



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

持有 · 調降

收盤價 November 11 (NT\$)	145.0
12 個月目標價 (NT\$)	150.0
前次目標價 (NT\$)	180.0
調降 (%)	16.7
上漲空間 (%)	3.4

焦點內容

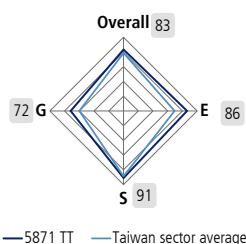
- 3Q24 獲利季減 3.6%，主要因退稅減少及費用增加影響
- 3Q24 延滯率季增 0.2%，主要中國及東協延滯率仍上揚，相較台灣穩定
- 2024F 中租放款策略轉為審慎，中國延滯率是否改善帶動 1H25F 信用成本下降仍須觀察，凱基下修 2024-25F 獲利各 11% 及 16%

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	243.3 / 7,580
流通在外股數 (百萬股)：	1,678
外資持有股數 (百萬股)：	859
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.42
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	136.5 - 195.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.4	-5.2	-16.4
相對表現 (%)	-8.2	-18.8	-57.4

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

施志鴻
886.2.2181.8733
eric.shih@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

中租-KY

(5871.TW/5871 TT)

3Q24 資產品質惡化，4Q24F 中國及台灣放款動能減緩

重要訊息

退稅減少及預期信用損失增加帶動 3Q24 中租稅後獲利年減 0.9% 至 61.8 億元，低於預期，3Q24 資產品質惡化。

評論及分析

3Q24 獲利衰退主要退稅減少及預期信用損失增加。中租 3Q24 稅後獲利季減 3.6% 至 61.8 億元，年減 0.9%，低於預期 10%，主要 2Q24 認列較高中國業務認列稅務利益 1.8 億人民幣帶動基期較高，加上預期信用損失增加。分區域來看 3Q24 台灣獲利年增 2%，優於中國衰退 1.1% 及東協衰退 35%。

3Q24 延滯率仍惡化。3Q24 整體延滯率仍季增 0.2% 至 3.7%，其中中國及東協各上揚 0.4% 及 0.2% 至 4.5% 及 5.1%，反映中國景氣仍低迷，帶動新增延滯金額回升，及東協消金資產品質不佳，台灣延滯率亦小幅上揚 0.1% 至 2.8%。中租 3Q24 利差季減 3 基點至 7.32%，主要台灣放款收益率因利率較高之二手車承作業務減少，抵銷中國資金成本持續下降。

4Q24F 展望保守。中租 3Q24 合併放款年增率減緩至 5%，低於公司全年預期 10%，主要中租對中國及東協維持謹慎策略，中國及東協放款成長年增率下降至 4% 及 10%，台灣放款年增率亦降至 2%，反映中古車融資受法規限制。公司表示雖近期中國推出刺激政策，4Q24F 延滯率是否改善仍需視政策效果，意謂 4Q24F 信用成本下降機會不大，加上 4Q24F 放款成長維持 3Q24 水準之審慎態度，凱基下修 2024-25F 獲利各 11% 及 16%。

投資建議

目前中租股價交易於 1.4X 2024-25F 股價淨值比(過去五年為 1.2X~3.5X)，由於 2024F 中租放款策略轉為審慎，加上中國延滯率是否改善帶動 1H25F 信用成本下降仍須觀察，投資建議調降至「持有」評等，目標價 150 元，約 1.5 倍 2024-25F 每股淨值之股價淨值比及 2024-25F 每股盈餘 10.5 倍，惟現金股利殖利率達 4.3% 提供下檔支撐。

投資風險

台灣、中國及東南亞資產品質惡化高於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	72,160	86,608	97,526	102,337	106,777
營業毛利 (NT\$百萬)	52,671	61,091	65,116	68,400	71,990
營業利益 (NT\$百萬)	33,485	36,971	32,931	31,227	34,317
稅後淨利 (NT\$百萬)	21,644	27,222	25,034	23,396	25,215
每股盈餘 (NT\$)	15.05	17.56	15.86	14.28	15.37
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.40	6.50	6.30	6.80
每股盈餘成長率 (%)	23.3	16.7	(9.7)	(9.9)	7.6
本益比 (x)	9.6	8.3	9.1	10.2	9.4
股價淨值比 (x)	2.2	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	17.8	18.7	22.1	23.2	21.6
淨負債比率 (%)	388.4	369.7	388.6	357.1	339.7
殖利率 (%)	4.1	4.4	4.5	4.3	4.7
股東權益報酬率 (%)	24.7	24.6	18.9	15.7	14.7

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 中租 3Q24 稅後獲利季減 3.6% 及年減 0.9%，3Q24 台灣獲利年增 2%，優於中國衰退 1.1% 及東協衰退 35%

新台幣百萬元	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	QoQ(%)	YoY(%)	% of sales	1-3Q24	YoY(%)	% of sales	Jan-Oct 24	YoY(%)
銷售收入	1,567	8.6	2,257	12.4	2,498	10.7	11.8	9.5	6,323	11.2	8.2		
利息收入	19,574	9.4	19,696	7.8	19,938	1.2	4.8	76.0	59,208	7.3	76.9		
租賃收入	1,696	12.9	1,716	15.3	1,728	0.7	7.3	6.6	5,140	11.7	6.7		
手續費收入	1,935	(7.2)	1,839	(13.3)	1,810	(1.6)	(12.4)	6.9	5,584	(11.0)	7.3		
其他收入	239	12.9	226	(6.5)	257	14.0	2.4	1.0	721	2.5	0.9		
總營業收入	25,011	8.1	25,735	6.6	26,230	1.9	4.2	100.0	76,977	6.2	100.0	85,599	5.8
銷售成本	995	12.9	1,215	18.2	1,246	2.5	3.0	4.7	3,455	10.8	4.5		
利息費用	5,059	11.1	5,180	9.9	5,280	1.9	6.1	20.1	15,519	9.0	20.2		
租賃成本	1,153	21.2	1,125	9.8	953	(15.3)	(9.1)	3.6	3,231	6.8	4.2		
其他成本	1,280	8.5	1,090	(10.6)	1,068	(2.0)	(12.5)	4.1	3,438	(5.0)	4.5		
營業成本	8,487	12.2	8,610	7.8	8,547	(0.7)	1.1	32.6	25,643	6.8	33.3		
營業毛利	16,524	6.1	17,126	6.0	17,684	3.3	5.7	67.4	51,333	5.9	66.7		
員工福利費用	2,998	(1.3)	3,017	(3.5)	3,259	8.0	8.6	12.4	9,274	1.2	12.0		
呆帳費用	4,448	47.2	4,608	25.6	4,702	2.0	21.5	17.9	13,758	30.3	17.9		
其他營業費用	1,395	6.8	1,677	15.0	1,722	2.7	15.8	6.6	4,794	12.7	6.2		
總營業費用	8,841	20.0	9,302	12.7	9,683	4.1	15.8	36.9	27,826	16.1	36.1		
營業利益	7,683	(9.3)	7,823	(0.9)	8,001	2.3	(4.4)	30.5	23,507	(4.0)	30.5	26,208.1	(6.3)
其他收入及費用	248	(4.3)	299	13.5	129	(56.7)	(25.3)	0.5	677	(2.8)	0.9		
總業外收入	288	(79.6)	1,036	11.9	544	(47.5)	10.0	2.1	1,868	(34.0)	2.4		
稅前淨利	8,219	(16.8)	9,158	0.8	8,674	(5.3)	(4.1)	33.1	26,052	(7.0)	33.8	28,107	(9.1)
所得稅費用	2,216	(16.9)	2,547	(3.7)	2,271	(10.8)	(10.5)	8.7	7,034	(10.4)	9.1		
繼續營業單位損益	6,003	(16.7)	6,611	2.6	6,402	(3.2)	(1.6)	24.4	19,017	(5.7)	24.7		
歸屬於母公司稅後淨利	5,815	(15.6)	6,409	3.8	6,179	(3.6)	(0.9)	23.6	18,404	(4.6)	23.9	19,759	(7.1)
每股盈餘(NT\$)	3.53	(17.3)	3.55	2.3	3.75	5.6	(2.8)		10.83	(6.6)		11.63	(9.2)
信用成本(%)	2.20	0.57	2.47	0.54	2.56	0.08	0.60		2.43	25.22			
新台幣百萬元	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	QoQ(%)	YoY(%)	Weighting (%)					
中租獲利	5,815	(15.6)	6,409	3.8	6,179	(3.6)	(0.9)						
台灣獲利	3,116	(7.3)	3,450	(1.2)	3,639	5.5	2.0	58.9					
中國獲利	2,815	(25.4)	3,441	3.3	2,849	(17.2)	(1.1)	46.1					
東協獲利	462	(33.5)	473	(16.9)	404	(14.6)	(35.2)	6.5					

資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 中租 2024F/2025F 獲利預估

百萬元	2024F				2025F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
中租控股	23,396	26,378	(11.3)	(6.5)	25,215	29,986	(15.9)	7.8
台灣	13,303	13,886	(4.2)	(4.2)	14,213	16,649	(14.6)	6.8
中國	11,437	12,895	(11.3)	(10.6)	12,126	13,738	(11.7)	6.0

資料來源：凱基預估

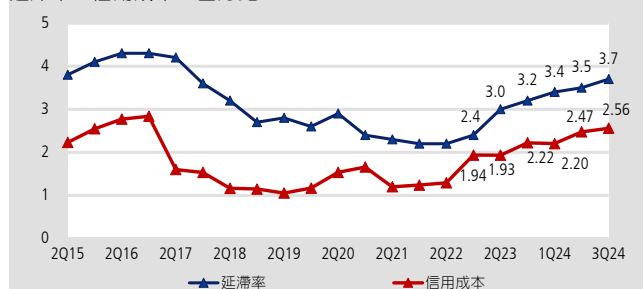
圖 3: 中租 3Q24 信用資產年增率下降至 5%，中國及東協放款成長年增率下降至 4% 及 10%，台灣放款年增率亦降至 2%

十億元	2023	1Q24	2Q24	3Q24	YoY(%)	QoQ(%)
台灣	448	454	455	454	2.4	(0.3)
太陽能	53	54	56	57	10.6	1.6
中國	53	54	54	54	4.2	(0.3)
東協	114	115	115	124	10.4	7.8
其他	181	186	189	193	N.M.	1.8
合併	795	808	814	825	4.7	1.4

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 中租 3Q24 整體延滯率仍小幅季增 0.2%至 3.7%，但 3Q24 信用成本上升至 2.56%

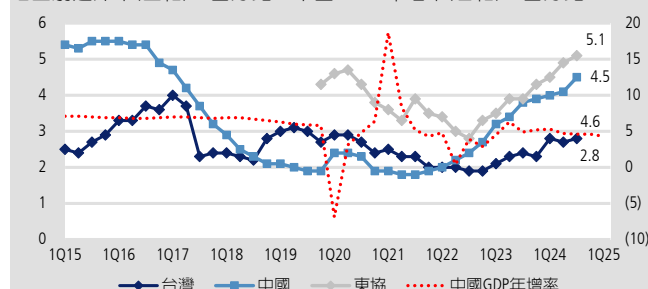
延滯率、信用成本，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5: 3Q24 中國及東協各上揚至 4.5%及 5.1%，台灣亦上升至 2.8%

地區別延滯率(左軸)，百分比；中國 GDP 年增率(右軸)，百分比

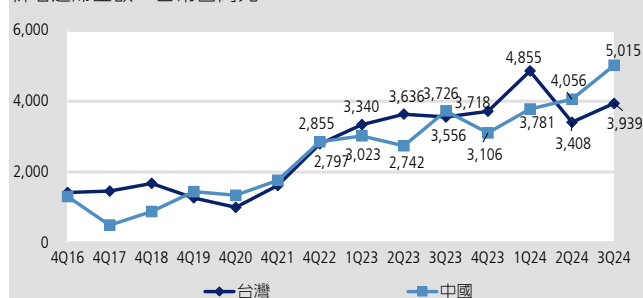


註: 2024-1Q25 中國 GDP 年增率為 Bloomberg consensus

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: 3Q24 中國及台灣新增延滯金額仍維持較高水準

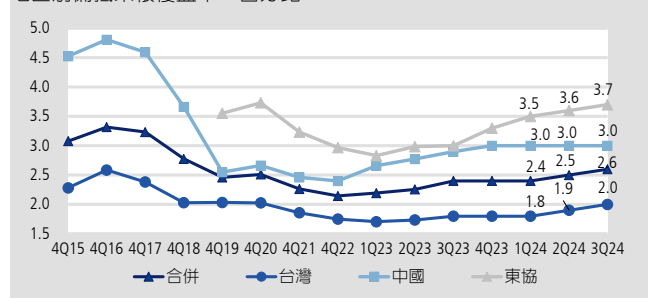
新增延滯金額，台幣百萬元



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 中租 3Q24 整體放款覆蓋率維持於 2.6%

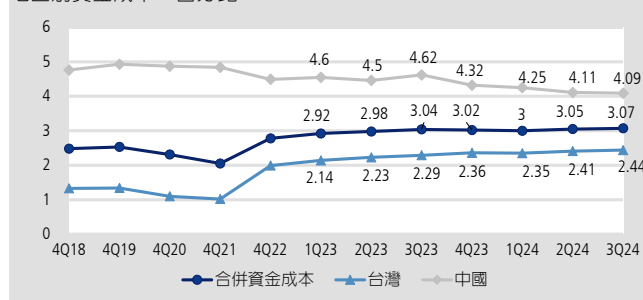
地區別備抵呆帳覆蓋率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 中租 3Q24 合併資金成本季增 2 基點，主要台灣資金成本上升

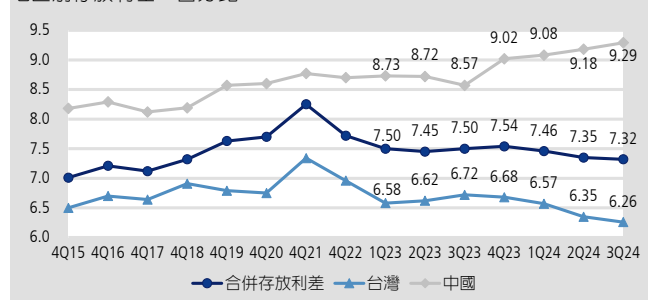
地區別資金成本，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 3Q24 利差季減 3 基點至 7.32%，主要受到中國資金成本下降，加上台灣貸款利率下降

地區別存放利差，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 10 月中國官方製造業 PMI 較 9 月上升 0.3 至 50.1%至擴張區間，財新製造業 PMI 亦回至 50.3%

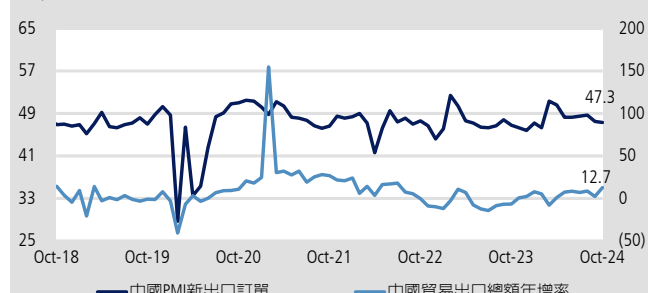
PMI，百分比



資料來源：中國國家統計局；財星傳媒；彭博；凱基

圖 11: 中國 10 月貿易出口總額年增率回升至 12.7%，相較 PMI 新出口訂單指數仍疲弱

中國 PMI 新出口訂單指數，百分比(左軸)；出口總額年增率，百分比(右軸)

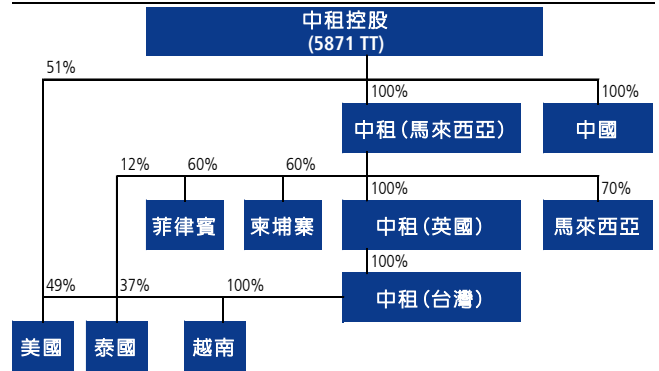


資料來源：中國國家統計局；中國海關總署；彭博；凱基

圖 12: 公司概況

中租-KY (5871) 起源於 1977 年中國租賃(臺灣)，主要從事生產設備融資業務，1995 年中國租賃與迪和公司合併並更名為中租迪和。2005 年正式進軍中國，成立仲利國際租賃。2009 年成立中租控股，營業據點已遍及台灣、中國、泰國、越南、馬來西亞、柬埔寨、菲律賓及美國等地。旗下子公司包括中租迪和、仲利國際、和迪、仲信資融等。主要營業項目為租賃、分期付款、應收帳款受讓級直接融資。2022 年業務別營收佔比分別為：利息收入 74.5%、銷貨收入 7.8%、手續費收入 9.9%、租賃收入 6.8% 及其他 1.1%；地區別營收佔比分別為：台灣 50%、中國 43%、東協 6%。

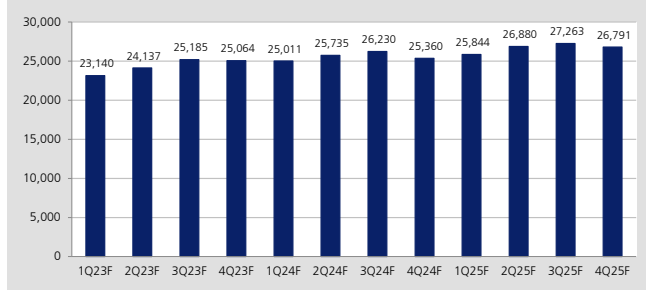
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 組織架構圖


資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 季營業收入

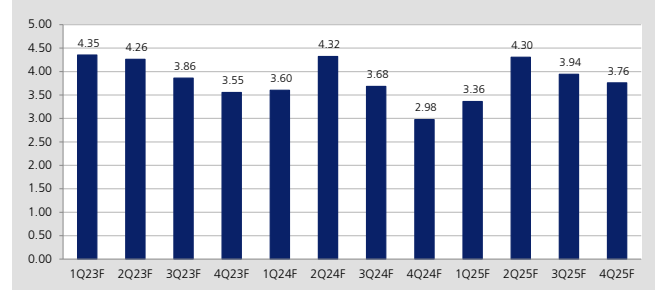
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15: 每股盈利

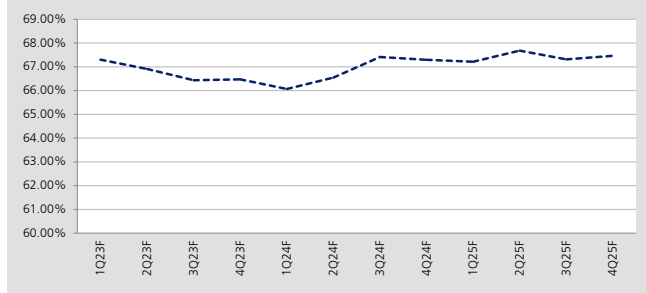
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16: 毛利率

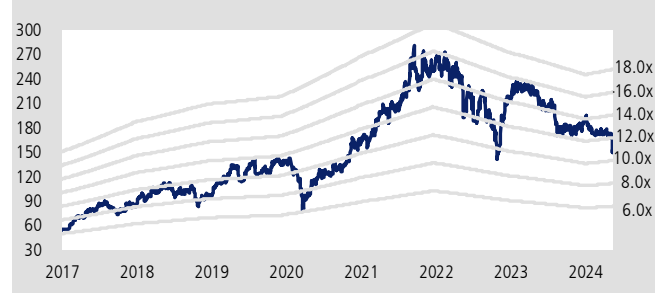
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17: 未來一年預估本益比區間

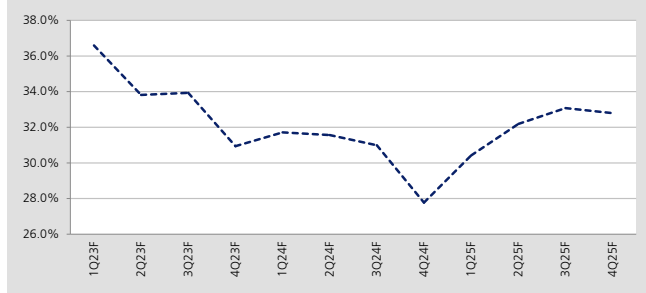
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 18: 營業利潤率

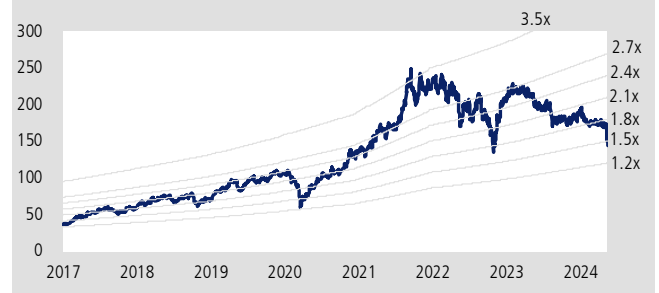
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 19: 未來一年預估股價淨值比區間

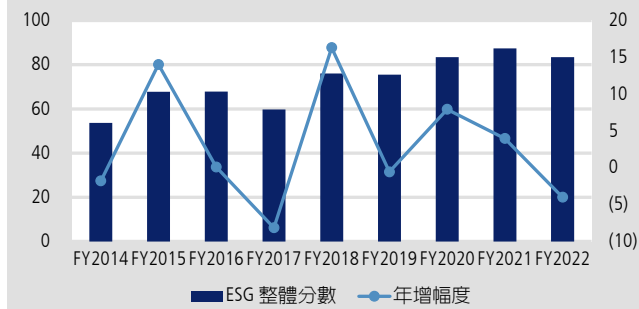
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 20：ESG 整體分數

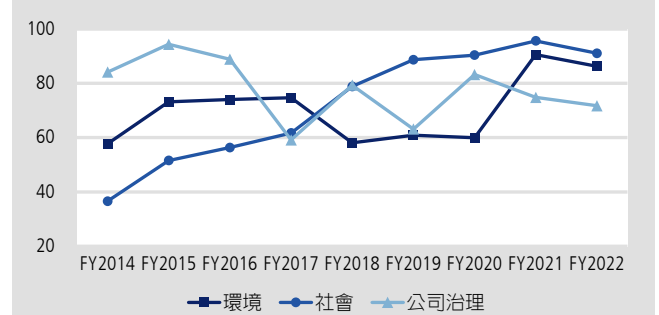
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：ESG 各項分數

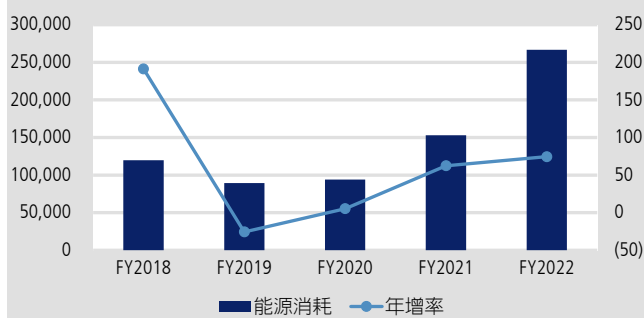
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：能源消耗

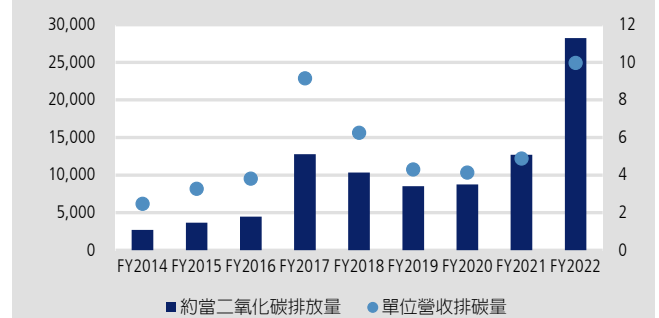
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23：碳排量

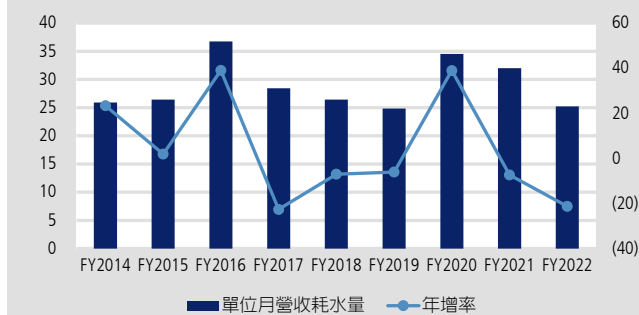
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24：耗水量

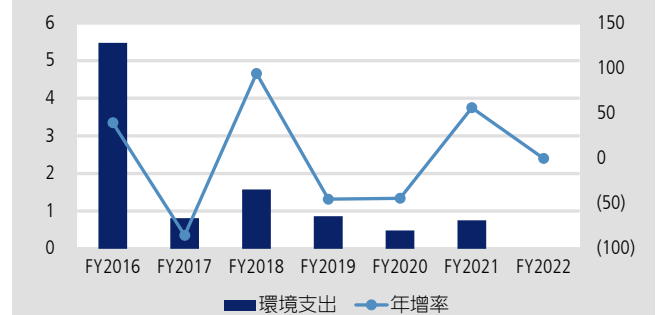
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25：環境支出

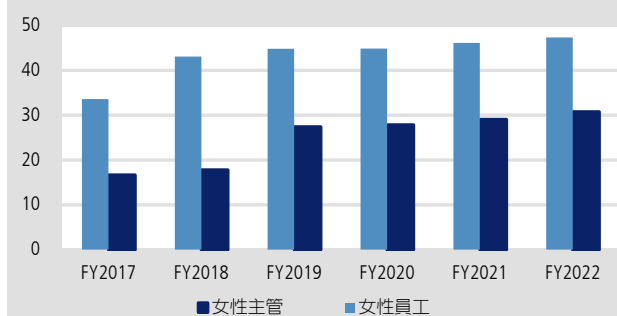
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26：性別多樣性

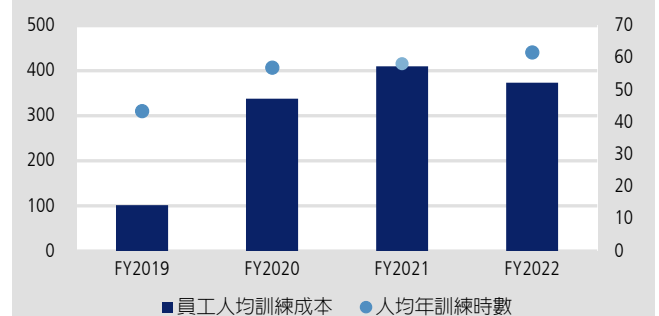
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 27：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	女性主管比例逐年上升，2020 年來到 27.9%。
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	2020 年集團男性員工比例 51.1%，女性員工比例 44.9%
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

Income statement

	Quarterly								Annually		
	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,011	25,735	26,230	25,360	25,844	26,880	27,263	26,791	97,526	102,337	106,777
營業成本	(8,487)	(8,610)	(8,547)	(8,294)	(8,473)	(8,687)	(8,910)	(8,716)	(32,410)	(33,937)	(34,787)
營業毛利	16,524	17,126	17,684	17,067	17,371	18,193	18,352	18,074	65,116	68,400	71,990
營業費用	(8,593)	(9,003)	(9,554)	(10,023)	(9,509)	(9,540)	(9,336)	(9,289)	(32,185)	(37,173)	(37,673)
營業利益	7,931	8,122	8,130	7,043	7,862	8,653	9,017	8,786	32,931	31,227	34,317
折舊	(2,095)	(2,095)	(2,095)	(2,095)	(2,538)	(2,538)	(2,538)	(2,538)	(7,286)	(8,381)	(10,151)
攤提	(113)	(113)	(113)	(113)	(226)	(226)	(226)	(226)	(269)	(452)	(903)
EBITDA	10,140	10,331	10,338	9,252	10,625	11,416	11,780	11,549	40,486	40,060	45,371
利息收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	288	1,036	544	232	228	848	412	232	3,282	2,100	1,720
總營業外收入	288	1,036	544	232	228	848	412	232	3,282	2,100	1,720
利息費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	(3,282)	-	-
總營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	(3,282)	-	-
稅前純益	8,219	9,158	8,674	7,275	8,090	9,501	9,429	9,018	32,931	33,327	36,037
所得稅費用[利益]	(2,216)	(2,547)	(2,271)	(2,103)	(2,258)	(2,622)	(2,589)	(2,497)	(10,168)	(9,137)	(9,966)
少數股東損益	(188)	(202)	(223)	(181)	(191)	(226)	(225)	(214)	(1,011)	(794)	(856)
非常項目前稅後純益	5,815	6,409	6,179	4,992	5,640	6,653	6,615	6,307	21,751	23,396	25,215
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	3,282	-	-
稅後淨利	5,815	6,409	6,179	4,992	5,640	6,653	6,615	6,307	25,034	23,396	25,215
每股盈餘 (NT\$)	3.60	4.32	3.68	2.98	3.36	4.30	3.94	3.76	15.86	14.28	15.37
獲利率 (%)											
營業毛利率	66.1	66.5	67.4	67.3	67.2	67.7	67.3	67.5	66.8	66.8	67.4
營業利益率	31.7	31.6	31.0	27.8	30.4	32.2	33.1	32.8	33.8	30.5	32.1
EBITDA Margin	40.5	40.1	39.4	36.5	41.1	42.5	43.2	43.1	41.5	39.1	42.5
稅前純益率	32.9	35.6	33.1	28.7	31.3	35.3	34.6	33.7	33.8	32.6	33.8
稅後純益率	23.3	24.9	23.6	19.7	21.8	24.8	24.3	23.5	25.7	22.9	23.6
季成長率 (%)											
營業收入	(0.2)	2.9	1.9	(3.3)	1.9	4.0	1.4	(1.7)			
營業毛利	(0.8)	3.6	3.3	(3.5)	1.8	4.7	0.9	(1.5)			
營業收益增長	2.3	2.4	0.1	(13.4)	11.6	10.1	4.2	(2.6)			
EBITDA	5.1	1.9	0.1	(10.5)	14.8	7.4	3.2	(2.0)			
稅前純益	11.3	11.4	(5.3)	(16.1)	11.2	17.4	(0.8)	(4.4)			
稅後純益	1.4	10.2	(3.6)	(19.2)	13.0	18.0	(0.6)	(4.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	8.1	6.6	4.2	1.2	3.3	4.4	3.9	5.6	12.6	4.9	4.3
營業毛利	6.1	6.0	5.7	2.4	5.1	6.2	3.8	5.9	6.6	5.0	5.2
營業收益	(6.3)	(0.5)	(4.9)	(9.2)	(0.9)	6.5	10.9	24.7	(10.9)	(5.2)	9.9
EBITDA	(2.1)	2.8	(0.9)	(4.1)	4.8	10.5	13.9	24.8	(6.9)	(1.1)	13.3
稅前純益	(9.2)	10.8	5.5	(1.5)	(1.6)	3.7	8.7	23.9	(10.9)	1.2	8.1
稅後純益	(15.6)	3.8	(0.9)	(13.0)	(3.0)	3.8	7.1	26.3	(8.0)	(6.5)	7.8

資料來源：公司資料，凱基

中租控股					
NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
應收帳款淨額	544,711	656,847	717,030	733,875	776,485
應收帳款淨額年增率	15.9%	20.6%	9.2%	2.3%	5.8%
總資產	713,227	877,199	943,345	995,324	1,081,243
淨息負債	443,503	544,033	579,355	601,134	649,007
總負債	596,713	727,042	780,009	810,898	871,601
總利息收入	52,992	64,528	74,718	78,862	81,270
手續費收入/服務收入	8,781	8,552	8,264	7,623	8,511
其他收入	669	879	946	966	961
營業收入	72,160	86,608	97,526	102,337	106,777
營業成本	19,488	25,517	32,410	33,937	34,787
營業毛利	52,671	61,091	65,116	68,400	71,990
預期信用減損	19,863	25,040	33,121	37,969	38,273
其他費用	13,515	15,644	18,144	19,187	20,789
營業費用	19,863	25,040	33,121	37,969	38,273
營業淨利(營業利益)	33,485	36,971	32,931	31,227	34,317
本期稅前淨利	34,654	39,326	36,213	33,327	36,037
合併總利益	22,695	28,464	26,045	24,190	26,071
稅後淨利(歸屬母公司股東)	21,644	27,222	25,034	23,396	25,215
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	28.4%	25.8%	-8.0%	-6.5%	7.8%
淨利差	7.16%	6.99%	6.74%	6.79%	6.68%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.14%	1.40%	2.04%	2.49%	2.17%
延滯率	2.16%	2.39%	3.18%	3.70%	3.56%
放款覆蓋率	2.26%	2.14%	2.41%	2.76%	3.60%

中租 - 台灣					
NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
應收帳款淨額	272,512	339,245	380,179	380,143	399,150
應收帳款淨額年增率	20.9%	24.5%	12.1%	0.0%	5.0%
總資產	408,877	522,151	569,335	578,474	599,604
淨息負債	284,238	357,941	378,536	386,107	413,134
總負債	348,708	439,281	476,490	487,990	520,788
總利息收入	22,009	28,572	34,277	35,841	36,479
手續費收入/服務收入	3,993	3,934	3,733	3,457	3,630
其他收入	636	805	861	848	865
營業收入	36,352	45,955	52,437	54,868	56,956
營業成本	12,199	16,720	21,880	23,219	23,540
營業毛利	24,152	29,235	30,557	31,649	33,416
預期信用減損	9,649	11,457	14,825	16,322	16,058
其他費用	6,416	7,281	8,119	8,507	9,022
營業費用	9,649	11,457	14,825	16,322	16,058
營業淨利(營業利益)	14,992	18,359	16,445	16,317	17,557
本期稅前淨利	14,988	18,697	17,094	16,611	17,877
合併總利益	11,962	14,774	13,887	13,303	14,213
稅後淨利(歸屬母公司股東)	11,962	14,774	13,887	13,303	14,213
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	26.3%	23.5%	-6.0%	-4.2%	6.8%
淨利差	6.72%	6.39%	5.97%	5.88%	5.76%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.27%	1.34%	1.83%	2.02%	1.76%
延滯率	1.98%	1.86%	2.34%	2.53%	2.36%
放款覆蓋率	1.86%	1.73%	1.79%	2.17%	2.58%

中租控股獲利組成					
NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
台灣	11,962	14,774	13,887	13,303	14,213
中國	12,622	13,065	12,796	11,437	12,126
東協及其他	(1,889)	625	(638)	(709)	(507)
中租控股	21,644	27,222	25,034	23,396	25,215

資料來源：公司資料，凱基

中租 - 中國					
NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
應收帳款淨額	193,341	213,405	223,580	234,758	248,844
應收帳款淨額年增率	10.9%	10.4%	4.8%	8.0%	7.9%
總資產	213,513	239,591	247,896	258,041	272,797
淨息負債	96,158	113,892	125,756	135,817	149,398
總負債	160,432	179,765	182,293	195,180	211,730
總利息收入	23,625	26,410	28,363	30,396	31,704
手續費收入/服務收入	3,919	3,262	2,948	2,819	3,100
其他收入	1	0	0	0	0
營業收入	27,549	29,677	31,314	33,220	34,810
營業成本	5,573	6,076	6,055	5,857	6,131
營業毛利	21,976	23,601	25,260	27,363	28,678
預期信用減損	6,336	8,041	10,727	13,752	13,950
其他費用	4,467	5,127	5,967	6,500	7,313
營業費用	6,336	8,041	10,727	13,752	13,950
營業淨利(營業利益)	15,834	15,767	14,762	13,811	14,848
本期稅前淨利	16,875	17,429	17,073	15,251	16,168
合併總利益	12,622	13,065	12,796	11,437	12,126
稅後淨利(歸屬母公司股東)	12,622	13,065	12,796	11,437	12,126
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	45.4%	3.5%	-2.1%	-10.6%	6.0%
淨利差	8.18%	8.36%	8.47%	8.89%	8.78%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	0.99%	1.40%	2.12%	3.07%	2.64%
延滯率	1.87%	2.70%	3.94%	4.61%	3.89%
放款覆蓋率	2.46%	2.40%	3.02%	3.13%	4.51%

中租 - 東協及其他					
NT\$百萬元	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
應收帳款淨額	78,959	104,365	113,408	118,974	128,491
應收帳款淨額年增率	12.5%	32.2%	8.7%	4.9%	8.0%
總資產	90,939	115,624	126,250	129,107	138,984
淨息負債	63,107	72,200	75,062	79,211	86,474
總負債	87,572	107,996	121,226	127,728	139,083
總利息收入	7,358	9,547	12,078	12,371	13,088
手續費收入/服務收入	869	1,355	1,584	1,485	1,782
其他收入	32	74	84	92	95
營業收入	8,259	10,977	13,774	13,995	15,011
營業成本	1,716	2,722	4,475	4,822	5,115
營業毛利	6,543	8,255	9,299	9,172	9,896
預期信用減損	3,878	5,543	7,569	7,928	8,264
其他費用	2,633	3,236	4,057	4,020	4,453
營業費用	3,878	5,543	7,569	7,928	8,264
營業淨利(營業利益)	2,659	2,845	1,724	1,160	1,672
本期稅前淨利	2,792	3,200	2,046	1,442	1,752
合併總利益	(1,889)	625	(638)	(709)	(507)
稅後淨利(歸屬母公司股東)	(1,889)	625	(638)	(709)	(507)
淨利差	6.03%	5.93%	5.65%	5.29%	5.26%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.53%	2.15%	3.00%	3.16%	2.82%
延滯率	3.31%	3.24%	4.20%	5.62%	6.57%
放款覆蓋率	3.05%	2.83%	3.18%	3.93%	4.96%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NTS百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	713,227	877,199	943,345	995,324	1,081,243
流動資產	623,924	754,246	784,942	804,053	849,708
現金及短期投資	79,214	97,400	67,912	70,178	73,223
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	544,711	656,847	717,030	733,875	776,485
其他流動資產	-	-	-	-	-
非流動資產	89,303	122,952	158,402	191,271	231,535
長期投資	1,759	2,562	3,083	3,037	3,145
固定資產	52,241	65,457	93,619	97,605	97,605
什項資產	35,303	54,933	61,700	90,629	130,785
負債總額	596,713	727,042	780,009	810,898	871,601
流動負債	498,940	622,720	671,730	696,693	752,122
應付帳款及票據	-	-	-	-	-
短期借款	498,940	622,720	671,730	696,693	752,122
什項負債	-	-	-	-	-
長期負債	97,773	104,322	108,279	114,205	119,480
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	97,773	104,322	108,279	114,205	119,480
股東權益總額	116,514	150,157	163,336	184,427	209,642
普通股股本	14,504	15,829	16,146	16,779	16,779
保留盈餘	80,120	110,491	122,812	142,176	167,391
少數股東權益	6,890	8,836	9,378	10,472	10,472
優先股股東資金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	21.3%	20.0%	12.6%	4.9%	4.3%
營業收益增長	41.4%	10.4%	(10.9%)	(5.2%)	9.9%
EBITDA	37.3%	12.0%	(6.9%)	(1.1%)	13.3%
稅後純益	28.4%	25.8%	(8.0%)	(6.5%)	7.8%
每股盈餘成長率	23.3%	16.7%	(9.7%)	(9.9%)	7.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	73.0%	70.5%	66.8%	66.8%	67.4%
營業利益率	46.4%	42.7%	33.8%	30.5%	32.1%
EBITDA Margin	53.8%	50.2%	41.5%	39.1%	42.5%
稅後純益率	30.0%	31.4%	25.7%	22.9%	23.6%
平均資產報酬率	3.3%	3.4%	2.8%	2.4%	2.4%
股東權益報酬率	24.7%	24.6%	18.9%	15.7%	14.7%
穩定、償債能力分析					
毛負債比率 (%)	428.2%	414.7%	411.3%	377.8%	358.8%
淨負債比率	388.4%	369.7%	388.6%	357.1%	339.7%
利息保障倍數 (x)					
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Cash Flow Int. Coverage (x)					
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.1	0.0	(0.0)	0.0	0.0
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
速動比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	452,566	555,122	634,736	658,677	712,205
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	15.05	17.56	15.86	14.28	15.37
每股現金盈餘 (NT\$)	22.18	9.64	(10.17)	10.15	8.33
每股淨值 (NT\$)	65.24	79.80	86.07	94.74	109.76
調整後每股淨值 (NT\$)	65.24	79.80	86.07	94.74	109.76
每股營收 (NT\$)	49.75	54.71	60.40	60.99	63.64
EBITDA/Share (NT\$)	26.75	27.46	25.08	23.88	27.04
每股現金股利 (NT\$)	6.00	6.40	6.50	6.30	6.80
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.11	0.11	0.11	0.11	0.10
應收帳款周轉天數	2,755.3	2,768.2	2,683.6	2,624.6	2,654.3
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	-	-	-	-	-
現金轉換周轉天數	2,755.3	2,768.2	2,683.6	2,624.6	2,654.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NTS百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	72,160	86,608	97,526	102,337	106,777
營業成本	(19,488)	(25,517)	(32,410)	(33,937)	(34,787)
營業毛利	52,671	61,091	65,116	68,400	71,990
營業費用	(19,187)	(24,120)	(32,185)	(37,173)	(37,673)
營業利益	33,485	36,971	32,931	31,227	34,317
總營業外收入	1,170	2,355	3,282	2,100	1,720
利息收入	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1,170	2,355	3,282	2,100	1,720
總營業外費用	(1,170)	(2,355)	(3,282)	-	-
利息費用	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1,170)	(2,355)	(3,282)	-	-
稅前純益	33,485	36,971	32,931	33,327	36,037
所得稅費用[利益]	(11,960)	(10,861)	(10,168)	(9,137)	(9,966)
少數股東損益	(1,051)	(1,242)	(1,011)	(794)	(856)
非常項目	1,170	2,355	3,282	-	-
稅後淨利	21,644	27,222	25,034	23,396	25,215
EBITDA	38,804	43,466	40,486	40,060	45,371
每股盈餘 (NT\$)	15.05	17.56	15.86	14.28	15.37

現金流量

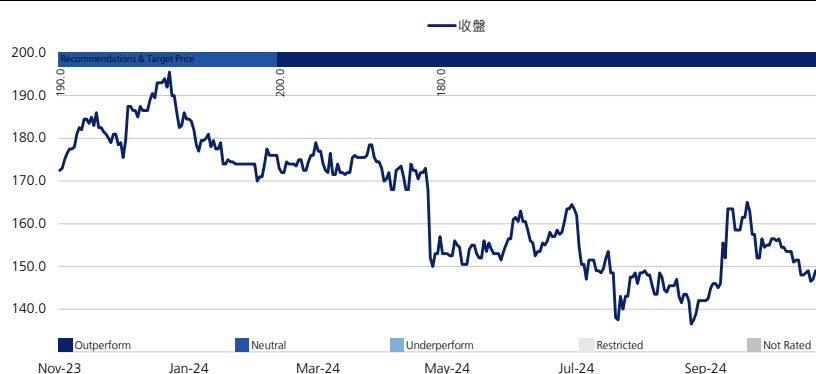
NTS百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	32,167	15,259	(16,418)	17,036	13,974
本期純益	21,644	27,222	25,034	23,396	25,215
折舊及攤提	5,319	6,495	7,555	8,833	11,054
本期運用資金變動	(89,817)	(109,309)	(72,253)	(22,043)	(41,973)
其他營業資產及負債變動	95,021	90,851	23,246	6,850	19,678
投資活動之現金流量	(12,426)	4,146	(1,744)	(5,104)	(1,012)
投資用短期投資出售[新購]	(11,777)	5,079	38	(4,536)	(572)
本期長期投資變動	(3)	(624)	(596)	(225)	(54)
資本支出淨額	(754)	(203)	(598)	(631)	(586)
其他資產變動	109	(106)	(588)	288	200
自由現金流	(63,874)	(77,059)	(42,803)	8,372	(7,581)
融資活動之現金流量	(5,900)	1,760	(12,053)	(11,861)	(11,341)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(7,088)	(9,272)	(10,701)	(11,065)	(11,141)
其他融資現金流	1,188	11,032	(1,352)	(796)	(200)
匯率影響數	(263)	59	(389)	293	279
本期產生現金流量	13,578	21,224	(30,605)	364	1,901

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	26.6%	27.8%	33.0%	36.3%	35.3%
= 營業利益率	46.4%	42.7%	33.8%	30.5%	32.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	7.5	7.6	7.4	7.2	7.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.8	1.0	1.0	0.9
+ 什項資產/營業收入)	0.5	0.6	0.6	0.9	1.2
= 資本周轉率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
營業利益率	46.4%	42.7%	33.8%	30.5%	32.1%
x 資本周轉率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
x (1 - 有效現金稅率)	64.3%	70.6%	69.1%	72.6%	72.3%
= 稅後 ROIC	3.4%	3.4%	2.6%	2.5%	2.5%

資料來源：公司資料，凱基

中租-KY – 以往評級及目標價



Date	Rating	Target	Price
2024-05-13	增加持股	180.0	157.0
2024-02-26	增加持股	200.0	173.0
2023-11-09	持有	190.0	178.0
2023-08-28	持有	200.0	181.5
2023-07-25	持有	215.0	207.5
2023-05-12	增加持股	255.0	222.0
2023-02-23	增加持股	260.0	225.0
2022-11-10	持有	180.0	168.5
2022-08-26	持有	230.0	220.0
2022-05-12	持有	225.0	199.5

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）為凱基金控集團之成員。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，週後若有變更時，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。