

## 持有・維持

收盤價 April 14 (NT\$)	27.30
12 個月目標價 (NT\$)	26.00
前次目標價 (NT\$)	26.80
調降 (%)	3.0
下跌空間 (%)	4.8

## 焦點內容

長榮航 1Q23 合併營收為 444 元，年增 47.6%，略高於凱基預估，主因為維修及其它營收高於預期，但客、貨運營收符合預期。而在客運相關成本增加下，我們下調 2023 年獲利 18.6%。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	146.4 / 4,783
流通在外股數 (百萬股)：	5,363
外資持有股數 (百萬股)：	1,421
3M 平均成交量 (百萬股)：	26.87
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	22.90 - 36.30

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-4.7	12.1	-26.9
相對表現 (%)	-12.2	-9.2	-19.3

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(0.45)A	0.03A	0.29A	1.42A
2022	0.64A	0.34A	0.23A	0.13A
2023	0.72F	0.22F	0.44F	0.22F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

## 凱基投顧

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 長榮航

(2618.TW/2618 TT)



## 客運成本上升高於預期

### 重要訊息

長榮航 1Q23 合併營收為 444 億元，年增 47.6%，略高於凱基預估，主因維修及其它營收高於預期，但客、貨運營收符合預期。

### 評論及分析

**1Q23 客、貨運營收符合預期：**1Q23 長榮航合併營收年增 47.6%，略高於凱基預估，主因為維修及其它營收高於預期。而客運營收大幅年增 1,740% 至 277.5 億元，主因歐、美航班數已回到疫情前水準，帶動 RPK 回升到疫情前的 85-90%，以及票價維持高檔。而貨運營收則年減近 60% 至 104.5 億元，主因受到 FTK 及單位收益均呈現逐年下降趨勢不變。我們大致維持 2023 年客運營收年增 251% 至 1,119 億元，貨運營收年減 62.7% 至 338 億元。

**2023 年客運變動成本上升高於預期：**長榮航客運變動成本主要為燃油成本、人事、營業推廣及旅客服務成本。我們觀察到近期雖油價下跌，但航空油價因需求增加而未下降太多，目前維持在每桶 100 元美金附近，在航班增加帶動用油桶數增加及維修成本提高下，我們上調 2023 年客運成本及費用 4.3% 至 1,549 億元。

**下修 2023 年獲利 18.6%：**雖長榮航 1Q23 合併營收略優於預期，但在客運相關變動成本提高下，我們下修 1Q23 獲利 31% 至 38.8 億元，下修後 1Q23 的 EPS 為 0.72 元。而在 2023 年維修營收優於預期下，我們小幅上調 2023 合併營收 2.6% 至 1,690 億元，年增 22.4%。但在客運相關成本費用上升速度高於預期下，我們下調 2023 獲利 18.6% 至 86.2 億元，年增 21.6%，下修後 EPS 為 1.61 元。我們仍維持長榮航 1Q23 為 2023 年獲利高峰。

### 投資建議

長榮航 1Q23 合併營收略優於預期，但在客運相關成本提高下，我們下修 2023 年獲利 18.6%。我們將一年目標價下調至 26 元（以 2023 年每股淨值及 PB 的 1.5 倍），維持「持有」的投資評等。

### 投資風險

客運票價上漲優於預期。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	89,049	103,872	138,069	169,031	162,941
營業毛利 (NT\$百萬)	8,557	19,325	19,712	26,351	21,861
營業利益 (NT\$百萬)	(827)	10,358	9,798	14,088	8,209
稅後淨利 (NT\$百萬)	(3,362)	6,608	7,091	8,622	4,030
每股盈餘 (NT\$)	(0.69)	1.31	1.34	1.61	0.75
每股現金股利 (NT\$)	-	0.60	0.80	0.80	0.38
每股盈餘成長率 (%)	(183.9)	0.0	2.3	20.0	(53.3)
本益比 (x)	N.A.	20.9	20.4	17.0	36.3
股價淨值比 (x)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	7.7	5.0	4.0	5.6	6.7
淨負債比率 (%)	96.7	63.1	9.3	23.0	27.5
殖利率 (%)	0.0	2.2	2.9	2.9	1.4
股東權益報酬率 (%)	(4.7)	8.4	8.2	9.6	4.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 4Q22 及 1Q23 財務預估

百萬元	1Q23F					2Q23F				
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	44,426	43,399	2.4	12.6	47.6	39,292	38,317	2.5	(11.6)	17.9
毛利	8,669	10,777	(19.6)	88.8	33.5	5,186	4,366	18.8	(40.2)	9.2
營業利益	5,738	7,846	(26.9)	207.0	36.4	2,145	1,325	61.9	(62.6)	(13.0)
稅後淨利	3,881	5,657	(31.4)	452.6	15.9	1,192	626	90.3	(69.3)	(33.9)
每股盈餘(元)	0.72	1.06	(31.4)	445.5	13.0	0.22	0.12	90.3	(69.3)	(34.6)
毛利率(%)	19.5	24.8	(5.3)ppts	7.9 ppts	(2.1)ppts	13.2	11.4	1.8 ppts	(6.3)ppts	(1.0)ppts
營業利益率(%)	12.9	18.1	(5.2)ppts	8.2 ppts	(1.1)ppts	5.5	3.5	2.0 ppts	(7.5)ppts	(1.9)ppts
淨利率(%)	8.7	13.0	(4.3)ppts	7.0 ppts	(2.4)ppts	3.0	1.6	1.4 ppts	(5.7)ppts	(2.4)ppts

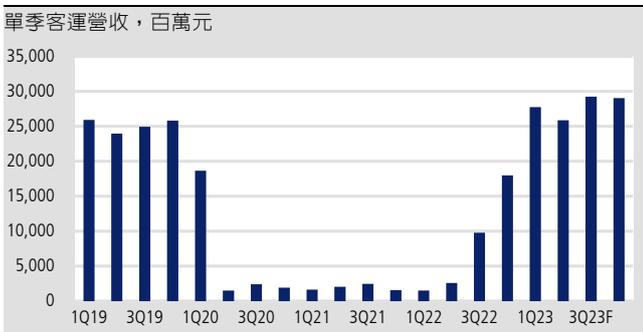
資料來源：凱基預估

圖 2: 2022 及 2023 年財務預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)
營收	169,031	164,669	2.6	22.4	162,941	156,496	4.1	(3.6)
毛利	26,351	28,363	(7.1)	33.7	21,861	22,340	(2.1)	(17.0)
營業利益	14,088	16,100	(12.5)	43.8	8,209	8,688	(5.5)	(41.7)
稅後淨利	8,622	10,597	(18.6)	21.6	4,030	4,802	(16.1)	(53.3)
每股盈餘(元)	1.61	1.98	(18.6)	20.0	0.75	0.90	(16.1)	(53.3)
毛利率(%)	15.6	17.2	(1.6)ppts	1.3 ppts	13.4	14.3	(0.9)ppts	(2.2)ppts
營利率(%)	8.3	9.8	(1.4)ppts	1.2 ppts	5.0	5.6	(0.5)ppts	(3.3)ppts
淨利率(%)	5.1	6.4	(1.3)ppts	(0.0)ppts	2.5	3.1	(0.6)ppts	(2.6)ppts

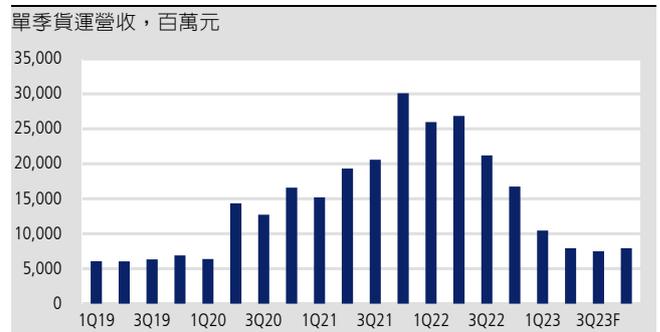
資料來源：凱基預估

圖 3: 維持長榮航 2023 年客運營收年增 251%



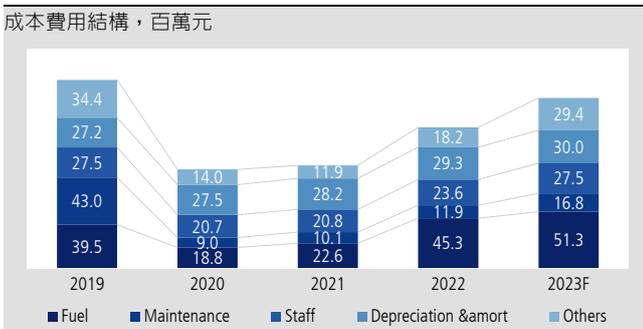
資料來源：凱基

圖 4: 維持長榮航 2023 年貨運營收年減 63%



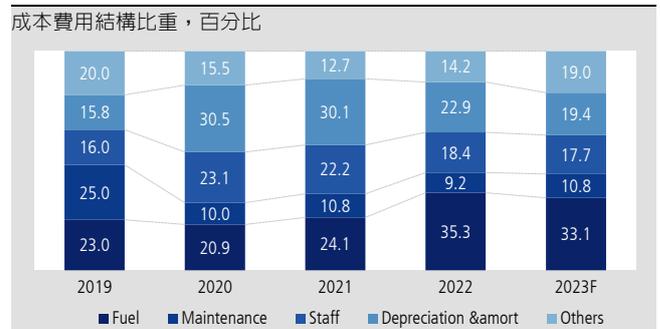
資料來源：凱基

圖 5: 長榮航 2023 年成本費用逐年提高中



資料來源：凱基

圖 6: 長榮航 2023 年燃油成本比重上升



資料來源：凱基

圖 7: 公司概況

長榮航空成立於 1989 年，為台灣市占率第二的航空公司。目前擁有各式機隊共 83 架，飛航航點已遍及亞、澳、歐、美四大洲 62 餘個城市，並藉由與世界各主要航空公司策略聯營合作，形成全球完整的客、貨運飛航網路。受疫情衝擊使客運航班大幅縮減，長榮航 2022 年營收比重：客運比重 23%、貨運比重 66%、維修及其它比重 11%。

資料來源：凱基

圖 8: 長榮航 2023 年客運營收比重上升

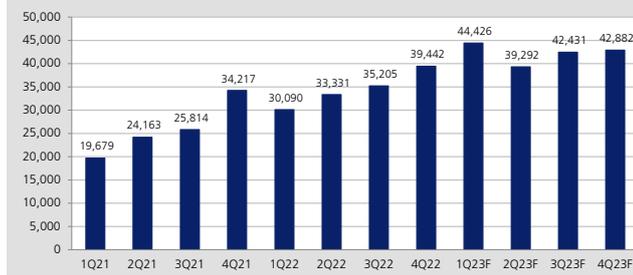
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

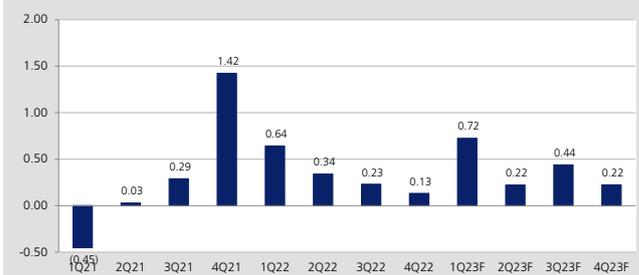
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

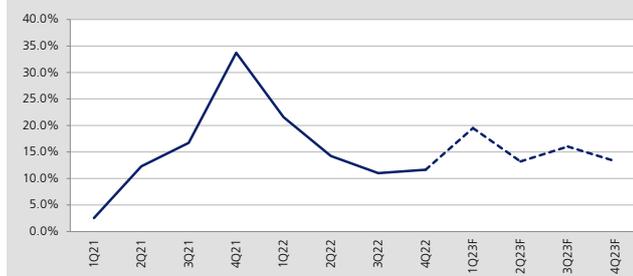
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

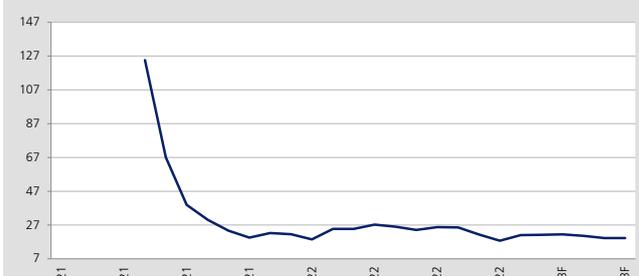
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

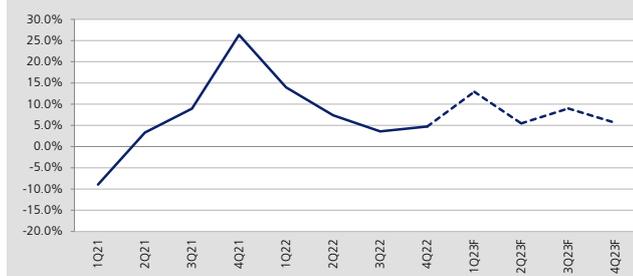
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

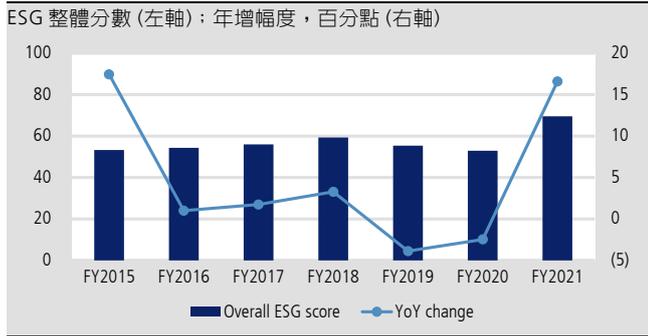
圖 14: 股價淨值比

股價淨值比，倍



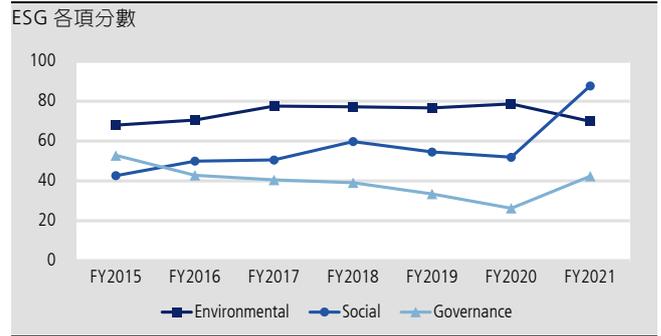
資料來源：凱基

圖 15 : ESG 整體分數



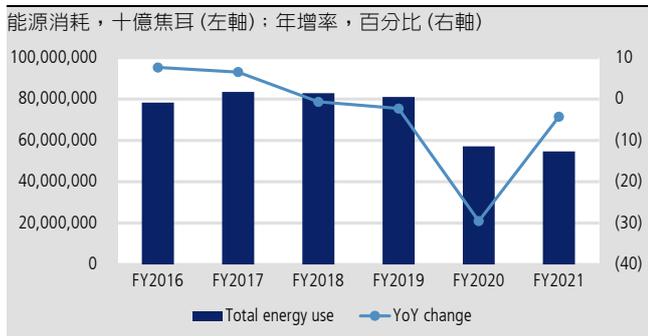
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16 : ESG 各項分數



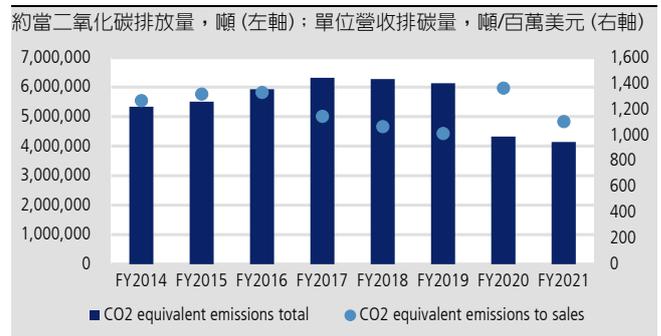
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17 : 能源消耗



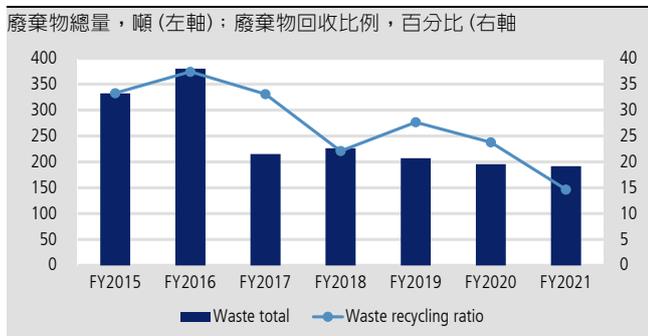
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18 : 碳排放量



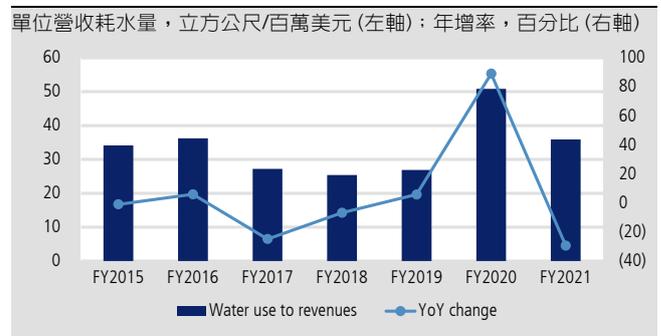
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19 : 廢棄物總量



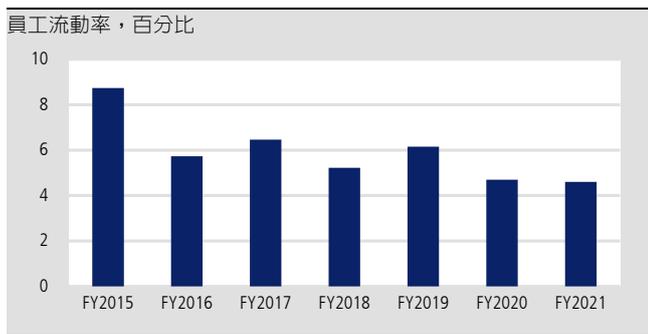
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20 : 耗水量



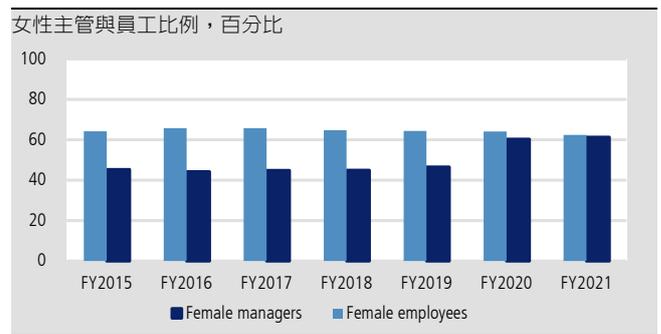
資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21 : 員工流動率



資料來源 : Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22 : 性別多樣性



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；凱基

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	30,090	33,331	35,205	39,442	44,426	39,292	42,431	42,882	138,069	169,031	162,941
營業成本	(23,598)	(28,584)	(31,325)	(34,850)	(35,757)	(34,105)	(35,629)	(37,188)	(118,357)	(142,679)	(141,079)
營業毛利	6,492	4,747	3,880	4,592	8,669	5,186	6,801	5,695	19,712	26,351	21,861
營業費用	(2,287)	(2,281)	(2,622)	(2,723)	(2,932)	(3,042)	(2,994)	(3,296)	(9,914)	(12,263)	(13,652)
營業利益	4,205	2,466	1,258	1,869	5,738	2,145	3,808	2,399	9,798	14,088	8,209
折舊	(7,163)	(7,157)	(7,450)	(7,396)	(4,200)	(4,200)	(4,200)	(4,200)	(29,167)	(16,801)	(18,646)
攤提	(88)	(88)	(79)	(76)	(83)	(83)	(83)	(83)	(331)	(330)	(330)
EBITDA	11,456	9,712	8,787	9,342	10,020	6,427	8,091	6,681	39,296	31,220	27,186
利息收入	47	106	255	-	48	48	48	48	-	192	200
投資利益淨額	26	239	75	60	40	285	80	65	206	470	545
其他營業外收入	7	7	7	518	8	8	8	8	1,141	32	40
總營業外收入	80	352	337	578	96	341	136	121	1,346	694	785
利息費用	(963)	(952)	(950)	(930)	(970)	(970)	(970)	(970)	(3,795)	(3,880)	(3,920)
投資損失	(26)	-	(75)	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	940	629	1,320	(670)	250	250	250	250	2,119	1,000	1,200
總營業外費用	(49)	(322)	295	(1,600)	(720)	(720)	(720)	(720)	(1,676)	(2,880)	(2,720)
稅前純益	4,236	2,496	1,890	846	5,114	1,766	3,224	1,800	9,469	11,902	6,274
所得稅費用[利益]	(819)	(508)	(375)	57	(1,023)	(353)	(645)	(360)	(1,645)	(2,380)	(1,255)
少數股東損益	(67)	(185)	(279)	(201)	(210)	(220)	(230)	(240)	(732)	(900)	(990)
非常項目前稅後純益	3,350	1,803	1,237	702	3,881	1,192	2,349	1,200	7,091	8,622	4,030
非常項目	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,350	1,803	1,237	702	3,881	1,192	2,349	1,200	7,091	8,622	4,030
每股盈餘 (NT\$)	0.64	0.34	0.23	0.13	0.72	0.22	0.44	0.22	1.34	1.61	0.75
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	21.6	14.2	11.0	11.6	19.5	13.2	16.0	13.3	14.3	15.6	13.4
營業利益率	14.0	7.4	3.6	4.7	12.9	5.5	9.0	5.6	7.1	8.3	5.0
EBITDA Margin	38.1	29.1	25.0	23.7	22.6	16.4	19.1	15.6	28.5	18.5	16.7
稅前純益率	14.1	7.5	5.4	2.1	11.5	4.5	7.6	4.2	6.9	7.0	3.9
稅後純益率	11.1	5.4	3.5	1.8	8.7	3.0	5.5	2.8	5.1	5.1	2.5
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(12.1)	10.8	5.6	12.0	12.6	(11.6)	8.0	1.1			
營業毛利	(43.7)	(26.9)	(18.3)	18.3	88.8	(40.2)	31.1	(16.3)			
營業收益增長	(53.3)	(41.4)	(49.0)	48.5	207.0	(62.6)	77.6	(37.0)			
EBITDA	(29.1)	(15.2)	(9.5)	6.3	7.3	(35.9)	25.9	(17.4)			
稅前純益	(50.3)	(41.1)	(24.3)	(55.2)	504.3	(65.5)	82.6	(44.2)			
稅後純益	(53.3)	(46.2)	(31.4)	(43.2)	452.6	(69.3)	97.0	(48.9)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	52.9	37.9	36.4	15.3	47.6	17.9	20.5	8.7	32.9	22.4	(3.6)
營業毛利	1201.0	59.9	(10.1)	(60.2)	33.5	9.2	75.3	24.0	2.0	33.7	(17.0)
營業收益		207.8	(45.5)	(79.3)	36.4	(13.0)	202.7	28.4	(5.4)	43.8	(41.7)
EBITDA	114.9	23.2	(6.7)	(42.2)	(12.5)	(33.8)	(7.9)	(28.5)	1.3	(20.6)	(12.9)
稅前純益		0.8	(90.1)	(90.1)	20.7	(29.3)	70.5	112.7	21.4	25.7	(47.3)
稅後純益		1151.5	(16.6)	(90.2)	15.9	(33.9)	89.9	70.8	7.3	21.6	(53.3)

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>329,567</b>	<b>325,314</b>	<b>319,532</b>	<b>313,807</b>	<b>302,685</b>
<b>流動資產</b>	<b>55,933</b>	<b>65,182</b>	<b>84,727</b>	<b>76,885</b>	<b>69,341</b>
現金及短期投資	43,654	50,543	69,257	53,346	46,393
存貨	-	-	3,676	4,432	4,370
應收帳款及票據	6,679	10,077	10,421	17,598	16,917
其他流動資產	5,599	4,562	1,372	1,509	1,660
<b>非流動資產</b>	<b>273,635</b>	<b>260,132</b>	<b>234,805</b>	<b>236,922</b>	<b>233,344</b>
長期投資	5,194	8,147	5,894	6,124	6,336
固定資產	133,221	136,414	123,604	123,804	118,158
什項資產	135,220	115,571	105,307	106,994	108,851
<b>負債總額</b>	<b>252,908</b>	<b>232,607</b>	<b>223,292</b>	<b>212,356</b>	<b>198,230</b>
<b>流動負債</b>	<b>45,433</b>	<b>46,638</b>	<b>77,623</b>	<b>74,587</b>	<b>69,117</b>
應付帳款及票據	3,014	4,855	8,530	10,283	10,140
短期借款	19,228	14,114	14,255	12,713	12,721
什項負債	23,191	27,669	54,838	51,590	46,255
<b>長期負債</b>	<b>207,475</b>	<b>185,969</b>	<b>145,669</b>	<b>137,769</b>	<b>129,113</b>
長期借款	95,779	92,623	62,064	62,107	60,598
其他負債及準備	107,238	89,114	79,419	71,477	64,329
<b>股東權益總額</b>	<b>76,660</b>	<b>92,707</b>	<b>96,240</b>	<b>101,451</b>	<b>104,456</b>
普通股本	48,536	51,866	53,602	53,602	53,602
保留盈餘	5,253	11,930	-	4,311	6,326
少數股東權益	5,862	7,050	8,303	9,203	10,193
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(50.9%)	16.6%	32.9%	22.4%	(3.6%)
營業收益增長	(108.8%)		(5.4%)	43.8%	(41.7%)
EBITDA	(26.3%)	43.8%	1.3%	(20.6%)	(12.9%)
稅後純益	(184.4%)		7.3%	21.6%	(53.3%)
每股盈餘成長率	(183.9%)		2.3%	20.0%	(53.3%)
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	9.6%	18.6%	14.3%	15.6%	13.4%
營業利率	(0.9%)	10.0%	7.1%	8.3%	5.0%
EBITDA Margin	30.3%	37.3%	28.5%	18.5%	16.7%
稅後純益率	(3.8%)	6.4%	5.1%	5.1%	2.5%
平均資產報酬率	(1.0%)	2.0%	2.2%	2.7%	1.3%
股東權益報酬率	(4.7%)	8.4%	8.2%	9.6%	4.3%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	150.0%	115.1%	79.3%	73.7%	70.2%
淨負債比率	96.7%	63.1%	9.3%	23.0%	27.5%
利息保障倍數 (x)	0.1	3.0	3.5	4.1	2.6
利息及短期債保障倍數 (x)	(0.6)	0.2	0.2	0.3	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	1.1	8.7	16.6	4.1	5.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	1.9	3.5	1.0	1.2
流動比率 (x)	1.2	1.4	1.1	1.0	1.0
速動比率 (x)	1.2	1.4	1.0	1.0	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	74,138	58,480	8,909	23,320	28,773
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	(0.69)	1.31	1.34	1.61	0.75
每股現金盈餘 (NT\$)	1.11	6.93	11.93	2.97	3.76
每股淨值 (NT\$)	14.59	16.52	16.41	17.21	17.59
調整後每股淨值 (NT\$)	14.59	16.97	16.62	17.21	17.59
每股營收 (NT\$)	18.35	20.58	26.09	31.53	30.40
EBITDA/Share (NT\$)	5.55	7.68	7.43	5.82	5.07
每股現金股利 (NT\$)	-	0.60	0.80	0.80	0.38
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.26	0.32	0.43	0.53	0.53
應收帳款周轉天數	27.5	35.4	27.5	38.0	38.0
存貨周轉天數	-	-	11.3	11.3	11.3
應付帳款周轉天數	13.7	21.0	26.3	26.3	26.3
現金轉換周轉天數	13.7	14.4	12.6	23.0	23.0

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>89,049</b>	<b>103,872</b>	<b>138,069</b>	<b>169,031</b>	<b>162,941</b>
營業成本	(80,492)	(84,548)	(118,357)	(142,679)	(141,079)
<b>營業毛利</b>	<b>8,557</b>	<b>19,325</b>	<b>19,712</b>	<b>26,351</b>	<b>21,861</b>
營業費用	(9,384)	(8,967)	(9,914)	(12,263)	(13,652)
<b>營業利益</b>	<b>(827)</b>	<b>10,358</b>	<b>9,798</b>	<b>14,088</b>	<b>8,209</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>619</b>	<b>407</b>	<b>1,346</b>	<b>694</b>	<b>785</b>
利息收入	285	157	-	192	200
投資利益淨額	310	222	206	470	545
其他營業外收入	25	28	1,141	32	40
<b>總營業外費用</b>	<b>(4,111)</b>	<b>(2,963)</b>	<b>(1,676)</b>	<b>(2,880)</b>	<b>(2,720)</b>
利息費用	(5,028)	(4,000)	(3,795)	(3,880)	(3,920)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	917	1,037	2,119	1,000	1,200
<b>稅前純益</b>	<b>(4,319)</b>	<b>7,802</b>	<b>9,469</b>	<b>11,902</b>	<b>6,274</b>
所得稅費用[利益]	1,042	(1,122)	(1,645)	(2,380)	(1,255)
少數股東損益	(85)	(72)	(732)	(900)	(990)
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>(3,362)</b>	<b>6,608</b>	<b>7,091</b>	<b>8,622</b>	<b>4,030</b>
EBITDA	<b>26,961</b>	<b>38,783</b>	<b>39,296</b>	<b>31,220</b>	<b>27,186</b>
每股盈餘 (NT\$)	(0.69)	1.31	1.34	1.61	0.75

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>5,371</b>	<b>34,975</b>	<b>63,152</b>	<b>15,939</b>	<b>20,165</b>
本期純益	(3,362)	6,608	7,091	8,622	4,030
折舊及攤提	27,788	28,425	29,498	17,131	18,976
本期運用資金變動	5,415	(1,576)	2,994	(9,584)	(2,591)
其他營業資產及負債變動	(24,471)	1,518	23,569	(230)	(250)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(12,264)</b>	<b>(11,788)</b>	<b>958</b>	<b>(19,018)</b>	<b>(15,149)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(1,824)	738	2,416	-	-
本期長期投資變動	-	(77)	76	(0)	38
資本支出淨額	(11,951)	(12,827)	(3,605)	(17,000)	(13,000)
其他資產變動	1,512	378	2,070	(2,018)	(2,187)
<b>自由現金流</b>	<b>20,196</b>	<b>22,507</b>	<b>36,652</b>	<b>1,487</b>	<b>9,622</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(3,759)</b>	<b>(15,797)</b>	<b>(44,979)</b>	<b>(12,832)</b>	<b>(11,969)</b>
短期借款變動	(70)	(80)	300	-	-
長期借款變動	15,110	(3,988)	(27,564)	(1,500)	(1,500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,213)	-	(3,163)	(4,290)	(4,311)
其他融資現金流	(17,586)	(11,729)	(14,552)	(7,042)	(6,158)
<b>匯率影響數</b>	<b>(13)</b>	<b>(3)</b>	<b>25</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(10,665)</b>	<b>7,387</b>	<b>19,155</b>	<b>(15,911)</b>	<b>(6,953)</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	10.5%	8.6%	7.2%	7.3%	8.4%
<b>= 營業利率</b>	<b>(0.9%)</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>5.0%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	1.5	1.3	0.9	0.7	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>
營業利率	(0.9%)	10.0%	7.1%	8.3%	5.0%
x 資本周轉率	0.7	0.8	1.5	1.6	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	75.9%	85.6%	82.6%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(0.5%)</b>	<b>6.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.8%</b>	<b>6.2%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 長榮航 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-02-15	持有	26.80	28.50
2022-11-02	降低持股	23.00	23.75
2022-10-11	降低持股	23.00	28.10
2022-08-03	持有	30.50	30.75
2022-05-06	持有	32.00	36.20
2022-03-14	持有	28.00	29.60
2022-01-13	持有	28.00	25.10
2021-11-03	持有	18.30	20.70
2021-06-10	持有	18.20	20.70
2021-05-04	持有	18.60	17.15

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
	深圳	深圳市羅湖區寶安南路 2014 號振業大樓 A 座 24D1 郵政編號：518008
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

## 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 未評等 (R)	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。

$$*總報酬 = (十二個月目標價 - 現價) / 現價$$

## 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）為開發金控集團之成員。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，適後若有變更時，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。