

敬鵬(2355)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 洪浚哲 Charles Hung
charles1980@masterlink.com.tw

評等

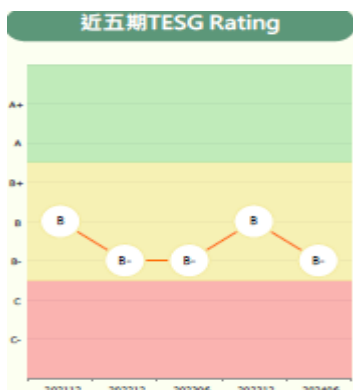
日期: 2024/10/01
目前收盤價 (NT\$): 41
目標價 (NT\$): 55
52 週最高最低(NT\$): 34.6-55.1
加權指數: 22224.54

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 3,975
市值 (NT\$/mn): 16,340
市值 (US\$/mn): 545
20 日平均成交量(仟股): 2,089
PER (2025): 13.76
PBR (2025): 1.05
外資持股比率: 21.15
TCRI 5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.0	-16.1	-10.9
加權指數報酬率	-0.2	-3.5	9.5

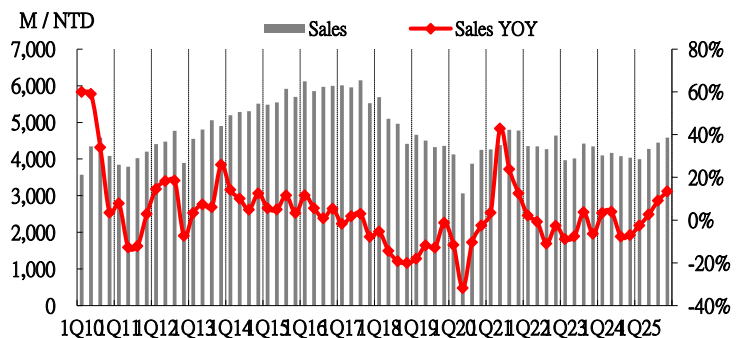
2025Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	55	59
營業收入 (NT\$/mn)	17,310	17,515
毛利率 (%)	15.88	15.84
營益率 (%)	8.28	8.24
EPS (NT\$)	2.99	3.01
BVPS(NT\$)	39.3	39.6



短期需求展望轉弱，惟泰國擴充計畫持續

- 目前供應鏈體系正常，惟 3Q 客戶需求展望短期有下滑，預期拉貨可能降溫，預估營收 40 億元，QoQ-2%，因匯率影響，預估毛利率 15%，預估稅後 EPS 0.61 元。4Q 預期仍季減，預估 EPS 0.6 元。目前成本面電價與銅價影響暫有限。
- 車用需求持續回穩，缺工、缺料議題已有緩解，車用供應鏈預期趨於正常，下游拉貨回溫，預期 2024 下游組裝產能將趕上終端需求，整體利用率預期可望進一步改善至 80-90%。泰國廠稼動率 2023 約 60-70% 上下。因應衛星汽車客戶東南亞產能需求，於舊廠整改完成投入擴充，預期 2H24 貢獻，另亦投入新廠建置，預期 2025 年開出，貢獻年營收約 30-35 億元，約需 2-3 年填滿。
- **2024 拉貨持續波動：**目前汽車板需求仍波動，2024 年原預期需求展望正向，目前轉為保守。預估 2024 年營收 163 億元，YoY-2%，因 1H 匯率有利，預估毛利率 15%，預估 2024 EPS 2.88 元，預估 2025 EPS 2.99 元。敬鵬雖近年車用供應鏈不穩使稼動率偏低，惟已走出谷底，自 2023 需求回升後 2024 仍波動，惟泰國廠維持計畫進入下一階段擴衝，未來積極佈局電動車與衛星等應用逐步發酵，發展方向亦將多元，故投資評等維持買進，目標價調整為 55 元(18x PER)。

Exhibit 1: 營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TSG 企業永續指標



Sources: Masterlink

敬鵬為全球前五大汽車板廠

敬鵬為台灣 PCB 硬板廠，主要生產產品為單層板雙層板、多層板及 HDI 板，產品之營收比重為汽車 70-80%、網通 5%、消費 5%、工業 10-15%及其他，客戶分散且屬多樣之需求，目前汽車板已為全球前五大供應商之一，目前全球市佔排名已前 3 大，市佔率超過 10%。

產品組合變化預估

產品	佔比(F)	YoY	毛利率
Auto	79%	0~5%	10~20%
Networking	8%	0~10%	10~20%
Consumer	5%	0~5%	10~20%
Industrial/others	8%	0~10%	10~20%

Source: : Company Data、Masterlink

近期客戶需求轉趨保守

2Q 營收 41 億元，QoQ1%，因利用率略降惟匯率有利，毛利率 15%，稅後 EPS 0.85 元。目前供應鏈體系恢復正常，惟 3Q 客戶需求展望短期有下滑，預期拉貨可能降溫，預估營收 40 億元，QoQ-2%，因匯率影響，預估毛利率 15%，預估稅後 EPS 0.61 元。4Q 預期仍季減，預估 EPS 0.6 元。目前成本面電價與銅價影響暫有限。

2024 車市需求與拉貨仍處波動

車用需求持續回穩，缺工、缺料議題已有緩解，車用供應鏈預期趨於正常，下游拉貨回溫，預期 2024 下游組裝產能將趕上終端需求，整體利用率預期可望進一步改善至 80-90%。未來仍著重傳統車廠跨入電動車之需求量將為主流，著重歐美市場，目前於歐系、日系、美系傳統及新創車廠 Lucid Motors、Rivian、Fisker、GM Cruise、Tesla 等車系皆有產品供貨，並仍看好傳統車廠跨入電動車之需求量將為主流。另目前佈局低軌道衛星產品，一客戶進入量產，另有一客戶將待泰國產能擴出後方有機會供貨。網通相關應用，目前亦布局歐系兩大龍頭廠與美國大廠將逐步發酵。

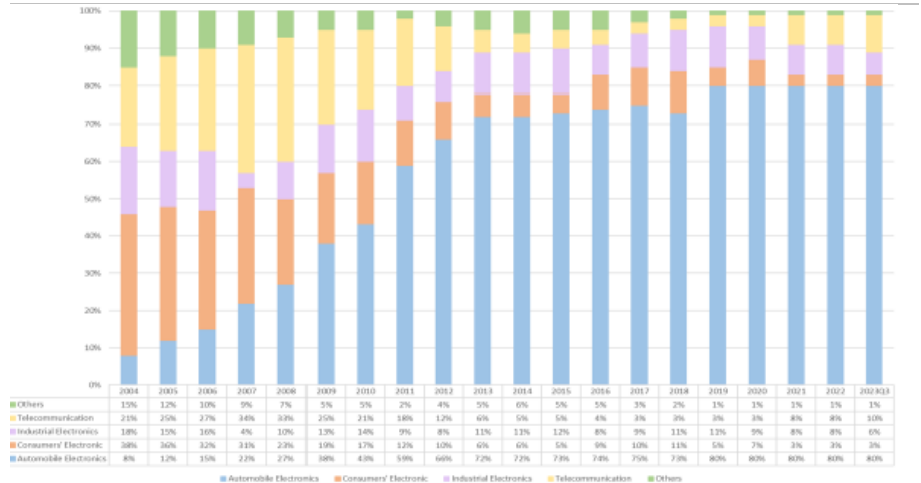
泰國廠擴充仍維持計畫

泰國廠稼動率 2023 約 60-70%上下，已進行汽車等多層板產品認證。因應衛星汽車客戶東南亞產能需求，已於泰國增資 10 億做擴充，舊廠整改完成開始進行擴充與升級，預期 2H24 貢獻，另亦投入新廠建置，預期 2025 年開出，貢獻年營收約 30-35 億元，約需 2-3 年填滿。新廠近期因環保要求較高預期時程延後，轉以舊廠大幅升級做因應。

稼動好轉及匯率有利獲利表現

過去受供應鏈不順影響稼動率，營運表現不佳，2023 整體利用率僅約 7-80%。2H23 回升後，稼動率回到 80%以上，而泰國廠整改告一段落進入擴充期，有助後續營運繼續提升。

產品與應用



Source: : Company Data、Masterlink

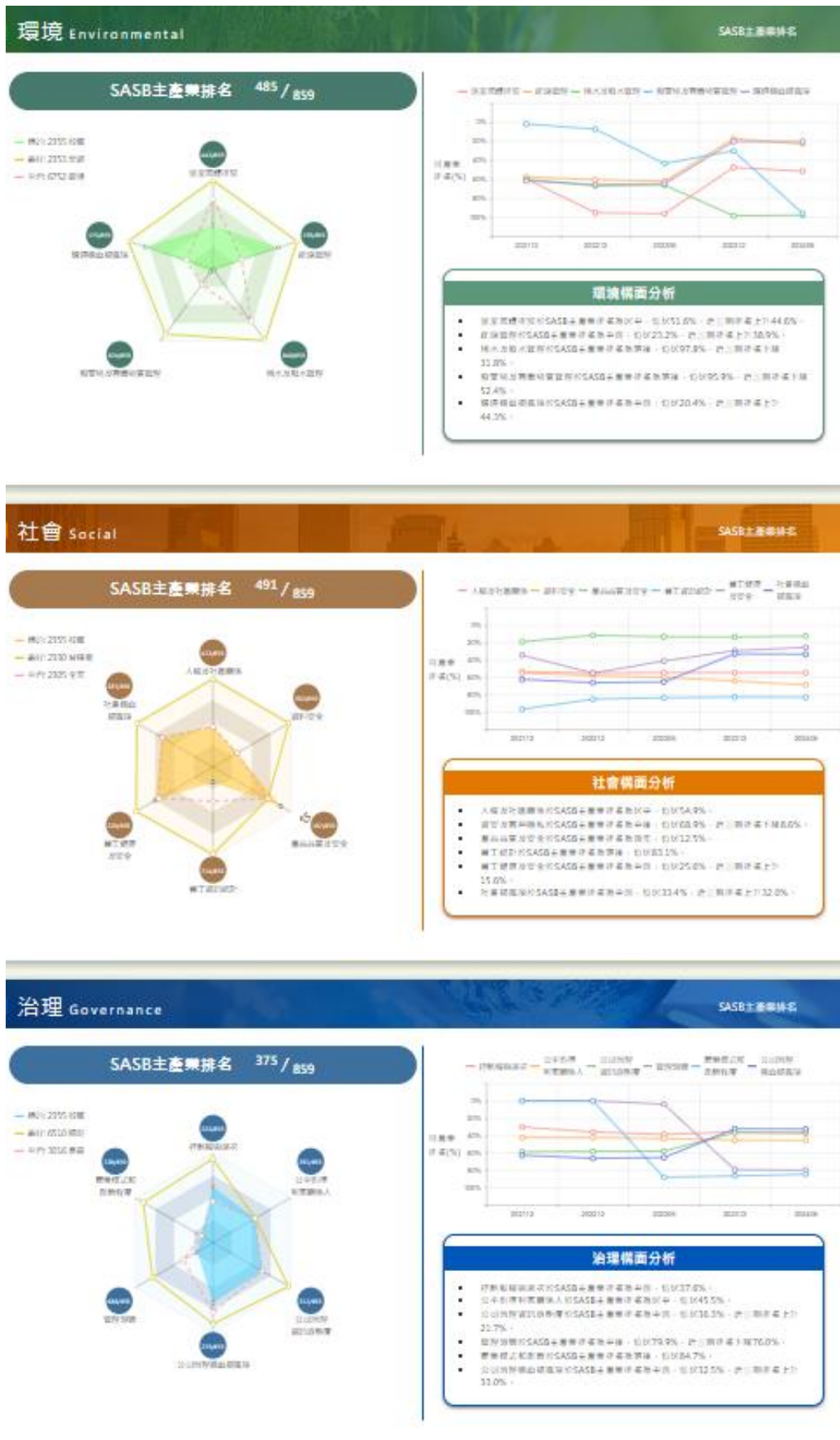
營運回穩後待進一步提升

目前汽車板需求仍波動，2024 年原預期需求展望正向，目前轉為保守。預估 2024 年營收 163 億元，YoY-2%，因 1H 匯率有利，預估毛利率 15%，預估 2024 EPS 2.88 元，預估 2025 EPS 2.99 元。敬鵬雖近年車用供應鏈不穩使稼動率偏低，惟已走出谷底，自 2023 需求回升後 2024 仍波動，惟泰國廠維持計畫進入下一階段擴衝，未來積極佈局電動車與衛星等應用逐步發酵，發展方向亦將多元，故投資評等維持買進，目標價調整為 55 元(18x PER)。

風險提示

營收可能因主要客戶拉貨狀況，毛利率視產品組合狀況可能異動

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	17,614	16,749	16,389	17,310	
COGS	16,107	14,560	13,863	14,560	
Gross profit	1,507	2,190	2,526	2,750	
Operating expense	1,234	1,367	1,327	1,316	
Operating profit	273	823	1,199	1,434	
Total non-operate. Inc.	371	221	321	200	
Pre-tax profit	644	1,044	1,520	1,634	
Total Net profit	397	655	1,043	1,181	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	397	655	1,043	1,181	
EPS (NT\$)	1.18	1.65	2.88	2.99	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	(3.3)	(4.9)	(2.2)	5.6	
Gross profit	32.9	45.3	15.4	8.9	
Operating profit	(246.9)	201.7	45.8	19.5	
Pre-tax profit	79.0	62.1	45.7	7.5	
Net profit	67.8	64.7	59.2	13.3	
EPS	40.6	40.1	74.2	3.6	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	8.6	13.1	15.4	15.9	
Operating	1.5	4.9	7.3	8.3	
EBITDA	8.9	12.1	15.6	15.7	
Pre-tax	3.7	6.2	9.3	9.4	
Net	2.3	3.9	6.4	6.8	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	4,102	4,168	4,080	4,039
Gross profit	648	635	620	622
Operating profit	308	303	291	296
Total non-ope inc.	103	158	30	30
Pre-tax profit	411	461	321	326
Net profit	282	282	241	238
EPS	0.82	0.85	0.61	0.60
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	3.3	3.8	(7.7)	(7.0)
Gross profit	85.3	46.5	(14.4)	(8.8)
Operating profit	79.3	41.1	(7.2)	(1.9)
Net profit	1,891.9	116.7	(22.8)	20.2
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Net sales	(5.6)	1.6	(2.1)	(1.0)
Gross profit	(4.9)	(2.0)	(2.4)	0.3
Operating profit	(10.7)	(1.7)	(3.9)	1.8
Net profit	42.0	0.0	(14.5)	(1.1)
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
Gross	15.8	15.2	15.2	15.4
Operating	7.5	7.3	7.1	7.3
Net	6.9	6.8	5.9	5.9

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	3,367	4,543	4,626	4,759	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & N/R	3,663	4,053	4,234	4,232	
Inventory	3,947	4,286	4,257	4,171	
Others	2,255	1,264	1,289	1,162	
Total current asset	13,231	14,147	14,406	14,324	
Long-term invest.	0	0	0	0	
Total fixed assets	7,010	7,456	7,388	7,309	
Total other assets	2,313	1,740	1,423	1,123	
Total assets	22,972	23,343	23,217	22,756	
Short-term Borrow	1,327	1,379	1,352	1,386	
A/P & N/P	3,398	3,376	3,353	2,806	
Other current liab.	2,084	2,416	2,308	2,037	
Total current liab.	6,810	7,171	7,013	6,229	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	591	590	619	622	
Total liability.	7,745	8,093	7,945	7,202	
Common stocks	3,975	3,975	3,975	3,975	
Reserves	0	0	0	0	
Retain earnings	9,672	9,695	9,717	9,999	
Total Equity	15,227	15,250	15,272	15,554	
Total Liab. & Equity	22,972	23,343	23,217	22,756	

Consolidated Statement of Cash flow				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	397	655	1,043	1,181
Dep & Amort	276	274	274	285
Investment income	33	11	32	174
Changes in W/C	-94	-122	-159	-207
Other adjustment	1,492	1,579	78	55
Cash flow – ope.	2,104	2,395	1,267	1,488
Capex	-898	-897	-897	-897
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-870	-229	0	0
Cash flow – inve.	-1,768	-1,126	-897	-897
Free cash flow	1,206	1,498	370	591
Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0
Cash dividend	-85	-143	-288	-459
Other adjustment	-721	51	0	0
Cash flow – Fin.	-807	-93	-288	-459
Exchange influence	0	0	0	0
Change in Cash	-457	1,177	82	133
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	1.75	2.83	4.48	5.14
ROE	2.61	4.30	6.83	7.66

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.