



研究報告

全訊(5222.TT)

逢低買進(調降)

TP：160

軍品認證影響明年營收動能

核心觀點

下半年進入國防產品出貨旺季，營收預估優於上半年，軍品認證影響明年營收動能，以除權後新股本計算，調整 2024/2025 年 EPS 預估為 5.25/5.35 元，調降投資評等至「逢低買進」。

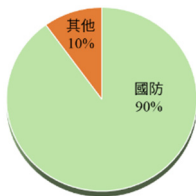
交易資料

收盤價	140.00
市值(億元)	114.88
流通在外股數(百萬股)	82.06
本益比(2025F)	26.15
股價淨值比	4.17
240 日股價(低/均/高)	132/164.03/188
60 日均成交額(百萬元)	78.08

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
------	---------	---------	------	------	------	------	------

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	66%-80%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%-100%

資料來源：證基會

研究員：蔡博任

pojen-71579@esunsec.com.tw

重要訊息

8月營收為1.18億元，月增8%，年增18%。

玉山觀點

24Q2獲利優於預期。24Q2營收為3.6億，季增31%，年增5%，優於預期，主因天弓飛彈產品出貨較多，毛利率55.98%，季增8.6個百分點，營業利益為1.39億元，年增74%，EPS為1.57元，優於預期。

下半年進入國防產品出貨旺季，營收預估優於上半年。8月營收為1.18億元，月增8%，年增18%，下半年進入國防產品出貨旺季，預估下半年營收比上半年成長15%。

軍品認證影響明年營收動能。近期行政院核列2025年國防部主管預算4,760億元，較2024年度法定預算增加415億元、成長9.6%，加計新式戰機及海空戰力提升計畫採購特別預算904億元、非營業特種基金806億元後，整體國防預算規模達6,470億元，占GDP比率約為2.45%，國防預算目標佔GDP比重為3%，未來仍有提升的空間。全訊為軍用微波通訊元件領導廠商，受益於政府擴大國防自主採購，出貨天弓、防禦型天劍、反登陸用雄風以及射控雷達等產品，立法院新規定要經過國防部軍品認證後中科院下單，各項產品需安排時間查核，通過認證後將提高產業進入門檻，公司新的天弓專案預計明年初認證，先不計入營收預估，海外市場的部分，主要出貨雷達PA模組、無人機通訊模組、無人機反制系統PA，訂單陸續增加，今年預估成長20%以上，明年可望有更多訂單出貨。

投資建議

下半年進入國防產品出貨旺季，營收預估優於上半年，軍品認證影響明年營收動能，以除權後新股本計算，調整2024/2025年EPS預估為5.25/5.35元，調降投資評等至「逢低買進」。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3(F)	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	278	363	345	390	1,376	1,410
YoY	25.19%	5.23%	11.46%	4.30%	10.04%	2.41%
毛利率	47.36%	55.98%	56.01%	56.68%	54.45%	54.48%
營益率	28.72%	38.31%	36.82%	39.19%	36.25%	36.46%
稅後淨利	71	117	111	132	431	439
EPS(元)	0.95	1.57	1.35	1.60	5.25	5.35

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	345	390	345	390	0.00	0.00
毛利	193	221	193	221	0.00	0.00
營業利益	127	153	127	153	0.00	0.00
稅前淨利	136	162	136	162	0.00	0.00
稅後淨利	111	132	111	132	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.35	1.60	1.35	1.60	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	56.01	56.68	56.01	56.68	0.00	0.00
營益率	36.82	39.19	36.82	39.19	0.00	0.00
淨利率	39.43	41.50	39.43	41.50	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2024/09)

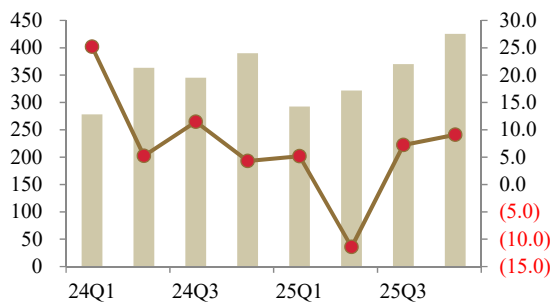
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	278	363	345	390	1,376	292	322	370	425	1,410
營業毛利	132	203	193	221	749	143	177	208	240	768
營業費用	52	64	66	68	250	62	63	64	65	254
營業利益	80	139	127	153	499	81	114	144	175	514
淨業外收支	9	9	9	9	36	7	7	7	7	28
稅前淨利	89	148	136	162	535	88	121	151	182	542
稅後淨利	71	117	111	132	431	70	98	123	148	439
EPS(元)	0.95	1.57	1.35	1.60	5.25	0.86	1.19	1.50	1.80	5.35
財務比率										
毛利率	47.36	55.98	56.01	56.68	54.45	48.88	55.01	56.22	56.42	54.48
營業利益率	28.72	38.31	36.82	39.19	36.25	27.68	35.43	38.92	41.14	36.46
稅前淨利率	31.98	40.73	39.43	41.50	38.85	30.07	37.60	40.81	42.79	38.45
YoY(%)										
營業收入	25.19	5.23	11.46	4.30	10.04	5.16	(11.44)	7.21	9.11	2.41
營業毛利	18.59	6.06	7.25	3.84	7.69	8.53	(12.97)	7.61	8.61	2.48
營業利益	38.39	3.36	7.09	(1.23)	7.13	1.37	(18.09)	13.31	14.55	3.02
稅前淨利	55.51	(10.05)	(8.53)	0.64	0.67	(1.11)	(18.24)	10.96	12.50	1.34
稅後淨利	54.7	(13.58)	(9.85)	(0.38)	(1.36)	(0.84)	(16.57)	10.96	12.50	1.98
QoQ(%)										
營業收入	(25.61)	30.62	(5.00)	13.00		(25.00)	10.00	15.00	15.00	
營業毛利	(38.12)	54.38	(4.95)	14.35		(35.32)	23.80	17.53	15.41	
營業利益	(48.38)	74.23	(8.67)	20.26		(47.02)	40.78	26.34	21.56	
稅前淨利	(44.68)	66.35	(8.03)	18.92		(45.64)	37.54	24.82	20.56	
稅後淨利	(46.20)	65.18	(5.74)	18.92		(46.44)	38.97	25.37	20.56	

資料來源：玉山投顧(2024/09)

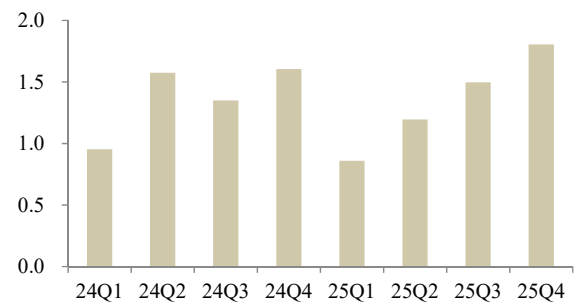
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



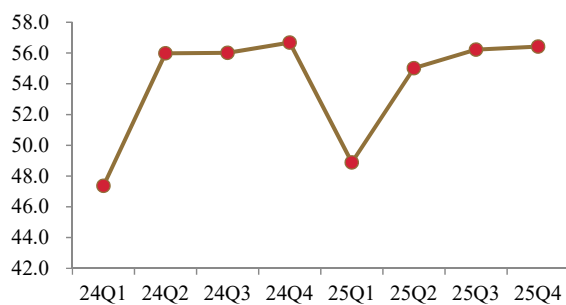
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



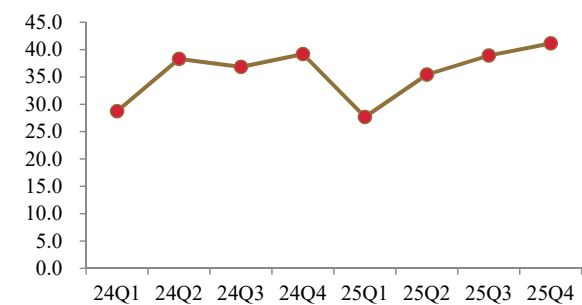
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



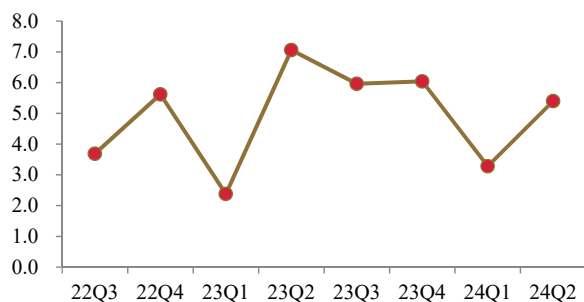
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



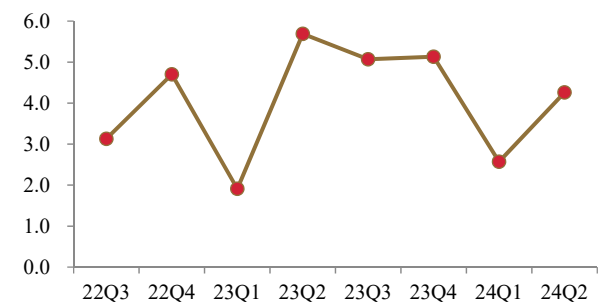
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/09)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	1,035	1,251	1,376	1,410
營業成本	470	555	627	642
營業毛利	565	696	749	768
營業費用	200	230	250	254
營業利益	365	466	499	514
營業外收支淨額	-43	66	36	28
稅前淨利	322	531	535	542
稅後淨利	249	437	431	439
普通股股本	678	746	820	820
EPS(元)	3.68	5.85	5.25	5.35
年成長率				
營收	12.9%	20.9%	10.0%	2.4%
營業利益	16.8%	27.6%	7.1%	3.0%
稅前淨利	5.5%	65.1%	0.7%	1.3%
母公司稅後淨利	1.2%	75.0%	-1.4%	2.0%
獲利能力比率				
毛利率	54.6%	55.6%	54.4%	54.5%
營業利益率	35.3%	37.2%	36.2%	36.5%
稅前淨利率	31.1%	42.5%	38.9%	38.4%
稅後淨利率	24.1%	34.9%	31.3%	31.2%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	1,402	1,934	2,367	2,421
現金及約當現金	576	1,142	1,507	1,544
存貨	453	453	499	511
應收帳款及票據	147	211	232	237
其他流動資產	226	129	129	129
長期投資	0	0	0	0
固定資產	438	458	456	467
其他長期資產	561	277	277	277
資產總額	2,402	2,669	3,099	3,164
流動負債	254	274	301	309
應付帳款及票據	37	19	21	21
短期借款	40	40	44	45
什項負債	177	215	237	242
非流動負債	142	141	164	82
負債總額	395	415	465	391
普通股股本	678	746	820	820
資本公積	1,024	970	970	970
保留盈餘	312	545	681	820
股東權益總額	2,006	2,254	2,634	2,773

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	322	531	535	542
折舊及攤提費用	56	72	72	69
本期營運資金變動	-175	-70	-65	-17
其他項目	21	-80	-88	-90
營運活動之現金流量	223	453	454	504
資本支出	-81	-70	-70	-80
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-516	388	253	-13
投資活動之現金流量	-597	318	183	-93
短期借款及票券變動	10	0	4	1
舉措/償還長期借款	0	0	23	-81
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-235	-202	-298	-294
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-228	-205	-271	-375
匯率影響數	0	0	0	0
本期現金流量	-602	566	366	36
期末現金及約當現金	576	1,142	1,507	1,544

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	16.5%	15.5%	15.0%	12.4%
槓桿比率	19.7%	18.4%	17.7%	14.1%
流動比率	552.8%	706.1%	785.1%	784.1%
速動比率	374.2%	540.7%	619.7%	618.7%
存貨週轉率(次)	1.20	1.22	1.32	1.27
存貨週轉天數	301.11	293.92	273.18	283.09
應收帳款週轉率(次)	3.64	4.06	6.22	6.01
應收帳款週轉天數	37.84	43.02	57.85	59.90
總資產週轉率(次)	0.43	0.47	0.44	0.45
淨值週轉率(次)	0.52	0.55	0.52	0.51
股東權益報酬率	12.5%	20.5%	17.6%	16.2%
總資產報酬率	10.6%	17.2%	14.9%	14.0%
OCF/流動負債	95.2%	171.8%	157.8%	165.1%
每股比率				
每股淨值(元)	29.59	30.21	32.12	33.81
每股營收(元)	15.26	16.78	16.78	17.19
每股盈餘(元)	3.68	5.85	5.25	5.35
每股現金股利(元)	3.00	4.00	3.59	3.66
現金股利配發率	81.6%	68.3%	68.3%	68.3%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法