

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

|       |         |
|-------|---------|
| 前日收盤價 | 70.90 元 |
| 目標價   |         |
| 3 個月  | 80 元    |
| 12 個月 | 80 元    |

## 近期報告日期、評等及前日股價

|            |         |       |
|------------|---------|-------|
| 07/15/2024 | Neutral | 64.00 |
| 05/13/2024 | Buy     | 60.60 |
| 05/10/2024 | Buy     | 55.10 |
| 03/26/2024 | Neutral | 45.60 |
| 12/21/2023 | 到價      |       |

## 公司基本資訊

|            |        |
|------------|--------|
| 目前股本(百萬元)  | 34,921 |
| 市值(億元)     | 2,476  |
| 目前每股淨值(元)  | 85.53  |
| 外資持股比(%)   | 19.79  |
| 投信持股比(%)   | 0.33   |
| 董監持股比(%)   | 32.23  |
| 融資餘額(張)    | 65,922 |
| 現金股息配發率(%) | 145.99 |

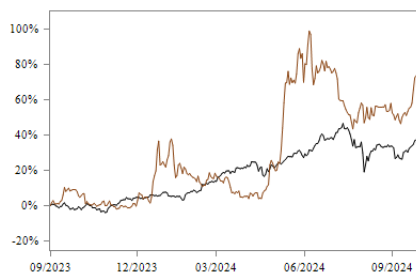
## 產品組合



■ 營業收入:100.00%

## 股價相對大盤走勢

— 2609 — TWSE



## 陽明(2609 TT)

Trading Buy

評價偏低，給予 Trading Buy 投資建議。

**投資建議：**考量目前評價處於歷史區間下緣，另美東罷工事件提高市場對於運價淡季不淡預期，投資建議給予 Trading Buy，目標價 80 元。

### 4Q24 下旬進入農曆春節前拉貨旺季，運價或有漲價契機可期：

SCFI 指數方面，在旺季需求提前結束後，自 07/2024 上旬見高點後便一路走跌；近期受惠於美東港口罷工事件發酵，美東線運價跌幅擴大、美西線運價則相對止跌。展望後市，4Q24 進入傳統需求淡季，運價通常具較大走跌壓力，待 4Q24 下旬進入農曆春節前拉貨旺季，運價或有漲價契機可期。美東罷工方面，倘若罷工事件時間延長，則船舶及貨櫃調度時間的拉長將降低市場運力周轉，進而推升美洲線運價走勢呈現淡季不淡。

**預估 2024 年稅後 EPS 17.84 元：**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 受惠需求旺季提前展開，運價平均水準較 1Q24 為高，陽明 2Q24 營收 QoQ+20.06%，毛利率由 1Q24 的 23.06% 攀升至 31.59%，稅後獲利 138.87 億元，QoQ+48.06%，稅後 EPS 3.98 元。3Q24 獲利方面，由於運價反應至營收具遞延性，2Q24 下旬開始大幅調漲的運價有望於 3Q24 反映，營收及毛利率將進一步走高，預估 3Q24 稅後獲利 286.04 億元，QoQ+105.98%，稅後 EPS 8.19 元。4Q24 進入傳統需求淡季，價量俱跌之下，預估單季稅後獲利 104.25 億元，QoQ-63.55%，稅後 EPS 2.99 元。綜上所述，受惠於紅海危機加快市場去化過剩運力，貨櫃市場結構由供過於求趨於供給平衡，預估陽明 2024 年稅後獲利 622.96 億元，YoY+1204.88%，稅後 EPS 17.84 元。展望 2025 年，Alphaliner 預估市場運力供給 YoY 將由 2024 年的 10.5% 下滑至 5.8%，需求則由 3% 下滑至 2.5%，儘管市場仍處於供過於求狀態，然供給壓力有望減輕，預估陽明 2025 年稅後獲利 301.04 億元，YoY-51.68%，稅後 EPS 8.62 元。

| (百萬元)           | 2023    | 2024F     | 2025F   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23    | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24F   | 4Q24F   | 1Q25F   | 2Q25F  |
|-----------------|---------|-----------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 營業收入淨額          | 140,624 | 220,431   | 178,892 | 35,046 | 35,901 | 32,723  | 43,801 | 52,589 | 75,378  | 48,662  | 41,548  | 44,806 |
| 營業毛利淨額          | 6,241   | 80,027    | 44,350  | 3,550  | 611    | -1,337  | 10,101 | 16,615 | 38,546  | 14,766  | 8,480   | 11,067 |
| 營業利益            | -1,666  | 68,440    | 34,384  | 1,572  | -1,357 | -3,351  | 7,889  | 14,132 | 34,475  | 11,944  | 6,195   | 8,602  |
| 稅後純益            | 4,774   | 62,296    | 30,104  | -130   | 2,806  | -1,303  | 9,379  | 13,887 | 28,604  | 10,425  | 5,705   | 7,598  |
| 稅後 EPS(元)       | 1.37    | 17.84     | 8.62    | -0.04  | 0.80   | -0.37   | 2.69   | 3.98   | 8.19    | 2.99    | 1.63    | 2.18   |
| 毛利率(%)          | 4.44%   | 36.31%    | 24.79%  | 10.13% | 1.70%  | -4.09%  | 23.06% | 31.59% | 51.14%  | 30.34%  | 20.41%  | 24.70% |
| 營業利益率(%)        | -1.18%  | 31.05%    | 19.22%  | 4.49%  | -3.78% | -10.24% | 18.01% | 26.87% | 45.74%  | 24.54%  | 14.91%  | 19.20% |
| 稅後純益率(%)        | 3.39%   | 28.26%    | 16.83%  | -0.37% | 7.82%  | -3.98%  | 21.41% | 26.41% | 37.95%  | 21.42%  | 13.73%  | 16.96% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -62.59% | 56.75%    | -18.84% | -5.16% | 2.44%  | -8.85%  | 33.86% | 20.06% | 43.33%  | -35.44% | -14.62% | 7.84%  |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -97.36% | 1,204.88% | -51.68% | N.A    | N.A    | N.A     | N.A    | 48.06% | 105.98% | -63.55% | -45.27% | 33.17% |

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

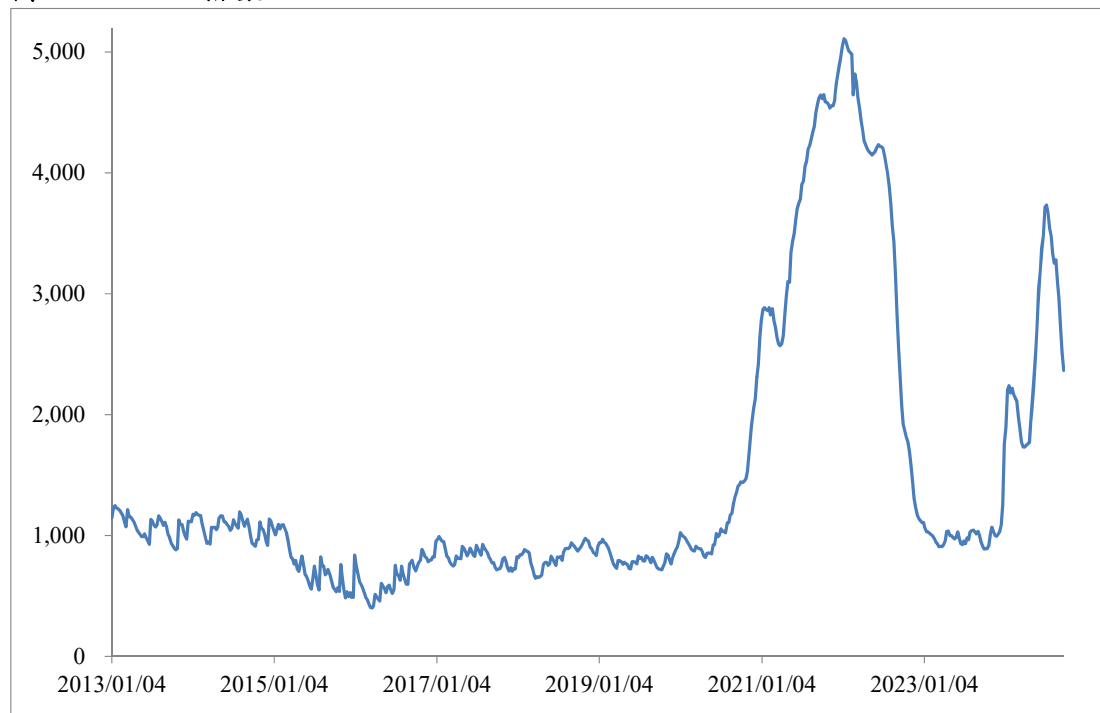
船舶管理上面要求新造船舶能源消耗表現、現成船設備加改裝以達到提升能源消耗效率，並定期舉行燃油耗量檢討會議，若發現船舶油耗異常，立即進行原因調查及改善。並透過氣象導航系統資訊，計算最適建議航路，達到節省能源耗用並提升航運安全之效果。本公司為及早因應「現成船能源效率指數(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI)」以及「碳強度指標(Carbon Intensity Indicator, CII)」等兩項新規定，已開始著手進行準備。透過計算「現成船能源效率指數(Energy Efficiency Existing Ship Index, EEXI)」以及「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

## 4Q24 下旬進入農曆春節前拉貨旺季，運價或有漲價契機可期：

SCFI 指數方面，在旺季需求提前結束後，自 07/2024 上旬見高點後便一路走跌；近期受惠於美東港口罷工事件發酵，美東線運價跌幅擴大、美西線運價則相對止跌。

展望後市，4Q24 進入傳統需求淡季，運價通常具較大走跌壓力，待 4Q24 下旬進入農曆春節前拉貨旺季，運價或有漲價契機可期。美東罷工方面，倘若罷工事件時間延長，則船舶及貨櫃調度時間的拉長將降低市場運力周轉，進而推升美洲線運價走勢呈現淡季不淡。

圖一、SCFI 指數



資料來源：群益投顧彙整

## 公司概況：

截至 1H24 為止，公司船隊規模達 95 艘，總運能為 69.5 萬 TEU。

營收比重方面，1H24 年美國線比重約 38%、歐洲線比重約 37%、亞洲遠洋線比重約 16%、亞洲近洋線比重約 9%。

聯盟方面，因應 Hpag-Lloyd 退出，陽明所屬的 THE 聯盟將自 02/2025 改為 Premier Alliance，新聯盟合作效期將至 01/2030。透過新聯盟合作及盟外換艙，其所涵蓋的航線及靠港數皆將有所增加。

## 預估 2024 年稅後 EPS 17.84 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。

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

2024 年 9 月 27 日

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 受惠需求旺季提前展開，運價平均水準較 1Q24 為高，陽明 2Q24 營收 QoQ+20.06%，毛利率由 1Q24 的 23.06% 攀升至 31.59%，稅後獲利 138.87 億元，QoQ+48.06%，稅後 EPS 3.98 元。

3Q24 獲利方面，由於運價反應至營收具遞延性，2Q24 下旬開始大幅調漲的運價有望於 3Q24 反映，營收及毛利率將進一步走高，預估 3Q24 稅後獲利 286.04 億元，QoQ+105.98%，稅後 EPS 8.19 元。

4Q24 進入傳統需求淡季，價量俱跌之下，預估單季稅後獲利 104.25 億元，QoQ-63.55%，稅後 EPS 2.99 元。

綜上所述，受惠於紅海危機加快市場去化過剩運力，貨櫃市場結構由供過於求趨於供給平衡，預估陽明 2024 年稅後獲利 622.96 億元，YoY+1204.88%，稅後 EPS 17.84 元。

展望 2025 年，Alphaliner 預估市場運力供給 YoY 將由 2024 年的 10.5% 下滑至 5.8%，需求則由 3% 下滑至 2.5%，儘管市場仍處於供過於求狀態，然供給壓力有望減輕，預估陽明 2025 年稅後獲利 301.04 億元，YoY-51.68%，稅後 EPS 8.62 元。

## 投資建議：

投資建議方面，考量目前評價僅約 2024 年 PBR 0.75X、2025 年 PBR 0.69X，處於歷史區間下緣，另美東罷工事件提高市場對於運價淡季不淡預期，投資建議給予 Trading Buy，目標價 80 元。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2024 年 9 月 27 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        | 456,554        | 460,148        |
| 流動資產           | 226,557        | 338,579        | 218,701        | 255,343        | 295,095        |
| 現金及約當現金        | 57,449         | 149,428        | 69,922         | 100,505        | 106,091        |
| 應收帳款與票據        | 22,060         | 10,642         | 6,376          | 13,554         | 2,620          |
| 存貨             | 3,409          | 4,504          | 4,535          | 4,774          | 4,294          |
| 採權益法之投資        | 11,082         | 8,743          | 8,797          | 11,453         | 7,935          |
| 不動產、廠房設備       | 73,895         | 75,778         | 83,482         | 83,482         | 83,482         |
| <b>負債總計</b>    | <b>150,093</b> | <b>164,363</b> | <b>114,909</b> | <b>123,303</b> | <b>117,521</b> |
| 流動負債           | 73,237         | 75,930         | 52,647         | 59,107         | 70,597         |
| 應付帳款及票據        | 19,518         | 15,954         | 14,812         | 17,500         | 13,463         |
| 非流動負債          | 76,856         | 88,433         | 62,262         | 61,508         | 48,273         |
| <b>權益總計</b>    | <b>234,323</b> | <b>343,786</b> | <b>277,701</b> | <b>333,251</b> | <b>342,627</b> |
| 普通股股本          | <b>34,921</b>  | <b>34,921</b>  | <b>34,921</b>  | <b>34,921</b>  | <b>34,921</b>  |
| 保留盈餘           | 169,071        | 280,077        | 214,990        | 270,540        | 279,915        |
| 母公司業主權益        | 233,691        | 342,960        | 276,978        | 332,289        | 341,441        |
| <b>負債及權益總計</b> | <b>384,416</b> | <b>508,149</b> | <b>392,611</b> | <b>456,554</b> | <b>460,148</b> |

## 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 | 220,431 | 178,892 |
| 營業成本          | 120,556 | 145,730 | 134,383 | 140,403 | 134,542 |
| <b>營業毛利淨額</b> | 213,131 | 230,170 | 6,241   | 80,027  | 44,350  |
| 營業費用          | 9,976   | 11,376  | 8,110   | 11,844  | 9,966   |
| <b>營業利益</b>   | 203,385 | 220,698 | -1,666  | 68,440  | 34,384  |
| <b>EBITDA</b> | 222,152 | 252,064 | 22,082  | 85,440  | 51,384  |
| 業外收入及支出       | -1,316  | 8,890   | 702     | 9,256   | 3,526   |
| 稅前純益          | 202,377 | 233,621 | 11,296  | 77,696  | 37,910  |
| 所得稅           | 36,775  | 52,605  | 6,219   | 15,162  | 7,582   |
| 稅後純益          | 165,269 | 180,592 | 4,774   | 62,296  | 30,104  |
| 稅後 EPS(元)     | 47.33   | 51.71   | 1.37    | 17.84   | 8.62    |
| 完全稀釋 EPS**    | 47.33   | 51.71   | 1.37    | 17.84   | 8.62    |

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% | 56.75%   | -18.84% |
| 營業毛利淨額 | 717.09%  | 7.99%  | -97.29% | 1182.38% | -44.58% |
| 營業利益   | 945.13%  | 8.51%  | N.A     | N.A      | -49.76% |
| 稅後純益   | 1279.88% | 9.27%  | -97.36% | 1204.88% | -51.68% |

## 獲利能力分析(%)

|           |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率       | 63.87% | 61.23% | 4.44%  | 36.31% | 24.79% |
| EBITDA(%) | 66.57% | 67.06% | 15.70% | 38.76% | 28.72% |
| 營益率       | 60.95% | 58.71% | -1.18% | 31.05% | 19.22% |
| 稅後純益率     | 49.53% | 48.04% | 3.39%  | 28.26% | 16.83% |
| 總資產報酬率    | 42.99% | 35.54% | 1.22%  | 13.64% | 6.54%  |
| 股東權益報酬率   | 70.53% | 52.53% | 1.72%  | 18.69% | 8.79%  |

## 償債能力檢視

|           |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%)   | 39.04%  | 32.35%  | 29.27%  | 27.01%  | 25.54%  |
| 負債/淨值比(%) | 64.05%  | 47.81%  | 41.38%  | 37.00%  | 34.30%  |
| 流動比率(%)   | 309.35% | 445.91% | 415.41% | 432.00% | 418.00% |

## 其他比率分析

|        |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 存貨天數   | 8.48  | 9.91  | 12.28 | 12.10 | 12.30 |
| 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   | 101,472 | 122,091  |
| 稅前純益          | 202,377  | 233,621 | 11,296  | 77,696  | 37,910   |
| 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   | -4,729  | 7,377    |
| 其他營運現金        | -1,326   | -50,390 | -31,539 | 5,130   | -30,053  |
| <b>投資活動現金</b> | -141,108 | -32,579 | 16,725  | -27,417 | 29,870   |
| 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  | -24,646 | 32,641   |
| <b>籌資活動現金</b> | -34,731  | -86,954 | -99,261 | -43,472 | -146,374 |
| 長借/公司債變動      | -41,351  | -6,273  | -2,498  | -754    | -13,234  |
| 現金增資          | 29,120   | 0       | 0       | 0       | 0        |
| 發放現金股利        | 0        | -69,842 | -69,842 | -6,984  | -20,953  |
| 其他籌資現金        | -22,500  | -10,838 | -26,920 | -35,734 | -112,187 |
| <b>淨現金流量</b>  | 32,930   | 91,979  | -79,506 | 30,583  | 5,587    |
| <b>期初現金</b>   | 24,519   | 57,449  | 149,428 | 69,922  | 100,505  |
| <b>期末現金</b>   | 57,449   | 149,428 | 69,922  | 100,505 | 106,091  |

資料來源：CMoney、群益

2024 年 9 月 27 日

## 季度損益表

| (百萬元)    | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24F  | 4Q24F  | 1Q25F  | 2Q25F  | 3Q25F  | 4Q25F  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額   | 36,953 | 35,046 | 35,901 | 32,723 | 43,801 | 52,589 | 75,378 | 48,662 | 41,548 | 44,806 | 50,352 | 42,187 |
| 營業成本     | 33,537 | 31,496 | 35,290 | 34,060 | 33,701 | 35,974 | 36,832 | 33,896 | 33,068 | 33,739 | 34,110 | 33,625 |
| 營業毛利淨額   | 3,417  | 3,550  | 611    | -1,337 | 10,101 | 16,615 | 38,546 | 14,766 | 8,480  | 11,067 | 16,241 | 8,562  |
| 營業費用     | 1,956  | 2,090  | 2,027  | 2,037  | 2,303  | 2,648  | 4,070  | 2,822  | 2,285  | 2,464  | 2,769  | 2,447  |
| 營業利益     | 1,470  | 1,572  | -1,357 | -3,351 | 7,889  | 14,132 | 34,475 | 11,944 | 6,195  | 8,602  | 13,472 | 6,115  |
| 業外收入及支出  | 2,756  | 4,583  | 4,643  | 981    | 3,738  | 3,043  | 1,352  | 1,123  | 998    | 979    | 848    | 701    |
| 稅前純益     | 4,226  | 6,155  | 3,286  | -2,370 | 11,627 | 17,175 | 35,827 | 13,067 | 7,193  | 9,581  | 14,320 | 6,816  |
| 所得稅      | 764    | 6,168  | 406    | -1,119 | 2,173  | 3,211  | 7,165  | 2,613  | 1,439  | 1,916  | 2,864  | 1,363  |
| 稅後純益     | 3,401  | -130   | 2,806  | -1,303 | 9,379  | 13,887 | 28,604 | 10,425 | 5,705  | 7,598  | 11,385 | 5,415  |
| 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) | 0.97   | -0.04  | 0.80   | -0.37  | 2.69   | 3.98   | 8.19   | 2.99   | 1.63   | 2.18   | 3.26   | 1.55   |

## 獲利能力(%)

|          |       |        |        |         |        |        |        |        |        |        |        |        |
|----------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%)   | 9.25% | 10.13% | 1.70%  | -4.09%  | 23.06% | 31.59% | 51.14% | 30.34% | 20.41% | 24.70% | 32.26% | 20.30% |
| 營業利益率(%) | 3.98% | 4.49%  | -3.78% | -10.24% | 18.01% | 26.87% | 45.74% | 24.54% | 14.91% | 19.20% | 26.76% | 14.50% |
| 稅後純益率(%) | 9.20% | -0.37% | 7.82%  | -3.98%  | 21.41% | 26.41% | 37.95% | 21.42% | 13.73% | 16.96% | 22.61% | 12.84% |

## QoQ(%)

|        |         |        |         |        |        |        |         |         |         |        |        |         |
|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 營業收入淨額 | -38.34% | -5.16% | 2.44%   | -8.85% | 33.86% | 20.06% | 43.33%  | -35.44% | -14.62% | 7.84%  | 12.38% | -16.22% |
| 營業利益   | -92.43% | 6.94%  | N.A     | N.A    | N.A    | 79.15% | 143.95% | -65.36% | -48.13% | 38.87% | 56.60% | -54.61% |
| 稅前純益   | -77.64% | 45.65% | -46.60% | N.A    | N.A    | 47.72% | 108.60% | -63.53% | -44.95% | 33.21% | 49.45% | -52.40% |
| 稅後純益   | -76.91% | N.A    | N.A     | N.A    | N.A    | 48.06% | 105.98% | -63.55% | -45.27% | 33.17% | 49.83% | -52.43% |

## YoY(%)

|        |         |         |         |         |         |         |         |        |         |         |         |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | -65.37% | -67.98% | -64.03% | -45.40% | 18.53%  | 50.06%  | 109.96% | 48.71% | -5.14%  | -14.80% | -33.20% | -13.31% |
| 營業利益   | -97.97% | -97.78% | N.A     | N.A     | 436.70% | 799.05% | N.A     | N.A    | -21.47% | -39.13% | -60.92% | -48.80% |
| 稅前純益   | -94.48% | -91.84% | -94.76% | N.A     | 175.16% | 179.07% | 990.22% | N.A    | -38.14% | -44.21% | -60.03% | -47.84% |
| 稅後純益   | -94.38% | N.A     | -94.36% | N.A     | 175.75% | N.A     | 919.25% | N.A    | -39.17% | -45.29% | -60.20% | -48.06% |

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。