

## 泓德能源 (6873 TT) HD Renewable Energy

海外目標開發量達 3GW，佈局日本及澳洲再生能源市場

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$300.0

收盤價 (2024/11/14) : NT\$193.0

隱含漲幅 : 55.4%

## 營收組成 (2023)

太陽能案場開發及工程 60%、儲能 37%、其他 3%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	300.0	350.0
2024年營收 (NT\$/十億)	10.3	11.1
2024年EPS	11.0	12.9

## 交易資料表

市值	NT\$20,790百萬元
外資持股比率	6.7%
董監持股比率	12.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$58.76
負債比	47.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (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	5,060	5,839	10,281	19,274
營業利益	845	991	1,586	2,807
稅後純益	650	815	1,204	2,130
EPS (元)	8.18	8.38	11.05	16.14
EPS YoY (%)	158.9	2.4	31.9	46.0
本益比 (倍)	23.6	23.0	17.5	12.0
股價淨值比 (倍)	4.9	3.5	3.3	3.2
ROE (%)	25.7	17.7	18.8	26.5
現金殖利率 (%)	2.1%	2.1%	2.9%	4.2%
現金股利 (元)	4.00	4.03	5.52	8.07

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 EPS 低於預期 24.7%，主因天氣因素影響嘉義光電案場施工天數。4Q24 嘉義案場有望推進 45%工程進度，估 EPS 季增 39.1%。

◆ 預估 2025 年泓德太陽能/儲能營收分別年增 15%/133%，此外，雲林光電案場 1H25 地方溝通情況預期明朗，2H25 有機會開工。

◆ 目前股價僅交易於 2025 年預估 EPS 的 12 倍本益比，綠能與核能道路並非互斥，而為共同因應 AI 時代電力需求增加發展，重申「買進」。

## 4Q24 嘉義案場有望推進 45%工程進度，估 EPS 季增 39.1%

3Q24 毛利率季減 3.2 個百分點至 21.7%，低於預期 1.8 個百分點，主因較低毛利的屏東儲能案場於 7 月大量認列；主要案場嘉義 110MW 截至 3Q24 認列工程進度 13%，達成率 79%，使 EPS 低於預期 24.7%。展望 4Q24，本中心預估嘉義案場有望推進 45%工程進度、台南案場推進 25%工程進度，估合計將認列約 41 億元太陽能工程收入，營收估將季增 11.3%至 42.8 億元，較前次下修 9.3%，主因天氣/颱風因素調整部分太陽能案場工程進度預期；EPS 估季增 39.1%至 5.56 元，較前次下修 7.6%。

## 2025 年售電營收明顯成長，維持營收年增 88%至 193 億預估

展望 2024/2025 年，預估泓德太陽能營收分別達 67/78 億元，年增 93%/15%，由原預估 78/104 億元調整，主因雲林 91MW 案場許可函仍待地方與政府取得共識，1H25 地方溝通情況預期明朗，2H25 有機會開工。儲能部份，預估 2024/2025 年營收分別達 31/72 億元，年增 43%/133%，由原預估 30/76 億元調整，主因預估台中案場開工日期將由 1H25 調整至 2H25。售電部分，因預估 1) 轉供案場規模顯著提升；2) 營收配合會計認列，預估 2025 年售電營收認列約 19 億元。

## 綠能仍為剛需，維持泓德能源「買進」投資評等

此次 2024 年下調 EPS 14%主因嘉義案場進度預估調整，下調 2025 年 EPS 6.7%至 16.14 元，主要係反映海外平台建置使營業費用高於預期。泓德目前僅交易於 2025 年預估 EPS 的 12 倍本益比，國內同業平均約落在 16 倍，考量 1) 雲林光電案場，中央、地方溝通進度預估 1H25 明朗；2) 售電業務低基期發展，並朝向澳洲與日本市場布局；3) 綠能與核能道路並非互斥，而為共同因應 AI 時代電力需求增加發展。短期建議靜待產業雜訊消退，重申「買進」評等，目標價 300 元(19x 2025F EPS 16.14 元)。

## 營運分析

### 政府將優先開發多元綠電，本中心認為未來再生能源為能源轉型主軸

總統賴清德於 8/8「國家氣候變遷對策委員會」首場會議時表示，能源議題絕對不是簡單的「反核」或「擁核」的「是非題」，而是多元、複雜的「多選題」，政府將優先開發多元綠電，也不排除任何有助於淨零的能源方案，包括未來新的、先進的核能技術，對於核電使用應配合法規規範、依法行政，如果未來新的核能技術在安全、沒有核廢料問題、社會也有充裕共識等三個前提下，政府抱持開放討論的態度。近期市場傳出核能選項可能排擠，甚至取代再生能源發展，然而本中心認為，**未來再生能源仍為能源轉型主軸**，主因 1) 核安風險待取得社會共識，核廢料存放仍待解決；2) 新核電廠興建速度不及減碳所需，規劃至實踐估計長達 10 年以上；3) 核能延役因設備老舊超過 30 年，額外投資及維護成本高。長期而言，2050 淨零碳排為全球趨勢，再生能源仍然為長遠發展目標，我國政府目標為 2030 年「綠電占比三成，燃煤占比兩成，燃氣占比五成」，並持續實踐「2050 年淨零排放路徑」，太陽能為再生能源發展重心之一，**綠能與核能道路並非互斥，而為共同因應 AI 時代電力需求增加之發展。**

### 3Q24 EPS 低於預期 24.7%，主因天氣因素影響嘉義光電案場施工天數

泓德能源 3Q24 營收 38.45 億，季增 202.3%/年增 294.2%，營收佔比為太陽能工程 33%、儲能 63%、其他(售電與維運等) 4%。工程進度方面，主要案場嘉義 110MW，總合約 82 億元之太陽能案場，截至 3Q24 認列工程進度 13%，施工進度低於預期主因天氣/颱風因素影響施工天數，預估隨 4Q24 進入土建工程、支架、基樁以及鋪設模組進度，有望趕上先前預期，並於 1H25 完工。3Q24 毛利率季減 3.2 個百分點至 21.7%，低於本中心預期 1.8 個百分點，主因屏東儲能案場毛利率約 18-19%，相較光電毛利率平均 20-25%為低，而隨富邦能源於 7 月交割屏東案場，使營收一次集中於 7 月認列，該案場佔 3Q24 營收比重達 62%，預估 4Q24 大量投入較高毛利之光電案場後，毛利率將回升；營業利益季增 247.4%/年增 431.2%至 5.57 億元，低於預期 25.4%，主因 3Q24 認列績效獎金 3,000 萬及現金增資所產生之員工認股權酬勞成本 4,900 萬等一次性用人費用產生，使整體費用增加所致；EPS 季增 279.1%至 4.00 元，低於預期 24.7%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	976	1,272	3,845	202.3%	294.2%	4,185	3,331	-8.1%	15.4%
營業毛利	226	317	834	163.4%	269.0%	985	823	-15.3%	1.3%
營業利益	105	160	557	247.4%	431.2%	747	630	-25.4%	-11.5%
稅前利益	119	142	546	284.0%	358.9%	719	623	-24.1%	-12.3%
稅後淨利	93	115	436	279.1%	368.8%	579	498	-24.7%	-12.4%
調整後 EPS (元)	0.95	1.06	4.00	279.1%	319.5%	5.31	4.57	-24.7%	-12.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.2%	24.9%	21.7%	-3.2	-1.5	23.5%	24.7%	-1.8	-3.0
營業利益率	10.8%	12.6%	14.5%	1.9	3.7	17.8%	18.9%	-3.4	-4.4
稅後純益率	9.5%	9.0%	11.3%	2.3	1.8	13.8%	15.0%	-2.5	-3.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 4Q24 嘉義案場有望推進 45%工程進度，估 EPS 季增 39.1%至 5.56 元

觀察再生能源產業近況，因 1) 民眾陳情抗議；2) 地方政府許可發放進度影響，能源目標進度落後，政府原規劃 2025 年再生能源發電佔比 20%，2024 年佔比僅 12.1%，並下修 2025 年發電佔比預估至 15%，至 2026 年 11 月起再生能源發電佔比可達 20%。雖短期進度落後，然而為滿足 AI 趨勢下的電力需求，政府依循能源轉型及淨零排放政策，再生能源與燃氣發電為 2024-2033 年電力供給兩大核心，長期而言，2050 淨零碳排為全球趨勢，再生能源仍然為長遠發展目標。

展望 4Q24，主要案場為太陽能嘉義 110MW 以及台南允登 30MW，本中心預估 4Q24 嘉義案場有望推進 45%工程進度、台南案場推進 25%工程進度，估合計將認列約 41 億元太陽能工程收入。4Q24 營收估將季增 11.3%/年增 51.9%至 42.8 億元，較前次下修 9.3%，主因天氣/颱風因素調整部分太陽能案場工程進度預期；毛利率季增 2.6 個百分點至 24.2%，主因預估較高毛利的太陽能案場營收比重由 33%提升至 96%，營業利益季增 39.5%/年增 24.9%至 7.78 億元，較前次下修 7.3%；EPS 季增 39.1%/年增 7.9%至 5.56 元，較前次下修 7.6%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	2,818	3,845	4,280	11.3%	51.9%	4,720	3,957	-9.3%	8.2%	
營業毛利	773	834	1,038	24.4%	34.3%	1,099	945	-5.6%	9.8%	
營業利益	623	557	778	39.5%	24.9%	839	744	-7.3%	4.5%	
稅前利益	611	546	747	36.7%	22.2%	808	738	-7.6%	1.2%	
稅後淨利	503	436	606	39.1%	20.5%	656	590	-7.6%	2.8%	
調整後 EPS (元)	5.16	4.00	5.56	39.1%	7.9%	6.02	5.41	-7.6%	2.8%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	27.4%	21.7%	24.2%	2.6	-3.2	23.3%	23.9%	1.0	0.4	
營業利益率	22.1%	14.5%	18.2%	3.7	-3.9	17.8%	18.8%	0.4	-0.6	
稅後純益率	17.8%	11.3%	14.2%	2.8	-3.7	13.9%	14.9%	0.3	-0.7	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 2025 年售電營收明顯成長，維持營收年增 88%至 193 億元預估

展望 2024/2025 年，本中心預估泓德太陽能業務營收分別達 67/78 億元，年增 93%/15%，由原預估 78/104 億元調整，主因雲林 91MW 案場許可函仍待地方與政府取得共識，1H25 地方溝通情況預期明朗，2H25 有機會開工。儲能業務部份，預估 2024/2025 年營收分別達 31/72 億元，年增 43%/133%，由原預估 30/76 億元調整，主因預估台中 100MW 案場開工日期將由 1H25 調整至 2H25。售電業務部分，因預估 1) 轉供案場規模顯著提升；2) 營收配合會計認列，預估 2025 年售電營收認列約 19 億元。

2024/2025 年重要大型工程項目進度如下：

- **太陽能工程**：2024 年主要案場為嘉義 110MW 案場，金額規模達 82 億元，2024 年 4 月開始工程投入，3Q24 約完成 13%，施工進度低於預期主因天氣/颱風因素影響施工天數，預估隨 4Q24 進入土建工程、支架、基樁以及鋪設模組進度，有望趕上先前預期，並於 1H25 完工。2025 年重要案場為雲林 91MW 案場，金額規模達 55 億元，目前許可函發放仍待地方與政府取得共識，預估 1H25 有機會取得進展，2H25 進入開工。

- **儲能工程**：主要案場為屏東潮州 99MW E-dReg EPC 案場，金額規模達 36 億元，至 3Q24 約完成 64%工程進度，剩餘 36%工程進度則等待 2025 年特高壓設備到場。2025 年主要案件除了屏東潮州外，尚有台中 2 個 100MW 案場，預估分別於 2025 年開工完工、2H25 開工。

圖 3：泓德能源事業亮點及營收成長率預估

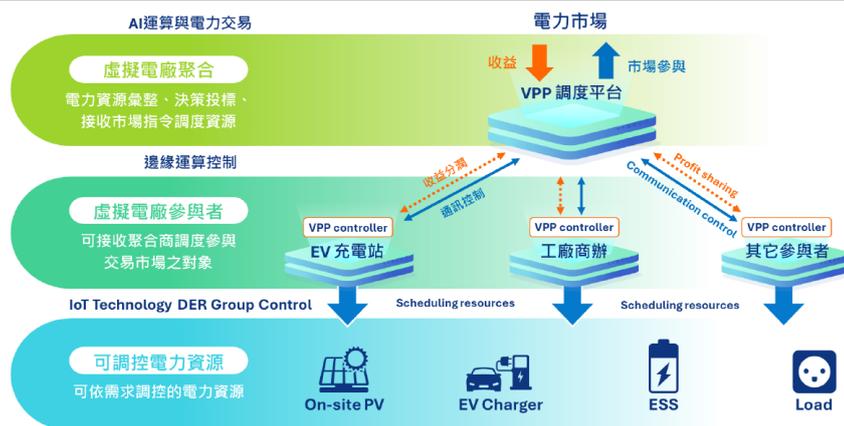
	2023 營收佔比	主要產品及應用	成長動能	毛利率	2024F 營收 YoY	2025F 營收 YoY
太陽能	60%	太陽能案場開發及 EPC 工程	2050 淨零碳排，再生能源佔比提高	20-25%	93%	15%
儲能	37%	AFC 調頻服務、工程、維運	調頻輔助穩定再生能源供電	15-20%	43%	133%
海外	0%	日本及澳洲市場工程	布局海外光電儲能案場工程市場	10-15%	-	正成長
其他	3%	充電樁、售電、養殖、軟體	RE100，綠電供不應求狀況持續擴大	20-30%	148%	452%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 海外目標開發量估計達 3GW，2026 年後將成為主要營運動能

泓德未來將聚焦造「電力批發」、「電力零售」、「開發工程」與「設備銷售」四大引擎。「開發工程」方面，泓德 2024 年台灣開工總量為 400MW，全台排名前三，2025 年澳洲市場已鎖定 1GW 儲能開發量體與 390MW 光電開發量體，日本市場則有 1.2GW 的儲能開發量體與 500MW 光電開發量體。在「電力零售」方面，2024 年在台灣洽談中的購電量體約 500MW，售電合約累計至今約 161 億度，現有客戶包含電信、金融單位，以及日月光、聯發科等科技大廠。在「電力批發」部分，泓德 5 月拿下日本長期脫碳素儲能系統容量市場兩個標案，得標容量 73MW，預計 2027 年上線服務。7 月在澳洲與 ZEN Energy 簽訂 500MW 的光儲電廠使用協議，11 月更以約 4,300 萬澳幣取得 ZEN Energy 9.7% 股權，未來持續積極投入當地批發、輔助服務與容量市場，並以聚合商角色，搭配 VPP 調度管理、AI 預測等管理系統的能力，持續布局日本及澳洲電力市場，海外目標開發量達 3GW，2H25 年海外案場陸續併網後，將使公司獲利能力持續提升。

圖 4：泓德能源將以能源聚合商角色參與電力交易



資料來源：公司資料、元大投顧

### 持續布局智慧電網 4.0 業務，長期規劃成為綠電國際品牌

本中心對於泓德能源看法正面，主因 1) 公司在手案場訂單能見度明朗，漁電共生規模優於同業；2) 太陽能/儲能案場獲客戶信賴且含金量高；3) 旗下子公司售電業務的「星星電力」以及充電樁營運商「星舟快充」低基期發展，未來將拓展各種電力應用可能性。長期而言，2050 淨零碳排綠電取代灰電趨勢明確，公司掌握自發電端至用電端全鏈路綠電數據，並擴大綠電用電應用場景，持續為智慧電網 4.0 佈局，全方位發展發電、儲電、充電、用電生態鏈。

## 產業概況

### 政府目標為 2030 年「綠電占比三成，燃煤占比兩成，燃氣占比五成」

我國政策目標於 2025 年時，再生能源發電量佔比達 20%，長期目標 2050 年再生能源發電佔比超過 60%。根據 2024 年 10 月行政院能源配比及電價政策報告，我國再生能源裝置容量已從 2016 年的 4.73GW 增加到 2023 年底的 17.96GW，成長 2.8 倍；其發電量也從 127.3 億度增加到 268.7 億度，翻倍成長。2024 年 1-8 月，能源占比為燃煤 40.0%、燃氣 41.5%、核能 5.4%、再生能源 10.5% (光電 5.2%、風力 2.6%)，燃煤發電占比仍呈現逐步下降趨勢，低碳燃氣和再生能源的占比則逐步增加。未來核三廠 2 號機回歸依現行法規於 2025 年 5 月 17 日除役後，台電將優先調度無碳再生能源並增加調度低碳燃氣發電，維持供電穩定，目標為 2030 年「綠電占比三成，燃煤占比兩成，燃氣占比五成」，以達成增加再生能源、減少燃煤發電的減碳效果。

圖 5：過去 8 年燃煤占比逐步減少



資料來源：經濟部、元大投顧

圖 6：2030 年綠電目標占比 30%

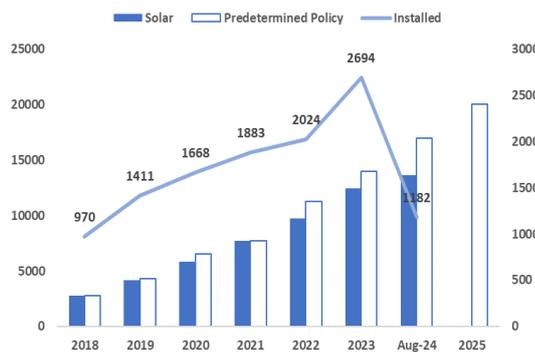


資料來源：經濟部、元大投顧

### 太陽能發展兩大重點為 1) 增加設置量能；2) 嚴格杜絕不法

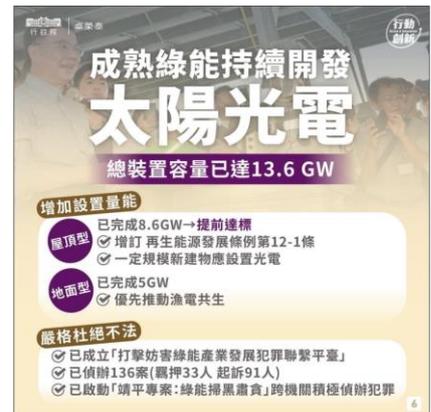
太陽能為再生能源發展重心之一，我國「2050 年淨零排放路徑」中，2030 年後至 2050 年太陽光電目標設置裝置量達到 40~80 GW。截至 2024 年 8 月，光電裝置容量已達 13.6GW，地面型光電目前已完成 5 GW，在考量環境生態、社會溝通、土地使用、行政程序及地方政府態度等多項議題下，優先推動漁電共生，整體太陽光電設置量以 2026 年達成 20GW 為目標。政府長期致力杜絕不法行為，2024 年 6 月，最高檢察署再聯合調查局、廉政署，執行「靖平專案：綠能掃黑肅貪」，檢察機關自 2021 年至 2024 年 9 月，已偵辦 136 案，起訴 91 人，持續打擊綠能犯罪。

圖 7：2024/8 月光電累計裝置容量達 13.6GW



資料來源：經濟部、元大投顧

圖 8：持續擴大設置量能，打擊綠能犯罪

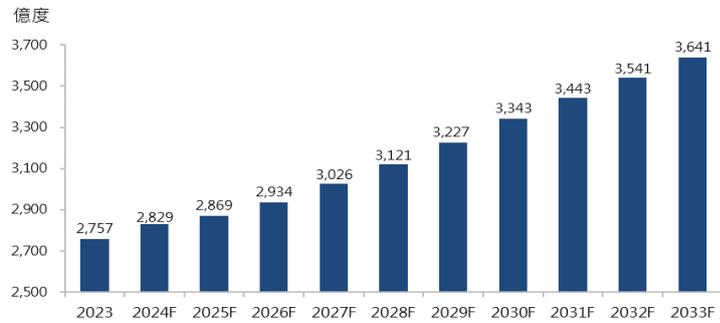


資料來源：經濟部、元大投顧

## 經濟部將 2024-2033 年全國電力需求預估 CAGR 由 2% 上修至 2.8%

經濟部於 7 月公布「112 年度全國電力資源供需報告」，考量未來 AI 科技潮帶動的半導體產業擴廠、電動車推動政策等因素，預估 2024~2028 年電力需求年均成長率約為 2.5%，較前次的 2% 上修。其中，AI 科技的用電需求預估至 2028 年較 2023 年成長約 8 倍，其後在穩定應用趨勢下，預估 2024~2033 年電力需求年均成長率約為 2.8%。

圖 9：經濟部 2024-2033 年全國用電量預估



資料來源：經濟部、元大投顧

## 再生能源與燃氣發電為 2024-2033 年電力供給兩大核心

為滿足 AI 趨勢下的電力需求，政府依循能源轉型及淨零排放政策，未來 10 年將著重於再生能源及燃氣發電。燃氣發電部分，2024-2033 年規劃燃氣機組新增約 3,092 萬瓩，扣除大型機組核能、燃煤、燃油、燃氣除役約 1,306 萬瓩，估計累計淨增加約 1,786 萬瓩。再生能源部分，政府原規劃 2025 年再生能源發電佔比 20%，然而受疫情影響導致工程進度落後，2024 年佔比僅 12.1%，下修 2025 年發電佔比預估至 15%，至 2026 年 11 月起再生能源發電佔比可達 20%。

圖 10：經濟部 2024-2033 未來電力供給規劃

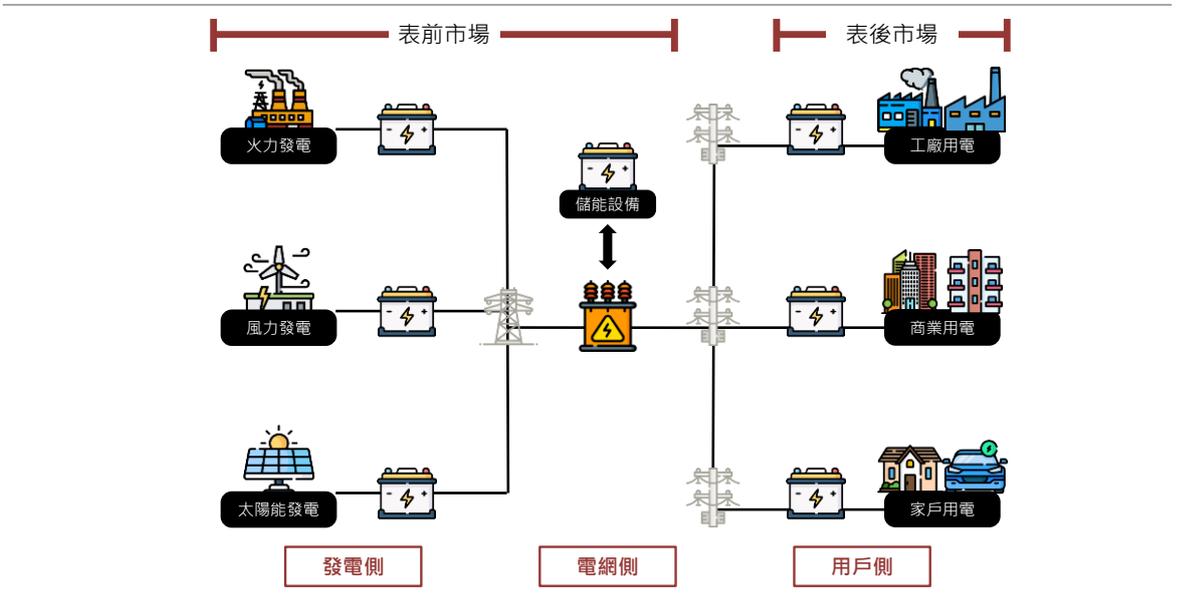


資料來源：經濟部、元大投顧

## 儲能輔助服務

儲能系統可分為表前市場與表後市場，表前市場包含電網側、發電側；表後市場則以用戶側為主。前者範圍包含電力輔助服務(電力交易平台)、風光電站配套；後者則包含工商業用電大戶條款、RE100、充電樁、UPS、自發自用等需求。2030 年前台灣仍以表前市場為大宗，主要動能來自台電以及經濟部所推行的風光案場配套。

圖 11：表前市場與表後市場



資料來源：InfoLink、元大投顧

儲能輔助服務之定義為確保電能供應穩定、滿足電壓與頻率要求所需要的一系列服務。主要用於電力系統的穩定，需求者為整體電網，傳統上的提供者為電廠，隨著再生能源的發展，發電量的變動提高，必須增加用戶端的需量反應以及儲能設備作為新興提供者。

圖 12：輔助服務供需結構



資料來源：台電-輔助服務概論

## 仍須留意國內再生能源與電網發展實際執行進度

再生能源可能因 1) 選址不易；2) 地方居民陳情抗議；3) 政策因素而使進度有所遞延。台電電網計畫方面，觀察過往台電輸配電計畫，七輸變電計畫則遭遇經濟、抗爭等內外因素影響而展延工期，並微幅下調預算總額，因此本中心雖看好淨零轉型長期趨勢，相關台廠將受惠，仍建議投資人需留意計畫發展實際執行進度。

## 獲利調整與股票評價

### 綠能仍為剛需，維持泓德能源「買進」投資評等

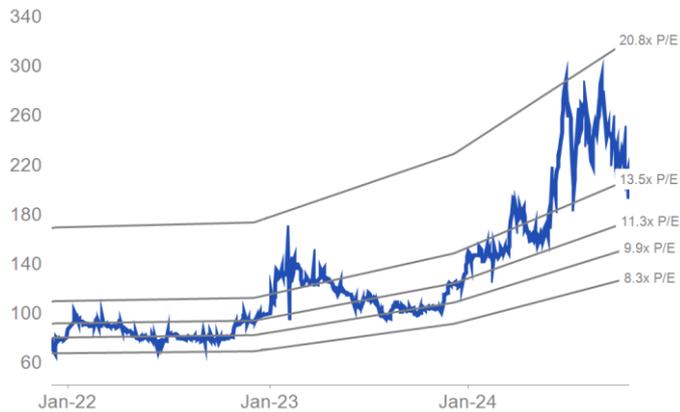
此次 2024 年下調 EPS 14% 主因嘉義案場進度預估調整，下調 2025 年 EPS 6.7% 至 16.14 元，主要係反映海外平台建置使營業費用高於預期。泓德目前位於 2025 年預估 EPS 的 12 倍本益比，國內同業平均約落在 16 倍，考量 1) 雲林光電案場，中央、地方溝通進度預估 1H25 明朗；2) 售電業務低基期發展，並朝向澳洲、菲律賓與日本市場布局；3) 綠能與核能道路並非互斥，而為共同因應 AI 時代電力需求增加發展。建議靜待產業雜訊消退，重申「買進」評等，目標價 300 元(19x 2025F EPS 16.14 元)。

圖 13：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	10,281	11,061	19,274	19,143	-7.1%	0.7%
營業毛利	2,418	2,628	4,015	3,919	-8.0%	2.5%
營業利益	1,586	1,843	2,807	2,983	-13.9%	-5.9%
稅前利益	1,492	1,732	2,659	2,835	-13.8%	-6.2%
稅後淨利	1,204	1,400	2,130	2,284	-14.0%	-6.7%
調整後 EPS (元)	11.05	12.84	16.14	17.30	-14.0%	-6.7%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	23.5%	23.8%	20.8%	20.5%	-0.2	0.4
營業利益率	15.4%	16.7%	14.6%	15.6%	-1.2	-1.0
稅後純益率	11.7%	12.7%	11.1%	11.9%	-0.9	-0.9

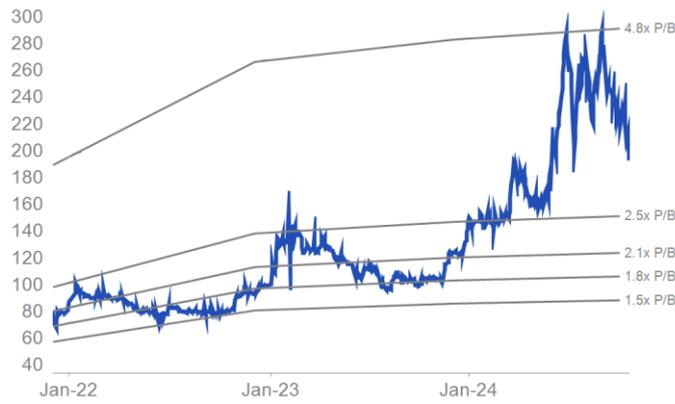
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 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 16：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
泓德能源	6873 TT	買進	193.0	630	8.38	11.05	16.14	23.0	17.5	12.0	2.4	31.9	46.0
國內同業													
森崙能源	6806 TT	持有-超越同業	124.0	844	2.9	4.4	7.1	42.1	28.2	17.6	157.2	49.3	60.3
雲豹能源	6869 TT	未評等	173.5	708	8.8	7.7	12.5	19.8	22.6	13.9	117.7	(12.5)	62.9
國內同業平均					5.9	6.0	9.8	31.0	25.4	15.7	137.5	18.4	61.6

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 17：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
泓德能源	6873 TT	買進	193.0	630	17.7	18.8	26.5	55.29	58.76	60.80	3.5	3.3	3.2
國內同業													
森崙能源	6806 TT	持有-超越同業	124.0	844	5.7	5.2	10.9	51.6	51.9	56.9	2.4	2.4	2.2
雲豹能源	6869 TT	未評等	173.5	708	21.8	14.6	26.2	33.6	--	--	5.2	--	--
國內同業平均					13.7	9.9	18.5	42.6	51.9	56.9	3.8	2.4	2.2

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 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	884	1,272	3,845	4,280	3,348	4,617	4,271	7,038	10,281	19,274
銷貨成本	(651)	(945)	(2,979)	(3,242)	(2,673)	(3,708)	(3,369)	(5,509)	(7,817)	(15,259)
營業毛利	233	317	834	1,038	675	909	902	1,529	2,418	4,015
營業費用	(139)	(156)	(277)	(260)	(250)	(290)	(288)	(380)	(832)	(1,208)
營業利益	91	160	557	778	425	619	614	1,149	1,586	2,807
業外利益	(34)	(18)	(11)	(31)	(31)	(33)	(33)	(51)	(94)	(148)
稅前純益	57	142	546	747	394	586	581	1,098	1,492	2,659
所得稅費用	(15)	(30)	(115)	(149)	(81)	(120)	(119)	(225)	(309)	(545)
少數股東權益	(5)	(2)	(6)	(9)	(5)	(3)	(3)	(5)	(21)	(16)
歸屬母公司稅後純益	47	115	436	606	318	469	465	878	1,204	2,130
調整後每股盈餘(NT\$)	0.43	1.06	4.00	5.56	2.41	3.55	3.52	6.65	11.05	16.14
調整後加權平均股數(百萬股)	109	109	109	109	132	132	132	132	109	132
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	26.3%	24.9%	21.7%	24.2%	20.2%	19.7%	21.1%	21.7%	23.5%	20.8%
營業利益率	10.3%	12.6%	14.5%	18.2%	12.7%	13.4%	14.4%	16.3%	15.4%	14.6%
稅前純益率	6.5%	11.2%	14.2%	17.4%	11.8%	12.7%	13.6%	15.6%	14.5%	13.8%
稅後純益率	5.3%	9.0%	11.3%	14.2%	9.5%	10.2%	10.9%	12.5%	11.7%	11.1%
有效所得稅率	26.6%	20.8%	21.1%	19.9%	20.6%	20.5%	20.5%	20.5%	20.7%	20.5%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	-68.7%	44.0%	202.3%	11.3%	-21.8%	37.9%	-7.5%	64.8%		
營業利益	-85.4%	76.3%	247.4%	39.5%	-45.4%	45.6%	-0.8%	87.1%		
稅後純益	-90.7%	145.0%	279.1%	39.1%	-47.5%	47.5%	-0.9%	88.8%		
調整後每股盈餘	-91.6%	144.7%	279.1%	39.1%	-56.7%	47.4%	-0.8%	88.6%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	47.7%	-12.1%	294.2%	51.9%	278.9%	262.9%	11.1%	64.4%	76.1%	87.5%
營業利益	-3.9%	-4.9%	431.2%	24.9%	367.0%	285.9%	10.2%	47.7%	60.0%	77.0%
稅後純益	-36.3%	-21.7%	368.8%	20.5%	578.9%	308.7%	6.5%	44.9%	44.5%	78.7%
調整後每股盈餘	-43.2%	-30.0%	319.5%	7.9%	459.1%	236.7%	-11.9%	19.5%	31.9%	46.0%

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

### 泓德能源為國內陸上太陽能案場領導者

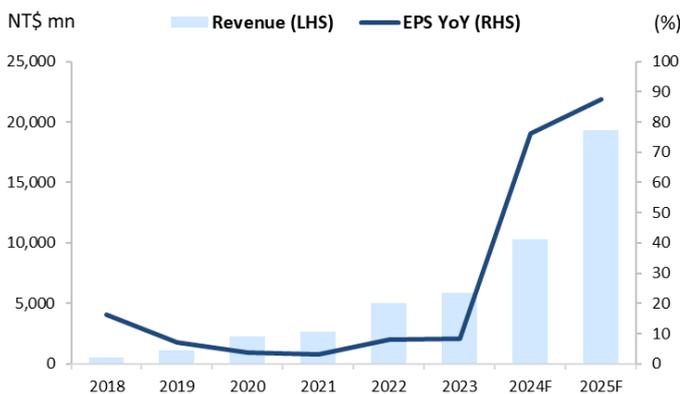
公司成立於 2016 年，全稱原為「泓德能源科技股份有限公司」。主營業務為：太陽能光電案場之開發、設計、工程統包、電廠維運及售電。工程統包主要客戶包含富邦能源、星鑫以及康舒等；售電客戶則包含台哥大集團、玉山銀行、湯淺電池等 RE100 企業及用電大戶指標廠商。2022 年營收佔比分別為工程合約收入 95.8%，勞務收入 3.6%，售電與其他收入 0.6%。現階段以 EPC 為營收動能，未來逐步轉型以智慧電力服務作為主要獲利來源。

圖 19：泓德能源股東結構

前 10 大股東(2024/4/9)	持股人姓名	持股數	持股比例%
1	太登太陽能(股)公司	11,326,144	11.17
2	源如意有限公司	7,177,448	7.08
3	富邦金控創業投資(股)公司	5,905,177	5.83
4	泓成投資(股)公司	5,888,792	5.81
5	士林電機廠(股)公司	4,800,000	4.74
6	台灣人壽保險(股)公司	2,900,000	2.86
7	鄭深池	2,478,214	2.45
8	連禾投資有限公司	2,052,773	2.03
9	謝仁光	1,900,917	1.88
10	謝源一	1,883,487	1.86

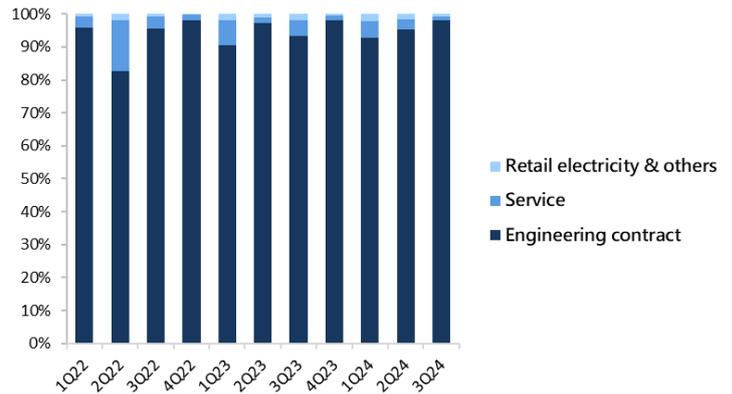
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：營收與 EPS 年增趨勢



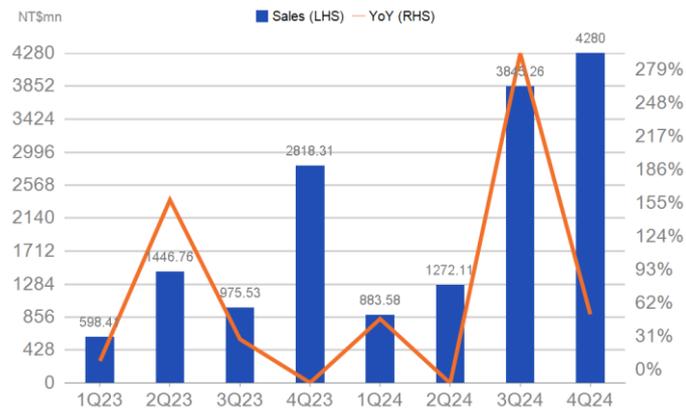
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 21：營收組成



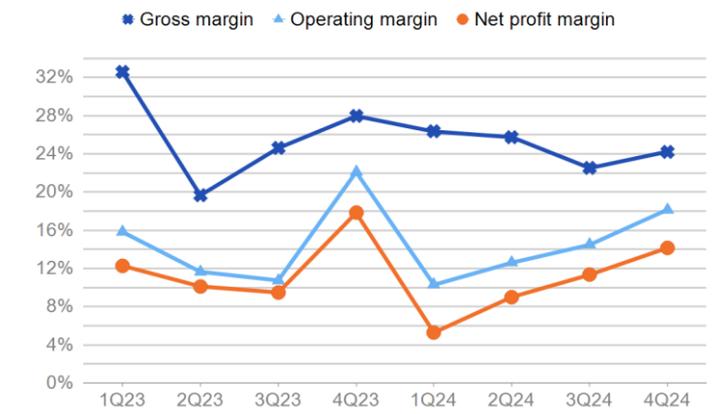
資料來源：公司資料

圖 22：營收趨勢



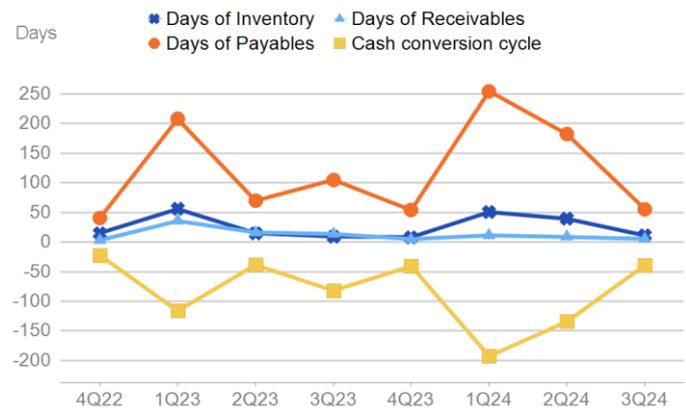
資料來源：CMoney、公司資料

圖 23：毛利率、營益率、淨利率



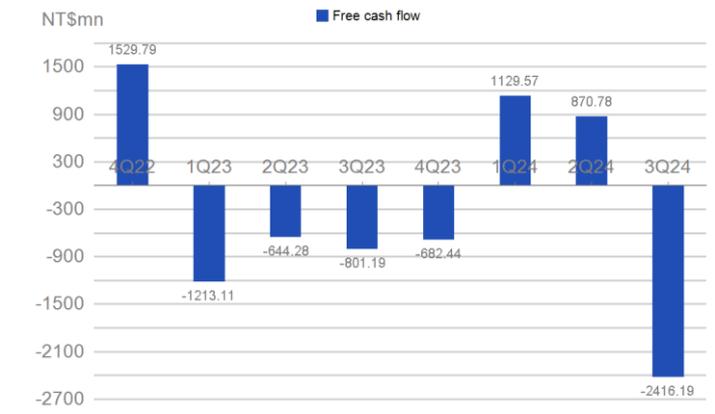
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## 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	823	1,964	3,985	3,628	4,596
存貨	29	197	307	335	501
應收帳款及票據	118	52	135	147	276
其他流動資產	1,443	2,176	5,364	5,362	5,359
<b>流動資產</b>	<b>2,413</b>	<b>4,389</b>	<b>9,791</b>	<b>9,471</b>	<b>10,732</b>
採用權益法之投資	227	530	178	378	578
固定資產	270	693	2,062	3,192	4,140
無形資產	35	23	87	74	60
其他非流動資產	205	467	967	997	1,027
<b>非流動資產</b>	<b>737</b>	<b>1,712</b>	<b>3,293</b>	<b>4,640</b>	<b>5,805</b>
<b>資產總額</b>	<b>3,150</b>	<b>6,101</b>	<b>13,085</b>	<b>14,111</b>	<b>16,537</b>
應付帳款及票據	547	1,053	1,385	1,528	2,318
短期借款	279	288	1,124	1,124	1,124
什項負債	552	1,098	1,685	1,685	1,685
<b>流動負債</b>	<b>1,379</b>	<b>2,438</b>	<b>4,194</b>	<b>4,337</b>	<b>5,127</b>
長期借款	88	185	885	915	945
其他負債及準備	40	83	2,154	2,154	2,154
<b>長期負債</b>	<b>129</b>	<b>268</b>	<b>3,040</b>	<b>3,070</b>	<b>3,100</b>
<b>負債總額</b>	<b>1,507</b>	<b>2,706</b>	<b>7,234</b>	<b>7,407</b>	<b>8,227</b>
股本	700	850	1,000	1,090	1,290
資本公積	661	1,745	3,376	3,376	3,376
保留盈餘	282	758	1,153	1,918	3,319
什項權益	0	0	0	20	40
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>1,642</b>	<b>3,354</b>	<b>5,529</b>	<b>6,405</b>	<b>8,025</b>
<b>非控制權益</b>	<b>0</b>	<b>41</b>	<b>321</b>	<b>300</b>	<b>284</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>1,643</b>	<b>3,395</b>	<b>5,851</b>	<b>6,704</b>	<b>8,309</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	166	648	818	1,183	2,114
折舊及攤提	26	39	78	(117)	(174)
本期營運資金變動	(110)	37	(46)	104	495
其他營業資產及負債變動	(271)	518	(2,628)	2	3
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(188)</b>	<b>1,242</b>	<b>(1,777)</b>	<b>1,172</b>	<b>2,438</b>
資本支出	(88)	(559)	(1,564)	(1,000)	(760)
本期長期投資變動	33	302	(352)	(200)	(200)
其他資產變動	(155)	(959)	262	(30)	(30)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(210)</b>	<b>(1,215)</b>	<b>(1,654)</b>	<b>(1,230)</b>	<b>(990)</b>
股本變動	200	150	150	0	0
本期負債變動	181	106	4,030	30	30
現金增減資	764	1,230	1,650	90	200
支付現金股利	(100)	(170)	(400)	(439)	(729)
其他調整數	(145)	(202)	22	20	20
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>900</b>	<b>1,114</b>	<b>5,452</b>	<b>(299)</b>	<b>(479)</b>
匯率影響數	--	0	0	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>502</b>	<b>1,141</b>	<b>2,021</b>	<b>(358)</b>	<b>969</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(276)</b>	<b>683</b>	<b>(3,341)</b>	<b>172</b>	<b>1,678</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>2,680</b>	<b>5,060</b>	<b>5,839</b>	<b>10,281</b>	<b>19,274</b>
銷貨成本	(2,264)	(3,719)	(4,332)	(7,817)	(15,259)
<b>營業毛利</b>	<b>416</b>	<b>1,342</b>	<b>1,507</b>	<b>2,464</b>	<b>4,015</b>
營業費用	(153)	(301)	(459)	(832)	(1,208)
推銷費用	(33)	(42)	(93)	(180)	(195)
研究費用	(5)	(15)	(55)	(105)	(208)
管理費用	(115)	(244)	(311)	(547)	(805)
其他費用	(1)	0	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>223</b>	<b>845</b>	<b>991</b>	<b>1,586</b>	<b>2,807</b>
利息收入	0	3	18	607	600
利息費用	(5)	(14)	(57)	(130)	(208)
利息收入淨額	(5)	(12)	(38)	477	392
投資利益(損失)淨額	2	8	28	15	0
匯兌損益	0	(12)	13	(6)	0
其他業外收入(支出)淨額	0	(17)	9	(580)	(540)
稅前純益	219	813	1,003	1,492	2,659
所得稅費用	(52)	(164)	(184)	(309)	(545)
少數股權淨利	1	(2)	3	(21)	(16)
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>165</b>	<b>650</b>	<b>815</b>	<b>1,204</b>	<b>2,130</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	250	866	1,138	1,704	2,982
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>3.16</b>	<b>8.18</b>	<b>8.38</b>	<b>11.05</b>	<b>16.14</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	16.6	88.8	15.4	76.1	87.5
營業利益	(9.0)	279.6	17.3	60.0	77.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	(3.8)	246.0	31.4	49.8	75.0
稅後純益	(12.3)	289.3	26.3	44.5	78.7
調整後每股盈餘	(8.4)	158.9	2.4	31.9	46.0
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	15.5	26.5	25.8	24.0	20.8
營業利益率	8.3	16.7	17.0	15.4	14.6
稅前息前淨利率	8.0	15.8	16.2	15.4	14.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.3	17.1	19.5	16.6	15.5
稅前純益率	8.2	16.1	17.2	14.5	13.8
稅後純益率	6.2	12.9	14.0	11.7	11.1
資產報酬率	6.7	14.0	8.5	8.4	12.8
股東權益報酬率	14.1	25.7	17.7	18.8	26.5
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	91.8	79.7	123.6	110.5	99.0
淨負債權益比 (%)	(27.7)	(43.9)	(33.8)	(23.7)	(30.4)
利息保障倍數 (倍)	41.6	57.5	18.7	12.5	13.8
流動比率 (%)	175.0	180.0	233.5	218.4	209.3
速動比率 (%)	169.8	161.6	206.6	210.7	199.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(455)	(1,491)	(1,976)	(1,588)	(2,526)
調整後每股淨值 (NT\$)	23.46	39.46	55.29	58.76	60.80
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	61.1	23.6	23.0	17.5	12.0
股價自由現金流量比	--	37.3	--	148.1	15.2
股價淨值比	8.2	4.9	3.5	3.3	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	101.8	29.4	22.4	15.0	8.5
股價營收比	9.5	5.0	4.4	2.5	1.3

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

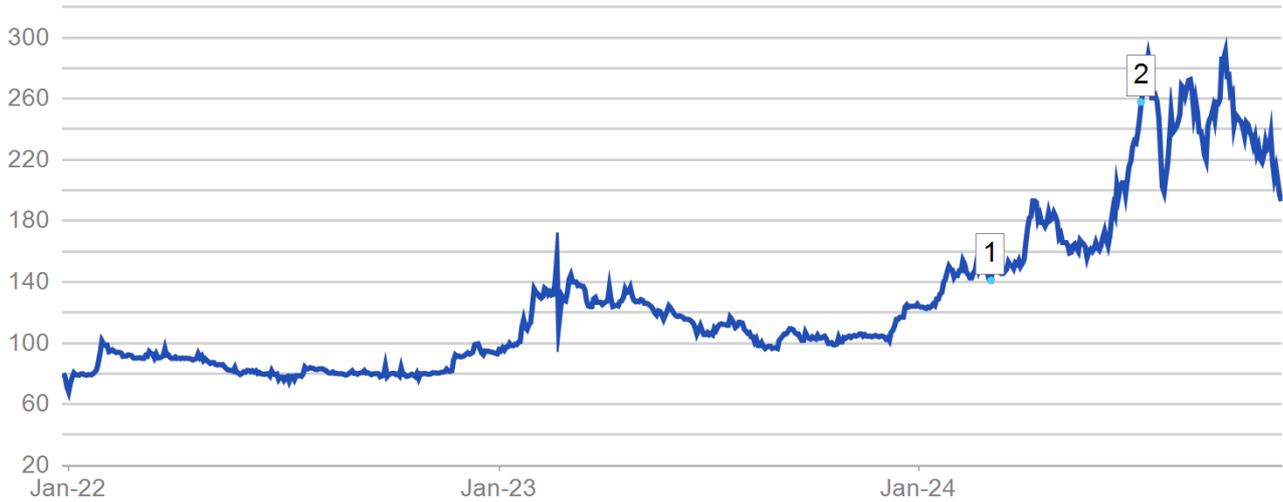
## 附錄：重要揭露事項

### 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。

### 泓德能源 (6873 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

#### — 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240312	148.50	200.00	190.22	買進	陳澤心
2	20240716	253.00	350.00	341.51	買進	陳澤心

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 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>.