

長榮 (2603 TT) Evergreen Marine

運價提前於 2025 年初見高點，淡季效應顯現，短期營運受壓抑

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$225.0

收盤價 (2025/01/10)：NT\$214.0
隱含漲幅：5.1%

營收組成 (2023)

美洲線 43%、歐洲線 32%、亞洲線 13%、其他 12%。

本次報告更新重點

| 項目 | 本次 | 前次 |
|-------------------|---------|--------|
| 評等 | 持有-超越同業 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 225 | 265 |
| 2025年營收 (NT\$/十億) | 460.68 | 493.99 |
| 2025年EPS | 49.9 | 61.1 |

*因應股本變動，調整前次目標價及 EPS 數值

交易資料表

| | |
|------------------------|----------------|
| 市值 | NT\$463,330百萬元 |
| 外資持股比率 | 23.1% |
| 董監持股比率 | 2.7% |
| 調整後每股淨值 (2025F) | NT\$286.09 |
| 負債比 | 34.5% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | 中 (曝險程度共5級) |

簡明損益表 (NT\$百萬元)

| 年初至12月 | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 276,715 | 463,512 | 460,678 | 443,110 |
| 營業利益 | 34,750 | 161,554 | 149,175 | 128,123 |
| 稅後純益 | 35,337 | 135,035 | 107,931 | 94,335 |
| EPS (元) | 16.61 | 62.37 | 49.85 | 43.57 |
| EPS YoY (%) | -89.5 | 275.5 | -20.1 | -12.6 |
| 本益比 (倍) | 12.9 | 3.4 | 4.3 | 4.9 |
| 股價淨值比 (倍) | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| ROE (%) | 7.6 | 24.3 | 18.2 | 14.6 |
| 現金殖利率 (%) | 4.7% | 11.7% | 9.3% | 8.1% |
| 現金股利 (元) | 9.97 | 24.95 | 19.94 | 17.43 |

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

◆ 運價走勢反彈幅度低於預期，預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 19.4%及 4.6%分別至 12.14 元及 62.37 元。

◆ 2025/1/10 運價挫低 8.56%，終止連 6 週反彈，預估 1Q25 及 2025 年稅後 EPS 各下修 25.4%及 18.4%分別至 12.78 元及 49.85 元。

◆ 運價提前於 2025 年初見高點，淡季效應顯現，調降評等至持有，目標價調降至 225 元(2025 年底淨值 286.09 元給予 0.8 倍 PBR 推得)。

預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 19.4%及 4.6%分別至 12.14 元及 62.37 元

4Q24 運價走勢反彈幅度低於預期，長榮 4Q24 營收 1157.56 億元，季減 24.2%，年增 66.1%，低於預期 8.2%，預估毛利率下修 4.5 ppt 至 38.5%，而年底將提列年終獎金，導致費用增加，營益率下修 5.5ppt 至 31.2%，稅後 EPS 下修 19.4%至 12.14 元，季減 57.6%，年增 684.0%。2024 年稅後 EPS 也同步下修 4.6%至 62.37 元。

預估 1Q25 及 2025 年稅後 EPS 各下修 25.4%及 18.4%分別至 12.78 元及 49.85 元

上週 2025/1/10 運價挫低 8.56%至 2290.68 點，終止連 6 週反彈，以歐洲線挫低 14.42%最弱，這波運價提前於 2025/1/3 見到高點，較預期提早 2-3 週，運價疲弱，反映中國農曆年前備貨潮效應減弱，川普就任前規避關稅的搶運潮也淡化。而 1 月下旬到 2 月，中國農曆年假，工廠停工，運價將不可避免地面臨修正壓力，淡季效應浮現。預估 1Q25 營收下修 12.8%至 1140.19 億元，季減 1.5%，年增 28.6%，稅後 EPS 下修 25.4%至 12.78 元，季增 5.3%，年增 59.2%。預估 2025 年營收下修 6.7%至 4606.78 億元，年減 0.6%，毛利率下修 4.4ppt 至 37.1%，稅後 EPS 下修 18.4%至 49.85 元。

運價提前於 2025 年初見高點，淡季效應顯現，短期營運受壓抑

考量：1) 4Q24 運價反彈幅度低於預期，長榮 4Q24/2024 年獲利各下修 19.4%/4.6%，獲利轉趨疲軟。2) 上週 2025/1/10 運價挫低 8.56%，終止連 6 週反彈，淡季效應浮現，運價將步入修正期，削弱長榮營運動能。3) 預估 1Q25/2025 年獲利各下修 25.4%/18.4%等等因素，對長榮短期營運看法轉向保守，投資建議由買進調降至持有-超越同業，PBR 由 0.9 倍調降至 0.8 倍(以 2025 年淨值 286.09 元計算)，目標價由 265 元下調至 225 元。

營運分析

預估 4Q24 及 2024 年稅後 EPS 各下修 19.4%及 4.6%分別至 12.14 元及 62.37 元

長榮 2024 年 12 月營收回升至 381.37 億元，月增 5.7%，年增 61.4%，反映運價止跌回穩，且農曆年前備貨需求提振貨載量增加所貢獻，而累積 4Q24 營收 1157.56 億元(原估 1260.51 億元)，季減 24.2%，年增 66.1%，低於預期 8.2%，由於 4Q24 貨載量將較 3Q24 滑落，且運價於 3Q24 陷入修正的遞延效應顯現，造成 4Q24 營收季減。預估毛利率滑落 14.1ppt 至 38.5%(原估 43%)，較前次下修約 4.5ppt，而年底將提列年終獎金，導致費用增加，營益率滑落 19.3ppt 至 31.2%(原估 36.7%)，較前次下修約 5.5ppt，營業利益下修 22.0%至 360.65 億元(原估 462.05 億元)，季減 53.3%，年增 663.9%，稅後 EPS 下修 19.4%至 12.14 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 15.06 元)，季減 57.6%，年增 684.0%。4Q24 毛利率下修，乃考量 4Q24 運價走勢比預期弱勢，反彈幅度低於預期，壓縮獲利空間。

2024 年營收 4635.12 億元(原估 4738.07 億元)，年增 67.5%，低於預期 2.2%，毛利率下修 1.2ppt 至 38.8%(原估 40%)，營益率下修 1.3ppt 至 34.9%(原估 36.2%)，營業利益下修 5.9%至 1615.54 億元(原估 1716.94 億元)，年增 364.9%，稅後 EPS 下修 4.6%至 62.37 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 65.35 元)，年增 275.5%，年底淨值提升至 255.76 元(原估 258.96 元)。

圖 1：2024 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 | |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 69,691 | 152,789 | 115,756 | -24.2% | 66.1% | 126,051 | 120,386 | -8.2% | -3.8% |
| 營業毛利 | 8,904 | 80,369 | 44,566 | -44.5% | 400.5% | 54,202 | 40,622 | -17.8% | 9.7% |
| 營業利益 | 4,721 | 77,157 | 36,065 | -53.3% | 663.9% | 46,205 | 32,881 | -22.0% | 9.7% |
| 稅前利益 | 6,533 | 81,754 | 38,978 | -52.3% | 496.6% | 48,300 | 34,016 | -19.4% | 14.6% |
| 稅後淨利 | 3,293 | 61,913 | 26,281 | -57.6% | 698.0% | 32,566 | 27,380 | -19.4% | -4.0% |
| 調整後 EPS (元) | 1.55 | 28.60 | 12.14 | -57.6% | 684.0% | 15.06 | 12.65 | -19.4% | -4.0% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | 百分點 | | | |
| 營業毛利率 | 12.8% | 52.6% | 38.5% | -14.1 | 25.7 | 43.0% | 33.7% | -4.5 | 4.8 |
| 營業利益率 | 6.8% | 50.5% | 31.2% | -19.3 | 24.4 | 36.7% | 27.3% | -5.5 | 3.8 |
| 稅後純益率 | 4.7% | 40.5% | 22.7% | -17.8 | 18.0 | 25.8% | 22.7% | -3.1 | 0.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 1Q25/2025 年稅後 EPS 各下修 25.4%/18.4%，分別至 12.78 元及 49.85 元

展望 1Q25，4Q24 年底一波農曆年前備貨潮及川普就任前搶運潮等因素，一度激勵運價上漲，惟上週(2025/1/10)運價大幅下挫，搭配歐洲線運價連 2 週下跌，反映中國農曆年前備貨潮效應減弱，川普就任前規避關稅的搶運潮也淡化，而美西線運價修正，美東碼頭 ILA 不罷工後，失去轉艙效應的影響，運價提前於 2025/1/3 見到波段高點，較原先預期 2025/1/17-1/24 提早 2-3 週，運價比預期疲弱。而進入 1 月下旬到 2 月，中國農曆年假，工廠停工，貨載需求顯著降溫，運價將不可避免地面臨修正壓力，淡季效應將開始浮現，預估 1Q25 營收下修 12.8%至 1140.19 億元(原估 1307.78 億元)，季減 1.5%，年增 28.6%，毛利率下修 5.0ppt 至 38.5%(原估 43.5%)，營益率下修 5.0ppt 至 34.1%(原估 39.1%)，營業利益下修 24.0%至 388.49 億元(原估 510.98 億元)，季增 7.7%，年增 148.2%，稅後 EPS 下修 25.4%至 12.78 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 17.12 元)，季增 5.3%，年增 59.2%。

展望 2025 年，以哈戰爭恐難以在短期內結束，預期紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角的影響仍將延續至 2025 年，可消化過剩運力，維繫運價延續 2024 年的相對高檔水準。惟 1Q25 運價提前 2-3 週見到高點，走勢弱於預期，預估 2025 年營收下修 6.7%至 4606.78 億元(原估 4939.94 億元)，年減 0.6%，毛利率下修 4.4ppt 至 37.1%(原估 41.5%)，營益率下修 4.5ppt 至 32.4%(原估 36.9%)，營業利益下修 18.2%至 1491.75 億元(原估 1824.33 億元)，稅後 EPS 下修 18.4%至 49.85 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 61.10 元)，年減 20.1%，年底淨值提升至 286.09 元(原估 294.34 元)。以現金股利配發率 40%推算，長榮 2025 年配發 2024 年之現金股利可達 24.95 元，換算殖利率高達 11.7%，頗具吸引力，後續可留意長榮的殖利率題材。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

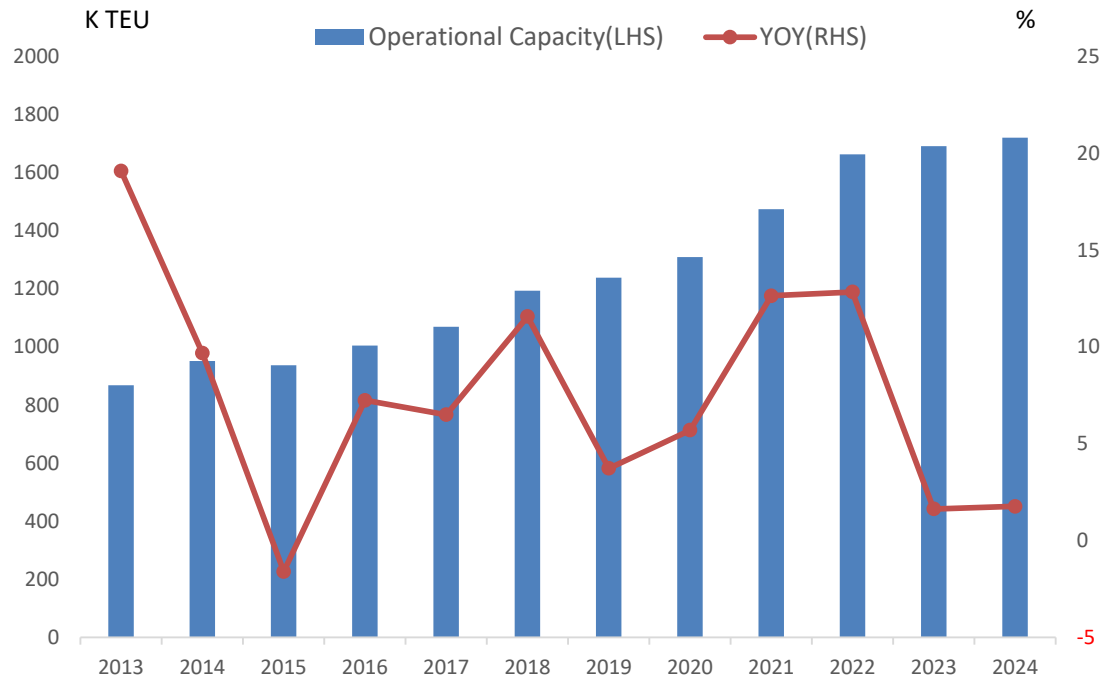
| (百萬元) | 1Q24A | 4Q24F | 1Q25F | 季增率 | 年增率 | 1Q25F | | 預估差異 | |
|-------------|--------|---------|---------|-------|--------|---------|--------|--------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 88,639 | 115,756 | 114,019 | -1.5% | 28.6% | 130,778 | 99,502 | -12.8% | 14.6% |
| 營業毛利 | 18,949 | 44,566 | 43,897 | -1.5% | 131.7% | 56,888 | 32,543 | -22.8% | 34.9% |
| 營業利益 | 15,654 | 36,065 | 38,849 | 7.7% | 148.2% | 51,098 | 26,765 | -24.0% | 45.1% |
| 稅前利益 | 21,047 | 38,978 | 39,459 | 1.2% | 87.5% | 52,989 | 27,669 | -25.4% | 42.6% |
| 稅後淨利 | 17,382 | 26,281 | 27,671 | 5.3% | 59.2% | 37,024 | 23,036 | -25.4% | 20.1% |
| 調整後 EPS (元) | 8.04 | 12.14 | 12.78 | 5.3% | 59.2% | 17.12 | 10.64 | -25.4% | 20.1% |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 21.4% | 38.5% | 38.5% | 0.0 | 17.1 | 43.5% | 32.7% | -5.0 | 5.8 |
| 營業利益率 | 17.7% | 31.2% | 34.1% | 2.9 | 16.4 | 39.1% | 26.9% | -5.0 | 7.2 |
| 稅後純益率 | 19.6% | 22.7% | 24.3% | 1.6 | 4.7 | 28.3% | 23.2% | -4.0 | 1.1 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

長榮為全球第七大航運商

長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮目前總運力達到 169.0 萬 TEU，2023 年運力新增約 1%YoY，全球運力市佔率約 6.1%，為全球第六大航運商。而 2024 年最新資料，長榮進行除拆船汰換舊船，亦有新船下水彌補，運力增至 172 萬 TEU，年增 1.8%，全球運力市占率降至 5.6%，降為全球第七大航運商。至於台灣同業陽明市佔率 2.5%，萬海市佔率 1.7%，德翔市佔率 0.4%。另外長榮參與持股的碼頭共有 16 座，2023 年新增埃及 Abu Qir 及鹿特丹 Euromax 兩座碼頭，各自持股 25%及 20%，另外也自 2023/5/1 開始持有高雄第七櫃中心。

圖 3：長榮運力及 YoY 趨勢圖



資料來源：公司資料、元大投顧

長榮持續有新船投入，運力穩健擴充

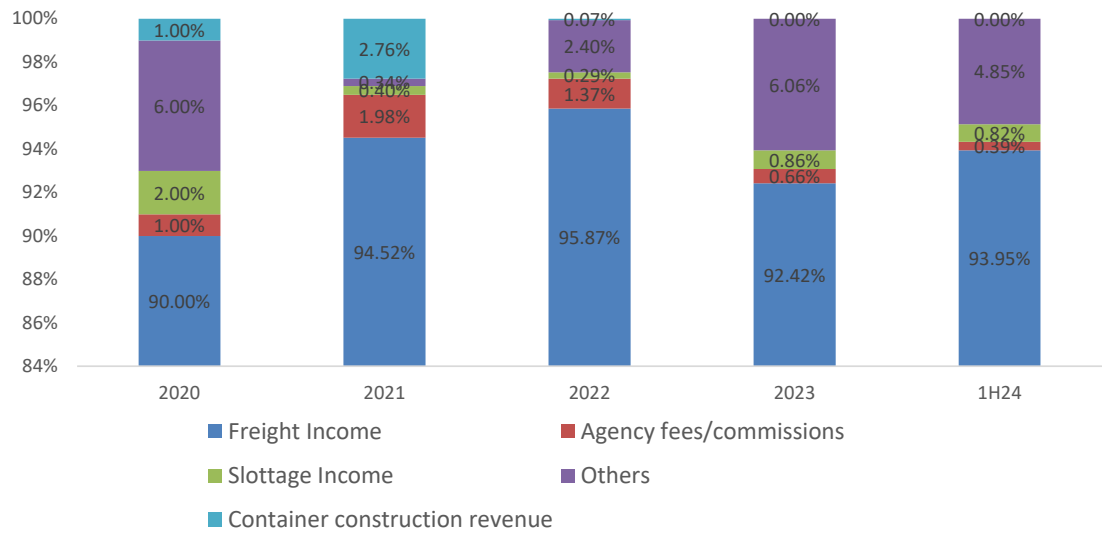
長榮旗下 213 艘船中，自有船 126 艘，租賃船 87 艘，租賃船中有 90% 為長租船。而新造船的資本支出規劃，目前已預定 60 艘新船，其中包含 24 艘甲醇雙能源船，惟此船型無法淨零碳排，僅是過渡船型，造船廠還在研發氨氣或氫氣船，預計未來幾年有機會開發出來進入海運市場。至於未來幾年新交船時程，預計 2024 年將有 23 艘新船投入，預估 2024 年底運力增至 176 萬 TEU，2025 年 20 艘，2025 年底運力增至 191 萬 TEU，2026 年及 2027 年各 8 艘新船，2026 年及 2027 年底運力各增至 203 萬及 217 萬 TEU。

長榮的資本支出多用於船舶、機械設備及貨櫃的採購，2023 年資本支出約 20 多億美元，其中將採購可以追蹤足跡的智能貨櫃，以及運輸裝卸過程是否遭開啟或撞擊的偵測設備，與溫度控制設備等。關於智能貨櫃投資，分為冷凍櫃及乾櫃；冷凍櫃加上 IoT 裝置可即時監測溫度、相對濕度、氣體種類、震動等，可透過系統即時得知貨櫃資訊；乾櫃 IoT 提供安全性，可偵測門的開關及貨櫃移動，避免偷竊或走私情形，也可提供即時位置及陸上運輸狀況；目前 2024 年底至少會有 2.2 萬冷凍櫃及 10 萬乾櫃裝上 IoT，希望第一階段可將 3.9 萬冷凍櫃及 30 萬乾櫃裝上 IoT 裝置。另外長榮持續會進行策略性投資計畫，取得關鍵碼頭的股權，縮短在港時間，提升營運效率，減少燃油消耗及碳排放，除投資埃及 Abu Qir 及鹿特丹 Euromax 兩座碼頭外，也持續對碼頭進行現代化設備投資。

長榮營收集中在美洲線及歐洲線

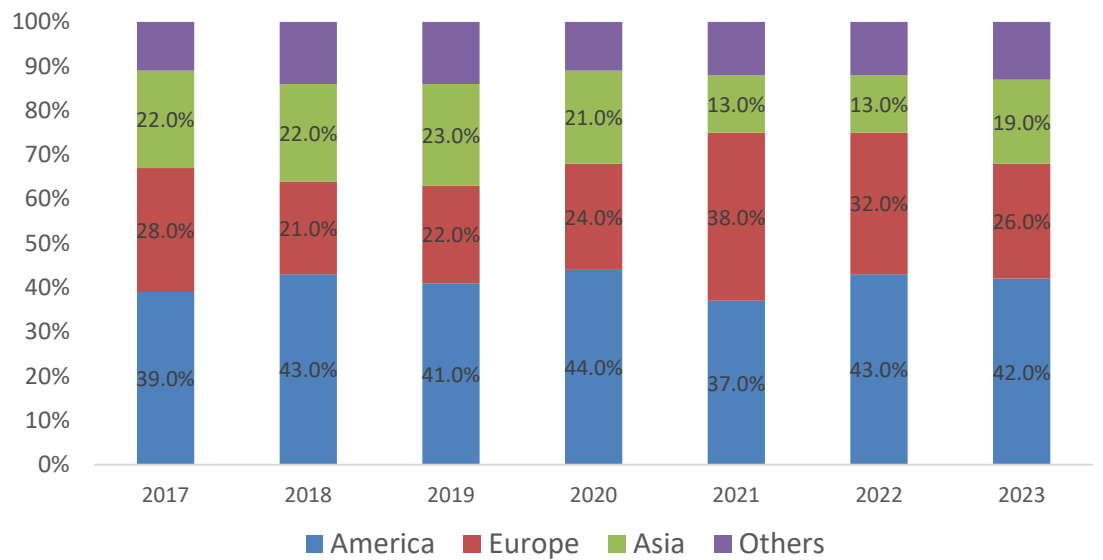
營收結構方面，2023 年貨運收入佔比達 92.42%，為主要營收來源，另外還有船艙租收入佔比 0.86%，代理費及佣金收入佔比 0.66%，以及其他約 6.06%。1H24 貨運收入佔比增至 93.95%，船艙租收入佔比降至 0.82%，代理費及佣金收入佔比降至 0.39%，其他降至 4.85%。而貨運收入中，各航線營收貢獻上，2022 年美洲線佔比 43%，比重最高，其次為歐洲線 32%，亞洲線 13%，其他航線 12%。2023 年美洲線佔比略降至 42%，歐洲線降至 26%，亞洲線提升至 19%，其他航線略增至 13%。營業成本拆解，2023 年港埠費用佔比 34% 最高，內陸運輸及轉船運費 13%，船艙租成本 4%，燃油成本 22%，以及其他 27%。1H24 港埠費用佔比增至 37%，內陸運輸及轉船運費降至 10%，船艙租成本略增至 5%，燃油成本維持 22%，其他降至 26%。

圖 4：長榮營收結構分布圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：長榮各航線營收分布圖

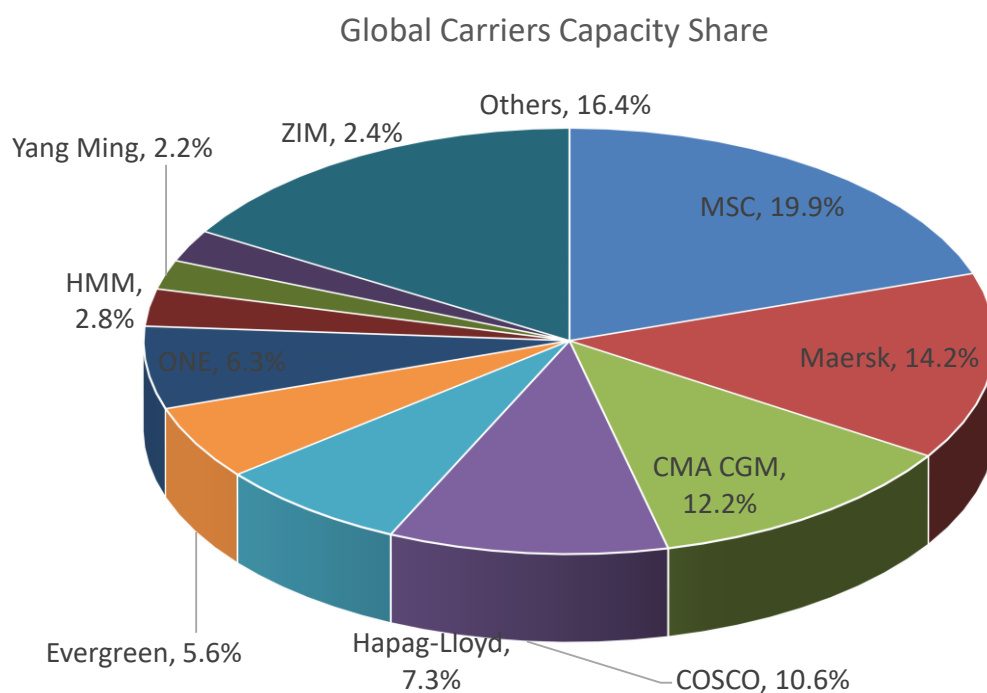


資料來源：公司資料、元大投顧

全球前五大海運公司市佔率 64.2%，市場集中度高

根據研調機構 Alphaliner 統計，2024 年 11 月全球在營的貨櫃船舶共計 7154 艘，總運力達 3113.85 萬 TEU，折合載重達 3.69 億噸，運力成長約 12.2%YoY。近 2 全球貨櫃航商購買新船，擴充運力的趨勢仍延續。其中前五大貨櫃船運公司分別是瑞土地中海航運(MSC)，運力 619.05 萬 TEU，市佔率 19.9%，丹麥馬士基航運(APM-Maersk)，運力 442.24 萬 TEU，市佔率 14.2%，法國達飛(CMA CGM Group)，運力 379.77 萬 TEU，市佔率 12.2%，中國中遠海運(COSCO Group)為第四大，運力 330.01 萬 TEU，市佔率 10.6%，第五大則為德國赫伯羅特(Hapag-Lloyd)，運力 228.08 萬 TEU，市佔率 7.3%。而日本海洋聯網船務(Ocean Network Express，ONE)擴張運力積極，運力提升至 194.93 萬 TUE，市佔率 6.3%，為第六大貨櫃航運商。長榮為第七大貨櫃船運公司，目前運力 174.91 萬 TEU，市佔率 5.6%。全球前五大海運公司的市佔率達 64.2%，前 10 大海運公司市佔率 83.6%，市場集中度高。

圖 6：全球主要航商運力比重分布



資料來源：公司資料、元大投顧

全球目前有三大海運聯盟

另外全球貨櫃船運公司為了降低運輸成本及提高服務品質兩大目標，也相繼組成航運聯盟，可增加掛靠港，拓展物流服務範，通過艙位互換協議，碼頭共用等形式進行聯合經營。航運聯盟優點有兩點：1) 降低成本，如規模經濟及減少資本成本等；2) 增強競爭力，包括增加開船頻率，擴大服務範圍，重新分配過剩資源，減少行業壁壘，降低運價波動及降低市場競爭等。目前全球主要有三大海運聯盟，以 2M 聯盟(成員包括地中海航運及馬士基航運)市佔率達 34.2%最高，而 OCEAN Alliance 聯盟(成員包括長榮、法國達飛、中遠海運及香港東方海外等)市佔率約 38%，THE Alliance 聯盟(成員包括赫伯羅特、日本海洋聯網船務 ONE、韓國現代商船 HMM 及陽明海運等)市佔率約 25%。不過赫伯羅特於 2024/1/17 宣布將於 2025 年 2 月與馬士基航運攜手打造新的長期合作協議 Gemini Cooperation (雙子星聯盟)，退出 THE Alliance，而 2M 聯盟也恐因馬士基退出而解散，全球海運聯盟的市佔率將重新洗牌。至於 THE Alliance 聯盟剩餘成員則組成 Premier Alliance 聯盟，同時與地中海航運與亞洲往返歐洲航線展開換艙合作。全球海運市場展開新的競合格局。長榮所屬的 OCEAN Alliance 於 2024/2/27 宣布聯盟合作期原定於 2027 年結束，將簽約再延長 5 年合作期間至 2032/3/31，並視情況再延長 5 年至 2037 年。相對於其他聯盟成員重組，OCEAN Alliance 的航商延長合作期間，可望穩固長期客戶，擴大市佔率，有利長榮中長期營運表現。

長榮隸屬於海洋聯盟

長榮與法國達飛(CMA CGM)、中遠海運(COSCO)及香港東方海外(OOCL)等海運公司共同組成海洋聯盟(OCEAN Alliance)，於 2017 年 4 月生效。2023 年共合作航線 40 條，包括 9 條泛太平洋美西南航線，4 條泛太平洋美西北航線，8 條美東航線，7 條亞洲至歐洲航線，4 條亞洲至地中海航線，4 條亞洲至中東航線，2 條亞洲至紅海航線，及 2 條泛大西洋航線，總共配置船舶 353 艘，總合作運力接近 462 萬 TEU。而海洋聯盟成功延長合約至 2032 年，選擇權則是到 2037 年，顯示長榮與夥伴合作良好，客戶反應佳；現在物流鏈常會有事件造成不穩、聯盟分分合合，認為長榮所屬的海洋聯盟是現今不確定時代下的穩定因素。

以下回顧 2024 年運價走勢，及 2025 年運價看法。

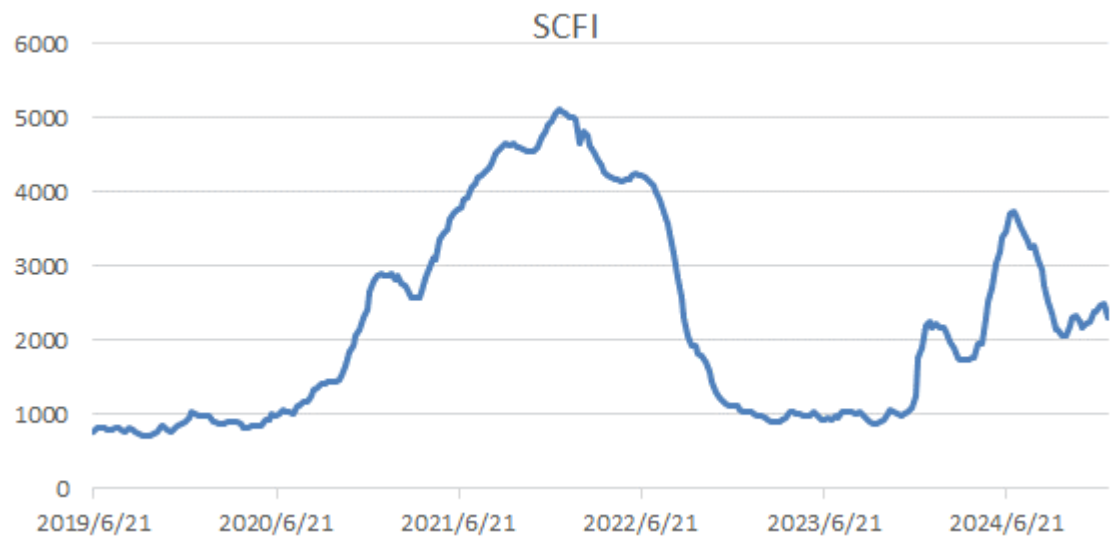
紅海航線中斷，運價於 2023 年底 2024 年初啟動第一波上漲

受胡塞組織攻擊紅海貨櫃船的事件激勵，加上時值 2024 年中國農曆年前，為全球貨物密集出貨的小旺季，推動全球海運運價於 2023 年 12 月開始大漲，SCFI 運價指數一路飆漲至 2024/1/19 當週的最高點 2,239.61 點，連 8 週上揚，波段大漲 125.5%，而歐洲線則於 2024/1/12 當週見高點 3,103 美元，波段大漲 338.9%，地中海線則於 2024/1/19 見高點 4,067 美元，波段大漲 254.6%。另外歐洲線運力吃緊之際，航商調度船舶支援歐洲線，運力排擠效應也造成美西線及美東線運價跟進補漲，一路上漲至 2024/2/2 才見高點，美西線波段大漲 207.6%至 5,005 美元，美東線波段大漲 187.2%至 6,652 美元。

2024 年 2 月至 4 月運價進入淡季修正期

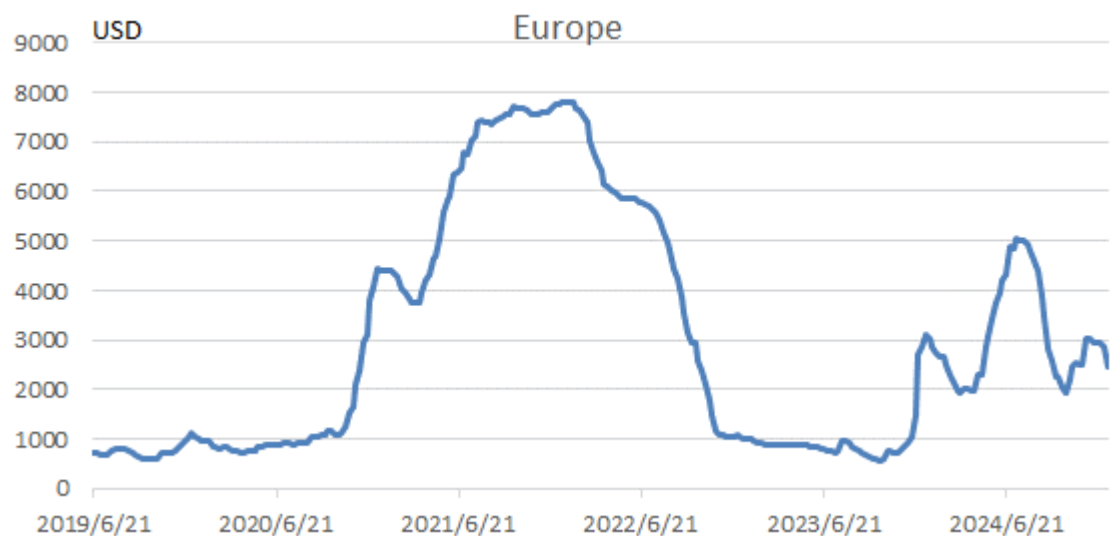
隨著中國農曆年假開始，工廠停工，貨載需求減少，進入傳統淡季，SCFI 運價指數及各航線運價自 2024 年 1 月底 2 月初陸續修正，直到 SCFI 指數於 2024/3/29 當週小跌 0.1%至波段低點 1730.98 點，自年初高點修正幅度達 22.7%，歐洲線於當週則反彈 2.6%至 1994 美元，終止連 10 週下跌，地中海線更反彈 4.23%至 3009 美元，終止連 9 週下跌。至於美西線及美東線則再延遲 3 週時間至 2024/4/19 當週各跌至 3175 美元及 4071 美元才見落底。自年初高點計算，SCFI 指數最大跌幅為 22.7%，歐洲線及地中海線運價最大跌幅各為 37.4%及 29.0%，美西線及美東線最大修正幅度達 44.6%及 40.9%。

圖 7：SCFI 運價指數走勢圖



資料來源：SCFI，元大投顧整理

圖 8：歐洲線運價走勢圖



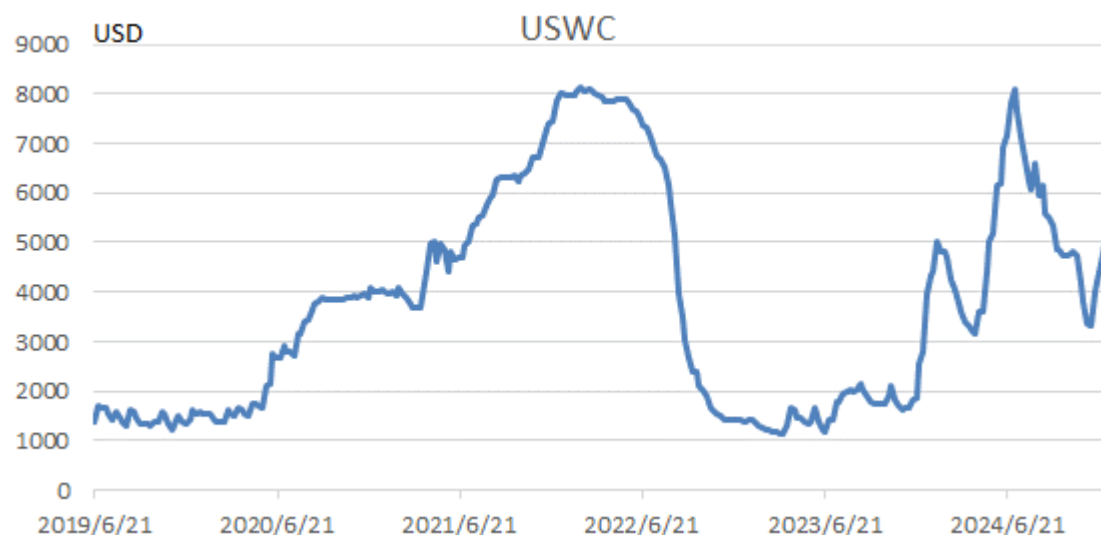
資料來源：SCFI，元大投顧整理

2024 年 5 月至 6 月運價進入第二波大漲階段

而 2024/4/26 當週 SCFI 運價指數勁揚 9.7%至 1940.63 點，連 4 週上漲，以歐洲線大漲 16.7%最強，美西線上漲 13.5%，美東線上漲 14.5%，地中海線上漲 6.1%，也掀起運價於 5 月至 6 月一波飆漲行情，直至 2024/7/5 當週的波段高點 3733.8 點，連 14 週上漲，波段漲幅達 115.7%，至於各航線表現，以美西線大漲 192%至 8103 美元最強勢，距離疫情期間的高點 8117 美元，僅差 0.2%，而美東線上漲 153%至 9945 美元，距離疫情期間高點約 20.4%，歐洲線上漲 151.2%至 5051 美元，距離疫情期間高點約 60.5%，地中海線上漲 88.2%至 5432 美元，距離疫情期間高點 38.7%。整體而言，這波運價飆漲，以美西線最為強勢，美東線及歐洲線次之，地中海線漲幅相對落後。

這一波運價上漲的速度及幅度超過 2020-2021 年疫情期間以及 2024 年初的漲幅表現，飆漲行情的原因，包括先前淡季運價修正階段，貨載需求疲弱，航商於 4 月啟動縮班減艙調整，而先前繞道好望角，船期拉長，加以歐洲塞港，貨櫃回流亞洲的時間拉長，造成亞洲開始面臨缺櫃問題，運力供給轉趨緊俏，需求面，歐美經濟復甦，客戶回補庫存的貨載需求轉強，且繞道好望角，船期拉長也使得歐美零售商建立安全庫存的意願提升，另外美國及歐盟相繼對中國商品加徵關稅，零售商規避關稅的提前出貨潮隨之爆發等諸多因素疊加，進一步推升貨載需求，運力供需逆轉。

圖 9：美西線運價走勢圖



資料來源：SCFI，元大投顧整理

2024 年 7 月運價見高點，3Q24 再次陷入修正期

不過這波運價飆漲於 2024/7/5 見高點後反轉回跌，8/9 當週 SCFI 運價下跌 2.4%至 3253.89 點，其中以地中海線下跌 5.3%至 4733 美元最弱，美西線跌 2.8%至 6068 美元，美東線跌 2.8%至 9083 美元，歐洲線跌 2.5%至 4786 美元。而 SCFI 運價則是連 5 週滑落，波段跌幅達 12.9%，其中以美西線波段下跌 25.1%最弱，地中海線下跌 12.9%，美東線下跌 8.7%，歐洲線下跌 5.3%，表現相對平穩。7 月以來運價修正，係反映 4 月底 5 月初運價起漲時從亞洲出航到歐洲或美國的貨櫃船陸續回航亞洲，各航商預定的新船也陸續下水開始運作，運力供給增加，特別是先前美西線運價大漲 192%，吸引多家航商優先投入新船搶佔美西線的貨載市場，另一方面，傳統第三季旺季貨載亦有提早出貨的跡象，提前透支需求，加上先前運價過高，部分貨主不願追高搶出貨，態度轉向觀望，7 月及 8 月需求不如原先預期樂觀，造成運價回跌修正。

SCFI 運價一度於 2024/8/16 當週意外反彈，上漲 0.8%至 3281.36 點，終止 7 月初以來的連 5 週滑落格局，其中美西線大漲 8.5%至 6581 美元，美東線上漲 2.4%至 9297 美元，表現較佳，不過歐洲線續跌 3.7%至 4610 美元，地中海線下跌 1.9%至 4645 美元，延續跌勢。美西線及美東線運價反彈，乃加拿大鐵路工人宣稱將罷工，美東碼頭工人薪資合約談判也將至，亦有採取罷工動作以尋求調漲薪資的談判手段，搭配部分航商宣稱採取調控艙位模式，調漲美西線及美東線運價等因素所致。惟 8 月下旬至 9 月以來，美西線新船下水的新增運力多，歐洲線返航回亞洲的船班也增多，但整體貨載需求偏淡，造成運價反彈後仍呈現跌勢，3Q24 運價處於修正期。

航商縮班減艙，2024 年 10 月中運價落底，搭配年底貨載需求轉強提振運價回升

這一波運價修正，一路跌至 10 月中才落底回穩。2024/10/18 當週 SCFI 運價小跌 0.02%至 2062.15 點，幾乎持平，其中歐洲線續跌 4.4%至 1950 美元，地中海線下跌 2.4%至 2312 美元，連 15 週滑落，美東線更是挫低 10.5%至 4969 美元，不過美西線僅小跌 0.1%至 4726 美元，同為連 9 週下跌。而波斯灣航線勁揚 21.0%，澳洲航線上漲 3.0%，搭配東南亞航線上漲 8.0%，抵銷歐美航線跌幅，維繫 SCFI 運價表現。而 2024/10/25 當週則迎來運價全面反彈的格局，SCFI 運價大漲 6.0%至 2185.33 點，以歐洲線勁揚 14.2%至 2226 美元，終止連 14 週下跌，地中海線也大漲 10.5%至 2555 美元，終止連 15 週下跌。至於美東線上漲 2.6%至 5099 美元，美西線上漲 1.2%至 4783 美元，雙雙終止連 9 週下跌。進入 11 月，運價延續漲勢，2024/11/8 當週運價上漲 1.2%至 2331.58 點，連 3 週上揚，以歐洲線上漲 4.1%至 2541 美元，地中海線上漲 5.1%至 3055 美元領漲較強，美東線小漲 0.4%至 5281 美元，美西線則下跌 2.0%至 4729 美元較弱。

10 月中以來運價連 3 週反彈，反映航商透過縮班減艙，調整運力，搭配十一長假後，中國工廠復工，出貨恢復正常，貨載需求增溫，供需結構轉好，提振運價。11 月中運價一度連 2 週回檔，惟在中國農曆年假前，歐美貨主備貨需求轉強，加上川普勝選，加徵關稅預期心理，引發貨主搶運潮，進一步推動運價連 6 週上漲至 2025/1/3 的波段高點 2505.17 點，與 2024 年 10 月中低點相比，波段漲幅約 21.48%，其中以地中海線波動大漲 62.07%最強，其次歐洲線波段大漲 46.21%，美東線上漲 29.16%，美西線小漲 5.73%，漲幅相對落後。

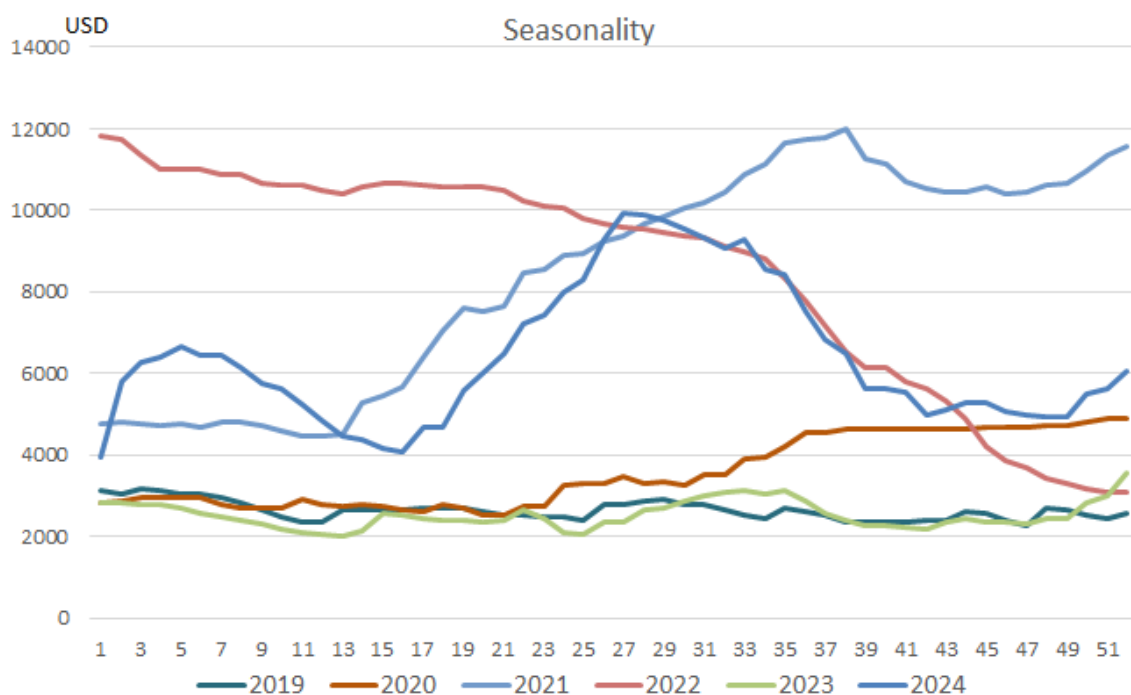
被貨潮及搶運潮效應減弱，運價提前 2-3 週於 2025/1/3 見到高點

上週(2025/1/10)SCFI 運價挫低 8.56%至 2290.68 點，終止連 6 週反彈，以歐洲線挫低 14.42%至 2440 美元最弱，地中海線也大跌 7.21%至 3477 美元，同為連 2 週滑落。美西線下跌 6.3%至 4682 美元，美東線下跌 2.94%至 6229 美元，同為終止連 4 週上漲。上週運價大幅下挫，搭配歐洲線運價連 2 週下跌，反映中國農曆年前備貨潮效應減弱，川普就任前規避關稅的搶運潮也淡化，而美西線運價修正，美東碼頭 ILA 不罷工後，失去轉艙效應的影響。運價提前於 2025/1/3 見到波段高點，較原先預估高點落在 2025/1/17-1/24 之預估提早 2-3 週。

ILA 及 USMX 達成新的臨時性協議，美東碼頭不會罷工

ILA 及 USMX 達成新的 6 年總合約的臨時性協議，雙方均同意在協議批准之前，現有合約將持續有效，而 ILA 將不會罷工。協議內容保護 ILA 目前的就業機會，並建立引進技術架構，以創造更多就業機會，讓美國東岸及墨西哥沿岸的港口現代化，以及讓供應鏈更為強韌。協議細節暫不公布，由 ILA 成 USMX 成員審查及批准最後文件。

圖 10：近 6 年各年度 SCFI 運價指數走勢圖

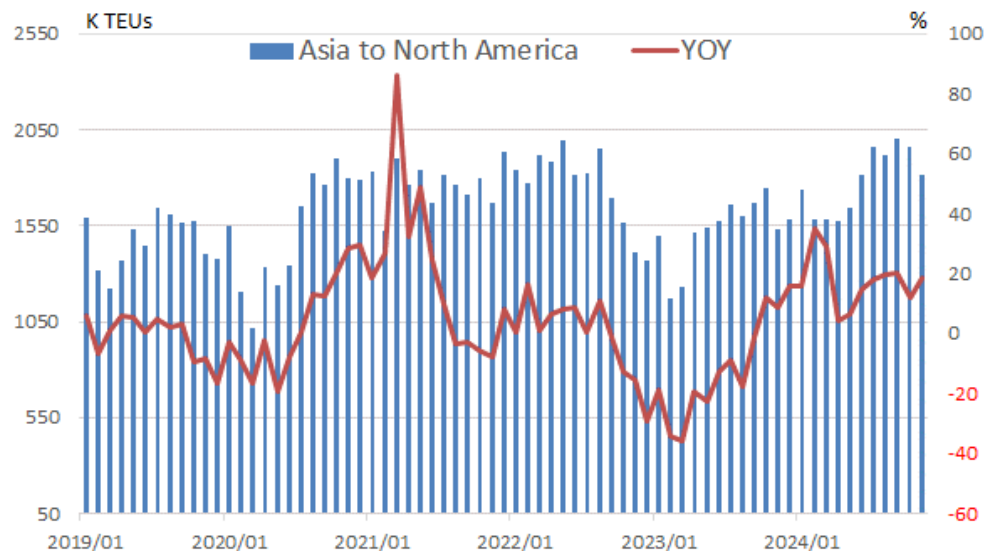


資料來源：SCFI，元大投顧整理

2024 年全球貨櫃運輸量顯著復甦

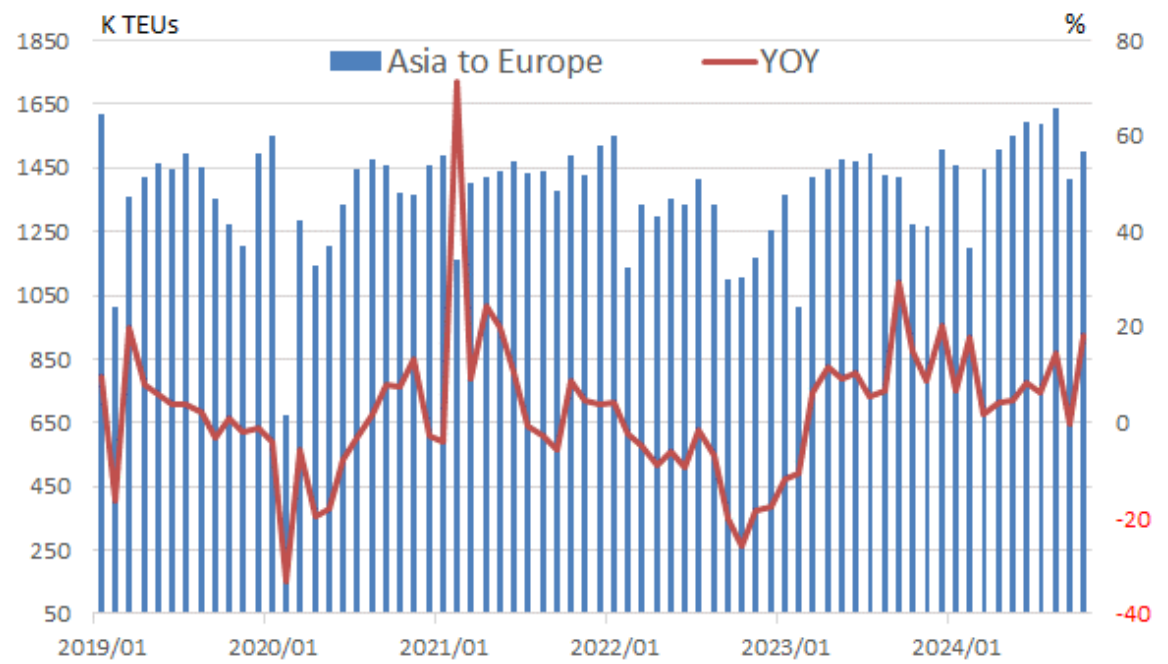
接下來我們觀察日本海事中心企劃研究部的進出口港貨櫃統計資料，由日本的貨櫃箱裝載量一窺全球貨櫃運輸的表現及淡旺季軌跡。2024 年以來，全球貨櫃運輸量顯著復甦，2024 年 11 月自亞洲到北美的貨櫃運輸量最新數據為 181.68 萬 TEU，年增 18.7%，累積前 11 個月運輸量達 1959.07 萬 TEU，年增 17.1%，遠優於 2023 年全年貨櫃運輸量年減 12.8%之表現，動能亮麗。至於 2024 年 10 月自亞洲到歐洲的貨櫃運輸量為 150.26 萬 TEU，年增 18.2%，累積前 10 個月運輸量達 1489.23 萬 TEU，年增 7.9%，超過 2023 年全年貨櫃運輸量年增 7.8%之表現，亞洲往歐洲的貨載運輸表現平穩。至於亞洲區域內的貨櫃運輸量，2024 年 10 月最新數據為 428.71 萬 TEU，年增 2.2%，累積前 10 個月運輸量為 3935.57 萬 TEU，年增 3.0%，優於 2023 年全年貨櫃運輸量年減 1.5%之表現。

圖 11：亞洲到北美的貨櫃運輸量及 YOY



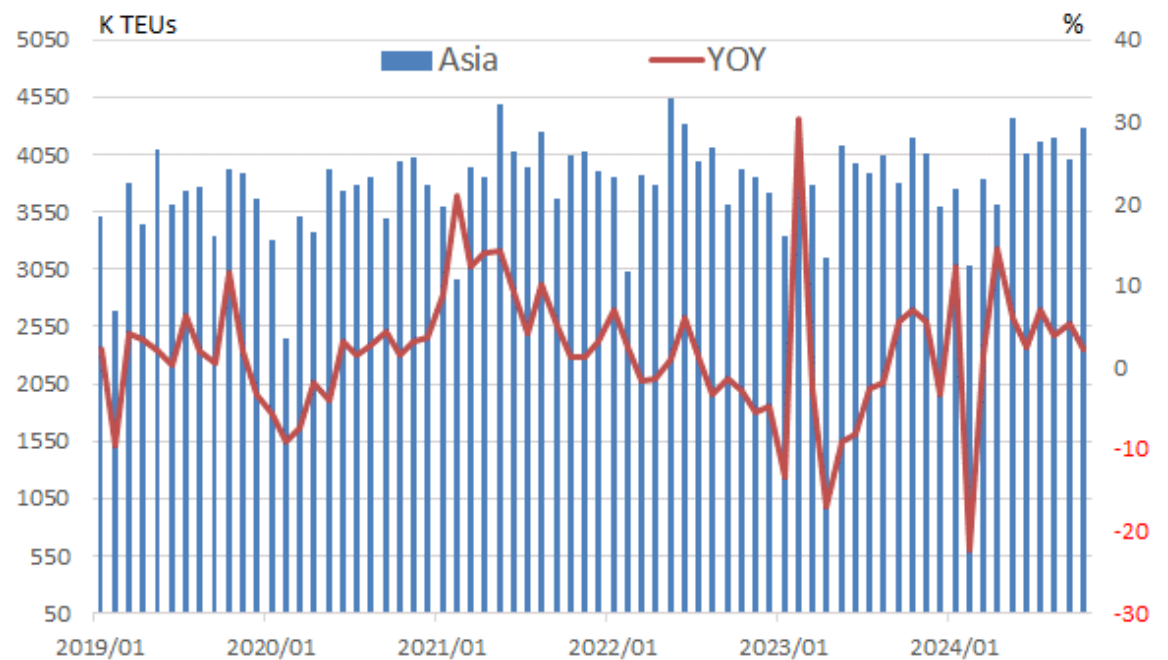
資料來源：元大投顧整理

圖 12：亞洲到歐洲的貨櫃運輸量及 YOY



資料來源：元大投顧整理

圖 13：亞洲區域內貨櫃運輸量及 YOY

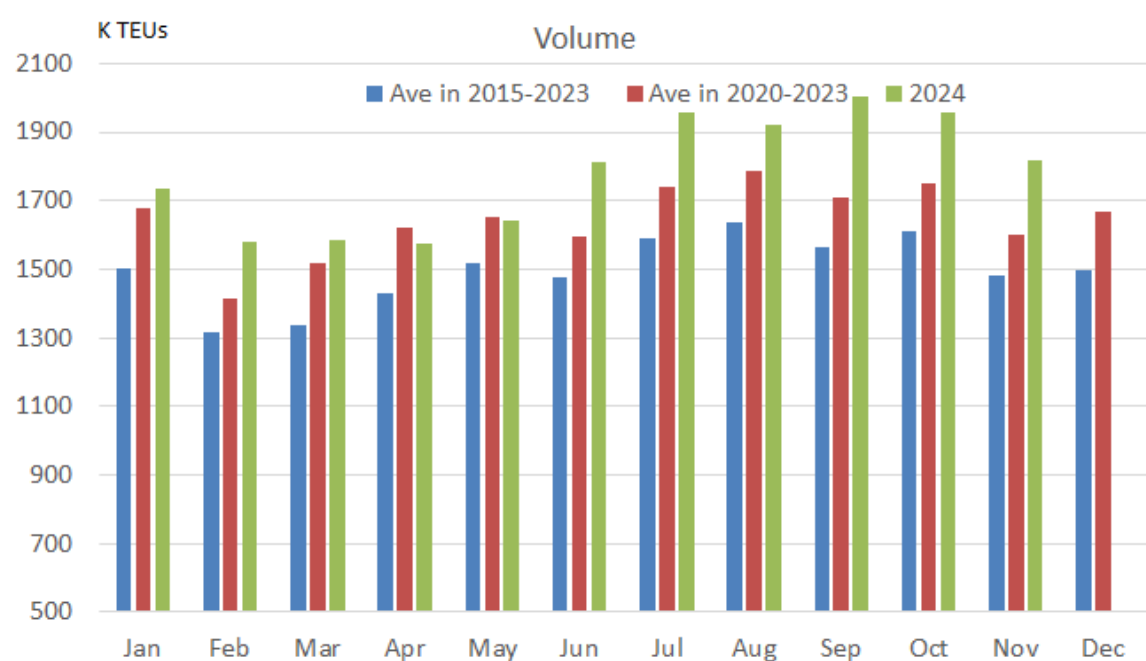


資料來源：元大投顧整理

每年年內各月貨櫃運輸量淡旺季顯著

接下來再分析各年度內，每月貨櫃運輸量之表現，取樣資料為 2015 年至 2023 年的每月平均資料，以及 2024 年部分月份資料。亞洲到北美的貨櫃運輸量，在每年 2 月至 3 月期間處於全年低點，是傳統的貨載淡季，乃因中國農曆年期間，工廠處於休長假階段，生產量減少，相對應貨櫃運輸量也減少。而中國農曆年後，隨著工廠陸續恢復生產，產量提高，貨載需求也逐步提升，而因應美國 8 月至 9 月的返校需求，及年底 11 月至 12 月感恩節及耶誕節的消費旺季，美國通路商均需提前備貨因應年底旺季需求，因此貨載需求通常一路走高至 8 月見高點後，才逐步降溫到 11 月。隨著中國農曆年普遍落在 2 月，美國通路商需建置安全庫存，趕在中國農曆年前下單生產備貨，因此每年 12 月到隔年 1 月還有一波貨載出貨旺季。整體而言，每年貨載淡季落在 2 月至 3 月間及 11 月，貨載高峰則落在每年 7 月至 8 月及 12 月至隔年 1 月。

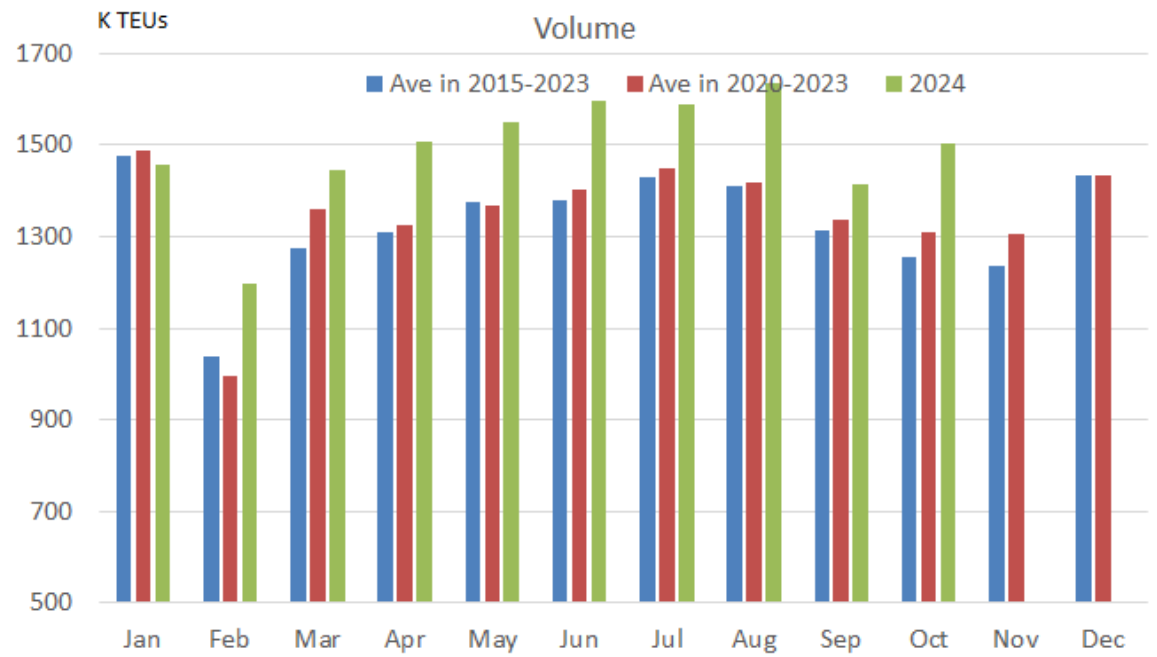
圖 14：亞洲到北美各年度每月貨櫃運輸量淡旺趨勢圖



資料來源：元大投顧整理

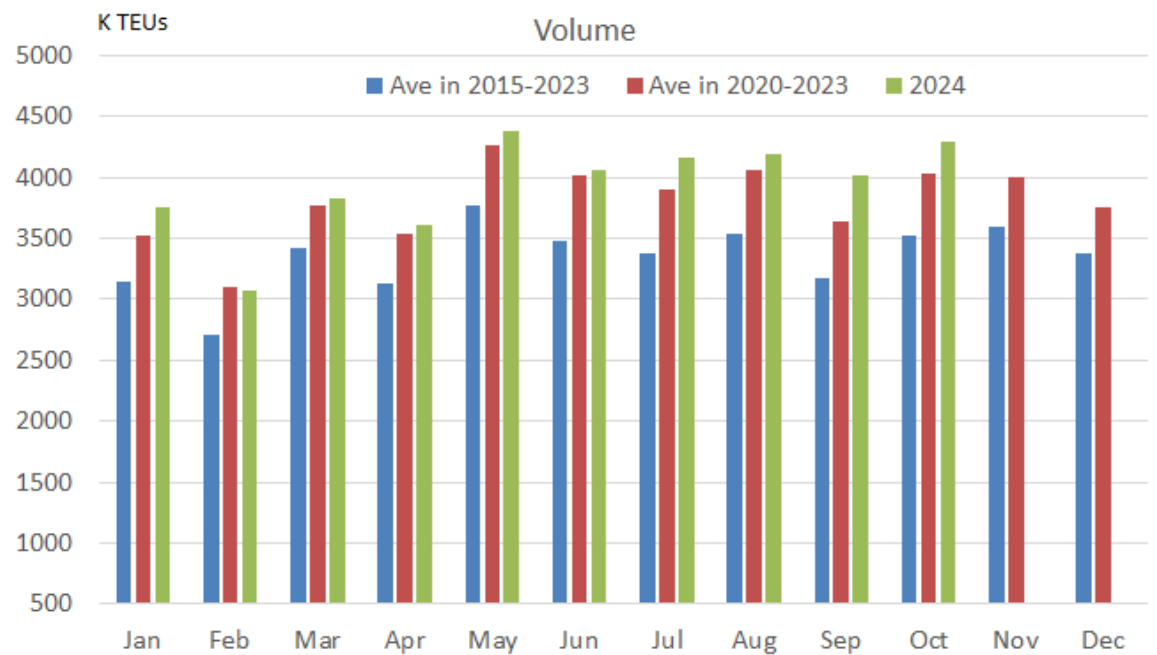
觀察亞洲到歐洲各年度內，每月貨櫃運輸量之表現，亦有類似亞洲到北美每週每月貨櫃運輸量的類似特徵，每年 2 月為貨載量最淡的月份，3 月開始貨載量逐步提升至 7 月見高點，8 月開始漸趨滑落至 11 月，年底 12 月至隔年 1 月又有另一波的貨載需求提升。至於亞洲區域內的各年度每月貨載運輸量的淡旺季循環略有差異，每年 2 月一樣是最淡季，而貨載需求於 3 月提高後，約在 5 月就會見到高峰，較歐美的旺季高峰提前約 2-3 個月，之後緩步降溫到每年 9 月，隨後的 10 月 11 月再回升，每年的貨載量淡旺季略與亞洲到北美，亞洲到歐洲有所差異。

圖 15：亞洲到歐洲各年度每月貨櫃運輸量淡旺趨勢圖



資料來源：元大投顧整理

圖 16：亞洲區域內各年度每月貨櫃運輸量淡旺趨勢圖



資料來源：元大投顧整理

紅海危機可紓解 2024 年至 2025 年運力供給過剩之結構

依據三大研調機構預估 2024 年全球海運市場供需狀況，整體結論為供過於求，其中 Clarksons 預估 2024 年全球運力成長 8.0%YoY，但需求成長 5.5%YoY，供過於求約 2.5%，Drewry 預估 2024 年全球運力成長 9.9%，需求成長 3.9%，供過於求約 6.0%。至於 Alphaliner 預估 2024 年運力成長 9.8%，需求成長 3.0%，供過於求 6.8%。至於 2025 年供需格局看法，Clarksons 預估 2025 年全球運力成長降至 4.6%YoY，需求成長 0.8%YoY，供過於求約 3.8%，而 Drewry 預估 2025 年全球運力成長降至 4.4%，需求成長 2.3%，供過於求約 2.1%。至於 Alphaliner 預估 2025 年運力成長 5.1%，需求成長 2.5%，供過於求 2.6%，新增運力供給將趨緩，需求仍維持溫和成長，整體供過於求幅度有機會收斂。

圖 17：全球 2024 年運力供給與需求成長預估

| Institute | YOY | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Alphaliner | Supply | 2.90% | 4.50% | 4.10% | 8.10% | 9.80% | 5.10% |
| | Demand | -0.70% | 6.70% | 0.10% | -0.30% | 3.00% | 2.50% |
| Clarksons | Supply | 2.90% | 3.70% | 4.00% | 8.00% | 8.00% | 4.60% |
| | Demand | -1.20% | 6.80% | -5.10% | 1.60% | 5.50% | 0.80% |
| Drewry | Supply | 3.00% | 4.50% | 4.20% | 8.10% | 9.90% | 4.40% |
| | Demand | -1.20% | 7.10% | 0.50% | 0.70% | 3.90% | 2.30% |

資料來源：Alphaliner、Clarksons、Drewry、長榮、元大投顧整理

中國農曆年假的淡季效應，1Q25 運價步入修正階段

上周(2025/1/10)運價大幅回檔，反映中國農曆年前備貨潮效應減弱，川普就任前規避關稅的搶運潮也淡化，以及美東碼頭 ILA 不罷工等利空因素，運價提前於 2025/1/3 見到波段高點，較原先預期 2025/1/17-1/24 提早 2-3 週。而進入 1 月下旬到 2 月，中國農曆年假，工廠停工，貨載需求量顯著降溫，運價將不可避免地面臨修正壓力，長榮等貨櫃航商的淡季效應將開始浮現，看法轉向保守。而依據過去經驗，往年第一季淡季 SCFI 運價修正，平均修正期間約 9.23 週，平均修正幅度約 21.12%，推估上半年運價波段低點有機會落在開年第 10 週至第 11 週，約落在 3 月中旬前後。

圖 18：往年第一季淡季修正幅度及修正期間(平均修正幅度及期間則為 2013 年至 2024 年之平均數)

| Year | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | Average |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| SCFI | -24.56 | -26.82 | -24.81 | -14.82 | -10.89 | -14.89 | -14.57 | -22.71 | -21.12 |
| correction duration | 9 | 7 | 9 | 9 | 10 | 12 | 9 | 10 | 9.23 |

資料來源：元大投顧整理

展望 2025 年，以哈戰爭恐難以在短期內結束，預期紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角的影響仍將延續，可消化過剩運力，搭配全球貿易溫和復甦，可維繫運價維持 2024 年的偏高檔水準，貨櫃航商 2025 年獲利仍可正向看待，建議可於 3 月中旬前後的運價落底期間，再逢低尋找買點，布局每年第二季到第三季的貨櫃航運旺季效應題材。

運價提前於 2025 年初見高點，淡季效應顯現，調降評等至持有

長榮 2024 年營收 4635.12 億元(原估 4738.07 億元)，年增 67.5%，低於預期 2.2%，毛利率下修 1.2ppt 至 38.8%(原估 40%)，營益率下修 1.3ppt 至 34.9%(原估 36.2%)，營業利益下修 5.9%至 1615.54 億元(原估 1716.94 億元)，年增 364.9%，稅後 EPS 下修 4.6%至 62.37 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 65.35 元)，年增 275.5%，年底淨值提升至 255.76 元(原估 258.96 元)。

展望 2025 年，以哈戰爭恐難以在短期內結束，預期紅海危機造成貨櫃航商繞道好望角的影響仍將延續至 2025 年，可消化過剩運力，維繫運價延續 2024 年的相對高檔水準。惟 1Q25 運價提前 2-3 週見到高點，走勢弱於預期，預估 2025 年營收下修 6.7%至 4606.78 億元(原估 4939.94 億元)，年減 0.6%，毛利率下修 4.4ppt 至 37.1%(原估 41.5%)，營益率下修 4.5ppt 至 32.4%(原估 36.9%)，營業利益下修 18.2%至 1491.75 億元(原估 1824.33 億元)，稅後 EPS 下修 18.4%至 49.85 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 61.10 元)，年減 20.1%，年底淨值提升至 286.09 元(原估 294.34 元)。以現金股利配發率 40%推算，長榮 2025 年配發 2024 年之現金股利可達 24.95 元，換算殖利率高達 11.7%，頗具吸引力，後續可留意長榮的殖利率題材。

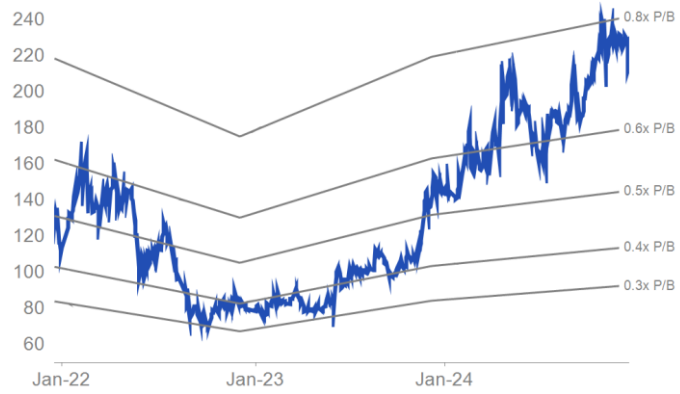
考量:1) 4Q24 運價走勢反彈幅度低於預期，長榮 4Q24 營收 1157.56 億元，季減 24.2%，年增 66.1%，低於預期 8.2%，預估毛利率下修 4.5ppt 至 38.5%，而年底將提列年終獎金，導致費用增加，營益率下修 5.5ppt 至 31.2%，稅後 EPS 下修 19.4%至 12.14 元，季減 57.6%，年增 684.0%。2024 年稅後 EPS 也同步下修 4.6%至 62.37 元。2) 上週 2025/1/10 運價挫低 8.56%至 2290.68 點，終止連 6 週反彈，以歐洲線挫低 14.42%最弱，這波運價提前於 2025/1/3 見到高點，較預期提早 2-3 週，運價疲弱。而 1 月下旬到 2 月，中國農曆年假，工廠停工，運價將不可避免地面臨修正壓力，淡季效應浮現。3) 預估 1Q25 營收下修 12.8%至 1140.19 億元，季減 1.5%，年增 28.6%，稅後 EPS 下修 25.4%至 12.78 元，季增 5.3%，年增 59.2%。預估 2025 年稅後 EPS 下修 18.4%至 49.85 元等因素，對長榮短期營運看法轉向保守，投資建議由買進調降至持有-超越同業，PBR 由 0.9 倍調降至 0.8 倍(以 2025 年淨值 286.09 元計算)，目標價由 265 元下調至 225 元。

圖 19：2024 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 | 463,512 | 473,807 | 460,678 | 493,994 | -2.2% | -6.7% |
| 營業毛利 | 179,782 | 189,418 | 170,712 | 205,043 | -5.1% | -16.7% |
| 營業利益 | 161,554 | 171,694 | 149,175 | 182,433 | -5.9% | -18.2% |
| 稅前利益 | 177,695 | 187,017 | 154,724 | 188,952 | -5.0% | -18.1% |
| 稅後淨利 | 135,035 | 141,320 | 107,931 | 132,127 | -4.4% | -18.3% |
| 調整後 EPS (元) | 62.37 | 65.35 | 49.85 | 61.10 | -4.6% | -18.4% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 38.8% | 40.0% | 37.1% | 41.5% | -1.2 | -4.4 |
| 營業利益率 | 34.9% | 36.2% | 32.4% | 36.9% | -1.3 | -4.5 |
| 稅後純益率 | 30.7% | 31.6% | 25.2% | 28.7% | -0.9 | -3.5 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 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 21：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 | 2603 TT | 持有-超越 同業 | 214.0 | 14,040 | 16.61 | 62.37 | 49.85 | 12.9 | 3.4 | 4.3 | (89.5) | 275.5 | (20.1) |
| 國際同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Maersk | MAERSKB DC | 未評等 | 10960.0 | 23,655 | 1532.5 | 2427.7 | 724.2 | 7.2 | 4.5 | 15.1 | (86.2) | 58.4 | (70.2) |
| COSCO | 1919 HK | 未評等 | 11.6 | 29,379 | 1.6 | 3.3 | 1.5 | 7.1 | 3.6 | 7.9 | (79.0) | 99.4 | (54.7) |
| Hapag Lloyd | HLAG GR | 未評等 | 143.5 | 25,837 | 16.7 | 13.0 | 3.3 | 8.6 | 11.0 | 43.1 | (82.8) | (22.2) | (74.4) |
| Kawasaki Kisen Kaisha | 9107 JP | 未評等 | 2074.5 | 8,857 | 857.0 | 200.2 | 368.5 | 2.4 | 10.4 | 5.6 | 12.0 | (76.6) | 84.1 |
| Mitsui O.S.K. Lines | 9104 JP | 未評等 | 5309.0 | 12,171 | 2204.0 | 617.9 | 1033.5 | 2.4 | 8.6 | 5.1 | 11.9 | (72.0) | 67.3 |
| Nippon Yusen KK | 9101 JP | 未評等 | 4973.0 | 14,497 | 1993.7 | 451.4 | 878.1 | 2.5 | 11.0 | 5.7 | 0.1 | (77.4) | 94.5 |
| 國際同業平均 | | | | | 1100.9 | 618.9 | 501.5 | 5.0 | 8.2 | 13.8 | (37.3) | (15.1) | 7.8 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 陽明海運 | 2609 TT | 未評等 | 72.2 | 7,671 | 1.4 | 18.4 | 10.5 | 52.8 | 3.9 | 6.9 | (97.4) | 1244.7 | (43.1) |
| 萬海航運 | 2615 TT | 未評等 | 80.9 | 6,907 | (2.1) | 17.6 | 10.5 | -- | 4.6 | 7.7 | (106.2) | -- | (40.7) |
| 國內同業平均 | | | | | (0.4) | 18.0 | 10.5 | 52.8 | 4.3 | 7.3 | (101.8) | 1244.7 | (41.9) |

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 22：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 | 2603 TT | 持有-超越 同業 | 214.0 | 14,040 | 7.6 | 24.3 | 18.2 | 206.79 | 260.30 | 286.09 | 1.0 | 0.8 | 0.8 |
| 國際同業 | | | | | | | | | | | | | |
| Maersk | MAERSKB DC | 未評等 | 10960.0 | 23,655 | 6.5 | 8.8 | 2.4 | 21663.7 | 25714.4 | 25745.8 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| COSCO | 1919 HK | 未評等 | 11.6 | 29,379 | 12.0 | 23.3 | 10.4 | 13.4 | 15.6 | 15.7 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| Hapag Lloyd | HLAG GR | 未評等 | 143.5 | 25,837 | 12.7 | 11.6 | 4.1 | 106.3 | 115.2 | 107.9 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| Kawasaki Kisen Kaisha | 9107 JP | 未評等 | 2074.5 | 8,857 | 57.9 | 7.3 | 13.1 | 1868.9 | 2068.4 | 2421.6 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| Mitsui O.S.K. Lines | 9104 JP | 未評等 | 5309.0 | 12,171 | 51.3 | 11.0 | 13.5 | 5332.2 | 5817.1 | 7044.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| Nippon Yusen KK | 9101 JP | 未評等 | 4973.0 | 14,497 | 48.3 | 8.7 | 13.4 | 4880.6 | 5183.4 | 6650.6 | 1.0 | 1.0 | 0.8 |
| 國際同業平均 | | | | | 31.4 | 11.8 | 9.5 | 5644.2 | 6485.7 | 6997.7 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 國內同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 陽明海運 | 2609 TT | 未評等 | 72.2 | 7,671 | 1.5 | 19.9 | 10.1 | 79.3 | 97.7 | 109.2 | 0.9 | 0.7 | 0.7 |
| 萬海航運 | 2615 TT | 未評等 | 80.9 | 6,907 | (2.7) | 19.9 | 5.0 | 73.4 | 94.4 | 103.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| 國內同業平均 | | | | | (0.6) | 19.9 | 7.6 | 76.4 | 96.0 | 106.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |

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 23：季度及年度簡明損益表 (合併)

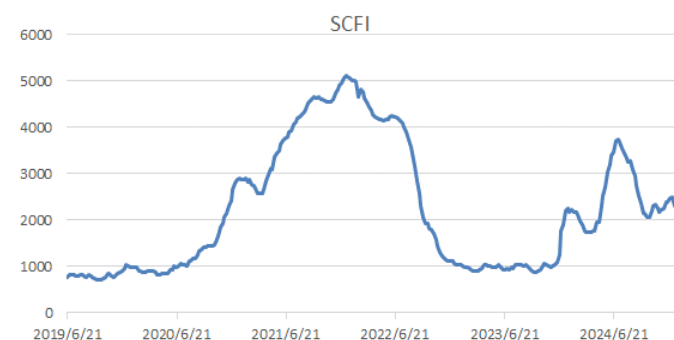
| (NT\$百萬元) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024A | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 營業收入 | 88,639 | 106,329 | 152,789 | 115,756 | 114,019 | 115,159 | 123,796 | 107,703 | 463,512 | 460,678 |
| 銷貨成本 | (69,689) | (70,446) | (72,420) | (71,190) | (70,122) | (73,702) | (76,135) | (70,007) | (283,729) | (289,966) |
| 營業毛利 | 18,949 | 35,882 | 80,369 | 44,566 | 43,897 | 41,457 | 47,662 | 37,696 | 179,782 | 170,712 |
| 營業費用 | (4,096) | (4,134) | (4,527) | (9,492) | (6,043) | (5,297) | (5,571) | (8,616) | (22,250) | (25,527) |
| 營業利益 | 15,654 | 32,678 | 77,157 | 36,065 | 38,849 | 37,158 | 43,159 | 30,009 | 161,554 | 149,175 |
| 業外利益 | 5,393 | 3,238 | 4,597 | 2,913 | 610 | 680 | 875 | 3,384 | 16,141 | 5,549 |
| 稅前純益 | 21,047 | 35,916 | 81,754 | 38,978 | 39,459 | 37,838 | 44,034 | 33,393 | 177,695 | 154,724 |
| 所得稅費用 | (2,824) | (5,350) | (18,460) | (8,770) | (9,865) | (9,460) | (11,009) | (8,348) | (35,404) | (38,681) |
| 少數股東權益 | 841 | 1,107 | 1,381 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7,255 | 8,112 |
| 歸屬母公司稅後純益 | 17,382 | 29,459 | 61,913 | 26,281 | 27,671 | 26,676 | 31,044 | 22,540 | 135,035 | 107,931 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 8.03 | 13.61 | 28.60 | 12.14 | 12.78 | 12.32 | 14.34 | 10.41 | 62.37 | 49.85 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 | 2,165 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 21.4% | 33.8% | 52.6% | 38.5% | 38.5% | 36.0% | 38.5% | 35.0% | 38.8% | 37.1% |
| 營業利益率 | 17.7% | 30.7% | 50.5% | 31.2% | 34.1% | 32.3% | 34.9% | 27.9% | 34.9% | 32.4% |
| 稅前純益率 | 23.8% | 33.8% | 53.5% | 33.7% | 34.6% | 32.9% | 35.6% | 31.0% | 38.3% | 33.6% |
| 稅後純益率 | 19.6% | 27.7% | 40.5% | 26.1% | 26.0% | 24.6% | 26.7% | 23.3% | 30.7% | 25.2% |
| 有效所得稅率 | 13.4% | 14.9% | 22.6% | 22.5% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 19.9% | 25.0% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 27.2% | 20.0% | 43.7% | -24.2% | -1.5% | 1.0% | 7.5% | -13.0% | | |
| 營業利益 | 231.6% | 108.8% | 136.1% | -53.3% | 7.7% | -4.4% | 16.1% | -30.5% | | |
| 稅後純益 | 427.8% | 69.5% | 110.2% | -57.6% | 5.3% | -3.6% | 16.4% | -27.4% | | |
| 調整後每股盈餘 | 418.6% | 69.5% | 110.2% | -57.6% | 5.3% | -3.6% | 16.4% | -27.4% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 32.6% | 57.8% | 109.8% | 66.1% | 28.6% | 8.3% | -19.0% | -7.0% | 67.5% | -0.6% |
| 營業利益 | 40.6% | 222.5% | 780.8% | 663.9% | 148.2% | 13.7% | -44.1% | -16.8% | 364.9% | -7.7% |
| 稅後純益 | 244.7% | 478.5% | 182.6% | 698.0% | 59.2% | -9.4% | -49.9% | -14.2% | 255.9% | -18.4% |
| 調整後每股盈餘 | 238.7% | 468.4% | 177.7% | 684.0% | 59.2% | -9.4% | -49.9% | -14.2% | 275.5% | -20.1% |

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

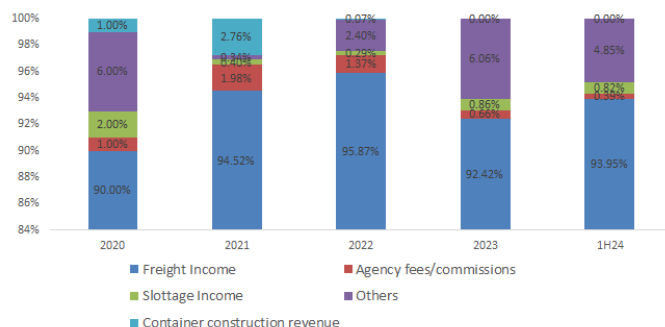
長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮 2023 年總運力達到 169.0 萬 TEU，運力新增約 1%YOY，全球運力市佔率約 6.1%。2024 年初最新資料，長榮運力略降至 164.52 萬 TEU，全球運力市佔率降至 5.7%，為全球第七大貨櫃航商。

圖 24：SCFI 運價指數



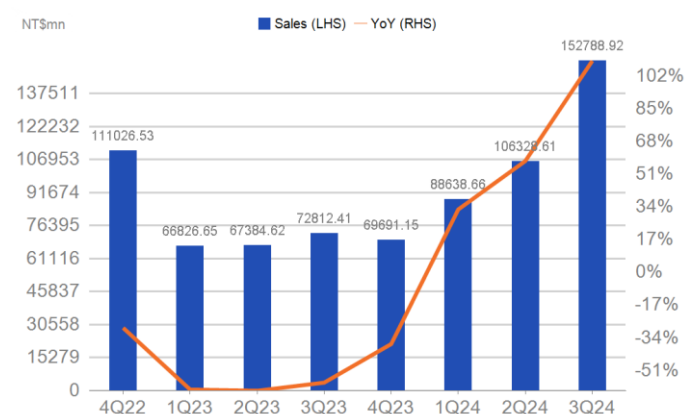
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 25：營收組成



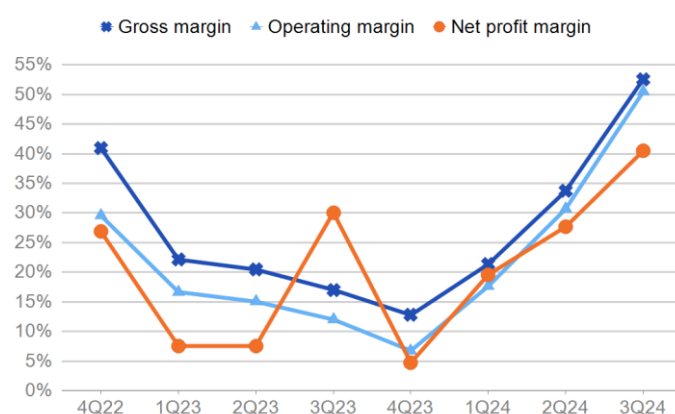
資料來源：公司資料

圖 26：營收趨勢



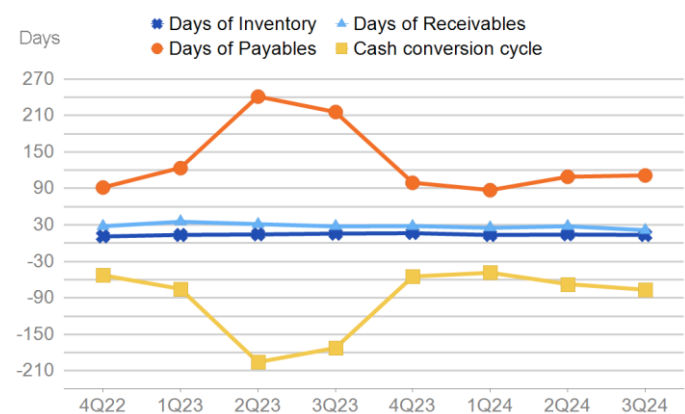
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：毛利率、營益率、淨利率



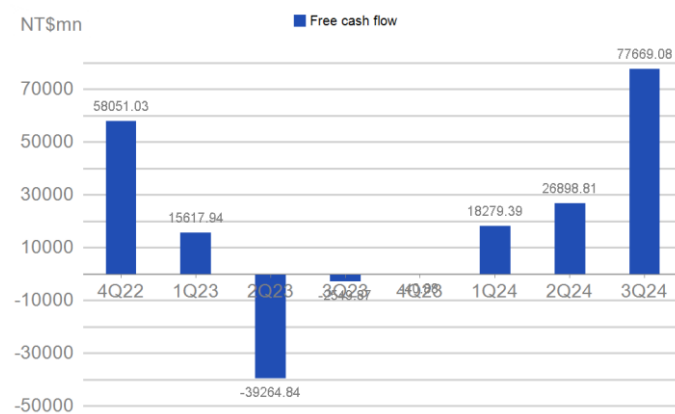
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：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：**長榮整體的 ESG 風險評級屬於中風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**長榮的整體曝險屬於中等水準，約等於航運行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含碳——自身運營、排放、廢水和廢物以及商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**長榮擁有強大的 ESG 執行力，並任命了一個管理委員會來監督 ESG 問題。此外，它還制定了強有力的環境問題政策。儘管如此，該公司還是捲入了排放、廢水和廢物相關事件。

圖 30：ESG 分析

| 分項 | 評分/評級 |
|-----------------------|---|
| ESG 總分 | 21.5 |
| 在 ESG 議題上的曝險 (A) | 36.1 |
| 個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B) | 46.1 |
| 風險評級 | 中  |
| 同業排行(1~100，1 為最佳) | 38 |

資料來源：Sustainalytics (2025/1/12)

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) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 現金與短期投資 | 392,346 | 170,230 | 256,069 | 290,359 | 344,365 |
| 存貨 | 7,705 | 10,117 | 11,163 | 11,068 | 10,514 |
| 應收帳款及票據 | 25,801 | 20,700 | 21,789 | 21,592 | 20,996 |
| 其他流動資產 | 58,083 | 37,094 | 38,471 | 37,776 | 37,443 |
| 流動資產 | 483,935 | 238,140 | 327,492 | 360,795 | 413,317 |
| 採用權益法之投資 | 43,648 | 38,322 | 45,656 | 50,656 | 55,656 |
| 固定資產 | 211,065 | 260,244 | 273,472 | 285,620 | 276,944 |
| 無形資產 | 1,341 | 1,130 | 1,130 | 1,130 | 1,130 |
| 其他非流動資產 | 147,523 | 193,995 | 202,815 | 206,175 | 202,701 |
| 非流動資產 | 403,577 | 493,690 | 523,074 | 543,582 | 536,431 |
| 資產總額 | 887,512 | 731,831 | 850,566 | 904,377 | 949,748 |
| 應付帳款及票據 | 46,228 | 35,642 | 36,867 | 36,752 | 36,004 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 什項負債 | 118,652 | 76,108 | 76,108 | 76,108 | 76,108 |
| 流動負債 | 164,879 | 111,750 | 112,975 | 112,861 | 112,112 |
| 長期借款 | 33,374 | 31,666 | 37,081 | 36,854 | 35,449 |
| 其他負債及準備 | 106,709 | 117,620 | 115,878 | 115,170 | 110,777 |
| 長期負債 | 140,083 | 149,286 | 152,959 | 152,024 | 146,226 |
| 負債總額 | 304,962 | 261,036 | 265,934 | 264,884 | 258,338 |
| 股本 | 21,164 | 21,273 | 21,273 | 21,273 | 21,273 |
| 資本公積 | 15,968 | 17,093 | 17,093 | 17,093 | 17,093 |
| 保留盈餘 | 498,727 | 385,923 | 499,760 | 554,621 | 606,538 |
| 什項權益 | 16,355 | 15,610 | 15,610 | 15,610 | 15,610 |
| 歸屬母公司之權益 | 552,214 | 439,899 | 584,632 | 639,492 | 691,410 |
| 非控制權益 | 30,336 | 30,896 | 30,896 | 30,896 | 30,896 |
| 股東權益總額 | 582,550 | 470,795 | 584,632 | 639,492 | 691,410 |

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) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 本期純益 | 346,173 | 39,976 | 142,291 | 116,043 | 101,198 |
| 折舊及攤提 | 27,759 | 33,864 | 40,442 | 41,168 | 39,535 |
| 本期營運資金變動 | 34,842 | (12,561) | (910) | 177 | 401 |
| 其他營業資產 及負債變動 | 13,655 | (75,112) | 1,875 | 8,514 | 12,125 |
| 營運活動之現金流量 | 422,430 | (13,833) | 176,442 | 157,790 | 146,397 |
| 資本支出 | (17,835) | (12,405) | (53,670) | (53,316) | (30,858) |
| 本期長期投資變動 | 7,230 | (5,327) | (5,000) | (5,000) | (5,000) |
| 其他資產變動 | 37,367 | (22,024) | 1,875 | 8,514 | 12,125 |
| 投資活動之現金流量 | 26,761 | (39,756) | (57,833) | (53,035) | (27,020) |
| 股本變動 | (31,744) | 109 | 0 | 0 | 0 |
| 本期負債變動 | (24,797) | (2,590) | 4,898 | (1,050) | (6,546) |
| 現金增減資 | (31,746) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付現金股利 | (95,239) | (148,149) | (21,198) | (53,070) | (42,418) |
| 其他調整數 | 15,131 | (17,449) | 1,875 | 8,514 | 12,125 |
| 融資活動之現金流量 | (168,395) | (168,079) | (32,769) | (70,464) | (65,371) |
| 匯率影響數 | 3,758 | (449) | 0 | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 284,554 | (222,117) | 85,840 | 34,290 | 54,005 |
| 自由現金流量 | 404,594 | (26,238) | 122,772 | 104,474 | 115,539 |

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

| 年初至 12 月 (NT\$ 百萬元) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入 | 627,284 | 276,715 | 463,512 | 460,678 | 443,110 |
| 銷貨成本 | (228,841) | (226,806) | (283,729) | (289,966) | (294,293) |
| 營業毛利 | 398,442 | 49,909 | 179,782 | 170,712 | 148,817 |
| 營業費用 | (24,765) | (16,814) | (22,250) | (25,527) | (24,527) |
| 推銷費用 | (5,292) | (3,044) | (4,066) | (6,910) | (6,647) |
| 研究費用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理費用 | (19,471) | (13,760) | (18,205) | (18,617) | (17,881) |
| 其他費用 | (2) | (10) | 21 | 21 | 21 |
| 營業利益 | 374,808 | 34,750 | 161,554 | 149,175 | 128,123 |
| 利息收入 | 6,380 | 14,379 | 3,473 | 7,039 | 8,221 |
| 利息費用 | (3,273) | (4,961) | (6,191) | (6,635) | (6,466) |
| 利息收入淨額 | 3,107 | 9,418 | (2,718) | 404 | 1,755 |
| 投資利益(損失)淨額 | 9,035 | 5,981 | 4,638 | 4,984 | 4,903 |
| 匯兌損益 | 12,402 | 2,152 | 0 | 0 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | 73 | 11,870 | 14,221 | 161 | 150 |
| 稅前純益 | 399,424 | 64,172 | 177,695 | 154,724 | 134,931 |
| 所得稅費用 | (53,252) | (24,196) | (35,404) | (38,681) | (33,733) |
| 少數股權淨利 | 11,972 | 4,639 | 7,255 | 8,112 | 6,863 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 334,201 | 35,337 | 135,035 | 107,931 | 94,335 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 430,439 | 102,985 | 215,419 | 196,296 | 176,220 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 157.91 | 16.61 | 62.37 | 49.85 | 43.57 |

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 | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 年成長率 (%) | | | | | |
| 營業收入 | 28.2 | (55.9) | 67.5 | (0.6) | (3.8) |
| 營業利益 | 31.6 | (90.7) | 364.9 | (7.7) | (14.1) |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 37.1 | (76.1) | 109.2 | (8.9) | (10.2) |
| 稅後純益 | 31.6 | (88.4) | 255.9 | (18.4) | (12.8) |
| 調整後每股盈餘 | 249.5 | (89.5) | 275.5 | (20.1) | (12.6) |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 63.5 | 18.0 | 38.8 | 37.1 | 33.6 |
| 營業利益率 | 59.8 | 12.6 | 34.9 | 32.4 | 28.9 |
| 稅前息前淨利率 | 63.2 | 21.4 | 37.8 | 33.7 | 30.9 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 68.6 | 37.2 | 46.5 | 42.6 | 39.8 |
| 稅前純益率 | 63.7 | 23.2 | 38.3 | 33.6 | 30.5 |
| 稅後純益率 | 53.3 | 12.8 | 30.7 | 25.2 | 22.8 |
| 資產報酬率 | 46.2 | 4.9 | 16.7 | 12.8 | 10.7 |
| 股東權益報酬率 | 73.7 | 7.6 | 24.3 | 18.2 | 14.6 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 52.4 | 55.5 | 45.5 | 41.4 | 37.4 |
| 淨負債權益比(%) | (61.6) | (29.4) | (37.5) | (39.6) | (44.7) |
| 利息保障倍數 (倍) | 123.0 | 13.9 | (28.3) | (23.4) | (21.1) |
| 流動比率 (%) | 293.5 | 213.1 | 289.9 | 319.7 | 368.7 |
| 速動比率 (%) | 287.8 | 202.0 | 280.0 | 309.9 | 359.3 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (358,973) | (138,564) | (218,988) | (253,505) | (308,916) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 260.92 | 206.79 | 260.30 | 286.09 | 310.50 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 1.4 | 12.9 | 3.4 | 4.3 | 4.9 |
| 股價自由現金流量比 | 1.2 | -- | 3.8 | 4.4 | 4.0 |
| 股價淨值比 | 0.8 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 1.1 | 4.9 | 2.2 | 2.4 | 2.6 |
| 股價營收比 | 0.7 | 1.6 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

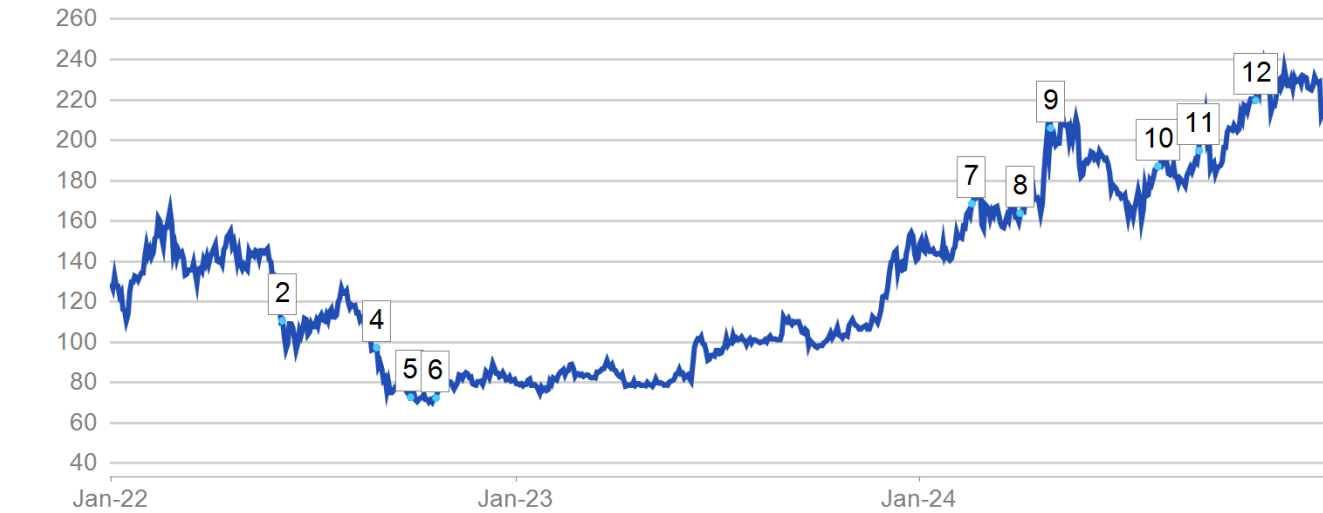
附錄：重要揭露事項

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 (2603 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 | 20220508 | 154.00 | 180 | 180 | 買進 | 胡逸如 |
| 2 | 20220621 | 110.00 | 109 | 109 | 持有-超越同業 | 胡逸如 |
| 3 | 20220807 | 99.20 | 111 | 111 | 持有-超越同業 | 胡逸如 |
| 4 | 20220913 | 80.80 | 160 | 160 | 持有-落後同業 | 胡逸如 |
| 5 | 20221017 | 152.50 | 147 | 147 | 持有-超越同業 | 胡逸如 |
| 6 | 20221106 | 139.00 | 133 | 133 | 持有-超越同業 | 胡逸如 |
| 7 | 20240307 | 171.50 | 200 | 200 | 買進 | 蔡爵丞 |
| 8 | 20240419 | 168.00 | 200 | 200 | 買進 | 蔡爵丞 |
| 9 | 20240516 | 203.50 | 240 | 240 | 買進 | 蔡爵丞 |
| 10 | 20240819 | 186.00 | 250 | 250 | 買進 | 蔡爵丞 |
| 11 | 20240923 | 189.00 | 250 | 249 | 買進 | 蔡爵丞 |
| 12 | 20241114 | 219.50 | 265 | 265 | 買進 | 蔡爵丞 |

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 = 依據股本變動調整後之目標價。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

© 2025 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請。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

© {2025} 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>.