

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	137.50 元
目標價	
3 個月	180.00 元
12 個月	180.00 元

美律 (2439 TT)

Buy

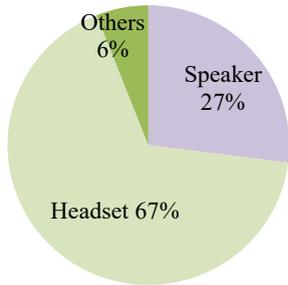
近期報告日期、評等及前日股價

06/11/2024	Buy	121.50
04/29/2024	Buy	119.50
02/26/2024	Buy	109.00
11/04/2023	Neutral	92.10
10/02/2023	Neutral	84.30

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,243
市值(億元)	308
目前每股淨值(元)	54.97
外資持股比(%)	34.99
投信持股比(%)	2.99
董監持股比(%)	8.31
融資餘額(張)	5,103
現金股息配發率(%)	76.30

產品組合



股價相對大盤走勢



AI 帶動 iPhone 長線換機動能，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，WWDC 2024 發表 Apple Intelligence 將啟動 iPhone 長線換機動能，進一步推升未來營收表現，維持 Buy 投資評等。

進耳機持續成長，預估 2Q24 營收 106.77 億元，QoQ+27.81%，EPS2.04 元：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，但因音箱 Speaker 出貨成長，預期 Speaker 營收約略持平於 1Q24，預估 2Q24 營收 106.77 億元，QoQ+27.81%，稅後淨利 4.58 億元，QoQ+25.35%，EPS2.04 元。

進入耳機全年最旺一季，預估 3Q24 營收 126.54 億元，QoQ+18.52%，EPS2.76 元：展望 3Q24，電競耳機多款新品齊發，帶動旺季出貨成長；消費市場偏好轉向頭戴式耳機，帶動頭戴式無線藍芽耳機出貨成長，客戶庫存仍低，加上年終購物節慶旺季啟動備貨需求，帶動耳機出貨來到全年最旺一季。Apple Intelligence 僅支援 A17 Pro 以後的處理器，iPhone 用戶若要體驗手機生成式 AI 功能，大部分的用戶需要換機，故預期 2H24 為 iPhone 長線換機潮的起點，且自 08/2024 底 iPhone Speaker 量產出貨，帶動另一波營收增長動能，預估 3Q24 營收 126.54 億元，QoQ+18.52%，稅後淨利 6.20 億元，QoQ+35.47%，EPS2.76 元。

耳機需求回溫帶動成長，預估 2024 年營收 443.40 億元，YoY+20.85%，EPS8.87 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，預估 2024 年營收 443.40 億元，YoY+20.85%，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 19.89 億元，YoY+50.61%，EPS8.87 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	36,690	44,340	48,606	7,131	8,356	9,455	11,748	8,353	10,677	12,654	12,655	8,979
營業毛利淨額	4,742	5,987	6,367	857	1,035	1,323	1,527	1,050	1,505	1,773	1,658	1,099
營業利益	1,138	1,835	2,033	67	187	402	482	180	470	647	538	156
稅後純益	1,320	1,989	2,151	56	363	422	480	365	458	620	546	227
稅後 EPS(元)	5.89	8.87	9.59	0.25	1.62	1.88	2.14	1.63	2.04	2.76	2.43	1.01
毛利率(%)	12.92%	13.50%	13.10%	12.01%	12.39%	13.99%	13.00%	12.57%	14.10%	14.01%	13.10%	12.24%
營業利益率(%)	3.10%	4.14%	4.18%	0.94%	2.24%	4.25%	4.11%	2.16%	4.40%	5.11%	4.25%	1.74%
稅後純益率(%)	3.60%	4.48%	4.42%	0.79%	4.34%	4.46%	4.09%	4.37%	4.29%	4.90%	4.31%	2.53%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.65%	20.85%	9.62%	-30.94%	17.18%	13.15%	24.26%	-28.90%	27.81%	18.52%	0.01%	-29.05%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.28%	50.61%	8.16%	-84.70%	547.35%	16.32%	13.83%	-23.94%	25.35%	35.47%	-11.98%	-58.41%

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 22.43 億元計算。

2024年6月27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。

耳機持續成長，預估 2Q24 營收 106.77 億元，QoQ+27.81%，EPS2.04 元：

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，但因音箱 Speaker 出貨成長，預期 Speaker 營收約略持平於 1Q24。

耳機持續成長，預估 2Q24 營收 106.77 億元，QoQ+27.81%。

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 4.58 億元，QoQ+25.35%，EPS2.04 元。

進入耳機全年最旺一季，預估 3Q24 營收 126.54 億元，QoQ+18.52%，EPS2.76 元：

展望 3Q24，電競耳機大客戶在 2023 年底更換新執行長後，多款新品齊發，帶動旺季出貨成長；消費市場對藍芽無線耳機的偏好由 TWS 耳機逐漸轉向頭戴式耳機，帶動頭戴式無線藍芽耳機出貨成長，客戶庫存仍低，加上年終購物節慶旺季啟動備貨需求，帶動耳機出貨來到全年最旺一季。

預期 2024 年 Apple iPhone16 系列新機將於 09/2024 發表，由於 WWDC 2024 上發表 Apple Intelligence，本機上搭載多個 LLM 小模型執行 On-Device AI，較大的生成式 AI 任務則藉由串接 ChatGPT 完成，預期 iOS18 為近期 iPhone 最大變革，由於受限於 NPU 算力與 DRAM 容量，Apple Intelligence 僅支援 A17 Pro 以後的處理器，iPhone 用戶若要體驗手機生成式 AI 功能，大部分的用戶需要換機，故預期 2H24 為 iPhone 長線換機潮的起點，且自 08/2024 底 iPhone Speaker 量產出貨，帶動另一波營收增長動能。

進入耳機全年最旺一季，預估 3Q24 營收 126.54 億元，QoQ+18.52%，稅後淨利 6.20 億元，QoQ+35.47%，EPS2.76 元。

耳機需求回溫帶動成長，預估 2024 年營收 443.40 億元，YoY+20.85%，EPS8.87 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。

2024年6月27日

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，雖然WWDC 2024發表Apple Intelligence讓iPhone16正式成為AI手機，但認為這是長線換機題材，短期出貨仍維持保守預估，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443.40億元，YoY+20.85%。

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19.89億元，YoY+50.61%，EPS8.87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，WWDC 2024發表Apple Intelligence將啟動iPhone長線換機動能，進一步推升未來營收表現，維持Buy投資評等。

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

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	33,863	33,429	32,611	41,210	43,980
流動資產	22,177	21,923	20,717	27,469	25,652
現金及約當現金	4,842	6,923	5,527	8,016	7,208
應收帳款與票據	9,403	8,771	9,380	10,491	13,212
存貨	5,146	4,911	3,821	5,404	3,622
採權益法之投資	4,700	5,028	5,603	7,294	10,757
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	26,439	28,216
流動負債	15,866	14,124	15,852	24,309	22,701
應付帳款及票據	9,343	9,215	8,539	11,779	12,060
非流動負債	5,842	6,248	3,277	-434	2,671
權益總計	12,155	13,056	13,482	14,770	15,763
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	8,084	9,077
母公司業主權益	11,614	12,272	12,621	13,686	14,639
負債及權益總計	33,863	33,429	32,611	41,210	43,980

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	5,066	2,701
稅前純益	1,582	2,049	1,885	2,813	2,809
折舊及攤銷	726	764	824	583	492
營運資金變動	666	739	-195	-59	-659
其他營運現金	-314	1,131	-291	1,730	59
投資活動現金	-1,632	67	-1,353	-415	-3,404
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	1,385	-1,604
籌資活動現金	844	-2,815	-2,017	-2,235	-105
長借/公司債變動	1,539	-299	99	-7,189	3,104
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	5,978	-2,012
淨現金流量	1,795	2,081	-1,397	2,417	-809
期初現金	3,047	4,842	6,923	5,600	8,016
期末現金	4,842	6,923	5,527	8,016	7,208

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	44,340	48,606
營業成本	31,808	30,846	31,948	38,353	42,239
營業毛利淨額	4,375	4,553	4,742	5,987	6,367
營業費用	3,277	3,479	3,604	4,151	4,335
營業利益	1,099	1,073	1,138	1,835	2,033
EBITDA	2,352	2,852	2,673	2,418	2,524
業外收入及支出	484	910	611	977	776
稅前純益	1,582	2,049	1,885	2,813	2,809
所得稅	291	428	468	622	618
稅後純益	1,128	1,455	1,320	1,989	2,151
稅後 EPS(元)	5.03	6.49	5.89	8.87	9.59
完全稀釋 EPS**	4.55	5.87	5.33	8.02	8.68

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 22.43【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%	20.85%	9.62%
營業毛利淨額	1.31%	4.06%	4.16%	26.25%	6.36%
營業利益	-3.70%	-2.32%	6.04%	61.29%	10.75%
稅後純益	-14.63%	28.97%	-9.28%	50.61%	8.16%
獲利能力分析(%)					
毛利率	12.09%	12.86%	12.92%	13.50%	13.10%
EBITDA(%)	6.50%	8.06%	7.28%	5.45%	5.19%
營益率	3.04%	3.03%	3.10%	4.14%	4.18%
稅後純益率	3.12%	4.11%	3.60%	4.48%	4.42%
總資產報酬率	3.33%	4.35%	4.05%	4.83%	4.89%
股東權益報酬率	9.28%	11.15%	9.79%	13.46%	13.64%
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	43.90	39.00
應收帳款天數	111.56	93.70	90.29	81.79	89.00

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	10,677	12,654	12,655	8,979	10,478	14,295
營業成本	9,033	6,274	7,321	8,132	10,222	7,304	9,171	10,881	10,997	7,880	9,077	12,310
營業毛利淨額	1,293	857	1,035	1,323	1,527	1,050	1,505	1,773	1,658	1,099	1,401	1,984
營業費用	876	790	848	921	1,044	869	1,036	1,126	1,120	943	1,016	1,165
營業利益	417	67	187	402	482	180	470	647	538	156	384	819
業外收入及支出	69	0	314	215	218	351	176	218	232	148	174	223
稅前純益	486	67	501	617	701	531	646	865	770	304	558	1,042
所得稅	124	14	120	145	189	120	142	190	169	67	123	229
稅後純益	366	56	363	422	480	365	458	620	546	227	425	803
最新股本	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243	2,243
稅後EPS(元)	1.63	0.25	1.62	1.88	2.14	1.63	2.04	2.76	2.43	1.01	1.90	3.58
獲利能力(%)												
毛利率(%)	12.52%	12.01%	12.39%	13.99%	13.00%	12.57%	14.10%	14.01%	13.10%	12.24%	13.37%	13.88%
營業利益率(%)	4.04%	0.94%	2.24%	4.25%	4.11%	2.16%	4.40%	5.11%	4.25%	1.74%	3.67%	5.73%
稅後純益率(%)	3.55%	0.79%	4.34%	4.46%	4.09%	4.37%	4.29%	4.90%	4.31%	2.53%	4.06%	5.62%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-6.56%	-30.94%	17.18%	13.15%	24.26%	-28.90%	27.81%	18.52%	0.01%	-29.05%	16.69%	36.42%
營業利益	2.65%	-84.00%	180.14%	114.97%	20.06%	-62.63%	160.50%	37.78%	-16.83%	-71.03%	146.50%	113.19%
稅前純益	-42.88%	-86.28%	650.42%	23.19%	13.60%	-24.25%	21.68%	33.95%	-11.00%	-60.56%	83.66%	86.81%
稅後純益	-37.55%	-84.70%	547.35%	16.32%	13.83%	-23.94%	25.35%	35.47%	-11.98%	-58.41%	87.35%	88.85%
YoY(%)												
營業收入淨額	-12.61%	18.49%	4.40%	-14.44%	13.78%	17.14%	27.77%	33.84%	7.72%	7.49%	-1.86%	12.96%
營業利益	-43.07%	N.A	-32.41%	-1.07%	15.71%	170.22%	151.27%	61.04%	11.57%	-13.52%	-18.17%	26.62%
稅前純益	-34.45%	-56.02%	-10.50%	-27.53%	44.12%	695.49%	28.99%	40.25%	9.88%	-42.78%	-13.64%	20.44%
稅後純益	-32.03%	-49.22%	-7.66%	-28.07%	31.10%	551.92%	26.23%	47.01%	13.69%	-37.84%	-7.10%	29.52%

註1：稅後EPS以股本22.43億元計算

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。