



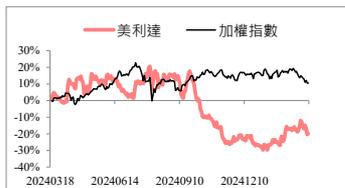
## 核心觀點

歐美庫存去化已達尾聲，看好自行車新品上市將有望帶動換車需求；轉投資 SBC 一次性提列減損，並非本業營運虧損，公司銷售具競爭力有望改善營收獲利。目前 PER 19 倍，維持「買進」之投資評等。

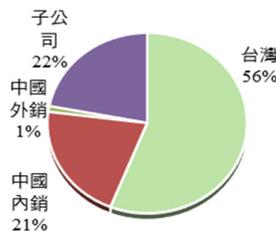
## 交易資料

收盤價	167.50
市值(億元)	500.80
流通在外股數(百萬股)	299.00
本益比	19.37
股價淨值比	2.32
240 日股價(低/均/高)	144.5/202.72/25
240 日股價(低/均/高)	9.5
60 日均成交額(百萬元)	240.62

## 相對報酬率



## 2025年區域營收組合預估



## 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

sjj214134-71478@esunsec.com.tw

## 研究報告

# 美利達(9914.TT)

買進(維持)

TP：200

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

## 重要訊息

公司舉辦法說會，24Q4認列業外投資損失，全年虧損2.34元。

## 玉山觀點

**受24Q4一次性業外投資損失拖累全年EPS -2.34元。**美利達去年本業獲利EPS 9.17元，業外轉投資虧損EPS -11.51元，來自SBC及美利達各國通路商係因提列：(1)遞延所得稅資產減損。(2)車店通路的投資商譽損失。兩者皆為年度一次性的提列，並非日常銷售營運損失。

**25Q1有望優於去年同期。**1月、2月營收累計已達47億，達成率72%，Q1主要動能除了來自中國市場開學季需求之外，部份電動車來自去年新高價車款出貨遞延，推升營收成長；3月即將步入自行車旺季，預估25Q1營收64.70億元，季增11.5%，年增10.7%，毛利率17.4%，稅後EPS 1.45元。

**歐美去庫存已達尾聲，預估高單價新款電動自行車雙位數成長。**展望全年，我們看好：(1)歐美去庫存結束，3月底台灣自行車展將有新車款推出有望帶動換車需求，過往Q2、Q3為自行車銷售旺季，看好電動登山車及公路車銷售動能延續。(2)目前臺灣廠日均產量1300輛相較先前1000輛回升，稼動率已逐步上升。(3)轉投資SBC，2024年營收年衰退8%，但庫存回到4至5個月健康水位，本業虧損已逐步收斂，去年已近損益兩平。惟考量中國市場自去年9月開始需求反轉向下，公路車及中低階車款仍處供過於求情況下，今年相對壓力大，故略微下修中國廠營收，我們下修2025年營收316.5億元，年增6.8%，毛利率18.2%，稅後EPS 8.65元。

## 投資建議

歐美庫存去化已達尾聲，看好自行車新品上市將有望帶動換車需求；轉投資SBC一次性提列減損，並非本業營運虧損，公司銷售具競爭力有望改善營收獲利。目前PER 19倍，維持「買進」之投資評等，惟下修目標價至200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	29,633	6,470	8,010	9,115	8,057	31,652
YoY	8.7%	10.7%	-14.1%	5.2%	38.9%	6.8%
毛利率	18.0%	17.4%	18.2%	18.5%	18.3%	18.2%
營益率	10.2%	8.0%	10.1%	10.6%	9.3%	9.6%
稅後淨利	-699	433	701	807	645	2,586
EPS(元)	-2.34	1.45	2.35	2.70	2.16	8.65

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	5,801	6,470	5,815	6,428	(0.24)	0.65
毛利	751	1,128	1,087	1,188	(30.92)	(5.07)
營業利益	233	516	517	597	(54.96)	(13.50)
稅前淨利	(3,262)	585	446	682	(831.77)	(14.14)
稅後淨利	(2,460)	433	343	491	(817.61)	(11.88)
每股盈餘(元)	(8.23)	1.45	1.12	1.56	(836.96)	(7.35)
財務比率(%)						
毛利率	12.94	17.43	18.69	18.49	(30.75)	(5.69)
營益率	4.01	7.98	8.89	9.29	(54.85)	(14.06)
淨利率	(56.24)	9.05	7.67	10.61	(833.54)	(14.70)

資料來源：玉山投顧(2025/03)

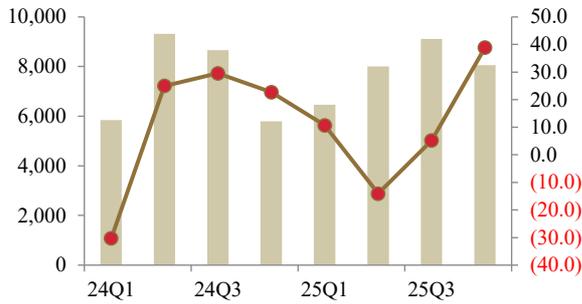
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,845	9,323	8,664	5,801	29,633	6,470	8,010	9,115	8,057	31,652
營業毛利	1,074	1,943	1,580	751	5,348	1,128	1,459	1,690	1,474	5,750
營業費用	582	675	517	518	2,293	612	653	727	723	2,714
營業利益	532	1,132	1,137	233	3,033	516	807	963	751	3,036
淨業外收支	78	(116)	(232)	(3,495)	(3,765)	69	142	160	88	460
稅前淨利	610	1,015	906	(3,262)	(732)	585	949	1,123	839	3,496
稅後淨利	416	656	690	(2,460)	(699)	433	701	807	645	2,586
EPS(元)	1.39	2.19	2.31	(8.23)	(2.34)	1.45	2.35	2.70	2.16	8.65
財務比率										
毛利率	18.38	20.84	18.24	12.94	18.05	17.43	18.22	18.54	18.29	18.17
營業利益率	9.10	12.14	13.13	4.01	10.24	7.98	10.07	10.56	9.31	9.59
稅前淨利率	10.43	10.89	10.45	(56.24)	(2.47)	9.05	11.85	12.32	10.41	11.04
YoY(%)										
營業收入	(30.30)	24.98	29.54	22.72	8.70	10.68	(14.08)	5.20	38.90	6.81
營業毛利	(25.14)	40.74	28.42	(29.69)	4.58	5.00	(24.89)	6.93	96.28	7.52
營業利益	(45.00)	15.59	31.22	(59.41)	(10.41)	(2.90)	(28.70)	(15.36)	222.47	0.09
稅前淨利	(27.79)	(9.61)	(16.07)	-	(126.62)	(3.97)	(6.49)	23.98	-	-
稅後淨利	(26.4)	(2.41)	(8.98)	-	(141.29)	4.04	6.98	16.87	-	-
QoQ(%)										
營業收入	23.67	59.49	(7.06)	(33.05)		11.53	23.80	13.80	(11.61)	
營業毛利	0.61	80.88	(18.68)	(52.49)		50.25	29.38	15.77	(12.79)	
營業利益	(7.26)	112.83	0.49	(79.53)		121.84	56.29	19.29	(22.03)	
稅前淨利	-	66.56	(10.80)	(460.25)		-	62.19	18.26	(25.31)	
稅後淨利	-	57.67	5.28	(456.45)		-	62.13	15.02	(20.01)	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

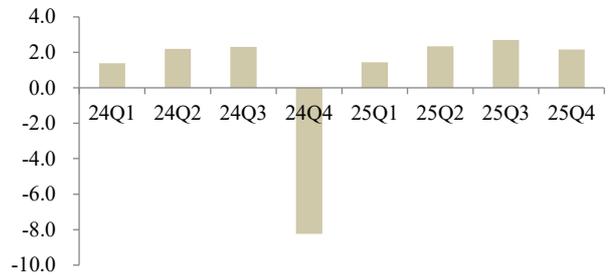
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



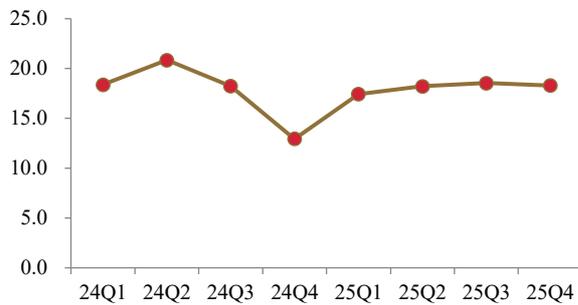
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



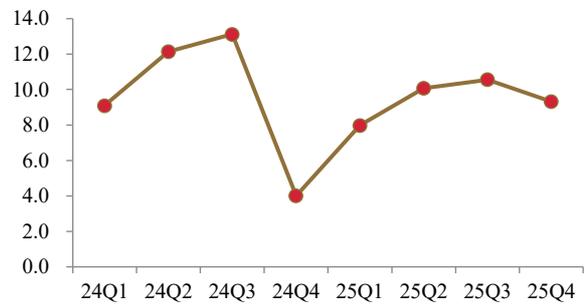
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



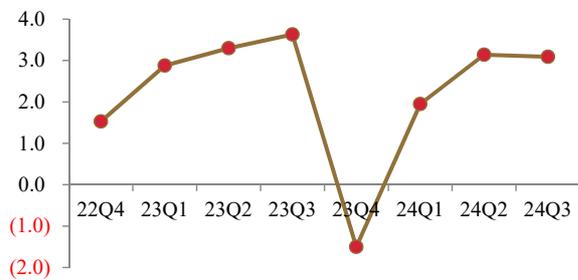
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



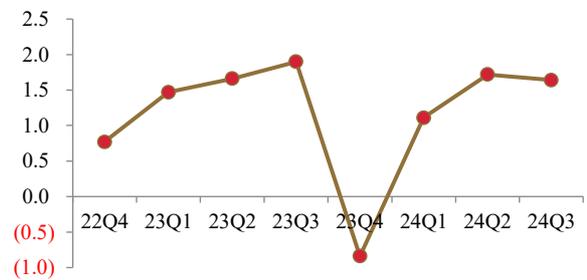
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

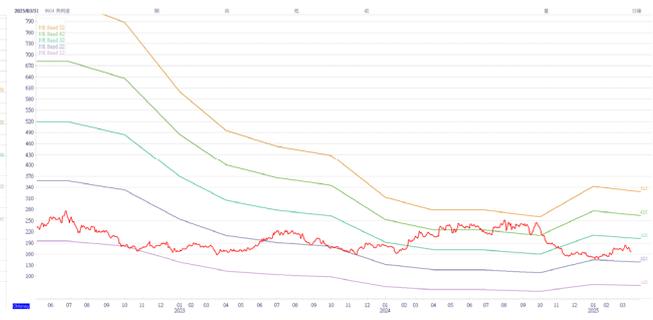
(季未年化)



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(2025/03)

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	37,003	27,261	29,633	31,652
營業成本	30,612	22,147	24,285	25,902
營業毛利	6,391	5,114	5,348	5,750
營業費用	2,258	2,238	2,293	2,714
營業利益	3,437	3,386	3,033	3,036
營業外收支淨額	1,060	-636	-3,765	460
稅前淨利	4,498	2,750	-732	3,496
稅後淨利	3,389	1,692	-699	2,586
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990
EPS(元)	11.34	5.67	-2.34	8.65
年成長率				
營收	25.9%	-26.3%	8.7%	6.8%
營業利益	116.3%	-1.5%	-10.4%	0.1%
稅前淨利	-27.5%	-38.9%	-126.6%	N.A.
母公司稅後淨利	-27.1%	-50.1%	-141.3%	N.A.
獲利能力比率				
毛利率	17.3%	18.8%	18.0%	18.2%
營業利益率	9.3%	12.4%	10.2%	9.6%
稅前淨利率	12.2%	10.1%	-2.5%	11.0%
稅後淨利率	9.2%	6.2%	-2.4%	8.2%

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	20,426	15,800	17,131	18,264
現金及約當現金	5,425	3,459	3,760	4,016
存貨	10,235	9,532	10,361	11,067
應收帳款及票據	3,848	2,305	2,506	2,676
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	39,256	40,151
流動負債	15,226	11,017	12,454	12,791
應付帳款及票據	5,808	2,833	3,080	3,290
短期借款	5,015	6,089	6,619	7,070
什項負債	4,404	2,094	2,368	2,432
非流動負債	5,832	5,570	6,489	5,808
負債總額	21,059	16,587	18,944	18,600
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	17,269	18,507
股東權益總額	20,584	20,520	20,312	21,551

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	4,498	2,750	-732	3,496
折舊及攤提費用	330	335	332	334
本期營運資金變動	-672	-3,365	-783	-667
其他項目	-2,425	18	20	21
營運活動之現金流量	1,730	-262	-1,163	3,184
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	-314	-1,255
投資活動之現金流量	-102	-603	-414	-1,351
短期借款及票券變動	2,198	1,046	530	451
舉措/償還長期借款	266	25	2,544	-831
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	-1,196	-1,197
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	12	-1,084	1,878	-1,577
匯率影響數	100	-16	0	0
本期現金流量	1,740	-1,966	301	256
期末現金及約當現金	5,425	3,459	3,760	4,016

	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	49.5%	43.5%	48.2%	45.9%
槓桿比率	102.3%	80.8%	93.2%	85.0%
流動比率	134.1%	143.4%	137.6%	142.8%
速動比率	66.9%	56.9%	54.4%	56.3%
存貨週轉率(次)	3.41	2.24	2.44	2.42
存貨週轉天數	105.61	160.66	147.45	148.92
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	29.22	29.47
總資產週轉率(次)	0.87	0.71	0.75	0.79
淨值週轉率(次)	1.80	1.33	1.46	1.46
股東權益報酬率	17.7%	8.2%	-3.4%	12.3%
總資產報酬率	8.9%	4.5%	-1.8%	6.5%
OCF/流動負債	11.4%	-2.4%	-9.3%	24.9%
每股比率				
每股淨值(元)	59.38	68.84	67.95	72.60
每股營收(元)	123.76	91.18	99.11	105.87
每股盈餘(元)	11.34	5.67	-2.34	8.65
每股現金股利(元)	7.00	6.00	4.00	4.00
現金股利配發率	61.7%	105.8%	-	46.3%

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