

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	151.00 元
目標價	
3 個月	166.00 元
12 個月	166.00 元

雲豹能源(6869 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

03/17/2025	Buy	178.00
02/12/2025	Trading Buy	165.00

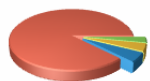
短期電價決議凍漲，不利台電現金流周轉。

投資建議：個股上，雖然雲豹能源 2025 年營運已恢復正常，但產業上考量近期電價上漲事件已過，故調整雲豹能源至 Trading Buy 的投資建議。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,379
市值(億元)	208
目前每股淨值(元)	46.14
外資持股比(%)	2.06
投信持股比(%)	0.01
董監持股比(%)	2.32
融資餘額(張)	5,210
現金股息配發率(%)	56.24

產品組合



- 工程收入:87.84%
- 售電收入:5.07%
- 勞務收入:4.18%
- 其他:2.91%

1H25 電價凍漲近況：經濟部於 03/28/2025 召開電價費率審議會，最終以國際關稅與地緣風險，可能引發物價上漲為由，決議針對 04/2025 電價「凍漲」。2025 年預計再賠近 500 億元，合計 2025 年底累計虧損將來到 4700 億元新高，短期可能不利台電現金流周轉。

2024 年雖國內綠能專案遞延，但 2H24 營運陸續迎來曙光，營運

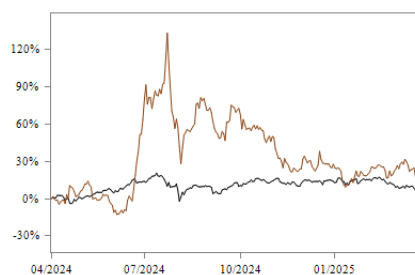
先蹲後跳：2024 年因國內綠能專案進度遞延，營運明顯修整，惟 4Q24 起在手訂單開始貢獻營運，加上業外獲利貢獻，全年營運呈現先蹲後跳，2024 年營收 37.93 億元，YoY-44.08%，毛利率 12.42%，YoY-7.03%，稅後純益 11.33 億元，YoY+11.78%，EPS 8.22 元。

2025 年受惠在手訂單轉換成營運，營運恢復過往水準：2025 年

雲豹能源受惠在手訂單開始轉化成營收，加上海外事業開始挹注營運，以及售電事業群的持續成長，營運恢復至過往水準，預估 2025 年營收 90.44 億元，YoY+138.42%，毛利率受惠規模經濟上升至 17.91%，YoY+5.49%，稅後純益 6.05 億元，YoY-46.62%，EPS 4.39 元。

股價相對大盤走勢

— 6869 — TWSE



(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	3,793	9,044	10,557	1,002	1,013	619	1,159	974	3,169	3,107	1,794	1,286
營業毛利淨額	471	1,620	1,802	107	189	82	104	117	568	588	347	207
營業利益	-141	996	1,123	-15	18	-63	-82	-56	429	418	204	-22
稅後純益	1,133	605	1,023	-2	134	7	994	-330	373	368	193	13
稅後 EPS(元)	8.22	4.39	7.42	-0.01	0.97	0.05	7.21	-2.39	2.70	2.67	1.40	0.09
毛利率(%)	12.42%	17.91%	17.07%	10.65%	17.63%	13.85%	8.63%	12.03%	17.91%	18.93%	19.33%	16.10%
營業利益率(%)	-3.72%	11.02%	10.64%	-1.47%	1.77%	-10.14%	-7.03%	-5.71%	13.55%	13.47%	11.38%	-1.69%
稅後純益率(%)	29.87%	6.69%	9.69%	-0.20%	13.22%	1.19%	85.70%	-33.83%	11.76%	11.85%	10.78%	0.98%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-44.08%	138.42%	16.72%	-18.36%	1.14%	-38.97%	87.46%	-15.98%	225.31%	-1.97%	-42.24%	-28.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	11.78%	-46.62%	69.16%	N.A	N.A	-94.52%	13,443.70%	N.A	N.A	-1.23%	-47.47%	-93.52%

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 13.79 億元計算。

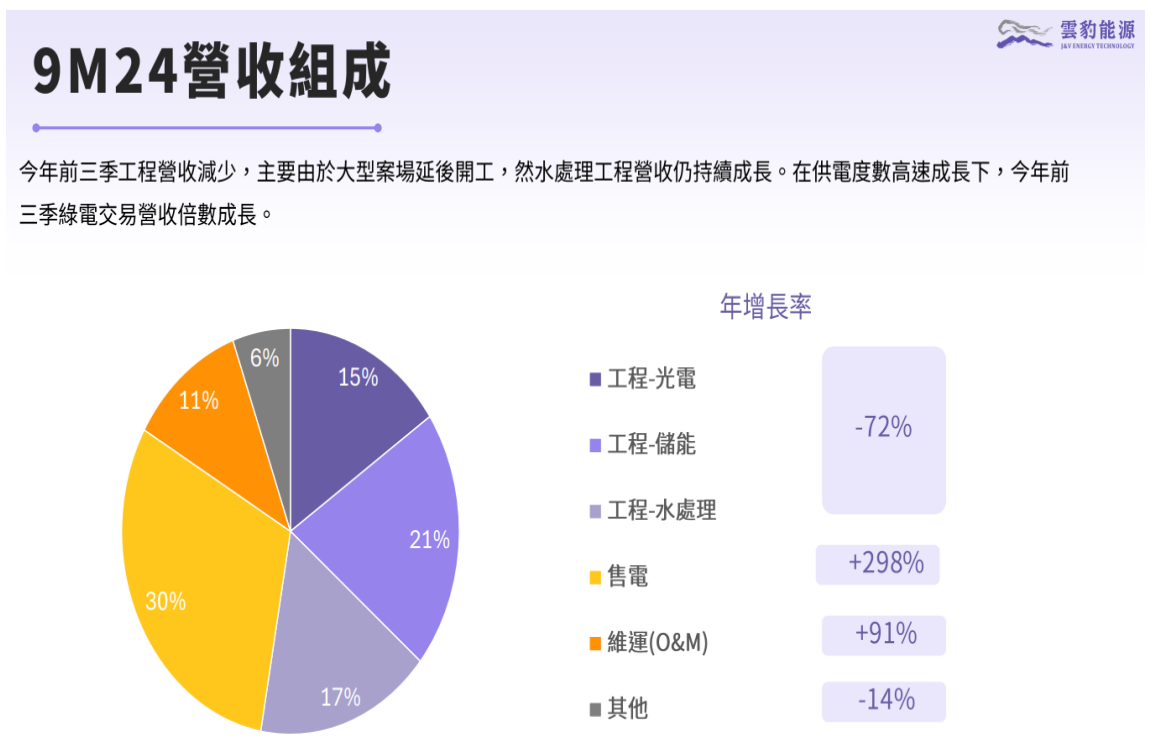
雲豹能源 ESG：

雲豹能源將永續能源列為核心理念，持續開拓綠電，善盡企業社會責任，建構綠色永續環境，雲豹與愛公益計畫第一步就從太陽能出發！自 2017 年迄今，雲豹能源綠能公益足跡已踏遍台南、蘭嶼、台東、花蓮、雲林等地區，在教會、幼兒園、部落工作坊、長青食堂等屋頂捐贈架設起一片片太陽能板，除了節省電費，達到自發自用，也讓更多人了解太陽能發電，並帶動綠能公益風潮，促使企業響應綠能。

公司概況：

雲豹能源成立於 2016 年，主要從事再生能源電廠開發、投資設置、維運管理等業務，早期營運規畫成為持有太陽能案場的綠電廠商，後續調整營運策略，納入風力發電、儲能、售電平台、水資源、生質能發電等新投資項目，將永續能源列為核心理念，朝全方位再生能源管理集團邁進。01-09/2024 產品占比：光電工程 15%、儲能工程 21%、水處理工程 17%、售電 30%、維運 11%、其他 6%。

圖一、01-09/2024雲豹能源營收組成

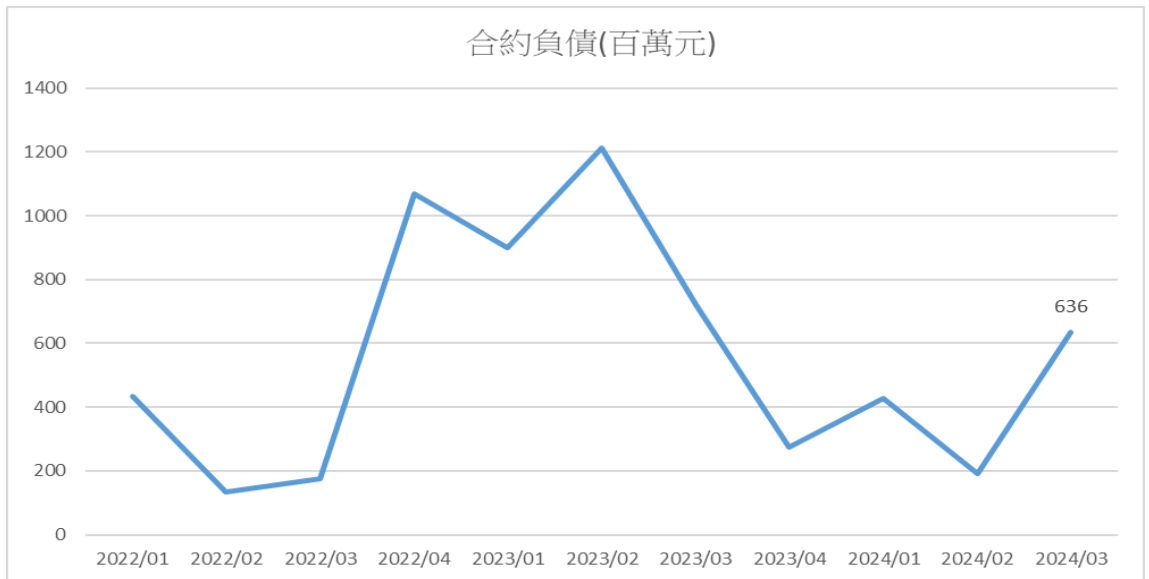


資料來源：雲豹能源

2024 年雖國內綠能專案遞延，但 2H24 營運陸續迎來曙光，營運先蹲後跳：

2024 年因國內綠能專案進度遞延，營運明顯修整，惟 4Q24 起在手訂單開始貢獻營運，加上業外獲利貢獻，全年營運呈現先蹲後跳，2024 年營收 37.93 億元，YoY-44.08%，毛利率 12.42%，YoY-7.03%，稅後純益 11.33 億元，YoY+11.78%，EPS 8.22 元。

圖二、雲豹能源合約負債概況



資料來源:Cmoney，群益投顧彙整

2025 年受惠在手訂單轉換成營運，營運恢復過往水準：

2025 年雲豹能源受惠在手訂單開始轉化成營收，加上海外事業開始挹注營運，以及售電事業群的持續成長，營運恢復至過往水準，預估 2025 年營收 90.44 億元，YoY+138.42%，毛利率受惠規模經濟上升至 17.91%，YoY+5.49%，稅後純益 6.05 億元，YoY-46.62%，EPS 4.39 元。

1H25 電價凍漲近況：

經濟部於 03/28/2025 召開電價費率審議會，最終以國際關稅與地緣風險，可能引發物價上漲為由，決議針對 04/2025 電價「凍漲」。2025 年預計再賠近 500 億元，合計 2025 年底累計虧損將來到 4700 億元新高，短期可能不利台電現金流周轉。

投資建議：

個股上，雖然雲豹能源 2025 年營運已恢復正常，但產業上考量近期電價上漲事件已過，故調整雲豹能源至 Trading Buy 的投資建議。

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 4 月 1 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	8,207	8,774	13,869	13,984	14,683
流動資產	5,415	3,037	4,556	4,497	6,755
現金及約當現金	1,478	1,099	2,322	2,026	3,244
應收帳款與票據	181	307	641	711	678
存貨	157	74	237	193	293
採權益法之投資	15	441	518	511	336
不動產、廠房設備	1,258	3,368	4,119	4,359	4,559
負債總計	5,348	4,615	7,118	7,496	7,859
流動負債	4,239	2,370	4,299	3,890	3,847
應付帳款及票據	921	835	719	951	995
非流動負債	1,109	2,244	2,819	3,375	3,737
權益總計	2,859	4,159	6,751	6,487	6,824
普通股股本	1,127	1,162	1,378	1,378	1,378
保留盈餘	892	1,665	2,088	1,825	2,161
母公司業主權益	2,664	3,903	6,362	6,098	6,435
負債及權益總計	8,207	8,774	13,869	13,984	14,683

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	6,301	6,784	3,793	9,044	10,557
營業成本	4,761	5,464	3,312	7,424	8,754
營業毛利淨額	1,307	1,272	471	1,620	1,802
營業費用	430	441	612	623	679
營業利益	876	832	-141	996	1,123
EBITDA	806	1,387	1,422	1,070	1,093
業外收入及支出	-229	345	-90	-186	125
稅前純益	657	1,215	1,083	810	1,248
所得稅	186	199	-29	205	225
稅後純益	454	1,014	1,133	605	1,023
稅後 EPS(元)	3.29	7.35	8.22	4.39	7.42
完全稀釋 EPS**	3.29	7.35	8.22	4.39	7.42

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 13.79【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 13.79 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	192.39%	7.66%	-44.08%	138.42%	16.72%
營業毛利淨額	170.68%	-2.62%	-62.98%	243.84%	11.28%
營業利益	274.11%	-5.05%	N.A	N.A	12.72%
稅後純益	101.02%	123.27%	11.78%	-46.62%	69.16%

獲利能力分析(%)

毛利率	20.74%	18.76%	12.42%	17.91%	17.07%
EBITDA(%)	12.79%	20.45%	37.49%	11.83%	10.35%
營益率	13.90%	12.26%	-3.72%	11.02%	10.64%
稅後純益率	7.21%	14.94%	29.87%	6.69%	9.69%
總資產報酬率	5.53%	11.55%	8.17%	4.33%	6.97%
股東權益報酬率	15.88%	24.37%	16.78%	9.32%	14.99%

償債能力檢視

負債比率(%)	65.16%	52.59%	51.32%	53.61%	53.53%
負債/淨值比(%)	187.05%	110.95%	105.44%	115.55%	115.17%
流動比率(%)	127.74%	128.11%	105.99%	115.62%	175.61%

其他比率分析

存貨天數	6.03	7.74	17.12	10.55	10.13
應收帳款天數	23.58	13.12	45.61	27.28	24.01

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	862	1,357	-806	418	429
稅前純益	657	1,215	1,083	810	1,248
折舊及攤銷	117	144	244	253	264
營運資金變動	-60	-128	-613	206	-24
其他營運現金	148	125	-1,521	-852	-1,059
投資活動現金	-1,444	-1,959	-817	-2,400	-497
資本支出淨額	-94	-2,111	-680	-2,400	-2,000
長期投資變動	-1,440	263	6	-60	-80
其他投資現金	91	-111	-143	60	1,583
籌資活動現金	1,360	224	2,848	1,687	1,286
長借/公司債變動	174	999	163	555	362
現金增資	0	336	1,354	0	0
發放現金股利	-23	-232	-709	-868	-687
其他籌資現金	1,208	-879	2,040	2,000	1,610
淨現金流量	778	-379	1,222	-295	1,218
期初現金	700	1,478	1,099	2,322	2,026
期末現金	1,478	1,099	2,322	2,026	3,244

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 1 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	1,227	1,002	1,013	619	1,159	974	3,169	3,107	1,794	1,286	2,645	3,944
營業成本	1,036	895	824	537	1,056	857	2,602	2,518	1,447	1,079	2,228	3,260
營業毛利淨額	191	107	189	82	104	117	568	588	347	207	417	684
營業費用	101	121	161	148	182	173	138	170	143	229	138	170
營業利益	86	-15	18	-63	-82	-56	429	418	204	-22	279	514
業外收入及支出	70	-2	125	49	1,053	-274	25	31	32	37	25	31
稅前純益	155	-17	143	-14	972	-330	455	449	236	15	304	545
所得稅	31	-1	6	-15	-19	0	82	81	42	3	55	98
稅後純益	130	-2	134	7	994	-330	373	368	193	13	249	446
最新股本	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379	1,379
稅後EPS(元)	0.94	-0.01	0.97	0.05	7.21	-2.39	2.70	2.67	1.40	0.09	1.81	3.24

獲利能力(%)

毛利率(%)	15.21%	10.65%	17.63%	13.85%	8.63%	12.03%	17.91%	18.93%	19.33%	16.10%	15.77%	17.34%
營業利益率(%)	7.00%	-1.47%	1.77%	-10.14%	-7.03%	-5.71%	13.55%	13.47%	11.38%	-1.69%	10.55%	13.03%
稅後純益率(%)	10.56%	-0.20%	13.22%	1.19%	85.70%	-33.83%	11.76%	11.85%	10.78%	0.98%	9.43%	11.32%

QoQ(%)

營業收入淨額	-52.75%	-18.36%	1.14%	-38.97%	87.46%	-15.98%	225.31%	-1.97%	-42.24%	-28.32%	105.68%	49.08%
營業利益	-74.65%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-2.55%	-51.21%	N.A	N.A	84.19%
稅前純益	-72.32%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	-1.23%	-47.47%	-93.52%	1889.25%	78.96%
稅後純益	-72.77%	N.A	N.A	-94.52%	13443.70%	N.A	N.A	-1.23%	-47.47%	-93.52%	1889.24%	78.96%

YoY(%)

營業收入淨額	-44.14%	6.71%	-49.84%	-76.19%	-5.53%	-2.78%	212.72%	402.29%	54.75%	32.02%	-16.53%	26.94%
營業利益	-66.24%	N.A	-94.40%	N.A	N.A	N.A	2295.13%	N.A	N.A	N.A	-35.02%	22.82%
稅前純益	-37.49%	N.A	-64.19%	N.A	525.44%	N.A	218.76%	N.A	-75.73%	N.A	-33.08%	21.27%
稅後純益	-32.41%	N.A	-58.90%	-98.46%	666.41%	N.A	178.24%	4918.36%	-80.54%	N.A	-33.08%	21.27%

註1：稅後EPS以股本13.79億元計算

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。