

2024 年 3 月 8 日

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	240.00 元
目標價	
3 個月	281.00 元
12 個月	281.00 元

## 元太 (8069 TT)

Buy

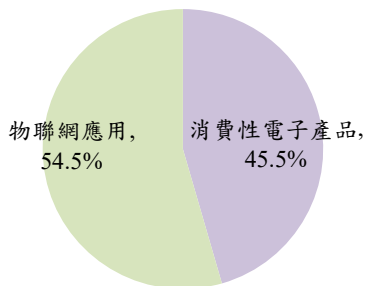
### 近期報告日期、評等及前日股價

03/01/2024	Buy	246.00
12/25/2023	Buy	197.00
11/16/2023	Trading Buy	198.00
10/13/2023	Buy	185.00
08/17/2023	Trading Buy	191.00

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	11,411
市值(億元)	2,739
目前每股淨值(元)	42.86
外資持股比(%)	40.62
投信持股比(%)	2.49
董監持股比(%)	2.90
融資餘額(張)	7,780
現金股息配發率(%)	65.69

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



ESL、eReader 推升 2024 年營收逐季成長，維持 Buy 評等。

**投資建議：**雖然 1Q24 元太較缺乏營收動能，不過，目前 ESL 訂單能見度高，預估 2024 年出貨量逐季放大，加上 eReader 營收亦有機會因大客戶 2H24 首度推出彩色機種而成長，預估 1Q24 即為元太 2024 年業績低點，故群益維持對元太 Buy 的投資建議。

**4Q23 稅後淨利 12.39 億元，QoQ-48.39%：**由於 ESL、eReader 均處主流規格調整期，4Q23 營收 58.33 億元，QoQ-14.49%，但毛利率提高至 56.27%，原因在於 eReader 營收比重降低，惟本業表現仍不及 3Q23，加上 3Q23 業外利益基期較高，4Q23 稅後淨利 12.39 億元，QoQ-48.39%。

**長線潛在營收成長動能主要來自大尺寸應用：**就元太電子紙產能佈局而言，針對 ESL、eReader 所需之生產線已陸續到位，未來 3~5 年資本支出則主要鎖定室內、外廣告看板等大尺寸應用，預估相關商機將為元太長線潛在營收動能。首先，元太將於新竹廠設置 2 條寬幅生產線，第 1 條生產線預計 4Q24~1Q25 量產，終端產品尺寸可達 85 吋以上；至於第 2 條寬幅生產線則預計 2026 年量產。其次，元太亦將於揚州模組廠建至大世代模組產線，以供產品推廣初期所需。

**ESL、eReader 2024 年出貨展望均佳：**雖然 1Q24 元太仍處 ESL、eReader 主流規格調整期，影響元太營收表現，不過，目前元太預估 2024 年 4 色 ESL 出貨比重為 80%，遠高於 4Q23 僅 20% 的看法，群益認為，關鍵在於 ESL 客戶 3 色 ESL 庫存歷經 2H23 積極調整後逐漸回到正常水準，此外，ESL 訂單能見度亦已提高，隨 4 色 ESL 各尺寸驅動 IC 陸續備齊，預估 2024 年 ESL 出貨量逐季放大，並將推升物聯網應用的營收成長。

至於在 eReader 的部份，黑白轉彩色的產業趨勢雖導致 2H23 整體市場買氣觀望，但元太 3Q23 受惠於中國補教市場相關訂單挹注，故 2023 年 eReader 營收約與 2022 年相當。展望 2024 年，大客戶預計 2H24 首度推出彩色機種，元太 eReader 出貨表現將受惠於此，並帶動消費性電子營收較 2023 年增加。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	27,120	31,975	36,396	8,543	7,230	7,236	6,821	5,833	6,303	7,415	8,797	9,460
營業毛利淨額	14,456	18,154	20,367	4,941	3,553	3,841	3,780	3,282	3,521	4,181	5,012	5,441
營業利益	7,285	10,404	12,144	2,579	1,812	2,030	1,931	1,512	1,669	2,239	3,011	3,485
稅後純益	7,814	9,191	10,382	1,837	1,755	2,421	2,400	1,239	1,562	1,835	2,914	2,880
稅後 EPS(元)	6.85	8.05	9.10	1.61	1.54	2.12	2.10	1.09	1.37	1.61	2.55	2.52
毛利率(%)	53.31%	56.78%	55.96%	57.84%	49.15%	53.08%	55.41%	56.27%	55.86%	56.38%	56.97%	57.51%
營業利益率(%)	26.86%	32.54%	33.36%	30.19%	25.07%	28.06%	28.30%	25.92%	26.47%	30.19%	34.23%	36.84%
稅後純益率(%)	28.81%	28.74%	28.53%	21.50%	24.28%	33.45%	35.18%	21.23%	24.78%	24.75%	33.13%	30.44%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-9.78%	17.90%	13.83%	5.42%	-15.38%	0.09%	-5.73%	-14.49%	8.07%	17.64%	18.63%	7.55%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-21.16%	17.62%	12.96%	-56.68%	-4.44%	37.93%	-0.86%	-48.39%	26.14%	17.45%	58.81%	-1.17%

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 114.11 億元計算。

2024 年 3 月 8 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

元太以產品(Products)、環境(Environmental)、社會(Social)及公司治理(Governance)，企業永續的「PESG」四大構面。元太從源頭積極精進電子紙技術研發及產品設計，開發更低耗能及更少材料使用的新技術，讓低碳與節電的電子紙產品發揮更優異的環境友善效果。

此外，為了達成淨零碳排目標，元太持續精進技術研發及產品設計，打造低碳永續綠色產品。同時，積極響應並具體實踐各項永續目標倡議行動，不僅已正式加入由氣候組織(The Climate Group)與 CDP 全球環境資訊研究中心所主導的「全球再生能源倡議 RE100」，元太也是台灣首家簽署「氣候宣言(The Climate Pledge, TCP)」的企業，並成為「科學基礎減量目標倡議(Science Based Targets Initiative, SBTi)」的成員，接受依公司設定的減碳目標進行獨立的評估與驗證。

## 受 ESL、eReader 處主流規格調整期、3Q23 業外利益基期較高影響，4Q23 稅後淨利 12.39 億元，QoQ-48.39%：

元太的主要產品線為電子紙，在合併 SiPix 之後，元太電子紙的全球市佔率已超過 95%，同業間價格競爭並不激烈。元太電子紙賴以起家的終端應用為電子書閱讀器(eReader)，且主要以電子紙模組(module，包括電子紙材料、IC、觸控模組、發光條等零件)的型態出貨，近幾年元太消費性電子產品(主要產品線為電子書閱讀器用電子紙，近期元太亦積極拓展 eNote 電子筆記本市場)的營收比重為 40~60%，惟已逐漸降低。

然而，受到平板電腦侵蝕電子書閱讀器市場的衝擊，近幾年全球電子書閱讀器出貨成長停滯，元太的因應之道主要有二，(1)與模組廠結盟，(2)拓展電子書閱讀器以外終端應用。首先，元太的核心競爭力在於電子紙材料(material)的生產能力，為求不再受限於本身模組產能規模、客戶關係，元太積極與群創(3481 TT)、京東方等下游業者結盟，以擴大整體電子紙原料的出貨量；其次，元太耕耘電子標籤(用於商場、量販店、行李箱等)市場有成，目前總出貨面積已超過電子書閱讀器用電子紙，為元太最重要的獲利來源，目前物聯網應用(主要產品線為電子標籤)的營收比重已超過 50%。

考量物聯網應用需求持續增溫，元太 2022 年至 2023 年間陸續於台灣新竹廠新增 4 條新機台(該廠空間可供設置 6 條)，其中，新竹廠的第 1~4 條新機台已於 4Q21、2Q22、2H22、4Q23 陸續量產，總計元太擁有 6 條電子紙薄膜機台，分別位於台灣林口(1 條)、新竹(4 條)、美國(1 條)等三地，此外，元太亦看好室內、外廣告看板等大尺寸應用，規畫再於新竹新廠辦新增 2 條寬幅生產線(寬幅生產線的單位產能規模約為新竹廠近期新增生產線的 1.5~2 倍)，預估最快 4Q24~1Q25、2026 年陸續開出產能。

4Q23 營收 58.33 億元，QoQ-14.49%，主要係 ESL、eReader 均處主流規格調整期，不利於元太出貨表現所致，但毛利率提高至 56.27%(3Q23 為 55.41%)，原因在於 eReader 營收比重降低(由 3Q23 的 52.5%降低至 4Q23 的 49.9%)，惟本業表現仍不及 3Q23，營業利益減少至 15.12 億元，QoQ-21.69%，加上 3Q23 認列 3.87 億元股利收入、3.02 億元匯兌利益，業外利益基期較高，4Q23 稅後淨利 12.39 億元，QoQ-48.39%。

表二、近期元太各主要產品線的營收比重

營收比重	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
消費性電子產品	38.4%	42.7%	52.5%	49.9%
物聯網應用	61.6%	57.3%	47.5%	50.1%

資料來源：元太，群益投顧彙整

## 室內、外廣告看板等大尺寸應用為長線潛在營收成長動能：

就元太電子紙產能佈局而言，針對 ESL、eReader 所需之生產線已陸續到位，未來 3~5 年資本支出則主要鎖定室內、外廣告看板等大尺寸應用，預估相關商機將為元太長線潛在營收動能。

首先，元太將於新竹廠設置 2 條寬幅生產線，第 1 條生產線將於 3Q24 裝機，預計 4Q24~1Q25 量產，終端產品尺寸可達 85 吋以上；至於第 2 條寬幅生產線的規劃產能較第 1 條更大(幅度更寬)，預計 2026 年量產。其次，元太亦將於揚州模組廠建至大世代模組產線，以供產品推廣初期所需(但元太對大尺寸應用相關產品仍傾向多與模組廠合作，出貨型態與 ESL 接近)。

## 考量 ESL 訂單能見度佳、eReader 出貨將受惠於大客戶彩色機種上市：

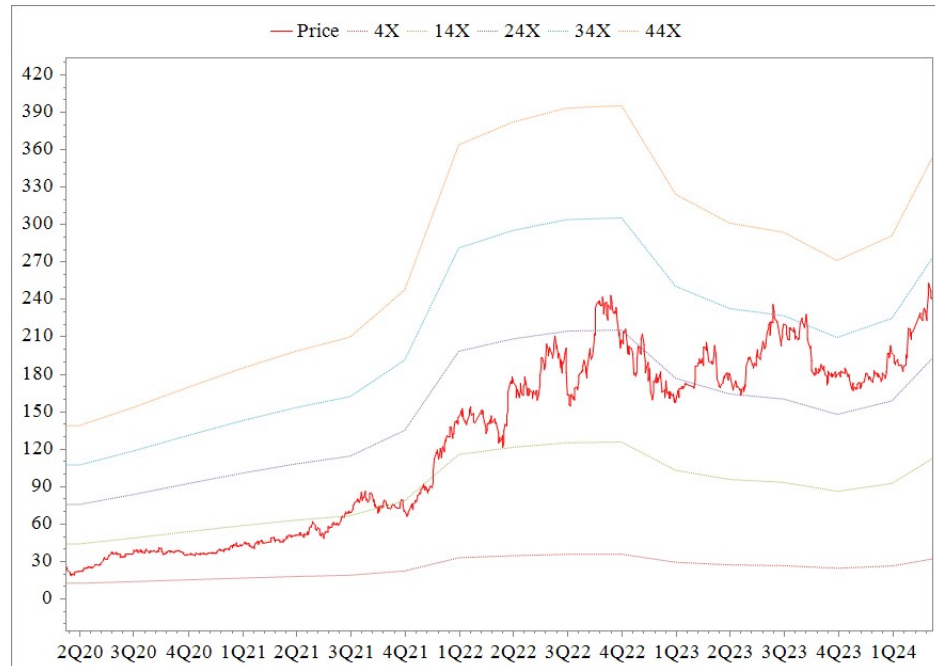
雖然 1Q24 元太仍處 ESL、eReader 主流規格調整期，影響元太營收表現，不過，目前元太預估 2024 年 4 色 ESL 出貨比重為 80%，遠高於 4Q23 僅 20% 的看法，群益認為，關鍵在於 ESL 客戶 3 色 ESL 庫存歷經 2H23 積極調整後逐漸回到正常水準，此外，ESL 訂單能見度亦已提高，隨 4 色 ESL 各尺寸驅動 IC 陸續備齊，預估 2024 年 ESL 出貨量逐季放大，並將推升物聯網應用的營收成長。

至於在 eReader 的部份，黑白轉彩色的產業趨勢雖導致 2H23 整體市場買氣觀望，但元太 3Q23 受惠於中國補教市場相關訂單挹注，故 2023 年 eReader 營收約與 2022 年相當。展望 2024 年，大客戶預計 2H24 首度推出彩色機種，元太 eReader 出貨表現將受惠於此，並帶動消費性電子營收較 2023 年增加。

## 預估 2024 年營收逐季成長，1Q24 即為全年業績低點，故群益維持對元太 Buy 的投資建議：

雖然 1Q24 元太較缺乏營收動能，不過，目前 ESL 訂單能見度高，預估 2024 年出貨量逐季放大，加上 eReader 營收亦有機會因大客戶 2H24 首度推出彩色機種而成長，預估 1Q24 即為元太 2024 年業績低點，故群益維持對元太 Buy 的投資建議。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 3 月 8 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	57,010	65,126	74,456	79,117	85,666
流動資產	19,263	25,165	26,516	27,224	27,922
現金及約當現金	8,751	8,835	9,688	9,758	10,103
應收帳款與票據	3,248	4,700	2,717	2,802	2,882
存貨	4,142	4,405	2,852	2,904	2,981
採權益法之投資	734	1,456	1,307	1,448	1,654
不動產、廠房設備	5,275	8,033	9,150	8,900	8,650
<b>負債總計</b>	<b>21,312</b>	<b>20,863</b>	<b>24,908</b>	<b>25,478</b>	<b>26,176</b>
流動負債	17,840	13,408	17,034	17,489	17,937
應付帳款及票據	3,124	1,992	2,544	2,606	2,664
非流動負債	3,473	7,455	7,874	7,928	8,118
<b>權益總計</b>	<b>35,698</b>	<b>44,263</b>	<b>49,548</b>	<b>53,638</b>	<b>59,490</b>
普通股股本	<b>11,404</b>	<b>11,404</b>	<b>11,411</b>	<b>11,411</b>	<b>11,411</b>
保留盈餘	11,000	17,823	20,697	24,787	30,638
母公司業主權益	35,167	43,687	48,908	52,963	58,781
<b>負債及權益總計</b>	<b>57,010</b>	<b>65,126</b>	<b>74,456</b>	<b>79,117</b>	<b>85,666</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	19,651	30,061	27,120	31,975	36,396
營業成本	11,063	13,831	12,663	13,821	16,030
<b>營業毛利淨額</b>	8,588	16,230	14,456	18,154	20,367
營業費用	5,565	7,031	7,171	7,751	8,223
<b>營業利益</b>	3,023	9,199	7,285	10,404	12,144
<b>EBITDA</b>	7,503	12,828	10,356	13,922	15,862
業外收入及支出	3,323	2,025	1,412	1,718	1,568
稅前純益	6,549	12,085	9,824	12,122	13,712
所得稅	1,337	2,145	1,958	2,897	3,296
稅後純益	5,150	9,912	7,814	9,191	10,382
稅後 EPS(元)	4.51	8.69	6.85	8.05	9.10
完全稀釋 EPS**	4.51	8.69	6.85	8.05	9.10

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 114.11【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 114.11 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	27.91%	52.98%	-9.78%	17.90%	13.83%
營業毛利淨額	22.30%	88.99%	-10.93%	25.58%	12.19%
營業利益	63.66%	204.28%	-20.80%	42.80%	16.73%
稅後純益	42.95%	92.46%	-21.16%	17.62%	12.96%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	43.70%	53.99%	53.31%	56.78%	55.96%
EBITDA(%)	38.18%	42.68%	38.19%	43.54%	43.58%
營益率	15.39%	30.60%	26.86%	32.54%	33.36%
稅後純益率	26.21%	32.97%	28.81%	28.74%	28.53%
總資產報酬率	9.03%	15.22%	10.50%	11.62%	12.12%
股東權益報酬率	14.43%	22.39%	15.77%	17.14%	17.45%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	37.38%	32.03%	33.45%	32.20%	30.56%
負債/淨值比(%)	59.70%	47.13%	50.27%	47.50%	44.00%
流動比率(%)	107.98%	187.68%	155.66%	155.66%	155.66%

### 其他比率分析

存貨天數	101.99	112.78	104.58	76.00	67.00
應收帳款天數	43.07	48.25	49.92	31.50	28.50

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	4,690	6,031	10,626	13,281	14,813
稅前純益	6,549	12,085	9,824	12,122	13,712
折舊及攤銷	1,064	1,016	1,381	1,343	1,305
營運資金變動	-2,401	-2,847	4,088	-75	-99
其他營運現金	-521	-4,222	-4,667	-109	-105
<b>投資活動現金</b>	-8,018	-3,670	-8,330	-8,060	-8,896
資本支出淨額	-1,769	-3,021	-2,434	-2,500	-2,500
長期投資變動	-6,873	-1,621	-7,494	-1,500	-1,500
其他投資現金	624	972	1,598	-4,060	-4,896
<b>籌資活動現金</b>	-94	-2,538	-1,205	-5,151	-4,572
長借/公司債變動	784	4,904	20	53	190
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,063	-3,649	-5,132	-5,135	-4,564
其他籌資現金	2,184	-3,792	3,907	-70	-198
<b>淨現金流量</b>	-4,203	84	853	70	1,346
<b>期初現金</b>	12,954	8,751	8,835	9,688	9,758
<b>期末現金</b>	8,751	8,835	9,688	9,758	11,103

資料來源：CMoney、群益



2024 年 3 月 8 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	8,104	8,543	7,230	7,236	6,821	5,833	6,303	7,415	8,797	9,460	7,861	8,672
營業成本	3,200	3,602	3,676	3,395	3,041	2,551	2,783	3,234	3,785	4,020	3,481	3,838
營業毛利淨額	4,904	4,941	3,553	3,841	3,780	3,282	3,521	4,181	5,012	5,441	4,380	4,834
營業費用	1,680	2,362	1,741	1,811	1,849	1,770	1,852	1,942	2,000	1,956	1,956	2,057
營業利益	3,224	2,579	1,812	2,030	1,931	1,512	1,669	2,239	3,011	3,485	2,424	2,777
業外收入及支出	1,778	-397	452	907	1,068	112	347	494	628	249	297	444
稅前純益	5,001	2,182	2,264	2,938	2,998	1,624	2,016	2,733	3,639	3,734	2,721	3,221
所得稅	734	371	498	501	587	372	443	885	713	855	599	1,043
稅後純益	4,240	1,837	1,755	2,421	2,400	1,239	1,562	1,835	2,914	2,880	2,113	2,166
最新股本	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411	11,411
稅後EPS(元)	3.72	1.61	1.54	2.12	2.10	1.09	1.37	1.61	2.55	2.52	1.85	1.90

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	60.52%	57.84%	49.15%	53.08%	55.41%	56.27%	55.86%	56.38%	56.97%	57.51%	55.72%	55.74%
營業利益率(%)	39.78%	30.19%	25.07%	28.06%	28.30%	25.92%	26.47%	30.19%	34.23%	36.84%	30.84%	32.02%
稅後純益率(%)	52.32%	21.50%	24.28%	33.45%	35.18%	21.23%	24.78%	24.75%	33.13%	30.44%	26.88%	24.97%

## QoQ(%)

營業收入淨額	8.74%	5.42%	-15.38%	0.09%	-5.73%	-14.49%	8.07%	17.64%	18.63%	7.55%	-16.91%	10.32%
營業利益	63.59%	-19.99%	-29.73%	12.02%	-4.90%	-21.69%	10.36%	34.16%	34.52%	15.72%	-30.43%	14.55%
稅前純益	61.25%	-56.37%	3.77%	29.73%	2.07%	-45.84%	24.13%	35.58%	33.18%	2.59%	-27.11%	18.37%
稅後純益	78.62%	-56.68%	-4.44%	37.93%	-0.86%	-48.39%	26.14%	17.45%	58.81%	-1.17%	-26.64%	2.51%

## YoY(%)

營業收入淨額	84.31%	26.24%	21.29%	-2.90%	-15.83%	-31.73%	-12.81%	2.47%	28.96%	62.19%	24.71%	16.96%
營業利益	512.16%	113.05%	27.13%	3.03%	-40.11%	-41.38%	-7.94%	10.27%	55.98%	130.47%	45.29%	24.05%
稅前純益	208.34%	22.10%	25.85%	-5.29%	-40.05%	-25.59%	-10.99%	-6.98%	21.38%	129.93%	35.01%	17.87%
稅後純益	245.82%	34.51%	20.11%	1.98%	-43.40%	-32.57%	-10.99%	-24.20%	21.42%	132.52%	35.24%	18.02%

註1：稅後EPS以股本114.11億元計算

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。