



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

持有 · 維持

收盤價 February 25 (NT\$)	127.0
12 個月目標價 (NT\$)	140.0
前次目標價 (NT\$)	150.0
調降 (%)	6.7
上漲空間 (%)	10.2

焦點內容

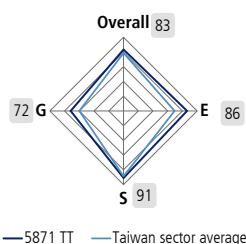
1. 4Q24 獲利季減 32%至全年低點，主要增提預期信用損失及利息收入減少
2. 4Q24 延滯率季增 0.2%，主要中國協延滯率惡化至歷史區間上緣
3. 2025F 中租放款成長 5-10%，中國延滯率是否改善帶動 2H25F 信用成本下降仍須觀察

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	213.1 / 6,514
流通在外股數 (百萬股)：	1,678
外資持有股數 (百萬股)：	775
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.58
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	110.0 -179.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	4.1	-11.5	-27.9
相對表現 (%)	2.6	-16.6	-51.2

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)

4Q24 中國資產品質持續惡化; 2025F 中國營運展望保守

重要訊息

中租 4Q24 稅後獲利季減 32%至 41.8 億元全年低點，主要中國資產品質惡化增提預期信用損失。

評論及分析

4Q24 獲利低於預期。中租 4Q24 稅後獲利 41.8 億元，年減 27%及季減 32%，低於凱基預估 16%，其中營業利益率季減 8.4 百分點至 22.6%，主要預期信用損失季增 15 億元(年化信用成本季增 82 基點至 3.3%之歷史新高)，以因應中國延滯率惡化，加上營收季減 3%，反映利息收入季減 1%。2024F 管理層預計提高現金股利配發率，凱基預估 2024F 每股現金股利 6.1 元(基於 45%配發率)及 0.2 元股票股利，現金股利殖利率約 4.8%。

4Q24 中國延滯率大幅上揚。雖 4Q24 中國推出刺激政策，但中租中國業務資產品質仍持續惡化，新增延滯上揚帶動中國延滯金額季增 12 億元，中國延滯率季增 0.6%至 5.1%，連續三年上揚，已接近 2015 歷史區間延滯率上緣 5.5%，相較台灣延滯微幅上揚至 2.9%，及東協延滯率上揚至 5.2%。中租 4Q24 利差季增 2 基點至 7.34%，主要中國及台灣資金成本下降，抵銷台灣業務放款收益率仍因持續調整利率較高之二手車承作業務。

2025F 中國營運展望保守。中租 4Q24 合併放款年增率 4%，低於 2024 目標 10%，其中東協、台灣及中國放款年增率各 6、3%及 1%。管理層預期 2025F 東協放款 10-15%，高於台灣及中國放款成長 5%，且認為 2025F 利息收入成長將高於利息費用。然而管理層預期 1Q25F 中國延滯率仍會上揚，1H25F 資產品質改善仍需觀察。公司認為消金業務受金融消費者保護法及融資租賃法影響應可控，預估 2025F 出售綠電將增加收入約 1.7 億元。

投資建議

目前中租股價交易於 1.3X 股價淨值比(過去五年為 1.2X~3.5X)。中租 2025F 放款成長目標仍僅 5-10%，反映中國及台灣放款成長疲弱，加上中國延滯率是否改善帶動 2H25F 信用成本下降仍須觀察，投資建議維持「持有」評等，目標價 140 元，2025-26F 股價淨值比 1.4X 及 2025-26F 本益比 11X，惟現金股利殖利率 4.8%及評價低基期提供下檔支撐。

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-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	86,608	97,526	102,292	106,050	113,142
營業毛利 (NT\$百萬)	61,091	65,116	68,043	71,353	75,828
營業利益 (NT\$百萬)	36,971	32,931	29,910	32,483	35,440
稅後淨利 (NT\$百萬)	27,222	25,034	22,586	23,910	26,027
每股盈餘 (NT\$)	17.56	15.86	11.82	12.50	13.69
每股現金股利 (NT\$)	6.40	6.50	6.10	6.50	7.00
每股盈餘成長率 (%)	16.7	(9.7)	(25.4)	5.7	9.5
本益比 (x)	7.2	8.0	10.7	10.2	9.3
股價淨值比 (x)	1.6	1.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	18.0	21.3	23.7	22.3	22.2
淨負債比率 (%)	369.7	388.6	352.5	338.4	332.3
殖利率 (%)	5.0	5.1	4.8	5.1	5.5
股東權益報酬率 (%)	24.6	18.9	15.2	14.1	13.3

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 中租 4Q24 稅後獲利年減 27% 及季減 32% 至全年低點，其中東協獲利年增 40%，優於中國及台灣各衰退 45% 及 15%

新台幣百萬元	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	YoY(%)	4Q24	QoQ(%)	YoY(%)	% of sales	2024	YoY(%)	% of sales	Jan-25	YoY(%)	MoM(%)
銷售收入	1,567	8.6	2,257	12.4	2,498	11.8	1,816	(27.3)	7.2	7.2	8,139	10.3	8.0			
利息收入	19,574	9.4	19,696	7.8	19,938	4.8	19,819	(0.6)	1.5	78.3	79,028	5.8	77.3			
租賃收入	1,696	12.9	1,716	15.3	1,728	7.3	1,716	(0.7)	6.3	6.8	6,856	10.3	6.7			
手續費收入	1,935	(7.2)	1,839	(13.3)	1,810	(12.4)	1,736	(4.1)	(12.8)	6.9	7,321	(11.4)	7.2			
其他收入	239	12.9	226	(6.5)	257	2.4	227	(11.8)	(6.0)	0.9	949	0.3	0.9			
總營業收入	25,011	8.1	25,735	6.6	26,230	4.2	25,315	(3.5)	1.0	100.0	102,292	4.9	100.0	8,263	0.0	(2.6)
銷售成本	995	12.9	1,215	18.2	1,246	3.0	1,227	(1.5)	20.9	4.8	4,683	13.3	4.6			
利息費用	5,059	11.1	5,180	9.9	5,280	6.1	5,145	(2.6)	1.8	20.3	20,664	7.1	20.2			
租賃成本	1,153	21.2	1,125	9.8	953	(9.1)	1,205	26.5	12.5	4.8	4,437	8.3	4.3			
其他成本	1,280	8.5	1,090	(10.6)	1,068	(12.5)	1,028	(3.7)	(18.5)	4.1	4,466	(8.5)	4.4			
營業成本	8,487	12.2	8,610	7.8	8,547	1.1	8,605	0.7	2.4	34.0	34,249	5.7	33.5			
營業毛利	16,524	6.1	17,126	6.0	17,684	5.7	16,710	(5.5)	0.3	66.0	68,043	4.5	66.5			
員工福利費用	2,998	(1.3)	3,017	(3.5)	3,259	8.6	3,181	(2.4)	8.9	12.6	12,455	3.0	12.2			
呆帳費用	4,448	47.2	4,608	25.6	4,702	21.5	6,119	30.1	38.5	24.2	19,877	32.7	19.4			
其他營業費用	1,395	6.8	1,677	15.0	1,722	15.8	1,884	9.4	4.4	7.4	6,678	10.3	6.5			
總營業費用	8,841	20.0	9,302	12.7	9,683	15.8	11,184	15.5	22.3	44.2	39,010	17.8	38.1			
營業利益	7,683	(9.3)	7,823	(0.9)	8,001	(4.4)	5,525	(30.9)	(26.5)	21.8	29,033	(9.3)	28.4	2,415	(10.8)	135.3
其他收入及費用	248	(4.3)	299	13.5	129	(25.3)	201	55.2	(16.3)	0.8	878	(6.3)	0.9			
總業外收入	288	(79.6)	1,036	11.9	544	10.0	472	(13.1)	4.6	1.9	2,340	(28.7)	2.3	2,635	(3.0)	24.2
稅前淨利	8,219	(16.8)	9,158	0.8	8,674	(4.1)	6,199	(28.5)	(24.5)	24.5	32,251	(10.9)	31.5			
所得稅費用	2,216	(16.9)	2,547	(3.7)	2,271	(10.5)	1,780	(21.6)	(23.2)	7.0	8,815	(13.3)	8.6			
繼續營業單位損益	6,003	(16.7)	6,611	2.6	6,402	(1.6)	4,419	(31.0)	(25.0)	17.5	23,436	(10.0)	22.9			
歸屬於母公司稅後淨利	5,815	(15.6)	6,409	3.8	6,179	(0.9)	4,182	(32.3)	(27.1)	16.5	22,586	(9.8)	22.1	1,818	(2.8)	26.8
每股盈餘(NT\$)	3.53	(17.3)	3.55	2.3	3.75	(2.8)	2.50	(33.3)	(29.6)		13.31	(12.1)		1.08	(6.9)	27.1
信用成本(%)	2.20	0.57	2.47	0.54	2.56	0.60	3.26	27.43	1.04		2.65	0.77				
新台幣百萬元	1Q24	YoY(%)	2Q24	YoY(%)	3Q24	YoY(%)	4Q24	QoQ(%)	YoY(%)	Weighting (%)	4Q24	YoY(%)	Weighting (%)			
中租獲利	5,815	(15.6)	6,409	3.8	6,179	(0.9)	4,182	(32.3)	(27.1)		22,586	(9.8)				
台灣獲利	3,116	(7.3)	3,450	(1.2)	3,639	2.0	2,963	(18.6)	(14.6)	70.8	13,168	(5.2)	58.3			
中國獲利	2,815	(25.4)	3,441	3.3	2,849	(1.1)	1,550	(45.6)	(44.8)	37.1	10,655	(16.7)	47.2			
東協獲利	462	(33.5)	473	(16.9)	404	(35.2)	469	16.1	40.4	11.2	1,808	(18.6)	8.0			

資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 中租 2024A/2025F 獲利預估

百萬元	2024A				2025F			
	實際值	凱基預估	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
中租控股	22,586	23,396	(3.5)	(9.8)	23,910	25,215	(5.2)	5.9
台灣	13,167	13,303	(1.0)	(5.2)	14,017	14,213	(1.4)	6.5
中國	10,655	11,437	(6.8)	(16.7)	10,695	12,126	(11.8)	0.4

資料來源：凱基預估

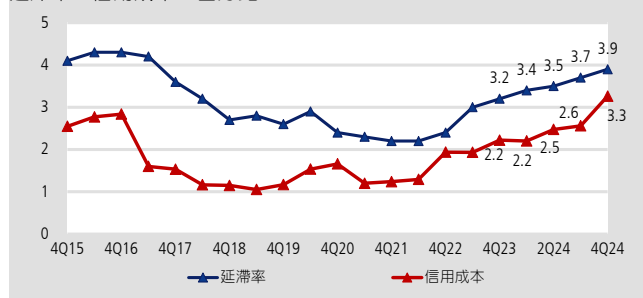
圖 3: 中租 4Q24 合併放款年增率 4%，低於 2024 目標 10%，其中東協、台灣及中國放款年增率各 6、3% 及 1%

十億元	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024	YoY(%)	QoQ(%)
台灣	448	454	455	454	460	2.7	1.2
太陽能	53	54	56	57	54	1.0	(5.8)
中國	53	54	54	54	54	1.1	(0.0)
東協	114	115	115	124	121	6.2	(2.7)
其他	181	186	189	193	186	3.1	(3.4)
合併	795	808	814	825	825	3.7	(0.1)

資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 中租 4Q24 整體延滯率季增 0.2%至 3.9%，但 4Q24 信用成本上升至 3.3%之歷史新高

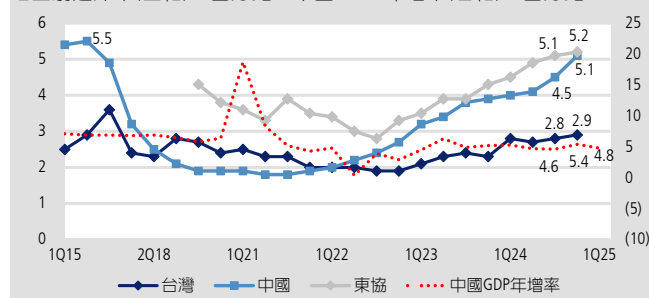
延滯率、信用成本，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5: 4Q24 中國延滯率惡化，上揚至 5.1%，已接近 2015 歷史區間延滯率上緣 5.5%，相較台灣及東協延滯微幅上揚

地區別延滯率(左軸)，百分比；中國 GDP 年增率(右軸)，百分比

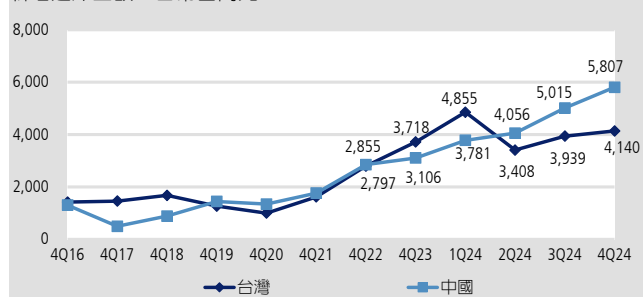


註: 2Q24~1Q25 中國 GDP 年增率為 Bloomberg consensus

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: 4Q24 中國及台灣新增延滯金額仍維持較高水準

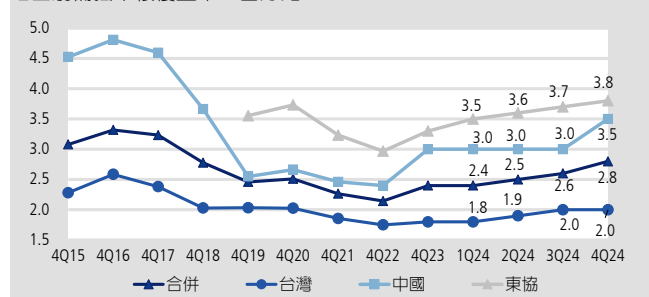
新增延滯金額，台幣百萬元



資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 中租 4Q24 整體放款覆蓋率上升至 2.8%

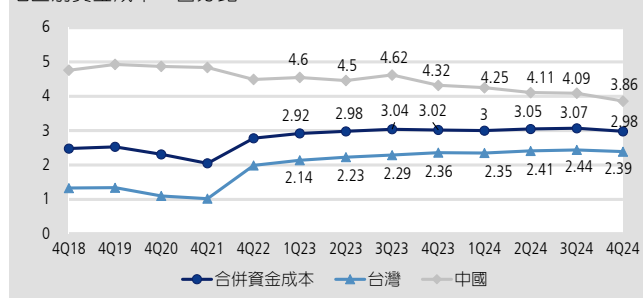
地區別備抵呆帳覆蓋率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 中租 4Q24 合併資金成本季減 9 基點，主要中國資金成本下降反映中國人行降息，及台灣美元資金成本下降因美國聯準會降息

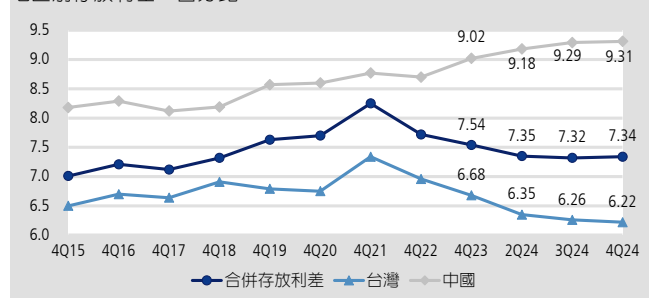
地區別資金成本，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 中租 4Q24 利差季增 2 基點至 7.34%，主要中國及台灣資金成本下降

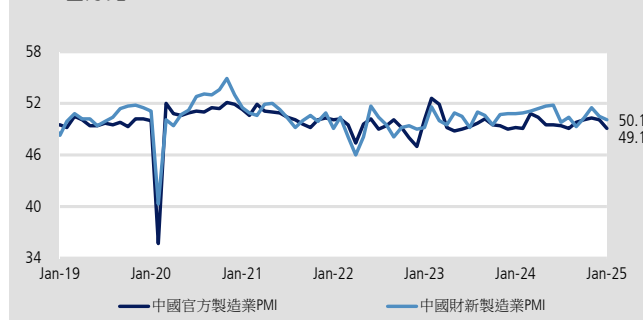
地區別存放利差，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 因春節因素，2025/ 1 中國官方製造業 PMI 及財新製造業 PMI 均回落至 49.1%及 50.1%，上半年是否穩回升仍需視中國刺激政策及美中關稅加稅情況

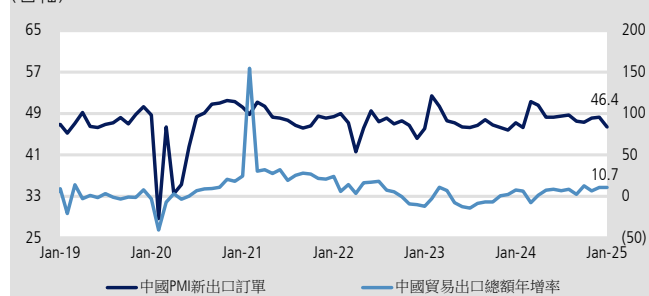
PMI，百分比



資料來源：中國國家統計局；財新傳媒；彭博；凱基

圖 11: 中國 2024/12 月貿易出口總額年增率回升至 10.7%，主要因預期美國加徵關稅提前出貨，但 2025/1 中國 PMI 新出口訂單指數仍下滑

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)



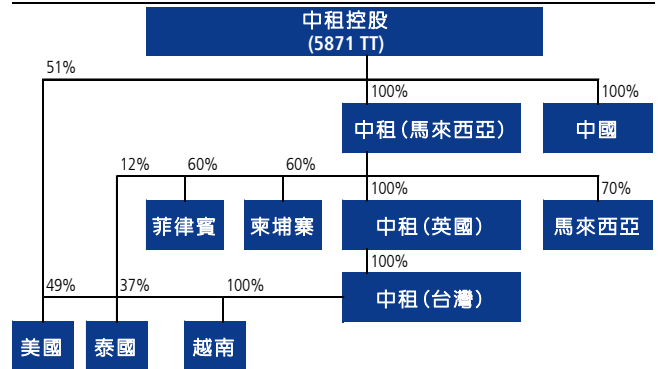
資料來源：中國國家統計局；中國海關總署；彭博；凱基

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。2024 年業務別營收佔比分別為：利息收入 77%、銷貨收入 8%、手續費收入 7%、租賃收入 7%及其他 1%；地區別獲利佔比分別為：台灣 51%、中國 41%、東協 5%。

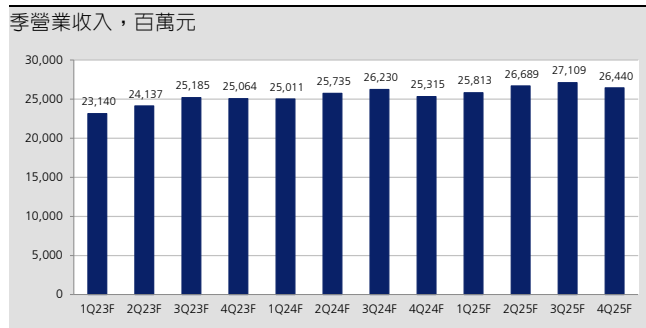
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 組織架構圖



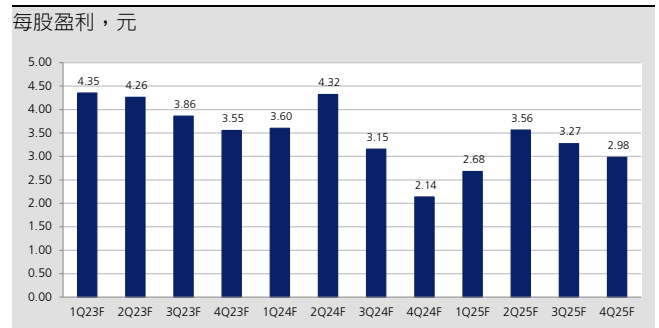
資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 季營業收入



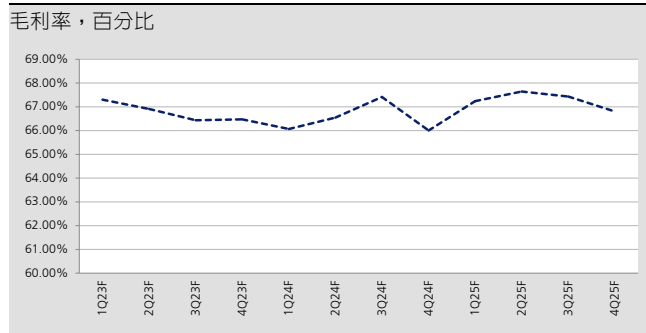
資料來源：凱基

圖 15: 每股盈利



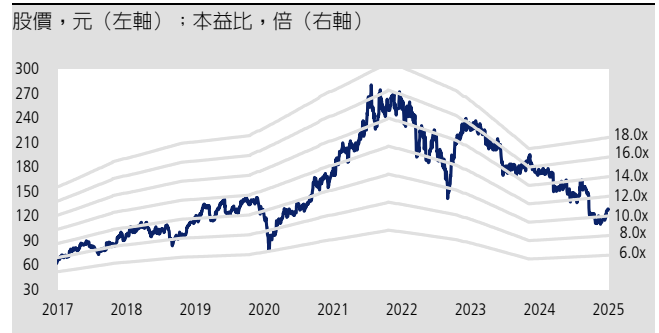
資料來源：凱基

圖 16: 毛利率



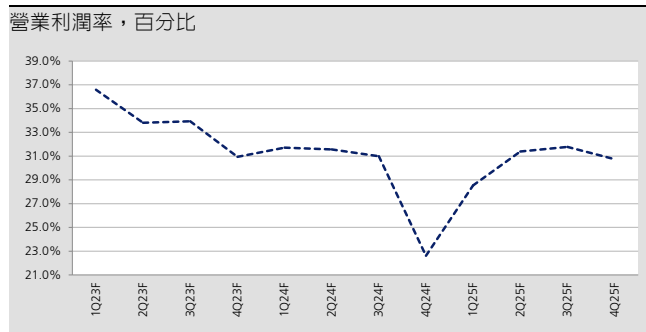
資料來源：凱基

圖 17: 未來一年預估本益比區間



資料來源：凱基

圖 18: 營業利潤率



資料來源：凱基

圖 19: 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：凱基

圖 20：ESG 整體分數

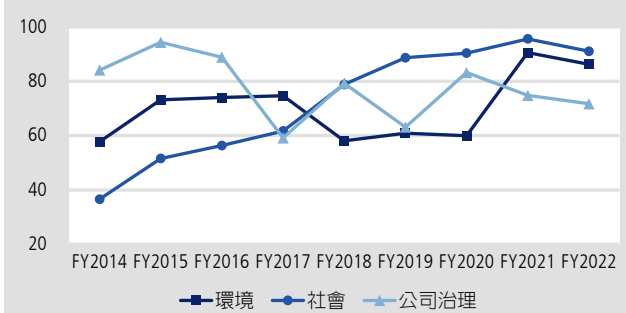
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：ESG 各項分數

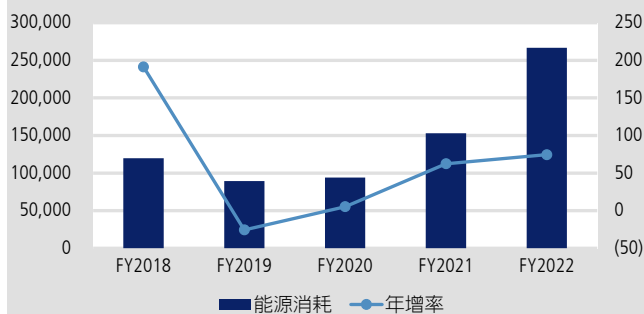
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：能源消耗

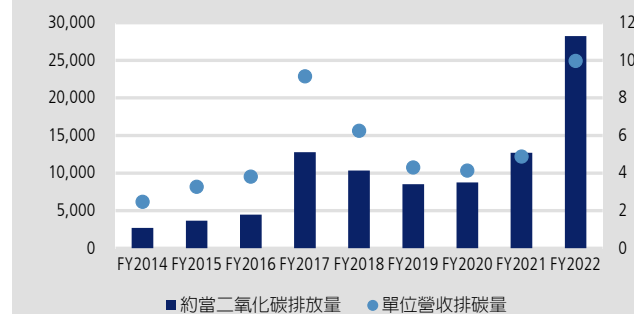
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23：碳排量

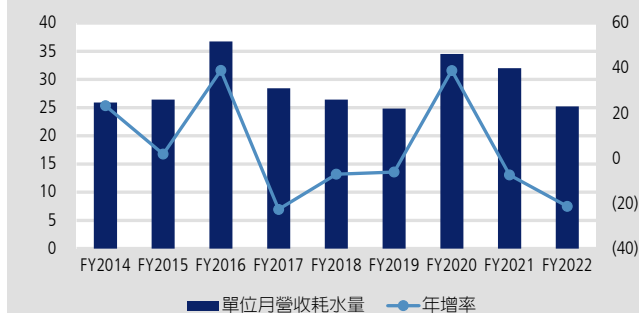
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 24：耗水量

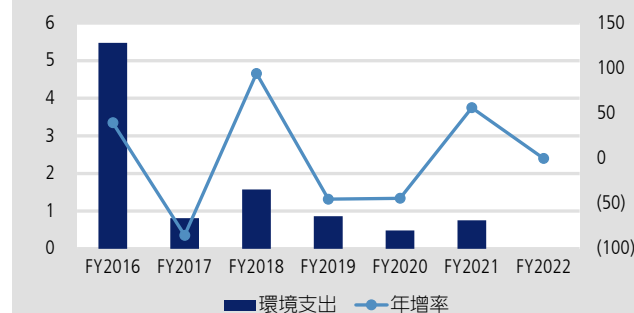
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 25：環境支出

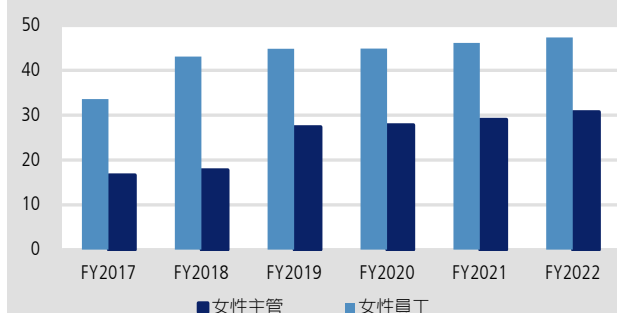
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 26：性別多樣性

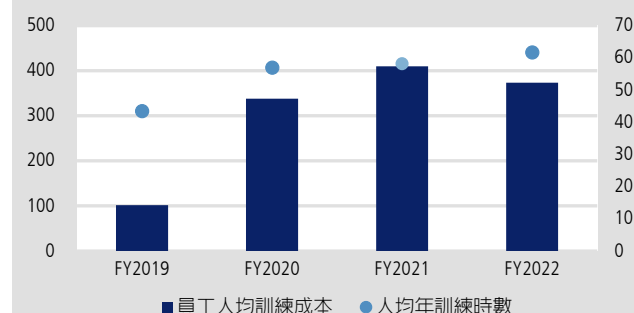
女性主管與員工比例，百分比



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

損益表

	季度								年度		
	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	25,011	25,735	26,230	25,315	25,813	26,689	27,109	26,440	102,292	106,050	113,142
營業成本	(8,487)	(8,610)	(8,547)	(8,605)	(8,456)	(8,634)	(8,829)	(8,777)	(34,249)	(34,697)	(37,314)
營業毛利	16,524	17,126	17,684	16,710	17,357	18,054	18,280	17,663	68,043	71,353	75,828
營業費用	(8,593)	(9,003)	(9,554)	(10,983)	(9,991)	(9,678)	(9,665)	(9,536)	(38,133)	(38,870)	(40,388)
營業利益	7,931	8,122	8,130	5,726	7,365	8,376	8,615	8,127	29,910	32,483	35,440
折舊	(2,120)	(2,120)	(2,120)	(2,120)	(2,574)	(2,574)	(2,574)	(2,574)	(8,478)	(10,297)	(10,297)
攤提	(98)	(98)	(98)	(98)	(213)	(213)	(213)	(213)	(394)	(851)	(1,280)
EBITDA	10,149	10,340	10,348	7,944	10,153	11,163	11,402	10,914	38,782	43,631	47,017
利息收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	288	1,036	544	472	198	818	382	246	2,340	1,644	1,576
總營業外收入	288	1,036	544	472	198	818	382	246	2,340	1,644	1,576
利息費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅前純益	8,219	9,158	8,674	6,199	7,563	9,194	8,997	8,373	32,251	34,127	37,016
所得稅費用[利益]	(2,216)	(2,547)	(2,271)	(1,780)	(2,118)	(2,542)	(2,344)	(2,312)	(8,815)	(9,317)	(10,009)
少數股東損益	(188)	(202)	(223)	(237)	(198)	(241)	(241)	(220)	(850)	(900)	(980)
非常項目稅後純益	5,815	6,409	6,179	4,182	5,247	6,411	6,411	5,841	22,586	23,910	26,027
非常項目	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	5,815	6,409	6,179	4,182	5,247	6,411	6,411	5,841	22,586	23,910	26,027
每股盈餘 (NT\$)	3.60	4.32	3.15	2.14	2.68	3.56	3.27	2.98	11.82	12.50	13.69
獲利率 (%)											
營業毛利率	66.1	66.5	67.4	66.0	67.2	67.6	67.4	66.8	66.5	67.3	67.0
營業利益率	31.7	31.6	31.0	22.6	28.5	31.4	31.8	30.7	29.2	30.6	31.3
EBITDA Margin	40.6	40.2	39.5	31.4	39.3	41.8	42.1	41.3	37.9	41.1	41.6
稅前純益率	32.9	35.6	33.1	24.5	29.3	34.4	33.2	31.7	31.5	32.2	32.7
稅後純益率	23.3	24.9	23.6	16.5	20.3	24.0	23.7	22.1	22.1	22.5	23.0
季成長率 (%)											
營業收入	(0.2)	2.9	1.9	(3.5)	2.0	3.4	1.6	(2.5)			
營業毛利	(0.8)	3.6	3.3	(5.5)	3.9	4.0	1.3	(3.4)			
營業收益增長	2.3	2.4	0.1	(29.6)	28.6	13.7	2.8	(5.7)			
EBITDA	5.2	1.9	0.1	(23.2)	27.8	10.0	2.1	(4.3)			
稅前純益	11.3	11.4	(5.3)	(28.5)	22.0	21.6	(2.1)	(6.9)			
稅後純益	1.4	10.2	(3.6)	(32.3)	25.5	22.2	0.0	(8.9)			
年成長率 (%)											
營業收入	8.1	6.6	4.2	1.0	3.2	3.7	3.3	4.4	4.9	3.7	6.7
營業毛利	6.1	6.0	5.7	0.3	5.0	5.4	3.4	5.7	4.5	4.9	6.3
營業收益	(6.3)	(0.5)	(4.9)	(26.2)	(7.1)	3.1	6.0	41.9	(9.2)	8.6	9.1
EBITDA	(2.0)	2.9	(0.8)	(17.6)	0.0	8.0	10.2	37.4	(4.2)	12.5	7.8
稅前純益	(9.2)	10.8	5.5	(16.1)	(8.0)	0.4	3.7	35.1	(2.1)	5.8	8.5
稅後純益	(15.6)	3.8	(0.9)	(27.1)	(9.8)	0.0	3.8	39.7	(9.8)	5.9	8.9

資料來源：公司資料，凱基

中租控股					
NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
應收帳款淨額	656,847	717,030	724,932	762,611	819,259
應收帳款淨額年增率	20.6%	9.2%	1.1%	5.2%	7.4%
總資產	877,199	943,345	995,968	1,082,742	1,190,795
淨息負債	544,033	579,355	601,405	650,667	716,377
總負債	727,042	780,009	812,352	875,216	957,241
總利息收入	64,528	74,718	79,028	80,814	85,710
手續費收入/服務收入	8,552	8,264	7,321	7,997	8,675
其他收入	879	946	949	978	991
營業收入	86,608	97,526	102,292	106,050	113,142
營業成本	25,517	32,410	34,249	34,697	37,314
營業毛利	61,091	65,116	68,043	71,353	75,828
預期信用減損	25,040	33,121	39,010	39,270	40,788
其他費用	15,644	18,144	19,133	20,701	22,300
營業費用	25,040	33,121	39,010	39,270	40,788
營業淨利(營業利益)	36,971	32,931	29,910	32,483	35,440
本期稅前淨利	39,326	36,213	32,251	34,127	37,016
合併總利益	28,464	26,045	23,436	24,810	27,007
稅後淨利(歸屬母公司股東)	27,222	25,034	22,586	23,910	26,027
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	25.8%	-8.0%	-9.8%	5.9%	8.9%
淨利差	6.99%	6.74%	6.81%	6.64%	6.56%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.40%	2.04%	2.69%	2.36%	2.17%
延滯率	2.39%	3.18%	4.10%	3.98%	3.94%
放款覆蓋率	2.14%	2.41%	2.86%	3.26%	4.02%

中租 - 台灣					
NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
應收帳款淨額	339,245	380,179	380,143	399,150	431,082
應收帳款淨額年增率	24.5%	12.1%	0.0%	5.0%	8.0%
總資產	522,151	569,335	585,879	607,032	641,193
淨息負債	357,941	378,536	386,107	413,134	454,447
總負債	439,281	476,490	486,213	518,940	568,082
總利息收入	28,572	34,277	35,732	36,084	37,976
手續費收入/服務收入	3,934	3,733	3,355	3,888	3,422
其他收入	805	861	842	851	859
營業收入	45,955	52,437	54,752	56,521	59,959
營業成本	16,720	21,880	23,203	23,399	25,037
營業毛利	29,235	30,557	31,549	33,122	34,922
預期信用減損	11,457	14,825	16,373	15,891	16,424
其他費用	7,281	8,119	8,699	9,109	9,603
營業費用	11,457	14,825	16,373	15,891	16,424
營業淨利(營業利益)	18,359	16,445	16,027	17,431	18,698
本期稅前淨利	18,697	17,094	16,421	17,631	18,898
合併總利益	14,774	13,887	13,167	14,017	15,024
稅後淨利(歸屬母公司股東)	14,774	13,887	13,167	14,017	15,024
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	23.5%	-6.0%	-5.2%	6.5%	7.2%
淨利差	6.39%	5.97%	5.90%	5.74%	5.63%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.34%	1.83%	1.98%	1.70%	1.60%
延滯率	1.86%	2.34%	2.87%	2.66%	2.42%
放款覆蓋率	1.73%	1.79%	1.95%	2.33%	2.54%

中租控股獲利組成					
NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
台灣	14,774	13,887	13,167	14,017	15,024
中國	13,065	12,796	10,655	10,695	11,673
東協及其他	625	(638)	(382)	138	350
中租控股	27,222	25,034	22,586	23,910	26,027

資料來源：公司資料，凱基

中租 - 中國					
NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
應收帳款淨額	213,405	223,580	225,815	232,590	244,219
應收帳款淨額年增率	10.4%	4.8%	1.0%	3.0%	5.0%
總資產	239,591	247,896	252,652	260,263	272,772
淨息負債	113,892	125,756	135,817	149,398	164,338
總負債	179,765	182,293	195,180	211,730	229,787
總利息收入	26,410	28,363	30,526	30,946	32,677
手續費收入/服務收入	3,262	2,948	2,519	2,771	3,048
其他收入	0	0	0	0	0
營業收入	29,677	31,314	33,051	33,722	35,731
營業成本	6,076	6,055	5,904	6,013	6,442
營業毛利	23,601	25,260	27,147	27,709	29,289
預期信用減損	8,041	10,727	14,832	15,013	15,221
其他費用	5,127	5,967	6,194	6,858	7,469
營業費用	8,041	10,727	14,832	15,013	15,221
營業淨利(營業利益)	15,767	14,762	12,699	12,896	14,268
本期稅前淨利	17,429	17,073	14,208	14,260	15,564
合併總利益	13,065	12,796	10,655	10,695	11,673
稅後淨利(歸屬母公司股東)	13,065	12,796	10,655	10,695	11,673
稅後淨利(歸屬母公司股東)年增率	3.5%	-2.1%	-16.7%	0.4%	9.1%
淨利差	8.36%	8.47%	9.01%	8.92%	8.97%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	1.40%	2.12%	3.72%	3.43%	3.10%
延滯率	2.70%	3.94%	5.21%	4.72%	4.54%
放款覆蓋率	2.40%	3.02%	3.58%	3.83%	5.60%

中租 - 東協及其他					
NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
應收帳款淨額	104,365	113,408	118,974	130,871	143,958
應收帳款淨額年增率	32.2%	8.7%	4.9%	10.0%	10.0%
總資產	115,624	126,250	142,331	155,203	169,327
淨息負債	72,200	75,062	79,482	88,134	97,592
總負債	107,996	121,226	130,958	144,546	159,372
總利息收入	9,547	12,078	12,777	13,784	15,057
手續費收入/服務收入	1,355	1,584	1,532	1,838	2,205
其他收入	74	84	124	127	131
營業收入	10,977	13,774	14,490	15,807	17,452
營業成本	2,722	4,475	4,943	5,285	5,834
營業毛利	8,255	9,299	9,547	10,522	11,618
預期信用減損	5,543	7,569	7,791	8,367	9,144
其他費用	3,236	4,057	4,166	4,735	5,228
營業費用	5,543	7,569	7,791	8,367	9,144
營業淨利(營業利益)	2,845	1,724	1,425	2,195	2,514
本期稅前淨利	3,200	2,046	1,653	2,275	2,594
合併總利益	625	(638)	(382)	138	350
稅後淨利(歸屬母公司股東)	625	(638)	(382)	138	350
淨利差	5.93%	5.65%	5.25%	5.12%	5.04%
信用成本(預期信用損失/應收帳款淨額)	2.15%	3.00%	2.92%	2.64%	2.57%
延滯率	3.24%	4.20%	5.72%	6.58%	7.36%
放款覆蓋率	2.83%	3.18%	4.25%	5.01%	5.64%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	877,199	943,345	995,968	1,082,742	1,190,795
流動資產	754,246	784,942	811,959	853,421	914,033
現金及短期投資	97,400	67,912	87,027	90,810	94,774
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	656,847	717,030	724,932	762,611	819,259
其他流動資產	-	-	-	-	-
非流動資產	122,952	158,402	184,010	229,322	276,762
長期投資	2,562	3,083	4,999	5,173	5,354
固定資產	65,457	93,619	99,011	99,011	99,011
什項資產	54,933	61,700	80,000	125,138	172,397
負債總額	727,042	780,009	812,352	875,216	957,241
流動負債	622,720	671,730	697,100	754,619	831,050
應付帳款及票據	-	-	-	-	-
短期借款	622,720	671,730	697,100	754,619	831,050
什項負債	-	-	-	-	-
長期負債	104,322	108,279	115,252	120,597	126,191
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	104,322	108,279	115,252	120,597	126,191
股東權益總額	150,157	163,336	183,616	207,527	233,554
普通股本	15,829	16,146	19,586	19,586	19,586
保留盈餘	110,491	122,812	138,558	162,469	188,496
少數股東權益	8,836	9,378	10,472	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-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	20.0%	12.6%	4.9%	3.7%	6.7%
營業收益增長	10.4%	(10.9%)	(9.2%)	8.6%	9.1%
EBITDA	12.0%	(6.9%)	(4.2%)	12.5%	7.8%
稅後純益	25.8%	(8.0%)	(9.8%)	5.9%	8.9%
每股盈餘成長率	16.7%	(9.7%)	(25.4%)	5.7%	9.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	70.5%	66.8%	66.5%	67.3%	67.0%
營業利益率	42.7%	33.8%	29.2%	30.6%	31.3%
EBITDA Margin	50.2%	41.5%	37.9%	41.1%	41.6%
稅後純益率	31.4%	25.7%	22.1%	22.5%	23.0%
平均資產報酬率	3.4%	2.8%	2.3%	2.3%	2.3%
股東權益報酬率	24.6%	18.9%	15.2%	14.1%	13.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	414.7%	411.3%	379.7%	363.6%	355.8%
淨負債比率	369.7%	388.6%	352.5%	338.4%	332.3%
利息保障倍數 (x)	-	-	-	-	-
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash Flow Int. & ST Debt (x)	-	-	-	-	-
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
速動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
淨負債 (NT\$百萬)	555,122	634,736	647,226	702,251	776,064
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	17.56	15.86	11.82	12.50	13.69
每股現金盈餘 (NT\$)	9.64	(10.17)	16.64	8.46	8.94
每股淨值 (NT\$)	79.80	86.07	80.74	92.95	106.24
調整後每股淨值 (NT\$)	79.80	86.07	80.74	92.95	106.24
每股營收 (NT\$)	54.71	60.40	52.23	54.15	57.77
EBITDA/Share (NT\$)	27.46	25.08	19.80	22.28	24.01
每股現金股利 (NT\$)	6.40	6.50	6.10	6.50	7.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10
應收帳款周轉天數	2,768.2	2,683.6	2,593.8	2,624.7	2,643.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	-	-	-	-	-
現金轉換周轉天數	2,768.2	2,683.6	2,593.8	2,624.7	2,643.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	86,608	97,526	102,292	106,050	113,142
營業成本	(25,517)	(32,410)	(34,249)	(34,697)	(37,314)
營業毛利	61,091	65,116	68,043	71,353	75,828
營業費用	(24,120)	(32,185)	(38,133)	(38,870)	(40,388)
營業利益	36,971	32,931	29,910	32,483	35,440
總營業外收入	2,355	3,282	2,340	1,644	1,576
利息收入	-	-	-	-	-
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2,355	3,282	2,340	1,644	1,576
總營業外費用	(2,355)	(3,282)	-	-	-
利息費用	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(2,355)	(3,282)	-	-	-
稅前純益	36,971	32,931	32,251	34,127	37,016
所得稅費用[利益]	(10,861)	(10,168)	(8,815)	(9,317)	(10,009)
少數股東損益	(1,242)	(1,011)	(850)	(900)	(980)
非常項目	2,355	3,282	-	-	-
稅後淨利	27,222	25,034	22,586	23,910	26,027
EBITDA	43,466	40,486	38,782	43,631	47,017
每股盈餘 (NT\$)	17.56	15.86	11.82	12.50	13.69

現金流量

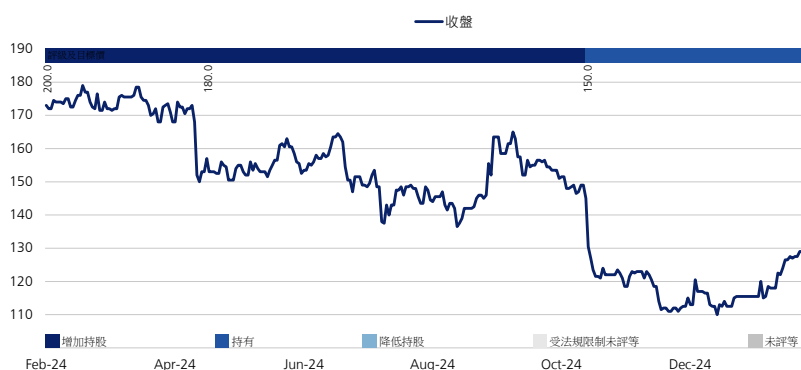
NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	15,259	(16,418)	32,586	16,572	17,501
本期純益	27,222	25,034	22,586	23,910	26,027
折舊及攤提	6,495	7,555	8,872	11,148	11,577
本期運用資金變動	(109,309)	(72,253)	15,852	(37,007)	(55,851)
其他營業資產及負債變動	90,851	23,246	(14,724)	18,521	35,748
投資活動之現金流量	4,146	(1,744)	(10,584)	(1,126)	(1,157)
投資用短期投資出售[新購]	5,079	38	(7,270)	(645)	(673)
本期長期投資變動	(624)	(596)	(1,977)	(87)	(91)
資本支出淨額	(203)	(598)	(1,562)	(594)	(594)
其他資產變動	(106)	(588)	226	200	200
自由現金流	(77,059)	(42,803)	44,503	(3,689)	(20,291)
融資活動之現金流量	1,760	(12,053)	(8,874)	(12,718)	(13,501)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(9,272)	(10,701)	(11,065)	(12,518)	(13,301)
其他融資現金流	11,032	(1,352)	2,190	(200)	(200)
匯率影響數	59	(389)	(248)	(236)	(224)
本期產生現金流量	21,224	(30,605)	12,880	2,494	2,618

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	-	-	-	-	-
- 銷售費用/營業收入	27.8%	33.0%	37.3%	36.7%	35.7%
= 營業利益率	42.7%	33.8%	29.2%	30.6%	31.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	7.6	7.4	7.1	7.2	7.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9
+ 什項資產/營業收入)	0.6	0.6	0.8	1.2	1.5
= 資本周轉率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
營業利益率	42.7%	33.8%	29.2%	30.6%	31.3%
x 資本周轉率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
x (1 - 有效現金稅率)	70.6%	69.1%	72.7%	72.7%	73.0%
= 稅後 ROIC	3.4%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%

資料來源：公司資料，凱基

中租-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-11	持有	150.0	145.0
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

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，邇後若有變更時，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。