

2025 年 2 月 14 日

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	66.60 元
目標價	
3 個月	71 元
12 個月	71 元

近期報告日期、評等及前日股價

08/23/2024	Buy	52.90
07/02/2024	Buy	56.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	8,451
市值(億元)	563
目前每股淨值(元)	45.64
外資持股比(%)	6.92
投信持股比(%)	16.34
董監持股比(%)	40.63
融資餘額(張)	3,988
現金股息配發率(F)(%)	60.80

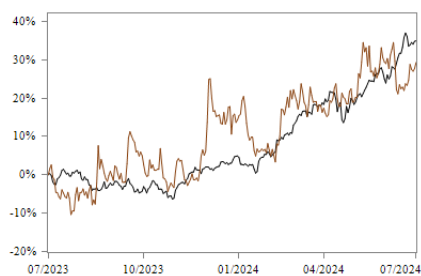
產品組合



■ 運費收入:100.00%

股價相對大盤走勢

— 2606 — TWSE



裕民(2606 TT)

Buy

1Q25 有望為 2025 年 BDI 指數低點，維持投資建議為 Buy。

投資建議：考量海岬型船舶現貨運價短期再跌空間有限，1Q25 有望為 2025 年 BDI 指數低點，維持裕民投資建議為 Buy，目標價上調至 71 元。

海岬型船舶現貨租金已低於航商現金成本，後續再跌空間有限：春節期間因停產停工導致貿易活動持續放緩，致使 BDI 指數走跌；其中海岬型船舶現貨租金約 6,000 美元/日左右，已低於航商現金成本水準，預期後續運價再跌空間有限。依照歷史經驗，BDI 指數通常在第一季為全年谷底，春節過後鋼鐵下游尚面臨一段需求空窗期，待下游復工後，庫存回補需求有望支撐 BDI 指數回升，1Q25 有望為 2025 年 BDI 指數低點。根據國際研究機構預估，2025 年散裝市場運力增速將較 2024 年略為下滑，其中海岬型船舶運力增速將由 2024 年的 1.8% 降至 1.3%，而其餘中小型船舶運力增速則與 2024 年相當；此外，觀察新船訂單佔運力比重的數據，同樣也是海岬型船舶的新船訂單比重較低。故在各類型船舶中，海岬型船舶的運價走勢仍將相對看好。

預估 2024 年稅後 EPS 5.26 元：海岬型及巴拿馬型船舶占比各約三成，船舶現貨比重則約六成左右。2024 年交船 4 艘，2025 年則預計交付 1 艘新船；公司中長期船隊目標為 100 艘船舶、載重噸數超過 1,000 萬噸。獲利方面，1Q24~3Q24 稅後獲利 37.58 億元，稅後 EPS 4.44 元；4Q24 海岬型船舶運價走勢旺季不旺，預估稅後獲利 6.89 億元，稅後 EPS 0.82 元。綜上所述，預估裕民 2024 年稅後獲利 44.47 億元，YoY+62.38%，稅後 EPS 5.26 元。假設股息配發率約 60%~70%，則以 02/13/2025 收盤價計算，現金殖利率約 4.7%~5.5%。

預估 2025 年稅後 EPS 5.37 元，1Q25 為獲利谷底：2025 年海岬型船舶新增運力增速持續放緩，產業結構及運價表現有望較巴拿馬型船舶為佳。預估裕民稅後獲利 45.35 億元，稅後 EPS 5.37 元，其中 1Q25 將為季獲利谷底。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	16,344	17,214	17,705	3,970	3,845	4,164	4,469	3,867	3,650	4,359	4,580	4,625
營業毛利淨額	5,070	5,333	5,821	1,178	1,052	1,280	1,763	974	711	1,392	1,593	1,638
營業利益	4,300	4,558	5,025	968	887	1,021	1,588	804	546	1,196	1,387	1,429
稅後純益	4,447	4,535	4,945	882	988	1,214	1,556	689	498	1,145	1,514	1,378
稅後 EPS(元)	5.26	5.37	5.85	1.04	1.17	1.44	1.84	0.82	0.59	1.35	1.79	1.63
毛利率(%)	31.02%	30.98%	32.88%	29.67%	27.37%	30.74%	39.46%	25.20%	19.47%	31.92%	34.78%	35.41%
營業利益率(%)	26.31%	26.48%	28.38%	24.38%	23.06%	24.52%	35.53%	20.80%	14.97%	27.42%	30.28%	30.91%
稅後純益率(%)	27.21%	26.35%	27.93%	22.22%	25.70%	29.15%	34.83%	17.83%	13.65%	26.26%	33.06%	29.79%
營業收入 YoY/QoQ(%)	13.70%	5.32%	2.86%	1.76%	-3.13%	8.28%	7.32%	-13.47%	-5.61%	19.45%	5.06%	0.98%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	62.38%	1.97%	9.04%	15.40%	12.03%	22.82%	28.22%	-55.70%	-27.71%	129.74%	32.25%	-9.03%

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 84.51 億元計算。

公司 ESG 政策：

裕民由高階主管每年定期辨識氣候相關風險與機會，裕民 2023 年辨識出之氣候重大風險與機會如下：

#轉型風險

1. 碳強度指標(CII)規定
2. 國際海事組織 2030/2040/2050 淨零查核點
3. 投資發展低碳船舶

-業務

裕民現有船舶須遵守 CII 規定，CII 評等 E 或連續三年為 D 之船舶須提交改善計畫。為因應 IMO 設定航運產業淨零排放，裕民需藉由發展低碳船舶等方式逐步減少溫室氣體排放量至淨零碳排放。

-策略

裕民透過汰舊換新船舶、進行船舶維護及保養、營運操控等方式減少不必要的排放。而為邁向淨零，裕民發布淨零路徑圖，同時持續掌握低碳/零碳船舶研發、低碳燃料供應情形。

-財務

裕民每年花費 22.81 萬美元進行船舶維護保養、預計花費 39 萬美元(已攤提費用計算)安裝轉子帆。另一方面，裕民已有 4 艘較傳統重油船貴 30%之液化天然氣雙燃料散裝船投入營運，並於 2023 年投入超過 8 萬美元訓練船員操作新型化天然氣雙燃料船。

#實體風險：

1. 船舶等待強風結束，增加燃油消耗成本
2. 乾旱運河水位不足，造成塞船耗油或延期交貨
3. 港口因氣候變遷造成的水相關風險，導致港口無法正常運作

-業務

氣候變遷預期將增加極端天氣事件，可能導致海上強風、運河水位因乾旱造成塞船、港口因氣候變遷造成水災害事件等情形，進而影響船舶航行、導致船期延誤、船隻維修成本增加等狀況，增加營運成本。

-策略

1. 強化運用自有之安全管理系統(FSM)並納入日常管理，以確保各船採用最佳航行路徑，減少惡劣海象對船舶效能的影響及採購相關船舶系統，針對不良天候與各地港口情況提前獲得資訊
2. 船隻保險(船體險、船殼險及其它保險)

-財務

2025 年 2 月 14 日

裕民每年投入超過 76.21 萬美元購買相關船舶系統，掌握即時海象與船舶航行情形，同時投入約 619 萬美元保險費用。

#氣候相關機會

1. 以低碳能源，拓展轉型運輸業務
2. 使用新型燃料降低碳排放，減少碳費支出與罰金

-業務

裕民積極布局低碳轉型，搶先同業拓展低碳業務，如建造低碳雙燃料船舶，預計可於散裝航運市場取得競爭優勢，同時創造良好企業形象，吸引正向投（融）資機會，並在減少溫室氣體排放的同時減少碳費支出與罰金。

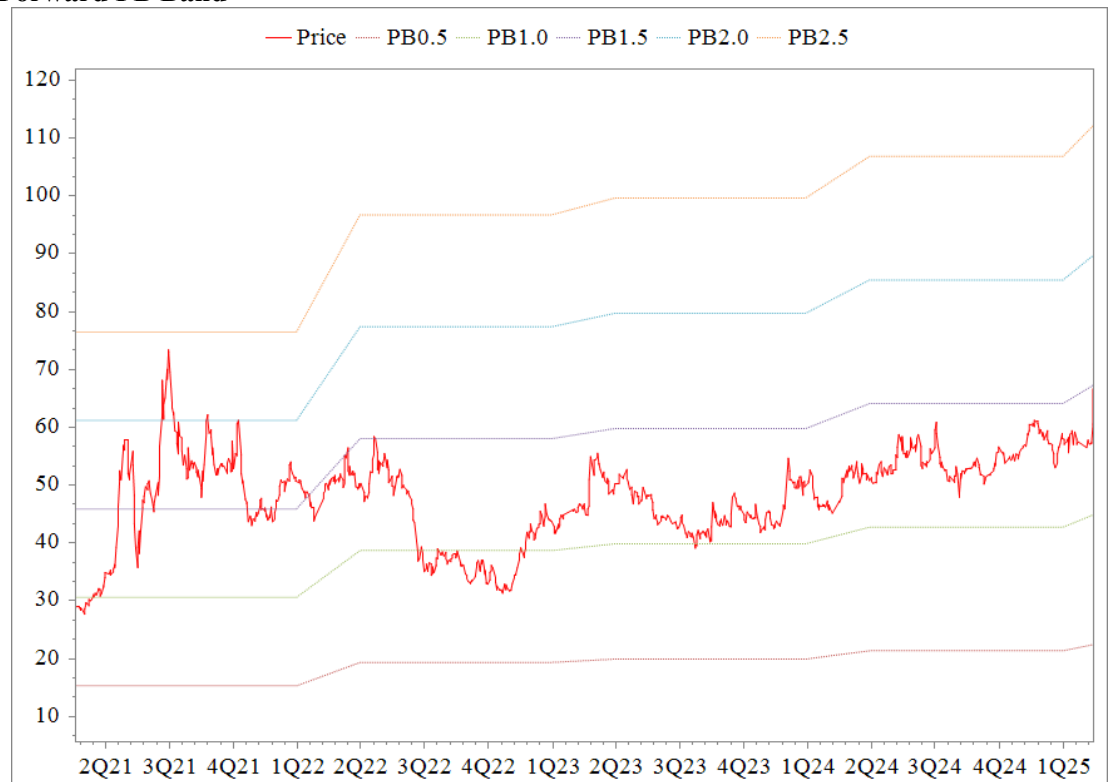
-策略

評估市場低碳運輸需求、低碳燃料供應來源與穩定性、掌握低碳燃料價格變動趨勢。

-財務

裕民投入人力評估低碳燃料供應來源與穩定性及掌握燃料價格變動趨勢、低碳運輸需求，每年投入約 7.2 萬美元人力資源成本。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 14 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	76,426	80,634	84,142	86,678	85,673
流動資產	26,085	25,427	32,945	35,909	39,433
現金及約當現金	14,559	13,500	17,945	19,344	21,356
應收帳款與票據	911	853	1,126	947	1,185
存貨	525	607	567	624	567
採權益法之投資	4,637	4,841	3,137	2,955	1,031
不動產、廠房設備	32,380	43,811	43,811	43,811	43,811
負債總計	43,526	46,811	47,921	48,662	45,451
流動負債	16,539	17,676	22,721	22,727	25,773
應付帳款及票據	243	246	260	271	261
非流動負債	26,987	29,135	25,186	25,909	19,663
權益總計	32,901	33,823	36,221	38,017	40,222
普通股股本	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451
保留盈餘	21,413	21,615	24,014	25,809	28,014
母公司業主權益	32,705	33,698	36,117	37,948	40,189
負債及權益總計	76,426	80,634	84,142	86,678	85,673

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	14,170	14,375	16,344	17,214	17,705
營業成本	9,102	10,993	11,274	11,881	11,884
營業毛利淨額	5,069	3,382	5,070	5,333	5,821
營業費用	729	674	770	775	797
營業利益	4,339	2,708	4,300	4,558	5,025
EBITDA	7,130	6,607	7,000	7,258	7,725
業外收入及支出	-205	-843	233	-13	-66
稅前純益	4,473	2,652	4,533	4,545	4,959
所得稅	67	-17	107	45	50
稅後純益	4,404	2,739	4,447	4,535	4,945
稅後 EPS(元)	5.21	3.24	5.26	5.37	5.85
完全稀釋 EPS**	5.21	3.24	5.26	5.37	5.85

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 84.51【最新股本】億元計算
 註 3：完全稀釋 EPS 以股本 84.51 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	1.13%	1.45%	13.70%	5.32%	2.86%
營業毛利淨額	14.36%	-33.27%	49.90%	5.18%	9.16%
營業利益	13.71%	-37.59%	58.78%	6.01%	10.24%
稅後純益	-9.98%	-37.81%	62.38%	1.97%	9.04%

獲利能力分析(%)

毛利率	35.77%	23.53%	31.02%	30.98%	32.88%
EBITDA(%)	50.32%	45.96%	42.83%	42.16%	43.63%
營益率	30.62%	18.84%	26.31%	26.48%	28.38%
稅後純益率	31.08%	19.05%	27.21%	26.35%	27.93%
總資產報酬率	5.76%	3.40%	5.29%	5.23%	5.77%
股東權益報酬率	13.39%	8.10%	12.28%	11.93%	12.29%

償債能力檢視

負債比率(%)	56.95%	58.05%	56.95%	56.14%	53.05%
負債/淨值比(%)	132.30%	138.40%	132.30%	128.00%	113.00%
流動比率(%)	157.72%	143.85%	145.00%	158.00%	153.00%

其他比率分析

存貨天數	23.93	18.79	19.00	18.30	18.30
應收帳款天數	18.45	22.39	22.10	21.98	21.98

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	6,279	5,711	9,791	6,272	9,735
稅前純益	4,473	2,652	4,533	4,545	4,959
折舊及攤銷	2,425	3,269	3,286	3,286	3,242
營運資金變動	-187	-21	-219	133	-192
其他營運現金	-432	-189	2,191	-1,691	1,726
投資活動現金	-11,106	-7,520	-4,714	-3,784	-925
資本支出淨額	-10,100	-7,558	-7,000	-4,000	-3,500
長期投資變動	-1,223	-10	-20	-30	-30
其他投資現金	217	48	2,306	246	2,605
籌資活動現金	3,956	735	-632	-1,090	-6,798
長借/公司債變動	9,992	2,043	-3,949	723	-6,245
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,535	-2,535	-2,028	-2,704	-2,704
其他籌資現金	-3,501	1,228	5,345	891	2,151
淨現金流量	631	-1,059	4,445	1,399	2,011
期初現金	13,928	14,559	13,500	17,945	19,344
期末現金	14,559	13,500	17,945	19,344	21,356

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 14 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	3,901	3,970	3,845	4,164	4,469	3,867	3,650	4,359	4,580	4,625	4,014	4,492
營業成本	3,091	2,792	2,793	2,884	2,705	2,892	2,939	2,968	2,987	2,987	2,961	2,961
營業毛利淨額	810	1,178	1,052	1,280	1,763	974	711	1,392	1,593	1,638	1,053	1,531
營業費用	156	210	166	259	175	170	164	196	206	208	181	202
營業利益	653	968	887	1,021	1,588	804	546	1,196	1,387	1,429	872	1,328
業外收入及支出	105	-94	135	175	38	-115	-49	-49	132	-48	-49	-49
稅前純益	758	874	1,022	1,196	1,626	689	498	1,147	1,519	1,382	823	1,279
所得稅	0	33	39	-11	73	7	5	11	15	14	8	13
稅後純益	764	882	988	1,214	1,556	689	498	1,145	1,514	1,378	820	1,276
最新股本	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451	8,451
稅後EPS(元)	0.90	1.04	1.17	1.44	1.84	0.82	0.59	1.35	1.79	1.63	0.97	1.51

獲利能力(%)

毛利率(%)	20.76%	29.67%	27.37%	30.74%	39.46%	25.20%	19.47%	31.92%	34.78%	35.41%	26.23%	34.07%
營業利益率(%)	16.75%	24.38%	23.06%	24.52%	35.53%	20.80%	14.97%	27.42%	30.28%	30.91%	21.73%	29.57%
稅後純益率(%)	19.59%	22.22%	25.70%	29.15%	34.83%	17.83%	13.65%	26.26%	33.06%	29.79%	20.44%	28.40%

QoQ(%)

營業收入淨額	6.93%	1.76%	-3.13%	8.28%	7.32%	-13.47%	-5.61%	19.45%	5.06%	0.98%	-13.20%	11.90%
營業利益	-16.28%	48.11%	-8.38%	15.13%	55.54%	-49.34%	-32.06%	118.78%	15.98%	3.09%	-38.97%	52.29%
稅前純益	1.83%	15.30%	16.91%	17.00%	36.01%	-57.61%	-27.78%	130.38%	32.42%	-9.03%	-40.42%	55.42%
稅後純益	27.80%	15.40%	12.03%	22.82%	28.22%	-55.70%	-27.71%	129.74%	32.25%	-9.03%	-40.45%	55.53%

YoY(%)

營業收入淨額	-5.17%	23.31%	34.59%	14.14%	14.56%	-2.59%	-5.09%	4.70%	2.49%	19.60%	9.99%	3.04%
營業利益	-58.41%	56.33%	189.52%	30.80%	143.00%	-16.89%	-38.37%	17.11%	-12.67%	77.72%	59.63%	11.12%
稅前純益	-58.99%	76.97%	271.48%	60.59%	114.49%	-21.14%	-51.29%	-4.08%	-6.61%	100.41%	65.34%	11.54%
稅後純益	-58.44%	75.93%	99.85%	102.94%	103.60%	-21.85%	-49.57%	-5.67%	-2.70%	99.83%	64.61%	11.44%

註1：稅後EPS以股本84.51億元計算

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。