

## 華航 (2610 TT) China Airlines

貨運前景相較樂觀、惟客運市占率下滑，評價尚屬合理

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$26.0

收盤價 (2024/11/21) : NT\$24.2

隱含漲幅 : 7.4%

## 營收組成 (3Q24)

客運 60%、貨運 35%、其他 4%

## 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\$)	26.0	25.0
2024年營收 (NT\$/十億)	201.5	202.4
2024年EPS	2.2	1.9

## 交易資料表

市值	NT\$146,150百萬元
外資持股比例	15.9%
董監持股比例	39.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$14.36
負債比	72.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	150,722	184,817	201,506	206,869
營業利益	2,585	10,157	17,125	15,942
稅後純益	2,860	6,819	13,061	12,175
EPS (元)	0.48	1.13	2.15	2.01
EPS YoY (%)	-71.3	135.4	90.6	-6.6
本益比 (倍)	50.3	21.4	11.2	12.0
股價淨值比 (倍)	2.1	2.0	1.7	1.6
ROE (%)	3.0	10.0	16.9	14.1
現金殖利率 (%)	1.9%	2.9%	4.5%	4.2%
現金股利 (元)	0.46	0.69	1.08	1.01

## 陳韻筑

Eileen.YZ.Chen@yuanta.com

## 余鈴華

liz.yu@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 貨運需求高漲推升運價，華航 3Q24 貨運單位收益年增 22%，使獲利優於研究中心預期 8.5%，EPS 0.63 元。

◆ 油價走跌有望支撐 2025 年毛利率，華航疫後成本費用控管改善，上修 2025 年獲利 96.4%至 121.8 億元，EPS 2.01 元。

◆ 貨運需求受惠電商及 AI 出貨潮帶動，惟華航市佔率較疫情前滑落，維持中性，目標價 26 元(本淨比 1.7 倍 X15.5 元淨值)評價。

## 貨運成長優於客運，3Q24 獲利優於本中心預期 8.5%

華航 3Q24 營收年增 9.1%至 520.2 億元，客運營收 268.7 億元(年增 0.7%)，成長幅度較小主要是美國長程需求減弱，拖累整體載客率年減 3.5ppt 至 78.6%；貨運營收 157.1 億元(年增 20.5%)，主因 2024 年全球經濟轉佳、跨境電子商務蓬勃發展，自 6M24 貨運運價起漲，使 3Q24 貨運單位收益年增 22%；3Q24 航空用油 91.66 USD/BBL(年減 18.6%)，低於研究中心預期 16.7%，推升華航毛利率年增 5.2ppt 至 17.7%、優於本中心預估之 16.4%，因維修成本控管佳，營業利益年增 112.7%至 52.8 億元，歸屬母公司稅後獲利年增 66.6%至 38.3 億元，EPS 0.63 元，優於研究中心預期 8.5%。

## 貨運前景看好，預估油價較前次報告大走跌、上修 2025 年獲利

展望 2025 年，通膨推升航空成本漲，然而波音、空巴遞延新機交機，再加上市場需求強，客運票價雖預期會有微幅走跌，但仍難回到疫情前水準，然而因貨運需求強勁，一增一減之下，營收微幅上修 0.7%；EIA 最新油價 (11M24)預估 2025 年布蘭特原油將較 2024 年下降 6%，預期 2025 年毛利率上修 3ppt 至 15.2%，因疫後維修、折舊費用控管得宜，營業利益上修 62.9%，同步上修稅後淨利 96.4%至 121.8 億元，EPS 2.01 元。

## 雖市佔率下降、但獲利改善，維持 1.7 倍本淨比評價

華航股價疫情前歷史區間本淨比 0.9-1.3 倍，疫後復甦後本淨比區間落在 1.6-2 倍，因華航在疫情期間積極整頓機隊，機隊仍在汰舊換新，原預期第十架 777F 將在 2024 年到位，然受到波音遞延交機影響，將遞延至 1Q25，累計前九月客運市佔率相較疫情前下降 2ppt 至 21.4%，但仍位市場第二，因目前客、貨運市場需求皆強，且疫後公司獲利皆為正數、有改過往虧損型態，依據 2025 年預估每股淨值 15.5 元，維持本淨比 1.7 倍(疫後中性評價)，微幅上修目標價自 25 元至 26 元，因評價尚屬合理，投資建議維持持有。

## 營運分析

### 貨運價量齊揚，3Q24 獲利優於研究中心預期 8.5%

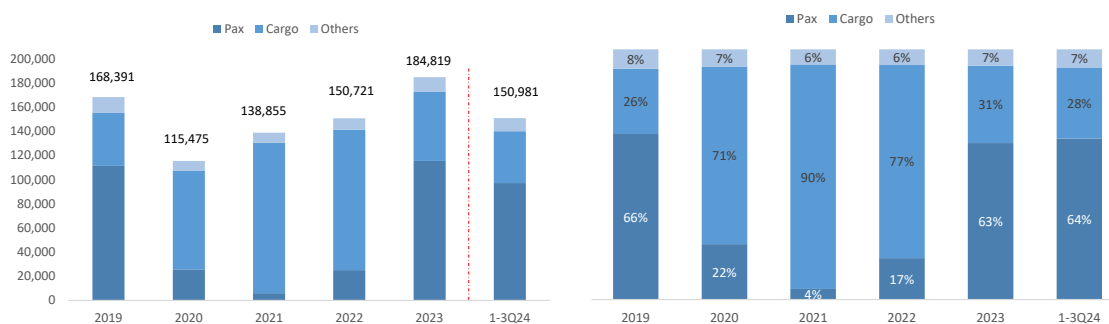
華航 3Q24 營收 520.2 億元(季增 3.5%/年增 9.1%)，其中客運/貨運營收佔比分別是 60%/35%，客運營收 268.7 億元(年增 0.7%)，成長幅度較小主要是美國長程需求減弱，拖累整體載客率年減 3.5ppt 至 78.6%，單位收益則季增 1%/年持平，因航班持續擴增，付費旅客公里(RPK)及可提供載客公里(ASK)分別年增 0.6%/5.1%；貨運營收 157.1 億元(年增 20.5%)，主因 2024 年全球經濟轉佳、跨境電子商務蓬勃發展，自 6M24 貨運運價起漲，使 3Q24 貨運單位收益年增 22%。近期油價走弱，3Q24 航空用油(sin jet)價格 91.66 USD/BBL(年減 18.6%)，低於研究中心預期 16.7%，因用油佔華航成本比逾 30%，推升華航毛利率年增 5.2ppt 至 17.7%、優於研究中心預估之 16.4%，因維修成本控管佳，營業利益年增 112.7%至 52.8 億元，歸屬母公司稅後獲利年增 66.6%至 38.3 億元，EPS 0.63 元，優於研究中心預期 8.5%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	47,682	50,269	52,015	3.5%	9.1%	52,872	52,393	-1.6%	-0.7%
營業毛利	5,994	7,938	9,215	16.1%	53.7%	8,682	9,203	6.1%	0.1%
營業利益	2,481	4,215	5,278	25.2%	112.7%	4,958	17,566	6.5%	-70.0%
稅前利益	3,139	4,593	5,208	13.4%	65.9%	4,717	5,391	10.4%	-3.4%
稅後淨利	2,297	3,446	3,828	11.1%	66.6%	3,530	4,263	8.5%	-10.2%
調整後 EPS (元)	0.38	0.57	0.63	10.5%	65.8%	0.58	0.70	8.5%	-10.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	12.6%	15.8%	17.7%	1.9	5.2	16.42%	17.6%	1.3	0.1
營業利益率	5.2%	8.4%	10.2%	1.8	5.0	9.38%	33.5%	0.8	-23.4
稅後純益率	4.8%	6.9%	7.4%	0.5	2.5	6.68%	8.1%	0.7	-0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：受惠客運復甦，華航 1-3Q24 客運佔比回升至 64%



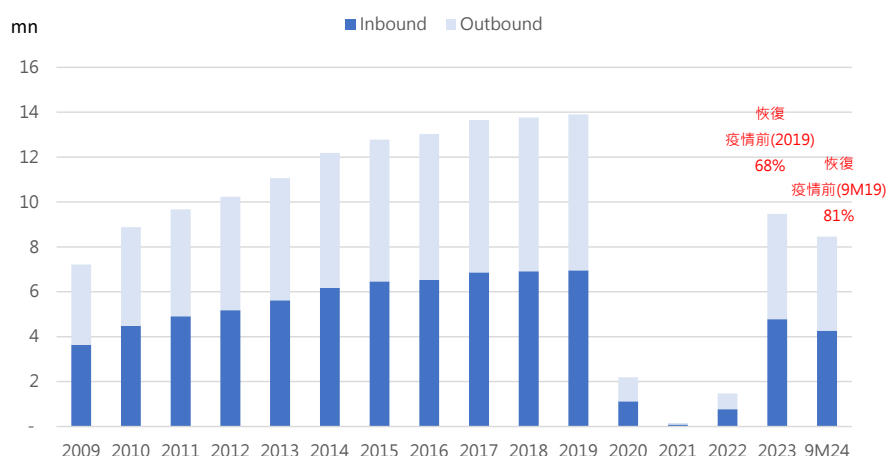
資料來源：公司資料、元大投顧

## 華航機隊持續汰舊換新，載客人數恢復速度低於國籍航空平均

華航提供國際客貨運運輸服務，其中以客運為主，2024 年累計前三季客運/貨運收入占比 64%/28%。客運以亞洲線為主、貨運則以越太平洋為主，截至 2024 年 9 月，機隊共 81 架航機，其中客機 64 架、貨機 17 架。截至 9M24，華航台灣航空客運/貨運市佔率達 21%/36%，分別為台灣第二/一大業者。此外，華航旗下子公司台灣虎航，為台灣唯一低成本航空公司，截至 3Q24 華航持股約 71%，原本至 2023 年底有 79%，因虎航創新板轉上市，部分釋股，處分資本利得 14.3 億，列入資本公積，貢獻華航每股淨值 0.24 元，2024 年累計前三季貢獻華航稅後淨利 18.5 億元。

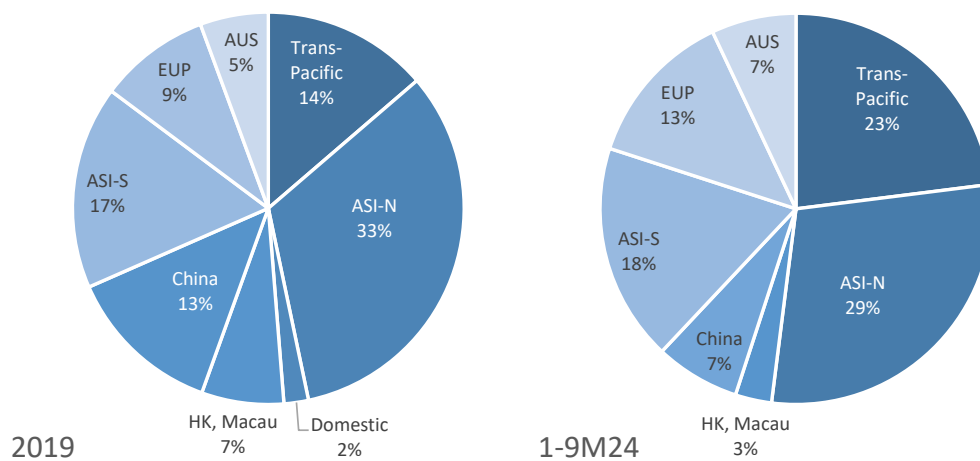
華航客運主要經營東北亞、東南亞、香港、中國等亞洲航線(疫情前佔營收約 70%)，疫後因歐美航線復甦較快，且兩岸尚未開放交流，2024 年累計前三季亞洲航線營收佔比 57%、北美航線 23%、歐洲 13%、大洋洲 7%。疫後國人旅遊熱潮延續，2024 年累計前三季整體機場出入境及過境人次恢復至疫情前 2019 年 89%，而華航載客人次僅恢復至疫情前 81%、低於整體平均，主要是客機汰舊換新，2019 年客機 70 架，3Q24 則下降至 64 架。

圖 3：華航 1-9M24 累計載客人次僅恢復疫情前 81%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 4：1-9M24 華航大陸客運航線營收佔比僅恢復至 7% (2019 年佔 13%)



資料來源：公司資料、元大投顧

## 油價走跌有利毛利率提升，上修 4Q24 獲利 166%

展望 4Q24，4Q 為貨運旺季，客運則是繼暑假後的小旺季，惟原預期 777F 第十架可在 2H24 加入機隊，受波音罷工影響，將遞延至 1Q25，故微幅下修整體營收 0.2%至 505.8 億元(年增 7%)。根據 EIA 近期預估布蘭特油價將季減 4.8%(11M24)，且煉油利差低於過往，油價下跌趨勢有助毛利率表現，毛利率上修 4.8 個百分點至 14.6%，營業利益年增 248.7%至 37.8 億元，因 4Q23 認列資產跌價損失，使整體獲利虧損 0.8 億元，2024 年無此影響，預估 4Q24 獲利將轉虧為盈至 26.9 億元，EPS 0.44 元。

圖 5：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	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	47,250	52,015	50,578	-2.8%	7.0%	50,686	50,553	-0.2%	0.0%
營業毛利	4,632	9,215	7,376	-20.0%	59.2%	5,691	8,634	29.6%	-14.6%
營業利益	1,084	5,278	3,779	-28.4%	248.7%	1,945	4,641	94.3%	-18.6%
稅前利益	227	5,208	3,618	-30.5%	1490.6%	1,449	4,556	149.7%	-20.6%
稅後淨利	-79	3,828	2,687	-29.8%	--	1,011	3,489	165.7%	-23.0%
調整後 EPS (元)	-0.02	0.63	0.44	-29.5%	--	0.17	0.58	165.7%	-23.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	9.8%	17.7%	14.6%	-3.1	4.8	11.23%	17.1%	3.4	-2.5
營業利益率	2.3%	10.2%	7.5%	-2.7	5.2	3.84%	9.2%	3.6	-1.7
稅後純益率	-0.2%	7.4%	5.3%	-2.1	5.5	2.00%	6.9%	3.3	-1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 機隊持續汰舊換新，惟受到波音罷工影響、遞延交機

華航機隊持續汰舊換新，貨機方面分別在 5M23/8M23/3M24 出售 12 架 747-400F 貨機，汰換主要是 747-400F 貨機為四個引擎飛機，油耗較高，相比 777F 油耗高 30%，公司在 2019 年起與波音訂購 10 架飛機(其中有 7 架 777F)，已陸續在 2023-24 年交機，至 3Q24 共有 9 架 777F，原預期至 2024 年底將陸續交機至 10 架 777F，惟受到波音 9M24 罷工影響，最後一架 777F 將遞延至 1Q25 交機；客機方面，公司 2019 年底公告將向空中巴士訂購 11 架 A321NEO 客機及 5 架選購權，預期 A321NEO 客機將在 2024-2026 年陸續交機，且在 2022 年與波音簽約訂購 16 架 787-9 架客機及 8 架選購機，並在 2Q23 將 8 架選購機轉為 787-9、原先 6 架 787-9 轉為 787-10，因疫後供應鏈、人力短缺以及飛安問題等，使波音跟空巴皆面臨遞延交機，公司表示供應商預期至 2028 年後才會恢復正常供給，公司機隊汰舊換新有助於 1)新機油耗減少，可節省燃油成本，2)處分舊機，有助於降低維修費用及折舊費用，預期華航 2024 年底客貨機將有 82 架(65 架客機、17 架貨機)。

圖 6：華航空機隊數量

機型		飛機架數				
		2021	2022	2023	2024F	2025F
客機	B737-800	15	12	10	10	8
	A330-300	23	20	19	16	10
	B777-300ER	10	10	10	10	10
	A350-900	14	14	14	15	15
	A321neo	-	10	10	14	19
	787-9	-	-	-	-	2
貨機	B747-400F	18	17	13	8	8
	B777F	3	5	7	9	10
總計		83	88	83	82	82

資料來源：公司資料、元大投顧預估

### 虎航以東北亞航線為主，持續貢獻華航獲利

台灣虎航主要提供航空客運、貨運及地勤代理服務，飛航集中在以台灣出發至亞洲的航點，為國內唯一一家低成本航空公司(low-cost carrier，簡稱 LCC)。虎航截至 10M24 共有客機共 15 架，其中 9 架為 A320CEO、6 架 A320NEO；9M24 虎航台灣航空客運/貨運市佔率分別為 5.5%/0.03%，客運市佔排名為台灣第四大業者。

虎航累計至 9M24 載客數恢復至疫情前 102%、優於整體市場之 89%，客運航班數則恢復至疫情前水準 101%，平均載客率達 86.5%、略優於疫情前同期(85.5%)；展望 2025 年，國人出入境旅遊人次有望優於疫情前水準，虎航航班數已優於至疫情前 101%，載客數優於疫情前 2% (優於整體市場)，顯示公司市占率提升(1M-9M24 5.5% vs 1M-9M19 4.8%)，需求持續成長之下，有望支撐票價維持高檔區間，近期 ITF 旅展公司銷售 2025 年機票，價格較 2024 年同期成長 1.3%，預期 2025 年公司客運營收有望年增 8.9%。

3Q24 營收 44.2 億元(年增 23.7%，季增 11.5%)，其中客運及地勤代理收入營收佔比分別是 97%/3%，客運營收 42.7 億元，年增 23.2%，季增 11.7%，因 2023 年剛開放、基期較低，且因台灣人出國目的地排名前三中日本及韓國，東北亞為虎航主要的航線，需求強勁，票價較其他地區下跌幅度小，航班數持續增加，使付費旅客公里(RPK)及可提供載客公里(ASK)分別年增 13.7%/17.5%。因航班增班、航點復飛，再加上持續增員，使營業成本年增 19.5%，然因近期油價走弱，根據 3Q24 航空燃油(SIN JET FUEL)年減 18.6%至 91.66 USD/BBL，使虎航 3Q24 毛利率年增 2.3 個百分點至 32.5%，因公司營業費用控管得宜，營運效益顯現，使營業利益年增 33.9%至 11.5 億元，稅後淨利年增 63%至 9.4 億元，調整後 EPS 2.05 元 (以上市增資後股數計算) (3Q24 公告 EPS 2.1 元)。華航截至 3Q24 持股虎航 71%，累計前三季貢獻華航獲利 18.5 億元。

圖 7：虎航空機隊數量

機型		飛機架數							
		2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
客機	A320 ceo	11	11	9	9	9	8	4	1
	A320 neo	2	4	6	6	8	11	14	15
	自購	1	1	1	1	1	4	7	8
	租賃	12	14	14	14	16	15	11	8
	總計	13	15	15	15	17	19	18	16

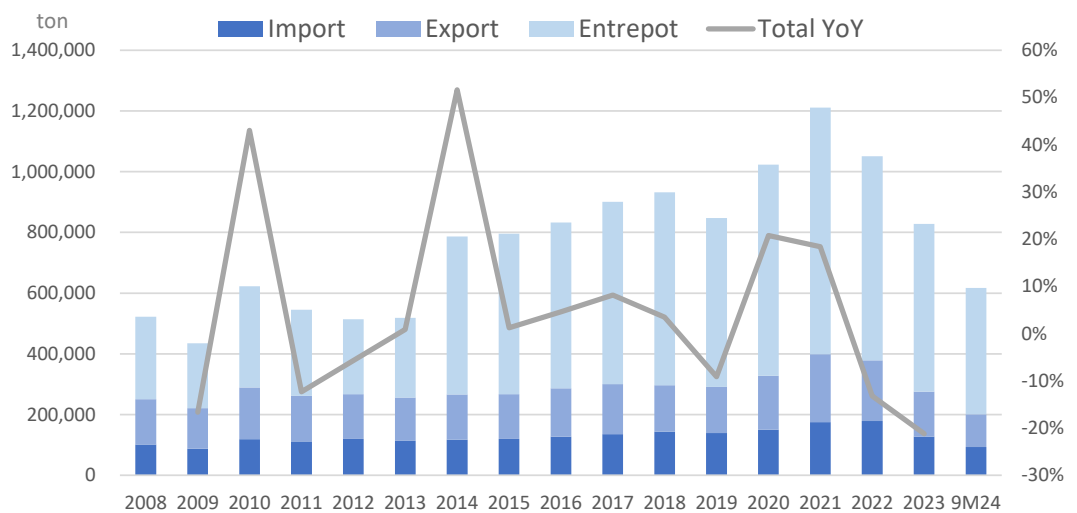
資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 貨運隨著經濟復甦，正成長態勢將延續至 2025 年

在貨運方面，疫情前貨運營收佔華航營收比約 30%，為國籍航空市佔第一，自 2021 年起，因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021-22 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，推升 2021-22 年華航貨運營收佔比達 80-90%；2023 年國境開放後，貨運營收佔比回落至 35%，另外一個使貨運營收下降的原因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使華航 2023 年貨運營收年減 50.9%至 701.7 億元。

2024-25 年隨著經濟復甦，受惠 1) 跨境電商近年來蓬勃發展，佔全球貨運量約三成，亞洲更逾 40%，因電商交易量持續向上，預期 2025 年轉口及出口貨物將維持年增態勢，2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024/25 年經濟成長率皆為至 3.2%(優於 2023 年 1.31%)，雖國際航班陸續復飛，2024 年累計前九月華航貨運市佔 36%，微幅低於疫情前市佔率 37%，主要是長榮航及星宇運量持續增加、搶攻貨運市場，因 6M24 起電商及電子業出貨旺，空運運價飆升，使價格飆升至 230-270 元/KG，3Q24 貨運收入年增 20.5%，4Q24 為空運貨運旺季，有望推升華航 4Q24 貨運營收年增 14.9%，因部分電子業商品出貨遞延，1Q25 貨運運價有望淡季不淡，且全球製造業產地轉移至東南亞，有望推升華航貨運表現，預期 2025 年貨運營收年增 5.6%。

圖 8：華航貨運運量



資料來源：民航局、元大投顧

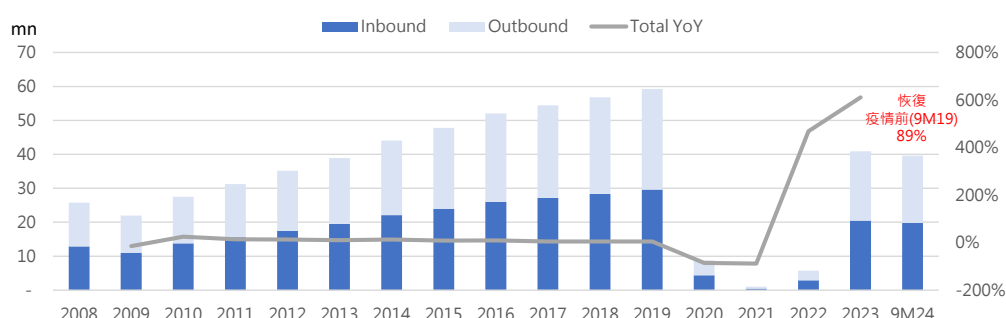


### 疫後客運需求迅速回升，1-9M24 已恢復近疫情前水準

國人瘋出國，疫情前台灣國際及兩岸出入境旅客人次在 2019 年達高峰 5,928 萬人次，然在 COVID-19 疫情下各國施行出入境管制、邊境封鎖，使得疫情期間客運量大幅滑落，2021 年出入境旅客僅剩 101 萬人次(年減 88%)。

10M22 起台灣解除邊境管制，疫情期間禁足在台灣三年的國人，在疫後湧現出國熱潮，帶動 2022 年出入境旅客人數迅速回升至 575 萬人(年增 468%)，2023 年出境旅遊熱潮延續，報復性旅遊帶動台灣出入境旅遊人次恢復至疫情前 2019 年 69%；1-9M24 出入境人數達 3,960 萬人、已恢復至疫情前同期(1-9M19)之 89%，IATA 預估客運營收 2024 年有望年增 15.2%，以近 20 年長期趨勢來看，客運需求每年成長 3.8%，研究中心預期 2024/25 年台灣出入境人次有望優於 2019 年 3-5%/8-10%。

圖 9：1-9M24 出入境人流已快速回升近疫情前水準



資料來源：民航局、元大投顧

### 客運運能回升有限，然載客率已完全恢復

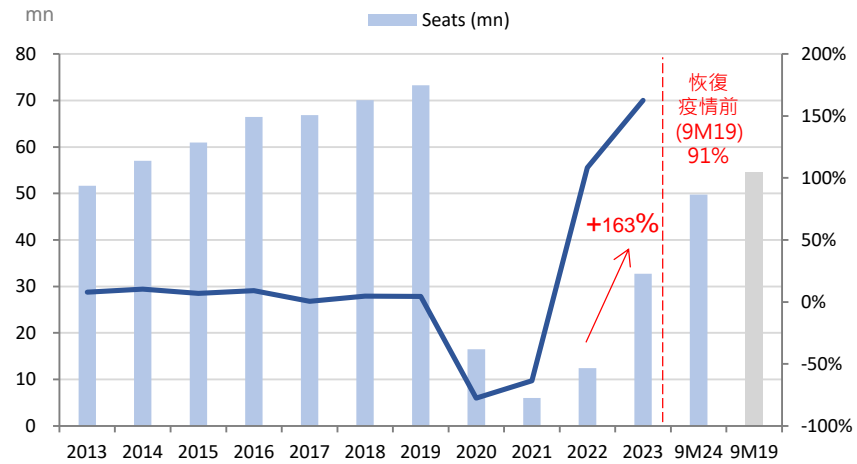
2011 年在我國簽訂開放天空協定後，廉價航空加入台灣市場競爭，帶動台灣航空運能逐年增加，2019 年國際及兩岸航空客運班次約 30.6 萬班、可載客座位數達 7,328 萬個，受 COVID-19 疫情影響，國際及兩岸航空客運班次在 2021 年僅剩 2.1 萬班、座位數僅剩 600 萬個；10M22 邊境解封下帶動 2022 年班次快速回升達 4.5 萬班(年增 111%)，在報復性出國旅遊潮的帶動下，2023 年持續回升至 12.8 萬班、座位數回升至 3,273 萬個，年增幅分別高達 188%、163%，客運運能恢復到疫情前水準(2019 年)的 42%、45%，運能回升有限主要是疫情期間航空公司調整機隊及部分業者退出市場。因客運需求強勁，多家航空公司航線陸續復航，1-9M24 可載座位數已回升至疫情前 91%。

載客率方面，過往多維持在 70-80%，疫情間因邊境管制、旅遊需求銳減，航空業者縮減航班，但載客率仍大幅下滑，2021 年最低達 16.9%，然在邊境解封後，大量的旅遊需求湧現，但航班運能有限，使航班載客率在 2023 年迅速回復至 77%，已回到疫情前水準，1-9M24 載客率更升至 80%，預期 2H24-2025 年載客率可維持在 80-85%。

### 國籍航空市佔率較疫情前高，顯示國際航班尚未完全恢復

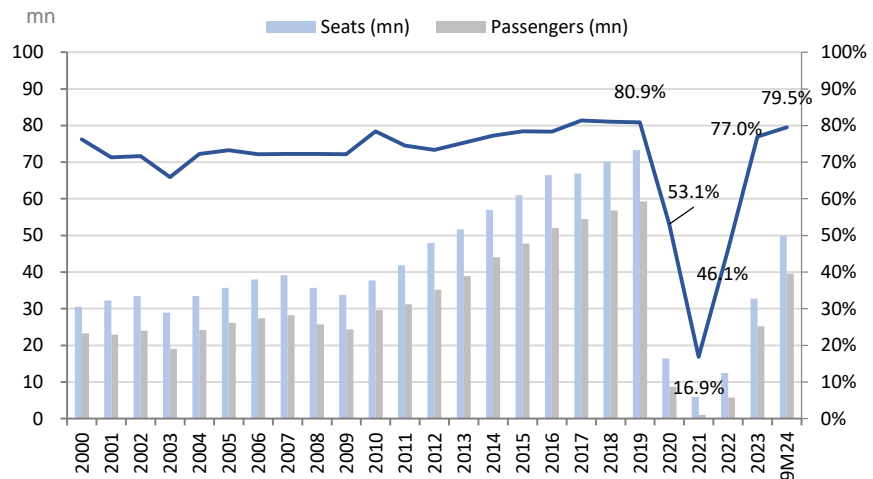
目前在台營運的航空公司家數達 86 家，其中我國國籍主要航空業者有華航、長榮航、虎航、星宇航等，1-9M24 客運市佔率分別為 21%、25%、5%、7%。過往因廉航加入市場競爭，使國籍航空市佔率逐年下降，2012 年國籍航空市佔率約 59.1%，2019 年已降至 53.9%，疫情期間各國邊境封鎖下，全球航班數縮減，使市佔率跳升，2023 年國籍航空市佔率約 63.6%，1-9M24 國籍航空市佔率約 60.3%，顯示疫後各國國際航班營運尚在恢復中。

圖 10：1-9M24 客運運能回升，可載座位數達疫情前水準 9 成



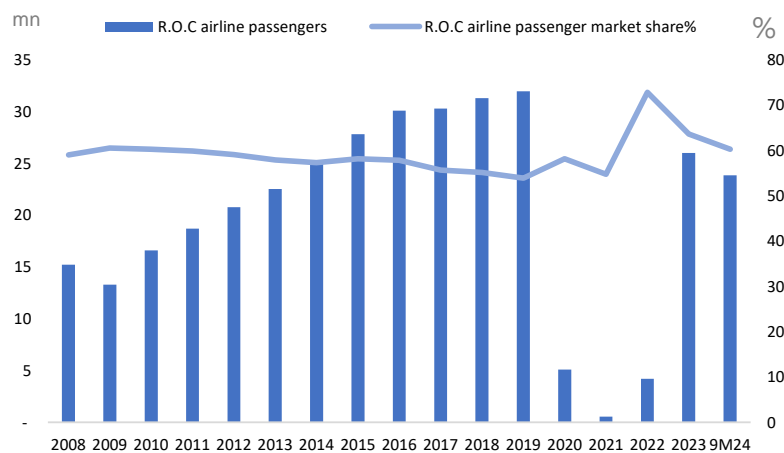
資料來源：民航局、元大投顧

圖 11：1-9M24 客運航班載客率回升至 80%



資料來源：民航局、元大投顧

圖 12：1-9M24 國籍航空市佔率 60.3%



資料來源：民航局、元大投顧



## 飛機製造廠商訂單量雙位數成長，顯示航空業呈復甦態勢

波音(Boeing) 2023 年交付 396 架飛機(年增 10%)，空中巴士(Airbus)則交付 735 架(年增 8.9%)，再度拿下 2023 年全球最大飛機製造商寶座，交機量持續提升，顯示疫情後全球航空業報復性復甦，2023 年波音市佔率約為 42%(2019 年為 50%)，主要是 737 MAX 系列飛機事件重創波音營運。

波音近期出現飛機製造品質問題，使產量受限；自從阿拉斯加航空艙門空中脫落事件後(2024/01/05)，美國聯邦航空管理局加大對波音的監管，每月最多只能生產 38 架飛機，使波音累計前三季的交機量衰退 22%，而競爭對手空中巴士雖受到零件短缺問題，累計前三季交機量仍有微幅年增 1.8%，但低於本中心原預期 7.3%，研究中心分別下修波音及空巴 2025 年預估交機量 7.1%/2.3%，預期 2025 年飛機供給仍難恢復。

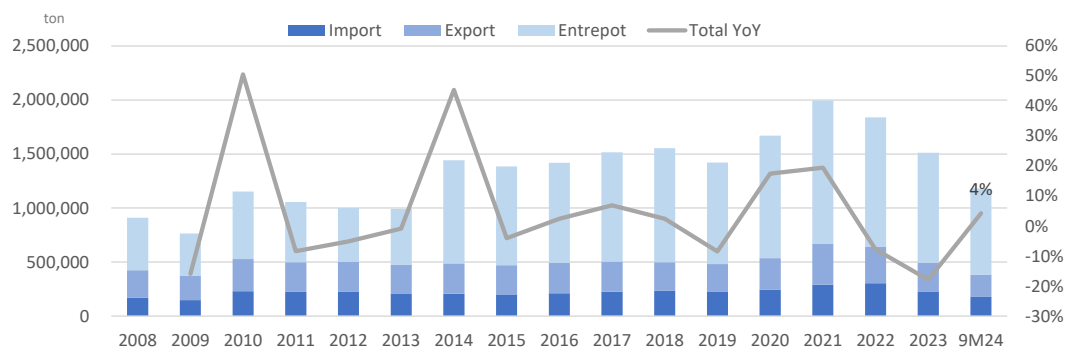
## 貨運市場隨著經濟復甦，回歸成長軌道

2009-2019 年台灣航空貨運市場運量 CAGR 僅 3%，出口/進口/轉口分別佔 30%/30%/40%，其中轉口及出口運量與美國 PMI 走勢呈正向，轉口貨承載中國及東南亞轉口至北美貨品，進口則根據國內需求成長，故與台灣 GDP 正相關。

2020 年疫情爆發後，因台灣疫情相對穩定，轉口貨年增 18%，惟國際航班大幅減少 9 成，供需失衡下國航貨運運價年增 50-70%，台灣航空貨運運量年增 5.3%，2021 年起更因貨櫃航運塞港問題嚴峻，使許多貨物改為空運出貨，需求帶動 2021 年飛機貨運運價上升，亦因疫情因素使得客運需求低迷，2021 年台灣航空貨運運量年增 20.5%；2023 年台灣總貨運量年減 16.4%至 216.3 萬噸，主因為 2023 年全球經濟狀況不佳，各產業皆在去化庫存，使市場貨運需求較低。

2024 年隨著經濟復甦，受惠 1) 3M24 美國 PMI 自去年底回升至 50，預期 2024 年轉口及出口貨物將微幅年增，2) 進口有望年成長，係根據 IMF 預估台灣 2024 年經濟成長率至 3.1%(優於 2023 年 1.31%)，3) 中國跨境電商貨量增加，空運包機需求穩定，4) 兩大國籍航空皆取得冷鏈運輸行業最高標準 CEIV Pharma 認證，有利國航貨運業務成長，推升 2024 年貨運營運，1-9M24 貨運出口已轉正成長 4%。

圖 13：國際及兩岸航空貨運量有望回歸成長軌道



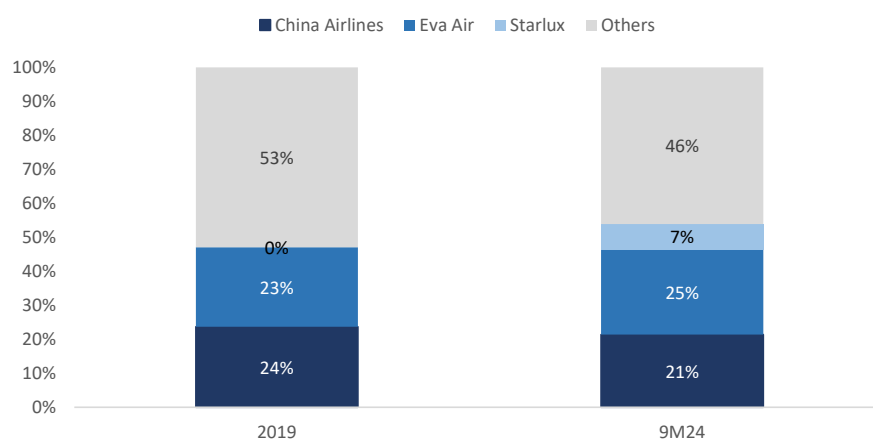
資料來源：民航局、元大投顧

## 疫後長榮航客運市佔率逆襲成為第一，貨運市佔率持續提升

華航及長榮航為台灣兩大國籍航空，疫情前(2019 年)華航客運市佔率 24%，位居台灣第一，然而受到疫情影響，再加上公司機隊汰舊換新，客機部分疫情前有 70 架，2024 年客機僅有 66 架，再加上星宇航空疫後加入，搶攻日本、東南亞及美西航點，使華航 1-9M24 客運市佔率直落至 21%；長榮航則因疫情前客機 79 架、目前仍有 75 架，持續升級機隊，使客運市佔率在疫後超越華航達 25%，成為國籍航空客運市佔第一；後起之秀星宇航空隨著機隊持續擴張，1-9M24 客運市佔率亦達 7%。

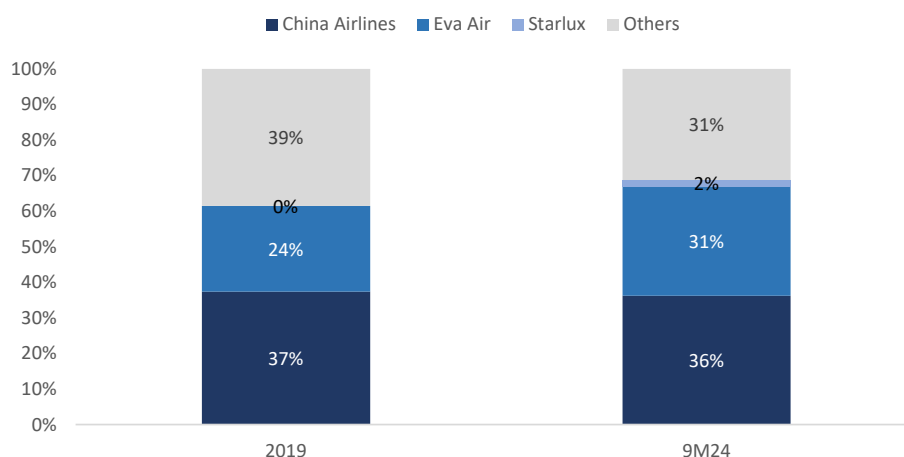
在貨運市佔方面，華航疫情前後皆位市場第一，1-9M24 市佔率 36%，且在疫情期間持續增加 777F 貨機，運能持續提升，長榮航亦在疫情期間積極引進 777F，目前 777F 共有 9 架(較疫情前增加 4 架)，使貨運運能持續提升，貨運市佔率亦較疫情前提升 7 個百分點至 31%，貨運市佔率顯著提升，星宇航空機隊主要是以客機為主，僅用客機機腹載貨，貨運市佔率僅有 2%。

圖 14：國籍航空客運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧整理

圖 15：國籍航空貨運市佔率



資料來源：民航局、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

展望 2024/25 年，1)客運方面，因通膨推升航空成本漲，波音、空巴遞延新機交機，使多家航空公司航點復飛不易，再加上市場需求強，票價雖預期會有微幅走跌，但仍難回到疫情前水準，2)貨運需求強勁，華航已開始接洽 2025 年電商包機，價格皆優於 2024 年，2)貨運方面則因貨機交機遞延至 2025 年，運能恢復較慢，影響 2024 年貨運表現。綜合考量之下，2024 年營收微幅下修 0.5%，2025 年則受惠貨運價量齊揚，營收微幅上修 0.7%。

近期油價走弱，EIA 最新油價(11M24)下修預估 2025 年布蘭特原油將較 2024 年下降 6%(vs. 10M24 預估下降 4.1%)，有助於支撐航空業毛利率，預期毛利率 2024 年上修 0.8ppt 至 15.9%/2025 年上修 3ppt 至 15.2%，因疫後維修、折舊費用控管得宜，2024/25 年營業利益分別上修 6.9%/62.9%，同步上修稅後淨利 14.8%至 130.6 億元/96.4%至 121.8 億元，EPS 2.15 元/2.01 元。

華航股價目前交易於 2024/25 年預估每股淨值 1.7/1.6 倍本淨比評價，疫情前歷史區間本淨比 0.9-1.3 倍，疫後復甦後本淨比區間落在 1.6-2 倍，因華航在疫情期間積極整頓機隊，機隊仍在汰舊換新，原預期第十架 777F 將在 2024 年到位，然受到波音遞延交機影響，將遞延至 1Q25，累計前九月客運市佔率相較疫情前下降 2ppt 至 21.4%，但仍位市場第二，因目前客、貨運市場需求皆強，且疫後公司獲利皆為正數、有改過往虧損型態，依據 2025 年預估每股淨值 15.5 元，維持本淨比 1.7 倍(疫後中性評價)，微幅上修目標價自 25 元至 26 元，因評價尚屬合理，投資建議維持持有。

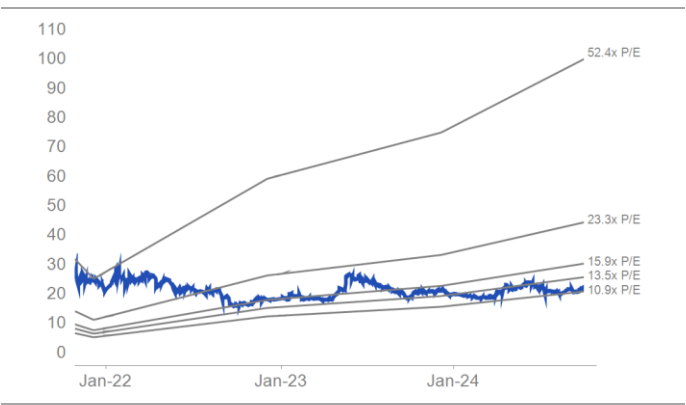
投資風險：1) 政治因素遞延兩岸開放；2) 中東局勢不穩定，使油價再飆升。

圖 16：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	201,506	202,443	206,869	205,460	-0.5%	0.7%
營業毛利	32,125	30,664	31,463	25,167	4.8%	25.0%
營業利益	17,125	16,015	15,942	9,788	6.9%	62.9%
稅前利益	17,670	15,299	16,833	8,758	15.5%	92.2%
稅後淨利	13,061	11,376	12,175	6,200	14.8%	96.4%
調整後 EPS (元)	2.15	1.88	2.01	1.02	14.7%	96.4%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	15.9%	15.2%	15.2%	12.3%	0.8	3.0
營業利益率	8.5%	7.9%	7.7%	4.8%	0.6	2.9
稅後純益率	6.5%	6.1%	5.9%	3.4%	0.9	2.9

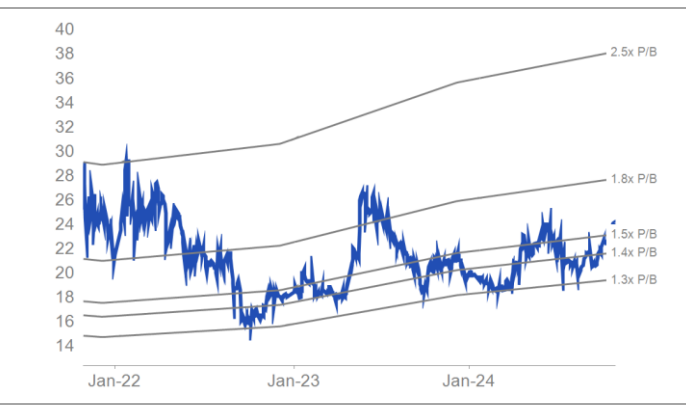
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：12 個月預期本益比區間圖



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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華航	2610 TT	持有-超越同業	24.2	4,428	1.13	2.15	2.01	21.4	11.2	12.0	135.4	90.6	(6.6)
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	9.2	7,428	1.2	1.1	1.2	7.5	8.3	7.9	--	(10.3)	5.5
Korean Airlines	003490 KS	未評等	24300.0	6,419	3356.4	3697.9	3996.4	7.2	6.6	6.1	(33.3)	10.2	8.1
Dalta Airlines	DAL US	未評等	63.6	41,066	6.1	6.1	7.1	10.4	10.5	9.0	100.6	(0.9)	16.8
United Airlines	UAL US	未評等	94.6	31,122	9.9	10.2	12.3	9.6	9.2	7.7	356.7	3.6	19.8
國外同業平均					843.4	928.8	1004.2	8.7	8.7	7.7	141.3	0.7	12.5
國內同業													
長榮航	2618	買進	41.2	6,839	4.0	4.9	4.0	10.3	8.4	10.3	198.9	22.6	(18.7)
台灣虎航	6757	買進	72.1	1,034	4.3	6.6	7.3	16.9	10.9	9.9	--	54.8	10.4
星宇航空	2646	未評等	27.8	2,569	0.1	0.9	1.3	346.9	30.2	21.9	--	1050.0	37.5
國內同業平均					2.8	4.1	4.2	124.7	16.5	14.0	198.9	375.8	9.7

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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
華航	2610 TT	持有-超越同業	24.2	4,428	10.0	16.9	14.1	12.33	14.36	15.51	2.0	1.7	1.6
國外同業													
Cathay Pacific Airways	293 HK	未評等	9.2	7,428	12.4	13.3	13.0	9.3	8.7	9.3	1.0	1.1	1.0
Korean Airlines	003490 KS	未評等	24300.0	6,419	11.0	13.6	13.1	25870.4	28724.0	31973.4	0.9	0.9	0.8
Dalta Airlines	DAL US	未評等	63.6	41,066	46.1	30.6	28.4	17.4	22.6	29.5	3.7	2.8	2.2
United Airlines	UAL US	未評等	94.6	31,122	41.2	30.3	27.4	28.4	38.3	49.1	3.3	2.5	1.9
國外同業平均					27.7	21.9	20.5	6481.4	7198.4	8015.3	2.2	1.8	1.5
國內同業													
長榮航	2618	買進	41.2	6,839	21.7	23.2	17.1	19.8	21.3	24.2	2.1	1.9	1.7
台灣虎航	6757	買進	72.1	1,034	70.9	45.0	33.0	9.4	20.2	24.0	7.7	3.6	3.0
星宇航空	2646	未評等	27.8	2,569	1.8	--	--	5.4	--	--	5.1	--	--
國內同業平均					31.4	34.1	25.1	11.6	20.7	24.1	4.9	2.8	2.4

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	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	48,645	50,269	52,015	50,578	49,527	49,216	53,438	54,688	201,506	206,869
銷貨成本	(41,048)	(42,331)	(42,800)	(43,202)	(42,337)	(41,860)	(44,102)	(47,106)	(169,381)	(175,405)
營業毛利	7,597	7,938	9,215	7,376	7,190	7,356	9,336	7,581	32,125	31,463
營業費用	(3,744)	(3,722)	(3,937)	(3,597)	(3,862)	(3,681)	(4,056)	(3,922)	(15,000)	(15,521)
營業利益	3,852	4,215	5,278	3,779	3,328	3,675	5,280	3,660	17,125	15,942
業外利益	399	378	(70)	(161)	322	240	183	145	545	891
稅前純益	4,251	4,593	5,208	3,618	3,650	3,915	5,463	3,805	17,670	16,833
所得稅費用	(841)	(862)	(1,009)	(724)	(730)	(783)	(1,093)	(761)	(3,436)	(3,367)
少數股東權益	311	285	371	207	342	313	409	228	1,174	1,291
歸屬母公司稅後純益	3,099	3,446	3,828	2,687	2,578	2,819	3,962	2,817	13,061	12,175
調整後每股盈餘(NT\$)	0.51	0.57	0.63	0.44	0.43	0.47	0.65	0.47	2.15	2.01
調整後加權平均股數(百萬股)	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052	6,052
重要比率										
營業毛利率	15.6%	15.8%	17.7%	14.6%	14.5%	15.0%	17.5%	13.9%	15.9%	15.2%
營業利益率	7.9%	8.4%	10.2%	7.5%	6.7%	7.5%	9.9%	6.7%	8.5%	7.7%
稅前純益率	8.7%	9.1%	10.0%	7.2%	7.4%	8.0%	10.2%	7.0%	8.8%	8.1%
稅後純益率	6.4%	6.9%	7.4%	5.3%	5.2%	5.7%	7.4%	5.2%	6.5%	5.9%
有效所得稅率	19.8%	18.8%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.4%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	3.0%	3.3%	3.5%	-2.8%	-2.1%	-0.6%	8.6%	2.3%		
營業利益	255.5%	9.4%	25.2%	-28.4%	-11.9%	10.4%	43.7%	-30.7%		
稅後純益	--	11.2%	11.1%	-29.8%	-4.1%	9.3%	40.5%	-28.9%		
調整後每股盈餘	--	11.8%	10.5%	-29.5%	-4.0%	9.3%	40.6%	-28.9%		
年增率(%)										
營業收入	13.9%	6.5%	9.1%	7.0%	1.8%	-2.1%	2.7%	8.1%	9.0%	2.7%
營業利益	111.0%	-11.6%	112.7%	248.7%	-13.6%	-12.8%	0	-3.1%	68.6%	-6.9%
稅後純益	137.3%	4.6%	66.6%	--	-16.8%	-18.2%	3.5%	4.8%	74.8%	-6.8%
調整後每股盈餘	131.8%	3.6%	65.8%	--	-16.5%	-18.3%	3.9%	4.8%	90.6%	-6.6%

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

華航成立於 1959 年，提供國際客貨運運輸服務，其中以客運為主，2023 年客機/貨機收入占比 61%/35%。客運以亞洲線為主、貨運則以越太平洋為主，截至 2024 年 9 月，機隊共 81 架航機，其中客機 64 架、貨機 17 架。華航台灣航空客運/貨運市佔率達 21%/36%，分別為台灣第二/一大業者。此外，華航旗下子公司台灣虎航，為台灣唯一低成本航空公司，華航持股約 79%，2023 年貢獻華航營收/稅後淨利的 5.3%/21%，目前飛機數量達 15 架，以日本、韓國為主要營運航線。

圖 22：權益法投資子公司

投資公司	轉投資子公司	持股百分比
華航	台灣虎航	71%
華航	台灣飛機維修	100%
華航	華美投資	100%
華航	華航(亞洲)	100%
華航	華夏航科國際	100%
華航	華航園區	100%
華航	華航大飯店	100%
華航	先啟資訊系統	94%
華航	華信航空	97%
華航	華儲	59%
華航	高雄空廚	54%
華航	桃園航勤	49%
華航	台灣航勤	48%
華航	全球聯運	25%
華美投資	中美企業	100%
華美投資	夏威夷酒店	100%
台灣航勤	台灣航勤(薩摩亞)	100%

資料來源：公司資料、元大投顧

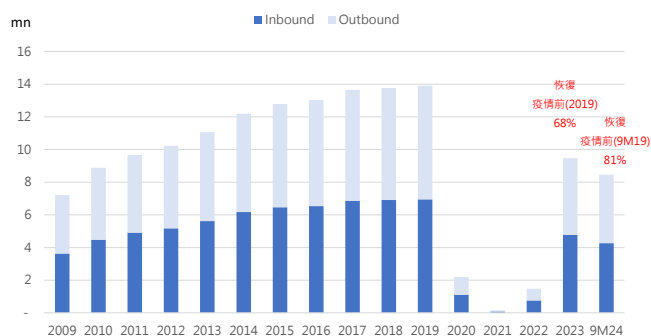
圖 23：華航前十大股東

股東	持股比重
華航基金會	30.85%
行政院國發基金	8.58%
新制勞退基金	1.00%
JP Morgan 挪威中央銀行投資專戶	0.54%
華航員工持股信託	0.47%
萬海航運	0.41%
大通託管先進星光先進總合國際股票指數	0.37%
大通託管先進信託股票指數 II 投資專戶	0.31%
林鴻聯	0.31%
JP Morgan 政府退休金投資專戶	0.29%

資料來源：TEJ、元大投顧

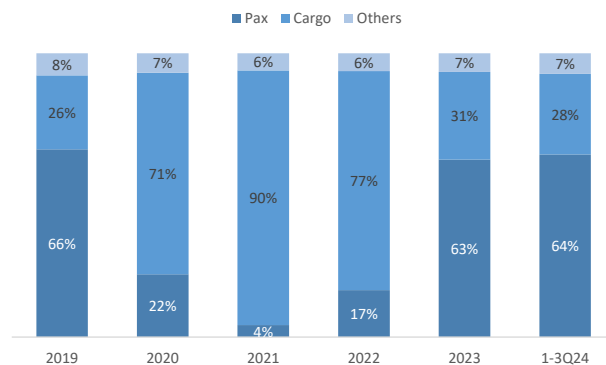


圖 24：華航客運載客僅恢復到疫情前的 81%



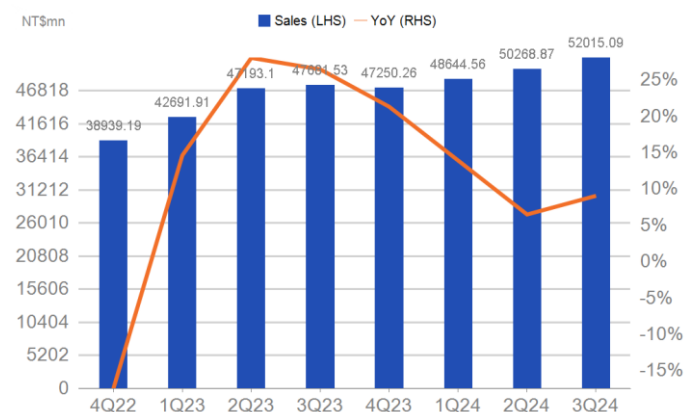
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 25：營收組成



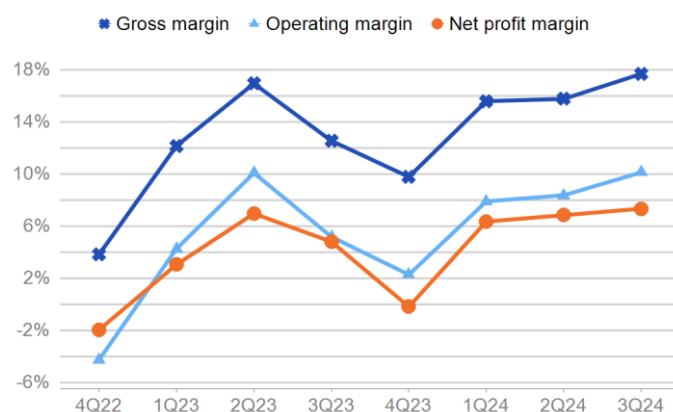
資料來源：公司資料

圖 26：營收趨勢



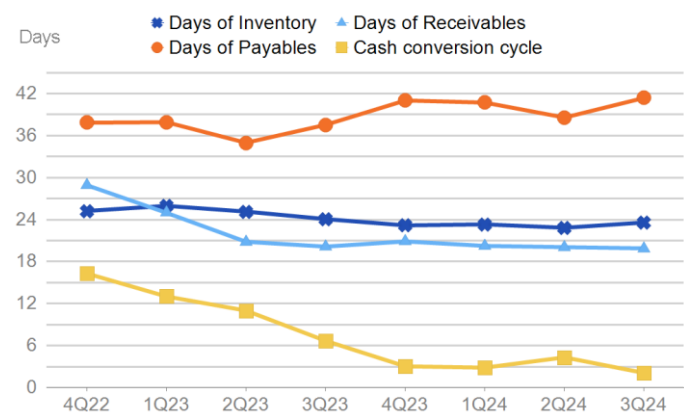
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：毛利率、營益率、淨利率



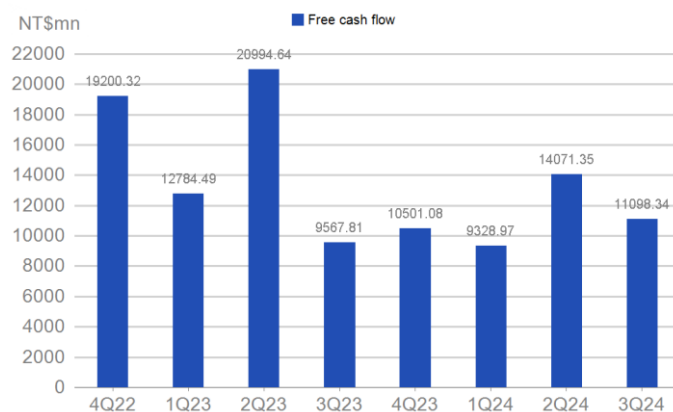
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：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：**華航整體的 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為領先的位置，在航空產業的公司中也排名領先同業。
  - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**華航的整體曝險屬於中等水準，但整體曝險大於航空產業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含人力資源及碳排放管理等。
  - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**華航在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的外部環境管理系統及認證、產品及服務安全管理規範，尤其在飛安議題格外注重。

圖 30：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	19.2	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	33.3	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	44.7	
風險評級	低	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	19	

資料來源：Sustainalytics (2024/11/21)

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)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	45,270	34,980	30,392	40,480	52,976
存貨	8,815	10,775	10,679	10,468	11,215
應收帳款及票據	13,476	11,131	10,017	10,659	11,029
其他流動資產	18,289	12,935	18,606	13,619	12,779
流動資產	85,850	69,822	69,693	75,226	87,998
採用權益法之投資	1,555	1,453	1,737	2,607	2,607
固定資產	129,632	128,207	123,343	128,393	142,637
無形資產	1,009	883	792	743	743
其他非流動資產	76,675	94,046	95,678	97,578	97,978
非流動資產	208,871	224,590	221,549	229,321	243,964
資產總額	294,721	294,412	291,242	304,547	331,963
應付帳款及票據	1,246	1,676	2,053	1,712	2,040
短期借款	1,932	835	35	37	45
什項負債	50,061	68,744	87,958	89,902	92,913
流動負債	53,239	71,255	90,046	91,650	94,997
長期借款	85,069	65,109	46,478	49,177	53,293
其他負債及準備	79,208	85,595	77,240	83,767	89,567
長期負債	164,277	150,704	123,718	132,944	142,860
負債總額	217,516	221,959	213,764	213,183	232,374
股本	59,412	60,135	60,513	60,518	60,518
資本公積	2,695	3,120	3,887	5,318	5,318
保留盈餘	9,254	7,310	10,912	20,519	29,543
什項權益	2,683	(565)	(721)	554	(1,537)
歸屬母公司之權益	74,044	70,000	74,591	86,909	93,842
非控制權益	3,161	2,453	2,888	4,455	5,747
股東權益總額	77,205	72,453	77,479	91,364	99,589

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)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	8,957	2,245	7,471	13,061	12,175
折舊及攤提	29,950	30,327	30,657	7,890	35,505
本期營運資金變動	(4,924)	470	(912)	507	789
其他營業資產 及負債變動	15,903	13,807	18,629	27,652	12,265
營運活動之現金流量	49,885	46,849	55,846	49,110	60,734
資本支出	(2,477)	(2,569)	(1,998)	(29,063)	(49,542)
本期長期投資變動	(416)	(102)	284	14,888	11,637
其他資產變動	(13,772)	(17,511)	(28,947)	1,005	10
投資活動之現金流量	(16,665)	(20,181)	(30,660)	(13,170)	(37,895)
股本變動	5,202	723	378	5	0
本期負債變動	(16,107)	(19,681)	(13,667)	(8,237)	9,916
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	0	(5,201)	(3,025)	(4,175)	(6,518)
其他調整數	(4,363)	(12,526)	(13,499)	1,005	10
融資活動之現金流量	(15,267)	(36,685)	(29,813)	(25,821)	(10,342)
匯率影響數	191	(272)	39	(30)	0
本期產生現金流量	18,144	(10,289)	(4,589)	10,088	12,496
自由現金流量	47,408	44,280	53,848	78,172	110,276

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	138,841	150,722	184,817	201,506	206,869
銷貨成本	(115,487)	(139,352)	(160,986)	(169,381)	(175,405)
營業毛利	23,354	11,370	23,831	32,125	31,463
營業費用	(8,386)	(8,785)	(13,673)	(15,000)	(15,521)
推銷費用	0	0	0	0	0
研究費用	0	0	0	0	0
管理費用	0	0	0	0	0
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	14,968	2,585	10,157	17,125	15,942
利息收入	156	640	1,803	2,133	2,159
利息費用	(2,407)	(2,537)	(2,608)	(1,497)	(1,506)
利息收入淨額	(2,251)	(1,897)	(805)	636	653
投資利益(損失)淨額	(401)	(75)	417	0	0
匯兌損益	(3)	797	809	(160)	0
其他業外收入(支出)淨額	(1,186)	1,251	(1,273)	70	238
稅前純益	11,127	2,661	9,305	17,670	16,833
所得稅費用	(2,170)	(415)	(1,834)	(3,436)	(3,367)
少數股權淨利	(423)	(614)	653	1,174	1,291
歸屬母公司之稅後純益	9,380	2,860	6,819	13,061	12,175
稅前息前折舊攤銷前淨利	43,484	35,529	42,571	25,015	51,448
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.67	0.48	1.13	2.15	2.01

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	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	20.5	8.6	22.6	9.0	2.7
營業利益	585.2	(82.7)	293.0	68.6	(6.9)
稅前息前折舊攤銷前淨利	28.7	(18.3)	19.8	(41.2)	105.7
稅後純益	--	(74.9)	232.7	74.8	(6.8)
調整後每股盈餘	6365.4	(71.3)	135.4	90.6	(6.6)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	16.8	7.5	12.9	15.9	15.2
營業利益率	10.8	1.7	5.5	8.5	7.7
稅前息前淨利率	6.3	0.1	3.6	8.5	7.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	31.3	23.6	23.0	12.4	24.9
稅前純益率	8.0	1.8	5.0	8.8	8.1
稅後純益率	6.8	1.9	3.7	6.5	5.9
資產報酬率	3.1	0.8	2.6	4.8	4.2
股東權益報酬率	13.0	3.0	10.0	16.9	14.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	281.7	306.4	275.9	233.3	233.3
淨負債權益比(%)	54.1	42.7	20.8	9.6	0.4
利息保障倍數 (倍)	5.6	2.1	4.6	12.8	12.2
流動比率 (%)	161.3	98.0	77.4	82.1	92.6
速動比率 (%)	144.7	82.9	65.5	70.7	80.8
淨負債 (NT\$百萬元)	41,731	30,964	16,121	8,734	362
調整後每股淨值 (NT\$)	12.46	11.64	12.33	14.36	15.51
評價指標 (倍)					
本益比	14.5	50.3	21.4	11.2	12.0
股價自由現金流量比	3.1	3.3	2.7	1.9	1.3
股價淨值比	1.9	2.1	2.0	1.7	1.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨	3.4	4.1	3.4	5.8	2.8
股價營收比	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

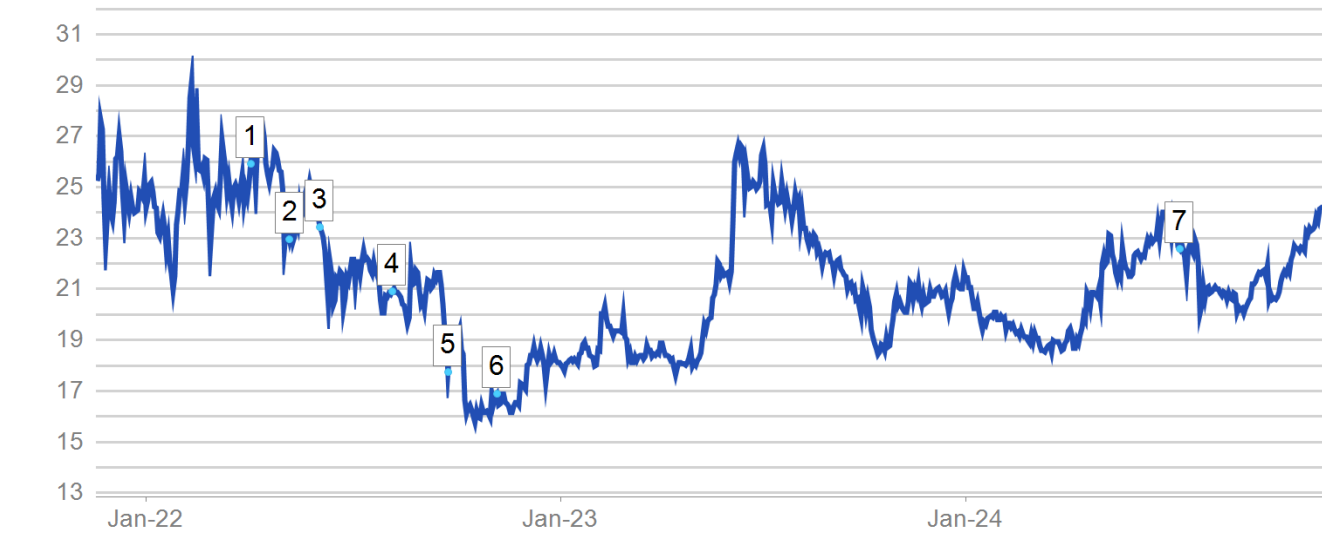
附錄：重要揭露事項

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。

華航 (2610 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	20220413	27.35	34.00	31.27	買進	胡逸如
2	20220517	25.30	37.00	34.03	買進	胡逸如
3	20220613	25.95	34.00	31.27	買進	胡逸如
4	20220811	21.95	28.00	26.70	買進	胡逸如
5	20220928	18.60	28.50	27.18	買進	胡逸如
6	20221109	17.70	19.00	18.12	持有-落後同業	胡逸如
7	20240716	23.40	25.00	24.27	持有-超越同業	陳韻筑

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 = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。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

© 2024 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請。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

© {2024} 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>.