

東元(1504)

HOLD

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 葉主揚 Paul, Yeh
paul.yeh@masterlink.com.tw

評等

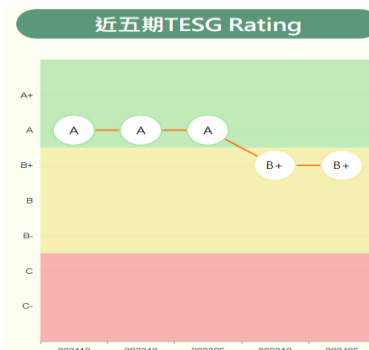
日期:	2024/06/04
目前收盤價 (NT\$):	57.5
目標價 (NT\$):	60
52 週最高最低(NT\$):	43.4-61.1
加權指數:	21536.76

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	21,388
市值 (NT\$/mn):	122,980
市值 (US\$/mn):	4,099
20 日平均成交量(仟股):	12,912
PER (2024):	19.49
PBR (2024):	1.33
外資持股比率:	9.81
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	3.2	18.2	24.3
加權指數報酬率	5.9	13.7	23.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	
目標價 (NT\$)	60	
營業收入 (NT\$/mn)	60,920	
毛利率 (%)	25.7	
營益率 (%)	11.9	
EPS (NT\$)	2.95	
BVPS(NT\$)	43.1	



三大事業展望正向，惟評價合理

- **1Q24 獲利受惠高毛利率產品比重提高優於預期，單季稅後 EPS 為 0.55 元：**1Q24 營收為 137.3 億元，QoQ-4.4%，YoY-7.9%，係因「機電系統」於中國及歐洲地區營收減少，以及「智慧能源」之工程營收認列時點差異所致；獲利方面，營益率 11.9%，優於市場預期，係因「機電系統」高壓產品比重提高，以及「智慧生活」中毛利率較高的空調營收比重提高所致，稅後歸屬母公司淨利為 11.6 億元，YoY-29.1%，單季稅後 EPS 為 0.55 元。
- **墨西哥和印度新廠陸續投產，最快 2H24 開始貢獻營收：**地緣政治帶動短鏈化效應，過去小馬達在台灣跟中國生產，考量稅務跟成本因素，將產能分散出去，在 2023 年分別於印度和墨西哥設立新廠，新廠以模組化形式投資，每個廠投入 1,000 萬美金、分六年攤提。參考越南廠建置，大約 18-24 個月達成損平，墨西哥廠因定位明確(移轉部分越南訂單)，預計 12-18 個月將能達成損平，目前已經投產，經過 3-6 個月優化產能，年底產能可達 10 萬台，因為交通便利等因素，客戶有望多叫 10-15% 的訂單，墨西哥廠投產後，具地域性優勢、取代越南廠，節省海陸運時間，time to market 時間縮短；印度廠則是跟日本三井合資，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 ODM 客戶洽談供應中；電動車動力系統方面，目前已與兩家印度大廠洽談供應。
- **給予中立理由：**展望後市，目前東元整體工程在手訂單約 250 億元，另外也持續取得風電、強韌電網等相關工程，潛在商機逾 300 億元，預期智慧能源事業將保持穩健成長；國內電價調漲加上總體經濟表現的回溫，節能產品需求有望重拾成長，正向看待智慧生活事業表現，預估 2024 年稅後 EPS 為 2.95 元，惟北美電氣化進度受制於電網更新速度，壓抑東元馬達及系統產品需求，短期內成長動能趨緩，故給予中立評等，目標價 60 元(20X2024PER)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Source : TEJ

東元為台灣老牌重電和家電廠商，營運涵蓋海內外

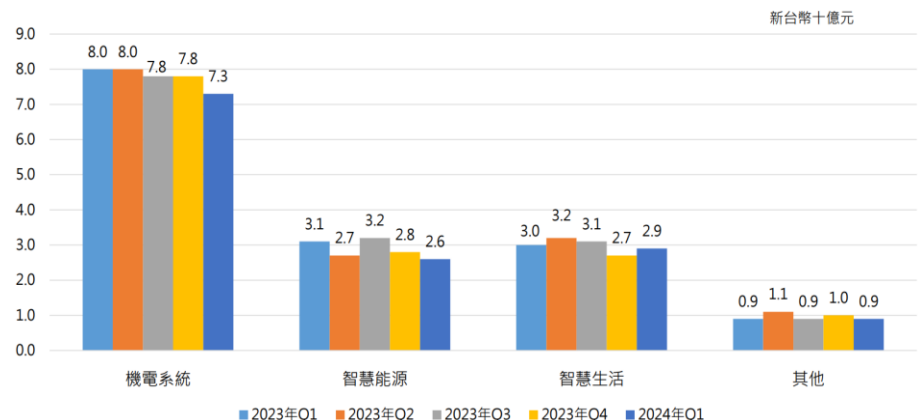
東元為台灣老牌重電和家電廠商，營運涵蓋海內外

東元電機股份有限公司成立於 1956 年，在全台灣都設有營業所跟服務中心，並擁有 4 家生產工廠，為國內第一家依國際規格製造電動機的专业廠商，為重電及家電之製造大廠。公司以重電產品中馬達生產起家，並將核心技术延伸至家電產品，現馬達銷售在國內市占率超過 5 成，也是全球前五大重電廠商，及國內前三大家電品牌廠商。旗下業務拆分為機電系統、智慧生活、智慧能源、其他產品，2023 年營收佔比為 53.3%、20.3%、19.8%及 6.6%。機電系統產品為工業馬達、變頻器、低碳工廠解決方案、EV 動力系統及充電樁；智慧生活產品為家用空調及家電、商用空調、冷凍冷藏工程、宅配通、東捷資訊、東訊；智慧能源產品為離岸風電變電站及儲能系統。

1Q24 獲利受惠高毛利率產品比重提高優於預期，單季稅後 EPS 為 0.55 元

東元 1Q24 營收為 137.3 億元，QoQ-4.4%，YoY-7.9%，係因「機電系統」於中國及歐洲地區營收減少，以及「智慧能源」之工程營收認列時點差異所致；獲利方面，營益率 11.9%，優於市場預期，係因「機電系統」高壓產品比重提高，以及「智慧生活」中毛利率較高的空調營收比重提高所致，稅後歸屬母公司淨利為 11.6 億元，YoY-29.1%，單季稅後 EPS 為 0.55 元。

Exhibit 2：東元產品營收變化



Source：東元、Masterlink

墨西哥和印度新廠陸續投產，最快 2H24 開始貢獻營收

地緣政治帶動短鏈化效應，過去小馬達在台灣跟中國生產，考量稅務跟成本因素，進而將產能分散出去，東元在 2023 年分別於印度和墨西哥設立新廠，新廠以模組化形式投資，每個廠投入 1,000 萬美金、分六年攤提。參考越南廠建置，大約 18-24 個月達成損平，墨西哥廠因定位明確(移轉部分越南訂單)，預計 12-18 個月將能達成損平，目前已經投產，經過 3-6 個月優化產能，年底產能可達 10 萬台，上限 15 萬台，因為交通便利等因素，客戶有望多叫 10-15%的訂單，墨西哥廠投產後，將具地域性優勢、取代越南廠，節省海陸運時間，time to market 時間縮短；印度廠則是跟日本三井合資，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 ODM 客戶洽談供應中；電動車動力系統方面，目前已與兩家印度大廠洽談供應。

國產電動巴士補助政策加速滲透率

根據研調機構預估，2022-2027 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。

在手訂單達 250 億元，預估 2024 年稅後 EPS 為 2.95 元

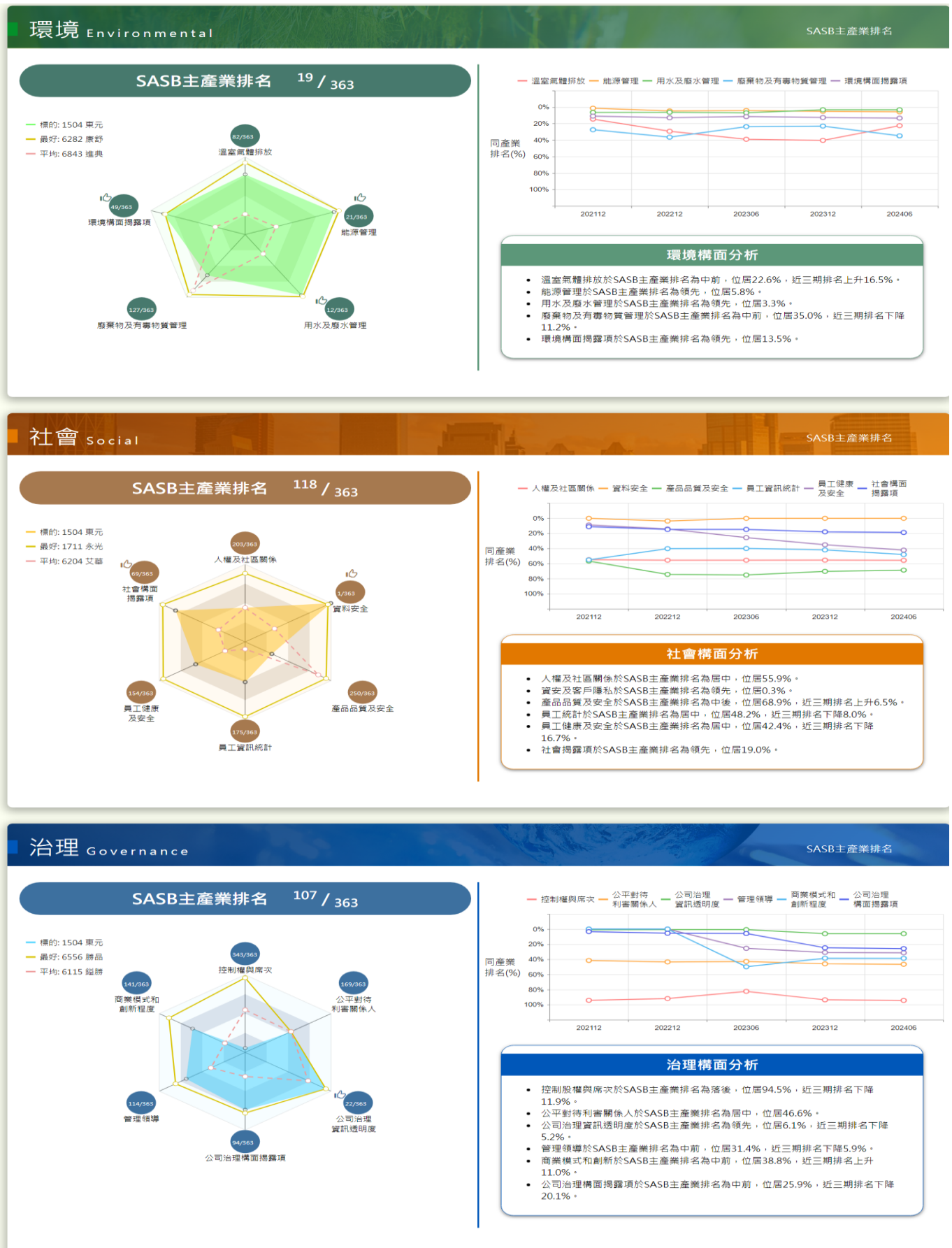
展望 2024 年：機電系統事業方面，東元表示北美訂單相對穩健，而中國及台灣下半年有望好轉，預期今年仍有低至中個位數成長，至於歐洲則受通膨及經濟不振拖累，短期不易改善。產品部分則以高壓的大馬達訂單及稼動率相對較滿，主要因為美國油氣產業對電網設施的擴建及升級，另外中國的基礎設施及電廠需求也帶動成長動能。北美 E-skid 目前受當地電網鋪建不足影響進度，預期全年出貨量可能不到 2023 年的一半，然美國當地政府已開始正視相關問題並協助當地電力公司進行建設投資，東元表示最快於 2H24 可看到訂單回溫，重新帶動 2025 年北美機電事業表現；目前東元整體工程在手訂單約 250 億元，另外也持續取得風電、強韌電網等相關工程，潛在商機逾 300 億元，預期智慧能源事業將保持穩健成長；國內電價調漲加上總體經濟表現的回溫，節能產品需求有望重拾成長，正向看待智慧生活事業表現，預估 2024 年營收 609.2 億元，YoY+2.6%，稅後歸屬母公司淨利 63 億元，YoY+8.1%，稅後 EPS 為 2.95 元。

投資建議上，雖東元持續受惠全球能源轉型風潮，然考量目前北美電氣化進度受制於電網更新速度，壓抑東元馬達及系統產品需求，短期內成長動能趨緩，故給予中立評等，目標價 60 元(20X2024PER)。

風險提示

(1)中國總體經濟環境惡化；(2)北美電網鋪建進度不如預期

TESG 企業永續指標



Source : TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	51,248	58,315	59,394	60,920	
COGS	39,813	45,130	44,451	45,251	
Gross profit	11,436	13,185	14,943	15,668	
Operating expense	7,676	8,111	8,278	8,406	
Operating profit	3,760	5,075	6,664	7,262	
Total non-operate. Inc.	2,391	348	1,611	1,513	
Pre-tax profit	6,151	5,423	8,275	8,775	
Total Net profit	5,501	3,993	6,333	6,831	
Minority	489	534	502	527	
Net Profit	5,012	3,459	5,831	6,304	
EPS (NT\$)	2.34	1.62	2.76	2.95	
Y/Y %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Sales	11.8	13.8	1.8	2.6	
Gross profit	6.3	15.3	13.3	4.9	
Operating profit	6.3	35.0	31.3	9.0	
Pre-tax profit	39.8	(11.8)	52.6	6.0	
Net profit	42.7	(31.0)	68.6	8.1	
EPS	31.3	(31.0)	68.6	8.1	
Margins %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Gross	22.3	22.6	25.2	25.7	
Operating	7.3	8.7	11.2	11.9	
EBITDA	15.2	11.1	15.1	16.5	
Pre-tax	12.0	9.3	13.9	14.4	
Net	9.8	5.9	9.8	10.3	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	17,274	21,375	23,641	25,859	
Marketable securities	5,696	3,109	4,219	4,333	
A/R & N/R	539	413	406	463	
Inventory	12,252	12,895	11,632	12,747	
Others	13,573	12,524	12,583	12,647	
Total current asset	49,334	50,317	52,481	56,048	
Long-term invest.	53,570	41,065	37,604	37,710	
Total fixed assets	17,402	19,132	20,291	20,291	
Total other assets	10,450	10,222	10,759	10,759	
Total assets	136,612	126,603	127,314	131,006	
Short-term Borrow	2,043	1,751	1,357	1,357	
A/P & N/P	10,374	9,911	9,250	9,837	
Other current liab.	8,662	8,222	9,190	13,747	
Total current liab.	21,079	19,884	19,798	24,941	
L-T borrows	0	0	0	0	
Other L-T liab.	17,877	17,550	18,237	18,237	
Total liability.	40,951	40,285	40,871	43,178	
Common stocks	21,388	21,388	21,388	21,388	
Reserves	9,530	9,576	9,630	9,630	
Retain earnings	58,808	49,573	49,643	56,810	
Total Equity	95,662	86,318	86,443	87,828	
Total Liab. & Equity	136,612	126,603	127,314	131,006	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	13,730	15,226	15,873	16,091	
Gross profit	3,557	3,876	4,062	4,174	
Operating profit	1,634	1,741	1,930	1,956	
Total non-ope inc.	136	1,005	295	77	
Pre-tax profit	1,770	2,746	2,225	2,033	
Net profit	1,159	1,981	1,672	1,492	
EPS	0.54	0.93	0.78	0.70	
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(7.9)	1.1	5.4	12.0	
Gross profit	(2.0)	(0.1)	9.5	12.1	
Operating profit	(3.7)	(2.2)	15.1	29.6	
Net profit	(29.1)	(6.7)	70.4	36.6	
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(4.4)	10.9	4.2	1.4	
Gross profit	(4.5)	9.0	4.8	2.8	
Operating profit	8.3	6.6	10.9	1.3	
Net profit	6.1	70.9	(15.6)	(10.8)	
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Gross	25.9	25.5	25.6	25.9	
Operating	11.9	11.4	12.2	12.2	
Net	8.4	13.0	10.5	9.3	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	5,013	3,458	5,830	6,304	
Dep & Amort	0	0	0	0	
Investment income	-2,948	-741	1,029	-1,371	
Changes in W/C	-4,272	-583	-2,072	-669	
Other adjustment	6,284	4,221	1,447	3,055	
Cash flow – ope.	4,077	6,355	6,233	7,319	
Capex	0	0	0	0	
Change in L-T inv.	0	-440	-106	-106	
Other adjustment	0	440	106	106	
Cash flow – inve.	0	0	0	0	
Free cash flow	4,077	6,355	6,233	7,319	
Inc. (Dec.) debt	78,263	80,574	91,088	91,088	
Cash dividend	-2,687	-3,292	-3,619	-4,919	
Other adjustment	-49,912	-47,484	-57,673	-62,258	
Cash flow-Fin.	25,664	29,798	29,796	23,911	
Exchange influence	0	0	0	0	
Change in Cash	3,153	3,445	2,501	2,218	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY21F	FY22F	FY23	FY24F	
ROA	4.14	2.63	4.59	4.88	
ROE	6.14	3.80	6.75	7.23	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.