

長榮 (2603 TT) Evergreen Marine

運價下挫，走勢疲弱，2025 年獲利陷入衰退

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$225.0

收盤價 (2025/03/17)：NT\$230.5
隱含漲幅：-2.4%

營收組成 (2024)

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	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	225	225
2025年營收 (NT\$/十億)	390.2	460.7
2025年EPS	36.8	49.9

交易資料表

市值	NT\$499,060百萬元
外資持股比率	22.4%
董監持股比率	2.7%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$272.31
負債比	34.1%
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	463,568	390,151	350,505
營業利益	34,750	159,945	103,993	86,721
稅後純益	35,337	139,453	79,600	66,650
EPS (元)	16.61	64.41	36.76	30.78
EPS YoY (%)	-89.5	287.8	-42.9	-16.3
本益比 (倍)	13.9	3.6	6.3	7.5
股價淨值比 (倍)	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE (%)	7.6	23.9	14.0	11.2
現金殖利率 (%)	4.3%	14.1%	8.0%	6.7%
現金股利 (元)	9.97	32.50	18.38	15.39

蔡爵丞

Jason.JC.Tsai@Yuantia.com

蔡宗穎

Leo.TY.Tsai@yuanta.com

元大觀點

- ◆ SCFI 運價續跌 8.1%至 1319.34 點，近 10 週累積跌幅 47.3%，淡季效應顯現。預估 1Q25 稅後 EPS 下修 13.7%至 11.03 元，季減 22.2%。
- ◆ 川普關稅政策削弱全球貿易動能，2Q25 旺季效應待觀察，運價將受抑制，2Q25 稅後 EPS 下修 27.7%至 8.91 元，季減 19.2%。
- ◆ 運價下挫，走勢疲弱，預估 2025 年稅後 EPS 下修 26.3%至 36.76 元，年減 42.9%，看法保守，目標價維持 225 元。

SCFI 運價跌 8.1%，近 10 週累積跌幅達 47.3%

2025/3/14 當週 SCFI 運價續跌 8.1%至 1319.34 點，近 10 週處於跌勢，累積跌幅達 47.3%，以美西線挫低 60.7%最弱，美東線下跌 53.6%，歐洲線下挫 52.9%，淡季效應持續。依據過去經驗，淡季平均修正期間約 9.23 週，推估在 3 月中下旬前後落底。惟川普關稅政策削弱全球貿易動能，2025 年貨櫃運輸量降溫，2Q25 旺季效應仍待觀察，運價將受抑制。

航商若重返紅海，運力需求減少，供需寬鬆，運價下跌壓力大

最大風險在於以哈和談協議，終止近 15 個月加薩戰爭。近期胡塞組織再次攻擊以色列商船，增添以哈達成和談變數。而川普總統下令空襲胡塞組織，並擴大制裁伊朗，化解紅海危機的機率不小。航商 2Q25 將維持繞道好望角的規劃，惟若紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，將扭轉 2024 年以來的運力供需結構，由偏緊轉向寬鬆，運價下跌壓力大。

運價下挫，走勢疲弱，2025 年獲利衰退，看法維持保守

考量：1) 最新 SCFI 運價續跌 8.1%至 1319.34 點，近 10 週累積下挫 47.3%，淡季效應浮現；2) 預估 1Q25 營收下修 4.5%至 1088.6 億元，季減 6%，年增 22.8%，稅後 EPS 下修 13.7%至 11.03 元，季減 22.2%，年增 37.3%，獲利動能減緩；3) 川普關稅政策變數，削弱全球貿易動能，旺季效應仍待觀察，2Q25 營收下修 17.3%至 952.55 億元，季減 12.5%，年減 10.4%，稅後 EPS 下修 27.7%至 8.91 元，季減 19.2%，年減 34.5%；4) 以哈和談協議，紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，運價下跌壓力大，預估 2025 年稅後 EPS 下修 26.3%至 36.76 元等因素，對長榮營運看法保守，投資建議為持有，目標價維持 225 元。

營運分析

業外利益挹注彌補本業獲利驟降。4Q24 稅後 EPS 為 14.18 元，優於預期 16.8%，2024 年稅後 EPS 達 64.41 元

長榮公布 4Q24 財報，營收 1158.12 億元，季減 24.2%，年增 66.2%，毛利率滑落 17.3ppt 至 35.3% (原估 38.5)，營益率滑落 20.7ppt 至 29.8% (原估 31.2%)，營業利益降至 344.56 億元(原估 360.65 億元)，季減 55.3%，年增 629.9%，低於預期 4.5%，業外則有利息收入、匯兌利益及處分船舶及貨櫃利益挹注約 71 億元，稅後 EPS 降至 14.18 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 12.14 元)，季減 50.4%，年增 832.1%，優於預期 16.8%。毛利率滑落係反映 4Q24 平均運價較 3Q24 大幅下挫所致。

2024 年營收 4635.68 億元，年增 67.5%，毛利率改善 20ppt 至 38.0%，營益率改善 21.9ppt 至 34.5% (原估 34.9%)，營業利益增至 1599.45 億元(原估 1615.54 億元)，年增 360.3%，優於預期 3.3%，不過業外利益貢獻較大，提振稅後 EPS 提升至 64.41 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 62.37 元)，年增 287.7%，年底淨值提升至 268.04 元(原估 255.76 元)。長榮預計配發現金股利 32.5 元(原估 25 元)，殖利率達 14.1%。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	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	115,812	-24.2%	66.2%	115,756	113,571	0.0%	2.0%
營業毛利	8,904	80,369	40,909	-49.1%	359.5%	44,566	41,922	-8.2%	-2.4%
營業利益	4,721	77,157	34,456	-55.3%	629.9%	36,065	34,639	-4.5%	-0.5%
稅前利益	6,533	81,754	41,633	-49.1%	537.3%	38,978	35,782	6.8%	16.4%
稅後淨利	3,293	61,913	30,699	-50.4%	832.1%	26,281	27,410	16.8%	12.0%
調整後 EPS (元)	1.55	28.60	14.18	-50.4%	832.1%	12.14	12.53	16.8%	12.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	12.8%	52.6%	35.3%	-17.3	22.5	38.5%	36.9%	-3.2	-1.6
營業利益率	6.8%	50.5%	29.8%	-20.7	23.0	31.2%	30.5%	-1.4	-0.7
稅後純益率	4.7%	40.5%	27.6%	-13.0	22.8	26.1%	24.1%	1.5	2.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 1Q25 稅後 EPS 下修 13.7%至 11.03 元

展望 1Q25，長榮 2025 年 2 月營收降至 342.33 億元，月減 19%，年增 13.5%，動能減緩，乃運價於 2024 年 12 月反彈至 2025 年 1 月初後，近 9 週處於跌勢，跌幅達 42.7%，跌幅超出預期，淡季效應顯著，1Q25 營收下修 4.5%至 1088.6 億元(原估 1140.19 億元)，季減 6%，年增 22.8%，毛利率滑落 1.8ppt 至 33.5% (原估 38.5%)，下修 5ppt，營益率下滑 0.4ppt 至 29.4% (原估 34.1%)，營業利益下修 17.5%至 320.39 億元(原估 388.49 億元)，季減 7.0%，年增 104.7%，業外獲利貢獻減少，稅後 EPS 下修 13.7%至 11.03 元(原估 12.78 元)，季減 22.2%，年增 37.3%。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	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	115,812	108,863	-6.0%	22.8%	114,019	103,570	-4.5%	5.1%
營業毛利	18,949	40,909	36,469	-10.9%	92.5%	43,897	34,582	-16.9%	5.5%
營業利益	15,654	34,456	32,039	-7.0%	104.7%	38,849	29,953	-17.5%	7.0%
稅前利益	21,047	41,633	34,045	-18.2%	61.8%	39,459	30,553	-13.7%	11.4%
稅後淨利	17,382	30,699	23,874	-22.2%	37.3%	27,671	23,920	-13.7%	-0.2%
調整後 EPS (元)	8.03	14.18	11.03	-22.2%	37.3%	12.78	11.01	-13.7%	-0.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	21.4%	35.3%	33.5%	-1.8	12.1	38.5%	33.4%	-5.0	0.1
營業利益率	17.7%	29.8%	29.4%	-0.4	11.8	34.1%	28.9%	-4.6	0.5
稅後純益率	19.6%	27.6%	23.5%	-4.1	3.9	26.0%	23.1%	-2.5	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

預估 2Q25/2025 年稅後 EPS 各下修 27.7%/26.3%，分別至 8.91 元及 36.76 元

根據過往經驗，淡季運價修正期間約 8-9 週，推估最快 3 月中至下旬運價落底，展望 2Q25，仍需觀察步入旺季階段的出貨狀況，而川普關稅政策變數，削弱全球貿易動能，2Q25 營收下修 17.3% 至 952.55 億元(原估 1151.59 億元)，季減 12.5%，年減 10.4%，動能減弱。預估毛利率滑落 3.5ppt 至 30% (原估 36%)，下修 6ppt，反映運價弱勢，跌幅超出預期，營益率滑落 2.8ppt 至 26.6% (原估 32.3%)，下修 5.7ppt，營業利益下修 31.9%至 253.04 億元(原估 371.58 億元)，季減 21.0%，年減 22.6%，稅後 EPS 下修 27.7%至 8.91 元(原估 12.32 元)，季減 19.2%，年減 34.5%。

展望 2025 年，最大風險在於以哈達成和談協議。美國總統川普下令空襲胡塞組織，要求停止攻擊紅海商船，並擴大制裁伊朗，化解紅海危機的機率不小。一旦紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，運價下跌壓力大，不利長榮營收及獲利表現，預估 2025 年營收下修 15.3%至 3901.51 億元(原估 4606.78 億元)，年減 15.8%，毛利率下修 6.2ppt 至 30.9% (原估 37.1%)，營益率下修 5.7ppt 至 26.7% (原估 32.4%)，營業利益下修 30.3%至 1039.93 億元(原估 1491.75 億元)，稅後 EPS 下修 26.3%至 36.76 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 49.85 元)，年減 42.9%，年底淨值下修至 272.31 元(原估 286.09 元)。

圖 3：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	106,329	108,863	95,255	-12.5%	-10.4%	115,159	103,514	-17.3%	-8.0%
營業毛利	35,882	36,469	28,577	-21.6%	-20.4%	41,457	33,994	-31.1%	-15.9%
營業利益	32,678	32,039	25,304	-21.0%	-22.6%	37,158	29,074	-31.9%	-13.0%
稅前利益	35,916	34,045	27,349	-19.7%	-23.9%	37,838	29,619	-27.7%	-7.7%
稅後淨利	29,459	23,874	19,281	-19.2%	-34.5%	26,676	23,076	-27.7%	-16.4%
調整後 EPS (元)	13.61	11.03	8.91	-19.2%	-34.5%	12.32	10.53	-27.7%	-16.4%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	33.7%	33.5%	30.0%	-3.5	-3.7	36.0%	32.8%	-6.0	-2.8
營業利益率	30.7%	29.4%	26.6%	-2.8	-4.2	32.3%	28.1%	-5.7	-1.5
稅後純益率	27.7%	23.5%	20.2%	-1.7	-7.5	23.2%	22.3%	-2.9	-2.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

最新運價持續挫低，淡季效應浮現

2025/3/14 當週 SCFI 運價續跌 8.1%至 1319.34 點，近 10 週處於跌勢，美西線續挫 14.2%至 1965 美元，美東線挫低 10.6%至 2977 美元，同為連 10 週下跌，走勢疲弱。地中海線下跌 8.8%至 2295 美元，為連 11 週滑落，歐洲線再回落 15.2%至 1342 美元。而 SCFI 近 10 週跌幅達 47.3%，以美西線挫低 60.7%最弱，美東線下跌 53.6%，而歐洲線下挫幅度 52.9%，地中海線下挫 38.8%。淡季效應持續導致運價續弱。

若紅海危機結束，全球供需結構將轉寬鬆，運價修正壓力大

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 月中下旬前後落底。惟更大風險在於以哈和談協議，終止近 15 個月加薩戰爭。近期胡塞組織再次攻擊以色列商船，增添以哈達成和談的變數。而川普總統下令空襲胡塞組織，並擴大制裁伊朗，化解紅海危機的機率不小。多數航商表示需持續關注地緣政治發展，2Q25 將維持繞道好望角的規劃，惟若紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，將扭轉 2024 年以來的運力供需結構，由偏緊轉向寬鬆，運價下跌壓力大。

川普關稅戰，2025 年全球貨櫃貿易量恐難以延續 2024 年高成長

另一方面，2024 年全球貨櫃運輸量顯著復甦，亞洲到北美的貨櫃運輸量 2024 年全年運輸量達 2144.52 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。亞洲到歐洲的貨櫃運輸量 2024 年全年運輸量達 1804.49 萬 TEU，年增 8.8%，超過 2023 年全年貨櫃運輸量年增 7.8%之表現，惟展望 2025 年，受制於川普關稅戰，將削弱全球貿易表現，預期貨櫃貿易運輸將在關稅實施前搶運潮及關稅實施後的貿易量降溫中拉鋸，難以延續 2024 年的高成長，預期動能將降溫，削弱貨櫃航商營運表現。

運價下跌壓力大，北美長約談判恐陷入僵局

近期市場指出北美航線 2025 年長約價起跳價格將達 2500 美元，較 2024 年同期 1500 美元，大漲達 66%。由於 2024 年初反映紅海危機，1Q24 美西線運價均價落在 4150 美元左右，較 4Q23 之均價 1850 美元，大漲超過 120%，提振 2024 年北美航線長約價上漲至 1500 美元。至於 2025 年市況，目前年初以來美西線均價落在 3700 美元左右，與 4Q24 均價 4315 美元相較，跌幅約 14.3%。惟中國農曆年後的淡季效應顯現，造成近期美西線運價跌至 1965 美元，近 10 週處於跌勢，累積跌幅達 60.7%，另一方面以哈和談，航商重返紅海航線，運價修正壓力大，恐迫使貨主持續觀望，不願意輕易簽訂長約，預期 2025 年北美航線長約談判恐陷入僵局，推測北美航線長約價難以上漲，且合約量可能會減少。

川普規劃對中國籍貨櫃船徵收靠港費，增添運價變數

美國政府將提案對進入美國港口的中國製的造船及海運業者收取靠港費 100-150 萬美元之金額，以限制中國造船廠的獨大，打壓中國造船業為主，施壓貨櫃航商將船舶轉到美國籍為輔，順便透過加收靠港費用，充實國庫，一舉三得。對於貨櫃業者，因為市場大概率都是中國造的船，營運成本將增加，是否可如預期將增加的成本轉嫁給貨主及消費者，仍有待觀察，增添運價變數。後續仍需觀察 2025/3/24 美國舉辦之公聽會的最新結論。

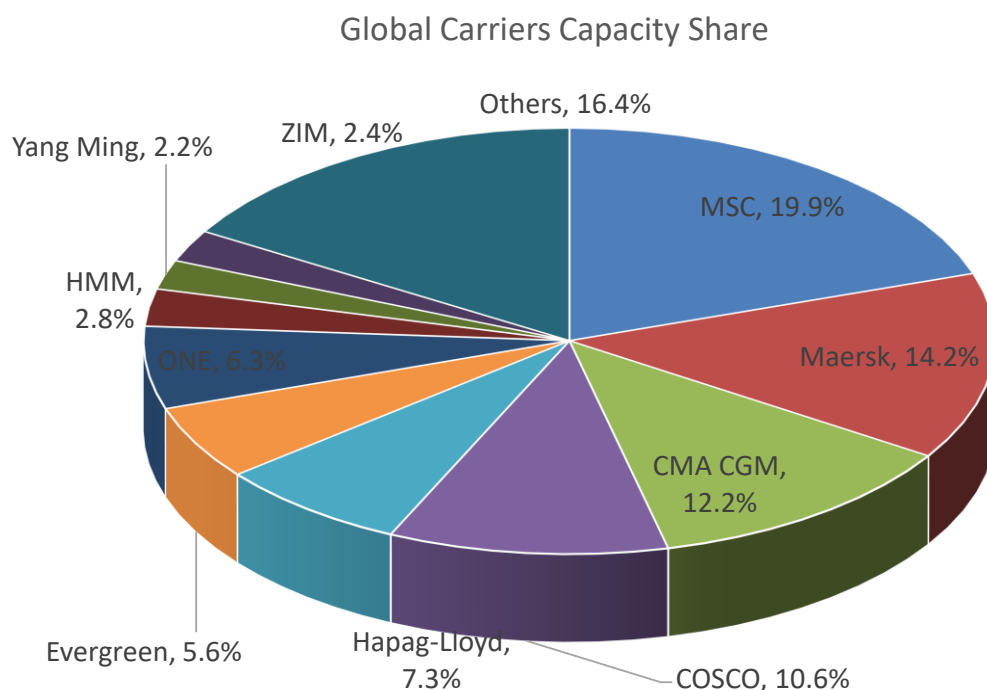
對貨櫃產業看法保守

對貨櫃產業看法維持保守，考量以下幾點：1) 最新 SCFI 運價續跌 8.1%至 1319.34 點，近 10 週處於跌勢，累積下挫 47.3%，淡季效應浮現；2) 以哈和談協議，紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，將扭轉 2024 年以來的運力供需結構，由偏緊轉向寬鬆，運價下跌壓力大；3) 受制於川普關稅戰，全球貨櫃貿易表現將在關稅實施前搶運潮及關稅實施後的貿易量降溫中拉鋸，難以延續 2024 年的高成長，預期動能將降溫，削弱貨櫃航商營運表現；4) 運價修正壓力大，迫使貨主持續觀望，不願意輕易簽訂長約，預期 2025 年北美航線長約談判恐陷入僵局，推測北美航線長約價難以上漲，且合約量可能會減少等因素。對於貨櫃產業看法保守。後續則須持續關注以哈和談發展，及中東政局變化等。

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士地中海航運(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 4：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。2024 年全球三大海運聯盟，以 2M 聯盟(成員包括地中海航運及馬士基航運)市佔率達 34.1%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 28.4%，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 18.6%。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。全球海運市場於 2025 年展開新的競合格局，OCEAN Alliance 市佔率維持在 28.4%，新成立的 Gemini Cooperation 市佔率 21.5%，Premier Alliance 市佔率 11.3%，加上。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。

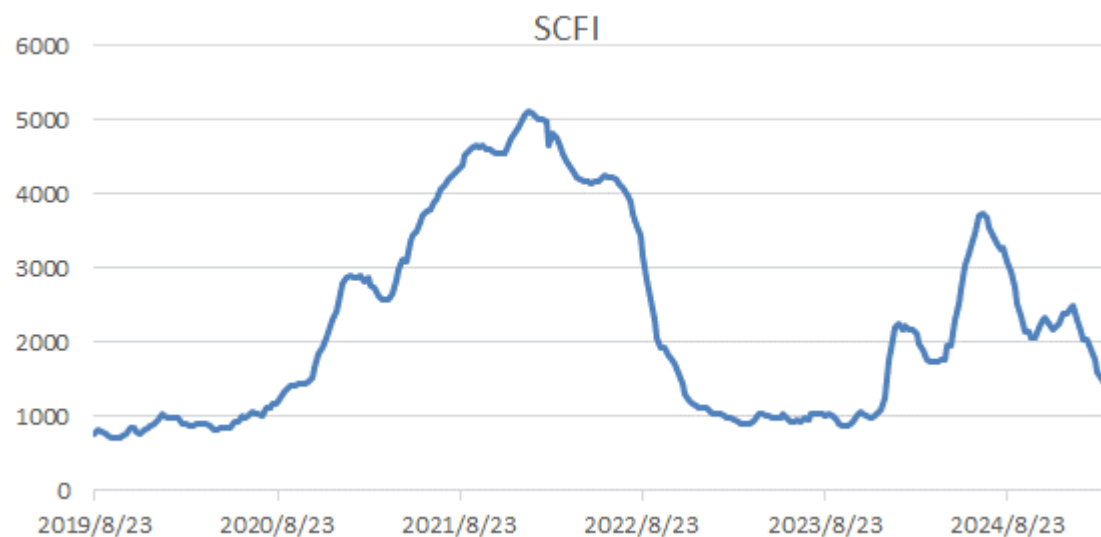
以下回顧 2024 年運價走勢。

紅海航線中斷，SCFI 運價於 1H24 大漲

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 運價一路飆漲至 2024/1/19 當週最高點 2,239.61 點，連 8 週上揚，波段大漲 125.5%。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，運價自 2024 年 1 月底 2 月初陸續修正，至 2024/3/29 當週波段低點 1730.98 點，修正幅度達 22.7%。運價落底後，於 2024 年 4 月至 6 月運價進入第二波大漲，2024/4/26 當週 SCFI 運價指數勁揚 9.7%至 1940.63 點，連 4 週上漲，掀起運價於 5 月至 6 月一波飆漲行情，直至 2024/7/5 當週波段高點 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。

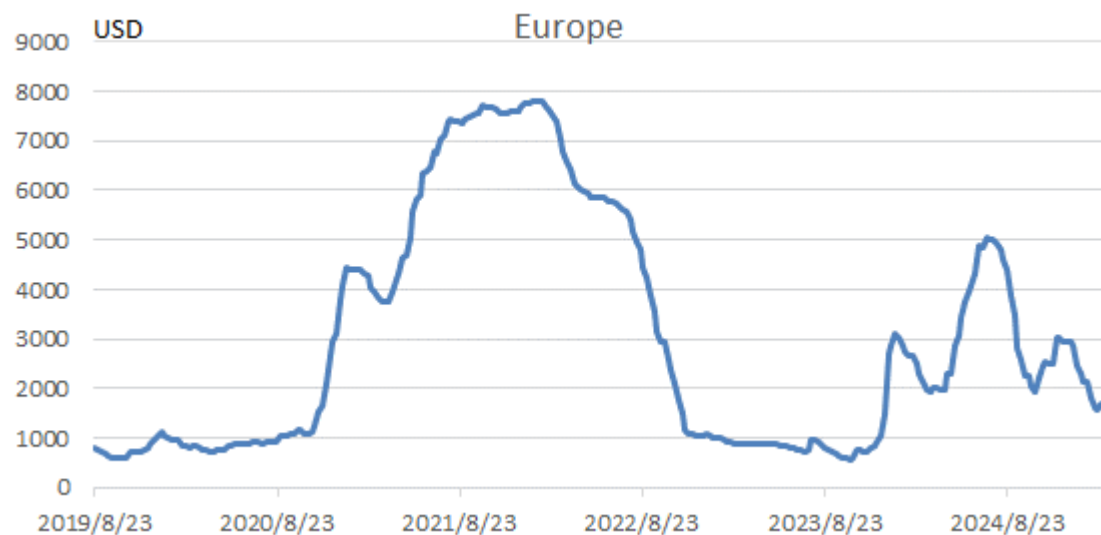
這一波運價上漲的速度及幅度超過 2020-2021 年疫情期間以及 2024 年初的漲幅表現，飆漲行情的原因，包括 2 月至 3 月的淡季運價修正階段，貨載需求疲弱，航商於 4 月啟動縮班減艙調整，而先前繞道好望角，船期拉長，加以歐洲塞港，貨櫃回流亞洲的時間拉長，造成亞洲開始面臨缺櫃問題，運力供給轉趨緊俏，需求面，歐美經濟復甦，客戶回補庫存的貨載需求轉強，且繞道好望角，船期拉長也使得歐美零售商建立安全庫存的意願提升，另外美國及歐盟相繼對中國商品加徵關稅，零售商規避關稅的提前出貨潮隨之爆發等諸多因素疊加，進一步推升貨載需求，運力供需逆轉。

圖 5：SCFI 運價指數走勢圖



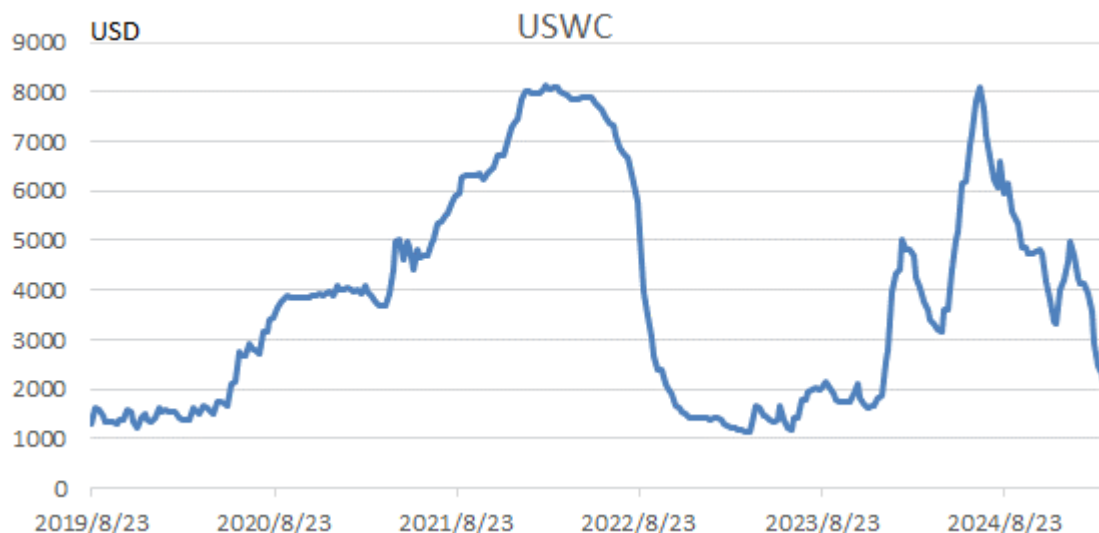
資料來源：SCFI、元大投顧整理

圖 6：歐洲線運價走勢圖



資料來源：SCFI、元大投顧整理

圖 7：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 陷入修正期

這波運價飆漲於 2024/7/5 見高點後反轉回跌，連跌 5 週至 8/9 當週 SCFI 運價 3253.89 點之波段低點，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，當週係美西線大漲 8.5%，美東線上漲 2.4% 所帶動，不過歐洲線續跌 3.7%，地中海線下跌 1.9%。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。

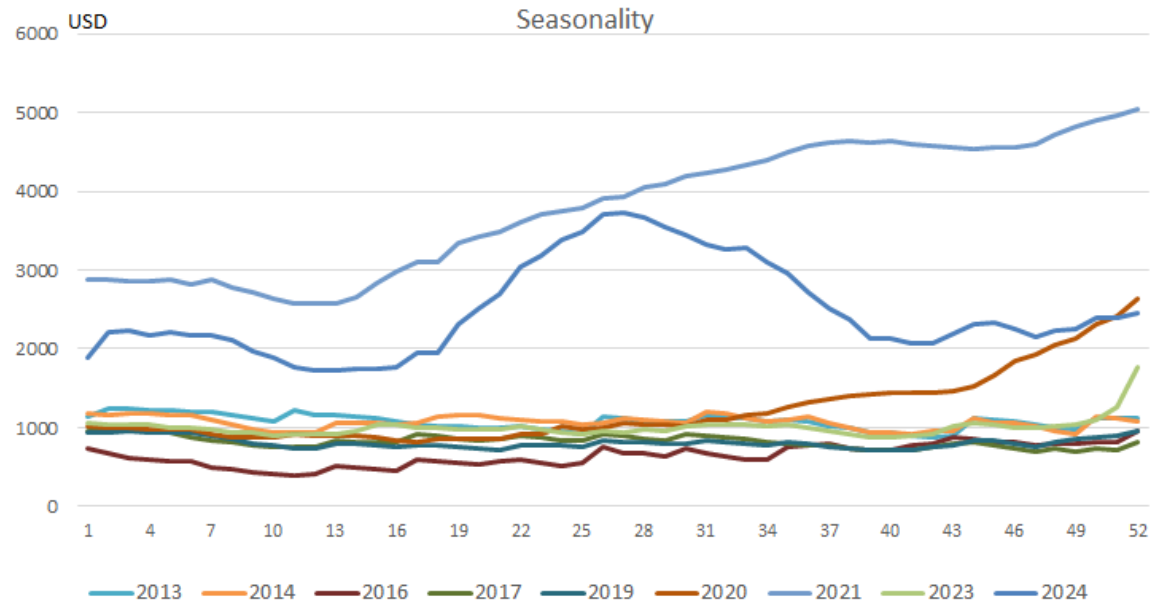
航商縮班減艙，2024 年 10 月中運價落底，搭配年底貨載需求轉強提振運價回升

這一波運價修正至 10 月中的 2024/10/18 當週 2062.15 點波段低點，連 15 週滑落，2024/10/25 當週運價迎來全面反彈，SCFI 運價大漲 6.0% 至 2185.33 點，帶動一波連 3 週上漲格局，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 波段高點 2505.17 點，與 2024 年 10 月中低點相比，波段漲幅約 21.48%。

備貨潮及搶運潮效應減弱，運價於 2025/1/3 見到高點

2025/1/10 當週 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，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。

圖 8：近 6 年各年度 SCFI 運價指數走勢圖



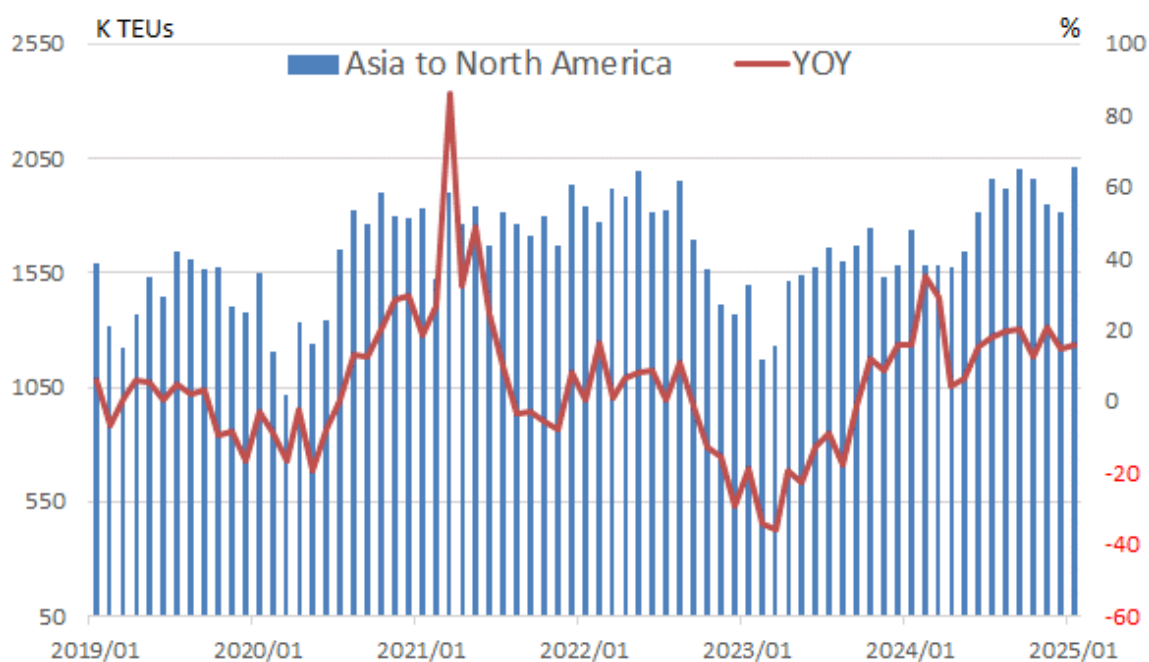
資料來源：SCFI、元大投顧整理

2024 年全球貨櫃運輸量顯著復甦，2025 年恐貨櫃運輸動能恐受制於川普關稅戰

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 12 月自亞洲到北美的貨櫃運輸量 181.62 萬 TEU，年增 14.6%，2024 年全年運輸量達 2144.52 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。而 2025 年 1 月貨櫃運輸量達 200.75 萬 TEU，年增 15.7%，推估乃係美國川普就任前，搶運潮所帶動。至於 2024 年 12 月自亞洲到歐洲的貨櫃運輸量為 171.15 萬 TEU，年增 13.7%，2024 年全年運輸量達 1804.49 萬 TEU，年增 8.8%，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 12 月最新數據為 395.84 萬 TEU，年增 10.1%，2024 年全年運輸量為 4728.88 萬 TEU，年增 3.1%，優於 2023 年全年貨櫃運輸量年減 1.5%之表現。

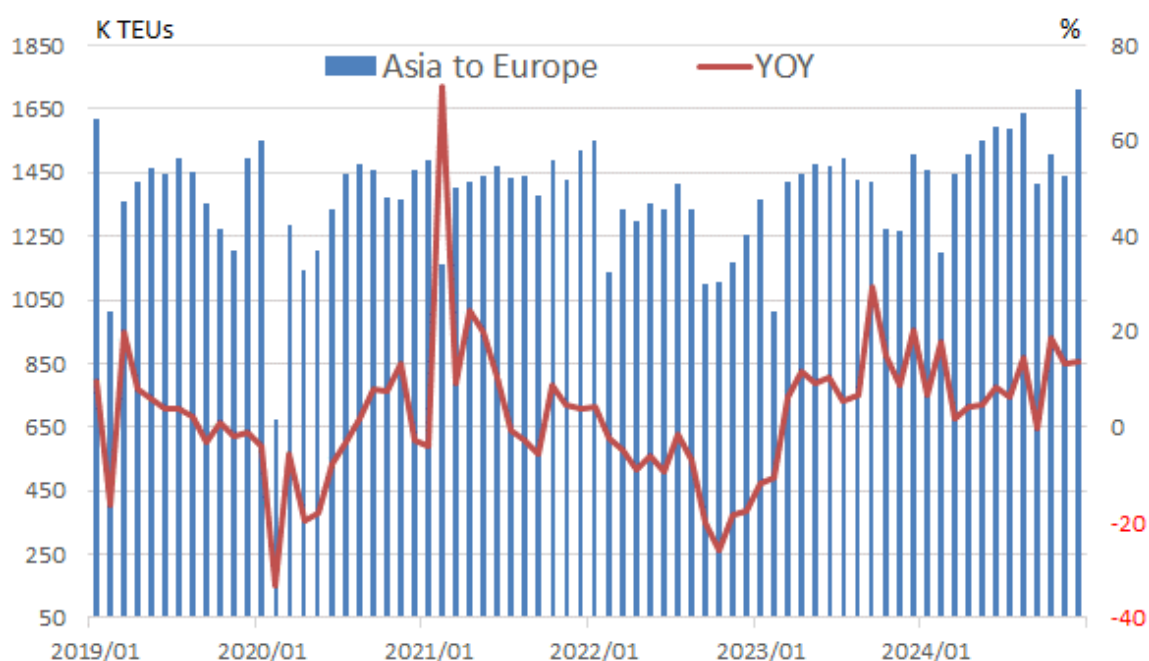
展望 2025 年，川普已對加拿大、墨西哥，及中國提出加徵關稅的政策，後續也將對各貿易夥伴國祭出對等關稅政策，引發全球貿易擔憂，預期未來全球貨櫃貿易表現，將是在關稅實施前搶運潮及關稅實施後的貿易量降溫中拉鋸，2025 年全球貨櫃運輸的貿易量恐受制於川普關稅戰，難以延續 2024 年的高成長，預期動能將降溫，削弱貨櫃航商營運表現。

圖 9：亞洲到北美的貨櫃運輸量及 YOY



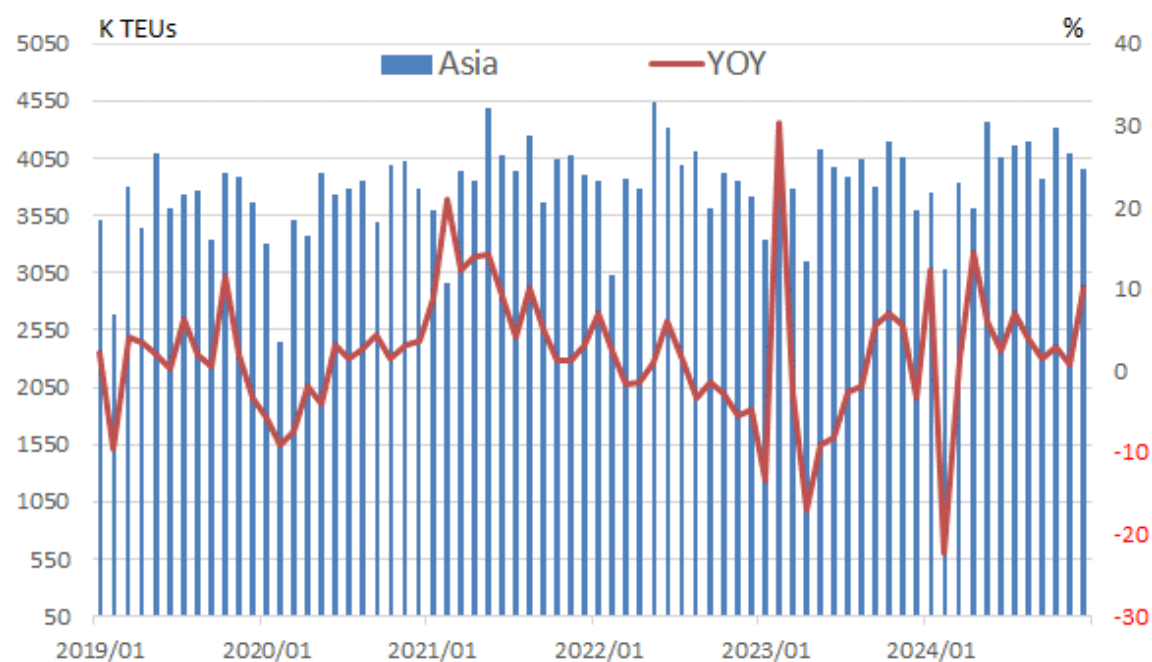
資料來源：元大投顧整理

圖 10：亞洲到歐洲的貨櫃運輸量及 YOY



資料來源：元大投顧整理

圖 11：亞洲區域內貨櫃運輸量及 YOY

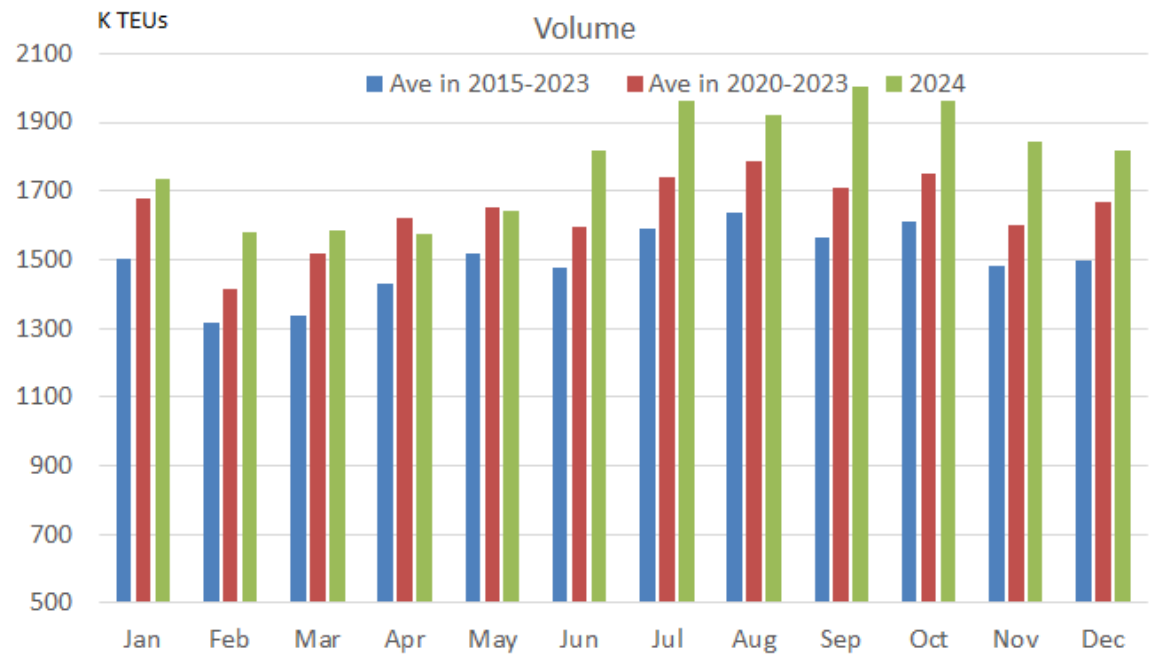


資料來源：元大投顧整理

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。

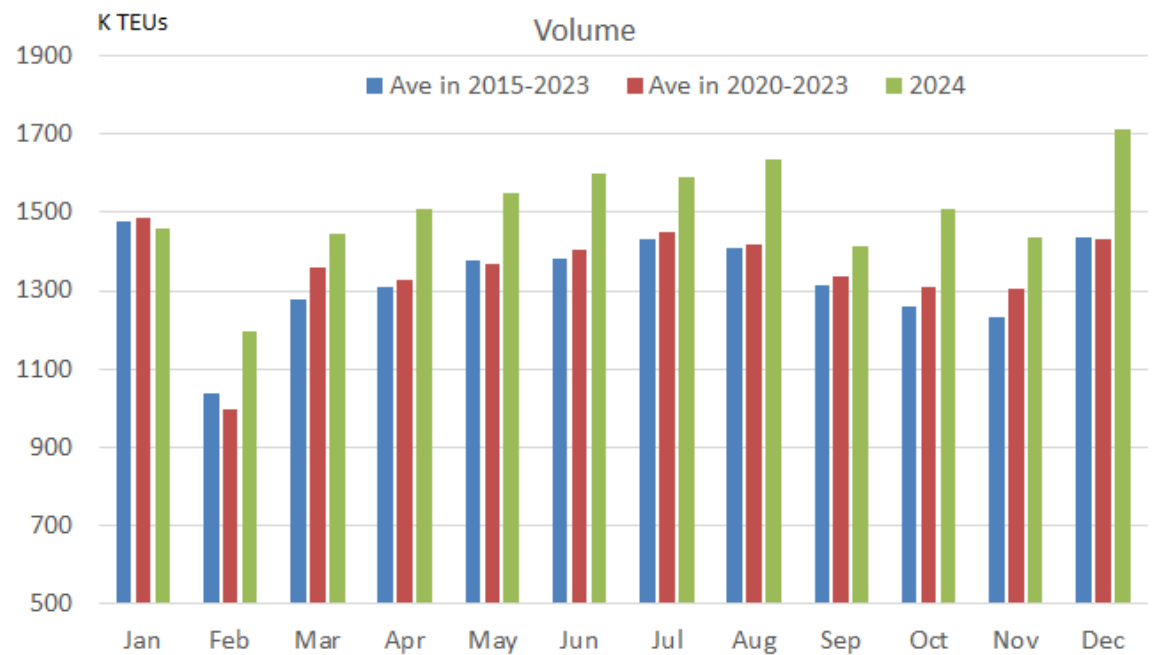
圖 12：亞洲到北美各年度每月貨櫃運輸量淡旺趨勢圖



資料來源：元大投顧整理

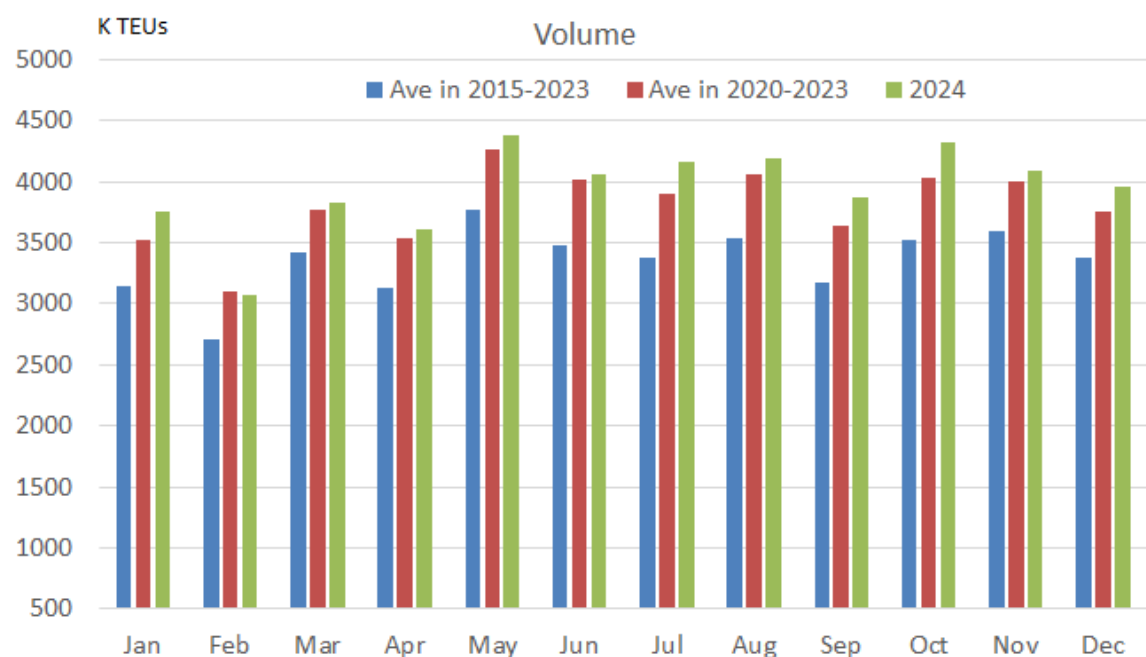
觀察亞洲到歐洲各年度內，每月貨櫃運輸量之表現，亦有類似亞洲到每週每月貨櫃運輸量的類似特徵，每年 2 月為貨載量最淡的月份，3 月開始貨載量逐步提升至 7 月見高點，8 月開始漸趨滑落到 11 月，年底 12 月至隔年 1 月又有另一波的貨載需求提升。至於亞洲區域內的各年度每月貨載運輸量的淡旺季循環略有差異，每年 2 月一樣是最淡季，而貨載需求於 3 月提高後，約在 5 月就會見到高峰，較歐美的旺季高峰提前約 2-3 個月，之後緩步降溫到每年 9 月，隨後的 10 月 11 月再回升，每年的貨載量淡旺季略與亞洲到北美，亞洲到歐洲有所差異。

圖 13：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 14：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

2025 年運力供給過剩較 2024 年收斂

依據三大研調機構評估 2024 年全球海運市場供需狀況，整體結論為供過於求，其中 Clarksons 資料顯示 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 資料顯示 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 資料顯示 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。而 2024 年紅海危機爆發，航商繞道好望角，運力需求增加 9-10%，扭轉 2024 年全球貨櫃運力供需由過剩轉趨偏緊格局，激勵運價大漲。惟 2025 年以哈進行和談，終止近 15 個月加薩戰爭。儘管近期胡塞組織再次攻擊以色列商船，增添以哈達成和談的變數。而川普總統下令空襲胡塞組織，並擴大制裁伊朗，化解紅海危機的機率不小。多數航商表示需持續關注地緣政治發展，2Q25 將維持繞道好望角的規劃，若紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，將扭轉 2024 年以來的運力供需結構，由偏緊轉向寬鬆，運價下跌壓力大。

圖 15：全球 2025 年運力供給與需求成長預估

Institute	YOY	2020	2021	2022	2023	2024	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 運價持續修正，2Q25 旺季效應仍待觀察

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，及美東碼頭 ILA 不罷工等利空因素，運價已於 2025/1/3 見到波段高點，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浮現，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%，而 2025 年初以來運價指數已修正達 47.3%，走勢疲弱。依據過去平均修正期間的經驗，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 月中下旬前後。惟紅海危機結束的衝擊，可能讓運價修正幅度擴大，是最大風險所在。目前正值產業淡季，需求疲軟，後續仍需觀察 2Q25 至 3Q25 旺季出貨狀況，川普關稅政策恐衝擊全球貿易表現，削弱 2025 年貨載需求。

圖 16：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

川普規劃對中國籍貨櫃船徵收靠港費，增添運價變數

至於影響國際貨櫃航運營運的最新變數，來自美國總統川普以「振興美國造船業」為名，進而削弱中國於全球造船供應鏈的影響力。美國政府將依據 1974 年貿易法 301 條款，透過行政命令，提案對進入美國港口的中國製的造船及海運業者收取靠港費 100-150 萬美元之金額。至於美國製造的船舶則可減免相關費用。由於全球造船產能市佔分布，中國約 59%，韓國 24%為前兩大，美國此舉主要是限制中國造船廠的獨大，打壓中國造船業為主，迫使貨櫃航商不要再向中國造船廠下新造船訂單，施壓貨櫃航商將船舶轉到美國籍為輔，順便透過加收靠港費用，充實國庫，一舉三得。對於貨櫃業者，因為市場上美國造的船舶稀缺，大概率都是中國造的船，營運成本將增加，是否可如預期將增加的成本轉嫁給貨主及消費者，仍有待觀察，增添運價變數。依據目前資料，歐洲及中國大型貨櫃商新造船訂單下單給中國造船廠的比重超過 5 成以上，恐成美國政府加徵靠港費的目標。至於長榮及陽明的新造船訂單下給中國船廠的比重較低，在 25%以下，有機會避開美國開徵靠港費的衝擊，營運干擾相對較輕微。後續仍需觀察 2025/3/24 美國舉辦之公聽會的最新結論。

獲利調整與股票評價

運價下挫，走勢疲弱，2025 年獲利衰退，看法維持保守

長榮 2024 年營收 4635.68 億元，年增 67.5%，毛利率改善 20ppt 至 38.0%，營益率改善 21.9ppt 至 34.5% (原估 34.9%)，營業利益增至 1599.45 億元(原估 1615.54 億元)，年增 360.3%，低於預期 1.0%，不過業外利益貢獻較大，提振稅後 EPS 提升至 64.41 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 62.37 元)，年增 287.8%，年底淨值提升至 268.04 元(原估 255.76 元)。長榮預計配發現金股利 32.5 元(原估 25 元)，殖利率達 14.1%。

展望 2025 年，最大風險在於以哈達成和談協議。美國總統川普下令空襲胡塞組織，要求停止攻擊紅海商船，並擴大制裁伊朗，化解紅海危機的機率不小。一旦紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，運價下跌壓力大，不利長榮營收及獲利表現，預估 2025 年營收下修 15.3%至 3901.51 億元(原估 4606.78 億元)，年減 15.8%，毛利率下修 6.2ppt 至 30.9% (原估 37.1%)，營益率下修 5.7ppt 至 26.7% (原估 32.4%)，營業利益下修 30.3%至 1039.93 億元(原估 1491.75 億元)，稅後 EPS 下修 26.3%至 36.76 元(以最新股本 216.51 億元計算，原估 49.85 元)，年減 42.9%，年底淨值下修至 272.31 元(原估 286.09 元)。

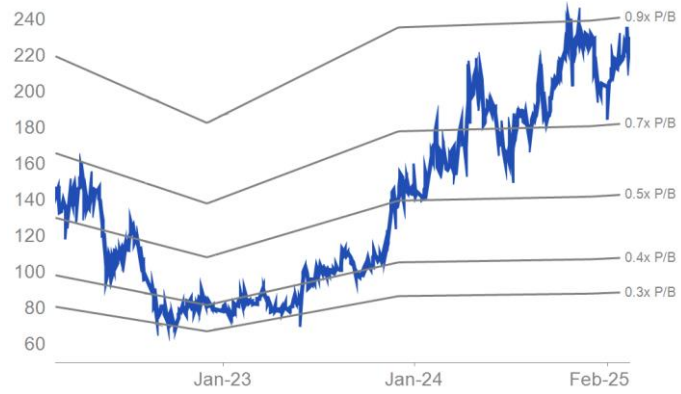
考量：1) 最新 SCFI 運價續跌 8.1%至 1319.34 點，近 10 週處於跌勢，累積下挫 47.3%，淡季效應浮現；2) 預估 1Q25 營收下修 4.5%至 1088.6 億元，季減 6%，年增 22.8%，稅後 EPS 下修 13.7%至 11.03 元，季減 22.2%，年增 37.3%，獲利動能減緩；3) 川普關稅政策變數，削弱全球貿易動能，旺季效應仍待觀察，2Q25 營收下修 17.3%至 952.55 億元，季減 12.5%，年減 10.4%，稅後 EPS 下修 27.7%至 8.91 元，季減 19.2%，年減 34.5%；4) 以哈和談協議，紅海危機結束，航商重返紅海，運力需求將減少 9-10%，運價下跌壓力大，預估 2025 年稅後 EPS 下修 26.3%至 36.76 元等因素，對長榮營運看法保守，投資建議為持有，目標價維持 225 元。

圖 17：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024		2025 估		預估差異	
	實際	前次預估	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	463,568	463,512	390,151	460,678	0.0%	-15.3%
營業毛利	176,126	179,782	120,636	170,712	-2.0%	-29.3%
營業利益	159,945	161,554	103,993	149,175	-1.0%	-30.3%
稅前利益	180,350	177,695	114,044	154,724	1.5%	-26.3%
稅後淨利	139,453	135,035	79,600	107,931	3.3%	-26.3%
調整後 EPS (元)	64.41	62.37	36.76	49.85	3.3%	-26.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	38.0%	38.8%	30.9%	37.1%	-0.8	-6.2
營業利益率	34.5%	34.9%	26.7%	32.4%	-0.4	-5.7
稅後純益率	30.1%	29.1%	20.4%	23.4%	0.9	-3.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：12 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 19：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(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
長榮	2603 TT	持有-超越 同業	230.5	15,123	64.41	36.76	30.78	3.6	6.3	7.5	287.8	(42.9)	(16.3)
國際同業													
Maersk	MAERSKB DC	未評等	12115.0	27,639	2421.6	830.5	318.4	5.0	14.6	38.0	58.0	(65.7)	(61.7)
COSCO	1919 HK	未評等	12.0	30,088	3.3	1.5	1.3	3.6	8.2	9.1	103.6	(55.6)	(10.5)
Hapag Lloyd	HLAG GR	未評等	142.0	26,884	13.0	4.8	4.6	10.9	29.5	31.1	(22.0)	(63.0)	(5.3)
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	未評等	2164.0	9,307	200.2	442.0	204.3	10.8	4.9	10.6	(76.6)	120.8	(53.8)
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JP	未評等	5477.0	13,364	617.9	1046.6	675.8	8.9	5.2	8.1	(72.0)	69.4	(35.4)
Nippon Yusen KK	9101 JP	未評等	5271.0	16,350	451.4	946.5	532.8	11.7	5.6	9.9	(77.4)	109.7	(43.7)
國際同業平均					617.9	545.3	289.5	8.5	11.3	17.8	(14.4)	19.3	(35.1)
國內同業													
陽明海運	2609 TT	未評等	75.9	8,050	18.3	9.1	8.2	4.2	8.3	9.3	1237.5	(50.0)	(10.9)
國內同業平均					18.3	9.1	8.2	4.2	8.3	9.3	1237.5	(50.0)	(10.9)

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 20：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)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
長榮	2603 TT	持有-超越 同業	230.5	15,123	23.9	14.0	11.2	268.04	272.31	284.71	0.9	0.9	0.8
國際同業													
Maersk	MAERSKB DC	未評等	12115.0	27,639	9.0	2.0	1.0	25974.3	25100.7	24757.9	0.5	0.5	0.5
COSCO	1919 HK	未評等	12.0	30,088	23.6	11.0	7.5	15.7	16.0	16.6	0.8	0.8	0.7
Hapag Lloyd	HLAG GR	未評等	142.0	26,884	11.5	4.7	0.5	114.8	106.9	102.6	1.2	1.3	1.4
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	未評等	2164.0	9,307	7.3	15.9	8.5	2068.4	2532.9	2694.7	1.1	0.9	0.8
Mitsui O.S.K. Lines	9104 JP	未評等	5477.0	13,364	11.0	14.5	8.8	5817.1	7160.1	7651.9	0.9	0.8	0.7
Nippon Yusen KK	9101 JP	未評等	5271.0	16,350	8.7	13.4	7.8	5183.4	6572.6	7079.4	1.0	0.8	0.7
國際同業平均					11.8	10.2	5.7	6528.9	6914.9	7050.5	0.9	0.8	0.8
國內同業													
陽明海運	2609 TT	未評等	75.9	8,050	19.4	8.7	7.7	96.9	101.3	--	0.8	0.8	--
國內同業平均					19.4	8.7	7.7	96.9	101.3	--	0.8	0.8	--

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 21：季度及年度簡明損益表 (合併)

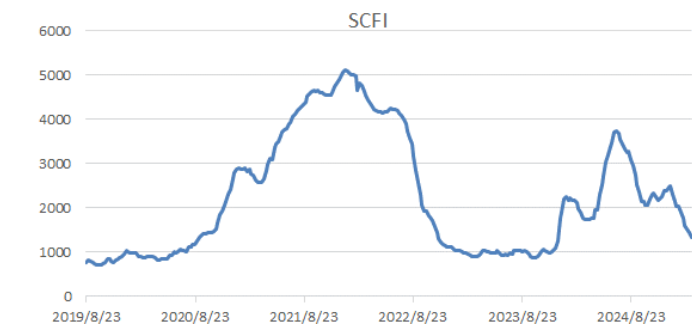
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	88,639	106,329	152,789	115,812	108,863	95,255	100,018	86,015	463,568	390,151
銷貨成本	(69,689)	(70,446)	(72,420)	(74,902)	(72,394)	(66,679)	(68,512)	(61,931)	(287,442)	(269,516)
營業毛利	18,949	35,882	80,369	40,909	36,469	28,577	31,506	24,084	176,126	120,636
營業費用	(4,096)	(4,134)	(4,527)	(8,688)	(5,770)	(4,382)	(4,501)	(6,881)	(21,446)	(21,534)
營業利益	15,654	32,678	77,157	34,456	32,039	25,304	28,206	18,444	159,945	103,993
業外利益	5,393	3,238	4,597	7,177	2,006	2,045	1,999	4,000	20,405	10,051
稅前純益	21,047	35,916	81,754	41,633	34,045	27,349	30,205	22,444	180,350	114,044
所得稅費用	(2,824)	(5,350)	(18,460)	(9,732)	(8,511)	(6,837)	(7,551)	(5,611)	(36,366)	(28,511)
少數股東權益	841	1,107	1,381	1,202	1,660	1,231	1,359	1,683	4,531	5,933
歸屬母公司稅後純益	17,382	29,459	61,913	30,699	23,874	19,281	21,294	15,150	139,453	79,600
調整後每股盈餘(NT\$)	8.03	13.61	28.60	14.18	11.03	8.91	9.84	7.00	64.41	36.76
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%	35.3%	33.5%	30.0%	31.5%	28.0%	38.0%	30.9%
營業利益率	17.7%	30.7%	50.5%	29.8%	29.4%	26.6%	28.2%	21.4%	34.5%	26.7%
稅前純益率	23.8%	33.8%	53.5%	36.0%	31.3%	28.7%	30.2%	26.1%	38.9%	29.2%
稅後純益率	19.6%	27.7%	40.5%	27.6%	23.5%	20.2%	22.7%	19.6%	30.1%	20.4%
有效所得稅率	13.4%	14.9%	22.6%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	20.2%	25.0%
季增率(%)										
營業收入	27.2%	20.0%	43.7%	-24.2%	-6.0%	-12.5%	5.0%	-14.0%		
營業利益	231.6%	108.8%	136.1%	-55.3%	-7.0%	-21.0%	11.5%	-34.6%		
稅後純益	427.8%	69.5%	110.2%	-50.4%	-22.2%	-19.2%	10.4%	-28.9%		
調整後每股盈餘	418.6%	69.5%	110.2%	-50.4%	-22.2%	-19.2%	10.4%	-28.9%		
年增率(%)										
營業收入	32.6%	57.8%	109.8%	66.2%	22.8%	-10.4%	-34.5%	-25.7%	67.5%	-15.8%
營業利益	40.6%	222.5%	780.8%	629.9%	104.7%	-22.6%	-63.4%	-46.5%	360.3%	-35.0%
稅後純益	244.7%	478.5%	182.6%	832.1%	37.3%	-34.5%	-65.6%	-50.6%	260.2%	-40.6%
調整後每股盈餘	244.7%	478.5%	182.6%	832.1%	37.3%	-34.5%	-65.6%	-50.7%	287.8%	-42.9%

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

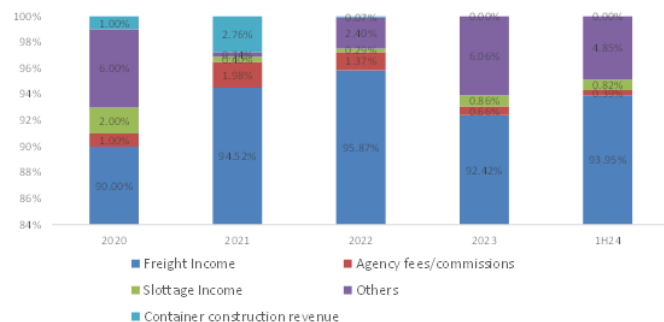
長榮(2603)成立於 1968 年，為台灣最大的貨櫃輪船公司，目前旗下船隊共有 213 艘，包括 2023 年新交船 4 艘，運力為 3.5 萬 TEU，以及汰舊拆解 6 艘舊船，運力為 2.2 萬 TEU。合計長榮 2023 年總運力達到 169.0 萬 TEU，運力新增約 1%YOY，全球運力市佔率約 6.1%。2024 年初最新資料，長榮運力略降至 164.52 萬 TEU，全球運力市佔率降至 5.7%，為全球第七大貨櫃航商。

圖 22：SCFI 運價指數



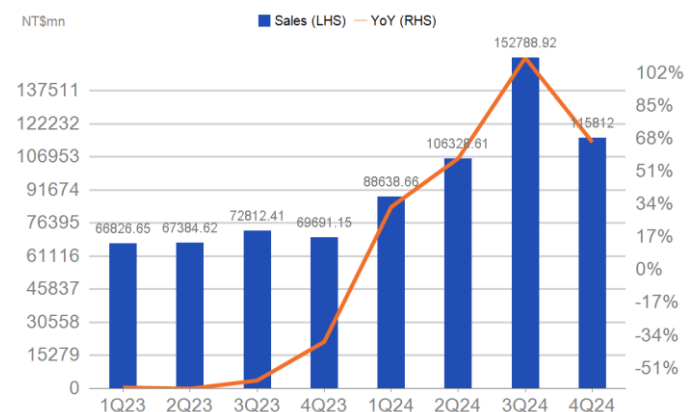
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：營收組成



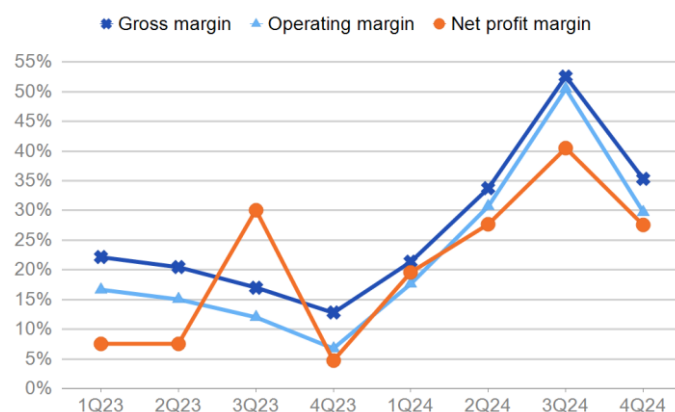
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



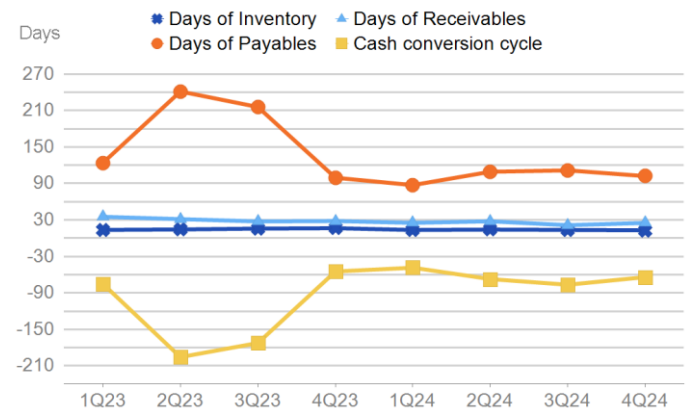
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



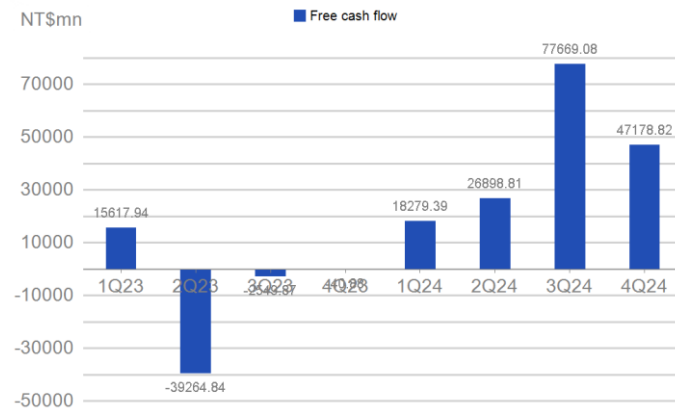
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：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 風險評級屬於中度風險，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 28：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 (2025/3/17)

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	253,370	303,283	350,078
存貨	7,705	10,117	11,018	9,945	9,413
應收帳款及票據	25,801	20,700	28,336	25,852	24,776
其他流動資產	58,083	37,094	20,149	20,288	19,278
流動資產	483,935	238,140	312,872	359,368	403,545
採用權益法之投資	43,648	38,322	43,161	48,161	53,161
固定資產	211,065	260,244	346,026	316,023	297,929
無形資產	1,341	1,130	894	894	894
其他非流動資產	147,523	193,995	211,260	174,674	160,338
非流動資產	403,577	493,690	601,341	539,752	512,322
資產總額	887,512	731,831	914,214	899,120	915,867
應付帳款及票據	46,228	35,642	44,359	40,987	39,899
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	118,652	76,108	105,986	105,986	105,986
流動負債	164,879	111,750	150,345	146,974	145,885
長期借款	33,374	31,666	38,137	39,015	38,556
其他負債及準備	106,709	117,620	123,276	101,439	92,884
長期負債	140,083	149,286	161,412	140,455	131,439
負債總額	304,962	261,036	311,758	287,428	277,325
股本	21,164	21,273	21,650	21,650	21,650
資本公積	15,968	17,093	20,447	20,447	20,447
保留盈餘	498,727	385,923	504,165	513,401	540,252
什項權益	16,355	15,610	34,066	34,066	34,066
歸屬母公司之權益	552,214	439,899	602,456	611,692	638,543
非控制權益	30,336	30,896	22,127	22,127	22,127
股東權益總額	582,550	470,795	602,456	611,692	638,543

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	143,984	85,533	71,612
折舊及攤提	27,759	33,864	39,320	33,577	29,937
本期營運資金變動	34,842	(12,561)	(10,969)	185	519
其他營業資產及負債變動	13,655	(75,112)	19,924	35,415	21,520
營運活動之現金流量	422,430	(13,833)	192,259	148,777	118,627
資本支出	(17,835)	(12,405)	(28,531)	(3,574)	(11,844)
本期長期投資變動	7,230	(5,327)	(19,082)	(5,000)	(5,000)
其他資產變動	37,367	(22,024)	19,924	35,415	21,520
投資活動之現金流量	26,761	(39,756)	(80,721)	11,798	(6,086)
股本變動	(31,744)	109	378	0	0
本期負債變動	(24,797)	(2,590)	5,040	(24,330)	(10,103)
現金增減資	(31,746)	0	0	0	0
支付現金股利	(95,239)	(148,149)	(21,575)	(70,364)	(39,799)
其他調整數	15,131	(17,449)	19,924	35,415	21,520
融資活動之現金流量	(168,395)	(168,079)	(32,626)	(110,662)	(65,746)
匯率影響數	3,758	(449)	4,229	0	0
本期產生現金流量	284,554	(222,117)	83,140	49,914	46,795
自由現金流量	404,594	(26,238)	152,502	145,203	106,783

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	463,568	390,151	350,505
銷貨成本	(228,841)	(226,806)	(287,442)	(269,516)	(248,882)
營業毛利	398,442	49,909	176,126	120,636	101,623
營業費用	(24,765)	(16,814)	(21,446)	(21,534)	(19,407)
推銷費用	(5,292)	(3,044)	(3,768)	(5,852)	(5,258)
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	(19,471)	(13,760)	(17,693)	(15,681)	(14,149)
其他費用	(2)	(10)	15	0	0
營業利益	374,808	34,750	159,945	103,993	86,721
利息收入	6,380	14,379	2,350	2,405	2,540
利息費用	(3,273)	(4,961)	(6,226)	(9,273)	(8,711)
利息收入淨額	3,107	9,418	(3,876)	(6,868)	(6,171)
投資利益(損失)淨額	9,035	5,981	4,040	3,475	3,169
匯兌損益	12,402	2,152	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	73	11,870	20,241	13,444	11,764
稅前純益	399,424	64,172	180,350	114,044	95,483
所得稅費用	(53,252)	(24,196)	(36,366)	(28,511)	(23,871)
少數股權淨利	11,972	4,639	4,531	5,933	4,962
歸屬母公司之稅後純益	334,201	35,337	139,453	79,600	66,650
稅前息前折舊攤銷前淨利	430,439	102,985	215,794	140,753	119,249
調整後每股盈餘 (NT\$)	157.91	16.61	64.41	36.76	30.78

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	(15.8)	(10.2)
營業利益	31.6	(90.7)	360.3	(35.0)	(16.6)
稅前息前折舊攤銷前淨利	37.1	(76.1)	109.5	(34.8)	(15.3)
稅後純益	31.6	(88.4)	260.2	(40.6)	(16.3)
調整後每股盈餘	249.5	(89.5)	287.8	(42.9)	(16.3)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	63.5	18.0	38.0	30.9	29.0
營業利益率	59.8	12.6	34.5	26.7	24.7
稅前息前淨利率	63.2	21.4	38.1	27.5	25.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	68.6	37.2	46.6	36.1	34.0
稅前純益率	63.7	23.2	38.9	29.2	27.2
稅後純益率	53.3	12.8	31.1	21.9	20.4
資產報酬率	46.2	4.9	15.8	9.5	7.8
股東權益報酬率	73.7	7.6	23.9	14.0	11.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	52.4	55.5	51.8	47.0	43.4
淨負債權益比(%)	(61.6)	(29.4)	(35.7)	(43.2)	(48.8)
利息保障倍數 (倍)	123.0	13.9	(45.5)	(15.6)	(14.5)
流動比率 (%)	293.5	213.1	208.1	244.5	276.6
速動比率 (%)	287.8	202.0	200.8	237.8	270.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(358,973)	(138,564)	(215,233)	(264,268)	(311,523)
調整後每股淨值 (NT\$)	260.92	206.79	268.04	272.31	284.71
評價指標 (倍)					
本益比	1.5	13.9	3.6	6.3	7.5
股價自由現金流量比	1.3	-	3.3	3.4	4.7
股價淨值比	0.9	1.1	0.9	0.9	0.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	1.2	5.3	2.3	3.5	4.2
股價營收比	0.8	1.8	1.1	1.3	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

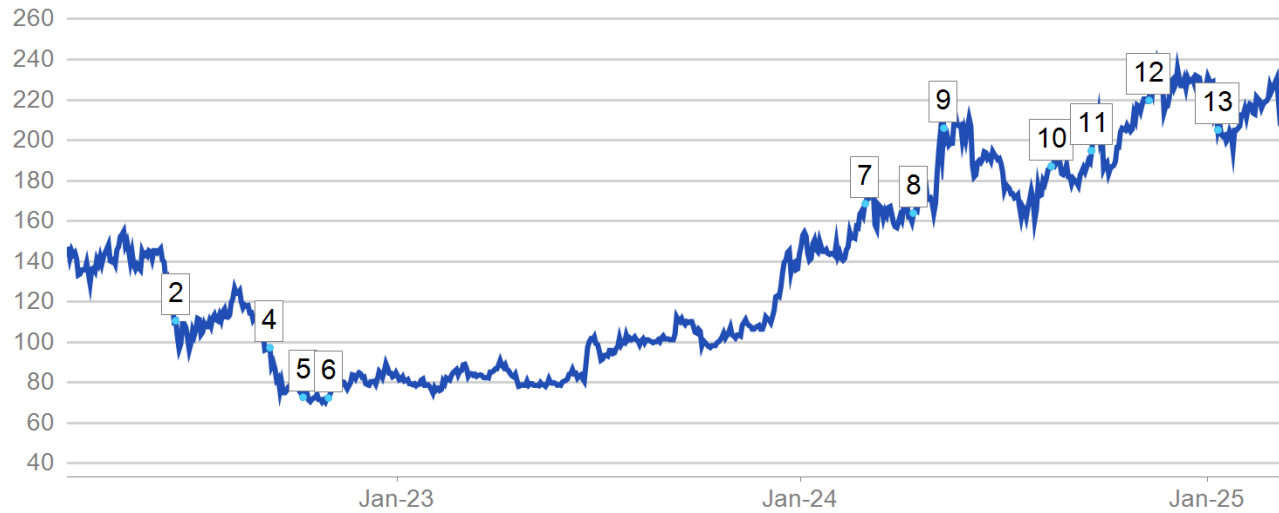
附錄：重要揭露事項

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
13	20250113	214.00	225	225	持有-超越同業	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>.