

## 持有・維持

收盤價 November 14 (NT\$)	41.50
12 個月目標價 (NT\$)	47.00
前次目標價 (NT\$)	47.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	13.3

## 焦點內容

1. 去庫存將延續至 1Q24，運價延續運價區間震盪。
2. 陷入營業虧損。
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)	144.9 / 4,478
流通在外股數 (百萬股)：	3,492
外資持有股數 (百萬股)：	430.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	12.26
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	41.30 -69.30

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.8	-31.1	-37.3
相對表現 (%)	-9	-40.2	-56.6

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	17.35A	15.90A	14.25A	4.22A
2023	0.97A	(0.04)A	0.80F	(0.15)F
2024	(0.55)F	(0.19)F	0.68F	0.51F

## 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)

## 陷入營業虧損

### 重要訊息

4Q23 以來，SCFI 美西線、美東線、歐洲線運價指數分別季減 13%、1%、16%。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。

**陷入營業虧損。**陽明 3Q23 EPS 達 0.80 元，與我們預估的 0.26 元大致相同，核心獲利由盈轉虧，主要係反映：(1) 美國線執行較低的新合約價；(2) 運量季節性季增；(3) 認列匯兌利益；(4) 升息環境下，利息收入墊高。我們推算陽明 3Q23 運價季減 6%、運量季增 5%，而單位變動成本自 2Q23 的 US\$716/TEU 季增至 US\$762/TEU。我們小幅上修陽明 2023-24 年 EPS 預估至 1.59 元、-0.05 元，主要係反映利息收入上修。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

我們維持陽明「持有」評等及目標價 47 元，相當於 2024 年預估每股淨值 79 元的 0.6 倍，與以往下降循環谷底的 0.7 倍相當。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。

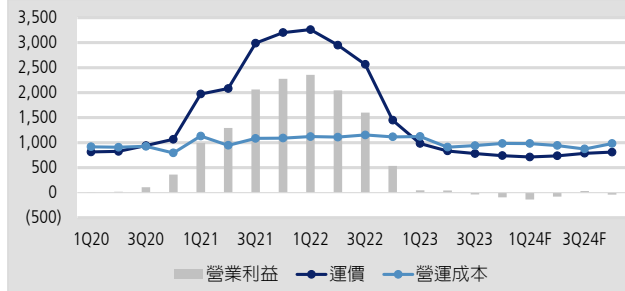
### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	151,277	333,687	375,900	138,132	125,548
營業毛利 (NT\$百萬)	26,084	213,131	230,170	6,532	(452)
營業利益 (NT\$百萬)	18,737	202,926	216,890	(1,468)	(7,452)
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,977	165,269	180,592	5,540	(189)
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	1.59	(0.05)
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	(96.9)	(103.4)
本益比 (x)	9.2	0.9	0.8	26.2	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	3.0	3.4
淨負債比率 (%)	137.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	48.2	48.2	2.4	2.4
股東權益報酬率 (%)	45.9	122.7	62.6	1.8	(0.1)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

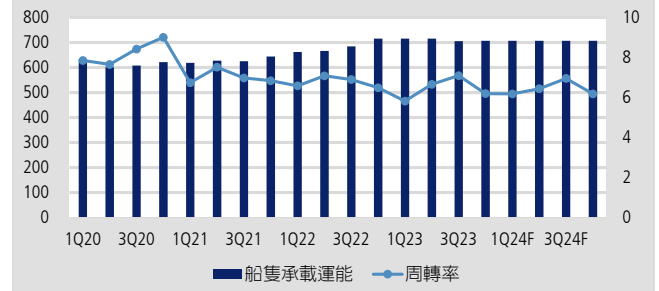
陽明平均單位運價、成本及營業利益，US\$/TEU



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: 3Q23 財報結果 &amp; 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	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識
營收	35,901	34,346	4.5	2.4	(64.0)	35,427	30,231	30,089	0.5	(15.8)	(49.6)	33,074
毛利	611	1,696	(64.0)	(82.8)	(99.0)	2,977	(1,045)	172	-	-	-	1,774
營業利益	(1,357)	(304)	-	-	-	890	(3,153)	(2,403)	-	-	-	(570)
稅前淨利	3,286	1,206	172.4	(44.6)	(94.7)	3,175	(927)	(1,161)	-	-	-	575
稅後淨利	2,806	915	206.7	-	(94.4)	2,483	(538)	(1,201)	-	-	-	420
每股盈餘 (元)	0.80	0.26	206.7	-	(94.4)	0.71	(0.15)	(0.34)	-	-	-	0.11
毛利率 (%)	1.7	4.9	(3.2)ppts	(8.4)ppts	(58.7)ppts	8.4	(3.5)	0.6	(4.0)ppts	(5.2)ppts	(40.4)ppts	5.4
營益率 (%)	(3.8)	(0.9)	(2.9)ppts	(7.6)ppts	(61.6)ppts	2.5	(10.4)	(8.0)	(2.4)ppts	(6.6)ppts	(41.4)ppts	(1.7)
淨利率 (%)	7.8	2.7	5.2 ppts	8.2 ppts	(42.0)ppts	7.0	(1.8)	(4.0)	2.2 ppts	(9.6)ppts	(26.4)ppts	1.3

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	138,132	136,435	1.2	(63.3)	140,501	(1.7)	125,548	130,725	(4.0)	(9.1)	134,792	(6.9)
毛利	6,532	8,835	(26.1)	(97.2)	11,780	(44.5)	(452)	(275)	-	(106.9)	10,170	-
營業利益	(1,468)	335	-	(100.7)	3,353	-	(7,452)	(7,275)	-	407.7	(103)	-
稅前獲利	12,740	10,426	22.2	(94.5)	14,108	(9.7)	(242)	(4,065)	-	(101.9)	6,081	-
稅後淨利	5,540	3,226	71.7	(96.9)	6,151	(9.9)	(189)	(3,171)	-	(103.4)	3,974	-
每股盈餘 (元)	1.59	0.92	71.7	(96.9)	1.77	(9.9)	(0.05)	(0.91)	-	(103.4)	1.14	-
毛利率 (%)	4.7	6.5	(1.7)ppts	(56.5)ppts	8.4	(3.7)ppts	(0.4)	(0.2)	(0.1)ppts	(5.1)ppts	7.5	(7.9)ppts
營益率 (%)	(1.1)	0.2	(1.3)ppts	(58.8)ppts	2.4	(3.4)ppts	(5.9)	(5.6)	(0.4)ppts	(4.9)ppts	(0.1)	(5.9)ppts
淨利率 (%)	4.0	2.4	1.6 ppts	(44.0)ppts	4.4	(0.4)ppts	(0.2)	(2.4)	2.3 ppts	(4.2)ppts	2.9	(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	138,132	125,548
貨運收入	115,201	103,659	117,143	123,778	128,710	136,459	314,054	347,690	117,832	107,548
運量(千TEU)	4,018	4,332	4,722	5,232	5,435	5,070	4,410	4,610	4,575	4,550
船舶承載運能	491	551	580	626	647	616	629	682	711	711
年度周轉次數(次)	8.2	7.9	8.1	8.4	8.4	8.2	7.0	6.8	6.4	6.4
運價(US\$/TEU)	901	743	818	785	768	915	2,556	2,524	831	762
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	139,600	133,000
單位成本(US\$/TEU)	1,049	932	910	935	896	883	1,061	1,127	984	943
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	145	149
變動成本	122,021	118,038	118,170	135,319	126,288	108,043	103,102	125,719	111,000	105,000
單位變動成本(US\$/TEU)	955	846	826	858	753	724	839	913	783	744
營業費用	5,669	5,658	5,720	5,709	7,089	6,624	9,747	9,472	8,000	7,000
單位營業費用(US\$/TEU)	44	41	40	36	42	44	79	69	56	50
營業利益	(791)	(9,064)	6,495	42	6,075	26,084	213,131	230,170	6,532	(452)
單位營業利益(US\$/TEU)	(51)	(105)	5	(36)	(6)	130	1,656	1,602	(10)	(53)
營業利益率(%)	(1)	(8)	5	0	4	17	64	61	5	(0)
營業外損益	(1,482)	(974)	(140)	(1,414)	(2,573)	(3,310)	(1,008)	12,923	14,208	7,210
稅前淨利	(7,943)	(15,696)	635	(7,080)	(3,588)	16,150	202,377	233,621	12,740	(242)
所得稅	(154)	(806)	143	(774)	410	3,963	36,775	52,605	7,000	(53)
稅後淨利	(7,722)	(14,912)	321	(6,591)	(4,310)	11,977	165,269	180,592	5,540	(189)
單位稅後淨利(US\$/TEU)	(60)	(107)	2	(42)	(26)	80	1,345	1,311	39	(1)
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	1.59	-0.05
淨值	31,039	15,809	26,034	19,828	16,464	35,678	233,691	342,960	281,737	278,056
BVPS(元)	9.0	9.8	13.9	7.6	6.3	13.4	68.9	98.2	80.7	79.6
ROE(%)	(25)	(94)	1	(33)	(26)	34	71	53	2	(0)

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	36,953	35,046	35,901	30,231	28,619	30,505	34,490	31,934
貨運收入	31,042	30,692	30,966	25,132	24,119	26,005	29,990	27,434
運量(千TEU)	1,040	1,190	1,250	1,095	1,092	1,138	1,229	1,092
船舶承載運能	715	715	705	707	707	707	707	707
年度周轉次數(次)	5.8	6.7	7.1	6.2	6.2	6.4	7.0	6.2
運價(US\$/TEU)	983	835	782	740	712	737	787	810
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	37,258	33,384	33,250	33,250	33,250	33,250
單位成本(US\$/TEU)	1,124	911	941	983	982	943	873	982
單位折舊	163	140	129	152	155	149	138	155
單位變動成本	899	716	762	769	775	744	689	775
單位營業費用	62	54	50	62	52	50	46	52
營業利益	1,470	1,572	(1,357)	(3,153)	(4,631)	(2,745)	1,240	(1,316)
單位營業利益(US\$/TEU)	47	43	(34)	(93)	(137)	(78)	33	(39)
營業利益率(%)	4	4	(4)	(10)	(16)	(9)	4	(4)
營業外損益	2,756	4,583	4,643	2,226	2,160	1,890	1,810	1,350
所得稅	764	6,168	406	(338)	(544)	(188)	671	7
稅後淨利	3,401	(130)	2,806	(538)	(1,927)	(667)	2,379	26
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	0.80	-0.15	-0.55	-0.19	0.68	0.01
淨值	345,796	277,282	282,275	281,737	279,810	275,651	278,030	278,056
BVPS(元)	99.0	79.4	80.8	80.7	80.1	78.9	79.6	79.6

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

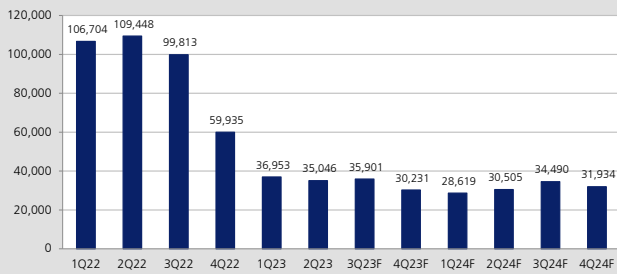
**圖 7: 公司概況**

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**

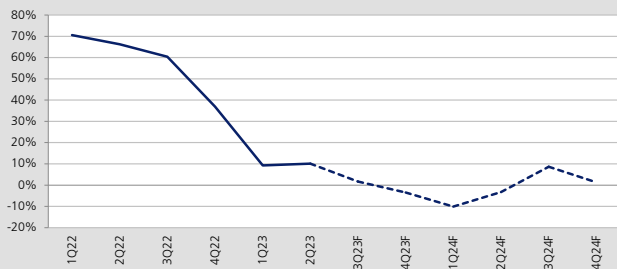
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 11: 毛利率**

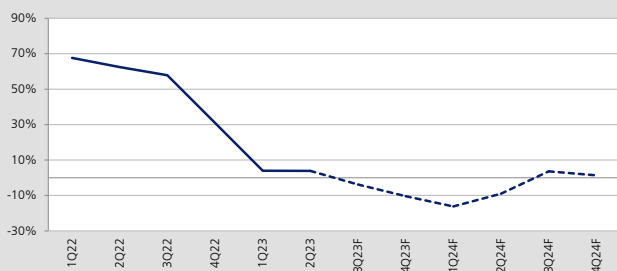
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 13: 營業利潤率**

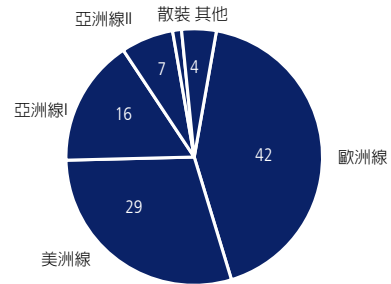
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 8: 美洲線及歐洲線佔營收大宗**

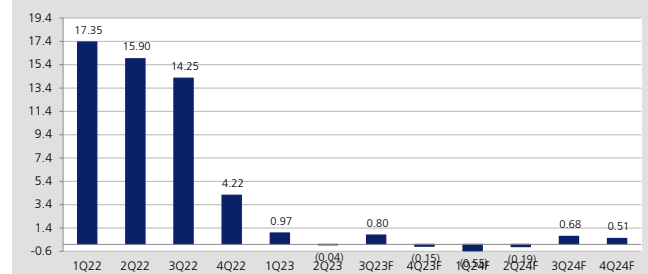
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 10: 每股盈利**

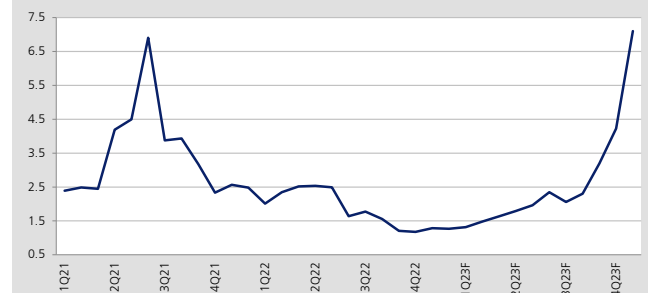
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 12: 本益比**

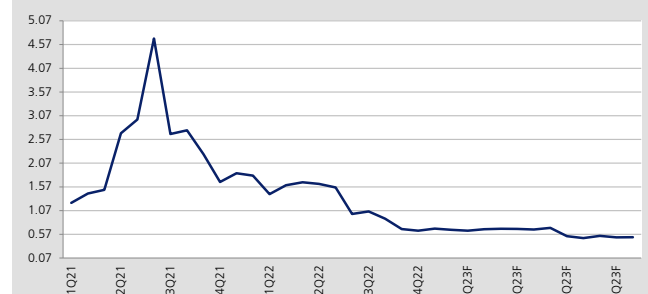
本益比，倍



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	35,901	30,231	28,619	30,505	34,490	31,934	375,900	138,132	125,548
營業成本	(33,537)	(31,496)	(35,290)	(31,277)	(31,500)	(31,500)	(31,500)	(31,500)	(145,730)	(131,600)	(126,000)
營業毛利	3,417	3,550	611	(1,045)	(2,881)	(995)	2,990	434	230,170	6,532	(452)
營業費用	(1,965)	(2,201)	(1,967)	(2,107)	(1,750)	(1,750)	(1,750)	-	(13,280)	(8,000)	(7,000)
營業利益	1,452	1,349	(1,357)	(3,153)	(4,631)	(2,745)	1,240	434	216,890	(1,468)	(7,452)
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	3,785	1,916	511	2,397	6,382	5,575	236,968	19,099	13,115
利息收入	3,137	3,120	2,949	2,794	2,610	2,340	2,250	1,800	4,033	12,000	9,000
投資利益淨額	91	152	318	(50)	50	50	60	50	1,236	510	210
其他營業外收入	21	23	2,060	2,094	-	-	-	-	85	4,198	-
總營業外收入	3,248	3,294	5,327	4,838	2,660	2,390	2,310	1,850	5,353	16,708	9,210
利息費用	(630)	(613)	(684)	(573)	(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	(684)	(2,612)	(500)	(500)	(500)	(500)	7,569	(2,500)	(2,000)
稅前純益	4,208	5,932	3,286	(927)	(2,471)	(855)	3,050	1,784	229,813	12,740	(242)
所得稅費用[利益]	(764)	(6,168)	(406)	338	544	188	(671)	(7)	(52,605)	(7,000)	53
少數股東損益	(60)	(117)	(74)	51	-	-	-	-	(424)	(200)	-
非常項目稅後純益	3,384	(353)	2,806	(538)	(1,927)	(667)	2,379	1,776	176,784	5,540	(189)
非常項目	18	223	-	-	-	-	-	-	3,808	-	-
稅後淨利	3,401	(130)	2,806	(538)	(1,927)	(667)	2,379	1,776	180,592	5,540	(189)
每股盈餘 (NT\$)	0.97	(0.04)	0.80	(0.15)	(0.55)	(0.19)	0.68	0.51	51.71	1.59	(0.05)
獲利率 (%)											
營業毛利率	9.2	10.1	1.7	(3.5)	(10.1)	(3.3)	8.7	1.4	61.2	4.7	(0.4)
營業利益率	3.9	3.8	(3.8)	(10.4)	(16.2)	(9.0)	3.6	1.4	57.7	(1.1)	(5.9)
EBITDA Margin	17.9	18.6	10.5	6.3	1.8	7.9	18.5	17.5	63.0	13.8	10.4
稅前純益率	11.4	16.9	9.2	(3.1)	(8.6)	(2.8)	8.8	5.6	61.1	9.2	(0.2)
稅後純益率	9.2	(0.4)	7.8	(1.8)	(6.7)	(2.2)	6.9	5.6	48.0	4.0	(0.2)
季成長率 (%)											
營業收入	(38.3)	(5.2)	2.4	(15.8)	(5.3)	6.6	13.1	(7.4)			
營業毛利	(84.6)	3.9	(82.8)	(271.2)	175.6	(65.5)		(85.5)			
營業收益增長	(92.2)	(7.1)	(200.6)	132.4	46.9	(40.7)		(65.0)			
EBITDA	(72.2)	(1.4)	(42.0)	(49.4)	(73.3)	369.4	166.2	(12.6)			
稅前純益	(76.7)	41.0	(44.6)	(128.2)	166.7	(65.4)		(41.5)			
稅後純益	(76.9)	(103.8)		(119.2)	258.4	(65.4)		(25.3)			
年成長率 (%)											
營業收入	(65.4)	(68.0)	(64.0)	(49.6)	(22.6)	(13.0)	(3.9)	5.6	12.7	(63.3)	(9.1)
營業毛利	(95.5)	(95.1)	(99.0)	(104.7)	(184.3)	(128.0)	389.6		8.0	(97.2)	(106.9)
營業收益	(98.0)	(98.0)	(102.3)	(117.0)	(419.0)	(303.4)			6.9	(100.7)	407.7
EBITDA	(91.4)	(91.1)	(94.0)	(92.0)	(92.3)	(63.3)	68.6	191.0	7.5	(91.9)	(31.3)
稅前純益	(94.5)	(91.9)	(94.7)	(105.1)	(158.7)	(114.4)	(7.2)		13.8	(94.5)	(101.9)
稅後純益	(94.4)	(100.2)	(94.4)	(103.6)	(156.7)	411.4	(15.2)		9.3	(96.9)	(103.4)

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>194,976</b>	<b>384,416</b>	<b>508,149</b>	<b>419,731</b>	<b>416,050</b>
<b>流動資產</b>	<b>46,261</b>	<b>226,557</b>	<b>338,579</b>	<b>269,871</b>	<b>281,567</b>
現金及短期投資	28,453	193,593	317,926	284,101	295,937
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)
<b>非流動資產</b>	<b>148,715</b>	<b>157,859</b>	<b>169,570</b>	<b>149,860</b>	<b>134,483</b>
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
<b>負債總額</b>	<b>158,641</b>	<b>150,093</b>	<b>164,363</b>	<b>139,401</b>	<b>139,401</b>
<b>流動負債</b>	<b>59,749</b>	<b>73,237</b>	<b>75,930</b>	<b>57,147</b>	<b>57,147</b>
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
<b>長期負債</b>	<b>98,892</b>	<b>76,856</b>	<b>88,433</b>	<b>82,254</b>	<b>82,254</b>
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
<b>股東權益總額</b>	<b>36,335</b>	<b>234,323</b>	<b>343,786</b>	<b>280,330</b>	<b>276,650</b>
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	261,505	257,824
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
<b>年成長率</b>					
營業收入	1.4%	120.6%	12.7%	(63.3%)	(9.1%)
營業收益增長		983.0%	6.9%	(100.7%)	407.7%
EBITDA	113.9%	513.4%	7.5%	(91.9%)	(31.3%)
稅後純益		1279.9%	9.3%	(96.9%)	(103.4%)
每股盈餘成長率		980.8%	6.1%	(96.9%)	(103.4%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	17.2%	63.9%	61.2%	4.7%	(0.4%)
營業利益率	12.4%	60.8%	57.7%	(1.1%)	(5.9%)
EBITDA Margin	23.8%	66.1%	63.0%	13.8%	10.4%
稅後純益率	7.9%	49.5%	48.0%	4.0%	(0.2%)
平均資產報酬率	6.2%	57.0%	40.5%	1.2%	(0.0%)
股東權益報酬率	45.9%	122.7%	62.6%	1.8%	(0.1%)
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	205.2%	8.2%	4.3%	5.3%	5.3%
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	6.1	0.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	1.0	1.0	0.5	(0.4)
Cash Flow Int. Coverage (x)	9.8	81.5	87.6	11.6	10.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	36.1	24.8	3.4	2.5
流動比率 (x)	0.8	3.1	4.5	4.7	4.9
速動比率 (x)	0.7	3.0	4.5	4.7	4.9
淨負債 (NT\$百萬)	50,025	(38,327)	(134,683)	(83,869)	(95,705)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	1.59	(0.05)
每股現金盈餘 (NT\$)	13.19	61.80	60.15	8.31	5.82
每股淨值 (NT\$)	11.26	66.92	98.21	80.05	79.00
調整後每股淨值 (NT\$)	13.43	68.91	98.21	80.05	79.00
每股營收 (NT\$)	56.95	98.40	107.64	39.56	35.95
EBITDA/Share (NT\$)	13.53	65.00	67.86	5.47	3.76
每股現金股利 (NT\$)	-	20.00	20.00	1.00	1.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.78	1.15	0.84	0.30	0.30
應收帳款周轉天數	27.1	24.2	11.1	24.8	27.3
存貨周轉天數	8.4	16.5	-	4.9	5.2
應付帳款周轉天數	47.2	59.1	40.0	44.8	46.9
現金轉換周轉天數	(11.6)	(18.4)	(28.9)	(15.1)	(14.5)

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>151,277</b>	<b>333,687</b>	<b>375,900</b>	<b>138,132</b>	<b>125,548</b>
營業成本	(125,192)	(120,556)	(145,730)	(131,600)	(126,000)
<b>營業毛利</b>	<b>26,084</b>	<b>213,131</b>	<b>230,170</b>	<b>6,532</b>	<b>(452)</b>
營業費用	(7,347)	(10,205)	(13,280)	(8,000)	(7,000)
<b>營業利益</b>	<b>18,737</b>	<b>202,926</b>	<b>216,890</b>	<b>(1,468)</b>	<b>(7,452)</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>651</b>	<b>1,922</b>	<b>5,353</b>	<b>16,708</b>	<b>9,210</b>
利息收入	133	308	4,033	12,000	9,000
投資利益淨額	431	1,524	1,236	510	210
其他營業外收入	86	90	85	4,198	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(3,961)</b>	<b>(2,930)</b>	<b>7,569</b>	<b>(2,500)</b>	<b>(2,000)</b>
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	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>15,427</b>	<b>201,918</b>	<b>229,813</b>	<b>12,740</b>	<b>(242)</b>
所得稅費用[利益]	(3,963)	(36,775)	(52,605)	(7,000)	53
<b>少數股東損益</b>	<b>(210)</b>	<b>(333)</b>	<b>(424)</b>	<b>(200)</b>	<b>-</b>
非常項目	723	458	3,808	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>11,977</b>	<b>165,269</b>	<b>180,592</b>	<b>5,540</b>	<b>(189)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>35,939</b>	<b>220,437</b>	<b>236,968</b>	<b>19,099</b>	<b>13,115</b>
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	1.59	(0.05)

## 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>35,043</b>	<b>209,575</b>	<b>210,067</b>	<b>29,031</b>	<b>20,328</b>
本期純益	11,977	165,269	180,592	5,540	(189)
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)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(6,129)</b>	<b>(141,108)</b>	<b>(32,579)</b>	-	-
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	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>26,237</b>	<b>167,533</b>	<b>184,455</b>	<b>92,275</b>	<b>9,827</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(21,224)</b>	<b>(34,731)</b>	<b>(86,954)</b>	<b>(69,842)</b>	<b>(3,492)</b>
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	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(348)</b>	<b>(805)</b>	<b>1,445</b>	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,341</b>	<b>32,930</b>	<b>91,979</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	4.9%	3.1%	3.5%	5.8%	5.6%
<b>= 營業利益率</b>	<b>12.4%</b>	<b>60.8%</b>	<b>57.7%</b>	<b>(1.1%)</b>	<b>(5.9%)</b>
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	0.5
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
<b>= 資本周轉率</b>	<b>2.5</b>	<b>8.9</b>	<b>13.8</b>	<b>87.5</b>	<b>(8.9)</b>
營業利益率	12.4%	60.8%	57.7%	(1.1%)	(5.9%)
x 資本周轉率	2.5	8.9	13.8	87.5	(8.9)
x (1 - 有效現金稅率)	74.3%	81.8%	77.1%	45.1%	78.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>22.9%</b>	<b>442.1%</b>	<b>614.6%</b>	<b>(41.9%)</b>	<b>41.1%</b>

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
2023-08-16	持有	47.00	42.05
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	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。