



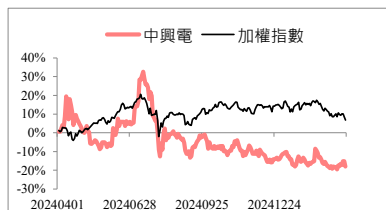
## 核心觀點

上半年因台電人力短缺使得營運放緩，但隨著外籍移工導入，預期下半年拉貨動能逐步轉強，預估2025年EPS 8.34元，目前PER約16倍，評價合理，維持「逢低買進」投資建議。

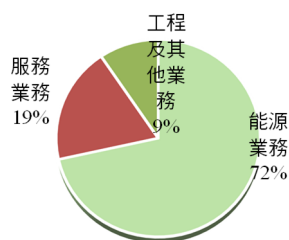
## 交易資料

收盤價	131.00
市值(億元)	659.10
流通在外股數(百萬股)	503.10
本益比	15.72
股價淨值比	3.81
240日股價(低/均/高)	131/169/239
60日均成交額(百萬元)	878.99

## 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	36%至50%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之非金融電子類	41%至60%

資料來源：證基會

研究員：蘇怡禎

syj214134-71478@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 中興電(1513.TT)

## 逢低買進(維持)

TP：150

在手訂單量達393億元，訂單能見度達三年無虞

## 重要訊息

公司舉辦24Q4法說會，更新近況。

## 玉山觀點

**2024年受惠國內外電力設備需求提升，稅後EPS 7.33元。** 24Q4營收69.5億元，季增8.8%，年增18.9%，毛利率25.6%，因處分轉投資及閒置資產，稅後淨利8.5億元，24Q4稅後EPS 1.72元；然2024年受惠國內外電力設備需求提升、再生能源佈局加速、智慧電網等專案推動，2024年營收256億元，年增15.6%，稅後EPS 7.33元。

**2025上半年營運走緩，下半年逐季走強。** 中興電在電力事業群部分，3月已成交35億元(不含風電)，目前在手訂單393億元，今年預計可取得200億元台電統包訂單，訂單能見度達未來3年；氫能業務部份：已取得氫能巴士訂單，預期今年損平。停車場服務部份：今年預估營收36億元，預計2027年將上櫃，此外，中國大陸子公司受惠日本及大陸主要部件需求，預期業務成長20%。惟25H1考量台電因人力短缺因素，上半年營運放緩，預估25Q2營收季增2.2%至66億元，毛利率27.1%，稅後EPS 1.86元。

**電力即國力，AI及雲端資料運算推升電力需求成長。** 國內市場部份，受惠國際大廠在台設置電子數據機房、AI研發中心，預估今年發電機暨空調業務成長15%；海外市場部份，與工研院完成磁浮離心式冰水主機商品化，將成推動市場主力產品，今年有望銷往東南亞。而GIS業務開發市場，以日本為優先，美國次之，預期3-5年後將貢獻公司10%以上營收。經濟部近期中修未來十年用電成長，預估2024年至2033年電力需求年均成長率近3%，目前台電共有22項進行中的能源開發計畫總金額7889億，中長期有利公司營運動能，預估2025年營收287億元，年增12%，稅後EPS 8.34元。

## 投資建議

上半年因台電人力短缺使得營運放緩，隨著外籍移工導入，預期下半年拉貨動能逐步轉強，預估2025年EPS 8.34元，目前PER約16倍，維持「逢低買進」投資建議，目標價150元(18倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	25,609	6,456	6,599	7,383	8,258	28,696
YoY	15.6%	5.2%	7.6%	15.6%	18.8%	12.1%
毛利率	26.2%	25.9%	27.1%	26.8%	26.9%	26.7%
營益率	17.7%	17.6%	18.6%	18.6%	18.6%	18.4%
稅後淨利	3,623	909	936	1,156	1,194	4,194
EPS(元)	7.33	1.81	1.86	2.30	2.37	8.34

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	6,951	6,456	6,951	6,456	0.00	0.00
毛利	1,782	1,670	1,782	1,670	0.00	0.00
營業利益	1,213	1,136	1,213	1,136	0.00	0.00
稅前淨利	1,095	1,143	1,095	1,143	0.00	0.00
稅後淨利	853	909	853	909	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.72	1.81	1.72	1.81	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	25.64	25.87	25.64	25.87	0.00	0.00
營益率	17.46	17.59	17.46	17.59	0.00	0.00
淨利率	15.75	17.70	15.75	17.70	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/03)

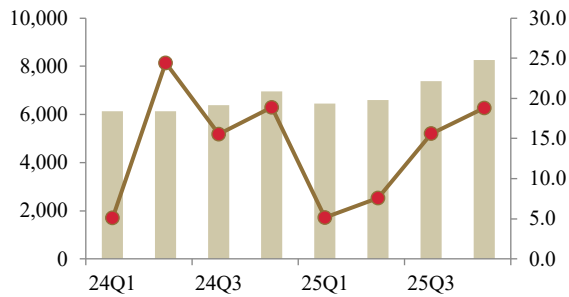
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	6,139	6,134	6,386	6,951	25,609	6,456	6,599	7,383	8,258	28,696
營業毛利	1,812	1,592	1,535	1,782	6,721	1,670	1,790	1,976	2,222	7,658
營業費用	587	473	555	569	2,184	534	563	603	683	2,383
營業利益	1,225	1,119	979	1,213	4,537	1,136	1,227	1,373	1,539	5,275
淨業外收支	(27)	(41)	110	(118)	(76)	7	(62)	108	(17)	36
稅前淨利	1,198	1,078	1,090	1,095	4,461	1,143	1,165	1,481	1,522	5,310
稅後淨利	953	897	920	852	3,623	909	936	1,156	1,194	4,194
EPS(元)	1.93	1.82	1.86	1.72	7.33	1.81	1.86	2.30	2.37	8.34
財務比率										
毛利率	29.52	25.95	24.03	25.64	26.24	25.87	27.13	26.76	26.91	26.69
營業利益率	19.96	18.24	15.34	17.46	17.72	17.59	18.59	18.59	18.64	18.38
稅前淨利率	19.52	17.58	17.06	15.75	17.42	17.70	17.66	20.05	18.43	18.51
YoY(%)										
營業收入	5.09	24.42	15.55	18.88	15.65	5.17	7.58	15.61	18.81	12.05
營業毛利	14.76	(11.04)	(8.89)	30.49	4.71	(7.87)	12.45	28.76	24.67	13.93
營業利益	19.39	(30.05)	25.15	24.07	3.43	(7.29)	9.64	40.18	26.84	16.26
稅前淨利	24.51	-	24.04	12.53	86.11	(4.62)	8.06	35.88	38.99	19.04
稅後淨利	28.0	-	25.08	7.72	128.47	(4.69)	4.33	25.61	40.05	15.77
QoQ(%)										
營業收入	4.99	(0.08)	4.12	8.84		(7.12)	2.22	11.89	11.85	
營業毛利	32.70	(12.17)	(3.60)	16.14		(6.31)	7.20	10.38	12.46	
營業利益	25.27	(8.65)	(12.49)	23.89		(6.39)	8.03	11.89	12.11	
稅前淨利	23.14	(10.00)	1.06	0.48		4.38	1.96	27.07	2.78	
稅後淨利	20.48	(5.89)	2.57	(7.37)		6.59	3.02	23.49	3.27	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

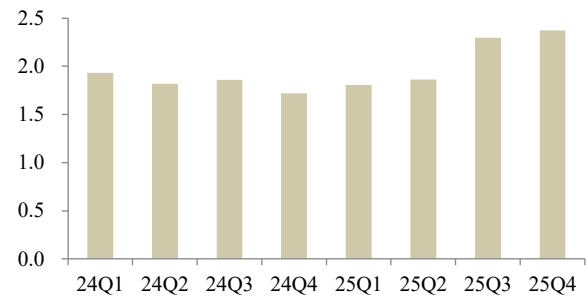
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



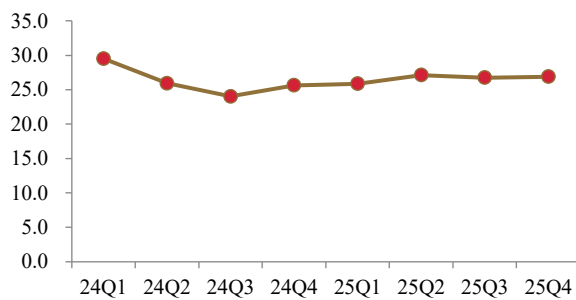
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



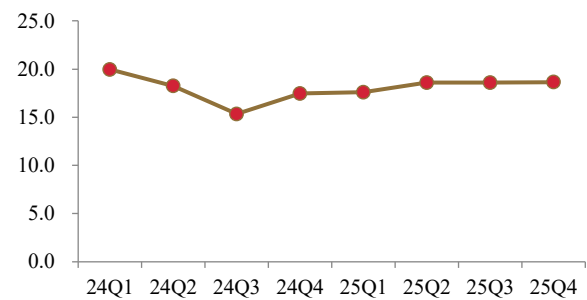
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



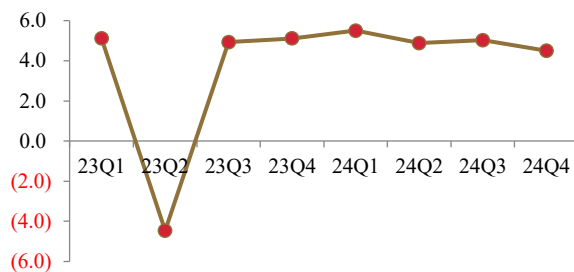
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



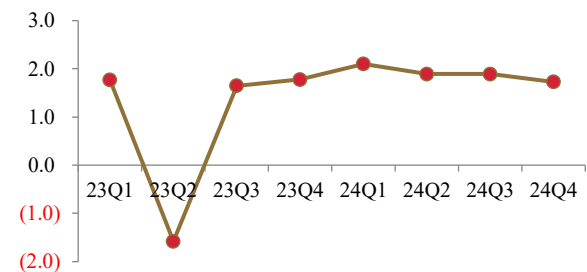
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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	2025(F)
營業收入	18,547	22,145	25,609	28,696
營業成本	13,802	15,726	18,888	21,038
營業毛利	4,744	6,419	6,721	7,658
營業費用	1,893	2,032	2,184	2,383
營業利益	2,851	4,386	4,537	5,275
營業外收支淨額	241	-1,990	-76	36
稅前淨利	3,092	2,397	4,461	5,310
稅後淨利	2,434	1,586	3,623	4,194
普通股股本	4,761	5,031	5,031	5,031
EPS(元)	5.21	3.27	7.33	8.34
年成長率				
營收	2.9%	19.4%	15.6%	12.1%
營業利益	6.5%	53.9%	3.4%	16.3%
稅前淨利	24.7%	-22.5%	86.1%	19.0%
母公司稅後淨利	24.4%	-34.9%	128.5%	15.8%
獲利能力比率				
毛利率	25.6%	29.0%	26.2%	26.7%
營業利益率	15.4%	19.8%	17.7%	18.4%
稅前淨利率	16.7%	10.8%	17.4%	18.5%
稅後淨利率	13.1%	7.2%	14.1%	14.6%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	18,339	19,454	23,104	25,029
現金及約當現金	2,744	2,203	2,741	3,071
存貨	6,613	8,786	10,492	11,757
應收帳款及票據	2,413	1,953	2,743	3,073
其他流動資產	6,570	6,511	7,128	7,128
長期投資	2,009	3,293	4,676	4,676
固定資產	14,331	14,446	13,918	13,087
其他長期資產	6,973	6,978	7,570	7,570
資產總額	41,652	44,171	49,268	50,361
流動負債	13,627	15,435	16,745	18,763
應付帳款及票據	3,881	2,702	3,556	3,985
短期借款	416	535	2,131	2,387
什項負債	9,329	12,199	11,058	12,391
非流動負債	14,660	12,785	13,278	14,294
負債總額	28,287	28,220	30,023	33,057
普通股股本	4,761	5,031	5,031	5,031
資本公積	1,723	2,971	3,007	3,007
保留盈餘	5,872	5,764	7,718	9,270
股東權益總額	13,104	15,754	19,038	17,304

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	3,092	2,397	4,461	5,310
折舊及攤提費用	2,598	2,850	3,287	2,787
本期營運資金變動	2,388	3,318	221	-1,166
其他項目	1,089	1,300	1,503	1,456
營運活動之現金流量	5,471	7,213	3,955	8,387
資本支出	-2,722	-1,700	-701	-1,955
本期長期投資變動	-37	0	-196	0
其他項目	-339	-1,585	464	-4,733
投資活動之現金流量	-3,098	-3,285	-432	-6,688
短期借款及票券變動	-305	112	1,596	257
舉措/償還長期借款	1,190	-1,413	-626	1,016
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	-1,333	-1,667	-1,811	-2,642
其他項目	2	2	2	0
融資活動之現金流量	-1,974	-4,464	-3,053	-1,369
匯率影響數	0	-5	67	0
本期現金流量	400	-540	537	330
期末現金及約當現金	2,744	2,203	2,741	3,071

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	67.9%	63.9%	60.9%	65.6%
槓桿比率	215.9%	179.1%	157.7%	191.0%
流動比率	134.6%	126.0%	138.0%	133.4%
速動比率	86.1%	69.1%	75.3%	70.7%
存貨週轉率(次)	2.23	2.04	1.96	1.89
存貨週轉天數	161.23	176.25	183.71	190.36
應收帳款週轉率(次)	4.05	3.74	3.30	3.51
應收帳款週轉天數	42.17	48.11	43.74	36.48
總資產週轉率(次)	0.45	0.50	0.52	0.57
淨值週轉率(次)	1.42	1.41	1.35	1.66
股東權益報酬率	19.9%	11.0%	20.8%	23.1%
總資產報酬率	6.5%	3.7%	7.8%	8.4%
OCF/流動負債	40.2%	46.7%	23.6%	44.7%
每股比率				
每股淨值(元)	23.92	27.51	31.31	34.39
每股營收(元)	38.95	44.02	50.90	57.04
每股盈餘(元)	5.21	3.27	7.33	8.34
每股現金股利(元)	3.31	3.60	4.60	5.25
現金股利配發率	63.6%	110.1%	62.7%	63.0%

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