

## 降低持股・維持

收盤價 August 16 (NT\$)	47.60
12 個月目標價 (NT\$)	41.00
前次目標價 (NT\$)	43.00
調降 (%)	4.7
下跌空間 (%)	13.9

## 焦點內容

3Q23 以來，美國線運價短暫反彈。我們預估去庫存將延續至 4Q23，航商持續面臨虧損壓力。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

## 交易資料表

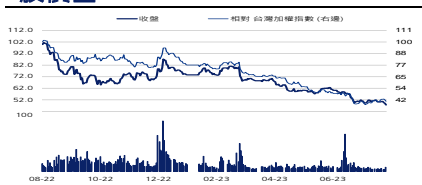
市值：(NT\$bn/US\$m)	133.6 / 4,182
流通在外股數 (百萬股)：	2,806
外資持有股數 (百萬股)：	1,148
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.27
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	47.60 -101.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-20.1	-35.4	-52.4
相對表現 (%)	-25	-41.2	-59.1

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	16.64A	10.74A	7.97A	(0.01)A
2023	(0.75)A	(0.83)F	(0.14)F	(0.69)F
2024	(1.02)F	(0.63)F	(0.30)F	(0.72)F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

許家源  
886.2.2181.8707  
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞  
886.2.2181.8706  
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 萬海

(2615.TW/2615 TT)

## 延續營業虧損

### 重要訊息

3Q23 以來，美國線運價短暫反彈。我們預估去庫存將延續至 4Q23，航商持續面臨虧損壓力。

### 評論及分析

去庫存將延續至 4Q23，運價反彈僅曇花一現。我們預估此波主動去庫存將延續至 4Q23，較原先的 3Q23 季中延後，期間內美國港口進口貨櫃量皆將年減，主要係考量零售商銷售自 2Q23 轉至年減，拖累自亞洲採購量。聯盟航商成功 7-8 月發動聯合減班(30%)及漲價主要係反映 3Q23 屬歐美進口旺季。我們認為現貨運價將自 8 月下旬起下跌。

**延續營業虧損。**萬海 2Q23 EPS 達-0.83 元，與我們預估的-1.02 元大致相同，延續營業虧損，主要係反映：(1) 運量季節性季增，(2) 退租船隻造成成本節省，(3) 認列未分配盈餘所得稅估計約當每股 1.40 元。我們推算萬海 2Q23 運價季減 15%、運量季增 10%，而單位變動成本自 1Q23 的 US\$771/TEU 季減至 US\$627/TEU。萬海的美國線過度運能投放在 4-7 月大致維持的 1.2 萬 TEU 水準，市佔率約 2.4%，暫未進一步惡化。我們小幅上修萬海 2023-24 年 EPS 預估至-2.28 元、-2.66 元，主要係反映萬海：(a) 成本管控優於預期，(b) 利息收入上修；(c) 認列未分配盈餘所得稅。

### 投資建議

我們調整萬海目標價至 41 元，相當於 2024 年預估每股淨值 69 元的 0.6 倍 (自 2023 年預估每股淨值 71 元的 0.6 倍)，低於以往下降循環谷底的 0.9 倍，目標價並相當於 4Q23 預估每股淨現金 29 元的 1.4 倍，維持「降低持股」評等。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

### 投資風險

貨運需求弱於預期。

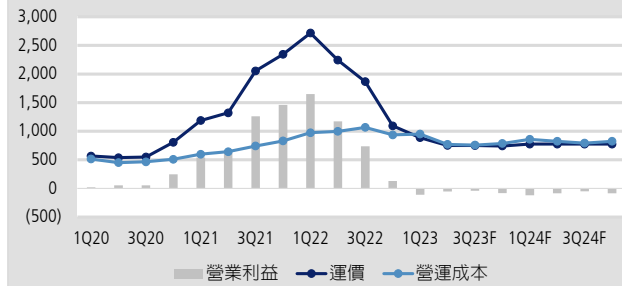
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	81,880	228,005	258,953	100,905	108,113
營業毛利 (NT\$百萬)	17,581	134,653	126,430	(4,095)	(6,888)
營業利益 (NT\$百萬)	12,782	127,673	117,712	(9,095)	(11,888)
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,317	103,343	93,072	(6,393)	(7,457)
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(2.28)	(2.66)
每股現金股利 (NT\$)	1.00	10.50	5.00	1.00	1.00
每股盈餘成長率 (%)	216.7	730.2	(21.7)	(106.9)	16.6
本益比 (x)	9.3	1.1	1.4	N.A.	N.A.
股價淨值比 (x)	2.4	0.8	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.6	0.3	0.1	3.4	4.9
淨負債比率 (%)	45.5	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.1	22.1	10.5	2.1	2.1
股東權益報酬率 (%)	28.3	109.8	50.3	(3.0)	(3.8)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

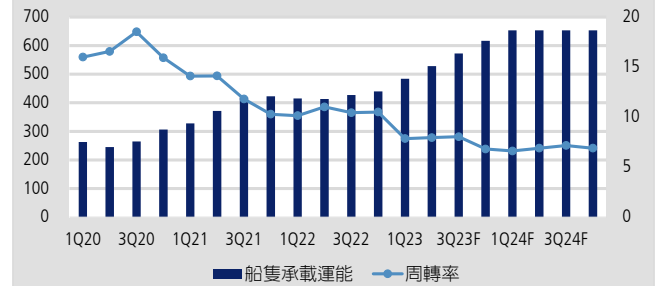
萬海平均單位運價、成本及營業利益, US\$/TEU



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 運能增加，惟周轉率低迷，營運量衰退

萬海船隻承載運能，千 TEU(左軸)；周轉率，次/年(右軸)



資料來源：Alphaliner；公司資料；凱基

圖 3: 2Q23 財報結果 &amp; 3Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	2Q23							3Q23F						
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	24,470	28,772	(15.0)	(4.3)	(67.4)	26,636	(8.1)	26,738	29,016	(7.9)	9.3	(58.1)	27,608	(3.2)
毛利	(575)	(2,728)	-	-	-	(2,530)	-	(263)	(3,484)	-	-	-	(3,313)	-
營業利益	(1,716)	(4,618)	-	-	-	(4,618)	-	(1,513)	(5,374)	-	-	-	(5,374)	-
稅前淨利	1,984	(3,943)	-	-	(95.1)	(3,943)	-	(480)	(4,422)	-	-	-	(4,422)	-
稅後淨利	(2,340)	(2,853)	-	-	-	(4,012)	-	(398)	(3,596)	-	-	-	(2,473)	-
每股盈餘 (元)	(0.83)	(1.02)	-	-	-	(1.43)	-	(0.14)	(1.28)	-	-	-	(0.88)	-
毛利率 (%)	(2.4)	(9.5)	7.1 ppts	4.7 ppts	(57.9)ppts	(9.5)	7.1 ppts	(1.0)	(12.0)	11.0 ppts	1.4 ppts	(43.8)ppts	(12.0)	11.0 ppts
營益率 (%)	(7.0)	(16.1)	9.0 ppts	7.1 ppts	(59.3)ppts	(17.3)	10.3 ppts	(5.7)	(18.5)	12.9 ppts	1.4 ppts	(45.0)ppts	(19.5)	13.8 ppts
淨利率 (%)	(9.6)	(9.9)	0.4 ppts	(1.3)ppts	(49.7)ppts	(15.1)	5.5 ppts	(1.5)	(12.4)	10.9 ppts	8.1 ppts	(36.5)ppts	(9.0)	7.5 ppts

資料來源：凱基

圖 4: 2023-24 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	100,905	115,088	(12.3)	(61.0)	112,644	(10.4)	108,113	119,040	(9.2)	7.1	119,040	(9.2)
毛利	(4,095)	(9,413)	-	(103.2)	54,996	-	(6,888)	(5,960)	-	68.2	58,119	-
營業利益	(9,095)	(16,413)	-	(107.7)	(16,413)	-	(11,888)	(12,460)	-	30.7	(12,460)	-
稅前獲利	(2,836)	(13,986)	-	(102.3)	(13,986)	-	(9,368)	(10,940)	-	230.3	(10,940)	-
稅後淨利	(6,393)	(11,106)	-	(106.9)	(11,003)	-	(7,457)	(8,699)	-	16.6	(8,699)	-
每股盈餘 (元)	(2.28)	(3.96)	-	(106.9)	(3.85)	-	(2.66)	(3.10)	-	16.6	(2.85)	-
毛利率 (%)	(4.1)	(8.2)	4.1 ppts	(52.9)ppts	48.8	(52.9)ppts	(6.4)	(5.0)	(1.4)ppts	(2.3)ppts	48.8	(55.2)ppts
營益率 (%)	(9.0)	(14.3)	5.2 ppts	(54.5)ppts	(14.6)	5.6 ppts	(11.0)	(10.5)	(0.5)ppts	(2.0)ppts	(10.5)	(0.5)ppts
淨利率 (%)	(6.3)	(9.7)	3.3 ppts	(42.3)ppts	(9.8)	3.4 ppts	(6.9)	(7.3)	0.4 ppts	(0.6)ppts	(7.3)	0.4 ppts

資料來源：凱基

圖 5: 年度營運情況

(百萬元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
營收	63,859	57,351	60,770	66,779	72,951	81,880	228,005	258,953	100,905	108,113
運量(千TEU)	3,523	3,633	3,853	4,260	4,440	4,510	4,790	4,460	4,200	4,500
船舶承載運能	213	224	228	252	260	270	385	424	551	654
年度周轉次數(次)	16.6	16.2	16.9	16.9	17.1	16.7	12.4	10.5	7.6	6.9
<b>運價(US\$/TEU)</b>	<b>570</b>	<b>490</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>533</b>	<b>617</b>	<b>1,709</b>	<b>1,943</b>	<b>775</b>	<b>775</b>
營運成本	55,846	51,591	53,654	61,776	65,721	64,299	93,353	132,523	105,000	115,000
<b>單位成本(US\$/TEU)</b>	<b>498</b>	<b>441</b>	<b>459</b>	<b>481</b>	<b>480</b>	<b>484</b>	<b>700</b>	<b>995</b>	<b>806</b>	<b>824</b>
折舊	4,452	4,139	4,090	4,124	5,283	5,769	13,785	21,300	20,000	22,000
單位折舊(US\$/TEU)	40	35	35	32	39	43	103	160	154	158
變動成本	51,394	47,451	49,564	57,652	60,438	58,530	79,568	111,223	85,000	93,000
單位變動成本(US\$/TEU)	459	405	424	449	441	441	596	835	653	667
營業費用	3,995	3,887	3,974	4,013	4,379	4,800	6,739	8,507	5,000	5,000
單位營業費用(US\$/TEU)	36	33	34	31	32	36	51	64	38	36
營業利益	4,019	1,874	3,142	989	2,851	12,782	127,914	117,923	(9,095)	(11,888)
<b>單位營業利益(US\$/TEU)</b>	<b>36</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>96</b>	<b>959</b>	<b>885</b>	<b>(70)</b>	<b>(85)</b>
營業利益率(%)	13	10	12	7	10	21	59	49	(4)	(6)
營業外損益	1,643	(374)	(23)	788	1,704	1,468	1,281	6,056	6,259	2,520
稅前淨利	5,662	1,500	3,119	1,777	4,555	14,250	129,195	123,979	(2,836)	(9,368)
所得稅	1,731	350	560	640	967	2,893	25,778	30,850	3,500	(1,967)
稅後淨利	3,943	1,142	2,542	1,118	3,574	11,317	103,343	93,072	(6,393)	(7,457)
<b>單位稅後淨利(US\$/TEU)</b>	<b>35</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>85</b>	<b>774</b>	<b>699</b>	<b>(49)</b>	<b>(53)</b>
流通在外股數(百萬股)	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,218	2,440	2,806	2,806	2,806
<b>EPS(元)</b>	<b>1.78</b>	<b>0.51</b>	<b>1.15</b>	<b>0.50</b>	<b>1.61</b>	<b>5.10</b>	<b>42.35</b>	<b>33.17</b>	<b>-2.28</b>	<b>-2.66</b>
淨值	35,733	34,108	33,967	34,584	36,104	43,902	144,275	225,603	207,596	197,333
<b>BVPS(元)</b>	<b>16.1</b>	<b>15.4</b>	<b>15.3</b>	<b>15.6</b>	<b>16.3</b>	<b>19.8</b>	<b>59.1</b>	<b>80.4</b>	<b>74.0</b>	<b>70.3</b>
ROE(%)	11	3	7	3	10	26	72	41	(3)	(4)

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

圖 6: 季度營運情況

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營收	25,558	24,470	26,738	24,139	25,947	27,028	28,109	27,028
運量(千TEU)	950	1,050	1,150	1,050	1,080	1,125	1,170	1,125
船舶承載運能	484	528	573	617	654	654	654	654
年度周轉次數(次)	7.8	7.9	8.0	6.8	6.6	6.9	7.2	6.9
<b>運價(US\$/TEU)</b>	<b>888</b>	<b>752</b>	<b>750</b>	<b>742</b>	<b>775</b>	<b>775</b>	<b>775</b>	<b>775</b>
營運成本	27,361	25,046	27,000	25,593	28,750	28,750	28,750	28,750
<b>單位成本(US\$/TEU)</b>	<b>950</b>	<b>769</b>	<b>757</b>	<b>786</b>	<b>859</b>	<b>824</b>	<b>793</b>	<b>824</b>
單位折舊	179	143	140	159	164	158	152	158
單位變動成本	771	627	617	627	694	667	641	667
單位營業費用	48	35	35	37	37	36	34	36
營業利益	(3,199)	(1,716)	(1,513)	(2,668)	(4,053)	(2,972)	(1,891)	(2,972)
<b>單位營業利益(US\$/TEU)</b>	<b>(111)</b>	<b>(53)</b>	<b>(42)</b>	<b>(82)</b>	<b>(121)</b>	<b>(85)</b>	<b>(52)</b>	<b>(85)</b>
營業利益率(%)	(13)	(7)	(6)	(11)	(16)	(11)	(7)	(11)
營業外損益	747	3,700	1,033	779	550	550	870	550
所得稅	(339)	4,322	(96)	(387)	(666)	(678)	(194)	(430)
稅後淨利	(2,118)	(2,340)	(398)	(1,537)	(2,852)	(1,758)	(841)	(2,007)
流通在外股數(百萬股)	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806	2,806
<b>EPS(元)</b>	<b>-0.75</b>	<b>-0.83</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.55</b>	<b>-1.02</b>	<b>-0.63</b>	<b>-0.30</b>	<b>-0.72</b>
淨值	222,039	209,531	209,133	207,596	204,745	200,181	199,340	197,333
<b>BVPS(元)</b>	<b>79.1</b>	<b>74.7</b>	<b>74.5</b>	<b>74.0</b>	<b>73.0</b>	<b>71.3</b>	<b>71.0</b>	<b>70.3</b>

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

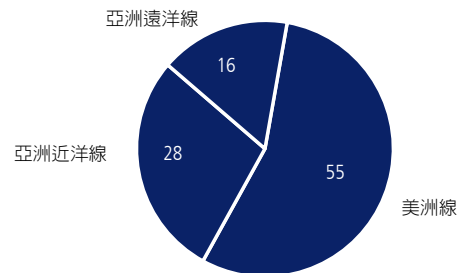
圖 7: 公司概況

萬海成立於 1965 年，為全球第十一大貨櫃航運業者，經營亞洲線及美洲線，分別佔 2021 年營收 45%、55%。

資料來源：凱基

圖 8: 美洲線及亞洲線佔營收大宗

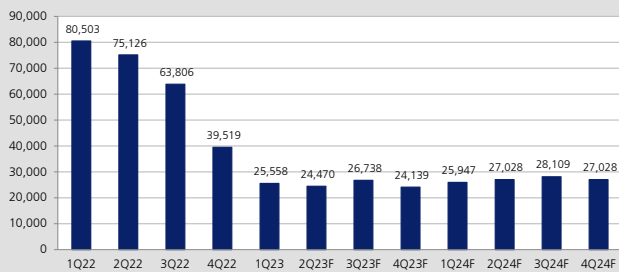
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

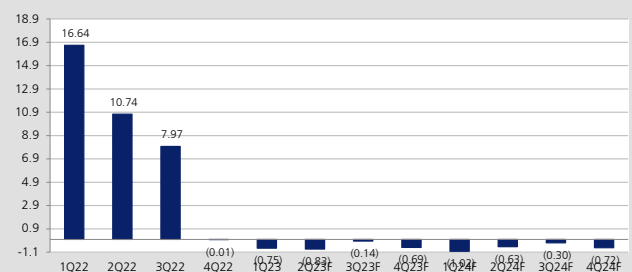
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

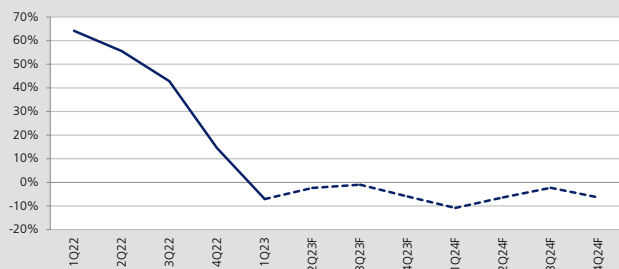
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

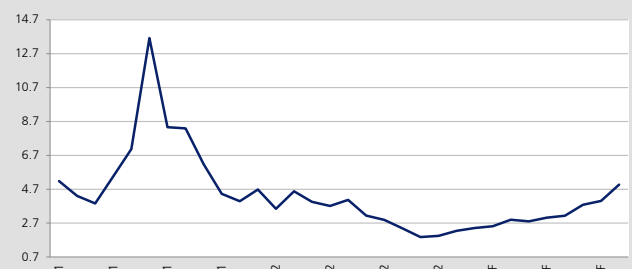
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

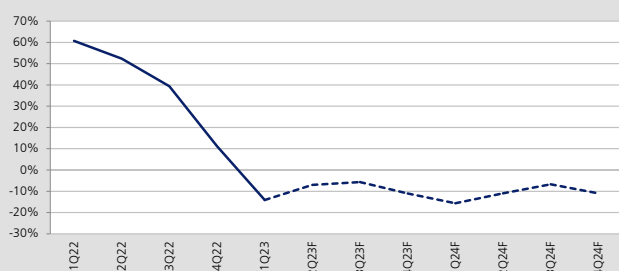
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

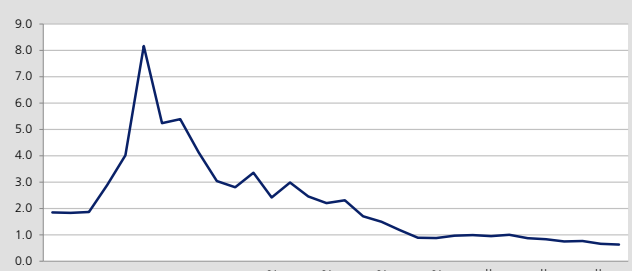
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,558	24,470	26,738	24,139	25,947	27,028	28,109	27,028	258,953	100,905	108,113
營業成本	(27,361)	(25,046)	(27,000)	(25,593)	(28,750)	(28,750)	(28,750)	(28,750)	(132,523)	(105,000)	(115,000)
營業毛利	(1,803)	(575)	(263)	(1,454)	(2,803)	(1,722)	(641)	(1,722)	126,430	(4,095)	(6,888)
營業費用	(1,799)	(1,141)	(1,250)	(1,214)	(1,250)	(1,250)	(1,250)	(1,250)	(8,718)	(5,000)	(5,000)
營業利益	(3,602)	(1,716)	(1,513)	(2,668)	(4,053)	(2,972)	(1,891)	(2,972)	117,712	(9,095)	(11,888)
折舊	(5,160)	(5,250)	(5,250)	(5,340)	(5,250)	(5,250)	(5,250)	(5,250)	(21,300)	(21,000)	(21,000)
攤提	(10)	(13)	(13)	(16)	(13)	(13)	(13)	(13)	(52)	(52)	(52)
EBITDA	1,568	3,547	3,750	2,688	1,210	2,291	3,372	2,291	139,064	11,957	9,164
利息收入	1,287	1,567	1,150	997	750	750	750	750	2,350	5,000	3,000
投資利益淨額	94	283	133	10	50	50	370	50	723	520	520
其他營業外收入	0	2,255	200	83	125	125	125	125	1	2,539	500
總營業外收入	1,381	4,104	1,483	1,090	925	925	1,245	925	3,075	8,059	4,020
利息費用	(556)	(404)	(450)	(390)	(375)	(375)	(375)	(375)	(1,492)	(1,800)	(1,500)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(78)	-	-	78	-	-	-	-	4,473	-	-
總營業外費用	(634)	(404)	(450)	(312)	(375)	(375)	(375)	(375)	2,981	(1,800)	(1,500)
稅前純益	(2,855)	1,984	(480)	(1,889)	(3,503)	(2,422)	(1,021)	(2,422)	123,768	(2,836)	(9,368)
所得稅費用[利益]	339	(4,322)	96	387	666	678	194	430	(30,850)	(3,500)	1,967
少數股東損益	(6)	(2)	(14)	(35)	(14)	(14)	(14)	(14)	(57)	(57)	(57)
非常項目稅後純益	(2,522)	(2,340)	(398)	(1,537)	(2,852)	(1,758)	(841)	(2,007)	92,861	(6,393)	(7,457)
非常項目	403	-	-	(403)	-	-	-	-	211	-	-
稅後淨利	(2,118)	(2,340)	(398)	(1,940)	(2,852)	(1,758)	(841)	(2,007)	93,072	(6,393)	(7,457)
每股盈餘 (NT\$)	(0.75)	(0.83)	(0.14)	(0.69)	(1.02)	(0.63)	(0.30)	(0.72)	33.17	(2.28)	(2.66)
獲利率 (%)											
營業毛利率	(7.1)	(2.4)	(1.0)	(6.0)	(10.8)	(6.4)	(2.3)	(6.4)	48.8	(4.1)	(6.4)
營業利益率	(14.1)	(7.0)	(5.7)	(11.1)	(15.6)	(11.0)	(6.7)	(11.0)	45.5	(9.0)	(11.0)
EBITDA Margin	6.1	14.5	14.0	11.1	4.7	8.5	12.0	8.5	53.7	11.8	8.5
稅前純益率	(11.2)	8.1	(1.8)	(7.8)	(13.5)	(9.0)	(3.6)	(9.0)	47.8	(2.8)	(8.7)
稅後純益率	(8.3)	(9.6)	(1.5)	(8.0)	(11.0)	(6.5)	(3.0)	(7.4)	35.9	(6.3)	(6.9)
季成長率 (%)											
營業收入	(35.3)	(4.3)	9.3	(9.7)	7.5	4.2	4.0	(3.8)			
營業毛利	(131.5)	(68.1)	(54.4)	453.7	92.8	(38.6)	(62.8)	168.7			
營業收益增長	(181.3)	(52.4)	(11.9)	76.4	51.9	(26.7)	(36.4)	57.2			
EBITDA	(84.7)	126.2	5.7	(28.3)	(55.0)	89.4	47.2	(32.1)			
稅前純益	(162.8)		(124.2)	293.9	85.4	(30.9)	(57.9)	137.3			
稅後純益	5200.7	10.5	(83.0)	387.7	47.0	(38.4)	(52.2)	138.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(68.3)	(67.4)	(58.1)	(38.9)	1.5	10.5	5.1	12.0	13.6	(61.0)	7.1
營業毛利	(103.5)	(101.4)	(101.0)	(125.4)	55.4	199.2	144.1	18.5	(6.1)	(103.2)	68.2
營業收益	(107.4)	(104.4)	(106.0)	(160.2)	12.5	73.2	25.0	11.4	(7.8)	(107.7)	30.7
EBITDA	(97.1)	(92.0)	(87.8)	(73.8)	(22.8)	(35.4)	(10.1)	(14.8)	(1.7)	(91.4)	(23.4)
稅前純益	(105.7)	(95.1)	(101.7)	(141.5)	22.7	(222.1)	112.9	28.2	(4.2)	(102.3)	230.3
稅後純益	(105.2)	(107.8)	(101.8)	4754.4	34.6	(24.9)	111.4	3.4	(9.9)	(106.9)	16.6

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>108,598</b>	<b>257,681</b>	<b>365,103</b>	<b>328,228</b>	<b>308,022</b>
<b>流動資產</b>	<b>31,337</b>	<b>132,698</b>	<b>194,889</b>	<b>148,205</b>	<b>134,172</b>
現金及短期投資	20,611	109,327	178,217	139,485	125,591
存貨	1,531	7,836	-	1,367	1,367
應收帳款及票據	3,642	7,430	4,880	4,649	4,649
其他流動資產	5,553	8,106	11,793	2,704	2,564
<b>非流動資產</b>	<b>77,261</b>	<b>124,983</b>	<b>170,214</b>	<b>180,022</b>	<b>173,851</b>
長期投資	9,438	10,040	10,113	10,128	10,008
固定資產	54,167	82,635	114,914	126,507	120,507
什項資產	13,657	32,309	45,187	43,387	43,336
<b>負債總額</b>	<b>64,425</b>	<b>113,108</b>	<b>139,132</b>	<b>124,068</b>	<b>114,069</b>
<b>流動負債</b>	<b>24,749</b>	<b>48,061</b>	<b>48,366</b>	<b>43,571</b>	<b>43,572</b>
應付帳款及票據	8,387	11,379	12,269	9,968	9,968
短期借款	7,495	8,055	6,492	5,380	5,380
什項負債	8,867	28,627	29,605	28,223	28,224
<b>長期負債</b>	<b>39,676</b>	<b>65,048</b>	<b>90,766</b>	<b>80,497</b>	<b>70,497</b>
長期借款	28,385	35,296	49,758	40,870	30,870
其他負債及準備	8,436	23,428	33,568	39,627	39,627
<b>股東權益總額</b>	<b>44,172</b>	<b>144,572</b>	<b>225,971</b>	<b>204,160</b>	<b>193,953</b>
普通股股本	22,183	24,401	28,061	24,401	24,401
保留盈餘	14,942	110,995	163,848	154,648	144,385
少數股東權益	270	297	368	427	483
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	12.2%	178.5%	13.6%	(61.0%)	7.1%
營業收益增長	348.3%	898.9%	(7.8%)	(107.7%)	30.7%
EBITDA	127.3%	660.1%	(1.7%)	(91.4%)	(23.4%)
稅後純益	216.7%	813.2%	(9.9%)	(106.9%)	16.6%
每股盈餘成長率	216.7%	730.2%	(21.7%)	(106.9%)	16.6%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	21.5%	59.1%	48.8%	(4.1%)	(6.4%)
營業利率	15.6%	56.0%	45.5%	(9.0%)	(11.0%)
EBITDA Margin	22.7%	62.1%	53.7%	11.8%	8.5%
稅後純益率	13.8%	45.3%	35.9%	(6.3%)	(6.9%)
平均資產報酬率	11.5%	56.4%	29.9%	(1.8%)	(2.3%)
股東權益報酬率	28.3%	109.8%	50.3%	(3.0%)	(3.8%)
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	81.2%	30.0%	24.9%	22.7%	18.7%
淨負債比率	45.5%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	28.0	178.0	84.0	(0.6)	(5.2)
利息及短期償保障倍數 (x)	0.6	0.9	0.9	(1.8)	2.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	33.3	181.7	90.6	8.3	9.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.2	15.1	16.9	2.1	2.0
流動比率 (x)	1.3	2.8	4.0	3.4	3.1
速動比率 (x)	1.2	2.6	4.0	3.4	3.0
淨負債 (NT\$百萬)	20,115	(59,650)	(115,502)	(86,374)	(82,480)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(2.28)	(2.66)
每股現金盈餘 (NT\$)	7.92	54.34	48.15	5.31	4.96
每股淨值 (NT\$)	19.79	59.13	80.40	72.60	68.95
調整後每股淨值 (NT\$)	19.79	59.13	80.40	72.60	68.95
每股營收 (NT\$)	36.91	93.44	92.28	35.96	38.53
EBITDA/Share (NT\$)	8.39	57.99	49.56	4.26	3.27
每股現金股利 (NT\$)	1.00	10.50	5.00	1.00	1.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.83	1.24	0.83	0.29	0.34
應收帳款周轉天數	16.3	11.9	6.9	16.8	15.7
存貨周轉天數	8.7	30.6	-	4.8	4.4
應付帳款周轉天數	47.7	44.5	33.8	34.7	31.7
現金轉換周轉天數	(22.7)	(2.0)	(26.9)	(13.1)	(11.6)

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>81,880</b>	<b>228,005</b>	<b>258,953</b>	<b>100,905</b>	<b>108,113</b>
營業成本	(64,299)	(93,353)	(132,523)	(105,000)	(115,000)
<b>營業毛利</b>	<b>17,581</b>	<b>134,653</b>	<b>126,430</b>	<b>(4,095)</b>	<b>(6,888)</b>
營業費用	(4,800)	(6,979)	(8,718)	(5,000)	(5,000)
<b>營業利益</b>	<b>12,782</b>	<b>127,673</b>	<b>117,712</b>	<b>(9,095)</b>	<b>(11,888)</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>596</b>	<b>600</b>	<b>3,075</b>	<b>8,059</b>	<b>4,020</b>
利息收入	72	82	2,350	5,000	3,000
投資利益淨額	524	516	723	520	520
其他營業外收入	-	1	1	2,539	500
<b>總營業外費用</b>	<b>873</b>	<b>922</b>	<b>2,981</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(1,500)</b>
利息費用	(527)	(730)	(1,492)	(1,800)	(1,500)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,400	1,652	4,473	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>14,250</b>	<b>129,195</b>	<b>123,768</b>	<b>(2,836)</b>	<b>(9,368)</b>
所得稅費用[利益]	(2,893)	(25,778)	(30,850)	(3,500)	1,967
少數股東損益	(41)	(74)	(57)	(57)	(57)
非常項目	-	0	211	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>11,317</b>	<b>103,343</b>	<b>93,072</b>	<b>(6,393)</b>	<b>(7,457)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>18,618</b>	<b>141,515</b>	<b>139,064</b>	<b>11,957</b>	<b>9,164</b>
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(2.28)	(2.66)

## 現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>17,567</b>	<b>132,607</b>	<b>135,130</b>	<b>14,901</b>	<b>13,911</b>
本期純益	11,317	103,343	93,072	(6,393)	(7,457)
折舊及攤提	5,837	13,841	21,352	21,052	21,052
本期運用資金變動	(1,024)	(2,770)	2,252	15,493	141
其他營業資產及負債變動	1,437	18,192	18,454	(15,250)	176
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(20,645)</b>	<b>(42,187)</b>	<b>(46,400)</b>	<b>(30,000)</b>	<b>(15,000)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(548)	(227)	(63)	-	-
本期長期投資變動	(0)	-	(2)	(1)	(2)
資本支出淨額	(17,235)	(34,339)	(35,727)	(30,000)	(15,000)
其他資產變動	(2,862)	(7,622)	(10,608)	1	2
<b>自由現金流</b>	<b>(2,303)</b>	<b>78,876</b>	<b>76,197</b>	<b>(13,825)</b>	<b>(3,250)</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>3,726</b>	<b>(1,766)</b>	<b>(28,828)</b>	<b>(24,030)</b>	<b>(12,805)</b>
短期借款變動	(20)	(20)	(30)	-	-
長期借款變動	6,937	8,160	10,942	(15,380)	(10,000)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,775)	(2,218)	(25,629)	(14,031)	(2,806)
其他融資現金流	(1,416)	(7,688)	(14,111)	5,381	1
<b>匯率影響數</b>	<b>(361)</b>	<b>(1,417)</b>	<b>8,848</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>286</b>	<b>87,236</b>	<b>68,750</b>	<b>(39,129)</b>	<b>(13,894)</b>

## 投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	5.9%	3.1%	3.4%	5.0%	4.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>15.6%</b>	<b>56.0%</b>	<b>45.5%</b>	<b>(9.0%)</b>	<b>(11.0%)</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.4	0.4	1.3	1.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
營業利率	15.6%	56.0%	45.5%	(9.0%)	(11.0%)
x 資本周轉率	1.5	2.9	2.2	0.8	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	79.7%	80.0%	75.1%	223.4%	79.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>19.0%</b>	<b>127.8%</b>	<b>75.8%</b>	<b>(16.6%)</b>	<b>(8.1%)</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 萬海 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-15	降低持股	43.0	60.2
2023-03-20	降低持股	50.0	69.6
2022-11-30	降低持股	53.0	76.1
2022-10-13	持有	56.0	65.4
2022-09-02	持有	67.0	78.0
2022-06-29	持有	96.0	120.0

資料來源：TEJ，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。