

2025 年 1 月 10 日

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 58.2 元
目標價
3 個月 64 元
12 個月 64 元

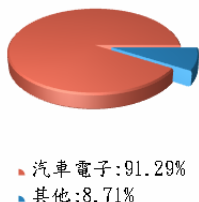
近期報告日期、評等及前日股價

06/28/2024 Trading Buy 58.4

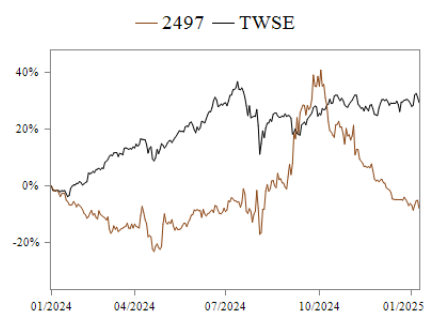
公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,228
市值(億元) 72
目前每股淨值(元) 19.64
外資持股比(%) 9.27
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 18.15
融資餘額(張) 3,862
現金股息配發率(F)(%) 67.25

產品組合



股價相對大盤走勢



怡利電(2497 TT)

Trading Buy

2024、2025 年營運動能向上，投資建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy：抬頭顯示器需求提升，帶動 2024、2025 年營收、獲利增長。此外，2025 年有望增加日系客戶全球性車款車載主機訂單，且印度市場、二輪重機產品出貨提升將提供額外成長動能。惟考量短期營運動能相對平緩，投資建議 Trading Buy，目標價 64 元(以 2025 年 EPS 及 PE 18 倍評價)。

抬頭顯示器、車載主機及其他相關電子產品出貨看漲：抬頭顯示器主要客戶為中國車廠，市場包含中國內需及外銷市場。由於中國自主品牌銷售表現佳，且怡利電已透過泰國廠小量出貨至印度市場，2024 年抬頭顯示器營收 YoY+57.28%。公司已成功開發 3D AR HUD 產品，擁有自有專利並開始試產，主要客戶為中國車廠，目前處於規劃導入的階段，另有歐洲車廠客戶規劃中。受到中國市場消費降級影響，稍微影響進度，2H25 有機會開始應用。車載主機以東南亞、台灣市場為主，主要客戶為日系車廠。因產品處於換代階段，2024 年營收持平。怡利電有望取得日系客戶全球性車款訂單，預計 2H25 開始發酵，2026、2027 年將明顯受益。除了上述產品外，怡利電開發二輪重機電子儀表板，以及電子後視鏡、無線充電產品等，相關產品將於 2025 年開始出貨或擴大出貨客戶、市場。

2024 年營收續揚，預估獲利表現回升；2025 年營運動能向上：

2024 年受惠於抬頭顯示器出貨顯著成長帶動，營收 46.23 億元，YoY+22.76%。因營收規模增長且原物料價格相對穩定，預估毛利率回升至 24.61%，營業利益 YoY+56.67%。因業外收入略增、稅率持穩，預估稅後純益 3.65 億元，YoY+57.02%，EPS 2.97 元。2025 年方面，抬頭顯示器滲透率續揚，且 3D AR HUD 有機會於 2H25 開始應用。車載主機有望取得全球性車款訂單。且受到泰國廠對於印度市場出貨持續放量、二輪重機儀表板訂單出貨提升帶動，預估營收 52.46 億元，YoY+13.47%。毛利率有望朝正向發展，預估營業利益 YoY+41.31%。若較無匯兌利益挹注且稅率回升，預估稅後純益 4.35 億元，YoY+19.15%，EPS 3.54 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	4,623	5,246	5,791	1,077	841	1,131	1,348	1,303	1,112	1,274	1,416	1,445
營業毛利淨額	1,138	1,303	1,440	296	203	282	329	324	274	315	353	361
營業利益	390	551	650	99	30	90	136	134	104	127	157	164
稅後純益	365	435	514	41	68	89	103	106	81	100	124	130
稅後 EPS(元)	2.97	3.54	4.19	0.33	0.55	0.72	0.84	0.86	0.66	0.81	1.01	1.06
毛利率(%)	24.61%	24.84%	24.87%	27.53%	24.15%	24.92%	24.39%	24.88%	24.67%	24.76%	24.89%	25.01%
營業利益率(%)	8.44%	10.51%	11.23%	9.17%	3.56%	7.95%	10.10%	10.29%	9.31%	9.94%	11.08%	11.38%
稅後純益率(%)	7.90%	8.30%	8.88%	3.77%	8.03%	7.85%	7.65%	8.12%	7.32%	7.83%	8.76%	9.00%
營業收入 YoY/QoQ(%)	22.76%	13.47%	10.38%	-1.64%	-21.87%	34.45%	19.25%	-3.37%	-14.70%	14.58%	11.20%	2.02%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	57.02%	19.15%	18.20%	-58.41%	66.55%	31.34%	16.21%	2.66%	-23.16%	22.65%	24.31%	4.89%

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 12.28 億元計算。

怡利電(2497 TT) ESG：

怡利電訂定「環境與安全衛生政策」，承諾保護環境、安全至上的決心。2022 年之溫室氣體排放量、用水量及廢棄物總重量分別為 2,341Tco2e、24,587 度及 44,000KG。2023 年之溫室氣體排放量、用水量及廢棄物總重量分別為 2,392Tco2e、25,379 度及 46,600KG。

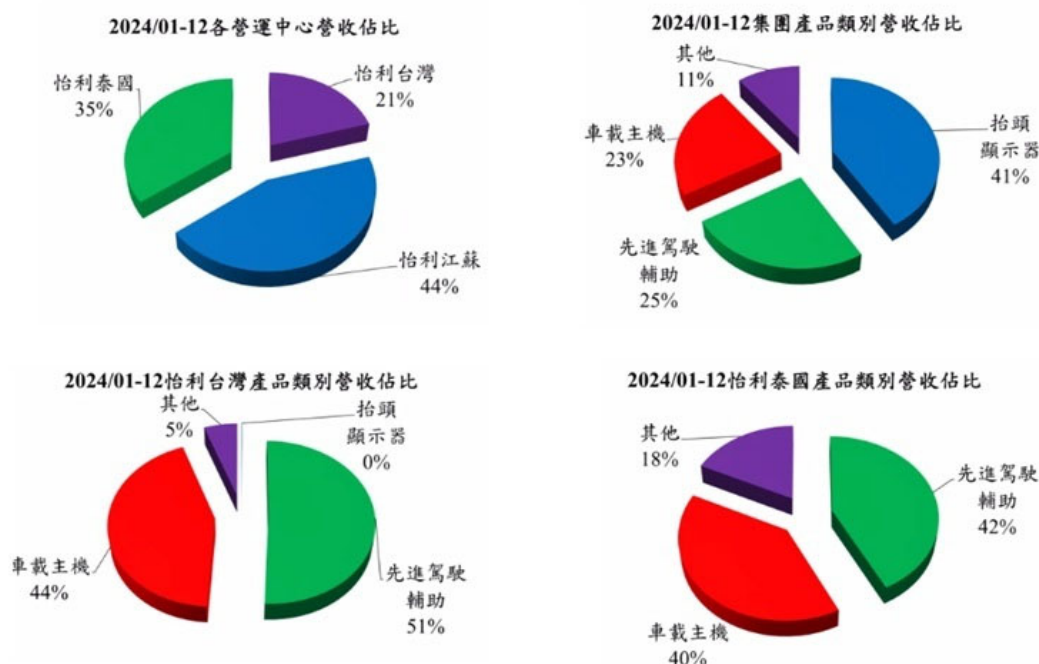
目標及管理措施：(1)節能減碳目標為 2030 年碳排放量下降 40%。因應措施包含 A.設置太陽能發電系統，增加再生能源使用量。 B.減少廢棄物重量，提高回收率。 C.從電力照明設備、空調系統設備及其他用電執行節電方案，並檢視耗能設備或汰換老舊設備。(2)水資源管理方面，因應全球氣候變遷及全球水資源短缺議題，以 2018 年為基準年，目標於 2025 年將整體用水量下降 30%。公司將執行節約用水，使用節水水龍頭、節水標章設備。(3)廢棄物管理方面，減量目標 2%。

公司概況：

怡利電(2497 TT)為汽車電子製造商，產品研發專注於四大領域，分別為抬頭顯示器、駕駛安全防護、多媒體後座娛樂系統、充電及其他車用配件。以 2024 年營收組成來看，抬頭顯示器占 41%、先進駕駛輔助系統(ADAS)占 25%、車載主機占 23%、其他占 11%。

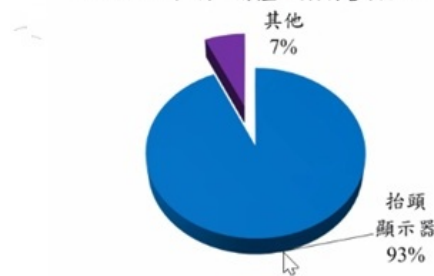
怡利電擁有台灣彰化、中國江蘇、泰國三大廠區，占 2024 年營收比重分別為 21%、44%、35%。公司將台灣彰化營運中心定位為研發中心，未來訂單將慢慢轉移至中國、泰國廠區，但未來若有歐洲市場的訂單，將會以台灣廠區支援。泰國廠近年發展迅速，產品從車載主機、ADAS 延伸至抬頭顯示器，目前產品線最為齊全。中國廠則以生產抬頭顯示器為主，營收占比已超過 95%。

圖一、怡利電各分類營收占比



2025 年 1 月 10 日

2024/01-12 怡利江蘇產品類別營收佔比



資料來源：怡利電

2024 年抬頭顯示器出貨明顯增長，ADAS、車載主機出貨穩定：

抬頭顯示器方面，主要客戶為中國車廠，市場包含中國內需及外銷市場。怡利電 08/2023、09/2023 前產品以 WHUD 為主，從 4Q23 開始，AR HUD 出貨大幅增長，目前 AR HUD 占比約 70%，WHUD 占比約 30%。由於中國自主品牌銷售表現優於合資品牌；除了中國市場外，怡利電已透過泰國廠小量出貨至印度市場，後續市場需求將持續放量。2023 年抬頭顯示器營收 YoY+9.03%，2024 年營收 YoY+57.28%。公司已成功開發 3D AR HUD 產品，擁有自有專利並開始試產，主要客戶為中國車廠，目前處於規劃導入的階段，另有歐洲車廠客戶規劃中。受到中國市場消費降級影響，稍微影響進度，觀察 2H25 是否有機會開始應用。

先進輔助駕駛方面，以東南亞市場為主，主要客戶為日系車廠，2023、2024 年營收表現持平，分別為 YoY-0.78%、YoY-1.00%。

車載主機方面，同樣以東南亞、台灣市場為主，主要客戶為日系車廠。2023 年營收 YoY+9.54%。因產品處於換代階段，4Q23~1Q24 出貨表現相對較差，2H24 出貨表現回升；2024 年營收 YoY+0.84%。由於車載主機屬於戰略性汽車電子配備，日系車廠以往主要多交由日系供應商負責，為怡利電主要競爭對手。近來競爭態勢轉變而合作關係，由日系供應商設計後，交由怡利電生產銷售。因此，怡利電將有望取得全球性車款訂單，2H25 開始發酵，2026、2027 年將明顯受益。

除了三大類產品外，怡利電開發二輪重機電子儀表板，以及電子後視鏡、無線充電產品等，相關產品將於 2025 年開始出貨或擴大出貨客戶、市場。

2024 年營收續揚，預估獲利表現回升；2025 年營運動能向上：

2024 年方面，受惠於抬頭顯示器出貨顯著成長帶動，營收 46.23 億元，YoY+22.76%。獲利能力方面，受惠於營收規模增長，且原物料價格相對穩定，預估毛利率回升至 24.61%，營業利益 3.90 億元，YoY+56.67%。由於業外淨收入略增、稅率維持穩定，預估稅後純益 3.65 億元，YoY+57.02%，EPS 2.97 元。

2025 年方面，抬頭顯示器滲透率將持續提升，且 3D AR HUD 有機會於 2H25 開始應用。車載主機則有望取得全球性車款訂單。且受到泰國廠對於印度市場出貨持續放量、二輪重機儀表板訂單出貨提升帶動，預估營收 52.46 億元，YoY+13.47%。毛利率有望朝正向發展，預估營業利益 5.51 億元，YoY+41.31%。若較無匯兌利益挹注且稅率回升，預估稅後純益 4.35 億元，YoY+19.15%，EPS 3.54 元。

2025 年 1 月 10 日

投資建議：

抬頭顯示器需求提升，帶動 2024、2025 年營收、獲利增長。此外，2025 年有望增加日系客戶全球性車款車載主機訂單，且印度市場、二輪重機產品出貨提升將提供額外成長動能。惟考量短期營運動能相對平緩，投資建議 Trading Buy，目標價 64 元(以 2025 年 EPS 及 PE 18 倍評價)。

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

2025 年 1 月 10 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	3,949	4,390	4,568	4,741	5,054
流動資產	2,588	3,035	3,255	3,603	3,821
現金及約當現金	469	853	765	927	943
應收帳款與票據	807	1,024	1,129	1,285	1,316
存貨	1,171	1,071	1,220	1,372	1,417
採權益法之投資	6	6	4	0	1
不動產、廠房設備	1,063	1,099	1,117	1,135	1,153
負債總計	1,900	2,203	2,138	2,121	2,166
流動負債	1,229	1,557	1,627	1,716	1,820
應付帳款及票據	413	511	559	630	658
非流動負債	671	646	463	287	200
權益總計	2,049	2,187	2,430	2,619	2,888
普通股股本	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228
保留盈餘	412	556	799	988	1,257
母公司業主權益	2,049	2,187	2,429	2,619	2,887
負債及權益總計	3,949	4,390	4,568	4,741	5,054

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	3,566	3,766	4,623	5,246	5,791
營業成本	2,615	2,867	3,485	3,943	4,351
營業毛利淨額	950	899	1,138	1,303	1,440
營業費用	642	650	748	752	790
營業利益	309	249	390	551	650
EBITDA	658	439	573	692	793
業外收入及支出	178	12	38	-7	-7
稅前純益	488	273	428	544	643
所得稅	141	41	63	109	129
稅後純益	347	233	365	435	514
稅後 EPS(元)	2.82	1.89	2.97	3.54	4.19
完全稀釋 EPS**	2.82	1.89	2.97	3.54	4.19

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 12.28 【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 12.28 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	44.03%	5.62%	22.76%	13.47%	10.38%
營業毛利淨額	44.07%	-5.41%	26.58%	14.53%	10.47%
營業利益	80.03%	-19.28%	56.67%	41.31%	17.95%
稅後純益	259.07%	-32.89%	57.02%	19.15%	18.20%

獲利能力分析(%)

毛利率	26.66%	23.87%	24.61%	24.84%	24.87%
EBITDA(%)	18.46%	11.66%	12.40%	13.18%	13.69%
營益率	8.65%	6.61%	8.44%	10.51%	11.23%
稅後純益率	9.72%	6.18%	7.90%	8.30%	8.88%
總資產報酬率	8.78%	5.30%	8.00%	9.18%	10.18%
股東權益報酬率	16.91%	10.63%	15.03%	16.62%	17.81%

償債能力檢視

負債比率(%)	48.12%	50.18%	46.81%	44.75%	42.86%
負債/淨值比(%)	92.73%	100.73%	88.00%	81.00%	75.00%
流動比率(%)	210.53%	194.90%	200.00%	210.00%	210.00%

其他比率分析

存貨天數	136.64	142.70	120.00	120.00	117.00
應收帳款天數	74.44	88.72	85.00	84.00	82.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	-263	470	336	593	694
稅前純益	488	273	428	544	643
折舊及攤銷	143	143	145	148	150
營運資金變動	-717	-20	-207	-237	-48
其他營運現金	-177	73	-31	139	-50
投資活動現金	-144	-167	-121	8	-255
資本支出淨額	-232	-165	-180	-180	-180
長期投資變動	-3	0	0	0	0
其他投資現金	92	-2	59	188	-75
籌資活動現金	474	90	-303	-440	-423
長借/公司債變動	224	0	-182	-175	-87
現金增資	240	0	0	0	0
發放現金股利	0	-86	-123	-246	-246
其他籌資現金	10	176	3	-19	-90
淨現金流量	104	384	-88	162	16
期初現金	365	469	853	765	927
期末現金	469	853	765	927	943

資料來源：CMoney、群益

2025 年 1 月 10 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	1,095	1,077	841	1,131	1,348	1,303	1,112	1,274	1,416	1,445	1,232	1,449
營業成本	860	780	638	849	1,020	979	837	958	1,064	1,083	928	1,090
營業毛利淨額	234	296	203	282	329	324	274	315	353	361	305	359
營業費用	164	198	173	192	193	190	171	189	196	197	180	197
營業利益	70	99	30	90	136	134	104	127	157	164	124	162
業外收入及支出	48	-38	39	10	-10	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
稅前純益	118	61	69	100	126	132	102	125	155	163	122	160
所得稅	20	20	2	11	23	26	20	25	31	33	24	32
稅後純益	98	41	68	89	103	106	81	100	124	130	98	128
最新股本	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228
稅後EPS(元)	0.79	0.33	0.55	0.72	0.84	0.86	0.66	0.81	1.01	1.06	0.80	1.04

獲利能力(%)

毛利率(%)	21.40%	27.53%	24.15%	24.92%	24.39%	24.88%	24.67%	24.76%	24.89%	25.01%	24.71%	24.77%
營業利益率(%)	6.37%	9.17%	3.56%	7.95%	10.10%	10.29%	9.31%	9.94%	11.08%	11.38%	10.07%	11.18%
稅後純益率(%)	8.91%	3.77%	8.03%	7.85%	7.65%	8.12%	7.32%	7.83%	8.76%	9.00%	7.94%	8.84%

QoQ(%)

營業收入淨額	28.04%	-1.64%	-21.87%	34.45%	19.25%	-3.37%	-14.70%	14.58%	11.20%	2.02%	-14.70%	17.58%
營業利益	92.17%	41.67%	-69.68%	200.34%	51.36%	-1.46%	-22.84%	22.25%	23.95%	4.84%	-24.52%	30.56%
稅前純益	202.73%	-48.16%	13.85%	44.08%	26.14%	4.83%	-23.15%	22.65%	24.31%	4.90%	-24.80%	31.03%
稅後純益	117.21%	-58.41%	66.55%	31.34%	16.21%	2.66%	-23.16%	22.65%	24.31%	4.89%	-24.80%	31.03%

YoY(%)

營業收入淨額	18.73%	-1.86%	13.59%	32.29%	23.20%	21.05%	32.16%	12.63%	5.03%	10.88%	10.88%	13.78%
營業利益	-2.14%	-24.82%	-32.37%	147.93%	95.28%	35.82%	245.66%	40.69%	15.21%	22.58%	19.90%	28.06%
稅前純益	-21.65%	-46.57%	24.45%	157.42%	7.26%	116.90%	46.40%	24.63%	22.82%	22.90%	20.27%	28.48%
稅後純益	-17.39%	-49.70%	36.12%	97.63%	5.73%	160.96%	20.40%	12.44%	20.27%	22.90%	20.27%	28.48%

註1：稅後EPS以股本12.28億元計算

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。