

逢甲大學學生報告 *ePaper*

中華電信財務績效、ESG 風險與合理價值評估：  
與台灣大哥大之比較

**Financial Performance, ESG Risk, and Equity  
Valuation of Chunghwa Telecom: A Comparison with  
Taiwan Mobile**

作者：張馨勻、王姿惠、李維祥、胡廷馨、周侑玲、曾馨儀、李沿潔

系級：會計學系 三年甲班

學號：D1279476、D1279463、D1238909、D1279459、D1239235、  
D1239204、D1221734

開課老師：江向才、吳清池 博士

課程名稱：財務報表分析

開課系所：會計學系

開課學年：114 學年度 第 2 學期

## 摘要

隨著 5G、雲端運算、人工智慧、資料中心及企業數位轉型快速發展，電信業者已由傳統通訊服務提供者，逐步轉型為數位基礎建設與資訊整合服務業者。本研究以中華電信為主要研究對象，並以台灣大哥大為比較公司，蒐集 2020 年至 2025 年合併財務報告、年度報告、永續報告書及其他公開資訊，運用共同比、趨勢、財務比率、杜邦及現金流量分析，比較兩家公司之獲利能力、經營效率、流動性、資本結構、償債能力及股利支付能力，並評估 ESG 重大風險與投資價值。考量台灣大哥大於 2023 年合併台灣之星，本研究另區分整併前、過渡期及整併後期間。結果顯示，中華電信在獲利穩定性、流動性、資本結構及利息支付能力方面較為穩健；台灣大哥大之股東權益報酬率及資產運用效率較高，但亦受到財務槓桿與整併效果影響。最後，本研究採本益比法與股利折現法進行估值，基準情境合理價值約為每股新臺幣 142 元，顯示中華電信較適合重視穩定股利、財務安全及中長期持有之投資人。

關鍵字：投資評估、財務報表分析、獲利能力、ESG、償債能力

## Abstract

With the rapid development of 5G communications, cloud computing, artificial intelligence, data centers, and enterprise digital transformation, telecommunications operators have gradually evolved from traditional communications service providers into digital infrastructure and information integration service providers. This study examines Chunghwa Telecom and uses Taiwan Mobile as a comparison firm. Based on consolidated financial statements, annual reports, sustainability reports, and other publicly available information from 2020 to 2025, the study applies common-size analysis, trend analysis, financial ratio analysis, DuPont analysis, and cash flow analysis to compare profitability, operating efficiency, liquidity, capital structure, solvency, and dividend-paying capacity. ESG-related material risks and investment value are also assessed. Because Taiwan Mobile completed its merger with Taiwan Star Telecom in 2023, the analysis distinguishes the pre-merger, transition, and post-merger periods. The results show that Chunghwa Telecom demonstrates greater stability in profitability, liquidity, capital structure, and interest-paying capacity. Taiwan Mobile exhibits higher return on equity and asset utilization efficiency, although these results are also affected by greater financial leverage and merger effects. Finally, the price-to-earnings approach and dividend discount model are used for valuation. Under the base-case scenario, the estimated fair value is approximately NT\$142 per share. The findings suggest that Chunghwa Telecom is more suitable for investors who emphasize stable dividends, financial safety, and medium- to long-term holding.

Keywords: Investment Evaluation; Financial Statement Analysis; Profitability; ESG; Solvency

## 目次

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 第一章 緒論 .....             | 6  |
| 第一節 研究背景與動機.....         | 6  |
| 第二節 研究目的.....            | 7  |
| 第三節 研究問題.....            | 7  |
| 第四節 研究架構與章節安排.....       | 8  |
| 第二章 產業環境與公司概况 .....      | 9  |
| 第一節 台灣電信產業概況.....        | 9  |
| 第二節 中華電信公司概况.....        | 11 |
| 第三節 台灣大哥大公司概况.....       | 13 |
| 第四節 兩家公司經營模式比較.....      | 14 |
| 第五節 重大事件與分析期間劃分.....     | 16 |
| 第三章 研究設計與方法 .....        | 19 |
| 第一節 研究架構與研究對象.....       | 19 |
| 第二節 分析期間、資料來源與資料處理.....  | 21 |
| 第三節 財務分析方法與指標定義.....     | 25 |
| 第四節 ESG 重大性與風險分析方法 ..... | 31 |
| 第五節 企業價值評估方法.....        | 34 |
| 第四章 財務績效與現金流量分析 .....    | 39 |
| 第一節 共同比、比較與趨勢分析.....     | 39 |
| 第二節 獲利能力與杜邦分析.....       | 41 |
| 第三節 經營效率分析.....          | 43 |
| 第四節 流動性、資本結構與償債能力分析..... | 45 |
| 第五節 現金流量與財務綜合評估.....     | 48 |
| 第五章 ESG 表現與重大風險分析.....   | 53 |
| 第一節 ESG 重大性與比較架構 .....   | 53 |
| 第二節 環境績效與氣候風險分析.....     | 55 |

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 第三節 社會責任、數位包容與人力資本分析..... | 57 |
| 第四節 公司治理、資通安全與風險管理分析..... | 59 |
| 第五節 ESG 重大風險矩陣與財務影響 ..... | 61 |
| 第六章 企業價值與投資評估 .....       | 66 |
| 第一節 估值基礎與 2026 年營運預估..... | 66 |
| 第二節 本益比法估值.....           | 69 |
| 第三節 股利折現法估值.....          | 70 |
| 第四節 情境與敏感度分析.....         | 72 |
| 第五節 投資風險與綜合評估.....        | 75 |
| 第七章 結論與建議 .....           | 79 |
| 第一節 研究結論與研究問題回應.....      | 79 |
| 第二節 公司經營與財務管理意涵.....      | 82 |
| 第三節 投資評估與投資人意涵.....       | 84 |
| 參考文獻 .....                | 86 |

## 表目次

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 2-1 中華電信與台灣大哥大經營模式比較.....           | 14 |
| 表 2-2 2020 年至 2025 年重大事件與財務分析意涵 ..... | 16 |
| 表 3-1 ESG 議題發生可能性評分標準 .....           | 33 |
| 表 3-2 ESG 議題財務影響程度評分標準 .....          | 33 |
| 表 3-3 ESG 風險分數與風險程度 .....             | 34 |
| 表 3-4 企業價值評估情境設定.....                 | 36 |
| 表 4-1 主要財務結構比較.....                   | 39 |
| 表 4-2 平均權益乘數比較.....                   | 43 |
| 表 4-3 流動比率比較.....                     | 45 |
| 表 4-4 中華電信速動比率重新計算.....               | 45 |
| 表 4-5 現金比率比較.....                     | 46 |

|        |                        |    |
|--------|------------------------|----|
| 表 4-6  | 負債比率比較.....            | 47 |
| 表 4-7  | 利息保障倍數比較.....          | 47 |
| 表 4-8  | 現金流量與股利支付能力比較.....     | 48 |
| 表 4-9  | 兩家公司財務績效綜合比較.....      | 51 |
|        |                        |    |
| 表 5-1  | ESG 重大性比較架構.....       | 54 |
| 表 5-2  | 2024 年環境績效比較.....      | 56 |
| 表 5-3  | 社會面向比較.....            | 59 |
| 表 5-4  | 兩家公司 ESG 重大風險評估.....   | 62 |
| 表 5-5  | ESG 風險與財務報表之連結.....    | 63 |
| 表 5-6  | 兩家公司 ESG 綜合比較.....     | 64 |
|        |                        |    |
| 表 6-1  | 中華電信每股盈餘與現金股利.....     | 66 |
| 表 6-2  | 中華電信 2026 年度財務預測.....  | 67 |
| 表 6-3  | 中華電信估值情境假設.....        | 68 |
| 表 6-4  | 本益比法情境估值.....          | 69 |
| 表 6-5  | 股利折現法情境估值.....         | 72 |
| 表 6-6  | 綜合情境估值.....            | 73 |
| 表 6-7  | EPS 與本益比敏感度分析.....     | 73 |
| 表 6-8  | 股權資金成本與股利成長率敏感度分析..... | 74 |
| 表 6-9  | 各情境預期總報酬率.....         | 74 |
| 表 6-10 | 中華電信價格區間與估值判斷.....     | 76 |
|        |                        |    |
| 表 7- 1 | 研究問題與主要結論.....         | 82 |

## 圖目次

|       |            |    |
|-------|------------|----|
| 圖 3-1 | 研究流程圖..... | 21 |
|-------|------------|----|

## 第一章 緒論

### 第一節 研究背景與動機

近年來，行動通訊、寬頻網路、雲端運算、人工智慧、物聯網及企業數位轉型快速發展，電信產業在現代經濟體系中的角色，已由傳統語音與數據傳輸服務，逐步擴展至數位基礎建設、資料中心、資通安全、雲端服務及企業資訊整合等領域。電信網路不僅影響一般消費者的日常生活，也支撐企業營運、政府服務、金融交易、智慧城市及各項數位應用，因而具有高度的公共性與基礎建設特質。

然而，電信產業亦具有資本密集、固定成本高及市場逐漸成熟等特性。業者須持續投入頻譜、基地臺、光纖網路、資料中心及資訊系統建設，短期內可能形成龐大資本支出與折舊費用；另一方面，行動通訊市場的用戶成長空間有限，業者必須透過 5G 應用、企業客戶服務、雲端運算、人工智慧及數位內容等新業務尋求成長。企業能否在維持網路品質與市場競爭力的同時，兼顧獲利、現金流量及財務安全，遂成為評估電信業經營績效的重要課題。

中華電信為我國主要綜合電信業者，業務涵蓋行動通訊、固網、寬頻網路、企業資通訊服務、雲端運算、資料中心及資安服務。公司擁有完整的通訊基礎建設及相對穩定的客戶基礎，長期呈現較穩健的收入與現金流量。台灣大哥大則為主要民營電信業者，除行動通訊及寬頻服務外，亦積極布局電商、影音內容及數位服務，並於 2023 年完成與台灣之星之合併。兩家公司在市場定位、資產規模、財務槓桿、業務組合及成長策略上存在差異，適合作為同產業比較分析的對象。

財務報表分析的目的，不只是計算財務比率，更重要的是將財務數據轉化為可供決策使用的資訊。透過資產負債表、綜合損益表及現金流量表的整合分析，可以評估企業的財務結構、經營成果、資金來源、現金創造能力及風險承擔程度。若僅觀察單一年度或單一比率，可能忽略企業規模、會計結構、重大交易及產業特性的影響。因此，本研究除採用財務比率分析外，亦納入共同比分析、比較分析、趨勢分析、杜邦分析與現金流量分析，以提高跨年度及跨公司比較的完整性。

此外，環境、社會與公司治理議題已逐漸成為影響企業長期價值的重要因素。電信業者的基地臺與資料中心需要大量電力，可能受到能源價格、碳費制度及減碳要求影響；資通安全、個人資料保護、偏鄉通訊、員工發展及公司治理，亦可能影響企業的營運成本、法令遵循、品牌信任及長期競爭力。因此，本研究將財務績效分析與 ESG 重大風險相互連結，進一步評估中華電信的合理價值及投資特性。

## 第二節 研究目的

本研究旨在比較中華電信與台灣大哥大之財務績效與財務結構，分析兩家公司獲利能力、經營效率、流動性、償債能力及現金流量之差異，並進一步探討財務槓桿、企業整併及 ESG 重大風險對企業價值之影響。最後，透過適當的估值方法，評估中華電信之合理價值區間及投資特性。整理如後：

1. 比較中華電信與台灣大哥大之獲利能力、經營效率、流動性、資本結構與償債能力。
2. 透過杜邦分析辨認兩家公司 ROE 差異的來源。
3. 檢視會計盈餘是否具有營業活動現金流量與自由現金流量支持。
4. 分析台灣大哥大合併台灣之星前後之財務變化。
5. 辨認兩家公司主要 ESG 風險及其可能財務影響。
6. 運用本益比法與股利折現法估計中華電信合理價值。

## 第三節 研究問題

依據上述研究目的，本研究提出下列研究問題：

1. 中華電信與台灣大哥大的獲利能力、經營效率及償債能力有何差異？
2. 兩家公司 ROE 的差異主要來自獲利率、資產週轉率或財務槓桿？
3. 兩家公司之會計盈餘是否具有相對應的營業活動現金流量支持？
4. 台灣大哥大整併台灣之星後，財務結構與經營績效產生何種變化？
5. 兩家公司之 ESG 重大風險可能如何影響未來財務績效與企業價值？

6. 在不同估值情境下，中華電信的合理價值區間為何？

#### 第四節 研究架構與章節安排

本研究以中華電信為主要研究對象，並以台灣大哥大作為比較公司，分析兩家公司於 2020 年至 2025 年間之財務績效、ESG 重大風險與投資價值。研究首先由台灣電信產業環境及兩家公司經營模式切入，掌握影響財務表現的重要產業與公司因素；其次，依據公開財務報告、年度報告、法說會資料及永續報告書，進行共同比分析、趨勢分析、財務比率分析、杜邦分析及現金流量分析；再比較兩家公司之 ESG 表現與重大營運風險；最後，透過本益比法與股利折現法估計中華電信之合理價值區間，並提出投資評估。

本報告共分為七章。第一章說明研究背景、研究問題、研究目的及研究架構；第二章介紹台灣電信產業環境、中華電信與台灣大哥大之公司概況及重大事件；第三章說明研究對象、資料來源、分析方法、財務指標及估值模型；第四章比較兩家公司之財務績效與現金流量；第五章分析兩家公司之 ESG 表現及重大風險；第六章進行中華電信之企業價值與投資評估；第七章彙整研究結論、研究限制及後續建議。

## 第二章 產業環境與公司概况

財務報表中的營收成長、獲利率、資產週轉率及負債比率，通常受到企業所處產業、商業模式與重大經營事件影響。因此，在進行中華電信與台灣大哥大之財務績效比較前，必須先了解台灣電信產業的市場環境、兩家公司的主要業務與經營策略，以及分析期間內可能影響財務數據可比性的重大事件。本章首先說明台灣電信產業之特性與發展趨勢，其次介紹中華電信與台灣大哥大之經營概況，再比較兩家公司之商業模式，最後說明重大事件及其對後續財務分析的影響。

### 第一節 台灣電信產業概況

#### 一、產業特性

電信產業屬於高度資本密集且受政府監理之產業。業者必須持續投入頻譜、基地臺、交換設備、光纖網路、海底電纜、資料中心及資訊安全系統，才能維持網路涵蓋率、傳輸品質與服務穩定性。相關建設通常具有投資金額大、使用年限長及固定成本高等特性，使電信公司的資產負債表中，不動產、廠房及設備與使用權資產占有重要比重。

電信服務亦具有明顯的規模經濟。當網路建設完成後，新增用戶所增加的邊際成本通常低於初期建設成本，因此用戶規模、網路涵蓋率與頻譜資源將影響企業的成本分攤及競爭能力。業者若能擴大用戶基礎及提高網路使用率，通常較能分攤固定成本；但若用戶成長停滯，仍須負擔網路維護、折舊與頻譜相關成本，獲利能力可能受到壓力。

相較於製造業或零售業，電信業的收入具有較高的重複性。行動電話月租費、寬頻網路費、企業專線與資料中心服務，多以月租、長期合約或持續性服務方式收取，使業者通常能維持相對穩定的營業現金流量。然而，穩定收入並不表示不存在財務風險。業者仍須面對高額資本支出、價格競爭、技術更新、資通安全、能源成本、法規遵循及用戶需求變化等風險。

## 二、市場結構與產業整併

台灣於 2020 年進入 5G 商用服務階段，中華電信於 2020 年 6 月 30 日啟用 5G 服務，台灣大哥大則自同年 7 月 1 日起正式提供 5G 網路服務。5G 商用化初期，各業者須投入頻譜標金及基地臺建設，可能增加資本支出、折舊費用與資金需求；隨著用戶逐漸由 4G 升級至 5G，則有機會透過較高資費、企業專網與垂直應用提高平均用戶貢獻及服務收入。

分析期間內，台灣行動通訊市場亦發生重大整併。國家通訊傳播委員會核准台灣大哥大與台灣之星之合併案後，兩家公司以 2023 年 12 月 1 日為合併基準日；遠傳電信與亞太電信亦於相近期間完成整併。市場因而由原先多家業者競爭，逐漸形成中華電信、台灣大哥大與遠傳電信三家主要綜合電信業者之競爭結構。

產業整併可能帶來用戶規模擴大、頻譜整合、基地臺共享、重複成本減少及採購議價能力提升等綜效；但整併初期亦可能產生系統轉換、網路整合、合約調整、人員重整及一次性費用。因此，整併後營收與資產規模的增加，不宜直接視為原有業務之自然成長，必須區分合併範圍改變與實質經營改善的效果。

## 三、產業發展趨勢

台灣電信產業已由傳統語音與行動上網服務，逐步轉向「電信網路加數位服務」的經營模式。國家通訊傳播委員會統計顯示，我國 5G 用戶數於 2024 年 11 月底突破 1,000 萬戶，反映 5G 服務已逐漸由導入期進入較廣泛的普及階段。

在個人用戶市場逐漸成熟的情況下，電信業者未來的主要成長來源包括高速固網寬頻、雲端運算、網路資料中心、資通安全、人工智慧、物聯網、智慧城市及企業數位轉型等服務。此類業務可提高企業客戶收入及服務附加價值，但也需要持續投入設備、研發及專業人才。

此外，資料中心與基地臺之電力需求較高，使能源效率、再生能源使用、碳排放管理及碳費制度逐漸成為重要成本因素。另一方面，電信業者掌握大量客戶資料及關鍵通訊基礎設施，資通安全、個人資料保護與網路韌性亦可能對營運、法令遵循及企業聲譽造成重大影響。因此，後續分析除應檢視傳統財務指標外，也必須考量資本支出、現金流量及 ESG 重大風險。

#### 四、產業財務分析重點

綜合上述產業特性，本研究在分析電信公司財務績效時，應特別注意下列事項：

- (一) 電信業屬高資本密集產業，資產週轉率通常不宜直接與零售業或一般服務業比較。
- (二) 5G 頻譜與網路建設可能增加資本支出、折舊、負債及利息費用，必須同時分析損益表、資產負債表與現金流量表。
- (三) 月租與長期合約收入具有穩定性，因此營業活動現金流量及自由現金流量，是評估股利支付與償債能力的重要依據。
- (四) 產業整併會改變合併範圍，造成營收、資產、負債及用戶數出現結構性變化，跨期比較時必須另行說明。
- (五) 不同業者的非電信業務比重不同，合併營收與利益率未必具有完全相同的經濟意義。

## 第二節 中華電信公司概况

### 一、公司沿革與市場定位

中華電信股份有限公司於 1996 年 7 月 1 日由交通部電信總局之營運部門改制成立，主要業務涵蓋固網通信、行動通信、寬頻接取與網際網路服務。公司亦運用大數據、資通安全、雲端運算及網路資料中心等技術，向企業與政府客戶提供資通訊整合服務，並持續發展物聯網及人工智慧等新興應用。

中華電信擁有較完整的固定通信、行動通信、寬頻網路與企業資通訊服務基礎，屬於綜合型電信業者。其客戶除一般消費者外，亦包含企業、金融機構及政府機關。相較於主要依賴單一行動通信服務的業者，多元客戶與業務組合有助於分散單一市場需求變動所產生的風險。

### 二、主要業務與收入來源

中華電信的主要業務可分為下列幾類：

- (一) 行動通信服務：包括 4G 及 5G 行動語音、數據傳輸、行動加值及相關終端設備服務。

- (二) 固定通信與寬頻服務：包括市內電話、國內外長途通信、HiNet 網際網路、光世代寬頻及影音服務。
- (三) 企業資通訊服務：包括企業專線、雲端服務、網路資料中心、資通安全、智慧聯網及企業數位轉型解決方案。
- (四) 國際業務：向海外台商、國際企業及電信業者提供跨境通信、網路、雲端及資訊整合服務。

中華電信 2025 年的營運說明顯示，網路資料中心、雲端服務及其他資通訊業務已成為重要成長來源，反映其收入結構正由傳統電信服務逐步延伸至企業數位服務。

### 三、商業模式與競爭優勢

中華電信的商業模式建立於大規模通訊網路、穩定用戶基礎及綜合服務能力之上。公司同時經營固網、行動、寬頻與企業資通訊服務，可透過服務組合提高客戶黏著度，並將既有網路、機房及客戶關係延伸至雲端、資安與人工智慧應用。

其主要競爭優勢包括：

- (一) 具有完整的固定與行動網路基礎建設。
- (二) 消費者、企業與政府客戶來源較為多元。
- (三) 月租、寬頻及企業長期合約收入具有較高的持續性。
- (四) 可將既有電信網路與雲端、資安、資料中心及人工智慧服務相互整合。
- (五) 具備大規模資本投資、網路維運與重大專案執行能力。

### 四、商業模式之財務意涵

中華電信擁有較大規模的網路與固定資產，可能使其總資產週轉率低於以輕資產或零售業務為主的企業。然而，大規模基礎建設與穩定客戶合約，也有助於形成持續性的營業收入及現金流量。

由於公司收入來源相對多元，且傳統電信與企業服務可相互支撐，預期其營收與獲利波動程度相對較低。不過，公司仍須持續投入 5G、光纖網路、資料中心及新興科技服務，因此後續財務分析除觀察獲利能力外，也應評估資本支出、折舊費用、自由現金流量與股利支付能力。

### 第三節 台灣大哥大公司概况

#### 一、公司沿革與市場定位

台灣大哥大股份有限公司成立於 1997 年，為台灣主要民營綜合電信業者之一。公司於 2023 年 12 月 1 日完成與台灣之星之合併，使其行動通信服務規模及頻譜資源進一步擴大。

台灣大哥大的市場定位並不限於傳統行動通信業者，而是透過「Telco+Tech」策略，將電信服務與寬頻、零售、數位內容、金融科技及其他科技服務相互整合。其經營模式著重於運用用戶、通路、數據及集團資源，發展跨業服務與數位生態系。

#### 二、主要業務與收入來源

台灣大哥大的主要業務可概分如下：

- (一) 個人用戶電信服務：包括行動語音、行動數據、5G 服務、終端設備及各類增值服務。
- (二) 家庭與寬頻服務：包括家用寬頻、影音內容及智慧家庭相關服務。
- (三) 企業電信與資訊服務：包括企業通信、雲端、資安、資料中心、物聯網及資訊整合專案。
- (四) 數位內容與科技服務：包括影音串流、音樂、雲端遊戲、電信金融及其他數位服務。
- (五) 零售與電商相關業務：透過集團及轉投資事業發展電子商務與數位零售服務。

台灣大哥大 2025 年的營運結果顯示，除消費電信事業外，企業電信、新科技事業與資料中心等業務亦逐漸成為營收與獲利成長來源。

#### 三、商業模式與競爭優勢

台灣大哥大的商業模式，主要在於將電信本業的用戶、品牌、通路、支付能力及數據資源，延伸至寬頻、影音、遊戲、電商及金融等服務。其主要競爭優勢包括：

- (一) 透過行動通信與家用寬頻服務形成個人及家庭用戶基礎。
- (二) 運用數位內容、電商及科技服務提高單一客戶的服務使用範圍。

- (三) 透過集團及策略投資形成跨產業生態系。
- (四) 合併台灣之星後，用戶規模、頻譜資源及網路整合能力提高。
- (五) 經營策略具有較強的多角化與成長導向。

#### 四、商業模式之財務意涵

台灣大哥大的合併營收不僅包含電信服務，也包含零售、電商及其他數位服務。零售與電商業務通常具有營收規模大但毛利率相對較低的特性，因此，台灣大哥大的合併營收、資產週轉率及利益率，不能直接與以電信及資通訊服務為主的中華電信進行表面比較。

例如，台灣大哥大若因電商業務成長而提高總營收與資產週轉率，不一定表示其核心電信資產的使用效率全面優於中華電信；相對地，其合併營業利益率或稅前淨利率較低，也不一定完全代表成本控制較差，部分差異可能來自業務組合不同。

此外，合併台灣之星後，台灣大哥大的資產、負債、權益、營收及費用結構均可能產生明顯變化。後續分析必須將整併效果與原有業務績效分開討論，並檢視整併是否真正帶來成本節省、用戶價值提升及獲利改善。

### 第四節 兩家公司經營模式比較

表 2-1 彙整中華電信與台灣大哥大的主要經營模式差異。

表 2-1 中華電信與台灣大哥大經營模式比較

| 比較項目 | 中華電信                | 台灣大哥大                 | 財務分析意涵            |
|------|---------------------|-----------------------|-------------------|
| 核心定位 | 綜合型電信及資通訊基礎建設服務商    | 科技電信與數位生活服務平台         | 兩家公司均屬電信業，但業務組合不同 |
| 核心業務 | 固網、行動、寬頻、企業資通訊及國際業務 | 行動、寬頻、企業服務、內容、電商及科技服務 | 台灣大哥大非電信收入比重較高    |
| 主要客戶 | 個人、家庭、企業、政府及國際客戶    | 個人、家庭、企業及數位平台用戶       | 中華電信客戶與收入來源較分散    |

| 比較項目   | 中華電信                        | 台灣大哥大                     | 財務分析意涵                  |
|--------|-----------------------------|---------------------------|-------------------------|
| 主要資產   | 固網、光纖、基地臺、頻譜、資料中心及國際網路      | 行動網路、頻譜、寬頻網路、平台、通路及轉投資事業  | 中華電信資產規模較大；台灣大哥大業務類型較多元 |
| 主要成長來源 | 5G、企業資通訊、IDC、雲端、資安、AI 及國際業務 | 5G、寬頻、企業服務、電商、影音、遊戲及金融科技  | 成長來源不同，不能僅比較總營收         |
| 經營策略   | 強化既有基礎建設與綜合服務優勢             | 透過 Telco+Tech 及跨業生態系擴張    | 前者偏重穩健整合，後者偏重多角化成長      |
| 收入特性   | 電信月租、寬頻及企業合約收入占重要地位         | 電信經常性收入加上零售與數位服務收入        | 台灣大哥大營收規模可能受低毛利零售收入影響   |
| 主要財務優勢 | 收入與現金流量相對穩定，財務結構較保守         | ROE 及部分週轉指標可能較高，成長動能較多元   | 應同時檢視槓桿、現金流量與業務組合       |
| 主要財務風險 | 高額資本支出、設備折舊及新業務投資           | 整併成本、較高槓桿及多角化管理風險         | 不能以單一比率判斷整體優劣           |
| 注意事項   | 資產基礎較大，可能壓低資產週轉率            | 電商等業務可能提高營收及資產週轉率、降低合併利益率 | 應搭配部門資訊及同比分析            |

資料來源：本研究整理自中華電信及台灣大哥大公司網站與年度報告。

由表 2-1 可知，中華電信與台灣大哥大雖同屬電信產業，但兩家公司之資產基礎、收入組成及成長策略並不完全相同。中華電信較偏向以完整網路基礎建設及綜合資通訊服務維持穩定成長；台灣大哥大則較強調電信服務與電商、內容、金融及科技服務的整合。

因此，後續財務分析不能只比較營收、EPS 或單一財務比率的高低。研究必須進一步判斷差異究竟來自經營績效、財務槓桿、業務組合、資產規模，或合併範圍改變。尤其台灣大哥大的合併營收包含不同毛利結構之事業，跨公司比較時應優先採用營業利益、稅後淨利、ROA、ROE、現金流量及分部資訊進行綜合判斷。

## 第五節 重大事件與分析期間劃分

### 一、分析期間重大事件

表 2-2 列示 2020 年至 2025 年間可能影響兩家公司財務績效的重要產業與公司事件。

表 2-2 2020 年至 2025 年重大事件與財務分析意涵

| 年度     | 重大事件                           | 可能財務影響                            |
|--------|--------------------------------|-----------------------------------|
| 2020 年 | 台灣 5G 商用服務啟動                   | 頻譜標金、基地臺建設及資本支出增加；5G 資費與新服務開始貢獻收入 |
| 2021 年 | 5G 網路持續建設及用戶轉換                 | 折舊與網路成本增加；行動服務收入及平均用戶貢獻可能改善       |
| 2022 年 | 雲端、資安、IDC 及企業數位轉型需求提升          | 企業資通訊收入增加，但亦須投入設備與專業人才            |
| 2023 年 | 台灣大哥大於 12 月 1 日合併台灣之星          | 合併範圍改變；資產、負債、權益、收入及費用增加；產生整併相關成本  |
| 2024 年 | 台灣大哥大進入合併後第一個完整年度              | 合併綜效、網路整合及成本節省效果開始反映；但仍可能存在整合支出   |
| 2025 年 | 兩家公司持續拓展企業資通訊、IDC、雲端、AI 及新科技服務 | 非傳統電信業務對營收與獲利之影響提高，收入結構持續改變       |

資料來源：本研究整理自國家通訊傳播委員會、中華電信及台灣大哥大公開資訊。

### 二、分析期間之劃分

為提升跨年度比較的合理性，本研究將 2020 年至 2025 年劃分為下列三個階段：

(一) 整併前期間：2020 年至 2022 年

此期間兩家公司之合併範圍相對穩定，主要財務變化來自 5G 頻譜及網路投資、用戶由 4G 轉換至 5G，以及企業數位服務逐步發展。此階段適合比較兩家公司原有商業模式下的獲利能力、資產運用效率與財務結構。

## (二) 整併過渡年度：2023 年

台灣大哥大與台灣之星之合併基準日為 2023 年 12 月 1 日，因此台灣大哥大 2023 年度合併財務結果僅包含合併後一個月左右之影響。該年度可能同時包含整併前營運、合併交易、一次性整合成本及新增合併個體之財務數據，不宜直接與 2022 年或 2024 年作一般年度變動比較。

## (三) 整併後期間：2024 年至 2025 年

2024 年為台灣大哥大合併台灣之星後第一個完整會計年度，2025 年則可進一步觀察整併效果是否具有持續性。分析此期間時，應檢視營收增加是否伴隨營業利益、現金流量及資產使用效率改善，並評估負債、利息費用與整合成本之變化。

## 三、跨公司比較之限制

中華電信與台灣大哥大雖具有同業比較價值，但並非完全相同的企業。中華電信擁有較完整的固網與企業資通訊基礎，台灣大哥大則包含較多零售、電商與數位平台業務。因此，本研究後續比較時應遵循下列原則：

- (一) 先進行各公司自身的跨期趨勢分析，再進行兩家公司之橫向比較。
- (二) 營收成長率須結合收入組成分析，不以總營收成長直接代表核心電信業務改善。
- (三) EPS 主要用於各公司自身跨期比較，跨公司獲利能力則以 ROA、ROE 及利益率為主。
- (四) 台灣大哥大 2023 年以後的財務變動，必須考量台灣之星合併效果。
- (五) 資產週轉率與利益率須結合業務組合判斷，避免將零售與電信業務視為相同經濟模式。
- (六) 評估財務安全性時，除負債比率外，亦須分析營業活動現金流量、利息支付能力及自由現金流量。

台灣電信產業具有高資本支出、規模經濟、經常性收入及高度監理等特性。自 2020 年 5G 商用服務啟動後，業者持續投入網路建設，並將成長重心逐步轉

向企業資通訊、雲端、資料中心、資安及人工智慧等服務。2023 年的電信產業整併，則使市場結構與個別公司的財務數據產生明顯變化。

中華電信主要以完整的固定與行動網路、寬頻及企業資通訊服務為經營基礎，商業模式相對穩健；台灣大哥大則透過 Telco+Tech 策略，結合電信、寬頻、電商、內容與科技服務，具有較明顯的多角化特性。兩家公司在收入結構、資產基礎及財務策略上的差異，將影響後續財務比率的解讀。因此，下一章將進一步說明研究對象、資料來源、財務指標、ESG 分析架構與企業價值評估方法，以建立一致且可重現的分析基礎。



### 第三章 研究設計與方法

本研究旨在比較中華電信與台灣大哥大之財務績效、財務結構、現金流量及 ESG 重大風險，並進一步評估中華電信之合理價值。為提高分析結果的完整性與可重現性，本研究首先確立研究架構與研究對象，其次說明分析期間、資料來源及資料處理方式，再依序建立財務分析、ESG 重大性分析及企業價值評估方法。

本研究不以單一比率或單一年度數據判斷企業優劣，而是結合跨期趨勢、同業比較、財務結構、現金流量與非財務風險進行綜合評估。分析結果除用於說明兩家公司過去之經營表現外，也作為預估中華電信未來盈餘、股利與合理價值之基礎。

#### 第一節 研究架構與研究對象

##### 一、研究架構

本研究之分析架構包括產業與公司分析、財務績效分析、ESG 重大風險分析及企業價值評估四個主要階段。

第一階段先分析台灣電信產業特性、競爭結構、5G 發展及產業整併等環境因素，並比較中華電信與台灣大哥大的主要業務、收入結構及經營模式。此階段的目的，在於建立解讀財務數據所需之產業與公司背景。

第二階段採用共同比分析、比較分析、趨勢分析、財務比率分析、杜邦分析及現金流量分析，檢視兩家公司之獲利能力、經營效率、流動性、資本結構、償債能力與股利支付能力。

第三階段從環境、社會及公司治理三個面向，辨認可能影響企業未來營運成本、資本支出、現金流量及企業價值之重大 ESG 議題，並以風險發生可能性及財務影響程度建立風險矩陣。

第四階段則依據歷史財務績效、產業發展、公司營運展望及 ESG 風險，預估中華電信 2026 年每股盈餘與現金股利，再分別使用本益比法及股利折現法估計合理價值，最後透過情境分析及敏感度分析提出投資評估。

## 二、研究對象

本研究以中華電信股份有限公司為主要研究對象，並選擇台灣大哥大股份有限公司作為主要比較公司。

中華電信與台灣大哥大均為臺灣證券交易所上市公司，且皆屬我國主要綜合電信業者，核心業務均涵蓋行動通信、寬頻網路及企業電信服務，具有一定程度的同業可比性。然而，兩家公司在資產規模、固網資源、收入組成、財務槓桿及多角化策略方面存在差異，適用以分析不同經營模式對財務績效所產生之影響。

中華電信擁有較完整的固定通信、行動通信、寬頻及企業資通訊基礎，收入來源相對穩定；台灣大哥大除電信業務外，亦結合寬頻、數位內容、電商及其他科技服務，經營模式較為多角化。選擇兩家公司進行比較，有助於辨認財務比率差異究竟來自實際經營績效、資產規模、收入結構或財務槓桿。

## 三、比較公司選取理由

- (一)兩家公司均為台灣主要上市電信業者，核心電信服務具有一定程度的相似性。
- (二)兩家公司均提供行動通信、寬頻網路與企業資通訊服務，具有共同的產業環境與監理制度。
- (三)兩家公司在資產基礎、融資策略與業務多角化程度上有所差異，可提高比較分析的解釋價值。
- (四)台灣大哥大於 2023 年合併台灣之星，適合進一步觀察重大整併事件對財務結構、營運規模與績效指標的影響。
- (五)兩家公司均定期公開財務報告、年度報告、法人說明會資料及永續報告書，資料取得相對完整。

除台灣大哥大外，本研究在計算電信產業平均值及選取估值參考倍數時，得視資料完整性納入遠傳電信作為補充比較公司。然而，遠傳電信不列為全文逐項分析的主要對象，以避免研究範圍過度擴大。

## 四、研究流程

本研究之執行流程如圖 3-1 所示。

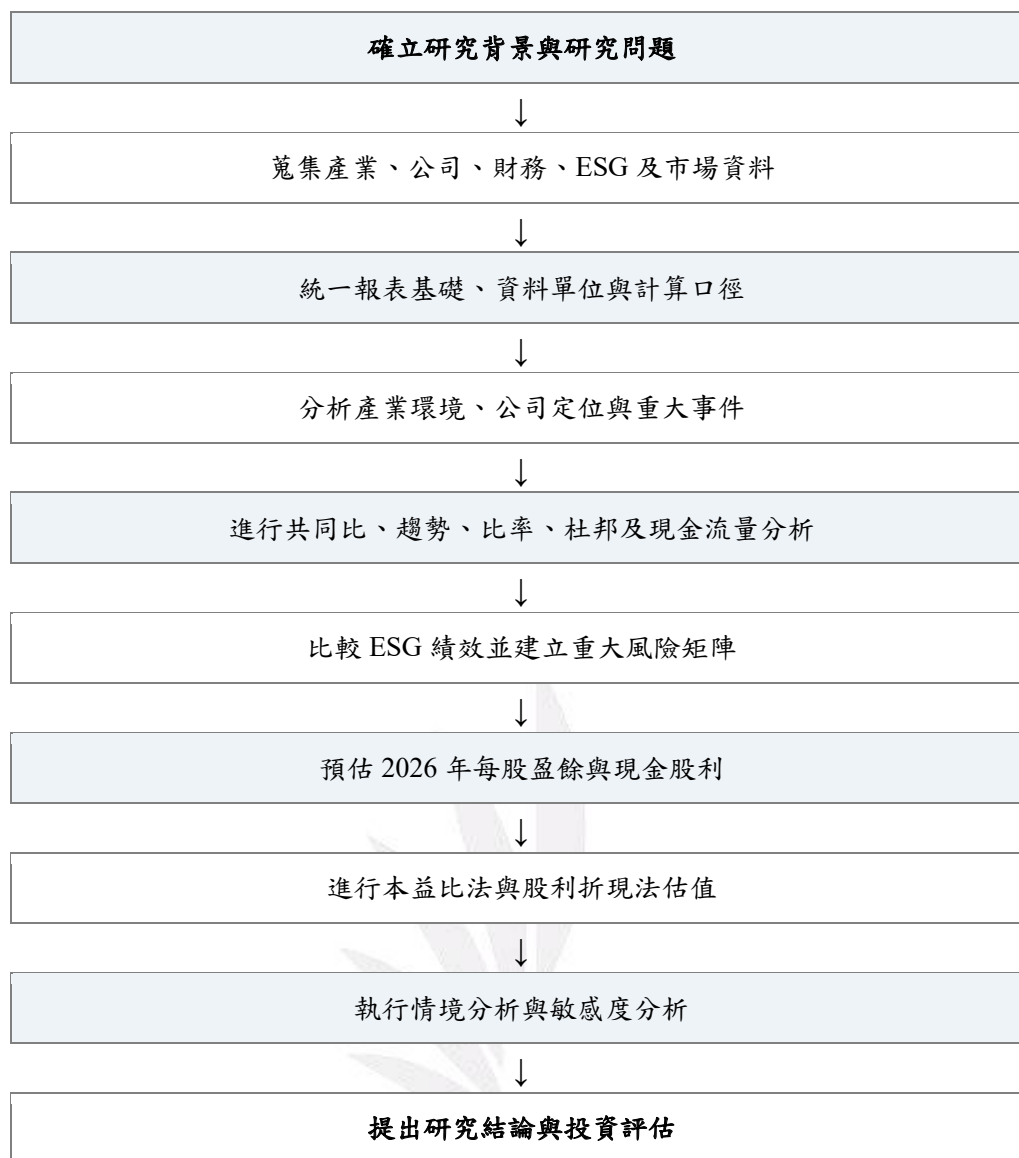


圖 3-1 研究流程圖

## 第二節 分析期間、資料來源與資料處理

### 一、分析期間

本研究主要財務分析期間為 2020 年至 2025 年，共六個會計年度。選擇此期間主要基於下列考量：

- (一) 2020 年為台灣 5G 商用服務開始之年度，可觀察 5G 建設及用戶升級對電信業財務表現的影響。

- (二) 六年期間足以進行跨年度趨勢分析，降低單一年度特殊事件對結論的影響。
- (三) 分析期間涵蓋台灣電信產業整併、企業數位轉型及雲端與資料中心業務成長等重要事件。
- (四) 2023 年台灣大哥大與台灣之星完成合併，可觀察整併前後之財務結構與營運績效變化。

由於部分財務比率使用期初與期末平均數作為分母，本研究另蒐集 2019 年底之總資產、股東權益及其他必要財務項目，作為計算 2020 年度平均資產與平均權益之基礎。2019 年度資料僅供比率計算使用，不納入主要趨勢分析期間。

## 二、分析期間之階段劃分

為避免台灣大哥大合併台灣之星所造成的合併範圍改變，影響跨期比較結果，本研究將分析期間區分為下列三個階段：

### (一) 整併前期間：2020 年至 2022 年

此期間台灣大哥大的合併範圍相對穩定，財務變化主要受到 5G 投資、用戶升級、市場競爭及數位服務發展影響。

### (二) 整併過渡年度：2023 年

台灣大哥大於 2023 年底完成與台灣之星之合併，因此 2023 年度財務數據可能同時包含整併交易、一次性費用及部分合併後營運結果，不宜直接視為一般年度變動。

### (三) 整併後期間：2024 年至 2025 年

此期間可觀察合併後新增資產、負債、用戶與營收規模，以及整併綜效、網路整合成本及資金需求的變化。

在第四章進行財務分析時，除比較 2020 年至 2025 年完整趨勢外，亦將特別比較整併前後之平均表現，以提高結果解讀的合理性。

## 三、資料來源

本研究使用之資料均來自公開資訊，主要來源如下：

### (一) 財務報表資料

以公開資訊觀測站所揭露之中華電信與台灣大哥大年度合併財務報告為主要來源，包括：

1. 合併資產負債表。
2. 合併綜合損益表。
3. 合併現金流量表。
4. 合併權益變動表。
5. 財務報告附註。

財務資料原則上以經會計師查核之年度合併財務報告為準，避免混用合併報表與個體報表。

### (二) 公司營運資料

公司主要業務、發展策略、資本支出、用戶及營運展望等資料，取自公司年度報告、法人說明會簡報、公司投資人關係網站，以及公司重大訊息與新聞稿。

#### ESG 資料

ESG 績效與風險管理資料主要取自公司永續報告書、氣候相關財務揭露報告、自然相關財務揭露或其他專題報告、公司風險管理與公司治理專區，以及臺灣證券交易所公司治理評鑑相關資料。

### (三) 產業資料

產業用戶數、市場結構、5G 發展及監理資訊，主要取自國家通訊傳播委員會、臺灣證券交易所及其他政府機關。

### (四) 市場與估值資料

股票價格、現金股利、本益比及市場報酬等資料，原則上取自臺灣證券交易所、公司年報或具公信力之財經資料庫。

## 四、資料處理原則

為提高資料之一致性與可重現性，本研究採用下列資料處理原則：

#### (一) 統一採用合併財務報表

所有財務數據均以合併財務報表為基礎，不將個體財務報表數據與合併數據混合使用。

#### (二) 統一貨幣與單位

財務金額原則上統一換算為新臺幣百萬元；每股盈餘、每股股利與股價則以新臺幣元表示。

#### (三) 統一年度口徑

2020 年至 2025 年均採各年度 12 月 31 日結束之年度財務資料。若使用公司法說會所公布的自結數，應在圖表下方明確註明「未經會計師查核」。最終版本原則上應以 2025 年度經查核合併財務報告取代 2025 年第四季自結資料。若個別項目仍取自法說會簡報，應另行標示資料性質。

#### (四) 平均數之計算

涉及資產、權益、應收帳款或其他存量項目之報酬率與週轉率，原則上使用期初與期末平均數。

$$\text{平均數} = (\text{期初數} + \text{期末數}) \div 2$$

#### (五) 產業平均值之計算

本研究之電信產業平均值，原則上採中華電信、台灣大哥大與遠傳電信三家公司之簡單算術平均。所有產業平均均須使用相同年度、相同公式及相同報表基礎計算。若遠傳電信特定資料無法取得，則不計算該項產業平均，不以其他年度或不同口徑資料替代。

$$\text{產業平均值} = (\text{中華電信指標} + \text{台灣大哥大指標} + \text{遠傳電信指標}) \div 3$$

#### (六) 缺漏值處理

若某項財務或 ESG 數據未揭露，表格中以「未揭露」或「不適用」表示，不以零值代替。必要時僅進行質性分析，不推估不存在的數據。

#### (七) 四捨五入原則

百分比原則上計算至小數點後二位；週轉率與倍數計算至小數點後二位；財務金額依新臺幣百萬元列示；EPS、每股股利及股價計算至小數點後二位。

#### (八) 重大事件之處理

台灣大哥大 2023 年以後之營收、資產、負債及權益變化，應同時參考企業合併相關附註及分部資訊，不將所有增減均直接歸因於經營效率改善或惡化。

### 第三節 財務分析方法與指標定義

本研究之財務分析分為共同比分析、比較與趨勢分析、財務比率分析、杜邦分析及現金流量分析。分析時先觀察各公司自身的跨期變化，再進行兩家公司與產業平均之橫向比較。

#### 一、共同比分析

共同比分析係選擇共同基準，將財務報表各項目轉換為百分比，以排除公司規模差異，提高跨公司比較的可行性。

##### (一) 共同比資產負債表

以資產總額為共同基準：

$$\text{資產項目比率} = \text{各資產項目} \div \text{資產總額} \times 100\%$$

$$\text{負債或權益項目比率} = \text{各負債或權益項目} \div \text{負債及權益總額} \times 100\%$$

主要分析流動資產、非流動資產、現金、存貨、不動產、廠房及設備、流動負債、非流動負債與權益所占比重，藉以了解兩家公司之資產配置及融資結構。

##### (二) 共同比綜合損益表

以營業收入為共同基準：

$$\text{損益項目比率} = \text{各損益項目} \div \text{營業收入} \times 100\%$$

主要分析營業成本、營業費用、營業利益、稅前淨利與稅後淨利所占比重，以比較兩家公司之成本結構與獲利結構。

## 二、比較分析與趨勢分析

### (一) 比較分析

比較分析用以衡量相鄰年度財務項目的增減金額與變動幅度。

$$\text{絕對增減} = \text{本年度金額} - \text{前一年度金額}$$

$$\text{百分比變動} = (\text{本年度金額} - \text{前一年度金額}) \div \text{前一年度金額} \times 100\%$$

本研究主要比較營業收入、營業利益、稅後淨利、總資產、總負債、股東權益及營業活動現金流量之年度變動。

### (二) 趨勢分析

本研究以 2020 年為基期，將各年度金額轉換為趨勢百分比：

$$\text{趨勢百分比} = \text{當年度金額} \div \text{2020 年金額} \times 100\%$$

趨勢分析可用以比較營業收入、營業利益、稅後淨利、總資產及營業活動現金流量的累積成長情形，辨認成長速度與重大轉折年度。

## 三、獲利能力與經營效率指標

### (一) 每股盈餘

$$EPS = \text{歸屬普通股股東之淨利} \div \text{普通股加權平均流通在外股數}$$

本研究以財務報告揭露之基本每股盈餘為準。由於 EPS 會受到股本與流通股數影響，主要用於觀察同一公司之跨期變化，不直接以 EPS 絕對金額判斷不同公司之獲利能力高低。

## (二) 營業利益率

$$\text{營業利益率} = \text{營業利益} \div \text{營業收入} \times 100\%$$

營業利益率衡量企業每一元營業收入扣除營業成本及營業費用後所產生之本業利益。

## (三) 稅前淨利率

$$\text{稅前淨利率} = \text{稅前淨利} \div \text{營業收入} \times 100\%$$

稅前淨利率可反映企業在考量營業外收支與利息費用後、扣除所得稅前之整體獲利能力。

## (四) 稅後淨利率

$$\text{稅後淨利率} = \text{稅後淨利} \div \text{營業收入} \times 100\%$$

稅後淨利率反映企業每一元營業收入最終可轉化為稅後盈餘之比例。

## (五) 資產報酬率

$$ROA = \text{稅後淨利} \div \text{平均總資產} \times 100\%$$

資產報酬率衡量企業運用全部資產創造稅後盈餘的能力。

## (六) 股東權益報酬率

$$ROE = \text{歸屬母公司業主之淨利} \div \text{平均母公司業主權益} \times 100\%$$

股東權益報酬率衡量企業運用股東投入資金創造盈餘的效率。較高 ROE 可能來自較佳獲利能力，也可能來自較高財務槓桿，因此須搭配杜邦分析及負債比率判斷。

## (七) 營收成長率

$$\text{營收成長率} = (\text{本年度營業收入} - \text{前一年度營業收入}) \div \text{前一年度營業收}$$

$$\text{入} \times 100\%$$

營收成長率用以衡量公司營業規模之變化。分析台灣大哥大 2023 年以後營收成長率時，須特別區分合併台灣之星所產生的合併範圍效果。

#### (八) 總資產週轉率

$$\text{總資產週轉率} = \text{營業收入} \div \text{平均總資產}$$

總資產週轉率衡量企業運用資產創造營業收入的效率。由於台灣大哥大含有電商及零售等高營收、相對低毛利業務，解讀時須結合營業利益率及收入組成，不宜單以週轉率高低判斷經營效率。

### 四、流動性與償債能力指標

#### (一) 淨營運資金

$$\text{淨營運資金} = \text{流動資產} - \text{流動負債}$$

淨營運資金為正，表示流動資產高於流動負債；但金額大小會受到企業規模影響，跨公司比較時須搭配流動比率分析。

#### (二) 流動比率

$$\text{流動比率} = \text{流動資產} \div \text{流動負債} \times 100\%$$

流動比率衡量企業以流動資產償還流動負債之能力。合理水準須依產業特性、營運現金流量及資金調度能力綜合判斷。

#### (三) 速動比率

$$\text{速動比率} = (\text{流動資產} - \text{存貨} - \text{預付費用}) \div \text{流動負債} \times 100\%$$

速動比率排除變現速度較慢的存貨與無法直接用於償債的預付費用，較能反映企業短期可變現資產對流動負債的保障程度。本研究重新計算速動比率時，應

由財務報告取得各年度預付費用或性質相同之預付款項，不再僅以「流動資產減存貨」計算。

#### (四) 現金比率

$$\text{現金比率} = \text{現金及約當現金} \div \text{流動負債} \times 100\%$$

現金比率衡量企業僅以現金及約當現金立即清償流動負債的能力，屬較保守的短期償債指標。

#### (五) 負債比率

$$\text{負債比率} = \text{負債總額} \div \text{資產總額} \times 100\%$$

負債比率衡量企業資產由負債資金支應之比例。比率較高代表財務槓桿較高，但亦須結合營業現金流量及利息保障能力判斷實際風險。

#### (六) 權益比率

$$\text{權益比率} = \text{權益總額} \div \text{資產總額} \times 100\%$$

在無其他特殊分類下，權益比率與負債比率之和應接近 100%。

#### (七) 負債對權益比率

$$\text{負債對權益比率} = \text{負債總額} \div \text{權益總額} \times 100\%$$

此比率衡量每一元股東權益所承擔之負債金額，可用以比較兩家公司融資策略與財務槓桿程度。

#### (八) 利息保障倍數

$$\text{利息保障倍數} = \text{息稅前盈餘} \div \text{利息費用}$$

$$\text{息稅前盈餘} = \text{稅前淨利} + \text{利息費用}$$

利息保障倍數衡量企業以利息與所得稅前盈餘支付利息費用的能力。計算時須由財務報告或附註取得實際利息費用，並確保各年度使用相同定義。

## 五、杜邦分析與現金流量分析

### (一) 杜邦分析

本研究採三因素杜邦分析，將 ROE 分解如下：

$$ROE = \text{稅後淨利率} \times \text{總資產週轉率} \times \text{權益乘數}$$

$$\text{稅後淨利率} = \text{歸屬母公司業主淨利} \div \text{營業收入}$$

$$\text{總資產週轉率} = \text{營業收入} \div \text{平均總資產}$$

$$\text{權益乘數} = \text{平均總資產} \div \text{平均母公司業主權益}$$

杜邦分析可將 ROE 差異分解為獲利率、資產使用效率與財務槓桿三項來源。若台灣大哥大的 ROE 高於中華電信，但主要來自較高權益乘數，則不能直接解讀為其本業獲利能力全面較佳。

### (二) 營業活動現金流量

營業活動現金流量反映企業由本業所產生的現金流入與流出。本研究將比較營業活動現金流量之金額、變動趨勢及其與稅後淨利之關係。

### (三) 盈餘現金保障倍數

$$\text{盈餘現金保障倍數} = \text{營業活動現金流量} \div \text{稅後淨利}$$

比率高於 1，表示當期稅後淨利原則上具有相對充足的營業現金流量支持；但仍須檢視營運資金變動及一次性項目。

### (四) 自由現金流量

$$\text{自由現金流量} = \text{營業活動現金流量} - \text{取得不動產、廠房及設備之現金支出}$$

### － 取得無形資產之現金支出

自由現金流量反映企業完成必要資本投資後，可用於償還負債、支付股利或進行其他投資之現金餘額。

#### (五) 營業現金流量股利保障倍數

$$\text{營業現金流量股利保障倍數} = \text{營業活動現金流量} \div \text{支付現金股利}$$

此比率衡量公司本業產生之現金是否足以支付現金股利。若長期低於 1，表示公司可能需依賴既有現金、出售資產或舉借負債支應股利。

## 第四節 ESG 重大性與風險分析方法

### 一、分析目的與基本原則

本研究之 ESG 分析目的，不是單純彙整兩家公司從事之公益活動或永續成果，而是辨認可能對營運成本、資本支出、現金流量、聲譽及企業價值造成影響之重大議題。

為提高兩家公司之可比性，本研究優先選擇具備下列特性的 ESG 指標：

- (一) 與電信產業核心營運具有直接關聯。
- (二) 兩家公司均有揭露或可取得相近資料。
- (三) 定義、年度及計算邊界具有一定程度的一致性。
- (四) 可能影響未來收入、成本、資本支出、風險或現金流量。
- (五) 資料來源具有公信力，原則上以公司永續報告書、年報及政府資料為主。

若兩家公司所揭露指標之定義或邊界明顯不同，本研究不直接比較數值高低，而改採質性分析並說明比較限制。

### 二、環境面向分析指標

環境面向主要選取下列指標：

- (一) 範疇一及範疇二溫室氣體排放量。

- (二) 溫室氣體減量目標及實際進度。
- (三) 再生能源使用量與使用比例。
- (四) 資料中心能源使用效率。
- (五) 基地臺與網路設備節能措施。
- (六) 內部碳價、碳費或減碳投資。
- (七) 氣候變遷及天然災害對網路韌性的影響。

環境面向主要連結之財務影響包括電力成本、碳費支出、設備更新、再生能源採購、資料中心投資及天然災害造成的維修與營運中斷風險。

### 三、社會面向分析指標

社會面向主要選取下列指標：

- (一) 偏鄉及離島通訊覆蓋與數位包容。
- (二) 資訊安全、客戶隱私及個人資料保護。
- (三) 員工職業安全與健康。
- (四) 人才培育、員工流動與關鍵科技人才留任。
- (五) 多元、平等及共融。
- (六) 客戶服務品質與重大申訴。
- (七) 供應鏈勞動、人權及社會責任管理。

社會面向之財務影響可能包括資安事件損失、主管機關裁罰、客戶流失、人才招募與留任成本、職業災害損失及品牌聲譽影響。

### 四、公司治理面向分析指標

公司治理面向主要選取下列指標：

- (一) 董事會及獨立董事結構。
- (二) 審計、風險管理及永續治理機制。
- (三) 公司治理評鑑結果。
- (四) 誠信經營及反貪腐制度。
- (五) 重大風險管理及內部控制。

(六) 人工智慧治理與新興科技風險。

(七) 供應商誠信及永續管理制度。

公司治理面向主要影響企業決策品質、法令遵循、內部控制、投資效率、風險承擔及投資人信任。員工培育、職業安全與多元共融原則上歸入社會面向，不再列入公司治理面向，以維持 ESG 分類一致性。

## 五、重大性與風險評估方式

本研究採半量化風險矩陣，分別評估各項 ESG 議題之「發生可能性」與「財務影響程度」。

### (一) 發生可能性

表 3-1 ESG 議題發生可能性評分標準

| 評分 | 判斷標準           |
|----|----------------|
| 1  | 極低，短期內不易發生     |
| 2  | 偏低，可能偶爾發生      |
| 3  | 中等，已有一定發生可能    |
| 4  | 偏高，經常發生或風險持續上升 |
| 5  | 極高，已發生或高度可能發生  |

### (二) 財務影響程度

表 3-2 ESG 議題財務影響程度評分標準

| 評分 | 判斷標準                 |
|----|----------------------|
| 1  | 影響輕微，對財務結果幾乎無重大影響    |
| 2  | 影響有限，可由日常營運吸收        |
| 3  | 影響中等，可能影響成本、收入或聲譽    |
| 4  | 影響重大，可能明顯影響現金流量或資本支出 |
| 5  | 影響極重大，可能影響持續營運或企業價值  |

### (三) 風險分數

$$\text{ESG 風險分數} = \text{發生可能性} \times \text{財務影響程度}$$

表 3-3 ESG 風險分數與風險程度

| 風險分數    | 風險程度  |
|---------|-------|
| 1 至 5   | 低度風險  |
| 6 至 10  | 中低度風險 |
| 11 至 15 | 中度風險  |
| 16 至 20 | 高度風險  |
| 21 至 25 | 極高度風險 |

評分結果主要作為議題排序及比較工具，不代表精確之損失機率或金額。每項評分均須附上公司揭露資料、產業資訊或具體事件作為判斷依據。

## 第五節 企業價值評估方法

### 一、估值基準與評估程序

本研究以中華電信為主要估值對象，目標為估計其 2026 年底之合理價值，而非預測特定交易日的實際收盤價格。

估值程序如下：

- (一) 分析 2020 年至 2025 年營收、獲利、EPS、股利及現金流量趨勢。
- (二) 參考公司營運展望、產業環境及重大風險，設定 2026 年盈餘成長率。
- (三) 估計 2026 年 EPS 及現金股利。
- (四) 使用本益比法與股利折現法估計合理價值。
- (五) 建立保守、基準及樂觀三種情境。
- (六) 進行評價倍數、股權資金成本及成長率之敏感度分析。
- (七) 將合理價值與估值基準日市價比較，評估安全邊際及預期報酬。

## 二、2026 年每股盈餘與股利預估

### (一) 每股盈餘預估

$$\text{預估 } EPS_{(2026)} = EPS_{(2025)} \times (1 + g_{EPS_j})$$

其中， $g_{EPS_j}$  為 2026 年預估盈餘成長率。本研究設定成長率時，綜合考量 2020 年至 2025 年 EPS 年複合成長率、2023 年至 2025 年近期 EPS 成長趨勢、營收與營業利益成長情形、5G、IDC、雲端、資安及 AI 等業務展望、資本支出、折舊、能源成本與競爭風險，以及公司公開之營運目標或財務展望。

$$CAGR = (\text{期末數} \div \text{期初數})^{(1 \div \text{年數})} - 1$$

### (二) 現金股利預估

$$\text{預估每股股利}_{(2026)} = \text{預估 } EPS_{(2026)} \times \text{預估股利支付率}$$

預估股利支付率以中華電信過去數年現金股利支付率、自由現金流量及公司股利政策作為判斷基礎。

## 三、本益比法

本益比法以預估 EPS 乘以合理本益比估計股票價值：

$$\text{合理價值}_{PE_j} = \text{預估 } EPS_{(2026)} \times \text{合理本益比}$$

合理本益比之選取參考中華電信過去五年年度平均或中位本益比、中華電信本益比之歷史高低區間、台灣大哥大及遠傳電信之同業本益比、市場利率與高股息股票之相對吸引力，以及公司盈餘成長率、財務風險與股利穩定性。本研究原則上使用歷史中位數而非單一年度最高值，以降低市場短期波動對合理本益比的影響。

## 四、股利折現法

考量中華電信具有相對穩定之現金股利政策，本研究採固定成長股利折現模型估計 2026 年底之股票價值：

$$P_{(2026)} = D_{(2027)} \div (k_e - g)$$

$$D_{(2027)} = D_{(2026)} \times (1 + g)$$

其中， $P_{(2026)}$ 為 2026 年底合理價值， $D_{(2027)}$ 為預估 2027 年每股股利， $k_e$ 為股權資金成本， $g$ 為長期股利成長率。

股權資金成本得使用資本資產定價模式估計：

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

其中， $R_f$ 為無風險利率， $\beta$ 為中華電信股票之系統風險， $R_m - R_f$ 為市場風險溢酬。由於股利折現模型對 $k_e$ 與 $g$ 極為敏感，必須符合 $k_e$ 大於 $g$ ，並應透過敏感度分析呈現不同股權資金成本與長期成長率假設下的估值結果。

## 五、情境分析、敏感度分析與投資判斷

### (一) 情境分析

本研究建立保守、基準及樂觀三種情境：

表 3-4 企業價值評估情境設定

| 假設項目           | 保守情境   | 基準情境     | 樂觀情境    |
|----------------|--------|----------|---------|
| 2026 年 EPS 成長率 | 低於近期平均 | 接近合理歷史趨勢 | 高於近期平均  |
| 合理本益比          | 歷史較低區間 | 歷史中位區間   | 歷史較高區間  |
| 股利支付率          | 略為下降   | 維持近期水準   | 維持或小幅提高 |
| 股權資金成本         | 較高     | 中間值      | 較低      |
| 長期股利成長率        | 較低     | 穩定成長     | 較高但仍保守  |

各情境之實際數值應於第六章依資料計算後填入，不宜先設定結果再反推假設。

### (二) 敏感度分析

本益比法主要檢視預估 EPS 及合理本益比變動對價值之影響；股利折現法則檢視股權資金成本與長期股利成長率變動之影響。敏感度分析可分別建立 EPS 與本益比敏感度矩陣，以及股權資金成本與長期成長率敏感度矩陣。

### (三) 兩種估值方法之整合

本研究不直接以單一方法決定合理價值，而以本益比法與股利折現法相互驗證。若兩種方法之基準估值差異不大，可取兩者之平均值作為基準參考；若差異明顯，則應檢視 EPS、本益比、股利、股權資金成本與長期成長率等假設，不宜任意加權掩蓋差異。

最終合理價值區間原則上由保守情境之較低估值與樂觀情境之較高估值形成，基準情境則作為主要判斷依據。

### (四) 安全邊際

$$\text{安全邊際} = (\text{合理價值} - \text{估值基準日市價}) \div \text{估值基準日市價} \times 100\%$$

安全邊際為正，表示合理價值高於市價；安全邊際為負，表示市價高於估計合理價值。

### (五) 預期總報酬率

$$\text{預期總報酬率} = (\text{合理價值} - \text{目前市價} + \text{預期現金股利}) \div \text{目前市價} \times 100\%$$

本研究不直接使用「買進」或「賣出」作為唯一結論，而依合理價值、安全邊際、預期股利與風險承受能力，將投資評估區分為估值具有吸引力、市價接近合理價值、市價相對偏高，以及資料或假設不確定性過高而宜持續觀察等類型。

本章建立中華電信與台灣大哥大之研究設計與分析方法。研究期間為 2020 年至 2025 年，並將台灣大哥大合併台灣之星之影響區分為整併前、整併過渡年度及整併後三個階段。財務分析採用共同比、比較、趨勢、財務比率、杜邦及現金流量分析，並統一報表基礎、資料單位、平均數與產業平均之計算方式。

ESG 分析則從環境、社會及公司治理面向選取具有財務重大性與可比性之指標，並以發生可能性與財務影響程度建立風險矩陣。企業價值評估採用本益比法

及股利折現法，再透過情境與敏感度分析形成合理價值區間。下一章將依據本章所建立之方法，分析兩家公司之財務績效、財務結構及現金流量。



## 第四章 財務績效與現金流量分析

本章依據第三章所建立之研究方法，分析中華電信與台灣大哥大於 2020 年至 2025 年間之財務績效、財務結構及現金流量。分析程序首先透過共同比、比較分析及趨勢分析，觀察兩家公司資產、負債、權益與獲利結構之變化；其次，採用獲利能力、杜邦分析及經營效率指標，辨認兩家公司績效差異之來源；再分析流動性、資本結構與償債能力；最後，結合營業活動現金流量、資本支出、自由現金流量及股利支付能力，進行整體財務評估。

由於台灣大哥大於 2023 年 12 月完成與台灣之星之合併，2023 年為整併過渡年度，2024 年則為整併後第一個完整會計年度。因此，台灣大哥大 2023 年以後的資產、負債、權益及營收變化，除反映經營成果外，亦包含合併範圍改變之影響。本章在解讀其財務數據時，將特別區分整併效果與原有業務績效。

### 第一節 共同比、比較與趨勢分析

#### 一、資產規模與融資結構之比較

表 4-1 列示中華電信與台灣大哥大於 2020 年及 2025 年之資產、負債與權益總額，並以 2020 年為基期，計算 2025 年之趨勢指數。

表 4-1 主要財務結構比較

單位：新臺幣百萬元；趨勢指數以 2020 年為 100

| 公司    | 項目   | 2020 年    | 2025 年    | 2025 年趨勢指數 |
|-------|------|-----------|-----------|------------|
| 中華電信  | 資產總額 | 506,377.9 | 535,871.9 | 105.82     |
| 中華電信  | 負債總額 | 117,119.5 | 135,081.8 | 115.34     |
| 中華電信  | 權益總額 | 389,258.4 | 400,790.0 | 102.96     |
| 台灣大哥大 | 資產總額 | 184,584.6 | 234,659.5 | 127.13     |
| 台灣大哥大 | 負債總額 | 112,594.3 | 140,110.3 | 124.44     |
| 台灣大哥大 | 權益總額 | 71,990.2  | 94,549.3  | 131.34     |

資料來源：本研究依中華電信及台灣大哥大 2020 年與 2025 年合併財務報告整理。

中華電信之資產總額由 2020 年的 5,063.78 億元增加至 2025 年的 5,358.72 億元，六年間增加約 5.82%，整體資產規模呈現緩步成長。同期負債增加約 15.34%，高於資產及權益成長幅度，顯示公司近年雖仍維持保守的融資結構，但負債使用程度較 2020 年略有提高。

中華電信之權益總額由 3,892.58 億元增加至 4,007.90 億元，增幅約 2.96%。資產與權益變動幅度均不大，反映其經營模式已進入成熟階段，資本結構與經營規模相對穩定。

台灣大哥大之資產總額則由 2020 年的 1,845.85 億元增加至 2025 年的 2,346.60 億元，增幅約 27.13%；權益增加約 31.34%，負債增加約 24.44%。其資產、負債與權益的成長幅度均顯著高於中華電信。

然而，台灣大哥大資產規模的增加主要集中於 2023 年以後，與合併台灣之星具有密切關係。因此，資產與營收增加並不完全等同於內生成長，仍須進一步觀察整併後的營業利益、現金流量及資產週轉效率是否同步改善。

## 二、共同比資產負債表分析

從融資結構觀察，中華電信於 2020 年至 2025 年間之負債比率介於 23.1%至 25.5%，權益比率則介於 74.5%至 76.9%。換言之，中華電信約四分之三的資產由股東權益支應，僅約四分之一由負債支應，顯示其資本結構較為保守。

台灣大哥大同期負債比率介於 59.7%至 62.3%，權益比率則介於 37.7%至 40.3%。其資產約六成由負債支應，財務槓桿明顯高於中華電信。兩家公司之負債與權益結構存在長期且穩定的差異，顯示其融資政策及風險承受程度不同。

中華電信較高的權益比率，可降低利率上升及營運波動對公司的衝擊，但亦會使財務槓桿對 ROE 的提升效果較小。台灣大哥大較高的負債比率可提高資金運用彈性及股東權益報酬率，但同時增加利息支出、再融資及資金調度風險。

## 三、比較分析與趨勢分析

中華電信於 2020 年至 2025 年間的總資產、總負債與股東權益均呈緩步成長，未出現劇烈變動。此一結果與其成熟型綜合電信業者之定位一致。公司主要

收入來自月租、寬頻與企業合約，營運規模不易在短期內大幅增加，但亦較不容易出現明顯衰退。

台灣大哥大在 2020 年至 2022 年間之資產規模相對穩定，2023 年則出現明顯增加。此一結構性變動主要與企業合併有關。2024 年至 2025 年資產總額略為下降，可能反映整併後資產重整、折舊攤銷、負債償還或營運資金調整。

因此，台灣大哥大的趨勢分析不宜僅以 2020 年至 2025 年的起訖數字判斷成長成果。較合理的方式，是分別觀察 2020 年至 2022 年的整併前趨勢、2023 年的整併過渡效果，以及 2024 年至 2025 年的整併後績效。後續分析的重點不只是規模是否增加，而是增加的資產與負債是否能帶來相對應的營收、獲利與現金流量。

## 第二節 獲利能力與杜邦分析

### 一、每股盈餘分析

中華電信之每股盈餘由 2020 年的 4.31 元提高至 2025 年的 4.99 元，整體呈現穩定上升趨勢。雖然每年成長幅度不大，但未出現明顯衰退，反映其核心電信、寬頻及企業資通訊業務具有較穩定的獲利基礎。

中華電信之 EPS 成長可能來自行動服務收入、寬頻升速、企業資通訊、資料中心、雲端、資安及數位服務成長。對成熟型電信公司而言，能長期維持 EPS 穩定成長，通常比單一年度的高速成長更具投資意義。

台灣大哥大的 EPS 在分析期間內呈現較大波動，2021 年至 2022 年受到 5G 建設、成本支出與市場競爭影響，後續則逐漸回升。2023 年以後的 EPS 亦可能受到合併台灣之星、整併成本及新增用戶之共同影響。

需要注意的是，EPS 會受到公司股本及流通在外股數影響，因此適合觀察同一家公司之跨期趨勢，不宜僅以兩家公司 EPS 絕對值的高低，直接判定經營能力優劣。

## 二、 利益率分析

原始分析結果顯示，中華電信於 2020 年至 2025 年間之稅前淨利率均維持於 20% 以上，明顯高於台灣大哥大約 10% 左右的水準。此一差異反映兩家公司收入組成與成本結構不同。

中華電信之收入主要來自電信、寬頻及企業資通訊服務，相關業務具有較高的經常性與規模經濟。台灣大哥大的合併營收則包含零售、電商、數位內容及其他科技服務。部分業務雖可提高營收規模與資產週轉率，但其毛利率與營業利益率可能低於核心電信服務。

因此，中華電信較高的稅前淨利率，不能僅解釋為成本控制優於台灣大哥大，也部分來自兩家公司業務組合不同。正式分析時，應進一步加入營業利益率及分部資訊，區分核心電信與非電信業務之獲利差異。

## 三、 資產報酬率分析

中華電信之 ROA 於分析期間內多數維持在 7% 以上，且整體高於台灣大哥大，顯示其雖擁有較大的固定資產與網路基礎，仍能維持相對穩定的資產獲利能力。

台灣大哥大之 ROA 在 2021 年後一度下降，可能反映其資產增加速度高於獲利增加速度。尤其 2023 年合併台灣之星後，資產基礎明顯擴大，但整併綜效需要時間才能完全反映於獲利，因此短期 ROA 可能受到壓抑。若 2024 年至 2025 年營業利益持續提高，而總資產逐步下降或維持穩定，則 ROA 有機會改善。此項變化可作為評估合併效益是否逐漸實現的重要指標。

## 四、 股東權益報酬率分析

中華電信之 ROE 由 2020 年的 9.25% 提高至 2025 年的 10.27%，整體呈現穩定成長，但低於台灣大哥大。ROE 較低不必然代表中華電信經營效率較差。中華電信之負債比率較低、權益比率較高，使其權益基礎較大，財務槓桿對 ROE 的放大效果有限。

台灣大哥大的 ROE 較高，一方面可能來自較高的資產週轉率，另一方面亦受到較高財務槓桿影響。因此，必須將 ROE 分解為淨利率、資產週轉率與權益乘數，才能判斷其報酬來源。

## 五、杜邦分析

$$ROE = \text{稅後淨利率} \times \text{總資產週轉率} \times \text{權益乘數}$$

表 4-2 依平均總資產與平均權益計算 2021 年至 2025 年之權益乘數。由於 2020 年度平均數尚須使用 2019 年底資料，為避免混用不同口徑，本表自 2021 年起列示。

表 4-2 平均權益乘數比較

| 公司    | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中華電信  | 1.31   | 1.32   | 1.33   | 1.33   | 1.34   |
| 台灣大哥大 | 2.59   | 2.63   | 2.62   | 2.59   | 2.53   |

註：權益乘數＝平均總資產÷平均權益。資料來源：本研究依兩家公司合併資產負債表計算。

中華電信之權益乘數約介於 1.31 至 1.34，顯示公司財務槓桿程度低且變動不大。其 ROE 主要來自較高的獲利率與穩定本業，而非依靠大量負債放大股東報酬。

台灣大哥大之權益乘數約介於 2.53 至 2.63，明顯高於中華電信。其 ROE 較高，部分來自較高資產週轉率，但財務槓桿亦扮演重要角色。綜合杜邦分析，中華電信屬於「高利益率、低槓桿、穩定報酬」模式；台灣大哥大則較接近「較高週轉率、較高槓桿、較高 ROE」模式。兩種模式並無絕對優劣，而須依投資人的報酬需求與風險承受能力判斷。

## 第三節 經營效率分析

### 一、營收成長率分析

中華電信於分析期間內之營收成長率相對穩定，反映其主要收入來自月租、寬頻及企業長期合約。即使個人電信市場逐漸成熟，公司仍可透過 5G 用戶升級、寬頻升速、企業資通訊、資料中心及雲端服務維持成長。中華電信的營收成長幅度未必高於台灣大哥大，但其波動較小，代表收入具有較高持續性。

台灣大哥大的營收成長率則呈現較大波動。其營收除電信服務外，亦受到零售、電商、數位內容及企業專案影響。部分年度的高成長可能來自專案收入、商品銷售或合併範圍擴大，而非核心電信用戶自然成長。尤其 2023 年以後，營收比較必須區分新增合併個體所帶來的營收、原有用戶與業務的自然成長、合併後交叉銷售與整併綜效，以及零售、電商及專案收入的波動。

## 二、總資產週轉率分析

原始結果顯示，中華電信之總資產週轉率低於台灣大哥大。此一結果主要與兩家公司之資產結構及業務模式有關。中華電信擁有大量固網、光纖、基地臺、機房、資料中心及國際通信設備，資產基礎較大，因此總資產週轉率自然較低。較低的週轉率不代表資產無效率，而須進一步觀察其獲利率、營業現金流量及資產報酬率。

台灣大哥大的資產週轉率較高，部分原因是其合併營收包含電商與零售等高營收業務。此類業務通常以較低的利益率換取較大的營收規模，因而提高總資產週轉率，但未必同步提高淨利率。中華電信主要依靠較高利益率創造資產報酬；台灣大哥大則較依賴資產週轉及財務槓桿提高 ROE。

## 三、整併前後之經營效率

台灣大哥大 2023 年合併台灣之星後，總資產及權益明顯增加。若合併具有經濟效益，則整併後應逐步出現營收與營業利益增加、重複基地臺與管理成本下降、總資產週轉率回升、ROA 及營業利益率改善、營業活動現金流量增加，以及負債比率與利息負擔逐步下降等現象。

2024 年至 2025 年的初步結果顯示，台灣大哥大總負債與總資產已有下降，而權益略為增加，可能反映整併後財務結構逐步調整。但是否已形成長期經營綜效，仍須結合營業利益、自由現金流量及分部績效持續觀察。

## 第四節 流動性、資本結構與償債能力分析

### 一、流動比率分析

表 4-3 流動比率比較

| 公司    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中華電信  | 1.15   | 1.42   | 1.55   | 1.57   | 1.41   | 1.49   |
| 台灣大哥大 | 0.55   | 0.65   | 0.60   | 0.58   | 0.55   | 0.69   |

資料來源：本研究依兩家公司 2020 年至 2025 年合併財務報告計算。

中華電信之流動比率於各年度均高於 1，介於 1.15 至 1.57，顯示其流動資產足以支應流動負債。2021 年至 2023 年流動比率逐步提高，2024 年雖有所下降，2025 年則回升至 1.49，整體短期資金結構仍屬穩定。

台灣大哥大的流動比率長期低於 1，介於 0.55 至 0.69，表示流動負債高於流動資產。惟電信業具有持續性月租收入與相對穩定的營業活動現金流量，因此流動比率低於 1 並不必然代表無法償債，但顯示其對持續營運現金流量、短期融資與資金調度之依賴較高。

### 二、速動比率分析

$$\text{速動比率} = (\text{流動資產} - \text{存貨} - \text{預付費用}) \div \text{流動負債} \times 100\%$$

表 4-4 中華電信速動比率重新計算

單位：新臺幣百萬元、%

| 項目           | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年    | 2023 年    | 2024 年    | 2025 年    |
|--------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Panel A 中華電信 |          |          |           |           |           |           |
| 流動資產         | 81,803.1 | 91,021.1 | 101,901.7 | 103,203.6 | 112,968.3 | 117,371.1 |
| 減：存貨         | 12,408.9 | 11,327.4 | 11,316.4  | 11,520.8  | 12,087.1  | 13,178.6  |
| 減：預付費用       | 2,306.2  | 2,330.1  | 2,398.6   | 2,839.5   | 3,138.3   | 3,789.7   |
| 流動負債         | 71,435.1 | 64,292.3 | 65,697.9  | 65,763.2  | 79,893.0  | 78,942.0  |
| 速動比率         | 93.91    | 120.33   | 134.23    | 135.10    | 122.34    | 127.19    |

| 項目            | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   | 2024 年   | 2025 年   |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Panel B 台灣大哥大 |          |          |          |          |          |          |
| 流動資產          | 32,092.9 | 38,652.0 | 41,439.1 | 44,158.2 | 44,642.5 | 42,718.2 |
| 減：存貨          | 5,766.3  | 6,440.1  | 8,101.3  | 8,193.1  | 8,833.6  | 8,633.7  |
| 減：預付費用        | 652.4    | 527.4    | 572.1    | 1,030.5  | 996.6    | 1,023.5  |
| 流動負債          | 58,532.3 | 59,486.8 | 69,568.1 | 75,728.3 | 81,770.7 | 62,166.0 |
| 速動比率          | 43.86    | 53.26    | 47.10    | 46.13    | 42.57    | 53.18    |

資料來源：本研究依中華電信與台灣大哥大 2020 年至 2025 年經會計師查核之年度合併財務報告重新計算。

重新計算結果顯示，中華電信 2020 年的速動比率為 93.91%，略低於 100%；自 2021 年起均高於 100%，2023 年達 135.10% 的期間高點，2025 年則為 127.19%。此結果表示，中華電信自 2021 年以後，即使排除存貨及預付費用，其速動資產仍足以支應全部流動負債，短期償債能力相對充足。

台灣大哥大各年度速動比率均低於 100%，介於 42.57% 至 53.26% 之間。2024 年降至 42.57%，2025 年因流動負債明顯下降而回升至 53.18%。此結果顯示，台灣大哥大的短期負債並非主要依靠帳面速動資產支應，而較依賴持續性營業現金流量、短期融資及資金調度能力。

原報告所列速動比率與重新計算結果一致。原先的主要缺失，是基礎資料表僅列示流動資產、存貨與流動負債，未將已自分子扣除的預付費用列入，使讀者無法依表列數字重新計算。正式報告應保留預付費用列，以提高計算透明度與可重現性。

### 三、現金比率分析

表 4-5 現金比率比較

| 公司    | 單位：%   |        |        |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
| 中華電信  | 42.60  | 61.90  | 76.40  | 51.40  | 45.40  | 46.80  |
| 台灣大哥大 | 18.40  | 25.90  | 21.50  | 17.50  | 14.60  | 13.80  |

資料來源：本研究依兩家公司 2020 年至 2025 年合併財務報告計算。

中華電信之現金比率長期高於台灣大哥大。2022 年中華電信現金比率達 76.40%，其後雖有所下降，但 2025 年仍為 46.80%，表示每 100 元流動負債約有 46.8 元現金及約當現金可以立即支應。

台灣大哥大現金比率由 2021 年的 25.90% 逐步下降至 2025 年的 13.80%。此一趨勢可能與資本支出、整併需求、股利支付及負債償還有關。若未來資本支出持續增加，其短期資金調度壓力可能高於中華電信。

#### 四、負債與權益結構分析

表 4-6 負債比率比較

單位：%

| 公司    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中華電信  | 23.10  | 23.70  | 24.70  | 24.60  | 25.50  | 25.20  |
| 台灣大哥大 | 61.00  | 61.60  | 62.30  | 61.60  | 61.10  | 59.70  |

資料來源：本研究依兩家公司 2020 年至 2025 年合併財務報告計算。

中華電信的負債比率長期約為四分之一，顯示財務結構穩健。即使 2024 年升至 25.50%，整體仍遠低於台灣大哥大。台灣大哥大的負債比率長期接近六成，2022 年達 62.30%，2025 年則下降至 59.70%。負債比率下降顯示整併後的資本結構已有改善，但其財務槓桿仍明顯高於中華電信。

台灣大哥大較高的負債比率亦可解釋其較高 ROE 的一部分。因此，投資人不宜只比較 ROE 高低，而應同時比較負債比率、利息保障倍數及現金流量。

#### 五、利息保障倍數分析

表 4-7 利息保障倍數比較

單位：倍

| 公司    | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中華電信  | 208.85 | 212.15 | 180.76 | 148.24 | 141.72 | 136.73 |
| 台灣大哥大 | 25.99  | 25.82  | 22.97  | 17.97  | 12.37  | 13.57  |

資料來源：本研究依兩家公司 2020 年至 2025 年合併財務報告及利息費用計算。

中華電信之利息保障倍數雖由 2021 年的 212.15 倍下降至 2025 年的 136.73 倍，但仍具有極高的利息支付能力。其下降可能來自利息費用增加，而非本業獲利大幅衰退。

台灣大哥大的利息保障倍數由 2020 年的 25.99 倍下降至 2024 年的 12.37 倍，2025 年略回升至 13.57 倍。儘管其利息保障倍數仍高於一般財務警戒水準，但下降趨勢顯示利息負擔的增加速度高於息稅前盈餘成長。

## 第五節 現金流量與財務綜合評估

### 一、現金流量分析之必要性

會計盈餘係依應計基礎編製，並不同企業當年度實際產生的現金流量。即使企業具有正數淨利，若應收帳款增加、資本支出過高或負債集中到期，仍可能面臨資金壓力。因此，本研究除分析 EPS、ROA 及 ROE 外，亦比較營業活動現金流量、資本支出、自由現金流量、支付現金股利及營業現金流量股利保障倍數。

$$\text{資本支出} = \text{取得不動產、廠房及設備} + \text{取得無形資產}$$

$$\text{自由現金流量} = \text{營業活動現金流量} - \text{資本支出}$$

$$\text{營業現金流量股利保障倍數} = \text{營業活動現金流量} \div \text{現金股利支出}$$

### 二、營業活動現金流量、資本支出與股利支付能力

表 4-8 現金流量與股利支付能力比較

| 單位：新臺幣百萬元、倍  |          |          |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 項目           | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   | 2024 年   | 2025 年   |
| Panel A 中華電信 |          |          |          |          |          |          |
| 營業活動現金流量     | 74,456.0 | 74,858.2 | 75,950.8 | 74,559.8 | 79,244.3 | 77,445.5 |
| 取得不動產、廠房及設備  | 23,510.8 | 35,333.0 | 31,534.9 | 30,741.3 | 28,755.6 | 27,698.0 |

| 項目             | 2020 年       | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   | 2024 年   | 2025 年   |
|----------------|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 取得無形資產         | 47,605.2     | 255.9    | 1,892.7  | 237.2    | 234.1    | 143.7    |
| 資本支出合計         | 71,116.0     | 35,588.9 | 33,427.6 | 30,978.5 | 28,989.7 | 27,841.7 |
| 自由現金流量         | 3,339.9      | 39,269.3 | 42,523.2 | 43,581.3 | 50,254.6 | 49,603.8 |
| 現金股利支出（含非控制權益） | 33,558.4     | 34,299.9 | 36,799.6 | 37,567.2 | 37,808.5 | 39,881.3 |
| 營業現金流量股利保障倍數   | 2.22         | 2.18     | 2.06     | 1.98     | 2.10     | 1.94     |
| Panel B 台灣大哥大  |              |          |          |          |          |          |
| 營業活動現金流量       | 31,742.5     | 30,195.5 | 29,576.6 | 29,057.5 | 36,045.1 | 37,501.3 |
| 取得不動產、廠房及設備    | 11,037.1     | 10,434.0 | 9,839.4  | 8,519.6  | 11,030.8 | 10,376.7 |
| 取得無形資產         | 29,904.4     | 294.7    | 286.4    | 307.8    | 530.4    | 528.5    |
| 資本支出合計         | 40,941.5     | 10,728.7 | 10,125.9 | 8,827.4  | 11,561.2 | 10,905.1 |
| 自由現金流量         | —<br>9,198.9 | 19,466.8 | 19,450.7 | 20,230.1 | 24,483.9 | 26,596.1 |
| 現金股利支出（含非控制權益） | 14,005.5     | 12,869.2 | 13,429.9 | 13,966.9 | 15,021.8 | 15,457.8 |
| 營業現金流量股利保障倍數   | 2.27         | 2.35     | 2.20     | 2.08     | 2.40     | 2.43     |

註：本研究依中華電信 2020 年至 2025 年經會計師查核之合併現金流量表計算。資本支出合計＝取得不動產、廠房及設備＋取得無形資產；自由現金流量＝營業活動現金流量－資本支出合計。資料來源：本研究依台灣大哥大 2020 年至 2025 年經會計師查核之合併現金流量表計算。

### 三、營業活動現金流量分析

中華電信於 2020 年至 2025 年間之營業活動現金流量介於 745.60 億元至 792.44 億元，整體變動幅度不大，顯示其月租、寬頻及企業合約收入具有高度持續性。2024 年營業活動現金流量提高至 792.44 億元，2025 年雖略降至 774.46 億元，仍維持於穩定水準。

台灣大哥大的營業活動現金流量於 2020 年至 2023 年間由 317.43 億元下降至 290.58 億元，2024 年則提高至 360.45 億元，2025 年進一步增加至 375.01 億元。此一改善顯示，合併後的營運規模、營運資金變動或整併綜效，已開始反映

於營業現金流量。惟是否具有長期持續性，仍須配合後續年度營業利益及營運資金變化加以判斷。

從絕對金額觀察，中華電信之營業活動現金流量約為台灣大哥大的兩倍，與其較大的營運及資產規模相符。然而，單純比較現金流量金額容易受到公司規模影響，因此亦須搭配股利保障倍數及自由現金流量分析。

#### 四、資本支出、自由現金流量與股利支付能力

2020 年兩家公司取得無形資產之現金支出均明顯高於其他年度，中華電信為 476.05 億元，台灣大哥大為 299.04 億元，主要與取得 5G 頻率使用權有關。因此，2020 年屬於頻譜投資的特殊年度，不宜直接與後續一般年度的自由現金流量比較。

受 5G 頻譜支出影響，中華電信 2020 年自由現金流量僅 33.40 億元；台灣大哥大則為負 91.99 億元。此一結果並非代表兩家公司本業現金創造能力突然惡化，而是因當年度支付大額且非經常性的無形資產投資。

排除 2020 年後，中華電信於 2021 年至 2025 年間之自由現金流量介於 392.69 億元至 502.55 億元，並於 2024 年達期間高點。公司近年營業現金流量大致穩定，而資本支出逐步下降，使自由現金流量呈現改善。

台灣大哥大於 2021 年至 2025 年間之自由現金流量則由 194.67 億元逐步增加至 265.96 億元。2024 年及 2025 年自由現金流量明顯提高，顯示營業活動現金流量成長幅度高於資本支出增加幅度。

兩家公司各年度之營業現金流量股利保障倍數均高於 1，表示其營業活動產生之現金，在未扣除資本支出前，均足以支付當年度現金股利。中華電信的股利保障倍數由 2020 年的 2.22 倍逐步下降至 2025 年的 1.94 倍，主要因現金股利支出增加，而營業活動現金流量未呈現相同比例成長。

台灣大哥大的股利保障倍數於 2020 年至 2023 年間由 2.27 倍下降至 2.08 倍，2024 年及 2025 年則回升至 2.40 倍及 2.43 倍。此結果表示，其近兩年營業活動現金流量增加速度高於現金股利支出增加速度。就營業現金流量對股利的保障程度而言，台灣大哥大近兩年並不低於中華電信。

因此，原先僅依流動比率及負債比率推論中華電信股利支付能力必然優於台灣大哥大的說法，應予修正。較適當的結論是：中華電信在流動性、現金部位及

資本結構方面具有較高的財務安全性；台灣大哥大雖具有較高財務槓桿，但近兩年的營業現金流量股利保障倍數較高，顯示其股利支付亦具有相當程度的本業現金支持。

進一步將自由現金流量扣除現金股利後，中華電信於 2021 年至 2025 年間之剩餘現金分別約為 49.69 億元、57.24 億元、60.14 億元、124.46 億元及 97.23 億元；台灣大哥大同期則分別約為 65.98 億元、60.21 億元、62.63 億元、94.62 億元及 111.38 億元。除受到 5G 頻譜支出影響的 2020 年外，兩家公司於 2021 年至 2025 年間，均能以營業活動現金流量同時支應資本支出與現金股利，且仍保有正數剩餘現金。

## 五、財務績效綜合評估

表 4-9 兩家公司財務績效綜合比較

| 分析面向    | 中華電信                | 台灣大哥大                   |
|---------|---------------------|-------------------------|
| 營收成長    | 成長較緩，但波動較低          | 成長動能較多元，但受整併及非電信業務影響    |
| 利益率     | 相對較高且穩定             | 相對較低，受業務組合影響            |
| ROA     | 較高且穩定               | 整併後受資產擴大影響              |
| ROE     | 較低但穩定               | 較高，但部分來自財務槓桿            |
| 資產週轉率   | 較低                  | 較高，但受零售與電商收入影響          |
| 流動與速動比率 | 長期優於台灣大哥大           | 長期低於 1 或 100%，較依賴營業現金流量 |
| 現金比率    | 相對較高                | 相對較低且近年下降               |
| 負債比率    | 約四分之一，結構保守          | 約六成，槓桿較高                |
| 利息保障能力  | 非常充足                | 尚屬充足，但近年下降              |
| 自由現金流量  | 絕對金額較高且近年穩定         | 近兩年成長較快                 |
| 股利保障倍數  | 近年約 2 倍，略呈下降        | 近兩年回升並高於中華電信            |
| 主要財務優勢  | 高利益率、低槓桿、流動性及償債能力穩定 | 高週轉率、高 ROE 及整併後現金流成長潛力  |

| 分析面向   | 中華電信            | 台灣大哥大                |
|--------|-----------------|----------------------|
| 主要觀察風險 | 成熟市場成長有限及資本支出需求 | 整併效益、利息負擔、短期流動性及資金調度 |

資料來源：本研究整理。

綜合而言，中華電信在獲利穩定性、資產報酬率、流動性、負債結構及利息支付能力方面較具優勢。其 ROE 雖低於台灣大哥大，但主要原因在於財務槓桿較低，而非本業獲利能力不足。

台灣大哥大的優勢則在於資產週轉率、ROE 及整併後的成長潛力。其較高 ROE 有相當部分來自較高負債與權益乘數，且其流動比率、速動比率、現金比率與利息保障倍數均低於中華電信。然而，2024 年至 2025 年營業活動現金流量、自由現金流量與股利保障倍數已明顯改善，顯示整併後的現金創造能力具有正向變化。

因此，若以財務安全性與獲利穩定性為主要判斷標準，中華電信表現較佳；若著重整併綜效、多角化與成長潛力，台灣大哥大則具有較高的上升空間，但亦須承擔較高的財務與執行風險。

本章比較中華電信與台灣大哥大於 2020 年至 2025 年間之財務績效。分析結果顯示，中華電信之資產與獲利呈現穩定成長，利益率、ROA、流動比率、速動比率、現金比率及利息保障倍數均相對較佳，負債比率則明顯較低，整體財務結構較為保守。

台灣大哥大之資產規模及股東權益於 2023 年整併後明顯增加，其 ROE 與總資產週轉率較高，但部分來自較高財務槓桿及非電信業務收入。2024 年至 2025 年其營業活動現金流量、自由現金流量與股利保障倍數已呈改善，未來是否能持續提升營業利益與 ROA，將是判斷整併綜效是否實現的關鍵。

整體而言，中華電信較符合重視財務穩健、現金股利及中長期持有之投資人；台灣大哥大則具有較高成長與整併潛力，但財務風險及績效不確定性亦相對較高。下一章將進一步分析兩家公司之 ESG 表現與重大風險，並評估非財務因素對成本、現金流量及企業價值之可能影響。

## 第五章 ESG 表現與重大風險分析

傳統財務報表主要反映企業過去之資產、負債、收入、成本及現金流量，但氣候變遷、能源轉型、資通安全、人才發展及公司治理等 ESG 議題，可能進一步影響企業未來的營運成本、資本支出、法令遵循、客戶信任與企業價值。因此，僅依歷史財務數據評估電信公司，可能無法完整掌握其長期經營風險。

本章依據第三章所建立之 ESG 重大性分析方法，以中華電信與台灣大哥大 2024 年度永續報告書、公司治理與風險管理資訊為主要資料來源，分析兩家公司之環境、社會及公司治理表現。為提高可比性，本章不以永續活動數量或獲獎紀錄判定公司優劣，而是選擇與電信業核心營運及財務結果具有直接關聯的重大議題，並進一步建立 ESG 風險矩陣。

### 第一節 ESG 重大性與比較架構

#### 一、 ESG 分析目的

本研究進行 ESG 分析的主要目的如下：

辨認可能影響兩家公司營業收入、營運成本、資本支出與現金流量之重大 ESG 議題。

比較兩家公司在氣候變遷、能源管理、數位包容、資通安全、人才管理及公司治理方面之制度與實際績效。

分析 ESG 風險可能透過何種管道影響企業獲利與合理價值。

建立保守、基準及樂觀估值情境時，提供非財務風險調整之依據。

本研究所稱 ESG 重大議題，是指該議題若未受到妥善管理，可能對企業營運、財務狀況、聲譽或利害關係人產生顯著影響者，而不以公司揭露篇幅或公益活動數量作為唯一判斷標準。

二、 比較年度與資料口徑

為避免不同年度及揭露邊界造成比較偏誤，本章原則上以 2024 年度資料進行比較。中華電信與台灣大哥大均已公布 2024 年度永續報告與相關 ESG 資訊，並揭露氣候、能源、資通安全、人才及治理制度，可作為本章分析基礎。

但兩家公司在部分 ESG 指標的計算範圍、合併個體及基準年度上仍可能不同。例如，溫室氣體排放量可能受到組織邊界、子公司納入範圍及再生能源憑證處理方式影響。因此，本研究僅在指標定義與範圍大致一致時比較數值；若口徑不同，則以政策、目標、改善趨勢及風險管理機制進行質性比較。

三、 ESG 比較面向

表 5-1 ESG 重大性比較架構

| 面向    | 主要分析議題                         | 可能財務影響                 |
|-------|--------------------------------|------------------------|
| 環境    | 能源使用、溫室氣體排放、再生能源、資料中心效率、氣候韌性   | 電費、碳費、資本支出、維修費用、營運中斷   |
| 社會    | 數位包容、服務品質、個資保護、員工安全、人才培育與留任    | 客戶流失、賠償及裁罰、人事成本、服務收入   |
| 公司治理  | 董事會監督、風險管理、誠信經營、供應鏈管理、ESG 績效連結 | 法遵成本、資金成本、投資效率、聲譽及市場評價 |
| 跨面向風險 | 資通安全、關鍵基礎設施、供應鏈及新興科技治理         | 系統中斷、資料外洩、客戶補償、營運及法律損失 |

資料來源：本研究整理。

中華電信與台灣大哥大均已將重大性分析與企業風險管理相互連結。台灣大哥大 2024 年辨認 19 項風險，並選出 6 項主要重大議題；中華電信則將氣候相關風險納入企業整體風險評估與董事會監督。

## 第二節 環境績效與氣候風險分析

### 一、 電信業的環境風險特性

電信業雖不像鋼鐵、水泥或石化業具有大量製程直接排放，但基地臺、固定網路、交換設備、雲端運算及資料中心均須持續使用電力。隨著 5G、人工智慧與資料中心需求成長，企業用電量可能增加，使電價、再生能源取得與碳排放管理逐漸成為重要財務議題。

環境風險對電信公司的主要財務影響包括：

- (一) 電價上升增加營業成本。
- (二) 碳費或碳定價制度增加直接或間接成本。
- (三) 購買再生能源、憑證及節能設備增加短期支出。
- (四) 資料中心、基地臺與機房節能改造增加資本支出。
- (五) 颱風、豪雨、淹水、高溫與停電可能造成網路中斷及設備損壞。
- (六) 客戶對低碳雲端、綠色資料中心及節能服務的需求，也可能形成新的收入機會。

### 二、 中華電信環境績效<sup>1</sup>

中華電信設定 2030 年範疇一及範疇二排放量較 2020 年減少 50%、範疇三較 2021 年減少 25%，並以 2045 年達成淨零排放為長期目標。2024 年範疇一及範疇二排放量為 62.53 萬公噸二氧化碳當量，較 2020 年減少 20.88%；範疇三排放量為 176.50 萬公噸，較 2021 年減少 7.75%。

在再生能源方面，中華電信 2024 年採購及自行產生之再生能源合計為 7,260.4 萬度；其中資料中心實際使用再生能源約 6,772 萬度，約占資料中心總用電量 35%。公司設定 2030 年資料中心全面使用再生能源，並於 2040 年達成所有營運據點 100%使用再生能源。

中華電信 2024 年資料中心平均電力使用效率指標(Power Usage Effectiveness, PUE) 為 1.61，並以 2030 年降至 1.5 以下為目標。PUE 愈接近 1，表示非資訊設

<sup>1</sup> 資料來源：中華電信《2024 年度永續報告書》及中華電信 ESG 專區。

備所消耗之冷卻與輔助能源相對較少。公司透過改善資料中心能源效率，可降低電費與碳排放，亦有助於提高雲端與 IDC 服務之成本競爭力。

中華電信已辨認七項中高度氣候風險及兩項氣候機會，並由風險管理機制按季追蹤執行情況，再定期向 ESG 委員會及董事會報告。此一制度顯示公司已將氣候風險納入企業整體風險管理，而非僅將減碳視為公益或形象活動。

三、台灣大哥大環境績效<sup>2</sup>

台灣大哥大設定 2050 年達成淨零排放，並透過節能設備、再生能源、綠色資料中心及氣候治理管理排放風險。公司 2024 年採購或自行產生之再生能源約 7.86 萬 MWh，相當於約 7,859 萬度；資料中心再生能源使用比例則已達 100%，高於原先設定的 35%目標。

台灣大哥大資料中心平均 PUE 由 2021 年的 1.67 改善至 2024 年的 1.63。雖然改善幅度有限，但在資料中心用電量持續增加的情況下，維持或降低該指標仍有助於控制能源成本。公司亦揭露 2024 年總能源成本約 25.10 億元，顯示能源使用已是具有實質財務影響的營運項目。

台灣大哥大 2024 年資料中心提前達成 100%使用再生能源，顯示其在資料中心能源轉型方面進度較快。然而，公司 2024 年電力使用量與總能源成本均較前期增加，部分原因可能來自合併台灣之星後的網路與營運範圍擴大。因此，其環境績效不能只觀察再生能源比例，亦須檢視總用電量、單位營收排放量、整併後基地臺整合及節能綜效是否持續改善。

四、兩家公司環境績效比較

表 5-2 2024 年環境績效比較

| 比較項目        | 中華電信       | 台灣大哥大      | 分析                 |
|-------------|------------|------------|--------------------|
| 長期淨零目標      | 2045 年     | 2050 年     | 中華電信目標年度較早         |
| 再生能源採購或自發自用 | 約 7,260 萬度 | 約 7,859 萬度 | 數值接近，但組織範圍與計算口徑須注意 |

<sup>2</sup> 資料來源：台灣大哥大《2024 年度永續報告書》及台灣大哥大 ESG 專區。

| 比較項目       | 中華電信              | 台灣大哥大               | 分析              |
|------------|-------------------|---------------------|-----------------|
| 資料中心再生能源比例 | 約 35%             | 100%                | 台灣大哥大資料中心轉型進度較快 |
| 資料中心平均 PUE | 1.61              | 1.63                | 中華電信略低，但差異不大    |
| 氣候治理       | 氣候風險納入企業風險並按季追蹤   | 氣候議題納入風險及 ESG 治理機制  | 兩家公司皆具正式治理架構    |
| 主要風險       | 大規模網路及資料中心用電、極端氣候 | 整併後能源使用增加、資料中心與網路用電 | 均須持續投入節能與韌性建設   |

資料來源：本研究依兩家公司 2024 年度永續報告書及 ESG 公開資訊整理。

綜合而言，中華電信在排放減量目標、範疇一至三排放資訊及氣候風險制度方面揭露較完整，並設定較早的淨零時程；台灣大哥大則在資料中心 100%使用再生能源方面進展較快。兩家公司均具一定環境管理能力，但未來最大的共同挑戰仍是 5G、人工智慧、雲端與資料中心成長所帶來的用電增加。

### 第三節 社會責任、數位包容與人力資本分析

#### 一、數位包容與普及服務

電信服務具有公共基礎建設特性，偏鄉、離島、弱勢及高齡族群能否獲得穩定且可負擔的通信服務，是電信業重要的社會責任。數位包容除了具有社會價值，也可能擴大潛在客戶、提升品牌信任並降低政策與監理風險。

中華電信擁有遍及全台的固定與行動網路，並透過偏鄉寬頻、數位教育及社區服務等計畫縮小數位落差。其「點台灣」及社區網路課輔等計畫，結合大學與社區資源，將數位設備與教育服務導入偏鄉。

台灣大哥大亦將偏鄉行動網路覆蓋與科技公益納入社會面向。公司揭露 2023 年偏鄉 4G 及 5G 人口涵蓋率分別達 97.92%與 95.47%，顯示其已將網路普及列為重要營運與社會議題。

中華電信的優勢在於完整固網與普及服務基礎；台灣大哥大則可結合行動服務、數位內容及科技平台推動數位包容。兩家公司均可藉由數位包容計畫提升品牌、強化主管機關與社會信任，但亦須避免將公益活動與核心服務品質混為一談。

## 二、客戶權益、個資與資通安全

電信公司持有大量個人身分、通信、位置、帳務及支付資料。若發生駭客攻擊、系統中斷或個資外洩，可能造成客戶損失、主管機關裁罰、訴訟賠償、服務退費及品牌傷害。因此，個資保護與資通安全同時具有社會及財務重大性。

中華電信依據國際資安架構建立資通安全及隱私風險管理制度，並設置資安專責單位與安全監控中心。2024 年公司辦理 188 場資安與隱私教育訓練，參與人次 47,925 人，並揭露 2022 年至 2024 年重大資安事件、因資安事件造成之客戶資料損失及受影響客戶或員工人數均為零。

台灣大哥大設置資通安全與個資保護委員會，並將員工及第三方承攬人員年度資安與隱私訓練完成率設定為 100%。公司亦將個資與資安績效納入高階主管變動薪酬指標，2024 年相關 ESG 績效占高階主管變動薪酬 30%。

兩家公司均具備正式的資安治理與訓練制度。中華電信在關鍵通信基礎設施規模與涵蓋範圍上較大，潛在系統性影響亦較高；台灣大哥大則因電信、電商、支付與數位服務相互連結，資料使用情境較為多元。故兩家公司均應將資通安全視為高可能性、高影響程度之重大風險，而不能因過去年度未發生重大事件即降低警戒。

## 三、人才培育與員工留任

5G、雲端、人工智慧、資安及資料中心服務需要大量跨領域技術人才。若企業無法招募或留任關鍵人才，可能延誤產品開發、增加人事成本，並降低企業數位轉型與新業務成長能力。

中華電信已建立職業安全衛生與人才訓練制度，旗下 27 個機構於 2024 年均完成 ISO 45001 職業安全衛生管理系統導入及驗證。

台灣大哥大 2024 年員工平均訓練時數約 65.9 小時，員工敬業度為 84%；其人才發展與留任相關績效亦與高階主管變動薪酬連結。

就人才管理而言，中華電信的優勢在於大規模技術人才與制度化訓練基礎；台灣大哥大則較強調跨業、數位與創新人才。兩家公司未來均面臨資安、人工智慧、雲端及資料分析人才競爭，人才成本上升可能壓縮營業利益，但成功培育人才亦能支持高附加價值業務成長。

四、社會面向綜合比較

表 5-3 社會面向比較

| 分析議題 | 中華電信              | 台灣大哥大            | 綜合判斷          |
|------|-------------------|------------------|---------------|
| 數位包容 | 固網、行動與偏鄉普及服務基礎完整  | 偏鄉行動網路及科技公益      | 中華電信基礎建設優勢較明顯 |
| 客戶個資 | 大規模客戶及關鍵基礎設施，制度完整 | 電信、電商與數位服務資料情境多元 | 兩者均屬高度重大風險    |
| 資安訓練 | 具大規模訓練與專業制度       | 全員與承攬人訓練，並連結主管薪酬 | 制度均完整，管理重點不同  |
| 人才培育 | 技術人才規模與制度化培訓      | 跨業及數位創新人才發展      | 均面臨關鍵人才競爭     |
| 職場安全 | 全部機構導入 ISO 45001  | 建立危害辨識與風險改善制度    | 中華電信揭露範圍較明確   |

資料來源：本研究依兩家公司 2024 年度永續報告書及 ESG 公開資訊整理。

第四節 公司治理、資通安全與風險管理分析

一、董事會 ESG 監督

中華電信於董事會下設永續發展與策略委員會，委員中獨立董事超過半數；管理階層另設永續發展推動委員會，由董事長擔任主任委員，並由高階主管擔任永續長。2024 年董事會及相關功能性委員會定期審議永續績效、溫室氣體盤查與重大 ESG 事項。

台灣大哥大則設有董事會層級 ESG 指導委員會，並透過風險管理委員會、資通安全與個資保護委員會及各工作小組執行 ESG 及風險管理。風險管理委員會至少每半年召開一次會議，並至少每年向董事會報告風險管理情況。

兩家公司均已建立董事會層級的 ESG 監督機制。中華電信的制度較偏向將永續發展與企業策略整合；台灣大哥大則以多個功能性委員會分工管理風險與 ESG 議題。

## 二、企業風險管理

中華電信於董事會下設風險管理委員會，並由管理階層風險管理機制辨認市場、技術、法規、氣候及營運風險。2024 年共召開四次管理階層風險會議及四次董事會功能性委員會風險會議。

台灣大哥大以三道防線架構進行風險管理，由各營運單位負責第一線管理，風險管理與各功能性委員會負責第二線監督，內部稽核則構成第三道防線。公司依風險發生可能性與影響程度排序，並針對重大風險設定風險容忍指標。

就制度而言，兩家公司均已具備完整的風險辨認、監督與董事會報告流程。然而，制度存在並不代表風險已完全消除，仍須檢視重大風險是否具備量化指標、預警門檻及實際改善結果。

## 三、誠信經營與供應鏈治理

電信公司採購項目包括基地臺、網路設備、資訊系統、終端設備、工程服務與能源，供應鏈涵蓋範圍廣泛。若供應商發生勞動、人權、環境、資安或貪腐事件，可能造成交貨中斷、法律責任及聲譽損失。

中華電信 2024 年採購金額約 800 億元，供應商超過 1,000 家，並以供應商 ESG 評估制度推動永續供應鏈管理。

台灣大哥大 2024 年對 402 家供應商進行 ESG 風險評估，未辨認出環境、社會或治理面向之高風險供應商；公司並持續依 ISO 20400 永續採購架構擴大供應商評估與訓練。

中華電信供應鏈規模較大，潛在曝險範圍亦較廣；台灣大哥大則因電商、內容與數位服務業務較多，供應商類型較為多元。兩家公司均須特別關注供應商資安、設備來源、勞動條件及氣候風險。

#### 四、薪酬與 ESG 績效連結

將 ESG 目標納入高階主管薪酬，有助於降低永續政策與實際經營脫節的風險。台灣大哥大已將氣候、人才、個資與資通安全等 ESG 指標納入高階主管變動薪酬，2024 年部分重大 ESG 績效權重為 30%，並規劃持續強化績效連結。

中華電信則透過永續發展與策略委員會、董事會績效監督及各項 ESG 目標追蹤推動永續策略。若要比較兩家公司薪酬連結強度，仍應進一步取得中華電信高階主管薪酬中 ESG 指標的具體權重，避免僅依是否設有制度作出結論。

#### 五、治理面向綜合判斷

中華電信與台灣大哥大均建立董事會監督、風險管理、資安治理及永續供應鏈制度，整體治理架構成熟。中華電信的主要治理挑戰，在於大規模關鍵基礎設施、廣泛供應鏈及公眾高度期待；台灣大哥大的主要治理挑戰，則來自多角化業務、企業整併、電商與數位服務資料治理，以及不同事業單位間的風險整合。

### 第五節 ESG 重大風險矩陣與財務影響

#### 一、風險評分原則

本研究依第三章所建立之評分方式，以「發生可能性」乘以「財務影響程度」計算 ESG 風險分數：

$$ESG \text{ 風險分數} = \text{發生可能性} \times \text{財務影響程度}$$

發生可能性及財務影響程度均採 1 至 5 分評估，最高分為 25 分。評分係依兩家公司公開資訊、產業特性及本研究之判斷形成，目的在於比較風險優先順序，而非估計精確的損失機率。

## 二、 ESG 重大風險矩陣

表 5-4 兩家公司 ESG 重大風險評估

| 公司別           | 中華電信 |    |    | 台灣大哥大 |    |    |
|---------------|------|----|----|-------|----|----|
| 重大風險          | 可能性  | 影響 | 分數 | 可能性   | 影響 | 分數 |
| 能源價格、碳費與排放成本  | 4    | 4  | 16 | 4     | 4  | 16 |
| 極端氣候與網路中斷     | 3    | 5  | 15 | 3     | 5  | 15 |
| 資通安全與個資外洩     | 4    | 5  | 20 | 4     | 5  | 20 |
| 關鍵科技人才不足      | 3    | 3  | 9  | 3     | 4  | 12 |
| 供應鏈 ESG 與資安風險 | 3    | 4  | 12 | 3     | 4  | 12 |
| 多角化、整併與治理複雜性  | 2    | 3  | 6  | 4     | 4  | 16 |
| 數位落差與服務品質     | 3    | 3  | 9  | 3     | 3  | 9  |

資料來源：本研究依兩家公司公開 ESG 資訊及電信產業特性評估。

資通安全與個資外洩均為兩家公司最高程度的風險。即使兩家公司已建立完整制度，網路攻擊技術持續演進，且電信業涉及關鍵基礎設施與大量個資，一旦發生重大事件，影響可能同時擴及客戶、政府、企業與資本市場。

能源價格、碳費及排放成本亦屬高度風險。未來 5G、人工智慧及資料中心業務若持續成長，可能推升總用電量；即使再生能源比例提高，仍可能受到綠電價格、電網供應及長期購電合約成本影響。

台灣大哥大在多角化、整併與治理複雜性方面的分數較高，主要原因不是其治理制度較差，而是合併台灣之星後，業務、系統、網路與人員整合增加執行風險；同時，電信、電商、數位內容及金融科技等業務也提高資料治理與內部協調的複雜度。

### 三、ESG 風險之財務傳導管道

表 5-5 ESG 風險與財務報表之連結

| ESG 風險 | 損益表<br>影響      | 資產負債表<br>影響    | 現金流量<br>影響  | 企業價值<br>影響       |
|--------|----------------|----------------|-------------|------------------|
| 能源與碳成本 | 電費、碳費及維修成本增加   | 節能設備及再生能源投資增加  | 營運及投資現金流出增加 | 利潤率及自由現金流量下降     |
| 極端氣候   | 維修費、補償及收入損失    | 設備減損與韌性資產增加    | 緊急修復與備援投資支出 | 營運風險溢酬上升         |
| 資安與個資  | 裁罰、賠償、服務退費及顧問費 | 資安軟硬體與保險增加     | 應變與改善支出增加   | 品牌受損、客戶流失、資金成本上升 |
| 人才不足   | 薪資、招募及訓練成本增加   | 人力資本及系統投資增加    | 人事現金流出增加    | 成長率與創新能力下降       |
| 供應鏈風險  | 採購成本與延遲損失增加    | 存貨、安全庫存或替代設備增加 | 採購與預付款增加    | 營運不確定性提高         |
| 治理與整併  | 重整、法律與顧問費增加    | 商譽減損或負債增加      | 整合與重整現金支出   | 綜效不如預期、評價倍數下降    |

資料來源：本研究整理。

### 四、ESG 風險對估值之影響

ESG 風險將於第六章企業價值評估中透過下列方式反映：

- (一) 能源成本、碳費與資安支出可能降低預估 EPS 及股利成長率。
- (二) 重大氣候、資安或治理風險可能提高股權資金成本。
- (三) ESG 管理較佳且現金流量穩定者，可給予較接近歷史中位數或較高區間的合理本益比。
- (四) 若公司面臨重大整併、法遵或資安不確定性，應採較保守的盈餘成長率及較低的評價倍數。
- (五) 再生能源、綠色資料中心、資安及企業低碳解決方案若能形成新收入，則可能提高長期成長率。

因此，本研究不將 ESG 獲獎紀錄直接轉換為股價溢價，而是透過預估盈餘、現金流量、成長率、風險溢酬與合理本益比等估值參數，反映 ESG 議題的財務效果。

## 五、ESG 綜合評估

表 5-6 兩家公司 ESG 綜合比較

| 比較面向      | 中華電信                 | 台灣大哥大                        |
|-----------|----------------------|------------------------------|
| 氣候與減碳     | 排放及減量資訊完整，2045 年淨零目標 | 資料中心提前達成 100%再生能源，2050 年淨零目標 |
| 能源效率      | 資料中心 PUE 略低，整體據點規模大  | 資料中心 PUE 接近中華電信，綠電使用進度快      |
| 數位包容      | 固網、行動及普及服務基礎完整       | 偏鄉行動覆蓋及科技公益具特色               |
| 資通安全      | 關鍵基礎設施規模大，制度與人才完整    | 資安及個資納入委員會與高階主管薪酬            |
| 人才管理      | 技術人才規模與職安制度完整        | 跨業人才與員工敬業度表現佳                |
| 公司治理      | 董事會永續與風險功能性委員會完整     | ESG、風險與資安委員會分工明確             |
| 主要 ESG 優勢 | 穩健制度、完整網路、排放及風險揭露    | 綠色資料中心、績效連結及創新生態系            |
| 主要 ESG 風險 | 高用電、關鍵基礎設施及供應鏈規模     | 整併、多角化、能源使用及資料治理複雜性          |

資料來源：本研究整理。

綜合而言，中華電信在氣候風險制度、排放揭露、關鍵基礎設施管理及數位普及服務方面具有較完整的規模與制度優勢；台灣大哥大則在資料中心再生能源、ESG 績效與高階主管薪酬連結及跨業創新方面表現較積極。

兩家公司均具備成熟的 ESG 治理制度，並無足夠證據僅依單一 ESG 指標判定其中一家公司全面優於另一家公司。中華電信較符合穩健、低風險及長期基礎設施型企業特性；台灣大哥大則具有較強的創新與轉型潛力，但也承擔較高的整併及多角化治理風險。

本章比較兩家公司之 ESG 績效與重大風險。中華電信具較早的淨零時程、完整排放揭露、普及服務與技術人才規模優勢；台灣大哥大則在資料中心 100% 使用再生能源、跨業數位服務及 ESG 績效連結方面較具特色。

治理方面，兩家公司均建立董事會層級的 ESG 與風險管理機制。中華電信主要風險來自關鍵基礎設施、能源使用及廣泛供應鏈；台灣大哥大則面臨企業整併、多角化及資料治理複雜性。

風險矩陣顯示，資通安全與個資外洩、能源與碳成本及極端氣候造成的網路中斷，是兩家公司最重要的共同風險。下一章將透過盈餘成長率、合理本益比、股利成長率與股權資金成本等參數，將上述風險納入中華電信合理價值評估。



## 第六章 企業價值與投資評估

本章依據前述產業環境、財務績效、現金流量與 ESG 重大風險分析，評估中華電信之合理價值。研究首先整理 2025 年實際營運成果、2026 年公司財務預測及目前已公布之營運績效，再分別採用本益比法與股利折現法估計股票價值，並透過保守、基準及樂觀情境，以及敏感度分析，檢視不同假設下的估值變化。

本研究所估計之合理價值，是在特定盈餘、股利、成長率及必要報酬率假設下形成的分析結果，並非對未來股價之保證。市場價格仍可能受到利率、資金流向、整體股市、政策、突發事件及投資人風險偏好影響。因此，本章著重於判斷目前市價與企業基本價值之相對關係，而非預測特定日期的精確收盤價格。

### 第一節 估值基礎與 2026 年營運預估

#### 一、估值基準日與市場價格<sup>3</sup>

本研究以 2026 年 6 月 2 日為估值基準日，並以每股 142 元作為估值比較基礎。中華電信 2025 年度盈餘分配案經股東常會通過，每股配發現金股利 5.20 元，除息交易日為 2026 年 7 月 9 日。以 141.00 元計算，現金股利殖利率約為 3.69%。

由於估值基準日位於除息日前，本研究在估算持有期間預期總報酬時，將 2026 年即將配發的 5.20 元現金股利納入考量；但在股利折現模型中，則使用依據 2026 年度盈餘所預估、預計於 2027 年支付之股利，避免重複計算同一筆股利。

#### 二、歷年每股盈餘與現金股利

表 6-1 中華電信每股盈餘與現金股利

| 年度     | 每股盈餘 | 每股現金股利 | 股利支付率  |
|--------|------|--------|--------|
| 2021 年 | 4.61 | 4.61   | 100.0% |

<sup>3</sup> 資料來源：臺灣證券交易所個股日成交資訊；中華電信「盈餘分配及減資」專區。

| 年度     | 每股盈餘 | 每股現金股利 | 股利支付率  |
|--------|------|--------|--------|
| 2022 年 | 4.70 | 4.70   | 100.0% |
| 2023 年 | 4.76 | 4.76   | 100.0% |
| 2024 年 | 4.80 | 5.00   | 104.2% |
| 2025 年 | 4.99 | 5.20   | 104.2% |

註：股利支付率＝每股現金股利÷每股盈餘。資料來源：中華電信 2025 年第 4 季法人說明會資料。

中華電信每股盈餘由 2021 年的 4.61 元逐步增加至 2025 年的 4.99 元，五年間未出現年度衰退。每股現金股利亦由 4.61 元增加至 5.20 元，反映公司具有穩定回饋股東之政策。

然而，2024 年與 2025 年的股利支付率均超過 100%，表示公司配發的現金股利略高於當年度 EPS。此一政策可由公司穩定的營業現金流量、自由現金流量及較低負債比率支應，但若未來資本支出增加或營業現金流量下降，長期維持超過 100% 的股利支付率仍須審慎觀察。

### 三、2026 年公司財務預測

表 6-2 中華電信 2026 年度財務預測

| 項目        | 2025 年實際數  | 2026 年公司預測         | 預測年增率       |
|-----------|------------|--------------------|-------------|
| 營業收入      | 2,361.1 億元 | 2,419.9～2,436.8 億元 | 2.5%～3.2%   |
| 營業淨利      | 485.5 億元   | 481.4～496.6 億元     | －0.8%～2.3%  |
| 稅前淨利      | 502.6 億元   | 487.1～502.3 億元     | －3.1%～－0.1% |
| 歸屬母公司業主淨利 | 386.9 億元   | 373.9～389.4 億元     | －3.4%～0.6%  |
| 每股盈餘      | 4.99 元     | 4.82～5.02 元        | －3.4%～0.6%  |
| 資本支出      | 278.4 億元   | 319.1 億元           | 14.6%       |

資料來源：中華電信「2026 年度合併財務預測」，2026 年 1 月 23 日。

公司預估 2026 年營業收入將成長 2.5% 至 3.2%，主要來自行動通信、寬頻、數據網路、IDC、雲端、資安、AI 及數位韌性相關業務。然而，營業成本及費用

預估增加 3.5%至 3.7%，高於營收成長率，原因包括人才福利、網路演進、資安韌性及新事業布局支出。因此，2026 年 EPS 預測區間僅為 4.82 元至 5.02 元，顯示收入雖持續成長，但成本及投資增加可能限制短期盈餘成長。

2026 年不動產、廠房及設備與無形資產之預估資本支出為 319.1 億元，較 2025 年增加 14.6%，主要用於海纜、多軌衛星、AIDC、行動與固網寬頻、機房電力空調及資安韌性等建設。較高資本支出有助於維持中長期競爭力，但短期內可能降低自由現金流量。

#### 四、2026 年最新營運表現<sup>4</sup>

中華電信 2026 年第一季合併營收為 599.9 億元，歸屬母公司業主淨利為 101.1 億元，每股盈餘為 1.30 元，主要財務指標均高於單季財測高標。累計至 2026 年 5 月，公司營業收入為 1,000.1 億元，歸屬母公司業主淨利為 172.0 億元，累計 EPS 為 2.22 元，且主要指標仍高於年度財測進度。

2026 年前五個月表現優於原定財測，顯示行動通信、寬頻、IDC、雲端、資安及資通訊專案仍具有成長動能。不過，資通訊專案及設備銷售通常具有較高成本，營收快速成長未必能以相同比例轉化為淨利。因此，本研究不直接依前五個月 EPS 進行簡單年化，而仍以公司全年財測區間為主要估計基礎。

#### 五、2026 年估值情境假設

表 6-3 中華電信估值情境假設

| 估值參數          | 保守情境   | 基準情境   | 樂觀情境   |
|---------------|--------|--------|--------|
| 2026 年預估 EPS  | 4.82 元 | 5.02 元 | 5.12 元 |
| 合理本益比         | 25.0 倍 | 27.5 倍 | 29.5 倍 |
| 預估 2027 年支付股利 | 4.90 元 | 5.00 元 | 5.20 元 |
| 股權資金成本        | 5.50%  | 5.20%  | 5.00%  |
| 長期股利成長率       | 1.00%  | 1.50%  | 1.80%  |

資料來源：本研究依公司財測、歷史股利、同業評價及風險情境設定。

<sup>4</sup> 資料來源：中華電信 2026 年第一季營運成果及 2026 年 5 月份自結營運結果。

保守情境採公司 EPS 財測低標 4.82 元；基準情境採財測高標 5.02 元，主要考量 2026 年前五個月營運表現高於財測進度；樂觀情境則假設全年 EPS 較財測高標增加約 2%，達 5.12 元。樂觀情境為本研究假設，並非公司正式財務預測。

## 第二節 本益比法估值

### 一、本益比選取基礎

$$\text{合理價值} = 2026 \text{ 年預估 EPS} \times \text{合理本益比}$$

以 2026 年 7 月初市場資料觀察，中華電信本益比約為 28 倍，台灣大哥大與遠傳電信則約落在 24 倍至 26 倍之間，中華電信之市場評價高於主要同業<sup>5</sup>。

中華電信獲得較高評價倍數，可能與下列因素有關：

- (一) 財務槓桿與負債比率較低。
- (二) 獲利、營業現金流量及股利相對穩定。
- (三) 固定通信、行動通信、寬頻與企業資通訊業務較為完整。
- (四) 具有關鍵通信基礎設施及大型企業與政府客戶基礎。
- (五) 資通安全、雲端、IDC、AI 及國際業務提供新的成長來源。

但較高本益比也表示市場已反映相當程度的穩定性溢價。若未來盈餘成長低於預期、利率上升或市場風險偏好下降，本益比可能向同業水準收斂。因此，本研究將同業平均附近的 25 倍設為保守情境，27.5 倍設為基準情境，29.5 倍則代表市場持續給予中華電信較高的穩定性與股利溢價。

### 二、本益比法估值結果

表 6-4 本益比法情境估值

| 情境   | 預估 EPS | 合理本益比  | 合理價值     |
|------|--------|--------|----------|
| 保守情境 | 4.82   | 25.0 倍 | 120.50 元 |
| 基準情境 | 5.02   | 27.5 倍 | 138.05 元 |

<sup>5</sup> 資料來源：臺灣證券交易所個股日本益比資料；本研究整理。

| 情境   | 預估 EPS | 合理本益比  | 合理價值     |
|------|--------|--------|----------|
| 樂觀情境 | 5.12   | 29.5 倍 | 151.04 元 |

資料來源：本研究計算。

保守情境合理價值為 120.50 元，表示若 2026 年 EPS 僅達財測低標，且市場將中華電信本益比調整至接近同業平均，股價可能面臨修正壓力。

基準情境合理價值為 138.05 元，略低於估值基準價格 141.00 元，顯示目前市價已大致反映公司財測高標及高於同業的評價倍數。

樂觀情境合理價值為 151.04 元。要達到此一價值，除全年 EPS 須高於公司財測高標外，市場亦須持續給予接近 30 倍的本益比，因此須同時滿足盈餘成長及市場評價維持兩項條件。

### 三、本益比法分析

本益比法結果顯示，中華電信目前股價並非建立在低估值基礎上。2026 年 7 月初的市場本益比約 28 倍，已高於台灣大哥大與遠傳電信。

因此，中華電信股價未來上漲空間主要取決於：

- (一) 一、2026 年 EPS 是否能持續高於公司財測。
- (二) 二、IDC、雲端、AI、資安及國際業務能否提高整體利益率。
- (三) 資本支出增加後，營業現金流量與自由現金流量是否仍能支應股利。
- (四) 市場是否繼續給予低風險、高股息及穩定獲利溢價。

若上述條件未能實現，即使公司基本面仍然穩健，股價亦可能因評價倍數下降而缺乏明顯上漲空間。

## 第三節 股利折現法估值

### 一、模型設定

考量中華電信具有穩定股利政策，本研究採固定成長股利折現模型估值：

$$P_{2026} = D_{2027} \div (k_e - g)$$

$P_{2026}$ ：2026 年底合理價值。

$D_{2027}$ ：預計於 2027 年支付之每股現金股利。

$k_e$ ：股東要求報酬率或股權資金成本。

$g$ ：長期股利成長率。

股權資金成本必須高於長期股利成長率，否則模型無法形成合理結果。

## 二、股利估計

中華電信 2025 年 EPS 為 4.99 元，2026 年配發現金股利 5.20 元，股利支付率為 104.2%。由於公司 2026 年 EPS 財測為 4.82 元至 5.02 元，若持續配發 5.20 元，股利支付率仍可能超過 100%。考量公司具有穩定現金流量，但 2026 年資本支出預估增加 14.6%，本研究不假設股利必然持續提高，而設定下列 2027 年支付股利：

(一) 保守情境：每股 4.90 元。

(二) 基準情境：每股 5.00 元。

(三) 樂觀情境：每股 5.20 元。

## 三、股權資金成本與長期成長率

以 141.00 元及每股現金股利 5.20 元計算，中華電信股利殖利率約為 3.69%。若再考量長期股利成長率約 1%至 2%，股東要求報酬率可合理設定於 5%左右。

本研究在保守情境採用 5.50%的股權資金成本與 1.00%的成長率；基準情境採用 5.20%的股權資金成本與 1.50%的成長率；樂觀情境採用 5.00%的股權資金成本與 1.80%的成長率。

ESG 與營運風險亦納入上述設定。若能源成本、資安支出、極端氣候或資本支出增加，股東要求報酬率可能提高；若公司成功發展 IDC、AI、雲端、資安及低碳解決方案，長期股利成長率則可能提高。

#### 四、股利折現法估值結果

表 6-5 股利折現法情境估值

| 情境   | 預估 2027 年股利 | 股權資金成本 | 長期成長率 | 合理價值     |
|------|-------------|--------|-------|----------|
| 保守情境 | 4.90 元      | 5.50%  | 1.00% | 108.89 元 |
| 基準情境 | 5.00 元      | 5.20%  | 1.50% | 135.14 元 |
| 樂觀情境 | 5.20 元      | 5.00%  | 1.80% | 162.50 元 |

資料來源：本研究計算。

保守情境合理價值為 108.89 元，反映股利降低、必要報酬率上升及長期成長較低的情況。

基準情境合理價值為 135.14 元，略低於目前市價，與本益比法基準估值 138.05 元相近，顯示兩種方法在基準假設下得到相對一致的結果。

樂觀情境合理價值為 162.50 元，但此結果對股權資金成本與長期成長率極為敏感。若股權資金成本僅提高 0.2 個百分點，或長期成長率下降，合理價值將明顯降低。因此，162.50 元不宜視為最可能結果，而應作為較樂觀條件下的估值上限參考。

#### 五、股利折現法之限制

- (一) 中華電信近兩年股利支付率超過 100%，不能假設股利永久高於 EPS。
- (二) 模型對股權資金成本與成長率的微小變動高度敏感。
- (三) 若公司未來提高資本支出或進行重大投資，股利政策可能調整。
- (四) 公司可能利用既有現金部位維持股利，使短期股利高於長期可持續水準。
- (五) 因此，股利折現結果應與盈餘、自由現金流量及本益比法相互驗證。

### 第四節 情境與敏感度分析

#### 一、兩種估值方法之整合

本研究將本益比法與股利折現法各給予 50% 的權重，計算各情境之綜合合理價值。

表 6-6 綜合情境估值

| 情境   | 本益比法   | 股利折現法  | 綜合合理價值 | 相對 141 元安全邊際 |
|------|--------|--------|--------|--------------|
| 保守情境 | 120.50 | 108.89 | 114.69 | -18.66%      |
| 基準情境 | 138.05 | 135.14 | 136.59 | -3.13%       |
| 樂觀情境 | 151.04 | 162.50 | 156.77 | 11.18%       |

註：綜合合理價值＝本益比法估值×50%＋股利折現法估值×50%；安全邊際＝（綜合合理價值－141 元）÷141 元。資料來源：本研究計算。

綜合估值區間為每股 114.69 元至 156.77 元，基準合理價值約為 136.59 元。估值基準價格 141.00 元高於基準估值約 3.13%，但仍低於樂觀情境估值。

此一結果表示，目前市價接近合理價值，尚未出現明顯低估。投資價值主要來自穩定股利，而非高度的價差安全邊際。

## 二、本益比敏感度分析

表 6-7 EPS 與本益比敏感度分析

| 預估 EPS\本益比 | 25.0 倍 | 27.5 倍 | 29.5 倍 |
|------------|--------|--------|--------|
| 4.82 元     | 120.50 | 132.55 | 142.19 |
| 4.92 元     | 123.00 | 135.30 | 145.14 |
| 5.02 元     | 125.50 | 138.05 | 148.09 |
| 5.12 元     | 128.00 | 140.80 | 151.04 |

資料來源：本研究計算。

表 6-7 顯示，即使 EPS 達 5.12 元，若市場本益比僅為 25 倍，合理價值仍只有 128.00 元。相反地，若 EPS 僅為 4.82 元，但市場維持 29.5 倍本益比，合理價值仍可達 142.19 元。

因此，中華電信股價短期變動不僅取決於盈餘，也高度受到市場願意給予多少評價倍數影響。當目前本益比已接近 28 倍時，本益比進一步擴張的空間可能低於盈餘成長帶來的影響。

### 三、股利折現敏感度分析

表 6-8 假設預計於 2027 年支付之股利為每股 5.00 元，分析不同股權資金成本與長期成長率下的合理價值。

**表 6-8 股權資金成本與股利成長率敏感度分析**

| 長期成長率\股權資金成本 | 5.00%  | 5.20%  | 5.50%  |
|--------------|--------|--------|--------|
| 1.00%        | 125.00 | 119.05 | 111.11 |
| 1.50%        | 142.86 | 135.14 | 125.00 |
| 2.00%        | 166.67 | 156.25 | 142.86 |

資料來源：本研究計算。

表 6-8 顯示，當股權資金成本為 5.20%、長期成長率為 1.50%時，合理價值為 135.14 元；若股權資金成本提高至 5.50%，合理價值將下降至 125.00 元；若股權資金成本降至 5.00%、成長率提高至 2.00%，合理價值則上升至 166.67 元。

因此，股利折現法的估值範圍較大，應以基準情境作為主要判斷，保守與樂觀結果則用於衡量可能的下檔及上檔風險。

### 四、預期總報酬率

由於估值基準日位於 2026 年除息日前，本研究將即將配發之 5.20 元股利納入預期總報酬：

$$\text{預期總報酬率} = (\text{綜合合理價值} - \text{目前市價} + \text{預期現金股利}) \div \text{目前市價}$$

**表 6-9 各情境預期總報酬率**

| 情境   | 綜合合理價值 | 股價變動   | 現金股利 | 預期總報酬率  |
|------|--------|--------|------|---------|
| 保守情境 | 114.69 | -26.31 | 5.20 | -14.97% |
| 基準情境 | 136.59 | -4.41  | 5.20 | 0.56%   |
| 樂觀情境 | 156.77 | 15.77  | 5.20 | 14.87%  |

資料來源：本研究計算。

基準情境的預期總報酬率約為 0.56%，表示即使納入 5.20 元現金股利，目前價格所提供的安全邊際仍有限。投資人若以 141 元購入，其合理報酬較依賴公司持續超越財測或市場維持較高本益比。

## 第五節 投資風險與綜合評估

### 一、主要投資優勢

#### (一) 營運與現金流量穩定

公司主要收入來自行動月租、固網寬頻、企業網路與長期資通訊服務，具有經常性與可預測性。第四章分析亦顯示，中華電信營業活動現金流量與自由現金流量相對穩定。

#### (二) 財務結構保守

中華電信負債比率約為四分之一，流動比率、速動比率、現金比率與利息保障倍數均明顯優於台灣大哥大，降低利率及再融資風險。

#### (三) 股利政策穩定

2021 年至 2025 年間，中華電信每股現金股利由 4.61 元增加至 5.20 元，且未出現下降，適合重視現金收入之投資人。

#### (四) 數位服務提供新成長來源

IDC、雲端、資安、AI、智慧聯網、國際海纜與衛星通信等業務，可降低公司對傳統語音及成熟行動市場的依賴。2026 年第一季及前五個月營收與 EPS 均高於財測進度，顯示新業務已開始提供成長動能。

#### (五) ESG 與關鍵基礎設施優勢

中華電信具有完整網路、資料中心、資安及數位韌性能力，並已將氣候、資安及永續議題納入公司治理與風險管理，有助於維持企業及政府客戶信任。

## 二、主要投資風險

### (一) 評價倍數偏高

中華電信目前本益比約 28 倍，高於台灣大哥大與遠傳電信。若市場風險偏好下降或利率上升，即使公司盈餘未衰退，本益比下降仍可能造成股價修正。

### (二) 盈餘成長幅度有限

公司 2026 年預估營收成長 2.5%至 3.2%，但 EPS 預測介於下降 3.4%至成長 0.6%，顯示成本與資本投資可能限制短期獲利成長。

### (三) 資本支出增加

2026 年資本支出預估增加至 319.1 億元，可能降低自由現金流量，並對維持高股利支付率形成壓力。

### (四) 股利支付率超過 100%

2025 年度盈餘所配發的每股股利為 5.20 元，高於 EPS 4.99 元。若未來盈餘及營業現金流量未持續成長，股利可能無法永久維持相同增長速度。

### (五) 能源、資安與極端氣候風險

資料中心、5G、AI 及網路韌性建設增加用電與設備支出；資安事件或極端氣候亦可能造成服務中斷、修復支出、客戶補償及聲譽損失。

### (六) 專案型收入之利益率波動

資通訊專案與設備銷售可推升營收，但相關業務成本亦較高，若專案組合改變，可能造成營收成長高於營業利益及淨利成長。

## 三、投資評估區間

表 6-10 中華電信價格區間與估值判斷

| 市價區間     | 估值判斷      | 主要意涵                   |
|----------|-----------|------------------------|
| 低於 120 元 | 估值相對具有吸引力 | 接近保守情境，本益比與股利殖利率較具安全邊際 |

| 市價區間         | 估值判斷    | 主要意涵                |
|--------------|---------|---------------------|
| 120 元至 135 元 | 合理偏低    | 接近同業倍數及股利折現保守至基準區間  |
| 135 元至 145 元 | 接近合理價值  | 股利仍具吸引力，但價差安全邊際有限   |
| 145 元至 157 元 | 合理偏高    | 須依賴財測超標及較高本益比       |
| 高於 157 元     | 已反映樂觀假設 | 盈餘、股利及評價倍數須同時維持樂觀狀況 |

資料來源：本研究依情境估值整理。

上述價格區間係依本研究情境估值整理，並非固定不變。若未來 EPS、股利、利率或市場本益比發生重大變化，合理價值區間亦須重新估計。

#### 四、綜合投資判斷

本研究估計中華電信之基準合理價值約為每股 136.59 元，完整情境區間約為 114.69 元至 156.77 元。2026 年 6 月 2 日估值基準價格 142 元位於基準估值之上，但仍在合理情境範圍內。

市價接近合理價值，主要投資價值來自穩定股利與低財務風險，而非明顯低估所帶來的高價差空間。

對重視穩定現金股利、較低財務風險及長期持有的投資人而言，中華電信仍具防禦型投資特性；但對要求較高資本利得或安全邊際的投資人而言，141 元附近的估值吸引力相對有限。

未來若股價回落至基準合理價值以下，且公司營運與股利政策未出現重大惡化，投資吸引力將提高；若股價上升至樂觀情境區間，則須重新檢視盈餘是否足以支持較高評價。

#### 五、投資評估限制

- (一) 2026 年尚未結束，全年 EPS 仍可能受到成本、專案認列及營業外收支影響。
- (二) 本益比會隨市場利率、資金流向及投資人風險偏好變動。
- (三) 股利折現模型對股權資金成本及長期成長率高度敏感。

(四) 2027 年實際股利尚未決定，本研究股利數字屬情境估計。

(五) ESG 風險可能以非線性方式發生，無法完全由歷史財務資料預測。

(六) 本研究未納入個別投資人之持有期間、稅負、資金成本及風險承受能力。

因此，本章結果應作為財務報表分析與企業評價之研究參考，不宜作為單一或唯一的投資決策依據。

本章以 2026 年 6 月 2 日為估值基準日，透過本益比法及股利折現法評估中華電信之合理價值。公司 2026 年 EPS 預測為 4.82 元至 5.02 元，前五個月實際 EPS 為 2.22 元，營運進度高於財測，但資本支出及營業成本增加可能限制全年獲利成長。

本益比法估值介於 120.50 元至 151.04 元，股利折現法估值介於 108.89 元至 162.50 元。兩種方法整合後，基準合理價值約為 136.59 元，完整情境區間約為 114.69 元至 156.77 元。

相較於估值基準價格 141.00 元，目前市場價格略高於基準估值，但仍處於合理區間。納入即將配發的 5.20 元股利後，基準情境預期總報酬率約為 0.56%，顯示目前安全邊際有限。

整體而言，中華電信具現金流量穩定、低負債及股利政策明確等優勢；但評價偏高，資本支出與營運成本亦可能限制盈餘成長。因此，目前較適合定位為股利與防禦型標的，而非明顯低估的高成長標的。

## 第七章 結論與建議

本研究以中華電信為主要研究對象，並以台灣大哥大作為比較公司，分析 2020 年至 2025 年間兩家公司之財務績效、財務結構、現金流量及 ESG 重大風險，再依據 2025 年實際財務成果、2026 年營運展望與市場資料，運用本益比法及股利折現法評估中華電信之合理價值。

研究結果顯示，中華電信與台灣大哥大雖同屬台灣主要電信業者，但兩家公司在資產基礎、收入結構、財務槓桿及成長策略方面具有明顯差異。中華電信主要依靠完整的固定與行動通信網路、寬頻及企業資通訊服務，形成高利益率、低槓桿與穩定現金流量的經營模式；台灣大哥大則結合電信、寬頻、電商、數位內容及科技服務，具有較高資產週轉率與財務槓桿，並在合併台灣之星後增加規模與成長潛力。

整體而言，中華電信在財務安全性、獲利穩定性及現金流量方面較具優勢；台灣大哥大則具有較高的業務多角化程度與整併後成長空間，但亦承擔較高的財務槓桿、流動性及整合風險。中華電信目前的市場價格已反映相當程度的穩定性與股利溢價，較適合作為防禦型與收益型投資標的，而非明顯低估的高成長投資標的。

### 第一節 研究結論與研究問題回應

#### 一、兩家公司財務績效存在何種差異

中華電信於 2020 年至 2025 年間之資產、營收、獲利與每股盈餘均呈現穩定成長。其成長幅度雖不大，但年度間波動相對有限，反映月租、固網寬頻及企業合約收入具有較高的持續性。

中華電信之營業利益率、稅前淨利率及資產報酬率整體高於台灣大哥大，表示其每一元營收及每一元資產所創造的獲利相對較高。其負債比率約維持於四分之一，流動比率及速動比率亦明顯高於台灣大哥大，顯示財務結構與短期償債能力較為穩健。

台灣大哥大的總資產週轉率與股東權益報酬率相對較高，但其合併營收包括電商、零售及其他數位服務，部分業務具有高營收、低利益率的特性。因此，較高的資產週轉率不宜直接解釋為核心電信資產使用效率全面優於中華電信。

綜合而言，中華電信的主要財務優勢在於利益率、資產報酬率、財務安全性及績效穩定性；台灣大哥大的主要優勢則在於資產週轉率、股東權益報酬率與整併後的規模成長潛力。

## 二、兩家公司 ROE 差異的主要來源為何

杜邦分析顯示，中華電信之 ROE 主要來自較高且穩定的稅後淨利率，而非依靠高財務槓桿。其權益乘數約介於 1.30 至 1.34，表示資產多數由股東權益支應。

台灣大哥大之 ROE 高於中華電信，但其權益乘數約介於 2.48 至 2.65，明顯高於中華電信。其較高 ROE 除來自較高的資產週轉率外，亦有相當部分源自財務槓桿效果。

因此，若僅比較 ROE 高低，可能高估台灣大哥大的相對經營績效。較合理的判斷是，中華電信屬於「高利益率、低槓桿、穩定報酬」模式；台灣大哥大則屬於「較高週轉率、較高槓桿、較高 ROE」模式。

## 三、兩家公司會計盈餘是否具有營業現金流量支持

中華電信於 2020 年至 2025 年間之營業活動現金流量大致維持穩定，除 2020 年因支付 5G 頻譜費用使自由現金流量明顯下降外，2021 年至 2025 年均維持正數且足以支應資本支出與現金股利。

台灣大哥大的營業活動現金流量於 2024 年及 2025 年明顯提高，自由現金流量亦呈改善趨勢。雖然其速動比率長期低於 100%，但營業活動現金流量股利保障倍數均高於 2 倍，顯示其短期償債與股利支付並非完全缺乏現金流量基礎。

兩家公司均能以營業活動現金流量支應日常營運與現金股利，但其財務安全結構不同。中華電信具有較高的速動比率、現金比率與較低負債比率；台灣大哥大則較依賴持續性營運現金流量、短期融資及資金調度。

#### 四、台灣大哥大合併台灣之星後產生何種財務變化

台灣大哥大於 2023 年 12 月完成與台灣之星之合併，使其資產、負債、權益、營收與用戶規模均產生結構性變化。2023 年屬整併過渡年度，2024 年則為合併後第一個完整會計年度，因此 2023 年前後數據不宜直接作為一般年度成長比較。

整併後，台灣大哥大的營業活動現金流量及自由現金流量有所改善，負債比率亦於 2025 年下降，顯示部分營運與財務調整已開始反映。然而，是否已充分實現頻譜整合、網路整併、成本節省及交叉銷售等綜效，仍須透過更長期間的營業利益率、ROA、資產週轉率及自由現金流量持續觀察。

因此，本研究無法僅依 2024 年至 2025 年兩個年度，即確認整併已完全成功。較審慎的結論是，台灣大哥大的整併綜效已出現部分正面跡象，但整合成本、財務槓桿及多角化管理複雜性仍是重要風險。

#### 五、兩家公司主要 ESG 風險及財務影響為何

本研究辨認出兩家公司共同面臨的主要 ESG 風險包括資通安全與個資外洩、能源價格與碳成本，以及極端氣候造成的網路中斷。

中華電信具備較完整的氣候風險治理、溫室氣體排放揭露及關鍵基礎設施管理制度，並設定 2045 年淨零排放目標；台灣大哥大則在資料中心再生能源使用及 ESG 績效與高階主管薪酬連結方面較為積極。

中華電信的主要 ESG 風險來自大規模網路、資料中心與供應鏈所形成的高能源需求及系統性風險；台灣大哥大的主要 ESG 風險除能源與資安外，亦包含合併台灣之星後的系統、人員、業務及資料治理複雜性。

ESG 議題可能透過電費、碳費、設備更新、資安支出、客戶補償、法令裁罰、人才成本及資本支出等管道影響損益與現金流量。因此，本研究未將 ESG 獲獎紀錄直接解釋為股價溢價，而是透過盈餘成長率、長期股利成長率、股權資金成本與合理本益比反映其財務效果。

#### 六、中華電信的合理價值區間為何

本研究以 2026 年 6 月 2 日為估值基準日，分別採用本益比法與股利折現法進行估值。

本益比法所得合理價值介於每股 120.50 元至 151.04 元；股利折現法所得合理價值介於 108.89 元至 162.50 元。將兩種方法各賦予 50% 權重後，綜合合理價值區間約為 114.69 元至 156.77 元，基準合理價值約為 136.59 元。

相較於估值基準日收盤價 142 元，市場價格略高於基準合理價值，但仍位於整體情境估值區間內。納入即將配發的每股 5.20 元現金股利後，基準情境預期總報酬率約為 0.56%，顯示目前市場價格接近合理價值，安全邊際相對有限。

表 7-1 研究問題與主要結論

| 研究問題         | 主要結論                                            |
|--------------|-------------------------------------------------|
| 兩家公司財務績效有何差異 | 中華電信在利益率、ROA、流動性及財務安全性較佳；台灣大哥大在週轉率、ROE 與成長潛力較高。 |
| ROE 差異來自何處   | 中華電信主要來自高利益率；台灣大哥大較依賴資產週轉率與財務槓桿。                |
| 盈餘是否有現金流量支持  | 兩家公司均具現金支持；中華電信結構較穩健，台灣大哥大近年現金流量改善較快。           |
| 整併的財務影響為何    | 規模、營收及現金流量增加，但完整綜效仍須更長期間觀察。                     |
| 主要 ESG 風險為何  | 資安、能源與碳成本、極端氣候為共同重大風險；台灣大哥大另有較高整併及多角化治理風險。      |
| 中華電信合理價值為何   | 綜合區間約 114.69 元至 156.77 元，基準價值約 136.59 元。        |

資料來源：本研究整理。

## 第二節 公司經營與財務管理意涵

### 一、中華電信之經營管理意涵

#### (一) 成長策略應由營收擴張轉向獲利品質

中華電信未來成長主要來自 IDC、雲端、資安、AI、國際通信及企業資通訊專案。此類業務可提高營收，但部分專案亦具有設備成本、建置成本與人力成本較高的特性。

公司不宜只追求營收成長，而應持續揭露各新興業務之營業利益率、現金流量及資本報酬率，以確認新業務是否真正提高企業價值。

## (二) 資本支出須與自由現金流量相互配合

電信網路、海纜、衛星、資料中心與資安韌性建設具有長期策略價值，但亦可能增加折舊與現金支出。管理階層應依專案預期報酬、現金流量及風險程度排序資本支出，避免投資規模增加但 ROA 及自由現金流量下降。

## (三) 維持股利政策與長期投資能力的平衡

中華電信 2024 年與 2025 年之股利支付率均超過 100%。雖然公司目前具有穩定營業現金流量及低負債結構，但長期以超過 EPS 的股利回饋股東，可能壓縮未來重大投資與風險準備能力。

公司應將股利政策與自由現金流量、資本支出需求及長期成長投資相互連結，避免為維持短期股利紀錄而降低長期競爭力。

## (四) 持續強化資通安全與氣候韌性

中華電信為關鍵通信基礎設施業者，資安事件、極端氣候及大規模停電對公司的影響，可能高於一般服務業。公司應持續投入異地備援、網路韌性、資安人才、供應鏈安全及災害應變，並將相關績效納入投資決策與管理階層考核。

# 二、台灣大哥大之經營管理意涵

## (一) 整併成果應以獲利與現金流量衡量

合併台灣之星後，營收與資產規模增加只是整併的第一階段。管理階層仍須證明網路整合、頻譜利用、基地臺汰併、通路整合及交叉銷售能夠提高營業利益率、ROA 與自由現金流量。

## (二) 持續改善財務槓桿與短期流動性

台灣大哥大的負債比率、權益乘數及利息負擔均高於中華電信，速動比率則長期低於 100%。雖然目前營業活動現金流量足以支應股利，但仍應持續降低高成本負債、分散到期日並維持充足信用額度。

### (三) 強化多角化業務之績效揭露

台灣大哥大的電信、電商、內容及科技服務具有不同的營收與利益結構。若僅揭露合併營收及合併利益，投資人較難辨認各事業對價值的實際貢獻。公司宜強化分部收入、利益、資產及現金流量之揭露。

### (四) 降低資料治理與跨業整合風險

電信、電商、支付與數位內容服務相互整合，可提高客戶黏著度，但也增加個資使用、系統整合、法令遵循與資安風險。管理階層應建立一致的資料治理、權限管理與風險責任制度。

## 第三節 投資評估與投資人意涵

### 一、中華電信之投資特性

- (一) 營收、盈餘及現金流量相對穩定。
- (二) 負債比率低，短期與長期償債能力良好。
- (三) 現金股利政策明確，適合重視收益之投資人。
- (四) 具有電信基礎建設與企業資通訊服務優勢。
- (五) 股價波動及營運風險相對低於高成長科技企業。
- (六) 因此，中華電信較適合定位為防禦型與收益型投資標的，而非高速成長型股票。

### 二、目前估值判斷

依第六章估值結果，中華電信基準合理價值約為每股 136.59 元，估值基準日市價 141.00 元略高於基準估值。此一結果表示市場已反映公司之財務安全性、穩定股利與低風險特性。

目前價格雖未明顯偏離合理區間，但價差安全邊際有限。投資人的預期報酬將較依賴現金股利，以及公司是否能藉由 IDC、雲端、資安、AI 及國際業務提高未來 EPS。

### 三、不同類型投資人的判斷

#### (一) 收益型投資人

重視穩定現金股利及較低財務風險的投資人，可將中華電信視為收益型資產。但仍須比較其股利殖利率與定期存款、政府公債及其他高股息股票的相對吸引力。

#### (二) 價值型投資人

重視安全邊際的投資人，較適合等待市價低於基準合理價值，或接近保守情境區間時再重新評估。若市價接近或高於樂觀估值，則下檔風險可能高於預期報酬。

#### (三) 成長型投資人

追求高速盈餘與股價成長的投資人，須注意中華電信屬成熟型電信業者。即使新興數位服務具有成長潛力，其整體 EPS 成長仍可能受到傳統電信業務、折舊及資本支出限制。

### 四、投資判斷須持續更新

合理價值並非固定不變。投資人應持續追蹤下列資訊：

- (一) 每月與每季營收及 EPS 是否達成公司財測。
- (二) IDC、雲端、資安與 AI 相關業務的利益貢獻。
- (三) 資本支出、自由現金流量與股利支付率。
- (四) 市場利率與電信同業本益比。
- (五) 能源、資安、氣候與法規風險。
- (六) 公司是否調整全年財務預測或股利政策。

若上述因素出現重大變化，應重新估計盈餘、股利、股權資金成本及合理本益比，不宜永久沿用本研究的估值結果。

## 參考文獻

- 中華電信股份有限公司。(2020)。2020 年度年報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/annual-report>
- 中華電信股份有限公司。(2021)。2021 年度年報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/annual-report>
- 中華電信股份有限公司。(2022)。2022 年度年報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/annual-report>
- 中華電信股份有限公司。(2023)。2023 年度年報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/annual-report>
- 中華電信股份有限公司。(2024a)。2024 年度年報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/annual-report>
- 中華電信股份有限公司。(2024b)。2024 中華電信永續報告書。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/esg/esg-report/sustainability-esg-report>
- 中華電信股份有限公司。(2024c)。2024 氣候相關財務揭露報告書。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/esg/esg-report/tcf-report>
- 中華電信股份有限公司。(2025)。2025 年度年報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/annual-report>
- 中華電信股份有限公司。(2026a)。2025 年第四季營運成果法人說明會簡報。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors/financials/quarterly-earnings>
- 中華電信股份有限公司。(2026b)。2026 年度合併財務預測。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors>
- 中華電信股份有限公司。(2026c)。2026 年第一季合併營運成果。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors>
- 中華電信股份有限公司。(2026d)。2026 年 5 月份合併營運成果。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors>
- 中華電信股份有限公司。(2026e)。2026 年股東常會決議。取自 <https://www.cht.com.tw/zh-tw/home/cht/investors>
- 台灣大哥大股份有限公司。(2020)。2020 年度年報。取自 <https://corp.taiwanmobile.com/investor-relations/annual-report.html>

台灣大哥大股份有限公司。(2021)。2021 年度年報。取自  
<https://corp.taiwanmobile.com/investor-relations/annual-report.html>

台灣大哥大股份有限公司。(2022)。2022 年度年報。取自  
<https://corp.taiwanmobile.com/investor-relations/annual-report.html>

台灣大哥大股份有限公司。(2023)。2023 年度年報。取自  
<https://corp.taiwanmobile.com/investor-relations/annual-report.html>

台灣大哥大股份有限公司。(2024a)。2024 年度年報。取自  
[https://corp.taiwanmobile.com/ir\\_annaulreport/2025/cn/](https://corp.taiwanmobile.com/ir_annaulreport/2025/cn/)

台灣大哥大股份有限公司。(2024b)。2024 永續報告書。取自  
<https://corp.taiwanmobile.com/esg/esg-report.html>

台灣大哥大股份有限公司。(2025)。2025 年度合併財務報告。取自  
<https://corp.taiwanmobile.com/investor-relations/financial-data-2.html>

台灣大哥大股份有限公司。(2026)。2025 年第四季營運成果法人說明會簡報。取自  
<https://corp.taiwanmobile.com/investor-relations/conference.html>

金融監督管理委員會。(2022)。上市櫃公司永續發展路徑圖。臺北市：作者。

國家通訊傳播委員會。(2023)。台灣大哥大股份有限公司與台灣之星電信股份有限公司合併案相關資料。取自 <https://www.ncc.gov.tw/>

國家通訊傳播委員會。(2024)。行動通信市場統計資料。取自  
<https://www.ncc.gov.tw/>

謝劍平。(2024)。財務報表分析：理論與應用(第6版)。臺北市：智勝文化。

臺灣證券交易所。(2026)。個股日本益比、殖利率及股價淨值比。取自  
<https://www.twse.com.tw/>

公開資訊觀測站。(2020–2025a)。中華電信股份有限公司年度合併財務報告。取自  
<https://mops.twse.com.tw/>

公開資訊觀測站。(2020–2025b)。台灣大哥大股份有限公司年度合併財務報告。  
取自 <https://mops.twse.com.tw/>