

## 長榮航 (2618 TT) EVA AIRWAYS CORPORATION

迎風而起

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$43.0

收盤價 (2024/05/02) : NT\$37.0

隱含漲幅 : 16.2%

## 營收組成 (1Q24)

客運 70%、貨運 19%、其他 10%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	43.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	212.5	--
2024年EPS	2.9	--

## 交易資料表

市值	NT\$199,810百萬元
外資持股比率	24.8%
董監持股比率	17.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$22.23
負債比	64.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	138,069	200,357	212,493	225,828
營業利益	9,798	29,566	22,187	22,896
稅後純益	7,091	21,594	15,869	16,372
EPS (元)	1.34	4.01	2.94	3.03
EPS YoY (%)	2.3	199.3	-26.7	3.2
本益比 (倍)	27.6	9.2	12.6	12.2
股價淨值比 (倍)	2.3	1.9	1.7	1.5
ROE (%)	8.3	21.7	13.7	12.8
現金殖利率 (%)	2.2%	4.9%	4.4%	4.5%
現金股利 (元)	0.80	1.80	1.62	1.67

## 陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

## 余鈴華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

- 高票價因需求及航空成本持續上升支撐，長榮航 1Q24 載客數已優於疫情前水準 4%且優於整體市場，推升 2024/25 年營收年增 8.5%/9.9%。
- 疫後消費習慣改變，商務艙載客率提升至 90%，長榮航持續升等艙位規格，提升單位旅客收益，預估 2024/2025 年 EPS 2.94/3.03 元。
- 兩岸開放有助提升客貨運表現，且長榮航具領先地位，建議買進，目標價 43 元，基於歷史偏高本淨比 1.8 倍、2025 年每股淨值 24.13 元。

## 長榮航空運持續搶佔市場，1Q24 載客數已優於疫情前 4%

長榮航 2023 年載客數恢復至疫情前 88%、優於國人出入境恢復至疫情前 81%，而客運航班數僅恢復至 83%；2024 年國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，1Q24 長榮航航班數已恢復至疫情前 90%，而載客數已優於疫情前 4%(優於整體市場之 0.8%)，顯示公司市佔率持續提升，需求持續成長之下，再加上航空成本上升，支撐票價維持高檔區間，預期 2024 年公司客運營收有望年增 8.5%；疫情前長榮航港澳大陸航點共有 28 個，疫後僅復飛 8 個，若兩岸順利開放交流，有助於 2025 年客運營收年增 9.9%。

## 艙位規格升級，有助於支撐單位旅客收益

公司機隊規劃持續邁向高收益客戶，原先僅有兩艙等之 787-9 改艙至三艙等，2023 年底公告將購入 A350-1000(廣體)18 架及 A321NEO(窄體)15 架，新機三大優勢 1) 座位數增加，高單價商務艙增幅最大，有助於提升收益，2) 新機燃油效率較現有客機提升 15%，可降低成本，3) 777-300ER 因機型較舊需限載，新機則可達到滿載。疫後隨著消費結構改變，2023 年商務艙載客率高達 90%、優於疫情前約 75-80%，平均票價成長逾四成。公司持續購新機及改艙，有助於提升單位旅客收益(yield)，2H24 將交機第五部 787-9，將支撐單位旅客收益，研究中心預估 2024/2025 年 EPS 2.94/3.03 元。

## 受惠兩岸曙光釋出，有助於公司營運再向上飛揚

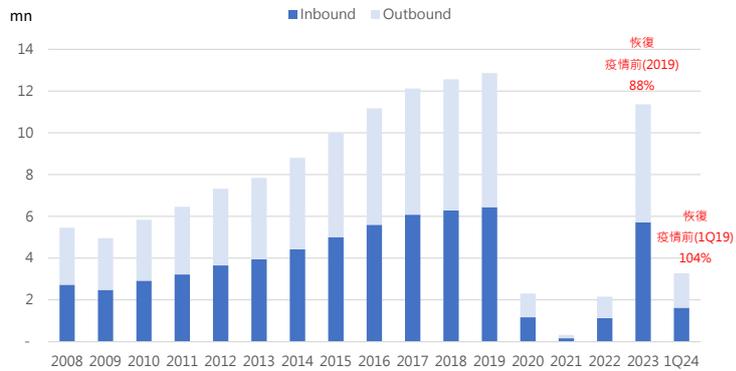
研究中心預估 2025 年每股淨值 24.13 元、給予歷史偏高本淨比 1.8 倍，目標價 43 元，建議買進主要投資理由係因 1) 兩岸開放有助於提升長榮航兩岸航點加密，推升客貨運營運，2)長榮航 3/14 通過董事會公告發放現金股利 1.8 元，配發率為 45%，以 5/1 股價換算現金殖利率達 4.9%，屬高現金殖利率概念股，3)由於其他航空公司航點復飛速度較慢，長榮航疫後搶佔市場，客運市佔率相較疫情前提升 3.4ppt 至 25.1%，具市場領先地位。

## 營運分析

### 1Q24 國人出境僅恢復至疫情前 93%，仍有恢復空間

疫後復甦，國人出國需求暴增，2023 年出入境旅遊人次恢復至疫情前 2019 年 81%，而航班復航速度較慢，乃因人力流失及航點等問題所牽制，雖然歐美地區較早解封，歐美航線恢復速度較快，然國人出國人次最高仍為日本，惟因日本機場人力不足，使得機票價格大增，長榮航 2023 年載客數恢復至疫情前 88%、優於整體市場之 81%，惟客運航班數僅恢復至疫情前水準 83%，平均載客率達 83%；展望 2024 年，國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，以 1Q24 長榮航航班數已恢復至疫情前 90%，而載客數已優於疫情前 4%（優於整體市場之 0.8%），顯示公司市占率提升，需求持續成長之下，再加上油價與人力等航空成本上升，有望支撐票價維持高檔區間，預期 2024/25 年公司客運營收有望年增 8.5%/9.9%。

圖 1：1Q24 長榮航載客人次優於疫情前 4%

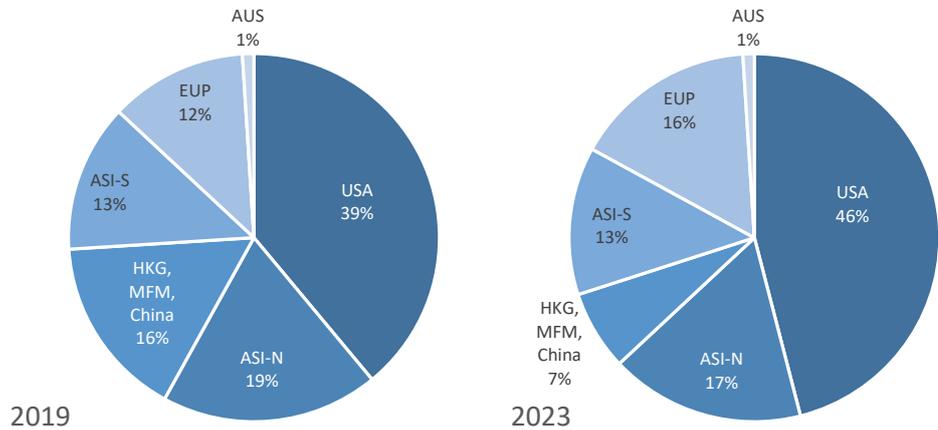


資料來源：民航局、元大投顧

### 兩岸開放有譜，有助於長榮航 2025 年營運

疫情前，港澳大陸客運航線佔長榮航營收佔比為 16%（2019 年），疫後因兩岸航線尚未開放，並未完全復航，僅 2M23 開放港澳自由行，故 2023 年港澳大陸客運航線營收佔比僅 7%，近期大陸釋出善意有望重啟兩岸觀光，疫情前長榮航港澳大陸航點共有 28 個，目前復飛 8 個航點，預期將在 3Q24 起將有航點陸續復飛，若兩岸順利開放交流、航點加密，有助於帶動 2025 年整體客運營收 9.9%。

圖 2：2023 年港澳大陸客運航線營收佔比僅恢復至 7%（2019 年佔 16%）



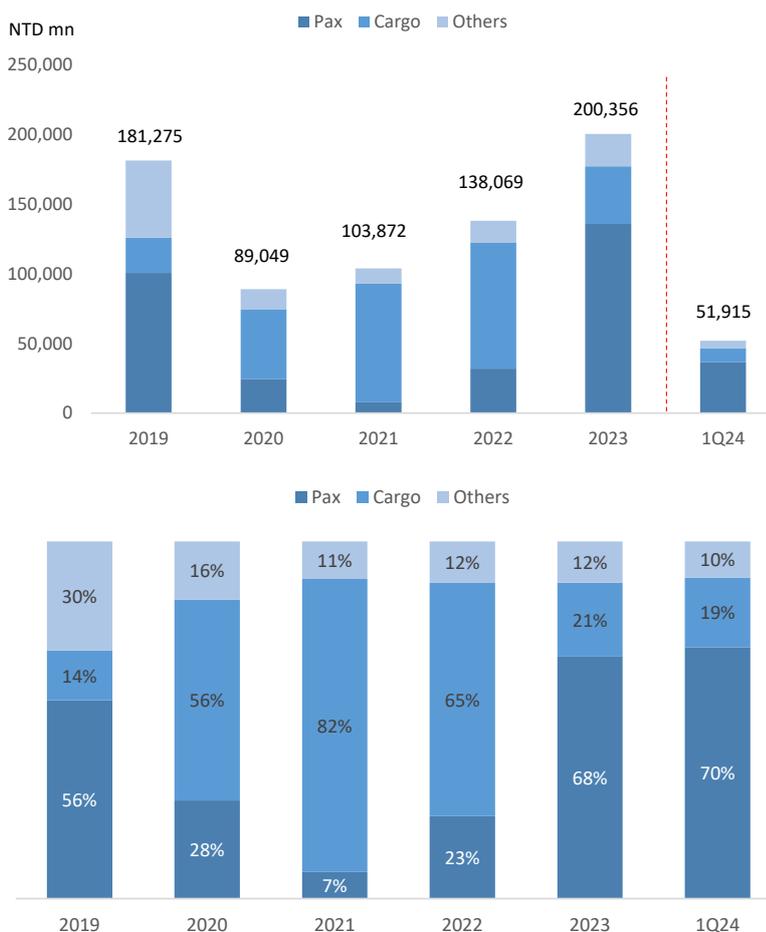
資料來源：公司資料、元大投顧

## 客運 1Q24 營收成長強勁，RPK 和 ASK 皆有雙位數成長

1Q24 營收 519.2 億元(年增 16.9%，季減 4%)，其中客運/貨運營收佔比分別是 70%/19%，客運營收 365.3 億元，年增 31.6%，季增 1%，因 2023 年剛開放、基期較低，且受惠歐美長程需求強、亞洲航點皆有 90%載客率，航班數持續增加，使付費旅客公里(RPK)及可提供載客公里(ASK)分別年增 27%/26%；貨運營收 101.1 億元，年減 3.2%，季減 16.7%，主因第一季進入傳統淡季，貨運運價季減 18.7%所影響。根據 1Q24 航空燃油季減 4.7%/年減 3.8%至 102USD/BBL，用油成本壓力有望減緩，然因航班增班、航點復飛，再加上持續增員，研究中心預估成本費用仍會年增 20.9%，預估毛利率 18%(年減 2.7ppt)、營利率 11.2%(年減 2.9ppt)，預估稅後淨利年減 6.6%至 42 億元，EPS 0.78 元。

2019 年其他收入佔比達 30%主要來自航空器維修及製造部門(佔整體營收 24%)，然此部門受疫情重創，疫後 2023 年長榮航太營收僅恢復至 2019 年 67%，使長榮航航空器維修及製造部門佔整體營收僅恢復至 5%，以 2023 年客貨航運整體營業利益率達 13.7%，航空器維修及製造部門營業利益率僅 7.5%，研究中心認為長榮航運輸業務營運表現持續向上，將可維持此部門營收佔比達 85-90%，進而支撐 2024/25 年營業利益率至 10.4%/10.1%。

圖 3：受惠客運復甦，長榮航空 1Q24 客運佔比達 7 成



資料來源：公司資料、元大投顧

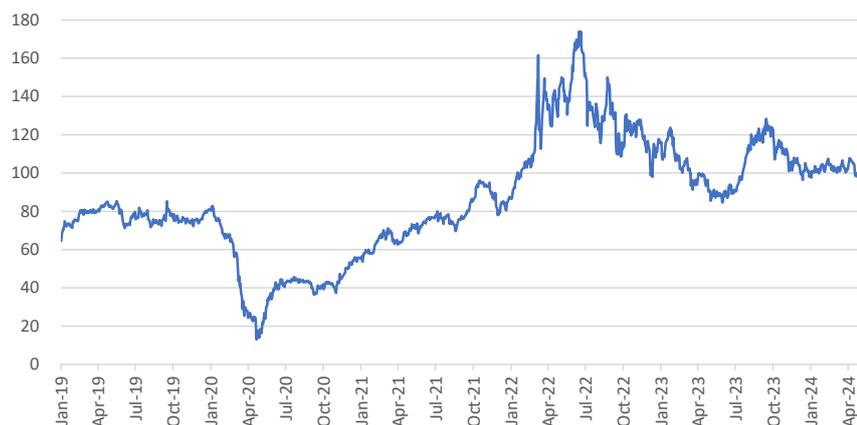
圖 4：2024 年第 1 季財務預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F	
						市場預估	預估差異 市場
營業收入	44,426	54,058	51,915	-4.0%	16.9%	51,181	1.4%
營業毛利	9,224	11,096	9,368	-15.6%	1.6%	9,571	-2.1%
營業利益	6,273	7,661	5,802	-24.3%	-7.5%	6,390	-9.2%
稅前利益	5,911	6,881	5,586	-18.8%	-5.5%	6,639	-15.9%
稅後淨利	4,498	5,198	4,201	-19.2%	-6.6%	5,171	-18.8%
調整後 EPS (元)	0.84	0.96	0.78	-19.0%	-7.4%	0.96	-18.8%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>		<b>百分點</b>
營業毛利率	20.8%	20.5%	18.0%	-2.5	-2.7	18.7%	-0.7
營業利益率	14.1%	14.2%	11.2%	-3.0	-2.9	12.5%	-1.3
稅後純益率	10.1%	9.6%	8.1%	-1.5	-2.0	10.1%	-2.0

資料來源：公司資料、元大投顧

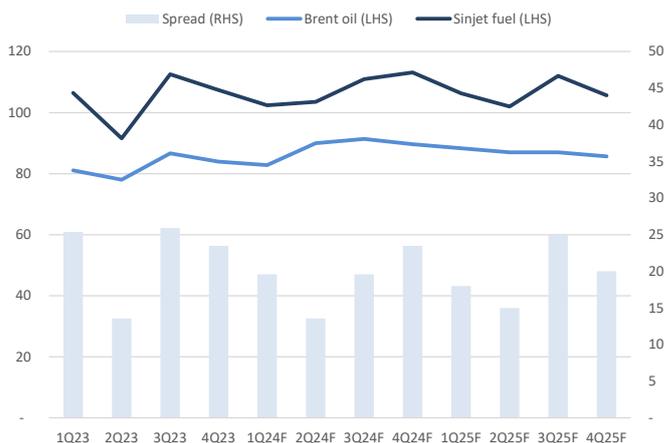
長榮航成本費用比重在疫情後明顯改變，疫情前固定成本(包括折舊、維修及人事成本等)約佔 6 成，折舊費用主要為飛航設備，飛機機身及發動機耐用年限為 18 年，變動成本則主要為燃油成本，佔總成本約 20-25%，疫情過後，因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，燃油成本佔比上升至 30%，而因公司機隊持續換新，維修費用大幅下降，維修費用佔比自 25% 下降至 9%，有助於支撐公司營利率，再加上疫後運價及載客率維持高檔，航點持續復飛後，長榮航規模效益將擴大。

圖 5：航空燃油成本較疫情前水準高



資料來源：WIND、元大投顧

圖 6：航空燃油假設預估



資料來源：WIND、EIA、元大投顧

展望 2Q24，2Q 為旅遊淡季，機票價格通常較低，但因貨運優於 1Q，預期營收將僅微幅季減 1%/年增 5.7%至 513.8 億元，然第二季為煉油旺季，根據 EIA 預估布蘭特油價將季增 8.4%，將影響毛利率季減 1.6 個百分點至 16.5%，營業利益季減 24.3%至 43.9 億元，預估 2Q24 獲利將分別季減/年減 25.9%/47.6%至 31.1 億元，EPS 0.58 元。

圖 7：2024 年第 2 季財務預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異
						市場預估	市場	
營業收入	48,609	51,915	51,381	-1.0%	5.7%	49,610	3.6%	
營業毛利	11,292	9,368	8,454	-9.8%	-25.1%	8,607	-1.8%	
營業利益	7,763	5,802	4,394	-24.3%	-43.4%	5,110	-14.0%	
稅前利益	7,997	5,586	4,225	-24.4%	-47.2%	4,723	-10.5%	
稅後淨利	5,941	4,201	3,112	-25.9%	-47.6%	3,530	-11.9%	
調整後 EPS (元)	1.11	0.78	0.58	-25.9%	-48.1%	0.65	-11.9%	
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>		<b>百分點</b>	
營業毛利率	23.2%	18.0%	16.5%	-1.6	-6.8	17.4%	-0.9	
營業利益率	16.0%	11.2%	8.6%	-2.6	-7.4	10.0%	-1.7	
稅後純益率	12.2%	8.1%	6.1%	-2.0	-6.2	6.9%	-1.1	

資料來源：公司資料、元大投顧

## 2023 年底公告購買 33 架新客機，主要提升收益率及節省燃油成本

長榮航近年大多跟波音訂購飛機，因近期波音交機持續遞延，公司 2023 年底公告將向空中巴士訂購 18 架 A350-1000 廣體客機及 15 架 A321NEO 客機，預期 A350-1000 將在 2026-2030 年陸續交機，取代原先長程飛機 777-300ER，目前機型長途航班無法滿載，A321NEO 則有望在 2029-2032 年陸續交機，新訂購飛機有三大優勢 1) 座位數增加，其中高單價商務艙增幅最大，有助於提升收益率(yield)，2) 新客機燃油效率較現有客機提升 15%，節省用油可降低成本，3) 目前 777-300ER 受限於機型較舊，燃油效率較差，需要限載，而新購機型 A350 則可在同航班達到滿載，提升航班效率。然而大量購機之資金需求，未來將會考量銀行融資及資本市場籌資計畫。

疫情前便宜機票隨手可得，疫後隨著消費結構改變，雖機票價格高漲，因需求高，使消費者對於機票預算持續提高，且航空公司更觀察到疫後國人更願意搭高價位的艙等，使 2023 年商務艙載客率高達 90%、優於疫情前約 75-80%，平均票價成長逾四成。因此，長榮航持續購入及改艙為三艙等客機，有助於提升單位旅客收益(yield)，其中原本 787-9 沒有豪經艙(航點包括慕尼黑、米蘭等)，第五部 787-9 新機將在 2H24 交機，此部就有三艙等，支撐單位旅客收益。

圖 8：長榮航空機隊數量

機型	飛機架數					
	2021	2022	2023	2024F	2025F	
客機	B777-300ER	34	34	34	33	33
	B787-9	4	4	4	8	8
	B787-10	6	6	11	12	12
	A330-300	9	9	9	9	9
	A330-200	3	3	3	-	-
	A321-200	24	21	19	16	16
貨機	B777F	8	8	8	9	9
總計	88	85	88	87	87	

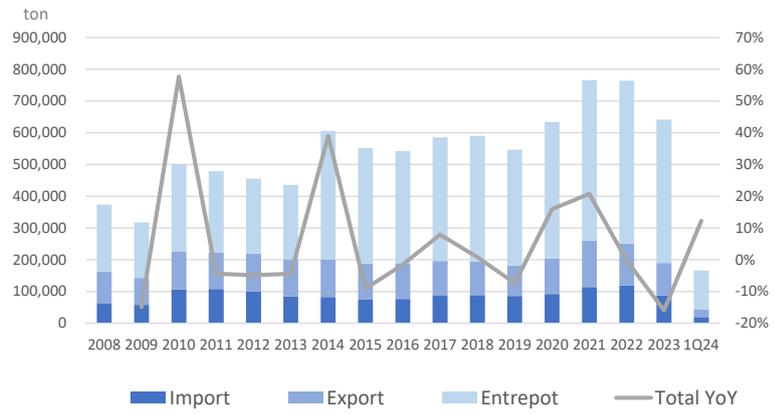
資料來源：公司資料、元大投顧

## 貨運隨著經濟復甦，有望恢復正成長

在貨運方面，疫情前貨運營收佔長榮航營收比約 20%，台灣市佔率 30%、排市場第二，自 2021 年起，因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021-22 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，推升 2021-22 年長榮航貨運營收佔比達 70-90%；2023 年國境開放後，貨運營收佔比回落至 22%，另外一個使貨運營收下降的原因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使長榮航 2023 年貨運營收年減 54.2%至 413.8 億元。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1)3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增，2)進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.1%(優於 2023 年 1.31%)，雖國際航班陸續復飛，1Q24 長榮航貨運市佔仍有 30%，優於疫情前市佔率 24%，且長榮航 1Q24 新加入 777F 貨機第九架，預估運量將年增 9.6%，支撐 2024 年貨運營收年增 3.5%。

圖 9：長榮航貨運運量



資料來源：民航局、元大投顧

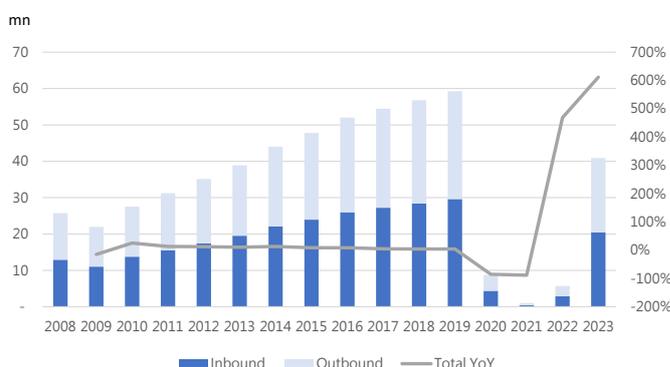
## 產業概況

### 客運需求疫後迅速回升，2023 年機場旅客人次恢復至疫情前近 7 成

國人瘋出國，疫情前台灣國際及兩岸客運量在 2019 年達高峰 5,992 萬人次，然在 COVID-19 疫情下各國施行出入境管制、邊境封鎖，使得疫情期間客運量大幅滑落，2021 年出入境旅客僅剩 102 萬人次(年減 88%)。

10M22 起台灣解除邊境管制，疫情期間禁足在台灣三年的國人，在疫後湧現出國熱潮，帶動 2022 年機場旅客人數迅速回升至 578 萬人(年增 465%)，2023 年出境旅遊熱潮延續，機場客運量迅速回到 4,104 萬人次(年增 610%)，已恢復到疫情前的 69%；1M-3M24 累積出入境人次已來到 1,306 萬人次，恢復至 2019 年同期的 89%。

圖 10：國際及兩岸旅客人次 2023 年已回復到疫情前近 7 成



資料來源：民航局、元大投顧

### 客運運能 2023 年已回升至疫情前的 4 成，需求帶動載客率回升至疫情前水準

2011 年在我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場競爭，帶動台灣航空運能逐年增加，2019 年國際及兩岸航空客運班次約 30.6 萬班、可載客座位數達 7,328 萬個，受 COVID-19 疫情影響，國際及兩岸航空客運班次在 2021 年僅剩 2.1 萬班、座位數僅剩 600 萬個，10M22 邊境解封下帶動 2022 年班次快速回升達 4.5 萬班(年增 111%)，在報復性出國旅遊潮的帶動下，2023 年持續回升至 12.8 萬班、座位數回升至 3,273 萬個，年增幅分別高達 188%、163%，客運運能恢復到疫情前水準(2019 年)的 42%、45%。

載客率過往多維持在 70-80%，疫情間因邊境管制、旅遊需求銳減，航空業者縮減航班，但載客率仍大幅下滑，2021 年低達 16.9%，然在邊境解封後，大量的旅遊需求帶動航班載客率在 2023 年迅速回復至 77%，已回到疫情前水準。

### 國籍航空市佔率較疫情前高，顯示國際航班尚未完全恢復

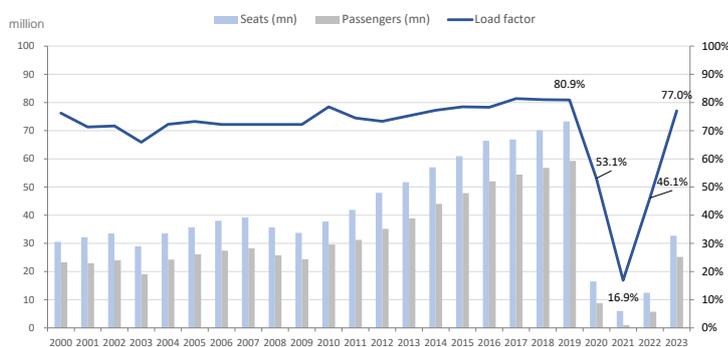
目前在台營運的航空公司家數達 86 家，其中我國國籍主要航空業者有華航、長榮航、虎航、星宇航等，2023 年客運市佔率分別為 23%、28%、5%、7%。過往因廉航加入市場競爭，使國籍航空市佔率逐年下降，2012 年國籍航空市佔率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，使市佔率跳升，2023 年國籍航空市佔率約 63.6%，顯示疫後各國際航班營運尚在恢復中。

圖 11：國際及兩岸航空客運班次、座位數回升，客運運能已回升至疫情前水準的 4 成



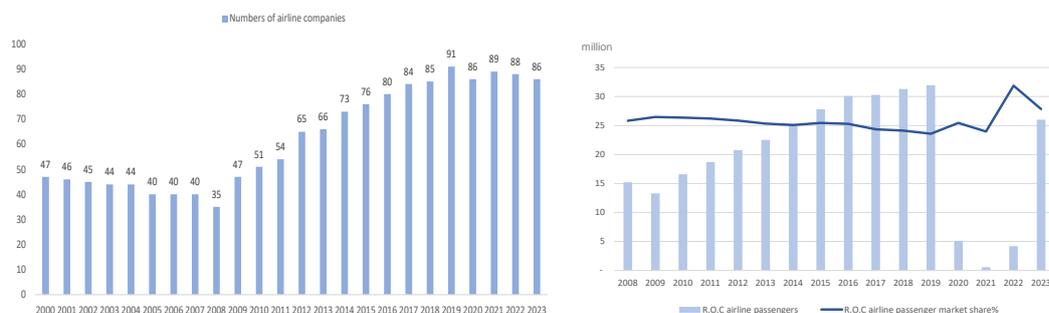
資料來源：民航局、元大投顧

圖 12：2023 年客運航班載客率回升至 77%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 13：2023 年在台營運航空公司 86 家，國籍航空市占率 63.6%



資料來源：民航局、元大投顧

### 飛機製造廠商訂單量雙位數成長，顯示航空業呈復甦態勢

波音(Boeing) 2023 年交付 396 架飛機(年增 10%)，空中巴士(Airbus)則交付 735 架(年增 8.9%)，再度拿下 2023 年全球最大飛機製造商寶座，交機量持續提升，顯示疫情後全球航空業報復性復甦，2023 年波音市佔率約為 42%(2019 年為 50%)，主要是 737 MAX 系列飛機事件重創波音營運。

波音近期出現飛機製造品質問題，使產量受限；自從阿拉斯加航空艙門空中脫落事件後(2024/01/05)，美國聯邦航空管理局加大對波音的監管，每月最多只能生產 38 架飛機，使波音 1Q24 的交機量為 83 架(年減 36%)，而競爭對手空中巴士 1Q24 交機數量則年增 11.8%。以訂單量來看，波音 1Q24 淨訂單量為 126 架(年增 17.8%)，空中巴士新接訂單量為 170 架(年增 19.7%)，皆有雙位數成長，顯示疫情後全球航空業報復性復甦。

## 疫後航空成本墊高，市場預期高票價恐維持至 2025 年

疫後國人出國需求大爆發，然航空業者因人力回流、航班復飛等因素，造成供需不平衡，再加上近年通膨嚴重，推升所有航空成本，尤其是人力成本及油價，航空業者人事以及機場作業費用等都上漲，航空用油則因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，使油價成為影響航空業毛利率最大因素，且飛機製造商因缺工及原物料短缺，再加上波音近期飛安事件，導致新機交付延遲，機位數供給無法快速恢復至疫情前水準，支撐票價維持高檔，市場預期高票價恐維持至 2025 年。

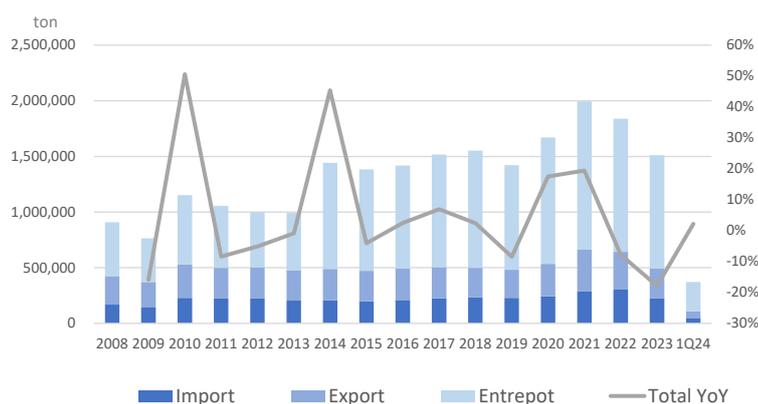
## 貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

2009-2019 年台灣航空貨運市場運量 CAGR 僅 3%，出口/進口/轉口分別佔 30/30/40%，其中轉口及出口運量與美國 PMI 走勢呈正向，轉口貨承載中國及東南亞轉口至北美貨品，進口則根據國內需求成長，故與台灣 GDP 正相關。

2020 年疫情爆發後，因台灣疫情相對穩定，轉口貨年增 18%，惟國際航班大幅減少 9 成，供需失衡下國航貨運運價年增 50-70%，台灣航空貨運運量年增 5.3%，2021 年起更因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，2021 年台灣航空貨運運量年增 20.5%；疫後國境開放，航空客運復甦，2023 年台灣總貨運量年減 16.4%至 216.3 萬噸，主因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使市場貨運需求較低。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1) 3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增，2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.1%(優於 2023 年 1.31%)，3) 中國跨境電商貨量增加，迎 618 購物節，空運包機需求穩定，4) 兩大國籍航空皆取得冷鏈運輸行業最高標準 CEIV Pharma 認證，有利國航貨運業務成長，推升 2024 年貨運營運。

圖 14：國際及兩岸航空貨運量有望回歸成長軌道



資料來源：民航局、元大投顧

## 獲利預估與股票評價

展望 2024/25 年，因航空成本大漲，再加上市場需求仍強，新機交機時程推延，使多家航空公司航點復飛不易，預期高票價可延續至 2025 年，陸客有望在 2025 年見明顯復甦，帶動長榮航 2024/25 年營收有望年增 6.1%/6.3%，根據 EIA 預估 2025 年布蘭特原油價格將與 2024 年持平，然因通膨因素，預期人力成本及其他成本費用仍會持續上升，預估 2024/25 年營業利益率將年減 4.4/0.3ppt 至 10.4%/10.1%，但仍相較疫情前 2019 年 5.2% 大幅改善，預期 2024/25 年稅後淨利 169.4/174.5 億元(年減 26.7%/年增 3%)，EPS 2.94/3.03 元。

長榮航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 1.7/1.5 倍本淨比評價，歷史區間本淨比 1.1-2 倍，考量 1) 兩岸開放有助於提升長榮航兩岸航點加密，推升客貨運營運，2) 長榮航 3/14 通過董事會公告發放現金股利 1.8 元，配發率為 45%，以 5/1 股價換算現金殖利率達 4.9%，屬高現金殖利率概念股，3) 由於其他航空公司航點復飛速度較慢，長榮航疫後搶佔市場，客運市佔率相較疫情前提升 3.4ppt 至 25.1%，具市場領先地位，因此依據 2025 年預估每股淨值 24.13 元、給予歷史偏高本淨比 1.8 倍評價，目標價 43 元，初次投資建議為買進。

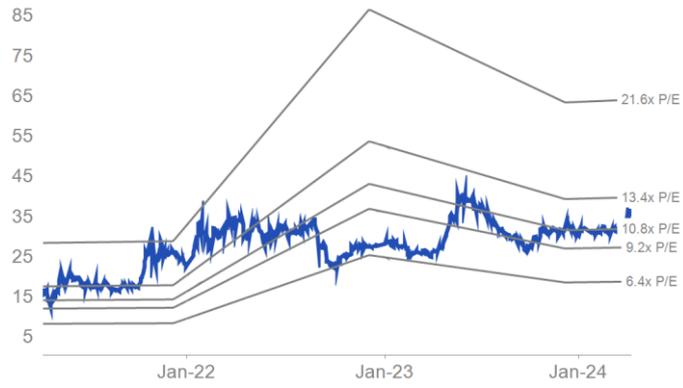
投資風險：1) 政治因素遞延兩岸開放；2) 中東局勢不穩定，使油價再飆升。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大	市場	元大	市場	2024	2025
營業收入	212,493	203,168	225,828	190,189	4.6%	18.7%
營業毛利	37,472	42,056	39,196	37,657	-10.9%	4.1%
營業利益	22,187	27,640	22,896	22,646	-19.7%	1.1%
稅前利益	21,179	25,153	21,807	20,008	-15.8%	9.0%
稅後淨利	15,869	20,123	16,372	16,006	-21.1%	2.3%
調整後 EPS (元)	2.94	3.73	3.03	2.96	-21.1%	2.3%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	17.6%	20.7%	17.4%	19.8%	-3.1	-2.4
營業利益率	10.4%	13.6%	10.1%	11.9%	-3.2	-1.8
稅後純益率	7.5%	9.9%	7.2%	8.4%	-2.4	-1.2

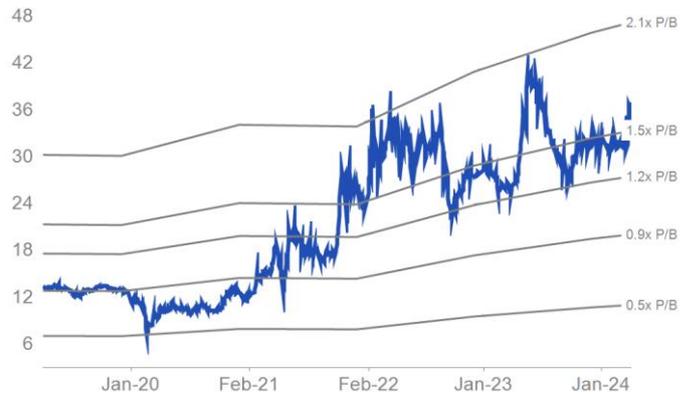
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 18：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
長榮航	2618 TT	買進	37.0	6,054	4.32	2.94	3.03	8.6	12.6	12.2	222.7	(32.0)	3.2
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.5	6,952	1.2	1.2	1.2	6.9	7.1	7.1	--	(2.4)	(0.6)
Korean Airlines	003490 KS	未評等	21200.0	5,587	3,356.4	2,885.3	2,680.5	6.3	7.4	7.9	(33.3)	(14.0)	(7.1)
Delta Airlines	DAL US	未評等	50.0	32,279	6.1	6.6	7.3	8.2	7.6	6.9	100.6	7.9	10.1
United Airlines	UAL US	未評等	50.7	16,660	9.9	10.1	11.9	5.1	5.0	4.3	356.7	2.6	17.1
國外同業平均								6.6	6.7	6.5	141.3	(1.5)	4.9
國內同業													
中華航空	2610	未評等	21.5	3,934	1.5	1.0	0.7	14.7	21.4	29.7	107.0	(31.4)	(27.8)
台灣虎航	6757	未評等	37.1	503	4.3	--	--	8.7	--	--	--	--	--
星宇航空	2646	未評等	21.4	1,655	0.1	--	--	267.5	--	--	--	--	--
國內同業平均					1.9	1.0	0.7	97.0	21.4	29.7	107.0	(31.4)	(27.8)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 19：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
長榮航	2618 TT	買進	37.0	6,054	21.7	13.7	12.8	19.81	22.23	24.13	1.9	1.7	1.5
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.5	6,952	12.4	13.4	12.4	9.3	9.0	9.8	0.9	0.9	0.9
Korean Airlines	003490 KS	未評等	21200.0	5,587	11.0	10.9	9.7	25,870	28,164	29,756	0.8	0.8	0.7
Delta Airlines	DAL US	未評等	50.0	32,279	46.1	32.9	29.4	17.4	23.6	31.0	2.9	2.1	1.6
United Airlines	UAL US	未評等	50.7	16,660	41.2	27.8	24.3	28.4	44.4	49.9	1.8	1.1	1.0
國外同業平均					27.7	21.2	19.0				1.6	1.2	1.1
國內同業													
中華航空	2610	未評等	21.5	3,934	9.4	7.4	5.8	12.4	13.9	13.3	1.7	1.6	1.6
台灣虎航	6757	未評等	37.1	503	70.9	--	--	9.9	--	--	3.8	--	--
星宇航空	2646	未評等	21.4	1,655	1.7	--	--	5.4	--	--	3.9	--	--
國內同業平均					27.3	7.4	5.8	9.2	13.9	13.3	3.1	1.6	1.6

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	44,426	48,609	53,263	54,058	51,915	51,381	53,304	55,894	200,357	212,493
銷貨成本	(35,202)	(37,317)	(41,598)	(42,962)	42,547	42,927	44,136	45,412	(157,080)	(175,022)
營業毛利	9,224	11,292	11,665	11,096	9,368	8,454	9,168	10,482	43,277	37,472
營業費用	(2,951)	(3,529)	(3,795)	(3,436)	3,566	4,060	4,026	3,632	(13,711)	(15,284)
營業利益	6,273	7,763	7,870	7,661	5,802	4,394	5,141	6,851	29,566	22,187
業外利益	(362)	234	181	(780)	(216)	(169)	(259)	(365)	(726)	(1,008)
稅前純益	5,911	7,997	8,051	6,881	5,586	4,225	4,882	6,486	28,840	21,179
所得稅費用	(1,159)	(1,531)	(1,632)	(1,415)	1,117	845	976	1,297	(5,737)	(4,236)
少數股東權益	254	525	461	269	268	268	268	268	1,509	1,074
歸屬母公司稅後純益	4,498	5,941	5,958	5,198	4,201	3,112	3,637	4,920	21,594	15,869
調整後每股盈餘(NT\$)	0.84	1.11	1.10	0.96	0.78	0.58	0.67	0.91	4.01	2.94
調整後加權平均股數(百萬股)	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400	5,381	5,400
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	20.8%	23.2%	21.9%	20.5%	18.1%	16.5%	17.2%	18.8%	21.6%	17.6%
營業利益率	14.1%	16.0%	14.8%	14.2%	11.2%	8.6%	9.7%	12.3%	14.8%	10.4%
稅前純益率	13.3%	16.5%	15.1%	12.7%	10.8%	8.2%	9.2%	11.6%	14.4%	10.0%
稅後純益率	10.1%	12.2%	11.2%	9.6%	8.6%	6.6%	7.3%	9.3%	11.5%	8.0%
有效所得稅率	19.6%	19.1%	20.3%	20.6%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	19.9%	20.0%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	12.6%	9.4%	9.6%	1.5%	-4.0%	-1.0%	3.7%	4.9%		
營業利益	235.7%	23.8%	1.4%	-2.7%	-24.3%	-24.3%	17.0%	33.3%		
稅後純益	540.4%	32.1%	0.3%	-12.8%	-19.2%	-25.9%	16.9%	35.3%		
調整後每股盈餘	546.2%	32.1%	-0.9%	-12.7%	-19.0%	-25.9%	16.9%	35.3%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	47.6%	45.8%	51.3%	37.1%	16.9%	5.7%	0.1%	3.4%	45.1%	6.1%
營業利益	49.2%	214.8%	525.5%	309.9%	-7.5%	-43.4%	-34.7%	-10.6%	201.8%	-25.0%
稅後純益	34.3%	229.6%	381.7%	640.0%	-6.6%	-47.6%	-39.0%	-5.3%	195.3%	-26.7%
調整後每股盈餘	31.3%	-65.5%	378.3%	638.5%	-7.4%	-48.1%	-38.8%	-5.1%	199.3%	-26.7%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

長榮航空於 1989 年由長榮集團成立，主要提供航空客運及貨運服務，飛航航點遍及亞、澳、歐、美四大洲，並與立榮航空合作飛航中國大陸各主要城市。長榮航截至 2023 年底共有客貨機共 88 架，其中 80 架為客機；8 架為 777F 貨機。1Q24 長榮航台灣航空客運/貨運市佔率達 25%/31%，分別為台灣第一/二大業者。旗下子公司長榮航太，主營飛機維修及航太製造業務，長榮航公告 2023/12/31 持股為 55.05%，因長榮航太於 1Q23 辦理現金增資上市，長榮航持股下降，其餘權益法轉投資包括長榮航勤(地勤業務)持股 56.33%、長榮空廚 49.8%等。

圖 21：權益法投資子公司

投資公司	轉投資子公司	持股百分比
長榮航	長榮航太	55%
長榮航	長榮航勤	56%
長榮航	長榮空廚	50%
長榮航	長榮空運倉儲	61%
長榮航	祥利投資	100%
長榮航	Sky Catsle Investment	100%
長榮航	Evergreen Airways Service	99%
長榮航	PT Perdana Andalan Air Service	51%
長榮航	Eva Flight Training Academy	100%
長榮空廚	長佳國際食品	55%

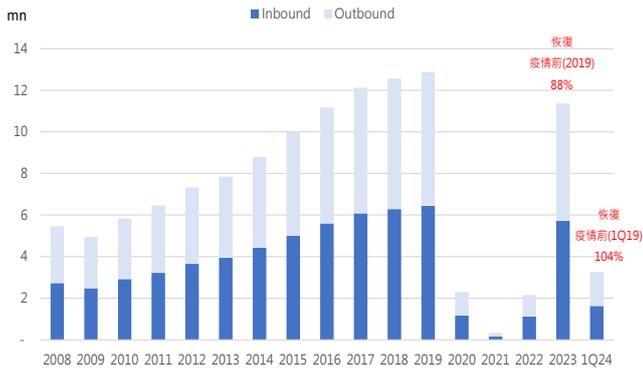
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：長榮航前十大股東

股東	持股比重
長榮國際	9.86%
華光投資	8.90%
長榮海運	7.43%
永豐長友控股	4.25%
長榮鋼鐵	3.79%
張榮發	2.44%
張國政	1.71%
新制勞退基金	1.14%
長榮國際儲運	0.91%
永豐銀全亞管理	0.68%

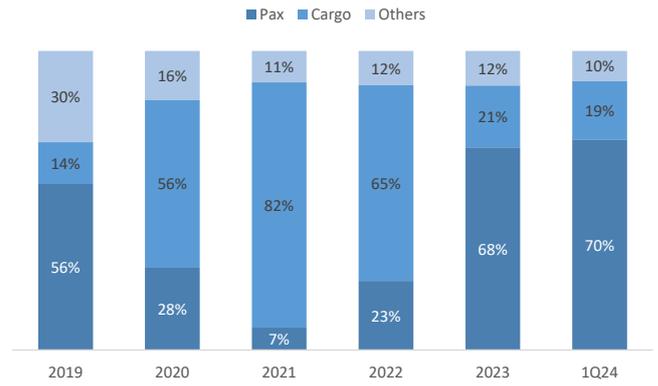
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 23：長榮航空運量復甦



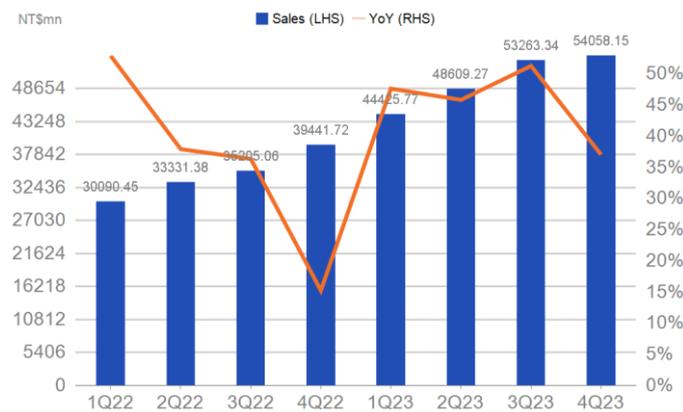
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：營收組成



資料來源：公司資料

圖 25：營收趨勢



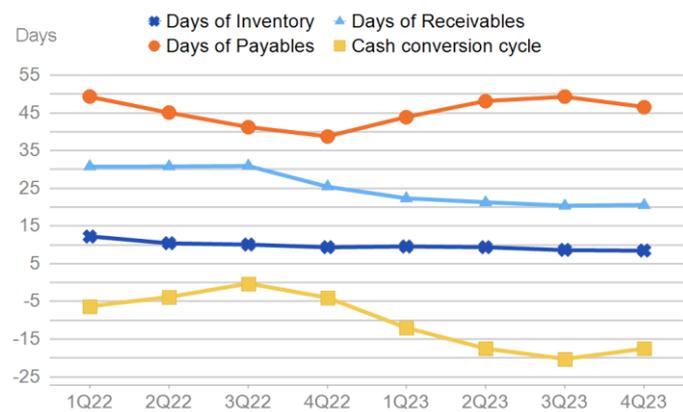
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



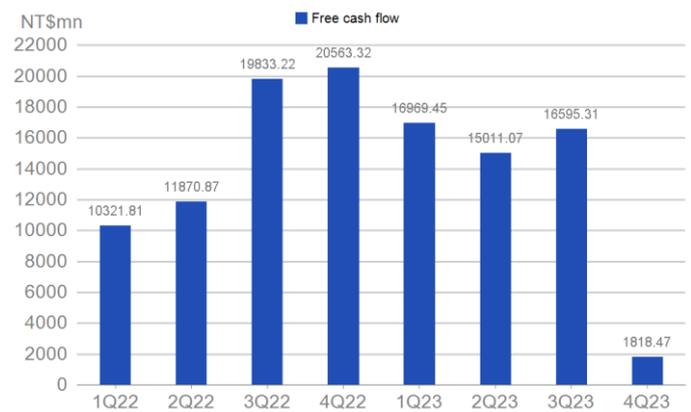
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：長榮航整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略為領先的位置，而在航空產業的公司中則是排名領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：長榮航的整體曝險屬於中等水準，但於航空產業中曝險較高。公司較需要改善的 ESG 議題包含公司品管、人力資源及營運方面的碳排放問題等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：長榮航在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬佳。公司極度注重飛安議題，並定期提供人員培訓，降低職業災害事件的失能傷害頻率。

圖 29：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	19.2
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.3
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	19

資料來源：Sustainalytics (2024/5/2)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	48,256	67,411	66,805	114,479	160,164
存貨	3,248	3,676	4,096	4,516	4,518
應收帳款及票據	10,077	10,421	11,939	12,277	11,139
其他流動資產	3,602	3,219	3,747	3,761	3,771
<b>流動資產</b>	<b>65,182</b>	<b>84,727</b>	<b>86,586</b>	<b>135,033</b>	<b>179,592</b>
採用權益法之投資	2,210	2,471	4,991	4,991	4,991
固定資產	136,414	123,604	135,812	121,348	106,172
無形資產	1,409	1,205	1,039	1,039	1,039
其他非流動資產	120,100	107,525	101,754	101,854	104,104
<b>非流動資產</b>	<b>260,132</b>	<b>234,805</b>	<b>243,596</b>	<b>229,232</b>	<b>216,306</b>
<b>資產總額</b>	<b>325,314</b>	<b>319,532</b>	<b>330,182</b>	<b>364,265</b>	<b>395,898</b>
應付帳款及票據	4,855	8,530	10,218	11,429	12,626
短期借款	0	300	220	287	348
什項負債	41,783	68,793	75,840	90,828	106,303
<b>流動負債</b>	<b>46,638</b>	<b>77,623</b>	<b>86,279</b>	<b>102,543</b>	<b>119,277</b>
長期借款	88,751	61,346	40,231	48,337	53,445
其他負債及準備	97,218	84,323	86,653	82,250	80,653
<b>長期負債</b>	<b>185,969</b>	<b>145,669</b>	<b>126,884</b>	<b>130,586</b>	<b>134,098</b>
<b>負債總額</b>	<b>232,607</b>	<b>223,292</b>	<b>213,162</b>	<b>233,130</b>	<b>253,375</b>
股本	51,866	53,602	54,004	54,004	54,004
資本公積	10,679	12,912	13,860	13,860	13,860
保留盈餘	14,504	20,611	37,590	47,974	59,979
什項權益	8,609	811	1,529	4,186	2,495
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>85,657</b>	<b>87,937</b>	<b>106,984</b>	<b>120,025</b>	<b>130,339</b>
<b>非控制權益</b>	<b>7,050</b>	<b>8,303</b>	<b>10,036</b>	<b>11,110</b>	<b>12,184</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>92,707</b>	<b>96,240</b>	<b>117,020</b>	<b>131,135</b>	<b>142,523</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	6,680	7,824	23,103	16,943	17,446
折舊及攤提	28,425	29,498	29,557	7,671	31,906
本期營運資金變動	(1,623)	3,321	249	(452)	(2,333)
其他營業資產 及負債變動	1,493	22,509	--	--	--
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>34,975</b>	<b>63,152</b>	<b>68,205</b>	<b>68,774</b>	<b>67,173</b>
資本支出	(9,715)	(562)	(23,003)	(15,244)	(16,450)
本期長期投資變動	64	261	(712)	162	169
其他資產變動	(2,136)	1,259	1,880	0	10
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(11,788)</b>	<b>958</b>	<b>(21,834)</b>	<b>(15,082)</b>	<b>(16,271)</b>
股本變動	3,330	1,736	423	0	0
本期負債變動	(4,068)	(27,264)	(29,402)	3,703	3,511
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	0	(3,163)	(4,290)	(9,721)	(8,728)
其他調整數	(15,059)	(16,288)	1,880	0	10
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(15,797)</b>	<b>(44,979)</b>	<b>(46,979)</b>	<b>(6,018)</b>	<b>(5,217)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(3)</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>7,387</b>	<b>19,155</b>	<b>(606)</b>	<b>47,674</b>	<b>45,685</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>25,259</b>	<b>62,589</b>	<b>91,207</b>	<b>84,018</b>	<b>83,622</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>103,872</b>	<b>138,069</b>	<b>200,357</b>	<b>212,493</b>	<b>225,828</b>
銷貨成本	(84,548)	(118,357)	(157,080)	(175,022)	(186,632)
<b>營業毛利</b>	<b>19,325</b>	<b>19,712</b>	<b>43,277</b>	<b>37,472</b>	<b>39,196</b>
營業費用	(8,967)	(9,914)	(13,711)	(15,284)	(16,300)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	0	0	0	0	0
其他費用	(8,967)	(9,914)	0	0	0
<b>營業利益</b>	<b>10,358</b>	<b>9,798</b>	<b>29,566</b>	<b>22,187</b>	<b>22,896</b>
利息收入	157	901	2,346	2,350	2,352
利息費用	(4,125)	(3,962)	(1,990)	(1,926)	(1,912)
利息收入淨額	(3,967)	(3,060)	356	424	440
投資利益(損失)淨額	81	206	0	0	0
匯兌損益	791	1,668	(251)	(475)	(565)
其他業外收入(支出)淨額	541	858	(831)	(958)	(964)
稅前純益	7,802	9,469	28,840	21,179	21,807
所得稅費用	(1,122)	(1,645)	(5,737)	(4,236)	(4,361)
少數股權淨利	72	732	1,509	1,074	1,074
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>6,609</b>	<b>7,091</b>	<b>21,594</b>	<b>15,869</b>	<b>16,372</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	40,227	42,762	59,123	29,859	54,802
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>1.31</b>	<b>1.34</b>	<b>4.01</b>	<b>2.94</b>	<b>3.03</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	16.6	32.9	45.1	6.1	6.3
營業利益	--	(5.4)	201.8	(25.0)	3.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	41.2	6.3	38.3	(49.5)	83.5
稅後純益	--	17.1	195.3	(26.7)	3.0
調整後每股盈餘	--	2.3	199.3	(26.7)	3.2
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	18.6	14.3	21.6	17.6	17.4
營業利益率	10.0	7.1	14.8	10.4	10.1
稅前息前淨利率	3.5	4.0	14.8	10.4	10.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	38.7	31.0	29.5	14.1	24.3
稅前純益率	7.5	6.9	14.4	10.0	9.7
稅後純益率	6.4	5.1	11.5	8.0	7.7
資產報酬率	2.0	2.4	7.1	4.9	4.6
股東權益報酬率	7.9	8.3	21.7	13.7	12.8
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	250.9	232.0	182.2	177.8	177.8
淨負債權益比 (%)	43.7	(6.0)	(22.5)	(50.2)	(74.6)
利息保障倍數 (倍)	2.9	3.4	15.5	12.0	12.4
流動比率 (%)	139.8	109.2	100.4	131.7	150.6
速動比率 (%)	132.8	104.4	95.6	127.3	146.8
淨負債 (NT\$百萬元)	40,495	(5,765)	(26,354)	(65,856)	(106,371)
調整後每股淨值 (NT\$)	16.51	16.41	19.88	22.23	24.13
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	28.2	27.6	9.2	12.6	12.2
股價自由現金流量比	7.9	3.2	2.2	2.4	2.4
股價淨值比	2.2	2.3	1.9	1.7	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	5.0	4.7	3.4	6.7	3.7
股價營收比	1.9	1.5	1.0	0.9	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

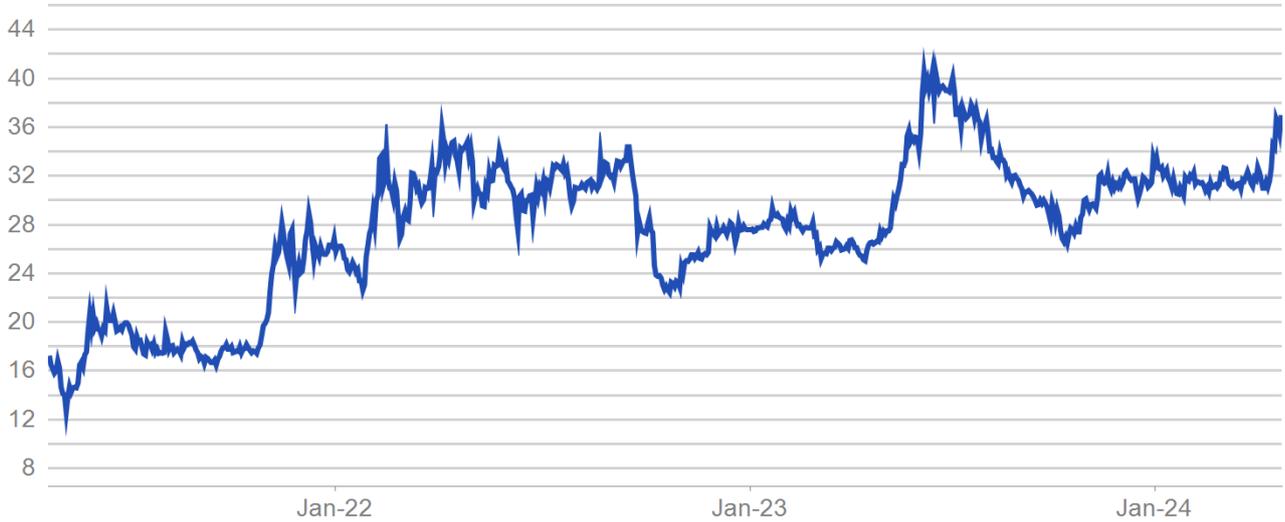
## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 長榮航 (2618 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



資料來源：CMoney、元大投顧

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.