

2025 年 12 月 16 日

研究員：賴季宏 david.lai@capital.com.tw

前日收盤價	87.20 元
目標價	
3 個月	91.00 元
12 個月	91.00 元

近期報告日期、評等及前日股價

07/24/2025	Buy	108.00
03/14/2025	Neutral	166.00
03/06/2025	到達目標價	190.00
02/26/2025	Trading Buy	172.50

公司基本資訊

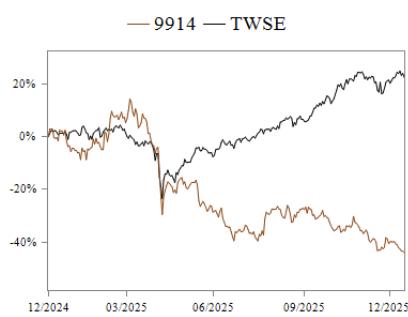
目前股本(百萬元)	2,990
市值(億元)	261
目前每股淨值(元)	63.55
外資持股比(%)	24.42
投信持股比(%)	1.27
董監持股比(%)	22.35
融資餘額(張)	3,737
現金股息配發率(%)	--

產品組合



- 成車: 92.88%
- 自行車車架及零組件: 7.12%

股價相對大盤走勢



美利達(9914 TT)

Neutral

短期營運成長動能有限。

投資建議：預估美利達 2025 年的營收為 267.18 億元，YoY-9.84%，轉投資的 SBC 經歷調整後，已恢復獲利能力，可帶動稅後 EPS 上升至 5.21 元，全年由虧轉盈。展望 2026 年，雖仍可受惠歐洲市場銷售回溫，但中國市場需求可能仍然疲軟，因此下修 2026 年營運估計，預估美利達 2026 年營收 262.71 億元，YoY-1.67%，稅後 EPS 5.66 元。

考量：(1)預期中國自行車市場 2026 年依然疲軟，不利 1H26 的營運成長。(2)歐洲自行車市場需求已逐漸回升，預期 2026 年歐洲出貨將可成長，北美市場因關稅及通膨而變數較多，但預期已為谷底，未來觀察消費動能回升狀況。(3)轉投資 SBC 营運調整後，預期 2025 年可恢復獲利水準，4Q25 不會再出現一次性減損的情況。綜上所述，對美利達的投資建議為 Neutral。

進入產業淡季，預估 4Q25 營收表現偏弱，但毛利率將可回升，稅後 EPS 0.4 元：預估美利達 4Q25 營收 49.23 億元，YoY-15.14%，QoQ-31.85%。由於進入產業淡季，將使 4Q25 的營收表現較弱，但在毛利率方面，預期匯率及舊產品出貨較多等使上一季毛利率下滑的因素都將消除，毛利率預期將有回升，預估 4Q25 稅後 EPS 為 0.40 元。

SBC 調整已經完成，2025 年可維持獲利水準，美利達的營運將逐漸走出低谷：經過營運調整並受惠於 SBC 新車款在推出後獲得不錯的市場接受度，2025 年 SBC 的營運已有明顯改善，1Q25~3Q25 美利達認列 SBC 的獲利為 4.98 億元，相較去年同期已順利由虧轉盈。且 SBC 的庫存及通路運營已回到正常健康的水準，預期未來不會再發生像 4Q24 一次性高額減損認列的情況，4Q25 僅會因進入銷售淡季出現季節性虧損，屬於正常現象。整體來看，SBC 已經完全走出疫情期間快速擴大造成的營運壓力，可使美利達的獲利回到正常的水準。

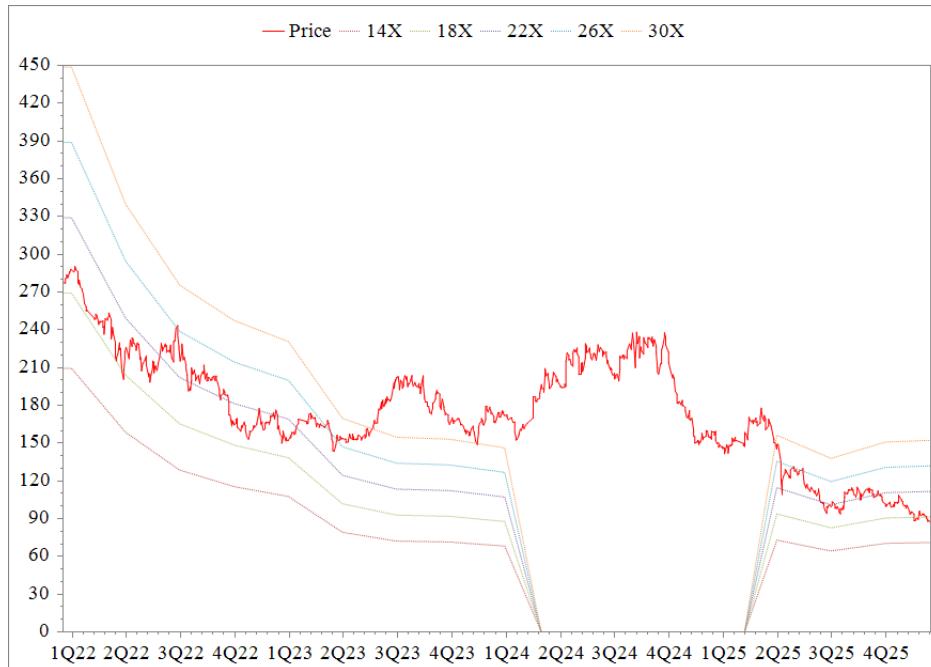
(百萬元)	2025F	2026F	2027F	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	26,718	26,271	31,156	8,664	5,801	7,568	7,005	7,223	4,923	5,526	6,843	7,957
營業毛利淨額	4,187	3,857	4,683	1,580	783	1,252	1,040	983	693	794	1,044	1,172
營業利益	1,958	1,817	2,375	1,137	232	603	706	425	224	320	519	613
稅後純益	1,558	1,694	2,581	690	-2,461	419	394	625	121	234	524	638
稅後 EPS(元)	5.21	5.66	8.63	2.31	-8.23	1.40	1.32	2.09	0.40	0.78	1.75	2.13
毛利率(%)	15.67%	14.68%	15.03%	19.10%	13.33%	15.64%	18.85%	13.71%	14.07%	14.36%	15.26%	14.73%
營業利益率(%)	7.33%	6.92%	7.62%	13.13%	4.00%	7.97%	10.07%	5.89%	4.54%	5.78%	7.58%	7.70%
稅後純益率(%)	5.83%	6.45%	8.29%	7.97%	-42.42%	5.53%	5.63%	8.65%	2.46%	4.24%	7.65%	8.02%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-9.84%	-1.67%	18.59%	-7.06%	-33.05%	30.46%	-7.44%	3.12%	-31.85%	12.26%	23.84%	16.28%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	N.A.	8.67%	52.42%	5.28%	N.A.	N.A.	-5.86%	58.59%	-80.63%	93.73%	123.46%	21.84%

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。

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。

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 12 月 16 日

資產負債表

(百萬元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	損益表	(百萬元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
資產總計	38,157	37,582	36,868	37,512	38,610	營業收入淨額	27,261	29,633	26,718	26,271	31,156	
流動資產	15,800	17,750	8,444	17,439	12,664	營業成本	22,147	24,253	22,750	22,414	26,473	
現金及約當現金	3,459	3,640	1,787	3,613	2,642	營業毛利淨額	5,624	5,349	4,187	3,857	4,683	
應收帳款與票據	2,305	2,660	2,025	2,438	2,854	營業費用	2,238	2,316	2,229	2,162	2,308	
存貨	9,532	10,721	1,122	10,669	3,257	營業利益	3,386	3,033	1,958	1,817	2,375	
採權益法之投資	18,955	16,024	19,238	16,841	16,647	EBITDA	3,202	-283	2,852	2,964	4,011	
不動產、廠房設備	2,304	2,198	2,198	2,198	2,198	業外收入及支出	-636	-3,766	123	457	1,082	
負債總計	16,587	17,300	16,156	16,556	16,796	稅前純益	2,750	-733	2,081	2,274	3,457	
流動負債	11,017	12,677	5,824	12,456	9,177	所得稅	951	34	454	535	806	
應付帳款及票據	2,898	4,149	3,954	3,907	5,363	稅後純益	1,692	-699	1,558	1,694	2,581	
非流動負債	5,570	4,623	10,528	4,342	6,406	稅後 EPS(元)	5.66	-2.34	5.21	5.66	8.63	
權益總計	21,570	20,282	20,713	20,957	21,813	完全稀釋 EPS**	5.66	-2.34	5.21	5.66	8.63	
普通股股本	2,990	2,990	2,990	2,990	2,990	註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。						
保留盈餘	17,538	15,079	15,510	15,754	16,610	註 2：稅後 EPS 以股本 29.90【最新股本】億元計算						
母公司業主權益	20,520	19,295	19,657	20,006	20,793	註 3：完全稀釋 EPS 以股本 29.90 億元計算						
負債及權益總計	38,157	37,582	36,868	37,512	38,610							

比率分析

(百萬元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	-26.33%	8.70%	-9.84%	-1.67%	18.59%
營業毛利淨額	-1.26%	-4.89%	-21.73%	-7.87%	21.41%
營業利益	-1.50%	-10.42%	-35.45%	-7.18%	30.69%
稅後純益	-50.08%	N.A.	N.A.	8.67%	52.42%
獲利能力分析(%)					
毛利率	20.63%	18.05%	15.67%	14.68%	15.03%
EBITDA(%)	11.74%	-0.96%	10.67%	11.28%	12.87%
營益率	12.42%	10.24%	7.33%	6.92%	7.62%
稅後純益率	6.21%	-2.36%	5.83%	6.45%	8.29%
總資產報酬率	4.43%	-1.86%	4.23%	4.48%	6.64%
股東權益報酬率	7.84%	-3.45%	7.52%	8.02%	11.75%
償債能力檢視					
長借/公司債變動	25	-196	3,789	-3,940	-519
現金增資	0	0	0	0	0
負債比率(%)	43.47%	46.03%	43.82%	44.13%	43.50%
發放現金股利	-2,094	-1,794	-1,196	-1,345	-1,794
負債/淨值比(%)	76.90%	85.30%	78.00%	79.00%	77.00%
其他籌資現金	985	208	-5,193	3,440	-1,059
流動比率(%)	143.42%	140.02%	145.00%	140.00%	138.00%
其他比率分析					
淨現金流量	-1,966	181	-784	688	302
存貨天數	162.89	152.40	152.00	152.00	153.00
期初現金	5,425	3,459	3,640	2,857	3,545
應收帳款天數	41.19	30.58	31.00	32.00	31.00

資料來源：CMoney、群益

2025年12月16日

季度損益表

(百萬元)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F
營業收入淨額	9,323	8,664	5,801	7,568	7,005	7,223	4,923	5,526	6,843	7,957	5,945	6,984
營業成本	7,380	7,084	5,018	6,315	5,964	6,241	4,230	4,732	5,799	6,785	5,098	5,949
營業毛利淨額	1,943	1,580	783	1,252	1,040	983	693	794	1,044	1,172	847	1,035
營業費用	675	517	541	580	615	565	469	474	648	559	481	473
營業利益	1,132	1,137	232	603	706	425	224	320	519	613	366	562
業外收入及支出	-116	-232	-3,495	-19	-146	345	-58	2	209	205	41	181
稅前純益	1,015	906	-3,263	585	560	771	166	321	728	818	407	743
所得稅	310	215	-668	132	109	171	41	80	189	164	102	186
稅後純益	656	690	-2,461	419	394	625	121	234	524	638	297	542
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)	2.19	2.31	-8.23	1.40	1.32	2.09	0.40	0.78	1.75	2.13	0.99	1.81
獲利能力(%)												
毛利率(%)	19.38%	19.10%	13.33%	15.64%	18.85%	13.71%	14.07%	14.36%	15.26%	14.73%	14.25%	14.82%
營業利益率(%)	12.14%	13.13%	4.00%	7.97%	10.07%	5.89%	4.54%	5.78%	7.58%	7.70%	6.16%	8.05%
稅後純益率(%)	7.03%	7.97%	-42.42%	5.53%	5.63%	8.65%	2.46%	4.24%	7.65%	8.02%	5.00%	7.77%
QoQ(%)												
營業收入淨額	59.49%	-7.06%	-33.05%	30.46%	-7.44%	3.12%	-31.85%	12.26%	23.84%	16.28%	-25.29%	17.49%
營業利益	112.83%	0.49%	-79.57%	159.71%	16.97%	-39.72%	-47.42%	42.88%	62.42%	18.08%	-40.26%	53.59%
稅前純益	66.56%	-10.80%	N.A.	N.A.	-4.28%	37.76%	-78.49%	93.73%	126.56%	12.47%	-50.26%	82.57%
稅後純益	57.67%	5.28%	N.A.	N.A.	-5.86%	58.59%	-80.63%	93.73%	123.46%	21.84%	-53.45%	82.57%
YoY(%)												
營業收入淨額	24.98%	29.54%	22.72%	29.46%	-24.87%	-16.63%	-15.14%	-26.98%	-2.30%	10.16%	20.77%	26.40%
營業利益	15.59%	31.22%	-59.49%	13.46%	-37.65%	-62.60%	-3.73%	-47.04%	-26.46%	44.07%	63.70%	75.96%
稅前純益	-9.61%	-16.07%	N.A.	-4.10%	-44.89%	-14.88%	N.A.	-45.06%	30.03%	6.16%	145.53%	131.39%
稅後純益	-2.41%	-8.98%	N.A.	0.66%	-39.90%	-9.46%	N.A.	-43.99%	32.95%	2.14%	145.53%	131.39%

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。

2025 年 12 月 16 日

【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。