

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

前日收盤價 585.00 元

目標價

3 個月 -- 元

12 個月 -- 元

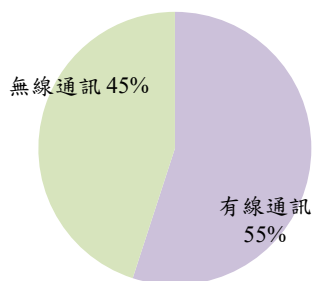
## 達發(6526 TT)

## 內部報告

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,660
市值(億元)	971.10
目前每股淨值(元)	47.62
外資持股比(%)	1.69
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	76.45
融資餘額(張)	--

### 產品組合



### 台灣通訊 IC 設計公司。

**投資結論：**預期 2024 年受到有線通訊出貨成長，以及無線通訊客戶回補庫存的帶動，營收將出現成長契機，且因出貨回溫，毛利率亦出現較佳的表現，加上大股東聯發科持股比重極高，有利價格穩定，預期 2024 年獲利重回成長，輔以 2024 年 EPS，建議投資人以 404~450 元之間投標。

**達發為台灣專業通訊 IC 設計公司：**達發業務可分為二大事業部，有線通訊事業部可分為寬頻固網、乙太網路二大主要產品線，受惠於北美、西歐、印度與南美等…區域國家推動寬頻網路基礎建設，積極布建光纖網路，帶動寬頻固網產品線營收成長；無線通訊事業部可分為藍芽音頻、衛星定位二大主要產品線，因容易攜帶且便於使用，TWS 耳機席捲消費性耳機市場，公司更研發低延遲藍芽耳機，可將原本延遲 200ms 的規格做到 10ms，應用於電競耳機可大幅減少有線耳機的不便，並獲得美系電競耳機大廠採用，衛星定位產品主要搭載於穿戴式裝置，除了智慧手錶、自行車錶、GPS 定位器之外，將會往無人機、資產追蹤等…市場發展，未來更將隨著聯發科技往車用晶片發展的腳步，往車用電子邁進。

**庫存修正已到盡頭，預估 2024 年營收 151.19 億元，YoY+12.75%，EPS9.67 元：**展望 2024 年，在有線通訊業務方面，印度加快光纖網路佈建，對 GPON ONU 需求增加，已切入印度最大寬頻網路營運商，成為 2024 年成長動能來源。在無線通訊方面，歷經一年的庫存調整後，TWS 耳機庫存已降至合理的水位，北美、歐洲潮牌客戶將陸續推出新機，雖因利率仍高，終端需求仍難顯著回溫，但庫存回補仍將帶動小幅出貨動能，預估 2024 年營收 151.19 億元，YoY+12.75%。因客戶恢復拉貨動能，預期庫存呆滯損失將大幅減少，2024 年毛利率將優於 2023 年的表現，預估稅後淨利 16.05 億元，YoY+75.71%，EPS9.67 元。

(百萬元)	2022	2023F	2024F	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	18,781	13,409	15,119	5,852	4,660	3,083	3,030	3,516	3,446	3,417	3,128	3,699
營業毛利淨額	9,042	6,141	7,174	2,961	2,154	1,188	1,331	1,596	1,611	1,604	1,468	1,732
營業利益	3,353	1,014	1,894	1,316	796	48	129	266	308	312	279	460
稅後純益	2,894	914	1,605	1,022	666	154	119	273	260	261	244	389
稅後 EPS(元)	17.43	5.50	9.67	6.16	4.01	0.93	0.72	1.65	1.57	1.57	1.47	2.35
毛利率(%)	48.15%	45.79%	47.45%	50.61%	46.23%	38.53%	43.91%	45.38%	46.75%	46.93%	46.91%	46.83%
營業利益率(%)	17.85%	7.57%	12.53%	22.48%	17.08%	1.56%	4.24%	7.55%	8.95%	9.13%	8.91%	12/43%
稅後純益率(%)	15.41%	6.81%	10.62%	17.47%	14.29%	4.99%	3.94%	7.77%	7.54%	7.64%	7.80%	10.53%
營業收入 YoY/QoQ(%)	5.91%	-28.60%	12.75%	12.84%	-20.37%	-33.84%	-1.72%	16.04%	-2.00%	-0.83%	-8.46%	18.24%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-8.46%	-68.44%	75.71%	-2.89%	-34.83%	-76.92%	-22.43%	129.22%	-4.90%	0.46%	-6.57%	59.64%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以增資後股本 16.60 億元計算

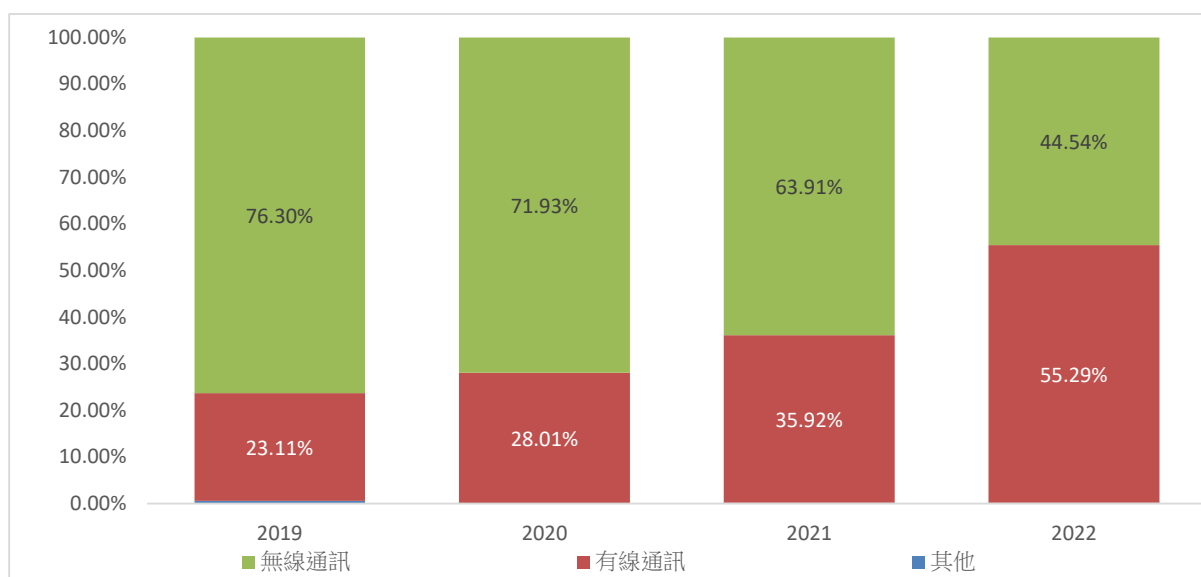
## 達發為台灣專業通訊 IC 設計公司：

達發科技(6526 TT)前身為絡達科技，原從事 WiFi RF、PHS 收發晶片設計業務，但因難與國際大廠抗衡，明基友達集團在 2007 年將公司售予聯發科技(2454 TT)，聯發科技納為子公司後往藍芽、手機 RF 功率放大器發展，2017 年聯發科技持有 100% 絡達股權之後將物聯網事業部併入絡達，並強化藍芽音頻、衛星定位晶片產品線，2021 年與聯發科技旗下專精於有線網路晶片子公司—創發合併，除了帶入有線網路產品線之外，並將公司改名為達發，2022 年併入原睿公司，並取得該公司藍牙抗噪技術與專利，有助提升藍芽耳機晶片研發量能，達發科技至此已是橫跨有線、無線通訊晶片的設計公司。

有線通訊事業部可分為寬頻固網、乙太網路二大主要產品線，寬頻網路主要產品為被動式光纖網路(Passive Optical Network, PON)傳輸晶片，以傳輸速度分類，有 1G、10G 的晶片，受惠於北美、西歐、印度與南美等…區域國家推動寬頻網路基礎建設，積極布建光纖網路，帶動寬頻固網產品線營收成長，此產品線因技術領先，毛利率約略為公司平均；乙太網路主要產品為 1G、2.5G Phy，應用於中小企業網路交換器(Networking Switch)，此產品線因處於開發初期，營收貢獻尚小，且競爭激烈，毛利率低於公司平均。

無線通訊事業部可分為藍芽音頻、衛星定位二大主要產品線，藍芽音頻主要應用於藍芽耳機、音箱，2017 年 Apple(AAPL US)發表全球第一款真無線(True Wireless Stereo, TWS)藍芽耳機後，因容易攜帶且便於使用，TWS 耳機席捲消費性耳機市場，且在併入原睿取得主動降噪技術後，產品功能更上層樓，並獲得英、美潮牌音樂耳機業者採用，公司更研發低延遲(Latency)藍芽耳機，可將原本延遲 200 毫秒(millisecond, ms)的規格做到 10ms，應用於電競耳機可大幅減少有線耳機的不便，並獲得美系電競耳機大廠採用，因出貨多屬中高階產品，毛利率約略為公司平均；衛星定位產品主要搭載於穿戴式裝置，除了智慧手錶、自行車錶、GPS 定位器之外，將會往無人機、資產追蹤等…市場發展，未來更將隨著聯發科技往車用晶片發展的步伐，往車用電子邁進，因技術領先且製程先進，毛利率高於公司平均。

圖一、各產品線營收比重




資料來源：達發、群益投顧整理

## 產業現況與發展：

### 有線通訊事業部：

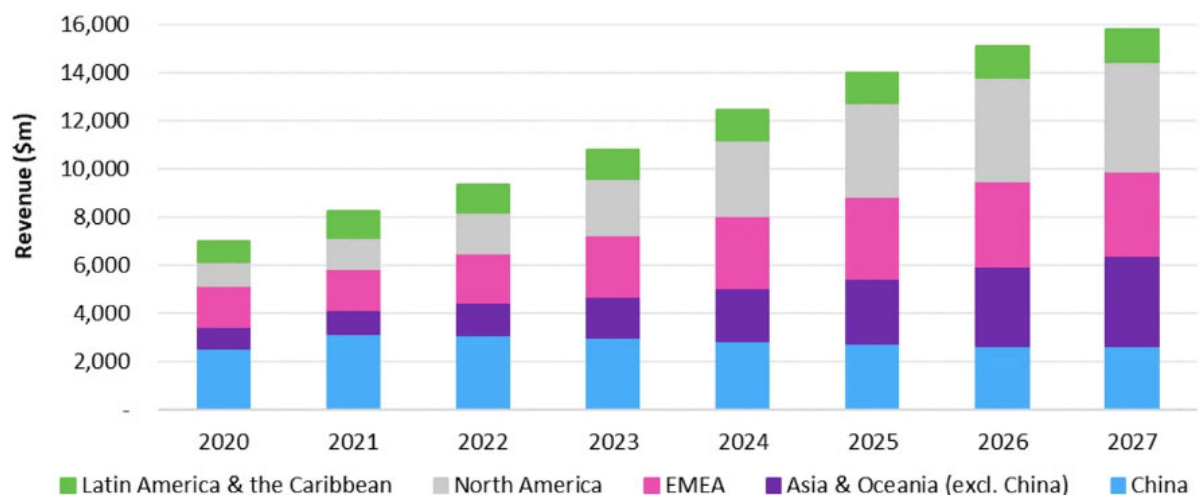
疫情期間全球通訊大量依賴網路，多國政府體認到網路建設不足，至少有 8 國政府在未來 5~10 年投入超過 800 億美元推動寬頻網路基礎建設，因光纖網路容量大、傳輸速度高且節能，多國政府漸次由光纖網路取代傳統銅線網路，由研究機構報告可知北美、中東與非洲、印度將會是未來 PON 成長幅度較大區域，預期 PON 全球產值將由 2023 年的 120 億美元成長到 2027 年的 180 億美元，CAGR+10.67%，隨著寬頻網路建設成長，相關的 Home Gateway、Networking Switch 出貨也會隨之成長，公司預期有線網路營收年增率至少 20%。

圖二、多國政府推動寬頻網路建設

							
美國	加拿大	巴西	英國	荷蘭	歐盟	阿聯酋	印度
BEAD 寬頻基礎建設計畫 420億美元 目標全美國高速上網	Connect to Innovate計畫 20億加幣 擴大光纖到戶覆蓋	巴西「國家寬頻計畫」 數十億里拉 改善巴西寬頻接入	Full Fibre計畫 12億英鎊 全國光纖網路建設和升級	Broadband Fund計畫 約2.5億歐元 提高全國寬頻網路速度	Connecting Europe Facility (CEF) 計畫 300億歐元 光纖覆蓋和速度	全國寬頻網路計畫 數十億Dhs 促進數位化發展和經濟增長	BharatNet計畫 200億盧比 推動光纖到戶覆蓋和升級

資料來源：達發、群益投顧整理。

圖三、預估 2020~2027 年全球 PON 市場產值預測(單位：百萬美元)



資料來源：Dell'Oro、群益投顧整理。

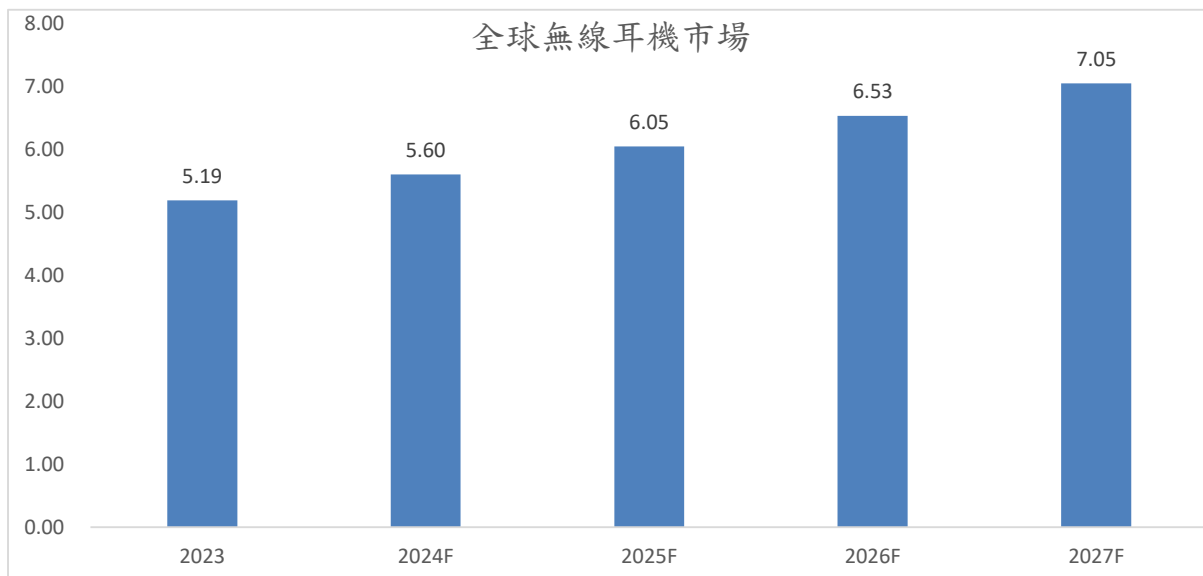
### 無線通訊事業部：

自 2017 年 Apple 推出 AirPods 以來，TWS 耳機因無線、方便易用的特性席捲全球消費性耳機市場，除了提升耳機音質以外，因消費者帶著耳機在戶外行走，被動式消噪難以完全消除外部噪音影響音樂聽感，採用主動式消噪(Active Noise Cancelling, ANC)技術，由耳機的發音單體發出反向音波將外部噪音抵銷，達成消除噪音的效果，具 ANC 功能的 TWS 耳機成為中高階產品的標準配備，隨著 TWS 耳機出貨持續成長，且增加新功能帶動出貨單價成長，預期全球無線耳機市場由

2023 年 9 月 26 日

2023 年的 51.9 億美元，成長到 2027 年的 70.5 億美元，CAGR+7.96%。

圖四、2023~2027 年全球無線耳機市場(單位：十億美元)



資料來源：The Business research company、群益投顧整理。

## 公司近期發展：

**全球需求放緩導致出貨衰退，預估 2023 年營收 134.09 億元，YoY-28.60%，EPS5.50 元：**

全球通膨高漲導致歐美央行升息，同時間壓抑終端需求，電信營運商用戶成長率放緩，導致電信營運商調節庫存，有線通訊晶片出貨下滑。

無線通訊產品方面，歐美央行升息壓抑消費性電子需求，品牌業者調整 TWS 耳機與穿戴式產品庫存，加上中國經濟不景氣，中國品牌商嚴格控制庫存，導致藍芽音頻與衛星定位相關晶片需求進一步衰退。

受全球需求放緩導致出貨衰退，預估 2023 年營收 134.09 億元，YoY-28.60%。

疫情剛結束時，全球重啟經濟，但既有產能無法及時供應龐大需求，導致供應鏈加倍訂購造成庫存快速攀升，後續因歐美央行升息訝異高漲的通膨，同時打集終端需求，客戶調節庫存、放緩拉貨，因此提列庫存呆滯損失，導致 2023 年毛利率不如 2022 年的表現，預估稅後淨利 9.16 億元，YoY-68.44%，EPS5.50 元。

**庫存修正已到盡頭，預估 2024 年營收 151.19 億元，YoY+12.75%，EPS9.67 元：**

展望 2024 年，在有線通訊業務方面，歐洲電信商客戶在 2023 年庫存調整已近一年，北美電信商客戶雖然自 2H23 才開始調節庫存，但因政府支持寬頻網路建設，有利於小型電信商與設備商出貨成長，預期對達發有拉貨動能，印度加快光纖網路佈建，對 GPON ONU 需求增加，已切入印度最大寬頻網路營運商，成為 2024 年成長動能來源。

在無線通訊方面，歷經一年的庫存調整後，TWS 耳機庫存已降至合理的水位，北美、歐洲潮牌客戶將陸續推出新機，雖因利率仍高，終端需求仍難顯著回溫，但庫存回補仍將帶動小幅出貨動能。

2023 年 9 月 26 日

因庫存調整已到盡頭，客戶啟動拉貨動能，預估 2024 年營收 151.19 億元，YoY+12.75%。

因客戶恢復拉貨動能，預期庫存呆滯損失將大幅減少，2024 年毛利率將優於 2023 年的表現，預估稅後淨利 16.05 億元，YoY+75.71%，EPS9.67 元。

### 投資結論：

預期 2024 年受到有線通訊出貨成長，以及無線通訊客戶回補庫存的帶動，營收將出現成長契機，且因出貨回溫，毛利率亦出現較佳的表現，加上大股東聯發科持股比重極高，有利價格穩定，預期 2024 年獲利重回成長，輔以 2024 年 EPS，建議投資人以 404~450 元之間投標。

## 【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 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	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。個股投資評等分為四個等級，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」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。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「強力買進」、「買進」或「區間操作」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。