

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 266.50 元

目標價

3 個月 322.00 元

12 個月 322.00 元

## 近期報告日期、評等及前日股價

03/15/2024	Buy	208.50
03/14/2024	到價	
02/26/2024	Buy	174.00
02/22/2024	到價	
02/20/2024	Buy	148.50

## 公司基本資訊

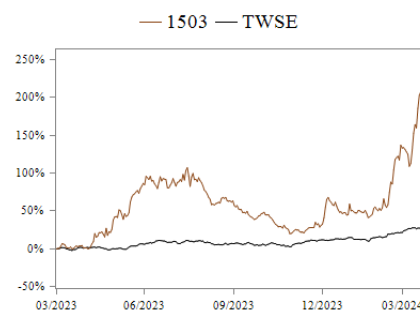
目前股本(百萬元)	5,210
市值(億元)	1,389
目前每股淨值(元)	62.24
外資持股比(%)	34.34
投信持股比(%)	1.22
董監持股比(%)	26.69
融資餘額(張)	7,141
現金股息配發率(%)	66.52

## 產品組合



- 電力配電類:60.85%
- 車輛零件類:20.28%
- 自動化設備及零件類:15.69%
- 其他:3.18%

## 股價相對大盤走勢



## 士電(1503 TT)

Buy

### 新重電之王。

**投資建議：**考量士電 2024 年營運滿載，即將跨入美國市場，調整士電評價，上調士電目標價 322 元(35.0 PER X 3Q24-2Q25F EPS)，維持 Buy 的投資建議。

**同業評價比較：**士電 2023 年受惠強韌電網需求，營運滿載，當時 PE 最高達 39.07X，而率先出口變壓器至美國的台灣同業-華城，受惠美國變壓器產品毛利率較高，PE 最高達 43.78X。綜合以上，考量士電 2024 年營運持續滿載且 01/2024 啟動三班制，加上美國變壓器產品持續供不應求，士電即將跨入美國市場，優化產品組合，參考過去經驗，研究部上調士電 PE 至 35X。

**1Q24 小變壓器產能提前投產，帶動營運持續新高：**士電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%，近期營收與稅前淨利率皆創近年新高水準，主要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，維持先前營運已進入新階段成長期的觀點，預估 1Q24 營收 100.01 億元，QoQ+34.10%，稅後純益 10.71 億元，稅後純益 QoQ+268.81%，EPS2.06 元。

**2024 年擴產提前，獲利顯著改善：**預期士電 2024 年初期受惠產能提前投產，2Q24 後受惠美國變壓器逐步出貨，產品組合持續改善，預估 2024 年營收 YoY+26.01%，稅後純益 YoY+69.67%，EPS7.65 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 YoY+23.08%，稅後純益 YoY+52.28%，EPS11.65 元。

**重電設備出口商機：**美國變壓器產品持續供不應求，當地變壓器價格持續上漲，2024 年美國變壓器平均價格已較 2023 年成長 2.95%，加上士電深耕海外市場已有一段時間，隨著未來士電跨入美國市場後，有利士電的營運與產品組合持續上揚。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	31,807	40,081	49,330	7,976	8,972	7,677	7,700	7,458	10,001	9,653	9,796	10,632
營業毛利淨額	5,668	8,103	11,143	1,171	1,713	1,241	1,373	1,341	1,956	1,884	2,034	2,229
營業利益	2,464	4,732	7,473	324	994	457	606	408	1,250	1,071	1,186	1,225
稅後純益	2,348	3,984	6,067	267	793	595	669	290	1,071	908	1,005	1,000
稅後 EPS(元)	4.51	7.65	11.65	0.51	1.52	1.14	1.28	0.56	2.06	1.74	1.93	1.92
毛利率(%)	17.82%	20.22%	22.59%	14.69%	19.09%	16.16%	17.83%	17.99%	19.56%	19.52%	20.77%	20.96%
營業利益率(%)	7.75%	11.81%	15.15%	4.06%	11.08%	5.95%	7.87%	5.47%	12.50%	11.10%	12.10%	11.52%
稅後純益率(%)	7.38%	9.94%	12.30%	3.34%	8.84%	7.75%	8.69%	3.90%	10.71%	9.40%	10.26%	9.41%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.41%	26.01%	23.08%	7.34%	12.50%	-14.44%	0.30%	-3.15%	34.10%	-3.48%	1.48%	8.54%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	16.84%	69.67%	52.28%	-52.87%	197.58%	-24.94%	12.45%	-56.60%	268.81%	-15.27%	10.70%	-0.47%

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。

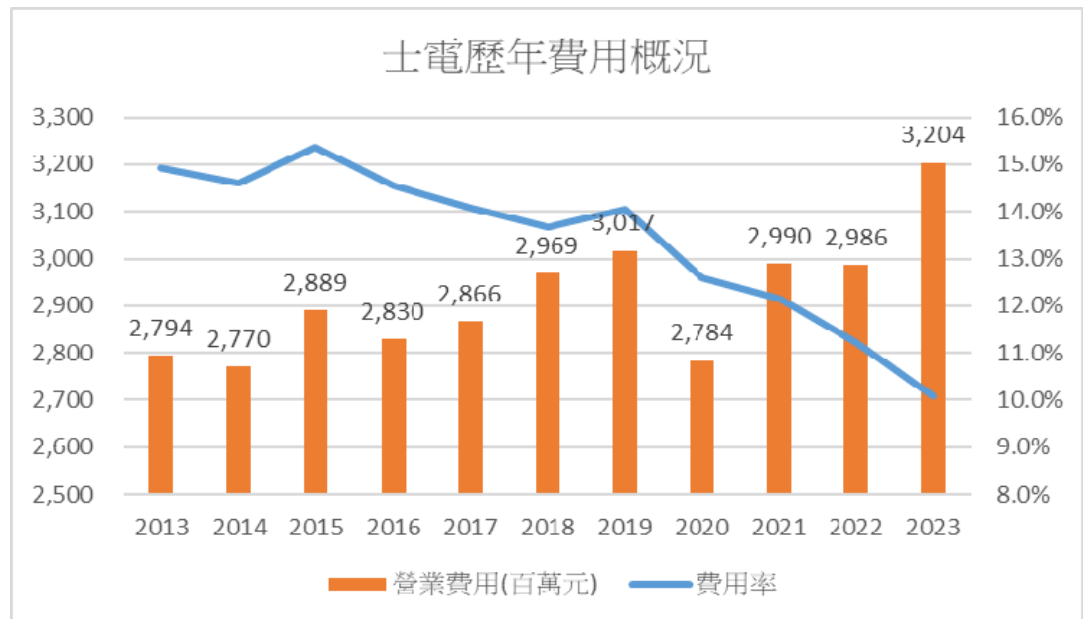
## 士電 ESG：

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。2023 年產品占比，電力配電部門 60.9%、車輛零件部門 20.3%、自動化及零件部門 15.7%、其他 3.1%。此外，考量重電產業屬於重資本產業，並隨著 2023 年營運滿載後，2023 年費用率持續降低至 10.1%，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，惟 4Q23 因年底費用認列較高，4Q23 營收 74.78 億元、QoQ-2.88%，稅後純益 2.90 億元，稅後純益 QoQ-56.60%，EPS0.56 元。

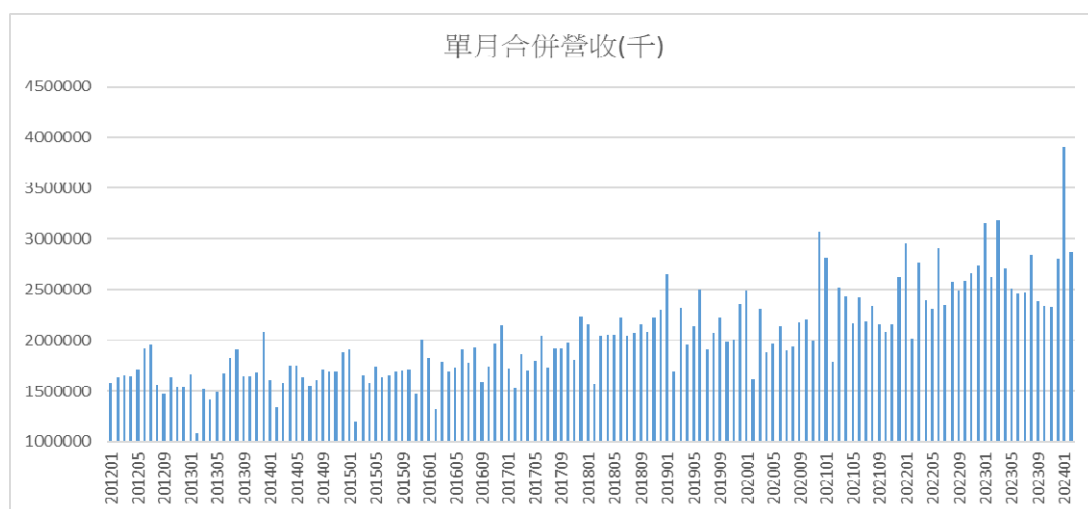
## 1Q24 小變壓器產能提前投產，帶動營運持續新高：

士電自結 01/2024 稅前淨利率達 15.73%，01-02/2024 營收累積年增率達

2024 年 3 月 22 日

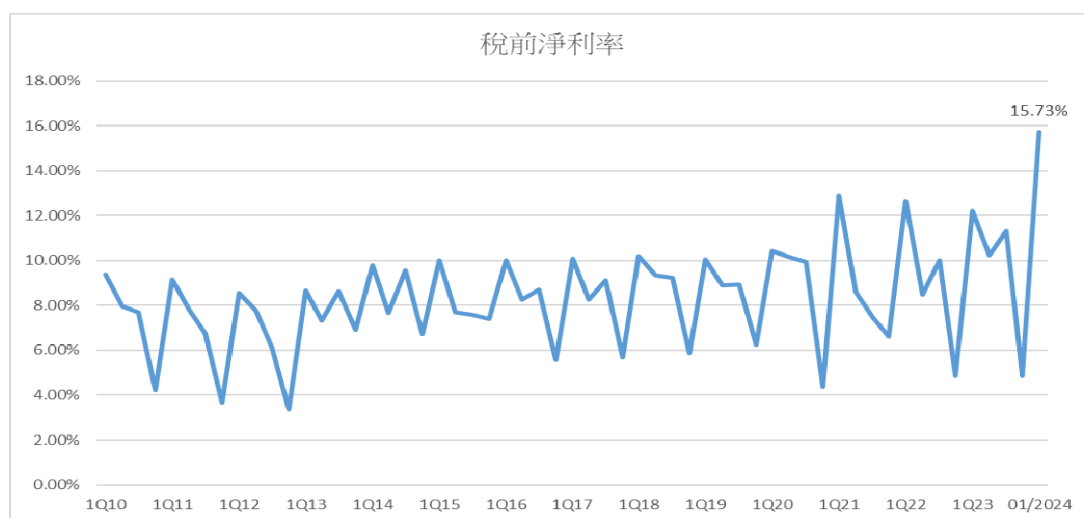
17.09%，近期營收與稅前淨利率皆創近年新高水準，主要受惠小變壓器產線提前並正式於1Q24進行生產，已經帶動小變壓器產能提升25%，此外，受惠於變壓器的供不應求，目前正進行三班制生產，後續仍有大變壓器產能於1Q25完工。綜合以上，1Q24士電受惠小變壓器產線提前開出、正式啟動三班制因應變壓器需求，並且研究部考量變壓器等重電設備毛利率優於士電平均毛利率，產品組合明顯好轉，維持先前營運已進入新階段成長期的觀點，預估1Q24營收100.01億元，營收QoQ+34.10%，稅後純益10.71億元，稅後純益QoQ+268.81%，EPS2.06元。

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

## 2024年擴產提前，獲利顯著改善：

預期士電 2024 年初期受惠產能提前投產，已見規模經濟效應，2Q24 後受

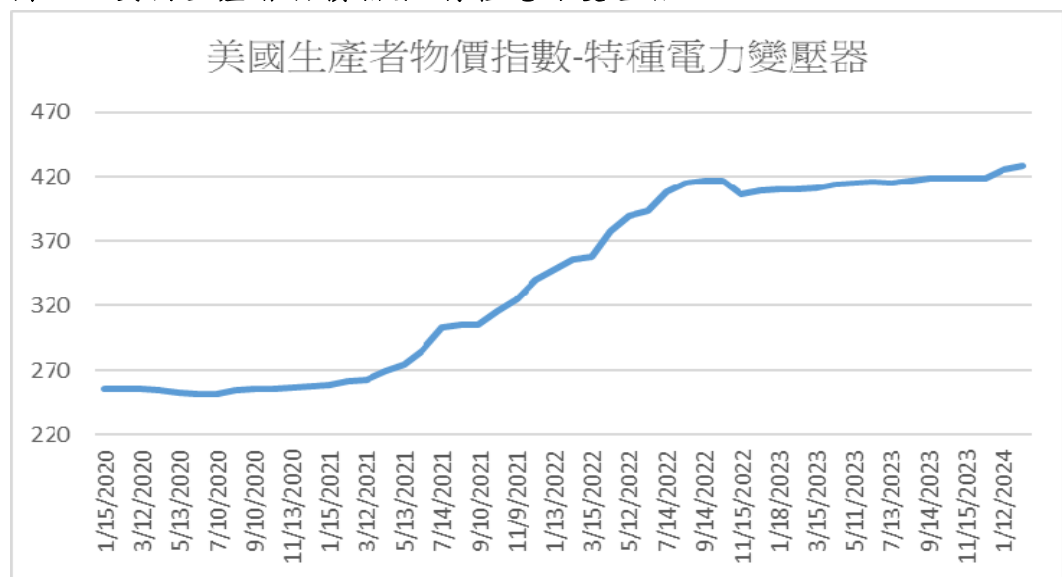
2024 年 3 月 22 日

惠美國變壓器逐步出貨，產品組合持續改善，預估 2024 年營收 400.81 億元，YoY+26.01%，稅後純益 39.84 億元，稅後純益 YoY+69.67%，EPS7.65 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 493.30 億元，營收 YoY+23.08%，稅後純益 60.67 億元，稅後純益 YoY+52.28%，EPS11.65 元。

## 重電設備出口商機：

美國變壓器產品持續供不應求，當地變壓器價格持續上漲，2024 年美國變壓器平均價格已較 2023 年成長 2.95%，加上士電深耕海外市場已有一段時間，隨著未來士電跨入美國市場後，有利士電的營運與產品組合持續上揚。

## 圖四、美國生產者物價指數-特種電力變壓器



資料來源：BloomBerg；群益投顧彙整

## 產能規劃：

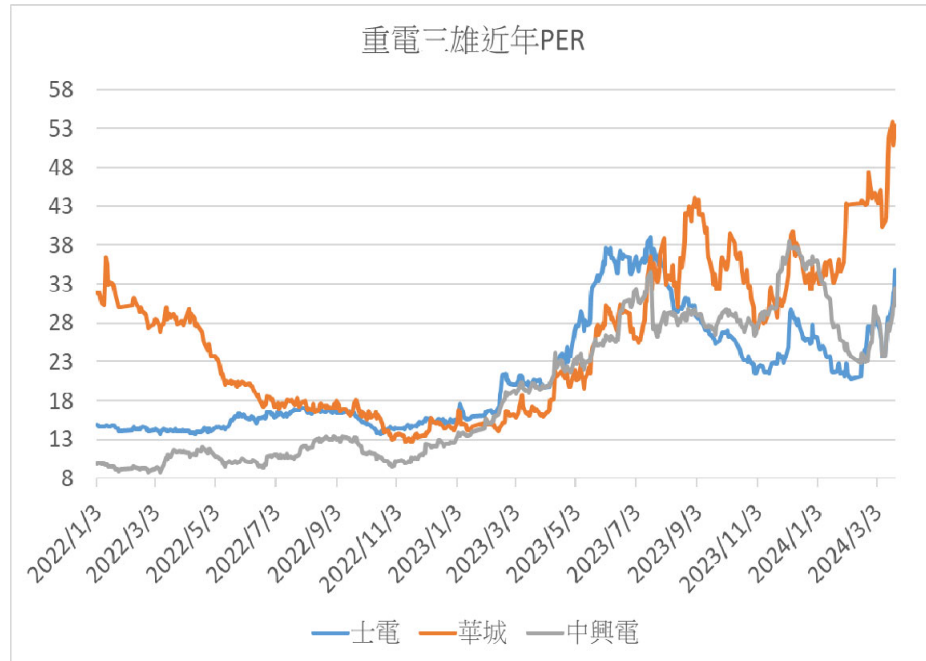
基於當前海內外變壓器需求強勁，士電已提前進行小變壓器產能投產，預計產能增加 25%，並持續透過加班、協力廠商合作等方式進行 2024 年的產能增加，後續主要以大變壓器產能投產為主，預計 1Q25 完工，帶動 2025 年產能與營收顯著增加。

## 同業評價比較：

士電 2023 年同樣受惠強韌電網需求，營運滿載，以當年度 EPS 評價，PE 最高達 39.07X，而率先出口變壓器至美國的台灣同業-華城，受惠美國變壓器產品毛利率較高，PE 最高達 43.78X。綜合以上，考量士電 2024 年營運持續滿載且 01/2024 啟動三班制，加上美國變壓器產品持續供不應求，士電即將跨入美國市場，優化產品組合，參考過去經驗，研究部上調士電 PE 至 35X。

2024 年 3 月 22 日

圖五、重電三雄近年 PER



資料來源：群益投顧彙整

## 投資建議：

考量士電 2024 年營運滿載，即將跨入美國市場，調整士電評價，上調士電目標價 322 元 (35.0 PER X 3Q24-2Q25F EPS)，維持 Buy 的投資建議。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 3 月 22 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	45,195	49,382	53,739	53,324	58,145
流動資產	19,904	23,126	23,468	26,432	25,549
現金及約當現金	3,525	3,215	3,373	3,897	3,871
應收帳款與票據	6,888	7,662	7,618	10,045	9,755
存貨	6,395	8,802	9,245	11,788	11,340
採權益法之投資	8,467	9,044	11,933	9,075	11,624
不動產、廠房設備	6,958	7,081	7,313	7,651	7,951
<b>負債總計</b>	<b>18,158</b>	<b>20,693</b>	<b>20,595</b>	<b>21,303</b>	<b>22,473</b>
流動負債	14,631	17,937	17,797	20,449	19,789
應付帳款及票據	6,498	6,857	5,943	7,251	6,699
非流動負債	3,526	2,756	2,798	461	2,843
<b>權益總計</b>	27,038	28,689	33,144	32,021	35,672
普通股股本	5,210	5,210	5,210	5,210	5,210
保留盈餘	17,582	19,012	20,438	22,344	25,995
母公司業主權益	26,450	28,043	32,425	31,283	34,934
<b>負債及權益總計</b>	<b>45,195</b>	<b>49,382</b>	<b>53,739</b>	<b>53,324</b>	<b>58,145</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	27,690	30,758	31,807	40,081	49,330
營業成本	22,702	25,517	26,140	31,978	38,188
<b>營業毛利淨額</b>	4,988	5,241	5,668	8,103	11,143
營業費用	2,990	2,986	3,204	3,371	3,670
<b>營業利益</b>	1,998	2,255	2,464	4,732	7,473
<b>EBITDA</b>	3,226	3,501	3,882	6,004	8,805
業外收入及支出	458	479	315	510	510
稅前純益	2,473	2,756	3,114	5,242	7,983
所得稅	564	633	655	1,258	1,916
稅後純益	1,805	2,010	2,348	3,984	6,067
稅後 EPS(元)	3.46	3.86	4.51	7.65	11.65
完全稀釋 EPS**	3.46	3.86	4.51	7.65	11.65

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	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	7.81%	11.08%	3.41%	26.01%	23.08%
營業毛利淨額	5.26%	5.07%	8.15%	42.97%	37.51%
營業利益	2.25%	12.84%	9.29%	92.03%	57.92%
稅後純益	18.27%	11.36%	16.84%	69.67%	52.28%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	18.01%	17.04%	17.82%	20.22%	22.59%
EBITDA(%)	11.65%	11.38%	12.20%	14.98%	17.85%
營益率	7.22%	7.33%	7.75%	11.81%	15.15%
稅後純益率	6.52%	6.53%	7.38%	9.94%	12.30%
總資產報酬率	3.99%	4.07%	4.37%	7.47%	10.43%
股東權益報酬率	6.68%	7.01%	7.08%	12.44%	17.01%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	40.18%	41.90%	38.32%	39.95%	38.65%
負債/淨值比(%)	67.16%	72.13%	62.14%	66.53%	63.00%
流動比率(%)	136.04%	128.93%	131.87%	129.26%	129.11%

## 其他比率分析

存貨天數	86.25	108.69	125.99	120.03	110.53
應收帳款天數	88.11	86.33	87.67	80.42	73.25

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	2,299	1,023	4,446	4,468	9,039
稅前純益	2,473	2,756	3,114	5,242	7,983
折舊及攤銷	745	732	758	788	859
營運資金變動	-1,821	-2,821	-1,313	-2,967	185
其他營運現金	901	357	1,887	1,404	12
<b>投資活動現金</b>	-487	-1,042	-1,322	-282	-4,505
資本支出淨額	-684	-656	-853	-1,000	-1,000
長期投資變動	-5	-555	-291	-620	-650
其他投資現金	202	169	-179	1,338	-2,855
<b>籌資活動現金</b>	-1,331	-368	-2,905	-3,593	-4,560
長借/公司債變動	-200	-655	0	-3,714	2,381
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-834	-938	-1,042	-1,528	-2,416
其他籌資現金	-297	1,225	-1,863	1,649	-4,525
<b>淨現金流量</b>	496	-310	158	593	-26
<b>期初現金</b>	3,029	3,525	3,215	3,304	3,897
<b>期末現金</b>	3,525	3,215	3,373	3,897	3,871

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 22 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	7,431	7,976	8,972	7,677	7,700	7,458	10,001	9,653	9,796	10,632	11,010	11,850
營業成本	6,111	6,804	7,260	6,436	6,328	6,116	8,045	7,769	7,761	8,403	8,615	9,189
營業毛利淨額	1,320	1,171	1,713	1,241	1,373	1,341	1,956	1,884	2,034	2,229	2,395	2,660
營業費用	776	847	719	784	767	934	706	813	849	1,004	774	891
營業利益	544	324	994	457	606	408	1,250	1,071	1,186	1,225	1,621	1,769
業外收入及支出	200	63	101	330	265	-46	160	123	137	91	160	123
稅前純益	744	387	1,096	786	871	362	1,410	1,194	1,322	1,316	1,781	1,892
所得稅	150	87	268	159	176	50	338	287	317	316	427	454
稅後純益	565	267	793	595	669	290	1,071	908	1,005	1,000	1,353	1,438
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	0.56	2.06	1.74	1.93	1.92	2.60	2.76

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	17.76%	14.69%	19.09%	16.16%	17.83%	17.99%	19.56%	19.52%	20.77%	20.96%	21.75%	22.45%
營業利益率(%)	7.32%	4.06%	11.08%	5.95%	7.87%	5.47%	12.50%	11.10%	12.10%	11.52%	14.72%	14.93%
稅後純益率(%)	7.61%	3.34%	8.84%	7.75%	8.69%	3.90%	10.71%	9.40%	10.26%	9.41%	12.29%	12.14%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-2.38%	7.34%	12.50%	-14.44%	0.30%	-3.15%	34.10%	-3.48%	1.48%	8.54%	3.55%	7.63%
營業利益	-6.24%	-40.40%	206.70%	-54.08%	32.68%	-32.70%	206.63%	-14.27%	10.65%	3.32%	32.32%	9.17%
稅前純益	15.31%	-48.00%	183.14%	-28.22%	10.70%	-58.45%	289.74%	-15.27%	10.70%	-0.47%	35.29%	6.27%
稅後純益	23.40%	-52.87%	197.58%	-24.94%	12.45%	-56.60%	268.81%	-15.27%	10.70%	-0.47%	35.29%	6.27%

## YoY(%)

營業收入淨額	11.06%	16.19%	15.92%	0.86%	3.63%	-6.49%	11.46%	25.74%	27.21%	42.56%	10.09%	22.76%
營業利益	63.85%	-16.01%	23.30%	-21.30%	11.36%	25.75%	25.72%	134.70%	95.73%	200.50%	29.67%	65.13%
稅前純益	48.85%	-14.60%	11.91%	21.85%	16.98%	-6.53%	28.66%	51.88%	51.88%	263.86%	26.31%	58.42%
稅後純益	55.18%	-15.89%	10.20%	29.90%	18.38%	8.99%	35.08%	52.49%	50.12%	244.32%	26.31%	58.42%

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。