廠客戶及中國手機客戶將推出 TWS 耳機，有望帶動耳機產品營運動能升溫，另揚聲器方面，同樣步入傳統拉貨旺季，公司市佔率雖持續緩步提升，惟產品降價壓力相對較大，預估營運將較去年同期呈現衰退，因此預估美律 20Q3 營收 105.0 億元，QoQ +62.9%，YoY +3.9%，考量產能利用率升溫、產品組合中耳機營收占比有望優於去年同期，帶動產品組合轉佳，預估毛利率 15.7%，優於去年同期的 14.1%，預估稅後淨利 10.3 億元，QoQ +240.1%，YoY +15.6%，預估 EPS 4.93 元，較去年同期的 4.30 元重回成長。

圖二、新冠肺炎疫情影響終端需求，預估 2020 年獲利衰退  
美律各季度營收及獲利走勢預估



資料來源：美律；兆豐國際預估

### 預估 20H2 營運顯著回溫，惟 2020 全年獲利仍衰退

2020 年受新冠肺炎疫情影響上半年營運，惟 20H2 營運有望顯著回溫，惟全年獲利仍較 2019 年衰退

2020 年，上半年受新冠肺炎疫情影響，公司面臨消費性電子產品需求疲弱、上游原物料缺料影響，營運較去年同期呈現較大衰退，惟下半年上游供應鏈供貨回復穩定，且耳機產品線受惠居家辦公企業用耳機、TWS、Gaming 耳機等需求帶動，加上基期偏低因素下，預估耳機產品線有望帶動集團下半年營運回復正成長格局，將美律 2020 年營收由 323.7 億元上修至 332.9 億元，YoY -8.5%，預估毛利率 14.5%，較 2019 年的 13.8% 成長，主因耳機產品營收比重上升、帶動產品組合轉佳，稅後淨利由 23.6 億元上修至 24.9 億元，YoY -2.5%，預估稀釋前/CB 完全轉換稀釋後 EPS 11.91/11.04 元，將較 2019

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

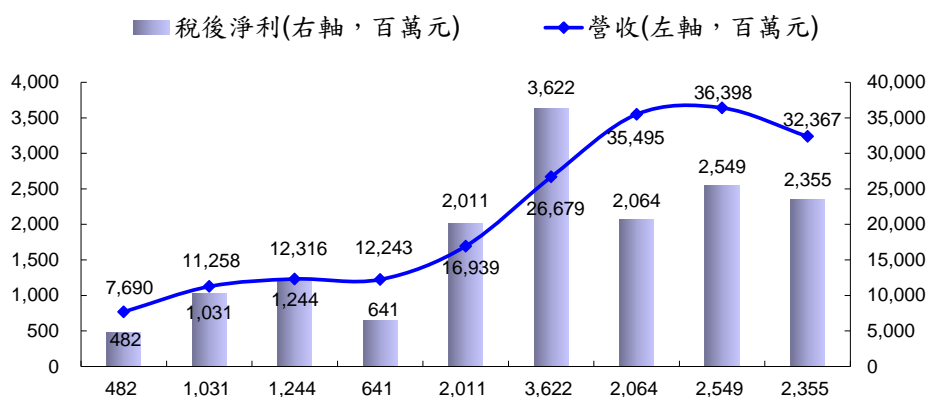
年的 12.21 元衰退。而公司將於 8/27 除息，配發 2019 年度現金股利 7.7 元，目前股價殖利率約 4.8%。

### 基期偏低下營運有望重回成長，預估 2021 年稀釋後 EPS 13.28 元

**2021 年營運基期偏低下營運有望重回成長，預估 TWS 長線需求穩健將為成長動能最強者，預估 EPS 13.28 元**

展望 2021 年，TWS 市場需求強勁，公司陸續出貨各大客戶 TWS 產品，預估將成為 2021 年主要成長動能，因此公司公告與環鴻科技合資設立美鴻電子，主攻 SiP 相關 TWS 產品設計及銷售，目的為進行產品微小化與價值鏈的整合，預計 2021 年即有望貢獻營運，加上耳機產品自 2019 年上半年客戶因應中美貿易戰提前拉貨，已持續消化庫存 3 至 4 季，營運基期偏低，有望挹注 2021 年營運重回成長，而在揚聲器方面，因應美系客戶智慧型手機揚聲器單價持續下滑，公司未來有望打入包括平板、TWS、手錶等揚聲器領域，分散單一客戶風險，考量 20H1 營運基期偏低，預估耳機產品有望帶動 2021 年營運較 2020 年成長，預估 2021 年營收 360.6 億元，YoY +8.3%，稅後淨利 29.9 億元，YoY +20.2%，預估稀釋前/CB 完全轉換稀釋後 EPS 14.33/13.28 元，將較 2020 年重回成長。

圖三、新冠肺炎疫情影響終端需求，預估 2020 年獲利衰退  
美律各年度營收及獲利走勢預估



資料來源：美律；兆豐國際預估

### 預估營運有望重回成長，將投資評等上調至「逢低買進」

**基期偏低下，耳機產品需求增溫有望帶動營運重回成長，將投資評等調升至「逢低買進」**

美律目前股價位於 14.4X 稀釋後 20(F)PER /12.0X 稀釋後 21(F)PER，為近 5 年 PER 7-20X 區間中間偏下，考量耳機產品需求增溫，未來四季基期偏低挹注下，營運有望重回成長，股價具殖利率下檔保護，將投資評等由「區間操作」上調至「逢低買進」，6 個月目標價由 147 元(14X 稀釋後 20(F)PER)上修至 186 元(14X 稀釋後 21(F)PER)，潛在上漲空間約 17%。

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

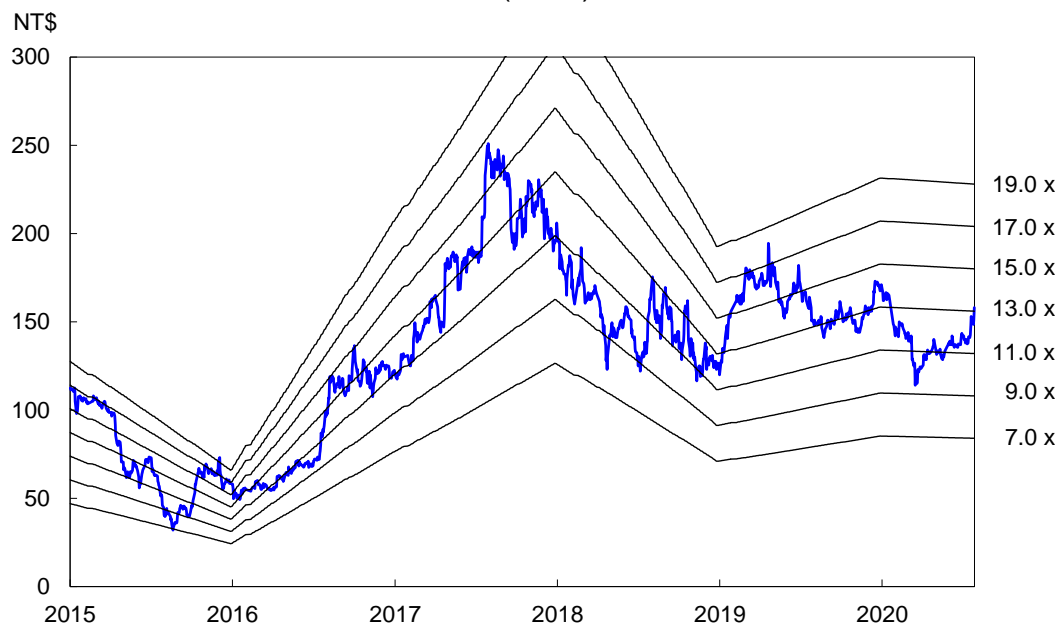
本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。





## 個股報告

圖四、美律(2439) P/E Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

### 財務報表

#### 季度損益表

單位：新台幣百萬元

2439美律	2019	20Q1	20Q2(F)	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)	21Q1(F)	21Q2(F)	21Q3(F)	21Q4(F)	2021(F)
營業收入淨額	36,398	5,177	6,445	10,499	11,167	33,288	6,783	7,519	10,667	11,091	36,059
營業成本	31,358	4,620	5,444	8,850	9,550	28,465	5,769	6,312	8,945	9,450	30,476
營業毛利	5,040	556	1,001	1,649	1,617	4,823	1,013	1,207	1,722	1,641	5,583
營業費用											
推銷費用	408	71	83	113	125	392	75	83	113	125	396
管總費用	1,092	218	250	301	315	1,084	240	255	301	315	1,111
研究發展費用	1,305	312	388	332	330	1,362	343	396	335	330	1,404
營業費用合計	2,805	601	721	746	770	2,838	658	734	749	770	2,911
營業淨利(損)	2,235	-45	280	903	847	1,984	356	473	973	871	2,672
營業外收支											
利息收入	75	14	13	17	19	62	16	17	18	19	70
利息支出	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損益淨額	1	-0	-	1	-	1	-	-	-	-	-
其他收支淨額	935	74	147	435	515	1,171	50	101	394	468	1,013
營業外收支淨額合計	1,011	87	160	453	534	1,234	66	118	412	487	1,083
稅前淨利	3,246	42	440	1,356	1,381	3,219	422	591	1,385	1,358	3,755
所得稅費用(利益)	715	2	141	327	273	743	83	147	274	269	773
非常項目淨額	-17	-7	-4	-	1	-10	-5	-4	1	2	-6
稅後淨利	2,549	47	303	1,029	1,107	2,486	343	448	1,110	1,087	2,988
普通股股本	2,087	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086	2,086
每股盈餘(元)	12.21	0.23	1.45	4.93	5.31	11.92	1.64	2.15	5.32	5.21	14.33
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		-39.8	24.5	62.9	6.4		-39.3	10.9	41.9	4.0	
營業毛利成長率		-43.4	79.9	64.7	-1.9		-37.3	19.1	42.7	-4.7	
營業利益成長率		N.A.	N.A.	222.6	-6.1		-58.0	33.1	105.7	-10.5	
稅前淨利成長率		-92.1	938.5	208.2	1.9		-69.5	40.2	134.3	-2.0	
稅後淨利成長率		-89.8	539.0	239.8	7.6		-69.0	30.7	147.5	-2.1	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	2.5	-32.2	-36.0	3.9	29.8	-8.5	31.0	16.7	1.6	-0.7	8.3
營業毛利成長率	6.7	-45.1	-38.3	16.0	64.4	-4.3	82.2	20.6	4.5	1.5	15.8
營業利益成長率	-2.9	N.A.	-68.0	25.3	203.0	-11.2	N.A.	69.1	7.8	2.8	34.7
稅前淨利成長率	19.1	-92.0	-57.1	17.4	156.5	-0.8	895.3	34.4	2.2	-1.7	16.7
稅後淨利成長率	23.5	-88.6	-61.0	15.6	137.3	-2.5	624.0	48.1	7.9	-1.8	20.2
獲利分析(%)											
營業毛利率	13.8	10.7	15.5	15.7	14.5	14.5	14.9	16.1	16.1	14.8	15.5
營業利益率	6.1	-0.9	4.3	8.6	7.6	6.0	5.2	6.3	9.1	7.9	7.4
稅前淨利率	8.9	0.8	6.8	12.9	12.4	9.7	6.2	7.9	13.0	12.2	10.4
稅後淨利率	7.0	0.9	4.7	9.8	9.9	7.5	5.1	6.0	10.4	9.8	8.3
實質所得稅率	22.0	4.2	32.1	24.1	19.8	23.1	19.8	24.8	19.8	19.8	20.6

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



## 個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2019	2020F	2021F
流動資產			
現金及約當現金	6,607	14,843	13,935
存貨	2,118	2,160	2,203
應收帳款及票據	5,462	5,571	5,682
其他流動資產	922	941	960
<b>流動資產合計</b>	<b>15,108</b>	<b>23,515</b>	<b>22,780</b>
其他資產			
長期投資合計	0	0	0
固定資產	9,098	1,773	2,085
什項資產	1,604	2,126	2,968
<b>其他資產合計</b>	<b>10,702</b>	<b>3,899</b>	<b>5,053</b>
<b>資產總計</b>	<b>25,811</b>	<b>27,414</b>	<b>27,833</b>
流動負債			
應付帳款及票據	6,694	6,828	6,964
短期借款	486	740	613
什項負債	1,784	1,820	1,856
<b>流動負債合計</b>	<b>8,964</b>	<b>9,388</b>	<b>9,433</b>
長期負債			
長期借款	3,833	5,841	4,837
其他負債及準備	15	15	15
<b>長期負債合計</b>	<b>3,848</b>	<b>5,856</b>	<b>4,852</b>
<b>負債總計</b>	<b>12,812</b>	<b>15,244</b>	<b>14,286</b>
股東權益			
普通股股本	2,055	2,066	2,071
特別股股本	0	0	0
資本公積	3,870	3,870	3,870
保留盈餘	5,849	6,726	8,254
其他項目	1,224	-492	-647
<b>股東權益總計</b>	<b>12,998</b>	<b>12,170</b>	<b>13,547</b>
<b>負債與股東權益總計</b>	<b>25,811</b>	<b>27,414</b>	<b>27,833</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2019	2020F	2021F
本期淨利	2,549	2,486	2,988
折舊及攤提	412	373	265
本期營運資金變動	1,545	-15	-0
其他營業資產及負債變動	-4	3	5
<b>營業活動之淨現金流入(出)</b>	<b>4,502</b>	<b>2,846</b>	<b>612</b>
資本支出淨額	-2,375	6,991	-453
本期長期投資變動	4	-3	-5
其他資產變動	-44	-561	-966
<b>投資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-2,416</b>	<b>6,427</b>	<b>-1,424</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>2,086</b>	<b>9,273</b>	<b>-812</b>
現金增資	-741	-1,694	-1,611
本期負債變動	-4,524	2,262	-1,131
其他長期負債變動	1,107	-1,604	2,645
<b>融資活動之淨現金流入(出)</b>	<b>-4,158</b>	<b>-1,037</b>	<b>-97</b>
<b>本期現金與約當現金增加數</b>	<b>-2,072</b>	<b>8,237</b>	<b>-909</b>
期初現金與約當現金餘額	8,678	6,607	14,843
<b>期末現金與約當現金餘額</b>	<b>6,607</b>	<b>14,843</b>	<b>13,935</b>

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2019	2020F	2021F
<b>年成長率(%)</b>			
營業收入	2.5	-8.5	8.3
營業利益	-2.9	-11.2	34.7
稅後純益	23.5	-2.5	20.2
<b>獲利能力分析(%)</b>			
營業毛利率	13.8	14.5	15.5
營業利益率	6.1	6.0	7.4
稅後純益率	7.0	7.5	8.3
資產報酬率	8.9	9.3	10.8
股東權益報酬率	20.6	24.3	21.1
<b>償債能力分析</b>			
負債/股東權益(%)	38.0	54.1	40.2
流動比率(X)	1.7	2.5	2.4
<b>每股資料分析</b>			
每股盈餘(NT\$元)	12.2	11.9	14.3
本益比(X)	14.0	13.4	11.1
每股淨值(NT\$元)	54.5	58.3	64.9
股價淨值比(X)	3.0	2.7	2.4
每股現金股利(NT\$元)	8.5	7.7	7.0
現金股利殖利率(%)	5.0	4.8	4.4

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。