

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	124.00 元
目標價	
3 個月	143.00 元
12 個月	143.00 元

亞力 (1514 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

11/27/2024	到價	
11/07/2024	Buy	53.30

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,619
市值(億元)	325
目前每股淨值(元)	20.45
外資持股比(%)	12.89
投信持股比(%)	1.71
董監持股比(%)	12.50
融資餘額(張)	14,215
現金股息配發率(%)	51.95

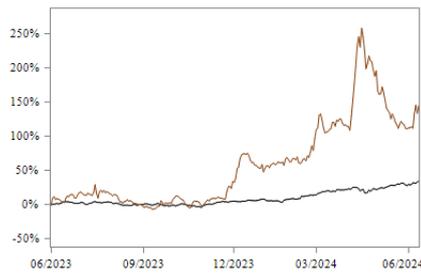
產品組合



- 電機產品:25.21%
- 電子產品:23.39%
- 工程(含安裝):19.01%
- 其他:32.39%

股價相對大盤走勢

— 1514 — TWSE



利基型產品陸續出貨，亞力營運開始增溫。

投資建議：營運上，預期亞力營運即將復甦；評價上，考量亞力部分產品已有美國 UL 認證，縱使亞力當前主要客戶仍屬於半導體客戶，但亞力已擁有海外半導體擴廠的重電設備外銷實績，長期具備海外電力公司的高毛利重電設備外銷潛力，故給予較高評價。綜合以上，調整亞力至 Buy 的投資建議，目標價為 143 元 (39.50 X 4Q24-3Q25F EPS)。

2Q24 工程認列高峰剛過，營運修整：在手訂單 103 億元，營運上，因亞力先前受惠半導體海外擴廠訂單集中於出貨，使得亞力 2Q24 營運修整，預估 2Q24 營收 21.12 億元，QoQ+1.10%，稅後純益 1.74 億元，QoQ-22.93%，EPS0.66 元。

3Q24 利基型產品陸續出貨，營運增溫：雖然 3Q24 亞力沒有大型工程入帳，但隨著亞力近年深耕綠能、軌道等利基型市場有成，預期產品將於 3Q24 起出貨，帶動亞力營運逐漸增溫，預估 3Q24 營收 24.01 億元，QoQ+13.67%，稅後純益 1.95 億元，QoQ+12.25%，EPS 0.75 元。

2024 年利基型產品逐步出貨，營運先蹲後跳：2024 年亞力營運主要因海外半導體擴廠訂單集中於 4Q23 出貨，當前營運修整，但隨著亞力利基型產品耕耘有成，預期 2H24 營運優於 1H24，預估 2024 年營收 97.12 億元，YoY+2.41%，稅後純益 8.36 億元，YoY+11.27%，EPS 3.19 元。

2025 年受惠中大型工程進入高峰，營運恢復成長：2025 年亞力受惠 STACOM、花東複線、國內半導體擴廠等中大型工程開始進入高峰，加上既有的利基型產品持續出貨，預期亞力 2025 年營運將擺脫當前的營運修整期，迎來新一波的營運成長，預估 2025 年營收 119.55 億元，YoY+23.09%，稅後純益 9.70 億元，YoY+15.96%，EPS 3.70 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	9,483	9,712	11,955	1,858	2,273	1,982	3,370	2,089	2,112	2,401	3,110	2,580
營業毛利淨額	1,686	1,733	2,000	317	371	355	643	391	391	420	531	433
營業利益	937	932	1,169	165	190	161	421	208	202	230	293	250
稅後純益	752	836	970	143	161	160	289	226	174	195	242	204
稅後 EPS(元)	2.87	3.19	3.70	0.54	0.61	0.61	1.10	0.86	0.66	0.75	0.92	0.78
毛利率(%)	17.78%	17.84%	16.73%	17.09%	16.34%	17.88%	19.08%	18.70%	18.50%	17.50%	17.07%	16.78%
營業利益率(%)	9.88%	9.60%	9.78%	8.88%	8.36%	8.14%	12.49%	9.93%	9.57%	9.57%	9.41%	9.70%
稅後純益率(%)	7.93%	8.61%	8.11%	7.68%	7.07%	8.07%	8.56%	10.80%	8.23%	8.13%	7.77%	7.89%
營業收入 YoY/QoQ(%)	23.01%	2.41%	23.09%	-24.35%	22.37%	-12.79%	70.01%	-38.01%	1.10%	13.67%	29.53%	-17.03%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	47.73%	11.27%	15.96%	34.77%	12.64%	-0.43%	80.37%	-21.80%	-22.93%	12.25%	23.87%	-15.80%

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 26.19 億元計算。

亞力 ESG：

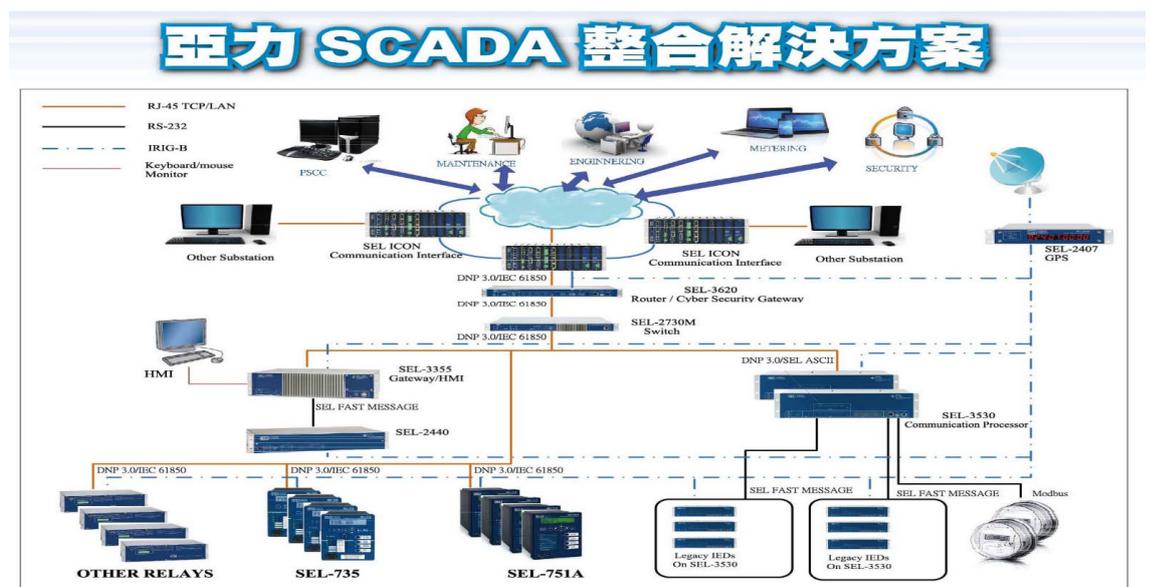
亞力響應政府 2050 淨零排放政策，除了提高綠電佔比並進行節電。陸續與幾家重要客戶共同簽署 2050 淨零排放倡議，進行價值鏈整合，此外，亞力也加入國際非營利組織 CDP 碳揭露計畫，未來將積極針對組織內外部進行溫室氣體盤查及減量管理，未來也會逐步推動 ISO 50001 能源管理系統，並規劃重要產品導入 ISO 14067 產品碳足跡等相關的國際標準認證，完善永續管理體系。

公司簡介：

亞力成立於1968年，初期主要生產低壓配電盤等重電產品，後續逐步拓展產品線至變壓器、開關與電力電子等產品，經過多年研發，多種配電自動化線路開關系統等產品已經完成台電國產化認證，隨著變壓器二廠產能於2H23開始試產後，爭取台電桿上變壓器與半導體廠中低壓變壓器訂單，持續拓展產品線，1Q24營收占比，配電盤：34%、變壓器8%、電機器材12%、電子23%、工程11%、其他(主要為SCADA)12%。

亞力產品強項在於電力監控系統(SCADA)，整合重電產品與技術，提供變電站自動化監控工程設計、安裝等，為電力監控提供完整解決方案，屬於智慧電網的一部分，而台電於強韌電網中也有提列16.9億元「防衛工程」預算，進行電驛硬體更新、即時監測分析機制等，強化電廠與電網間的防護與即時性，而研究部預期SCADA將為強韌電網-防衛工程預算16.9億元的主要支出，帶動亞力長期營運。

圖一、亞力 SCADA 產品解決方案



資料來源：亞力

2024年6月14日

2Q24 工程認列高峰剛過，營運修整：

在手訂單 103 億元，營運上，因亞力先前受惠半導體海外擴廠訂單集中於出貨，使得亞力 2Q24 營運修整，預估 2Q24 營收 21.12 億元，QoQ+1.10%，稅後純益 1.74 億元，QoQ-22.93%，EPS0.66 元。

3Q24 利基型產品陸續出貨，營運增溫：

雖 3Q24 亞力沒有大型工程入帳，但隨著亞力近年深耕綠能、軌道等利基型市場有成，預期產品將於 3Q24 起出貨，帶動亞力營運增溫，預估 3Q24 營收 24.01 億元，QoQ+13.67%，稅後純益 1.95 億元，QoQ+12.25%，EPS 0.75 元。

2024 年利基型產品逐步出貨，營運先蹲後跳：

2024 年亞力營運主要因海外半導體擴廠訂單集中於 4Q23 出貨，當前營運修整，但隨著亞力利基型產品耕耘有成，預期 2H24 營運優於 1H24，預估 2024 年營收 97.12 億元，YoY+2.41%，稅後純益 8.36 億元，YoY+11.27%，EPS 3.19 元。

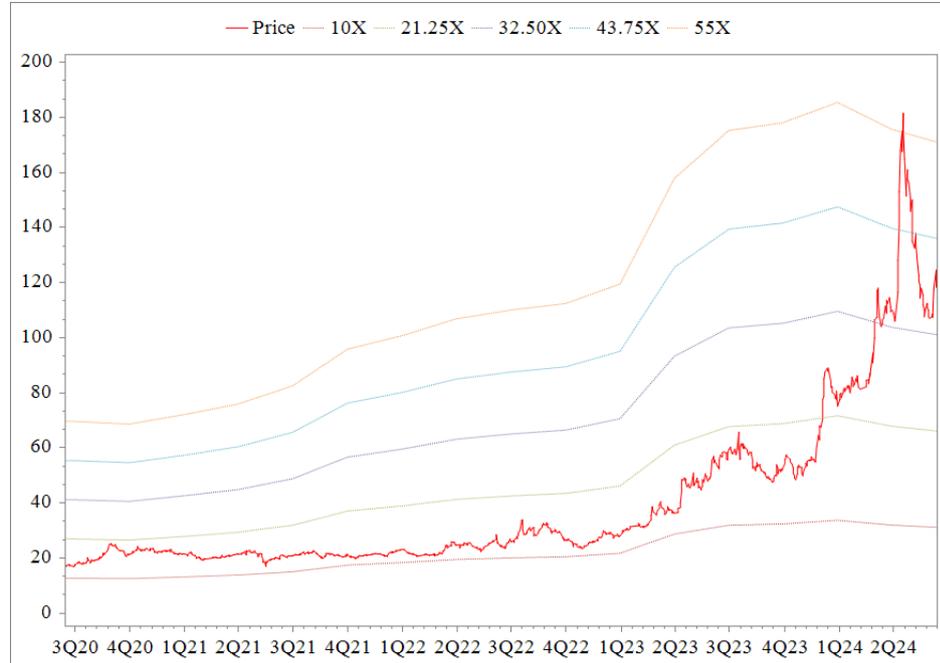
2025 年受惠中大型工程進入高峰，營運恢復成長：

2025 年亞力受惠 STACOM、花東複線、國內半導體擴廠等中大型工程開始進入高峰，加上既有的利基型產品持續出貨，預期亞力 2025 年營運將擺脫當前的營運修整期，迎來新一波的營運成長，預估 2025 年營收 119.55 億元，YoY+23.09%，稅後純益 9.70 億元，YoY+15.96%，EPS 3.70 元。

投資建議：

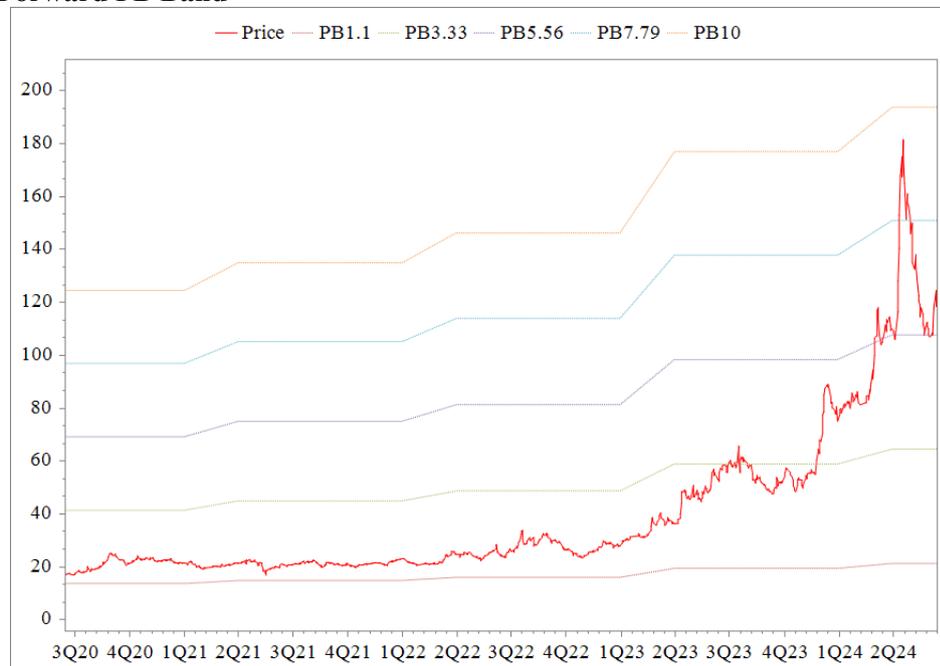
營運上，預期亞力營運即將復甦；評價上，考量亞力部分產品已有美國 UL 認證，縱使亞力當前主要客戶仍屬於半導體客戶，但亞力已擁有海外半導體擴廠的重電設備外銷實績，長期具備海外電力公司的高毛利重電設備外銷潛力，故給予較高評價。綜合以上，調整亞力至 Buy 的投資建議，目標價為 143 元(39.50 X 4Q24-3Q25F EPS)。

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

2024年6月14日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	8,192	10,083	11,235	11,936	12,721
流動資產	5,720	7,396	8,486	9,691	10,478
現金及約當現金	499	670	751	867	933
應收帳款與票據	3,116	3,620	4,390	3,851	4,113
存貨	1,572	2,376	2,650	2,696	2,886
採權益法之投資	320	343	367	185	172
不動產、廠房設備	1,355	1,537	1,660	1,696	1,732
負債總計	4,583	6,163	6,499	6,759	6,970
流動負債	4,124	5,753	5,553	6,284	6,278
應付帳款及票據	1,641	2,256	2,494	2,330	2,593
非流動負債	460	410	946	639	593
權益總計	3,609	3,920	4,735	5,177	5,751
普通股股本	2,283	2,397	2,469	2,601	2,601
保留盈餘	1,092	1,349	1,778	2,219	2,794
母公司業主權益	3,536	3,831	4,635	5,076	5,651
負債及權益總計	8,192	10,083	11,235	11,936	12,721

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-816	225	-106	738	539
稅前純益	428	592	937	1,032	1,212
折舊及攤銷	51	56	55	63	54
營運資金變動	-1,175	-692	-806	329	-190
其他營運現金	-120	269	-293	-686	-538
投資活動現金	-383	-223	-162	153	-185
資本支出淨額	-311	-194	-250	-180	-180
長期投資變動	-21	-30	-34	-25	-30
其他投資現金	-51	2	123	358	25
籌資活動現金	1,083	165	348	-774	-288
長借/公司債變動	158	-2	990	-307	-46
現金增資	0	8	0	0	0
發放現金股利	-152	-182	-241	-395	-395
其他籌資現金	1,077	340	-401	-72	153
淨現金流量	-117	171	81	116	66
期初現金	617	499	670	751	867
期末現金	499	670	751	867	933

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	5,682	7,709	9,483	9,712	11,955
營業成本	4,705	6,419	7,798	7,979	9,955
營業毛利淨額	976	1,289	1,686	1,733	2,000
營業費用	600	792	749	800	831
營業利益	376	497	937	932	1,169
EBITDA	490	673	1,042	985	1,073
業外收入及支出	49	91	-6	100	43
稅前純益	428	592	937	1,032	1,212
所得稅	60	66	170	193	242
稅後純益	362	509	752	836	970
稅後 EPS(元)	1.38	1.94	2.87	3.19	3.70
完全稀釋 EPS**	1.39	1.96	2.89	3.22	3.73

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 26.19【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 26.01 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	11.10%	35.69%	23.01%	2.41%	23.09%
營業毛利淨額	7.98%	32.06%	30.83%	2.75%	15.45%
營業利益	7.80%	32.18%	88.61%	-0.55%	25.46%
稅後純益	11.61%	40.75%	47.73%	11.27%	15.96%
獲利能力分析(%)					
毛利率	17.18%	16.72%	17.78%	17.84%	16.73%
EBITDA(%)	8.62%	8.73%	10.99%	10.14%	8.98%
營益率	6.62%	6.45%	9.88%	9.60%	9.78%
稅後純益率	6.36%	6.60%	7.93%	8.61%	8.11%
總資產報酬率	4.41%	5.05%	6.69%	7.01%	7.62%
股東權益報酬率	10.02%	12.98%	15.87%	16.16%	16.86%
償債能力檢視					
負債比率(%)	55.95%	61.13%	57.85%	56.63%	54.79%
負債/淨值比(%)	127.02%	157.24%	137.25%	130.57%	121.18%
流動比率(%)	138.71%	128.57%	152.81%	154.21%	166.89%
其他比率分析					
存貨天數	103.62	112.25	117.62	122.27	102.34
應收帳款天數	161.93	159.45	154.14	154.86	121.58

2024年6月14日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	2,455	1,858	2,273	1,982	3,370	2,089	2,112	2,401	3,110	2,580	2,964	2,757
營業成本	2,057	1,540	1,902	1,628	2,727	1,698	1,721	1,981	2,579	2,147	2,477	2,287
營業毛利淨額	399	317	371	355	643	391	391	420	531	433	487	470
營業費用	265	152	181	193	222	183	189	190	238	183	198	200
營業利益	134	165	190	161	421	208	202	230	293	250	289	270
業外收入及支出	-11	9	21	31	-61	61	15	14	10	4	15	14
稅前純益	123	174	211	192	360	268	217	244	302	254	304	284
所得稅	10	27	45	33	65	40	43	49	60	51	61	57
稅後純益	106	143	161	160	289	226	174	195	242	204	243	227
最新股本	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619	2,619
稅後EPS(元)	0.40	0.54	0.61	0.61	1.10	0.86	0.66	0.75	0.92	0.78	0.93	0.87
獲利能力(%)												
毛利率(%)	16.23%	17.09%	16.34%	17.88%	19.08%	18.70%	18.50%	17.50%	17.07%	16.78%	16.43%	17.05%
營業利益率(%)	5.45%	8.88%	8.36%	8.14%	12.49%	9.93%	9.57%	9.57%	9.41%	9.70%	9.75%	9.80%
稅後純益率(%)	4.31%	7.68%	7.07%	8.07%	8.56%	10.80%	8.23%	8.13%	7.77%	7.89%	8.21%	8.25%
QoQ(%)												
營業收入淨額	37.36%	-24.35%	22.37%	-12.79%	70.01%	-38.01%	1.10%	13.67%	29.53%	-17.03%	14.88%	-6.99%
營業利益	45.62%	23.37%	15.17%	-15.09%	160.88%	-50.70%	-2.55%	13.67%	27.25%	-14.40%	15.45%	-6.53%
稅前純益	-13.79%	41.36%	21.77%	-8.97%	86.87%	-25.38%	-19.03%	12.25%	23.87%	-15.80%	19.54%	-6.54%
稅後純益	-16.19%	34.77%	12.64%	-0.43%	80.37%	-21.80%	-22.93%	12.25%	23.87%	-15.80%	19.54%	-6.54%
YoY(%)												
營業收入淨額	47.84%	24.38%	15.23%	10.91%	37.26%	12.46%	-7.08%	21.11%	-7.73%	23.51%	40.35%	14.83%
營業利益	104.72%	33.73%	28.40%	75.69%	214.74%	25.77%	6.42%	42.47%	-30.51%	20.66%	42.94%	17.54%
稅前純益	49.09%	13.84%	21.32%	35.09%	192.81%	54.58%	2.78%	26.73%	-15.99%	-5.21%	39.96%	16.53%
稅後純益	38.17%	11.84%	7.65%	26.67%	172.63%	58.19%	8.24%	22.02%	-16.20%	-9.77%	39.96%	16.53%

註1：稅後EPS以股本26.19億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。