

## 貨櫃航運產業

### 美中暫緩關稅利多已實現

#### 焦點內容

1. 5/14 起中美暫緩關稅，託運人搶倉位刺激跨太平洋航線運價大漲，除了即期運價立即調升外，多家船公司均宣布調漲 6 月運價。
2. 美國零售商庫存充沛、消費者信心疲弱，零售商無趁關稅暫緩期透過緊急訂單大舉建立庫存的急迫需求，建議勿過度期待搶運潮。
3. 我們由訂倉量數據判斷，若中美高關稅期間中國少運的貨物全部恢復出貨，補運量相較 2024 年運量 1200 萬 TEU 也僅不到 3%。

#### 重要訊息

5/14 起美中關稅暫緩課徵 90 天，中國出口至美國關稅暫時降至 30%(10%對等關稅+20%芬太尼關稅)。

#### 評論與分析

**中美暫緩關稅，刺激跨太平洋航線運價大漲。**美中 5/12 宣布暫緩關稅，託運人搶倉位帶動運價大幅提升。兩周內 SCFI 漲幅達 17.9%，WCI 美西線及美東線則分別上漲 17.8%、24.2%，除了即期運價立即調升外，多家船公司均宣布調漲 6 月運價。

**美國零售商庫存充沛、消費者信心疲弱，勿過度期待搶運潮。**我們由商品進口數據、美國大型上市零售商財報、物流及倉儲數據判斷，美國零售商已提前於 4Q24 起陸續建立存貨，目前美國商品庫存水位仍然充足。另外，美國消費者信心指數更已下滑至疫情以來低點，消費動能展望悲觀。我們認為在此情境下，零售商沒有趁關稅暫緩期透過緊急訂單大舉建立庫存的急迫需求，建議勿過度期待關稅暫緩期引發的額外訂單搶運潮。

**即使全部恢復出貨，補運量相較 2024 年運量仍不到 3%。**3/31-5/11 期間中國出口美國之貨櫃訂倉量為 52.1 萬 TEU、YoY-40%。5/14 美國對中國進口關稅暫時降至 30%。假設暫緩後之 30%關稅可全部被接受、3/31-5/11 期間較去年同期減少的部分可全部補運，則補運量計算約 34.7 萬 TEU。此運量相較於 2024 全年中國出口美國運量，也僅不到 3%。

#### 投資建議

先前我們提到如中美關稅暫緩課徵，突增的運輸需求將帶動運價上漲，並為貨櫃航運股帶來短線交易機會。隨著利多實現及高股息 ETF 建倉，貨櫃航運股均有顯著波段漲幅。股價上漲至今，已反應美中關稅暫緩的利多，考量評價已高、2H25 運輸需求展望不佳，我們對貨櫃航運看法為「中立」。維持長榮 (2603 TT, NT\$253, 持有)、陽明(2609 TT, NT\$82, 持有)及萬海 (2615 TT, NT\$118, 持有)之「持有」投資評等，目標價分別調整至 255 元、84 元、110 元。

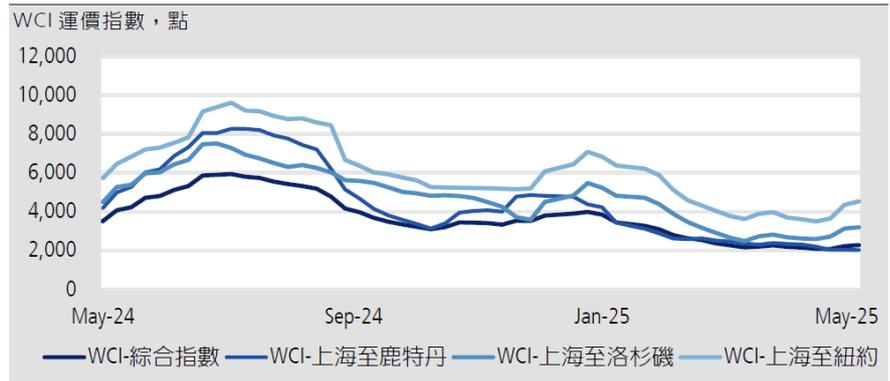
#### 投資風險

關稅、匯率、塞港、紅海航道復航。

### 中美暫緩關稅，刺激跨太平洋航線運價大漲

美中 5/12 宣布暫緩關稅，先前因高額關稅而暫緩出貨之商品可能恢復出口的補運潮與緊急訂單引發的搶運潮，托運人搶倉位帶動運價大幅提升。兩周內 SCFI 漲幅達 17.9%，WCI 美西線及美東線則分別上漲 17.8%、24.2%，除了即期運價立即調升外，多家船公司包括 MSC(瑞)、CMA CGM(法)、中遠海(中)、長榮 (2603 TT, NT\$253, 持有)、萬海 (2615 TT, NT\$118, 持有)等均宣布調漲 6 月運價。

圖 1：跨太平洋航線於 5/15 起大幅上漲



### 調度船隻 6 月起陸續到貨，可用運力供給增加

美中高額關稅期間，中國大量貨品無法出口，船公司透過空白航班、調度船隻到其他航線等方式降低可用運力。根據 C.H Robinson 統計，此期間亞洲到美西運力減少 20-30%，亞洲到美東運力減少 30-40%。由於船隻調回需要大約 2-4 周時間，預計 6 月初開始可用運力將逐漸增加。

### 美國零售商庫存充沛、消費者信心疲弱，勿過度期待搶運潮

根據 Bureau of Economic Analysis 及 United States Census Bureau 統計，2024 年以來中國出口至美國商品年增率持續上揚，3M25 進口年增率更已逼近疫情以來次高。

圖 2：美國進口貿易年增率逼近疫情來次高

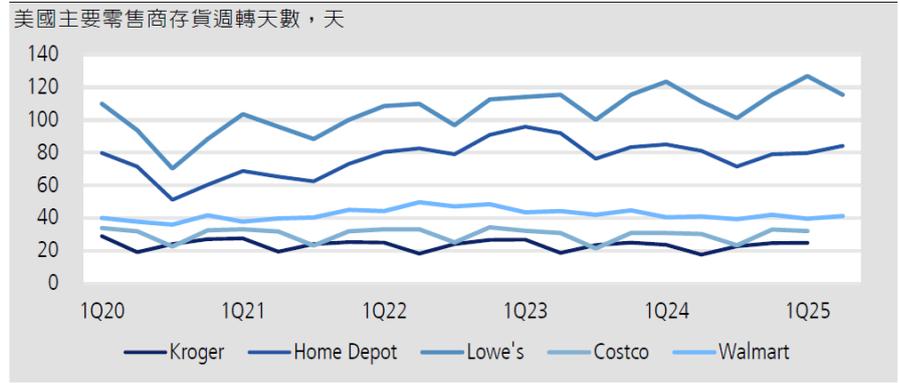


圖 3：美國商品進口年增率逼近疫情來次高



觀察大型零售商庫存，美國上市大型零售商 HomeDepot(美)、COSTCO(美)、Walmart(美)、Lowe's(美)、Kroger(美)財報之存貨周轉天數，目前庫存水位約略處於過去五年中上緣位置，無急需回補庫存需求。

圖 4：主要零售商存貨水位處於歷史區間中上緣



觀察美國物流及倉儲端，Logistics Manager's Index (LMI)最新 4 月份報告內容提到，今年以來的大量進口商品仍被存放在倉庫中，倉儲水平和成本均有所增加，狀況類似傳統 8 月至 10 月的旺季前拉貨。

圖 5：4Q24 以來倉儲價格大幅走高

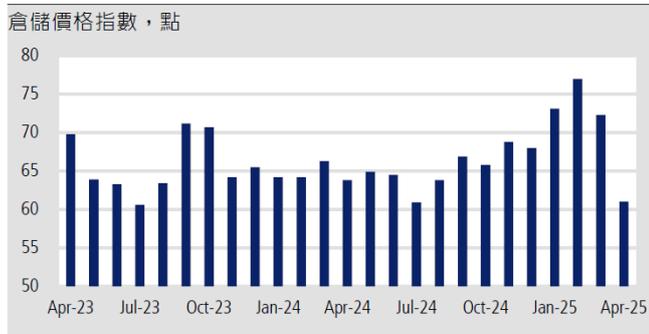
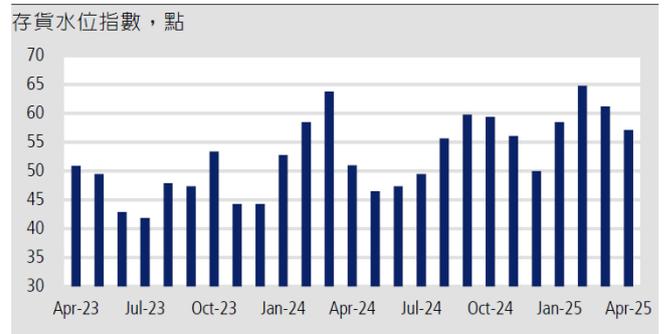
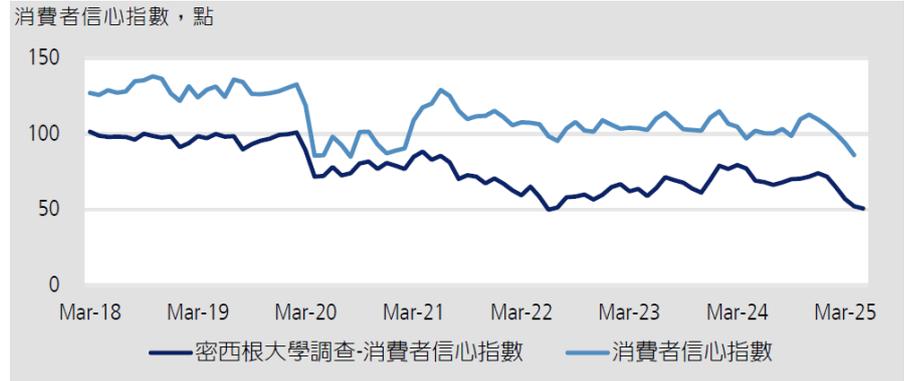


圖 6：庫存水位大致呈現逐漸增加



除了美國零售商已提前建立庫存外，美國消費者信心指數更已下滑至疫情以來低點，消費動能展望悲觀。我們認為在此情境下，零售商沒有趁關稅暫緩期透過緊急訂單大舉建立庫存的急迫需求，建議勿過度期待關稅暫緩期引發的額外訂單搶運潮。

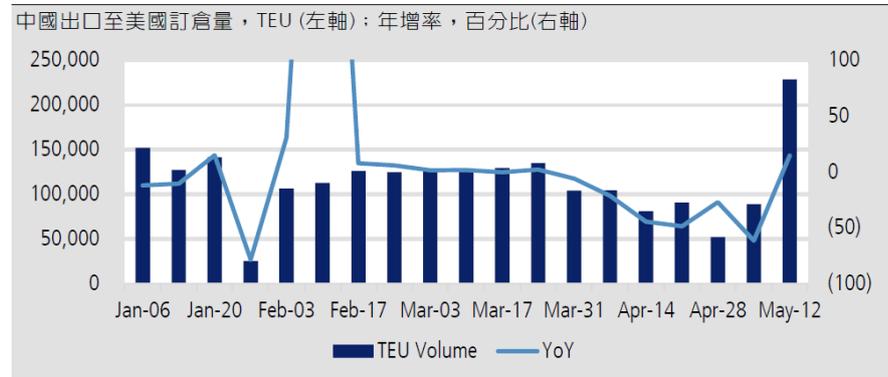
圖 7：美國消費者信心指數降至疫情來低點



### 即使全部恢復出貨，補運量相較 2024 年運量仍不到 3%

根據 Vizion 統計，3/31-5/11 期間中國出口美國之貨櫃訂倉量為 52.1 萬 TEU、YoY-40%。美中於 5/14 起相互關稅暫時降低，美國對中國進口關稅降至 30%(對等關稅 10%+芬太尼關稅 20%)。假設暫緩後之 30%關稅可全部被接受，3/31-5/11 期間較去年同期減少的部分可全部補運，則補運量計算約 34.7 萬 TEU。此運量相較於 2024 全年中國出口美國運量 1200 萬 TEU，也僅不到 3%。

圖 8：3/31-5/11 美中高額對等關稅期間，訂倉量年減約 40%



### 恐慌性搶倉的背後，實際需求也許沒這麼多

本篇報告中我們分別整理了可用運力變化、緊急訂單搶運潮及補運潮分析，整體來說我們認為美中關稅暫緩引發之運輸需求可能較為有限。根據 Linerlytica 統計，截至 5/23 寧波+青島港外停泊運力合計達 88.4 萬 TEU，為預估補運量 34.7 萬 TEU 之 2 倍以上，運力十分充足。以上，我們認為關稅暫緩後出現的倉位短缺及運價大漲，可能存在倉位過度下訂或貨櫃航商刻意鎖倉以拉抬運價的成分。如後續運輸及訂倉需求不如預期，貨櫃航商原定於 6 月大幅漲價的執行率恐打折。

## 投資建議

先前我們不斷提到如中美關稅暫緩課徵，突增的運輸需求將帶動運價上漲，並為貨櫃航運股帶來短線交易機會。隨著利多實現及高股息 ETF 建倉，貨櫃航運股均有顯著波段漲幅，5/12 以來至 5/26 收盤價計算，長榮、陽明、萬海漲幅分別達 16%、14%、33%，評價達凱基預估 2025 年底每股淨值之 0.8-1.2 倍，位於歷史區間中上緣水準。股價上漲至今，已反應美中關稅暫緩的利多，考量評價已高、2H25 運輸需求展望不佳，我們對貨櫃航運看法為「中立」。維持長榮 (2603 TT, NT\$253, 持有)、陽明(2609 TT, NT\$82, 持有)及萬海 (2615 TT, NT\$118, 持有)之「持有」投資評等，目標價分別調整至 255 元、84 元、110 元。

圖 9：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 (倍)			股價淨值比 (倍)			毛利率 (%)			營業利益率 (%)			股價表現 (%)			
				2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	3M	6M	12M	YTD
長榮海運	2603 TT	18,287	253.0	64.87	39.81	33.51	268.04	283.97	297.37	3.9	6.4	7.6	0.9	0.9	0.9	38.0	27.7	24.1	32.2	23.3	19.9	17.1	18.2	13.5	12.4
陽明海運	2609 TT	9,560	82.0	18.38	7.36	5.46	97.52	101.88	105.10	4.5	11.1	15.0	0.8	0.8	0.8	34.9	17.8	13.3	29.9	11.6	6.5	12.5	14.4	4.7	8.3
萬海航運	2615 TT	11,055	118.0	16.89	11.00	6.65	93.08	101.88	107.20	N.M.	10.7	17.7	1.3	1.2	1.1	34.9	28.1	18.8	29.5	23.1	13.3	40.5	39.6	43.7	45.5
台韓國際控股	2636 TT	384	80.3	8.26	N.A.	N.A.	73.10	N.A.	N.A.	9.7	N.M.	N.M.	1.1	N.M.	N.M.	15.3	N.A.	N.A.	4.4	N.A.	N.A.	(0.6)	0.2	(31.9)	0.6
國內同業平均										6.0	9.4	13.4	1.0	1.0	0.9	30.8	24.5	18.7	24.0	19.3	13.3				
艾彼摩勒-馬士基	MAERSK DC	29,032	12,150.0	381.71	83.72	(69.41)	3,571.08	3,525.34	3,467.21	31.8	145.1	N.M.	3.4	3.4	3.5	N.A.	14.3	9.8	11.0	2.9	(1.2)	(4.2)	6.2	(0.5)	2.1
中遠海運控股	601919 CH	33,855	16.1	3.08	1.67	1.03	15.30	15.51	15.96	5.2	9.6	15.6	1.1	1.0	1.0	28.9	18.4	14.5	24.9	15.6	9.7	17.1	15.9	7.0	3.9
赫伯羅特	HLAG gr	30,959	155.2	13.69	3.65	(0.29)	115.68	107.98	102.32	11.3	42.5	N.M.	1.3	1.4	1.5	N.A.	27.2	24.9	13.6	4.4	0.9	4.4	1.4	(7.7)	1.2
ZIM整合運輸服務	ZIM US	2,174	18.1	17.78	2.59	(2.07)	32.86	29.26	24.59	1.0	7.0	N.M.	0.5	0.6	0.7	33.0	N.A.	N.A.	29.9	10.6	(0.1)	(11.3)	(15.1)	(10.8)	(15.9)
國外同業平均										12.4	51.1	N.M.	1.6	1.6	1.7	31.0	20.0	16.4	19.9	8.4	2.3				

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 10：長榮財報調整表

百萬元	2025F						2026F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	424,010	402,542	5.3	67.5	466,414	(9.1)	427,781	460,585	(7.1)	(8.5)	391,266	9.3
毛利	117,572	107,281	9.6	252.9	183,846	(36.0)	103,071	148,393	(30.5)	(33.2)	102,512	0.5
營業利益	98,982	91,340	8.4	374.6	166,333	(40.5)	85,334	127,358	(33.0)	(33.8)	80,634	5.8
稅前獲利	109,108	101,545	7.4	178.8	177,791	(38.6)	95,351	137,378	(30.6)	(35.8)	91,097	4.7
稅後淨利	86,197	77,611	11.1	294.6	136,525	(36.9)	72,543	103,119	(29.7)	(38.2)	68,033	6.6
每股盈餘 (元)	39.81	35.85	11.1	294.6	63.06	(36.9)	33.51	47.63	(29.7)	(38.2)	31.42	6.6
毛利率 (%)	27.7	26.7	1.1 ppts	20.0 ppts	39.4	(11.7) ppts	24.1	32.2	(8.1) ppts	(10.3) ppts	26.2	(2.1) ppts
營利率 (%)	23.3	22.7	0.7 ppts	20.9 ppts	35.7	(12.3) ppts	19.9	27.7	(7.7) ppts	(8.9) ppts	20.6	(0.7) ppts
淨利率 (%)	20.3	19.3	1.0 ppts	17.3 ppts	29.3	(8.9) ppts	17.0	22.4	(5.4) ppts	(9.8) ppts	17.4	(0.4) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 11：陽明財報調整表

百萬元	2025F						2026F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	171,284	178,732	(4.2)	(23.1)	175,694	(2.5)	156,515	89,498	74.9	(8.6)	146,022	7.2
毛利	30,452	38,608	(21.1)	(60.8)	34,937	(12.8)	20,837	27,276	(23.6)	(31.6)	31,199	(33.2)
營業利益	19,825	28,738	(31.0)	(70.2)	23,809	(16.7)	10,202	22,867	(55.4)	(48.5)	20,795	(50.9)
稅前獲利	31,935	40,945	(22.0)	(59.5)	32,794	(2.6)	23,659	36,555	(35.3)	(25.9)	31,090	(23.9)
稅後淨利	25,715	32,971	(22.0)	(59.9)	21,132	21.7	19,051	29,436	(35.3)	(25.9)	24,976	(23.7)
每股盈餘 (元)	7.36	9.44	(22.0)	(59.9)	6.05	21.7	5.46	8.43	(35.3)	(25.9)	7.15	(23.7)
毛利率 (%)	17.8	21.6	(3.8) ppts	(17.1) ppts	19.9	(2.1) ppts	13.3	30.5	(17.2) ppts	(4.5) ppts	21.4	(8.1) ppts
營利率 (%)	11.6	16.1	(4.5) ppts	(18.3) ppts	13.6	(2.0) ppts	6.5	25.6	(19.0) ppts	(5.1) ppts	14.2	(7.7) ppts
淨利率 (%)	15.0	18.4	(3.4) ppts	(13.8) ppts	12.0	3.0 ppts	12.2	32.9	(20.7) ppts	(2.8) ppts	17.1	(4.9) ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 12：萬海財報調整表

百萬元	2025F						2026F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	149,372	142,138	5.1	(7.7)	140,801	6.1	134,130	(10.2)	136,849	(2.0)
毛利	41,974	32,702	28.4	(25.7)	34,334	22.3	25,202	(40.0)	28,601	(11.9)
營業利益	34,435	27,159	26.8	(27.8)	24,544	40.3	17,824	(48.2)	21,831	(18.4)
稅前獲利	41,015	33,617	22.0	(30.8)	32,679	25.5	24,803	(39.5)	25,901	(4.2)
稅後淨利	30,860	25,293	22.0	(34.9)	26,275	17.4	18,661	(39.5)	19,669	(5.1)
每股盈餘(元)	11.00	9.01	22.0	(34.9)	9.36	17.4	6.65	(39.5)	7.01	(5.1)
毛利率(%)	28.1	23.0	5.1 pts	(6.8) pts	24.4	3.7 pts	18.8	(9.3) pts	20.9	(2.1) pts
營利率(%)	23.1	19.1	3.9 pts	(6.4) pts	17.4	5.6 pts	13.3	(9.8) pts	16.0	(2.7) pts
淨利率(%)	20.7	17.8	2.9 pts	(8.6) pts	18.7	2.0 pts	13.9	(6.7) pts	14.4	(0.5) pts

資料來源：Bloomberg、凱基

## 長榮 (2603 TT)

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25A	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	88,639	106,329	152,789	115,812	109,971	97,071	120,927	96,041	463,568	424,010	427,781
營業成本	(69,689)	(70,446)	(72,420)	(74,908)	(76,679)	(76,912)	(80,840)	(72,007)	(287,463)	(306,438)	(324,710)
營業毛利	18,949	35,882	80,369	40,904	33,292	20,159	40,087	24,034	176,105	117,572	103,071
營業費用	(4,892)	(5,059)	(5,837)	(10,923)	(4,869)	(3,758)	(4,163)	(5,800)	(26,712)	(18,590)	(17,737)
營業利益	14,062	30,828	74,537	29,986	28,428	16,401	35,924	18,234	149,414	98,982	85,334
折舊	(9,379)	(9,602)	(9,785)	(10,190)	(10,653)	(12,303)	(12,303)	(13,953)	(38,956)	(49,212)	(50,753)
攤提	(88)	(92)	(90)	(94)	(93)	(88)	(88)	(84)	(364)	(353)	(353)
EBITDA	23,530	40,522	84,412	40,270	39,173	28,792	48,315	32,272	188,733	148,548	136,441
利息收入	2,394	2,499	2,800	2,787	2,500	3,090	2,399	2,674	10,479	10,664	10,405
投資利益淨額	386	1,263	1,394	1,140	1,139	-	-	-	4,183	1,139	-
其他營業外收入	3,510	108	251	306	377	700	1,352	1,241	4,176	3,670	5,101
總營業外收入	6,290	3,870	4,445	4,233	4,016	3,790	3,752	3,914	18,838	15,473	15,506
利息費用	(1,215)	(1,268)	(1,382)	(1,361)	(1,299)	(1,312)	(1,325)	(1,338)	(5,226)	(5,274)	(5,489)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	318	637	1,534	4,305	(73)	-	-	-	6,793	(73)	-
總營業外費用	(897)	(631)	151	2,944	(1,372)	(1,312)	(1,325)	(1,338)	1,567	(5,347)	(5,489)
稅前純益	19,455	34,066	79,134	37,163	31,073	18,879	38,350	20,811	169,819	109,108	95,351
所得稅費用[利益]	(2,824)	(5,350)	(18,460)	(9,732)	(4,142)	(3,776)	(7,670)	(4,162)	(36,366)	(19,750)	(19,070)
少數股東損益	(841)	(1,107)	(1,381)	(1,202)	(479)	(574)	(1,257)	(850)	(4,531)	(3,161)	(3,737)
非常項目稅後純益	15,790	27,610	59,293	26,229	26,452	14,529	29,423	15,798	128,922	86,197	72,543
非常項目	1,592	1,849	2,620	4,470	907	-	-	(907)	10,532	-	-
稅後淨利	17,382	29,459	61,913	30,699	27,358	14,529	29,423	14,892	139,453	86,197	72,543
每股盈餘 (NT\$)	8.14	13.70	28.75	14.28	12.64	6.71	13.59	6.88	64.87	39.81	33.51
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.4	33.8	52.6	35.3	30.3	20.8	33.1	25.0	38.0	27.7	24.1
營業利益率	15.9	29.0	48.8	25.9	25.9	16.9	29.7	19.0	32.2	23.3	19.9
EBITDA Margin	26.5	38.1	55.2	34.8	35.6	29.7	40.0	33.6	40.7	35.0	31.9
稅前純益率	21.9	32.0	51.8	32.1	28.3	19.4	31.7	21.7	36.6	25.7	22.3
稅後純益率	19.6	27.7	40.5	26.5	24.9	15.0	24.3	15.5	30.1	20.3	17.0
季成長率 (%)											
營業收入	27.2	20.0	43.7	(24.2)	(5.0)	(11.7)	24.6	(20.6)			
營業毛利	112.8	89.3	124.0	(49.1)	(18.6)	(39.5)	98.8	(40.0)			
營業收益增長	294.0	119.2	141.8	(59.8)	(5.2)	(42.3)	119.0	(49.2)			
EBITDA	84.3	72.2	108.3	(52.3)	(2.7)	(26.5)	67.8	(33.2)			
稅前純益	261.6	75.1	132.3	(53.0)	(16.4)	(39.2)	103.1	(45.7)			
稅後純益	427.8	69.5	110.2	(50.4)	(10.9)	(46.9)	102.5	(49.4)			
年成長率 (%)											
營業收入	32.6	57.8	109.8	66.2	24.1	(8.7)	(20.9)	(17.1)	67.5	(8.5)	0.9
營業毛利	28.0	160.1	547.7	359.4	75.7	(43.8)	(50.1)	(41.2)	252.7	(33.2)	(12.3)
營業收益	32.7	227.8	842.4	740.2	102.2	(46.8)	(51.8)	(39.2)	374.6	(33.8)	(13.8)
EBITDA	29.7	133.1	394.9	215.4	66.5	(28.9)	(42.8)	(19.9)	188.8	(21.3)	(8.2)
稅前純益	24.0	120.0	225.1	590.7	59.7	(44.6)	(51.5)	(44.0)	178.8	(35.8)	(12.6)
稅後純益	244.7	478.5	182.6	832.1	57.4	(50.7)	(52.5)	(51.5)	294.6	(38.2)	(15.8)

資料來源：公司資料、凱基

## 陽明 (2609 TT)

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25A	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	43,801	52,589	72,838	53,477	45,510	39,488	48,301	37,983	222,706	171,284	156,515
營業成本	(33,701)	(35,974)	(38,225)	(37,179)	(35,951)	(35,141)	(35,804)	(33,935)	(145,078)	(140,832)	(135,678)
營業毛利	10,101	16,615	34,614	16,298	9,559	4,347	12,498	4,048	77,628	30,452	20,837
營業費用	(2,395)	(2,812)	(3,075)	(2,774)	(2,679)	(2,577)	(2,621)	(2,750)	(11,056)	(10,627)	(10,635)
營業利益	7,706	13,803	31,539	13,524	6,880	1,770	9,877	1,298	66,571	19,825	10,202
折舊	(4,993)	(4,886)	(4,961)	(5,009)	(4,972)	(6,260)	(6,260)	(7,549)	(19,850)	(25,041)	(26,173)
攤提	(21)	(23)	(21)	(22)	(19)	(25)	(25)	(31)	(88)	(101)	(101)
EBITDA	12,720	18,712	36,521	18,556	11,871	8,055	16,163	8,878	86,509	44,968	36,476
利息收入	2,699	2,805	2,882	3,025	2,788	2,996	3,073	2,826	11,411	12,935	14,079
投資利益淨額	111	127	264	231	154	-	-	-	733	896	920
其他營業外收入	21	27	21	25	19	2,715	295	262	94	(0)	0
總營業外收入	2,830	2,959	3,167	3,281	2,961	5,712	3,368	3,088	12,237	13,831	15,000
利息費用	(471)	(495)	(440)	(912)	(1,009)	(999)	(989)	(979)	(2,318)	(1,721)	(1,542)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,379	579	503	(136)	916	-	-	-	2,325	-	-
總營業外費用	908	84	63	(1,048)	(93)	(999)	(989)	(979)	7	(1,721)	(1,542)
稅前純益	11,444	16,846	34,769	15,757	9,748	6,482	12,256	3,407	78,816	31,935	23,659
所得稅費用[利益]	(2,173)	(3,211)	(7,100)	(2,867)	(2,234)	(1,296)	(2,451)	(681)	(15,350)	(6,220)	(4,608)
少數股東損益	(75)	(78)	(73)	(65)	(76)	(76)	(80)	(84)	(290)	-	-
非常項目前稅後純益	9,197	13,558	27,597	12,824	7,438	5,110	9,725	2,641	63,175	25,715	19,051
非常項目	183	329	770	(279)	338	-	-	(338)	1,004	-	-
稅後淨利	9,379	13,887	28,367	12,545	7,776	5,110	9,725	2,303	64,179	25,715	19,051
每股盈餘 (NT\$)	2.69	3.98	8.12	3.59	2.23	1.46	2.78	0.66	18.38	7.36	5.46
獲利率 (%)											
營業毛利率	23.1	31.6	47.5	30.5	21.0	11.0	25.9	10.7	34.9	17.8	13.3
營業利益率	17.6	26.2	43.3	25.3	15.1	4.5	20.4	3.4	29.9	11.6	6.5
EBITDA Margin	29.0	35.6	50.1	34.7	26.1	20.4	33.5	23.4	38.8	26.3	23.3
稅前純益率	26.1	32.0	47.7	29.5	21.4	16.4	25.4	9.0	35.4	18.6	15.1
稅後純益率	21.4	26.4	38.9	23.5	17.1	12.9	20.1	6.1	28.8	15.0	12.2
季成長率 (%)											
營業收入	33.9	20.1	38.5	(26.6)	(14.9)	(13.2)	22.3	(21.4)			
營業毛利		64.5	108.3	(52.9)	(41.3)	(54.5)	187.5	(67.6)			
營業收益增長		79.1	128.5	(57.1)	(49.1)	(74.3)	458.1	(86.9)			
EBITDA	672.3	47.1	95.2	(49.2)	(36.0)	(32.1)	100.6	(45.1)			
稅前純益		47.2	106.4	(54.7)	(38.1)	(33.5)	89.1	(72.2)			
稅後純益		48.1	104.3	(55.8)	(38.0)	(34.3)	90.3	(76.3)			
年成長率 (%)											
營業收入	18.5	50.1	102.9	63.4	3.9	(24.9)	(33.7)	(29.0)	58.4	(23.1)	(8.6)
營業毛利	195.6	368.0	5567.7		(5.4)	(73.8)	(63.9)	(75.2)	1143.9	(60.8)	(31.6)
營業收益	430.7	923.2			(10.7)	(87.2)	(68.7)	(90.4)		(70.2)	(48.5)
EBITDA	92.0	186.5	900.4	1026.6	(6.7)	(57.0)	(55.7)	(52.2)	368.7	(48.0)	(18.9)
稅前純益	172.0	184.0	998.1		(14.8)	(61.5)	(64.7)	(78.4)	623.8	(59.5)	(25.9)
稅後純益	175.8		910.8		(17.1)	(63.2)	(65.7)	(81.6)	1244.3	(59.9)	(25.9)

資料來源：公司資料，凱基

萬海 (2615 TT)

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25A	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	27,618	38,162	54,493	41,526	37,090	35,502	46,337	30,443	161,799	149,372	134,130
營業成本	(24,181)	(25,777)	(27,886)	(27,488)	(26,194)	(27,860)	(28,511)	(24,834)	(105,332)	(107,398)	(108,928)
營業毛利	3,437	12,386	26,607	14,038	10,897	7,642	17,825	5,610	56,467	41,974	25,202
營業費用	(1,722)	(1,726)	(2,977)	(2,316)	(1,963)	(1,693)	(2,432)	(1,451)	(8,740)	(7,539)	(7,377)
營業利益	1,715	10,660	23,630	11,722	8,933	5,950	15,394	4,158	47,727	34,435	17,824
折舊	(3,947)	(4,021)	(4,135)	(4,085)	(3,863)	(5,989)	(5,989)	(8,114)	(16,187)	(23,954)	(27,206)
攤提	(8)	(7)	(11)	(15)	(17)	(15)	(15)	(13)	(42)	(61)	(61)
EBITDA	5,670	14,688	27,776	15,822	12,814	11,954	21,398	12,286	63,956	58,451	45,092
利息收入	1,407	1,658	1,606	1,928	1,689	1,489	1,412	1,350	6,599	7,392	7,901
投資利益淨額	130	247	456	133	140	-	-	-	966	1,449	1,518
其他營業外收入	0	0	(0)	0	2	(5,265)	554	215	0	(0)	0
總營業外收入	1,537	1,905	2,063	2,061	1,831	(3,777)	1,966	1,565	7,566	8,841	9,419
利息費用	(486)	(507)	(533)	(532)	(516)	(531)	(547)	(563)	(2,058)	(2,261)	(2,441)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	2,861	2,259	(2,505)	3,455	541	-	-	-	6,069	-	-
總營業外費用	2,375	1,752	(3,039)	2,923	25	(531)	(547)	(563)	4,011	(2,261)	(2,441)
稅前純益	5,627	14,317	22,654	16,707	10,789	1,642	16,812	5,160	59,304	41,015	24,803
所得稅費用[利益]	(1,514)	(2,958)	(4,965)	(5,247)	(2,359)	(394)	(4,035)	(1,238)	(14,684)	(10,156)	(6,141)
少數股東損益	(4)	(3)	(5)	(2)	(9)	3	3	3	(14)	-	-
非常項目稅後純益	4,109	11,355	17,684	11,458	8,421	1,251	12,780	3,925	44,606	30,860	18,661
非常項目	514	214	746	1,328	311	-	-	(311)	2,802	-	-
稅後淨利	4,623	11,569	18,431	12,786	8,732	1,251	12,780	3,613	47,409	30,860	18,661
每股盈餘 (NT\$)	1.65	4.12	6.57	4.56	3.11	0.45	4.55	1.29	16.89	11.00	6.65
獲利率 (%)											
營業毛利率	12.4	32.5	48.8	33.8	29.4	21.5	38.5	18.4	34.9	28.1	18.8
營業利益率	6.2	27.9	43.4	28.2	24.1	16.8	33.2	13.7	29.5	23.1	13.3
EBITDA Margin	20.5	38.5	51.0	38.1	34.5	33.7	46.2	40.4	39.5	39.1	33.6
稅前純益率	20.4	37.5	41.6	40.2	29.1	4.6	36.3	17.0	36.7	27.5	18.5
稅後純益率	16.7	30.3	33.8	30.8	23.5	3.5	27.6	11.9	29.3	20.7	13.9
季成長率 (%)											
營業收入	9.8	38.2	42.8	(23.8)	(10.7)	(4.3)	30.5	(34.3)			
營業毛利	617.6	260.4	114.8	(47.2)	(22.4)	(29.9)	133.2	(68.5)			
營業收益增長		521.5	121.7	(50.4)	(23.8)	(33.4)	158.7	(73.0)			
EBITDA	178.0	159.1	89.1	(43.0)	(19.0)	(6.7)	79.0	(42.6)			
稅前純益		154.4	58.2	(26.3)	(35.4)	(84.8)	924.1	(69.3)			
稅後純益		150.3	59.3	(30.6)	(31.7)	(85.7)	921.9	(71.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	8.1	56.0	117.6	65.1	34.3	(7.0)	(15.0)	(26.7)	61.4	(7.7)	(10.2)
營業毛利			6653.2	2831.0	217.0	(38.3)	(33.0)	(60.0)		(25.7)	(40.0)
營業收益					420.8	(44.2)	(34.9)	(64.5)		(27.8)	(48.2)
EBITDA	261.6	532.0	1087.8	675.9	126.0	(18.6)	(23.0)	(22.4)	673.4	(8.6)	(22.9)
稅前純益		946.4	1512.4		91.7	(88.5)	(25.8)	(69.1)		(30.8)	(39.5)
稅後純益			625.9		88.9	(89.2)	(30.7)	(71.7)		(34.9)	(39.5)

資料來源：公司資料、凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。