

2024 年 11 月 11 日

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

前日收盤價	119.00 元
目標價	
3 個月	130.00 元
12 個月	130.00 元

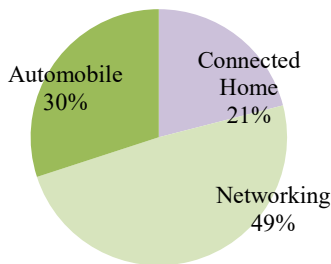
## 近期報告日期、評等及前日股價

11/07/2024	Buy	124.50
08/08/2024	Trading Buy	130.50
06/21/2024	達目標價	170.00
05/10/2024	Buy	157.50
04/09/2024	Buy	157.50

## 公司基本資訊

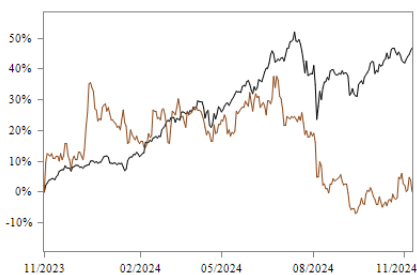
目前股本(百萬元)	4,853
市值(億元)	578
目前每股淨值(元)	63.37
外資持股比(%)	9.49
投信持股比(%)	16.65
董監持股比(%)	21.96
融資餘額(張)	7,647
現金股息配發率(F)(%)	66.77

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢

— 6285 — TWSE



## 啟基(6285 TT)

Trading Buy

營運回溫幅度弱於預期，投資評等調整為 Trading Buy。

**投資建議：**受客戶調整庫存影響，新產品遞延出貨壓抑短期營運，並導致 4Q24 營運狀況不如預期，預期營收年減的狀況將延長至 1H25，考量營運回溫幅度弱於預期，投資評等調整為 Trading Buy。

**車用恢復成長，預估 4Q24 營收 263.38 億元，QoQ+1.43%，EPS1.10 元：**展望 4Q24，ADAS Sensor、Connectivity 模組出貨帶動 Automobile 產品營收成長；歐洲 5G FWA 專案雖然持續出貨，但因部分北美客戶新專案出貨遞延，預期 Connected Home 營收僅微幅季增；雖然部分企業級網通設備客戶已出貨 WiFi-7 新專案，但由供應鏈調查得知低軌衛星客戶進行庫存調整，Networking 營收回溫幅度受到拖累，預估 4Q24 營收 263.38 億元，QoQ+1.43%，稅後淨利 5.34 億元，QoQ+2.68%，EPS1.10 元。  
**營運約略持平，預估 2024 年營收 1,086.02 億元，YoY-1.97%，EPS6.12 元：**展望 2024 年，歐洲地區新標案對 5G FWA 需求成長，但是美國 5G FWA 新品遞延出貨，Connected Home 營收持平；LEO 網通設備雖然成長，但是企業級網通設備出貨遞延，預期 Networking 營收小幅年增；車聯網模組應用於燃油車比重較高，且燃油車銷量受電動車競爭逐年下滑，北美品牌電動車受到中國品牌電動車削價競爭，預期 Automotive 營收下滑，預估 2024 年營收 1,086.02 億元，YoY-1.97%，稅後淨利 29.68 億元，YoY-21.94%，EPS6.12 元。

**三大產品線回復成長，預估 2025 年營收 1,173.98 億元，YoY+8.10%，EPS7.46 元：**展望 2025 年，新網通技術陸續導入新產品，預期 WiFi-7 將會是企業級網通設備換機潮的重點，預期 Networking 營收年增；汽車電子化趨勢持續，CPU Module、ADAS Sensor 以及車用監控系統持續出貨，車用充電樁出貨成長，配合墨西哥廠啟用將帶動 Automobile 持續成長；北美客戶持續擴增 5G 網路訊號，以及併購光纖網路營運商擴增網路容量，帶動 5G FWA、PON 出貨成長，推升 Connected Home 營收表現，預估 2025 年營收 1,173.98 億元，YoY+8.10%，稅後淨利 36.21 億元，YoY+21.99%，EPS7.46 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	108,602	117,398	132,084	29,210	29,685	25,585	30,713	25,967	26,338	23,803	27,630	32,247
營業毛利淨額	12,827	14,627	17,002	3,938	3,621	2,962	3,871	2,952	3,042	2,730	3,409	4,139
營業利益	3,280	4,798	6,682	1,496	1,305	753	1,242	601	685	469	1,019	1,591
稅後純益	2,968	3,621	5,104	1,412	869	750	1,165	520	534	336	762	1,204
稅後 EPS(元)	6.12	7.46	10.52	2.91	1.79	1.55	2.40	1.07	1.10	0.69	1.57	2.48
毛利率(%)	11.81%	12.46%	12.87%	13.48%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	11.55%	11.47%	12.34%	12.83%
營業利益率(%)	3.02%	4.09%	5.06%	5.12%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	2.60%	1.97%	3.69%	4.93%
稅後純益率(%)	2.73%	3.08%	3.86%	4.83%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	2.03%	1.41%	2.76%	3.73%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.97%	8.10%	12.51%	9.70%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	1.43%	-9.62%	16.08%	16.71%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-21.94%	21.99%	40.95%	49.19%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	2.68%	-36.97%	126.60%	57.93%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 48.53 億元計算。

2024 年 11 月 11 日

## 啟基 ESG：

啟基由全球製造總廠統籌，協同工安部、廠務中心與數位資訊管理處，進行包括廠房、產線、設備能耗以及產品製程等各面向的節能減碳應對措施與改善、建置太陽能發電站與數據採集與監控系統（Supervisory Control and Data Acquisition，以下簡稱 SCADA），以及設置「能源管理系統委員會」導入能源管理系統，積極降低產品生產過程與日常營運中的能源消耗，並結合企業內部活動向同仁推廣環保意識，期能有效降低碳排放，並朝綠色工廠的方向邁進。2021 年範疇一、二溫室氣體排放密集度較 2019 年減少 15%。導入 ISO 50001 能源管理系統，節能成效等同於二氧化碳減排 1,948 公噸 CO<sub>2</sub>e，推估每年可節約新臺幣 958 萬元的用電成本，太陽能發電站年發電量達 2.1GWh，占總用電量 2.07%；減碳量約等同 108 個臺灣人年排放量，節水與回收水量占總取水量約為 18.7%，推估每年可節約新臺幣 508 萬元的取水成本。

## 新產品遞延出貨，3Q24 營收 259.67 億元，QoQ-15.45%，EPS1.07 元：

3Q24，企業級網通設備出貨遞延，LEO 終端設備客戶調整出貨進度，Networking 營收季減；車用產品主要受 ADAS 相關車用 Sensor 成長，帶動 Automobile 營收季增；歐洲電信商 5G FWA 新標案出貨，但是北美電信商 5G FWA 新產品出貨遞延，導致 Connected Home 營收季減。

主要客戶新品遞延出貨，3Q24 營收 259.67 億元，QoQ-15.45%。

主要因營收規模放緩，以及產品組合轉差，導致 3Q24 毛利率遜於 2Q24，稅後淨利 5.20 億元，QoQ-55.36%，EPS1.07 元。

## 車用恢復成長，預估 4Q24 營收 263.38 億元，QoQ+1.43%，EPS1.10 元：

展望 4Q24，ADAS Sensor、Connectivity 模組、以及車用充電樁出貨，帶動 Automobile 產品營收成長；歐洲 5G FWA 專案雖然持續出貨，但因部分北美客戶新專案出貨遞延，預期 Connected Home 營收僅微幅季增；雖然部分企業級網通設備客戶已出貨 WiFi-7 新專案，但由供應鏈調查得知低軌衛星客戶進行庫存調整，Networking 營收回溫幅度受到拖累。

車用恢復成長，預估 4Q24 營收 263.38 億元，QoQ+1.43%。

營收規模約略與 3Q24 持平，車用營收比重提升有利毛利率向上表現，預期 4Q24 毛利率略優於 3Q24，預估稅後淨利 5.34 億元，QoQ+2.68%，EPS1.10 元。

## 營運約略持平，預估 2024 年營收 1,086.02 億元，YoY-1.97%，EPS6.12 元：

展望 2024 年，歐洲地區新標案對 5G FWA 需求成長，但是美國 5G FWA 新品遞延出貨，Connected Home 營收持平；LEO 網通設備雖然成長，以及車用充電樁量產出貨，但是企業級網通設備出貨遞延，預期 Networking 營收小幅年增；車聯網模組應用於燃油車比重較高，且燃油車銷量受電動車競爭逐年下滑，北美品牌電動車受到中國品牌電動車削價競爭，預期 Automotive 營收下滑。

Connected Home 產品線方面，美國電信商對網通 CPE 庫存調整，導致 2H24

2024 年 11 月 11 日

對 5G FWA 新品拉貨遞延，所幸歐洲 5G FWA 標案在 2H24 出貨，預期 Connected Home 營收持平。

Networking 產品線方面，北美企業持續裁員，連帶影響企業網路設備支出金額，預期企業級網路設備庫存調整至 2024 年底；北美 LEO 衛星網路服務營運商用戶持續成長，帶動用戶端網路硬體套件出貨增加，EV 充電樁組裝業務自 1Q24 出貨後，預期相關業務將受惠於 EV 成長趨勢，自 2Q24 起帶動出貨向上，預期 Networking 營收小幅年增。

Automotive 產品線方面，車用相關產品已切入北美電動車毫米波雷達、車內駕駛監測系統(DMS)，以及車連網模組等…相關應用，但北美電動車業者在全球受到多個品牌電動車競爭，其中又以中國品牌競爭壓力較大，北美電動車市場又持續調整庫存，預期將壓抑電動車相關零組件成長幅度；車聯網模組應用於燃油車比重較高，燃油車受到電動車競爭導致銷量逐年下滑，壓抑車用產品營收成長動能，預期 Automotive 營收下滑。

營運約略持平，預估 2024 年營收 1,086.02 億元，YoY-1.97%。

營收規模持平，部分半導體零組件已累計一段漲幅，且產品價格受到壓力，預期毛利率不如 2023 年，預估稅後淨利 29.68 億元，YoY-21.94%，EPS6.12 元。

**三大產品線回復成長，預估 2025 年營收 1,173.98 億元，YoY+8.10%，EPS7.46 元：**

展望 2025 年，多數客戶庫存調整已近尾聲，新網通技術陸續導入新產品，預期 WiFi-7 將會是企業級網通設備換機潮的重點，預期 Networking 營收年增；汽車電子化趨勢持續，CPU Module、ADAS Sensor 以及車用監控系統持續出貨，車用充電樁出貨成長，配合墨西哥廠啟用將帶動 Automobile 持續成長；北美客戶持續擴增 5G 網路訊號，以及併購光纖網路營運商擴增網路容量，帶動 5G FWA、PON 出貨成長，推升 Connected Home 營收表現。

三大產品線營收回復成長，預估 2025 年營收 1,173.98 億元，YoY+8.10%。

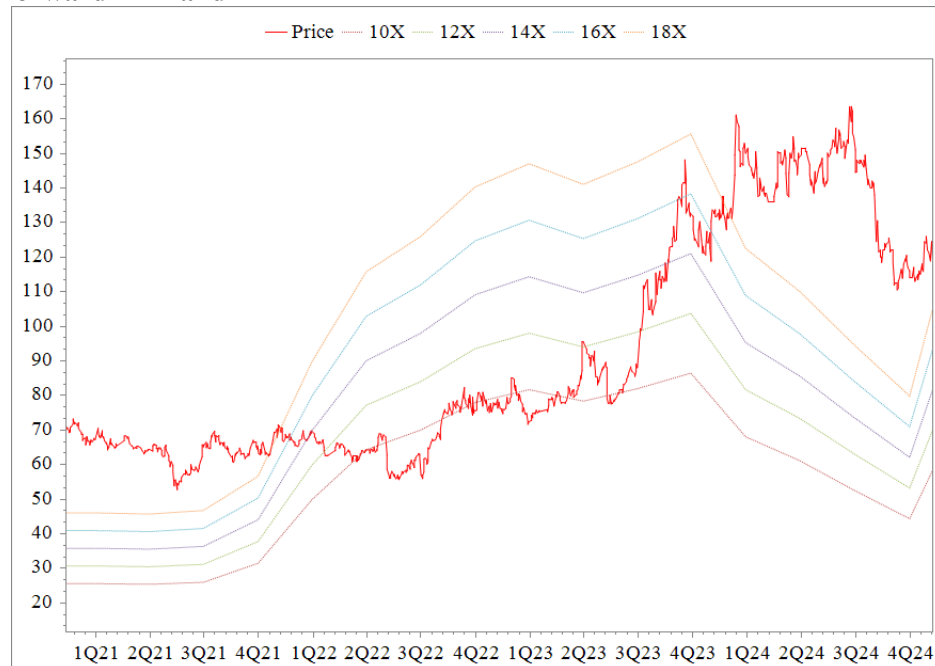
營收規模提升、產品組合好轉，以及增加工廠生產自動化程度皆提升獲利能力，預期 2025 年毛利率優於 2024 年，但因持續投入新技術研發，例如、軟體、光通訊等…，將持續投注研發費用，預期費用比率將不因營收規模放大而下滑，預估稅後淨利 36.21 億元，YoY+21.99%，EPS7.46 元。

### **投資建議：**

受客戶調整庫存影響，新產品遞延出貨壓抑短期營運，並導致 4Q24 營運狀況不如預期，預期營收年減的狀況將延長至 1H25，考量營運回溫幅度弱於預期，投資評等調整為 Trading Buy。

2024 年 11 月 11 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 11 月 11 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	65,878	69,213	73,201	96,464	102,454
流動資產	52,406	54,241	34,414	61,421	46,403
現金及約當現金	4,283	8,061	3,983	8,344	5,969
應收帳款與票據	21,708	22,984	15,696	26,117	20,927
存貨	24,649	19,524	10,914	21,748	14,826
採權益法之投資	80	-	0	0	0
不動產、廠房設備	10,543	10,942	9,442	8,182	6,922
<b>負債總計</b>	<b>45,522</b>	<b>38,721</b>	<b>41,512</b>	<b>63,315</b>	<b>67,246</b>
流動負債	39,604	34,642	26,677	47,613	45,944
應付帳款及票據	18,611	14,821	17,192	17,159	21,307
非流動負債	5,918	4,079	12,464	13,363	14,817
<b>權益總計</b>	<b>20,356</b>	<b>30,492</b>	<b>31,689</b>	<b>33,149</b>	<b>35,208</b>
普通股股本	<b>3,958</b>	<b>4,824</b>	<b>4,824</b>	<b>4,824</b>	<b>4,824</b>
保留盈餘	11,420	13,207	14,405	15,865	17,923
母公司業主權益	20,356	30,492	31,688	33,149	35,207
<b>負債及權益總計</b>	<b>65,878</b>	<b>69,213</b>	<b>73,201</b>	<b>96,464</b>	<b>102,454</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	-3,415	7,144	13,063	4,347	18,680
稅前純益	3,760	4,801	3,579	4,584	6,461
折舊及攤銷	1,790	2,085	1,700	1,473	1,246
營運資金變動	-10,312	58	18,270	-21,288	16,260
其他營運現金	1,346	200	-10,486	19,578	-5,287
<b>投資活動現金</b>	-3,819	-3,344	-27,825	374	-24,378
資本支出淨額	-3,558	-3,015	-2,500	-2,100	-2,100
長期投資變動	-59	142	-10	-10	-10
其他投資現金	-203	-470	-25,315	2,484	-22,268
<b>籌資活動現金</b>	8,187	146	10,684	-360	3,323
長借/公司債變動	3,460	457	8,384	899	1,453
現金增資	0	4,235	0	0	0
發放現金股利	-833	-2,024	-1,771	-2,161	-3,046
其他籌資現金	5,559	-2,522	4,071	902	4,915
<b>淨現金流量</b>	1,193	3,778	-4,078	4,361	-2,375
<b>期初現金</b>	3,090	4,283	8,061	3,983	8,344
<b>期末現金</b>	4,283	8,061	3,983	8,344	5,969

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	95,257	110,788	108,602	117,398	132,084
營業成本	83,663	97,193	95,775	102,771	115,083
<b>營業毛利淨額</b>	11,595	13,594	12,827	14,627	17,002
營業費用	8,357	8,923	9,547	9,829	10,319
<b>營業利益</b>	3,238	4,671	3,280	4,798	6,682
<b>EBITDA</b>	5,803	7,439	4,980	6,271	7,928
業外收入及支出	511	87	299	-214	-221
稅前純益	3,760	4,801	3,579	4,584	6,461
所得稅	638	998	610	963	1,357
稅後純益	3,122	3,803	2,968	3,621	5,104
稅後 EPS(元)	6.43	7.84	6.12	7.46	10.52
完全稀釋 EPS**	6.44	7.84	6.12	7.46	10.52

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 48.53 億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 48.53 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	41.69%	16.30%	-1.97%	8.10%	12.51%
營業毛利淨額	59.84%	17.25%	-5.64%	14.03%	16.23%
營業利益	267.61%	44.28%	-29.78%	46.28%	39.27%
稅後純益	153.35%	21.82%	-21.94%	21.99%	40.95%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	12.17%	12.27%	11.81%	12.46%	12.87%
EBITDA(%)	6.09%	6.71%	4.59%	5.34%	6.00%
營益率	3.40%	4.22%	3.02%	4.09%	5.06%
稅後純益率	3.28%	3.43%	2.73%	3.08%	3.86%
總資產報酬率	4.74%	5.49%	4.06%	3.75%	4.98%
股東權益報酬率	15.34%	12.47%	9.37%	10.92%	14.50%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	69.10%	55.95%	56.71%	65.64%	65.64%
負債/淨值比(%)	223.63%	126.99%	131.00%	191.00%	191.00%
流動比率(%)	132.33%	156.57%	129.00%	129.00%	101.00%

## 其他比率分析

存貨天數	83.11	82.94	58.00	58.00	58.00
應收帳款天數	71.10	73.62	65.00	65.00	65.00



2024 年 11 月 11 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	26,627	29,210	29,685	25,585	30,713	25,967	26,338	23,803	27,630	32,247	33,718	29,085
營業成本	23,396	25,271	26,064	22,622	26,841	23,015	23,296	21,073	24,222	28,108	29,368	25,454
營業毛利淨額	3,231	3,938	3,621	2,962	3,871	2,952	3,042	2,730	3,409	4,139	4,350	3,631
營業費用	2,187	2,442	2,316	2,210	2,629	2,351	2,357	2,261	2,390	2,548	2,630	2,429
營業利益	1,044	1,496	1,305	753	1,242	601	685	469	1,019	1,591	1,720	1,203
業外收入及支出	162	288	-213	188	127	25	-42	-43	-54	-67	-51	-54
稅前純益	1,206	1,784	1,092	940	1,369	626	643	426	965	1,524	1,669	1,149
所得稅	260	372	222	190	205	106	109	89	203	320	350	241
稅後純益	946	1,412	869	750	1,165	520	534	336	762	1,204	1,318	908
最新股本	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853	4,853
稅後EPS(元)	1.95	2.91	1.79	1.55	2.40	1.07	1.10	0.69	1.57	2.48	2.72	1.87

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	12.14%	13.48%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	11.55%	11.47%	12.34%	12.83%	12.90%	12.49%
營業利益率(%)	3.92%	5.12%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	2.60%	1.97%	3.69%	4.93%	5.10%	4.14%
稅後純益率(%)	3.55%	4.83%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	2.03%	1.41%	2.76%	3.73%	3.91%	3.12%

## QoQ(%)

營業收入淨額	5.39%	9.70%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	1.43%	-9.62%	16.08%	16.71%	4.56%	-13.74%
營業利益	26.44%	43.23%	-12.80%	-42.32%	65.03%	-51.60%	13.93%	-31.56%	117.33%	56.20%	8.10%	-30.06%
稅前純益	67.73%	47.91%	-38.83%	-13.84%	45.58%	-54.27%	2.74%	-33.78%	126.60%	57.93%	9.49%	-31.13%
稅後純益	64.53%	49.19%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	2.68%	-36.97%	126.60%	57.93%	9.49%	-31.13%

## YoY(%)

營業收入淨額	31.98%	10.10%	2.03%	1.26%	15.34%	-11.10%	-11.27%	-6.96%	-10.04%	24.18%	28.02%	22.19%
營業利益	71.26%	23.32%	10.93%	-8.90%	18.90%	-59.82%	-47.51%	-37.72%	-17.98%	164.72%	151.17%	156.64%
稅前純益	75.72%	19.74%	-10.87%	30.77%	13.50%	-64.91%	-41.07%	-54.71%	-29.51%	143.46%	159.45%	169.84%
稅後純益	69.33%	14.74%	-15.64%	30.39%	23.05%	-63.18%	-38.58%	-55.14%	-34.53%	131.60%	146.95%	169.84%

註1：稅後EPS以股本48.53億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【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。個股投資評等分為三個等級，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」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，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「買進」及「強力買進」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。