

2024 年 4 月 29 日

研究員：劉宜和 [yih.liu@capital.com.tw](mailto:yih.liu@capital.com.tw)

前日收盤價	119.50 元
目標價	
3 個月	140.00 元
12 個月	140.00 元

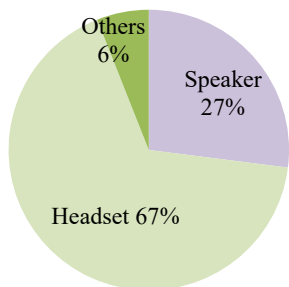
## 近期報告日期、評等及前日股價

02/26/2024	Buy	109.00
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

## 公司基本資訊

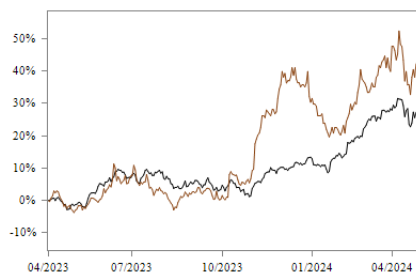
目前股本(百萬元)	2,204
市值(億元)	263
目前每股淨值(元)	55.94
外資持股比(%)	27.69
投信持股比(%)	3.66
董監持股比(%)	8.46
融資餘額(張)	3,546
現金股息配發率(%)	76.30

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 2439 — TWSE



## 美律(2439 TT)

Buy

耳機帶動營收、獲利成長，維持 Buy 投資評等。

**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 將為全年營收低點，預期後續營收將持續向上，以 2024 年獲利評價，維持 Buy 投資評等。

**進入傳統淡季，1Q24 營收 83.53 億元，QoQ-28.90%，EPS1.66 元：**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，頭戴式音樂耳機雖然進入出貨淡季，但電競耳機歷經 1.5 年去化庫存，客戶提早回補庫存，電競耳機營收季增減緩耳機營收季減幅度；在 Speaker 方面，雖然美系客戶新款 NB 進行 Speaker 拉貨，但因手機 Speaker 進入出貨淡季，Speaker 營收季減，1Q24 營收 83.53 億元，QoQ-28.90%，營收規模放緩壓抑毛利率，毛利率低於 4Q23，認列 3.51 億元業外獲利，稅後淨利 3.65 億元，QoQ-23.94%，EPS1.66 元。

**耳機持續成長，預估 2Q24 營收 95.75 億元，QoQ+14.63%，EPS1.59 元：**展望 2Q24，耳機業務持續成長，主要因頭戴式耳機重獲消費者青睞，多款新機鋪貨上市，以及電競耳機客戶持續擴大拉貨動能，帶動耳機營收季增；在 Speaker 業務方面，雖然手機 Speaker 進入全年最淡一季，但因 NB、PC 用 Speaker 出貨持穩，以及美系客戶 TWS Transducer 與大型音箱提升出貨動能，預期 Speaker 營收約略持平於 1Q24，預估 2Q24 營收 95.75 億元，QoQ+14.63%，稅後淨利 3.50 億元，QoQ-4.23%，EPS1.59 元。

**耳機需求回溫帶動成長，預估 2024 年營收 408.37 億元，YoY+11.30%，EPS7.91 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，成為帶動耳機營收年增的二大動能來源；雖然美系客戶新款 NB、PC，TWS Transducer 進入量產，以及大型音箱出貨成長，但因手機 Speaker 營收下滑，預期 Speaker 營收約略持平，預估 2024 年營收 408.37 億元，YoY+11.30%，預期 2024 年毛利率將優於 2023 年，擴大 TWS Transducer 生產有助於提升自動化產線產能利用率，認列轉投資子公司獲利可望年增，預估稅後淨利 17.44 億元，YoY+32.10%，EPS7.91 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	36,690	40,837	44,350	7,131	8,356	9,455	11,748	8,353	9,575	11,136	11,772	8,321
營業毛利淨額	4,742	5,373	5,851	857	1,035	1,323	1,527	1,050	1,260	1,541	1,523	1,008
營業利益	1,138	1,542	1,891	67	187	402	482	180	331	550	481	135
稅後純益	1,320	1,744	2,001	56	363	422	480	365	350	544	485	203
稅後 EPS(元)	5.99	7.91	9.08	0.25	1.64	1.91	2.18	1.66	1.59	2.47	2.20	0.92
毛利率(%)	12.92%	13.16%	13.19%	12.01%	12.39%	13.99%	13.00%	12.57%	13.16%	13.84%	12.93%	12.12%
營業利益率(%)	3.10%	3.78%	4.26%	0.94%	2.24%	4.25%	4.11%	2.16%	3.46%	4.94%	4.08%	1.62%
稅後純益率(%)	3.60%	4.27%	4.51%	0.79%	4.34%	4.46%	4.09%	4.37%	3.65%	4.89%	4.12%	2.44%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.65%	11.30%	8.60%	-30.94%	17.18%	13.15%	24.26%	-28.90%	14.63%	16.30%	5.72%	-29.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.28%	32.10%	14.74%	-84.70%	547.35%	16.32%	13.83%	-23.94%	-4.23%	55.58%	-10.79%	-58.24%

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 22.04 億元計算。

2024 年 4 月 29 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。

**進入傳統淡季，1Q24 營收 83.53 億元，QoQ-28.90%，EPS1.66 元：**

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，頭戴式音樂耳機雖然進入出貨淡季，但電競耳機歷經 1.5 年去化庫存，客戶提早回補庫存，電競耳機營收季增減緩耳機營收季減幅度；在 Speaker 方面，雖然美系客戶新款 NB 進行 Speaker 拉貨，但因手機 Speaker 進入出貨淡季，Speaker 營收季減。

進入傳統淡季，1Q24 營收 83.53 億元，QoQ-28.90%。

營收規模放緩壓抑毛利率，毛利率低於 4Q23，在業外獲利方面，因台幣貶值認列 1.3 億匯兌利益，導入新產品生產帶動 Speaker 自動化產線產能利用率提升，認列轉投資子公司獲利 1.18 億元，加上利息收入與政府補助，一共認列 3.51 億元業外獲利，稅後淨利 3.65 億元，QoQ-23.94%，EPS1.66 元。

**耳機持續成長，預估 2Q24 營收 95.75 億元，QoQ+14.63%，EPS1.59 元：**

展望 2Q24，耳機業務持續成長，主要因頭戴式耳機重獲消費者青睞，多款新機鋪貨上市，以及電競耳機客戶持續擴大拉貨動能，帶動耳機營收季增；在 Speaker 業務方面，雖然手機 Speaker 進入全年最淡一季，但因 NB、PC 用 Speaker 出貨持穩，以及美系客戶 TWS Transducer 與大型音箱提升出貨動能，預期 Speaker 營收約略持平於 1Q24。

耳機持續成長，預估 2Q24 營收 95.75 億元，QoQ+14.63%。

因耳機營收比重提升，以及營收規模擴增，預估 2Q24 毛利率將優於 1Q24 的水準，但在先不預估匯兌利益的狀況下，預估稅後淨利 3.50 億元，QoQ-4.23%，EPS1.59 元。

**耳機需求回溫帶動成長，預估 2024 年營收 408.37 億元，YoY+11.30%，EPS7.91 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，成為帶動耳機營收年增的二十大動能來源；雖然美系客戶新款 NB、PC，TWS Transducer 進入量產，以及大型音箱出貨成長，但因手機 Speaker 營收下滑，預期 Speaker 營收約略持平。

在耳機方面，雖然歐美地區利率維持於高檔，終端需求仍受影響，但耳機品牌客戶見到中高階頭戴式無線音樂耳機需求回升，尤其頭戴式音樂耳機

2024 年 4 月 29 日

重獲消費者青睞，多款新品上市，帶動音樂耳機營收年增，但 TWS 耳機受頭戴式耳機排擠，展望較為負面；電競耳機因庫存調整已 1.5 年，客戶自 1Q24 起回補庫存，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 Speaker 出貨穩健成長，美系客戶將推出數款新 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；手機 Speaker 方面，爭取到的 2024 年專案數與 2023 年一樣，客戶未對 Speaker 砍價，但因不預期中國競爭對手今年持續良率不佳，故對出貨量展望較保守，預期手機 Speaker 營收年減，導致 Speaker 營收約略持平。

耳機需求回溫帶動營收成長，預估 2024 年營收 408.37 億元，YoY+11.30%。

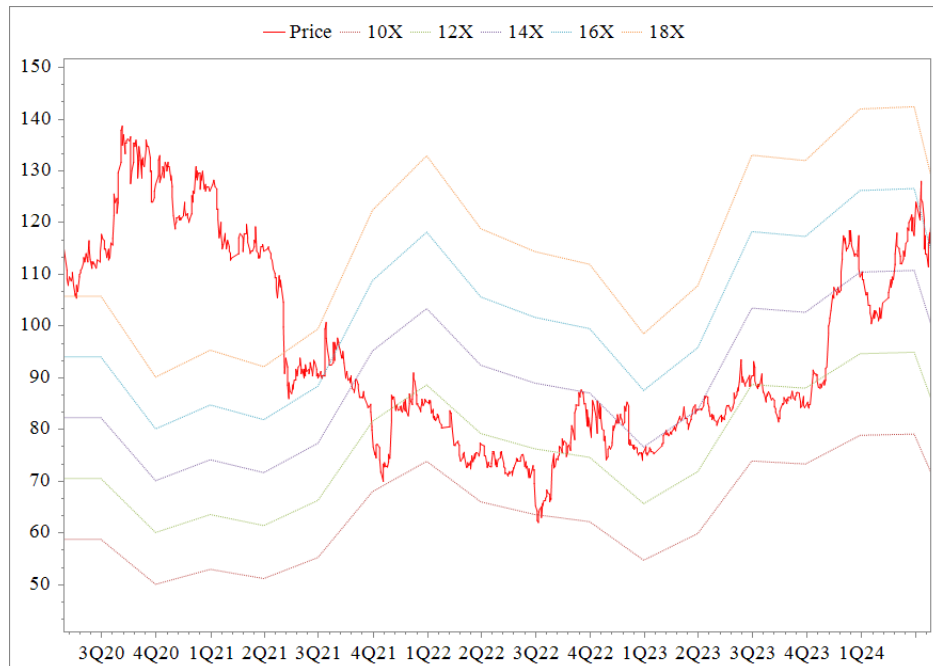
因耳機營收成長幅度較大，產品組合轉佳，以及營收規模提升，預期 2024 年毛利率將優於 2023 年，擴大 TWS Transducer 生產有助於提升自動化產線產能利用率，認列轉投資子公司獲利可望年增，預估稅後淨利 17.44 億元，YoY+32.10%，EPS7.91 元。

### 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 將為全年營收低點，預期後續營收將持續向上，以 2024 年獲利評價，維持 Buy 投資評等。

2024 年 4 月 29 日

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 4 月 29 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	33,863	33,429	32,611	40,528	42,881
流動資產	22,177	21,923	20,717	23,641	24,828
現金及約當現金	4,842	6,923	5,527	6,899	6,953
應收帳款與票據	9,403	8,771	9,380	8,783	12,845
存貨	5,146	4,911	3,821	4,787	3,441
採權益法之投資	4,700	5,028	5,603	9,444	10,569
不動產、廠房設備	3,951	4,148	4,022	3,068	2,588
<b>負債總計</b>	<b>21,708</b>	<b>20,372</b>	<b>19,129</b>	<b>26,002</b>	<b>27,511</b>
流動負債	15,866	14,124	15,852	20,922	21,972
應付帳款及票據	9,343	9,215	8,539	10,149	11,580
非流動負債	5,842	6,248	3,277	4,146	3,175
<b>權益總計</b>	12,155	13,056	13,482	14,526	15,369
普通股股本	<b>2,165</b>	<b>2,178</b>	<b>2,193</b>	<b>2,178</b>	<b>2,178</b>
保留盈餘	5,772	6,370	6,764	7,840	8,683
母公司業主權益	11,614	12,272	12,621	13,442	14,245
<b>負債及權益總計</b>	<b>33,863</b>	<b>33,429</b>	<b>32,611</b>	<b>40,528</b>	<b>42,881</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	36,183	35,399	36,690	40,837	44,350
營業成本	31,808	30,846	31,948	35,464	38,499
<b>營業毛利淨額</b>	4,375	4,553	4,742	5,373	5,851
營業費用	3,277	3,479	3,604	3,831	3,960
<b>營業利益</b>	1,099	1,073	1,138	1,542	1,891
<b>EBITDA</b>	2,352	2,852	2,673	2,125	2,383
業外收入及支出	484	910	611	957	726
稅前純益	1,582	2,049	1,885	2,499	2,617
所得稅	291	428	468	553	576
稅後純益	1,128	1,455	1,320	1,744	2,001
稅後 EPS(元)	5.12	6.60	5.99	7.91	9.08
完全稀釋 EPS**	4.55	5.87	5.33	7.04	8.07

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 22.04【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%	11.30%	8.60%
營業毛利淨額	1.31%	4.06%	4.16%	13.31%	8.89%
營業利益	-3.70%	-2.32%	6.04%	35.51%	22.64%
稅後純益	-14.63%	28.97%	-9.28%	32.10%	14.74%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	12.09%	12.86%	12.92%	13.16%	13.19%
EBITDA(%)	6.50%	8.06%	7.28%	5.20%	5.37%
營益率	3.04%	3.03%	3.10%	3.78%	4.26%
稅後純益率	3.12%	4.11%	3.60%	4.27%	4.51%
總資產報酬率	3.33%	4.35%	4.05%	4.30%	4.67%
股東權益報酬率	9.28%	11.15%	9.79%	12.01%	13.02%

## 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	44.30	39.00
應收帳款天數	111.56	93.70	90.29	81.17	89.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	2,660	4,683	2,223	4,076	3,026
稅前純益	1,582	2,049	1,885	2,499	2,617
折舊及攤銷	726	764	824	583	492
營運資金變動	666	739	-195	636	-1,285
其他營運現金	-314	1,131	-291	359	1,202
<b>投資活動現金</b>	-1,632	67	-1,353	-1,411	-2,321
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	389	-521
<b>籌資活動現金</b>	844	-2,815	-2,017	-1,366	-651
長借/公司債變動	1,539	-299	99	-2,608	-971
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	2,266	1,519
<b>淨現金流量</b>	1,795	2,081	-1,397	1,299	54
<b>期初現金</b>	3,047	4,842	6,923	5,600	6,899
<b>期末現金</b>	4,842	6,923	5,527	6,899	6,953

資料來源：CMoney、群益

2024 年 4 月 29 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	10,325	7,131	8,356	9,455	11,748	8,353	9,575	11,136	11,772	8,321	9,659	13,092
營業成本	9,033	6,274	7,321	8,132	10,222	7,304	8,315	9,595	10,250	7,312	8,370	11,267
營業毛利淨額	1,293	857	1,035	1,323	1,527	1,050	1,260	1,541	1,523	1,008	1,289	1,825
營業費用	876	790	848	921	1,044	869	929	991	1,042	874	937	1,067
營業利益	417	67	187	402	482	180	331	550	481	135	352	758
業外收入及支出	69	0	314	215	218	351	176	218	212	138	164	213
稅前純益	486	67	501	617	701	531	508	768	693	273	515	971
所得稅	124	14	120	145	189	120	112	169	152	60	113	214
稅後純益	366	56	363	422	480	365	350	544	485	203	392	748
最新股本	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204
稅後EPS(元)	1.66	0.25	1.64	1.91	2.18	1.66	1.59	2.47	2.20	0.92	1.78	3.39

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	12.52%	12.01%	12.39%	13.99%	13.00%	12.57%	13.16%	13.84%	12.93%	12.12%	13.34%	13.94%
營業利益率(%)	4.04%	0.94%	2.24%	4.25%	4.11%	2.16%	3.46%	4.94%	4.08%	1.62%	3.64%	5.79%
稅後純益率(%)	3.55%	0.79%	4.34%	4.46%	4.09%	4.37%	3.65%	4.89%	4.12%	2.44%	4.06%	5.71%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-6.56%	-30.94%	17.18%	13.15%	24.26%	-28.90%	14.63%	16.30%	5.72%	-29.32%	16.08%	35.55%
營業利益	2.65%	-84.00%	180.14%	114.97%	20.06%	-62.63%	83.71%	65.96%	-12.54%	-71.97%	160.98%	115.58%
稅前純益	-42.88%	-86.28%	650.42%	23.19%	13.60%	-24.25%	-4.39%	51.30%	-9.80%	-60.64%	89.02%	88.46%
稅後純益	-37.55%	-84.70%	547.35%	16.32%	13.83%	-23.94%	-4.23%	55.58%	-10.79%	-58.24%	93.41%	90.71%

## YoY(%)

營業收入淨額	-12.61%	18.49%	4.40%	-14.44%	13.78%	17.14%	14.59%	17.78%	0.21%	-0.39%	0.87%	17.57%
營業利益	-43.07%	N.A	-32.41%	-1.07%	15.71%	170.22%	77.20%	36.80%	-0.35%	-25.25%	6.20%	37.95%
稅前純益	-34.45%	-56.02%	-10.50%	-27.53%	44.12%	695.49%	1.35%	24.47%	-1.17%	-48.65%	1.53%	26.47%
稅後純益	-32.03%	-49.22%	-7.66%	-28.07%	31.10%	551.92%	-3.55%	29.00%	1.10%	-44.49%	12.10%	37.41%

註1：稅後EPS以股本22.04億元計算

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。