

2024 年 9 月 5 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	207.00 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

07/30/2024	Trading Buy	250.00
07/05/2024	Buy	301.00
03/26/2024	到價	
03/22/2024	Buy	266.50
03/15/2024	Buy	208.50

公司基本資訊

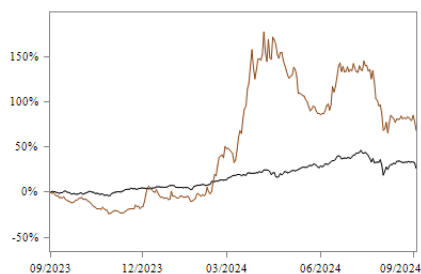
目前股本(百萬元)	5,210
市值(億元)	1,079
目前每股淨值(元)	76.51
外資持股比(%)	31.52
投信持股比(%)	0.68
董監持股比(%)	26.69
融資餘額(張)	6,739
現金股息配發率(%)	66.52

產品組合



股價相對大盤走勢

— 1503 — TWSE



士電(1503 TT)

Trading Buy

強韌電網推升 2024 年營運滿載。

投資建議：考量士電 2024 年營運滿載，後續變壓器產能持續擴廠，整體展望符合研究部預期，維持士電 Trading Buy 的投資建議。

2Q24重電產品持續出貨，推升規模經濟與毛利率：2Q24受惠重電訂單能見度看到2027年，重電產品持續出貨，推升規模經濟效果，加上海外報價上漲，推升毛利率表現，2Q24營收82.83億元、QoQ-16.48%，毛利率19.56%、年增3.40%，稅後純益7.07億元，QoQ-40.09%，EPS1.36元。

台灣強韌電網需求，帶動士電營運滿載：受惠總額5,645億元的強韌電網預算逐年提升，預計2024、2025年預算分別上升至636.2、795.3億元，使士電營運滿載，並於2024年起積極擴廠。

2024年小變壓器產能開出，獲利顯著改善：受惠重電需求強勁，士電陸續規劃產能投產，1Q24小型變壓器產能順利投產，提升25%產能，並推升規模經濟效果，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、大型變壓器產能開出，獲利再度成長：1H24海外營收占比已達15-20%，受惠當前美國變壓器持續供不應求，加上原物料與人工成本上漲，使得當地變壓器價格維持高檔，01-08/2024美國變壓器平均價格已較2023年同期成長3.5%，甚至管理階層也預期未來3-5年變壓器價格難以下跌，加上士電2Q25布局北美與國內重電產品的大型變壓器產能即將投產，提升30%產能，以及中型變壓器於2026年投產，持續帶動士電2025年營運、海外占比與產品組合。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	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	31,807	38,517	49,330	7,677	7,700	7,458	9,918	8,171	9,796	10,632	11,010	11,850
營業毛利淨額	5,668	7,617	11,143	1,241	1,373	1,341	1,766	1,588	2,034	2,229	2,395	2,660
營業利益	2,464	4,161	7,473	457	606	408	957	794	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%	19.78%	22.59%	16.16%	17.83%	17.99%	17.80%	19.44%	20.77%	20.96%	21.75%	22.45%
營業利益率(%)	7.75%	10.80%	15.15%	5.95%	7.87%	5.47%	9.65%	9.71%	12.10%	11.52%	14.72%	14.93%
稅後純益率(%)	7.38%	10.10%	12.30%	7.75%	8.69%	3.90%	11.90%	8.65%	10.26%	9.41%	12.29%	12.14%
營業收入YoY/QoQ(%)	3.41%	21.09%	28.08%	-14.44%	0.30%	-3.15%	32.99%	-17.61%	19.88%	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。

2024 年 9 月 5 日

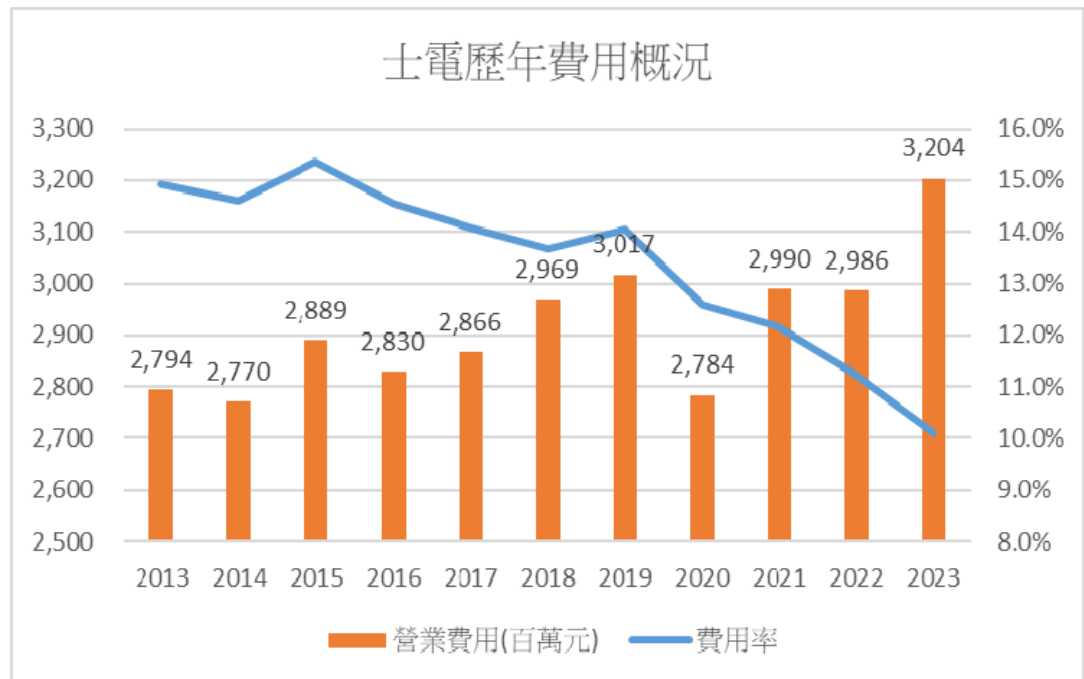
士電 ESG：

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。1H24 產品占比，電力配電部門 69%、車輛零件部門 17%、自動化及零件部門 11%、其他 3%。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 重電產品持續出貨，推升規模經濟與毛利率：

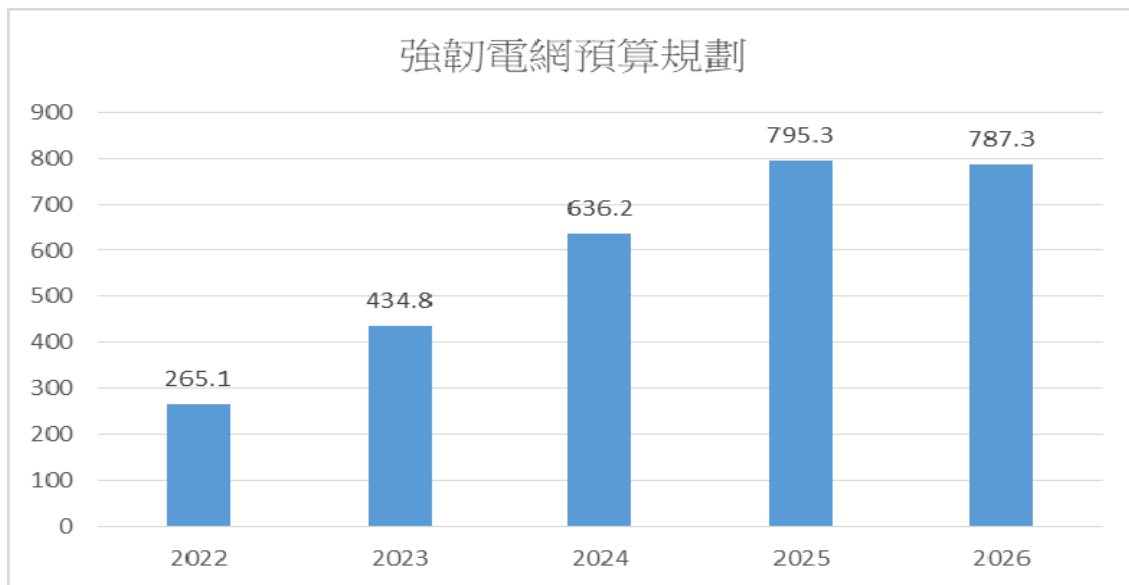
2Q24 受惠重電訂單能見度看到 2027 年，重電產品持續出貨，推升規模經濟效果，加上海外報價上漲，推升毛利率表現，2Q24 營收 82.83 億元、QoQ-16.48%，毛利率 19.56%、年增 3.40%，稅後純益 7.07 億元，QoQ-40.09%，EPS1.36 元。

2024 年 9 月 5 日

台灣強韌電網需求，帶動士電營運滿載：

受惠總額 5,645 億元的台電強韌電網預算逐年提升，預計 2024、2025 年預算分別上升至 636.2、795.3 億元，使得士電營運持續滿載，並於 2024 年起積極擴廠。

圖二、台電強韌電網預算規劃



資料來源：中興電，群益投顧彙整

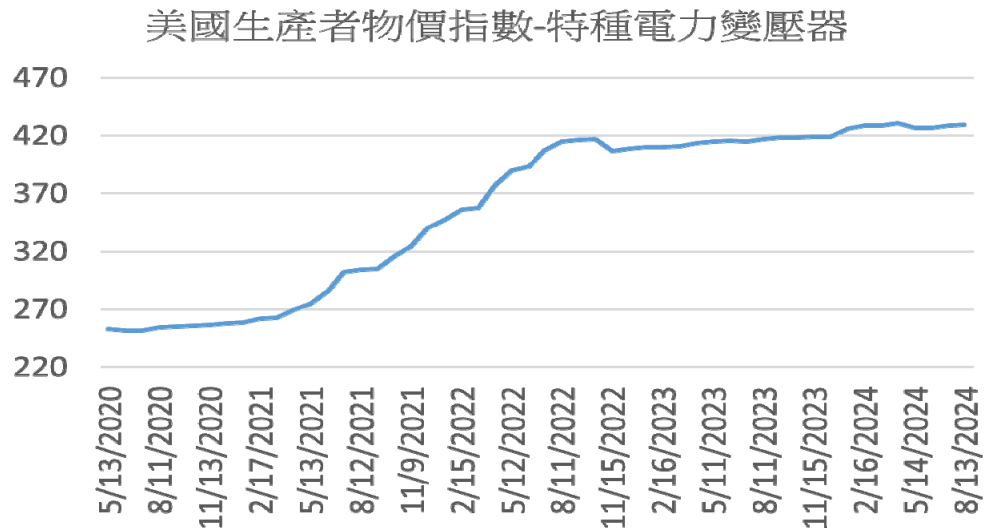
2024年小變壓器產能開出，獲利顯著改善：

受惠重電需求強勁，士電陸續規劃產能投產，1Q24 小型變壓器產能已順利投產，提升 25% 產能，並開始推升規模經濟效果，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、大型變壓器產能開出，獲利再度成長：

1H24 海外營收占比已達 15-20%，受惠當前美國變壓器持續供不應求，加上原物料與人工成本上漲，使得當地變壓器價格維持高檔，01-08/2024 美國變壓器平均價格已較 2023 年同期成長 3.5%，甚至管理階層也預期未來 3-5 年變壓器價格難以下跌，加上士電 2Q25 布局北美與國內重電產品的大型變壓器產能即將投產，提升 30% 產能，以及中型變壓器於 2026 年投產，持續帶動士電 2025 年營運、海外占比與產品組合。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。

圖三、美國生產者物價指數-特種電力變壓器

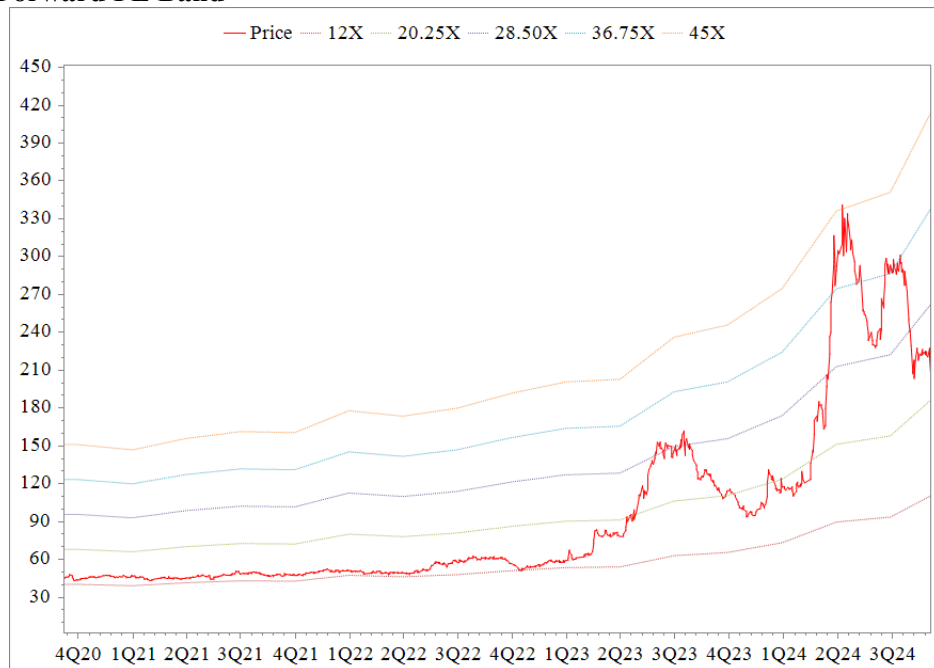


資料來源：BloomBerg；群益投顧彙整

投資建議：

考量士電 2024 年營運滿載，後續變壓器產能持續擴廠，整體展望符合研究部預期，維持士電 Trading Buy 的投資建議。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 9 月 5 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	5,179	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	38,517	49,330
營業成本	22,702	25,517	26,140	30,899	38,188
營業毛利淨額	4,988	5,241	5,668	7,617	11,143
營業費用	2,990	2,986	3,204	3,456	3,670
營業利益	1,998	2,255	2,464	4,161	7,473
EBITDA	3,226	3,501	3,882	6,004	8,805
業外收入及支出	458	479	616	1,018	510
稅前純益	2,473	2,756	3,114	5,179	7,983
所得稅	564	633	655	1,222	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%	21.09%	28.08%
營業毛利淨額	5.26%	5.07%	8.15%	34.39%	46.28%
營業利益	2.25%	12.84%	9.29%	68.85%	79.60%
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%	19.78%	22.59%
EBITDA(%)	11.65%	11.38%	12.20%	15.59%	17.85%
營益率	7.22%	7.33%	7.75%	10.80%	15.15%
稅後純益率	6.52%	6.53%	7.38%	10.10%	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	122.86	110.53
應收帳款天數	88.11	86.33	87.67	82.41	73.25

2024 年 9 月 5 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	8,972	7,677	7,700	7,458	9,918	8,171	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	6,583	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	1,588	2,034	2,229	2,395	2,660	2,816	3,272
營業費用	719	784	767	934	809	795	849	1,004	774	891	931	1,074
營業利益	994	457	606	408	957	794	1,186	1,225	1,621	1,769	1,885	2,198
業外收入及支出	101	330	265	-46	585	206	137	91	160	123	137	91
稅前純益	1,096	786	871	362	1,541	999	1,322	1,316	1,781	1,892	2,022	2,289
所得稅	268	159	176	50	327	261	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%	19.44%	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%	9.71%	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%	8.65%	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%	-17.61%	19.88%	8.54%	3.55%	7.63%	3.98%	14.85%
營業利益	206.70%	-54.08%	32.68%	-32.70%	134.69%	-17.04%	49.39%	3.32%	32.32%	9.17%	6.54%	16.59%
稅前純益	183.14%	-28.22%	10.70%	-58.45%	326.18%	-35.18%	32.34%	-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%	6.44%	27.21%	42.56%	11.01%	45.01%	25.78%	33.10%
營業利益	23.30%	-21.30%	11.36%	25.75%	-3.78%	73.83%	95.73%	200.50%	69.42%	122.95%	59.00%	79.42%
稅前純益	11.91%	21.85%	16.98%	-6.53%	40.69%	27.05%	51.88%	263.86%	15.51%	89.39%	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%	103.42%	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。