

研究員：薛雅月 [rita.hsueh@capital.com.tw](mailto:rita.hsueh@capital.com.tw)

前日收盤價 60.60 元

目標價

3 個月 77 元

12 個月 77 元

## 陽明(2609 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

05/10/2024	Buy	55.10
03/26/2024	Neutral	45.60
12/21/2023	到價	
12/18/2023	Buy	44.25
12/05/2023	Neutral	45.15

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,921
市值(億元)	2,116
目前每股淨值(元)	79.32
外資持股比(%)	17.06
投信持股比(%)	1.24
董監持股比(%)	32.23
融資餘額(張)	82,202
現金股息配發率(%)	145.99

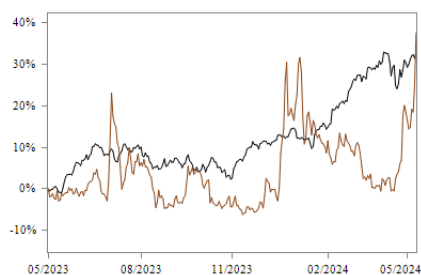
### 產品組合



營業收入:100.00%

### 股價相對大盤走勢

— 2609 — TWSE



運價走勢優於預期，評價偏低，投資建議調升至 Buy。

**投資建議：**1Q24 獲利優於預期加上遠洋線運價再度調漲，上調 2024 年獲利預估值，投資建議維持 Buy，目標價上調至 77 元。

**航商減艙導致短期艙位供需吃緊，近期運價大幅調漲：**SCFI 指數連續第五周反彈，近兩周累積漲幅達三成，主要原因在於航商為因應中國五一長假的需求空窗期，主動減艙導致短期供需出現吃緊狀況，五一長假後需求略有回溫，然艙位無法即時返回，市場仍處於缺艙狀態，進而推升運價持續調漲，預期 05/2024 運價有望維持在高檔水準。展望後市，紅海危機事件的持續性以及貨櫃市場新船大量下水仍是運價走勢的最大變數；2024 年貨櫃市場運力增速逾 9%，然紅海事件導致航商繞道而行有望去化部分過剩運力，倘若航商繞道好望角成為常態，則市場供需結構有望接近平衡，航商的獲利及評價將可望獲得提升。

**上調 2024 年稅後 EPS 至 6.42 元：**陽明 2023 年稅後獲利 47.74 億元，YoY-97.36%，稅後 EPS 1.37 元，1Q23 為 2023 年季獲利高峰。截至 1Q24 為止，公司船隊規模達 94 艘，其中自有船舶為 56 艘，租入船舶為 38 艘，總運能為 70.7 萬 TEU，2024 年沒有新船下水規劃。儘管 1Q24 為傳統需求淡季，運量難見增長，然紅海事件危機未除，航程繞道支撐遠洋線運價維持在損平點之上，推升營收呈現季增，另業外認列利息收入及匯兌收益之下，陽明 1Q24 稅後獲利 93.79 億元，單季營運由虧轉盈，稅後 EPS 2.69 元。2Q24 運價先漲後跌，運價平均水準將較 1Q24 略高，燃油成本墊高之下，預估陽明稅後獲利 66.78 億元，稅後 EPS 1.91 元。展望 2024 年，受惠於紅海危機加快市場去化過剩運力，貨櫃市場結構將由供過於求趨於供給平衡，航商的獲利預期有望獲得提升，預估陽明 2024 年稅後獲利 224.13 億元，YoY+369.47%，稅後 EPS 6.42 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	140,624	169,070	141,463	36,953	35,046	35,901	32,723	43,801	43,979	44,135	37,154	35,135
營業毛利淨額	6,241	29,923	7,855	3,417	3,550	611	-1,337	10,101	9,007	8,700	2,115	2,286
營業利益	-1,666	20,622	74	1,470	1,572	-1,357	-3,351	7,889	6,544	6,229	-40	353
稅後純益	4,774	22,413	1,817	3,401	-130	2,806	-1,303	9,379	6,678	5,849	507	843
稅後 EPS(元)	1.37	6.42	0.52	0.97	-0.04	0.80	-0.37	2.69	1.91	1.67	0.15	0.24
毛利率(%)	4.44%	17.70%	5.55%	9.25%	10.13%	1.70%	-4.09%	23.06%	20.48%	19.71%	5.69%	6.51%
營業利益率(%)	-1.18%	12.20%	0.05%	3.98%	4.49%	-3.78%	-10.24%	18.01%	14.88%	14.11%	-0.11%	1.01%
稅後純益率(%)	3.39%	13.26%	1.28%	9.20%	-0.37%	7.82%	-3.98%	21.41%	15.18%	13.25%	1.36%	2.40%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-62.59%	20.23%	-16.33%	-38.34%	-5.16%	2.44%	-8.85%	33.86%	0.41%	0.35%	-15.82%	-5.44%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-97.36%	369.47%	-91.89%	-76.91%	N.A	N.A	N.A	N.A	-28.80%	-12.41%	-91.34%	66.37%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 349.21 億元計算。

## 公司 ESG 政策：

### (一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略

永續經營責任小組轄下之公司治理及誠信經營小組負責 TCFD 之推動與深化，並由環境永續小組持續評估風險減緩之因應做法。透過分享氣候變遷議題勢及介紹氣候相關風險與機會的評估方法，提升同仁對全球風險趨勢與氣候變遷的認知，並據以辨認各部門營運流程中，在不同氣候變遷情境設定下所衍生的風險與機會。

### (二)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

董事會審議本公司氣候變遷有關的風險與機會，並將其納入年度預算、業務計畫、重大資本支出之議案討論內，透過相關資本支出，減緩及調適氣候相關風險對企業營運的衝擊、並把握氣候相關機會可能帶來的營運利益，致力提供具備氣候適應性的服務，以增加企業附加價值。訂造新型環保節能船舶取代老舊耗能船舶：採用低碳燃料的新型船舶，降低公司船隊整體燃料消耗及碳排放量，2022 年 4 月董事會通過陽明海運董事會通過 LNG 動力雙燃料貨櫃船布建計畫。

### (三)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果

2022 年導入 ISO14064-1 並通過第三方(DNV)驗證，本公司體認提供航運服務過程中，因消耗能資源、產生溫室氣體排放，將致環境負荷增加，再面對目前國際溫室氣體減量趨勢，除遵照國際環保公約外，為扮演環境保護之積極角色，以「溫室氣體盤查管理」掌握自身排放情形為基礎，並透過持續推動高效率能資源使用與節約能源等減量工作，期降低溫室氣體排放，達到符合國內外法令要求，與友善環境之永續發展目標。深知航運業在全球節能減碳扮演重要角色，本公司積極推動環境永續並從自身做起，本公司辦公室及船隊已於 2004 年取得 ISO 14001 環境管理系統認證，並持續維持有效性。船舶管理上面要求新造船舶能源消耗表現、現成船設備加改裝以達到提升能源消耗效率，並定期舉行燃油耗量檢討會議，若發現船舶油耗異常，立即進行原因調查及改善。並透過氣象導航系統資訊，計算最適建議航路，達到節省能源耗用並提升航運安全之效果，近三年燃油耗量持續減少，營運船舶二氧化碳排放強度(2021 年)較基準年(2008 年)減少 57.38%。

### (四)提升能源使用效率

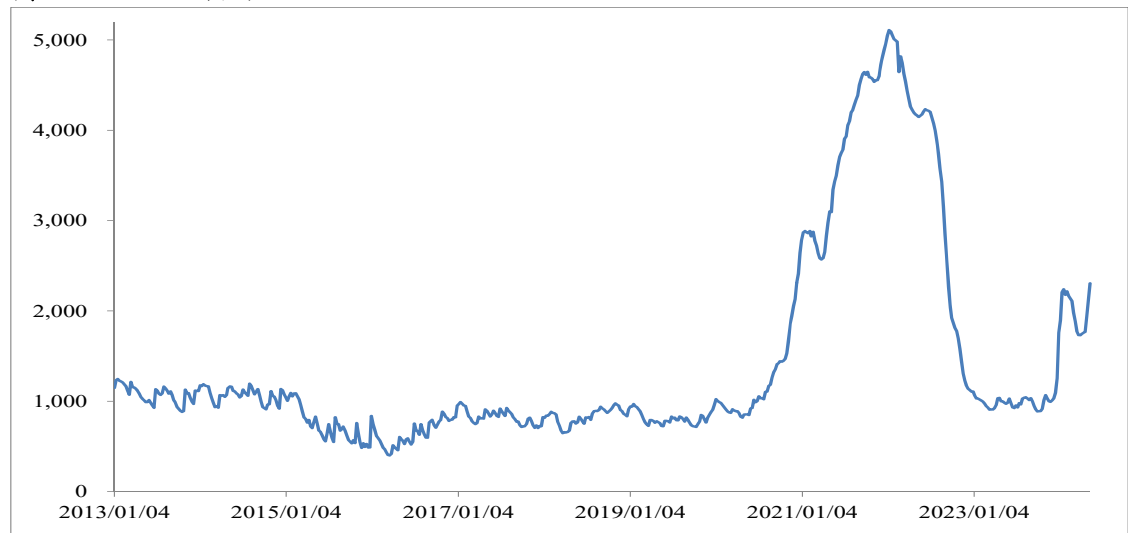
船舶管理上面要求新造船舶能源消耗表現、現成船設備加改裝以達到提升能源消耗效率，並定期舉行燃油耗量檢討會議，若發現船舶油耗異常，立即進行原因調查及改善。並透過氣象導航系統資訊，計算最適建議航路，達到節省能源耗用並提升航運安全之效果。本公司為及早因應「現成船能源效率指數(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI)」以及「碳強度指標(Carbon Intensity Indicator, CII)」等兩項新規定，已開始著手進行準備。透過計算「現成船能源效率指數(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI)」以及「碳強度指標(Carbon Intensity Indicator, CII)」，將表現不佳的船舶制訂對應改正計畫，並納入船舶能效管理計畫。

## 航商減艙導致短期艙位吃緊，近期運價大幅調漲：

SCFI 指數連續第五周反彈，近兩周累積漲幅達三成，主要原因在於航商為因應中國五一長假的需求空窗期，、主動減艙導致短期供需出現吃緊狀況，五一長假後需求略有回溫，然艙位無法即時返回，市場仍處於缺艙狀態，進而推升運價持續調漲，預期 05/2024 運價有望維持在高檔水準。。

展望後市，紅海危機事件的持續性以及貨櫃市場新船大量下水仍是運價走勢的最大變數；2024 年貨櫃市場運力增速逾 9%，然紅海事件導致航商繞道而行有望去化部分過剩運力，倘若航商繞道好望角成為常態，則市場供需結構有望接近平衡，航商的獲利及評價將可望獲得提升。

圖一、SCFI 指數



資料來源：群益投顧彙整

## 2024 年無新船下水規劃：

截至 1Q24 為止，公司船隊規模達 94 艘，其中自有船舶為 56 艘，租入船舶為 38 艘，總運能為 70.7 萬 TEU，2024 年沒有新船下水規劃。

營收比重方面，2023 年美國線比重約 35%、歐洲線比重約 35%、亞洲遠洋線比重約 18%、亞洲近洋線比重約 12%。

## 陽明 2023 年稅後 EPS 1.37 元，1Q23 為季獲利高峰：

陽明 2022 年稅後獲利 1805.92 億元，YoY+9.27%，稅後 EPS 51.71 元。

1Q23 為傳統需求淡季，運價難有表現空間，加上運量減少之下，航商營運壓力進一步加大，陽明 1Q23 毛利率由 4Q22 的 36.91% 下滑至 9.25%，在業外利息收入貢獻下，陽明單季稅後獲利 34.01 億元，稅後 EPS 0.97 元。

2Q23 以來遠洋線運價持續於損平邊緣震盪，即便 05/2023 開始進入傳統需求旺季，然運價仍欲振乏力；由於運價反應至營收具有遞延效應，儘管 2Q23 陽明運量 QoQ+13%，然運價下跌導致單季營收 QoQ-5.16%。獲利方面，2Q23 燃油價格較 1Q23 為低，故毛利率較 1Q23 小幅提升，然因認列未分配盈餘所得稅，陽明 2Q23 稅後虧損 1.3 億元，稅後 EPS-0.04 元。

2024 年 5 月 13 日

3Q23 為傳統需求旺季，然因需求復甦力道仍緩慢，供需結構的惡化抑制了旺季價量的回升幅度，本業營運由盈轉虧；惟在業外挹注以及所得稅費用大幅減少之下，陽明單季稅後獲利 28.06 億元，稅後 EPS 0.8 元。

4Q23 進入傳統需求淡季，價量俱跌導致營收呈現季減，在燃油價格上漲壓力之下，本業虧損持續擴大，另業外仍有利息收入之下，陽明單季稅後虧損 11.19 億元，稅後 EPS-0.37 元。

綜上所述，陽明 2023 年稅後獲利 47.74 億元，YoY-97.36%，稅後 EPS 1.37 元，1Q23 為 2023 年季獲利高峰。

### 預估 2024 年稅後 EPS 6.42 元：

儘管 1Q24 為傳統需求淡季，運量難見增長，然紅海事件危機未除，航程繞道支撐遠洋線運價維持在損平點之上，推升營收呈現季增，另業外認列利息收入及匯兌收益之下，陽明 1Q24 稅後獲利 93.79 億元，單季營運由虧轉盈，稅後 EPS 2.69 元。

2Q24 運價先漲後跌，運價平均水準將較 1Q24 略高，燃油成本墊高之下，預估陽明稅後獲利 66.78 億元，稅後 EPS 1.91 元。

展望 2024 年，受惠於紅海危機加快市場去化過剩運力，貨櫃市場結構將由供過於求趨於供給平衡，航商的獲利預期有望獲得提升，預估陽明 2024 年稅後獲利 224.13 億元，YoY+369.47%，稅後 EPS 6.42 元。

### 投資建議：

投資建議方面，1Q24 獲利優於預期加上遠洋線運價再度調漲，上調 2024 年獲利預估值，投資建議維持 Buy，目標價上調至 77 元。

### Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 5 月 13 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	384,416	508,149	392,611	425,447	426,935
流動資產	226,557	338,579	218,701	318,029	143,515
現金及約當現金	57,449	149,428	69,922	125,178	52,167
應收帳款與票據	22,060	10,642	6,376	8,910	3,880
存貨	3,409	4,504	4,535	1,565	4,292
採權益法之投資	11,082	8,743	8,797	2,328	19,450
不動產、廠房設備	73,895	75,778	83,482	83,482	83,482
<b>負債總計</b>	150,093	164,363	114,909	132,035	138,465
流動負債	73,237	75,930	52,647	83,692	36,611
應付帳款及票據	19,518	15,954	14,812	17,211	13,537
非流動負債	76,856	88,433	62,262	45,945	103,129
<b>權益總計</b>	234,323	343,786	277,701	293,412	288,470
普通股股本	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
保留盈餘	169,071	280,077	214,990	230,700	225,758
母公司業主權益	233,691	342,960	276,978	292,406	287,239
<b>負債及權益總計</b>	384,416	508,149	392,611	425,447	426,935

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	333,687	375,900	140,624	169,070	141,463
營業成本	120,556	145,730	134,383	139,147	133,608
<b>營業毛利淨額</b>	213,131	230,170	6,241	29,923	7,855
營業費用	9,976	11,376	8,110	9,301	7,780
<b>營業利益</b>	203,385	220,698	-1,666	20,622	74
<b>EBITDA</b>	222,152	252,064	22,082	37,622	17,074
業外收入及支出	-1,316	8,890	702	7,576	2,478
稅前純益	202,377	233,621	11,296	28,198	2,552
所得稅	36,775	52,605	6,219	5,503	510
稅後純益	165,269	180,592	4,774	22,413	1,817
稅後 EPS(元)	47.33	51.71	1.37	6.42	0.52
完全稀釋 EPS**	47.33	51.71	1.37	6.42	0.52

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 349.21【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 349.21 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	120.58%	12.65%	-62.59%	20.23%	-16.33%
營業毛利淨額	717.09%	7.99%	-97.29%	379.50%	-73.75%
營業利益	945.13%	8.51%	N.A	N.A	-99.64%
稅後純益	1279.88%	9.27%	-97.36%	369.47%	-91.89%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	63.87%	61.23%	4.44%	17.70%	5.55%
EBITDA(%)	66.57%	67.06%	15.70%	22.25%	12.07%
營益率	60.95%	58.71%	-1.18%	12.20%	0.05%
稅後純益率	49.53%	48.04%	3.39%	13.26%	1.28%
總資產報酬率	42.99%	35.54%	1.22%	5.27%	0.43%
股東權益報酬率	70.53%	52.53%	1.72%	7.64%	0.63%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	39.04%	32.35%	29.27%	31.03%	32.43%
負債/淨值比(%)	64.05%	47.81%	41.38%	45.00%	48.00%
流動比率(%)	309.35%	445.91%	415.41%	380.00%	392.00%

## 其他比率分析

存貨天數	8.48	9.91	12.28	8.00	8.00
應收帳款天數	18.18	15.88	22.09	16.50	16.50

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	209,857	210,067	3,379	38,547	163,831
稅前純益	202,377	233,621	11,296	28,198	2,552
折舊及攤銷	17,511	20,078	20,528	23,375	106,856
營運資金變動	-8,704	6,759	3,094	2,835	-1,371
其他營運現金	-1,326	-50,390	-31,539	-15,861	55,793
<b>投資活動現金</b>	-141,108	-32,579	16,725	57,251	-161,650
資本支出淨額	-7,150	-8,396	-14,625	-2,800	-2,800
長期投資變動	-133,927	5,282	18,700	29	29
其他投資現金	-31	-29,466	12,650	60,022	-158,879
<b>籌資活動現金</b>	-34,731	-86,954	-99,261	-40,541	-75,192
長借/公司債變動	-41,351	-6,273	-2,498	-16,317	57,184
現金增資	29,120	0	0	0	0
發放現金股利	0	-69,842	-69,842	-6,984	-6,984
其他籌資現金	-22,500	-10,838	-26,920	-17,240	-125,392
<b>淨現金流量</b>	32,930	91,979	-79,506	55,257	-73,011
<b>期初現金</b>	24,519	57,449	149,428	69,922	125,178
<b>期末現金</b>	57,449	149,428	69,922	125,178	52,167

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 13 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	59,935	36,953	35,046	35,901	32,723	43,801	43,979	44,135	37,154	35,135	35,601	37,038
營業成本	37,810	33,537	31,496	35,290	34,060	33,701	34,972	35,434	35,039	32,849	33,402	33,771
營業毛利淨額	22,125	3,417	3,550	611	-1,337	10,101	9,007	8,700	2,115	2,286	2,199	3,267
營業費用	3,131	1,956	2,090	2,027	2,037	2,212	2,463	2,472	2,155	1,932	1,958	2,037
營業利益	19,429	1,470	1,572	-1,357	-3,351	7,889	6,544	6,229	-40	353	241	1,230
業外收入及支出	-528	2,756	4,583	4,643	981	3,738	1,913	1,192	733	761	742	511
稅前純益	18,901	4,226	6,155	3,286	-2,370	11,627	8,457	7,421	693	1,114	983	1,741
所得稅	4,079	764	6,168	406	-1,119	2,189	1,691	1,484	139	223	197	348
稅後純益	14,734	3,401	-130	2,806	-1,303	9,379	6,678	5,849	507	843	719	1,322
最新股本	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
稅後EPS(元)	4.22	0.97	-0.04	0.80	-0.37	2.69	1.91	1.67	0.15	0.24	0.21	0.38

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	36.91%	9.25%	10.13%	1.70%	-4.09%	23.06%	20.48%	19.71%	5.69%	6.51%	6.18%	8.82%
營業利益率(%)	32.42%	3.98%	4.49%	-3.78%	-10.24%	18.01%	14.88%	14.11%	-0.11%	1.01%	0.68%	3.32%
稅後純益率(%)	24.58%	9.20%	-0.37%	7.82%	-3.98%	21.41%	15.18%	13.25%	1.36%	2.40%	2.02%	3.57%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-39.95%	-38.34%	-5.16%	2.44%	-8.85%	33.86%	0.41%	0.35%	-15.82%	-5.44%	1.33%	4.04%
營業利益	-66.51%	-92.43%	6.94%	N.A	N.A	N.A	-17.04%	-4.82%	N.A	N.A	-31.95%	411.40%
稅前純益	-69.89%	-77.64%	45.65%	-46.60%	N.A	N.A	-27.26%	-12.26%	-90.66%	60.77%	-11.84%	77.19%
稅後純益	-70.38%	-76.91%	N.A	N.A	N.A	N.A	-28.80%	-12.41%	-91.34%	66.37%	-14.68%	83.80%

## YoY(%)

營業收入淨額	-41.63%	-65.37%	-67.98%	-64.03%	-45.40%	18.53%	25.49%	22.93%	13.54%	-19.79%	-19.05%	-16.08%
營業利益	-72.01%	-97.97%	-97.78%	N.A	N.A	436.70%	316.34%	N.A	N.A	-95.52%	-96.33%	-80.25%
稅前純益	-72.54%	-94.48%	-91.84%	-94.76%	N.A	175.16%	37.42%	125.81%	N.A	-90.41%	-88.38%	-76.54%
稅後純益	-73.40%	-94.38%	N.A	-94.36%	N.A	175.75%	N.A	108.42%	N.A	-91.02%	-89.23%	-77.41%

註1：稅後EPS以股本349.21億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。