

2024 年 3 月 28 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 172.50 元

目標價

3 個月 203.00 元

12 個月 203.00 元

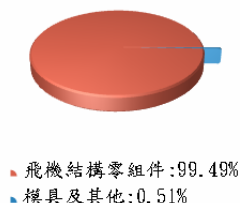
近期報告日期、評等及前日股價

08/22/2023 Neutral 177.09

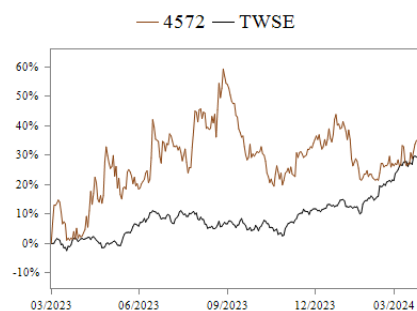
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	390
市值(億元)	67
目前每股淨值(元)	48.47
外資持股比(%)	4.75
投信持股比(%)	5.82
董監持股比(%)	19.92
融資餘額(張)	973
現金股息配發率(%)	80.52

產品組合



股價相對大盤走勢



駐龍(4572 TT)

Buy

新產品持續布局，營運逐漸好轉。

投資建議：考量波音艙門事件已經趨緩，預期 737 系列交機量將維持高檔，加上駐龍近年持續深耕新產品，有利營運持續成長，評價上，駐龍當前仍受波音艙門事件影響，評價約在低檔的 20X PER，處於過往 18-30X 的區間下緣，故給予駐龍 Buy 的投資建議，目標價 203 元(27.2PER X 3Q24-2Q25F EPS)。

波音艙門事件影響：先前雖然受到波音艙門事件與勢必銳影響，波音(BA. US)曾於 01/2023 暫停部分部門 1 天的 737 系列生產，並被美國聯邦航空管理局 FAA 要求，暫時維持現在 737 系列月均 38 架生產量，直到滿足 FAA 條件。

1Q24 艙門事件漸緩、交機量趕工：1Q24 隨著艙門事件和緩，預期航太供應鏈將補足過往積欠的交機量，研究部預期 1Q24 駐龍交機量有機會挑戰月均 38 架的高水準，使得駐龍營運開始恢復成長，預估 1Q24 營收 2.32 億元、QoQ+13.22%、稅後純益 0.63 億元、QoQ+43.30%、EPS 1.63 元。

2Q24 新產品布局，提升駐龍市佔率：2Q24 受惠交機量持續迎來高檔的月均 38 架 737 系列，加上駐龍曾於 2023 年取得 1,500-1,800 項新產品，隨著駐龍在勢必銳的新產品布局與市占率提升，預期將帶動駐龍 2Q24 營運持續成長，預估 2Q24 營收 2.47 億元、QoQ+6.20%、稅後純益 0.69 億元、QoQ+8.44%、EPS 1.76 元。

2024 年交機量高檔、新產品布局，營運持續成長：2024 年駐龍受惠交機量維持高檔的月均 38 架，以及新產品布局，預期駐龍 2024 年營運持續增長，預估 2024 年營收 10.24 億元、YoY+23.02%、稅後純益 2.87 億元、YoY+18.63%、EPS 7.36 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	833	1,024	1,072	170	191	219	217	205	232	247	274	271
營業毛利淨額	398	489	513	77	84	105	105	104	108	116	132	134
營業利益	288	354	377	40	72	73	75	68	77	85	95	97
稅後純益	242	287	305	22	59	64	75	44	63	69	79	76
稅後 EPS(元)	6.21	7.36	7.83	0.57	1.51	1.64	1.92	1.14	1.63	1.76	2.04	1.94
毛利率(%)	47.75%	47.77%	47.86%	45.34%	43.77%	48.08%	48.30%	50.54%	46.38%	47.08%	47.98%	49.38%
營業利益率(%)	34.59%	34.56%	35.12%	23.46%	37.75%	33.23%	34.44%	33.25%	32.99%	34.34%	34.76%	35.89%
稅後純益率(%)	29.07%	28.03%	28.46%	13.07%	30.81%	29.14%	34.55%	21.57%	27.30%	27.87%	28.94%	27.88%
營業收入 YoY/QoQ(%)	30.75%	23.02%	4.69%	-1.22%	12.53%	14.48%	-0.98%	-5.39%	13.22%	6.20%	11.15%	-1.26%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	31.85%	18.63%	6.30%	-67.40%	165.30%	8.29%	17.40%	-40.94%	43.30%	8.44%	15.38%	-4.85%

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 3.90 億元計算。

駐龍 ESG：

駐龍於 11/07/2023 向董事會報告 2023 年永續發展執行情況，並針對永續發展重大性原則，進行重要議題相關風險評估，並制定新廠區專設水循環使用系統、回收冷氣冷凝水進行二次使用、設置廠房屋頂太陽能板，增加自主用電比率、簽訂 ISO14064 溫室氣體盤查輔導合約等眾多永續發展措施，。

公司簡介：

駐龍成立於1990年，藉由完善的特殊製程技術，主要生產大型飛機的機身、引擎結構、起落架等4000多項零組件，屬於Tier 2以上的廠商，主要透過 Spirit(勢必銳)、Safran(賽峰)等客戶出貨給兩大飛機終端製造商(波音、空中巴士)，另外也有跟國內航太製造商，如:漢翔、長榮航太等進行長期合作。

圖一、駐龍主要製造機型

 主要製造機型 Major Programs										
AIRCRAFT	SPIRIT	SAFRAN	EGAT	AIDC	SPEQTRUM	ATLAS	HM Dunn	UAC	LAI	APEX
B737系列	V	V	V	V	V	V	V	V		V
B747	V							V		
B767	V		V		V			V		
B777	V		V	V	V			V		
B777X	V		V					V		
B787	V			V	V			V	V	
A220				V						
A320系列		V		V						
A350		V								
CL350				V						

資料來源：駐龍

波音艙門事件影響：

先前雖然受到波音艙門事件與勢必銳影響，波音(BA.US)曾於 01/2023 暫停部分部門 1 天的 737 系列生產，並被美國聯邦航空管理局 FAA 要求，暫時維持現在 737 系列月均 38 架生產量，直到滿足 FAA 條件。研究部預期，艙門事件主要影響先前航太交機量未達 38 架水準，也導致整體航太交機量復甦遞延，產業增速放緩，使得駐龍 4Q23 營運主要仰賴新產品貢獻，4Q23 營收 2.05 億元、QoQ-5.39%、稅後純益 0.44 億元、QoQ-40.94%、EPS 1.14 元。

表一、波音主要機型月均交機展望

		3Q23	4Q23	2024F	2025F	2026F
737 系列	10/2023 看法	38	38	38~50	50	
	01/2024 看法	38	38	暫停給予展望	有信心完成先前目標	
787 系列	10/2023 看法	4	5		10	
	01/2024 看法	4	5		10	

資料來源：波音，群益投顧彙整

1Q24 艙門事件漸緩、交機量趕工：

1Q24 隨著艙門事件和緩，預期航太供應鏈將補足過往積欠的交機量，研究部預期 1Q24 駐龍交機量有機會挑戰月均 38 架的高水準，使得駐龍營運開始恢復成長，預估 1Q24 營收 2.32 億元、QoQ+13.22%、稅後純益 0.63 億元、QoQ+43.30%、EPS 1.63 元。

2Q24 新產品布局，提升駐龍市佔率：

2Q24 受惠交機量持續迎來高檔的月均 38 架 737 系列，加上駐龍曾於 2023 年取得 1,500-1,800 項新產品，隨著駐龍在勢必銳的新產品布局與市占率提升，預期將帶動駐龍 2Q24 營運持續成長，預估 2Q24 營收 2.47 億元、QoQ+6.20%、稅後純益 0.69 億元、QoQ+8.44%、EPS 1.76 元。

表二、駐龍產品滲透率

	疫情前	2022 年	2023 年
新產品品項	0	900	1500-1800
營收佔比	0	<10%	10-20%

資料來源：駐龍，群益投顧彙整

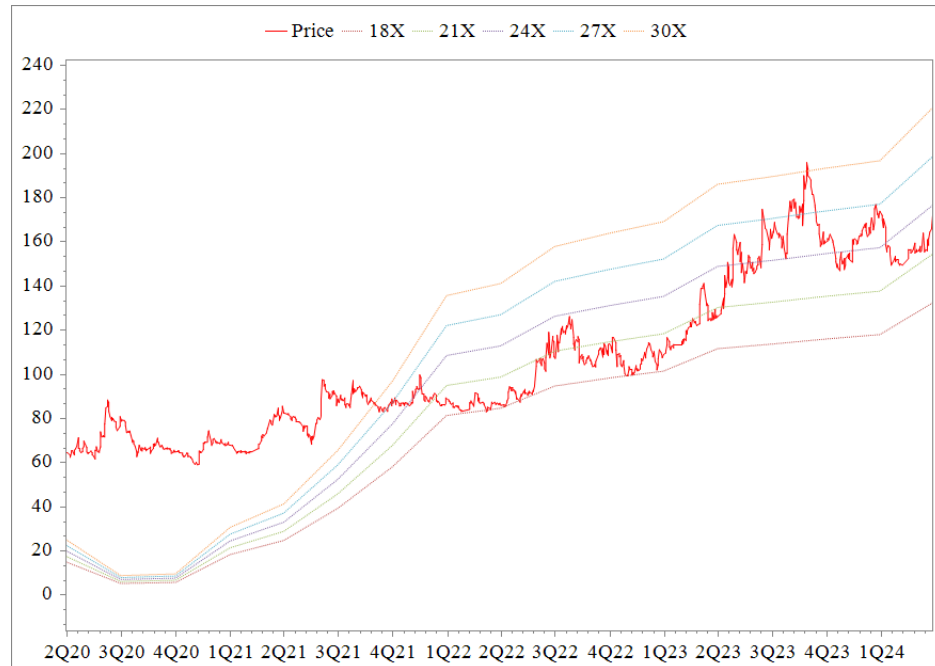
2024 年交機量高檔、新產品布局，營運持續成長：

2024 年駐龍受惠交機量維持高檔的月均 38 架，以及新產品布局，預期駐龍 2024 年營運持續增長，預估 2024 年營收 10.24 億元、YoY+23.02%、稅後純益 2.87 億元、YoY+18.63%、EPS 7.36 元。

投資建議：

考量波音艙門事件已經趨緩，預期 737 系列交機量將維持高檔，加上駐龍近年持續深耕新產品，有利營運持續成長，評價上，駐龍當前仍受波音艙門事件影響，評價約在低檔的 20X PER，處於過往 18-30X 的區間下緣，故給予駐龍 Buy 的投資建議，目標價 203 元(27.2PER X 3Q24-2Q25F EPS)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 3 月 28 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	1,978	2,144	2,366	2,477	2,613
流動資產	1,414	1,394	1,620	1,634	1,761
現金及約當現金	356	453	430	478	491
應收帳款與票據	99	188	214	238	321
存貨	286	385	413	452	499
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	380	345	353	361	369
負債總計	259	421	475	495	526
流動負債	85	157	213	215	232
應付帳款及票據	5	13	10	15	19
非流動負債	174	263	263	275	285
權益總計	1,719	1,724	1,890	1,982	2,087
普通股股本	358	358	390	390	390
保留盈餘	1,109	1,285	1,500	1,592	1,697
母公司業主權益	1,719	1,724	1,890	1,982	2,086
負債及權益總計	1,978	2,144	2,366	2,477	2,613

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	404	637	833	1,024	1,072
營業成本	263	351	435	535	559
營業毛利淨額	141	286	398	489	513
營業費用	80	102	110	135	137
營業利益	60	184	288	354	377
EBITDA	126	284	362	430	454
業外收入及支出	4	33	3	5	5
稅前純益	64	226	314	359	382
所得稅	11	43	72	72	76
稅後純益	54	184	242	287	305
稅後 EPS(元)	1.38	4.71	6.21	7.36	7.83
完全稀釋 EPS**	1.38	4.71	6.21	7.36	7.83

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 3.90【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 3.90 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	15.35%	57.66%	30.75%	23.02%	4.69%
營業毛利淨額	33.99%	103.27%	39.06%	23.06%	4.90%
營業利益	27.40%	204.63%	56.30%	22.90%	6.39%
稅後純益	63.90%	241.60%	31.85%	18.63%	6.30%
獲利能力分析(%)					
毛利率	34.83%	44.90%	47.75%	47.77%	47.86%
EBITDA(%)	31.10%	44.54%	43.44%	42.01%	42.36%
營益率	14.98%	28.94%	34.59%	34.56%	35.12%
稅後純益率	13.30%	28.83%	29.07%	28.03%	28.46%
總資產報酬率	2.72%	8.56%	10.23%	11.59%	11.68%
股東權益報酬率	3.13%	10.65%	12.80%	14.48%	14.63%

償債能力檢視

負債比率(%)	13.08%	19.62%	20.10%	19.97%	20.15%
負債/淨值比(%)	15.05%	24.41%	25.15%	24.96%	25.23%
流動比率(%)	1666.31%	885.66%	761.34%	759.23%	760.11%
其他比率分析					
存貨天數	417.67	348.85	334.88	295.16	310.57
應收帳款天數	75.07	82.10	88.15	80.63	95.11

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	44	195	287	465	354
稅前純益	64	226	314	359	382
折舊及攤銷	64	64	68	69	70
營運資金變動	3	-181	-57	-58	-125
其他營運現金	-87	86	-38	96	27
投資活動現金	79	169	-227	-330	-241
資本支出淨額	-29	-23	-41	-40	-40
長期投資變動	110	203	-184	-200	-200
其他投資現金	-2	-11	-3	-90	-1
籌資活動現金	-182	-267	-83	-87	-100
長借/公司債變動	0	0	0	12	10
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-4	-179	-75	-195	-201
其他籌資現金	-178	-88	-8	96	90
淨現金流量	-59	96	-23	49	13
期初現金	415	356	453	430	478
期末現金	356	453	430	478	491

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 28 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	172	170	191	219	217	205	232	247	274	271	244	248
營業成本	91	93	108	114	112	102	125	131	143	137	130	131
營業毛利淨額	81	77	84	105	105	104	108	116	132	134	114	116
營業費用	25	37	12	33	30	35	31	31	36	37	31	32
營業利益	57	40	72	73	75	68	77	85	95	97	82	85
業外收入及支出	29	-12	1	18	19	-13	3	1	4	-3	3	1
稅前純益	86	28	74	91	94	55	79	86	99	94	85	86
所得稅	17	6	15	27	19	11	16	17	20	19	17	17
稅後純益	68	22	59	64	75	44	63	69	79	76	68	69
最新股本	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390
稅後EPS(元)	1.75	0.57	1.51	1.64	1.92	1.14	1.63	1.76	2.04	1.94	1.75	1.76

獲利能力(%)

毛利率(%)	47.30%	45.34%	43.77%	48.08%	48.30%	50.54%	46.38%	47.08%	47.98%	49.38%	46.68%	46.98%
營業利益率(%)	33.04%	23.46%	37.75%	33.23%	34.44%	33.25%	32.99%	34.34%	34.76%	35.89%	33.80%	34.16%
稅後純益率(%)	39.60%	13.07%	30.81%	29.14%	34.55%	21.57%	27.30%	27.87%	28.94%	27.88%	27.90%	27.73%

QoQ(%)

營業收入淨額	-0.84%	-1.22%	12.53%	14.48%	-0.98%	-5.39%	13.22%	6.20%	11.15%	-1.26%	-9.94%	1.58%
營業利益	7.70%	-29.84%	81.07%	0.75%	2.65%	-8.66%	12.35%	10.53%	12.50%	1.95%	-15.17%	2.67%
稅前純益	30.61%	-66.95%	160.28%	23.45%	3.49%	-41.70%	44.48%	8.44%	15.39%	-4.85%	-9.88%	0.97%
稅後純益	21.75%	-67.40%	165.30%	8.29%	17.40%	-40.94%	43.30%	8.44%	15.38%	-4.85%	-9.88%	0.97%

YoY(%)

營業收入淨額	43.60%	60.93%	58.25%	26.18%	26.00%	20.68%	21.43%	12.65%	26.44%	31.97%	4.97%	0.41%
營業利益	220.46%	177.93%	108.35%	37.84%	31.37%	71.04%	6.13%	16.42%	27.60%	42.42%	7.54%	-0.10%
稅前純益	301.78%	53.10%	58.07%	38.71%	9.91%	93.87%	7.61%	-5.47%	5.40%	72.01%	7.29%	-0.10%
稅後純益	282.97%	46.98%	58.61%	14.02%	9.94%	99.19%	7.59%	7.74%	5.89%	70.61%	7.29%	-0.10%

註1：稅後EPS以股本3.90億元計算

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。