

## 2610.TT 華航

## 電商帶動貨運動能強勁，順風續飛

## 公司簡介

中華航空成立於 1959 年成立，目前資本額 605.17 億元，截至 10/2024 底，員工人數 11,535 人。全球航點共 192 個，分布於 29 個不同國家/地區。

## 投資評等/目標價

## 重點摘要

## 區間操作

27

【大盤指數/股價】22556 / 24.15

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	6,052
市值(百萬元)	146,152
3M 平均日成交值(百萬元)	603
外資持股率(%)	16.03
投信持股率(%)	3.54
董監持股率(%)	39.44

## 環境、社會與治理(ESG)

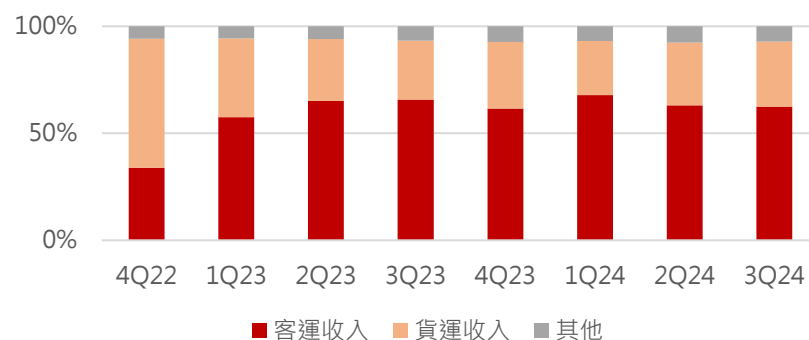


出刊理由：華航召開 3Q24 法說會

華航為我國貨運龍頭，客運市佔第二大航空公司

中華航空成立於 1959 年成立，目前資本額 605.17 億元，截至 10/2024 底，員工人數 11,535 人。全球航點共 192 個，分布於 29 個不同國家/地區，以亞洲航點 102 個為最大宗。旗下子公司包含華信航空、台灣虎航、臺灣飛機維修公司等。根據交通部民航局截至 09/2024 統計，華航為我國貨運市佔居冠，佔 35.1%，客運市佔率第二，佔 19.9%。

圖 1：華航過往營收占比



資料來源：華航，國票投顧整理

圖 2：2024 前三季客運收入占比

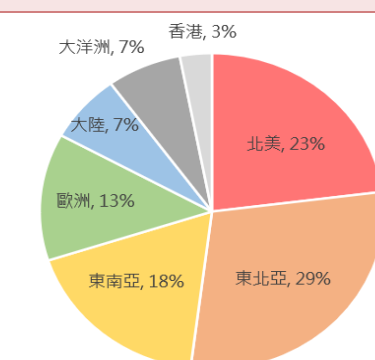
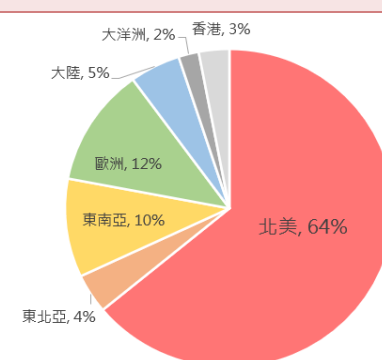


圖 3：2024 前三季貨運收入占比



資料來源：華航，國票投顧整理

### 華航機隊受供應鏈影響，以延租維持營運規模

兩間供應商交機不如預期主要受到供應鏈端影響，包含：1)疫情期間減少人力外協廠整併；2)發動機、內裝座椅等材料仍需時間解決；3)俄烏戰爭戰事尚未緩解。空中巴士(EADSY US)於 07/2024 公告最新財測，將全年預期交付 800 架飛機下修至 770 架，波音(BA US)也受到自身安全性及罷工事件影響，儘管 04/11/2024 波音勞資薪資及福利達成合意，宣告罷工結束，但預計將持續影響訂單交期。

表 1：2024 年前三季空中巴士、波音交機狀況

單位：架

	1Q24	2Q24	3Q24	總數	市場預期訂單
空中巴士	142	181	174	497	764
YoY	+15	-8	+2	+9	
波音	83	92	116	291	395
YoY	-47	-44	+11	-80	

資料來源：Platinum Forecast System、Flightplan、國票投顧整理

因供應商交機遞延，使華航汰舊換新速度放緩。客機方面，舊機種 737-800 及 A330-300 預計至 2027 年全數汰換，計畫以 A321neo、787-9 及 787-10 等機型取代。以 A321neo 機種而言，華航共預訂 25 架(14 架租機，11 架自有機)，目前已交付 13 架，預計第 14 架將於 12/2024 初交機，其餘 11 架將於明後年陸續接收。而 787 系列共預訂 24 架，包含 18 架 787-9 機型(主飛長程中運量)及 6 架 787-10 機型(主飛美西或紐澳)，預計陸續交機至 2028 年。另 770-300ER 機種，將以延機處理，預計延租至 2029 年或 2030 年，使客運機隊於 2025 年底維持 64 架規模。貨機方面，則於 2025 年待 777F 新機交付後，預期機隊提升至 18 架，較能靈活運用。整體而言，至 2025 年底，預估華航總機隊規模 82 架。

表 2：華航機隊規模

單位：架

	截至 09/2024	2024F 底	2025F 底	備註
770-300ER	10	10	10	延租
787-9			2	2025 起持續引進
A350-900	15	15	15	
A330-300	16	16	10	還機、延租
737-800	10	10	8	
A321neo	13	14	19	持續引進
客機架數小計	64	65	64	
774F	8	8	8	保留 8 架，維持運能
777F	9	9	10	持續引進
貨機架數小計	17	17	18	
總機隊規模	81	82	82	

資料來源：華航、國票投顧整理

### 華航 3Q24 稅後淨利創新高

華航受惠客運暑期旺季及貨運因電商及 AI 電子產品拉貨價量皆成長，3Q24 營收 520.15 億元(QoQ+3.5%，YoY+9.1%)，然因營業成本及費用皆高於投研部預估，故營益率 10.15%，低於投研部預期之 11.87%。又因業外虧損高於預期，稅後淨利 38.28 億元(QoQ+11.1%，YoY+66.6%)，稅後 EPS 0.63 元。整體而言，華航 3Q24 獲利略低於投研部預期。

表 3：華航 3Q24 財報預估

單位：億元

	預估(億)	實際(億)	差異(%)	QoQ(%)	YoY(%)
營業收入	521.00	520.15	-0.16	3.47	9.09
營業毛利	100.36	92.15	-8.18	16.09	53.72
營業利益	61.86	52.78	-14.67	25.21	112.72
母公司淨利	42.76	38.28	-10.48	11.08	66.64
EPS(元)	0.71	0.63	-11.27	10.53	70.27
營業毛利率	19.26%	17.72%	-1.55ppts	+1.93ppts	+5.14ppts
營業利益率	11.87%	10.15%	-1.73ppts	+1.76ppts	+4.94ppts
稅後淨利率	8.21%	7.36%	-0.85ppts	+0.50ppts	+2.54ppts

資料來源：TEJ，國票投顧整理

### 華航 4Q24 受惠電商及 AI 伺服器出貨需求旺盛

儘管客運淡季到來，但受惠貨運傳統旺季到來，且電子商務需求暢旺及 AI 伺服器、半導體等包機，預期運價高檔，另原先因缺料維修的部分 747 機型於 10/2024 復飛，整體運能預估 YoY+15%~20%，故投研部上修華航 4Q24 營收至 515.75 億元(QoQ-0.9%，YoY+9.2%)。又因新加坡航燃油價格維持低檔，目前維持每桶 85~90 美元，但因 3Q24 成本及費用高於投研部預期，故預估營益率 8.46% (QoQ-1.7ppts，YoY+6.2ppts)，稅後淨利 27.43 億元(QoQ-28.4%，YoY 轉虧為盈)，稅後 EPS 0.45 元。

表 4：華航 4Q24 財報預估

單位：億元

	調整前(億)	調整後(億)	差異(%)	QoQ(%)	YoY(%)
營業收入	492.73	515.75	4.67	3.47	9.09
營業毛利	77.30	83.64	8.20	16.09	53.72
營業利益	39.80	43.64	9.65	25.21	112.72
母公司淨利	26.91	27.43	1.92	11.08	66.64
EPS(元)	0.44	0.45	3.00	10.53	65.79
營業毛利率	15.69%	16.22%	+16.22ppts	+1.93ppts	+5.14ppts
營業利益率	8.08%	8.46%	-7.23ppts	+1.76ppts	+4.94ppts
稅後淨利率	5.46%	5.32%	-2.76ppts	+0.50ppts	+2.54ppts

資料來源：國票投顧整理

## 投研部樂觀看待 2025 年華航營運

2024 年前三季客機運能雖僅恢復至疫情前 9 成，然因客運需求旺盛，又受惠電商及 AI 相關產品刺激貨運營收，且交機情況不如預期，故投研部預估 2024 年營收 2,025 億元(YoY+9.6%)，受惠航空燃油油價低檔，預估毛利率 16.35%、營益率 8.75%，稅後淨利 131.6 億元(YoY+92.4%)，稅後 EPS 2.16 元。

表 5：華航 2024 年財報預估

單位：億元

	調整前(億)	調整後(億)	差異(%)	QoQ(%)
營業收入	2,002.86	2,025.04	1.11	9.57
營業毛利	333.00	331.13	-0.56	38.95
營業利益	182.33	177.09	-2.87	74.35
母公司淨利	135.13	131.16	-2.93	92.36
EPS(元)	2.23	2.16	-3.05	94.88
營業毛利率	16.63%	16.35%	-0.27ppts	+3.46ppts
營業利益率	9.10%	8.75%	-0.36ppts	+3.25ppts
稅後淨利率	6.75%	6.48%	-0.27ppts	+2.79ppts

資料來源：國票投顧整理

展望 2025 年，根據 IATA 預估亞太客運市場 YoY+12.1%，反映因解封較晚的亞洲航空客運業仍有成長潛力。又因整體供給面，目前兩家供應商預計交機遞延可能性高，且目前航機維修時間拉長(例如：原先 60~90 天可修好的發動機，現須以 180~200 天才可完成)，使飛機利用率降低。故儘管進入疫後第三年，但受惠上述理由，投研部預估 2025 年客運票價應微幅降價。又根據公司對於貨運策略，預計 2025 年電商、半導體、伺服器、等貨物包機包艙價格應較 2024 年上升，且預計增加高收益貨源(半導體機台、冷鏈貨物、發動機及航材等)，故投研部預估貨運運價應維持高檔。

受惠上述原因，投研部預估 2025 年營收 2,092.9 億元(YoY+3.4%)，其中客運營收 1,248.26 億元(YoY-2.54%)，貨運營收 693.97 億元(YoY+16.2%)。由於華航原定 2025 年目標使用 SAF 永續燃油 2%，但因全球產量有限，僅為航空燃油之 0.53%，故投研部預估 2025 年使用一般航空燃油比重較高，成本也較使用 SAF 節省 3~6 倍，故預估毛利率 16.42%(YoY+0.1ppts)，營益率 8.87%(YoY+9%)，稅後淨利 113.83 億元(YoY-13.2%)，稅後 EPS 1.88 元。

表 6：華航 2025 年財報預估

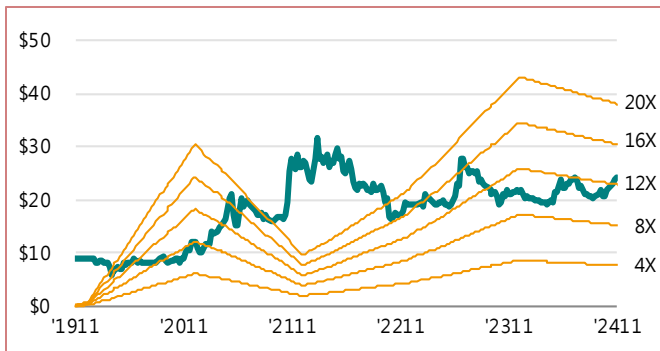
單位：億元

	調整前(億)	調整後(億)	差異(%)	QoQ(%)
營業收入	1,984.11	2,092.87	5.48	3.35
營業毛利	271.76	343.56	26.42	3.75
營業利益	176.05	187.92	6.74	6.11
母公司淨利	77.78	113.83	46.34	-13.22
EPS(元)	1.29	1.88	46.34	-13.05
營業毛利率	13.70%	16.42%	+2.72ppts	+0.06ppts
營業利益率	8.87%	8.98%	+0.11ppts	+0.23ppts
稅後淨利率	3.92%	5.44%	+1.52ppts	-1.04ppts

資料來源：國票投顧整理

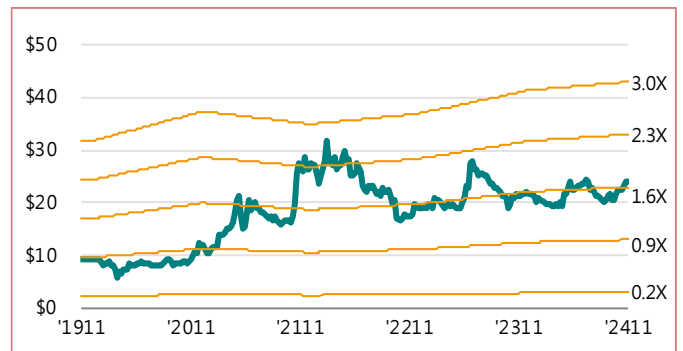
評價方面，以 3Q25 BVPS 14.21 元計算目前 PB 1.7X，介於華航疫情前區間 0.9X~2X 中上緣，考量 4Q24 貨運動能強勁，且 2025 年展望樂觀，目標價 27 元(3Q25BVPS PB 1.9X)，建議區間偏多操作。

#### 華航未來 12 個月 P/E 區間



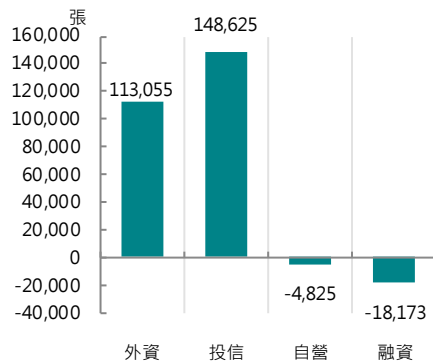
資料來源：國票投顧

#### 華航未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

#### 近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

#### 十大股東結構

持股人姓名	持股率%
航發會	30.86
行政院國發會	8.59
新制勞退基金	1.00
摩根大通挪威中央	0.54
中信局受託	0.47
萬海航運(股)	0.41
大通先進星光	0.37
大通先進 II	0.31
林鴻聯	0.31
摩根大通政府退休	0.29

資料來源：TEJ

#### 董監事持股

持股人	身分別	持股率%
航發會 丁廣銘	董事	30.86
航發會 蘇沛紘	董事	30.86
航發會 謝世謙	董事長	30.86
航發會 陳漢銘	董事	30.86
航發會 陳致遠	董事	30.86
航發會 陳茂仁	董事	30.86
航發會 黃慧甄	董事	30.86
行政院國發會 魏健宏	董事	8.59
張謝金森	獨立董事	0
林國漳	獨立董事	0

資料來源：TEJ

2610 華航 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2024Q4

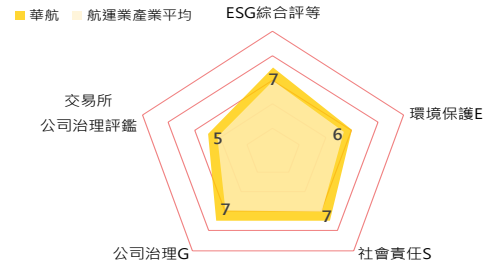
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
6	7	7	<a href="https://esggenplus.twse.com.tw/api/api/MopsSustainReport/data/FileStream?id=be5bc8cb-b5a7-492d-8044-4a2ebc50bbf7">https://esggenplus.twse.com.tw/api/api/MopsSustainReport/data/FileStream?id=be5bc8cb-b5a7-492d-8044-4a2ebc50bbf7</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
航運業	32	7	是	<a href="https://calec.china-airlines.com/csr/download/pages/climate_related.pdf">https://calec.china-airlines.com/csr/download/pages/climate_related.pdf</a>

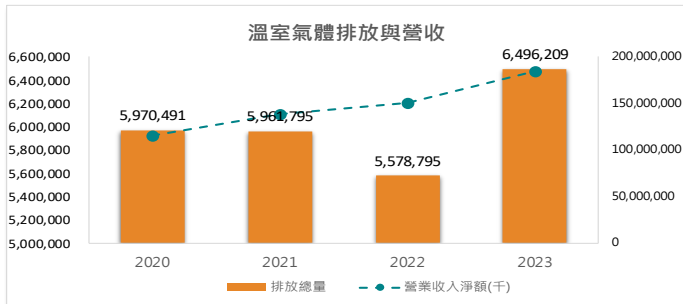
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2023年溫室氣體排放量增加16.44%，營收增加22.62%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2023	6,496,209	6,478,384	17,825
2022	5,578,795	5,560,394	18,401
2021	5,961,795	5,943,600	18,195
2020	5,970,491	5,951,127	19,364

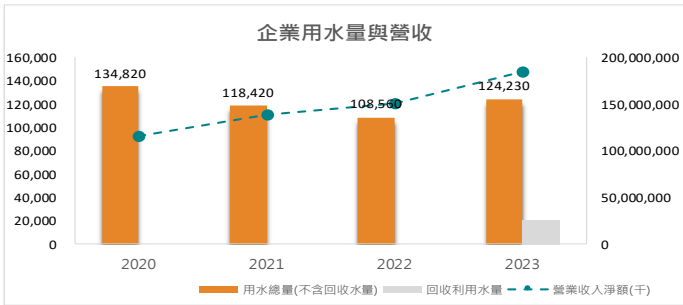
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2023年企業用水量增加14.43%，營收增加22.62%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2023	124,230	20,840	61,210
2022	108,560	-	-
2021	118,420	-	-
2020	134,820	-	-

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

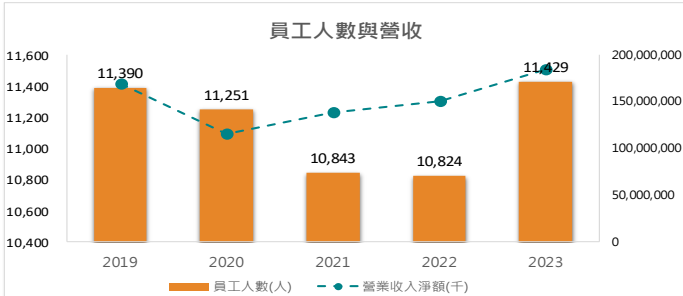
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汙水總量

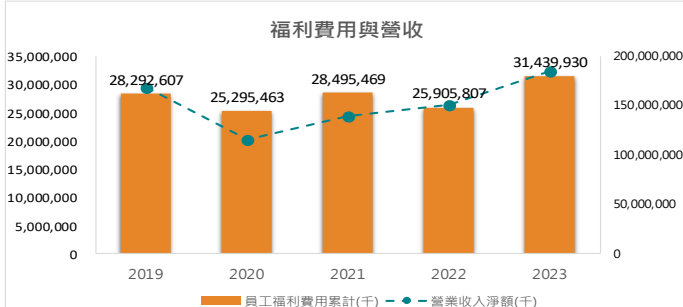
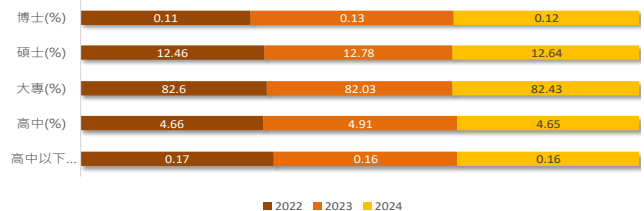
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



# 公司治理 Corporate Governance

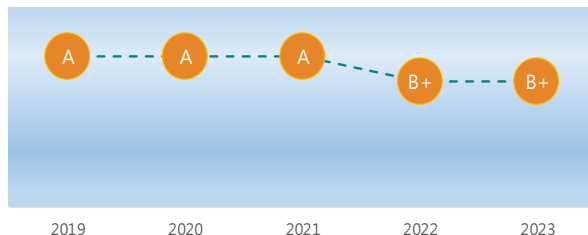
## 公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	21%至35%	B+	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	21%至35%	B+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

## 交易所公司治理評鑑



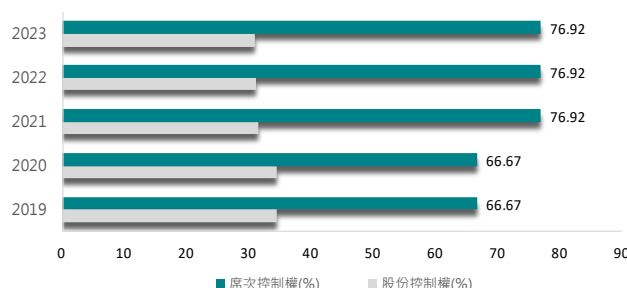
## 企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

## 股權控制

### 股權控制情形



## 企業裁罰資訊

2024/9/16	違反法條： 勞動基準法第22條第2項	違反內容： 工資未全額直接給付勞工
2024/8/28	違反法條： 危害性化學品標示及通識規則第12條第2項、職業安全衛生規則第10條第1項	違反內容： 含有二氯甲烷之化學品(Cee Bee R-256)，其安全資料表未以中文為主。
2024/8/13	違反法條： 勞動基準法第35條	違反內容： 雇主使勞工繼續工作四小時未給與至少30分鐘之休息，且無本法第三十五條但書情形
2024/6/5	違反法條： 性別平等工作法第7條	違反內容： 懷孕歧視
2024/4/26	違反法條： 勞動基準法第32條第2項	違反內容： 延長工作時間超過法令規定

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

## 附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。  
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。  
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。



## 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	48,645	50,269	52,015	51,575	51,846	51,763	53,064	52,614	184,817	202,504	209,287
營業毛利	7,597	7,938	9,215	8,364	8,735	8,068	9,046	8,508	23,831	33,113	34,356
營業費用	3,744	3,722	3,937	4,000	3,800	3,800	4,000	4,200	13,673	15,403	15,800
營業利益	3,852	4,215	5,278	4,364	4,935	4,268	5,046	4,308	10,157	17,709	18,556
稅前淨利	4,251	4,593	5,208	3,839	4,252	3,653	4,385	3,657	9,305	17,891	15,947
本期淨利(NI)	3,410	3,731	4,200	3,071	3,402	2,923	3,508	2,925	7,471	14,411	12,758
淨利歸屬於_母公司業主	3,099	3,446	3,828	2,743	3,052	2,584	3,163	2,584	6,819	13,116	11,383
淨利歸屬於_非控制利益	311	285	371	328	350	339	344	342	653	1,295	1,375
每股盈餘_本期淨利	0.51	0.57	0.63	0.45	0.50	0.43	0.52	0.43	1.11	2.16	1.88
QoQ(%)											
營收淨額	2.95	3.34	3.47	-0.85	0.53	-0.16	2.51	-0.85			
銷貨毛利	64.01	4.49	16.09	-9.24	4.44	-7.64	12.13	-5.95			
營業利益	255.50	9.43	25.21	-17.33	13.09	-13.51	18.24	-14.64			
稅後純益_母公司淨利	虧轉盈	11.20	11.08	-28.35	11.27	-15.34	22.43	-18.33			
YoY(%)											
營收淨額	13.94	6.52	9.09	9.15	6.58	2.97	2.02	2.01	22.62	9.57	3.35
銷貨毛利	46.14	-0.86	53.72	80.57	14.98	1.64	-1.83	1.72	109.59	38.95	3.75
營業利益	111.00	-11.57	112.72	302.67	28.09	1.24	-4.40	-1.28	292.98	74.35	4.78
稅後純益_母公司淨利	137.34	4.61	66.64	虧轉盈	-1.53	-25.03	-17.36	-5.80	138.45	92.36	-13.22
各項比率											
營業毛利率	15.62	15.79	17.72	16.22	16.85	15.59	17.05	16.17	12.89	16.35	16.42
營業利益率	7.92	8.39	10.15	8.46	9.52	8.24	9.51	8.19	5.50	8.75	8.87
稅前淨利率	8.74	9.14	10.01	7.44	8.20	7.06	8.26	6.95	5.03	8.84	7.62
稅後淨利率	6.37	6.86	7.36	5.32	5.89	4.99	5.96	4.91	3.69	6.48	5.44

資料來源：TEJ、國票投顧

## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	62

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>• 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>• 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作；股價若偏區間價位上緣·宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 該公司未於國票核心持股名單</li> <li>• 國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。