

研究員：薛雅月 rita.hsueh@capital.com.tw

前日收盤價	40.15 元
目標價	
3 個月	45.00 元
12 個月	45.00 元

長榮航(2618 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

11/12/2024	到價	
05/20/2024	Trading Buy	37.40
01/02/2024	到價	
12/20/2024	Trading Buy	30.10
12/07/2023	Buy	31.45

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	54,004
市值(億元)	2,168
目前每股淨值(元)	21.61
外資持股比(%)	29.83
投信持股比(%)	17.84
董監持股比(%)	14.56
融資餘額(張)	58,283
現金股息配發率(%)	44.89

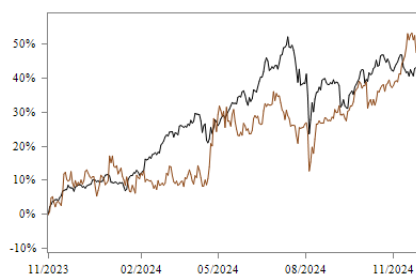
產品組合



■ 客運收入:61.71%
 ■ 貨運收入:27.38%
 ■ 其他:10.91%

股價相對大盤走勢

— 2618 — TWSE



獲利有望維持高檔水準，投資建議給予 Trading Buy。

投資建議：3Q24 獲利高峰已過，然考量公司近年來獲利維持歷史高檔水準，評價具有提升空間，投資建議給予 Trading Buy，目標價 45 元。

燃油價格下跌有利舒緩營運成本壓力：公司 1Q~3Q24 營運成本結構中，燃油成本佔比 33%，為成本最大宗，2H24 以來國際油價下跌有望舒緩營運成本壓力；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。

2024 年獲利有望創新高：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 受惠於貨運價格 QoQ+20.3%、貨運量 QoQ+5.7%，推升貨運營收較上季增長，加上燃油價格回落，長榮航單季稅後獲利 77.88 億元，QoQ+65.27%，稅後 EPS 1.44 元。3Q24 客運量與 2Q24 相當，客運價 QoQ+1.4%，而貨運表現淡季不淡、價量持續增長，QoQ 分別為 4.5%及 5.3%，燃油成本未大幅提升之下，毛利率由 2Q24 的 24.58%攀升至 27.39%，稅後獲利 89.85 億元，QoQ+15.36%，稅後 EPS 1.66 元。4Q24 進入貨運旺季，價量有望進一步走高，客運營收在暑期旺季結束後呈現季減，預估稅後獲利 68.39 億元，稅後 EPS 1.27 元。綜上所述，預估長榮航 2024 年稅後獲利 283.24 億元，YoY+31.16%，稅後 EPS 5.24 元。現金股利方面，假設配息率 40%~50%之下，則以 11/25/2024 收盤價計算，現金殖利率約 5.2%~6.5%。

預估 2025 年稅後 EPS 4.64 元：展望 2025 年，公司預計交付 6 架波音 787 新機，並於 4Q25 新增美洲第 9 個航點(德州達拉斯)；客運方面，預期客運票價將呈緩跌，然仍高於疫情前水準；貨運受惠於 AI 及電商需求暢旺，價量有望維持高檔。預估長榮航 2025 年稅後獲利 250.6 億元，YoY-11.52%，稅後 EPS 4.64 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	219,207	217,118	214,331	53,263	54,058	51,915	55,374	57,160	54,758	53,491	53,019	55,939
營業毛利淨額	52,748	50,034	47,309	11,665	11,096	10,412	13,610	15,654	13,073	12,165	11,393	13,567
營業利益	38,247	34,727	32,197	7,870	7,661	6,654	10,068	12,284	9,240	8,421	7,681	9,651
稅後純益	28,324	25,060	23,533	5,958	5,198	4,712	7,788	8,985	6,839	6,061	5,430	7,014
稅後 EPS(元)	5.24	4.64	4.36	1.10	0.96	0.87	1.44	1.66	1.27	1.12	1.01	1.30
毛利率(%)	24.06%	23.04%	22.07%	21.90%	20.53%	20.05%	24.58%	27.39%	23.87%	22.74%	21.49%	24.25%
營業利益率(%)	17.45%	15.99%	15.02%	14.78%	14.17%	12.82%	18.18%	21.49%	16.87%	15.74%	14.49%	17.25%
稅後純益率(%)	12.92%	11.54%	10.98%	11.19%	9.61%	9.08%	14.06%	15.72%	12.49%	11.33%	10.24%	12.54%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.41%	-0.95%	-1.28%	9.57%	1.49%	-3.96%	6.66%	3.23%	-4.20%	-2.31%	-0.88%	5.51%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	31.16%	-11.52%	-6.10%	0.28%	-12.76%	-9.33%	65.27%	15.36%	-23.89%	-11.37%	-10.41%	29.16%

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。

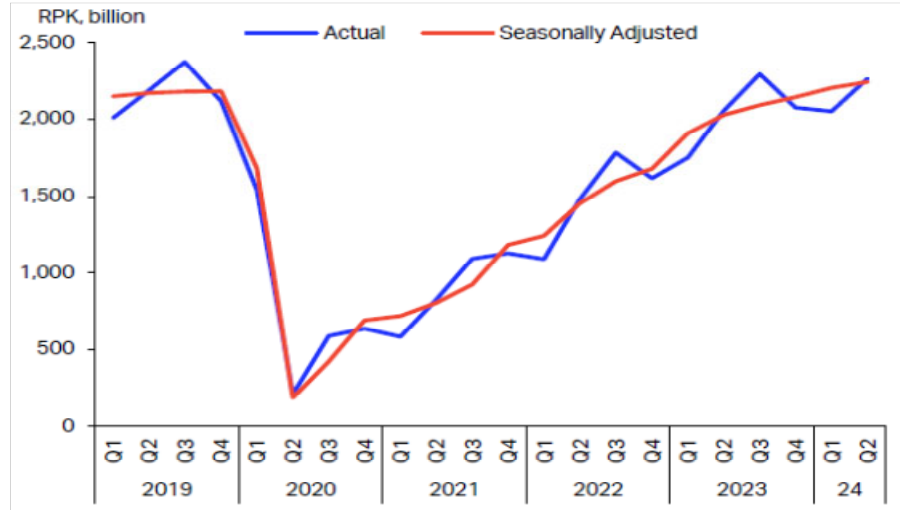
(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫

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。

全球航空客運量以亞太地區成長相對強勁：

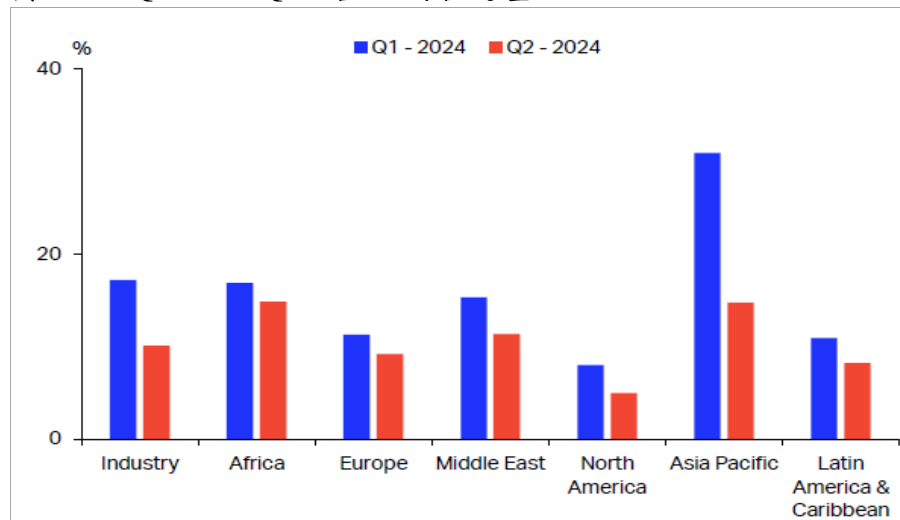
根據 IATA 統計，全球航空客運量於 2024 年恢復至疫情前水準(圖一)，1H24 各主要區域客運量 YoY 以亞太地區成長相對強勁。

圖一、全球各區域航空客運量



資料來源：IATA，群益投顧彙整

圖二、1Q24 及 2Q24 各區域客運量 YoY



資料來源：IATA，群益投顧彙整

機隊規劃：

公司機隊 2024 年底為 84 架，2025 年預計交付 6 架波音 787 廣體客機，整體機隊規模將達 90 架。中長期而言，公司將持續汰舊換新，審慎擴張運能，預計 2026 年之後將陸續引進共約 41 架客機。

燃油價格波動對於公司獲利影響數分析：

公司 1Q~3Q24 營運成本結構中，燃油成本 33%、維修 9%、用人 21%、折舊攤銷 16%、場站 10%、旅客服務 7%及其他 4%。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；若以全年 1,750 萬桶用油量、以及匯

2024 年 11 月 26 日

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

預估 2024 年稅後 EPS 5.24 元：

長榮航 2023 年稅後獲利 215.94 億元，YoY+204.52%，稅後 EPS 4 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 受惠於貨運價格 QoQ+20.3%、貨運量 QoQ+5.7%，推升貨運營收較上季增長，加上燃油價格回落，長榮航單季稅後獲利 77.88 億元，QoQ+65.27%，稅後 EPS 1.44 元。

3Q24 客運量與 2Q24 相當，客運價 QoQ+1.4%，而貨運表現淡季不淡、價量持續增長，QoQ 分別為 4.5%及 5.3%，燃油成本未大幅提升之下，毛利率由 2Q24 的 24.58%攀升至 27.39%，稅後獲利 89.85 億元，QoQ+15.36%，稅後 EPS 1.66 元。

4Q24 進入貨運旺季，價量有望進一步走高，客運營收在暑期旺季結束後呈現季減，預估稅後獲利 68.39 億元，稅後 EPS 1.27 元。

綜上所述，預估長榮航 2024 年稅後獲利 283.24 億元，YoY+31.16%，稅後 EPS 5.24 元。

現金股利方面，假設配息率 40%~50%之下，則以 11/25/2024 收盤價計算，現金殖利率約 5.2%~6.5%。

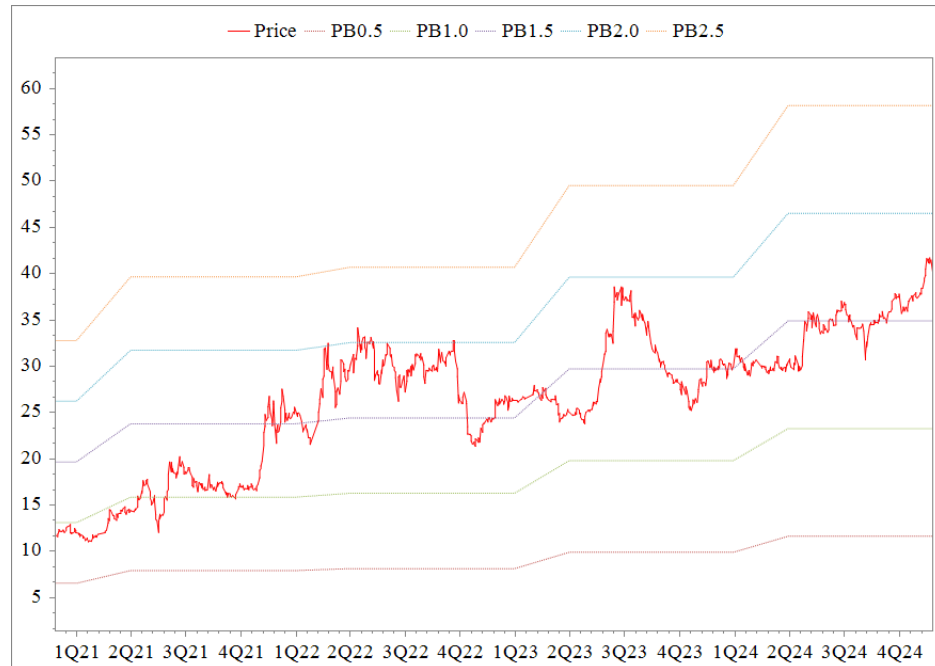
預估 2025 年稅後 EPS 4.64 元：

展望 2025 年，公司 2025 年預計交付 6 架波音 787 新機，並於 4Q25 新增美洲第 9 個航點(德州達拉斯)。客運方面，預期客運票價將呈緩跌，然仍高於疫情前水準；貨運受惠於 AI 及電商需求暢旺，價量有望維持高檔。預估長榮航 2025 年稅後獲利 250.6 億元，YoY-11.52%，稅後 EPS 4.64 元。

投資建議：

投資建議方面，3Q24 獲利高峰已過，然考量公司近年來獲利維持歷史高檔水準，評價具有提升空間，投資建議給予 Trading Buy，目標價 45 元。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	319,532	330,182	431,950	464,497	507,731
流動資產	84,727	86,586	194,449	132,044	190,258
現金及約當現金	67,411	66,805	152,341	102,966	148,776
應收帳款與票據	10,421	11,939	24,696	11,589	24,230
存貨	3,676	4,096	4,113	4,310	4,110
採權益法之投資	2,471	2,626	2,477	4,791	4,426
不動產、廠房設備	123,604	135,812	135,812	135,812	135,812
負債總計	223,292	213,162	294,823	317,038	346,546
流動負債	77,623	86,279	173,615	113,831	164,015
應付帳款及票據	8,530	10,218	8,936	10,199	8,929
非流動負債	145,669	126,884	122,491	203,226	183,821
權益總計	96,240	117,020	137,127	147,459	161,184
普通股股本	53,581	54,004	54,004	54,004	54,004
保留盈餘	20,611	37,590	57,697	68,029	81,754
母公司業主權益	87,937	106,984	125,586	134,445	147,177
負債及權益總計	319,532	330,182	431,950	464,497	507,731

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	63,152	68,205	132,264	16,019	233,856
稅前純益	9,469	28,840	37,375	33,167	30,657
折舊及攤銷	29,498	29,557	29,879	29,607	165,419
營運資金變動	2,903	-249	-14,057	14,173	-13,711
其他營運現金	21,282	10,057	79,067	-60,927	51,491
投資活動現金	958	-21,834	-6,525	-103,508	3,743
資本支出淨額	-2,720	-22,952	-12,400	-10,800	-10,801
長期投資變動	2,492	-187	-71	-71	-71
其他投資現金	1,185	1,304	5,946	-92,637	14,615
籌資活動現金	-44,979	-46,979	-40,202	38,114	-191,789
長借/公司債變動	-27,564	-26,843	-4,392	80,734	-19,405
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-3,163	-4,290	-9,721	-16,201	-10,801
其他籌資現金	-14,252	-15,845	-26,089	-26,420	-161,583
淨現金流量	19,155	-606	85,536	-49,375	45,810
期初現金	48,256	67,411	66,805	152,341	102,966
期末現金	67,411	66,805	152,341	102,966	148,776

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	138,069	200,357	219,207	217,118	214,331
營業成本	118,357	157,080	166,459	167,083	167,022
營業毛利淨額	19,712	43,277	52,748	50,034	47,309
營業費用	9,914	13,711	14,502	15,308	15,111
營業利益	9,798	29,566	38,247	34,727	32,197
EBITDA	41,860	59,520	58,529,592	54,643	50,544
業外收入及支出	-1,231	-3,073	-872	-1,560	-1,540
稅前純益	9,469	28,840	37,375	33,167	30,657
所得稅	1,645	5,737	7,547	6,633	6,131
稅後純益	7,091	21,594	28,324	25,060	23,533
稅後 EPS(元)	1.31	4.00	5.24	4.64	4.36
完全稀釋 EPS**	1.31	4.00	5.24	4.64	4.36

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)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	32.92%	45.11%	9.41%	-0.95%	-1.28%
營業毛利淨額	2.00%	119.55%	21.89%	-5.14%	-5.45%
營業利益	-5.41%	201.76%	29.36%	-9.20%	-7.28%
稅後純益	7.31%	204.52%	31.16%	-11.52%	-6.10%

獲利能力分析(%)

毛利率	14.28%	21.60%	24.06%	23.04%	22.07%
EBITDA(%)	30.32%	29.71%	26700.56%	25.17%	23.58%
營益率	7.10%	14.76%	17.45%	15.99%	15.02%
稅後純益率	5.14%	10.78%	12.92%	11.54%	10.98%
總資產報酬率	2.22%	6.54%	6.56%	5.40%	4.63%
股東權益報酬率	7.37%	18.45%	20.66%	16.99%	14.60%

償債能力檢視

負債比率(%)	69.88%	64.56%	68.25%	68.25%	68.25%
負債/淨值比(%)	232.02%	182.16%	215.00%	215.00%	215.00%
流動比率(%)	109.15%	100.36%	112.00%	116.00%	116.00%

其他比率分析

存貨天數	10.68	9.03	9.00	9.20	9.20
應收帳款天數	27.09	20.37	30.50	30.50	30.50

2024 年 11 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	48,609	53,263	54,058	51,915	55,374	57,160	54,758	53,491	53,019	55,939	54,669	53,408
營業成本	37,317	41,598	42,962	41,504	41,764	41,506	41,685	41,327	41,626	42,371	41,760	41,444
營業毛利淨額	11,292	11,665	11,096	10,412	13,610	15,654	13,073	12,165	11,393	13,567	12,910	11,964
營業費用	3,529	3,795	3,436	3,757	3,541	3,370	3,833	3,744	3,711	3,916	3,936	3,739
營業利益	7,763	7,870	7,661	6,654	10,068	12,284	9,240	8,421	7,681	9,651	8,974	8,225
業外收入及支出	234	181	-780	-174	181	-539	-340	-390	-390	-390	-390	-385
稅前純益	7,997	8,051	6,881	6,481	10,250	11,744	8,900	8,031	7,291	9,261	8,584	7,840
所得稅	1,531	1,632	1,415	1,314	2,030	2,423	1,780	1,606	1,458	1,852	1,717	1,568
稅後純益	5,941	5,958	5,198	4,712	7,788	8,985	6,839	6,061	5,430	7,014	6,555	6,039
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)	1.10	1.10	0.96	0.87	1.44	1.66	1.27	1.12	1.01	1.30	1.21	1.12

獲利能力(%)

毛利率(%)	23.23%	21.90%	20.53%	20.05%	24.58%	27.39%	23.87%	22.74%	21.49%	24.25%	23.61%	22.40%
營業利益率(%)	15.97%	14.78%	14.17%	12.82%	18.18%	21.49%	16.87%	15.74%	14.49%	17.25%	16.41%	15.40%
稅後純益率(%)	12.22%	11.19%	9.61%	9.08%	14.06%	15.72%	12.49%	11.33%	10.24%	12.54%	11.99%	11.31%

QoQ(%)

營業收入淨額	9.42%	9.57%	1.49%	-3.96%	6.66%	3.23%	-4.20%	-2.31%	-0.88%	5.51%	-2.27%	-2.31%
營業利益	23.75%	1.38%	-2.66%	-13.14%	51.31%	22.00%	-24.78%	-8.87%	-8.78%	25.65%	-7.02%	-8.34%
稅前純益	35.28%	0.68%	-14.54%	-5.81%	58.16%	14.58%	-24.22%	-9.77%	-9.20%	27.02%	-7.32%	-8.66%
稅後純益	32.08%	0.28%	-12.76%	-9.33%	65.27%	15.36%	-23.89%	-11.37%	-10.41%	29.16%	-6.53%	-7.88%

YoY(%)

營業收入淨額	45.84%	51.29%	37.06%	16.86%	13.92%	7.32%	1.29%	3.04%	-4.25%	-2.14%	-0.16%	-0.16%
營業利益	214.77%	525.54%	309.94%	6.08%	29.70%	56.08%	20.62%	26.54%	-23.71%	-21.43%	-2.88%	-2.32%
稅前純益	220.42%	325.92%	713.13%	9.64%	28.18%	45.87%	29.35%	23.92%	-28.86%	-21.14%	-3.56%	-2.37%
稅後純益	229.58%	381.73%	640.02%	4.77%	31.09%	50.80%	31.57%	28.61%	-30.27%	-21.94%	-4.14%	-0.37%

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。