

台灣虎航-創 (6757 TT) Tigerair Taiwan

性價比高之零件式旅遊夯，如虎添翼

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$95.0

收盤價 (2024/11/18)：NT\$77.7

隱含漲幅：22.3%

營收組成 (3Q24)

客運 97%、貨運及地勤代理/3%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	95.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	16.9	--
2024年EPS	6.6	--

交易資料表

市值	NT\$34,890百萬元
外資持股比率	7.8%
董監持股比率	67.0%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$20.17
負債比	67.1%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (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	1,315	12,468	16,911	18,396
營業利益	(2,806)	2,368	3,938	4,194
稅後純益	(2,850)	1,827	3,036	3,353
EPS (元)	(7.12)	4.27	6.61	7.30
EPS YoY (%)	--	--	54.7	10.4
本益比 (倍)	--	18.1	11.8	10.7
股價淨值比 (倍)	33.6	8.3	3.9	3.2
ROE (%)	--	70.9	45.0	33.0
現金殖利率 (%)	(121.4)	0	7.1%	7.7%
現金股利 (元)	0	0	5.50	6.00

陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

余鈴華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 3Q24 營收年增 23.7%，主要是東北亞票價高檔不墜、營收佔比達 88%，油價跌推升毛利率年增 2.3ppt 至 32.5%，獲利年增 63%。

◆ ITF 旅展售 2025 年票價仍有 1.3%年成長，主要是零件式旅遊熱門，票價不看淡，2025 年 EPS 有望年增 10.4%至 7.3 元。

◆ 本中心給予本益比 13 倍/本淨比評價 4 倍，評價優於同業，主要 1) 公司獲利仍處成長期，且獲利能力優於同業；2) 高現金殖利率支撐。

專攻東北亞、國人最愛旅遊地，推升營收、獲利高成長

虎航主要提供航空客運、貨運及地勤代理服務，客運營收佔比達 96%，東北亞航線營收佔比達 88%。3Q24 營收年增 23.7%至 44.2 億元，因 2023 年剛開放、基期較低，且東北亞為主要的航線，需求強勁，票價較其他區跌幅小，航班數持續增加，再加上持續增員，使營業成本年增 19.5%，然近期油價走弱，3Q24 航空燃油年減 18.6%至 91.66 USD/BBL，推升毛利率年增 2.3 個百分點至 32.5%，因公司營業費用控管得宜，營運效益顯現，使營業利益年增 33.9%至 11.5 億元，稅後淨利年增 63%至 9.4 億元，EPS 2.05 元。

2025 年虎航票價不看淡，油價支撐毛利率

展望 2025 年，虎航近期在 ITF 旅展銷售 2025 年機票，較 2024 年同期成長 1.3%，主要是網路時代推動零件式旅遊，廉航最為受惠，預期虎航 2025 年營收年增 8.8%，近期油價走弱，有助於支撐航空業毛利率，惟規模成長推升人力成本持續擴張，預期 2025 年毛利率微幅年減 0.6ppt 至 31.2%，因疫後營業費用控管得宜，且公司銷售以官網為主，2025 年營業利益有望年增 6.5%，推升稅後淨利年增 10.4%至 33.5 億元，調整後 EPS 7.3 元。

獲利高成長，殖利率支撐本益比評價 13 倍，約當本淨比 4 倍

過往航空業多以本淨比評價，然因虎航相較於其他航空同業屬於相對輕資產公司，且獲利仍處高成長期，研究中心給予本益比評價 13 倍(過往區間上緣)，約當本淨比評價 4 倍，主要考量 1) 廉航人均票價較難有跌幅，且獲利能力優於航空其他同業；2) 因公司疫後獲利已彌補虧損，2024 年 EPS 有望達 6.61 元，公司表示扣除法定盈餘提存，有望全數配發，研究中心預期虎航 2025 年現金股利配發有望達 5.5 元，以 11/18 收盤價計現金殖利率達 7%，評價優於同業尚屬合理，預估 2025 年 EPS 7.3 元/每股淨值 24.02 元，給予目標價 95 元，投資建議為買進。

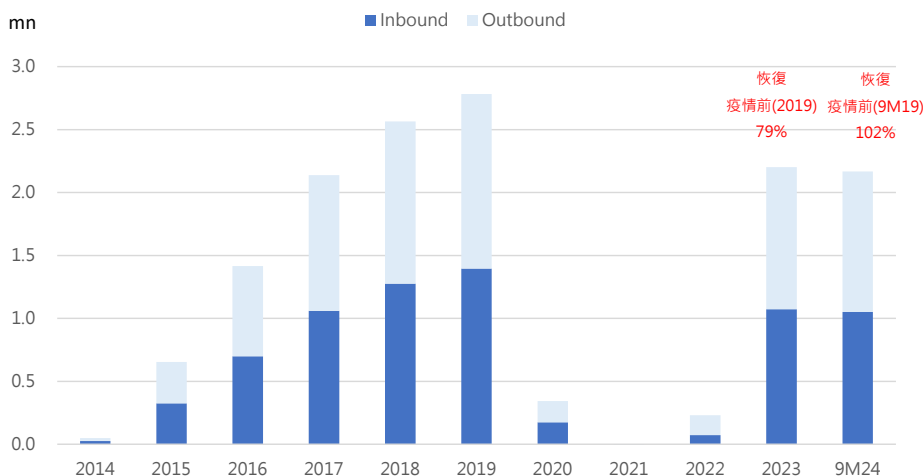
客運有望持續優於疫情前水準，零件式旅遊盛行推升 2025 年票價再往上

台灣虎航主要提供航空客運、貨運及地勤代理服務，飛航集中在以台灣出發至亞洲的航點，為國內唯一一家低成本航空公司(low-cost carrier，簡稱 LCC)。虎航截至 10M24 共有客機共 15 架，其中 9 架為 A320CEO、6 架 A320NEO；9M24 虎航台灣航空客運/貨運市佔率分別為 5.5%/0.03%，客運市佔排名為台灣第四大業者。

虎航累計至 9M24 載客數恢復至疫情前 102%、優於整體市場之 89%，客運航班數則恢復至疫情前水準 101%，平均載客率達 86.5%、略優於疫情前同期(85.5%)；展望 2025 年，國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，虎航航班數已優於至疫情前 101%，載客數優於疫情前 2% (優於整體市場)，顯示公司市占率提升(1M-9M24 5.5% vs 1M-9M19 4.8%)，需求持續成長之下，有望支撐票價維持高檔區間，近期 ITF 旅展公司銷售 2025 年機票，價格較 2024 年同期成長 1.3%，預期 2025 年公司客運營收有望年增 8.9%。

過去旅遊業主打團體旅遊、包裝好的行程銷售等方式，但近年因網路時代更為發達，旅遊攻略文章盛行，且智慧型手機普及，網路地圖及訂房網站越來越方便，旅遊即被拆解為「零件式旅遊」，有利於航空業者自行銷售機票，節省旅行社抽成，此旅遊方式更追求性價比，故低成本航空更為受惠，零件式旅遊需求成長將有望持續推動低成本航空票價走升。

圖 1：1M-9M24 虎航載客人次恢復疫情前水準 102%

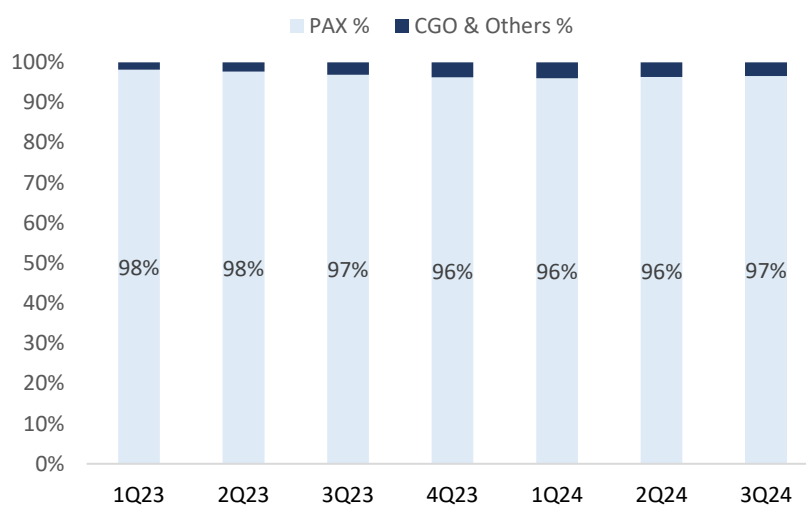


資料來源：民航局、元大投顧

因公司主攻東北亞、需求皆強，推升客運 3Q24 營收成長強勁

3Q24 營收 44.2 億元(年增 23.7%，季增 11.5%)，其中客運及地勤代理收入營收佔比分別是 97%/3%，客運營收 42.7 億元，年增 23.2%，季增 11.7%，因 2023 年剛開放、基期較低，且因台灣人出國目的地排名前三中日本及韓國，東北亞為虎航主要的航線，需求強勁，票價較其他地區下跌幅度小，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 13.7%/17.5%。因航班增班、航點復飛，再加上持續增員，使營業成本年增 19.5%，然因近期油價走弱，根據 3Q24 航空燃油(SIN JET FUEL)年減 18.6%至 91.66 USD/BBL，使虎航 3Q24 毛利率年增 2.3 個百分點至 32.5%，因公司營業費用控管得宜，營運效益顯現，使營業利益年增 33.9%至 11.5 億元，稅後淨利年增 63%至 9.4 億元，調整後 EPS 2.05 元(以上市增資後股數計算) (3Q24 公告 EPS 2.1 元)。

圖 2：虎航以客運為主要營收來源，佔比逾 9 成



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率
營業收入	3,576	3,968	4,422	11.5%	23.7%
營業毛利	1,079	1,146	1,437	25.4%	33.2%
營業利益	861	872	1,153	32.2%	33.9%
稅前利益	724	854	1,191	39.5%	64.6%
稅後淨利	578	672	943	40.2%	63.0%
調整後 EPS (元)	1.30	1.46	2.05	40.2%	57.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點
營業毛利率	30.2%	28.9%	32.5%	3.6	2.3
營業利益率	24.1%	22.0%	26.1%	4.1	2.0
稅後純益率	16.2%	16.9%	21.3%	4.4	5.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24 客運小旺季、油價走低有望支撐獲利成長

展望 4Q24，客運則是繼 3Q 暑假後的小旺季，預期營收年增 25%/季減 3.3%至 42.7 億元，近期油價下跌，且煉油利差低於過往，根據 EIA 近期預估布蘭特油價將季減 4.8%/年減 9.2%，預期航空燃油將較 4Q23 年減 15.9%，預期毛利率將年增 4.8 個百分點至 29.6%，然因 4Q24 轉上市，管理費用上升，營業費用率較 4Q23 微幅上升 1.4 個百分點至 13.8%，營收及毛利率成長，推升營業利益年增 59.3%至 6.8 億元，因 4Q23 美元貶值，虎航匯兌收益挹注高，故預估獲利僅將年增 15.7%至 5.6 億元，EPS 1.22 元。

圖 4：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	3,419	4,422	4,274	-3.3%	25.0%	4,292	-0.4%
營業毛利	848	1,437	1,267	-11.9%	49.3%	1,347	-5.9%
營業利益	425	1,153	677	-41.3%	59.3%	835	-18.9%
稅前利益	608	1,191	703	-40.9%	15.7%	779	-9.7%
稅後淨利	484	943	560	-40.6%	15.7%	623	-10.1%
調整後 EPS (元)	1.13	2.05	1.22	-40.6%	7.8%	1.36	-10.1%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	
營業毛利率	24.8%	32.5%	29.6%	-2.9	4.8	31.4%	-1.7ppts
營業利益率	12.4%	26.1%	15.8%	-10.2	3.4	19.5%	-3.6ppts
稅後純益率	14.1%	21.3%	13.1%	-8.2	-1.0	14.5%	-1.4ppts

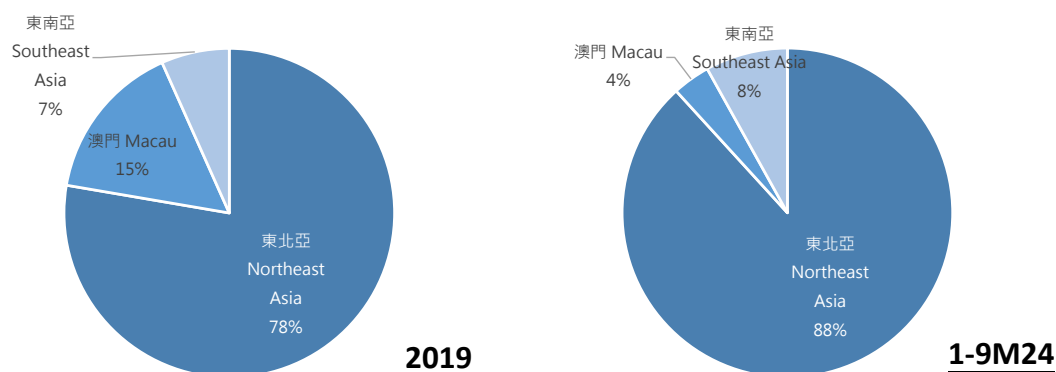
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

航線及機隊分析

虎航專注於區域型航線，東北亞航線佔營收比逾八成

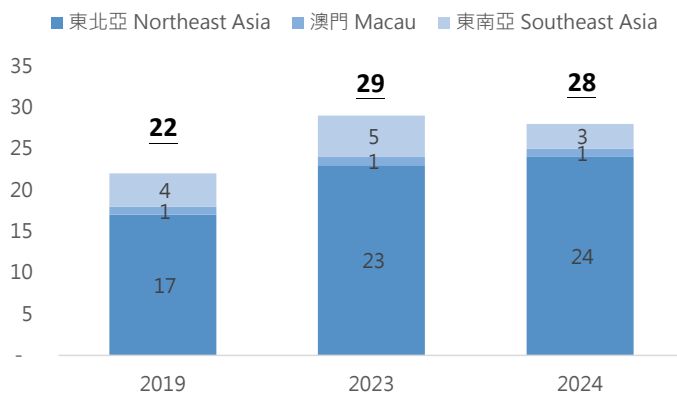
虎航 2019 年航點數僅 22 個、29 條航線，2024 年航點數 28 個、航線數 36 條，分別優於疫情前 27%、24%，主要是公司 9M24 飛機架數達 15 架，優於疫情前同期之 11 架，運能恢復速度優於同業。疫情前，東北亞客運航線佔虎航營收比為 78% (2019 年)、航點 17 個，為虎航主攻區域，疫後增至 24 個，因日本為台灣人第一旅遊熱門國家，且因日本機場人力復甦慢，虎航積極搶佔日本航線，日本航點數較疫情前成長 6 個至 20 個，使累計前三季東北亞航線營收佔比上升至 88%。

圖 5：虎航以東北亞航線為主，1M-9M24 東北亞航線營收佔比上升至 88% (2019 年佔 78%)



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：虎航持續開拓東北亞航點



資料來源：公司資料、元大投顧

目前共有 15 架 A320，未來將持續引進 A320NEO 新機

虎航機隊採單一機種，可簡化訓練及維護作業成本，以空中巴士 A320 單一艙等、單走道為主，過去是以 A320CEO 為主，自 2021 年起開始引進 A320NEO 新機，目前機隊共有 9 架 A320CEO、6 架 A320NEO (共計 15 架、僅 1 台自有)，公司評估 NEO 新機為最適機型，主要考量 1) 座位數、2) 租金、3) 油耗、4) 修護、5) 組員配置與訓練，其中油耗部分 NEO 可較 CEO 節省 15%以上燃油，操作費用降低 8%，噪音降低 50%，預期到 2028 年底將 A320CEO 多數汰換為 A320NEO，僅剩 1 架 A320CEO、15 架 A320NEO，其中 8 架自有、8 架租賃。

目前虎航 15 架機隊中，僅有 1 架自有、14 架皆為租機，租機優勢 1) 租機市場取得飛機速度較購機快；2) A320 機種使用逾 12 年後，維修成本將大增，故虎航租約皆訂為 10 年，使維修成本可控；3) 飛機製造商約 10-20 年推出新機，租機將保有機型轉換彈性；租機劣勢 1) 因租賃公司多為外國公司，美金租賃負債將對美元波動產生匯率損益；2) 租機需提列維修儲備金，且須配合租賃公司還機條件，長時間租機成本將較購機高。

圖 7：虎航機隊數量

機型		飛機架數							
		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
客機	A320 ceo	11	11	9	9	9	8	4	1
	A320 neo	2	4	6	6	8	11	14	15
	自購	1	1	1	1	1	4	7	8
	租賃	12	14	14	14	16	15	11	8
	總計	13	15	15	15	17	19	18	16

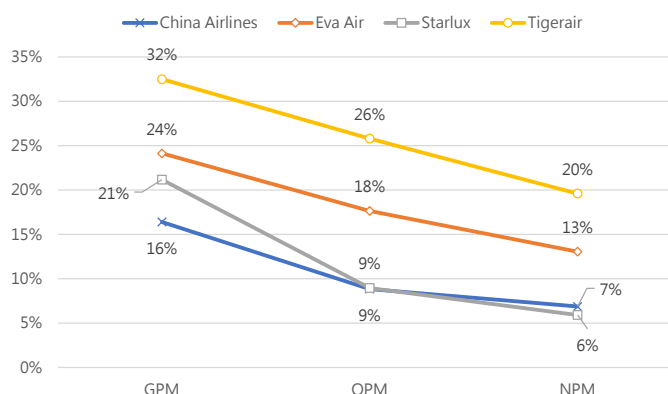
資料來源：公司資料、元大投顧

同業比較分析

虎航為國內唯一低成本航空，成本費用控管優於同業

虎航屬於國籍航空中唯一低成本航空(low-cost carrier，簡稱 LCC)，相較於國內其他三大航空(長榮、華航、星宇航)屬於傳統航空(Full Service Carrier，簡稱 FSC)不同，在成本費用控制上較佳，主要是 1) 單一機種可簡化訓練及降低維修成本；2) 精簡之機內裝設；3) 機內服務則依需求額外收費；4) 區域航點，可節省組員住宿成本；5) 航站以二三線機場為主，場站費用低；6) 以官網為主要之銷售通路(佔 80%)，部分 OTA 銷售，但不付佣金，減少通路佣金費用。因此虎航在控管成本及費用上優於同業，2024 年累計前三季毛利率達 32%、營利率 26%，遠優於國內其他三家同業。

圖 8：虎航累計前三季營運績效，三率皆優於同業

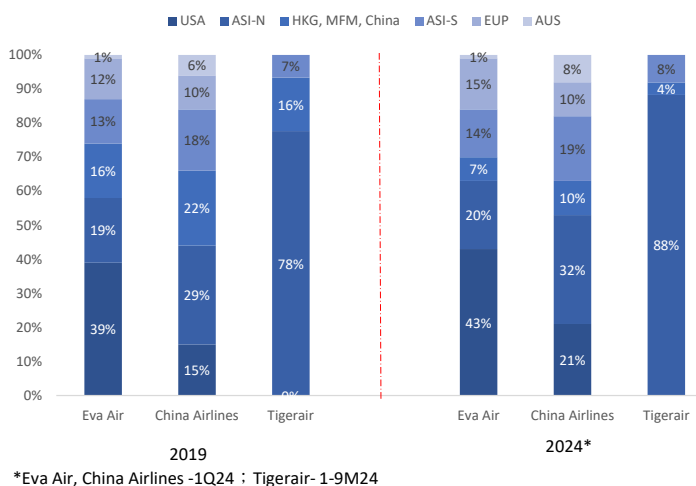


資料來源：公司資料、元大投顧整理

虎航以亞洲區航線為主，長榮航主攻北美航線，華航航線分散

2019 年各國籍航空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%，虎航則是專攻區域型航線，主要以東北亞地區為主。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%，長榮航維持原先專攻之北美航線營收佔比 43%，虎航維持專攻之東北亞航線營收佔比 88%。

圖 9：長榮航美洲線營收佔比高，華航航線分散，虎航則以東北亞較高



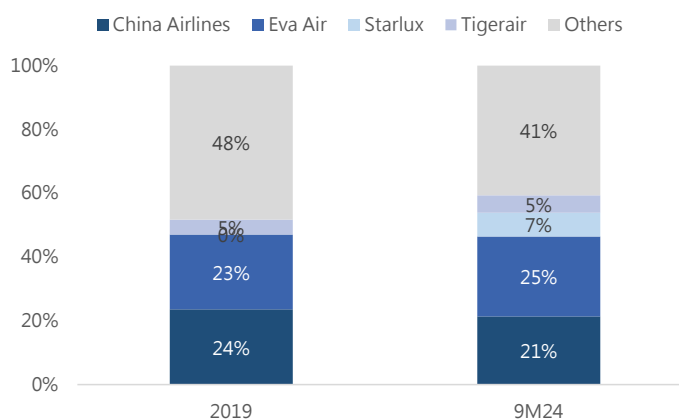
資料來源：公司資料、元大投顧整理

因國際航班復甦較慢，長榮航、星宇航、虎航客運市佔率皆有提升

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，1M-9M24 國籍航空市佔率約 60.3%，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傳統國籍航空，星宇航空在 2019 年加入市場，虎航則為國籍唯一一家廉價航空，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，至 10M24 年客機僅有 64 架，再加上星宇航空疫後加入，搶攻日本、東南亞及美西航點，使華航客運市佔率直落至 21%，長榮航則因疫情後持續升級機隊，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，客運市佔率亦達 7.5%，虎航疫情前客運市佔率僅 4.8%，因機隊持續擴張，目前市佔率亦提升至 5.5%。

圖 10：國籍航空客運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧整理

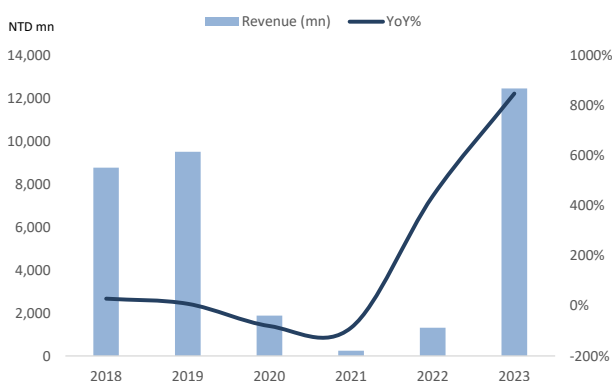
財務分析

虎航疫後市佔率提升，營收成長有望超越市場

疫情前，虎航 2016-2019 年營收 CAGR 29.9%，大幅優於市場成長率，係因 1) 公司成立於 2014 年，疫情前積極增加機隊及航線，承載量增加；2) 廉價航空性價比高，成功吸引消費者。2019 年營收組成：客運 97%、其他收入 3% (主要是地勤代理收入)，儘管航空市場長期競爭激烈，虎航客運市佔率自 2016 年 2.7% 走升至 2019 年 4.7%，因復興航空退出，市佔率自第四名提升至第三。

然而疫情過後，因網路新時代，旅遊資訊發達，發展出“零件式”深度旅遊，使虎航 1M-9M24 客運市佔率來到 5.5% (較疫情前上升 0.8ppt)，然而因星宇航空加入，使虎航市佔率再下滑至第四，因虎航積極引進新機，且持續拓增航點，研究中心預估虎航客運 2025 年營收將成長 8.9%，推升 2025 年整體營收年增 8.8% 至 184 億。

圖 11：虎航營收受疫情影響大幅衰退，2023 年已回復疫情前水準

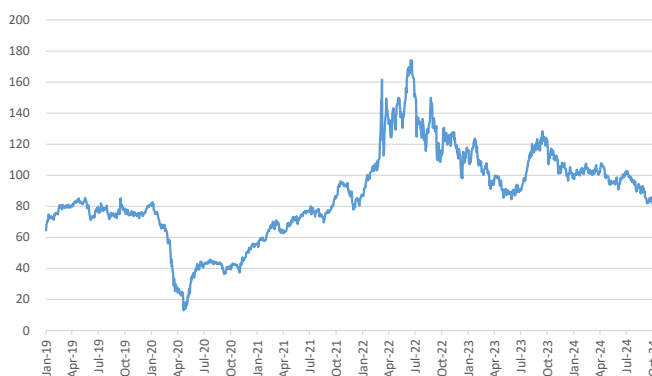


資料來源：公司資料、元大投顧

航空燃油為主要變動成本，油價走弱有助虎航毛利率表現

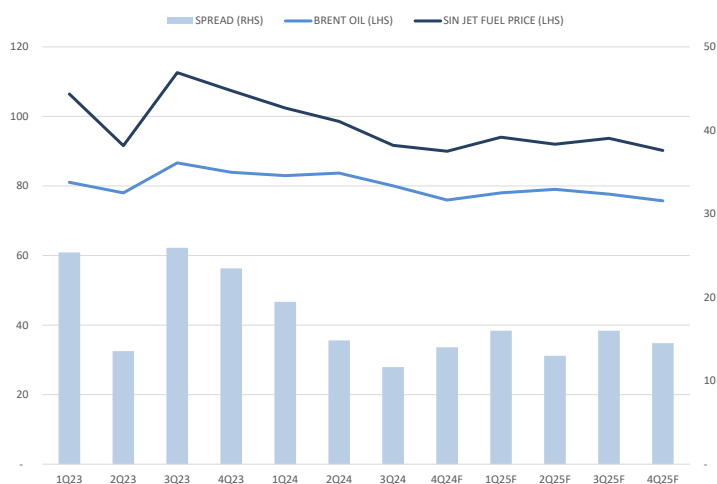
虎航疫情前變動成本航空燃油佔成本比重 21-29%，疫後國人出國需求大爆發，然航空業者因人力回流、航班復飛等因素，造成供需不平衡，再加上通膨推升航空成本，尤其是人力成本及油價，1) 航空業者人事以及機場作業費用等都上漲；2) 航空用油則因戰爭及中東局勢不穩使油價飆升，2023 年航空燃油成本較 2019 年成長 35.4%，因虎航主要以區域航線為主，未經營越洋航線、故受衝擊影響小，2023 年用油成本佔比約 30%；然而近期油價下跌，且煉油利差低於過往，EIA 最新油價(11M24)預估 2025 年布蘭特原油將較 2024 年下降 6%，油價走弱仍有助於支撐虎航毛利率。

圖 12：航空燃油成本近期走弱



資料來源：WIND、元大投顧

圖 13：航空燃油假設預估

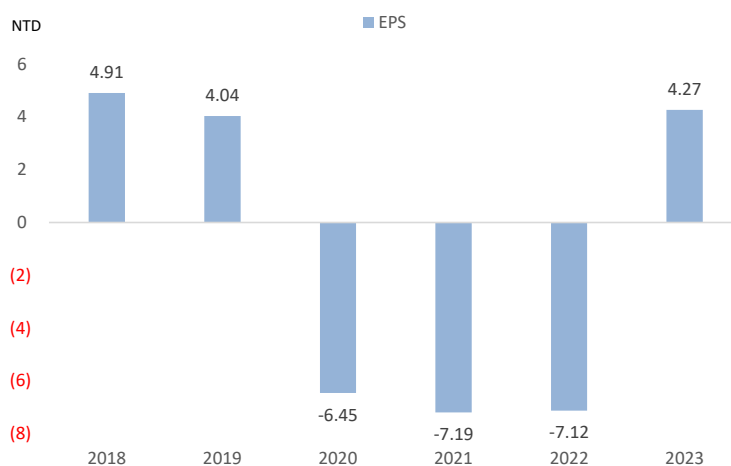


資料來源：WIND、EIA、元大投顧

疫後獲利快速回升，1-3Q24 獲利維持高檔

虎航 2014 年首航後開始發展，2014-2016 年因初期營運成本略高，連續三年虧損，然而自 2017 年航線達 20 條，規模效應顯現，獲利轉虧為盈至 EPS 2.86 元，2018 年 EPS 更年增 41.8%至 4.91 元，然而 2020 年遭遇疫情影響，主要獲利來自客運之虎航大受影響，獲利連續三年虧損，疫後解封後，虎航獲利快速回升，2023 年 EPS 4.27 元，因疫後旅遊需求爆發，然而供給恢復慢，使票價飆升，虎航 2023 年人均收益較疫情前成長 60.9%，2024 年累計前三季獲利年增 73%至達 5.52 元、超越 2023 年全年，主要是疫後票價不墜、仍較 2023 年同期成長 1.1%，維持高檔。

圖 14：受惠疫後報復性旅遊，虎航 2023 年 EPS 達 4.27 元

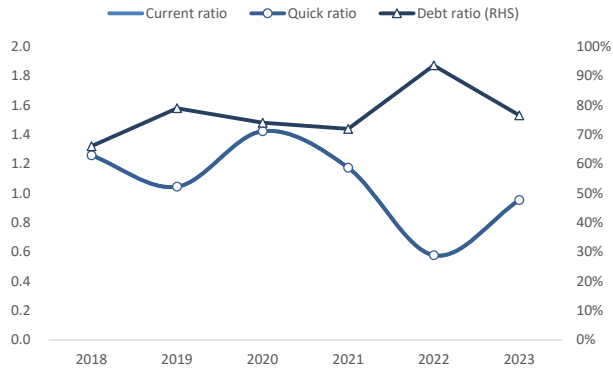


資料來源：公司資料、元大投顧預估

增資及銀行借款下降使負債比率低於疫情前水準，流動比率已回穩

虎航負債比率自疫情前 2019 年 79% 下降至 3Q24 的 67%，主要是虎航 2019 年興櫃後，遭逢疫情，營運資金需求增加，進行現金增資三次及增資上創新，使銀行借款下降及股本提升，此次創新版轉上市，預期股本膨脹 2.3%，整體負債比率將維持穩定，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)，3Q24 預付設備款 11.5 億元，因公司存貨低，受疫情影響流動/速動比率低於 100%，然疫後復甦 2023 年已回升至 95%，3Q24 已回升至 149%，未來有望穩定維持 100% 以上。

圖 15：虎航負債比率維持穩定



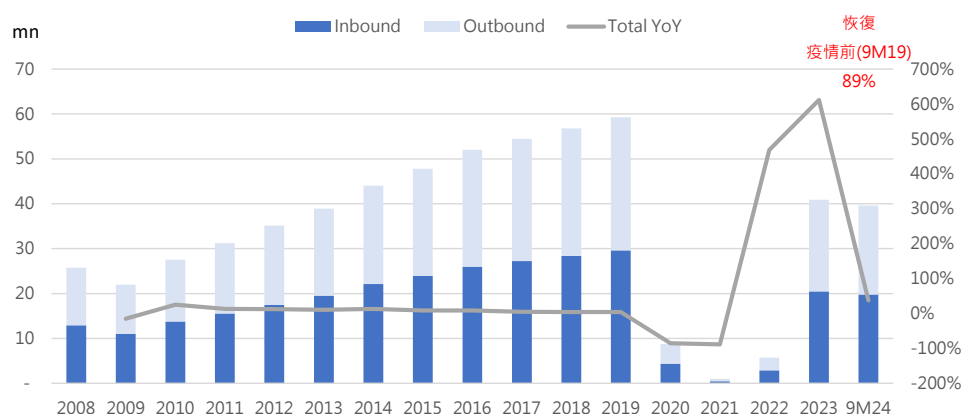
資料來源：公司資料、元大投顧

疫後客運需求迅速回升，1M-9M24 已恢復近疫情前水準

國人瘋出國，疫情前台灣國際及兩岸出入境旅客人次在 2019 年達高峰 5,928 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 101 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 年出入境旅客人數迅速回升至 575 萬人(年增 468%)，2023 年出境旅遊熱潮延續，報復性旅遊帶動台灣出入境旅遊人次恢復至疫情前 2019 年 69%；1M-9M24 出入境人數達 3,960 萬人、已恢復至疫情前同期(1M-9M19)之 89%，IATA 預估客運營收 2024 年有望年增 15.2%，以近 20 年長期趨勢來看，客運需求每年成長 3.8%，研究中心預期 2024/25 年台灣出入境人次有望優於 2019 年 3-5%/8-10%。

圖 16：1M-9M24 出入境人次已回升至近疫情前水準



資料來源：民航局、元大投顧

客運運能回升有限，然載客率已完全恢復

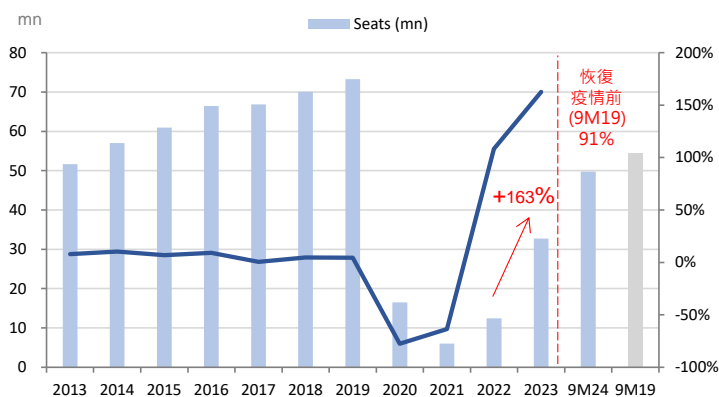
2011 年在我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場競爭，帶動台灣航空運能逐年增加，2019 年國際及兩岸航空客運班次約 30.6 萬班、可載客座位數達 7,328 萬個，受 COVID-19 疫情影響，國際及兩岸航空客運班次在 2021 年僅剩 2.1 萬班、座位數僅剩 600 萬個；10M22 邊境解封下帶動 2022 年班次快速回升達 4.5 萬班(年增 111%)，在報復性出國旅遊潮的帶動下，2023 年持續回升至 12.8 萬班、座位數回升至 3,273 萬個，年增幅分別高達 188%、163%，客運運能恢復到疫情前水準(2019 年)的 42%、45%，運能回升有限主要是疫情期間航空公司調整機隊及部分業者退出市場。因客運需求強勁，多家航空公司航線陸續復航，1M-9M24 可載座位數已回升至疫情前 91%。

載客率方面，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 年最低達 16.9%，然在邊境解封後，大量的旅遊需求湧現，但航班運能有限，使航班載客率在 2023 年迅速回復至 77%，已回到疫情前水準，1M-9M24 載客率更升至 80%，預期 2H24-2025 年載客率可維持在 80-85%。

國籍航空市佔率較疫情前高，顯示國際航班尚未完全恢復

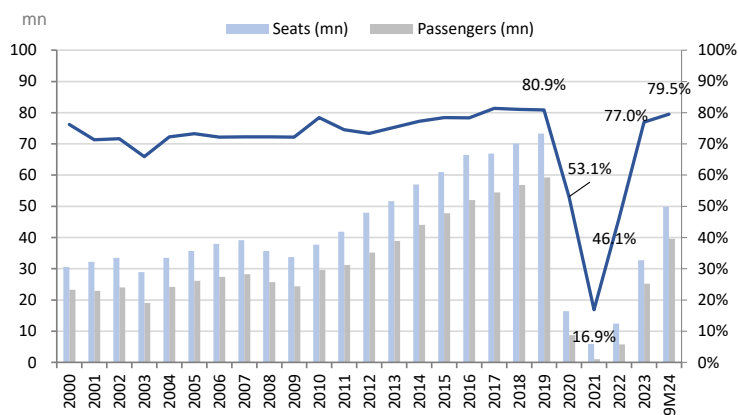
目前在台營運的航空公司家數達 86 家，其中我國國籍主要航空業者有華航、長榮航、虎航、星宇航等，1M-9M24 客運市佔率分別為 21%、25%、5%、7%。過往因廉航加入市場競爭，使國籍航空市占率逐年下降，2012 年國籍航空市占率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，使市占率跳升，2023 年國籍航空市占率約 63.6%，1M-9M24 國籍航空市占率約 60.3%，顯示疫後各國際航班營運尚在恢復中。

圖 17：1M-9M24 客運運能回升，可載座位數達疫情前水準 9 成



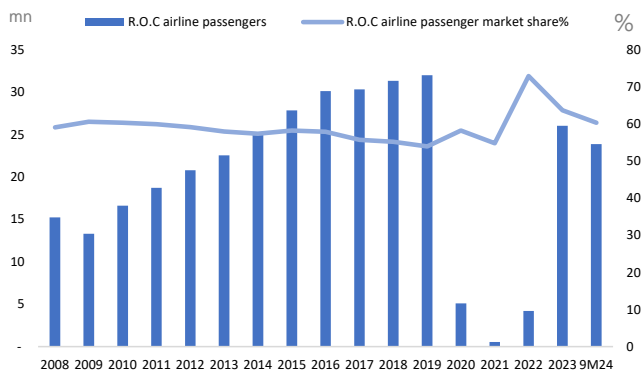
資料來源：民航局、元大投顧

圖 18：1M-9M24 客運航班載客率回升至 80%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 19：1M-9M24 國籍航空市佔率 60.3%



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，使波音累計 2024 年前三季的交機量衰退 22%，而競爭對手空中巴士雖受到零件短缺問題，累計 2024 年前三季交機量仍有微幅年增 1.8%，但低於本中心原預期 7.3%，研究中心分別下修波音及空巴 2025 年預估交機量 7.1%/2.3%，預期 2025 年飛機供給仍難恢復。

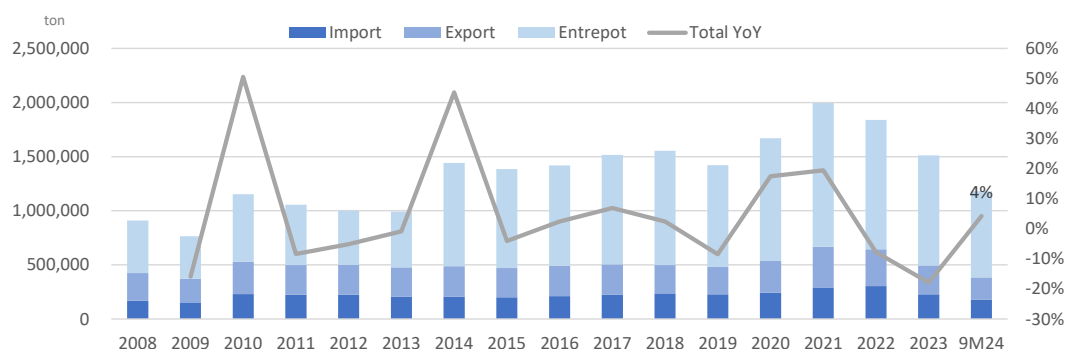
貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

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%；2022 年貨運運量開始出現回落跡象，2023 年台灣總貨運量大幅年減 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，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，1M-9M24 貨運出口已轉正成長 4%。

圖 20：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

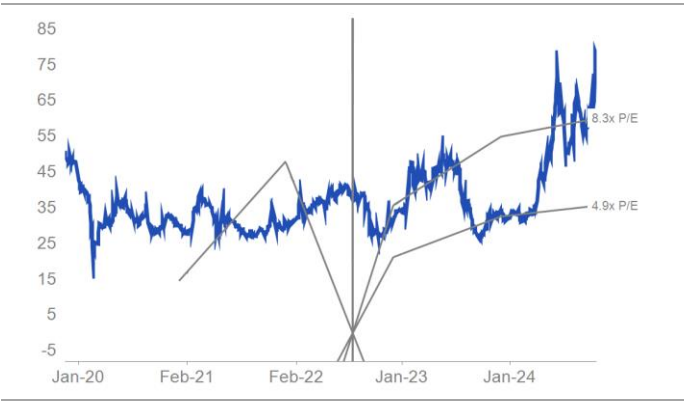
獲利調整與股票評價

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，虎航近期在 ITF 旅展銷售 2025 年機票，較 2024 年同期成長 1.3%，主要是網路時代推動零件式旅遊，廉航最為受惠，2025 年票價不看淡，預期虎航 2024/25 年營收分別年增 35.6%/8.8%，近期油價走弱，EIA 最新油價(11M24)下修預估 2025 年布蘭特原油將較 2024 年下降 6% (vs. 10M24 預估下降 4.1%)，有助於支撐航空業毛利率，惟規模成長推升人力成本持續擴張，預期毛利率 2024 年年增 4.2ppt 至 31.8%/2025 年微幅年減 0.6ppt 至 31.2%，因疫後營業費用控管得宜，且公司銷售以官網為主，2024/25 年營業利益有望分別年增 66.3%/6.5%，推升稅後淨利年增 66.2%/10.4%至 30.4 億元/33.5 億元，調整後 EPS 6.61 元/7.3 元。

虎航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 3.85/3.2 倍本淨比評價、2024/25 年 EPS 11.8/10.7 倍，歷史區間本淨比 3.5-6.5 倍/本益比區間 6-12 倍，過往航空業多以本淨比評價，然因虎航相較於其他航空同業屬於輕資產公司，且獲利仍處高成長期，研究中心給予本益比評價 13 倍(過往區間上緣)，約當本淨比評價 4 倍，主要考量 1) 廉航採使用者付費形式營運，人均票價較難有跌幅，且獲利能力優於航空其他同業，評價優於同業尚屬合理；2) 因公司疫後獲利已彌補虧損，2024 年 EPS 有望達 6.61 元，公司表示扣除法定盈餘提存，有望全數配發，研究中心預期虎航 2025 年現金股利配發有望達 5.5 元，以 11/18 收盤價計現金殖利率達 7%，支撐高評價，預估 2025 年 EPS 7.3 元/每股淨值 24.02 元，給予目標價 95 元，投資建議為買進。

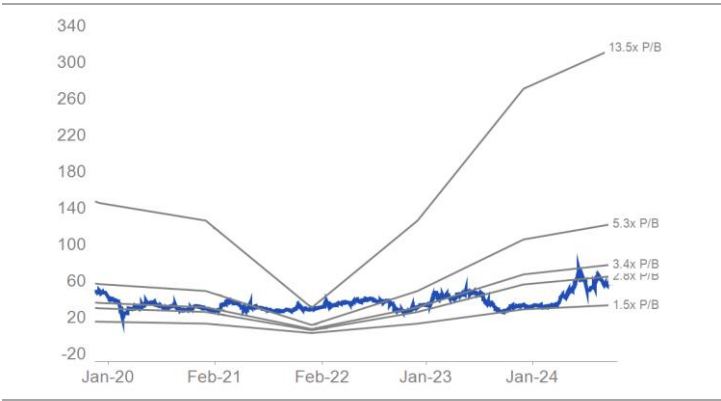
投資風險：1) 2026 年後自有機增加，資金需求上升；2) 中東局勢不穩定，使油價再飆升。

圖 21：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：12 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 23：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
台灣虎航-創	6757 TT	買進	77.7	1,057	4.27	6.61	7.30	18.1	11.8	10.7	--	54.7	10.4
國外同業													
Asia Aviation PCL	AAV BK	未評等	2.9	1,044	0	0.3	0.3	72.5	10.9	11.0	--	568.5	(1.8)
Vietjet Aviation JSC	VJC HM	未評等	102000.0	2,204	676.0	3126.0	4795.0	150.9	32.6	21.3	(71.4)	362.4	53.4
T'way Air Co Ltd	091810 KS	未評等	2855.0	448	444.8	380.0	488.7	6.4	7.5	5.8	--	(14.6)	28.6
國外同業平均					373.6	1168.8	1761.3	76.6	17.0	12.7	(71.4)	305.5	26.7
國內同業													
長榮航	2618 TT	買進	41.2	6,901	4.0	4.9	4.0	10.3	8.4	10.3	198.9	22.6	(18.7)
中華航空	2610 TT	持有-超越同業	23.7	4,428	1.1	1.9	1.0	21.0	12.6	23.2	135.4	66.4	(45.7)
星宇航空	2646 TT	未評等	27.9	2,612	0.1	0.9	1.3	348.8	30.3	22.1	--	1050.0	37.5
國內同業平均					1.7	2.6	2.1	126.7	17.1	18.5	167.2	379.6	(9.0)

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 24：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
台灣虎航-創	6757 TT	買進	77.7	1,057	70.9	45.0	33.0	9.42	20.17	24.02	8.3	3.9	3.2
國外同業													
Asia Aviation PCL	AAV BK	未評等	2.9	1,044	5.7	33.6	26.8	0.7	0.8	1.0	4.2	3.5	2.8
Vietjet Aviation JSC	VJC HM	未評等	102000.0	2,204	2.3	10.5	14.2	28123.3	31439.0	36327.0	3.6	3.2	2.8
T'way Air Co Ltd	091810 KS	未評等	2855.0	448	91.6	53.9	31.8	804.0	995.8	1731.5	3.6	2.9	1.7
國外同業平均					33.2	32.7	24.3	9642.7	10811.9	12686.5	3.8	3.2	2.4
國內同業													
長榮航	2618 TT	買進	41.2	6,901	21.7	23.2	17.1	19.8	21.3	24.2	2.1	1.9	1.7
中華航空	2610 TT	持有-超越同業	23.7	4,428	10.0	15.2	7.9	12.3	13.3	14.6	1.9	1.8	1.6
星宇航空	2646 TT	未評等	27.9	2,612	1.8	--	--	5.4	--	--	5.1	--	--
國內同業平均					11.1	19.2	12.5	12.5	17.3	19.4	3.0	1.9	1.7

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 25：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	4,247	3,968	4,422	4,274	4,593	4,345	4,848	4,610	16,911	18,396
銷貨成本	(2,724)	(2,821)	(2,985)	(3,008)	(3,134)	(3,079)	(3,257)	(3,187)	(11,539)	(12,657)
營業毛利	1,522	1,146	1,437	1,267	1,459	1,265	1,591	1,423	5,373	5,739
營業費用	(287)	(275)	(284)	(590)	(312)	(300)	(310)	(622)	(1,435)	(1,545)
營業利益	1,236	872	1,153	677	1,147	966	1,281	801	3,938	4,194
業外利益	(159)	(18)	38	26	(17)	15	19	11	(114)	29
稅前純益	1,076	854	1,191	703	1,130	981	1,300	812	3,824	4,223
所得稅費用	(215)	(181)	(248)	(144)	(226)	(208)	(271)	(166)	(788)	(871)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	861	672	943	560	904	773	1,029	647	3,036	3,353
調整後每股盈餘(NT\$)	1.87	1.46	2.05	1.22	1.97	1.68	2.24	1.41	6.61	7.30
調整後加權平均股數(百萬股)	460	460	460	460	460	460	460	460	460	460
重要比率										
營業毛利率	35.9%	28.9%	32.5%	29.6%	31.8%	29.1%	32.8%	30.9%	31.8%	31.2%
營業利益率	29.1%	22.0%	26.1%	15.8%	25.0%	22.2%	26.4%	17.4%	23.3%	22.8%
稅前純益率	25.4%	21.5%	26.9%	16.5%	24.6%	22.6%	26.8%	17.6%	22.6%	23.0%
稅後純益率	20.3%	17.0%	21.3%	13.1%	19.7%	17.8%	21.2%	14.0%	18.0%	18.2%
有效所得稅率	20.0%	21.2%	20.8%	-20.5%	-20.0%	-21.2%	-20.8%	-20.4%	20.6%	20.6%
季增率(%)										
營業收入	24.2%	-6.6%	11.4%	-3.4%	7.5%	-5.4%	11.6%	-4.9%		
營業利益	190.9%	-29.5%	32.2%	-41.3%	69.4%	-15.8%	32.6%	-37.5%		
稅後純益	78.0%	-21.9%	40.2%	-40.6%	61.4%	-14.5%	33.1%	-37.1%		
調整後每股盈餘	65.9%	-21.9%	40.2%	-40.6%	61.5%	-14.5%	33.2%	-37.2%		
年增率(%)										
營業收入	64.2%	37.4%	23.7%	25.0%	8.2%	9.5%	9.6%	7.9%	35.6%	8.8%
營業利益	123.8%	64.4%	33.9%	59.4%	-7.2%	10.8%	11.1%	18.3%	66.3%	6.5%
稅後純益	100.9%	100.1%	63.0%	15.8%	5.0%	14.9%	9.2%	15.5%	66.2%	10.4%
調整後每股盈餘	75.2%	82.9%	57.8%	7.8%	5.0%	14.9%	9.2%	15.5%	54.7%	10.4%

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

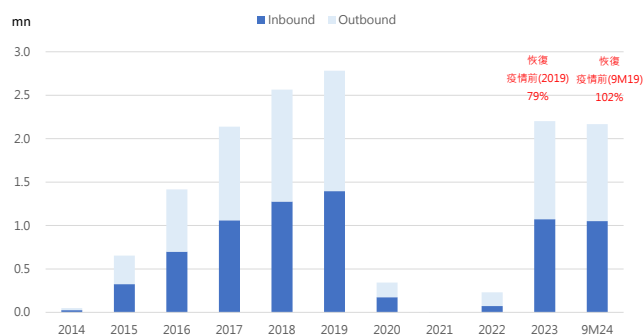
台灣虎航於 2013 年由華航及新加坡虎航合資籌備，於 2014 年成立及首航桃園-新加坡，台灣虎航為台灣第一家且唯一以低成本航空模式經營的國籍航空，與其他國籍航空在民航市場上具各自區隔定位，虎航主要提供航空客運、地勤代理及貨運服務，飛航航點目前集中於亞洲，在疫情期間(2020 年)為台灣首家使用單走道客機執行客艙載貨。虎航截至 10M24 共有客機共 15 架，其中 9 架為 A320 CEO、6 架 A320 NEO。1M-9M24 虎航台灣航空客運市佔率 5.5%，為台灣第四大業者。

圖 26：虎航前十大股東

股東	持股比重
中華航空	75.19%
華信航空	3.70%
中信創投	0.86%
台新證券	0.71%
鳳凰國際旅行社	0.70%
雄獅旅行社	0.45%
暉煌投資	0.36%
張恆輝	0.35%
林秉毅	0.33%
台中銀證券	0.30%

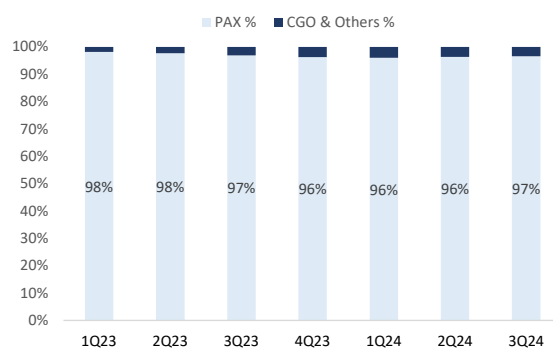
資料來源：TEJ、元大投顧；資料日期：2024/5/31。

圖 27：虎航客運量復甦優於疫情前 2%



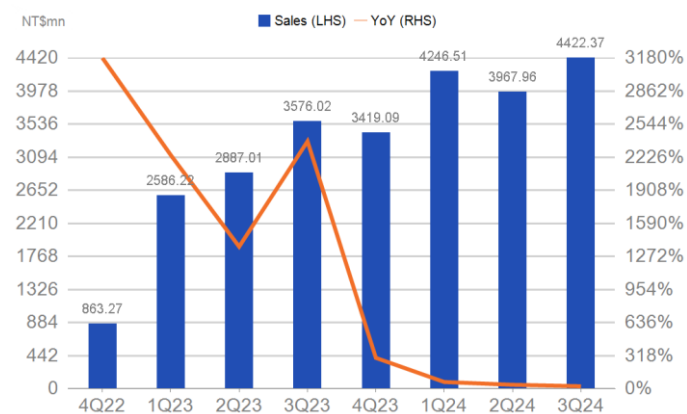
資料來源：民航局、元大投顧

圖 28：營收組成



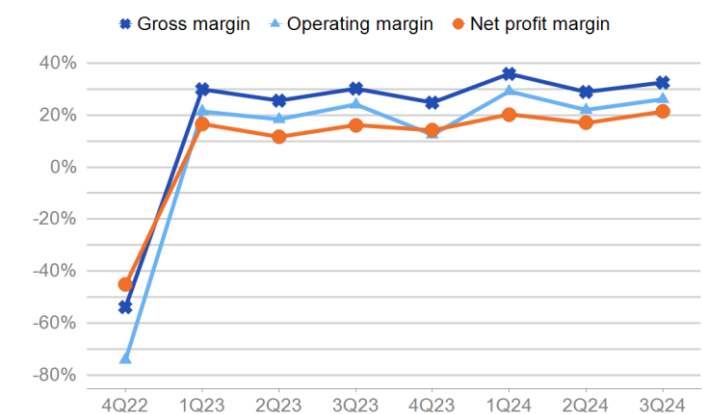
資料來源：公司資料

圖 29：營收趨勢



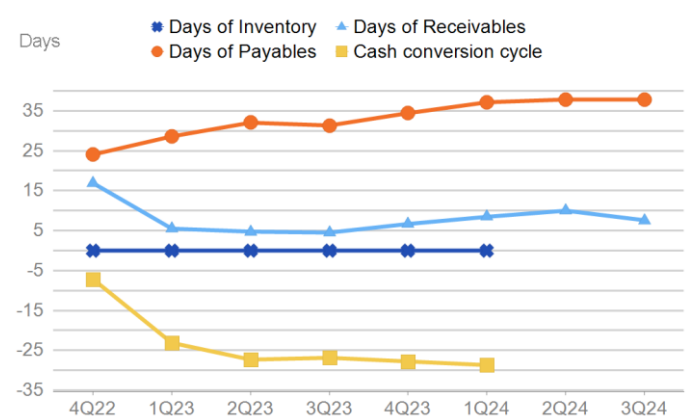
資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：毛利率、營益率、淨利率



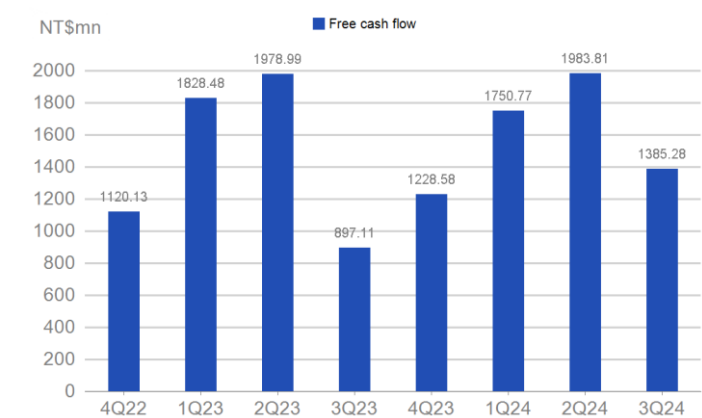
資料來源：CMoney、公司資料

圖 31：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 32：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

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	3,333	2,858	5,389	12,337	14,800
存貨	63	0	0	0	0
應收帳款及票據	2	131	211	1,610	1,440
其他流動資產	86	272	551	454	429
流動資產	3,484	3,261	6,151	14,401	16,668
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,340	1,148	1,042	898	804
無形資產	195	171	149	134	171
其他非流動資產	8,418	9,887	10,701	11,831	14,081
非流動資產	9,954	11,206	11,892	12,863	15,055
資產總額	13,438	14,467	18,043	27,264	31,723
應付帳款及票據	146	368	800	524	397
短期借款	900	800	0	0	0
什項負債	1,922	4,485	5,652	10,252	13,194
流動負債	2,968	5,654	6,452	10,777	13,591
長期借款	1,902	1,807	213	188	194
其他負債及準備	4,798	6,080	7,150	7,030	6,899
長期負債	6,699	7,887	7,363	7,218	7,093
負債總額	9,668	13,541	13,814	17,994	20,683
股本	4,000	4,000	4,490	4,595	4,595
資本公積	2,041	0	990	316	316
保留盈餘	(2,270)	(3,074)	(1,249)	2,921	4,617
什項權益	(0)	0	(2)	1,438	1,512
歸屬母公司之權益	3,770	926	4,229	9,270	11,040
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	3,770	926	4,229	9,270	11,040

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	(2,269)	(2,850)	1,827	3,036	3,353
折舊及攤提	1,467	1,728	1,750	1,798	1,814
本期營運資金變動	38	147	(135)	1,670	(42)
其他營業資產 及負債變動	0	1,635	2,586	--	--
營運活動之現金流量	(1,405)	660	6,028	8,261	6,805
資本支出	(221)	(21)	(94)	(644)	(1,700)
本期長期投資變動	(1)	0	0	0	0
其他資產變動	(287)	(74)	(202)	151	10
投資活動之現金流量	(509)	(95)	(297)	(493)	(1,690)
股本變動	1,200	0	490	105	0
本期負債變動	(1,071)	305	(3,095)	154	(125)
現金增減資	3,000	0	1,451	0	0
支付現金股利	0	--	--	0	(2,527)
其他調整數	(287)	(1,431)	(1,992)	151	10
融資活動之現金流量	1,893	(1,126)	(3,146)	(896)	(2,652)
匯率影響數	148	85	(54)	76	0
本期產生現金流量	127	(475)	2,531	6,948	2,463
自由現金流量	(1,183)	639	5,933	8,905	8,505

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	244	1,315	12,468	16,911	18,396
銷貨成本	(2,695)	(3,693)	(9,031)	(11,539)	(12,657)
營業毛利	(2,450)	(2,378)	3,437	5,373	5,739
營業費用	(329)	(428)	(1,069)	(1,435)	(1,545)
推銷費用	(155)	(204)	(448)	(152)	(615)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(173)	(224)	(621)	(438)	(930)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	(2,779)	(2,806)	2,368	3,938	4,194
利息收入	7	27	134	65	285
利息費用	(36)	(240)	(244)	(2)	(6)
利息收入淨額	(29)	(214)	(109)	64	279
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	100	(582)	(11)	6	(71)
其他業外收入(支出)淨額	14	26	40	(183)	(179)
稅前純益	(2,821)	(3,577)	2,288	3,824	4,223
所得稅費用	552	727	(461)	(788)	(871)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	(2,269)	(2,850)	1,827	3,036	3,353
稅前息前折舊攤銷前淨利	(1,312)	(1,608)	4,282	5,735	6,008
調整後每股盈餘 (NT\$)	(7.19)	(7.12)	4.27	6.61	7.30

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	(87.0)	438.4	848.3	35.6	8.8
營業利益	53.7	--	--	66.3	6.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	167.8	--	--	34.0	4.8
稅後純益	65.5	--	--	66.2	10.4
調整後每股盈餘	--	--	--	54.7	10.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	(10.0)	(180.9)	27.6	31.8	31.2
營業利益率	(11.4)	(213.5)	19.0	23.3	22.8
稅前息前淨利率	(11.4)	(290.3)	16.4	23.3	22.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	(5.4)	(122.3)	34.3	33.9	32.7
稅前純益率	(11.6)	(272.0)	18.4	22.6	23.0
稅後純益率	(9.3)	(216.7)	14.7	18.0	18.2
資產報酬率	(0.2)	(20.4)	11.2	13.4	11.4
股東權益報酬率	(0.6)	(121.4)	70.9	45.0	33.0
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	1,462.3	1463.0	326.7	194.1	187.4
淨負債權益比(%)	(5.7)	(27.1)	(122.4)	(131.1)	(132.3)
利息保障倍數 (倍)	(78.2)	(13.9)	10.4	2442.4	704.7
流動比率 (%)	117.4	57.7	95.3	133.6	122.6
速動比率 (%)	115.3	57.7	95.3	133.6	122.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(213.6)	(251)	(5,176)	(12,149)	(14,606)
調整後每股淨值 (NT\$)	9.4	2.31	9.42	20.17	24.02
評價指標 (倍)					
本益比	--	--	18.1	11.8	10.7
股價自由現金流量比	--	55.9	6.0	4.0	4.2
股價淨值比	8.2	33.6	8.3	3.9	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	8.4	6.2	6.0
股價營收比	127.3	27.2	2.9	2.1	1.9

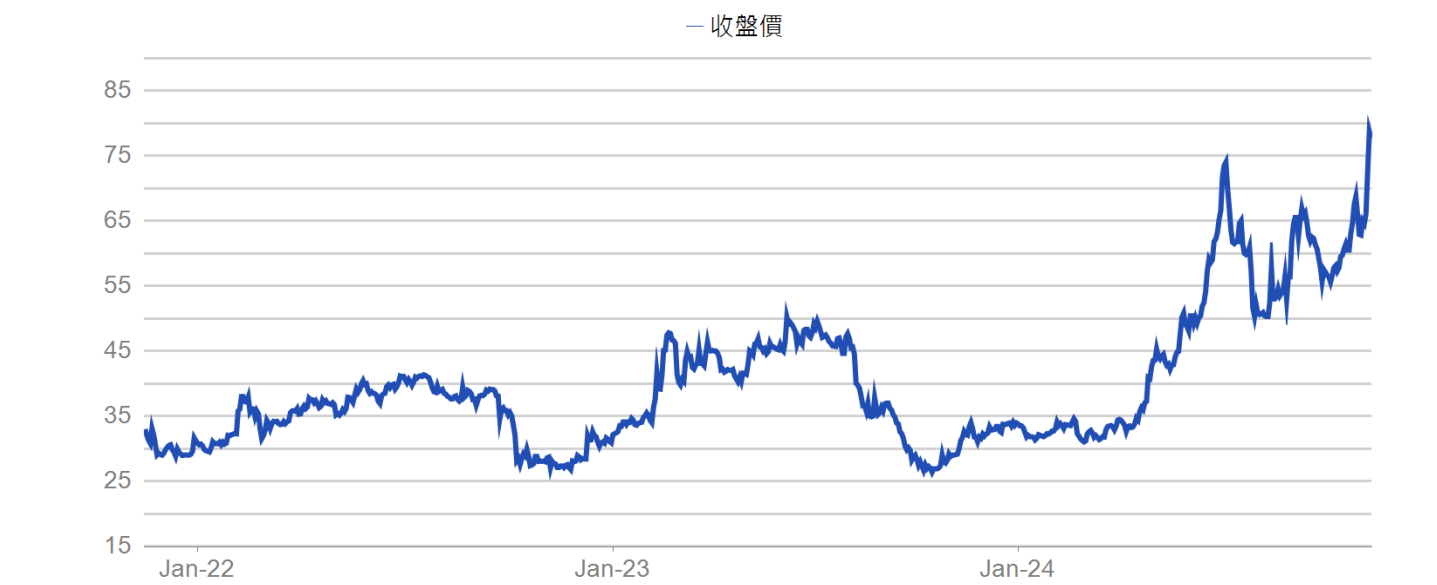
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

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。

台灣虎航-創 (6757 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



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 仁愛路三段 157 號 4 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>.