

2024 年 12 月 25 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價 78.80 元

目標價

3 個月 87 元

12 個月 87 元

近期報告日期、評等及前日股價

12/09/2024	到價	
09/27/2024	Trading Buy	70.90
07/15/2024	Neutral	64.00
05/13/2024	Buy	60.60
05/10/2024	Buy	55.10

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,921
市值(億元)	2,752
目前每股淨值(元)	92.81
外資持股比(%)	20.25
投信持股比(%)	4.03
董監持股比(%)	32.23
融資餘額(張)	64,570
現金股息配發率(%)	145.99

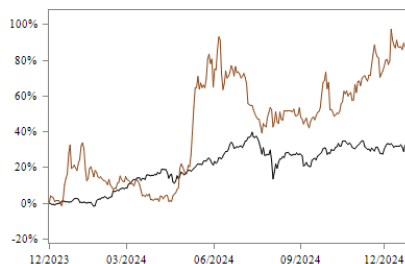
產品組合



■ 營業收入:100.00%

股價相對大盤走勢

— 2609 — TWSE



陽明(2609 TT)

Trading Buy

評價處於歷史區間中下緣，給予 Trading Buy 投資建議。

投資建議：考量(1)美東港口罷工預期有望支撐運價走勢；(2)目前評價約 2025 年 PBR 0.72X，處於歷史區間中下緣等因素，給予陽明 Trading Buy 投資建議，目標價 87 元。

農曆春節前拉貨需求加上美東勞資談判在即，提供美國線較高的漲價契機：4Q24 以來歐洲線淡季運價走勢相對有撐，隨合約談判進入尾聲，1Q25 上旬歐洲線運價可能呈現漲多回落。美洲線方面，前期市場運力陸續返回的情況下，導致美西線運價出現較大回跌；待農曆春節前拉貨需求出現及反映美東罷工，有望提供美國線較高的漲價契機。由於美東勞資雙方此次談判涉及自動化設備，勞資雙方難有共識，導致 01/2025 中旬罷工機會再度提高，短期內可能引發貨主將貨物轉由美西港口出貨，若罷工時間持續延長，則春節過後可能引發塞港預期

預估 2025 年稅後 EPS 13.15 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，單季營運較 4Q23 由虧轉盈，稅後 EPS 2.69 元。2Q24 反映關稅搶運、市場需求旺季提前展開，SCFI 指數自 05/2024 開始大幅反彈，陽明單季營收 QoQ+20.06%，毛利率攀升至 31.59%，稅後獲利 138.87 億元，稅後 EPS 3.98 元。3Q24 獲利方面，2Q24 下旬以後的運價調漲持續反映在 3Q24 營運，加上旺季貨量增長，推升單季營收 QoQ+38.5%，毛利率由 2Q24 的 31.59%進一步攀升至 47.52%，3Q24 單季稅後獲利 283.67 億元，QoQ+104.27%，稅後 EPS 8.12 元。4Q24 為遠洋線傳統需求淡季，然運價水準仍高於往年淡季水準，預估陽明 4Q24 稅後獲利 117.2 億元，QoQ-58.68%，稅後 EPS 3.36 元。綜上所述，受惠於紅海危機消耗市場過剩運力，航商獲利較 2023 年顯著改善，預估陽明 2024 年稅後獲利 633.54 億元，稅後 EPS 18.14 元。2025 年市場供給壓力有望減輕，加上長約價格有望調漲，預估 2025 年稅後獲利 459.15 億元，稅後 EPS 13.15 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	222,959	203,192	197,394	35,901	32,723	43,801	52,589	72,838	53,730	46,279	49,139	56,515
營業毛利淨額	78,256	60,792	54,218	611	-1,337	10,101	16,615	34,614	16,927	12,603	14,507	19,031
營業利益	68,140	49,943	43,065	-1,357	-3,351	7,889	14,132	32,309	13,811	10,150	11,853	16,262
稅後純益	63,354	45,915	38,546	2,806	-1,303	9,379	13,887	28,367	11,720	9,743	11,087	14,515
稅後 EPS(元)	18.14	13.15	11.04	0.80	-0.37	2.69	3.98	8.12	3.36	2.79	3.17	4.16
毛利率(%)	35.10%	29.92%	27.47%	1.70%	-4.09%	23.06%	31.59%	47.52%	31.50%	27.23%	29.52%	33.67%
營業利益率(%)	30.56%	24.58%	21.82%	-3.78%	-10.24%	18.01%	26.87%	44.36%	25.70%	21.93%	24.12%	28.77%
稅後純益率(%)	28.41%	22.60%	19.53%	7.82%	-3.98%	21.41%	26.41%	38.95%	21.81%	21.05%	22.56%	25.68%
營業收入 YoY/QoQ(%)	58.55%	-8.87%	-2.85%	2.44%	-8.85%	33.86%	20.06%	38.50%	-26.23%	-13.87%	6.18%	15.01%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	1,227.02%	-27.53%	-16.05%	N.A	N.A	N.A	48.06%	104.27%	-58.68%	-16.87%	13.79%	30.91%

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。

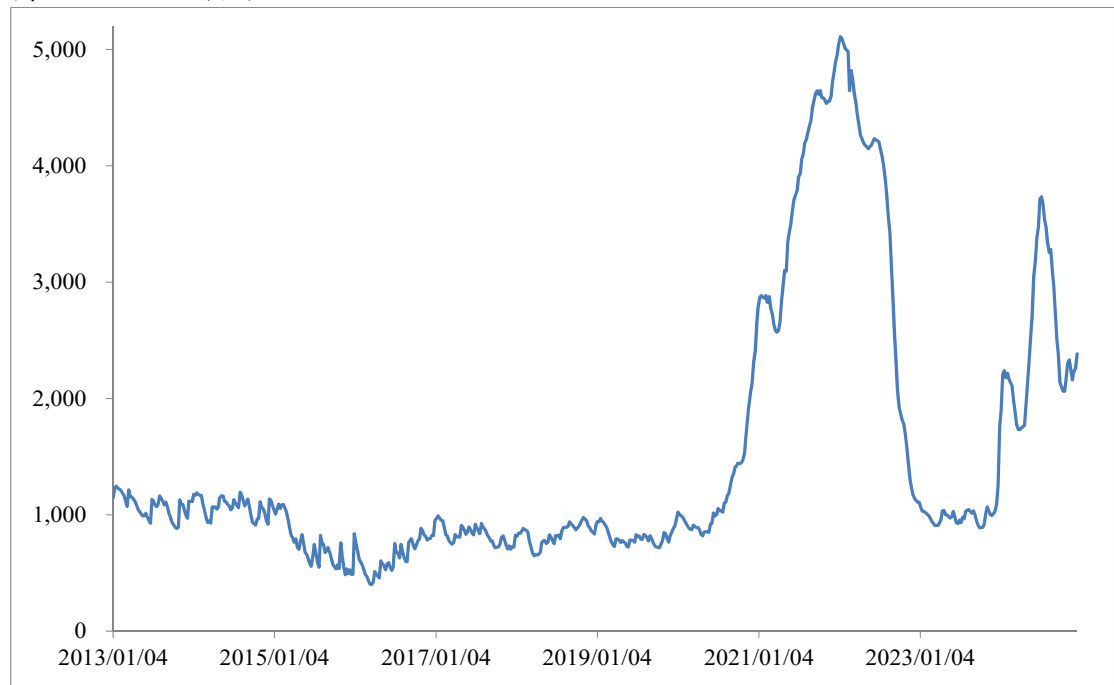
2024 年 12 月 25 日

農曆春節前拉貨需求加上美東勞資談判在即，提供美國線較高的漲價契機：

4Q24 以來歐洲線運價走勢穩定，航商穩價意願積極，淡季運價走勢相對有撐，隨合約談判進入尾聲，1Q25 上旬歐洲線運價可能呈現漲多回落。美洲線方面，前期市場運力陸續返回的情況下，導致美西線運價出現較大回跌；待農曆春節前拉貨需求出現及反映美東罷工，有望提供美國線較高的漲價契機。

由於美東勞資雙方此次談判涉及自動化設備，勞資雙方難有共識，導致 01/2025 中旬罷工機會再度提高，短期內可能引發貨主將貨物轉由美西港口出貨，待農曆春節期間進入需求空窗期，罷工影響將逐漸淡化，惟川普近期言論偏向反對碼頭自動化，若罷工時間持續延長，則春節過後可能引發塞港預期。

圖一、SCFI 指數



資料來源：群益投顧彙整

2025 年無新船下水規劃：

截至目前為止，公司船隊規模達 98 艘，其中自有船舶為 61 艘，租入船舶為 37 艘，總運能為 71.7 萬 TEU，2025 年並無新船下水規劃，預計於 2H26 交付五艘 15,000TEU 的 LNG 船舶。

營收比重方面，1Q~3Q24 美國線比重約 38%、歐洲線比重約 38%、亞洲遠洋線比重約 15%、亞洲近洋線比重約 9%。

預估陽明 2024 年稅後 EPS 18.14 元：

陽明 2023 年稅後獲利 47.74 億元，YoY-97.36%，稅後 EPS 1.37 元，獲利衰退主因在於疫情過後塞港解除、運價大幅回跌所致。

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，單季營運較 4Q23 由虧轉盈，

2024 年 12 月 25 日

稅後 EPS 2.69 元。

2Q24 反映關稅搶運、市場需求旺季提前展開，SCFI 指數自 05/2024 開始大幅反彈，陽明單季營收 QoQ+20.06%，毛利率攀升至 31.59%，稅後獲利 138.87 億元，稅後 EPS 3.98 元。

3Q24 獲利方面，2Q24 下旬以後的運價調漲持續反映在 3Q24 營運，加上旺季貨量增長，推升單季營收 QoQ+38.5%，毛利率由 2Q24 的 31.59% 進一步攀升至 47.52%，單季稅後獲利 283.67 億元，QoQ+104.27%，稅後 EPS 8.12 元。

4Q24 為遠洋線傳統需求淡季，然運價水準仍高於往年淡季水準，預估陽明 4Q24 稅後獲利 117.2 億元，QoQ-58.68%，稅後 EPS 3.36 元。

綜上所述，受惠於紅海危機消耗市場過剩運力，航商獲利較 2023 年顯著改善，預估陽明 2024 年稅後獲利 633.54 億元，稅後 EPS 18.14 元。

預估 2025 年稅後 EPS 13.15 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 56%，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，加上長約價格有望調漲，預估 2025 年稅後獲利 459.15 億元，稅後 EPS 13.15 元。

投資建議：

投資建議方面，考量(1)美東港口罷工預期有望支撐運價走勢；(2)目前評價約 2025 年 PBR 0.72X，處於歷史區間中下緣等因素，給予陽明 Trading Buy 投資建議，目標價 87 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 12 月 25 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	508,149	392,611	458,088	473,398	516,017
流動資產	338,579	218,701	288,024	378,178	381,031
現金及約當現金	149,428	69,922	113,368	136,792	143,078
應收帳款與票據	10,642	6,376	13,782	4,366	12,940
存貨	4,504	4,535	5,059	4,304	5,267
採權益法之投資	8,743	8,797	8,671	1,578	5,715
不動產、廠房設備	75,778	83,482	80,930	78,998	76,238
負債總計	164,363	114,909	123,717	112,026	128,034
流動負債	75,930	52,647	66,212	90,473	95,737
應付帳款及票據	15,954	14,812	18,490	14,282	18,511
非流動負債	88,433	62,262	53,827	22,082	28,598
權益總計	343,786	277,701	334,370	361,373	387,983
普通股股本	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
保留盈餘	280,077	214,990	271,659	298,661	325,271
母公司業主權益	342,960	276,978	333,347	360,055	386,379
負債及權益總計	508,149	392,611	458,088	473,398	516,017

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	375,900	140,624	222,959	203,192	197,394
營業成本	145,730	134,383	144,703	142,400	143,177
營業毛利淨額	230,170	6,241	78,256	60,792	54,218
營業費用	11,376	8,110	10,757	10,849	11,153
營業利益	220,698	-1,666	68,140	49,943	43,065
EBITDA	252,064	22,082	85,140	66,943	60,065
業外收入及支出	8,890	702	10,945	7,818	5,476
稅前純益	233,621	11,296	79,085	57,761	48,541
所得稅	52,605	6,219	15,432	11,552	9,708
稅後純益	180,992	4,774	63,354	45,915	38,546
稅後 EPS(元)	51.71	1.37	18.14	13.15	11.04
完全稀釋 EPS**	51.71	1.37	18.14	13.15	11.04

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	12.65%	-62.59%	58.55%	-8.87%	-2.85%
營業毛利淨額	7.99%	-97.29%	1154.00%	-22.32%	-10.81%
營業利益	8.51%	N.A	N.A	-26.71%	-13.77%
稅後純益	9.27%	-97.36%	1227.02%	-27.53%	-16.05%

獲利能力分析(%)

毛利率	61.23%	4.44%	35.10%	29.92%	27.47%
EBITDA(%)	67.06%	15.70%	38.19%	32.95%	30.43%
營益率	58.71%	-1.18%	30.56%	24.58%	21.82%
稅後純益率	48.04%	3.39%	28.41%	22.60%	19.53%
總資產報酬率	35.54%	1.22%	13.83%	9.70%	7.47%
股東權益報酬率	52.53%	1.72%	18.95%	12.71%	9.93%

償債能力檢視

負債比率(%)	32.35%	29.27%	27.01%	23.66%	24.81%
負債/淨值比(%)	47.81%	41.38%	37.00%	31.00%	33.00%
流動比率(%)	445.91%	415.41%	435.00%	418.00%	398.00%

其他比率分析

存貨天數	9.91	12.28	12.10	12.00	12.20
應收帳款天數	15.88	22.09	16.50	16.30	16.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	210,067	3,379	89,434	33,461	76,296
稅前純益	233,621	11,296	79,085	57,761	48,541
折舊及攤銷	20,078	20,528	22,660	18,169	19,059
營運資金變動	6,759	3,094	-4,253	5,964	-5,307
其他營運現金	-50,390	-31,539	-8,058	-48,433	14,003
投資活動現金	-32,579	16,725	-6,304	59,139	-52,211
資本支出淨額	-8,396	-14,625	-8,800	-9,200	-12,000
長期投資變動	5,282	18,700	1,328	2,521	-1,823
其他投資現金	-29,466	12,650	1,168	65,818	-38,388
籌資活動現金	-86,954	-99,261	-39,683	-69,176	-17,798
長借/公司債變動	-6,273	-2,498	-8,435	-31,744	6,515
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-69,842	-69,842	-6,984	-19,207	-12,222
其他籌資現金	-10,838	-26,920	-24,264	-18,225	-12,092
淨現金流量	91,979	-79,506	43,447	23,424	6,286
期初現金	57,449	149,428	69,922	113,368	136,792
期末現金	149,428	69,922	113,368	136,792	143,078

資料來源：CMoney、群益

2024 年 12 月 25 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	35,046	35,901	32,723	43,801	52,589	72,838	53,730	46,279	49,139	56,515	51,259	45,763
營業成本	31,496	35,290	34,060	33,701	35,974	38,225	36,803	33,676	34,632	37,484	36,608	34,319
營業毛利淨額	3,550	611	-1,337	10,101	16,615	34,614	16,927	12,603	14,507	19,031	14,651	11,443
營業費用	2,090	2,027	2,037	2,303	2,648	2,690	3,116	2,453	2,653	2,769	2,973	2,563
營業利益	1,572	-1,357	-3,351	7,889	14,132	32,309	13,811	10,150	11,853	16,262	11,678	8,881
業外收入及支出	4,583	4,643	981	3,738	3,043	3,230	933	2,121	2,102	1,971	1,624	1,470
稅前純益	6,155	3,286	-2,370	11,627	17,175	35,539	14,744	12,271	13,955	18,233	13,302	10,351
所得稅	6,168	406	-1,119	2,173	3,211	7,100	2,949	2,454	2,791	3,647	2,660	2,070
稅後純益	-130	2,806	-1,303	9,379	13,887	28,367	11,720	9,743	11,087	14,515	10,570	8,209
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)	-0.04	0.80	-0.37	2.69	3.98	8.12	3.36	2.79	3.17	4.16	3.03	2.35

獲利能力(%)

毛利率(%)	10.13%	1.70%	-4.09%	23.06%	31.59%	47.52%	31.50%	27.23%	29.52%	33.67%	28.58%	25.01%
營業利益率(%)	4.49%	-3.78%	-10.24%	18.01%	26.87%	44.36%	25.70%	21.93%	24.12%	28.77%	22.78%	19.41%
稅後純益率(%)	-0.37%	7.82%	-3.98%	21.41%	26.41%	38.95%	21.81%	21.05%	22.56%	25.68%	20.62%	17.94%

QoQ(%)

營業收入淨額	-5.16%	2.44%	-8.85%	33.86%	20.06%	38.50%	-26.23%	-13.87%	6.18%	15.01%	-9.30%	-10.72%
營業利益	6.94%	N.A	N.A	N.A	79.15%	128.62%	-57.25%	-26.50%	16.78%	37.19%	-28.19%	-23.95%
稅前純益	45.65%	-46.60%	N.A	N.A	47.72%	106.92%	-58.51%	-16.77%	13.72%	30.65%	-27.04%	-22.19%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	N.A	48.06%	104.27%	-58.68%	-16.87%	13.79%	30.91%	-27.18%	-22.34%

YoY(%)

營業收入淨額	-67.98%	-64.03%	-45.40%	18.53%	50.06%	102.89%	64.20%	5.66%	-6.56%	-22.41%	-4.60%	-1.12%
營業利益	-97.78%	N.A	N.A	436.70%	799.05%	N.A	N.A	28.67%	-16.12%	-49.67%	-15.44%	-12.51%
稅前純益	-91.84%	-94.76%	N.A	175.16%	179.07%	981.46%	N.A	5.54%	-18.75%	-48.70%	-9.78%	-15.65%
稅後純益	N.A	-94.36%	N.A	175.75%	N.A	910.79%	N.A	3.88%	-20.16%	-48.83%	-9.81%	-15.75%

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。