

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

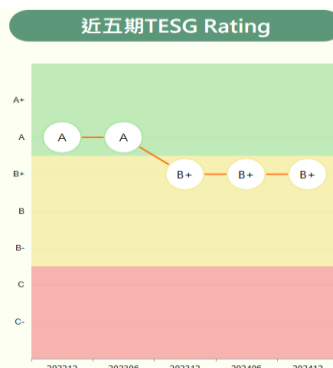
日期:	2025/3/27
目前收盤價 (NT\$):	51.5
目標價 (NT\$):	53
52 週最高最低(NT\$):	43-61.1
加權指數:	22260.29

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	21,388
市值 (NT\$/mn):	110,150
市值 (US\$/mn):	3,672
20 日平均成交量(仟股):	3,983
PER (2025):	17.82
PBR (2025):	1.20
外資持股比率:	9.33
TCRI	3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-6.5	-6.2	4.0
加權指數報酬率	-4.9	-4.2	-2.6

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	53	53
營業收入 (NT\$/mn)	60,352	61,794
毛利率 (%)	25.4	25.6
營益率 (%)	11.4	12.2
EPS (NT\$)	2.89	2.97
BVPS(NT\$)	43	43



關稅議題具不確定性，且評價合理

- **4Q24 獲利因高毛利率產品比重下降，單季稅後 EPS 為 0.56 元**：4Q24 營收為 135.2 億元，QoQ+0.5%，YoY-5.9%，係因「機電系統」於北美及歐洲市場營收減少及「智慧能源」之儲能工程收入減少所致；獲利方面，營益率 10%，低於市場預期，係因較高毛利率之「機電系統」營收占比下降，加上人力資源投入較多所致，稅後歸屬母公司淨利為 13 億元，YoY+19%，單季稅後 EPS 為 0.56 元。
- **美國變壓器市場仍需時間驗證；德州西屋廠已完成充電樁產線建置**：管理層表示川普總統上台後，美國市場的變壓器業務主要取決於政府對美國製造的要求，目前考慮在台灣和印尼開發和生產變壓器。不過即使拿到台灣或印尼的執照，變壓器外銷至美國仍需經過每個州的認證，推測需要 2 到 3 年時間。東元的優勢在於擁有美國品牌，許多美國電力公司已將東元列入認證名單，新產品重新驗證流程有望縮短。東元計劃從印尼直接運送到美國，未來也規劃在美國設廠組裝。目前主要專注於配電級變壓器，交付時間約 6 個月，其他廠商大概 6-12 個月。變壓器產品需要高度客製化，每家公司需求不同，需要進行許多調整。德州西屋廠於 3Q24 完成充電樁產線建置，預估 2025 年德州西屋馬達廠業績有望成長，主要受惠電廠大型機械工具等應用帶動大馬達需求、加上充電樁業務、以及西屋品牌銷售變壓器產品等動能。
- **維持中立理由**：東元於 3Q24 取得伸昌電機 57% 股權，跨足 69-161k 電力變壓器業務，此併購案自 4Q24 開始貢獻營收，預計 2025 年營收將由先前的 6 億元成長至 10 億元；目標 1Q25 開始售電業務，未來將積極評估投資案場；4Q24 取得北美制氫廠設備訂單約 400 萬美元；4Q24 與臻鼎簽署合作協議，共同推進 PCB 產業的低碳節能和綠色轉型，預估 2025 年稅後 EPS 為 2.89 元，惟北美電氣化進度受制於電網更新速度和關稅議題的不確定性，壓抑馬達及系統產品需求，短期成長動能趨緩，故維持中立評等，目標價 53 元(18X2024PER)。

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

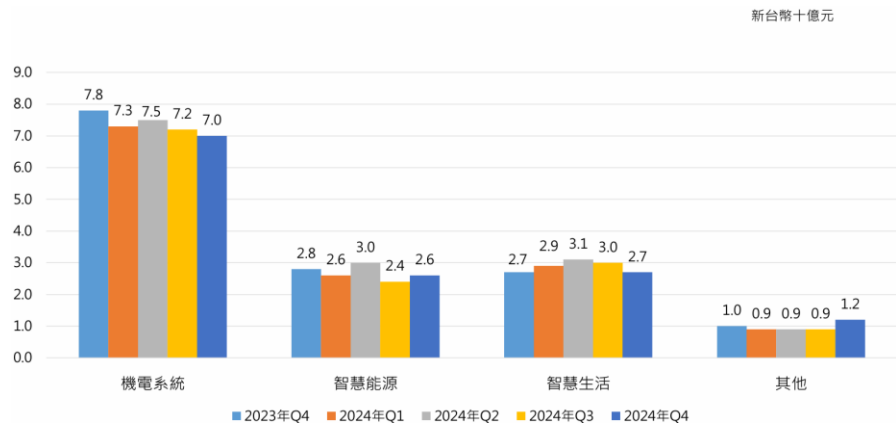
東元為台灣老牌重電和家電廠商，營運涵蓋海內外

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。

4Q24 獲利因高毛利率產品比重下降，單季稅後 EPS 為 0.56 元

東元 4Q24 營收為 135.2 億元，QoQ+0.5%，YoY-5.9%，係因「機電系統」於北美及歐洲市場營收減少及「智慧能源」之儲能工程收入減少所致；獲利方面，營益率 10%，低於市場預期，係因較高毛利率之「機電系統」營收占比下降，加上人力資源投入較多所致，稅後歸屬母公司淨利為 13 億元，YoY+19%，單季稅後 EPS 為 0.56 元。

Exhibit 2：東元產品營收變化



Source：東元、Masterlink

美國變壓器市場仍需時間驗證；德州西屋廠已完成充電樁產線建置

管理層表示川普總統上台後，美國市場的變壓器業務主要取決於政府對美國製造的要求，目前考慮在台灣和印尼開發和生產變壓器。不過即使拿到台灣或印尼的執照，變壓器外銷至美國仍需經過每個州的認證，推測需要 2 到 3 年時間。東元的優勢在於擁有美國品牌，許多美國電力公司已經將東元列入認證名單，新產品重新驗證流程有望縮短。東元計劃從印尼直接運送到美國，未來也有規劃在美國設廠組裝。目前主要專注於配電級變壓器，交付時間約為 6 個月，其他廠商大概 6-12 個月。變壓器產品需要高度客製化，每家公司需求不同，需要進行許多調整。另外，德州西屋廠於 3Q24 完成充電樁產線建置，預估 2025 年德州西屋馬達廠業績有望成長，主要受惠電廠、油氣礦業、大型機械工具等應用帶動大馬達需求、加上充電樁業務、以及西屋品牌銷售變壓器產品等動能。

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。

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。

持續在北美拓展氫能業務，預估 2025 年稅後 EPS 為 2.89 元

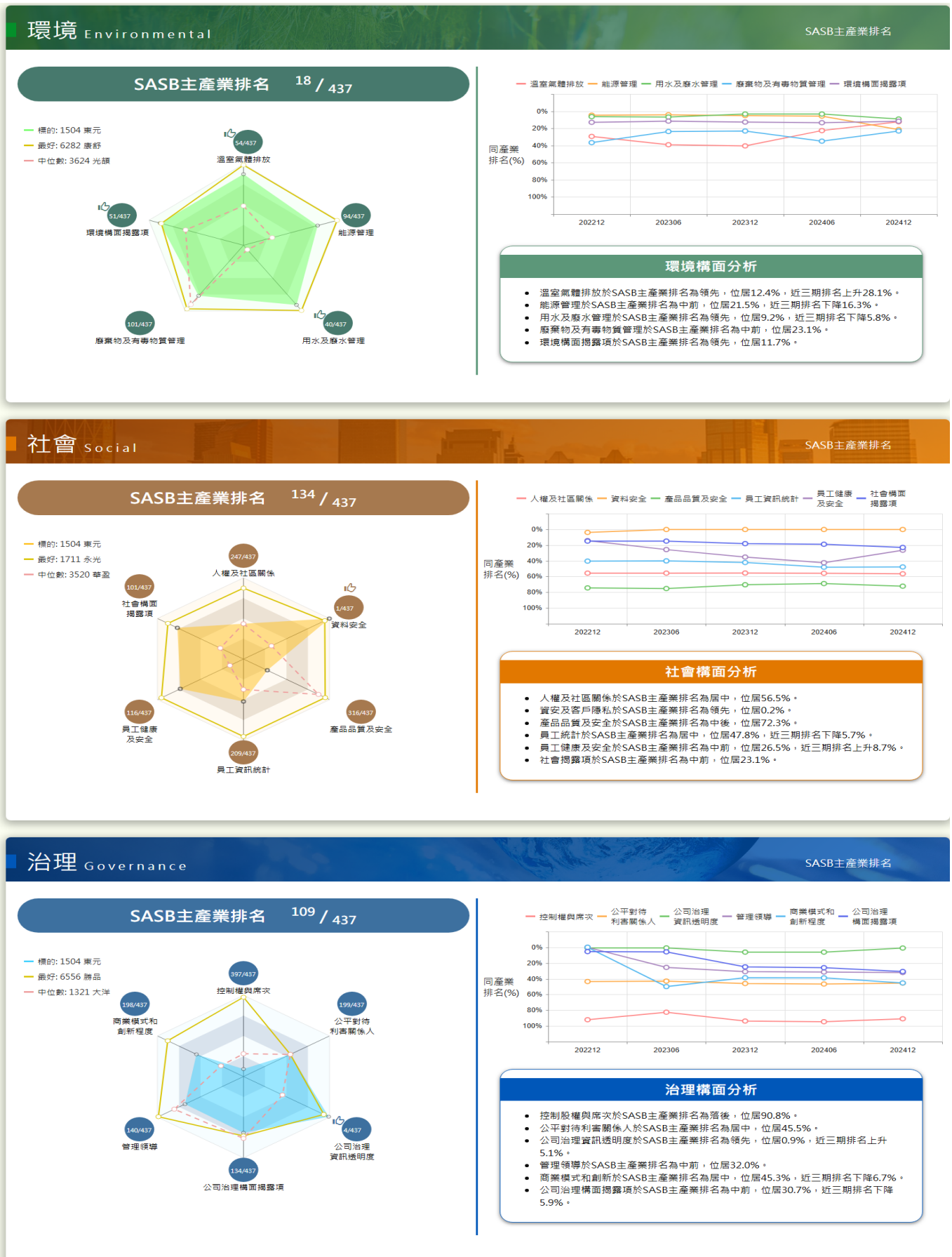
展望未來：三大主要市場方面，管理層表示川普總統上台後，關稅的不確定性與消費者信心不足影響民生產業的投資計畫，對低壓馬達產品取單以及墨西哥工廠生產皆是挑戰，而中國及台灣經濟指標尚未明顯改善，在刺激措施力道不足下，需持續觀察未來政策變化，會積極往 AI、EV、機器人等相關商機去布局。機電系統方面，東元在 3Q24 取得伸昌電機約 57.2% 股權後，成為該公司最大股東。透過東元的國際化布局，快速切入北美與台灣市場，跨足 69-161kV 電力變壓器的業務。此項併購案自 4Q24 開始貢獻營收，預計 2025 年營收將由先前的 6 億元成長至 10 億元；節能減碳方面，東元與臻鼎科技簽署戰略合作框架協議。首波將在「智慧能源管理」項目展開全方位合作，共同推進 PCB 產業的低碳節能和綠色轉型。雙方將以每年減碳 5,000 噸以上為目標，並與國內外半導體廠、電子廠開始接洽；綠色能源方面，東元在北美地區持續參與氫能生態系，目前已逐漸發酵，4Q24 已取得北美製氫廠設備訂單約 400 萬美元。整體而言，東元對未來營運展望持樂觀態度，我們預估 2025 年營收 604 億元，YoY+9.3%，稅後歸屬母公司淨利 61.8 億元，YoY+7.1%，稅後 EPS 為 2.89 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和關稅議題的不確定性，壓抑東元馬達及系統產品需求，短期內成長動能趨緩，故維持中立評等，目標價 53 元(19X2024PER)。

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 : TEG

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	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	58,315	59,394	55,235	60,352	
COGS	45,130	44,451	41,095	45,003	
Gross profit	13,185	14,943	14,140	15,349	
Operating expense	8,111	8,278	7,908	8,474	
Operating profit	5,075	6,664	6,232	6,875	
Total non-operate. Inc.	348	1,611	1,848	1,594	
Pre-tax profit	5,423	8,275	8,080	8,469	
Total Net profit	3,993	6,333	6,252	6,689	
Minority	534	502	484	509	
Net Profit	3,459	5,831	5,768	6,180	
EPS (NT\$)	1.62	2.73	2.70	2.89	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Sales	13.8	1.8	(7.0)	9.3	
Gross profit	15.3	13.3	(5.4)	8.5	
Operating profit	35.0	31.3	(6.5)	10.3	
Pre-tax profit	(11.8)	52.6	(2.4)	4.8	
Net profit	(31.0)	68.6	(1.1)	7.1	
EPS	(31.0)	68.6	(1.1)	7.1	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Gross	22.6	25.2	25.6	25.4	
Operating	8.7	11.2	11.3	11.4	
EBITDA	11.1	15.1	17.1	12.6	
Pre-tax	9.3	13.9	14.6	14.0	
Net	5.9	9.8	10.4	10.2	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	21,375	23,641	26,055	28,273	
Marketable securities	3,109	4,219	5,343	4,735	
AVR & N/R	413	406	447	463	
Inventory	12,895	11,632	13,483	12,398	
Others	12,524	12,583	11,938	12,512	
Total current asset	50,317	52,481	57,266	58,381	
Long-term invest.	41,065	37,604	29,390	29,496	
Total fixed assets	19,132	20,291	20,313	20,313	
Total other assets	10,222	10,759	11,166	10,943	
Total assets	126,603	127,314	124,310	125,332	
Short-term Borrow	1,751	1,357	1,137	1,137	
A/P & N/P	9,911	9,250	10,185	9,826	
Other current liab.	8,222	9,190	14,490	14,770	
Total current liab.	19,884	19,798	25,812	25,733	
L-T borrowings	0	0	0	0	
Other L-T liab.	17,550	18,237	14,141	16,237	
Total liability.	40,285	40,871	42,637	41,970	
Common stocks	21,388	21,388	21,388	21,388	
Reserves	9,576	9,630	9,616	9,631	
Retain earnings	49,573	49,643	44,990	52,343	
Total Equity	86,318	86,443	81,673	83,362	
Total Liab. & Equity	126,603	127,314	124,310	125,332	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	14,005	14,715	15,476	16,155	
Gross profit	3,496	3,748	4,017	4,087	
Operating profit	1,434	1,696	1,968	1,777	
Total non-ope inc.	510	459	383	242	
Pre-tax profit	1,944	2,155	2,351	2,019	
Net profit	1,405	1,549	1,727	1,499	
EPS	0.66	0.72	0.81	0.70	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	2.0	1.3	15.0	19.5	
Gross profit	(1.7)	2.2	15.0	19.4	
Operating profit	(12.3)	5.2	20.5	31.4	
Net profit	21.2	(5.9)	(2.4)	25.8	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	3.6	5.1	5.2	4.4	
Gross profit	2.1	7.2	7.2	1.7	
Operating profit	6.0	18.3	16.0	(9.7)	
Net profit	17.9	10.3	11.5	(13.2)	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Gross	25.0	25.5	26.0	25.3	
Operating	10.2	11.5	12.7	11.0	
Net	10.0	10.5	11.2	9.3	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	3,458	5,830	5,768	6,180	
Dep & Amort	0	0	0	0	
Investment income	-741	1,029	-48	-384	
Changes in W/C	-583	-2,072	373	-485	
Other adjustment	4,221	1,447	3,055	3,056	
Cash flow – ope.	6,355	6,233	9,148	8,367	
Capex	0	0	0	0	
Change in L-T inv.	-440	-106	-106	-106	
Other adjustment	440	106	106	106	
Cash flow – inve.	0	0	0	0	
Free cash flow	6,355	6,233	9,148	8,367	
Inc. (Dec.) debt	80,574	91,088	91,088	91,088	
Cash dividend	-3,292	-3,619	-4,919	-4,491	
Other adjustment	-47,484	-57,673	-62,258	-59,949	
Cash flow-Fin.	29,798	29,796	23,911	26,648	
Exchange influence	0	0	0	0	
Change in Cash	3,445	2,501	2,218	2,218	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
ROA	2.63	4.59	4.51	4.72	
ROE	3.80	6.75	6.64	7.01	

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

©2025 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.