

2024 年 7 月 2 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價	162.00 元
目標價	
3 個月	203.00 元
12 個月	203.00 元

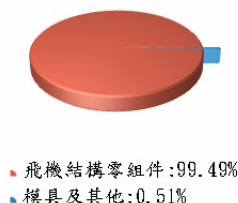
## 近期報告日期、評等及前日股價

03/28/2023	Buy	172.50
08/22/2023	Neutral	177.09

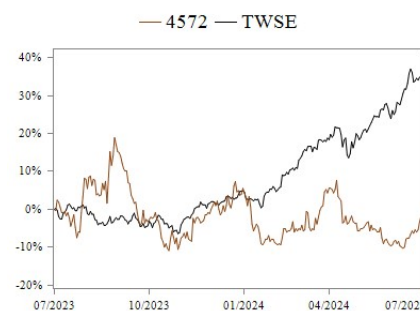
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	390
市值(億元)	63
目前每股淨值(元)	50.61
外資持股比(%)	2.73
投信持股比(%)	1.90
董監持股比(%)	19.92
融資餘額(張)	933
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：**考量駐龍近年持續深耕新產品，營運體質明顯改善，並隨著航太供應鏈問題改善，長期交機量有望上升，帶動駐龍營運長期成長；評價面，駐龍當前仍受波音艙門事件影響，評價約在低檔的 21X PER，處於過往 18-30X 的區間下緣，維持駐龍 Buy 的投資建議，目標價 203 元。

**波音艙門事件影響：**先前受艙門事件等影響，波音(BA.US)實施品質改善計畫，並在計畫結束後 FAA 向美國國會報告波音近況，提及對波音疏於監管，雖然研究部預期後續波音可能仍有品質計畫出爐，短期交機量難以提升，暫時維持 737 系列月均 38 架生產量，產業增速放緩，使得駐龍 1Q24 營運主要仰賴新產品貢獻，1Q24 稅後純益 0.84 億元、QoQ+88.95%、EPS 2.14 元。

**2Q24 波音品質改善計畫、短期交貨略為影響：**2Q24 駐龍受波音品質計畫影響，短期出貨略為影響，但隨著駐龍曾於 2023 年取得 1,500-1,800 項新產品，使得駐龍在勢必銳的新產品布局與市占率提升，駐龍營運體質持續好轉，預估 2Q24 營收 2.17 億元、QoQ-6.16%、稅後純益 0.68 億元、QoQ-19.16%、EPS 1.73 元。

**3Q24 新產品布局、波音交機 2H24>1H24，駐龍營運逐步好轉：**3Q24 受惠新產品滲透率提升，加上波音提及 2H24 交機量優於 1H24，預期駐龍 3Q24 營運持續好轉，預估 3Q24 營收 2.42 億元、QoQ+11.15%、稅後純益 0.72 億元、QoQ+6.13%、EPS 1.84 元。

**2024 年駐龍深化新產品布局、長期交機量恢復上升，營運恢復成長：**縱使波音 2024 年面臨艙門脫落、品質改善計畫等因素；空中巴士面臨供應鏈問題，調降 2024 年飛機出貨量，使得全球航太景氣仍處於谷底，但研究部認為駐龍新產品布局有成，2023 年新產品占營收整體 10-20%，營運體質已明顯改善，隨著供應鏈、品質問題逐漸改善，長期交機量終歸上升，帶動駐龍營運重回長期成長動能，預估 2024 年營收 9.41 億元、YoY+13.05%、稅後純益 2.93 億元、YoY+20.87%、EPS 7.50 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	833	941	1,027	219	217	205	232	217	242	251	237	238
營業毛利淨額	398	472	516	105	105	104	114	110	122	126	117	120
營業利益	288	338	379	73	75	68	84	79	86	90	86	89
稅後純益	242	293	307	64	75	44	84	68	72	70	71	72
稅後 EPS(元)	6.21	7.50	7.88	1.64	1.92	1.14	2.14	1.73	1.84	1.78	1.82	1.84
毛利率(%)	47.75%	50.17%	50.26%	48.08%	48.30%	50.54%	49.16%	50.58%	50.53%	50.39%	49.46%	50.48%
營業利率(%)	34.59%	35.90%	36.95%	33.23%	34.44%	33.25%	36.19%	36.12%	35.52%	35.80%	36.22%	37.15%
稅後純益率(%)	29.07%	31.08%	29.94%	29.14%	34.55%	21.57%	36.10%	31.10%	29.70%	27.75%	29.86%	30.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	30.75%	13.05%	9.10%	14.48%	-0.98%	-5.39%	12.88%	-6.16%	11.15%	3.68%	-5.28%	0.41%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	31.85%	20.87%	5.10%	8.29%	17.40%	-40.94%	88.95%	-19.16%	6.13%	-3.13%	1.93%	1.34%

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：

先前受到波音艙門事件與勢必銳影響，波音(BA. US)於 03/2024 執行為期 3 個月的品質改善計畫，並在品質改善計畫結束後，FAA 於 06/13/2024 向美國國會報告波音近況，提及對波音疏於監管，雖然研究部預期後續波音可能仍有類似的品質計畫出爐，短期交機量難以提升，暫時維持現在 737 系列月均 38 架生產量，產業增速放緩，使得駐龍 1Q24 營運主要仰賴新產品貢獻，1Q24 營收 2.32 億元、QoQ+12.88%、稅後純益 0.84 億元、QoQ+88.95%、EPS 2.14 元。

2024 年 7 月 2 日

表一、波音主要機型月均交機展望

		4Q23	1H24F	2H24F	2025F	2026F
737 系列	01/2024 波音看法	38	暫停給予展望	暫停給予展望	有信心完成先前 50 架目標	
	04/2024 波音看法	38	低於 38 架	38	50	
787 系列	10/2023 看法	5	5		10	
	01/2024 看法	5	略低於 5 架	5		10

資料來源：波音，群益投顧彙整

## 2Q24 波音品質改善計畫、短期交貨略為影響：

2Q24 駐龍受波音品質計畫影響，造成短期出貨略微影響，但隨著駐龍曾於 2023 年取得 1,500-1,800 項新產品，使得駐龍在勢必銳的新產品布局與市占率提升，駐龍營運體質持續好轉，預估 2Q24 營收 2.17 億元、QoQ-6.16%、稅後純益 0.68 億元、QoQ-19.16%、EPS 1.73 元。

表二、駐龍產品滲透率

	疫情前	2022 年	2023 年
新產品品項	0	900	1,500-1,800
營收佔比	0	<10%	10-20%

資料來源：駐龍，群益投顧彙整

## 3Q24 新產品布局、波音交機 2H24>1H24，駐龍營運逐步好轉：

3Q24 受惠駐龍在新產品的滲透率持續提升，加上波音於先前法說會提及 2H24 交機量優於 1H24，預期駐龍 3Q24 營運持續好轉，預估 3Q24 營收 2.42 億元、QoQ+11.15%、稅後純益 0.72 億元、QoQ+6.13%、EPS 1.84 元。

## 2024 年駐龍深化新產品布局、長期交機量恢復上升，營運恢復成長：

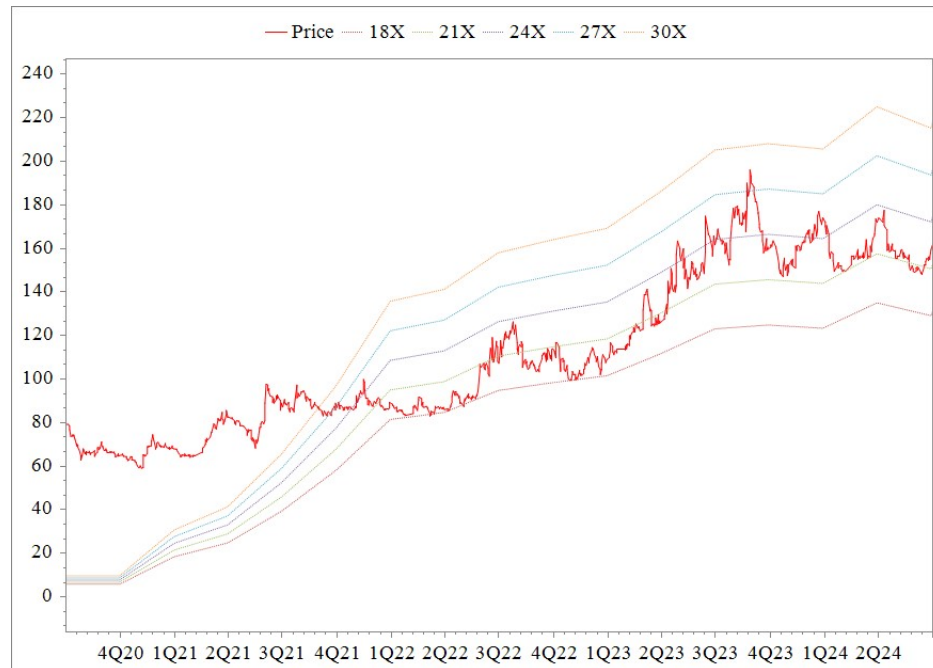
縱使波音 2024 年面臨艙門脫落、品質改善計畫等因素；空中巴士面臨供應鏈問題，調降 2024 年飛機出貨量，使得全球航太景氣仍處於谷底，但研究部認為駐龍新產品布局有成，2023 年新產品占營收整體 10-20%，營運體質已明顯改善，隨著供應鏈、品質問題逐漸改善，長期交機量終歸上升，帶動駐龍營運重回長期成長動能，預估 2024 年營收 9.41 億元、YoY+13.05%、稅後純益 2.93 億元、YoY+20.87%、EPS 7.50 元。

2024 年 7 月 2 日

## 投資建議：

考量駐龍近年持續深耕新產品，營運體質明顯改善，並隨著航太供應鏈問題逐步好轉，長期交機量有望上升，帶動駐龍營運長期成長，加上評價面，駐龍當前仍受波音艙門事件影響，評價約在低檔的 21X PER，處於過往 18-30X 的區間下緣，維持駐龍 Buy 的投資建議，目標價 203 元。

## 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

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	1,978	2,144	2,366	2,484	2,623
流動資產	1,414	1,394	1,620	1,370	1,881
現金及約當現金	356	453	430	401	523
應收帳款與票據	99	188	214	201	334
存貨	286	385	413	448	477
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	380	345	353	361	369
<b>負債總計</b>	259	421	475	496	528
流動負債	85	157	213	180	247
應付帳款及票據	5	13	10	12	20
非流動負債	174	263	263	314	271
<b>權益總計</b>	1,719	1,724	1,890	1,988	2,094
普通股股本	358	358	390	390	390
保留盈餘	1,109	1,285	1,500	1,598	1,704
母公司業主權益	1,719	1,724	1,890	1,987	2,094
<b>負債及權益總計</b>	1,978	2,144	2,366	2,484	2,623

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	404	637	833	941	1,027
營業成本	263	351	435	469	511
<b>營業毛利淨額</b>	141	286	398	472	516
營業費用	80	102	110	134	137
<b>營業利益</b>	60	184	288	338	379
<b>EBITDA</b>	126	284	362	429	454
業外收入及支出	4	33	3	28	5
稅前純益	64	226	314	366	384
所得稅	11	43	72	73	77
稅後純益	54	184	242	293	307
稅後 EPS(元)	1.38	4.71	6.21	7.50	7.88
完全稀釋 EPS**	1.38	4.71	6.21	7.50	7.88

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%	13.05%	9.10%
營業毛利淨額	33.99%	103.27%	39.06%	18.76%	9.30%
營業利益	27.40%	204.63%	56.30%	17.32%	12.29%
稅後純益	63.90%	241.60%	31.85%	20.87%	5.10%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	34.83%	44.90%	47.75%	50.17%	50.26%
EBITDA(%)	31.10%	44.54%	43.44%	45.56%	44.24%
營益率	14.98%	28.94%	34.59%	35.90%	36.95%
稅後純益率	13.30%	28.83%	29.07%	31.08%	29.94%
總資產報酬率	2.72%	8.56%	10.23%	11.78%	11.72%
股東權益報酬率	3.13%	10.65%	12.80%	14.72%	14.68%

## 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	335.16	330.57
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
<b>營業活動現金</b>	44	195	287	624	132
稅前純益	64	226	314	366	384
折舊及攤銷	64	64	68	69	70
營運資金變動	3	-181	-57	-21	-153
其他營運現金	-87	86	-38	210	-169
<b>投資活動現金</b>	79	169	-227	-600	140
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	-360	380
<b>籌資活動現金</b>	-182	-267	-83	-52	-151
長借/公司債變動	0	0	0	51	-42
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	91	93
<b>淨現金流量</b>	-59	96	-23	-29	121
<b>期初現金</b>	415	356	453	430	401
<b>期末現金</b>	356	453	430	401	523

資料來源：CMoney、群益

2024 年 7 月 2 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	191	219	217	205	232	217	242	251	237	238	272	279
營業成本	108	114	112	102	118	107	120	124	120	118	134	139
營業毛利淨額	84	105	105	104	114	110	122	126	117	120	138	141
營業費用	12	33	30	35	30	31	36	37	31	32	37	37
營業利益	72	73	75	68	84	79	86	90	86	89	101	104
業外收入及支出	1	18	19	-13	21	6	4	-3	3	1	4	-3
稅前純益	74	91	94	55	105	85	90	87	89	90	105	101
所得稅	15	27	19	11	21	17	18	17	18	18	21	20
稅後純益	59	64	75	44	84	68	72	70	71	72	84	81
最新股本	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390	390
稅後EPS(元)	1.51	1.64	1.92	1.14	2.14	1.73	1.84	1.78	1.82	1.84	2.16	2.07

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	43.77%	48.08%	48.30%	50.54%	49.16%	50.58%	50.53%	50.39%	49.46%	50.48%	50.73%	50.29%
營業利益率(%)	37.75%	33.23%	34.44%	33.25%	36.19%	36.12%	35.52%	35.80%	36.22%	37.15%	37.26%	37.08%
稅後純益率(%)	30.81%	29.14%	34.55%	21.57%	36.10%	31.10%	29.70%	27.75%	29.86%	30.14%	30.94%	28.86%

## QoQ(%)

營業收入淨額	12.53%	14.48%	-0.98%	-5.39%	12.88%	-6.16%	11.15%	3.68%	-5.28%	0.41%	14.10%	2.80%
營業利益	81.07%	0.75%	2.65%	-8.66%	22.86%	-6.35%	9.32%	4.50%	-4.17%	2.98%	14.43%	2.31%
稅前純益	160.28%	23.45%	3.49%	-41.70%	90.91%	-19.33%	6.13%	-3.13%	1.93%	1.34%	17.16%	-4.11%
稅後純益	165.30%	8.29%	17.40%	-40.94%	88.95%	-19.16%	6.13%	-3.13%	1.93%	1.34%	17.16%	-4.11%

## YoY(%)

營業收入淨額	58.25%	26.18%	26.00%	20.68%	21.06%	-0.77%	11.39%	22.07%	2.43%	9.60%	12.51%	11.55%
營業利益	108.35%	37.84%	31.37%	71.04%	16.06%	7.87%	14.88%	31.43%	2.52%	12.74%	18.01%	15.54%
稅前純益	58.07%	38.71%	9.91%	93.87%	42.20%	-7.08%	-4.71%	58.34%	-15.46%	6.20%	17.24%	16.04%
稅後純益	58.61%	14.02%	9.94%	99.19%	41.86%	5.91%	-4.26%	57.05%	-15.28%	6.20%	17.24%	16.04%

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。