

長榮航

(2618.TW/2618 TT)



持有 · 調升

收盤價 February 15 (NT\$)	28.50
12 個月目標價 (NT\$)	26.80
前次目標價 (NT\$)	23.00
調升 (%)	16.5
下跌空間 (%)	6.0

焦點內容

長榮航客運航班增加速度高於預期，使 RPK 明顯增加，進而帶動 2023 年客運營收及獲利成長。我們仍維持長榮航 2023 年客運營收逐季回升，但貨運營收則逐季下降及成本升高，使 1Q23 為 2023 年獲利獲利高峰。

交易資料表

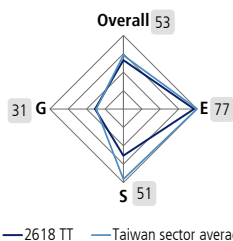
市值：(NT\$/US\$mn)	152.8 / 5,062
流通在外股數 (百萬股)：	5,361
外資持有股數 (百萬股)：	1,595
3M 平均成交量 (百萬股)：	30.46
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	22.90 - 37.35

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.4	-9.8	-8.8
相對表現 (%)	3.3	-9.9	5.2

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(0.45)A	0.03A	0.29A	1.42A
2022	0.64A	0.34A	0.23A	0.54F
2023	1.06F	0.12F	0.36F	0.45F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com
許芝瑄
886 2 2181 8016
Serena.Hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

客運回升速度大幅優於預期

重要訊息

長榮航客運航班增加速度高於預期，使 RPK 明顯增加，進而帶動 2023 年客運營收及獲利成長。

評論及分析

2023 年客運營收回升速度大幅優於預期：我們上調長榮航 2023 年客運營收 15.55% 至 1,103 億元，且客運營收將回到 2019 年的 110%，主要因為在面對旅遊需求大增下，長榮航快速增加航班因應，且長程航班增加幅度優於短程，帶動 RPK 快速回升，我們上調 2023 年 RPK 達 23%。而貨運營收則年減 63% 至 338 億元，主因隨著客機航班增加，使客機艙位貨運供給增加。而雖長榮航 2023 年貨運營收呈現逐季下降，但仍高於疫情前 2019 年貨運營收達 33%。

受惠客運營收回升，1Q23 獲利將優於預期：長榮航元月受惠春節長假效應，在航班數大增及維持高票價下，2023 年元月 RPK 已達 2019 年元月的 83%，而單位收益則大幅超過 2019 年元月 2.2 至 2.8，使 2023 年元月客運營收達 102 億元，高於 2019 年元月客運營收 94 億元。在客運營收優於預期下，我們上修 1Q23 合併營收 20% 至 434 億元，年增 44%，也上調 1Q23 獲利至 56.6 億元，年增 69%，上修後 EPS 為 1.1 元。

上修 2023 年獲利，但 1Q23 為獲利高峰：在長榮航 2023 年客運營收優於預期下，我們上調 2023 合併營收 8.9% 至 1,647 億元，年增 19.3%，且在營收增長優於成本費用上升的情況下，我們上調 2023 獲利至 106 億元，年增 14%，上修後 EPS 為 1.98 元。我們仍維持長榮航 2023 年客運營收逐季回升，但貨運營收則逐季下降及成本升高，使 1Q23 為 2023 年獲利獲利高峰。

投資建議

長榮航 1Q23 營收及獲利將大幅優於預期，但將是 2023 年獲利高峰。我們將長榮航投資評等上調至「持有」，一年目標價上調至 26.8 元（以 2023 年每股淨值，及 PB 由 1.3 倍上調至 1.5 倍）。

投資風險

客運票價上漲優於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	89,049	103,872	138,069	164,669	156,496
營業毛利 (NT\$百萬)	8,557	19,325	22,683	28,363	22,340
營業利益 (NT\$百萬)	(827)	10,358	12,543	16,100	8,688
稅後淨利 (NT\$百萬)	(3,362)	6,608	9,282	10,597	4,802
每股盈餘 (NT\$)	(0.69)	1.31	1.73	1.98	0.90
每股現金股利 (NT\$)	-	0.60	0.87	0.99	0.45
每股盈餘成長率 (%)	(183.9)	0.0	32.3	14.2	(54.7)
本益比 (x)	N.A.	21.8	16.5	14.4	31.8
股價淨值比 (x)	2.0	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	7.9	5.1	4.6	4.1	4.5
淨負債比率 (%)	96.7	63.1	44.3	38.6	32.7
殖利率 (%)	0.0	2.1	3.0	3.5	1.6
股東權益報酬率 (%)	(4.7)	8.4	10.5	11.4	5.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 4Q22 及 1Q23 財務預估

百萬元	4Q22F					1Q23F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	39,442	35,205	12.0	12.0	15.3	43,399	36,141	20.1	10.0	44.2	40,578	7.0
毛利	7,563	5,780	30.8	94.9	(34.5)	10,777	5,290	103.7	42.5	66.0	6,279	71.6
營業利益	4,614	3,330	38.6	266.7	(48.8)	7,846	2,688	191.9	70.0	86.6	3,434	128.4
稅後淨利	2,893	2,214	30.7	133.9	(59.7)	5,657	1,591	255.6	95.6	68.9	2,113	167.7
每股盈餘(元)	0.54	0.44	22.7	134.7	(62.0)	1.06	0.31	255.6	95.6	64.8	0.40	167.7
毛利率(%)	19.2	16.4	2.8 ppts	8.2 ppts	(14.5)ppts	24.8	14.6	10.2 ppts	5.7 ppts	3.3 ppts	15.5	9.4 ppts
營業利益率(%)	11.7	9.5	2.2 ppts	8.1 ppts	(14.6)ppts	18.1	7.4	10.6 ppts	6.4 ppts	4.1 ppts	8.5	9.6 ppts
淨利率(%)	7.3	6.3	1.0 ppts	3.8 ppts	(13.6)ppts	13.0	4.4	8.6 ppts	5.7 ppts	1.9 ppts	5.2	7.8 ppts

資料來源：凱基預估

圖 2: 2022 及 2023 年財務預估

百萬元	2022F				2023F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	138,069	134,768	2.4	32.9	164,669	151,268	8.9	19.3	176,514	(6.7)
毛利	22,683	22,310	1.7	17.4	28,363	18,059	57.1	25.0	29,206	(2.9)
營業利益	12,543	12,689	(1.1)	21.1	16,100	7,705	109.0	28.4	15,412	4.5
稅後淨利	9,282	8,957	3.6	40.5	10,597	3,893	172.2	14.2	9,936	6.7
每股盈餘(元)	1.73	1.74	(0.4)	32.3	1.98	0.76	172.2	14.2	1.86	6.7
毛利率(%)	16.4	16.6	(0.1)ppts	(2.2)ppts	17.2	11.9	5.3 ppts	0.8 ppts	16.5	0.7 ppts
營業率(%)	9.1	9.4	(0.3)ppts	(0.9)ppts	9.8	5.1	4.7 ppts	0.7 ppts	8.7	1.0 ppts
淨利率(%)	6.7	6.6	0.1 ppts	0.4 ppts	6.4	2.6	3.9 ppts	(0.3)ppts	5.6	0.8 ppts

資料來源：凱基預估

圖 3: 上修 2023 年客運營收預估

單位：百萬元	2019	2023F			2024F	
	實際數	修正後	修正前	調幅	預估數	年增率
RTK(百萬人公里)	48,683	45,860	37,241	23.1	50,702	10.6
單位收益(客運營收/RPK)	2.1	2.4	2.6	(6.0)	2.1	(12.7)
客運營收	100,623	110,328	95,517	15.5	107,515	(2.5)

資料來源：凱基

圖 4: 下修 2023 貨運營收預估

單位：百萬元	2019	2023F			2024F	
	實際數	修正後	修正前	調幅	預估數	年增率
FTK(百萬噸公里)	3,444	3,461	3,863	(10.4)	3,512	1.5
單位收益(貨運營收/FPK)	7.4	9.8	9.9	(0.9)	7.7	(20.8)
貨運營收	25,379	33,791	37,951	(11.0)	27,181	(19.6)

資料來源：凱基

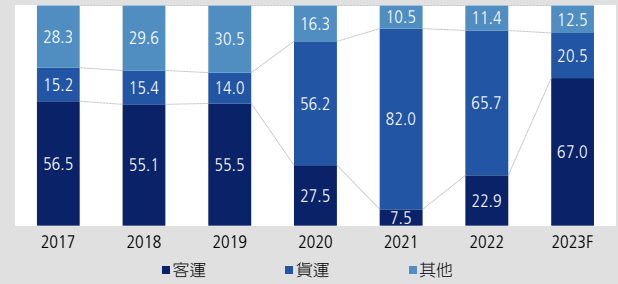
圖 5: 公司概況

長榮航空成立於 1989 年，為台灣市占率第二的航空公司。目前擁有各式機隊共 83 架，飛航航點已遍及亞、澳、歐、美四大洲 62 餘個城市，並藉由與世界各主要航空公司策略聯營合作，形成全球完整的客、貨運飛航網路。受疫情衝擊使客運航班大幅縮減，長榮航 2022 年營收比重：客運比重 23%、貨運比重 66%、維修及其它比重 11%。

資料來源：凱基

圖 6: 長榮航 2023 年客運營收比重上升

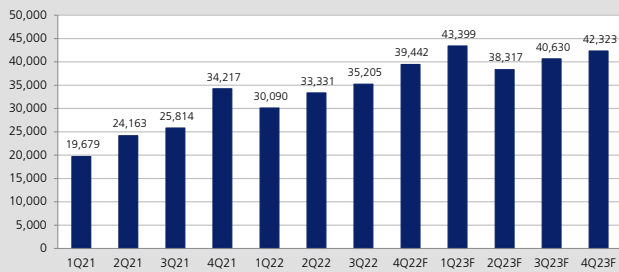
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

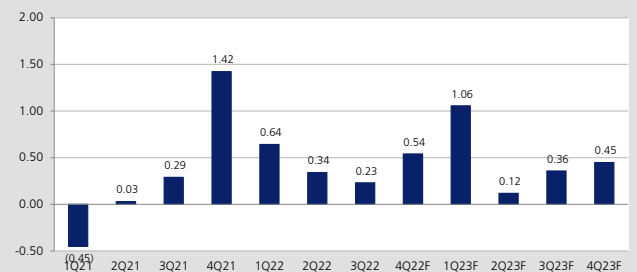
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

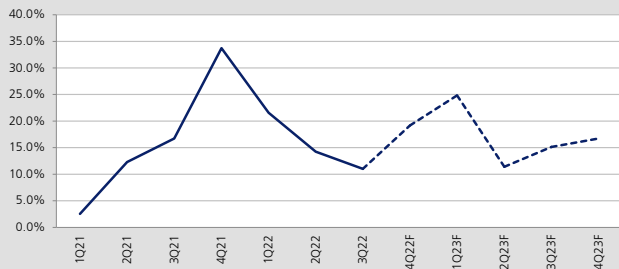
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

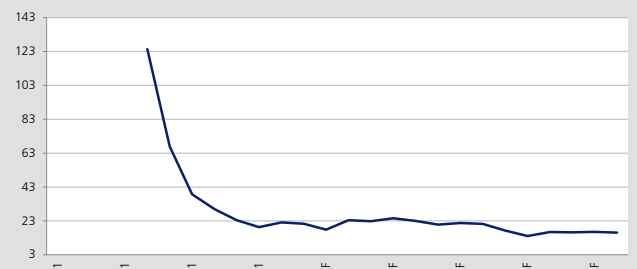
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

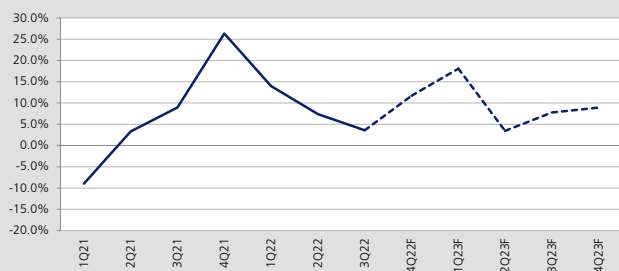
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

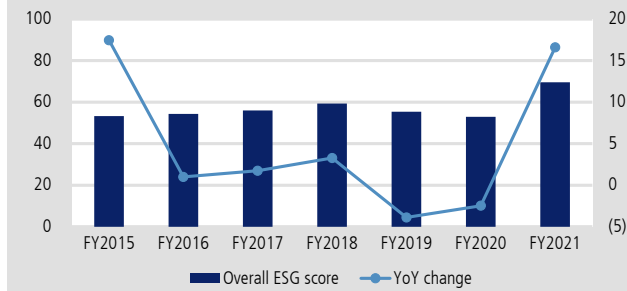
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 13：ESG 整體分數

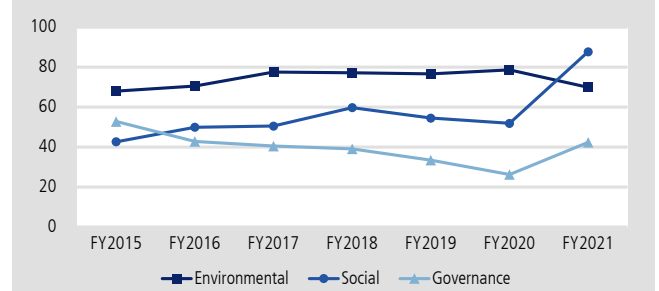
ESG 整體分數 (左軸)；年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：ESG 各項分數

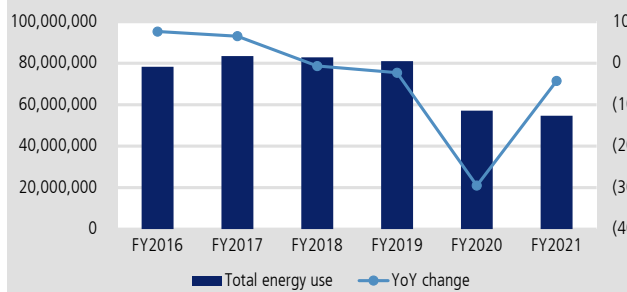
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：能源消耗

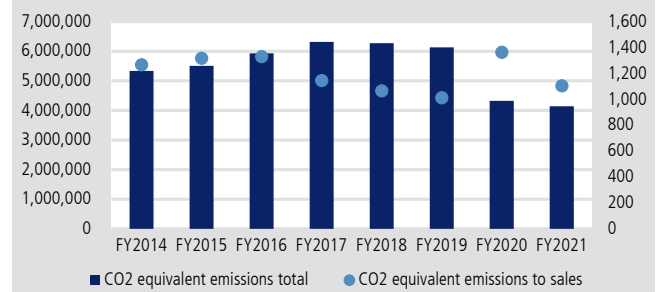
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：碳排量

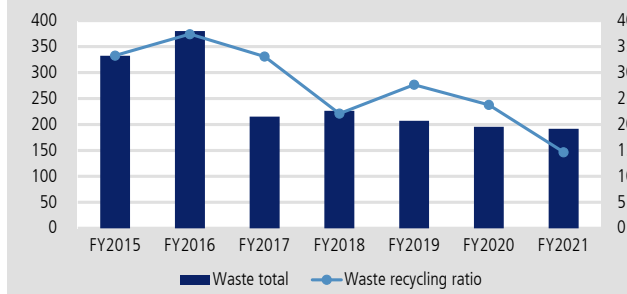
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：廢棄物總量

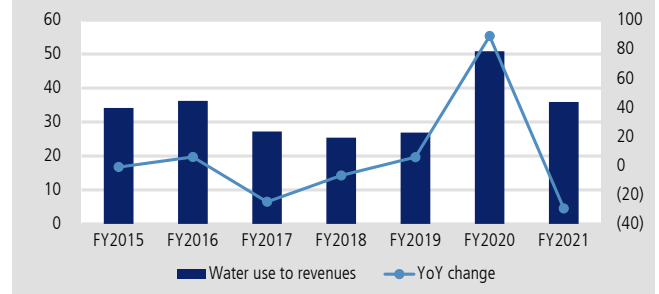
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：耗水量

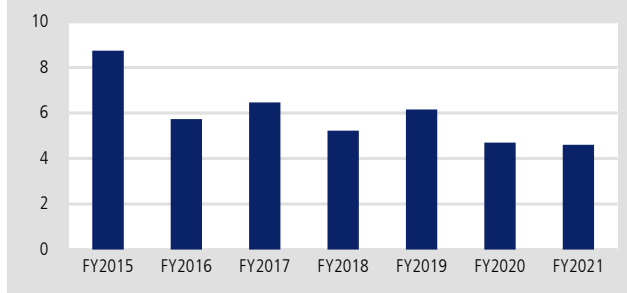
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：員工流動率

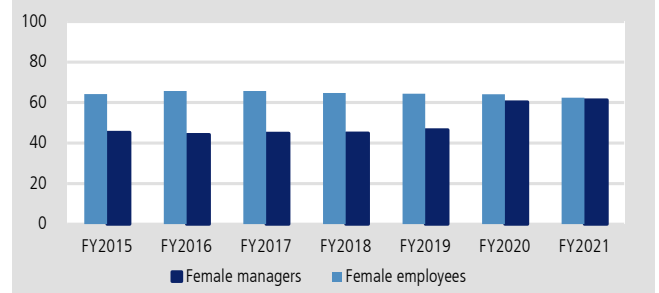
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	30,090	33,331	35,205	39,442	43,399	38,317	40,630	42,323	138,069	164,669	156,496
營業成本	(23,598)	(28,584)	(31,325)	(31,879)	(32,622)	(33,951)	(34,484)	(35,249)	(115,386)	(136,306)	(134,156)
營業毛利	6,492	4,747	3,880	7,563	10,777	4,366	6,146	7,075	22,683	28,363	22,340
營業費用	(2,287)	(2,281)	(2,622)	(2,949)	(2,932)	(3,042)	(2,994)	(3,296)	(10,140)	(12,263)	(13,652)
營業利益	4,205	2,466	1,258	4,614	7,846	1,325	3,152	3,779	12,543	16,100	8,688
折舊	(7,163)	(7,157)	(7,450)	(7,858)	(7,650)	(7,650)	(7,650)	(7,650)	(29,628)	(30,602)	(32,693)
攤提	(88)	(88)	(79)	(96)	(88)	(88)	(88)	(88)	(350)	(350)	(350)
EBITDA	11,456	9,712	8,787	12,567	15,583	9,063	10,890	11,517	42,522	47,052	41,731
利息收入	47	106	255	45	48	48	48	48	453	192	200
投資利益淨額	26	239	75	60	40	285	80	65	400	470	545
其他營業外收入	7	7	7	7	8	8	8	8	28	32	40
總營業外收入	80	352	337	112	96	341	136	121	881	694	785
利息費用	(963)	(952)	(950)	(960)	(970)	(970)	(970)	(970)	(3,825)	(3,880)	(3,920)
投資損失	(26)	-	(75)	101	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	940	629	1,320	(1)	250	250	250	250	2,889	1,000	1,200
總營業外費用	(49)	(322)	295	(860)	(720)	(720)	(720)	(720)	(936)	(2,880)	(2,720)
稅前純益	4,236	2,496	1,890	3,866	7,222	946	2,568	3,180	12,488	13,914	6,753
所得稅費用[利益]	(819)	(508)	(375)	(773)	(1,444)	(189)	(514)	(636)	(2,475)	(2,783)	(1,351)
少數股東損益	(67)	(185)	(279)	(200)	(120)	(130)	(140)	(145)	(732)	(535)	(600)
非常項目稅後純益	3,350	1,803	1,237	2,893	5,657	626	1,914	2,399	9,282	10,597	4,802
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,350	1,803	1,237	2,893	5,657	626	1,914	2,399	9,282	10,597	4,802
每股盈餘 (NT\$)	0.64	0.34	0.23	0.54	1.06	0.12	0.36	0.45	1.73	1.98	0.90
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.6	14.2	11.0	19.2	24.8	11.4	15.1	16.7	16.4	17.2	14.3
營業利益率	14.0	7.4	3.6	11.7	18.1	3.5	7.8	8.9	9.1	9.8	5.6
EBITDA Margin	38.1	29.1	25.0	31.9	35.9	23.7	26.8	27.2	30.8	28.6	26.7
稅前純益率	14.1	7.5	5.4	9.8	16.6	2.5	6.3	7.5	9.0	8.4	4.3
稅後純益率	11.1	5.4	3.5	7.3	13.0	1.6	4.7	5.7	6.7	6.4	3.1
季成長率 (%)											
營業收入	(12.1)	10.8	5.6	12.0	10.0	(11.7)	6.0	4.2			
營業毛利	(43.7)	(26.9)	(18.3)	94.9	42.5	(59.5)	40.8	15.1			
營業收益增長	(53.3)	(41.4)	(49.0)	266.7	70.0	(83.1)	137.9	19.9			
EBITDA	(29.1)	(15.2)	(9.5)	43.0	24.0	(41.8)	20.2	5.8			
稅前純益	(50.3)	(41.1)	(24.3)	104.5	86.8	(86.9)	171.6	23.8			
稅後純益	(53.3)	(46.2)	(31.4)	133.9	95.6	(88.9)	205.6	25.3			
年成長率 (%)											
營業收入	52.9	37.9	36.4	15.3	44.2	15.0	15.4	7.3	32.9	19.3	(5.0)
營業毛利	1201.0	59.9	(10.1)	(34.5)	66.0	(8.0)	58.4	(6.5)	17.4	25.0	(21.2)
營業收益		207.8	(45.5)	(48.8)	86.6	(46.3)	150.5	(18.1)	21.1	28.4	(46.0)
EBITDA	114.9	23.2	(6.7)	(22.2)	36.0	(6.7)	23.9	(8.4)	9.6	10.7	(11.3)
稅前純益			0.8	(54.6)	70.5	(62.1)	35.8	(17.8)	60.1	11.4	(51.5)
稅後純益		1151.5	(16.6)	(59.7)	68.9	(65.2)	54.8	(17.1)	40.5	14.2	(54.7)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	329,567	325,314	327,964	324,367	313,977
流動資產	55,933	65,182	81,844	90,051	93,395
現金及短期投資	43,654	50,543	65,021	66,885	70,522
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	6,679	10,077	11,348	17,144	16,248
其他流動資產	5,599	4,562	5,475	6,022	6,625
非流動資產	273,635	260,132	246,120	234,316	220,582
長期投資	5,194	8,147	8,391	8,678	8,976
固定資產	133,221	136,414	120,785	107,184	91,491
什項資產	135,220	115,571	116,944	118,454	120,114
負債總額	252,908	232,607	229,884	220,454	207,063
流動負債	45,433	46,638	53,302	52,851	48,476
應付帳款及票據	3,014	4,855	6,626	7,827	7,682
短期借款	19,228	14,114	18,525	17,538	17,436
什項負債	23,191	27,669	28,152	27,486	23,358
長期負債	207,475	185,969	176,583	167,603	158,587
長期借款	95,779	92,623	87,692	87,178	85,781
其他負債及準備	107,238	89,114	84,658	76,193	68,573
股東權益總額	76,660	92,707	98,080	103,913	106,914
普通股股本	48,536	51,866	53,581	53,581	53,581
保留盈餘	5,253	11,930	16,571	21,869	24,270
少數股東權益	5,862	7,050	7,782	8,317	8,917
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(50.9%)	16.6%	32.9%	19.3%	(5.0%)
營業收益增長	(108.8%)		21.1%	28.4%	(46.0%)
EBITDA	(26.3%)	43.8%	9.6%	10.7%	(11.3%)
稅後純益	(184.4%)		40.5%	14.2%	(54.7%)
每股盈餘成長率	(183.9%)		32.3%	14.2%	(54.7%)
獲利能力分析					
營業毛利率	9.6%	18.6%	16.4%	17.2%	14.3%
營業利率	(0.9%)	10.0%	9.1%	9.8%	5.6%
EBITDA Margin	30.3%	37.3%	30.8%	28.6%	26.7%
稅後純益率	(3.8%)	6.4%	6.7%	6.4%	3.1%
平均資產報酬率	(1.0%)	2.0%	2.8%	3.2%	1.5%
股東權益報酬率	(4.7%)	8.4%	10.5%	11.4%	5.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	150.0%	115.1%	108.3%	100.8%	96.5%
淨負債比率	96.7%	63.1%	44.3%	38.6%	32.7%
利息保障倍數 (x)	0.1	3.0	4.3	4.6	2.7
利息及短期償保障倍數 (x)	(0.6)	0.2	0.3	0.3	0.1
Cash Flow Int. Coverage (x)	1.1	8.7	9.8	9.0	9.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	1.9	1.7	1.6	1.7
流動比率 (x)	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9
速動比率 (x)	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	74,138	58,480	43,483	40,118	34,981
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	(0.69)	1.31	1.73	1.98	0.90
每股現金盈餘 (NT\$)	1.11	6.93	7.03	6.50	6.81
每股淨值 (NT\$)	14.59	16.52	16.85	17.84	18.29
調整後每股淨值 (NT\$)	14.59	16.97	16.85	17.84	18.29
每股營收 (NT\$)	18.35	20.58	25.77	30.73	29.21
EBITDA/Share (NT\$)	5.55	7.68	7.94	8.78	7.79
每股現金股利 (NT\$)	-	0.60	0.87	0.99	0.45
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.26	0.32	0.42	0.50	0.49
應收帳款周轉天數	27.5	35.4	30.0	38.0	38.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	13.7	21.0	21.0	21.0	21.0
現金轉換周轉天數	13.7	14.4	9.0	17.0	17.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	89,049	103,872	138,069	164,669	156,496
營業成本	(80,492)	(84,548)	(115,386)	(136,306)	(134,156)
營業毛利	8,557	19,325	22,683	28,363	22,340
營業費用	(9,384)	(8,967)	(10,140)	(12,263)	(13,652)
營業利益	(827)	10,358	12,543	16,100	8,688
總營業外收入	619	407	881	694	785
利息收入	285	157	453	192	200
投資利益淨額	310	222	400	470	545
其他營業外收入	25	28	28	32	40
總營業外費用	(4,111)	(2,963)	(936)	(2,880)	(2,720)
利息費用	(5,028)	(4,000)	(3,825)	(3,880)	(3,920)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	917	1,037	2,889	1,000	1,200
稅前純益	(4,319)	7,802	12,488	13,914	6,753
所得稅費用[利益]	1,042	(1,122)	(2,475)	(2,783)	(1,351)
少數股東損益	(85)	(72)	(732)	(535)	(600)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	(3,362)	6,608	9,282	10,597	4,802
EBITDA	26,961	38,783	42,522	47,052	41,731
每股盈餘 (NT\$)	(0.69)	1.31	1.73	1.98	0.90

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	5,371	34,975	37,646	34,854	36,513
本期純益	(3,362)	6,608	9,282	10,597	4,802
折舊及攤提	27,788	28,425	29,979	30,952	33,043
本期運用資金變動	5,415	(1,576)	(1,408)	(6,465)	(1,082)
其他營業資產及負債變動	(24,471)	1,518	(206)	(230)	(250)
投資活動之現金流量	(12,264)	(11,788)	(15,761)	(18,918)	(19,059)
投資用短期投資出售[新購]	(1,824)	738	-	-	-
本期長期投資變動	-	(77)	(38)	(58)	(48)
資本支出淨額	(11,951)	(12,827)	(14,000)	(17,000)	(17,000)
其他資產變動	1,512	378	(1,723)	(1,860)	(2,011)
自由現金流	20,196	22,507	24,278	20,017	21,561
融資活動之現金流量	(3,759)	(15,797)	(7,407)	(14,072)	(13,818)
短期借款變動	(70)	(80)	-	-	-
長期借款變動	15,110	(3,988)	(520)	(1,500)	(1,500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,213)	-	(3,163)	(4,641)	(5,298)
其他融資現金流	(17,586)	(11,729)	(3,724)	(7,931)	(7,019)
匯率影響數	(13)	(3)	-	-	-
本期產生現金流量	(10,665)	7,387	14,478	1,864	3,637

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	10.5%	8.6%	7.3%	7.4%	8.7%
= 營業利益率	(0.9%)	10.0%	9.1%	9.8%	5.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.5	1.3	0.9	0.7	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	0.7	0.8	1.2	1.5	1.5
營業利率	(0.9%)	10.0%	9.1%	9.8%	5.6%
x 資本周轉率	0.7	0.8	1.2	1.5	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	75.9%	85.6%	80.2%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	(0.5%)	6.7%	8.5%	11.5%	6.8%

資料來源：公司資料，凱基

長榮航 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2022-11-02	降低持股	23.00	23.75
2022-10-11	降低持股	23.00	28.10
2022-08-03	持有	30.50	30.75
2022-05-06	持有	32.00	36.20
2022-03-14	持有	28.00	29.60
2022-01-13	持有	28.00	25.10
2021-11-03	持有	18.30	20.70
2021-06-10	持有	18.20	20.70
2021-05-04	持有	18.60	17.15
2021-03-22	持有	15.50	16.20

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
	深圳	深圳市羅湖區寶安南路 2014 號振業大樓 A 座 24D1 郵政編號：518008
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。