

持有・維持

收盤價 March 20 (NT\$)	65.80
12 個月目標價 (NT\$)	55.00
前次目標價 (NT\$)	57.00
調降 (%)	3.5
下跌空間 (%)	16.4

焦點內容

1Q23 以來，SCFI 美西線、美東線、歐洲線、亞洲線運價指數皆已跌破成本線。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	229.8 / 7,499
流通在外股數 (百萬股)：	3,492
外資持有股數 (百萬股)：	522
3M 平均成交量 (百萬股)：	29.43
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	59.00 -131.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3	-4	-49.4
相對表現 (%)	-5.8	-10	-37.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	7.49A	10.36A	14.66A	16.33A
2022	17.35A	15.90A	14.25A	4.22F
2023	1.05F	(0.18)F	(0.27)F	(0.26)F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886.2.2181.8707
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞
886.2.2181.8706
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

陽明

(2609.TW/2609 TT)

需求不振，競爭加劇

重要訊息

1Q23 以來，SCFI 美西線、美東線、歐洲線運價指數分別累計下跌 19%、18%、32%，亞洲線則上漲 1%，皆已跌破成本線。

評論及分析

需求不振，競爭加劇。1Q23 以來，美國製造商及批發商延續激烈的去庫存，反映於港口進口貨櫃量季減 7%、年減 19%，我們持續預估此波主動去庫存將延續至 2Q23。繼 4Q22 的美西線、歐洲線、亞洲線後，至 3 月中旬，美東線的現貨價已跌破航商成本線，促使美國線船隻運能季減 13%、主要來自非聯盟航商。

運能擴張保守，支撐承載率。陽明 4Q22 EPS 達 4.22 元，低於我們預估的 6.23 元。我們推算陽明 4Q22 運價季減 27%、運量季減 24%。我們預估陽明 2023-24 年 EPS 將達 0.34 元、-2.23 元，並將自 2Q23 起陷入虧損，與前次預估大致相同。我們預估陽明 2023 年運能年增 4%，與需求年增的 2% 大致相同，拖累承載率小幅年減，減幅小於同業。

投資建議

陽明宣告現金股利 20 元，配發率 39%，約當現金殖利率 30%，水準為貨櫃三雄之次。我們調整陽明目標價至 55 元，相當於 2023 年預估每股淨值 79 元的 0.7 倍(自 80 元的 0.7 倍)，與以往下降循環谷底的 0.7 倍相當，目標價亦相當於 4Q22 每股淨現金 77 元的 0.7 倍，維持「持有」評等。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

投資風險

貨運需求弱於預期。

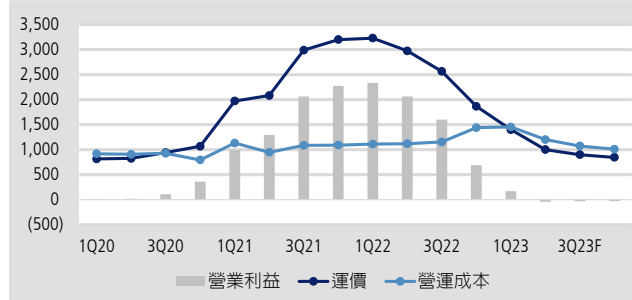
主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	151,277	333,687	375,900	155,260	130,810
營業毛利 (NT\$百萬)	26,084	213,131	230,170	9,260	(6,190)
營業利益 (NT\$百萬)	18,737	202,926	217,760	260	(13,190)
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,977	165,269	180,592	1,181	(7,784)
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	0.34	(2.23)
每股現金股利 (NT\$)	-	20.00	20.00	1.00	1.00
每股盈餘成長率 (%)	0.0	980.8	6.1	(99.3)	(759.4)
本益比 (x)	14.6	1.4	1.3	194.6	N.A.
股價淨值比 (x)	5.8	1.0	0.7	0.8	0.9
EV/EBITDA (x)	4.0	0.8	0.3	6.8	19.4
淨負債比率 (%)	137.7	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	30.4	30.4	1.5	1.5
股東權益報酬率 (%)	45.9	122.7	62.6	0.4	(2.9)

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

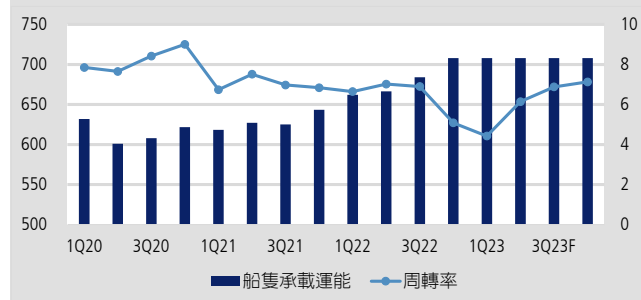
陽明平均單位運價、成本及營業利益，US\$/TEU



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 運能增加，惟周轉率低迷，營運量僅可大致持平

陽明船隻承載運能，千 TEU(左軸)；周轉率，次/年(右軸)



資料來源：Alphaliner；公司資料；凱基

圖 3: 4Q22 財報結果 & 1Q23 財務預估暨市場共識比較

百萬元	4Q22						1Q23F					
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識
營收	59,935	67,236	(10.9)	(40.0)	(41.6)	63,484	38,545	48,795	(21.0)	(35.7)	(63.9)	46,022
毛利	22,125	30,255	(26.9)	(63.3)	(69.5)	27,266	6,295	14,545	(56.7)	(71.5)	(91.6)	10,633
營業利益	19,429	27,031	(28.1)	(66.4)	(71.9)	24,877	4,045	12,295	(67.1)	(79.2)	(94.4)	9,754
稅前淨利	18,901	27,709	(31.8)	(69.8)	(72.5)	26,747	4,770	12,795	(62.7)	(74.8)	(93.8)	10,456
稅後淨利	14,734	21,768	(32.3)	(70.4)	(73.4)	21,512	3,670	9,930	(63.0)	(75.1)	(93.9)	8,224
每股盈餘 (元)	4.22	6.23	(32.3)	(70.4)	(73.4)	6.08	1.05	2.84	(63.0)	(75.1)	(93.9)	2.36
毛利率 (%)	36.9	45.0	(8.1)ppts	(23.5)ppts	(33.7)ppts	43.0	16.3	29.8	(13.5)ppts	(20.6)ppts	(54.3)ppts	23.1
營益率 (%)	32.4	40.2	(7.8)ppts	(25.4)ppts	(35.0)ppts	39.2	10.5	25.2	(14.7)ppts	(21.9)ppts	(57.2)ppts	21.2
淨利率 (%)	24.6	32.4	(7.8)ppts	(25.3)ppts	(29.4)ppts	33.9	9.5	20.4	(10.8)ppts	(15.1)ppts	(47.2)ppts	17.9

資料來源：凱基

圖 4: 2022 年財報結果 & 2023 年財務預估暨市場共識比較

百萬元	2022					2023F				
	財報結果	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識
營收	375,900	383,200	(1.9)	12.7	379,449	155,260	153,320	1.3	(58.7)	165,722
毛利	230,170	238,300	(3.4)	8.0	235,497	9,260	12,320	(24.8)	(96.0)	24,267
營業利益	217,760	228,300	(4.6)	7.3	225,779	260	3,320	(92.2)	(99.9)	18,505
稅前獲利	230,683	242,429	(4.8)	14.2	241,100	1,770	4,330	(59.1)	(99.2)	21,757
稅後淨利	180,592	188,695	(4.3)	9.3	187,004	1,181	3,177	(62.8)	(99.3)	17,134
每股盈餘 (元)	51.71	54.03	(4.3)	9.3	53.65	0.34	0.91	(62.8)	(99.3)	4.91
毛利率 (%)	61.2	62.2	(1.0)ppts	(2.6)ppts	62.1	6.0	8.0	(2.1)ppts	(55.3)ppts	14.6
營益率 (%)	57.9	59.6	(1.6)ppts	(2.9)ppts	59.5	0.2	2.2	(2.0)ppts	(57.8)ppts	11.2
淨利率 (%)	48.0	49.2	(1.2)ppts	(1.5)ppts	49.3	0.8	2.1	(1.3)ppts	(47.3)ppts	10.3

資料來源：凱基

圖 5: 年度營運情況

(百萬元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
營收	127,559	115,400	131,078	141,833	149,181	151,277	333,687	375,900	155,260	130,810
貨運收入	115,201	103,659	117,143	123,778	128,710	136,459	314,054	347,690	133,960	113,810
運量(千TEU)	4,018	4,332	4,722	5,232	5,435	5,070	4,410	4,350	4,350	4,600
船舶承載運能	491	551	580	626	647	616	629	680	708	708
年度周轉次數(次)	8.2	7.9	8.1	8.4	8.4	8.2	7.0	6.4	6.1	6.5
運價(US\$/TEU)	901	743	818	785	768	915	2,556	2,675	993	798
非貨運收入	12,358	11,741	13,935	18,055	20,471	14,817	19,633	28,210	21,300	17,000
營運成本	134,020	130,122	130,303	147,499	150,196	131,816	130,303	155,202	155,000	144,000
單位成本(US\$/TEU)	1,049	932	910	935	896	883	1,061	1,194	1,149	1,010
折舊	6,330	6,426	6,413	6,472	16,819	17,150	17,455	20,011	21,000	22,000
單位折舊(US\$/TEU)	50	46	45	41	100	115	142	154	156	154
變動成本	122,021	118,038	118,170	135,319	126,288	108,043	103,102	125,719	125,000	115,000
單位變動成本(US\$/TEU)	955	846	826	858	753	724	839	967	927	806
營業費用	5,669	5,658	5,720	5,709	7,089	6,624	9,747	9,472	9,000	7,000
單位營業費用(US\$/TEU)	44	41	40	36	42	44	79	73	67	49
營業利益	(791)	(9,064)	6,495	42	6,075	26,084	213,131	230,170	9,260	(6,190)
單位營業利益(US\$/TEU)	(51)	(105)	5	(36)	(6)	130	1,656	1,698	2	(92)
營業利益率(%)	(1)	(8)	5	0	4	17	64	61	6	(5)
營業外損益	(1,482)	(974)	(140)	(1,414)	(2,573)	(3,310)	(1,008)	12,923	1,510	3,210
稅前淨利	(7,943)	(15,696)	635	(7,080)	(3,588)	16,150	202,377	233,621	1,770	(9,980)
所得稅	(154)	(806)	143	(774)	410	3,963	36,775	52,605	389	(2,196)
稅後淨利	(7,722)	(14,912)	321	(6,591)	(4,310)	11,977	165,269	180,592	1,181	(7,784)
單位稅後淨利(US\$/TEU)	(60)	(107)	2	(42)	(26)	80	1,345	1,390	9	(55)
流通在外股數(百萬股)	3,444	1,618	1,869	2,601	2,601	2,656	3,391	3,492	3,492	3,492
EPS(元)	-2.24	-9.22	0.17	-2.53	-1.66	4.51	48.73	51.71	0.34	-2.23
淨值	31,039	15,809	26,034	19,828	16,464	35,678	233,691	342,960	274,298	263,022
BVPS(元)	9.0	9.8	13.9	7.6	6.3	13.4	68.9	98.2	78.5	75.3
ROE(%)	(25)	(94)	1	(33)	(26)	34	71	53	0	(3)

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

圖 6: 季度營運情況

(百萬元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營收	106,704	109,448	99,813	59,935	38,545	39,038	39,307	38,371
貨運收入	100,015	102,314	92,851	52,510	33,220	33,713	33,982	33,046
運量(千TEU)	1,100	1,170	1,180	900	783	1,088	1,218	1,262
船舶承載運能	662	666	684	708	708	708	708	708
年度周轉次數(次)	6.6	7.0	6.9	5.1	4.4	6.1	6.9	7.1
運價(US\$/TEU)	3,230	2,975	2,564	1,866	1,400	1,000	900	845
非貨運收入	6,689	7,134	6,962	7,425	5,325	5,325	5,325	5,325
營運成本	34,399	38,499	41,797	40,506	34,500	40,500	40,500	39,500
單位成本(US\$/TEU)	1,111	1,120	1,154	1,439	1,454	1,201	1,073	1,010
單位折舊	152	144	141	187	221	156	139	134
單位變動成本	862	932	952	1,156	1,138	979	874	818
單位營業費用	97	44	62	96	95	67	60	58
營業利益	72,305	70,949	58,015	19,429	4,045	(1,463)	(1,193)	(1,129)
單位營業利益(US\$/TEU)	2,335	2,063	1,602	690	170	(43)	(32)	(29)
營業利益率(%)	68	65	58	32	10	(4)	(3)	(3)
營業外損益	4,224	4,474	4,753	(528)	725	725	35	25
所得稅	15,847	19,781	12,898	4,079	1,049	(162)	(255)	(243)
稅後淨利	60,577	55,533	49,748	14,734	3,670	(625)	(953)	(912)
流通在外股數(百萬股)	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492	3,492
EPS(元)	17.35	15.90	14.25	4.22	1.05	-0.18	-0.27	-0.26
淨值	293,937	279,090	331,107	342,960	346,630	276,163	275,210	274,298
BVPS(元)	84.2	79.9	94.8	98.2	99.3	79.1	78.8	78.5

資料來源：Alphaliner；公司資料：凱基

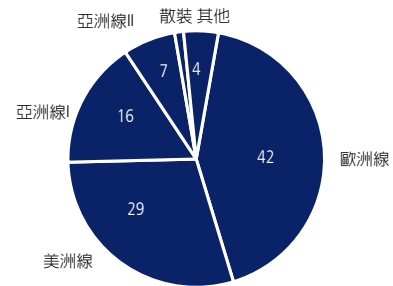
圖 7: 公司概況

陽明成立於 1972 年，為全球第九大貨櫃航運業者，經營美洲線、歐洲線及亞洲線等航線，分別佔 2021 年營收 29%、42%、23%，並經營散裝航運，佔營收 1%。交通部持有陽明股權達 13.39%。

資料來源：凱基

圖 8: 美洲線及歐洲線佔營收大宗

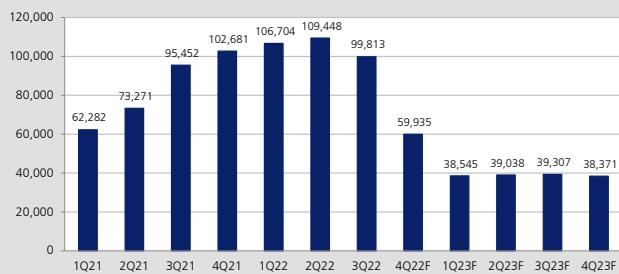
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

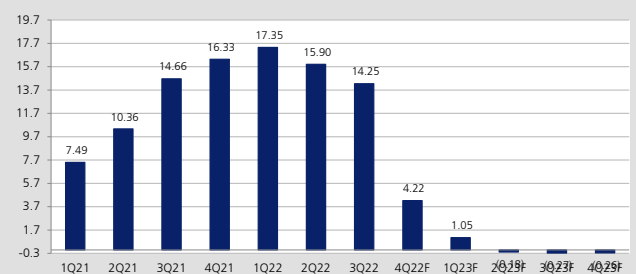
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

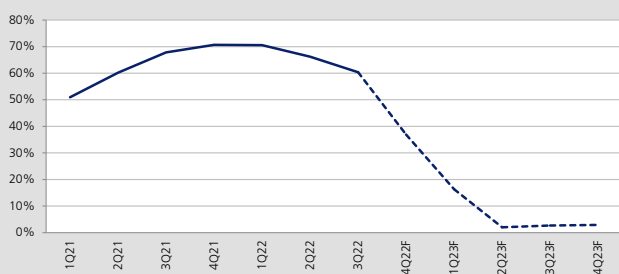
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

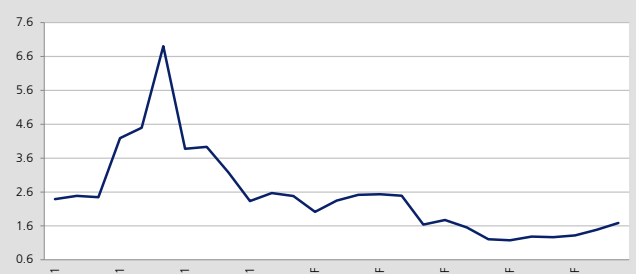
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

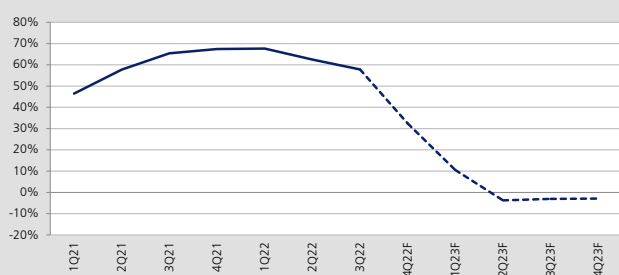
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 14: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	106,704	109,448	99,813	59,935	38,545	39,038	39,307	38,371	375,900	155,260	130,810
營業成本	(31,389)	(36,975)	(39,556)	(37,810)	(32,250)	(38,250)	(38,250)	(37,250)	(145,730)	(146,000)	(137,000)
營業毛利	75,315	72,473	60,257	22,125	6,295	788	1,057	1,121	230,170	9,260	(6,190)
營業費用	(3,118)	(4,077)	(2,519)	(2,696)	(2,250)	(2,250)	(2,250)	(2,250)	(12,410)	(9,000)	(7,000)
營業利益	72,197	68,395	57,738	19,429	4,045	(1,463)	(1,193)	(1,129)	217,760	260	(13,190)
折舊	(4,705)	(4,937)	(5,098)	(5,270)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(20,011)	(20,000)	(20,000)
攤提	(14)	(16)	(18)	(19)	(17)	(17)	(17)	(17)	(67)	(67)	(67)
EBITDA	76,917	73,349	62,855	24,718	9,062	3,554	3,824	3,887	237,838	20,327	6,877
利息收入	220	498	1,077	2,237	1,225	1,225	525	525	4,033	3,500	1,000
投資利益淨額	370	477	456	(67)	125	125	135	125	1,236	510	210
其他營業外收入	23	21	20	9,988	-	-	-	-	10,052	-	-
總營業外收入	613	996	1,553	12,159	1,350	1,350	660	650	15,320	4,010	1,210
利息費用	(561)	(565)	(603)	(669)	(625)	(625)	(625)	(625)	(2,398)	(2,500)	2,000
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	4,172	4,043	3,802	(12,018)	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	3,611	3,478	3,200	(12,687)	(625)	(625)	(625)	(625)	(2,398)	(2,500)	2,000
稅前純益	76,422	72,869	62,491	18,901	4,770	(738)	(1,158)	(1,104)	230,683	1,770	(9,980)
所得稅費用[利益]	(15,847)	(19,781)	(12,898)	(4,079)	(1,049)	162	255	243	(52,605)	(389)	2,196
少數股東損益	(105)	(108)	(122)	(88)	(50)	(50)	(50)	(50)	(424)	(200)	-
非常項目稅後純益	60,469	52,980	49,471	14,734	3,670	(625)	(953)	(912)	177,654	1,181	(7,784)
非常項目	108	2,553	277	-	-	-	-	-	2,938	-	-
稅後淨利	60,577	55,533	49,748	14,734	3,670	(625)	(953)	(912)	180,592	1,181	(7,784)
每股盈餘 (NT\$)	17.35	15.90	14.25	4.22	1.05	(0.18)	(0.27)	(0.26)	51.71	0.34	(2.23)
獲利率 (%)											
營業毛利率	70.6	66.2	60.4	36.9	16.3	2.0	2.7	2.9	61.2	6.0	(4.7)
營業利益率	67.7	62.5	57.8	32.4	10.5	(3.7)	(3.0)	(2.9)	57.9	0.2	(10.1)
EBITDA Margin	72.1	67.0	63.0	41.2	23.5	9.1	9.7	10.1	63.3	13.1	5.3
稅前純益率	71.6	66.6	62.6	31.5	12.4	(1.9)	(2.9)	(2.9)	61.4	1.1	(7.6)
稅後純益率	56.8	50.7	49.8	24.6	9.5	(1.6)	(2.4)	(2.4)	48.0	0.8	(6.0)
季成長率 (%)											
營業收入	3.9	2.6	(8.8)	(40.0)	(35.7)	1.3	0.7	(2.4)			
營業毛利	3.8	(3.8)	(16.9)	(63.3)	(71.5)	(87.5)	34.2	6.0			
營業收益增長	4.3	(5.3)	(15.6)	(66.4)	(79.2)	(136.2)	(18.4)	(5.3)			
EBITDA	4.1	(4.6)	(14.3)	(60.7)	(63.3)	(60.8)	7.6	1.7			
稅前純益	11.4	(4.6)	(14.2)	(69.8)	(74.8)	(115.5)	57.0	(4.6)			
稅後純益	9.4	(8.3)	(10.4)	(70.4)	(75.1)	(117.0)	52.4	(4.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	71.3	49.4	4.6	(41.6)	(63.9)	(64.3)	(60.6)	(36.0)	12.7	(58.7)	(15.7)
營業毛利	137.4	64.4	(7.0)	(69.5)	(91.6)	(98.9)	(98.2)	(94.9)	8.0	(96.0)	(166.8)
營業收益	149.5	61.6	(7.5)	(71.9)	(94.4)	(102.1)	(102.1)	(105.8)	7.3	(99.9)	(5173.1)
EBITDA	131.8	57.5	(5.9)	(66.5)	(88.2)	(95.2)	(93.9)	(84.3)	7.9	(91.5)	(66.2)
稅前純益	167.8	72.9	(0.2)	(72.5)	(93.8)	(101.0)	(101.9)	(105.8)	14.2	(99.2)	(663.8)
稅後純益	147.1	60.8	(2.1)	(73.4)	(93.9)	(101.1)	(101.9)	(106.2)	9.3	(99.3)	(759.4)

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	194,976	384,416	508,149	439,687	428,411
流動資產	46,261	226,557	338,579	279,695	283,295
現金及短期投資	28,453	193,593	317,926	259,392	263,133
存貨	2,890	5,465	6,357	6,357	6,357
應收帳款及票據	11,206	22,080	11,951	11,951	11,951
其他流動資產	3,712	5,418	2,345	1,994	1,854
非流動資產	148,715	157,859	169,570	159,993	145,116
長期投資	15,392	18,711	18,888	19,378	19,568
固定資產	73,663	73,895	75,778	65,778	50,778
什項資產	59,660	65,253	74,904	74,837	74,770
負債總額	158,641	150,093	164,363	164,363	164,363
流動負債	59,749	73,237	75,930	75,930	75,930
應付帳款及票據	16,128	19,518	15,954	15,954	15,954
短期借款	28,501	3,230	6,089	6,089	6,089
什項負債	15,120	50,489	53,887	53,887	53,887
長期負債	98,892	76,856	88,433	88,433	88,433
長期借款	46,042	15,891	8,656	8,656	8,656
其他負債及準備	46,760	43,729	79,776	79,776	79,776
股東權益總額	36,335	234,323	343,786	275,324	264,048
普通股股本	31,677	34,921	34,921	34,921	34,921
保留盈餘	1,661	167,410	278,160	275,848	264,572
少數股東權益	657	631	826	1,026	1,026
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	1.4%	120.6%	12.7%	(58.7%)	(15.7%)
營業收益增長		983.0%	7.3%	(99.9%)	(5173.1%)
EBITDA	113.9%	513.4%	7.9%	(91.5%)	(66.2%)
稅後純益		1279.9%	9.3%	(99.3%)	(759.4%)
每股盈餘成長率		980.8%	6.1%	(99.3%)	(759.4%)
獲利能力分析					
營業毛利率	17.2%	63.9%	61.2%	6.0%	(4.7%)
營業利益率	12.4%	60.8%	57.9%	0.2%	(10.1%)
EBITDA Margin	23.8%	66.1%	63.3%	13.1%	5.3%
稅後純益率	7.9%	49.5%	48.0%	0.8%	(6.0%)
平均資產報酬率	6.2%	57.0%	40.5%	0.2%	(1.8%)
股東權益報酬率	45.9%	122.7%	62.6%	0.4%	(2.9%)
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	205.2%	8.2%	4.3%	5.4%	5.6%
淨負債比率	137.7%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	5.3	79.5	97.2	1.7	6.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	1.0	1.0	(0.1)	2.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	9.8	81.5	87.6	8.5	(6.1)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	36.1	24.8	2.5	3.0
流動比率 (x)	0.8	3.1	4.5	3.7	3.7
速動比率 (x)	0.7	3.0	4.4	3.6	3.6
淨負債 (NT\$百萬)	50,025	(38,327)	(134,683)	(76,149)	(79,890)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	0.34	(2.23)
每股現金盈餘 (NT\$)	13.19	61.80	60.15	6.10	3.50
每股淨值 (NT\$)	11.26	66.92	98.21	78.55	75.32
調整後每股淨值 (NT\$)	13.43	68.91	98.21	78.55	75.32
每股營收 (NT\$)	56.95	98.40	107.64	44.46	37.46
EBITDA/Share (NT\$)	13.53	65.00	68.11	5.82	1.97
每股現金股利 (NT\$)	-	20.00	20.00	1.00	1.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.78	1.15	0.84	0.33	0.30
應收帳款周轉天數	27.1	24.2	11.6	28.1	33.4
存貨周轉天數	8.4	16.5	15.9	15.9	17.0
應付帳款周轉天數	47.2	59.1	40.0	39.9	42.6
現金轉換周轉天數	(11.6)	(18.4)	(12.4)	4.1	7.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	151,277	333,687	375,900	155,260	130,810
營業成本	(125,192)	(120,556)	(145,730)	(146,000)	(137,000)
營業毛利	26,084	213,131	230,170	9,260	(6,190)
營業費用	(7,347)	(10,205)	(12,410)	(9,000)	(7,000)
營業利益	18,737	202,926	217,760	260	(13,190)
總營業外收入	651	1,922	15,320	4,010	1,210
利息收入	133	308	4,033	3,500	1,000
投資利益淨額	431	1,524	1,236	510	210
其他營業外收入	86	90	10,052	-	-
總營業外費用	(3,961)	(2,930)	(2,398)	(2,500)	2,000
利息費用	(3,560)	(2,573)	(2,398)	(2,500)	2,000
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(400)	(357)	-	-	-
稅前純益	15,427	201,918	230,683	1,770	(9,980)
所得稅費用[利益]	(3,963)	(36,775)	(52,605)	(389)	2,196
少數股東損益	(210)	(333)	(424)	(200)	-
非常項目	723	458	2,938	-	-
稅後淨利	11,977	165,269	180,592	1,181	(7,784)
EBITDA	35,939	220,437	237,838	20,327	6,877
每股盈餘 (NT\$)	4.51	48.73	51.71	0.34	(2.23)

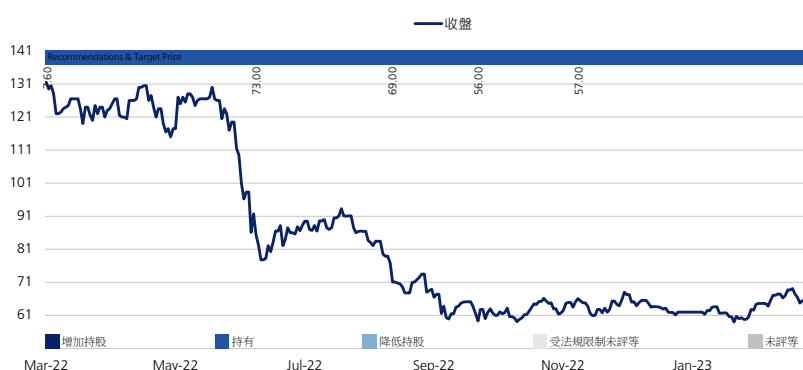
現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	35,043	209,575	210,067	21,308	12,233
本期純益	11,977	165,269	180,592	1,181	(7,784)
折舊及攤提	17,202	17,511	20,078	20,067	20,067
本期運用資金變動	3,719	(8,605)	12,145	66,701	140
其他營業資產及負債變動	2,145	35,400	(2,748)	(66,641)	(190)
投資活動之現金流量	(6,129)	(141,108)	(32,579)	(10,000)	(5,000)
投資用短期投資出售[新購]	1,317	(133,934)	-	-	-
本期長期投資變動	2	(1)	0	(0)	0
資本支出淨額	(8,555)	(7,285)	(8,454)	(10,000)	(5,000)
其他資產變動	1,107	112	(24,126)	0	(0)
自由現金流	26,237	167,533	191,804	76,904	4,852
融資活動之現金流量	(21,224)	(34,731)	(86,954)	(69,842)	(3,492)
短期借款變動	(2,549)	(678)	1,699	1,699	-
長期借款變動	(4,341)	(41,351)	(8,635)	-	-
現金增資	-	29,120	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	(69,842)	(69,842)	(3,492)
其他融資現金流	(14,334)	(21,822)	(10,175)	(1,699)	-
匯率影響數	(348)	(805)			
本期產生現金流量	7,341	32,930	90,534	(58,535)	3,741

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	4.9%	3.1%	3.3%	5.8%	5.4%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	12.4%	60.8%	57.9%	0.2%	(10.1%)
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.4)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.2	0.2	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
= 資本周轉率	2.5	8.9	10.2	5.9	11.6
營業利益率	12.4%	60.8%	57.9%	0.2%	(10.1%)
x 資本周轉率	2.5	8.9	10.2	5.9	11.6
x (1 - 有效現金稅率)	74.3%	81.8%	77.2%	78.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	22.9%	442.1%	455.2%	0.8%	(91.0%)

資料來源：公司資料，凱基

陽明 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-30	持有	57.00	66.10
2022-10-13	持有	56.00	59.30
2022-09-02	持有	69.00	71.10
2022-06-29	持有	73.00	85.50

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）為開發金控集團之成員。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。