

2024年9月24日

研究員：吳建弘 [A51102@cim.capital.com.tw](mailto:A51102@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	49.00 元
目標價	
3 個月	54.00 元
12 個月	54.00 元

## 東元(1504 TT)

### Trading Buy

#### 近期報告日期、評等及前日股價

11/16/2023	Trading Buy	44.65
09/26/2023	Buy	51.40

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	21,388
市值(億元)	1,048
目前每股淨值(元)	36.04
外資持股比(%)	11.11
投信持股比(%)	5.86
董監持股比(%)	6.17
融資餘額(張)	16,776
現金股息配發率(%)	79.71

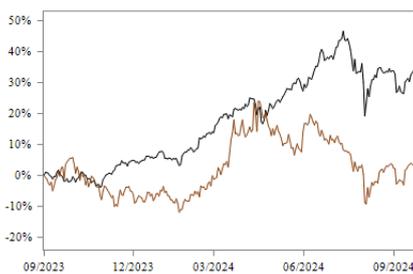
#### 產品組合



- 機電系統暨自動化產品:57.30%
- 機電工程及電力設備:17.70%
- 空調暨家電產品:8.90%
- 其他:16.10%

#### 股價相對大盤走勢

— 1504 — TWSE



全球電網需求持續建置，帶動東元長期營運成長。

**投資建議：**東元受惠北美電氣化以及國內離岸風電建置需求，長期也有三年發展計劃替公司創造新的營運動能，故調整投資評等至 Trading Buy。

**2Q24 智慧能源在手訂單 250 億元，營運維持高檔：**2Q24 受惠再生能源趨勢，東元智慧能源在手訂單已至 250 億元，並持續出貨，2Q24 營收 145.26 億元，QoQ+5.80%，稅後純益 16.47 億元，QoQ+42.08%，EPS0.77 元。

**3Q24 智慧生活持續出貨，短期毛利率改善、營運續高檔：**3Q24 雖然時逢智慧能源因工程入帳時間差異影響，相關營運略為趨緩，但受惠智慧生活持續迎來旺季，加上機電事業群營運開始增溫，預期整體營運仍能維持高檔，且產品組合優化，預估 3Q24 營收 148.71 億元，QoQ+2.38%，毛利率上升至 25.36%，季增 0.11%，稅後純益 15.40 億元，QoQ-6.47%，EPS0.72 元。

**預期機電系統長短料改善，VB-SKID 等海外需求推動東元 2025 年營運成長：**2024 年東元主要受惠國內智慧能源訂單需求，營運維持高檔，預估 2024 年營收 581.37 億元，YoY-2.12%，稅後純益 57.44 億元，YoY-1.48%，EPS2.69 元。然而美國政府已經開始透過預算，協助當地電力公司改善電網鋪建長短料的問題，預期 2H24 東元的 VB-SKID 恢復接單，並且於 2025 年開始出貨，加上印度的電動車已取得相關訂單，預計 1Q25 開始交付，使得海外綠能需求帶動東元 2025 年營運恢復動能，預估 2025 年營收 652.57 億元，YoY+12.25%，稅後純益 68.73 億元，YoY+19.67%，EPS3.21 元。

**三年發展計畫，帶動東元新的長期營運動能：**新經營階層訂定三年發展計畫，將透過併購快速進入變頻器、變壓器市場，確保公司長期競爭力與營運動能，研究部預期隨著東元開始布局變壓器等當前供不應求的重電產品，將有效優化產品組合，並且帶動東元的長期營運動能。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	59,394	58,137	65,257	15,064	15,065	14,364	13,730	14,526	14,871	15,010	16,633	17,389
營業毛利淨額	14,942	14,821	16,521	3,882	3,708	3,724	3,557	3,668	3,772	3,826	4,192	4,341
營業利益	6,663	6,881	8,430	1,780	1,677	1,508	1,634	1,612	1,791	1,844	2,231	2,253
稅後純益	5,830	5,744	6,873	2,122	981	1,092	1,159	1,647	1,540	1,397	1,669	1,947
稅後 EPS(元)	2.73	2.69	3.21	0.99	0.46	0.51	0.54	0.77	0.72	0.65	0.78	0.91
毛利率(%)	25.16%	25.49%	25.32%	25.77%	24.63%	25.90%	25.90%	25.25%	25.36%	25.49%	25.20%	24.96%
營業利率(%)	11.22%	11.84%	12.92%	11.82%	11.13%	10.50%	11.90%	11.10%	12.04%	12.28%	13.41%	12.96%
稅後純益率(%)	9.82%	9.88%	10.53%	14.09%	6.51%	7.60%	8.44%	11.34%	10.36%	9.31%	10.03%	11.19%
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.85%	-2.12%	12.25%	1.10%	0.01%	-4.65%	-4.42%	5.80%	2.38%	0.93%	10.81%	4.54%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	68.61%	-1.48%	19.67%	29.79%	-53.76%	11.31%	6.14%	42.08%	-6.47%	-9.29%	19.43%	16.66%

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 213.88 億元計算。

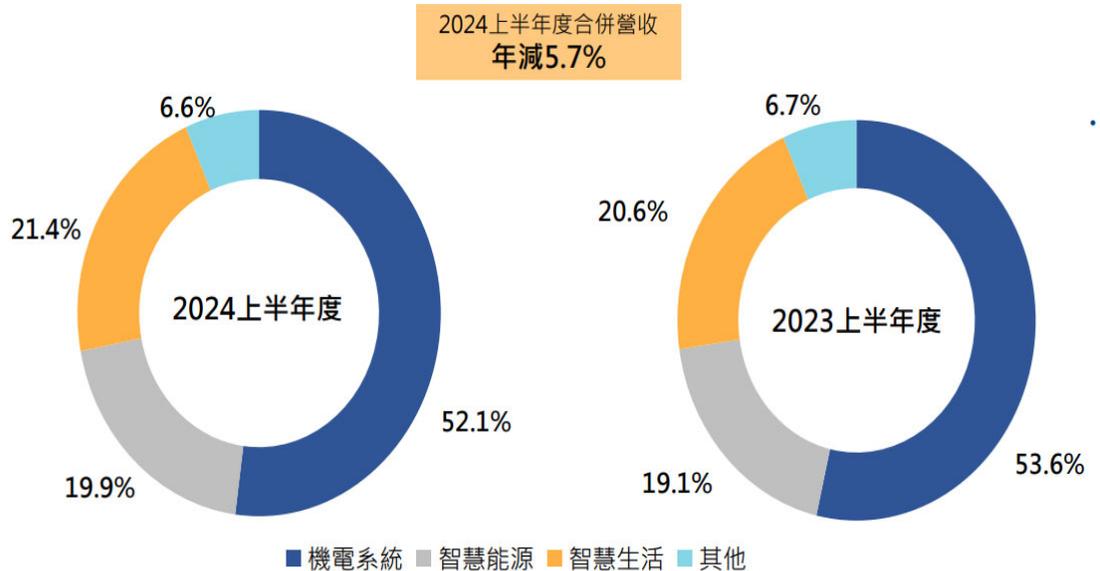
## 東元 ESG：

東元電機三度獲國際永續機構肯定，繼 2022 年連續三年入選 DJSI 道瓊永續指數新興市場類別之後，更三度入選國際永續評比機構標準普爾(S&P Global)最新公布的 2023 永續年鑑(The Sustainability Yearbook)，其中，創新管理、人才培育項目以及供應鏈管理三大項目成績亮眼，為新興市場同業內 2022 年表現最佳。當提前五年於 2020 年完成十年減排 20% 碳排放第一階段目標使命後，東元集團更進一步宣示十年(2020 年~2030 年)減排 50% 碳排放的專案目標，隨即於 2021 年起已將計畫成果擴大實施至海外廠區，使全集團同步為減碳排放而努力；並全面實施「永續 KPI」，將永續管理深植於東元企業文化內。東元宣示「十年減排 50%」，將於 2030 年完成 50% 減排目標，東元自今年度起全面啟動全球生產基地減排計畫，期望在 2050 達成全集團「碳中和」的最終目標。

## 公司簡介：

東元成立於 1956 年，初期從事馬達生產，後續跨入重電、能源、家電等多個領域，藉由掌控制程核心技術、提供節能方案、積極擴大 IDC 機房工程，目前事業版圖涵蓋全球，並持續參與國家重大工程。1H24 產品占比，機電系統 52.1%、智慧能源 19.9%、智慧生活 21.4%、其他 6.6%。

## 圖一、東元各部門營收占比



資料來源：東元，群益投顧彙整

## 2Q24智慧能源在手訂單250億元，營運維持高檔：

2Q24 受惠再生能源趨勢，東元智慧能源在手訂單已至 250 億元，並持續出貨，2Q24 營收 145.26 億元，QoQ+5.80%，稅後純益 16.47 億元，QoQ+42.08%，EPS0.77 元。

2024年9月24日

## 3Q24智慧生活持續出貨，短期毛利率改善、營運續高檔：

3Q24 雖然時逢智慧能源因工程入帳時間差異影響，相關營運略為趨緩，但受惠智慧生活持續迎來旺季，加上機電事業群營運開始增溫，預期整體營運維持高檔，但產品組合優化，預估 3Q24 營收 148.71 億元，QoQ+2.38%，毛利率上升至 25.36%，季增 0.11%，稅後純益 15.40 億元，QoQ-6.47%，EPS0.72 元。

## 圖二、3Q24 東元預估展望

### 2024Q3展望

機電系統 營收年成長率 YoY <-> QoQ <->

智慧能源 營收年成長率 YoY ↓ QoQ ↓

智慧生活 營收年成長率 YoY ↑ QoQ ↑

全公司營業毛利率預估水準 YoY ↑ QoQ ↑

資料來源：東元

## 預期機電系統長短料改善，VB-SKID 海外需求推動東元 2025 年營運成長：

2024 年東元主要受惠國內智慧能源訂單需求，營運維持高檔，預估 2024 年營收 581.37 億元，YoY-2.12%，稅後純益 57.44 億元，YoY-1.48%，EPS2.69 元。然而美國政府已經開始透過預算，協助當地電力公司改善電網鋪建長短料的問題，預期 2H24 東元的 VB-SKID 恢復接單，並且於 2025 年開始出貨，加上印度的電動車已取得相關訂單，預計 1Q25 開始交付，使得海外綠能需求帶動東元 2025 年營運恢復動能，預估 2025 年營收 652.57 億元，YoY+12.25%，稅後純益 68.73 億元，YoY+19.67%，EPS3.21 元。

## 三年發展計畫，帶動東元新的長期營運動能：

新經營階層訂定三年發展計畫，將透過併購快速進入變頻器、變壓器市場，確保公司長期競爭力與營運動能，研究部預期隨著東元開始布局變壓器等當前供不應求的重電產品，將有效優化產品組合，並且帶動東元的長期營運動能。

## 未來三年資源投入規劃

為落實本公司策略性業務發展，未來三年之配套資源投入包括(1)併購；(2)新團隊建立及人力資源強化及(3)資本支出/其他費用。

### 1. 併購/股權投資：

- 初步規劃 8 個潛在投資項目，希望短期內取得進入新業務或搶攻潛力市場（北美及東南亞）之業務契機及技術。
- 除自有資金外(含併購或投資金額、利息及專業服務費用)，其餘金額可能以借款或其他資本市場商品支應之。

### 2. 人力資源：

- 為拓展新業務及搶攻高潛力市場，預計自2025年起新招募超過百人，其中包括研發/技術工程/業務開發及銷售團隊。

### 3. 資本支出：

- 資本支出部分主要包括兩部分
  - (a) 為強化本公司核心馬達商品製程及全球報價系統以確保長期競爭力。
  - (b) 為拓展前述新業務及搶攻高潛力市場所需要的其他資本支出。

資料來源：東元

### 投資建議：

東元受惠北美電氣化以及國內離岸風電建置需求，長期也有三年發展計劃替公司創造新的營運動能，故調整投資評等至 Trading Buy。

### Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024年9月24日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	136,612	126,603	127,314	132,787	135,615
流動資產	49,334	50,317	52,481	55,531	57,167
現金及約當現金	17,274	21,375	23,641	24,317	25,383
應收帳款與票據	11,203	11,391	11,551	11,691	11,759
存貨	12,252	12,895	11,632	11,903	12,254
採權益法之投資	3,479	3,912	3,469	3,618	3,689
不動產、廠房設備	17,402	19,132	20,291	20,368	20,442
<b>負債總計</b>	<b>40,951</b>	<b>40,285</b>	<b>40,871</b>	<b>45,064</b>	<b>46,365</b>
流動負債	23,074	22,735	22,540	26,372	27,182
應付帳款及票據	10,374	9,911	9,250	9,441	9,680
非流動負債	17,877	17,550	18,331	18,502	18,753
<b>權益總計</b>	95,662	86,318	86,443	87,723	89,250
普通股股本	<b>21,388</b>	<b>21,388</b>	<b>21,388</b>	<b>21,388</b>	<b>21,388</b>
保留盈餘	30,727	31,220	34,278	35,559	37,085
母公司業主權益	89,214	80,025	80,149	81,186	82,713
<b>負債及權益總計</b>	<b>136,612</b>	<b>126,603</b>	<b>127,314</b>	<b>132,787</b>	<b>135,615</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	51,248	58,315	59,394	58,137	65,257
營業成本	39,813	45,130	44,451	43,315	48,736
<b>營業毛利淨額</b>	11,437	13,184	14,942	14,821	16,521
營業費用	7,676	8,111	8,278	7,940	8,091
<b>營業利益</b>	3,761	5,074	6,663	6,881	8,430
<b>EBITDA</b>	8,030	7,196	9,965	10,302	13,058
業外收入及支出	2,391	115	992	1,222	735
稅前純益	6,152	5,422	8,274	8,103	9,164
所得稅	650	1,430	1,942	2,117	2,291
稅後純益	5,013	3,458	5,830	5,744	6,873
稅後 EPS(元)	2.34	1.62	2.73	2.69	3.21
完全稀釋 EPS**	2.34	1.62	2.73	2.69	3.21

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 213.88【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 213.88 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	11.84%	13.79%	1.85%	-2.12%	12.25%
營業毛利淨額	6.33%	15.28%	13.33%	-0.81%	11.47%
營業利益	6.41%	34.91%	31.33%	3.27%	22.51%
稅後純益	42.77%	-31.03%	68.61%	-1.48%	19.67%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	22.32%	22.61%	25.16%	25.49%	25.32%
EBITDA(%)	15.67%	12.34%	16.78%	17.72%	20.01%
營益率	7.34%	8.70%	11.22%	11.84%	12.92%
稅後純益率	9.78%	5.93%	9.82%	9.88%	10.53%
總資產報酬率	3.67%	2.73%	4.58%	4.33%	5.07%
股東權益報酬率	5.24%	4.01%	6.74%	6.55%	7.70%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	29.98%	31.82%	32.10%	33.94%	34.19%
負債/淨值比(%)	42.81%	46.67%	47.28%	51.37%	51.95%
流動比率(%)	213.81%	221.33%	232.83%	210.57%	210.31%

## 其他比率分析

存貨天數	100.29	101.69	100.70	99.16	90.46
應收帳款天數	76.53	70.71	70.50	72.96	65.58

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	4,077	6,355	6,233	11,548	11,416
稅前純益	6,152	5,422	8,274	8,103	9,164
折舊及攤銷	1,802	1,803	1,988	1,988	2,012
營運資金變動	-1,183	-1,296	443	-220	-180
其他營運現金	-2,693	425	-4,472	1,678	419
<b>投資活動現金</b>	-3,566	1,231	710	-4,135	-2,946
資本支出淨額	-2,246	-2,880	-1,939	-2,600	-2,500
長期投資變動	-1,698	2,073	1,264	661	600
其他投資現金	378	2,038	1,385	-2,197	-1,046
<b>籌資活動現金</b>	-3,516	-5,594	-4,740	-6,737	-7,404
長借/公司債變動	484	-1,440	-106	170	251
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,460	-2,887	-3,208	-4,705	-5,347
其他籌資現金	-1,540	-1,267	-1,426	-2,202	-2,309
<b>淨現金流量</b>	-3,123	3,740	2,265	677	1,065
<b>期初現金</b>	20,397	17,635	21,375	23,641	24,317
<b>期末現金</b>	17,274	21,375	23,641	24,317	25,383

資料來源：CMoney、群益

2024年9月24日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	14,900	15,064	15,065	14,364	13,730	14,526	14,871	15,010	16,633	17,389	15,930	15,305
營業成本	11,271	11,182	11,357	10,640	10,173	10,858	11,099	11,184	12,442	13,048	11,855	11,392
營業毛利淨額	3,629	3,882	3,708	3,724	3,557	3,668	3,772	3,826	4,192	4,341	4,076	3,913
營業費用	1,932	2,101	2,034	2,212	1,922	2,055	1,981	1,982	1,961	2,088	2,021	2,022
營業利益	1,697	1,780	1,677	1,508	1,634	1,612	1,791	1,844	2,231	2,253	2,055	1,891
業外收入及支出	490	998	-68	191	136	688	379	19	-6	343	379	19
稅前純益	2,187	2,778	1,609	1,700	1,770	2,300	2,170	1,863	2,225	2,596	2,434	1,910
所得稅	444	524	500	475	483	539	629	466	556	649	608	478
稅後純益	1,635	2,122	981	1,092	1,159	1,647	1,540	1,397	1,669	1,947	1,825	1,433
最新股本	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388	21,388
稅後EPS(元)	0.76	0.99	0.46	0.51	0.54	0.77	0.72	0.65	0.78	0.91	0.85	0.67
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	24.36%	25.77%	24.63%	25.90%	25.90%	25.25%	25.36%	25.49%	25.20%	24.96%	25.58%	25.56%
營業利益率(%)	11.39%	11.82%	11.13%	10.50%	11.90%	11.10%	12.04%	12.28%	13.41%	12.96%	12.90%	12.36%
稅後純益率(%)	10.97%	14.09%	6.51%	7.60%	8.44%	11.34%	10.36%	9.31%	10.03%	11.19%	11.46%	9.36%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-1.05%	1.10%	0.01%	-4.65%	-4.42%	5.80%	2.38%	0.93%	10.81%	4.54%	-8.39%	-3.92%
營業利益	28.45%	4.89%	-5.79%	-10.07%	8.33%	-1.33%	11.06%	2.97%	21.00%	0.98%	-8.80%	-7.96%
稅前純益	45.27%	27.04%	-42.09%	5.65%	4.12%	29.96%	-5.68%	-14.13%	19.43%	16.66%	-6.24%	-21.50%
稅後純益	62.60%	29.79%	-53.76%	11.31%	6.14%	42.08%	-6.47%	-9.29%	19.43%	16.66%	-6.24%	-21.50%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	7.22%	3.58%	1.68%	-4.61%	-7.86%	-3.57%	-1.29%	4.50%	21.15%	19.71%	7.12%	1.97%
營業利益	47.52%	38.32%	27.59%	14.14%	-3.73%	-9.43%	6.77%	22.24%	36.54%	39.73%	14.75%	2.57%
稅前純益	173.45%	77.23%	3.88%	12.91%	-19.07%	-17.21%	34.84%	9.60%	25.71%	12.84%	12.17%	2.54%
稅後純益	369.20%	107.89%	-9.41%	8.62%	-29.10%	-22.38%	57.00%	27.94%	43.96%	18.20%	18.49%	2.54%

註1：稅後EPS以股本213.88億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。