

研究員：劉宜和 [yiho.liu@capital.com.tw](mailto:yiho.liu@capital.com.tw)

前日收盤價	157.50 元
目標價	
3 個月	170.00 元
12 個月	170.00 元

## 啟碁 (6285 TT)

Buy

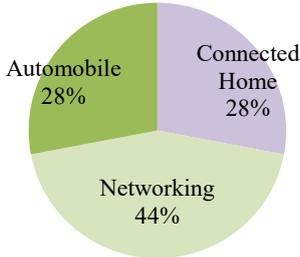
### 近期報告日期、評等及前日股價

01/22/2024	Buy	143.00
01/17/2024	Neutral	156.50
12/12/2023	達目標價	161.50
11/02/2023	Buy	123.50
09/19/2023	達目標價	154.00

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,851
市值(億元)	764
目前每股淨值(元)	62.86
外資持股比(%)	11.73
投信持股比(%)	17.73
董監持股比(%)	21.98
融資餘額(張)	12,723
現金股息配發率(F)(%)	66.82

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



低軌道衛星網路與充電樁帶動營收成長，維持 Buy 建議。

**投資建議：**受惠於低軌道衛星網路家用終端出貨成長，以及車用充電樁量產出貨，再加上歐、美電信商客戶 5G FWA CPE 出貨，2Q24 營運明顯轉強，並帶動公司持續成長，維持 Buy 投資建議。

**進入營運淡季，1Q24 營收 255.85 億元，QoQ-13.81%，預估**

**EPS1.39 元：**1Q24，年節因素造成工作天數減少，電信營運商進入年初拉貨淡季，北美企業持續裁員，對企業級網通設備需求下滑；北美電動車產業持續去化庫存，燃油車銷量受電動車擠壓，皆對出貨造成壓力，1Q24 營收 255.85 億元，QoQ-13.81%，預估稅後淨利 6.74 億元，QoQ-22.49%，EPS1.39 元。

**充電樁量產出貨，預估 2Q24 營收 308.24 億元，QoQ+20.48%，**

**EPS2.39 元：**展望 2Q24，由於全球電動車價格競爭狀況並未好轉，預期車用相關產品營收尚未有起色，北美 5G FWA CPE 出貨穩定，但因歐洲 5G FWA 出貨將遞延至 3Q24，預期 Connected Home 營收約略持平於 1Q24；雖然企業級網通設備出貨平緩，但因低軌道衛星網路家用終端出貨成長，以及車用充電樁量產出貨，Networking 帶動營收走高，預估 2Q24 營收 308.24 億元，QoQ+20.48%，稅後淨利 11.61 億元，QoQ+72.41%，EPS2.39 元。

**營運持續成長，預估 2024 年營收 1,202.07 億元，YoY+8.50%，**

**EPS9.15 元：**展望 2024 年，美國寬頻網路基礎建設有助抵抗電信商去化庫存逆風，歐洲地區新標案對 5G FWA 需求成長，Connected Home 營收成長；LEO 網通設備雖然持續成長，以及車用充電樁量產出貨，預期 Networking 營收年增率居次；車聯網模組應用於燃油車比重較高，且燃油車銷量受電動車競爭逐年下滑，北美品牌電動車受到中國品牌電動車削價競爭，預期 Automotive 營收持穩，預估 2024 年營收 1,202.07 億元，YoY+8.50%，稅後淨利 44.40 億元，YoY+16.76%，EPS9.15 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	110,788	120,207	124,715	25,266	26,627	29,210	29,685	25,585	30,824	31,539	32,259	27,948
營業毛利淨額	13,594	15,582	16,608	2,804	3,231	3,938	3,621	3,004	4,026	4,211	4,341	3,520
營業利益	4,671	5,971	6,940	826	1,044	1,496	1,305	932	1,560	1,719	1,760	1,284
稅後純益	3,803	4,440	5,122	575	946	1,412	869	674	1,161	1,287	1,318	937
稅後 EPS(元)	7.84	9.15	10.56	1.19	1.95	2.91	1.79	1.39	2.39	2.65	2.72	1.93
毛利率(%)	12.27%	12.96%	13.32%	11.10%	12.14%	13.48%	12.20%	11.74%	13.06%	13.35%	13.46%	12.60%
營業利益率(%)	4.22%	4.97%	5.56%	3.27%	3.92%	5.12%	4.39%	3.64%	5.06%	5.45%	5.46%	4.60%
稅後純益率(%)	3.43%	3.69%	4.11%	2.28%	3.55%	4.83%	2.93%	2.63%	3.77%	4.08%	4.09%	3.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.30%	8.50%	3.75%	-13.16%	5.39%	9.70%	1.63%	-13.81%	20.48%	2.32%	2.28%	-13.36%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	21.82%	16.76%	15.36%	-44.17%	64.53%	49.19%	-38.44%	-22.49%	72.41%	10.77%	2.48%	-28.92%

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 48.51 億元計算。

2024 年 4 月 9 日

## 啟基 ESG：

啟基由全球製造總廠統籌，協同工安部、廠務中心與數位資訊管理處，進行包括廠房、產線、設備能耗以及產品製程等各面向的節能減碳應對措施與改善、建置太陽能發電站與數據採集與監控系統（Supervisory Control and Data Acquisition，以下簡稱 SCADA），以及設置「能源管理系統委員會」導入能源管理系統，積極降低產品生產過程與日常營運中的能源消耗，並結合企業內部活動向同仁推廣環保意識，期能有效降低碳排放，並朝綠色工廠的方向邁進。2021 年範疇一、二溫室氣體排放密集度較 2019 年減少 15%。導入 ISO 50001 能源管理系統，節能成效等同於二氧化碳減排 1,948 公噸 CO<sub>2</sub>e，推估每年可節約新臺幣 958 萬元的用電成本，太陽能發電站年發電量達 2.1GWh，占總用電量 2.07%；減碳量約等同 108 個臺灣人年排放量，節水與回收水量占總取水量約為 18.7%，推估每年可節約新臺幣 508 萬元的取水成本。

## 進入營運淡季，1Q24 營收 255.85 億元，QoQ-13.81%，預估 EPS1.39 元：

1Q24，年節因素造成工作天數減少，電信營運商進入年初拉貨淡季，北美企業持續裁員，對企業級網通設備需求下滑；北美電動車產業持續去化庫存，燃油車銷量受電動車擠壓，皆對出貨造成壓力。

在 Connected Home 產品線方面，因年初為北美電信商客戶拉貨淡季，家用寬頻產品出貨放緩，營收 71.64 億元，QoQ-10.62%。

在 Automotive 產品線方面，由於全球電動車價格競爭壓力加劇，以及整體車市銷售狀況不佳，導致部分客戶出貨量減少，以至於對車用聯網模組需求下滑，年初也是車用衛星廣播設備出貨淡季，進一步壓抑營收表現，營收 71.64 億元，QoQ-22.15%。

在 Networking 產品線方面，雖然企業級網通設備客戶持續調節庫存，但因北美低軌道衛星網路營運商用戶持續增加，帶動家用終端設備出貨成長，以及電動車充電樁在季底出貨，抵消部分產品營收衰退，營收 112.57 億元，QoQ-9.71%。

進入營運淡季，1Q24 營收 255.85 億元，QoQ-13.81%。

雖然台幣相對美元貶值，以及提列較少的庫存跌價損失有助毛利率向上，但因產能利用率與營收規模皆放緩，預期毛利率將低於 4Q23 的水準，預估稅後淨利 6.74 億元，QoQ-22.49%，EPS1.39 元。

## 充電樁量產出貨，預估 2Q24 營收 308.24 億元，QoQ+20.48%，EPS2.39 元：

展望 2Q24，由於全球電動車價格競爭狀況並未好轉，預期車用相關產品營收尚未有起色，北美 5G FWA CPE 出貨穩定，但因歐洲 5G FWA 出貨將遞延至 3Q24，預期 Connected Home 營收約略持平於 1Q24；雖然企業級網通設備出貨平緩，但因低軌道衛星網路家用終端出貨成長，以及車用充電樁量產出貨，Networking 帶動營收走高，預估 2Q24 營收 308.24 億元，QoQ+20.48%。

營收規模放大將帶動毛利率走高，預期 2Q24 毛利率將優於 1Q24，預估稅後淨利 11.61 億元，QoQ+72.41%，EPS2.39 元。

2024 年 4 月 9 日

**營運持續成長，預估 2024 年營收 1,202.07 億元，YoY+8.50%，EPS9.15 元：**

展望 2024 年，美國寬頻網路基礎建設有助抵抗電信商去化庫存逆風，歐洲地區新標案對 5G FWA 需求成長，Connected Home 營收成長；LEO 網通設備雖然持續成長，以及車用充電樁量產出貨，預期 Networking 營收年增率居次；車聯網模組應用於燃油車比重較高，且燃油車銷量受電動車競爭逐年下滑，北美品牌電動車受到中國品牌電動車削價競爭，預期 Automotive 營收持穩。

Connected Home 產品線方面，美國國會已於 07/2023 通過 420 億美元寬頻基建經費，實際上美國寬頻基建自 2022 年開始就持續進行當中，公司交付網通設備給客戶，待政府補助款撥付後即可回收貨款，交貨未因經費通過國會審查發生改變，寬頻網路設備穩健出貨，有助於抵抗美國電信商對網通 CPE 庫存調整的逆風，在歐洲已獲得 5G FWA 新標案，並於 2024 年量產出貨，預期 Connected Home 營收年增率為最佳的產品線。

Networking 產品線方面，北美企業持續裁員，連帶影響企業網路設備支出金額，預期企業級網路設備庫存調整將進行至 1H24；北美 LEO 衛星網路服務營運商用戶持續成長，帶動用戶端網路硬體套件出貨增加，EV 充電樁組裝業務自 1Q24 出貨後，預期相關業務將受惠於 EV 成長趨勢，自 2Q24 起帶動出貨向上，預期 Networking 營收年增率居次。

Automotive 產品線方面，車用相關產品已切入北美電動車毫米波雷達、車內駕駛監測系統(DMS)，以及車連網模組等...相關應用，但北美電動車業者在全球受到多個品牌電動車競爭，其中又以中國品牌競爭壓力較大，北美電動車市場又持續調整庫存，預期將壓抑電動車相關零組件成長幅度；車聯網模組應用於燃油車比重較高，燃油車受到電動車競爭導致銷量逐年下滑，壓抑車用產品營收成長動能，預期 Automotive 營收持穩。

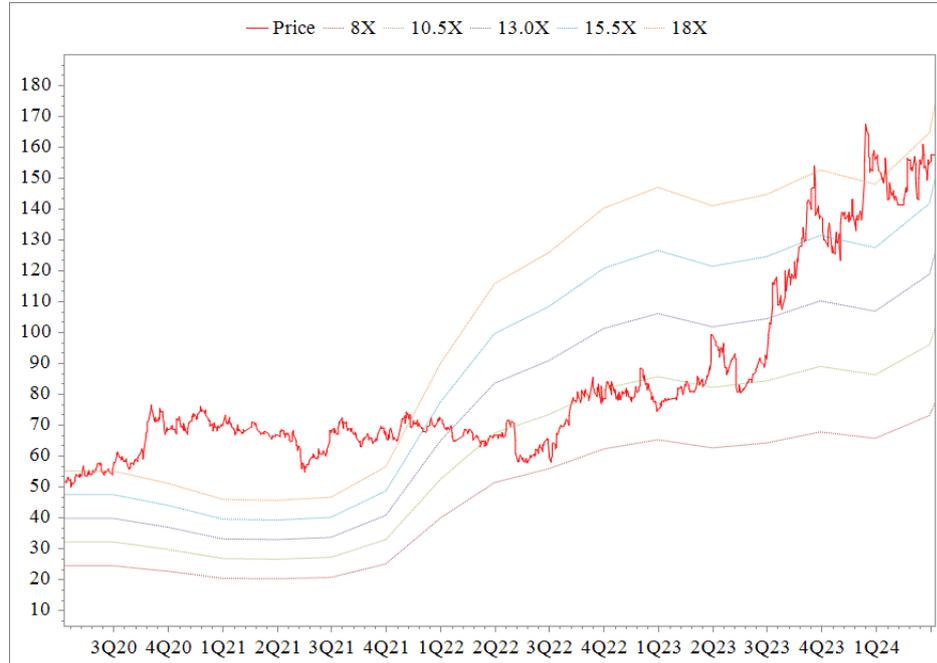
營運持續成長，預估 2024 年營收 1,202.07 億元，YoY+8.50%。

因營收規模進一步放大，新產品陸續出貨有助於提升產品組合，且庫存皆已在 2023 年清理完畢，預期毛利率優於 2023 年，預估稅後淨利 44.40 億元，YoY+16.76%，EPS9.15 元。

**投資建議：**

受惠於低軌道衛星網路家用終端出貨成長，以及車用充電樁量產出貨，再加上歐、美電信商客戶 5G FWA CPE 出貨，2Q24 營運明顯轉強，並帶動公司持續成長，維持 Buy 投資建議。

## 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

2024年4月9日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	44,497	65,878	69,213	93,046	98,012
流動資產	33,475	52,406	54,241	43,887	57,921
現金及約當現金	3,090	4,283	8,061	5,080	7,757
應收帳款與票據	15,404	21,708	22,984	19,829	24,590
存貨	13,449	24,649	19,524	13,726	20,631
採權益法之投資	90	80	0	0	0
不動產、廠房設備	8,214	10,543	10,942	9,682	8,422
<b>負債總計</b>	27,494	45,522	38,721	61,071	64,331
流動負債	23,930	39,604	34,642	34,021	44,900
應付帳款及票據	11,418	18,611	14,821	20,150	15,985
非流動負債	3,564	5,918	4,079	21,721	18,267
<b>權益總計</b>	17,003	20,356	30,492	31,974	33,681
普通股股本	3,966	3,958	4,824	4,824	4,824
保留盈餘	9,097	11,420	13,207	14,690	16,397
母公司業主權益	17,003	20,356	30,492	31,974	33,681
<b>負債及權益總計</b>	44,497	65,878	69,213	93,046	98,012

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	67,230	95,257	110,788	120,207	124,715
營業成本	59,976	83,663	97,193	104,625	108,107
<b>營業毛利淨額</b>	7,254	11,595	13,594	15,582	16,608
營業費用	6,373	8,357	8,923	9,611	9,668
<b>營業利益</b>	881	3,238	4,671	5,971	6,940
<b>EBITDA</b>	3,012	5,803	7,439	7,714	8,456
業外收入及支出	508	511	87	-205	-200
稅前純益	1,412	3,760	4,801	5,767	6,740
所得稅	180	638	998	1,326	1,618
稅後純益	1,232	3,122	3,803	4,440	5,122
稅後 EPS(元)	2.54	6.44	7.84	9.15	10.56
完全稀釋 EPS**	2.54	6.44	7.84	9.15	10.56

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 48.51 億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 48.51 億元計算

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-3,566	-3,415	7,144	14,261	7,778
稅前純益	1,412	3,760	4,801	5,767	6,740
折舊及攤銷	1,558	1,790	2,085	1,743	1,516
營運資金變動	-6,596	-10,312	58	14,283	-15,831
其他營運現金	60	1,346	200	-7,531	15,353
<b>投資活動現金</b>	-2,040	-3,819	-3,344	-37,557	5,697
資本支出淨額	-2,410	-3,558	-3,015	-2,100	-2,100
長期投資變動	715	-59	142	-10	-10
其他投資現金	-345	-203	-470	-35,447	7,807
<b>籌資活動現金</b>	4,219	8,187	146	20,315	-10,798
長借/公司債變動	468	3,460	457	17,642	-3,454
現金增資	0	0	4,235	0	0
發放現金股利	-994	-833	-2,024	-2,957	-3,416
其他籌資現金	4,745	5,559	-2,522	5,630	-3,929
<b>淨現金流量</b>	-1,441	1,193	3,778	-2,981	2,677
<b>期初現金</b>	4,531	3,090	4,283	8,061	5,080
<b>期末現金</b>	3,090	4,283	8,061	5,080	7,757

資料來源：CMoney、群益

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	7.31%	41.69%	16.30%	8.50%	3.75%
營業毛利淨額	4.36%	59.84%	17.25%	14.62%	6.59%
營業利益	-40.19%	267.61%	44.28%	27.83%	16.22%
稅後純益	-16.00%	153.35%	21.82%	16.76%	15.36%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	10.79%	12.17%	12.27%	12.96%	13.32%
EBITDA(%)	4.48%	6.09%	6.71%	6.42%	6.78%
營益率	1.31%	3.40%	4.22%	4.97%	5.56%
稅後純益率	1.83%	3.28%	3.43%	3.69%	4.11%
總資產報酬率	2.77%	4.74%	5.49%	4.77%	5.23%
股東權益報酬率	7.25%	15.34%	12.47%	13.89%	15.21%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	61.79%	69.10%	55.95%	65.64%	65.64%
負債/淨值比(%)	161.71%	223.63%	126.99%	191.00%	191.00%
流動比率(%)	139.89%	132.33%	156.57%	129.00%	129.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	66.11	83.11	82.94	58.00	58.00
應收帳款天數	78.03	71.10	73.62	65.00	65.00

2024年4月9日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	29,095	25,266	26,627	29,210	29,685	25,585	30,824	31,539	32,259	27,948	30,656	32,948
營業成本	25,445	22,463	23,396	25,271	26,064	22,580	26,798	27,329	27,918	24,428	26,534	28,494
營業毛利淨額	3,650	2,804	3,231	3,938	3,621	3,004	4,026	4,211	4,341	3,520	4,123	4,454
營業費用	2,474	1,978	2,187	2,442	2,316	2,072	2,466	2,492	2,581	2,236	2,391	2,504
營業利益	1,176	826	1,044	1,496	1,305	932	1,560	1,719	1,760	1,284	1,731	1,950
業外收入及支出	49	-107	162	288	-213	-57	-51	-48	-48	-51	-50	-49
稅前純益	1,225	719	1,206	1,784	1,092	875	1,508	1,671	1,712	1,233	1,682	1,901
所得稅	194	144	260	372	222	201	347	384	394	296	404	456
稅後純益	1,030	575	946	1,412	869	674	1,161	1,287	1,318	937	1,278	1,445
最新股本	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851	4,851
稅後EPS(元)	2.12	1.19	1.95	2.91	1.79	1.39	2.39	2.65	2.72	1.93	2.63	2.98
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	12.55%	11.10%	12.14%	13.48%	12.20%	11.74%	13.06%	13.35%	13.46%	12.60%	13.45%	13.52%
營業利益率(%)	4.04%	3.27%	3.92%	5.12%	4.39%	3.64%	5.06%	5.45%	5.46%	4.60%	5.65%	5.92%
稅後純益率(%)	3.54%	2.28%	3.55%	4.83%	2.93%	2.63%	3.77%	4.08%	4.09%	3.35%	4.17%	4.38%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	9.66%	-13.16%	5.39%	9.70%	1.63%	-13.81%	20.48%	2.32%	2.28%	-13.36%	9.69%	7.48%
營業利益	-3.06%	-29.76%	26.44%	43.23%	-12.80%	-28.57%	67.37%	10.23%	2.40%	-27.05%	34.82%	12.63%
稅前純益	-17.81%	-41.27%	67.73%	47.91%	-38.83%	-19.84%	72.40%	10.77%	2.48%	-27.99%	36.38%	13.03%
稅後純益	-16.27%	-44.17%	64.53%	49.19%	-38.44%	-22.49%	72.41%	10.77%	2.48%	-28.92%	36.38%	13.03%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	52.70%	29.87%	31.98%	10.10%	2.03%	1.26%	15.76%	7.98%	8.67%	9.24%	-0.54%	4.47%
營業利益	502.41%	246.20%	71.26%	23.32%	10.93%	12.81%	49.33%	14.92%	34.94%	37.81%	11.01%	13.43%
稅前純益	207.13%	100.36%	75.72%	19.74%	-10.87%	21.65%	25.04%	-6.35%	56.88%	40.93%	11.49%	13.75%
稅後純益	210.18%	90.54%	69.33%	14.74%	-15.64%	17.11%	22.72%	-8.88%	51.69%	39.10%	10.04%	12.27%

註1：稅後EPS以股本48.51億元計算

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。個股投資評等分為三個等級，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」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，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「買進」及「強力買進」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。