

2024 年 2 月 26 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 174.00 元
目標價
3 個月 214.00 元
12 個月 214.00 元

士電(1503 TT)

Buy

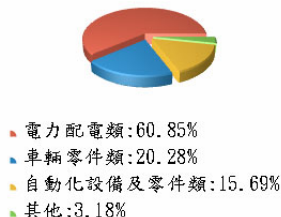
近期報告日期、評等及前日股價

02/22/2024 到價
02/20/2024 Buy 148.50
02/19/2024 到價
01/24/2024 Buy 121.00

公司基本資訊

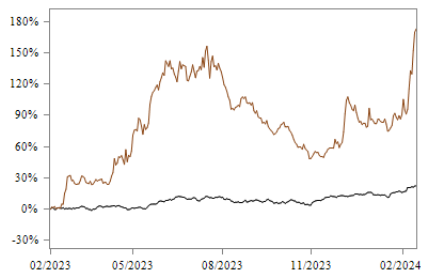
目前股本(百萬元) 5,210
市值(億元) 907
目前每股淨值(元) 61.20
外資持股比(%) 30.85
投信持股比(%) 1.37
董監持股比(%) 26.69
融資餘額(張) 10,916
現金股息配發率(F)(%) 50.32

產品組合



股價相對大盤走勢

— 1503 — TWSE



產能提前投產，2024 年營收、淨利率明顯增加。

投資建議：考量士電小變壓器產能提前投產，加上重電設備毛利率優於平均，獲利已明顯出現上升，調整評等至 Buy，目標價 214 元(29.7 PER X 2Q24-1Q25F EPS)。

小變壓器產能提前投產，帶動 1 月營收、自結淨利率同創新高：

士電公告 01/2024 營收 39.08 億元、MoM+39.24%、YoY+23.72%；自結 01/2024 稅前淨利率達 15.73%，營收與稅前淨利率皆創近年新高水準，主要受惠小變壓器產線提前並正式於 1Q24 進行生產，已經帶動小變壓器產能提升 25%，此外，受惠於變壓器的供不應求，目前士電已啟動三班制生產，後續仍有大變壓器產能於 1Q25 完工。綜合以上，1Q24 士電受惠小變壓器產線提前開出、以及三班制因應變壓器需求，並且研究部考量變壓器等重電設備毛利率優於士電平均毛利率，產品組合明顯好轉，上修 1Q24 毛利率，營運已進入新階段的成長期，預估 1Q24 營收至 100.01 億元、營收 QoQ+33.73%，預估稅後純益 10.84 億元，稅後純益 QoQ+111.02%，EPS2.08 元。

2024 年擴產提前，獲利顯著改善：預期士電 2024 年受惠變壓器需求，已經透過產能投產與三班制因應訂單，已見規模經濟效應，2024 年營收 381.84 億元，YoY+19.97%，稅後純益 36.95 億元，稅後純益 YoY+48.73%，EPS7.09 元；2025 年則是預期需求強勁、產能再度增加驅動士電獲利成長，預估 2025 年營收 462.45 億元，營收 YoY+21.11%，稅後純益 49.86 億元，稅後純益 YoY+34.95%，EPS9.57 元。

產能規劃：基於當前海內外變壓器需求強勁，士電已提前進行小變壓器產能投產，預計產能增加 25%，並持續透過加班、協力廠商合作等方式進行 2024 年的產能增加，後續主要以大變壓器的產能投產為主，預計 1Q25 完工，帶動 2025 年產能與營收顯著增加。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	31,828	38,184	46,245	7,976	8,972	7,677	7,700	7,478	10,001	9,306	9,078	9,800
營業毛利淨額	5,594	7,573	9,594	1,171	1,713	1,241	1,373	1,268	1,956	1,815	1,829	1,973
營業利益	2,481	4,351	6,051	324	994	457	606	424	1,267	1,022	1,001	1,062
稅後純益	2,484	3,695	4,986	267	793	595	669	427	1,084	870	865	876
稅後 EPS(元)	4.77	7.09	9.57	0.51	1.52	1.14	1.28	0.82	2.08	1.67	1.66	1.68
毛利率(%)	17.58%	19.83%	20.75%	14.69%	19.09%	16.16%	17.83%	16.96%	19.56%	19.50%	20.15%	20.13%
營業利益率(%)	7.79%	11.40%	13.08%	4.06%	11.08%	5.95%	7.87%	5.67%	12.67%	10.98%	11.03%	10.83%
稅後純益率(%)	7.81%	9.68%	10.78%	3.34%	8.84%	7.75%	8.69%	5.70%	10.84%	9.35%	9.52%	8.94%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.48%	19.97%	21.11%	7.34%	12.50%	-14.44%	0.30%	-2.88%	33.73%	-6.95%	-2.45%	7.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	23.61%	48.73%	34.95%	-52.87%	197.58%	-24.94%	12.45%	-36.28%	154.20%	-19.77%	-0.61%	1.33%

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 52.10 億元計算。

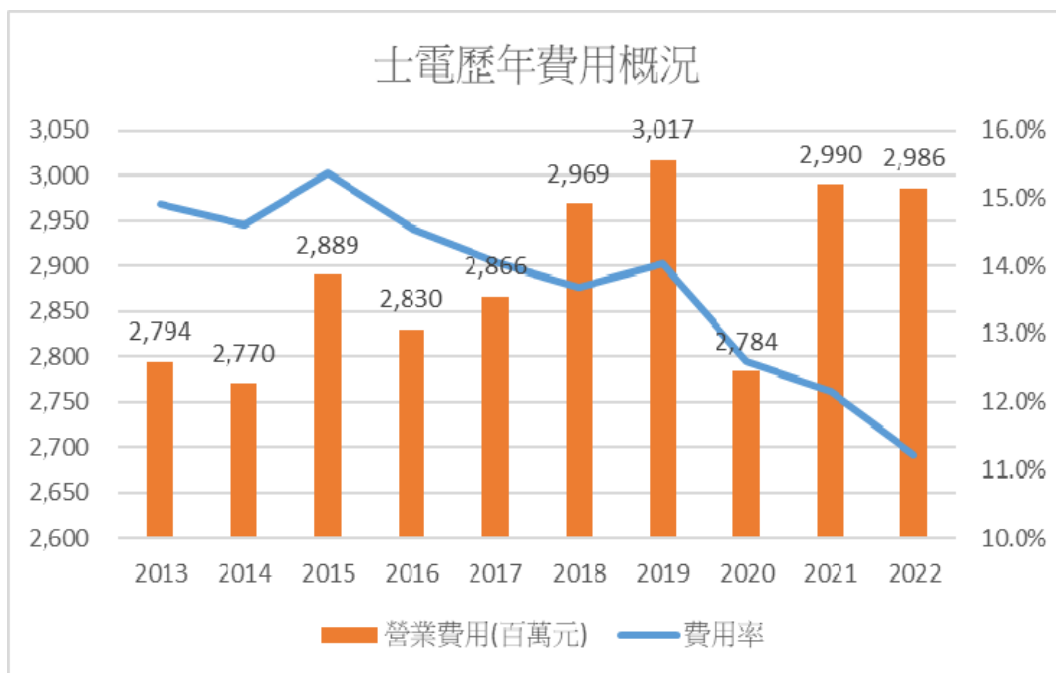
士電 ESG：

士電依循 2021 年最新版 GRI 準則與臺灣證券交易所「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」等多項原則發布 2022 年永續報告書，2022 年透過節電措施已經減少 130 公噸溫室氣體排放量、降低 610 公噸的用水量、並完成 255MW 的節能措施目標，達成率 255%，當前也已經獲得台灣精品獎、TCSA 台灣企業永續獎銀獎等多個獎項。士電致力推動綠能轉型，未來將持續研發更節能的產品，擴大綠色供應鏈，提供更多能源轉型的服務，與社會達成互融共生、互榮共享的多贏局面。

公司簡介：

士電成立於 1955 年，專注於研發、製造電力相關產品，透過電力系統規劃、成套設備、低壓電器到工控產品的生產，提供客戶 Total Solution 以滿足客戶對產品與服務的需求，並藉由國際大廠的策略聯盟，完備核心競爭力，擁有競逐國際市場的能力。1Q23-3Q23 產品占比，電力配電部門 66%、車輛零件部門 19%、自動化及零件部門 13%、其他 2%。此外，考量重電產業屬於重資本產業，士電過往的營業費用較為固定，平均落在 27-30 億元之間，具備規模經濟特性。

圖一、士電歷年費用概況



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

4Q23 受惠工程旺季，費用率降低，獲利成長：

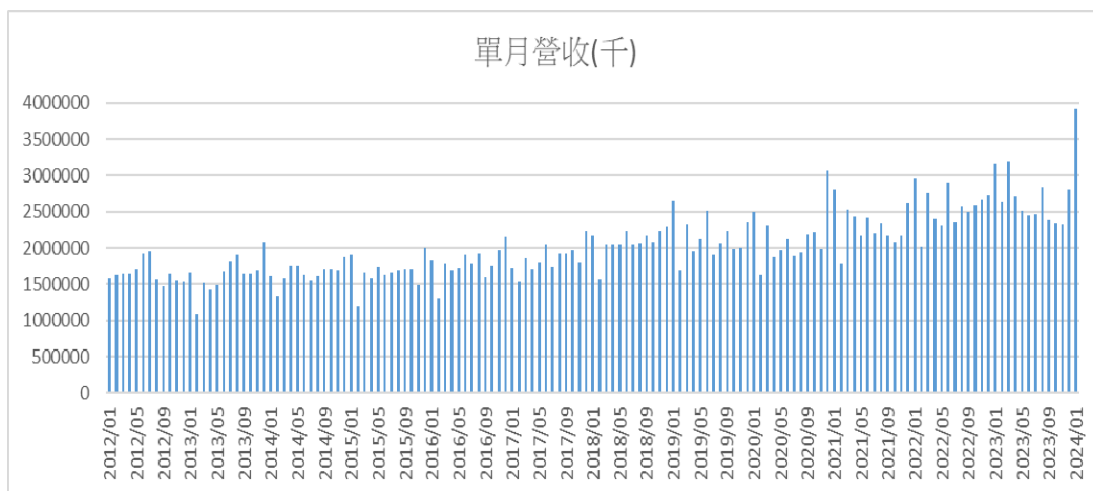
受惠全球淨零轉型需求，訂單能見度至少看到 2025 年，使得重電需求強勁，4Q23 營收 74.78 億元、營收 QoQ-2.88%，預估稅後純益 4.27 億元，稅後純益 QoQ-36.28%，EPS0.82 元。

2024 年 2 月 26 日

小變壓器產能提前投產，帶動 1 月營收、自結淨利率同創新高：

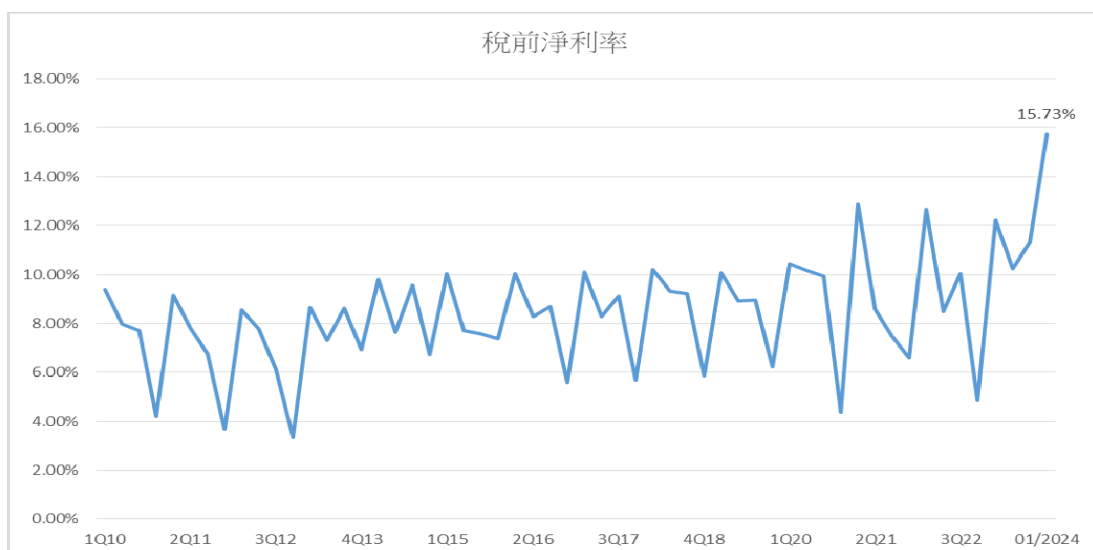
士電公告 01/2024 營收 39.08 億元、MoM+39.24%、YoY+23.72%；自結 01/2024 稅前淨利率達 15.73%，營收與稅前淨利率皆創近年新高水準，主要受惠小變壓器產線提前並正式於 1Q24 進行生產，已經帶動小變壓器產能提升 25%，此外，受惠於變壓器的供不應求，目前正進行三班制生產，後續仍有大變壓器產能於 1Q25 完工。綜合以上，1Q24 士電受惠小變壓器產線提前開出、正式啟動三班制因應變壓器需求，並且研究部考量變壓器等重電設備毛利率優於士電平均毛利率，產品組合明顯好轉，上修 1Q24 毛利率，營運已進入新階段的成長期，預估 1Q24 營收至 100.01 億元、營收 QoQ+33.73%，預估稅後純益 10.84 億元，稅後純益 QoQ+111.02%，EPS 2.08 元。

圖二、士電歷年單月營收情形



資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

圖三、士電歷年稅前淨利率情形

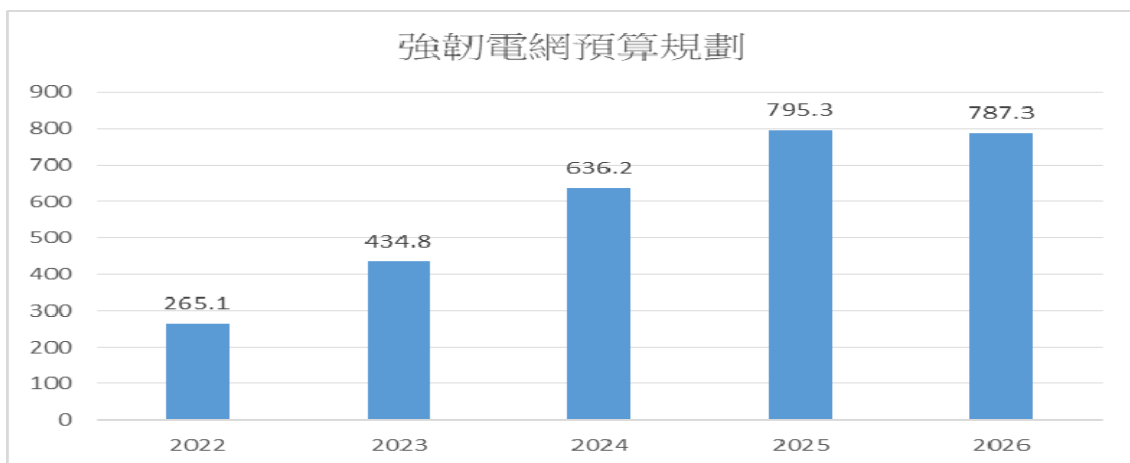


資料來源：Cmoney；群益投顧彙整

台灣強韌電網需求：

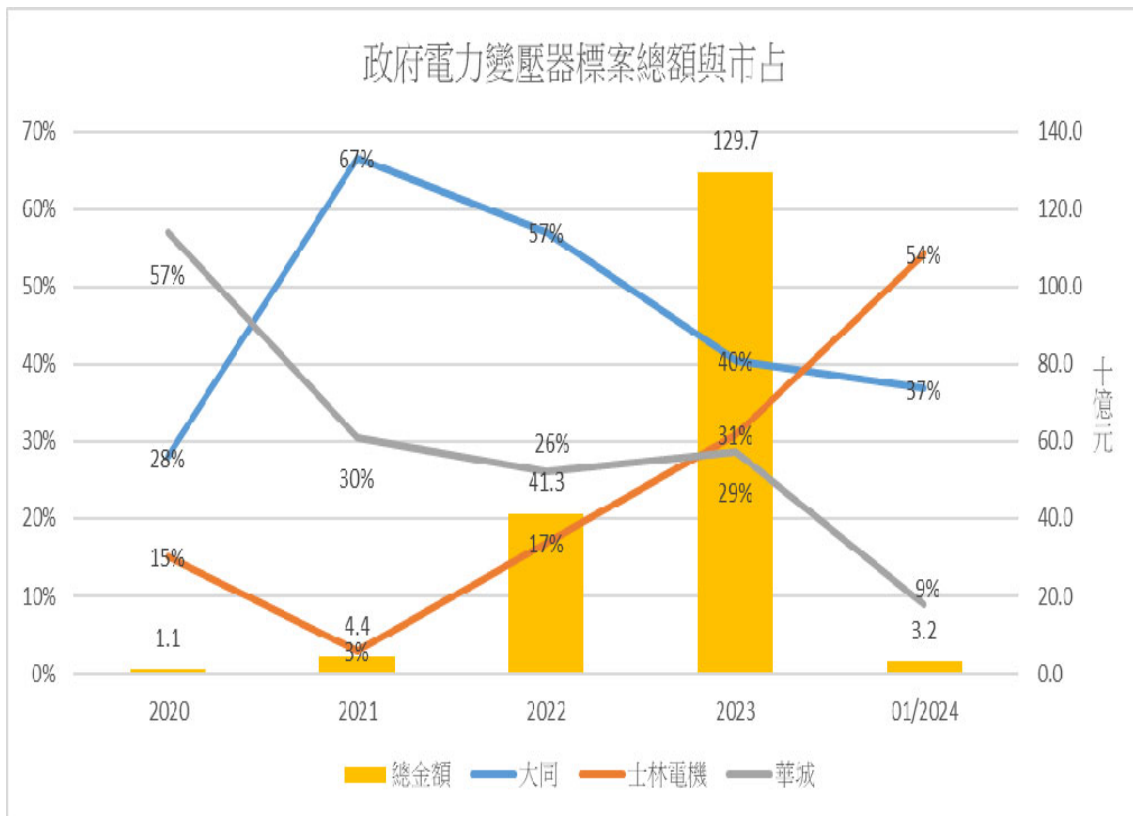
受惠 2024 年總額 5,645 億元的台電強韌電網預算持續上升，預計 2024 年計畫預算上升至 636.2 億元，較 2023 年 YoY+46.32%，帶動產業向上，並考量如今海外變壓器需求強勁，研究部認為士電有機會持續增加國內市占率，根據政府的變壓器標案統計，2023 年的市占率已經上升至 31%，較 2020 年的 15% 明顯上升 16%，預期市占率增加將有效貢獻士電未來營收。

圖四、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

圖五、政府電力變壓器標案總額與市占



資料來源：政府採購網，群益投顧彙整

2024 年 2 月 26 日

產能規劃：

基於當前海內外變壓器需求強勁，士電已提前進行小變壓器產能投產，預計產能增加 25%，並持續透過加班、協力廠商合作等方式進行 2024 年的產能增加，後續主要以大變壓器的產能投產為主，預計 1Q25 完工，帶動 2025 年產能與營收顯著增加。

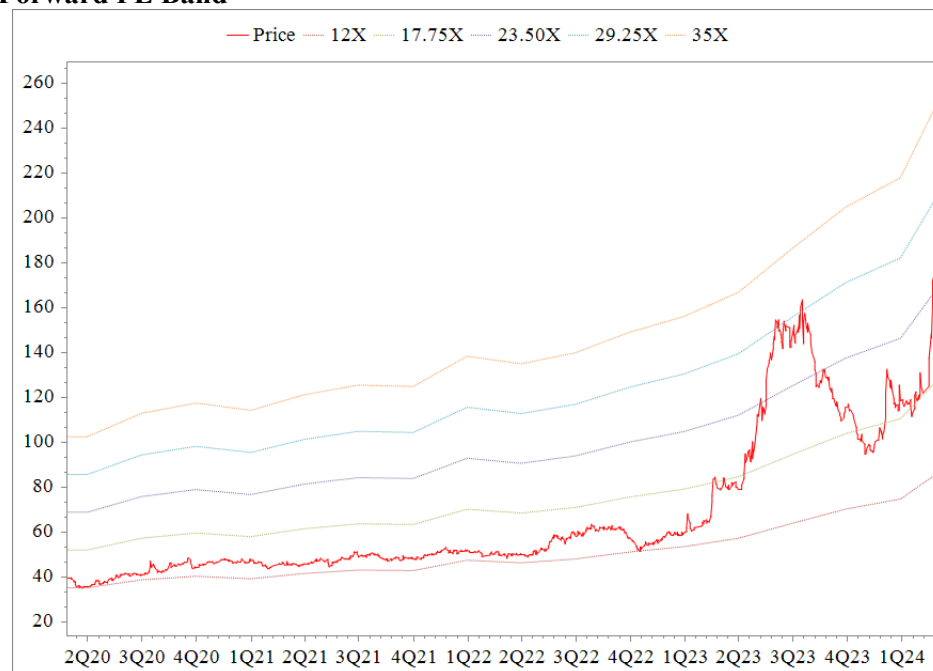
2024年擴產提前，獲利顯著改善：

預期士電 2024 年受惠變壓器需求，已經透過產能投產與三班制因應訂單，已見規模經濟效應，2024 年營收 381.84 億元，YoY+19.97%，稅後純益 36.95 億元，稅後純益 YoY+48.73%，EPS7.09 元；2025 年則是預期需求強勁、產能再度增加驅動士電獲利成長，預估 2025 年營收 462.45 億元，營收 YoY+21.11%，稅後純益 49.86 億元，稅後純益 YoY+34.95%，EPS9.57 元。

投資建議：

考量士電小變壓器產能提前投產，加上重電設備毛利率優於平均，獲利已明顯出現上升，調整評等至 Buy，目標價 214 元(29.7 PER X 2Q24-1Q25F EPS)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 2 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
資產總計	45,195	49,382	51,335	54,400	58,321
流動資產	19,904	23,126	21,122	24,154	24,576
現金及約當現金	3,525	3,215	3,309	3,561	3,729
應收帳款與票據	6,888	7,662	8,011	9,181	9,381
存貨	6,395	8,802	9,750	10,804	11,394
採權益法之投資	8,467	9,044	10,783	10,657	12,166
不動產、廠房設備	6,958	7,081	7,351	7,651	7,951
負債總計	18,158	20,693	21,113	21,733	22,541
流動負債	14,631	17,937	17,289	18,687	19,035
應付帳款及票據	6,498	6,857	6,117	6,635	6,754
非流動負債	3,526	2,756	4,564	3,268	3,610
權益總計	27,038	28,689	30,222	32,667	35,780
普通股股本	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210
保留盈餘	17,582	19,012	20,545	22,990	26,103
母公司業主權益	26,450	28,043	29,484	31,930	35,043
負債及權益總計	45,195	49,382	51,335	54,400	58,321

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業收入淨額	27,690	30,758	31,828	38,184	46,245
營業成本	22,702	25,517	26,234	30,611	36,651
營業毛利淨額	4,988	5,241	5,594	7,573	9,594
營業費用	2,990	2,986	3,114	3,222	3,544
營業利益	1,998	2,255	2,481	4,351	6,051
EBITDA	3,226	3,501	4,061	5,624	7,383
業外收入及支出	458	501	833	510	510
稅前純益	2,473	2,756	3,314	4,862	6,561
所得稅	564	633	739	1,167	1,575
稅後純益	1,805	2,010	2,484	3,695	4,986
稅後 EPS(元)	3.46	3.86	4.77	7.09	9.57
完全稀釋 EPS**	3.46	3.86	4.77	7.09	9.57

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 52.10【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 52.10 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	7.81%	11.08%	3.48%	19.97%	21.11%
營業毛利淨額	5.26%	5.07%	6.75%	35.37%	26.69%
營業利益	2.25%	12.84%	10.03%	75.41%	39.05%
稅後純益	18.27%	11.36%	23.61%	48.73%	34.95%

獲利能力分析(%)

毛利率	18.01%	17.04%	17.58%	19.83%	20.75%
EBITDA(%)	11.65%	11.38%	12.76%	14.73%	15.96%
營益率	7.22%	7.33%	7.79%	11.40%	13.08%
稅後純益率	6.52%	6.53%	7.81%	9.68%	10.78%
總資產報酬率	3.99%	4.07%	4.84%	6.79%	8.55%
股東權益報酬率	6.68%	7.01%	8.22%	11.31%	13.94%

償債能力檢視

負債比率(%)	40.18%	41.90%	41.13%	39.95%	38.65%
負債/淨值比(%)	67.16%	72.13%	69.86%	66.53%	63.00%
流動比率(%)	136.04%	128.93%	122.17%	129.26%	129.11%

其他比率分析

存貨天數	86.25	108.69	129.06	122.54	110.53
應收帳款天數	88.11	86.33	89.87	82.17	73.25

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
營業活動現金	2,299	1,023	5,513	4,268	7,514
稅前純益	2,473	2,756	3,314	4,862	6,561
折舊及攤銷	745	732	750	788	859
營運資金變動	-1,821	-2,821	-2,038	-1,704	-672
其他營運現金	901	357	3,488	322	766
投資活動現金	-487	-1,042	-3,448	-1,479	-3,340
資本支出淨額	-684	-656	-900	-1,000	-1,000
長期投資變動	-5	-555	-600	-620	-650
其他投資現金	202	169	-1,948	141	-1,690
籌資活動現金	-1,331	-368	-1,972	-2,536	-4,006
長借/公司債變動	-200	-655	1,808	-1,295	341
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-834	-938	-1,042	-1,250	-1,873
其他籌資現金	-297	1,225	-2,738	9	-2,474
淨現金流量	496	-310	94	253	168
期初現金	3,029	3,525	3,215	3,309	3,561
期末現金	3,525	3,215	3,309	3,561	3,729

資料來源：CMoney、群益

2024 年 2 月 26 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	7,431	7,976	8,972	7,677	7,700	7,478	10,001	9,306	9,078	9,800	10,385	11,105
營業成本	6,111	6,804	7,260	6,436	6,328	6,210	8,045	7,491	7,248	7,827	8,295	8,821
營業毛利淨額	1,320	1,171	1,713	1,241	1,373	1,268	1,956	1,815	1,829	1,973	2,090	2,284
營業費用	776	847	719	784	767	844	689	793	828	911	758	872
營業利益	544	324	994	457	606	424	1,267	1,022	1,001	1,062	1,332	1,412
業外收入及支出	200	63	101	330	265	137	160	123	137	91	160	123
稅前純益	744	387	1,096	786	871	561	1,427	1,145	1,138	1,153	1,492	1,535
所得稅	150	87	268	159	176	135	342	275	273	277	358	368
稅後純益	565	267	793	595	669	427	1,084	870	865	876	1,134	1,166
最新股本	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210
稅後EPS(元)	1.09	0.51	1.52	1.14	1.28	0.82	2.08	1.67	1.66	1.68	2.18	2.24

獲利能力(%)

毛利率(%)	17.76%	14.69%	19.09%	16.16%	17.83%	16.96%	19.56%	19.50%	20.15%	20.13%	20.12%	20.57%
營業利益率(%)	7.32%	4.06%	11.08%	5.95%	7.87%	5.67%	12.67%	10.98%	11.03%	10.83%	12.83%	12.71%
稅後純益率(%)	7.61%	3.34%	8.84%	7.75%	8.69%	5.70%	10.84%	9.35%	9.52%	8.94%	10.92%	10.50%

QoQ(%)

營業收入淨額	-2.38%	7.34%	12.50%	-14.44%	0.30%	-2.88%	33.73%	-6.95%	-2.45%	7.95%	5.97%	6.93%
營業利益	-6.24%	-40.40%	206.70%	-54.08%	32.68%	-29.96%	198.63%	-19.35%	-2.03%	6.06%	25.46%	5.99%
稅前純益	15.31%	-48.00%	183.14%	-28.22%	10.70%	-35.53%	154.20%	-19.77%	-0.61%	1.33%	29.40%	2.88%
稅後純益	23.40%	-52.87%	197.58%	-24.94%	12.45%	-36.28%	154.20%	-19.77%	-0.61%	1.33%	29.40%	2.88%

YoY(%)

營業收入淨額	11.06%	16.19%	15.92%	0.86%	3.63%	-6.24%	11.46%	21.22%	17.89%	31.04%	3.84%	19.33%
營業利益	63.85%	-16.01%	23.30%	-21.30%	11.36%	30.88%	27.43%	123.81%	65.27%	150.24%	5.13%	38.16%
稅前純益	48.85%	-14.60%	11.91%	21.85%	16.98%	45.04%	30.22%	45.56%	30.69%	105.40%	4.55%	34.06%
稅後純益	55.18%	-15.89%	10.20%	29.90%	18.38%	60.05%	36.72%	46.14%	29.17%	105.40%	4.55%	34.06%

註1：稅後EPS以股本52.10億元計算

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。