

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	37.40 元
目標價	
3 個月	41.00 元
12 個月	41.00 元

長榮航(2618 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

01/02/2024	到價	
12/20/2024	Trading Buy	30.10
12/07/2023	買進	31.45
11/17/2023	區間操作	32.00
08/14/2023	中立	35.55

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	54,004
市值(億元)	2,020
目前每股淨值(元)	18.52
外資持股比(%)	26.41
投信持股比(%)	2.50
董監持股比(%)	16.73
融資餘額(張)	127,702
現金股息配發率(%)	44.89

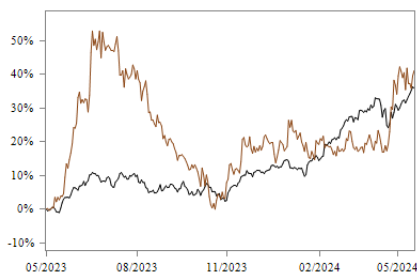
產品組合



■ 客運收入:66.52%
 ■ 貨運收入:22.53%
 ■ 其他:10.95%

股價相對大盤走勢

— 2618 — TWSE



營運即將步入旺季，投資建議給予 Trading Buy。

投資建議：考量營運即將步入旺季，獲利有望逐季走高，給予 Trading Buy 投資建議，目標價 41 元。

燃油價格波動對公司獲利敏感度分析：公司 1Q24 營運成本結構中，燃油成本 33%、維修 9%、用人 20%、折舊攤銷 16%、場站 10%、旅客服務 7%及其他 5%。油料成本為成本最大宗，近期油價下跌有望舒緩營運成本壓力；長榮航 1Q24 用油桶數為 431 萬桶，若以全年 1,750 萬桶用油量、以及匯率 32 元(美元/台幣)的假設基礎計算，則在不考慮燃油附加費的情況下，燃油價格每變動 10 美元，對於公司全年 EPS 影響約為 1.04 元。

預估 2024 年稅後獲利 197.57 億元，YoY-8.51%，稅後 EPS 3.66 元：長榮航 1Q24 稅後獲利 47.12 億元，QoQ-9.33%，稅後 EPS 0.87 元。1Q24 客運價量與 4Q23 相當，貨運量 QoQ+2.4%，惟貨運價格 QoQ-18.8%，導致營收及毛利率皆較上季呈現下滑所致。2Q24 下旬客運價量有望回升，而貨運受惠 AI 及跨境電商需求熱絡，價量將較上季增長，加上燃油價格回落，預估長榮航單季稅後獲利 53.6 億元，QoQ+13.74%，稅後 EPS 0.99 元。3Q24 進入暑期旺季，客運營收將重拾成長動能，推升單季營運進一步走高，預估稅後獲利 56.96 億元，稅後 EPS 1.05 元。綜上所述，預估長榮航 2024 年稅後獲利 197.57 億元，YoY-8.51%，稅後 EPS 3.66 元。此外，長榮航預計配發現金股利 1.8 元，以 05/17/2024 收盤價 37.4 元計算，現金殖利率約 4.8%。

兩岸政策效益仍待觀察：兩岸政策方面，後續直航政策開放進度的快慢仍取決於兩岸關係的互動，倘若兩岸人流限制完全開放之後，將有利航空公司兩岸往返人次的回溫，惟兩岸航線在疫情前僅一線城市航點獲利率較佳，二三線城市則多處於損平或虧損狀態，加上疫情後兩岸交流熱度恐難回到疫情前的水準，故政策開放後航線載客率的變化仍需視兩岸航班供需動態調整而定。目前評估此政策對於股價的題材性效益將大於實質獲利貢獻的程度。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	200,357	211,052	203,516	44,426	48,609	53,263	54,058	51,915	53,616	54,244	51,277	50,552
營業毛利淨額	43,277	42,767	34,871	9,224	11,292	11,665	11,096	10,412	11,307	11,844	9,205	8,596
營業利益	29,566	27,870	20,218	6,273	7,763	7,870	7,661	6,654	7,553	8,047	5,616	4,956
稅後純益	21,594	19,757	14,119	4,498	5,941	5,958	5,198	4,712	5,360	5,696	3,989	3,465
稅後 EPS(元)	4.00	3.66	2.61	0.83	1.10	1.10	0.96	0.87	0.99	1.05	0.74	0.64
毛利率(%)	21.60%	20.26%	17.13%	20.76%	23.23%	21.90%	20.53%	20.05%	21.09%	21.83%	17.95%	17.00%
營業利益率(%)	14.76%	13.21%	9.93%	14.12%	15.97%	14.78%	14.17%	12.82%	14.09%	14.83%	10.95%	9.80%
稅後純益率(%)	10.78%	9.36%	6.94%	10.12%	12.22%	11.19%	9.61%	9.08%	10.00%	10.50%	7.78%	6.85%
營業收入 YoY/QoQ(%)	45.11%	5.34%	-3.57%	12.64%	9.42%	9.57%	1.49%	-3.96%	3.28%	1.17%	-5.47%	-1.41%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	204.52%	-8.51%	-28.54%	540.43%	32.08%	0.28%	-12.76%	-9.33%	13.74%	6.27%	-29.97%	-13.14%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 540.04 億元計算。

公司 ESG 政策：

(一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略

為因應氣候變遷，降低溫室氣體排放，長榮航空藉由環境委員會之運作，訂定企業環境及能源政策和目標，並推動各項環境能源管理方案，於 2015 年導入 ISO 14001 環境管理系統及 ISO 50001 能源管理系統，期望透過落實管理系統運作，達成「長榮揚翼、節能領航、追求效益、環保先行」之企業永續願景。2011 年起即展開各項計畫進行溫室氣體盤查作業，2016 年起遵循 ISO 14064-1 溫室氣體盤查作業並通過第三方認證，以進一步掌握溫室氣體排放情形。2019 年開始，我們透過道瓊永續指數 (Dow Jones Sustainability Index, DJSI) 評鑑指標，整體檢視公司在經濟、環境及社會面上所能精進的項目並逐步導入相關計畫，期許與世界接軌，為全球氣候變遷及溫室氣體管理盡一份心力。

(二)企業溫室氣體排放量減量目標

為達成 2050 年淨零碳排之承諾，本公司參考國際航空運輸協會(IATA) 2021 年 10 月提出之 2050 年實現淨零碳排放決議，依據分析，使用永續航空燃油(SAF)將會是航空產業最關鍵的減碳做法之一，故本公司規劃使用永續航空燃油之短、中、長期目標，逐步達成碳排放減量，每年檢討目標達成情形並滾動式調整；長榮航空 2050 年淨零碳排放藍圖如下：A. 2025 年，添加 2%SAF(約減少範疇一排放 1.6%) B. 2035 年，添加 10%SAF(約減少範疇一排放 8%) C. 2050 年淨零碳排放。

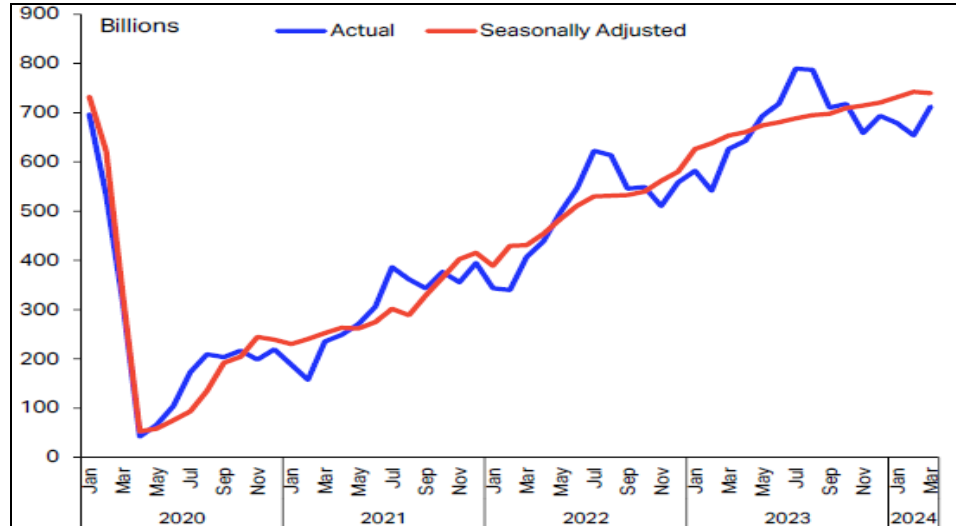
(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

企業溫室氣體排放量減量執行方式：長榮航空於 2015 年成立環境委員會，同年遵循長榮航空環境及能源政策導入國際標準之環境管理系統(ISO 14001)及能源管理系統(ISO 50001)，藉由 PDCA(規劃-執行-查核-行動)邏輯規劃，以系統化運作，持續監控、管理和改善能源的使用，提升能源使用效率。自 2011 年起即展開各項計畫進行溫室氣體盤查作業，2016 年起遵循 ISO 14064-1 溫室氣體盤查作業並通過第三方認證，以進一步掌握溫室氣體排放情形。每年盤點實際投入環境作為之投入金額，並於永續報告書中揭露，藉以掌握其效益。隨航線拓展及營業規模提升，航班用油逐漸增加，因應持續成長的機隊規模，我們積極擬定並推行各項節油計畫及採購最新節能航機。航空器的各項節油措施，由節油委員會統籌運作，分析各種機型之燃油效率，依航線短、中、長距離及旅客數量排定最合適之機種；此外，持續針對機隊現代化、航機減重、運航作業效率提升、航機維修等主題展開各項節油方案，以落實國際航空運輸協會(IATA)之共同減碳策略，呼應政府節能減碳降低溫室氣體排放訴求，2021 年主要飛航節油措施執行總計節省 28,160 噸燃油，相當於減少 88,705 噸二氧化碳碳排放當量。

全球航空客運量已超越疫情前水準：

根據 IATA 統計，全球航空客運量自 2020 年落底後維持逐年成長，03/2024 全球客運量已超越 2019 年的水準(圖一)。

圖一、全球各區域航空客運量復甦程度(以 2019 年為計算基礎)



資料來源：IATA，群益投顧彙整

機隊規劃：

公司機隊於 2023 年底達 88 架，2024 年底預計為 87 架(貨機增加 1 架，客機減少 2 架)。中長期而言，公司將持續汰舊換新，審慎擴張運能，預計 2026~2030 年引進 18 架 A350-1000 廣體客機，2029~2032 年引進 15 架 A321neo 客機，並於 2028 年之前持續汰除 A330 客機。

燃油價格波動對於公司獲利影響數分析：

公司 1Q24 營運成本結構中，燃油成本 33%、維修 9%、用人 20%、折舊攤銷 16%、場站 10%、旅客服務 7%及其他 5%。油料成本為成本最大宗，近期油價下跌有望舒緩營運成本壓力；長榮航 1Q24 用油桶數為 431 萬桶，若以全年 1,750 萬桶用油量、以及匯率 32 元(美元/台幣)的假設基礎計算，則在不考慮燃油附加費的情況下，燃油價格每變動 10 美元，對於公司全年 EPS 影響約為 1.04 元。

表一、燃油價格變動對於長榮航獲利影響數分析

航空燃油增加金額(美元/桶)	2	4	6	8	10
燃油成本(千美元)	35,000	70,000	105,000	140,000	175,000
對長榮航EPS影響數	0.21	0.41	0.62	0.83	1.04

資料來源：群益投顧預估彙整

2023 年稅後 EPS 4 元：

1Q23 稅後獲利 44.98 億元，稅後 EPS 0.83 元。其中客運量維持復甦態勢、QoQ+40.1%，客運價格同步提升、QoQ+11.5%；貨運量則持續衰退、QoQ-16.4%，貨運價格跌幅擴大、QoQ-25.1%。

2024 年 5 月 20 日

2Q23 稅後獲利 59.41 億元，稅後 EPS 1.1 元。單季客運量持續增長，QoQ+18.6%，客運單價 QoQ+3.6%，推升客運季營收 QoQ+23%；貨運量較 1Q23 回溫、QoQ+8.8%，貨運價格維持跌勢，QoQ-19.9%。

3Q23 為疫情完全解封後的第一個暑期旺季，客運量 QoQ+7.8%，客運價 QoQ+2.6%，進而推升客運營收表現；貨運方面，隨運能增加，貨運量 QoQ+10.6%，貨運價格則 QoQ-4%。長榮航單季稅後獲利 59.58 億元，QoQ+0.28%，稅後 EPS 1.1 元。

4Q23 為傳統貨運旺季，貨運單季營收在價格推升之下，QoQ 呈現正增長，客運價量 QoQ 小幅衰退導致營收較上季略減，另業外認列匯兌損失之下，公司單季稅後獲利 51.97 億元，QoQ-12.76%，稅後 EPS 0.96 元。

整體而言，長榮航 2023 年稅後獲利 215.94 億元，YoY+204.52%，稅後 EPS 4 元。

預估 2024 年稅後獲利 YoY-8.51%，稅後 EPS 3.66 元：

長榮航 1Q24 稅後獲利 47.12 億元，QoQ-9.33%，稅後 EPS 0.87 元。1Q24 客運價量與 4Q23 相當，貨運量 QoQ+2.4%，惟貨運價格 QoQ-18.8%，導致營收及毛利率皆較上季呈現下滑所致。

2Q24 下旬客運價量有望回升，而貨運受惠 AI 及跨境電商需求熱絡，價量將較上季增長，加上燃油價格回落，預估長榮航單季稅後獲利 53.6 億元，QoQ+13.74%，稅後 EPS 0.99 元。

3Q24 進入暑期旺季，客運營收將重拾成長動能，推升單季營運進一步走高，預估稅後獲利 56.96 億元，稅後 EPS 1.05 元。

綜上所述，預估長榮航 2024 年稅後獲利 197.57 億元，YoY-8.51%，稅後 EPS 3.66 元。

此外，長榮航預計配發現金股利 1.8 元，以 05/17/2024 收盤價 37.4 元計算，現金殖利率約 4.8%。

兩岸政策效益仍待觀察：

兩岸政策方面，後續政策開放進度的快慢仍取決於兩岸關係的互動，倘若兩岸人流限制完全開放之後，將有利航空公司兩岸往返人次的回溫，惟兩岸航線在疫情前僅一線城市航點獲利率較佳，二三線城市則多處於損平或虧損狀態，加上疫情後兩岸交流熱度恐難回到疫情前的水準，故政策開放後航線載客率的變化仍需視兩岸航班供需動態調整而定。目前評估此政策對於股價的題材性效益將大於實質獲利貢獻的程度。

投資建議：

投資建議方面，考量營運即將進入旺季，獲利有望逐季走高，給予 Trading Buy 投資建議，目標價 41 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 5 月 20 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	325,314	319,532	330,182	405,313	427,401
流動資產	65,182	84,727	86,586	233,190	136,840
現金及約當現金	48,256	67,411	66,805	182,693	106,766
應收帳款與票據	10,077	10,421	11,939	23,333	10,679
存貨	3,248	3,676	4,096	8,814	4,124
採權益法之投資	2,210	2,471	2,626	884	3,770
不動產、廠房設備	136,414	123,604	135,812	135,812	135,812
負債總計	232,607	223,292	213,162	276,642	291,718
流動負債	46,638	77,623	86,279	176,659	89,438
應付帳款及票據	4,855	8,530	10,218	5,457	10,252
非流動負債	185,969	145,669	126,884	104,744	202,247
權益總計	92,707	96,240	117,020	128,671	135,683
普通股股本	51,385	53,581	54,004	54,004	54,004
保留盈餘	14,504	20,611	37,590	49,241	56,253
母公司業主權益	85,657	87,937	106,984	117,020	123,038
負債及權益總計	325,314	319,532	330,182	405,313	427,401

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	34,975	63,152	68,205	248,017	249,287
稅前純益	7,802	9,469	28,840	26,736	18,658
折舊及攤銷	28,425	29,498	29,557	161,616	297,428
營運資金變動	-1,549	2,903	-249	-20,873	22,139
其他營運現金	297	21,282	10,057	80,538	-88,937
投資活動現金	-11,788	958	-21,834	57,261	-126,423
資本支出淨額	-12,803	-2,720	-22,952	-12,400	-10,800
長期投資變動	661	2,492	-187	-71	-71
其他投資現金	354	1,185	1,304	69,732	-115,552
籌資活動現金	-15,797	-44,979	-46,979	-189,390	-198,791
長借/公司債變動	-3,988	-27,564	-26,843	-22,139	97,502
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	0	-3,163	-4,290	-9,721	-8,101
其他籌資現金	-11,809	-14,252	-15,845	-157,529	-288,193
淨現金流量	7,387	19,155	-606	115,888	-75,927
期初現金	40,869	48,256	67,411	66,805	182,693
期末現金	48,256	67,411	66,805	182,693	106,766

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	103,872	138,069	200,357	211,052	203,516
營業成本	84,548	118,357	157,080	168,286	168,646
營業毛利淨額	19,325	19,712	43,277	42,767	34,871
營業費用	8,967	9,914	13,711	14,897	14,653
營業利益	10,358	9,798	29,566	27,870	20,218
EBITDA	40,070	41,860	59,520	49,870	42,218
業外收入及支出	-2,713	-1,231	-3,073	-1,134	-1,560
稅前純益	7,802	9,469	28,840	26,736	18,658
所得稅	1,122	1,645	5,737	5,365	3,545
稅後純益	6,608	7,091	21,594	19,757	14,119
稅後 EPS(元)	1.22	1.31	4.00	3.66	2.61
完全稀釋 EPS**	1.22	1.31	4.00	3.66	2.61

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 540.04【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 540.05 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	16.65%	32.92%	45.11%	5.34%	-3.57%
營業毛利淨額	125.83%	2.00%	119.55%	-1.18%	-18.46%
營業利益	N.A	-5.41%	201.76%	-5.74%	-27.46%
稅後純益	N.A	7.31%	204.52%	-8.51%	-28.54%
獲利能力分析(%)					
毛利率	18.60%	14.28%	21.60%	20.26%	17.13%
EBITDA(%)	38.58%	30.32%	29.71%	23.63%	20.74%
營益率	9.97%	7.10%	14.76%	13.21%	9.93%
稅後純益率	6.36%	5.14%	10.78%	9.36%	6.94%
總資產報酬率	2.03%	2.22%	6.54%	4.87%	3.30%
股東權益報酬率	7.13%	7.37%	18.45%	15.35%	10.41%

償債能力檢視

負債比率(%)	71.50%	69.88%	64.56%	68.25%	68.25%
負債/淨值比(%)	250.90%	232.02%	182.16%	215.00%	215.00%
流動比率(%)	139.76%	109.15%	100.36%	132.00%	153.00%
其他比率分析					
存貨天數	14.04	10.68	9.03	14.00	14.00
應收帳款天數	29.44	27.09	20.37	30.50	30.50

2024 年 5 月 20 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	39,442	44,426	48,609	53,263	54,058	51,915	53,616	54,244	51,277	50,552	49,735	52,010
營業成本	34,850	35,202	37,317	41,598	42,962	41,504	42,310	42,400	42,072	41,957	42,284	42,612
營業毛利淨額	4,592	9,224	11,292	11,665	11,096	10,412	11,307	11,844	9,205	8,596	7,451	9,399
營業費用	2,723	2,951	3,529	3,795	3,436	3,757	3,753	3,797	3,589	3,640	3,581	3,745
營業利益	1,869	6,273	7,763	7,870	7,661	6,654	7,553	8,047	5,616	4,956	3,870	5,654
業外收入及支出	-1,023	-362	234	181	-780	-174	-300	-320	-340	-390	-390	-390
稅前純益	846	5,911	7,997	8,051	6,881	6,481	7,253	7,727	5,276	4,566	3,480	5,264
所得稅	-57	1,159	1,531	1,632	1,415	1,314	1,451	1,545	1,055	868	661	1,000
稅後純益	702	4,498	5,941	5,958	5,198	4,712	5,360	5,696	3,989	3,465	2,576	3,978
最新股本	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004	54,004
稅後EPS(元)	0.13	0.83	1.10	1.10	0.96	0.87	0.99	1.05	0.74	0.64	0.48	0.74

獲利能力(%)

毛利率(%)	11.64%	20.76%	23.23%	21.90%	20.53%	20.05%	21.09%	21.83%	17.95%	17.00%	14.98%	18.07%
營業利益率(%)	4.74%	14.12%	15.97%	14.78%	14.17%	12.82%	14.09%	14.83%	10.95%	9.80%	7.78%	10.87%
稅後純益率(%)	1.78%	10.12%	12.22%	11.19%	9.61%	9.08%	10.00%	10.50%	7.78%	6.85%	5.18%	7.65%

QoQ(%)

營業收入淨額	12.03%	12.64%	9.42%	9.57%	1.49%	-3.96%	3.28%	1.17%	-5.47%	-1.41%	-1.62%	4.57%
營業利益	48.54%	235.68%	23.75%	1.38%	-2.66%	-13.14%	13.51%	6.53%	-30.21%	-11.75%	-21.91%	46.09%
稅前純益	-55.24%	598.55%	35.28%	0.68%	-14.54%	-5.81%	11.92%	6.53%	-31.72%	-13.45%	-23.78%	51.26%
稅後純益	-43.21%	540.43%	32.08%	0.28%	-12.76%	-9.33%	13.74%	6.27%	-29.97%	-13.14%	-25.65%	54.43%

YoY(%)

營業收入淨額	15.27%	47.64%	45.84%	51.29%	37.06%	16.86%	10.30%	1.84%	-5.14%	-2.63%	-7.24%	-4.12%
營業利益	-79.26%	49.18%	214.77%	525.54%	309.94%	6.08%	-2.70%	2.25%	-26.70%	-25.52%	-48.76%	-29.74%
稅前純益	-90.07%	39.53%	220.42%	325.92%	713.13%	9.64%	-9.30%	-4.03%	-23.33%	-29.55%	-52.02%	-31.88%
稅後純益	-90.22%	34.29%	229.58%	381.73%	640.02%	4.77%	-9.78%	-4.40%	-23.25%	-26.48%	-51.94%	-30.16%

註1：稅後EPS以股本540.04億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。