

亞力 (1514 TT) Allis Electric

電力設備工程需求強勁，惟目前評價未被低估

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$120.0

收盤價 (2024/03/20)：NT\$109.0
隱含漲幅：10.1%

營收組成 (2023)

重電設備(變壓器、配電盤、輸配電器材) 48%、電力電子/通訊電源 22%、機電工程 21%、其他 9%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	120.0	72.0
2024年營收 (NT\$/十億)	10.2	10.1
2024年EPS	3.4	3.3

交易資料表

市值	NT\$27,770百萬元
外資持股比例	16.6%
董監持股比例	12.9%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$19.34
負債比	57.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	7,709	9,483	10,211	11,460
營業利益	497	937	970	1,142
稅後純益	509	752	832	980
EPS (元)	2.21	3.08	3.41	4.01
EPS YoY (%)	34.2	39.6	10.5	17.7
本益比 (倍)	49.4	35.4	32.0	27.2
股價淨值比 (倍)	6.8	6.2	5.6	5.1
ROE (%)	14.0	17.4	17.6	18.6
現金殖利率 (%)	0.9%	1.5%	1.6%	1.8%
現金股利 (元)	1.00	1.60	1.70	2.00

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 EPS 優於市場預估 24%，主因高毛利外銷佔比提高，然而 1Q24 即將進入傳統淡季，預估 EPS 季減 54%。

◆ 合計在手訂單達百億元水準，楊梅變壓器新廠已於 3 月投產，本中心預計 2H24 亞力總產能將提升 16%至 70 億元，並維持滿載。

◆ 目前股價位於 2024 年預估 EPS 的 32 倍本益比，評價並未低估，維持「持有-超越同業」評等，目標價 120 元。

4Q23 EPS 優於預期，主因高毛利外銷佔比提高

亞力 4Q23 營收 33.7 億元，季增 70%、年增 37%；毛利率 19.1%，季增 1.2、年增 2.8 個百分點，主因高毛利海外訂單占比提升；營業利益 4.2 億元，季增 161%、年增 215%，主因營業規模擴大及高毛利率帶動；EPS 1.18 元，優於本中心/市場預期 13%/24%。展望 1Q24 進入傳統出貨淡季，考量 2023 年一次性聯電新加坡廠訂單已提前拉貨，本中心預估 1Q24 EPS 0.54 元，季減 54%。

楊梅二廠已於 3 月投產，預計 2H24 產能將提升 16%

亞力 1,500 坪楊梅二廠新增變壓器產能已於 3 月投產，將生產 2500KVA 以下變壓器，用於滿足台電與半導體客戶需求，又因 1) 亞力半導體占比約 12%的第一大客戶台積電先進製程擴廠積極，帶動用電需求上漲；2) 台電推動「配電系統五年升級計畫」，變壓器汰換預算達 200 億，本中心預期楊梅新廠取得台電認證後，2H24 稼動率將維持滿載，變壓器年產值可提升至 10 億元，帶動亞力總產值成長 16%至 70 億元。

亞力評價未被低估，維持「持有-超越同業」評等

此次上修 2024/2025 年 EPS 4%/11%，係反映 1) 擴產進度與台電訂單強勢成長；2) AI 資料中心發展下，電力需求提升；3) 亞力取得美國電力公司少量訂單，未來外銷市場具想像空間。亞力目前股價位於 2024 年預估 EPS 的 32 倍本益比，高於國內同業平均的 31 倍，本中心雖看好台電強韌計畫帶來的輸配電設備業務成長，變壓器新廠挹注下，預估亞力 2023-2025 年台電營收 CAGR 達 32%，然而目前股價未被低估，因此本中心以 2025 年預估 EPS 的 30 倍本益比推得目標價 120 元，維持「持有-超越同業」評等。

營運分析

4Q23 EPS 大幅優於本中心及市場預期 13%/24%，主因高毛利外銷佔比提高

亞力 4Q23 營收 33.7 億元，季增 70%、年增 37%；毛利率 19.1%，季增 1.2、年增 2.8 個百分點，主因高毛利海外訂單占比提升；營業利益 4.2 億元，季增 161%、年增 215%，主因營業規模擴大及高毛利率帶動，大幅優於本中心/市場預期 32%/55%；EPS 1.18 元，亦優於本中心/市場預期 13%/24%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	2,455	1,982	3,370	70.0%	37.2%	3,360	2,928	0.3%	15.1%
營業毛利	399	355	643	81.4%	61.2%	606	530	6.1%	21.2%
營業利益	134	161	421	160.9%	214.8%	319	273	32.0%	54.5%
稅前利益	123	193	360	87.0%	193.0%	312	283	15.4%	27.2%
稅後淨利	106	160	289	80.7%	173.1%	256	233	12.9%	24.2%
調整後 EPS (元)	0.45	0.65	1.18	80.6%	164.4%	1.05	0.95	12.6%	24.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	16.2%	17.9%	19.1%	1.2	2.8	18.0%	18.1%	1.0	1.0
營業利益率	5.5%	8.1%	12.5%	4.4	7.0	9.5%	9.3%	3.0	3.2
稅後純益率	4.3%	8.1%	8.6%	0.5	4.3	7.6%	7.9%	1.0	0.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

淡季效應影響，預估 1Q24 EPS 0.54 元，季減 54%

亞力 1Q24 進入傳統出貨淡季，考量 2023 年一次性聯電新加坡廠訂單已提前拉貨，且面臨高基期下，本中心預估 1Q24 營收下調 15%至 18.6 億元，季減 45%、年減 0%；毛利率 17.6%，季減 1.5、年增 0.5 個百分點，主因高毛利外銷比重下降；EPS 下調 28%至 0.54 元，季減 54%、年減 8%。

圖 2：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	1,858	3,370	1,861	-44.8%	0.2%	2,196	2,167	-15.3%	-14.1%
營業毛利	317	643	328	-49.0%	3.4%	390	387	-15.9%	-15.4%
營業利益	165	421	149	-64.6%	-9.7%	211	197	-29.4%	-24.7%
稅前利益	174	360	162	-55.0%	-6.7%	224	211	-27.7%	-23.2%
稅後淨利	143	289	132	-54.3%	-7.4%	184	172	-28.3%	-23.3%
調整後 EPS (元)	0.59	1.18	0.54	-54.4%	-7.8%	0.75	0.70	-28.0%	-23.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	17.1%	19.1%	17.6%	-1.5	0.5	17.7%	17.9%	-0.1	-0.3
營業利益率	8.9%	12.5%	8.0%	-4.5	-0.9	9.6%	9.1%	-1.6	-1.1
稅後純益率	7.7%	8.6%	7.1%	-1.5	-0.6	8.4%	7.9%	-1.3	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

變壓器新廠挹注，預估亞力 2023-2025 年台電營收 CAGR 達 32%

為因應台電強韌電網計畫帶來的設備工程需求，亞力已於 3 月投產楊梅變壓器二廠，預計 2H24 新廠經過台電認證後，將具備約 10 億元變壓器的年產製能力，每年約可取得改良型及亭置式變壓器約 10~15 億訂單。亞力合計在手訂單已達百億元水準，本中心預期 2H24 稼動率將持續滿載，帶動總產值(詳圖 4)成長 16%至 70 億元。本中心預估亞力 2024/2025 年台電相關業務之營收為 27/33 億元，分別年增 37%/27%，佔營收 25%/29%，為主要成長動能。

台積電先進製程擴廠積極，AI 發展帶動電力需求提升

亞力半導體第一大客戶台積電為因應 AI 晶片需求，近期於日美德各地設廠，預計四月將展開裝機與在建中的二奈米晶圓廠、先進封裝廠共達十座，而除了二奈米廠及先進封裝廠外，預估下一階段一奈米也將興建八至十座工廠，新廠開出後，本中心預估亞力將因此受惠擴產設備工程。此外，在更強大的 AI 資料中心下，將帶動電力需求提升，美國缺電狀況將加劇，亞力已取得美國電力公司少量智慧開關訂單，預期若合作順利未來有機會放量。其餘國內半導體成熟製程廠商短期雖未看到明顯擴廠計畫，但預估仍有部分汰舊換新之需求。考量 2023 年一次性聯電 4,000 萬美金訂單導致的高基期，預計亞力半導體相關業務 2024 年僅持平，2025 年營收年增 10%至 30 億元。

圖 3：亞力事業亮點及營收成長率預估

	2023F	主要產品及應用	成長動能	毛利率	2024F	2025F
	營收佔比				營收 YoY	營收 YoY
台電	20%	重電設備/工程	台電強韌電網計畫、2050 淨零碳排	略高	37%	27%
半導體廠建置	29%	重電設備/工程及系統整合	半導體國內/海外建廠、擴增產線計畫	高	持平	10%
綠能	7%	PV Inverter、光儲電力電子設備/工程、微電網、充電樁	核能除役，再生能源缺口加大	平均	14%	20%
其他	44%	軌道工業、IDC、SCADA 系統、電源系統、公共工程	政府軌道車輛建設之政策投資	略低	中個位數	中個位數

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：亞力生產基地以及年產能預估

產品生產基地	生產產品以及年產能	年產能預估總和
新莊廠	通訊電源系統(SMR) 3 億元	17 億元
	三相不斷電電源系統(UPS) 10 億元	
	太陽光電變流器(PV INVERTER) 2 億元	
	電動大巴/電動車/軌道車輛用充電機尚未量產	
	新增：四導體/複導體間隔器(超高壓架空線路器材) 2 億元	
楊梅廠	配電盤廠(中置櫃、高低壓、MCC、GIS) 25 億元	40-50 億元
	變壓器一廠(模塑型、油浸式、非晶質) 10 億元	
	新增：變壓器二廠(台電、半導體廠用) 2 億，未來滿載達 10 億元	
	電材廠(強韌電網輸配電相關器材) 10 億元	

資料來源：公司資料、元大投顧

台電強韌電網計畫帶動重電產業榮景持續至 2030 年

台電於 2022 年 9 月正式公布「強化電網韌性建設計畫」，規劃 10 年內投入 5,645 億元，打造分散式電網，並搭配再生能源儲能發展，目標希望台灣未來不再因事故而發生大範圍、長時間的停電，此計畫對於變電站和輸配電線路、線纜更新及地下化的相關需求龐大。強韌電網計畫可分為 1) 分散工程；2) 強固工程；3) 防衛工程此三面向以提升電網韌性。

圖 5：台電強韌電網計畫可分為分散、強固、防衛三大工程

工程項目	工程說明
分散工程 預算 4,379 億元	<ul style="list-style-type: none">● 電廠直供園區：燃氣機組直供科學園區及產業園區● 綠能分散供電：加速再生能源併網強化在地供電● 樞紐節點分群：分散樞紐變電所(龍潭、中寮、龍崎)供電風險● 增加配送節點：增加關鍵變電所將電力送進都會區● 精進區域調度：建立區域調度能力，分散調度風險
強固工程 預算 1,250 億元	<ul style="list-style-type: none">● 電網擴充更新：加速老舊設備更新升級及容量擴充● 廣增儲能設備：增加綠能胃納量增進系統穩定度● 變電所屋內化：避免受到外力干擾及極端氣候的威脅
防衛工程 預算 16.9 億元	<ul style="list-style-type: none">● 強化防衛縱深：強化廠網間各層次保護電驛設定● 即時動態防衛：監測電驛設備狀態提升防衛精準度

資料來源：台電、元大投顧

台電為達到 2025 年能源轉型目標，近年大舉投資在電廠更新、水力、離岸風電、太陽光電計畫，以及輸變電計畫建設，2023 年總資本支出達 853 億元，預估 2024 台電總資本支出更高達 1,309 億元，年增 53%。本中心統整 2016-2026 年台電與新能源相關的預算金額，預估隨 1) 強韌電網計畫帶動重電設備汰舊換新商機；2) 離岸風電加強電網項目 2024-2025 年明顯貢獻；3) 第七輸變電計畫展延工期至 2025 年，台電預算將於 2025 年達到高峰，並於 2026-2030 年間延續動能。

圖 6：台電強韌電網計畫預算於 2025 年達高峰



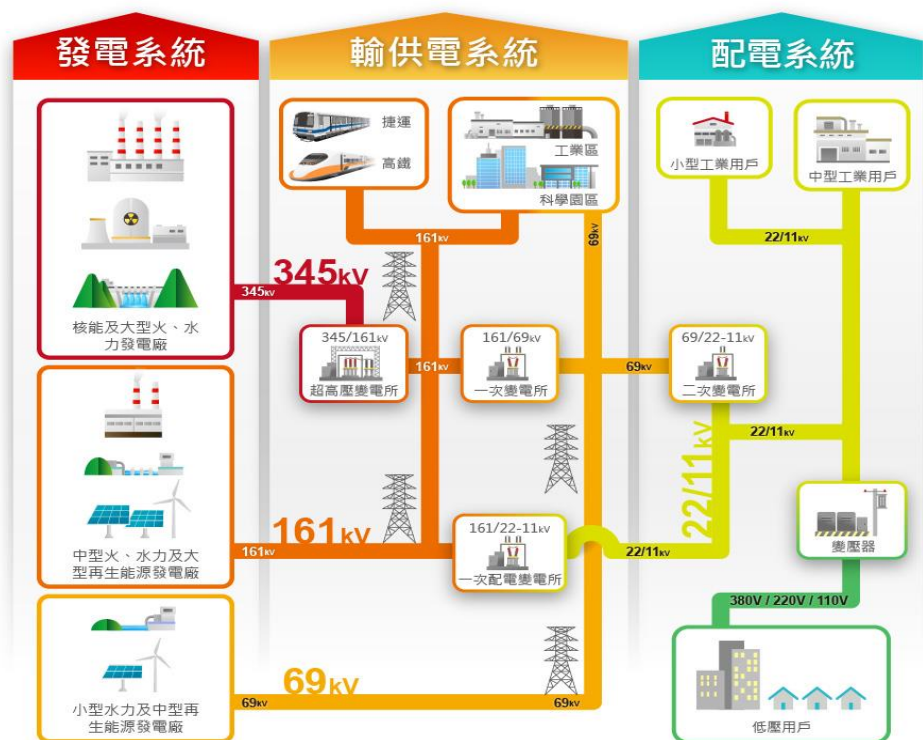
資料來源：台電、元大投顧

亞力專注於電網 69kV 以下之配電系統市場

台電供電系統中大型核能、水力、火力發電廠產生電力後，需由變壓器升壓至 345kV (千伏特，=1,000V)的超高壓，再利用輸電線路輸送電力，然後透過超高壓變電所、一次變電所等變電所分別降壓為 161kV、69kV 後，提供科學園區、工業區、高鐵和捷運等大型用戶用電，並透過配電變電所、二次變電所及配電系統再降壓分別提供一般用戶或民生用電。

- **輸電系統**：火力、核能電廠多位在遠離都市的海濱與山區，因此發電後需藉由輸電線路長距離的輸送到都市、工業區等地使用。由於各地區的電力需求不同，且電廠的發電量未必能符合附近地區的用電需求，因此輸電線路架設成網狀分佈，以靈活調度電力。為了降低長距離傳送電力所造成的傳輸損失，將輸電電壓提高，可降低輸電電流，以減少線路損失。目前台灣的輸電線路按電壓可分為 345kV、161kV、69kV 三等級。
- **配電(饋線)系統**：亞力變壓器、GIS 開關等重電產品主要為 69kV 以下之配電系統，而通常設備越高壓單價越高。配電(二次)變電所送出來的電壓為 11.4kV 或 22.8kV，因該等級電壓較高無法讓一般用戶使用，因此在輸送到家庭或小工廠前，先以架空或地下線路將電力送至道路旁電桿上或路邊的變壓器，把電壓降為一般家庭、商店、小工廠使用的 110、220 或 380 伏特，再以接戶線引接到用戶的電表後供用戶使用。

圖 7：亞力主要產品應用為電網後段的配電系統



資料來源：台電、元大投顧

台電 2023-2027 年「配電系統五年升級計畫」，10 年設備汰換預算達 500 億

台電自 2018 年投入 162.5 億元執行「配電系統強韌計畫」，針對配電線路、二次變電所設備汰換、饋線自動化擴建及智慧變電所建置等 4 大面向的強韌工程逐步進行改善，配電事故停電次數已從 2012 年的 21,019 次，持續降低 2023 年的 6,115 次。

截至 2021 年 3 月底，台電已達年限之輸電設備計有變壓器 112 台、斷路器 1,494 台、空斷開關 1,629 具、裝甲開關箱 2,094 檔、鐵塔 15,009 座。為提升輸電設備可靠度，台電訂定「輸電線路設備健康檢查評鑑標準」，針對運轉已達一定年限之設備辦理評鑑，並立即改善或列入短、中長期計畫辦理。

為營造更加優質穩定的用電環境，台電自 2023 年起持續推動「配電系統五年升級計畫」，藉由強化配電線路韌性、二次變電所設備汰換及防災型線路地下化工程，以進一步降低事故發生機率，其中變壓器與斷路器相關之配電設備，2022-2032 年台電汰換商機 10 年達 500 億元。

圖 8：台電變壓器 2022-2032 年預算共 200 億元

階段/年度	短期	中期	長期	合計
	(2 年內，2022 年 6 月 ~2024 年 6 月)	(5 年內，2024 年 7 月 ~2026 年 12 月)	(10 年內，2027 年 ~2032 年)	
預定淘汰數量(台)	58	66	89	213
預算(億元)	80	43	77	200

資料來源：台電、元大投顧

圖 9：台電斷路器 2022-2032 年預算共 300 億元

階段/年度	短期	中期	長期	合計
	(2 年內，2022 年 6 月 ~2024 年 6 月)	(5 年內，2024 年 7 月 ~2026 年 12 月)	(10 年內，2027 年 ~2032 年)	
預定淘汰數量(台)	1,176	897	998	3,071
預算(億元)	96.5	52	151.5	300

資料來源：台電、元大投顧

獲利調整與股票評價

亞力評價未被低估，維持「持有-超越同業」評等

此次上修 2024/2025 年 EPS 4%/11%，係反映 1) 變壓器擴產進度與台電訂單強勢成長；2) AI 資料中心發展下，帶動電力需求提升，預期缺電狀況加劇；3) 亞力取得美國電力公司少量訂單，未來外銷市場具想像空間。

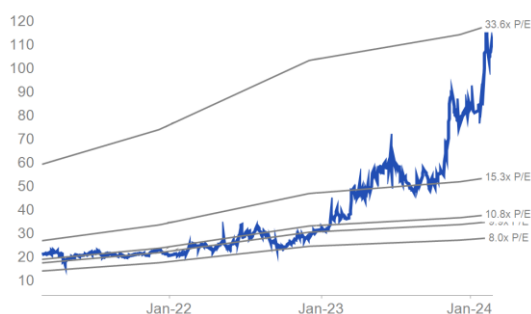
亞力目前股價位於 2024 年預估 EPS 的 32 倍本益比，位於近五年本益比區間 8-27 倍之上緣，並高於國內同業平均的 31 倍，本中心雖看好台電強韌計畫帶來的輸配電設備業務成長，然而考量 1) 預估 2024 年亞力半導體業務僅持平成長；2) 亞力主要從事配電系統設備與工程，產品較低壓使毛利率低於同業，然評價高於同業平均，因此評價並未被低估，本中心以 2025 年預估 EPS 的 30 倍本益比推得目標價 120 元，維持「持有-超越同業」投資評等。

圖 10：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	10,211	10,102	11,460	10,940	1.1%	4.8%
營業毛利	1,829	1,790	2,070	1,951	2.2%	6.1%
營業利益	970	931	1,142	1,023	4.2%	11.6%
稅前利益	1,008	969	1,185	1,066	4.0%	11.2%
稅後淨利	832	799	980	880	4.1%	11.4%
調整後 EPS (元)	3.41	3.27	4.01	3.60	4.2%	11.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	17.9%	17.7%	18.1%	17.8%	0.2	0.2
營業利益率	9.5%	9.2%	10.0%	9.4%	0.3	0.6
稅後純益率	8.2%	7.9%	8.6%	8.0%	0.2	0.5

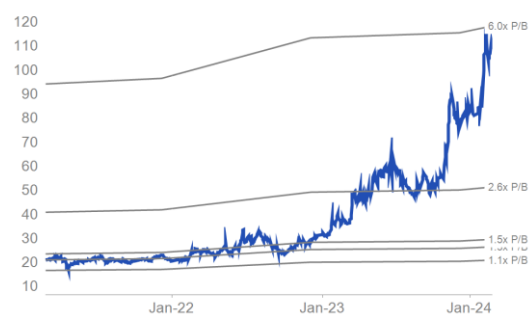
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
亞力	1514 TT	持有-超越 同業	109.0	867	3.08	3.41	4.01	35.4	32.0	27.2	39.6	10.5	17.7
國外同業													
Siemens	SIE GR	未評等	173.0	148,929	10.0	10.7	11.7	17.3	16.1	14.8	114.5	7.0	9.4
ABB	ABBN SW	未評等	41.9	86,862	1.7	1.8	2.0	24.5	23.0	21.1	39.5	6.6	9.2
國外同業平均					5.9	6.3	6.9	20.9	19.6	17.9	77.0	6.8	9.3
國內同業													
士林電機	1503 TT	未評等	242.5	2,875	4.5	6.2	8.4	53.8	38.9	28.8	16.9	38.3	35.2
中興電	1513 TT	買進	177.0	2,282	3.3	8.4	9.4	54.5	21.1	18.8	(37.6)	158.2	12.0
東元	1504 TT	買進	56.0	3,252	2.8	3.0	3.4	20.3	18.7	16.6	68.1	8.8	12.7
華城	1519 TT	未評等	676.0	4,636	9.9	15.3	18.4	68.5	44.1	36.7	207.4	55.2	20.1
國內同業平均					5.1	8.2	9.9	49.3	30.7	25.2	63.7	65.1	20.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
亞力	1514 TT	持有-超越 同業	109.0	867	17.4	17.6	18.6	17.66	19.34	21.52	6.2	5.6	5.1
國外同業													
Siemens	SIE GR	未評等	173.0	148,929	16.4	17.1	17.3	60.4	63.5	69.2	2.9	2.7	2.5
ABB	ABBN SW	未評等	41.9	86,862	28.6	27.1	26.1	6.1	7.3	8.3	6.9	5.8	5.1
國外同業平均					22.5	22.1	21.7	33.2	35.4	38.7	4.9	4.2	3.8
國內同業													
士林電機	1503 TT	未評等	242.5	2,875	8.0	10.0	12.4	62.2	65.8	71.1	3.9	3.7	3.4
中興電	1513 TT	買進	177.0	2,282	10.8	30.1	32.6	31.9	27.8	28.9	5.6	6.4	6.1
東元	1504 TT	買進	56.0	3,252	7.3	7.4	8.1	38.0	40.5	41.8	1.5	1.4	1.3
華城	1519 TT	未評等	676.0	4,636	49.3	49.7	51.1	23.1	35.4	39.3	29.3	19.1	17.2
國內同業平均					18.8	24.3	26.0	38.8	42.4	45.2	10.1	7.6	7.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	1,858	2,273	1,982	3,370	1,861	2,520	2,690	3,140	9,483	10,211
銷貨成本	(1,540)	(1,902)	(1,628)	(2,727)	(1,533)	(2,078)	(2,196)	(2,575)	(7,798)	(8,382)
營業毛利	317	371	355	643	328	442	494	565	1,686	1,829
營業費用	(152)	(181)	(193)	(222)	(179)	(210)	(218)	(252)	(749)	(859)
營業利益	165	190	161	421	149	232	276	313	937	970
業外利益	9	21	31	(61)	13	8	9	8	0	38
稅前純益	174	211	193	360	162	240	285	321	937	1,008
所得稅費用	(27)	(45)	(33)	(65)	(27)	(39)	(47)	(49)	(170)	(161)
少數股東權益	4	6	(1)	7	3	5	4	2	16	14
歸屬母公司稅後純益	143	161	160	289	132	197	234	270	752	832
調整後每股盈餘(NT\$)	0.59	0.66	0.65	1.18	0.54	0.80	0.96	1.10	3.08	3.41
調整後加權平均股數(百萬股)	244	244	244	244	244	244	244	244	244	244
重要比率										
營業毛利率	17.1%	16.3%	17.9%	19.1%	17.6%	17.6%	18.4%	18.0%	17.8%	17.9%
營業利益率	8.9%	8.4%	8.1%	12.5%	8.0%	9.2%	10.3%	10.0%	9.9%	9.5%
稅前純益率	9.4%	9.3%	9.7%	10.7%	8.7%	9.5%	10.6%	10.2%	9.9%	9.9%
稅後純益率	7.7%	7.1%	8.1%	8.6%	7.1%	7.8%	8.7%	8.6%	7.9%	8.2%
有效所得稅率	15.6%	21.3%	17.4%	18.1%	16.7%	16.3%	16.5%	15.3%	18.1%	16.0%
季增率(%)										
營業收入	-24.4%	22.4%	-12.8%	70.0%	-44.8%	35.4%	6.7%	16.7%		
營業利益	23.4%	15.2%	-15.1%	160.9%	-64.6%	55.7%	19.0%	13.4%		
稅後純益	34.8%	12.6%	-0.4%	80.7%	-54.3%	49.2%	18.8%	15.4%		
調整後每股盈餘	30.8%	12.6%	-0.6%	80.6%	-54.4%	49.1%	19.1%	15.1%		
年增率(%)										
營業收入	24.4%	15.2%	10.9%	37.2%	0.2%	10.9%	35.7%	-6.8%	23.0%	7.7%
營業利益	33.7%	28.4%	75.7%	214.8%	-9.7%	22.1%	71.1%	-25.7%	88.6%	3.5%
稅後純益	11.8%	7.7%	26.7%	173.1%	-7.4%	22.6%	46.3%	-6.6%	45.9%	10.3%
調整後每股盈餘	3.2%	-0.2%	23.1%	164.4%	-7.8%	22.2%	46.4%	-6.7%	39.6%	10.5%

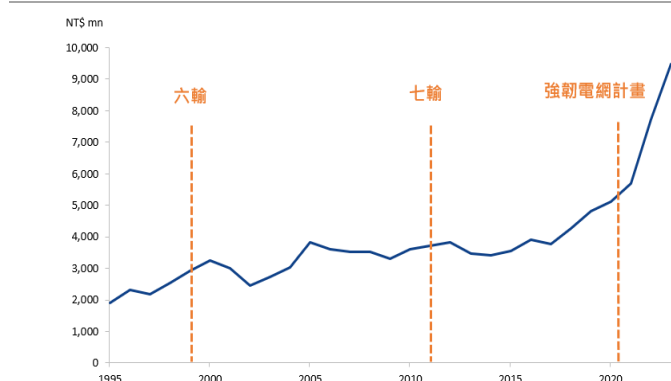
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

亞力為重電設備廠，聚焦台電、半導體廠以及公共事業三大類客戶

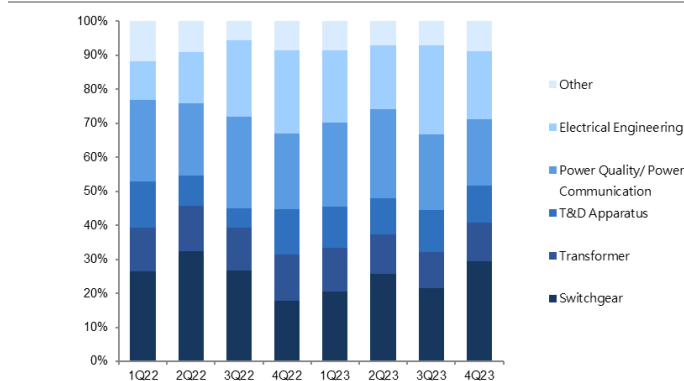
亞力成立於 1968 年，初期生產低電壓配電盤、馬達控制中心、高低壓綜合起動盤、交直流工業控制設備及輸配電線路用配件，之後成立生產變壓器、開關器材和電力電子產品部門，提供重電產品等項目。其主要客戶可分為三大類 1) 公用事業：台電、桃園機場、高鐵、台鐵、捷運；2) 高科技產業及大型產業：台積電、聯電等；3) 通訊市場：中華電信、台灣大哥大。亞力之競爭優勢在於完善的承製及系統整合四大能力，包含重電產製、電力電子產品技術、電力監控以及系統整合工程，提供專業客製化服務，生產基地包含楊梅廠(配電盤/變壓器/電材)、新莊廠(UPS/PV INVERTER/SMR)、汐止廠(UPS)，近 90% 為內銷。

圖 16：亞力營收與國家電網建設關係



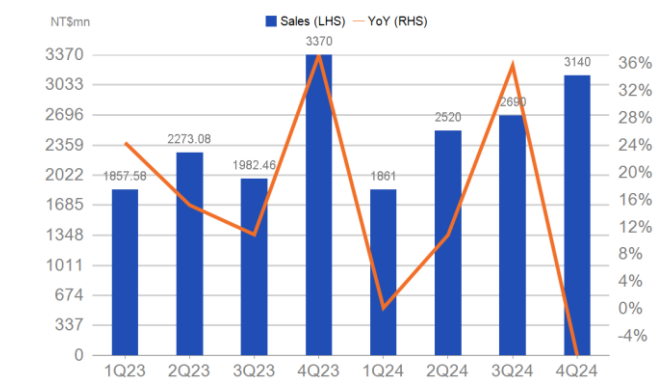
資料來源：公司資料

圖 17：營收組成



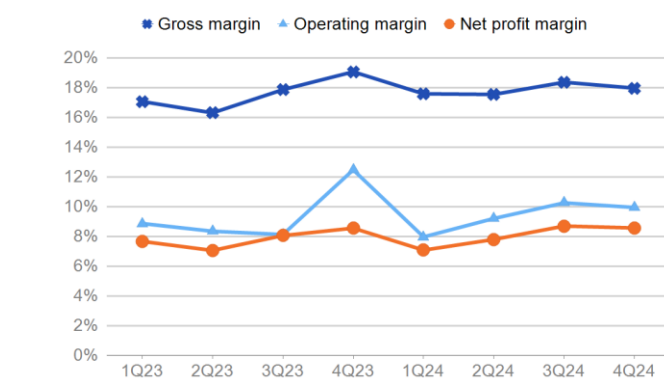
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



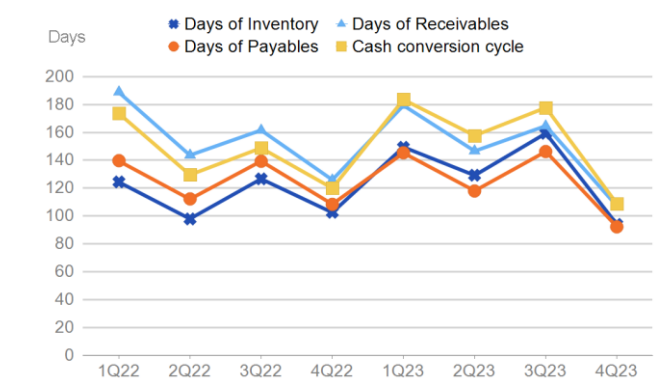
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



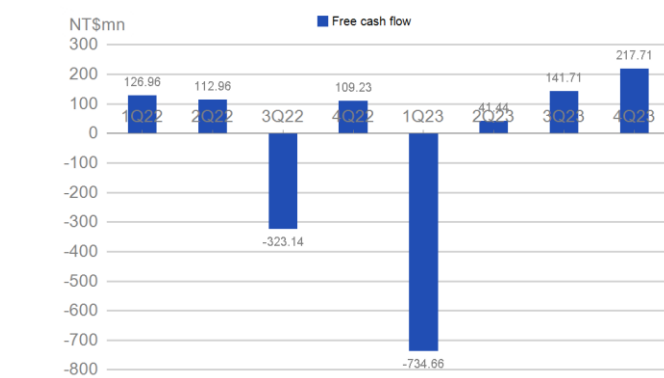
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	499	670	659	554	776
存貨	1,572	2,376	2,409	2,643	2,862
應收帳款及票據	3,116	3,620	4,175	4,665	5,131
其他流動資產	533	730	632	558	465
流動資產	5,720	7,396	7,875	8,420	9,234
採用權益法之投資	320	343	368	396	421
固定資產	1,355	1,537	1,913	2,061	2,219
無形資產	15	11	10	8	5
其他非流動資產	783	797	774	754	736
非流動資產	2,472	2,687	3,064	3,218	3,381
資產總額	8,192	10,083	10,940	11,639	12,615
應付帳款及票據	1,641	2,256	2,358	2,510	2,789
短期借款	1,899	2,273	2,273	2,273	2,273
什項負債	584	1,224	1,224	1,224	1,224
流動負債	4,124	5,753	5,855	6,007	6,286
長期借款	216	212	468	589	739
其他負債及準備	243	199	199	199	199
長期負債	460	410	666	787	937
負債總額	4,583	6,163	6,521	6,794	7,223
股本	2,283	2,397	2,397	2,397	2,397
資本公積	71	73	73	73	73
保留盈餘	1,092	1,349	1,848	2,276	2,825
什項權益	89	12	(4)	(21)	(37)
歸屬母公司之權益	3,536	3,831	4,314	4,726	5,259
非控制權益	73	88	104	118	132
股東權益總額	3,609	3,920	4,418	4,844	5,391

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	368	526	767	846	994
折舊及攤提	51	56	(67)	(80)	(84)
本期營運資金變動	(1,210)	(694)	(486)	(572)	(406)
其他營業資產 及負債變動	(25)	337	73	74	94
營運活動之現金流量	(816)	225	287	269	598
資本支出	(307)	(199)	(308)	(67)	(72)
本期長期投資變動	22	23	(26)	(27)	(25)
其他資產變動	(98)	(47)	23	20	18
投資活動之現金流量	(383)	(223)	(310)	(74)	(79)
股本變動	109	114	0	0	0
本期負債變動	1,253	371	256	121	150
現金增減資	0	8	0	0	0
支付現金股利	(152)	(182)	(253)	(404)	(431)
其他調整數	(127)	(146)	(18)	(19)	(18)
融資活動之現金流量	1,083	165	(15)	(302)	(299)
匯率影響數	(2)	3	2	2	2
本期產生現金流量	(117)	171	(36)	(105)	222
自由現金流量	(1,122)	26	(21)	202	526

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	5,682	7,709	9,483	10,211	11,460
銷貨成本	(4,705)	(6,419)	(7,798)	(8,382)	(9,390)
營業毛利	976	1,290	1,686	1,829	2,070
營業費用	(600)	(792)	(749)	(859)	(928)
推銷費用	(336)	(454)	(413)	(512)	(575)
研究費用	(100)	(125)	(124)	(133)	(138)
管理費用	(157)	(202)	(191)	(214)	(215)
其他費用	(7)	(11)	(22)	0	0
營業利益	376	497	937	970	1,142
利息收入	3	4	4	4	4
利息費用	(14)	(29)	(45)	(65)	(65)
利息收入淨額	(11)	(25)	(41)	(61)	(61)
投資利益(損失)淨額	53	71	82	80	84
匯兌損益	1	20	24	0	0
其他業外收入(支出)淨額	8	29	(65)	19	20
稅前純益	428	592	937	1,008	1,185
所得稅費用	(60)	(66)	(170)	(161)	(191)
少數股權淨利	7	17	16	14	14
歸屬母公司之稅後純益	362	509	752	832	980
稅前息前折舊攤銷前淨利	493	677	1,004	1,049	1,226
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.64	2.21	3.08	3.41	4.01

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	11.1	35.7	23.0	7.7	12.2
營業利益	7.8	32.2	88.6	3.5	17.7
稅前息前折舊攤銷前淨利	9.5	37.4	48.3	4.5	16.9
稅後純益	15.1	42.7	45.9	10.3	17.5
調整後每股盈餘	7.4	34.2	39.6	10.5	17.7
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	17.2	16.7	17.8	17.9	18.1
營業利益率	6.6	6.5	9.9	9.5	10.0
稅前息前淨利率	7.3	7.3	9.9	9.5	10.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	8.7	8.8	10.6	10.3	10.7
稅前純益率	7.5	7.7	9.9	9.9	10.3
稅後純益率	6.4	6.6	7.9	8.2	8.6
資產報酬率	5.2	5.8	7.0	7.3	7.9
股東權益報酬率	10.6	14.0	17.4	17.6	18.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	127.0	157.2	147.6	140.3	134.0
淨負債權益比(%)	44.8	46.3	47.1	47.7	41.5
利息保障倍數 (倍)	31.9	21.5	21.9	16.5	19.2
流動比率 (%)	138.7	128.6	134.5	140.2	146.9
速動比率 (%)	98.8	85.9	93.4	96.2	101.4
淨負債 (NT\$百萬元)	1,617	1,814	2,081	2,308	2,235
調整後每股淨值 (NT\$)	15.49	15.98	17.66	19.34	21.52
評價指標 (倍)					
本益比	66.3	49.4	35.4	32.0	27.2
股價自由現金流量比	--	1022.5	--	131.7	50.6
股價淨值比	7.0	6.8	6.2	5.6	5.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	54.0	39.3	26.5	25.4	21.7
股價營收比	4.7	3.5	2.8	2.6	2.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

亞力 (1514 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.