

2024 年 4 月 22 日

研究員：陳執中 [tc.chen@capital.com.tw](mailto:tc.chen@capital.com.tw)

前日收盤價	123.5 元
目標價	
3 個月	138 元
12 個月	138 元

## 東陽(1319 TT)

Trading Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

04/15/2024	Buy	131.40
01/11/2024	Trading Buy	73.90
09/20/2023	Trading Buy	79.10
09/11/2023	Trading Buy	69.80
05/17/2023	Trading Buy	48.20

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,915
市值(億元)	731
目前每股淨值(元)	43.03
外資持股比(%)	22.38
投信持股比(%)	11.05
董監持股比(%)	18.38
融資餘額(張)	2,432
現金股息配發率(%)	78.43

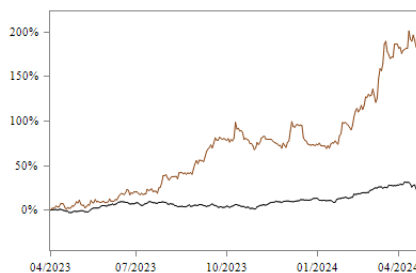
### 產品組合



- 自製-汽機車零組件-塑膠: 66.59%
- 自製-汽機車零組件-鐵件: 14.06%
- 外購商品: 11.96%
- 其他: 7.39%

### 股價相對大盤走勢

— 1319 — TWSE



短期評價不易拉升，投資建議調整至 Trading Buy。

**投資建議調整至 Trading Buy：**受惠於 AM 業務成長帶動，且獲利能力改善，預估 2024 年營收獲利持續增長。雖 1Q24 獲利表現優於預期，但受到整體市場影響，短期評價不易拉升，投資建議調整至 Trading Buy，目標價 138 元。

**AM 業務持續增長：**受惠於北美客戶庫存調整後需求回升，且通膨帶動二手車需求，以及美國前二大車險公司 State Farm 宣布擴大使用 AM 碰撞件，有助於東陽拓展 AM 業務。2023 年 AM 營收 172.16 億元，YoY+15.61%。公司預期 2024 年 AM 營收有機會雙位數增長，1Q24 AM 營收 YoY+18.54%。

**OEM 業務增長，但幅度相對較小：**2023 年 OEM 代工業務營收 66.43 億元，YoY+3.94%。預估 2024 年 OEM 代工業務營收成長約 3~5%，1Q24 OEM 代工業務營收 YoY-9.52%。OEM 台灣方面，2023 年營收 20.04 億元，YoY+1.07%。預估 2024 年營收小幅增長，1Q24 營收 YoY+2.29%。OEM 中國方面，2023 年營收 46.39 億元，YoY+5.23%。公司預期 2024 年營收增長約 5%。

**預估 2024 年營運動能持續向上：**1Q24 方面，AM 業務營收微幅季增，但 OEM 業務營收明顯季減，營收 QoQ-5.81%、YoY+10.29%。雖營收規模減少，但因 AM 業務營收占比提升，且受惠於美元升值，預估毛利率小幅提升至 33.66%，營業利益 QoQ+0.10%。由於業外認列匯兌利益，業外淨收入明顯提升，預估稅後純益 11.74 億元，QoQ+47.34%，EPS 1.98 元。2Q24 方面，預估營收表現穩定，毛利率維持高檔水準。雖業外較無匯兌利益挹注，但有望認列中國廠處分利益，預估整體獲利僅小幅下降。2024 年方面，AM 業務可望維持增長態勢，OEM 業務成長幅度相對較小，預估營收 264.22 億元，YoY+10.74%。因營收規模提升、AM 占比增加，且近期匯率走勢有利，預估毛利率 32.51%，營業利益 YoY+31.66%。因有匯兌利益、中國廠處分利益挹注，預估業外淨收入上揚，以稅率相對平穩計算，預估稅後純益 43.12 億元，YoY+42.80%，EPS 7.29 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	23,859	26,422	28,547	5,598	5,551	6,154	6,555	6,174	6,266	6,548	7,435	6,650
營業毛利淨額	7,134	8,589	9,496	1,489	1,611	1,858	2,176	2,078	2,045	2,095	2,372	2,222
營業利益	3,744	4,930	5,661	720	797	1,018	1,210	1,211	1,146	1,173	1,399	1,328
稅後純益	3,019	4,312	4,650	490	758	974	797	1,174	1,019	970	1,149	1,092
稅後 EPS(元)	5.10	7.29	7.86	0.83	1.28	1.65	1.35	1.98	1.72	1.64	1.94	1.85
毛利率(%)	29.90%	32.51%	33.26%	26.59%	29.02%	30.19%	33.19%	33.66%	32.63%	31.99%	31.90%	33.41%
營業利益率(%)	15.69%	18.66%	19.83%	12.86%	14.35%	16.54%	18.45%	19.61%	18.29%	17.92%	18.82%	19.97%
稅後純益率(%)	12.66%	16.32%	16.29%	8.76%	13.65%	15.83%	12.15%	19.01%	16.27%	14.81%	15.45%	16.43%
營業收入 YoY/QoQ(%)	12.10%	10.74%	8.04%	5.38%	-0.84%	10.86%	6.52%	-5.81%	1.48%	4.50%	13.54%	-10.55%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	40.35%	42.80%	7.85%	42.73%	54.56%	28.55%	-18.22%	47.34%	-13.17%	-4.85%	18.43%	-4.89%

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 59.15 億元計算。

2024 年 4 月 22 日

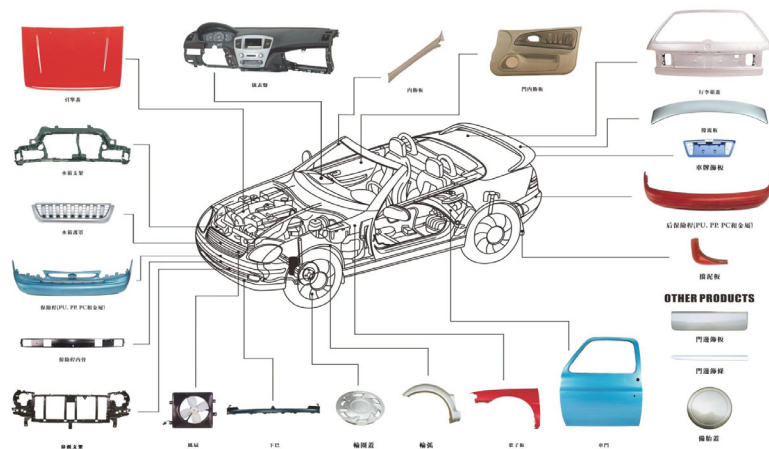
## 東陽 ESG：

溫室氣體排放方面，將導入能源管理系統及溫室氣體盤查，統整廠內高耗能設備，進行節能改善措施；針對碳排較高之項目，進行製程或設備調整。能源管理方面，考量在製程中降低對環境污染和資源的消耗，力求產品對環境的衝擊為最小。東陽主要使用熱塑性塑膠 PP、ABS 是可以重覆回收的原料，在不影響品質的前提下，會回收使用射出成型產生之料丸及灌口等。水資源管理，2021 年水回收量佔自來水使用量 8.3%；2030 年水回收量將佔自來水使用量 10%。廢棄物管理，2022 年單位營業額廢棄物產出強度較 2017 年減少 7%；2030 年單位營業額廢棄物產出強度較 2017 年減少 20%。

## 公司概況：

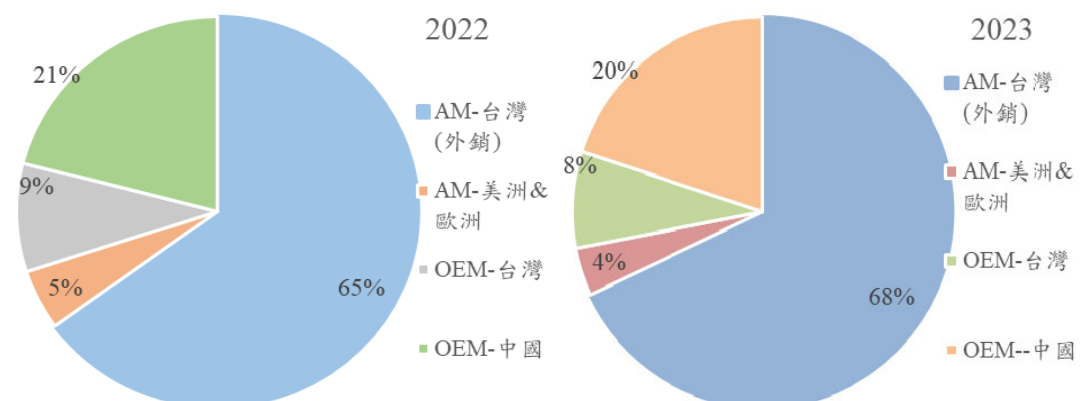
東陽(1319 TT)成立於 1952 年，於亞洲、美洲、歐洲皆有生產據點。現為全球汽車 AM(售後維修市場)塑膠件、鈑金件龍頭廠商，於 AM 塑膠件全球市佔率達 70%、AM 鈑金件全球市佔率達 37%。產品範圍包含汽機車塑膠件(如保險桿、水箱護罩、儀表板)、鈑金件(如葉子板、引擎蓋)、冷卻產品(風扇)、模具、塗料等領域。以產品比重來看，2023 年 AM 產品佔 72%(AM-台灣(外銷)占 68%、AM-美國占 4%)，毛利率 36.98%。OEM 產品佔 28%(OEM 中國占 20%、OEM 台灣占 8%)，毛利率 11.30%。

圖一、東陽產品項目



資料來源：東陽

圖二、東陽 AM、OEM 營收組成

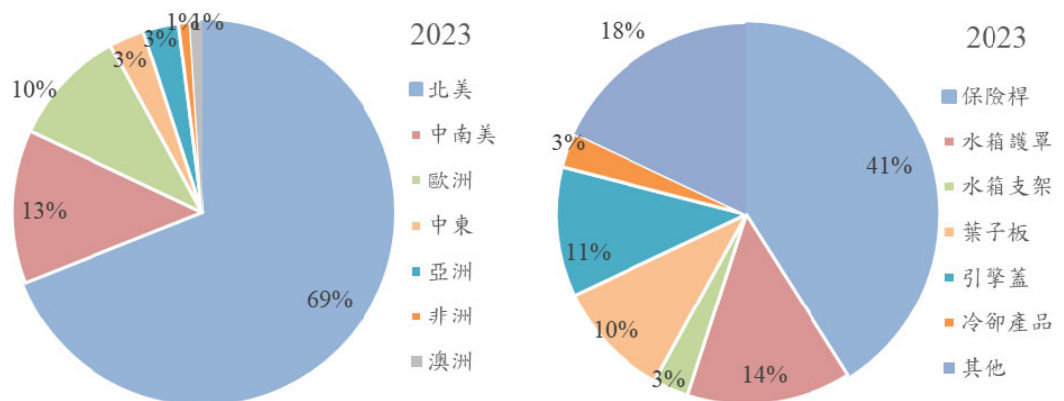


資料來源：東陽、群益投顧整理

## AM(售後維修市場)：

碰撞更換零組件市場可分為 OES(正廠維修零件)及 AM(副廠維修零件)，台灣廠商提供了 85%~90%的售後維修市場 AM 碰撞零組件，東陽為第一大廠。以 OES 正廠件、AM 副廠件採用比率來看，歐洲為 70%:30%、美國為 80%:20%、台灣為 20%:80%，而 AM 副廠件採用比率於歐洲、美國市場皆有提升趨勢。東陽競爭優勢在於汽車模具眾多，可提供全球市場超過 25,000 個品項(一副模具開發需至少 6~8 個月)，並每年持續投入模具開發金額約 15 億元。受惠於北美客戶庫存調整後需求回升，且通膨帶動二手車需求，以及美國前二大車險公司 State Farm 從 12/2022 宣布擴大使用 AM 碰撞件(從 2 州擴大至全美 47 州，且自 06/26/2023 起，加州、亞利桑那州全面使用 AM 件)，有助於東陽拓展 AM 業務。2023 年 AM 營收 172.16 億元，YoY+15.61%。公司預期 2024 年 AM 營收有機會雙位數增長，1Q24 AM 營收 YoY+18.54%。

圖三、東陽 AM 產品營收區域別



資料來源：東陽、群益投顧整理

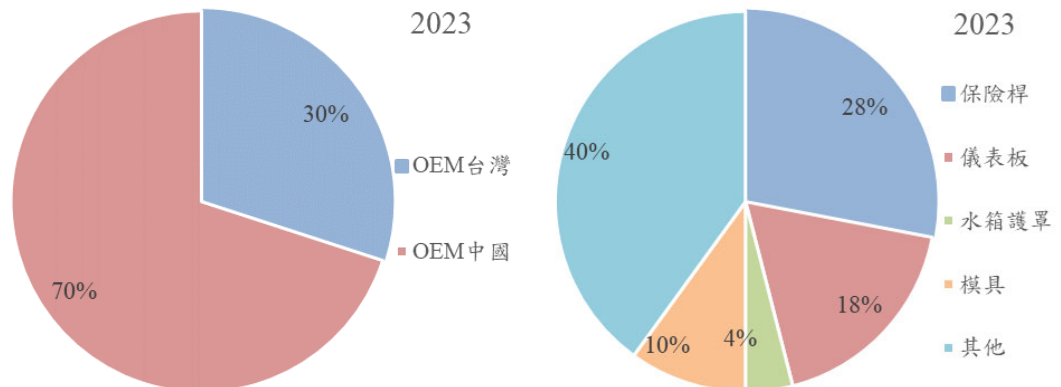
## OEM 代工業務：

東陽 OEM 代工業務以台灣、中國市場為主，分別佔 2023 年 OEM 業務 30%、70%。產品包含保險桿、儀表板、水箱護罩、模具、其他等，分別佔 2023 年營收比重 28%、18%、4%、10%、40%。2023 年 OEM 代工業務營收 66.43 億元，YoY+3.94%。預估 2024 年 OEM 代工業務營收成長約 3~5%，1Q24 OEM 代工業務營收 YoY-9.52%。

- OEM 台灣方面，中華、福特、本田、裕隆、豐裕等車廠皆為東陽客戶。2023 年外銷訂單占 39%，其餘為國內客戶貢獻。2023 年 OEM 台灣營收 20.04 億元，YoY+1.07%。預估 2024 年 OEM 台灣營收小幅增長，1Q24 營收 YoY+2.29%。
- OEM 中國方面，東陽目前於中國擁有 15 個 OEM 廠及 1 個 AM 廠，營收主要來自於第一汽車集團，貢獻 OEM 中國營收 69%，其次為長安汽車集團、東風汽車集團、廣州汽車集團，分別佔 18%、2%、1%。2023 年 OEM 中國營收 46.39 億元，YoY+5.23%。公司預期 2024 年營收增長約 5%。而中國布局進入第五階段(電動車)，上海分廠於 05/2023 已量產出貨予美系電動車廠，合肥分廠於 4Q23 開始供應給歐系車廠電動車產品，另一家歐系車廠電動車產品預計於 2024 年底開始量產。

2024 年 4 月 22 日

圖四、東陽 OEM 營收比重



資料來源：東陽、群益投顧整理

### 預估 2024 年營運動能持續向上：

1Q24 方面，AM 業務營收微幅季增，但 OEM 業務營收明顯季減，營收 61.74 億元，QoQ-5.81%、YoY+10.29%。雖營收規模減少，但因 AM 業務營收占比提升，且受惠於美元升值，預估毛利率小幅提升至 33.66%，營業利益 12.11 億元，QoQ+0.10%、YoY+68.16%。由於業外認列匯兌利益約 1.9 億元，業外淨收入明顯提升，預估稅後純益 11.74 億元，QoQ+47.34%、YoY+139.37%，EPS 1.98 元。2Q24 方面，預估營收表現穩定，毛利率維持高檔水準。雖業外較無匯兌利益挹注，但有望認列中國廠處分利益，預估整體獲利僅小幅下降。

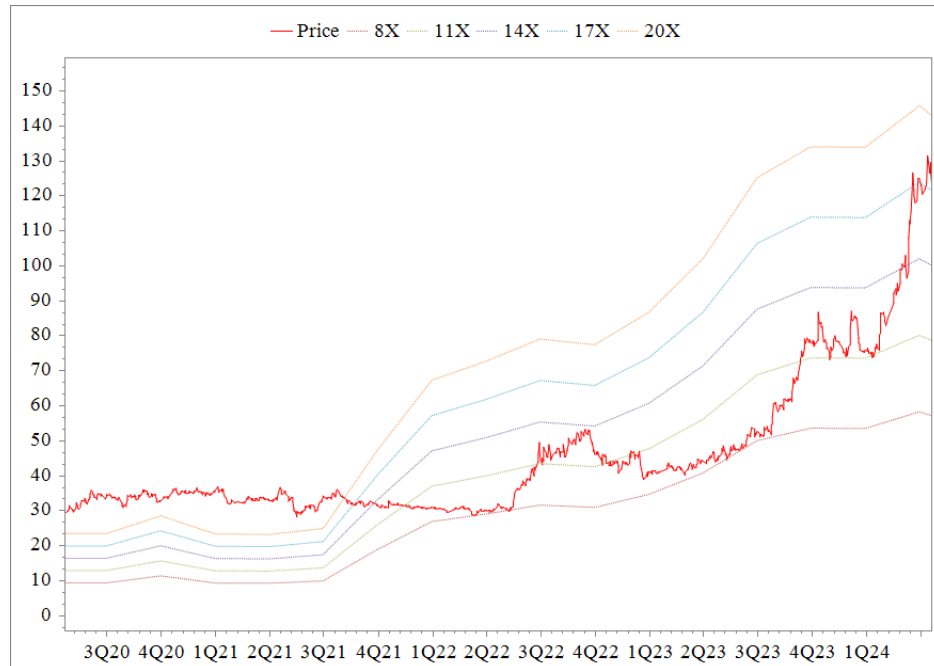
2024 年方面，AM 業務可望維持增長態勢，OEM 業務成長幅度相對較小，預估營收 264.22 億元，YoY+10.74%。獲利能力方面，因營收規模提升、AM 占比增加，且近期匯率走勢有利，預估毛利率 32.51%，較 2023 年持續提升，營業利益 YoY+31.66%。因有匯兌利益、中國廠處分利益挹注，預估業外淨收入上揚，以稅率相對平穩計算，預估稅後純益 43.12 億元，YoY+42.80%，EPS 7.29 元。

### 投資建議：

受惠於 AM 業務成長帶動，且獲利能力改善，預估 2024 年營收獲利持續增長。雖 1Q24 獲利表現優於預期，但受到整體市場影響，短期評價不易拉升，投資建議調整至 Trading Buy，目標價 138 元(以 2024 年 EPS 及 PE 19 倍評價)。

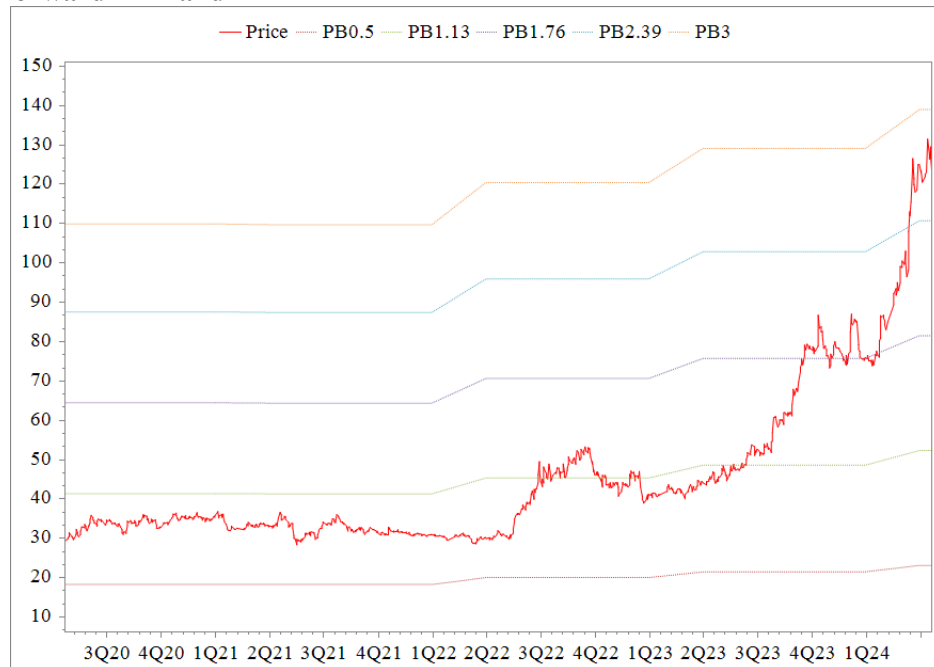
2024 年 4 月 22 日

## 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



2024 年 4 月 22 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	34,453	33,540	35,046	37,380	39,009
流動資產	8,643	9,987	12,106	13,058	13,747
現金及約當現金	1,454	2,344	3,817	3,641	4,075
應收帳款與票據	3,667	4,010	4,614	4,724	4,974
存貨	3,047	3,057	2,687	3,176	3,296
採權益法之投資	3,662	2,654	2,471	2,683	2,812
不動產、廠房設備	18,884	18,192	17,605	18,529	19,189
<b>負債總計</b>	12,186	9,275	9,134	9,484	9,679
流動負債	6,908	6,890	7,052	7,681	8,087
應付帳款及票據	2,541	2,542	2,941	3,020	3,243
非流動負債	5,278	2,385	2,082	1,724	1,289
<b>權益總計</b>	22,268	24,265	25,912	27,895	29,330
普通股股本	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915
保留盈餘	12,046	13,780	15,217	17,200	18,635
母公司業主權益	21,637	23,749	25,451	27,397	28,794
<b>負債及權益總計</b>	34,453	33,540	35,046	37,380	39,009

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	3,886	5,592	7,087	8,157	9,345
稅前純益	767	2,600	3,812	5,505	5,934
折舊及攤銷	3,293	3,183	2,948	3,150	3,262
營運資金變動	-549	-353	166	-520	-147
其他營運現金	376	162	161	22	296
<b>投資活動現金</b>	-2,271	-793	-2,974	-4,546	-3,250
資本支出淨額	-1,697	-2,147	-2,637	-4,200	-3,000
長期投資變動	93	1,367	-163	-100	-100
其他投資現金	-666	-13	-174	-246	-150
<b>籌資活動現金</b>	-1,682	-3,952	-2,655	-3,787	-5,662
長借/公司債變動	-1,080	-2,631	-382	-357	-434
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-473	-503	-1,479	-2,366	-3,253
其他籌資現金	-129	-818	-794	-1,063	-1,974
<b>淨現金流量</b>	-84	891	1,473	-176	433
<b>期初現金</b>	1,537	1,454	2,344	3,817	3,641
<b>期末現金</b>	1,454	2,344	3,817	3,641	4,075

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	18,380	21,283	23,859	26,422	28,547
營業成本	14,893	16,255	16,725	17,833	19,051
<b>營業毛利淨額</b>	3,487	5,028	7,134	8,589	9,496
營業費用	2,944	3,094	3,389	3,660	3,835
<b>營業利益</b>	543	1,935	3,744	4,930	5,661
<b>EBITDA</b>	4,169	5,855	6,732	8,655	9,196
業外收入及支出	224	666	68	576	272
稅前純益	767	2,600	3,812	5,505	5,934
所得稅	130	564	765	1,156	1,246
稅後純益	688	2,151	3,019	4,312	4,650
稅後 EPS(元)	1.16	3.64	5.10	7.29	7.86
完全稀釋 EPS**	1.16	3.64	5.10	7.29	7.86

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 59.15【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 59.15 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	6.10%	15.79%	12.10%	10.74%	8.04%
營業毛利淨額	1.29%	44.19%	41.87%	20.40%	10.56%
營業利益	0.65%	256.18%	93.55%	31.66%	14.85%
稅後純益	-16.11%	212.90%	40.35%	42.80%	7.85%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	18.97%	23.63%	29.90%	32.51%	33.26%
EBITDA(%)	22.68%	27.51%	28.22%	32.76%	32.21%
營益率	2.95%	9.09%	15.69%	18.66%	19.83%
稅後純益率	3.74%	10.11%	12.66%	16.32%	16.29%
總資產報酬率	2.00%	6.41%	8.62%	11.53%	11.92%
股東權益報酬率	3.09%	8.87%	11.65%	15.46%	15.86%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	35.37%	27.65%	26.06%	25.37%	24.81%
負債/淨值比(%)	54.72%	38.22%	35.25%	34.00%	33.00%
流動比率(%)	125.12%	144.95%	171.67%	170.00%	170.00%

## 其他比率分析

存貨天數	69.98	68.53	62.68	60.00	62.00
應收帳款天數	70.99	65.83	65.97	64.50	62.00

2024 年 4 月 22 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	5,313	5,598	5,551	6,154	6,555	6,174	6,266	6,548	7,435	6,650	6,742	7,092
營業成本	3,896	4,109	3,940	4,296	4,380	4,096	4,221	4,453	5,063	4,429	4,488	4,751
營業毛利淨額	1,417	1,489	1,611	1,858	2,176	2,078	2,045	2,095	2,372	2,222	2,254	2,341
營業費用	782	769	815	840	966	867	898	921	973	894	938	972
營業利益	635	720	797	1,018	1,210	1,211	1,146	1,173	1,399	1,328	1,315	1,368
業外收入及支出	-229	-95	153	222	-212	287	156	66	67	67	68	68
稅前純益	407	625	949	1,240	997	1,498	1,302	1,240	1,466	1,395	1,384	1,436
所得稅	71	131	190	252	191	315	273	260	308	293	291	302
稅後純益	344	490	758	974	797	1,174	1,019	970	1,149	1,092	1,084	1,125
最新股本	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915
稅後EPS(元)	0.58	0.83	1.28	1.65	1.35	1.98	1.72	1.64	1.94	1.85	1.83	1.90
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	26.67%	26.59%	29.02%	30.19%	33.19%	33.66%	32.63%	31.99%	31.90%	33.41%	33.43%	33.01%
營業利益率(%)	11.96%	12.86%	14.35%	16.54%	18.45%	19.61%	18.29%	17.92%	18.82%	19.97%	19.51%	19.29%
稅後純益率(%)	6.47%	8.76%	13.65%	15.83%	12.15%	19.01%	16.27%	14.81%	15.45%	16.43%	16.07%	15.87%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-3.88%	5.38%	-0.84%	10.86%	6.52%	-5.81%	1.48%	4.50%	13.54%	-10.55%	1.38%	5.19%
營業利益	13.85%	13.33%	10.63%	27.82%	18.80%	0.10%	-5.34%	2.39%	19.23%	-5.10%	-0.92%	4.01%
稅前純益	-52.91%	53.79%	51.82%	30.58%	-19.56%	50.18%	-13.06%	-4.80%	18.25%	-4.85%	-0.80%	3.82%
稅後純益	-50.86%	42.73%	54.56%	28.55%	-18.22%	47.34%	-13.17%	-4.85%	18.43%	-4.89%	-0.80%	3.86%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	7.63%	11.43%	2.44%	11.35%	23.39%	10.29%	12.87%	6.40%	13.41%	7.71%	7.60%	8.30%
營業利益	519.76%	170.50%	67.72%	82.44%	90.38%	68.16%	43.88%	15.26%	15.67%	9.66%	14.78%	16.60%
稅前純益	116.57%	61.67%	0.67%	43.56%	145.24%	139.49%	37.14%	-0.02%	46.97%	-6.88%	6.26%	15.89%
稅後純益	86.31%	62.74%	-6.09%	39.33%	131.89%	139.37%	34.48%	-0.45%	44.16%	-6.94%	6.32%	16.04%

註1：稅後EPS以股本59.15億元計算

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。