

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	172.50 元
目標價	
3 個月	190.00 元
12 個月	190.00 元

美利達(9914 TT)

Trading Buy

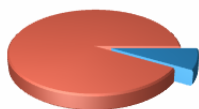
近期報告日期、評等及前日股價

05/14/2024	到達目標價	250.00
03/25/2024	Trading Buy	215.00
03/07/2024	到達目標價	222.00
01/25/2024	Buy	171.00
08/30/2023	Trading Buy	188.50

公司基本資訊

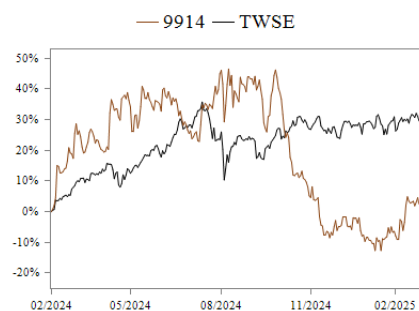
目前股本(百萬元)	2,990
市值(億元)	516
目前每股淨值(元)	71.83
外資持股比(%)	34.25
投信持股比(%)	1.30
董監持股比(%)	22.33
融資餘額(張)	2,047
現金股息配發率(F)(%)	60.44

產品組合



- 成車: 91.91%
- 自行車車架及零組件: 8.09%

股價相對大盤走勢



轉投資 SBC 2025 年可望由虧轉盈推升集團獲利。

投資建議：美利達 2024 年營收 296.05 億元，YoY+8.60%，但投資 SBC 獲利不佳，預估稅後 EPS 6.62 元。2025 年預期中國市場銷售將轉弱，但歐美可望回穩，預估 2025 年營收 309.13 億元，YoY+4.42%，稅後 EPS 7.54 元。

考量(1)2025 年對歐美市場的出貨可望恢復成長，電動自行車及高階運動自行車的銷售表現可望較佳，推動台灣廠 2025 年的出貨量將有兩位數成長。(2)2025 年中國市場的銷售量可能高檔回落，主要由於基期已高及先前累積的需求已消化完畢，預期中國市場的出貨量將有兩位數的下滑。(3)雖 2024 年 SBC 仍處於虧損，但 2025 年在銷售回升且費用下降下，可望由虧轉盈提升美利達業外獲利。綜上所述，對美利達的投資建議為 Trading Buy，目標價 190 元(2025 年 PER 25X)。

受益於台灣廠的出貨量增加，預估 1Q25 營收 62.32 億元，YoY+6.61%，稅後 EPS 1.45 元：預估美利達 1Q25 營收 62.32 億元，YoY+6.61%，QoQ+7.96%，成長主要來自台灣廠的出貨量增加，高價車款比重提升預期 ASP 也將較 1Q24 成長。預期業外因 SBC 可望開始小幅獲利，預估稅後 EPS 1.45 元。

轉投資 SBC 2024 年仍處於虧損，2025 年預期在庫存水位回到正常下，SBC 可望由虧轉盈：轉投資的 SBC 在疫情後即受到庫存過高的影響，開始進入庫存去化的階段。不僅減少對美利達的拉貨，也因打折促銷去化庫存，使得獲利下滑，讓美利達的業外投資收益大幅減少，是美利達近年獲利不佳的主要原因之一。1Q24~3Q24 美利達認列自 SBC 的虧損約 3.4 億元，4Q24 預期因為各種銷管費用及打折促銷等通路管理成本上升，SBC 預期仍處於虧損。2025 年由於庫存水位已到正常水準，預期 SBC 可望由虧轉盈。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	29,605	30,913	31,998	4,727	5,845	9,323	8,664	5,772	6,232	8,476	9,735	6,470
營業毛利淨額	5,590	5,419	5,832	1,068	1,074	1,943	1,580	1,015	1,069	1,528	1,764	1,057
營業利益	3,308	3,069	3,443	573	532	1,132	1,137	507	616	904	1,132	416
稅後純益	1,979	2,254	2,717	-303	416	656	690	217	433	619	877	325
稅後 EPS(元)	6.62	7.54	9.09	-1.01	1.39	2.19	2.31	0.73	1.45	2.07	2.93	1.09
毛利率(%)	18.88%	17.53%	18.23%	24.90%	19.06%	19.38%	19.10%	17.58%	17.16%	18.03%	18.12%	16.34%
營業利益率(%)	11.17%	9.93%	10.76%	12.13%	9.10%	12.14%	13.13%	8.79%	9.89%	10.67%	11.63%	6.43%
稅後純益率(%)	6.68%	7.29%	8.49%	-6.42%	7.11%	7.03%	7.97%	3.76%	6.95%	7.31%	9.01%	5.02%
營業收入 YoY/QoQ(%)	8.60%	4.42%	3.51%	-29.33%	23.67%	59.49%	-7.06%	-33.38%	7.96%	36.02%	14.85%	-33.53%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	16.96%	13.93%	20.50%	N.A	N.A	57.67%	5.28%	-68.53%	99.27%	43.12%	41.61%	-62.97%

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 29.90 億元計算。

2025 年 2 月 26 日

美利達的 ESG：

美利達設有專人負責環保及員工安全衛生等業務，以落實節約用水、節能減碳及溫室氣體減量等環境保護管理。致力於各項資源之利用，推行下腳廢料、垃圾分類、減量，交由回收及再利用廠商處理，減少對環境污染之衝擊。針對空屋、廢水、具以具低耗能、綠能者作為優先考量、室溫設定 28 度 C 開冷氣、照明裝置自動明滅等，以減少能源的浪費。

公司簡介：

美利達為台灣重要的自行車廠之一，在高階自行車中具強力競爭力，尤其是電動自行車、越野登山車更為美利達主要的發展產品。除自有品牌 Merida 外，也為其它品牌廠進行代工，主要的代工品牌客戶為 Specialized (SBC) 及仙度納(Centurion)。美利達目前在台灣及中國設有生產基地。

受益於台灣廠的出貨量增加，預估 1Q25 營收 62.32 億元，YoY+6.61%，稅後 EPS 1.45 元：

預估美利達 1Q25 營收 62.32 億元，YoY+6.61%，QoQ+7.96%，成長主要來自台灣廠的出貨量增加，高價車款比重提升預期 ASP 也將較 1Q24 成長。預期業外因 SBC 可望開始小幅獲利，預估稅後 EPS 1.45 元。

轉投資 SBC 2024 年仍處於虧損，2025 年預期在庫存水位回到正常下，SBC 可望由虧轉盈：

SBC 做為美利達主要的客戶之一也是最重要的業外轉投資收益來源，SBC 的獲利狀況對美利達獲利的影響很大。轉投資的 SBC 在疫情後即受到庫存過高的影響，開始進入庫存去化的階段。不僅減少對美利達的拉貨，也因打折促銷去化庫存，使得獲利下滑，讓美利達的業外投資收益大幅減少，是美利達近年獲利不佳的主要原因之一。1Q24~3Q24 美利達認列自 SBC 的虧損約 3.4 億元，4Q24 預期因為各種銷管費用及打折促銷等通路管理成本上升，SBC 預期仍處於虧損。2025 年由於庫存水位已到正常水準，預期 SBC 可望由虧轉盈。

電動自行車帶來新需求，預期未來幾年仍可維持快速成長：

從產業角度來看，電動自行車近年快速成長，在歐洲及北美地區是目前主要的電動自行車銷售區域，其中尤以歐洲區是最主要的區域。電動自行車成長主要動能來自於 1)新產品帶來的新需求、新客群：電動自行車會吸引原本不騎乘自行車的人群，進入自行車市場。此外，也會令原本騎乘傳統自行車的人，有換車的動機。2)電動自行車的功能較強：電動自行車的續航里程可較傳統自行車高，且在爬坡及較惡劣的地形中可以電動輔助帶來省力輕便的效果。目前電動自行車的滲透率仍低，預期仍有幾年的高成長機會。

投資建議：

美利達 2024 年營收 296.05 億元，YoY+8.60%，但投資 SBC 獲利不佳，預估稅後 EPS 6.62 元。2025 年預期中國市場銷售將轉弱，但歐美可望回穩，預估 2025 年營收 309.13 億元，YoY+4.42%，稅後 EPS 7.54 元。

考量(1)2025 年對歐美市場的出貨可望恢復成長，電動自行車及高階運動自

2025 年 2 月 26 日

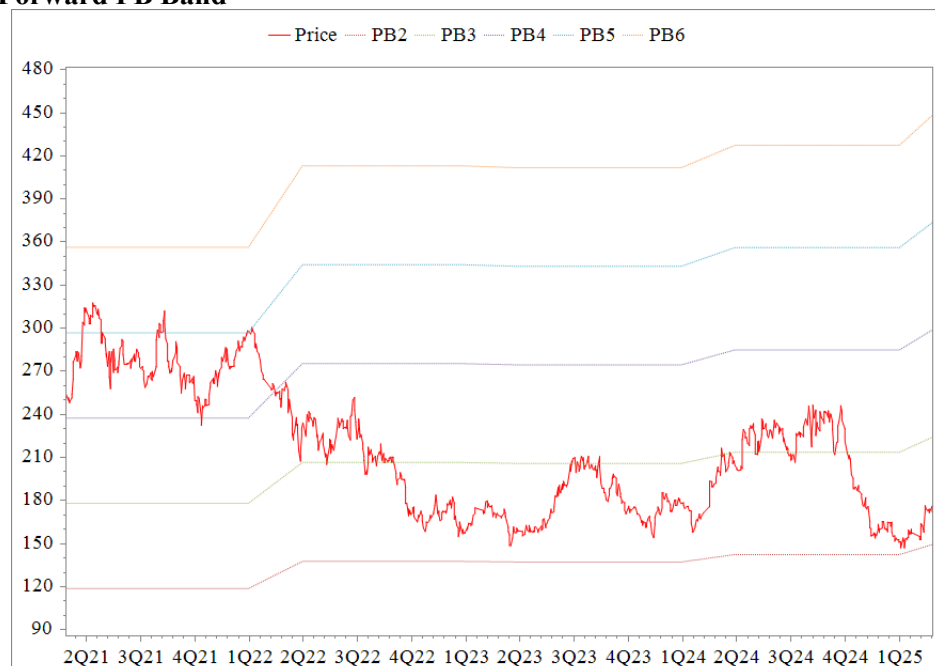
行車的銷售表現可望較佳，推動台灣廠 2025 年的出貨量將有兩位數成長。(2)2025 年中國市場的銷售量可能高檔回落，主要由於基期已高及先前累積的需求已消化完畢，預期中國市場的出貨量將有兩位數的下滑。(3)雖 2024 年 SBC 仍處於虧損，但 2025 年在銷售回升且費用下降下，可望由虧轉盈提升美利達業外獲利。綜上所述，對美利達的投資建議為 Trading Buy，目標價 190 元(2025 年 PER 25X)。

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 26 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	42,553	38,157	39,920	41,971	44,597
流動資產	20,426	15,800	13,953	16,354	15,016
現金及約當現金	5,425	3,459	3,422	3,782	3,569
應收帳款與票據	3,848	2,305	2,724	2,697	2,914
存貨	10,235	9,532	3,877	9,393	4,227
採權益法之投資	18,920	18,955	22,367	22,037	25,784
不動產、廠房設備	2,446	2,304	2,304	2,304	2,304
負債總計	21,059	16,587	17,493	18,392	19,683
流動負債	15,226	11,017	9,690	11,279	10,428
應付帳款及票據	5,858	2,898	5,778	3,302	6,018
非流動負債	5,832	5,570	4,923	6,710	6,135
權益總計	21,495	21,570	22,427	23,579	24,915
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
保留盈餘	17,844	17,538	18,395	19,547	20,882
母公司業主權益	20,584	20,520	21,302	22,360	23,582
負債及權益總計	42,553	38,157	39,920	41,971	44,597

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	1,730	-262	3,568	2,945	4,316
稅前純益	4,498	2,750	2,832	3,143	3,788
折舊及攤銷	330	335	253	253	253
營運資金變動	-2,791	-714	8,116	-7,966	7,665
其他營運現金	-306	-2,633	-7,633	7,514	-7,391
投資活動現金	-102	-603	-398	-181	-417
資本支出淨額	-139	-117	-200	-200	-200
長期投資變動	0	-482	0	0	0
其他投資現金	37	-5	-198	19	-217
籌資活動現金	12	-1,084	-3,208	-2,404	-4,111
長借/公司債變動	266	25	-646	1,786	-574
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,395	-2,094	-1,196	-1,196	-1,495
其他籌資現金	2,141	985	-1,365	-2,995	-2,042
淨現金流量	1,740	-1,966	-37	360	-213
期初現金	3,685	5,425	3,459	3,422	3,782
期末現金	5,425	3,459	3,422	3,782	3,569

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	37,003	27,261	29,605	30,913	31,998
營業成本	30,612	22,147	23,992	25,494	26,166
營業毛利淨額	5,696	5,624	5,590	5,419	5,832
營業費用	2,258	2,238	2,282	2,350	2,389
營業利益	3,437	3,386	3,308	3,069	3,443
EBITDA	4,861	3,202	3,352	3,614	4,155
業外收入及支出	1,017	-748	-476	74	345
稅前純益	4,498	2,750	2,832	3,143	3,788
所得稅	1,043	951	780	794	958
稅後純益	3,389	1,692	1,979	2,254	2,717
稅後 EPS(元)	11.33	5.66	6.62	7.54	9.09
完全稀釋 EPS**	11.33	5.66	6.62	7.54	9.09

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 29.90【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 29.90 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	25.90%	-26.33%	8.60%	4.42%	3.51%
營業毛利淨額	46.04%	-1.26%	-0.60%	-3.06%	7.62%
營業利益	116.28%	-1.50%	-2.31%	-7.21%	12.16%
稅後純益	-27.11%	-50.08%	16.96%	13.93%	20.50%

獲利能力分析(%)

毛利率	15.39%	20.63%	18.88%	17.53%	18.23%
EBITDA(%)	13.14%	11.74%	11.32%	11.69%	12.99%
營益率	9.29%	12.42%	11.17%	9.93%	10.76%
稅後純益率	9.16%	6.21%	6.68%	7.29%	8.49%
總資產報酬率	7.96%	4.43%	4.96%	5.37%	6.09%
股東權益報酬率	15.77%	7.84%	8.82%	9.56%	10.90%

償債能力檢視

負債比率(%)	49.49%	43.47%	43.82%	43.82%	44.13%
負債/淨值比(%)	97.97%	76.90%	78.00%	78.00%	79.00%
流動比率(%)	134.15%	143.42%	144.00%	145.00%	144.00%

其他比率分析

存貨天數	107.08	162.89	102.00	95.00	95.00
應收帳款天數	29.23	41.19	31.00	32.00	32.00

2025 年 2 月 26 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	6,688	4,727	5,845	9,323	8,664	5,772	6,232	8,476	9,735	6,470	6,448	8,912
營業成本	5,458	3,659	4,771	7,380	7,084	4,757	5,162	6,948	7,971	5,413	5,322	7,248
營業毛利淨額	1,230	1,068	1,074	1,943	1,580	1,015	1,069	1,528	1,764	1,057	1,125	1,664
營業費用	451	603	582	675	517	508	453	624	632	641	453	634
營業利益	867	573	532	1,132	1,137	507	616	904	1,132	416	672	1,030
業外收入及支出	212	-870	78	-116	-232	-205	-15	-32	86	35	41	41
稅前純益	1,079	-297	610	1,015	906	302	601	872	1,218	451	713	1,070
所得稅	287	35	177	310	215	78	150	227	305	113	178	278
稅後純益	758	-303	416	656	690	217	433	619	877	325	513	760
最新股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
稅後EPS(元)	2.54	-1.01	1.39	2.19	2.31	0.73	1.45	2.07	2.93	1.09	1.72	2.54

獲利能力(%)

毛利率(%)	19.69%	24.90%	19.06%	19.38%	19.10%	17.58%	17.16%	18.03%	18.12%	16.34%	17.45%	18.67%
營業利益率(%)	12.96%	12.13%	9.10%	12.14%	13.13%	8.79%	9.89%	10.67%	11.63%	6.43%	10.43%	11.55%
稅後純益率(%)	11.34%	-6.42%	7.11%	7.03%	7.97%	3.76%	6.95%	7.31%	9.01%	5.02%	7.96%	8.53%

QoQ(%)

營業收入淨額	-10.34%	-29.33%	23.67%	59.49%	-7.06%	-33.38%	7.96%	36.02%	14.85%	-33.53%	-0.35%	38.22%
營業利益	-11.48%	-33.84%	-7.26%	112.83%	0.49%	-55.41%	21.56%	46.70%	25.21%	-63.26%	61.57%	53.19%
稅前純益	-3.94%	N.A	N.A	66.56%	-10.80%	-66.69%	99.27%	45.13%	39.64%	-62.97%	58.01%	50.16%
稅後純益	12.88%	N.A	N.A	57.67%	5.28%	-68.53%	99.27%	43.12%	41.61%	-62.97%	58.01%	48.08%

YoY(%)

營業收入淨額	-29.06%	-55.45%	-30.30%	24.98%	29.54%	22.11%	6.61%	-9.08%	12.35%	12.10%	3.47%	5.14%
營業利益	-8.98%	-50.11%	-45.00%	15.59%	31.22%	-11.55%	15.94%	-20.09%	-0.43%	-17.96%	9.04%	13.86%
稅前純益	-12.13%	N.A	-27.79%	-9.61%	-16.07%	N.A	-1.38%	-14.06%	34.54%	49.56%	18.59%	22.70%
稅後純益	-17.98%	N.A	-26.44%	-2.41%	-8.98%	N.A	4.10%	-5.51%	27.09%	49.56%	18.59%	22.70%

註1：稅後EPS以股本29.90億元計算

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。