

# 3Q24航太軍工產業展望

--航太與軍工的三生三世

吳建弘

07/30/2024

群益投顧

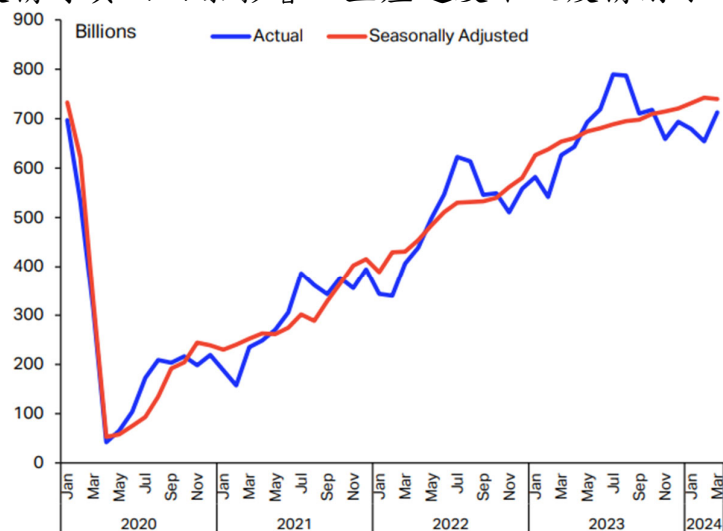


## 簡報大綱

- 航太供不應求的原因，需求開始成長與供給復甦緩慢
- 航太景氣繁榮，對企業短、中、長期營運影響
- 航太需求成長、供給維持低檔，有利維修業務高檔
- 亞太地區國防趨勢與台灣關係
- 台灣國防預算核心目標
- 國防自主、國機國造、軍機採購對企業獲利關聯
- 台灣中大型軍機製造專案即將結束，對於未來國防預算編列前瞻
- 台灣相關廠商

## 旅遊復甦，觀光需求已超越疫情前

- 01-03/2024全球航空載客需求(RPK，客運收益公里數)已超越疫情前，03/2024的RPK需求較03/2019成長13.8%，主要是亞太地區復甦，符合原先預估2024年全球載客需求成長動能來自亞太地區。但載客供給，即航太製造端持續受疫情等負面因素影響，生產速度不及疫情前水準。



資料來源：IATA

群益投顧

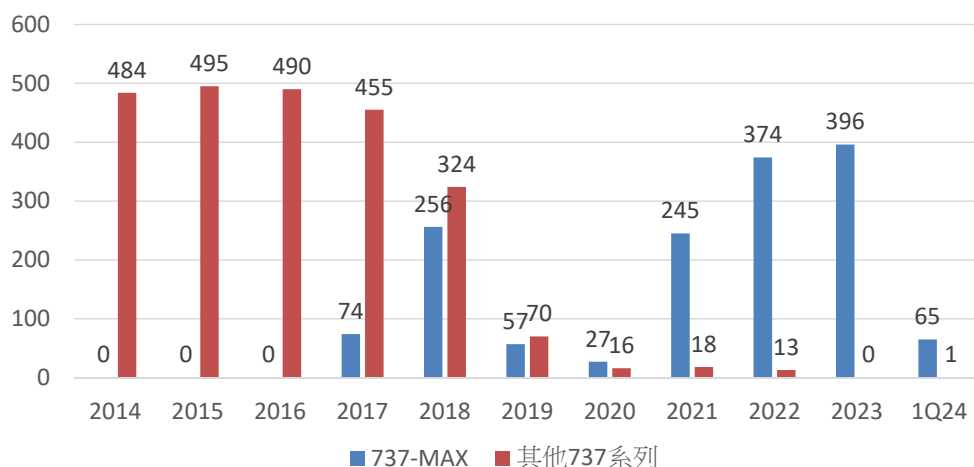
3

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 前生737-MAX墜機，生產暫停

- 但觀光供給端，即民航生產因737-MAX搭載的LEAP引擎，因設計問題2019年737-MAX在印尼與埃塞俄比亞發生的兩起空難，一共造成346人死亡，讓波音暫停生產全系列737機型，等到2020年開放737-MAX復飛後，737-MAX生產才得以延續。

737系列交機情形



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

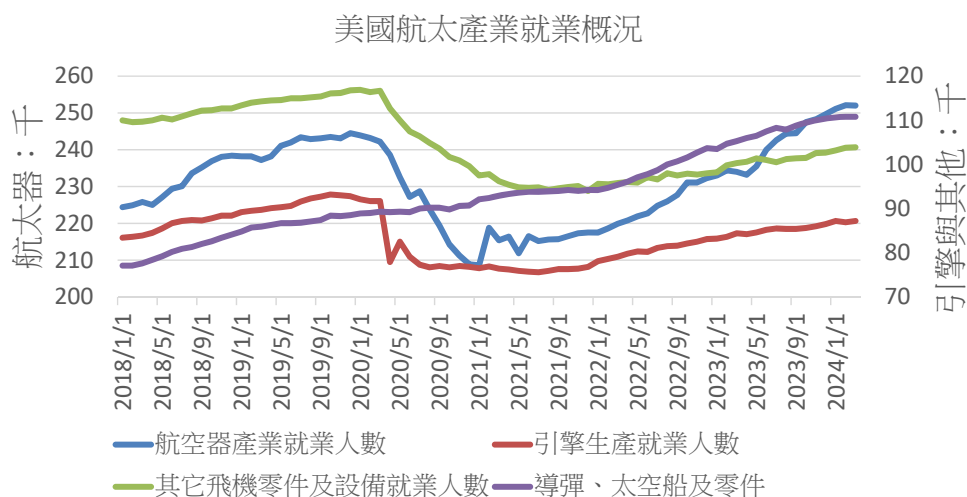
群益投顧

4

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 今生-疫情仍影響新機生產

- 美國航太產業中，僅子產業-國防景氣繁榮，民航仍受疫情裁員影響，未恢復到疫情前水準，加上基礎的航太員工至少需訓練6-12個月才能上手，讓當前航太產業持續面臨質(員工訓練)跟量(就業人數)吃緊，造成先前勢必銳不良品與波音艙門脫落問題。



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

5

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 波音體系品質問題與改善計畫

- 受先前勢必銳與波音產品問題，波音於03/01/2024提出品質改善計畫，研究部預期受90天的品質改善計畫影響，1H24交機僅有31架的交機水準，並在此次品質計畫結束、取得改善後，預估2H24產能逐步往38架/月靠攏，後續也有機會在FAA放行波音的交機速度後，交機量將突破38架/月的水準。

發生時間	事件
04/13/2023	勢必銳垂直尾翼問題
08/23/2023	勢必銳後壓艙壁緊固件問題
10/12/2023	波音擴大勢必銳產品檢查範圍
01/05/2024	波音艙門剝落
03/01/2024	波音被FAA要求提出90天品質改善計畫
05/30/2024	品質改善計畫結束，波音遞交後續計畫，成果預期未來幾個月波音不會交機量
06/2024	由FAA向美國國會報告波音近況

資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

群益投顧

6

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 來生-供應鏈穩定後的交機展望

- 隨著波音體系交機品質提升，交機量將從研究部預期1H24的31架，長期逐步邁向50架水準。

		4Q23	1H24F	2H24F	2025F	2026F
737系列	01/2024波音看法	38	暫停給予展望	暫停給予展望	有信心完成先前50架目標	
	04/2024波音看法	38	低於38架	38	50	
787系列	10/2023看法	5	5		10	
	01/2024看法	5	略低於5架	5		10

資料來源：波音；群益投顧彙整

群益投顧

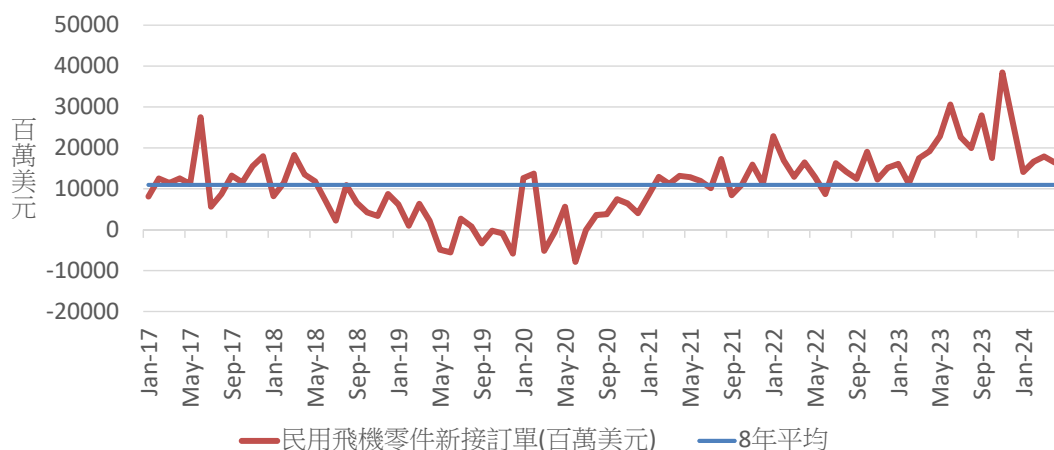
7

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太產業新接訂單

- 受惠航太產業供不應求，美國民用飛機耐久財新接訂單近期持續維持在8年平均以上的水準，帶動相關供應鏈營運向上。

美國耐久財新接訂單航太細項



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

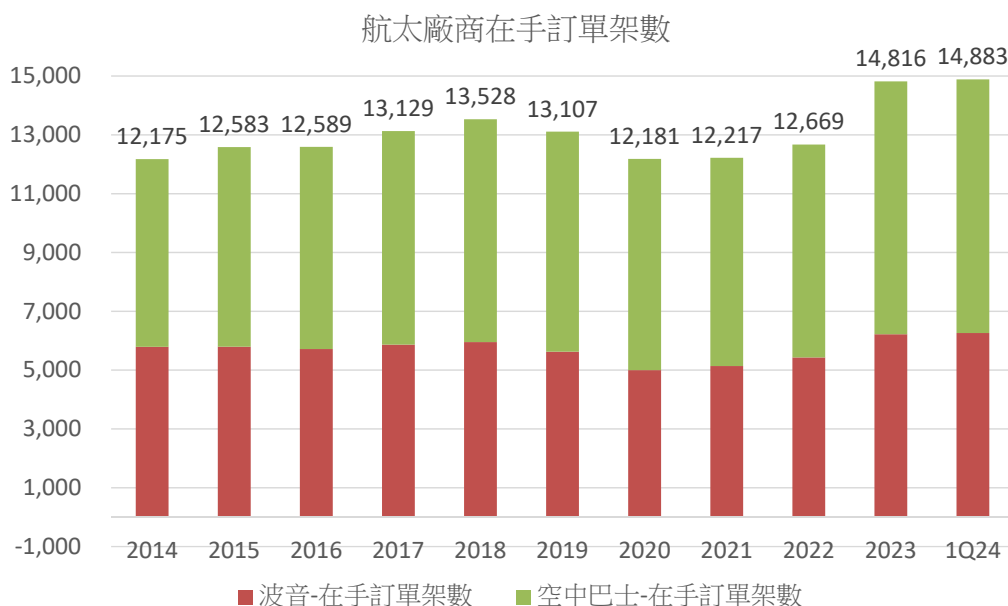
群益投顧

8

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太廠商在手訂單創11年新高

- 兩家航空系統整合公司合計在手訂單來到14,883架，創11年新高。



資料來源：Bloomberg；群益投顧彙整

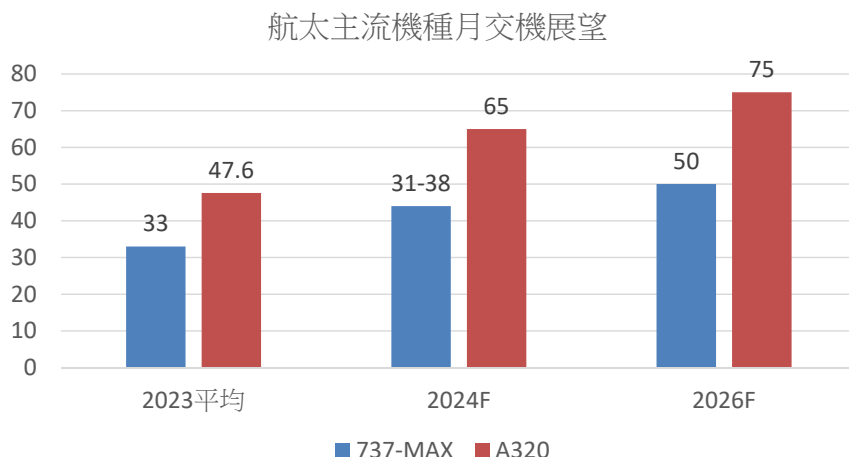
群益投顧

9

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太廠商擴產到2026年

- 產業供不應求，廠商在手訂單來到近年高點，驅使廠商增產。
- 例如：波音預計2025-2026年737-MAX的月產能上升至50架；空中巴士預計2026年A320的月產能上升至75架，波音的737-MAX與空中巴士的A320，產能規畫到2026年，帶動相關供應鏈持續成長。



資料來源：Bloomberg；Boeing；空中巴士；JPP-KY；群益投顧彙整

群益投顧

10

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

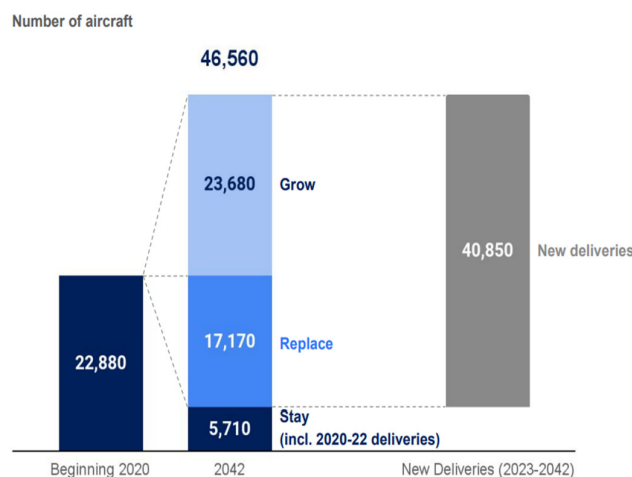
## 航太廠商樂觀看待未來20年需求

- 因疫後需求復甦與在手訂單持續增加，波音預計到2042年全球共有48,575架的波音飛機，CAGR換算3.48%；空中巴士預計到2042年全球共有46,560架的空巴飛機，CAGR換算3.28%。即航太廠商樂觀看待未來20年需求。

波音2042年交機展望



空中巴士2042年交機展望



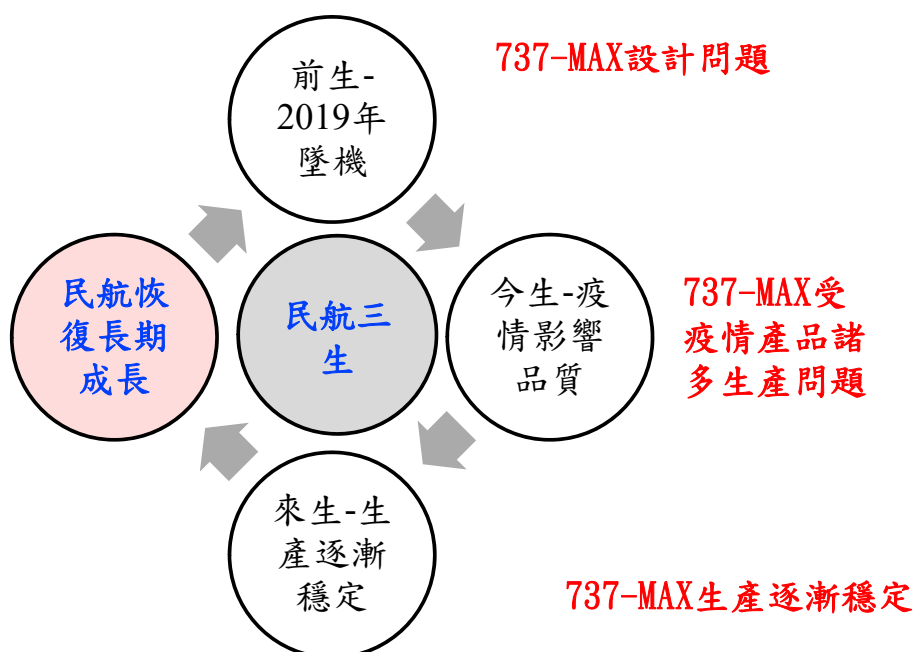
資料來源：Bloomberg；Boeing；空中巴士；群益投顧彙整

群益投顧

11

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 民用航太的三生



群益投顧

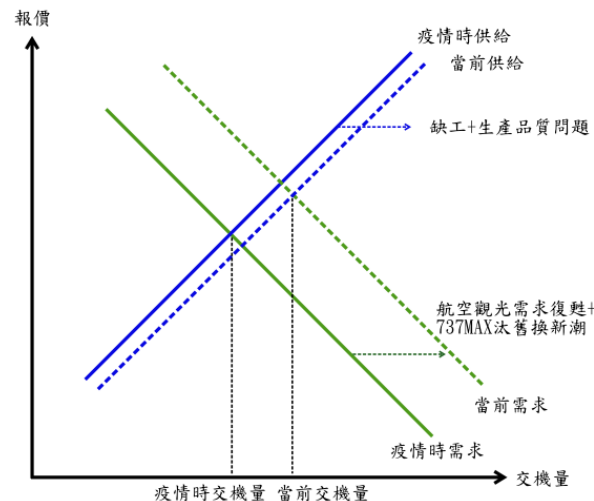
12

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



## 需求成長、供給緩增，航太供不應求

- 2024年需求端受惠 (1)亞太區疫後復甦的觀光需求，訂單量成長。
- 供給端因(1)疫情影響航太製造缺工、(2)生產品質不良影響。供給緩增。
- 需求成長、供給緩增，航太製造供不應求。



資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

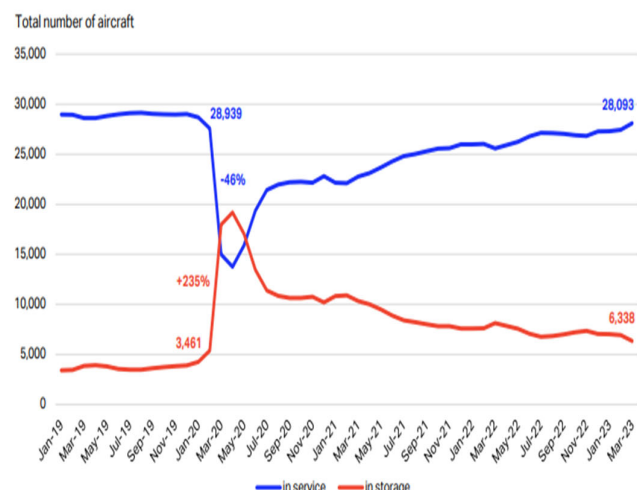
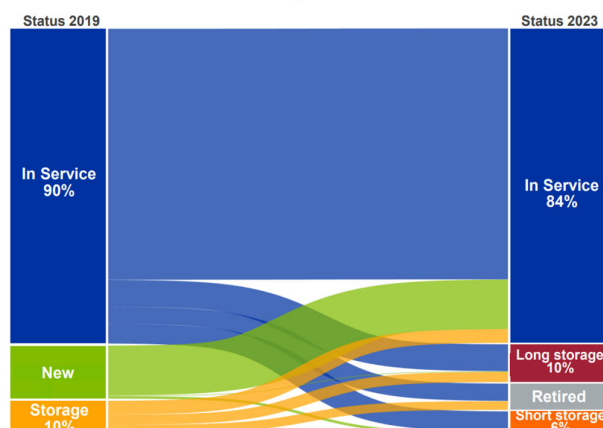
13

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 航太製造持續低檔，維修需求高檔

- 受惠1)民航-新飛機生產短期仍維持低檔，2)疫後飛機復飛需支付額外維修成本，促使航空公司減化機隊，讓2023年全球營運飛機僅佔全球飛機84%，不及疫情前90%，全球閒置飛機仍有6338架，仍高於疫情前的3461架。因民航新機生產速度維持低檔，加上疫後觀光需求已明顯復甦，預期民航維修需求持續強勁。

### Fleet renewal underway



資料來源：波音；IATA；Cirium；群益投顧彙整

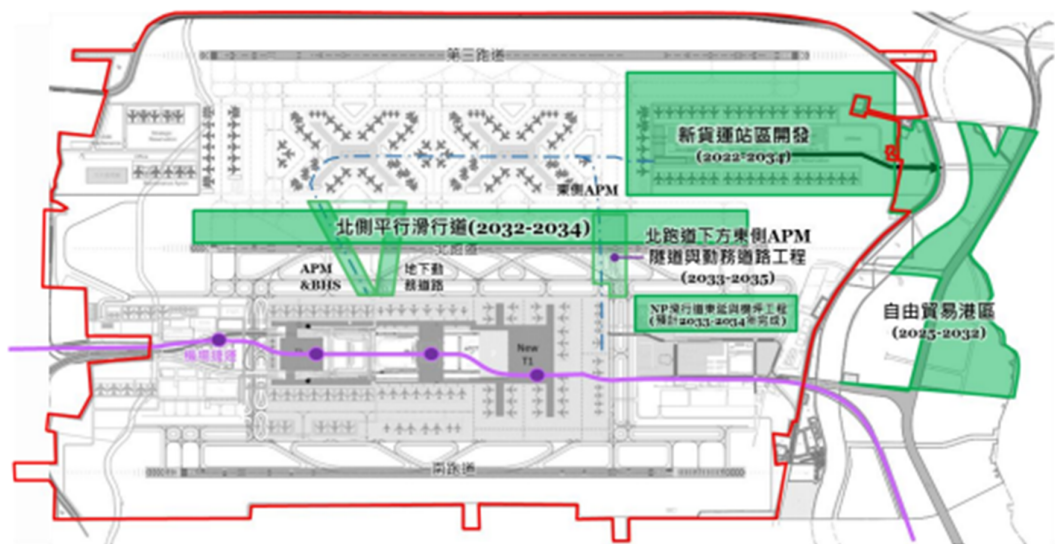
群益投顧

14

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 維修新產能2028年才開出

- 預期總樓地板面積58萬平方公尺的桃園機場第三航廈將於2H26完工，後續也有招標等一系列流程規劃，對維修廠商而言，可能要等到2028年才有產能開出。



資料來源：桃園機場公司

群益投顧

15

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

# 台灣航太供應鏈

- 因航太全機整合產業壟斷於歐美廠商，對於台廠，主要從事Tier 2 ~ Tier 3 零組件生產，台灣零件廠商有漢翔、駐龍、寶一、晟田、jpp-KY等。其他周邊廠商則有，機隊維修的長榮航太、亞航等。



資料來源：漢翔；群益投顧彙整

群益投顧

16

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海



	1Q24航太佔比	主要客戶	民用產品
漢翔	84%	國防部、GE	發動機零組件等
駐龍	100%	勢必銳	機身結構件等
寶一	100%	賽鋒	引擎機匣、起落架等
晟田	65%	漢翔 for GE	發動機等
jpp-KY	45%	Thales等	航電機構件與改裝件等
長榮航太	100%	長榮航空、GE等	機隊維修、LEAP熱鍛件等
八貫	16%	SAFRAN、Collins等	減重版逃生滑梯、救生衣等

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

17

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 亞太國家逐步落實國防自主

- 因應美中戰略競爭對亞太安全環境影響，亞太各國除了採購，強化自身軍備外，近年持續調整國防政策，落實國防自主，並逐步增加國防預算。
- 對於國防自主，亞太國家主要偕同國內民間廠商進行軍備生產，例如：日本偕同三菱重工自製2艘FFM潛艦等；澳洲偕同ASC成立澳美英聯盟研製核子動力潛艦。

	國防自主政策
日本	建造2艘護衛艦(FFM)、1艘潛艇
韓國	建造輕型航艦、4000噸級潛艦，積極發展無人機戰鬥體系
印度	首艘自製航艦「維克蘭」號於2021年海試，並對部分軍事系統實施進口禁令，展現國防自主
澳洲	與美、英合作研發高超音速飛彈、核潛艦、水下無人系統等



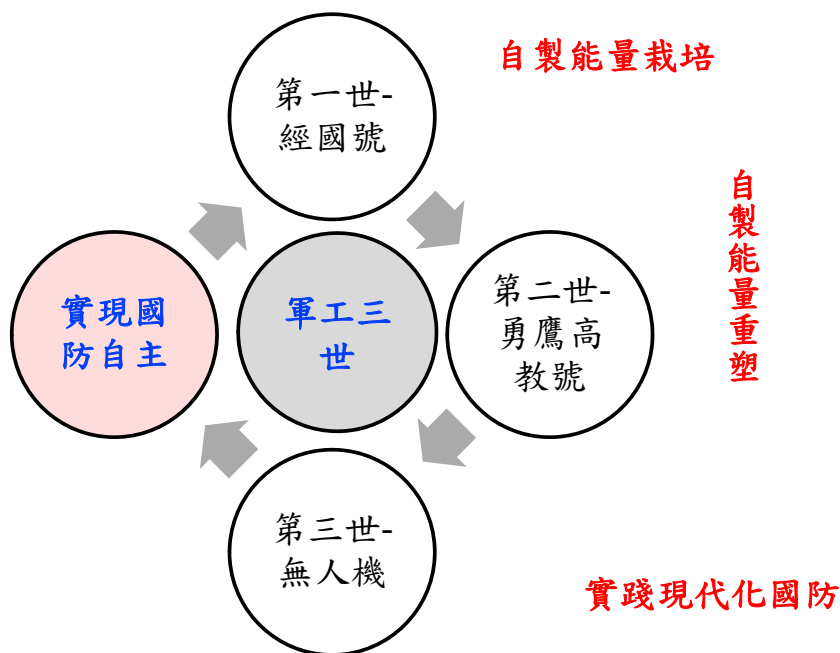
資料來源：台灣國防報告書；群益投顧彙整

群益投顧

18

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

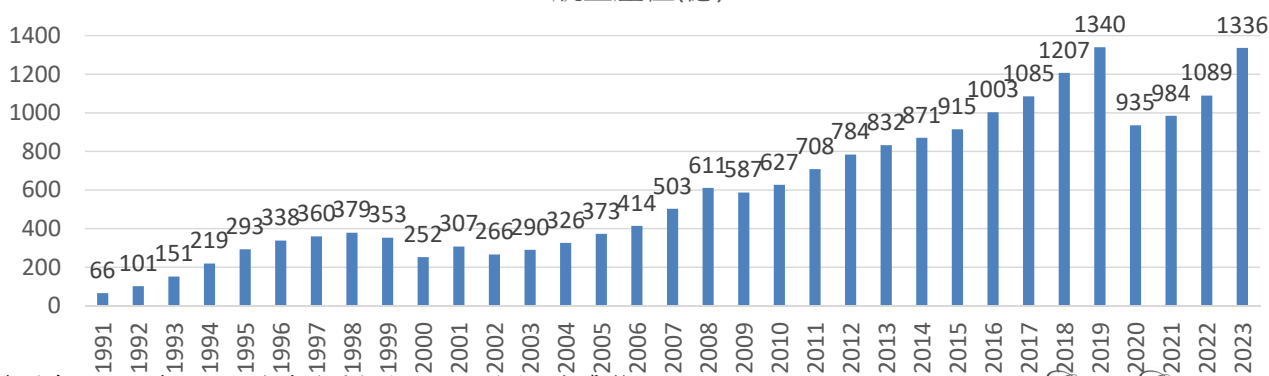
# 軍工自製的三世



## 軍工第一世-台灣國防自主起源-經國號

- 第一世，1991-1999年間，行政院自製IDF經國號，期間花費788億，共生產130架IDF，創下年複合成長率20.3%驚人表現。
- 但在IDF完成交機後，後續2000-2016年複合成長率下滑至9.0%。
- 第二世，後續在高教機研發後，2017-2019年複合成長率上升至11.1%，並且2023年產值已逼近疫情前高點。
- 第三世，預計國內航空高成長趨勢將延續到新一代戰機與無人機生產。

航空產值(億)

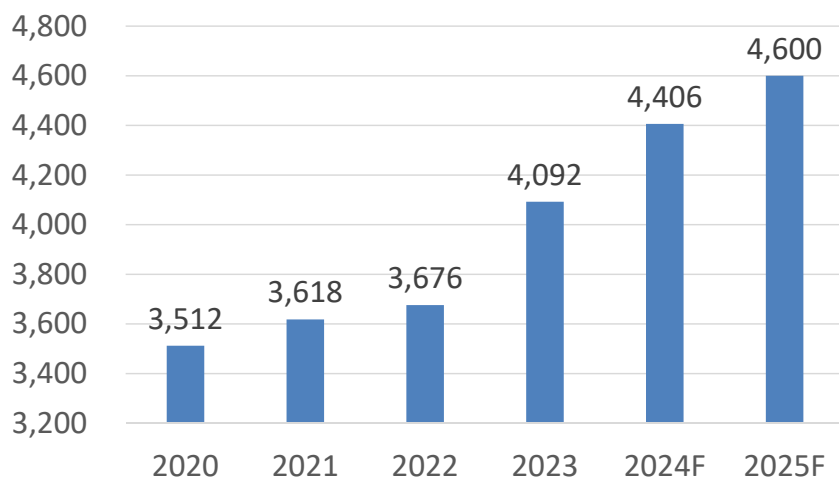


資料來源：經濟部航太產業發展推動小組；群益投顧彙整

## 近年台灣國防預算創高

- 因應台灣國防自主延伸的高教機等需求，2024年台灣國防預算持續創下近年新高，達4,406億元，YoY+7.67%；2025年預算也規劃持續上升。

近年國防預算



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

21

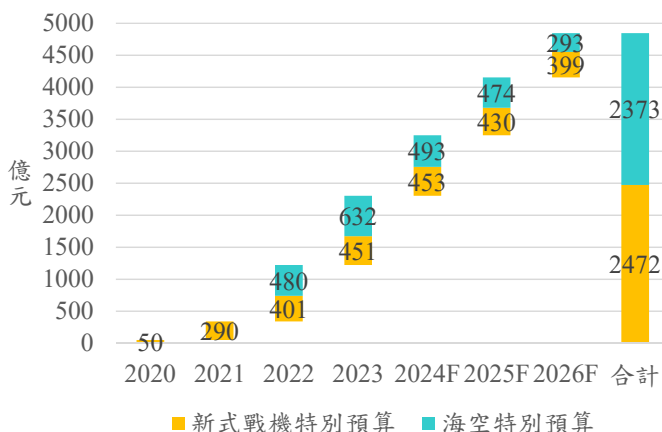
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣編列特別預算近五千億元

- 除了因應國防自主之外，為了優化即時性，近年也編列兩筆特別預算，如：新式戰機與海空特別預算，兩筆特別預算合計4,845億元，於2026年前執行完畢，加速籌備台灣國防實力。

特別預算	規模(億元)	預算期間
新式戰機特別預算	2,472	2020-2026
海空特別預算	2,373	2022-2026
合計	4,845	2020-2026

特別預算逐年規劃



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

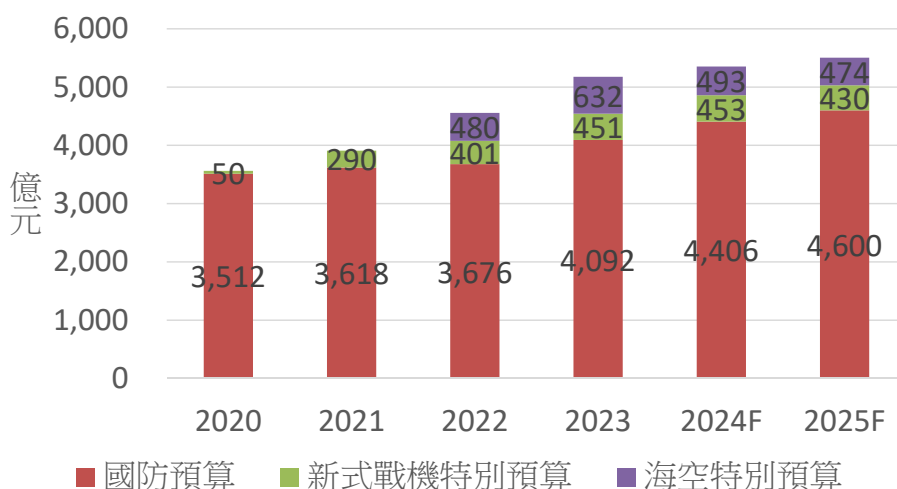
22

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 近年台灣國防總預算持續走揚

- 因應台灣持續落實國防自主需求，2024年國防預算4,406億元、並編列兩筆特別預算合計946億元，整體合計5,352億元，使得2024年國防總預算持續創高，YoY+3.36%。

國防預算與特別預算近年支出概況



資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

23

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍工第二世-新戰機的自製/採購

- 台灣空軍預算，主要偕同漢翔，實現自製勇鷹高教機，逐步落實「國防自主」，其中勇鷹高教機也是今年空軍設備支出最大項，佔比47.5%。
- 台灣空軍除了自製勇鷹高教機，另有F-16採購與升級，例如：共採購66架新型F-16V，與採購MQ-9B無人機，帶動台灣相關廠商。

專案	2024年預算(億元)	空軍設備支出佔比	目標
海空特別預算	493		自製艦艇與採購飛彈、防空系統等
新式戰機特別預算	453		共購買66架F-16V
<b>勇鷹高教機</b>	<b>125.5</b>	47.5%	<b>共自製66架勇鷹高教機</b>
F-16A/B性能提升	4.9	1.9%	升級F-16A/B系統與武器取得
F-16V遠距精準武器籌購	30.0	11.3%	強化F-16V遠距作戰能力
高高空無人機系統	4.0	1.5%	籌建長滯空、全時段監視、打擊能力的無人機

註：2024年國防部空軍一般裝備支出總額為264.4億元

資料來源：國防部；群益投顧彙整

群益投顧

24

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 新一代戰機-勇鷹高教機交機展望

- 台灣現有高教機、部訓機因為機齡已高，已經進入淘汰階段，未來由漢翔自製的勇鷹高教機替代，從2017年開始執行勇鷹高教機專案，帶動國內軍工產業成長。
- 2024年國防部編列勇鷹高教機預算125.5億元，預估交機18架，來到交機高峰，2025年起雖然交機量維持高檔，但預算已經開始下滑至61.8億元。

年度	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	期間合計
交機架數	2	8	17	18	18	3	66架
預算(億元)	76.5	64.6	65.5	125.5	61.8	61.8	455.7*

註：勇鷹高教機在2021-2026年交機期間預算455.7億元，整體專案預算為686億元，前後落差為尾款或研發費用。

資料來源：中國民國空軍；群益投顧彙整

群益投顧

25

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 勇鷹高教機深化國軍研發能量

- 空軍透過勇鷹高教機自製，將累積未來國軍在新一代戰機ADF、初教機的研發能量，生產更具戰力的新機型。
- 此外，中科院先前有編列110億元預算實施「織女星計畫」，協助發動機技術取得，政府考量研製發動機預算太大，二階段的原型機設計目前暫停，預期縱使未來有新一代戰機，但自製比率可能因為織女星計畫暫停而降低。

		機型	首批出廠	全壽期年限	機齡	生產情形	取代機型	量產與否
訓練	初教機	T-34C	1985	2033-	39	採購	新一代初教機	無
	高教機	AT-3	1980	2017-	44	自製	勇鷹高教機	有
	部訓機	F-5E/F	1974	2023-2024	50	協作		
戰鬥	戰鬥機	IDF	1988		36	自製	ADF(可能)	無

資料來源：中國民國空軍；國防部；漢翔；群益投顧彙整

群益投顧

26

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 既有專案將結案，國防預算騰出空間

- 戰機壽命約50年，加上台灣戰機年齡偏大，隨著勇鷹高教機、F-16V性能提升等預算結束，新型戰機迎來生產空窗期，有利舊型戰機性能提升，帶動國內廠商取得類似F-16V性能提升的專案訂單。

機種	軍種	採購年份	架數	預算(億元)	後續展望	補充
500MD	海	1977	9			
CH-47	陸	1983	8			
C-130H	空	1984	20	100	性能提升	預計2025-2030年執行
IDF	空	1988	36	167.27	性能提升	2009-2017年執行完成
S-70C	海	1991	18			
幻象2000	空	1992	54		延壽	
AH-1W	陸	1992	63			
E-2K	空	1995	5	15.11	性能提升	
F-16V	空	1996	137	1402.04	性能提升	2012-2026年執行完成
TH-67	陸	1996	29		小部分性能提升	
OH-58	陸	1997	13			
P-3C	空	2007	12			
AH-64E	陸	2008	30			
H225M	空	2010	3			
UH-60M	空+陸	2014	45			

群益投顧

27

台北・香港・上海

## 當前採購軍機仍為趨勢

- 全面落實國防自主前，空軍主流機型仍來自採購，如：F-16、幻象2000，這兩種採購機型的服役數量，共計191架，佔服役戰機比例48%，考量2026年特別預算完成採購66架F-16V，預估2026年底台灣共有452架戰鬥機，相較2023年統計的396架，成長14.14%，加上飛機維修成本是生產成本186%，預計逐漸成長的軍機採購數量，替國內廠商帶來更多維修商機。

主要戰機	2023年	12/31/2026(F)*
F-16系列	137	203
IDF	129	129
F5-E/F系列	62	0
幻象2000	54	54
勇鷹高教機	14	66
總和	396	452



## 軍機維修代表-二指部GOCO

- 空軍第二後勤指揮部軍工廠委託民間經營案(以下簡稱二指部GOCO案)：

二指部GOCO案是空軍與台廠共同維修國內軍機的主要基地，從事空軍F-16、幻象2000、IDF、T-34、UH-60M等軍機維修，並分為屏東與台中兩廠區，對台廠而言，以亞航作為國內軍機維修的龍頭廠商。

二指部GOCO執行期間	2014-2017年	2018-2022年	2023-2027年
預算(億元)	95.7	133.6	133.6
主要得標廠商	漢翔	亞航	亞航

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

29

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 軍工第三世-無人機

- 受惠烏俄戰爭，現代戰爭出現典範轉移，透過無人機的低成本、高靈活度，實現不對稱作戰的戰略應用。
- 例如：相比傳統的P-8 Poseidon戰機，MQ-9B無人機可降低85.7%的操作成本、96%的耗油量、提升250%的滯空時間。

	MQ-9B無人機海巡	P-8 Poseidon傳統戰機海巡	無人機/傳統戰機比率
操作成本(美金)/小時	5,000	35,000	14.3%
耗油量(磅)/小時	200	5,000	4%
最大滯空時間(小時)	25	10	250%

資料來源：經緯；群益投顧彙整

群益投顧

30

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣無人機建軍規畫

- 面對中國已經成軍的無人機軍隊，台灣以「遠距、精準、機動、無人化、AI」建立不對稱作戰能量，將無人機納入國軍兵力整建規劃，除了MQ-9B的採購外，未來軍規無人機於2022-2028年釋商80%產值，每年量產約700架；商規無人機於2024-2028年，每年量產約3000架，提升無人機戰力，帶動國內無人機產業發展。

	量產架數需求	需求期間
軍規軍用無人機	4,900	2022-2028
商規商用無人機	15,000	2024-2028



資料來源：國防報告書；群益投顧彙整

群益投顧

31

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 軍規無人機展望

- 雖軍規無人機預算已達八年338.04億元，但受限產品可能涉及槍砲彈藥等法規影響，目前僅有銳鷹二代的試產標由民間廠商生產，其餘研究部預期可能仍以國防部生產為主，後續也可觀察是否有維修標開出。惟須留意可能因潛艦國造走向量產，出現銳鷹二代(空)、騰雲無人機(海)的預算排擠。

	MQ-9B	銳鷹二代*	劍翔	騰雲	巡飛彈	魔羯
生產過程	採購	試產標進行中	海空特別預算編列	擬定試產	擬定採購	擬定轉商規
預算規模(億元)	217.23	0.96	119.85	-	-	
預算期間	2022-2029	2024-2025	2022-2025	-	-	2024-2027
其他	未釋商	如果未來量產標開出，研究部預期預算規模將達11.52億元	未釋商	未釋商	未釋商	

\*群益投顧自行預估

資料來源：國防報告書；國防報告書；外交政策雜誌；群益投顧彙整

群益投顧

32

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 軍規無人機訂單穩定，規模有待成長

- 台灣軍規無人機目前僅有銳鳶二代的試產標由亞航與碳基合作生產，預計營收占比約0.7%。

市佔率	訂單規模 (百萬元)	亞航體系*
銳鳶二代	96	100%
軍規無人機訂單 佔2023年營收		0.7%

\*群益投顧自行預估，亞航對於軍用商規無人機屬於零組件供應，無法完全認列標案營收

資料來源：亞航；群益投顧彙整

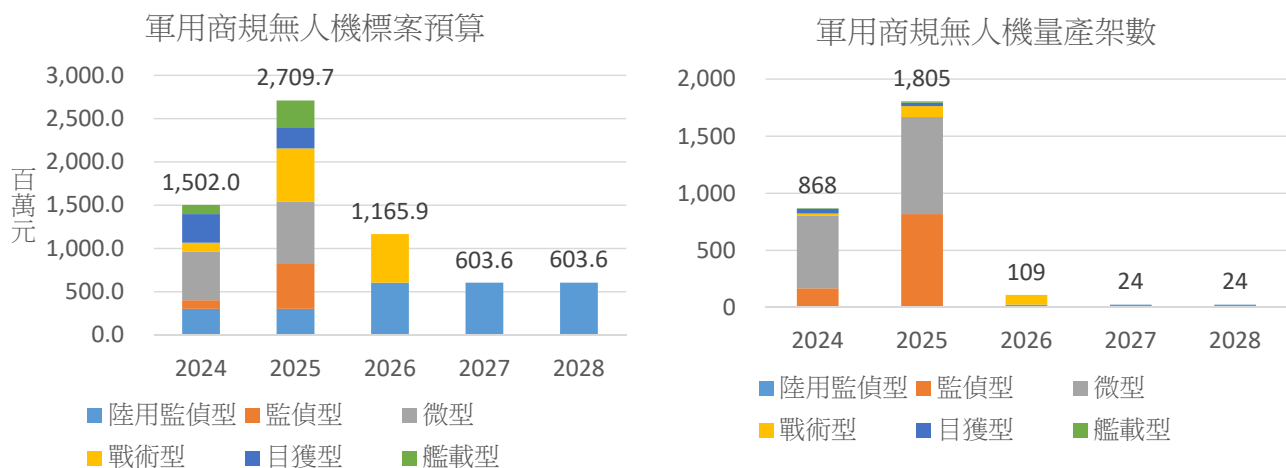
群益投顧

33

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 商規無人機展望

- 台灣目前編列五年65.8億元預算，用於2,830架的軍用商規無人機第一批量產標，並且規劃在量產標開出後，預算規模將於2025年創高，達27.097億元，而量產標時程預期在近期完成廠商交機、政府測試後，2H24中下旬將開標，貢獻國內軍工股2025年營收。



資料來源：國防預算書；亞航；群益投顧彙整

群益投顧

34

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 商規無人機百家爭鳴，訂單為王

- 在此次商規無人機標案中，雷虎、中光電等廠商以中小型無人機為主；亞航與長榮航太以中大型無人機為主，預期長榮航太可取得12.072億元、雷虎可取得6.407億元、亞航可取得4.896億元的訂單；並以訂單/營收來看，預期雷虎、亞航受惠無人機標案程度較大，訂單/營收佔比超過10%。

市佔率	訂單規模 (百萬元)	單價 (百萬元)	雷虎	中光電	長榮航太	亞航體系*
艦載型	424.7	26.5				O
陸用監視型	2,414.4	25.2			O	O
目獲型	566.6	7.9				O
戰術型(魔羯)	1,280.2	6.4				
微型	1,281.4	0.9	O	O		
監視型	617.6	0.6		O		
訂單總和(百萬元)	6,584.8		640.7	949.5	1,207.2	489.6
商規無人機訂單 佔2023年營收			64.8%	2.4%	8.1%	10.1%

\*群益投顧自行預估，亞航對於軍用商規無人機屬於零組件供應，無法完全認列標案營收

資料來源：國防報告書；亞航；群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

35

## 軍規&商規無人機-未來市場空間大

- 彙整台灣近期的無人機標案，雖然當前預算規模僅有66.808億元，而上市櫃公司僅能分得33.187億元，整體市場偏小，但隨著無人機趨勢、國防預算受惠既有專案結束，騰出空間，皆有利未來政府無人機預算增加，強化國防部的研發能量；民間廠商受惠國防部釋商、國產化需求，突破學習曲線，改善長期對外軍備採購問題，自製率不足的問題。

市佔率	雷虎	中光電	長榮航太	亞航體系*
預期商規+軍規無人機訂單 (百萬元)	640.7	949.5	1,207.2	521.2
商規+軍規無人機訂單 佔2023年營收	64.8%	2.4%	8.1%	10.7%

\*群益投顧自行預估，亞航對於軍用商規無人機屬於零組件供應，無法完全認列標案營收

資料來源：國防報告書；亞航；群益投顧彙整

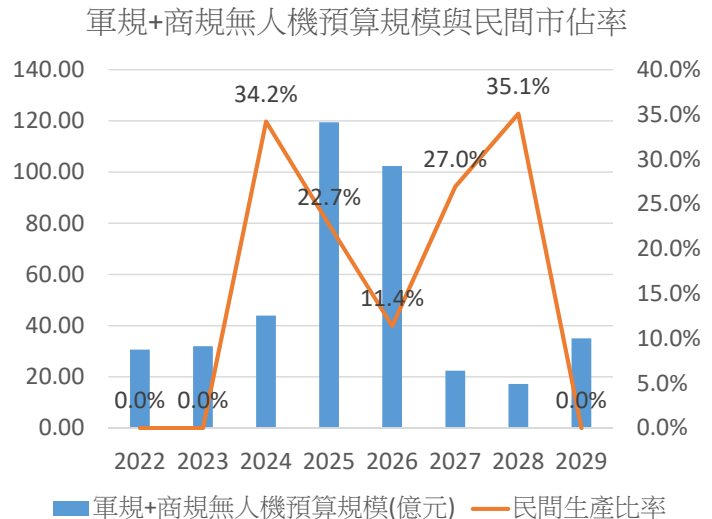
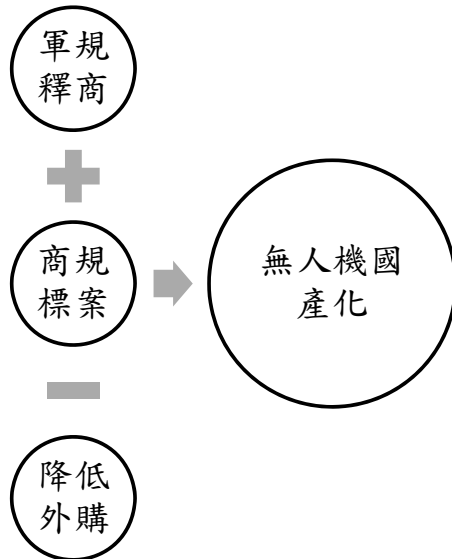
Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

群益投顧

36

## 無人機未來趨勢-國產化提升

- 隨著軍方、民間的生產問題改善，國防部預期未來5款軍規無人機將釋商80%產值，並持續推動商規無人機進程，即長期無人機國產化比率將提升到80%以上，但當前國內無人機標案的國產化比率不到40%。



資料來源：國防報告書；國防預算書；亞航；群益投顧彙整

群益投顧

37

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 台灣軍工個股簡介

	1Q24軍工佔比	在手無人機訂單/2023年營收佔比	主要客戶	產品
亞航	90%	0.7%	國防部等	軍機維修MRO、無人機組裝等
漢翔	56%	0%	國防部等	高教機研發、F-16性能提升等
長榮航太	0%	0.2%	國防部等	商規無人機統包
八貫	8%	0%	歐美廠商	防彈背心

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

38

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海



- 全球航太市場需求端受惠 (1)疫後開始成長的觀光需求、(2)2019年的737-MAX墜機後，汰舊換新需求遞延；供給端(1)疫情影響航太製造缺工、(2)生產品質不良影響。供給緩增、需求成長快速，導致航太製造供不應求。
- 美國航太耐久財新接訂單維持高檔，兩家航太系統整合廠在手訂單總量創11年新高，樂觀預期2042年全球航太需求，未來CAGR達3.28~3.48%。
- 觀光需求成長、新機製造速度維持低檔，有利維修事業營運維持高檔。
- 2024年台灣國防預算，受惠勇鷹高教機等需求，預算持續創高，有利軍工生產廠商；近年更透過特別預算，編列新式戰機與海空特別預算，加速籌備軍機規模，有利台灣軍機維修MRO廠商。
- 展望未來，受惠勇鷹高教機、F-16性能提升等中大型專案預算即將結束，國防預算出現空間，有利未來老舊軍機性能提升、無人機專案預算編列。
- 重點个股：駐龍(4572 TT)、晟田(4541 TT)、八貫(1342 TT)、亞航(2630 TT)、漢翔(2634 TT)、jpp-KY(5284 TT)。

## 駐龍(4572 TT)： Buy 目標價203.0元

- 1Q24受波音品質改善計畫，營運維持低檔，但隨著品質改善計畫結束，波音預期2H24交機>1H24，加上新產品逐步貢獻，有利駐龍營運增溫。

產品組合

飛機結構零組件：9% 機具及其他：2%

單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	833	941	1,027	219	217	205	232	217	242	251	237	238
營業毛利淨額	398	472	516	105	105	104	114	110	122	126	117	120
營業利益	288	338	379	73	75	68	84	79	86	90	86	89
稅後純益	242	293	307	64	75	44	84	68	72	70	71	72
稅後EPS(元)	6.21	7.50	7.88	1.64	1.92	1.14	2.14	1.73	1.84	1.78	1.82	1.84
毛利率(%)	47.75%	50.17%	50.26%	48.08%	48.30%	50.54%	49.16%	50.58%	50.53%	50.39%	49.46%	50.48%
營業利益率(%)	34.59%	35.90%	36.95%	33.23%	34.44%	33.25%	36.19%	36.12%	35.52%	35.80%	36.22%	37.15%
稅後純益率(%)	29.07%	31.08%	29.94%	29.14%	34.55%	21.57%	36.10%	31.10%	29.70%	27.75%	29.86%	30.14%
營業收入YoY/QoQ(%)	30.75%	13.05%	9.10%	14.48%	-0.98%	-5.39%	12.88%	-6.16%	11.15%	3.68%	-5.28%	0.41%
稅後純益YoY/QoQ(%)	31.85%	20.87%	5.10%	8.29%	17.40%	-40.94%	88.95%	-19.16%	6.13%	-3.13%	1.93%	1.34%

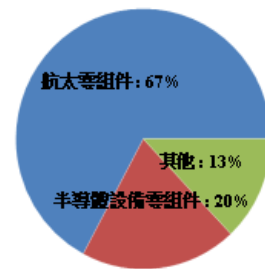
註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本3.90億元計算。

資料來源：群益投顧彙整



- 受惠2024年航太新產品持續貢獻出貨，營運持續成長。
- 預期2Q24高毛利率的半導體設備緩步復甦，有利毛利率、虧損改善，2024年全年實現轉虧為盈。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,200	1,398	1,616	301	313	298	286	347	378	387	370	413
營業毛利淨額	40	187	271	5	9	14	1	55	65	66	64	70
營業利益	-110	26	111	-34	-29	-26	-38	16	28	20	26	30
稅後純益	-76	45	91	-11	-3	-39	-10	19	22	15	18	29
稅後EPS(元)	-1.12	0.67	1.35	-0.16	-0.04	-0.58	-0.15	0.28	0.33	0.22	0.26	0.43
毛利率(%)	3.35%	13.39%	16.74%	1.58%	2.95%	4.70%	0.44%	15.79%	17.12%	17.14%	17.30%	17.02%
營業利益率(%)	-9.19%	1.89%	6.85%	-11.13%	-9.19%	-8.81%	-13.21%	4.51%	7.46%	5.24%	6.92%	7.27%
稅後純益率(%)	-6.33%	3.25%	5.63%	-3.55%	-0.88%	-13.26%	-3.59%	5.37%	5.88%	3.81%	4.80%	6.97%
營業收入YoY/QoQ(%)	-12.35%	16.52%	15.60%	4.75%	3.85%	-4.92%	-4.02%	21.42%	9.06%	2.41%	-4.58%	11.68%
稅後純益YoY/QoQ(%)	N.A	N.A	100.50%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	19.38%	-33.59%	20.10%	62.18%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本6.76億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

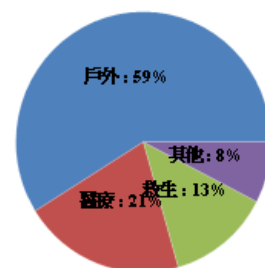
群益投顧

41

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

- 展望2Q24，預期航太與軍工產品受惠新產品輕量化趨勢與驗證結束，將成為營運主要焦點，惟戶外、醫療部分客戶拉貨趨於保守
- 新廠房、新設備逐步於1Q24開出。

產品組合



單位：百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	2,565	2,601	3,183	607	664	656	613	609	663	716	690	699
營業毛利淨額	833	790	1,104	201	222	231	174	185	204	227	236	241
營業利益	615	561	850	147	166	171	122	131	142	165	178	182
稅後純益	530	487	695	141	154	131	124	111	121	130	146	152
稅後EPS(元)	6.76	6.21	8.87	1.80	1.96	1.67	1.59	1.42	1.55	1.66	1.87	1.94
毛利率(%)	32.50%	30.38%	34.66%	33.01%	33.43%	35.16%	28.33%	30.42%	30.73%	31.77%	34.25%	34.54%
營業利益率(%)	23.99%	21.57%	26.70%	24.20%	25.03%	25.97%	19.91%	21.53%	21.48%	23.12%	25.79%	26.01%
稅後純益率(%)	20.66%	18.73%	21.84%	23.25%	23.20%	19.93%	20.29%	18.26%	18.30%	18.18%	21.20%	21.72%
營業收入YoY/QoQ(%)	-0.94%	1.41%	22.39%	-4.71%	9.23%	-1.07%	-6.62%	-0.63%	8.87%	7.91%	-3.53%	1.21%
稅後純益YoY/QoQ(%)	6.06%	-8.06%	42.75%	35.98%	9.03%	-15.02%	-4.93%	-10.55%	9.11%	7.20%	12.47%	3.69%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本7.84億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

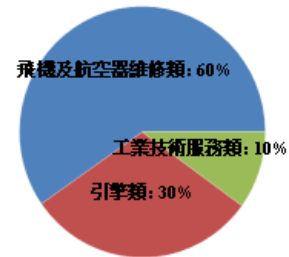
42

Capital Care 群益關心您  
台北・香港・上海

## 重點股:漢翔(2634 TT)

- 國防專案2024年出貨高檔，預期漢翔2024年營運維持高檔。
- 靜待國防新業務，例如：新一代初教機、ADF無人機等訂單耕耘。
- 因2Q23為科服營運認列高峰，預期2Q24漢翔受科服仍無新工程入帳，研究部預期2Q24漢翔營運將呈現年減。

產品組合



單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	39,100	39,593	41,754	9,540	9,979	9,640	10,576	8,570	9,822	10,625	9,641	11,035
營業毛利淨額	4,358	4,500	5,053	1,184	981	1,262	1,088	889	1,190	1,334	1,195	1,366
營業利益	2,791	2,895	3,406	841	594	710	769	500	835	792	873	965
稅後純益	2,226	2,658	2,949	754	660	269	804	483	701	670	770	855
稅後EPS(元)	2.36	2.82	3.13	0.80	0.70	0.29	0.85	0.51	0.74	0.71	0.82	0.91
毛利率(%)	11.15%	11.37%	12.10%	12.41%	9.83%	13.09%	10.28%	10.37%	12.11%	12.55%	12.40%	12.38%
營業利益率(%)	7.14%	7.31%	8.16%	8.81%	5.95%	7.37%	7.27%	5.83%	8.50%	7.46%	9.06%	8.75%
稅後純益率(%)	5.69%	6.71%	7.06%	7.90%	6.61%	2.79%	7.60%	5.63%	7.13%	6.31%	7.99%	7.75%
營業收入YoY/QoQ(%)	29.29%	1.26%	5.46%	-4.03%	4.60%	-3.40%	9.71%	-18.96%	14.61%	8.17%	-9.26%	14.47%
稅後純益YoY/QoQ(%)	36.78%	19.39%	10.95%	38.64%	-12.48%	-59.24%	199.11%	-39.95%	45.07%	-4.37%	14.94%	11.06%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本94.19億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

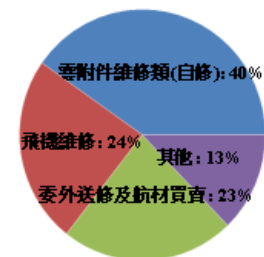
43

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 重點股:亞航(2630 TT)

- 軍規無人機等新產品將於2H24逐步出貨，有利營運維持高檔。
- 預期6款商規無人機標案於2H24中下旬招標有利無人機在手訂單提升。
- 2024年主要受惠新產品挹注、學習曲線上升

產品組合



單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	4,864	5,245	5,315	1,280	1,184	1,289	1,260	1,283	1,355	1,346	1,091	1,330
營業毛利淨額	337	437	470	45	117	109	111	112	100	114	101	141
營業利益	95	178	187	-19	60	44	53	47	37	42	30	71
稅後純益	57	134	144	-29	52	32	39	34	29	32	23	54
稅後EPS(元)	0.27	0.64	0.69	-0.14	0.25	0.15	0.18	0.16	0.14	0.15	0.11	0.26
毛利率(%)	6.94%	8.33%	8.85%	3.49%	9.86%	8.45%	8.82%	8.72%	7.38%	8.47%	9.27%	10.62%
營業利益率(%)	1.96%	3.39%	3.52%	-1.50%	5.09%	3.39%	4.18%	3.64%	2.71%	3.11%	2.73%	5.34%
稅後純益率(%)	1.17%	2.55%	2.70%	-2.28%	4.40%	2.46%	3.06%	2.66%	2.12%	2.40%	2.08%	4.03%
營業收入YoY/QoQ(%)	19.52%	7.84%	1.33%	15.35%	-7.50%	8.82%	-2.20%	1.81%	5.57%	-0.63%	-18.99%	21.94%
稅後純益YoY/QoQ(%)	323.46%	134.16%	7.39%	N.A	N.A	-39.16%	21.62%	-11.30%	-16.00%	12.54%	-29.75%	136.34%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本20.94億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

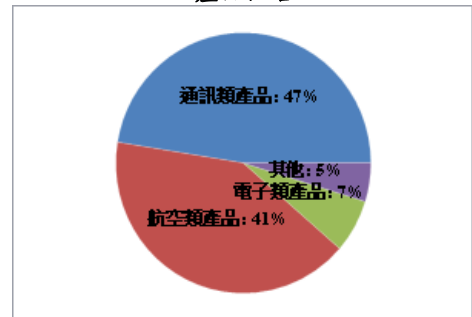
44

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 重點股: jpp-KY(5284 TT)

- 4Q23維修產品結束出貨，營運開始修整。
- 2Q24航太維修產品業務因新舊專案轉換期，出貨暫緩，靜待後續新專案啟動，預期3Q24出貨。
- 賽峰新訂單仍在洽談價格，未來將慢慢放量
- AI伺服器與飲料機2Q24仍在等候客戶拉貨。

產品組合



單位: 百萬元	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	2,249	2,481	3,105	562	645	484	603	465	711	702	696	748
營業毛利淨額	878	955	1,244	229	270	145	212	163	292	289	283	298
營業利益	487	301	748	124	148	69	-99	62	182	156	131	197
稅後純益	399	260	599	132	143	3	-60	52	146	122	106	160
稅後EPS(元)	8.34	5.42	12.51	2.76	2.99	0.07	-1.26	1.08	3.05	2.54	2.21	3.35
毛利率(%)	39.03%	38.49%	40.05%	40.66%	41.95%	30.04%	35.13%	34.93%	40.99%	41.20%	40.71%	39.87%
營業利益率(%)	21.66%	12.15%	24.11%	22.03%	22.92%	14.32%	-16.40%	13.28%	25.59%	22.28%	18.87%	26.40%
稅後純益率(%)	17.76%	10.46%	19.30%	23.52%	22.22%	0.68%	-10.03%	11.14%	20.56%	17.37%	15.19%	21.44%
營業收入YoY/QoQ(%)	25.72%	10.29%	25.16%	0.53%	14.69%	-24.98%	24.60%	-22.78%	52.86%	-1.35%	-0.76%	7.38%
稅後純益YoY/QoQ(%)	63.94%	-35.02%	130.90%	9.52%	8.33%	-97.71%	N.A	N.A	182.05%	-16.67%	-13.23%	51.64%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；EPS預估值以股本4.79億元計算。

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

45

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海

## 投資評等及免責聲明

### 投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間≥35%
買進(Buy)	15%≤首次評等潛在上漲空間<35%
區間操作(Trading Buy)	5%≤首次評等潛在上漲空間<15%
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

### 免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。

群益投顧

46

Capital Care 群益關心您  
台北 · 香港 · 上海