

達發科技

(6526.TW/6526 TT)

扎根高階市場與多元應用；集團優勢如虎添翼

重要訊息

我們首次將達發科技納入研究範圍，達發科技為聯發科(2454 TT，NT\$1,395，未評等)之全資子公司，專精於提供高效能、低延遲且低功耗之「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」晶片。

評論及分析

「高階 AI 物聯網」於終端需求復甦之際，提升高階產品出貨佔比；高價值產品亦將陸續發酵。我們注意到公司專注提供高階產品，並致力與全球知名品牌合作，使其於藍牙音頻市場立於優勢之地位。我們已見到 TWS 市場需求正逐步復甦，並正向看待公司於 TWS 市場大致整合並趨穩之際，提升高階產品出貨之佔比(尤其係 12nm 解決方案)，驅動藍牙音頻業務量齊揚。除站穩高階 TWS 市場外，電競耳機、商務耳機與助/輔聽器等高價值產品亦有望陸續發酵。GNSS 方面，除市場穩健成長，及公司切入全球知名領導品牌之穿戴式裝置外，公司亦逐步切入過往較少參與之車用市場，擴大其 TAM 至車用領域。此外，主要衛星運營商不斷於 LEO 衛星市場拓展新商機之趨勢亦將有利於使用者終端需求提升，並助益 GNSS 晶片需求穩健成長。

「網通基礎建設」潛在市佔率擴大與規格升級將有望優化獲利結構；集團平台合作優勢與策略布局多元應用如虎添翼。我們已看見中國電信運營商 PON 家用開關器標案復甦助益 PON 晶片業務需求向上。而歐美固網寬頻需求於 2024 年下旬將開始復甦，且復甦軌跡將延續至 2025 年，驅動固網寬頻產品線營運持續向上。此外，GPON 至 10GPON 之規格升級係必然趨勢，且長期將持續走向 25/50GPON 規格，而此亦將改善公司產品組合，並助益營收規模擴大與利潤率改善。另外，PAM4 DSP 解決方案已然將公司之 TAM 擴大至資料中心應用，預期出貨量將逐漸擴大，增添 2024-25 年營運動能。乙太網路方面，公司有望挾集團平台合作優勢，加上乙太網路 PHY 晶片逐步升級至 2.5Gbps 規格，我們預計公司該產品線 2024-25 年營收將強勁年增。

投資建議

我們預估 2024-25 年每股盈餘將分別年增 169%與 34.9%達 17.44 元與 23.52 元。我們首次將達發科技納入研究範圍，給予「增加持股」評等與目標價 940 元，係基於 2025 年每股盈餘預估 23.52 元之 40 倍換算得出，評價位於興櫃以來 26-88 倍未來 12 個月本益比區間之中緣。而我們認為：(1) 公司專注高階產品；(2)規格升級與潛在市佔率擴大；(3)於多元應用 TAM 之擴張；(4)集團平台合作優勢；及(5)股東結構穩健將支撐其評價水準。

投資風險

景氣不確定性；規格升級趨緩；競爭加劇導致產品價格下滑或市佔率流失。

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)	17,732	18,781	13,576	18,385	22,332
營業毛利 (NT\$百萬)	8,533	9,042	6,322	9,378	11,062
營業利益 (NT\$百萬)	3,700	3,353	1,011	3,280	4,490
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,937	2,894	969	2,899	3,911
每股盈餘 (NT\$)	21.39	19.90	6.47	17.44	23.52
每股現金股利 (NT\$)	-	15.00	5.00	14.96	20.17
每股盈餘成長率 (%)	144.5	(7.0)	(67.5)	169.4	34.9
本益比 (x)	34.9	37.5	115.4	42.8	31.8
股價淨值比 (x)	4.9	12.5	7.5	6.9	6.3
EV/EBITDA (x)	12.6	24.8	57.5	25.7	19.5
淨負債比率 (%)	Net cash	0.6	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	2.0	0.7	2.0	2.7
股東權益報酬率 (%)	30.6	30.4	7.7	16.9	20.9

*2019 年財務資料係未追溯重編

**2020 年財務資料係因 2021 年 10 月收購 Airoha (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

***2021 年財務資料係因 2022 年 1 月合併 Airoha Technology (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

資料來源：公司資料，凱基預估

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 27 (NT\$)	747
12 個月目標價 (NT\$)	940
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	25.8

焦點內容

- 「高階 AI 物聯網」於終端需求復甦之際，提升高階產品出貨佔比；高價值產品亦將陸續發酵。
- 「網通基礎建設」潛在市佔率擴大與規格升級將有望優化獲利結構；集團平台合作優勢與策略布局多元應用如虎添翼。

交易資料表

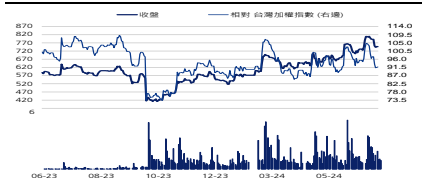
市值：(NT\$bn/US\$m)	125.1 / 3,846
流通在外股數 (百萬股)：	167.5
外資持有股數 (百萬股)：	13.89
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.13
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	412.0 - 810

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	19.7	25.5	28.8
相對表現 (%)	6.3	-2.5	-6.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	7.24A	7.03A	4.58A	1.05A
2023	0.82A	1.88A	2.92A	1.01A
2024	2.46A	4.86F	5.37F	4.74F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

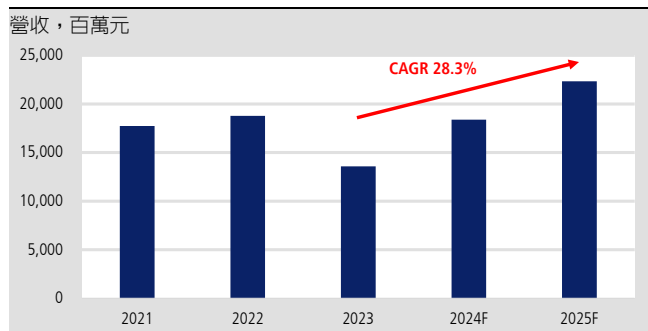
劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

首次評等給予「增加持股」評等，目標價 940 元

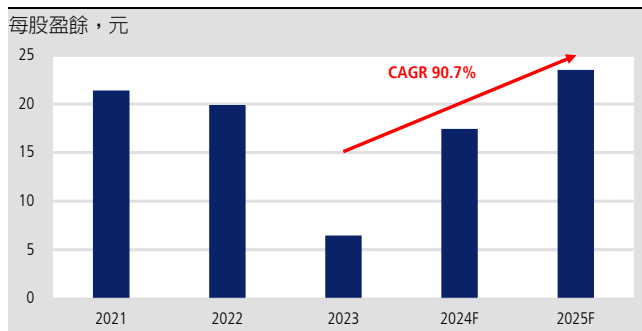
我們首次將達發科技納入研究範圍，給予「增加持股」評等與目標價 940 元，係基於 2025 年每股盈餘預估 23.52 元之 40 倍換算得出，評價位於興櫃以來 26-88 倍未來 12 個月本益比區間之中緣。達發科技為聯發科(2454 TT, NT\$1,395, 未評等)之全資子公司，專精於提供高效能、低延遲且低功耗之「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」晶片。達發科技「網通基礎建設」解決方案專注於固網寬頻與乙太網路兩大應用領域，而「高階 AI 物聯網」解決方案則專注於藍牙音頻與衛星導航系統(global navigation satellite system, GNSS)兩大應用領域。凱基預估達發科技 2024-25 年營收將分別年增 35.4%與 21.5%達 184 億元與 223 億元，2023-25 年營收將年複合成長 28.3%；2024-25 年每股盈餘將分別年增 169%與 34.9%達 17.44 元與 23.52 元，2023-25 年每股盈餘將年複合成長 90.7%。凱基預期成長動能將來自：(1)藍牙音頻解決方案為達發科技帶來穩健營收貢獻；高價值產品亦將陸續發酵，驅動 2024-25 年藍牙音頻 SoC 營收年增；(2)車用將為 GNSS 解決方案長期題材；低軌衛星(Low Earth Orbit Satellite, LEOS)亦為該產品線之亮點；(3)固網寬頻市場潛在市佔率擴大與規格升級將有望優化獲利結構；PAM4 DSP 晶片擴大公司整體潛在市場(total addressable market, TAM)至資料中心應用；及(4)乙太網路挾集團平台合作之優勢；策略佈局多元應用。

圖 1：我們預估 2023-25 年營收年複合成長 28.3%



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 2：我們預估 2023-25 年每股盈餘年複合成長 90.7%



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 3：達發科技 2023 年財報暨 2024-25 年財務預測

百萬元	2023		2024F				2025F			
	實際值	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	13,576	(27.7)	18,385	35.4	19,239	(4.4)	22,332	21.5	24,100	(7.3)
毛利	6,322	(30.1)	9,378	48.3	10,108	(7.2)	11,062	18.0	12,197	(9.3)
營業利益	1,011	(69.9)	3,280	224.6	3,638	(9.8)	4,490	36.9	4,636	(3.2)
稅後淨利	969	(66.5)	2,899	199.1	3,145	(7.8)	3,911	34.9	3,990	(2.0)
每股盈餘 (元)	6.47	(67.5)	17.44	169.4	18.77	(7.1)	23.52	34.9	23.75	(1.0)
毛利率 (%)	46.6	(1.6)ppts	51.0	4.4 ppts	52.5	(1.5)ppts	49.5	(1.5)ppts	50.6	(1.1)ppts
營利率 (%)	7.4	(10.4)ppts	17.8	10.4 ppts	18.9	(1.1)ppts	20.1	2.3 ppts	19.2	0.9 ppts
淨利率 (%)	7.1	(8.3)ppts	15.8	8.6 ppts	16.3	(0.6)ppts	17.5	1.7 ppts	16.6	1.0 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 4：達發科技未來 12 個月預估本益比區間



圖 5：全球網通基礎建設與高階 AI 物聯網 IC 設計業者本益比暨獲利成長比較

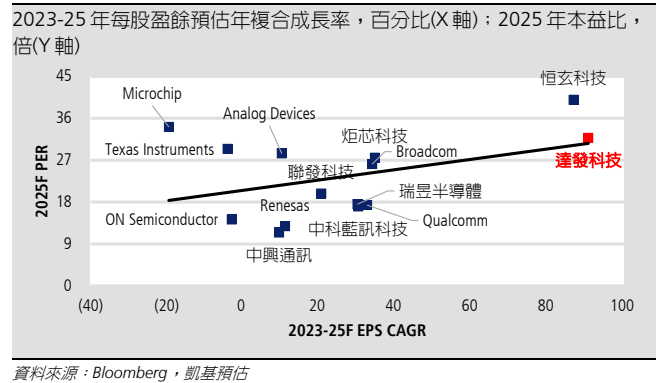


圖 6：同業評價比較

公司	代號	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%) (2023-2025F)	本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)		股利殖利率 (%)	
				2024F	2025F		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
達發科技	6526 TT	3,846	747.0	17.44	23.52	90.6	42.8	31.8	6.9	6.3	16.9	20.9	2.0	2.7
聯發科技	2454 TT	68,571	1,395.0	61.17	70.43	20.5	22.8	19.8	5.7	5.4	25.8	27.6	4.1	4.4
瑞登半導體	2379 TT	8,354	530.0	27.63	30.16	30.0	19.2	17.6	5.6	5.2	31.3	30.9	4.5	4.9
Broadcom	AVGO US	741,057	1,592.0	48.10	60.82	33.9	33.1	26.2	10.8	8.4	37.7	32.4	1.3	1.5
Qualcomm	QCOM US	220,220	197.3	9.95	11.37	32.5	19.8	17.4	8.7	7.2	44.5	42.2	1.7	1.8
Texas Instruments	TXN US	175,814	193.1	5.25	6.56	(4.1)	36.8	29.4	9.8	9.1	27.2	33.1	2.7	2.8
Analog Devices	ADI US	113,058	227.8	6.29	8.01	10.2	36.2	28.4	3.3	3.2	8.8	10.7	1.6	1.7
Marvell Technology	MRVL US	59,095	68.3	1.51	1.40	N.M.	45.2	48.7	3.9	4.2	6.6	0.5	0.4	0.4
Microchip Technology	MCHP US	48,347	90.1	4.92	2.64	(19.5)	18.3	34.1	6.7	7.2	33.6	20.3	1.9	2.1
Renesas Electronics	6723 JP	34,901	2,995.5	203.04	233.80	11.0	14.8	12.8	2.3	2.1	15.4	15.7	0.9	1.2
ON Semiconductor	ON US	29,329	68.2	4.03	4.78	(3.0)	16.9	14.3	3.1	2.6	19.9	20.5	N.M.	N.M.
中興通訊	000063 CH	16,514	26.9	2.13	2.35	9.4	12.6	11.5	1.7	1.6	14.1	14.3	2.7	3.4
Credo Technology	CRDO US	4,908	29.7	0.07	0.34	N.M.	424.4	87.1	9.2	9.2	(0.3)	3.3	N.M.	N.M.
恒玄科技	688608 CH	2,380	144.1	2.38	3.61	86.7	60.5	40.0	2.7	2.5	4.4	6.3	0.0	0.2
MaxLinear	MXL US	1,699	20.4	(0.40)	0.79	N.M.	N.M.	26.0	0.6	0.6	(19.9)	(3.2)	N.M.	N.M.
中科藍訊科技	688332 CH	1,005	60.7	2.70	3.56	30.2	22.5	17.1	1.8	1.7	8.4	10.0	1.2	1.4
炬芯科技	688049 CH	442	22.0	0.62	0.80	34.6	35.8	27.5	1.7	1.6	4.8	5.9	N.M.	N.M.

資料來源：Bloomberg，凱基預估

公司產品 — 專精「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」解決方案

公司「網通基礎建設」解決方案專注於固網寬頻與乙太網路兩大應用領域

伴隨 5G、人工智慧(artificial intelligence, AI)與機器學習(machine learning, ML)技術的加速發展，數據流量持續成長。達發科技亦順應該趨勢，自銅線固網寬頻至光纖固網寬頻，全程參與網通晶片技術迭代，持續積累其技術能力，提供全球客戶網通基礎建設晶片，並主要應用於固網寬頻(包括 xDSL 及光纖)與乙太網路。

固網寬頻產品線方面，達發科技之被動式光纖網路(passive optical network, PON)系統單晶片(system on a chip, SoC)解決方案主要包括 EPON/GPON 與 10GPON，並應用於家用與企業閘道器。除了提供用於 VDSL/ADSL 閘道器之 xDSL SoC 之外，伴隨光纖網路逐漸成為全球寬頻接取方案之主流，達發科技已將重點逐步自 xDSL 轉向 PON，以滿足光纖到戶(fiber to the home, FTTH)之需求。達發科技於 2023 年推出第二代高階 10GPON 晶片組—AN7581，提供高速上行與下行對稱之傳輸速度。而為了更靈活支援 Wi-Fi 部署，AN7581 可直接支援 Wi-Fi 6/6E/7 標準。

乙太網路產品線方面，達發科技提供實體層(PHY)晶片與交換器晶片。PHY 晶片用於數據傳輸與接收，適用於路由器、交換器與家用閘道器等相關應用。達發科技之 PHY 晶片與交換器晶片解決方案可廣泛用於 xDSL、xPON、Wi-Fi AP 與 Cable modem 等應用。此外，達發科技挾集團平台之優勢，2.5G PHY 於 10GPON 與 Wi-Fi 7 之搭配，以及 5-port 交換器在 Wi-Fi 之滲透，還有高價值 24-port SMB 交換器之擴張，都有利於公司未來乙太網路產品線之發展。

公司「高階 AI 物聯網」解決方案專注於藍牙音頻與衛星導航系統兩大應用領域

無線通訊晶片大致可分為射頻(radio frequency, RF)、基頻(baseband, BB)、無線局域網(wireless LAN, WLAN)與藍牙(Bluetooth, BT)等，其終端應用則包括智慧型手機、衛星導航系統、衛星通訊設備、微波通訊設備與穿戴式裝置等。高階 AI 物聯網晶片方面，達發科技提供客戶藍牙音頻與 GNSS 解決方案。

達發科技之藍牙音頻產品採高效能、低延遲與低功耗之 SoC 解決方案，且具可靠之藍牙連接、清晰的音質與主動式抗噪(active noise cancellation, ANC)功能。目前達發科技之藍牙音頻解決方案幾乎支援藍牙 5.3 規範，並通過 LE (Bluetooth Low Energy, LE) Audio 認證，可以進一步提升終端產品效能、增進用戶體驗與降低功耗。終端產品方面，達發科技之藍牙音頻解決方案可應用於真無線藍牙耳機(true wireless stereo, TWS)、揚聲器、Soundbar、無線麥克風與助/輔聽器等終端應用。以 2022 年推出之最新版本—AB1585 系列為例，其為通過藍牙 5.3 規範與 LE Audio 認證之晶片組，並包括應用處理單元、數位訊號處理器單元(digital signal processor, DSP)、藍牙收發單元與

電源管理單元(power management unit, PMU)。藉由採用 12nm 製程進行製造，該系列解決方案可實現更優異的音頻效能與更平衡之電源效率。公司於全球性聲學品牌客戶佈局有成，使其於市場立於較具優勢之地位，除站穩高階 TWS 市場之外，電競耳機、商務耳機與助/輔聽器等高價值產品亦有望陸續發酵。

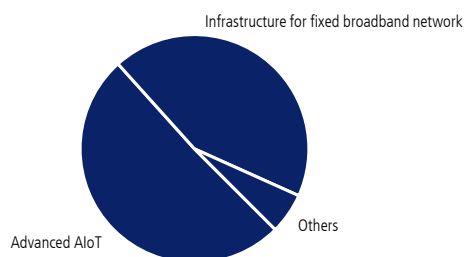
GNSS 解決方案方面，透過處理衛星訊號，GNSS 讓使用兼容設備之用戶得以確認其位置、時間與速度。達發科技於 GNSS 領域為領先解決方案之提供商，公司產品可應用於穿戴式裝置、追蹤裝置、基地台時間同步與無人航空載具(unmanned aerial vehicle, UAV)等終端裝置。為同時降低功耗與提升耐用性，達發科技於 2019 年推出 AG3335M 解決方案，並於 2020 年量產，係首款採用 12nm 製程進行製造之 GNSS 接收產品，該產品同時支援 GPS、Galileo、BeiDou、GLONASS、NavIC 與 QZSS 六種衛星系統定位，且具追蹤靈敏度低、初始定位時間短與定位精準度高之優勢。達發科技於穿戴式裝置、物品追蹤與消費性電子產品等皆擁有逾 20% 之市佔率，未來將藉由 AI 演算法能力推升 GNSS 之精度，並降低功耗以提升其產品優勢，且自穿戴式裝置、物品追蹤與消費性電子產品等領域擴大至車用及其他行業應用市場。

平衡發展「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」解決方案

達發科技當前採平衡發展「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」解決方案之策略。就前述兩大解決方案而言，「網通基礎建設」解決方案佔 2023 年營收 40-50%，而「高階 AI 物聯網」解決方案佔 2023 年營收 50-60%，其他則為較為成熟之產品線(如：功率放大器等)，佔 2023 年營收 0-10%。整體而言，達發科技之產品組合顯示其採平衡發展「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」解決方案之策略。截至 1Q24，「網通基礎建設」解決方案營收佔比為 40-50%，而「高階 AI 物聯網」解決方案營收佔比為 50-60%，其他則為 0-10%。

圖 7：達發科技 2023 年營收佔比

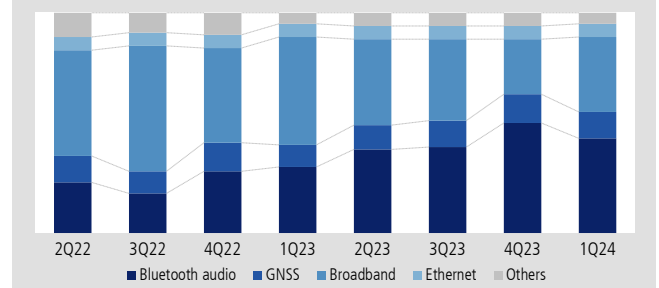
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：達發科技 2022-1Q24 營收佔比

營收佔比，百分比

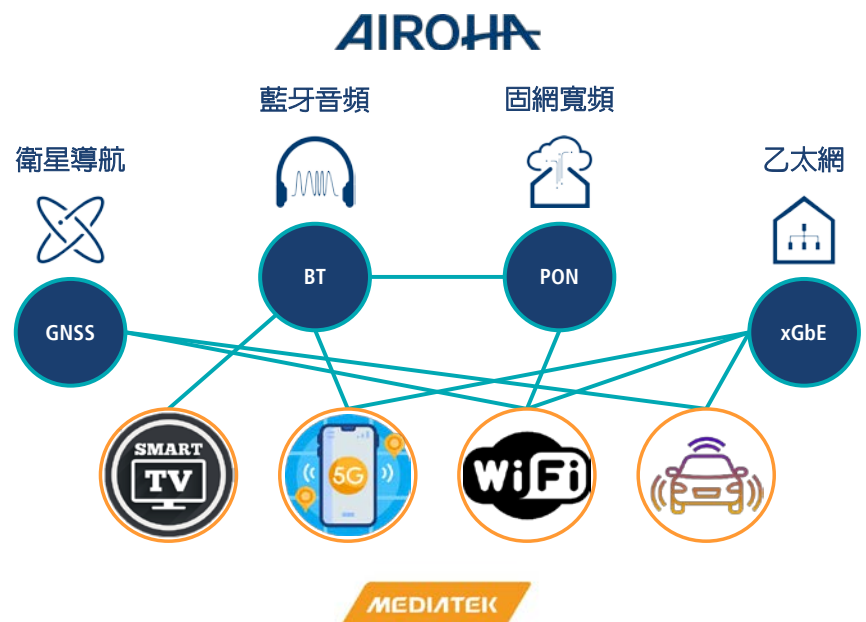


資料來源：公司資料，凱基預估

產品導入 Edge AI，增強產品效能並提升用戶體驗

另一方面，我們認為 AI 將為接下來之大趨勢，並且我們也看到 AI 相關功能於達發科技現有的產品中獲得了廣泛的應用。在高階 AI 物聯網領域，公司將 AI 相關功能整合至藍牙音頻晶片中，以有效進行抗噪，並具有識別特定音頻之功能；公司亦將 AI 整合至 GNSS 晶片，以執行即時路由優化，並藉由 ML 降低多路徑干擾。在網通基礎建設領域，公司將產品加入 AI 功能，並應用於數據流量管理、延遲管理與系統故障分析。此外，我們認為達發科技積極採用先進製程之舉措意謂其技術優勢，並有望憑藉其產品效能與功耗表現在同業之間脫穎而出。我們預計效能與功耗表現在網路通訊領域將同步受到重視，而我們正向看待達發科技長期著力於高效能功耗比之解決方案，相關研發將逐步於未來數年取得成果。

圖 9：達發科技專精「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」解決方案，且與聯發科之大型平台緊密合作



資料來源：公司資料，凱基

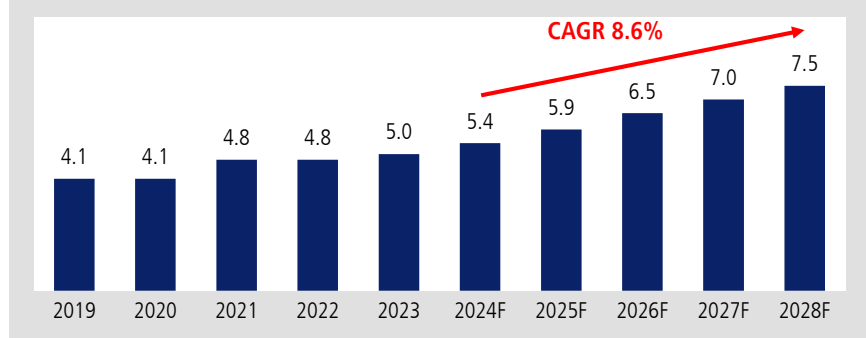
產業概況暨成長動能 — 達發科技兼具多重成長引擎

動能 1 — 藍牙音頻解決方案為達發科技帶來穩健營收貢獻；高價值產品亦將陸續發酵，驅動 2024-25 年藍牙音頻 SoC 營收年增

藍牙傳輸技術由 Ericsson (瑞) 於 1994 年發明，係一種適用於短距離之無線通訊技術，主要透過 2.4GHz 頻段之 79 個通道於設備之間進行數據與音頻等訊號傳輸。由於其低功耗與高可靠度之特性，藍牙晶片經常被消費性電子產品所採用，包括智慧型手機、平板電腦、助/輔聽器、揚聲器、車載資訊娛樂系統、筆電、遊戲機與穿戴式裝置等。而目前已大規模商用之藍牙 5.3 係由藍牙技術聯盟(Bluetooth Special Interest Group, SIG)於 2021 年所推出之藍牙技術(最新版本之藍牙技術則為 2023 年上旬推出之藍牙 5.4)，傳輸之距離可達 300 公尺，且理論最高傳輸速度可達 2Mbps，傳輸之功耗亦有所降低。目前藍牙技術普遍應用於音頻傳輸、數據傳輸、定位服務與裝置連網。根據 ABI Research，藍牙相關設備之年出貨量預計將自 2024 年之 54 億台成長至 2028 年之 75 億台，年複合成長率為 8.6% (圖 10)。

圖 10：藍牙相關設備之年出貨量預計將自 2024 年之 54 億台成長至 2028 年之 75 億台

藍牙相關設備年出貨量，十億台

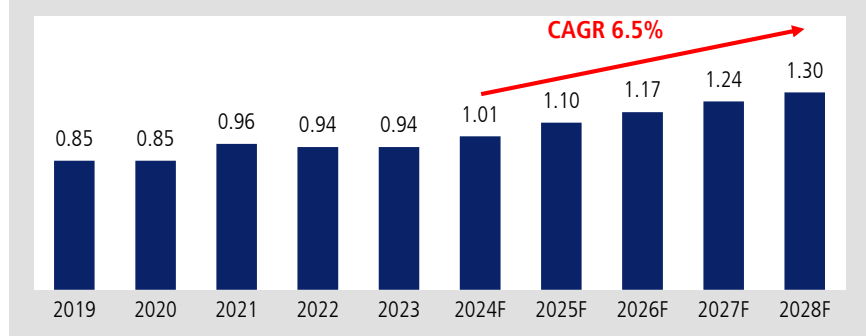


資料來源：ABI Research，凱基

自藍牙傳輸技術首次推出以來，音頻傳輸逐步成為主要的解決方案領域之一。該技術消除了耳機與揚聲器之接線麻煩，並使車載資訊娛樂系統得以與智慧型手機進行配對。ABI Research 預測，包括 TWS、頭戴式耳機、揚聲器與助/輔聽器在內之藍牙音頻串流設備年出貨量將自 2024 年之 10.1 億台成長至 2028 年之 13 億台(圖 11)。

圖 11：藍牙音頻串流設備年出貨量將於 2028 年成長至近 13 億台

藍牙音頻串流設備年出貨量，十億台



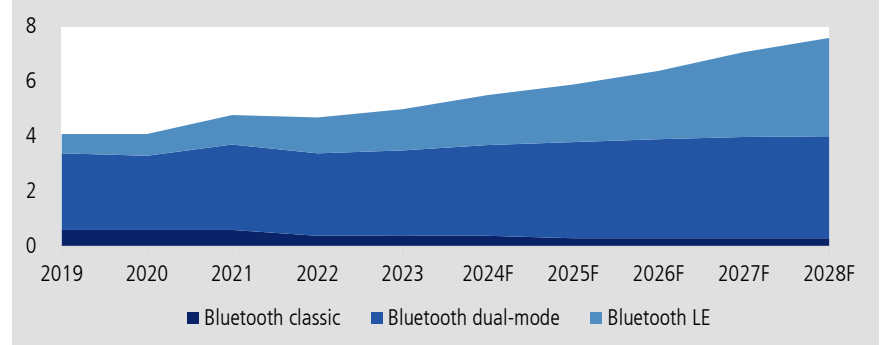
資料來源：ABI Research，凱基

* 該數據不包含音頻平台設備(如：智慧型手機、平板、PC/INB、電視等)

藍牙音頻解決方案主要可分為 Classic Audio 與 LE Audio 等兩種。顧名思義，Classic Audio 於一般藍牙無線電上運行，而 LE Audio 於低功耗藍牙無線電上運行。作為下一代主流藍牙音頻解決方案，LE Audio 之開發不僅係為了改善功耗、延遲與頻寬方面的性能，也是為了提供更好的音頻品質。更重要的是，部分 LE Audio 將增添 Auracast Broadcast Audio 功能，使音頻來源設備能夠向無限數量的音頻接收設備傳遞一個或多個音頻訊號。近年來，我們看到許多音頻裝置製造商開始採用雙音頻解決方案(Classic Audio+LE Audio)，甚至是僅採用 LE Audio 音頻解決方案。而 ABI Research 預計隨著時間的推移，雙音頻解決方案與 LE Audio 音頻解決方案皆將逐漸成為藍牙音頻解決方案之主流。

圖 12：隨著時間的推移，雙音頻解決方案(Classic Audio+LE Audio)及 LE Audio 皆將逐漸成為主流

藍牙周邊音頻設備年出貨量(按音頻解決方案)，十億台



資料來源：ABI Research，凱基

TWS 為達發科技藍牙音頻解決方案之主要終端應用，其藍牙音頻 SoC 搭載於 TWS 中，可以透過藍牙與智慧型手機與 PC/NB 等設備進行連接，並提供使用者高品質之音頻。就 TWS 藍牙音頻晶片市場而言，台灣同業包括瑞昱 (2379 TT, NT\$530, 持有)，而海外同業則包括 Apple (美)、Qualcomm (美)、恒玄科技(中)與海思半導體(中)等。前述業者中，Apple 所提供之解決方案僅供自家 AirPods 系列產品使用，其他品牌業者則自多家晶片設計業者採購，如：小米則採用 Qualcomm 與瑞昱之 TWS 藍牙音頻晶片，Samsung 於其 Galaxy Buds Pro 搭載自家 TWS 藍牙音頻晶片，但選擇恒玄科技作為 Galaxy Buds 2 Pro 之 TWS 藍牙音頻晶片供應商。

儘管原相(3227 TT, NT\$172, 未評等)於 2H22 將其 TWS 藍牙音頻晶片子公司原睿出售給予達發科技，但 TWS 藍牙音頻晶片市場仍舊擁擠，且包括許多中國業者，如：炬芯科技(中)、珠海杰理科技(中)與中科藍訊(中)等，前述業者提供白牌 TWS 製造商較低階之解決方案。為了避免價格戰，且保有獲利能力，達發科技致力於為數家全球知名領導品牌提供高階 TWS 藍牙音頻晶片解決方案。根據我們的調查，雖然達發科技之 TWS 藍牙音頻晶片年出貨量較許多中國同業低，但由於致力提供高階解決方案，故平均售價相對較高，且價格競爭壓力較不嚴峻，公司 TWS 藍牙音頻晶片營收市佔率仍處前段。

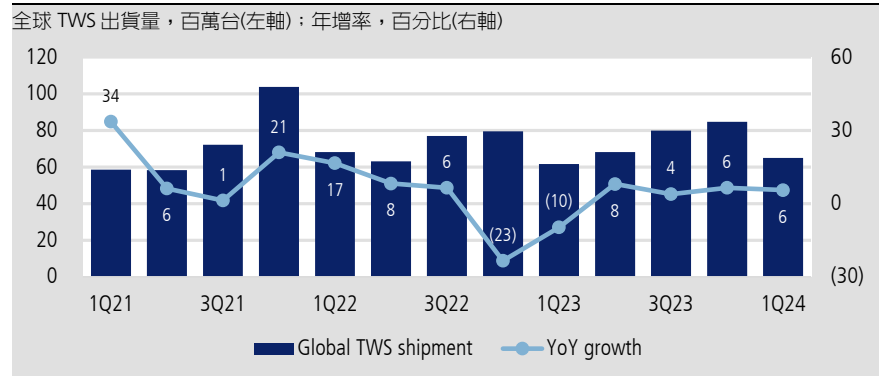
儘管全球消費性電子產品需求因 2023 年總體經濟疲弱而承壓，但全球 TWS 出貨量仍保持堅韌。根據 Canalys 之調研，2023 年全球 TWS 出貨量年增 2.3%至 2.94 億台，對比 2022 年為年減 1.7%至 2.88 億台。儘管 2022-23 年全球 TWS 市場因疫後總體需求疲弱而致使成長幅度有所放緩，但考量當前全球 TWS 年出貨量相較於智慧型手機年出貨量仍低(為約 3 億台對比約 12 億台)，且各智慧型手機品牌仍持續推出 TWS 機種，加上智慧型手機品牌將逐步取消搭載 3.5mm 耳機孔，我們認為 TAM 仍具長期成長潛力。再者，我們已於 2Q23 見到全球 TWS 出貨量開始恢復年增趨勢，且於 1Q24 持續年增 5.6%至 6,500 萬台(圖 14)。我們亦預期全球 TWS 出貨量將於 2024-25 年健康復甦，並為達發科技藍牙音頻晶片業務營運成長鋪路。除站穩高階 TWS 市場之外，電競耳機、商務耳機、助/輔聽器等高價值產品亦將陸續發酵。綜上，我們預計藍牙音頻晶片將持續為達發科技貢獻營收與獲利成長。

圖 13：2023 年 TWS 出貨量總計年增 2.3%至 2.94 億台

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2020	2021	2022	2023
Global TWS shipment (mn units)	58.5	58.3	72.2	103.8	68.2	63.1	76.9	79.5	61.6	68.2	79.9	84.7	65.0	255.8	292.8	287.7	294.3
QoQ growth (%)	(31.8)	(0.3)	23.8	43.8	(34.3)	(7.5)	21.9	3.4	(22.5)	10.7	17.2	6.0	(23.2)				
YoY growth (%)	33.6	6.2	1.3	21.0	16.6	8.2	6.5	(23.4)	(9.7)	8.0	3.9	6.5	5.6	58.7	14.5	(1.7)	2.3

資料來源：Canalys，凱基

圖 14：我們已於 2Q23 見到全球 TWS 出貨量開始恢復年增趨勢，且於 1Q24 持續年增 5.6%至 6,500 萬台



資料來源：Canalys，凱基

動能 2 — 車用將為 GNSS 解決方案長期題材；低軌衛星亦為該產品線之亮點

據定義，GNSS 系統之運作方式係指自太空中之衛星向 GNSS 接收器傳輸定位與時間數據，使 GNSS 接收器得以使用這些數據來判定即時位置。GNSS 可用於多種應用，包括物流與運輸、資產追蹤與安防、穿戴式裝置、智慧型手機與車用等。以物流為例，買家與賣家能夠於貨品訂購後，即時獲取貨品之即時位置(不論自賣家或製造商出貨、抵達物流公司之倉儲，抑或是送達至買家等)。此外，關於資產追蹤與安防，藉由借助 GNSS，使用者可以確認與追蹤被盜車輛或遺失行李之位置，甚至於丟失智慧型手機時，也可以順利找回。

根據 EUSPA，GNSS 市場將於未來十年穩健成長，搭載 GNSS 之裝置年出貨量預計將自 2023 年之 16 億台成長至 2033 年之 22 億台，年複合成長率為 3.2%。其中，由於智慧型手機與穿戴式裝置年出貨量較大，消費性產品約佔全球 GNSS 年出貨量逾 90%。就安裝基數(當前搭載 GNSS 之裝置數量)而言，EUSPA 預期將自 2023 年之 61 億台成長至 2033 年之 76 億台。

圖 15：根據 EUSPA，搭載 GNSS 之裝置年出貨量預計將自 2023 年之 16 億台成長至 2033 年之 22 億台

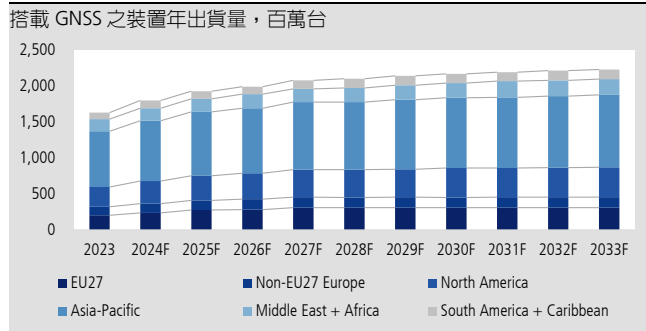
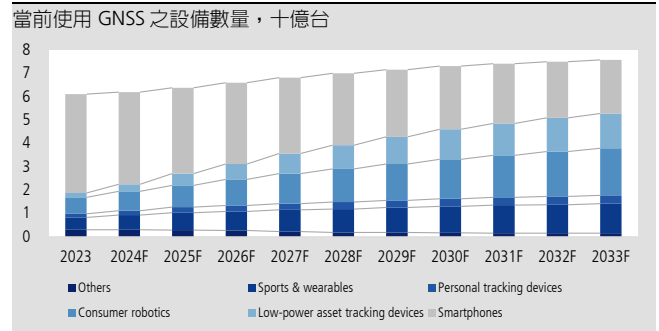


圖 16：就安裝基數(當前搭載 GNSS 之裝置數量)而言，EUSPA 預期將自 2023 年之 61 億台成長至 2033 年之 76 億台



達發科技目前為全球領先之 GNSS 晶片供應商，憑藉其先行者與技術優勢獲取龐大的市佔率。儘管穿戴式裝置之 GNSS 晶片規格升級有限，且公司於中國之業務亦面臨當地自主化之趨勢與中國業者競爭，但公司亦憑藉其技術能力與客戶服務切入全球知名領導品牌之穿戴式裝置，獲取海外同業之市佔率。另外，我們也看好達發科技將在聯發科與 Nvidia (美)的天機汽車平台(Dimensity Auto Platform)合作中發揮至關重要的作用。汽車裡面最多包含 4 顆 GNSS 晶片：1 顆位於車載資訊娛樂系統中、1 顆位於遠程資訊處理系統(Telematics box, T-box)中、1 顆位於定位系統(Positioning box, P-box)中，及 1 顆位於經銷商選配產品(Dealer-option product, DoP)中。我們認為達發科技將有望受惠於天機汽車平台之成立，拓展過往較少參與之車用市場，擴大其 TAM 至車用領域，並且相關營收將伴隨汽車電氣化趨勢而持續向上。然由於車用產品之驗證期間通常較其他應用更長，因此我們預計這將是推動達發科技 GNSS 業務之長期動能。此外，我們看到無線通訊市場近年對 LEO 衛星之需求呈現爆炸式的成長，不論是 SpaceX (美)旗下之 Starlink、OneWeb (英)，抑或是 Amazon (美)旗下之 Kuiper 等主要衛星運營商皆不斷於 LEO 衛星市場拓展新商機。我們認為此趨勢亦將有利於使用者終端之需求提升，並助益 GNSS 晶片之需求成長。

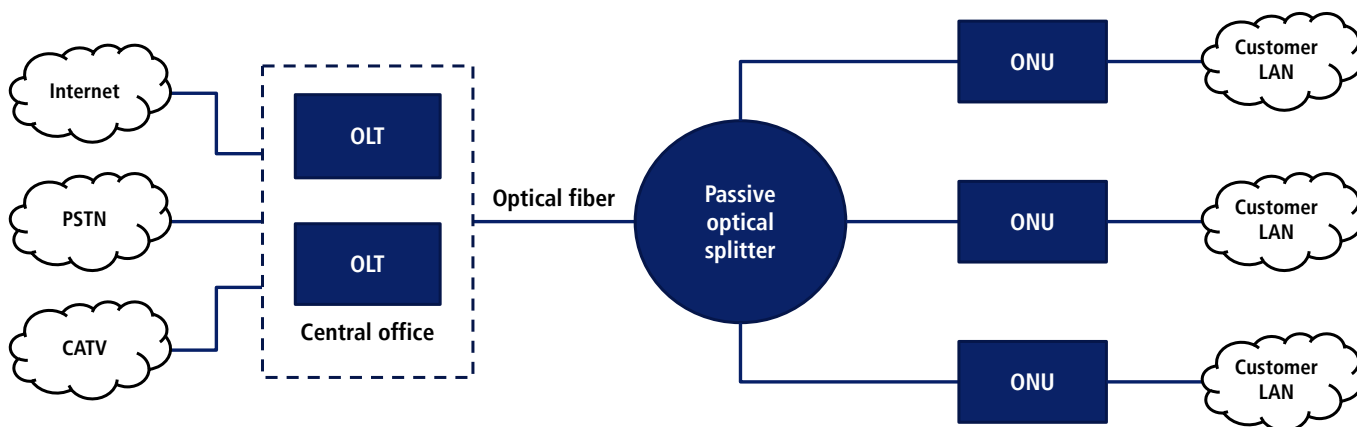
動能 3 — 固網寬頻市場潛在市佔率擴大與規格升級將有望優化獲利結構；PAM4 DSP 晶片擴大公司 TAM 至資料中心應用

寬頻係指透過高速網路數據連接進行寬頻數據之傳輸。根據美國聯邦通訊委員會(Federal Communications Commission, FCC)之定義，寬頻網路係指至少具備 25Mbps 之下載速度與 3Mbps 之上傳速度的網路連接。根據所採用之傳輸介質，寬頻接取常見形式包括 xDSL、Cable modem 與光纖。xDSL 透

過雙絞銅線進行數據傳輸，其接取速度範圍自幾百 Kbps 至雙位數 Mbps。Cable modem 藉由與傳統 CATV 網路相同之同軸電纜進行數據傳輸，並提供 1.5Mbps 或更高的接取速度。而光纖寬頻則採用光纖技術，將攜帶數據之電子訊號轉換至光，光透過玻璃纖維進行數據傳輸。光纖接取網路亦稱為「光纖至某地系統(Fiber To The x, FTTx)」，其中 x 通常可以是節點或鄰里 (node/neighborhood, N)、建築物(building, B)、家戶或府(home, H)、場所 (premise, P)、房間(room, R)等。

PON 係電信運營商常用之一種光纖網路的接取系統，採用點對多點的拓撲結構來傳輸數據。PON 系統由電信運營商局端之光纖線路終端(optical line termination, OLT)、靠近最終用戶之多個光纖網路單元(optical network unit, ONU)，以及 OLT 與 ONU 之間的光纖分路器(optical splitter)組成。OLT 作為 PON 系統之起點，係通過光纖連接之核心設備，負責向 ONU 傳輸數據、控制傳輸數據過程，以及為 ONU 分配頻寬。ONU 係指使用者終端設備，其通過被動式光纖分路器接收來自 OLT 之下行數據，將光訊號轉換為電子訊號，並向用戶提供影音與寬頻上網服務。

圖 17：PON 接取系統概要



資料來源：凱基

COVID-19 導致遠端工作成為主要的工作方式之一，即使許多員工於 2022 年逐漸返回辦公室後，對提高寬頻接取之需求仍然存在。鑑於高頻寬、低耗損與低雜訊干擾之特點，光纖寬頻目前佔據寬頻接取技術之主導地位，在 38 個經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)國家中，有 17 個國家採用光纖寬頻之滲透率逾 50%。根據 OECD Broadband Portal 之統計資料，OECD 國家之光纖寬頻滲透率正在逐年上升。最新一期之資料中，OECD 國家之光纖寬頻滲透率於 2Q23 正式突破 40%，分別高於 2020-21 年之約 30%與約 35%。

圖 18：OECD 各國之固網寬頻技術中，光纖寬頻之滲透率正在逐年上升

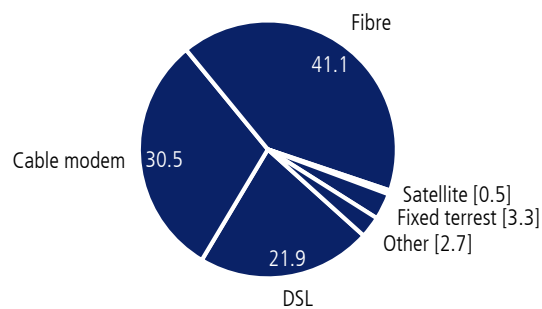
OECD 各國之光纖寬頻滲透率，百分比



資料來源：OECD，凱基

圖 19：OECD 國家之光纖寬頻滲透率於 2Q23 已達 41.1%，且正在逐年上升

2Q23 OECD 固網寬頻滲透率(按寬頻接取技術)，百分比



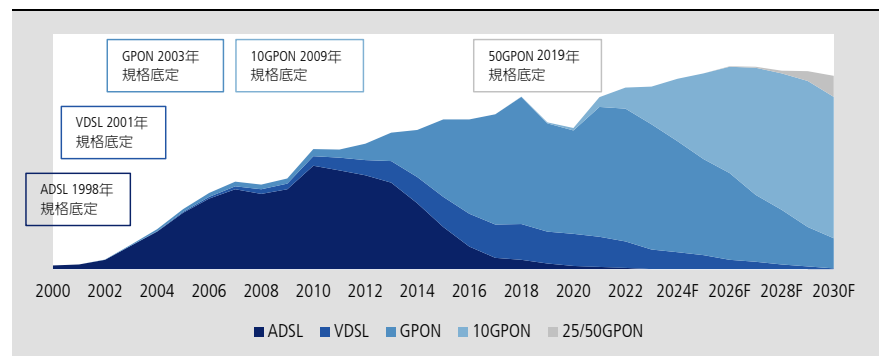
資料來源：OECD，凱基

由於寬頻基礎設施建設與升級之資金需求龐大，政府通常係投資的發起者與主要出資者，因此通訊服務相關政策係衡量網路發展的重要指標。得益於國家對訊息化發展的高度重視，截至 2022 年底，中國固網寬頻用戶達 10.7 億戶，FTTH 滲透率提升至 95.7%。與此同時，10GPON 用戶數達 1,520 萬。2023 年 5 月，中華人民共和國工業和信息化部等十四部門聯合發佈了《關於進一步深化電信基礎設施共建共享，促進「雙千兆」網絡高質量發展的實施意見》，部署推進新一輪電信基礎設施共建共享工作。而 2023 年 6 月，美國總統拜登宣布規模超過 420 億美元的寬頻基建計畫，旨在讓每個美國家庭於 2030 年以前都可擁有高速網路，擴大寬頻接取。我們認為上述政府之舉措將繼續支撐中長期寬頻部署之需求。

達發科技之 PON 晶片主要用於 ONU 產品(即使用者終端設備)，其競爭對手包括 Broadcom (美)、Marvell (美)、瑞昱、海思半導體與中興通訊(中)。達發科技在美國、中國、歐洲，以及印度與拉丁美洲等新興市場擁有均衡的營收分佈。儘管整體標案市場於 2023 年凍結且表現低迷，但我們已看見中國電信運營商 PON 家用開道器標案於 2024 年上旬公佈，而這將有利於達發科技之 PON 晶片業務需求復甦向上。而為了降低來自中國之進口替代風險，達發科技致力於拓展美國與歐洲市場之業務。由於 2019-21 年期間，歐美電

信運營商因 COVID-19 疫情而出現網通設備與零組件供不應求之現象，且美系同業零組件供貨亦出現吃緊之狀況，台系業者趁勢切入歐美電信運營商之供應鏈。我們認為達發科技與歐美客戶之間的合作將持續，且台系業者解決方案具良好之性價比；而與中國同業相比，地緣政治風險則有限，我們據此正向看待達發科技於 PON 晶片業務之營收與市佔率的成長。此外，我們也看到歐美固網寬頻需求逐漸觸底，預期將有望看到歐美固網寬頻需求於 2024 年下旬開始復甦，且復甦軌跡將延續至 2025 年，助益達發科技固網寬頻產品線營運持續向上。再者，根據我們的調查，10GPON 之產品均價為 GPON 之 2 倍以上。我們認為，鑑於網路數據流量之成長與寬頻密集型應用之使用增加，從 GPON 至 10GPON 的規格升級係必然之趨勢，且長期將持續走向 25/50GPON 規格，而這亦將改善達發科技之產品組合，並助益營收規模擴大與利潤率改善。

圖 20：達發科技自銅線至光纖，皆全程參與迭代網通核心晶片技術



我們也注意到達發科技於高速串列/解串列(SerDes)傳輸相關技術之成熟，以及光驅動 Laser driver 技術之完備亦助益其開發出 50/100/200/400GbE PAM4 DSP + LDD 系列晶片解決方案，並應用於資料中心內部高速數據傳輸之短距離(short range, SR)光收發模組。公司於該解決方案領域之競爭對手包括 Broadcom、Marvell、MaxLinear (美)與 Credo (美)。就供應鏈而言，達發科技供貨 PAM4 DSP + LDD 晶片給予光收發模組業者，並由光收發模組業者製造成光收發模組，並出貨給予系統業者，而後交貨至資料中心之終端客戶。當前達發科技之 200/400GbE PAM4 DSP + LDD 晶片解決方案已通過美、中系資料中心客戶之驗證，並已開始出貨。我們預計該產品線已然將公司之 TAM 擴大至資料中心應用，預期出貨量將逐漸擴大，增添公司 2024-25 年之營運動能。

動能 4 — 乙太網路挾集團平台合作之優勢：策略佈局多元應用

乙太網路產品線方面，達發科技提供 PHY 晶片與交換器晶片。PHY 晶片用於數據傳輸與接收，適用於路由器、交換器與家用閘道器等相關應用。達發科技之 PHY 晶片與交換器晶片解決方案可廣泛用於 xDSL、xPON、Wi-Fi AP 與 Cable modem 等應用。此外，達發科技挾集團平台之優勢，2.5Gbps PHY 於 10GPON 與 Wi-Fi 7 之搭配，以及 5-port 交換器在 Wi-Fi 之滲透，還

有高價值 24-port SMB 交換器之擴張，都有利於公司未來乙太網路產品線之發展。

達發科技之 1Gbps 與 2.5Gbps PHY 晶片，以及交換器晶片等解決方案佈局有成。而我們也注意到集團平台數項產品線之終端應用多有乙太網路相關晶片需求，包括 PON 閘道器、Wi-Fi 路由器、5G CPE、數位視訊轉換器(set-top box, STB)、交換器與電視等，皆有 1Gbps 與 2.5Gbps PHY 晶片相關需求。考量營收佔比仍相對較低，且達發科技有望挾集團平台合作之優勢，加上乙太網路 PHY 晶片逐步升級至 2.5Gbps 規格，我們預計達發科技之乙太網路產品線 2024-25 年營收將強勁年增。

另外，達發科技於 2021 年上旬認購亞信(3169 TT, NT\$126, 未評等)私募普通股，成為亞信之最大股東(持股比例為 20%)，將其乙太網路解決方案延伸至 PC 與周邊設備，及智慧居家與辦公室網路產品應用，並同步受惠於亞信持續拓展工業物聯網解決方案。再者，達發科技於 2024 年上旬決議認購九暘(8040 TT, NT\$87.5, 未評等)私募普通股，預計認購完成後，將成為九暘之最大股東(持股比例為 29%)。我們認為此次認購將有助於公司再拓展其乙太網路解決方案至工業電腦與安全監控應用。

營運概況暨財務分析與評價

營運概況

公司 1Q24 營收為 38.3 億元，季增 20.1%，年增 26.3%，季增主要係受惠藍牙音頻與網通基礎建設晶片備貨需求強勁，年增主要係受惠藍牙音頻晶片需求復甦與備貨暢旺。毛利率為 52.6%，季增 3.6 個百分點，年增 8.7 個百分點，主因受益存貨跌價及呆滯損失回沖利益(排除該因素，毛利率為 50.6%)。營業費用季增 11.5%，年增 30.6% 達 15.7 億元，主因留才綁約與激勵制度導致人事費用提升。總計 1Q24 每股盈餘為 2.46 元，季增 143%，年增 201%。

凱基展望 2Q24 營收將介於 47-52 億元，中位數季增 29.4%，年增 40.8%，我們預期主要係藍牙音頻與網通基礎建設晶片備貨動能延續，且出貨全球知名領導品牌穿戴式裝置之 GNSS 晶片拉貨持續向上。毛利率方面，凱基亦展望介於 48-50%，然我們預估存貨跌價及呆滯損失回沖利益仍將助益 2Q24 毛利率優於該區間。綜上，我們預估 2Q24 營收為 48.3 億元，季增 26.2%，年增 37.4%；毛利率為 52.1%，季減 0.5 個百分點，年增 6.7 個百分點。

儘管我們已經見到 TWS 市場大致整合並趨於穩定，但我們注意到達發科技專注於提供高階產品，並致力與全球知名品牌合作，使其於此市場立於較具優勢之地位。我們已見到 TWS 市場需求已大致觸底，預計 TWS 市場將逐步復甦，並正向看待達發科技在 TWS 市場大致整合並趨於穩定之際，專注於提供高階產品。公司於全球性聲學品牌客戶佈局有成，使其於市場立於較具優勢之地位，除站穩高階 TWS 市場之外，電競耳機、商務耳機與助/輔聽器等高價值產品亦有望陸續發酵。

GNSS 方面，除市場穩健成長，以及公司切入全球知名領導品牌之穿戴式裝置之外，我們認為達發科技將有望受惠於聯發科與 Nvidia 合作之天璣汽車平台成立，切入過往較少參與之車用市場，擴大其 TAM 至車用領域，並且相關營收將伴隨汽車電氣化趨勢而持續向上。此外，伴隨主要衛星運營商皆不斷於 LEO 衛星市場拓展新商機，此趨勢亦將有利於使用者終端之需求提升，並助益 GNSS 晶片之需求穩健成長。

固網寬頻業務方面，我們看好美國與中國之相關寬頻網路基礎設計畫將持續支撐中長期寬頻部署之需求。儘管中國整體標案市場於 2023 年凍結且表現低迷，但我們已看見中國電信運營商 PON 家用開道器標案於 2024 年上旬公佈，而這將有利於達發科技之 PON 晶片業務需求復甦向上。而業務拓展至美國及歐洲電信營運商亦將帶動 PON 晶片業務營收擴張，我們也看到歐美固網寬頻需求逐漸觸底，預期將有望看到歐美固網寬頻需求於 2024 年下旬開始復甦，且復甦軌跡將延續至 2025 年，助益達發科技固網寬頻產品線營運持續向上。另一方面，根據我們的調查，10GPON 之產品均價為 GPON 之 2 倍以上。我們認為，鑑於網路數據流量之成長與寬頻密集型應用之使用增加，從 GPON 至 10GPON 的規格升級係必然之趨勢，且長期將持續走向 25/50GPON 規格，而這亦將改善達發科技之產品組合，並助益營收規模擴

大與利潤率改善。另外，達發科技之 200/400GbE PAM4 DSP + LDD 晶片解決方案已通過美、中系資料中心客戶之驗證，並已開始出貨。我們預計該產品線已然將公司之 TAM 擴大至資料中心應用，預期出貨量將逐漸擴大，增添公司 2024-25 年之營運動能。

乙太網路業務方面，達發科技之 1Gbps 與 2.5Gbps PHY 晶片，以及交換器晶片等解決方案佈局有成。而我們也注意到集團平台數項產品線之終端應用多有乙太網路相關晶片需求，包括 PON 閘道器、Wi-Fi 路由器、5G CPE、STB、交換器與電視等，皆有 1Gbps 與 2.5Gbps PHY 晶片相關需求。考量營收佔比仍相對較低，且達發科技有望挾集團平台合作之優勢，加上乙太網路 PHY 晶片逐步升級至 2.5Gbps 規格，我們預計達發科技之乙太網路產品線 2024-25 年營收將強勁年增。另外，達發科技於 2021 年上旬認購亞信私募普通股，成為亞信之最大股東(持股比例為 20%)，將其乙太網路解決方案延伸至 PC 與周邊設備，及智慧居家與辦公室網路產品應用，並同步受惠於亞信持續拓展工業物聯網解決方案。再者，達發科技於 2024 年上旬決議認購九暘私募普通股，預計認購完成後，將成為九暘之最大股東(持股比例為 29%)。我們認為此次認購將有助於公司再拓展其乙太網路解決方案至工業電腦與安全監控應用。

我們認為市場需求已大致觸底，而達發科技「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」晶片出貨動能亦將受惠需求逐步復甦而向上，並看好達發科技之前述解決方案出貨量年增。此外，包括固網寬頻規格升級，加上拓展其產品終端應用至資料中心與工業應用等，以及集團平台合作之優勢將驅動 2024-25 年營收與獲利成長。我們正向看待公司長期展望，係因：(1) AI 將為未來之重要趨勢，而我們已見到達發科技之現有產品普遍導入 AI 相關功能，助益產品其附加價值；(2)積極採用先進製程，不僅展現其技術領導優勢，於產品效能與功耗方面更能使其於同業競爭中脫穎而出；(3)公司與聯發科緊密之合作關係有助於獲取更多業務機會，此將強化公司競爭力並使產品組合更加豐富。

財務分析 — 預估 2023-25 年每股盈餘將年複合成長 90.7%

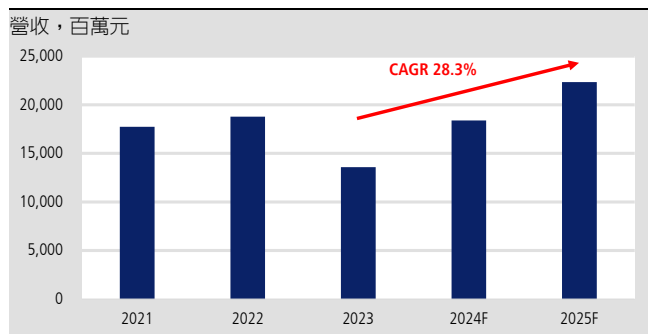
凱基預估達發科技 2024-25 年營收將分別年增 35.4%與 21.5%，2023-25 年營收將年複合成長 28.3%；2024-25 年每股盈餘將分別年增 169%與 34.9%，2023-25 年每股盈餘將年複合成長 90.7%。凱基預期成長動能將來自：(1)藍牙音頻解決方案為達發科技帶來穩健營收貢獻；高價值產品亦將陸續發酵，驅動 2024-25 年藍牙音頻 SoC 營收年增；(2)車用將為 GNSS 解決方案長期題材；低軌衛星(Low Earth Orbit Satellite, LEOS)亦為該產品線之亮點；(3)固網寬頻市場潛在市佔率擴大與規格升級將有望優化獲利結構；PAM4 DSP 晶片擴大公司 TAM 至資料中心應用；及(4)乙太網路挾集團平台合作之優勢；策略佈局多元應用。

我們亦預估 2024-25 年毛利率將提升至 48-50%區間，係受惠於：(1)藍牙音頻方面，達發科技致力於為數家全球知名領導品牌提供高階 TWS 藍牙音

頻晶片解決方案，故平均售價相對較高，且價格競爭壓力較不嚴峻；(2)固網寬頻方面，鑑於網路數據流量之成長與寬頻密集型應用之使用增加，從 GPON 至 10GPON 的規格升級係必然之趨勢，且長期將持續走向 25/50GPON 規格，此將助益公司固網寬頻業務產品組合優化；及(3) Wi-Fi 6/6E/7 滲透率逐漸提升，以及 10GPON 與 5G CPE 趨勢將驅動乙太網路 PHY 晶片逐步升級至 2.5Gbps 規格，甚至更高。此外，達發科技 2024 年將受益存貨跌價及呆滯損失回沖利益，驅動 2024 年毛利率優於 48-50% 區間。

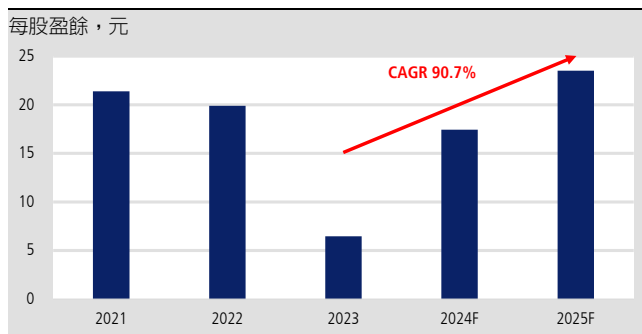
營業費用方面，鑑於留才綁約與激勵制度，我們預計達發科技人事費用將提升，預估 2024 年營業費用將年增 10-15%，而伴隨營收規模放大，預計 2024-25 年營業利益率將分別達 17.8% 與 20.1%，刺激獲利分別年增 199% 與 34.9%。綜上，我們預估 2024-25 年每股盈餘將分別達 17.44 元與 23.52 元。

圖 21：我們預估 2023-25 年營收年複合成長 28.3%



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 22：我們預估 2023-25 年每股盈餘年複合成長 90.7%



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 23：達發科技 2023 年財報暨 2024-25 年財務預測

百萬元	2023		2024F				2025F			
	實際值	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	13,576	(27.7)	18,385	35.4	19,239	(4.4)	22,332	21.5	24,100	(7.3)
毛利	6,322	(30.1)	9,378	48.3	10,108	(7.2)	11,062	18.0	12,197	(9.3)
營業利益	1,011	(69.9)	3,280	224.6	3,638	(9.8)	4,490	36.9	4,636	(3.2)
稅後淨利	969	(66.5)	2,899	199.1	3,145	(7.8)	3,911	34.9	3,990	(2.0)
每股盈餘 (元)	6.47	(67.5)	17.44	169.4	18.77	(7.1)	23.52	34.9	23.75	(1.0)
毛利率 (%)	46.6	(1.6)ppts	51.0	4.4 ppts	52.5	(1.5)ppts	49.5	(1.5)ppts	50.6	(1.1)ppts
營業率 (%)	7.4	(10.4)ppts	17.8	10.4 ppts	18.9	(1.1)ppts	20.1	2.3 ppts	19.2	0.9 ppts
淨利率 (%)	7.1	(8.3)ppts	15.8	8.6 ppts	16.3	(0.6)ppts	17.5	1.7 ppts	16.6	1.0 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

評價 — 多項因素支撐評價

達發科技自興櫃以來，股價交易於 26-88 倍未來 12 個月本益比區間，平均為 50 倍；未來 12 個月股價淨值比區間則為 3.9-9.0 倍，平均為 5.9 倍。我們預估 2024-25 年每股盈餘將分別年增 169% 與 34.9%，2023-25 年每股盈餘將年複合成長 90.7%。當前股價交易於 2024-25 年每股盈餘預估之 43 倍與 32 倍，對比興櫃以來之未來 12 個月本益比區間為前述之 26-88 倍。

就公司各產品線策略及展望而言：(1)達發科技致力於為數家全球知名領導品牌提供高階 TWS 藍牙音頻晶片解決方案，故平均售價相對較高，且價格競爭壓力較不嚴峻；(2)固網寬頻方面，達發科技長期將受惠 GPON 至 10GPON 之必然規格升級趨勢，驅動產品均價及產品組合長期優化，且憑藉其技術能力與客戶服務，公司正逐步獲取更高之 PON 晶片市佔率；(3)公司之 200/400GbE PAM4 DSP + LDD 晶片解決方案已通過美、中系資料中心客戶之驗證，並已開始出貨，而該產品線已然將公司之 TAM 擴大至資料中心應用；(4)集團平台數項產品線之終端應用多有乙太網路相關晶片需求，包括 PON 閘道器、Wi-Fi 路由器、5G CPE、STB、交換器與電視等，皆有 1Gbps 與 2.5Gbps PHY 晶片相關需求，而達發科技有望挾集團平台合作之優勢，逐漸獲取更高之乙太網路 PHY 晶片市佔率；(5)認購亞信與九陽私募普通股之策略合作佈局，將逐步助益達發科技拓展其 TAM 至 PC 與周邊設備、智慧居家、辦公室網路、工業電腦與安全監控應用。

就公司集團合作角度而言，達發科技與聯發科之集團平台緊密合作關係將有助於達發科技獲取更多業務機會，而此將強化公司競爭力並使產品組合更加豐富。而就股權結構而言，達發科技之第一大股東為聯發科，持股比重達 67%，而前十大股東持股比重總計達 80%，股東結構穩健(圖 24)。綜上，我們認為前述多項因素將支撐公司評價居於 25-50 倍未來 12 個月本益比區間。我們首次將達發科技納入研究範圍，給予「增加持股」評等與目標價 940 元，係基於 2025 年每股盈餘預估 23.52 元之 40 倍換算得出，評價位於興櫃以來 26-88 倍未來 12 個月本益比區間之中緣。

圖 24：重要股東之持股結構

股東	持有股數(千股)	持股比例(%)
聯發科技股份有限公司	111,186	66.97
永豐商業銀行受託達發科技股份有限公司 員工股票信託管理委員會信託財產專戶	11,608	6.99
Inu Limited	2,585	1.56
Star Semiconductor Holdings Limited	1,809	1.09
復華資本科技創業投資有限合夥	1,378	0.83
KAiA Capital Fund I L.P.	1,078	0.65
國泰人壽保險股份有限公司	1,060	0.64
國泰世華商業銀行受託保管鉅能國際有限 公司投資專戶	810	0.49
Cypress Venture Capital III Limited	689	0.42
廖學邦	601	0.36

* 資料截至 2023 年 10 月 19 日

資料來源：公司資料，凱基

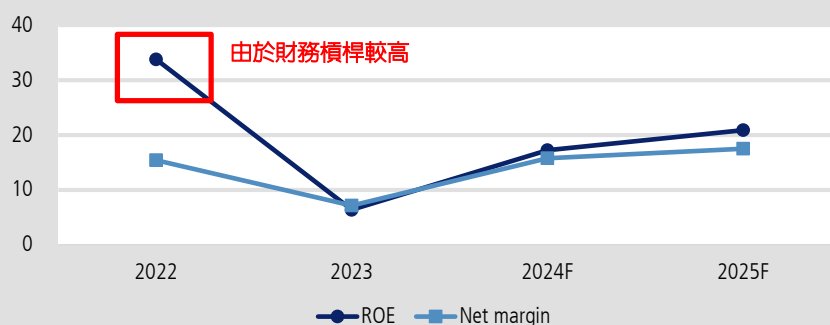
圖 25：杜邦分析 — 股東權益報酬率與淨利率呈高度相關

	2022	2023	2024F	2025F
ROE (%)	33.8	6.4	17.2	20.9
Net margin (%)	15.4	7.1	15.8	17.5
Asset turnover (x)	1.1	0.7	0.9	0.9
Financial leverage (x)	2.0	1.2	1.3	1.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 26：多重成長引擎有望驅動公司 2024-25 年股東權益報酬率持續年增

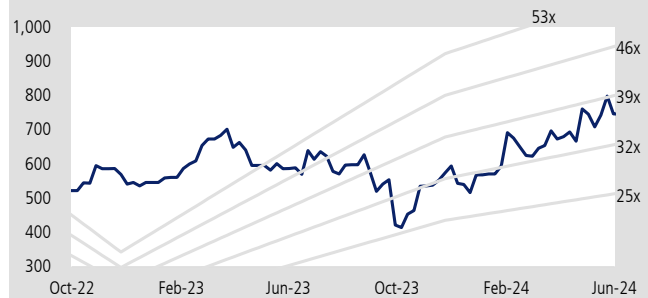
股東權益報酬率與淨利率，百分比



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 27：達發科技未來 12 個月預估本益比區間

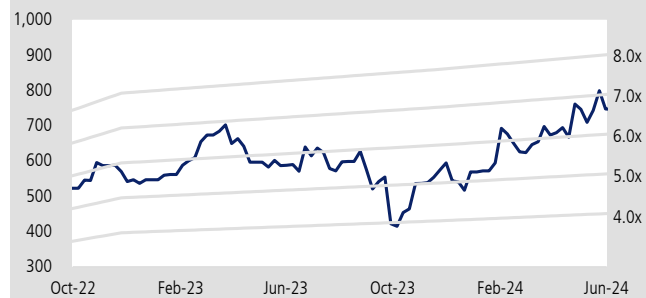
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 28：達發科技未來 12 個月預估股價淨值比區間

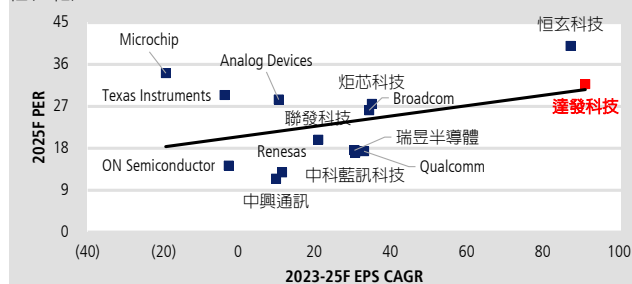
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 29：全球網通基礎建設與高階 AI 物聯網 IC 設計業者本益比暨獲利成長比較

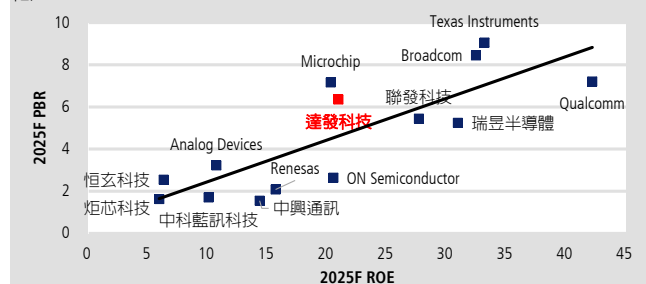
2023-25 年每股盈餘預估年複合成長率，百分比(X 軸)；2025 年本益比，倍(Y 軸)



資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 30：全球網通基礎建設與高階 AI 物聯網 IC 設計業者股價淨值比暨股東權益報酬率比較

2025 年股東權益報酬率預估，百分比(X 軸)；2025 年股價淨值比，倍(Y 軸)



資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 31：同業評價比較

公司	代號	市值	股價	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 複合成長率(%)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		股東權益報酬率 (%)		股利殖利率 (%)	
		(美金百萬元)	(當地貨幣)	2024F	2025F	(2023-2025F)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
達發科技	6526 TT	3,846	747.0	17.44	23.52	90.6		42.8	31.8	6.9	6.3	16.9	20.9	2.0	2.7
聯發科技	2454 TT	68,571	1,395.0	61.17	70.43	20.5		22.8	19.8	5.7	5.4	25.8	27.6	4.1	4.4
瑞登半導體	2379 TT	8,354	530.0	27.63	30.16	30.0		19.2	17.6	5.6	5.2	31.3	30.9	4.5	4.9
Broadcom	AVGO US	741,057	1,592.0	48.10	60.82	33.9		33.1	26.2	10.8	8.4	37.7	32.4	1.3	1.5
Qualcomm	QCOM US	220,220	197.3	9.95	11.37	32.5		19.8	17.4	8.7	7.2	44.5	42.2	1.7	1.8
Texas Instruments	TXN US	175,814	193.1	5.25	6.56	(4.1)		36.8	29.4	9.8	9.1	27.2	33.1	2.7	2.8
Analog Devices	ADI US	113,058	227.8	6.29	8.01	10.2		36.2	28.4	3.3	3.2	8.8	10.7	1.6	1.7
Marvell Technology	MRVL US	59,095	68.3	1.51	1.40	N.M.		45.2	48.7	3.9	4.2	6.6	0.5	0.4	0.4
Microchip Technology	MCHP US	48,347	90.1	4.92	2.64	(19.5)		18.3	34.1	6.7	7.2	33.6	20.3	1.9	2.1
Renesas Electronics	6723 JP	34,901	2,995.5	203.04	233.80	11.0		14.8	12.8	2.3	2.1	15.4	15.7	0.9	1.2
ON Semiconductor	ON US	29,329	68.2	4.03	4.78	(3.0)		16.9	14.3	3.1	2.6	19.9	20.5	N.M.	N.M.
中興通訊	000063 CH	16,514	26.9	2.13	2.35	9.4		12.6	11.5	1.7	1.6	14.1	14.3	2.7	3.4
Credo Technology	CRDO US	4,908	29.7	0.07	0.34	N.M.		424.4	87.1	9.2	9.2	(0.3)	3.3	N.M.	N.M.
恆玄科技	688608 CH	2,380	144.1	2.38	3.61	86.7		60.5	40.0	2.7	2.5	4.4	6.3	0.0	0.2
MaxLinear	MXL US	1,699	20.4	(0.40)	0.79	N.M.		N.M.	26.0	0.6	0.6	(19.9)	(3.2)	N.M.	N.M.
中科藍訊科技	688332 CH	1,005	60.7	2.70	3.56	30.2		22.5	17.1	1.8	1.7	8.4	10.0	1.2	1.4
炬芯科技	688049 CH	442	22.0	0.62	0.80	34.6		35.8	27.5	1.7	1.6	4.8	5.9	N.M.	N.M.

資料來源：Bloomberg，凱基預估

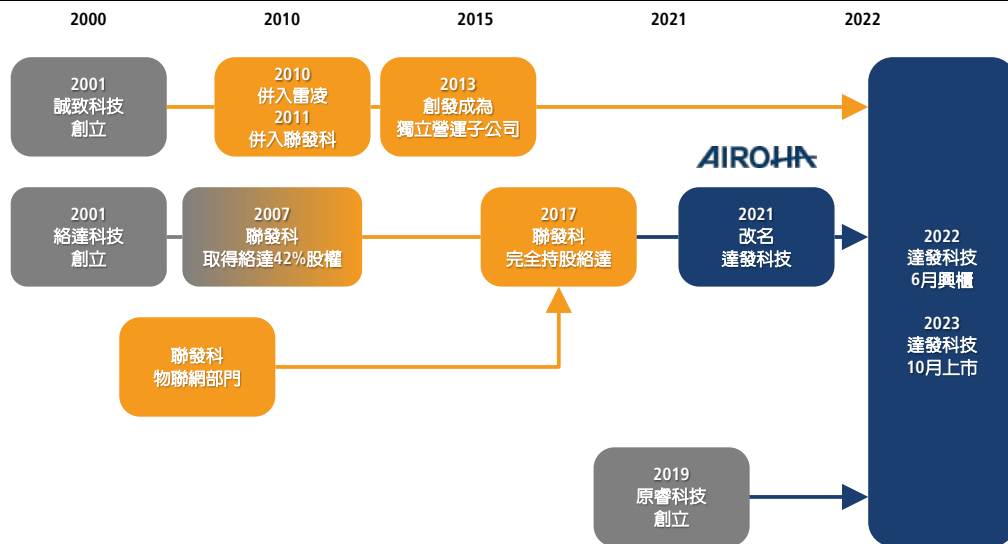
公司概況 — 兼具「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」雙業務引擎

歷經數年整併，打造「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」雙業務引擎

達發科技(原名絡達科技)成立於 2001 年，並於 2017 年成為聯發科之全資子公司。公司專精於提供高效能、低延遲且低功耗之網通基礎建設與高階 AI 物聯網晶片。最初作為明基集團(未上市)之設計部門，達發科技自射頻收發模組、智慧型手機功率放大器與藍牙晶片起家。於 2017 年由聯發科全資收購，且併入聯發科之物聯網部門後，擴張其解決方案至高階藍牙與衛星定位應用，致使公司產品組合逐漸傾向高階 AI 物聯網相關晶片，並於 2021 年更名為達發科技。而後透過於 2022 年初與聯發科旗下主要從事寬頻通訊晶片設計之子公司創發科技(未上市)合併後，公司開始進軍網通基礎建設晶片市場，拓展其解決方案至 PON 與乙太網路應用。前述整併亦奠定達發科技兼具網通基礎建設與高階 AI 物聯網領域應用之基礎，而公司於 2022 年中收購原睿科技(未上市)後，亦延伸其高階藍牙解決方案至助/輔聽應用。

此外，達發科技於 2021 年上旬認購亞信私募普通股，成為亞信之最大股東(持股比例為 20%)，將其乙太網路解決方案延伸至 PC 與周邊設備，及智慧居家與辦公室網路產品應用，並同步受惠於亞信持續拓展工業物聯網解決方案。再者，達發科技於 2024 年上旬決議認購九陽私募普通股，預計認購完成後，將成為九陽之最大股東(持股比例為 29%)。我們認為此次認購將有助於公司再拓展其乙太網路解決方案至工業電腦與安全監控應用。

圖 32：達發科技歷經數年整併，打造「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」雙業務引擎之平衡發展



資料來源：公司資料，凱基

前述提及達發科技兼具「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」領域應用，而公司網通基礎建設應用以固網寬頻與乙太網路兩大產品線為核心。固網寬頻晶片產品包括 xDSL、EPON/GPON、10GPON 與 PAM4 DSP 等解決方案；乙太網路晶片產品則包含 1Gbps 與 2.5Gbps PHY 晶片，以及交換器晶片等解決方案。另一方面，公司高階 AI 物聯網應用專注於藍牙音頻與衛星定位

兩大事業群。藍牙音頻晶片產品主要包括 TWS、商務耳機、電競耳機、銀髮族群(助/輔聽市場)、公共廣播等終端應用；衛星定位晶片產品則應用範圍廣泛，可應用於個人穿戴式裝置、物品追蹤(如：車隊管理、寵物定位等)、車用衛星定位等終端應用。

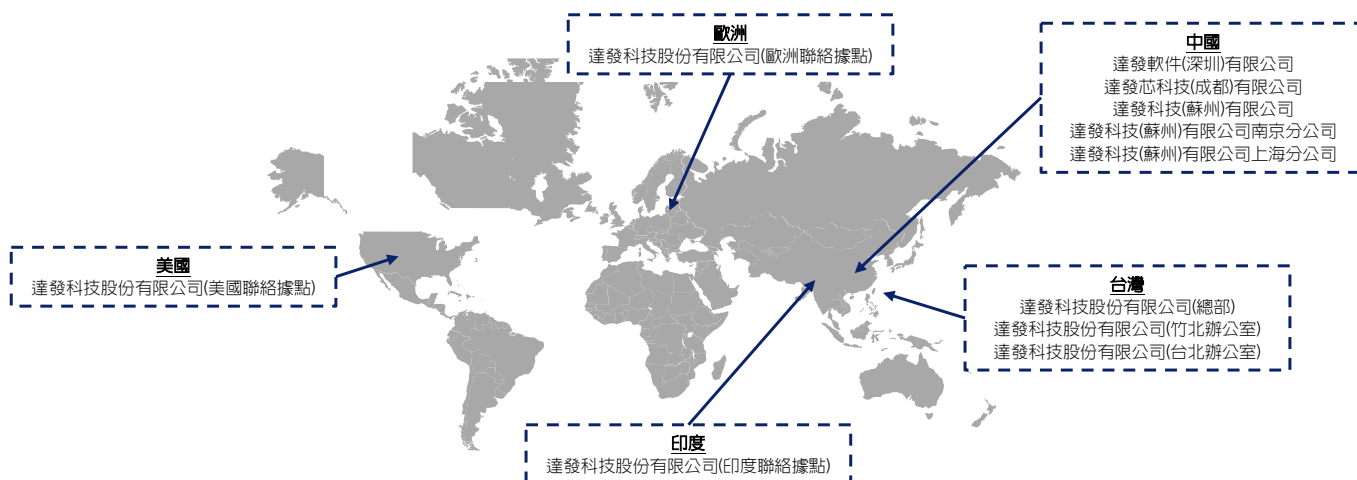
圖 33：達發科技提供固網寬頻、乙太網路、藍牙音頻與衛星定位解決方案



資料來源：公司資料，凱基

達發科技目前員工人數總計約 1,200 名。公司在營運配置上，將研發與銷售資源集中於新竹總部，並於美國、中國與印度設立海外辦公室，提供客戶售後服務。達發科技憑藉其於無線通訊與有線通訊領域豐富之經驗，積累了廣闊的客戶群，並切入多家固網寬頻、乙太網路、藍牙音頻與衛星定位應用之品牌，且在全球領導品牌中已擁有許多指標性客戶。

圖 34：達發科技之研發與銷售資源集中於新竹總部，並於美國、中國與印度設立海外辦公室



資料來源：公司資料，凱基

圖 35：公司歷史沿革

時間	事紀
2023	<ul style="list-style-type: none"> - 藍牙LE Audio晶片通過Intel Evo筆電連外裝置認證計畫 - 推出Bluetooth 5.3整合型高數據傳輸率藍牙音訊晶片 1577/1571 - 推出符合AEC-Q100車規雙頻衛星定位晶片 3335 - 推出雙頻極低功耗衛星定位晶片 3353 - 推出整合型光纖寬頻網路GPON對稱式單晶片 7552支援Wi-Fi 6/7全套解決方案 - 推出超低功耗數據中心高速50-400Gbps光模塊所需之PAM4 DSP高整合單晶片 891x - 推出支持最高28-port Gigabit乙太網路輕管雲管交換機晶片 8853 - 推出支持2.5Gbps BASE-T乙太網路實體晶片 8811 - 10月19日於TWSE臺灣證券交易所掛牌上市
2022	<ul style="list-style-type: none"> - 推出12nm超低功耗BT5.3藍牙音頻晶片 1585 - 推出上下行達8Gbps之10GPON固網光纖晶片 7580 - 推出整合型光纖寬頻網路多核心10GPON SoC並支援Wi-Fi 6E，及Wi-Fi 7全套解決方案晶片 7581 - 推出支援北斗B1C新衛星訊號之單頻低功耗GNSS晶片 - 推出8埠1Gbps整合雲端管理乙太網Switch單晶片 8851
2021	<ul style="list-style-type: none"> - 與聯發科技子公司創發科技進行合併，並更名為達發科技，透過此合併案本公司跨足無線通訊及有線通訊晶片市場 - 無線通訊事業群推出22nm藍牙電競耳機方案1565，及22nm衛星定位低功耗單頻晶片 3352 - 有線通訊事業群推出1Gbps乙太網PHY晶片 8801，1Gbps乙太網Switch晶片 8850，及28nm多核GPON晶片 7529 - 取得亞信電子股份有限公司私募普通股20%股權
2020	<ul style="list-style-type: none"> - 12nm衛星定位雙頻低功耗晶片 3335量產 - 22nm藍牙主動降噪晶片 1562A量產
2019	<ul style="list-style-type: none"> - 推出22nm BT5.2藍牙音頻晶片 1562 - 推出12nm衛星定位雙頻低功耗晶片 3335
2018	<ul style="list-style-type: none"> - 推出低功耗BT5.1藍牙音頻雙連接方案1552
2017	<ul style="list-style-type: none"> - 本公司成為聯發科集團100%持股之子公司 - 推出全系列BT5.0藍牙音頻晶片 1532 - 聯發科技藍牙通訊相關之物聯網產品事業10月併入本公司
2016	<ul style="list-style-type: none"> - 推出藍牙4.2 BLE音頻晶片
2015	<ul style="list-style-type: none"> - 推出藍牙4.2雙模音頻晶片：4G LTE三模及五模功率放大器模組量產
2014	<ul style="list-style-type: none"> - 推出4G LTE手機功率放大器模組
2013	<ul style="list-style-type: none"> - 推出3G WCDMA手機功率放大器模組、藍牙音頻立體聲和單音晶片、藍牙3D眼鏡晶片
2012	<ul style="list-style-type: none"> - 推出2G手機功率放大器模組
2011	<ul style="list-style-type: none"> - 推出藍牙鍵盤晶片
2010	<ul style="list-style-type: none"> - 推出藍牙耳機晶片
2009	<ul style="list-style-type: none"> - 推出FM晶片
2008	<ul style="list-style-type: none"> - 推出CMOS ABS-S晶片、藍牙HID晶片
2007	<ul style="list-style-type: none"> - 聯發科技股份有限公司向明基收購取得本公司42%股權
2006	<ul style="list-style-type: none"> - 榮獲「晶片系統國家型科技計畫執行計畫優良獎」、「新竹科學工業園區創新產品獎」 - 推出802.11n 2T3R射頻收發器晶片
2005	<ul style="list-style-type: none"> - 取得ISO9001認證 - 榮獲「第三屆紅鯊魚(Red Herring)亞洲100」、「新竹科學工業園區創新產品獎」 - 推出PHS射頻收發器晶片、低功耗802.11b/g射頻收發器晶片
2004	<ul style="list-style-type: none"> - 推出802.11a/b/g射頻收發器晶片 - 榮獲「新竹科學工業園區創新產品獎」、FSA提名「Start-up to Watch Award」
2003	<ul style="list-style-type: none"> - 推出802.11b射頻收發器晶片
2002	<ul style="list-style-type: none"> - 推出GSM/GPRS射頻收發器晶片
2001	<ul style="list-style-type: none"> - 成立絡達科技股份有限公司

資料來源：公司資料、凱基

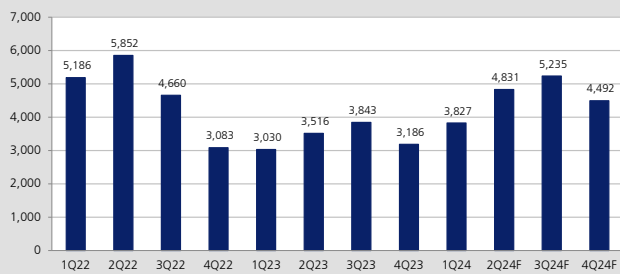
圖 36：公司概況

達發科技(原名絡達科技)成立於 2001 年，係一無晶圓廠 IC 設計公司，並於 2017 年成為聯發科(2454 TT, NT\$1,395, 未評等)之全資子公司。公司專精於提供高效能、低延遲且低功耗之網通基礎建設與高階 AI 物聯網晶片。達發科技主要業務涵蓋網寬頻、乙太網路、藍牙音頻與衛星定位相關 IC 之設計、開發與銷售，並提供客戶高效能、低功耗，且最具延展性與互通性的晶片解決方案。

資料來源：公司資料，凱基

圖 38：季營業收入

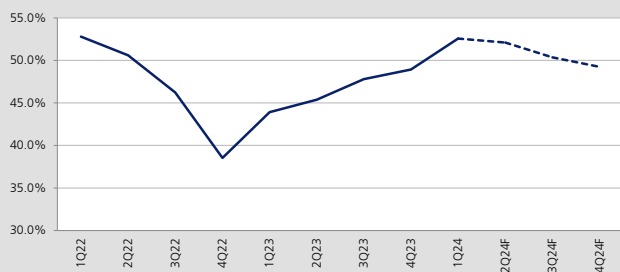
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 40：毛利率

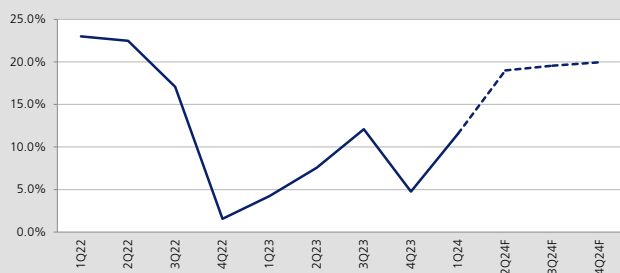
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 42：營業利潤率

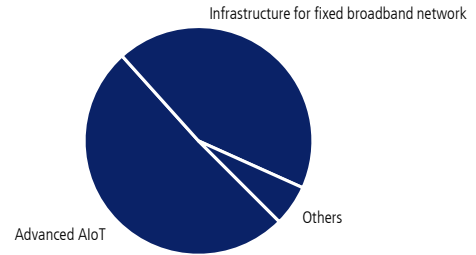
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 37：達發科技 2023 年營收佔比

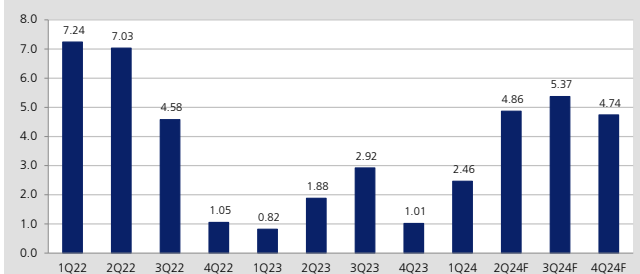
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 39：每股盈利

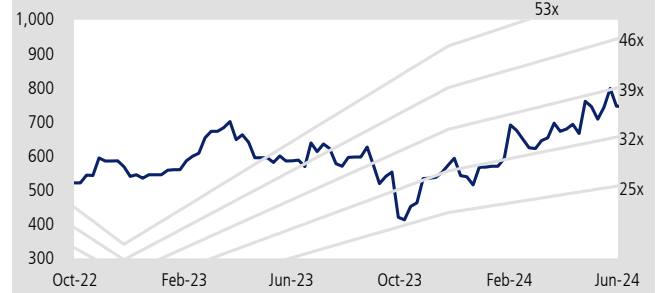
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 41：未來 12 個月預估本益比區間

股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 43：未來 12 個月預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

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	3,030	3,516	3,843	3,186	3,827	4,831	5,235	4,492	13,576	18,385	22,332
營業成本	(1,699)	(1,921)	(2,006)	(1,627)	(1,815)	(2,314)	(2,599)	(2,280)	(7,253)	(9,007)	(11,270)
營業毛利	1,331	1,596	1,837	1,559	2,012	2,517	2,636	2,213	6,322	9,378	11,062
營業費用	(1,202)	(1,330)	(1,373)	(1,407)	(1,569)	(1,599)	(1,612)	(1,316)	(5,312)	(6,097)	(6,572)
營業利益	129	266	465	152	442	918	1,024	896	1,011	3,280	4,490
折舊	(104)	(104)	(102)	(108)	(133)	(157)	(157)	(180)	(418)	(626)	(776)
攤提	(71)	(74)	(75)	(80)	(90)	(81)	(81)	(72)	(301)	(325)	(319)
EBITDA	304	444	642	340	665	1,156	1,261	1,149	1,730	4,231	5,585
利息收入	38	37	24	37	38	53	51	49	136	191	226
投資利益淨額	10	11	12	12	12	12	12	12	46	48	48
其他營業外收入	6	22	17	15	10	10	10	10	61	40	40
總營業外收入	54	70	53	65	60	75	73	71	242	278	314
利息費用	(20)	(23)	(25)	(6)	(1)	(2)	(2)	(2)	(73)	(7)	(8)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	30	22	(27)	3	5	5	5	14	18	20
總營業外費用	(31)	7	(3)	(32)	2	3	3	3	(59)	11	12
稅前純益	152	343	515	184	504	996	1,100	970	1,194	3,570	4,816
所得稅費用[利益]	(33)	(70)	(90)	(32)	(94)	(187)	(207)	(182)	(224)	(671)	(905)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	119	273	425	152	410	809	893	788	969	2,899	3,911
非常項目	(0)	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	119	273	425	152	410	809	893	788	969	2,899	3,911
每股盈餘 (NT\$)	0.82	1.88	2.92	1.01	2.46	4.86	5.37	4.74	6.47	17.44	23.52
獲利率 (%)											
營業毛利率	43.9	45.4	47.8	48.9	52.6	52.1	50.4	49.3	46.6	51.0	49.5
營業利益率	4.2	7.6	12.1	4.8	11.6	19.0	19.6	20.0	7.4	17.8	20.1
EBITDA Margin	10.0	12.6	16.7	10.7	17.4	23.9	24.1	25.6	12.7	23.0	25.0
稅前純益率	5.0	9.8	13.4	5.8	13.2	20.6	21.0	21.6	8.8	19.4	21.6
稅後純益率	3.9	7.8	11.1	4.8	10.7	16.7	17.1	17.5	7.1	15.8	17.5
季成長率 (%)											
營業收入	(1.7)	16.0	9.3	(17.1)	20.1	26.2	8.4	(14.2)			
營業毛利	12.0	19.9	15.2	(15.2)	29.1	25.1	4.7	(16.1)			
營業收益增長	167.1	106.6	75.0	(67.3)	191.4	107.5	11.5	(12.5)			
EBITDA	29.3	46.1	44.8	(47.0)	95.5	73.7	9.2	(8.9)			
稅前純益	18.0	125.0	50.1	(64.3)	173.9	97.7	10.4	(11.8)			
稅後純益	(22.4)	129.2	55.4	(64.2)	169.7	97.4	10.4	(11.8)			
年成長率 (%)											
營業收入	(41.6)	(39.9)	(17.5)	3.3	26.3	37.4	36.2	41.0	(27.7)	35.4	21.5
營業毛利	(51.4)	(46.1)	(14.7)	31.2	51.2	57.8	43.5	41.9	(30.1)	48.3	18.0
營業收益	(89.2)	(79.8)	(41.6)	215.4	244.2	245.6	120.3	490.4	(69.9)	224.6	36.9
EBITDA	(76.5)	(68.9)	(32.6)	44.9	119.0	160.5	96.4	237.6	(55.8)	144.6	32.0
稅前純益	(88.5)	(75.8)	(42.0)	42.4	230.6	190.5	113.7	427.5	(68.2)	199.0	34.9
稅後純益	(88.7)	(73.3)	(36.2)	(1.2)	243.7	195.9	110.2	418.5	(66.5)	199.1	34.9

*2019 年財務資料係未追溯重編

**2020 年財務資料係因 2021 年 10 月收購 Airoha (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

***2021 年財務資料係因 2022 年 1 月合併 Airoha Technology (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

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	16,660	17,073	20,046	22,697	24,750
流動資產	12,595	12,271	13,471	15,729	17,441
現金及短期投資	5,516	5,120	9,558	11,126	11,449
存貨	4,011	5,232	1,574	1,550	2,041
應收帳款及票據	2,644	1,605	2,068	2,763	3,661
其他流動資產	424	315	271	290	290
非流動資產	4,064	4,802	6,575	6,968	7,309
長期投資	2,274	937	595	628	628
固定資產	686	1,285	2,753	3,026	3,367
什項資產	1,105	2,579	3,227	3,314	3,314
負債總額	5,677	8,405	3,589	4,834	5,217
流動負債	5,330	7,544	3,148	4,263	4,645
應付帳款及票據	1,839	825	631	1,138	1,520
短期借款	-	3,700	-	-	-
什項負債	3,491	3,019	2,517	3,125	3,125
長期負債	347	861	441	572	572
長期借款	194	92	-	-	-
其他負債及準備	101	730	332	381	381
股東權益總額	10,982	8,668	16,457	17,862	19,533
普通股本	686	1,455	1,660	1,660	1,660
保留盈餘	2,079	4,977	2,693	3,931	5,601
少數股東權益	591	-	-	-	-
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	81.7%	5.9%	(27.7%)	35.4%	21.5%
營業收益增長	205.3%	(9.4%)	(69.9%)	224.6%	36.9%
EBITDA	203.5%	(1.6%)	(55.8%)	144.6%	32.0%
稅後純益	82.4%	49.5%	(66.5%)	199.1%	34.9%
每股盈餘成長率	144.5%	(7.0%)	(67.5%)	169.4%	34.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	48.1%	48.1%	46.6%	51.0%	49.5%
營業利益率	20.9%	17.9%	7.4%	17.8%	20.1%
EBITDA Margin	22.4%	20.8%	12.7%	23.0%	25.0%
稅後純益率	10.9%	15.4%	7.1%	15.8%	17.5%
平均資產報酬率	17.6%	17.2%	5.2%	13.6%	16.5%
股東權益報酬率	30.6%	30.4%	7.7%	16.9%	20.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	1.8%	43.7%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	0.6%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	113.6	278.9	17.3	523.7	630.8
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	0.5	0.9	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	56.6	194.6	52.7	519.1	522.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	56.6	0.7	52.7	519.1	522.9
流動比率 (x)	2.4	1.6	4.3	3.7	3.8
速動比率 (x)	1.6	0.9	3.8	3.3	3.3
淨負債 (NT\$百萬)	(4,872)	48	(9,206)	(10,849)	(11,171)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	21.39	19.90	6.47	17.44	23.52
每股現金盈餘 (NT\$)	22.01	18.08	25.73	21.32	24.05
每股淨值 (NT\$)	151.54	59.57	99.12	107.59	117.65
調整後每股淨值 (NT\$)	114.77	59.60	109.87	107.42	117.46
每股營收 (NT\$)	195.85	129.13	90.64	110.56	134.30
EBITDA/Share (NT\$)	43.92	26.89	11.55	25.45	33.58
每股現金股利 (NT\$)	-	15.00	5.00	14.96	20.17
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.62	1.11	0.73	0.86	0.94
應收帳款周轉天數	54.4	31.2	55.6	55.0	59.8
存貨周轉天數	159.2	196.1	79.2	63.0	66.1
應付帳款周轉天數	73.0	30.9	31.7	46.2	49.2
現金轉換周轉天數	140.6	196.3	103.1	71.8	76.7

*2019 年財務資料係未追溯重編

**2020 年財務資料係因 2021 年 10 月收購 Airoha (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

***2021 年財務資料係因 2022 年 1 月合併 Airoha Technology (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

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	17,732	18,781	13,576	18,385	22,332
營業成本	(9,199)	(9,739)	(7,253)	(9,007)	(11,270)
營業毛利	8,533	9,042	6,322	9,378	11,062
營業費用	(4,833)	(5,689)	(5,312)	(6,097)	(6,572)
營業利益	3,700	3,353	1,011	3,280	4,490
總營業外收入	233	292	242	278	314
利息收入	109	129	136	191	226
投資利益淨額	72	84	46	48	48
其他營業外收入	52	79	61	40	40
總營業外費用	35	110	(59)	11	12
利息費用	(35)	(14)	(73)	(7)	(8)
投資損失	(72)	-	-	-	-
其他營業外費用	141	123	14	18	20
稅前純益	3,967	3,755	1,194	3,570	4,816
所得稅費用[利益]	(806)	(860)	(224)	(671)	(905)
少數股東損益	(114)	-	-	-	-
非常項目	(1,112)	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	1,937	2,894	969	2,899	3,911
EBITDA	3,976	3,911	1,730	4,231	5,585
每股盈餘 (NT\$)	21.39	19.90	6.47	17.44	23.52

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	1,993	2,630	3,854	3,545	3,999
本期純益	1,937	2,894	969	2,899	3,911
折舊及攤提	276	558	719	951	1,095
本期運用資金變動	(2,653)	(1,102)	3,001	(165)	(1,007)
其他營業資產及負債變動	2,434	280	(835)	(140)	-
投資活動之現金流量	(288)	(1,757)	(1,347)	(1,178)	(1,436)
投資用短期投資出售[新購]	1,043	454	1,339	66	-
本期長期投資變動	(496)	6	-	-	-
資本支出淨額	(327)	(838)	(1,724)	(919)	(1,117)
其他資產變動	(508)	(1,379)	(961)	(325)	(319)
自由現金流	139	975	2,515	2,207	2,298
融資活動之現金流量	(730)	(2,272)	2,976	(767)	(2,241)
短期借款變動	-	3,447	(3,700)	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	8,918	-	-
已支付普通股股息	(666)	(6,236)	(2,183)	(831)	(2,241)
其他融資現金流	112	517	(59)	64	-
匯率影響數	(93)	77	(21)	43	-
本期產生現金流量	882	(1,322)	5,462	1,643	323

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	27.3%	30.3%	39.1%	33.2%	29.4%
= 營業利益率	20.9%	17.9%	7.4%	17.8%	20.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
= 資本周轉率	6.2	3.8	2.9	4.1	3.9
營業利益率	20.9%	17.9%	7.4%	17.8%	20.1%
x 資本周轉率	6.2	3.8	2.9	4.1	3.9
x (1 - 有效現金稅率)	79.7%	77.1%	81.2%	81.2%	81.2%
= 稅後 ROIC	102.8%	51.8%	17.8%	59.8%	62.9%

*2019 年財務資料係未追溯重編

**2020 年財務資料係因 2021 年 10 月收購 Airoha (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

***2021 年財務資料係因 2022 年 1 月合併 Airoha Technology (Cayman) Inc. 之組織重組交易而追溯重編

資料來源：公司資料，凱基預估

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 未評等 (R)	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。
*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，遇後若有變更時，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。