

2025 年 2 月 12 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 165.00 元  
目標價  
3 個月 182.00 元  
12 個月 182.00 元

## 雲豹能源(6869 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

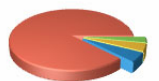
國內外綠能案場需求，帶動 2025 年營運恢復過往水準。

**投資建議：**考量 2025 年營運將透過綠能案廠進入工程高峰、海外事業開始貢獻營運、以及售電事業群的穩定成長，雲豹能源將擺脫營運谷底，營運恢復過往水準，故給予雲豹能源 Trading Buy 的投資建議。

### 公司基本資訊

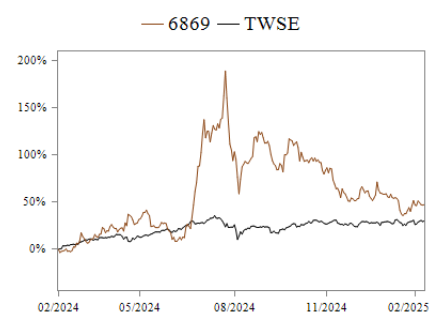
目前股本(百萬元) 1,379  
市值(億元) 228  
目前每股淨值(元) 39.58  
外資持股比(%) 2.95  
投信持股比(%) 0.00  
董監持股比(%) 2.32  
融資餘額(張) 5,477  
現金股息配發率(F)(%) 84.60

### 產品組合



■ 工程收入:87.84%  
■ 售電收入:5.07%  
■ 勞務收入:4.18%  
■ 其他:2.91%

### 股價相對大盤走勢



### 4Q24 綠能案場陸續開工，轉投資挹注業外獲利，獲利大幅跳升：

受惠本業 120MW 以上的儲能等案場陸續開工，推升 3Q24 合約負債總額上升至 6.36 億元，YoY-12.0%，並推升 4Q24 雲豹能源營運開始復甦，加上雲豹能源的轉投資持股，因股價上漲認列透過損益按公允價值衡量之金融資產評價利益的業外貢獻，雲豹能源 4Q24 營收 11.59 億元，QoQ+87.39%，預估稅後純益因為業外獲利貢獻，跳升至 8.88 億元，EPS 6.44 元。

**1Q25 受惠綠能案場逐漸施工，營運淡季不淡：**1Q25 受惠儲能等案場逐漸施工，營運淡季不淡，預估 1Q25 營收 10.78 億元，QoQ-6.97%，稅後純益 0.67 億元，EPS0.49 元，QoQ-92.43%。

**2Q25 儲能等案場迎來工程高峰，加上海外工程貢獻營運，營運明顯復甦：**2Q25 起預期儲能等案場開始迎來工程高峰，以及海外工程開始貢獻營運，預期 2025 全年海外工程占比將達工程款的 15-25%，推升營運明顯復甦，預估 2Q25 營收 31.08 億元，QoQ+188.25%，稅後純益 3.55 億元，EPS2.57 元，QoQ+427.30%。

**2025 年受惠在手訂單轉換成營運，營運恢復過往水準：**2025 年雲豹能源受惠在手訂單開始轉化成營收，加上海外事業開始挹注營運，以及售電事業群的持續成長，營運恢復至過往水準，預估 2025 年營收 90.62 億元，YoY+138.91%，毛利率受惠規模經濟上升至 18.24%，YoY+4.46%，稅後純益 9.71 億元，YoY-5.46%，EPS 7.04 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,793	9,062	10,557	1,227	1,002	1,013	619	1,159	1,078	3,108	3,091	1,785
營業毛利淨額	523	1,653	1,802	191	107	189	82	152	188	545	579	341
營業利益	-45	1,030	1,179	86	-15	18	-63	14	15	407	409	199
稅後純益	1,027	971	1,069	130	-2	134	7	888	67	355	361	189
稅後 EPS(元)	7.45	7.04	7.75	0.94	-0.01	0.97	0.05	6.44	0.49	2.57	2.61	1.37
毛利率(%)	13.78%	18.24%	17.07%	15.21%	10.65%	17.63%	13.85%	13.08%	17.41%	17.54%	18.73%	19.12%
營業利益率(%)	-1.19%	11.37%	11.17%	7.00%	-1.47%	1.77%	-10.14%	1.25%	1.39%	13.10%	13.24%	11.13%
稅後純益率(%)	27.08%	10.72%	10.13%	10.56%	-0.20%	13.22%	1.19%	76.62%	6.24%	11.41%	11.67%	10.58%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-44.09%	138.91%	16.50%	-52.75%	-18.36%	1.14%	-38.97%	87.39%	-6.97%	188.25%	-0.56%	-42.25%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	1.35%	-5.46%	10.07%	-72.77%	N.A	N.A	-94.52%	12,002.77%	-92.43%	427.30%	1.68%	-47.61%

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 13.79 億元計算。

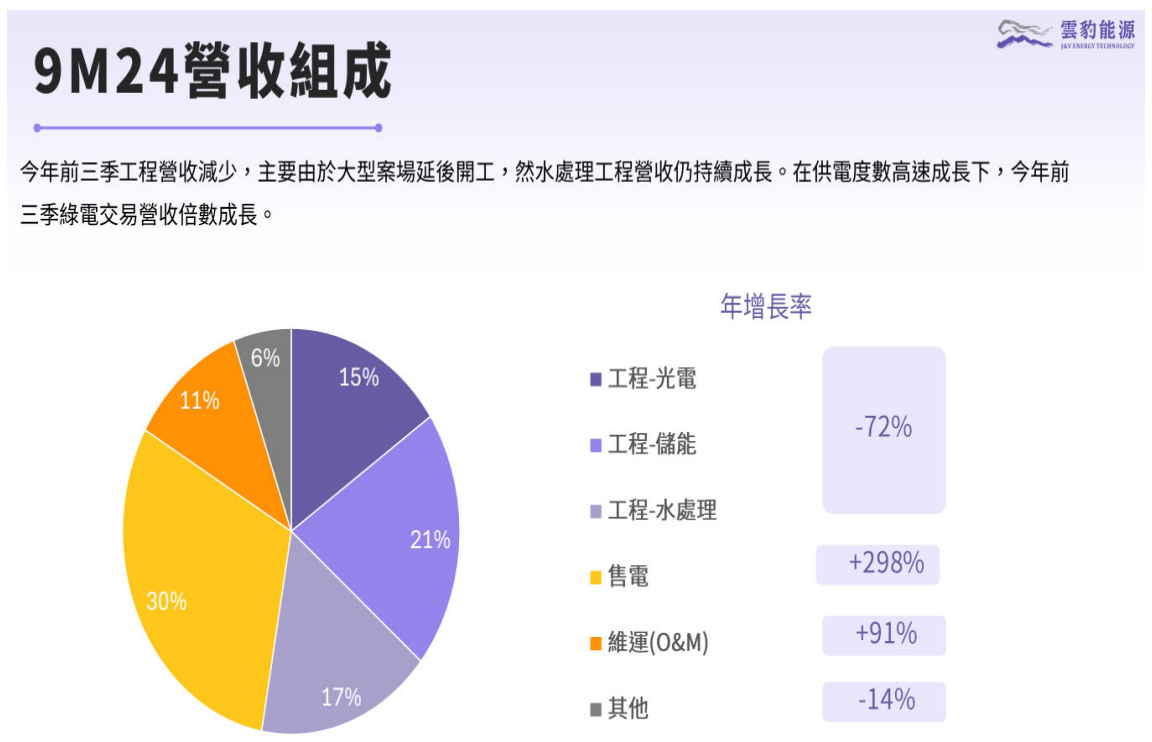
## 雲豹能源 ESG：

雲豹能源將永續能源列為核心理念，持續開拓綠電，善盡企業社會責任，建構綠色永續環境，雲豹與愛公益計畫第一步就從太陽能出發！自 2017 年迄今，雲豹能源綠能公益足跡已踏遍台南、蘭嶼、台東、花蓮、雲林等地區，在教會、幼兒園、部落工作坊、長青食堂等屋頂捐贈架設起一片片太陽能板，除了節省電費，達到自發自用，也讓更多人了解太陽能發電，並帶動綠能公益風潮，促使企業響應綠能。

## 公司概況：

雲豹能源成立於 2016 年，主要從事再生能源電廠開發、投資設置、維運管理等業務，早期營運規畫成為持有太陽能案場的綠電廠商，後續調整營運策略，納入風力發電、儲能、售電平台、水資源、生質能發電等新投資項目，將永續能源列為核心理念，朝全方位再生能源管理集團邁進。01-09/2024 產品占比：光電工程 15%、儲能工程 21%、水處理工程 17%、售電 30%、維運 11%、其他 6%。

圖一、01-09/2024雲豹能源營收組成

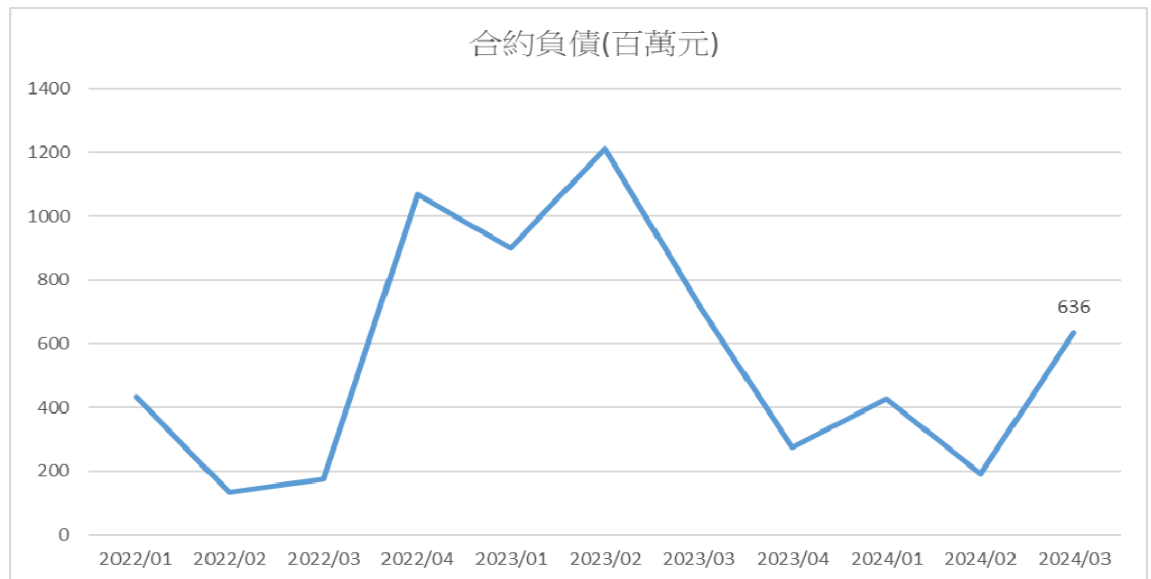


資料來源：雲豹能源

## 4Q24 綠能案場陸續開工，轉投資挹注業外獲利，獲利大幅跳升：

受惠本業 120MW 以上的儲能等案場陸續開工，推升 3Q24 合約負債總額上升至 6.36 億元，YoY-12.0%，並推升 4Q24 雲豹能源營運開始復甦，加上雲豹能源的轉投資持股，因股價上漲認列透過損益按公允價值衡量之金融資產評價利益的業外貢獻，雲豹能源 4Q24 營收 11.59 億元，QoQ+87.39%，預估稅後純益因為業外獲利貢獻，跳升至 8.88 億元，EPS 6.44 元。

圖二、雲豹能源合約負債概況



資料來源:Cmoney，群益投顧彙整

## **2024 年雖國內綠能專案遞延，但 2H24 營運陸續迎來曙光，營運先蹲後跳：**

2024 年因國內綠能專案進度遞延，營運明顯修整，惟 4Q24 起在手訂單開始貢獻營運，加上業外獲利貢獻，全年營運呈現先蹲後跳，2024 年營收 37.93 億元，YoY-44.09%，毛利率 13.78%，YoY-5.67%，預估稅後純益 10.27 億元，YoY+1.35%，EPS 7.45 元。

## **1Q25 受惠綠能案場逐漸施工，營運淡季不淡：**

1Q25 受惠儲能等案場逐漸施工，營運淡季不淡，預估 1Q25 營收 10.78 億元，QoQ-6.97%，稅後純益 0.67 億元，EPS0.49 元，QoQ-92.43%。

## **2Q25 儲能等案場迎來工程高峰，加上海外工程貢獻營運，營運明顯復甦：**

2Q25 起預期儲能等案場開始迎來工程高峰，以及海外工程開始貢獻營運，預期 2025 全年海外工程占比將達工程款的 15-25%，推升營運明顯復甦，預估 2Q25 營收 31.08 億元，QoQ+188.25%，稅後純益 3.55 億元，EPS2.57 元，QoQ+427.30%。

## **2025 年受惠在手訂單轉換成營運，營運恢復過往水準：**

2025 年雲豹能源受惠在手訂單開始轉化成營收，加上海外事業開始挹注營運，以及售電事業群的持續成長，營運恢復至過往水準，預估 2025 年營收 90.43 億元，YoY+138.91%，毛利率受惠規模經濟上升至 18.24%，YoY+4.46%，稅後純益 9.71 億元，YoY-5.46%，EPS 7.04 元。

## **投資建議：**

考量 2025 年營運將透過綠能案廠進入工程高峰、海外事業開始貢獻營運，以及售電事業群的穩定成長，雲豹能源將擺脫營運谷底，營運恢復過往水準，故給予雲豹能源 Trading Buy 的投資建議。

## 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 2 月 12 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	8,207	8,774	14,049	14,455	14,769
流動資產	5,415	3,037	1,746	7,325	3,927
現金及約當現金	1,478	1,099	533	2,500	1,313
應收帳款與票據	181	307	486	1,216	809
存貨	157	74	68	198	144
採權益法之投資	15	441	1,526	451	1,049
不動產、廠房設備	1,258	3,368	4,107	4,707	5,207
<b>負債總計</b>	<b>5,348</b>	<b>4,615</b>	<b>7,119</b>	<b>7,422</b>	<b>7,354</b>
流動負債	4,239	2,370	4,495	3,843	2,805
應付帳款及票據	921	835	586	1,081	865
非流動負債	1,109	2,244	2,873	3,334	4,519
<b>權益總計</b>	<b>2,859</b>	<b>4,159</b>	<b>6,930</b>	<b>7,032</b>	<b>7,415</b>
普通股股本	<b>1,127</b>	<b>1,162</b>	<b>1,379</b>	<b>1,379</b>	<b>1,379</b>
保留盈餘	892	1,665	1,965	2,067	2,450
母公司業主權益	2,664	3,903	6,690	6,792	7,175
<b>負債及權益總計</b>	<b>8,207</b>	<b>8,774</b>	<b>14,049</b>	<b>14,455</b>	<b>14,769</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	6,301	6,784	3,793	9,062	10,557
營業成本	4,761	5,464	3,264	7,409	8,754
<b>營業毛利淨額</b>	1,307	1,272	523	1,653	1,802
營業費用	430	441	568	623	623
<b>營業利益</b>	876	832	-45	1,030	1,179
<b>EBITDA</b>	806	1,387	1,409	1,410	1,540
業外收入及支出	-229	345	1,240	155	125
稅前純益	657	1,215	1,194	1,184	1,304
所得稅	186	199	184	213	235
稅後純益	454	1,014	1,027	971	1,069
稅後 EPS(元)	3.29	7.35	7.45	7.04	7.75
完全稀釋 EPS**	3.29	7.35	7.45	7.04	7.75

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 13.79【最新股本】億元計算  
 註 3：完全稀釋 EPS 以股本 13.79 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	192.39%	7.66%	-44.09%	138.91%	16.50%
營業毛利淨額	170.68%	-2.62%	-58.92%	216.32%	9.03%
營業利益	274.11%	-5.05%	N.A	N.A	14.50%
稅後純益	101.02%	123.27%	1.35%	-5.46%	10.07%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	20.74%	18.76%	13.78%	18.24%	17.07%
EBITDA(%)	12.79%	20.45%	37.16%	15.56%	14.59%
營益率	13.90%	12.26%	-1.19%	11.37%	11.17%
稅後純益率	7.21%	14.94%	27.08%	10.72%	10.13%
總資產報酬率	5.53%	11.55%	7.31%	6.72%	7.24%
股東權益報酬率	15.88%	24.37%	14.82%	13.81%	14.42%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	65.16%	52.59%	50.67%	51.35%	49.79%
負債/淨值比(%)	187.05%	110.95%	102.73%	105.55%	99.17%
流動比率(%)	127.74%	128.11%	38.84%	190.62%	140.01%

## 其他比率分析

存貨天數	6.03	7.74	7.95	6.55	7.13
應收帳款天數	23.58	13.12	38.16	34.28	35.01

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	862	1,357	4,267	-2,807	2,779
稅前純益	657	1,215	1,194	1,184	1,304
折舊及攤銷	117	144	224	273	302
營運資金變動	-60	-128	-423	-365	245
其他營運現金	148	125	3,271	-3,900	928
<b>投資活動現金</b>	-1,444	-1,959	-7,745	2,238	-4,694
資本支出淨額	-94	-2,111	-2,957	-2,400	-2,000
長期投資變動	-1,440	263	-47	-60	-80
其他投資現金	91	-111	-4,741	4,698	-2,614
<b>籌資活動現金</b>	1,360	224	2,911	2,536	728
長借/公司債變動	174	999	629	460	1,184
現金增資	0	336	2,470	0	0
發放現金股利	-23	-232	-710	-869	-686
其他籌資現金	1,208	-879	522	2,944	229
<b>淨現金流量</b>	778	-379	-567	1,967	-1,187
<b>期初現金</b>	700	1,478	1,099	533	2,500
<b>期末現金</b>	1,478	1,099	533	2,500	1,313

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 12 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	2,597	1,227	1,002	1,013	619	1,159	1,078	3,108	3,091	1,785	1,286	2,645
營業成本	2,123	1,036	895	824	537	1,007	890	2,563	2,512	1,444	1,079	2,228
營業毛利淨額	474	191	107	189	82	152	188	545	579	341	207	417
營業費用	120	101	121	161	148	137	173	138	170	143	173	138
營業利益	339	86	-15	18	-63	14	15	407	409	199	34	279
業外收入及支出	223	70	-2	125	49	1,068	67	25	31	32	37	25
稅前純益	561	155	-17	143	-14	1,083	82	432	440	230	71	304
所得稅	81	31	-1	6	-15	195	15	78	79	41	13	55
稅後純益	476	130	-2	134	7	888	67	355	361	189	58	249
最新股本	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379
稅後EPS(元)	3.45	0.94	-0.01	0.97	0.05	6.44	0.49	2.57	2.61	1.37	0.42	1.81

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	17.66%	15.21%	10.65%	17.63%	13.85%	13.08%	17.41%	17.54%	18.73%	19.12%	16.10%	15.77%
營業利益率(%)	13.04%	7.00%	-1.47%	1.77%	-10.14%	1.25%	1.39%	13.10%	13.24%	11.13%	2.66%	10.55%
稅後純益率(%)	18.33%	10.56%	-0.20%	13.22%	1.19%	76.62%	6.24%	11.41%	11.67%	10.58%	4.54%	9.43%

## QoQ(%)

營業收入淨額	28.57%	-52.75%	-18.36%	1.14%	-38.97%	87.39%	-6.97%	188.25%	-0.56%	-42.25%	-27.94%	105.68%
營業利益	5.74%	-74.65%	N.A	N.A	N.A	N.A	3.44%	2620.39%	0.47%	-51.44%	-82.76%	714.95%
稅前純益	40.92%	-72.32%	N.A	N.A	N.A	N.A	-92.43%	427.30%	1.68%	-47.61%	-69.06%	326.90%
稅後純益	46.07%	-72.77%	N.A	N.A	-94.52%	12002.77%	-92.43%	427.30%	1.68%	-47.61%	-69.06%	326.90%

## YoY(%)

營業收入淨額	21.30%	-44.14%	6.71%	-49.84%	-76.19%	-5.56%	7.61%	206.70%	399.69%	53.99%	19.28%	-14.89%
營業利益	4.70%	-66.24%	N.A	-94.40%	N.A	-83.15%	N.A	2171.09%	N.A	1272.94%	128.76%	-31.47%
稅前純益	70.54%	-37.49%	N.A	-64.19%	N.A	596.97%	N.A	203.17%	N.A	-78.73%	-13.09%	-29.63%
稅後純益	83.64%	-32.41%	N.A	-58.90%	-98.46%	584.87%	N.A	164.63%	4813.82%	-78.73%	-13.09%	-29.63%

註1：稅後EPS以股本13.79億元計算

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。