

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價 166.50 元

目標價

3 個月 163

12 個月 163

## 美利達(9914 TT)

Neutral

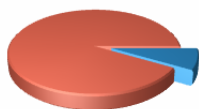
### 近期報告日期、評等及前日股價

03/06/2025	到達目標價	190.00
02/26/2025	Trading Buy	172.50
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

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,990
市值(億元)	498
目前每股淨值(元)	71.83
外資持股比(%)	33.59
投信持股比(%)	1.53
董監持股比(%)	22.33
融資餘額(張)	1,947
現金股息配發率(%)	--

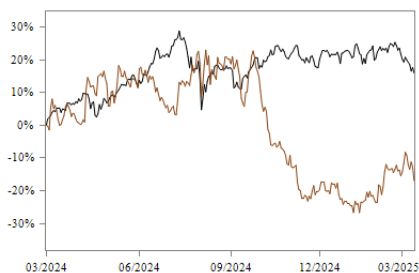
### 產品組合



- 成車: 91.91%
- 自行車車架及零組件: 8.09%

### 股價相對大盤走勢

— 9914 — TWSE



業外轉投資表現不佳造成虧損。

**投資建議：**預期美利達 2025 年中國市場銷售將轉弱，但歐美可望回穩，預估 2025 年營收 314.72 億元，YoY+6.21%，但下修毛利率及業外獲利預估，因此下修 2024 年 EPS 預估至 5.91 元。

考量(1) SBC 提列遞延所得稅資產減損，隱含未來幾年內 SBC 獲利難再回到過往水準的評估。車店通路投資商譽損失出現，顯示疫情後美國人工薪資成本及店租成本上升，使得通路車店獲利下降價值下滑，讓 SBC 未來獲利回升增加難度。(2) 2025 年美利達對歐美市場的出貨可望恢復成長，電動自行車推出新車款，可推動台灣廠 2025 年的出貨量將有兩位數成長。但中國市場的出貨量預期將有兩位數的下滑。(3) SBC 2024 年庫存已降至正常水準，但美利達自有品牌的庫存仍高於正常水準約二個月，需待今年銷售旺季來臨後才會回到正常水準。對美利達的投資建議為 Neutral。

**業外認列高額減損 4Q24 出現單季虧損，稅後 EPS -8.23 元：**美利達 4Q24 因業外轉投資出現大額虧損，且本業毛利率下滑，單季出現虧損，稅後 EPS -8.23 元，低於預期。美利達轉投資 SBC 因為提列遞延所得稅資產減損及車店通路投資商譽損失，業外損失約 30 億元，是造成美利達 4Q24 出現虧損的主因。

**轉投資提列遞延所得稅資產減損及車店通路商譽損失，認為 SBC 未來獲利回升難度不低：**認為 SBC 一次提列大量遞延所得稅資產減損，雖然沒有現金流出，未來 SBC 若恢復獲利也能再將已提列減損的所得稅資產重新認列，但也隱含未來幾年內 SBC 獲利難再回到過往水準的評估。此外，認列車店通路投資商譽損失，主要因為疫情期間為了擴大銷售大量收購的車店，在疫情後的估值下降故有提列損失的必要。認為車店通路商譽損失出現，顯示在疫情後美國人工薪資成本及店租成本上升，讓實體通路經營成本增加，但疫後自行車需求回到正常水準，營收獲利相對下滑，使得通路車店獲利下降、價值下滑，讓 SBC 未來獲利回升增加難度。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	29,633	31,472	32,113	4,727	5,845	9,323	8,664	5,801	6,756	8,594	9,706	6,415
營業毛利淨額	5,326	5,012	4,930	1,068	1,074	1,943	1,580	751	1,042	1,403	1,635	931
營業利益	3,033	2,628	2,576	573	532	1,132	1,137	232	518	752	958	400
稅後純益	-699	1,768	2,279	-303	416	656	690	-2,461	368	523	740	137
稅後 EPS(元)	-2.34	5.91	7.62	-1.01	1.39	2.19	2.31	-8.23	1.23	1.75	2.47	0.46
毛利率(%)	17.97%	15.92%	15.35%	24.90%	19.06%	19.38%	19.10%	12.95%	15.42%	16.33%	16.85%	14.51%
營業利益率(%)	10.24%	8.35%	8.02%	12.13%	9.10%	12.14%	13.13%	4.00%	7.66%	8.75%	9.87%	6.23%
稅後純益率(%)	-2.36%	5.62%	7.10%	-6.42%	7.11%	7.03%	7.97%	-42.42%	5.45%	6.08%	7.62%	2.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	8.70%	6.21%	2.04%	-29.33%	23.67%	59.49%	-7.06%	-33.05%	16.47%	27.21%	12.94%	-33.90%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	28.90%	N.A	N.A	57.67%	5.28%	N.A	N.A	41.91%	41.46%	-81.44%

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 3 月 14 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 67.56 億元，YoY+15.58%，QoQ+16.47%，稅後 EPS 1.23 元：

預估美利達 1Q25 營收 67.56 億元，YoY+15.58%，QoQ+16.47%，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。預估稅後 EPS 1.23 元。

## 業外認列高額減損 4Q24 出現單季虧損，稅後 EPS -8.23 元：

美利達 4Q24 因業外轉投資出現大額虧損，且本業毛利率下滑，單季出現虧損，稅後 EPS -8.23 元，低於預期。美利達轉投資 SBC 因為提列遞延所得稅資產減損及車店通路投資商譽損失，業外損失約 30 億元，是造成美利達 4Q24 出現虧損的主因。

## 轉投資提列遞延所得稅資產減損及車店通路商譽損失，認為 SBC 未來獲利回升難度不低：

認為 SBC 一次提列大量遞延所得稅資產減損，雖然沒有現金流出，未來 SBC 若恢復獲利也能再將已提列減損的所得稅資產重新認列，但也隱含未來幾年內 SBC 獲利難再回到過往水準的評估。此外，認列車店通路投資商譽損失，主要因為疫情期間為了擴大銷售大量收購的車店，在疫情後的估值下降故有提列損失的必要。認為車店通路商譽損失出現，顯示在疫情後美國人工薪資成本及店租成本上升，讓實體通路經營成本增加，但疫後自行車需求回到正常水準，營收獲利相對下滑，使得通路車店獲利下降、價值下滑，讓 SBC 未來獲利回升增加難度。

## 投資建議：

預期美利達 2025 年中國市場銷售將轉弱，但歐美可望回穩，預估 2025 年營收 314.72 億元，YoY+6.21%，但下修毛利率及業外獲利預估，因此下修今年 EPS 預估至 5.91 元。

考量(1) SBC 提列遞延所得稅資產減損，隱含未來幾年內 SBC 獲利難再回到過往水準的評估。車店通路投資商譽損失出現，顯示疫情後美國人工薪資成本及店租成本上升，使得通路車店獲利下降價值下滑，讓 SBC 未來獲利回升增加難度。(2)2025 年美利達對歐美市場的出貨可望恢復成長，電動自行車推出新車款，可推動台灣廠 2025 年的出貨量將有兩位數成長。但中國

2025 年 3 月 14 日

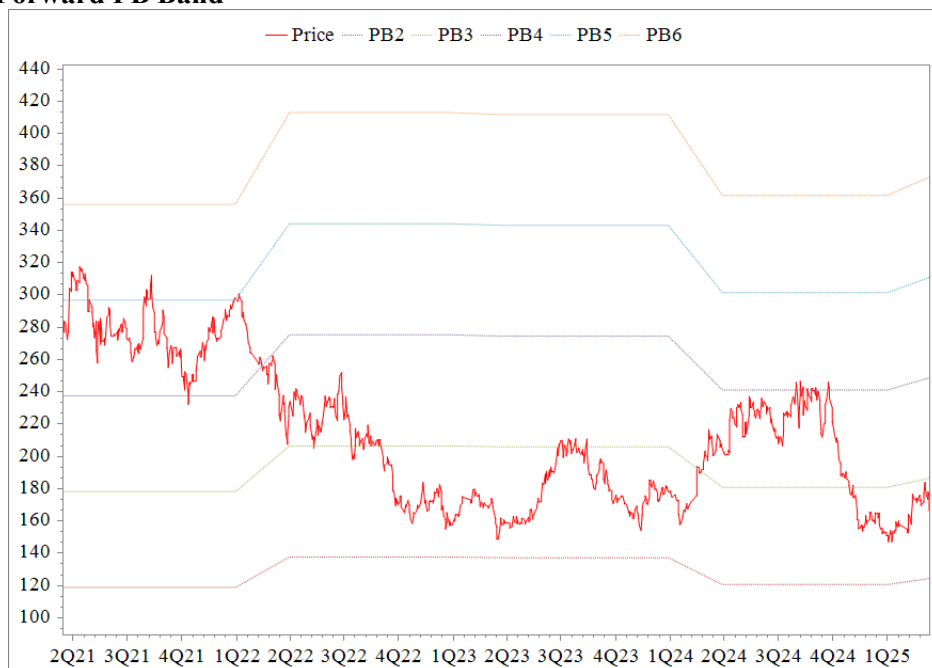
市場的出貨量預期將有兩位數的下滑。(3)SBC 2024 年庫存已降至正常水準，但美利達自有品牌的庫存仍高於正常水準約二個月，需待今年銷售旺季來臨後才會回到正常水準。對美利達的投資建議為 Neutral。

## 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 3 月 14 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	42,553	38,157	36,847	35,218	36,872
流動資產	20,426	15,800	13,833	17,022	14,461
現金及約當現金	5,425	3,459	3,392	3,936	3,434
應收帳款與票據	3,848	2,305	2,404	3,115	2,516
存貨	10,235	9,532	4,041	9,733	4,417
採權益法之投資	18,920	18,955	19,576	15,022	19,006
不動產、廠房設備	2,446	2,304	2,304	2,304	2,304
<b>負債總計</b>	<b>21,059</b>	<b>16,587</b>	<b>17,656</b>	<b>15,433</b>	<b>16,273</b>
流動負債	15,226	11,017	10,246	11,739	10,042
應付帳款及票據	5,858	2,898	5,884	3,540	6,141
非流動負債	5,832	5,570	4,423	3,051	2,987
<b>權益總計</b>	21,495	21,570	19,191	19,786	20,599
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990
保留盈餘	17,844	17,538	15,159	15,753	16,567
母公司業主權益	20,584	20,520	18,026	18,598	19,382
<b>負債及權益總計</b>	<b>42,553</b>	<b>38,157</b>	<b>36,847</b>	<b>35,218</b>	<b>36,872</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	1,730	-262	651	1,367	3,538
稅前純益	4,498	2,750	-733	2,267	2,922
折舊及攤銷	330	335	253	253	253
營運資金變動	-2,791	-714	8,378	-8,747	8,516
其他營運現金	-306	-2,633	-7,248	7,594	-8,153
<b>投資活動現金</b>	-102	-603	-236	64	-431
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	-36	264	-231
<b>籌資活動現金</b>	12	-1,084	-482	-887	-3,609
長借/公司債變動	266	25	-1,146	-1,371	-64
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,395	-2,094	-1,794	-1,196	-1,495
其他籌資現金	2,141	985	2,458	1,681	-2,050
<b>淨現金流量</b>	1,740	-1,966	-67	543	-501
<b>期初現金</b>	3,685	5,425	3,459	3,392	3,936
<b>期末現金</b>	5,425	3,459	3,392	3,936	3,434

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	37,003	27,261	29,633	31,472	32,113
營業成本	30,612	22,147	24,284	26,460	27,183
<b>營業毛利淨額</b>	5,696	5,624	5,326	5,012	4,930
營業費用	2,258	2,238	2,293	2,384	2,353
<b>營業利益</b>	3,437	3,386	3,033	2,628	2,576
<b>EBITDA</b>	4,861	3,202	-211	2,803	4,155
業外收入及支出	1,017	-748	-476	-361	345
稅前純益	4,498	2,750	-733	2,267	2,922
所得稅	1,043	951	-147	476	614
稅後純益	3,389	1,692	-699	1,768	2,279
稅後 EPS(元)	11.33	5.66	-2.34	5.91	7.62
完全稀釋 EPS**	11.33	5.66	-2.34	5.91	7.62

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
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	25.90%	-26.33%	8.70%	6.21%	2.04%
營業毛利淨額	46.04%	-1.26%	-5.29%	-5.91%	-1.63%
營業利益	116.28%	-1.50%	-10.42%	-13.35%	-1.96%
稅後純益	-27.11%	-50.08%	N.A	N.A	28.90%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	15.39%	20.63%	17.97%	15.92%	15.35%
EBITDA(%)	13.14%	11.74%	-0.71%	8.91%	12.94%
營益率	9.29%	12.42%	10.24%	8.35%	8.02%
稅後純益率	9.16%	6.21%	-2.36%	5.62%	7.10%
總資產報酬率	7.96%	4.43%	-1.90%	5.02%	6.18%
股東權益報酬率	15.77%	7.84%	-3.64%	8.94%	11.06%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	49.49%	43.47%	47.92%	43.82%	44.13%
負債/淨值比(%)	97.97%	76.90%	92.00%	78.00%	79.00%
流動比率(%)	134.15%	143.42%	135.00%	145.00%	144.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	107.08	162.89	102.00	95.00	95.00
應收帳款天數	29.23	41.19	29.00	32.00	32.00

2025 年 3 月 14 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	5,801	6,756	8,594	9,706	6,415	6,818	8,911
營業成本	5,458	3,659	4,771	7,380	7,084	5,050	5,714	7,191	8,071	5,485	5,778	7,509
營業毛利淨額	1,230	1,068	1,074	1,943	1,580	751	1,042	1,403	1,635	931	1,040	1,402
營業費用	451	603	582	675	517	519	524	651	677	531	453	634
營業利益	867	573	532	1,132	1,137	232	518	752	958	400	587	768
業外收入及支出	212	-870	78	-116	-232	-205	-45	-82	-10	-224	41	41
稅前純益	1,079	-297	610	1,015	906	-3,263	472	670	948	176	627	808
所得稅	287	35	177	310	215	-848	99	141	199	37	132	170
稅後純益	758	-303	416	656	690	-2,461	368	523	740	137	489	631
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	-8.23	1.23	1.75	2.47	0.46	1.64	2.11

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	19.69%	24.90%	19.06%	19.38%	19.10%	12.95%	15.42%	16.33%	16.85%	14.51%	15.25%	15.73%
營業利益率(%)	12.96%	12.13%	9.10%	12.14%	13.13%	4.00%	7.66%	8.75%	9.87%	6.23%	8.61%	8.61%
稅後純益率(%)	11.34%	-6.42%	7.11%	7.03%	7.97%	-42.42%	5.45%	6.08%	7.62%	2.14%	7.18%	7.08%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-10.34%	-29.33%	23.67%	59.49%	-7.06%	-33.05%	16.47%	27.21%	12.94%	-33.90%	6.27%	30.71%
營業利益	-11.48%	-33.84%	-7.26%	112.83%	0.49%	-79.57%	122.82%	45.36%	27.34%	-58.25%	46.70%	30.82%
稅前純益	-3.94%	N.A	N.A	66.56%	-10.80%	N.A	N.A	41.91%	41.46%	-81.44%	256.53%	28.83%
稅後純益	12.88%	N.A	N.A	57.67%	5.28%	N.A	N.A	41.91%	41.46%	-81.44%	256.53%	28.83%

## YoY(%)

營業收入淨額	-29.06%	-55.45%	-30.30%	24.98%	29.54%	22.72%	15.58%	-7.81%	12.03%	10.60%	0.91%	3.69%
營業利益	-8.98%	-50.11%	-45.00%	15.59%	31.22%	-59.49%	-2.66%	-33.52%	-15.76%	72.20%	13.37%	2.03%
稅前純益	-12.13%	N.A	-27.79%	-9.61%	-16.07%	N.A	-22.52%	-33.99%	4.70%	N.A	32.86%	20.62%
稅後純益	-17.98%	N.A	-26.44%	-2.41%	-8.98%	N.A	-11.40%	-20.26%	7.15%	N.A	32.86%	20.62%

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。