

研究員：顏兆祥 [mike.yen@cim.capital.com.tw](mailto:mike.yen@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	30.50 元
目標價	
3 個月	33.00 元
12 個月	33.00 元

## 敬鵬(2355TT)

## 區間操作

### 近期報告日期、評等及前日股價

### 2023年營收重拾成長，首度給予區間操作的投資建議

**投資建議：**隨著車用晶片短缺的狀況緩解，全球汽車銷量於2023年將重拾成長，帶動敬鵬的營收往上。過去敬鵬的股價於PBR 0.5~1x 作區間整理，目前評價位於中間值，考量敬鵬未來營運有望好轉，首度給予區間操作的投資建議，目標價33元，是以PBR 0.85x 來評價。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,975
市值(億元)	121
目前每股淨值(元)	39.52
外資持股比(%)	17.35
投信持股比(%)	0.16
董監持股比(%)	11.61
融資餘額(張)	3,792
現金股息配發率(F)(%)	--

**4Q22 車用晶片短缺的狀況緩解營收 QOQ 成長，但受到美元貶值和原物料上漲的影響，預估 4Q22 獲利 QOQ 明顯衰退：**營收 QOQ 成長主要是因為車用晶片短缺的狀況緩解，不過毛利率受到美元貶值和原物料上漲的影響，較 3Q22 下滑，使得 4Q22 較 3Q22 的獲利明顯衰退。

### 產品組合



印刷電路板製造、加工、買賣: 100.00%

**1Q23 工作天數較少，營收將較 4Q22 下滑：**1Q23 因適逢農曆年假，工作天數較少，預估營收較 4Q22 下滑。匯率方面，美元持續疲弱，預估毛利率與 4Q22 相當。預估 1Q23 營收為 43.18 億元，QOQ -6.37%，YOY -0.87%，稅後 EPS 0.02 元。

### 股價相對大盤走勢



**2023年隨著車用晶片短缺的狀況緩解，全球汽車銷量於2023年將重拾成長，預估敬鵬營收 YOY +5.48%：**展望2023年，隨著車用晶片短缺的狀況緩解，全球汽車銷量於2023年將重拾成長，根據研調機構 Moody's 的資料顯示，2023年全球汽車銷量為 8,380 萬輛，YOY +4.1%。而汽車動力與安全要求規格不斷提升之下，電子化的程度亦逐漸增加，工研院預估 2022 年全球汽車電子市場規模將達 2,949 億美元，2027 年更上看 4,000 億美元，2022~2027 年 CAGR 為 6.29%，顯示整車對汽車板的需求將與日俱增。故敬鵬仍計畫將於 2023 年在泰國擴產，隨著疫情趨緩，已開始加派人力去泰國籌劃擴產相關事宜，若進行的順利，2023 年資本支出將會高於 2022 年。泰國生產比重僅 10%，若能增加泰國的生產比重，將有望減少生產成本，不過泰國擴產的部分尚未有明確的時間表。綜合以上，預估敬鵬 2023 年營收為 185.45 億元，YOY +5.48%；稅後純益為 2.09 億元，YOY -38.69%；稅後 EPS 0.53 元。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	18,219	17,582	18,545	4,774	4,356	4,347	4,268	4,612	4,318	4,500	4,815	4,912
營業毛利淨額	1,134	1,134	1,299	239	180	346	326	282	258	331	356	355
營業利益	-186	-82	104	-74	-128	36	35	-24	-30	42	47	46
稅後純益	338	342	209	-15	3	120	206	13	7	65	69	68
稅後 EPS(元)	0.85	0.86	0.53	-0.04	0.01	0.30	0.52	0.03	0.02	0.16	0.17	0.17
毛利率(%)	6.22%	6.45%	7.00%	5.01%	4.14%	7.95%	7.63%	6.12%	5.97%	7.35%	7.39%	7.22%
營業利益率(%)	-1.02%	-0.47%	0.56%	-1.54%	-2.95%	0.82%	0.81%	-0.52%	-0.70%	0.93%	0.97%	0.93%
稅後純益率(%)	1.85%	1.94%	1.13%	-0.32%	0.06%	2.76%	4.83%	0.28%	0.17%	1.45%	1.43%	1.38%
營業收入 YoY/QoQ(%)	18.98%	-3.50%	5.48%	-0.46%	-8.77%	-0.20%	-1.83%	8.06%	-6.37%	4.22%	7.00%	2.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	632.43%	1.11%	-38.69%	N.A	N.A	4,157.66%	71.92%	-93.79%	-41.51%	770.01%	6.07%	-2.03%

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。

## ESG(Environment, Social, Governance) :

敬鵬(2355 TT)成立企業永續的委員會監督管理環境與氣候議題，鑑別可行之機會並研擬因應措施，評估短、中、長期的風險管理與轉型策略。短期目標將以建立溫室氣體減量、節水、節電量管理的指標，及管理氣候變遷導致水電供應不穩及地震、火災、化學品洩漏等潛在風險為主。中期目標則以建立降低碳排總量的量化績效指標、取得符合客戶期待的各項永續供應鏈認證，及各項再生能源投資機會的可行性與財務評估。3.長期則以導入(Task Force on Climate-Related Financial Disclosure, TCFD)制度，發佈TCFD 報告書為目標，從「氣候風險揭露」逐步走向「氣候相關財務揭露」，建立量化績效指標的目標管理與揭露機制。

## 公司簡介：

敬鵬(2355 TT)成立於1979年，為印刷電路板(Printed Circuit Board, PCB)板廠，主要生產汽車板，佔整體營收80%，亦是全球主要的汽車板廠之一。生產廠區有桃園一廠、桃園二廠、平鎮廠、常熟廠和泰國廠，以台灣為主要生產基地，2022年的生產比重為台灣佔54%、中國佔36%和泰國佔10%。

表一、敬鵬營收比重

營收比重	2017	2018	2019	2020	2021	3Q22
Automobile Electronics	75.00%	73.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
Consumer's Electronics	10.00%	11.00%	5.00%	7.00%	3.00%	3.00%
Industrial Electronics	9.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.00%	8.00%
Telecommunication	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	8.00%	8.00%
Others	3.00%	2.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

資料來源：敬鵬，群益投顧整理

## 4Q22 車用晶片短缺的狀況緩解營收 QOQ 成長，但受到美元貶值和原物料上漲的影響，預估 4Q22 獲利 QOQ 明顯衰退：

4Q22 敬鵬營收為 46.12 億元，QOQ +8.06%，YOY -3.41%；預估毛利率為 6.12%，較 3Q22 減少 1.51 個百分點；稅後純益為 1,280 萬元，QOQ -93.79%，YOY 轉虧為盈；稅後 EPS 0.03 元。營收 QOQ 成長主要是因為車用晶片短缺的狀況緩解，不過毛利率受到美元貶值和原物料上漲的影響，較 3Q22 下滑，使得 4Q22 較 3Q22 的獲利明顯衰退。

## 1Q23 工作天數較少，營收將較 4Q22 下滑：

1Q23 因適逢農曆年假，工作天數較少，預估營收較 4Q22 下滑。匯率方面，美元持續疲弱，預估毛利率與 4Q22 相當。預估 1Q23 營收為 43.18 億元，QOQ -6.37%，YOY -0.87%；毛利率為 5.97%，較 4Q22 減少 0.15 個百分點；稅後純益為 749 萬元，QOQ -41.51%，YOY +165.95%；稅後 EPS 0.02 元。

## 2023 年隨著車用晶片短缺的狀況緩解，全球汽車銷量於 2023 年將重拾成長，預估敬鵬營收 YOY +5.48%：

展望 2023 年，隨著車用晶片短缺的狀況緩解，全球汽車銷量於 2023 年將重拾成長，根據研調機構 Moody's 的資料顯示，2023 年全球汽車銷量為

2023年2月6日

8,380萬輛，YOY +4.1%。而汽車動力與安全要求規格不斷提升之下，電子化的程度亦逐漸增加，工研院預估2022年全球汽車電子市場規模將達2,949億美元，2027年更上看4,000億美元，2022~2027年CAGR為6.29%，顯示整車對汽車板的需求將與日俱增，故敬鵬仍計畫於2023年在泰國擴產，隨著疫情趨緩，已開始加派人力去泰國籌劃擴產相關事宜，若進行的順利，2023年資本支出將會高於2022年。泰國生產比重僅10%左右，若能增加泰國的生產比重，將有望減少生產成本，不過泰國擴產的部分尚未有明確的時間表。

綜合以上，預估敬鵬2023年營收為185.45億元，YOY +5.48%；稅後純益為2.09億元，YOY -38.69%；稅後EPS 0.53元。

### 投資建議：

隨著車用晶片短缺的狀況緩解，全球汽車銷量於2023年將重拾成長，帶動敬鵬的營收往上。過去敬鵬的股價於PBR 0.5~1x作區間整理，目前評價位於中間值，考量敬鵬未來營運有望好轉，首度給予區間操作的投資建議，目標價33元，是以PBR 0.85x來評價。

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2023年2月6日

## 資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>資產總計</b>	23,104	22,477	23,217	23,434	25,117
流動資產	12,906	11,981	14,406	13,726	13,748
現金及約當現金	4,321	4,110	3,824	4,127	3,886
應收帳款與票據	3,630	3,418	4,234	3,150	4,639
存貨	3,105	2,942	4,257	2,673	4,593
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	7,863	7,331	7,388	7,398	7,408
<b>負債總計</b>	<b>7,367</b>	<b>7,171</b>	<b>7,945</b>	<b>8,019</b>	<b>9,613</b>
流動負債	6,326	6,262	7,066	7,626	7,856
應付帳款及票據	2,570	2,757	3,353	2,529	3,638
非流動負債	1,041	909	880	1,218	1,471
<b>權益總計</b>	15,737	15,306	15,272	15,414	15,504
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	10,532	10,185	10,288	10,431	10,521
母公司業主權益	15,736	15,305	15,271	15,414	15,504
<b>負債及權益總計</b>	<b>23,104</b>	<b>22,477</b>	<b>23,217</b>	<b>23,434</b>	<b>25,117</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業活動現金</b>	1,784	1,338	-166	3,077	1,337
稅前純益	832	25	461	429	263
折舊及攤銷	1,065	1,125	1,104	1,105	1,107
營運資金變動	-43	562	-1,536	1,844	-2,299
其他營運現金	-71	-374	-196	-301	2,266
<b>投資活動現金</b>	-1,172	-1,004	124	-967	-1,731
資本支出淨額	-932	-652	-654	-500	-500
長期投資變動	192	429	420	419	419
其他投資現金	-432	-781	359	-886	-1,651
<b>籌資活動現金</b>	-352	-521	-221	-1,807	152
長借/公司債變動	-166	0	0	337	253
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-199	-397	-199	-199	-119
其他籌資現金	13	-123	-22	-1,946	18
<b>淨現金流量</b>	243	-210	-286	303	-241
<b>期初現金</b>	4,078	4,321	4,110	3,824	4,127
<b>期末現金</b>	4,321	4,110	3,824	4,127	3,886

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業收入淨額</b>	17,848	15,313	18,219	17,582	18,545
營業成本	16,454	14,443	17,086	16,448	17,246
<b>營業毛利淨額</b>	1,395	870	1,134	1,134	1,299
營業費用	1,096	994	1,319	1,216	1,195
<b>營業利益</b>	298	-124	-186	-82	104
<b>EBITDA</b>	1,863	1,080	1,486	1,486	1,486
業外收入及支出	534	148	646	511	159
稅前純益	832	25	461	429	263
所得稅	172	-21	123	87	54
稅後純益	661	46	338	342	209
稅後EPS(元)	1.66	0.12	0.85	0.86	0.53
完全稀釋EPS**	1.66	0.12	0.85	0.86	0.53

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)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	-11.53%	-14.20%	18.98%	-3.50%	5.48%
營業毛利淨額	-32.82%	-37.62%	30.33%	0.02%	14.56%
營業利益	-66.69%	N.A	N.A	N.A	N.A
稅後純益	304.64%	-93.02%	632.43%	1.11%	-38.69%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	7.81%	5.68%	6.22%	6.45%	7.00%
EBITDA(%)	10.44%	7.05%	8.15%	8.45%	8.01%
營益率	1.67%	-0.81%	-1.02%	-0.47%	0.56%
稅後純益率	3.70%	0.30%	1.85%	1.94%	1.13%
總資產報酬率	2.86%	0.21%	1.45%	1.46%	0.83%
股東權益報酬率	4.20%	0.30%	2.21%	2.22%	1.35%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	31.89%	31.90%	34.22%	34.22%	38.27%
負債/淨值比(%)	46.81%	46.85%	52.02%	52.02%	62.00%
流動比率(%)	204.02%	191.34%	203.89%	180.00%	175.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	74.91	76.40	76.89	76.89	76.89
應收帳款天數	74.60	83.99	76.65	76.65	76.65

2023年2月6日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	4,796	4,774	4,356	4,347	4,268	4,612	4,318	4,500	4,815	4,912	4,736	4,784
營業成本	4,506	4,535	4,176	4,002	3,942	4,329	4,060	4,169	4,459	4,557	4,399	4,433
營業毛利淨額	291	239	180	346	326	282	258	331	356	355	338	351
營業費用	334	313	308	310	291	306	288	289	309	309	310	310
營業利益	-44	-74	-128	36	35	-24	-30	42	47	46	28	41
業外收入及支出	430	51	132	115	224	40	40	40	40	40	40	40
稅前純益	387	-22	4	150	259	16	10	82	87	85	68	80
所得稅	69	-7	1	30	53	3	2	17	18	18	16	16
稅後純益	318	-15	3	120	206	13	7	65	69	68	52	64
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)	0.80	-0.04	0.01	0.30	0.52	0.03	0.02	0.16	0.17	0.17	0.13	0.16
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	6.06%	5.01%	4.14%	7.95%	7.63%	6.12%	5.97%	7.35%	7.39%	7.22%	7.13%	7.33%
營業利益率(%)	-0.91%	-1.54%	-2.95%	0.82%	0.81%	-0.52%	-0.70%	0.93%	0.97%	0.93%	0.58%	0.85%
稅後純益率(%)	6.63%	-0.32%	0.06%	2.76%	4.83%	0.28%	0.17%	1.45%	1.43%	1.38%	1.10%	1.34%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	9.46%	-0.46%	-8.77%	-0.20%	-1.83%	8.06%	-6.37%	4.22%	7.00%	2.00%	-3.57%	1.00%
營業利益	N.A	N.A	N.A	N.A	-3.24%	N.A	N.A	N.A	12.16%	-2.63%	-39.27%	46.72%
稅前純益	158.48%	N.A	N.A	4085.68%	72.20%	-93.79%	-40.12%	747.79%	6.22%	-1.42%	-20.96%	19.16%
稅後純益	257.89%	N.A	N.A	4157.66%	71.92%	-93.79%	-41.51%	770.01%	6.07%	-2.03%	-23.12%	23.46%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	23.76%	12.43%	2.08%	-0.78%	-11.02%	-3.41%	-0.87%	3.52%	12.84%	6.50%	9.69%	6.30%
營業利益	N.A	N.A	N.A	21.21%	N.A	N.A	N.A	16.99%	35.61%	N.A	N.A	-2.68%
稅前純益	675.87%	N.A	N.A	0.45%	-33.08%	N.A	168.13%	-45.69%	-66.50%	431.61%	601.68%	-1.37%
稅後純益	1060.21%	N.A	N.A	34.88%	-35.21%	N.A	165.93%	-45.66%	-66.47%	428.80%	595.03%	-1.37%

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。