

華航(2610)

UPGRADE To BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 楊智翔 Shawn Yang
shawnyang@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/11/25
目前收盤價 (NT\$):	24.6
目標價 (NT\$):	32
52 週最高最低(NT\$):	19.1-24.8
加權指數:	22904.32

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	60,519
市值 (NT\$/mn):	148,880
市值 (US\$/mn):	4,963
20 日平均成交量(仟股):	45,822
PER (2025):	8.61
PBR (2025):	1.37
外資持股比率:	16.02
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	12.8	18.6	10.3
加權指數報酬率	-2.7	3.4	6.3

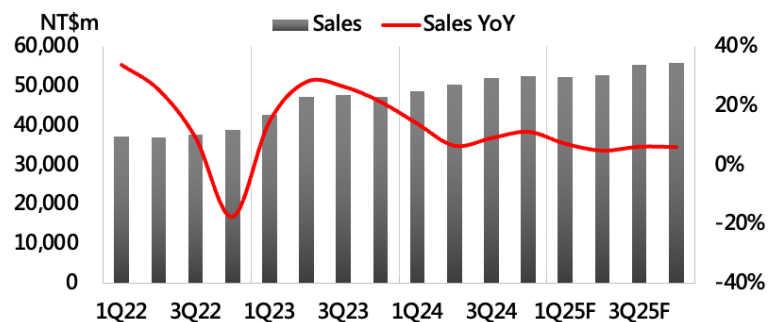
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	
目標價 (NT\$)	32	
營業收入 (NT\$/mn)	215,857	
毛利率 (%)	17.0	
營益率 (%)	9.7	
EPS (NT\$)	2.81	
BVPS(NT\$)	17.64	



營運攀峰，更上層樓

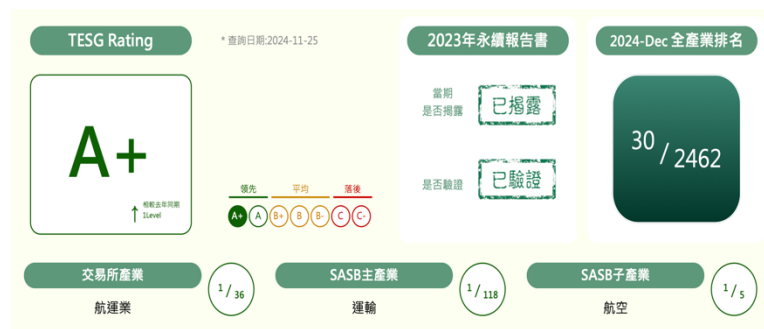
- **4Q24 貨收產業旺季，且貨機修復投入營運動能，調整稅後 EPS 至 0.79 元：**展望後市，貨收市場進入旺季，加計原先缺料之 2 架 B747F 復飛帶動運能挹注，報價維持緩增態勢，調整營收至 525 億元(原 499 億元)，QoQ+1%，YoY+11.2%。獲利部分，產品結構優化與油價下行，有益成本控管，調整稅後 EPS 至 0.79 元(原 0.73 元)。
- **2025 年桃機三期分階啟用，增闢東亞轉運動能，調整稅後 EPS 至 2.81 元：**展望後市，2025 年因全球飛機製造商交機不順，交機遞延造就供給受限，然客貨運市場穩健成長。公司 1Q25 1 架貨機 777F 交付，貨收隨新機交付持續看增；客收公司維持機隊汰舊換新政策，運力增長有限，然亞太市場維持雙位數復甦，且 2H25 桃機三期北登機廊廳啟用，旅運量 YoY+21%，有望帶動國籍航空起降次數增加與機隊擴編，故調整營收至 2158 億元(原 1961 億元)，YoY+6.1%。獲利部分，因原油供過於求，營運成本持續優化，調整稅後 EPS 至 2.81 元(原 2.3 元)。
- **桃機三期啟用增添產業長期動能，故評等由中立轉買進，調整目標價至 32 元：**評價面部分，過往華航 PBR 區間介於 0.9-2.5 倍區間，當前處 1.3x，考量短期營運貨收旺季，中長期桃機三期分階啟用，增添長期動能，評等自中立轉買進，調整目標價至 32 元(1.7x2025 BVPS)。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources : Masterlink

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 6

華航為台灣航空貨機龍頭

華航為台灣航空貨機龍頭

中華航空於 1959 年成立，主要提供國際航班、貨運輸服務。2024 年底華航營運機隊規模客機 65 架與貨機 17 架，共 82 架，平均機齡約 9.8 年，2025 年持續汰舊換新，汰除 B737-800 與 A330-300 系列，惟因當前航太供應鏈不穩，故優先以穩定運力為優先，後續將持續以 A321neo 與 B787 取代兩種機型，優化營運效率。聯盟方面，華航為天合聯盟(Sky Team)一員，天合聯盟旗下會員數達 20 家以上。另華航旗下主要關聯企業有華信、虎航、華儲、華膳與台灣飛機維修等，於航空領域布局完善。

Exhibit 3: 營收結構佔比別預估

(百萬元)	Sales			Sales			Sales		
	2023	%	YoY	2024F	%	YoY	2025F	%	YoY
客運營收	98,989	54%	383%	105,928	52%	7%	109,096	51%	3%
貨運營收	56,857	31%	-51%	54,631	27%	-4%	63,240	29%	16%
其他營收	28,971	16%	106%	42,914	21%	48%	43,522	20%	1%
合計	184,817		23%	203,474		10%	215,857		6%

Sources : Company、MasterLink

3Q24 貨機交付挹注運力，營運價量齊揚，優於預期，稅後 EPS 0.63 元

3Q24 貨機交付挹注運力，營運價量齊揚，優於預期，稅後 EPS 0.63 元

華航 3Q24 營收 520 億元，QoQ+3.4%、YoY+9%，客收佔比 52%、YoY+0.6%，係因價量持平；貨收佔比 30%、YoY+20%，運力 YoY+4%與報價 YoY+22%貢獻，係因公司 2 架 777F 交機挹注動能。獲利部分，受惠 1)營業規模增長；2)產品結構優化；3)燃油報價季減約 7%所致，營業費用略增，然受惠營業規模增長，營益率 10.15%，優於預期之營益率 8.39%，稅後 EPS 0.63 元，優於預期之 0.41 元。

Exhibit 4.3Q24 預估比較表

2610 華航									
Unit:NT\$m	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24(A)	3Q24(F)	Diff	QoQ	YoY	YTD YoY
Net sales	48,645	50,269	49,641	52,015	49,641	4.8%	3.5%	9.1%	9.7%
Gross profit	7,597	7,938	6,793	9,215	6,793	35.7%	16.1%	53.7%	28.9%
Gross margin(%)	15.62%	15.79%	13.68%	17.72%	13.68%				
Operating profit	3,852	4,215	3,118	5,278	3,118	69.3%	25.2%	112.7%	47.1%
Operating Margin(%)	7.92%	8.39%	6.28%	10.15%	6.28%				
Pre-tax profit	4,251	4,593	3,382	5,208	3,382	54.0%	13.4%	65.9%	54.8%
Net Profit	3,099	3,446	2,455	3,828	2,455	55.9%	11.1%	66.6%	50.4%
EPS (NT\$)	0.51	0.57	0.41	0.63	0.41				

Sources : Company、MasterLink

4Q24 貨收產業旺季，且貨機修復投入營運動能，調整稅後 EPS 至 0.79 元

4Q24 貨收產業旺季，且貨機修復投入營運動能，調整稅後 EPS 至 0.79 元

華航 10 月營收達 171 億元，MoM+7%、YoY+6.5%，係因客貨收皆呈價量齊揚。展望後市，貨收市場進入旺季，加計原先缺料之 2 架 B747F 復飛帶動運能挹注，近期報價受惠電商與半導體需求帶動，報價維持緩增態勢；客收市場，亞太市場持續復甦，預計價量持穩，總結前述，考量客貨收營運動能強勁，調整營收至 525 億元(原 499 億元)，QoQ+1%、YoY+11.2%。獲利部分，貨收將顯著貢獻營運動能，產品結構持續優化，加計燃油報價預計季度呈低個位數下行，有益成本控管，毛利率續揚，不考慮一次性業外損益下，調整稅後 EPS 至 0.79 元(原 0.73 元)。2024 年全年營收達 2034 億元，YoY+10.1%，稅後 EPS 2.5 元。

Exhibit 5.兩大國籍航空 10 月營收細項

國籍航空客貨運細項					
客貨運細項(mn.)		最新報價			
		2024/10	MoM	YoY	
華航 (2610)	客運	客運營收	8492	8.2	(2.3)
		客運運力(ASK)	4003	3.1	3.8
		客運運量(RPK)	3024	7.3	(1.9)
		客運單位收益	2.81	0.9	(0.4)
		客載率(%)	75.5%		
	貨運	貨運營收	5720	9.0	20.4
		貨運運力(FATK)	711	8.1	8.4
		貨運運量(FRTK)	469	5.9	4.5
		貨運單位收益	12.20	3.0	15.2
		貨載率(%)	66.0%		
長榮航 (2618)	客運	客運營收	11254	6.6	(6.5)
		客運運力(ASK)	5539	2.5	2.0
		客運運量(RPK)	4413	5.0	(3.8)
		客運單位收益	2.55	1.5	(2.9)
		客載率(%)	79.7%		
	貨運	貨運營收	4993	4.8	38.7
		貨運運力(FATK)	567	4.4	19.9
		貨運運量(FRTK)	400	3.6	15.3
		貨運單位收益	12.48	1.1	20.3
		貨載率(%)	70.5%		

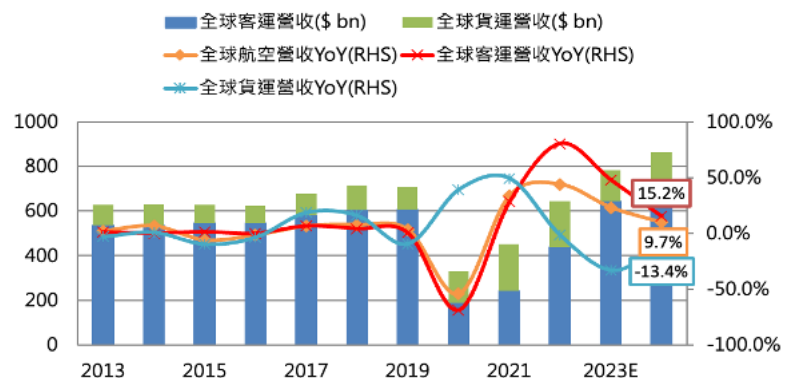
Sources : Company、MasterLink

2025 年桃機三期分階啟用，增闢東亞轉運動能，調整稅後 EPS 至 2.81 元

2025 年供需保持吃緊，桃機三期分階啟用，增闢東亞樞紐轉運動能，調整稅後 EPS 至 2.81 元

展望後市，2025 年因全球飛機製造商交機不順，交機遞延造就供給受限，然亞洲市場疫後復甦，客運需求達高個位數成長，持續呈供不應求；貨收市場受惠電商需求增溫與半導體設備零組件出口帶動，需求穩健增長。2025 年機隊佈局：合計客機 65 架、貨機 18 架，持續汰除 B737-800 與 A330-300 系列並以 A321neo 與 B787 取代，然整體以保持運力為優先考量，持續優化營運效率，預計機隊總數維持 82 架。總結前述，因公司 1Q25 1 架貨機 777F 交付，且貨機機隊完整貢獻全年，貨收隨新機交付持續看增，且因供給受限，運量隨全球經濟降息回升，預計供需維持吃緊；客收公司維持機隊汰舊換新政策，運力增長有限，然亞太市場維持雙位數復甦，且 2H25 桃機三期北登機廊廳啟用，旅運量 YoY+21%，有望帶動國籍航空起降次數增加與機隊擴編，故調整營收至 2158 億元(原 1961 億元)，YoY+6.1%。獲利部分，因原油供過於求，預期油價年均價降至 70 元水準，YoY-12.5%，營運成本持續優化，不考慮一次性業外損益下，調整稅後 EPS 至 2.81 元(原 2.3 元)。

Exhibit 6. IATA 預估 2024 年全球航空營收 YoY+9.7%，主要來自客運成長



Sources : IATA、MasterLink

客貨運營運火熱，桃機三期啟用增添產業長期動能，故評等由中立轉買進，調整目標價至 32 元

桃機三期啟用增添產業長期動能，故評等由中立轉買進，調整目標價至 32 元

2024 年客貨運營運持穩向上，且受限新機交付不順，客貨運報價皆維持高檔。評價面部分，過往華航 PBR 區間介於 0.9-2.5 倍區間，當前 PBR 處 1.3x，評價處下緣，考量短期營運貨收旺季，中長期桃機三期分階段啟用，增添產業長期動能，且營運創歷史新高，以 60% 配息推估，當前殖利率達 6%，為高現金殖利率標的，故評等自中立轉買進，調整目標價至 32 元(1.7x2025 BVPS)。

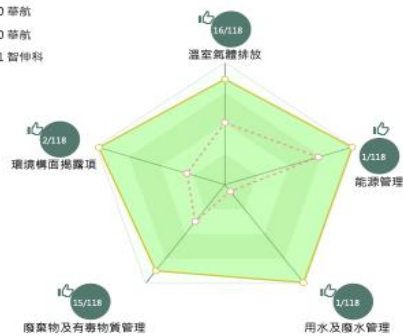
TESG 企業永續指標(分項指標)

環境 Environmental

SASB主產業排名

SASB主產業排名 1 / 118

標的: 2610 華航
最好: 2610 華航
平均: 4551 智伸科



環境構面分析

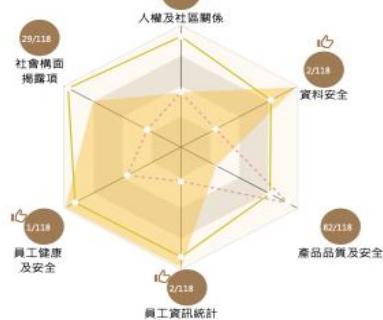
- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位距13.6%，近三期排名上升26.3%。
- 能源管理於SASB主產業排名為領先，位距0.8%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為領先，位距0.8%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為領先，位距12.7%，近三期排名上升38.1%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位距1.7%，近三期排名上升7.6%。

社會 Social

SASB主產業排名

SASB主產業排名 6 / 118

標的: 2610 華航
最好: 2201 裕隆
平均: 1524 秋惠



社會構面分析

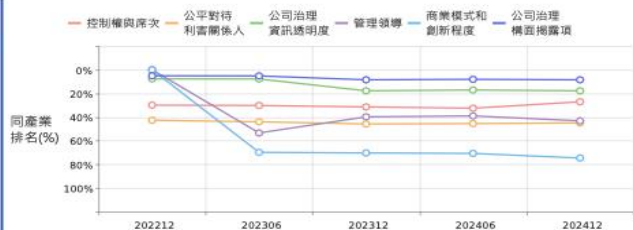
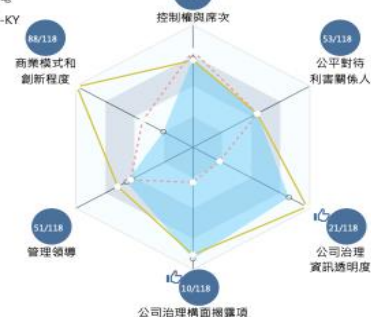
- 人權及社區關係於SASB主產業排名為中，位距55.1%。
- 資安及客戶隱私於SASB主產業排名為領先，位距1.7%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為中後，位距69.5%。
- 員工資訊統計於SASB主產業排名為領先，位距1.7%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為領先，位距0.8%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為中前，位距24.6%，近三期排名下降14.4%。

治理 Governance

SASB主產業排名

SASB主產業排名 12 / 118

標的: 2610 華航
最好: 5309 系統電
平均: 2236 百達-KY



治理構面分析

- 控制權與席次於SASB主產業排名為中前，位距27.1%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為中，位距44.9%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為領先，位距17.8%。
- 管理領導於SASB主產業排名為中，位距43.2%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為中後，位距74.6%。
- 公司治理構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位距8.5%。

資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 5 of 6

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	150,722	184,817	203,474	215,857		Cash	34,980	30,392	48,892	68,222	
COGS	139,352	160,986	169,083	179,166		Marketable securities	10,370	14,620	14,044	13,945	
Gross profit	11,370	23,831	34,390	36,691		A/R & N/R	12,094	11,091	11,979	12,348	
Operating expense	0	0	4,061	15,801		Inventory	0	0	0	0	
Operating profit	2,585	10,157	18,926	20,890		Others	12,378	13,591	12,136	12,535	
Total non-operate. Inc.	76	(852)	1,465	1,673		Total current asset	69,822	69,693	87,051	107,050	
Pre-tax profit	2,661	9,305	20,391	22,562		Long-term invest.	1,453	1,737	1,679	1,606	
Total Net profit	2,245	7,471	16,411	18,050		Total fixed assets	128,207	123,343	130,666	127,962	
Minority	(614)	653	1,217	1,000		Total other assets	93,717	95,349	85,730	87,833	
Net Profit	2,860	6,819	15,194	17,050		Total assets	294,412	291,242	310,397	318,869	
EPS (NT\$)	0.48	1.13	2.50	2.81							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Short-term Borrow	835	35	1,184	996	
Sales	8.6	22.6	10.1	6.1		A/P & N/P	1,676	2,053	1,614	1,647	
Gross profit	(51.3)	109.6	44.3	6.7		Other current liab.	68,744	87,958	75,938	70,535	
Operating profit	(82.7)	293.0	86.3	10.4		Total current liab.	71,255	90,046	78,736	73,179	
Pre-tax profit	(76.1)	249.7	119.1	10.7		L-T borrows	65,109	46,478	68,486	66,286	
Net profit	(69.5)	138.5	122.8	12.2		Other L-T liab.	73,998	66,835	70,702	70,081	
EPS	(71.5)	137.2	121.1	12.2		Total liability.	221,959	213,764	217,924	209,545	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Common stocks	60,135	60,513	60,763	60,763	
Gross	7.5	12.9	16.9	17.0		Reserves	3,120	3,887	3,887	3,887	
Operating	1.7	5.5	9.3	9.7		Retain earnings	6,775	10,222	27,822	44,673	
EBITDA	22.1	21.3	24.0	24.0		Total Equity	72,453	77,479	92,473	109,324	
Pre-tax	1.8	5.0	10.0	10.5		Total Liab. & Equity	294,412	291,242	310,397	318,869	
Net	1.9	3.7	7.5	7.9							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	52,144	52,725	55,243	55,745		Net income	2,860	6,819	15,194	17,050	
Gross profit	9,131	9,031	8,401	10,128		Dep & Amort	32,601	32,601	29,355	29,492	
Operating profit	5,386	5,406	4,456	5,642		Investment income	(332)	(332)	(332)	(332)	
Total non-ope inc.	163	437	611	461		Changes in W/C	1,273	1,273	1,273	1,273	
Pre-tax profit	5,549	5,844	5,067	6,103		Other adjustment	1,125	(2,834)	(1,756)	(2,921)	
Net profit	4,189	4,425	3,803	4,632		Cash flow – ope.	37,527	37,527	43,734	44,562	
EPS	0.69	0.73	0.63	0.76		Capex	(18,868)	(18,868)	(18,868)	(18,868)	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	1,322	1,322	1,322	1,322	
Net sales	7.2	4.9	6.2	6.1		Other adjustment	1,493	1,493	171	171	
Gross profit	20.2	13.8	(8.8)	5.1		Cash flow –inve.	(16,053)	(16,053)	(17,375)	(17,375)	
Operating profit	39.8	28.3	(15.6)	1.1		Free cash flow	18,659	18,659	24,866	25,694	
Net profit	35.2	28.4	(0.6)	(3.9)		Inc. (Dec.) debt	(8,361)	(8,361)	(8,361)	(8,361)	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	(1,552)	(1,552)	(200)	(199)	
Net sales	(0.8)	1.1	4.8	0.9		Other adjustment	(7,701)	(7,701)	1,040	1,040	
Gross profit	(5.3)	(1.1)	(7.0)	20.6		Cash flow-Fin.	(17,615)	(17,615)	(7,521)	(7,520)	
Operating profit	(3.5)	0.4	(17.6)	26.6		Exchange influence	(337)	(337)	(337)	(337)	
Net profit	(13.1)	5.6	(14.1)	21.8		Change in Cash	3,522	3,522	18,501	19,330	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Ratio Analysis					
Gross	17.5	17.1	15.2	18.2		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Operating	10.3	10.3	8.1	10.1		ROA	0.97	2.33	5.05	5.42	
Net	8.0	8.4	6.9	8.3		ROE	3.82	9.10	17.88	16.90	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.