

東陽 (1319 TT) Tong Yang

AM 需求無虞，上修 2024 年獲利

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$124.0

收盤價 (2024/03/01)：NT\$100.5
隱含漲幅：23.4%

營收組成 (4Q23)

AM 71%/OEM 29%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	124.0	100.0
2023年營收 (NT\$/十億)	23.9	23.9
2023年EPS	5.2	5.2

交易資料表

市值	NT\$59,450百萬元
外資持股比率	26.7%
董監持股比率	18.4%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$45.45
負債比	26.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	21,283	23,859	26,347	27,934
營業利益	1,935	3,755	4,861	5,368
稅後純益	2,151	3,071	4,090	4,273
EPS (元)	3.64	5.19	6.91	7.22
EPS YoY (%)	242.0	42.6	33.2	4.5
本益比 (倍)	19.6	19.4	14.5	13.9
股價淨值比 (倍)	2.5	2.4	2.2	2.1
ROE (%)	8.8	12.2	15.2	15.3
現金殖利率 (%)	2.5%	3.9%	5.2%	5.4%
現金股利 (元)	2.50	3.89	5.19	5.42

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 東陽 1M24 單日出貨櫃數已提升至 70-80 櫃，優於 2023 年單日高峰 60-70 櫃，可滿足客戶需求。

◆ 上修東陽 2024 年 AM 營收 3.3%至 194.8 億元，年增 13.1%。

◆ 本中心持續看好 AM 需求及 StateFarm 效益將持續顯現，並維持東陽「買進」投資評等，因預估獲利上調而上修目標價至 124 元。

AM 營收優於預期，加處分廠房利益，上修 1Q24 獲利 51.7%

受惠 AM 市場需求持續暢旺，且經由產線調整及優化有利於滿足客戶訂單需求，1M24 單日出貨櫃數已提升至 70-80 櫃，優於 2023 年單日高峰 60-70 櫃。同時，本中心觀察到 AM 整體稼動率維持高檔，且 AM 出貨北美比重佔 74%，北美產品多數為 CAPA 產品，整體產品組合較佳，帶動營收/獲利優於預期，本中心上調 1Q24 營收至 67.7 億元，季增 3.3%，年增 20.9%，毛利率 33%，稅後獲利 12.5 億元，季增 47.4%，年增 154.7%，EPS 2.11 元，季增 46.7%，年增 153.9%，上修 51.7%。

上修東陽 2024 年 AM 營收至 194.8 億元，年增 13.1%

北美 AM 主要客戶 LKQ 於 4Q23 法說會論述我們認為對 AM 市場持續有利：(1) 隨汽車零組件供應鏈恢復，受惠 State Farm 推動替代零件使用程度持續增加；(2) 紅海危機對關鍵地區影響程度低，儘管影響歐洲地區採購，貨運成本將於農曆新年結束後 4 個星期下降；(3) 因應紅海危機干擾，促使 LKQ 採取預下訂單等措施。綜合上述，本中心認為 AM 市場需求無虞，儘管紅海危機存在，然貨運成本將走軟且預先下訂顯示此一航運狀況並未影響 LKQ 拉貨意願。因此本中心上修 2024 年 AM 營收 3.3%至 194.8 億元，年增 13.1%。

維持東陽「買進」投資評等，上調目標價 124 元

本中心因東陽 AM 出貨優於預期，上修東陽 2024 年營收 263.5 億元，年增 10.4%，毛利率亦受惠營運規模、產能稼動率維持高檔，由 30.6%上修至 31.7%，稅後淨利 40.9 億元，EPS 6.91 元，年增 33.2%。受惠北美保險公司擴大使用 AM 碰撞件，將穩定貢獻東陽營收，OEM 則受惠大江東陽營收貢獻提升。估整體 2024/25 年營收年增 10.4%/6.0%，EPS 達 6.91 元/7.22 元，年增 33.2%/4.5%。本中心維持東陽買進評等，因 AM 市場需求無虞，儘管紅海危機致客戶貨運成本上升，仍不影響客戶拉貨意願，同時 AM/OEM 毛利率已顯著提升，本益比由前次 17 倍調升 1 倍至 18 倍，推得目標價 124 元。

1M24 AM 營收優於預期，加上處分廠房利益，上修 1Q24 整體獲利 51.7%

東陽 1M24 營收 22.9 億，月增 7.2%、年增 52.8%，達成本中心預期 36%，其中 1M24 AM 營收 17.1 億元，約佔 75%，創歷史新高；OEM 營收 5.8 億，約佔 25%，受惠 AM 市場需求持續暢旺，且經由產線調整及優化有利於滿足客戶訂單需求，本中心也觀察到 1M24 單日出貨櫃數已提升至 70-80 櫃，優於 2023 年單日高峰 60-70 櫃。同時，本中心觀察因 AM 整體稼動率維持高檔，且 AM 出貨北美比重佔 74%，北美產品多數為 CAPA 產品，整體產品組合較佳，因此 1M24 AM 毛利率 40.2%，創歷史同期新高；OEM 方面因東陽陸續調整中國產能規劃且加入新能源車貢獻，1M24 OEM 毛利率 15.1%，整體 1M24 毛利率 33.8%，維持旺季水準。另據歷史經驗而言，經農曆年後工作天數影響，3 月通常為 AM 上半年出貨高峰，本中心預期 3M24 AM 營收有望續創歷史新高。

公司於 2023 年處分南京東陽廠，此廠原為供應中國當地 AM 汽車零件，惟中國法規及使用程度不如預期，因此東陽為調整集團布局，決議處分南京東陽建物及相關設備，預計處分利益 2400 萬人民幣將於 1Q24 入帳。

綜合上述，本中心上調 1Q24 營收 7.1%至 67.7 億元，季增 3.3%，年增 20.9%，毛利率 33%，季增 0.5 個百分點，年增 6.4 個百分點，營業利益 13.9 億元，季增 14.0%，年增 93.3%，稅後獲利 12.5 億元，季增 46.7%，年增 153.9%，EPS 2.11 元，季增 46.7%，年增 153.9%，上修 51.7%。

圖 1：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	5,598	6,555	6,769	3.3%	20.9%	6,318	6,488	7.1%	4.3%
營業毛利	1,489	2,128	2,234	5.0%	50.1%	1,836	1,979	21.7%	12.9%
營業利益	720	1,221	1,392	14.0%	93.3%	1,035	1,141	34.4%	22.0%
稅前利益	625	1,072	1,567	46.2%	150.6%	1,051	1,198	49.1%	30.8%
稅後淨利	490	848	1,245	46.7%	153.9%	821	946	51.7%	31.6%
調整後 EPS (元)	0.83	1.43	2.11	46.7%	153.9%	1.39	1.64	51.7%	28.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.6%	32.5%	33.0%	0.5	6.4	29.1%	30.5%	3.9	2.5
營業利益率	12.9%	18.6%	20.6%	1.9	7.7	16.4%	17.6%	4.2	3.0
稅後純益率	8.8%	12.9%	18.4%	5.5	9.6	13.0%	14.6%	5.4	3.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

上修東陽 2024 年 AM 營收 3.3%至 194.8 億元，年增 13.1%

以東陽歷史出貨時程，東陽 AM 出貨旺季有望維持至 5M24，同時東陽北美 AM 主要客戶 LKQ 於 4Q23 法說會議論述我們認為對 AM 市場持續有利：(1) 隨汽車零組件供應鏈恢復，受惠 State Farm 推動替代零件使用程度持續增加；(2) 紅海危機對關鍵地區影響程度低，儘管影響歐洲地區採購，貨運成本將於農曆新年結束後 4 個星期下降；(3) 因應紅海危機干擾，促使 LKQ 採取預下訂單等措施。綜合上述，本中心認為 AM 市場需求無虞，儘管紅海危機存在，然貨運成本將走軟且預先下訂

等動作顯示此一航運狀況並未影響 LKQ 拉貨意願。因此本中心上修 2024 年 AM 營收 3.3%至 194.8 億元，年增 13.1%。

OE 與中國車市連動性大，乘聯會預期 2024 年銷量年增 3%

東陽 2023 年 OE 營收占比約 28%，其中 OE 中國營收約佔 70%，台灣僅 30%，因此東陽 OE 營收年增率與中國汽車銷售年增率大致呈現正相關。終端車廠於 2023 年末促銷推動下，乘聯會預估 2023 年銷量約 2,162 萬輛，年增 6%，同時預計 2024 年中國乘用車整體零售約 2,220 萬，年增 3%，若加計乘用車出口後整體銷量有望達 2,650 萬輛，年增 5%。

電動車(BEV)挹注 OE 中長期成長動能

新能源車為長期明確成長趨勢，預估 2026 年全球電動車銷量達 1721 萬台，隱含 2022-2026 年 CAGR+25%。東陽於 OEM 事業亦積極布局電動車，美系客戶於 5M23 開始量產，當前產能為約 40 萬輛，2024 年有望達 60 萬輛。此外，合肥廠/長春綠色基地分別對應各一歐系汽車品牌，亦將於 2024/2025 年開始量產，有望各貢獻 30 萬輛產能。2023 年電動車佔 OEM 比重仍低，僅 5-10%，然隨該三廠量產，2025 年電動車營收比重有望達 25-30%，挹注 OEM 中長期營運動能。

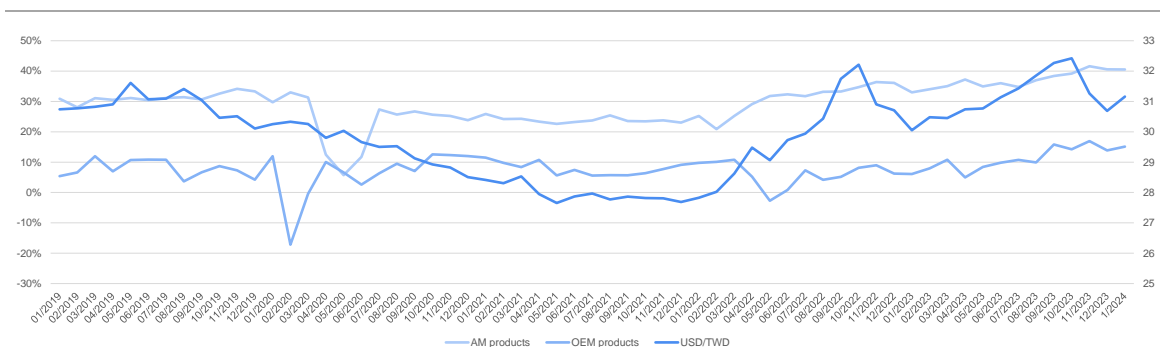
東陽中國 OEM 客戶佔比依序為一汽集團 70%、長安汽車(000625 CH) 16%、廣州汽車(601238 CH) 4%、東風汽車(600006 CH) 2%。2023 年主要汽車品牌雖未達原先設定目標，不過東陽 OE 產品成長幅以往多優於主要汽車品牌，因此綜合本研究中心及乘聯會預估，預估東陽 2024 年 OE 營收 68 億元，年增 3%。

2024 年將持續擴廠，資本支出規劃新機器設備

東陽近年資本支出約落在 20 億元左右，其中開模費用約 18 億元，維護費用約 2 億元。為因應後續 AM 市場需求擴大，2024 年東陽資本支出將啟動產線採購及導入，塑膠射出機將由現有的 90 台再新增 5 台，板金產線預計 4Q24 導入新 1 條產線由現有的 8 條新增至 9 條，2024 年資本支出計畫或落在 25-30 億元，同時於台南廠也將新增兩間倉庫。

AM 產品每 10 天報價，匯率影響毛利僅在台幣急升階段 AM 製程門檻較低、不需像 OEM 經過多層供應鏈影響獲利。東陽塑膠件因市佔高，議價能力較高，且受惠 CAPA 認證的產品(毛利較無認證的產品高 10%)持續出貨，AM 稼動率維持在 90-95%高檔，AM 毛利率維持高檔，受台幣升值影響程度較低。

圖 2：台幣非急升值時，產品毛利仍持續上升



資料來源：公司資料、元大投顧整理

東陽 AM/OEM 兩者營業成本組成皆主要由原物料組成，2023 年 AM/OEM 原物料占營業成本比重分別為 34%/49%，OEM 原物料成本比重較高主因 OEM 模具屬於車廠，由車廠攤提折舊，因此折舊佔比僅 0.01% (AM 佔 19%)，其中原物料成本 9 成為 PP (Polypropylene，聚丙烯)、剩餘 1 成為 ABS 樹脂。

東陽原物料採購可分為塑膠件與鈹金件，塑膠原物料包含 PP/ABS，供應商包含台塑(1301 TT)、台達化(1309 TT)、國喬(1312 TT)、奇美等，供應商較分散使東陽議價能力穩定；鈹金主要由中鋼(2002 TT)供應，主因其汽車鈹金品質佳，東陽競爭對手供應商大多為貿易商，貿易商議價能力較大，因此東陽於鈹金件採購能力亦相對具優勢。

圖 3：AM/OEM 營業成本組成

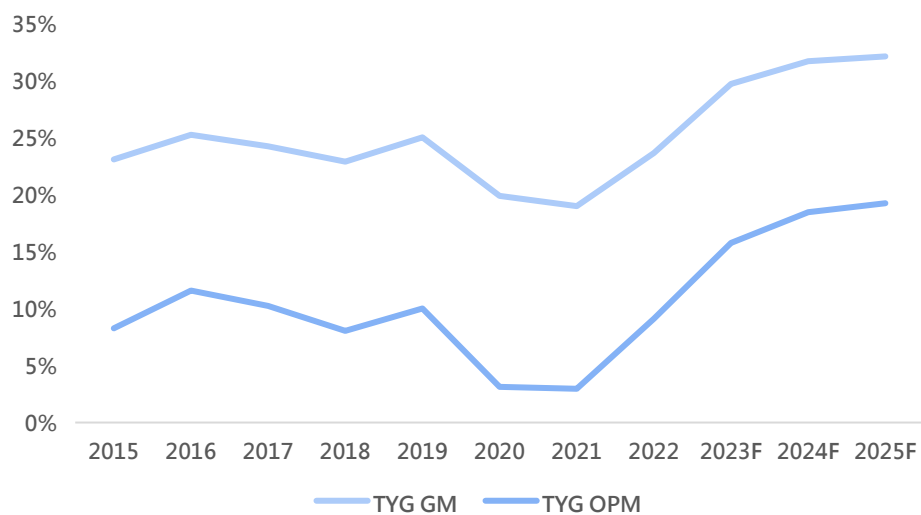
TYG COGS breakdown	AM	OEM
Material	34%	49%
Work in process	11%	16%
Labor	11%	10%
Depreciation	19%	0%
Others	25%	25%
Total	100%	100%

資料來源：公司資料、元大投顧整理

綜上所述，短期 AM 市場拉貨暢旺，OE 無疫情封控影響，本中心上修 2024 年營收 263.5 億元，年增 10.4%，毛利率亦受惠營運規模、產能稼動率維持高檔，由 30.4%上修至 31.7%，稅後淨利 40.6 億元，EPS 6.91 元。

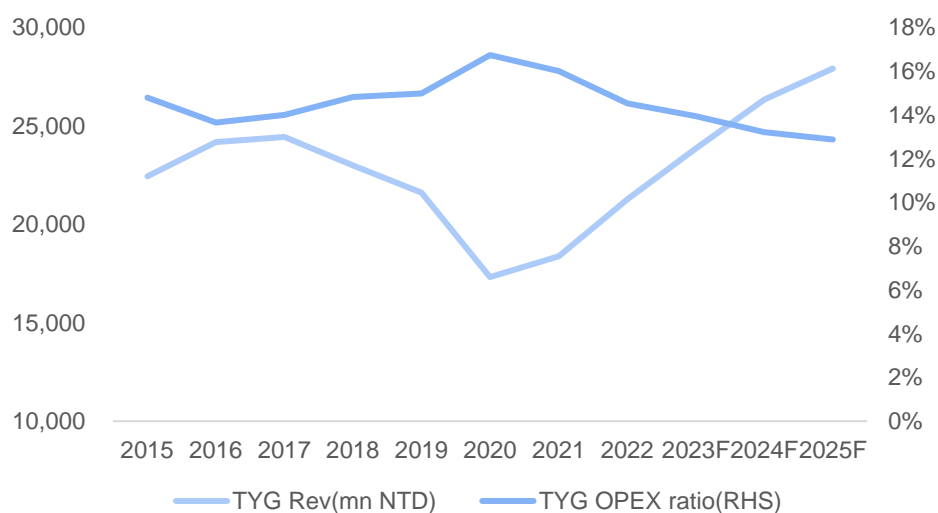
長期而言，因新車通常有三年保固期，保固期後碰撞才有機會使用 AM 件，因此北美保險使用的效益為長期趨勢，加上 AM 業務受惠北美保險公司擴大使用 AM 碰撞件，東陽塑膠件與板金件市占分別 70%/35%為全球最高，2025 年美國維修市場 AM 滲透率有望達 23%，且東陽 AM 所屬 DIFM 市場優於 DIY，預估 2024/2025 年東陽 AM 營收穩健年增 13.1%/7%；OEM 部分則受惠電動車產能量產，電動車營收佔 OEM 比重有望從 2023 年 5-10%成長至 2025 年的 25-30%，預估 2024/2025 年 OEM 營收年增 3%/3%。預估東陽整體 2024/2025 年營收年增 10.4%/6.0%，EPS 達 6.91 元/7.22 元，年增 33.2%/4.5%。

圖 4：東陽毛利率/營業利益率走勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：東陽營收/營業費用率走勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

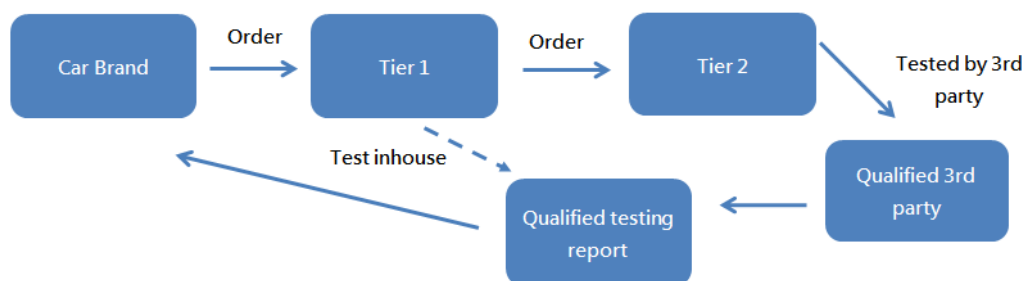
產業概況

汽車原廠製造供應鏈包含 Tier 1/2/3 製造商

汽車品牌通常有上千家零件代工商，其中最上游廠商為 Tier 3 廠，主要供應玻璃、塑膠、鋼材等原物料；Tier 2 廠商為零組件廠商，主要將原物料進行加工並組裝成零組件或模組，位於汽車供應鏈中游；Tier 1 廠商則會將 Tier 2 廠商生產的模組零件組合成可獨立運作的設備，如冷卻空調系統、引擎等等，最後這些可獨立運作的設備則會交由整車廠進行組裝。

東陽的 OEM (Original Equipment Manufacturer，生產製造)服務則屬於原廠供應鏈的一種，其他原廠生產模式包含 ODM (Original Design Manufacturer，設計製造)、OES (原廠售後維修)等。OEM 代表車廠將零件製造授權給 Tier 2 廠商，但該 Tier 2 廠無法以該設計圖於其他車廠進行 OEM 製造；ODM 則包辦設計與製造，受委託零件廠擁有相關知識財產權，通常為 Tier 1 廠商。東陽 OEM 歐洲部分通常扮演 Tier 2 角色，中國則有參與車廠設計，部分為 Tier 1 角色。

圖 6：汽車原廠製造供應鏈



資料來源：公司資料、元大投顧

汽車售後維修包含 OES (Original Equipment Supplier)、AM (Aftermarket)

汽車的售後維修服務主要可分為 OES 與 AM，其中 OES 屬於原廠、AM 為副廠。於 OES 模式中，整車廠仍掌握核心技術，可能由 Tier 2 廠或原整車廠製造，通常價格為 AM 的 2-3 倍。

AM 不同於 OES，不需經過繁雜的製造供應鏈(Tier 1/2/3)，主要由 AM 供應商(如：東陽)供貨給零售商或維修廠，AM 相較於 OES 的優勢主要在於價格低廉，且在毛利率表現也較 OES/OEM 佳，主因 AM 專注生產碰撞零件，OE 則需生產各式各樣零組件，AM 較容易達到經濟規模。目前 AM 毛利率約落於 30-40%，相較 OE 大多落在 10-20%。

OE/AM 對應指標分別為新車銷售/汽車保有量

OE 的需求主要來自於汽車品牌訂單，因此相關汽車 OE 廠商營運通常與汽車銷售量呈正相關；相較之下，AM 需求通常來自於零件耗損、意外事故、天氣因素等，更換零件的車輛大多為舊車，因此大致上與汽車保有量、汽車車齡呈正相關。

圖 7：OE/AM 比較

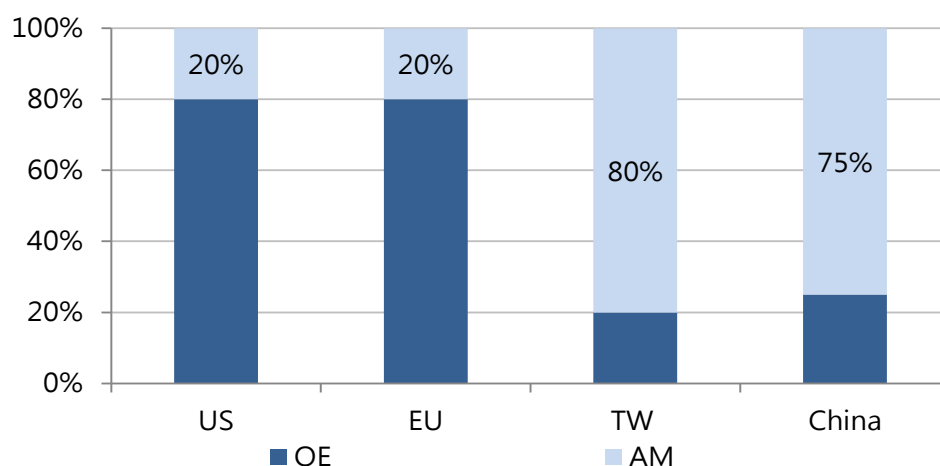
項目	OEM/ODM/OES	AM
零組件價格	高(約 AM2-3 倍)	低
市場需求	汽車品牌訂單	零件耗損、意外事故
市場數據指標	汽車銷售(Auto sales)	汽車保有量(Auto parc)
毛利率區間	10-20%	30-40%
銷售方式	原廠授權店、4S 店	維修廠、零件零售商

資料來源：公司資料、元大投顧

歐美目前大多以 OE 為主，台灣 AM 滲透率高

歐美地區目前維修還是以原廠零件為主，OE/AM 比重約為 80%/20%；相較之下，中國與台灣的售後維修多半為 AM 元件，OE/AM 比重約為 20%/80%。其中差異主因，因為歐美汽車保險制度較完善，完全承保居多。

圖 8：2023 年各地區 AM/OE 滲透率



資料來源：公司資料、元大投顧

State Farm 事件為 AM 零件切入維修市場轉折點

State Farm 為美國第一大財產與意外傷害保險公司，同時也為第一大汽車保險公司，於全美 35 個州市佔最高分別 7-16%不等，覆蓋範圍最廣，而 Berkshire Hathaway、Liberty Mutual 各分別於 5 個州市佔最高，覆蓋範圍不及 State Farm，也因此汽車保險以 State Farm 最具指標性。

1999/10 投保人宣稱 State Farm 使用 AM 零件違反伊利諾州消費者詐欺及商業詐欺法令，但最終 State Farm 公司被判決勝訴的結果，代表著美國產險業者以 AM 零件來代替 OEM 零件為合法行為，使消費者在保險理賠時，可選擇 AM 零件。由於 AM 零件價格僅 OE 零件 1/2~1/3，維修廠成本可降低、消費者也能享受較低廉的車險費用，又因使用 State Farm 保險的消費者，覆蓋全美最多數州，保險公司可直接依據契約向修車廠付費，而 LKQ 客戶多為專業修車廠，因此東陽受惠該營運模式。

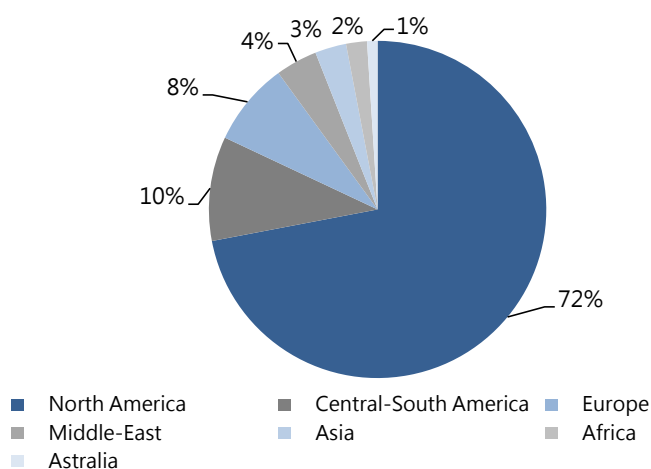
2025/2030 年美國 AM 滲透率有望達 23%/28%

2007 年隨 State Farm 訴訟案件結束後，各大車險公司擴大使用 AM 零件，當時 AM 於美國維修市場滲透率僅 10%，目前已達 20%。State Farm 於 6M22，宣布於美國奧克拉荷馬州、德州兩地，試行以 AM 碰撞零件來做估價維修與賠付，12M22 起又擴大實施至全美 47 個州，10M23 宣布擴大至所有碰撞件如葉子板、水箱護罩、金屬板等，State Farm 於美國車險市佔率約 16%，覆蓋全美範圍最廣。維修市場大多消費者以價格導向，後續有望帶動美國 AM 於維修市場滲透率持續提升，預估 2025/2030 年滲透率分別達 23%/28%。

東陽 AM 以地區別而言，北美最大約占 72%，其次為中南美洲 10%，其他外銷至歐洲、中東、亞洲、非洲、澳洲等地為個位數占比，因此東陽 AM 營運情況與北美 AM 市場連動性高。2020 年受到疫情缺工、供應鏈斷鏈等影響，2020/2021 年 AM 營收僅 122.7/127.2 億元，低於歷史平均約 150 億元，2022 年缺倉缺櫃因素緩解後，客戶開始回補庫存，使 AM 營收恢復至 148.9 億元，惟仍略低於歷史平均水準。

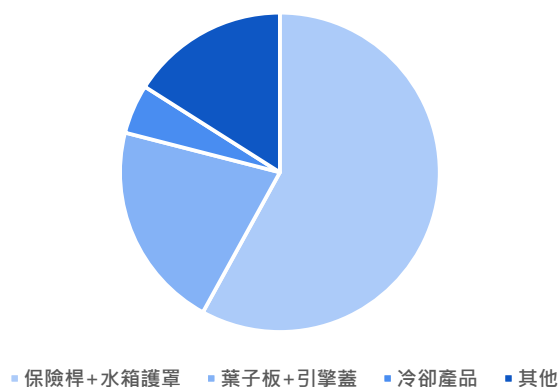
2023 年東陽 AM 營收 172.2 億元，年增 16%，主要延續客戶回補庫存效益，同時美國第一大保險公司 State Farm (STFGX US)於 12M22 宣布全美 47 個州採用車燈與保險桿的賠付和估價後，更於 10M23 宣布擴大至所有碰撞件如葉子板、水箱護罩、金屬板等，且要求非 OEM 零件的供應商須通過汽車零部件認證協會(CAPA)的認證，而東陽自 1987 年以來即參與 CAPA 認證計劃，又因 CAPA 認證需要排程時間且費用昂貴，先進者優勢將更明顯。

圖 9：AM 營收地區別比重



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 10：AM 營收產品別比重

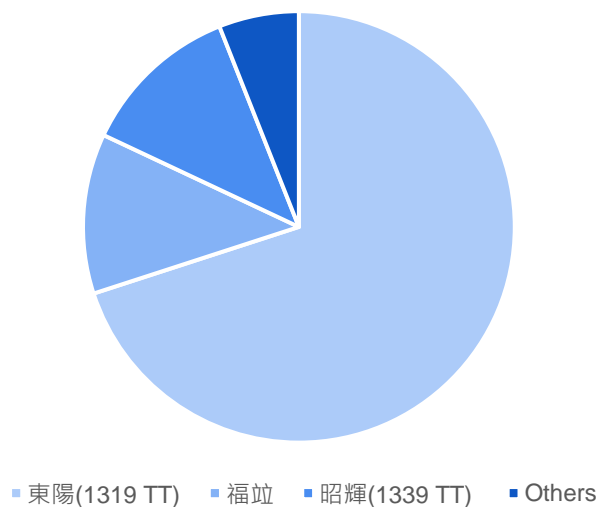


資料來源：公司資料、元大投顧整理

東陽於 AM 塑膠件全球市占率達 7 成

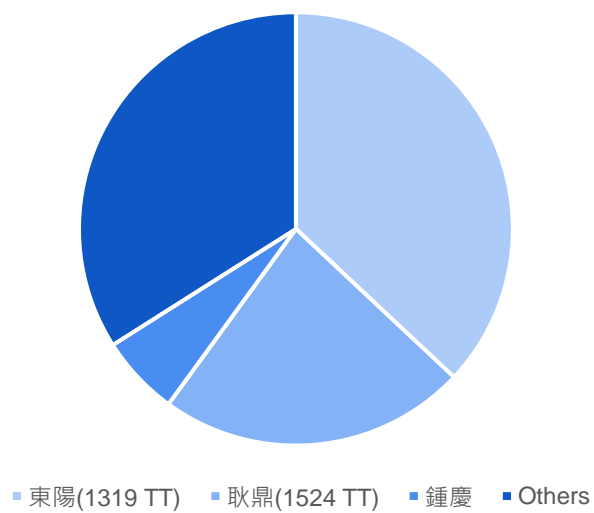
台灣廠商於 AM 零件市場於全球市佔率為全球第一，若以 AM 塑膠件而言，東陽全球市佔率 70%，其次為昭輝(1339 TT) 12%、福竝 12%、其他 7%；鈹金件部分，東陽全球市佔率仍以 37%領銜、其次為耿鼎(1524 TT) 23%、鍾慶 6%、其他 34%。主因台灣 AM 市場滲透率較高，帶動相關供應鏈成長速度較其他地區快。

圖 11：全球 AM 塑膠件市占率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：全球 AM 鋁金件市占率



資料來源：公司資料、元大投顧

獲利調整與股票評價

維持東陽「買進」投資評等，目標價 124 元

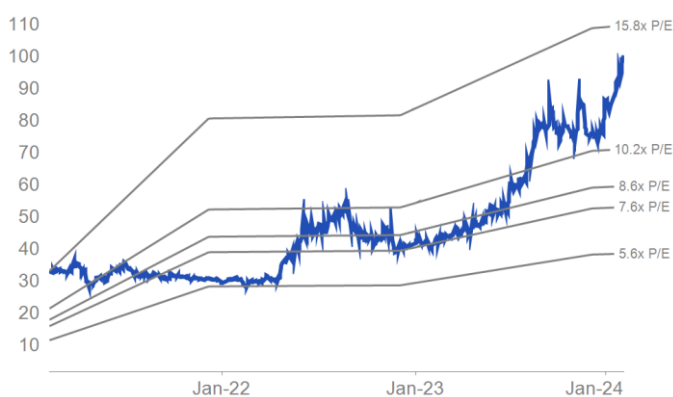
本中心因東陽 AM 出貨優於預期，上修東陽 2024 年營收 263.5 億元，年增 10.4%，毛利率亦受惠營運規模、產能稼動率維持高檔，由 30.6%上修至 31.7%，稅後淨利 40.9 億元，EPS 6.91 元。長期而言，保險效益將逐漸顯現，且受惠北美保險公司擴大使用 AM 碰撞件，將穩定貢獻東陽營收，OEM 部分則受惠大江東陽營收貢獻提升。預估東陽整體 2024/2025 年營收年增 10.4%/6.0%，EPS 達 6.91 元/7.22 元，年增 33.2%/4.5%。本中心維持東陽買進評等，並因 AM 市場需求無虞，儘管紅海危機致客戶貨運成本上升，仍不影響客戶拉貨意願，同時東陽 AM/OEM 毛利率已顯著提升，因此本益比由前次 17 倍調升 1 倍本益比至 18 倍，推得目標價 124 元。

圖 13：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	26,347	25,711	27,934	27,226	2.5%	2.6%
營業毛利	8,345	7,856	8,970	8,396	6.2%	6.8%
營業利益	4,861	4,446	5,368	4,915	9.3%	9.2%
稅前利益	5,158	4,447	5,402	4,939	16.0%	9.4%
稅後淨利	4,090	3,470	4,273	3,855	17.9%	10.8%
調整後 EPS (元)	6.91	5.87	7.22	6.52	17.9%	10.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	31.7%	30.6%	32.1%	30.8%	1.1	1.3
營業利益率	18.5%	17.3%	19.2%	18.1%	1.2	1.2
稅後純益率	15.5%	13.5%	15.3%	14.2%	2.0	1.1

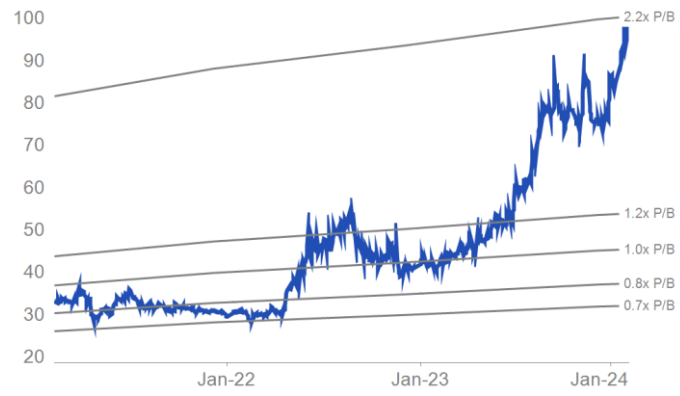
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 16：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
東陽	1319 TT	買進	100.5	1,857	5.13	5.19	6.91	19.6	19.4	14.5	242.0	1.2	33.2
特斯拉供應鏈													
和大	1536	未評等	55.2	481	2.23	2.16	2.31	24.7	25.6	23.9	81.1	(3.4)	7.2
和勤	1586	未評等	32.8	87	0.52	-	-	62.7	-	-	(59.2)	-	-
世德	2066	未評等	94.2	115	8.05	-	-	11.7	-	-	101.1	-	-
聯嘉光電	6288	未評等	36.2	204	0.09	-	-	385.0	-	-	58.4	-	-
特斯拉供應鏈平均					2.7	2.2	2.3	121.0	25.6	23.9	45.4	(3.4)	7.2
AM 同業													
堤維西	1522	未評等	50.8	420	2.99	-	-	17.0	-	-	382.5	-	-
耿鼎	1524	未評等	36.1	163	2.04	-	-	17.7	-	-	441.9	-	-
昭輝	1339	未評等	74.2	174	5.51	-	-	13.5	-	-	201.0	-	-
帝寶工業	6605	未評等	157.0	767	10.86	-	-	14.5	-	-	58.5	-	-
AM 同業平均					5.3	-	-	15.7	-	-	271.0	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 17：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
東陽	1319 TT	買進	100.5	1,857	8.8	12.2	15.2	40.15	42.64	45.45	2.5	2.4	2.2
特斯拉供應鏈													
和大	1536	未評等	55.2	481	7.1	6.5	6.7	31.7	32.6	33.3	1.7	1.7	1.7
和勤	1586	未評等	32.8	87	-	-	-	18.7	-	-	1.8	-	-
世德	2066	未評等	94.2	115	-	-	-	46.5	-	-	2.0	-	-
聯嘉光電	6288	未評等	36.2	204	0.7	-	-	13.7	-	-	2.6	-	-
特斯拉供應鏈平均					3.9	6.5	6.7	27.7	32.6	33.3	2.0	1.7	1.7
AM 同業													
堤維西	1522	未評等	50.8	420	-	-	-	28.4	-	-	1.8	-	-
耿鼎	1524	未評等	36.1	163	-	-	-	15.3	-	-	2.4	-	-
昭輝	1339	未評等	74.2	174	-	-	-	50.1	-	-	1.5	-	-
帝寶工業	6605	未評等	157.0	767	-	-	-	93.2	-	-	1.7	-	-
AM 同業平均					-	-	-	46.7	-	-	1.8	-	-

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 18：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	5,598	5,551	6,154	6,555	6,769	6,291	6,246	7,041	23,859	26,347
銷貨成本	(4,109)	(3,940)	(4,296)	(4,427)	(4,535)	(4,379)	(4,320)	(4,768)	(16,773)	(18,002)
營業毛利	1,489	1,611	1,858	2,128	2,234	1,912	1,926	2,272	7,086	8,345
營業費用	(769)	(815)	(840)	(907)	(842)	(830)	(863)	(949)	(3,330)	(3,484)
營業利益	720	797	1,018	1,221	1,392	1,082	1,063	1,324	3,755	4,861
業外利益	(95)	153	222	(149)	175	60	26	35	132	297
稅前純益	625	949	1,240	1,072	1,567	1,142	1,089	1,359	3,887	5,158
所得稅費用	(131)	(190)	(252)	(217)	(318)	(232)	(221)	(276)	(790)	(1,047)
少數股東權益	4	1	14	7	4	5	5	7	26	21
歸屬母公司稅後純益	490	758	974	848	1,245	905	863	1,076	3,071	4,090
調整後每股盈餘(NT\$)	1.51	1.64	1.65	1.43	2.11	1.53	1.46	1.82	5.19	6.91
調整後加權平均股數(百萬股)	591	591	591	591	591	591	591	591	591	591
重要比率										
營業毛利率	26.6%	29.0%	30.2%	32.5%	33.0%	30.4%	30.8%	32.3%	29.7%	31.7%
營業利益率	12.9%	14.4%	16.5%	18.6%	20.6%	17.2%	17.0%	18.8%	15.7%	18.5%
稅前純益率	11.2%	17.1%	20.2%	16.4%	23.2%	18.2%	17.4%	19.3%	16.3%	19.6%
稅後純益率	8.8%	13.7%	15.8%	12.9%	18.4%	14.4%	13.8%	15.3%	12.9%	15.5%
有效所得稅率	21.0%	20.0%	20.3%	20.2%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
季增率(%)										
營業收入	5.4%	-0.8%	10.9%	6.5%	3.3%	-7.1%	-0.7%	12.7%		
營業利益	13.3%	10.6%	27.8%	19.9%	14.0%	-22.3%	-1.8%	24.6%		
稅後純益	42.7%	54.6%	28.5%	-13.0%	46.8%	-27.3%	-4.6%	24.7%		
調整後每股盈餘	160.7%	8.3%	0.8%	-13.1%	46.7%	-27.3%	-4.7%	24.7%		
年增率(%)										
營業收入	11.4%	2.4%	11.4%	23.4%	20.9%	13.3%	1.5%	7.4%	12.1%	10.4%
營業利益	170.5%	67.7%	82.4%	92.2%	93.3%	35.8%	4.4%	8.4%	94.1%	29.5%
稅後純益	62.7%	-6.1%	39.3%	146.8%	153.9%	19.4%	-11.4%	26.9%	52.1%	32.7%
調整後每股盈餘	196.5%	20.4%	39.8%	147.3%	39.2%	-6.5%	-11.5%	26.8%	42.6%	33.2%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

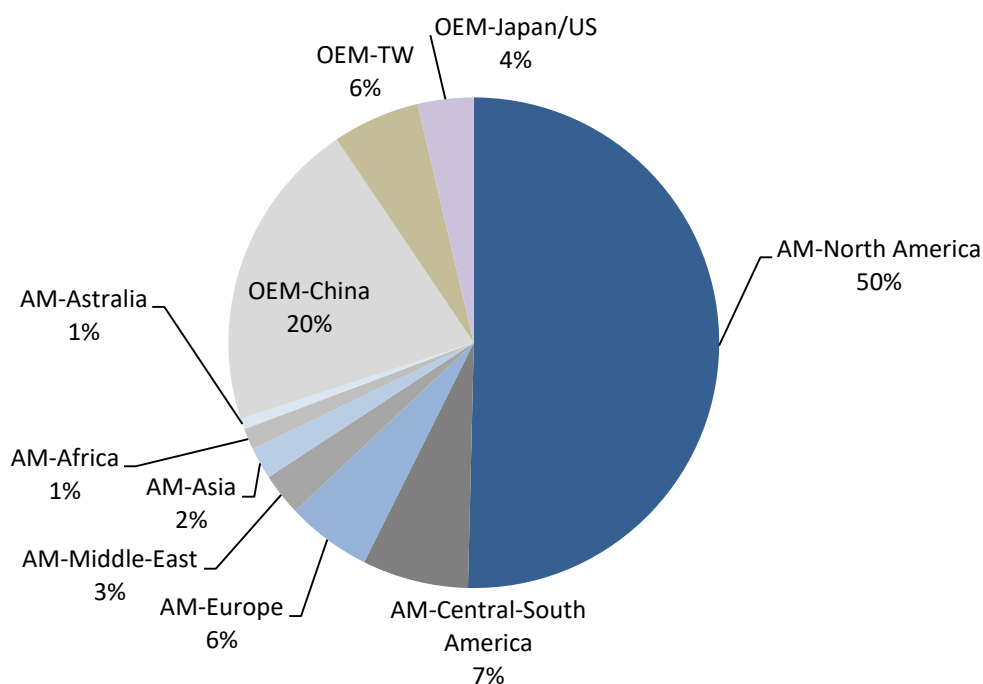
東陽實業成立於 1967 年，主要營業項目為汽、機車零組件，為台灣塑膠件供應商，也是全球第一大汽車 AM 塑膠件製造商，塑膠件全球市佔率 70%、鈹金部份市佔率 35%。公司跨足 OEM (組車製造)與 AM (售後維修市場)兩大汽車零件市場，除了在台南本廠擁有生產基地外，在桃園、中國大陸、美國、義大利等地共設有 25 座生產據點。

3Q23 營收組成 AM 73%/OEM 27%，其中 AM 市場產品以保險桿為主，2022 年營收占比約 41%，其他產品按比重排序為水箱護罩 14%、葉子板 11%、引擎蓋 11%、冷卻產品 5%、其他 18%。銷售市場以北美領銜，占 72%，其次為中南美洲 10%。OEM 產品主要為保險桿 23%、儀錶板 19%，主要出口中國與台灣。

東陽產能大致與營收佔比呈正相關，AM 佔公司產能 70%，其中 65%為台灣、5%為歐洲與美國；OEM 則為剩下 30%，其中主要產能位於中國，約佔 21%，台灣則佔 9%。

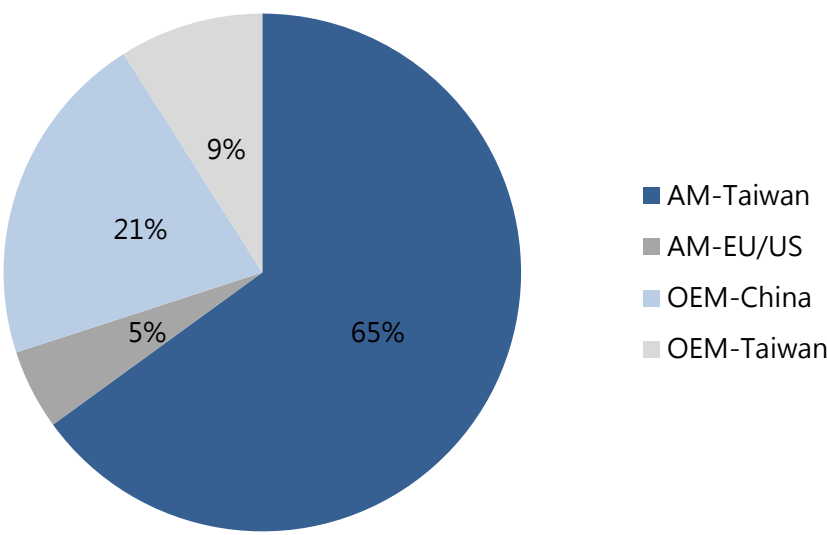
目前於中國已擁有 15 個 OEM 廠及 1 個 AM 廠，2023 年電動車 OEM 廠將陸續量產，預估 2023 年 BEV 營收占中國 OEM 營收 5-10%。中國主要 OEM 客戶為第一汽車集團，占中國 OEM 營收比重 70%，其他廠商包含長安汽車(000625 CH) 16%、廣州汽車(601238 CH) 4%、東風 (600006 CH) 2%、其他 8%。

圖 19：2022 年東陽銷售地區佔比



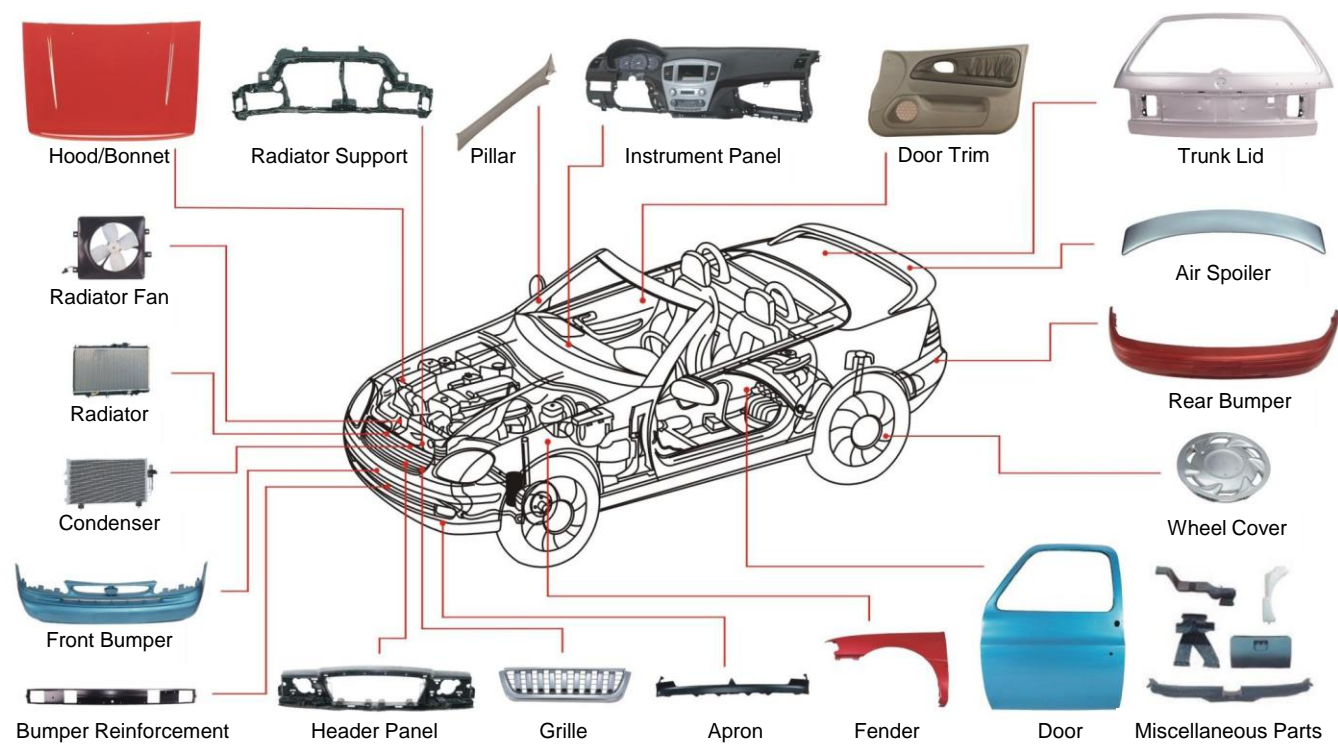
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 20：2022 年東陽產能分布



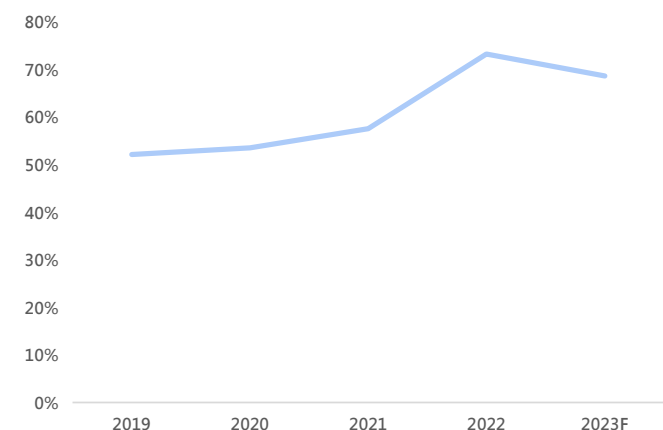
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 21：東陽產品線



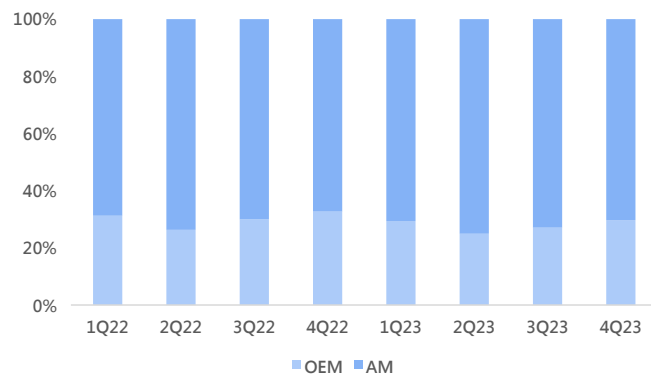
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 22：股利配發率維持高檔



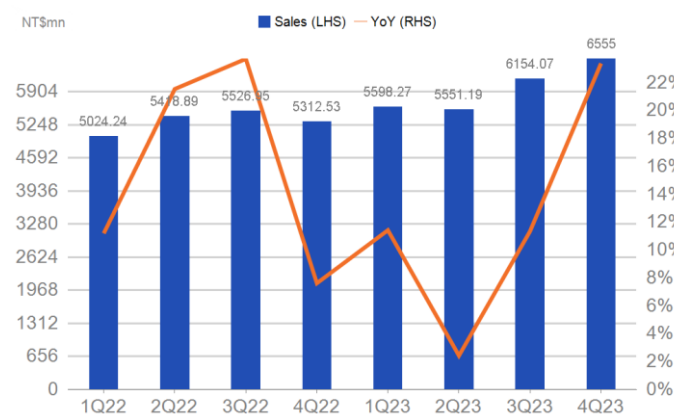
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



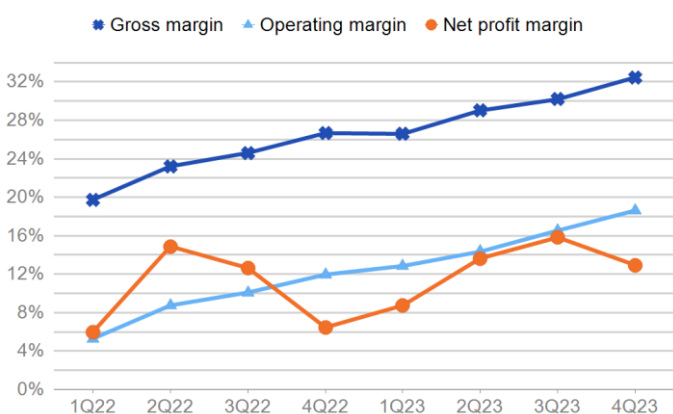
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



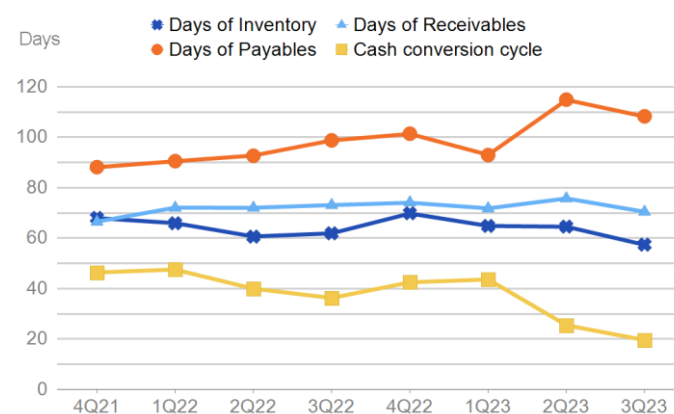
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



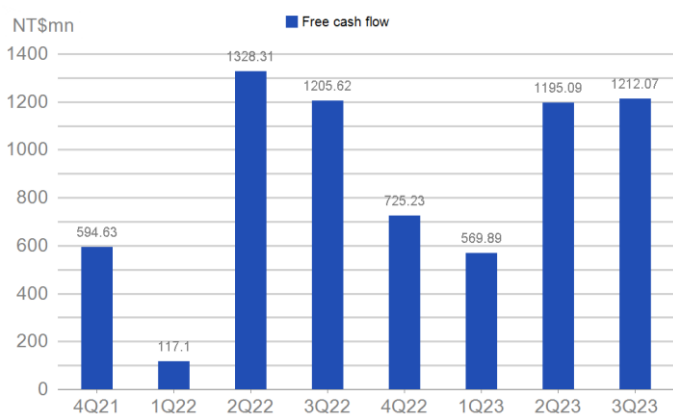
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**東陽整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於平均的位置，但在車用零組件行業的公司中排名落後同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**東陽的整體曝險屬於中等水準，處於車用零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、人力資源、商品治理等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**東陽在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。該公司還制定了適當的環境政策，並製定了舉報計劃以解決潛在問題。

圖 28：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	20.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.9
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.5
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	43

資料來源：Sustainalytics (2024/1/11)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

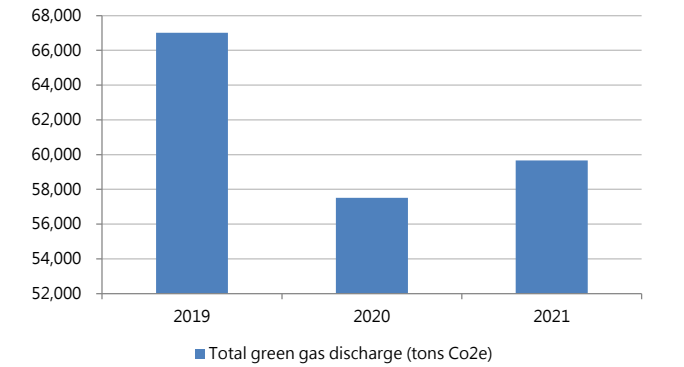
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

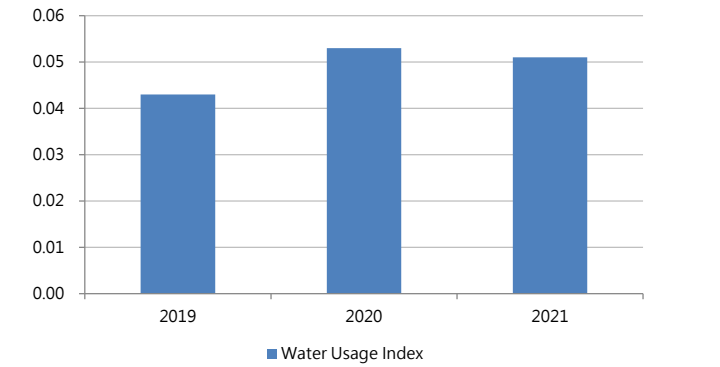
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 29：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 30：水資源使用指數



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	1,454	2,344	3,852	6,468	8,082
存貨	3,047	3,057	3,376	3,627	3,854
應收帳款及票據	3,667	4,010	4,811	5,006	5,709
其他流動資產	476	575	609	530	490
流動資產	8,643	9,987	12,647	15,631	18,134
採用權益法之投資	3,662	2,654	2,213	1,913	1,813
固定資產	18,884	18,192	17,383	16,863	15,921
無形資產	1,261	874	648	490	379
其他非流動資產	2,004	1,833	1,564	1,660	1,760
非流動資產	25,810	23,553	21,809	20,925	19,873
資產總額	34,453	33,540	34,456	36,557	38,007
應付帳款及票據	2,541	2,542	2,789	3,031	3,204
短期借款	1,935	1,238	1,238	1,238	1,238
什項負債	2,432	3,110	3,110	3,110	3,110
流動負債	6,908	6,890	7,137	7,379	7,552
長期借款	4,568	1,839	1,012	1,185	1,357
其他負債及準備	710	545	545	545	545
長期負債	5,278	2,385	1,557	1,730	1,903
負債總額	12,186	9,275	8,694	9,109	9,455
股本	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915
資本公積	4,150	4,150	4,151	4,151	4,151
保留盈餘	12,046	13,780	15,373	17,159	18,364
什項權益	(473)	(97)	(219)	(340)	(462)
歸屬母公司之權益	21,637	23,749	25,220	26,884	27,967
非控制權益	630	517	542	563	585
股東權益總額	22,268	24,265	25,762	27,448	28,553

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	637	2,037	3,097	4,111	4,295
折舊及攤提	3,293	3,183	3,229	3,311	3,421
本期營運資金變動	(577)	(193)	(1,065)	(205)	(756)
其他營業資產 及負債變動	534	565	159	79	40
營運活動之現金流量	3,886	5,592	5,419	7,297	6,999
資本支出	(2,055)	(2,216)	(2,193)	(2,632)	(2,369)
本期長期投資變動	(280)	(1,008)	800	300	100
其他資產變動	64	2,431	(91)	(95)	(100)
投資活動之現金流量	(2,271)	(793)	(1,484)	(2,427)	(2,369)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(1,066)	(3,327)	(827)	173	173
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(473)	(503)	(1,479)	(2,303)	(3,068)
其他調整數	(143)	(122)	(122)	(122)	(122)
融資活動之現金流量	(1,682)	(3,952)	(2,428)	(2,253)	(3,017)
匯率影響數	(17)	44	0	0	0
本期產生現金流量	(84)	891	1,507	2,617	1,613
自由現金流量	1,831	3,376	3,226	4,665	4,630

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	18,380	21,283	23,859	26,347	27,934
銷貨成本	(14,893)	(16,255)	(16,773)	(18,002)	(18,964)
營業毛利	3,487	5,028	7,086	8,345	8,970
營業費用	(2,944)	(3,094)	(3,330)	(3,484)	(3,602)
推銷費用	(1,472)	(1,538)	(1,697)	(1,742)	(1,801)
研究費用	(510)	(503)	(538)	(557)	(576)
管理費用	(975)	(1,050)	(1,092)	(1,185)	(1,225)
其他費用	12	(3)	(3)	0	0
營業利益	543	1,935	3,755	4,861	5,368
利息收入	7	20	61	30	16
利息費用	(117)	(92)	(68)	(72)	(74)
利息收入淨額	(110)	(72)	(6)	(42)	(58)
投資利益(損失)淨額	274	(31)	31	70	25
匯兌損益	(125)	293	51	80	48
其他業外收入(支出)淨額	185	476	56	189	19
稅前純益	767	2,600	3,887	5,158	5,402
所得稅費用	(130)	(564)	(790)	(1,047)	(1,107)
少數股權淨利	(50)	(115)	26	21	22
歸屬母公司之稅後純益	688	2,151	3,071	4,090	4,273
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,177	5,875	6,984	8,172	8,789
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.50	3.64	5.19	6.91	7.22

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	6.1	15.8	12.1	10.4	6.0
營業利益	0.6	256.2	94.1	29.5	10.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	(3.6)	40.7	18.9	17.0	7.6
稅後純益	(14.2)	219.6	52.1	32.7	4.5
調整後每股盈餘	63.0	242.0	42.6	33.2	4.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.0	23.6	29.7	31.7	32.1
營業利益率	3.0	9.1	15.7	18.5	19.2
稅前息前淨利率	3.5	11.8	15.7	18.5	19.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.7	27.6	29.3	31.0	31.5
稅前純益率	4.2	12.2	16.3	19.6	19.3
稅後純益率	3.7	10.1	12.9	15.5	15.3
資產報酬率	1.8	6.0	9.0	11.3	11.3
股東權益報酬率	2.9	8.8	12.2	15.2	15.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	54.7	38.2	33.8	33.2	33.1
淨負債權益比(%)	22.7	3.0	(6.2)	(14.7)	(19.2)
利息保障倍數 (倍)	7.6	29.2	58.4	72.6	74.0
流動比率 (%)	125.1	145.0	177.2	211.8	240.1
速動比率 (%)	81.0	100.6	129.9	162.7	189.1
淨負債 (NT\$百萬元)	5,049	733	(1,602)	(4,046)	(5,486)
調整後每股淨值 (NT\$)	36.58	40.15	42.64	45.45	47.28
評價指標 (倍)					
本益比	67.0	19.6	19.4	14.5	13.9
股價自由現金流量比	32.4	17.6	18.4	12.7	12.8
股價淨值比	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.2	10.1	8.5	7.3	6.8
股價營收比	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

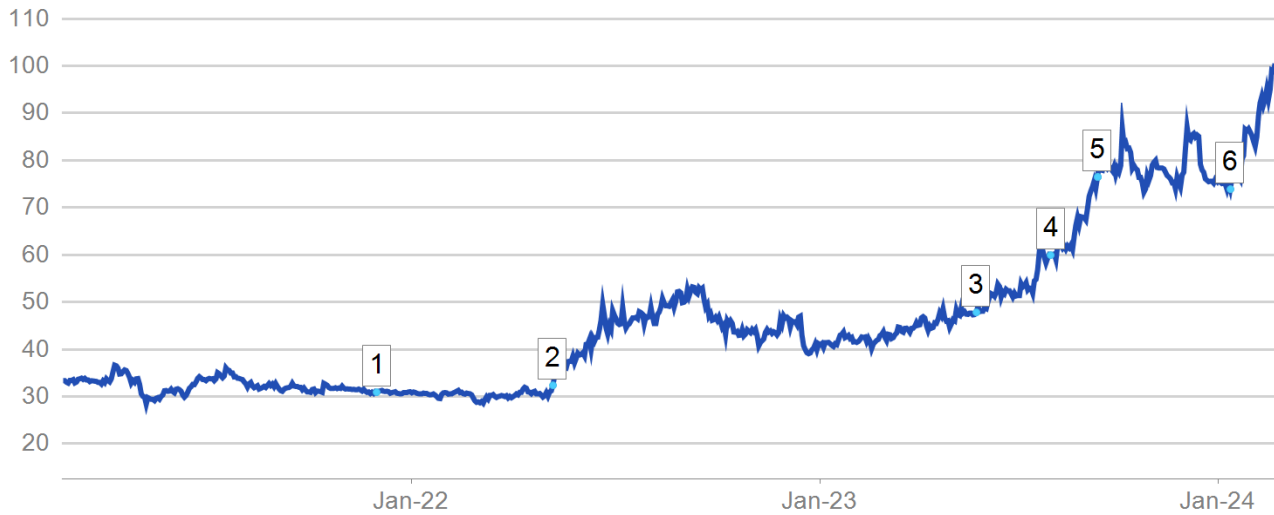
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

東陽 (1319 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20211202	33.00	40.00	37.49	買進	陳景文
2	20220517	34.60	42.00	39.37	買進	陳景文
3	20230602	49.60	59.00	56.38	買進	李昀儒
4	20230809	60.10	77.00	77.00	買進	李昀儒
5	20230918	74.10	98.00	98.00	買進	李昀儒
6	20240112	75.30	100.00	100.00	買進	何宗祐

資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.