

2024 年 7 月 30 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	250.00 元
目標價	
3 個月	275.00 元
12 個月	275.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

07/05/2024	Buy	301.00
03/26/2024	到價	
03/22/2024	Buy	266.50
03/15/2024	Buy	208.50
03/14/2024	到價	

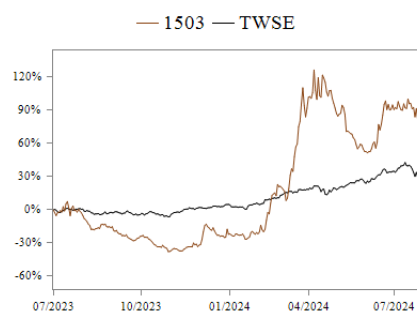
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,210
市值(億元)	1,303
目前每股淨值(元)	76.12
外資持股比(%)	31.39
投信持股比(%)	0.97
董監持股比(%)	26.69
融資餘額(張)	7,930
現金股息配發率(%)	66.52

產品組合



股價相對大盤走勢



士電(1503 TT)

Trading Buy

核電議題可能影響重電長期需求。

投資建議：雖士電 2024 年營運滿載，即將跨入美國市場，但考量若美國未來重啟核電可能影響士電美國重電市場的長期營運，故調整士電至 Trading Buy 的投資建議。

美國大選對美國重電市場與士電的可能影響：美國總統候選人-川普當前鼓勵開發化石燃料，以及美國共和黨綱領委員會批准 2024 年黨綱草案，承諾讓美國成為迄今為止世界上最主要的能源生產國等，但考量黨綱草案其中一條的「結束通貨膨脹，讓美國人重新負擔得起生活成本」，預期重啟核電可能成為美國未來的能源議題之一，相較於再生能源，核電投資總規模與重電設備成本占比分別僅 14.3%、52.1%，若美國未來重啟核電可能影響美國重電市場與士電的長期營運動能。

士電的太陽能案場佈局與綠電需求：太陽能終端需求對應到台灣綠電市場，再者 2024 年台灣綠電憑證市場受惠企業 RE100 與資料中心建置需求，綠電產業開始供不應求，1H24 供需比僅有 66.67%，其次，士電主要與泓德能源-創(6873 TT)等太陽能案場業主進行太陽能工程統包，從事太陽能工程與重電設備產品生產。綜合以上，隨著太陽能工程受惠 AI 趨勢，有利士電在太陽能案場的工程與設備出貨。

2024 年變壓器小產能開出，獲利顯著改善：士電 2024 年受惠變壓器小產能投產，規模經濟效應逐步顯現，2H24 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 386.28 億元，YoY+21.44%，稅後純益 38.92 億元，YoY+65.74%，EPS7.47 元。

2025 年重電出口、產能擴增，獲利再度成長：美國變壓器產品持續供不應求，2024 年美國變壓器平均價格較 2023 年成長 2.99%，並隨著士電 2025 年多項變壓器產能投產，帶動士電 2025 年營運與產品組合持續上揚。預估 2025 年營收 493.30 億元，YoY+27.70%，稅後純益 60.67 億元，YoY+55.89%，EPS11.65 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	31,807	38,628	49,330	7,677	7,700	7,458	9,918	8,283	9,796	10,632	11,010	11,850
營業毛利淨額	5,668	7,649	11,143	1,241	1,373	1,341	1,766	1,620	2,034	2,229	2,395	2,660
營業利益	2,464	4,174	7,473	457	606	408	957	807	1,186	1,225	1,621	1,769
稅後純益	2,348	3,892	6,067	595	669	290	1,180	707	1,005	1,000	1,353	1,438
稅後 EPS(元)	4.51	7.47	11.65	1.14	1.28	0.56	2.26	1.36	1.93	1.92	2.60	2.76
毛利率(%)	17.82%	19.80%	22.59%	16.16%	17.83%	17.99%	17.80%	19.56%	20.77%	20.96%	21.75%	22.45%
營業利益率(%)	7.75%	10.81%	15.15%	5.95%	7.87%	5.47%	9.65%	9.75%	12.10%	11.52%	14.72%	14.93%
稅後純益率(%)	7.38%	10.08%	12.30%	7.75%	8.69%	3.90%	11.90%	8.54%	10.26%	9.41%	12.29%	12.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.41%	21.44%	27.70%	-14.44%	0.30%	-3.15%	32.99%	-16.48%	18.26%	8.54%	3.55%	7.63%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	16.84%	65.74%	55.89%	-24.94%	12.45%	-56.60%	306.22%	-40.09%	42.14%	-0.47%	35.29%	6.27%

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。

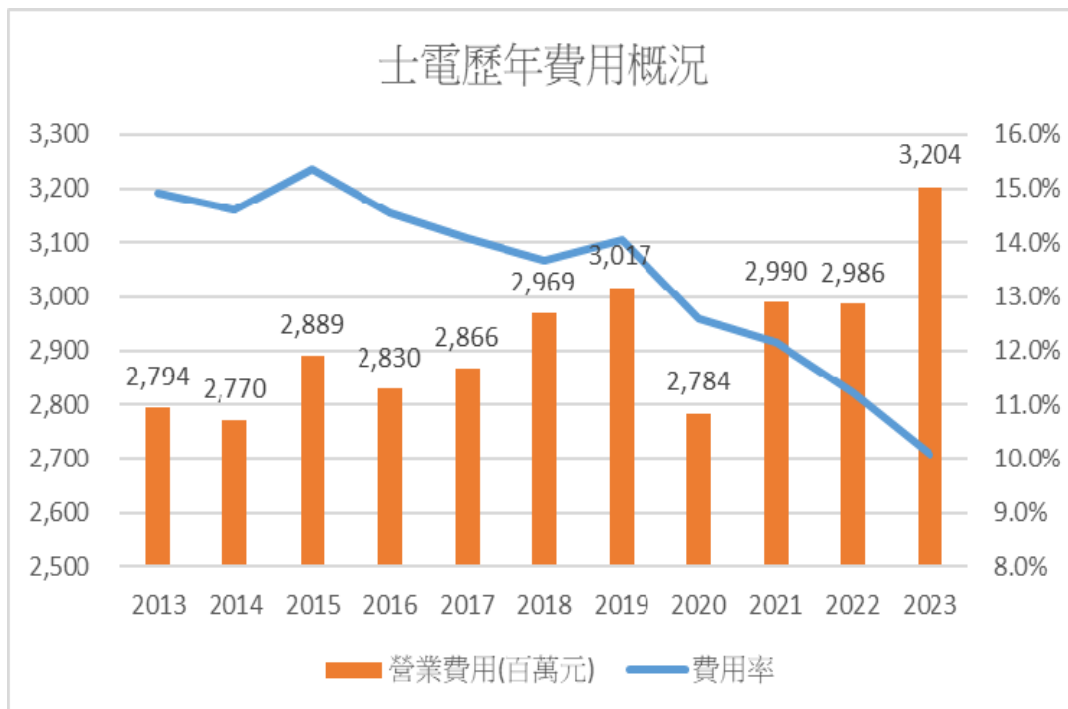
士電 ESG：

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

2Q24 因部分工程略有延宕，營運表現低於預期：

雖然 2Q24 受惠全球淨零轉型需求，訂單能見度看到 2027 年，產能再度滿載，但部分工程遞延影響，營運表現低於研究部預期，2Q24 營收 82.83 億元、QoQ-16.48%，預估稅後純益 7.07 億元，QoQ-40.09%，EPS1.36 元。

2024 年 7 月 30 日

3Q24 受惠遞延工程緩解，美國變壓器逐步出貨，獲利成長：

3Q24 研究部預期先前部分工程遞延情形逐步緩解，加上新客戶的美國變壓器產品逐步出貨，帶動重電產品恢復成長，營運體質改善，預估 3Q24 營收 97.96 億元，QoQ+18.26%，稅後純益 10.05 億元，QoQ+42.14%，EPS1.93 元。

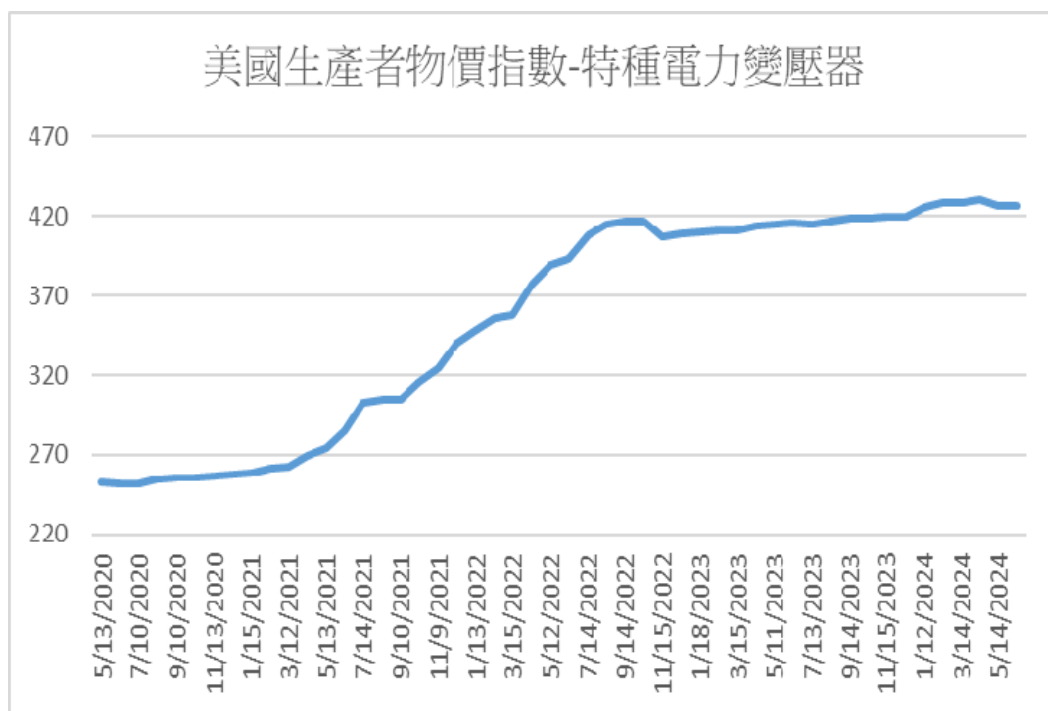
2024年變壓器小產能開出，獲利顯著改善：

士電 2024 年受惠變壓器小產能投產，規模經濟效應逐步顯現，2H24 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 386.28 億元，YoY+21.44%，稅後純益 38.92 億元，YoY+65.74%，EPS7.47 元。

2025 年重電出口、產能擴增，獲利再度成長：

美國變壓器產品持續供不應求，當地變壓器價格維持高檔，2024 年美國變壓器平均價格已較 2023 年成長 2.99%，並且隨著未來士電 2025 年多項變壓器產能投產，有望帶動士電 2025 年營運與產品組合持續上揚。預估 2025 年營收 493.30 億元，YoY+27.70%，稅後純益 60.67 億元，YoY+55.89%，EPS11.65 元。

圖二、美國生產者物價指數-特種電力變壓器

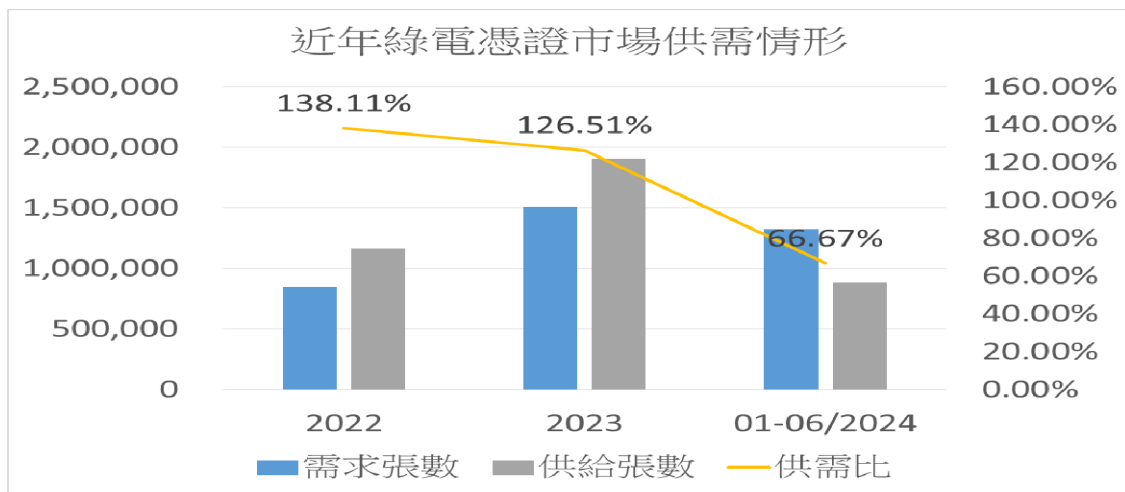


資料來源：BloomBerg；群益投顧彙整

士電的太陽能案場佈局與綠電需求：

太陽能終端需求對應到台灣綠電市場，再者 2024 年台灣綠電憑證市場受惠企業 RE100 與資料中心建置需求，綠電產業開始供不應求，1H24 供需比僅有 66.67%，其次，士電主要與泓德能源-創(6873 TT)等太陽能案場業主進行太陽能工程統包，從事太陽能工程與重電設備產品生產。綜合以上，隨著太陽能工程受惠 AI 趨勢，有利士電在太陽能案場的工程與設備出貨。

圖三、近年綠電憑證市場供需情形



資料來源：國家再生能源憑證中心，群益投顧彙整

美國大選對美國重電市場與士電的可能影響：

美國總統候選人-川普當前鼓勵開發化石燃料，以及美國共和黨綱領委員會批准 2024 年黨綱草案，也承諾讓美國成為迄今為止世界上最主要的能源生產國等，但考量黨綱草案其中一條的「結束通貨膨脹，讓美國人重新負擔得起生活成本」，預期重啟核電可能成為美國未來的能源議題之一，相較於再生能源，核電投資總規模與重電設備成本占比分別僅 14.3%、52.1%，若美國未來重啟核電可能影響美國重電市場與士電的長期營運動能。

表一、台灣核能與離岸風電成本組成比較

核能發電 (核四為例)	占比	離岸風力發電 (台電二期為例)	占比
核能蒸氣供應系統	5.0%	風機與塔架	27.9%
氣輪發電機組	2.5%	陸上變電室與海上變電站	4.8%
電廠其他設備	18.9%	電纜	10.7%
直接及間接施工成本(含設計、服務、保險等)	30.2%	基樁&水下基礎等	25.4%
初始核心燃料款(含利息)	3.8%	其他土建、機電工程配合成本	31.2%
捐助地方基金	1.0%		
其他(漲價準備金、施工期間利息)	38.8%		
投資金額(億元)	1,697.3	投資金額(億元)	575.5

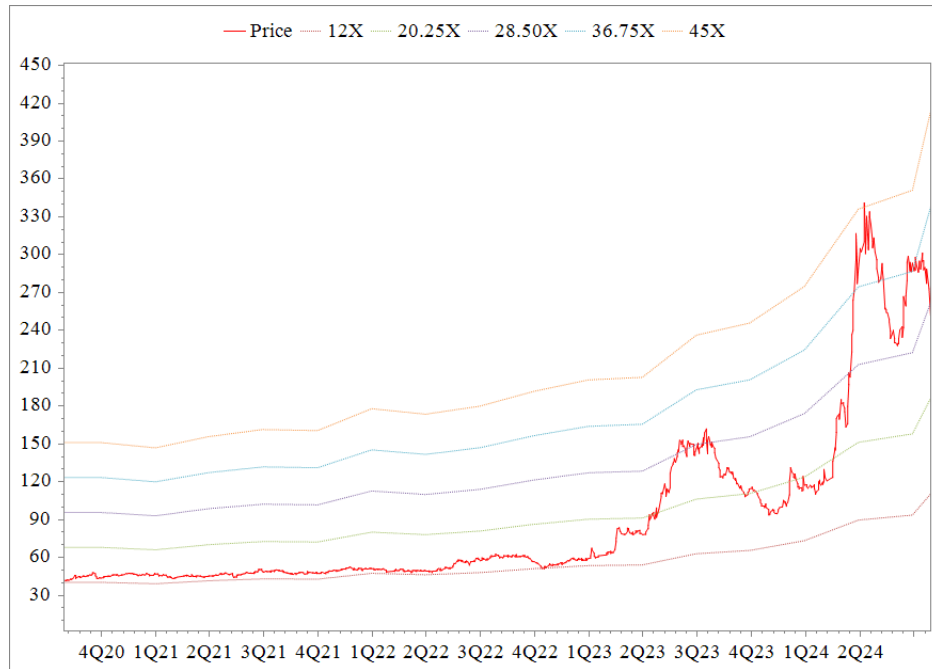
資料來源：台電，環境部，群益投顧彙整

2024 年 7 月 30 日

投資建議：

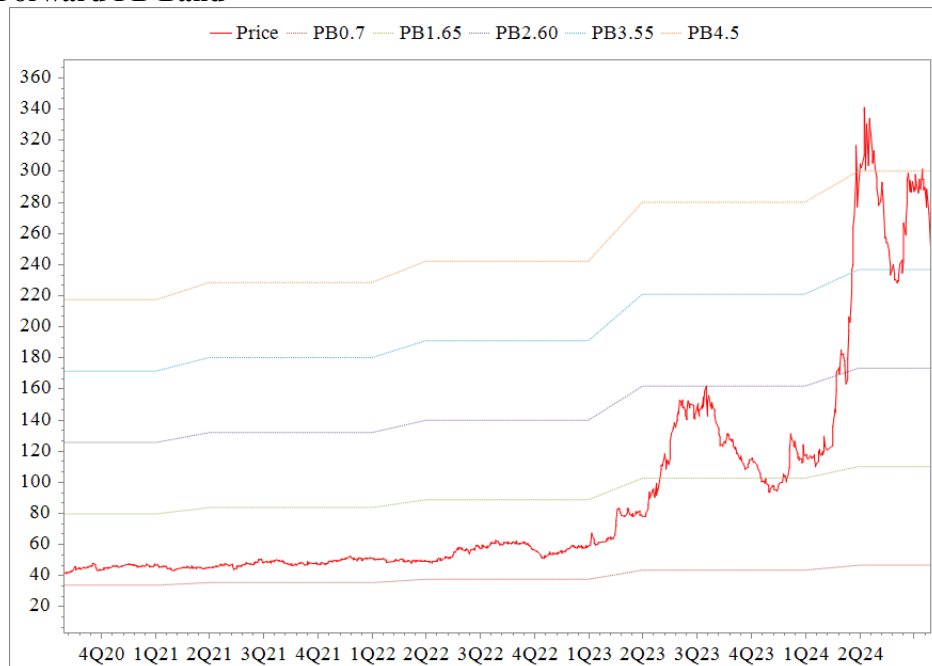
雖士電 2024 年營運滿載，即將跨入美國市場，但考量若美國未來重啟核電可能影響士電美國重電市場的長期營運，故調整士電至 Trading Buy 的投資建議。

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 7 月 30 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	45,195	49,382	53,739	59,131	63,829
流動資產	19,904	23,126	23,468	25,376	26,605
現金及約當現金	3,525	3,215	3,373	3,588	3,792
應收帳款與票據	6,888	7,662	7,618	9,775	10,025
存貨	6,395	8,802	9,245	11,556	11,572
採權益法之投資	8,467	9,044	11,933	13,587	15,234
不動產、廠房設備	6,958	7,081	7,313	7,613	7,913
負債總計	18,158	20,693	20,595	23,623	24,670
流動負債	14,631	17,937	17,797	19,632	20,606
應付帳款及票據	6,498	6,857	5,943	6,963	6,988
非流動負債	3,526	2,756	2,798	2,972	3,019
權益總計	27,038	28,689	33,144	35,508	39,159
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	22,802	26,453
母公司業主權益	26,450	28,043	32,425	34,754	38,405
負債及權益總計	45,195	49,382	53,739	59,131	63,829

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,299	1,023	4,446	6,036	8,787
稅前純益	2,473	2,756	3,114	5,110	7,983
折舊及攤銷	745	732	758	784	855
營運資金變動	-1,821	-2,821	-1,313	-3,449	-240
其他營運現金	901	357	1,887	3,591	190
投資活動現金	-487	-1,042	-1,322	-3,149	-3,172
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	-1,529	-1,522
籌資活動現金	-1,331	-368	-2,905	-2,672	-5,412
長借/公司債變動	-200	-655	0	174	46
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-834	-938	-1,042	-1,563	-2,416
其他籌資現金	-297	1,225	-1,863	-1,283	-3,042
淨現金流量	496	-310	158	215	204
期初現金	3,029	3,525	3,215	3,373	3,588
期末現金	3,525	3,215	3,373	3,588	3,792

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	27,690	30,758	31,807	38,628	49,330
營業成本	22,702	25,517	26,140	30,979	38,188
營業毛利淨額	4,988	5,241	5,668	7,649	11,143
營業費用	2,990	2,986	3,204	3,475	3,670
營業利益	1,998	2,255	2,464	4,174	7,473
EBITDA	3,226	3,501	3,882	6,004	8,805
業外收入及支出	458	479	616	936	510
稅前純益	2,473	2,756	3,114	5,110	7,983
所得稅	564	633	655	1,184	1,916
稅後純益	1,805	2,010	2,348	3,892	6,067
稅後 EPS(元)	3.46	3.86	4.51	7.47	11.65
完全稀釋 EPS**	3.46	3.86	4.51	7.47	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
成長力分析(%)					
營業收入淨額	7.81%	11.08%	3.41%	21.44%	27.70%
營業毛利淨額	5.26%	5.07%	8.15%	34.96%	45.67%
營業利益	2.25%	12.84%	9.29%	69.41%	79.01%
稅後純益	18.27%	11.36%	16.84%	65.74%	55.89%
獲利能力分析(%)					
毛利率	18.01%	17.04%	17.82%	19.80%	22.59%
EBITDA(%)	11.65%	11.38%	12.20%	15.54%	17.85%
營益率	7.22%	7.33%	7.75%	10.81%	15.15%
稅後純益率	6.52%	6.53%	7.38%	10.08%	12.30%
總資產報酬率	3.99%	4.07%	4.37%	6.58%	9.51%
股東權益報酬率	6.68%	7.01%	7.08%	10.96%	15.49%
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	122.54	110.53
應收帳款天數	88.11	86.33	87.67	82.17	73.25

2024 年 7 月 30 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	8,972	7,677	7,700	7,458	9,918	8,283	9,796	10,632	11,010	11,850	12,321	14,151
營業成本	7,260	6,436	6,328	6,116	8,152	6,663	7,761	8,403	8,615	9,189	9,505	10,879
營業毛利淨額	1,713	1,241	1,373	1,341	1,766	1,620	2,034	2,229	2,395	2,660	2,816	3,272
營業費用	719	784	767	934	809	813	849	1,004	774	891	931	1,074
營業利益	994	457	606	408	957	807	1,186	1,225	1,621	1,769	1,885	2,198
業外收入及支出	101	330	265	-46	585	123	137	91	160	123	137	91
稅前純益	1,096	786	871	362	1,541	930	1,322	1,316	1,781	1,892	2,022	2,289
所得稅	268	159	176	50	327	223	317	316	427	454	485	549
稅後純益	793	595	669	290	1,180	707	1,005	1,000	1,353	1,438	1,536	1,740
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)	1.52	1.14	1.28	0.56	2.26	1.36	1.93	1.92	2.60	2.76	2.95	3.34

獲利能力(%)

毛利率(%)	19.09%	16.16%	17.83%	17.99%	17.80%	19.56%	20.77%	20.96%	21.75%	22.45%	22.85%	23.12%
營業利益率(%)	11.08%	5.95%	7.87%	5.47%	9.65%	9.75%	12.10%	11.52%	14.72%	14.93%	15.30%	15.53%
稅後純益率(%)	8.84%	7.75%	8.69%	3.90%	11.90%	8.54%	10.26%	9.41%	12.29%	12.14%	12.47%	12.29%

QoQ(%)

營業收入淨額	12.50%	-14.44%	0.30%	-3.15%	32.99%	-16.48%	18.26%	8.54%	3.55%	7.63%	3.98%	14.85%
營業利益	206.70%	-54.08%	32.68%	-32.70%	134.69%	-15.61%	46.85%	3.32%	32.32%	9.17%	6.54%	16.59%
稅前純益	183.14%	-28.22%	10.70%	-58.45%	326.18%	-39.65%	42.14%	-0.47%	35.29%	6.27%	6.84%	13.22%
稅後純益	197.58%	-24.94%	12.45%	-56.60%	306.22%	-40.09%	42.14%	-0.47%	35.29%	6.27%	6.84%	13.22%

YoY(%)

營業收入淨額	15.92%	0.86%	3.63%	-6.49%	10.54%	7.89%	27.21%	42.56%	11.01%	43.06%	25.78%	33.10%
營業利益	23.30%	-21.30%	11.36%	25.75%	-3.78%	76.84%	95.73%	200.50%	69.42%	119.16%	59.00%	79.42%
稅前純益	11.91%	21.85%	16.98%	-6.53%	40.69%	18.29%	51.88%	263.86%	15.51%	103.41%	52.90%	73.92%
稅後純益	10.20%	29.90%	18.38%	8.99%	48.78%	18.76%	50.12%	244.32%	14.68%	103.41%	52.90%	73.92%

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。