

松川精密 (7788 TT) Song Chuan

2025 年高毛利訂單延續，且中美關稅有望獲轉單

未評等

收盤價 (2025/04/21) : NT\$159.0

交易資料表

市值	NT\$11,401百萬元
董監事持股比例	21%

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023	2024
營業收入	5,214	6,126	5,480	5,964
營業毛利	970	1,642	1,527	1,654
營業利益	267	609	346	539
稅後淨利	202	526	377	496
EPS	6.6	12.93	6.17	6.95

何宗祐

bill0066@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

- 松川精密為台灣最大繼電器供應商，與美系電動車廠商合作密切，提供客製化繼電器組裝與配件，近年亦積極轉型新能源市場。
- 美國汽零組件關稅對松川影響低，甚至可望受惠中國同業之轉單效益。
- 松川精密以高毛利之新能源市場為發展重點，營運具龐大成長空間，且隨儲能產品出貨比重增加，公司評價亦有望提升。

松川與美系電動車廠商合作密切，提供客製化繼電器組裝與配件

松川精密為台灣最大繼電器廠商，近年逐步退出低毛利之家電市場，並鞏固工控與汽車應用，大力發展高毛利之新能源市場，帶動產品組合持續改善。松川憑藉扎實技術能力於歐美日中等市場站穩腳步，更於電動車市場大有斬獲，並打入美系電動車大廠供應鏈，長期以垂直整合一條龍方式生產，具備從模具設計、塑膠射出成型或模具沖壓成型、零組件組裝、自動化機台整合及設計，滿足客戶客製化需求並優化公司成本。

中美關稅影響性低且或有轉單效益，松川精密或為受惠廠商

美國政府於 2025/3/26 公告對非美國製汽車及汽車零組件加徵 25%關稅，關鍵零組件關稅將於 5/3 生效。我們認為松川具以下優勢：1) 儘管繼電器屬於關鍵零組件範疇，然松川以往出貨模式為 FCA (Free Carrier，即賣方需將貨物送到指定地)，將產品送往美國保稅倉，對客戶報價以運費及關稅加成後報價，而主要美系電動車客戶出貨方式為到廠拉貨並吸收關稅及運費；2) 以往 OTB (Off-road, Truck, Bus)市場受中國廠商競爭，目前中國廠商出口產品已被加徵 145%關稅，驅使以往流失的 OTB 市場客戶陸續回籠；3) 松川具嘉義/廈門/越南/印度/墨西哥等廠區，可提供客戶有效分散產地風險，本中心認為該效益將陸續顯現。

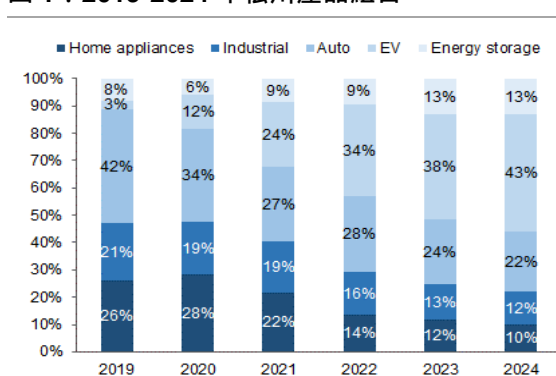
松川以高毛利之新能源市場為發展重點，營運具龐大成長空間

松川具備以下長期動能：1) 彭博預估 2025 年美系電動車大廠之充電樁和儲能業務將分別成長 24%/79%，且 2023-28 年 CAGR 分別為 16%/45%，現有合作供應商將持續受惠；2) 儘管繼電器單價低，然專案皆需 3-5 年驗證期，通常不易更換供應商；3) 松川持續調整產品組合，未來以高毛利之電動車及新能源為發展重點，因其產品毛利高，將改善公司財務體質。本中心認為松川的關稅影響性低並且具長期動能，合理本益比可維持車用零組件 15-20 倍區間上緣，同時因儲能本益比現多為 20-25 倍，隨新能源比重持續提升，應有望帶動整體本益比向上。

松川精密為台灣最大繼電器供應商，近年積極轉型新能源市場

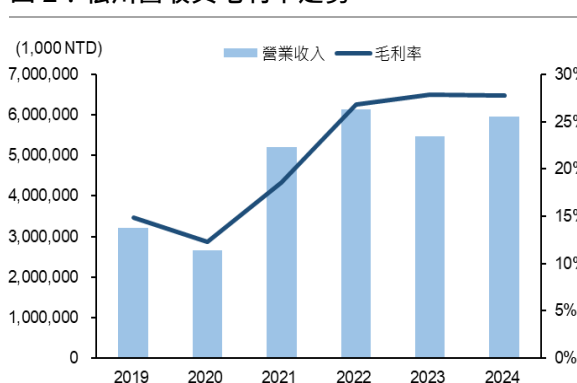
松川精密為台灣最大繼電器廠商，2024 年產品組合為家電 10%、工控/不斷電系統 12%、汽車 22%、電動車 43%、儲能 13%，松川逐步退出低毛利之家電市場，並鞏固工控與汽車應用，大力發展高毛利之新能源市場，家電/傳統汽車比重下降，產品組合持續改善。松川憑藉扎實技術能力於歐美日中等市場站穩腳步，近年來更於電動車市場大有斬獲，並打入美系電動車大廠供應鏈，長期以垂直整合一條龍方式生產，具備從模具設計、塑膠射出成型或模具沖壓成型、零組件組裝、自動化機台整合及設計，滿足客戶客製化需求並優化公司成本，也因此更能貼近客戶。

圖 1：2019-2024 年松川產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：松川營收與毛利率走勢



資料來源：公司資料、元大投顧

中美關稅影響性低且或有轉單效益，松川精密或為受惠廠商

美國政府於 2025/3/26 公告對非美國製汽車及汽車零組件加徵 25%關稅，影響範圍包含乘用車、輕型卡車，零組件包含引擎、變速器、動力系統、電子元件等關鍵零組件，整車關稅已於 4/3 生效，而關鍵零組件關稅將於 5/3 生效。繼電器功用涵蓋切換電路電流、控制電路斷通，屬關鍵零組件範疇內。不過，松川以往出貨模式為 FCA (Free Carrier，即賣方需將貨物送到指定地)，將產品送往美國保稅倉後，對客戶報價以運費及關稅加成後報價，而主要美系電動車客戶出貨方式為到廠拉貨並吸收關稅及運費，綜合上述，儘管中美關稅紛擾，然對松川影響性低。

同時，以往 OTB (Off-road, Truck, Bus)市場受中國廠商競爭，因中美關稅議題下，中國廠商出口產品已被加徵至 145%，驅使以往流失的 OTB 市場客戶已陸續回籠，與松川接洽越南廠出貨。松川具備嘉義/廈門/越南/印度/墨西哥等多廠區，可提供客戶有效分散產地風險，本中心認為該效益將陸續顯現，同時也已見日本競爭對手或有意願退出燃油車繼電器市場，將有利松川爭取新訂單。

圖 3：產能分布

生產基地	月產能/顆	最大月產能/顆	營收比重
台灣嘉義	330 萬	500 萬	33.9%
中國廈門	1,200 萬	2,000 萬	43.2%
越南 AEV	350 萬	350 萬	6%
印度	50 萬	50 萬	1.5%
墨西哥	15 萬	20 萬	15.4%

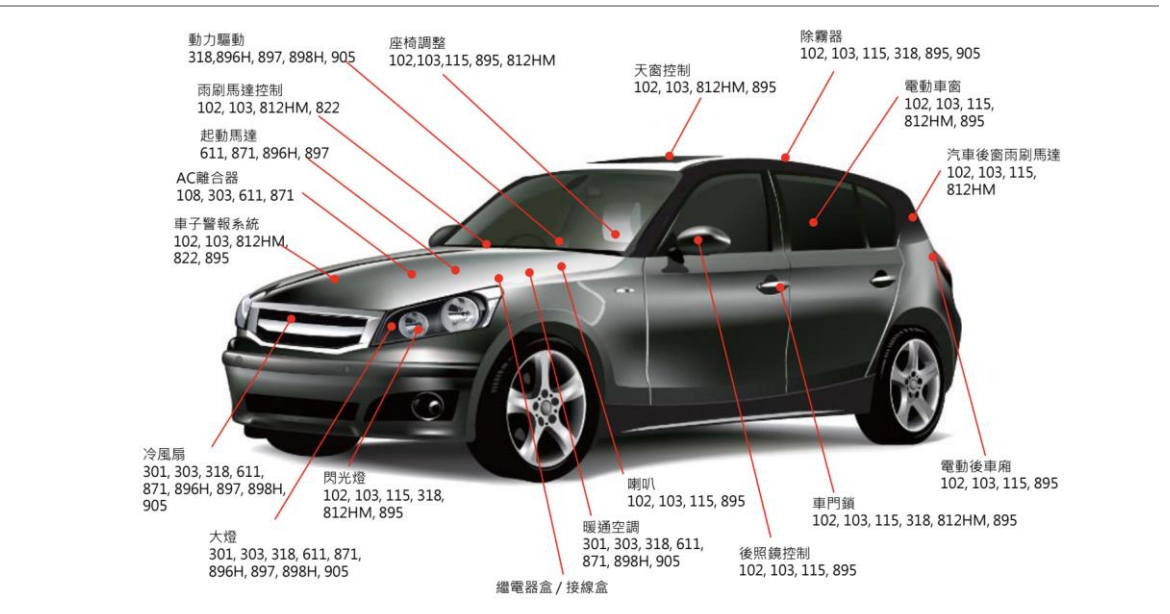
資料來源：元大投顧整理

OTB 訂單有望陸續回籠，且傳統燃油車繼電器競爭對手或有意退出市場

傳統燃油車繼電器主要用於汽車電動天窗、車燈控制、油泵控制、AC 壓縮離合器等自動控制系統，用於切換電路電流、控制電路斷通，傳統燃油車需要 50-60 顆繼電器作為控制開關，而在豪華車款，新增應用包括方向盤加熱、座椅自動調節、警報系統等，單車繼電器用量或將超過 100 顆。

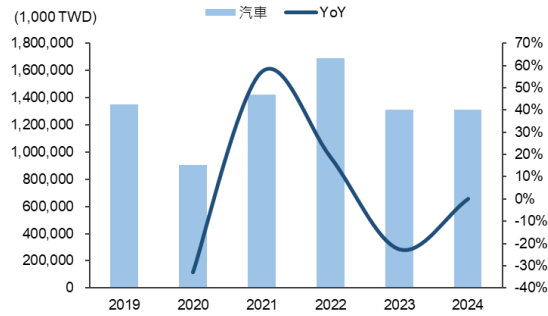
松川屬 Tier1/2 供應商，過去重心主要在北美與中國市場，未來將擴大銷售區域至歐洲和印度市場，2024 年汽車繼電器營收年持平於 13 億元，主因 OTB (Off-road, Truck, Bus)市場經歷庫存調整後開始重啟拉貨。展望 2025 年，如前述 OTB 客戶受關稅原因已陸續回籠向松川接洽訂單，同時競爭對手或有意退出燃油車繼電器市場，將有利松川爭取新訂單。

圖 4：智能化下燃油車繼電器數量增加



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：松川汽車繼電器營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：燃油車繼電器示意圖



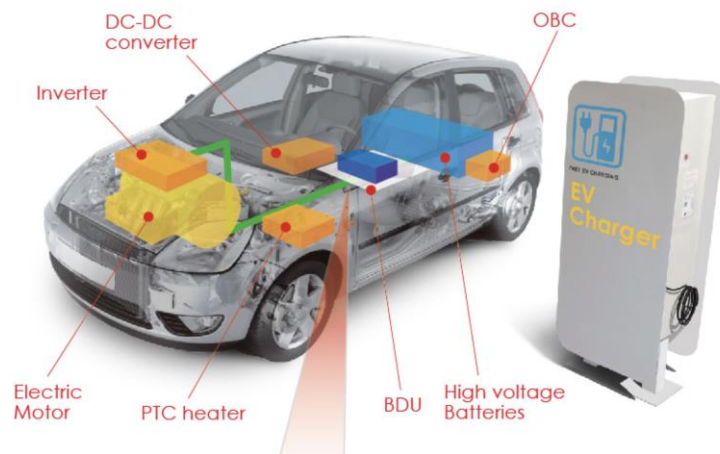
資料來源：公司資料、元大投顧

松川與美系電動車廠商合作關係密切，提供客製化繼電器組裝與配件

電動車繼電器可分為車載和非車載，車載包括車載充電 OBC 與 BMS，BMS 涵蓋主繼電器、預充繼電器、快速充電器、高壓輔助功能用繼電器。非車載包括行動充電器(IC-CPD)、掛壁式繼電器 (Wall Box charger)和直流充電樁，按照不同應用，每台設備需要 2-10 個不同電流規格繼電器。

在電動車電池系統和電機控制器之間需要配置高壓直流繼電器，主要用於分斷電路，一台電動車約需要 5-8 個高壓直流繼電器，包括 2 個主繼電器、2 個普通充電繼電器、1 個預充繼電器、1 個輔助功能用繼電器，未來隨 800V 平台滲漏率提升，將提升電動車繼電器單車價值。

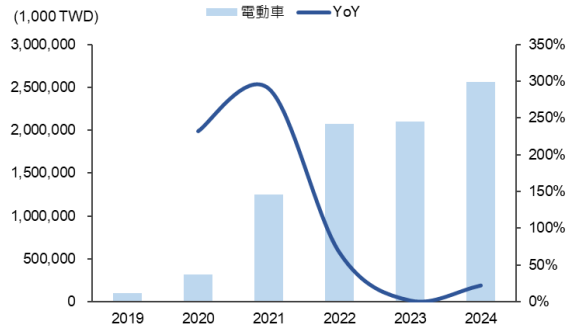
圖 7：電動車內所需之繼電器



資料來源：公司資料、元大投顧

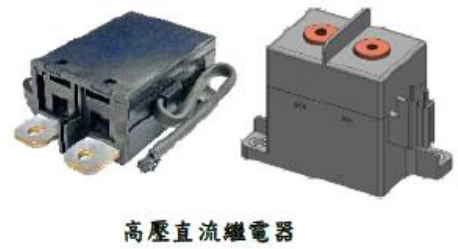
松川近年成功轉型成電動車繼電器供應商，一般而言傳統車單車繼電器產值約 20~40 美金，不過新能源車加之車庫充電器、OBC 等應用，單車產值有望提升至 125~150 美金，若未來往 400V/800V 等高壓系統廣泛應用後，單車產值有望提升至 195~250 美金。又松川精密目前為美系電動車大廠合作廠商，現供應其全車系車款，提供客戶多樣繼電器組裝與配件，2019-2024 年營收以 CAGR+93%成長至 26 億台幣，帶動產品組合轉佳。未來在淨零碳排政策指引下，預估 2030 年全球電動車滲透率將提升至 40%，且根據彭博統計，美系電動車大廠之充電樁 2025/2026 年將分別成長 24%/14%，將帶動松川電動車繼電器營收規模持續成長。

圖 8：松川電動車繼電器營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：高壓直流繼電器示意圖

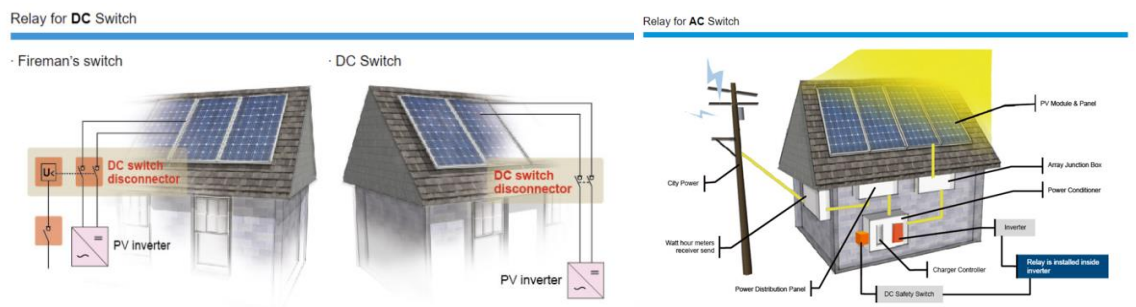


資料來源：公司資料、元大投顧

松川積極發展儲能應用領域，打入美系電動車大廠與中國能源設備商供應鏈

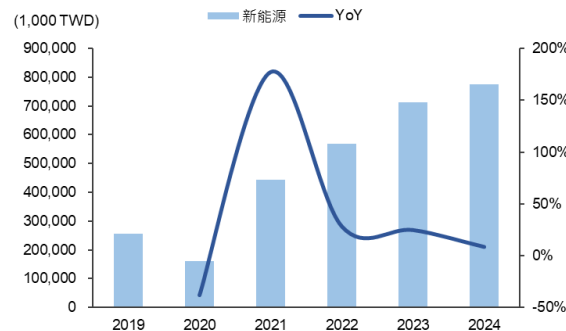
松川提供儲能系統、太陽能逆變器與智慧家電所需之繼電器，依照模組數量多寡需要使用 3-6 顆繼電器。松川近年積極投入儲能繼電器發展，打入美系電動車大廠、中國能源設備之儲能相關零組件，儲能繼電器營收 2019-2024 年以 CAGR+25%成長至 7.8 億台幣。根據 BNEF 數據顯示，太陽能光電裝機量 2025 年將較 2021 年翻倍達 2 TW，2030 年全球累積儲能裝機量將達 411 GW，較 2021 年之 27 GW 成長 15 倍，且以美國與中國為最大之太陽能與儲能市場，因此未來在太陽能與儲能市場之建置需求提升下，有望帶動松川儲能繼電器營收規模持續成長。

圖 10：松川提供 AC/DC、DC/DC 太陽能逆變器之繼電器



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：松川儲能繼電器營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：儲能逆變器示意圖



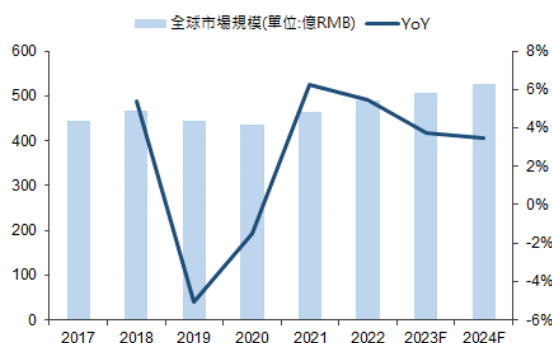
資料來源：公司資料、元大投顧

產業分析與競爭概況

繼電器市場以新能源車/儲能為主要成長動能

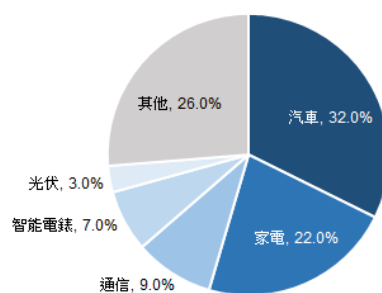
繼電器用於自動控制電路中，用較小電流控制較大電流的一種自動開關，各類用電場景大多需要用到繼電器切換電路，故繼電器廣泛應用於家電、汽車、電力、通信、工業設備等許多領域，不同領域對產品性能要求不同，應用在同一場景的繼電器也會有不同型號規格，彼此價格存在一定差異。根據《2022 版中國電磁繼電器市場競爭研究報告》預測，2022 年全球繼電器市場規模為 516.7 億元人民幣，2026 年規模預計提升至 715.6 億元人民幣，CAGR 9.6%，增長主要來自新能源車/儲能等新興行業拉動，主因新能源車上更涉及電力管理及安全控制，如高壓電流控制、電池管理系統、充電系統、安全系統中，同時為提高充電速度，未來加入 800V 系統後將帶來新一輪的產品規格更新潮。

圖 13：全球繼電器市場規模



資料來源：2022 版中國電磁繼電器市場競爭研究報告、元大投顧

圖 14：全球繼電器下游應用

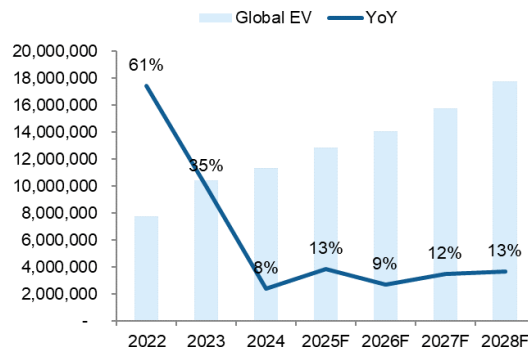


資料來源：2022 版中國電磁繼電器市場競爭研究報告、元大投顧

總體不確定性仍高，2025 年新能源車增速持續放緩

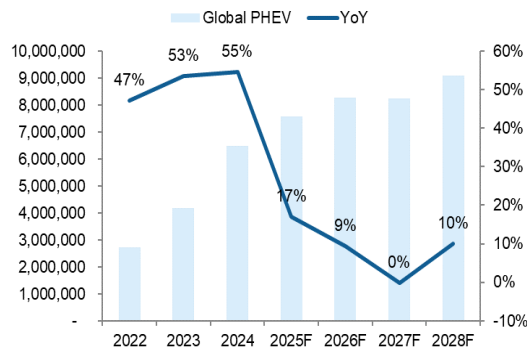
2024 年中國/美國/歐洲新能源車銷量分別年增 36%/年增 9%/年減 2%，反映隨消費者對於里程焦慮及補貼減少，純電車型增速明顯放緩，而混合動力及插電式混動明顯提速；2024 年全球新能源車銷量年成長 22%至 1,780 萬輛，滲透率 22%。預估 2025 年全球新能源車銷量為 2,043 萬輛，年增率進一步放緩至 15%，然滲透率由前一年 22%上升至 24%。目前歐盟與美國皆維持 2050 年要達成淨零碳排目標，本中心預期靠近淨零碳排中期時間點 2030 年，全球新能源車市場仍將加速，估 2023-2030 年 CAGR+12%。

圖 15：全球 EV 銷售量預估(輛)



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧

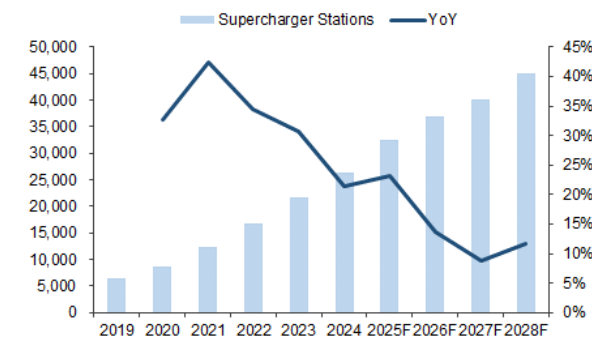
圖 16：全球 PHEV 銷售量預估(輛)



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧

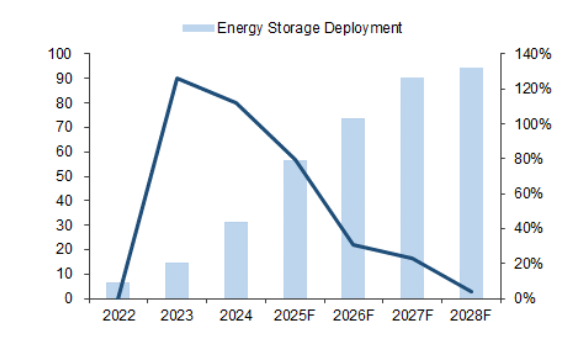
儲能及充電樁部分，目前全球車樁比仍低(中國 8:1、歐盟 13:1、美國 25:1、全球約 11:1)，儘管短期逆風因素包含 1) 充電樁廠商數量劇增且產品差異化低使價格競爭激烈；2) 電動車銷售年增幅放緩，影響充電樁建置後續獲利率；3) 各國及車廠新能源車策略轉變。1Q25 Tesla 公告現有超充站 7,767 站，YoY+24%，同時根據彭博估計，2028 年充電樁數量將達 422,285 座，2023-2028 年 CAGR+16%。同時儲能方面，Tesla 主要為 Powerwall、Megapack 兩類產品，2M25 上海儲能廠已正式上線並開始量產，預計總儲能容量將達 40 GWh，為繼加州儲能廠後增加翻倍的產能，同時 Tesla 也宣布將於德州興建第三座 Megapack 工廠，預計 2026 年啟用。1Q25 佈署量創新高至 12.3GWh，YoY+200%，根據彭博估計，預計至 2028 年將達 94 GWh，2023-2028 年 CAGR+45%，本中心認為松川將持續受惠。

圖 17：Tesla 超充站持續佈建



資料來源：Bloomberg、Wind、元大投顧

圖 18：Tesla 儲能建置持續佈建



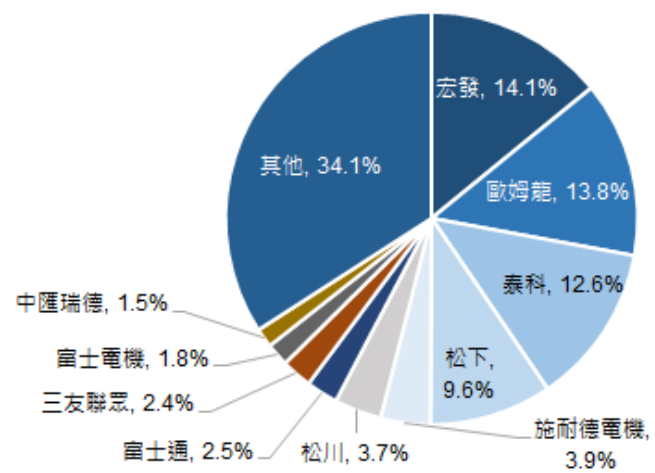
資料來源：Bloomberg、Wind、元大投顧

松川貝利基型及客製化優勢，於中高階繼電器市場極具競爭力

目前繼電器主要供應商包括宏發股份、歐姆龍 (Omron)、泰科 (TE Connectivity) 與松下 (Panasonic)。宏發為中國繼電器供應商，主要以中國市場為主，外銷比重由 2015 年之 60%，降至 2023 年之 35%；歐姆龍 (Omron)、泰科 (TE Connectivity) 與松下 (Panasonic) 皆是營收超過百億美元的國際大廠，然其繼電器產品佔其整體營收並不高，非核心事業，也未積極耕耘。

中國尚有眾多繼電器供應商，主要在中國家電與工控市場，除三友聯眾積極切入家電應用、中匯瑞德切入太陽能應用外，其餘尚未有直接明顯競爭。松川競爭優勢在於產品應用別較廣，且提供客製化服務，相較其他競爭同業而言，同業繼電器事業僅為其中一個事業部，自身發展較易受集團的策略影響，且較偏向大規模量產產品。松川則是專注於繼電器產業，在技術與服務具有高度彈性、自產自銷研發利基型及客製化產品，並專注於中高階繼電器市場。同時因其所需認證時間較長，且產品成本占比低，一旦成為客戶供應商後，不會輕易更換供應商。

圖 19：繼電器供應商



資料來源：元大投顧整理

松川擁有領先之新能源繼電器技術，未來營運成長空間龐大

2024 年營收 59.6 億元，年增 8.8%，1H24 商用車仍處庫存調整，且公司調整家電類等低毛利產品，不過進入 2H24，已見客戶庫存調整告一段落，並開始重啟拉貨，同時美國/中國儲能訂單持續放大，帶動營收明顯提升；毛利率 27.7%，年減 0.1ppts，主因 1H24 汽車產品仍在庫存調整，不過 2H24 隨新能源相關出貨比重提升，產品組合改善帶動毛利表現，同時觀察營業利益率 9%，年增 2.7ppts 顯示公司有效控制費用，稅後獲利 5 億元，年增 32.7%，EPS 6.95 元。

松川累積 10 餘年新能源繼電器領域技術，同時也為美系電動車大廠重要合作夥伴，現供應其全車系車款，同時也供應其充電樁、儲能相關零組件，與美系電動車合作密切，本中心認為松川具備以下長期成長動能：1) 據彭博統計美系電動車之充電樁 2025/2026 年將分別成長 24%/14%、儲能業務 2025/2026 年將分別成長 79%/31%，且 2023-2028 年 CAGR 分別為 16%/45%，松川為其密切合作夥伴，將受惠此長期趨勢；2) 儘管繼電器單價低，然其功能包含控制電力相關系統，屬於汽車關鍵零組件之一，每一專案皆需 3-5 年驗證期，因此車廠為避免再進行新一輪的驗證，通常不容易更換供應商，松川受競爭對手替代可能性低，同時中美關稅議題下，中國競爭對手需被課徵 145% 關稅，現已見商用車客戶訂單回籠，未來轉單效益將更加顯現；3) 松川持續調整其產品組合，未來將以電動車及新能源為發展重點，因其產品屬高毛利產品，將進一步推升公司毛利表現，短期而言，雖關稅或造成終端需求下滑疑慮，多數汽車零組件廠商本益比已下滑至 10-15 倍，本中心認為松川在中美關稅的影響性低並且具長期動能，合理本益比可維持車用零組件 15-20 倍區間上緣，同時因儲能本益比多為 20-25 倍，隨新能源比重持續提升，應有望帶動整體本益比向上。

圖 20：損益表

(NT\$百萬元)	2021	2022	2023	2024
營業收入	5,214	6,126	5,480	5,964
銷貨成本	4,244	4,484	3,953	4,310
營業毛利	970	1,642	1,527	1,654
營業費用	703	1,033	1,181	1,115
營業利益	267	609	346	539
營業外利益	8	80	57	109
稅前淨利	275	689	403	647
稅後純益	202	526	377	496
每股盈餘(NT\$)	6.60	12.93	6.17	6.95

資料來源：公司資料

圖 21：現金流量表

(NT\$百萬元)	2022	2023	2024
稅前淨利	689	403	647
折舊及攤提	286	331	336
本期營運資金變動	(833)	590	429
營運活動之現金流量	(234)	992	1,076
資本支出	(495)	(342)	(520)
其他資產變動	(39)	(11)	(11)
投資活動之現金流量	(908)	(339)	(530)
現金增資	1,196	(240)	-
融資活動之現金流量	1,696	103	(410)
匯率變動對現金及約當現金之影響	4	(4)	29
本期產生現金流量	558	603	(141)
自由現金流量	1,479	2,082	1,941

資料來源：公司資料

圖 22：資產負債表

(NT\$百萬元)	2022	2023	2024
現金及約當現金	1,479	2,082	1,941
流動資產	5,300	5,429	5,708
不動產、廠房及設備	3,016	3,390	3,402
無形資產	12	18	20
其他資產	718	595	209
資產總額	9,046	9,431	9,682
流動負債	3,788	3,303	3,100
非流動負債	2,550	1,608	1,584
負債總額	6,338	4,912	4,684
股本	561	726	726
資本公積	1,531	2,824	2,824
保留盈餘	630	1,010	1,442
其他權益	(13)	(37)	19
歸屬母公司之權益	2,709	4,524	5,010
非控制權益	(1)	(5)	(13)
股東權益總額	2,708	4,519	4,998

資料來源：公司資料

圖 23：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(%)		
					2024	2025F	2025F	2024	2025F	2025F	2024	2025F	2025F
松川精密	7788 TT	未評等	-	-	6.95	-	-	22.9	-	-	12.6	-	-
國內同業													
士林電機	1503 TT	未評等	138	2,206	5.8	8.6		23.8	16.0	-	28.8	48.6	-
台達電	2308 TT	買進	312	24,872	0.0	17.4	21.7	-	17.9	14.4	-	-	24.7
健和興	3003 TT	未評等	49	233	3.9			12.6	-	-	11.3	-	-
國內同業平均								18.2	17.0	14.4	20.1	48.6	24.7
國外同業													
TE Connectivity	TEL US	未評等	129	38,559	10.4	8.0	8.9	12.4	16.1	14.6	72.1	(22.7)	10.3
宏發股份	600885 CH	未評等	32	4,582	1.6	1.8	2.1	20.6	17.5	15.2	16.4	17.4	15.3
國外同業平均								16.5	16.8	14.9	44.3	(2.6)	12.8

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。

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。

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

© 2025 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，為於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