

## 漢翔 (2634 TT) AIDC

民用業務復甦優於預期，國防長期展望正向

買進 (維持評等)

目標價 (12個月) : NT\$69.0

收盤價 (2024/02/27) : NT\$48.9

隱含漲幅 : 41.1%

## 營收組成 (4Q23)

國防 57% · 民用 40% · 科技 3%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	69.0	66.0
2023年營收 (NT\$/十億)	39.1	39.0
2023年EPS	2.4	2.6

## 交易資料表

市值	NT\$46,060百萬元
外資持股比率	1.5%
董監持股比率	36.3%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$19.71
負債比	67.2%
ESG評級 (Sustainalytics)	高 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	30,242	39,100	41,119	40,957
營業利益	1,507	2,791	3,512	3,859
稅後純益	1,627	2,225	3,075	3,358
EPS (元)	1.73	2.36	3.26	3.57
EPS YoY (%)	191.8	36.8	38.1	9.2
本益比 (倍)	28.3	20.7	15.0	13.7
股價淨值比 (倍)	2.9	2.7	2.5	2.3
ROE (%)	10.8	13.1	16.6	16.9
現金殖利率 (%)	2.2%	3.2%	4.5%	4.9%
現金股利 (元)	1.08	1.58	2.19	2.39

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 4Q23 毛利率達 13.1%，創疫後歷史新高，然匯損使 EPS 僅 0.28 元，季減 59%，年增 5.6%。

◆ 1Q24 估營收與毛利率維持高檔，民用與國防需求持續強勁，估 EPS 將達 0.8 元，季增 181%。

◆ 2024 年在民用復甦將優於預期且國防保修業務穩定攀升下，毛利率回升帶動 EPS 年增 38%至 3.3 元，以 21 倍本益比給予目標價 69 元。

## 4Q23 毛利率大幅優於預期，然業外匯損使 EPS 僅 0.28 元

漢翔 4Q23 營收 96.4 億元，季減 3.4%/年增 7.6%，優於本中心預期 1.6%。主要受惠民用飛機與引擎需求維持高檔。毛利率 13.1%，季增 3.3%/年增 2.4 個百分點，大幅優於本中心/市場 2.8/2.4 個百分點，主因民用高價原物料多於 3Q23 反映完畢及國防高毛利 F16 合約外價款挹注。營業利益 7.1 億元，優於本中心/市場預期 40.2%/35.7%。然業外受台幣升值影響拖累 4Q23 稅後淨利僅 2.7 億元，季減 59.4%/年增 5.7%，EPS 0.28 元，季減 59.3%。

## 1Q24 毛利率維持高檔，估 1Q24 EPS 達 0.8 元，季增 181%

漢翔 1Q24 營收估達 98.7 億元，季增 2.4%/年減 0.7%，主因 1Q24 兩岸情勢緊張下，國防維修業務維持高檔，同時高教機交機持續且 F16 升級案收尾均使國防營收淡季不淡。民用部分受惠需求持續維持高檔。毛利率部分因 1Q24 仍有部分 F16 升級合約外價款，同時民用業務高價原物料庫存已於 3Q23 使用完畢，在民用稼動率維持 80-90%高檔下，預期 1Q24 毛利率可達 12.3%，季減 0.8%/年增 3.0 個百分點。EPS 在業外匯兌損失減少下，估達 0.8 元，季增 181.0%/年增 38.6%。

## 民用業務復甦優於預期，國防業務長線展望佳

波音與空巴交機量與 GE 引擎交付量預期 2024 年將分別年增 18%/24%，漢翔亦取得 GE 長約與承製高難度熱鍛組零件與複合材料，訂單能见度明朗。國防業務在兩岸緊張情勢維持高檔且民進黨政府持續執政下，國機國造趨勢明確且維修業務穩定成長將降低營收波動與提高國防業務毛利率。考量漢翔民用業務稼動率提升、外包協力廠商訂單成長幅度大且原物料問題緩解，國防業務長期展望轉佳，上修 2024/25 年 EPS 4.1%/6.0%至 3.3/3.6 元，年增 38.1%/9.2%。以 2024 年 EPS 3.3 元，21 倍本益比推得目標價 69 元，給予買進評等。

## 營運分析

### 4Q23 毛利率大幅優於預期，然匯損使 EPS 僅 0.28 元

漢翔 4Q23 營收 96.4 億元，季減 3.4%/年增 7.6%，優於本中心與市場預期 1.6%/-1.1%。民用業務受惠飛機與引擎需求維持高檔使營收微幅季增 2%，國防業務受缺料影響使營收微幅季減 8%。整體毛利率 13.1%，季增 3.3/年增 2.4 個百分點，大幅優於本中心/市場 2.7/2.4 個百分點，主因民用高價原物料多於 3Q23 反映完畢，4Q23 物料成本緩解，以及國防高毛利 F16 合約外價款挹注。營業利益 7.1 億元，優於本中心/市場預期 40.2%/35.7%。然業外受台幣升值影響，使美元外幣資產產生匯兌損失佔約 2.5 億元，拖累 4Q23 稅後淨利僅 2.7 億元，季減 59.4%/年增 5.6%，低於本中心/市場預期 46.3%/44.9%，EPS 0.28 元，季減 59.4%/年增 5.6%。

圖 1：2023 年第 4 季財務數據比較

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23F	季增率	年增率	4Q23F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	8,958	9,979	9,640	-3.4%	7.6%	9,490	9,746	1.6%	-1.1%	
營業毛利	962	981	1,263	28.8%	31.3%	982	1,041	28.6%	21.3%	
營業利益	480	594	711	19.8%	48.0%	507	524	40.2%	35.7%	
稅前利益	311	826	352	-57.4%	13.2%	617	614	-42.9%	-42.7%	
稅後淨利	254	660	268	-59.4%	5.6%	500	485	-46.4%	-44.7%	
調整後 EPS (元)	0.27	0.70	0.28	-59.4%	5.6%	0.53	0.52	-46.4%	-44.7%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	10.7%	9.8%	13.1%	3.3	2.4	10.4%	10.7%	2.8	2.4	
營業利益率	5.4%	6.0%	7.4%	1.4	2.0	5.3%	5.4%	2.0	2.0	
稅後純益率	2.8%	6.6%	2.8%	-3.8	-0.1	5.3%	5.0%	-2.5	-2.2	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 1Q24 毛利率估維持高檔，1Q24 EPS 達 0.8 元，季增 181%

漢翔 1Q24 營收估達 98.7 億元，季增 2.4%，年減 0.7%，主因 1Q24 兩岸情勢緊張下，國防維修業務維持高檔，同時高教機交機持續且 F16 升級案收尾均使國防營收淡季不淡，估國防營收 1Q24 僅季減 1%。民用部分則受惠需求持續維持高檔，營收估季增 6%。毛利率部分因 1Q24 仍有部分 F16 升級合約外價款挹注，同時民用業務高價原物料庫存已於 3Q23 使用完畢，在民用稼動率維持 80-90%高檔下，預期 1Q24 毛利率可達 12.3%，季減 0.8/年增 3.0 個百分點。營業利益率 8.7%，季增 1.4/年增 2.2 個百分點。EPS 在匯兌損失減少下，估達 0.8 元，季增 181.0%/年增 38.6%，上修 10.0%以反映營收與獲利優於預期且雙雙步入復甦正軌。

圖 2：2024 年第 1 季財務預估比較

(百萬元)	1Q23	4Q23F	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,941	9,640	9,874	2.4%	-0.7%	9,241	9,580	6.8%	3.1%
營業毛利	931	1,263	1,217	-3.6%	30.7%	1,057	1,021	15.2%	19.3%
營業利益	646	711	863	21.4%	33.6%	742	672	16.3%	28.4%
稅前利益	702	352	942	167.9%	34.2%	857	772	10.0%	22.0%
稅後淨利	544	268	754	181.0%	38.6%	685	617	10.0%	22.1%
調整後 EPS (元)	0.58	0.28	0.80	181.0%	38.6%	0.73	0.66	10.0%	22.1%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>			<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	9.4%	13.1%	12.3%	-0.8	3.0	11.4%	10.7%	0.9	1.7
營業利益率	6.5%	7.4%	8.7%	1.4	2.2	8.0%	7.0%	0.7	1.7
稅後純益率	5.5%	2.8%	7.6%	4.9	2.2	7.4%	6.4%	0.2	1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

## 民用業務需求強勁、物料緩解與成本下滑使毛利率持續復甦，國機國造趨勢明確與兩岸緊張情勢維持高檔，民用、國防雙引擎帶動獲利創高

漢翔民用業務稼動率自 2023 年中 60-70% 已逐步爬升至 80-90%，顯示整體航太供應鏈正持續復甦並步入正軌，同時漢翔將持續透過加班、添購設備及外包以提升民用營收，觀察漢翔外包廠商 2024 年航太營收展望均年增至少 20% 以上且料況已趨於穩定。我們上修 2024/25 年航太業務營收 12.3%/6.5% 至 180.6 億/208.4 億元，年增 29.7%/15.4%。民用業務毛利率在稼動率提升及物料成本下滑下估將成長至 13.1%/13.8%。

國防業務 2024/25 年則受惠高教機維持交機高峰期，營收估年減 3.3%/11.6% 至 210.1/185.7 億元，國防業務毛利率在維修業務佔比提升與高教機學習曲線攀升下，估達 12.0%/13.1%。展望未來，2024 年在民進黨政府延續政權下，國際國造政策明確，依照目前排程規劃，預期最快 2025 年將開啟下一波初教機專案，估計將可於 2025 年貢獻漢翔國防營收 2 億元。同時在兩岸情勢緊張下，共機擾台次數自 2021 年 972 架次跳升至 2022 年的 1738 架次與 2023 年的 1709 架次，估計未來幾年在美中持續對立下，共機擾台次數將持續維持高檔，飛機維修業務亦將穩定持續成長，包含 IDF 戰機維運、F16 維修中心等。同時，漢翔國防潛在營收來源亦包含無人機生產與維運。本中心認為漢翔國防業務擁有多項潛在業務，可望一定程度抵銷高教機與初教機專案間的營收下滑。

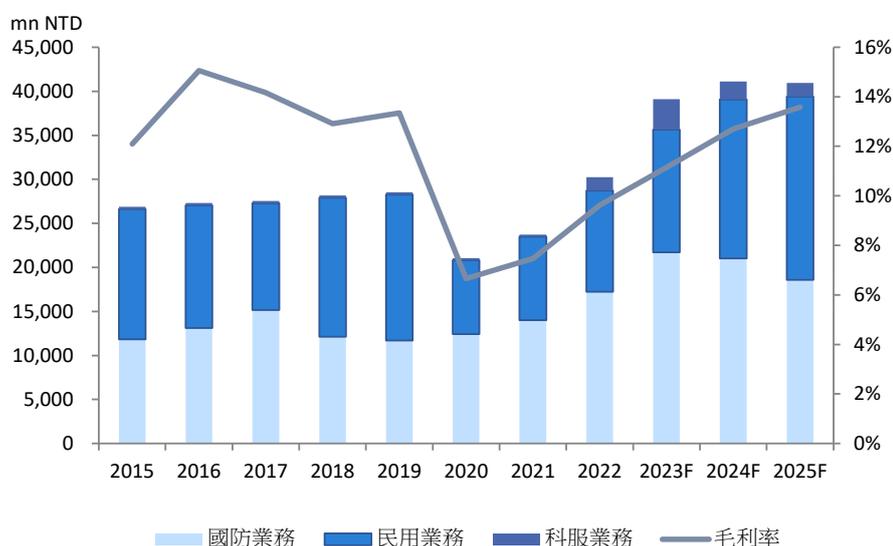
預期漢翔 2024/25 年民用在稼動率提升、料況問題解決，國防在高教機學習曲線提升、維修業務佔比提高下，儘管估 2024/25 年整體營收將年增 5.2%/年減 0.4% 至 411.2 億/409.6 億元，毛利率仍將年增 1.6/0.9 個百分點至 12.7%/13.6%，帶動 EPS 達 3.26 元/3.57 元，年增 38.1%/9.1%。

圖 3：漢翔國防業務專案營收預估

百萬新台幣	2023F	2024F	2025F
高教機	10500	11000	7500
F16 升級案	2000	200	0
IDF 戰機維運	4000	4000	4000
空軍官校第 11 大委託民間經營專案	1000	1000	1000
F16 維修中心	600	810	1175
其他	3618	3997	4893
<b>國防總營收</b>	<b>21718</b>	<b>21007</b>	<b>18567</b>

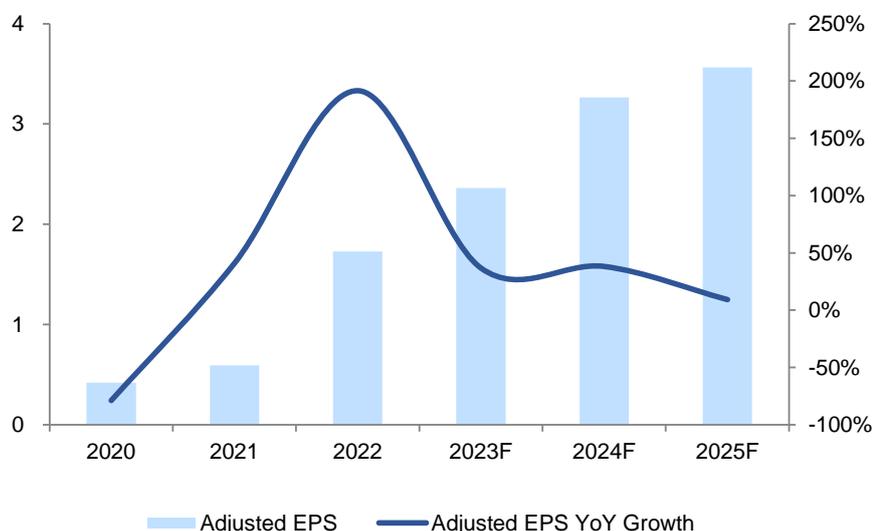
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 4：漢翔營收與毛利率預估



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：漢翔每股盈餘預估



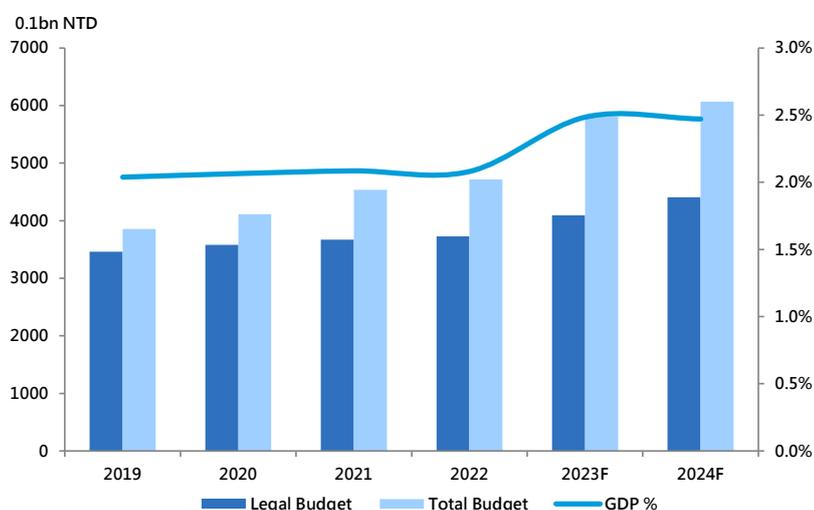
資料來源：公司資料、元大投顧預估

## 產業概況

### 台灣軍事國防支出穩定成長，國機國造趨勢明確

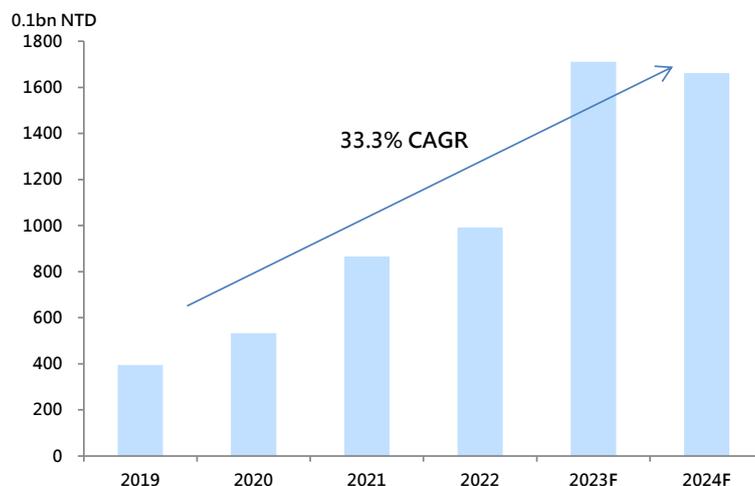
台灣軍事國防支出佔 GDP 佔比於 2018 年達 1.8%，為近 40 年來最低。然隨國際情勢轉變，軍事支出隨中美對抗加劇自 2018 年的 3,318 億提升到 2024 年的 4,406 億，5.0% CAGR，國防支出占 GDP 比重亦提升至 2023 年的 2.5%。另外，可看到政府在特別預算與非營業特種基金，自 2019 年的 395 億元成長至 2024 年的 1,662 億元，33.3% CAGR，主要用在軍機、潛艦、飛彈、防空系統或無人攻擊載具等大型採購需求，此部分為透過舉債、融資方式改善過去國防預算因稅收不足而遭排擠的現象。因此我們預期後續在國機國造、國艦國造、無人機裝備日漸普及，以及台海危機日益高升下，特別預算金額有望逐年提升，挹注海、空相關供應鏈營收成長。本中心預期台灣整體國防支出距離 3% GDP 占比目標仍有至少 20% 上漲空間，短期國防支出每年仍將穩定成長。

圖 6：台灣國防支出預算穩定成長



資料來源：國防部

圖 7：海、空採購金額大幅增長



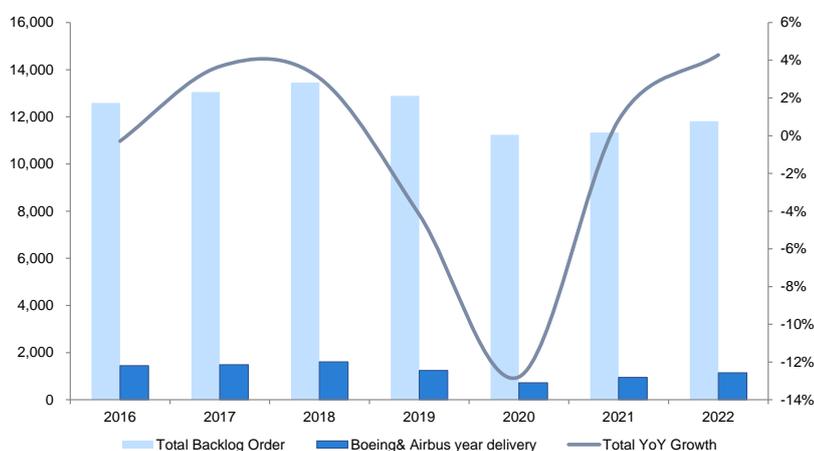
資料來源：國防部

## 後疫情時代跨境隨需求復甦、缺工、缺料緩解，新訂單需求持續挹注下，供應鏈將於 24 年重返疫情前水準

綜觀全球航太市場屬寡佔市場。飛機製造大廠以空巴、波音為主，市佔率接近 80%。又整體供應鏈認證期長，主因航太產業中的各項零組件及引擎與國防相關產品如戰鬥機可共用零組件，因此不僅是終端產品需經過原廠認證，製造期間的原物料、板金成形、特殊表面處理等多須經過由美國航太和國防工業巨頭與美國國防部、SAE 等機構共同發起的 NADCAP-國際航太和國防工業供應商認證體系的認證，因此一旦打入航太產業供應鏈，除非出現重大瑕疵品，否則供應商不容易產生巨大變化。

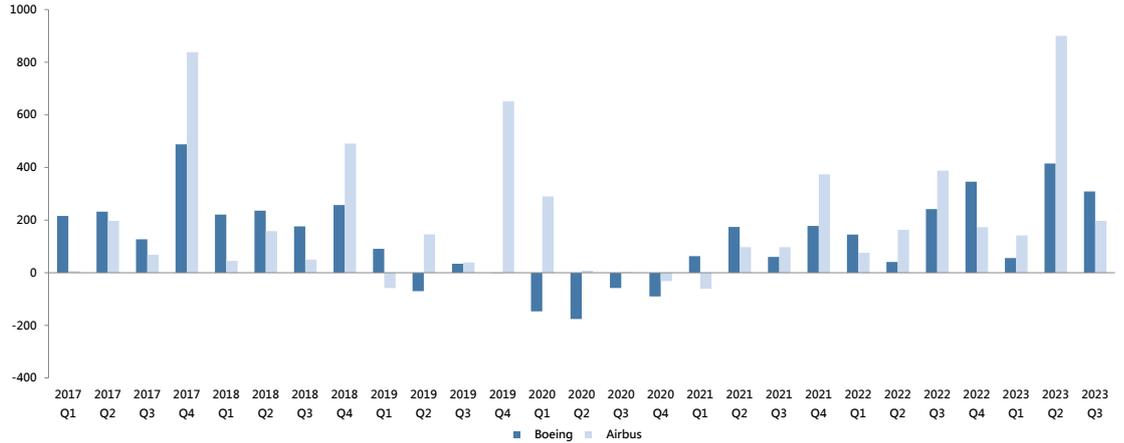
2020 年受到新冠疫情影響，全球航空客運量需求自疫情前高點下滑超過 80%。在疫情衝擊下，全球航空旅行活動大幅減少，波音、空中巴士、奇異、勞斯萊斯等航太大廠面對新機需求銳減，紛紛減產、裁員、降低外包。然隨疫情逐漸流感化及疫苗接種率逐步攀升下，於 1H23 全球航空客運量已復甦至 2019 年疫情前的 94.2%。而如今當跨國流動需求大幅提升時，供應鏈生產出現二大問題，包含 1) 疫情期間大量裁員或提前退休造成缺工現象；2) 小型零組件廠倒、運輸問題、原物料廠商缺工都造成長短料現象，使引擎及整機出現供不應求狀況。同時間，因為復飛成本(包含零組件檢查、維修、舊機種燃油耗損大及新機種碳排放量低於舊機種約 25-40%等因素)大於新購機種情況下將推升新機採購需求。因此看到 2022 年波音與空巴未消化訂單年增率達 4.3%，創下近 7 年來新高，而以 2022 年波音與空巴年交付量共 1,141 架計算，至少須 6-8 年才能消化完畢。由於飛機交機時程持續拉長，航空公司在疫情後紛紛提早下單滿足未來航運需求，從波音與空巴訂單數量來看，亦可見自 1Q21 以來淨訂單便自谷底的 2 架次持續復甦到近期 3Q23 的 506 架次，B/B Ratio 更長期處於 2 以上，積壓訂單持續增加使整體航太產業需求無虞。

圖 8：空巴與波音 Backlog Order 需至少 6-8 年得以消化



資料來源：公司資料

圖 9：空巴與波音訂單持續湧入



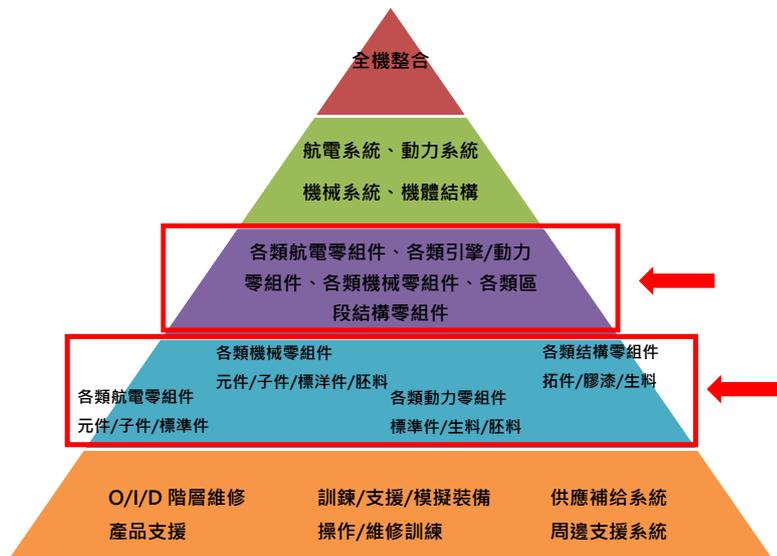
資料來源：Bloomberg

### 航太供應鏈毛利率持續壓縮，轉型核心零組件、MRO 領域及新世代複材技術以維持毛利率

國際航太飛機及發動機製造供應鏈為垂直分工，分為以下階層：元件/生料供應商(Tier 4)、零組件供應商(Tier 3)、次系統供應商(Tier 2) (機載設備、模組段特殊零件)及主體結構主要組件供應商(Tier 1)，最上層則為機體結構全機整合和飛機引擎整機製造等原廠(OEM)。

目前歐美主要飛機及引擎製造公司均採全球分工方式，建立零組件供應鏈體系。國際航太大廠持續要求降價，以及新興國家在政府的支持下以低生產成本切入單一化零件加工。而台灣目前多位於供應鏈 Tier 2 及以下，廠商包含漢翔、駐龍、晟田、長榮航太等，生產產品又以機匣、起落架及結構零組件等非核心零組件為主。主因發動機核心鍛造件需大量資本支出與時間去研發，也使得台灣航太供應鏈廠商降價壓力與日俱增。台廠在基礎航太零組件毛利逐漸承壓下，未來將逐漸發展較為精密的熱鍛組零件或是高毛利的民用發動機 MRO (維護、維修與整修)，期待能打造一站式解決方案，提供包含發動機內部高精度鑄造件、組零件、系統件、機體結構、起落架以及後續維運服務，以提升在整體航太產業鏈的產值。

圖 10：航太產業供應鏈分工，台灣持續往 Tier 2 發展



資料來源：公司資料

## 獲利調整與股票評價

### 航太業務優於預期，國防國機國造趨勢明確，給予 21 倍本益比得目標價 69 元

航太業務 2024 年將顯著復甦，從波音與空巴交機量 2024 年預期將年增 18% 以及 GE 引擎交付量 2024 年年增 24% 即可推得。同時疫後航太產業鏈重組將呈現大者恆大，漢翔將持續取得 GE 多項長約與承製更高難度熱鍛組件與複合材料，訂單能見度明朗。漢翔民用業務稼動率持續提升，外包協力廠商營收預估年增高雙位數下，預期漢翔 2024 年民用業務營收將大幅年增 29.7%。

國防業務在兩岸關係維持高檔且民進黨政府持續執政下，國機國造趨勢明確且維修業務穩定成長，漢翔為國內領導廠商，舉凡 1)、國機國造政策的 IDF、高教機到初教機。2)、F16 性能提升與維修在地化。3)、各式飛行器如 UH60 黑鷹直升機、C130 運輸機維修等。4)、無人機製造量產，都能看見漢翔參與協助政府建立上中下游完整軍事供應鏈。預期未來恆常性保修業務營收將隨高教機、F16 以及無人機交機量提升下，占比提升將降低營收波動與提高國防業務毛利率。預估 2024 年國防營收微幅年減 3.3%，國防毛利率則有望年增 0.8 個百分點至 12%。

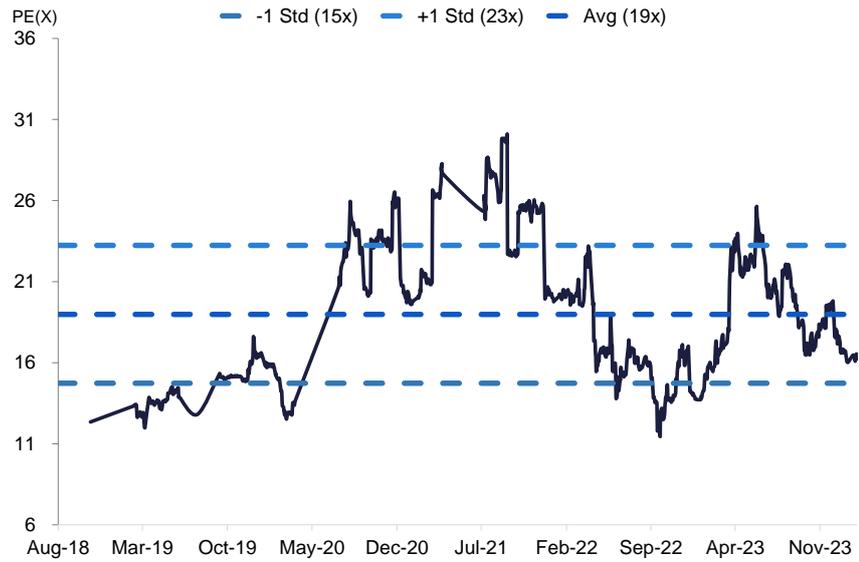
考量漢翔民用業務稼動率提升、外包協力廠商訂單成長幅度大且原物料問題緩解，國防業務長期展望轉佳，上修 2024/25 年 EPS 4.1%/6.0% 至 3.3/3.6 元，年增 38.1%/9.2%。以 2024 年 EPS 3.3 元，21 倍本益比推得目標價 69 元，給予買進評等。(漢翔目前評價位於 2024 FEPS 的 15 倍本益比，評價遠低於航太同業的 23 倍/軍工同業 19 倍，且 2024 年 EPS 年增 38% 亦高於航太同業的 7.7% 及軍工同業的 12.9%)

圖 11：2023 和 2024 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	41,119	40,439	40,957	38,721	1.7%	5.8%
營業毛利	5,221	4,960	5,561	5,153	5.3%	7.9%
營業利益	3,512	3,325	3,859	3,589	5.6%	7.5%
稅前利益	3,844	3,691	4,198	3,959	4.1%	6.0%
稅後淨利	3,075	2,953	3,358	3,167	4.1%	6.0%
調整後 EPS (元)	3.26	3.14	3.57	3.36	4.1%	6.0%
<b>重要比率 (%)</b>					<b>百分點</b>	<b>百分點</b>
營業毛利率	12.7%	12.3%	13.6%	13.3%	0.4	0.3
營業利益率	8.5%	8.2%	9.4%	9.3%	0.3	0.2
稅後純益率	7.5%	7.3%	8.2%	8.2%	0.2	0.0

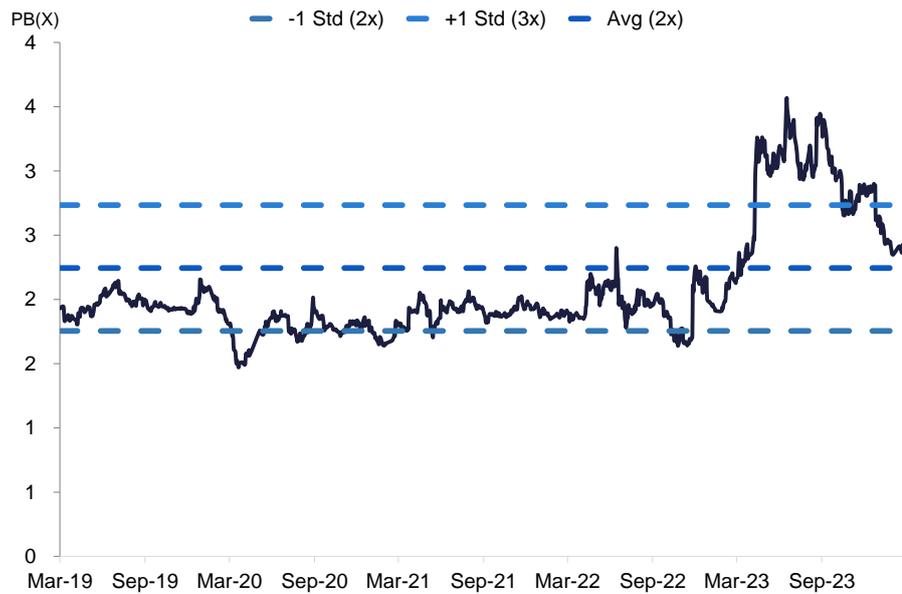
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
漢翔	2634 TT	買進	48.9	1,439	1.73	2.36	3.26	28.3	20.7	15.0	191.8	36.8	38.1
航太同業													
駐龍	4572	買進	155.0	189	5.1	6.7	8.6	30.2	23.2	18.0	242.0	30.4	28.4
晟田	4541	未評等	30.4	65	1.8	(0.7)	1.0	16.8	-	31.6	-	-	-
JPP-KY	5284	未評等	184.5	176	5.4	9.3	8.4	33.9	19.8	21.9	81.6	71.5	(9.9)
豐達科	3004	未評等	105.5	156	2.8	-	-	37.0	-	-	(255.0)	-	-
長榮航太	2645	未評等	104.5	1,217	4.5	5.0	5.3	23.3	20.8	19.9	79.5	12.1	4.7
航太同業平均					3.9	5.1	5.8	28.3	21.2	22.9	37.0	38.0	7.7
軍工同業													
神基	3005	買進	122.0	2,116	4.3	6.5	7.4	28.6	18.7	16.6	(40.8)	53.1	12.4
千附精密	6829	買進	127.0	193	6.1	4.3	5.8	20.8	29.5	22.0	26.0	(29.5)	33.6
全訊	5222	未評等	161.5	383	3.4	5.7	6.6	47.9	28.3	24.6	(8.2)	69.4	14.7
龍德造船	6753	未評等	79.5	289	2.9	-	-	27.1	-	-	34.4	-	-
洛克希德馬丁	LMT	未評等	429.2	113,818	21.7	27.2	26.6	19.7	15.8	16.1	(4.9)	25.2	(2.2)
雷神	RTX	未評等	90.0	122,250	3.5	5.0	5.3	25.5	18.0	17.0	36.2	41.4	5.7
軍工同業平均					7.0	9.8	10.3	28.3	22.0	19.3	7.1	31.9	12.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
漢翔	2634 TT	買進	48.9	1,439	10.8	13.1	16.6	16.81	18.03	19.71	2.9	2.7	2.5
航太同業													
駐龍	4572	買進	155.0	189	10.66	13.70	15.89	48.2	48.8	54.0	3.2	3.2	2.9
晟田	4541	未評等	30.4	65	7.38	(2.65)	4.00	25.2	23.9	24.1	1.2	1.3	1.3
JPP-KY	5284	未評等	184.5	176	13.18	18.69	15.70	46.1	-	-	4.0	-	-
豐達科	3004	未評等	105.5	156	8.06	-	-	37.0	-	-	2.9	-	-
長榮航太	2645	未評等	104.5	1,217	15.32	16.98	17.36	30.9	30.8	31.7	3.4	3.4	3.3
航太同業平均					10.92	11.68	13.24	37.5	34.5	36.6	2.9	2.6	2.5
軍工同業													
神基	3005	買進	122.0	2,116	12.88	18.32	19.45	32.8	35.7	37.8	3.7	3.4	3.2
千附精密	6829	買進	127.0	193	21.13	13.01	16.07	33.1	33.1	35.9	3.8	3.8	3.5
全訊	5222	未評等	161.5	383	12.52	19.90	19.90	27.1	31.8	34.0	6.0	5.1	4.8
龍德造船	6753	未評等	79.5	289	16.01	-	-	19.6	-	-	4.0	-	-
洛克希德馬丁	LMT	未評等	429.2	113,818	56.68	85.44	96.30	35.1	28.9	27.3	12.2	14.9	15.7
雷神	RTX	未評等	90.0	122,250	7.16	8.09	10.59	49.2	44.3	47.6	1.8	2.0	1.9
軍工同業平均					21.06	28.95	32.46	32.8	34.8	36.5	5.3	5.8	5.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	9,941	9,540	9,979	9,640	9,874	10,043	10,371	10,831	39,100	41,119
銷貨成本	(9,009)	(8,357)	(8,998)	(8,377)	(8,657)	(8,800)	(9,055)	(9,386)	(34,742)	(35,898)
營業毛利	931	1,184	981	1,263	1,217	1,243	1,316	1,445	4,358	5,221
營業費用	(285)	(343)	(387)	(552)	(355)	(391)	(445)	(519)	(1,567)	(1,709)
營業利益	646	841	594	711	863	852	871	926	2,791	3,512
業外利益	57	122	232	(359)	79	82	84	86	52	332
稅前純益	702	963	826	352	942	934	955	1,012	2,843	3,844
所得稅費用	(159)	(209)	(166)	(84)	(188)	(187)	(191)	(202)	(618)	(769)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	544	754	660	268	754	747	764	809	2,225	3,075
調整後每股盈餘(NT\$)	0.58	0.80	0.70	0.28	0.80	0.79	0.81	0.86	2.36	3.26
調整後加權平均股數(百萬股)	942	942	942	942	942	942	942	942	942	942
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	9.4%	12.4%	9.8%	13.1%	12.3%	12.4%	12.7%	13.3%	11.2%	12.7%
營業利益率	6.5%	8.8%	6.0%	7.4%	8.7%	8.5%	8.4%	8.6%	7.1%	8.5%
稅前純益率	7.1%	10.1%	8.3%	3.7%	9.5%	9.3%	9.2%	9.3%	7.3%	9.4%
稅後純益率	5.5%	7.9%	6.6%	2.8%	7.6%	7.4%	7.4%	7.5%	5.7%	7.5%
有效所得稅率	22.6%	21.7%	20.2%	23.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.7%	20.0%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	11.0%	-4.0%	4.6%	-3.4%	2.4%	1.7%	3.3%	4.4%		
營業利益	34.5%	30.1%	-29.4%	19.8%	21.4%	-1.3%	2.2%	6.3%		
稅後純益	114.4%	38.6%	-12.5%	-59.4%	181.0%	-0.9%	2.3%	5.9%		
調整後每股盈餘	114.2%	38.6%	-12.5%	-59.4%	181.0%	-0.9%	2.3%	5.9%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	72.3%	29.6%	22.3%	7.6%	-0.7%	5.3%	3.9%	12.4%	29.3%	5.2%
營業利益	541.6%	59.4%	49.0%	48.0%	33.6%	1.4%	46.7%	30.2%	85.2%	25.8%
稅後純益	168.0%	25.8%	15.4%	5.6%	38.6%	-0.9%	15.8%	201.9%	36.7%	38.2%
調整後每股盈餘	168.0%	25.9%	15.4%	5.6%	38.6%	-0.9%	15.8%	201.7%	36.8%	38.1%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

產品主要分三大類：軍用、民用航空以及工業技術服務三大業務區塊。22年國防 57%，民用 38%，科技 5%。

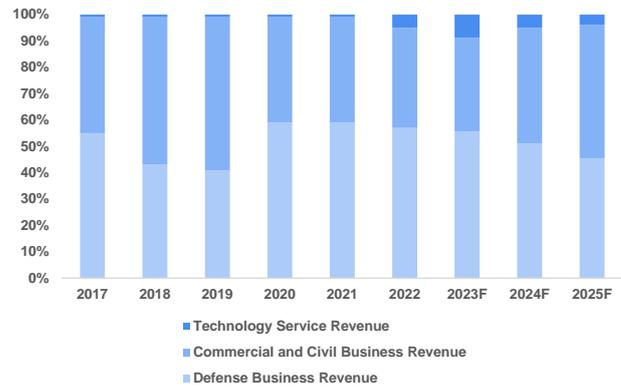
1. 軍用業務包含國內軍用飛機之製造、維修、性能提升、機隊商維、軍工廠委託民間經營案等，以及軍用引擎業務。
2. 民用航空業務包含民用飛機機體結構、次組件之設計加工及代工製造，以及民用飛機引擎零組件設計加工及代工製造等。
3. 工業技術服務業務以應用現有航空技術能量所衍生之能源系統、飛航服務及各類科技產品之研發、設計、製造、測試、系統整合及售後服務等為主。

圖 17：高教機交機時程與貢獻營收預估

Year	Expect to Delivery	Accumulated Deliveries	Revenue Contribution Expectation(bn NTD)
2021	2	2	3.5
2022	8	10	7.5
2023	17	27	10.5
2024	18	45	11
2025	18	63	7.5
2026~	3	66	5

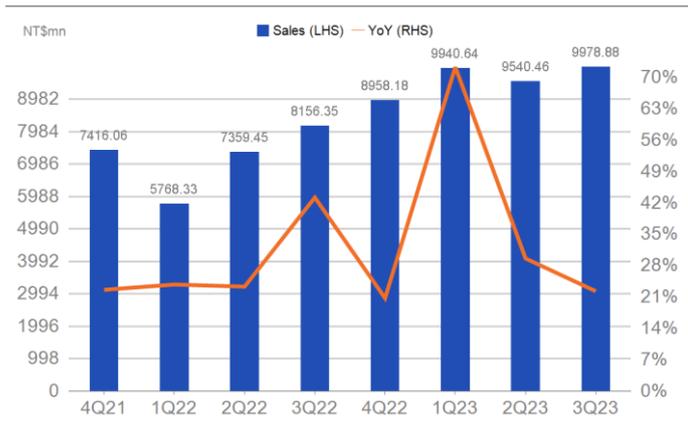
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



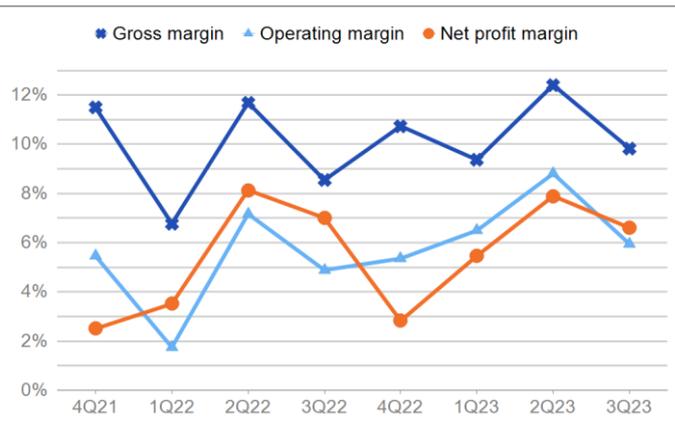
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



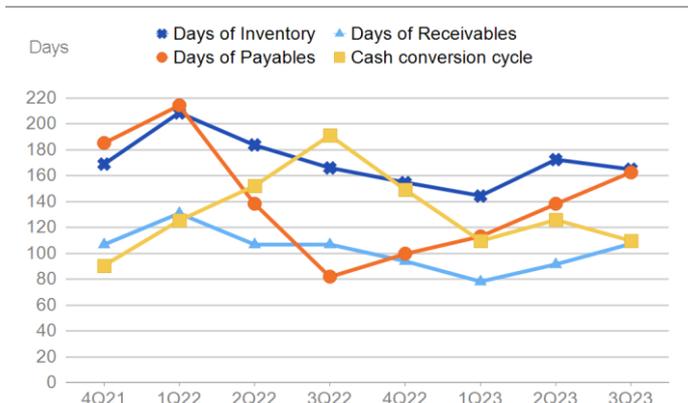
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



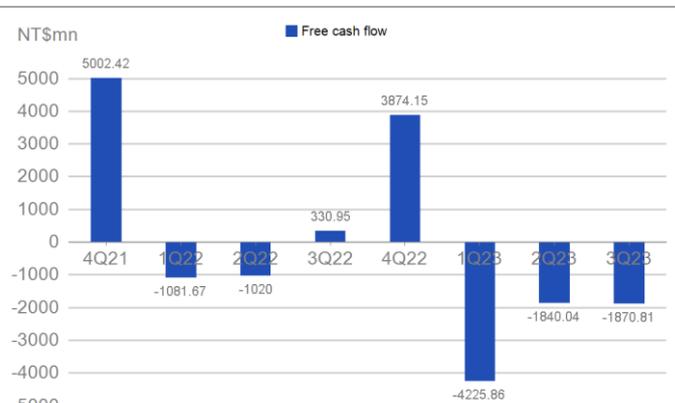
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：漢翔整體的 ESG 風險評級屬於[高]風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於[略微落後]的位置，但在[航太]行業中的公司中排名[略微領先]同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：漢翔的整體曝險屬於[高]等水準，但仍[略優]於[航太]行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含[公司職安]、[溫室氣體以外之排放]、[公司產品碳排]等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：漢翔在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬[低]等。[公司遵循適當的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感。其 ESG 相關問題由董事會或經營團隊負責，建議將這些整合到核心業務戰略中。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	31.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	57.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	50.8
風險評級	高 ★
同業排行(1~100，1 為最佳)	27

資料來源：Sustainalytics (2024/2/28)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	3,313	3,313	137	7,333	2,193
存貨	11,956	13,519	15,036	14,469	15,593
應收帳款及票據	8,553	8,545	13,737	8,119	14,997
其他流動資產	2,964	3,528	3,528	3,528	3,528
<b>流動資產</b>	<b>26,785</b>	<b>28,905</b>	<b>32,438</b>	<b>33,449</b>	<b>36,311</b>
採用權益法之投資	1,135	1,441	1,441	1,441	1,441
固定資產	9,413	8,834	8,190	7,545	6,901
無形資產	907	872	693	515	336
其他非流動資產	2,508	2,657	2,657	2,657	2,657
<b>非流動資產</b>	<b>13,962</b>	<b>13,803</b>	<b>12,980</b>	<b>12,158</b>	<b>11,335</b>
<b>資產總額</b>	<b>40,748</b>	<b>42,709</b>	<b>45,418</b>	<b>45,606</b>	<b>47,646</b>
應付帳款及票據	2,099	1,695	3,255	1,859	2,601
短期借款	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
什項負債	13,007	12,837	12,837	12,837	12,837
<b>流動負債</b>	<b>16,306</b>	<b>16,032</b>	<b>17,592</b>	<b>16,196</b>	<b>16,938</b>
長期借款	1,180	1,800	1,800	1,800	1,800
其他負債及準備	8,938	9,044	9,044	9,044	9,044
<b>長期負債</b>	<b>10,118</b>	<b>10,844</b>	<b>10,844</b>	<b>10,844</b>	<b>10,844</b>
<b>負債總額</b>	<b>26,423</b>	<b>26,876</b>	<b>28,436</b>	<b>27,040</b>	<b>27,782</b>
股本	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419
資本公積	0	5	5	5	5
保留盈餘	5,060	6,454	7,604	9,188	10,485
什項權益	(154)	(45)	(45)	(45)	(45)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>14,325</b>	<b>15,833</b>	<b>16,983</b>	<b>18,566</b>	<b>19,864</b>
<b>非控制權益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>14,325</b>	<b>15,833</b>	<b>16,983</b>	<b>18,566</b>	<b>19,864</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	558	1,627	2,225	3,075	3,358
折舊及攤提	1,444	1,414	1,414	1,414	1,414
本期營運資金變動	1,093	(2,168)	(5,149)	4,789	(7,261)
其他營業資產及負債變動	1,424	1,538	0	0	0
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>4,519</b>	<b>2,412</b>	<b>(1,509)</b>	<b>9,278</b>	<b>(2,488)</b>
資本支出	(1,039)	(308)	(591)	(591)	(591)
本期長期投資變動	158	306	0	0	0
其他資產變動	(438)	(689)	0	0	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,319)</b>	<b>(692)</b>	<b>(591)</b>	<b>(591)</b>	<b>(591)</b>
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(4,204)	(1,329)	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(188)	(330)	(1,075)	(1,492)	(2,060)
其他調整數	(82)	(65)	0	0	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(4,474)</b>	<b>(1,724)</b>	<b>(1,075)</b>	<b>(1,492)</b>	<b>(2,060)</b>
匯率影響數	(1)	5	0	0	0
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,275)</b>	<b>1</b>	<b>(3,176)</b>	<b>7,195</b>	<b>(5,140)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>3,481</b>	<b>2,103</b>	<b>(2,101)</b>	<b>8,687</b>	<b>(3,080)</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>23,735</b>	<b>30,242</b>	<b>39,100</b>	<b>41,119</b>	<b>40,957</b>
銷貨成本	(21,963)	(27,331)	(34,742)	(35,898)	(35,396)
<b>營業毛利</b>	<b>1,771</b>	<b>2,911</b>	<b>4,358</b>	<b>5,221</b>	<b>5,561</b>
營業費用	(1,280)	(1,404)	(1,567)	(1,709)	(1,703)
推銷費用	(161)	(145)	(165)	(202)	(201)
研究費用	(544)	(591)	(664)	(740)	(737)
管理費用	(576)	(665)	(740)	(767)	(764)
其他費用	1	(3)	3	0	0
<b>營業利益</b>	<b>491</b>	<b>1,507</b>	<b>2,791</b>	<b>3,512</b>	<b>3,859</b>
利息收入	3	15	47	29	37
利息費用	(133)	(164)	(236)	(222)	(227)
利息收入淨額	(130)	(148)	(189)	(193)	(190)
投資利益(損失)淨額	246	224	399	359	365
匯兌損益	(145)	523	(48)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	213	(70)	(110)	165	164
稅前純益	675	2,035	2,843	3,844	4,198
所得稅費用	(117)	(408)	(618)	(769)	(840)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>558</b>	<b>1,627</b>	<b>2,225</b>	<b>3,075</b>	<b>3,358</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,252	3,613	4,205	4,926	5,273
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>0.59</b>	<b>1.73</b>	<b>2.36</b>	<b>3.26</b>	<b>3.57</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	12.8	27.4	29.3	5.2	(0.4)
營業利益	173.2	206.7	85.2	25.8	9.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.8	60.4	16.4	17.2	7.0
稅後純益	41.0	191.6	36.7	38.2	9.2
調整後每股盈餘	40.9	191.8	36.8	38.1	9.2
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	7.5	9.6	11.2	12.7	13.6
營業利益率	2.1	5.0	7.1	8.5	9.4
稅前息前淨利率	2.3	6.2	7.1	8.5	9.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.5	12.0	10.8	12.0	12.9
稅前純益率	2.8	6.7	7.3	9.4	10.3
稅後純益率	2.4	5.4	5.7	7.5	8.2
資產報酬率	1.3	3.9	4.9	6.7	7.1
股東權益報酬率	4.0	10.8	13.1	16.6	16.9
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	184.5	169.8	167.4	145.6	139.9
淨負債權益比 (%)	(6.5)	(0.1)	18.6	(21.7)	5.6
利息保障倍數 (倍)	6.1	13.5	13.0	18.3	19.5
流動比率 (%)	164.3	180.3	184.4	206.5	214.4
速動比率 (%)	91.0	96.0	98.9	117.2	122.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(933)	(13)	3,163	(4,033)	1,107
調整後每股淨值 (NT\$)	15.21	16.81	18.03	19.71	21.09
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	82.5	28.3	20.7	15.0	13.7
股價自由現金流量比	13.2	21.9	--	5.3	--
股價淨值比	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨	20.5	12.8	11.0	9.4	8.7
股價營收比	1.9	1.5	1.2	1.1	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

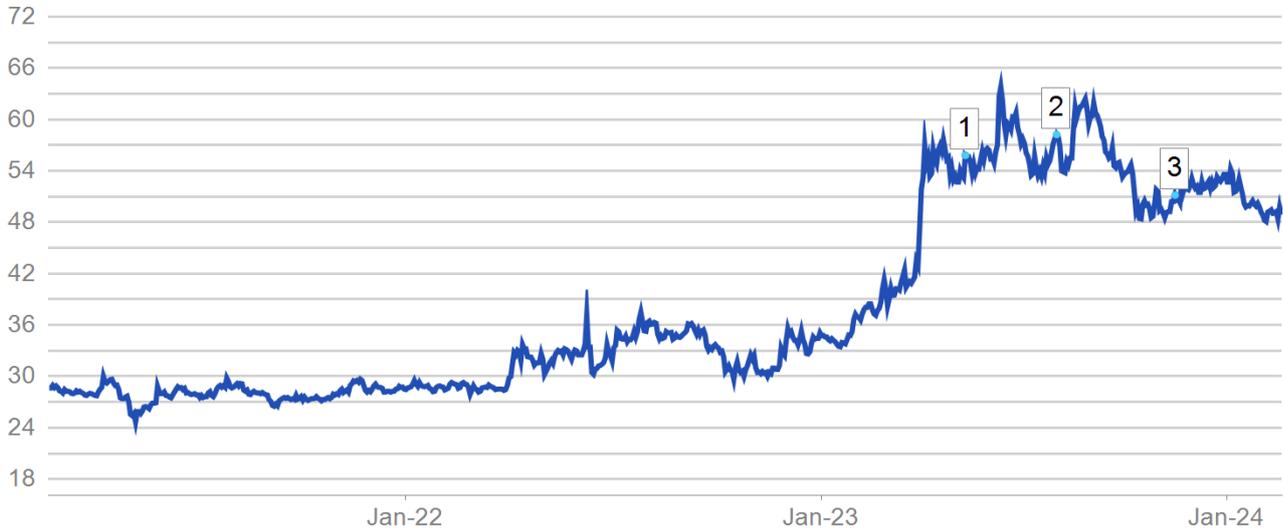
## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 漢翔 (2634 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20230522	54.20	70.00	68.70	買進	李昶儒
2	20230809	57.80	79.00	79.00	買進	李昶儒
3	20231120	50.40	66.00	66.00	買進	楊凱宇

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.