

## 9942 茂順(MAO SHUN)

報告日期：2023/02/08 研究員：洪國峰 (Titan Horng)

## 壹、投資建議

投資評等：買進

目標價位：150.0 元

17.0X 2023 EPS

參考價位：113.5 元

12.9X 2023 EPS

2023/02/07 收盤

## 一、預估 2022 年稅後 EPS 7.70 元

茂順 2022 年在南崗廠部分客戶訂單排程已見至 1Q~2Q23，加上業外匯兌利益挹注，帶動茂順 2022 年營運將持續成長。茂順 2022 年營收金額 41.62 億元，YoY+7.8%，預估稅後盈餘 6.40 億元，YoY+18.6%，預估稅後 EPS 7.70 元。

## 二、推估配發現金股利 5.5 元，現金殖利率 4.85%

觀察茂順歷年股利政策，股利發放率 60%以上。回顧 2021 年，茂順配發現金股利 5 元，股利發放率 77%。宏遠推估茂順 2022 年股利政策，將配發現金股利 5.5 元，現金殖利率 4.85%。

## 三、預估昆山廠 2023 年營收金額 11.65 億元，YoY+10.4%

茂順昆山廠 2023 年在產能恢復正常水準，工業用油封與汽車用油封需求仍維持高檔水準，加上茂順成功切入新能源車領域，將有助昆山廠 2023 年營運恢復成長態勢。預估茂順昆山廠 2023 年營收 11.65 億元，YoY+10.4%，預估稅後盈餘 3.08 億元，YoY+12.0%，貢獻茂順 EPS 3.70 元。

## 四、預估 2023 年稅後 EPS 8.80 元

茂順 2022 年在順南崗傳順新廠(專業鐵殼處理廠)接獲國際 OEM 車廠油封訂單；昆山廠在產能恢復正常水準，工業用油封與汽車用油封需求仍維持高檔水準，加上茂順成功切入新能源車領域，預期茂順 2023 年營運將持續成長。宏遠預估茂順 2023 年營收金額 45.00 億元，YoY+8.1%，預估稅後盈餘 7.32 億元，YoY+14.32%，預估稅後 EPS 8.80 元。

## 五、投資建議買進，目標價 150 元

觀察茂順歷史 PER 8~22X，茂順 2023 年 ROE19.6%，PER12.8X，評價處在歷史低檔水準，加上昆山廠切入新能源車領域，南崗廠切入新 OEM 客戶，未來成長空間具潛力，故投資建議買進，目標價 150 元。(17X2023 年稅後 EPS)

## 貳、公司營運概況

## 一、公司簡介

茂順成立 1976 年，主要從事各類油封之加工製造與進出口業務，資本額 8.32 億元，並於 2002 年掛牌上市，為國內第一家密封元件製造廠商。茂順經營穩健保守，並以自有品牌「NAK」行銷，經過 30 年的營運經營，茂順已成為全球第五大密封元件製造商。主要以外銷為主，外銷比重近 90%，外銷以歐美市場為主。茂順母公司主要以歐美市場外，近年來逐漸改變保守營運策略，陸續在新興國家如中國昆山、泰國、俄羅斯與伊朗等拓展業務，其中中國昆山廠已開始進入營運成長期，將成為茂順另一獲利來源。

圖一、公司沿革



資料來源：茂順&amp;宏遠投顧彙整

## 二、2023 年營運概況及展望

密封件產品由於應用泛及電子、機械、運輸工具、建築工業、航太工業與 OA 辦公傢俱等，故工業化程度愈高國家對密封件需求愈多，另外中國大陸、東南亞及新興地區，隨其工業化及內需加溫，對密封件的需求亦逐年增加，為未來深具潛力之市場。茂順營運並不會受到單一產業影響，淡旺季較不明顯。茂順產品包括油封、混練膠與其他產品，比重分別為 84~87%、5~7%與 7~9%。

在銷售地區方面，歐洲地區 24~26%、美洲地區 18~20%、亞洲地區 53~55%，其餘地區 1~2%。在應用領域方面，工業用途 44~46%、汽車產業 38~9%、農用機械 11~13%，其餘領域 5~6%。觀察茂順成本結構，原料成本 53~59%、人工成本 11~13%、製造費用 32~36%。其中在原料方面，原膠成本比重 25~27%、鐵材成本 17~19%、化學品成本 8~9%、彈簧 3~4%。

圖二、車用油封



資料來源：茂順&宏遠投顧彙整

圖三、工業用油封



資料來源：茂順&宏遠投顧彙整

**預估 2023 年台灣南崗廠營收金額 32.3 億元，YoY+7.49%**

茂順南崗廠 2021 年營收金額 23.77 億元，YoY+37.09%，淨利金額 5.42 億元，YoY+42.58%。茂順南崗廠受惠於：1，歐洲主要客戶開始回補庫存。2，疫情影響許多國際油封大廠產能因人力與運輸問題，導致產能受限，許多國際客戶紛紛轉向茂順下單，進而受惠轉單效應，帶動南崗廠營運回溫。

南崗廠 1Q~3Q22 營收金額 21.3 億元，YoY+4.86%，淨利金額 4.73 億元，YoY+10.9%。雖然 2Q22 台灣發生疫情影響產能，導致產能利用率下滑所致，但下半年訂單已逐季回溫，加上南崗廠將支援昆山廠停工時期訂單，及原料下滑有助獲利提升。預估南崗廠 2022 年營收金額 30.05 億元，YoY+26.42%，預估淨利金額 6.55 億元，YoY+20.85%。

預期 2023 年，茂順南崗傳順新廠(專業鐵殼處理廠)接獲國際 OEM 車廠油封訂單，加上部分油封小廠因疫情因素已退出市場，有助茂順接獲歐美客戶轉單進而提升油封市占率。預估南崗廠 2023 年營收金額 32.3 億元，YoY+7.49%，預估淨利金額 7.15 億元，YoY+9.16%。

### 預估 2023 年中國昆山廠營收金額 11.65 億元，YoY+10.4%

茂順轉投資帳面價值 17.58 億元，其中 SMOOTH-TRACK 帳面價值 13.24 億元，茂順透過子公司 SMOOTH-TRACK 再經由香港轉投資大陸昆山茂順密封件工業。昆山廠 2021 年營收金額 13.94 億元，YoY+30.4%，稅後盈餘 2.85 億元，YoY+55.77%，貢獻茂順 EPS 3.42 元。在中國地區車用與工業用油封需求持續增溫，有助昆山廠營運持續成長，但受到昆山缺電影響，影響 4Q21 產出。

表一、昆山廠歷年營運概況

單位：百萬元

營運概況	2019	2020	2021	2022(f)	2023(f)
營業收入	984	1,069	1,394	1,055	1,165
稅後淨利	141	183	285	275	308
淨利率(%)	14.3%	17.1%	20.4%	26.1%	26.4%
貢獻EPS (元)	1.69	2.20	3.42	3.31	3.70

資料來源：茂順&宏遠投顧彙整

昆山廠 1Q~3Q22 營收金額 7.86 億元，YoY+9.15%，稅後盈餘 2.03 億元，YoY-7.11%。預期 2022 年，在中國地區車用與工業用及自動化產業油封需求持續強勁，惟受到昆山廠 04/2022 停工三週影響，加上部分原物料缺料影響產能，預估茂順昆山廠 2022 年營收 10.55 億元，YoY-24.3%，預估稅後盈餘 2.75 億元，YoY-3.5%，貢獻茂順 EPS 3.31 元。

預期 2023 年，在產能恢復正常水準，工業用油封與汽車用油封需求仍維持高檔水準，加上茂順成功切入新能源車領域，將有助昆山廠 2023 年營運恢復成長態勢。預估茂順昆山廠 2023 年營收



11.65 億元，YoY+10.4%，預估稅後盈餘 3.08 億元，YoY+12.0%，貢獻茂順 EPS 3.70 元。

### 叁、業績及獲利預估

**預估 2022 年稅後盈餘 6.40 億元，YoY+18.6%，稅後 EPS 7.70 元**

茂順 2022 年在南崗廠部分客戶訂單排程已見至 1Q~2Q23，加上業外匯兌利益挹注，帶動茂順 2022 年營運將持續成長。茂順 2022 年營收金額 41.62 億元，YoY+7.8%，預估營業利益 8.32 億元，YoY+5.27%，預估稅後盈餘 6.40 億元，YoY+18.6%，預估稅後 EPS 7.70 元。

**預估 2023 年稅後盈餘 7.32 億元，YoY+14.32%，稅後 EPS 8.80 元**

茂順 2022 年在順南崗傳順新廠(專業鐵殼處理廠)接獲國際 OEM 車廠油封訂單；昆山廠在產能恢復正常水準，工業用油封與汽車用油封需求仍維持高檔水準，加上茂順成功切入新能源車領域，預期茂順 2023 年營運將持續成長。宏遠預估茂順 2023 年營收金額 45.00 億元，YoY+8.1%，預估營業利益 10.31 億元，YoY+23.9%，預估稅後盈餘 7.32 億元，YoY+14.32%，預估稅後 EPS 8.80 元。

**推估 2022 年股利政策，配發現金股利 5.5 元，現金殖利率 4.85%**

茂順歷年股利政策，以現金股利為主，股利發放率皆有 60% 以上。回顧 2021 年，茂順配發現金股利 5 元，股利發放率 77%。宏遠推估茂順 2022 年股利政策，將配發現金股利 5.5 元，現金殖利率 4.85%。

表二、茂順歷年股利政策表

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年(F)
每股盈餘(元)	6.33	5.28	4.92	4.64	6.49	7.70
現金股利(元)	4.20	4.20	4.20	4.20	5.00	5.50
股票股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利發放率(%)	66%	80%	85%	91%	77%	71%

資料來源：茂順&宏遠投顧彙整

圖四、PE Band



資料來源: CMoney、宏遠投顧整理

### 肆、財務簡表

單位：佰萬元

	2021(A)	22Q1(A)	22Q2(A)	22Q3(A)	22Q4(F)	2022(F)	23Q1(F)	23Q2(F)	23Q3(F)	23Q4(F)	2023(F)
營業收入	3,860	944	961	1,087	1,171	4,162	1,003	1,127	1,156	1,214	4,500
營業毛利	1,368	311	316	401	432	1,460	346	415	426	448	1,635
營業費用	576	152	142	151	182	628	144	151	153	156	604
營業利益	790	160	173	249	250	832	202	264	273	292	1,031
營業外淨收入（支出）	-18	26	11	38	-9	67	2	-3	3	2	4
稅前純益	772	186	185	288	241	899	204	261	276	294	1,035
稅後純益	540	139	124	208	169	640	145	185	196	206	732
稅前 EPS（元）	9.28	2.24	2.22	3.46	2.89	10.81	2.45	3.14	3.32	3.54	12.45
稅後 EPS（元）	6.49	1.67	1.49	2.50	2.03	7.70	1.74	2.23	2.36	2.47	8.80
股本	832	832	832	832	832	832	832	832	832	832	832
稅後股東權益報酬率 %	17.19	4.32	3.64	6.73	5.09	19.78	4.16	5.11	5.15	5.14	19.56
每股淨值（元）	38.65	40.89	37.17	39.80	41.83	41.83	43.57	45.79	48.15	50.63	50.63
毛利率 %	35.45	32.98	32.84	36.91	36.89	35.08	34.50	36.82	36.85	36.90	36.33
營利率 %	20.48	16.94	18.03	22.94	21.33	19.99	20.12	23.42	23.64	24.05	22.91
稅前純益與前期比較 %	43.29	4.40	-0.47	7.25	-5.92	16.46	-0.24	2.83	0.75	0.32	15.12
稅前純益率 %	20.00	19.70	19.22	26.47	20.56	21.60	20.32	23.15	23.90	24.22	23.00
稅後純益率 %	13.99	14.75	12.93	19.17	14.39	15.38	14.43	16.44	16.97	16.95	16.26

本報告僅供宏遠投顧內部及客戶參考，雖已力求正確與完整，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實際狀況與風險，本公司恕不負擔任何法律責任及做任何保證。非經本公司同意，不得將本報告加以引用或轉載