

## 航太與國防

## Mitsubishi Heavy Industries (7011 JP ; 未評等)

受惠資料中心電力需求強勁與日本政府國防政策發展，營收獲利穩定成長

## 交易資料表

市值	JPY 6,969 Billion
股價 (1/16)	2,114.5
本益比 (FY2024)	26.7倍

## 簡明損益表 (Billion Yen)

GAAP	FY2021	FY2022	FY2023
營業收入	3,860	4,203	4,657
稅後純益	114	130	222
稀釋後EPS(日圓)	33.8	38.8	66.0
營業收入YoY	4%	6%	7%
稀釋後EPS YoY	179%	15%	20%

## 陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

## 吳明真

Vivian.MC.Wu@yuanta.com

## 洪晨翺

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

- ◆ 三菱重工為日本綜合機械製造上與國內最大國防工業承包商，FY2Q24 營收優於市場預期 2%，匯兌損失使稅後純益低於市場預期 34%。
- ◆ 中東北美資料中心電力需求強勁，FY1H24 GTCC 營收/訂單年增 4%/20%。掌握陸海空三大領域，惟短期波音罷工影響民用飛機供應。
- ◆ 三菱重工配合政府發展策略，著重 GTCC、核能與國防三大動能，FY26 營收目標上調 20%、營利上調 60%、ROE 上調至 12%。

## 三菱重工為日本最大國防承包商，FY2Q24 營收優於市場預期

三菱重工為日本綜合機械製造商，也是日本最大國防工業承包商，業務範圍含括能源、工業/基礎設施、物流與冷熱系統、航空/國防/航太等業務。FY2Q24 營收 1.19 兆日圓，季增 7%/年增 9%，優於市場預期 2%，主因營收占比較高之能源系統與航空與國防與太空系統營收分別年增 10%/27%。營益率 8.8%，季增 1.3ppts/年增 4.3ppts，優於市場預期 0.7ppts。稅後純益 448 億日圓，季減 28%/年增 16%，低於市場預期 34%，主因日圓兌美元匯率升值，使 FY2Q24 匯兌損失約為 1,066 億日圓；稀釋後 EPS 13.3 日圓。

## 中東北美資料中心電力需求強，三菱重工掌握陸海空三大領域

能源系統主要成長動能為燃氣渦輪機循環發電系統 (GTCC)，受惠全球能源轉型與中東/北美資料中心穩定電源需求，帶動 FY1H24 GTCC 營收/新接訂單量年增 4%/20%。GTCC 持續受惠中東與北美資料中心強勁需求，公司預期 GTCC 在 FY26 需求將成長至 50GW，因此分別上修能源系統 FY24 營業利益與新接訂單 59%/81%至 1,800 億/2 兆日圓。航空、國防與航太系統業務涉略陸海空三大領域，提供跨領域作戰支援。公司隨《國家安全保障戰略》政策推進，與政府在全球航空戰鬥計畫及太空領域合作並開發新式軍用產品，惟短期波音罷工影響民用飛機供應進度，因此維持航空、國防與航太系統業務 FY24 財務預測，預估營業利益 800 億日圓、新接訂單 1.7 兆日圓。

## 配合政府發展策略，上修 FY2024-FY2026 中期計畫財務目標

三菱重工中期計畫 (FY2024-FY2026) 將著重於三大動能：(1) 全球能源轉型驅動高效能設備需求增長、(2) 配合政府政策擴充核能業務發展、(3) 擴大國防業務版圖以因應日本國防需求激增，因此公司上調 FY24-FY26 中期目標，上調 FY26 營收 20%、營業利益 60%、ROE 至 12%。市場也看好公司能源、重工機械、航空與國防等核心技術，營益率可望逐年走高，日圓貶值也有利公司在全球價格的競爭力，估 FY24/FY25 營益率將分別成長至 7.9%/8.3%，年增 2.5ppts/0.4ppts；估稀釋後 EPS 79.2/91.9 日圓，年增 20%/16%。

## 營運概況

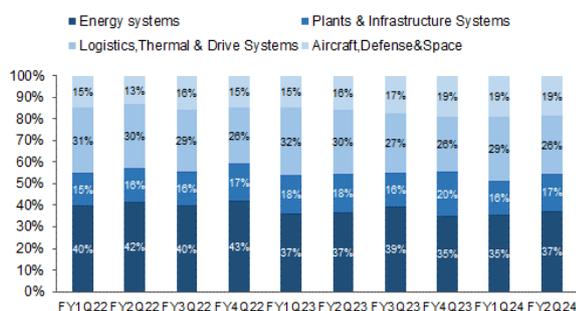
### 三菱重工為日本綜合機械製造上與國內最大國防工業承包商

三菱重工 (Mitsubishi Heavy Industries Ltd. · 7011JP) 成立於 1884 年，為日本綜合機械製造商，也是日本最大國防工業承包商，為三菱集團之旗艦企業，業務範圍包括能源、工業/基礎設施、物流與冷熱系統、航空/國防/航太等業務，在日本境內擁有 12 座生產工廠，2024 年 4 月 1 日股票 1 拆 10 股交易。營運分為四大部門，分述如下：

- **能源系統 (Energy Systems)** – (1) 瓦斯與蒸汽動力系統 (Gas & Steam Power)：燃氣渦輪機循環發電系統 (Gas Turbine Combined Cycle, GTCC)；(2) 核能系統 (Nuclear Power)：輕水反應堆 (Light Water Reactors)、核設施除役 (Decommissioning)、核燃料循環 (Fuel Cycle) 等；(3) 壓縮機、航空引擎、金屬機械等。
- **環境工程與基礎建設系統 (Plants & Infrastructure Systems)** – (1) 工程 (Engineering)：運輸系統、化學工廠等；(2) 機械系統 (Machinery Systems)：食品/印刷包裝機械、鋼結構工廠等；(3) 金屬機械 (Metals Machinery)：鋼鐵工廠等；(4) 商業船舶 (Commercial Ships)：客輪、商船、造船工程；(5) 環境設備 (Environment Systems)：空氣品質檢測、破捕捉系統等。
- **物流與冷熱系統 (Logistics, Thermal & Drive Systems)** – (1) 物流系統 (Logistics Systems)：鏟車、船塢貨物處理機械；(2) 引擎與渦輪增壓器 (Engines and Turbochargers)：工業機械發動機、渦輪增壓機；(3) 空氣調節系統與汽車空調 (HVAC & Car A/C)：家用商用空調機、渦輪/交通製冷機等。
- **航空、國防與太空系統 (Aircraft, Defense & Space)** – (1) 商用飛機 (Commercial Aviation)：商用客機如波音 787/777/767/747；(2) 國防 (Defense)：防衛飛機、導彈系統、艦艇、坦克、海事機械等；(3) 太空系統 (Space)：發射服務、火箭發動機等。

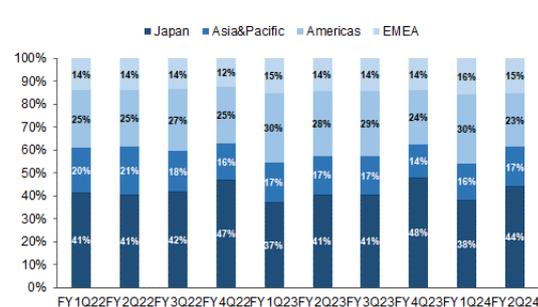
FY2Q24 (2024 年 7-9 月) 營收比重為能源系統 37%、環境工程與基礎建設系統 17%、物流與冷熱系統 26%、航空國防與航太系統 19%；FY2Q24 銷售區域比重為日本 44%、亞太 17%、美洲 23%、歐非中東 15%。

圖 1：三菱重工 FY1Q22-FY2Q24 產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：三菱重工 FY1Q22-FY2Q24 地區營收



資料來源：公司資料、元大投顧

## FY2Q24 營收優於市場預期 2% · 匯兌損失使稅後純益低於市場預期 34%

FY2Q24 (2024 年 7-9 月) 營收 1.19 兆日圓 · 季增 7%/年增 9% · 優於市場預期 2% · 主因營收占比 37%之能源系統 (Energy System) 與佔比 19%之航空、國防與太空系統 (Aircraft, Defense & Space) 營收分別季增 13%/4% · 年增 10%/27% ; 營業利益 1,049 億日圓 · 季增 26%/年增 114% · 優於市場預期 11% · 營益率 8.8% · 季增 1.3ppts/年增 4.3ppts · 優於市場預期 0.7ppts ; 稅後純益 448 億日圓 · 季減 28%/年增 16% · 低於市場預期 34% · 主因日圓兌美元匯率升值 · 使 FY2Q24 匯兌損失約為 1,066 億日圓 ; 稀釋後 EPS 13.3 日圓 · 季減 28%/年增 16% · 低於市場預期 34% 。

圖 3 : FY2Q24 財報摘要 (2024 年 7-9 月 · GAAP)

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率	市場預估	差異
營業收入	1,085.4	1,111.5	1,186.6	7%	9%	1,167.4	2%
營業毛利	201.2	240.5	256.4	7%	27%	-	-
營業利益	49.0	83.5	104.9	26%	114%	94.8	11%
稅後純益	38.8	62.3	44.8	-28%	16%	67.5	-34%
稀釋後 EPS	11.5	18.5	13.3	-28%	16%	20.1	-34%
財務比率				百分點	百分點		百分點
毛利率	18.5%	21.6%	21.6%	0.0	3.1	-	-
營益率	4.5%	7.5%	8.8%	1.3	4.3	8.1%	0.7

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

圖 4 : FY2Q24 業務別營收 (2024 年 7-9 月)

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率	市場預估	差異
Energy Systems	401.8	391.5	440.6	13%	10%	425	4%
Plants & Infrastructure	194.3	175.1	204	17%	5%	186.5	9%
Logistic, Thermal & Drive Systems	323.2	320.9	311.9	-3%	-3%	327	-5%
Aircraft, Defense & Space	173.4	211.7	220	4%	27%	207.1	6%
Others	-7.3	12.3	10.1	-18%	-	21.8	-54%
<b>Total</b>	<b>1,085.4</b>	<b>1,111.5</b>	<b>1,186.6</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>1,167.4</b>	<b>2%</b>

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

## FY1H24 能源系統貢獻營業利益金額最大，上調能源與環境、基礎建設系統獲利

FY2Q24 營業利益 1,049 億日圓 · 季增 26%/年增 114% · 超過營收季增 7%/年增 9% 。營業利益貢獻金額最大之業務為能源系統 · 營業利益季增 5%/年增 255% · 優於市場預期 71% · 營益率 12% · 季減 0.8ppts/年增 8.3ppts · 優於市場預期 4.7ppts · 主因各項子業務營收與獲利皆提升 · 因此上調 FY2024 營業利益 58.8% 至 1,800 億日圓 。其次為環境工程與基礎建設系統 · 營業利益季增 170%/年增 69% · 優於市場預期 144% · 營益率 10% · 季增 5.7ppts/年增 3.8ppts · 優於市場預期 5.6ppts · 主因日圓貶值帶動金屬設備需求增加 · 帶動獲利提升 · 因此上調 FY2024 營業利益 33.3% 至 400 億日圓 。然物流與冷熱系統營運較為疲弱 · 因此下調 FY2024 營業利益 25% 至 600 億日圓 。

圖 5：FY2Q24 業務別營業利益 (2024 年 7-9 月)

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率	市場預估	差異
<b>Energy Systems</b>	14.9	50.3	52.9	5%	255%	31.0	71%
<b>Plants &amp; Infrastructure</b>	12.1	7.6	20.5	170%	69%	8.4	144%
<b>Logistic, Thermal &amp; Drive Systems</b>	19.3	14.6	12.3	-16%	-36%	18.4	-33%
<b>Aircraft, Defense &amp; Space</b>	18.2	23.6	20.4	-14%	12%	21.9	-7%
<b>Others</b>	-15.5	-12.8	-1.2	-91%	-92%	15.2	-
<b>Total</b>	49.0	83.5	104.9	26%	114%	94.8	11%
營益率				百分點	百分點		百分點
<b>Energy Systems</b>	3.7%	12.8%	12.0%	-0.8	8.3	7.3%	4.7
<b>Plants &amp; Infrastructure</b>	6.2%	4.3%	10.0%	5.7	3.8	4.5%	5.6
<b>Logistic, Thermal &amp; Drive Systems</b>	6.0%	4.5%	3.9%	-0.6	-2.0	5.6%	-1.7
<b>Aircraft, Defense &amp; Space</b>	10.5%	11.1%	9.3%	-1.9	-1.2	10.6%	-1.3
<b>Total</b>	4.5%	7.5%	8.8%	1.3	4.3	8.1%	0.7

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

圖 6：三菱重工 FY2024 各項業務營業利益調整 (2024 年 4 月-2025 年 3 月)

(Billion 日圓)	FY2024 調整前	FY2024 調整後	調整幅度	FY2023	FY2024 YoY
<b>Energy Systems</b>	170.0	180.0	58.8%	149.8	20.2%
<b>Plants &amp; Infrastructure</b>	30.0	40.0	33.3%	44.7	-10.5%
<b>Logistic, Thermal &amp; Drive Systems</b>	80.0	60.0	-25.0%	72.8	-17.6%
<b>Aircraft, Defense &amp; Space</b>	80.0	80.0	0.0%	72.6	10.2%
<b>Others</b>	-10.0	-10.0	0.0%	-57.5	-82.6%
<b>Total</b>	350.0	350.0	0.0%	282.5	23.9%

資料來源：公司資料、元大投顧

### 能源與環境、基礎建設系統需求提升，上調 FY2024 新接訂單金額 3.4%

累積至 FY1H24 訂單金額為 3.38 兆日圓，年增 7.9%，以能源系統和環境工程與基礎建設系統分別年增 20.9%與 41.8%，貢獻金額最大。能源系統主要來自 GTCC (Gas Turbine Combined Cycle) 北美訂單需求增加、環境工程與基礎建設系統因日圓貶值帶動訂單需求增加，因此三菱重工上修 FY2024 新訂單金額至 6 兆日圓，上調幅度 3.4%，年減 10.2%，其中能源系統上調 8.1%至 2 兆日圓，年減 17.1%。FY1H24 積壓訂單 9.2 兆日圓，年增 26.2%，主要來自航空、國防與航太系統業務貢獻。

圖 7：FY2Q24 各項業務新增訂單金額 (2024 年 7-9 月)

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率	FY1H24	年增率
Energy Systems	694.1	804.6	502.1	-38%	-28%	1,306.7	20.9%
Plants & Infrastructure	206	228.4	371.0	62%	80%	599.4	41.8%
Logistic, Thermal & Drive Systems	328.9	329.6	328.0	0%	0%	657.6	1.2%
Aircraft, Defense & Space	312.3	476	326.1	-31%	4%	802.1	-19.7%
Others	-11.1	8.7	8.8	1%	-179%	17.5	-
Total	1,530	1,847	1,536	-17%	0%	3,383.3	7.9%

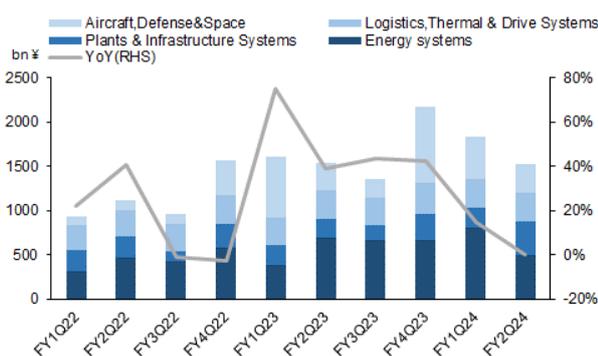
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：三菱重工上修 FY2024 能源系統新增訂單金額 8.1% (2024 年 4 月-2025 年 3 月)

(Billion 日圓)	FY2024 調整前	FY2024 調整後	調整幅度	FY2023	FY2024 YoY
Energy Systems	1,850.0	2,000.0	8.1%	2,412.2	-17.1%
Plants & Infrastructure	900.0	900.0	0.0%	883.1	1.9%
Logistic, Thermal & Drive Systems	1,350.0	1,350.0	0.0%	1,318.6	2.4%
Aircraft, Defense & Space	1,700.0	1,700.0	0.0%	2,068.7	-17.8%
Others	0.0	50.0	-	1.2	4,066.7
Total	5,800.0	6,000.0	3.4%	6,684.0	-10.2%

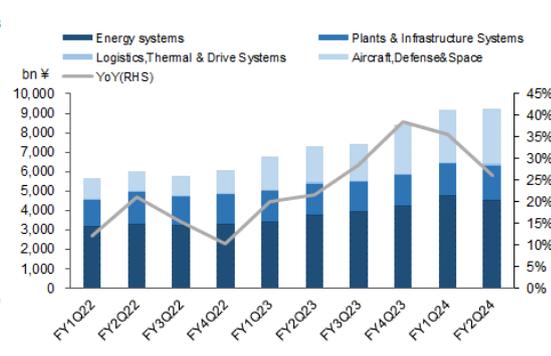
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：新接訂單金額與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 10：積壓訂單金額與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

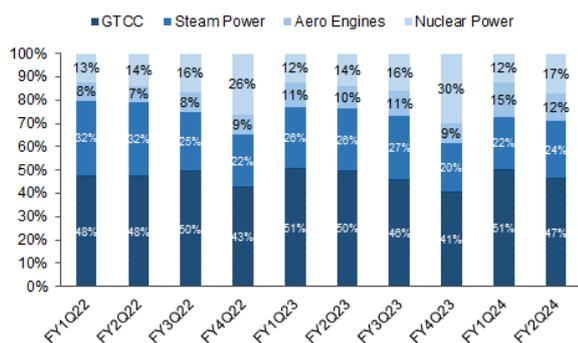
## 業務介紹

### (1) 能源系統：中東北美資料中心電力需求強勁，帶動 FY1H24 營收訂單年增

FY2Q24 能源系統業務包括燃氣渦輪機循環發電系統 (GTCC) 47%、蒸氣動力 (Steam Power) 24%、航太發動機 (Aero Engines) 12% 與核能動力 (Nuclear Power) 17% 等，FY2Q24 營收 4,407 億日圓，季增 13%/年增 10%，營業利益 529 億日圓，季增 5%/年增 255%，營益率 12%，季減 1ppts/年增 8ppts，新接訂單 5,021 億日圓，季減 38%/年減 28%。

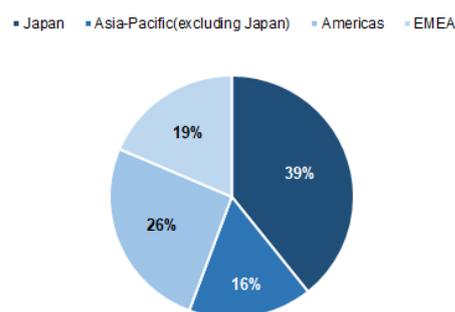
能源系統業務主要成長動能來自 (1) 燃氣渦輪機循環發電系統 (GTCC)：三菱重工自 FY2023 起維持全球市佔率第一，受惠全球能源轉型與中東/北美資料中心穩定電源需求，帶動 FY1H24 GTCC 營收年增 4%、新接訂單量年增 20%。(2) 航太發動機 (Aero Engines)：航太市場復甦帶動零組件與維修訂單收入增加，帶動 FY1H24 航太發動機營收年增 43%、新接訂單量年增 67%，且 FY1H23 一次性費用消除帶動營益率回升。(3) 蒸氣動力 (Steam Power)：FY1H24 營收年減 4%，主因燃煤發電訂單減少，因此公司轉向以服務業務，提供不同地區穩定電力與減碳的解決方案，帶動營益率提升，FY1H24 蒸汽動力新接訂單量年增 51%。(4) 核能動力 (Nuclear Power)：FY1H24 營收年增 19%，主因日本國內核能項目建置需求穩健，尤其在大型工程上，FY1H24 核能動力新接訂單量年減 8%。

圖 11：能源系統 FY1Q22-FY2Q24 產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：能源系統 FY1H24 地區營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：FY2Q24 (2024 年 7-9 月) 能源系統業務別營收與營益率

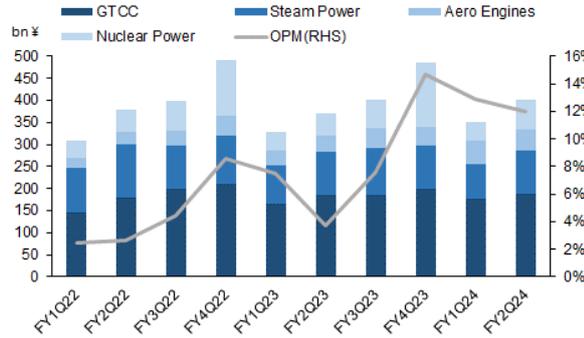
(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率
GTCC	185.8	177.6	187.2	5%	0%
Steam Power	98.1	78.6	97.9	25%	0%
Aero Engines	35.5	52.4	48.4	-8%	36%
Nuclear Power	52.1	43	67.9	58%	30%
Others	30.3	39.9	39.2	-2%	29%
Total	401.8	391.5	440.6	13%	10%
Energy System OPM	4%	13%	12%	-1ppts	8ppts

資料來源：公司資料、元大投顧

展望未來，GTCC 持續受惠中東與北美資料中心強勁需求，三菱重工預期 GTCC 在 FY2026 需求將成長至 50GW (現約 40GW)，因此計畫將於 FY2026 在能源系統部門增加 10%人力與 30%產能。此外，公司加速發展氫能、氨氣以及碳捕捉等技術研發，積極投入國際合作，例如與泰國石油天然氣公司 PTT 研發以 100%氨氣作為燃料進行燃氣渦輪發電、與埃克森美孚合作發展低碳氫項目等。

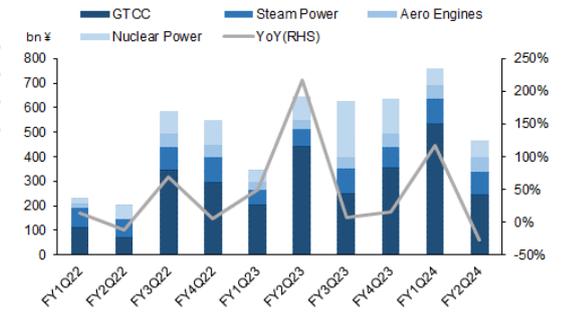
因此公司上修能源系統業務 FY2024 新接訂單自 1.85 兆日圓至 2.0 兆日圓、營業利益自 1,700 億日圓上修至 1,800 億日圓、營益率自 9.7% 提升至 10.3%，FY2024 營收公司維持預估為 1.75 兆日圓。

圖 14：能源系統營收與營益率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：能源系統新訂單與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：三菱重工上修能源系統 FY2024 營業利益與新接訂單 59%/81% (2024 年 4 月-2025 年 3 月)

(Billion 日圓)	FY2024 調整前	FY2024 調整後	調整幅度	FY2023	FY2024 YoY
營業收入	1,750.0	1,750.0	0.0%	1,723.6	26.3%
營業利益	170.0	180.0	58.8%	149.8	30.1%
新接訂單	1,850.0	2,000.0	81.1%	2,412.2	-412.2%

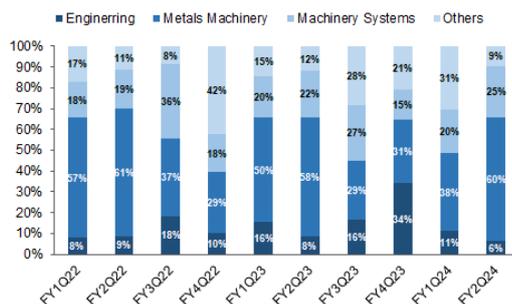
資料來源：公司資料、元大投顧

## (2) 環境工程與基礎建設系統：工業自動化程度增加，日圓貶值帶動營收獲利提升

FY2Q24 環境工程與基礎建設系統業務包括工程 (Engineering) 6%、金屬機械 (Metals Machinery) 60%、機械系統 (Machinery Systems) 25% 等，FY2Q24 營收 2,040 億日圓，季增 17%/年增 5%，營業利益 205 億日圓，季增 170%/年增 69%，營益率 10%，季增 6ppts/年增 4ppts，新接訂單 3,710 億日圓，季增 62%/年增 80%。

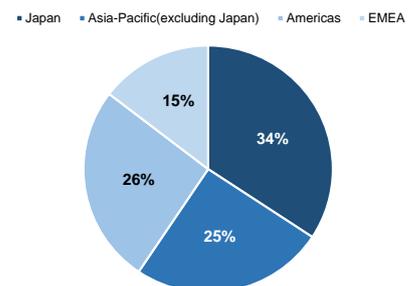
環境工程與基礎建設系統主要成長動能來自 (1) 金屬機械 (Metals Machinery)：國內外大型計畫持續推進，FY1H24 金屬機械營收年增 8%、新接訂單量年增 35%，日圓貶值帶動營收獲利提升。(2) 機械系統 (Machinery Systems)：工業自動化程度增加帶動 1H24 機械系統營收年增 12%、新接訂單量年增 56%。(3) 廢棄物轉製能源系統 (Waste-to-energy System)：受惠全球減碳趨勢，公司持續開發資源循環解決方案，使訂單穩定成長。

圖 17：環境工程與基礎建設系統 FY1Q22-FY2Q24 產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：環境工程與基礎建設系統 FY1H24 地區營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧

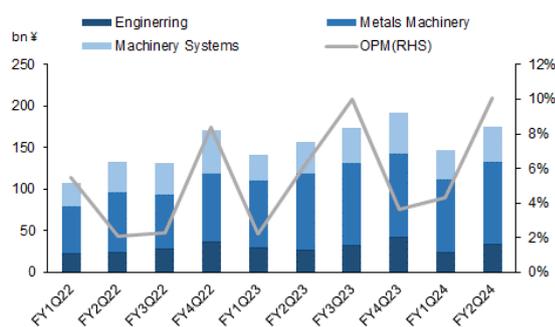
圖 19：FY2Q24 (2024 年 7-9 月) 環境工程與基礎建設系統業務別營收與營益率

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率
Engineering	27.7	25.1	33.8	35%	22%
Metals Machinery	90.9	86.2	98.7	15%	9%
Machinery Systems	38.8	35.4	42.4	20%	9%
Others	36.9	28.4	29.1	2%	-21%
Total	194.3	175.1	204.0	17%	5%
P&I OPM	6%	4%	10%	6ppts	4ppts

資料來源：公司資料、元大投顧

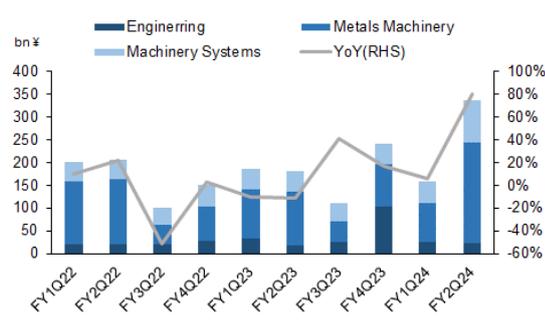
在全球碳中和與數位轉型 (Digital Transformation, DX) 趨勢之下，三菱重工的工程業務將專注於北美和亞洲交通系統新計畫與維運服務訂單，同時推進清潔燃料和高性能化學品工廠建設；金屬機械業務中持續在歐美、亞洲與中東投資綠色鋼鐵 (Green Steel)，透過差異化技術滿足客戶多元需求；機械系統業務中持續加強自動駕駛相關移動性測試設備及基礎設施，並透過 AI 技術拓展售後服務解決方案，提升生產效率。因此公司上修環境工程與基礎建設業務 FY2024 營業利益自 300 億日圓至 400 億日圓、營益率自 3.8% 提升至 5%，FY2024 新接訂單公司維持預估為 9,000 億日圓、營收預估為 8,000 億日圓。

圖 20：環境工程與基礎建設營收與營益率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：環境工程與基礎建設新訂單與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：三菱重工上修環境工程與基礎建設系統 FY2024 營業利益 33% (2024 年 4 月-2025 年 3 月)

(Billion 日圓)	FY2024 調整前	FY2024 調整後	調整幅度	FY2023	FY2024 YoY
營業收入	800.0	800.0	0.0%	833.2	-33.2%
營業利益	30.0	40.0	33.3%	44.7	-4.7%
新接訂單	900.0	900.0	0.0%	883.1	16.8%

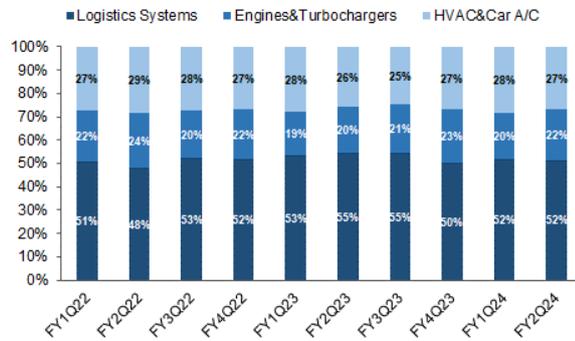
資料來源：公司資料、元大投顧

### (3) 物流與冷熱系統：海外銷售量下滑，供應鏈斷鏈使成本上升

物流與冷熱系統業務包括物流系統 (Logistics Systems) 52%、引擎與渦輪增壓器 (Engines and Turbochargers) 22%、空氣調節系統與汽車空調 (HVAC & Car A/C) 27% 等，FY2Q24 營收 3,119 億日圓，季減 3%/年減 3%，主要受日圓貶值影響，營業利益 123 億日圓，季減 16%/年減 36%，營益率 4%，季減 1ppts/年減 2ppts，新接訂單 3,280 億日圓，季持平/年持平。

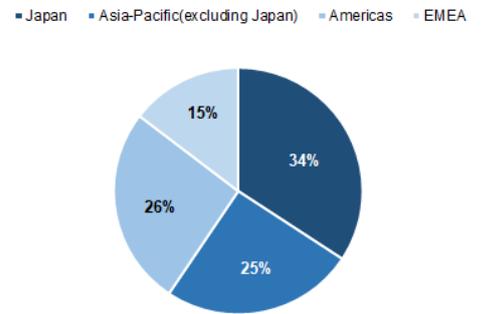
物流與冷熱系統營運較為疲弱主因 (1) 物流系統 (Logistics Systems)：受海外銷售量下降影響，FY1H24 營收年減 4%、新接訂單量年減 4%。(2) 引擎與渦輪增壓器 (Engines and Turbochargers)：供應鏈問題使生產中斷，成本增加使利潤下滑。

圖 23：物流與冷熱系統 FY1Q22-FY2Q24 產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：物流與冷熱系統 FY1H24 地區營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧

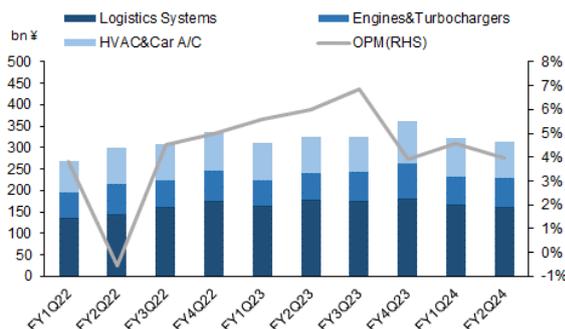
圖 25：FY2Q24 (2024 年 7-9 月) 物流與冷熱系統業務別營收與營益率

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率
<b>Logistics Systems</b>	177.8	167	161.8	-3%	-9%
<b>Engines &amp; Turbochargers</b>	63.5	64.6	68.2	6%	7%
<b>HVAC &amp; Car A/C</b>	83.8	91.2	83.8	-8%	0%
<b>Others</b>	-1.9	-1.9	-1.9	0%	0%
<b>Total</b>	323.2	320.9	311.9	-3%	-3%
<b>LT&amp;D OPM</b>	6%	5%	4%	-1pts	-2pts

資料來源：公司資料、元大投顧

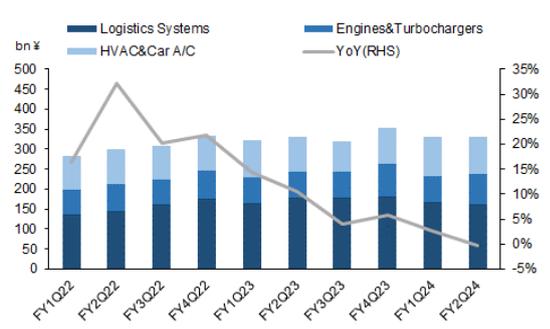
儘管面臨原材料和物流成本上升以及供應鏈斷鏈風險，三菱重工在物流系統業務中持續透過自動化方案 (如推出自動導引叉車進行卡車裝載的自動化系統) 解決勞力短缺與勞動成本提高問題；在發引擎與渦輪增壓器業務中持續開發零碳排的氫氣引擎，且受惠東南亞和中國對數據中心需求高漲，帶動引擎需求提升；在空氣調節與汽車空調系統業務中，公司採用天然冷媒和其他環保產品，並加強海外銷售能力，然短期仍受供應鏈短缺使生產成本上升，因此公司下修物流與冷熱系統業務 FY2024 營業利益自 800 億日圓至 600 億日圓、營益率自 5.9% 下降至 4.4%，FY2024 新接訂單公司維持預估為 1.35 兆日圓、營收預估為 1.35 兆日圓。

圖 26：物流與冷熱系統營收與營益率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：物流與冷熱系統新訂單與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 28：三菱重工下修物流與冷熱系統 FY2024 營業利益 25% (2024 年 4 月-2025 年 3 月)

(Billion 日圓)	FY2024 調整前	FY2024 調整後	調整幅度	FY2023	FY2024 YoY
營業收入	1,350.0	1,350.0	0.0%	1,314.5	2.7%
營業利益	80.0	60.0	-25.0%	72.8	-17.6%
新接訂單	1,350.0	1,350.0	0.0%	1,318.6	2.4%

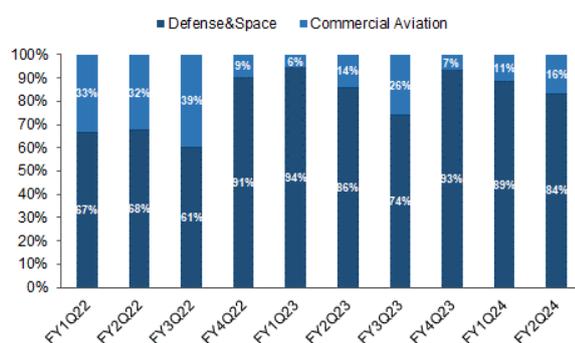
資料來源：公司資料、元大投顧

#### (4) 航空、國防與太空系統：掌握陸海空三大領域，持續開發新式軍用產品

航空、國防與航太系統業務包括國防與太空 (Defense & Space) 84%、商用飛機 (Commercial Aviation) · FY2Q24 營收 2,200 億日圓 · 季增 4%/年增 27% · 營業利益 204 億日圓 · 季減 14%/年增 12% · 營益率 9% · 季減 2ppts/年減 1 ppts · 新接訂單 3,261 億日圓 · 季減 31%/年增 4% · 主因 FY1H23 。

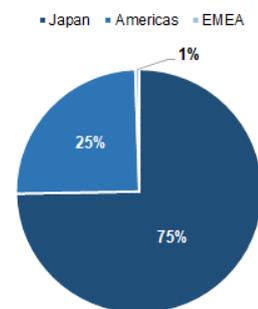
航空、國防與航太系統業務主要成長動能來自 (1) 國防與太空 (Defense & Space)：訂單消化順利 · FY1H24 營收年增 38.7% · 新增訂單年減 24.3% · 主因 FY1H23 取得大型國防計畫 · FY1H24 並無相關專案取得。(2) 商用飛機 (Commercial Aviation)：民航客運需求回升且零件交付量提升 · FY1H24 營收年增 25.7% · 新增訂單年增 32.2% · 且受益日圓貶值與成本下降 · 帶動獲利提升。

圖 29：航空、國防與航太系統 FY1Q22-FY2Q24 產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 30：航空、國防與航太系統 FY1H24 地區營收占比



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 31：FY2Q24 (2024 年 7-9 月) 航空、國防與航太系統業務別營收與營益率

(Billion 日圓)	FY2Q23	FY1Q24	FY2Q24	季增率	年增率
Defense & Space	131.8	163.4	167.3	2%	27%
Commercial Aviation	41.5	48.2	52.7	9%	27%
Total	173.4	211.7	220.0	4%	27%
ADS OPM	10%	11%	9%	-2ppts	-1ppts

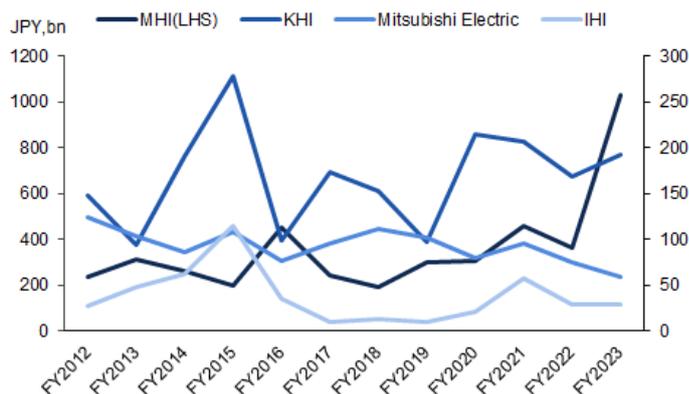
資料來源：公司資料、元大投顧

## 三菱重工業務涉略海、陸、空，提供跨領域作戰支援

三菱重工國防業務涉略陸、海、空三大領域，包括戰鬥機和飛彈系統 (Aircraft & Missile Systems)、艦艇與海事系統 (Naval Ship & Maritime Systems) 與陸地和空間系統 (Land Systems)，提供跨領域作戰支援，協助日本防衛力量現代化並提升全球軍事影響力。

FY2023 (2023 年 4 月-2024 年 3 月) 三菱重工與日本防衛省簽訂合約金額至少為 1.03 兆日圓，遠高於 FY2022 (2022 年 4 月-2023 年 3 月) 的 3,652 億日圓，其中以導彈系統金額佔比最高。FY2024 (2024 年 4 月-2025 年 3 月) 防衛省除延續先前導彈製造與開發外，亦規劃投入大量金額於新型最上級護衛艦 (FFM) 建造，此護衛艦也被列為澳洲海軍新艦艇候選。

圖 32：日本防衛省國防訂單簽約金額變化



資料來源：防衛省、元大投顧

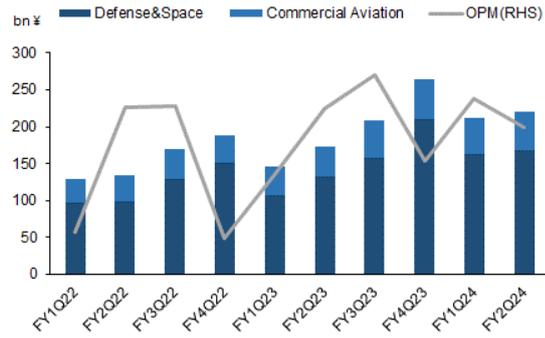
圖 33：日本防衛省 FY2024 大金額採購項目

類別	項目	FY24 預算額	採購來源
防區外防衛能力	島嶼防衛用高速滑空彈開發	840 億	三菱重工
	12 式地對艦誘導彈開發、擴大製造能力、增購	1,753 億	
	極超音速誘導彈開發	811 億	
聯合防空反導能力	ASEV 護衛艦	3,731 億	三菱重工、JMU
	03 式地對空飛彈	129 億	三菱電機
跨領域作戰能力	反潛戰直升機 SH-60L	665 億	三菱重工
	新型 FFM 建造	1,740 億	

資料來源：防衛省、元大投顧

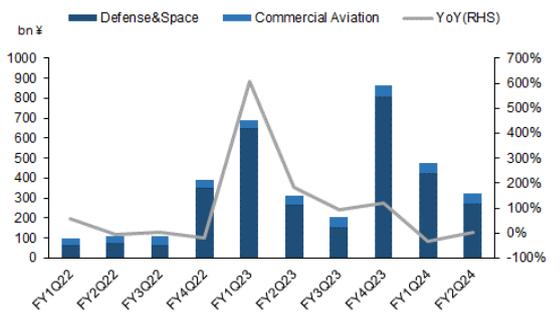
隨日本國家安全計畫持續推進，三菱重工的國防業務營收在中期計畫期間 (FY2024-FY2026) 目標將達 1 兆日圓，也計畫在 FY2026 增加員工人數 40%、增加生產設備 30%；在太空業務中，三菱重工與 JAXA (宇宙航空研究開發機構) 合作開發之 H3 火箭 (2 號試驗機) 已於 2024/11/4 成功發射，未來持續投入火箭發射計畫應開發新技術；商用飛機業務部份，持續研發複合材料與自動化系統，在售後維修業務提升生產效率、增加二手零件銷售，並加速營運北美市場，然短期波音罷工影響民用飛機供應進度，因此公司維持航空、國防與航太系統業務財務預測，預估 FY2024 營收 9,500 億日圓、營業利益 800 億日圓、營益率 8.4%、新接訂單 1.7 兆日圓。

圖 34：航空、國防與航太系統營收與營益率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 35：航空、國防與航太系統新訂單與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 36：三菱重工持平航空、國防與航太系統 FY2024 預估 (2024 年 4 月-2025 年 3 月)

(Billion 日圓)	FY2024 調整前	FY2024 調整後	調整幅度	FY2023	FY2024 YoY
營業收入	950.0	950.0	0.0%	791.5	20.0%
營業利益	80.0	80.0	0.0%	72.6	10.2%
新接訂單	1,700.0	1,700.0	0.0%	2,068.7	-17.8%

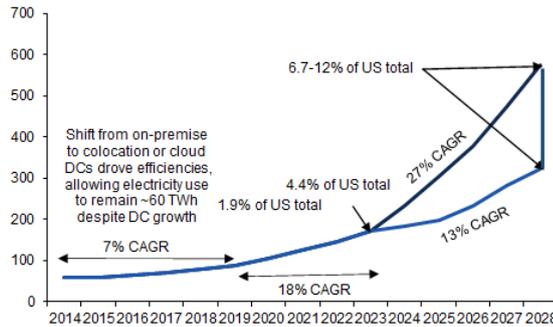
資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### 全球資料中心用電需求持續增長，資料中心、AI 擴大發展強化對電力需求

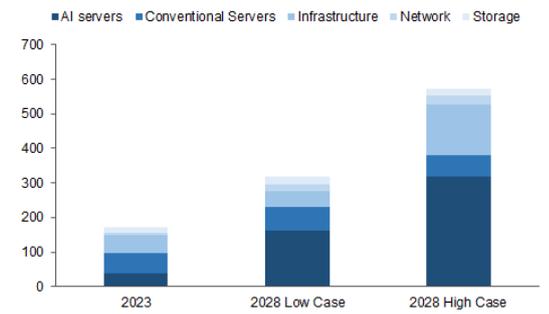
目前全球超過 8,000 座資料中心，其中約 33% 位於美國、16% 位於歐洲、接近 10% 位於中國。根據美國能源署 (DOE) 資料顯示，2022 年前資料中心用電量僅佔全美用電量的 1.9%，2023 年佔比快速提升至 4.4% (能耗約 176 TWh)，並在 2028 年前將提升至 6.7%-12% (能耗約 320-580 TWh)，其中以 AI Server 為最大用電需求。因此短中期內資料中心、AI 等新興科技發展加大對電力的需求，電廠勢必得提高電力生產效率，抑或是擴建設備，帶動相關能源發展。

圖 37：DOE 估北美資料中心用電需求持續攀升



資料來源：DOE、元大投顧

圖 38：DOE 估 AI Server 為最大用電需求



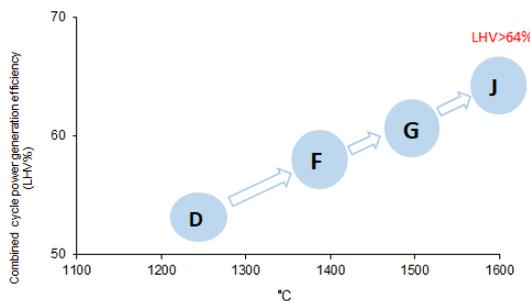
資料來源：DOE、元大投顧

### GTCC 為未來低碳備援的可行選項，三菱重工市占率第一

燃氣渦輪發電系統 (GTCC) 主要由壓縮機 (Compressor)、燃燒室 (Combustor) 與渦輪 (Turbine) 三大部分組成，利用燃燒產生的高溫氣體帶動渦輪轉動，驅動各類工業、發電或推進裝置，依照功率範圍可分為重型、輕型與微型，其中重型根據進入渦輪溫度可分為 D(E)/F/G/J(H) 級，不同公司分類略有差異。

目前資料中心以 UPS 搭配柴油發電機作為斷電備援措施，而在全球碳中和趨勢下，GTCC 成為未來低碳備援的可行選項。GTCC 較傳統柴油發電機具有以下優勢：(1) 反應時間短：GTCC 在 1-5 分鐘可從開機到滿載負荷，柴油機則需 15-30 分鐘；(2) 燃料適應性強：GTCC 溫度範圍大 (-35°C~51.7°C)，適用多種燃料，柴油機在 -16°C 需要先預熱，燃料單一；(3) 高功率密度：同體積下 GTCC 輸出功率比柴油機高約 30%；(4) 高能量轉換效率：GTCC 重型單循環轉換效率達 43%、聯合循環達 64%、柴油機僅 30-40%；(5) 更常壽命與更低故障率：GTCC 工作壽命達 10 萬小時以上、燃油機僅 1.5-5 萬小時。

圖 39：三菱重工重型燃氣渦輪機分類標準



資料來源：公司資料、元大投顧

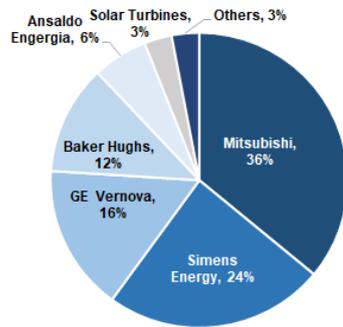
圖 40：GTCC 與傳統柴油發電性能比較

	GTCC	柴油發電機
反應時間(分鐘)	1-5	15-30
燃料適應性	可用多種燃料	柴油
體積功率比	0.00073	0.00096
能量轉換效率	43% (單循環) 64% (聯合循環)	30%-40%
工作壽命(小時)	>100,000	15,000-50,000

資料來源：公司資料、元大投顧

目前全球 GTCC 市場呈現壟斷格局，2023 年由三菱重工、西門子、GE Vernova 佔據全球 76.3% 市場份額，其中三菱重工為重型 (F/G/J/H 級) GTCC 龍頭，市佔率高達 56%，提供高穩定性發電，且在所有重型 GTCC 皆配備氫氣共燃功能，配合日本政府綠色轉型政策。

圖 41：2023 年全球 GTCC 市占率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 42：三菱重工 GTCC 運行穩定性高



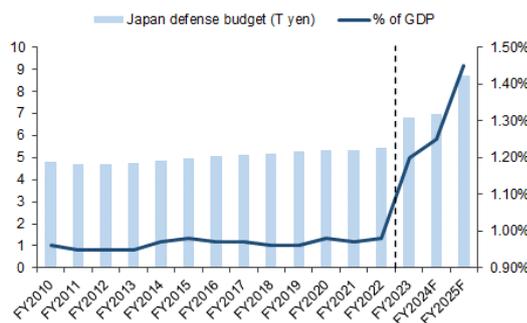
資料來源：公司資料、元大投顧

### 日本國防預算於 FY2027 年前增至 GDP 2%，並提高國防產業營益率至最高 10%

日本在 1970 年起為展示非軍事擴張的態度，因此國防預算長年維持在 GDP 1% 上限，然近年區域安全環境惡化，如中國軍事現代化、北韓導彈威脅、俄羅斯遠東部署等，以及國際盟邦期望日本能分擔更多防務責任，因此日本自 2020 年提出《國家安全保障戰略》的五年防衛建設計畫 (FY2023-FY2027)，宣布將於 FY2027 年前將國防預算增至 GDP 的 2%，五年間國防預算將達 43.5 兆日圓，為 FY2018-FY2022 年的五倍，屆時國防支出將位於全球第三，也反映政府強化國防的決心。

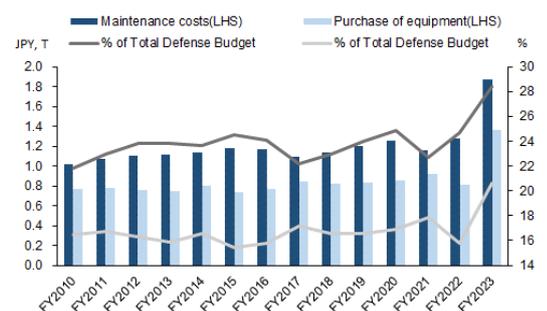
過去國防業務營益率較低主因僅能販售予防衛省，並只給予固定利潤比率加成，導致近 20 年超過 100 多家日本企業退出國防產業。因此防衛省也於 2023 年底宣布將國防事業營益率提升至最高 10% 以支持日本國防產業，並提供 1%-5% 成本上漲補貼。

圖 43：日本國防預算佔 GDP 比重往 2% 邁進



資料來源：日本防衛省、元大投顧

圖 44：日本國防支出項目



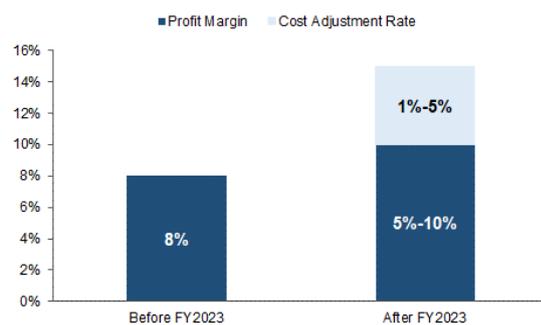
資料來源：日本防衛省、元大投顧

圖 45：退出國防事業的企業列表

股票代號	公司	生產品項
5802 JP	住友電氣工業	飛機用雷達罩
5101 JP	橫濱橡膠	飛機用輪胎
6301 JP	小松製作所	輕裝甲輪胎
4202 JP	大貫璐	彈射椅、火工品
7003 JP	三井 E&S 造船	船艦
6302 JP	住友重機械工業	槍械
6841 JP	橫河電機	航空用顯示器

資料來源：日本防衛省、元大投顧

圖 46：日本政府支持國防產業營益率



資料來源：日本防衛省、元大投顧

圖 47：日本防衛省五年期國防支出規劃

(Trillion 日圓)	五年計畫		單一財年	
	FY18-22	FY23-27	FY23	FY24
防區外防衛能力	0.2	5	1.4	0.7
聯合防空反導能力	1.0	3.0	1.0	1.0
無人裝備防衛能力	0.1	1.0	0.2	0.1
跨領域作戰能力	3.0	8.0	1.6	1.7
機動部署能力	0.3	2.0	0.2	0.6
彈藥及導彈	1.0	2.0	0.2	0.4
武器裝備修理	4.0	9.0	1.8	1.9
總額	17.2	43.5	8.9	9.7

資料來源：日本防衛省、元大投顧

## 日本政府逐步放寬武器出口規則，持續與他國共享軍工技術

1967 年時任首相佐藤榮提出武器出口三原則，在內閣決議將限制範圍到禁止輸出武器至所有國家，形同全面禁止武器出口。日本長期以來武器政策十分保守，直到 2014 年前任首相安倍晉三制定防衛裝備轉移三原則，允許在特定情況(如國際合作開發、維和或人道援助等)與國家進行部分防衛裝備與技術移轉，例如三菱電機 (6503 JP) 向菲律賓出售防空雷達，為首次向海外出口成品，其餘僅以零組件形式出口。2023 年後更進一步放寬政策，在面對擴充防衛支出的同時，需要透過擴大出口、共同研發來降低單一國內市場對成本的壓力，例如 2024 年 3 月修改法規，允許未來與英、義共同開發次世代戰鬥機出口，但必須要在技術、零組件、成品等層面進行跨國輸出與移轉。日本未來將持續透過政策調整與其他國家進行軍工技術共享，或將成為日本未來國防企業的機會。

圖 48：日本武器出口政策變化

日本武器出口法規變化	詳細內容
1967 年 4 月 制定武器出口三原則	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不向共產主義陣營出售武器</li> <li>● 不向聯合國實施武器禁運國家出售武器</li> <li>● 不向正在發生或可能發生國際爭端的當事國出口武器</li> <li>● 禁止所有致命武器出口，包含與國際共同合作研發的武器</li> </ul>
2014 年 1 月 廢除武器出口三原則， 制定防衛裝備轉移三原則	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 禁止向爭端當事國或在違反聯合國決議的情況下，進行出口或轉移</li> <li>● 出口僅限有利於和平貢獻和日本安全等情況，且將嚴格審查</li> <li>● 確保不將防衛裝備用於其他目的，及不再轉移至第三國的情況下，原則上認可出口</li> </ul>
2023 年 12 月 修改防衛裝備轉移三原則	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 允許獲外國許可而在日本生產的武器交付給許可國</li> <li>● 例如在日生產的愛國者飛彈運至美國</li> </ul>
2024 年 3 月 修改防衛裝備轉移三原則	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 同意出口標的僅限與英、義共同開發的次世代戰機</li> <li>● 出口對象限已簽署承諾符合聯合國憲章宗旨和原則運用的國家，目前 15 個國家</li> <li>● 不得輸往正處於武裝衝突的國家</li> </ul>

資料來源：日本防衛省、元大投顧

### 日本與美國進行國防合作，並與國際合作開發武器

二戰後美國與日本簽訂《美日安保條約》宣示兩國將維持與發展武力以抵禦武裝侵略，為兩國國防合作之基礎，近年為抵禦中國及北韓軍事崛起，由亞太地區發展往自由開放印太地區的概念加大合作。此外，過去日本僅與美國合作開發武器，而日本在 2022 年底首次與美國以外國家合作，與英國、義大利宣布共同開發次世代戰鬥機合作計畫 (GCAP, Global Combat Air Program)，結合日本 F-X 專案與英國 Tempest 計畫以及義大利的戰機研發構想，目標在 2035-2040 年推出具有高匿蹤性與先進作戰能力的第六代戰鬥機，顯示日本與美國政府態度與政策立場的轉變。

圖 49：2024 年 4 月美日元首會晤內容

項目	詳細內容
改善聯盟指揮及控制	加強日本自衛隊與美軍合作，深化情報、監視、偵查等情報共享能力。
深化國防業務合作	建立「美日防衛產業合作、採購、維護和整備定期協議」(DICAS)，共同開發、生產武器裝備，並培訓戰機飛行員。
善用日本維修能力	考慮由日本私人造船企業，對美國海軍艦艇進行維護。
推動日美澳三方合作	日、美、澳將在無人機領域尋求合作。
強化資訊安全合作	兩國深化物聯網(IoT)、通訊技術合作，抵禦網路威脅。

資料來源：日本防衛省、元大投顧

圖 50：日、英、義聯合作開發次世代戰鬥機



資料來源：日本防衛省、元大投顧

圖 51：次世代戰鬥機參與國與公司

國家	參與公司
日本	<ul style="list-style-type: none"><li>防衛裝備廳</li><li>三菱重工 (7011JP)</li><li>IHI (7013JP)</li><li>三菱電機 (6503JP)</li></ul>
英國	<ul style="list-style-type: none"><li>BAE Systems</li><li>Rolls-Royce</li><li>MBDA UK</li></ul>
義大利	<ul style="list-style-type: none"><li>Leonardo</li><li>Avio Aero</li></ul>

資料來源：日本防衛省、元大投顧

### 配合日本政府發展策略，上修 FY2024-FY2026 中期計畫財務目標

展望未來，三菱重工中期計畫 (FY2024-FY2026) 將著重於三大動能：(1) **全球能源轉型驅動高效能設備需求增長**：隨碳排法規推動與再生能源穩定電網需求，未來氫氣與氨氣將作為燃料核心，三菱重工在 GTCC 領導地位將帶來穩定訂單。(2) **配合政府政策擴充核能業務發展**：支持現有核電廠重啟並推動核燃料系統建立，公司作為日本核能領導企業持續向其他國外出口相關設備，並推動下一代核能技術發展。(3) **擴大國防業務版圖以因應日本國防需求激增**：全球地緣政治情勢緊張，公司持續受惠日本國防預算增加與外包商利潤率提升，並推動下一代戰鬥機的國際聯合開發。

圖 52：三菱重工上修 FY2024-FY2026 中期計畫財務目標



資料來源：公司資料、元大投顧

市場看好三菱重工在能源、重工機械、航空與國防等核心技術，營益率可望逐年走高，且日圓貶值也有利公司在全球價格的競爭力，市場預估 FY2024/FY2025 年營收分別為 5.0 兆/5.3 兆日圓，年增 6.8%/7.3%；隨營收規模與能源、環境工程與基礎建設系統獲利上調，預估營益率將分別成長至 7.9%/8.3%，年增 2.5ppts/0.4ppts；預估稅後純益分別為 2,663 億/3,090 億日圓，年增 20%/16%，稀釋後 EPS 79.2/91.9 日圓。

圖 53：FY2024、FY2025 年市場預估 (GAAP)

(Billion 日圓)	FY2023	FY2024F 市場預估	FY2025F 市場預估	FY2024F 年增率	FY2025F 年增率
營業收入	4,657.0	4,976.0	5,338.0	6.8%	7.3%
營業毛利	930.1	1,088.7	1,173.3	17.1%	7.8%
營業利益	248.7	391.3	442.0	57.4%	13.0%
稅後純益	222.0	266.3	309.0	20.0%	16.0%
稀釋後 EPS	66.0	79.2	91.9	20.0%	16.0%
財務比率				百分點	百分點
毛利率	20.0%	21.9%	22.0%	1.9	0.1
營益率	5.3%	7.9%	8.3%	2.5	0.4

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

## 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

© 2025 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

© {2025} 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>.