

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	109.00 元
目標價	
3 個月	140.00 元
12 個月	140.00 元

美律(2439 TT)

Buy

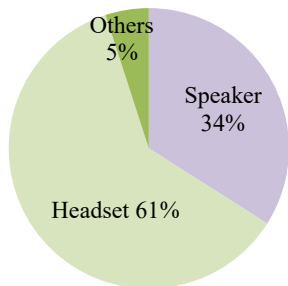
近期報告日期、評等及前日股價

11/04/2023	Neutral	92.10
10/02/2023	Neutral	84.30
07/31/2023	Neutral	91.90
04/12/2023	達目標價	91.00
03/06/2023	Trading Buy	86.00

公司基本資訊

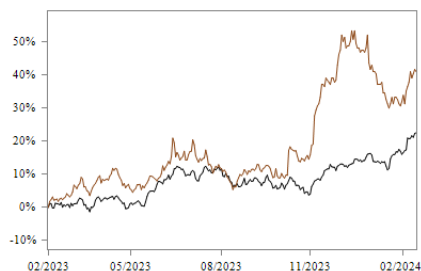
目前股本(百萬元)	2,193
市值(億元)	239
目前每股淨值(元)	57.55
外資持股比(%)	21.79
投信持股比(%)	3.19
董監持股比(%)	8.50
融資餘額(張)	3,365
現金股息配發率(%)	76.30

產品組合



股價相對大盤走勢

— 2439 — TWSE



耳機帶動營收、獲利成長，調升投資評等為 Buy。

投資建議：受惠於頭戴式耳機與電競耳機出貨成長，耳機成為營收成長主要動能，並帶動產品組合轉佳，進一步帶動營收、獲利向上成長，1Q24 預期為全年營收低點，預期後續營收將持續向上，以 2024 年獲利評價，調升投資評等至 Buy。

Speaker 帶動成長，2023 年營收 366.90 億元，YoY+3.65%，EPS6.02 元：2023 年，通膨率高漲壓抑終端需求，電競耳機廠商自 2H22 庫存調整，預期 2023 年無法見到需求回溫，頭戴式音樂耳機廠商經營中高階市場，終端需求相對穩健，TWS 耳機市場競爭激烈，耳機營收下滑；因美系手機 Speaker 出貨量較 2022 年成長，帶動 Speaker 貢獻營收成長，減緩耳機營收衝擊，2023 年營收 366.90 億元，YoY+3.65%，稅後淨利 13.20 億元，YoY-9.28%，EPS6.02 元。

電競耳機回補庫存減緩營收衰退，預估 1Q24 營收 85.41 億元，QoQ-27.30%，EPS0.89 元：展望 1Q24，進入傳統手機與消費性電子淡季，Speaker 與耳機銷售皆季減；在耳機方面，歷經 1.5 年去化庫存後，電競耳機客戶回補庫存，加上頭戴式音樂耳機需求回溫，耳機營收雖然季減，但大幅度年增；在 Speaker 方面，雖然手機進入銷售淡季，但因新款 NB 即將銷售，以及大型音箱出貨成長，Speaker 營收季減年增，預估 1Q24 營收 85.41 億元，QoQ-27.30%，稅後淨利 1.96 億元，QoQ-59.20%，EPS0.89 元。

耳機需求回溫帶動成長，預估 2024 年營收 436.28 億元，YoY+18.91%，EPS8.03 元：展望 2024 年，預期頭戴式音樂耳機需求回溫，以及電競耳機新品上市，將成為帶動耳機營收年增的二大動能來源；手機 Speaker 營收持平，但因美系客戶新款 TWS 耳機在 2H24 進入量產，以及大型音箱出貨成長，帶動 Speaker 營收年增，預估 2024 年營收 436.28 億元，YoY+18.91%。因耳機營收成長幅度較大，預期產品組合轉佳，2024 年毛利率將優於 2023 年，預估稅後淨利 17.60 億元，YoY+33.30%，EPS8.03 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	36,690	43,628	43,736	10,325	7,131	8,356	9,455	11,748	8,541	9,601	12,681	12,806
營業毛利淨額	4,742	5,922	5,902	1,293	857	1,035	1,323	1,527	1,093	1,367	1,793	1,670
營業利益	1,138	1,722	1,732	417	67	187	402	482	179	349	671	523
稅後純益	1,320	1,760	1,858	366	56	363	422	480	196	375	644	544
稅後 EPS(元)	6.02	8.03	8.47	1.67	0.26	1.65	1.92	2.19	0.89	1.71	2.94	2.48
毛利率(%)	12.92%	13.57%	13.50%	12.52%	12.01%	12.39%	13.99%	13.00%	12.80%	14.24%	14.14%	13.04%
營業利益率(%)	3.10%	3.95%	3.96%	4.04%	0.94%	2.24%	4.25%	4.11%	2.10%	3.64%	5.29%	4.09%
稅後純益率(%)	3.60%	4.03%	4.25%	3.55%	0.79%	4.34%	4.46%	4.09%	2.29%	3.91%	5.08%	4.25%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.65%	18.91%	0.25%	-6.56%	-30.94%	17.18%	13.15%	24.26%	-27.30%	12.41%	32.08%	0.99%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.28%	33.30%	5.56%	-37.55%	-84.70%	547.35%	16.32%	13.83%	-59.20%	91.72%	71.58%	-15.49%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 21.93 億元計算。

2024 年 2 月 26 日

美律 ESG：美律於 2021 年正式加入由氣候組織與碳揭露計畫(Carbon Disclosure Project, CDP)所主導的全球再生能源倡議「RE100」，提出 2050 年達成 100%使用再生能源的承諾，將使用再生能源的推進時程列入中長期目標。為達成再生能源使用目標，美律將持續透過能源效率管理與提升，評估各營運據點建置屋頂型太陽能設備之可行性，且積極尋找當地再生能源業者簽訂購電協議，同時配合採購國際再生能源憑證，以逐年提高再生能源使用比例，朝向生產低碳化的方向持續邁進。為響應全球淨零碳排的氣候行動，美律將「2050 淨零碳排」設定為集團環境永續行動的重要藍圖，將以降低能源碳排放量與使用再生能源為首要目標，積極將環境永續的概念融入到產品的設計與開發，提高環境資源的使用效率，最後將以碳補償機制作為碳排抵銷的最終手段。

耳機、Speaker 新品出貨放量，4Q23 營收 117.48 億元，QoQ+24.26%，EPS2.19 元：

4Q23，受惠於最大耳機客戶二款新品上市鋪貨動能，帶動耳機營收季增；美系客戶年度新款手機量產，其中又因高階的 Pro 版手機需求旺盛，中國競爭對手因良率不佳，手機 Speaker 取得更大的出貨成長空間，Speaker 營收大幅季增。

在耳機方面，電競耳機客戶持續去化庫存，最大耳機客戶在 09/2023 推出高階頭戴式音樂耳機與 TWS 耳機新品，受惠於新品上市鋪貨加上頭戴式音樂耳機追加訂單，耳機營收 71.66 億元，QoQ+14.84%。

在 Speaker 方面，美系客戶年度新款手機量產，其中又以高階的 Pro 版手機需求旺盛，中國競爭對手因良率不佳，手機 Speaker 取得更大的出貨市佔率，加上大型音箱出貨成長快速，Speaker 營收 39.94 億元，QoQ+40.83%。

耳機、Speaker 新品出貨放量，4Q23 營收 117.48 億元，QoQ+24.26%。

由於毛利率較低的 Speaker 營收比重提升，產品組合轉差，4Q23 毛利率低於 3Q23，稅後淨利 4.80 億元，QoQ+13.83%，EPS2.19 元。

Speaker 帶動成長，2023 年營收 366.90 億元，YoY+3.65%，EPS6.02 元：

2023 年，通膨率高漲壓抑終端需求，電競耳機廠商自 2H22 庫存調整，預期 2023 年無法見到需求回溫，頭戴式音樂耳機廠商經營中高階市場，終端需求相對穩健，TWS 耳機市場競爭激烈，耳機營收下滑；因美系手機 Speaker 出貨量較 2022 年成長，帶動 Speaker 貢獻營收成長，減緩耳機營收衝擊。

就耳機產品線方面，耳機客戶 2023 年景氣下滑，影響耳機需求，就過往經驗來看，景氣下滑段對中低階產品銷售衝擊較大，客戶將加強經營中高階耳機市場並穩固出貨規模，美律受惠於客戶強化中高階產品線的策略，音樂耳機營收年增；在電競耳機方面，因近期無新款遊戲大作問世，加上歐美疫情消退後消費者走向戶外，導致客戶持續調節庫存，電競耳機需求放緩，自 2H22 開始的庫存調整持續至 2023 年底，電競耳機營收出現大幅衰退；因 TWS 耳機使用便利、攜帶方便，成為運動、通勤時的好伴侶，但競爭者眾、價格競爭激烈，TWS 耳機單價呈現下滑趨勢，受客戶庫存調整衝擊，TWS 營收年減，整體耳機營收 233.43 億元，YoY-2.54%。

在 Speaker 產品線方面，因手機 Speaker 淡旺季出貨波動過於明顯，造成公

2024 年 2 月 26 日

司獲利波動過大，2023 年手機 Speaker 爭取 8 個中的 5 個，但因 Speaker 前製程供應商更換後生產較為順利，年度新款手機 Speaker 良率高於中國競爭對手，手機 Speaker 出貨量較 2022 年成長，加上大型音箱 4Q23 出貨成長，Speaker 營收 117.62 億元，YoY+22.14%。

Speaker 帶動成長，2023 年營收 366.90 億元，YoY+3.65%。

雖然 Speaker 營收比重提升不利於改善產品組合，但毛利率較低的 TWS 耳機出貨衰退，毛利率較佳的頭戴式耳機營收成長，帶動 2023 年毛利率略優於 2022 年，但因匯兌利益貢獻不如 2022 年，稅後淨利 13.20 億元，YoY-9.28%，EPS6.02 元。

電競耳機回補庫存減緩營收衰退，預估 1Q24 營收 85.41 億元，QoQ-27.30%，EPS0.89 元：

展望 1Q24，進入傳統手機與消費性電子淡季，Speaker 與耳機銷售皆季減；在耳機方面，歷經 1.5 年去化庫存後，電競耳機客戶回補庫存，加上頭戴式音樂耳機需求回溫，耳機營收雖然季減，但大幅度年增；在 Speaker 方面，雖然手機進入銷售淡季，但因新款 NB 即將銷售，以及大型音箱出貨成長，Speaker 營收季減年增。

電競耳機回補庫存減緩營收衰退，預估 1Q24 營收 85.41 億元，QoQ-27.30%。

因營收規模放緩壓抑毛利率表現，但因產品組合改善，預期毛利率優於 1Q23，預估稅後淨利 1.96 億元，QoQ-59.20%，EPS0.89 元。

耳機需求回溫帶動成長，預估 2024 年營收 436.28 億元，YoY+18.91%，EPS8.03 元：

展望 2024 年，預期頭戴式音樂耳機需求回溫，以及電競耳機新品上市，將成為帶動耳機營收年增的二大動能來源；手機 Speaker 營收持平，但因美系客戶新款 TWS 耳機在 2H24 進入量產，以及大型音箱出貨成長，帶動 Speaker 營收年增。

在耳機方面，由於歐美地區利率維持於高檔，終端需求仍受影響，耳機品牌客戶見到中高階頭戴式無線音樂耳機需求回升，但 TWS 耳機展望較為負面；電競耳機因庫存調整已 1.5 年，客戶已開始回補庫存，帶動新款電競耳機出貨動能佳，頭戴式音樂與電競耳機將為營收成長最主要動能。

在 Speaker 方面，預期 NB/PC 出貨最好的狀況是持平；手機 Speaker 方面，因爭取到的 2024 年專案數與 2023 年一樣，加上客戶未對 Speaker 砍價，預期手機 Speaker 營收約略持平；美系客戶將推出新款 TWS 耳機，有助提升 TWS 耳機 Transducer 出貨量，新切入的大型音箱產品出貨成長，進一步貢獻營收，預期 Speaker 營收小幅年增。

主要售耳機需求回溫帶動營收成長，預估 2024 年營收 436.28 億元，YoY+18.91%。

因耳機營收成長幅度較大，預期產品組合轉佳，2024 年毛利率將優於 2023 年，預估稅後淨利 17.60 億元，YoY+33.30%，EPS8.03 元。

2024 年 2 月 26 日

投資建議：

受惠於頭戴式耳機與電競耳機出貨成長，耳機成為營收成長主要動能，並帶動產品組合轉佳，進一步帶動營收、獲利向上成長，1Q24 預期為全年營收低點，預期後續營收將持續向上，以 2024 年獲利評價，調升投資評等至 Buy。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	33,863	33,429	32,611	40,370	42,323
流動資產	22,177	21,923	20,717	26,691	21,108
現金及約當現金	4,842	6,923	5,527	7,789	5,927
應收帳款與票據	9,403	8,771	9,380	10,144	11,185
存貨	5,146	4,911	3,821	5,266	2,820
採權益法之投資	4,700	5,028	5,603	7,252	12,730
不動產、廠房設備	3,951	4,148	4,022	3,068	2,588
負債總計	21,708	20,372	19,129	25,900	27,154
流動負債	15,866	14,124	15,852	23,620	18,680
應付帳款及票據	9,343	9,215	8,539	11,413	9,939
非流動負債	5,842	6,248	3,277	81	7,749
權益總計	12,155	13,056	13,482	14,469	15,170
普通股股本	2,165	2,178	2,193	2,178	2,178
保留盈餘	5,772	6,370	6,764	7,783	8,483
母公司業主權益	11,614	12,272	12,621	13,458	14,118
負債及權益總計	33,863	33,429	32,611	40,370	42,323

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,660	4,683	2,223	4,539	1,705
稅前純益	1,582	2,049	1,885	2,423	2,433
折舊及攤銷	726	764	824	583	492
營運資金變動	666	739	-195	61	-69
其他營運現金	-314	1,131	-291	1,472	-1,151
投資活動現金	-1,632	67	-1,353	-396	-4,337
資本支出淨額	-1,051	-589	-489	-1,200	-1,200
長期投資變動	-560	680	-1,072	-600	-600
其他投資現金	-21	-24	208	1,404	-2,537
籌資活動現金	844	-2,815	-2,017	-1,954	770
長借/公司債變動	1,539	-299	99	-6,673	7,668
現金增資	432	0	0	0	0
發放現金股利	-1,068	-866	-981	-1,024	-1,198
其他籌資現金	-59	-1,650	-1,135	5,743	-5,700
淨現金流量	1,795	2,081	-1,397	2,189	-1,862
期初現金	3,047	4,842	6,923	5,600	7,789
期末現金	4,842	6,923	5,527	7,789	5,927

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	36,183	35,399	36,690	43,628	43,736
營業成本	31,808	30,846	31,948	37,705	37,834
營業毛利淨額	4,375	4,553	4,742	5,922	5,902
營業費用	3,277	3,479	3,604	4,200	4,171
營業利益	1,099	1,073	1,138	1,722	1,732
EBITDA	2,352	2,852	2,673	2,305	2,224
業外收入及支出	484	882	611	701	701
稅前純益	1,582	2,049	1,885	2,423	2,433
所得稅	291	428	468	533	535
稅後純益	1,128	1,455	1,320	1,760	1,858
稅後 EPS(元)	5.15	6.64	6.02	8.03	8.47
完全稀釋 EPS**	4.55	5.87	5.33	7.10	7.49

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 21.93【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 24.79 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	5.05%	-2.17%	3.65%	18.91%	0.25%
營業毛利淨額	1.31%	4.06%	4.16%	24.89%	-0.34%
營業利益	-3.70%	-2.32%	6.04%	51.37%	0.55%
稅後純益	-14.63%	28.97%	-9.28%	33.30%	5.56%
獲利能力分析(%)					
毛利率	12.09%	12.86%	12.92%	13.57%	13.50%
EBITDA(%)	6.50%	8.06%	7.28%	5.28%	5.08%
營益率	3.04%	3.03%	3.10%	3.95%	3.96%
稅後純益率	3.12%	4.11%	3.60%	4.03%	4.25%
總資產報酬率	3.33%	4.35%	4.05%	4.36%	4.39%
股東權益報酬率	9.28%	11.15%	9.79%	12.16%	12.25%

償債能力檢視

負債比率(%)	64.11%	60.94%	58.66%	64.16%	64.16%
負債/淨值比(%)	178.60%	156.03%	141.88%	179.00%	179.00%
流動比率(%)	139.78%	155.22%	130.69%	113.00%	113.00%

其他比率分析

存貨天數	51.28	59.50	49.88	43.98	39.00
應收帳款天數	111.56	93.70	90.29	81.67	89.00

2024 年 2 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	11,050	10,325	7,131	8,356	9,455	11,748	8,541	9,601	12,681	12,806	8,027	9,396
營業成本	9,670	9,033	6,274	7,321	8,132	10,222	7,447	8,234	10,888	11,136	6,970	8,052
營業毛利淨額	1,380	1,293	857	1,035	1,323	1,527	1,093	1,367	1,793	1,670	1,057	1,344
營業費用	974	876	790	848	921	1,044	914	1,018	1,122	1,146	859	996
營業利益	406	417	67	187	402	482	179	349	671	523	198	348
業外收入及支出	445	69	0	314	215	218	85	145	226	245	83	136
稅前純益	851	486	67	501	617	701	264	494	896	769	280	484
所得稅	211	124	14	120	145	189	58	109	197	169	62	106
稅後純益	586	366	56	363	422	480	196	375	644	544	209	367
最新股本	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193
稅後EPS(元)	2.67	1.67	0.26	1.65	1.92	2.19	0.89	1.71	2.94	2.48	0.95	1.68

獲利能力(%)

毛利率(%)	12.49%	12.52%	12.01%	12.39%	13.99%	13.00%	12.80%	14.24%	14.14%	13.04%	13.16%	14.31%
營業利益率(%)	3.68%	4.04%	0.94%	2.24%	4.25%	4.11%	2.10%	3.64%	5.29%	4.09%	2.46%	3.71%
稅後純益率(%)	5.31%	3.55%	0.79%	4.34%	4.46%	4.09%	2.29%	3.91%	5.08%	4.25%	2.60%	3.91%

QoQ(%)

營業收入淨額	38.05%	-6.56%	-30.94%	17.18%	13.15%	24.26%	-27.30%	12.41%	32.08%	0.99%	-37.32%	17.06%
營業利益	46.87%	2.65%	-84.00%	180.14%	114.97%	20.06%	-62.84%	94.65%	92.20%	-21.96%	-62.24%	76.22%
稅前純益	52.14%	-42.88%	-86.28%	650.42%	23.19%	13.60%	-62.35%	87.26%	81.40%	-14.27%	-63.52%	72.60%
稅後純益	49.32%	-37.55%	-84.70%	547.35%	16.32%	13.83%	-59.20%	91.72%	71.58%	-15.49%	-61.68%	76.08%

YoY(%)

營業收入淨額	30.56%	-12.61%	18.49%	4.40%	-14.44%	13.78%	19.77%	14.89%	34.12%	9.00%	-6.02%	-2.13%
營業利益	-17.68%	-43.07%	N.A	-32.41%	-1.07%	15.71%	168.70%	86.70%	66.92%	8.50%	10.24%	-0.20%
稅前純益	34.44%	-34.45%	-56.02%	-10.50%	-27.53%	44.12%	295.42%	-1.33%	45.29%	9.65%	6.22%	-2.10%
稅後純益	28.12%	-32.03%	-49.22%	-7.66%	-28.07%	31.10%	249.69%	3.56%	52.76%	13.42%	6.54%	-2.15%

註1：稅後EPS以股本21.93億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。