



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

持有 · 維持

| | |
|------------------------|-------|
| 收盤價 November 14 (NT\$) | 114.0 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 125.0 |
| 前次目標價 (NT\$) | 121.0 |
| 調升 (%) | 3.3 |
| 上漲空間 (%) | 9.6 |

焦點內容

1. 去庫存將延續至 1Q24，運價延續運價區間震盪。
2. 處分利益及廉價購買利益支撐 3Q23 獲利。
3. 建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$m) | 241.37,456 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 2,116 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 602 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 11.80 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 93.50 - 174.5 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 7 | -25.3 | -26.7 |
| 相對表現 (%) | 3.8 | -34.4 | -46 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|--------|--------|--------|-------|
| 2022 | 19.16A | 19.33A | 37.25A | 7.78A |
| 2023 | 2.38A | 2.41A | 10.35F | 3.92F |
| 2024 | 0.12F | 0.23F | 2.15F | 1.01F |

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

許家源
886.2.2181.8707
tom.hsu@kgi.com

黃柏瑞
886.2.2181.8706
Barry.Huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

長榮

(2603.TW/2603 TT)

一次性利益支撐 3Q23 獲利

重要訊息

4Q23 以來，SCFI 美西線、美東線、歐洲線運價指數分別季減 13%、1%、16%。我們預估去庫存將延續至 1Q24，航商持續面臨虧損壓力。

評論及分析

去庫存將延續至 1Q24，運價延續運價區間震盪。我們預估此波主動去庫存將延續至 1Q24，較原先的 4Q23 延後，期間內美國港口進口貨櫃量皆將大致年持平，主要係考量零售商營收預計在 4Q23 減速至年減。3Q23 以來，現貨運價反覆呈現減班>漲價>增班>跌價的區間震盪結構，且區間下緣屢探新低，我們認為此情勢將延續至 4Q23-2Q24。

處分利益及廉價購買利益支撐 3Q23 獲利。長榮 3Q23 EPS 達 10.35 元，高於我們預估的 5.23 元，主要係反映：(1) 美國線執行較低的新合約價；(2) 運量季節性季增；(3) 將 Evergreen Marine (Singapore) (新)併入合併主體，約當營收增加 19%，且認列廉價購買利益，約當每股 2.35 元；(4) 認列匯兌利益；(5) 升息環境下，利息收入墊高；(6) 認列長榮航(2618 TT, NT\$29.35, 持有) 7.0%股份的處分利益，約當每股 2.96 元。我們上修長榮 2023-24 年 EPS 預估至 19.06 元、3.51 元，主要係反映長榮：(a) Evergreen Marine (Singapore)擴大營業規模，(b) 利息收入上修；(c) 認列廉價購買利益。我們假設長榮 4Q23 將處分所持有的長榮航(2618 TT, NT\$29.35, 持有) 7.4%持股，處分利益約當每股 2.24 元。我們預估長榮陷入營業虧損時間落於 1Q24，較前次預估的 4Q23 延後。

投資建議

反映獲利預估上修，我們上修長榮目標價至 125 元，相當於 2024 年預估每股淨值 208 元的 0.6 倍(自 203 元的 0.6 倍)，低於以往下降循環谷底的 0.7 倍，維持「持有」評等。目標價亦相當於 4Q23 預估每股淨現金 127 元的 1.0 倍。建議投資人靜待 2022-24 年下降循環落底後再檢視該股。

投資風險

貨運需求弱於預期。

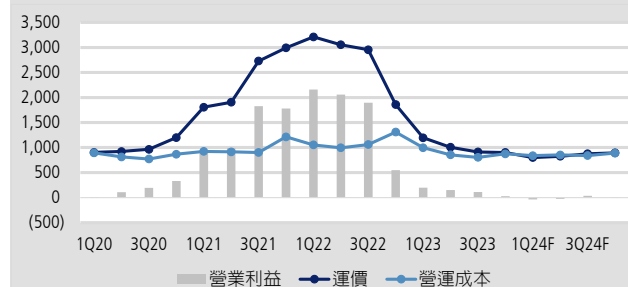
主要財務數據及估值

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 207,078 | 489,407 | 627,284 | 274,676 | 239,785 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 45,487 | 301,995 | 398,442 | 51,176 | 13,785 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 34,560 | 284,386 | 372,563 | 32,176 | (1,215) |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 24,365 | 239,015 | 334,201 | 40,345 | 7,426 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 5.06 | 45.57 | 87.07 | 19.06 | 3.51 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 2.49 | 18.00 | 70.00 | 7.60 | 2.00 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 20310.6 | 800.3 | 91.0 | (78.1) | (81.6) |
| 本益比 (x) | 22.5 | 2.5 | 1.3 | 6.0 | 32.5 |
| 股價淨值比 (x) | 5.9 | 1.8 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA (x) | 7.9 | 1.7 | (0.5) | (0.8) | (1.7) |
| 淨負債比率 (%) | 66.9 | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 2.2 | 15.8 | 61.4 | 6.7 | 1.8 |
| 股東權益報酬率 (%) | 29.7 | 113.5 | 76.0 | 8.1 | 1.7 |

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 運價將逐季遞減

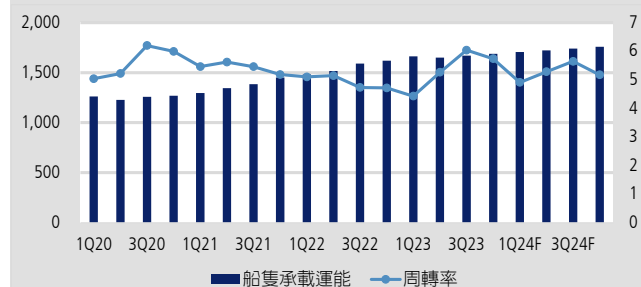
長榮平均單位運價、成本及營業利益，US\$/TEU



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 運能增加，惟周轉率低迷，營運量僅可大致持平

長榮船隻承載運能，千 TEU(左軸)；周轉率，次/年(右軸)



資料來源：Alphaliner；公司資料；凱基

圖 3: 3Q23 財報結果 & 4Q23 財務預估暨市場共識比較

| 百萬元 | 3Q23 | | | | | | | 4Q23F | | | | | | |
|----------|--------|--------|-----------|-----------|------------|--------|-----------|--------|---------|-----------|------------|------------|--------|-----------|
| | 財報結果 | 凱基預估 | 差異 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) | 修正後 | 修正前 | 調幅 (%) | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異 (%) |
| 營收 | 72,812 | 66,918 | 8.8 | 8.1 | (57.3) | 72,067 | 1.0 | 67,652 | 58,806 | 15.0 | (7.1) | (39.1) | 64,646 | 4.6 |
| 毛利 | 13,800 | 11,018 | 25.3 | 0.0 | (87.8) | 14,884 | (7.3) | 8,768 | 4,060 | 116.0 | (36.5) | (80.7) | 9,202 | (4.7) |
| 營業利益 | 8,760 | 7,518 | 16.5 | (6.8) | (91.9) | 10,750 | (18.5) | 2,146 | (1,102) | - | (75.5) | (93.4) | 4,755 | (54.9) |
| 稅前淨利 | 25,196 | 13,734 | 83.5 | 62.7 | (78.6) | 16,943 | 48.7 | 10,206 | 11,064 | (7.8) | (59.5) | (73.1) | 7,688 | 32.8 |
| 稅後淨利 | 21,909 | 11,062 | 98.1 | 330.2 | (78.2) | 13,096 | 67.3 | 8,302 | 10,780 | (23.0) | (62.1) | (72.2) | 6,207 | 33.8 |
| 每股盈餘 (元) | 10.35 | 5.23 | 98.1 | 330.2 | (78.2) | 6.19 | 67.3 | 3.92 | 5.09 | (23.0) | (62.1) | (72.2) | 2.86 | 33.8 |
| 毛利率 (%) | 19.0 | 16.5 | 2.5 ppts | (1.5)ppts | (47.4)ppts | 20.7 | (1.7)ppts | 13.0 | 6.9 | 6.1 ppts | (6.0)ppts | (28.0)ppts | 14.2 | (1.3)ppts |
| 營益率 (%) | 12.0 | 11.2 | 0.8 ppts | (1.9)ppts | (51.8)ppts | 14.9 | (2.9)ppts | 3.2 | (1.9) | 5.0 ppts | (8.9)ppts | (25.9)ppts | 7.4 | (4.2)ppts |
| 淨利率 (%) | 30.1 | 16.5 | 13.6 ppts | 22.5 ppts | (29.0)ppts | 18.2 | 11.9 ppts | 12.3 | 18.3 | (6.1)ppts | (17.8)ppts | (14.6)ppts | 9.6 | 2.7 ppts |

資料來源：凱基

圖 4: 2023-24 年財務預估暨市場共識比較

| 百萬元 | 2023F | | | | | | 2024F | | | | | |
|----------|---------|---------|----------|------------|---------|-----------|---------|---------|----------|------------|---------|-----------|
| | 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 | 274,676 | 259,935 | 5.7 | (56.2) | 264,957 | 3.7 | 239,785 | 221,340 | 8.3 | (12.7) | 249,153 | (3.8) |
| 毛利 | 51,176 | 43,685 | 17.1 | (87.2) | 51,616 | (0.9) | 13,785 | 8,340 | 65.3 | (73.1) | 31,857 | (56.7) |
| 營業利益 | 32,176 | 27,685 | 16.2 | (91.4) | 35,774 | (10.1) | (1,215) | (4,660) | - | (103.8) | 14,700 | - |
| 稅前獲利 | 67,845 | 57,241 | 18.5 | (82.9) | 53,503 | 26.8 | 10,835 | 1,440 | 652.4 | (84.0) | 16,572 | (34.6) |
| 稅後淨利 | 40,345 | 33,241 | 21.4 | (87.9) | 29,357 | 37.4 | 7,426 | 1,253 | 492.8 | (81.6) | 13,797 | (46.2) |
| 每股盈餘 (元) | 19.06 | 15.71 | 21.4 | (87.9) | 13.17 | 37.4 | 3.51 | 0.59 | 492.8 | (81.6) | 6.02 | (46.2) |
| 毛利率 (%) | 18.6 | 16.8 | 1.8 ppts | (44.9)ppts | 19.5 | (0.8)ppts | 5.7 | 3.8 | 2.0 ppts | (12.9)ppts | 12.8 | (7.0)ppts |
| 營益率 (%) | 11.7 | 10.7 | 1.1 ppts | (47.7)ppts | 13.5 | (1.8)ppts | (0.5) | (2.1) | 1.6 ppts | (12.2)ppts | 5.9 | (6.4)ppts |
| 淨利率 (%) | 14.7 | 12.8 | 1.9 ppts | (38.6)ppts | 11.1 | 3.6 ppts | 3.1 | 0.6 | 2.5 ppts | (11.6)ppts | 5.5 | (2.4)ppts |

資料來源：凱基

圖 5: 年度營運情況

| (百萬元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 營收 | 133,814 | 124,468 | 150,583 | 169,237 | 190,589 | 207,078 | 489,407 | 627,284 | 274,676 | 239,785 |
| 運量(千TEU) | | | | | | 7,040 | 7,430 | 7,630 | 8,950 | 9,100 |
| 船舶承載運能 | 952 | 956 | 1,031 | 1,124 | 1,262 | 1,254 | 1,369 | 1,552 | 1,667 | 1,897 |
| 年度周轉次數(次) | | | | | | 5.6 | 5.4 | 4.9 | 5.4 | 4.8 |
| 運價(US\$/TEU) | | | | | | 1,000 | 2,365 | 2,752 | 990 | 850 |
| 營運成本 | 137,582 | 132,310 | 145,750 | 168,316 | 185,968 | 172,412 | 204,484 | 252,483 | 242,500 | 241,000 |
| 單位成本(US\$/TEU) | | | | | | 832 | 988 | 1,108 | 874 | 854 |
| 折舊 | 8,193 | 8,106 | 7,692 | 8,804 | 20,450 | 20,760 | 22,324 | 27,437 | 33,500 | 36,000 |
| 單位折舊(US\$/TEU) | | | | | | 100 | 108 | 120 | 121 | 128 |
| 變動成本 | 124,001 | 119,850 | 132,002 | 152,968 | 155,622 | 140,831 | 165,088 | 201,404 | 190,000 | 190,000 |
| 單位變動成本(US\$/TEU) | | | | | | 680 | 798 | 884 | 685 | 674 |
| 營業費用 | 5,387 | 4,354 | 6,057 | 6,545 | 9,897 | 10,821 | 17,072 | 23,642 | 19,000 | 15,000 |
| 單位營業費用(US\$/TEU) | | | | | | 52 | 82 | 104 | 68 | 53 |
| 營業利益 | (3,847) | (7,848) | 4,817 | 926 | 4,658 | 34,668 | 284,862 | 374,808 | 32,176 | (1,215) |
| 單位營業利益(US\$/TEU) | | | | | | 167 | 1,376 | 1,644 | 116 | (4) |
| 營業利益率(%) | (3) | (6) | 3 | 1 | 2 | 17 | 58 | 60 | 12 | (1) |
| 營業外損益 | (835) | (961) | 2,630 | 269 | (3,879) | (2,828) | 3,372 | 24,616 | 35,670 | 12,050 |
| 權益法投資損益 | 988 | 2,484 | 2,484 | 754 | 667 | 451 | 5,727 | 9,035 | 6,000 | 3,000 |
| 長榮航 | 1,059 | 567 | 938 | 1,069 | 642 | (538) | 983 | 1,053 | 3,500 | 2,000 |
| 淨利息收支 | (756) | (968) | (944) | (1,317) | (4,927) | (4,195) | (2,850) | 3,124 | 10,500 | 9,000 |
| 稅前淨利 | (4,682) | (8,809) | 7,448 | 1,195 | 779 | 31,840 | 288,235 | 399,424 | 67,845 | 10,835 |
| 所得稅 | 57 | (244) | 786 | 1,117 | 1,002 | 3,073 | 25,125 | 53,252 | 23,000 | 1,409 |
| 少數股權 | (331) | (1,957) | (344) | (215) | (336) | 4,402 | 24,095 | 11,972 | 4,500 | 2,000 |
| 稅後淨利 | (4,408) | (6,608) | 7,005 | 294 | 113 | 24,365 | 239,015 | 334,201 | 40,345 | 7,426 |
| 單位稅後淨利(US\$/TEU) | | | | | | 118 | 1,155 | 1,466 | 145 | 26 |
| 流通在外股數(百萬股) | 3,512 | 3,512 | 3,549 | 4,241 | 4,537 | 4,813 | 5,245 | 3,839 | 2,116 | 2,116 |
| EPS(元) | -1.26 | -1.88 | 1.97 | 0.07 | 0.02 | 5.06 | 45.57 | 87.07 | 19.06 | 3.51 |
| 淨值 | 58,001 | 50,987 | 63,399 | 66,844 | 70,046 | 94,282 | 326,785 | 552,214 | 460,513 | 451,855 |
| BVPS(元) | 16.5 | 14.5 | 17.9 | 15.8 | 15.4 | 19.6 | 62.3 | 143.9 | 217.6 | 213.5 |
| ROE(%) | (8) | (13) | 11 | 0 | 0 | 26 | 73 | 61 | 9 | 2 |

資料來源：Alphaliner；公司資料；凱基

圖 6: 季度營運情況

| (百萬元) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23F | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 營收 | 66,827 | 67,385 | 72,812 | 67,652 | 51,906 | 58,183 | 66,646 | 63,049 |
| 運量(千TEU) | 1,840 | 2,170 | 2,520 | 2,420 | 2,093 | 2,275 | 2,457 | 2,275 |
| 船舶承載運能 | 1,662 | 1,650 | 1,670 | 1,688 | 1,706 | 1,723 | 1,741 | 1,759 |
| 年度周轉次數(次) | 4.4 | 5.3 | 6.0 | 5.7 | 4.9 | 5.3 | 5.6 | 5.2 |
| 運價(US\$/TEU) | 1,196 | 1,005 | 912 | 902 | 800 | 825 | 875 | 894 |
| 營運成本 | 55,689 | 57,253 | 64,052 | 65,505 | 54,400 | 60,100 | 63,900 | 62,600 |
| 單位成本(US\$/TEU) | 997 | 854 | 803 | 873 | 838 | 852 | 839 | 888 |
| 單位折舊 | 133 | 118 | 114 | 121 | 139 | 128 | 118 | 128 |
| 單位變動成本 | 798 | 681 | 626 | 664 | 644 | 674 | 674 | 700 |
| 單位營業費用 | 66 | 55 | 63 | 88 | 55 | 51 | 47 | 60 |
| 營業利益 | 11,137 | 10,132 | 8,760 | 2,146 | (2,494) | (1,917) | 2,746 | 449 |
| 單位營業利益(US\$/TEU) | 199 | 151 | 110 | 29 | (38) | (27) | 36 | 6 |
| 營業利益率(%) | 17 | 15 | 12 | 3 | (5) | (3) | 4 | 1 |
| 營業外損益 | 5,091 | 6,083 | 16,436 | 8,060 | 3,360 | 3,090 | 3,050 | 2,550 |
| 所得稅 | 9,895 | 9,754 | 2,141 | 1,211 | 113 | 188 | 753 | 355 |
| 稅後淨利 | 5,043 | 5,092 | 21,909 | 8,302 | 254 | 485 | 4,543 | 2,145 |
| 流通在外股數(百萬股) | 2,116 | 2,116 | 2,116 | 2,116 | 2,116 | 2,116 | 2,116 | 2,116 |
| EPS(元) | 2.38 | 2.41 | 10.35 | 3.92 | 0.12 | 0.23 | 2.15 | 1.01 |
| 淨值 | 553,776 | 418,611 | 452,212 | 460,513 | 460,767 | 445,168 | 449,710 | 451,855 |
| BVPS(元) | 261.7 | 197.8 | 213.7 | 217.6 | 217.7 | 210.3 | 212.5 | 213.5 |

資料來源：Alphaliner；公司資料；凱基

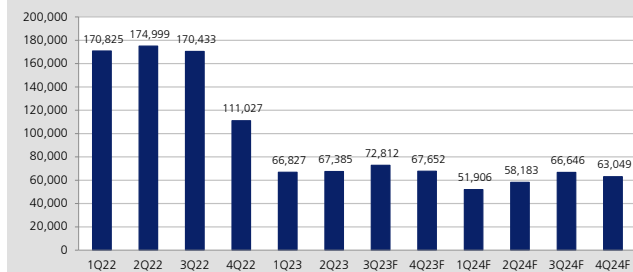
圖 7: 公司概況

長榮成立於 1968 年，為全球第九大貨櫃航運業者，經營美洲線、歐洲線及亞洲線等航線，分別佔 2021 年營收 35%、36%、12%，並經營碼頭裝卸、貨物承攬業務。長榮藉轉投資長榮航(2618 TT, NT\$29.35, 持有) 15.11% 股權經營航空運及貨運業務。

資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

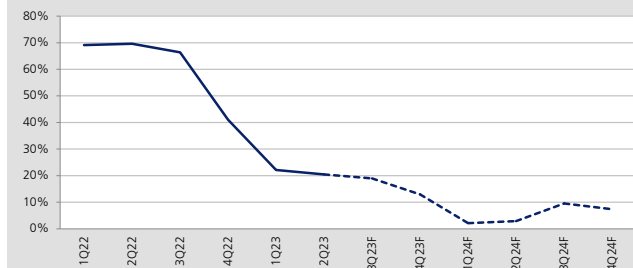
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

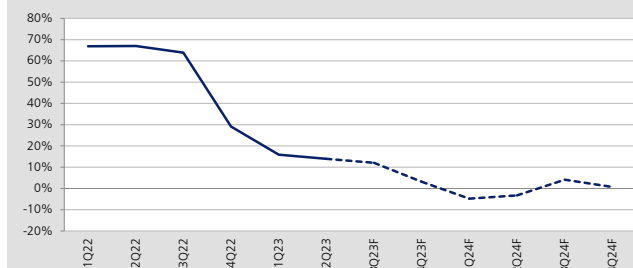
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 營業利潤率

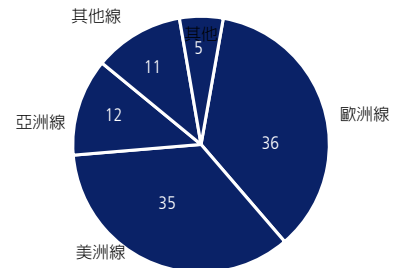
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 美洲線及歐洲線佔營收大宗

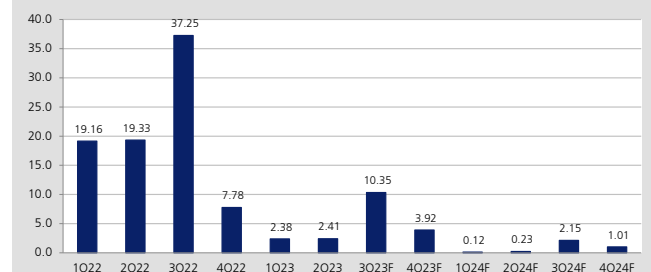
2021 年各航線營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

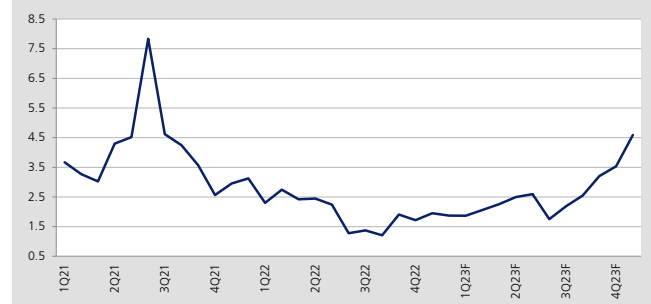
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 本益比

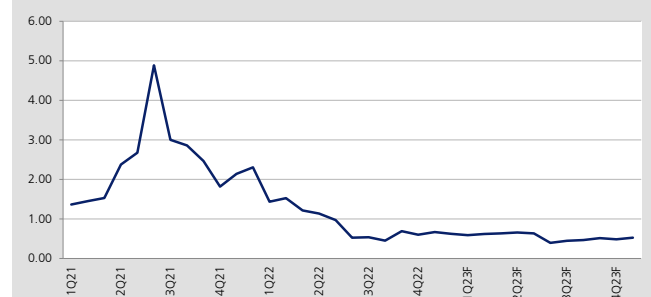
本益比，倍



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

損益表

| | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | Mar-23A | Jun-23A | Sep-23F | Dec-23F | Mar-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 66,827 | 67,385 | 72,812 | 67,652 | 51,906 | 58,183 | 66,646 | 63,049 | 627,284 | 274,676 | 239,785 |
| 營業成本 | (52,025) | (53,589) | (59,012) | (58,884) | (50,800) | (56,500) | (60,300) | (58,400) | (228,841) | (223,500) | (226,000) |
| 營業毛利 | 14,801 | 13,795 | 13,800 | 8,768 | 1,106 | 1,683 | 6,346 | 4,649 | 398,442 | 51,176 | 13,785 |
| 營業費用 | (4,206) | (4,397) | (5,040) | (6,622) | (3,600) | (3,600) | (3,600) | (4,200) | (25,887) | (19,000) | (15,000) |
| 營業利益 | 10,600 | 9,404 | 8,760 | 2,146 | (2,494) | (1,917) | 2,746 | 449 | 372,563 | 32,176 | (1,215) |
| 折舊 | (7,453) | (7,898) | (7,750) | (7,900) | (7,750) | (7,750) | (7,750) | (7,750) | (27,437) | (31,000) | (31,000) |
| 攤提 | (84) | (85) | (80) | (72) | (80) | (80) | (80) | (80) | (321) | (321) | (321) |
| EBITDA | 18,138 | 17,386 | 16,591 | 10,118 | 5,337 | 5,913 | 10,576 | 8,280 | 400,322 | 63,497 | 30,106 |
| 利息收入 | 3,539 | 4,119 | 3,881 | 3,961 | 3,770 | 3,380 | 3,250 | 2,600 | 6,380 | 15,500 | 13,000 |
| 投資利益淨額 | 1,322 | 2,306 | 1,666 | 756 | 750 | 750 | 800 | 750 | 9,188 | 6,050 | 3,050 |
| 其他營業外收入 | 87 | 250 | 12,339 | 6,444 | 0 | - | - | - | 458 | 19,120 | - |
| 總營業外收入 | 4,949 | 6,675 | 17,886 | 11,160 | 4,520 | 4,130 | 4,050 | 3,350 | 16,026 | 40,670 | 16,050 |
| 利息費用 | (942) | (1,202) | (1,450) | (1,406) | (1,160) | (1,040) | (1,000) | (800) | (3,255) | (5,000) | (4,000) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 1,085 | 609 | - | (1,694) | - | - | - | - | 11,845 | - | - |
| 總營業外費用 | 143 | (592) | (1,450) | (3,100) | (1,160) | (1,040) | (1,000) | (800) | 8,590 | (5,000) | (4,000) |
| 稅前純益 | 15,692 | 15,487 | 25,196 | 10,206 | 866 | 1,173 | 5,796 | 2,999 | 397,179 | 67,845 | 10,835 |
| 所得稅費用[利益] | (9,895) | (9,754) | (2,141) | (1,211) | (113) | (188) | (753) | (355) | (53,252) | (23,000) | (1,409) |
| 少數股東損益 | (1,291) | (1,369) | (1,146) | (694) | (500) | (500) | (500) | (500) | (11,972) | (4,500) | (2,000) |
| 非常項目前稅後純益 | 4,506 | 4,364 | 21,909 | 8,302 | 254 | 485 | 4,543 | 2,145 | 331,955 | 40,345 | 7,426 |
| 非常項目 | 537 | 728 | - | - | - | - | - | - | 2,245 | - | - |
| 稅後淨利 | 5,043 | 5,092 | 21,909 | 8,302 | 254 | 485 | 4,543 | 2,145 | 334,201 | 40,345 | 7,426 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 2.38 | 2.41 | 10.35 | 3.92 | 0.12 | 0.23 | 2.15 | 1.01 | 87.07 | 19.06 | 3.51 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 22.2 | 20.5 | 19.0 | 13.0 | 2.1 | 2.9 | 9.5 | 7.4 | 63.5 | 18.6 | 5.7 |
| 營業利益率 | 15.9 | 14.0 | 12.0 | 3.2 | (4.8) | (3.3) | 4.1 | 0.7 | 59.4 | 11.7 | (0.5) |
| EBITDA Margin | 27.1 | 25.8 | 22.8 | 15.0 | 10.3 | 10.2 | 15.9 | 13.1 | 63.8 | 23.1 | 12.6 |
| 稅前純益率 | 23.5 | 23.0 | 34.6 | 15.1 | 1.7 | 2.0 | 8.7 | 4.8 | 63.3 | 24.7 | 4.5 |
| 稅後純益率 | 7.5 | 7.6 | 30.1 | 12.3 | 0.5 | 0.8 | 6.8 | 3.4 | 53.3 | 14.7 | 3.1 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (39.8) | 0.8 | 8.1 | (7.1) | (23.3) | 12.1 | 14.5 | (5.4) | | | |
| 營業毛利 | (67.5) | (6.8) | (0.0) | (36.5) | (87.4) | 52.1 | 277.0 | (26.7) | | | |
| 營業收益增長 | (67.2) | (11.3) | (6.8) | (75.5) | (216.2) | (23.1) | | (83.6) | | | |
| EBITDA | (54.4) | (4.1) | (4.6) | (39.0) | (47.3) | 10.8 | 78.9 | (21.7) | | | |
| 稅前純益 | (58.7) | (1.3) | 62.7 | (59.5) | (91.5) | 35.4 | 394.1 | (48.3) | | | |
| 稅後純益 | (83.1) | 1.0 | 330.2 | (62.1) | (96.9) | 91.3 | 835.8 | (52.8) | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (60.9) | (61.5) | (57.3) | (39.1) | (22.3) | (13.7) | (8.5) | (6.8) | 28.2 | (56.2) | (12.7) |
| 營業毛利 | (87.5) | (88.7) | (87.8) | (80.7) | (92.5) | (87.8) | (54.0) | (47.0) | 32.0 | (87.2) | (73.1) |
| 營業收益 | (90.7) | (92.0) | (91.9) | (93.4) | (123.5) | (120.4) | (68.7) | (79.1) | 31.0 | (91.4) | (103.8) |
| EBITDA | (85.0) | (86.0) | (85.7) | (74.6) | (70.6) | (66.0) | (36.3) | (18.2) | 30.4 | (84.1) | (52.6) |
| 稅前純益 | (86.6) | (87.6) | (78.6) | (73.1) | (94.5) | (92.4) | (77.0) | (70.6) | 38.0 | (82.9) | (84.0) |
| 稅後純益 | (95.0) | (95.0) | (78.2) | (72.2) | (95.0) | (90.5) | (79.3) | (74.2) | 39.8 | (87.9) | (81.6) |

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 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 資產總額 | 334,221 | 611,026 | 887,512 | 771,839 | 755,180 |
| 流動資產 | 85,838 | 283,115 | 483,935 | 317,084 | 300,797 |
| 現金及短期投資 | 52,489 | 225,619 | 443,698 | 326,251 | 312,063 |
| 存貨 | 385 | 597 | 610 | 2,185 | 2,185 |
| 應收帳款及票據 | 21,919 | 41,538 | 25,801 | 20,439 | 20,439 |
| 其他流動資產 | 11,045 | 15,362 | 13,827 | (31,791) | (33,891) |
| 非流動資產 | 248,383 | 327,911 | 403,577 | 454,755 | 454,384 |
| 長期投資 | 37,098 | 44,701 | 52,093 | 83,740 | 86,690 |
| 固定資產 | 118,643 | 153,903 | 211,065 | 217,264 | 214,264 |
| 什項資產 | 92,642 | 129,308 | 140,419 | 153,751 | 153,430 |
| 負債總額 | 232,727 | 253,705 | 304,962 | 288,316 | 278,316 |
| 流動負債 | 72,491 | 109,093 | 164,879 | 137,805 | 137,805 |
| 應付帳款及票據 | 20,567 | 30,375 | 46,228 | 45,952 | 45,952 |
| 短期借款 | 22,211 | 13,156 | 6,830 | 10,013 | 10,013 |
| 什項負債 | 29,713 | 65,561 | 111,822 | 81,840 | 81,840 |
| 長期負債 | 160,236 | 144,612 | 140,083 | 150,511 | 140,511 |
| 長期借款 | 89,820 | 46,411 | 38,180 | 25,023 | 15,023 |
| 其他負債及準備 | 16,585 | 27,000 | 23,140 | 125,488 | 125,488 |
| 股東權益總額 | 101,494 | 357,322 | 582,550 | 483,523 | 476,865 |
| 普通股本 | 48,980 | 52,908 | 21,164 | 21,164 | 21,164 |
| 保留盈餘 | 27,734 | 250,556 | 465,562 | 489,823 | 493,016 |
| 少數股東權益 | 7,213 | 30,537 | 30,336 | 34,701 | 36,701 |
| 優先股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 8.7% | 136.3% | 28.2% | (56.2%) | (12.7%) |
| 營業收益增長 | 784.7% | 722.9% | 31.0% | (91.4%) | (103.8%) |
| EBITDA | 125.5% | 451.9% | 30.4% | (84.1%) | (52.6%) |
| 稅後純益 | 21554.1% | 881.0% | 39.8% | (87.9%) | (81.6%) |
| 每股盈餘成長率 | 20310.6% | 800.3% | 91.0% | (78.1%) | (81.6%) |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 22.0% | 61.7% | 63.5% | 18.6% | 5.7% |
| 營業利益率 | 16.7% | 58.1% | 59.4% | 11.7% | (0.5%) |
| EBITDA Margin | 26.9% | 62.7% | 63.8% | 23.1% | 12.6% |
| 稅後純益率 | 11.8% | 48.8% | 53.3% | 14.7% | 3.1% |
| 平均資產報酬率 | 7.6% | 50.6% | 44.6% | 4.9% | 1.0% |
| 股東權益報酬率 | 29.7% | 113.5% | 76.0% | 8.1% | 1.7% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 110.4% | 16.7% | 7.7% | 7.2% | 5.3% |
| 淨負債比率 | 66.9% | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 8.0 | 89.9 | 123.0 | 14.6 | 3.7 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.5 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.3 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 11.4 | 93.0 | 129.8 | 15.9 | 10.0 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 1.9 | 18.4 | 41.9 | 5.3 | 2.8 |
| 流動比率 (x) | 1.2 | 2.6 | 2.9 | 2.3 | 2.2 |
| 速動比率 (x) | 1.2 | 2.6 | 2.9 | 2.3 | 2.2 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | 67,934 | (48,225) | (346,851) | (268,352) | (264,165) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 5.06 | 45.57 | 87.07 | 19.06 | 3.51 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 10.77 | 57.40 | 110.05 | 37.65 | 18.85 |
| 每股淨值 (NT\$) | 19.25 | 61.76 | 260.92 | 212.07 | 207.98 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 19.59 | 62.31 | 143.86 | 212.07 | 207.98 |
| 每股營收 (NT\$) | 43.02 | 93.32 | 163.42 | 129.78 | 113.30 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 11.56 | 58.54 | 104.29 | 30.00 | 14.23 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 2.49 | 18.00 | 70.00 | 7.60 | 2.00 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.65 | 1.04 | 0.84 | 0.33 | 0.31 |
| 應收帳款周轉天數 | 38.7 | 31.0 | 15.0 | 27.2 | 31.2 |
| 存貨周轉天數 | 0.9 | 1.2 | 1.0 | 3.6 | 3.5 |
| 應付帳款周轉天數 | 46.6 | 59.2 | 73.7 | 75.0 | 74.4 |
| 現金轉換周轉天數 | (7.0) | (27.0) | (57.7) | (44.3) | (39.7) |

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 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營業收入 | 207,078 | 489,407 | 627,284 | 274,676 | 239,785 |
| 營業成本 | (161,591) | (187,412) | (228,841) | (223,500) | (226,000) |
| 營業毛利 | 45,487 | 301,995 | 398,442 | 51,176 | 13,785 |
| 營業費用 | (10,929) | (17,549) | (25,887) | (19,000) | (15,000) |
| 營業利益 | 34,560 | 284,386 | 372,563 | 32,176 | (1,215) |
| 總營業外收入 | 1,358 | 6,606 | 16,026 | 40,670 | 16,050 |
| 利息收入 | 342 | 387 | 6,380 | 15,500 | 13,000 |
| 投資利益淨額 | 552 | 5,833 | 9,188 | 6,050 | 3,050 |
| 其他營業外收入 | 464 | 386 | 458 | 19,120 | - |
| 總營業外費用 | (4,186) | (3,233) | 8,590 | (5,000) | (4,000) |
| 利息費用 | (4,537) | (3,237) | (3,255) | (5,000) | (4,000) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 351 | 4 | 11,845 | - | - |
| 稅前純益 | 31,732 | 287,758 | 397,179 | 67,845 | 10,835 |
| 所得稅費用[利益] | (3,073) | (25,125) | (53,252) | (23,000) | (1,409) |
| 少數股東損益 | (4,402) | (24,095) | (11,972) | (4,500) | (2,000) |
| 非常項目 | 108 | 477 | 2,245 | - | - |
| 稅後淨利 | 24,365 | 239,015 | 334,201 | 40,345 | 7,426 |
| EBITDA | 55,625 | 306,997 | 400,322 | 63,497 | 30,106 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 5.06 | 45.57 | 87.07 | 19.06 | 3.51 |

現金流量

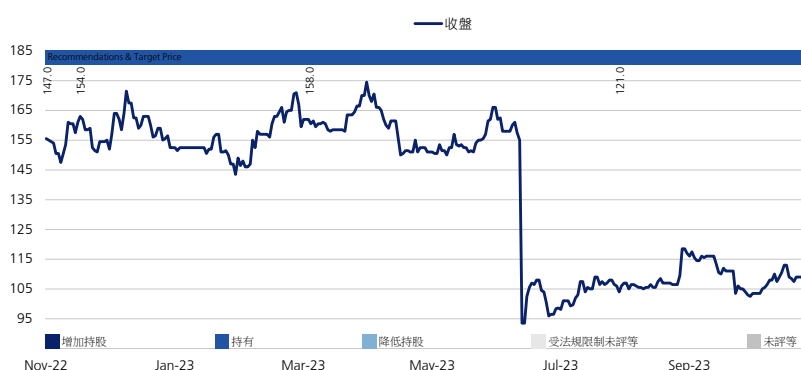
| NT\$百萬 | Dec-20A | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23F | Dec-24F |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 營運活動之現金流量 | 51,858 | 301,058 | 422,430 | 79,676 | 39,898 |
| 本期純益 | 24,365 | 239,015 | 334,201 | 40,345 | 7,426 |
| 折舊及攤提 | 21,065 | 22,611 | 27,759 | 31,321 | 31,321 |
| 本期運用資金變動 | (1,685) | (12,995) | 35,904 | 151,211 | 13,952 |
| 其他營業資產及負債變動 | 8,113 | 52,427 | 24,566 | (143,202) | (12,802) |
| 投資活動之現金流量 | (32,885) | (166,156) | 26,276 | (10,000) | (28,000) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (5,012) | (111,372) | 75,135 | - | - |
| 本期長期投資變動 | (158) | - | 452 | 226 | 339 |
| 資本支出淨額 | (5,471) | (14,944) | (17,835) | 10,000 | 28,000 |
| 其他資產變動 | (22,245) | (39,840) | (31,477) | (20,226) | (56,339) |
| 自由現金流 | 44,817 | 253,940 | 368,118 | 213,479 | 71,895 |
| 融資活動之現金流量 | (11,092) | (69,408) | (168,395) | (158,149) | (26,085) |
| 短期借款變動 | (515) | (0) | (717) | - | - |
| 長期借款變動 | 1,538 | (44,402) | (24,079) | (19,977) | (10,000) |
| 現金增資 | - | - | (31,746) | - | - |
| 已支付普通股股息 | - | (13,156) | (95,239) | (148,149) | (16,085) |
| 其他融資現金流 | (12,115) | (11,849) | (16,614) | 9,977 | 0 |
| 匯率影響數 | (1,656) | (1,799) | 3,758 | | |
| 本期產生現金流量 | 6,225 | 63,696 | 284,068 | (88,473) | (14,187) |

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 | 5.3% | 3.6% | 4.1% | 6.9% | 6.3% |
| = 營業利益率 | 16.7% | 58.1% | 59.4% | 11.7% | (0.5%) |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | (0.1) | (0.1) | (0.2) | (0.5) | (0.6) |
| + 淨固定資產/營業收入 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.9 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| = 資本周轉率 | 1.8 | 3.5 | 5.0 | 2.2 | 2.0 |
| 營業利益率 | 16.7% | 58.1% | 59.4% | 11.7% | (0.5%) |
| x 資本周轉率 | 1.8 | 3.5 | 5.0 | 2.2 | 2.0 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 90.3% | 91.3% | 86.6% | 66.1% | 87.0% |
| = 稅後 ROIC | 26.9% | 183.4% | 255.5% | 16.8% | (0.9%) |

資料來源：公司資料，凱基

長榮 - 以往評級及目標價



| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|----|-------|-------|
| 2023-08-16 | 持有 | 121.0 | 104.0 |
| 2023-05-15 | 持有 | 158.0 | 152.5 |
| 2023-03-20 | 持有 | 158.0 | 162.0 |
| 2022-11-30 | 持有 | 154.0 | 163.0 |
| 2022-10-13 | 持有 | 147.0 | 144.5 |
| 2022-09-02 | 持有 | 75.0 | 79.7 |
| 2022-06-29 | 持有 | 88.0 | 89.0 |

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，遲後若有變更時，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。