



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

降低持股・重啓評等

收盤價 March 25 (NT\$)	84.20
12 個月目標價 (NT\$)	71.40
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
下跌空間 (%)	15.2

焦點內容

- 年初以來運價下跌近半，萬海 1H25 獲利不樂觀，將較 2H24 大幅下滑。
- 2025 年運力供過於求，前十大航商 Maersk(丹麥)、Hapag-Lloyd(德國)亦對 2025 年展望保守。

交易資料表

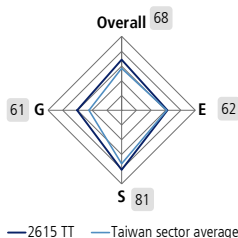
市值：(NT\$bn/US\$mn)	236.3 / 7,170
流通在外股數 (百萬股)：	2,806
外資持有股數 (百萬股)：	1,182
3M 平均成交量 (百萬股)：	8.52
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	42.80 -107.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.4	-15.6	85.5
相對表現 (%)	5.5	-13.4	75.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(0.75)A	(0.83)A	0.90A	(1.38)A
2024	1.65A	4.12A	6.57A	4.56A
2025	2.82F	1.63F	1.86F	2.68F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv，凱基

凱基投顧

賴偉中
886.2.2181.8710
Tommy.Lai@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

萬海

(2615.TW/2615 TT)



1Q25 運價大幅下跌，2025 供需不利

重要訊息

凱基於 3/25 萬海法說會後出具更新報告，重啓對於萬海的投資評等。

評論及分析

年初以來運價下跌近半，1H25 獲利不樂觀。2024 年萬海獲利大豐收有部分來自客戶為了避關稅而提前拉貨產生的額外需求。2025 年起，隨著客戶拉貨放緩、運輸需求降低，SCFI 運價年初以來下跌達 48%，不利萬海 1H25 獲利。展望未來，時序進入美線長約談判期間，且各地陸續出現塞港狀況、航商減班效應顯現，預期 3 月底-4 月初可見運價止跌回升，不過由於 1Q25 運價下跌過猛，我們預估萬海 1H25 獲利仍將較 2H24 大幅下滑。

2025 年運力供過於求，航商大佬財測多保守。基於川普關稅戰及零售商已提前於 2024 年拉貨，凱基預估 2025 年運輸需求約成長 2.1%，Alphaliner 預估運力供給增加 5.9%，貨櫃運力今年將呈現供過於求。同時 2024 年大量投放之運力將於 2025 全年運行，供過於求情勢恐更嚴峻。另外，全球前五大航商 Maersk(丹麥)、Hapag-Lloyd(德國)亦對 2025 年展望保守，參考其公布之 2025 年財測，在紅海封鎖未解除的情境下，海運業務 EBITDA 預計衰退幅度為 20-50%。

投資建議

由於今年以來運價下跌過猛不利 1H25 獲利、2025 年貨櫃航運供過於求，凱基預估萬海 2025 年 EPS 為 9.01 元、YoY-46.6%。我們重啓萬海評等，並給予「降低持股」投資評等，目標價 71.4 元，基於過去三年歷史本淨比區間(0.4-1.0 倍)中值 0.7 倍計算而得。

投資風險

紅海解除封鎖、美國對中國造船收取港口費、川普關稅戰造成貿易量衰退。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	228,005	258,953	100,220	161,799	142,138
營業毛利 (NT\$百萬)	134,653	126,430	(1,506)	56,467	32,702
營業利益 (NT\$百萬)	127,433	117,712	(9,895)	47,727	27,159
稅後淨利 (NT\$百萬)	103,343	93,072	(5,796)	47,409	25,293
每股盈餘 (NT\$)	42.35	33.17	(2.07)	16.89	9.01
每股現金股利 (NT\$)	10.50	5.00	1.50	3.50	3.15
每股盈餘成長率 (%)	730.2	(21.7)	(106.2)	0.0	(46.6)
本益比 (x)	2.0	2.5	N.A.	5.0	9.3
股價淨值比 (x)	1.4	1.0	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	0.9	0.8	20.6	3.2	4.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	12.5	5.9	1.8	4.2	3.7
股東權益報酬率 (%)	109.8	50.3	(2.7)	20.3	9.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：2025 凱基預估暨市場共識比較

百萬元	2025F			
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	142,138	(12.2)	156,333	(9.1)
毛利	32,702	(42.1)	54,284	(39.8)
營業利益	27,159	(43.1)	48,253	(43.7)
稅前獲利	33,617	(43.3)	51,322	(34.5)
稅後淨利	25,293	(46.6)	38,477	(34.3)
每股盈餘(元)	9.01	(46.6)	13.71	(34.3)
毛利率(%)	23.0	(11.9) ppts	34.7	(11.7) ppts
營利率(%)	19.1	(10.4) ppts	30.9	(11.8) ppts
淨利率(%)	17.8	(11.5) ppts	24.6	(6.8) ppts

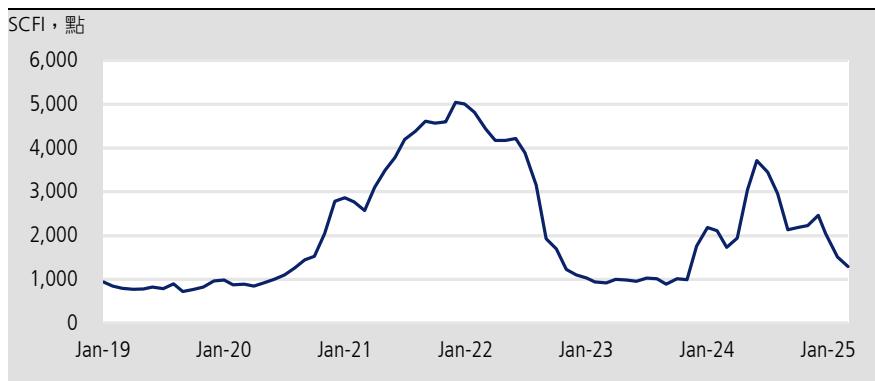
資料來源：Bloomberg; 凱基

圖 2：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘(當地貨幣)			每股淨值(當地貨幣)			本益比			股價淨值比			毛利率(%)			營業利率率(%)			股價表現			
				2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	3M	6M	12M	YTD
長榮海運	2603 TT	15,018	229.5	11.72	61.97	35.15	207.85	268.04	230.58	19.6	3.7	6.5	1.1	0.9	1.0	18.0	38.0	32.7	12.0	33.4	26.0	(0.9)	9.5	32.3	2.0
陽明海運	2609 TT	8,222	77.9	1.30	18.20	8.76	79.32	97.52	101.31	60.1	4.3	8.9	1.0	0.8	0.8	4.4	34.9	22.2	(1.3)	30.1	16.4	0.6	10.7	70.8	2.9
萬海航運	2615 TT	7,142	84.2	(2.07)	16.89	9.01	73.41	93.08	98.94	N.M.	5.0	9.3	1.1	0.9	0.9	(1.5)	34.9	23.0	(9.9)	29.5	19.1	1.4	(15.5)	85.5	3.8
台驊國際控股	2636 TT	346	79.8	10.45	8.26	5.95	62.93	73.47	N.A.	7.6	9.7	13.4	1.3	1.1	N.M.	20.0	15.3	N.A.	6.2	4.4	N.A.	0.6	(10.5)	(18.0)	0.0
國內同業平均										29.1	5.7	9.5	1.1	0.9	0.9	10.2	30.8	26.0	1.7	24.3	20.5				
艾彼摩勒-馬士基	MAERSKB DC	26,878	11,845.0	202.77	381.71	78.54	3,380.22	3,623.26	3,574.47	58.4	31.0	150.8	3.5	3.3	3.3	N.A.	N.A.	56.1	5.8	10.9	4.1	(0.0)	7.1	35.2	(0.5)
中遠海運控股	601919 CH	30,913	14.7	1.48	N.A.	1.51	12.37	14.70	15.13	9.9	N.M.	9.7	1.2	1.0	1.0	16.4	N.A.	16.9	12.9	N.A.	14.7	(2.6)	4.5	43.4	(5.4)
赫伯羅特	HLA gr	26,439	139.4	16.54	13.69	3.52	106.31	105.63	104.21	8.4	10.2	39.6	1.3	1.3	1.3	N.A.	N.A.	27.5	13.8	13.6	4.5	(11.4)	(13.5)	12.3	(9.1)
ZIM 整合運輸服務	ZIM US	1,882	15.6	(9.10)	17.76	2.74	20.42	32.66	30.54	(1.7)	0.9	5.7	0.8	0.5	0.5	(3.3)	(3.3)	N.A.	(8.2)	(5.1)	11.1	(27.3)	(31.0)	69.7	(27.2)
國外同業平均										18.8	14.0	51.5	1.7	1.5	1.5	6.5	(3.3)	33.5	6.1	6.5	8.6				

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：2025 年初以來運價跌幅 48%



資料來源：TEJ；凱基

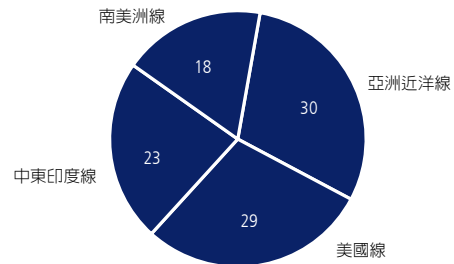
圖 4: 公司概況

萬海成立於 1965 年，為全球第十一大貨櫃航運業者，截至 2024 年底船隊規模 118 艘，運力 53 萬 TEU，運力市占率約 1.86%。萬海主要經營亞洲近洋線、中東印度線、北美線、南美線，2024 年營收佔比分別為 30%、23%、29%、18%。

資料來源：凱基

圖 5: 2024 年各航線營收佔比

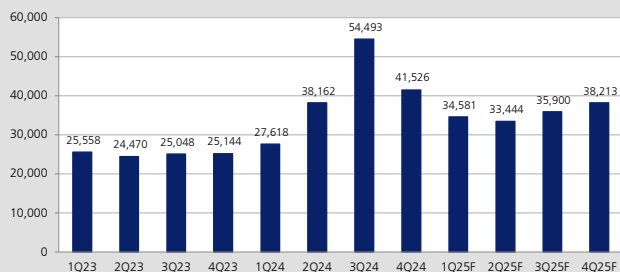
航線營收佔比，百分比



資料來源：公司、凱基

圖 6: 季營業收入

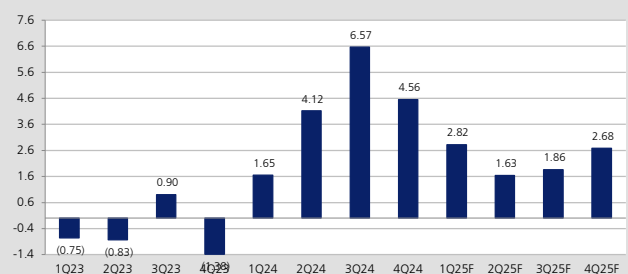
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7: 每股盈利

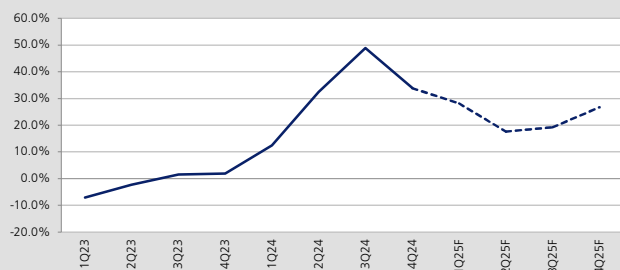
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8: 毛利率

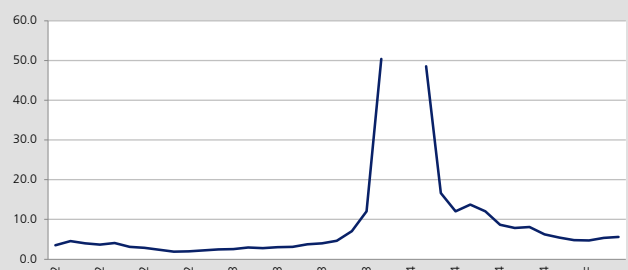
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 本益比

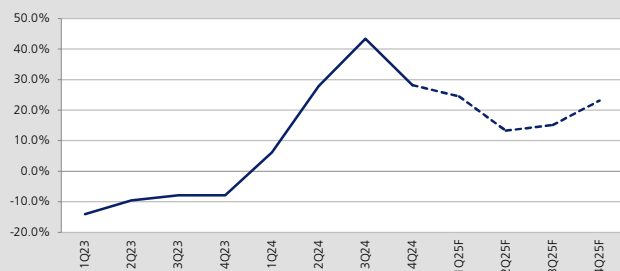
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10: 營業利潤率

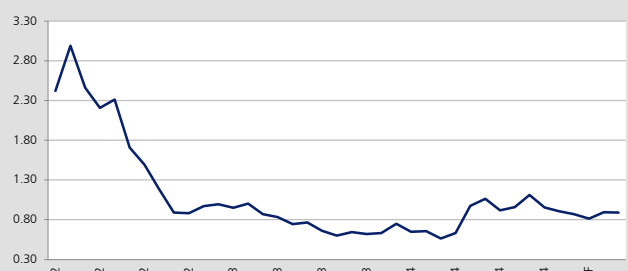
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 股價淨值比

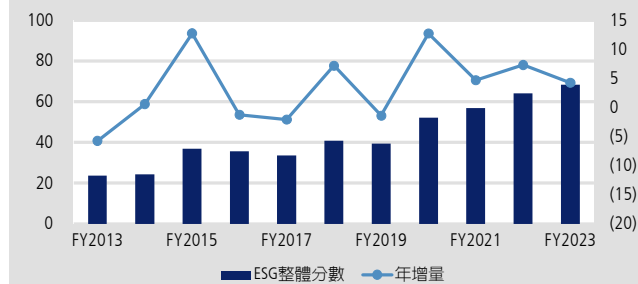
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 12：ESG 整體分數

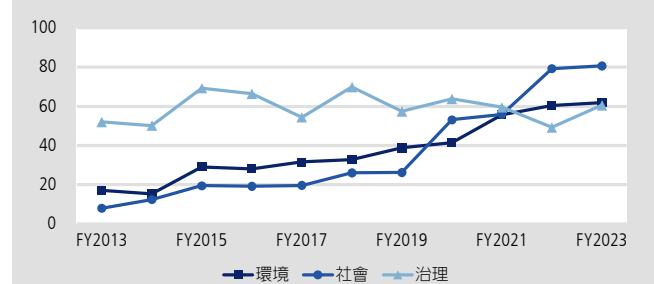
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：ESG 各項分數

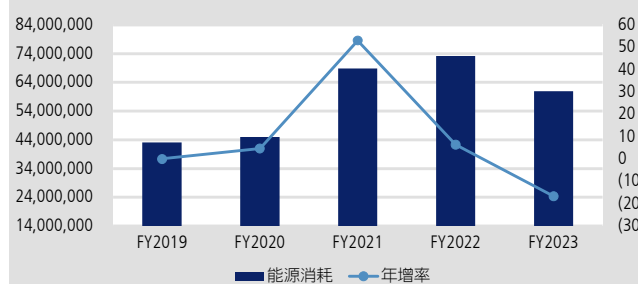
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：能源消耗

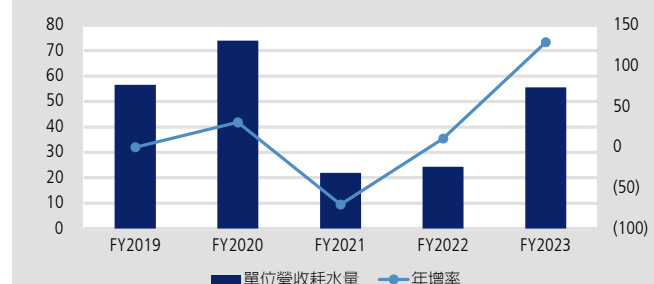
能源消耗，千兆焦耳 (左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：耗水量

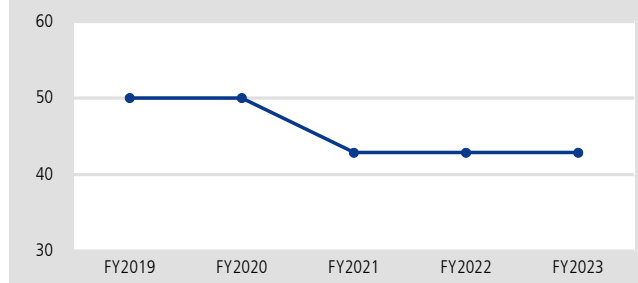
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：獨立董事占比

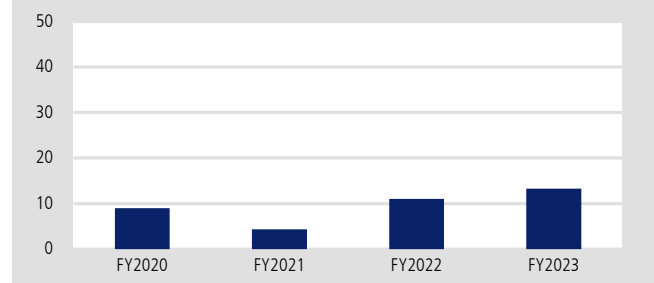
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：員工流動率

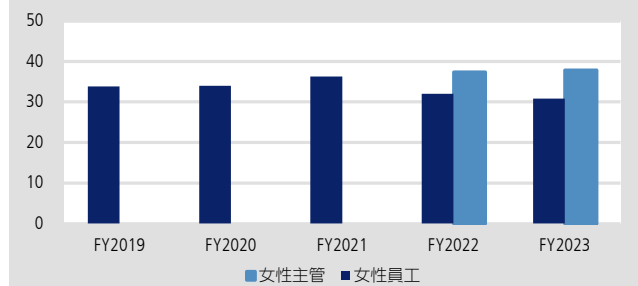
員工流動比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣化

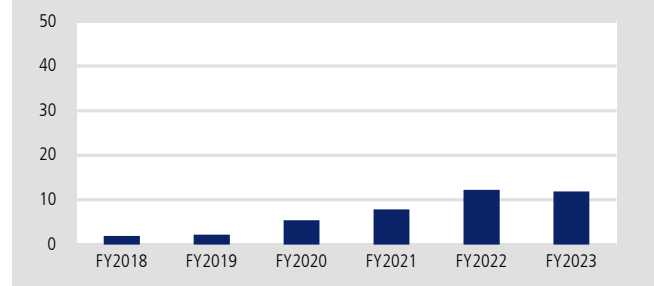
女性員工佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工訓練

人均年訓練時數，小時/每人



資料來源：Refinitiv，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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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	
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，公司資料，凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	27,618	38,162	54,493	41,526	34,581	33,444	35,900	38,213	100,220	161,799	142,138
營業成本	(24,181)	(25,777)	(27,886)	(27,488)	(24,861)	(27,557)	(28,998)	(28,021)	(101,726)	(105,332)	(109,436)
營業毛利	3,437	12,386	26,607	14,038	9,721	5,887	6,902	10,192	(1,506)	56,467	32,702
營業費用	(1,722)	(1,726)	(2,977)	(2,316)	(1,259)	(1,450)	(1,473)	(1,361)	(8,389)	(8,740)	(5,543)
營業利益	1,715	10,660	23,630	11,722	8,462	4,437	5,429	8,831	(9,895)	47,727	27,159
折舊	(3,947)	(4,021)	(4,135)	(4,085)	(5,989)	(5,989)	(5,989)	(5,989)	(18,133)	(16,187)	(23,954)
攤提	(8)	(7)	(11)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(31)	(42)	(61)
EBITDA	5,670	14,688	27,776	15,822	14,466	10,441	11,433	14,835	8,269	63,956	51,175
利息收入	1,407	1,658	1,606	1,928	1,915	1,813	1,468	1,444	5,992	6,599	7,269
投資利益淨額	130	247	456	133	(169)	-	-	-	743	966	1,449
其他營業外收入	0	0	(0)	0	732	335	554	215	1	0	(0)
總營業外收入	1,537	1,905	2,063	2,061	2,477	2,147	2,022	1,659	6,735	7,566	8,718
利息費用	(486)	(507)	(533)	(532)	(548)	(564)	(581)	(599)	(1,858)	(2,058)	(2,261)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	2,861	2,259	(2,505)	3,455	-	-	-	-	(1,069)	6,069	-
總營業外費用	2,375	1,752	(3,039)	2,923	(548)	(564)	(581)	(599)	(2,927)	4,011	(2,261)
稅前純益	5,627	14,317	22,654	16,707	10,391	6,020	6,870	9,892	(6,087)	59,304	33,617
所得稅費用[利益]	(1,514)	(2,958)	(4,965)	(5,247)	(2,494)	(1,445)	(1,649)	(2,374)	(3,289)	(14,684)	(8,324)
少數股東損益	(4)	(3)	(5)	(2)	3	3	3	3	(13)	(14)	-
非常項目稅後純益	4,109	11,355	17,684	11,458	7,900	4,579	5,224	7,521	(9,389)	44,606	25,293
非常項目	514	214	746	1,328	-	-	-	-	3,593	2,802	-
稅後淨利	4,623	11,569	18,431	12,786	7,900	4,579	5,224	7,521	(5,796)	47,409	25,293
每股盈餘 (NT\$)	1.65	4.12	6.57	4.56	2.82	1.63	1.86	2.68	(2.07)	16.89	9.01
獲利率 (%)											
營業毛利率	12.4	32.5	48.8	33.8	28.1	17.6	19.2	26.7	(1.5)	34.9	23.0
營業利益率	6.2	27.9	43.4	28.2	24.5	13.3	15.1	23.1	(9.9)	29.5	19.1
EBITDA Margin	20.5	38.5	51.0	38.1	41.8	31.2	31.8	38.8	8.3	39.5	36.0
稅前純益率	20.4	37.5	41.6	40.2	30.0	18.0	19.1	25.9	(6.1)	36.7	23.7
稅後純益率	16.7	30.3	33.8	30.8	22.8	13.7	14.6	19.7	(5.8)	29.3	17.8
季成長率 (%)											
營業收入	9.8	38.2	42.8	(23.8)	(16.7)	(3.3)	7.3	6.4			
營業毛利	617.6	260.4	114.8	(47.2)	(30.8)	(39.4)	17.2	47.7			
營業收益增長		521.5	121.7	(50.4)	(27.8)	(47.6)	22.4	62.7			
EBITDA	178.0	159.1	89.1	(43.0)	(8.6)	(27.8)	9.5	29.8			
稅前純益		154.4	58.2	(26.3)	(37.8)	(42.1)	14.1	44.0			
稅後純益		150.3	59.3	(30.6)	(38.2)	(42.0)	14.1	44.0			
年成長率 (%)											
營業收入	8.1	56.0	117.6	65.1	25.2	(12.4)	(34.1)	(8.0)	(61.3)	61.4	(12.2)
營業毛利			6653.2	2831.0	182.8	(52.5)	(74.1)	(27.4)	(101.2)		(42.1)
營業收益					393.3	(58.4)	(77.0)	(24.7)	(108.4)		(43.1)
EBITDA	261.6	532.0	1087.8	675.9	155.1	(28.9)	(58.8)	(6.2)	(94.1)	673.4	(20.0)
稅前純益		946.4	1512.4		84.7	(57.9)	(69.7)	(40.8)	(104.9)		(43.3)
稅後純益			625.9		70.9	(60.4)	(71.7)	(41.2)	(106.2)		(46.6)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
資產總額	257,681	365,103	332,576	411,319	435,116
流動資產	132,698	194,889	139,969	165,628	172,077
現金及短期投資	109,327	178,217	126,749	148,628	155,524
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	7,430	4,880	3,606	3,763	3,315
其他流動資產	15,941	11,793	9,614	13,238	13,238
非流動資產	124,983	170,214	192,607	245,690	263,039
長期投資	10,040	10,113	11,060	30,533	31,997
固定資產	82,635	114,914	153,974	180,720	196,605
什項資產	32,309	45,187	27,574	34,437	34,437
負債總額	113,108	139,132	126,212	149,700	157,057
流動負債	48,061	48,366	34,667	38,977	46,468
應付帳款及票據	11,379	12,269	9,463	13,236	13,789
短期借款	8,055	6,492	10,099	11,812	19,718
什項負債	28,627	29,605	15,105	13,930	12,961
長期負債	65,048	90,766	91,545	110,723	110,589
長期借款	35,296	49,758	55,671	59,154	59,020
其他負債及準備	23,428	33,568	31,791	42,022	42,022
股東權益總額	144,572	225,971	206,364	261,619	278,059
普通股股本	24,401	28,061	28,061	28,061	28,061
保留盈餘	110,995	163,848	138,615	181,888	198,329
少數股東權益	297	368	366	412	412
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
年成長率					
營業收入	178.5%	13.6%	(61.3%)	61.4%	(12.2%)
營業收益增長	897.0%	(7.6%)	(108.4%)	(43.1%)	
EBITDA	658.8%	(1.6%)	(94.1%)	673.4%	(20.0%)
稅後純益	813.2%	(9.9%)	(106.2%)	(46.6%)	
每股盈餘成長率	730.2%	(21.7%)	(106.2%)	(46.6%)	
獲利能力分析					
營業毛利率	59.1%	48.8%	(1.5%)	34.9%	23.0%
營業利率	55.9%	45.5%	(9.9%)	29.5%	19.1%
EBITDA Margin	62.0%	53.7%	8.3%	39.5%	36.0%
稅後純益率	45.3%	35.9%	(5.8%)	29.3%	17.8%
平均資產報酬率	56.4%	29.9%	(1.7%)	12.7%	6.0%
股東權益報酬率	109.8%	50.3%	(2.7%)	20.3%	9.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	30.0%	24.9%	31.9%	27.1%	28.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	177.3	84.0	(2.3)	29.8	15.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.9	(2.0)	0.8	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	181.7	90.6	(2.4)	33.7	21.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	15.1	16.9	(0.4)	5.0	2.2
流動比率 (x)	2.8	4.0	4.0	4.2	3.7
速動比率 (x)	2.8	4.0	4.0	4.2	3.7
淨負債 (NT\$百萬)	(59,650)	(115,502)	(53,870)	(1,726)	(850)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	42.35	33.17	(2.07)	16.89	9.01
每股現金盈餘 (NT\$)	54.34	48.15	(1.58)	24.69	17.41
每股淨值 (NT\$)	59.13	80.40	73.41	93.08	98.94
調整後每股淨值 (NT\$)	59.13	80.40	73.41	93.08	98.94
每股營收 (NT\$)	93.44	92.28	35.71	57.66	50.65
EBITDA/Share (NT\$)	57.90	49.56	2.95	22.79	18.24
每股現金股利 (NT\$)	10.50	5.00	1.50	3.50	3.15
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.24	0.83	0.29	0.44	0.34
應收帳款周轉天數	11.9	6.9	13.1	8.5	8.5
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	44.5	33.8	34.0	46.0	46.0
現金轉換周轉天數	(32.6)	(26.9)	(20.8)	(37.5)	(37.5)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
營業收入	228,005	258,953	100,220	161,799	142,138
營業成本	(93,353)	(132,523)	(101,726)	(105,332)	(109,436)
營業毛利	134,653	126,430	(1,506)	56,467	32,702
營業費用	(7,220)	(8,718)	(8,389)	(8,740)	(5,543)
營業利益	127,433	117,712	(9,895)	47,727	27,159
總營業外收入	600	3,075	6,735	7,566	8,718
利息收入	82	2,350	5,992	6,599	7,269
投資利益淨額	516	723	743	966	1,449
其他營業外收入	1	1	1	0	(0)
總營業外費用	681	2,981	(2,927)	4,011	(2,261)
利息費用	(730)	(1,492)	(1,858)	(2,058)	(2,261)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,411	4,473	(1,069)	6,069	-
稅前純益	128,714	123,768	(6,087)	59,304	33,617
所得稅費用[利益]	(25,778)	(30,850)	(3,289)	(14,684)	(8,324)
少數股東損益	(74)	(57)	(13)	(14)	-
非常項目	481	211	3,593	2,802	-
稅後淨利	103,343	93,072	(5,796)	47,409	25,293
EBITDA	141,274	139,064	8,269	63,956	51,175
每股盈餘 (NT\$)	42.35	33.17	(2.07)	16.89	9.01

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
營運活動之現金流量	132,607	135,130	(4,443)	69,293	48,861
本期純益	103,343	93,072	(5,796)	47,409	25,293
折舊及攤提	13,841	21,352	18,165	16,229	24,015
本期運用資金變動	(2,770)	2,252	(570)	3,559	1,002
其他營業資產及負債變動	18,192	18,454	(16,242)	2,096	(1,449)
投資活動之現金流量	(42,187)	(46,400)	(34,419)	(114,064)	(39,915)
投資用短期投資出售[新購]	(227)	(63)	(760)	(86,136)	-
本期長期投資變動	-	(2)	(27)	(3)	(15)
資本支出淨額	(34,339)	(49,153)	(43,942)	(35,736)	(39,839)
其他資產變動	(7,622)	2,818	10,309	7,811	(61)
自由現金流	78,588	62,770	(41,619)	19,920	5,552
融資活動之現金流量	(1,766)	(28,828)	(12,626)	(6,702)	(2,049)
短期借款變動	(20)	(30)	-	-	-
長期借款變動	8,160	10,942	11,117	4,428	7,773
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(2,238)	(25,621)	(14,031)	(4,209)	(9,822)
其他融資現金流	(7,668)	(14,118)	(9,713)	(6,921)	(0)
匯率影響數	(1,417)	8,848	(624)	4,525	-
本期產生現金流量	87,236	68,750	(52,113)	(46,948)	6,897

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	3.2%	3.4%	8.4%	5.4%	3.9%
= 營業利率	55.9%	45.5%	(9.9%)	29.5%	19.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	1.5	1.1	1.4
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
= 資本周轉率	2.9	2.2	0.6	0.8	0.7
營業利率	55.9%	45.5%	(9.9%)	29.5%	19.1%
x 資本周轉率	2.9	2.2	0.6	0.8	0.7
x (1 - 有效現金稅率)	80.0%	75.1%	154.0%	75.2%	75.2%
= 稅後 ROIC	127.4%	75.8%	(9.5%)	18.7%	9.8%

資料來源：公司資料，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，過後若有變更時，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。