

## 中華電 (2412.TW/2412 TT)

### 2024 年三家電信公司獲利唯一成長

#### 持有 · 維持

收盤價 30 January 2024	119.5
12 個月目標價 (NT\$)	119.0
前次目標價 (NT\$)	109.0
調升 (%)	9.2
下跌空間 (%)	0.4

#### 焦點內容

- 4Q23 營收及獲利低於預期，單季 EPS 為 1.06 元。
- 5G 滲透率持續提升，帶動行動服務營收成長。
- 預估 2024 年獲利小幅成長 3%，為三家電信公司唯一成長。

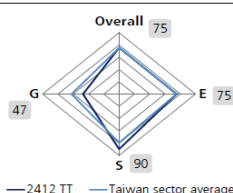
#### 交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	927 / 29,712	
流通在外股數 (百萬股)：	7,757	
外資持有股數 (百萬股)：	1,272	
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.41	
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	112.0-128.0	
股價表現 (%)	3M	6M 12M
絕對表現	3.5	2.6 4.4
相對表現	-8.2	-1.7 -12

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.17A	1.24A	1.21A	1.08A
2023	1.24A	1.28A	1.17A	1.06F
2024	1.29F	1.30F	1.24F	1.10F

#### ESG 分數評等



資料來源：TEJ

#### 重要訊息

中華電 1 月 30 日召開電話會議，4Q23 合併營收年增 4%，稅後盈餘年減 2.2%，EPS 為 1.06 元，獲利低於凱基預估。

#### 評論及分析

**4Q23 營收及獲利低於預期：**中華電 4Q23 合併營收年增 4%，營收成長動能還是來自 ARPU 成長帶動行動服務營收成長 5.3%，及硬體銷售及 ICT 業務成長。但在成本及費用支出增加，以及業外認列投資性不動產減損，獲利年減 2.2%，單季 EPS 為 1.06 元，獲利低於凱基預估。中華電 2023 年合併營收為 2232 億元，年增 3%，稅後盈餘為 369 億元，年增 1.2%，EPS 為 4.75 元。

**5G 滲透率持續提升，帶動行動服務營收成長：**中華電 2023 年底行動用戶數 5G 滲透率達 27-28%，帶動 2023 整體行動用戶數年增 4.1% (不含 IOT 用戶數則年增 1.6%)。而 5G 滲透率提高下，也帶動 2023 年月租型 ARPU 年增 4.3%，進而帶動行動服務營收年增達 6.4%。2024 年為市場競爭重回電信三雄，在整體行動用戶數已趨飽和，我們預估中華電 2024 年行動用戶數年增率約在 2% 以下，但在 5G 資費仍較 4G 資料高 20% 以上，將持續帶動 ARPU 年增 3-4%，進而帶 2024 年行動服務營收年增 3-5%。

**預估 2024 年獲利小幅成長 3%，為三家電信公司唯一成長：**我們預估中華電 2024 年合併營收可年增 3% 至 2,300 億元，成長來源仍以行動服務營收、國際業務及 ICT 業務帶動。而在合併毛利率維持在 36%，及持續控管營業費用下，我們預估 2024 年獲利仍可年增 3.7% 至 383 億元，EPS 為 4.945 元。中華電在 5G 資本支出高峰已過及穩定營運現金流下，我們預期 2024 年中華電仍可配發 4.7 元現金股利。

#### 投資建議

5G 滲透率持續提升將帶動 2024 年獲利小幅年增 3.7%。我們維持「持有」投資評等，一年目標價上調至 119 元 (以 2024 年 EPS 的 24 倍本益比)。

#### 投資風險

行動服務營收成長不如預期。

#### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	210,478	216,739	223,197	229,963	236,068
營業毛利 (NT\$百萬)	75,367	80,022	80,557	83,347	85,785
營業利益 (NT\$百萬)	45,669	46,825	46,350	48,285	50,022
稅後淨利 (NT\$百萬)	35,754	36,477	36,914	38,294	39,628
每股盈餘 (NT\$)	4.61	4.70	4.76	4.94	5.11
每股現金股利 (NT\$)	4.61	4.70	4.70	4.80	4.90
每股盈餘成長率 (%)	7.0	2.0	1.2	3.7	3.5
本益比 (x)	25.9	25.4	25.1	24.2	23.4
股價淨值比 (x)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	10.5	10.2	10.2	9.7	9.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.9	3.9	3.9	4.0	4.1
股東權益報酬率 (%)	9.4	9.6	9.7	10.0	10.4

資料來源：公司資料，凱基

#### 4Q23 法說會概要

- 中華電信行動營收市占(40.2%)及行動客戶數市占(37.1%)，仍為台灣第一，4Q23 行固融合 Multiple Play 服務季成長 14%，全台最大影音平台 MOD+OTT 訂閱數年增 3.7%。消費資安客戶淨增數年增 18.7 %。
- 企業客戶事業群 4Q23 年增 2.5%，主要由行動服務、ICT 業務與銷貨收入所帶動。其中企客新興業務營收年減 2.7%，主因為去年認列 E-Learning 與 Fintech project 導致基期較高所致。儘管 IDC 年減 11%，雲端服務年減 3.8%，但從經常性營收來看，兩者分別年增 15.3% 與 20.4%。未來公司將於高雄打造全台最大規模 5G 切片服務實證場域，用於支援創新應用諸如智能醫療與智慧交通。
- 國際群營收年增 33.4%，主要受 ICT 與固網服務所帶動。公司亦與日本 NTT 共同合作發展 Innovative Optical and Wireless Network。展望 2024 年，SJC2 International undersea cable 將開始運營，公司樂觀看待未來國際 OTT 業務。
- **2024 年財測：**2024 年營收財測為 2285-2302 億元，年增 2.4-3.1%，主要看好 5G 滲透率提高帶動訂閱成長。此外 ICT 亦帶動消費者對數位轉型的需求。公司獲利財測為 356.6-372 億元，約年減 3.4% 至年增 0.8%，EPS 為 4.6-4.8 元，獲利預估約年持平主因為對基礎設施的投資提高。中華電 2024 Capex 財測為 340.2 億元，其中行動服務相關占 95.9 億元(年減 14%)。非行動服務則年增 24.7%。非行動服務 Capex 提高將用於因應 IDC(2024 YoY 將高於 10%) 與 Undersea cable 支出。

圖 1: 4Q23 財務數字及 1Q24 財務預估

百萬元	4Q23					1Q24F		
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	QoQ (%)	YoY (%)
營收	61,865	65,451	(5.5)	15.3	4.0	55,940	(9.6)	3.2
毛利	19,772	21,926	(9.8)	(0.2)	(1.1)	21,257	7.5	3.3
營業利益	10,454	12,768	(18.1)	(8.8)	(4.6)	12,640	20.9	3.8
稅後淨利	8,255	9,783	(15.6)	(9.2)	(1.7)	10,015	21.3	3.9
每股盈餘(元)	1.06	1.26	(15.6)	(9.2)	(1.7)	1.29	21.3	3.9
毛利率(%)	32.0	33.5	(1.5)ppts	(5.0)ppts	(1.6)ppts	38.0	6.0 ppts	0.0 ppts
營業利益率(%)	16.9	19.5	(2.6)ppts	(4.5)ppts	(1.5)ppts	22.6	5.7 ppts	0.1 ppts
淨利率(%)	13.3	14.9	(1.6)ppts	(3.6)ppts	(0.8)ppts	17.9	4.6 ppts	0.1 ppts

資料來源: 凱基

圖 2: 2023 財務數字及 2024 財務預估

百萬元	2023				2024F	
	實際數	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	修正後	YoY (%)
營收	223,197	226,391	(1.4)	3.0	229,963	3.0
毛利	80,557	83,243	(3.2)	0.7	83,347	3.5
營業利益	46,350	49,086	(5.6)	(1.0)	48,285	4.2
稅後淨利	36,914	38,375	(3.8)	1.2	38,294	3.7
每股盈餘(元)	4.76	4.95	(3.8)	1.2	4.94	3.7
毛利率(%)	36.1	36.8	(0.7)ppts	(0.8)ppts	36.2	0.2 ppts
營利率(%)	20.8	21.7	(0.9)ppts	(0.8)ppts	21.0	0.2 ppts
淨利率(%)	16.5	17.0	(0.4)ppts	(0.3)ppts	16.7	0.1 ppts

資料來源: 凱基

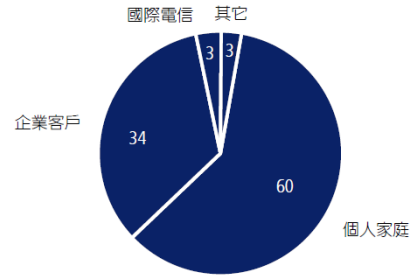
圖 3: 公司概況

中華電信為最大之電信服務業者，業務內容主要包括行動電話、國內外長途及國際電話之固網及 ADSL 與光纖之寬頻數據服務。公司於 2005 年 8 月釋股完成民營化，目前大股東仍為交通部，約持股 35%。截至 2023 年 12 月底行動電話用戶數約 1,314 萬戶、寬頻接取用戶數 440 萬戶、固網業務 915 萬戶。

資料來源：凱基

圖 4: 2023 營收結構仍以個人業務營收為主

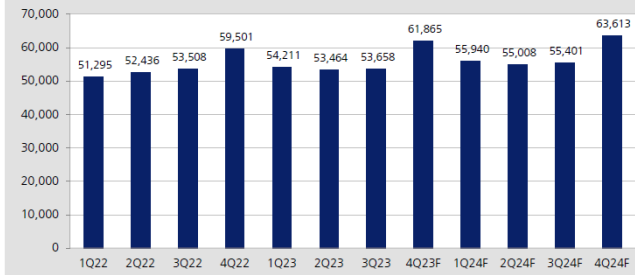
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營收入

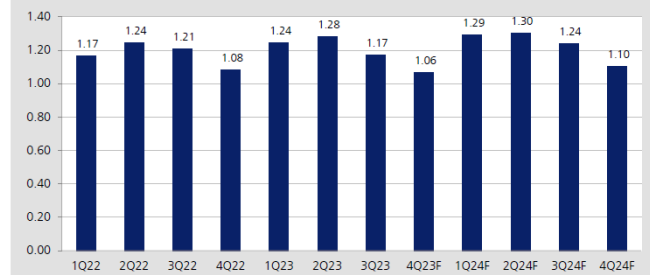
營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

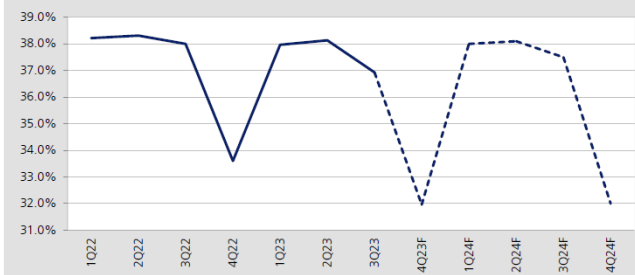
每股盈利，元



資料來源：凱基

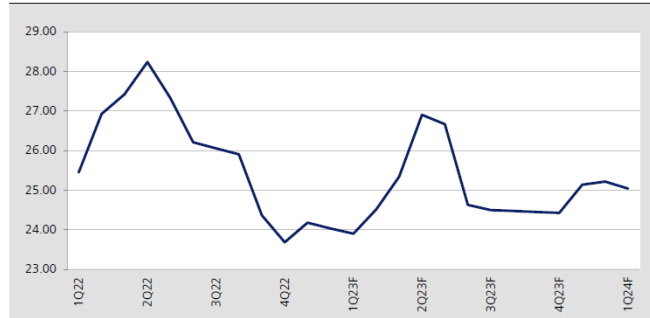
圖 7: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

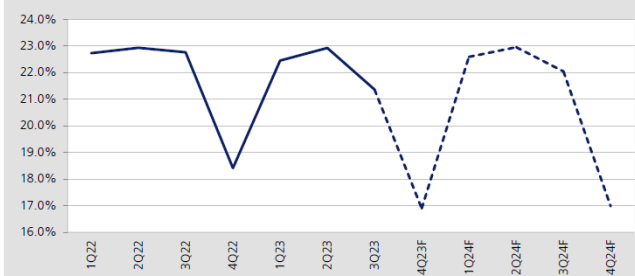
圖 8: 本益比



資料來源：凱基

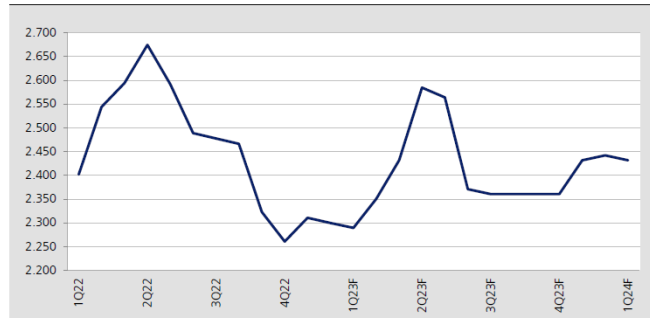
圖 9: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



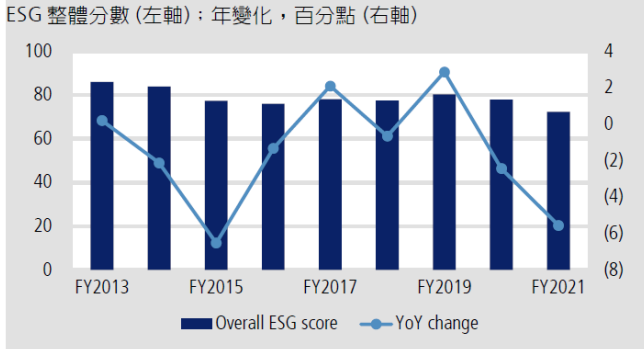
資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比



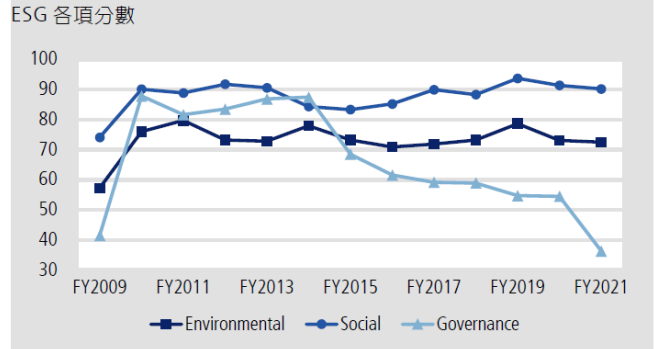
資料來源：凱基

圖 11：ESG 整體分數



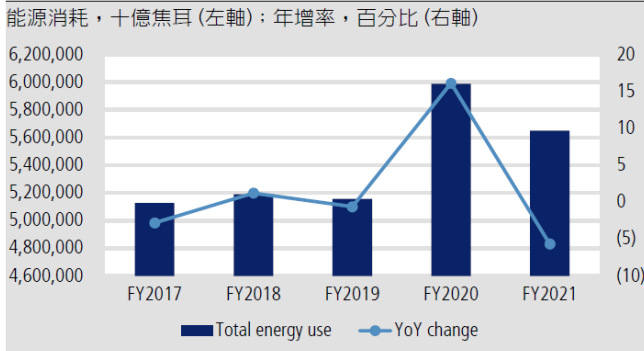
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：ESG 各項分數



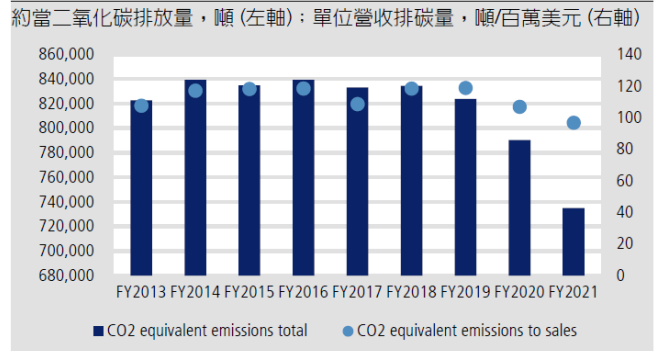
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：能源消耗



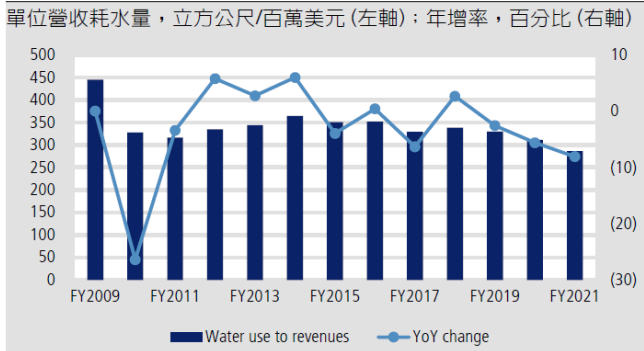
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：碳排量



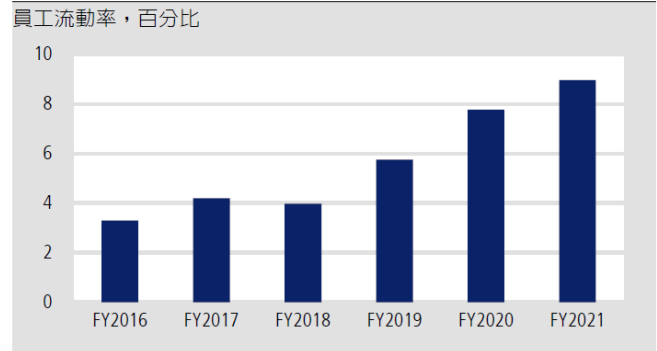
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：耗水量



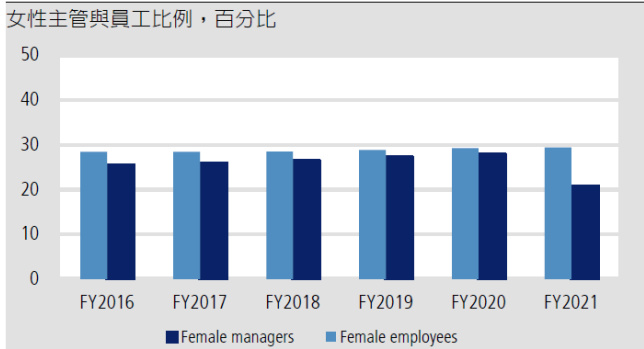
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：員工流動率



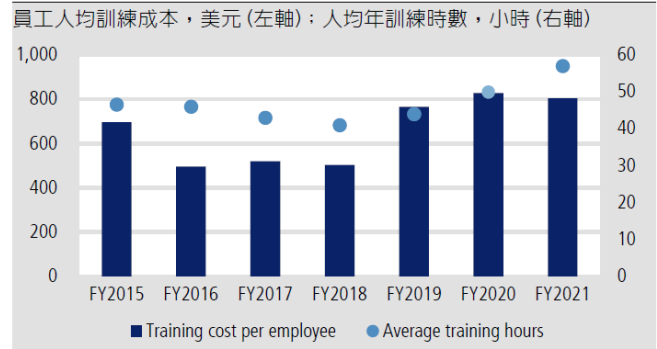
資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 17：性別多樣性



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 18：員工訓練



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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	54,211	53,464	53,658	61,865	55,940	55,008	55,401	63,613	223,197	229,963	236,068
營業成本	(33,630)	(33,076)	(33,842)	(42,092)	(34,683)	(34,050)	(34,626)	(43,257)	(142,641)	(146,616)	(150,283)
營業毛利	20,581	20,387	19,816	19,772	21,257	20,958	20,776	20,356	80,557	83,347	85,785
營業費用	(8,407)	(8,130)	(8,351)	(9,318)	(8,617)	(8,332)	(8,560)	(9,553)	(34,207)	(35,062)	(35,763)
營業利益	12,174	12,257	11,465	10,454	12,640	12,626	12,215	10,803	46,350	48,285	50,022
折舊	(8,204)	(8,252)	(8,240)	(8,328)	(8,485)	(8,485)	(8,485)	(8,485)	(33,025)	(33,941)	(34,767)
攤提	(1,892)	(1,890)	(1,886)	(1,577)	(1,811)	(1,811)	(1,811)	(1,811)	(7,245)	(7,245)	(7,245)
EBITDA	22,270	22,400	21,591	20,359	22,936	22,923	22,512	21,100	86,620	89,472	92,033
利息收入	118	201	137	140	145	145	145	145	595	580	592
投資利益淨額	103	283	121	50	105	290	125	55	557	575	603
其他營業外收入	45	42	72	54	45	58	65	50	213	218	231
總營業外收入	266	525	329	244	295	493	335	250	1,364	1,373	1,426
利息費用	(75)	(78)	(80)	(80)	(85)	(85)	(85)	(85)	(313)	(340)	(352)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(104)	(49)	(76)	(183)	(30)	(25)	(90)	(110)	(412)	(255)	(305)
總營業外費用	(179)	(126)	(156)	(263)	(115)	(110)	(175)	(195)	(725)	(595)	(657)
稅前純益	12,260	12,656	11,638	10,435	12,820	13,009	12,375	10,858	46,989	49,063	50,791
所得稅費用[利益]	(2,387)	(2,453)	(2,258)	(2,066)	(2,564)	(2,602)	(2,475)	(2,172)	(9,164)	(9,813)	(10,158)
少數股東損益	(230)	(285)	(285)	(111)	(241)	(300)	(299)	(116)	(911)	(957)	(1,004)
非常項目稅後純益	9,643	9,918	9,095	8,258	10,015	10,108	9,601	8,570	36,914	38,294	39,628
非常項目	(0)	3	(0)	(3)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	9,643	9,921	9,095	8,255	10,015	10,108	9,601	8,570	36,914	38,294	39,628
每股盈餘 (NT\$)	1.24	1.28	1.17	1.06	1.29	1.30	1.24	1.10	4.76	4.94	5.11
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.0	38.1	36.9	32.0	38.0	38.1	37.5	32.0	36.1	36.2	36.3
營業利益率	22.5	22.9	21.4	16.9	22.6	23.0	22.0	17.0	20.8	21.0	21.2
EBITDA Margin	41.1	41.9	40.2	32.9	41.0	41.7	40.6	33.2	38.8	38.9	39.0
稅前純益率	22.6	23.7	21.7	16.9	22.9	23.7	22.3	17.1	21.1	21.3	21.5
稅後純益率	17.8	18.6	16.9	13.3	17.9	18.4	17.3	13.5	16.5	16.7	16.8
季成長率 (%)											
營業收入	(8.9)	(1.4)	0.4	15.3	(9.6)	(1.7)	0.7	14.8			
營業毛利	2.9	(0.9)	(2.8)	(0.2)	7.5	(1.4)	(0.9)	(2.0)			
營業收益增長	11.1	0.7	(6.5)	(8.8)	20.9	(0.1)	(3.3)	(11.6)			
EBITDA	5.8	0.6	(3.6)	(5.7)	12.7	(0.1)	(1.8)	(6.3)			
稅前純益	13.0	3.2	(8.0)	(10.3)	22.9	1.5	(4.9)	(12.3)			
稅後純益	14.8	2.9	(8.3)	(9.2)	21.3	0.9	(5.0)	(10.7)			
年成長率 (%)											
營業收入	5.7	2.0	0.3	4.0	3.2	2.9	3.2	2.8	3.0	3.0	2.7
營業毛利	5.0	1.5	(2.5)	(1.1)	3.3	2.8	4.8	3.0	0.7	3.5	2.9
營業收益	4.4	1.9	(5.9)	(4.6)	3.8	3.0	6.5	3.3	(1.0)	4.2	3.6
EBITDA	3.3	1.0	(3.2)	(3.3)	3.0	2.3	4.3	3.6	(0.5)	3.3	2.9
稅前純益	5.0	1.2	(4.7)	(3.8)	4.6	2.8	6.3	4.1	(0.5)	4.4	3.5
稅後純益	6.4	2.7	(2.8)	(1.7)	3.9	1.9	5.6	3.8	1.2	3.7	3.5

資料來源：公司資料・凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	513,070	523,203	527,062	531,735	536,554
流動資產	91,021	101,902	111,579	125,805	143,317
現金及短期投資	39,781	50,209	58,149	71,053	87,129
存貨	11,327	11,316	11,807	12,103	12,439
應收帳款及票據	23,989	24,748	25,683	26,389	27,164
其他流動資產	15,924	15,628	15,941	16,260	16,585
非流動資產	422,049	421,302	415,483	405,930	393,237
長期投資	21,520	21,471	21,877	22,147	22,512
固定資產	289,100	291,528	286,885	278,486	266,709
什項資產	111,429	108,303	106,721	105,298	104,016
負債總額	121,808	129,425	132,371	136,086	139,899
流動負債	64,292	65,698	78,120	76,995	80,655
應付帳款及票據	18,455	16,968	17,703	18,147	18,652
短期借款	65	722	11,384	7,830	9,028
什項負債	45,773	48,008	49,033	51,018	52,975
長期負債	57,516	63,727	54,250	59,091	59,244
長期借款	28,577	32,077	21,385	24,949	23,761
其他負債及準備	21,877	24,316	25,532	26,808	28,149
股東權益總額	391,262	393,778	394,691	395,649	396,655
普通股	77,574	77,574	77,574	77,574	77,574
保留盈餘	50,639	51,869	51,870	51,872	51,874
少數股東權益	11,928	12,600	13,511	14,467	15,471
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	1.4%	3.0%	3.0%	3.0%	2.7%
營業收益增長	16.6%	2.5%	(1.0%)	4.2%	3.6%
EBITDA	11.2%	2.6%	(0.5%)	3.3%	2.9%
稅後純益	7.0%	2.0%	1.2%	3.7%	3.5%
每股盈餘成長率	7.0%	2.0%	1.2%	3.7%	3.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	35.8%	36.9%	36.1%	36.2%	36.3%
營業利率	21.7%	21.6%	20.8%	21.0%	21.2%
EBITDA Margin	40.3%	40.2%	38.8%	38.9%	39.0%
稅後純益率	17.0%	16.8%	16.5%	16.7%	16.8%
平均資產報酬率	7.0%	7.0%	7.0%	7.2%	7.4%
股東權益報酬率	9.4%	9.6%	9.7%	10.0%	10.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	7.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	215.5	180.8	151.0	145.3	145.3
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.8	0.9	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	343.1	289.1	243.8	231.8	229.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	264.4	77.1	6.5	9.6	8.6
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.4	1.6	1.8
速動比率 (x)	1.2	1.4	1.3	1.5	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(11,137)	(17,393)	(25,362)	(38,257)	(54,323)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.61	4.70	4.76	4.94	5.11
每股現金盈餘 (NT\$)	9.65	9.79	9.85	10.16	10.43
每股淨值 (NT\$)	48.90	49.14	49.14	49.14	49.14
調整後每股淨值 (NT\$)	48.90	49.14	49.14	49.14	49.14
每股營收 (NT\$)	27.13	27.94	28.77	29.64	30.43
EBITDA/Share (NT\$)	10.94	11.23	11.17	11.53	11.86
每股現金股利 (NT\$)	4.61	4.70	4.70	4.80	4.90
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44
應收帳款周轉天數	41.6	41.7	42.0	42.0	42.0
存貨周轉天數	30.6	30.2	30.2	30.2	30.2
應付帳款周轉天數	49.9	45.3	45.3	45.3	45.3
現金轉換周轉天數	22.3	26.6	26.9	26.9	26.9

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	210,478	216,739	223,197	229,963	236,068
營業成本	(135,111)	(136,717)	(142,641)	(146,616)	(150,283)
營業毛利	75,367	80,022	80,557	83,347	85,785
營業費用	(29,699)	(33,197)	(34,207)	(35,062)	(35,763)
營業利益	45,669	46,825	46,350	48,285	50,022
總營業外收入	894	1,071	1,364	1,373	1,426
利息收入	95	249	595	580	592
投資利益淨額	576	610	557	575	603
其他營業外收入	224	211	213	218	231
總營業外費用	243	(667)	(725)	(595)	(657)
利息費用	(218)	(263)	(313)	(340)	(352)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	461	(404)	(412)	(255)	(305)
稅前純益	46,805	47,229	46,989	49,063	50,791
所得稅費用[利益]	(8,872)	(9,229)	(9,164)	(9,813)	(10,158)
少數股東損益	(1,441)	(1,523)	(911)	(957)	(1,004)
非常項目	(739)	0	-	-	-
稅後淨利	35,754	36,477	36,914	38,294	39,628
EBITDA	84,885	87,094	86,620	89,472	92,033
每股盈餘 (NT\$)	4.61	4.70	4.76	4.94	5.11

## 現金流量

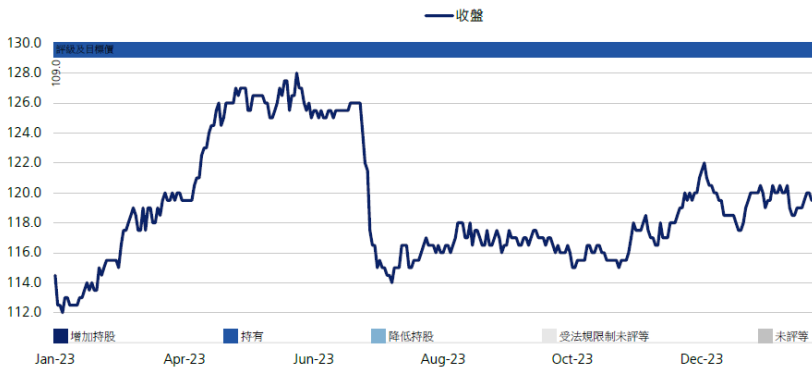
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	74,858	75,951	76,379	78,804	80,906
本期純益	35,754	36,477	36,914	38,294	39,628
折舊及攤提	39,216	40,269	40,270	41,187	42,012
本期運用資金變動	1,938	(2,325)	(415)	(272)	(308)
其他營業資產及負債變動	(2,050)	1,530	(389)	(405)	(425)
投資活動之現金流量	(31,172)	(30,789)	(34,062)	(31,229)	(28,893)
投資用短期投資出售[新購]	2,580	(292)	-	-	-
本期長期投資變動	(321)	288	(16)	136	60
資本支出淨額	(35,333)	(31,535)	(28,381)	(25,543)	(22,989)
其他資產變動	1,902	749	(5,664)	(5,822)	(5,964)
自由現金流	35,450	36,600	41,539	46,754	51,486
融資活動之現金流量	(34,314)	(34,800)	(34,379)	(34,670)	(35,938)
短期借款變動	(2)	657	(30)	10	10
長期借款變動	6,992	3,496	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(34,300)	(36,800)	(36,476)	(36,913)	(38,292)
其他融資現金流	(7,004)	(2,153)	2,127	2,233	2,345
匯率影響數	(13)	53	-	-	-
本期產生現金流量	9,359	10,414	7,939	12,905	16,076

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	14.1%	15.3%	15.3%	15.2%	15.1%
= 營業利率	21.7%	21.6%	20.8%	21.0%	21.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
= 資本周轉率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
營業利率	21.7%	21.6%	20.8%	21.0%	21.2%
x 資本周轉率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	81.0%	80.5%	80.5%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	12.8%	12.8%	13.0%	14.0%	15.2%

資料來源：公司資料，凱基

## 中華電 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-02-02	持有	109.0	112.0
2022-11-01	持有	109.0	109.5
2022-07-29	持有	119.0	121.5
2022-05-03	持有	115.0	127.5
2022-01-26	持有	115.0	117.5
2021-11-01	持有	115.0	111.0
2021-07-30	持有	109.0	115.0
2021-05-04	持有	104.0	112.5
2021-02-04	持有	102.0	108.0

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃原於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。