



## 研究報告

## 美利達(9914.TT)

買進(調升)

TP：215

歐美庫存去化近尾，中高階車款與電動自行車需求將逐步回溫

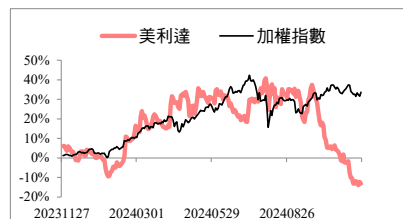
## 核心觀點

考量公司已反應去庫存不利等影響加上評價偏低，看好隨著SBC今年有望轉虧為盈，歐美需求逐步回溫，目前PER 18倍位於下緣，故將評等調升至「買進」。

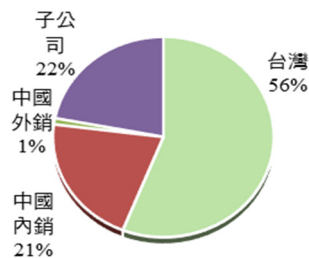
## 交易資料

收盤價	173.00
市值(億元)	517.30
流通在外股數(百萬股)	299.00
本益比	18.60
股價淨值比	2.28
240日股價(低/均/高)	144.5/205.1/260
60日均成交額(百萬元)	171.32

## 相對報酬率



## 2025年產品組合預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	51%至 65%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之非金融電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：蘇怡禎

syj214134-71478@esunsec.com.tw

## 重要訊息

美利達1月營收25億元，月增39.1%，年增58.9%，主要是遞延出貨認列推升單月走高，目前公司評價偏低，故出具報告更新近況。

## 玉山觀點

**部份出貨遞延推升1月營收。**美利達1月營收25億元，月增39.1%，年增58.9%，其中，台灣廠主要外銷歐美為主，受到高單價新車款延後生產，出貨遞延而推升1月營收走高。

**歐美市場庫存回到健康水位，需求逐步回溫趨勢向上。**展望25Q1，由於10月到2月為淡季，主因冬季騎車及購車的人較少，但從3月開始進入銷售旺季，需求將回升。歐美市場過去兩年歷經去庫存階段，使台灣廠營收佔比下滑至4成多，但隨著市場逐步回溫，預估佔比將重回50%以上常態。公司目前存貨天數自23Q4見高後至24Q3已回落至120天，在新訂單逐漸回溫下，公司樂觀看待歐美趨勢向上；而中國市場從去年9月開始中低階車款出現供過於求，預期銷售量往下，僅高階持穩帶動ASP往上，預估美利達25Q1營收64.28億元，季增10.5%，毛利率18.5%，稅後EPS 1.56元。

**中高階自行車與電動自行車為今年銷售成長主力。**展望全年，我們看好原因如下：(1)隨著歐美需求逐步回溫及新車款推出下有望帶動換車需求，預計公路車、礮石車、電動登山車仍為今年銷售主力。(2)中國公路車銷售佔比由2023年低於10%提升至24H1的30%~40%左右，明顯受惠運動風氣改善所帶動，將有望持續提升高階自行車佔比。(3)轉投資SBC庫存在去年中恢復至疫情前正常水位，在折扣車種減少下，加上新車種推出，毛利率將逐步改善，今年有望轉虧為盈；預估2025年營收324.6億元，年增9.5%，毛利率18.6%，稅後EPS 9.3元。

## 投資建議

考量公司庫存去化已接近尾聲，看好隨著SBC今年有望轉虧為盈，歐美需求逐步回溫，目前PER 18倍位於過往15~25倍下緣，故將評等調升至「買進」，目標價215元(23倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024(E)	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	29,647	6,428	7,943	9,401	8,696	32,468
YoY	8.8%	10.0%	-14.8%	8.5%	49.6%	9.5%
毛利率	19.2%	18.5%	18.5%	18.6%	18.6%	18.6%
營益率	11.2%	9.3%	11.0%	11.5%	10.8%	10.8%
稅後淨利	2,095	467	690	865	759	2,781
EPS(元)	7.01	1.56	2.31	2.89	2.54	9.30

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	5,815	6,428	5,815	6,428	0.00	0.00
毛利	1,087	1,188	1,087	1,188	0.00	0.00
營業利益	517	597	517	597	0.00	0.00
稅前淨利	446	682	446	682	0.00	0.00
稅後淨利	334	467	334	467	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.12	1.56	1.12	1.56	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	18.69	18.49	18.69	18.49	0.00	0.00
營益率	8.89	9.29	8.89	9.29	0.00	0.00
淨利率	7.67	10.61	7.67	10.61	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/02)

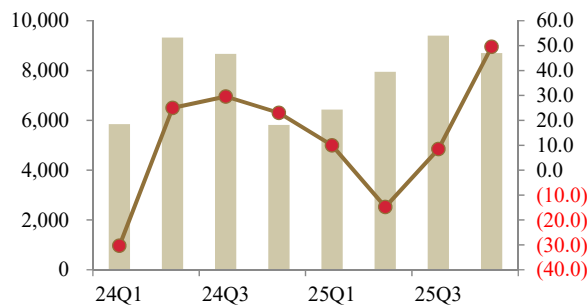
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,845	9,323	8,664	5,815	29,647	6,428	7,943	9,401	8,696	32,468
營業毛利	1,074	1,943	1,580	1,087	5,684	1,188	1,470	1,748	1,621	6,027
營業費用	582	675	517	570	2,345	591	599	663	680	2,533
營業利益	532	1,132	1,137	517	3,317	597	871	1,085	942	3,494
淨業外收支	78	(116)	(232)	(71)	(341)	85	95	118	130	428
稅前淨利	610	1,015	906	446	2,976	682	966	1,202	1,072	3,922
稅後淨利	416	656	690	334	2,095	467	690	865	759	2,781
EPS(元)	1.39	2.19	2.31	1.12	7.01	1.56	2.31	2.89	2.54	9.30
財務比率										
毛利率	18.38	20.84	18.24	18.69	19.17	18.49	18.51	18.59	18.64	18.56
營業利益率	9.10	12.14	13.13	8.89	11.19	9.29	10.96	11.54	10.83	10.76
稅前淨利率	10.43	10.89	10.45	7.67	10.04	10.61	12.16	12.79	12.33	12.08
YoY(%)										
營業收入	(30.30)	24.98	29.54	23.02	8.75	9.96	(14.79)	8.50	49.55	9.52
營業毛利	(25.14)	40.74	28.42	1.77	11.15	10.60	(24.35)	10.62	49.17	6.03
營業利益	(45.00)	15.59	31.22	(9.88)	(2.02)	12.25	(23.08)	(4.60)	82.21	5.32
稅前淨利	(27.79)	(9.61)	(16.07)	-	8.24	11.84	(4.86)	32.79	140.46	31.78
稅後淨利	(26.4)	(2.41)	(8.98)	-	23.85	12.28	5.32	25.29	127.31	32.72
QoQ(%)										
營業收入	23.67	59.49	(7.06)	(32.89)		10.54	23.58	18.35	(7.50)	
營業毛利	0.61	80.88	(18.68)	(31.22)		9.34	23.71	18.91	(7.26)	
營業利益	(7.26)	112.83	0.49	(54.56)		15.51	45.85	24.63	(13.22)	
稅前淨利	-	66.56	(10.80)	(50.77)		52.92	41.68	24.49	(10.85)	
稅後淨利	-	57.67	5.28	(51.63)		39.85	47.89	25.25	(12.25)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

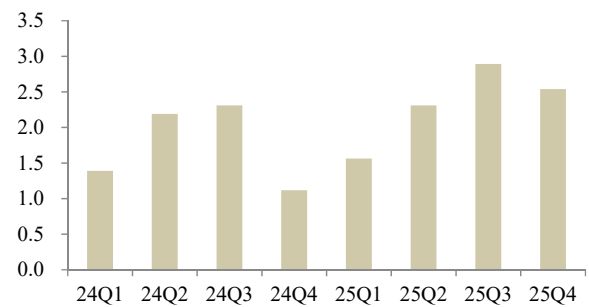
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



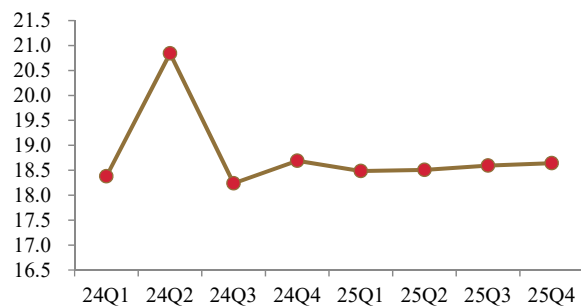
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



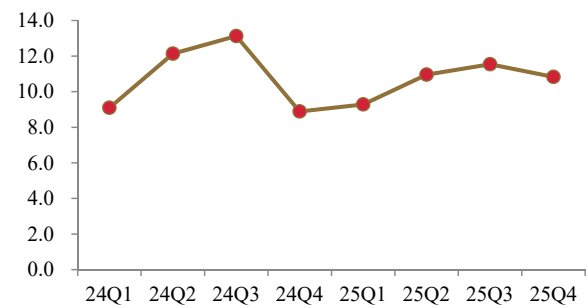
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



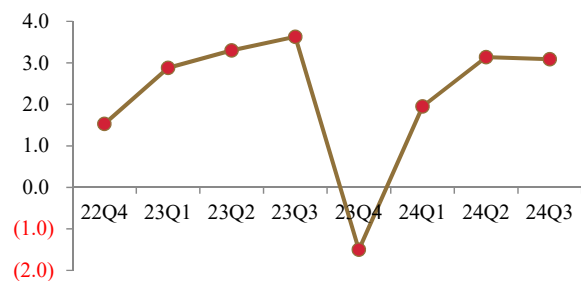
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



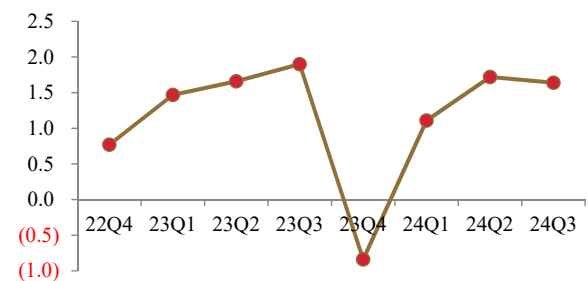
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)

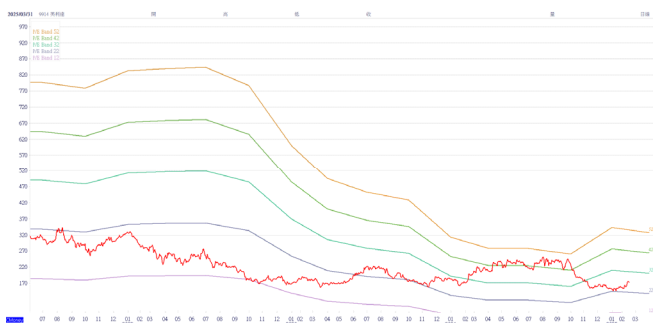


圖表 9、稅後資產報酬率

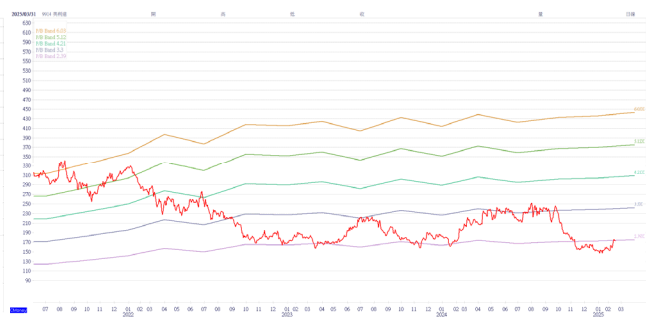
(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/02)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	37,003	27,261	29,647	32,468
營業成本	30,612	22,147	23,963	26,441
營業毛利	6,391	5,114	5,684	6,027
營業費用	2,258	2,238	2,345	2,533
營業利益	3,437	3,386	3,317	3,494
營業外收支淨額	1,060	-636	-341	428
稅前淨利	4,498	2,750	2,976	3,922
稅後淨利	3,389	1,692	2,095	2,781
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990
EPS(元)	11.34	5.67	7.01	9.30
年成長率				
營收	25.9%	-26.3%	8.8%	9.5%
營業利益	116.3%	-1.5%	-2.0%	5.3%
稅前淨利	-27.5%	-38.9%	8.2%	31.8%
母公司稅後淨利	-27.1%	-50.1%	23.8%	32.7%
獲利能力比率				
毛利率	17.3%	18.8%	19.2%	18.6%
營業利益率	9.3%	12.4%	11.2%	10.8%
稅前淨利率	12.2%	10.1%	10.0%	12.1%
稅後淨利率	9.2%	6.2%	7.1%	8.6%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	20,426	15,800	17,139	18,722
現金及約當現金	5,425	3,459	3,762	4,120
存貨	10,235	9,532	10,366	11,353
應收帳款及票據	3,848	2,305	2,507	2,745
其他流動資產	919	504	504	504
長期投資	18,920	18,955	18,955	18,955
固定資產	2,446	2,304	2,072	1,834
其他長期資產	761	1,097	1,097	1,097
資產總額	42,553	38,157	39,264	40,608
流動負債	15,226	11,017	12,460	13,121
應付帳款及票據	5,808	2,833	3,081	3,375
短期借款	5,015	6,089	6,622	7,252
什項負債	4,404	2,094	2,369	2,494
非流動負債	5,832	5,570	5,413	4,765
負債總額	21,059	16,587	17,873	17,886
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990
資本公積	416	630	630	630
保留盈餘	17,844	17,538	18,347	19,679
股東權益總額	20,584	20,520	21,391	22,723

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	4,498	2,750	2,976	3,922
折舊及攤提費用	330	335	332	334
本期營運資金變動	-672	-3,365	-788	-932
其他項目	-2,425	18	20	22
營運活動之現金流量	1,730	-262	2,540	3,346
資本支出	-108	-91	-100	-96
本期長期投資變動	0	2	0	0
其他項目	6	-514	-1,227	-1,426
投資活動之現金流量	-102	-603	-1,327	-1,521
短期借款及票券變動	2,198	1,046	533	630
舉措/償還長期借款	266	25	-157	-648
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-2,395	-2,094	-1,286	-1,449
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	12	-1,084	-911	-1,467
匯率影響數	100	-16	0	0
本期現金流量	1,740	-1,966	303	358
期末現金及約當現金	5,425	3,459	3,762	4,120

重要財務比率	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	49.5%	43.5%	45.5%	44.0%
槓桿比率	102.3%	80.8%	83.6%	78.7%
流動比率	134.1%	143.4%	137.5%	142.7%
速動比率	66.9%	56.9%	54.4%	56.2%
存貨週轉率(次)	3.41	2.24	2.41	2.43
存貨週轉天數	105.61	160.66	149.47	147.85
應收帳款週轉率(次)	4.07	4.35	4.95	4.17
應收帳款週轉天數	25.35	30.04	29.21	29.12
總資產週轉率(次)	0.87	0.71	0.76	0.80
淨值週轉率(次)	1.80	1.33	1.39	1.43
股東權益報酬率	17.7%	8.2%	10.0%	12.6%
總資產報酬率	8.9%	4.5%	5.4%	7.0%
OCF/流動負債	11.4%	-2.4%	20.4%	25.5%
每股比率				
每股淨值(元)	59.38	68.84	71.54	76.00
每股營收(元)	123.76	91.18	99.16	108.60
每股盈餘(元)	11.34	5.67	7.01	9.30
每股現金股利(元)	7.00	6.00	4.30	4.85
現金股利配發率	61.7%	105.8%	61.4%	52.1%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法