

# 台驊投控(2636)

## Downgrade to HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

### 元富投顧研究部

研究員 楊智翔 Shawn Yang  
shawnyang@masterlink.com.tw

### 評等

日期: 2024/11/12  
目前收盤價 (NT\$): 86  
目標價 (NT\$): 90  
52 週最高最低(NT\$): 75.8-118  
加權指數: 23553.89

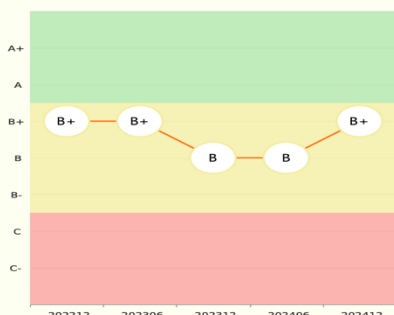
### 公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,434  
市值 (NT\$/mn): 12,300  
市值 (US\$/mn): 410  
20 日平均成交量(仟股): 383  
PER (2025): 14.43  
PBR (2025): 1.01  
外資持股比例: 16.73  
TCRI: 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-0.8	-5.9	-12.9
加權指數報酬率	4.2	12.9	13.8

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	90	-
營業收入 (NT\$/mn)	22,409	-
毛利率 (%)	13.8	-
營益率 (%)	2.8	-
EPS (NT\$)	5.95	-
BVPS(NT\$)	85.14	-

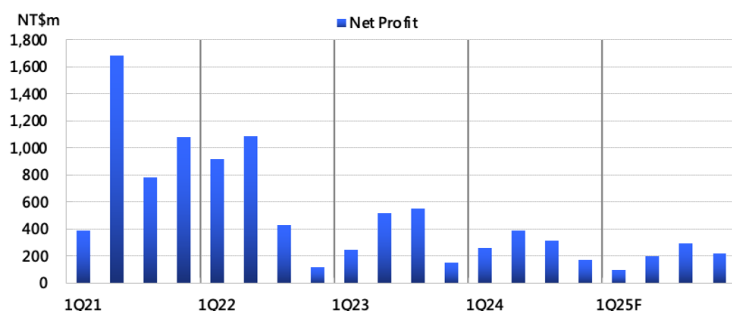
### 近五期ESG Rating



## 營運基期墊高，毛利率受高價合約壓抑

- **4Q24 海運量平價跌，毛利率恐續降，預估稅後 EPS 1.23 元：**10 月營收 21.38 億元，MoM-9%，YoY+61%，季營收達成率 31%，略低於預期，係因工作天數受長假影響所致。展望後市，海運量平價跌；空運部分，進入傳統旺季，中國電商中美物流業務增溫挹注，故預估營收至 65.47 億元，QoQ-14.1%，YoY+63.2%。獲利部分，毛利率仍受航商壓抑，調整稅後 EPS 至 1.23 元。
- **2025 年海運基期偏高，空運業務恐受美國關稅影響，預估稅後 EPS 5.95 元：**展望 2025 年，海運部門，經濟轉趨疲軟，預期 2H25 運量優於 1H25。海運報價部分，推估全年呈雙位數下行；空運部門，9M24 美國商務部擬針對 800 美元以下進口電商貨物課徵稅則，故保守評估整體運量呈低個位數衰退，總結前述，預估營收達 224 億元，YoY-12.7%。獲利部分，海運高價長約恐壓抑整體毛利率表現，推估公司毛利率區間恐下行至 13-15%區間，預估稅後 EPS 5.95 元。
- **營運基期墊高，毛利率受高價合約壓抑，評等自買進轉中立，目標價 90 元：**評價部分，公司過往 PBR 評價約介於 0.8-2.5x，當前 PBR 為 1 倍，處評價下緣，惟考量營運基期墊高，且整體毛利率受海空運高價合約壓抑影響，故評等自買進轉中立，目標價 90 元(1x2025 BVPS)。

Exhibit 1: 稅後淨利



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources: TEJ, Masterlink

台驊為專業第三方物流公司，致力提供全方位服務

台驊為專業第三方物流公司，致力提供全方位服務

台驊為專業第三方物流運輸服務代理公司，主要營業項目為貨物之海空運進出口承攬及其報關、倉儲、陸路運輸等服務；2012 年轉型控股公司，除了海、空運承攬外，包含道路運輸、倉儲配送、快遞派送等業務，亦透過併購其他公司以擴大營運規模，主要營運區域集中於亞洲。2023 年區域別比重為中國約佔 68%、台灣約佔 20%、其他約佔 12%；業務別營收比重而言，海運約佔 50%、空運約佔 23%、內貿物流約佔 20%、中歐鐵路 7%。

Exhibit 3:公司各部門營運表現

(仟元)	Sales			Sales			Sales		
	2023	%	YoY	2024F	%	YoY	2025F	%	YoY
海運承攬	8,345,823	57.1%	-59.7%	15,242,160	59.4%	82.6%	10,468,610	50.4%	-31.3%
空運承攬	3,317,788	22.7%	-32.7%	5,810,945	22.6%	75.1%	5,944,947	28.6%	2.3%
其他	2,957,642	20.2%	15.4%	4,610,783	18.0%	55.9%	4,351,845	21.0%	-5.6%
合計	14,621,253		-48.2%	25,663,888		75.5%	20,765,402		-19.1%

Sources : Company、Masterlink

3Q24 海運價量下滑，空運運量持穩，惟產品組合較差，稅後 EPS 2.29 元

3Q24 海運價量下滑，空運運量持穩，惟產品組合較差，稅後 EPS 2.29 元

台驊投控 3Q24 營收達 76.25 億元，QoQ+11.5、YoY+99.2%、毛利率 14.43%，略低於預期之 15.48%，係因海運旺季提前，價量下行；空運承攬大型電商業務需求增長，維持營收水準，惟毛利率略低於公司均值，費用控管得宜下，營業率 4.91%，符合預期之 5.19%，業外部份因匯兌損失約 1 億元影響所致，3Q24 稅後 EPS 2.29 元，符合預期之 2.34 元

Exhibit 4:3Q24 預估比較表

2636 台驊投控									
Unit:NT\$m	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24(A)	3Q24(F)	Diff	QoQ	YoY	YTD YoY
Net sales	4,657	6,835	6,790	7,625	6,790	12.3%	11.5%	99.2%	80.2%
Gross profit	828	974	1,051	1,101	1,051	4.7%	13.0%	51.8%	33.1%
Gross margin(%)	17.78%	14.25%	15.48%	14.43%	15.48%				
Operating profit	215	311	352	375	352	6.4%	20.4%	314.7%	38.8%
Operating Margin(%)	4.62%	4.55%	5.19%	4.91%	5.19%				
Pre-tax profit	372	544	431	424	431	-1.6%	-22.0%	-35.0%	虧轉盈
Net Profit	258	389	320	314	320	-2.0%	-19.3%	-43.1%	-27.1%
EPS (NT\$)	1.88	2.84	2.34	2.29	2.34				

Sources : Company、Masterlink

4Q24 海運量平價跌，毛利率恐續降，預估稅後 EPS 1.23 元

4Q24 海運量平價跌，毛利率恐續降，預估稅後 EPS 1.23 元

台驊投控 10 月營收 21.38 億元，MoM-9%、YoY+61%，季營收達成率 31%，略低於預期，係因工作天數受長假影響所致，海空運價量持穩；價格部分，貨櫃 SCFI 指數 MTD+1.6%，空運運價 BAI 指數 MTD+0.53%。展望後市，海運運量平穩，無特別旺季行情，報價因新增船舶投放呈緩步下行，然近期航商減船調艙，致使整體報價保持相對高檔水平；空運部分，進入傳統旺季，加計中國電商中美物流業務增溫挹注，故預估營收至 65.47 億元，QoQ-14.1%，YoY+63.2%。獲利部分，海運毛利率因簽訂之長約運量不足，多數運櫃皆以現貨價為主，毛利率受航商壓抑；空運部分，雖整體運量顯著上升，然大型電商業務毛利率低於均值 14-16%，不考慮一次性業外損益下，調整稅後 EPS 至 1.23 元。預估 2024 年營收達 256 億元，YoY+75.5%，稅後 EPS 8.24 元。

**2025 年海運基期偏高，空運電商業務恐受美國關稅影響，預估稅後 EPS 5.95 元**

**2025 年海運基期偏高，空運業務恐受美國關稅影響，預估稅後 EPS 5.95 元**

展望 2025 年，Alphaliner 預估全球海運需求 YoY+2.5%，全球 GDP 成長 YoY+3.2%，運量成長低於全球成長。海運部門，經濟轉趨疲軟，過往 Fed 降息後約 3-7 個月經濟復甦，故預期 2H25 運量優於 1H25。海運報價部分，因高基期因素與新造船舶持續投放影響，推估全年呈雙位數下行；空運部門，公司目前主要運量來自中國電商業務，惟 9M24 美國商務部擬針對 800 美元以下進口電商貨物課徵稅則，若法規實施恐影響電商空運物流業務，故保守評估整體運量呈低個位數衰退。空運報價以 2025 年新機交機量續增推估，預計報價呈低個位數下行，總結前述，預估營收達 224 億元，YoY-12.7%。獲利部分，因海運部門 4Q24 簽訂歐洲線合約，2025 年平均長約報價恐高於 2024 年近雙位數水準，將壓抑整體毛利率表現，推估公司毛利率區間恐下行至 13-15% 區間，不考慮一次性業外損益下，預估稅後 EPS 5.95 元。

**營運基期墊高，毛利率受高價合約壓抑，評等自買進轉中立，目標價 90 元**

**營運基期墊高，毛利率受高價合約壓抑，評等自買進轉中立，目標價 90 元**

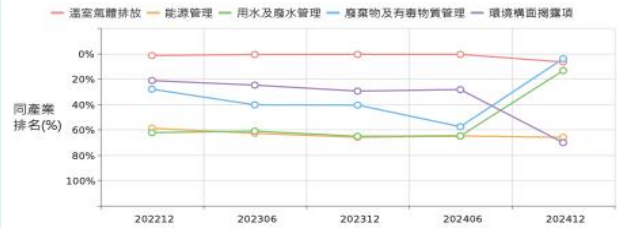
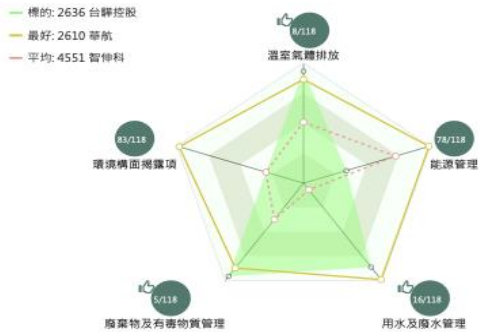
評價部分，公司過往 PBR 評價約介於 0.8-2.5x，當前 PBR 為 1 倍，處評價下緣，公司預計於 12/1 日配發 1H25 現金股利 3 元，雖 2025 年配息率仍有望達 60-80%，合計殖利率有望達 7.6%，為高現金殖利率標的，惟考量營運基期墊高，且整體毛利率受海空運高價合約壓抑影響，故評等自買進轉中立，目標價 90 元(1x2025 BVPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)

環境 Environmental

SASB主產業排名

SASB主產業排名 17 / 118



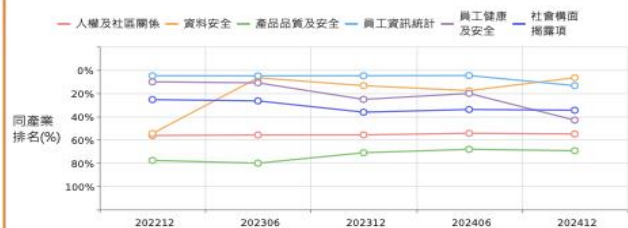
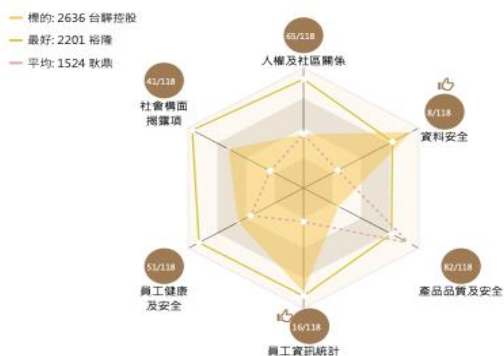
環境構面分析

- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位居6.8%，近三期排名下降5.9%。
- 能源管理於SASB主產業排名為中後，位居66.1%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為領先，位居13.6%，近三期排名上升51.7%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為領先，位居4.2%，近三期排名上升36.4%。
- 環境揭露於SASB主產業排名為中後，位居70.3%，近三期排名下降40.7%。

社會 Social

SASB主產業排名

SASB主產業排名 38 / 118



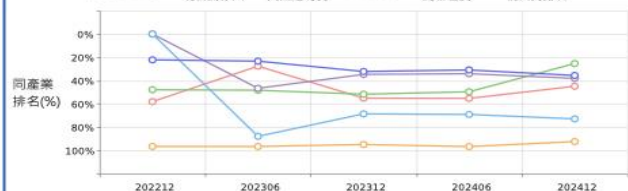
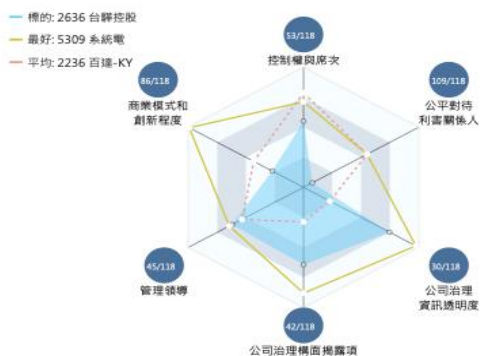
社會構面分析

- 人權及社區關係於SASB主產業排名為中後，位居55.1%。
- 資訊安全於SASB主產業排名為領先，位居6.8%，近三期排名上升6.8%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為中後，位居69.5%。
- 員工資訊統計於SASB主產業排名為領先，位居13.6%，近三期排名下降8.5%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為中後，位居43.2%，近三期排名下降17.8%。
- 社會揭露於SASB主產業排名為中後，位居34.7%。

治理 Governance

SASB主產業排名

SASB主產業排名 62 / 118



治理構面分析

- 控制權與席次於SASB主產業排名為中後，位居44.9%，近三期排名上升10.2%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為領先，位居92.4%。
- 公司治理於SASB主產業排名為中前，位居25.4%，近三期排名上升26.3%。
- 管理領導於SASB主產業排名為中前，位居38.1%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為中後，位居72.9%。
- 公司治理揭露於SASB主產業排名為中前，位居35.6%。

資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5



Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m	NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	28,218	14,621	25,664	22,409		Cash	2,217	2,217	3,549	4,388		
COGS	22,620	11,704	21,880	19,313		Marketable securities	125	125	125	125		
Gross profit	5,598	2,917	3,784	3,096		A/R & N/R	1,773	1,773	1,773	1,773		
Operating expense	3,069	2,026	2,598	2,462		Inventory	0	0	0	0		
<b>Operating profit</b>	<b>2,538</b>	<b>904</b>	<b>1,083</b>	<b>634</b>		Others	233	233	233	233		
Total non-operate. Inc.	872	1,074	496	487		Total current asset	4,348	4,348	5,680	6,519		
Pre-tax profit	3,409	1,978	1,580	1,122		Long-term invest.	55	55	55	55		
Total Net profit	2,642	1,549	1,206	897		Total fixed assets	278	278	278	278		
Minority	94	76	76	82		Total other assets	545	545	545	545		
<b>Net Profit</b>	<b>2,548</b>	<b>1,473</b>	<b>1,130</b>	<b>815</b>		<b>Total assets</b>	<b>6,049</b>	<b>6,049</b>	<b>6,412</b>	<b>6,604</b>		
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>18.03</b>	<b>10.76</b>	<b>8.24</b>	<b>5.95</b>								
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25		Short-term Borrow	1,518	1,518	1,518	1,518		
Sales	(21.7)	(48.2)	75.5	(12.7)		A/P & N/P	810	810	810	810		
Gross profit	(31.1)	(47.9)	29.7	(18.2)		Other current liab.	630	630	146	(278)		
Operating profit	(41.3)	(64.4)	19.8	(41.5)		Total current liab.	2,958	2,958	2,473	2,049		
Pre-tax profit	(31.8)	(42.0)	(20.1)	(29.0)		L-T borrows	304	304	304	304		
Net profit	(35.2)	(42.2)	(23.3)	(27.8)		Other L-T liab.	152	152	152	152		
EPS	(39.9)	(40.4)	(23.4)	(27.8)		<b>Total liability.</b>	<b>3,496</b>	<b>3,496</b>	<b>2,929</b>	<b>2,505</b>		
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25		Common stocks	1,172	1,172	1,372	1,372		
Gross	19.8	20.0	14.7	13.8		Reserves	799	799	799	799		
Operating	9.0	6.2	4.2	2.8		Retain earnings	467	467	1,312	1,929		
EBITDA	12.9	14.0	6.1	4.4		<b>Total Equity</b>	<b>2,553</b>	<b>2,553</b>	<b>3,483</b>	<b>4,099</b>		
Pre-tax	12.1	13.5	6.2	5.0		<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>6,049</b>	<b>6,049</b>	<b>6,412</b>	<b>6,604</b>		
<b>Net</b>	<b>9.0</b>	<b>10.1</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>								

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m	
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25		
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Net sales	5,625	5,349	6,065	5,370		Net income	2,548	1,473	1,130	815		
Gross profit	737	728	873	759		Dep & Amort	288	298	308	310		
Operating profit	52	144	258	180		Investment income	(10)	(10)	(6)	(7)		
Total non-ope inc.	104	131	131	121		Changes in W/C	1,353	(430)	(147)	(203)		
Pre-tax profit	156	275	389	302		Other adjustment	(1,926)	(1,679)	(294)	(532)		
Net profit	99	200	295	221		<b>Cash flow – ope.</b>	<b>2,253</b>	<b>(348)</b>	<b>990</b>	<b>383</b>		
EPS	0.72	1.46	2.15	1.61		Capex	(582)	(34)	(182)	(215)		
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	0	(2)	(1)	(1)		
Net sales	20.8	(21.7)	(20.5)	(18.0)		Other adjustment	253	(1,750)	(178)	(243)		
Gross profit	(11.0)	(25.3)	(20.7)	(13.9)		<b>Cash flow – inve.</b>	<b>(329)</b>	<b>(1,787)</b>	<b>(360)</b>	<b>(459)</b>		
Operating profit	(76.0)	(53.7)	(31.2)	(0.9)		Free cash flow	1,671	(383)	809	168		
Net profit	(61.4)	(48.6)	(6.1)	30.8		Inc. (Dec.) debt	3,006	374	638	830		
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	(1,844)	(1,805)	(200)	(199)		
Net sales	(14.1)	(4.9)	13.4	(11.4)		Other adjustment	(597)	(246)	241	236		
Gross profit	(16.3)	(1.3)	19.9	(13.0)		<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>566</b>	<b>(1,677)</b>	<b>678</b>	<b>867</b>		
Operating profit	(71.6)	178.6	79.2	(30.1)		Exchange influence	300	(119)	24	48		
Net profit	(41.3)	101.4	47.5	(25.0)		<b>Change in Cash</b>	<b>2,789</b>	<b>(3,930)</b>	<b>1,332</b>	<b>839</b>		
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		<b>Ratio Analysis</b>						
Gross	13.1	13.6	14.4	14.1		<b>Year-end Dec. 31</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25</b>		
Operating	0.9	2.7	4.3	3.4		ROA	42.13	24.35	18.14	12.53		
<b>Net</b>	<b>1.8</b>	<b>3.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.1</b>		ROE	99.83	57.70	37.44	21.51		

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 5