

## 東陽 (1319 TT) Tong Yang

長線穩定成長，目前評價合理

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$115.0

收盤價 (2024/11/21) : NT\$109.5  
隱含漲幅 : 5%

## 營收組成 (3Q24)

AM 75%/OEM 25%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	115.0	115.0
2024年營收 (NT\$/十億)	25.6	25.5
2024年EPS	7.0	7.0

## 交易資料表

市值	NT\$67,140百萬元
外資持股比率	14.5%
董監持股比率	18.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$45.46
負債比	23.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	中 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	21,283	23,859	25,587	27,206
營業利益	1,935	3,744	4,791	5,293
稅後純益	2,151	3,019	4,155	4,264
EPS (元)	3.64	5.13	7.02	7.21
EPS YoY (%)	213.8	40.1	36.8	2.5
本益比 (倍)	30.1	21.3	15.6	15.2
股價淨值比 (倍)	2.8	2.6	2.5	2.4
ROE (%)	8.8	12.2	15.4	15.3
現金殖利率 (%)	2.2%	3.5%	4.6%	4.8%
現金股利 (元)	2.50	4.00	5.26	5.40

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 船運緩解，客戶持續下單使營收優於預期 4.9%，毛利率季增 0.3ppts 至 32.6%，EPS 季減 15.3%至 1.49 元，優於元大預期 6%。

◆ 4Q24 進入營運旺季，惟部分於 3Q24 提前拉貨，下修 4Q24 營收 2.7%，EPS 下修 2.3%至 1.79 元。

◆ 2025 年 State Farm 效益持續顯現，惟 AM 傳統旺季基期墊高、客戶庫存待消化，以 2025 年 EPS 7.21 元、16 倍本益比推得目標價 115 元。

## 3Q24 船運緩解，EPS 優於元大預期 6.2%

原預期受胡塞組織攻擊下，運力排擠造成美西及美東線運價跟進補漲，客戶面臨運價上漲時，淡季延緩拉貨力道，不過因客戶仍持續下單，且客戶取櫃能力較 6M24 提升，3Q24 AM 營收 47.3 億元，季增 5%/年增 5%，OE 營收 15.9 億元，季減 6%/年減 5%，使 3Q24 營收季增 2%/年增 3%，毛利率提升至 32.6%，季增 0.3ppts/年增 2.4ppts，優於預期之 30.9%，營業利益 11.8 億元，季增 8%/年增 16%，優於預期 17.3%，EPS 1.49 元，季減 15%/年減 10%，優於元大預期 6.2%，優於預期幅度較低因 3Q24 匯損約 9,587 萬元。

## 4Q24 營運進入旺季，EPS 下修 2.3%至 1.79 元

4Q24 AM 進入出貨旺季，惟目前天氣未完全進入雪季，客戶仍以緩步下單為主，3Q24 AM 出貨優於預期，部分訂單提前拉貨，儘管 4Q24 仍有旺季效應，惟略微下調 AM 營收自季增 8%下調至季增 7%，OE 方面合資品牌滲透率受自主品牌擠壓，OE 營收由季增 25%下修至季增 16%。4Q24 營收下修 3%至 69 億元，季增 9%/年增 5%，毛利率上修 0.3ppts 至 33%，季增 0.5ppts/年減 0.2ppts，主因高毛利 AM 產品占比增加，營業利益下修 3%至 13.1 億元，季增 11%/年增 9%，EPS 下修 2%至 1.79 元，季增 20%/年增 33%。

## 維持東陽「持有-超越同業」評等，目標價維持 115 元

展望 2025 年，本中心仍認為 State Farm 效益仍會持續顯現，預期東陽 AM 成長性或將回歸以往的 5-8%水準，本中心維持 2025 年營收預估 272.1 億元，年增 6.3%，毛利率 33.2%，年增 0.3ppts，營業利益 52.9 億元，年增 10.5%，稅後獲利 42.6 億元，年增 2.5%，EPS 7.21 元。評價方面，考量東陽雖進入 AM 傳統旺季惟基期墊高，目前主要客戶指出賠付件仍有庫存需待消化，因此本中心目標本益比 16 倍，並以 2025 年 EPS 維持目標價 115 元，維持東陽評等至「持有-超越同業」評等。

### 3Q24 船運緩解，EPS 優於元大預期 6.2%

原預期受到胡塞組織攻擊之下，亞洲到歐洲的海運航線被迫中斷，航商調度船舶支援歐洲線，運力排擠效應也造成美西線及美東線運價跟進補漲，而主要客戶面臨運價上漲時，於淡季將延緩拉貨力道，不過因客戶仍有持續下單，且客戶取櫃能力較 6M24 提升，因此 3Q24 營收 63.2 億元，季增 2.1%/年增 2.6%，優於預期 4.9%，其中 AM 營收 47.3 億元，季增 5%/年增 5%，營收占比約 75% (較 2Q24 的 73%提升)，OE 營收 15.9 億元，季減 6%/年減 5%，約佔 25%。由於 AM 產品毛利率較高，因此毛利率提升至 32.6%，季增 0.3ppts/年增 2.4ppts，優於預期之 30.9%，營業利益 11.8 億元，季增 8.4%/年增 15.8%，優於預期 17.3%，營業利益率 18.7%，季增 1.1ppts/年增 2.2ppts，優於預期之 16.7%，稅後獲利 8.3 億元，季減 15.2%/年減 9.4%，優於預期 6.2%，優於預期幅度較低主因 3Q24 匯損約 9,587 萬元，EPS 1.49 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	6,154	6,186	6,315	2.1%	2.6%	6,021	6,267	4.9%	0.8%
營業毛利	1,858	1,997	2,057	3.0%	10.7%	1,862	2,028	10.5%	1.4%
營業利益	1,018	1,087	1,179	8.4%	15.8%	1,005	1,126	17.3%	4.7%
稅前利益	1,240	1,318	1,122	-14.8%	-9.5%	1,052	1,133	6.7%	-0.9%
稅後淨利	974	1,041	883	-15.2%	-9.4%	831	879	6.2%	0.4%
調整後 EPS (元)	1.65	1.76	1.49	-15.3%	-9.5%	1.41	1.48	6.2%	0.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	30.2%	32.3%	32.6%	0.3	2.4	30.9%	32.4%	1.7	0.2
營業利益率	16.5%	17.6%	18.7%	1.1	2.2	16.7%	18.0%	2.0	0.7
稅後純益率	15.8%	16.8%	14.0%	-2.9	-1.9	13.8%	14.0%	0.2	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 4Q24 營運進入旺季，惟季對季基期墊高，EPS 下修 2.3%至 1.79 元

東陽 10/2024 營收 22.6 億元，月增 4.1%/年增 6.3%，AM 營收 16.7 億元，月增 3%/年增 12%，約佔 74%；OE 營收 5.9 億元，月增 7%/年減 8%，約佔 26%。AM 產品正式進入出貨旺季，惟目前天氣尚未完全進入雪季，因此客戶仍以緩步下單為主，以歷史經驗而言，客戶一般於 4Q24 會把存貨備齊 2 個月左右，惟因 3Q24 AM 產品出貨優於預期(原預期季增 1%，結果呈季增 5%)，屬淡季不淡，應有部分訂單提前拉貨，因此儘管本中心認為 4Q24 仍有旺季效應，惟略微下調 AM 營收自季增 8%下調至季增 7%。OE 方面，因主要合作客戶如長安福特、一汽豐田、東風本田等多屬合資品牌，因合資品牌滲透率仍受自主品牌擠壓，因此本中心略微下修 OE 營收由季增 25%至季增 16%，合計 4Q24 營收下修 2.7%至 69 億元，季增 9.4%/年增 5.4%，毛利率上修 0.3ppts 至 33%，季增 0.5ppts/年減 0.2ppts，營業利益下修 3%至 13.1 億元，季增 11.4%/年增 8.6%，稅後獲利下修 2.2%至 10.6 億元，季增 20%/年增 32.9%，EPS 1.79 元。

綜合上述，上修 2024 年營收 0.4%至 255.9 億元，年增 7.2%，毛利率上修 0.4ppts 至 32.9%，年增 3ppts，營業利益上修 2.9%至 47.9 億元，年增 28%，稅後獲利上修 0.6%至 41.6 億元，年增 38.6%，EPS 7.02 元。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	6,555	6,315	6,911	9.4%	5.4%	7,103	6,785	-2.7%	1.9%
營業毛利	2,176	2,057	2,283	11.0%	4.9%	2,324	2,234	-1.8%	2.2%
營業利益	1,210	1,179	1,314	11.4%	8.6%	1,354	1,256	-3.0%	4.6%
稅前利益	997	1,122	1,344	19.7%	34.8%	1,374	1,333	-2.2%	0.8%
稅後淨利	797	883	1,059	20.0%	32.9%	1,083	1,051	-2.2%	0.8%
調整後 EPS (元)	1.35	1.49	1.79	20.0%	32.7%	1.83	1.78	-2.3%	0.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.2%	32.6%	33.0%	0.5	-0.2	32.7%	32.9%	0.3	0.1
營業利益率	18.5%	18.7%	19.0%	0.3	0.6	19.1%	18.5%	-0.1	0.5
稅後純益率	12.2%	14.0%	15.3%	1.4	3.2	15.3%	15.5%	0.1	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

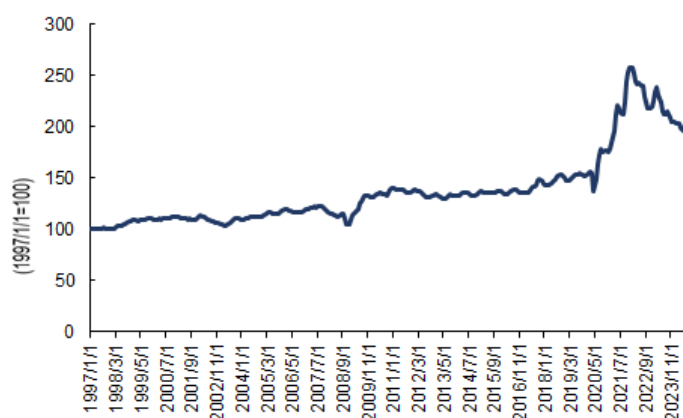
## 2024 年將持續擴廠，資本支出規劃新機器設備

東陽近年資本支出約落在 25 億元左右，其中開模費用約 17-18 億元，廠房設備約 7-8 億元。為因應後續 AM 市場需求擴大，2024 年東陽資本支出將啟動產線採購及導入，塑膠射出機將由現有的 89 台再新增 7 台，板金產線預計 4Q24 導入 1 條新產線由現有的 8 條新增至 9 條，2024 年資本支出計畫或落在 42 億元，其中土地 10 億元、廠房設備 11 億元、模具 21 億元。

## 2025 年保險理賠仍將提升 AM 產品滲透率，東陽 AM 產品仍有以往成長性

展望 2025 年，東陽最大客戶 LKQ 近期投資者會議中指出，賠付件受二手車價持續下滑影響，預期二手車價降幅的不利因素將於 2025 年中放緩，並在 2H25 年出現改善，因此消費者維修車輛意願屆時有望提高。此外本中心仍認為 State Farm 效益仍會持續顯現，綜合上述，預期東陽 AM 成長性或將回歸以往的 5-8% 水準，本中心維持 2025 年營收預估 272.1 億元，年增 6.3%，毛利率 33.2%，年增 0.3ppts，營業利益 52.9 億元，年增 10.5%，稅後獲利 42.6 億元，年增 2.5%，EPS 7.21 元。

圖 3：北美二手車價格走勢指數



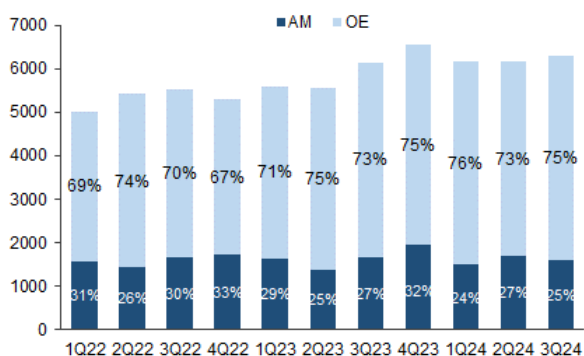
資料來源：Manheim、元大投顧

## 產品結構分析

### 東陽為全球 AM 塑膠件市佔最大之廠商

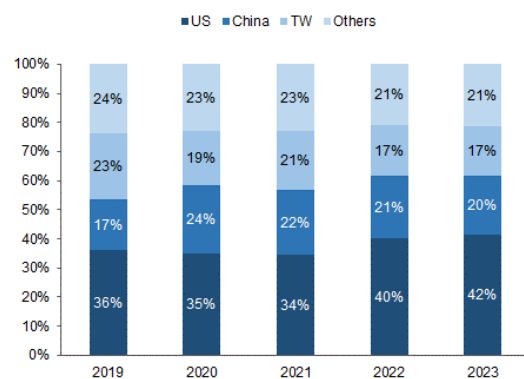
東陽為汽車零組件供應商，產品涵蓋汽機車塑膠部品、鈹金部品、冷卻系統部品(水箱、冷凝、車用風扇)、模具開發、塗料等，並跨足 OEM (組車製造) 與 AM (售後維修市場) 兩大汽車零件市場，目前為全球第一大汽車 AM 塑膠件製造商。3Q24 產品組合為 AM 75%/OE 25%，2023 年銷售地區為北美 42%/中國 20%/台灣 17%/其他 21%。

圖 4：1Q22-3Q24 東陽產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：2019-2023 年東陽銷售地區比重



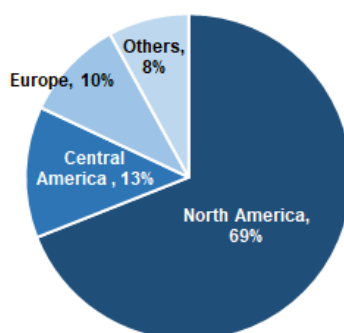
資料來源：公司資料、元大投顧

### AM (售後維修市場)：與北美市場關聯度高，State Farm 擴大採用鈹金件賠付

東陽 AM 地區營收以北美最大約占 69%、中南美洲 13%、歐洲 10%、其他 8%，因此東陽 AM 營運情況與北美 AM 市場連動性高。產品包括保險桿、水箱護罩、葉子板、引擎蓋、冷卻產品。

2020 年受到疫情缺工、供應鏈斷鏈等影響，使 2020/2021 年 AM 營收僅 122.7/127.2 億元，年減 23%/年增 4%，低於歷史平均之 150 億元；2022 年缺貨缺櫃因素緩解後，客戶開始回補庫存，使 AM 營收恢復至 148.9 億元，年增 17%，惟仍略低於歷史平均水準；2023 年東陽 AM 營收 172.2 億元，年增 16%，主要延續客戶回補庫存效益，同時美國第一大保險公司 State Farm (STFGX US) 於 12M22 宣布全美 47 個州採用車燈與保險桿的賠付和估價後，更於 10M23 宣布擴大至所有碰撞件如葉子板、水箱護罩、金屬板等，且要求非 OEM 零件的供應商須通過汽車零部件認證協會 (CAPA) 的認證，而東陽自 1987 年以來即參與 CAPA 認證計劃，又因 CAPA 認證需要排程時間且費用昂貴，先進者優勢將更明顯。

圖 6：AM 地區營收別

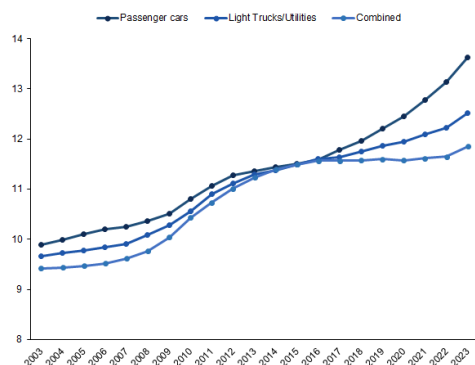


資料來源：公司資料、元大投顧

由於 AM 市場發展軌跡通常跟隨平均車齡而增長，據 S&P Global Mobility 統計 2023 年美國平均車齡已延長至 12.5 年，且 AM 價格僅 OE 價格的 30-50%，受人工、通膨等因素造成每單位零件汽車成本提升，消費者採用 AM 意願有望提高。

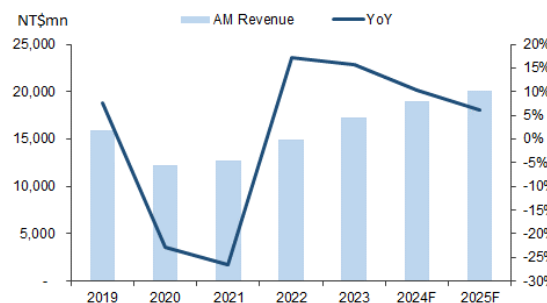
東陽在 AM 塑膠件、鈑金件維持多年高市占率，分別為 70%/35%，展望 2025 年，東陽最大客戶 LKQ 近期投資者會議中指出，賠付件受二手車價持續下滑影響，預期而二手車價降幅的不利因素將於 2025 年中放緩，並在 2H25 年出現改善，因此消費者維修車輛意願屆時有望提高，預期東陽 AM 營收將受挹注，有望帶動東陽 2024/2025 年 AM 營收達 189.8 億/201.3 億元，年增 10.2%/6.1%。

圖 7：2003-2023 年美國平均車齡持續攀升



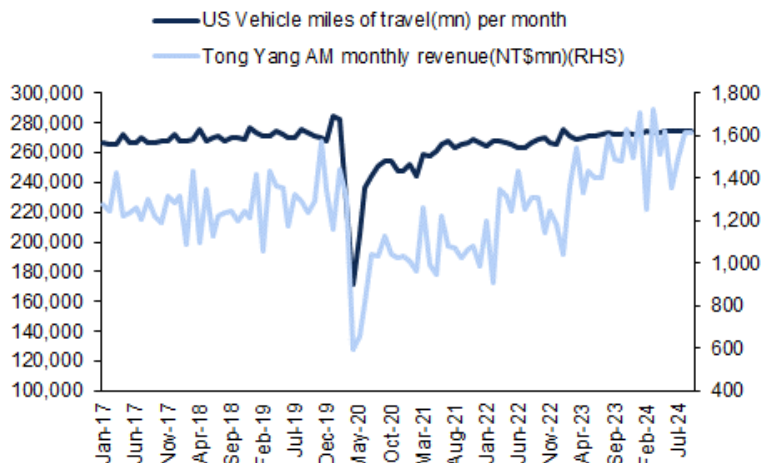
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：2019-2025 年東陽 AM 營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：東陽 AM 月營收與美國汽車行駛距離呈正相關



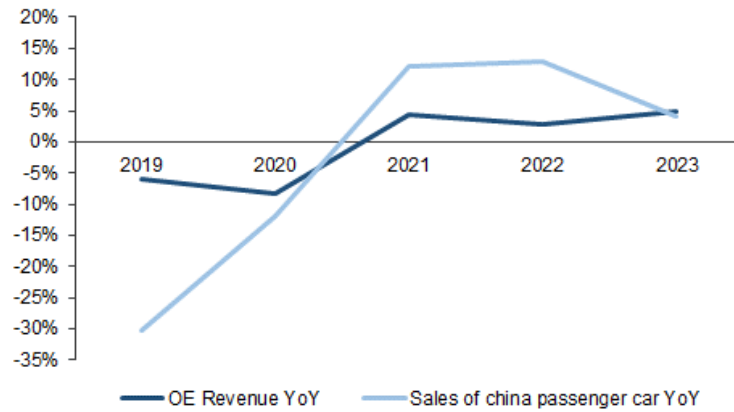
資料來源：公司資料、元大投顧

## OE (組車市場)：與中國車市連動性大，乘聯會預估 2024 年銷量年增 3%

東陽 OE 地區營收以中國最大約佔 70%，台灣僅 30%，因此東陽 OE 營收年增率與中國汽車銷售年增率大致呈現正相關。終端車廠於 2023 年末促銷推動下，2023 年中國乘用車零售銷量約 2,169 萬輛，年增 5.6%，2024 年預估中國乘用車整體零售約 2,220 萬，年增 3%，若加計乘用車出口後整體銷量有望達 2,650 萬輛，年增 5%。



圖 10：中國乘用車銷量與東陽 OE 營收年增走勢

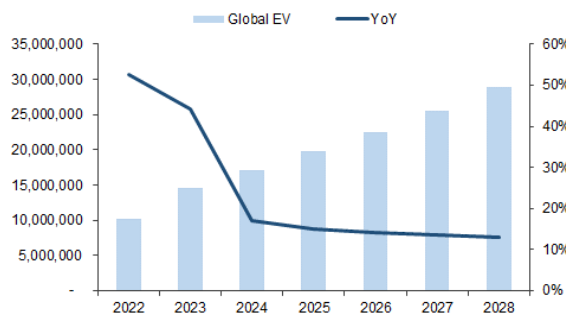


資料來源：公司資料、中國乘聯會、元大投顧

### 電動車(BEV)挹注 OE 中長期成長動能

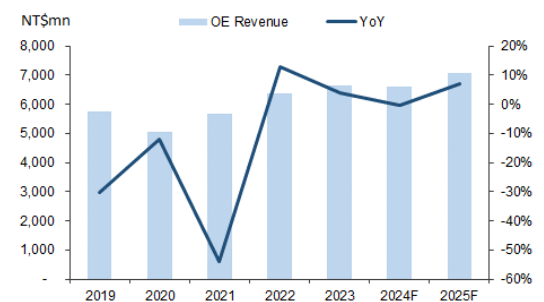
新能源車為長期明確成長趨勢，預估 2028 年全球電動車銷量達 2,891 萬台，隱含 2022-2028 年 CAGR+16%。東陽於 OEM 事業亦積極布局電動車，美系客戶於 5M23 開始量產，2024 年有望達 60 萬輛。此外，合肥廠/長春綠色基地分別對應各一歐系汽車品牌，亦將於 2024/2025 年開始量產，有望各貢獻 30 萬輛產能。2023 年電動車佔 OEM 比重仍低，僅 5-10%，然隨該三廠量產，2025 年電動車營收比重有望達 25-30%，挹注 OEM 中長期營運動能，預估 2024/2025 年 OE 營收達 66.1 億/70.8 億元，年減 0.5%/年增 7.1%。

圖 11：全球電動車銷量(輛)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：2019-2025 年東陽 OE 營收趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

### 原物料價格降低有利東陽獲利提升

東陽 AM/OEM 毛利率分別約為 20-30%/5-15%，主因 AM 製程門檻較低、不需如 OEM 需透過經過多層供應鏈影響獲利。AM/OEM 原物料占營業成本比重分別為 35%/54%，OEM 原物料成本比重較高主因 OEM 模具屬於車廠，由車廠攤提折舊，因此折舊佔比僅 1% (AM 佔 20%)；原物料成本 90%為 PP (Polypropylene，聚丙烯)、10% 為 ABS 樹脂。

東陽原物料採購可分為塑膠件與鈹金件，塑膠原物料包含 PP/ABS，供應商包含台塑(1301 TT)、台達化(1309 TT)、國喬(1312 TT)、奇美等，供應商分散使東陽議價能力穩定；鈹金主要由中鋼(2002 TT)供應，主因其汽車鈹金品質佳，東陽競爭對手供應商大多為貿易商，貿易商議價能力較大，因此東陽於鈹金件採購能力亦相對具優勢。

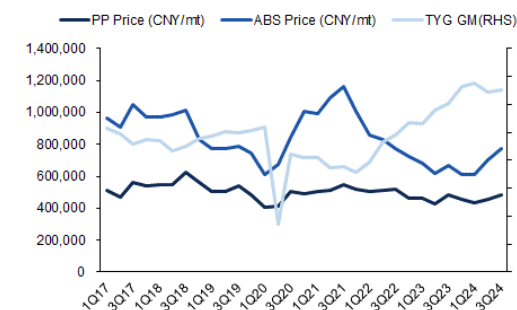
東陽毛利率大致與原物料價格呈反向關係，3Q24 目前為止 PP/ABS 價格年持平/年增 6%、季增 7%/10%，對毛利率為負面效益，但整體原物料價格仍維持低檔。展望後續，中國 PP/ABS 產能利用率持續擴張，需求成長有限，供需比提升將使價格維持低檔，原物料價格降低有望正面貢獻東陽獲利。

圖 13：AM/OEM 營業成本組成

TYG COGS breakdown	AM	OEM
Material	35%	54%
Work in process	11%	10%
Labor	11%	9%
Depreciation	20%	1%
Others	24%	26%
Total	100%	100%

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 14：PP/ABS 價格與東陽毛利率呈反向

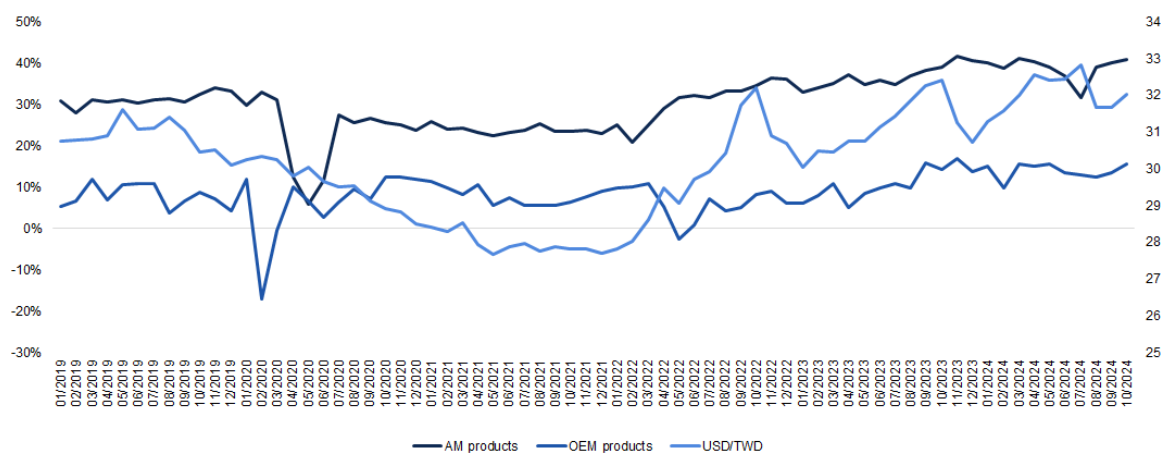


資料來源：Wind、元大投顧

## AM 產品每 10 天報價，匯率影響毛利僅在台幣急升或急貶階段

若觀察匯率因素，1M24-10M24 台幣由 31.3 升至 32.0，台幣升值 1%影響毛利率約 0.5ppt，但估 2024/2025 年毛利率年增 3ppt/0.3ppt 至 32.9%/33.2%，整體仍受惠 CAPA 認證的產品(毛利率較無認證的產品高 10%)持續出貨，且 AM 稼動率維持在 90-95%高檔。

圖 15：台幣非急升值時，產品毛利仍持續上升



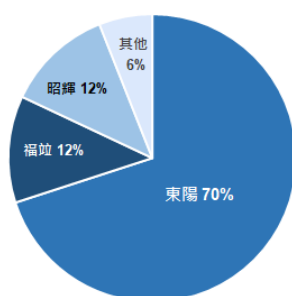
資料來源：公司資料、元大投顧

## 同業比較分析

### 東陽為全球最大汽車 AM 塑膠件與鈹金製造商，AM 塑膠件全球市占率高達 7 成

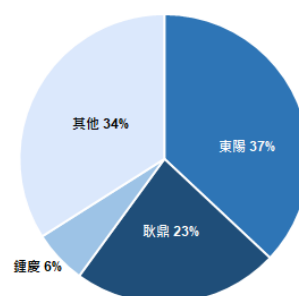
台灣廠商於 AM 零件市場於全球市佔率為全球第一，若以 AM 塑膠件而言，東陽 2023 年全球市佔率 70%，其次為昭輝(1339 TT) 12%、福竝 12%、其他 6%；鈹金件部分，東陽 2023 年全球市佔率仍以 37% 領銜，其次為耿鼎(1524 TT) 23%、鍾慶 6%、其他 34%。主因台灣 AM 市場滲透率較高，帶動相關供應鏈成長速度較其他地區快。

圖 16：東陽 2023 年 AM 塑膠件市占率



資料來源：公司資料、元大投顧

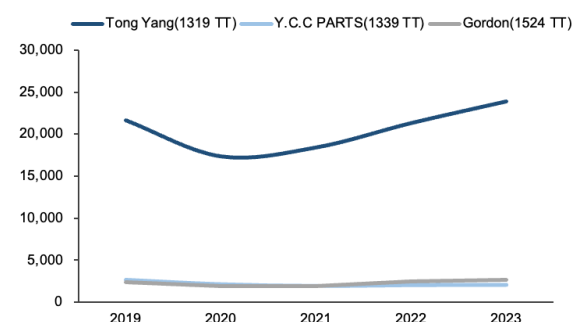
圖 17：東陽 2023 年 AM 鈹金件市占率



資料來源：公司資料、元大投顧

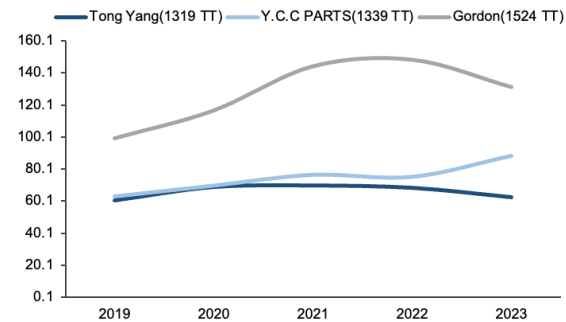
觀察東陽與同業的財務表現，東陽為全球最大汽車 AM 塑膠件、鈹金製造商，因此營收規模遠高於同業，而東陽存貨週轉天數約落在 60-70 天之間，低於同業之週轉天數，疫情前後皆維持相近水準，存貨控管能力佳。在毛利率方面，零組件漲價與 CAPA 認證件數增加帶動東陽與同業之毛利率逐年提升，而東陽毛利率略低於昭輝(1339 TT)主因昭輝僅生產毛利率較高之 AM 塑膠件，不過東陽塑膠件生產較具經濟規模，因此單就塑膠件而言，東陽毛利率高於昭輝。營益率方面，東陽費用管控得宜，費用率逐年下降，帶動營益率逐年提升。

圖 18：東陽與同業營收規模比較



資料來源：公司資料、元大投顧

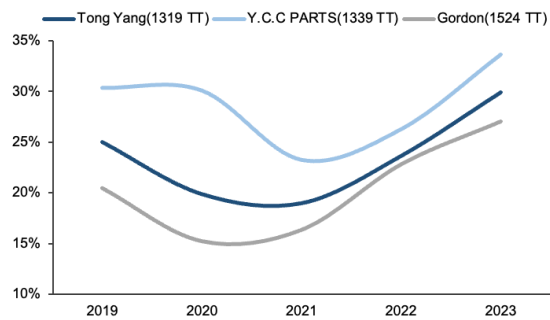
圖 19：東陽與同業存貨週轉天數比較(天)



資料來源：公司資料、元大投顧

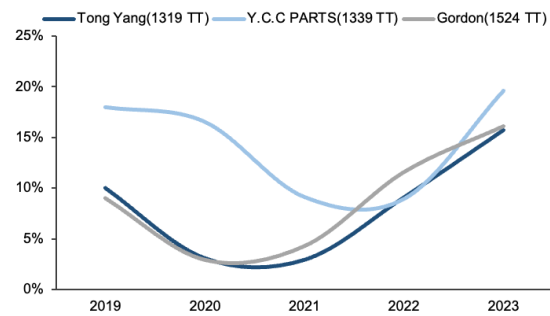


圖 20：東陽與同業毛利率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：東陽與同業營益率比較



資料來源：公司資料、元大投顧

## 財務分析

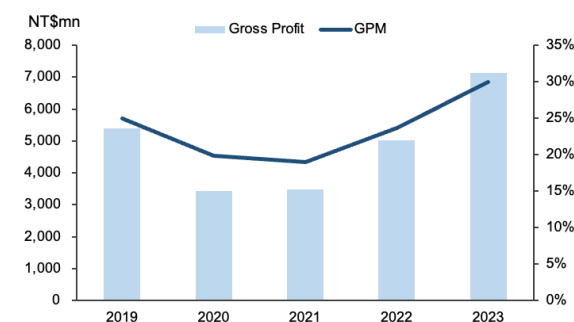
### 東陽營收和獲利穩定向上，資產負債表健全

東陽 2023 年營收 239 億元，年增 12.1%，毛利率方面，2023 年毛利率 29.9%，年增 6.27ppts，主因各項零組件漲價 5-10%，營業利益 37 億元，年增 93%，營益率 15.7%，年增 6.6ppts。

資產負債表方面，2023 年東陽流動比/速動比為 172%/134%，負債比降至 26%，截至 3Q24，東陽現金及約當現金下降至 29 億元，主因支付現金股利。東陽 2019 年至 2023 年營運現金流皆維持正數，近年資本支出皆落在 20-28 億，ROE 提升至 12%，屬於健康水準。

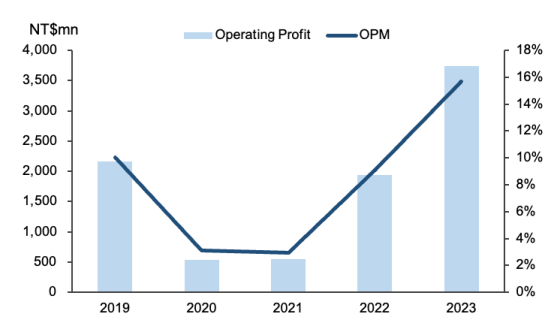
東陽 2023 年 EPS 5.1 元，年增 40.1%，公布現金股利 4 元，股利配發率 78.4%，創新高。若以配發率 75%計算，2024/2025 年現金股利約 5.26/5.4 元，殖利率為 4.6%/4.8%。展望 2024/2025 年，預估營收年增 7.2%/6.3%至 256/272 億元，毛利率年增 3ppt/0.3ppt 至 32.9%/33.2%，EPS 7.02/7.21 元，年增 36.8%/2.5%。

圖 22：東陽歷年毛利率趨勢



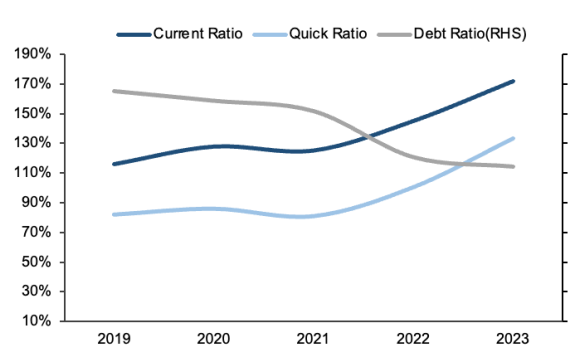
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23：東陽歷年營益率趨勢



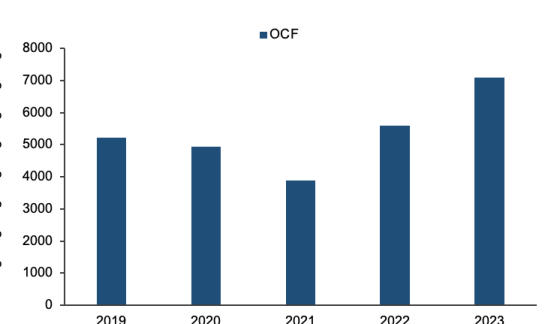
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：東陽資產負債表體質健全



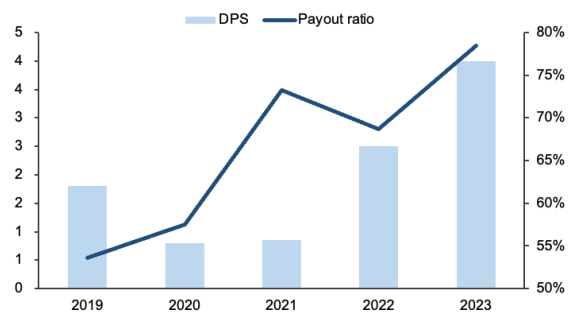
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：東陽營運現金流維持正數



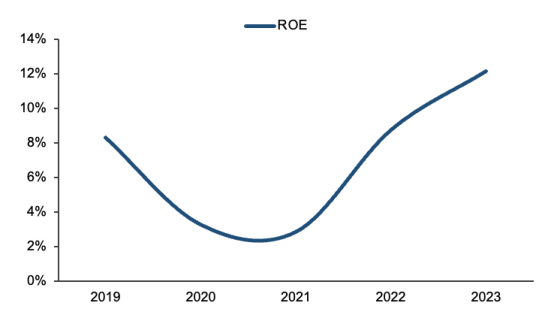
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 26：東陽股利配發率提升



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：東陽 ROE 穩定上升



資料來源：公司資料、元大投顧

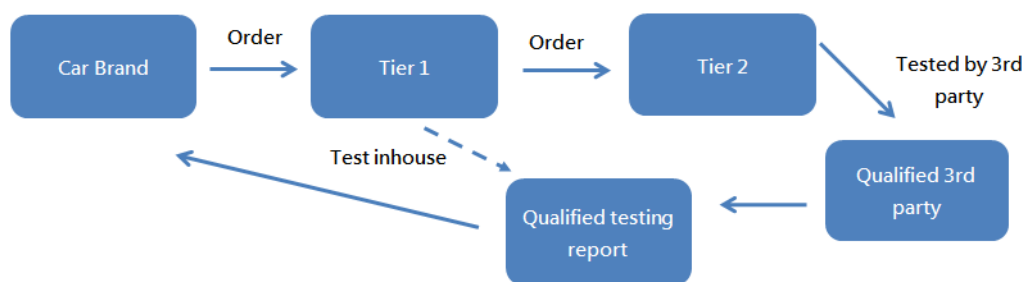
## 產業概況

### 汽車原廠製造供應鏈包含 Tier 1/2/3 製造商

汽車品牌通常有上千家零件代工商，其中最上游廠商為 Tier 3 廠，主要供應玻璃、塑膠、鋼材等原物料；Tier 2 廠商為零組件廠商，主要將原物料進行加工並組裝成零組件或模組，位於汽車供應鏈中游；Tier 1 廠商則會將 Tier 2 廠商生產的模組零件組合成可獨立運作的設備，如冷卻空調系統、引擎等等，最後這些可獨立運作的設備則會交由整車廠進行組裝。

東陽的 OEM (Original Equipment Manufacturer，生產製造) 服務則屬於原廠供應鏈的一種，其他原廠生產模式包含 ODM (Original Design Manufacturer，設計製造)、OES (原廠售後維修) 等。OEM 代表車廠將零件製造授權給 Tier 2 廠商，但該 Tier 2 廠無法以該設計圖於其他車廠進行 OEM 製造；ODM 則包辦設計與製造，受委託零件廠擁有相關知識財產權，通常為 Tier 1 廠商。東陽 OEM 歐洲部分通常扮演 Tier 2 角色，銷售中國產品則有參與車廠設計，部分為 Tier 1 角色。

圖 28：汽車原廠製造供應鏈



資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 汽車售後維修包含 OES (Original Equipment Supplier)、AM (Aftermarket)

汽車的售後維修服務主要可分為 OES 與 AM，其中 OES 屬於原廠、AM 為副廠。於 OES 模式中，整車廠仍掌握核心技術，可能由 Tier 2 廠或原整車廠製造，通常價格為 AM 的 2-3 倍。

AM 不同於 OES，不需經過繁雜的製造供應鏈(Tier 1/2/3)，主要由 AM 供應商(如：東陽)供貨給零售商或維修廠。AM 相較於 OES 的優勢主要在於價格低廉，且在毛利率表現也較 OES/OEM 佳，主因 AM 專注生產碰撞零件，OE 則需生產各式各樣零組件，AM 較容易達到經濟規模。目前 AM 毛利率約落於 30-40%，相較 OE 大多落在 10-20%。

### OE/AM 對應指標分別為新車銷售/汽車保有量

OE 的需求主要來自於汽車品牌訂單，因此相關汽車 OE 廠商營運通常與汽車銷售量呈正相關；相較之下，AM 需求通常來自於零件耗損、意外事故、天氣因素等，更換零件的車輛大多為舊車，因此大致上與汽車保有量、汽車車齡呈正相關。

圖 29：OE 與 AM 比較

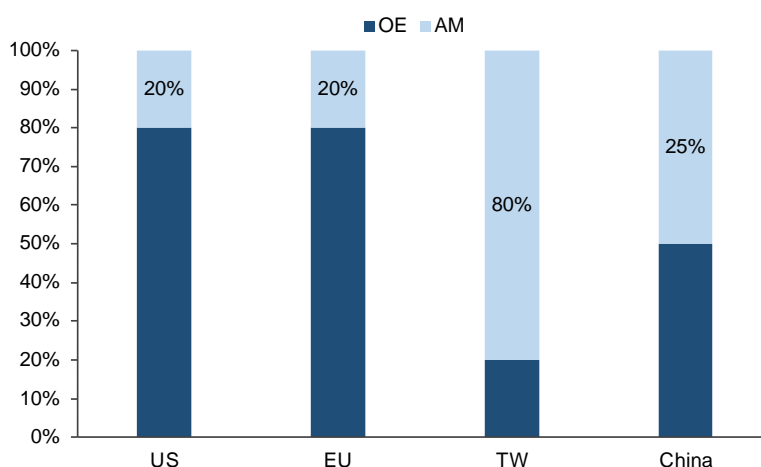
項目	OEM/ODM/OES	AM
零組件價格	高(約 AM2-3 倍)	低
市場需求	汽車品牌訂單	零件耗損、意外事故
市場數據指標	汽車銷售(Auto sales)	汽車保有量(Auto parc)
毛利率區間	10-20%	30-40%
銷售方式	原廠授權店、4S 店	維修廠、零件零售商

資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 歐美目前大多以 OE 為主，台灣 AM 滲透率高

歐美地區目前維修還是以原廠零件為主，OE/AM 比重約為 80%/20%；相較之下，中國與台灣的售後維修多半為 AM 元件，OE/AM 比重約為 20%/80%。其中差異主因，因為歐美汽車保險制度較完善，完全承保居多。

圖 30：各地區 AM/OE 滲透率



資料來源：公司資料、元大投顧預估

### State Farm 事件為 AM 零件切入維修市場轉折點

State Farm 為美國第一大財產與意外傷害保險公司，同時也為第一大汽車保險公司，於全美 35 個州市佔最高分別 7-16%不等，覆蓋範圍最廣，而 Berkshire Hathaway、Liberty Mutual 各分別於 5 個州市佔最高，覆蓋範圍不及 State Farm，也因此汽車保險以 State Farm 最具指標性。

1999/10 投保人宣稱 State Farm 使用 AM 零件違反伊利諾州消費者詐欺及商業詐欺法令，但最終 State Farm 公司被判決勝訴的結果，代表著美國產險業者以 AM 零件來代替 OEM 零件為合法行為，使消費者在保險理賠時，可選擇 AM 零件。由於 AM 零件價格僅 OE 零件 1/2-1/3，維修廠成本可降低，消費者也能享受較低廉的車險費用，又因使用 State Farm 保險的消費者，覆蓋全美最多數州，保險公司可直接依據契約向修車廠付費，而 LKQ 客戶多為專業修車廠，因此東陽受惠該營運模式。

## 2025/2030 年美國 AM 滲透率有望達 23%/28%

2007 年隨 State Farm 訴訟案件結束後，各大車險公司擴大使用 AM 零件，當時 AM 於美國維修市場滲透率僅 10%，目前已達 20%。State Farm 於 6M22，宣布於美國奧克拉荷馬州、德州兩地，試行以 AM 碰撞零件來做估價維修與賠付，12M22 起又擴大實施至全美 47 個州，10M23 宣布擴大至所有碰撞件如葉子板、水箱護罩、金屬板等，State Farm 於美國車險市佔率約 16%，覆蓋全美範圍最廣。維修市場大多消費者以價格導向，後續有望帶動美國 AM 於維修市場滲透率持續提升，預估 2025/2030 年滲透率分別達 23%/28%。



## 獲利調整與股票評價

本中心認為東陽短期營運進入旺季，惟 3Q24 基期墊高，季增幅將放緩，且部份訂單提前出貨，因此下調 4Q24 營運，不過因 3Q24 優於預期，因此綜合評估，略微上修 2024 年營收預估至 255.9 億元，年增 7.2%，估 2024 年 AM 營收年增 10%，OE 營收年減 0.5%，營業利益 47.9 億元，年增 28%，稅後獲利 41.6/42.6 億元，年增 38.6%，EPS 7.02 元。

展望 2025 年，東陽最大客戶 LKQ 近期投資者會議中指出，賠付件受二手車價持續下滑影響，預期而二手車價降幅的不利因素將於 2025 年中放緩，並在 2H25 年出現改善，因此消費者維修車輛意願屆時有望提高。此外本中心仍認為 State Farm 效益仍會持續顯現，2025 年 AM 營收年增 6%，OE 營收年增 7%。綜合上述，預期東陽 AM 成長性或將回歸以往的 5-8%水準，本中心維持 2025 年營收預估 272.1 億元，年增 6.3%，毛利率 33.2%，年增 0.3ppts，營業利益 52.9 億元，年增 10.5%，稅後獲利 42.6 億元，年增 2.5%，EPS 7.21 元。

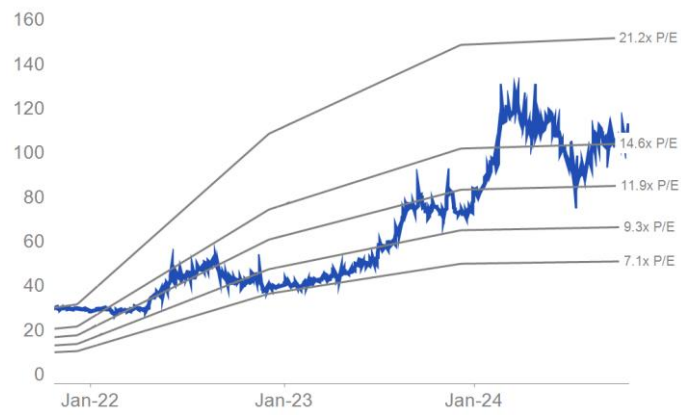
評價方面，考量東陽雖進入 AM 傳統旺季惟基期墊高，目前主要客戶指出賠付件仍有庫存需待消化，因此本中心維持本益比 16 倍，並以 2025 年 EPS 維持目標價 115 元，維持東陽評等至「持有-超越同業」。

圖 31：2024 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	25,587	25,484	27,206	27,206	0.4%	0.0
營業毛利	8,425	8,288	9,041	9,041	1.7%	0.0
營業利益	4,791	4,658	5,293	5,293	2.9%	0.0
稅前利益	5,282	5,243	5,387	5,385	0.7%	0.0
稅後淨利	4,155	4,131	4,264	4,262	0.6%	0.0
調整後 EPS (元)	7.02	6.98	7.21	7.21	0.6%	0.0
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	32.9%	32.5%	33.2%	33.2%	0.4	0.0
營業利益率	18.7%	18.3%	19.5%	19.5%	0.5	0.0
稅後純益率	16.2%	16.2%	15.7%	15.7%	0.0	0.0

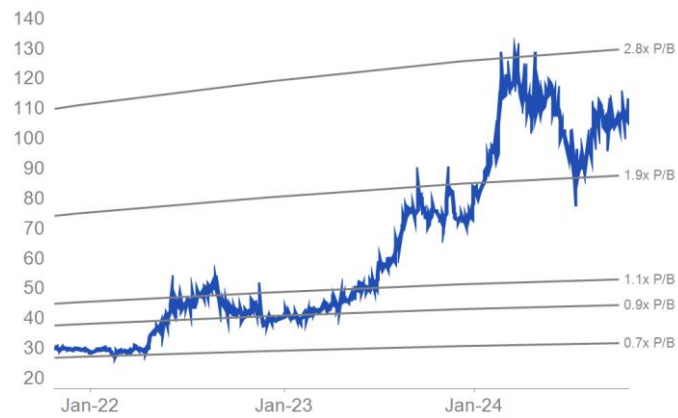
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 32：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 33：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 34：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
東陽	1319 TT	持有-超越 同業	109.5	2,098	5.13	7.02	7.21	21.3	15.6	15.2	242.0	36.8	2.5
特斯拉供應鏈													
和大	1536 TT	未評等	60	496	1.17	1.57	0.97	51.0	38.0	61.9	(47.6)	34.3	(38.6)
和勤	1586 TT	未評等	30	81	(0.67)	1.45	-	-	20.9	-	-	1.5	-
世德	2066 TT	未評等	105	141	8.08	10.32	9.44	12.9	10.1	11.1	0.3	10.3	9.4
聯嘉光電	6288 TT	未評等	30	194	0.05	-	-	597.0	-	-	(46.8)	-	-
特斯拉供應鏈平均					2.2	4.4	5.2	220.3	23.0	36.5	(31.3)	15.4	(14.6)
AM 同業													
堤維西	1522 TT	未評等	63.5	657	3.31	5.50	-	19.2	11.5	--	10.7	66.2	--
耿鼎	1524 TT	未評等	37.4	192	2.13	-	-	17.5	--	--	4.7	--	--
昭輝	1339 TT	未評等	53.6	123	5.88	-	-	9.1	--	--	6.7	--	--
帝寶工業	6605 TT	未評等	237.5	1,194	14.29	-	-	16.6	--	--	31.6	--	--
AM 同業平均					6.4	5.5	-	15.6	11.5	-	13.4	66.2	-

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 35：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
東陽	1319 TT	持有-超越 同業	109.5	2,098	12.2	15.4	15.3	43.03	45.46	47.20	2.6	2.5	2.4
特斯拉供應鏈													
和大	1536 TT	未評等	60	496	3.7	1.7	3.1	31.2	30.6	30.9	1.9	2.0	1.9
和勤	1586 TT	未評等	30	81	(3.6)	-	-	17.9	-	-	1.7	-	-
世德	2066 TT	未評等	105	141	17.8	-	-	46.6	50.0	55.3	2.2	2.1	1.9
聯嘉光電	6288 TT	未評等	30	194	0.4	-	-	15.1	-	-	2.0	-	-
特斯拉供應鏈平均					4.6	1.7	3.1	27.7	40.3	43.1	2.0	2.0	1.9
AM 同業													
堤維西	1522 TT	未評等	63.5	657	12.4	-	-	29.4	-	-	2.2	-	-
耿鼎	1524 TT	未評等	37.4	192	13.5	-	-	16.3	-	-	2.3	-	-
謚源	1339 TT	未評等	53.6	123	11.0	-	-	53.2	-	-	1.0	-	-
帝寶工業	6605 TT	未評等	237.5	1,194	14.0	-	-	102.6	-	-	2.3	-	-
AM 同業平均					12.7	-	-	50.4	-	-	1.9	-	-

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 36：季度及年度簡明損益表 (合併)

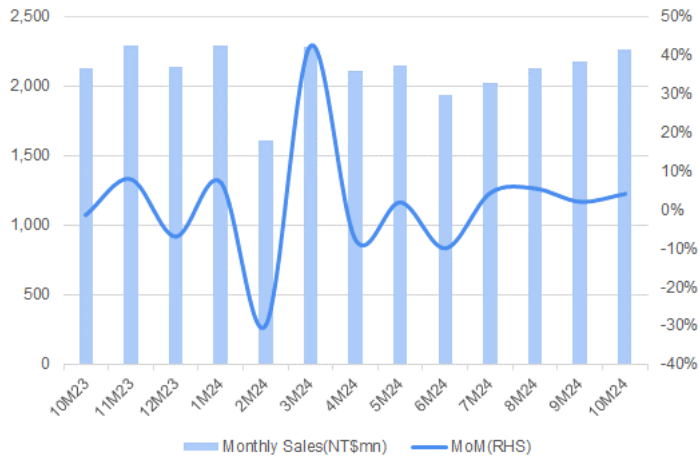
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	6,174	6,186	6,315	6,911	6,556	6,595	6,403	7,652	25,587	27,206
銷貨成本	(4,086)	(4,189)	(4,258)	(4,628)	(4,341)	(4,411)	(4,368)	(5,044)	(17,161)	(18,165)
營業毛利	2,088	1,997	2,057	2,283	2,215	2,184	2,034	2,608	8,425	9,041
營業費用	(877)	(910)	(878)	(970)	(905)	(943)	(911)	(990)	(3,634)	(3,748)
營業利益	1,211	1,087	1,179	1,314	1,310	1,241	1,123	1,618	4,791	5,293
業外利益	287	231	(57)	30	7	45	30	14	491	94
稅前純益	1,498	1,318	1,122	1,344	1,317	1,286	1,153	1,632	5,282	5,387
所得稅費用	(302)	(253)	(227)	(275)	(270)	(264)	(236)	(335)	(1,058)	(1,104)
少數股東權益	24	24	13	9	4	5	5	5	69	19
歸屬母公司稅後純益	1,172	1,041	883	1,059	1,043	1,017	912	1,293	4,155	4,264
調整後每股盈餘(NT\$)	1.98	1.76	1.49	1.79	1.76	1.72	1.54	2.18	7.02	7.21
調整後加權平均股數(百萬股)	592	592	592	592	592	592	592	592	592	592
重要比率										
營業毛利率	33.8%	32.3%	32.6%	33.0%	33.8%	33.1%	31.8%	34.1%	32.9%	33.2%
營業利益率	19.6%	17.6%	18.7%	19.0%	20.0%	18.8%	17.6%	21.2%	18.7%	19.5%
稅前純益率	24.3%	21.3%	17.8%	19.4%	20.1%	19.5%	18.0%	21.3%	20.6%	19.8%
稅後純益率	19.0%	16.8%	14.0%	15.3%	15.9%	15.4%	14.2%	16.9%	16.2%	15.7%
有效所得稅率	20.2%	19.2%	20.2%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.0%	20.5%
季增率(%)										
營業收入	-5.8%	0.2%	2.1%	9.4%	-5.1%	0.6%	-2.9%	19.5%		
營業利益	0.1%	-10.2%	8.4%	11.4%	-0.3%	-5.3%	-9.5%	44.1%		
稅後純益	47.1%	-11.2%	-15.2%	20.0%	-1.5%	-2.5%	-10.3%	41.8%		
調整後每股盈餘	47.1%	-11.2%	-15.3%	20.0%	-1.6%	-2.4%	-10.4%	41.8%		
年增率(%)										
營業收入	10.3%	11.4%	2.6%	5.4%	6.2%	6.6%	1.4%	10.7%	7.2%	6.3%
營業利益	68.2%	36.5%	15.8%	8.6%	8.2%	14.1%	-4.8%	23.1%	28.0%	10.5%
稅後純益	139.0%	37.3%	-9.4%	32.9%	-11.0%	-2.3%	3.3%	22.1%	38.6%	2.5%
調整後每股盈餘	139.0%	37.3%	-9.5%	32.7%	-11.2%	-2.4%	3.3%	22.0%	36.8%	2.5%

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

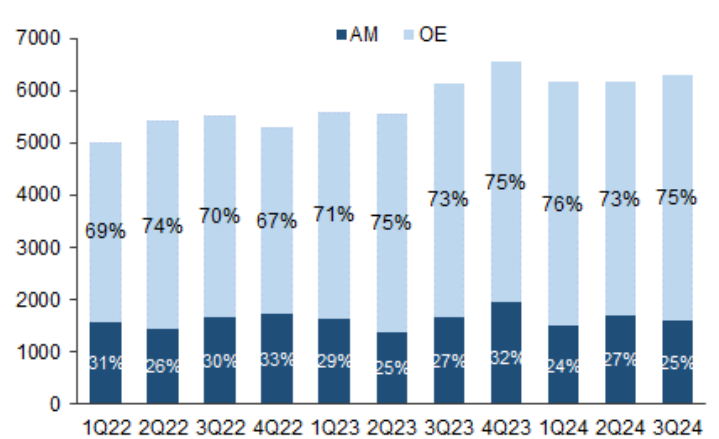
東陽實業成立於 1967 年，主要營業項目為汽、機車零組件，為台灣塑膠件供應商，也是全球第一大汽車 AM 塑膠件製造商，塑膠件全球市佔率 70%、鈹金部份市佔率 35%。公司跨足 OEM (組車製造)與 AM (售後維修市場)兩大汽車零件市場，除了在台南本廠擁有生產基地外，在桃園、中國大陸、美國、義大利等地共設有 25 座生產據點。

圖 37：月營收



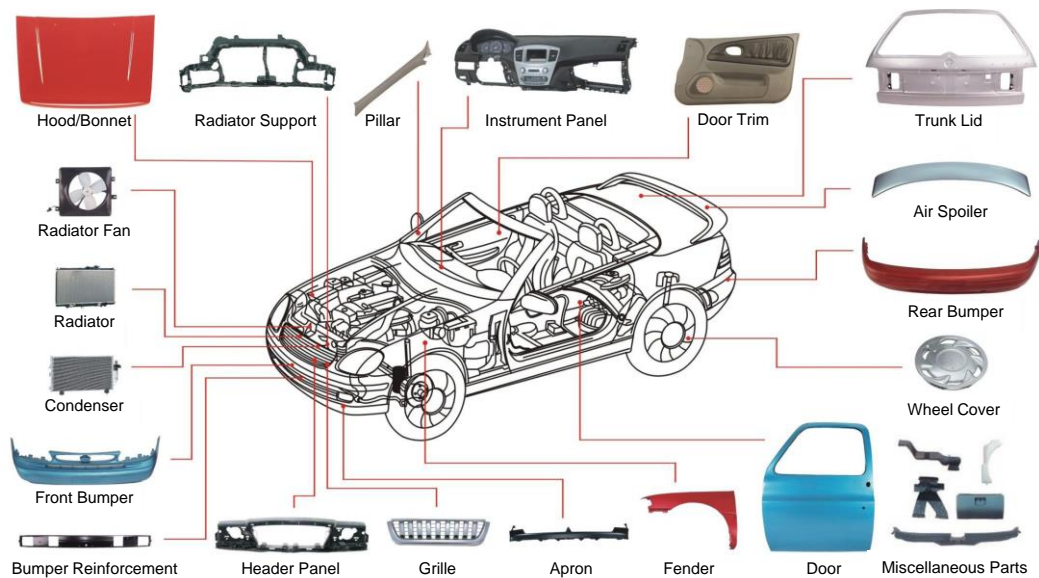
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 38：營收組成



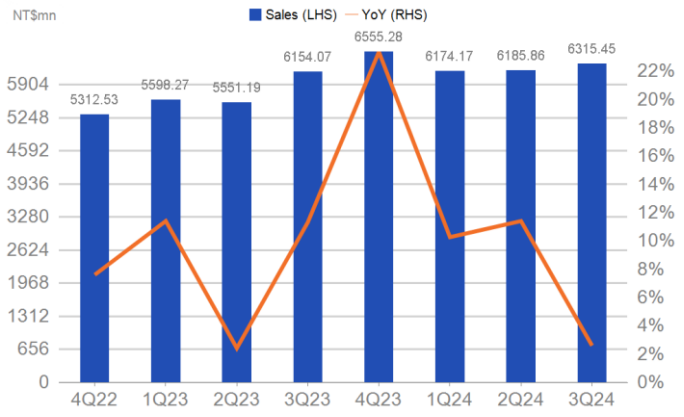
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 39：東陽產品線



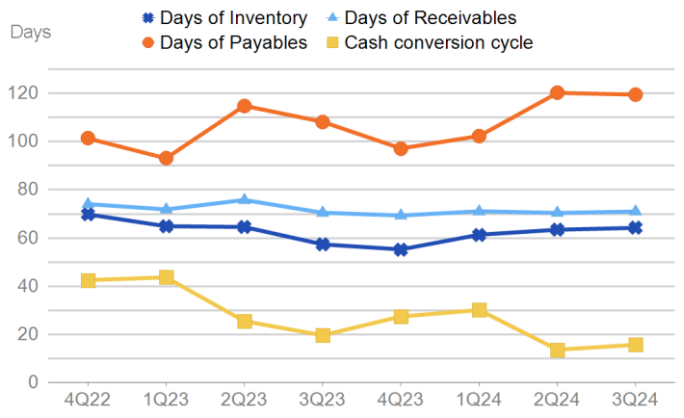
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 40：營收趨勢



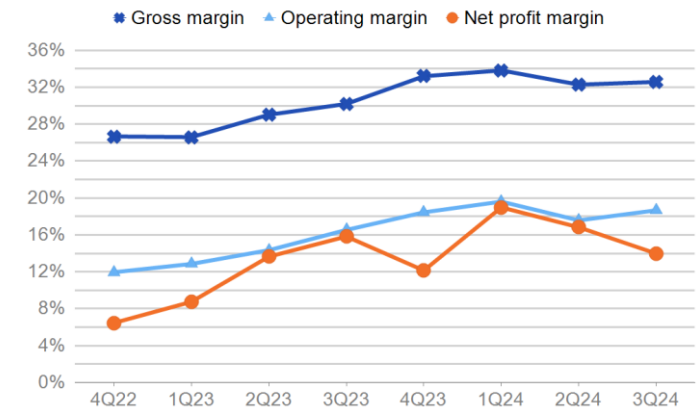
資料來源：CMoney、公司資料

圖 42：經營能力



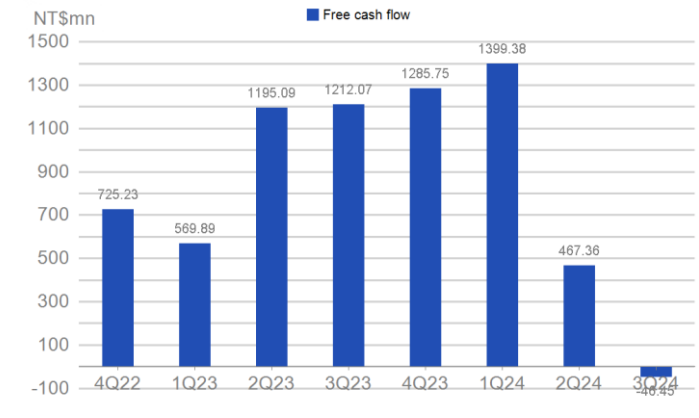
資料來源：CMoney、公司資料

圖 41：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 43：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：**東陽整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於平均的位置，但在車用零組件行業的公司中排名落後同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**東陽的整體曝險屬於中等水準，處於車用零組件行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、人力資源、商品治理等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**東陽在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司遵循適當的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。該公司還制定了適當的環境政策，並製定了舉報計劃以解決潛在問題。

圖 44：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	20.1	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	35.9	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	45.5	
風險評級	中	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	47	

資料來源：Sustainalytics (2024/11/21))

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,454	2,344	3,817	6,907	8,123
存貨	3,047	3,057	2,687	3,319	3,848
應收帳款及票據	3,667	4,010	4,614	4,723	5,712
其他流動資產	476	575	988	530	490
流動資產	8,643	9,987	12,106	15,478	18,173
採用權益法之投資	3,662	2,654	2,471	1,913	1,813
固定資產	18,884	18,192	17,605	16,863	15,921
無形資產	1,261	874	590	490	379
其他非流動資產	2,004	1,833	2,274	1,660	1,760
非流動資產	25,810	23,553	22,940	20,925	19,873
資產總額	34,453	33,540	35,046	36,403	38,046
應付帳款及票據	2,541	2,542	2,941	2,774	3,198
短期借款	1,935	1,238	529	1,238	1,238
什項負債	2,432	3,110	3,583	3,110	3,110
流動負債	6,908	6,890	7,052	7,123	7,546
長期借款	4,568	1,839	1,452	1,185	1,357
其他負債及準備	710	545	630	545	545
長期負債	5,278	2,385	2,082	1,730	1,903
負債總額	12,186	9,275	9,134	8,853	9,449
股本	5,915	5,915	5,915	5,915	5,915
資本公積	4,150	4,150	4,151	4,151	4,151
保留盈餘	12,046	13,780	15,217	17,212	18,362
什項權益	(473)	(97)	169	(340)	(462)
歸屬母公司之權益	21,637	23,749	25,451	26,936	27,965
非控制權益	630	517	461	614	633
股東權益總額	22,268	24,265	25,912	27,551	28,598

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	637	2,037	3,047	4,224	4,283
折舊及攤提	3,293	3,183	2,948	3,311	3,421
本期營運資金變動	(577)	(193)	22	128	(1,095)
其他營業資產 及負債變動	534	565	1,069	79	40
營運活動之現金流量	3,886	5,592	7,087	7,742	6,648
資本支出	(2,055)	(2,216)	(2,824)	(2,632)	(2,369)
本期長期投資變動	(280)	(1,008)	(183)	300	100
其他資產變動	64	2,431	33	(95)	(100)
投資活動之現金流量	(2,271)	(793)	(2,974)	(2,427)	(2,369)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(1,066)	(3,327)	(1,091)	173	173
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(473)	(503)	(1,479)	(2,265)	(3,114)
其他調整數	(143)	(122)	(85)	(122)	(122)
融資活動之現金流量	(1,682)	(3,952)	(2,655)	(2,214)	(3,063)
匯率影響數	(17)	44	15	0	0
本期產生現金流量	(84)	891	1,473	3,101	1,216
自由現金流量	1,831	3,376	4,263	5,110	4,279

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	18,380	21,283	23,859	25,587	27,206
銷貨成本	(14,893)	(16,255)	(16,725)	(17,161)	(18,165)
營業毛利	3,487	5,028	7,134	8,425	9,041
營業費用	(2,944)	(3,094)	(3,389)	(3,634)	(3,748)
推銷費用	(1,472)	(1,538)	(1,695)	(1,782)	(1,883)
研究費用	(510)	(503)	(567)	(663)	(609)
管理費用	(975)	(1,050)	(1,095)	(1,184)	(1,256)
其他費用	12	(3)	(32)	(5)	0
營業利益	543	1,935	3,744	4,791	5,293
利息收入	7	20	88	80	58
利息費用	(117)	(92)	(60)	(21)	(52)
利息收入淨額	(110)	(72)	29	60	6
投資利益(損失)淨額	274	(31)	(6)	0	75
匯兌損益	(125)	293	1	291	0
其他業外收入(支出)淨額	185	476	45	141	13
稅前純益	767	2,600	3,812	5,282	5,387
所得稅費用	(130)	(564)	(765)	(1,058)	(1,104)
少數股權淨利	(50)	(115)	28	69	19
歸屬母公司之稅後純益	688	2,151	3,019	4,155	4,264
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,177	5,875	6,820	8,102	8,714
調整後每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	7.02	7.21

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	6.1	15.8	12.1	7.2	6.3
營業利益	0.6	256.2	93.6	28.0	10.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	(3.6)	40.7	16.1	18.8	7.6
稅後純益	(14.2)	219.6	49.6	38.6	1.4
調整後每股盈餘	0	63.0	242.0	36.8	2.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.0	23.6	29.9	32.9	33.2
營業利益率	3.0	9.1	15.7	18.7	19.5
稅前息前淨利率	3.5	11.8	15.7	18.7	19.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	22.7	27.6	28.6	31.7	32.0
稅前純益率	4.2	12.2	16.0	20.6	19.8
稅後純益率	3.7	10.1	12.7	16.2	15.7
資產報酬率	1.8	6.0	8.9	11.6	11.3
股東權益報酬率	2.9	8.8	12.2	15.4	15.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	54.7	38.2	35.3	32.1	33.0
淨負債權益比(%)	22.7	3.0	(7.1)	(16.3)	(19.3)
利息保障倍數 (倍)	7.6	29.2	64.7	258.1	105.2
流動比率 (%)	125.1	145.0	171.7	217.3	240.8
速動比率 (%)	81.0	100.6	133.6	170.7	189.8
淨負債 (NT\$百萬元)	5,049	733	(1,836)	(4,484)	(5,528)
調整後每股淨值 (NT\$)	36.58	40.15	43.03	45.46	47.20
評價指標 (倍)					
本益比	123.4	75.7	22.1	16.2	15.8
股價自由現金流量比	36.7	19.9	15.8	13.2	15.7
股價淨值比	3.1	2.8	2.6	2.5	2.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	16.1	11.4	9.9	8.3	7.7
股價營收比	3.7	3.2	2.8	2.6	2.5

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。

東陽 (1319 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



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，但仍積極追蹤該個股。

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.