



昇達科

(3491.TWO/3491 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 May 27 (NT\$)	286.0
12 個月目標價 (NT\$)	308.0
前次目標價 (NT\$)	202.0
調升 (%)	52.5
上漲空間 (%)	7.7

焦點內容

1. 4 月獲利超前。
2. 2024 年低軌道衛星產品展望樂觀。
3. 基於客戶需求更加明朗並帶動獲利超前，將本益比自 22 倍調升至 25 倍。

交易資料表

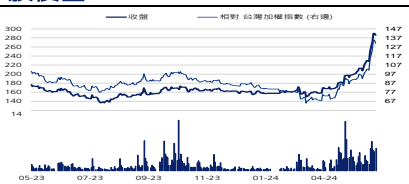
市值：(NT\$bn/US\$m)	18.24 / 566
流通在外股數 (百萬股)：	63.77
外資持有股數 (百萬股)：	13.22
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.94
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	136.5 - 290.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	78.2	75.5	68.2
相對表現 (%)	62.6	48.3	36.1

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	0.67A
2024	1.23A	2.97F	2.96F	3.16F

股價圖



資料來源：TEJ

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

低軌道衛星佔比提升助益 4 月獲利超前

重要訊息

昇達科於 5 月 20 日於官方網站公告 4 月合併營業淨利為 7,130 萬元，月增 341%，年增 78%；並於 5 月 24 日公告 4 月每股盈餘為 0.97 元。

評論及分析

4 月獲利超前。昇達科於 5 月 24 日公告 4 月單月稅前淨利為 8,600 萬元，年增 139%。每股盈餘 0.97 元，月增 44.8%，年增 162%，達凱基與市場預估之 43.6%與 44.3%。其中低軌道衛星相關營收為 9,609 萬元，月增 55%，年增 589%，佔 4 月營收比重 43.2%，並較 1Q24 之 32.8%顯著提升。我們認為其衛星營收大幅提升主要來自於美系 B 客戶逐漸進入發射期，高單價與高毛利的產品持續增量將助益公司營收與獲利成長，我們並依據四月稅前獲利回推，認為 4 月毛利率已提前達成管理層 4 月法說會中提及的 2Q24 期望超過 50%目標。

2024 年低軌道衛星產品訂單展望樂觀。根據我們產業訪談，目前昇達科之美系 A 客戶 2024 年仍維持全年積極發射之規劃，而昇達科主要受惠於 A 客戶在零組件上增加外包與減少自製比例、每顆衛星內通訊模組價格提升、以及持續建置地面站之相關需求。而美系 B 客戶則於 2024 年剛進入發射期因此動能較強，我們認為 2025 年營收貢獻將持續成長，而昇達科除了受惠 B 客戶低軌道衛星發射數量提升外，量產品項也將持續增加。綜上，我們將昇達科 2024-25 年營收分別調整至 26 億元與 29.8 億元，年增 63.9%與 14.9%，每股盈餘為 10.3 元與 12.3 元，年增 222%與 19.5%。

投資建議

我們維持昇達科「增加持股」評等，基於客戶需求更加明朗並帶動獲利超前，將本益比自 22 倍調升至 25 倍，以 2025 年修正後每股盈餘預估換算目標價為 308 元。

投資風險

5G 與低軌道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-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,758	1,838	1,585	2,598	2,984
營業毛利 (NT\$百萬)	655	751	641	1,372	1,631
營業利益 (NT\$百萬)	221	292	202	815	1,004
稅後淨利 (NT\$百萬)	237	271	200	651	779
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	10.31	12.32
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.36	9.00	10.50
每股盈餘成長率 (%)	87.1	14.5	(26.6)	222.1	19.5
本益比 (x)	75.1	65.6	89.4	27.7	23.2
股價淨值比 (x)	8.9	9.0	8.7	8.9	9.2
EV/EBITDA (x)	64.2	53.8	67.6	21.1	17.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.4	1.4	1.2	3.1	3.7
股東權益報酬率 (%)	12.1	13.7	9.9	32.0	39.2

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q-3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q24F							3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	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	693	625	10.9	59.8	84.0	626	10.8	720	630	14.3	3.9	91.7	632	14.0
毛利	376	322	16.8	91.6	177.5	316	19.0	390	326	19.3	3.6	163.0	321	21.2
營業利益	235	173	35.9	206.4	884.7	175	34.4	244	175	38.8	3.6	450.4	176	38.4
稅前淨利	257	195	31.9	129.5	190.3	173	48.7	257	188	36.1	(0.2)	275.7	174	47.2
稅後淨利	187	140	34.3	141.6	228.4	139	35.3	187	135	38.9	(0.2)	307.1	140	33.3
每股盈餘(元)	2.97	2.22	33.6	141.6	223.2	2.19	35.4	2.96	2.14	38.2	(0.2)	305.0	2.22	33.6
毛利率(%)	54.2	51.5	2.8 ppts	9.0 ppts	18.3 ppts	50.5	3.7 ppts	54.1	51.8	2.3 ppts	(0.2)ppts	14.7 ppts	50.9	3.2 ppts
營業利益率(%)	33.9	27.7	6.2 ppts	16.2 ppts	27.6 ppts	27.9	6.0 ppts	33.8	27.8	6.0 ppts	(0.1)ppts	22.0 ppts	27.9	5.9 ppts
稅後淨利率(%)	27.0	22.3	4.7 ppts	9.2 ppts	11.9 ppts	22.1	4.9 ppts	26.0	21.4	4.6 ppts	(1.1)ppts	13.7 ppts	22.2	3.8 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,598	2,331	11.5	63.9	2,314	12.3	2,984	2,910	2.5	14.9	2,740	8.9
毛利	1,372	1,178	16.5	114.1	1,150	19.3	1,631	1,559	4.6	18.8	1,377	18.4
營業利益	815	604	34.8	302.4	595	36.9	1,004	862	16.5	23.2	733	36.9
稅前淨利	898	688	30.6	200.1	668	34.4	1,066	914	16.7	18.7	767	39.0
稅後淨利	651	489	33.1	225.5	492	32.5	779	662	17.7	19.5	578	34.8
每股盈餘(元)	10.31	7.79	32.4	222.1	7.87	31.1	12.32	10.52	17.1	19.5	9.75	26.4
毛利率(%)	52.8	50.5	2.3 ppts	12.4 ppts	49.7	3.1 ppts	54.6	53.6	1.1 ppts	1.8 ppts	50.3	4.4 ppts
營業利益率(%)	31.4	25.9	5.4 ppts	18.6 ppts	25.7	5.7 ppts	33.6	29.6	4.0 ppts	2.3 ppts	26.8	6.9 ppts
稅後淨利率(%)	25.1	21.0	4.1 ppts	12.5 ppts	21.2	3.8 ppts	26.1	22.7	3.4 ppts	1.0 ppts	21.1	5.0 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基

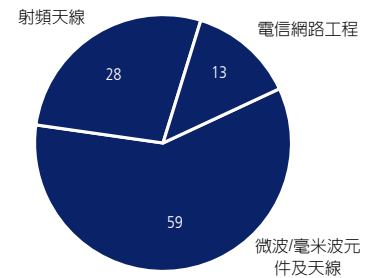
圖 3：公司概况

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，1Q24 營收佔比為微波/毫米波元件及天線 59.2%，射頻天線 27.5%，及電信網路工程 13.3。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：1Q24 產品營收佔比

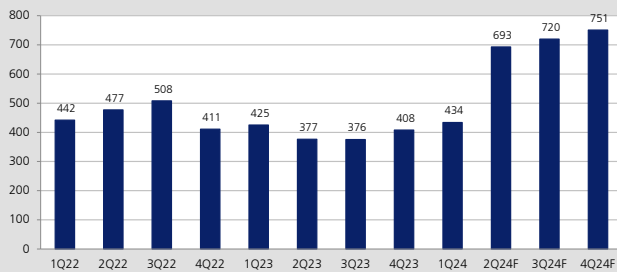
1Q24 產品營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

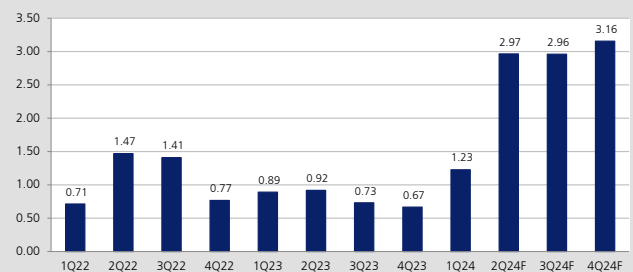
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

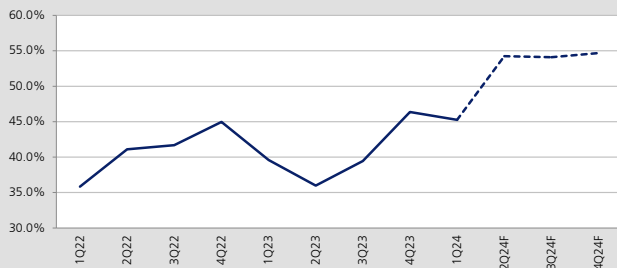
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

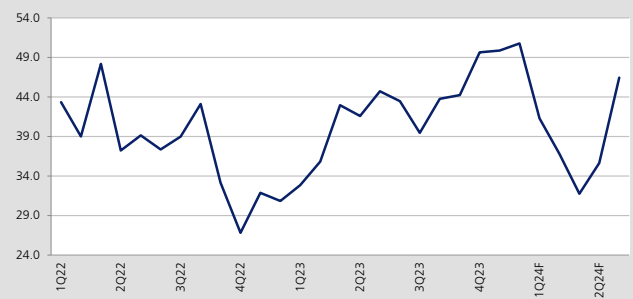
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

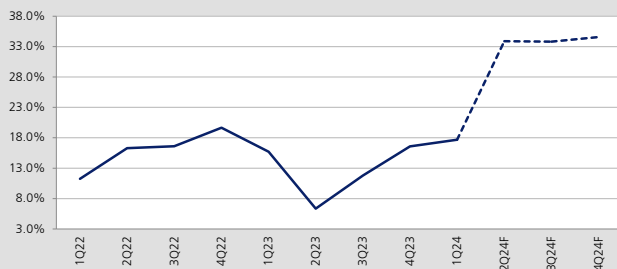
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

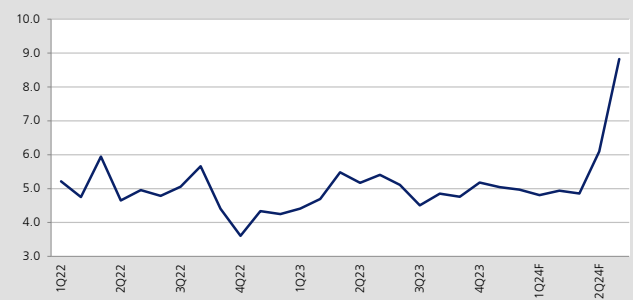
營業利潤率，百分比



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

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	425	377	376	408	434	693	720	751	1,585	2,598	2,984
營業成本	(257)	(241)	(227)	(219)	(237)	(317)	(331)	(340)	(944)	(1,225)	(1,353)
營業毛利	168	135	148	189	196	376	390	411	641	1,372	1,631
營業費用	(102)	(112)	(104)	(122)	(120)	(141)	(146)	(151)	(439)	(558)	(627)
營業利益	67	24	44	68	77	235	244	260	202	815	1,004
折舊	(16)	(17)	(17)	(18)	(17)	(28)	(28)	(38)	(68)	(111)	(117)
攤提	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(15)	(14)	(14)
EBITDA	87	45	65	88	97	266	275	302	285	939	1,135
利息收入	9	10	9	10	11	15	5	5	38	36	30
投資利益淨額	-	16	9	-	-	-	-	-	25	-	-
其他營業外收入	2	3	9	12	7	12	12	12	26	43	48
總營業外收入	12	29	26	22	18	27	17	17	89	79	78
利息費用	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(5)	(5)	(5)	(7)	(17)	(20)
投資損失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-	(0)	(0)	-
其他營業外費用	(0)	38	(1)	(22)	19	-	1	1	15	21	4
總營業外費用	(2)	36	(2)	(23)	17	(5)	(4)	(4)	8	4	(16)
稅前純益	76	89	68	66	112	257	257	273	299	898	1,066
所得稅費用[利益]	(16)	(16)	(16)	(9)	(24)	(59)	(59)	(63)	(58)	(205)	(245)
少數股東損益	(4)	(15)	(6)	(16)	(10)	(10)	(10)	(10)	(41)	(42)	(42)
非常項目前稅後純益	55	57	46	42	78	187	187	199	200	651	779
非常項目	0	0	(0)	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	55	57	46	42	78	187	187	199	200	651	779
每股盈餘 (NT\$)	0.89	0.92	0.73	0.67	1.23	2.97	2.96	3.16	3.20	10.31	12.32
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.6	36.0	39.4	46.4	45.3	54.2	54.1	54.7	40.4	52.8	54.6
營業利益率	15.7	6.3	11.8	16.6	17.7	33.9	33.8	34.6	12.8	31.4	33.6
EBITDA Margin	20.5	11.9	17.4	21.6	22.3	38.4	38.2	40.2	18.0	36.2	38.0
稅前純益率	17.9	23.5	18.2	16.3	25.8	37.1	35.6	36.3	18.9	34.6	35.7
稅後純益率	13.0	15.2	12.2	10.2	17.9	27.0	26.0	26.6	12.6	25.1	26.1
季成長率 (%)											
營業收入	3.4	(11.4)	(0.3)	8.7	6.3	59.8	3.9	4.3			
營業毛利	(8.9)	(19.5)	9.4	27.8	3.7	91.6	3.6	5.4			
營業收益增長	(17.4)	(64.2)	85.4	52.9	13.4	206.4	3.6	6.6			
EBITDA	(13.2)	(48.7)	46.0	35.4	9.6	175.0	3.2	9.9			
稅前純益	15.8	16.3	(22.9)	(2.8)	68.7	129.5	(0.2)	6.3			
稅後純益	16.3	3.0	(19.5)	(9.2)	85.8	141.6	(0.2)	6.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.8)	(21.0)	(26.1)	(0.7)	2.0	84.0	91.7	84.1	(13.7)	63.9	14.9
營業毛利	6.3	(30.9)	(30.0)	2.4	16.6	177.5	163.0	117.0	(14.6)	114.1	18.8
營業收益	34.3	(69.3)	(47.6)	(16.2)	14.9	884.7	450.4	283.9	(30.8)	302.4	23.2
EBITDA	27.1	(53.7)	(37.1)	(12.0)	11.0	495.8	321.3	242.0	(22.7)	229.3	20.8
稅前純益	10.3	(35.0)	(53.0)	0.9	47.1	190.3	275.7	310.8	(28.1)	200.1	18.7
稅後純益	24.7	(37.4)	(47.7)	(12.3)	40.1	228.4	307.1	377.9	(26.2)	225.5	19.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	3,530	3,451	3,400	3,926	4,072
流動資產	2,217	2,219	2,078	2,636	2,819
現金及短期投資	1,290	1,368	1,445	1,682	1,735
存貨	291	235	161	208	230
應收帳款及票據	603	569	432	706	813
其他流動資產	34	47	40	40	40
非流動資產	1,313	1,232	1,322	1,290	1,253
長期投資	241	140	208	195	176
固定資產	901	903	934	915	897
什項資產	170	189	180	180	180
負債總額	1,151	1,064	937	1,466	1,624
流動負債	1,097	997	848	1,376	1,534
應付帳款及票據	271	137	157	204	225
短期借款	550	550	420	420	420
什項負債	276	310	271	753	889
長期負債	54	67	89	89	89
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	47	64	73	73	73
股東權益總額	2,380	2,387	2,463	2,460	2,449
普通股本	622	622	629	629	629
保留盈餘	237	287	204	159	106
少數股東權益	388	419	405	447	489
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	18.7%	4.5%	(13.7%)	63.9%	14.9%
營業收益增長	24.1%	32.1%	(30.8%)	302.4%	23.2%
EBITDA	14.2%	24.6%	(22.7%)	229.3%	20.8%
稅後純益	90.5%	14.5%	(26.2%)	225.5%	19.5%
每股盈餘成長率	87.1%	14.5%	(26.6%)	222.1%	19.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.3%	40.9%	40.4%	52.8%	54.6%
營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	31.4%	33.6%
EBITDA Margin	16.9%	20.1%	18.0%	36.2%	38.0%
稅後純益率	13.5%	14.7%	12.6%	25.1%	26.1%
平均資產報酬率	7.0%	7.8%	5.8%	17.8%	19.5%
股東權益報酬率	12.1%	13.7%	9.9%	32.0%	39.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.1%	23.0%	17.1%	17.1%	17.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	152.8	89.9	46.6	55.0	54.3
利息及短期償保障倍數 (x)	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	81.5	89.8	80.4	31.0	41.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.8	1.2	1.2	1.9
流動比率 (x)	2.0	2.2	2.5	1.9	1.8
速動比率 (x)	1.8	2.0	2.3	1.8	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	(50)	(414)	(311)	(548)	(601)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	10.31	12.32
每股現金盈餘 (NT\$)	2.97	6.76	8.43	8.17	13.01
每股淨值 (NT\$)	32.05	31.66	32.71	32.00	31.14
調整後每股淨值 (NT\$)	32.05	31.66	32.92	31.86	31.02
每股營收 (NT\$)	28.29	29.56	25.35	41.11	47.22
EBITDA/Share (NT\$)	4.77	5.94	4.56	14.87	17.96
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.36	9.00	10.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.53	0.46	0.71	0.75
應收帳款周轉天數	125.3	113.1	99.5	99.5	99.5
存貨周轉天數	96.2	79.0	62.1	62.1	62.1
應付帳款周轉天數	89.6	46.0	60.8	60.8	60.8
現金轉換周轉天數	131.9	146.1	100.8	100.8	100.8

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,758	1,838	1,585	2,598	2,984
營業成本	(1,103)	(1,087)	(944)	(1,225)	(1,353)
營業毛利	655	751	641	1,372	1,631
營業費用	(434)	(458)	(439)	(558)	(627)
營業利益	221	292	202	815	1,004
總營業外收入	70	59	89	79	78
利息收入	4	10	38	36	30
投資利益淨額	22	22	25	-	-
其他營業外收入	44	26	26	43	48
總營業外費用	52	65	8	4	(16)
利息費用	(2)	(5)	(7)	(17)	(20)
投資損失	(5)	(0)	(0)	(0)	-
其他營業外費用	59	70	15	21	4
稅前純益	343	416	299	898	1,066
所得稅費用[利益]	(61)	(92)	(58)	(205)	(245)
少數股東損益	(46)	(54)	(41)	(42)	(42)
非常項目	-	0	(0)	0	0
稅後淨利	237	271	200	651	779
EBITDA	296	369	285	939	1,135
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	10.31	12.32

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	184	420	527	516	822
本期純益	237	271	200	651	779
折舊及攤提	75	77	83	125	131
本期運用資金變動	(137)	(46)	228	(275)	(108)
其他營業資產及負債變動	10	119	16	15	20
投資活動之現金流量	(297)	231	(376)	(107)	(115)
投資用短期投資出售[新購]	(303)	284	(304)	-	-
本期長期投資變動	-	(4)	0	(2)	(1)
資本支出淨額	(31)	(74)	(108)	(91)	(100)
其他資產變動	37	24	36	(14)	(14)
自由現金流	73	168	351	373	682
融資活動之現金流量	(76)	(284)	(380)	(172)	(654)
短期借款變動	115	30	(130)	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(210)	(300)	(298)	(214)	(696)
其他融資現金流	19	(14)	48	42	42
匯率影響數	0	(3)	(4)	-	-
本期產生現金流量	(189)	364	(233)	237	53

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	24.7%	24.9%	27.7%	21.5%	21.0%
= 營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	31.4%	33.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.1	(0.0)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.6	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.4	1.4	1.4	2.8	3.4
營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	31.4%	33.6%
x 資本周轉率	1.4	1.4	1.4	2.8	3.4
x (1 - 有效現金稅率)	82.3%	78.0%	80.6%	77.2%	77.0%
= 稅後 ROIC	14.1%	17.1%	14.1%	67.4%	87.1%

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
2024-04-23	增加持股	202.0	179.5
2024-03-13	持有	153.0	161.0
2024-01-24	持有	153.0	162.5
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。