

2024 年 9 月 11 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價 66.80 元

目標價

3 個月 73.00 元

12 個月 73.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

07/03/2024 Trading Buy 64.50

茂林-KY(4935 TT)

Trading Buy

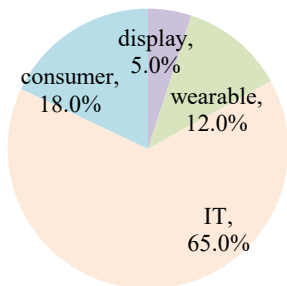
2H24 營收展望優於 1H24，維持 Trading Buy 評等。

投資建議：雖然全球筆記型電腦出貨成長動能偏低，美國消費性電子廠近期訂單能見度亦尚低於疫情前水準，不過，受惠於季節性需求增溫，2H24 茂林-KY 營收展望優於 1H24，故群益維持對茂林-KY Trading Buy 的投資建議。

公司基本資訊

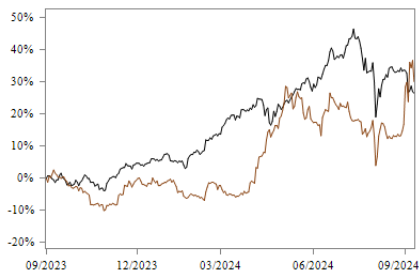
目前股本(百萬元)	1,289
市值(億元)	86
目前每股淨值(元)	64.88
外資持股比(%)	27.21
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	18.22
融資餘額(張)	1,876
現金股息配發率(%)	58.37

產品組合



股價相對大盤走勢

— 4935 — TWSE



2Q24 稅後淨利 1.63 億元，QoQ+26.55%：受惠於美國消費性電子廠 03/2024 發表筆記型電腦新機相關訂單挹注，2Q24 茂林-KY 營收 18.08 億元，QoQ+28.41%，整體產能利用率隨之提高，營業利益增加至 1.19 億元，QoQ+131.54%，但因認列上海廠閒置機台減損損失 0.67 億元，稅後淨利 1.63 億元，QoQ+26.55%。

2H24 營收展望優於 1H24：根據研調機構 TrendForce 指出，預估 2024 年全球筆記型電腦出貨 1.74 億台，YoY+3.7%，動能主要來自入門級消費機種以及教育市場，此外，雖然 2H24 品牌廠陸續推出 AI 筆記型電腦，不過，售價偏高仍導致消費者買氣觀望，TrendForce 預估須待 2025 年商用筆記型電腦市場需求回溫方得以推升 AI 筆記型電腦出貨量擴大。

展望 2H24，影響茂林-KY 業績的重要觀察指標仍在美國消費性案子廠對 IT 產品的釋單數量。美國消費性電子廠 IT 產品出貨旺季通常在 2H，且 3Q 出貨量通常高於 4Q，若筆記型電腦銷售狀況優於預期，4Q 出貨量方有機會高於 3Q，茂林-KY 07/2024 營收 6.75 億元，MoM+18.93%，08/2024 營收 7.01 億元，MoM+3.78%，07/2024、08/2024 營收分別為 12/2022 迄今次高、最高水準。

此外，雖然美國消費性電子廠筆記型電腦庫存已回歸正常水準，但受整體產業市況僅持穩影響，近期茂林相關 IT 產品訂單能見度縮短至 1~3 個月，低於疫情前的 4 個月，但就目前接單狀況而言，群益預估，09/2024 茂林-KY 營收與 08/2024 相去有限，3Q24 營收 20.49 億元，QoQ+13.35%，然而，隨 IT 產品出貨高峰已過，預估 4Q24 營收 18.63 億元，QoQ-9.07%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	5,940	7,127	8,366	1,757	1,537	1,558	1,408	1,808	2,049	1,863	1,660	1,947
營業毛利淨額	881	1,251	1,518	297	266	254	230	318	375	328	285	347
營業利益	184	462	669	121	80	85	52	119	158	133	93	136
稅後純益	331	611	697	235	159	37	129	163	176	143	113	132
稅後 EPS(元)	2.57	4.74	5.40	1.82	1.23	0.29	1.00	1.27	1.37	1.11	0.87	1.03
毛利率(%)	14.84%	17.55%	18.14%	16.88%	17.29%	16.28%	16.35%	17.59%	18.31%	17.59%	17.18%	17.81%
營業利益率(%)	3.09%	6.48%	8.00%	6.90%	5.22%	5.43%	3.66%	6.60%	7.70%	7.15%	5.62%	6.98%
稅後純益率(%)	5.58%	8.58%	8.33%	13.35%	10.34%	2.37%	9.16%	9.03%	8.61%	7.67%	6.78%	6.80%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-38.91%	19.99%	17.38%	61.67%	-12.55%	1.40%	-9.67%	28.41%	13.35%	-9.07%	-10.87%	17.24%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-68.05%	84.49%	13.95%	N.A	-32.27%	-76.79%	249.75%	26.55%	8.05%	-19.01%	-21.18%	17.66%

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 12.89 億元計算。

2024 年 9 月 11 日

企業 ESG 資訊揭露：

就環境保護而言，茂林-KY 注重節約能源、廢棄物管理、溫室氣體排放及綠色產品等層面，遵守相關法規並持續改善，並向上游供應商宣導國際法規對生產過程與產品的環保要求及未來環保趨勢，以確保所生產產品符合國際法規及客戶要求。

再就員工關懷而言，茂林-KY 的具體管理措施主要有三，(1)招募起皆依法進行聘雇流程，應徵者需提供身分證明文件予本公司，(2)定期關心及管理員工出勤狀況，不強迫勞動，並訂定「特別休假管理辦法」，每年依年資自行安排連休 3-5 日，(3)實施 ISO45001 管理系統並定期實施安全衛生育訓練及員工健康檢查，以提供友善安全的工作環境。

受惠於 IT 產品需求增溫，2Q24 稅後淨利 1.63 億元，QoQ+26.55%：

茂林-KY 為導光板廠，核心競爭力在光學設計、光學模擬等光學相關技術，產品終端應用領域包括 IT(如發光鍵盤等，客戶如 Apple 等)、display(如 TV 面板、monitor 面板等，客戶如 TCL 等中、歐、日 TV 品牌廠)、consumer(如車用產品、lighting 等，其中，車用產品客戶如 Bosch 等汽車零組件廠，lighting 客戶如 Toshiba 等燈具品牌廠)、穿戴式產品(客戶如 Garmin 等品牌廠)等，近幾年導光板的營收比重為 85~95%。此外，茂林-KY 亦從事塑膠射出業務，產品線包括汽車導航設備背殼、電池背殼、LCD monitor 外殼等，近幾年營收比重為 5~15%。

若就產品終端應用領域的營收比重而言，IT 產品線受惠於最大客戶(美國消費性電子廠)發光鍵盤相關訂單挹注，自 2020 年迄今均居冠，達 60%以上；其次則為 wearable、consumer，近幾年均為 5~15%；至於先前主力產品 display 茂林-KY 則逐漸淡出，近幾年已低於 10%。

茂林-KY 的產能主要位於台灣(中壢、苗栗銅鑼等 2 座廠)、中國(蘇州、上海、廣東中山等 3 座廠)兩地，並再於美國、日本設置行銷據點(美國亦設置研發據點)，以就近服務美洲及歐洲、日本等地客戶。而茂林-KY 中長線產銷營運策略主要有三，(1)深耕光學設計、精密加工等核心能力，(2)強化自動化、AI 深度學習等智慧化生產技術，以減少人力使用、提高生產效率及良率，(3)擴大導光技術應用範圍(新產品領域包括醫療器材等)。

2Q24 茂林-KY 營收 18.08 億元，QoQ+28.41%，主要係美國消費性電子廠 03/2024 發表筆記型電腦新機相關訂單挹注所致，整體產能利用率隨之提高，營業利益增加至 1.19 億元，QoQ+131.54%，但因認列上海廠閒置機台減損損失 0.67 億元，稅後淨利 1.63 億元，QoQ+26.55%。

美國消費性電子廠需求持續增溫，2H24 營收展望優於 1H24：

根據研調機構 TrendForce 指出，預估 2024 年全球筆記型電腦出貨 1.74 億台，YoY+3.7%，動能主要來自入門級消費機種以及教育市場，此外，雖然 2H24 品牌廠陸續推出 AI 筆記型電腦，不過，售價偏高仍導致消費者買氣觀望，TrendForce 預估須待 2025 年商用筆記型電腦市場需求回溫方得以推升 AI 筆記型電腦出貨量擴大，並將帶動 2025 年全球筆記型電腦出貨量 YoY+5%。整體而言，2024 年、2025 年全球筆記型電腦出貨成長動能偏低。

展望 2H24，影響茂林-KY 業績的重要觀察指標仍在美國消費性電子廠對 IT

2024 年 9 月 11 日

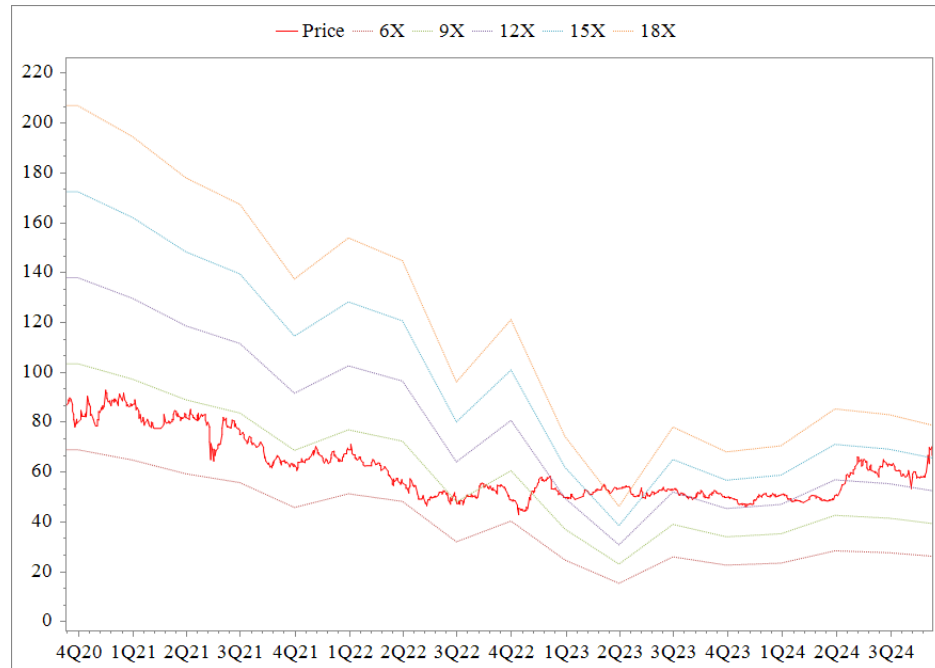
產品的釋單數量。美國消費性電子廠 IT 產品出貨旺季通常在 2H，且 3Q 出貨量通常高於 4Q，若筆記型電腦銷售狀況優於預期，4Q 出貨量方有機會高於 3Q，茂林-KY 07/2024 營收 6.75 億元，MoM+18.93%，08/2024 營收 7.01 億元，MoM+3.78%，07/2024、08/2024 營收分別為 12/2022 迄今次高、最高水準。

此外，雖然美國消費性電子廠筆記型電腦庫存已回歸正常水準，但受整體產業市況僅持穩影響，近期茂林相關 IT 產品訂單能見度縮短至 1~3 個月，低於疫情前的 4 個月，但就目前接單狀況而言，群益預估，09/2024 茂林-KY 營收與 08/2024 相去有限，3Q24 營收 20.49 億元，QoQ+13.35%，然而，隨 IT 產品出貨高峰已過，預估 4Q24 營收 18.63 億元，QoQ-9.07%。

受惠於季節性需求增溫，2H24 營收展望優於 1H24，故群益維持對茂林-KY Trading Buy 的投資建議：

雖然全球筆記型電腦出貨成長動能偏低，美國消費性電子廠近期訂單能見度亦尚低於疫情前水準，不過，受惠於季節性需求增溫，2H24 茂林-KY 營收展望優於 1H24，故群益維持對茂林-KY Trading Buy 的投資建議。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 11 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	12,282	11,838	10,018	10,481	10,917
流動資產	8,003	7,849	6,288	6,439	6,632
現金及約當現金	3,989	4,691	4,353	4,119	4,415
應收帳款與票據	2,512	1,887	1,400	1,432	1,456
存貨	1,303	1,238	504	517	526
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	3,240	2,975	2,703	2,713	2,723
負債總計	4,662	3,587	1,997	2,042	2,077
流動負債	3,627	2,669	1,299	1,331	1,371
應付帳款及票據	2,261	1,630	929	954	978
非流動負債	1,035	918	697	687	658
權益總計	7,620	8,252	8,021	8,439	8,839
普通股股本	1,309	1,289	1,289	1,289	1,289
保留盈餘	4,373	4,658	4,477	4,895	5,296
母公司業主權益	7,620	8,252	8,021	8,439	8,839
負債及權益總計	12,282	11,838	10,018	10,481	10,917

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	10,883	9,724	5,940	7,127	8,366
營業成本	8,730	7,900	5,059	5,876	6,848
營業毛利淨額	2,154	1,823	881	1,251	1,518
營業費用	825	852	697	789	849
營業利益	1,329	972	184	462	669
EBITDA	1,760	1,548	615	1,010	1,251
業外收入及支出	7	153	43	148	142
稅前純益	1,344	1,172	406	610	811
所得稅	69	135	74	-2	114
稅後純益	1,275	1,037	331	611	697
稅後 EPS(元)	9.89	8.05	2.57	4.74	5.40
完全稀釋 EPS**	9.89	8.05	2.57	4.74	5.40

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 12.89【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.89 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	-2.88%	-10.65%	-38.91%	19.99%	17.38%
營業毛利淨額	-9.25%	-15.34%	-51.67%	41.95%	21.34%
營業利益	-15.67%	-26.87%	-81.09%	151.41%	44.83%
稅後純益	-5.90%	-18.65%	-68.05%	84.49%	13.95%

獲利能力分析(%)

毛利率	19.79%	18.75%	14.84%	17.55%	18.14%
EBITDA(%)	16.17%	15.92%	10.35%	14.17%	14.96%
營益率	12.21%	9.99%	3.09%	6.48%	8.00%
稅後純益率	11.72%	10.67%	5.58%	8.58%	8.33%
總資產報酬率	10.38%	8.76%	3.31%	5.83%	6.38%
股東權益報酬率	16.73%	12.57%	4.13%	7.24%	7.88%

償債能力檢視

負債比率(%)	37.96%	30.30%	19.93%	19.48%	19.03%
負債/淨值比(%)	61.18%	43.47%	24.89%	24.20%	23.50%
流動比率(%)	220.68%	294.11%	483.87%	483.87%	483.87%

其他比率分析

存貨天數	47.85	58.70	62.82	31.70	27.80
應收帳款天數	89.96	82.55	100.97	72.50	63.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	1,202	1,511	1,010	729	928
稅前純益	1,344	1,172	406	610	811
折舊及攤銷	406	404	372	373	374
營運資金變動	-360	60	520	-21	-9
其他營運現金	-189	-126	-288	-233	-248
投資活動現金	-251	68	-121	-112	-43
資本支出淨額	-213	-91	-81	-100	-100
長期投資變動	-54	4	-28	-10	-10
其他投資現金	15	155	-11	-2	67
籌資活動現金	-851	-1,142	-1,212	-451	-590
長借/公司債變動	51	0	-270	-10	-28
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-720	-644	-515	-193	-296
其他籌資現金	-182	-497	-426	-247	-265
淨現金流量	24	702	-338	167	295
期初現金	3,964	3,989	4,691	4,353	4,519
期末現金	3,989	4,691	4,353	4,519	4,815

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 11 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,087	1,757	1,537	1,558	1,408	1,808	2,049	1,863	1,660	1,947	2,499	2,259
營業成本	1,022	1,461	1,271	1,305	1,177	1,490	1,674	1,535	1,375	1,600	2,025	1,847
營業毛利淨額	65	297	266	254	230	318	375	328	285	347	474	412
營業費用	168	175	185	169	179	199	217	194	192	211	235	212
營業利益	-102	121	80	85	52	119	158	133	93	136	239	201
業外收入及支出	6	135	74	8	81	0	44	24	30	44	44	24
稅前純益	-97	256	154	92	132	119	202	157	123	180	283	224
所得稅	2	22	-5	55	3	-44	25	14	11	48	36	20
稅後純益	-99	235	159	37	129	163	176	143	113	132	247	204
最新股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
稅後EPS(元)	-0.77	1.82	1.23	0.29	1.00	1.27	1.37	1.11	0.87	1.03	1.92	1.58
獲利能力(%)												
毛利率(%)	6.00%	16.88%	17.29%	16.28%	16.35%	17.59%	18.31%	17.59%	17.18%	17.81%	18.95%	18.25%
營業利益率(%)	-9.42%	6.90%	5.22%	5.43%	3.66%	6.60%	7.70%	7.15%	5.62%	6.98%	9.56%	8.89%
稅後純益率(%)	-9.10%	13.35%	10.34%	2.37%	9.16%	9.03%	8.61%	7.67%	6.78%	6.80%	9.90%	9.04%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-51.86%	61.67%	-12.55%	1.40%	-9.67%	28.41%	13.35%	-9.07%	-10.87%	17.24%	28.37%	-9.59%
營業利益	N.A	N.A	-33.85%	5.34%	-39.03%	131.54%	32.20%	-15.56%	-29.96%	45.63%	75.87%	-16.00%
稅前純益	N.A	N.A	-39.92%	-40.15%	43.47%	-9.99%	69.61%	-22.21%	-21.44%	46.25%	56.92%	-20.67%
稅後純益	N.A	N.A	-32.27%	-76.79%	249.75%	26.55%	8.05%	-19.01%	-21.18%	17.66%	86.72%	-17.40%
YoY(%)												
營業收入淨額	-55.48%	-4.47%	-51.73%	-30.98%	29.49%	2.85%	33.31%	19.55%	17.96%	7.70%	21.97%	21.28%
營業利益	N.A	353.20%	-82.13%	-65.21%	N.A	-1.62%	96.60%	57.59%	81.03%	13.86%	51.47%	50.69%
稅前純益	N.A	148.26%	-72.79%	-60.00%	N.A	-53.57%	31.09%	70.38%	-6.70%	51.59%	40.25%	43.03%
稅後純益	N.A	320.44%	-67.87%	-84.48%	N.A	-30.41%	11.01%	287.31%	-12.71%	-18.84%	40.25%	43.03%

註1：稅後EPS以股本12.89億元計算

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。