

6285.TT 啟碁

長線動能多元，穩居台灣網通廠龍頭

公司簡介

啟碁為國內衛星通訊與網通大廠，1H23 產品組合為車用 34%、Networking 49%、Connected Home 17%。

投資評等/目標價

買進

175

【前次投資建議】區間操作，100~130

【大盤指數/股價】16619 / 142

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	428
市值(百萬元)	60,791
3M 平均日成交量(百萬元)	2,179
外資持股率(%)	17.51
投信持股率(%)	9.40
董監持股率(%)	23.58

重點財報解析

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	95,257	109,331	121,322
營業利益	3,238	4,389	5,535
母公司本期淨利	3,122	3,588	4,532
EPS(元)	7.82	8.60	10.82
每股現金股利(元)	4.80	7.30	9.61
每股淨值(元)	50.29	52.54	56.31
本益比(x)	17.91	16.57	13.12
本淨比(x)	2.82	2.70	2.52
殖利率(%)	3.38	5.14	6.76

環境、社會與治理(ESG)



重點摘要

➤ 3Q23 營收持續成長，4Q23 將達全年高峰

三大產品線拉貨動能皆強勁，不受營運商庫存調整影響，國票預估 3Q23 營收 282 億元，QoQ+5.9%，YoY+6.3%，因越南廠學習曲線提升、新台幣貶值等因素，預估毛利率提升至 12.4%，稅後獲利 10.2 億元，稅後 EPS 2.43 元(完全稀釋 EPS 2.41 元)，QoQ+7.6%，YoY+17.2%。4Q23 展望仍正向，國票預估營收 292.4 億元，QoQ+3.7%，YoY+0.5%，有望創新高。

➤ 台灣網通廠持續受惠網通基建與乾淨網路趨勢

有鑑於光纖網路已成為網路發展的重要基礎建設，因此評估一個國家寬頻建設的先進程度，目前多以該國光纖網路覆蓋率作為評判方式，然歐美主要國家因電信市場自由化多年，廠商在商業利益考量下，整體光纖覆蓋率明顯不足，偏鄉地區仍面臨頻寬不足、網速過慢、甚至無法上網等問題，因此歐美各國政府皆推出改善網路基建的政策，且秉持去中化的原則，有利台灣網通廠未來營運趨勢。

➤ 產品布局廣泛，推升 2024 年營運動能無虞

展望 2024 年，啟碁三大產品皆有望持續成長，營收動能主要延續 2023 年的主力產品如 WiFi 6/6E、5G、LEO 與車用電子等，此外，LEO 與車用產品受景氣影響較低，在家用與企業網通訂單成長趨緩之際，有望提供公司另一穩定營運動能。國票預估啟碁 2023 年營收 1,093.3 億元，YoY+14.8%，2024 年營收 1,213.2 億元，YoY+11%，順利跨越並站穩 1,000 億元營收大關，穩居台灣網通廠龍頭地位，2023 年與 2024 年 EPS 分別為 8.60 元與 10.82 元，YoY+15%與 26.3%。

➤ 調升至買進評等，目標價 175 元

啟碁產品與客戶結構多元，已穩居台灣網通廠龍頭角色，三大應用電信、企業與車用市場完整布局推升長線營運向上，近年 PE 區間約為 10X~22X，目前 2024F 完全稀釋 PE 約 13X，考量市場已認同網通基建長期趨勢，及台灣網通廠成為歐美國家去美化政策主要受害者，相關個股持續 re-rating 中，因此調升啟碁至買進投資評等，目標價 175 元(2024F 完全稀釋 PE 16X)。

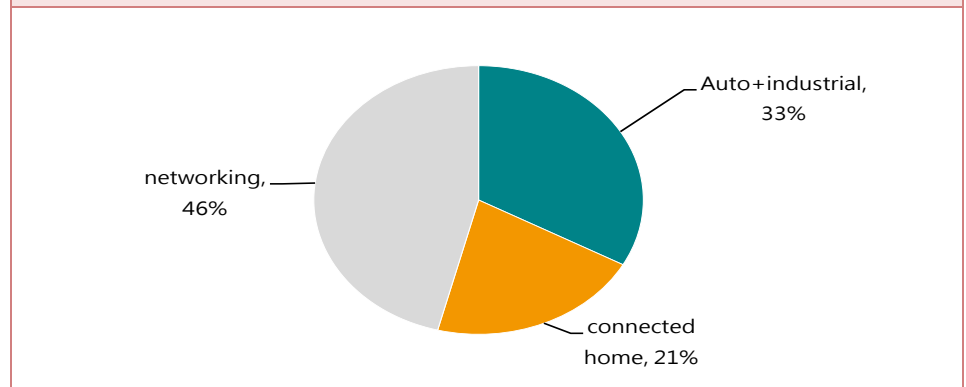
3Q23 營收持續成長，4Q23 將達全年高峰

三大產品線拉貨動能皆強勁，不受營運商庫存調整影響，國票預估 3Q23 營收 282 億元，QoQ+5.9%，YoY+6.3%，因越南廠學習曲線提升、新台幣貶值等因素，預估毛利率提升至 12.4%，稅後獲利 10.2 億元，稅後 EPS 2.43 元(完全稀釋 EPS 2.41 元)，QoQ+7.6%，YoY-17.2%。

4Q23 展望仍正向，國票預估營收 292.4 億元，QoQ+3.7%，YoY+0.5%，有望創新高。值得一提的是，因半導體產業開始庫存調整，2H22 網通產業缺料情形大幅改善，進而墊高營收基期，且 2Q23 網通產業開始受電信營運商與企業客戶庫存調整影響，然啟碁 2H23 營收 YoY+3.3%，優於多數網通同業轉為年減，顯示其營運體質佳。

圖 1：預估 2023 年產品組合

單位：百萬/%



資料來源：國票投顧

台灣網通廠持續受惠網通基建與乾淨網路趨勢

中美貿易戰開啟的去中化趨勢持續，華為、中興等電信設備商已逐步退出美國市場，04/2020 美國公布「5G 乾淨網路計畫」(5G Clean Network)後，同步公布全球 5G 乾淨網路名單，後續更擴大範圍至乾淨營運商(Clean Carrier)、乾淨商店(Clean Store)、乾淨行動應用程式(Clean Apps)、乾淨雲端(Clean Cloud)、乾淨電纜(Clean Cable)以及乾淨通道(Clean Path)，而美國聯邦通信委員會(FCC)更已正式頒布行政命令，要求中國電信業者必須於 12/25/2021 前，終止美國提供的一切洲際和國際電信服務，目的就是希望能夠確保美國關鍵電信網路、雲端、數據分析、行動應用、物聯網與 5G 技術不使用「不受信任」的設備，以免受惡意攻擊者侵害，因中系網通設備商為主要排除對象，台系網通廠未來將持續受惠。

網通產業自 2020 年起受惠疫情推升居家上班與線上教學的生活型態，帶動家用頻寬需求持續提升，隨著多數國家的病毒共存政策發展下，人們生活逐漸回歸常態，但頻寬需求已是不可逆，隨著影音串流、及高解析度影片需求有增無減，上網已成為生活必需，因此電信營運商網路寬頻基礎建設步調有增無減。

有鑑於光纖網路已成為網路發展的重要基礎建設，因此評估一個國家寬頻建設的先進程度，目前多以該國光纖網路覆蓋率作為評判方式，然歐美主要國家因電信市場自由化多年，廠商在商業利益考量下，整體光纖覆蓋率明顯不足，偏鄉地區仍面臨頻寬不足、網速過慢、甚至無法上網等問題，因此歐美各國政府皆推出改善網路基建的政策，且秉持去中化的原則，有利台灣網通廠未來營運趨勢。

表 1：GDP 領先國家光纖鋪設情形

國家	全國光纖覆蓋率	布建動機
美國	43%	國內：地域經濟差距拉大 國際：與中國大陸的差距恐影響國際競爭力
中國大陸	98%	光纖滲透率已足夠支持高速網路應用，無立即布建立即需求
日本	99.7%	
德國	15%	國內：城鄉數位落差拉大
英國	18%	國際：遠低於歐盟光纖網路平均覆蓋率(42%)

資料來源：MIC

表 2：美、英、德政府積極提升網通基建

國家	計畫名稱	經費	政策目標
美國	寬頻平等、接取與發展計畫 (BEAD)	425 億美元	寬頻網路全美覆蓋，全民可用，費用親民
英國	千兆寬頻計畫 (Project Gigabit)	50 億英鎊	2025 年全英 Gigabit 寬頻覆蓋率達 85%
德國	聯邦政府寬頻網路布建基金	120 億歐元	全境網速於 2030 年提升至 Gigabit

資料來源：MIC

5G FWA、WiFi 6/6E、LEO、車用雷達，推升 2024 年營運動能無虞

雖 2023 年總體環境變數及部分營運商縮減資本支出，網通產業自 2Q23 開始面臨庫存調整，然即便訂單趨緩，上網的剛性需求推升頻寬趨勢不變，啟碁網通產品布局完整，應用範圍包含電信、企業與車用市場，消費性應用占比已由過往 6%~7% 下降至 1H23 的 1%，因此受衝擊程度仍相對較低，在 2022 年高基期下，2023 年仍能持續成長。展望 2024 年，啟碁三大產品皆有望持續成長，營收動能主要延續 2023 年的主力產品：1) WiFi 6/6E 產品滲透率將進一步提升，且 WiFi 7 也開始少量出貨，惟營收貢獻仍有限。2) 5G 產品也逐步由北美市場擴展至歐洲，且因 5G FWA 於北美 tier 1 營運商建立的口碑，有望吸引更多歐洲營運商青睞。3) LEO 與車用產品因基期較低，長期成長動能無虞，此外，LEO 與車用產品受景氣影響較低，在家用與企業網通訂單成長趨緩之際，有望提供公司另一穩定營運動能。國票預估啟碁 2023 年營收 1,093.3 億元，YoY+14.8%，2024 年營收 1,213.2 億元，YoY+11%，順利跨越並站穩 1,000 億元營收大關，穩居台灣網通廠龍頭地位，公司設定的 12%~13% 長期毛利率目標區間，有望在產品布局完整及越南廠學習曲線提升，逐步往上緣 13% 邁進甚至進一步超越，國票預估 2023 年與 2024 年 EPS 分別為 8.60 元(完全稀釋 EPS 8.50 元，YoY+15%)與 10.82 元(完全稀釋 EPS 10.73 元，YoY+26.3%)。

調升至買進評等，目標價 175 元

啟碁產品與客戶結構多元，已穩居台灣网通廠龍頭角色，三大應用電信、企業與車用市場完整布局推升長線營運向上，近年 PE 區間約為 10X~22X，目前 2024F 完全稀釋 PE 約 13X，考量市場已認同网通基建長期趨勢，及台灣网通廠成為歐美國家去美化政策主要受惠者，相關個股持續 re-rating 中，因此調升啟碁至買進投資評等，目標價 175 元(2024F 完全稀釋 PE 16X)。

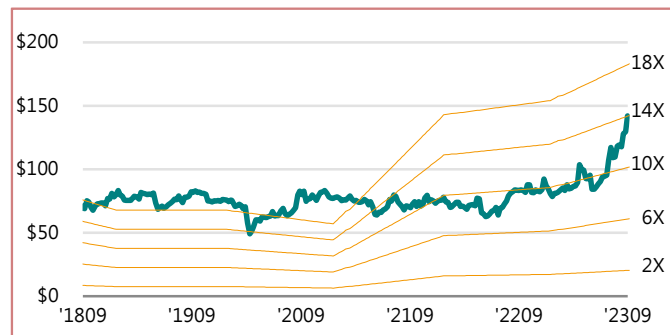
表 3：獲利調整

單位：百萬/%

	調整後		調整前		差異	
	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY23F (%)	FY24F (%)
營業收入	109,331	121,322	106,835	114,399	2.3	6.1
營業毛利	13,111	15,013	12,694	13,761	3.3	9.1
營業利益	4,389	5,535	4,224	4,661	3.9	18.8
稅後淨利	3,588	4,532	3,456	3,832	3.8	18.3
EPS(元)	8.60	10.82	8.25	9.15	4.1	18.3
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
毛利率	11.99	12.37	11.88	12.03	0.1	0.3
營業利益率	4.01	4.56	3.95	4.07	0.1	0.5
稅後淨利率	3.28	3.74	3.24	3.35	0.0	0.4

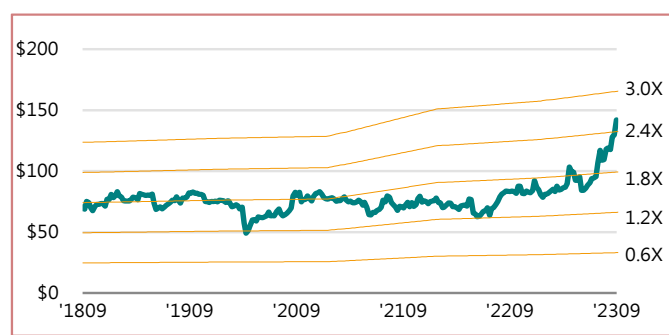
資料來源：國票投顧

啟碁未來 12 個月 P/E 區間



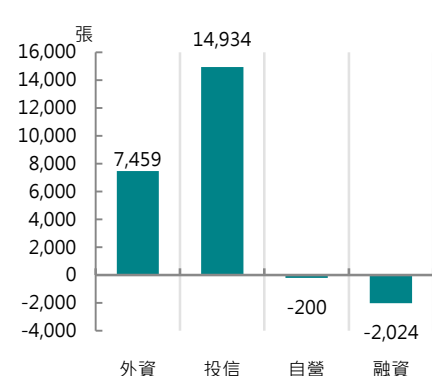
資料來源：國票投顧

啟碁未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
緯創資通(股)	21.48
花旗元大證 HK	2.90
長庚醫療財團法人	2.81
新制勞退基金	2.80
三商復華投信	1.92
匯豐託管三菱	1.65
大通託阿拉伯	1.64
謝宏波	1.48
中華郵政(股)	1.42
大通摩根證券	1.40

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
緯創資通(股)林福謙	董事	21.48
緯創資通(股)黃俊東	董事	21.48
謝宏波	董事長/總經理	1.48
高健榮	董事/總經理	0.57
彭錦彬	董事	0.04
賴泰岳	獨立董事	0.02
辛幸娟	獨立董事	0
俞若奚	獨立董事	0
趙書華	獨立董事	0
林福謙	法人代表(董事)	0.05

資料來源：TEJ

6285 啟碁 永續發展概況

CMoney ESG Rating

落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

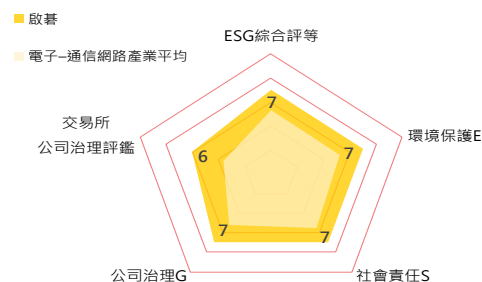
E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	7	7	https://mops.twse.com.tw/server-java/FileDownload?step=9&filePath=/home/html/nas/p

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-通信網路	93	7	是	https://csr.wnc.com.tw/resources/report/2022_WNC-TCFD_Report.pdf

資料來源：CMoney

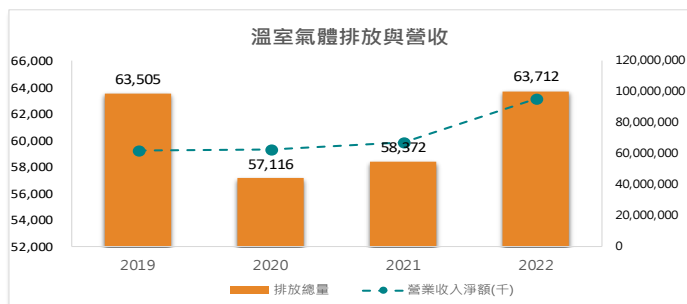
說明：評等1-10分，10分最高

更新評鑑年季：2023Q3



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2022年溫室氣體排放量增加9.15%，營收增加41.69%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2022	63,712	2,361	61,350
2021	58,372	2,668	55,704
2020	57,116	1,434	55,682
2019	63,505	3,829	59,676

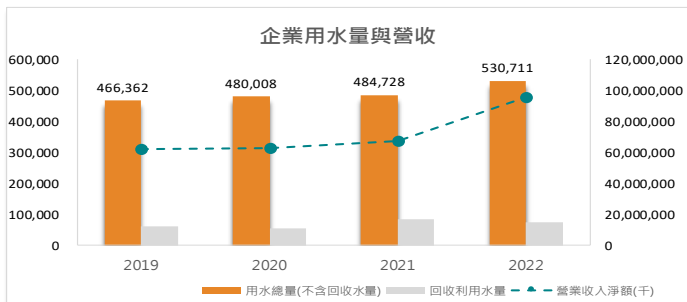
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2022年企業用水量增加9.49%，營收增加41.69%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2022	530,711	72,577	300,858
2021	484,728	83,347	202,621
2020	480,008	54,914	189,400
2019	466,362	60,177	170,429

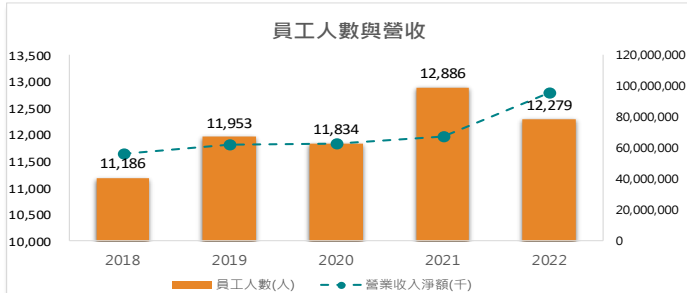
*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

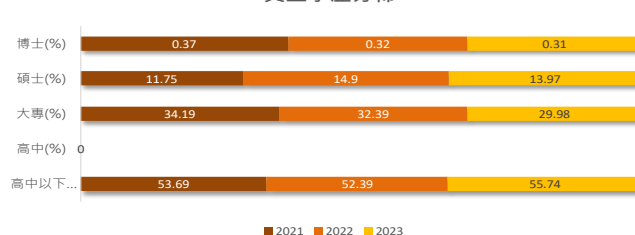
*排水量：排放的汗水總量

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

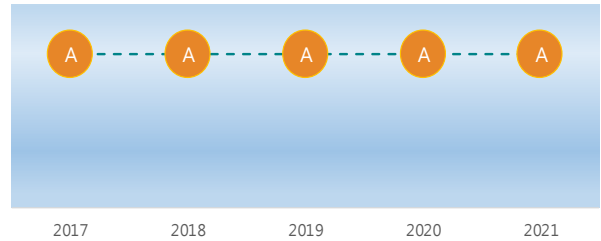
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；
36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



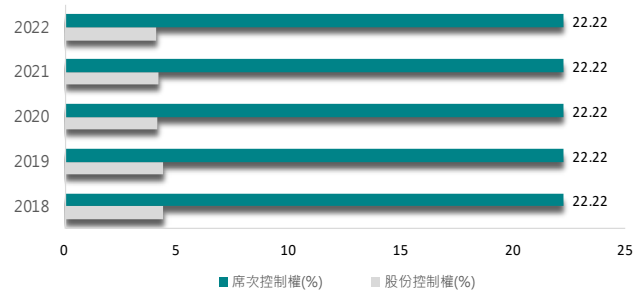
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會		資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2023/7/26	違反法條： 勞動基準法第32條第2項	違反內容： 一個月之延長工 時超過46小時
2023/3/6	違反法條： 廢棄物清理法第28條第2項	違反內容： 兼任其他法規所訂之專責人員

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站。
企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY22	FY23F	FY24F
營業收入	25,266	26,627	28,195	29,242	26,493	29,084	31,960	33,785	95,257	109,331	121,322
營業毛利	2,804	3,231	3,485	3,591	3,195	3,595	3,969	4,254	11,595	13,111	15,013
營業費用	1,978	2,187	2,244	2,313	2,167	2,321	2,435	2,554	8,357	8,722	9,478
營業利益	826	1,044	1,241	1,278	1,028	1,274	1,534	1,699	3,238	4,389	5,535
稅前淨利	719	1,206	1,273	1,310	1,060	1,306	1,567	1,732	3,760	4,509	5,665
本期淨利(NI)	575	946	1,018	1,048	848	1,045	1,253	1,386	3,122	3,588	4,532
淨利歸屬於_母公司業主	575	946	1,018	1,048	848	1,045	1,253	1,386	3,122	3,588	4,532
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	1.40	2.26	2.43	2.50	2.03	2.50	2.99	3.31	7.82	8.60	10.82
稀釋後每股盈餘_本期淨利	1.36	2.24	2.41	2.48	2.01	2.47	2.97	3.28	7.39	8.50	10.73
QoQ(%)											
營收淨額	(13.16)	5.39	5.89	3.71	(9.40)	9.78	9.89	5.71			
銷貨毛利	(23.19)	15.25	7.85	3.04	(11.02)	12.51	10.42	7.16			
營業利益	(29.76)	26.44	18.78	3.00	(19.56)	23.93	20.43	10.78			
稅後純益_母公司淨利	(44.17)	64.53	7.61	2.93	(19.07)	23.19	19.92	10.55			
YoY(%)											
營收淨額	29.87	31.98	6.27	0.50	4.85	9.23	13.35	15.54	41.69	14.77	10.97
銷貨毛利	37.50	27.68	3.27	(1.63)	13.95	11.25	13.90	18.45	59.84	13.08	14.51
營業利益	246.20	71.26	2.26	8.66	24.44	21.96	23.66	32.99	267.61	35.56	26.12
稅後純益_母公司淨利	90.54	69.33	(17.24)	1.74	47.47	10.42	23.05	32.17	153.35	14.95	26.30
各項比率											
營業毛利率	11.10	12.14	12.36	12.28	12.06	12.36	12.42	12.59	12.17	11.99	12.37
營業利益率	3.27	3.92	4.40	4.37	3.88	4.38	4.80	5.03	3.40	4.01	4.56
稅前淨利率	2.85	4.53	4.52	4.48	4.00	4.49	4.90	5.13	3.95	4.12	4.67
稅後淨利率	2.28	3.55	3.61	3.58	3.20	3.59	3.92	4.10	3.28	3.28	3.74

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	4,285	52,821	51,581
流動金融資產	912	912	912
應收款項	21,708	21,591	26,938
存貨	24,649	18,499	28,750
其他流動資產	615	560	580
流動資產	52,406	94,382	108,761
非流動金融資產	170	170	170
採用權益法之投資	80	130	130
不動產、廠房與設備	10,543	10,725	10,859
投資性不動產	2	0	0
其他非流動資產	1,096	1,035	980
資產總計	65,878	106,123	120,580
短期借款	12,514	54,164	58,314
流動金融負債	0	0	0
應付款項	24,068	20,848	27,164
其他流動負債	1,961	1,350	1,350
流動負債	39,604	76,362	86,828
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	2,103	2,103	2,103
長期借款	1,928	2,478	3,028
其他非流動負債	333	3,177	5,041
負債總計	45,522	84,120	97,000
股本	4,048	4,048	4,048
資本公積	5,129	5,129	5,129
保留盈餘	11,420	13,066	14,644
其他權益	(241)	(241)	(241)
庫藏股	0	0	0
非控制權益	0	0	0
股東權益	20,356	22,002	23,581

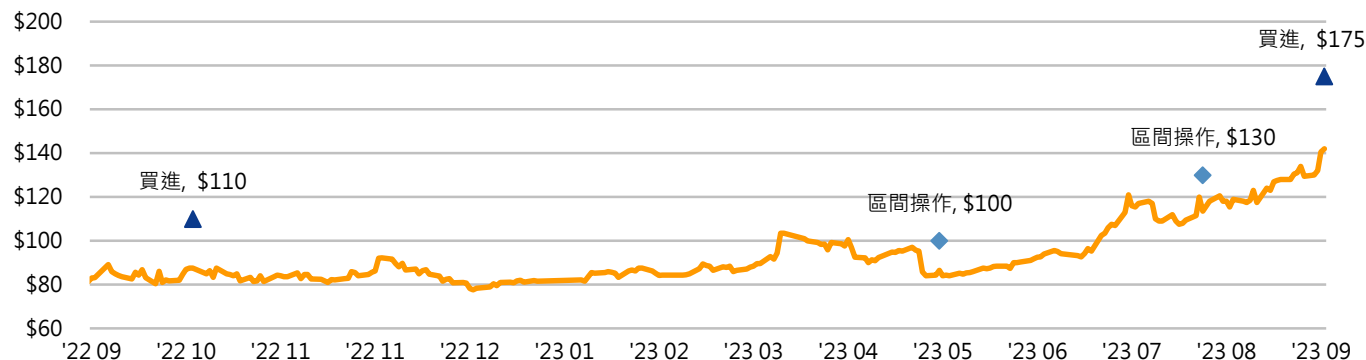
資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY22	FY23F	FY24F
本期稅前淨利(淨損)	3,760	4,509	5,665
折舊攤提	1,676	1,870	1,916
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	(11)	(36)	0
收取之股利	69	135	0
營運資金增減	(10,312)	3,532	(9,382)
支付之利息	(207)	(600)	0
支付之所得稅	(307)	(921)	(1,133)
其他	1,803	1,420	1,580
來自營運之現金流量	(3,415)	10,030	(1,233)
資本支出	(3,592)	(2,050)	(2,050)
長投增減	0	0	0
短投增減	(59)	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	(167)	428	428
來自投資之現金流量	(3,819)	(1,622)	(1,622)
自由現金流量	(7,234)	8,408	(2,855)
借款增(減)	6,256	42,200	4,700
股利發放	(833)	(1,942)	(2,954)
發行公司債	2,822	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	(59)	(80)	(80)
來自融資之現金流量	8,187	40,178	1,666
匯率調整	240	(50)	(50)
本期產生之現金流量	1,193	48,536	(1,240)
期末現金及約當現金	4,285	52,821	51,581

資料來源：TEJ、國票投顧

啟碁歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	60

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股，預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。