

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	38.30 元
目標價	
3 個月	45.00 元
12 個月	45.00 元

亞航(2630 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

04/11/2024	到價	
03/26/2024	Buy	34.50
02/19/2024	Trading Buy	34.45
11/09/2023	Buy	33.15
10/23/2023	Neutral	

公司基本資訊

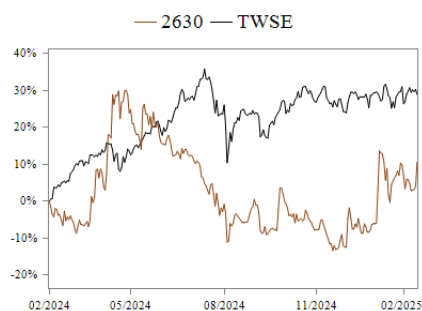
目前股本(百萬元)	2,094
市值(億元)	80
目前每股淨值(元)	16.42
外資持股比(%)	0.81
投信持股比(%)	0.01
董監持股比(%)	59.18
融資餘額(張)	--
現金股息配發率(F)(%)	45.01

產品組合



- 零附件維修類(自修):40.26%
- 飛機維修:24.16%
- 委外送修及航材買賣:22.80%
- 其他:12.78%

股價相對大盤走勢



無人機與國防預算的久別重逢。

投資建議：基於台灣總統擬透過特別預算提高國防實力，有利 2026 年後無人機等未來國軍重點發展產品的預算上升，並且考量新一波無人機預算可能轉往軍工軍規無人機-銳鳶二代進行編列，有望帶動已經是試產標得標商的亞航未來營運，故調升亞航至 Buy 的投資建議，目標價 45 元(2.6 PBR X 2025F BVPS)。

2026年預期特別預算帶動無人機需求，亞航營運重回成長：隨著

總統賴清德於 02/14/2025 宣布新的一年政府將優先編列特別預算，讓國防預算從 2025 年佔 GDP 的 2.45%，達到 GDP 3% 以上的目標，並且考量 2026 年台灣國防重點已轉向無人機等國防產品，加上國軍當前僅亞航先前得標的銳鳶二代完成釋商進入試產階段，隨著下一波特別預算投入，有望帶動新一輪的銳鳶二代等軍用軍規無人機進入量產階段，並考量亞航在軍用軍規無人機的領先地位，有利亞航在未來取得新的無人機訂單，貢獻未來營運，預期亞航 2026 年受惠無人機等新專案需求營運恢復成長，預估 2026 年營收 56.41 億元，YoY+6.00%，稅後純益 1.85 億元，YoY+43.73%，EPS 0.89 元。

2025 年雖無人機訂單仍無斬獲、但持續投入無人機等研發，布局未來：2025 年受到亞航的商規與軍規無人機等新產品並未取得新訂單，加上民航維修業務成長有限，營運僅能維持高檔水準，但無人機新業務仍持續投入開發，帶動費用增加，預期亞航 2025 年營運維持高檔，預估 2025 年營收 53.22 億元，YoY+2.35%，稅後純益 1.29 億元，YoY-7.55%，EPS 0.62 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	5,200	5,322	5,641	1,289	1,260	1,265	1,402	1,272	1,121	1,337	1,432	1,433
營業毛利淨額	472	463	527	109	111	127	117	117	106	141	106	110
營業利益	210	181	251	44	53	59	49	49	37	73	36	35
稅後純益	139	129	185	32	39	42	32	27	27	49	27	26
稅後 EPS(元)	0.67	0.62	0.89	0.15	0.18	0.20	0.15	0.13	0.13	0.23	0.13	0.12
毛利率(%)	9.07%	8.70%	9.34%	8.45%	8.82%	10.02%	8.31%	9.20%	9.45%	10.58%	7.37%	7.69%
營業利益率(%)	4.04%	3.39%	4.45%	3.39%	4.18%	4.66%	3.51%	3.87%	3.30%	5.46%	2.50%	2.43%
稅後純益率(%)	2.68%	2.42%	3.29%	2.46%	3.06%	3.31%	2.31%	2.09%	2.44%	3.65%	1.91%	1.78%
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.91%	2.35%	6.00%	8.82%	-2.20%	0.35%	10.85%	-9.28%	-11.90%	19.29%	7.08%	0.10%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	144.18%	-7.55%	43.73%	-39.16%	21.62%	8.74%	-22.62%	-17.93%	2.59%	78.76%	-43.99%	-6.66%

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

2025 年 2 月 17 日

亞航 ESG：

亞航已訂定「永續發展實務守則」，董事長室為推動永續發展之專(兼)職單位，負責永續發展政策、制度或相關管理方針及具體推動計畫之提出及執行，分別透過每季、每半年召開環境管理委員會、管理審查會等，由董事長擔任主席，與各一級單位主管共同將永續議題落實於公司營運中，112 年度共召開 7 次會議，會中討論公司營運及利害關係者之環境管理目標與方案、潛在風險之管理等議題。並於 02/29/2024 向董事會報告執行成果及未來目標，董事會每年定期聽取經營團隊報告，以了解公司管理作為，並適時給予建議。

公司簡介：

亞航成立於1955年，是由前美軍飛虎隊司令陳納德將軍在台設立的第一家民營飛機維修公司，服務範圍涵蓋軍機商維(二指部GOCO案)及民航機的廠級維修、停機線維修等。1H24營收佔比，國防87%、民用13%。

在手訂單230.3億元，訂單能見度上看2031年：

訂單來自國軍軍機維修，負責國軍主流機型(如：F-16、IDF、幻象2000、黑鷹直升機等)維護，並以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)大宗。

表一、亞航在手訂單細項

軍用專案	訂單總值(億)	合約期間
二指部 GOCO 案	133.6	2023-2027
松案-機隊管理	28.3	2022-2029
陸軍 OH-58D 商維	20.8	2024-2031
陸軍 TH-67 商維	18.1	2024-2031
陸軍 CH-47SD 商維	14	2019-2026
空勤 UH-60M 商維	14.7	2021-2028
空勤 King Air	0.8	2020-2024
在手訂單合計	230.3	

資料來源：亞航，群益投顧彙整

2024年受惠軍工產品表現亮眼、一次性費用降低，獲利大幅成長：

2024 年亞航主要受惠軍工產品組合改善、學習曲線上升、加上 2023 年一次性費用的基期效果影響，獲利表現亮眼，2024 年營收 52.00 億元，YoY+6.91%，預估稅後純益 1.39 億元，YoY+144.18%，EPS 0.67 元。

2025年雖無人機訂單仍無斬獲、但持續投入無人機等研發，布局未來：

2025 年受到亞航的商規與軍規無人機等新產品並未取得新訂單，加上民航維修業務成長有限，營運僅能維持高檔水準，但無人機新業務仍持續投入開發，帶動費用增加，預期亞航 2025 年營運維持高檔，預估 2025 年營收 53.22 億元，YoY+2.35%，稅後純益 1.29 億元，YoY-7.55%，EPS 0.62 元。

圖一、亞航新業務發展概況

多元業務發展

➤ 光纖陀螺儀FOG

- 代工生產線建置完成，已產製第一批五顆太空規光纖陀螺儀
- 通過AS9100品質認證，成為國內唯一具備FOG量產能力之廠商

➤ 無人機

- 銳鳶二試量產標案已完成第一架交機，將配合國防部量產規劃執行生產
- 無人機關鍵技術研發計畫執行中

資料來源：亞航

2026年預期特別預算帶動無人機需求，亞航營運重回成長：

隨著總統賴清德於 02/14/2025 宣布新的一年政府將優先編列特別預算，讓國防預算從 2025 年佔 GDP 的 2.45%，達到 GDP3%以上的目標，並且考量 2026 年台灣國防重點已轉向無人機等國防產品，例如：無人機 2026 年後的預算成長幅度較 2023 年前成長 2695.56%。

表二、台灣國軍跨年期計畫

國軍跨年期計畫							
(億元)	飛彈	通訊	無人機	防彈背心	陸軍	潛艦	戰鬥機
2023 年以前	1,725.5	93.9	9.0	12.7	240.6	766.2	1,673.6
2024 年	186.1	62.2	50.4	5.0	25.9	232.5	222.4
2025 年	361.6	80.4	170.7	3.8	106.5	260.3	141.7
2026 年以後	1,399.7	196.4	251.6	5.3	190.3	3,334.4	1,189.9

資料來源：國防部，群益投顧彙整

加上國軍當前仍有多款軍用軍規無人機尚未交由民間廠商生產(釋商)，僅亞航先前得標的銳鳶二代完成釋商進入試產階段，隨著下一波特別預算投入，有望帶動新一輪的銳鳶二代等軍用軍規無人機進入量產階段，並考量亞航在軍用軍規無人機的領先地位，有利亞航在未來取得新的無人機訂單，貢獻未來營運，預期亞航 2026 年受惠無人機等新專案需求營運恢復成長，預估 2026 年營收 56.41 億元，YoY+6.00%，稅後純益 1.85 億元，YoY+43.73%，EPS 0.89 元。

2025 年 2 月 17 日

表三、台灣軍規無人機種類與生產近況

	MQ-9B	銳鳶二代 *	劍翔	騰雲	巡飛彈	魔羯
生產過程	採購	試產標	海空特別預算	擬試產	擬採購	擬轉商規
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	*量產標 規模達 11.52 億 元	未釋商	未釋商	未釋商	

*群益投顧自行預測

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。

投資建議：

基於台灣總統擬透過特別預算提高國防實力，有利 2026 年後無人機等未來國軍重點發展產品的預算上升，並且考量新一波無人機預算可能轉往軍工軍規無人機-銳鳶二代進行編列，有望帶動已經是試產標得標商的亞航未來營運，故調升亞航至 Buy 的投資建議，目標價 45 元(2.6 PBR X 2025F BVPS)。

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 2 月 17 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	4,911	5,477	6,258	6,406	6,815
流動資產	3,749	4,220	4,536	4,465	3,977
現金及約當現金	253	254	289	277	250
應收帳款與票據	1,208	1,445	1,716	1,794	1,973
存貨	1,192	1,052	1,154	1,233	1,311
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	712	756	832	844	853
負債總計	2,986	2,043	2,796	2,878	3,164
流動負債	2,479	1,570	2,101	2,147	2,364
應付帳款及票據	389	323	400	432	491
非流動負債	507	473	618	621	631
權益總計	1,924	3,434	3,462	3,529	3,652
普通股股本	1,620	2,094	2,094	2,094	2,094
保留盈餘	146	190	219	285	408
母公司業主權益	1,924	3,434	3,462	3,528	3,651
負債及權益總計	4,911	5,477	6,258	6,406	6,815

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	4,069	4,864	5,200	5,322	5,641
營業成本	3,818	4,526	4,728	4,859	5,115
營業毛利淨額	251	337	472	463	527
營業費用	213	242	262	283	276
營業利益	39	95	210	181	251
EBITDA	141	203	185	173	243
業外收入及支出	-24	-33	-36	-19	-19
稅前純益	17	69	174	161	232
所得稅	3	12	35	32	46
稅後純益	13	57	139	129	185
稅後 EPS(元)	0.06	0.27	0.67	0.62	0.89
完全稀釋 EPS**	0.06	0.27	0.67	0.62	0.89

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 20.94【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 20.94 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	4.74%	19.52%	6.91%	2.35%	6.00%
營業毛利淨額	10.08%	34.40%	39.76%	-1.80%	13.72%
營業利益	442.19%	146.80%	120.89%	-14.07%	39.04%
稅後純益	-82.48%	323.46%	144.18%	-7.55%	43.73%

獲利能力分析(%)

毛利率	6.17%	6.94%	9.07%	8.70%	9.34%
EBITDA(%)	3.46%	4.17%	3.57%	3.25%	4.32%
營益率	0.95%	1.96%	4.04%	3.39%	4.45%
稅後純益率	0.33%	1.17%	2.68%	2.42%	3.29%
總資產報酬率	0.27%	1.04%	2.23%	2.01%	2.72%
股東權益報酬率	0.70%	1.66%	4.03%	3.65%	5.07%

償債能力檢視

負債比率(%)	60.81%	37.30%	44.67%	44.92%	46.42%
負債/淨值比(%)	155.18%	59.50%	80.75%	81.55%	86.63%
流動比率(%)	151.23%	268.76%	215.93%	207.93%	168.26%

其他比率分析

存貨天數	104.18	90.46	85.14	89.65	90.76
應收帳款天數	117.18	99.57	110.96	120.36	121.85

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	6	-209	535	391	1,032
稅前純益	17	69	174	161	232
折舊及攤銷	95	100	112	124	123
營運資金變動	123	-163	-296	-124	-198
其他營運現金	-228	-214	545	230	875
投資活動現金	-114	-256	-719	-207	-878
資本支出淨額	-86	-62	-330	-50	-40
長期投資變動	0	0	0	50	50
其他投資現金	-28	-193	-389	-207	-888
籌資活動現金	40	468	218	-196	-181
長借/公司債變動	-210	162	144	2	10
現金增資	0	1,326	0	0	0
發放現金股利	-38	-58	-111	-63	-62
其他籌資現金	288	-962	184	-136	-130
淨現金流量	-66	1	34	-12	-27
期初現金	319	253	254	289	277
期末現金	253	254	289	277	250

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 17 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	1,184	1,289	1,260	1,265	1,402	1,272	1,121	1,337	1,432	1,433	1,137	1,417
營業成本	1,068	1,180	1,149	1,138	1,286	1,155	1,015	1,195	1,326	1,323	1,029	1,259
營業毛利淨額	117	109	111	127	117	117	106	141	106	110	107	158
營業費用	56	65	59	68	67	68	69	68	70	75	69	68
營業利益	60	44	53	59	49	49	37	73	36	35	38	89
業外收入及支出	-2	-8	-4	-7	-9	-16	-3	-12	-2	-3	-3	-12
稅前純益	58	36	48	52	41	33	34	61	34	32	35	77
所得稅	6	4	10	11	8	7	7	12	7	6	7	15
稅後純益	52	32	39	42	32	27	27	49	27	26	28	62
最新股本	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094	2,094
稅後EPS(元)	0.25	0.15	0.18	0.20	0.15	0.13	0.13	0.23	0.13	0.12	0.13	0.30

獲利能力(%)

毛利率(%)	9.86%	8.45%	8.82%	10.02%	8.31%	9.20%	9.45%	10.58%	7.37%	7.69%	9.44%	11.13%
營業利益率(%)	5.09%	3.39%	4.18%	4.66%	3.51%	3.87%	3.30%	5.46%	2.50%	2.43%	3.33%	6.31%
稅後純益率(%)	4.40%	2.46%	3.06%	3.31%	2.31%	2.09%	2.44%	3.65%	1.91%	1.78%	2.46%	4.37%

QoQ(%)

營業收入淨額	-7.50%	8.82%	-2.20%	0.35%	10.85%	-9.28%	-11.90%	19.29%	7.08%	0.10%	-20.69%	24.63%
營業利益	N.A	-27.56%	20.44%	12.02%	-16.58%	0.13%	-24.85%	97.13%	-51.04%	-2.63%	8.74%	136.12%
稅前純益	N.A	-37.69%	33.18%	8.79%	-22.60%	-18.00%	2.59%	78.76%	-43.99%	-6.66%	9.56%	121.41%
稅後純益	N.A	-39.16%	21.62%	8.74%	-22.62%	-17.93%	2.59%	78.76%	-43.99%	-6.66%	9.56%	121.40%

YoY(%)

營業收入淨額	4.43%	22.97%	13.56%	-1.21%	18.39%	-1.31%	-11.09%	5.69%	2.09%	12.65%	1.42%	5.96%
營業利益	348.37%	118.74%	416.15%	N.A	-18.47%	12.69%	-29.69%	23.74%	-27.37%	-29.37%	2.20%	22.41%
稅前純益	642.40%	546.60%	1379.55%	N.A	-30.12%	-8.04%	-29.17%	16.39%	-15.77%	-4.13%	2.39%	26.81%
稅後純益	744.22%	572.29%	1385.58%	N.A	-37.74%	-16.02%	-29.16%	16.45%	-15.71%	-4.13%	2.39%	26.81%

註1：稅後EPS以股本20.94億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

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

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【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。