

降低持股・維持

收盤價 November 14 (NT\$)	46.10
12 個月目標價 (NT\$)	43.00
前次目標價 (NT\$)	41.00
調升 (%)	4.9
下跌空間 (%)	6.7

焦點內容

1. 去庫存將延續至 1Q24，運價延續運價區間震盪。
2. 延續營業虧損。
3. 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)	129.4 / 3,998
流通在外股數 (百萬股)：	2,806
外資持有股數 (百萬股)：	1,135
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.89
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	44.25 -87.20

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-6.9	-22.1	-37.8
相對表現 (%)	-10.1	-31.2	-57.1

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)A	0.90F	(0.25)F
2024	(1.21)F	(0.68)F	0.07F	(0.20)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

4Q23 以來，SCFI 美西線、美東線運價指數分別季減 13%、1%。我們預估去庫存將延續至 1Q24，航商持續面臨虧損壓力。

評論及分析

去庫存將延續至 1Q24，運價延續運價區間震盪。我們預估此波主動去庫存將延續至 1Q24，較原先的 4Q23 延後，期間內美國港口進口貨櫃量皆將大致年持平，主要係考量零售商營收預計在 4Q23 減速至年減。3Q23 以來，現貨運價反覆呈現減班>漲價>增班>跌價的區間震盪結構，且區間下緣屢探新低，我們認為此情勢將延續至 4Q23-2Q24。

延續營業虧損。萬海 3Q23 EPS 達 0.90 元，優於我們預估的-0.14 元，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) 認列匯兌利益；(4) 升息環境下，利息收入墊高。我們推算萬海 3Q23 運價季減 5%、運量季增 5%，而單位變動成本自 2Q23 的 US\$629/TEU 季減至 US\$584/TEU。萬海的美國線週度運能投放自 2Q-3Q23 的約 12 萬 TEU 下滑至 10.5 萬 TEU，市佔率自 2.4% 下滑至 2.0%，進一步惡化。我們小幅上修萬海 2023-24 年 EPS 預估至-0.93 元、-2.02 元，主要係反映利息收入上修。

投資建議

我們調整萬海目標價至 43 元，相當於 2024 年預估每股淨值 72 元的 0.6 倍 (自 69 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 32 元的 1.3 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。

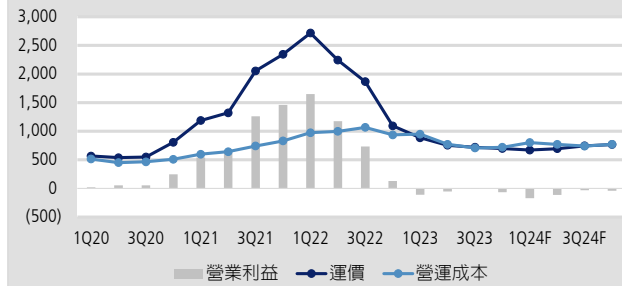
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	81,880	228,005	258,953	97,774	94,860
營業毛利 (NT\$百萬)	17,581	134,653	126,430	(2,726)	(6,640)
營業利益 (NT\$百萬)	12,782	127,673	117,712	(7,226)	(11,640)
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,317	103,343	93,072	(2,611)	(5,682)
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(0.93)	(2.02)
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)	(102.8)	117.6
本益比 (x)	9.0	1.1	1.4	N.A.	N.A.
股價淨值比 (x)	2.3	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	5.4	0.3	0.1	2.4	3.7
淨負債比率 (%)	45.5	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.2	22.8	10.8	2.2	2.2
股東權益報酬率 (%)	28.3	109.8	50.3	(1.2)	(2.7)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

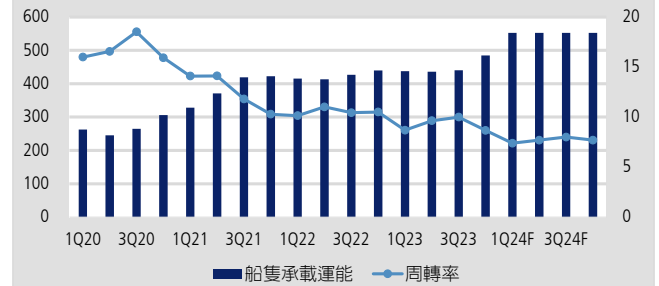
萬海平均單位運價、成本及營業利益, US\$/TEU



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: 3Q23 財報結果 & 4Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	3Q23							4Q23F						
	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	25,048	26,738	(6.3)	2.4	(60.7)	26,738	(6.3)	22,698	24,139	(6.0)	(9.4)	(42.6)	24,139	(6.0)
毛利	394	(263)	-	-	(98.6)	(267)	-	(741)	(1,454)	-	-	-	(1,448)	-
營業利益	(114)	(1,513)	-	-	-	(1,513)	-	(2,197)	(2,668)	-	-	-	(2,668)	-
稅前淨利	3,272	(480)	-	139.1	(88.4)	(480)	-	(858)	(1,889)	-	-	-	(1,889)	-
稅後淨利	2,539	(398)	-	-	(88.6)	(398)	-	(691)	(1,940)	-	-	-	(1,537)	-
每股盈餘 (元)	0.90	(0.14)	-	-	(88.6)	(0.14)	-	(0.25)	(0.69)	-	-	-	(0.69)	-
毛利率 (%)	1.6	(1.0)	2.6 ppts	3.9 ppts	(41.2)ppts	(1.0)	2.6 ppts	(3.3)	(6.0)	2.8 ppts	(4.8)ppts	(17.8)ppts	(6.0)	2.7 ppts
營益率 (%)	(0.5)	(5.7)	5.2 ppts	9.1 ppts	(39.8)ppts	(5.7)	5.2 ppts	(9.7)	(11.1)	1.4 ppts	(9.2)ppts	(20.9)ppts	(11.1)	1.4 ppts
淨利率 (%)	10.1	(1.5)	11.6 ppts	19.7 ppts	(24.9)ppts	(1.5)	11.6 ppts	(3.0)	(8.0)	5.0 ppts	(13.2)ppts	(2.9)ppts	(6.4)	3.3 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	97,774	100,905	(3.1)	(62.2)	100,905	(3.1)	94,860	108,113	(12.3)	(3.0)	108,113	(12.3)
毛利	(2,726)	(4,095)	-	(102.2)	(4,137)	-	(6,640)	(6,888)	-	143.6	(6,919)	-
營業利益	(7,226)	(9,095)	-	(106.1)	(9,095)	-	(11,640)	(11,888)	-	61.1	(11,888)	-
稅前獲利	1,946	(2,836)	-	(98.4)	(2,836)	-	(7,120)	(9,368)	-	(465.8)	(9,368)	-
稅後淨利	(2,611)	(6,393)	-	(102.8)	(6,393)	-	(5,682)	(7,457)	-	117.6	(7,457)	-
每股盈餘 (元)	(0.93)	(2.28)	-	(102.8)	(1.78)	-	(2.02)	(2.66)	-	117.6	(1.11)	-
毛利率 (%)	(2.8)	(4.1)	1.3 ppts	(51.6)ppts	(4.1)	1.3 ppts	(7.0)	(6.4)	(0.6)ppts	(4.2)ppts	(6.4)	(0.6)ppts
營益率 (%)	(7.4)	(9.0)	1.6 ppts	(52.8)ppts	(9.0)	1.6 ppts	(12.3)	(11.0)	(1.3)ppts	(4.9)ppts	(11.0)	(1.3)ppts
淨利率 (%)	(2.7)	(6.3)	3.7 ppts	(38.6)ppts	(6.3)	3.7 ppts	(6.0)	(6.9)	0.9 ppts	(3.3)ppts	(6.9)	0.9 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	97,774	94,860
運量(千TEU)	3,523	3,633	3,853	4,260	4,440	4,510	4,790	4,460	4,150	4,250
船舶承載運能	213	224	228	252	260	270	385	424	450	553
年度周轉次數(次)	16.6	16.2	16.9	16.9	17.1	16.7	12.4	10.5	9.2	7.7
運價(US\$/TEU)	570	490	520	520	533	617	1,709	1,943	760	720
營運成本	55,846	51,591	53,654	61,776	65,721	64,299	93,353	132,523	100,500	101,500
單位成本(US\$/TEU)	498	441	459	481	480	484	700	995	781	770
折舊	4,452	4,139	4,090	4,124	5,283	5,769	13,785	21,300	18,500	18,500
單位折舊(US\$/TEU)	40	35	35	32	39	43	103	160	144	140
變動成本	51,394	47,451	49,564	57,652	60,438	58,530	79,568	111,223	82,000	83,000
單位變動成本(US\$/TEU)	459	405	424	449	441	441	596	835	637	630
營業費用	3,995	3,887	3,974	4,013	4,379	4,800	6,739	8,507	4,500	5,000
單位營業費用(US\$/TEU)	36	33	34	31	32	36	51	64	35	38
營業利益	4,019	1,874	3,142	989	2,851	12,782	127,914	117,923	(7,226)	(11,640)
單位營業利益(US\$/TEU)	36	16	27	8	21	96	959	885	(56)	(88)
營業利益率(%)	13	10	12	7	10	21	59	49	(3)	(7)
營業外損益	1,643	(374)	(23)	788	1,704	1,468	1,281	6,056	9,172	4,520
稅前淨利	5,662	1,500	3,119	1,777	4,555	14,250	129,195	123,979	1,946	(7,120)
所得稅	1,731	350	560	640	967	2,893	25,778	30,850	4,500	(1,495)
稅後淨利	3,943	1,142	2,542	1,118	3,574	11,317	103,343	93,072	(2,611)	(5,682)
單位稅後淨利(US\$/TEU)	35	10	22	9	26	85	774	699	(20)	(43)
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
EPS(元)	1.78	0.51	1.15	0.50	1.61	5.10	42.35	33.17	-0.93	-2.02
淨值	35,733	34,108	33,967	34,584	36,104	43,902	144,275	225,603	217,714	209,226
BVPS(元)	16.1	15.4	15.3	15.6	16.3	19.8	59.1	80.4	77.6	74.6
ROE(%)	11	3	7	3	10	26	72	41	(1)	(3)

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

圖 6: 季度營運情況

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營收	25,558	24,470	25,048	22,698	21,185	22,892	25,520	25,263
運量(千TEU)	950	1,050	1,100	1,050	1,020	1,063	1,105	1,063
船舶承載運能	438	436	440	485	553	553	553	553
年度周轉次數(次)	8.7	9.6	10.0	8.7	7.4	7.7	8.0	7.7
運價(US\$/TEU)	886	754	719	697	670	695	745	767
營運成本	27,361	25,046	24,654	23,439	25,375	25,375	25,375	25,375
單位成本(US\$/TEU)	948	772	708	720	802	770	741	770
單位折舊	179	143	124	134	146	140	135	140
單位變動成本	770	629	584	586	656	630	606	630
單位營業費用	48	35	15	45	40	38	36	38
營業利益	(3,199)	(1,716)	(114)	(2,197)	(5,440)	(3,733)	(1,105)	(1,362)
單位營業利益(US\$/TEU)	(111)	(53)	(3)	(67)	(172)	(113)	(32)	(41)
營業利益率(%)	(13)	(7)	(0)	(10)	(26)	(16)	(4)	(5)
營業外損益	747	3,700	3,386	1,339	1,250	1,100	1,370	800
所得稅	(339)	4,322	726	(209)	(796)	(737)	50	(12)
稅後淨利	(2,118)	(2,340)	2,539	(691)	(3,408)	(1,910)	200	(564)
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
EPS(元)	-0.75	-0.83	0.90	-0.25	-1.21	-0.68	0.07	-0.20
淨值	222,039	209,531	218,405	217,714	214,306	209,590	209,790	209,226
BVPS(元)	79.1	74.7	77.8	77.6	76.4	74.7	74.8	74.6

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

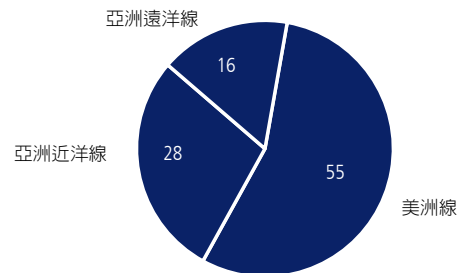
圖 7: 公司概況

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

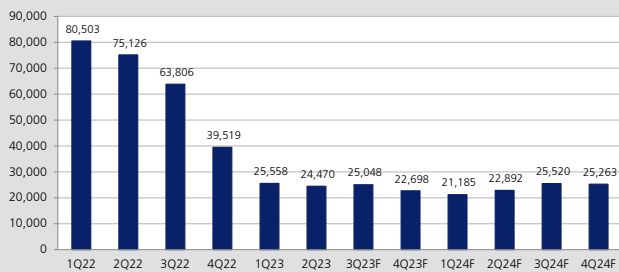
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

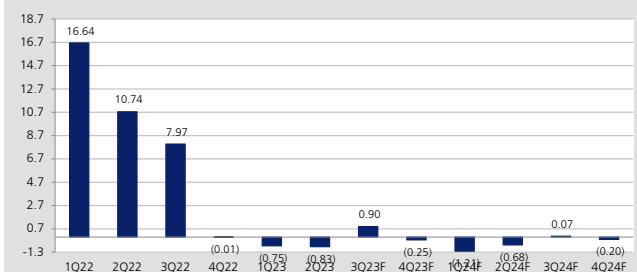
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

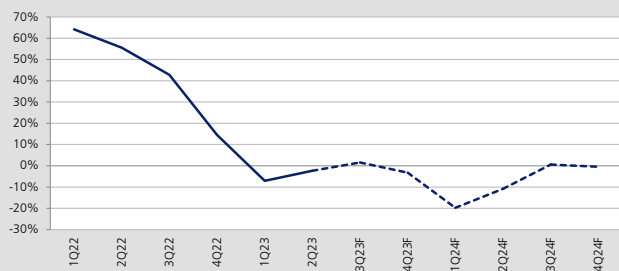
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

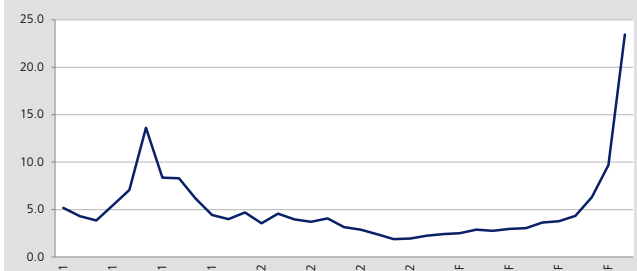
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

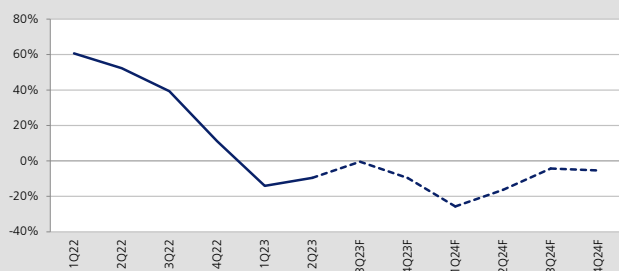
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

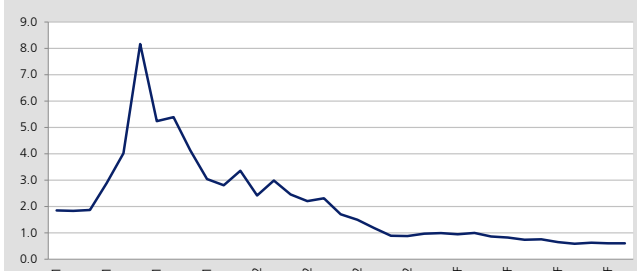
營業利潤率，百分比



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-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	25,558	24,470	25,048	22,698	21,185	22,892	25,520	25,263	258,953	97,774	94,860
營業成本	(27,361)	(25,046)	(24,654)	(23,439)	(25,375)	(25,375)	(25,375)	(25,375)	(132,523)	(100,500)	(101,500)
營業毛利	(1,803)	(575)	394	(741)	(4,190)	(2,483)	145	(112)	126,430	(2,726)	(6,640)
營業費用	(1,799)	(1,756)	(508)	(1,456)	(1,250)	(1,250)	(1,250)	(1,250)	(8,718)	(4,500)	(5,000)
營業利益	(3,602)	(2,332)	(114)	(2,197)	(5,440)	(3,733)	(1,105)	(1,362)	117,712	(7,226)	(11,640)
折舊	(5,160)	(4,649)	(5,250)	(5,940)	(5,250)	(5,250)	(5,250)	(5,250)	(21,300)	(21,000)	(21,000)
攤提	(10)	(6)	(13)	(23)	(13)	(13)	(13)	(13)	(52)	(52)	(52)
EBITDA	1,568	2,324	5,149	3,766	(177)	1,529	4,158	3,901	139,064	13,826	9,412
利息收入	1,287	1,567	1,454	1,493	1,450	1,300	1,250	1,000	2,350	5,800	5,000
投資利益淨額	94	283	249	40	50	50	370	50	723	666	520
其他營業外收入	0	0	2,104	2,402	125	125	125	125	1	4,506	500
總營業外收入	1,381	1,849	3,807	3,935	1,625	1,475	1,745	1,175	3,075	10,972	6,020
利息費用	(556)	(404)	(421)	(419)	(375)	(375)	(375)	(375)	(1,492)	(1,800)	(1,500)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(78)	2,255	-	(2,177)	-	-	-	-	4,473	-	-
總營業外費用	(634)	1,851	(421)	(2,596)	(375)	(375)	(375)	(375)	2,981	(1,800)	(1,500)
稅前純益	(2,855)	1,368	3,272	(858)	(4,190)	(2,633)	265	(562)	123,768	1,946	(7,120)
所得稅費用[利益]	339	(4,322)	(726)	209	796	737	(50)	12	(30,850)	(4,500)	1,495
少數股東損益	(6)	(2)	(7)	(42)	(14)	(14)	(14)	(14)	(57)	(57)	(57)
非常項目稅後純益	(2,522)	(2,956)	2,539	(691)	(3,408)	(1,910)	200	(564)	92,861	(2,611)	(5,682)
非常項目	403	616	-	-	-	-	-	-	211	-	-
稅後淨利	(2,118)	(2,340)	2,539	(691)	(3,408)	(1,910)	200	(564)	93,072	(2,611)	(5,682)
每股盈餘 (NT\$)	(0.75)	(0.83)	0.90	(0.25)	(1.21)	(0.68)	0.07	(0.20)	33.17	(0.93)	(2.02)
獲利率 (%)											
營業毛利率	(7.1)	(2.4)	1.6	(3.3)	(19.8)	(10.8)	0.6	(0.4)	48.8	(2.8)	(7.0)
營業利益率	(14.1)	(9.5)	(0.5)	(9.7)	(25.7)	(16.3)	(4.3)	(5.4)	45.5	(7.4)	(12.3)
EBITDA Margin	6.1	9.5	20.6	16.6	(0.8)	6.7	16.3	15.4	53.7	14.1	9.9
稅前純益率	(11.2)	5.6	13.1	(3.8)	(19.8)	(11.5)	1.0	(2.2)	47.8	2.0	(7.5)
稅後純益率	(8.3)	(9.6)	10.1	(3.0)	(16.1)	(8.3)	0.8	(2.2)	35.9	(2.7)	(6.0)
季成長率 (%)											
營業收入	(35.3)	(4.3)	2.4	(9.4)	(6.7)	8.1	11.5	(1.0)			
營業毛利	(131.5)	(68.1)		(288.1)	465.3	(40.7)		(177.2)			
營業收益增長	(181.3)	(35.3)	(95.1)	1823.1	147.6	(31.4)	(70.4)	23.2			
EBITDA	(84.7)	48.2	121.5	(26.9)	(104.7)		171.8	(6.2)			
稅前純益	(162.8)		139.1	(126.2)	388.4	(37.1)		(312.1)			
稅後純益	5200.7	10.5		(127.2)	393.2	(43.9)		(381.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	(68.3)	(67.4)	(60.7)	(42.6)	(17.1)	(6.5)	1.9	11.3	13.6	(62.2)	(3.0)
營業毛利	(103.5)	(101.4)	(98.6)	(112.9)	132.3	331.6	(63.2)	(84.9)	(6.1)	(102.2)	143.6
營業收益	(107.4)	(105.9)	(100.5)	(149.6)	51.0	60.1	867.4	(38.0)	(7.8)	(106.1)	61.1
EBITDA	(97.1)	(94.8)	(83.3)	(63.3)	(111.3)	(34.2)	(19.2)	3.6	(1.7)	(90.1)	(31.9)
稅前純益	(105.7)	(96.6)	(88.4)	(118.9)	46.7	(292.5)	(91.9)	(34.5)	(4.2)	(98.4)	(465.8)
稅後純益	(105.2)	(107.8)	(88.6)	1628.8	60.9	(18.4)	(92.1)	(18.4)	(9.9)	(102.8)	117.6

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
資產總額	108,598	257,681	365,103	327,761	309,331
流動資產	31,337	132,698	194,889	144,071	131,812
現金及短期投資	20,611	109,327	178,217	143,725	131,607
存貨	1,531	7,836	-	1,132	1,132
應收帳款及票據	3,642	7,430	4,880	4,493	4,493
其他流動資產	5,553	8,106	11,793	(5,280)	(5,420)
非流動資產	77,261	124,983	170,214	183,691	177,519
長期投資	9,438	10,040	10,113	9,979	9,859
固定資產	54,167	82,635	114,914	134,594	128,594
什項資產	13,657	32,309	45,187	39,117	39,065
負債總額	64,425	113,108	139,132	115,977	105,978
流動負債	24,749	48,061	48,366	37,184	37,185
應付帳款及票據	8,387	11,379	12,269	9,698	9,698
短期借款	7,495	8,055	6,492	6,279	6,279
什項負債	8,867	28,627	29,605	21,207	21,208
長期負債	39,676	65,048	90,766	78,793	68,793
長期借款	28,385	35,296	49,758	39,971	29,971
其他負債及準備	8,436	23,428	33,568	38,822	38,822
股東權益總額	44,172	144,572	225,971	211,784	203,353
普通股本	22,183	24,401	28,061	24,401	24,401
保留盈餘	14,942	110,995	163,848	158,431	149,943
少數股東權益	270	297	368	405	462
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	12.2%	178.5%	13.6%	(62.2%)	(3.0%)
營業收益增長	348.3%	898.9%	(7.8%)	(106.1%)	61.1%
EBITDA	127.3%	660.1%	(1.7%)	(90.1%)	(31.9%)
稅後純益	216.7%	813.2%	(9.9%)	(102.8%)	117.6%
每股盈餘成長率	216.7%	730.2%	(21.7%)	(102.8%)	117.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.5%	59.1%	48.8%	(2.8%)	(7.0%)
營業利益率	15.6%	56.0%	45.5%	(7.4%)	(12.3%)
EBITDA Margin	22.7%	62.1%	53.7%	14.1%	9.9%
稅後純益率	13.8%	45.3%	35.9%	(2.7%)	(6.0%)
平均資產報酬率	11.5%	56.4%	29.9%	(0.8%)	(1.8%)
股東權益報酬率	28.3%	109.8%	50.3%	(1.2%)	(2.7%)
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	81.2%	30.0%	24.9%	21.8%	17.8%
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	2.1	(3.7)
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.9	0.9	0.0	10.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	33.3	181.7	90.6	10.5	10.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2.2	15.1	16.9	2.3	2.0
流動比率 (x)	1.3	2.8	4.0	3.9	3.5
速動比率 (x)	1.2	2.6	4.0	3.8	3.5
淨負債 (NT\$百萬)	20,115	(59,650)	(115,502)	(90,293)	(88,175)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(0.93)	(2.02)
每股現金盈餘 (NT\$)	7.92	54.34	48.15	6.71	5.59
每股淨值 (NT\$)	19.79	59.13	80.40	75.33	72.30
調整後每股淨值 (NT\$)	19.79	59.13	80.40	75.33	72.30
每股營收 (NT\$)	36.91	93.44	92.28	34.84	33.80
EBITDA/Share (NT\$)	8.39	57.99	49.56	4.93	3.35
每股現金股利 (NT\$)	1.00	10.50	5.00	1.00	1.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.83	1.24	0.83	0.28	0.30
應收帳款周轉天數	16.3	11.9	6.9	16.8	17.3
存貨周轉天數	8.7	30.6	-	4.1	4.1
應付帳款周轉天數	47.7	44.5	33.8	35.2	35.0
現金轉換周轉天數	(22.7)	(2.0)	(26.9)	(14.3)	(13.6)

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
營業收入	81,880	228,005	258,953	97,774	94,860
營業成本	(64,299)	(93,353)	(132,523)	(100,500)	(101,500)
營業毛利	17,581	134,653	126,430	(2,726)	(6,640)
營業費用	(4,800)	(6,979)	(8,718)	(4,500)	(5,000)
營業利益	12,782	127,673	117,712	(7,226)	(11,640)
總營業外收入	596	600	3,075	10,972	6,020
利息收入	72	82	2,350	5,800	5,000
投資利益淨額	524	516	723	666	520
其他營業外收入	-	1	1	4,506	500
總營業外費用	873	922	2,981	(1,800)	(1,500)
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	-	-
稅前純益	14,250	129,195	123,768	1,946	(7,120)
所得稅費用[利益]	(2,893)	(25,778)	(30,850)	(4,500)	1,495
少數股東損益	(41)	(74)	(57)	(57)	(57)
非常項目	-	0	211	-	-
稅後淨利	11,317	103,343	93,072	(2,611)	(5,682)
EBITDA	18,618	141,515	139,064	13,826	9,412
每股盈餘 (NT\$)	5.10	42.35	33.17	(0.93)	(2.02)

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	17,567	132,607	135,130	18,821	15,687
本期純益	11,317	103,343	93,072	(2,611)	(5,682)
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	16,582	141
其他營業資產及負債變動	1,437	18,192	18,454	(16,203)	176
投資活動之現金流量	(20,645)	(42,187)	(46,400)	(30,000)	(15,000)
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
自由現金流	(2,303)	78,876	76,197	17,064	(3,055)
融資活動之現金流量	3,726	(1,766)	(28,828)	(24,030)	(12,805)
短期借款變動	(20)	(20)	(30)	-	-
長期借款變動	6,937	8,160	10,942	(16,279)	(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)	6,280	1
匯率影響數	(361)	(1,417)	8,848		
本期產生現金流量	286	87,236	68,750	(35,209)	(12,118)

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%	4.6%	5.3%
= 營業利益率	15.6%	56.0%	45.5%	(7.4%)	(12.3%)
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	1.4	1.4
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
= 資本周轉率	1.5	2.9	2.2	0.8	0.8
營業利益率	15.6%	56.0%	45.5%	(7.4%)	(12.3%)
x 資本周轉率	1.5	2.9	2.2	0.8	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	79.7%	80.0%	75.1%	(131.2%)	79.0%
= 稅後 ROIC	19.0%	127.8%	75.8%	7.6%	(7.7%)

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
2023-08-16	降低持股	41.0	47.6
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。