



〔投資研究報告〕

2026/6/17

油價破線，航空分化

目錄

- 一、成本紅利
- 二、長榮航：客運純度
- 三、華航：貨運槓桿
- 四、相對定價

長榮航吃客運成本紅利，華航押空運景氣續航

2026/6/17 新光投顧

美伊和平框架推動能源風險溢價快速降溫，布蘭特原油回落至每桶約 83 美元，航空股取得久違的成本順風。對航空業而言，燃油仍是損益表中最敏感的成本項目之一；油價下跌若發生在暑假客運旺季前，且票價與載客率尚未同步鬆動，毛利率修復會比營收變化更快反映在獲利預期。

航空雙雄因此重新進入可交易區，但此事件不宜等同為航空族群無差別買進。6 月 12 日起，航空股已率先反映油價回落與和平紅利，華航盤中一度漲逾 5%，長榮航逼近 40 元附近，外資同步回補航空雙雄。題材成立，但最便宜的買點已過，後續報酬要看基本面確認，而非單靠油價下跌延燒。

本報告的核心判斷是：純押油價下跌與客運旺季，長榮航是較乾淨的表達；押 AI 空運、關稅前置拉貨與貨運運價續航，華航具備較高彈性，但也承擔較高盈餘波動。需特別修正的是，華航的主要變數不宜只看荷莫茲海峽恢復後的海運回流。5 月貨運強勁更關鍵的推力，來自 AI 伺服器、半導體設備、高科技產品出貨，以及美國 10% 臨時關稅 7 月 24 日到期前的提前拉貨。這使華航的停損觀察點，應從單純的地緣事件，轉向 7 月下旬後空運量價是否退潮。

目錄

- 一、 成本紅利
- 二、 長榮航：客運純度
- 三、 華航：貨運槓桿
- 四、 相對定價

一、 成本紅利

油價下跌對航空股是直接利多，但影響股價續航的關鍵，在於成本紅利能否轉成盈餘上修。

航空公司可透過燃油附加費、票價調整與航線配置轉嫁部分油價壓力，但轉嫁通常有時滯，也受市場競爭、航線需求與貨運價格承受度限制。油價回落時，

若票價與附加費沒有立即下修，成本下降會優先落入毛利端。這是本次航空股反彈的基本邏輯。

然而，低油價本身不保證航空股毛利率持續走高。歷史上，油價下跌後若運能供給快速增加、票價競爭升溫，成本紅利可能被收入端折讓稀釋。因此，油價破線只代表壓抑因素解除，仍需搭配三項條件確認：油價維持低檔、客運價格未鬆動、貨運運價未快速回落。

這裡還需要加入匯率乘數。航空燃油以美元計價，台灣航空公司財報以新台幣呈現。若油價下跌伴隨美元走弱、新台幣升值，航空公司將同時受惠於油價下降與換匯成本下降；若新台幣維持弱勢，83 美元油價帶來的成本紅利會被部分侵蝕。因此，後續不只要看布蘭特與航空燃油報價，也要同步追蹤美元兌新台幣匯率。

估值上也要避免過度解讀。長榮航 2026 年法人 EPS 估約 3.3 至 3.6 元，仍低於 2025 年 EPS 4.84 元；華航 2026 年法人 EPS 估約 1.6 元，也低於 2025 年 EPS 2.42 元。油價回落帶來的是相對於高油價情境的獲利修復，尚未構成新一輪成長重估。

二、長榮航：客運純度

長榮航是本次油價回落中較乾淨的成本紅利表達。

第一，客運占比高。長榮航第一季客運營收約 403 億元，客運收入占比超過六成，貨運收入約 132 億元，貨運占比約 22%。這代表長榮航的獲利重心仍在客運。若油價回落發生在暑假旺季前，且載客率、票價與訂位動能維持高檔，成本下降將較直接反映在客運毛利。

第二，基本面已有支撐。長榮航第一季稅後純益約 82.68 億元，年增 39.45%，EPS 1.53 元，創史上次高與最旺首季；第一季客運載客率約 84.1%。5 月合併營收約 223.29 億元，年增 22.11%，顯示客貨運仍維持高檔水準。這使長榮航的股價反應不只是油價題材，也有營運底盤支撐。

第三，貨運抵銷因子較低。長榮航同樣受惠過高時效貨物轉向空運，腹艙載貨需求並非與荷莫茲、海運秩序完全無關；但相較華航，長榮航貨運曝險明顯較低。若海運恢復造成部分空運溢價回落，長榮航受到的收入端衝擊較可控。長榮航的主要風險有兩項。其一，6月12日起股價已先反映和平紅利與油價下跌，短線追價風險升高。其二，若暑假旺季低於預期，或供給增加導致票價鬆動，油價下跌帶來的毛利改善會被收入端壓力抵消。

因此，長榮航適合作為「油價低檔 + 客運旺季」的主多腿。只要布蘭特油價維持 90 美元以下、航空燃油報價回落、新台幣未明顯轉弱、暑假訂位與載客率維持高檔，長榮航相對華航具備較高盈餘可見度。

三、華航：貨運槓桿

華航同樣受惠油價下跌，但它的投資邏輯比長榮航更複合。

華航第一季合併營收約 569.97 億元，稅後純益約 51.69 億元，EPS 0.85 元，創單季次高。5 月營收 212.30 億元，年增 27.73%；其中客運營收 110.98 億元，年增 11.86%；貨運營收 82.63 億元，年增 53.50%、月增 12.8%。5 月貨運占營收約 39%，明顯高於長榮航第一季約 22% 的貨運占比。

這是華航相對長榮航的核心差異。華航並非單純的油價受惠股，也是一檔高貨運槓桿航空股。AI 伺服器、GPU、半導體設備與高科技零組件出貨需求，使空運價量維持高檔；加上美國 10% 臨時關稅 7 月 24 日到期前的提前拉貨，推升台灣至北美空運需求與運價。若這條貨運線延續，華航將同時享有油價下跌與貨運高檔的雙重利多。

但華航的高彈性同時意味著高波動。航空貨運在價量齊揚時，因飛機、機隊、人員與航線等固定成本已存在，新增運價溢價對營業利益的貢獻具有高度槓桿。反過來說，若空運單位收益回落，盈餘下修也可能呈現非線性。運價下跌 10% 不一定只造成營業利益下跌 10%，對高貨運曝險公司而言，可能引發更大的獲利修正。

因此，華航的近端風險不宜只歸因於荷莫茲海峽重啟。荷莫茲與海運恢復會影響一部分高時效貨物回流，但更近、更硬的觀察點在 7 月 24 日之後：若關稅

前置拉貨退潮、空運運價自高檔回落，華航的貨運利多會快速降溫；若 AI 供應鏈出貨仍強，且北美線運價未明顯轉弱，華航股價彈性仍可能高於長榮航。

華航適合押「油價低檔 + AI 空運延續 + 關稅前置需求不急退」的投資人。純押油價下跌，長榮航更乾淨；押貨運量價績強，華航才有較高勝率。

四、相對定價

長榮航與華航的定價邏輯存在明顯異質性。

長榮航屬於客運旺季與成本紅利兌現，優勢在盈餘可見度較高、貨運正常化衝擊較低、股息評價支撐較清楚。若以 2026 年 EPS 約 3.3 至 3.6 元估算，股價逼近 40 元時，本益比約 11 至 12 倍。這個估值已反映部分油價回落與旺季期待，但若油價維持低檔、法人上修 EPS，仍有評價修復空間。

華航屬於燃油成本修復與空運運價拉鋸，優勢在貨運收入增速高、AI 空運題材強、股價彈性較大。若以 2026 年 EPS 約 1.6 元估算，股價約 21 元附近，本益比約 13 倍；以 5% 殖利率反推，目標價約 24 元附近。這個估值要成立，前提是貨運運價與貨量不能在 7 月下旬後快速轉弱。

殖利率可提供下檔支撐，但不應被視為絕對防線。航空業仍是高固定成本、高循環、高油價敏感產業，一旦油價反彈、票價鬆動、空運運價回落同時發生，殖利率題材會被獲利下修覆蓋。

籌碼面上，6 月 12 日起外資回補航空雙雄，是題材被市場確認的訊號。下一步要看外資是否連續買超，而非單日回補。若外資續買、融資未快速擴大、股價回測跳空區不破，族群仍有續航機會；若外資隔日反手、融資追高升溫，短線缺口容易轉為壓力。

相對排序維持：**長榮航作為油價破線主受惠股，華航作為 AI 空運條件式受惠股**。若油價低檔、客運旺季強、空運運價轉弱，長榮航勝率較高；若油價低檔、AI 空運需求續強、7 月下旬後運價不墜，華航彈性較高。

交易儀表板

觀察變數	多頭續航條件	風險升級條件	財務與部位含義
布蘭特油價	維持 90 美元以下，向 80 美元靠攏	快速反彈至 100 美元上方	航空雙雄共同否決條件
航空燃油	跟隨原油與裂解價差回落	原油跌但航空燃油報價僵固	決定成本紅利落入毛利速度
美元兌新台幣	新台幣升值或維持穩定	新台幣轉弱，貶向 32.5	影響美元燃油成本的真實折價
長榮航空運	暑假訂位、載客率、票價維持高檔	旺季不如預期，票價鬆動	決定長榮航毛利放大幅度
華航空運	AI 貨源續強，北美線運價不墜	空運單位收益季減逾 10% 至 15%	華航盈餘模型最大變數
7/24 關稅時點	到期後前置拉貨未明顯退潮	前置需求退潮，運價快速回落	華航近端關鍵停損訊號
荷莫茲與海運	通行恢復但空運需求未被明顯分流	海運回流壓低高時效空運溢價	影響貨運溢價正常化速度
外資籌碼	連續買超航空雙雄	單日回補後反手賣出	判斷 6/12 起漲勢是否有續航
融資變化	融資未快速升高	融資追高擴大	追價風險升高
台股大盤	指數穩定，資金可輪動至傳產	大盤轉弱或電子重新吸金	影響航空股題材延續性

操作結論

短線不建議在 6 月 12 日起漲後無條件追價。航空雙雄題材成立，但股價已先反映和平紅利與油價破線。較佳策略是等待股價回測不破起漲區、油價維持 90 美元以下、航空燃油報價同步回落、外資連續買超，再分批建立部位。

純吃油價下跌，優先長榮航。長榮航有客運旺季支撐，貨運曝險較低，油價回落對毛利傳導較乾淨。持股條件應放在三件事：油價低檔、暑假訂位與載客率維持高檔、新台幣未明顯轉弱。若油價急彈或客運旺季不如預期，應降低部位。

華航適合條件式持有。若 AI 空運維持量價齊揚，且 7 月 24 日後關稅前置拉貨未快速退潮，華航可同時享有貨運高檔與燃油成本下降，股價彈性可能高於長榮航。若空運單位收益轉弱、北美線運價回落，華航的成本紅利將被貨運正常化抵銷，應減碼或改由長榮航表達航空多頭。

一句話：要純吃油價跌，偏長榮航；要押 AI 空運，選華航，但華航必須用空運運價與 7 月 24 日後貨量變化做停損。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告