

持有・維持

收盤價 July 16 (NT\$)	23.25
12 個月目標價 (NT\$)	25.00
前次目標價 (NT\$)	23.00
調升 (%)	8.70
上漲空間 (%)	7.5

焦點內容

- 2024 的 RPK 大幅成長，但單位收益則明顯下降。
- 雖 2024 貨運營收成長，預期 2025 年將小幅衰退。
- 2024 獲利將創新高，但 2025 獲利將下降。

交易資料表

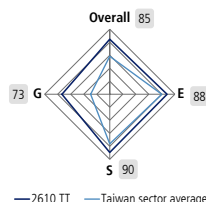
市值：(NT\$bn/US\$mn)	140.7 / 4,314
流通在外股數 (百萬股)：	6,052
外資持有股數 (百萬股)：	842
3M 平均成交量 (百萬股)：	57.54
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	19.00 -25.95

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	20.8	14.5	-7.2
相對表現 (%)	0.2	-23.8	-46

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.52A	0.07A	0.02A	(0.13)A
2023	0.22A	0.55A	0.38A	(0.01)A
2024	0.51A	0.63F	0.72F	0.63F

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

沈漢軒
886 2 2181 8005
hanhsuan.shen@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

華航

(2610.TW/2610 TT)



2024 獲利將創新高，但 2025 將下降

重要訊息

華航 2Q24 合併營收 502 億元，年增 6.5%，優於凱基預期。3Q24 旺季將為 2024 年獲利高峰，但 2025 年獲利不易再成長。

評論及分析

2024 的 RPK 大幅成長，但單位收益則明顯下降：華航 2Q24 客運營收達 317 億，年增 3.4%，略低於凱基預期。客運營收成長主因來自集團子公司虎航(6757 TT,NT\$61.7,未評等)積極增加航班，帶動合併 RPK 年增近 22%，但因虎航票價較低，使 2Q24 單位收益年減 10%至 2.65。預期虎航雖持續帶動 RPK 成長，但也拉低單位收益，我們小幅下修 2024 年客運營收 0.6%至 1291 億元，年增 10.6%。展望 2025 年在華航集團仍將持續深耕區域航線(如日、韓、東南亞等)，但在單位收益持續下降的情況下，預估 2025 年客運營收將年減 2.1%至 1264 億元。

雖 2024 貨運營收成長，預期 2025 年將小幅衰退：華航 2Q24 在貨運淡季仍年增 8.5%至 148 億元，優於凱基預期。主因為急單、補貨效應、電商及 AI 伺服器出貨需求大增。預期 2H24 會引進 3 架 777 貨機來取代要淘汰的 747 貨機，加上 2024 年貨運價格逐季提高，我們上修 2024 年貨運營收 15%至 579 億元，年增 1.3%。預期 2025 年的急單及補貨效應需求將減少，雖電商及 AI 伺服器出貨需求仍在，但在貨運價格小幅下降使 2025 年貨運營收將年減 5.5%至 547 億元。

修正 2024、2025 獲利預估：華航在貨運收入優於預期，我們上調 2024 合併營收至 2011 億元，年增 8.8%，獲利也上調至 151 億元，年增 121%，上調後 EPS 為 2.50 元。2025 年在客、貨運價格下降，合併營收將年減 3%至 1950 億元，因合併營收下降，使獲利將大幅年減 51%至 73.5 億元，EPS 降至 1.22 元。

投資建議

華航雖 2024 貨運營運優於預期，帶動獲利創新高。但 2025 仍面臨客、貨運價格將下降。我們維持投資評等至「持有」，一年目標價因上調獲利而上調至 25 元（以 2025 年 PB 的 1.6 倍）。

投資風險

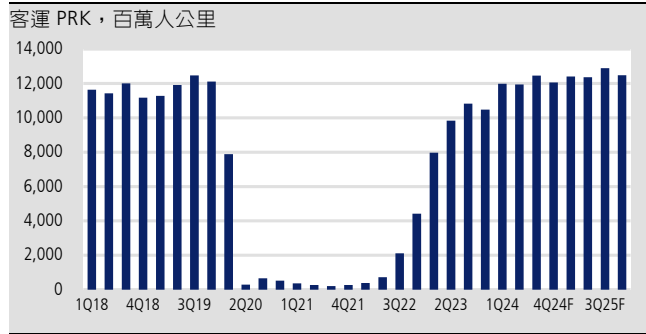
客、貨運價格優於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	138,841	150,722	184,817	201,089	194,981
營業毛利 (NT\$百萬)	23,354	11,370	23,831	35,100	25,823
營業利益 (NT\$百萬)	14,968	2,585	10,157	19,906	10,373
稅後淨利 (NT\$百萬)	9,380	2,860	6,819	15,066	7,346
每股盈餘 (NT\$)	1.67	0.48	1.13	2.50	1.22
每股現金股利 (NT\$)	0.84	0.46	0.69	1.25	0.61
每股盈餘成長率 (%)	6365.0	(71.5)	137.2	121.0	(51.2)
本益比 (x)	13.9	48.8	20.6	9.3	19.1
股價淨值比 (x)	1.9	2.0	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	4.2	5.8	4.5	4.0	4.7
淨負債比率 (%)	83.8	74.8	57.4	57.1	57.5
殖利率 (%)	3.6	2.0	3.0	5.4	2.6
股東權益報酬率 (%)	14.3	4.0	9.4	18.3	7.9

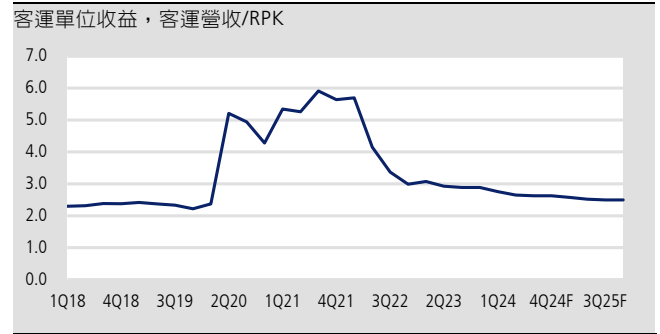
資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 華航 2024&2025 客運的 RPK 逐年走高



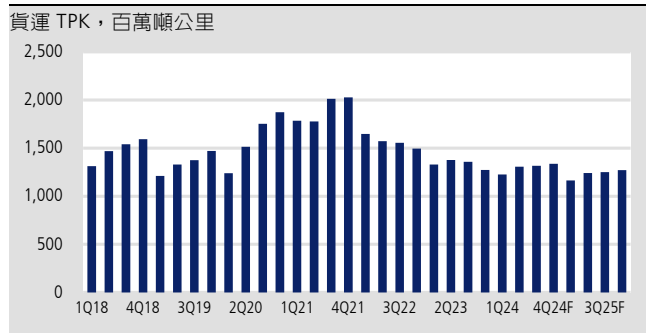
資料來源：凱基

圖 2: 華航 2024&2025 客運的單位收益呈現下降趨勢



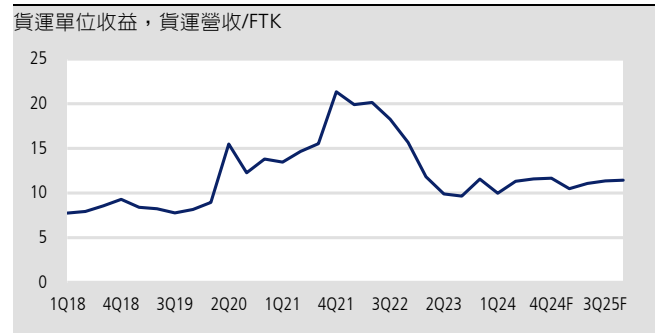
資料來源：凱基

圖 3: 華航 2024 貨運的 FTK 上升



資料來源：凱基

圖 4: 華航 2024 的貨運單位收益逐季上升



資料來源：凱基

圖 5: 修正 2024&2025 客、貨運營收

	客運營收(百萬元)				貨運營收(百萬元)			
	修正後	修正前	幅度(%)	成長率(%)	修正後	修正前	幅度(%)	成長率(%)
2Q24	31,671	32,316	(2.0)	3.4	14,784	12,696	16.4	8.5
3Q24	32,747	33,554	(2.4)	4.6	15,248	12,740	19.7	16.4
4Q24	31,650	33,769	(6.3)	4.7	15,608	12,544	24.4	6.1
2024	129,073	129,883	(0.6)	10.6	57,888	50,294	15.1	1.3
1Q25	31,913	28,705	11.2	(3.3)	12,217	11,354	7.6	(0.2)
2Q25	31,141	31,838	(2.2)	(1.7)	13,764	11,769	16.9	(6.9)
3Q25	32,199	32,894	(2.1)	(1.7)	14,196	11,810	20.2	(6.9)
4Q25	31,120	33,408	(6.8)	(1.7)	14,531	11,629	25.0	(6.9)
2025	126,372	126,845	(0.4)	(2.1)	54,709	46,562	17.5	(5.5)

資料來源：凱基預估

圖 6: 修正 2Q24 及 3Q24 財務預估

百萬元	2Q24F					3Q24F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	50,240	48,112	4.4	3.3	6.5	51,545	49,444	4.2	2.6	8.1
毛利	8,655	6,188	39.9	13.9	8.1	9,737	7,196	35.3	12.5	62.4
營業利益	4,955	2,738	81.0	28.6	3.9	5,887	3,696	59.3	18.8	137.3
稅後淨利	3,824	1,905	100.7	23.4	16.1	4,362	2,672	63.2	14.1	89.9
每股盈餘 (元)	0.63	0.32	100.7	23.8	15.8	0.72	0.44	63.2	14.1	90.3
毛利率 (%)	17.2	12.9	4.4 ppts	1.6 ppts	0.3 ppts	18.9	14.6	4.3 ppts	1.7 ppts	6.3 ppts
營業利益率 (%)	9.9	5.7	4.2 ppts	1.9 ppts	(0.2)ppts	11.4	7.5	3.9 ppts	1.6 ppts	6.2 ppts
淨利率 (%)	7.6	4.0	3.7 ppts	1.2 ppts	0.6 ppts	8.5	5.4	3.1 ppts	0.9 ppts	3.6 ppts

資料來源：凱基預估

圖 7: 上修 2024-2025 年財務預估

百萬元	2024F				2025F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	201,089	195,714	2.7	8.8	194,981	189,117	3.1	(3.0)
毛利	35,100	28,641	22.6	47.3	25,823	23,081	11.9	(26.4)
營業利益	19,906	14,047	41.7	96.0	10,373	7,975	30.1	(47.9)
稅後淨利	15,066	10,399	44.9	121.0	7,346	5,393	36.2	(51.2)
每股盈餘 (元)	2.50	1.72	44.9	121.0	1.22	0.89	36.2	(51.2)
毛利率 (%)	17.5	14.6	2.8 ppts	4.6 ppts	13.2	12.2	1.0 ppts	(4.2)ppts
營利率 (%)	9.9	7.2	2.7 ppts	4.4 ppts	5.3	4.2	1.1 ppts	(4.6)ppts
淨利率 (%)	7.5	5.3	2.2 ppts	3.8 ppts	3.8	2.9	0.9 ppts	(3.7)ppts

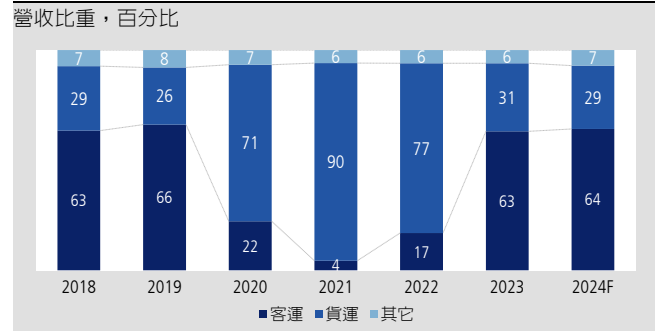
資料來源：凱基預估

圖 8: 公司概况

中華航空成立於 1959 年，為台灣最大的客貨運空運業者，目前客貨運機隊合計共有 84 架，其中客機 64 架、貨機 20 架。在全球航點遍佈 28 個國家與 136 個城市，為天合聯盟的會員之一。華航 2023 年營收比重：客運比重 63%、貨運比重 31%、其它比重 6%。

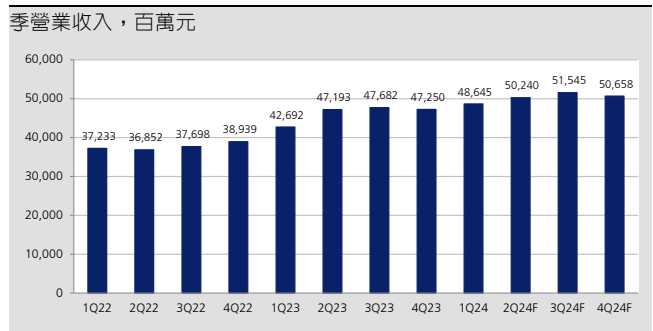
資料來源：凱基

圖 9: 2024 年貨運營收比重持續下降



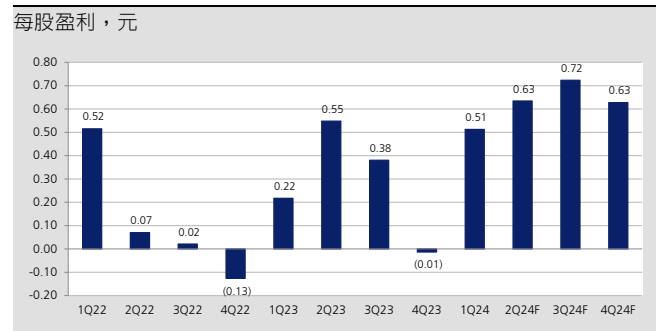
資料來源：凱基

圖 10: 季營業收入



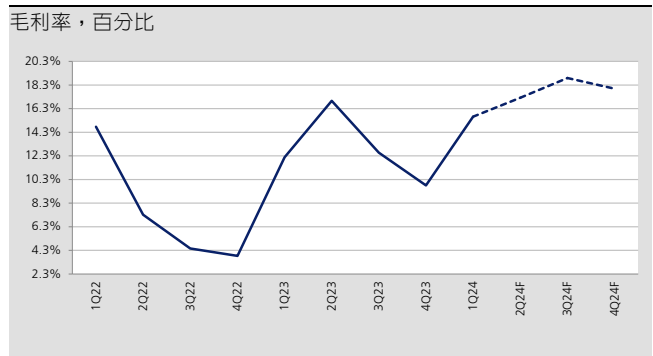
資料來源：凱基

圖 11: 每股盈利



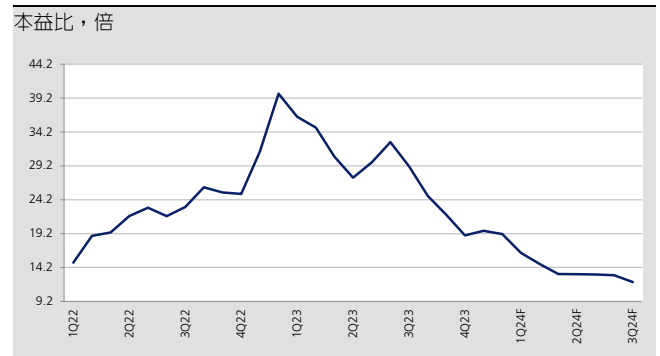
資料來源：凱基

圖 12: 毛利率



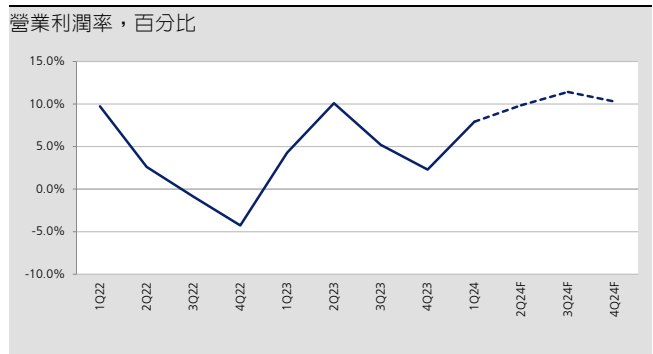
資料來源：凱基

圖 13: 本益比



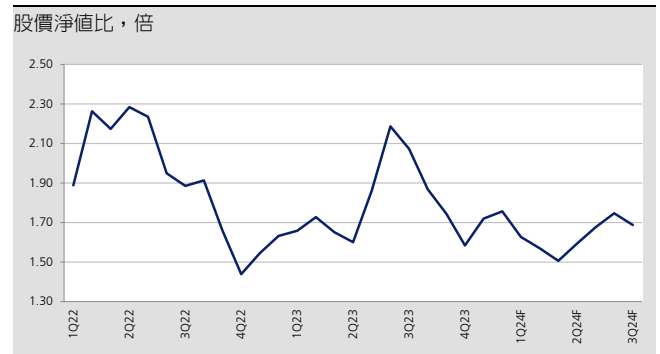
資料來源：凱基

圖 14: 營業利潤率



資料來源：凱基

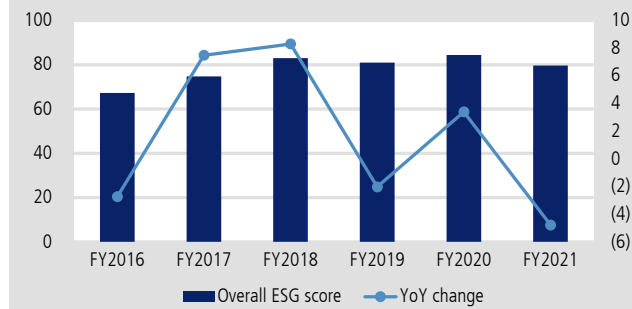
圖 15: 股價淨值比



資料來源：凱基

圖 16：ESG 整體分數

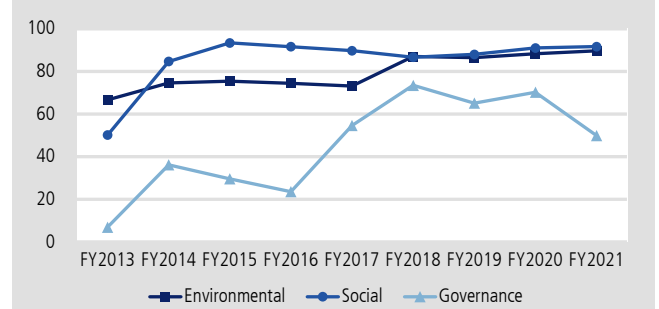
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：ESG 各項分數

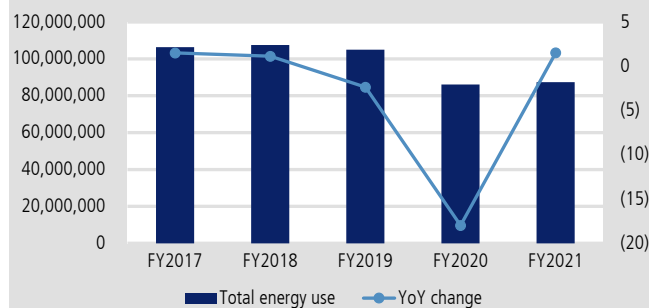
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：能源消耗

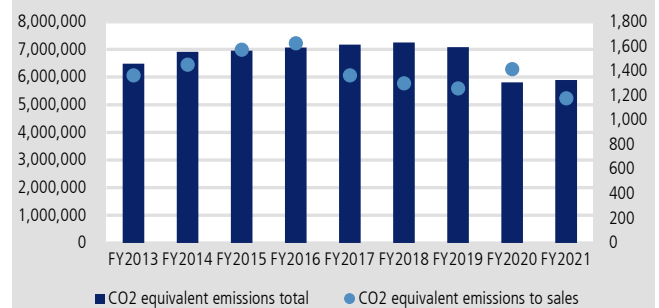
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 19：碳排放量

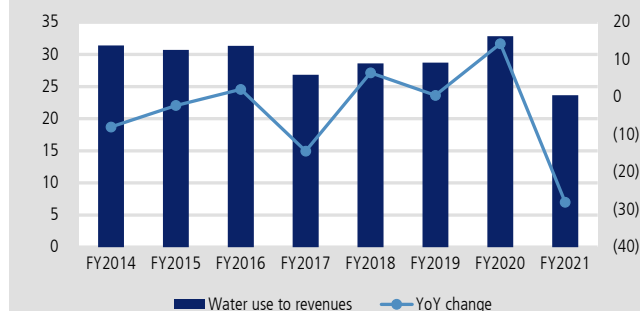
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 20：耗水量

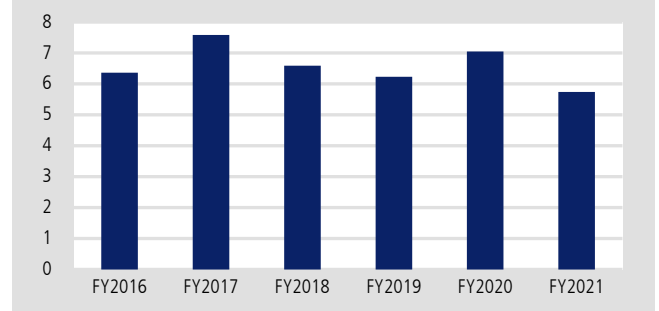
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 21：員工流動率

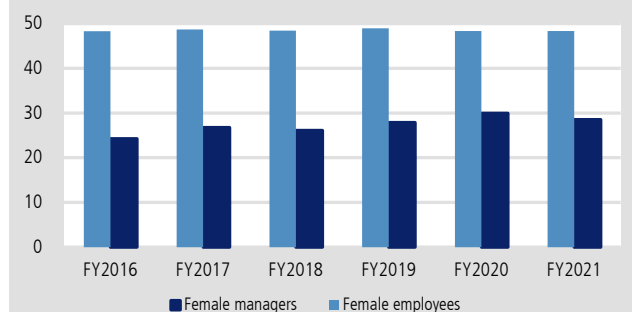
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 22：性別多樣性

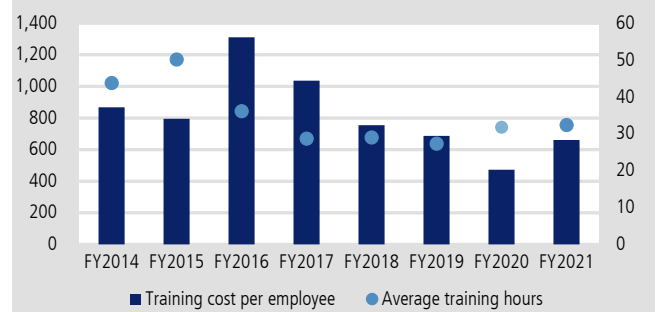
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 23：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



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-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	42,692	47,193	47,682	47,250	48,645	50,240	51,545	50,658	184,817	201,089	194,981
營業成本	(37,494)	(39,187)	(41,687)	(42,618)	(41,048)	(41,586)	(41,809)	(41,546)	(160,986)	(165,989)	(169,158)
營業毛利	5,198	8,006	5,994	4,632	7,597	8,655	9,737	9,112	23,831	35,100	25,823
營業費用	(3,373)	(3,240)	(3,513)	(3,548)	(3,744)	(3,700)	(3,850)	(3,900)	(13,673)	(15,194)	(15,450)
營業利益	1,826	4,767	2,481	1,084	3,852	4,955	5,887	5,212	10,157	19,906	10,373
折舊	(7,773)	(7,815)	(7,608)	(7,238)	(7,201)	(7,149)	(7,149)	(7,097)	(30,433)	(28,597)	(31,525)
攤提	(55)	(55)	(56)	(57)	(56)	(55)	(55)	(54)	(224)	(219)	(219)
EBITDA	9,654	12,637	10,145	8,378	11,109	12,159	13,091	12,363	40,814	48,722	42,118
利息收入	359	473	491	479	-	480	480	942	1,803	1,902	1,960
投資利益淨額	70	111	120	138	160	180	197	141	439	678	703
其他營業外收入	143	55	82	101	502	75	90	(387)	381	280	340
總營業外收入	573	639	693	718	662	735	767	696	2,623	2,860	3,003
利息費用	(701)	(672)	(635)	(600)	(642)	(710)	(710)	(710)	(2,608)	(2,772)	(2,880)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	31	(524)	600	(974)	379	200	(80)	(80)	(867)	419	(200)
總營業外費用	(670)	(1,196)	(35)	(1,574)	(263)	(510)	(790)	(790)	(3,475)	(2,353)	(3,080)
稅前純益	1,729	4,210	3,139	227	4,251	5,180	5,864	5,118	9,305	20,413	10,296
所得稅費用[利益]	(332)	(745)	(598)	(159)	(841)	(1,036)	(1,173)	(1,024)	(1,834)	(4,074)	(2,059)
少數股東損益	(91)	(170)	(244)	(148)	(311)	(320)	(330)	(313)	(653)	(1,273)	(891)
非常項目稅後純益	1,306	3,294	2,297	(79)	3,099	3,824	4,362	3,781	6,819	15,066	7,346
非常項目	(0)	(0)	0	0	(0)	-	-	0	-	-	-
稅後淨利	1,306	3,294	2,297	(79)	3,099	3,824	4,362	3,781	6,819	15,066	7,346
每股盈餘 (NT\$)	0.22	0.55	0.38	(0.01)	0.51	0.63	0.72	0.63	1.13	2.50	1.22
獲利率 (%)											
營業毛利率	12.2	17.0	12.6	9.8	15.6	17.2	18.9	18.0	12.9	17.5	13.2
營業利益率	4.3	10.1	5.2	2.3	7.9	9.9	11.4	10.3	5.5	9.9	5.3
EBITDA Margin	22.6	26.8	21.3	17.7	22.8	24.2	25.4	24.4	22.1	24.2	21.6
稅前純益率	4.0	8.9	6.6	0.5	8.7	10.3	11.4	10.1	5.0	10.2	5.3
稅後純益率	3.1	7.0	4.8	(0.2)	6.4	7.6	8.5	7.5	3.7	7.5	3.8
季成長率 (%)											
營業收入	9.6	10.5	1.0	(0.9)	3.0	3.3	2.6	(1.7)			
營業毛利	248.2	54.0	(25.1)	(22.7)	64.0	13.9	12.5	(6.4)			
營業收益增長		161.1	(47.9)	(56.3)	255.5	28.6	18.8	(11.5)			
EBITDA	58.0	30.9	(19.7)	(17.4)	32.6	9.4	7.7	(5.6)			
稅前純益		143.5	(25.4)	(92.8)	1769.0	21.8	13.2	(12.7)			
稅後純益		152.3	(30.3)	(103.4)		23.4	14.1	(13.3)			
年成長率 (%)											
營業收入	14.7	28.1	26.5	21.3	13.9	6.5	8.1	7.2	22.6	8.8	(3.0)
營業毛利	(5.5)	196.8	256.8	210.2	46.1	8.1	62.4	96.7	109.6	47.3	(26.4)
營業收益	(49.6)	396.5			111.0	3.9	137.3	381.0	293.0	96.0	(47.9)
EBITDA	(12.5)	49.7	38.5	37.1	15.1	(3.8)	29.0	47.6	24.0	19.4	(13.6)
稅前純益	(51.3)	884.3			145.9	23.0	86.8	2150.1	249.7	119.4	(49.6)
稅後純益	(57.5)	684.0	1723.9	(89.6)	137.3	16.1	89.9		138.5	121.0	(51.2)

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表					
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	294,721	294,412	291,242	300,853	307,525
流動資產	85,850	69,822	69,693	66,401	61,113
現金及短期投資	62,017	45,350	45,012	34,629	28,198
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	13,476	11,131	10,283	15,933	15,492
其他流動資產	10,356	13,341	14,399	15,839	17,423
非流動資產	208,871	224,590	221,549	234,452	246,413
長期投資	3,768	3,854	4,138	4,781	5,455
固定資產	129,632	128,207	123,343	125,746	124,221
什項資產	75,471	92,528	94,068	103,925	116,737
負債總額	217,516	221,959	213,764	207,035	205,470
流動負債	53,239	71,255	90,046	72,788	79,610
應付帳款及票據	1,246	1,676	2,053	2,111	2,157
短期借款	13,781	16,411	23,448	5,966	7,964
什項負債	38,212	53,169	64,544	64,711	69,488
長期負債	164,277	150,704	123,718	134,246	125,861
長期借款	96,194	72,759	51,403	67,585	64,287
其他負債及準備	55,325	62,505	56,531	50,878	45,790
股東權益總額	77,205	72,453	77,479	93,818	102,055
普通股股本	59,412	60,135	60,513	60,513	60,513
保留盈餘	9,254	6,384	9,146	24,212	31,558
少數股東權益	3,161	2,453	2,888	4,161	5,052
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	20.5%	8.6%	22.6%	8.8%	(3.0%)
營業收益增長	585.2%	(82.7%)	293.0%	96.0%	(47.9%)
EBITDA	33.8%	(26.7%)	24.0%	19.4%	(13.6%)
稅後純益	6599.9%	(69.5%)	138.5%	121.0%	(51.2%)
每股盈餘成長率	6365.0%	(71.5%)	137.2%	121.0%	(51.2%)
獲利能力分析					
營業毛利率	16.8%	7.5%	12.9%	17.5%	13.2%
營業利益率	10.8%	1.7%	5.5%	9.9%	5.3%
EBITDA Margin	32.4%	21.8%	22.1%	24.2%	21.6%
稅後純益率	6.8%	1.9%	3.7%	7.5%	3.8%
平均資產報酬率	3.2%	1.0%	2.3%	5.1%	2.4%
股東權益報酬率	14.3%	4.0%	9.4%	18.3%	7.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	142.4%	123.1%	96.6%	78.4%	70.8%
淨負債比率	83.8%	74.8%	57.4%	57.1%	57.5%
利息保障倍數 (x)	5.6	2.0	4.6	8.4	4.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.0	0.2	0.7	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	20.7	18.4	21.4	14.6	14.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.1	2.5	2.1	4.6	3.9
流動比率 (x)	1.6	1.0	0.8	0.9	0.8
速動比率 (x)	1.6	1.0	0.8	0.9	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	64,706	54,189	44,460	53,542	58,673
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.67	0.48	1.13	2.50	1.22
每股現金盈餘 (NT\$)	8.88	7.81	9.26	6.73	6.98
每股淨值 (NT\$)	12.46	11.64	12.33	14.82	16.03
調整後每股淨值 (NT\$)	13.19	11.67	12.37	14.87	16.09
每股營收 (NT\$)	24.72	25.14	30.65	33.35	32.34
EBITDA/Share (NT\$)	8.00	5.49	6.77	8.08	6.99
每股現金股利 (NT\$)	0.84	0.46	0.69	1.25	0.61
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.48	0.51	0.63	0.68	0.64
應收帳款周轉天數	35.4	27.0	20.3	29.0	29.0
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	3.9	4.4	4.7	4.7	4.7
現金轉換周轉天數	31.5	22.6	15.7	24.3	24.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表					
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	138,841	150,722	184,817	201,089	194,981
營業成本	(115,487)	(139,352)	(160,986)	(165,989)	(169,158)
營業毛利	23,354	11,370	23,831	35,100	25,823
營業費用	(8,386)	(8,785)	(10,673)	(15,194)	(15,450)
營業利益	14,968	2,585	10,157	19,906	10,373
總營業外收入	939	1,589	2,623	2,860	3,003
利息收入	156	640	1,803	1,902	1,960
投資利益淨額	12	13	439	678	703
其他營業外收入	770	936	381	280	340
總營業外費用	(4,780)	(1,513)	(3,475)	(2,353)	(3,080)
利息費用	(2,407)	(2,541)	(2,608)	(2,772)	(2,880)
投資損失	(401)	(75)	-	-	-
其他營業外費用	(1,971)	1,103	(867)	419	(200)
稅前純益	11,127	2,661	9,305	20,413	10,296
所得稅費用[利益]	(2,170)	(415)	(1,834)	(4,074)	(2,059)
少數股東損益	423	614	(653)	(1,273)	(891)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	9,380	2,860	6,819	15,066	7,346
EBITDA	44,918	32,912	40,814	48,722	42,118
每股盈餘 (NT\$)	1.67	0.48	1.13	2.50	1.22

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	49,885	46,849	55,846	40,548	42,096
本期純益	9,380	2,860	6,819	15,066	7,346
折舊及攤提	29,950	30,327	30,657	28,816	31,744
本期運用資金變動	(4,926)	662	(584)	(2,689)	3,681
其他營業資產及負債變動	15,481	13,000	18,955	(645)	(675)
投資活動之現金流量	(16,665)	(20,181)	(30,660)	(41,074)	(43,030)
投資用短期投資出售[新購]	(2,139)	6,177	(4,739)	-	-
本期長期投資變動	1	-	3	1	2
資本支出淨額	(14,727)	(26,962)	(29,185)	(31,000)	(30,000)
其他資產變動	200	604	3,261	(10,075)	(13,032)
自由現金流	22,125	5,985	8,819	10,841	13,505
融資活動之現金流量	(15,267)	(36,685)	(29,813)	(9,857)	(5,497)
短期借款變動	-	(1,097)	(800)	200	200
長期借款變動	71	(18,584)	(12,887)	(1,500)	(1,500)
現金增資	471	-	616	-	-
已支付普通股股息	(125)	(5,201)	(3,025)	(4,177)	-
其他融資現金流	(15,685)	(11,803)	(13,717)	(4,380)	(4,197)
匯率影響數	191	(272)	39		
本期產生現金流量	18,144	(10,289)	(4,589)	(10,383)	(6,431)

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	6.0%	5.8%	7.4%	7.6%	7.9%
= 營業利益率	10.8%	1.7%	5.5%	9.9%	5.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
= 資本周轉率	1.1	1.2	1.6	1.5	1.4
營業利益率	10.8%	1.7%	5.5%	9.9%	5.3%
x 資本周轉率	1.1	1.2	1.6	1.5	1.4
x (1 - 有效現金稅率)	80.5%	84.4%	80.3%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	9.6%	1.8%	7.1%	11.9%	5.9%

資料來源：公司資料，凱基

華航 – 以往評級及目標價



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。