

## 全訊 (5222 TT) Transcom

1Q24 產品組合差，然全年交貨展望不變

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$204.0

收盤價 (2024/05/02) : NT\$170.0  
隱含漲幅 : 20.0%

## 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	買進
目標價 (NT\$)	204.0	200.0
2024年營收 (NT\$/十億)	1.4	1.4
2024年EPS	5.9	5.9

## 交易資料表

市值	NT\$12,680百萬元
外資持股比率	4.8%
董監持股比率	8.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$28.40
負債比	15.5%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	1,035	1,251	1,363	1,594
營業利益	365	466	525	646
稅後純益	249	437	440	533
EPS (元)	3.71	5.88	5.92	7.18
EPS YoY (%)	-20.1	58.6	0.6	21.2
本益比 (倍)	45.8	28.9	28.7	23.7
股價淨值比 (倍)	5.8	5.7	6.0	5.5
ROE (%)	12.5	19.7	18.9	21.2
現金殖利率 (%)	1.8%	2.4%	2.4%	3.0%
現金股利 (元)	3.00	4.12	4.14	5.03

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

## 元大觀點

◆ 1Q24 受產品組合轉差影響，使 EPS 低於預期 16.8%至 0.96 元。

◆ 2Q24 低毛利天弓飛彈出貨較少，毛利率估季增 9.6 個百分點，EPS 估季增 49.4%至 1.4 元。

◆ 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 6.6 元，31 倍本益比給予買進評等。

## 產品組合與庫存跌價損失使 1Q24 EPS 低於預期 16.8%

1Q24 營收 2.8 億元，季減 25.6%，年增 25.1%，低於本中心預期 3.5%，主因飛彈營收貢獻略低於預期。毛利率 47.4%，季減 9.6 個百分點，年減 2.6 個百分點，大幅低於預期 6.7 個百分點，主因較低毛利產品天弓飛彈於 1Q24 交貨較多，1Q24 天弓飛彈占總營收約 40%，遠大於 2024 年全年營收占比預估的 32%，同時 1Q24 認列 200 多萬元庫存跌價損失，此為長交期產品原物料，預期將於後續回沖。營業費用則略高於預期 2.5%。EPS 0.96 元，季減 46.2%，年增 40.7%，低於預期 16.8%主因產品組合較差。

## 2Q24 產品組合好轉，EPS 將大幅季增 49.4%至 1.4 元

2Q24 營收微幅下修 3.7%至 3.3 億元，季增 18.6%，年減 4.5%，以反映 1Q24 營收略微低於預期。毛利率 57.0%，季增 9.6 個百分點，年增 1.5 個百分點，上修 1.1 個百分點以反映 2Q24 產品組合改善，預期低毛利天弓飛彈占總營收僅 20%，遠低於全年預估的 32%。營業利益估 1.3 億元，季增 60.2%，年減 5.0%，微幅下修 0.8%以反映營收下調。EPS 估達 1.4 元，季增 49.4%，年減 28.9%，微幅下調 0.8%。

## 全年展望不變，訂單能見度長且持續寡占軍工 PA 市場

儘管 1Q24 毛利率與 EPS 受天弓飛彈出貨較多影響，然全年交貨計畫不變，天弓飛彈集中上半年出貨將有助 2H24 毛利率回升。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。預估 2024 年/25 年 EPS 為 5.92/7.18 元，調降 0.3/0.7 個百分點。全訊為全球少數 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 28.9 倍，軍工同業為 24.1 倍。以 2H24-1H25 年 EPS 6.6 元，給予歷史本益比區間中緣 31 倍，推得目標價 204 元，給予買進評等。

## 營運分析

### 產品組合與庫存跌價損失影響 1Q24 毛利率，1Q24 EPS 低於預期 16.8%

1Q24 營收 2.8 億元，季減 25.6%，年增 25.1%，低於本中心預期 3.5%，主因飛彈營收貢獻略低於預期。毛利率 47.4%，季減 9.6 個百分點，年減 2.6 個百分點，大幅低於預期 6.7 個百分點，主因較低毛利產品天弓飛彈於 1Q24 交貨較多，1Q24 天弓飛彈占總營收約 40%，遠大於 2024 年全年營收占比預估的 32%，同時 1Q24 認列 200 多萬元庫存跌價損失，此為長交期產品原物料，預期將於後續回沖。營業費用則僅略高於預期 2.5%。EPS 0.96 元，季減 46.2%，年增 40.7%，低於預期 16.8%主因產品組合較差。

圖 1：2024 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q23A	4Q23A	1Q24F	季增率	年增率	1Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	222	374	278	-25.6%	25.1%	288	287	-3.5%	-2.9%
營業毛利	111	213	132	-38.0%	18.8%	156	154	-15.4%	-14.7%
營業利益	58	155	80	-48.3%	38.6%	102	99	-21.6%	-19.3%
稅前利益	57	161	89	-44.6%	55.6%	107	104	-16.8%	-14.5%
稅後淨利	46	132	71	-46.2%	54.5%	85	84	-16.5%	-15.1%
調整後 EPS (元)	0.68	1.78	0.96	-46.2%	40.7%	1.15	1.13	-16.8%	-14.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	50.0%	56.9%	47.4%	-9.6	-2.6	54.1%	53.9%	-6.7	-6.5
營業利益率	26.0%	41.4%	28.7%	-12.7	2.7	35.6%	34.6%	-6.9	-5.8
稅後純益率	20.7%	35.3%	25.6%	-9.8	4.9	29.7%	29.2%	-4.2	-3.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

### 2Q24 產品組合較 1Q24 好轉，EPS 將大幅季增 49.4%至 1.4 元

2Q24 營收微幅下修 3.7%至 3.3 億元，季增 18.6%，年減 4.5%，以反映 1Q24 營收略微低於預期。毛利率 57.0%，季增 9.6 個百分點，年增 1.5 個百分點，上修 1.1 個百分點以反映 2Q24 產品組合改善，預期低毛利天弓飛彈占總營收僅 20%，遠低於全年預估的 32%。營業利益估 1.3 億元，季增 60.2%，年減 5.0%，微幅下修 0.8%以反映營收下調。EPS 估達 1.4 元，季增 49.4%，年減 28.9%，微幅下調 0.8%。

圖 2：2024 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q23A	1Q24F	2Q24F	季增率	年增率	2Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	345	278	330	18.6%	-4.5%	342	329	-3.7%	0.2%
營業毛利	192	132	188	42.7%	-2.0%	191	184	-1.8%	2.1%
營業利益	135	80	128	60.2%	-5.0%	129	124	-0.8%	3.6%
稅前利益	164	89	133	49.2%	-19.3%	134	129	-0.8%	3.3%
稅後淨利	136	71	106	49.4%	-21.8%	107	104	-0.8%	2.6%
調整後 EPS (元)	2.01	0.96	1.43	49.4%	-28.9%	1.44	1.39	-0.8%	2.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	55.5%	47.4%	57.0%	9.6	1.5	55.9%	55.9%	1.1	1.1
營業利益率	39.0%	28.7%	38.8%	10.1	-0.2	37.7%	37.5%	1.1	1.3
稅後純益率	39.3%	25.5%	32.2%	6.6	-7.2	31.2%	31.5%	0.9	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

持續受惠海空戰力提升計畫，訂單能見度長、技術壁壘高，營收獲利成長無虞

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 8.9%/17.0%至 13.6/15.9 億元，毛利率則預期年增 0.9 個 ppts 至 56.5%，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 57.4%。營業費用則年增 6.6%/9.7%至 2.5/2.7 億元。EPS 達 5.9/7.2 元，年增 1%/年增 21%。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，若扣除此部份影響，則 2024 年 EPS 將可年增 8.9%。

圖 3：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

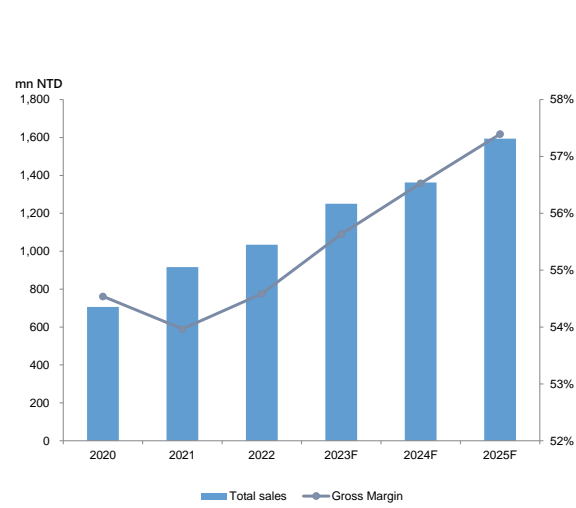
資料來源：行政院

圖 4：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

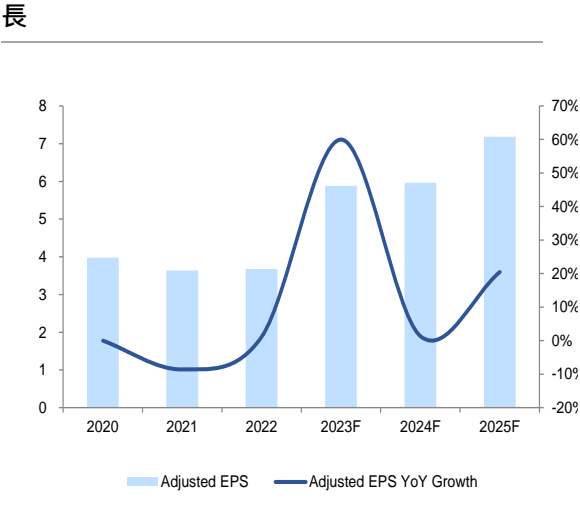
資料來源：公司資料、中科院、立法院、元大投顧預估

圖 5：營收與毛利率估將持續攀升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 6：估 25 年 EPS 在強弓飛彈挹注下大幅成長



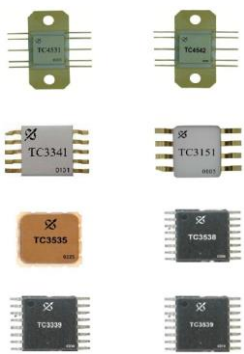
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：X-band GaN 500W SSPA



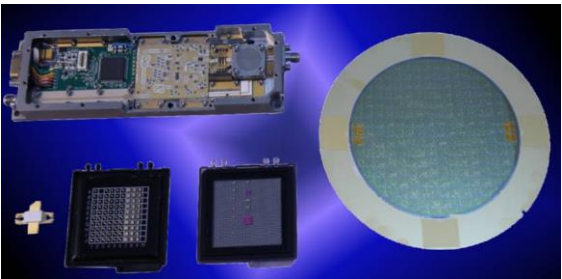
資料來源：公司資料

圖 8：單晶微波積體電路 MMICS



資料來源：公司資料

圖 9：主動相列雷達收發模組



資料來源：中科院

圖 10：機動式全相列雷達



資料來源：中科院

圖 11：全訊產品各頻段分布

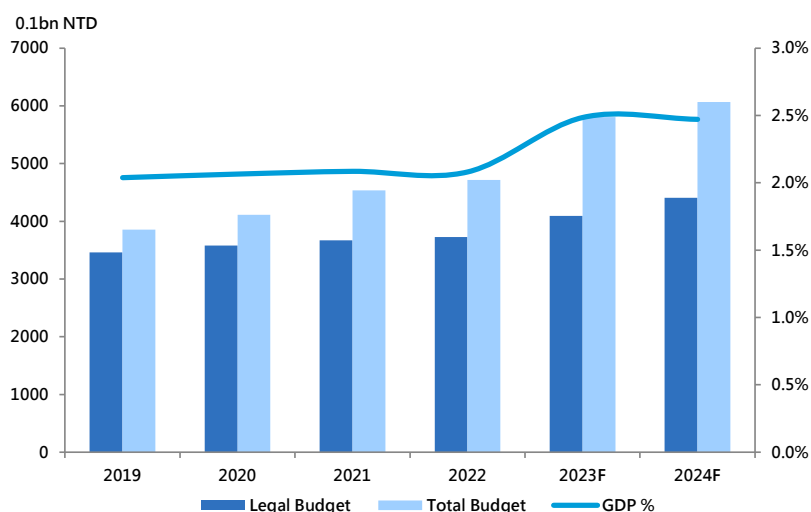
用途	波段	頻率範圍	全訊產品
軍用	L	1~2GHz	微波次系統
	S	2~4GHz	微波次系統
	C	4~8GHz	微波次系統
	X	8~12GHz	X-band GaN 500W SSPA、微波次系統
	Ku	12~18GHz	微波次系統
	K	18~27GHz	微波次系統
	Ka	27~49GHz	Ka-Band 3W MMIC、微波次系統
移動通信	W	40~100+GHz	
	3G (W-CDMA)	1.9~2.1GHz	
	4G (IMT-Advanced)	1.9~2.6Ghz	
	5G (Sub 6G)	~4.5GHz	
車載	5G(mmwave)	~71GHz	研發中：低軌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

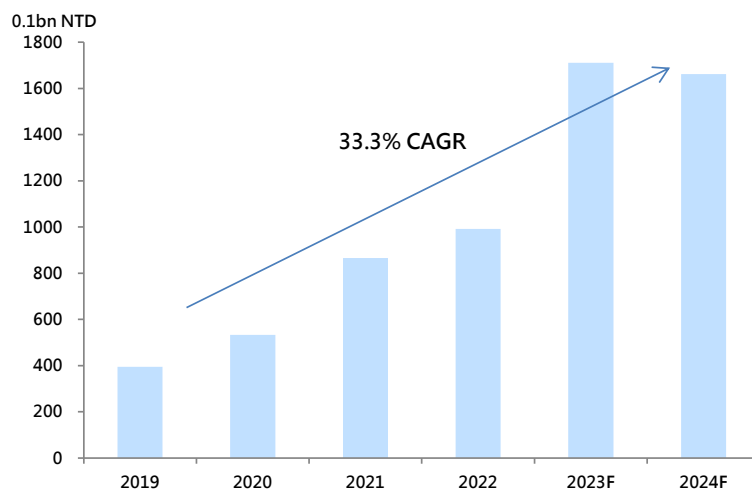
台灣軍事國防支出佔 GDP 佔比於 2018 年達 1.8%，為近 40 年來最低。然隨國際情勢轉變，軍事支出隨中美對抗加劇自 2018 年的 3,318 億提升到 2024 年的 4,406 億，5.0% CAGR，國防支出占 GDP 比重亦提升至 2023 年的 2.5%。另外，可看到政府在特別預算與非營業特種基金，自 2019 年的 395 億元成長至 2024 年的 1,662 億元，33.3% CAGR，主要用在軍機、潛艦、飛彈、防空系統或無人攻擊載具等大型採購需求，此部分為透過舉債、融資方式改善過去國防預算因稅收不足而遭排擠的現象。因此我們預期後續在國機國造、國艦國造、無人機裝備日漸普及，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 12：台灣國防支出預算穩定成長



資料來源：國防部

圖 13：海、空採購金額大幅增長

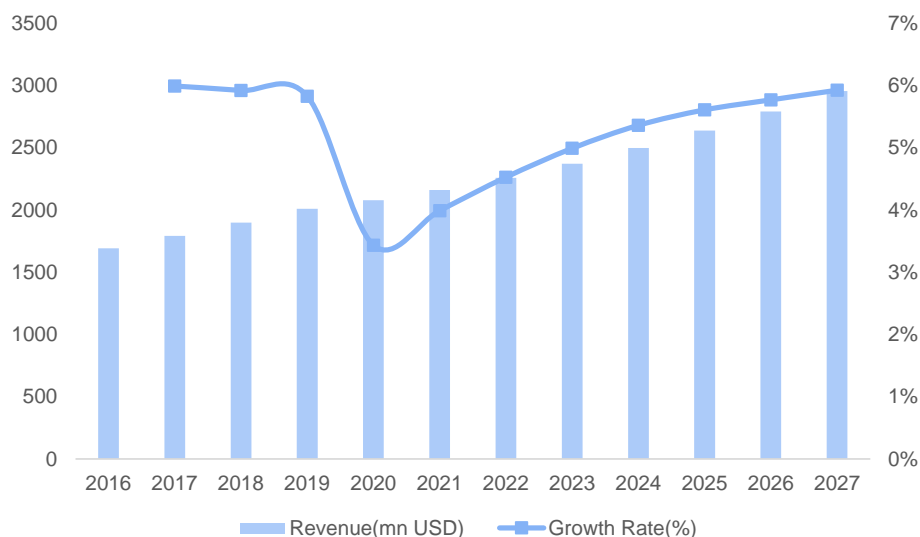


資料來源：國防部

## 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 14：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

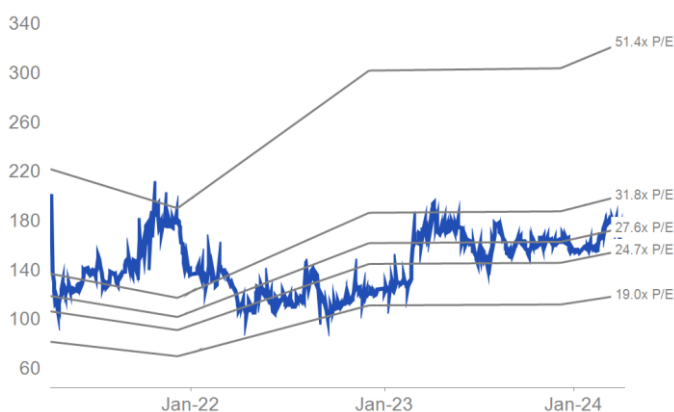
有鑑於本中心預期全訊於台灣飛彈市場訂單能見度至 2030 年、與中科院屬長期合作夥伴關係並寡占防禦型飛彈 PA，且隨天弓計畫結束後，高毛利飛彈營收占比逐步提升，包含新強弓飛彈計畫、雄風飛彈與天劍飛彈等 (天弓飛彈營收占比估自 2023 年的 37% 下滑至 2025 年的 25%)。預估 2024 年/25 年 EPS 為 5.92/7.18 元，分別調降 0.3/0.7 個百分點。全訊亦為全球少數 PA IDM 廠，寡占台灣防禦型飛彈 PA 市場且拓展國際市場有成，參考全訊過去歷史本益比區間落在 16-56 倍，PA 同業本益比為預估 2024 年 EPS 的 28.9 倍，軍工同業為 24.1 倍。以 2H24-1H25 年 EPS 6.6 元，給予歷史本益比區間中緣 31 倍，推得目標價 204 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 186 元)。

圖 15：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	1,363	1,370	1,594	1,594	-0.5%	0
營業毛利	770	778	915	920	-1.0%	-0.5%
營業利益	525	531	646	650	-1.1%	-0.6%
稅前利益	550	551	666	671	-0.2%	-0.7%
稅後淨利	440	441	533	537	-0.2%	-0.7%
調整後 EPS (元)	5.92	5.94	7.18	7.23	-0.3%	-0.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	56.5%	56.8%	57.4%	57.7%	-0.3	-0.3
營業利益率	38.5%	38.8%	40.5%	40.8%	-0.3	-0.3
稅後純益率	32.3%	32.2%	33.4%	33.7%	0.1	-0.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估

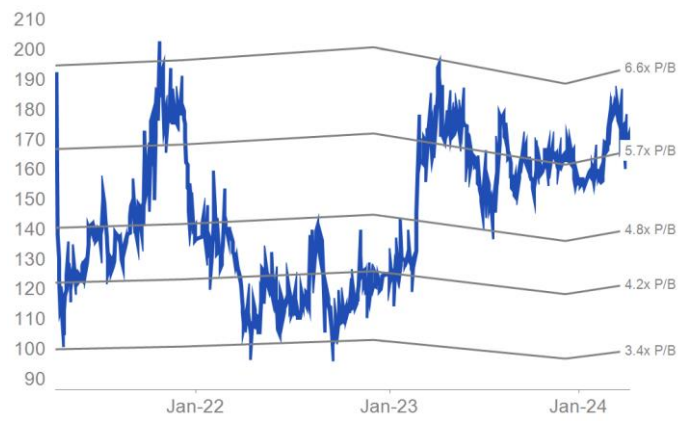
圖 16：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧



圖 17：12 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 18：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(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
全訊	5222 TT	買進	170.0	396	3.71	5.88	5.92	45.8	28.9	28.7	(20.1)	58.6	0.6
PA 同業													
穩茂	3105	未評等	143.5	2,040	-	4.8	7.7	-	30.2	18.7	-	-	60.9
宏捷科	8086	未評等	135.5	742	0.4	2.4	3.4	321.9	57.0	40.4	503.3	465.1	41.0
全新	2455	未評等	149	1,057	2.4	4.4	5.7	61.0	33.6	26.1	(17.3)	81.3	29.0
IET-KY	4971	未評等	64	74	0.2	3.1	-	281.0	21.0	-	(94.7)	1,235.0	-
環宇-KY	4991	未評等	29	106	(7.2)	-	-	-	-	-	(15.9)	-	-
Qorvo Inc	QRVO.O	未評等	112	9,760	1.0	5.5	7.5	110.9	20.4	14.9	(89.2)	443.1	37.2
Broadcom Inc	AVGO.OQ	未評等	1,243	622,258	33.9	46.5	57.0	36.6	26.7	21.8	23.7	37.1	22.6
Skyworks Solutions Inc	SWKS.OQ	未評等	90	16,075	6.2	6.9	7.1	14.6	13.1	12.7	(21.5)	11.5	3.2
PA 同業平均					5.3	10.5	14.7	137.7	28.9	22.4	41.2	378.8	32.3
軍工同業													
神基	3005	持有-超越 同業	107.5	2,116	6.2	7.2	7.7	17.4	14.9	14.0	44.4	17.2	6.5
亞航	2630	未評等	43.2	239	0.3	0.9	0.7	138.7	50.8	62.6	307.1	172.9	(18.8)
漢翔	2634	買進	57.9	1,498	2.4	3.2	3.4	24.5	18.2	16.8	36.8	34.3	8.3
龍德造船	6753	未評等	115.5	289	5.4	-	-	21.3	-	-	85.1	-	-
洛克希德馬丁	LMT.N	未評等	461.73	113,818	27.6	26.6	27.7	16.7	17.3	16.7	27.2	(3.7)	3.9
雷神	RTX.N	未評等	101.22	122,250	2.2	5.3	6.1	45.2	19.2	16.6	(36.6)	135.9	15.6
軍工同業平均					7.4	8.6	9.1	44.0	24.1	25.3	77.3	71.3	3.1

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 19：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
全訊	5222 TT	買進	170.0	396	12.5	19.7	18.9	29.59	29.93	28.40	5.8	5.7	6.0
PA 同業													
穩茂	3105	未評等	143.5	2,040	(0.2)	5.9	8.8	80.1	83.9	88.1	1.8	1.7	1.6
宏捷科	8086	未評等	135.5	742	1.1	6.0	7.1	38.1	40.8	41.3	3.6	3.3	3.3
全新	2455	未評等	149	1,057	14.6	24.3	28.1	16.6	19.4	21.9	8.9	7.6	6.8
IET-KY	4971	未評等	64	74	0.5	-	-	45.5	-	-	1.4	-	-
環宇-KY	4991	未評等	29	106	(23.7)	-	-	27.0	-	-	1.1	-	-
Qorvo Inc	QRVO.O	未評等	112	9,760	2.4	11.7	14.0	38.2	39.7	46.2	2.9	2.8	2.4
Broadcom Inc	AVGO.OQ	未評等	1,243	622,258	60.3	73.1	41.1	57.8	31.4	177.5	21.5	39.6	7.0
Skyworks Solutions Inc	SWKS.OQ	未評等	90	16,075	17.0	15.0	13.7	38.2	38.7	40.1	2.4	2.3	2.3
PA 同業平均					9.0	22.7	18.8	42.7	42.3	69.2	5.4	9.6	3.9
軍工同業													
神基	3005	持有-超越 同業	107.5	2,116	18.2	18.5	19.1	35.3	37.5	39.4	3.0	2.9	2.7
亞航	2630	未評等	43.2	239	2.1	5.1	4.1	18.7	-	-	2.3	-	-
漢翔	2634	買進	57.9	1,498	13.5	16.7	16.7	18.2	20.1	20.8	3.2	2.9	2.8
龍德造船	6753	未評等	115.5	289	23.2	-	-	28.6	-	-	4.0	-	-
洛克希德馬丁	LMT.N	未評等	461.73	113,818	86.0	96.3	113.4	27.3	27.3	29.1	16.9	16.9	15.9
雷神	RTX.N	未評等	101.22	122,250	4.8	10.6	11.7	41.9	47.6	49.4	2.4	2.1	2.0
軍工同業平均					24.6	29.4	33.0	28.3	33.1	34.7	5.3	6.2	5.9

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 20：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023A	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023A	FY2024F
營業收入	222	345	310	374	278	330	339	416	1,251	1,363
銷貨成本	(111)	(153)	(129)	(161)	(146)	(142)	(140)	(164)	(555)	(592)
營業毛利	111	192	180	213	132	188	200	251	696	770
營業費用	(53)	(57)	(62)	(58)	(52)	(60)	(61)	(73)	(230)	(245)
營業利益	58	135	119	155	80	128	139	178	466	525
業外利益	(1)	30	30	6	9	5	5	6	65	25
稅前純益	57	164	149	161	89	133	144	184	531	550
所得稅費用	(11)	(29)	(26)	(29)	(18)	(27)	(29)	(37)	(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	71	106	115	147	437	440
調整後每股盈餘(NT\$)	0.68	2.01	1.65	1.78	0.96	1.43	1.55	1.98	5.88	5.92
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%	47.4%	57.0%	58.8%	60.4%	55.6%	56.5%
營業利益率	26.0%	39.0%	38.3%	41.4%	28.7%	38.8%	40.9%	42.9%	37.2%	38.5%
稅前純益率	25.8%	47.7%	48.1%	43.0%	32.0%	40.2%	42.4%	44.3%	42.5%	40.3%
稅後純益率	20.7%	39.3%	39.6%	35.3%	25.6%	32.2%	33.9%	35.4%	34.9%	32.3%
有效所得稅率	19.7%	17.4%	17.5%	17.9%	20.2%	20.3%	20.1%	20.1%	17.9%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-30.8%	55.4%	-10.3%	20.8%	-25.6%	18.6%	2.7%	22.7%		
營業利益	-51.7%	133.3%	-11.9%	30.4%	-48.3%	60.2%	8.6%	28.1%		
稅後純益	-58.1%	195.6%	-9.6%	7.6%	-46.2%	49.4%	8.5%	27.8%		
調整後每股盈餘	-58.3%	195.6%	-17.9%	7.9%	-46.2%	49.4%	8.5%	27.9%		
年增率(%)										
營業收入	17.8%	22.8%	26.9%	16.5%	25.1%	-4.5%	9.5%	11.3%	20.9%	9.0%
營業利益	8.1%	37.6%	25.9%	29.5%	38.6%	-5.0%	17.1%	15.1%	27.7%	12.7%
稅後純益	-20.4%	886.6%	79.4%	20.5%	54.5%	-21.8%	-6.3%	11.3%	75.2%	0.7%
調整後每股盈餘	-20.7%	881.7%	62.2%	9.3%	40.7%	-28.9%	-6.0%	11.4%	58.6%	0.6%

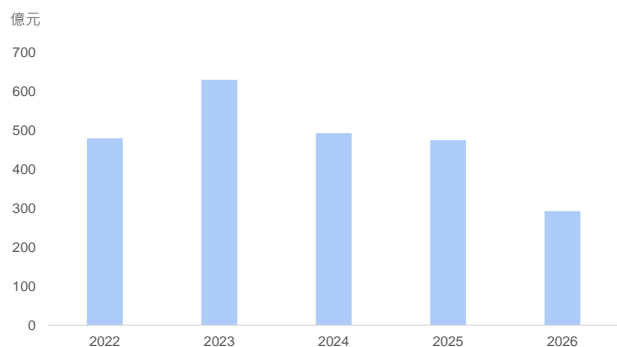
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 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

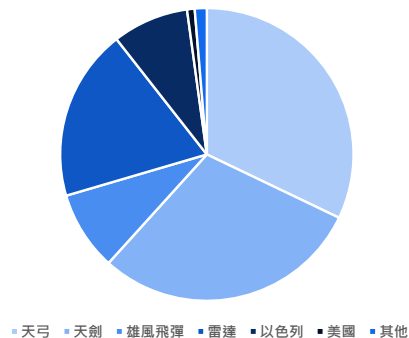
全訊成立於 1998 年 6 月，為一專業整合元件公司，具 GaAs pHEMT、GaN HEMT 技術，製程包含半導體的晶圓的設計、製造、後段封裝組裝的微波元件電路設計等，產品包括上游的主被動晶片元件(Chip products)、不同封裝型態的分離式電晶體元件(Transistor, FET)、整合主被動元件在內的單晶微波積體電路(PA MMIC)放大器、固態功率放大器(Amplifier, SSPA)及射頻模組 (T/R Module)等，產品涵蓋微波通訊產業上、中、下游。目前已出貨各頻段超高功率放大器、收發模組、訊號合成模組、微波次系統，可運用於軍方先進雷達系統、先進微波追蹤系統，全訊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

圖 21：海空戰力提升計畫預算編列情形



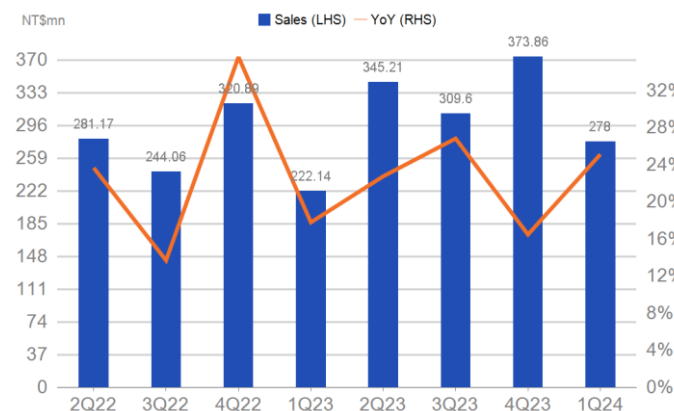
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：2023 年營收組成



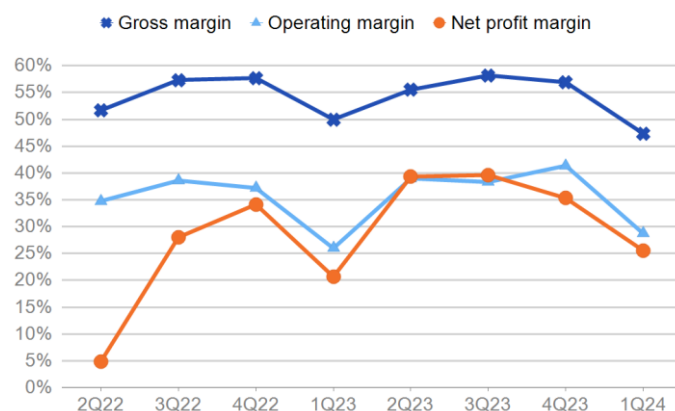
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



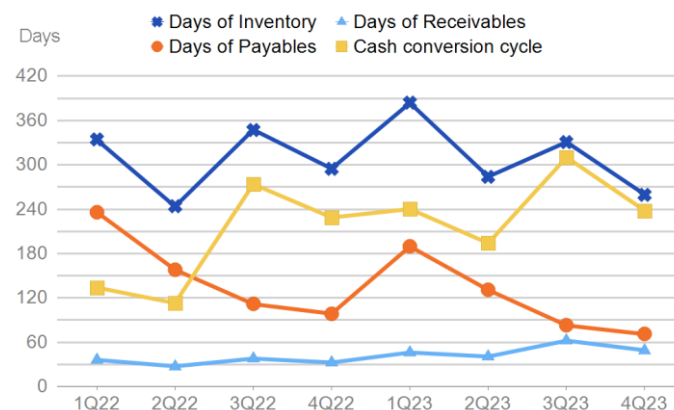
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



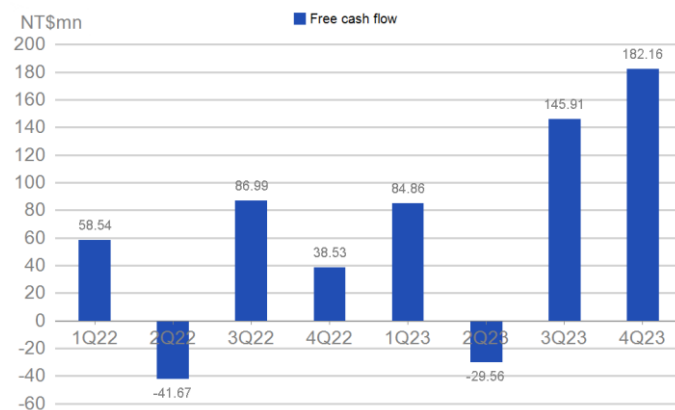
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	1,178	576	674	698	776
存貨	333	453	459	476	514
應收帳款及票據	100	147	175	169	190
其他流動資產	45	226	226	226	226
流動資產	1,656	1,402	1,534	1,569	1,706
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	2,708	2,917
應付帳款及票據	28	37	27	31	47
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	401
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	629	823
什項權益	(18)	(8)	(8)	(8)	(8)
歸屬母公司之權益	1,979	2,006	2,220	2,323	2,517
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	1,979	2,006	2,220	2,323	2,517

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	247	249	437	440	533
折舊及攤提	47	56	56	56	56
本期營運資金變動	(11)	(180)	(44)	(6)	(44)
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	489	544
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)	(339)
其他調整數	(268)	(3)	0	0	0
融資活動之現金流量	822	(228)	(223)	(337)	(339)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	1,022	(602)	98	24	78
自由現金流量	205	142	321	361	417

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	917	1,035	1,251	1,363	1,594
銷貨成本	(422)	(470)	(555)	(592)	(679)
營業毛利	495	565	696	770	915
營業費用	(182)	(200)	(230)	(245)	(269)
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)	(171)	(189)
其他費用	2	(1)	3	(1)	0
營業利益	312	365	466	525	646
利息收入	1	5	9	8	8
利息費用	(2)	(3)	(1)	(1)	(1)
利息收入淨額	(1)	3	9	7	7
投資利益(損失)淨額	0	0	10	17	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	550	666
所得稅費用	(58)	(72)	(95)	(110)	(133)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	247	249	437	440	533
稅前息前折舊攤銷前淨利	354	380	521	581	701
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.64	3.71	5.88	5.92	7.18

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	29.8	12.9	20.9	9.0	16.9
營業利益	51.2	16.8	27.7	12.7	23.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	46.1	7.3	37.1	11.5	20.7
稅後純益	50.3	1.2	75.2	0.7	21.1
調整後每股盈餘	11.5	(20.1)	58.6	0.6	21.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	54.0	54.6	55.6	56.5	57.4
營業利益率	34.1	35.3	37.2	38.5	40.5
稅前息前淨利率	33.1	30.9	37.2	38.5	40.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	38.6	36.7	41.7	42.6	44.0
稅前純益率	33.3	31.1	42.5	40.3	41.8
稅後純益率	26.9	24.1	34.9	32.3	33.4
資產報酬率	14.1	10.6	16.8	16.2	18.3
股東權益報酬率	17.2	12.5	19.7	18.9	21.2
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)	(28.3)	(29.2)
利息保障倍數 (倍)	159.0	129.6	672.6	887.3	972.9
流動比率 (%)	767.2	552.8	629.4	632.1	647.4
速動比率 (%)	608.1	369.0	441.0	440.4	452.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,148)	(536)	(634)	(658)	(736)
調整後每股淨值 (NT\$)	29.19	29.59	29.93	28.40	30.77
評價指標 (倍)					
本益比	36.6	45.8	28.9	28.7	23.7
股價自由現金流量比	68.0	97.9	43.4	38.6	33.4
股價淨值比	5.8	5.8	5.7	6.0	5.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	39.4	36.7	26.8	24.0	19.9
股價營收比	15.2	13.5	11.1	10.2	8.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

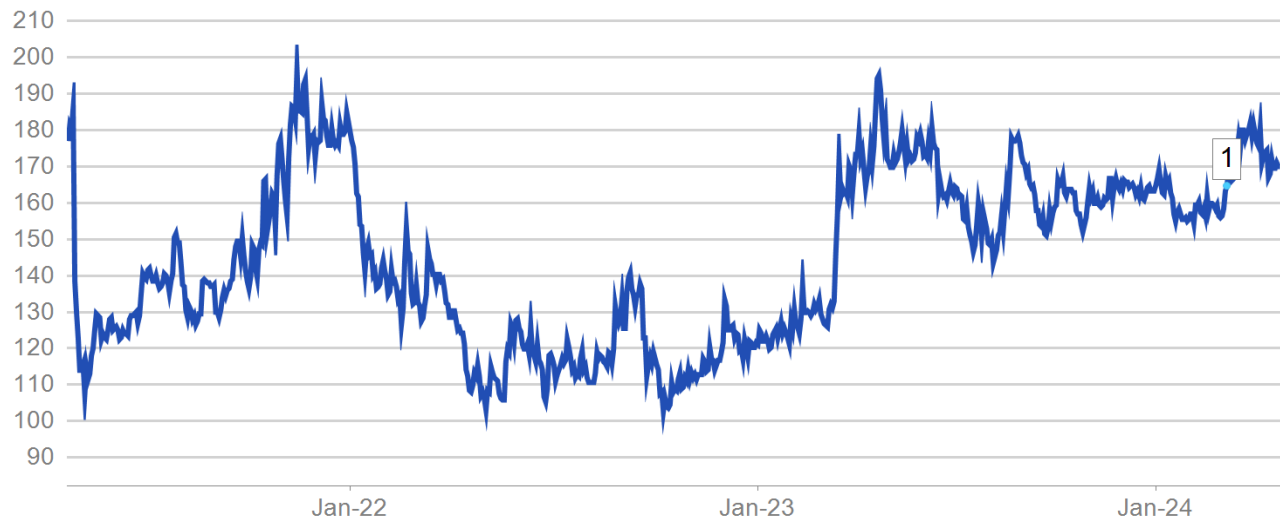
# 附錄：重要揭露事項

## 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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20240314	167.00	200.00	195.53	買進	何宗祐

資料來源：CMoney、元大投顧  
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

## 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>.