

全訊 (5222 TT) Transcom

強弓飛彈 2025 年遞延使營收青黃不接，需待 2026 年重返成長軌道

持有-超越同業 (調降評等)

目標價 (12 個月)：NT\$167.0

收盤價 (2024/08/19)：NT\$164.0
隱含漲幅：1.8%

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 | 持有-超越同業 | 買進 |
| 目標價 (NT\$) | 167.0 | 204.0 |
| 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\$12,230百萬元 |
| 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\$30.76 |
| 負債比 | 14.5% |
| ESG評級 (Sustainalytics) | - (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 | 1,368 | 1,250 |
| 營業利益 | 365 | 466 | 533 | 556 |
| 稅後純益 | 249 | 437 | 448 | 461 |
| EPS (元) | 3.71 | 6.12 | 5.91 | 5.98 |
| EPS YoY (%) | -20.1 | 65.0 | -3.4 | 1.2 |
| 本益比 (倍) | 44.2 | 26.8 | 27.8 | 27.4 |
| 股價淨值比 (倍) | 5.5 | 5.4 | 5.3 | 5.0 |
| ROE (%) | 12.5 | 20.5 | 18.9 | 18.3 |
| 現金殖利率 (%) | 1.8% | 2.4% | 2.5% | 2.6% |
| 現金股利 (元) | 3.00 | 4.00 | 4.14 | 4.19 |

陳昱暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 2Q24 儘管產品組合轉差，營收規模提升使 EPS 季增 65%至 1.6 元。

◆ 3Q24 低毛利天弓飛彈出貨少，毛利率估季增 3.5 個百分點，EPS 估受股票股利稀釋，季減 2.3%至 1.5 元。

◆ 儘管全訊寡占國防 PA 市場，訂單能見度長、產業進入門檻高且國際市場營收逐步提升，然 2025 年強弓飛彈遞延使營收青黃不接，以 2025 年 EPS 6.0 元、28 倍本益比調降至持有評等。

2Q24 EPS 1.6 元，季增 64.6%，高於預期 10.5%

2Q24 營收 3.6 億元，季增 30.6%/年增 5.2%，毛利率 56.0%，季增 8.6 個 ppts/年增 0.4 個 ppts，低於預期 1.0 個 ppts 主因較低毛利產品天弓飛彈於 2Q24 交貨較多。2Q24 天弓飛彈佔占總營收約 40-45%，遠大於預估 2024 年全年營收占比的 32%。營業利益 1.4 億元，高於預期 8.7%。EPS 1.6 元，季增 64.6%/年減 21.4%，高於預期 10.5%主因營收規模較預期高。

3Q24 產品組合好轉，股票股利稀釋使 EPS 季減 2.3%至 1.5 元

預估 3Q24 營收 3.4 億元，季減 6.1%/年增 10.1%，與前次預期相符。毛利率 59.5%，季增 3.5 個 ppts/年增 1.3 個 ppts，上修 0.7 個 ppts 以反映 3Q24 產品組合改善，預期低毛利天弓飛彈占總營收僅 20-25%，遠低於全年預估的 32%。營業利益估 1.4 億元，季增 3.5%/年增 21.4%，上修 3.6%以反映毛利率上調。EPS 估達 1.5 元，季減 2.3%/年減 6.5%，微幅下修 0.5%。

2025 年強弓訂單青黃不接，待 2026 年營收重返成長軌道

2024 年全年飛彈展望不變，然展望 2025 年，原預期強弓飛彈研發完成後有望遞補天弓訂單下滑，然近期確定強弓飛彈在研發時程遞延下，預期 2025 年僅少量出貨，估 2025 年營收貢獻僅約 0.2-0.3 億元，佔營收比重 2%，且短期沒有看到天弓飛彈 2025 年訂單需求。預估 2024 年/25 年 EPS 為 5.9/6.0 元，年減 3.4%/年增 1.2%，分別調降 0.2%/16.7%。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 同業本益比為預估 2025 年 EPS 的 22.2 倍，軍工同業為 22.8 倍。以 2025 年 EPS 6.0 元，給予歷史本益比區間中下緣 28 倍，推得目標價 167 元，調降至持有評等(本中心已考量全訊將於 8M24 發放 1 元股票股利，此為除權後參考目標價)。

營運分析

2Q24 EPS 1.6 元，季增 64.6%，高於預期 10.5%

2Q24 營收 3.6 億元，季增 30.6%/年增 5.2%，毛利率 56.0%，季增 8.6 個 ppts/年增 0.4 個 ppts，季增較多主因 1Q24 提列庫存跌價損失使毛利率較低，低於預期 1.0 個 ppts，主因較低毛利產品天弓飛彈於 2Q24 交貨較多。2Q24 天弓飛彈佔總營收約 40-45%，遠大於預估 2024 年全年營收占比的 32%。營業利益 1.4 億元，高於預期 8.7%。EPS 1.6 元，季增 64.6%/年減 21.4%，高於預期 10.5%主因營收規模較預期高。

圖 1：2024 年第 2 季財報回顧

| (百萬元) | 2Q23A | 1Q24A | 2Q24A | 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 | 363 | 30.6% | 5.2% | 330 | 339 | 10.1% | 7.2% |
| 營業毛利 | 192 | 132 | 203 | 54.4% | 6.1% | 188 | 199 | 8.2% | 2.0% |
| 營業利益 | 135 | 80 | 139 | 74.2% | 3.4% | 128 | 139 | 8.7% | 0.1% |
| 稅前利益 | 164 | 89 | 148 | 66.3% | -10.1% | 133 | 144 | 11.2% | 2.7% |
| 稅後淨利 | 136 | 71 | 117 | 65.2% | -13.6% | 106 | 115 | 10.7% | 2.1% |
| 調整後 EPS (元) | 2.01 | 0.96 | 1.58 | 64.6% | -21.4% | 1.43 | 1.55 | 10.5% | 1.9% |
| 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% | 56.0% | 8.6 | 0.4 | 57.0% | 58.8% | -1.0 | -2.8 |
| 營業利益率 | 39.0% | 28.7% | 38.3% | 9.6 | -0.7 | 38.8% | 41.0% | -0.5 | -2.7 |
| 稅後純益率 | 39.3% | 25.6% | 32.3% | 6.8 | -7.0 | 32.2% | 33.9% | 0.1 | -1.6 |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

3Q24 產品組合較 2Q24 好轉，股票股利稀釋使 EPS 季減 2.3%至 1.54 元

預估 3Q24 營收 3.4 億元，季減 6.1%/年增 10.1%，與前次預期相符。毛利率 59.5%，季增 3.5 個 ppts/年增 1.3 個 ppts，上修 0.7 個 ppts 以反映 3Q24 產品組合改善，預期低毛利天弓飛彈 3Q24 營收季減 54%至 0.8 億元，佔總營收僅 22%，遠低於全年預估的 32%。營業利益佔 1.4 億元，季增 3.5%/年增 21.4%，上修 3.6%以反映毛利率上調。EPS 估達 1.54 元，季減 2.3%/年減 6.5%，微幅下修 0.5%。

圖 2：2024 年第 3 季財測與預估比較

| (百萬元) | 3Q23A | 2Q24A | 3Q24F | 季增率 | 年增率 | 3Q24F | | 預估差異 | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | | | 元大預估 | 市場預估 | 元大 | 市場 |
| 營業收入 | 310 | 363 | 341 | -6.1% | 10.1% | 339 | -18.1% | 0.6% | 416 |
| 營業毛利 | 180 | 203 | 203 | -0.2% | 12.6% | 200 | -19.3% | 1.5% | 251 |
| 營業利益 | 119 | 139 | 144 | 3.5% | 21.4% | 139 | -19.4% | 3.6% | 178 |
| 稅前利益 | 149 | 148 | 149 | 0.7% | 0.2% | 144 | -19.2% | 3.5% | 184 |
| 稅後淨利 | 123 | 117 | 119 | 1.4% | -3.0% | 115 | -19.1% | 3.5% | 147 |
| 調整後 EPS (元) | 1.65 | 1.58 | 1.54 | -2.3% | -6.5% | 1.55 | -22.1% | -0.5% | 1.98 |
| 重要比率 (%) | | | | 百分點 | 百分點 | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 58.2% | 56.0% | 59.5% | 3.5 | 1.3 | 58.8% | -0.9 | 0.7 | 60.4% |
| 營業利益率 | 38.3% | 38.3% | 42.1% | 3.8 | 3.8 | 40.9% | -0.6 | 1.3 | 42.8% |
| 稅後純益率 | 39.6% | 32.3% | 34.9% | 2.6 | -4.7 | 33.9% | -0.4 | 1.0 | 35.3% |

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

訂單能見度長且技術壁壘高，然 2025 年強弓飛彈預期僅少量出貨，2026 年營收獲利有望顯著提升

本中心將全訊營收依飛彈細分以天弓/天劍/雄風/雷達及國外業務，2024 年營收占比分別佔 32%/30%/9%/19%/11%。展望 2025 年，原預期強弓飛彈研發完成後有望遞補天弓訂單營收獲利下滑，然近期預期強弓飛彈在研發時程遞延下，2025 年僅少量出貨，估 2025 年營收貢獻僅約 0.2-0.3 億元，佔營收比重 2%，且短期無看到天弓飛彈 2025 年訂單需求。因此本中心下修 2025 年營收 21.6%至 12.5 億元，年減 8.6%，毛利率部分則受惠低毛利率天弓飛彈營收占比大幅下滑，自 2024 年的占比 32%下滑至 2025 年的 12%，估 2025 年毛利率年增 4.3 個 ppts 至 60.9%，上修 3.5ppts，營業利益年增 4.3%至 5.6 億元，下修 13.9%。EPS 年增 1.2%至 6.0 元，下修 16.7%。

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 |

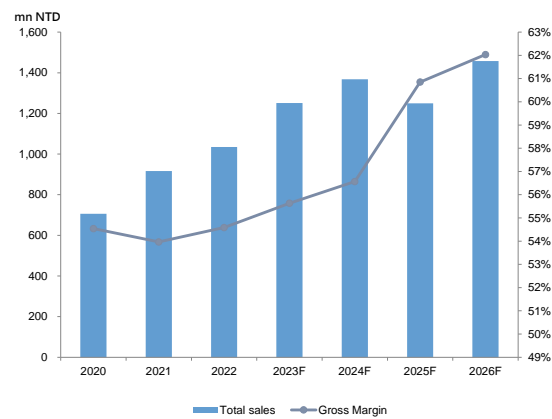
資料來源：行政院

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 |

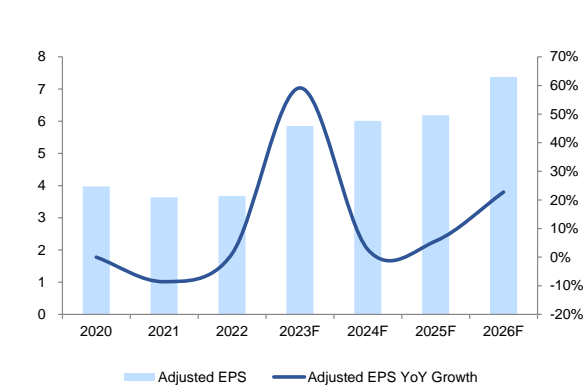
資料來源：公司資料、中科院、立法院、元大投顧預估

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：強弓飛彈估 2026 年始放量



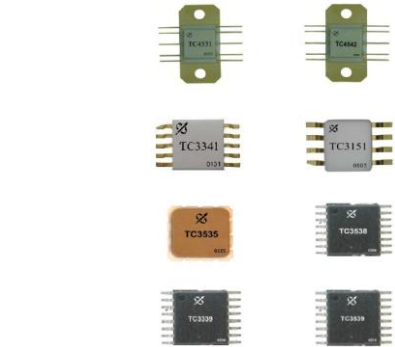
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：X-band GaN 500W SSPA



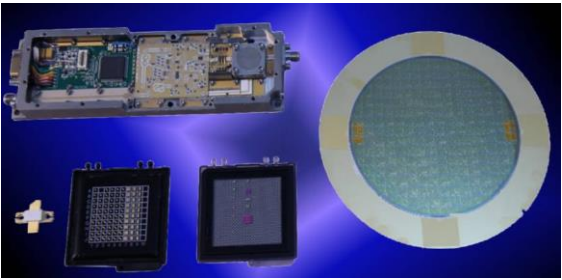
資料來源：公司資料

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

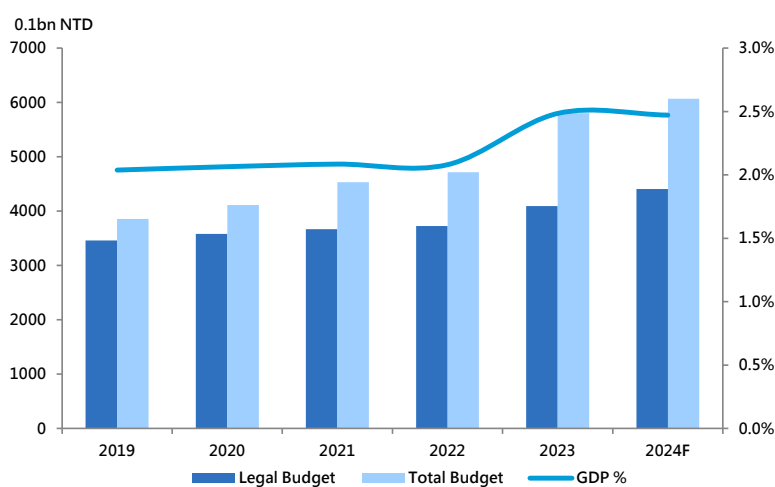
| 用途 | 波段 | 頻率範圍 | 全訊產品 |
|------|-------------------|------------|----------------------------|
| 軍用 | L | 1~2GHz | 微波次系統 |
| | S | 2~4GHz | 微波次系統 |
| | C | 4~8GHz | 微波次系統 |
| | X | 8~12GHz | X-band GaN 500W SSPA、微波次系統 |
| | Ku | 12~18GHz | 微波次系統 |
| | K | 18~27GHz | 微波次系統 |
| | Ka | 27~49GHz | Ka-Band 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(mmwace) | ~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

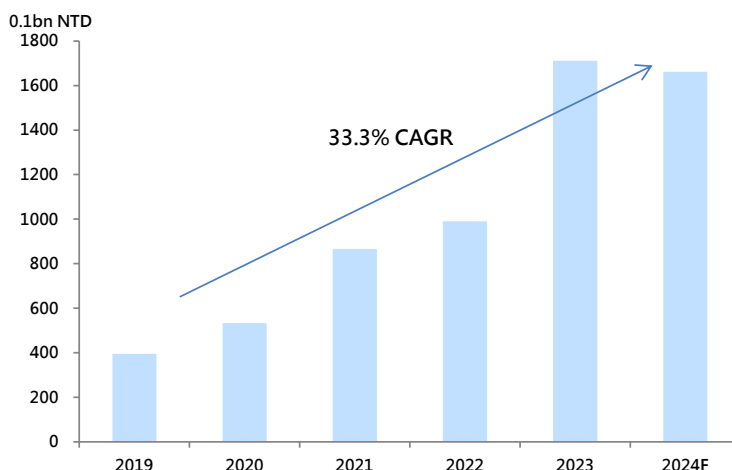
台灣軍事國防支出佔 GDP 佔比於 2018 年達 1.8%，為近 40 年來最低。然隨國際情勢轉變，軍事支出隨中美對抗加劇自 2018 年的 3,318 億提升到 2024 年的 4,406 億，5.0% CAGR，國防支出占 GDP 比重亦提升至 2023 年的 2.5%。另外，可看到政府在特別預算與非營業特種基金，自 2019 年的 395 億元成長至 2024 年的 1,662 億元，33.3% CAGR，主要用在軍機、潛艦、飛彈、防空系統或無人攻擊載具等大型採購需求，此部分為透過舉債、融資方式改善過去國防預算因稅收不足而遭排擠的現象。因此我們預期後續在國機國造、國艦國造、無人機裝備日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

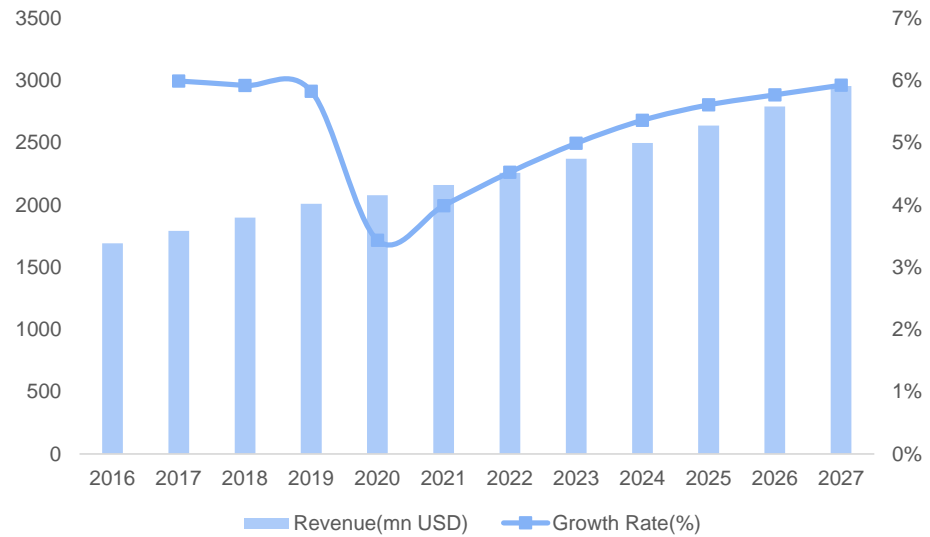


資料來源：國防部

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，然 2025 年強弓與天弓飛彈青黃不接

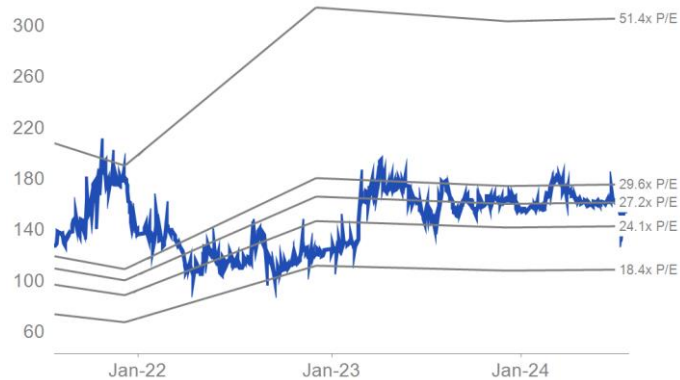
本中心預期全訊於台灣飛彈市場訂單能見度至 2030 年，與中科院屬長期合作夥伴關係並寡占防禦型飛彈 PA，且隨天弓計畫結束後，高毛利飛彈營收占比逐步提升，包含新強弓飛彈計畫、雄風飛彈與天劍飛彈等。然短期強弓飛彈研發與採購時程遞延下(原預期 2025 年天弓/強弓飛彈營收為 4 億元/1 億元，下修至 1.5 億元/0.3 億元)，預估 2024 年/25 年 EPS 為 5.9/6.0 元，年減 3.4%/年增 1.2%，分別調降 0.2%/16.7%。全訊亦為全球少數 PA IDM 廠，寡占台灣防禦型飛彈 PA 市場且拓展國際市場有成，參考全訊過去歷史本益比區間落在 16-56 倍，PA 同業本益比為預估 2025 年 EPS 的 22.2 倍，軍工同業為 22.8 倍。以 2025 年 EPS 6.0 元，給予歷史本益比區間中下緣 28 倍(前次以 2H24-1H25 年 EPS 與 31 倍本益比推得，本次下調主要考量 2025 年強弓飛彈遞延與天弓飛彈無訂單挹注)，推得目標價 167 元，調降至持有評等(本中心已考量全訊將於 8M24 發放 1 元股票股利，此為除權後參考目標價)。

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 | 1,368 | 1,363 | 1,250 | 1,594 | 0.4% | -21.6% |
| 營業毛利 | 774 | 770 | 760 | 915 | 0.5% | -16.9% |
| 營業利益 | 533 | 525 | 556 | 646 | 1.5% | -13.9% |
| 稅前利益 | 562 | 550 | 576 | 666 | 2.2% | -13.5% |
| 稅後淨利 | 448 | 440 | 461 | 533 | 1.8% | -13.5% |
| 調整後 EPS (元) | 5.91 | 5.92 | 5.98 | 7.18 | -0.2% | -16.7% |
| 重要比率 (%) | | | | | 百分點 | 百分點 |
| 營業毛利率 | 56.6% | 56.5% | 60.9% | 57.4% | 0 | 3.5 |
| 營業利益率 | 39.0% | 38.5% | 44.5% | 40.5% | 0.5 | 4.0 |
| 稅後純益率 | 32.8% | 32.3% | 36.9% | 33.4% | 0.5 | 3.5 |

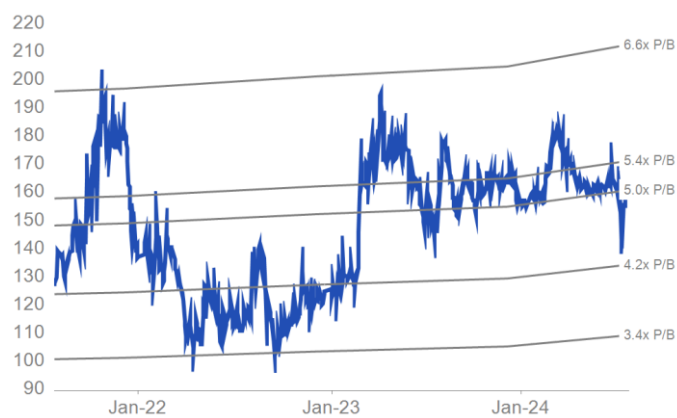
資料來源：公司資料、元大投顧預估

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 | 持有-超越 同業 | 164.0 | 382 | 6.12 | 5.91 | 5.98 | 26.8 | 27.8 | 27.4 | 65.0 | (3.4) | 1.2 |
| PA 同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 穩懋 | 3105 TT | 未評等 | 133.5 | 1,755 | (0.2) | 4.0 | 6.2 | - | 33.7 | 21.5 | - | - | 56.7 |
| 宏捷科 | 8086 TT | 未評等 | 104.5 | 642 | 0.4 | 3.9 | 4.2 | 248.2 | 26.6 | 25.1 | 503.3 | 833.2 | 6.0 |
| 全新 | 2455 TT | 買進 | 142 | 817 | 2.4 | 4.4 | 5.8 | 58.3 | 31.9 | 24.3 | (17.3) | 82.7 | 31.1 |
| IET-KY | 4971 TT | 未評等 | 54 | 60 | 0.2 | 2.0 | - | 235.5 | 26.6 | - | (94.7) | 784.2 | - |
| 環宇-KY | 4991 TT | 未評等 | 40 | 133 | (7.2) | (3.3) | (0.9) | - | - | - | (15.9) | - | - |
| Qorvo Inc | QRVO.O | 未評等 | 111 | 10,547 | 1.0 | 6.0 | 6.1 | 110.2 | 18.5 | 18.3 | (89.2) | 494.0 | 1.5 |
| Broadcom Inc | AVGO.OQ | 未評等 | 166 | 771,407 | 3.4 | 4.8 | 6.0 | 48.8 | 34.7 | 27.4 | 23.7 | 40.6 | 26.7 |
| Skyworks Solutions Inc | SWKS.OQ | 未評等 | 107 | 17,141 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | 17.4 | 17.2 | 16.7 | (21.5) | 1.4 | 2.8 |
| PA 同業平均 | | | | | 0.8 | 3.5 | 4.8 | 119.7 | 27.0 | 22.2 | 41.2 | 372.7 | 20.8 |
| 軍工同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神基 | 3005 TT | 買進 | 110.0 | 2,094 | 6.2 | 7.5 | 8.4 | 17.8 | 14.6 | 13.1 | 44.4 | 21.9 | 11.5 |
| 亞航 | 2630 TT | 未評等 | 32.6 | 212 | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 104.7 | 50.9 | 47.2 | 307.1 | 105.5 | 7.8 |
| 漢翔 | 2634 TT | 買進 | 48.3 | 1,414 | 2.4 | 2.8 | 3.2 | 20.4 | 17.2 | 14.9 | 36.8 | 18.7 | 15.5 |
| 龍德造船 | 6753 TT | 未評等 | 138.0 | 463 | 5.4 | - | - | 25.4 | - | - | 85.1 | - | - |
| 洛克希德馬丁 | LMT.N | 未評等 | 560.13 | 133,511 | 27.6 | 26.4 | 28.5 | 20.3 | 21.2 | 19.7 | 27.2 | (4.3) | 7.7 |
| 雷神 | RTX.N | 未評等 | 117.95 | 156,902 | 2.2 | 5.5 | 6.1 | 52.6 | 21.6 | 19.2 | (36.6) | 143.8 | 12.5 |
| 軍工同業平均 | | | | | 7.4 | 8.6 | 9.4 | 40.2 | 25.1 | 22.8 | 77.3 | 57.1 | 11.0 |

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 | 持有-超越 同業 | 164.0 | 382 | 20.5 | 18.9 | 18.3 | 30.21 | 30.76 | 32.61 | 5.4 | 5.3 | 5.0 |
| PA 同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 穩懋 | 3105 TT | 未評等 | 133.5 | 1,755 | (0.2) | 4.9 | 7.2 | 80.1 | 85.9 | 91.0 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| 宏捷科 | 8086 TT | 未評等 | 104.5 | 642 | 1.1 | 10.0 | 10.2 | 38.1 | 40.8 | 42.6 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |
| 全新 | 2455 TT | 買進 | 142 | 817 | 14.6 | 24.5 | 28.3 | 16.6 | 19.2 | 21.4 | 8.6 | 7.4 | 6.6 |
| IET-KY | 4971 TT | 未評等 | 54 | 60 | 0.5 | - | - | 45.5 | - | - | 1.2 | - | - |
| 環宇-KY | 4991 TT | 未評等 | 40 | 133 | (23.7) | (13.9) | (4.0) | 27.0 | - | - | 1.5 | - | - |
| Qorvo Inc | QRVO.O | 未評等 | 111 | 10,547 | 2.4 | 13.3 | 13.6 | 38.2 | 37.1 | 38.8 | 2.9 | 3.0 | 2.9 |
| Broadcom Inc | AVGO.OQ | 未評等 | 166 | 771,407 | 60.3 | 38.7 | 39.1 | 5.8 | 15.5 | 20.1 | 28.7 | 10.7 | 8.3 |
| Skyworks Solutions Inc | SWKS.OQ | 未評等 | 107 | 17,141 | 17.0 | 12.8 | 13.4 | 38.2 | 38.4 | 39.2 | 2.8 | 2.8 | 2.7 |
| PA 同業平均 | | | | | 9.0 | 12.9 | 15.4 | 36.2 | 39.5 | 42.2 | 6.3 | 4.7 | 4.1 |
| 軍工同業 | | | | | | | | | | | | | |
| 神基 | 3005 TT | 買進 | 110.0 | 2,094 | 18.2 | 19.3 | 21.2 | 35.3 | 37.7 | 40.3 | 3.1 | 2.9 | 2.7 |
| 亞航 | 2630 TT | 未評等 | 32.6 | 212 | 2.1 | 3.9 | 4.1 | 18.7 | - | - | 1.7 | - | - |
| 漢翔 | 2634 TT | 買進 | 48.3 | 1,414 | 13.5 | 14.7 | 16.4 | 18.2 | 19.6 | 21.3 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| 龍德造船 | 6753 TT | 未評等 | 138.0 | 463 | 23.2 | - | - | 28.6 | - | - | 4.8 | - | - |
| 洛克希德馬丁 | LMT.N | 未評等 | 560.13 | 133,511 | 86.0 | 102.5 | 116.3 | 27.3 | 24.8 | 27.3 | 20.5 | 22.6 | 20.5 |
| 雷神 | RTX.N | 未評等 | 117.95 | 156,902 | 4.8 | 10.7 | 12.1 | 41.9 | 46.5 | 48.4 | 2.8 | 2.5 | 2.4 |
| 軍工同業平均 | | | | | 24.6 | 30.2 | 34.0 | 28.3 | 32.1 | 34.3 | 5.9 | 7.6 | 7.0 |

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) | 1Q2024A | 2Q2024A | 3Q2024F | 4Q2024F | 1Q2025F | 2Q2025F | 3Q2025F | 4Q2025F | FY2024F | FY2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 | 278 | 363 | 341 | 386 | 225 | 312 | 332 | 380 | 1,368 | 1,250 |
| 銷貨成本 | (146) | (160) | (138) | (150) | (91) | (122) | (130) | (146) | (594) | (489) |
| 營業毛利 | 132 | 203 | 203 | 236 | 134 | 190 | 202 | 234 | 774 | 760 |
| 營業費用 | (52) | (64) | (59) | (65) | (37) | (51) | (54) | (62) | (241) | (204) |
| 營業利益 | 80 | 139 | 144 | 170 | 97 | 139 | 148 | 172 | 533 | 556 |
| 業外利益 | 9 | 9 | 5 | 6 | 5 | 5 | 5 | 6 | 29 | 20 |
| 稅前純益 | 89 | 148 | 149 | 176 | 102 | 144 | 153 | 178 | 562 | 576 |
| 所得稅費用 | (18) | (31) | (30) | (35) | (20) | (29) | (31) | (36) | (113) | (115) |
| 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 | 71 | 117 | 119 | 141 | 82 | 115 | 122 | 142 | 448 | 461 |
| 調整後每股盈餘(NT\$) | 0.96 | 1.58 | 1.54 | 1.83 | 1.06 | 1.49 | 1.59 | 1.84 | 5.91 | 5.98 |
| 調整後加權平均股數(百萬股) | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 重要比率 | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 47.4% | 56.0% | 59.5% | 61.1% | 59.5% | 60.9% | 60.9% | 61.7% | 56.6% | 60.9% |
| 營業利益率 | 28.7% | 38.3% | 42.1% | 44.2% | 42.9% | 44.5% | 44.6% | 45.4% | 39.0% | 44.5% |
| 稅前純益率 | 32.0% | 40.7% | 43.7% | 45.6% | 45.4% | 46.0% | 46.1% | 46.7% | 41.1% | 46.1% |
| 稅後純益率 | 25.6% | 32.3% | 34.9% | 36.5% | 36.3% | 36.8% | 36.8% | 37.4% | 32.8% | 36.9% |
| 有效所得稅率 | 20.1% | 20.7% | 20.1% | 19.9% | 19.6% | 20.1% | 20.3% | 20.2% | 20.1% | 20.0% |
| 季增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | -25.6% | 30.6% | -6.1% | 13.2% | -41.7% | 38.7% | 6.4% | 14.5% | | |
| 營業利益 | -48.4% | 74.2% | 3.5% | 18.1% | -42.9% | 43.3% | 6.5% | 16.2% | | |
| 稅後純益 | -46.2% | 65.2% | 1.4% | 18.5% | -41.8% | 40.2% | 6.1% | 16.4% | | |
| 調整後每股盈餘 | -46.1% | 64.6% | -2.3% | 18.4% | -42.0% | 40.6% | 6.6% | 16.0% | | |
| 年增率(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 25.2% | 5.2% | 10.1% | 3.2% | -19.1% | -14.1% | -2.6% | -1.6% | 9.4% | -8.6% |
| 營業利益 | 38.4% | 3.4% | 21.4% | 9.9% | 21.5% | -0.1% | 2.8% | 1.2% | 14.4% | 4.3% |
| 稅後純益 | 54.7% | -13.6% | -3.0% | 6.8% | 15.4% | -2.0% | 2.5% | 0.7% | 2.6% | 2.9% |
| 調整後每股盈餘 | 41.2% | -21.4% | -6.5% | 2.6% | 10.4% | -5.7% | 2.9% | 0.8% | -3.4% | 1.2% |

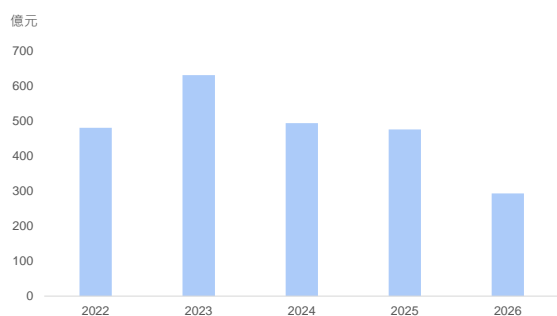
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

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

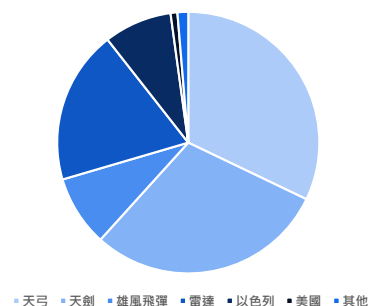
全訊成立於 1998 年 6 月，為一專業整合元件公司，具 GaAs pHEMT、GaN HEMT 技術，製程包含半導體的晶圓的設計、製造、後段封裝組裝的微波元件電路設計等，產品包括上游的主被動晶片元件(Chip products)、不同封裝型態的分離式電晶體元件(Transistor，FET)、整合主被動元件在內的單晶微波積體電路(PA MMIC)放大器、固態功率放大器(Amplifier，SSPA)及射頻模組(T/R Module)等，產品涵蓋微波通訊產業上、中、下游。目前已出貨各頻段超高功率放大器、收發模組、訊號合成模組、微波次系統，可運用於軍方先進雷達系統、先進微波追蹤系統，全訊已獲國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



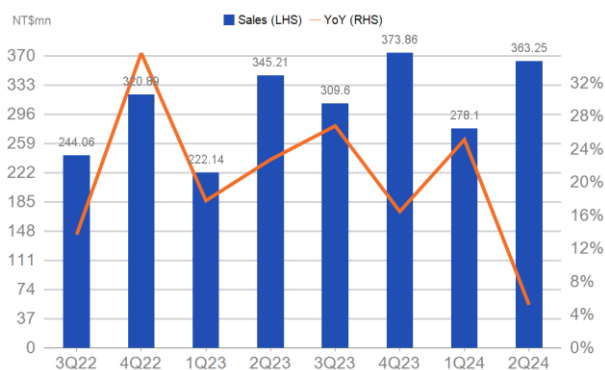
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 22：2023 年營收組成



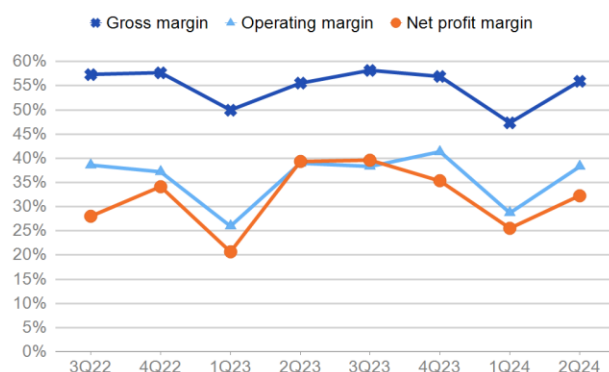
資料來源：公司資料

圖 23：營收趨勢



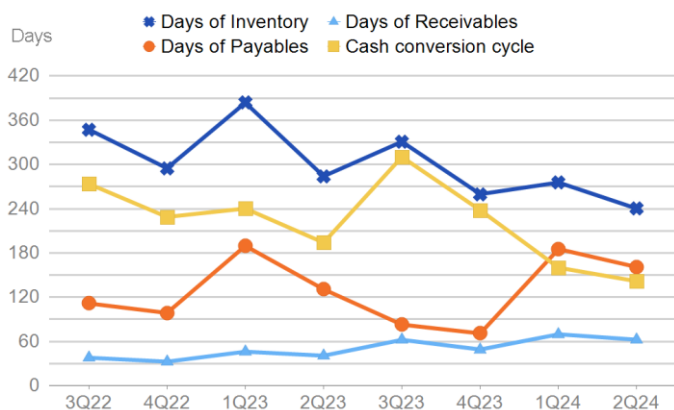
資料來源：CMoney、公司資料

圖 24：毛利率、營益率、淨利率



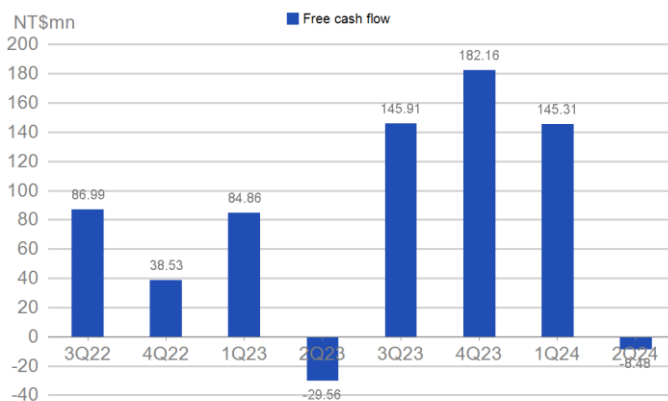
資料來源：CMoney、公司資料

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 | 1,142 | 1,195 | 1,335 |
| 存貨 | 333 | 453 | 453 | 478 | 460 |
| 應收帳款及票據 | 100 | 147 | 211 | 232 | 220 |
| 其他流動資產 | 45 | 226 | 129 | 129 | 129 |
| 流動資產 | 1,656 | 1,402 | 1,934 | 2,033 | 2,144 |
| 採用權益法之投資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定資產 | 330 | 438 | 458 | 487 | 516 |
| 無形資產 | 2 | 10 | 9 | 6 | 3 |
| 其他非流動資產 | 322 | 551 | 268 | 268 | 268 |
| 非流動資產 | 654 | 999 | 735 | 761 | 787 |
| 資產總額 | 2,310 | 2,402 | 2,669 | 2,794 | 2,932 |
| 應付帳款及票據 | 28 | 37 | 19 | 27 | 22 |
| 短期借款 | 30 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 什項負債 | 158 | 177 | 215 | 215 | 215 |
| 流動負債 | 216 | 254 | 274 | 282 | 277 |
| 長期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他負債及準備 | 115 | 142 | 141 | 141 | 141 |
| 長期負債 | 115 | 142 | 141 | 141 | 141 |
| 負債總額 | 331 | 395 | 415 | 422 | 417 |
| 股本 | 678 | 678 | 746 | 746 | 746 |
| 資本公積 | 1,036 | 1,024 | 970 | 970 | 970 |
| 保留盈餘 | 282 | 312 | 545 | 663 | 805 |
| 什項權益 | (18) | (8) | (6) | (6) | (6) |
| 歸屬母公司之權益 | 1,979 | 2,006 | 2,254 | 2,372 | 2,514 |
| 非控制權益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股東權益總額 | 1,979 | 2,006 | 2,254 | 2,372 | 2,514 |

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 | 448 | 461 |
| 折舊及攤提 | 47 | 56 | 72 | 72 | 72 |
| 本期營運資金變動 | (11) | (180) | (81) | (38) | 24 |
| 其他營業資產 及負債變動 | 56 | 99 | 26 | 0 | 0 |
| 營運活動之現金流量 | 339 | 223 | 453 | 482 | 557 |
| 資本支出 | (134) | (81) | (70) | (98) | (98) |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | (5) | (516) | 388 | 0 | 0 |
| 投資活動之現金流量 | (139) | (597) | 318 | (98) | (98) |
| 股本變動 | 266 | 0 | 67 | 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) | (202) | (330) | (319) |
| 其他調整數 | (268) | (3) | (71) | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | 822 | (228) | (205) | (330) | (319) |
| 匯率影響數 | -- | -- | -- | 0 | 0 |
| 本期產生現金流量 | 1,022 | (602) | 566 | 53 | 140 |
| 自由現金流量 | 205 | 142 | 383 | 384 | 459 |

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 | 1,368 | 1,250 |
| 銷貨成本 | (422) | (470) | (555) | (594) | (489) |
| 營業毛利 | 495 | 565 | 696 | 774 | 760 |
| 營業費用 | (182) | (200) | (230) | (241) | (204) |
| 推銷費用 | (14) | (13) | (18) | (23) | (18) |
| 研究費用 | (47) | (46) | (58) | (62) | (52) |
| 管理費用 | (123) | (140) | (157) | (157) | (136) |
| 其他費用 | 2 | (1) | 3 | 2 | 2 |
| 營業利益 | 312 | 365 | 466 | 533 | 556 |
| 利息收入 | 1 | 5 | 15 | 10 | 8 |
| 利息費用 | (2) | (3) | (3) | (1) | (1) |
| 利息收入淨額 | (1) | 3 | 12 | 9 | 7 |
| 投資利益(損失)淨額 | 0 | 0 | 0 | 11 | 13 |
| 匯兌損益 | 0 | 3 | 0 | 12 | 0 |
| 其他業外收入(支出)淨額 | (7) | (49) | 54 | (4) | 1 |
| 稅前純益 | 305 | 322 | 531 | 562 | 576 |
| 所得稅費用 | (58) | (72) | (95) | (113) | (115) |
| 少數股權淨利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 歸屬母公司之稅後純益 | 247 | 249 | 437 | 448 | 461 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 354 | 380 | 606 | 605 | 628 |
| 調整後每股盈餘 (NT\$) | 4.64 | 3.71 | 6.12 | 5.91 | 5.98 |

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 | 9.4 | (8.6) |
| 營業利益 | 51.2 | 16.8 | 27.6 | 14.4 | 4.3 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利 | 46.1 | 7.3 | 59.5 | (0.2) | 3.8 |
| 稅後純益 | 50.3 | 1.2 | 75.0 | 2.6 | 2.9 |
| 調整後每股盈餘 | 11.5 | (20.1) | 65.0 | (3.4) | 1.2 |
| 獲利能力分析 (%) | | | | | |
| 營業毛利率 | 54.0 | 54.6 | 55.6 | 56.6 | 60.9 |
| 營業利益率 | 34.1 | 35.3 | 37.2 | 39.0 | 44.5 |
| 稅前息前淨利率 | 33.1 | 30.9 | 42.2 | 39.0 | 44.5 |
| 稅前息前折舊攤銷前淨利率 | 38.6 | 36.7 | 48.5 | 44.2 | 50.2 |
| 稅前純益率 | 33.3 | 31.1 | 42.5 | 41.1 | 46.1 |
| 稅後純益率 | 26.9 | 24.1 | 34.9 | 32.8 | 36.9 |
| 資產報酬率 | 14.1 | 10.6 | 17.2 | 16.0 | 15.7 |
| 股東權益報酬率 | 17.2 | 12.5 | 20.5 | 18.9 | 18.3 |
| 穩定/償債能力分析 | | | | | |
| 負債權益比 (%) | 16.7 | 19.7 | 18.4 | 17.8 | 16.6 |
| 淨負債權益比(%) | (58.0) | (26.7) | (48.9) | (48.7) | (51.5) |
| 利息保障倍數 (倍) | 159.0 | 129.6 | 178.9 | 507.6 | 547.5 |
| 流動比率 (%) | 767.2 | 552.8 | 706.1 | 722.2 | 775.2 |
| 速動比率 (%) | 608.1 | 369.0 | 538.4 | 552.4 | 608.7 |
| 淨負債 (NT\$百萬元) | (1,148) | (536) | (1,102) | (1,155) | (1,295) |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 29.19 | 29.59 | 30.21 | 30.76 | 32.61 |
| 評價指標 (倍) | | | | | |
| 本益比 | 35.3 | 44.2 | 26.8 | 27.8 | 27.4 |
| 股價自由現金流量比 | 61.6 | 88.7 | 32.9 | 32.9 | 27.5 |
| 股價淨值比 | 5.6 | 5.5 | 5.4 | 5.3 | 5.0 |
| 股價稅前息前折舊攤銷前淨 | 35.7 | 33.2 | 20.8 | 20.9 | 20.1 |
| 股價營收比 | 13.8 | 12.2 | 10.1 | 9.2 | 10.1 |

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



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

© {2024} 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>.