

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

前日收盤價 69.80 元

目標價

3 個月 75 元

12 個月 75 元

## 陽明(2609 TT)

Neutral

### 近期報告日期、評等及前日股價

12/25/2024	Trading Buy	78.80
12/09/2024	到價	
09/27/2024	Trading Buy	70.90
07/15/2024	Neutral	64.00
05/13/2024	Buy	60.60

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	34,921
市值(億元)	2,438
目前每股淨值(元)	92.81
外資持股比(%)	18.19
投信持股比(%)	4.36
董監持股比(%)	32.23
融資餘額(張)	58,244
現金股息配發率(F)(%)	--

### 產品組合



■ 營業收入:100.00%

### 股價相對大盤走勢



短期內運價走勢承壓，投資建議調降至 Neutral。

**投資建議：**考量美東罷工談判和平落幕及淡季需求來臨，加上停火協議初露曙光，短期內運價走勢承壓，將陽明投資建議調降至 Neutral。

**農曆春節過後面臨需求空窗期，運價將具有回跌壓力：**隨美東罷工和平落幕，加上農曆春節即將到來，短期內運價續漲機率不高，春節過後面臨需求空窗期，運價將具有回跌壓力，待 2Q25 進入需求旺季重拾漲價契機。展望 2025 年，Alphaliner 預估市場運力供給 YoY 將由 2024 年的 10.5% 下滑至 5.6%，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；美國線長約方面，由於 2024 年合約價明顯低於現貨價水準，故 2025 年合約價調漲機率偏高。

**預估 2024 年稅後 EPS 18.28 元：**陽明 1Q24 稅後獲利 93.79 億元，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，旺季運價及貨量同步增長，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 122.08 億元，QoQ-56.96%，稅後 EPS 3.5 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 638.42 億元，稅後 EPS 18.28 元。

**預估 2025 年稅後 EPS 12.93 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，然新增供給壓力有望減輕。預估陽明 2025 年稅後獲利 451.49 億元，稅後 EPS 12.93 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	222,949	205,435	196,526	32,723	43,801	52,589	72,838	53,720	47,014	49,657	56,912	51,852
營業毛利淨額	77,347	58,835	53,350	-1,337	10,101	16,615	34,614	16,017	11,338	13,025	19,428	15,044
營業利益	67,231	47,866	42,247	-3,351	7,889	14,132	32,309	12,901	8,846	10,344	16,639	12,037
稅後純益	63,842	45,149	38,052	-1,303	9,379	13,887	28,367	12,208	8,884	10,064	15,081	11,121
稅後 EPS(元)	18.28	12.93	10.90	-0.37	2.69	3.98	8.12	3.50	2.54	2.88	4.32	3.18
毛利率(%)	34.69%	28.64%	27.15%	-4.09%	23.06%	31.59%	47.52%	29.82%	24.12%	26.23%	34.14%	29.01%
營業利益率(%)	30.16%	23.30%	21.50%	-10.24%	18.01%	26.87%	44.36%	24.02%	18.82%	20.83%	29.24%	23.21%
稅後純益率(%)	28.64%	21.98%	19.36%	-3.98%	21.41%	26.41%	38.95%	22.73%	18.90%	20.27%	26.50%	21.45%
營業收入 YoY/QoQ(%)	58.54%	-7.86%	-4.34%	-8.85%	33.86%	20.06%	38.50%	-26.25%	-12.48%	5.62%	14.61%	-8.89%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	1,237.26%	-29.28%	-15.72%	N.A	N.A	48.06%	104.27%	-56.96%	-27.23%	13.28%	49.85%	-26.26%

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。

2025 年 1 月 17 日

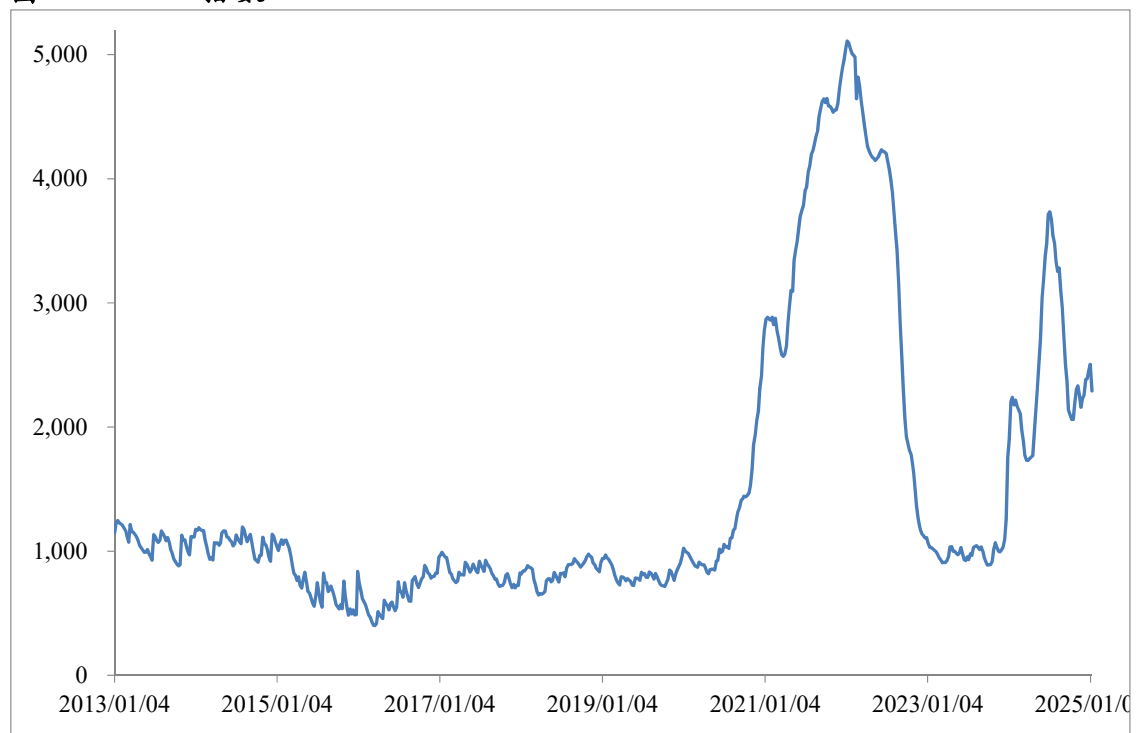
## 春節過後面臨需求空窗期，運價將具有回跌壓力，待 2Q25 進入需求旺季重拾漲價契機：

隨美東罷工和平落幕，加上農曆春節即將到來，短期內運價續漲機率不高，春節過後面臨需求空窗期，運價將具有回跌壓力，待 2Q25 進入需求旺季重拾漲價契機。

紅海訊息方面，在經過多方斡旋努力後，以色列和巴勒斯坦伊斯蘭組織哈馬斯達成了一項分階段協議，意在結束加薩長達 15 個月的流血衝突，並讓人質獲釋。協議將分 3 階段實施，包括以色列軍隊逐步撤出加薩、哈馬斯釋放人質、以色列釋放關押的巴勒斯坦囚犯等等。在第一階段約 6 週的停火後，第二階段就涉及各方討論如何「永久結束戰爭」，第三階段則是加薩重建計畫展開，人道援助增加，流離失所的巴勒斯坦人返回家園。由於先前哈馬斯要求以色列永久退出迦薩，因此第二階段永久停止戰爭能否達成共識尚存在較大變數，而以哈停火是否代表胡塞武裝組織將停止對於紅海船隻的攻擊也仍待觀察。

展望 2025 年，Alphaliner 預估市場運力供給 YoY 將由 2024 年的 10.5% 下滑至 5.6%，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；美國線長約方面，由於 2024 年合約價明顯低於現貨價水準，故 2025 年合約價調漲機率偏高。

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。

2025 年 1 月 17 日

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 18.28 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，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 122.08 億元，QoQ-56.96%，稅後 EPS 3.5 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 638.42 億元，稅後 EPS 18.28 元。

## **預估 2025 年稅後 EPS 12.93 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，預估陽明 2025 年稅後獲利 451.49 億元，稅後 EPS 12.93 元。

## **投資建議：**

投資建議方面，考量美東罷工談判和平落幕及淡季需求來臨，加上停火協議初露曙光，短期內股價走勢承壓，將陽明投資建議調降至 Neutral。

**Forward PB Band**



資料來源：CMoney，群益預估彙整



2025 年 1 月 17 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	508,149	392,611	458,757	473,035	514,991
流動資產	338,579	218,701	288,001	385,555	370,316
現金及約當現金	149,428	69,922	113,359	139,460	138,998
應收帳款與票據	10,642	6,376	13,781	4,567	12,663
存貨	4,504	4,535	5,119	4,521	5,050
採權益法之投資	8,743	8,797	8,738	825	6,657
不動產、廠房設備	75,778	83,482	80,930	78,998	76,238
<b>負債總計</b>	<b>164,363</b>	<b>114,909</b>	<b>123,898</b>	<b>111,940</b>	<b>127,780</b>
流動負債	75,930	52,647	66,207	92,238	93,044
應付帳款及票據	15,954	14,812	18,697	15,041	17,752
非流動負債	88,433	62,262	53,806	19,472	31,795
<b>權益總計</b>	<b>343,786</b>	<b>277,701</b>	<b>334,859</b>	<b>361,095</b>	<b>387,211</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	280,077	214,990	272,148	298,384	324,500
母公司業主權益	342,960	276,978	333,835	359,778	385,607
<b>負債及權益總計</b>	<b>508,149</b>	<b>392,611</b>	<b>458,757</b>	<b>473,035</b>	<b>514,991</b>

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	375,900	140,624	222,949	205,435	196,526
營業成本	145,730	134,383	145,603	146,600	143,177
<b>營業毛利淨額</b>	230,170	6,241	77,347	58,835	53,350
營業費用	11,376	8,110	10,757	10,969	11,103
<b>營業利益</b>	220,698	-1,666	67,231	47,866	42,247
<b>EBITDA</b>	252,064	22,082	84,231	64,866	59,247
業外收入及支出	8,890	702	12,465	8,938	5,676
稅前純益	233,621	11,296	79,696	56,804	47,923
所得稅	52,605	6,219	15,554	11,361	9,585
稅後純益	180,592	4,774	63,842	45,149	38,052
稅後 EPS(元)	51.71	1.37	18.28	12.93	10.90
完全稀釋 EPS**	51.71	1.37	18.28	12.93	10.90

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%	58.54%	-7.86%	-4.34%
營業毛利淨額	7.99%	-97.29%	1139.42%	-23.93%	-9.32%
營業利益	8.51%	N.A	N.A	-28.80%	-11.74%
稅後純益	9.27%	-97.36%	1237.26%	-29.28%	-15.72%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	61.23%	4.44%	34.69%	28.64%	27.15%
EBITDA(%)	67.06%	15.70%	37.78%	31.57%	30.15%
營益率	58.71%	-1.18%	30.16%	23.30%	21.50%
稅後純益率	48.04%	3.39%	28.64%	21.98%	19.36%
總資產報酬率	35.54%	1.22%	13.92%	9.54%	7.39%
股東權益報酬率	52.53%	1.72%	19.07%	12.50%	9.83%

### 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
<b>營業活動現金</b>	210,067	3,379	90,054	29,551	82,566
稅前純益	233,621	11,296	79,696	56,804	47,923
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	-4,105	6,157	-5,915
其他營運現金	-50,390	-31,539	-8,198	-51,579	21,498
<b>投資活動現金</b>	-32,579	16,725	-6,929	66,752	-67,946
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	543	73,431	-54,123
<b>籌資活動現金</b>	-86,954	-99,261	-39,687	-70,201	-15,082
長借/公司債變動	-6,273	-2,498	-8,456	-34,333	12,323
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	-24,247	-16,661	-15,183
<b>淨現金流量</b>	91,979	-79,506	43,438	26,101	-462
<b>期初現金</b>	57,449	149,428	69,922	113,359	139,460
<b>期末現金</b>	149,428	69,922	113,359	139,460	138,998

資料來源：CMoney、群益

2025 年 1 月 17 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	35,901	32,723	43,801	52,589	72,838	53,720	47,014	49,657	56,912	51,852	45,763	48,236
營業成本	35,290	34,060	33,701	35,974	38,225	37,703	35,676	36,632	37,484	36,808	34,319	35,019
營業毛利淨額	611	-1,337	10,101	16,615	34,614	16,017	11,338	13,025	19,428	15,044	11,443	13,216
營業費用	2,027	2,037	2,303	2,648	2,690	3,116	2,492	2,681	2,789	3,007	2,563	2,701
營業利益	-1,357	-3,351	7,889	14,132	32,309	12,901	8,846	10,344	16,639	12,037	8,881	10,515
業外收入及支出	4,643	981	3,738	3,043	3,230	2,453	2,351	2,332	2,301	1,954	1,520	1,514
稅前純益	3,286	-2,370	11,627	17,175	35,539	15,354	11,197	12,676	18,940	13,991	10,401	12,029
所得稅	406	-1,119	2,173	3,211	7,100	3,071	2,239	2,535	3,788	2,798	2,080	2,406
稅後純益	2,806	-1,303	9,379	13,887	28,367	12,208	8,884	10,064	15,081	11,121	8,249	9,552
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)	0.80	-0.37	2.69	3.98	8.12	3.50	2.54	2.88	4.32	3.18	2.36	2.74

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	1.70%	-4.09%	23.06%	31.59%	47.52%	29.82%	24.12%	26.23%	34.14%	29.01%	25.01%	27.40%
營業利益率(%)	-3.78%	-10.24%	18.01%	26.87%	44.36%	24.02%	18.82%	20.83%	29.24%	23.21%	19.41%	21.80%
稅後純益率(%)	7.82%	-3.98%	21.41%	26.41%	38.95%	22.73%	18.90%	20.27%	26.50%	21.45%	18.03%	19.80%

## QoQ(%)

營業收入淨額	2.44%	-8.85%	33.86%	20.06%	38.50%	-26.25%	-12.48%	5.62%	14.61%	-8.89%	-11.74%	5.40%
營業利益	N.A	N.A	N.A	79.15%	128.62%	-60.07%	-31.43%	16.93%	60.86%	-27.66%	-26.22%	18.41%
稅前純益	-46.60%	N.A	N.A	47.72%	106.92%	-56.80%	-27.08%	13.21%	49.42%	-26.13%	-25.66%	15.66%
稅後純益	N.A	N.A	N.A	48.06%	104.27%	-56.96%	-27.23%	13.28%	49.85%	-26.26%	-25.83%	15.79%

## YoY(%)

營業收入淨額	-64.03%	-45.40%	18.53%	50.06%	102.89%	64.17%	7.33%	-5.58%	-21.87%	-3.48%	-2.66%	-2.86%
營業利益	N.A	N.A	436.70%	799.05%	N.A	N.A	12.14%	-26.81%	-48.50%	-6.70%	0.39%	1.66%
稅前純益	-94.76%	N.A	175.16%	179.07%	981.46%	N.A	-3.70%	-26.20%	-46.71%	-8.88%	-7.11%	-5.10%
稅後純益	-94.36%	N.A	175.75%	N.A	910.79%	N.A	-5.29%	-27.53%	-46.84%	-8.91%	-7.14%	-5.09%

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。