



昇達科

(3491.TWO/3491 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 September 10 (NT\$)	319.5
12 個月目標價 (NT\$)	330.0
前次目標價 (NT\$)	308.0
調升 (%)	7.1
上漲空間 (%)	3.3

焦點內容

- 2Q24 低軌道衛星產品佔比持續提升。
- 2025-26 年展望樂觀。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	20.40 / 635
流通在外股數 (百萬股)：	63.84
外資持有股數 (百萬股)：	13.15
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.80
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	149.5 - 353.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.7	104.8	113.7
相對表現 (%)	18.3	98.3	86.6

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	2.79A	2.12F	2.63F

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

2025 年低軌道衛星業務持續成長

重要訊息

昇達科舉行法人說明會，更新公司近況。

評論及分析

2Q24 低軌道衛星產品佔比持續提升。2Q24 營收 6.48 億元，季增 49.4%，年增 72.1%，低軌道衛星產品則持續出貨，營收佔比自 1Q24 之 33% 提升至 2Q24 為 44%，再加上部分客戶 NRE 相關營收助益下，驅動毛利率達 55.4%。管理層並表示客戶訂單於 1H24 持續增加，2024 全年低軌道衛星相關營收已自 4 月法說會時預計的約 6.6 億元，至 9 月看到約 11 億元，其中產品分布為衛星酬載(payload)相關產品 74%、地面站(gateway)相關產品 23%、使用者終端(user terminal)相關產品 3%。而 1-8 月累積低軌道衛星相關營收已達約 6.3 億元，預期 2H24 將持續滿足客戶訂單需求，並驅動 3Q24 與 4Q24 營收持續季增。

2025-26 年展望樂觀。管理層表示對 2025-26 年營收展望樂觀，主要動能包括(1)低軌道衛星 B 客戶衛星發射數量與出貨品項持續增加，近期已開始進行多樣元件整合成模組之驗證，未來有機會綁定更多產品並提升單顆衛星之產值；(2)低軌道衛星 A 客戶逐漸提高外購比例，昇達科除越南新廠與台灣擴增產能預計 4Q24 量產外，也將因應客戶需求建置泰國廠，降低客戶地緣政治風險疑慮；(3)天線業務與 5G 微波回傳業務將持續成長；(4)低軌道衛星佔比提升有助毛利率向上，而營收規模擴大則將稀釋營業費用率並提高獲利能力。我們對應調整昇達科 2024-25 年營收分別至 24.2 億元與 32.6 億元，年增 52.9%與 34.3%，每股盈餘 8.79 元與 13.1 元，年增 175%與 49.5%。

投資建議

我們維持昇達科「增加持股」評等，目標價調整至 330 元，為 25 倍之 2025 年修正後每股盈餘預估換算。

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	2,423	3,255
營業毛利 (NT\$百萬)	655	751	641	1,267	1,803
營業利益 (NT\$百萬)	221	292	202	683	1,099
稅後淨利 (NT\$百萬)	237	271	200	562	861
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	8.79	13.14
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.36	8.00	12.50
每股盈餘成長率 (%)	87.1	14.5	(26.6)	174.6	49.5
本益比 (x)	83.9	73.3	99.8	36.4	24.3
股價淨值比 (x)	10.0	10.1	9.8	10.0	10.3
EV/EBITDA (x)	71.8	60.3	75.6	27.8	19.3
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.3	1.3	1.1	2.5	3.9
股東權益報酬率 (%)	12.1	13.7	9.9	27.5	43.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q24 財報與 3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q24							3Q24F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	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	648	693	(6.5)	49.4	72.1	677	(4.2)	649	720	(9.9)	0.2	72.8	656	(1.1)
毛利	359	376	(4.5)	83.0	165.2	331	8.4	340	390	(12.6)	(5.3)	129.7	345	(1.4)
營業利益	198	235	(15.7)	158.2	729.7	231	(14.1)	190	244	(21.9)	(3.9)	330.1	204	(6.7)
稅前淨利	243	257	(5.4)	117.2	174.6	245	(0.9)	190	257	(25.8)	(21.7)	178.7	218	(12.7)
稅後淨利	178	187	(4.9)	129.7	212.2	180	(0.9)	136	187	(27.3)	(23.6)	196.0	165	(17.6)
每股盈餘(元)	2.79	2.97	(5.8)	127.6	204.5	3.49	(20.0)	2.12	2.96	(28.4)	(24.1)	190.1	2.58	(17.8)
毛利率(%)	55.4	54.2	1.2 ppts	10.2 ppts	19.5 ppts	49.0	6.5 ppts	52.4	54.1	(1.7)ppts	(3.0)ppts	13.0 ppts	52.6	(0.2)ppts
營業利益率(%)	30.6	33.9	(3.3)ppts	12.9 ppts	24.2 ppts	34.1	(3.5)ppts	29.3	33.8	(4.5)ppts	(1.2)ppts	17.5 ppts	31.1	(1.8)ppts
稅後淨利率(%)	27.5	27.0	0.5 ppts	9.6 ppts	12.3 ppts	26.6	0.9 ppts	21.0	26.0	(5.0)ppts	(6.5)ppts	8.7 ppts	25.2	(4.2)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

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(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,423	2,598	(6.7)	52.9	2,386	1.6	3,255	2,984	9.1	34.3	3,451	(5.7)
毛利	1,267	1,372	(7.7)	97.6	1,236	2.5	1,803	1,631	10.6	42.3	1,920	(6.1)
營業利益	683	815	(16.1)	237.4	674	1.4	1,099	1,004	9.5	60.8	1,164	(5.6)
稅前淨利	780	898	(13.2)	160.5	771	1.1	1,173	1,066	10.0	50.4	1,224	(4.2)
稅後淨利	562	651	(13.8)	180.7	578	(2.8)	861	779	10.6	53.3	967	(10.9)
每股盈餘(元)	8.79	10.31	(14.8)	174.6	9.32	(5.7)	13.14	12.32	6.6	49.5	12.80	2.6
毛利率(%)	52.3	52.8	(0.5)ppts	11.8 ppts	51.8	0.5 ppts	55.4	54.6	0.7 ppts	3.1 ppts	55.6	(0.3)ppts
營業利益率(%)	28.2	31.4	(3.2)ppts	15.4 ppts	28.2	(0.1)ppts	33.8	33.6	0.1 ppts	5.6 ppts	33.7	0.0 ppts
稅後淨利率(%)	23.2	25.1	(1.9)ppts	10.6 ppts	24.2	(1.0)ppts	26.5	26.1	0.4 ppts	3.3 ppts	28.0	(1.6)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

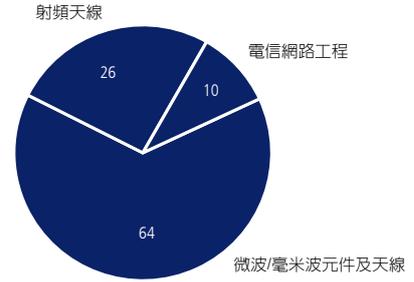
圖 3：公司概況

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，1H24 營收佔比為微波/毫米波元件及天線 64.4%，射頻天線 25.8%，及電信網路工程 9.8。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：1H24 產品營收佔比

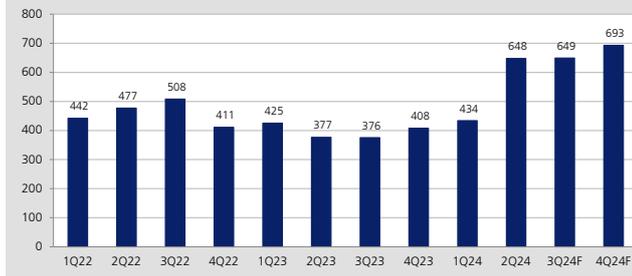
1H24 產品營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

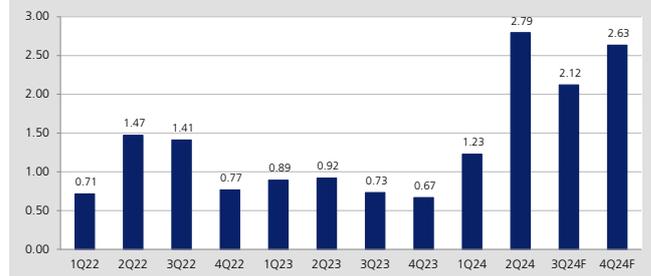
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

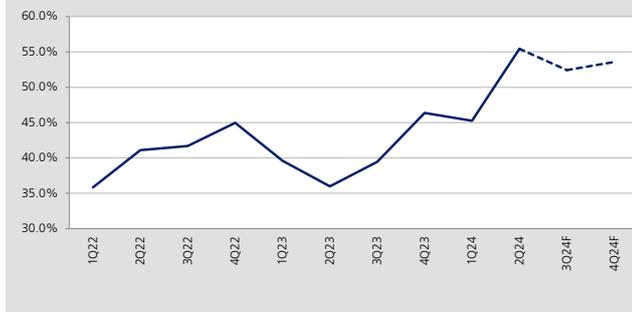
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

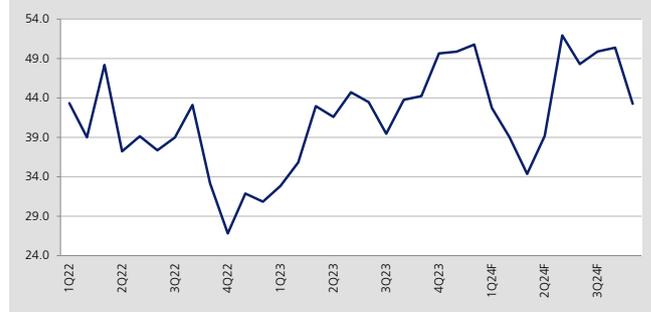
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

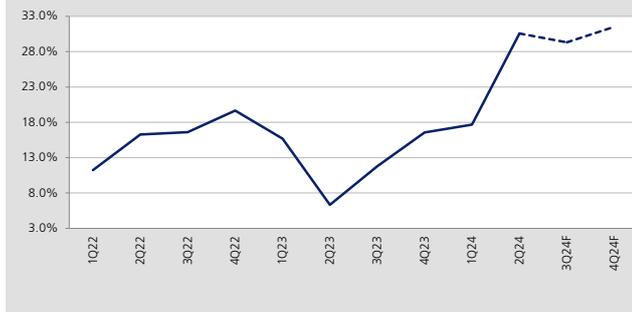
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

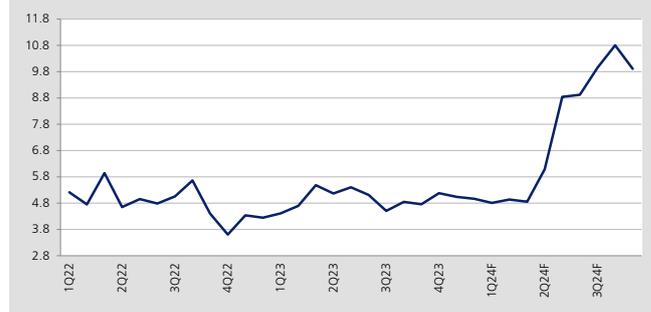
營業利潤率，百分比



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

損益表 (NT\$百萬)	季度				年度				年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	425	377	376	408	434	648	649	693	1,585	2,423	3,255
營業成本	(257)	(241)	(227)	(219)	(237)	(289)	(309)	(322)	(944)	(1,156)	(1,452)
營業毛利	168	135	148	189	196	359	340	371	641	1,267	1,803
營業費用	(102)	(112)	(104)	(122)	(120)	(161)	(150)	(153)	(439)	(584)	(704)
營業利益	67	24	44	68	77	198	190	218	202	683	1,099
折舊	(16)	(17)	(17)	(18)	(17)	(19)	(28)	(46)	(68)	(111)	(117)
攤提	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(4)	(5)	(15)	(14)	(14)
EBITDA	87	45	65	88	97	220	221	270	285	808	1,230
利息收入	9	10	9	10	11	13	5	5	38	34	30
投資利益淨額	-	16	9	-	-	10	-	-	25	10	-
其他營業外收入	2	3	9	12	7	10	12	12	26	41	48
總營業外收入	12	29	26	22	18	32	17	17	89	84	78
利息費用	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(7)	(8)	(8)
投資損失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)	-
其他營業外費用	(0)	38	(1)	(22)	19	15	(15)	1	15	20	4
總營業外費用	(2)	36	(2)	(23)	17	13	(17)	(1)	8	12	(4)
稅前純益	76	89	68	66	112	243	190	234	299	780	1,173
所得稅費用[利益]	(16)	(16)	(16)	(9)	(24)	(47)	(44)	(54)	(58)	(169)	(270)
少數股東損益	(4)	(15)	(6)	(16)	(10)	(18)	(10)	(10)	(41)	(49)	(42)
非常項目前稅後純益	55	57	46	42	78	178	136	170	200	562	861
非常項目	0	0	(0)	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	55	57	46	42	78	178	136	170	200	562	861
每股盈餘 (NT\$)	0.89	0.92	0.73	0.67	1.23	2.79	2.12	2.63	3.20	8.79	13.14
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.6	36.0	39.4	46.4	45.3	55.4	52.4	53.6	40.4	52.3	55.4
營業利益率	15.7	6.3	11.8	16.6	17.7	30.6	29.3	31.5	12.8	28.2	33.8
EBITDA Margin	20.5	11.9	17.4	21.6	22.3	33.9	34.1	39.0	18.0	33.3	37.8
稅前純益率	17.9	23.5	18.2	16.3	25.8	37.5	29.3	33.8	18.9	32.2	36.0
稅後純益率	13.0	15.2	12.2	10.2	17.9	27.5	21.0	24.5	12.6	23.2	26.5
季成長率 (%)											
營業收入	3.4	(11.4)	(0.3)	8.7	6.3	49.4	0.2	6.8			
營業毛利	(8.9)	(19.5)	9.4	27.8	3.7	83.0	(5.3)	9.1			
營業收益增長	(17.4)	(64.2)	85.4	52.9	13.4	158.2	(3.9)	14.8			
EBITDA	(13.2)	(48.7)	46.0	35.4	9.6	127.0	0.8	22.0			
稅前純益	15.8	16.3	(22.9)	(2.8)	68.7	117.2	(21.7)	23.2			
稅後純益	16.3	3.0	(19.5)	(9.2)	85.8	129.7	(23.6)	25.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.8)	(21.0)	(26.1)	(0.7)	2.0	72.1	72.8	69.8	(13.7)	52.9	34.3
營業毛利	6.3	(30.9)	(30.0)	2.4	16.6	165.2	129.7	96.2	(14.6)	97.6	42.3
營業收益	34.3	(69.3)	(47.6)	(16.2)	14.9	729.7	330.1	222.8	(30.8)	237.4	60.8
EBITDA	27.1	(53.7)	(37.1)	(12.0)	11.0	391.7	239.6	205.9	(22.7)	183.2	52.3
稅前純益	10.3	(35.0)	(53.0)	0.9	47.1	174.6	178.7	253.1	(28.1)	160.5	50.4
稅後純益	24.7	(37.4)	(47.7)	(12.3)	40.1	212.2	196.0	307.2	(26.2)	180.7	53.3

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	3,832	4,184
流動資產	2,217	2,219	2,078	2,537	2,934
現金及短期投資	1,290	1,368	1,445	1,642	1,759
存貨	291	235	161	196	247
應收帳款及票據	603	569	432	659	887
其他流動資產	34	47	40	40	40
非流動資產	1,313	1,232	1,322	1,295	1,250
長期投資	241	140	208	200	173
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	1,358	1,728
流動負債	1,097	997	848	1,269	1,639
應付帳款及票據	271	137	157	192	242
短期借款	550	550	420	420	420
什項負債	276	310	271	657	977
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	2,473	2,456
普通股本	622	622	629	629	629
保留盈餘	237	287	204	165	106
少數股東權益	388	419	405	454	496
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%)	52.9%	34.3%
營業收益增長	24.1%	32.1%	(30.8%)	237.4%	60.8%
EBITDA	14.2%	24.6%	(22.7%)	183.2%	52.3%
稅後純益	90.5%	14.5%	(26.2%)	180.7%	53.3%
每股盈餘成長率	87.1%	14.5%	(26.6%)	174.6%	49.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.3%	40.9%	40.4%	52.3%	55.4%
營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	28.2%	33.8%
EBITDA Margin	16.9%	20.1%	18.0%	33.3%	37.8%
稅後純益率	13.5%	14.7%	12.6%	23.2%	26.5%
平均資產報酬率	7.0%	7.8%	5.8%	15.5%	21.5%
股東權益報酬率	12.1%	13.7%	9.9%	27.5%	43.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.1%	23.0%	17.1%	17.0%	17.1%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	152.8	89.9	46.6	103.5	147.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	81.5	89.8	80.4	61.7	98.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.8	1.2	1.1	1.8
流動比率 (x)	2.0	2.2	2.5	2.0	1.8
速動比率 (x)	1.8	2.0	2.3	1.8	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(50)	(414)	(311)	(508)	(626)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	8.79	13.14
每股現金盈餘 (NT\$)	2.97	6.76	8.43	7.34	12.07
每股淨值 (NT\$)	32.05	31.66	32.71	32.09	31.15
調整後每股淨值 (NT\$)	32.05	31.66	32.92	31.60	29.90
每股營收 (NT\$)	28.29	29.56	25.35	37.92	49.65
EBITDA/Share (NT\$)	4.77	5.94	4.56	12.64	18.76
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.36	8.00	12.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.53	0.46	0.67	0.81
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	2,423	3,255
營業成本	(1,103)	(1,087)	(944)	(1,156)	(1,452)
營業毛利	655	751	641	1,267	1,803
營業費用	(434)	(458)	(439)	(584)	(704)
營業利益	221	292	202	683	1,099
總營業外收入	70	59	89	84	78
利息收入	4	10	38	34	30
投資利益淨額	22	22	25	10	-
其他營業外收入	44	26	26	41	48
總營業外費用	52	65	8	12	(4)
利息費用	(2)	(5)	(7)	(8)	(8)
投資損失	(5)	(0)	(0)	(0)	-
其他營業外費用	59	70	15	20	4
稅前純益	343	416	299	780	1,173
所得稅費用[利益]	(61)	(92)	(58)	(169)	(270)
少數股東損益	(46)	(54)	(41)	(49)	(42)
非常項目	-	0	(0)	0	0
稅後淨利	237	271	200	562	861
EBITDA	296	369	285	808	1,230
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	8.79	13.14

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	469	791
本期純益	237	271	200	562	861
折舊及攤提	75	77	83	125	131
本期運用資金變動	(137)	(46)	228	(227)	(229)
其他營業資產及負債變動	10	119	16	10	28
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	327	634
融資活動之現金流量	(76)	(284)	(380)	(165)	(558)
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)	(600)
其他融資現金流	19	(14)	48	49	42
匯率影響數	0	(3)	(4)	-	-
本期產生現金流量	(189)	364	(233)	197	118

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%	24.1%	21.6%
= 營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	28.2%	33.8%
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	2.5	3.7
營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	28.2%	33.8%
x 資本周轉率	1.4	1.4	1.4	2.5	3.7
x (1 - 有效現金稅率)	82.3%	78.0%	80.6%	78.3%	77.0%
= 稅後 ROIC	14.1%	17.1%	14.1%	54.5%	96.9%

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
2024-05-27	增加持股	308.0	286.0
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 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，適後若有變更時，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。