



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

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。

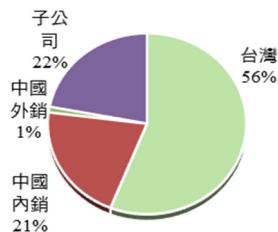
交易資料

| | |
|----------------|--------------------|
| 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) | 144.5/202.72/259.5 |
| 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

syj214134-71478@esunsec.com.tw

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)

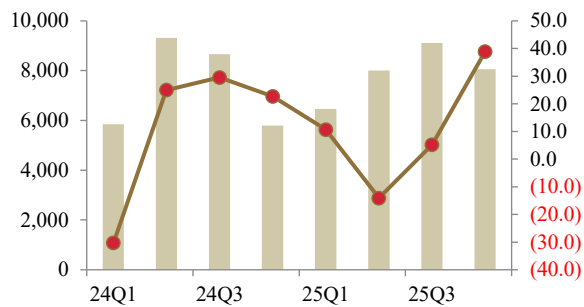
圖表 3、季度財務資訊

| 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 |
| 營業利率率 | 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)

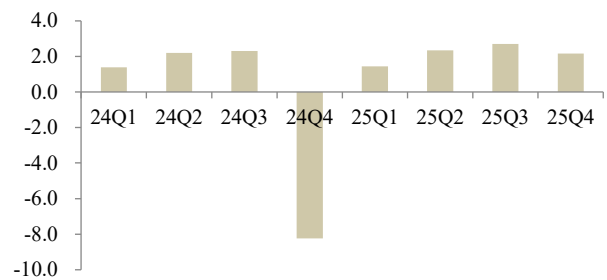
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



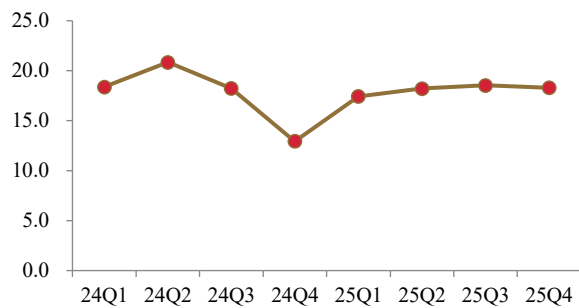
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



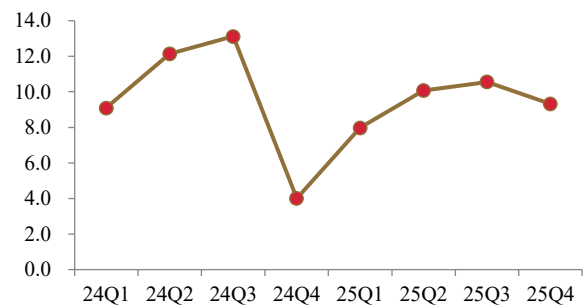
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



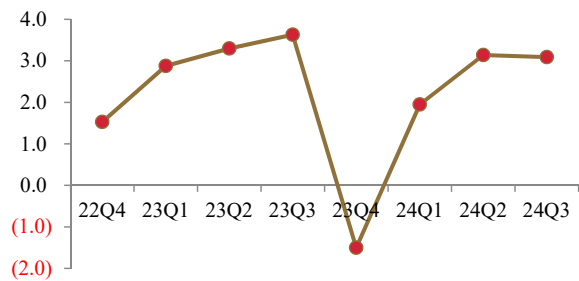
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



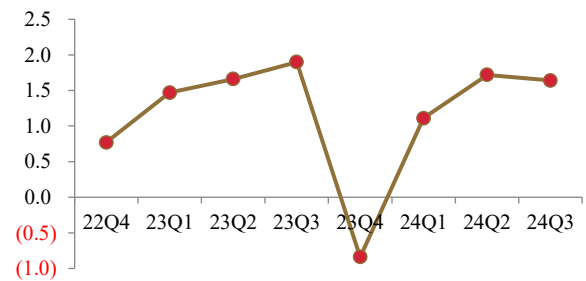
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

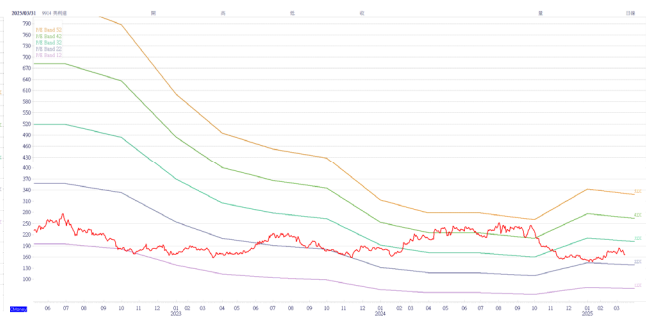
(季末年化)



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(2025/03)

年損益表 單位:百萬元

| | 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% |

資產負債表 單位:百萬元

| | 2022 | 2023 | 2024(E) | 2025(F) |
|---------|--------|--------|---------|---------|
| 流動資產 | 20,426 | 15,800 | 17,131 | 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 |

現金流量表 單位:百萬元

| | 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 |

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% | 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)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