



2024 年電子紙產業展望

焦點內容

1. 工資高漲及新零售全通路趨勢，美零售巨頭 Walmart 將大量導入 ESL，預計將在 1H24 放量。
2. 我們預期全球 2023-25 年 ESL 模組累計出貨量分別達 9.1 億、12.2 億、16.3 億片，滲透率達 9.1%、12.2%、16%。
3. ESL 模組 2023-25 年市場產值年複合成長率達 21%，至 2025 市場規模達 75 億美金，看好元太(8069 TT, NT\$178.5, 增加持股)為主要受惠者

電子紙需求看俏，受惠工資高漲及 ESG 趨勢

重要訊息

我們看好在高工資與 ESG 趨勢下 ESL 滲透率將加速提升。

評論及分析

工資高漲搭配新零售趨勢下加速導入 ESL。 2013-22 年紐約最低時薪年複合成長率為 6.2% 達 13.2 美元、搭配 ESL 隨著技術進步價格降至 6 美元以下，預期導入 ESL 的回收期間將低於 2 年。同時因新零售全通路趨勢增加即時同步線上線下的價格促銷變動需求，零售巨頭 Walmart 2024 年大量導入 ESL。

ESL 為新零售中線上及線下整合關鍵角色。 新零售是更以消費者的需求和體驗感受為中心，並整合包含數據分析、物流、金流甚至是線上線下所有銷售通路的模式。在新零售趨勢下將線上線下通路的優點整合在一起，互相彌補原先的不足，ESL 可有效即時的更新貨架上的標籤內容，零售商能夠在實體店面和網路商城同步進行促銷，將扮演關鍵角色

ESG 趨勢下大尺寸標示牌市場萌芽。 近年在注重 ESG 趨勢下，電子紙既有的低耗電、陽光下可視以及似類紙特性，得以在戶外廣告、交通告示牌等應用，我們看好多尺寸彩色電子海報及看板下於大尺寸標示牌市場逐漸被採納。

投資建議

我們預期全球 2023-25 年 ESL 模組累計出貨量分別達 9.1 億、12.2 億、16.3 億片，滲透率達 9.1%、12.2%、16% (圖 17)。ESL 模組 2023-25 年市場產值年複合成長率達 21%，至 2025 市場規模達 75 億美金，看好元太(8069 TT, NT\$178.5, 增加持股)為主要受惠者。

投資風險

終端需求不如預期，政策或標案性等波動過大的影響。

凱基投顧

林祐熙
886 2 2181 8725
jacklin.lin@kgi.com

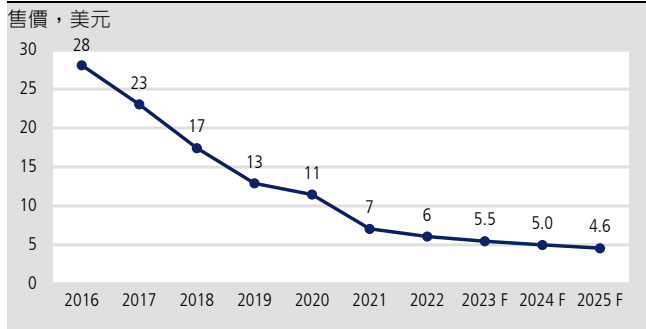
重要免責聲明，詳見最終頁

圖 1: ESL 為新零售生態鏈中關鍵角色



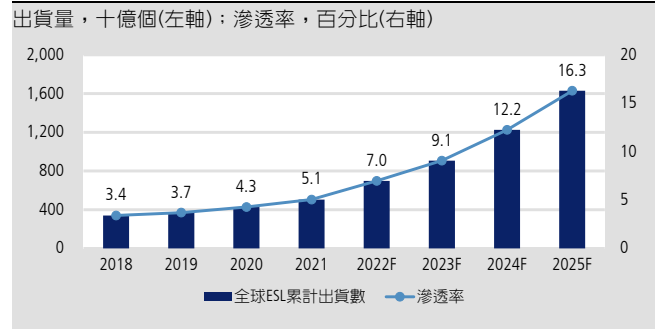
資料來源：公司資料；凱基整理

圖 2: ESL 模組建置成本趨勢



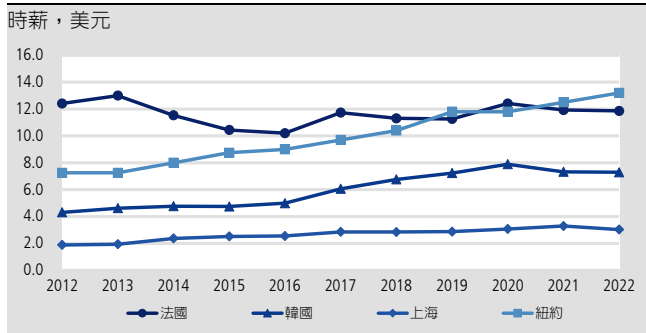
資料來源：SES-imagotag, Pricer, 凱基預估

圖 3: 全球 ESL 累計出貨量及滲透率預估



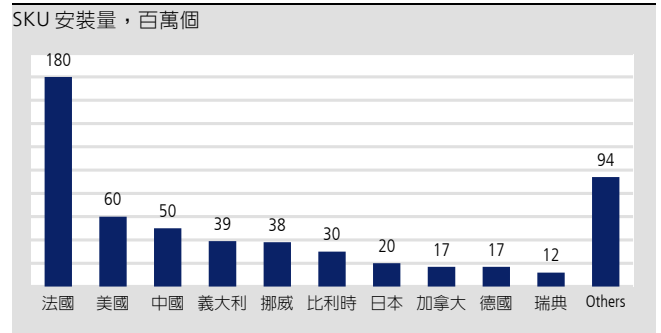
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4: 各國最低時薪趨勢



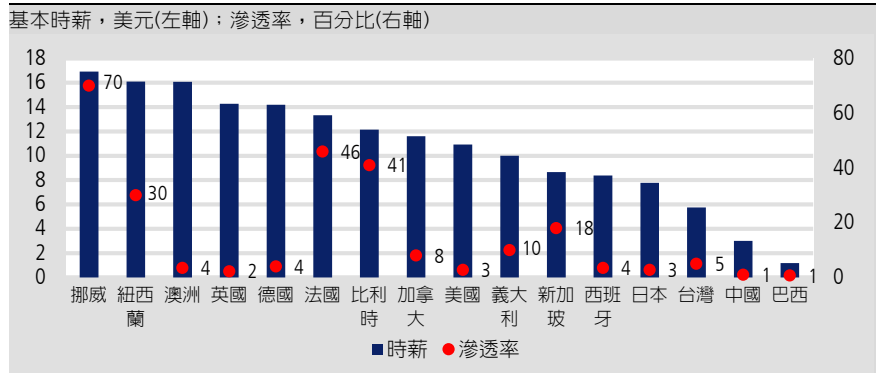
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5: 2022 年全球前 10 大 ESL 安裝國家



資料來源：Pricer；凱基整理

圖 6: 各國時薪及 ESL 滲透率比較



資料來源：Pricer；凱基整理

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

元太

(8069.TW/8069 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 29 (NT\$)	178.5
12 個月目標價 (NT\$)	220.0
前次目標價 (NT\$)	220.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	23.2

焦點內容

- 4Q23 ESL 終端客戶庫存持續調整。
- 2023 年營收下調至高個位數至低雙位數衰退。
- 短期逆風拉長，但 2024 展望仍然樂觀看待。

交易資料表

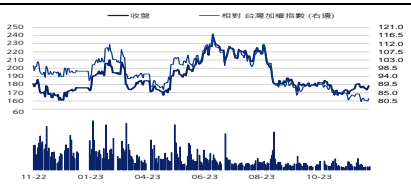
市值：(NT\$bn/US\$mn)	203.8 / 6,532
流通在外股數 (百萬股)：	1,142
外資持有股數 (百萬股)：	410.4
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.22
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	161.0 -241.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-3.3	-12.9	0.8
相對表現 (%)	-7.8	-17.3	-17.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.28A	2.08A	3.72A	1.61A
2023	1.54A	2.12A	2.10A	1.20F
2024	1.27F	1.77F	2.82F	2.93F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

林祐熙
886.2.2181.8725
jacklin.lin@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

Walmart 導入 ESL 最大受惠者

重要訊息

我們看好公司受惠於在高工資與 ESG 趨勢下，零售巨頭 Walmart(美) 預計未來 12-18 個月內於美國 500 間店鋪率先鋪設 ESL 進行試點，預估裝設約 6000 萬個 ESL。

評論及分析

工資高漲搭配新零售趨勢下加速導入 ESL。 2013-22 年紐約最低時薪年複合成長率為 6.2% 達 13.2 美元、搭配 ESL 隨著技術進步價格降至 6 美元以下，預期導入 ESL 的回收期間將低於 2 年。同時因新零售全通路趨勢增加即時同步線上線下的價格促銷變動需求，零售巨頭 Walmart 2024 年大量導入 ESL。

4Q23 ESL 終端客戶庫存持續調整。 根據公司 2023 全年展望，我們預期 4Q23 消費性產品將季減 23%，使得全年消費性營收呈年減；而 IoT 亦呈微幅季減，綜上使 4Q23 營收季減 13% 達 59.3 億元，而 2023 年營收年減 9% 達 273 億元。

短期逆風至 1Q24，但 2024 展望仍然樂觀看待。 公司預期 2023 年營收下調達高個位數至低雙位數衰退，1Q24 將為谷底後將逐季走高，原因除 3 色 ESL 庫存仍高外，4 色的 ESL IC 與 TFT 玻璃驗證亦需時間；同時彩色 Enote/Ereader 原預期 3Q23 拉貨亦延至 2024 年。2023-24 資本支出維持 50-60 億元，產能除觀音廠進度較落後外，新竹與揚州產能進度正常。

投資建議

我們維持「增加持股」的評等，目標價 220 元，相當於 2024 年每股盈餘 25 倍本益比。

投資風險

終端需求不如預期，政策或標案性等波動過大的影響。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	19,651	30,061	27,220	35,401	45,620
營業毛利 (NT\$百萬)	8,588	16,230	14,322	18,187	23,636
營業利益 (NT\$百萬)	3,023	9,199	7,026	10,381	14,456
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,150	9,912	7,948	10,034	13,457
每股盈餘 (NT\$)	4.53	8.69	6.97	8.80	11.80
每股現金股利 (NT\$)	3.20	4.50	3.80	4.80	6.50
每股盈餘成長率 (%)	42.6	91.9	(19.8)	26.2	34.1
本益比 (x)	39.4	20.5	25.6	20.3	15.1
股價淨值比 (x)	5.8	4.7	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA (x)	19.0	10.4	12.2	9.2	7.1
淨負債比率 (%)	1.4	4.3	3.5	1.3	Net cash
殖利率 (%)	1.8	2.5	2.1	2.7	3.6
股東權益報酬率 (%)	15.7	25.1	17.4	20.1	24.2

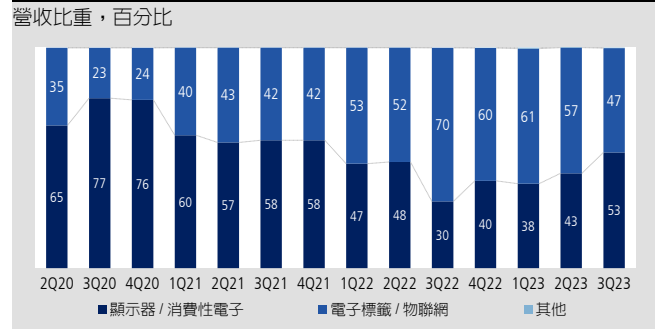
資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 公司概況

元太科技成立於 1992 年，為全球第一大電子紙製造廠，以電泳式電子墨水技術生產電子紙顯示器，為永豐餘集團子公司。公司於 2009 年併購具電子墨水技術和電子紙量產的 E Ink(美)，於 2016 年淡出 LCD 業務。2022 年產品營收比重為消費性電子應用 59% 和物聯網應用 41%。

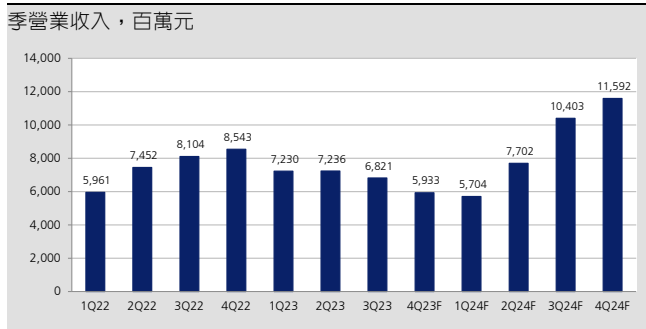
資料來源：凱基

圖 2: 季產品組合



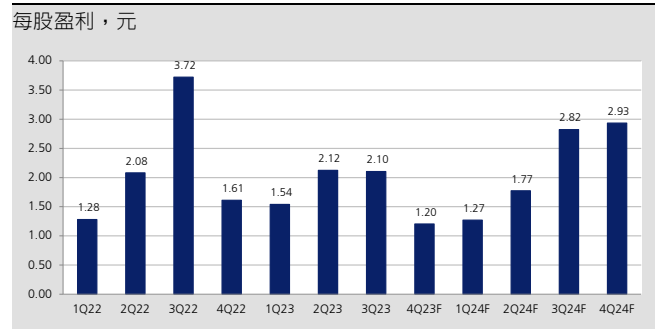
資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入



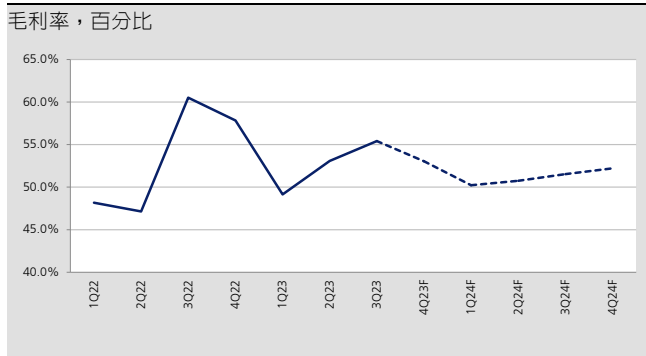
資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利



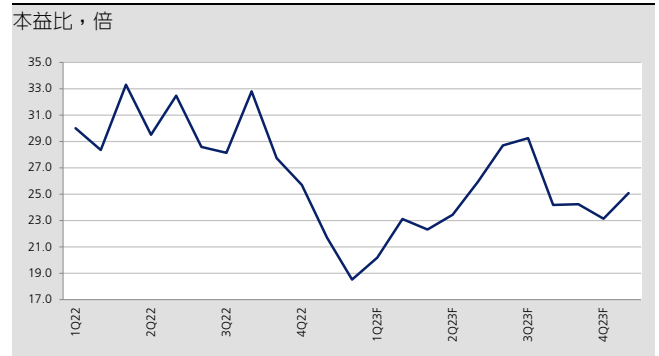
資料來源：凱基

圖 5: 毛利率



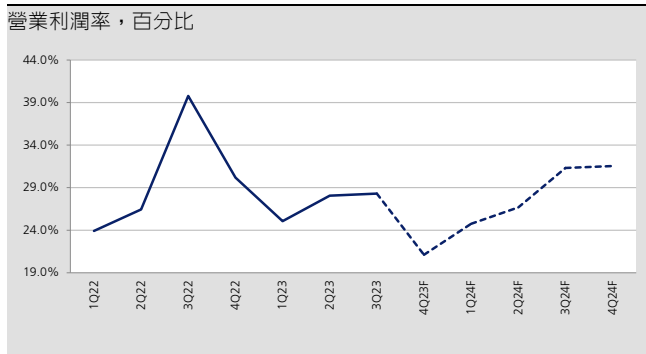
資料來源：凱基

圖 6: 本益比



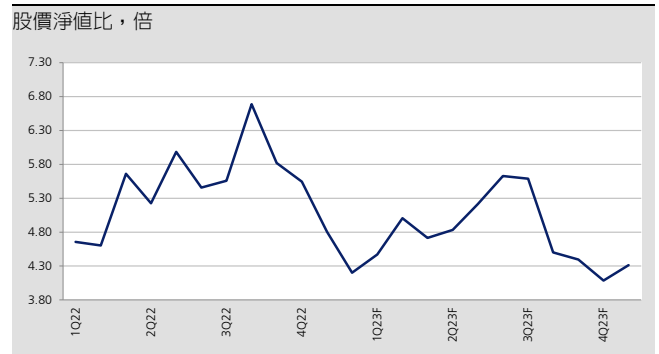
資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	7,230	7,236	6,821	5,933	5,704	7,702	10,403	11,592	27,220	35,401	45,620
營業成本	(3,676)	(3,395)	(3,041)	(2,786)	(2,839)	(3,794)	(5,041)	(5,539)	(12,898)	(17,213)	(21,984)
營業毛利	3,553	3,841	3,780	3,148	2,864	3,909	5,361	6,053	14,322	18,187	23,636
營業費用	(1,741)	(1,811)	(1,849)	(1,895)	(1,452)	(1,854)	(2,104)	(2,396)	(7,296)	(7,806)	(9,180)
營業利益	1,812	2,030	1,931	1,253	1,412	2,055	3,257	3,657	7,026	10,381	14,456
折舊	(259)	(288)	(303)	(1,231)	(641)	(641)	(641)	(641)	(2,081)	(2,562)	(2,940)
攤提	(51)	(46)	(47)	(68)	(53)	(53)	(53)	(53)	(212)	(212)	(212)
EBITDA	2,122	2,365	2,281	2,552	2,106	2,748	3,951	4,351	9,320	13,156	17,609
利息收入	208	289	317	317	317	317	317	317	1,131	1,268	1,268
投資利益淨額	22	109	387	-	22	80	320	-	519	422	422
其他營業外收入	247	206	94	206	230	230	230	230	753	920	920
總營業外收入	477	604	798	523	569	627	867	547	2,403	2,610	2,610
利息費用	(68)	(74)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(287)	(292)	(292)
投資損失	(33)	(28)	(30)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(106)	(60)	(60)
其他營業外費用	76	405	372	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	838	(60)	(60)
總營業外費用	(25)	303	269	(103)	(103)	(103)	(103)	(103)	444	(412)	(412)
稅前純益	2,264	2,938	2,998	1,673	1,878	2,579	4,021	4,101	9,873	12,579	16,654
所得稅費用[利益]	(498)	(501)	(587)	(284)	(413)	(542)	(788)	(738)	(1,871)	(2,481)	(3,134)
少數股東損益	(11)	(16)	(12)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(55)	(64)	(64)
非常項目前稅後純益	1,755	2,421	2,400	1,372	1,449	2,021	3,217	3,347	7,948	10,034	13,457
非常項目	0	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,755	2,421	2,400	1,372	1,449	2,021	3,217	3,347	7,948	10,034	13,457
每股盈餘 (NT\$)	1.54	2.12	2.10	1.20	1.27	1.77	2.82	2.93	6.97	8.80	11.80
獲利率 (%)											
營業毛利率	49.2	53.1	55.4	53.1	50.2	50.7	51.5	52.2	52.6	51.4	51.8
營業利益率	25.1	28.1	28.3	21.1	24.8	26.7	31.3	31.5	25.8	29.3	31.7
EBITDA Margin	29.4	32.7	33.4	43.0	36.9	35.7	38.0	37.5	34.2	37.2	38.6
稅前純益率	31.3	40.6	44.0	28.2	32.9	33.5	38.7	35.4	36.3	35.5	36.5
稅後純益率	24.3	33.5	35.2	23.1	25.4	26.2	30.9	28.9	29.2	28.3	29.5
季成長率 (%)											
營業收入	(15.4)	0.1	(5.7)	(13.0)	(3.9)	35.0	35.1	11.4			
營業毛利	(28.1)	8.1	(1.6)	(16.7)	(9.0)	36.5	37.2	12.9			
營業收益增長	(29.7)	12.0	(4.9)	(35.1)	12.7	45.5	58.5	12.3			
EBITDA	(26.0)	11.4	(3.5)	11.9	(17.5)	30.5	43.8	10.1			
稅前純益	3.8	29.7	2.1	(44.2)	12.3	37.3	55.9	2.0			
稅後純益	(4.4)	37.9	(0.9)	(42.8)	5.6	39.5	59.2	4.0			
年成長率 (%)											
營業收入	21.3	(2.9)	(15.8)	(30.5)	(21.1)	6.4	52.5	95.4	(9.4)	30.1	28.9
營業毛利	23.8	9.3	(22.9)	(36.3)	(19.4)	1.8	41.8	92.3	(11.8)	27.0	30.0
營業收益	27.1	3.0	(40.1)	(51.4)	(22.1)	1.2	68.7	191.9	(23.6)	47.7	39.3
EBITDA	28.6	6.7	(34.5)	(11.0)	(0.8)	16.2	73.2	70.5	(8.8)	41.2	33.8
稅前純益	25.8	(5.3)	(40.0)	(23.3)	(17.1)	(12.2)	34.1	145.2	(18.3)	27.4	32.4
稅後純益	20.1	2.0	(43.4)	(25.3)	(17.4)	(16.5)	34.0	143.9	(19.8)	26.2	34.1

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	57,010	65,126	70,707	81,178	93,557
流動資產	19,263	25,165	27,525	35,020	47,268
現金及短期投資	11,350	15,254	18,356	23,227	32,328
存貨	4,142	4,405	4,108	5,467	7,002
應收帳款及票據	3,248	4,700	4,256	5,520	7,133
其他流動資產	524	805	805	805	805
非流動資產	37,747	39,961	43,182	46,158	46,289
長期投資	22,316	21,944	21,966	22,069	22,155
固定資產	5,275	8,033	11,232	14,105	14,150
什項資產	10,156	9,984	9,984	9,984	9,984
負債總額	21,312	20,863	22,556	28,125	33,950
流動負債	17,840	13,408	13,974	16,045	19,677
應付帳款及票據	3,124	1,992	1,858	2,473	3,166
短期借款	8,412	5,157	6,874	7,250	8,416
什項負債	6,304	6,259	5,243	6,323	8,095
長期負債	3,473	7,455	8,582	12,080	14,273
長期借款	847	5,601	6,728	10,227	12,420
其他負債及準備	993	859	859	859	859
股東權益總額	35,698	44,263	48,151	53,054	59,607
普通股	11,404	11,404	11,404	11,404	11,404
保留盈餘	8,488	14,780	18,613	23,452	29,941
少數股東權益	531	576	631	695	759
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	27.9%	53.0%	(9.4%)	30.1%	28.9%
營業收益增長	63.7%	204.3%	(23.6%)	47.7%	39.3%
EBITDA	35.3%	149.9%	(8.8%)	41.2%	33.8%
稅後純益	43.0%	92.5%	(19.8%)	26.2%	34.1%
每股盈餘成長率	42.6%	91.9%	(19.8%)	26.2%	34.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	43.7%	54.0%	52.6%	51.4%	51.8%
營業利率	15.4%	30.6%	25.8%	29.3%	31.7%
EBITDA Margin	20.8%	34.0%	34.2%	37.2%	38.6%
稅後純益率	26.2%	33.0%	29.2%	28.3%	29.5%
平均資產報酬率	10.0%	16.2%	11.7%	13.2%	15.4%
股東權益報酬率	15.7%	25.1%	17.4%	20.1%	24.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	25.9%	24.3%	28.2%	32.9%	35.0%
淨負債比率	1.4%	4.3%	3.5%	1.3%	Net cash
利息保障倍數 (x)	71.6	75.1	35.4	44.1	58.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.7	0.6	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	50.5	37.0	38.2	37.2	48.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.6	1.1	1.5	1.4	1.6
流動比率 (x)	1.1	1.9	2.0	2.2	2.4
速動比率 (x)	0.8	1.5	1.7	1.8	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	508	1,923	1,666	668	(5,074)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.53	8.69	6.97	8.80	11.80
每股現金盈餘 (NT\$)	4.12	5.29	9.61	9.52	12.47
每股淨值 (NT\$)	30.84	38.31	41.67	45.91	51.60
調整後每股淨值 (NT\$)	30.92	38.31	41.67	45.91	51.60
每股當收 (NT\$)	17.28	26.36	23.87	31.04	40.00
EBITDA/Share (NT\$)	3.59	8.96	8.17	11.54	15.44
每股現金股利 (NT\$)	3.20	4.50	3.80	4.80	6.50
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	0.38	0.49	0.40	0.47	0.52
應收帳款週轉天數	60.3	57.1	57.1	57.1	57.1
存貨週轉天數	136.7	116.2	116.2	116.2	116.2
應付帳款週轉天數	103.1	52.6	52.6	52.6	52.6
現金轉換週轉天數	93.9	120.7	120.7	120.7	120.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	19,651	30,061	27,220	35,401	45,620
營業成本	(11,063)	(13,831)	(12,898)	(17,213)	(21,984)
營業毛利	8,588	16,230	14,322	18,187	23,636
營業費用	(5,565)	(7,031)	(7,296)	(7,806)	(9,180)
營業利益	3,023	9,199	7,026	10,381	14,456
總營業外收入	2,939	3,151	2,403	2,610	2,610
利息收入	203	435	1,131	1,268	1,268
投資利益淨額	504	665	519	422	422
其他營業外收入	2,233	2,051	753	920	920
總營業外費用	587	(266)	444	(412)	(412)
利息費用	(93)	(163)	(287)	(292)	(292)
投資損失	(101)	(78)	(106)	(60)	(60)
其他營業外費用	781	(24)	838	(60)	(60)
稅前純益	6,549	12,085	9,873	12,579	16,654
所得稅費用[利益]	(1,337)	(2,145)	(1,871)	(2,481)	(3,134)
少數股東損益	(62)	(28)	(55)	(64)	(64)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	5,150	9,912	7,948	10,034	13,457
EBITDA	4,087	10,215	9,320	13,156	17,609
每股盈餘 (NT\$)	4.53	8.69	6.97	8.80	11.80

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	4,690	6,031	10,955	10,860	14,216
本期純益	5,150	9,912	7,948	10,034	13,457
折舊及攤提	1,064	1,016	2,294	2,775	3,153
本期運用資金變動	(2,461)	(2,691)	607	(2,009)	(2,454)
其他營業資產及負債變動	938	(2,206)	106	60	60
投資活動之現金流量	(8,018)	(3,670)	(5,620)	(5,811)	(3,343)
投資用短期投資出售[新購]	(6,817)	(1,421)	-	-	-
本期長期投資變動	(55)	(200)	(128)	(164)	(146)
資本支出淨額	(1,832)	(3,101)	(5,280)	(5,435)	(2,985)
其他資產變動	687	1,052	(212)	(212)	(212)
自由現金流	(1,301)	2,587	3,103	3,452	9,238
融資活動之現金流量	(94)	(2,538)	(2,233)	(177)	(1,772)
短期借款變動	(1,592)	424	-	-	-
長期借款變動	784	4,904	2,844	3,874	3,359
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,063)	(3,649)	(5,132)	(4,115)	(5,195)
其他融資現金流	3,668	(4,217)	55	64	64
匯率影響數	(781)	261			
本期產生現金流量	(4,203)	84	3,101	4,872	9,101

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	28.3%	23.4%	26.8%	22.1%	20.1%
- 銷售費用/營業收入					
= 營業利率	15.4%	30.6%	25.8%	29.3%	31.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本週轉率	4.6	3.0	2.0	2.0	2.5
營業利率	15.4%	30.6%	25.8%	29.3%	31.7%
x 資本週轉率	4.6	3.0	2.0	2.0	2.5
x (1 - 有效現金稅率)	79.6%	82.2%	81.1%	80.3%	81.2%
= 稅後 ROIC	56.9%	76.5%	42.2%	48.2%	65.1%

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司(以下簡稱本公司)為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。