

駐龍

(4572.TW/4572 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 October 23 (NT\$)	147.0
12 個月目標價 (NT\$)	230.0
前次目標價 (NT\$)	225.0
調升 (%)	2.2
上漲空間 (%)	56.5

焦點內容

駐龍 3Q23 營運優於預期，且隨著波音產量提升及新接零組件營收貢獻，除帶動營收持續成長，毛利率也將回到疫情前高峰水準。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	5.73 / 177.5
流通在外股數 (百萬股)：	39.00
外資持有股數 (百萬股)：	1.78
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.68
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	109.5 – 197.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-15	-4.9	28.9
相對表現 (%)	-10.4	-9.1	2.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.04A	1.56A	1.90A	0.62A
2023	1.65A	1.78A	1.95F	1.72F
2024	1.75F	1.88F	1.99F	2.04F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

曾繁仁
886.2.2181.8734
victort@kgi.com
許芝瑄
886.2.2181.8016
serena.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

3Q23 營運優於預期

重要訊息

駐龍 3Q23 營運優於預期，且隨著波音產量提升及新接零組件營收貢獻，除帶動營收持續成長，毛利率也將回到疫情前高峰水準。

評論及分析

3Q23 營運優於預期：駐龍 3Q23 合併營收成長 26%至 2.17 億元，雖主要客戶 Spirit 於 6/24-7/5 罷工，且 Spirit 採逐步復工，至 7/20 方完成全面復工，但 3Q23 營收仍略優於我們預估。而在營收規模增加及新台幣貶值下，我們預估 3Q23 毛利率將不低於 2Q23 的 48.2%，且在業外仍有匯兌收益貢獻下，我們上調 3Q23 獲利 18.4%至 0.7 億元，上調後 EPS 為 1.95 元。

毛利率將回到疫情前高峰：駐龍疫情前 2017-2019 期間毛利率為 47-48%。疫情受到營收大幅下降，使毛利率降至 30-35%。但隨著疫後營收擴大毛利率也逐年回升。2023 年有新台幣貶值有利因子，使單季毛利率可達 48%，而 2024 年預期在無匯率因子，但營收回到疫情前水準下，毛利率將由 2022 年的 45%逐年提高至 2023 年的 47%及 2024 年的 47.5%。

2023-24 獲利成長 38%、8%：我們預期駐龍最大客戶 Spirit 單季產量，將由 2022 年約 30 架提高至 2023 年 30-35 架及 2024 年的 40-50 架，加上疫情前新接零組件訂單開始於 2023 年貢獻，帶動 2023-2024 年營收成長 33%及 13.6%。且在營收成長帶動毛利率逐年提高下，我們上調 2023-2024 年毛利率至 47%及 47.5%，也帶動 2023-2024 年獲利可成長 38%及 8%。

投資建議

駐龍 3Q23 營運優於預期，且長期持續受惠波音產能提昇。我們維持駐龍「增加持股」投資評等，目標價小幅上調至 230 元 (以 2024 年 30 倍本益比計算)。

投資風險

波音產量恢復不如預期。

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	849	964
營業毛利 (NT\$百萬)	105	141	286	399	458
營業利益 (NT\$百萬)	47	60	184	291	334
稅後淨利 (NT\$百萬)	33	54	184	254	274
每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	7.10	7.66
每股現金股利 (NT\$)	5.00	5.00	2.11	3.55	3.83
每股盈餘成長率 (%)	(86.4)	63.9	241.6	38.4	8.0
本益比 (x)	160.5	97.9	28.7	20.7	19.2
股價淨值比 (x)	2.9	3.1	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	41.3	38.5	18.4	13.0	11.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.4	3.4	1.4	2.4	2.6
股東權益報酬率 (%)	1.7	3.0	10.7	13.9	13.3

資料來源：公司資料，凱基

圖 1: 3Q-4Q23 財務預估

百萬元	3Q23F					4Q23F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	217	207	5.0	(1.0)	26.0	221	221	0.0	1.9	30.0
毛利	105	95	10.0	(0.7)	28.4	105	102	3.3	0.4	36.2
營業利益	73	64	15.0	0.6	28.8	73	69	4.8	(0.8)	82.1
稅後淨利	70	59	18.4	9.4	2.4	61	62	(0.6)	(11.9)	176.7
每股盈餘(元)	1.95	1.65	18.4	9.4	2.4	1.72	1.73	(0.6)	(11.9)	176.7
毛利率 (%)	48.2	46.0	2.2 ppts	0.1 ppts	0.9 ppts	47.5	46.0	1.5 ppts	(0.7)ppts	2.2 ppts
營業利益率 (%)	33.8	30.8	2.9 ppts	0.5 ppts	0.7 ppts	32.9	31.4	1.5 ppts	(0.9)ppts	9.4 ppts
淨利率 (%)	32.2	28.5	3.6 ppts	3.0 ppts	(7.4)ppts	27.8	28.0	(0.2)ppts	(4.4)ppts	14.7 ppts

資料來源: 凱基預估

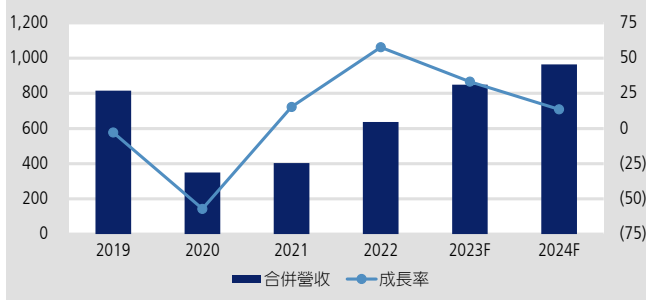
圖 2: 2023-24 財務預估

百萬元	2023F				2024F			
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)
營收	849	838	1.2	33.2	964	964	0.0	13.6
毛利	399	386	3.3	39.4	458	440	4.1	14.9
營業利益	291	278	4.6	57.9	334	316	5.7	14.7
稅後淨利	254	244	4.3	38.4	274	268	2.3	8.0
每股盈餘(元)	7.10	6.81	4.3	38.4	7.66	7.49	2.3	8.0
毛利率 (%)	47.0	46.0	1.0 ppts	2.1 ppts	47.5	45.7	1.9 ppts	0.5 ppts
營利率 (%)	34.3	33.2	1.1 ppts	5.4 ppts	34.6	32.8	1.9 ppts	0.3 ppts
淨利率 (%)	29.9	29.1	0.9 ppts	1.1 ppts	28.5	27.8	0.6 ppts	(1.5)ppts

資料來源: 凱基預估

圖 3: 波音訂單帶動營收維持 2 位數成長

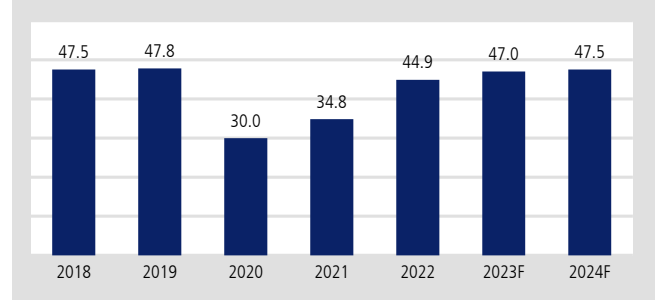
合併營收, 百萬元(左軸); 成長率, 百分比(右軸)



資料來源: 凱基

圖 4: 毛利率將回到疫情前高峰水準

毛利率, 百分比



資料來源: 凱基

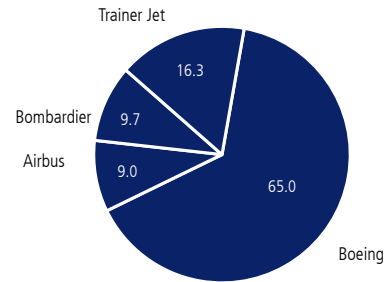
圖 5: 公司概況

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 6: 2022 產品結構

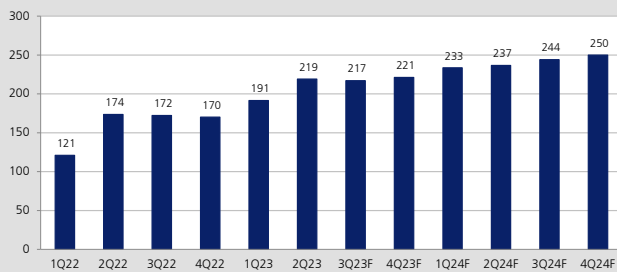
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

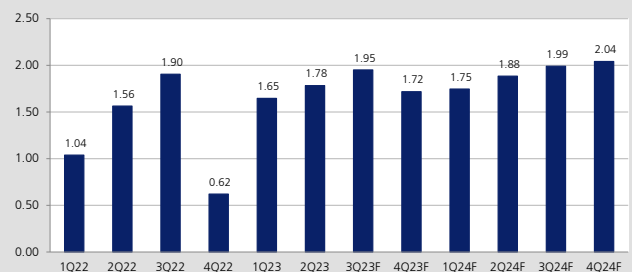
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

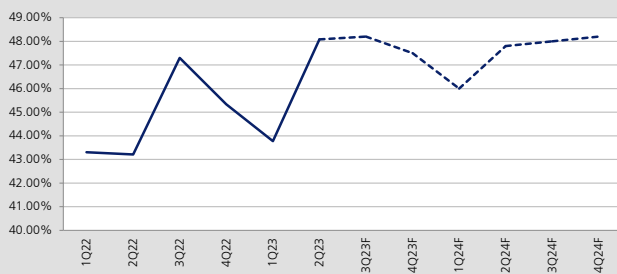
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

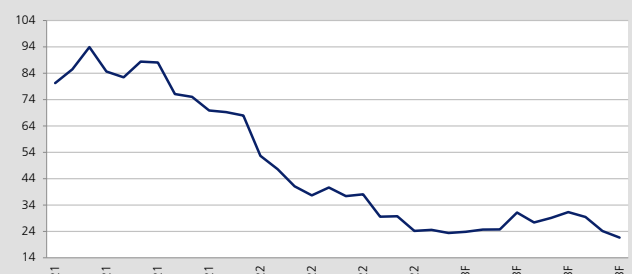
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

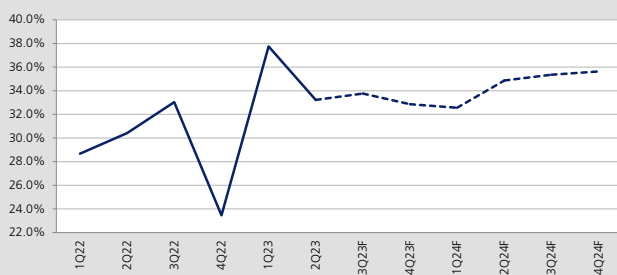
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

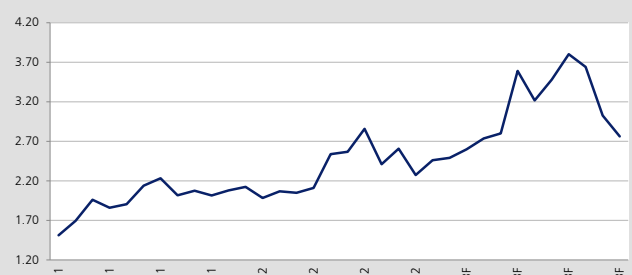
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 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-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	191	219	217	221	233	237	244	250	637	849	964
營業成本	(108)	(114)	(112)	(116)	(126)	(124)	(127)	(129)	(351)	(450)	(506)
營業毛利	84	105	105	105	107	113	117	120	286	399	458
營業費用	(12)	(33)	(31)	(32)	(31)	(31)	(31)	(31)	(102)	(108)	(124)
營業利益	72	73	73	73	76	82	86	89	184	291	334
折舊	(16)	(16)	(13)	(8)	(14)	(14)	(14)	(14)	(60)	(53)	(56)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	90	90	88	81	91	97	101	104	248	348	394
利息收入	6	6	6	6	3	3	3	3	-	23	12
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	1	13	0	-	-	-	-	13	16	-
總營業外收入	6	8	19	6	3	3	3	3	13	39	12
利息費用	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(2)	(2)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	11	(5)	(1)	(1)	(1)	0	(0)	31	1	(2)
總營業外費用	(5)	11	(5)	(2)	(1)	(1)	(0)	(1)	29	(1)	(3)
稅前純益	74	91	87	77	78	84	89	91	226	329	343
所得稅費用[利益]	(15)	(27)	(17)	(15)	(16)	(17)	(18)	(18)	(43)	(75)	(69)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	59	64	70	61	63	67	71	73	184	254	274
非常項目	0	(0)	-	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	59	64	70	61	63	67	71	73	184	254	274
每股盈餘 (NT\$)	1.65	1.78	1.95	1.72	1.75	1.88	1.99	2.04	5.13	7.10	7.66
獲利率 (%)											
營業毛利率	43.8	48.1	48.2	47.5	46.0	47.8	48.0	48.2	44.9	47.0	47.5
營業利益率	37.8	33.2	33.8	32.9	32.6	34.9	35.4	35.6	28.9	34.3	34.6
EBITDA Margin	46.8	41.1	40.4	36.7	38.9	41.2	41.5	41.6	39.0	41.0	40.8
稅前純益率	38.5	41.5	40.2	34.8	33.5	35.6	36.5	36.6	35.5	38.7	35.6
稅後純益率	30.8	29.1	32.2	27.8	26.8	28.5	29.2	29.2	28.8	29.9	28.5
季成長率 (%)											
營業收入	12.5	14.5	(1.0)	1.9	5.6	1.3	3.1	2.4			
營業毛利	8.6	25.7	(0.7)	0.4	2.3	5.3	3.6	2.8			
營業收益增長	81.1	0.8	0.6	(0.8)	4.6	8.5	4.6	3.1			
EBITDA	56.4	0.6	(2.8)	(7.4)	12.2	7.1	3.9	2.7			
稅前純益	160.3	23.4	(4.1)	(11.9)	1.7	7.9	5.7	2.5			
稅後純益	165.3	8.3	9.4	(11.9)	1.7	7.9	5.7	2.5			
年成長率 (%)											
營業收入	58.2	26.2	26.0	30.0	22.0	8.0	12.5	13.0	57.7	33.2	13.6
營業毛利	60.0	40.4	28.4	36.2	28.2	7.4	12.0	14.7	103.3	39.4	14.9
營業收益	108.4	37.8	28.8	82.1	5.2	13.3	17.8	22.5	204.6	57.9	14.7
EBITDA	79.9	33.3	18.6	41.7	1.6	8.2	15.6	28.2	98.9	40.2	13.0
稅前純益	58.1	38.7	1.9	171.5	6.1	(7.3)	2.1	18.8	251.4	45.4	4.3
稅後純益	58.6	14.0	2.4	176.7	6.1	5.6	2.1	18.8	241.6	38.4	8.0

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
資產總額	2,100	1,978	2,144	2,375	2,614
流動資產	1,508	1,414	1,394	1,651	1,921
現金及短期投資	1,092	929	780	866	1,042
存貨	317	286	385	494	554
應收帳款及票據	67	99	188	250	284
其他流動資產	31	101	41	41	41
非流動資產	592	564	750	724	693
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
負債總額	255	259	421	435	440
流動負債	82	85	157	171	176
應付帳款及票據	3	5	13	16	18
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	79	79	145	155	158
長期負債	174	174	263	263	263
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	63	61	64	64	64
股東權益總額	1,844	1,719	1,724	1,941	2,175
普通股股本	358	358	358	358	358
保留盈餘	931	978	1,149	1,366	1,601
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
年成長率					
營業收入	(57.0%)	15.3%	57.7%	33.2%	13.6%
營業收益增長	(83.4%)	27.4%	204.6%	57.9%	14.7%
EBITDA	(67.4%)	8.8%	98.9%	40.2%	13.0%
稅後純益	(85.2%)	63.9%	241.6%	38.4%	8.0%
每股盈餘成長率	(86.4%)	63.9%	241.6%	38.4%	8.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	30.0%	34.8%	44.9%	47.0%	47.5%
營業利益率	13.6%	15.0%	28.9%	34.3%	34.6%
EBITDA Margin	32.8%	30.9%	39.0%	41.0%	40.8%
稅後純益率	9.4%	13.3%	28.8%	29.9%	28.5%
平均資產報酬率	1.5%	2.6%	8.9%	11.2%	11.0%
股東權益報酬率	1.7%	3.0%	10.7%	13.9%	13.3%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	30.3	42.7	111.1	162.5	224.3
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	70.7	158.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	78.1	28.7	94.8	70.7	158.0
流動比率 (x)	18.5	16.7	8.9	9.6	10.9
速動比率 (x)	14.6	13.3	6.4	6.8	7.8
淨負債 (NT\$百萬)	(415)	(356)	(453)	(539)	(716)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	7.10	7.66
每股現金盈餘 (NT\$)	3.19	1.24	5.44	4.02	6.78
每股淨值 (NT\$)	51.52	48.02	48.15	54.21	60.75
調整後每股淨值 (NT\$)	51.52	48.02	48.15	54.21	60.75
每股營收 (NT\$)	9.78	11.28	17.79	23.70	26.93
EBITDA/Share (NT\$)	3.20	3.49	6.94	9.73	10.99
每股現金股利 (NT\$)	5.00	5.00	2.11	3.55	3.83
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.16	0.20	0.31	0.38	0.39
應收帳款周轉天數	70.5	89.2	107.6	107.6	107.6
存貨周轉天數	473.1	395.9	400.7	400.7	400.7
應付帳款周轉天數	3.8	7.5	13.2	13.2	13.2
現金轉換周轉天數	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
營業收入	350	404	637	849	964
營業成本	(245)	(263)	(351)	(450)	(506)
營業毛利	105	141	286	399	458
營業費用	(58)	(80)	(102)	(108)	(124)
營業利益	47	60	184	291	334
總營業外收入	13	7	13	39	12
利息收入	10	5	-	23	12
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	2	13	16	-
總營業外費用	(17)	(3)	29	(1)	(3)
利息費用	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(16)	(1)	31	1	(2)
稅前純益	43	64	226	329	343
所得稅費用[利益]	(10)	(11)	(43)	(75)	(69)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	33	54	184	254	274
EBITDA	115	125	248	348	394
每股盈餘 (NT\$)	0.92	1.50	5.13	7.10	7.66

現金流量

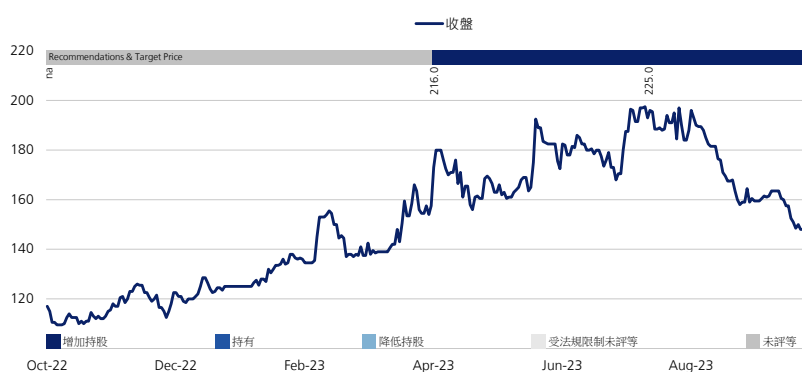
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	114	44	195	144	243
本期純益	33	54	184	254	274
折舊及攤提	67	64	64	57	60
本期運用資金變動	96	4	(195)	(167)	(91)
其他營業資產及負債變動	(82)	(77)	142	0	0
投資活動之現金流量	125	79	169	(31)	(29)
投資用短期投資出售[新購]	151	110	203	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(16)	(30)	(23)	(27)	(25)
其他資產變動	(10)	(1)	(11)	(4)	(4)
自由現金流	177	83	(8)	84	206
融資活動之現金流量	(181)	(182)	(267)	(27)	(37)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(179)	(179)	(7)	(27)	(37)
其他融資現金流	(2)	(3)	(260)	0	(0)
匯率影響數	-	-	-	-	-
本期產生現金流量	58	(59)	96	86	176

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%	12.7%	12.9%
= 營業利益率	13.6%	15.0%	28.9%	34.3%	34.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7
+ 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
= 資本周轉率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
營業利益率	13.6%	15.0%	28.9%	34.3%	34.6%
x 資本周轉率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.0
x (1 - 有效現金稅率)	76.5%	83.5%	81.2%	77.3%	80.0%
= 稅後 ROIC	4.9%	6.4%	18.4%	23.9%	26.7%

資料來源：公司資料，凱基

駐龍 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-08	增加持股	225.0	193.0
2023-04-27	增加持股	216.0	173.0

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	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
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		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
泰國	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
新加坡		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
印尼		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	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。
未評等 (R)	
*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，邇後若有變更時，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。

Serena Hsu