

2024 年 10 月 15 日

研究員：涂憶君 A51619@cim.capital.com.tw

前日收盤價 39.40 元  
目標價  
3 個月 41.00 元  
12 個月 41.00 元

## 敬鵬(2355 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

2025 力拚車用回溫，重拾營運動能。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 3,975  
市值(億元) 157  
目前每股淨值(元) 41.52  
外資持股比(%) 17.26  
投信持股比(%) 0.01  
董監持股比(%) 11.48  
融資餘額(張) 9,139  
現金股息配發率(%) 65.10

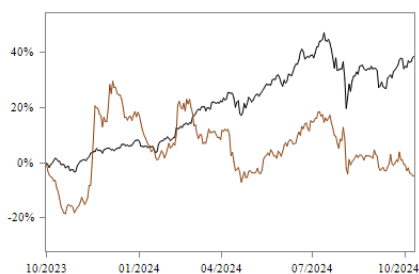
### 產品組合



印刷電路板製造、加工、買賣:100.00%

### 股價相對大盤走勢

— 2355 — TWSE



**投資建議：**考量敬鵬車用營收占比高，然受歐美車市復甦緩慢影響，2024/2025 營運動能普通，且近年 EPS 偏低，研究部以 PB 評價，其近 5 年平均股淨比落於 0.6-1.2 倍，研究部以中性 PB 0.9 倍給予評價，目標價 41 元(2025 BVPS X 0.9 PBR)，投資建議為 Trading Buy。

**3Q24 車用表現疲弱，毛利率估微幅下滑：**09/2024 營收 13.72 億元，MoM-0.8%/YoY-10%，整體 3Q24 營收 40.65 億元，QoQ-2.48%/YoY-8.06%，主要仍是車用市場復甦動能不足，公司給出毛利率將因電價、美元匯率受到影響之指引，故研究部預期 3Q24 毛利率 15.23%，稅後純益 2.76 億元，QoQ-18.86%/YoY-23.41%，EPS 0.69 元。

**2024 營收失色，力拚 2025 車用回溫：**敬鵬車用營收以歐美燃油車為主力市場，2024 受歐美車市銷售力道疲弱，壓抑營收動能，且車用客戶目前對車市看法仍屬保守，敬鵬轉而積極布局其他市場，如：低軌衛星(LEO)成為其策略之一，惟泰國新廠受限法規與公司考量，使產能不易於 2025 開出，故研究部認為 2025 敬鵬仍賴車用客戶拉貨回溫，方能帶動敬鵬營收重新向上。綜合以上，預估 2024 營收 163.9 億元，YoY-2.11%，毛利率 15.37%，稅後純益 12.18 億元，YoY+59.58%，EPS 3.06 元，BVPS 42.94 元；2025 營收 175.43 億元，YoY+7%，毛利率 15.54%，稅後純益 12.31 億元，YoY+1.1%，EPS 3.1 元，BVPS 46.04 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	16,749	16,395	17,543	4,421	4,343	4,102	4,168	4,065	4,060	3,786	4,186	4,686
營業毛利淨額	2,190	2,520	2,727	724	682	648	635	619	617	568	632	745
營業利益	823	1,198	1,333	296	345	308	303	294	292	265	297	380
稅後純益	763	1,218	1,231	360	198	324	340	276	278	261	285	339
稅後 EPS(元)	1.92	3.06	3.10	0.91	0.50	0.82	0.85	0.69	0.70	0.66	0.72	0.85
毛利率(%)	13.07%	15.37%	15.54%	16.38%	15.70%	15.81%	15.24%	15.23%	15.20%	15.00%	15.10%	15.90%
營業利益率(%)	4.91%	7.30%	7.60%	6.69%	7.95%	7.52%	7.27%	7.23%	7.20%	7.00%	7.10%	8.10%
稅後純益率(%)	4.56%	7.43%	7.02%	8.14%	4.56%	7.90%	8.15%	6.78%	6.85%	6.90%	6.81%	7.24%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-4.91%	-2.11%	7.00%	10.15%	-1.76%	-5.57%	1.63%	-2.48%	-0.12%	-6.76%	10.57%	11.95%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	53.65%	59.58%	1.10%	121.19%	-44.93%	63.43%	4.89%	-18.86%	0.87%	-6.12%	9.17%	19.00%

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 39.75 億元計算。

## 敬鵬 ESG

2022 年設立「永續發展委員會」，2023 年再升級為董事會的功能委員會之一，亦持續呼應聯合國永續發展目標（Sustainable Development Goals, SDGs），將 17 項永續目標與營運活動及公司發展策略結合，於產品設計開發、原物料採購、製造、銷售等整體價值鏈中納入 SDGs 考量，並以此做為我們永續發展的長期策略。

敬鵬符合 ISO 14001 要求，建立環境管理系統，充分考量產品生產過程中產生的汙染(如：空汙、水汙、廢棄物)及水電耗用等顯著環境議題和產品製造過程中恐引入的危害物質；設置專責管理單位及人員，對空汙、水汙、廢棄物等進行環境汙染預防、能資源管控。

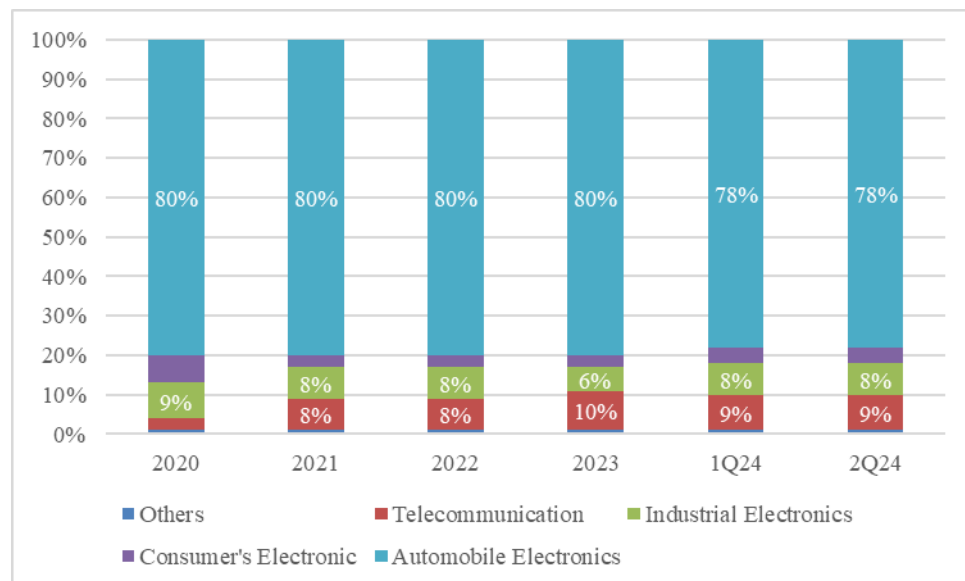
敬鵬亦依據利害關係人議合原則（AA1000 Stakeholder Engagement Standard，簡稱 AA1000 SES）進行利害關係人與重大性議題之鑑別，藉此掌握利害關係人關切的环境、經濟及社會相關重大性議題，回應利害關係人之訴求與期待。

每年由專責單位進行利益衝突申報、內稽以及針對供應商進行外稽等，檢視可能的誠信風險。截至 2023 年底公司除了要求廉潔職務同仁須進行申報之外，更擴大對象至公司主管，並開放讓全體同仁自行申報。針對供應商，我們於每年對供應商宣導誠信交易承諾，並依循責任商業聯盟(Responsible Business Alliance, RBA) 外部稽核制度，確認重點廠商符合規範。

## 公司介紹

敬鵬成立於 1979 年，主要從事 PCB 製造、加工、買賣，單面板、雙面板、多層板、HDI 板等產品皆有，長期以汽車板為主要營收來源。2Q24 營收占比為 Automobile Electronics 78%、Consumer's Electronics 4%、Industrial Electronics 8%、Telecommunication 9%、Others 1%。

圖、敬鵬近年營收產品組合



資料來源：公司

2024 年 10 月 15 日

## 2Q24 營收、毛利約持平 1Q24，無特別亮點

2Q24 營收 41.68 億元，QoQ+1.63%/YoY+3.84%，毛利率 15.24%，QoQ-0.57ppt，主要是電費、CCL 價格提高，抵銷產能利用率稍微拉升，惟因業外收入 QoQ+48% 至 2.16 億元，使稅後純益為 3.4 億元，QoQ+4.89%/YoY+108%，EPS 0.85 元。

## 3Q24 車用表現疲弱，毛利率估微幅下滑

09/2024 營收 13.72 億元，MoM-0.8%/YoY-10%，整體 3Q24 營收 40.65 億元，QoQ-2.48%/YoY-8.06%，主要仍是車用市場復甦動能不足，公司給出毛利率將因電價、美元匯率受到影響之指引，故研究部預期 3Q24 毛利率 15.23%，稅後純益 2.76 億元，QoQ-18.86%/YoY-23.41%，EPS 0.69 元。

## 2024 營收失色，力拚 2025 車用回溫

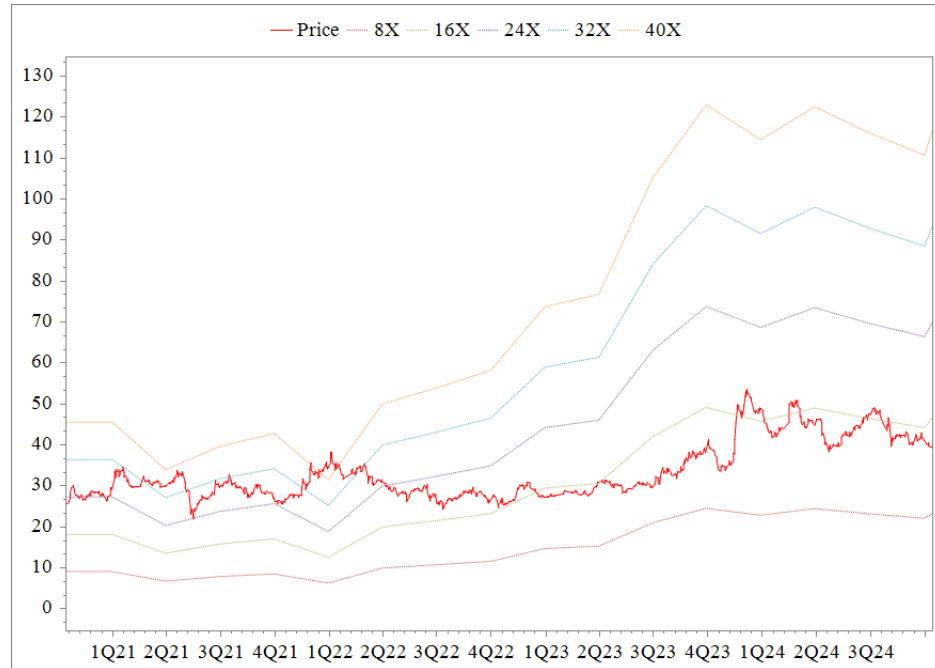
敬鵬車用營收以歐美燃油車為主力市場，2024 受歐美車市銷售力道疲弱，壓抑營收動能，且車用客戶目前對車市看法仍屬保守，敬鵬轉而積極布局其他市場，如：低軌衛星(LEO)成為其策略之一，惟泰國新廠受限法規與公司考量，使產能不易於 2025 開出，故研究部認為 2025 敬鵬仍賴車用客戶拉貨回溫，方能帶動敬鵬營收重新向上。綜合以上，預估 2024 營收 163.9 億元，YoY-2.11%，毛利率 15.37%，稅後純益 12.18 億元，YoY+59.58%，EPS 3.06 元，BVPS 42.94 元；2025 營收 175.43 億元，YoY+7%，毛利率 15.54%，稅後純益 12.31 億元，YoY+1.1%，EPS 3.1 元，BVPS 46.04 元。

## 投資建議

考量敬鵬車用營收占比高，然受歐美車市復甦緩慢影響，2024/2025 營運動能普通，且近年 EPS 偏低，研究部以 PB 評價，其近 5 年平均股淨比落於 0.6-1.2 倍，研究部以中性 PB 0.9 倍給予評價，目標價 41 元(2025 BVPS X 0.9 PBR)，投資建議為 Trading Buy。

2024 年 10 月 15 日

## 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 10 月 15 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	23,217	22,582	22,742	23,135	23,635
流動資產	14,406	14,276	14,670	15,000	15,500
現金及約當現金	3,824	3,367	4,502	4,078	4,482
應收帳款與票據	4,234	3,877	3,768	3,800	3,810
存貨	4,257	4,010	3,202	3,800	3,800
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	7,388	6,721	5,919	5,837	5,737
<b>負債總計</b>	<b>7,945</b>	<b>6,728</b>	<b>6,639</b>	<b>6,610</b>	<b>6,673</b>
流動負債	7,066	5,821	5,854	5,800	5,750
應付帳款及票據	3,353	2,638	2,374	2,350	2,330
非流動負債	880	908	785	834	967
<b>權益總計</b>	15,272	15,853	16,102	16,525	16,961
普通股股本	<b>3,975</b>	<b>3,975</b>	<b>3,975</b>	<b>3,975</b>	<b>3,975</b>
保留盈餘	10,288	10,603	10,994	11,417	11,853
母公司業主權益	15,271	15,853	16,102	16,524	16,960
<b>負債及權益總計</b>	<b>23,217</b>	<b>22,582</b>	<b>22,742</b>	<b>23,135</b>	<b>23,635</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	18,219	17,614	16,749	16,395	17,543
營業成本	17,086	16,107	14,560	13,875	14,816
<b>營業毛利淨額</b>	1,134	1,507	2,190	2,520	2,727
營業費用	1,319	1,234	1,367	1,322	1,394
<b>營業利益</b>	-186	273	823	1,198	1,333
<b>EBITDA</b>	1,486	1,804	2,090	2,709	2,717
業外收入及支出	545	371	165	566	426
稅前純益	461	743	1,152	1,764	1,759
所得稅	123	246	389	546	528
稅後純益	338	497	763	1,218	1,231
稅後 EPS(元)	0.85	1.25	1.92	3.06	3.10
完全稀釋 EPS**	0.85	1.25	1.92	3.06	3.10

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 39.75【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 39.75 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	18.98%	-3.32%	-4.91%	-2.11%	7.00%
營業毛利淨額	30.33%	32.94%	45.28%	15.09%	8.21%
營業利益	N.A	N.A	201.73%	45.57%	11.27%
稅後純益	632.43%	47.02%	53.65%	59.58%	1.10%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	6.22%	8.56%	13.07%	15.37%	15.54%
EBITDA(%)	8.15%	10.24%	12.48%	16.52%	15.49%
營益率	-1.02%	1.55%	4.91%	7.30%	7.60%
稅後純益率	1.85%	2.82%	4.56%	7.43%	7.02%
總資產報酬率	1.45%	2.20%	3.36%	5.26%	5.21%
股東權益報酬率	2.21%	3.13%	4.74%	7.37%	7.26%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	34.22%	29.79%	29.19%	28.57%	28.24%
負債/淨值比(%)	52.02%	42.44%	41.23%	40.00%	39.35%
流動比率(%)	203.89%	245.26%	250.60%	258.62%	269.57%

## 其他比率分析

存貨天數	76.89	93.67	90.41	92.10	93.61
應收帳款天數	76.65	84.04	83.29	84.24	79.17

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-166	2,104	2,395	1,977	2,610
稅前純益	461	743	1,152	1,764	1,759
折舊及攤銷	1,104	1,132	1,044	1,022	997
營運資金變動	-1,536	-111	653	-654	-30
其他營運現金	-196	341	-454	-154	-116
<b>投資活動現金</b>	124	-1,768	-1,126	-1,935	-1,699
資本支出淨額	-654	-433	-286	-290	-300
長期投資變動	420	-1,850	-313	-1,500	-1,300
其他投資現金	359	515	-528	-145	-99
<b>籌資活動現金</b>	-221	-807	-93	-467	-506
長借/公司債變動	0	0	0	48	133
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-199	-199	-338	-795	-795
其他籌資現金	-22	-608	245	280	155
<b>淨現金流量</b>	-286	-457	1,135	-424	404
<b>期初現金</b>	4,110	3,824	3,367	4,502	4,078
<b>期末現金</b>	3,824	3,367	4,502	4,078	4,482

資料來源：CMoney、群益

2024 年 10 月 15 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	4,014	4,421	4,343	4,102	4,168	4,065	4,060	3,786	4,186	4,686	4,886	N.A
營業成本	3,581	3,697	3,662	3,453	3,533	3,446	3,443	3,218	3,554	3,941	4,104	N.A
營業毛利淨額	434	724	682	648	635	619	617	568	632	745	782	N.A
營業費用	297	429	337	340	332	325	325	303	335	365	391	N.A
營業利益	136	296	345	308	303	294	292	265	297	380	391	N.A
業外收入及支出	105	201	-10	145	216	100	105	108	110	105	103	N.A
稅前純益	241	496	335	454	519	394	397	373	407	485	494	N.A
所得稅	78	136	137	130	179	118	119	112	122	145	148	N.A
稅後純益	163	360	198	324	340	276	278	261	285	339	346	N.A
最新股本	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975	3,975
稅後EPS(元)	0.41	0.91	0.50	0.82	0.85	0.69	0.70	0.66	0.72	0.85	0.87	N.A
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	10.80%	16.38%	15.70%	15.81%	15.24%	15.23%	15.20%	15.00%	15.10%	15.90%	16.00%	N.A
營業利益率(%)	3.40%	6.69%	7.95%	7.52%	7.27%	7.23%	7.20%	7.00%	7.10%	8.10%	8.00%	N.A
稅後純益率(%)	4.05%	8.14%	4.56%	7.90%	8.15%	6.78%	6.85%	6.90%	6.81%	7.24%	7.08%	N.A
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	1.10%	10.15%	-1.76%	-5.57%	1.63%	-2.48%	-0.12%	-6.76%	10.57%	11.95%	4.27%	N.A
營業利益	198.63%	116.82%	16.78%	-10.70%	-1.65%	-3.05%	-0.54%	-9.35%	12.15%	27.71%	2.98%	N.A
稅前純益	203.63%	106.01%	-32.48%	35.39%	14.41%	-24.11%	0.87%	-6.12%	9.17%	19.00%	1.92%	N.A
稅後純益	287.19%	121.19%	-44.93%	63.43%	4.89%	-18.86%	0.87%	-6.12%	9.17%	19.00%	1.92%	N.A
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-7.66%	3.61%	-6.47%	3.31%	3.84%	-8.06%	-6.52%	-7.70%	0.42%	15.27%	20.33%	N.A
營業利益	281.84%	755.62%	4.36%	575.25%	122.37%	-0.56%	-15.31%	-14.03%	-1.97%	29.14%	33.70%	N.A
稅前純益	60.31%	91.79%	1.52%	471.84%	115.47%	-20.62%	18.57%	-17.78%	-21.55%	23.01%	24.29%	N.A
稅後純益	35.80%	74.72%	18.09%	670.75%	108.79%	-23.41%	40.30%	-19.41%	-16.12%	23.01%	24.29%	N.A

註1：稅後EPS以股本39.75億元計算

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。