

海運 | 龍德造船 (6753 TT; NR)

沱江艦與國防專案帶動營收獲利成長

交易資料表

市值	NT\$12,940 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$109 百萬元
外資持股比率	1.7%
董監事持股比率	16.2%
股價淨值比 (2023)	4.20倍

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2020	2021	2022	2023
營業收入	1,935	2,244	3,832	4,987
EPS (元)	0.9	1.5	5.1	5.3
本益比 (倍)	130.4	80.0	23.4	22.5
ROE (%)	10.9	13.5	16.0	19.0
現金殖利率 (%)	0.5	0.2	0.8	0.9

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

- 國防預算續增，海空戰力提升計帶動 2024/25 年營收估年增 3.7%/4.0%。
- 在挑單生產、生產自動化、人力汰弱留強下，預期 2024/25 年毛利率將較 2022 年(排除 4Q23 一次性高毛利率影響)持續年增 1-2 個百分點。
- 考量龍德造船 2024/25 年獲利維持高檔，估達 5.2 元/5.8 元，以同業 19-21 倍本益比，推合理目標價區間為 99-109 元。

國艦國造下的主要受惠者

龍德造船工業股份有限公司成立於 1976 年，為台灣民營造船業者，共有六座廠房位於宜蘭，產品包括巡邏艇、攔截艇、救難艇、消防船、旅客船、研究船等，另有提供前述船舶之維修服務。2022 年產品營收比重：船舶建造 93.6%、船舶保養 5.4%、其他 1%。近期主要受惠國艦國造專案，獲得海軍高效能艦艇量產案共 12 艘，龍德主要負責載台部分，整合包括外殼、戰鬥系統、動力系統、船體與航儀設備，目前正在執行 2-7 艘量產估計貢獻龍德約 70-80 億元營收，後續 8-12 艘船預期於 2026 年交貨，將貢獻龍德約 89.7 億元營收。截至 2M24，公司在手訂單高達 105 億元。

營收穩定成長，毛利率持續改善

龍德造船受惠海軍高效能艦艇專案挹注下，2022-2025 年營收將以 CAGR 12.0%成長到 2025 年 53.8 億元。龍德近期亦規畫擴建新廠，預期將於 2025 年底落成，並於 2026 年開始投產，預計可貢獻年營收約 25 億元。毛利率在專案人工學習曲線攀升下，2024/25 年毛利率估達 16.9%/17.9%，帶動 EPS 估年減 2.5%/年增 6.3%至 5.2 元/5.8 元。龍德目前在手訂單約 105 億元，未來兩年營收無虞，在持續投資於研發新型態船隻下，未來標案市場競爭力將持續提升。

專注高毛利利基型市場，具備強大設計製造能力

考量龍德造船競爭優勢包含造修合一的商業模式，擁有高技術含量，避免採取低價競爭的價格標市場。從船體設計、動力系統所需硬體設計，例如螺槳、推進器等，乃至施工皆能以自有團隊依照客戶需求設計製造。未來亦積極爭取中高速船隻及國防船隻。參考軍工與造船同業評價，目前多在 2024 年 EPS 的 19 倍，考量龍德造船近三年受惠國艦國造專案使營收大幅跳升，且預期在 2026 年新廠開出後，有望進一步帶動營收增長，本中心給予龍德造船 19-21 倍本益比，以 2024 年稀釋後 EPS 5.2 元，得目標價合理區間為 99-109 元。

公司簡介

國艦國造下的主要受惠者：

龍德造船工業股份有限公司成立於 1976 年，為台灣民營造船業者，共有六座廠房位於宜蘭，另設台北辦公室及新加坡分公司。產品包括巡邏艇、攔截艇、救難艇、消防船、旅客船、研究船等。龍德造船以生產中、高速船艇為主要業務，其用途包括離岸巡邏艇、近岸巡邏艇、風力運維船、高速旅客船、研究及測量船、消防及救援船、港務作業用船、無人船等，另有提供前述船舶之維修服務。2022 年產品營收比重：船舶建造 93.6%、船舶保養 5.4%、其他 1%。近期主要受惠國艦國造專案，獲得海軍高效能艦艇量產案共 12 艘，龍德主要負責載台部分，整合包括外殼、戰鬥系統、動力系統、船體與航儀設備，同時亦包含後續保修服務。目前正在執行 2-7 艘量產估計貢獻龍德約 70-80 億元營收，後續 8-12 艘船預期於 2026 年交貨，將貢獻龍德約 89.7 億元營收。截至 2M24，公司在手訂單高達 105 億元。

造修合一、著重研發、設計與造船技術精進，專注利基型船隻市場：

龍德競爭優勢在於造修合一商業模式，提供從船隻設計、製造及交船後全壽期售後維修保養的一站式服務，相較一般造船廠在設計、維修服務能力上均占有優勢，能更了解船隻構造、性能與特性。同時，龍德擁有高技術含量，包含全台灣第一家擁有鋁合金技術廠商，近乎全產能均為場內製造，無採用外包策略以維持品質。在造修合一、設計能力且品質控管佳下，龍德造船避開採取低價競爭的價格標的標案市場，著重在中高速輕型船艦、具技術能力建造系統複雜與高價值船艦市場。

圖 1：輕構造中高速船艇



旅客船/交通船/渡輪



人員運輸船



海洋研究船



消防/救援船



港灣作業艇



超高速巡邏艇

資料來源：公司資料

圖 2：海軍軍艦及無人船



快速布雷艇



第一代多功能攻擊艇



第一代無人船



高效能艦艇



第三代多功能攻擊艇



第二代無人船

資料來源：公司資料

圖 3：龍德造船主要產品類別與用途

產品類別	用途	產品類別	用途
軍用巡邏艦	近岸防禦	無人潛艇	軍事
離岸及近岸巡邏艇	搜查及救援、緝私、護漁及保護經濟海域	消防及救援船	海上消防及救援
人員運維船	風電產業的人員運輸	港務作業用船	拖船、環保防油汙、領港船及船舶檢查
高速旅客船	短程運輸	無人船	軍事、研究及調查使用
研究及測量船	海洋資源的開發及調查	全壽期保養保修服務	提供全壽期之保養及保修服務

資料來源：公司資料

股權集中度高，管理階層穩定且無代理人紛爭：

龍德造船於 4Q23 前十大持股總佔比達 55%，其中董事長與其二等親黃守龍相關持股達 22.5%，持股集中度高。同時，目前公司經營管理層為黃守真董事長，經營權與股權合一，無潛在代理人紛爭問題。此外，在行政院國家發展基金管理會入股下將替公司帶來經營權穩健，且可促進公司與國家國防政策發展密切合作。

圖 4：公司主要前十大持股名單

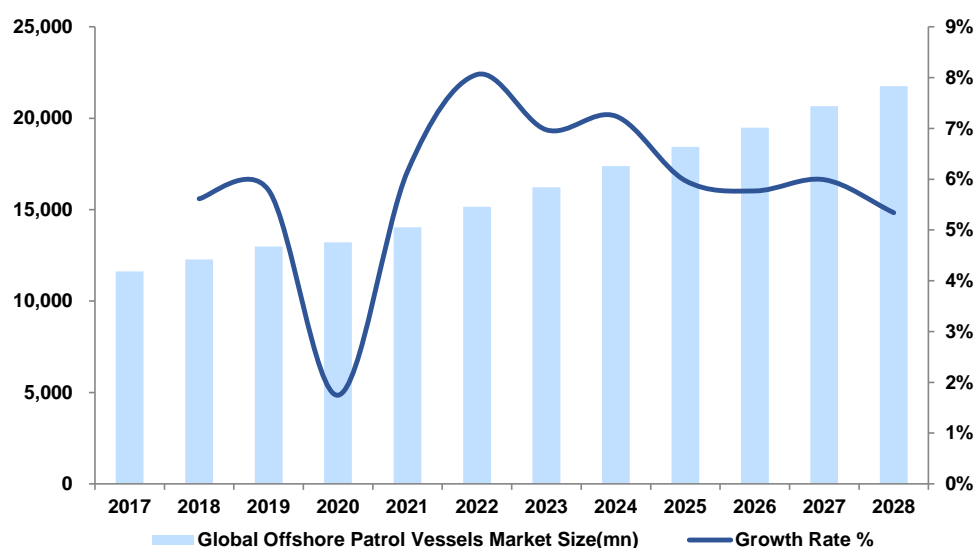
	4Q23 持股比率
勤益投資控股股份有限公司	18.4%
克守創業股份有限公司(代表人 黃守真)	14.5%
行政院國家發展基金管理會	7.1%
黃守真(董事長)	6.0%
匯豐台灣 商業銀行股份有限公司受託保管摩根士丹利國際有限公司投資專戶	2.3%
黃守龍(董事)	1.7%
蔡慶芳	1.5%
林芷芳	1.3%
臺企銀創業投資股份有限公司	1.0%
江清華(副總經理)	1.0%

資料來源：公司資料

地緣政治風險加劇，中小型船隻需求興起：

根據 Maria Research 預估，全球離岸巡邏船市場規模預估自 2022 年的 151.6 億美元，以 CAGR 6.2%成長至 2028 年的 2176.1 億元。產業成長動能主要來自五大需求，包含各國對於沿海安全疑慮、沿海經濟領域監視、反海盜行動、研究與安全救援任務、漁業保護等。隨 2020 年俄烏戰爭、以巴衝突及美中地緣政治角力下，各國積極增加包含海岸巡防隊編列、人道救援與防疫行動、監控任務執行及與海軍協同作戰需求，連帶推動全球離岸巡邏船市場。再者，隨著全球局部衝突加劇，強調靈活性、機動性與調度容易的小型巡邏艇成為世界各國因應不對稱威脅的一種主流工具。

圖 5：2022-2028 年，離岸巡邏艇(OPV)將以 CAGR 6.2%成長

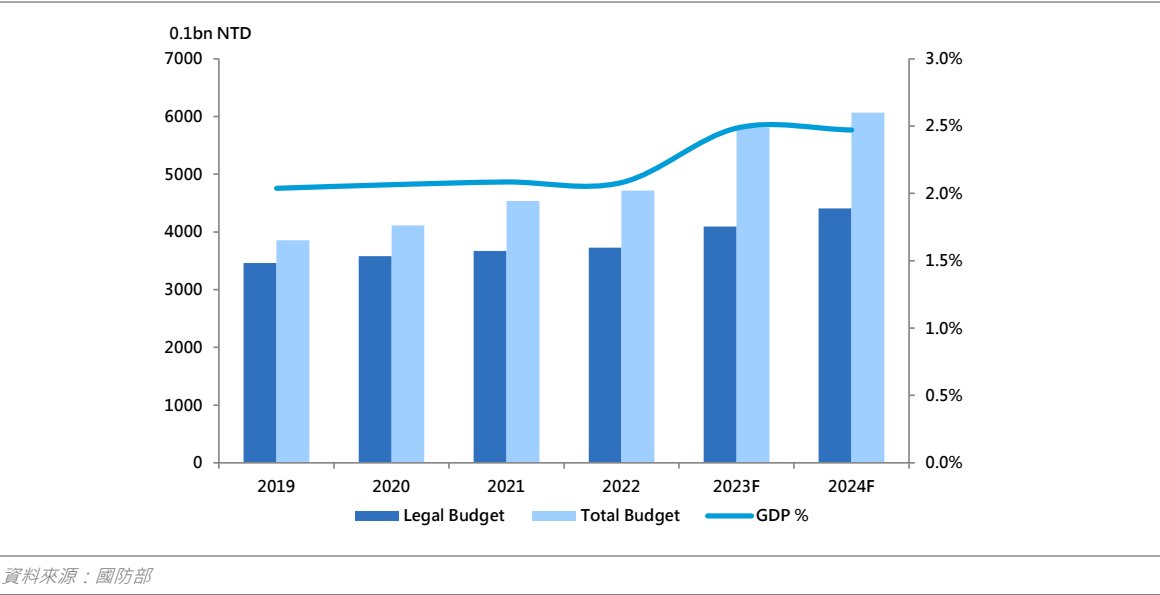


資料來源：公司資料

台灣軍事國防支出穩定成長，國防自主化趨勢明確：

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



國防需求大幅成長，輕量化船艦與無人船成為發展主軸：

台灣於 2021 年通過海空戰力提升計畫，將動用特別預算共 2,373 億元，自 2022-2026 年分 5 年採購無人載具、飛彈、高效能艦艇等防空武器，強化反艦、防空及反制三大作戰需求，其中龍德造船將提供海軍高效能艦艇沱江艦載台跟整合，包括船隻外殼、戰鬥系統（此部分由中科院準備）、動力系統、船體跟航儀設備整合。預期此預算可貢獻龍德造船營收約 89 億元。同時間，隨不對稱作戰模式持續，台灣未來將著重開發海、空防衛型武器，尤其近期正開發的無人船隻與船艦，便是由龍德造船為主要開發與合作廠商。此外，由於台灣海峽水深較淺，在台灣戰鬥人員較少且國防預算有限下，預期未來台灣船隻將以輕型態或無人船隻為主要發展方向，而龍德造船已具無人船交船實績，預期將成為未來台灣海上防衛武器發展的一大主要受惠者。

圖 7：海空戰力提升計畫，預期將可貢獻龍德造船營收 89 億元

項目名稱	最終預算(億元)
岸置反艦飛彈系統（雄二、雄三及增程型雄三）	797
野戰防空系統(陸射劍二防空飛彈)	89
陸基防空系統（天弓三型）	347
無人攻擊載具系統（劍翔無人機）	120
雄昇飛彈系統（雄二 E）	170
海軍高效能艦艇（沱江級艦）	692
海巡艦艇加裝戰時武器系統	32
萬劍飛彈系統	126

資料來源：行政院

受惠高效能艦艇專案，2023 年營收獲利創新高：

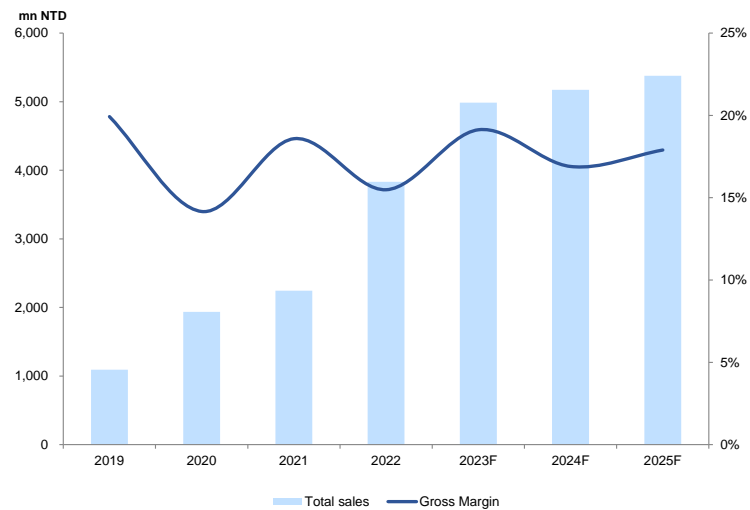
龍德造船受惠台灣國艦國造需求攀升，於 2014 年完成第一艘海軍高效能艦艇原型艦沱江艦後，陸續取得後續塔江艦艇 6 艘。第一艘量產型首艦已於 2021 年交付，而後續 3-7 艘將於 2023-2024 年初陸續交付。第一批海軍高效能艦艇量產的 2-7 艘估貢獻龍德營收約 70-80 億元，營收認列高峰期在 2023 年。預估 2023 年海軍高效能艦艇專案營收佔整體營收約 70%。其餘營收包含代號“慧龍專案”的水下無人載具專案，估貢獻 7.65 億元營收，以及其他保修業務及香港海事處消防船、水文漁業船、漁業署巡邏船等，占整體營收 30%。2023 年整體營收 49.9 億元，年增 30.2%，毛利率部分則受惠沱江艦第一批後續艦加速量產，且因採完工比例法認列，4Q23 三艘後續艦集中裝載武器系統及其餘通訊、戰鬥、動力等系統整合，營收獲利大幅集中認列，使 4Q23 毛利率達 31.9%，季增 18.3/年增 14.7 個百分點。2023 年營業費用率則與 2022 年相當，研發費用持續增長，主要以開發氫能動力船、電動船、無人船等下一代新型船隻。全年 EPS 達 5.34 元，年增 66.0%。

2024/25 年受限產能影響，營收提升幅度有限，須待 2026 年新廠擴充帶動營收獲利成長：

展望 2024-2025 年，龍德造船主要營收將來自海軍高效能艦艇專案，估 2024/25 年海軍高效能艦艇專案營收將持續年增 4%/4%，其他空出產能將透過國外海巡署船隻、巡邏船、研究船與測量船、漁業船或保修業務等需求，彌補過去兩年因產能不足被迫捨棄的國外訂單，估此部分營收將年增 8%/4%。帶動 2024/25 年營收年增 3.7%/4.0 至 51.7 億/53.8 億元。2024/25 年營收成長幅度較 2022/23 年低主因近兩年國艦國造需求大幅成長，廠房產能提升不及下，被迫放棄國際訂單已優先滿足國內國防需求。近期龍德造船正擴建六廠，預期將於 2025 年下半年落成，並於 2026 年開始貢獻營收，估此新廠可貢獻約年營收 25 億元，不僅可提升公司最大營收自目前 50 億元提升到 75 億元，同時具備生產大型船隻量能。

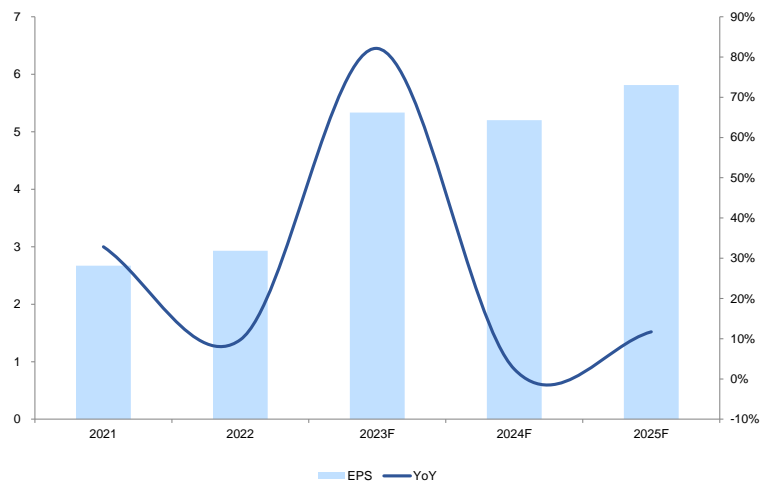
訂單部分除國內國防潛在訂單外，公司亦積極爭取國際訂單，例如近期即得標一貝里斯巡邏船標案，此標案在船速/規格要求較高，而得標主因一方面龍德造船在船隻設計技術可滿足客戶需求外，性價比較國際同業高。龍德造船目前有 5-6 個國際標案正在洽談，預計得標後能滿足 2024-2026 年舊廠房與新廠產能缺口。同時間，因產能近乎滿載，龍德造船僅保留多項高毛利專案。因此，在 1)、龍德造船因產能問題選擇挑單生產。2)、人工生產將透過 AR/VR、自動化、IoT、物流與倉儲管理提升數位化與專案管理能力。3)、人力方面進行汰弱留強，且技師隨訓練時間提升下，生產效率提升且離職率將持續下滑，有助整體生產效率改善。綜合上述，預期龍德造船 2024/25 年毛利率將年減 2.2/年增 1.0 個百分點，2024 年年減主因舊專案價格較一般高所致，預期後續第二批沱江艦毛利率將歸於平常的 15-18%。預期在營業費用控管得宜下，營益率有望年減 1.9/年增 1.1 個百分點至 14.0%/15.1%，帶動 EPS 年減 2.5%/年增 6.3%至 5.2 元/5.8 元。

圖 8：受限產能影響，2024/25 年營收與毛利率均溫和成長



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：2024/25 年 EPS 維持高檔



資料來源：公司資料、元大投顧預估

獲利與評價

專注高毛利利基型市場，具備強大設計製造能力：

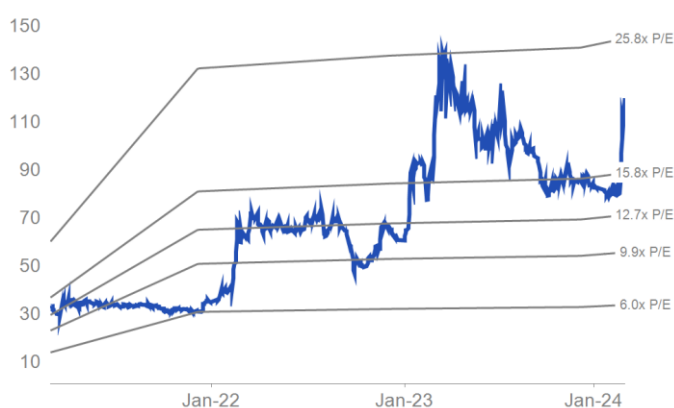
龍德造船截至 2M24 在手訂單高達 105 億元，因此其未來兩年營收成長動能展望無虞。龍德造船競爭優勢主要包含造修合一的商業模式，擁有高技術含量，避免採取低價競爭的價格標市場。從船體設計、動力系統所需硬體設計，例如螺槳、推進器等，乃至施工皆能以自有團隊依照客戶需求設計製造。未來亦積極爭取中高速船隻及國防船隻。參考軍工與造船同業評價，目前多在 2024 年 EPS 的 19-21 倍，考量龍德造船近三年受惠國艦國造專案使營收大幅跳升，且預期在 2026 年新廠開出後，有望進一步帶動營收增長。此外，龍德造船亦積極開發下一代新型氫能動力船、電動船、無人船開發，龍德造船為台灣海上國防武器開發主要合作廠商。本中心給予龍德造船 19-21 倍本益比，2024 年稀釋後 EPS 5.2 元，得目標價 99-109 元。

圖 10：龍德造船損益表

(NT\$千元)	2020A	2021A	2022A	2023A
營業收入	1,935.3	2,244.4	3,831.6	4,987.4
營業成本	1,661.2	1,827.2	3,238.2	4,033.3
營業毛利	274.1	417.2	593.4	954.1
營業費用	(79.5)	(91.5)	(116.5)	(149.5)
營業利益	194.6	325.7	476.8	804.6
營業外收入及支出	(18.2)	(49.4)	(113.2)	(25.8)
稅前淨利	176.5	276.4	363.6	725.0
稅後純益	143.5	213.7	287.2	575.0
每股盈餘(NT\$)	2.0	2.7	2.9	5.3

資料來源：公司資料

圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘 EPS			PE			EPS 成長率		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
6753 TT Equity	6753 TT	未評等	120.0	289	2.93	5.34	5.20	41.0	22.5	23.0	9.73	82.13	-2.51
軍工同業													
6829 TT Equity	6829.TWO	持有	120.0	193	6.1	4.3	5.8	19.6	27.8	20.8	951.9	(29.4)	33.6
2634 TT Equity	2634.TW	買進	50.4	1,498	1.7	2.8	3.2	29.2	18.2	15.9	311.1	60.7	14.3
4572 TT Equity	4572.TW	買進	166.0	189	4.7	6.6	8.0	35.3	25.1	20.9	459.9	40.8	20.1
4541 TT Equity	4541.TWO	未評等	29.9	65	1.8	(0.7)	1.0	16.6	-	31.1	(259.8)	-	-
5284 TT Equity	5284.TW	未評等	206	176	5.4	9.3	8.4	37.7	22.0	24.4	105.2	71.5	(9.9)
5222 TT Equity	5222.TW	買進	182.0	383	3.4	5.7	6.6	54.0	31.9	27.8	23.3	69.4	14.7
6753 TT Equity	6753.TW	未評等	120.0	289	2.9	-	-	40.9	-	-	78.7	-	-
2644 TT Equity	2644.TWO	未評等	95.3	242	1.5	-	-	62.7	-	-	19.0	-	-
2208 TT Equity	2208.TW	未評等	19.1	668	(3.6)	-	-	-	-	-	34.1	-	-
8033 TT Equity	8033.TW	未評等	60.1	246	0.1	-	-	935.0	-	-	155.1	-	-
LMT US Equity	LMT.N	未評等	445.88	113,818	21.7	27.2	26.6	20.5	16.4	16.7	(11.6)	25.2	(2.2)
RTX US Equity	RTX.N	未評等	95.54	122,250	3.5	5.0	5.3	27.0	19.1	18.1	(254.4)	41.4	5.7
軍工同業平均					4.1	7.5	8.1	116.2	22.9	22.0	134.4	39.9	10.9

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

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。

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