

2024 年 1 月 25 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	171.00 元
目標價	
3 個月	220.00 元
12 個月	220.00 元

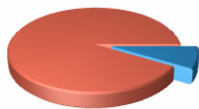
近期報告日期、評等及前日股價

08/30/2023	Trading Buy	188.50
06/29/2023	Neutral	220.00
09/27/2022	Neutral	190.00
03/22/2022	Neutral	230.00

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,990
市值(億元)	511
目前每股淨值(元)	71.83
外資持股比(%)	35.88
投信持股比(%)	1.34
董監持股比(%)	24.20
融資餘額(張)	716
現金股息配發率(F)(%)	83.36

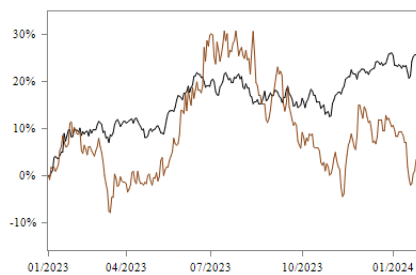
產品組合



- 成車: 91.71%
- 自行車車架及零件組: 8.29%

股價相對大盤走勢

— 9914 — TWSE



美利達(9914 TT)

Buy

高價車款出貨將領先回溫，4Q23 將為未來二年獲利谷底。

投資建議：(1)電動自行車及高階自行車的庫存調整進度優於中低價車款，將可望率先庫存調整完畢，對歐美的出貨將回升。高單價產品 2024 年的出貨量將較 2023 年成長超過一成，並減少外包比重提升獲利能力。(2)運動休閒用途的自行車需求仍顯強固，表現優於通勤產品，支持中國市場 2024 年出貨持穩。(3)雖 SBC 仍在促銷去化庫存，但庫存水位已較 2023 年下降不少，渡過 2023 年的獲利谷底後，2024 年對美利達的獲利貢獻可望回升。(4)預期隨新年度車款開始生產及進入銷售熱季，自 2Q24 開始營收獲利將開始回升，4Q23 將成為未來二年獲利的谷底。將美利達的投資建議調升為 Buy，目標價 220 元(2024 年 PER 22X)。

產品組合優化，上修 2024 年獲利預估：受到自行車市場庫存調整的負面影響，美利達 2023 年營收 271.68 億元，YoY-26.58%，預估稅後 EPS 為 7.20 元。2024 年預期轉投資的 SBC 獲利可回升，電動及高價車需求回溫將帶動台灣廠出貨成長，中國高階車款需求目前仍維持熱度 2024 年可望延續。預估 2024 年營收 291.94 億元，YoY+7.46%，因應產品組合優化，上修稅後 EPS 預估至 9.87 元。

4Q23 營收下滑，預期將有匯損出現，預估稅後 EPS 0.52 元，為未來兩年谷底：4Q23 營收 46.33 億元，YoY-56.33%，QoQ-30.72%，營收表現偏弱主要因為自行車市場仍在庫存去化之中，且為通路銷售淡季加上舊車型出貨逐漸下降所致。預期因業外有匯兌損失及 SBC 獲利貢獻仍在谷底，預估 4Q23 EPS 為 0.52 元。

電動及高階車款的庫存去化進度領先，2024 年高單價車款出貨將顯著成長：高階自行車與電動自行車因庫存去化較順利，預期美利達台灣廠的稼動率在 03/2024 開始將逐漸提升，並在 2H24 出貨大幅成長以因應新年度車款的訂單需求。預期主要成長都將來自高單價的車款，並將大幅減少外包生產的量，有助於美利達在 2Q24 開始的 ASP 提升，毛利率預期即使不像 2023 年有未實現銷貨利益回沖的幫助，也能維持高檔。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	27,168	29,194	32,920	10,611	8,387	7,459	6,688	4,633	5,102	7,467	9,428	7,198
營業毛利淨額	5,213	5,358	5,698	1,939	1,435	1,381	1,230	766	860	1,411	1,811	1,275
營業利益	3,186	3,465	3,575	1,149	967	979	867	374	467	977	1,296	725
稅後純益	2,152	2,951	3,445	304	565	672	758	157	367	781	1,141	662
稅後 EPS(元)	7.20	9.87	11.52	1.02	1.89	2.25	2.54	0.52	1.23	2.61	3.82	2.21
毛利率(%)	19.19%	18.35%	17.31%	16.11%	18.91%	20.70%	19.69%	16.53%	16.86%	18.90%	19.21%	17.71%
營業利益率(%)	11.73%	11.87%	10.86%	10.83%	11.53%	13.13%	12.96%	8.06%	9.16%	13.09%	13.74%	10.08%
稅後純益率(%)	7.92%	10.11%	10.47%	2.87%	6.74%	9.01%	11.34%	3.38%	7.20%	10.46%	12.10%	9.19%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-26.58%	7.46%	12.76%	12.55%	-20.96%	-11.06%	-10.34%	-30.72%	10.11%	46.35%	26.26%	-23.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-36.50%	37.11%	16.76%	-67.07%	85.63%	18.86%	12.88%	-79.32%	134.18%	112.66%	46.08%	-42.00%

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 29.90 億元計算。

2024 年 1 月 25 日

美利達的 ESG：

美利達設有專人負責環保及員工安全衛生等業務，以落實節約用水、節能減碳及溫室氣體減量等環境保護管理。致力於各項資源之利用，推行下腳廢料、垃圾分類、減量，交由回收及再利用廠商處理，減少對環境污染之衝擊。針對空屋、廢水、具以具低耗能、綠能者作為優先考量、室溫設定 28 度 C 開冷氣、照明裝置自動明滅等，以減少能源的浪費。

公司簡介：

美利達為台灣重要的自行車廠之一，在高階自行車中具強力競爭力，尤其是電動自行車、越野登山車更為美利達主要的發展產品。除自有品牌 Merida 外，也為其它品牌廠進行代工，主要的代工品牌客戶為 Specialized (SBC) 及仙度納(Centurion)。美利達目前在台灣及中國、德國都設有生產基地，營收占比歐洲約 55%，北美約 25%，中國及其它地區約 20%。

4Q23 營收下滑，預期將有匯損出現，預估稅後 EPS 0.52 元，為未來兩年谷底：

4Q23 營收 46.33 億元，YoY-56.33%，QoQ-30.72%，營收表現偏弱主要因為自行車市場仍在庫存去化之中，且為通路銷售淡季加上舊車型出貨逐漸下降所致。預期因業外有匯兌損失及 SBC 獲利貢獻仍在谷底，預估 4Q23 EPS 為 0.52 元。

產品組合優化，上修 2024 年獲利預估：

受到自行車市場庫存調整的負面影響，美利達 2023 年營收 271.68 億元，YoY-26.58%，預估稅後 EPS 為 7.20 元。2024 年預期轉投資的 SBC 獲利可回升，電動及高價車需求回溫將帶動台灣廠出貨成長，中國高階車款需求目前仍維持熱度 2024 年可望延續。預估 2024 年營收 291.94 億元，YoY+7.46%，因應產品組合優化，上修稅後 EPS 預估至 9.87 元。

電動及高階車款的庫存去化進度領先，2024 年高單價車款出貨將顯著成長：

高階自行車與電動自行車因庫存去化較順利，預期美利達台灣廠的稼動率在 03/2024 開始將逐漸提升，並在 2H24 出貨大幅成長以因應新年度車款的訂單需求。預期主要成長都將來自高單價的車款，並將大幅減少外包生產的量，有助於美利達在 2Q24 開始的 ASP 提升，毛利率預期即使不像 2023 年有未實現銷貨利益回沖的幫助，也能維持高檔。

SBC 為去化庫存打折促銷使獲利下滑，預期未來銷售較佳的高階車種折扣可望率先結束：

SBC 做為美利達主要的客戶之一也是最重要的業外轉投資收益來源，SBC 的獲利狀況對美利達獲利的影響很大。2022 年美利達認列轉投資 SBC 的獲利約新台幣 6.41 億元，YoY-85.22%。1Q~3Q23 來自 SBC 的認列獲利更進一步下滑至 0.32 億元，YoY-97.33%。造成 SBC 獲利下滑的主因，乃是為了打消疫情期間拉貨過多造成的庫存，SBC 採取降價打折促銷的策略來加快產品銷售，但也同時造成獲利大幅下滑，目前觀察到 SBC 在北美的促銷仍未停止，但庫存狀況已較 2023 年初明顯好轉，高階車款的庫存水位也較健康，只是以整體來看仍未達到疫情前的水準。目前不易評估 SBC 的打折促

2024 年 1 月 25 日

銷活動在何時完全結束，但可預期 2024 年各車種的打折幅度會開始出現落差，差異出現的時點可能落在 3Q24 初期，銷售較佳的高階車種折扣可望率先結束。

電動自行車帶來新需求，預期未來幾年仍可維持快速成長：

從產業角度來看，電動自行車近年快速成長，在歐洲及北美地區是目前主要的電動自行車銷售區域，其中尤以歐洲區是最主要的區域。電動自行車成長主要動能來自於 1)新產品帶來的新需求、新客群：電動自行車會吸引原本不騎乘自行車的人群，進入自行車市場。此外，也會令原本騎乘傳統自行車的人，有換車的動機。2)電動自行車的功能較強：電動自行車的續航里程可較傳統自行車高，且在爬坡及較惡劣的地形中可以電動輔助帶來省力輕便的效果。目前電動自行車的滲透率仍低，預期仍有幾年的高成長機會。

投資建議：

(1)電動自行車及高階自行車的庫存調整進度優於中低價車款，將可望率先庫存調整完畢，對歐美的出貨將回升。高單價產品 2024 年的出貨量將較 2023 年成長超過一成，並減少外包比重提升獲利能力。(2)運動休閒用途的自行車需求仍顯強固，表現優於通勤產品，支持中國市場 2024 年出貨持穩。(3)雖 SBC 仍在促銷去化庫存，但庫存水位已較 2023 年下降不少，渡過 2023 年的獲利谷底後，2024 年對美利達的獲利貢獻可望回升。(4)預期隨新年度車款開始生產及進入銷售熱季，自 2Q24 開始營收獲利將開始回升，4Q23 將成為未來二年獲利的谷底。將美利達的投資建議調升為 Buy，目標價 220 元(2024 年 PER 22X)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 1 月 25 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	35,509	42,553	42,802	45,181	48,782
流動資產	15,022	20,426	9,760	19,433	12,841
現金及約當現金	3,685	5,425	2,508	5,107	3,350
應收帳款與票據	2,078	3,848	1,363	3,276	1,955
存貨	7,726	10,235	3,485	9,837	4,333
採權益法之投資	17,373	18,920	29,412	22,400	32,179
不動產、廠房設備	2,490	2,446	2,446	2,446	2,466
負債總計	16,937	21,059	20,509	21,649	23,506
流動負債	11,347	15,226	7,230	14,395	9,583
應付帳款及票據	4,371	5,858	2,227	6,393	3,302
非流動負債	5,590	5,832	16,911	6,719	16,480
權益總計	18,572	21,495	22,293	23,532	25,275
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
保留盈餘	16,814	17,844	18,642	19,881	21,625
母公司業主權益	17,755	20,584	21,240	22,397	24,048
負債及權益總計	35,509	42,553	42,802	45,181	48,782

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	29,391	37,003	27,168	29,194	32,920
營業成本	25,304	30,612	22,356	23,836	27,222
營業毛利淨額	3,900	5,696	5,213	5,358	5,698
營業費用	2,311	2,258	2,027	2,086	2,123
營業利益	1,589	3,437	3,186	3,465	3,575
EBITDA	6,513	4,861	3,869	4,332	4,823
業外收入及支出	4,591	1,060	72	648	1,051
稅前純益	6,205	4,498	3,258	4,113	4,626
所得稅	1,417	1,043	965	1,080	1,088
稅後純益	4,650	3,389	2,152	2,951	3,445
稅後 EPS(元)	15.55	11.33	7.20	9.87	11.52
完全稀釋 EPS**	15.55	11.33	7.20	9.87	11.52

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 29.90【最新股本】億元計算
 註 3：完全稀釋 EPS 以股本 29.90 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	8.57%	25.90%	-26.58%	7.46%	12.76%
營業毛利淨額	-4.07%	46.04%	-8.48%	2.78%	6.35%
營業利益	-15.65%	116.28%	-7.31%	8.75%	3.18%
稅後純益	16.43%	-27.11%	-36.50%	37.11%	16.76%

獲利能力分析(%)

毛利率	13.27%	15.39%	19.19%	18.35%	17.31%
EBITDA(%)	22.16%	13.14%	14.24%	14.84%	14.65%
營益率	5.41%	9.29%	11.73%	11.87%	10.86%
稅後純益率	15.82%	9.16%	7.92%	10.11%	10.47%
總資產報酬率	13.09%	7.96%	5.03%	6.53%	7.06%
股東權益報酬率	25.04%	15.77%	9.65%	12.54%	13.63%

償債能力檢視

負債比率(%)	47.70%	49.49%	47.92%	47.92%	48.19%
負債/淨值比(%)	91.20%	97.97%	92.00%	92.00%	93.00%
流動比率(%)	132.38%	134.15%	135.00%	135.00%	134.00%

其他比率分析

存貨天數	91.71	107.08	112.00	102.00	95.00
應收帳款天數	24.43	29.23	35.00	29.00	29.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	788	1,730	3,280	4,473	4,920
稅前純益	6,205	4,498	3,258	4,113	4,626
折舊及攤銷	285	330	269	269	271
營運資金變動	-3,643	-2,791	5,604	-4,099	3,734
其他營運現金	-2,059	-306	-5,851	4,190	-3,711
投資活動現金	-153	-102	-622	82	-594
資本支出淨額	-150	-139	-200	-200	-200
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-3	37	-422	282	-394
籌資活動現金	-782	12	-5,574	-1,957	-6,084
長借/公司債變動	158	266	11,078	-10,192	9,760
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,093	-2,395	-1,495	-1,794	-1,794
其他籌資現金	1,153	2,141	-15,158	10,029	-14,050
淨現金流量	-246	1,740	-2,916	2,599	-1,757
期初現金	3,931	3,685	5,425	2,508	5,107
期末現金	3,685	5,425	2,508	5,107	3,350

資料來源：CMoney、群益

2024 年 1 月 25 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	9,428	10,611	8,387	7,459	6,688	4,633	5,102	7,467	9,428	7,198	5,860	8,348
營業成本	7,688	8,672	6,951	6,079	5,458	3,868	4,242	6,055	7,616	5,923	4,845	6,931
營業毛利淨額	1,740	1,939	1,435	1,381	1,230	766	860	1,411	1,811	1,275	1,016	1,418
營業費用	523	560	619	565	451	392	393	525	618	549	442	520
營業利益	952	1,149	967	979	867	374	467	977	1,296	725	573	898
業外收入及支出	276	-743	-123	144	212	-162	43	123	289	194	141	307
稅前純益	1,228	406	844	1,123	1,079	212	510	1,100	1,584	919	714	1,204
所得稅	291	76	217	413	287	49	133	297	412	239	179	313
稅後純益	924	304	565	672	758	157	367	781	1,141	662	521	867
最新股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
稅後EPS(元)	3.09	1.02	1.89	2.25	2.54	0.52	1.23	2.61	3.82	2.21	1.74	2.90

獲利能力(%)

毛利率(%)	15.64%	16.11%	18.91%	20.70%	19.69%	16.53%	16.86%	18.90%	19.21%	17.71%	17.33%	16.98%
營業利益率(%)	10.10%	10.83%	11.53%	13.13%	12.96%	8.06%	9.16%	13.09%	13.74%	10.08%	9.78%	10.75%
稅後純益率(%)	9.81%	2.87%	6.74%	9.01%	11.34%	3.38%	7.20%	10.46%	12.10%	9.19%	8.90%	10.39%

QoQ(%)

營業收入淨額	7.03%	12.55%	-20.96%	-11.06%	-10.34%	-30.72%	10.11%	46.35%	26.26%	-23.65%	-18.58%	42.46%
營業利益	23.00%	20.69%	-15.87%	1.27%	-11.48%	-56.90%	25.06%	109.14%	32.60%	-44.02%	-20.96%	56.62%
稅前純益	-5.04%	-66.90%	107.65%	33.06%	-3.94%	-80.36%	140.68%	115.66%	44.05%	-42.00%	-22.29%	68.63%
稅後純益	-2.99%	-67.07%	85.63%	18.86%	12.88%	-79.32%	134.18%	112.66%	46.08%	-42.00%	-21.21%	66.32%

YoY(%)

營業收入淨額	25.57%	61.45%	2.83%	-15.32%	-29.06%	-56.33%	-39.17%	0.10%	40.95%	55.34%	14.87%	11.81%
營業利益	94.58%	325.64%	72.04%	26.48%	-8.98%	-67.49%	-51.68%	-0.21%	49.48%	94.15%	22.70%	-8.11%
稅前純益	-24.05%	-77.34%	-46.25%	-13.13%	-12.13%	-47.87%	-39.58%	-2.07%	46.85%	333.69%	40.03%	9.50%
稅後純益	-24.07%	-78.09%	-53.18%	-29.51%	-17.98%	-48.50%	-35.03%	16.25%	50.44%	321.96%	41.98%	11.04%

註1：稅後EPS以股本29.90億元計算

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。