

全訊 (5222 TT) Transcom

寡占軍工 PA 市場，台灣防禦自主化的最大受惠者

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$200.0

收盤價 (2024/03/13)：NT\$167.0

隱含漲幅：19.8%

營收組成 (2023)

天弓 37%、天劍 27%、雄風 4%、雷達 22%、其他 10%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	200.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	1.4	--
2024年EPS	5.9	--

交易資料表

市值	NT\$12,460百萬元
外資持股比率	4.9%
董監持股比率	8.5%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$28.42
負債比	15.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	1,035	1,251	1,370	1,594
營業利益	365	466	531	650
稅後純益	249	437	441	537
EPS (元)	3.71	5.88	5.94	7.23
EPS YoY (%)	-20.1	58.6	1.0	21.6
本益比 (倍)	45.0	28.4	28.1	23.1
股價淨值比 (倍)	5.6	5.6	5.9	5.4
ROE (%)	12.5	19.7	19.0	21.3
現金殖利率 (%)	1.8%	2.5%	2.5%	3.0%
現金股利 (元)	3.00	4.12	4.16	5.06

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 固態功率放大器取代行波管產業趨勢明確，國防預算持續攀升。

◆ 中科院飛彈產能提升，防禦型導彈需求超過預期，潛在市場龐大。

◆ 全訊寡占國防 PA 市場，訂單能見度長，產業進入門檻高且國際市場逐步提升，以 2H24-1H25 年 EPS 6.4 元，31 倍本益比給予買進評等。

國防預算續增，固態功率放大器取代行波管趨勢明確

台灣於 2021 年通過海空戰力提升計畫，將動用特別預算共 2,373 億元，自 2022-2026 年分 5 年採購無人載具、飛彈、高效能艦艇等防空武器，其中全訊將提供雄二、雄三飛彈、天劍飛彈、天弓飛彈 PA 與微波次系統，估可貢獻全訊營收約 81 億元。此外，由於過去飛彈多採用行波管製造的軍用功率放大器，而固態高功率放大器 SSPA 較行波管具有壽命長、總維修費用低、效能高且低電壓帶來較高安全性等優勢，近年多取代行波管用於短中距離防禦型飛彈。目前中科院生產的天弓、陸基劍二、海劍、雄風及研發中的強弓、天劍三飛彈都將採用 SSPA，使全訊成為台灣海空戰力提升計畫主要受惠者。

飛彈產能大幅提升，拓展國際市場有成，訂單能見度至 2030 年

有鑑於過去台灣反艦與防空量能不足，中科院於 2022 年將飛彈產能提升 2.5 倍至年產約 500 顆飛彈。以不同飛彈潛在需求分析，1、中國沿岸導彈數量推斷約 3,150 顆，台灣目前防空導彈存量估 1,584 顆，估潛在天弓/強弓訂單約可延續至 2030 年。2、負責低空防禦的天劍飛彈未來估計將有超過千顆部屬需求，第一批訂單至 2025 年僅交付 330 顆，第二批訂單將延續至 2028 年並貢獻約 10 億元營收。3、以巴衝突提升以色列購買高功率 PA 採購速度。加上持續更換的移動式相位陣列雷達訂單，推得全訊 2024-2030 年將至少有超過 65 億元潛在市場訂單，長線動能無虞。

訂單能見度長且為寡占市場，島國防禦最大受惠廠商

有鑑於本中心預期全訊於台灣飛彈市場訂單能見度至 2030 年、與中科院屬長期合作夥伴關係且高毛利飛彈占比逐步提升，包含新強弓飛彈計畫、雄風飛彈與天劍飛彈等。全訊亦為全球少數 PA IDM 廠，寡占台灣防禦型飛彈 PA 市場且拓展國際市場有成，參考全訊過去歷史本益比區間落在 16-56 倍，PA 同業本益比為 31.7 倍，軍工同業為 21.1 倍。以 2H24-1H25 年 EPS 6.4 元，給予歷史本益比區間中緣 31 倍，推得目標價 200 元，給予買進評等。

海空戰力提升計畫與 SSPA 取代行波管趨勢明確，取得中低空防禦型導彈市場

台灣於 2021 年通過海空戰力提升計畫，將動用特別預算共 2,373 億元，自 2022-2026 年分 5 年採購無人載具、飛彈、高效能艦艇等防空武器，強化反艦、防空及反制三大作戰需求，其中全訊將提供雄二、雄三飛彈、天劍飛彈、天弓飛彈 PA 與雷達，預期此預算可貢獻全訊營收約 81 億元。

由於台灣過去飛彈內部多採用行波管(TWT, Traveling-wave tube)製造的軍用功率放大器，近年國際趨勢多使用固態高功率放大器(SSPA，Solid State Power Amplifier)取代舊有行波管，尤其以短中距離防禦型飛彈為主，主因 SSPA 相較行波管具有壽命長、總維修費用低、效能高且具備低電壓帶來較高安全性等優勢。從 2023 年全訊新導入 SSPA 產品進入雄風飛彈且移動式相位陣列雷達營收持續攀升亦可反映 SSPA 取代行波管的趨勢。目前中科院生生產中飛彈包含天弓、天劍、雄風飛彈與研發中飛彈如強弓、天劍三及各式雷達預期都將採用 SSPA，且台灣微波元件國防標案中全訊無其他競爭廠商，使全訊成為未來台灣海空戰力提升計畫一大主要受惠者。

圖 1：海空戰力提升計畫，預期將可貢獻全訊營收 81 億元

項目名稱	最終預算(億元)
岸置反艦飛彈系統 (雄二、雄三及增程型雄三)	797
野戰防空系統(陸射劍二防空飛彈)	89
陸基防空系統 (天弓三型)	347
無人攻擊載具系統 (劍翔無人機)	120
雄昇飛彈系統 (雄二 E)	170
海軍高效能艦艇 (沱江級艦)	692
海巡艦艇加裝戰時武器系統	32
萬劍飛彈系統	126

資料來源：行政院

圖 2：固態高功率放大器持續取代行波管 TWT 用於短程防禦型飛彈

	行波管 TWT	固態高功率放大器 SSPA
材料	金屬材料(無氧銅、不銹鋼、銅鎳合金、鎢、鉬)、陶瓷材料(氧化鋁)	半導體材料(GaAs、GaN、SiC)
真空特性	真空	一般大氣
使用電源	高電壓/低電流	低電壓/高電流
使用期限	1000 小時	>100 萬小時
使用武器	長距離反艦飛彈(300 公里以上) 長距離空對空飛彈(100 公里以上)	短距離地對空飛彈(100 公里以下) 短距離海對空飛彈(30 公里以下)
整體維修費用	高	低

資料來源：公司資料

中科院飛彈產能大幅提升，潛在市場需求龐大，訂單能見度長至少至 2030 年

目前全訊出貨天弓、天劍、雄風飛彈 PA、次系統、射控雷達以及各種移動式相列雷達收發模組。若以 2023 年營收分布，天弓飛彈 37%、天劍飛彈 27%、雄風飛彈 4%、雷達 22%、國際客戶 10%。

天弓/強弓飛彈(地對空)：

根據美國國防部 2023 年中國軍力報告推斷，中國目前導彈數量達 3,150 顆，其中短程導彈與東風十型陸射巡弋飛彈導彈數量估共 1,300 顆，若以飛彈防禦策略—2 顆防禦型導彈摧毀一顆敵方導彈來看，台灣防禦型飛彈潛在需求至少為 2,600 顆，以台灣目前兩大防禦型飛彈—愛國者飛彈與天弓飛彈加總來看，仍約有 1,000 顆防禦型飛彈缺口，以天弓三型產能 96 枚/年來看，推測海空戰力提升計畫採購特別預算案結束後，2026 年將持續有天弓、強弓等防禦型飛彈需求持續開出，預期將至少延續至 2030 年以上。對於 2023 年天弓飛彈營收占比約 37%的全訊來說，潛在訂單無虞。同時，受惠全訊持續增加出貨零組件品項，如 2023 年開標的天弓都卜勒雷達即為全訊除 PA 外新承接產品，且下一代天弓型飛彈-強弓飛彈，在各項零組件規格較天弓飛彈升級，同時因目前天弓飛彈訂單承接追溯至 2014 年且為全訊首次承接此產品，報價與毛利率均低於公司平均。預期新強弓飛彈採購計畫 GPM 將有望提升至至少 50%以上(天弓飛彈約 40%)，帶動公司整體毛利率提升。因此未來在 1、天弓/強弓飛彈潛在數量需求無虞。2、飛彈持續迭代升級帶動 ASP 與毛利率提升，均將帶動全訊營收獲利持續成長。

雄風飛彈(反艦)/天劍系列飛彈(地/空對空)：

雄風飛彈過去採用 TWT 行波管為功率放大元件，然高昂的維修費用使目前後續中科院生產的雄風飛彈改採全訊 SSPA。雄風三型飛彈於 2022 年開始生產，目前中科院相關產能仍處爬坡期，受限產能提升速度影響，2023 年僅貢獻全訊約 0.55 億元，2024 年估亦僅約 1.15 億元。本中心預期未來雄風飛彈與其雷達相關營收每年約可貢獻全訊營收 1 億元左右，主因雄風飛彈規格較天弓飛彈低，多數零組件均可由中科院內部生產完畢，難以透過增加零組件與價格方式提升營收。

天劍系列飛彈全訊提供陸劍與海劍飛彈 PA 與微波次系統，根據軍方規畫估陸劍型防空飛彈第一波訂單約 330 枚，估計交付至 2025 年，後續若將台灣北中南負責低空防禦(主要打擊無人機、直昇機等低空戰鬥裝置)的舊式鷹式飛彈全數汰除，估計將有超過千顆潛在市場。目前規劃有 300 顆需求將於 2026 年開始交付，預期將貢獻約 10 億元營收至 2028 年。

依照圖 6 整理，全訊飛彈潛在訂單再加上每年穩定成長貢獻 2-3 億元的岸際雷達需求，自 2024-2030 年僅國內就有超過 65 億元潛在市場訂單。以 2022 年全訊營收 12.5 億元來看，長線訂單需求無虞。

圖 3：中國面向台灣導彈潛在數量至少 1,300 顆

	發射裝置	導彈數	射程
洲際導彈(ICBM)	500	350	>5500 km
遠程導彈(IRBM)	250	500	3000-5000 km
中程導彈(MRBM)	399	1000	1000-3000 km
短程導彈(SRBM)	200	1000	300-1000 km
東海十型陸射巡弋飛彈(GLCM)	150	300	>1500 km
核彈頭		400	

資料來源：美國國防部 2023 年中國軍力報告

圖 4：台灣對空防禦型導彈潛在需求以年產能估算，訂單至少需持續 10 年

台灣防禦型飛彈儲存量估計	射程	攔截高度	台灣預估存量	台灣總防禦型飛彈庫存	潛在市場與需求
愛國者飛彈二型	160 公里	40 公里	200	1584	2600
愛國者飛彈三型	40 公里	40 公里	384		
天弓二型飛彈	100 公里	-	500		
天弓三型	100 公里	45 公里	500		

資料來源：國防部、立法院、元大投顧預估

圖 5：中科院於 2022 年大幅擴充產能以因應海空戰力提升計畫

中科院飛彈產能規劃	飛彈種類	產能提升前	擴產後 2022 年產能
防空	陸/海射劍二飛彈	40 枚/年	150 枚/年
	天弓三型飛彈	48 枚/年	96 枚/年
反艦	雄風三型飛彈	20 枚/年	70 枚/年
反艦	雄風二型飛彈/雄昇飛彈	81 枚/年	131 枚/年
反制			
反制	萬劍飛彈	18 枚/年	50 枚/年
	無人攻擊載具	無	48 架/年

資料來源：立法院

圖 6：全訊至 2030 年國內潛在訂單至少 65 億元

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030 年~
天弓/海弓	每年 4-5 億元營收			7 億元(估 220 顆)						
強弓				>10 億元(估 240 顆)						>13 億元(至少 320 顆)
雄三		10 億元								每年 1 億元營收
陸劍/海劍	14 億元(估 330 顆)				10 億元(估 300 顆)			>15 億元(至少 370 顆)		
雷達	25 億元									每年 2-3 億元營收

資料來源：公司資料、中科院、立法院、元大投顧預估

持續耕耘國際市場，以色列、印度營收將有望顯著成長

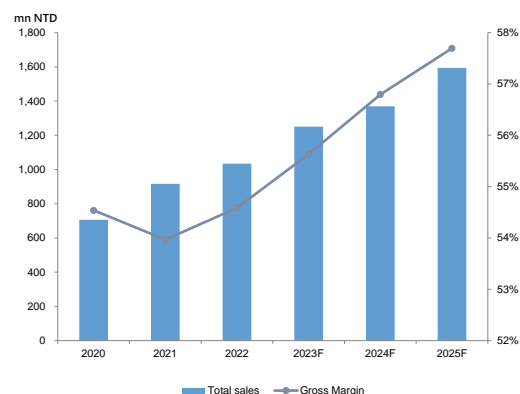
全訊國際客戶於 2023 年約佔總營收 10%，以以色列為主，佔國際客戶營收約 60%，過往多出貨飛彈功率放大器訂單。然自以巴戰爭以後可明顯見到以色列訂單與拉貨速度明顯提升。2024 年初已出貨兩新品項，包含 1、連續波操作雷達功率放大器，此新雷達系統對功率要求較過往產品高出 3-4 倍，ASP 亦隨之大幅提升。2、無人機收發模組訂單於 2M24 已小批量出貨。此外，印度客戶於 2024 年開始驗證縮裝型 PA，如順利於 2024 年底經過客戶系統認證通過，2025 年將有機會進入試產單，有鑑於目前營收基期仍低，後續潛在營收成長龐大。美國市場則持續交付晶片及拓展 6G 低軌衛星業務。國內國家太空中心則開發包含 X-Band 波段 IC 設計開發、低軌衛星通訊酬載開發等等多項專案。預期國際市場在以巴衝突之後，以色列國防需求將大為提升，且在印度市場因美國國防技術輸出限制下，將大幅增加全訊獲取新訂單機會。估全訊在大功率放大器國際市場營收於 2024/25 年將年增 25%/27%。

飛彈預算續強、訂單能見度長、技術壁壘高，營收獲利成長至 2027 年無虞

儘管 2024 年因為天弓飛彈計劃告終且強弓飛彈計畫青黃不接，造成 2024 年營收獲利成長幅度較緩。然根據 1、2021 年通過的海空戰力提升計畫採購特別預算案，國防部將編列 2,373 億元，並於 2021-2026 年採購多項飛彈、無人載具等防空反艦武器。透過特別預算可減緩過去國防採購因稅收不足而遭排擠現象，且國防預算占 GDP 占比於 2024 年達 2.5%，距離 3% GDP 目標尚有 20% 上漲空間，預期在不對稱建軍策略下，防禦型武器將成為國防預算使用首選。2、以中國飛彈部署數量與台灣防空需求推算，全訊潛在市場營收貢獻至 2030 年至少有 65 億元，且在手訂單長期維持在 15-25 億元，訂單能見度長且需求無虞。3、全訊以生產利基型、頻率分布寬、發射功率高的功率放大器為主，產品頻率範圍自 1GHz 延伸到 50GHz 以上，有別於一般商用通信的低工作頻段、低使用功率及強調成本優勢，且台灣國防微波元件市場具客製化、規格要求高等特性，產品認證期長，屬寡占市場，目前全訊於國內尚無國防微波元件競爭對手。

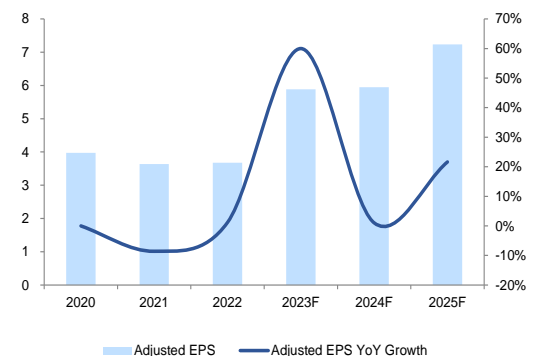
綜合台灣國防預算續增、潛在飛彈市場龐大且全訊寡占台灣國防微波元件市場下，預期 2024/25 年全訊營收將年增 9.5%/16.4% 至 13.7/15.9 億元，毛利率則預期年增 1.2 個 ppts 至 56.8%，2025 年在高毛利強弓飛彈新專案挹注下(過去強弓飛彈計畫初接，價格較低，預期新專案毛利率有望自天弓計畫的 40% 成長至 50% 以上)，有望持續年增 0.9 個百分點至 57.7%。營業費用則年增 7.1%/9.3% 至 2.5/2.7 億元。EPS 達 5.9/7.2 元，年增 1%/年增 22%。2024 年 EPS 僅年增 1% 主因 23 年業外收益認列金融評價利益 3,560 萬元，影響 EPS 約 0.5 元，2024 年已將之移除至綜合損益項，若將之於 2023 年排除，則 2024 年 EPS 將可年增 9.7%。

圖 7：營收與毛利率估將持續攀升



資料來源：公司資料

圖 8：EPS 25 年在強弓飛彈挹注下大幅成長



資料來源：中科院

圖 9：X-band GaN 500W SSPA



資料來源：公司資料

圖 10：單晶微波積體電路 MMICS

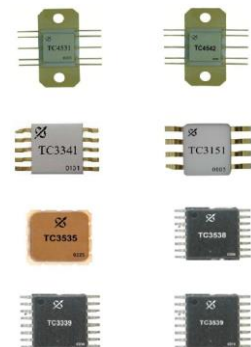
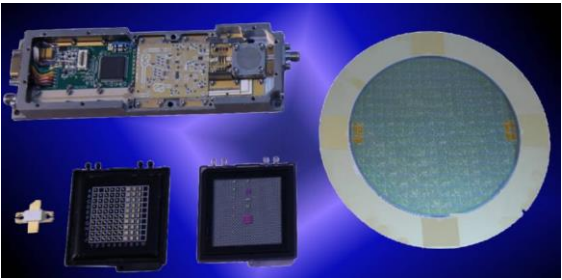


圖 11：主動相列雷達收發模組



資料來源：中科院

圖 12：機動式全相列雷達



資料來源：中科院

圖 13：全訊產品各頻段分布

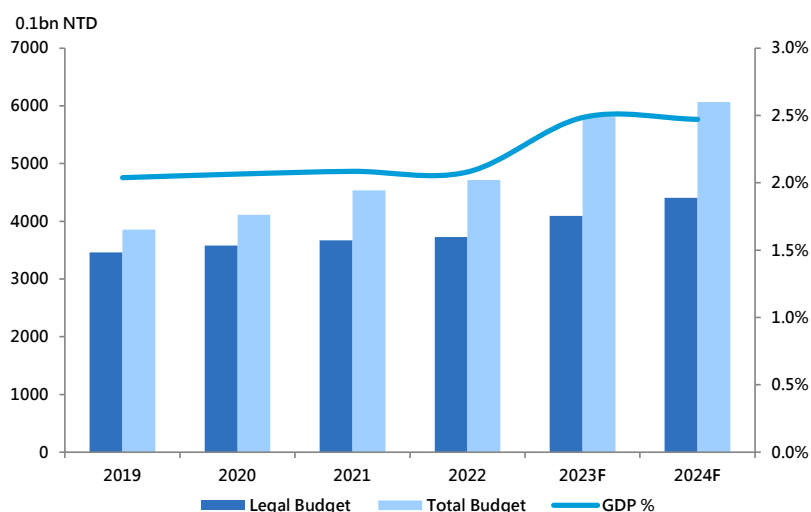
用途	波段	頻率範圍	全訊產品
軍用	L	1~2GHz	微波次系統
	S	2~4GHz	微波次系統
	C	4~8GHz	微波次系統
	X	8~12GHz	X-band GaN 500W SSPA、微波次系統
	Ku	12~18GHz	微波次系統
	K	18~27GHz	微波次系統
	Ka	27~49GHz	Ka-Band 3W MMIC、微波次系統
	W	40~100+GHz	
移動通信	3G (W-CDMA)	1.9~2.1GHz	
	4G (IMT-Advanced)	1.9~2.6Ghz	
	5G (Sub 6G)	~4.5GHz	
	5G(mmwace)	~71GHz	研發中：低軌道衛星地面接受站、5G毫米波小型基地台
車載	SRR	24GHz	
	MRR&LRR	77GHz	

資料來源：公司資料

台灣軍事國防支出持續成長，上升空間幅度仍大

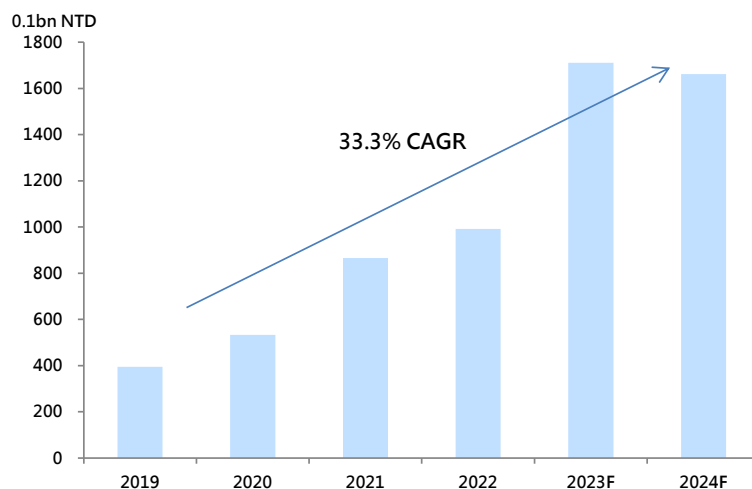
台灣軍事國防支出佔 GDP 佔比於 2018 年達 1.8%，為近 40 年來最低。然隨國際情勢轉變，軍事支出隨中美對抗加劇自 2018 年的 3,318 億提升到 2024 年的 4,406 億，5.0% CAGR，國防支出占 GDP 比重亦提升至 2023 年的 2.5%。另外，可看到政府在特別預算與非營業特種基金，自 2019 年的 395 億元成長至 2024 年的 1,662 億元，33.3% CAGR，主要用在軍機、潛艦、飛彈、防空系統或無人攻擊載具等大型採購需求，此部分為透過舉債、融資方式改善過去國防預算因稅收不足而遭排擠的現象。因此我們預期後續在國機國造、國艦國造、無人機裝備日漸普及，以及台海危機日益高升下，特別預算金額有望逐年提升，挹注海、空相關供應鏈營收成長。本中心預期台灣整體國防支出距離 3% GDP 占比目標仍有至少 20% 上漲空間，短期國防支出每年仍將穩定成長。

圖 14：台灣國防支出預算穩定成長



資料來源：國防部

圖 15：海、空採購金額大幅增長

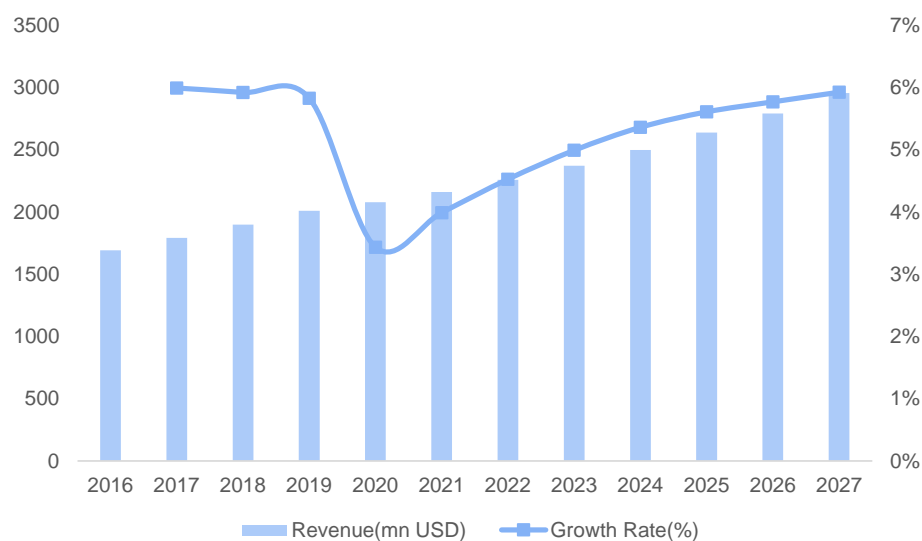


資料來源：國防部

軍用功率放大器市場穩健成長

根據 A2Z Market Research 預估，全球軍用功率放大器市場預期將以 CAGR 5.4%自 2021 年成長到 2027 年，主要受惠商用 5G 微波通信元件向高頻段拓展，改變過去國防頻率分布寬、發射功率高，商用通信低工作頻段且使用功率低的特性，國防與商用微波產品融合加上國防武器軍對於射程與精準度的要求持續提升，帶動整體市場商機進一步擴大。

圖 16：全球國防軍事功率放大器市場逐年以 CAGR 5.4%自 2021 年成長到 2027 年



資料來源：公司資料

獲利調整與股票評價

訂單能見度長且為寡占市場，島國防禦自主化最大受惠廠商

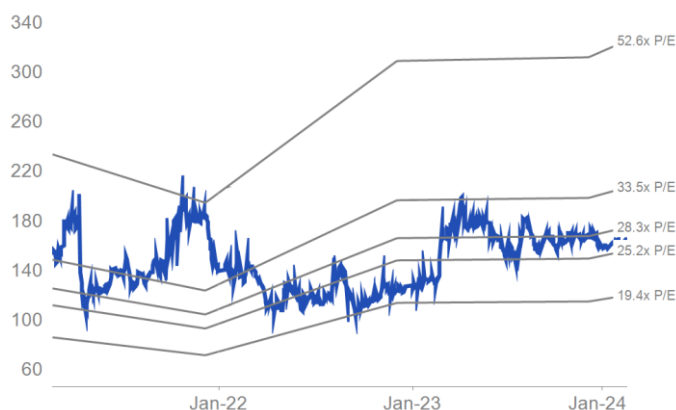
有鑑於本中心預期全訊於台灣飛彈市場訂單能見度至 2030 年、與中科院屬長期合作夥伴關係並寡占防禦型飛彈 PA，且隨天弓計畫結束後，高毛利飛彈營收占比逐步提升，包含新強弓飛彈計畫、雄風飛彈與天劍飛彈等(天弓飛彈營收占比估自 2023 年的 37%下滑至 2025 年的 25%)。全訊亦為全球少數 PA IDM 廠，寡占台灣防禦型飛彈 PA 市場且拓展國際市場有成，參考全訊過去歷史本益比區間落在 16-56 倍，PA 同業本益比為預估 2024 年 EPS 的 31.7 倍，軍工同業為 21.1 倍。以 2H24-1H25 年 EPS 6.4 元，給予歷史本益比區間中緣 31 倍，推得目標價 200 元，給予買進評等。(由於全訊預期 2024 年將發放 1 元股票股利，除權後參考目標價為 181 元)

圖 17：2024/2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	1,370	1,475	1,594	-	-7.1%	-
營業毛利	778	828	920	-	-6.0%	-
營業利益	531	581	650	-	-8.5%	-
稅前利益	551	610	671	-	-9.6%	-
稅後淨利	441	489	537	-	-9.8%	-
調整後 EPS (元)	5.94	6.56	7.23	-	-9.4%	-
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	56.8%	56.1%	57.7%	-	0.7	-
營業利益率	38.8%	39.4%	40.8%	-	-0.6	-
稅後純益率	32.2%	33.2%	33.7%	-	-0.9	-

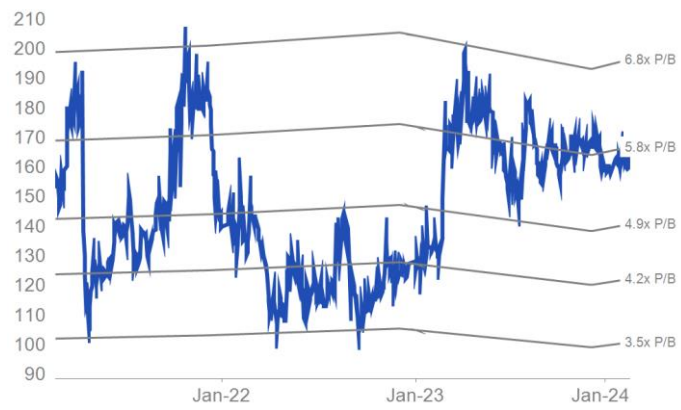
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 20：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
全訊	5222.TT	買進	167.0	401	3.71	5.88	5.94	45.0	28.4	28.1	(20.1)	58.6	1.0
PA 同業													
穩茂	3105	未評等	147.5	2,040	4.3	(0.3)	4.8	34.7	-	31.0	(67.0)	-	-
宏捷科	8086	未評等	153.5	742	0.1	0.4	2.4	2,199.8	407.8	64.5	(98.4)	439.4	532.0
全新	2455	未評等	175	1,057	2.9	2.3	4.4	59.4	74.9	39.6	(36.3)	(20.7)	88.9
IET-KY	4971	未評等	65	74	4.3	2.1	3.1	15.0	31.7	21.3	77.5	(52.8)	48.8
環宇-KY	4991	未評等	30	106	(8.5)	-	-	-	-	-	102.9	-	-
Qorvo Inc	QRVO.O	未評等	120	9,760	9.4	5.8	5.5	12.8	20.8	21.9	45.8	(38.5)	(5.0)
Broadcom Inc	AVGO.OQ	未評等	1,292	622,258	27.4	41.9	46.5	47.1	30.8	27.8	74.8	52.8	10.9
Skyworks Solutions Inc	SWKS.OQ	未評等	109	16,075	7.9	8.4	6.9	13.9	13.0	15.9	(13.4)	7.0	(18.2)
PA 同業平均					6.0	8.7	10.5	340.4	96.5	31.7	10.7	64.5	109.6
軍工同業													
神基	3005	持有-超越同業	134.0	2,116	4.2	0.0	7.1	31.7	-	18.9	(40.0)	(100.0)	-
亞航	2630	未評等	32.9	239	0.1	0.3	0.9	430.1	113.4	38.7	(83.2)	279.1	193.1
漢翔	2634	買進	47.6	1,498	1.7	2.4	3.3	27.5	20.1	14.6	191.8	36.5	38.1
龍德造船	6753	未評等	80.3	289	2.9	-	-	27.4	-	-	34.4	-	-
洛克希德馬丁	LMT.N	未評等	434.91	113,818	21.7	27.2	26.6	20.0	16.0	16.3	(4.9)	25.2	(2.2)
雷神	RTX.N	未評等	89.95	122,250	3.5	5.0	5.3	25.4	18.0	17.0	36.2	41.4	5.7
軍工同業平均					5.7	7.0	8.6	93.7	41.9	21.1	22.4	56.5	58.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
全訊	5222 TT	買進	167.0	401	12.5	19.7	19.0	29.59	29.93	28.42	5.6	5.6	5.9
PA 同業													
穩茂	3105	未評等	147.5	2,040	5.3	(0.2)	5.9	78.6	79.0	83.9	1.9	1.9	1.8
宏捷科	8086	未評等	153.5	742	0.2	0.8	6.0	37.6	38.1	40.8	4.1	4.0	3.8
全新	2455	未評等	175	1,057	17.1	13.9	24.3	16.7	16.7	19.4	10.5	10.5	9.0
IET-KY	4971	未評等	65	74	9.9	-	-	47.5	-	-	1.4	-	-
環宇-KY	4991	未評等	30	106	(22.9)	-	-	33.6	-	-	0.9	-	-
Qorvo Inc	QRVO.O	未評等	120	9,760	22.5	9.3	11.7	41.3	39.7	39.7	2.9	3.0	3.0
Broadcom Inc	AVGO.OQ	未評等	1,292	622,258	48.2	71.7	73.1	55.5	55.4	31.4	23.3	23.3	41.1
Skyworks Solutions Inc	SWKS.OQ	未評等	109	16,075	23.7	18.7	15.0	33.7	36.3	38.7	3.2	3.0	2.8
PA 同業平均					13.0	19.0	22.7	43.1	44.2	42.3	6.0	7.6	10.3
軍工同業													
神基	3005	持有-超越同業	134.0	2,116	12.9	17.5	19.1	32.8	35.2	37.1	4.1	3.8	3.6
亞航	2630	未評等	32.9	239	0.7	1.8	5.1	10.9	-	-	3.0	-	-
漢翔	2634	買進	47.6	1,498	10.8	13.1	16.6	16.8	18.0	19.7	2.8	2.6	2.4
龍德造船	6753	未評等	80.3	289	16.0	-	-	19.6	-	-	4.1	-	-
洛克希德馬丁	LMT.N	未評等	434.91	113,818	56.7	85.4	96.3	35.1	28.9	27.3	12.4	15.1	15.9
雷神	RTX.N	未評等	89.95	122,250	7.2	8.1	10.6	49.2	44.3	47.6	1.8	2.0	1.9
軍工同業平均					17.4	25.2	29.5	27.4	31.6	32.9	4.7	5.9	6.0

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	222	345	310	374	288	342	336	404	1,251	1,370
銷貨成本	(111)	(153)	(129)	(161)	(132)	(151)	(140)	(168)	(555)	(592)
營業毛利	111	192	180	213	156	191	195	236	696	778
營業費用	(53)	(57)	(62)	(58)	(53)	(62)	(60)	(71)	(230)	(247)
營業利益	58	135	119	155	102	129	135	165	466	531
業外利益	(1)	30	30	6	5	5	5	6	65	20
稅前純益	57	164	149	161	107	134	140	171	531	551
所得稅費用	(11)	(29)	(26)	(29)	(21)	(27)	(28)	(34)	(95)	(110)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	46	136	123	132	85	107	112	136	437	441
調整後每股盈餘(NT\$)	0.68	2.01	1.65	1.78	1.15	1.44	1.51	1.84	5.88	5.94
調整後加權平均股數(百萬股)	74	74	74	74	74	74	74	74	74	82
重要比率										
營業毛利率	50.0%	55.5%	58.2%	56.9%	54.1%	55.9%	58.2%	58.3%	55.6%	56.8%
營業利益率	26.0%	39.0%	38.3%	41.4%	35.6%	37.7%	40.3%	40.8%	37.2%	38.8%
稅前純益率	25.8%	47.7%	48.1%	43.0%	37.1%	39.1%	41.8%	42.2%	42.5%	40.3%
稅後純益率	20.7%	39.3%	39.6%	35.3%	29.7%	31.2%	33.4%	33.8%	34.9%	32.2%
有效所得稅率	19.7%	17.4%	17.5%	18.0%	19.6%	20.1%	20.0%	19.9%	17.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-30.8%	55.4%	-10.3%	20.8%	-23.0%	18.8%	-1.8%	20.2%		
營業利益	-51.7%	133.3%	-11.9%	30.6%	-34.2%	26.5%	4.7%	22.2%		
稅後純益	-58.1%	195.6%	-9.6%	7.6%	-35.6%	25.9%	4.7%	21.4%		
調整後每股盈餘	-58.3%	195.6%	-17.9%	7.9%	-35.3%	25.2%	4.9%	21.6%		
年增率(%)										
營業收入	17.8%	22.8%	26.9%	16.6%	29.6%	-0.9%	8.5%	8.0%	20.9%	9.5%
營業利益	8.1%	37.6%	25.9%	29.8%	76.7%	-4.2%	13.8%	6.5%	27.7%	13.9%
稅後純益	-20.4%	886.6%	79.4%	20.4%	85.0%	-21.2%	-8.7%	3.0%	75.2%	0.9%
調整後每股盈餘	-20.7%	881.7%	62.2%	9.3%	69.3%	-28.3%	-8.4%	3.2%	58.6%	1.0%

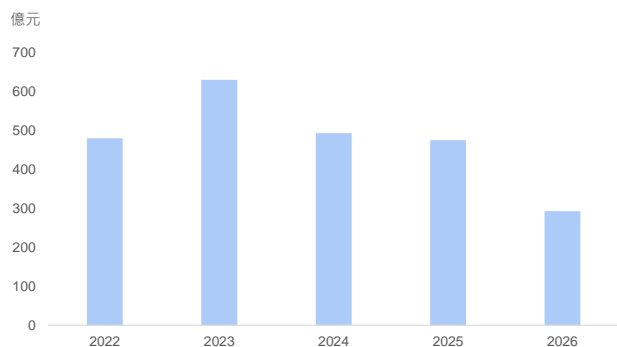
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

全訊為台灣通過國防認證 GaAs/GaN 微波元件與功率放大器廠商

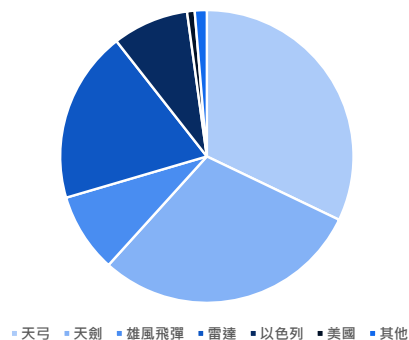
全訊成立於 1998 年 6 月，為一專業整合元件公司，具 GaAs pHEMT、GaN HEMT 技術，製程包含半導體的晶圓的設計、製造、後段封裝組裝的微波元件電路設計等，產品包括上游的主被動晶片元件(Chip products)、不同封裝型態的分離式電晶體元件(Transistor, FET)、整合主被動元件在內的單晶微波積體電路(PA MMIC)放大器、固態功率放大器(Amplifier, SSPA)及射頻模組 (T/R Module)等，產品涵蓋微波通訊產業上、中、下游。目前已出貨各頻段超高功率放大器、收發模組、訊號合成模組、微波次系統，可運用於軍方先進雷達系統、先進微波追蹤系統，全訊已獲國軍與以色列微波大廠的長期訂單。

圖 23：海空戰力提升計畫預算編列情形



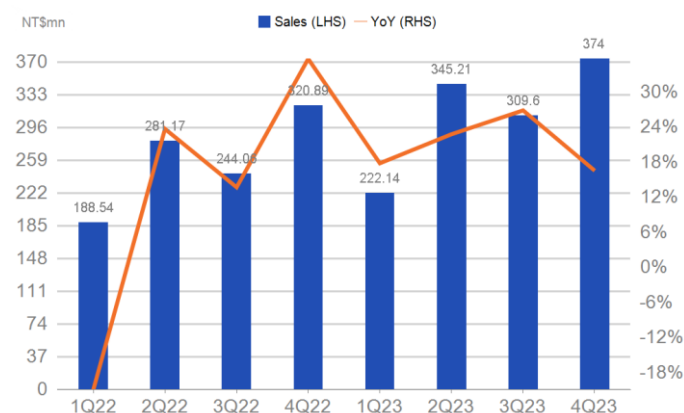
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 24：2023 年營收組成



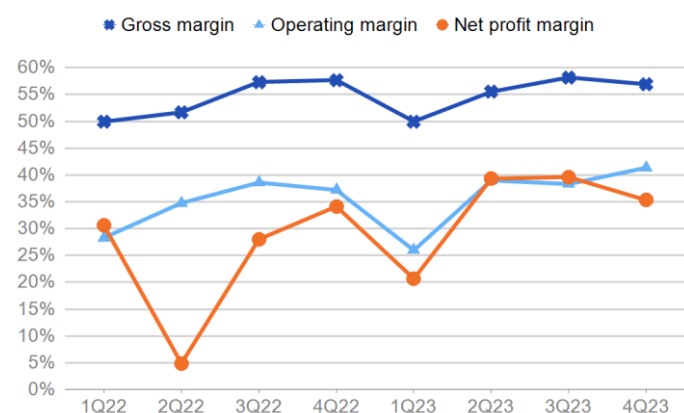
資料來源：公司資料

圖 25：營收趨勢



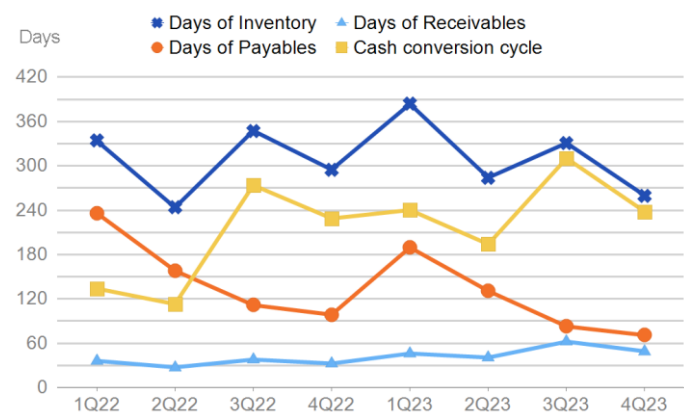
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：毛利率、營益率、淨利率



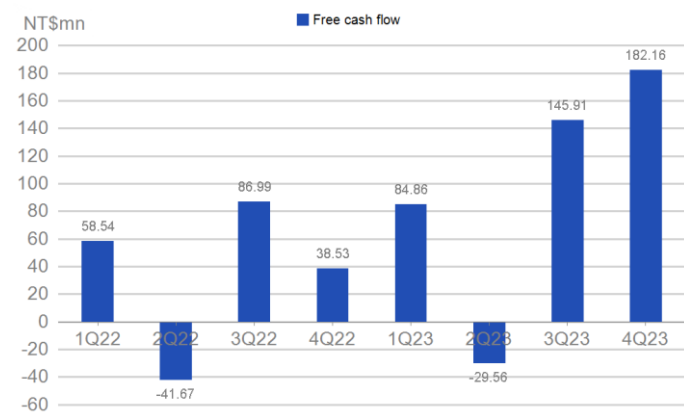
資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	1,178	576	674	699	787
存貨	333	453	459	475	508
應收帳款及票據	100	147	175	170	188
其他流動資產	45	226	226	226	226
流動資產	1,656	1,402	1,534	1,570	1,709
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	330	438	513	589	664
無形資產	2	10	7	4	1
其他非流動資產	322	551	546	546	546
非流動資產	654	999	1,067	1,139	1,212
資產總額	2,310	2,402	2,601	2,710	2,921
應付帳款及票據	28	37	27	31	46
短期借款	30	40	40	40	40
什項負債	158	177	177	177	177
流動負債	216	254	244	248	263
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	115	142	137	137	137
長期負債	115	142	137	137	137
負債總額	331	395	381	385	400
股本	678	678	678	678	678
資本公積	1,036	1,024	1,024	1,024	1,024
保留盈餘	282	312	526	630	827
什項權益	(18)	(8)	(8)	(8)	(8)
歸屬母公司之權益	1,979	2,006	2,220	2,324	2,521
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,979	2,006	2,220	2,324	2,521

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	247	249	437	441	537
折舊及攤提	47	56	56	56	56
本期營運資金變動	(11)	(180)	(44)	(7)	(36)
其他營業資產 及負債變動	56	99	0	0	0
營運活動之現金流量	339	223	449	490	556
資本支出	(134)	(81)	(128)	(128)	(128)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(5)	(516)	0	0	0
投資活動之現金流量	(139)	(597)	(128)	(128)	(128)
股本變動	266	0	0	0	0
本期負債變動	0	10	0	0	0
現金增減資	885	0	0	0	0
支付現金股利	(61)	(235)	(223)	(337)	(340)
其他調整數	(268)	(3)	0	0	0
融資活動之現金流量	822	(228)	(223)	(337)	(340)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	1,022	(602)	98	25	88
自由現金流量	205	142	321	362	428

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	917	1,035	1,251	1,370	1,594
銷貨成本	(422)	(470)	(555)	(592)	(674)
營業毛利	495	565	696	778	920
營業費用	(182)	(200)	(230)	(247)	(270)
推銷費用	(14)	(13)	(18)	(17)	(16)
研究費用	(47)	(46)	(58)	(57)	(64)
管理費用	(123)	(140)	(157)	(172)	(189)
其他費用	2	(1)	3	0	0
營業利益	312	365	466	531	650
利息收入	1	5	9	7	8
利息費用	(2)	(3)	(1)	(1)	(1)
利息收入淨額	(1)	3	9	6	7
投資利益(損失)淨額	0	0	10	13	13
匯兌損益	0	3	13	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(7)	(49)	34	0	0
稅前純益	305	322	531	551	671
所得稅費用	(58)	(72)	(95)	(110)	(134)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	247	249	437	441	537
稅前息前折舊攤銷前淨利	354	380	521	587	706
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.64	3.71	5.88	5.94	7.23

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	29.8	12.9	20.9	9.5	16.4
營業利益	51.2	16.8	27.7	13.9	22.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	46.1	7.3	37.1	12.7	20.3
稅後純益	50.3	1.2	75.2	0.9	21.8
調整後每股盈餘	11.5	(20.1)	58.6	1.0	21.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	54.0	54.6	55.6	56.8	57.7
營業利益率	34.1	35.3	37.2	38.8	40.8
稅前息前淨利率	33.1	30.9	37.2	38.8	40.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	38.6	36.7	41.7	42.9	44.3
稅前純益率	33.3	31.1	42.5	40.3	42.1
稅後純益率	26.9	24.1	34.9	32.2	33.7
資產報酬率	14.1	10.6	16.8	16.3	18.4
股東權益報酬率	17.2	12.5	19.7	19.0	21.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	16.7	19.7	17.2	16.6	15.9
淨負債權益比(%)	(58.0)	(26.7)	(28.6)	(28.4)	(29.6)
利息保障倍數 (倍)	159.0	129.6	672.6	890.1	979.3
流動比率 (%)	767.2	552.8	629.4	632.8	649.9
速動比率 (%)	608.1	369.0	441.0	441.5	456.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,148)	(536)	(634)	(659)	(747)
調整後每股淨值 (NT\$)	29.19	29.59	29.93	28.42	30.82
評價指標 (倍)					
本益比	36.0	45.0	28.4	28.1	23.1
股價自由現金流量比	66.8	96.2	42.7	37.8	32.0
股價淨值比	5.7	5.6	5.6	5.9	5.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	38.7	36.1	26.3	23.3	19.4
股價營收比	14.9	13.2	11.0	10.0	8.6

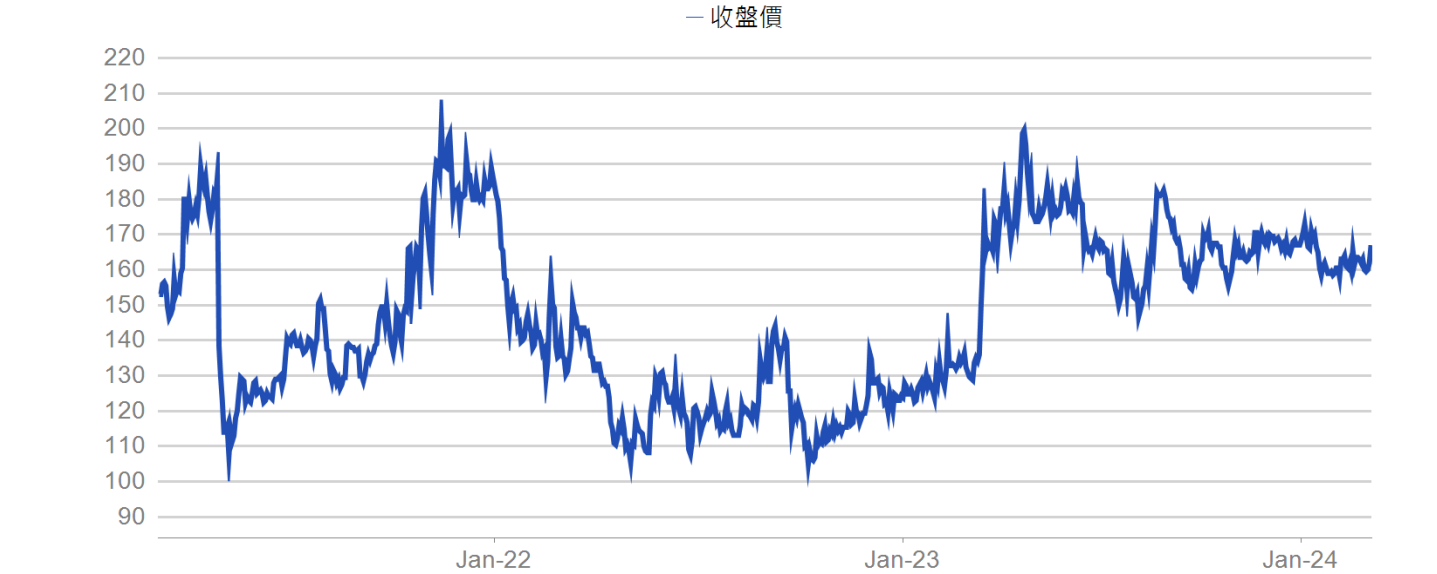
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

全訊 (5222 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲

許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.