

漢翔 (2634 TT) AIDC

國防政策著重發展無人機，初教機恐落空，展望轉差

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月) : NT\$50.0

收盤價 (2024/11/14) : NT\$43.5

隱含漲幅 : 14.9%

Q 營收組成 (3Q24)

國防 60%/民用 39%/科服 1%

Q 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	買進
目標價 (NT\$)	50.0	57.0
2024年營收 (NT\$/十億)	38.2	39.0
2024年EPS	2.3	2.9

Q 交易資料表

市值	NT\$40,970百萬元
外資持股比率	1.5%
董監持股比率	36.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$19.01
負債比	65.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (曝險程度共5級)

Q 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	30,242	39,100	38,196	39,072
營業利益	1,507	2,791	2,404	3,445
稅後純益	1,627	2,226	2,139	2,983
EPS (元)	1.73	2.36	2.27	3.17
EPS YoY (%)	191.8	36.8	-4.0	39.5
本益比 (倍)	25.2	18.4	19.2	13.7
股價淨值比 (倍)	2.6	2.4	2.3	2.1
ROE (%)	10.8	13.5	12.0	15.2
現金殖利率 (%)	2.5%	3.3%	3.1%	4.4%
現金股利 (元)	1.08	1.42	1.36	1.90

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 3Q24 高教機交機遞延，營收季減 2%。EPS 0.3 元，季減 57%，低於預期 63%。

◆ 4Q24 高教機缺料持續，民用業務於波音罷工結束後將重返季增，估 EPS 季增 112%至 0.6 元。

◆ 下修 2025/26 年 EPS 4.9%/7.5%至 3.2/3.4 元，年增 39.5%/8.6%。以 2025 年 EPS 3.2 元，16 倍本益比得目標價 50 元，降評至持有。

受國防高教機交機遞延罰款影響，EPS 低於預期 63%至 0.3 元

漢翔 3Q24 營收 86.4 億元，季減 1.9%/年減 13.4%，產品組合國防 60%/民用 39%/科服 1%。季減主因波音罷工影響使其產能提升速度減緩，連帶影響 GE 引擎出貨，使民用業務營收季減 15%。國防業務高教機缺料仍嚴重，國防營收季增 9%/年減 13%。科服業務在缺乏新專案挹注下，營收季減 41%。毛利率在多項負面因素影響，包含 1)員工加薪。2)短期部份鑄件原物料上漲。3)高教機交機遞延罰款。毛利率季減 2.5 個 ppts/年減 1.4 個 ppts 至 8.4%，低於預期 3.9 個 ppts。營益率 5.0%，季減 2.1 個 ppts/年減 1.0 個 ppts，低於預期 3.3 個 ppts。EPS 0.26 元，季減 57.1%/年減 62.9%，低於預期 62.8%。

4Q24 波音罷工結束，國防缺料，估 EPS 季增 112%至 0.6 元

漢翔 4Q24 營收估達 101.8 億元，季增 17.8%/年增 5.6%，下修 2.3%，主因高教機零組件交期仍持續影響，且至 10M24 估僅交機 10-12 架次，距離年底 18 架次目標有難度。估 4Q24 國防營收僅季增 23%，下修全年高教機營收 10%至 100 億元；民用業務在波音罷工為解除後，估營收有望季增 10%。毛利率估季增 2.7 個 ppts 至 11.1%，下修 2.0 個 ppts 主因國防受物料影響及民用受罷工影響使產能提升速度慢。營益率 5.7%，季增 0.8 個 ppts。EPS 估達 0.6 元，季增 112%。整體高教機缺料情況較預期嚴重。

高教機供應鏈問題持續，民用業務復甦帶動營運續強

原本中心預期整體國機國造趨勢明確。然近期政府於國防將著重發展無人機產業，儘管漢翔將仍將透過其大量生產製造能力，代表台灣推動整體無人機產業鏈推廣至國外市場，然本中心推測在短期高教機專案(占其 2024 年營收 26%)結束後，初教機銜接恐有困難，國防營收短期成長動能較弱。整體下修 2025/26 年 EPS 4.9%/7.5%至 3.2/3.4 元，年增 39.5%/8.6%。以 2025 年 EPS 3.2 元，16 倍本益比推得目標價 50 元，降至持有評等。

營運分析

受國防高教機交機遞延罰款影響，EPS 低於預期 63%至 0.3 元

漢翔 3Q24 營收 86.4 億元，季減 1.9%/年減 13.4%，產品組合國防 60%/民用 39%/科服 1%。季減主因波音罷工影響使其產能提升速度減緩，連帶影響 GE 引擎出貨，使民用業務營收季減 15%。國防業務高教機缺料仍嚴重，國防營收季增 9%/年減 13%。科服業務在缺乏新專案挹注下，營收季減 41%。毛利率在多項負面因素影響，包含 1、員工加薪。2、短期部份鑄件原物料上漲。3、高教機交機遞延罰款。毛利率季減 2.5 個 ppts/年減 1.4 個 ppts 至 8.4%，低於預期 3.9 個 ppts。營業利益 4.3 億元，季減 31.1%/年減 27.8%。營益率 5.0%，季減 2.1 個 ppts/年減 1.0 個 ppts，低於預期 3.3 個 ppts。EPS 0.26 元，季減 57.1%/年減 62.9%，低於預期 62.8%，主因營收與毛利率下滑大。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	9,979	8,802	8,639	-1.9%	-13.4%	9,179	10,509	-5.9%	-3.1%	
營業毛利	981	956	725	-24.2%	-26.1%	1,127	1,259	-35.7%	-10.6%	
營業利益	594	622	429	-31.1%	-27.8%	758	697	-43.4%	-16.2%	
稅前利益	826	738	339	-54.0%	-58.9%	824	700	-58.8%	-7.3%	
稅後淨利	660	571	245	-57.0%	-62.8%	659	557	-62.8%	-6.9%	
調整後 EPS (元)	0.70	0.61	0.26	-57.1%	-62.9%	0.70	0.59	-62.8%	-7.1%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	9.8%	10.9%	8.4%	-2.5	-1.4	12.3%	12.0%	-3.9	-0.9	
營業利益率	6.0%	7.1%	5.0%	-2.1	-1.0	8.3%	6.6%	-3.3	-0.9	
稅後純益率	6.6%	6.5%	2.8%	-3.6	-3.8	7.2%	5.3%	-4.3	-0.2	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

4Q24 波音罷工危機解除，國防高教機料況仍嚴峻，EPS 估季增 112%至 0.6 元

漢翔 4Q24 營收估達 101.8 億元，季增 17.8%/年增 5.6%，下修 2.3%，主因高教機零組件交期仍持續影響，且至 10M24 估僅交機 10-12 架次，距離年底 18 架次目標有難度。估 4Q24 國防營收僅季增 23%，下修全年高教機營收 10%至 100 億元；民用業務在波音罷工為解除後，估營收有望季增 10%。毛利率在高教機罰款減少下，估季增 2.7 個 ppts/年減 2.0 個 ppts 至 11.1%，下修 2.0 個 ppts 主因國防受物料影響及民用受罷工影響使產能提升速度慢。營業利益 5.9 億元，季增 36.4%/年減 17.7%，下調 27.5%。營益率 5.7%，季增 0.8 個 ppts/年減 1.6 個 ppts。EPS 估達 0.55 元，季增 112%/年增 93%，下調 25.6%。整體國防高教機缺料情況與零組件交期仍較預期嚴重。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異		
						元大預估	市場預估	元大	市場	
營業收入	9,640	8,639	10,179	17.8%	5.6%	10,417	10,509	-2.3%	-3.1%	
營業毛利	1,262	725	1,125	55.2%	-10.9%	1,361	1,259	-17.3%	-10.6%	
營業利益	710	429	585	36.4%	-17.7%	807	697	-27.5%	-16.2%	
稅前利益	351	339	648	91.0%	84.7%	871	700	-25.6%	-7.3%	
稅後淨利	269	245	519	111.6%	93.0%	697	557	-25.5%	-6.9%	
調整後 EPS (元)	0.29	0.26	0.55	111.7%	92.8%	0.74	0.59	-25.6%	-7.1%	
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點		百分點	
營業毛利率	13.1%	8.4%	11.1%	2.7	-2.0	13.1%	12.0%	-2.0	-0.9	
營業利益率	7.4%	5.0%	5.7%	0.8	-1.6	7.7%	6.6%	-2.0	-0.9	
稅後純益率	2.8%	2.8%	5.1%	2.3	2.3	6.7%	5.3%	-1.6	-0.2	

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

國防政策著重無人機發展，短期初教機專案銜接難，估 2025 年營收年增 2.3%

2024 年在民進黨政府延續政權下，原本中心預期整體國機國造趨勢明確。然近期政府於國防產業將著重發展無人機產業，成立“台灣卓越無人機海外商機聯盟”，並預期將台灣打造成全球無人機生產重鎮。目標 2028 年達成無人機月產能 15,000 架，並帶動整體產業產值達 300 億元。儘管漢翔將仍將透過其大量生產製造能力，代表台灣推動整體無人機產業鏈推廣至國外市場，然本中心推測在短期高教機專案(占其 2024 年營收 26%)結束後，初教機銜接恐有困難，國防營收短期成長動能較弱，其餘 IDF 戰機維運、F16 維修中心、高教機後勤維保業務恐難抵銷高教機與初教機專案間的營收下滑。漢翔民用業務在波音罷工危機解決及供應鏈品質影響下，整體民用業務將於 4Q24 重回季增態勢。

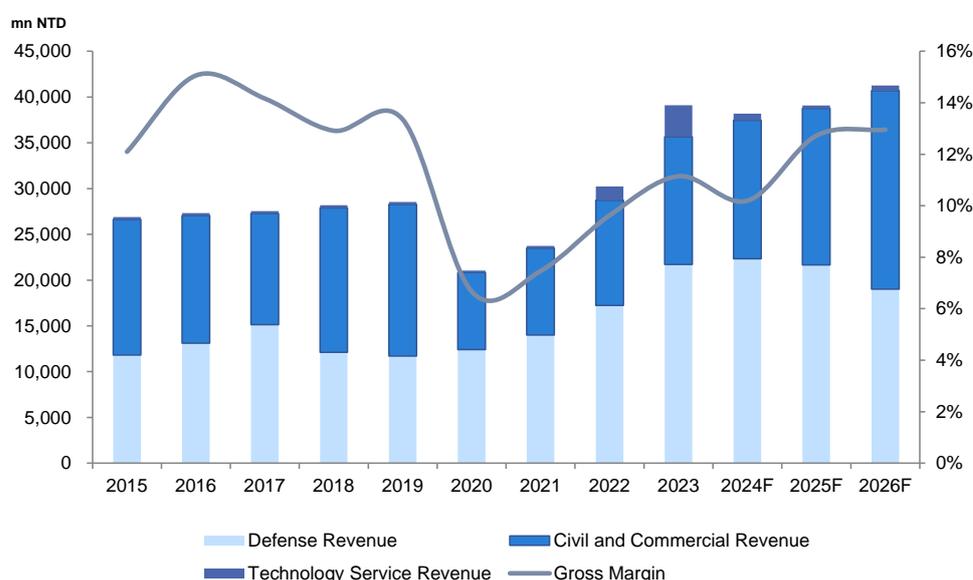
預期漢翔 2024/25/26 年整體營收估年減 2.3%/年增 2.3%/年增 5.6%至 382.0/390.7 412.5 億元，較前次下修 2.0%/2.4%/4.4%。毛利率將年減 1.0%/年增 2.5%/年增 0.2 個 ppts 至 10.2%/12.7%/12.9%，下修 1.4/0.3/0.4 個 ppts 以反映高教機與民用交貨皆不順暢且低於預期。整體 EPS 於 2024/25/26 年估達 2.3/3.2/3.4 元，年減 4%/年增 39.5%/8.6%，下修 22%/4.9%/7.5%。

圖 3：漢翔國防業務專案營收預估

百萬新台幣	2023A	2024F	2025F	2026F
高教機	10,500	10000	8500	4000
F16 升級案	2,000	200	0	0
IDF 戰機維運	4,000	4500	4500	4500
空軍官校第 11 大委託民間經營專案	1,000	1000	1000	1000
F16 維修中心	600	840	1176	1646
其他	3,618	5800	6482	7870
國防總營收	21,718	22340	21658	19016

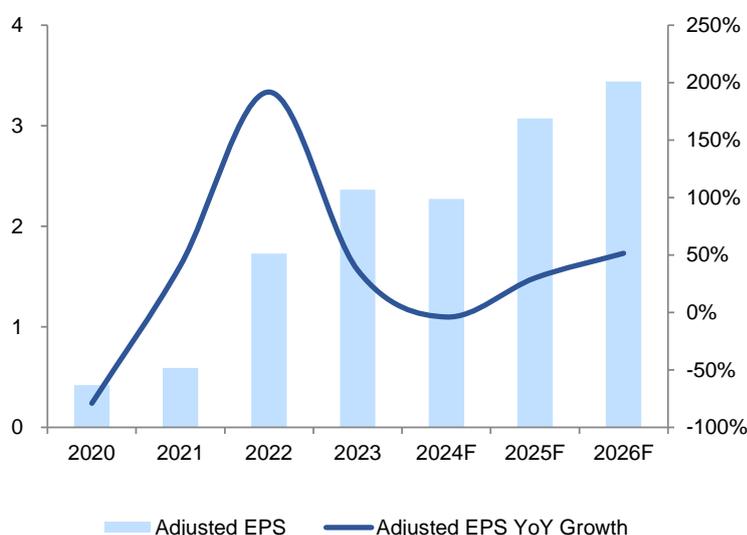
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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



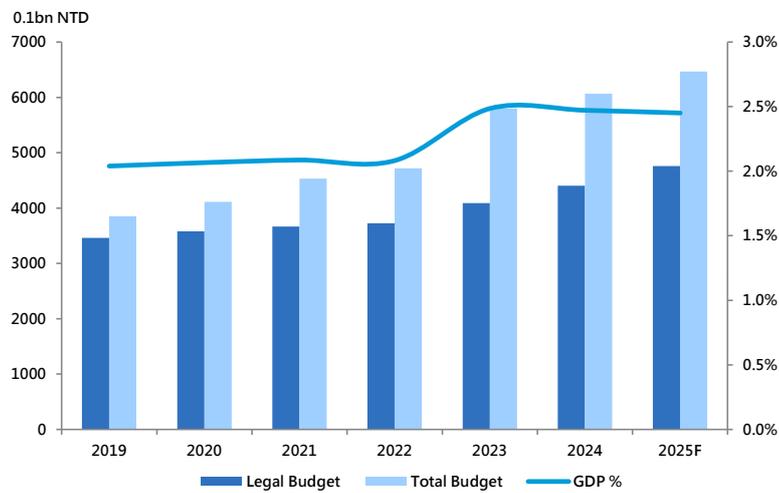
資料來源：公司資料、元大投顧預估

產業概況

台灣軍事國防支出穩定成長，國機國造趨勢明確

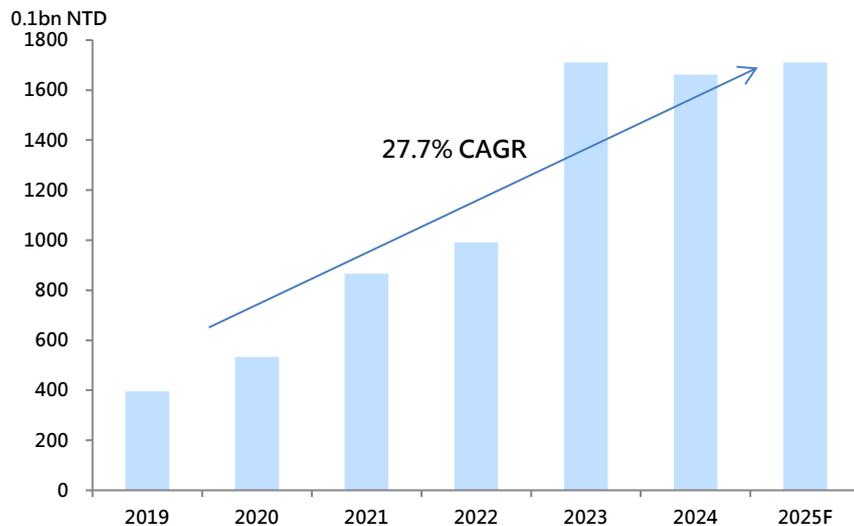
台灣軍事國防支出佔 GDP 佔比於 2018 年達 1.8%，為近 40 年來最低。然隨國際情勢轉變，軍事支出隨中美對抗加劇自 2020 年的 3,580 億提升到 2025 年的 4,760 億，5.9% CAGR，國防支出占 GDP 比重亦提升至 2025 年的 2.5%。另外，可看到政府在特別預算與非營業特種基金，自 2019 年的 395 億元成長至 2025 年的 1,710 億元，27.7% CAGR，主要用在軍機、潛艦、飛彈、防空系統或無人攻擊載具等大型採購需求，此部分為透過舉債、融資方式改善過去國防預算因稅收不足而遭排擠的現象。因此我們預期後續在國機國造、國艦國造、無人機裝備日漸普及，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



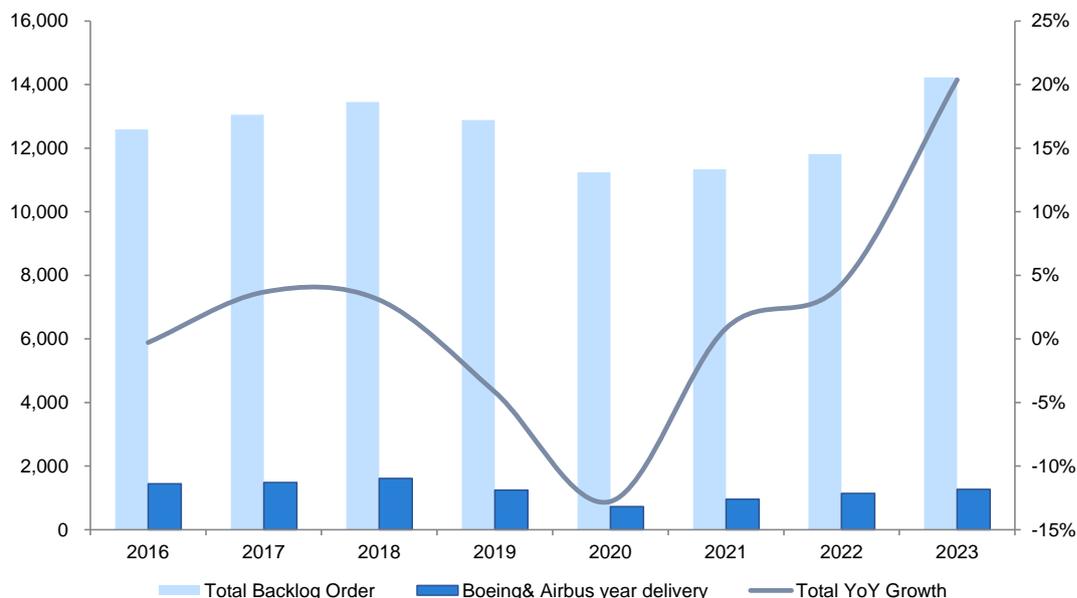
資料來源：國防部

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。

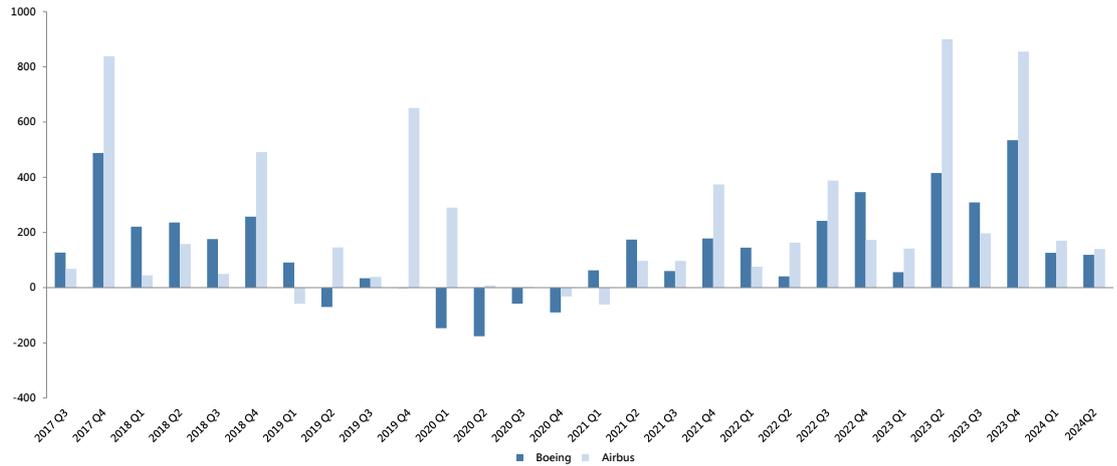
2020 年受到新冠疫情影響，全球航空客運量需求自疫情前高點下滑超過 80%。在疫情衝擊下，全球航空旅行活動大幅減少，波音、空中巴士、奇異、勞斯萊斯等航太大廠面對新機需求銳減，紛紛減產、裁員、降低外包。然隨疫情逐漸流感化及疫苗接種率逐步攀升下，於 1H23 全球航空客運量已復甦至 2019 年疫情前的 94.2%。而如今當跨國流動需求大幅提升時，供應鏈生產出現二大問題，包含 1) 疫情期間大量裁員或提前退休造成缺工現象；2) 小型零組件廠倒、運輸問題、原物料廠商缺工都造成長短料現象，使引擎及整機出現供不應求狀況。同時間，因為復飛成本(包含零組件檢查、維修、舊機種燃油耗損大及新機種碳排放量低於舊機種約 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 2023 年波音與空巴未消化訂單年增率達 20%，創下近 8 年來新高，而以 2023 年波音與空巴年交付量共 1,263 架計算，至少須 11 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 3Q24 的 493 架次，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



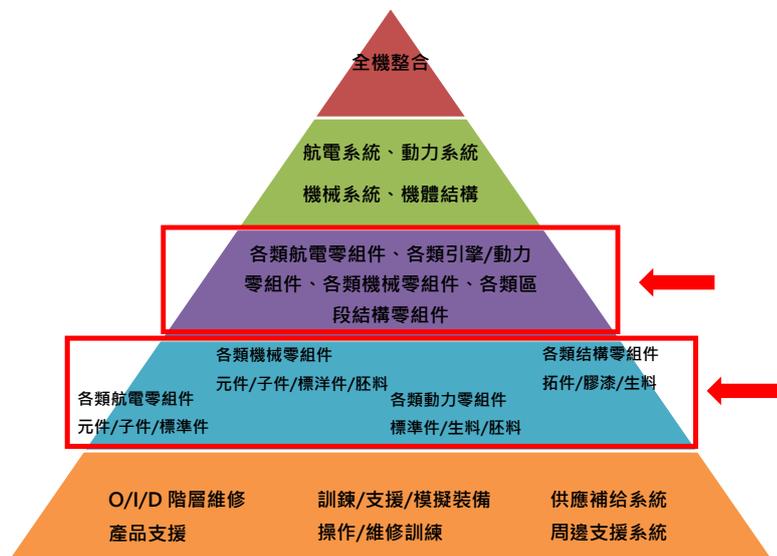
資料來源：Bloomberg

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

民用業務與高教機供應鏈問題大，初教機銜接展望差，以 16 倍本益比得目標價 50 元，降評至持有

儘管疫後航太產業鏈重組將呈現大者恆大，漢翔持續取得 GE 多項長約與承製更高難度熱鍛組零件與複合材料，訂單能見度明朗。然近期波音供應鏈問題使 2024 年整體民用復甦不如預期，本中心認為在俄烏戰爭持續且全球國防軍事武器需求龐大下，民用業務供應鏈原物料與零組件排擠狀況難以解決。

國防業務儘管漢翔包辦多項維修業務，包含 1)、國機國造政策的 IDF、高教機到初教機與後續維保。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。恆常性保修業務營收占比提升將降低營收波動與提高國防業務毛利率。然短期政策國防政策估以無人機為主軸，試圖打造台灣無人機供應鏈，預期將排擠本中心原預估銜接高教機的初教機專案。

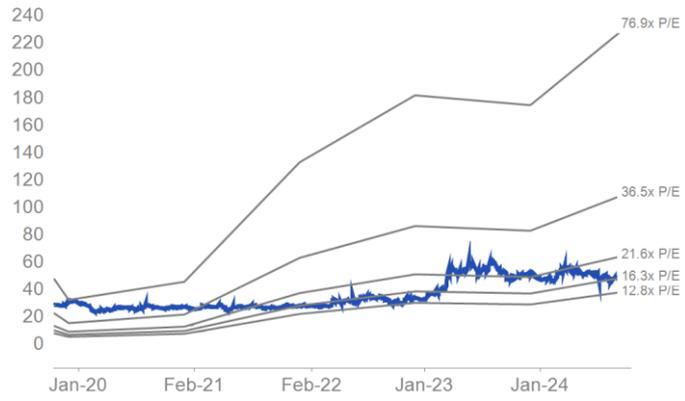
考量近期初教機專案希望恐落空，估 2024/25/26 年 EPS 於達 2.3/3.2/3.4 元，年減 4%/年增 39.5%/8.6%，下修 22%/4.9%/7.5%。以 2025 年 EPS 3.2 元，16 倍本益比推得目標價 50 元，降至持有評等。(漢翔目前評價位於 2025FEPS 的 14 倍本益比，評價略低於航太同業的 18 倍/軍工同業 19 倍)。

圖 11：2024 和 2025 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	38,196	38,974	39,072	40,020	-2.0%	-2.4%
營業毛利	3,893	4,531	4,970	5,225	-14.1%	-4.9%
營業利益	2,404	2,955	3,445	3,603	-18.6%	-4.4%
稅前利益	2,762	3,470	3,728	3,890	-20.4%	-4.2%
稅後淨利	2,139	2,731	2,983	3,112	-21.7%	-4.1%
調整後 EPS (元)	2.27	2.91	3.17	3.33	-22.0%	-4.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	10.2%	11.6%	12.7%	13.1%	-1.4	-0.3
營業利益率	6.3%	7.6%	8.8%	9.0%	-1.3	-0.2
稅後純益率	5.6%	7.0%	7.6%	7.8%	-1.4	-0.2

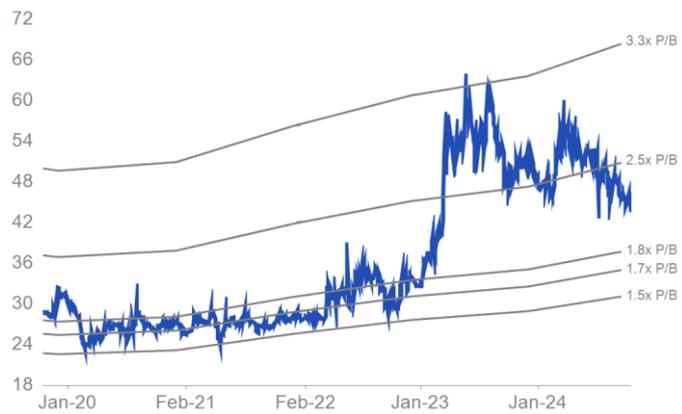
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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

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、CMoney

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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
漢翔	2634 TT	持有-超越 同業	43.5	1,241	2.36	2.27	3.17	18.4	19.2	13.7	36.8	(4.0)	39.5
航太同業													
駐龍	4572	買進	151.5	182	6.2	7.3	8.9	24.4	20.7	17.1	21.1	17.9	21.0
晟田	4541	未評等	30.4	63	(1.1)	1.0	1.4	-	30.4	21.3	(162.3)	-	42.5
JPP-KY	5284	未評等	153	239	8.3	2.1	-	18.3	74.0	-	55.8	(75.2)	-
豐達科	3004	未評等	88	147	5.8	-	-	15.2	-	-	102.7	-	-
長榮航太	2645	未評等	92	1,059	4.9	5.1	5.6	18.6	18.0	16.4	10.4	3.2	9.6
航太同業平均					4.8	3.9	5.3	19.1	35.7	18.3	5.5	(18.1)	24.4
軍工同業													
神基	3005	買進	113.5	2,141	6.2	7.6	8.4	18.4	14.9	13.5	44.4	23.7	9.8
千附精密	6829	買進	117.5	214	3.5	5.0	6.5	33.4	23.3	18.0	(41.6)	43.4	29.2
全訊	5222	持有-超越 同業	132.0	333	6.1	5.9	6.0	21.6	22.3	22.1	65.0	(3.4)	1.2
龍德造船	6753	未評等	111.0	387	5.2	-	-	21.5	-	-	85.1	-	-
洛克希德馬丁	LMT	未評等	557.73	132,202	27.6	26.7	28.1	20.2	20.9	19.8	27.2	(3.6)	5.4
雷神	RTX	未評等	123.75	164,713	2.2	5.6	6.1	55.2	22.2	20.3	(36.6)	148.8	9.6
軍工同業平均					8.5	10.2	11.0	28.4	20.7	18.8	23.9	41.8	11.0

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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
漢翔	2634 TT	持有-超越 同業	43.5	1,241	13.5	12.0	15.2	18.15	19.01	20.81	2.4	2.3	2.1
航太同業													
駐龍	4572	買進	買進	151.5	13.39	14.41	16.40	48.5	50.8	54.0	3.1	3.0	2.8
晟田	4541	未評等	未評等	30.4	(2.65)	4.31	5.97	22.6	-	-	1.3	-	-
JPP-KY	5284	未評等	未評等	153	18.69	5.45	16.31	48.1	-	-	3.2	-	-
豐達科	3004	未評等	未評等	88	-	-	-	43.7	-	-	2.0	-	-
長榮航太	2645	未評等	未評等	92	16.98	14.65	15.80	35.0	35.6	35.5	2.6	2.6	2.6
航太同業平均					11.60	9.71	13.62	39.59	43.21	44.74	2.45	2.78	2.70
軍工同業													
神基	3005	買進	買進	113.5	17.46	20.14	20.91	35.1	37.9	40.1	3.2	3.0	2.8
千附精密	6829	買進	買進	117.5	10.93	15.15	18.39	31.2	33.1	35.3	3.8	3.6	3.3
全訊	5222	未評等	持有-超越 同業	132.0	20.49	18.90	18.34	30.2	30.8	32.6	4.4	4.3	4.0
龍德造船	6753	未評等	未評等	111.0	-	-	-	27.3	-	-	4.1	-	-
洛克希德馬丁	LMT	未評等	未評等	557.73	85.44	97.05	107.87	27.3	27.4	29.5	20.4	20.4	18.9
雷神	RTX	未評等	未評等	123.75	8.09	10.37	12.01	41.9	46.7	48.5	3.0	2.6	2.6
軍工同業平均					28.48	32.32	35.50	32.2	35.2	37.2	6.5	6.8	6.3

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)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	10,576	8,802	8,639	10,179	9,530	9,557	9,782	10,204	38,196	39,072
銷貨成本	(9,488)	(7,846)	(7,914)	(9,055)	(8,441)	(8,363)	(8,483)	(8,815)	(34,303)	(34,102)
營業毛利	1,088	956	725	1,125	1,089	1,193	1,299	1,389	3,893	4,970
營業費用	(319)	(334)	(296)	(540)	(372)	(373)	(382)	(398)	(1,489)	(1,526)
營業利益	769	622	429	585	717	820	917	991	2,404	3,445
業外利益	268	116	(90)	63	65	70	72	76	358	283
稅前純益	1,037	738	339	648	782	890	989	1,067	2,762	3,728
所得稅費用	(232)	(168)	(94)	(130)	(156)	(178)	(198)	(213)	(624)	(746)
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	804	571	245	519	626	712	791	854	2,139	2,983
調整後每股盈餘(NT\$)	0.85	0.61	0.26	0.55	0.66	0.76	0.84	0.91	2.27	3.17
調整後加權平均股數(百萬股)	942	942	942	942	942	942	942	942	942	942
重要比率										
營業毛利率	10.3%	10.9%	8.4%	11.1%	11.4%	12.5%	13.3%	13.6%	10.2%	12.7%
營業利益率	7.3%	7.1%	5.0%	5.7%	7.5%	8.6%	9.4%	9.7%	6.3%	8.8%
稅前純益率	9.8%	8.4%	3.9%	6.4%	8.2%	9.3%	10.1%	10.5%	7.2%	9.5%
稅後純益率	7.6%	6.5%	2.8%	5.1%	6.6%	7.5%	8.1%	8.4%	5.6%	7.6%
有效所得稅率	22.4%	22.7%	27.7%	20.1%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%	22.6%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	9.7%	-16.8%	-1.9%	17.8%	-6.4%	0.3%	2.4%	4.3%		
營業利益	8.2%	-19.1%	-31.1%	36.4%	22.6%	14.4%	11.8%	8.1%		
稅後純益	199.1%	-29.0%	-57.0%	111.6%	20.6%	13.7%	11.1%	8.0%		
調整後每股盈餘	198.9%	-29.0%	-57.1%	111.7%	20.6%	13.8%	11.2%	7.9%		
年增率(%)										
營業收入	6.4%	-7.7%	-13.4%	5.6%	-9.9%	8.6%	13.2%	0.2%	-2.3%	2.3%
營業利益	19.0%	-26.0%	-27.8%	-17.7%	-6.7%	31.8%	113.8%	69.4%	-13.9%	43.3%
稅後純益	47.9%	-24.3%	-62.8%	93.0%	-22.2%	24.8%	222.5%	64.5%	-3.9%	39.5%
調整後每股盈餘	47.8%	-24.3%	-62.9%	92.8%	-22.2%	24.7%	223.1%	64.6%	-4.0%	39.5%

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。23年國防 56%，民用 36%，科技 9%。

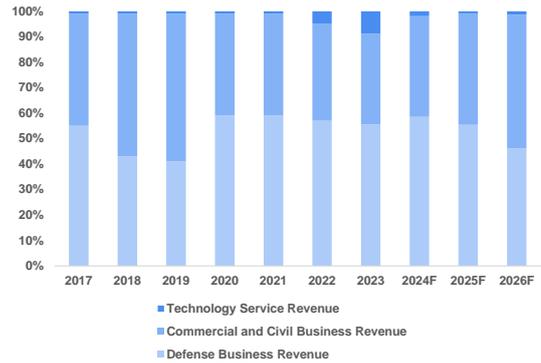
1. 軍用業務包含國內軍用飛機之製造、維修、性能提升、機隊商維、軍工廠委託民間經營案等，以及軍用引擎業務。
2. 民用航空業務包含民用飛機機體結構、次組件之設計加工及代工製造，以及民用飛機引擎零組件設計加工及代工製造等。
3. 工業技術服務業務以應用現有航空技術能量所衍生之能源系統、飛航服務及各類科技產品之研發、設計、製造、測試、系統整合及售後服務等為主。

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	10
2025	18	63	8.5
2026~	3	66	5

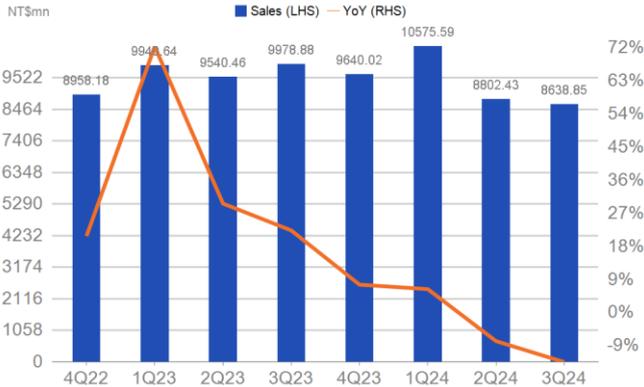
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



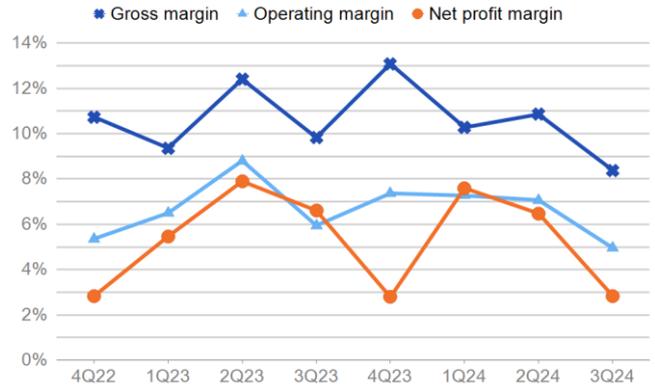
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



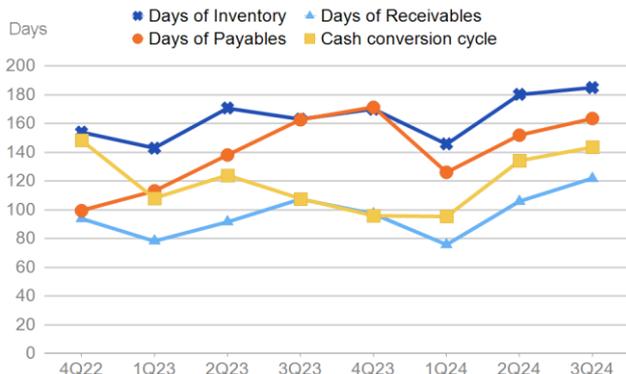
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



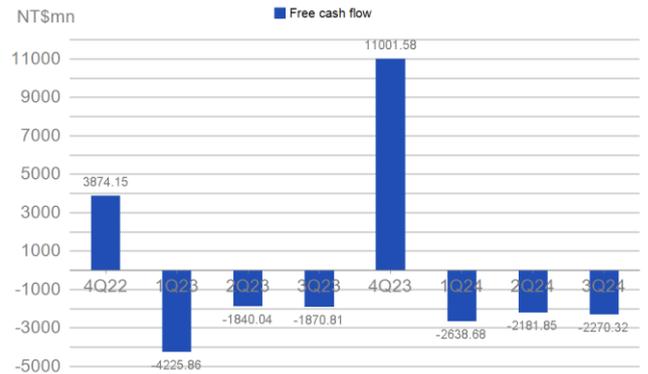
資料來源：CMoney、公司資料

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

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	3,313	3,313	3,367	5,804	5,670
存貨	11,956	13,384	15,516	14,182	15,529
應收帳款及票據	8,553	8,545	7,668	7,401	8,656
其他流動資產	2,964	3,663	3,888	3,888	3,888
流動資產	26,785	28,905	30,439	31,275	33,742
採用權益法之投資	1,135	1,441	1,070	1,070	1,070
固定資產	9,413	8,834	8,928	8,832	8,737
無形資產	907	872	770	542	313
其他非流動資產	2,508	2,657	2,656	2,656	2,656
非流動資產	13,962	13,803	13,424	13,100	12,776
資產總額	40,748	42,709	43,863	44,375	46,518
應付帳款及票據	2,099	1,695	2,776	2,487	2,932
短期借款	1,200	1,500	500	500	500
什項負債	13,007	12,837	17,980	17,163	17,163
流動負債	16,306	16,032	21,256	20,150	20,595
長期借款	1,180	1,800	0	0	0
其他負債及準備	8,938	9,044	5,507	6,324	6,324
長期負債	10,118	10,844	5,507	6,324	6,324
負債總額	26,423	26,876	26,763	26,474	26,919
股本	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419
資本公積	0	5	12	12	12
保留盈餘	5,060	6,454	7,687	8,489	10,187
什項權益	(154)	(45)	(18)	(18)	(18)
歸屬母公司之權益	14,325	15,833	17,099	17,901	19,599
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	14,325	15,833	17,099	17,901	19,599

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	558	1,627	2,226	2,139	2,983
折舊及攤提	1,444	1,414	1,479	1,479	1,479
本期營運資金變動	1,093	(2,070)	(293)	1,311	(2,156)
其他營業資產及負債變動	1,424	1,440	460	0	0
營運活動之現金流量	4,519	2,412	3,872	4,929	2,306
資本支出	(1,039)	(308)	(808)	(1,155)	(1,155)
本期長期投資變動	158	306	(371)	0	0
其他資產變動	(438)	(689)	205	0	0
投資活動之現金流量	(1,319)	(692)	(973)	(1,155)	(1,155)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(4,204)	(1,329)	(1,743)	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(188)	(330)	(1,017)	(1,337)	(1,284)
其他調整數	(82)	(65)	(74)	0	0
融資活動之現金流量	(4,474)	(1,724)	(2,835)	(1,337)	(1,284)
匯率影響數	(1)	5	(10)	0	0
本期產生現金流量	(1,275)	1	54	2,436	(134)
自由現金流量	3,481	2,103	3,065	3,774	1,150

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	23,735	30,242	39,100	38,196	39,072
銷貨成本	(21,963)	(27,331)	(34,742)	(34,303)	(34,102)
營業毛利	1,771	2,911	4,358	3,893	4,970
營業費用	(1,280)	(1,404)	(1,567)	(1,489)	(1,526)
推銷費用	(161)	(145)	(154)	(159)	(162)
研究費用	(544)	(591)	(656)	(603)	(617)
管理費用	(576)	(665)	(763)	(730)	(746)
其他費用	1	(3)	5	2	0
營業利益	491	1,507	2,791	2,404	3,445
利息收入	3	15	65	77	68
利息費用	(133)	(164)	(260)	(209)	(231)
利息收入淨額	(130)	(148)	(194)	(132)	(163)
投資利益(損失)淨額	246	224	408	401	352
匯兌損益	(145)	523	780	178	0
其他業外收入(支出)淨額	213	(70)	(942)	(88)	95
稅前純益	675	2,035	2,842	2,762	3,728
所得稅費用	(117)	(408)	(616)	(624)	(746)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	558	1,627	2,226	2,139	2,983
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,252	3,613	4,581	3,884	4,924
調整後每股盈餘 (NT\$)	0.59	1.73	2.36	2.27	3.17

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	12.8	27.4	29.3	(2.3)	2.3
營業利益	173.2	206.7	85.2	(13.9)	43.3
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.8	60.4	26.8	(15.2)	26.8
稅後純益	41.0	191.6	36.8	(3.9)	39.5
調整後每股盈餘	40.9	191.8	36.8	(4.0)	39.5
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	7.5	9.6	11.2	10.2	12.7
營業利益率	2.1	5.0	7.1	6.3	8.8
稅前息前淨利率	2.3	6.2	6.6	6.3	8.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	9.5	12.0	11.7	10.2	12.6
稅前純益率	2.8	6.7	7.3	7.2	9.5
稅後純益率	2.4	5.4	5.7	5.6	7.6
資產報酬率	1.3	3.9	5.1	4.8	6.4
股東權益報酬率	4.0	10.8	13.5	12.0	15.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	184.5	169.8	156.5	147.9	137.4
淨負債權益比 (%)	(6.5)	(0.1)	(16.8)	(29.6)	(26.4)
利息保障倍數 (倍)	6.1	13.5	11.9	14.2	17.1
流動比率 (%)	164.3	180.3	143.2	155.2	163.8
速動比率 (%)	91.0	96.8	70.2	84.8	88.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(933)	(13)	(2,867)	(5,304)	(5,170)
調整後每股淨值 (NT\$)	15.21	16.81	18.15	19.01	20.81
評價指標 (倍)					
本益比	73.4	25.2	18.4	19.2	13.7
股價自由現金流量比	11.8	19.5	13.4	10.9	35.6
股價淨值比	2.9	2.6	2.4	2.3	2.1
股價稅前息前折舊攤銷前淨	18.2	11.3	8.9	10.6	8.3
股價營收比	1.7	1.4	1.1	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



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 仁愛路三段 157 號 4 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>.