

漢翔(2634)

Downgrade to HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 楊智翔 Shawn Yang
shawnyang@masterlink.com.tw

評等

日期:	2024/11/19
目前收盤價 (NT\$):	43.1
目標價 (NT\$):	45
52 週最高最低(NT\$):	43.1-58.7
加權指數:	22742.77

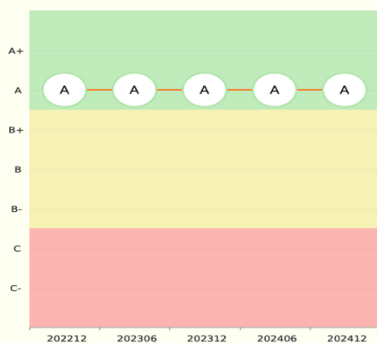
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	9,419
市值 (NT\$/mn):	40,600
市值 (US\$/mn):	1,353
20 日平均成交量(仟股):	3,500
PER (2025):	20.85
PBR (2025):	1.96
外資持股比例:	1.5
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.4	-11.1	-22.6
加權指數報酬率	-2.4	3.9	7.6

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	BUY
目標價 (NT\$)	45	-
營業收入 (NT\$/mn)	41,022	-
毛利率 (%)	10.1	-
營益率 (%)	6.2	-
EPS (NT\$)	2.09	-
BVPS(NT\$)	22.23	-

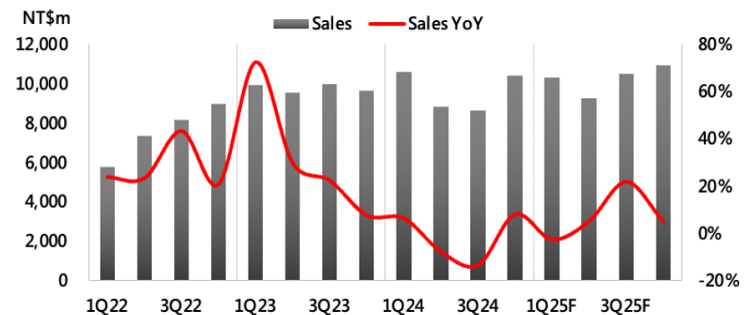
近五期 T ESG Rating



短期業務認列不確定性高

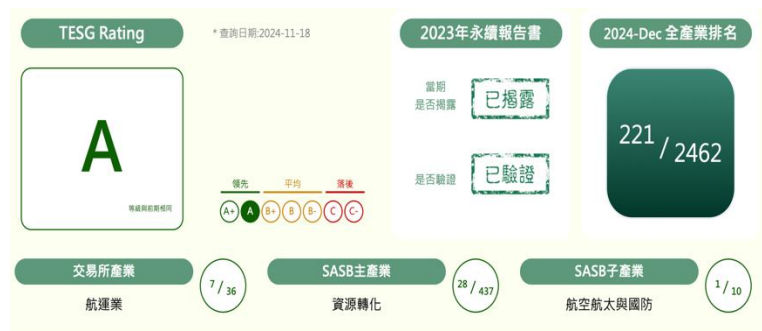
- **4Q24 國防業務逐步交機，調整稅後 EPS 至 0.28 元：**10 月營收 32.4 億元，MoM+27%，YoY-1%，季營收達成率 30%，低於預期。展望後市，國防業務截至 10M24 仍具 8 架高教機待交付，公司維持全數交機之指引，惟若交機遞延遲交付罰金將影響營收表現，故調整營收至 104 億元，QoQ+20.6%，YoY+8.1%。獲利部分，因高教機交付量增加，惟預估交付量遞延影響，故調整稅後 EPS 至 0.28 元(原 0.37 元)。
- **2025 年國防業務基期墊高，科服業務仍不明朗，調整稅後 EPS 至 2.09 元：**展望後市，漢翔民用業務穩健增長，國防營收持穩，科服維持低摩待招標狀況而定，軍民業務動能取決於供應鏈穩定與否，惟礙於合約情況遞延交付罰金將影響營收與獲利表現，故調整營收至 410 億元(原 439 億元)，YoY+6.7%。獲利部分，毛利率應處區間水準，惟保守推估毛利率受遞延交付罰金影響，調整稅後 EPS 至 2.09 元(原 3.16 元)。
- **短期業務認列不確定性高，評價合理，評等自買進轉中立，調整目標價至 45 元：**評價部分，公司過往評價約處 15-35x，當前評價約 20x，評價處中性，考量短期業務認列不確定性大，中長期國防業務缺乏大型專案挹注，故評等自買進轉中立，調整目標價至 45 元(20x2025EPS)。

Exhibit 1: 營收與營收 YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: T ESG 企業永續指標



Sources : TEJ、Masterlink

漢翔為台灣航太龍頭廠

漢翔為台灣航太龍頭廠

漢翔為成立於 1969 年，前身為航發中心，主要負責飛機研發及生產，為國內唯一可與國際廠商共同開發機體結構、民航機引擎零件製造公司。主要三大業務國防、民用與科技服務，軍用國防業務包含國內軍用飛機之製造、維修、性能提升、機隊商維與軍用引擎業務等；民用業務包含民用飛機機體結構、次組零件之設計加工及代工製造，以及國際民用飛機之引擎零組件設計與代工製造等；科技服務業務應用現有航空技術所衍生之能源系統，進行儲能與創能等相關業務。2023 年營收占比 56%國防、35%民用、9%科技服務。2023 年營收區域別：亞洲 61%、美洲 34%、歐洲 5%。

Exhibit 3:公司各部門營運表現

(仟元)	Sales 2023			Sales 2024F			Sales 2025F		
		%	YoY		%	YoY		%	YoY
國防業務	21,883,515	56.0%	27.7%	23,588,080	57.8%	7.8%	24,070,441	54.8%	2.0%
民用業務	13,593,961	34.8%	18.4%	16,512,578	40.5%	21.5%	19,125,931	43.6%	15.8%
科技服務	3,622,526	9.3%	123.1%	699,054	1.7%	-80.7%	713,717	1.6%	2.1%
合計	39,100,002		29.3%	40,799,713		4.3%	43,910,089		7.6%

Sources: Company, Masterlink

3Q24 國防業務交付遞延，營運受罰金影響，低於預期，稅後 EPS 0.26 元

3Q24 國防業務交付遞延，罰金影響毛利率表現，低於預期，稅後 EPS 0.26 元

漢翔 3Q24 營收達 86.39 億元，QoQ-1.9%，YoY-13.4%。毛利率 8.39%，低於預期之 11.7%，係因 1)高教機售缺料影響交付遞延與科服營收下滑影響；2)高教機遞延之延遲交付罰金影響營收表現；3)薪資調整 3.7%影響所致。營業費用 YoY-23%，惟營業規模下滑影響，致使營益率 4.96%，低於預期之 8.55%，稅後 EPS 0.26 元，低於預期之 0.93 元。

Exhibit 4:3Q24 預估比較表

2634 漢翔								
Unit:NT\$m	1Q24	2Q24	3Q24(A)	3Q24(F)	Diff	QoQ	YoY	YTD YoY
Net sales	10,576	8,802	8,639	10,777	-19.8%	-1.9%	-13.4%	-4.9%
Gross profit	1,088	956	725	1,263	-42.6%	-24.2%	-26.1%	-10.6%
Gross margin(%)	10.28%	10.86%	8.39%	11.72%				
Operating profit	769	622	429	921	-53.5%	-31.1%	-27.8%	-12.5%
Operating Margin(%)	7.27%	7.07%	4.96%	8.55%				
Pre-tax profit	1,037	738	339	1,089	-68.9%	-54.1%	-58.9%	-15.1%
Net Profit	804	571	245	871	-71.9%	-57.0%	-62.8%	-17.2%
EPS (NT\$)	0.85	0.61	0.26	0.93				

Sources: Company, Masterlink

4Q24 國防業務逐步交機，調整稅後 EPS 至 0.28 元

4Q24 國防業務逐步交機，調整稅後 EPS 至 0.28 元

漢翔 10 月營收 32.4 億元，MoM+27%，YoY-1%，季營收達成率 30%，低於預期，係因受颱風假影響工作天數，然國防訂單逐步交貨。展望後市，國防業務仍受供應鏈影響，截至 10M24 仍具 8 架高教機待交付，公司維持全數交機之指引，惟若交機遞延延遲交付罰金將影響營收表現；民用業務受波音罷工影響有限，惟部分國際原料與軍規共用，恐受軍規品項插單影響；科服業務客戶遞延招標，短期無顯著標案認列挹注，營收呈高雙位數衰退，總結前述，營運持續受供應鏈干擾影響，故調整營收至 104 億元，QoQ+20.6%，YoY+8.1%。獲利部分，因高教機交付量增加，惟保守預估交付量遞延罰金影響毛利率水準，故調整稅後 EPS 至 0.28 元(原 0.37 元)。

2025 年國防業務基期墊高，科服業務仍不明朗，調整稅後 EPS 至 2.09 元

2025 年國防業務基期墊高，科服業務仍不明朗，調整稅後 EPS 至 2.09 元

2025 年全球航太受供應鏈斷鏈影響，交機動能受限，波音 737 max 預計至年底交機量達 38 架(23 年均值 33 架)；空巴 A320 預計至年底交機量達 65 架(23 年均值為 47 架)，整體谷底復甦，截至 10M24 波音和空巴交機量達 76 架，MoM-8.4%，YoY-28%，累積 YoY-10.4%。展望後市，漢翔民用業務穩健增長，惟動能視供應鏈穩定與否而定；軍用部分，2025 年台灣國防預算整體達 5578 億元，YoY+7.1%，然政府目標將專注在無人機、飛彈與軍購項目，初教機等新一代軍事機計畫仍不明朗，故公司以無人機量產中心為目標推展業務，高教機 18 架交付與維保營收挹注；科服業務待廠商招標，短期業務動能低靡；新廠建設部分，公司預計投入 1025 萬美元(約台幣 3.3 億元)於亞利桑那州設立美國子公司，廠房達千坪，為滿足美國 BAA 法案逐年提升國有自製比率政策，初期投資投資金額與實際營收貢獻不大，預期以兩年內取得客戶認證為主，後續視客戶需求採購二期設備。總結前述，軍民業務動能取決於供應鏈穩定狀況，惟礙於合約情況遞延交付罰金將影響營收與獲利表現，故調整營收至 410 億元(原 439 億元)，YoY+6.7%。獲利部分，毛利率應處區間水準，惟保守推估毛利率受遞延交付罰金影響，不考屢一次性業外損益下，調整稅後 EPS 至 2.09 元(原 3.16 元)。

短期業務認列不確定性高，中長期缺乏大型專案挹注，評價合理，評等自買進轉中立，調整目標價至 45 元

短期業務認列不確定性高，評價合理，評等自買進轉中立，調整目標價至 45 元

評價部分，公司過往評價約處 15-35x，當前評價約 20x，評價處中性，惟短期軍民業務持續受供應鏈影響，科服業務接單不如預期，考量短期業務認列不確定性大，中長期國防業務缺乏大型專案挹注，業務成長不確定性高，故評等自買進轉中立，調整目標價至 45 元(20x2025EPS)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	30,242	39,100	38,436	41,022		Cash	963	963	3,591	6,740	
COGS	27,331	34,742	34,626	36,875		Marketable securities	0	0	0	0	
Gross profit	2,911	4,358	3,810	4,147		A/R & N/R	15,451	15,451	15,451	15,451	
Operating expense	1,401	1,572	1,519	1,600		Inventory	6,798	6,798	6,798	6,798	
Operating profit	1,507	2,791	2,293	2,547		Others	5,803	5,803	5,904	5,904	
Total non-operate. Inc.	528	51	146	(91)		Total current asset	29,015	29,015	31,743	34,892	
Pre-tax profit	2,035	2,842	2,439	2,457		Long-term invest.	603	603	603	603	
Total Net profit	1,627	2,226	1,880	1,965		Total fixed assets	8,353	8,353	8,353	8,353	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	878	878	878	878	
Net Profit	1,627	2,226	1,880	1,965		Total assets	39,820	39,820	42,209	43,475	
EPS (NT\$)	1.73	2.36	2.00	2.09							
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Short-term Borrow	7,730	7,730	7,730	7,730	
Sales	27.4	29.3	(1.7)	6.7		A/P & N/P	2,288	2,288	2,288	2,288	
Gross profit	64.3	49.7	(12.6)	8.8		Other current liab.	11,788	11,788	12,703	12,203	
Operating profit	206.7	85.2	(17.8)	11.1		Total current liab.	21,806	21,806	22,721	22,221	
Pre-tax profit	201.6	39.7	(14.2)	0.7		L-T borrows	2,838	2,838	2,838	2,838	
Net profit	191.6	36.8	(15.5)	4.5		Other L-T liab.	836	836	836	836	
EPS	191.6	36.8	(15.5)	4.5		Total liability.	25,686	25,686	26,395	25,895	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F							
Gross	9.6	11.1	9.9	10.1		Common stocks	9,419	9,419	9,419	9,419	
Operating	5.0	7.1	6.0	6.2		Reserves	0	0	0	0	
EBITDA	11.3	11.0	10.3	9.6		Retain earnings	4,715	4,715	6,395	8,161	
Pre-tax	6.7	7.3	6.3	6.0		Total Equity	14,134	14,134	15,814	17,580	
Net	5.4	5.7	4.9	4.8		Total Liab. & Equity	39,820	39,820	42,209	43,475	
Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	10,301	9,261	10,521	10,939		Net income	1,627	2,226	1,880	1,965	
Gross profit	976	961	1,103	1,107		Dep & Amort	900	900	1,357	1,321	
Operating profit	654	597	749	547		Investment income	(235)	(235)	(235)	(235)	
Total non-ope inc.	56	47	43	(237)		Changes in W/C	(5,259)	(5,259)	(5,259)	(5,259)	
Pre-tax profit	710	644	793	310		Other adjustment	(1,819)	(2,418)	4,009	3,833	
Net profit	568	515	634	248		Cash flow – ope.	(4,786)	(4,786)	1,752	1,626	
EPS	0.60	0.55	0.67	0.26		Capex	(756)	(756)	(756)	(756)	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	(2.6)	5.2	21.8	5.0		Other adjustment	1,477	1,477	1,477	1,477	
Gross profit	(10.3)	0.5	52.1	6.3		Cash flow – inve.	721	721	721	721	
Operating profit	(15.0)	(4.0)	74.7	15.5		Free cash flow	(5,542)	(5,542)	996	869	
Net profit	(29.4)	(9.7)	158.5	(4.5)		Inc. (Dec.) debt	5,025	5,025	5,025	5,025	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Cash dividend	(1,064)	(1,064)	(200)	(199)	
Net sales	(1.1)	(10.1)	13.6	4.0		Other adjustment	2	2	(4,669)	(4,023)	
Gross profit	(6.3)	(1.5)	14.8	0.4		Cash flow-Fin.	3,962	3,962	155	803	
Operating profit	38.0	(8.6)	25.4	(27.0)		Exchange influence	0	0	0	0	
Net profit	118.4	(9.2)	23.1	(60.8)		Change in Cash	(103)	(103)	2,628	3,149	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Ratio Analysis					
Gross	9.5	10.4	10.5	10.1		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Operating	6.3	6.5	7.1	5.0		ROA	4.09	5.59	4.58	4.59	
Net	5.5	5.6	6.0	2.3		ROE	11.51	15.75	12.56	11.77	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.