

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	110.50 元
目標價	
3 個月	140.00 元
12 個月	140.00 元

美律(2439 TT)

Buy

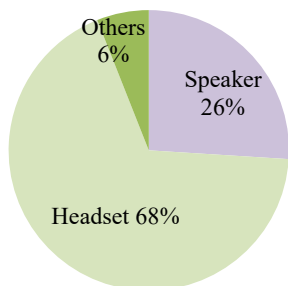
近期報告日期、評等及前日股價

10/29/2024	Trading Buy	113.00
10/08/2024	Trading Buy	118.50
07/29/2024	Buy	124.00
06/27/2024	Buy	137.50
06/11/2024	Buy	121.50

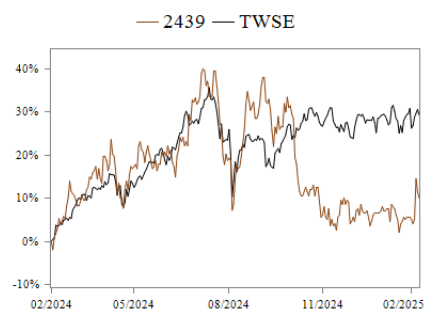
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,524
市值(億元)	279
目前每股淨值(元)	68.73
外資持股比(%)	18.39
投信持股比(%)	6.43
董監持股比(%)	7.85
融資餘額(張)	7,051
現金股息配發率(F)(%)	55.91

產品組合



股價相對大盤走勢



營運已達谷底，給予 Buy 投資評等。

投資建議：雖短期進入營運淡季，但後續耳機新客戶產品量產出貨，以及手機 Speaker 在 2H25 旺季量產，預期營收至少走高至 3Q，目前為營運谷底，給予 Buy 投資評等。

耳機需求回溫帶動成長，2024 年營收 438.54 億元，YoY+19.52%，預估 EPS8.55 元：2024 年，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三大動能來源；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 供應比重略微下滑，Speaker 營收約略持平，2024 年營收 438.54 億元，YoY+19.52%。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 21.57 億元，YoY+63.40%，EPS8.55 元。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 87.75 億元，QoQ-28.95%，EPS1.06 元：展望 1Q25，年終消費旺季過後，進入傳統消費性電子淡季，耳機業務出貨放緩；美系手機客戶第四代平價機種零組件拉貨，雖然是舊產品出貨，但提振淡季出貨量，減輕淡季效應影響，預估 1Q25 營收 87.75 億元，QoQ-28.95%。營收規模放緩，毛利率將不如 4Q24 的水準，預估稅後淨利 2.68 億元，QoQ-60.29%，EPS1.06 元。

預期營運穩健成長，預估 2025 年營收 469.02 億元，YoY+6.95%，EPS8.78 元：展望 2025 年，一線耳機品牌客戶出貨穩定，音樂耳機新增歐美高階品牌客戶，預期增加高階高價耳機出貨量，電競耳機新增全球前五大之一的品牌客戶，新客戶產品量產出貨，預期推動耳機營收穩健成長；Speaker 方面，年初客戶推出第四代平價新機拉動一波手機 Speaker 出貨，2H25 推出的年度新機當中，雖然爭取的案子較 2024 年少一個，但出貨量供應比重增加，有助於提升營收與獲利能力，預估 2025 年營收 469.02 億元，YoY+6.95%。耳機營收穩健成長，手機 Speaker 提升出貨規模，預估稅後淨利 22.17 億元，YoY+2.76%，EPS8.78 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	43,854	46,902	51,934	11,748	8,353	10,294	12,856	12,351	8,775	10,705	14,069	13,354
營業毛利淨額	5,728	6,138	6,779	1,527	1,050	1,353	1,734	1,591	1,098	1,385	1,885	1,770
營業利益	1,972	2,223	2,462	482	180	408	756	628	211	384	872	755
稅後純益	2,157	2,217	2,462	480	365	492	626	674	268	434	768	747
稅後 EPS(元)	8.55	8.78	9.75	1.90	1.45	1.95	2.48	2.67	1.06	1.72	3.04	2.96
毛利率(%)	13.06%	13.09%	13.05%	13.00%	12.57%	13.14%	13.49%	12.89%	12.51%	12.94%	13.40%	13.26%
營業利益率(%)	4.50%	4.74%	4.74%	4.11%	2.16%	3.96%	5.88%	5.09%	2.41%	3.59%	6.20%	5.66%
稅後純益率(%)	4.92%	4.73%	4.74%	4.09%	4.37%	4.78%	4.87%	5.46%	3.05%	4.05%	5.46%	5.60%
營業收入 YoY/QoQ(%)	19.52%	6.95%	10.73%	24.26%	-28.90%	23.23%	24.88%	-3.93%	-28.95%	21.99%	31.43%	-5.09%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	63.40%	2.76%	11.05%	13.83%	-23.94%	34.65%	27.41%	7.64%	-60.29%	62.09%	76.98%	-2.71%

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 25.24 億元計算。

2025 年 2 月 11 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。

耳機進入淡季， 4Q24 營收 123.51 億元，QoQ-3.93%，預估 EPS2.67 元：

4Q24，受 iPhone、Macbook 以及 AirPods Speaker 量產出貨挹注，Speaker 營收維持於高檔，並進入全年最旺一季；但在耳機方面，因主要客戶因應歐美年終購物旺季鋪貨已在 3Q24 完成大半，不論是頭戴式耳機或電競耳機出貨皆季減，由於進入消費性電子淡季，耳機營收季減。

耳機進入淡季，4Q24 營收 123.51 億元，QoQ-3.93%。

因 Speaker 營收比重提高，耳機營收比重下滑，產品組合轉差，毛利率將不如 3Q24 的表現，因台幣相對美元走弱挹注匯兌利益，預估稅後淨利 6.74 億元，QoQ+7.64%，EPS2.67 元。

耳機需求回溫帶動成長， 2024 年營收 438.54 億元，YoY+19.52%，預估 EPS8.55 元：

2024 年，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兩大動能來源；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 供應比重略微下滑，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向上，頭戴式音樂與電競耳機成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，故出貨量比重略遜於 2023 年，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，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，2024 年營收 438.54 億元，YoY+19.52%。

2025 年 2 月 11 日

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 21.57 億元，YoY+63.40%，EPS8.55 元。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 87.75 億元，QoQ-28.95%，EPS1.06 元：

展望 1Q25，年終消費旺季過後，進入傳統消費性電子淡季，耳機業務出貨放緩；美系手機客戶第四代平價機種零組件拉貨，雖然是舊產品出貨，但提振淡季出貨量，減輕淡季效應影響，預估 1Q25 營收 87.75 億元，QoQ-28.95%。

營收規模放緩，毛利率將不如 4Q24 的水準，預估稅後淨利 2.68 億元，QoQ-60.29%，EPS1.06 元。

預期營運穩健成長，預估 2025 年營收 469.02 億元，YoY+6.95%，EPS8.78 元：

展望 2025 年，一線耳機品牌客戶出貨穩定，音樂耳機新增歐美高階品牌客戶，預期增加高階高價耳機出貨量，電競耳機新增全球前五大之一的品牌客戶，新客戶產品量產出貨，預期推動耳機營收穩健成長；Speaker 方面，年初客戶推出第四代平價新機拉動一波手機 Speaker 出貨，2H25 推出的年度新機當中，雖然爭取的案子較 2024 年少一個，但出貨量供應比重增加，有助於提升營收與獲利能力。

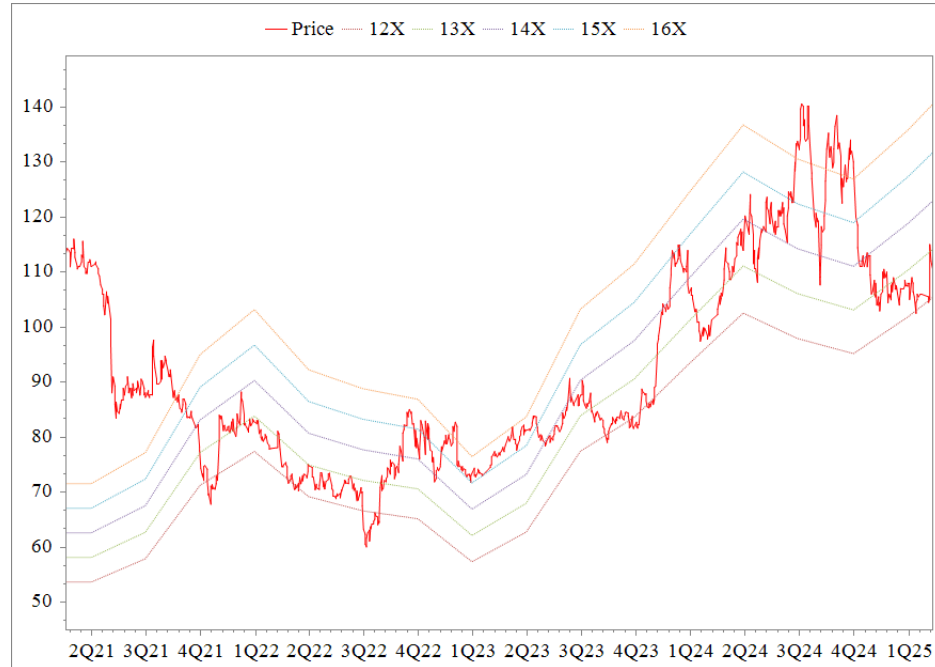
整體營運穩健成長，預估 2025 年營收 469.02 億元，YoY+6.95%。

耳機營收穩健成長，手機 Speaker 提升出貨規模，預估稅後淨利 22.17 億元，YoY+2.76%，EPS8.78 元。

投資建議：

雖短期進入營運淡季，但後續耳機新客戶產品量產出貨，以及手機 Speaker 在 2H25 旺季量產，預期營收至少走高至 3Q，目前為營運谷底，給予 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

2025 年 2 月 11 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	33,429	32,611	45,357	48,972	--
流動資產	21,923	20,717	20,684	36,074	--
現金及約當現金	6,923	5,527	5,829	10,385	--
應收帳款與票據	8,771	9,380	8,464	16,863	--
存貨	4,911	3,821	3,341	6,309	--
採權益法之投資	5,028	5,603	15,464	7,426	--
不動產、廠房設備	4,148	4,022	2,942	2,462	--
負債總計	20,372	19,129	29,100	31,419	--
流動負債	14,124	15,852	18,305	31,924	--
應付帳款及票據	9,215	8,539	8,775	16,710	--
非流動負債	6,248	3,277	10,560	-8,675	--
權益總計	13,056	13,482	16,257	17,553	--
普通股股本	2,178	2,193	2,193	2,193	2,524
保留盈餘	6,370	6,764	9,539	10,835	--
母公司業主權益	12,272	12,621	15,087	16,343	--
負債及權益總計	33,429	32,611	45,357	48,972	0

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	35,399	36,690	43,854	46,902	51,934
營業成本	30,846	31,948	38,126	40,764	45,155
營業毛利淨額	4,553	4,742	5,728	6,138	6,779
營業費用	3,479	3,604	3,756	3,915	4,317
營業利益	1,073	1,138	1,972	2,223	2,462
EBITDA	2,852	2,673	2,782	2,930	--
業外收入及支出	910	611	1,140	671	745
稅前純益	2,049	1,885	3,112	2,893	3,208
所得稅	428	468	686	637	706
稅後純益	1,455	1,320	2,157	2,217	2,462
稅後 EPS(元)	5.77	5.23	8.55	8.78	9.75
完全稀釋 EPS**	5.77	5.23	8.55	8.78	9.75

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 25.24【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 25.24 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-2.17%	3.65%	19.52%	6.95%	10.73%
營業毛利淨額	4.06%	4.16%	20.79%	7.16%	10.44%
營業利益	-2.32%	6.04%	73.30%	12.72%	10.76%
稅後純益	28.97%	-9.28%	63.40%	2.76%	11.05%

獲利能力分析(%)

毛利率	12.86%	12.92%	13.06%	13.09%	13.05%
EBITDA(%)	8.06%	7.28%	6.34%	6.25%	N.A
營益率	3.03%	3.10%	4.50%	4.74%	4.74%
稅後純益率	4.11%	3.60%	4.92%	4.73%	4.74%
總資產報酬率	4.35%	4.05%	4.76%	4.53%	N.A
股東權益報酬率	11.15%	9.79%	13.27%	12.63%	N.A

償債能力檢視

負債比率(%)	60.94%	58.66%	64.16%	64.16%	N.A
負債/淨值比(%)	156.03%	141.88%	179.00%	179.00%	N.A
流動比率(%)	155.22%	130.69%	113.00%	113.00%	N.A

其他比率分析

存貨天數	59.50	49.88	34.28	43.20	N.A
應收帳款天數	93.70	90.29	74.26	98.55	N.A

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	4,683	2,223	1,492	6,461	0
稅前純益	2,049	1,885	3,112	2,893	3,208
折舊及攤銷	764	824	559	468	0
營運資金變動	739	-195	2,519	-3,432	0
其他營運現金	1,131	-291	-4,479	6,218	0
投資活動現金	67	-1,353	-5,257	1,457	0
資本支出淨額	-589	-489	-1,200	-1,200	0
長期投資變動	680	-1,072	-600	-600	0
其他投資現金	-24	208	-3,457	3,257	0
籌資活動現金	-2,815	-2,017	667	-3,362	0
長借/公司債變動	-299	99	14,600	-19,234	0
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-866	-981	-1,031	-1,206	0
其他籌資現金	-1,650	-1,135	-12,903	17,079	0
淨現金流量	2,081	-1,397	-3,098	4,556	0
期初現金	4,842	6,923	8,927	5,829	0
期末現金	6,923	5,527	5,829	10,385	0

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 11 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	9,455	11,748	8,353	10,294	12,856	12,351	8,775	10,705	14,069	13,354	9,451	11,125
營業成本	8,132	10,222	7,304	8,941	11,122	10,759	7,677	9,320	12,184	11,583	8,227	9,640
營業毛利淨額	1,323	1,527	1,050	1,353	1,734	1,591	1,098	1,385	1,885	1,770	1,225	1,485
營業費用	921	1,044	869	945	978	963	886	1,001	1,013	1,015	955	1,040
營業利益	402	482	180	408	756	628	211	384	872	755	270	445
業外收入及支出	215	218	351	374	109	307	145	185	125	215	145	184
稅前純益	617	701	531	782	864	935	356	569	997	971	415	629
所得稅	145	189	120	208	153	206	78	125	219	214	91	138
稅後純益	422	480	365	492	626	674	268	434	768	747	314	480
最新股本	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524	2,524
稅後EPS(元)	1.67	1.90	1.45	1.95	2.48	2.67	1.06	1.72	3.04	2.96	1.24	1.90

獲利能力(%)

毛利率(%)	13.99%	13.00%	12.57%	13.14%	13.49%	12.89%	12.51%	12.94%	13.40%	13.26%	12.96%	13.35%
營業利益率(%)	4.25%	4.11%	2.16%	3.96%	5.88%	5.09%	2.41%	3.59%	6.20%	5.66%	2.86%	4.00%
稅後純益率(%)	4.46%	4.09%	4.37%	4.78%	4.87%	5.46%	3.05%	4.05%	5.46%	5.60%	3.32%	4.32%

QoQ(%)

營業收入淨額	13.15%	24.26%	-28.90%	23.23%	24.88%	-3.93%	-28.95%	21.99%	31.43%	-5.09%	-29.22%	17.71%
營業利益	114.97%	20.06%	-62.63%	126.33%	85.15%	-16.88%	-66.36%	81.84%	126.99%	-13.37%	-64.25%	64.74%
稅前純益	23.19%	13.60%	-24.25%	47.26%	10.52%	8.20%	-61.92%	59.85%	75.24%	-2.67%	-57.27%	51.57%
稅後純益	16.32%	13.83%	-23.94%	34.65%	27.41%	7.64%	-60.29%	62.09%	76.98%	-2.71%	-58.03%	53.21%

YoY(%)

營業收入淨額	-14.44%	13.78%	17.14%	23.19%	35.97%	5.13%	5.05%	3.99%	9.44%	8.12%	7.71%	3.93%
營業利益	-1.07%	15.71%	170.22%	118.31%	88.03%	30.18%	17.17%	-5.86%	15.41%	20.29%	27.84%	15.81%
稅前純益	-27.53%	44.12%	695.49%	56.10%	40.05%	33.39%	-32.94%	-27.20%	15.43%	3.83%	16.52%	10.48%
稅後純益	-28.07%	31.10%	551.92%	35.60%	48.53%	40.46%	-26.67%	-11.73%	22.61%	10.82%	17.13%	10.72%

註1：稅後EPS以股本25.24億元計算

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。