

2023 年 1 月 16 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	105.00 元
目標價	
3 個月	124.00 元
12 個月	124.00 元

博智 (8155 TT)

買進

近期報告日期、評等及前日股價

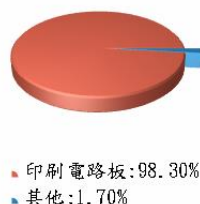
2023 年營運先蹲後跳，首次評價為買進

投資建議：1H23 營運雖為逆風，但隨著伺服器新平台開始量產，以及工業電腦下游客戶庫存調整告一段落，2H23 營運展望正向。目前 PER 亦位於歷史區間下緣，故首次評價為買進，目標價 124 元，是以 2023 年 PER 13x 來評價。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	513
市值(億元)	54
目前每股淨值(元)	42.05
外資持股比(%)	2.21
投信持股比(%)	6.71
董監持股比(%)	27.20
融資餘額(張)	3,266
現金股息配發率(F)(%)	75.67

產品組合



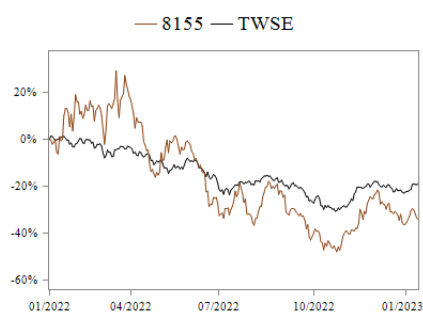
受到景氣下滑的影響，2022 年營運呈現上半年熱下半年冷的狀況：

1H22 伺服器板和工業電腦板拉貨量持續維持 YOY 成長，不過隨著俄烏戰爭開打、中國實施封控政策、通貨膨脹加劇和歐洲能源危機等等問題產生，總體經濟於 2023 年衰退的可能性升高，使得客戶於 2H22 拉貨轉趨保守，訂單能見度偏低，Intel 伺服器新平台 Eagle Stream 量產時間亦不斷延期，故 2H22 營收表現低於 1H22，2022 年博智營收呈現逐季下滑的走勢。2022 年營收為 34.46 億元，YOY +18.67%，預估稅後 EPS 11.54 元。

2023 年營運先蹲後跳，預估稅後 EPS 9.57 元：

展望 2023 年，伺服器的部分，根據 IDC 的資料顯示，2022 年全球伺服器規模為 1,215 億元，YOY +18.6%。2023 年雖然 Meta 和 Google 都下修伺服器的資本支出，加上景氣下滑影響企業對 IT 的投資力道，不過 IDC 和 TrendForce 預估 2023 年伺服器仍有個位數成長，IDC 預估 2023 年全球伺服器規模為 1,254 億元，YOY +3.2%。此外，Intel 新平台 Eagle Stream 和 AMD 新平台 Genoa 的 PCB 已小量試產中，預計 2Q23~3Q23 量產，因為板層數較上一版本高，對於營收和毛利率貢獻都是正向。工業電腦的部分，2H22 客戶拉貨轉趨保守，該狀況將持續到 1H23，預估 2H23 隨著下游客戶庫存調整告一段落，需求能逐步回溫。預估 2023 年營收為 32.77 億元，YOY -4.90%，稅後 EPS 9.57 元。

股價相對大盤走勢



(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	2,904	3,446	3,277	841	937	897	833	778	696	769	884	928
營業毛利淨額	710	1,000	889	230	278	302	217	202	178	208	244	259
營業利益	456	701	595	160	210	229	132	130	108	136	168	183
稅後純益	390	592	491	137	175	190	118	108	89	112	139	151
稅後 EPS(元)	7.61	11.54	9.57	2.67	3.42	3.71	2.31	2.10	1.74	2.19	2.70	2.94
毛利率(%)	24.45%	29.01%	27.12%	27.32%	29.70%	33.65%	26.06%	26.00%	25.50%	27.04%	27.62%	27.91%
營業利益率(%)	15.70%	20.36%	18.14%	19.01%	22.39%	25.56%	15.84%	16.76%	15.45%	17.68%	19.02%	19.72%
稅後純益率(%)	13.45%	17.18%	14.98%	16.31%	18.74%	21.19%	14.22%	13.84%	12.78%	14.60%	15.69%	16.25%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.38%	18.67%	-4.90%	16.09%	11.42%	-4.21%	-7.12%	-6.60%	-10.55%	10.44%	14.92%	5.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-26.58%	51.58%	-17.08%	61.06%	28.00%	8.34%	-37.68%	-9.09%	-17.36%	26.16%	23.44%	8.76%

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 5.13 億元計算。

2023 年 1 月 16 日

ESG(Environment, Social, Governance)：

溫室氣體盤查經 SGS 檢驗公司驗證，2021 年減少碳排放量 646 噸。2021 年實施「製程冰水板式熱交換器改善」計畫，年度節電 80,592 KWh，CO2 減量效益 41,021 kgCo2e；實施「廢氣洗滌塔設備保養整修」計畫，年度節電 308,352 KWh，CO2 減量效益 156,951 kgCo2e。綠色能源的部分，博智 2021 年經由太陽能板產生電能累積 616,484.5 度。

公司簡介：

博智(8155 TT)成立於 1995 年，工廠位於桃園龍潭，是一家印刷電路板(Printed Circuit Board, PCB)板廠。博智的產品線廣泛，多層印刷電路板 2~72 層，及高密度連接板(HDI)4~72 層都達量產標準，因公司出貨的產品逐漸往高階走，故高層板的比重逐年提升，目前 10 層板以上的產品占比已達 80% 以上。終端產品的部分，以伺服器(Server)板和工業電腦(IPC)板為大宗，兩者合計佔營收的 90% 以上。上市公司的主要大股東有仁寶(2324 TT)和研華(2395 TT)，其中研華亦為公司的工業電腦(IPC)板的主要客戶之一。

受到景氣下滑的影響，2022 年營運呈現上半年熱下半年冷的狀況：

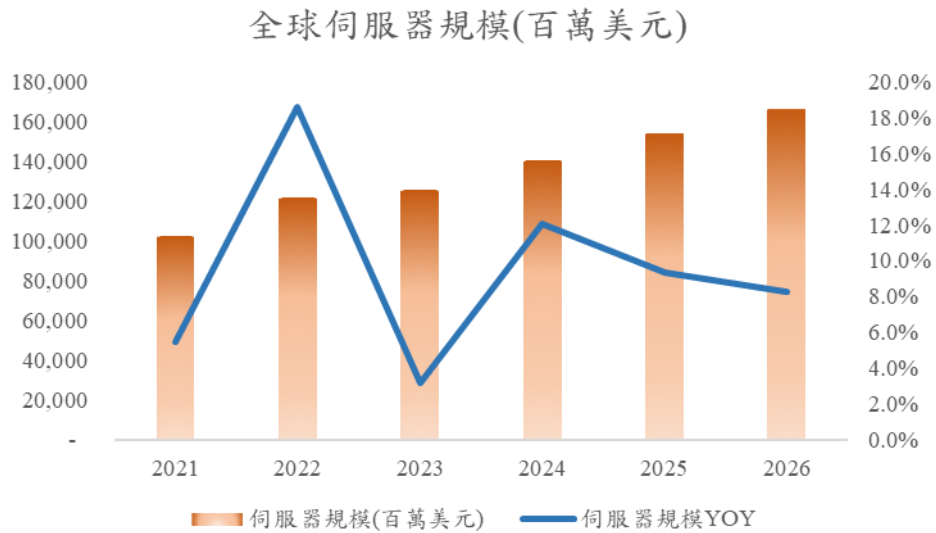
1H22 伺服器板和工業電腦板拉貨量持續維持 YOY 成長，不過隨著俄烏戰爭開打、中國實施封控政策、通貨膨脹加劇和歐洲能源危機等等問題產生，總體經濟於 2023 年衰退的可能性升高，使得客戶於 2H22 拉貨轉趨保守，訂單能見度偏低，Intel 伺服器新平台 Eagle Stream 量產時間亦不斷延期，故 2H22 營收表現低於 1H22，2022 年博智營收呈現逐季下滑的走勢。2022 年營收為 34.46 億元，YOY +18.67%；預估稅後純益 5.92 億元，YOY +51.58%；稅後 EPS 11.54 元。

2023 年營運先蹲後跳，預估稅後 EPS 9.57 元：

展望 2023 年，伺服器的部分，根據 IDC 的資料顯示，2022 年全球伺服器規模為 1,215 億元，YOY +18.6%。2023 年雖然 Meta 和 Google 都下修伺服器的資本支出，加上景氣下滑影響企業對 IT 的投資力道，不過 IDC 和 TrendForce 預估 2023 年伺服器仍有個位數成長，IDC 預估 2023 年全球伺服器規模為 1,254 億元，YOY +3.2%。此外，Intel 新平台 Eagle Stream 和 AMD 新平台 Genoa 的 PCB 已小量試產中，預計 2Q23~3Q23 量產，因為板層數較上一版本高，對於營收和毛利率貢獻都是正向。工業電腦的部分，2H22 客戶拉貨轉趨保守，該狀況將持續到 1H23，預估 2H23 隨著下游客戶庫存調整告一段落，需求能逐步回溫。

綜合以上，預估博智 2023 年營收為 32.77 億元，YOY -4.90%；稅後純益 4.91 億元，YOY -17.08%；稅後 EPS 9.57 元。

圖一、全球伺服器規模



資料來源：IDC，群益投顧整理

投資建議：

1H23 營運雖為逆風，但隨著伺服器新平台開始量產，以及工業電腦下游客戶庫存調整告一段落，2H23 營運展望正向。目前 PER 亦位於歷史區間下緣，故首次評價為買進，目標價 124 元，是以 2023 年 PER 13x 來評價。

2023 年 1 月 16 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

2023 年 1 月 16 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
資產總計	2,463	2,983	3,361	3,866	3,917
流動資產	1,594	2,087	2,366	2,777	2,639
現金及約當現金	587	1,054	704	1,096	924
應收帳款與票據	712	701	1,168	1,049	1,059
存貨	252	286	435	369	416
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	848	873	968	855	738
負債總計	901	1,070	1,406	1,618	1,626
流動負債	896	1,061	1,396	1,615	1,619
應付帳款及票據	421	399	550	508	525
非流動負債	5	9	10	45	32
權益總計	1,562	1,913	1,954	2,248	2,291
普通股股本	498	498	498	498	498
保留盈餘	653	1,003	1,045	1,338	1,381
母公司業主權益	1,562	1,913	1,954	2,247	2,290
負債及權益總計	2,463	2,983	3,361	3,866	3,917

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	2,016	2,915	2,904	3,446	3,277
營業成本	1,549	2,043	2,194	2,446	2,388
營業毛利淨額	466	872	710	1,000	889
營業費用	199	230	254	298	294
營業利益	267	642	456	701	595
EBITDA	380	746	592	258	258
業外收入及支出	15	5	16	20	4
稅前純益	274	647	472	722	599
所得稅	52	115	81	130	108
稅後純益	222	532	390	592	491
稅後 EPS(元)	4.33	10.37	7.61	11.54	9.57
完全稀釋 EPS**	4.33	10.37	7.61	11.54	9.57

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 5.13【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 5.13 億元計算

比率分析

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	-22.24%	44.60%	-0.38%	18.67%	-4.90%
營業毛利淨額	-27.62%	86.99%	-18.58%	40.81%	-11.12%
營業利益	-40.43%	140.27%	-29.03%	53.88%	-15.24%
稅後純益	-39.37%	139.50%	-26.58%	51.58%	-17.08%

獲利能力分析(%)

毛利率	23.14%	29.92%	24.45%	29.01%	27.12%
EBITDA(%)	18.87%	25.59%	20.39%	7.49%	7.87%
營益率	13.26%	22.04%	15.70%	20.36%	18.14%
稅後純益率	11.02%	18.24%	13.45%	17.18%	14.98%
總資產報酬率	9.01%	17.83%	11.62%	15.31%	12.53%
股東權益報酬率	14.21%	27.80%	19.98%	26.33%	21.42%

償債能力檢視

負債比率(%)	36.58%	35.87%	41.84%	41.86%	41.52%
負債/淨值比(%)	57.67%	55.94%	71.95%	72.00%	71.00%
流動比率(%)	177.86%	196.80%	169.44%	172.00%	163.00%

其他比率分析

存貨天數	46.77	48.01	59.95	59.95	59.95
應收帳款天數	134.95	88.46	117.43	117.43	117.43

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業活動現金	357	688	130	1,031	663
稅前純益	274	647	472	722	599
折舊及攤銷	105	100	123	109	94
營運資金變動	57	-45	-465	143	-40
其他營運現金	-80	-14	0	57	10
投資活動現金	-125	-136	-188	-416	-527
資本支出淨額	-118	-132	-177	-210	-220
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-6	-4	-11	-206	-307
籌資活動現金	-323	-84	-293	-222	-308
長借/公司債變動	0	0	0	35	-13
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-279	-179	-348	-299	-448
其他籌資現金	-45	95	56	41	153
淨現金流量	-91	468	-351	393	-173
期初現金	677	587	1,054	704	1,096
期末現金	587	1,054	704	1,096	924

資料來源：CMoney、群益

2023 年 1 月 16 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	724	841	937	897	833	778	696	769	884	928	876	895
營業成本	565	611	658	595	616	576	519	561	640	669	631	644
營業毛利淨額	159	230	278	302	217	202	178	208	244	259	246	251
營業費用	63	70	68	73	85	72	70	72	76	76	74	76
營業利益	96	160	210	229	132	130	108	136	168	183	172	175
業外收入及支出	4	7	4	3	13	1	1	1	1	1	1	1
稅前純益	101	167	214	232	144	131	109	137	169	184	173	176
所得稅	15	30	39	42	26	24	20	25	30	33	31	32
稅後純益	85	137	175	190	118	108	89	112	139	151	142	144
最新股本	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513	513
稅後EPS(元)	1.66	2.67	3.42	3.71	2.31	2.10	1.74	2.19	2.70	2.94	2.76	2.81

獲利能力(%)

毛利率(%)	22.00%	27.32%	29.70%	33.65%	26.06%	26.00%	25.50%	27.04%	27.62%	27.91%	28.04%	28.03%
營業利益率(%)	13.31%	19.01%	22.39%	25.56%	15.84%	16.76%	15.45%	17.68%	19.02%	19.72%	19.59%	19.55%
稅後純益率(%)	11.76%	16.31%	18.74%	21.19%	14.22%	13.84%	12.78%	14.60%	15.69%	16.25%	16.16%	16.12%

QoQ(%)

營業收入淨額	4.89%	16.09%	11.42%	-4.21%	-7.12%	-6.60%	-10.55%	10.44%	14.92%	5.00%	-5.54%	2.16%
營業利益	10.97%	65.77%	31.24%	9.33%	-42.45%	-1.17%	-17.54%	26.40%	23.61%	8.87%	-6.15%	1.92%
稅前純益	12.26%	66.26%	27.93%	8.34%	-37.68%	-9.04%	-17.40%	26.16%	23.44%	8.82%	-6.11%	1.91%
稅後純益	12.51%	61.06%	28.00%	8.34%	-37.68%	-9.09%	-17.36%	26.16%	23.44%	8.76%	-6.06%	1.91%

YoY(%)

營業收入淨額	1.71%	32.78%	44.44%	29.97%	15.09%	-7.40%	-25.66%	-14.30%	6.04%	19.20%	25.88%	16.43%
營業利益	-31.52%	47.10%	86.03%	163.96%	36.90%	-18.39%	-48.72%	-40.71%	27.34%	40.28%	59.66%	28.73%
稅前純益	-28.84%	51.84%	87.32%	158.69%	43.60%	-21.43%	-49.27%	-40.93%	17.01%	39.97%	59.11%	28.52%
稅後純益	-26.13%	45.21%	89.63%	151.29%	39.19%	-21.43%	-49.27%	-40.93%	17.00%	39.98%	59.11%	28.52%

註1：稅後EPS以股本5.13億元計算

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。