

# 碩天 (3617 TT) CyberPower

## 產品銷售策略調整有成，長線受惠雲端商機

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$365.0

收盤價 (2024/10/30) : NT\$310.0  
隱含漲幅 : 17.7%

### 營收組成 (2023)

UPS 55%、資料中心 29%、電源管理及保護 14%。

### 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	365.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	12.3	--
2024年EPS	22.1	--

### 交易資料表

市值	NT\$29,200百萬元
外資持股比率	11.4%
董監持股比率	18.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$94.26
負債比	42.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	11,218	11,731	12,301	13,318
營業利益	1,160	1,814	2,459	2,835
稅後純益	1,143	1,469	2,086	2,302
EPS (元)	12.52	16.40	22.12	24.43
EPS YoY (%)	--	30.9	34.9	10.5
本益比 (倍)	24.8	18.9	14.0	12.7
股價淨值比 (倍)	4.8	3.9	3.3	2.8
ROE (%)	24.4	23.1	24.1	23.0
現金殖利率 (%)	1.6%	2.6%	3.3%	3.6%
現金股利 (元)	5.00	7.92	10.17	11.24

#### 陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

#### 陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

### 元大觀點

碩天資料中心營收比重由 2021 年的 22% 快速成長至 2024 年的 29%，預估 2024/2025 年資料中心營收年增 8%/11%，為主要成長動能。

碩天 2022-2023 年持續進行產品結構調整，著重經銷商通路及資料中心產品之發展，估毛利率由 2021 年的 36% 提升至 2025 年的 51%。

自 2021 年後營運策略變化已明顯看到成效，未來持續擴增菲律賓產能擴大營運，給予買進評等，目標價 365 元(15X2025F EPS 24.43 元)。

### 碩天瞄準美國資料中心市場需求，搶佔雲端商機

碩天積極布局資料中心 UPS 市場，具備全方位完整解決方案，目前主要透過經銷商銷售至美國企業、學校及政府，因資料中心產品較高階且高功率 (>15KVA)，毛利率達 60% 優於集團平均的 50%。碩天 2021-2023 年資料中心相關產品營收 CAGR 達 31%，估佔營收比重將由 2021 年的 22% 快速成長至 2024/2025 年的 29%/30%。長期而言，預估隨全球資料中心應用成長快速，UPS 產品往高技術、高功率發展，將有助於碩天產品組合持續優化。

### 碩天生產基地及產品結構調整已看到成效，獲利能力穩定提升

碩天 2021 年 EPS 呈現虧損，主要受原物料及運價上漲、中美貿易戰關稅以及專利訴訟案件等影響，而隨 1) 訴訟案於 2021 年底達成和解；2) 碩天將生產重心由中國逐步轉移至菲律賓；3) 美金升值利益，碩天 2022 年營運明顯轉強，營收突破百億元水準，營業利益率年增 9.2ppt 至 10.3%。碩天 2022-2023 年持續進行產品結構調整，著重在經銷商通路及資料中心產品之發展，透過品牌價值提升明顯帶動銷售，並受惠運價下跌的低價庫存銷貨，毛利率由 2021 年的 36% 提升至 2025 年的 51%，獲利能力穩定提升。

### 看好碩天營運體質改善，並受惠全球雲端趨勢，給予買進評等

預估碩天 2024/2025 年 EPS 分別達 22.12 元/24.43 元，年增 34.9%/10.5%。本中心對於碩天長期看法正面，主因 1) 碩天瞄準資料中心商機，產品組合朝向高功率、高毛利發展；2) 菲律賓擴產後，北美營運規模將持續放大；3) 著重經銷通路發展，獲利能力轉強。目前碩天股價交易於 14/13 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，相較 2025 年國內/外電源供應器同業平均 20.6/27.6 倍為低。考量碩天自 2021 年後營運策略變化已明顯看到成效，有助於評價提升，首次報告根據 2025 EPS 24.43 元、目標本益比 15 倍，推得目標價 365 元，給予買進評等。

### 碩天 CyberPower 為北美 UPS 不斷電系統第二大品牌

碩天成立於 1997 年，為世界知名的電源解決方案供應商，自成立起即專注於自有品牌 CyberPower 的經營和節能技術之研發，自有品牌銷售比重高於 90%。碩天除名列北美市場前二大 UPS 品牌外，銷售版圖遍及全球逾一百個國家，自 2013 年起三度被 CRN 雜誌評選為資料中心百強(基礎設備供應商前 20 名)。碩天 2023 年三大產品營收比重分別：UPS 55%、資料中心電源管理產品 29%、電源保護及管理設備 14%。碩天目前產能近 50% 集中於菲律賓，其餘為中國及少部分越南生產，2023 年地區別營收占比為美洲 73%、歐洲 17%、亞洲 8%與其他 2%。

圖 1：碩天三大主要事業及營收成長率預估

	2023A		成長動能	毛利率	2023A	2024F	2025F
	營收佔比				營收 YoY	營收 YoY	營收 YoY
UPS	55%	近年產品逐步往高功率發展		40-50%	4%	8%	8%
資料中心 電源管理產品	29%	雲端服務及數據資料中心建置		60%	11%	8%	11%
電源管理 及保護設備	14%	節能、遠端遙控及充電功能之設備		40-50%	4%	-7%	5%

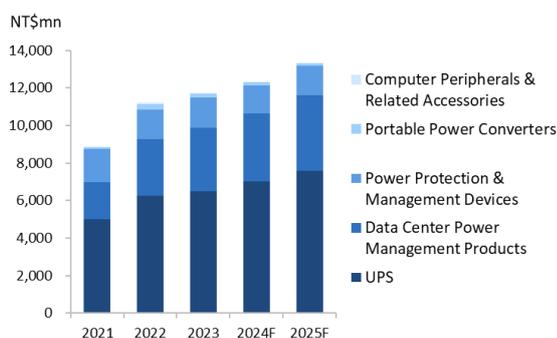
資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 碩天瞄準美國資料中心市場需求，搶佔雲端商機

UPS 終端市場包含醫療、工業、電信、資料中心及基礎建設等，而隨著雲端概念議題發酵，近年主要成長來自資料中心應用，UPS 於確保資料中心保持持續運作、防止資料遺失和停機至關重要。而近年 20KVA 以上的高功率 UPS 產品受惠於企業用大型資料中心，以及公共基礎設施之大型機房設備發展，每年成長速度高於 20KVA 以下的 UPS 產品及整體 UPS 產值成長率，因此整體 UPS 產業產品單價呈現上升趨勢，皆有利於碩天長期提升獲利能力，預估碩天 UPS 業務 2024/2025 年營收將分別成長 8%/8%。

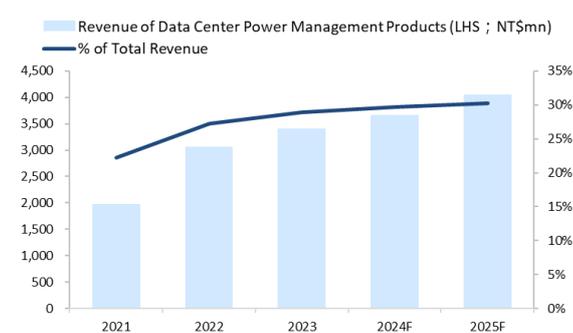
碩天積極布局資料中心 UPS 市場，具備全方位完整解決方案，目前主要透過經銷商銷售至美國企業、學校及政府，因資料中心產品較高階且高功率(>15KVA)，毛利率達 60% 優於集團平均的 50%。碩天 2021-2023 年資料中心相關產品營收 CAGR 達 31%，佔營收比重由 2021 年的 22% 快速成長至 2023 年的 29%。長期而言，預估隨全球資料中心應用成長快速，UPS 產品往高技術、高功率發展，將有助於碩天產品組合持續優化，為主要成長動能，預估碩天資料中心電源管理產品 2024/2025 年營收將分別成長 8%/11%。

圖 2：碩天 2021-2025F 各項產品別營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：碩天 2021-2025F 資料中心營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：碩天大規模系統應用產品示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧

碩天銷售可分為經銷通路、零售通路，主要客戶包括 Amazon、Costco 等商場

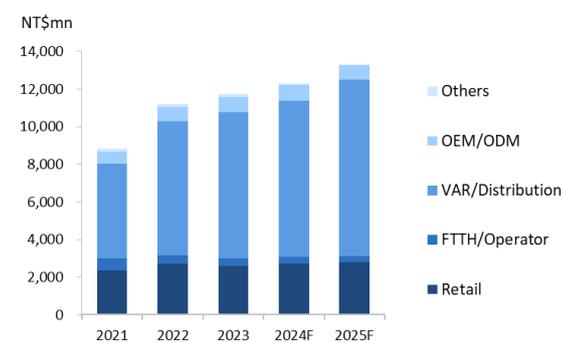
碩天以 CyberPower 自有品牌行銷，銷售通路方面，2023 年營收比重為零售通路 22%、經銷/代理商 66%以及電信系統商 3%，零售通路主要客戶包含 Amazon、Walmart、Costco、Target 等；經銷通路則包含 Ingram Micro、Tech Data、聯強、D&H Distributing 等。零售通路客群主要以個人用戶/家庭為主，而經銷通路更多集中於企業用戶，因此毛利率較高，為公司主要著重發展的客群。觀察碩天銷貨數據，經銷通路營收占比由 2021 年的 57%快速提升至 1H24 的 68%，碩天於經銷通路市占率持續提升，顯示近年來發展策略已取得進展，預估隨 1)企業資料中心 UPS 產品需求提升；2)客戶擇優交易策略進行，碩天高毛利經銷通路營收占比將持續提升，預估 2024/2025 年經銷通路營收占比將達 68%/71%。

圖 5：碩天主要通路



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：碩天 2021-2025F 年營收通路別分布

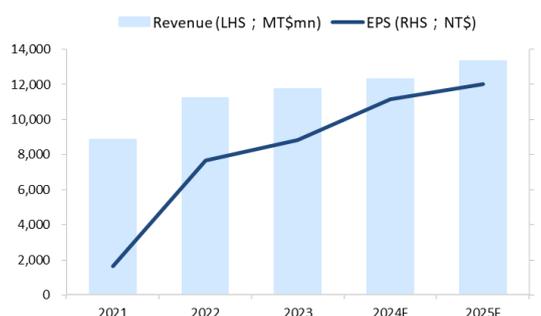


資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 碩天生產基地及產品結構調整已看到成效，獲利能力穩定提升

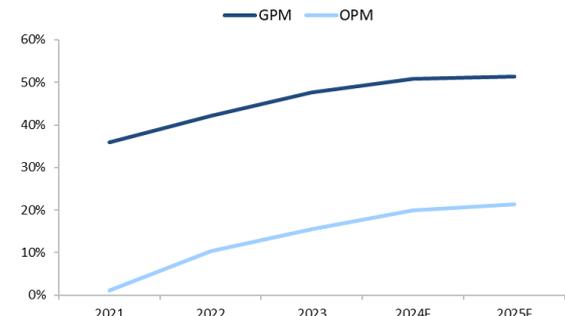
碩天 2021 年 EPS 呈現虧損，主要受到原物料及運價上漲、中美貿易戰關稅以及專利訴訟案件等影響，而隨 1)訴訟案於 2021 年底達成和解；2)碩天將生產重心由中國逐步轉移至菲律賓生產；3)美金升值利益，碩天 2022 年營運明顯轉強，營收突破百億元水準，營業利益率年增 9.2ppt 至 10.3%。碩天 2022-2023 年持續進行產品結構調整，著重發展高利潤之產品，進行設計規格及銷售優化，過濾利潤較低之產品及客戶，著重在經銷商通路及資料中心產品之發展，目前已逐步看到成效，透過品牌價值提升明顯帶動銷售，並受惠運價下跌的低價庫存銷貨，毛利率由 2021 年的 36% 提升至 1H24 的 50%，預估碩天 2024/2025 年毛利率達 51%。

圖 7：碩天 2021-2025F 營收及 EPS 趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：碩天 2021-2025F 毛利率及營業率趨勢

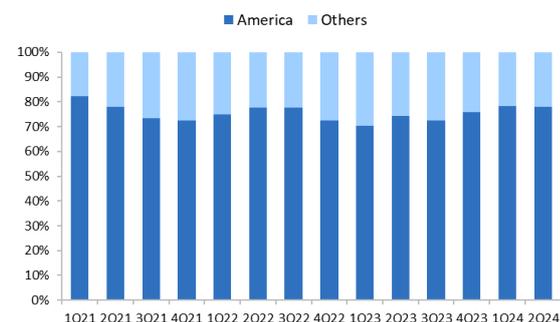


資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 菲律賓持續擴產，看好 2025 年美國資料中心及經銷通路發展

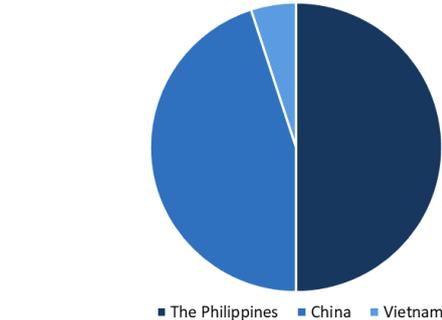
展望未來，管理層表示，菲律賓工廠訂單已看到 1Q25，主要成長動能集中在美國經銷通路，目前菲律賓占總產能近 50%，負責供貨 70%美國市場需求，未來將持續擴充菲律賓產能，碩天 5 月初董事會通過授權在 2,800 萬美元額度內購買菲律賓 6.9 萬平方公尺土地，目標未來三年內陸續擴產後，菲律賓產能將滿足碩天 80%-100%美國市場需求。長期而言，本中心看好 UPS 北美資料中心趨勢，隨碩天 1)持續於菲律賓擴大產能；2)產品朝向高階以及高毛利經銷通路發展，將有助於營運持續升溫，短期則主要留意美國降息、總統選舉及美金匯率變化。

圖 9：碩天近年美洲銷售佔比達 70%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：碩天生產基地分布



資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 匯兌損失影響業外獲利表現，預估 3Q24 EPS 季減 21.2%

預估碩天 3Q24 毛利率年增 5.8ppt 至 51.7%，主因高毛利經銷通路、資料中心產品占比提升；營業利率因內部銷售費用控管得宜，年增 7.8 ppt 至 22.1%；業外部分，因美金兌台幣貶值影響，業外認列匯兌損失，使稅後淨利季減 21.2%/年增 0.4%至 4.9 億元，EPS 5.17 元。

圖 11：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F	
						市場預估	預估差異 市場
營業收入	3,262	3,262	3,442	5.5%	5.5%	3,442	0.0%
營業毛利	1,496	1,648	1,778	7.9%	18.9%	1,749	1.7%
營業利益	465	711	760	6.8%	63.4%	741	2.5%
稅前利益	628	839	619	-26.3%	-1.5%	646	-4.2%
稅後淨利	485	618	487	-21.2%	0.4%	488	-0.2%
調整後 EPS (元)	5.15	6.56	5.17	-21.2%	0.4%	5.18	-0.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	45.9%	50.5%	51.7%	1.1	5.8	50.8%	0.9
營業利率	14.3%	21.8%	22.1%	0.3	7.8	21.5%	0.5
稅後純益率	14.9%	18.9%	14.1%	-4.8	-0.7	14.2%	0.0

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

## 4Q24 營運估淡季不淡，估 EPS 季持平至 5.11 元

Q4 過往為碩天 UPS 銷售次淡季，然而考量美國「黑色星期五」有望刺激通路零售銷售復甦，且在經銷通路持續擴大市佔下，UPS 淡旺季銷售差異已逐漸縮小，估 4Q24 營收年增 7.1%；預估毛利率季減 1ppt 至 50.7%，主因零售通路毛利率低於公司平均，營業利率年增 0.5ppt 至 19.3%；稅後淨利 4.8 億元，季減 1.1%/年增 69.5%，EPS 5.11 元。

圖 12：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	
						市場預估	預估差異 市場
營業收入	2,831	3,442	3,033	-11.9%	7.1%	3,144	-3.5%
營業毛利	1,507	1,778	1,537	-13.6%	2.0%	1,596	-3.7%
營業利益	533	760	585	-23.0%	9.7%	629	-7.0%
稅前利益	351	619	636	2.8%	81.2%	675	-5.8%
稅後淨利	284	487	481	-1.1%	69.5%	509	-5.4%
調整後 EPS (元)	3.02	5.17	5.11	-1.1%	69.5%	5.40	-5.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	53.2%	51.7%	50.7%	-1.0	-2.5	50.8%	-0.1
營業利率	18.8%	22.1%	19.3%	-2.8	0.5	20.0%	-0.7
稅後純益率	10.0%	14.1%	15.9%	1.7	5.8	16.2%	-0.3

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

## 產業概況

### UPS 可在斷電時為設備供電，依設計可區分為離線式與在線式

UPS 為發生停電或電壓不穩等電源問題時，可自動將電源切換為內建電池，在短時間內繼續供應電力之裝置，故通常用於維持商用電腦系統、通訊設備、精密儀器電子產品的穩定運行，以避免操作中斷所帶來的損失。現行以鉛酸電池為主流的 UPS，主要係由電池、功率半導體、變壓器、電源轉換器、電阻電容及其他相關零組件所組成，其供電原理是當市電正常時，機器會將市電的交流電(AC)轉換為直流電(DC)，並對電池充電。但當 UPS 偵測到市電電壓出現異常或是斷電時，再將儲存於電池中的直流電轉換為交流電，供給負載繼續使用，以達到不斷電的功能。UPS 依設計類別之區分可分類為離線式不斷電系統(Off-Line UPS)及在線式不斷電系統(On-Line UPS)。

圖 13：離線式與在線式 UPS 之優缺點及終端應用產品介紹

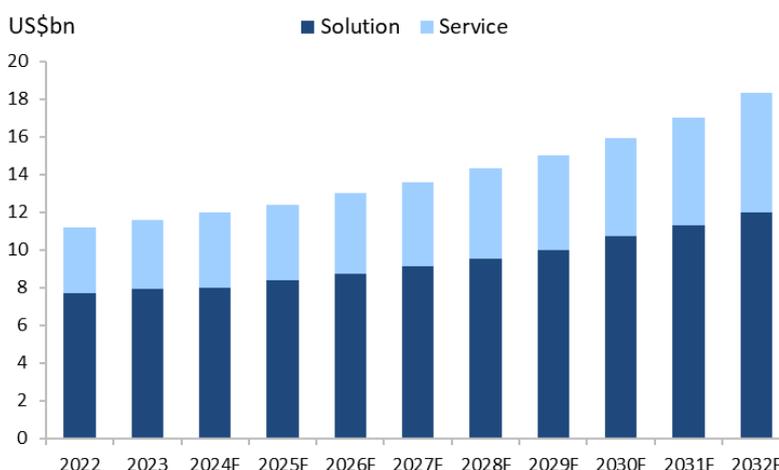
	離線式	在線式	在線互動式
圖示			
優點	結構簡單、體積小、重量輕、價格最低	能提供純淨交流電力輸出，電力品質不良的情況能完全改善	能改善部分電力品質不良之影響，價格介於在線式與離線式之間
缺點	對市電不經處理，電力品質不良問題無法完全改善，轉換時間長、保護性最低	價格高，換流器持續運轉，結構複雜、成本最高，故障可能性較離線式 UPS 高	控制複雜、結構複雜、成本高
應用	PC、個人應用為多	大型電信設備、醫療院所等	企業伺服器

資料來源：公司資料、元大投顧

### 節能、雲端及基礎建設三大動能，帶動 UPS 產業以 5% CAGR 穩定向上成長

Global Market Insights 調研指出，2023 年 UPS 市場規模約為 116 億美元，近年來全球 UPS 的銷售三大市場產值中，美洲佔比約 40%，歐洲及亞洲佔比均近 30%。展望未來，三大成長動能為 1) 全球綠色節能解決方案推進；2) 北美及歐洲雲端技術成長；3) 亞太地區基礎建設快速發展，預期 2024-2032 年全球 UPS 產業市場規模以 5% CAGR 成長。

圖 14：UPS 產業 2022-2032 年市場規模預估

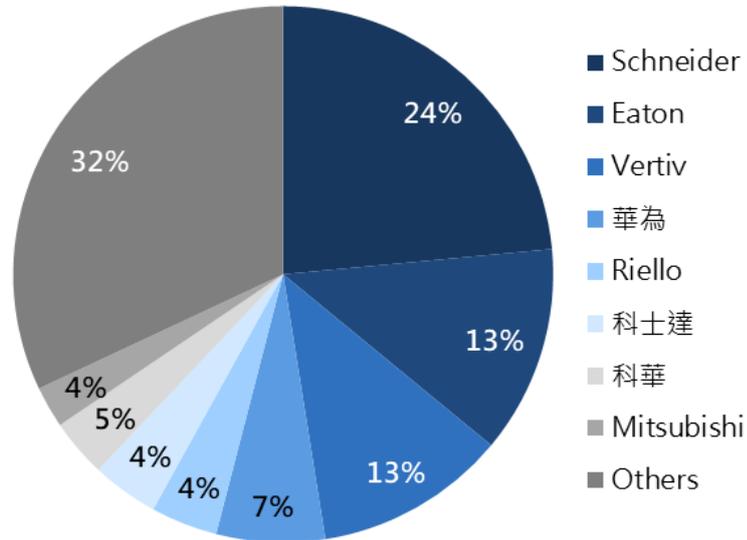


資料來源：Global Market Insights、元大投顧

## Schneider(APC)、Eaton、Emerson(Vertiv)三大品牌廠市佔率合計達近 50%

UPS 市場以 Schneider(APC)、Eaton、Emerson(Vertiv)三大品牌為首，全球有超過 100 家的廠商在市場上競爭，近十年來全球前幾大廠商持續藉由併購而擴大市占率，但 UPS 產品牽涉到各區域的電力供應情況，產品設計需符合市場當地之需求，所以各區域當地廠商因具熟悉當地市場與電力環境之優勢，故可在當地市場佔有一席之地，此外，中國近年因 UPS 國產化政策扶植，中國廠商華為、科華及科世達快速成長，全球市占率合計已達近 15%。

圖 15：2020 年全球 UPS 市佔率狀況



資料來源：Omdia、元大投顧

## 資料中心應用成長快速，UPS 產品往高技術、高功率發展

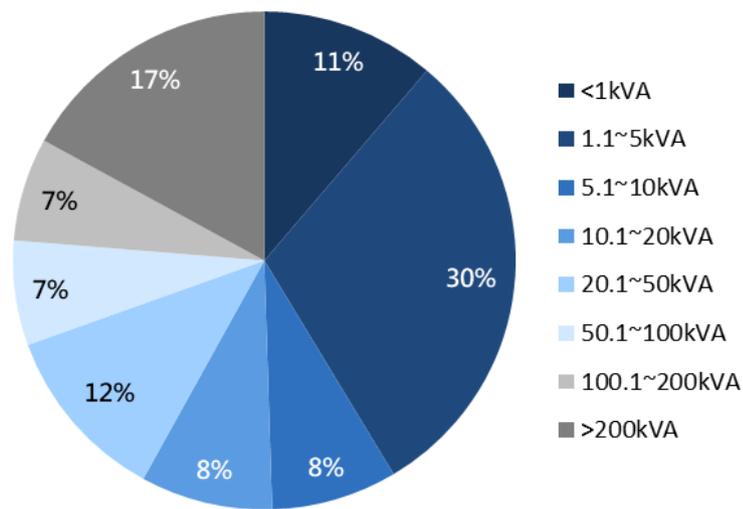
UPS 終端市場分為醫療保健、工業、IT 和電信、資料中心、基礎建設等，主要成長動能來自資料中心應用。UPS 系統對於確保資料中心保持持續運作、防止資料遺失和停機至關重要，隨著雲端概念議題發酵，伺服器、大型工作站及資料中心等相關電腦資訊配套硬體之大量建置，因對電流設計及電力設備規格的特殊要求，On-Line UPS 的產品需求預估將大幅成長。而 20KVA 以上的 UPS 產品受惠於企業用大型資料中心及公共基礎設施之大型機房設備近年發展，每年成長速度高於 20KVA 以下的 UPS 產品及整體 UPS 產值成長率，可見產品整體往高技術、高功率發展。

## UPS 外包設計製造方式為產業主流，高功率委外比重預估將逐步提升

UPS 為產業競爭激烈的成熟產業，大部分 UPS 品牌廠採取 1) 當地區域投資設廠；2) 通過 OEM 或 ODM 方式外包設計製造，以降低生產成本。由於產業鏈分工的不斷細化，外包設計製造的方式已逐步成為主流，亞太地區逐漸成為國際 UPS 生產製造中心。研究機構 Frost & Sullivan 報告顯示，2010 年 UPS 產業產品以中小容量產品為大宗，惟近年來由於雲端設備及資料中心需求成長快速，大型 UPS 的營收金額成長率，已高於中小型 UPS。

多數品牌廠將毛利率較低、技術門檻低的低功率(<20KVA)產品外包以降低生產成本，而高功率(>20KVA)高毛利產品大多仍自行生產，釋出委外訂單比重預估僅 10%，因此未來仍具極大的成長空間。隨產業趨勢朝向高功率發展，已看到部分高功率代工專案釋出，預估客戶高功率委外比重將逐步提升。

圖 16：2010 年 UPS 全球銷售功率以中小容量為主，而近年大容量 UPS 成長快速



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

## Inverter 產業受惠全球太陽能建置需求，預估 2024-2030 產業 CAGR 達 18.3%

PV Inverter 為太陽能系統的重要零組件，銷售業績變化與全球太陽能系統安裝量相關，為因應 2050 淨零趨勢，全球許多國家和地區皆推出了稅額扣抵、補貼及電價補貼等獎勵，以鼓勵太陽能等再生能源發展。Statistics MRC 的數據顯示，2024 年全球太陽能市場規模為 2,344 億美元，預計 2030 年將達到 8,941 億美元，預測期內年複合成長率為 25.0%，帶動 PV Inverter 出貨量年年成長。受惠全球大型太陽能發電廠建置需求，以及將太陽能引入住宅和商業建築，進一步推升產業成長潛力。Global Market Insights 機構預估，全球 PV Inverter 市場規模 2030 年將達到 419 億美元，預估 2024-2030 產業 CAGR 達 18.3%，明顯高於 UPS 產業的 5%。

## 獲利調整與股票評價

### 看好碩天營運體質改善，並受惠全球雲端趨勢，給予買進評等

預估碩天 2024/2025 年 EPS 分別達 22.12 元/24.43 元，本中心對於碩天長期看法正面，主因 1) 碩天瞄準資料中心商機，產品組合朝向高功率、高毛利發展；2) 菲律賓擴產後，北美營運規模將持續放大；3) 著重經銷通路發展，獲利能力穩定提升。

目前碩天股價交易於 14/13 倍 2024/2025 年預估每股盈餘，相較 2025 年國內/外電源供應器同業平均 20.6/27.6 倍為低。考量碩天自 2021 年後營運策略變化已明顯看到成效，有助於評價提升，首次報告根據 2025 EPS 24.43 元、目標本益比 15 倍，推得目標價 365 元，給予買進評等。

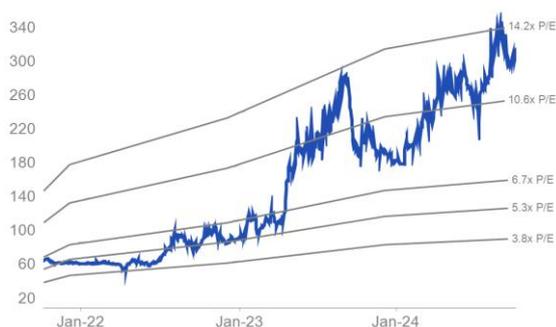
投資風險：1) 美金匯率變化；2) 美國選舉後政策變化。

圖 17：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大	市場	元大	市場	2024	2025
營業收入	12,301	12,412	13,318	13,766	-0.9%	-3.3%
營業毛利	6,257	6,285	6,832	6,968	-0.5%	-2.0%
營業利益	2,459	2,484	2,835	3,080	-1.0%	-8.0%
稅前利益	2,725	2,792	3,019	3,262	-2.4%	-7.5%
稅後淨利	2,085	2,114	2,302	2,468	-1.3%	-6.7%
調整後 EPS (元)	22.12	22.42	24.43	26.19	-1.3%	-6.7%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	50.9%	50.6%	51.3%	50.6%	0.2	0.7
營業利益率	20.0%	20.0%	21.3%	22.4%	0.0	-1.1
稅後純益率	17.0%	17.0%	17.3%	17.9%	-0.1	-0.6

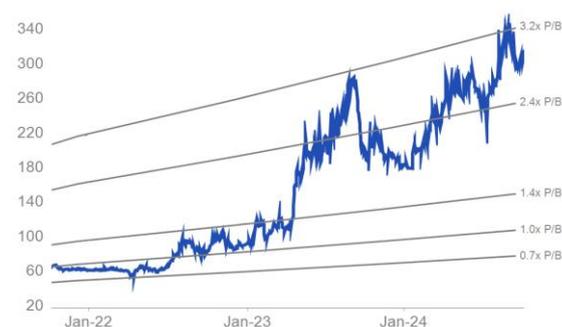
資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 20：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
碩天	3617 TT	買進	310.0	912	16.40	22.12	24.43	18.9	14.0	12.7	30.9	34.9	10.5
國外													
Emerson	EMR US	未評等	108.9	62,373	3.7	5.5	5.9	29.1	19.9	18.5	(31.4)	46.6	7.5
Schneider	SU FP	未評等	242.9	149,897	7.2	8.2	9.3	34.0	29.7	26.0	14.8	14.5	14.1
Eaton	ETN US	未評等	345.6	137,563	8.1	10.7	11.9	42.9	32.4	29.0	30.6	32.4	11.6
Kstar	002518 CH	未評等	19.3	1,576	1.5	1.1	1.4	13.3	18.5	13.8	28.8	(28.0)	33.6
Kehua	002335 CH	未評等	27.4	1,774	1.1	1.3	1.8	24.9	21.1	15.4	104.4	18.0	37.0
國外平均					4.3	5.3	6.1	28.8	24.3	20.6	29.4	16.7	20.7
國內													
旭隼	6409 TT	買進	2130.0	5,826	41.5	50.2	61.9	51.3	42.4	34.4	(18.4)	20.9	23.3
科風	3043 TT	未評等	30.0	36	(0.1)	--	--	--	--	--	--	--	--
盈正	3628 TT	未評等	41.2	58	2.0	--	--	21.1	--	--	(23.6)	--	--
台達電	2308 TT	買進	404.0	32,719	12.9	14.9	19.5	31.4	27.2	20.7	2.3	15.7	31.2
國內平均					14.1	32.5	40.7	34.6	34.8	27.6	(13.2)	18.3	27.2

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 21：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
碩天	3617 TT	買進	310.0	912	23.1	24.1	23.0	79.61	94.26	109.18	3.9	3.3	2.8
國外													
Emerson	EMR US	未評等	108.9	62,373	16.5	11.6	14.6	36.0	38.2	39.3	3.0	2.9	2.8
Schneider	SU FP	未評等	242.9	149,897	15.7	16.6	17.2	47.3	51.3	56.3	5.1	4.7	4.3
Eaton	ETN US	未評等	345.6	137,563	20.3	20.6	21.4	47.7	50.1	55.4	7.2	6.9	6.2
Kstar	002518 CH	未評等	19.3	1,576	21.3	13.7	16.0	7.3	9.0	9.1	2.7	2.1	2.1
Kehua	002335 CH	未評等	27.4	1,774	12.5	12.8	15.0	9.5	10.8	12.6	2.9	2.5	2.2
國外平均					17.3	15.1	16.8	29.6	31.9	34.5	4.2	3.8	3.5
國內													
旭隼	6409 TT	買進	2130.0	5,826	43.4	47.1	48.3	95.8	111.1	124.2	22.2	19.2	17.2
科風	3043 TT	未評等	30.0	36	10.0	--	--	10.9	--	--	2.8	--	--
盈正	3628 TT	未評等	41.2	58	5.2	--	--	37.5	--	--	1.1	--	--
台達電	2308 TT	買進	404.0	32,719	16.6	17.5	20.1	76.7	85.1	97.2	5.3	4.8	4.2
國內平均					18.8	32.3	34.2	55.2	98.1	110.7	7.8	12.0	10.7

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 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	2,564	3,262	3,442	3,033	2,792	3,501	3,695	3,330	12,301	13,318
銷貨成本	(1,271)	(1,613)	(1,664)	(1,496)	(1,365)	(1,694)	(1,791)	(1,635)	(6,045)	(6,486)
營業毛利	1,293	1,648	1,778	1,537	1,427	1,807	1,903	1,695	6,257	6,832
營業費用	(890)	(937)	(1,019)	(952)	(874)	(1,008)	(1,071)	(1,044)	(3,797)	(3,997)
營業利益	403	711	760	585	553	799	832	651	2,459	2,835
業外利益	228	128	(141)	51	34	51	47	52	266	184
稅前純益	631	839	619	636	587	850	879	703	2,725	3,019
所得稅費用	(127)	(218)	(126)	(149)	(136)	(197)	(202)	(162)	(619)	(698)
少數股東權益	6	4	6	5	5	4	6	4	21	19
歸屬母公司稅後純益	499	618	487	485	446	649	671	536	2,086	2,302
調整後每股盈餘(NT\$)	5.28	6.56	5.17	5.11	4.73	6.88	7.12	5.69	22.12	24.43
調整後加權平均股數(百萬股)	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	50.4%	50.5%	51.7%	50.7%	51.1%	51.6%	51.5%	50.9%	50.9%	51.3%
營業利益率	15.7%	21.8%	22.1%	19.3%	19.8%	22.8%	22.5%	19.5%	20.0%	21.3%
稅前純益率	24.6%	25.7%	18.0%	21.0%	21.0%	24.3%	23.8%	21.1%	22.2%	22.7%
稅後純益率	19.5%	18.9%	14.1%	15.9%	16.0%	18.5%	18.2%	16.1%	17.0%	17.3%
有效所得稅率	20.0%	25.9%	20.4%	23.4%	23.2%	23.2%	23.0%	23.0%	22.7%	23.1%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-9.4%	27.2%	5.5%	-11.9%	-7.9%	25.4%	5.5%	-9.9%		
營業利益	-24.3%	76.3%	6.8%	-23.0%	-5.5%	44.5%	4.1%	-21.8%		
稅後純益	75.7%	23.7%	-21.2%	-1.1%	-7.3%	45.5%	3.4%	-20.1%		
調整後每股盈餘	75.1%	24.2%	-21.2%	-1.1%	-7.4%	45.4%	3.5%	-20.1%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	0.2%	5.9%	5.5%	7.1%	8.9%	7.3%	7.4%	9.8%	4.9%	8.3%
營業利益	17.3%	50.7%	63.4%	9.7%	37.1%	12.3%	9.5%	11.3%	35.5%	15.3%
稅後純益	133.6%	27.2%	0.4%	69.5%	-10.7%	5.1%	37.8%	11.4%	42.8%	10.2%
調整後每股盈餘	111.5%	14.4%	0.4%	69.5%	-10.4%	4.9%	37.8%	11.4%	34.9%	10.5%

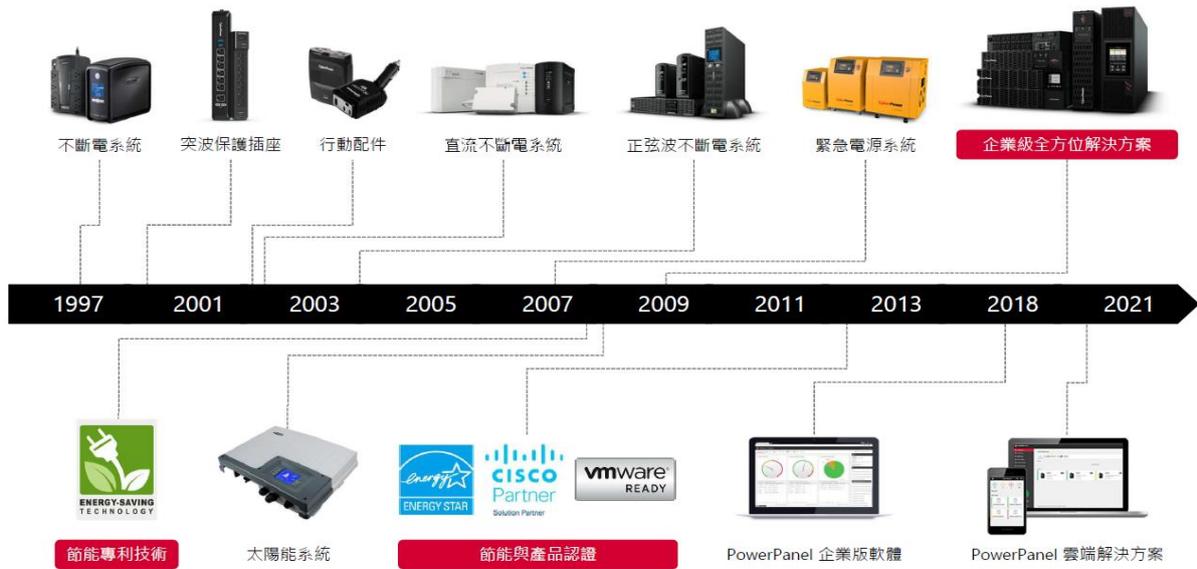
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

### 碩天 CyberPower 為北美 UPS 不斷電系統第二大品牌

碩天成立於 1997 年，為世界知名的電源解決方案供應商，自成立起即專注於自有品牌 CyberPower 的經營和節能技術之研發，自有品牌銷售比重高於 90%。碩天除名列北美市場前二大 UPS 品牌外，銷售版圖遍及全球逾一百個國家，自 2013 年起三度被 CRN 雜誌評選為資料中心百強(基礎設備供應商前 20 名)。碩天 2023 年三大產品營收比重分別：UPS 55%、資料中心電源管理產品 29%、電源保護及管理設備 14%。碩天目前產能近 50% 集中於菲律賓，其餘為中國及少部分越南生產，2023 年地區別營收占比為美洲 73%、歐洲 17%、亞洲 8%與其他 2%。

圖 23：碩天里程碑



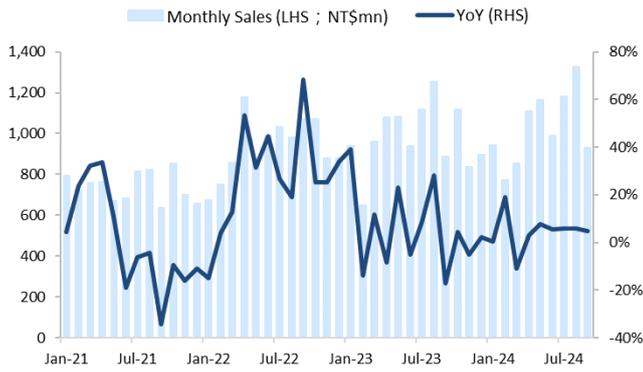
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：碩天股東結構

前 10 大股東(2024/3/30)	持股人姓名	持股比例%
1	先越投資股份有限公司 (代表人：李建進；碩天董事)	6.25
2	寧遠投資股份有限公司 (代表人：何濂洵；碩天總經理)	6.23
3	智遠投資有限公司 (代表人：郭瑾；碩天董事長)	6.16
4	力衡投資股份有限公司	4.98
5	茂飛投資股份有限公司	4.96
6	捷成投資股份有限公司	4.90
7	澹志投資股份有限公司	4.04
8	鴻創投資有限公司	3.88
9	達群投資有限公司	3.08
10	靜德國際股份有限公司	2.65

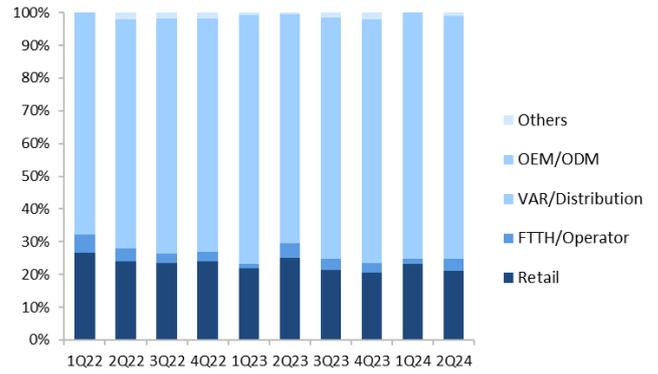
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：碩天月營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：營收組成



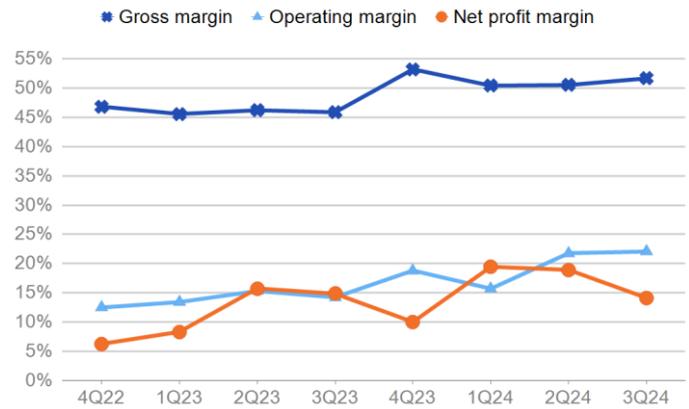
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



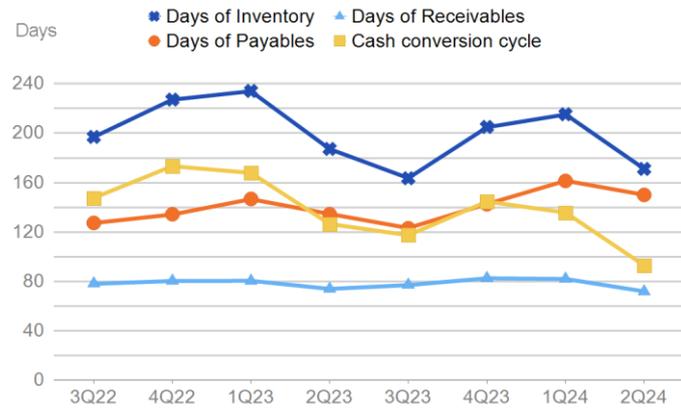
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



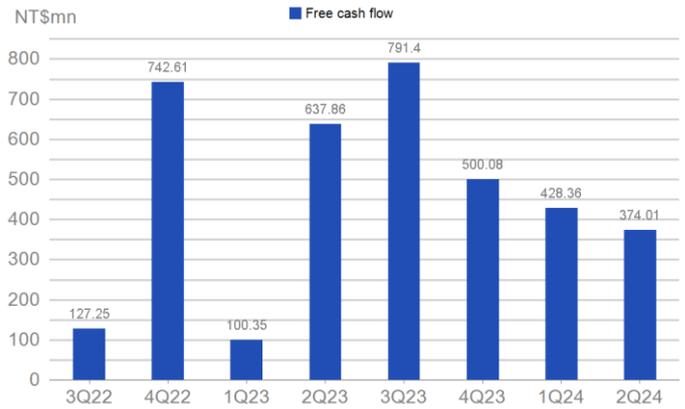
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分：** 碩天整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在領先的位置，亦於電子設備業的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險：** 碩天的整體曝險低，略低於電子設備業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的商業道德、碳營運與人力資本等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：** 碩天的資訊揭露程度較差，表明對投資者及公眾的責任不足。儘管如此，碩天並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 31：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	17.4
在 ESG 議題上的曝險 (A)	22.2
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	22.4
風險評級	低 <span style="color: blue;">★</span>
同業排行(1~100，1 為最佳)	20

資料來源：Sustainalytics (2024/10/30)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,717	2,123	3,196	4,537	5,831
存貨	2,948	3,697	2,954	3,075	3,216
應收帳款及票據	1,773	2,144	2,231	2,352	2,391
其他流動資產	401	303	499	499	499
<b>流動資產</b>	<b>6,840</b>	<b>8,267</b>	<b>8,880</b>	<b>10,463</b>	<b>11,938</b>
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,728	1,724	1,732	1,654	1,608
無形資產	79	85	88	99	99
其他非流動資產	1,744	1,962	2,094	2,114	2,113
<b>非流動資產</b>	<b>3,551</b>	<b>3,771</b>	<b>3,914</b>	<b>3,867</b>	<b>3,820</b>
<b>資產總額</b>	<b>10,391</b>	<b>12,038</b>	<b>12,794</b>	<b>14,330</b>	<b>15,757</b>
應付帳款及票據	1,547	1,238	1,064	1,189	1,228
短期借款	2,190	2,500	2,000	2,000	2,000
什項負債	1,112	2,418	1,548	1,548	1,548
<b>流動負債</b>	<b>4,849</b>	<b>6,156</b>	<b>4,612</b>	<b>4,737</b>	<b>4,776</b>
長期借款	145	83	0	0	0
其他負債及準備	1,385	338	888	888	888
<b>長期負債</b>	<b>1,530</b>	<b>422</b>	<b>888</b>	<b>888</b>	<b>888</b>
<b>負債總額</b>	<b>6,379</b>	<b>6,577</b>	<b>5,500</b>	<b>5,625</b>	<b>5,665</b>
股本	810	833	910	942	942
資本公積	1,482	1,710	2,443	2,443	2,443
保留盈餘	1,898	2,961	3,969	5,328	6,697
什項權益	(197)	(78)	(69)	(69)	(69)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>3,992</b>	<b>5,425</b>	<b>7,253</b>	<b>8,643</b>	<b>10,012</b>
<b>非控制權益</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>62</b>	<b>81</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>4,012</b>	<b>5,461</b>	<b>7,294</b>	<b>8,705</b>	<b>10,093</b>

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	(52)	1,158	1,475	2,106	2,321
折舊及攤提	209	222	240	367	407
本期營運資金變動	(427)	(1,531)	344	(117)	(141)
其他營業資產 及負債變動	(286)	637	74	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(556)</b>	<b>486</b>	<b>2,133</b>	<b>2,356</b>	<b>2,588</b>
資本支出	(57)	(76)	(103)	(288)	(360)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	553	(80)	(177)	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>496</b>	<b>(156)</b>	<b>(280)</b>	<b>(288)</b>	<b>(360)</b>
股本變動	0	24	77	0	0
本期負債變動	175	248	(241)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(437)	(81)	(418)	(727)	(933)
其他調整數	(104)	(147)	(209)	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(367)</b>	<b>44</b>	<b>(790)</b>	<b>(727)</b>	<b>(933)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(35)</b>	<b>33</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(462)</b>	<b>406</b>	<b>1,073</b>	<b>1,341</b>	<b>1,294</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(613)</b>	<b>409</b>	<b>2,030</b>	<b>2,068</b>	<b>2,228</b>

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	2023A	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>8,860</b>	<b>11,218</b>	<b>11,731</b>	<b>12,301</b>	<b>13,318</b>
銷貨成本	(5,672)	(6,487)	(6,138)	(6,045)	(6,486)
<b>營業毛利</b>	<b>3,188</b>	<b>4,731</b>	<b>5,593</b>	<b>6,257</b>	<b>6,832</b>
營業費用	(3,094)	(3,571)	(3,779)	(3,797)	(3,997)
推銷費用	(1,833)	(2,006)	(2,099)	(2,039)	(2,159)
研究費用	(345)	(430)	(444)	(464)	(491)
管理費用	(916)	(1,095)	(1,229)	(1,291)	(1,348)
其他費用	(1)	(40)	(7)	(3)	0
<b>營業利益</b>	<b>94</b>	<b>1,160</b>	<b>1,814</b>	<b>2,459</b>	<b>2,835</b>
利息收入	6	14	83	151	146
利息費用	(34)	(48)	(60)	(40)	(40)
利息收入淨額	(28)	(33)	23	111	106
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(85)	316	45	85	0
其他業外收入(支出)淨額	(38)	56	55	70	78
稅前純益	(57)	1,500	1,937	2,725	3,019
所得稅費用	5	(342)	(462)	(619)	(698)
少數股權淨利	20	15	6	21	19
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>(72)</b>	<b>1,143</b>	<b>1,469</b>	<b>2,086</b>	<b>2,302</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	186	1,770	2,265	2,092	2,428
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>(0.79)</b>	<b>12.52</b>	<b>16.40</b>	<b>22.12</b>	<b>24.43</b>

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	2023A	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	(3.1)	26.6	4.6	4.9	8.3
營業利益	(87.9)	1136.2	56.3	35.5	15.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	(78.9)	853.7	28.0	(7.6)	16.1
稅後純益	--	--	27.4	42.8	10.2
調整後每股盈餘	--	--	30.9	34.9	10.5
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	36.0	42.2	47.7	50.9	51.3
營業利益率	1.1	10.3	15.5	20.0	21.3
稅前息前淨利率	(1.0)	13.0	16.0	20.0	21.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	2.1	15.8	19.3	17.0	18.2
稅前純益率	(0.6)	13.4	16.5	22.2	22.7
稅後純益率	(0.8)	10.2	12.5	17.0	17.3
資產報酬率	(0.5)	10.3	11.9	14.7	14.7
股東權益報酬率	(1.2)	24.4	23.1	24.1	23.0
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	159.0	120.5	75.4	64.6	56.1
淨負債權益比 (%)	15.4	8.4	(16.4)	(29.1)	(38.0)
利息保障倍數 (倍)	(0.7)	32.5	33.1	68.7	76.5
流動比率 (%)	141.1	134.3	192.5	220.9	249.9
速動比率 (%)	80.3	74.2	128.5	156.0	182.6
淨負債 (NT\$百萬元)	618	460	(1,196)	(2,537)	(3,831)
調整後每股淨值 (NT\$)	49.29	65.05	79.61	94.26	109.18
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	--	24.8	18.9	14.0	12.7
股價自由現金流量比	--	69.7	14.1	13.8	12.8
股價淨值比	6.3	4.8	3.9	3.3	2.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	153.7	16.1	12.6	13.6	11.8
股價營收比	3.2	2.5	2.4	2.3	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

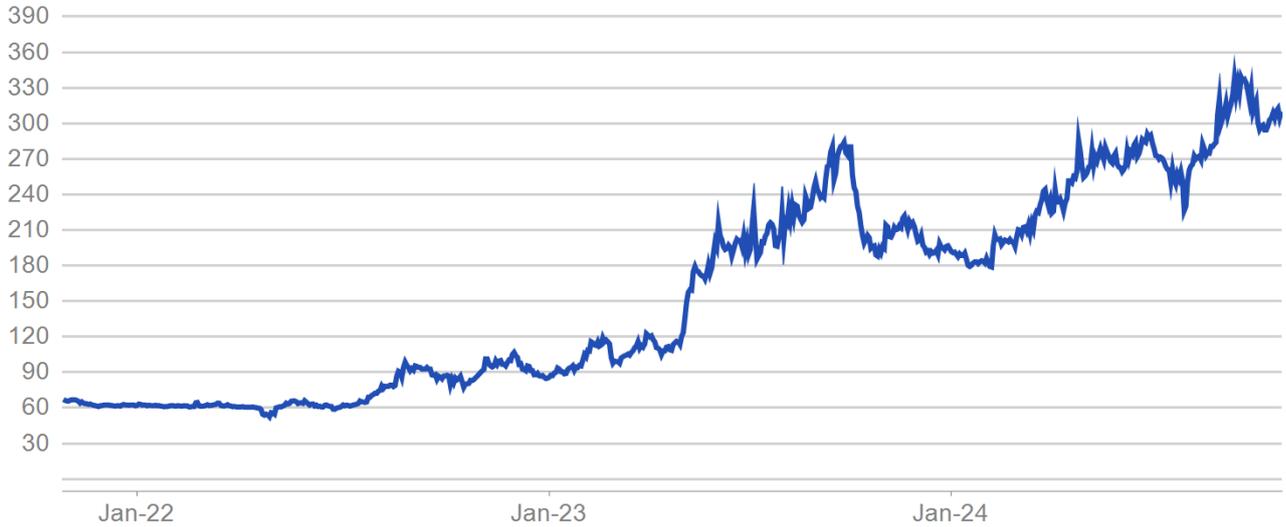
## 附錄：重要揭露事項

### 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。

### 碩天 (3617 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

### 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 仁愛路三段 157 號 4 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>.