



昇達科

(3491.TWO/3491 TT)

持有 · 維持

收盤價 January 24 (NT\$)	162.5
12 個月目標價 (NT\$)	153.0
前次目標價 (NT\$)	155.0
調降 (%)	1.3
下跌空間 (%)	5.8

焦點內容

- 4Q23 營收獲利低於預期。
- 2024 年低軌道衛星產品動能最佳，預期衛星相關產品營收為 6.31 億元，年增 161%。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	10.23 / 326.0
流通在外股數 (百萬股)：	62.93
外資持有股數 (百萬股)：	3.65
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.18
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	136.0 - 185.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.3	5.9	21.3
相對表現 (%)	-14.9	1	1.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.71A	1.47A	1.41A	0.77A
2023	0.89A	0.92A	0.73A	0.66F
2024	0.99F	1.48F	2.07F	2.39F

股價圖



資料來源：TEJ



請將您珍貴的一票投給凱基！

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2024 年低軌道衛星產品動能最佳

重要訊息

昇達科公告 4Q23 每股盈餘自結為 0.66 元，2023 全年每股盈餘 3.2 元。

評論及分析

4Q23 營收獲利低於預期。4Q23 營收 4.08 億元，季增 8.7%，年減 0.7%，低於凱基預估。子公司芮特-KY (6514 TT, NT\$50.8, 未評等)營收為 1.33 億元，較 3Q23 之 1.1 億元季增 20.9%。而低軌道衛星客戶於 4Q23 出貨持續增量，然而電信網路工程產品線年底需求較為疲弱，而微波回傳客戶需求仍未顯著回升，在衛星產品佔比提升之下，4Q23 毛利率較 3Q23 之 39.5% 顯著提升至 46.4%。而營業費用因配合衛星客戶開案增加而較 3Q23 之 1 億元提升至 1.2 億元，淨利為 5,728 萬元，季增 24.7%，年增 20.3%。

2024 年低軌道衛星產品動能最佳。我們認為昇達科之射頻天線產品線(2023 年佔比約 31.5%)於 2024 年隨客戶庫存調整逐漸結束，需求將有所回溫；而電信網路工程產品線(2023 年佔比約 17.5%)則因客戶整合完成，2024 年需求將恢復正常；微波產品線部分之低軌道衛星(2023 年佔比約 15.2%)則因客戶持續加速發射，成長動能最佳。微波產品線部分之回傳產品線(2023 年佔比約 35.8%)我們則較為保守看待，主因為 Ericsson (瑞典)於 1 月 23 日財報會議上提及其看好網路用量持續增加，但預期北美電信商對基礎建設需求於 2024 年仍充滿挑戰，而印度市場需求已於 3Q23 見頂。綜上，我們對應調整 1Q24 營收預估至 4.17 億元，每股盈餘為 0.99 元，且調整 2024 全年營收預估至 21.2 億元，年增 33.6%，其中衛星相關產品營收為 6.31 億元，年增 161%。每股盈餘預估為 6.94 元，年增 121%。

投資建議

我們維持昇達科「持有」評等，並將目標價調整至 153 元，基於 22 倍 2024 年修正後每股盈餘預估換算得出。

投資風險

5G 與衛星產業發展不如預期；產品認證時程遞延。

主要財務數據及估值

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	1,481	1,758	1,838	1,585	2,118
營業毛利 (NT\$百萬)	556	655	751	641	956
營業利益 (NT\$百萬)	178	221	292	202	529
稅後淨利 (NT\$百萬)	124	237	271	216	436
每股盈餘 (NT\$)	2.03	3.81	4.36	3.15	6.94
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.00	4.00	3.00	6.00
每股盈餘成長率 (%)	(51.0)	87.1	14.5	(27.8)	120.6
本益比 (x)	79.9	42.7	37.3	51.6	23.4
股價淨值比 (x)	5.3	5.1	5.1	5.0	4.9
EV/EBITDA (x)	40.7	36.4	30.1	38.6	17.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.5	2.5	2.5	1.8	3.7
股東權益報酬率 (%)	6.4	12.1	13.7	10.9	21.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：4Q23 財報與 1Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	4Q23							1Q24F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	408	451	(9.4)	8.7	(0.7)	420	(2.8)	417	443	(5.9)	2.2	(1.9)	411	1.5
毛利	189	185	2.5	27.8	2.4	173	9.3	181	172	5.5	(4.1)	14.7	170	6.6
營業利益	68	80	(15.0)	52.9	(16.2)	66	2.5	80	73	10.1	18.9	18.9	65	23.2
稅前淨利	66	86	(22.4)	(2.8)	0.9	77	(14.1)	86	79	9.4	30.2	6.0	73	18.0
稅後淨利	57	62	(7.4)	24.7	20.3	54	7.1	63	57	9.7	9.2	25.0	51	23.2
每股盈餘(元)	0.66	0.97	(32.1)	(9.7)	(13.8)	0.85	(22.2)	0.99	0.90	10.5	50.7	11.5	0.81	23.6
毛利率(%)	46.4	41.0	5.4 ppts	6.9 ppts	7.5 ppts	41.3	5.1 ppts	43.5	38.9	4.6 ppts	(2.9)ppts	5.4 ppts	41.4	2.1 ppts
營業利益率(%)	16.6	17.7	(1.1)ppts	4.8 ppts	5.7 ppts	15.7	0.9 ppts	19.3	16.5	2.8 ppts	2.7 ppts	5.7 ppts	15.9	3.4 ppts
稅後淨利率(%)	14.0	13.7	0.3 ppts	1.8 ppts	7.2 ppts	12.7	1.3 ppts	15.0	12.9	2.1 ppts	1.0 ppts	3.5 ppts	12.4	2.6 ppts

資料來源：公司資料、Bloomberg，凱基

圖 2：2023 年財報與 2024 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023						2024F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,585	1,628	(2.6)	(13.7)	1,598	(15.6)	2,118	2,275	(6.9)	33.6	2,088	1.4
毛利	641	637	0.6	(14.6)	625	(12.5)	956	984	(2.9)	49.1	905	5.6
營業利益	202	215	(5.8)	(30.8)	200	(21.2)	529	576	(8.2)	161.2	458	15.5
稅前淨利	299	319	(6.2)	(28.1)	304	(13.3)	587	600	(2.2)	96.1	480	22.2
稅後淨利	216	221	(2.4)	(20.4)	212	(13.0)	436	446	(2.3)	102.1	348	25.3
每股盈餘(元)	3.15	3.51	(10.3)	(27.8)	3.41	(21.1)	6.94	7.03	(1.2)	120.6	5.46	27.2
毛利率(%)	40.4	39.1	1.3 ppts	(0.4)ppts	39.1	1.4 ppts	45.1	43.3	1.9 ppts	4.7 ppts	43.3	1.8 ppts
營業利益率(%)	12.8	13.2	(0.4)ppts	(3.1)ppts	12.5	(0.9)ppts	25.0	25.3	(0.4)ppts	12.2 ppts	21.9	3.0 ppts
稅後淨利率(%)	13.6	13.6	0.0 ppts	(1.1)ppts	13.3	0.4 ppts	20.6	19.6	1.0 ppts	7.0 ppts	16.7	3.9 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基

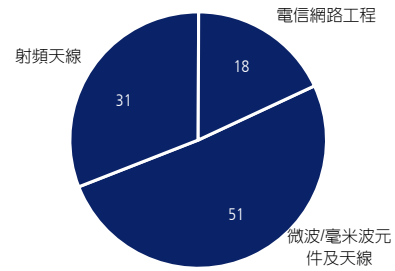
圖 3：公司概况

昇達科技成立於 1999 年，主要產品為高頻微波通訊元件，市場應用可涵蓋網路基礎建設的點對點系統、行動通訊基地台、寬頻無線傳輸以及衛星通訊等，2023 年營收佔比為微波/毫米波元件及天線 51%，射頻天線 31%，及電信網路工程 18%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：2023 年產品營收佔比

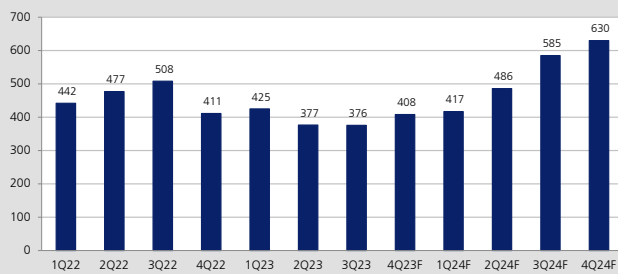
2023 年產品營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

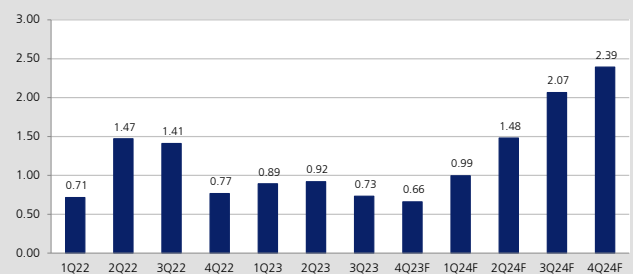
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

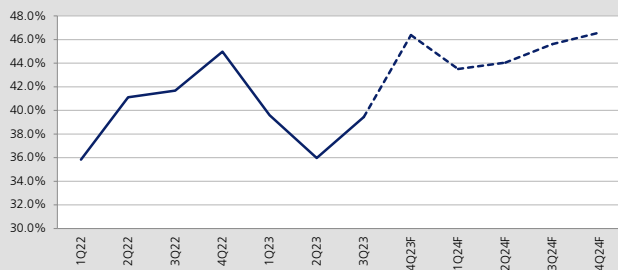
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

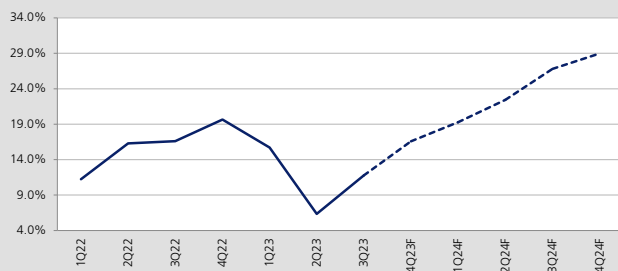
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

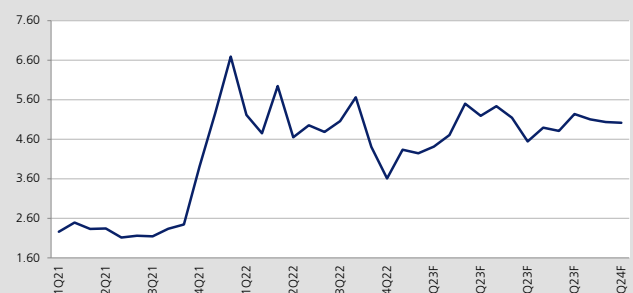
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	425	377	376	408	417	486	585	630	1,838	1,585	2,118
營業成本	(257)	(241)	(227)	(219)	(236)	(272)	(318)	(337)	(1,087)	(944)	(1,162)
營業毛利	168	135	148	189	181	214	267	294	751	641	956
營業費用	(102)	(112)	(104)	(122)	(101)	(105)	(110)	(111)	(458)	(439)	(427)
營業利益	67	24	44	68	80	109	157	183	292	202	529
折舊	(16)	(17)	(17)	(47)	(25)	(25)	(25)	(25)	(60)	(97)	(100)
攤提	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(16)	(17)	(17)
EBITDA	87	45	65	119	110	138	186	212	369	316	646
利息收入	9	10	9	-	5	15	5	5	10	28	30
投資利益淨額	-	16	9	-	-	-	-	-	22	25	-
其他營業外收入	2	3	9	-	7	7	7	7	26	14	28
總營業外收入	12	29	26	-	12	22	12	12	59	67	58
利息費用	(2)	(2)	(1)	-	(5)	(5)	4	5	(5)	(5)	(1)
投資損失	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	(0)	(0)	-
其他營業外費用	(0)	38	(1)	(1)	(1)	-	1	1	70	35	1
總營業外費用	(2)	36	(2)	(1)	(6)	(5)	5	6	65	30	-
稅前純益	76	89	68	66	86	126	174	201	416	299	587
所得稅費用[利益]	(16)	(16)	(16)	(9)	(20)	(29)	(40)	(46)	(92)	(58)	(135)
少數股東損益	(4)	(15)	(6)	-	(4)	(4)	(4)	(4)	(54)	(26)	(16)
非常項目前稅後純益	55	57	46	57	63	93	130	150	271	216	436
非常項目	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	(0)
稅後淨利	55	57	46	57	63	93	130	150	271	216	436
每股盈餘 (NT\$)	0.89	0.92	0.73	0.66	0.99	1.48	2.07	2.39	4.36	3.15	6.94
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.6	36.0	39.4	46.4	43.5	44.0	45.6	46.6	40.9	40.4	45.1
營業利益率	15.7	6.3	11.8	16.6	19.3	22.4	26.8	29.0	15.9	12.8	25.0
EBITDA Margin	20.5	11.9	17.4	29.1	26.3	28.5	31.8	33.6	20.1	19.9	30.5
稅前純益率	17.9	23.5	18.2	16.3	20.7	25.9	29.7	31.8	22.6	18.9	27.7
稅後純益率	13.0	15.2	12.2	14.0	15.0	19.1	22.2	23.9	14.7	13.6	20.6
季成長率 (%)											
營業收入	3.4	(11.4)	(0.3)	8.7	2.2	16.5	20.4	7.7			
營業毛利	(8.9)	(19.5)	9.4	27.8	(4.1)	18.0	24.7	10.0			
營業收益增長	(17.4)	(64.2)	85.4	52.9	18.9	35.6	43.8	16.4			
EBITDA	(13.2)	(48.7)	46.0	82.3	(7.7)	26.1	34.6	13.8			
稅前純益	15.8	16.3	(22.9)	(2.8)	30.2	45.9	37.9	15.3			
稅後純益	16.3	3.0	(19.5)	24.7	9.2	48.8	39.6	15.8			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.8)	(21.0)	(26.1)	(0.7)	(1.9)	29.1	55.8	54.4	4.5	(13.7)	33.6
營業毛利	6.3	(30.9)	(30.0)	2.4	7.8	58.0	80.2	55.1	14.6	(14.6)	49.1
營業收益	34.3	(69.3)	(47.6)	(16.2)	20.5	357.0	254.6	169.8	32.1	(30.8)	161.2
EBITDA	27.1	(53.7)	(37.1)	18.4	25.9	209.7	185.5	78.1	24.6	(14.4)	104.5
稅前純益	10.3	(35.0)	(53.0)	0.9	13.5	42.4	154.6	202.1	21.2	(28.1)	96.1
稅後純益	24.7	(37.4)	(47.7)	20.3	12.9	63.1	182.7	162.5	14.5	(20.4)	102.1

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	3,192	3,530	3,451	3,451	3,752
流動資產	1,864	2,217	2,219	2,261	2,616
現金及短期投資	1,154	1,290	1,368	1,519	1,664
存貨	210	291	235	204	251
應收帳款及票據	478	603	569	491	655
其他流動資產	22	34	47	47	47
非流動資產	1,328	1,313	1,232	1,190	1,136
長期投資	194	241	140	142	125
固定資產	939	901	903	859	822
什項資產	195	170	189	189	189
負債總額	881	1,151	1,064	1,001	1,210
流動負債	834	1,097	997	933	1,142
應付帳款及票據	207	271	137	119	146
短期借款	405	550	550	550	550
什項負債	222	276	310	264	446
長期負債	47	54	67	67	67
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	38	47	64	64	64
股東權益總額	2,311	2,380	2,387	2,450	2,542
普通股本	622	622	622	622	622
保留盈餘	126	237	287	324	400
少數股東權益	390	388	419	445	461
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	(15.5%)	18.7%	4.5%	(13.7%)	33.6%
營業收益增長	(36.1%)	24.1%	32.1%	(30.8%)	161.2%
EBITDA	(26.8%)	14.2%	24.6%	(14.4%)	104.5%
稅後純益	(50.3%)	90.5%	14.5%	(20.4%)	102.1%
每股盈餘成長率	(51.0%)	87.1%	14.5%	(27.8%)	120.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.5%	37.3%	40.9%	40.4%	45.1%
營業利益率	12.0%	12.6%	15.9%	12.8%	25.0%
EBITDA Margin	17.5%	16.9%	20.1%	19.9%	30.5%
稅後純益率	8.4%	13.5%	14.7%	13.6%	20.6%
平均資產報酬率	4.1%	7.0%	7.8%	6.2%	12.1%
股東權益報酬率	6.4%	12.1%	13.7%	10.9%	21.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	17.5%	23.1%	23.0%	22.4%	21.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	86.7	152.8	89.9	62.6	587.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	120.8	81.5	89.8	86.5	390.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.7	0.3	0.8	0.8	0.7
流動比率 (x)	2.2	2.0	2.2	2.4	2.3
速動比率 (x)	2.0	1.8	2.0	2.2	2.1
淨負債 (NT\$百萬)	(384)	(50)	(414)	(565)	(710)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.03	3.81	4.36	3.15	6.94
每股現金盈餘 (NT\$)	4.68	2.97	6.76	6.14	6.22
每股淨值 (NT\$)	30.90	32.05	31.66	32.27	33.49
調整後每股淨值 (NT\$)	31.47	32.05	31.66	29.28	33.17
每股營收 (NT\$)	24.27	28.29	29.56	23.14	33.74
EBITDA/Share (NT\$)	4.25	4.77	5.94	4.61	10.29
每股現金股利 (NT\$)	2.50	4.00	4.00	3.00	6.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.48	0.52	0.53	0.46	0.59
應收帳款周轉天數	118.0	125.3	113.1	113.1	113.1
存貨周轉天數	83.2	96.2	79.0	79.0	79.0
應付帳款周轉天數	81.8	89.6	46.0	46.0	46.0
現金轉換周轉天數	119.5	131.9	146.1	146.1	146.1

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	1,481	1,758	1,838	1,585	2,118
營業成本	(925)	(1,103)	(1,087)	(944)	(1,162)
營業毛利	556	655	751	641	956
營業費用	(378)	(434)	(458)	(439)	(427)
營業利益	178	221	292	202	529
總營業外收入	88	70	59	67	58
利息收入	5	4	10	28	30
投資利益淨額	21	22	22	25	-
其他營業外收入	61	44	26	14	28
總營業外費用	(63)	52	65	30	-
利息費用	(2)	(2)	(5)	(5)	(1)
投資損失	(14)	(5)	(0)	(0)	-
其他營業外費用	(47)	59	70	35	1
稅前純益	203	343	416	299	587
所得稅費用[利益]	(47)	(61)	(92)	(58)	(135)
少數股東損益	(32)	(46)	(54)	(26)	(16)
非常項目	-	0	0	-	(0)
稅後淨利	124	237	271	216	436
EBITDA	260	296	369	316	646
每股盈餘 (NT\$)	2.03	3.81	4.36	3.15	6.94

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	286	184	420	420	390
本期純益	124	237	271	216	436
折舊及攤提	81	75	77	113	117
本期運用資金變動	65	(137)	(46)	91	(183)
其他營業資產及負債變動	15	10	119	0	20
投資活動之現金流量	(5)	(297)	231	(71)	(83)
投資用短期投資出售[新購]	(2)	(303)	284	-	-
本期長期投資變動	-	-	(4)	(2)	(3)
資本支出淨額	(28)	(31)	(74)	(53)	(63)
其他資產變動	25	37	24	(17)	(17)
自由現金流	241	73	168	298	262
融資活動之現金流量	60	(76)	(284)	(198)	(162)
短期借款變動	283	115	30	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(285)	(210)	(300)	(224)	(178)
其他融資現金流	62	19	(14)	26	16
匯率影響數	1	0	(3)	-	-
本期產生現金流量	342	(189)	364	151	145

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	25.5%	24.7%	24.9%	27.7%	20.2%
= 營業利益率	12.0%	12.6%	15.9%	12.8%	25.0%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.2	1.4	1.4	1.3	1.8
營業利益率	12.0%	12.6%	15.9%	12.8%	25.0%
x 資本周轉率	1.2	1.4	1.4	1.3	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	77.0%	82.3%	78.0%	80.6%	77.0%
= 稅後 ROIC	11.2%	14.1%	17.1%	13.1%	33.7%

資料來源：公司資料，凱基預估

昇達科 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-10-25	持有	155.0	168.5
2023-05-02	持有	150.0	165.0
2023-01-30	持有	119.0	140.0
2022-11-15	持有	115.0	135.0
2022-08-25	持有	155.0	175.0

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，過後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。