

東元 (1504 TT) Teco

營運谷底將至，並受惠節能補助及電價上漲趨勢

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$61.0

收盤價 (2024/03/18) : NT\$52.8
隱含漲幅 : 15.5%

營收組成 (4Q23)

機電系統 54%、智慧能源 19%、智慧生活 19%、其他 7%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	61.0	55.0
2024年營收 (NT\$/十億)	63.9	64.0
2024年EPS	3.0	3.0

交易資料表

市值	NT\$112,930百萬元
外資持股比率	12.2%
董監持股比率	7.2%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$40.45
負債比	32.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (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	58,315	59,394	63,907	71,500
營業利益	5,074	6,664	7,580	8,547
稅後純益	3,458	5,767	6,332	7,130
EPS (元)	1.64	2.76	3.00	3.38
EPS YoY (%)	-31.2	68.2	8.9	12.6
本益比 (倍)	32.2	19.2	17.6	15.6
股價淨值比 (倍)	1.4	1.3	1.3	1.3
ROE (%)	4.4	6.9	7.4	8.1
現金殖利率 (%)	2.8%	4.2%	4.3%	4.8%
現金股利 (元)	1.50	2.20	2.25	2.54

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

陳穆萱

Moo.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- ◆ 2024年1-2月小馬達及歐洲市場接單狀況已持平/優於去年同期，預期1Q24為全年低點。
- ◆ 目前在手訂單達250億元，潛在訂單尚包括台電與離岸風電統包工程設備訂單，商機上看300億元，預計2024-2026年成長動能無虞。
- ◆ 政府延長節能補助及電價上漲將帶動節能產品需求，評價低於同業平均，預估營運谷底將近，重申買進。

受製造業景氣疲軟影響，4Q23 EPS 0.51 低於預期

東元4Q23營收143.7億元，季減5%、年減5%，主因1)製造業景氣疲軟使機電系統於台灣及歐洲地區營收減少，2)智慧能源之工程營收認列時點差異所致；毛利率25.9%，季增1.3、年增2.9個百分點，主因1)高壓產品比重提高，2)原物料及運費下跌使低壓產品毛利提高，3)智慧能源毛利率提升且營收占比下降；營業利益150.9億元，季減10%、年增14%，主因新增墨西哥廠及印度廠營運費用，EPS 0.51元，低於本中心/市場預期13%/20%。

接單情況谷底復甦，未來營運逐季走升

本中心預期接單情形逐季改善，預估1Q24為2024年全年營運低點，主因1)歐洲市場短期營運雖持平去年，然而1-2月接單狀況已較去年成長雙位數；2)小馬達取單已相較去年持平，訂單能見度達1-2個月；3)北美油氣產業訂單持續走強，且氫能與碳捕捉應用持續放大。整體而言，預估1Q24營收為145.5億元，季增1%、年減2%，EPS 0.65元，季增28%、年減16%。

營運谷底將至，重申買進評等

公司在手訂單達250億元，此次上修2024/2025年EPS 0%/2%，係反映1)1-2月接單狀況已持平/優於去年同期；2)政府延長節能補助及電價上漲將帶動節能產品需求；3)看好台電強韌電網計畫/離岸風電統包工程訂單，商機超過300億元。東元目前股價位於2024年預估EPS的17.6倍本益比，低於國內同業平均的34.2倍，考量東元近年由傳統馬達大廠轉型，於再生能源領域多有斬露，預估待2H24製造業景氣疲軟逆風散去，獲利將穩健向上，評價將逐漸朝向同業靠攏，維持目標本益比18倍，上調目標價至61元(18x 2025F EPS 3.38元)，重申「買進」評等。

營運分析

受製造業景氣疲軟影響，4Q23 EPS 低於本中心及市場預期 13%/20%

東元 4Q23 營收 143.7 億元，季減 5%、年減 5%，主因 1)製造業景氣疲軟使機電系統於台灣及歐洲地區營收減少，2)智慧能源之工程營收認列時點差異所致；毛利率 25.9%，季增 1.3、年增 2.9 個百分點，主因 1)高壓產品比重提高，2)原物料及運費下跌使低壓產品毛利提高，3)智慧能源毛利率提升且營收占比下降；營業利益 150.9 億元，季減 10%、年增 14%，主因新增墨西哥廠及印度廠營運費用，低於本中心/市場預期 12%/9%，EPS 0.51 元，低於本中心/市場預期 13%/20%。三大事業群 4Q23 狀況：

- **機電事業**：營收占比 54.4%，營收年減 3.0%，中國及台灣製造業採購經理人指數(PMI)仍位於枯榮線下，且歐洲市場需求衰退，抵消了北美地區的成長，小馬達 BB Ratio 小於 1，E-Skid 因美國電網更新速度放緩影響，2023 年僅出貨 27 台，不如原 30-40 台之預期。
- **智慧能源**：營收占比 19.3%，營收年減 13.8%，主因工程收入認列時點差異。
- **智慧生活**：營收占比 19%，營收年減 2.9%，主因通訊產品及物流服務等營收微幅下滑所致。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,058	15,065	14,365	-4.6%	-4.6%	14,730	14,794	-2.5%	-2.9%
營業毛利	3,461	3,708	3,723	0.4%	7.6%	3,733	3,747	-0.3%	-0.7%
營業利益	1,321	1,677	1,509	-10.0%	14.2%	1,719	1,655	-12.2%	-8.8%
稅前利益	1,505	1,609	1,700	5.7%	12.9%	1,811	1,771	-6.1%	-4.0%
稅後淨利	1,005	981	1,029	4.9%	2.3%	1,184	1,280	-13.1%	-19.6%
調整後 EPS (元)	0.48	0.47	0.51	9.7%	7.0%	0.57	0.63	-10.5%	-19.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.0%	24.6%	25.9%	1.3	2.9	25.3%	25.3%	0.6	0.6
營業利益率	8.8%	11.1%	10.5%	-0.6	1.7	11.7%	11.2%	-1.2	-0.7
稅後純益率	6.7%	6.5%	7.2%	0.7	0.5	8.0%	8.7%	-0.9	-1.5

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

新增產能部分，2023 年 11 月印度低壓高效率馬達廠啟用，與日本三井合資，東元持股超過 50%，主要生產電動車動力系統、與超高效率工業馬達，短期目標產能 5 萬台。工業馬達方面，已與多家大型 OEM 客戶洽談供應中；電動車動力系統銷售方面，目前已與兩家印度大廠洽談供應。本中心認為印度廠處於萌芽期，預計將於 2025-2026 年再添營運產能。墨西哥新廠部份，將轉移部份越南訂單以就近生產，預計 3Q24 開始有所貢獻，2024 年達損平，長期則將享有關稅優惠。

接單情況谷底復甦，預估 1Q24 EPS 0.65 元，未來營運逐季走升

展望 1Q24，管理層認為 1) 高基期及營收認列時點影響，機電系統及智慧能源營收預計年減/季減；2) 智慧生活營收預計年增/季增，主因預估總體經濟會逐步復甦。

本中心預期接單情形逐季改善，預估 1Q24 為 2024 年全年營運低點，主因 1) 歐洲市場短期營運雖持平去年，然而 1-2 月接單狀況已較去年成長雙位數；2) 小馬達接單已相較去年持平，訂單能見度達 1-2 個月；3) 北美油氣產業訂單持續走強，且氫能與碳捕捉應用持續放大。整體而言，預估 1Q24 營收下調 3.3% 至 145.5 億元，季增 1%、年減 2%，EPS 0.65 元，季增 28%、年減 16%。

圖 2：2024 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	14,900	14,365	14,550	1.3%	-2.4%	15,045	15,127	-3.3%	-3.8%
營業毛利	3,629	3,723	3,677	-1.2%	1.3%	3,850	3,818	-4.5%	-3.7%
營業利益	1,697	1,509	1,756	16.4%	3.5%	1,803	1,781	-2.6%	-1.4%
稅前利益	2,187	1,700	1,921	13.0%	-12.2%	1,977	1,931	-2.8%	-0.5%
稅後淨利	1,635	1,029	1,375	33.6%	-15.9%	1,418	1,417	-3.0%	-3.0%
調整後 EPS (元)	0.78	0.51	0.65	27.8%	-15.9%	0.68	0.67	-4.2%	-3.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.4%	25.9%	25.3%	-0.7	0.9	25.6%	25.2%	-0.3	0.0
營業利益率	11.4%	10.5%	12.1%	1.6	0.7	12.0%	11.8%	0.1	0.3
稅後純益率	11.0%	7.2%	9.5%	2.3	-1.5	9.4%	9.4%	0	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

製造業疲軟預計 2H24 改善，長期「節能」汰舊換新趨勢明確

公司在手訂單達 250 億元，短期雖中國及台灣製造業景氣疲軟，然而本中心對於東元長期看法正面，主因 1) 東元由傳統家電轉型跨入新能源領域，持續爭取離岸風電、台電電網計畫等相關工程與設備訂單，商機超過新台幣 300 億元。2) 政府延長節能補助及電價上漲將帶動節能產品及服務需求。3) 長線而言，全球淨零碳排下，「節能」趨勢明確，商用空調工程設備訂單亦值得期待，未來更有機會進一步整合，跨足虛擬電廠營運。整體而言，本中心預估東元 2023/2024/2025 年 EPS 分別為 2.72 元/3 元/3.39 元。

圖 3：東元事業亮點及營收成長率預估

	2023		主要產品及應用	成長動能	毛利率	2023	2024F	2025F
	營收佔比	營業				營收 YoY	營收 YoY	營收 YoY
機電系統	53%	營業	馬達/變頻器、EV 動力系統	美國碳中和政策、油氣產業電氣化	30-35%	2.8%	6.9%	10.1%
智慧能源	20%	營業	風電、光儲、IDC 統包工程	2050 淨零碳排、台電強韌電網計畫	13-15%	16.2%	13.2%	23.7%
智慧生活	20%	營業	家電、空調、宅配通、東捷	智慧空調與能源管理	20%	-13.3%	6.1%	6.7%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

國產電動巴士補助政策加速滲透率

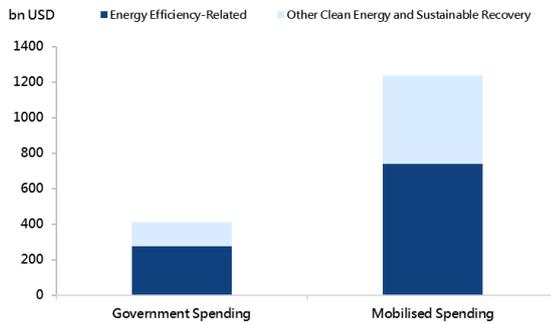
研調預估，2022 年至 2027 年全球電動巴士市場 CAGR 達 43.1%，因應 2050 淨零碳排目標，交通部推出 2030 年市區公車全面電動化，並祭出「電動大客車示範計畫補助」政策，推動電巴國產化，每輛補助金額上看 720 萬元，規劃 2020~2022 年為先導期，2023~2026 年為推廣期，2027~2029 年為普及期，台灣巴士至少有 1.5 萬台更換需求，潛在市場達 1,700 億元。

美國碳中和政策不斷推進減碳標準，使「節能」重要性顯現

東元北美市場佔機電營收約 30%，2022 年美國提案制定《清潔競爭法》（Clean Competition Act, CCA），規劃 2024 年開始徵收碳稅，碳排超出基準的部分將徵收 55 美元/噸的碳費，並以通膨率加上 5% 為每年調升基礎，預估 2030 年碳費將成長 50%；碳排基準 2025-2028 年間，每年下調 2.5%，2029 年後每年下調 5%，納管的產業包含煉油、水泥、鋼鐵等碳密集型行業。此外，美國通過《降低通膨法案》（The Inflation Reduction Act, IRA），規劃 3,690 億美元投入氣候和乾淨能源計畫，其中編列 600 億美元獎勵措施，旨在 2030 年將碳排放量減少約 40%，因此許多廠商自 2022 年起陸續改善產線能源效率，帶動節能馬達在未來數年的需求。

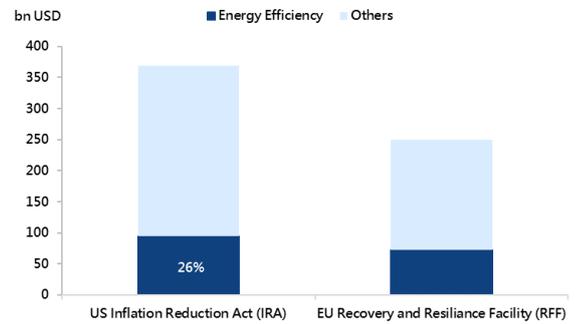
過去市場上較為重視新能源，亦即創能，然而，節能於政府預算或是民間皆佔有重要地位，如美國 IRA 法案當中便有 26% 的預算，約 960 億美元用於節能，其中 160 億美元用於工業及製造業部門的節能，也因此帶動許多廠商將過去老舊的柴油馬達汰舊換新成節能電動馬達。

圖 4：能源效率佔政府/企業減碳支出達 60%



資料來源：Energy Efficiency 2022、IEA

圖 5：能源效率約佔美國 IRA 法案總經費 26%



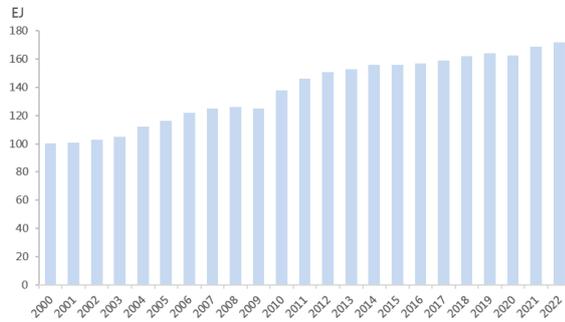
資料來源：Energy Efficiency 2022、IEA

工業能源消耗擴大，刺激產業走向新一輪高效率馬達升級循環

隨著全球經濟不斷成長，工業的能源消耗也不斷增加，自 2000 年至今，工業能源消耗已增加超過 60% 至 165 EJ，在全球能源需求佔比也由 33% 提升至 38%。馬達在工業當中扮演著重要生產角色，其所使用的能源佔整體工業能源需求的 70%，因此各國已相繼針對工業用三相感應馬達推出最低能效標準 (Minimum Energy Performance Standards, MEPS)。馬達規格以 IE (International Efficiency) 等級判定，不同種類的馬達具有不同的標準，最低等級為 IE1，最高為 IE5。目前，美國、中國及歐盟多數馬達種類皆須達到 IE3 能效等級，2023 年 7 月起，歐盟將進一步規範特定馬達種類須達 IE4 能效等級。

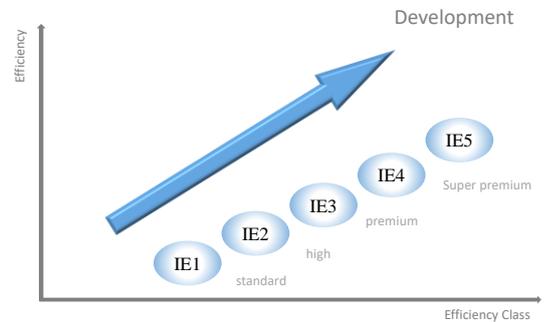
由於法規限制以及碳中和趨勢，工業馬達在近年成長逐漸加溫，根據 Custom Market Insight 預估 2023-2030 年全球電動馬達市場將以 7% 的 CAGR 持續成長，終端市場包含工業機械、汽車、供熱、通風及空調設備、航空航天和運輸、家用電器等。若按照電壓劃分，60V 以上為大馬達，為工業節能與設備電氣化的受惠者，成長動能優於小馬達。

圖 6：工業能源消耗自 2000 年起不斷提升



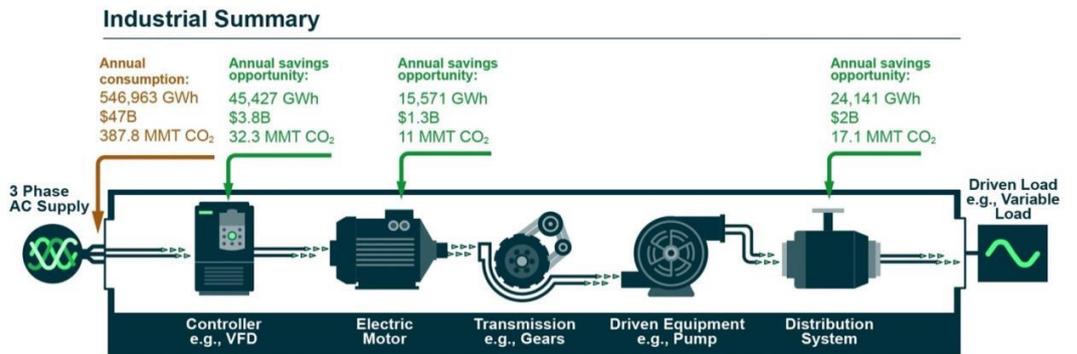
資料來源：Energy Efficiency 2022、IEA

圖 7：IE (International Efficiency) 能效標準



資料來源：Bauer Gear Motor

圖 8：馬達在工業減碳中扮演重要角色



資料來源：U.S. Industrial and Commercial Motor System Market Assessment Report

台電強韌電網計畫帶動重電產業榮景持續至 2030 年

台電於 2022 年 9 月正式公布「強化電網韌性建設計畫」，規劃 10 年內投入 5,645 億元，打造分散式電網，並搭配再生能源儲能發展，目標希望台灣未來不再因事故而發生大範圍、長時間的停電，此計畫對於變電站和輸配電線路、線纜更新及地下化的相關需求龐大。強韌電網計畫可分為 1) 分散工程、2) 強固工程、3) 防衛工程此三面向以提升電網韌性。

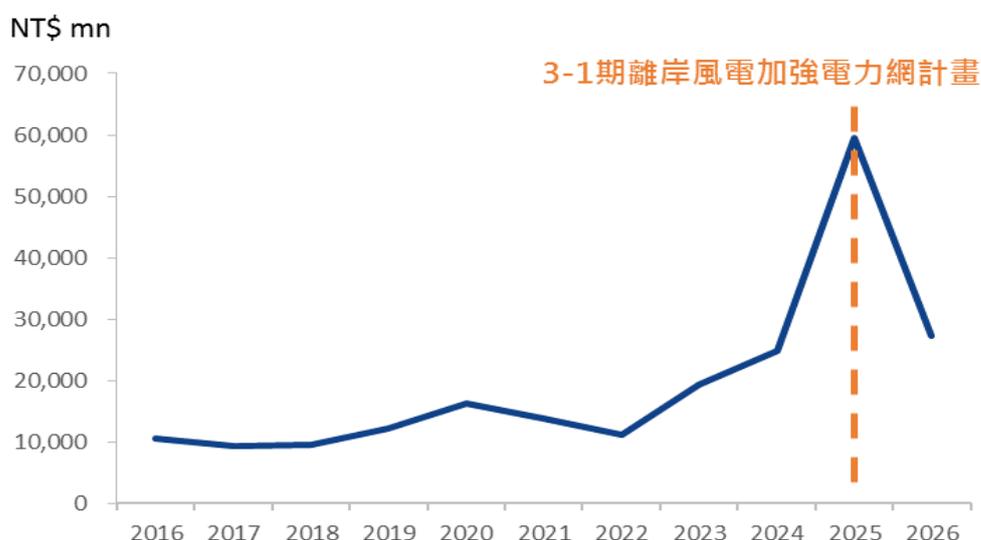
圖 9：台電強韌電網計畫可分為分散、強固、防衛三大工程

工程項目	工程說明
分散工程 預算 4,379 億元	<ul style="list-style-type: none"> ● 電廠直供園區：燃氣機組直供科學園區及產業園區 ● 綠能分散供電：加速再生能源併網強化在地供電 ● 樞紐節點分群：分散樞紐變電所(龍潭、中寮、龍崎)供電風險 ● 增加配送節點：增加關鍵變電所將電力送進都會區 ● 精進區域調度：建立區域調度能力、分散調度風險
強固工程 預算 1,250 億元	<ul style="list-style-type: none"> ● 電網擴充更新：加速老舊設備更新升級及容量擴充 ● 廣增儲能設備：增加綠能胃納量增進系統穩定度 ● 變電所屋內化：避免受到外力干擾及機端氣候的威脅
防衛工程 預算 16.9 億元	<ul style="list-style-type: none"> ● 強化防衛縱深：強化廠網間各層次保護電驛設定 ● 即時動態防衛：監測電驛設備狀態提升防衛精準度

資料來源：台電、元大投顧

台電為達到 2025 年能源轉型目標，近年大舉投資在電廠更新、水力、離岸風電、太陽光電計畫、以及輸變電計畫建設，2023 年總資本支出達 853 億元，預估 2024 台電總資本支出更高達 1,309 億元，年增 53%。本中心統整 2016-2026 年台電與新能源相關的預算金額，預估隨 1)強韌電網計畫帶動重電設備汰舊換新商機；2)離岸風電加強電網項目 2024-2025 年明顯貢獻；3)第七輸變電計畫展延工期至 2025 年，台電預算將於 2025 年達到高峰，並於 2026-2030 年間延續動能。

圖 10：台電強韌電網計畫預算於 2025 年達高峰



資料來源：台電、元大投顧

獲利調整與股票評價

營運谷底將至，重申買進評等

此次上修 2024/2025 年 EPS 0%/2%，係反映 1)1-2 月接單狀況已持平/優於去年同期；2)電價調漲預期帶動節能產品需求；3)看好台電強韌電網計畫/離岸風電統包工程訂單商機。

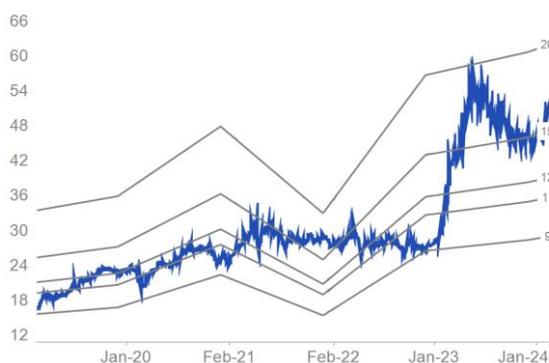
東元目前股價位於 2024 年預估 EPS 的 17.6 倍本益比，低於國內同業平均的 34.2 倍，考量東元近年由傳統馬達大廠轉型，於再生能源領域多有嶄露，預估待 2H24 製造業景氣疲軟逆風散去，獲利將穩健向上，評價將逐漸朝向同業靠攏，維持目標本益比 18 倍，上調目標價至 61 元(18x 2025F EPS 3.38 元)，重申「買進」評等。

圖 11：2024 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	63,907	63,953	71,500	71,036	-0.1%	0.7%
營業毛利	16,110	16,183	17,964	17,896	-0.5%	0.4%
營業利益	7,580	7,487	8,547	8,236	1.2%	3.8%
稅前利益	8,701	8,655	9,646	9,402	0.5%	2.6%
稅後淨利	6,332	6,295	7,130	6,940	0.6%	2.7%
調整後 EPS (元)	3.00	3.02	3.38	3.32	-0.6%	1.8%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	25.2%	25.3%	25.1%	25.2%	-0.1	-0.1
營業利益率	11.9%	11.7%	12.0%	11.6%	0.2	0.4
稅後純益率	9.9%	9.8%	10.0%	9.8%	0.1	0.2

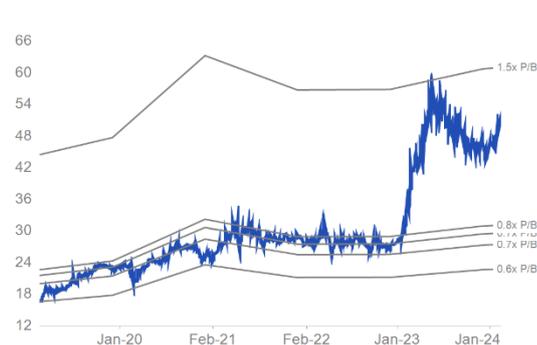
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
東元	1504 TT	買進	52.8	3,529	2.76	3.00	3.38	19.2	17.6	15.6	68.2	8.9	12.6
國外													
Siemens	SIE GR	未評等	185.0	148,929	10.0	10.7	11.7	18.5	17.3	15.8	58.5	7.0	9.4
ABB	ABBN SW	未評等	42.4	86,862	1.7	1.8	2.0	24.8	23.3	21.3	(18.9)	6.6	9.2
國外平均					5.9	6.3	6.9	21.6	20.3	18.5	19.8	6.8	9.3
國內													
士林電機	1503 TT	未評等	225.5	2,875	4.5	6.2	8.4	50.0	36.2	26.8	30.2	38.3	35.2
中興電	1513 TT	買進	178.5	2,282	3.3	8.4	9.4	54.9	21.3	19.0	(22.4)	158.2	12.0
亞力	1514 TT	持有-超越 同業	111.5	717	3.1	3.3	3.6	36.2	34.1	31.0	107.9	6.2	10.1
華城	1519 TT	未評等	694.0	4,636	9.9	15.3	18.4	70.3	45.3	37.7	788.9	55.2	20.1
國內平均					5.2	8.3	10.0	52.9	34.2	28.6	226.1	64.5	19.3

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 15：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
東元	1504 TT	買進	52.8	3,529	6.9	7.4	8.1	39.39	40.45	41.79	1.3	1.3	1.3
國外													
Siemens	SIE GR	未評等	185.0	148,929	16.4	17.1	17.3	60.4	63.5	69.2	3.1	2.9	2.7
ABB	ABBN SW	未評等	42.4	86,862	28.6	27.1	26.1	6.1	7.3	8.3	7.0	5.8	5.1
國外平均					22.5	22.1	21.7	33.2	35.4	38.7	5.0	4.4	3.9
國內													
士林電機	1503 TT	未評等	225.5	2,875	8.0	10.0	12.4	62.2	65.8	71.1	3.6	3.4	3.2
中興電	1513 TT	買進	178.5	2,282	10.8	30.1	32.6	31.9	27.8	28.9	5.6	6.4	6.2
亞力	1514 TT	持有-超越 同業	111.5	717	17.7	17.0	17.0	19.0	19.9	21.8	5.9	5.6	5.1
華城	1519 TT	未評等	694.0	4,636	49.3	49.7	51.1	23.1	35.4	39.3	30.1	19.6	17.7
國內平均					21.4	26.7	28.3	34.1	37.2	40.3	11.3	8.8	8.0

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 16：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	14,900	15,064	15,065	14,365	14,550	15,735	16,862	16,760	59,394	63,907
銷貨成本	(11,271)	(11,182)	(11,357)	(10,642)	(10,873)	(11,757)	(12,630)	(12,538)	(44,453)	(47,797)
營業毛利	3,629	3,882	3,708	3,723	3,677	3,978	4,232	4,222	14,942	16,110
營業費用	(1,932)	(2,101)	(2,034)	(2,214)	(1,921)	(2,129)	(2,244)	(2,236)	(8,280)	(8,529)
營業利益	1,697	1,780	1,677	1,509	1,756	1,849	1,988	1,987	6,664	7,580
業外利益	490	998	(68)	191	165	589	292	76	1,610	1,121
稅前純益	2,187	2,778	1,609	1,700	1,921	2,438	2,280	2,063	8,274	8,701
所得稅費用	(444)	(524)	(500)	(475)	(456)	(585)	(510)	(458)	(1,942)	(2,010)
少數股東權益	108	132	128	196	90	90	90	90	565	360
歸屬母公司稅後純益	1,635	2,122	981	1,029	1,375	1,763	1,679	1,515	5,767	6,332
調整後每股盈餘(NT\$)	0.78	1.01	0.47	0.51	0.65	0.84	0.80	0.72	2.76	3.00
調整後加權平均股數(百萬股)	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109	2,109
重要比率										
營業毛利率	24.4%	25.8%	24.6%	25.9%	25.3%	25.3%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%
營業利益率	11.4%	11.8%	11.1%	10.5%	12.1%	11.8%	11.8%	11.9%	11.2%	11.9%
稅前純益率	14.7%	18.4%	10.7%	11.8%	13.2%	15.5%	13.5%	12.3%	13.9%	13.6%
稅後純益率	11.0%	14.1%	6.5%	7.2%	9.5%	11.2%	10.0%	9.0%	9.7%	9.9%
有效所得稅率	20.3%	18.9%	31.0%	27.9%	23.7%	24.0%	22.4%	22.2%	23.5%	23.1%
季增率(%)										
營業收入	-1.0%	1.1%	0	-4.6%	1.3%	8.1%	7.2%	-0.6%		
營業利益	28.5%	4.9%	-5.8%	-10.0%	16.4%	5.3%	7.5%	-0.1%		
稅後純益	62.6%	29.8%	-53.8%	4.9%	33.6%	28.2%	-4.8%	-9.8%		
調整後每股盈餘	62.7%	29.8%	-53.8%	9.7%	27.8%	28.3%	-4.8%	-9.8%		
年增率(%)										
營業收入	7.2%	3.6%	1.7%	-4.6%	-2.4%	4.5%	11.9%	16.7%	1.8%	7.6%
營業利益	47.5%	38.3%	27.6%	14.2%	3.5%	3.9%	18.5%	31.7%	31.3%	13.7%
稅後純益	369.2%	107.9%	-9.4%	2.3%	-15.9%	-16.9%	71.1%	47.2%	58.6%	5.7%
調整後每股盈餘	369.8%	107.8%	-9.4%	7.0%	-15.9%	-16.9%	71.2%	40.8%	68.2%	8.9%

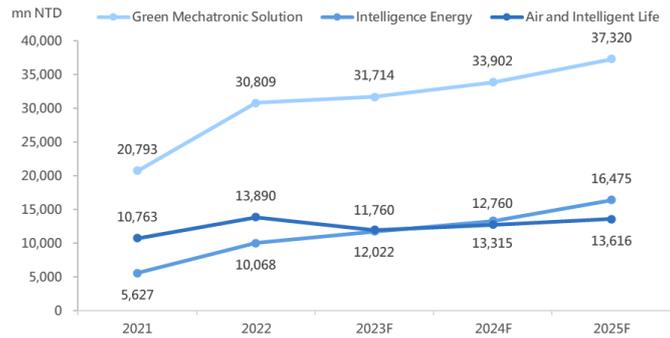
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

東元為全球前五大電機馬達廠商

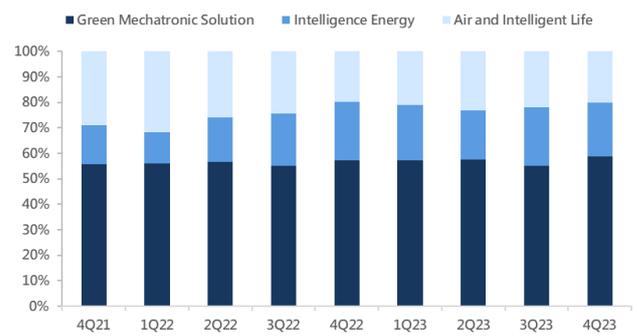
東元成立於 1956 年，初期從事馬達生產及行銷，至今已跨入重電、家電、能源等多角化領域，為國內家電領導廠商，大馬達於美國市佔約 20%、小馬達 5%。東元 2021 年開始積極發展再生能源工程/儲能相關，佔比快速提升至 20% 之上，為主要成長動能。東元產品以北美銷售為主，佔比 40%，北美客戶主要產業為油氣產業；預估公司未來將持續聚焦於再生能源設備工程、節能/家電設備以及大馬達相關延伸產品三大主軸。

圖 17：東元之三大事業群營收趨勢



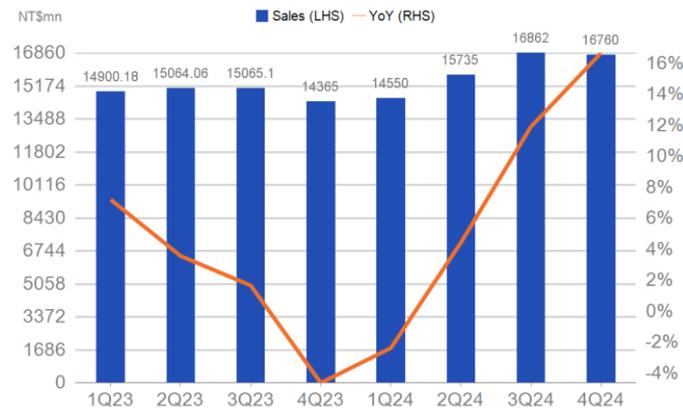
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



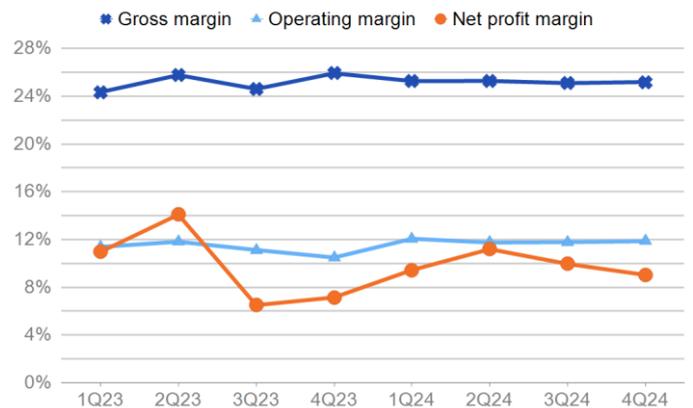
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



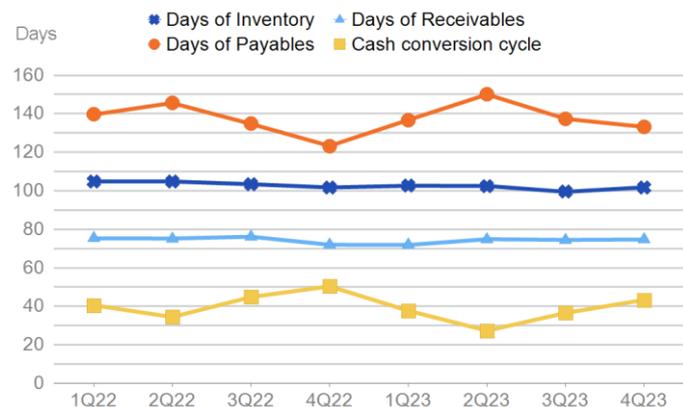
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



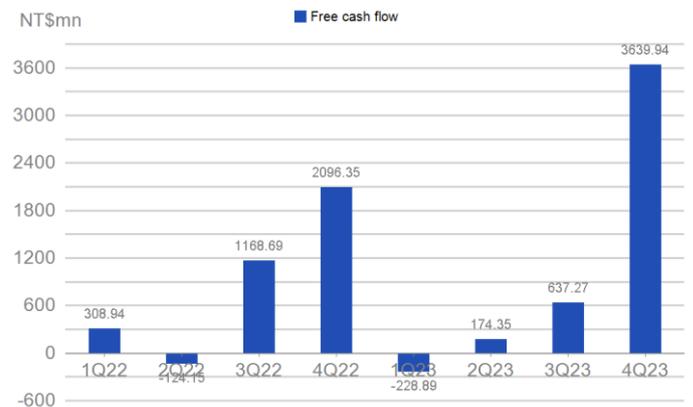
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：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：**東元整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在領先的位置，亦於電子設備業的公司中排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**東元的整體曝險中等，略優於電子設備業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的商業道德、產品治理與人力資本等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**東元在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力強。主因公司的揭露程度極佳，表明對投資者及公眾的強烈責任感，同時公司於 ESG 亦有相關舉措，但尚不能藉此管理所有風險。儘管如此，東元並未涉及任何與 ESG 相關的重大爭議。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.6
在 ESG 議題上的曝險 (A)	38.5
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	51.7
風險評級	低 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	17

資料來源：Sustainalytics (2024/3/18)

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)
----------	-----------	------------

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	17,274	21,375	26,157	27,839	29,289
存貨	12,252	12,895	12,924	14,052	15,282
應收帳款及票據	11,203	11,391	11,715	13,497	15,103
其他流動資產	8,605	4,655	3,117	2,122	1,127
流動資產	49,334	50,317	53,913	57,511	60,801
採用權益法之投資	3,479	3,912	3,962	4,012	4,062
固定資產	17,402	19,132	23,032	27,447	32,159
無形資產	4,440	4,668	4,015	3,336	2,623
其他非流動資產	61,958	48,574	45,172	41,747	38,285
非流動資產	87,279	76,286	76,181	76,542	77,129
資產總額	136,612	126,603	130,095	134,053	137,930
應付帳款及票據	10,374	9,911	9,819	11,133	11,748
短期借款	2,043	1,751	1,751	1,751	1,751
什項負債	10,657	11,073	10,992	10,992	10,992
流動負債	23,074	22,735	22,562	23,876	24,491
長期借款	3,604	3,427	3,375	3,438	3,513
其他負債及準備	14,273	14,123	14,203	14,203	14,203
長期負債	17,877	17,550	17,579	17,641	17,716
負債總額	40,951	40,285	40,141	41,517	42,207
股本	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388
資本公積	9,530	9,576	9,576	9,576	9,576
保留盈餘	30,727	31,220	33,779	35,400	37,715
什項權益	27,569	17,841	18,352	18,953	19,466
歸屬母公司之權益	89,214	80,025	83,095	85,317	88,145
非控制權益	6,448	6,294	6,858	7,218	7,578
股東權益總額	95,662	86,319	89,953	92,535	95,723

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	5,502	3,992	6,332	6,692	7,490
折舊及攤提	1,802	1,803	(1,090)	(1,307)	(1,561)
本期營運資金變動	(2,093)	(1,172)	(444)	(1,596)	(2,221)
其他營業資產 及負債變動	(1,135)	1,731	995	995	995
營運活動之現金流量	4,077	6,355	5,793	4,783	4,703
資本支出	(2,309)	(2,905)	(2,157)	(2,429)	(2,438)
本期長期投資變動	(434)	433	(50)	(50)	(50)
其他資產變動	(823)	3,702	3,402	3,425	3,462
投資活動之現金流量	(3,566)	1,231	1,195	946	974
股本變動	1,711	0	0	0	0
本期負債變動	(291)	(1,731)	(52)	62	75
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(2,460)	(2,887)	(3,208)	(4,711)	(4,815)
其他調整數	(2,477)	(976)	(521)	(501)	(511)
融資活動之現金流量	(3,516)	(5,594)	(3,781)	(5,149)	(5,251)
匯率影響數	(118)	1,749	1,032	1,102	1,024
本期產生現金流量	(3,123)	3,740	4,238	1,682	1,450
自由現金流量	1,769	3,450	3,635	2,355	2,265

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	51,248	58,315	59,394	63,907	71,500
銷貨成本	(39,813)	(45,130)	(44,453)	(47,797)	(53,536)
營業毛利	11,436	13,185	14,942	16,110	17,964
營業費用	(7,676)	(8,111)	(8,280)	(8,529)	(9,417)
推銷費用	(4,029)	(4,412)	(4,378)	(4,668)	(5,113)
研究費用	(1,113)	(1,144)	(1,090)	(1,198)	(1,326)
管理費用	(2,530)	(2,496)	(2,557)	(2,663)	(2,978)
其他費用	(5)	(58)	(255)	0	0
營業利益	3,761	5,074	6,664	7,580	8,547
利息收入	127	233	569	600	600
利息費用	(202)	(202)	(210)	(176)	(190)
利息收入淨額	(74)	31	359	424	410
投資利益(損失)淨額	196	190	1,217	929	984
匯兌損益	(63)	209	65	0	0
其他業外收入(支出)淨額	2,332	(83)	(117)	(232)	(295)
稅前純益	6,152	5,422	8,274	8,701	9,646
所得稅費用	(650)	(1,430)	(1,942)	(2,010)	(2,156)
少數股權淨利	489	534	565	360	360
歸屬母公司之稅後純益	5,013	3,458	5,767	6,332	7,130
稅前息前折舊攤銷前淨利	8,158	7,429	7,754	8,888	10,108
調整後每股盈餘 (NT\$)	2.38	1.64	2.76	3.00	3.38

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	11.8	13.8	1.8	7.6	11.9
營業利益	6.4	34.9	31.3	13.7	12.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	22.7	(8.9)	4.4	14.6	13.7
稅後純益	44.3	(27.5)	58.6	5.7	11.9
調整後每股盈餘	33.4	(31.2)	68.2	8.9	12.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	22.3	22.6	25.2	25.2	25.1
營業利益率	7.3	8.7	11.2	11.9	12.0
稅前息前淨利率	11.6	9.0	11.2	11.9	12.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	15.9	12.7	13.1	13.9	14.1
稅前純益率	12.0	9.3	13.9	13.6	13.5
稅後純益率	9.8	5.9	9.7	9.9	10.0
資產報酬率	4.5	3.0	4.9	5.0	5.4
股東權益報酬率	6.7	4.4	6.9	7.4	8.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	42.8	46.7	44.6	44.9	44.1
淨負債權益比 (%)	(12.2)	(18.8)	(23.4)	(24.5)	(25.1)
利息保障倍數 (倍)	31.5	27.9	40.4	50.5	51.7
流動比率 (%)	213.8	221.3	239.0	240.9	248.3
速動比率 (%)	158.5	162.4	181.7	182.0	185.9
淨負債 (NT\$百萬元)	(11,628)	(16,197)	(21,030)	(22,650)	(24,025)
調整後每股淨值 (NT\$)	41.71	37.42	39.39	40.45	41.79
評價指標 (倍)					
本益比	22.2	32.2	19.2	17.6	15.6
股價自由現金流量比	63.0	32.3	30.6	47.3	49.2
股價淨值比	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	13.7	15.0	14.4	12.5	11.0
股價營收比	2.2	1.9	1.9	1.7	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

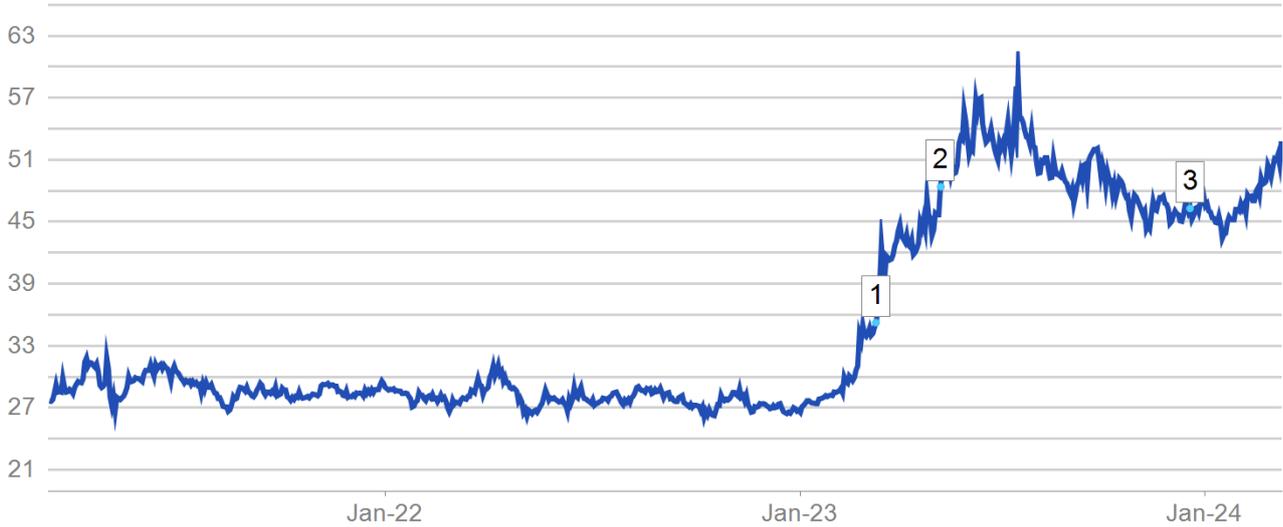
附錄：重要揭露事項

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。

東元 (1504 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	20230321	36.30	52.00	50.54	買進	魏建發
2	20230518	47.00	59.00	57.34	買進	魏建發
3	20231220	46.00	55.00	55.00	買進	陳澤心

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，為於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>.