

長榮航 (2618 TT) Eva Airways

客貨運齊揚，整體營運優於疫情前

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$39.0

收盤價 (2024/08/07) : NT\$32.6

隱含漲幅 : 19.6%

營收組成 (1H24)

客運 68%、貨運 21%、其他 11%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	39.0	43.0
2024年營收 (NT\$/十億)	223.9	212.5
2024年EPS	3.7	2.9

交易資料表

市值	NT\$176,050百萬元
外資持股比率	19.8%
董監持股比率	14.6%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$20.30
負債比	67.8%
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	223,906	239,707
營業利益	9,798	29,566	28,157	24,847
稅後純益	7,091	21,594	19,928	17,212
EPS (元)	1.34	4.01	3.69	3.19
EPS YoY (%)	2.3	199.3	-8.0	-13.6
本益比 (倍)	24.8	8.3	9.0	10.4
股價淨值比 (倍)	2.0	1.7	1.6	1.4
ROE (%)	8.3	21.7	18.3	14.5
現金殖利率 (%)	2.4%	5.4%	5.4%	5.3%
現金股利 (元)	0.80	1.80	1.80	1.75

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余羚華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 2Q24 營收季增 6.7%/年增 13.9%至 553.7 億元，優於本中心預期 8%，其中因貨運價格上漲，單位收益大幅年成長 24.2%。
- ◆ 3Q 為旅遊旺季，長榮航持續新增航點及航班，且 7M24 貨運價格大漲，雖近期回落，然 8M-9M 旺季仍有機會回升，帶動營收年增 10%。
- ◆ 本中心下修本淨比評價自 1.8 倍至 1.65 倍，主要 1) 兩岸遞延開放(上次報告中投資風險之一)；2) 票價雖維持高檔，仍有微幅走跌趨勢。

2Q24 客運載客率 85%，貨運單位收益大增

2Q24 營收 553.7 億元(年增 13.9%，季增 6.7%)，優於本中心預期 8%，其中客運/貨運營收佔比分別是 66%/23%，客運營收年增 6.8%至 363.8 億元，主要受惠歐美需求強、亞洲航點皆有 80-90%載客率，航班數持續增加；貨運營收 128.4 億元，年增 27%，季增 41.2%，主因 2024 年全球經濟轉佳，以及 6M24 貨運運價上漲，使 2Q24 貨運單位收益季增 20.2%/年增 24.2%。因航班增班、航點復飛，再加上持續增員，預估成本費用仍會年增 18.5%，然因營收優於預期 8%，且 2Q24 貨運收益大幅優於預期 18%，研究中心上修預估毛利率 3.7ppt 至 20.2%，同步上修營業利益 58.9%至 69.8 億元，上修預估稅後淨利 60.6%至年減 15.9%/季增 6.1%至 50 億元，EPS 0.93 元。

3Q 客貨運皆為旺季，貨運價格漲價抵銷油價上升影響

展望 3Q24 為旅遊旺季及貨運旺季，預期營收季增 5.8%/年增 10%至 585.7 億元，根據 EIA 近期預估布蘭特油價將季增 5.1%，然而因長榮航在暑假持續新增航點及航班，且機票價格通常為一年中最高，再加上貨運價格大漲，抵銷掉油價大漲之負面因素，預期毛利率季增 1.1 個百分點/年減 0.6 個百分點至 21.3%，營業利益季增 18.4%/年增 5%至 82.7 億元，預估 3Q24 獲利將季增 19.1%/年減 0.1%至 59.5 億元，EPS 1.1 元。

兩岸遞延開放，下修本淨比評價至 1.65 倍

研究中心此次下修本淨比評價自 1.8 倍至 1.65 倍(中性)，主要考量 1) 雖兩岸開放有助於長榮航航點加密，但目前仍無相關政策，開放時程遞延；2) 雖通膨及高油價支撐票價相較疫情前高檔區間，然機票價格仍有微幅走跌趨勢，預期 2025 年客運單位收益將年減 3.9%。然長榮航疫後搶佔市場，客運市佔率相較疫情前提升 2ppt 至 25%，具市場領先地位，支撐評價，2025 年預估每股淨值 23.87 元，下修目標價自 43 元至 39 元，投資建議維持買進。

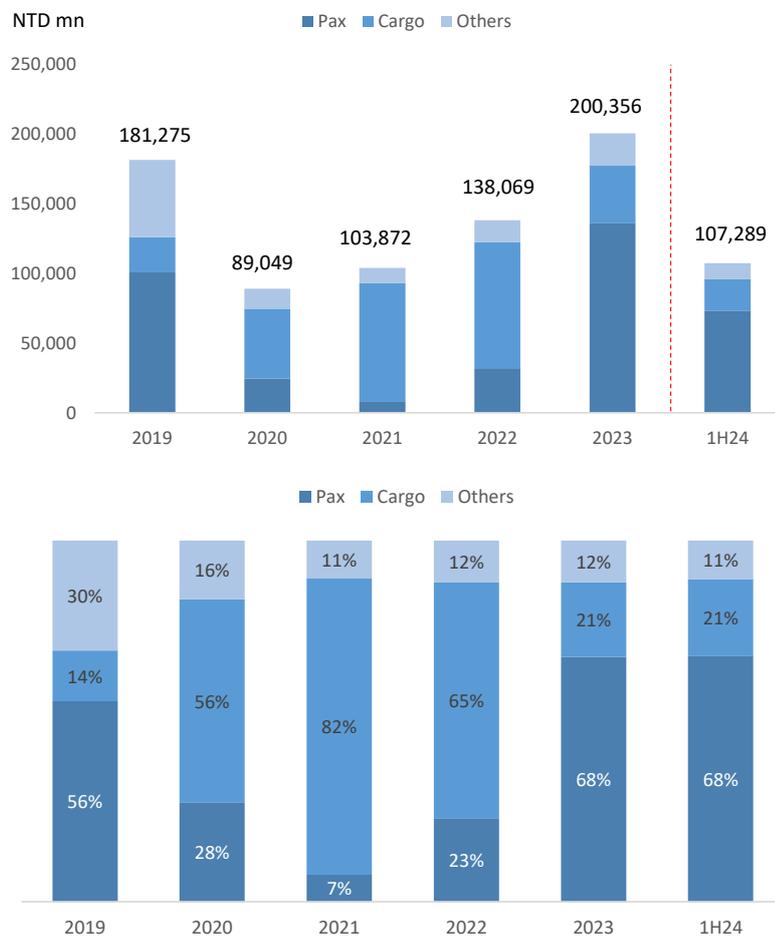
營運分析

貨運 2Q24 營收成長強勁，單位收益季增年增皆雙位數成長

2Q24 營收 553.7 億元(年增 13.9%、季增 6.7%)，優於研究中心預期 8%，其中客運/貨運營收佔比分別是 66%/23%，客運營收 363.79 億元，年增 6.8%，季減 0.4%，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 80-90%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 8.7%/6%；貨運營收 128.4 億元，年增 27%，季增 41.2%，主因 2024 年全球經濟轉佳，以及 6M24 貨運運價上漲，使 2Q24 貨運單位收益季增 20.2%/年增 24.2%。根據 2Q24 航空燃油(SIN JET FUEL)季減 3.8%/年增 7.6%至 99USD/BBL，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 18.5%，然因營收優於預期 8%，且 2Q24 貨運收益大幅優於研究中心預期 18%，研究中心上修預估毛利率 3.7 個百分點至 20.2% (年減 3.1ppt、季增 0.1ppt)、同步上修營業利益 58.9%至 69.8 億元(年減 10.1%、季增 4.9%)，上修預估稅後淨利 60.6%至年減 15.9%/季增 6.1%至 50 億元，EPS 0.93 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，將可維持運輸業務部門營收佔長榮航比重達 90%，進而支撐 2024/25 年營業利益率至 12.6%/10.4%。

圖 1：受惠客運復甦，長榮航空 1H24 客運佔比達 7 成



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	48,609	51,915	55,374	6.7%	13.9%	51,381	54,038	7.8%	2.5%
營業毛利	11,292	10,412	11,162	7.2%	-1.2%	8,454	11,595	32.0%	-3.7%
營業利益	7,763	6,654	6,981	4.9%	-10.1%	4,394	7,807	58.9%	-10.6%
稅前利益	7,997	6,481	6,816	5.2%	-14.8%	4,225	7,589	61.3%	-10.2%
稅後淨利	5,941	4,712	4,998	6.1%	-15.9%	3,112	5,614	60.6%	-11.0%
調整後 EPS (元)	1.11	0.87	0.93	6.4%	-16.6%	0.58	1.04	59.6%	-11.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	23.2%	20.1%	20.2%	0.1	-3.1	16.5%	21.5%	3.7	-1.3
營業利益率	16.0%	12.8%	12.6%	-0.2	-3.4	8.6%	14.4%	4.1	-1.8
稅後純益率	12.2%	9.1%	9.0%	-0.1	-3.2	6.1%	10.4%	3.3	-1.4

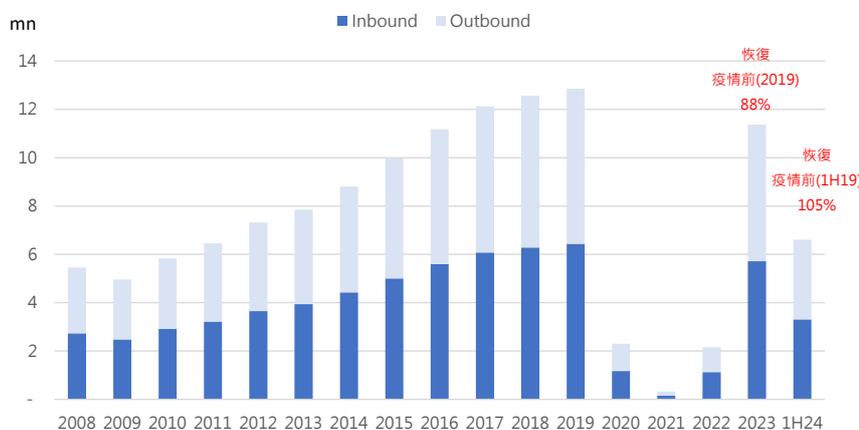
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 客運有望持續優於疫情前水準，貨運營收成長強勁

長榮航空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 6M24 共有客貨機共 88 架，其中 79 架為客機；9 架為 777F 貨機。1H24 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。

長榮航 1H24 載客數恢復至疫情前 105%、優於整體市場之 100%，客運航班數僅恢復至疫情前水準 102%，平均載客率達 84%、優於疫情前同期；展望 2024/25 年，國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，以 1H24 長榮航航班數已優於至疫情前 102%，載客數更優於疫情前 5% (優於整體市場)，顯示公司市占率提升(1H24 25.4% vs 1H19 18.52%)，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 8.8%/5.3%。

圖 3：1H24 長榮航載客人次優於疫情前 5%



資料來源：民航局、元大投顧

展望 3Q24，3Q 為旅遊旺季，且貨運開始進入旺季，雙引擎發動下，預期營收季增 5.8%/年增 10%至 586.7 億元，然第三季為用油旺季，根據 EIA 近期預估布蘭特油價將季增 5.1%，然而因，長榮航在暑假持續新增航點及航班，且機票價格通常為一年中最高，再加上貨運價格大漲，抵銷掉油價大漲之負面因素，預期毛利率季增 1.1 個百分點/年減 0.6 個百分點至 21.3%，營業利益季增 18.4%/年增 5%至 82.7 億元，預估 3Q24 獲利將季增 19.1%/年減 0.1%至 59.5 億元，EPS 1.1 元。

圖 4：2024 年第 3 季財測與預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24F	3Q24F	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	53,263	55,374	58,569	5.8%	10.0%	53,304	55,264	9.9%	6.0%
營業毛利	11,665	11,162	12,471	11.7%	6.9%	9,168	11,962	36.0%	4.3%
營業利益	7,870	6,981	8,266	18.4%	5.0%	5,141	8,040	60.8%	2.8%
稅前利益	8,051	6,816	8,010	17.5%	-0.5%	4,882	7,851	64.1%	2.0%
稅後淨利	5,958	4,998	5,953	19.1%	-0.1%	3,637	5,905	63.7%	0.8%
調整後 EPS (元)	1.10	0.93	1.10	19.1%	0.2%	0.67	1.09	63.7%	0.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.9%	20.2%	21.3%	1.1	-0.6	17.20%	21.6%	4.1	-0.4
營業利益率	14.8%	12.6%	14.1%	1.5	-0.7	9.65%	14.5%	4.5	-0.4
稅後純益率	11.2%	9.0%	10.2%	1.1	-1.0	6.82%	10.7%	3.3	-0.5

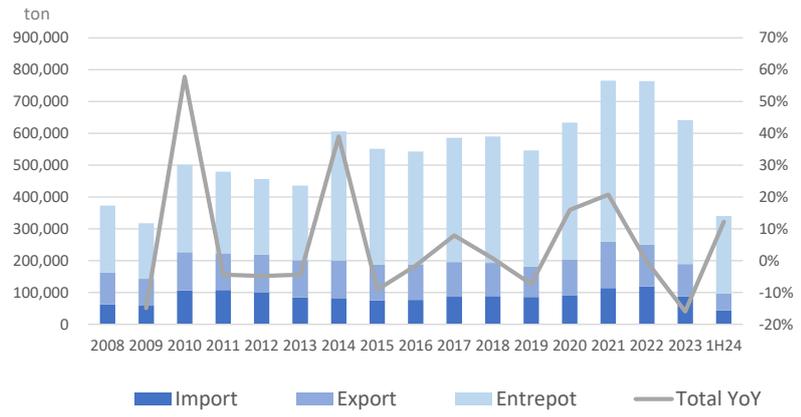
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

貨運運價漲，推升貨運營收正成長幅度將擴大

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%)，國際航班陸續復飛，1H24 長榮航貨運市佔率 30.7%，優於疫情前市佔率 21.6%，持續搶攻貨運市場，因近期電商包機及電子業出貨旺季，自 6M24 起空運運價開始飆升，2M-3M24 台北飛美國價格約 150-170 元/KG，6M24 因需求上升，使價格飆升至 230-270 元/KG，6M24 貨運收入年增 50.9%，7M24 報價更上升至 300-310 元/KG，且長榮航 1Q24 新加入 777F 貨機第九架，預估運量將年增 9.6%，再加上 8 月下旬-9 月為旺季，有望推升長榮航 3Q24 貨運營收年增 46.7%、2024/25 年貨運營收年增 25.6%/8.6%。

圖 5：長榮航貨運運量



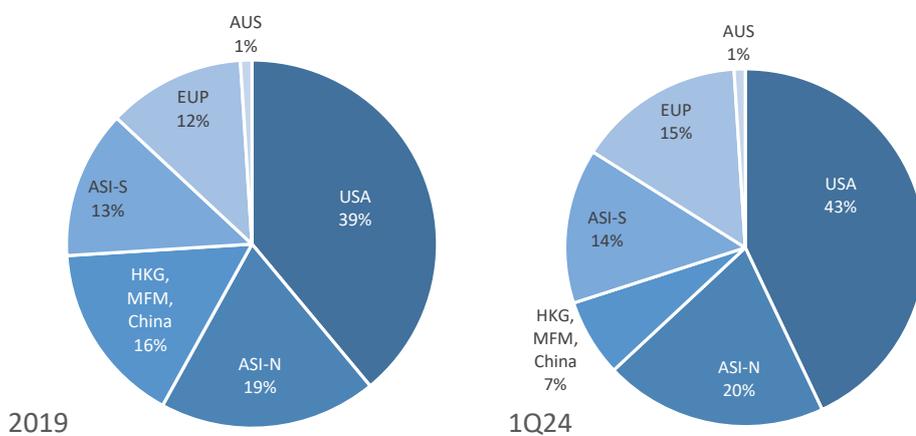
資料來源：民航局、元大投顧

航線及機隊分析

美國航線佔長榮航營收逾 40%，兩岸開放有助於長榮航 2025 年營運

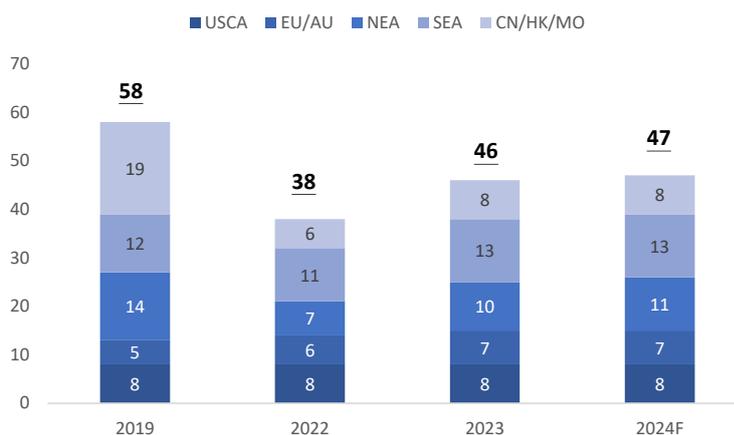
長榮航 2019 年航點數達 58 個、每週航班數 609 班，2024 年將恢復航點數將恢復至疫情前 81% 及每週航班數已恢復至疫情前 89%，恢復尚未回到疫情前水準，主要是大陸地區航點尚未開放，疫情前，港澳大陸客運航線佔長榮航營收佔比為 16% (2019 年)，疫後因兩岸航線尚未開放，並未完全復航，僅 2M23 開放港澳自由行，故 2023 年港澳大陸客運航線營收佔比僅 7%，若未來兩岸釋出善意有望重啟觀光，疫情前長榮航港澳大陸航點共有 28 個，目前復飛 8 個航點，預期將在 4Q24 起將有航點陸續復飛，若兩岸順利開放交流、航點加密，有助於帶動 2025 年整體客運營收 9.9%。

圖 6：1Q24 港澳大陸客運航線營收佔比僅恢復至 7% (2019 年佔 16%)



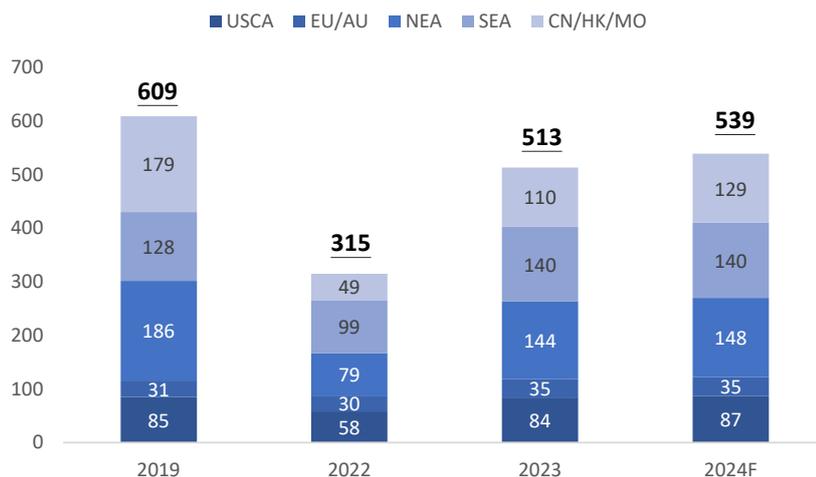
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：2024 年長榮航航點數恢復至疫情前的 81%



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：2024 年長榮航每週航班數恢復至疫情前的 89%



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 沒有豪華經濟艙(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 9：長榮航空機隊數量

機型	飛機架數				
	2021	2022	2023	2024F	
客機	B777-300ER	34	34	34	33
	B787-9	4	4	4	7
	B787-10	6	6	11	12
	A330-300	9	9	9	9
	A330-200	3	3	3	-
	A321-200	24	21	19	17
貨機	B777F	8	8	8	9
總計	88	85	88	87	

資料來源：公司資料、元大投顧

同業比較分析

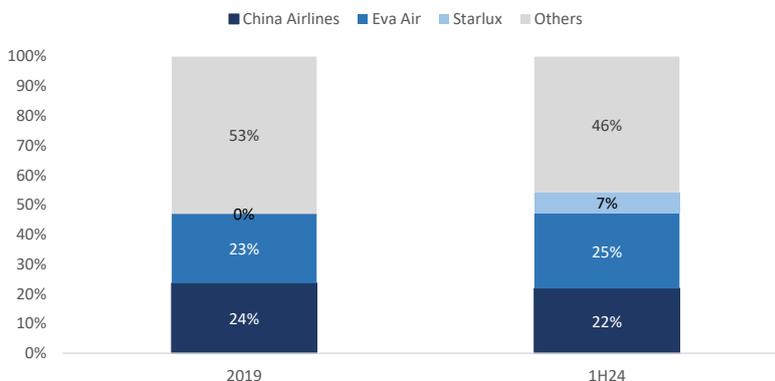
疫後長榮航空客運市佔率逆襲成為第一，貨運市佔率持續提升

2011 年我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場，帶動航空運能逐年增加，目前在台營運的航空公司家數達 86 家，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，疫後復甦較慢，使國籍市佔率跳升，1H24 國籍航空市佔率約 60.4%，顯示各國際航班營運尚在恢復中。

華航及長榮航為台灣兩大國籍航空，疫情前(2019 年)華航客運市佔率 24%，位居台灣第一，然而受到疫情影響，再加上公司機隊汰舊換新，客機部分疫情前有 70 架，2024 年客機僅有 66 架，再加上星宇航空疫後加入，搶攻日本、東南亞及美西航點，使華航 1H24 客運市佔率直落至 22%，長榮航則因疫情前客機 79 架、目前仍有 78 架，持續升級機隊，使客運市佔率在疫後超越華航達 25%，成為國籍航空客運市佔第一，後起之秀星宇航空隨著機隊持續擴張，1H24 客運市佔率亦達 7%。

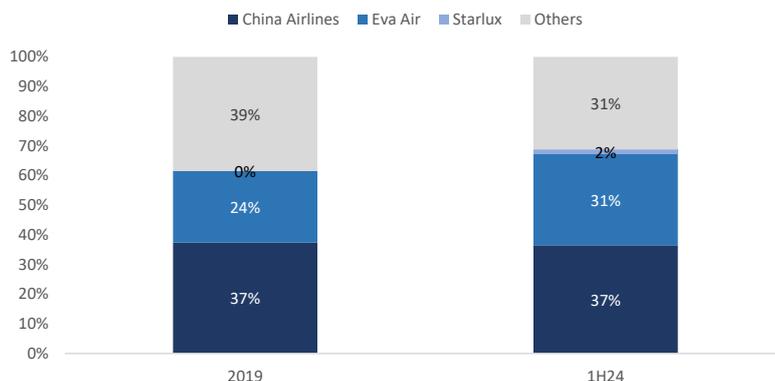
在貨運市佔方面，華航疫情前後皆位市場第一，市佔率維持 37%，且在疫情期間持續增加 777F 貨機，運能持續提升，長榮航亦在疫情期間積極引進 777F，目前 777F 共有 9 架(較疫情前增加 4 架)，使貨運運能持續提升，貨運市佔率亦較疫情前提升 7 個百分點至 31%，貨運市佔率顯著提升，星宇航空機隊主要是以客機為主，僅用客機機腹載貨，貨運市佔率僅有 2%。

圖 10：國籍航空客運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧整理

圖 11：國籍航空貨運市佔率



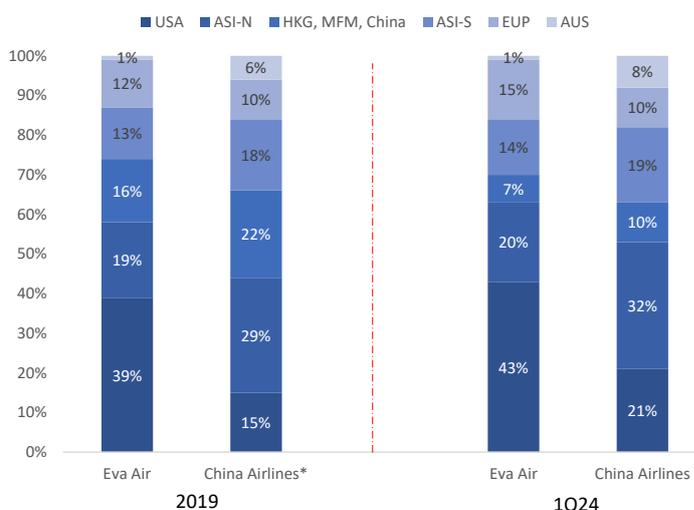
資料來源：民航局、元大投顧整理

北美航線需求強勁、客運營收佔比高，貨運市佔率持續提升

2019 年長榮航和華航的客運地區營收佔比相對較不同，長榮航最主要以美洲線為主、佔比達 39%，華航則是各地區營收佔比相對分散，前三大排序為東北亞 29%、港澳大陸 22%、東南亞 18%，然而在疫情過後，因兩岸尚未完全開放，使原本華航港澳大陸佔比有 20%以上，目前僅恢復至 10%，因北美需求持續上升，且長程航線單位票價較高，華航北美航線營收佔比排名來到第二大、佔比 21%，長榮航則維持北美航線營收佔比 43%最高。

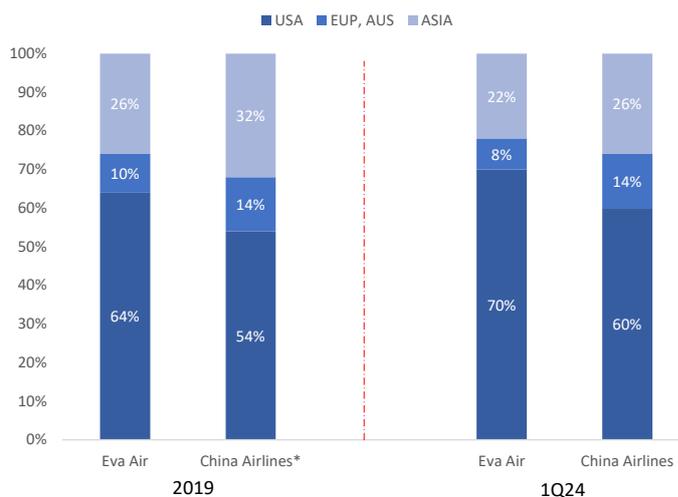
在貨運方面，疫情前後長榮航及華航皆以美洲航線營收佔比最高，疫情後略有成長，長榮航疫情前後美洲營收佔比分別是 64%/70%，華航則是 54%/60%，然而在疫情後，因兩岸復航較慢，亞洲營收佔比尚未回升至疫情前水準，而澳洲及歐洲則與疫情前約略相等。

圖 12：長榮航客運以美洲線營收佔比較高，華航客運則以東北亞較高



資料來源：公司資料、元大投顧整理；*為 2019 年累計前九月占比。

圖 13：長榮航、華航貨運皆以美洲線佔比較高



資料來源：公司資料、元大投顧整理；*為 2019 年累計前九月占比。

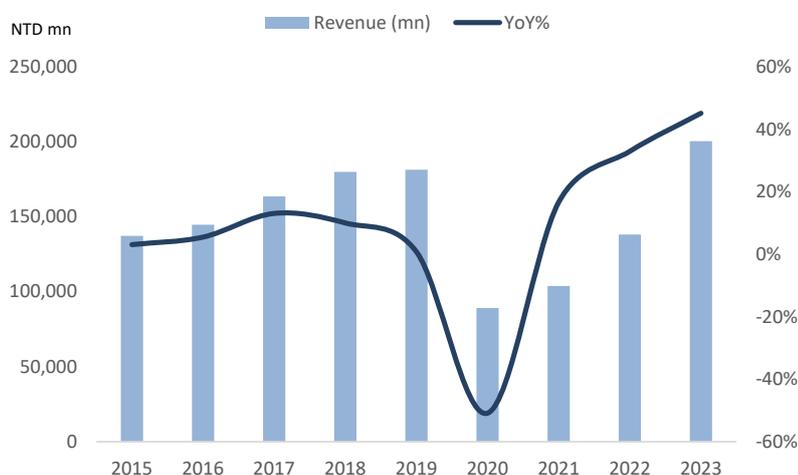
財務分析

出國需求大增、長榮航持續搶佔市場，營收有望維持超越市場

疫情前，長榮航 2015-2019 年營收 CAGR 7.2%，略優於市場成長率，係因 1) 積極增加機隊，承載量增加；2) 新機性價比提升吸引消費者，2019 年營收組成：客運 56%、貨運 14%、其他收入 31%，儘管航空市場長期競爭激烈，長榮航客運市佔率自 2015 年 20.9% 走升至 2019 年 21.7%，市佔率維持第二；貨運則隨長榮航 2010 年減少貨機載重噸數，運能逐年減少，使市佔率降低。

然而疫情過後，長榮航領先市場恢復航班數，使 1H24 客運市佔率來到 25%、成為國航市佔率第一，因公司積極整頓機隊，貨運受惠經濟復甦持續向上，研究中心預估長榮航客運/貨運 2024 年營收將分別成長 8.8%/25.6%，2025 年客運/貨運分別成長 5.3%/8.6%，推升 2024/25 年整體營收年增 11.8%/7.1% 至 2,239.1 億/2,397.1 億。

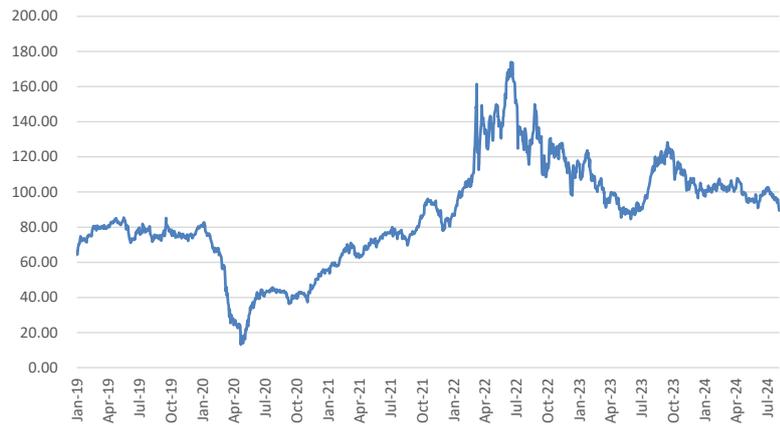
圖 14：長榮航營收受疫情影響大幅衰退，2023 年已回復疫情前水準



資料來源：公司資料、元大投顧

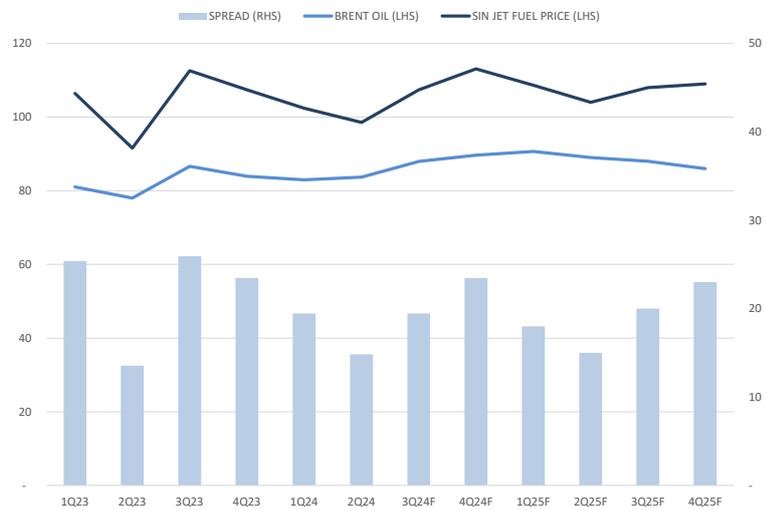
長榮航成本費用比重在疫情後明顯改變，疫情前固定成本(包括折舊、維修及人事成本等)約佔 6 成，折舊費用主要為飛航設備，飛機機身及發動機耐用年限為 18 年，變動成本則主要為燃油成本，佔總成本約 20-25%，疫情過後，因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，燃油成本佔比上升至 30%，而因公司機隊持續換新，維修費用大幅下降，維修費用佔比自 25% 下降至 9%，推升公司營利率較疫情前 5% 左右改善至 10% 以上，再加上疫後運價及載客率維持高檔，航點持續復飛後，長榮航規模效益將擴大，2023 年 EPS 4.01 元、較 2019 年成長 383%。

圖 15：航空燃油成本較疫情前水準高



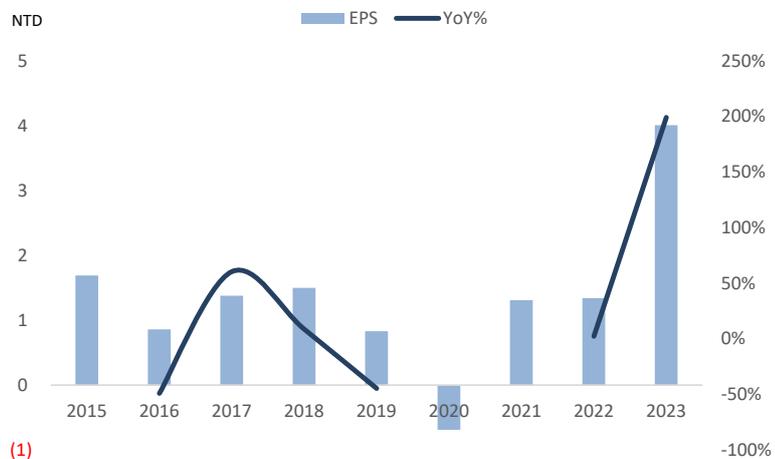
資料來源：WIND、元大投顧

圖 16：航空燃油假設預估



資料來源：WIND、EIA、元大投顧

圖 17：受惠疫後報復性旅遊，長榮航 2023 年 EPS 達 4.01 元



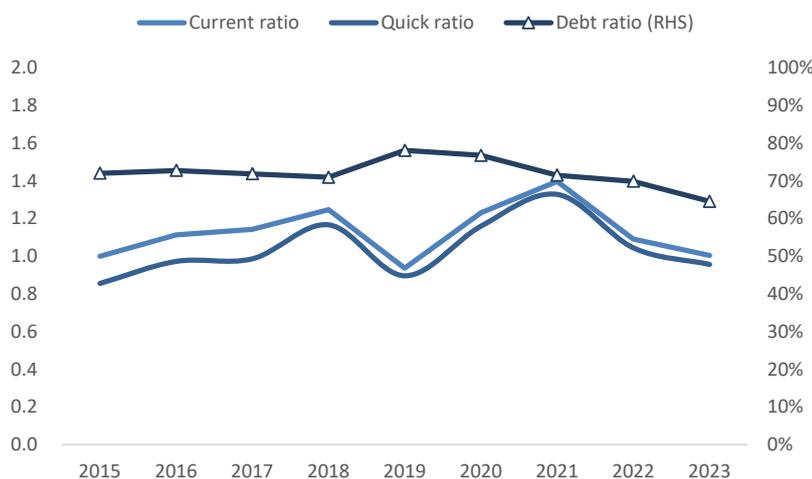
(1)

資料來源：公司資料、元大投顧預估

銀行借款下降使負債比率低於疫情前水準，整體資產負債維持穩定

長榮航負債比率自疫情前 2019 年的 78% 下降至 2023 年 65%，主要是疫情期間公司營運相對緩和，營運資金需求不大，使銀行借款下降及應付公司債項歸零，1Q24 負債比率為 68%，整體負債比率較穩定，公司近期訂購較多新機，預付款項皆列在預付設備款(列於其他非流動資產項下)，1Q24 預付設備款 152 億元，速動比率皆維持在 100% 左右維持穩定。

圖 18：長榮航負債比率維持穩定

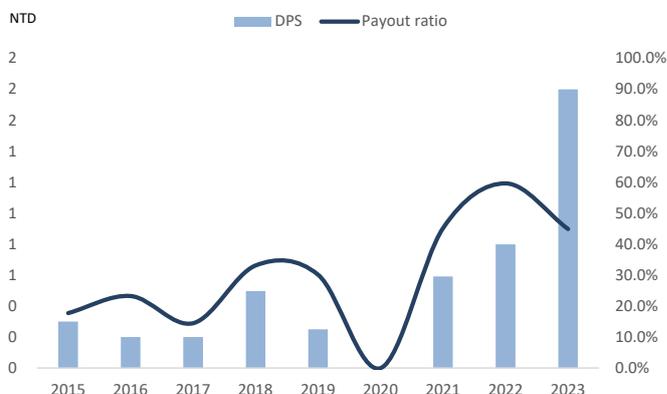


資料來源：公司資料、元大投顧

股利發放成長，屬高現金殖利率概念股

長榮航 2023 年受惠疫後報復性旅遊，單位收益較疫情前成長 29.5%，使 2023 年 EPS 達 4.01 元，今年配發現金股利 1.8 元，配發率為 45%，以 7/5 股價換算現金殖利率達 4.8%，屬高現金殖利率概念股，疫情前股利配發率維持 20-30% 左右，疫後因獲利能力上升，股利配發水準有望維持在 40% 以上，同時股東權益報酬率自 2019 年 6.5% 上升至到 23 年 21.7%，營運績效成長且回饋於股東，本中心預估 2024/25 年現金股利 1.8/1.75 元，殖利率約 5.7%/5.6%。

圖 19：長榮航現金股利配發情形



資料來源：公司資料、元大投顧

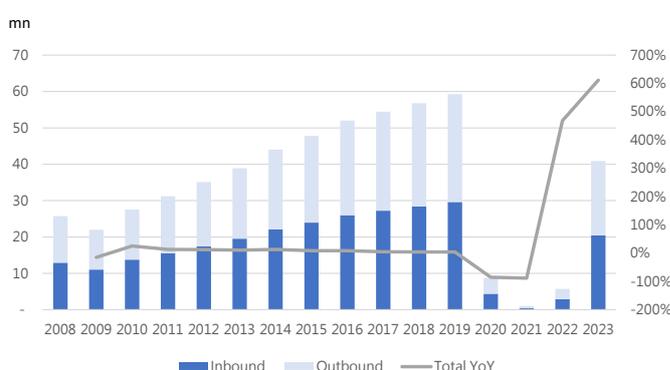
產業概況

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%；1H24 累積出入境人次已來到 1,579 萬人次，恢復至 2019 年同期的 100%。

圖 20：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

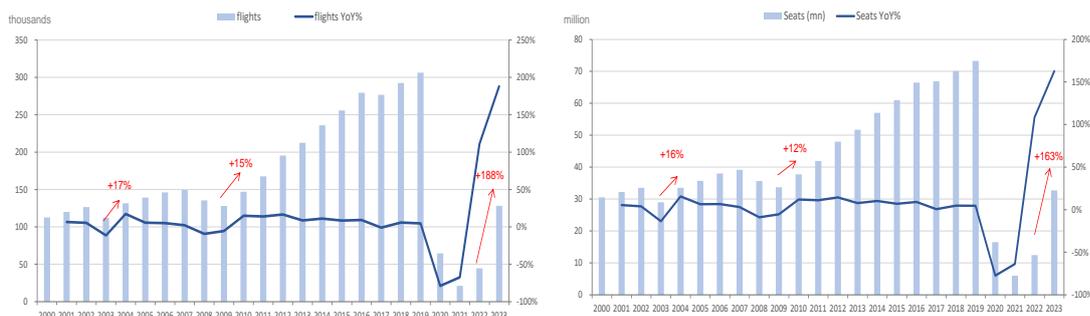
2011 年在我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場競爭，帶動台灣航空運能逐年增加，2019 年國際及兩岸航空客運班次約 30.6 萬班、可載客座位數達 7,328 萬個，受 COVID-19 疫情影響，國際及兩岸航空客運班次在 2021 年僅剩 2.1 萬班、座位數僅剩 600 萬個，10M22 邊境解封下帶動 2022 年班次快速回升達 4.5 萬班(年增 111%)，在報復性出國旅遊潮的帶動下，2023 年持續回升至 12.8 萬班、座位數回升至 3,273 萬個，年增幅分別高達 188%、163%，客運運能恢復到疫情前水準(2019 年)的 42%、45%。

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

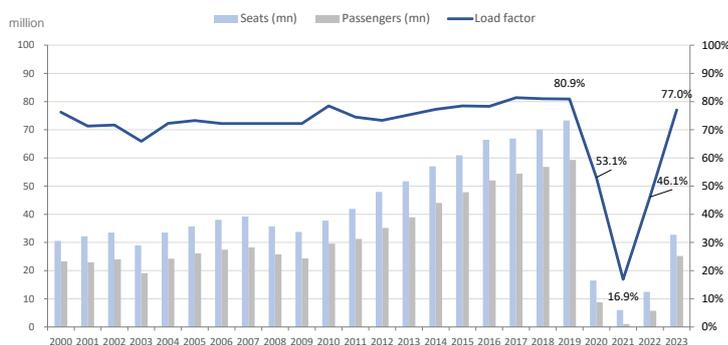
目前在台營運的航空公司家數達 86 家，其中我國國籍主要航空業者有華航、長榮航、虎航、星宇航等，2023 年客運市佔率分別為 23%、28%、5%、7%。過往因廉航加入市場競爭，使國籍航空市佔率逐年下降，2012 年國籍航空市佔率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，使市佔率跳升，2023 年國籍航空市佔率約 63.6%，顯示疫後各國際航班營運尚在恢復中。

圖 21：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



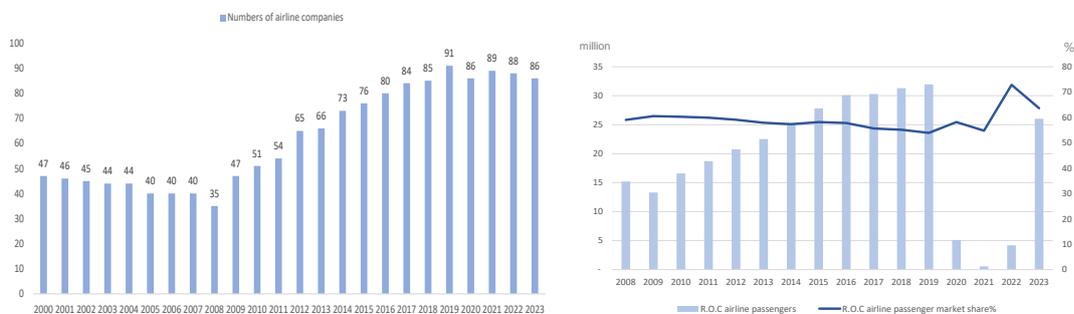
資料來源：民航局、元大投顧

圖 22：2023 年客運航班載客率回升至 77%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 23：2023 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。

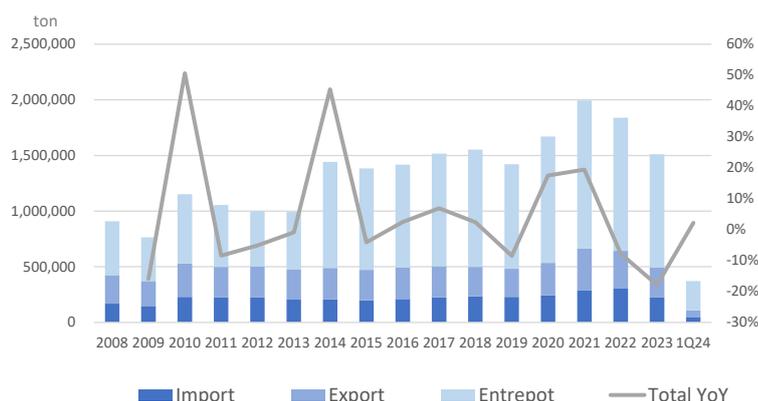
貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

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 24：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

獲利調整與股票評價

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，上修預期長榮航 2024/25 年營收 5.4%/6.1%，雖然 EIA 預估 2025 年布蘭特原油價格將較 2024 年成長 2.3%，再加上通膨因素，預期人力成本及其他成本費用仍會持續上升，然因公司客、貨運收益相對較疫情前成長，及成本費用控管較疫情前轉佳，上修預估 2024/25 年營業利益 27%/8.5%，營業利益率 12.6%/10.4% 相較疫情前 2019 年 5.2% 大幅改善，同步上修預期 2024/25 年稅後淨利 25.6%/5.1% 至 199.3/172.1 億元，EPS 3.69/3.19 元。

長榮航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 1.6/1.4 倍本淨比評價，歷史區間本淨比 1.1-2 倍，研究中心此次下修本淨比評價自 1.8 倍至 1.65 倍(中性)，主要考量 1) 雖兩岸開放有助於長榮航航點加密，但目前仍無相關政策，開放時程遞延；2) 雖通膨及高油價支撐票價相較疫情前高檔區間，然機票價格仍有微幅走跌趨勢，預期 2025 年客運單位收益將年減 3.9%。然長榮航疫後搶佔市場，客運市佔率相較疫情前提升 2ppt 至 25%，具市場領先地位，支撐評價，2025 年預估每股淨值 23.87 元，下修目標價自 43 元至 39 元，投資建議維持買進。

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 25：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	223,906	212,493	239,707	225,828	5.4%	6.1%
營業毛利	44,136	37,472	42,390	39,196	17.8%	8.1%
營業利益	28,157	22,187	24,847	22,896	26.9%	8.5%
稅前利益	27,204	21,179	23,787	21,807	28.4%	9.1%
稅後淨利	19,928	15,869	17,212	16,372	25.6%	5.1%
調整後 EPS (元)	3.69	2.94	3.19	3.03	25.4%	5.2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	19.7%	17.6%	17.7%	17.4%	2.1	0.3
營業利益率	12.6%	10.4%	10.4%	10.1%	2.1	0.2
稅後純益率	8.9%	8.0%	7.2%	7.7%	1.7	0.2

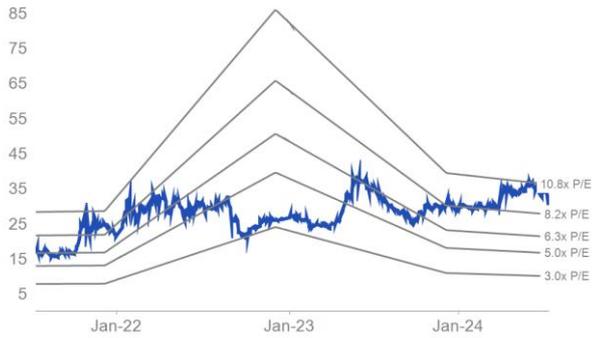
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：2024 和 2025 年客貨運營收預估

	YEAR	2019	2023	2024	2025	2024YoY	2025YoY
P A X	PAX REVENUE (NT\$ mn)	100,623	135,793	147,777	155,564	8.8%	5.3%
	RPK (million)	48,683	50,620	55,957	61,297	10.5%	9.5%
	ASK (million)	59,673	60,904	66,408	72,493	9.0%	9.2%
	LOAD FACTOR	81.6%	83.1%	84.3%	84.6%	1.4%	0.3%
	YIELD (NT\$/RPK)	2.07	2.68	2.64	2.54	-1.6%	-3.9%
C G O	CGO REVENUE (NT\$ mn)	25,379	41,382	51,982	56,475	25.6%	8.6%
	FTK (million)	3,444	4,019	4,555	5,038	13.3%	10.6%
	AFTK (million)	4,402	5,519	6,278	6,753	13.7%	7.6%
	LOAD FACTOR	78.2%	72.8%	72.6%	74.6%	-0.3%	2.8%
	YIELD (NT\$/FTK)	7.37	10.30	11.41	11.21	10.8%	-1.8%

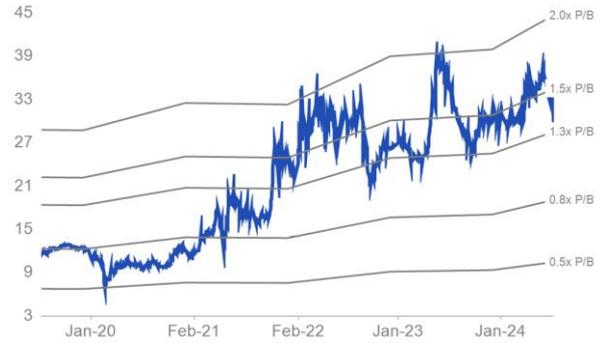
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 27：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：12 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 29：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	32.6	5,334	4.01	3.69	3.19	8.3	9.0	10.4	199.3	(54.0)	(13.6)
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.0	6,952	1.23	1.20	1.19	6.5	6.7	6.7	--	-2.4	-0.6
Korean Airlines	003490 KS	未評等	20050	5,587	3356	2885	2680	6.0	6.9	7.5	-33.3	-14.0	-7.1
Delta Airlines	DAL US	未評等	37.9	32,279	6.14	6.62	7.29	6.2	5.7	5.2	100.6	7.9	10.1
United Airlines	UAL US	未評等	37.9	16,660	9.88	10.14	11.88	3.8	3.7	3.2	356.7	2.6	17.1
國外同業平均								5.6	5.8	5.7	141.3	-1.5	4.9
國內同業													
中華航空	2610 TT	持有-超越同業	21.1	3,907	1.13	1.88	1.02	18.7	11.2	20.7	135.4	66.4	-45.7
台灣虎航	6757 TT	未評等	52.0	498	4.27	--	--	12.2	--	--	--	--	--
星宇航空	2646 TT	未評等	27.3	1,666	0.08	--	--	340.6	--	--	--	--	--
國內同業平均					1.83	1.88	1.02	123.8	11.2	20.7	135.4	66.4	-45.7

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 30：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	32.6	5,334	21.7	18.3	14.5	19.81	20.30	23.87	1.7	1.6	1.4
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	8.0	6,952	12.4	13.4	12.4	9.32	8.99	9.81	0.9	0.9	0.8
Korean Airlines	003490 KS	未評等	20050	5,587	11.0	10.9	9.7	25870	28164	29756	0.8	0.7	0.7
Delta Airlines	DAL US	未評等	37.9	32,279	46.1	32.9	29.4	17.38	23.57	31.01	2.2	1.6	1.2
United Airlines	UAL US	未評等	37.9	16,660	41.1	27.8	24.3	28.44	44.35	49.91	1.3	0.9	0.8
國外同業平均					27.7	21.2	19.0				1.3	1.0	0.9
國內同業													
中華航空	2610 TT	持有-超越同業	21.1	3,907	10.0	15.2	7.9	12.33	13.25	14.56	1.7	1.6	1.4
台灣虎航	6757 TT	未評等	52.0	498	70.9	--	--	9.89	--	--	5.3	--	--
星宇航空	2646 TT	未評等	27.3	1,666	1.7	--	--	5.43	--	--	5.0	--	--
國內同業平均					27.5	15.2	7.9	9.22	13.25	14.56	4.0	1.6	1.4

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 31：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	51,915	55,374	58,569	58,047	57,269	57,098	62,229	63,110	223,906	239,707
銷貨成本	(41,504)	44,212	46,098	47,956	47,529	47,822	50,082	51,884	(179,769)	(197,317)
營業毛利	10,412	11,162	12,471	10,091	9,740	9,277	12,147	11,226	44,136	42,390
營業費用	(3,757)	4,181	4,205	3,835	4,303	4,523	4,569	4,149	(15,979)	(17,543)
營業利益	6,654	6,981	8,266	6,256	5,438	4,754	7,578	7,077	28,157	24,847
業外利益	(174)	(165)	(256)	(358)	(243)	(256)	(278)	(283)	(953)	(1,060)
稅前純益	6,481	6,816	8,010	5,898	5,195	4,498	7,300	6,794	27,204	23,787
所得稅費用	(1,314)	1,363	1,602	1,180	1,039	900	1,460	1,359	(5,459)	(4,757)
少數股東權益	454	454	454	454	454	454	454	454	1,817	1,817
歸屬母公司稅後純益	4,712	4,998	5,953	4,264	3,702	3,144	5,386	4,981	19,928	17,212
調整後每股盈餘(NT\$)	0.87	0.93	1.10	0.79	0.69	0.58	1.00	0.92	3.69	3.19
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	5,400	5,400
重要比率										
營業毛利率	20.1%	20.2%	21.3%	17.4%	17.0%	16.3%	19.5%	17.8%	19.7%	17.7%
營業利益率	12.8%	12.6%	14.1%	10.8%	9.5%	8.3%	12.2%	11.2%	12.6%	10.4%
稅前純益率	12.5%	12.3%	13.7%	10.2%	9.1%	7.9%	11.7%	10.8%	12.2%	9.9%
稅後純益率	9.1%	9.0%	10.2%	7.3%	6.5%	5.5%	8.7%	7.9%	8.9%	7.2%
有效所得稅率	20.3%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%	20.1%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-4.0%	6.7%	5.8%	-0.9%	-1.3%	-0.3%	9.0%	1.4%		
營業利益	-13.1%	4.9%	18.4%	-24.3%	-13.1%	-12.6%	59.4%	-6.6%		
稅後純益	-9.3%	6.1%	19.1%	-28.4%	-13.2%	-15.1%	71.3%	-7.5%		
調整後每股盈餘	-9.4%	6.4%	19.1%	-28.4%	-13.2%	-15.1%	71.3%	-7.5%		
年增率(%)										
營業收入	16.9%	13.9%	10.0%	7.4%	10.3%	3.1%	6.2%	8.7%	11.8%	7.1%
營業利益	6.1%	-10.1%	5.0%	-18.3%	-18.3%	-31.9%	-8.3%	13.1%	-4.8%	-11.8%
稅後純益	4.8%	-15.9%	-0.1%	-18.0%	-21.4%	-37.1%	-9.5%	16.8%	-5.9%	-12.5%
調整後每股盈餘	3.6%	-16.6%	0.2%	-17.8%	-21.2%	-37.1%	-9.5%	16.8%	-8.0%	-13.6%

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 32：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%

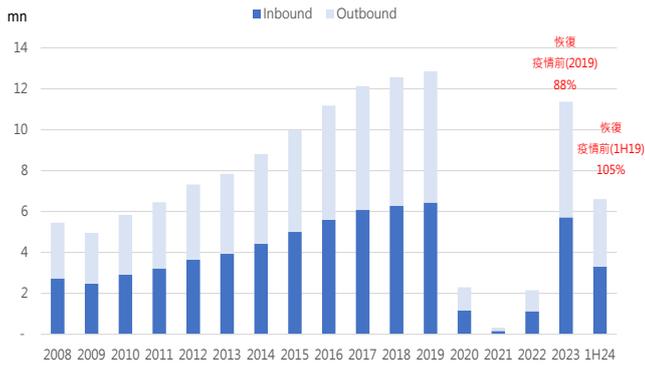
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 33：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%

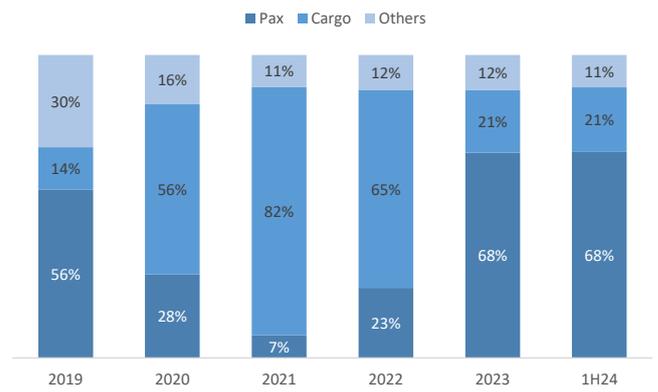
資料來源：TEJ、元大投顧

圖 34：長榮航空客運量復甦



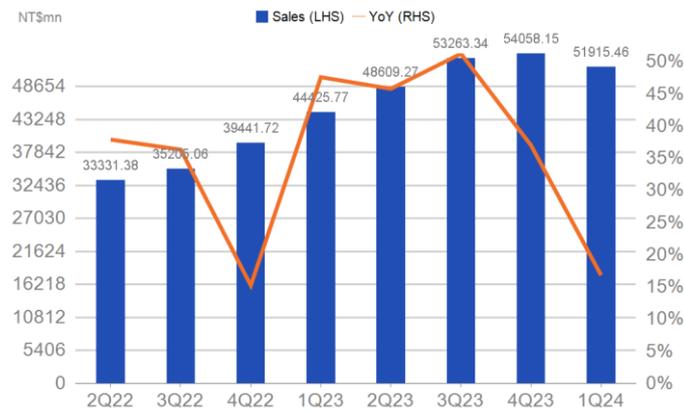
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 35：營收組成



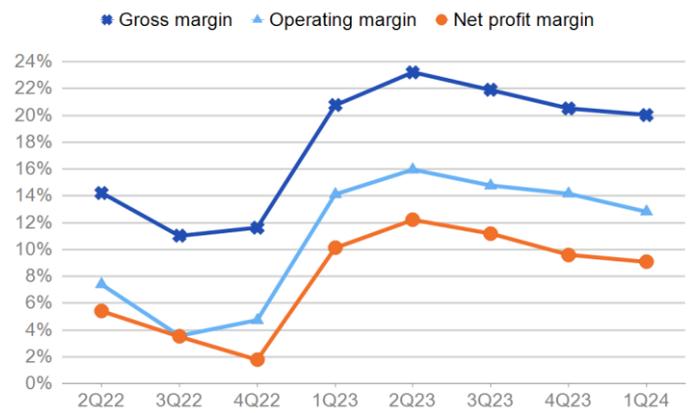
資料來源：公司資料

圖 36：營收趨勢



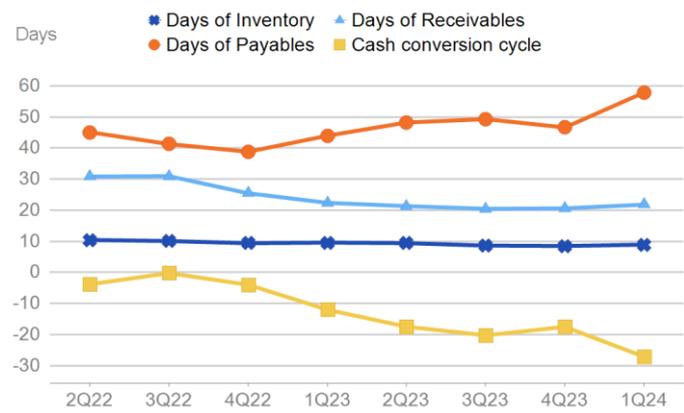
資料來源：CMoney、公司資料

圖 37：毛利率、營益率、淨利率



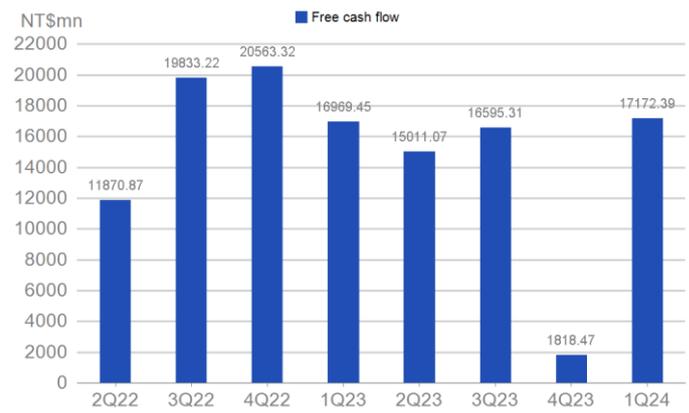
資料來源：CMoney、公司資料

圖 38：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 39：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 風險評級屬於低等風險，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 40：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 (2024/8/7)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	48,256	67,411	66,805	93,799	120,576
存貨	3,248	3,676	4,096	3,773	4,369
應收帳款及票據	10,077	10,421	11,939	11,752	12,765
其他流動資產	3,602	3,219	3,747	3,795	3,806
流動資產	65,182	84,727	86,586	113,118	141,516
採用權益法之投資	2,210	2,471	2,626	2,598	2,598
固定資產	136,414	123,604	135,812	133,654	136,135
無形資產	1,409	1,205	1,039	982	1,205
其他非流動資產	120,100	107,525	104,119	102,304	104,554
非流動資產	260,132	234,805	243,596	241,983	247,059
資產總額	325,314	319,532	330,182	355,101	388,575
應付帳款及票據	4,855	8,530	10,218	12,949	12,870
短期借款	0	300	220	301	366
什項負債	41,783	68,793	75,840	91,318	100,664
流動負債	46,638	77,623	86,279	104,568	113,900
長期借款	88,751	61,346	40,231	44,453	49,011
其他負債及準備	97,218	84,323	86,653	85,346	83,834
長期負債	185,969	145,669	126,884	129,799	132,845
負債總額	232,607	223,292	213,162	234,367	246,745
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	42,222	54,470
什項權益	8,609	811	1,529	(466)	6,563
歸屬母公司之權益	85,657	87,937	106,984	109,620	128,898
非控制權益	7,050	8,303	10,036	11,114	12,931
股東權益總額	92,707	96,240	117,020	120,734	141,830

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	6,680	7,824	23,103	21,746	19,030
折舊及攤提	28,425	29,498	29,557	29,707	33,096
本期營運資金變動	(1,623)	3,321	405	(3,240)	1,688
其他營業資產及負債變動	1,493	22,509	15,140	--	--
營運活動之現金流量	34,975	63,152	68,205	63,165	68,692
資本支出	(9,715)	(562)	(17,811)	(25,355)	(35,322)
本期長期投資變動	64	261	155	47	72
其他資產變動	(2,136)	1,259	(4,179)	527	10
投資活動之現金流量	(11,788)	958	(21,834)	(24,781)	(35,239)
股本變動	3,330	1,736	403	0	0
本期負債變動	(4,068)	(27,264)	(26,923)	1,367	3,046
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	0	(3,163)	(4,290)	(9,721)	(9,721)
其他調整數	(15,059)	(16,288)	(16,168)	527	10
融資活動之現金流量	(15,797)	(44,979)	(46,979)	(11,403)	(6,675)
匯率影響數	(3)	25	3	13	0
本期產生現金流量	7,387	19,155	(606)	26,994	26,777
自由現金流量	25,259	62,589	50,394	88,520	104,013

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	103,872	138,069	200,357	223,906	239,707
銷貨成本	(84,548)	(118,357)	(157,080)	(179,769)	(197,317)
營業毛利	19,325	19,712	43,277	44,136	42,390
營業費用	(8,967)	(9,914)	(13,711)	(15,979)	(17,543)
營業利益	10,358	9,798	29,566	28,157	24,847
利息收入	157	901	2,346	1,722	2,280
利息費用	(4,125)	(3,962)	(3,697)	(1,411)	(1,882)
利息收入淨額	(3,967)	(3,060)	(1,351)	311	398
投資利益(損失)淨額	81	206	346	0	0
匯兌損益	791	1,668	(251)	(186)	(175)
其他業外收入(支出)淨額	541	858	530	(1,079)	(1,283)
稅前純益	7,802	9,469	28,840	27,204	23,787
所得稅費用	(1,122)	(1,645)	(5,737)	(5,459)	(4,757)
少數股權淨利	72	732	1,509	1,817	1,817
歸屬母公司之稅後純益	6,609	7,091	21,594	19,928	17,212
稅前息前折舊攤銷前淨利	40,227	42,762	61,866	57,864	57,943
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.31	1.34	4.01	3.69	3.19

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	16.6	32.9	45.1	11.8	7.1
營業利益	--	(5.4)	201.8	(4.8)	(11.8)
稅前息前折舊攤銷前淨利	41.2	6.3	44.7	(6.5)	0.1
稅後純益	--	17.1	195.3	(5.9)	(12.5)
調整後每股盈餘	--	2.3	199.3	(8.0)	(13.6)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	18.6	14.3	21.6	19.7	17.7
營業利益率	10.0	7.1	14.8	12.6	10.4
稅前息前淨利率	3.5	4.0	12.6	12.6	10.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	38.7	31.0	30.9	25.8	24.2
稅前純益率	7.5	6.9	14.4	12.2	9.9
稅後純益率	6.4	5.1	10.8	9.7	7.9
資產報酬率	2.0	2.4	7.1	6.4	5.1
股東權益報酬率	7.9	8.3	21.7	18.3	14.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	250.9	232.0	182.2	194.1	174.0
淨負債權益比 (%)	43.7	(6.0)	(22.5)	(40.6)	(50.2)
利息保障倍數 (倍)	2.9	3.4	8.8	20.3	13.6
流動比率 (%)	139.8	109.2	100.4	108.2	124.3
速動比率 (%)	132.8	104.4	95.6	104.6	120.4
淨負債 (NT\$百萬元)	40,495	(5,765)	(26,354)	(49,045)	(71,199)
調整後每股淨值 (NT\$)	16.51	16.41	19.81	20.30	23.87
評價指標 (倍)					
本益比	12.4	12.2	4.1	8.8	10.2
股價自由現金流量比	7.0	2.8	3.5	2.0	1.7
股價淨值比	2.0	2.0	1.7	1.6	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	4.4	4.1	2.9	3.0	3.0
股價營收比	1.7	1.3	0.9	0.8	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

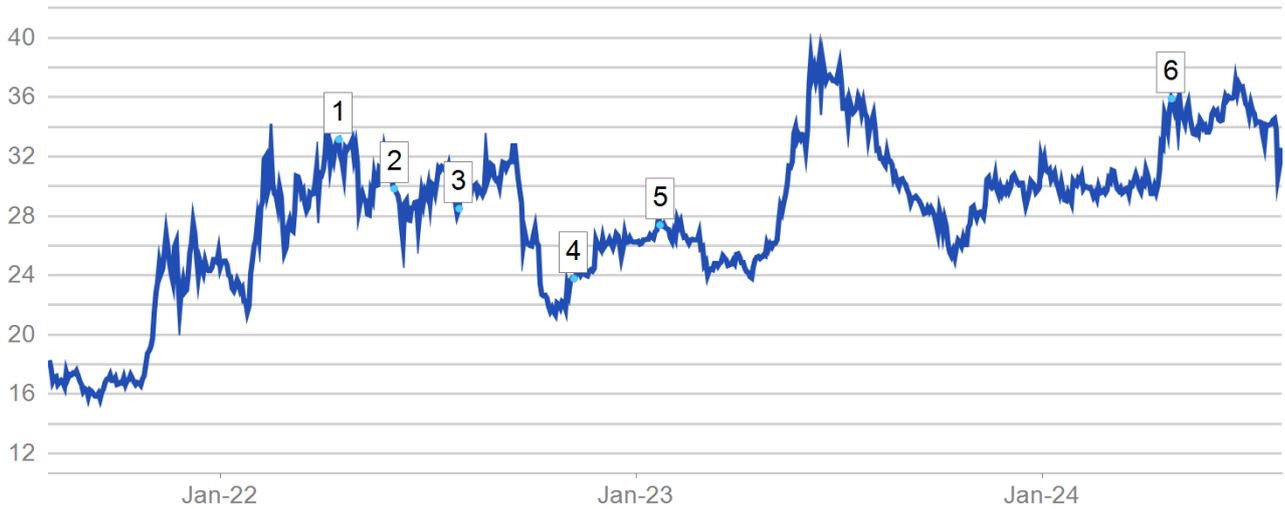
附錄：重要揭露事項

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



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220425	36.15	47.00	42.99	買進	胡逸如
2	20220613	32.85	42.00	38.42	買進	胡逸如
3	20220804	30.75	39.00	36.37	買進	胡逸如
4	20221110	25.55	30.00	27.98	買進	胡逸如
5	20230202	29.35	34.00	31.71	買進	胡逸如
6	20240503	37.00	43.00	40.93	買進	陳韻筑

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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

© {2024} 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>.