

持有・維持

收盤價 August 16 (NT\$)	42.05
12 個月目標價 (NT\$)	47.00
前次目標價 (NT\$)	55.00
調降 (%)	14.5
上漲空間 (%)	11.8

焦點內容

3Q23 以來，美國線、歐洲線運價短暫反彈。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

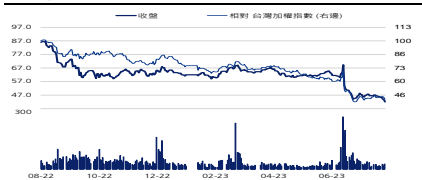
市值：(NT\$bn/US\$m)	146.8 / 4,597
流通在外股數 (百萬股)：	3,492
外資持有股數 (百萬股)：	414.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	30.04
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	42.05 -86.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-31	-30.3	-51.1
相對表現 (%)	-35.9	-36.1	-57.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	17.35A	15.90A	14.25A	4.22A
2023	0.97A	(0.04)A	0.26F	(0.34)F
2024	(0.82)F	(0.22)F	0.69F	(0.07)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

陽明

(2609.TW/2609 TT)

持續面臨虧損壓力

重要訊息

3Q23 以來，美國線、歐洲線運價短暫反彈。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。

單位成本下滑，暫時支撐獲利。陽明 2Q23 EPS 達-0.04 元，與我們預估的-0.06 元大致相同，維持正營業利益水準，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約當每股 1.34 元。我們推算陽明 2Q23 運價季減 9%、運量季增 6%，而單位變動成本自 1Q23 的 US\$900/TEU 季減至 US\$772/TEU。我們小幅調整陽明 2023-24 年 EPS 預估至 0.92 元、-0.91 元，主要係反映陽明：(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。我們預估陽明陷入營業虧損時間落於 3Q23，較前次預估的 2Q23 延後。

投資建議

反映現金股利配發，我們調整陽明目標價至 47 元，相當於 2024 年預估每股淨值 78 元的 0.6 倍(自 2023 年預估每股淨值 79 元的 0.7 倍)，與以往下降循環谷底的 0.7 倍相當，維持陽明「持有」評等。目標價亦相當於 4Q23 預估每股淨現金 67 元的 0.7 倍。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。

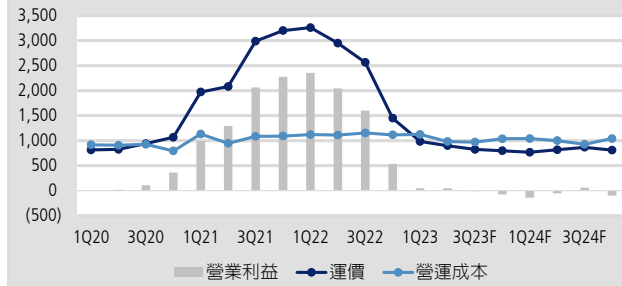
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	151,277	333,687	375,900	136,435	130,725
營業毛利 (NT\$百萬)	26,084	213,131	230,170	8,835	(275)
營業利益 (NT\$百萬)	18,737	202,926	216,890	335	(7,275)
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,977	165,269	180,592	3,226	(3,171)
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	0.92	(0.91)
每股現金股利 (NT\$)	-	20.00	20.00	1.00	1.00
每股盈餘成長率 (%)	0.0	980.8	6.1	(98.2)	(198.3)
本益比 (x)	9.3	0.9	0.8	45.5	N.A.
股價淨值比 (x)	3.7	0.6	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	3.0	0.4	0.0	2.9	3.9
淨負債比率 (%)	137.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	47.6	47.6	2.4	2.4
股東權益報酬率 (%)	45.9	122.7	62.6	1.0	(1.2)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

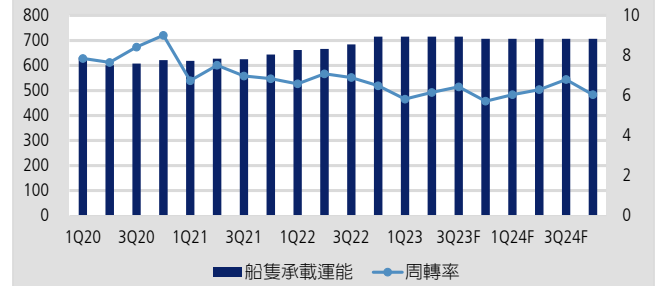
陽明平均單位運價、成本及營業利益，US\$/TEU



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

陽明船隻承載運能，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 & 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	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識
營收	35,046	35,413	(1.0)	(5.2)	(68.0)	34,511	34,346	34,439	(0.3)	(2.0)	(65.6)	36,075
毛利	3,550	288	1134.9	3.9	(95.1)	1,456	1,696	(186)	-	(52.2)	(97.2)	2,501
營業利益	1,349	(1,838)	-	(7.1)	(98.0)	(716)	(304)	(2,311)	-	-	-	83
稅前淨利	5,932	(213)	-	41.0	(91.9)	1,522	1,206	(1,101)	-	(79.7)	(98.1)	2,049
稅後淨利	(130)	(216)	-	-	-	(1,450)	915	(908)	-	-	(98.2)	1,421
每股盈餘 (元)	(0.04)	(0.06)	-	-	-	(0.08)	0.26	(0.26)	-	-	(98.2)	0.41
毛利率 (%)	10.1	0.8	9.3 ppts	0.9 ppts	(56.1)ppts	4.2	4.9	(0.5)	5.5 ppts	(5.2)ppts	(55.4)ppts	6.9
營益率 (%)	3.8	(5.2)	9.0 ppts	(0.1)ppts	(58.6)ppts	(2.1)	(0.9)	(6.7)	5.8 ppts	(4.7)ppts	(58.7)ppts	0.2
淨利率 (%)	(0.4)	(0.6)	0.2 ppts	(9.6)ppts	(51.1)ppts	(4.2)	2.7	(2.6)	5.3 ppts	3.0 ppts	(47.2)ppts	3.9

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	136,435	142,233	(4.1)	(63.7)	141,444	(3.5)	130,725	134,593	(2.9)	(4.2)	137,452	(4.9)
毛利	8,835	3,733	136.7	(96.2)	7,205	22.6	(275)	(908)	-	(103.1)	5,563	-
營業利益	335	(4,768)	-	(99.8)	(329)	-	(7,275)	(7,908)	-	(2,271.6)	(1,183)	-
稅前獲利	10,426	1,821	472.6	(95.5)	7,885	32.2	(4,065)	(5,698)	-	(139.0)	1,149	-
稅後淨利	3,226	1,220	164.4	(98.2)	4,149	(22.3)	(3,171)	(4,444)	-	(198.3)	922	-
每股盈餘 (元)	0.92	0.35	164.4	(98.2)	0.63	(22.3)	(0.91)	(1.27)	-	(198.3)	0.06	-
毛利率 (%)	6.5	2.6	3.9 ppts	(54.8)ppts	5.1	1.4 ppts	(0.2)	(0.7)	0.5 ppts	(6.7)ppts	4.0	(4.3)ppts
營益率 (%)	0.2	(3.4)	3.6 ppts	(57.5)ppts	(0.2)	0.5 ppts	(5.6)	(5.9)	0.3 ppts	(5.8)ppts	(0.9)	(4.7)ppts
淨利率 (%)	2.4	0.9	1.5 ppts	(45.7)ppts	2.9	(0.6)ppts	(2.4)	(3.3)	0.9 ppts	(4.8)ppts	0.7	(3.1)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	127,559	115,400	131,078	141,833	149,181	151,277	333,687	375,900	136,435	130,725
貨運收入	115,201	103,659	117,143	123,778	128,710	136,459	314,054	347,690	116,135	112,725
運量(千TEU)	4,018	4,332	4,722	5,232	5,435	5,070	4,410	4,610	4,300	4,450
船舶承載運能	491	551	580	626	647	616	629	682	713	713
年度周轉次數(次)	8.2	7.9	8.1	8.4	8.4	8.2	7.0	6.8	6.0	6.2
運價(US\$/TEU)	901	743	818	785	768	915	2,556	2,524	871	817
非貨運收入	12,358	11,741	13,935	18,055	20,471	14,817	19,633	28,210	20,300	18,000
營運成本	134,020	130,122	130,303	147,499	150,196	131,816	130,303	155,202	136,100	138,000
單位成本(US\$/TEU)	1,049	932	910	935	896	883	1,061	1,127	1,021	1,000
折舊	6,330	6,426	6,413	6,472	16,819	17,150	17,455	20,011	20,600	21,000
單位折舊(US\$/TEU)	50	46	45	41	100	115	142	145	155	152
變動成本	122,021	118,038	118,170	135,319	126,288	108,043	103,102	125,719	107,000	110,000
單位變動成本(US\$/TEU)	955	846	826	858	753	724	839	913	803	797
營業費用	5,669	5,658	5,720	5,709	7,089	6,624	9,747	9,472	8,500	7,000
單位營業費用(US\$/TEU)	44	41	40	36	42	44	79	69	64	51
營業利益	(791)	(9,064)	6,495	42	6,075	26,084	213,131	230,170	8,835	(275)
單位營業利益(US\$/TEU)	(51)	(105)	5	(36)	(6)	130	1,656	1,602	3	(53)
營業利益率(%)	(1)	(8)	5	0	4	17	64	61	6	(0)
營業外損益	(1,482)	(974)	(140)	(1,414)	(2,573)	(3,310)	(1,008)	12,923	10,091	3,210
稅前淨利	(7,943)	(15,696)	635	(7,080)	(3,588)	16,150	202,377	233,621	10,426	(4,065)
所得稅	(154)	(806)	143	(774)	410	3,963	36,775	52,605	7,000	(894)
稅後淨利	(7,722)	(14,912)	321	(6,591)	(4,310)	11,977	165,269	180,592	3,226	(3,171)
單位稅後淨利(US\$/TEU)	(60)	(107)	2	(42)	(26)	80	1,345	1,311	24	(23)
流通在外股數(百萬股)	3,444	1,618	1,869	2,601	2,601	2,656	3,391	3,492	3,492	3,492
EPS(元)	-2.24	-9.22	0.17	-2.53	-1.66	4.51	48.73	51.71	0.92	-0.91
淨值	31,039	15,809	26,034	19,828	16,464	35,678	233,691	342,960	277,237	270,574
BVPS(元)	9.0	9.8	13.9	7.6	6.3	13.4	68.9	98.2	79.4	77.5
ROE(%)	(25)	(94)	1	(33)	(26)	34	71	53	1	(1)

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	36,953	35,046	34,346	30,089	29,899	32,681	36,798	31,347
貨運收入	31,042	30,692	29,411	24,990	25,399	28,181	32,298	26,847
運量(千TEU)	1,040	1,100	1,150	1,010	1,068	1,113	1,202	1,068
船舶承載運能	715	715	715	707	707	707	707	707
年度周轉次數(次)	5.8	6.2	6.4	5.7	6.0	6.3	6.8	6.0
運價(US\$/TEU)	985	900	825	798	767	817	867	811
非貨運收入	5,912	4,354	4,935	5,099	4,500	4,500	4,500	4,500
營運成本	35,484	33,474	34,650	32,492	34,500	34,500	34,500	34,500
單位成本(US\$/TEU)	1,126	982	972	1,038	1,042	1,000	926	1,042
單位折舊	164	151	144	164	159	152	141	159
單位變動成本	900	772	771	792	831	797	738	831
單位營業費用	62	58	56	82	53	51	47	53
營業利益	1,470	1,572	(304)	(2,403)	(4,601)	(1,819)	2,298	(3,153)
單位營業利益(US\$/TEU)	47	46	(9)	(77)	(139)	(53)	62	(95)
營業利益率(%)	4	4	(1)	(8)	(15)	(6)	6	(10)
營業外損益	2,756	4,583	1,510	1,242	950	850	810	600
所得稅	764	6,168	241	(173)	(803)	(213)	684	(562)
稅後淨利	3,401	(130)	915	(960)	(2,848)	(756)	2,424	(1,991)
流通在外股數(百萬股)	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492
EPS(元)	0.97	-0.04	0.26	-0.28	-0.82	-0.22	0.69	-0.57
淨值	345,796	277,282	278,197	277,237	274,389	270,141	272,565	270,574
BVPS(元)	99.0	79.4	79.7	79.4	78.6	77.4	78.1	77.5

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

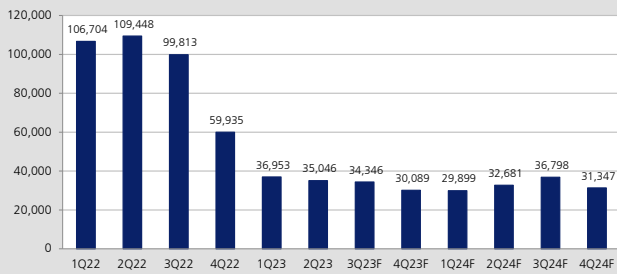
圖 7: 公司概况

陽明成立於 1972 年，為全球第九大貨櫃航運業者，經營美洲線、歐洲線及亞洲線等航線，分別佔 2021 年營收 29%、42%、23%，並經營散裝航運，佔營收 1%。交通部持有陽明股權達 13.39%。

資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

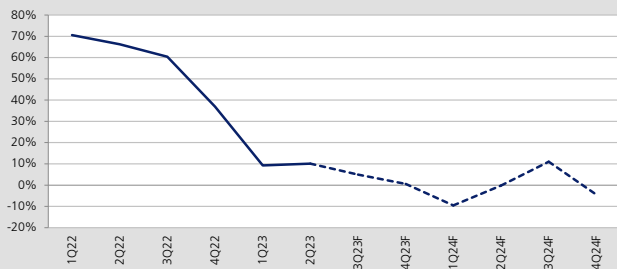
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

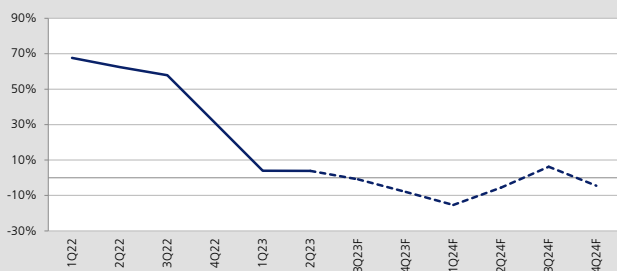
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

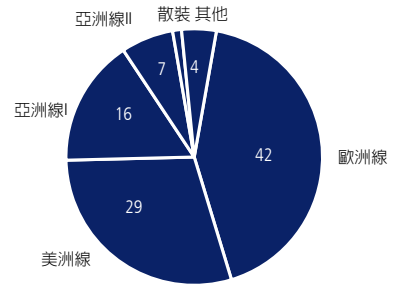
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 美洲線及歐洲線佔營收大宗

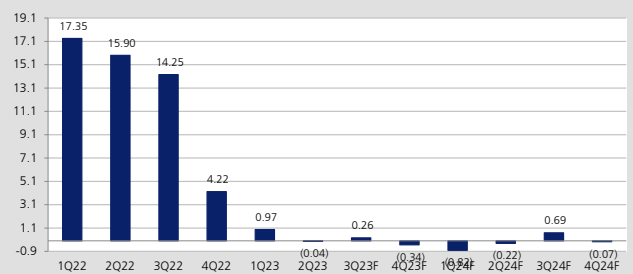
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

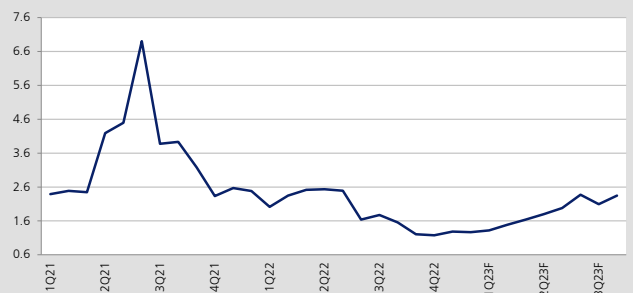
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

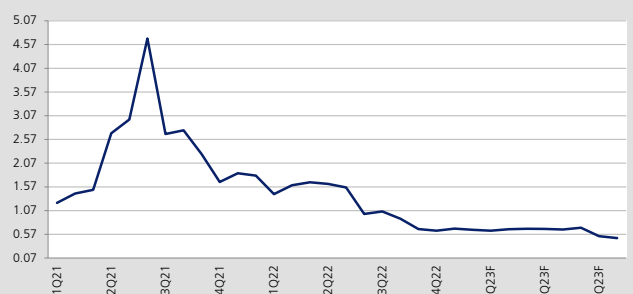
本益比，倍



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-23A	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	36,953	35,046	34,346	30,089	29,899	32,681	36,798	31,347	375,900	136,435	130,725
營業成本	(33,537)	(31,496)	(32,650)	(29,917)	(32,750)	(32,750)	(32,750)	(32,750)	(145,730)	(127,600)	(131,000)
營業毛利	3,417	3,550	1,696	172	(2,851)	(69)	4,048	(1,403)	230,170	8,835	(275)
營業費用	(1,965)	(2,201)	(2,000)	(2,575)	(1,750)	(1,750)	(1,750)	-	(13,280)	(8,500)	(7,000)
營業利益	1,452	1,349	(304)	(2,403)	(4,601)	(1,819)	2,298	(1,403)	216,890	335	(7,275)
折舊	(5,157)	(5,164)	(5,125)	(5,054)	(5,125)	(5,125)	(5,125)	(5,125)	(20,011)	(20,500)	(20,500)
攤提	(17)	(19)	(17)	(14)	(17)	(17)	(17)	(17)	(67)	(67)	(67)
EBITDA	6,626	6,532	4,838	2,666	540	3,323	7,440	3,739	236,968	20,902	13,292
利息收入	3,137	3,120	2,000	1,743	1,400	1,300	1,250	1,050	4,033	10,000	5,000
投資利益淨額	91	152	135	133	50	50	60	50	1,236	510	210
其他營業外收入	21	23	-	2,037	-	-	-	-	85	2,081	-
總營業外收入	3,248	3,294	2,135	3,913	1,450	1,350	1,310	1,100	5,353	12,591	5,210
利息費用	(630)	(613)	(625)	(632)	(500)	(500)	(500)	(500)	(2,398)	(2,500)	(2,000)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	137	1,902	-	(2,039)	-	-	-	-	9,967	-	-
總營業外費用	(493)	1,288	(625)	(2,671)	(500)	(500)	(500)	(500)	7,569	(2,500)	(2,000)
稅前純益	4,208	5,932	1,206	(1,161)	(3,651)	(969)	3,108	(803)	229,813	10,426	(4,065)
所得稅費用[利益]	(764)	(6,168)	(241)	173	803	213	(684)	562	(52,605)	(7,000)	894
少數股東損益	(60)	(117)	(50)	27	-	-	-	-	(424)	(200)	-
非常項目前稅後純益	3,384	(353)	915	(960)	(2,848)	(756)	2,424	(241)	176,784	3,226	(3,171)
非常項目	18	223	-	(241)	-	-	-	-	3,808	-	-
稅後淨利	3,401	(130)	915	(1,201)	(2,848)	(756)	2,424	(241)	180,592	3,226	(3,171)
每股盈餘 (NT\$)	0.97	(0.04)	0.26	(0.34)	(0.82)	(0.22)	0.69	(0.07)	51.71	0.92	(0.91)
獲利率 (%)											
營業毛利率	9.2	10.1	4.9	0.6	(9.5)	(0.2)	11.0	(4.5)	61.2	6.5	(0.2)
營業利益率	3.9	3.8	(0.9)	(8.0)	(15.4)	(5.6)	6.2	(4.5)	57.7	0.2	(5.6)
EBITDA Margin	17.9	18.6	14.1	8.9	1.8	10.2	20.2	11.9	63.0	15.3	10.2
稅前純益率	11.4	16.9	3.5	(3.9)	(12.2)	(3.0)	8.4	(2.6)	61.1	7.6	(3.1)
稅後純益率	9.2	(0.4)	2.7	(4.0)	(9.5)	(2.3)	6.6	(0.8)	48.0	2.4	(2.4)
季成長率 (%)											
營業收入	(38.3)	(5.2)	(2.0)	(12.4)	(0.6)	9.3	12.6	(14.8)			
營業毛利	(84.6)	3.9	(52.2)	(89.9)	(1758.4)	(97.6)		(134.7)			
營業收益增長	(92.2)	(7.1)	(122.5)	691.1	91.5	(60.5)		(161.0)			
EBITDA	(72.2)	(1.4)	(25.9)	(44.9)	(79.7)	515.0	123.9	(49.7)			
稅前純益	(76.7)	41.0	(79.7)	(196.2)	214.6	(73.5)		(125.8)			
稅後純益	(76.9)	(103.8)		(231.3)	137.1	(73.5)		(110.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	(65.4)	(68.0)	(65.6)	(49.8)	(19.1)	(6.7)	7.1	4.2	12.7	(63.7)	(4.2)
營業毛利	(95.5)	(95.1)	(97.2)	(99.2)	(183.5)	(101.9)	138.6	(915.9)	8.0	(96.2)	(103.1)
營業收益	(98.0)	(98.0)	(100.5)	(112.9)	(416.9)	(234.8)		(41.6)	6.9	(99.8)	(2271.6)
EBITDA	(91.4)	(91.1)	(92.3)	(88.8)	(91.8)	(49.1)	53.8	40.3	7.5	(91.2)	(36.4)
稅前純益	(94.5)	(91.9)	(98.1)	(106.4)	(186.8)	(116.3)	157.7	(30.8)	13.8	(95.5)	(139.0)
稅後純益	(94.4)	(100.2)	(98.2)	(108.2)	(183.7)	479.7	165.0	(79.9)	9.3	(98.2)	(198.3)

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
資產總額	194,976	384,416	508,149	417,417	410,754
流動資產	46,261	226,557	338,579	267,557	276,271
現金及短期投資	28,453	193,593	317,926	281,787	290,641
存貨	2,890	5,465	-	1,778	1,778
應收帳款及票據	11,206	22,080	11,409	9,371	9,371
其他流動資產	3,712	5,418	9,244	(25,379)	(25,519)
非流動資產	148,715	157,859	169,570	149,860	134,483
長期投資	15,392	18,711	18,888	8,728	8,918
固定資產	73,663	73,895	75,778	72,368	56,868
什項資產	59,660	65,253	74,904	68,764	68,697
負債總額	158,641	150,093	164,363	139,401	139,401
流動負債	59,749	73,237	75,930	57,147	57,147
應付帳款及票據	16,128	19,518	15,954	16,162	16,162
短期借款	28,501	3,230	6,089	6,102	6,102
什項負債	15,120	50,489	53,887	34,883	34,883
長期負債	98,892	76,856	88,433	82,254	82,254
長期借款	46,042	15,891	8,656	8,646	8,646
其他負債及準備	46,760	43,729	50,952	73,608	73,608
股東權益總額	36,335	234,323	343,786	278,016	271,354
普通股股本	31,677	34,921	34,921	34,921	34,921
保留盈餘	1,661	167,410	259,457	259,191	252,528
少數股東權益	657	631	826	780	780
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	1.4%	120.6%	12.7%	(63.7%)	(4.2%)
營業收益增長		983.0%	6.9%	(99.8%)	(2271.6%)
EBITDA	113.9%	513.4%	7.5%	(91.2%)	(36.4%)
稅後純益		1279.9%	9.3%	(98.2%)	(198.3%)
每股盈餘成長率		980.8%	6.1%	(98.2%)	(198.3%)
獲利能力分析					
營業毛利率	17.2%	63.9%	61.2%	6.5%	(0.2%)
營業利益率	12.4%	60.8%	57.7%	0.2%	(5.6%)
EBITDA Margin	23.8%	66.1%	63.0%	15.3%	10.2%
稅後純益率	7.9%	49.5%	48.0%	2.4%	(2.4%)
平均資產報酬率	6.2%	57.0%	40.5%	0.7%	(0.8%)
股東權益報酬率	45.9%	122.7%	62.6%	1.0%	(1.2%)
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	205.2%	8.2%	4.3%	5.3%	5.4%
淨負債比率	137.7%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	5.3	79.5	96.8	5.2	(1.0)
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	1.0	1.0	0.5	(3.0)
Cash Flow Int. Coverage (x)	9.8	81.5	87.6	10.7	8.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	36.1	24.8	3.1	2.1
流動比率 (x)	0.8	3.1	4.5	4.7	4.8
速動比率 (x)	0.7	3.0	4.5	4.7	4.8
淨負債 (NT\$百萬)	50,025	(38,327)	(134,683)	(81,555)	(90,409)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	0.92	(0.91)
每股現金盈餘 (NT\$)	13.19	61.80	60.15	7.65	4.97
每股淨值 (NT\$)	11.26	66.92	98.21	79.39	77.48
調整後每股淨值 (NT\$)	13.43	68.91	98.21	79.39	77.48
每股營收 (NT\$)	56.95	98.40	107.64	39.07	37.44
EBITDA/Share (NT\$)	13.53	65.00	67.86	5.99	3.81
每股現金股利 (NT\$)	-	20.00	20.00	1.00	1.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.78	1.15	0.84	0.29	0.32
應收帳款周轉天數	27.1	24.2	11.1	25.1	26.2
存貨周轉天數	8.4	16.5	-	5.1	5.0
應付帳款周轉天數	47.2	59.1	40.0	46.2	45.2
現金轉換周轉天數	(11.6)	(18.4)	(28.9)	(16.1)	(14.0)

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
營業收入	151,277	333,687	375,900	136,435	130,725
營業成本	(125,192)	(120,556)	(145,730)	(127,600)	(131,000)
營業毛利	26,084	213,131	230,170	8,835	(275)
營業費用	(7,347)	(10,205)	(13,280)	(8,500)	(7,000)
營業利益	18,737	202,926	216,890	335	(7,275)
總營業外收入	651	1,922	5,353	12,591	5,210
利息收入	133	308	4,033	10,000	5,000
投資利益淨額	431	1,524	1,236	510	210
其他營業外收入	86	90	85	2,081	-
總營業外費用	(3,961)	(2,930)	7,569	(2,500)	(2,000)
利息費用	(3,560)	(2,573)	(2,398)	(2,500)	(2,000)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(400)	(357)	9,967	-	-
稅前純益	15,427	201,918	229,813	10,426	(4,065)
所得稅費用[利益]	(3,963)	(36,775)	(52,605)	(7,000)	894
少數股東損益	(210)	(333)	(424)	(200)	-
非常項目	723	458	3,808	-	-
稅後淨利	11,977	165,269	180,592	3,226	(3,171)
EBITDA	35,939	220,437	236,968	20,902	13,292
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	0.92	(0.91)

現金流量

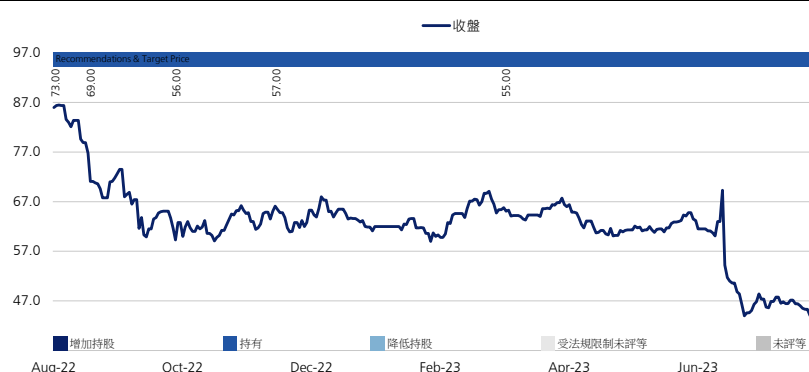
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	35,043	209,575	210,067	26,717	17,346
本期純益	11,977	165,269	180,592	3,226	(3,171)
折舊及攤提	17,202	17,511	20,078	20,567	20,567
本期運用資金變動	3,719	(8,605)	5,655	82,437	140
其他營業資產及負債變動	2,145	35,400	3,742	(79,513)	(190)
投資活動之現金流量	(6,129)	(141,108)	(32,579)	-	-
投資用短期投資出售[新購]	1,317	(133,934)	(24,325)	-	-
本期長期投資變動	2	(1)	(2)	-	-
資本支出淨額	(8,555)	(7,285)	(8,454)	(10,000)	(5,000)
其他資產變動	1,107	112	202	-	-
自由現金流	26,237	167,533	184,455	93,047	9,966
融資活動之現金流量	(21,224)	(34,731)	(86,954)	(69,842)	(3,492)
短期借款變動	(2,549)	(678)	1,036	1,699	-
長期借款變動	(4,341)	(41,351)	(6,273)	(2,570)	-
現金增資	-	29,120	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	(69,842)	(69,842)	(3,492)
其他融資現金流	(14,334)	(21,822)	(11,875)	872	-
匯率影響數	(348)	(805)	1,445	-	-
本期產生現金流量	7,341	32,930	91,979	-	-

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	4.9%	3.1%	3.5%	6.2%	5.4%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	12.4%	60.8%	57.7%	0.2%	(5.6%)
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(0.5)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.2	0.2	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
= 資本周轉率	2.5	8.9	13.8	86.5	(9.3)
營業利益率	12.4%	60.8%	57.7%	0.2%	(5.6%)
x 資本周轉率	2.5	8.9	13.8	86.5	(9.3)
x (1 - 有效現金稅率)	74.3%	81.8%	77.1%	32.9%	78.0%
= 稅後 ROIC	22.9%	442.1%	614.6%	7.0%	40.2%

資料來源：公司資料，凱基

陽明 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-05-15	持有	55.00	61.20
2023-03-20	持有	55.00	65.80
2022-11-30	持有	57.00	66.10
2022-10-13	持有	56.00	59.30
2022-09-02	持有	69.00	71.10
2022-06-29	持有	73.00	85.50

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 未評等 (R)	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。
*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，週後若有變更時，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。