

## 駐龍 (4572 TT) Drewloong Precision

波音罷工危機解除，復工與供應鏈整頓仍需時間，長線動能維持

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$177.0

收盤價 (2024/11/12) : NT\$153.5  
隱含漲幅 : 15.3%

## 營收組成 (2023)

外銷 59% · 內銷 41%

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	177.0	186.0
2024年營收 (NT\$/十億)	0.9	0.9
2024年EPS	7.3	8.0

## 交易資料表

市值	NT\$5,990百萬元
外資持股比率	2.5%
董監持股比率	20.2%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$50.78
負債比	30.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	637	833	887	1,068
營業利益	184	288	323	415
稅後純益	184	242	286	345
EPS (元)	5.13	6.21	7.32	8.86
EPS YoY (%)	242.0	21.1	17.9	21.0
本益比 (倍)	29.9	24.7	21.0	17.3
股價淨值比 (倍)	3.2	3.2	3.0	2.8
ROE (%)	10.7	13.4	14.4	16.4
現金殖利率 (%)	1.4%	3.3%	3.7%	4.5%
現金股利 (元)	2.11	5.00	5.64	6.83

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翺

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 3Q24 受波音罷工影響，營收僅季增 5%至 2.2 億元，EPS 季減 17.2% 至 1.5 元，低於預期 29%。

◆ 4Q24 儘管罷工已結束，然供應鏈庫存、波音與 Spirit 現金流壓力均影響其拉貨動能，估 4Q24 EPS 季增 15%至 1.8 元。

◆ 受惠供應鏈復甦、高毛利率新品挹注、一條龍製程與 Spirit 零組件外包比例提升，以 2025 年 EPS 8.9 元、20 倍本益比得目標價 177 元。

## 3Q24 受罷工影響，營收僅季增 5%，EPS 1.5 元，季減 17.2%

駐龍 3Q24 營收 2.2 億元，季增 5%/年增 3%，復甦不如預期主因波音於 9M24 開始罷工，影響終端交機與 Spirit 提貨速度，使駐龍一般民用機與客改貨需求均大幅下滑。毛利率 48.0%，低於預期 4.1 個百分點，主因營收規模不如預期，產品組合轉差(客戶提貨品項以小零組件為主)且庫存依帳齡提列損失較大。營業利益 0.8 億元，年增 0.5%/月增 5.7%。營業率 35.4%，季減 1.5 個/年增 1.0 個百分點。3Q24 EPS 達 1.54 元，季減 17.2%/年減 19.9%，低於本中心預期 29%，主因營收規模與毛利率低於預期。

## 4Q24 波音罷工結束，然庫存及現金流壓力將影響客戶提貨速度

儘管波音罷工已於 11M24 初結束，然短期受波音與工會簽約及員工復工需時間、供應鏈因應為期 2 個月的罷工堆積庫存、波音與 Spirit 現金流壓力大且 4Q24 為感恩節及萬聖節的傳統淡季，估 4Q24 駐龍營收季減 1.8%/年增 6.7%至 2.2 億元，下修 2.2%主因罷工影響供應鏈復甦速度低於預期。毛利率估達 50.3%，下修 0.7 個百分點主因營收規模下修。營業利益 0.8 億元，季增 3.8%/年增 20.1%，下修 3.5%。營業率 37.4%，季增 2.0 個 ppts/年增 4.2 個 ppts。EPS 1.8 元，季增 15.3%/年增 56.4%，下修 5.1%。

## 供應鏈持續改善，持續受惠供應鏈重組與一條龍製程優勢

駐龍長線將受惠建置仁武新廠推升最大營收，並結合多項優勢包含一條龍製程服務提供技術壁壘、長約保障 ASP 與毛利率、OEM/Tier 1 提高外包比例以及持續拓展非航太新業務挹注成長動能(此業務毛利率高於公司平均)。2024/25/26 年駐龍 EPS 估達 7.3 元/8.9 元/11.5 元，年增 17.9%/21.0%/30.1%，然短線波音罷工復工及供應鏈穩定仍需時間，待 2025 年整頓完畢將重返強勁成長軌道。以 2025 年 EPS 8.9 元、20 倍本益比推得目標價 177 元，維持買進評等。

## 營運分析

### 3Q24 受罷工影響，營收僅季增 5%，EPS 1.5 元，季減 17.2%，低於預期 29%

駐龍 3Q24 營收 2.2 億元，季增 5%/年增 3%，復甦不如預期主因波音於 9M24 開始罷工，影響終端交機與 Spirit 提貨速度，使駐龍一般民用機與客改貨需求均大幅下滑。毛利率 48.0%，低於預期 4.1 個百分點，主因營收規模不如預期，產品組合轉差(客戶提貨品項以小零組件為主)且庫存依帳齡提列損失較大。營業利益 0.8 億元，年增 0.5%/月增 5.7%。營益率 35.4%，季減 1.5 個/年增 1.0 個百分點。3Q24 EPS 達 1.54 元，季減 17.2%/年減 19.9%，低於本中心預期 29%，主因營收規模與毛利率低於預期。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	217	213	223	4.7%	2.8%	255	238	-12.5%	-6.1%
營業毛利	105	110	107	-2.9%	2.1%	133	121	-19.5%	-11.2%
營業利益	75	79	79	0.5%	5.7%	100	90	-21.0%	-12.1%
稅前利益	94	90	76	-15.3%	-19.3%	105	91	-27.6%	-16.3%
稅後淨利	75	73	60	-17.3%	-20.0%	85	73	-29.4%	-18.0%
調整後 EPS (元)	1.92	1.86	1.54	-17.2%	-19.9%	2.17	1.87	-29.0%	-17.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	48.3%	51.8%	48.0%	-3.7	-0.3	52.1%	50.8%	-4.1	-2.8
營業利益率	34.4%	36.9%	35.4%	-1.5	1.0	39.2%	37.9%	-3.8	-2.5
稅後純益率	34.6%	34.1%	26.9%	-7.2	-7.7	33.2%	30.8%	-6.3	-3.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 4Q24 波音罷工結束，然復工需時間、庫存堆積且現金流壓力將影響客戶提貨速度

儘管波音罷工已於 11M24 初結束，然短期受波音與工會簽約及員工復工需時間、供應鏈因應為期 2 個月的罷工堆積庫存、波音與 Spirit 現金流壓力大且 4Q24 為感恩節及萬聖節的傳統淡季，估 4Q24 駐龍營收季減 1.8%/年增 6.7%至 2.2 億元，下修 2.2%主因罷工影響供應鏈復甦速度低於預期。毛利率估達 50.3%，下修 0.7 個百分點主因營收規模下修。營業利益 0.8 億元，季增 3.8%/年增 20.1%，下修 3.5%。營益率 37.4%，季增 2.0 個 ppts/年增 4.2 個 ppts。EPS 1.8 元，季增 15.3%/年增 56.4%，下修 5.1%。

圖 2：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24F	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	205	223	219	-1.8%	6.7%	224	227	-2.2%	-3.4%
營業毛利	104	107	110	2.8%	6.0%	114	114	-3.5%	-6.6%
營業利益	68	79	82	3.8%	20.1%	85	79	-3.5%	-1.6%
稅前利益	55	76	88	15.8%	60.3%	90	82	-2.2%	2.9%
稅後淨利	44	60	69	15.0%	55.9%	73	65	-5.5%	1.4%
調整後 EPS (元)	1.14	1.54	1.78	15.3%	56.4%	1.87	1.68	-5.1%	1.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	50.5%	48.0%	50.3%	2.3	-0.2	51.0%	50.2%	-0.7	-1.6
營業利益率	33.3%	35.4%	37.4%	2.0	4.2	38.1%	35.0%	-0.7	0.6
稅後純益率	21.6%	26.9%	31.6%	4.7	10.0	32.5%	28.8%	-0.9	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

**2024 年波音供應鏈困難重重，然底部與最壞情況已過，估 2025 年營收年增 20%**

Spirit 2024 年底原目標 B737 拉貨速度將達單月 38-42 架次，然整年因波音供應鏈產品品質改善與罷工影響，估年底僅達 35 架次。有鑑於波音最壞情況已過，包含供應鏈產品品質問題及罷工問題，在整體產業需求維持強勁復甦及 Spirit 於疫後將提高零組件外包比例自 2022 年 45%到 2026 年 60%，預期 2024/2025/26 年駐龍營收將年增 6.5%/20.4%/26.3%至 8.9 億/10.7 億/13.5 億元，下修 4.0%/1.6%/0.9%，主因波音與 Spirit 產能提升速度受 4Q24 罷工影響。毛利率下修 1.2/0.8/0.4 個 ppts 至 49.8%/51.3%/52.8%，下修主因產能速度提升不如預期。估 2024/25/26 年 EPS 達 7.3 元/8.9 元/11.5 元，年增 17.9%/21.0%/30.1%，下修 8.9%/5.0%/3.5%。長線將受惠波音併購外包商 Spirit 將於 2025 年中完成，預期屆時波音供應鏈將獲得顯著改善，預估 2024/25/26 年波音交機量將年減 19%/年增 39%/年增 22%，供應鏈將持續走出品質問題陰霾。

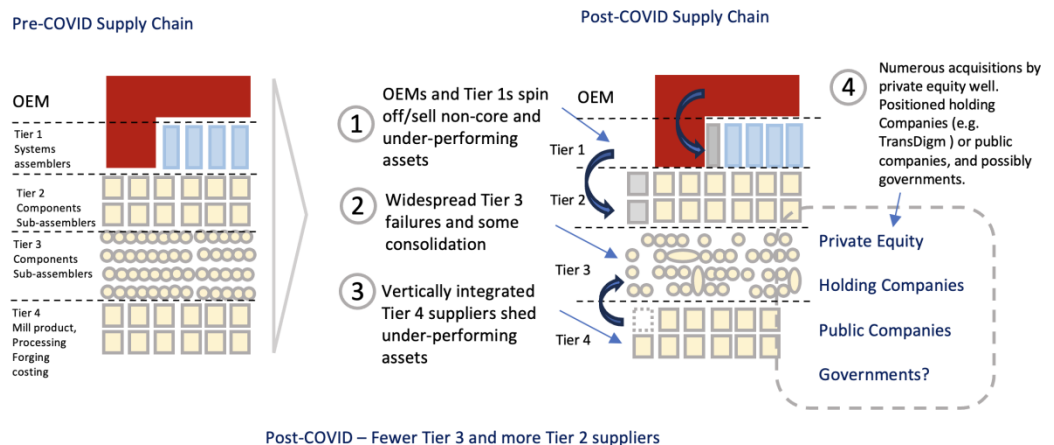
圖 3 : Spirit 交機量預估

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Spirit Total Deliveries</b>	<b>1735</b>	<b>1791</b>	<b>920</b>	<b>1043</b>	<b>1298</b>	<b>1418</b>	<b>1491</b>	<b>1457</b>	<b>1415</b>
<b>Airbus</b>	<b>836</b>	<b>869</b>	<b>591</b>	<b>585</b>	<b>727</b>	<b>725</b>	<b>844</b>	<b>663</b>	<b>435</b>
<b>A320 Family</b>	658	682	466	467	591	573	666	530	350
<b>A220</b>	12	40	43	56	60	63	76	58	40
<b>A350</b>	98	111	62	42	48	54	64	49	30
<b>A330</b>	62	35	20	20	22	35	38	26	15
<b>A380</b>	6	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>A330/340</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Boeing</b>	<b>828</b>	<b>867</b>	<b>256</b>	<b>262</b>	<b>359</b>	<b>457</b>	<b>411</b>	<b>534</b>	<b>694</b>
<b>B737</b>	605	606	71	162	281	356	300	384	504
<b>B787</b>	143	166	112	37	20	36	48	64	80
<b>B767</b>	30	33	28	34	31	33	30	40	52
<b>B777</b>	44	56	39	23	26	32	33	46	58
<b>B747</b>	6	6	6	6	1	0	0	0	0
<b>Business Jets</b>	<b>71</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>196</b>	<b>212</b>	<b>236</b>	<b>236</b>	<b>260</b>	<b>286</b>
<b>Airbus YoY</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>-32%</b>	<b>-1%</b>	<b>24%</b>	<b>0%</b>	<b>16%</b>	<b>-21%</b>	<b>-34%</b>
<b>Boeing YoY</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>-70%</b>	<b>2%</b>	<b>37%</b>	<b>27%</b>	<b>-10%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
<b>Overall YoY</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>-49%</b>	<b>13%</b>	<b>24%</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>-2%</b>	<b>-3%</b>

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

圖 4 : Covid19 使供應鏈汰弱留強，Tier 3/4 廠商倒閉，Tier 1/2 廠商大者恆大

The COVID crisis will fundamentally restructure the aerospace ecosystem



資料來源：AeroDynamic Advisory

圖 5：波音、空巴預估交機量

Boeing	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>737 NG</b>	485	495	490	455	324	70	16	18	13	9	8	6	4
<b>737 MAX</b>	0	0	0	74	256	57	27	245	374	387	329	468	536
<b>747</b>	19	18	9	14	6	7	5	7	5	1	0	0	0
<b>767</b>	6	16	13	10	27	43	30	32	33	32	25	40	66
<b>777</b>	99	98	99	74	48	45	26	24	24	26	16	28	54
<b>787</b>	113	135	137	136	145	158	53	14	31	73	49	53	68
<b>Boeing Total</b>	<b>722</b>	<b>762</b>	<b>748</b>	<b>763</b>	<b>806</b>	<b>380</b>	<b>157</b>	<b>340</b>	<b>480</b>	<b>528</b>	<b>427</b>	<b>595</b>	<b>728</b>
<b>Airbus</b>													
<b>a220</b>	0	0	7	0	20	48	38	50	53	68	70	80	84
<b>a320 FAMILY</b>	490	491	477	377	240	91	15	24	0	0	0	0	0
<b>a320NEO FAMILY</b>	0	0	68	181	386	551	431	459	516	571	567	687	771
<b>a330</b>	108	103	66	67	49	53	19	18	32	32	29	38	54
<b>a350</b>	1	14	49	78	93	112	59	55	60	64	52	58	74
<b>a380</b>	30	27	28	15	12	8	4	5	0	0	0	0	0
<b>Airbus Total</b>	<b>629</b>	<b>635</b>	<b>695</b>	<b>718</b>	<b>800</b>	<b>863</b>	<b>566</b>	<b>611</b>	<b>661</b>	<b>735</b>	<b>718</b>	<b>863</b>	<b>983</b>
<b>Overall Total</b>	<b>1351</b>	<b>1397</b>	<b>1443</b>	<b>1481</b>	<b>1606</b>	<b>1243</b>	<b>723</b>	<b>951</b>	<b>1141</b>	<b>1263</b>	<b>1145</b>	<b>1458</b>	<b>1711</b>
<b>YoY Growth</b>													
<b>Boeing</b>	<b>11%</b>	<b>6%</b>	<b>-2%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>	<b>-53%</b>	<b>-59%</b>	<b>117%</b>	<b>41%</b>	<b>10%</b>	<b>-19%</b>	<b>39%</b>	<b>22%</b>
<b>Airbus</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>9%</b>	<b>3%</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>	<b>-34%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>-2%</b>	<b>20%</b>	<b>14%</b>
<b>Overall YoY Growth</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>-23%</b>	<b>-42%</b>	<b>32%</b>	<b>20%</b>	<b>11%</b>	<b>-9%</b>	<b>27%</b>	<b>17%</b>

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

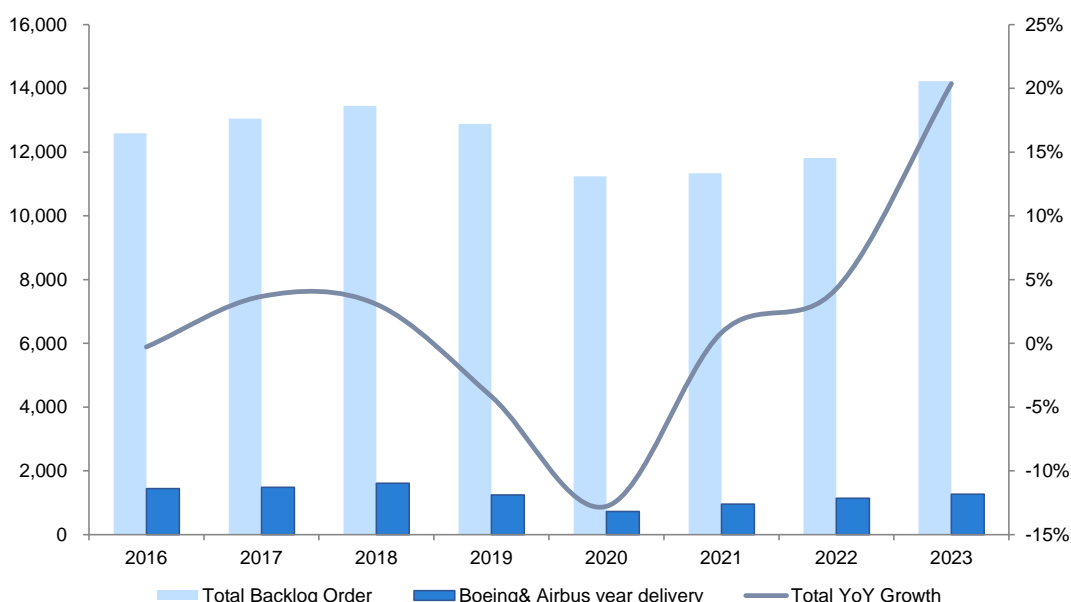
## 產業概況

### 後疫情時代跨境需求復甦、缺工、缺料緩解，新訂單需求持續挹注下，供應鏈將於 24 年重返疫情前水準

綜觀全球航太市場屬寡佔市場。飛機製造大廠以空巴、波音為主，市佔率接近 80%。又整體供應鏈認證期長，主因航太產業中的各項零組件及引擎與國防相關產品如戰鬥機可共用零組件，因此不僅是終端產品需經過原廠認證，製造期間的原物料、板金成形、特殊表面處理等多須經過由美國航太和國防工業巨頭與美國國防部、SAE 等機構共同發起的 NADCAP-國際航太和國防工業供應商認證體系的認證，因此一旦打入航太產業供應鏈，除非出現重大瑕疵品，否則供應商不容易產生巨大變化。

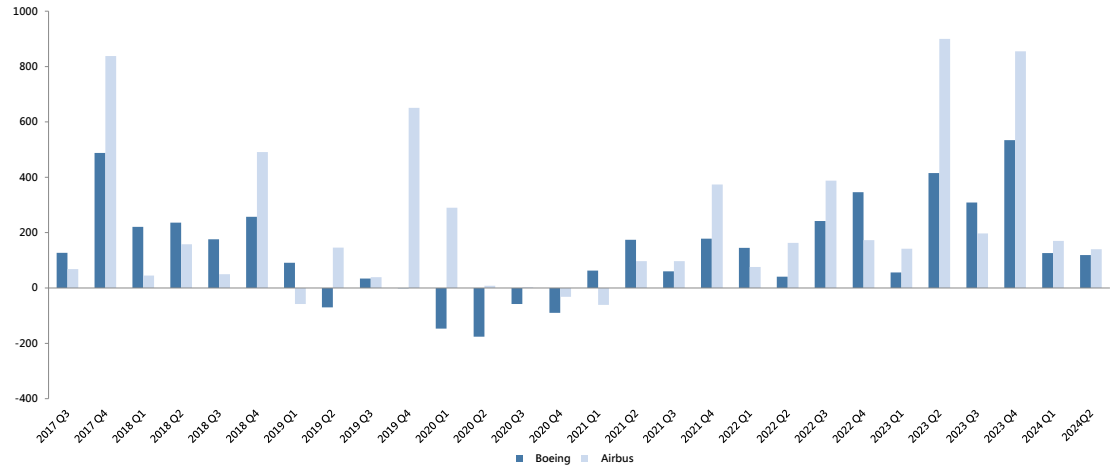
2020 年受到新冠疫情影響，全球航空客運量需求自疫情前高點下滑超過 80%。在疫情衝擊下，全球航空旅行活動大幅減少，波音、空中巴士、奇異、勞斯萊斯等航太大廠面對新機需求銳減，紛紛減產、裁員、降低外包。然隨疫情逐漸流感化及疫苗接種率逐步攀升下，於 2M24 全球航空客運量已超過 2019 年疫情前的 5.7%。而如今當跨國流動需求大幅提升時，供應鏈生產出現二大問題，包含 1) 疫情期間大量裁員或提前退休造成缺工現象；2) 小型零組件廠倒、運輸問題、原物料廠商缺工都造成長短料現象，使引擎及整機出現供不應求狀況。同時間，因為復飛成本(包含零組件檢查、維修、舊機種燃油耗損大及新機種碳排放量低於舊機種約 25-40%等因素)大於新購機種情況下將推升新機採購需求。因此看到 2023 年波音與空巴未消化訂單年增率達 20%，創下近 8 年來新高，而以 2023 年波音與空巴年交付量共 1,263 架計算，至少須 11 年才能消化完畢。由於飛機交機時程持續拉長，航空公司在疫情後紛紛提早下單滿足未來航運需求，從波音與空巴訂單數量來看，亦可見自 1Q21 以來淨訂單便自谷底的 2 架次持續復甦到近期 3Q24 的 493 架次，積壓訂單持續增加使整體航太產業需求無虞。

圖 6：空巴與波音 Backlog Order 需至少 6-8 年得以消化



資料來源：公司資料

圖 7：空巴與波音訂單持續湧入



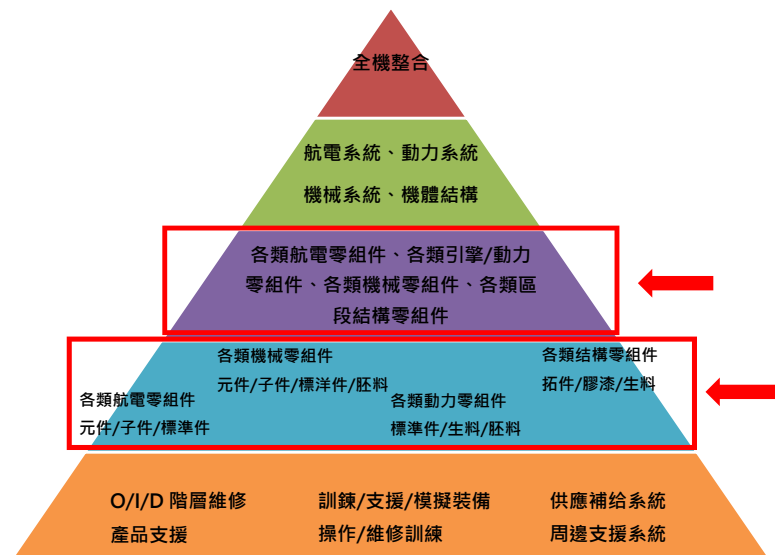
資料來源：Bloomberg

## 航太供應鏈毛利率持續壓縮，轉型核心零組件、MRO 領域及新世代複材技術以維持毛利率

國際航太飛機及發動機製造供應鏈為垂直分工，分為以下階層：元件/生料供應商(Tier 4)、零組件供應商(Tier 3)、次系統供應商(Tier 2) (機載設備、模組段特殊零件)及主體結構主要組件供應商(Tier 1)，最上層則為機體結構全機整合和飛機引擎整機製造等原廠(OEM)。

目前歐美主要飛機及引擎製造公司均採全球分工方式，建立零組件供應鏈體系。國際航太大廠持續要求降價，以及新興國家在政府的支持下以低生產成本切入單一化零件加工。而台灣目前多位於供應鏈 Tier 2 及以下，廠商包含漢翔、駐龍、晟田、長榮航太等，生產產品又以機匣、起落架及結構零組件等非核心零組件為主。主因發動機核心鍛造件需大量資本支出與時間去研發，也使得台灣航太供應鏈廠商降價壓力與日俱增。台廠在基礎航太零組件毛利逐漸承壓下，未來將逐漸發展較為精密的熱鍛組零件或是高毛利的民用發動機 MRO (維護、維修與整修)，期待能打造一站式解決方案，提供包含發動機內部高精度鑄造件、組零件、系統件、機體結構、起落架以及後續維運服務，以提升在整體航太產業鏈的產值。

圖 8：航太產業供應鏈分工，台灣持續往 Tier 2 發展



資料來源：公司資料



## 獲利調整與股票評價

### 長線成長動能明確，短期波音供應鏈問題影響，以 20 倍本益比得目標價 177 元

考量長線三大成長動能挹注，包含波音及空巴交機量持續增長、Spirit 外包比例提升使成長力道將優於市場、擴廠於 2026 年開出將提升營收天花板至少至 20-25 億元年營收。此外，駐龍具備航太垂直整合一條龍服務能力，從前段機制加工、熱處理、螢光檢測、表面處理到後段組裝均具備量能，有望在產業復甦趨勢下維持競爭力並持續獲利新訂單。

評價面疫情後駐龍歷史本益比落在 18-30x，國內同業目前落在 2025 年預估 EPS 的 19x，國際同業為 2025 年預估 EPS 的 76x。駐龍 2025/26 年 EPS 估年增 21.0%/30.1%至 8.9 元/11.5 元。然短線波音罷工復工及供應鏈穩定仍需時間，以 2025 年 EPS 8.86 元、20 倍本益比推得目標價 177 元，維持買進評等。

圖 9：駐龍營收獲利將有多項因子帶動成長

	2023	2026F	CAGR
Revenue (mn NTD)	833	1,349	17.4%
EPS (NTD)	6.2	11.5	22.9%
Revenue Growth Main Reasons	1、Spirit 交機數量持續增加。 2、疫情期間受惠供應鏈斷鏈轉單效益而增加 1800 項零組件。 3、受惠 OEM/Tier 1 廠商持續擴大外包比例，尤其 Spirit 預期將外包比例自 2022 年 45%提升至 2026 年 60%。		
EPS Growth Main Reasons	1、航太技術垂直整合製造產品護城河。 2、長約至至少 2028 年可保障 ASP 及減少原物料價格波動影響，維持獲利能力。 3、折舊費用佔生產成本達 10%、目前人工多一班制可透過加班提升產能、高研發費用於 2022-23 年認列，後續營業費用增幅將小於營收增幅，整體營運槓桿明顯。		

資料來源：公司資料、元大投顧

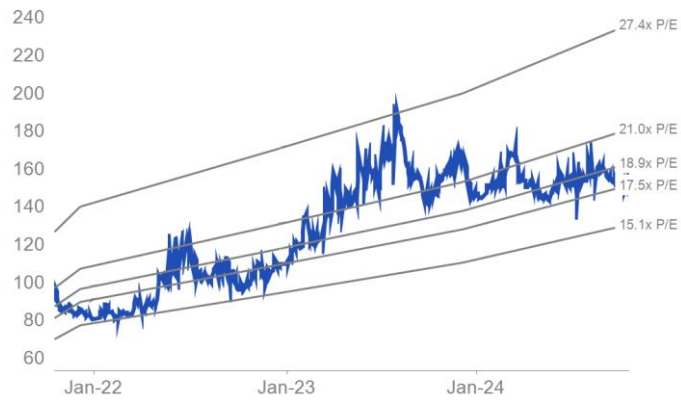
圖 10：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	887	924	1,068	1,085	-4.0%	-1.6%
營業毛利	442	471	547	565	-6.2%	-3.2%
營業利益	323	348	415	431	-7.2%	-3.7%
稅前利益	359	389	439	450	-7.7%	-2.4%
稅後淨利	286	314	345	363	-8.9%	-5.0%
調整後 EPS (元)	7.32	8.04	8.86	9.32	-8.9%	-5.0%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	49.8%	51.0%	51.3%	52.1%	-1.2	-0.8
營業利益率	36.5%	37.6%	38.9%	39.7%	-1.2	-0.8
稅後純益率	32.2%	33.9%	32.4%	33.5%	-1.8	-1.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

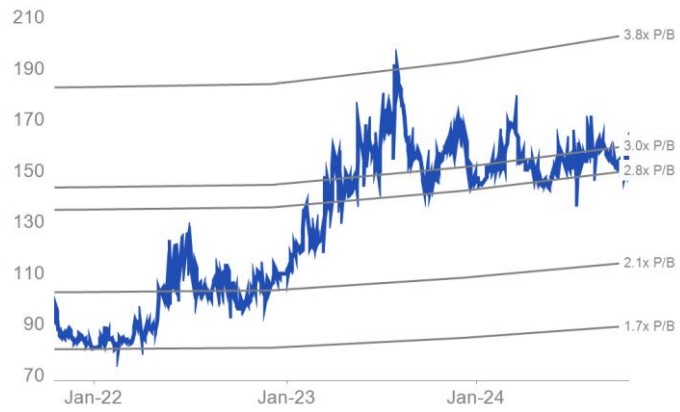


圖 11：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 13：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
駐龍	4572 TT	買進	153.5	187	6.21	7.32	8.86	24.7	21.0	17.3	21.1	17.9	21.0
航太同業													
漢翔	2634 TT	買進	45.2	1,313	2.36	2.68	3.12	19.1	16.9	14.5	36.8	13.3	16.5
晟田	4541 TT	未評等	32.8	69	(1.12)	1.00	1.43	-	32.8	23.0	(162.3)	-	42.5
JPP-KY	5284 TT	未評等	159	235	5.77	2.10	6.30	27.6	75.7	25.2	5.9	-	200.0
豐達科	3004 TT	未評等	89	150	5.77	-	-	15.4	-	-	102.7	-	-
長榮航太	2645 TT	未評等	93	1,080	4.95	5.45	5.73	18.9	17.1	16.3	10.4	10.2	5.1
千附精密	6829 TT	買進	117	214	3.51	5.80	6.61	33.3	20.2	17.7	(42.5)	65.2	14.0
航太同業平均					3.5	3.4	4.6	22.8	32.5	19.3	(8.2)	29.6	55.6
國際同業													
General Electric Co	GE	未評等	184.6	199,748	8.1	4.3	5.2	22.9	42.7	35.2	(793.0)	(46.3)	21.3
Airbus SE	AIR.PA	未評等	145.2	122,800	4.8	5.1	7.0	30.2	28.5	20.7	(11.0)	6.1	37.7
Boeing Co	BA	未評等	149.0	111,299	(3.7)	(16.0)	0.5	-	-	313.9	(55.8)	-	-
Spirit AeroSystems Holdings Inc	SPR	未評等	31.0	3,625	(5.8)	(10.1)	0.8	-	-	39.2	10.8	-	-
Rolls-Royce Holdings PLC	RR.L	未評等	569.00	62,858	28.8	17.7	20.9	19.7	32.1	27.3	(302.6)	(38.5)	17.6
Honeywell International Inc	HON.O	未評等	225.24	146,462	8.5	10.2	11.0	26.4	22.1	20.5	16.4	19.4	8.1
國際同業平均					6.8	1.9	7.6	24.8	31.3	76.1	(189.2)	(14.8)	21.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
駐龍	4572 TT	買進	153.5	187	13.4	14.4	16.4	48.47	50.78	54.00	3.2	3.0	2.8
航太同業													
漢翔	2634 TT	買進	45.2	1,313	13.5	13.7	15.7	18.2	19.7	21.0	2.5	2.3	2.1
晟田	4541 TT	未評等	32.8	69	(4.7)	4.3	6.0	22.6	-	-	1.4	-	-
JPP-KY	5284 TT	未評等	159	235	18.1	5.5	16.3	49.0	-	-	3.2	-	-
豐達科	3004 TT	未評等	89	150	14.4	-	-	43.7	-	-	2.0	-	-
長榮航太	2645 TT	未評等	93	1,080	15.4	15.4	16.1	35.0	35.6	35.5	2.7	2.6	2.6
千附精密	6829 TT	買進	117	214	10.9	17.1	18.6	31.2	-	-	3.8	-	-
航太同業平均					11.3	11.2	14.5	33.3	27.7	28.2	2.6	2.5	2.4
國際同業													
General Electric Co	GE	未評等	184.6	199,748	29.7	26.6	32.2	25.2	17.1	16.3	7.3	10.8	11.3
Airbus SE	AIR.PA	未評等	145.2	122,800	24.7	20.6	25.3	22.4	24.7	28.8	6.5	5.9	5.0
Boeing Co	BA	未評等	149.0	111,299	-	84.5	(56.8)	(28.4)	(26.0)	(6.2)	(5.2)	(5.7)	(24.1)
Spirit AeroSystems Holdings Inc	SPR	未評等	31.0	3,625	-	85.1	(0.7)	(4.7)	(12.9)	(11.9)	(6.6)	(2.4)	(2.6)
Rolls-Royce Holdings PLC	RR.L	未評等	569.00	62,858	-	(35.0)	(55.7)	(44.0)	(28.2)	(15.0)	(12.9)	(20.2)	(38.0)
Honeywell International Inc	HON.O	未評等	225.24	146,462	34.8	38.8	41.3	23.9	25.9	29.4	9.4	8.7	7.7
國際同業平均					29.7	36.8	(2.4)	(0.9)	0.1	6.9	(0.3)	(0.5)	(6.8)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：季度及年度簡明損益表 (合併)

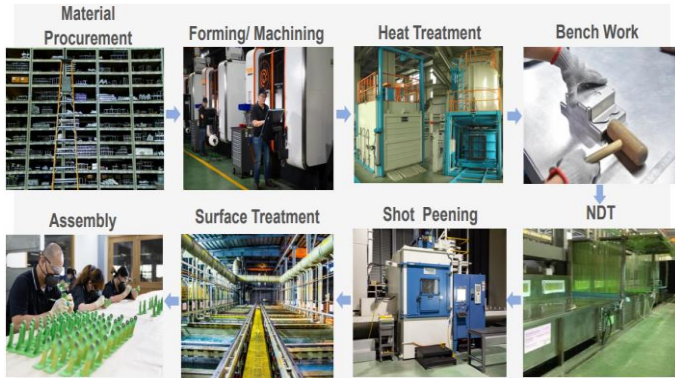
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	232	213	223	219	239	269	281	279	887	1,068
銷貨成本	(118)	(103)	(116)	(109)	(117)	(132)	(136)	(135)	(445)	(521)
營業毛利	114	110	107	110	122	137	144	143	442	547
營業費用	(30)	(32)	(28)	(28)	(30)	(33)	(35)	(35)	(118)	(132)
營業利益	84	79	79	82	92	104	110	109	323	415
業外利益	21	11	(3)	6	6	6	6	6	36	24
稅前純益	105	90	76	88	98	110	116	115	359	439
所得稅費用	(21)	(17)	(16)	(19)	(21)	(24)	(25)	(25)	(73)	(94)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	84	73	60	69	77	87	91	90	286	345
調整後每股盈餘(NT\$)	2.14	1.86	1.54	1.78	1.99	2.22	2.33	2.32	7.32	8.86
調整後加權平均股數(百萬股)	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
重要比率										
營業毛利率	49.2%	51.8%	48.0%	50.3%	51.0%	51.1%	51.4%	51.4%	49.8%	51.3%
營業利益率	36.2%	36.9%	35.4%	37.4%	38.6%	38.7%	39.0%	39.0%	36.5%	38.9%
稅前純益率	45.2%	42.2%	34.2%	40.2%	41.2%	40.9%	41.2%	41.2%	40.5%	41.1%
稅後純益率	36.1%	34.1%	26.9%	31.6%	32.4%	32.2%	32.4%	32.4%	32.2%	32.4%
有效所得稅率	20.2%	19.2%	21.1%	21.6%	21.4%	21.8%	21.6%	21.7%	20.3%	21.4%
季增率(%)										
營業收入	12.9%	-8.1%	4.7%	-1.8%	9.1%	12.6%	4.5%	-0.7%		
營業利益	22.9%	-6.3%	0.5%	3.8%	12.2%	13.0%	5.8%	-0.9%		
稅後純益	88.9%	-13.2%	-17.3%	15.0%	11.6%	13.0%	4.6%	-1.1%		
調整後每股盈餘	87.7%	-13.1%	-17.2%	15.3%	11.9%	11.8%	5.1%	-0.7%		
年增率(%)										
營業收入	21.1%	-2.8%	2.8%	6.7%	3.2%	26.4%	26.0%	27.4%	6.5%	20.4%
營業利益	16.1%	8.0%	5.7%	20.1%	9.7%	32.3%	39.2%	32.9%	12.1%	28.5%
稅後純益	41.9%	13.7%	-20.0%	55.9%	-7.9%	19.9%	51.7%	30.4%	18.2%	20.6%
調整後每股盈餘	30.2%	4.3%	-19.9%	56.4%	-7.4%	19.3%	51.5%	30.5%	17.9%	21.0%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

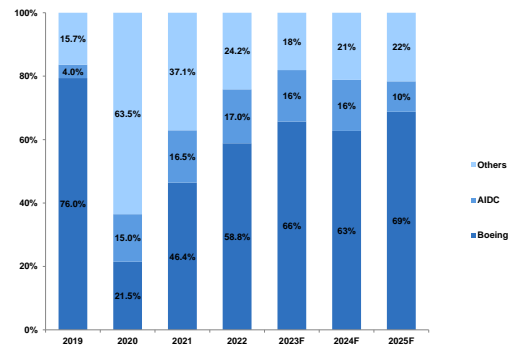
駐龍精密機械股份有限公司成立於 1990 年，主要從事飛機機身結構零組件、特殊模治具的研發、生產及銷售，為波音在台三家合格供應商之一(漢翔、長榮航太、駐龍)、台灣唯一液壓成型技術廠商(漢翔、駐龍)。駐龍在國際航太產業供應鏈中，已具備精密機械加工、鈑金成型、航太特殊製程的技術，下游客戶：Tier 1 佔 8 成、Tier 2 佔 2 成，終端客戶以波音(Boeing)為主。

圖 16：駐龍製程技術



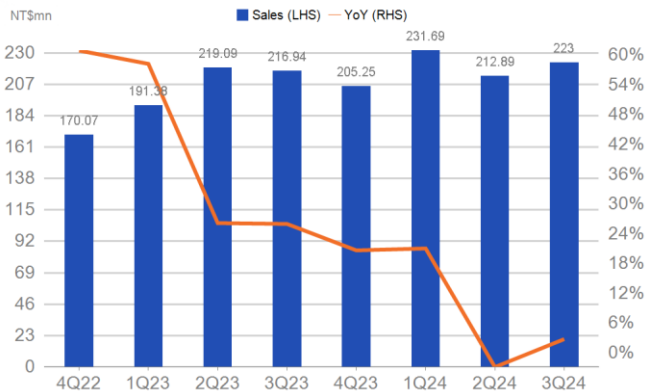
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 17：營收組成



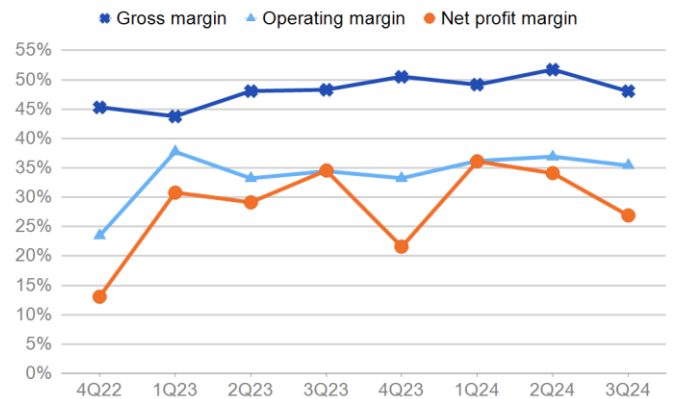
資料來源：公司資料

圖 18：營收趨勢



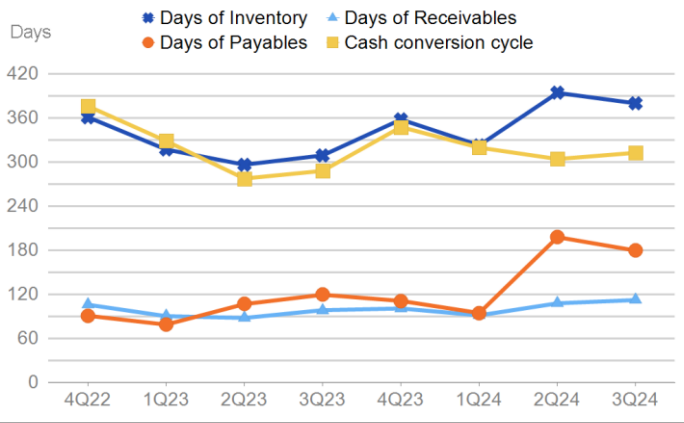
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：毛利率、營益率、淨利率



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	356	453	430	268	261
存貨	286	385	413	441	457
應收帳款及票據	99	188	214	233	265
其他流動資產	673	368	563	527	525
流動資產	1,414	1,394	1,620	1,469	1,508
採用權益法之投資	0	0	0	6	11
固定資產	380	345	353	607	706
無形資產	9	15	11	6	2
其他非流動資產	175	390	381	371	362
非流動資產	564	750	745	1,185	1,467
資產總額	1,978	2,144	2,366	2,460	2,589
應付帳款及票據	5	13	10	14	17
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	79	145	203	203	203
流動負債	85	157	213	217	220
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	174	263	263	263	263
長期負債	174	263	263	263	263
負債總額	259	421	475	480	482
股本	358	358	390	390	390
資本公積	252	81	0	0	0
保留盈餘	1,109	1,285	1,500	1,591	1,716
什項權益	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	1,719	1,724	1,890	1,981	2,106
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,719	1,724	1,890	1,981	2,106

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	54	184	242	286	345
折舊及攤提	64	64	68	59	106
本期營運資金變動	4	(196)	(46)	(42)	(45)
其他營業資產 及負債變動	(77)	143	23	36	2
營運活動之現金流量	44	195	287	338	408
資本支出	(30)	(18)	(39)	(308)	(200)
本期長期投資變動	0	0	0	(6)	(4)
其他資產變動	108	187	(188)	10	10
投資活動之現金流量	79	169	(227)	(305)	(195)
股本變動	0	0	32	0	0
本期負債變動	0	0	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(4)	(179)	(75)	(195)	(220)
其他調整數	(178)	(88)	(40)	0	0
融資活動之現金流量	(182)	(267)	(83)	(195)	(220)
匯率影響數	--	--	--	0	0
本期產生現金流量	(59)	96	(23)	(162)	(7)
自由現金流量	14	177	248	30	208

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	404	637	833	887	1,068
銷貨成本	(263)	(351)	(435)	(445)	(521)
營業毛利	141	286	398	442	547
營業費用	(80)	(102)	(110)	(118)	(132)
推銷費用	(8)	(14)	(15)	(19)	(19)
研究費用	(42)	(29)	(45)	(41)	(49)
管理費用	(31)	(45)	(59)	(61)	(64)
其他費用	1	(13)	10	3	0
營業利益	60	184	288	323	415
利息收入	5	9	23	23	24
利息費用	(2)	(2)	(3)	0	0
利息收入淨額	3	7	20	23	24
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(1)	32	2	21	0
其他業外收入(支出)淨額	1	3	4	(8)	0
稅前純益	64	226	314	359	439
所得稅費用	(11)	(43)	(72)	(73)	(94)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	54	184	242	286	345
稅前息前折舊攤銷前淨利	130	292	384	382	521
調整後每股盈餘 (NT\$)	1.50	5.13	6.21	7.32	8.86

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	15.4	57.7	30.8	6.5	20.4
營業利益	27.4	204.6	56.3	12.1	28.5
稅前息前折舊攤銷前淨利	16.8	124.4	31.5	(0.6)	36.4
稅後純益	63.9	241.6	31.9	18.2	20.6
調整後每股盈餘	63.0	242.0	21.1	17.9	21.0
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	34.8	44.9	47.8	49.8	51.3
營業利益率	15.0	28.9	34.6	36.5	38.9
稅前息前淨利率	15.6	35.2	37.4	36.5	38.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	32.3	45.9	46.2	43.1	48.8
稅前純益率	15.9	35.5	37.7	40.5	41.1
稅後純益率	13.3	28.8	29.1	32.2	32.4
資產報酬率	2.6	8.9	10.7	11.6	13.3
股東權益報酬率	3.0	10.7	13.4	14.4	16.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	15.1	24.4	25.2	24.3	23.1
淨負債權益比(%)	(20.7)	(26.3)	(22.7)	(20.4)	8.4
利息保障倍數 (倍)	42.7	111.1	124.7	0	0
流動比率 (%)	1666.3	885.7	761.3	582.5	504.3
速動比率 (%)	1246.4	630.3	560.3	492.6	298.5
淨負債 (NT\$百萬元)	(356)	(453)	(430)	(404)	177
調整後每股淨值 (NT\$)	48.02	48.15	48.47	50.78	54.00
評價指標 (倍)					
本益比	102.3	29.9	24.7	21.0	17.3
股價自由現金流量比	413.7	33.9	24.1	16.7	--
股價淨值比	3.2	3.2	3.2	3.0	2.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	46.0	20.5	15.6	15.7	11.5
股價營收比	14.8	9.4	7.2	6.8	5.6

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

駐龍 (4572 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文



中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.