

## 9914.TT 美利達

## 2023 年庫存恐持續維持高檔

## 公司簡介

美利達成立於 1972 年 9 月，主要產品為自行車成車、自行車車架及零件，為全球自行車大廠，並為臺灣第二大廠商，ODM 與 OBM 營收比重為 65：35，當中主要幫持股 35.5% 的美國「SPECIALIZED」代工，自有品牌則為「MERIDA」、歐洲「CENTURION」。地區營收比重分別為歐洲 52.2%、美洲 28.2%、其他 19.6%。

## 投資評等/區間價位

## 重點摘要

區間操作 152~183

【大盤指數/股價】15360 / 168

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	299
市值(百萬元)	50,229
3M 平均日成交值(百萬元)	136
外資持股率(%)	36.82
投信持股率(%)	1.65
董監持股率(%)	24.25

## 環境、社會與治理(ESG)



## 2022 年 11 月以來缺料情況稍有緩解

自行車零件缺料狀況於 11/2022 開始稍有改善、交期縮短，主因在於 Shimano (7309 JP) 考量部分客戶存在過度下單情況，造成訂單大幅高於產能，進而使變速器交期長至 1 年以上，因此 Shimano 於 11/2022 破例開放客戶調整訂單，對比過往則是沒有讓客戶取消訂單的措施。當中主要釋出的訂單是來自於中低階自行車零件，但整體而言缺料狀況仍在，尤其在高階零件與無線變速器交期仍長達 1 年左右(1H22 時最長至 2 年)。

## 2023 年 1 月、2 月出貨量呈現放緩

自行車市況方面，以組車廠而言 2023 年以來中低階自行車需求仍持續偏弱、維持疫情緩解後市場對於中低階自行車需求減緩的態勢，而高階自行車與 E-bike 隨缺料出現緩解，下游廠商相關產品庫存則逐漸補上，但這使得美利達客戶自 2023 年初開始出現延後收貨的情況，並反映在 01~02/2023 營收與出貨量上，美利達累計 01~02/2023 營收為 27 億元、YoY+3.39%，營收年增主要受惠於 2022 年開始逐步將高階自行車產線轉為生產更高單價的 E-bike，不過出貨量則較同樣處於淡季且有歐、美聖誕連假的 4Q22 下滑，01~02/2023 平均單月出貨量為 8.57 萬輛、低於 4Q22 平均的 9.87 萬輛。

## 投研部下修 FY23 EPS 至 10.14 元

展望 2023 年，1H23 出貨的產品多為 2H22 所接之訂單，而 2H23 方面，出貨量恐出現下滑，主因在於美利達表示 2022 年需求表現較強的高階自行車與 E-bike，目前訂單熱度出現降溫，主要受到下游廠商在高階自行車與 E-bike 庫存逐漸補上、進而減緩下單所影響，另一方面，隨 1Q23 訂單減少，以目前的交期而言預計將影響 2H23 業績。美利達對於 2023 年市況看法也轉趨保守，投研部考量先前需求較好的高階自行車與 E-bike 需求有所降溫，因此將全年自行車出貨量預估下調 7 萬輛至 121 萬輛、YoY-7.43%，2023 年營收預估下調至 325.51 億元、YoY-11.88%。

獲利方面，由於毛利率較高的高階自行車與 E-bike 出貨量恐出現下滑，投研部將 2023 年毛利率預估下調 0.23ppts 至 17.48%，EPS 則下調 2.27 元至 10.14 元。

**2023 年庫存恐維持高水準**

美利達存貨方面，3Q22 存貨金額為 101.5 億元 (YoY+47.10%、QoQ+19.43%)，考量 4Q22 缺料狀況稍有緩解、出貨轉順下，預計 4Q22 存貨金額將略為下降至 98.74 億元 (YoY+15.24%、QoQ-2.72%)。至於 2023 年則受到高階自行車與 E-bike 訂單轉弱影響，恐不利於庫存去化，故預計至 2023 年底庫存仍將處於偏高水準，並估計為 92.62 億元、YoY-6.2%。

**投資建議：維持區間操作建議，區間價位下修至 152~183 元**

評價方面，美利達近 5 年 P/E 評價多處於 11x~20x 間，以 3/14 股價 168 元計算，目前 P/E 為 16.5x、處於區間中緣，投研部考量高階自行車與 E-bike 訂單出現轉弱，我們也同步下調 2023 年的營運表現，在成長動能放緩下認為短線的 P/E 評價將難以進一步提升，因此下修區間價位至 152~183 元 (15x~18x FY23 P/E)，並維持區間操作建議。

表 1：FY23 獲利預估調整

	調整後	調整前	差異(%)
	2023F	2023F	2023F
	(百萬元)	(百萬元)	(%)
營業收入	32,551	34,305	-5.11
營業毛利	5,691	6,075	-6.32
營業利益	3,490	4,091	-14.69
稅後淨利	3,032	3,712	-18.32
稅後 EPS (元)	10.14	12.41	-18.32
<i>Margin (%)</i>			
營業毛利率	17.48	17.71	
營業利益率	10.72	11.93	
稅後淨利率	9.31	10.82	

資料來源：國票投顧預估

美利達未來 12 個月 P/E 區間



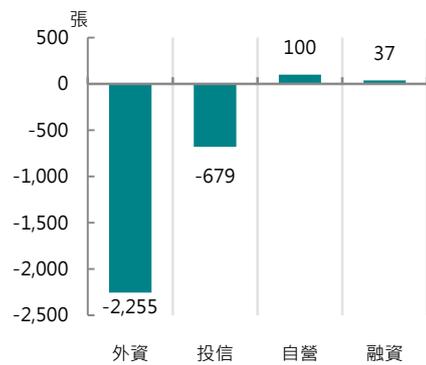
資料來源：國票投顧

美利達未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
曾崧柱	16.28
國泰人壽保險(股)	5.39
中華郵政(股)	3.59
大通寶源國際	3.31
曾呂敏華	2.97
富邦人壽保險(股)	2.65
曾上原	2.54
鼎晟投資(股)	2.45
大通摩根證券	2.02
曾崧鈴	1.90

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
曾崧柱	董事長	16.28
曾呂敏華	董事	2.97
鼎晟投資(股)曾惠娟	董事	2.45
曾崧鈴	副董事長	1.9
蔡武穎	獨立董事	0.52
鼎弘投資(股)原其彬	董事/副總經理	0.13
鼎弘投資(股)曾進成	董事/副總經理	0.13
鼎弘投資(股)鄭文祥	董事/副總經理	0.13
鼎弘投資(股)賴入定	董事/副總經理	0.13
陳水金	獨立董事	0

資料來源：TEJ

9914 美利達 永續發展概況

CMoney ESG Rating

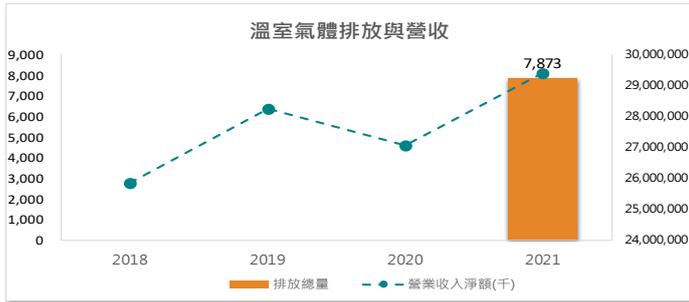
落後					平均					領先				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	評鑑年季：2023Q1				
E(環境保護)			S(社會責任)			G(公司治理)			永續報告書連結					
6			3			5			未發布或未申報交易所					
產業類別		產業樣本數		ESG評等產業排名		TCFD報告書簽署		TCFD報告書連結						
其他		139		47		是		https://www.fwusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html						

資料來源：CMoney  
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體

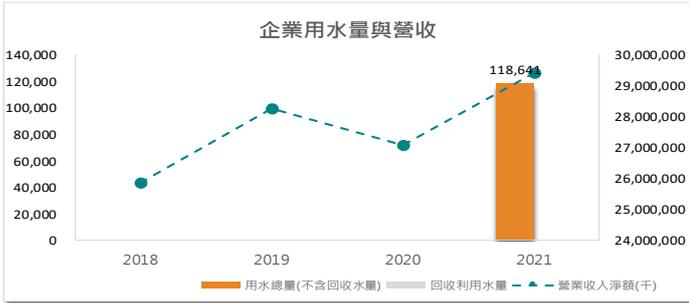


摘要	公司未揭露溫室氣體盤查數據		
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	7,873	1,066	6,807
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據  
\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放  
\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要	公司未揭露溫室氣體盤查數據		
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	118,641	-	-
2020	未揭露	-	-
2019	未揭露	-	-
2018	未揭露	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量  
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)  
\*排水量：排放的污水總量

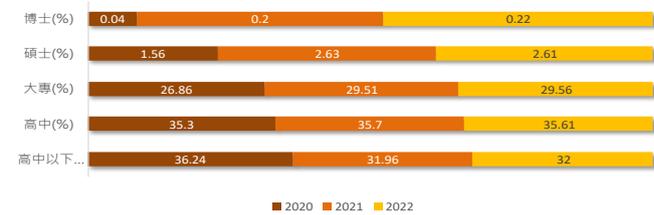
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



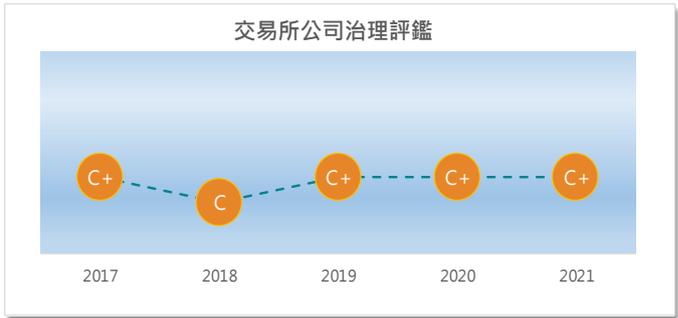
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	51%至65%	C+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	51%至65%	C+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	51%至65%	C+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	66%至80%	C	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	51%至65%	C+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

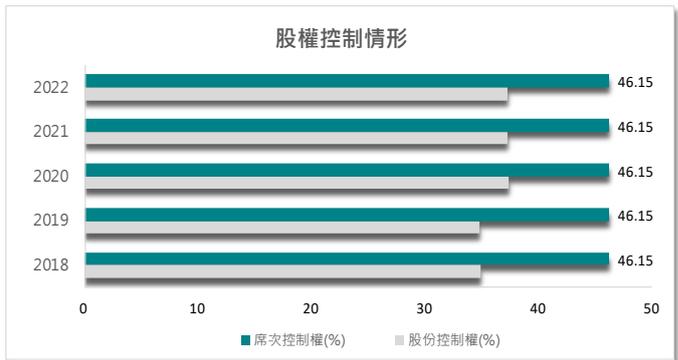


企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

2022/7/25	違反法條： 廢(污)水處理專責單位或人員設置及管理辦法第24條第8款、水污染防治法第21條第2項	違反內容： 未依規定使廢(污)水處理專責人員兼任環保法規以外其他法規所定專責(任)人員
2022/6/28	違反法條： 勞動基準法第32條第2項	違反內容： 延長工作時間超過法令規定。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。  
 企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
 依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
 舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	8,156	8,809	9,428	10,548	7,854	9,852	7,945	6,900	29,391	36,940	32,551
營業毛利	1,208	1,505	1,740	1,879	1,376	1,761	1,378	1,176	4,087	6,331	5,691
營業費用	597	579	523	591	581	522	580	518	2,311	2,289	2,201
營業利益	611	774	952	1,288	795	1,238	798	658	1,776	3,625	3,490
稅前淨利	1,571	1,293	1,228	1,111	858	1,301	941	801	6,205	5,202	3,902
本期淨利(NI)	1,228	959	937	866	669	1,015	734	628	4,788	3,991	3,047
淨利歸屬於_母公司業主	1,207	953	924	864	667	1,013	729	622	4,650	3,949	3,032
淨利歸屬於_非控制利益	21	6	13	2	2	2	5	6	139	42	15
每股盈餘_本期淨利	4.04	3.19	3.09	2.89	2.23	3.39	2.44	2.08	15.55	13.21	10.14
QoQ(%)											
營收淨額	24.10	8.00	7.03	11.88	(25.54)	25.45	(19.35)	(13.16)			
銷貨毛利	24.22	24.57	15.65	7.96	(26.75)	27.95	(21.70)	(14.71)			
營業利益	22.72	26.65	23.02	35.25	(38.29)	55.82	(35.52)	(17.56)			
稅後純益_母公司淨利	(13.14)	(21.06)	(2.99)	(6.49)	(22.84)	51.87	(28.01)	(14.69)			
YoY(%)											
營收淨額	1.73	20.77	25.57	60.49	(3.71)	11.85	(15.73)	(34.58)	8.57	25.68	(11.88)
銷貨毛利	21.47	41.55	64.59	93.20	13.92	17.01	(20.78)	(37.41)	0.52	54.91	(10.12)
營業利益	75.40	70.96	99.61	158.60	30.05	60.00	(16.14)	(48.89)	(5.73)	104.10	(3.73)
稅後純益_母公司淨利	4.66	7.21	(24.07)	(37.79)	(44.74)	6.31	(21.11)	(28.03)	16.43	(15.06)	(23.23)
各項比率											
營業毛利率	14.81	17.08	18.46	17.81	17.52	17.87	17.35	17.04	13.91	17.14	17.48
營業利益率	7.49	8.79	10.10	12.21	10.12	12.57	10.05	9.54	6.04	9.81	10.72
稅前淨利率	19.26	14.68	13.02	10.53	10.92	13.21	11.85	11.61	21.11	14.08	11.99
稅後淨利率	14.80	10.82	9.81	8.20	8.49	10.28	9.18	9.02	15.82	10.69	9.31

資料來源：TEJ、國票投顧

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	56

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣·宜保守操作</li> </ul>
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股· 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容·係研究人員就其專業能力之善意分析·負責之研究人員(或者負責參與的研究人員)確認:本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法;研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控融控股公司之集團成員·國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業(以下簡稱 國票金控集團)從事廣泛金融業務·包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工·可能會投資本報告所涵蓋之標的公司·且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外·國票金控集團於法令許可的範圍內·亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略·然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質·僅供集團內部同仁及特定客戶參考·不保證其完整性及精確性·且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估·係取自本公司相信為可靠之資料來源·且為特定日期所為之判斷·有其時效性·爾後若有變更·本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險·並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有·非經本公司同意·禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。