



CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

# 航太產業

## 空中的和平與安全：軍用和商用飛機的製造及維修需求不斷

### 焦點內容

台灣航太民用業務將隨波音(US)及空巴(NL)產量逐漸恢復疫前水準，2023-24 預計將成長 28% 及 18%；國防業務國機國造帶來商機；維修業務短期需求爆發帶動工時率提高，長期受惠歐美 MRO 外包趨勢。我們看好台灣航太產業中的長榮航太(2645 TT, NT\$114.5, 增加持股)、駐龍(4572 TT, NT\$173, 增加持股)、晟田(4541 TT, NT\$42.95, 增加持股)及漢翔(2634 TT, NT\$57.5, 持有)。

### 重要訊息

航太產業展望佳，主因：1、疫後民用航太業務復甦，商用機製造需求強勁。2、國防業務方面，國機國造帶來高教機、初教機等商機。3、飛機維修業務短期需求爆發帶動工時率 (ASP) 提升，長期則受惠歐美 MRO 外包趨勢。

### 評論與分析

**商用機訂單需求暢旺，窄體機占比高。**截至 2022 年底，世界旅運需求 (RPK: 人公里數) 已恢復至疫前的 75%，IATA 預期 2024 RPK 將恢復至疫情前水準，帶動飛機需求爆發，我們觀察到波音及空巴現今窄體機的在手訂單，即使以疫前的產能水準推估，仍需 6-8 年才能消化完畢，需求十分強勁，台灣航太供應鏈主要業務為：1、波音窄體機機身結構件 2、Leap 引擎相關零組件，直接受惠。雖現今航太供應鏈面臨疫後缺工問題，Leap 引擎供給不足，使波音及空巴產量提升受限，然缺工情況逐漸緩解中，我們預估台灣航太 2023-24 民用營收將分別年增 28%、18%。

**國機國造帶動商機。**總計 66 架，整體預算達 686 億元的高教機計畫，已於 2H22 進入交機高峰期，並將延續至 2025 年；初教機則預計於 2024 年進入研發，於高教機案交機結束後接棒。此兩案皆由漢翔主導，並發包給其他公司如駐龍、晟田等。另外，商規無人機也預計於 2024 年進入量產，惟我們預估無人機案金額僅達約 80 億，不如市場預期。台灣政府的國防自主政策帶動國防預算金額持續提高，預計 2023-28 年 CAGR 達 10%，為台灣航太產業持續帶來軍機商機。

**MRO 短期工時率 (ASP) 提升，長期受惠歐美外包趨勢。**在飛機復飛下，MRO 市場短期維修需求爆發，帶動飛機維修工時率 (ASP) 提高；長期來看，台灣 MRO 將持續受惠歐美 MRO 外包趨勢，主因為 1、價格較實惠(成本較歐美低 30%) 2、低成本航空持續擴大市占 3、維修品質及準點率較佳 4、歐美轉為維修窄體機，外包寬體機。而台灣 MRO 大廠長榮航太預計於 2028 年建新廠，MRO 產能將提升約 15%。

### 投資建議

我們首選以維修業務為根本、零組件製造為主要成長動能的長榮航太(2645 TT, NT\$114.5, 增加持股)及波音窄體機供應商、也供應高教機零組件的駐龍(4572 TT, NT\$173, 增加持股)，我們也看好主要供應 Leap 引擎相關零組件的晟田(4541 TT, NT\$42.95, 增加持股)及高教機主要供應商漢翔(2634 TT, NT\$57.5, 持有)。

### 投資風險

全球航太供應鏈缺工情形緩解不如預期。

### 凱基投顧

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 個股評價

公司	代號	市值 (US\$mn)	股價 (元)	目標價 (元)	營收(百萬元)			毛利率(%)			營業利率率(%)			EPS (元)			本益比 (倍)			股東權益報酬率 (%)		
					2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
漢翔公司	2634 TT	1,765	57.5	58.6	30,242	39,582	41,221	9.6	11.6	12.6	5.0	7.4	8.2	1.73	2.57	2.93	33.3	22.4	19.6	10.8	14.8	15.9
長榮航太科技	2645 TT	1,398	114.5	140.0	11,847	13,238	14,845	16.0	16.6	17.9	11.8	12.0	13.4	4.48	3.64	4.68	25.5	31.4	24.5	15.3	12.5	15.9
駐龍	4572 TT	202	173.0	216.0	637	803	1,003	44.9	45.3	45.5	28.9	29.5	31.6	5.13	5.40	7.19	33.7	32.1	24.1	10.7	10.7	12.9
晟田科技	4541 TT	95	43.0	53.0	1,369	1,447	1,836	15.6	17.7	19.7	5.1	6.7	9.7	1.80	1.37	2.32	23.8	31.3	18.5	7.4	5.4	9.0

資料來源：Bloomberg；凱基

## 疫情前後航太產業趨勢

圖 1: 航太產業疫情前及疫情期間財務表現

公司	代號	股價 (元)	疫情前(2017-19)				疫情期間(2020-21)			
			營收 (百萬元)	毛利率 (%)	EPS (元)	PE (x)	營收 YoY(%)	毛利率 (%)	EPS (元)	PE (x)
漢翔公司	2634 TT	57.5	25,500~28,500	13~14	1.8~2.2	25~31	(26)~10	6~7	0.4~0.6	94~141
長榮航太科技	2645 TT	114.5	12,500~14,200	6~14	N.A.	N.A.	(20)~(10)	16~19	1.8~2.5	44~60
駐龍	4572 TT	173.0	560~840	47~48	5.0~8.0	19~30	(57)~15	30~35	0.9~1.5	102~167
晟田科技	4541 TT	43.0	1,100~1,600	10~21	(1.2)~2.0	~20	(43)~17	3~12	(1.1)~0.0	N.A.

註：長榮航太疫前營收及毛利率為不含發動機維修業務之數字

資料來源：凱基整理

圖 2: 航太產業疫後復甦及復甦後財務預估

公司	代號	股價 (元)	疫後復甦期(2022-23F)				復甦後(2024F-26F)			
			營收 YoY(%)	毛利率 (%)	EPS (元)	PE (x)	營收 YoY(%)	毛利率 (%)	EPS (元)	PE (x)
漢翔公司	2634 TT	57.5	27~30	9~12	1.7~2.6	21~33	10~15	13~15	3.0~5.0	11~18
長榮航太科技	2645 TT	114.5	10~23	16~17	3.6~4.5	25~30	10~15	18~21	4.7~7.0	15~23
駐龍	4572 TT	173.0	25~57	45~46	5.1~5.4	28~30	20~25	46~48	7.1~10.0	15~22
晟田科技	4541 TT	43.0	6~29	15~18	1.4~1.8	21~27	15~20	18~22	2.3~4.0	13~19

資料來源：凱基預估

疫情期間航太產業慘澹，營收衰退程度皆達 20% 以上，毛利率下滑超過 7 個百分點，惟長榮航太例外，主因長榮航太於 2020 將毛利率低的發動機維修業務切出至長異，營收結構重組，且製造業務初期虧損嚴重，在適當成本控制的情況下，毛利率在疫情期間較疫前有所改善。

如今適逢疫後復甦期，航太產業營收 2022-23 皆有 20% 以上的大幅成長，其中晟田 2023 營收受半導體業務影響以致整體年增僅個位數，然其航太業務成長仍達 20% 以上。毛利率部分逐漸提升，惟全球航太供應鏈缺工問題導致民用復甦無法回到疫前水準，雖營收成長力道強勁，稼動率提升卻有限，且原物料及人力成本皆提升，毛利率回升速度較緩慢。

展望復甦後三年，飛機需求強勁，我們預估至少需 6-8 年才能消化波音及空巴目前在手訂單，因此營收的成長及毛利率的提升將持續。目前規模較大的公司如漢翔及長榮航太營收成長約當維持 10-15%，規模較小的公司如駐龍及晟田成長力道較強，營收達約 20% 年增。毛利率提升以長榮航太為首，在維修業務工時率 (ASP) 提升及製造業務毛利率上升空間大的情況下，可達 20% 以上；漢翔則因國防業務及科技服務專案毛利率難以預估，保守估計約當維持疫前水準；駐龍毛利率於疫前已處於高峰，上升空間有限，預估也將回到疫前水準並維持；晟田則受占比 40% 的半導體業務需求影響，毛利率波動較大。

無論商用機業務或軍機業務，復甦後的製造及維修需求仍不斷，在營收維持成長動能，毛利率回到疫前水準並進一步提升的情況下，航太產業復甦後獲利將屢創疫前新高，產業前景極佳。

### 商用機訂單需求暢旺，LEAP 引擎供不應求

#### 疫後旅運需求強勁，訂機需求暢旺

全球旅運需求 (RPK:人公里數) 來看，2020 年在疫情衝擊下，4 月 RPK 為最低點，僅剩疫情前的 6%，其中境外及境內 RPK 分別僅剩 2% 及 13%。然截至 2022 年 12 月，全球境外 RPK 已恢復至疫前的 75%，其中北美地區解封最早，境外 RPK 已恢復至疫前的 92%，而亞洲地區仍只在疫前的 53%。在亞洲地區已於 2023 年全面解封的情況下，IATA 預期 2023-24 全球 RPK 將恢復至疫情前的 86% 及 103%。

我們觀察到航空公司對於飛機需求已經開始提升，淨新增訂單穩定。波音歷經 737 Max 意外失事及疫情的雙重打擊，2019-20 窄體客機訂單遭取消達 500 架以上，但受惠各國旅運需求復甦及窄體機需求結構性提高，各航空公司已重新開始下訂飛機，截至 2023 年 2 月波音在手訂單已高達 5,382 架 (窄體機占 80%)，而空巴則高達 7,297 架 (窄體機占 84%)。波音及空巴在手訂單即使以減產前產量計算，仍需 6-8 年方可消化完畢，而根據波音商用機市場展望 (Commercial market outlook 2022-2041)，窄體機機隊將由 2019 年的 16,520 架，提高至 2041 年的 32,770 架，總需求量達 30,880 架。

然而我們必須指出，雖需求強勁，全球航太供應鏈皆受引擎鑄造廠缺工影響，Leap 引擎供給不足，使波音及空巴產量提升受限。波音原預期 2022 年底 B737 Max 月產量可回到疫前的 40 架以上，此目標遞延至 2024 年；空巴則原預計於 1H23 A320 neo 每月交機量達到 65 架，現遞延至 1Q24。

我們以下將概述波音及空巴窄體機展望。

圖 3: 2022 年全球境外 RPK 已恢復至疫前的 75%

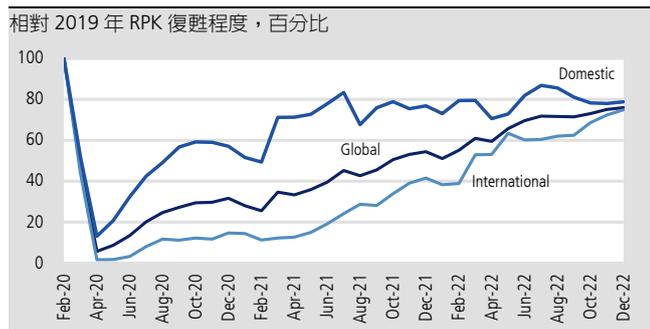


圖 4: IATA 預期 2024 全球 RPK 恢復疫情前水準

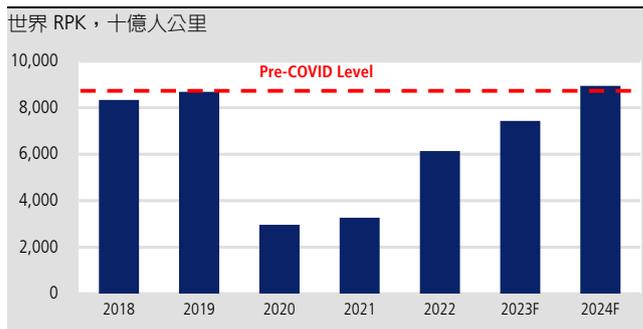
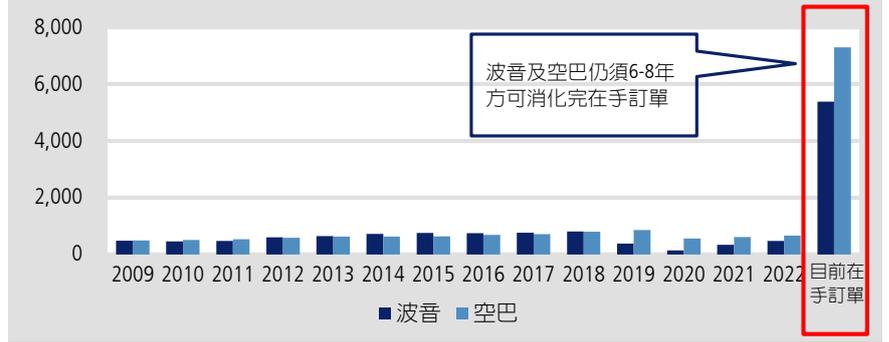


圖 5: 即使以減產前產量計算，波音及空巴仍須 6-8 年方可消化完在手訂單

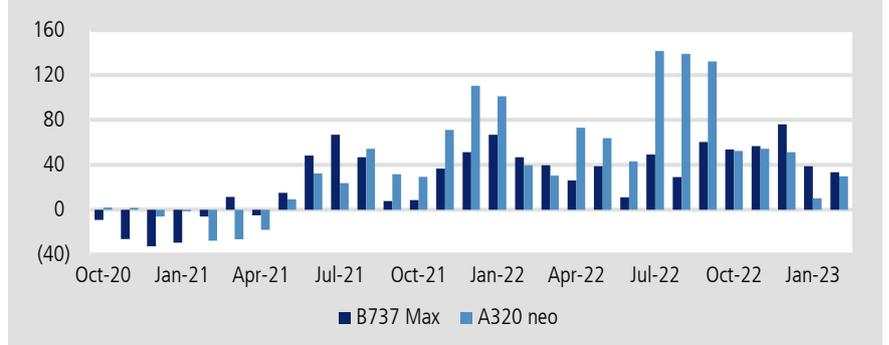
波音及空巴年交貨量及在手訂單量，架



資料來源：波音、空巴

圖 6: 波音及空巴淨新增訂單穩定

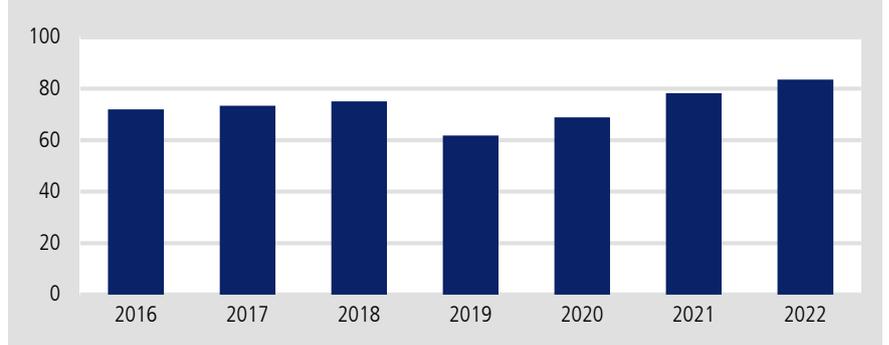
波音及空巴新增(取消)訂單(三個月移動平均)，架



資料來源：波音、空巴

圖 7: 窄體機型為未來趨勢

窄體機占交機總量比重，百分比



資料來源：波音、空巴

圖 8: 波音預估未來窄體機需求達 32,660 架

## 20-Year Market Demand



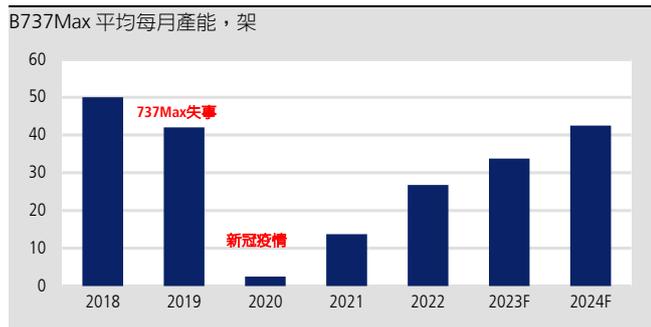
資料來源: Boeing CMO 2021-2040

## 2023-24 波音窄體機產量預計成長 26.2%、25.9%

台灣航太供應鏈以波音系列為主，由於波音窄體機占在手訂單及出貨量比重皆達 80% 以上，我們認為 737Max 產能復甦進度為台灣航太供應鏈復甦的良好觀察指標。以波音窄體機 2018-20 產量來看，波音宣稱 2018 年底產量已達 52 架/月並持續提高產量目標，惟 2019-20 在 737Max 飛安事件及新冠疫情雙重打擊情況下，2019 產量降至 42 架/月，而 2020 年則慘遭暫時停產的窘境。值得注意的是，儘管疫情導致航空公司紛紛延後交機進度，惟截至 2023 年 2 月，波音窄體機在手訂單仍達 4,248 架，若以波音失事前的月產能 52 架推算，需 6-7 年才能滿足其訂單需求；換言之，航空公司持續看好旅運需求長期展望，且在飛機產能有限情況下，不易做出取消訂單的決定。

展望未來，受供應鏈缺工影響，波音 737 Max 產量復甦進度延緩，3Q22 每月產量僅達 22 架，雖 1H23 已提升至每月 30-35 架，2H23 有望再提高，然我們預估須等到 2024 方可回到每月 40 架以上水準，並於 2025 年才可回到失事前水準的 52 架/月。以全年產量來看，2022 B737 Max 全年共交機 374 架，我們保守推估 2023-24 年波音窄體機產量將年增 26.2% 及 25.9%，為飛機失事產能降載前的 67% 及 86%。

圖 9: 受供應鏈缺工影響, B737 Max 產量延後恢復疫前水準



資料來源: 波音, 凱基預估

圖 10: 波音窄體機歷年交機量及預估



資料來源: 波音, 凱基預估

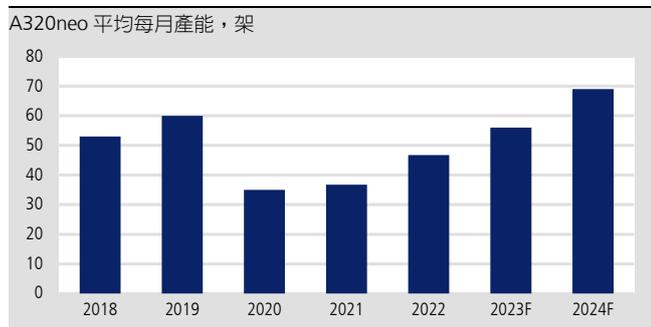
**2023-24 空巴窄體機產量預計成長 19.8%及 23.2%**

空巴窄體機種 320 neo 及 320 ceo 合計占在手訂單及交機數量八成以上，而疫情爆發前，儘管空巴受惠波音 737 Max 事件而市占率提高，但由於飛機製造屬於勞力密集型產業，產能提高幅度有限，空巴宣稱疫前窄體機產能已達 60 架/月，並預期在未來持續提高至 67 架/月，但 2020 年在疫情爆發後，空巴下修其月產量至 40 架/月。

展望未來，同樣受到供應鏈缺工因素影響，空巴原預計窄體機產量 2Q23 達 65 架/月，現遞延至 1Q24，而原訂 1Q24 目標 75 架/月，則遞延至 2025 年。截至 2023 年 2 月，空巴窄體機在手訂單達 6,127 架，且空巴不受飛機失事事件影響，產能恢復速度較波音快，空巴 2022 年 A320 neo 交機量為 516 架，我們預估 2023-24 空巴窄體機產量將年增 19.8%及 23.2%，分別回到疫前的 93%及 115%。

由於過去台灣政府的策略，台灣供應鏈仍以波音系列為主，空巴之零件數量及營收比重占較小，但在近年台灣供應鏈仍有取得空巴新的零組件訂單，例如：晟田的 A320 起落架、漢翔的 Leap 1A 引擎零組件等。

圖 11: A320 產能逐步復甦



資料來源: 空巴, 凱基預估

圖 12: 空巴窄體機歷年交機量及預估



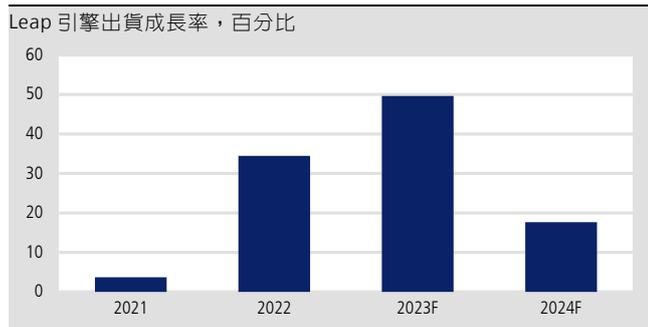
資料來源: 空巴, 凱基預估

### LEAP 引擎需求暢旺，然 2023 供應鏈仍吃緊

Leap 引擎是由 GE 及 Safran 的合資公司 CFM 所研製，並於 2016 年進入市場，主要應用於波音及空巴窄體機型 B737 Max 及 A320 neo 系列，目前於兩機型市占率分別達 100% 及 60%。相較過去主流 CFM 56 引擎，Leap 引擎節能、降噪且降汙，能夠有效降低航空公司燃油成本。我們看好窄體機為未來主流機型且 Leap 為兩系列飛機的主力引擎，並且看好 Leap 引擎未來 20 年需求可望持續成長。

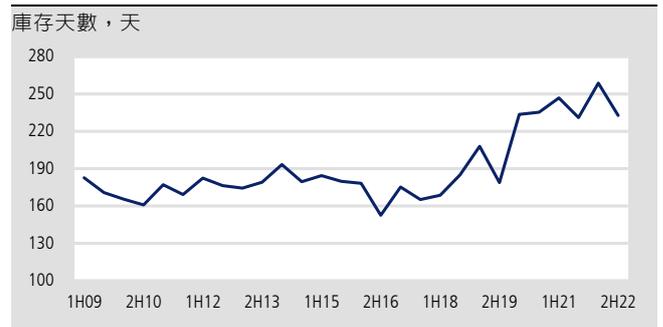
如前段所述，波音及空巴窄體機型 2023 年交機量將受供應鏈缺工限制無法大幅成長。Safran 於 2022 年交貨 1,132 顆 Leap 引擎，未達目標 1,200 顆，而 2023 年目標則為交貨 1,700 顆，仍無法支撐波音及空巴產量恢復疫前水準，2024 年起預計將穩定維持每年交貨 2,000 顆以上。另外，我們觀察到因缺少部分零件導致飛機引擎庫存積壓，庫存天數飆高，而航太供應鏈 Tier-1 廠商強烈要求各供應商拉高庫存水位，以備缺工問題緩解後不致發生斷鏈情況，整體航太產業情況有望於 2024 年恢復疫前水準後穩定成長。

圖 13: 雖 Leap 引擎預計於 2023 年出貨量大增，仍無法支撐波音及空巴月產量恢復疫前水準



資料來源: Safran

圖 14: 飛機引擎供應商因缺少部分零件，導致庫存積壓，庫存天數飆高



資料來源: Safran、GE

### 台灣航太供應鏈民用訂單 2024 恢復疫情前水準

以台灣航太供應鏈來看，由於新冠疫情衝擊航空公司交機需求及各國封城導致供應鏈停擺，台灣航太“民用”業務 2Q20 起衝擊擴大，我們推估營收衰退幅度達 60% 以上，而 2020 全年則大幅衰退達 50%。自 2021 年起台灣航太廠商逐漸看到民用機訂單回流，停止衰退，根據我們推估，2022 年民用業務更是成長達 35%，約當回到疫前的七成。

展望未來，考量波音及空巴窄體機產能將逐漸回升，並於 2024 回到疫情前水準，我們保守預估整體台灣航太 2023-24 民用業務營收將分別年增 28% 及 18%，約當回到疫情前的 86% 及 102%。

圖 15: 2022 台灣供應鏈民用業務大幅成長 35%

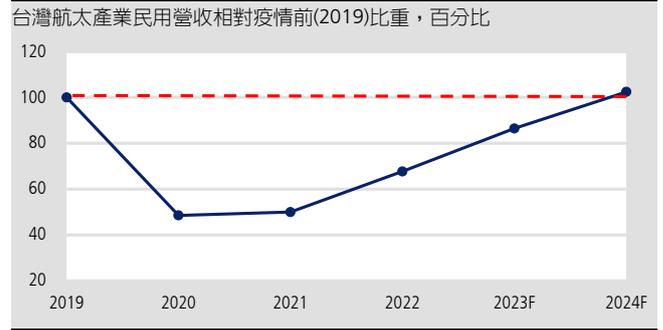


資料來源：凱基整理及預估

註 1：台灣航太供應鏈樣本取自 漢翔(2634 TT)、駐龍(4572 TT)、晟田(4541 TT)、豐達科(3004 TT)、寶一(8222 TT)及長亨(4546 TT)

註 2：只取得以上公司之民用航太營收

圖 16: 台灣供應鏈民用業務預計於 2024 年恢復疫前水準



資料來源：凱基整理及預估

註 1：台灣航太供應鏈樣本取自 漢翔(2634 TT)、駐龍(4572 TT)、晟田(4541 TT)、豐達科(3004 TT)、寶一(8222 TT)及長亨(4546 TT)

註 2：只取得以上公司之民用航太營收

### 國機國造帶來商機

在台灣國防自主政策推動下，台灣政府於 2017 年開始「國機國造」計劃，整體預算達 686.4 億元，共 66 架高級教練機(高教機)，一架約當 10.4 億元。高教機由國家中山科學研究院負責進行構型設計，並委託漢翔進行生產。高教機已於 2H22 進入交機高峰期，而我們預期 2023-25 年高教機將分別交機 17、18 及 18 架，並規劃全部 66 架將在 2026 完成交機。

高教機總預算達 686 億元，我們推測由漢翔接獲 95% 以上預算金額後再分包給其他公司，包含晟田、駐龍...等。我們認為高教機已正式進入交機高峰，將帶來大筆營收貢獻，惟需注意，儘管高教機交機數量將逐年提高，個別公司營收認列並非與交機數量直接掛勾，而是以其合約完成進度進行階段性認列。

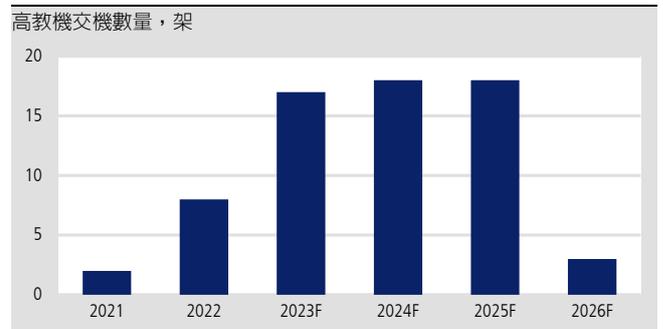
而在台灣國防自主政策延續情況下，高教機案結束後，同為「國機國造」的初級教練機案將接棒。目前，國防部對於「初級教練機」已完成建案評估，預期在 2024 年可望進入研發階段。而超過 3 千架的軍用商規無人機計畫已開跑，獲選廠商將於 3Q23 送樣，並預計於 2024 年進入量產，惟我們以原型機得標金額推估無人機全案總金額，約達 80 億元，不如市場預估的 500 億。

圖 17: 2023 年台灣國防預算年增高達 13%



資料來源：國防部

圖 18: 2022 起高教機交機數量大幅提高



資料來源：國防部、凱基預估

**圖 19: 5 款軍用商規無人機得標內容**

項目	簽約廠商	首架原型機價格 (百萬元)	預估需求量 (架)	推估金額 (百萬元)
微型	雷虎/經緯/中光電	1.7	1485	2,579
監偵型	神通/中光電/佳世達	0.6	1552	914
目獲型	神通/自強	7.9	72	569
陸用監偵型	長榮航太/經緯	24.4	128	3,117
艦載監偵型	富蘭登/智飛	32.5	16	520
<b>合計</b>				<b>7,699</b>

資料來源: 凱基整理及預估

### MRO 穩定成長，長期受惠歐美外包趨勢

#### 疫情並未加速機隊除役，飛機總量持續提高

MRO 需求基礎來自世界機隊的大小，歷史經驗來看，世界機隊架數大約以每年 3-4% 成長。但新冠疫情爆發後，在客運市場大幅萎縮下，市場原預期航空公司將加速老舊機隊除役進度，此舉將衝擊整體 MRO 市場，主因為 1、舊機型的維修成本較高 2、航空公司售機以彌補慘澹的營運狀況。

然而，我們觀察到新冠疫情並未加速機隊除役，疫情爆發後反而轉為小幅衰退，我們推測主因為 1、飛機存放成本不高 2、市場悲觀情緒蔓延，出售價格不佳 3、航空公司延後各種維修時辰，降低成本 4、航空公司對於疫後報復性旅遊保持樂觀看法，維持機隊調度彈性 5、即使飛機遭出售，在飛機還能飛狀況下，則由租賃公司接手。展望 2023-24，我們認為在老舊機隊並未加速淘汰情況下，隨著客運需求復甦，航空公司開始交機後，帶動世界機隊規模持續提高，而波音在其 2022 商用民航市場展望 CMO 報告中預估，2041 年全球機隊規模將達 47,080 架，約當 20 年 CAGR 2.8%。

**圖 20: 後疫情時代，機隊規模持續成長**

Number of aircrafts	2019	2041			2019-2041 CAGR (%)
		Pre COVID	Post COVID	Diff (%)	
<b>World total</b>	<b>25,900</b>	<b>56,046</b>	<b>47,080</b>	<b>(16)</b>	<b>2.8</b>
<b>By region</b>					
Asia Pacific	8,020	22,233	19,060	(14)	4.0
North America	7,610	11,554	10,810	(6)	1.6
Europe	5,220	10,180	9,360	(8)	2.7
Middle East	1,510	4,651	3,400	(27)	3.8
Others	3,540	7,661	4,450	(42)	1.0
<b>By type</b>					
Single Aisle	16520	39,390	32770	(17)	3.2
Widebody	4660	10,697	8360	(22)	2.7
Freighter	2010	3,690	3610	(2)	2.7
Regional Jet	2710	2,470	2340	(5)	(0.7)

資料來源: 波音 CMO、凱基預估

### 短期：維修需求爆發帶動工時率 (ASP) 提高

疫情前，MRO 市場每年約以 3-5% 速度成長，市場規模於 2019 年達 800 億美元，但 2020 年疫情爆發後，MRO 市場大幅衰退近四成，此大幅衰退主要來自 1、飛機停飛情況下，Line Check(起飛前及降落後檢查)大幅減少 2、由於航空公司營運狀況不佳，將 Heavy Maintenance(大檢修)時辰取消或推遲。

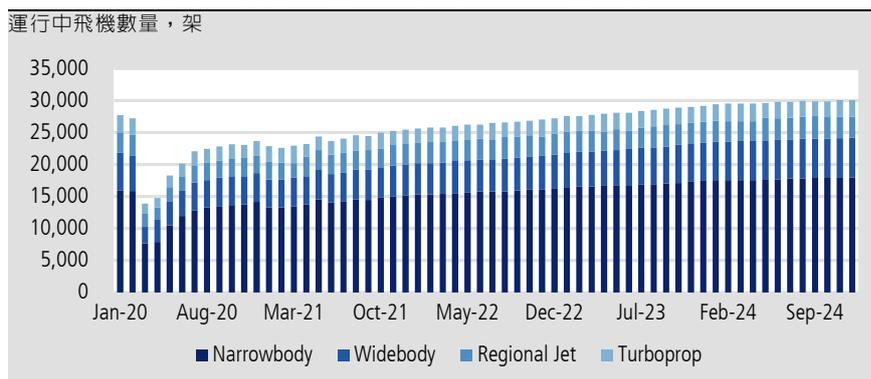
在飛機逐漸復飛情況下，我們認為以上提到的利空將逐漸緩解，帶動 MRO 市場復甦，根據 Oliver Wyman 預估，2022-24 年 MRO 市場可每年穩定成長 12%，2024 後將回歸歷史成長軌跡的 3-5%，我們認為此預估屬中性情境；而潛在的樂觀情境為：客運的報復性需求超乎預期，航空公司為爭取爆發性旅遊紅利，過去兩年所累積的大型檢修將在短時間內集中爆發，帶動 MRO 廠商急單數量，並帶動維修工時率的提高。

圖 21: 2023-24 年，MRO 市場維持 10% 以上年增，2027-32 年 CAGR 2.8%



資料來源：Oliver Wyman、凱基整理

圖 22: 疫後運行中的飛機數量穩定上升，帶動 MRO 需求小幅成長



資料來源：Oliver Wyman、凱基整理

### 中長期：亞洲將持續受惠 MRO 外包趨勢

從 2000 年起，歐美航空公司已開始將其 MRO 外包至亞洲，並延續至今，我們認為主要來自 1、成本考量：MRO 成本占全服務航空公司總成本約 20-30%，根據 Oliver Wyman 調查，亞洲 MRO 大型檢修的價格(每人小時數價格)較歐美節省達 30% 以上；2、維修品質：航空公司非常重視維修時辰的準點度(飛機盡可能維持在天上飛)及保養的品質，所以儘管香港及新加

坡在成本上僅低於歐美 10-20%，仍為亞洲最大的 MRO 聚落；3、廉航興起：低成本航空的興起亦為獨立及半獨立 MRO 廠商帶來新的動能，主因低成本航空對成本敏感度更高並將重心放在開發航線。

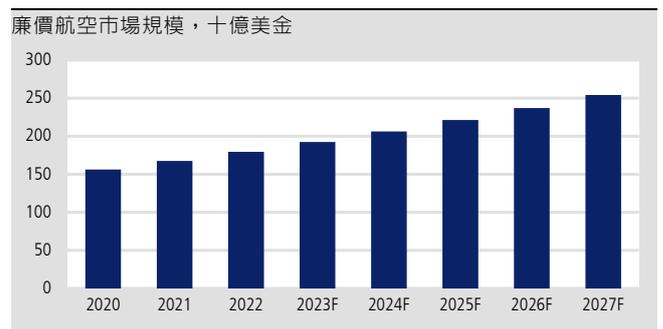
基於以上所提大趨勢，我們認為即使 2021-22 年因為疫情衝擊，而使得歐美廠商以自己維修能量為優先，但中長期來看，在疫情逐漸舒緩後，我們仍看好歐美 MRO 外包趨勢將持續發酵。而除了來自外在需求，亞洲本身亦為飛機數量成長率最高的區域，波音預估 2040 年亞洲飛機數量將達由 2019 年的 7,460 架提高至 2041 年的 18,310 架，CAGR 達 4.2%。

圖 23: 亞洲飛機數量成長性為世界各區域之冠

Airline	Fleet Growth	Traffic Growth (RPK)
Asia Pacific	4.0	5.0
North America	1.6	2.6
Europe	2.7	3.0
Middle East	3.8	4.0
Latin America	3.8	4.4
Africa	3.5	5.2
<b>World</b>	<b>2.8</b>	<b>3.8</b>

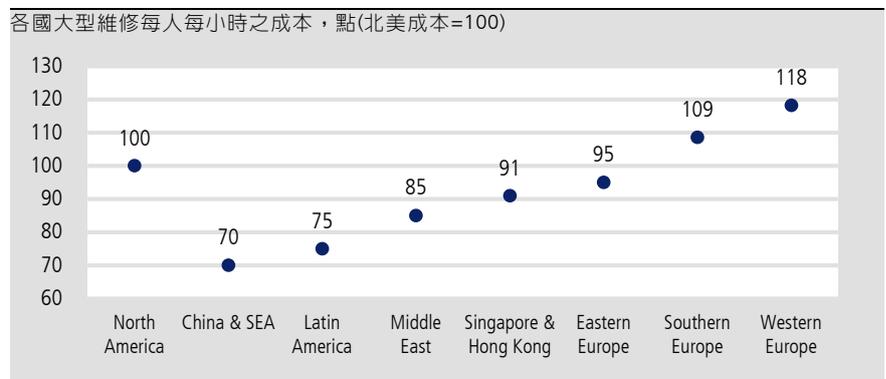
資料來源：波音

圖 24: 廉價航空市場規模不斷擴大



資料來源：凱基整理、Statista

圖 25: 亞洲維修較歐美經濟實惠



資料來源：Oliver Wyman、凱基整理

### 投資風險

#### 全球航太供應鏈缺工狀況緩解不如預期

由於鑄造廠人力短缺，波音及空巴紛紛下修交機預期並延後產能復甦目標，台灣航太供應鏈製造業務主要以波音單走道客機為主，勢必受到影響。目前市場認為 2H23 有望緩解，並於 2024 年恢復正常供應，然若進度不如預期，復甦時程將再向後遞延。

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 漢翔

(2634.TW/2634 TT)

## 持有 · 維持

收盤價 April 27 (NT\$)	57.50
12 個月目標價 (NT\$)	58.60
前次目標價 (NT\$)	35.00
調升 (%)	67.4
上漲空間 (%)	1.9

## 焦點內容

漢翔 2023-24 在國防及民用業務皆維持雙位數成長動能的情況下，預估獲利分別成長 48.6% 及 14%。惟毛利率與民用稼動率提升有限，且目前評價偏高，我們維持漢翔為「持有」投資評等，目標價以 2024 年預估 EPS 2.93 元的 20 倍本益比計算，調升至 58.6 元。

## 交易資料表

市值：(NT\$/US\$mn)	54.16 / 1,757
流通在外股數 (百萬股)	942
外資持有股數 (百萬股)	64.64
3M 平均成交量 (百萬股)	27.15
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	30.25 - 58.00

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	68.4	84.3	72.9
相對表現 (%)	65.2	65.1	78.4

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(0.28)A	0.43A	0.25A	0.20A
2022	0.22A	0.64A	0.61A	0.27A
2023	0.50F	0.64F	0.71F	0.72F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 國防民用兩大成長動能強勁

## 重要訊息

漢翔 1Q23 營收年增 72.3%，主因科技服務兩大專案挹注大量營收。2023 年民用業務復甦，高教機進入交機高峰，毛利率逐漸回升，預計營收及獲利分別成長 30.9% 及 48.6%。

## 評論及分析

**1Q23 營收優於預期：**漢翔 1Q23 高教機交機順利，中油及通霄兩大電廠案挹注大量營收，高於凱基預估，國防、民用及科技服務占比推估為 48%、34% 及 18%。然中油及通霄案將分別於 2Q23 及 4Q23 商轉，預估 1Q23 已是全年營收高峰。毛利率則因認列全年員工休假成本，未達雙位數，略低於凱基預估，然與過去三年第一季相較為最高，顯見漢翔毛利率持續回升中。我們調升漢翔 1Q23 獲利至 4.7 億元，年增 131%，EPS 為 0.5 元。

**高教機穩定交機，民用復甦趨勢不變：**高教機進入交機高峰，預估 2023-24 分別交機 17 及 18 架，平均分布於各季度，1Q23 交機進度順利。民用業務方面，航太供應鏈缺工問題逐漸改善，波音及空巴產量有望於 2H23 提升，雖未達疫前水準，與 2022 相比仍成長可觀，我們預計此將帶動漢翔民用業務 2023 年將近 20% 的年增。值得注意的是，雖民用業務營收成長亮眼，但稼動率及毛利率回升速度有限，惟整體向上趨勢不變。

**2023-24 獲利成長 48.6%、14%：**在高教機交機進度順利、科技服務專案貢獻大量營收及民用業務持續復甦的情況下，我們上修 2023 年營收至 396 億元，年增 30.9%，獲利上修至 24 億元，年增 48.6%，EPS 為 2.57 元。而預計 2024 年高教機交機 18 架，民用業務持續復甦至恢復疫前水準，惟科技服務業務因一次性專案收入認列致使 2023 年基期墊高，2024 營收年增 4.1%，獲利則在毛利率持續回升下，年增 14% 至 27.6 億元，EPS 為 2.93 元。

## 投資建議

2023-24 國防及民用業務皆維持雙位數成長動能，惟民用業務稼動率及毛利率尚回升有限，且目前股價已反映上述利多，我們維持漢翔為「持有」投資評等，目標價上調至 58.6 元(2024 年 EPS 的 20 倍本益比計算)。

## 投資風險

高教機交機進度及全球航太供應鏈缺工問題緩解不如預期。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	21,043	23,735	30,242	39,582	41,221
營業毛利 (NT\$百萬)	1,402	1,771	2,911	4,596	5,194
營業利益 (NT\$百萬)	180	491	1,507	2,910	3,392
稅後淨利 (NT\$百萬)	396	558	1,627	2,419	2,756
每股盈餘 (NT\$)	0.42	0.59	1.73	2.57	2.93
每股現金股利 (NT\$)	0.20	0.35	1.08	1.54	1.76
每股盈餘成長率 (%)	(78.9)	41.0	191.6	48.6	14.0
本益比 (x)	136.8	97.1	33.3	22.4	19.6
股價淨值比 (x)	3.9	3.8	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	41.9	33.1	21.3	10.1	8.9
淨負債比率 (%)	122.3	98.8	81.0	55.9	42.3
殖利率 (%)	0.3	0.6	1.9	2.7	3.1
股東權益報酬率 (%)	2.8	3.9	10.8	14.8	15.9

資料來源：公司資料，凱基

**圖 1: 1Q-2Q23 財務預估**

百萬元	1Q23F							2Q23F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	9,941	8,714	14.1	11.0	72.3	8,889	11.8	9,847	8,847	11.3	(0.9)	33.8	9,239	6.6
毛利	947	876	8.0	(1.6)	142.1	919	3.0	1,133	1,044	8.5	19.7	31.7	1,050	7.9
營業利益	559	488	14.4	16.3	455.0	537	4.1	726	637	13.9	29.9	37.6	654	11.0
稅後淨利	470	409	14.8	85.2	131.5	452	4.0	603	528	14.2	28.4	0.6	546	10.4
每股盈餘(元)	0.50	0.43	14.8	85.2	131.5	0.48	4.0	0.64	0.56	14.2	28.4	0.6	0.58	10.4
毛利率 (%)	9.5	10.1	(0.5)ppts	(1.2)ppts	2.7 ppts	10.3	(0.8)ppts	11.5	11.8	(0.3)ppts	2.0 ppts	(0.2)ppts	11.4	0.1 ppts
營業利益率 (%)	5.6	5.6	0.0 ppts	0.3 ppts	3.9 ppts	6.0	(0.4)ppts	7.4	7.2	0.2 ppts	1.7 ppts	0.2 ppts	7.1	0.3 ppts
淨利率 (%)	4.7	4.7	0.0 ppts	1.9 ppts	1.2 ppts	5.1	(0.4)ppts	6.1	6.0	0.2 ppts	1.4 ppts	(2.0)ppts	5.9	0.2 ppts

資料來源: 凱基預估

**圖 2: 2023-24 財務預估**

百萬元	2023F							2024F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)		
營收	39,582	36,190	9.4	30.9	37,795	4.7	41,221	38,859	6.1	4.1	41,106	0.3		
毛利	4,596	4,285	7.3	57.9	4,374	5.1	5,194	4,897	6.1	13.0	4,878	6.5		
營業利益	2,910	2,614	11.3	93.1	2,730	6.6	3,392	3,109	9.1	16.6	3,001	13.0		
稅後淨利	2,419	2,165	11.7	48.6	2,320	4.2	2,756	2,513	9.7	14.0	2,540	8.5		
每股盈餘(元)	2.57	2.30	11.7	48.6	2.46	4.2	2.93	2.67	9.7	14.0	2.70	8.5		
毛利率 (%)	11.6	11.8	(0.2)ppts	2.0 ppts	11.6	0.0 ppts	12.6	12.6	(0.0)ppts	1.0 ppts	11.9	0.7 ppts		
營業率 (%)	7.4	7.2	0.1 ppts	2.4 ppts	7.2	0.1 ppts	8.2	8.0	0.2 ppts	0.9 ppts	7.3	0.9 ppts		
淨利率 (%)	6.1	6.0	0.1 ppts	0.7 ppts	6.1	(0.0)ppts	6.7	6.5	0.2 ppts	0.6 ppts	6.2	0.5 ppts		

資料來源: 凱基預估

圖 3: 公司簡介

漢翔是國內航空器製造商，為航太供應鏈一環，業務範圍包含國防業務(軍用飛機製造、國防專案、維修等)、民用航空(民用飛機材料，發動機零件製造)及科技服務(飛航測試、模擬機等)。最主要客戶為國防部。推估 2020 年營收占比分別為國防業務的 59%、民用業務的 38% 及科技服務的 3%。公司廠區分別為台中廠、沙鹿廠及岡山廠等。為亞太排名第 10 的專業航太零組件代工廠。

資料來源：凱基：漢翔

圖 4: 2020 漢翔國防業務比重大幅提高

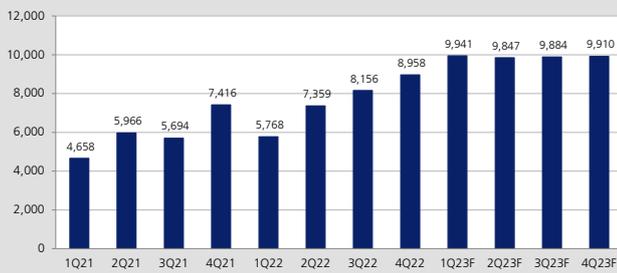
漢翔業務比重，百分比



資料來源：凱基預估

圖 5: 季營業收入

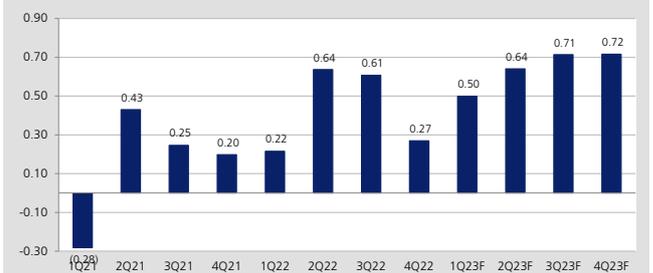
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

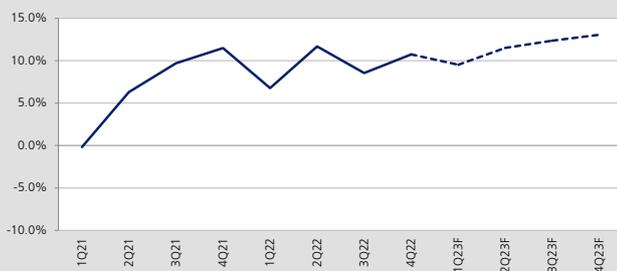
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

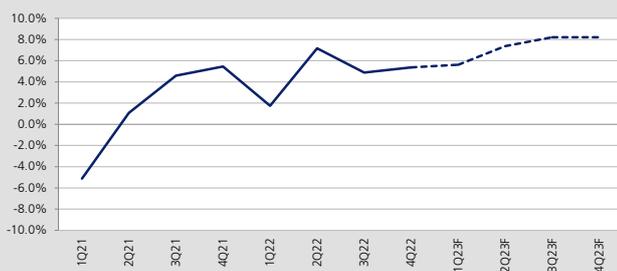
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

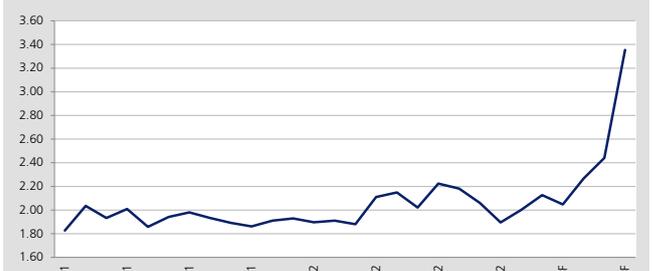
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	5,768	7,359	8,156	8,958	9,941	9,847	9,884	9,910	30,242	39,582	41,221
營業成本	(5,377)	(6,499)	(7,459)	(7,996)	(8,994)	(8,713)	(8,663)	(8,615)	(27,331)	(34,986)	(36,027)
營業毛利	391	860	698	962	947	1,133	1,221	1,295	2,911	4,596	5,194
營業費用	(290)	(333)	(299)	(481)	(388)	(408)	(410)	(481)	(1,404)	(1,686)	(1,802)
營業利益	101	527	399	480	559	726	812	814	1,507	2,910	3,392
折舊	(310)	(310)	(309)	(306)	(663)	(663)	(663)	(663)	(1,236)	(2,652)	(2,747)
攤提	(37)	(48)	(44)	(50)	(43)	(43)	(43)	(43)	(178)	(173)	(173)
EBITDA	447	886	752	836	1,265	1,432	1,518	1,520	2,921	5,736	6,313
利息收入	1	3	3	8	8	8	8	8	15	33	33
投資利益淨額	33	50	76	64	65	65	65	65	224	260	240
其他營業外收入	24	48	24	52	-	-	-	-	149	-	-
總營業外收入	58	101	103	125	73	73	73	73	387	293	273
利息費用	(31)	(36)	(44)	(53)	(30)	(30)	(30)	(30)	(163)	(120)	(180)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	121	144	280	(241)	(15)	(15)	(15)	(15)	304	(60)	(40)
總營業外費用	91	108	237	(294)	(45)	(45)	(45)	(45)	141	(180)	(220)
稅前純益	249	736	739	311	587	754	840	842	2,035	3,023	3,445
所得稅費用[利益]	(46)	(137)	(167)	(57)	(117)	(151)	(168)	(168)	(408)	(605)	(689)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	203	599	572	254	470	603	672	674	1,627	2,419	2,756
非常項目	0	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	203	599	572	254	470	603	672	674	1,627	2,419	2,756
每股盈餘 (NT\$)	0.22	0.64	0.61	0.27	0.50	0.64	0.71	0.72	1.73	2.57	2.93
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	6.8	11.7	8.6	10.7	9.5	11.5	12.4	13.1	9.6	11.6	12.6
營業利益率	1.7	7.2	4.9	5.4	5.6	7.4	8.2	8.2	5.0	7.4	8.2
EBITDA Margin	7.7	12.0	9.2	9.3	12.7	14.5	15.4	15.3	9.7	14.5	15.3
稅前純益率	4.3	10.0	9.1	3.5	5.9	7.7	8.5	8.5	6.7	7.6	8.4
稅後純益率	3.5	8.1	7.0	2.8	4.7	6.1	6.8	6.8	5.4	6.1	6.7
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(22.2)	27.6	10.8	9.8	11.0	(0.9)	0.4	0.3			
營業毛利	(54.1)	120.0	(18.9)	37.9	(1.6)	19.7	7.8	6.0			
營業收益增長	(75.1)	423.8	(24.4)	20.5	16.3	29.9	11.9	0.3			
EBITDA	(44.1)	98.2	(15.1)	11.3	51.3	13.2	6.0	0.1			
稅前純益	30.0	195.7	0.3	(57.9)	88.8	28.4	11.4	0.3			
稅後純益	8.9	195.4	(4.6)	(55.6)	85.2	28.4	11.4	0.3			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	23.8	23.4	43.2	20.8	72.3	33.8	21.2	10.6	27.4	30.9	4.1
營業毛利		129.0	26.4	12.9	142.1	31.7	75.1	34.6	64.3	57.9	13.0
營業收益		719.3	52.7	18.7	455.0	37.6	103.7	69.4	206.7	93.1	16.6
EBITDA	321.1	111.5	23.2	4.5	183.0	61.7	101.9	81.8	50.9	96.4	10.1
稅前純益		72.2	178.8	62.4	135.7	2.4	13.7	170.9	201.6	48.6	14.0
稅後純益		47.9	146.8	36.2	131.5	0.6	17.6	165.7	191.6	48.6	14.0

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>44,024</b>	<b>40,748</b>	<b>42,709</b>	<b>46,822</b>	<b>49,304</b>
<b>流動資產</b>	<b>29,795</b>	<b>26,785</b>	<b>28,905</b>	<b>34,350</b>	<b>38,261</b>
現金及短期投資	4,588	3,313	3,313	8,918	11,929
存貨	12,197	11,956	13,519	10,544	10,828
應收帳款及票據	9,868	8,553	8,545	11,184	11,615
其他流動資產	3,143	2,964	3,528	3,704	3,890
<b>非流動資產</b>	<b>14,230</b>	<b>13,962</b>	<b>13,803</b>	<b>12,472</b>	<b>11,042</b>
長期投資	1,027	1,182	1,484	1,744	1,984
固定資產	9,298	9,413	8,834	7,132	5,335
什項資產	3,905	3,368	3,485	3,596	3,723
<b>負債總額</b>	<b>30,060</b>	<b>26,423</b>	<b>26,876</b>	<b>30,021</b>	<b>31,401</b>
<b>流動負債</b>	<b>21,187</b>	<b>16,306</b>	<b>16,032</b>	<b>20,506</b>	<b>20,804</b>
應付帳款及票據	1,334	2,099	1,695	2,300	2,362
短期借款	15,406	9,837	7,888	11,449	11,604
什項負債	4,446	4,370	6,449	6,756	6,838
<b>長期負債</b>	<b>8,873</b>	<b>10,118</b>	<b>10,844</b>	<b>9,516</b>	<b>10,596</b>
長期借款	6,257	7,624	8,245	6,864	7,889
其他負債及準備	875	853	1,058	1,111	1,166
<b>股東權益總額</b>	<b>13,964</b>	<b>14,325</b>	<b>15,833</b>	<b>16,800</b>	<b>17,903</b>
普通股本	9,419	9,419	9,419	9,419	9,419
保留盈餘	1,635	1,896	3,197	4,165	5,267
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(26.3%)	12.8%	27.4%	30.9%	4.1%
營業收益增長	(92.6%)	173.2%	206.7%	93.1%	16.6%
EBITDA	(58.1%)	20.2%	50.9%	96.4%	10.1%
稅後純益	(78.9%)	41.0%	191.6%	48.6%	14.0%
每股盈餘成長率	(78.9%)	41.0%	191.6%	48.6%	14.0%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	6.7%	7.5%	9.6%	11.6%	12.6%
營業利益率	0.9%	2.1%	5.0%	7.4%	8.2%
EBITDA Margin	7.7%	8.2%	9.7%	14.5%	15.3%
稅後純益率	1.9%	2.4%	5.4%	6.1%	6.7%
平均資產報酬率	0.9%	1.3%	3.9%	5.4%	5.7%
股東權益報酬率	2.8%	3.9%	10.8%	14.8%	15.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	155.1%	121.9%	101.9%	109.0%	108.9%
淨負債比率	122.3%	98.8%	81.0%	55.9%	42.3%
利息保障倍數 (x)	3.7	6.1	13.4	26.2	20.1
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	26.9	33.9	14.8	46.9	24.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.5	0.3	0.5	0.4
流動比率 (x)	1.4	1.6	1.8	1.7	1.8
速動比率 (x)	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	17,076	14,148	12,820	9,395	7,564
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	0.42	0.59	1.73	2.57	2.93
每股現金盈餘 (NT\$)	5.14	4.80	2.56	5.97	4.75
每股淨值 (NT\$)	14.83	15.21	16.81	17.84	19.01
調整後每股淨值 (NT\$)	14.83	15.21	16.81	17.84	19.01
每股營收 (NT\$)	22.34	25.20	32.11	42.02	43.76
EBITDA/Share (NT\$)	1.71	2.05	3.10	6.09	6.70
每股現金股利 (NT\$)	0.20	0.35	1.08	1.54	1.76
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.47	0.56	0.72	0.88	0.86
應收帳款周轉天數	171.6	131.5	103.1	103.1	103.1
存貨周轉天數	227.3	198.7	180.5	110.0	110.0
應付帳款周轉天數	24.9	34.9	22.6	24.0	24.0
現金轉換周轉天數	374.0	295.3	261.0	189.1	189.1

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>21,043</b>	<b>23,735</b>	<b>30,242</b>	<b>39,582</b>	<b>41,221</b>
營業成本	(19,641)	(21,963)	(27,331)	(34,986)	(36,027)
<b>營業毛利</b>	<b>1,402</b>	<b>1,771</b>	<b>2,911</b>	<b>4,596</b>	<b>5,194</b>
營業費用	(1,222)	(1,280)	(1,404)	(1,686)	(1,802)
<b>營業利益</b>	<b>180</b>	<b>491</b>	<b>1,507</b>	<b>2,910</b>	<b>3,392</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>1,033</b>	<b>851</b>	<b>387</b>	<b>293</b>	<b>273</b>
利息收入	41	3	15	33	33
投資利益淨額	241	246	224	260	240
其他營業外收入	750	602	149	-	-
<b>總營業外費用</b>	<b>(733)</b>	<b>(668)</b>	<b>141</b>	<b>(180)</b>	<b>(220)</b>
利息費用	(180)	(133)	(163)	(120)	(180)
投資損失	(241)	(246)	-	-	-
其他營業外費用	(312)	(288)	304	(60)	(40)
<b>稅前純益</b>	<b>480</b>	<b>675</b>	<b>2,035</b>	<b>3,023</b>	<b>3,445</b>
所得稅費用[利益]	(84)	(117)	(408)	(605)	(689)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>396</b>	<b>558</b>	<b>1,627</b>	<b>2,419</b>	<b>2,756</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,610</b>	<b>1,935</b>	<b>2,921</b>	<b>5,736</b>	<b>6,313</b>
每股盈餘 (NT\$)	0.42	0.59	1.73	2.57	2.93

**現金流量**

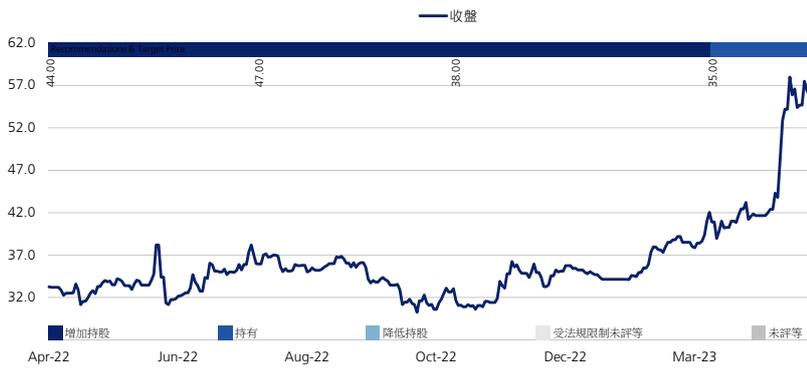
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>4,845</b>	<b>4,519</b>	<b>2,412</b>	<b>5,623</b>	<b>4,478</b>
本期純益	396	558	1,627	2,419	2,756
折舊及攤提	1,430	1,444	1,414	2,826	2,921
本期運用資金變動	1,416	1,125	(2,155)	639	(959)
其他營業資產及負債變動	1,603	1,392	1,525	(260)	(240)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>916</b>	<b>(1,319)</b>	<b>(692)</b>	<b>(1,234)</b>	<b>(1,251)</b>
投資用短期投資出售[新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	(50)	-	(0)	(0)	(0)
資本支出淨額	(1,718)	(1,247)	(591)	(950)	(950)
其他資產變動	2,684	(72)	(100)	(284)	(301)
<b>自由現金流</b>	<b>936</b>	<b>1,510</b>	<b>(306)</b>	<b>4,669</b>	<b>3,552</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(1,805)</b>	<b>(4,474)</b>	<b>(1,724)</b>	<b>1,216</b>	<b>(216)</b>
短期借款變動	(1,210)	(2,510)	300	1,500	500
長期借款變動	(2,668)	1,366	620	680	680
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,121)	(188)	(330)	(1,017)	(1,451)
其他融資現金流	3,194	(3,141)	(2,315)	53	56
<b>匯率影響數</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>	<b>5</b>		
<b>本期產生現金流量</b>	<b>3,953</b>	<b>(1,275)</b>	<b>1</b>	<b>5,604</b>	<b>3,011</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	5.8%	5.4%	4.6%	4.3%	4.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>0.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.2%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.9	0.7	0.6	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.3	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
營業利益率	0.9%	2.1%	5.0%	7.4%	8.2%
x 資本周轉率	0.7	0.9	1.1	1.6	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	82.5%	82.7%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.6%</b>

資料來源：公司資料，凱基

漢翔 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-10	持有	35.00	40.90
2022-11-07	增加持股	38.00	33.05
2022-08-05	增加持股	47.00	35.95
2022-05-06	增加持股	44.00	32.50
2022-03-28	增加持股	44.00	29.50
2021-11-05	增加持股	47.00	28.70
2021-08-06	增加持股	48.00	29.80
2021-07-30	增加持股	48.00	29.80
2021-05-07	持有	25.00	28.60
2021-03-26	持有	26.10	29.30

資料來源：TEJ，凱基

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 長榮航太

(2645.TW/2645 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 April 27 (NT\$)	114.5
12 個月目標價 (NT\$)	140.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	22.3

## 焦點內容

長榮航太維修本業價量成長可期，製造業務為主要成長動能，毛利率持續提升，三大轉投資事業獲利貢獻提高，我們預估 2023-24 EPS 為 3.64 及 4.68 元，以 2024 預估 EPS 及 PE 30 倍計算，目標價為 140 元，給予「增加持股」投資評等。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	42.89 / 1,391
流通在外股數 (百萬股)	374.6
外資持有股數 (百萬股)	6.33
3M 平均成交量 (百萬股)	2.21
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	66.55 – 122.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	38	58.4	65.8
相對表現 (%)	34.8	39.2	71.3

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022		2.31A	1.76A	0.41A
2023	0.80F	1.14F	1.18F	0.52F
2024	1.23F	1.34F	1.44F	0.67F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 維修、製造、轉投資同時成長，確保利潤率持續提升

## 重要訊息

長榮航太以價量成長可期的維修業務 (占 78%) 為根本，毛利率上升空間大的製造業務 (占 22%) 為主要動能，與三大業外轉投資加成，整體營運前景看好。

## 評論及分析

**維修業務 2023-28 營收 CAGR 達 10%：**長榮航太 2022 維修業務受惠疫後復甦，年增 17.4%，占比 78%。雖維修業務廠棚及人力有限，目前產能滿載，但在需求爆發情況下帶動工時率 (ASP) 持續提高。中長期來看，待桃園機場第三航廈完工可新建廠棚後，維修業務產能有望於 2028 年迎來 20% 成長，且在維修品質高及成本較實惠的情況下，持續受惠歐美大型檢修外包趨勢。我們預估長榮航太維修營收 2023-28 CAGR 達 10%，較全球維修市場的 3-5% 強勁。

**製造業務為主要成長動能，毛利率持續提升：**製造業務 2022 營收占比 22%，大幅年增 49%，主因疫後飛機需求復甦。我們預估在波音及空巴 2023-24 產量能夠成長 20% 以上的情況下，長榮航太製造業務營收可分別年增 25% 及 29%；而雖目前毛利率僅約 5%，然在規模經濟顯現及成本控制下，可於未來持續提升至 15%。

**三大轉投資前景佳，預計 2023-24 貢獻 20% 獲利：**長榮航太三大轉投資中，長異 (與 GE (US) 合資之發動機維修公司) 穩定貢獻獲利，長銳 (與 Spirit (US) 合資之複合材料、結構件維修公司) 和長鑽 (與匯鑽及艾姆勒合資之電動車零件表面處理公司) 皆預計於 2023 年達到損益兩平。三大轉投資於 2022 年貢獻獲利約 10%，在航太及電動車需求強勁下，預計 2023-24 轉投資獲利分別成長 62% 及 32%，占獲利比重達 20%，分別貢獻 EPS 0.73 及 0.94 元。

## 投資建議

在毛利率及轉投資獲利貢獻持續提升下，我們預估 2023-26 獲利 CAGR 達 25%，2023-24 EPS 達 3.64 及 4.68 元，以 2024 預估 EPS 及本益比 30 倍計算，目標價為 140 元，給予「增加持股」投資評等。

## 投資風險

全球航太供應鏈缺工狀況緩解不如預期，桃園機場第三航廈建置延宕。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	10,688	9,617	11,847	13,238	14,845
營業毛利 (NT\$百萬)	2,008	1,591	1,897	2,196	2,663
營業利益 (NT\$百萬)	1,484	1,152	1,399	1,588	1,995
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,173	881	1,581	1,365	1,752
每股盈餘 (NT\$)	1.85	2.50	4.48	3.64	4.68
每股現金股利 (NT\$)	3.00	2.00	4.00	3.45	4.43
每股盈餘成長率 (%)	(40.6)	35.1	79.5	(18.7)	28.4
本益比 (x)	62.0	45.9	25.5	31.4	24.5
股價淨值比 (x)	4.1	4.2	3.7	3.9	3.9
EV/EBITDA (x)	28.3	16.2	14.4	9.9	8.3
淨負債比率 (%)	31.3	31.6	27.0	20.4	8.5
殖利率 (%)	2.6	1.7	3.5	3.0	3.9
股東權益報酬率 (%)	9.9	9.0	15.3	12.5	15.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 1Q-2Q23 財務預估

百萬元	1Q23F			2Q23F		
	凱基預估	市場共識	差異(%)	凱基預估	市場共識	差異(%)
營收	3,313	2,903	14.1	3,353	3,385	(0.9)
毛利	551	552	(0.0)	667	677	(1.4)
營業利益	386	409	(5.7)	498	529	(5.9)
稅後淨利	301	273	10.4	427	489	(12.7)
每股盈餘(元)	0.80	0.73	10.4	1.14	1.30	(12.7)
毛利率(%)	16.6	19.0	(2.4)ppts	19.9	20.0	(0.1)ppts
營業利益率(%)	11.6	14.1	(2.4)ppts	14.8	15.6	(0.8)ppts
淨利率(%)	9.1	9.4	(0.3)ppts	12.7	14.4	(1.7)ppts

資料來源: 凱基預估

圖 2: 2023-24 財務預估

百萬元	2023F				2024F	
	修正後	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	YoY (%)
營收	13,238	11.7	13,092	1.1	14,845	12.1
毛利	2,196	15.8	2,605	(15.7)	2,663	21.2
營業利益	1,588	13.5	2,020	(21.4)	1,995	25.6
稅後淨利	1,365	(13.7)	1,835	(25.6)	1,752	28.4
每股盈餘(元)	3.64	(18.7)	4.90	(25.6)	4.68	28.4
毛利率(%)	16.6	0.6 ppts	19.9	(3.3)ppts	17.9	1.3 ppts
營業率(%)	12.0	0.2 ppts	15.4	(3.4)ppts	13.4	1.4 ppts
淨利率(%)	10.3	(3.0)ppts	14.0	(3.7)ppts	11.8	1.5 ppts

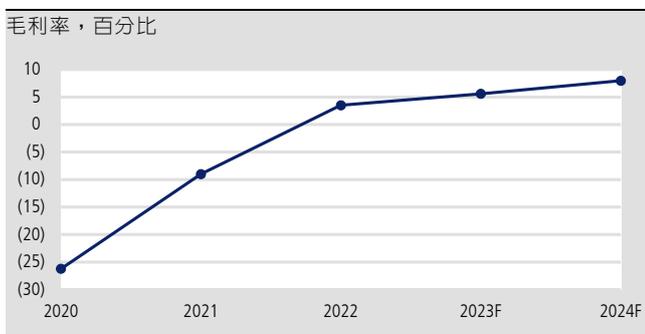
資料來源: 凱基預估

圖 3: 長榮航太與三大轉投資事業相輔相成

	長興發動機維修(股)公司	長銳航材(股)公司	長鑽科技(股)公司
持股比例	49%	49%	35%
合作公司	美商奇異公司 GE Aviation	美商勢必銳公司 Spirit Aerosystems	匯鑽科技(股)公司 艾姆勒車電(股)公司
主要業務	提供發動機MRO、試件及零組件修護服務。	提供各型廣體/窄體飛機發動機的整流外罩及飛行操作面件等結構件修護服務。	電動車用零組件表面化學處理
設立日期	2014/3/17	2021/8/3	2021/5/27
資本額	41.49億	2.28億	1.8億

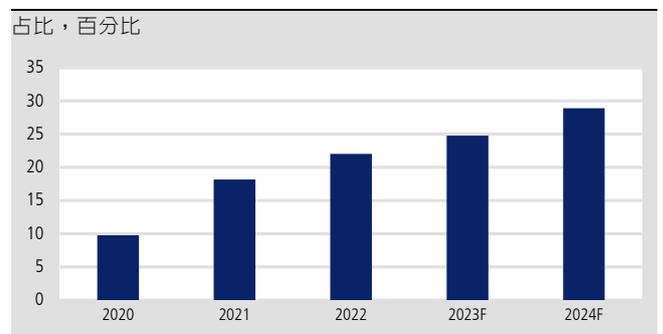
資料來源: 凱基整理

圖 4: 製造業務毛利率持續提升



資料來源: 凱基整理

圖 5: 製造業務營收占比持續提升



資料來源: 凱基整理

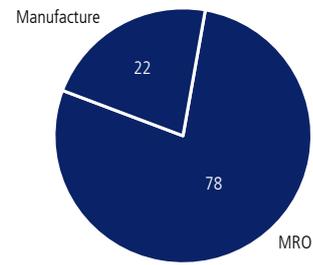
圖 6: 公司概況

長榮航太設立於 1997 年，長榮航空的飛機維修(MRO)公司，而根據 Aviation Week 統計，公司為全球前十大機身 MRO 公司。截至 2021 長榮航空為公司為最大股東(持股比例 58.4%)、立榮航空(14.4%)。旗下有兩間與 Tier 1 的合資公司，分別與 GE 及 Spirit(US)合資成立「長興發動機」及「長銳航材」，而長榮航太皆持有 49% 股權。公司 2022 年營收比重為維修業務(MRO) 80%及航太製造業務 20%。

資料來源：凱基

圖 7: 2022 營收結構

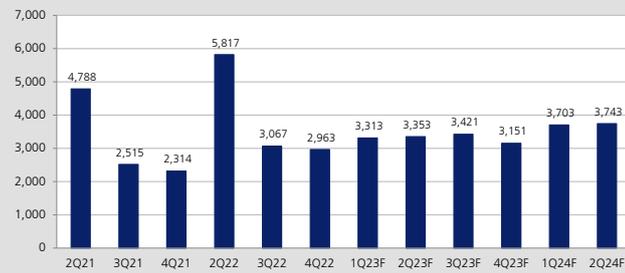
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 季營業收入

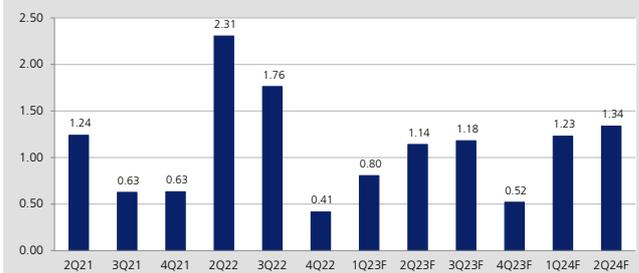
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 毛利率

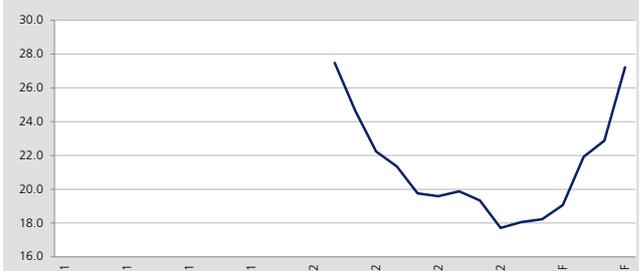
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 本益比

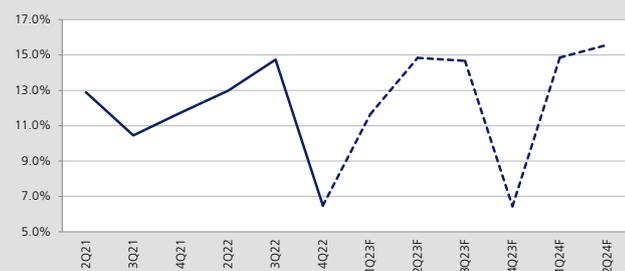
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	3,067	2,963	3,313	3,353	3,421	3,151	3,703	3,743	11,847	13,238	14,845
營業成本	(2,469)	(2,693)	(2,762)	(2,686)	(2,755)	(2,839)	(2,966)	(2,970)	(9,950)	(11,041)	(12,182)
營業毛利	598	270	551	667	666	312	737	772	1,897	2,196	2,663
營業費用	(146)	(78)	(166)	(170)	(164)	(109)	(187)	(190)	(498)	(608)	(668)
營業利益	452	192	386	498	502	203	550	583	1,399	1,588	1,995
折舊	(214)	(207)	(429)	(429)	(429)	(429)	(434)	(434)	(851)	(1,717)	(1,735)
攤提	(6)	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(23)	(19)	(19)
EBITDA	672	404	820	932	936	637	988	1,021	2,273	3,324	3,748
利息收入	12	20	15	15	15	15	15	15	45	60	60
投資利益淨額	70	47	35	35	35	35	35	35	171	140	140
其他營業外收入	0	39	50	50	30	30	30	30	40	160	120
總營業外收入	83	106	100	100	80	80	80	80	257	360	320
利息費用	(35)	(36)	(55)	(55)	(40)	(40)	(55)	(55)	(134)	(190)	(190)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	277	(87)	(54)	(9)	10	1	(0)	18	447	(52)	65
總營業外費用	242	(123)	(109)	(64)	(30)	(39)	(55)	(37)	313	(242)	(125)
稅前純益	777	175	377	534	552	243	575	626	1,969	1,706	2,190
所得稅費用[利益]	(155)	(29)	(75)	(107)	(110)	(49)	(115)	(125)	(388)	(341)	(438)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	622	146	301	427	442	195	460	501	1,581	1,365	1,752
非常項目	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	622	146	301	427	442	195	460	501	1,581	1,365	1,752
每股盈餘 (NT\$)	1.76	0.41	0.80	1.14	1.18	0.52	1.23	1.34	4.48	3.64	4.68
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	19.5	9.1	16.6	19.9	19.5	9.9	19.9	20.6	16.0	16.6	17.9
營業利益率	14.7	6.5	11.6	14.8	14.7	6.4	14.9	15.6	11.8	12.0	13.4
EBITDA Margin	21.9	13.6	24.7	27.8	27.4	20.2	26.7	27.3	19.2	25.1	25.3
稅前純益率	25.3	5.9	11.4	15.9	16.1	7.7	15.5	16.7	16.6	12.9	14.8
稅後純益率	20.3	4.9	9.1	12.7	12.9	6.2	12.4	13.4	13.3	10.3	11.8
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(47.3)	(3.4)	11.8	1.2	2.0	(7.9)	17.5	1.1			
營業毛利	(41.8)	(54.8)	104.1	21.1	(0.2)	(53.2)	136.4	4.9			
營業收益增長	(40.1)	(57.5)	100.9	29.0	0.8	(59.6)	171.2	6.0			
EBITDA	(43.9)	(39.8)	102.8	13.7	0.5	(32.0)	55.2	3.3			
稅前純益	(23.6)	(77.5)	115.2	41.6	3.5	(55.9)	136.2	8.9			
稅後純益	(23.6)	(76.5)	106.3	41.6	3.5	(55.9)	136.2	8.9			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	(35.9)	17.8	43.2	(42.4)	11.5	6.3	11.8	11.6	23.2	11.7	12.1
營業毛利	(29.1)	(29.1)	50.2	(35.1)	11.3	15.3	33.6	15.7	19.2	15.8	21.2
營業收益	(26.8)	(27.0)	42.0	(34.1)	11.0	5.6	42.6	17.1	21.5	13.5	25.6
EBITDA	(36.6)	(16.4)	64.7	(22.2)	39.3	57.5	20.6	9.6	11.4	46.2	12.8
稅前純益	42.3	(36.6)	45.6	(47.5)	(29.0)	39.0	52.6	17.3	82.1	(13.4)	28.4
稅後純益	42.3	(33.9)	35.2	(47.5)	(29.0)	33.3	52.6	17.3	79.5	(13.7)	28.4

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>23,837</b>	<b>22,450</b>	<b>21,775</b>	<b>20,219</b>	<b>19,059</b>
<b>流動資產</b>	<b>10,960</b>	<b>10,075</b>	<b>9,649</b>	<b>9,391</b>	<b>9,562</b>
現金及短期投資	7,071	6,009	4,242	3,444	3,034
存貨	1,702	1,862	2,217	2,460	2,707
應收帳款及票據	1,491	1,635	2,529	2,826	3,160
其他流動資產	697	569	661	661	661
<b>非流動資產</b>	<b>12,877</b>	<b>12,375</b>	<b>12,126</b>	<b>10,828</b>	<b>9,497</b>
長期投資	1,542	2,648	3,030	3,258	3,490
固定資產	8,617	7,147	6,575	5,049	3,486
什項資產	2,718	2,579	2,521	2,521	2,521
<b>負債總額</b>	<b>13,885</b>	<b>12,721</b>	<b>10,863</b>	<b>9,235</b>	<b>7,984</b>
<b>流動負債</b>	<b>3,457</b>	<b>3,522</b>	<b>3,282</b>	<b>3,393</b>	<b>3,262</b>
應付帳款及票據	333	438	734	815	896
短期借款	2,041	2,175	1,619	1,855	1,275
什項負債	1,083	909	928	723	1,090
<b>長期負債</b>	<b>10,428</b>	<b>9,198</b>	<b>7,581</b>	<b>5,842</b>	<b>4,722</b>
長期借款	8,148	6,906	5,564	3,826	2,705
其他負債及準備	183	180	1	1	1
<b>股東權益總額</b>	<b>9,952</b>	<b>9,729</b>	<b>10,912</b>	<b>10,984</b>	<b>11,076</b>
普通股股本	3,528	3,528	3,528	3,746	3,746
保留盈餘	4,395	4,081	5,049	5,121	5,213
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(77.1%)	(10.0%)	23.2%	11.7%	12.1%
營業收益增長	(26.8%)	(22.4%)	21.5%	13.5%	25.6%
EBITDA	(21.6%)	(14.5%)	11.4%	46.2%	12.8%
稅後純益	(42.0%)	(24.9%)	79.5%	(13.7%)	28.4%
每股盈餘成長率	(40.6%)	35.1%	79.5%	(18.7%)	28.4%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	18.8%	16.5%	16.0%	16.6%	17.9%
營業利率率	13.9%	12.0%	11.8%	12.0%	13.4%
EBITDA Margin	22.3%	21.2%	19.2%	25.1%	25.3%
稅後純益率	11.0%	9.2%	13.3%	10.3%	11.8%
平均資產報酬率	4.0%	3.8%	7.2%	6.5%	8.9%
股東權益報酬率	9.9%	9.0%	15.3%	12.5%	15.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	102.4%	93.3%	65.8%	51.7%	35.9%
淨負債比率	31.3%	31.6%	27.0%	20.4%	8.5%
利息保障倍數 (x)	10.0	9.7	15.7	10.0	12.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.3	0.5	0.4	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	51.2	12.5	9.3	13.2	15.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.6	0.7	0.7	1.2	2.0
流動比率 (x)	3.2	2.9	2.9	2.8	2.9
速動比率 (x)	2.7	2.3	2.3	2.0	2.1
淨負債 (NT\$百萬)	3,119	3,072	2,942	2,237	947
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	1.85	2.50	4.48	3.64	4.68
每股現金盈餘 (NT\$)	12.48	4.39	3.51	6.68	7.65
每股淨值 (NT\$)	28.21	27.58	30.93	29.32	29.57
調整後每股淨值 (NT\$)	15.68	27.58	30.93	29.33	29.57
每股營收 (NT\$)	16.84	27.26	33.58	35.35	39.63
EBITDA/Share (NT\$)	3.76	5.78	6.44	8.88	10.01
每股現金股利 (NT\$)	3.00	2.00	4.00	3.45	4.43
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.36	0.42	0.54	0.63	0.76
應收帳款周轉天數	51.0	62.1	77.9	77.9	77.9
存貨周轉天數	71.7	84.7	81.3	81.3	81.3
應付帳款周轉天數	14.1	19.9	26.9	26.9	26.9
現金轉換周轉天數	108.7	126.8	132.3	132.3	132.3

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>10,688</b>	<b>9,617</b>	<b>11,847</b>	<b>13,238</b>	<b>14,845</b>
營業成本	(8,680)	(8,026)	(9,950)	(11,041)	(12,182)
<b>營業毛利</b>	<b>2,008</b>	<b>1,591</b>	<b>1,897</b>	<b>2,196</b>	<b>2,663</b>
營業費用	(523)	(439)	(498)	(608)	(668)
<b>營業利益</b>	<b>1,484</b>	<b>1,152</b>	<b>1,399</b>	<b>1,588</b>	<b>1,995</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>204</b>	<b>59</b>	<b>257</b>	<b>360</b>	<b>320</b>
利息收入	59	22	45	60	60
投資利益淨額	143	36	171	140	140
其他營業外收入	2	1	40	160	120
<b>總營業外費用</b>	<b>(294)</b>	<b>(130)</b>	<b>313</b>	<b>(242)</b>	<b>(125)</b>
利息費用	(155)	(124)	(134)	(190)	(190)
投資損失	(176)	-	-	-	-
其他營業外費用	37	(6)	447	(52)	65
<b>稅前純益</b>	<b>1,394</b>	<b>1,081</b>	<b>1,969</b>	<b>1,706</b>	<b>2,190</b>
所得稅費用 [利益]	(221)	(200)	(388)	(341)	(438)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>1,173</b>	<b>881</b>	<b>1,581</b>	<b>1,365</b>	<b>1,752</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,385</b>	<b>2,041</b>	<b>2,273</b>	<b>3,324</b>	<b>3,748</b>
每股盈餘 (NT\$)	1.85	2.50	4.48	3.64	4.68

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>7,920</b>	<b>1,550</b>	<b>1,238</b>	<b>2,501</b>	<b>2,867</b>
本期純益	1,173	881	1,581	1,365	1,752
折舊及攤提	901	889	874	1,736	1,754
本期運用資金變動	6,535	(170)	(862)	(459)	(499)
其他營業資產及負債變動	(689)	(50)	(355)	(140)	(140)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(710)</b>	<b>(298)</b>	<b>(187)</b>	<b>(298)</b>	<b>(283)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	(77)	(98)	(87)	(93)
資本支出淨額	(777)	(231)	(152)	(192)	(172)
其他資產變動	67	10	63	(19)	(19)
<b>自由現金流</b>	<b>7,857</b>	<b>1,394</b>	<b>960</b>	<b>2,337</b>	<b>2,660</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(7,686)</b>	<b>(2,314)</b>	<b>(2,818)</b>	<b>(3,001)</b>	<b>(2,993)</b>
長期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	(2,516)	(1,108)	(1,897)	(1,503)	(1,700)
現金增資	(3,000)	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,958)	(1,058)	(706)	(1,498)	(1,293)
其他融資現金流	(211)	(147)	(214)	-	0
<b>匯率影響數</b>	-	-	-	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(476)</b>	<b>(1,062)</b>	<b>(1,767)</b>	<b>(798)</b>	<b>(410)</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入	4.9%	4.6%	4.2%	4.6%	4.5%
= 銷管費用/營業收入	13.9%	12.0%	11.8%	12.0%	13.4%
<b>= 營業利率率</b>	<b>13.9%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>13.4%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	0.8	0.7	0.6	0.4	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>
營業利率率	13.9%	12.0%	11.8%	12.0%	13.4%
x 資本周轉率	1.0	1.0	1.1	1.4	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	84.1%	81.5%	80.3%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>11.2%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.7%</b>	<b>13.2%</b>	<b>19.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

# 駐龍

(4572.TW/4572 TT)

## 波音 737 產能復甦的主要受惠者

### 增加持股 · 首次評等

收盤價 April 27 (NT\$)	173.0
12 個月目標價 (NT\$)	216.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	24.9

### 焦點內容

在商用機業務持續提升及軍機穩定貢獻營收的情況下，駐龍 2023-24 營業利益可成長 28.6% 及 33.9%，長期則受惠初教機案啟動及 Spirit 拉高對外採購率。我們給予駐龍「增加持股」投資評等，以 2024 預估 EPS 7.19 元及 30 倍本益比計算，一年目標價為 216 元。

### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	6.19 / 200.9
流通在外股數 (百萬股)：	35.80
外資持有股數 (百萬股)：	1.306
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.77
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	100.00 - 173.

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	38.4	56.6	70.4
相對表現 (%)	35.2	37.4	75.9

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.16A	0.42A	0.50A	0.42A
2022	1.04A	1.56A	1.90A	0.62A
2023	1.30F	1.28F	1.41F	1.40F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 凱基投顧

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

### 重要訊息

駐龍以供應窄體機機體結構件為主 (數量達 5 千以上)，受惠波音窄體機產能復甦及高教機進入交機高峰，2023-24 預估營收年增達 26.1% 及 24.9%。

### 評論及分析

**2023-24 成長動能來自波音產能復甦：**駐龍因疫情期間競爭對手經營不善倒閉，新增了 1 千多個波音新零件訂單，其中約一半於 2023 年進入量產，貢獻營收達 15%。另外，雖波音產量提升速度因供應鏈缺工問題而放緩，然整體復甦趨勢不變，且缺工問題逐漸改善中，預計 2024 年波音窄體機產量能恢復到疫情前水準。我們預估 2023-24 波音營收貢獻占駐龍總營收皆達 65%，年增達 25% 以上。

**高教機貢獻營收至 2025 年，隨後初教機接棒：**駐龍為高教機及初教機協力廠商，高教機於 2021-22 皆貢獻 15-20% 營收，我們預估 2023 仍會維持雙位數年增及 15% 以上營收占比，2024-25 成長趨緩，但仍可貢獻 10-15% 營收，隨後便由初教機接棒，目前預計初教機於 2024 年進入研發階段。

**長期受惠波音 Tier-1 供應商 Spirit 提高對外採購率：**Spirit (US) 為波音主要機體零件供應商，目前對外採購率為 45%，駐龍為其供應最多零件之廠商。Spirit 預計逐步拉高對外採購率，於 2026 年達到 60%，我們預估此將帶動駐龍的波音業務每年約 10% 的營收成長。

**2023-24 營業利益成長 28.6%、33.9%：**在波音產能持續提升、高教機穩定貢獻營收及毛利率可維持在 45% 的情況下，我們預估駐龍 2023-24 營業利益年增 28.6% 及 33.9%。2023 年雖業外無大筆匯兌收益貢獻，然營收成長帶動獲利仍可小幅成長，2024 年獲利在毛利率小幅提升，費用率下降的情況下，年增 33% 至 2.6 億，EPS 為 7.19 元。

### 投資建議

駐龍 2023-24 本業成長亮眼，長期營運成長可期，我們給予駐龍「增加持股」投資評等，以 2024 年預估 EPS 7.19 元及 30 倍本益比計算，給予一年目標價 216 元。

### 投資風險

軍機發展進度及商用機業務恢復不如預期。

### 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	350	404	637	803	1,003
營業毛利 (NT\$百萬)	105	141	286	364	457
營業利益 (NT\$百萬)	47	60	184	237	317
稅後淨利 (NT\$百萬)	33	54	184	193	257
每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	5.40	7.19
每股現金股利 (NT\$)	5.00	5.00	2.11	2.70	3.59
每股盈餘成長率 (%)	(86.4)	63.9	241.6	5.2	33.2
本益比 (x)	188.9	115.2	33.7	32.1	24.1
股價淨值比 (x)	3.4	3.6	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA (x)	49.4	45.9	22.1	18.6	14.3
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	2.9	2.9	1.2	1.6	2.1
股東權益報酬率 (%)	1.7	3.0	10.7	10.7	12.9

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 1Q-2Q23 財務預估

百萬元	1Q23F					2Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	191	12.5	58.2	182	5.2	191	(0.2)	10.0	199	(3.8)
毛利	86	11.9	64.8	82	5.4	87	0.2	15.3	91	(5.0)
營業利益	57	43.3	64.9	63	(9.2)	56	(1.9)	6.2	64	(12.3)
稅後淨利	47	110.1	25.6	50	(6.6)	46	(1.9)	(18.2)	54	(15.2)
每股盈餘(元)	1.30	110.1	25.6	1.40	(6.6)	1.28	(1.9)	(18.2)	1.51	(15.2)
毛利率(%)	45.1	(0.2)ppts	1.8 ppts	45.0	0.1 ppts	45.3	0.2 ppts	2.1 ppts	45.9	(0.6)ppts
營業利益率(%)	29.9	6.4 ppts	1.2 ppts	34.6	(4.7)ppts	29.4	(0.5)ppts	(1.0)ppts	32.2	(2.9)ppts
淨利率(%)	24.4	11.3 ppts	(6.3)ppts	27.5	(3.1)ppts	24.0	(0.4)ppts	(8.3)ppts	27.2	(3.2)ppts

資料來源: 凱基預估

圖 2: 2023-24 財務預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	803	26.1	786	2.3	1,003	24.9	864	16.1
毛利	364	27.2	360	1.1	457	25.5	403	13.4
營業利益	237	28.6	257	(7.6)	317	33.9	279	13.7
稅後淨利	193	5.2	211	(8.2)	257	33.2	233	10.4
每股盈餘(元)	5.40	5.2	5.87	(8.2)	7.19	33.2	6.50	10.4
毛利率(%)	45.3	0.4 ppts	45.8	(0.5)ppts	45.5	0.2 ppts	46.6	(1.1)ppts
營利率(%)	29.5	0.6 ppts	32.7	(3.2)ppts	31.6	2.1 ppts	32.3	(0.7)ppts
淨利率(%)	24.0	(4.8)ppts	26.8	(2.7)ppts	25.6	1.6 ppts	27.0	(1.3)ppts

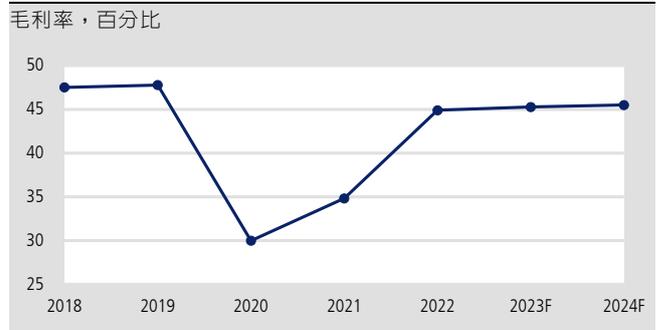
資料來源: 凱基預估

圖 3: 駐龍疫後營收維持 20 以上成長



資料來源: 凱基整理

圖 4: 疫後毛利率可穩定維持 45% 以上



資料來源: 凱基整理

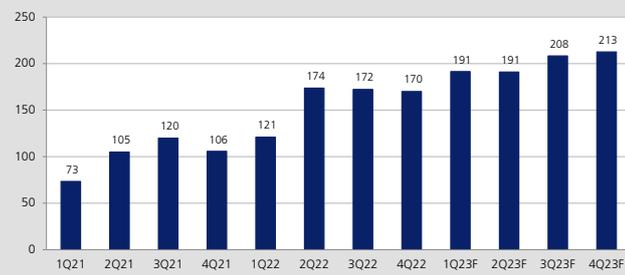
圖 5: 公司概況

駐龍精密機械股份有限公司成立於 1990 年 8 月，主要業務項目為生產大型飛機機身結構零組件、大型飛機引擎結構零組件及特殊模治具之研發、生產及銷售，主要客戶為航太 tier 1 公司的勢必銳。疫情前公司營收比重為航空:78%、精密加工 22%。雖 2020 年疫情衝擊下航空業務營收比重降至 53%，但 2021 年以後航空業務營收比重逐年提高中，1H22 已回到 70%。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

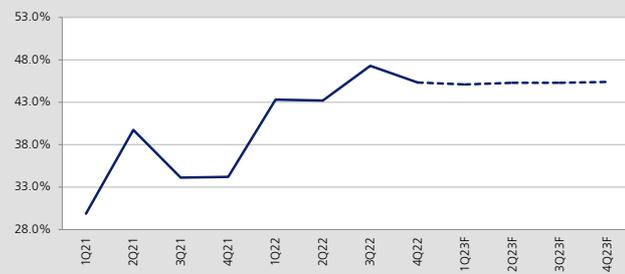
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

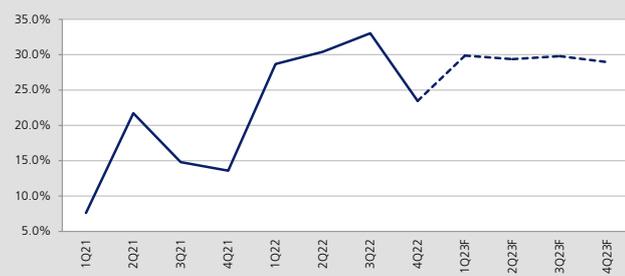
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

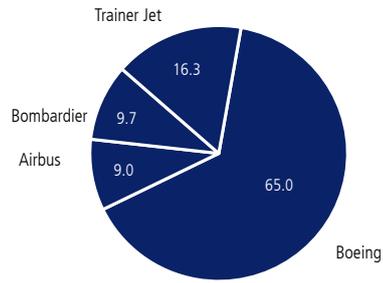
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 2022 產品結構

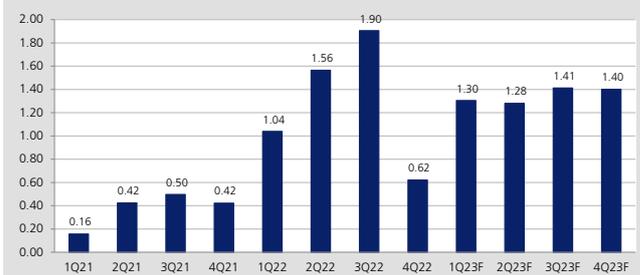
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

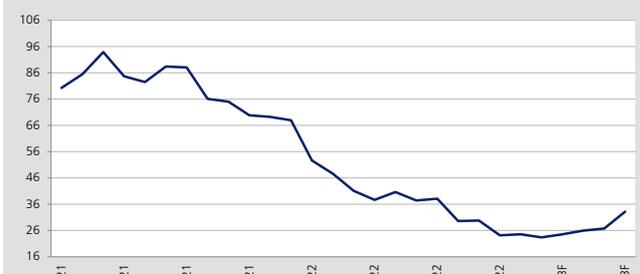
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

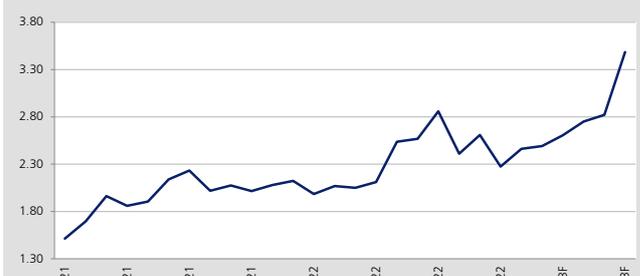
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	121	174	172	170	191	191	208	213	637	803	1,003
營業成本	(69)	(99)	(91)	(93)	(105)	(104)	(114)	(116)	(351)	(440)	(547)
營業毛利	52	75	81	77	86	87	94	97	286	364	457
營業費用	(18)	(22)	(25)	(37)	(29)	(30)	(32)	(35)	(102)	(127)	(139)
營業利益	35	53	57	40	57	56	62	62	184	237	317
折舊	(14)	(14)	(16)	(16)	(13)	(13)	(13)	(13)	(60)	(53)	(56)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	50	68	74	57	71	70	76	76	248	294	377
利息收入	1	1	2	-	1	1	1	1	-	5	5
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	1	1	5	0	0	0	0	13	1	1
總營業外收入	2	2	3	5	1	2	2	2	13	6	6
利息費用	(0)	(0)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(2)	(2)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	10	11	26	(16)	0	0	(0)	(0)	31	(0)	(0)
總營業外費用	10	10	26	(17)	(0)	(0)	(1)	(1)	29	(2)	(2)
稅前純益	47	66	86	28	58	57	63	63	226	241	322
所得稅費用[利益]	(9)	(10)	(17)	(6)	(12)	(11)	(13)	(13)	(43)	(48)	(64)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	37	56	68	22	47	46	51	50	184	193	257
非常項目	0	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	37	56	68	22	47	46	51	50	184	193	257
每股盈餘 (NT\$)	1.04	1.56	1.90	0.62	1.30	1.28	1.41	1.40	5.13	5.40	7.19
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	43.3	43.2	47.3	45.3	45.1	45.3	45.3	45.4	44.9	45.3	45.5
營業利益率	28.7	30.4	33.0	23.5	29.9	29.4	29.8	29.0	28.9	29.5	31.6
EBITDA Margin	41.1	38.9	42.9	33.6	37.4	36.9	36.7	35.7	39.0	36.6	37.6
稅前純益率	38.5	37.8	49.7	16.6	30.5	30.0	30.3	29.5	35.5	30.1	32.0
稅後純益率	30.7	32.3	39.6	13.1	24.4	24.0	24.3	23.6	28.8	24.0	25.6
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	14.4	43.6	(0.8)	(1.2)	12.5	(0.2)	9.1	2.0			
營業毛利	44.9	43.2	8.5	(5.3)	11.9	0.2	9.1	2.3			
營業收益增長	141.5	52.3	7.7	(29.8)	43.3	(1.9)	10.6	(0.8)			
EBITDA	66.6	35.7	9.3	(22.4)	24.9	(1.5)	8.5	(0.7)			
稅前純益	152.1	40.7	30.6	(66.9)	106.2	(1.9)	10.4	(0.9)			
稅後純益	145.9	50.6	21.8	(67.4)	110.1	(1.9)	10.4	(0.9)			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	64.8	65.4	43.6	60.9	58.2	10.0	21.0	25.0	57.7	26.1	24.9
營業毛利	139.0	79.8	99.1	113.4	64.8	15.3	15.9	25.2	103.3	27.2	25.5
營業收益	521.1	131.6	220.5	177.9	64.9	6.2	9.1	54.3	204.6	28.6	33.9
EBITDA	121.9	71.7	122.1	91.6	43.7	4.3	3.5	32.6	98.9	18.5	28.1
稅前純益	580.5	270.3	301.8	53.1	25.2	(12.7)	(26.2)	121.3	251.4	6.8	33.2
稅後純益	561.9	268.4	283.0	47.0	25.6	(18.2)	(25.8)	125.5	241.6	5.2	33.2

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>2,100</b>	<b>1,978</b>	<b>2,144</b>	<b>2,314</b>	<b>2,547</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,508</b>	<b>1,414</b>	<b>1,394</b>	<b>1,590</b>	<b>1,854</b>
現金及短期投資	1,092	929	780	829	919
存貨	317	286	385	483	599
應收帳款及票據	67	99	188	237	295
其他流動資產	31	101	41	41	41
<b>非流動資產</b>	<b>592</b>	<b>564</b>	<b>750</b>	<b>724</b>	<b>693</b>
長期投資	37	31	74	74	74
固定資產	398	380	345	318	288
什項資產	157	152	332	332	332
<b>負債總額</b>	<b>255</b>	<b>259</b>	<b>421</b>	<b>425</b>	<b>439</b>
<b>流動負債</b>	<b>82</b>	<b>85</b>	<b>157</b>	<b>162</b>	<b>175</b>
應付帳款及票據	3	5	13	16	20
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	79	79	145	146	155
<b>長期負債</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>263</b>
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	63	61	64	64	64
<b>股東權益總額</b>	<b>1,844</b>	<b>1,719</b>	<b>1,724</b>	<b>1,889</b>	<b>2,108</b>
普通股	358	358	358	358	358
保留盈餘	931	978	1,149	1,314	1,534
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(57.0%)	15.3%	57.7%	26.1%	24.9%
營業收益增長	(83.4%)	27.4%	204.6%	28.6%	33.9%
EBITDA	(67.4%)	8.8%	98.9%	18.5%	28.1%
稅後純益	(85.2%)	63.9%	241.6%	5.2%	33.2%
每股盈餘成長率	(86.4%)	63.9%	241.6%	5.2%	33.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	30.0%	34.8%	44.9%	45.3%	45.5%
營業利率	13.6%	15.0%	28.9%	29.5%	31.6%
EBITDA Margin	32.8%	30.9%	39.0%	36.6%	37.6%
稅後純益率	9.4%	13.3%	28.8%	24.0%	25.6%
平均資產報酬率	1.5%	2.6%	8.9%	8.7%	10.6%
股東權益報酬率	1.7%	3.0%	10.7%	10.7%	12.9%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	30.3	42.7	111.1	158.9	208.7
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	78.1	28.7	94.8	70.1	94.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	78.1	28.7	94.8	70.1	94.6
流動比率 (x)	18.5	16.7	8.9	9.8	10.6
速動比率 (x)	14.6	13.3	6.4	6.8	7.2
淨負債 (NT\$百萬)	(415)	(356)	(453)	(502)	(592)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	5.40	7.19
每股現金盈餘 (NT\$)	3.19	1.24	5.44	2.99	4.09
每股淨值 (NT\$)	51.52	48.02	48.15	52.76	58.89
調整後每股淨值 (NT\$)	51.52	48.02	48.15	52.76	58.89
每股營收 (NT\$)	9.78	11.28	17.79	22.44	28.03
EBITDA/Share (NT\$)	3.20	3.49	6.94	8.22	10.53
每股現金股利 (NT\$)	5.00	5.00	2.11	2.70	3.59
<b>資產運用狀況</b>					
資產週轉率 (x)	0.16	0.20	0.31	0.36	0.41
應收帳款週轉天數	70.5	89.2	107.6	107.6	107.6
存貨週轉天數	473.1	395.9	400.7	400.7	400.7
應付帳款週轉天數	3.8	7.5	13.2	13.2	13.2
現金轉換週轉天數	539.9	477.6	495.1	495.1	495.1

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>350</b>	<b>404</b>	<b>637</b>	<b>803</b>	<b>1,003</b>
營業成本	(245)	(263)	(351)	(440)	(547)
<b>營業毛利</b>	<b>105</b>	<b>141</b>	<b>286</b>	<b>364</b>	<b>457</b>
營業費用	(58)	(80)	(102)	(127)	(139)
<b>營業利益</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>184</b>	<b>237</b>	<b>317</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
利息收入	10	5	-	5	5
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	2	13	1	1
<b>總營業外費用</b>	<b>(17)</b>	<b>(3)</b>	<b>29</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
利息費用	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(16)	(1)	31	(0)	(0)
<b>稅前純益</b>	<b>43</b>	<b>64</b>	<b>226</b>	<b>241</b>	<b>322</b>
所得稅費用 [利益]	(10)	(11)	(43)	(48)	(64)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>184</b>	<b>193</b>	<b>257</b>
EBITDA	115	125	248	294	377
每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	5.40	7.19

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>114</b>	<b>44</b>	<b>195</b>	<b>107</b>	<b>147</b>
本期純益	33	54	184	193	257
折舊及攤提	67	64	64	57	60
本期運用資金變動	96	4	(195)	(143)	(170)
其他營業資產及負債變動	(82)	(77)	142	-	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>169</b>	<b>(31)</b>	<b>(29)</b>
投資用短期投資出售 [新購]	151	110	203	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(16)	(30)	(23)	(27)	(25)
其他資產變動	(10)	(1)	(11)	(4)	(4)
<b>自由現金流</b>	<b>177</b>	<b>83</b>	<b>(8)</b>	<b>73</b>	<b>114</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(181)</b>	<b>(182)</b>	<b>(267)</b>	<b>(27)</b>	<b>(28)</b>
長期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(179)	(179)	(7)	(27)	(28)
其他融資現金流	(2)	(3)	(260)	0	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>58</b>	<b>(59)</b>	<b>96</b>	<b>50</b>	<b>89</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	16.4%	19.9%	16.0%	15.8%	13.9%
<b>= 營業利率</b>	<b>13.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>28.9%</b>	<b>29.5%</b>	<b>31.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	0.9	0.5	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本週轉率</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
營業利率	13.6%	15.0%	28.9%	29.5%	31.6%
x 資本週轉率	0.5	0.5	0.8	0.9	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	76.5%	83.5%	81.2%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>20.5%</b>	<b>24.0%</b>

資料來源：公司資料，凱基

CHINA  
DEVELOPMENT  
FINANCIAL

## 晟田

(4541.TWO/4541 TT)

## 增加持股 · 首次評等

收盤價 April 27 (NT\$)	42.95
12 個月目標價 (NT\$)	53.00
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	23.4

## 焦點內容

晟田 2023-24 航太營收皆預計達 20% 以上成長，半導體業務則於 2023 年衰退，然 2024 年需求恢復後將有 30% 以上強勁成長。我們預估晟田 2023-24 EPS 分別為 1.37 及 2.32 元，以本益比 23 倍計算，目標價為 53 元，給予「增加持股」投資評等。

## 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	2.90 / 94.22
流通在外股數 (百萬股)	67.64
外資持有股數 (百萬股)	1.66
3M 平均成交量 (百萬股)	2.63
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	22.85 - 42.95

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	47.3	65.2	75.7
相對表現 (%)	44.1	46	81.2

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(0.46)A	(0.06)A	0.33A	0.19A
2022	0.27A	0.47A	0.75A	0.31A
2023	0.20F	0.20F	0.43F	0.55F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

許芝瑄  
886 2 2181 8016  
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁  
886 2 2181 8734  
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 航太成長強勁，半導體先蹲後跳

## 重要訊息

晟田航太營收 2023-24 皆預計達 20% 以上年增，占比過半；半導體業務則於 2023 年衰退，主因各大半導體廠紛紛減緩擴廠計畫，2024 需求恢復後預計有 30% 以上年增。

## 評論及分析

**Leap 引擎出貨大增帶動航太營收成長 20% 以上：**疫後全球飛機需求爆發，帶動搭載於主流單走道客機的 Leap 引擎需求提升，然鑄造廠缺工問題導致供不應求，Safran (FR) 於 2022 年僅交貨 1,132 顆 Leap 引擎。在供應鏈問題逐漸緩解下，Safran 目標 2023-24 交貨量提升 50% 及 17%。晟田 Leap 相關營收占航太營收達 6 成，受惠引擎出貨量提升，航太業務 2023-24 皆預計達高於 20% 的成長。

**1H23 半導體業務下滑，2H23 有望恢復成長力道：**於 2H22 開始，公司便觀察到半導體需求漸弱，各大半導體廠紛紛延後擴廠時程，致使晟田 1H23 半導體業務營收下滑。公司積極與客戶爭取提早拉貨，有望於 2H23 恢復成長力道，強勁需求則預計於 2024 浮現，我們預估 2023-24 非航太營收分別年減 12% 及年增 39%。

**毛利率持續回升，2024 獲利創新高：**由於半導體業務毛利率較航太業務高，半導體需求不佳將導致晟田 2023 毛利率回升有限，我們預估 2023 營收年增 5.7%，毛利率 17.7%，EPS 為 1.37 元。而 2024 年在半導體業務恢復強勁需求，航太業務也持續成長的情況下，我們預估晟田 2024 營收年增 26.8%，毛利率提升至 19.7%，獲利大幅增加 69.4%，EPS 有望來到歷史新高 2.32 元。

## 投資建議

在航太業務年增維持 20% 以上，半導體業務於 2024 恢復強勁成長的情況下，我們預估晟田 2024 獲利年增 69.5%，EPS 為 2.32 元，以本益比 23 倍計算，目標價為 53 元，我們給予晟田「增加持股」投資評等。

## 投資風險

航太營收成長不如預期，半導體業務持續疲弱。

## 主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	902	1,060	1,369	1,447	1,836
營業毛利 (NT\$百萬)	26	126	214	257	361
營業利益 (NT\$百萬)	(157)	(38)	70	97	178
稅後淨利 (NT\$百萬)	(77)	0	122	93	157
每股盈餘 (NT\$)	(1.13)	0.00	1.80	1.37	2.32
每股現金股利 (NT\$)	0.20	0.40	1.40	0.96	1.63
每股盈餘成長率 (%)	(210.5)	0.0	102416.0	(24.0)	69.5
本益比 (x)	N.A.	24,415.5	23.8	31.3	18.5
股價淨值比 (x)	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA (x)	36.6	17.6	12.1	5.5	4.3
淨負債比率 (%)	101.0	79.7	78.2	50.1	25.1
殖利率 (%)	0.5	0.9	3.3	2.2	3.8
股東權益報酬率 (%)	(4.5)	0.0	7.4	5.4	9.0

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 1Q-2Q23 財務預估

百萬元	1Q23F					2Q23F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	288	(12.2)	(5.4)	320	(10.1)	327	13.6	(4.3)	352	(7.0)
毛利	48	(4.7)	25.2	60	(19.8)	56	16.4	(15.3)	71	(20.5)
營業利益	11	(40.1)	122.7	23	(50.5)	12	5.3	(54.7)	32	(62.8)
稅後淨利	13	(36.4)	(27.9)	17	(19.1)	13	(0.7)	(58.2)	28	(52.6)
每股盈餘(元)	0.20	(36.4)	(27.9)	0.25	(19.1)	0.20	(0.7)	(58.2)	0.41	(52.6)
毛利率(%)	16.7	1.3 ppts	4.1 ppts	18.8	(2.0)ppts	17.1	0.4 ppts	(2.2)ppts	20.1	(2.9)ppts
營業利率率(%)	3.9	(1.8)ppts	2.2 ppts	7.0	(3.2)ppts	3.6	(0.3)ppts	(4.0)ppts	9.0	(5.4)ppts
淨利率率(%)	4.6	(1.8)ppts	(1.5)ppts	5.2	(0.5)ppts	4.1	(0.6)ppts	(5.2)ppts	8.0	(3.9)ppts

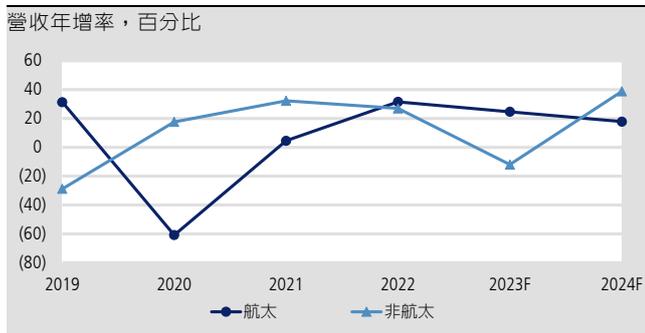
資料來源: 凱基預估, Bloomberg

圖 2: 2023-24 財務預估

百萬元	2023F				2024F	
	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)
營收	1,447	5.7	1,503	(3.7)	1,836	26.8
毛利	257	20.2	306	(16.0)	361	40.7
營業利益	97	38.4	142	(31.6)	178	83.3
稅後淨利	93	(24.0)	117	(20.4)	157	69.5
每股盈餘(元)	1.37	(24.0)	1.73	(20.4)	2.32	69.5
毛利率(%)	17.7	2.1 ppts	20.3	(2.6)ppts	19.7	1.9 ppts
營利率率(%)	6.7	1.6 ppts	9.5	(2.7)ppts	9.7	3.0 ppts
淨利率率(%)	6.4	(2.5)ppts	7.8	(1.3)ppts	8.6	2.2 ppts

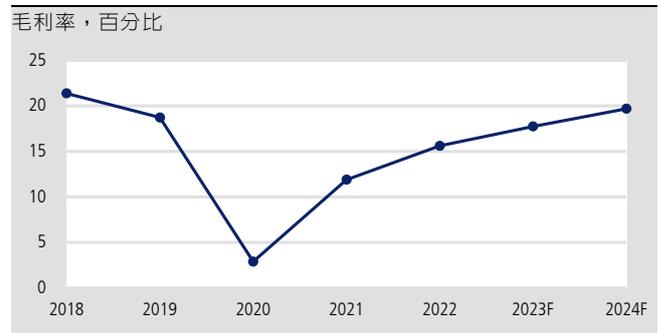
資料來源: 凱基預估, Bloomberg

圖 3: 晟田航太業務疫後高成長，半導體業務先蹲後跳



資料來源: 凱基

圖 4: 毛利率持續回升



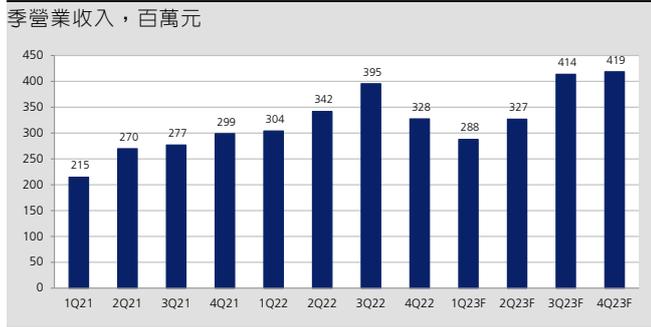
資料來源: 凱基

圖 5: 公司概況

晟田科技成立於1991年，公司位於高雄市路竹區，主要生產航太與精工零件。1995年成為漢翔公司中衛體系成員，開始其發動機機匣加工業務。公司並開發起落架、致動器、拖掛架等零組件。1H22 公司營收比重為航太 44.3%、飛航太 55.7%

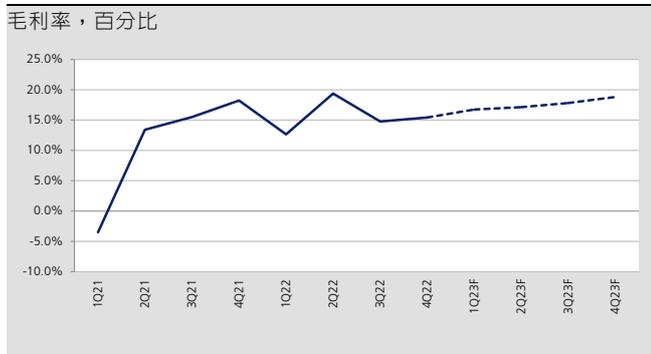
資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率



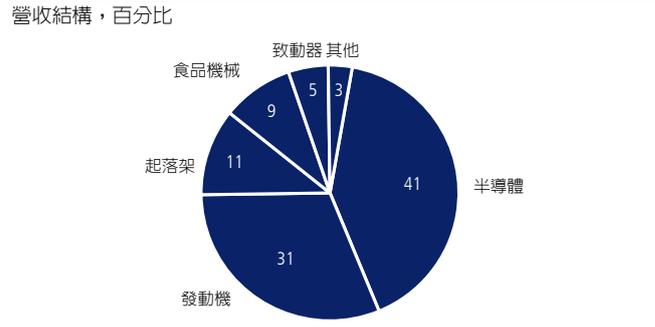
資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率



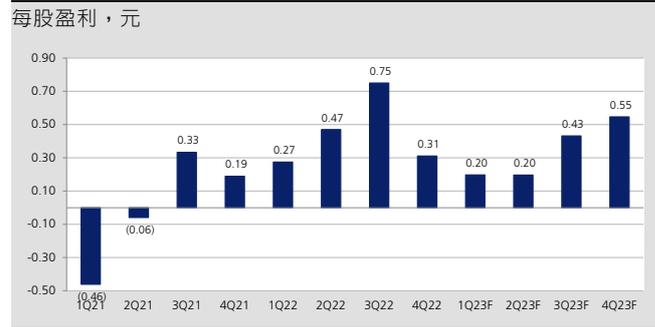
資料來源：凱基

圖 6: 2022 營收結構



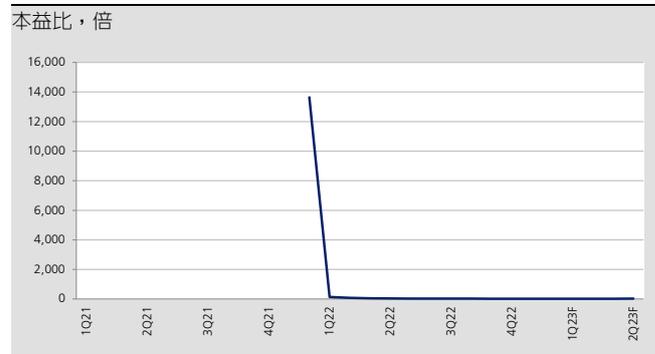
資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利



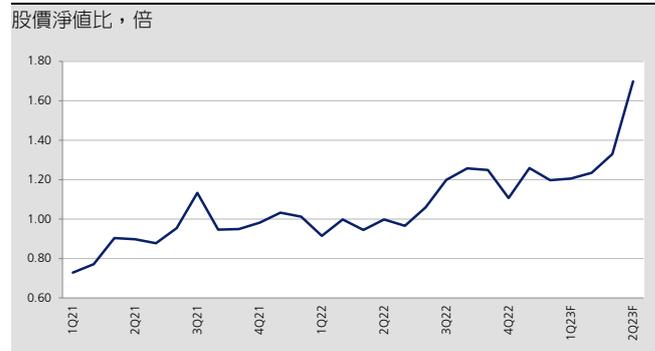
資料來源：凱基

圖 10: 本益比



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	304	342	395	328	288	327	414	419	1,369	1,447	1,836
營業成本	(266)	(276)	(337)	(277)	(240)	(271)	(340)	(340)	(1,155)	(1,190)	(1,474)
營業毛利	38	66	58	51	48	56	74	79	214	257	361
營業費用	(33)	(40)	(38)	(32)	(37)	(44)	(42)	(37)	(143)	(160)	(183)
營業利益	5	26	21	19	11	12	32	42	70	97	178
折舊	(67)	(69)	(67)	(67)	(144)	(144)	(144)	(144)	(270)	(578)	(589)
攤提	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(6)	(4)	(4)
EBITDA	74	96	89	87	157	157	178	188	346	679	771
利息收入	0	1	1	5	0	1	1	1	7	3	4
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	7	0	22	11	11	10	10	35	43	44
總營業外收入	6	8	1	27	12	12	11	11	42	46	47
利息費用	(6)	(6)	(7)	(7)	(6)	(6)	(6)	(7)	(25)	(24)	(26)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	18	12	48	(14)	(1)	(1)	(1)	(1)	64	(3)	(3)
總營業外費用	12	6	41	(21)	(6)	(7)	(7)	(7)	39	(27)	(29)
稅前純益	23	40	63	25	17	17	36	46	151	116	196
所得稅費用[利益]	(5)	(8)	(13)	(4)	(3)	(3)	(7)	(9)	(29)	(23)	(39)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	19	32	51	21	13	13	29	37	122	93	157
非常項目	0	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	19	32	51	21	13	13	29	37	122	93	157
每股盈餘 (NT\$)	0.27	0.47	0.75	0.31	0.20	0.20	0.43	0.55	1.80	1.37	2.32
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	12.7	19.4	14.8	15.4	16.7	17.1	17.8	18.8	15.6	17.7	19.7
營業利益率	1.6	7.6	5.2	5.7	3.9	3.6	7.8	10.1	5.1	6.7	9.7
EBITDA Margin	24.2	28.1	22.6	26.7	54.4	48.1	42.9	44.8	25.3	46.9	42.0
稅前純益率	7.6	11.6	16.0	7.5	5.8	5.1	8.8	11.0	11.0	8.0	10.7
稅後純益率	6.1	9.3	12.8	6.4	4.6	4.1	7.1	8.8	8.9	6.4	8.6
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	1.7	12.4	15.7	(17.1)	(12.2)	13.6	26.6	1.1			
營業毛利	(29.4)	72.1	(11.8)	(13.4)	(4.7)	16.4	31.6	6.7			
營業收益增長	(73.6)	418.1	(20.0)	(10.3)	(40.1)	5.3	173.9	31.3			
EBITDA	(15.6)	30.7	(7.3)	(2.1)	79.3	0.4	13.0	5.7			
稅前純益	46.2	71.4	59.7	(61.1)	(32.4)	(0.6)	120.0	26.6			
稅後純益	45.2	71.4	59.7	(58.6)	(36.4)	(0.7)	120.1	26.6			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	41.6	26.8	42.7	9.6	(5.4)	(4.3)	4.7	27.8	29.1	5.7	26.8
營業毛利		83.2	36.0	(7.2)	25.2	(15.3)	26.4	55.7	69.5	20.2	40.7
營業收益			182.8	(1.7)	122.7	(54.7)	55.0	126.8		38.4	83.3
EBITDA	303.2	73.0	17.7	0.2	112.8	63.4	99.1	114.8	46.3	96.1	13.6
稅前純益			170.2	55.9	(27.9)	(58.2)	(42.4)	87.1		(23.2)	69.5
稅後純益			125.1	64.5	(27.9)	(58.2)	(42.5)	76.0	102416.0	(24.0)	69.5

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>4,068</b>	<b>3,958</b>	<b>4,114</b>	<b>3,965</b>	<b>3,921</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,486</b>	<b>1,580</b>	<b>1,800</b>	<b>2,146</b>	<b>2,584</b>
現金及短期投資	897	900	1,013	1,330	1,587
存貨	375	365	388	400	494
應收帳款及票據	160	240	309	327	413
其他流動資產	52	75	90	90	90
<b>非流動資產</b>	<b>2,582</b>	<b>2,378</b>	<b>2,314</b>	<b>1,819</b>	<b>1,337</b>
長期投資	-	5	39	39	39
固定資產	2,108	1,884	1,787	1,292	810
什項資產	474	488	489	489	489
<b>負債總額</b>	<b>2,452</b>	<b>2,355</b>	<b>2,411</b>	<b>2,241</b>	<b>2,162</b>
<b>流動負債</b>	<b>883</b>	<b>752</b>	<b>989</b>	<b>1,125</b>	<b>1,108</b>
應付帳款及票據	46	117	146	151	186
短期借款	753	532	675	830	728
什項負債	84	104	167	145	195
<b>長期負債</b>	<b>1,568</b>	<b>1,602</b>	<b>1,422</b>	<b>1,116</b>	<b>1,054</b>
長期借款	1,142	1,190	974	668	606
其他負債及準備	30	26	16	16	16
<b>股東權益總額</b>	<b>1,616</b>	<b>1,603</b>	<b>1,703</b>	<b>1,724</b>	<b>1,759</b>
普通股	676	676	676	676	676
保留盈餘	(10)	1	127	148	183
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	(43.1%)	17.5%	29.1%	5.7%	26.8%
營業收益增長	(253.1%)	(75.6%)		38.4%	83.3%
EBITDA	(66.8%)	89.1%	46.3%	96.1%	13.6%
稅後純益	(208.9%)		102416.0%	(24.0%)	69.5%
每股盈餘成長率	(210.5%)		102416.0%	(24.0%)	69.5%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	2.9%	11.9%	15.6%	17.7%	19.7%
營業利益率	(17.3%)	(3.6%)	5.1%	6.7%	9.7%
EBITDA Margin	13.9%	22.3%	25.3%	46.9%	42.0%
稅後純益率	(8.5%)	0.0%	8.9%	6.4%	8.6%
平均資產報酬率	(1.9%)	0.0%	3.0%	2.3%	4.0%
股東權益報酬率	(4.5%)	0.0%	7.4%	5.4%	9.0%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	117.2%	107.3%	96.8%	86.9%	75.8%
淨負債比率	101.0%	79.7%	78.2%	50.1%	25.1%
利息保障倍數 (x)	(3.5)	0.5	6.9	5.8	8.7
利息及短期債保障倍數 (x)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.1	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	8.2	9.8	15.3	27.1	23.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.4	0.6	0.8	0.8
流動比率 (x)	1.7	2.1	1.8	1.9	2.3
速動比率 (x)	1.3	1.6	1.4	1.6	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	1,632	1,278	1,332	864	442
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	(1.13)	0.00	1.80	1.37	2.32
每股現金盈餘 (NT\$)	3.19	3.62	5.75	9.60	8.95
每股淨值 (NT\$)	23.89	23.70	25.18	25.49	26.01
調整後每股淨值 (NT\$)	23.65	23.70	25.18	25.49	26.01
每股營收 (NT\$)	13.20	15.67	20.23	21.39	27.13
EBITDA/Share (NT\$)	1.83	3.50	5.12	10.04	11.40
每股現金股利 (NT\$)	0.20	0.40	1.40	0.96	1.63
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.22	0.26	0.34	0.36	0.47
應收帳款周轉天數	65.1	82.6	82.4	82.4	82.4
存貨周轉天數	156.8	142.5	122.5	122.5	122.5
應付帳款周轉天數	19.1	45.7	46.2	46.2	46.2
現金轉換周轉天數	202.8	179.5	158.7	158.7	158.7

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>902</b>	<b>1,060</b>	<b>1,369</b>	<b>1,447</b>	<b>1,836</b>
營業成本	(876)	(934)	(1,155)	(1,190)	(1,474)
<b>營業毛利</b>	<b>26</b>	<b>126</b>	<b>214</b>	<b>257</b>	<b>361</b>
營業費用	(183)	(164)	(143)	(160)	(183)
<b>營業利益</b>	<b>(157)</b>	<b>(38)</b>	<b>70</b>	<b>97</b>	<b>178</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>87</b>	<b>83</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>47</b>
利息收入	8	3	7	3	4
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	79	80	35	43	44
<b>總營業外費用</b>	<b>(49)</b>	<b>(57)</b>	<b>39</b>	<b>(27)</b>	<b>(29)</b>
利息費用	(26)	(25)	(25)	(24)	(26)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(23)	(32)	64	(3)	(3)
<b>稅前純益</b>	<b>(119)</b>	<b>(13)</b>	<b>151</b>	<b>116</b>	<b>196</b>
所得稅費用[利益]	42	13	(29)	(23)	(39)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>(77)</b>	<b>0</b>	<b>122</b>	<b>93</b>	<b>157</b>
EBITDA	125	237	346	679	771
每股盈餘 (NT\$)	(1.13)	0.00	1.80	1.37	2.32

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>218</b>	<b>245</b>	<b>389</b>	<b>649</b>	<b>605</b>
本期純益	(77)	0	122	93	157
折舊及攤提	282	275	276	582	593
本期運用資金變動	91	(18)	(58)	(25)	(145)
其他營業資產及負債變動	(78)	(12)	49	0	-
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(511)</b>	<b>135</b>	<b>(405)</b>	<b>(87)</b>	<b>(111)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(331)	172	(273)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(174)	(33)	(132)	(83)	(107)
其他資產變動	(7)	(3)	(1)	(4)	(4)
<b>自由現金流</b>	<b>91</b>	<b>218</b>	<b>137</b>	<b>548</b>	<b>479</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>185</b>	<b>(200)</b>	<b>(110)</b>	<b>(246)</b>	<b>(236)</b>
短期借款變動	215	(140)	255	-	-
長期借款變動	2	(126)	(177)	(152)	(164)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(49)	(14)	(27)	(95)	(72)
其他融資現金流	50	80	(160)	0	-
<b>匯率影響數</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(108)</b>	<b>180</b>	<b>(126)</b>	<b>316</b>	<b>258</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	20.2%	15.5%	10.5%	11.0%	10.0%
<b>= 營業利益率</b>	<b>(17.3%)</b>	<b>(3.6%)</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.7%</b>	<b>9.7%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3
+ 淨固定資產/營業收入	2.3	1.8	1.3	0.9	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>
營業利益率	(17.3%)	(3.6%)	5.1%	6.7%	9.7%
x 資本周轉率	0.4	0.4	0.6	0.8	1.3
x (1 - 有效現金稅率)	64.7%	(0.9%)	80.8%	80.0%	80.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>(3.9%)</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>9.9%</b>

資料來源：公司資料，凱基

**凱基證券集團據點**

<b>中國</b>	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
<b>台灣</b>	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
<b>香港</b>		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
<b>泰國</b>	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
<b>新加坡</b>		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
<b>印尼</b>		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

**股價說明**

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價 - 現價) / 現價

**免責聲明**

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，適後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。