



陽明

(2609.TW/2609 TT)

持有 · 重啓評等

收盤價 March 31 (NT\$)	74.40
12 個月目標價 (NT\$)	73.00
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
下跌空間 (%)	1.9

焦點內容

1. 美線長約簽約價成長，且現貨量價皆已觸底回升，貨櫃航運 2Q25 展望正向。
2. 川普對等關稅措施將於 4/2 正式公布，今年以來不斷反覆的關稅政策也使航商對於 2H25 能見度較低。

交易資料表

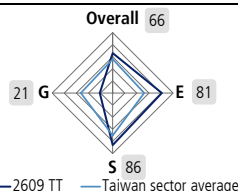
市值：(NT\$/US\$mn)	259.8 / 7,818
流通在外股數 (百萬股)：	3,492
外資持有股數 (百萬股)：	736
3M 平均成交量 (百萬股)：	20.31
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	43.80 -83.70

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-1.7	7.8	67.6
相對表現 (%)	8.5	14.7	65.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	0.97A	(0.04)A	0.80A	(0.37)A
2024	2.69A	3.98A	8.12A	3.59A
2025	2.89F	1.90F	2.08F	2.42F

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

川普關稅戰使經濟前景不確定性漸增，海運能見度低

重要訊息

凱基於 3/31 陽明法說會後出具更新報告，重啓對於陽明的投資評等。

評論及分析

美線長約簽約價成長，2Q25 價量展望正向。本日陽明法說及 3/25 萬海法說上，皆有正向回饋目前美線長約簽約狀況，其中萬海(2615 TT, NT\$78.2, 降低持股)提到長約簽約價約較去年提升 20-30%。雖目前長約尚陸續簽約中，不過我們觀察到現貨市場的價格及運量皆已落底開始回升，3/28 最新一期 SCFI 可見運價已回升至 1357 點、較上周成長 4.9%。整體來說，隨著長約價格漲勢底定、歐美線逐漸進入旺季、現貨量價觸底回升，我們對貨櫃航運 2Q25 展望正向。

關稅戰不確定性使 2H25 能見度低。川普對等關稅措施將於 4/2 正式公布，政策不確定性使美國消費者信心指數快速下滑至近三年低點。後續需密切關注川普對等關稅的施行，以及對美國消費產生的衝擊程度。同時，今年以來不斷反覆的關稅政策也使航商對於 2H25 能見度較低。

投資建議

川普關稅戰使全球經濟前景不確定性漸增，貨櫃航運為全球貿易指標亦難獨身其外。不過我們觀察到最新一期 SCFI 運價已止跌回升，終止長達近三個月的下跌態勢。且陽明現金股息預計配發達 7.5 元，高現金殖利率使其較同業萬海具防禦性。凱基預估陽明 2025 年 EPS 為 9.44 元、YoY-48.6%。我們重啓陽明投資評等，並給予「持有」投資評等，目標價 73 元，基於過去三年歷史本淨比區間(0.6-0.8 倍)中上緣 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)	333,687	375,900	140,624	222,706	178,732
營業毛利 (NT\$百萬)	213,131	230,170	6,241	77,628	38,608
營業利益 (NT\$百萬)	202,926	216,890	(2,072)	66,571	28,738
稅後淨利 (NT\$百萬)	165,269	180,592	4,774	64,179	32,971
每股盈餘 (NT\$)	48.73	51.71	1.37	18.38	9.44
每股現金股利 (NT\$)	20.00	20.00	2.00	7.50	3.85
每股盈餘成長率 (%)	980.8	6.1	(97.4)	1244.3	(48.6)
本益比 (x)	1.5	1.4	54.4	4.0	7.9
股價淨值比 (x)	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	0.9	0.5	9.9	0.9	1.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	26.9	26.9	2.7	10.1	5.2
股東權益報酬率 (%)	122.7	62.6	1.5	20.8	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	178,732	(19.7)	188,077	(5.0)
毛利	38,608	(50.3)	41,791	(7.6)
營業利益	28,738	(56.8)	30,836	(6.8)
稅前獲利	40,945	(48.0)	37,967	7.8
稅後淨利	32,971	(48.6)	31,096	6.0
每股盈餘(元)	9.44	(48.6)	8.90	6.0
毛利率(%)	21.6	(13.3) pts	22.2	(0.6) pts
營利率(%)	16.1	(13.8) pts	16.4	(0.3) pts
淨利率(%)	18.4	(10.4) pts	16.5	1.9 pts

資料來源：Bloomberg; 凱基

圖 2：同業評價比較

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(%)			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	14,380	220.5	16.70	64.87	35.15	207.85	268.04	230.58	13.2	3.4	6.3	1.1	0.8	1.0	18.0	38.0	32.7	12.6	34.5	26.0	(2.0)	9.7	28.2	(2.0)
陽明海運	2609 TT	7,826	74.4	1.37	18.38	9.44	79.32	97.52	103.11	N.M.	4.0	7.9	0.9	0.8	0.7	4.4	34.9	21.6	(1.5)	29.9	16.1	(1.7)	7.8	67.6	(1.7)
萬海航運	2615 TT	6,610	78.2	(2.07)	16.89	9.01	73.41	93.08	98.94	N.M.	4.6	8.7	1.1	0.8	0.8	(1.5)	34.9	23.0	(9.9)	29.5	19.1	(3.6)	(20.2)	77.3	(3.6)
台驊國際控股	2636 TT	322	74.5	10.76	9.39	5.95	62.93	73.47	N.A.	6.9	7.9	12.5	1.2	1.0	N.M.	20.0	15.3	N.A.	6.2	4.4	N.A.	(6.6)	(16.2)	(21.5)	(6.6)
國內同業平均										10.1	5.0	8.8	1.1	0.9	0.8	10.2	30.8	25.8	1.8	24.6	20.4				
艾彼摩勒-馬士基	MAERSKB DC	27,423	12,090.0	227.00	387.00	82.15	3,380.22	3,623.26	3,623.20	53.3	31.2	147.2	3.6	3.3	3.3	N.A.	N.A.	56.1	6.9	11.0	4.0	1.6	7.4	39.7	1.6
中遠海運控股	601919 CH	30,636	14.6	1.48	N.A.	1.53	12.37	14.70	15.12	9.8	N.M.	9.5	1.2	1.0	1.0	16.4	N.A.	16.9	12.9	N.A.	14.9	(6.1)	(7.4)	40.6	(6.1)
赫伯羅特股份公司	HLA gr	26,676	140.3	16.70	13.57	3.51	106.31	105.63	105.09	8.4	10.3	40.0	1.3	1.3	1.3	N.A.	N.A.	27.4	14.0	13.5	4.5	(8.5)	(13.6)	1.5	(8.5)
ZIM整合運輸服務有限公司	ZIM US	1,865	15.5	(22.42)	17.84	2.47	20.42	32.66	30.54	(0.7)	0.9	6.3	0.8	0.5	0.5	(3.3)	(3.3)	N.A.	(48.5)	(29.7)	11.1	(27.9)	(37.3)	59.0	(27.9)
國外同業平均										17.7	14.1	50.7	1.7	1.5	1.5	6.5	(3.3)	33.4	(3.7)	(1.7)	8.6				

資料來源：Bloomberg；凱基

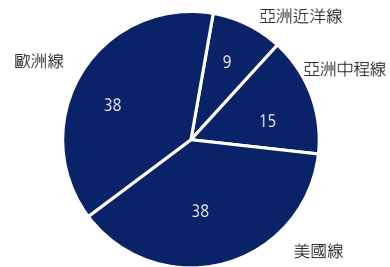
圖 3: 公司概況

陽明成立於 1972 年，為全球第十大貨櫃航運業者，截至 2024 年底船隊規模 99 艘，運力 72.3 萬 TEU，運力市占率約 2.2%。陽明主要經營亞洲近洋線、亞洲中程線、美國線、歐洲線，2024 年營收佔比分別為 9%、15%、38%、38%。

資料來源：凱基

圖 4: 2024 年各航線營收佔比

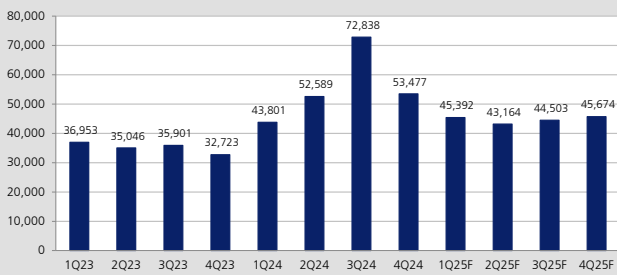
航線營收佔比，百分比



資料來源：凱基、公司

圖 5: 季營業收入

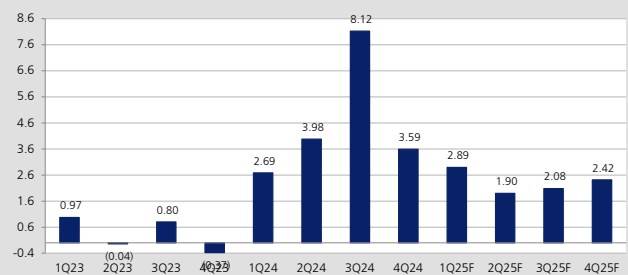
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

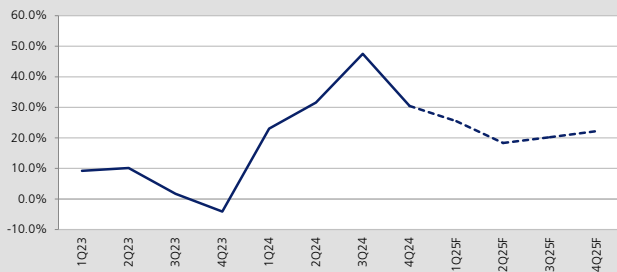
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

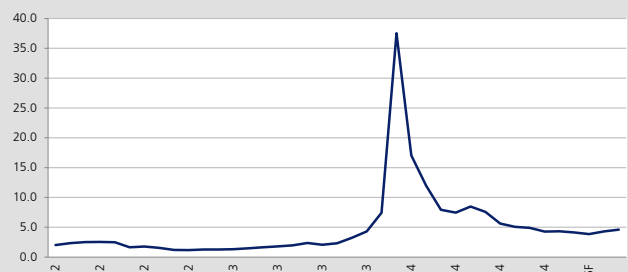
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

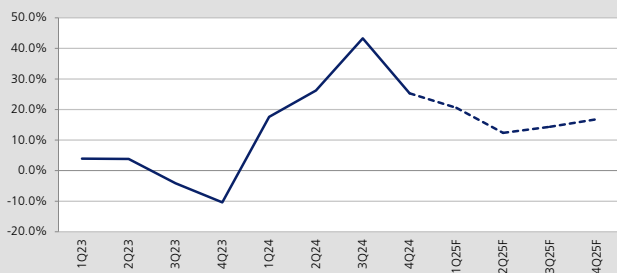
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

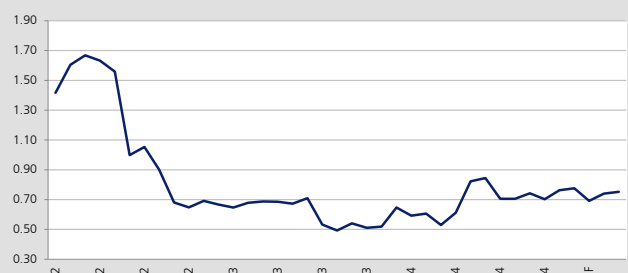
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

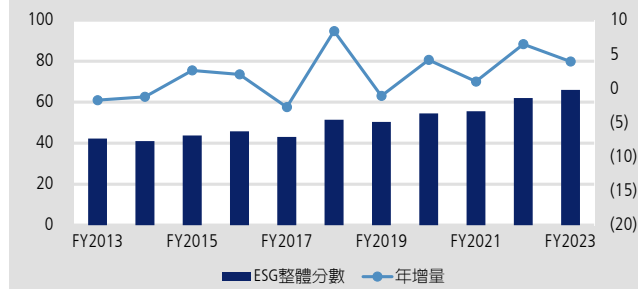
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數

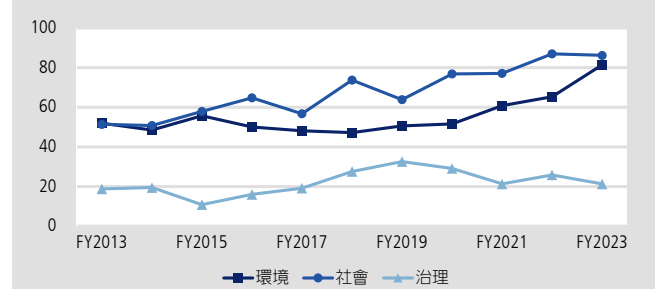
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

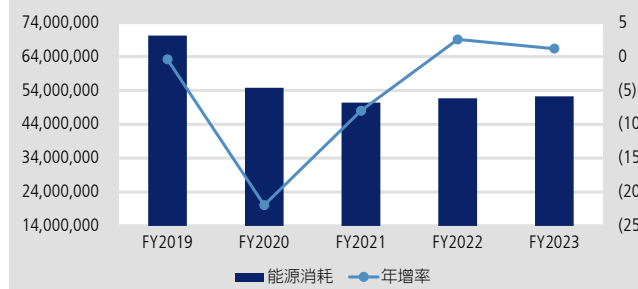
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

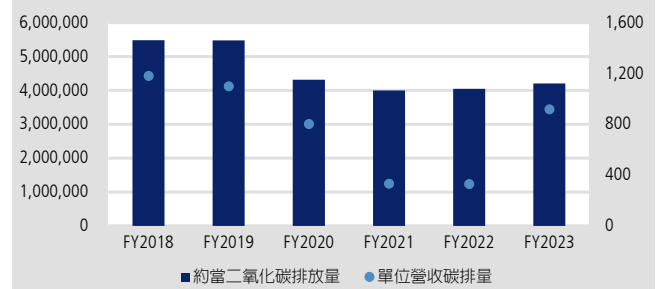
能源消耗，千兆焦耳 (左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：約當二氧化碳排放量

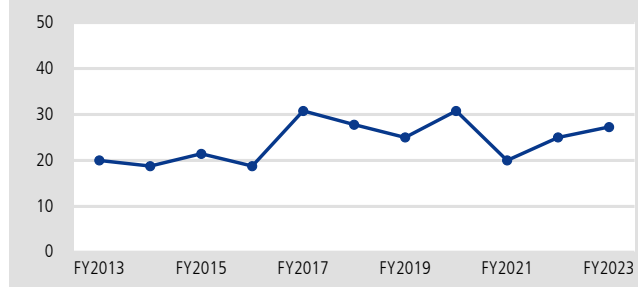
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)；單位營收碳排量，噸/營收(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：獨立董事佔比

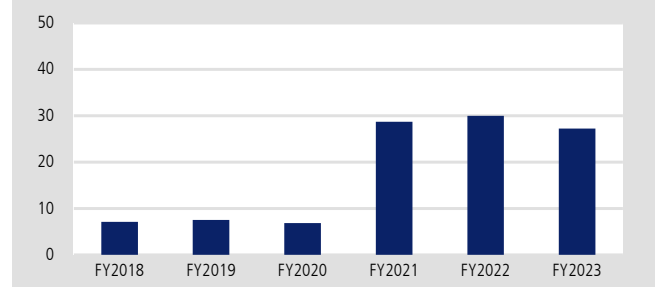
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：員工流動率

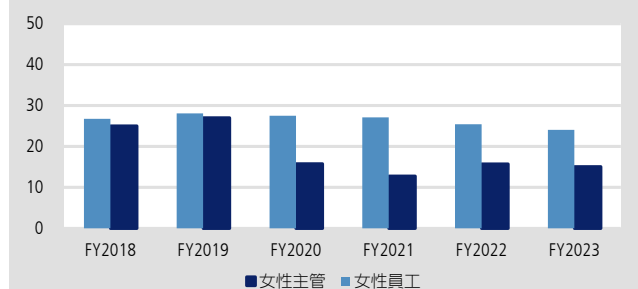
員工流動比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：性別多樣化

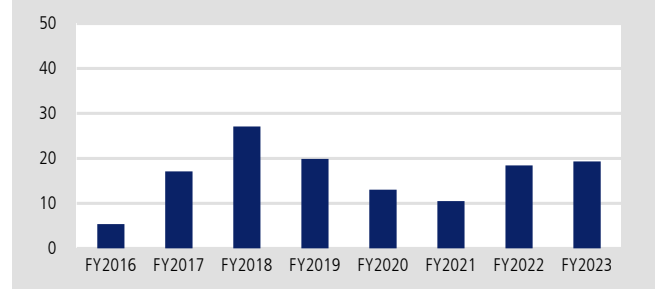
女性員工佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：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	43,801	52,589	72,838	53,477	45,392	43,164	44,503	45,674	140,624	222,706	178,732
營業成本	(33,701)	(35,974)	(38,225)	(37,179)	(33,835)	(35,254)	(35,505)	(35,530)	(134,383)	(145,078)	(140,124)
營業毛利	10,101	16,615	34,614	16,298	11,557	7,910	8,998	10,143	6,241	77,628	38,608
營業費用	(2,395)	(2,812)	(3,075)	(2,774)	(2,222)	(2,577)	(2,621)	(2,450)	(8,313)	(11,056)	(9,870)
營業利益	7,706	13,803	31,539	13,524	9,334	5,333	6,377	7,693	(2,072)	66,571	28,738
折舊	(4,993)	(4,886)	(4,961)	(5,009)	(6,260)	(6,260)	(6,260)	(6,260)	(20,450)	(19,850)	(25,041)
攤提	(21)	(23)	(21)	(22)	(25)	(25)	(25)	(25)	(78)	(88)	(101)
EBITDA	12,720	18,712	36,521	18,556	15,620	11,618	12,663	13,979	18,455	86,509	53,880
利息收入	2,699	2,805	2,882	3,025	3,206	3,346	2,948	3,125	12,260	11,411	13,033
投資利益淨額	111	127	264	231	-	-	-	-	695	733	896
其他營業外收入	21	27	21	25	635	141	301	268	90	94	(0)
總營業外收入	2,830	2,959	3,167	3,281	3,841	3,487	3,249	3,393	13,044	12,237	13,929
利息費用	(471)	(495)	(440)	(912)	(453)	(448)	(444)	(439)	(2,518)	(2,318)	(1,721)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,379	579	503	(136)	-	-	-	-	2,436	2,325	-
總營業外費用	908	84	63	(1,048)	(453)	(448)	(444)	(439)	(83)	7	(1,721)
稅前純益	11,444	16,846	34,769	15,757	12,723	8,371	9,182	10,647	10,889	78,816	40,945
所得稅費用[利益]	(2,173)	(3,211)	(7,100)	(2,867)	(2,545)	(1,674)	(1,836)	(2,129)	(6,219)	(15,350)	(7,975)
少數股東損益	(75)	(78)	(73)	(65)	(69)	(72)	(76)	(79)	(304)	(290)	-
非常項目稅後純益	9,197	13,558	27,597	12,824	10,109	6,625	7,270	8,438	4,367	63,175	32,971
非常項目	183	329	770	(279)	-	-	-	-	407	1,004	-
稅後淨利	9,379	13,887	28,367	12,545	10,109	6,625	7,270	8,438	4,774	64,179	32,971
每股盈餘 (NT\$)	2.69	3.98	8.12	3.59	2.89	1.90	2.08	2.42	1.37	18.38	9.44
獲利率 (%)											
營業毛利率	23.1	31.6	47.5	30.5	25.5	18.3	20.2	22.2	4.4	34.9	21.6
營業利益率	17.6	26.2	43.3	25.3	20.6	12.4	14.3	16.8	(1.5)	29.9	16.1
EBITDA Margin	29.0	35.6	50.1	34.7	34.4	26.9	28.5	30.6	13.1	38.8	30.1
稅前純益率	26.1	32.0	47.7	29.5	28.0	19.4	20.6	23.3	7.7	35.4	22.9
稅後純益率	21.4	26.4	38.9	23.5	22.3	15.3	16.3	18.5	3.4	28.8	18.4
季成長率 (%)											
營業收入	33.9	20.1	38.5	(26.6)	(15.1)	(4.9)	3.1	2.6			
營業毛利		64.5	108.3	(52.9)	(29.1)	(31.6)	13.8	12.7			
營業收益增長		79.1	128.5	(57.1)	(31.0)	(42.9)	19.6	20.6			
EBITDA	672.3	47.1	95.2	(49.2)	(15.8)	(25.6)	9.0	10.4			
稅前純益		47.2	106.4	(54.7)	(19.3)	(34.2)	9.7	16.0			
稅後純益		48.1	104.3	(55.8)	(19.4)	(34.5)	9.7	16.1			
年成長率 (%)											
營業收入	18.5	50.1	102.9	63.4	3.6	(17.9)	(38.9)	(14.6)	(62.6)	58.4	(19.7)
營業毛利	195.6	368.0	5567.7		14.4	(52.4)	(74.0)	(37.8)	(97.3)	1143.9	(50.3)
營業收益	430.7	923.2			21.1	(61.4)	(79.8)	(43.1)	(101.0)		(56.8)
EBITDA	92.0	186.5	900.4	1026.6	22.8	(37.9)	(65.3)	(24.7)	(92.2)	368.7	(37.7)
稅前純益	172.0	184.0	998.1		11.2	(50.3)	(73.6)	(32.4)	(95.3)	623.8	(48.0)
稅後純益	175.8		910.8		7.8	(52.3)	(74.4)	(32.7)	(97.4)	1244.3	(48.6)

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	384,416	508,149	392,611	484,133	492,328
流動資產	226,557	338,579	218,701	266,558	288,040
現金及短期投資	193,593	317,926	202,495	243,710	267,321
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	22,080	11,409	6,396	10,906	8,777
其他流動資產	10,883	9,244	9,810	11,942	11,942
非流動資產	157,859	169,570	173,909	217,575	204,288
長期投資	18,711	18,888	21,608	33,070	33,966
固定資產	73,895	75,778	83,482	101,745	87,563
什項資產	65,253	74,904	68,820	82,760	82,760
負債總額	150,093	164,363	114,909	142,820	131,499
流動負債	73,237	75,930	52,647	44,611	34,748
應付帳款及票據	19,518	15,954	14,812	16,783	16,254
短期借款	3,230	6,089	5,633	3,646	2,523
什項負債	50,489	53,887	32,202	24,182	15,971
長期負債	76,856	88,433	62,262	98,209	96,751
長期借款	15,891	8,656	6,167	3,740	2,282
其他負債及準備	43,729	50,952	31,650	80,397	80,397
股東權益總額	234,323	343,786	277,701	341,313	360,829
普通股本	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
保留盈餘	167,410	259,457	176,009	231,884	251,400
少數股東權益	631	826	723	775	775
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	120.6%	12.7%	(62.6%)	58.4%	(19.7%)
營業收益增長	983.0%	6.9%	(101.0%)	(56.8%)	(56.8%)
EBITDA	513.4%	7.5%	(92.2%)	368.7%	(37.7%)
稅後純益	1279.9%	9.3%	(97.4%)	1244.3%	(48.6%)
每股盈餘成長率	980.8%	6.1%	(97.4%)	1244.3%	(48.6%)
獲利能力分析					
營業毛利率	63.9%	61.2%	4.4%	34.9%	21.6%
營業利益率	60.8%	57.7%	(1.5%)	29.9%	16.1%
EBITDA Margin	66.1%	63.0%	13.1%	38.8%	30.1%
稅後純益率	49.5%	48.0%	3.4%	28.8%	18.4%
平均資產報酬率	57.0%	40.5%	1.1%	14.6%	6.8%
股東權益報酬率	122.7%	62.6%	1.5%	20.8%	9.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	8.2%	4.3%	4.2%	2.2%	1.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	79.5	96.8	5.3	35.0	24.8
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.5	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	81.6	87.6	1.3	36.8	36.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	36.2	24.8	0.4	14.3	14.9
流動比率 (x)	3.1	4.5	4.2	6.0	8.3
速動比率 (x)	3.1	4.5	4.2	6.0	8.3
淨負債 (NT\$百萬)	(38,327)	(134,683)	(58,122)	(158,116)	(184,308)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	48.73	51.71	1.37	18.38	9.44
每股現金盈餘 (NT\$)	61.88	60.15	0.97	24.44	18.14
每股淨值 (NT\$)	66.92	98.21	79.32	97.52	103.11
調整後每股淨值 (NT\$)	68.91	98.21	79.32	97.52	103.11
每股營收 (NT\$)	98.40	107.64	40.27	63.77	51.18
EBITDA/Share (NT\$)	65.00	67.86	5.28	24.77	15.43
每股現金股利 (NT\$)	20.00	20.00	2.00	7.50	3.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.15	0.84	0.31	0.51	0.37
應收帳款周轉天數	24.2	11.1	16.6	17.9	17.9
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	59.1	40.0	40.2	42.3	42.3
現金轉換周轉天數	(34.9)	(28.9)	(23.6)	(24.4)	(24.4)

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	333,687	375,900	140,624	222,706	178,732
營業成本	(120,556)	(145,730)	(134,383)	(145,078)	(140,124)
營業毛利	213,131	230,170	6,241	77,628	38,608
營業費用	(10,205)	(13,280)	(8,313)	(11,056)	(9,870)
營業利益	202,926	216,890	(2,072)	66,571	28,738
總營業外收入	1,922	5,353	13,044	12,237	13,929
利息收入	308	4,033	12,260	11,411	13,033
投資利益淨額	1,524	1,236	695	733	896
其他營業外收入	90	85	90	94	(0)
總營業外費用	(2,930)	7,569	(83)	7	(1,721)
利息費用	(2,573)	(2,398)	(2,518)	(2,318)	(1,721)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(357)	9,967	2,436	2,325	-
稅前純益	201,918	229,813	10,889	78,816	40,945
所得稅費用[利益]	(36,775)	(52,605)	(6,219)	(15,350)	(7,975)
少數股東損益	(333)	(424)	(304)	(290)	-
非常項目	458	3,808	407	1,004	-
稅後淨利	165,269	180,592	4,774	64,179	32,971
EBITDA	220,437	236,968	18,455	86,509	53,880
每股盈餘 (NT\$)	48.73	51.71	1.37	18.38	9.44

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	209,857	210,067	3,379	85,346	63,343
本期純益	165,269	180,592	4,774	64,179	32,971
折舊及攤提	17,511	20,078	20,528	19,937	25,142
本期運用資金變動	(8,605)	5,655	2,843	(3,256)	6,125
其他營業資產及負債變動	35,683	3,742	(24,766)	4,485	(896)
投資活動之現金流量	(141,108)	(32,579)	16,725	47,127	(10,959)
投資用短期投資出售[新購]	(133,934)	(24,325)	30,719	54,048	-
本期長期投資變動	(1)	(2)	(0)	1	0
資本支出淨額	(7,285)	(8,454)	(14,729)	(6,988)	(10,859)
其他資產變動	112	202	736	65	(101)
自由現金流	167,533	184,455	7,675	63,212	43,449
融資活動之現金流量	(34,731)	(86,954)	(99,261)	(41,781)	(28,772)
短期借款變動	(678)	1,036	(475)	(1,453)	-
長期借款變動	(41,351)	(6,273)	(2,498)	(2,663)	(2,581)
現金增資	29,120	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	(69,842)	(69,842)	(6,984)	(26,191)
其他融資現金流	(21,822)	(11,875)	(26,445)	(30,681)	0
匯率影響數	(1,088)	1,445	(350)	4,889	-
本期產生現金流量	32,930	91,979	(79,506)	95,580	23,612

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	3.1%	3.5%	5.9%	5.0%	5.5%
= 營業利益率	60.8%	57.7%	(1.5%)	29.9%	16.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
= 資本周轉率	8.9	13.8	2.2	2.4	2.1
營業利益率	60.8%	57.7%	(1.5%)	29.9%	16.1%
x 資本周轉率	8.9	13.8	2.2	2.4	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	81.8%	77.1%	42.9%	80.5%	80.5%
= 稅後 ROIC	44.2%	61.4%	(1.4%)	57.5%	27.0%

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
2024-03-19	持有	50.00	45.30
2023-11-14	持有	47.00	41.50
2023-08-16	持有	47.00	42.05
2023-05-15	持有	55.00	61.20
2023-03-20	持有	55.00	65.80
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，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。