

2024 年 11 月 7 日

研究員：劉宜和 yiholliu@capital.com.tw

前日收盤價	124.50 元
目標價	
3 個月	150.00 元
12 個月	150.00 元

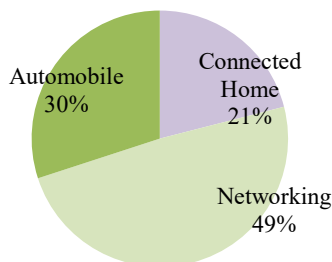
近期報告日期、評等及前日股價

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
01/22/2024	Buy	143.00

公司基本資訊

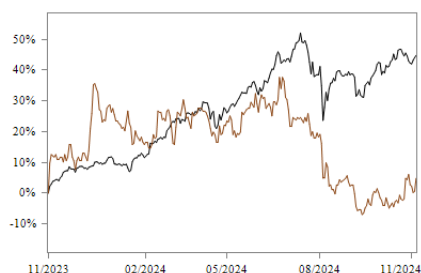
目前股本(百萬元)	4,853
市值(億元)	604
目前每股淨值(元)	63.37
外資持股比(%)	9.72
投信持股比(%)	16.67
董監持股比(%)	21.96
融資餘額(張)	7,679
現金股息配發率(F)(%)	66.77

產品組合



股價相對大盤走勢

— 6285 — TWSE



啟基(6285 TT)

Buy

營運谷底已過，調升投資建議至 Buy。

投資建議：受客戶調整庫存影響，新產品遞延出貨導致 3Q24 為短期營運谷底，隨著客戶庫存調整已近尾聲，加上 WiFi-7、5G FWA、PON 與車用新產品陸續出貨，帶動 2025 年回到成長軌道上，調升投資建議至 Buy。

三大產品線恢復成長，預估 4Q24 營收 281.41 億元，QoQ+8.37%，EPS1.51 元：展望 4Q24，ADAS Sensor、Connectivity 模組、以及車用充電樁出貨，帶動 Automobile 產品營收成長幅度最佳；歐洲 5G FWA 專案進一步出貨成長，以及部分北美客戶出貨回溫，預期 Connected Home 營收小幅季增；進入年終企業及網通設備採購旺季，部分客戶已出貨 WiFi-7，帶動 Networking 營收小幅回溫，預估 4Q24 營收 281.41 億元，QoQ+8.37%，稅後淨利 7.32 億元，QoQ+40.87%，EPS1.51 元。

營運持平，預估 2024 年營收 1,104.05 億元，YoY-0.35%，EPS6.53 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，但是企業及網通設備出貨遞延，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 1,104.05 億元，YoY-0.35%，稅後淨利 31.67 億元，YoY-16.72%，EPS6.53 元。

三大產品線回復成長，預估 2025 年營收 1,191.96 億元，YoY+7.96%，EPS8.99 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 1,191.96 億元，YoY+7.96%，稅後淨利 43.64 億元，YoY+37.81%，EPS8.99 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	110,788	110,405	119,196	29,210	29,685	25,585	30,713	25,967	28,141	24,702	28,605	32,387
營業毛利淨額	13,594	13,134	14,971	3,938	3,621	2,962	3,871	2,952	3,349	3,070	3,596	4,071
營業利益	4,671	3,553	5,739	1,496	1,305	753	1,242	601	957	1,094	1,365	1,609
稅後純益	3,803	3,167	4,364	1,412	869	750	1,165	520	732	831	1,036	1,218
稅後 EPS(元)	7.84	6.53	8.99	2.91	1.79	1.55	2.40	1.07	1.51	1.71	2.13	2.51
毛利率(%)	12.27%	11.90%	12.56%	13.48%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	11.90%	12.43%	12.57%	12.57%
營業利益率(%)	4.22%	3.22%	4.81%	5.12%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	3.40%	4.43%	4.77%	4.97%
稅後純益率(%)	3.43%	2.87%	3.66%	4.83%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	2.60%	3.36%	3.62%	3.76%
營業收入 YoY/QoQ(%)	16.30%	-0.35%	7.96%	9.70%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	8.37%	-12.22%	15.80%	13.22%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	21.82%	-16.72%	37.81%	49.19%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	40.87%	13.41%	24.72%	17.61%

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 7 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 CO₂e，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，導致 3Q24 毛利率遜於 2Q24，稅後淨利 5.20 億元，QoQ-55.36%，EPS1.07 元。

三大產品線恢復成長，預估 4Q24 營收 281.41 億元，QoQ+8.37%，EPS1.51 元：

展望 4Q24，ADAS Sensor、Connectivity 模組、以及車用充電樁出貨，帶動 Automobile 產品營收成長幅度最佳；歐洲 5G FWA 專案進一步出貨成長，以及部分北美客戶出貨回溫，預期 Connected Home 營收小幅季增；進入年終企業及網通設備採購旺季，部分客戶已出貨 WiFi-7，帶動 Networking 營收小幅回溫。

三大產品線恢復成長，預估 4Q24 營收 281.41 億元，QoQ+8.37%。

營收規模放大，有利毛利率向上表現，預期 4Q24 毛利率優於 3Q24，預估稅後淨利 7.32 億元，QoQ+40.87%，EPS1.51 元。

營運持平，預估 2024 年營收 1,104.05 億元，YoY-0.35%，EPS6.53 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，但是企業及網通設備出貨遞延，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 7 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。

營運持平，預估 2024 年營收 1,104.05 億元，YoY-0.35%。

營收規模持平，且部分半導體零組件已累計一段漲幅，預期毛利率不如 2023 年，預估稅後淨利 31.67 億元，YoY-16.72%，EPS6.53 元。

三大產品線回復成長，預估 2025 年營收 1,191.96 億元，YoY+7.96%，EPS8.99 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，加上美系客戶 LEO 衛星群持續擴張，帶動用戶增長有利終端設備出貨，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 1,191.96 億元，YoY+7.96%。

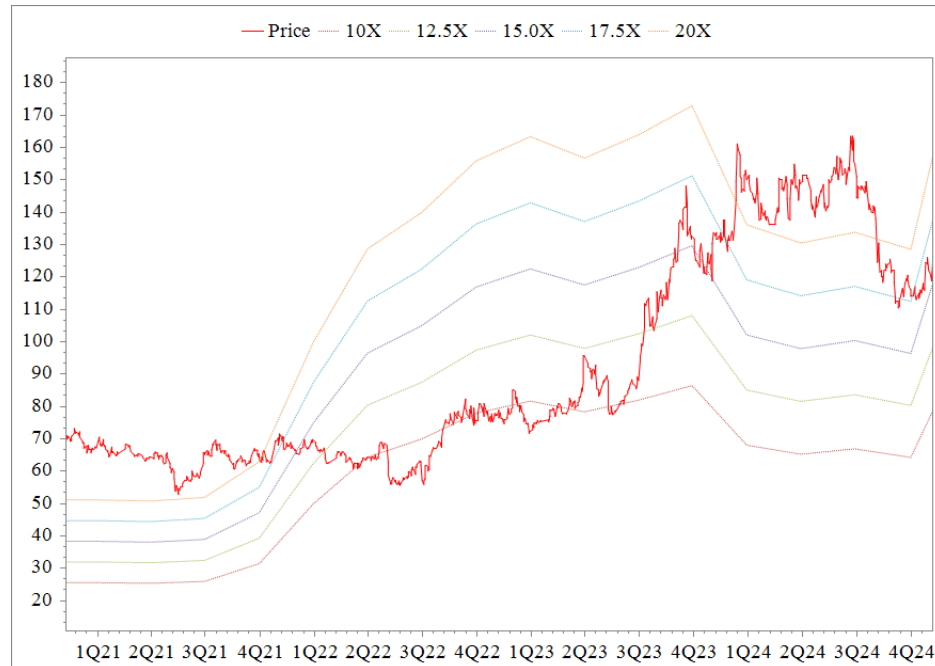
營收規模提升、增加工廠生產自動化程度皆增加獲利能力，預期 2025 年毛利率優於 2024 年，預估稅後淨利 43.64 億元，YoY+37.81%，EPS8.99 元。

投資建議：

受客戶調整庫存影響，新產品遞延出貨導致 3Q24 為短期營運谷底，隨著客戶庫存調整已近尾聲，加上 WiFi-7、5G FWA、PON 與車用新產品陸續出貨，帶動 2025 年回到成長軌道上，調升投資建議至 Buy。

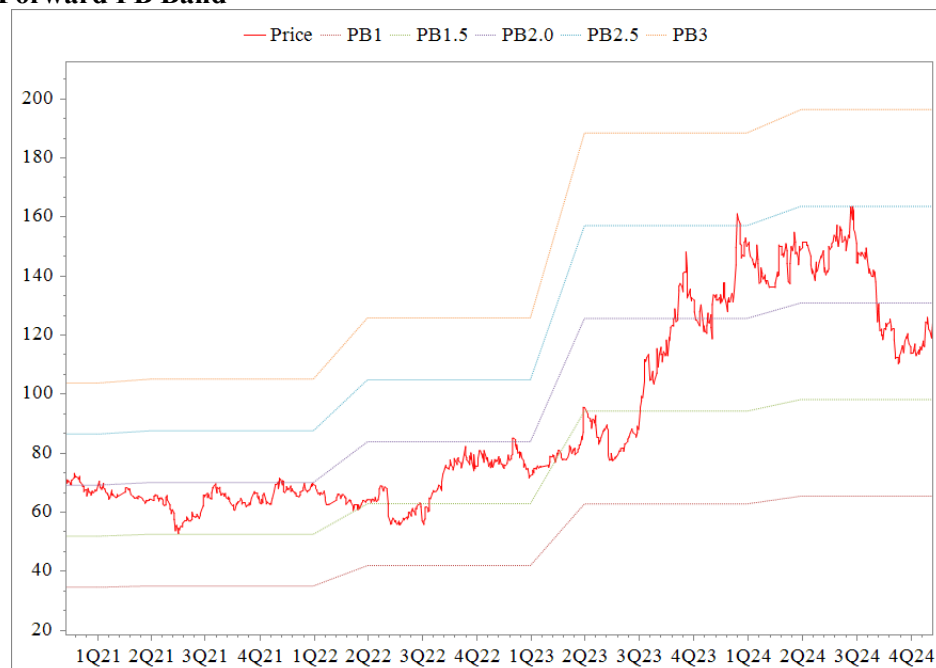
2024 年 11 月 7 日

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 7 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	44,497	65,878	69,213	92,447	97,569
流動資產	33,475	52,406	54,241	35,886	61,417
現金及約當現金	3,090	4,283	8,061	4,154	8,324
應收帳款與票據	15,404	21,708	22,984	16,338	26,116
存貨	13,449	24,649	19,524	11,389	21,735
採權益法之投資	90	80	-	0	0
不動產、廠房設備	8,214	10,543	10,942	9,682	8,422
負債總計	27,494	45,522	38,721	60,678	64,040
流動負債	23,930	39,604	34,642	27,818	47,610
應付帳款及票據	11,418	18,611	14,821	17,692	17,145
非流動負債	3,564	5,918	4,079	29,989	14,105
權益總計	17,003	20,356	30,492	31,769	33,529
普通股股本	3,966	3,958	4,824	4,824	4,824
保留盈餘	9,097	11,420	13,207	14,485	16,245
母公司業主權益	17,003	20,356	30,492	31,768	33,528
負債及權益總計	44,497	65,878	69,213	92,447	97,569

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	67,230	95,257	110,788	110,405	119,196
營業成本	59,976	83,663	97,193	97,271	104,226
營業毛利淨額	7,254	11,595	13,594	13,134	14,971
營業費用	6,373	8,357	8,923	9,582	9,232
營業利益	881	3,238	4,671	3,553	5,739
EBITDA	3,012	5,803	7,439	5,295	7,255
業外收入及支出	508	511	87	299	-214
稅前純益	1,412	3,760	4,801	3,851	5,524
所得稅	180	638	998	684	1,160
稅後純益	1,232	3,122	3,803	3,167	4,364
稅後 EPS(元)	2.54	6.43	7.84	6.53	8.99
完全稀釋 EPS**	2.54	6.43	7.84	6.53	8.99

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)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	7.31%	41.69%	16.30%	-0.35%	7.96%
營業毛利淨額	4.36%	59.84%	17.25%	-3.38%	13.98%
營業利益	-40.19%	267.61%	44.28%	-23.95%	61.54%
稅後純益	-16.00%	153.35%	21.82%	-16.72%	37.81%

獲利能力分析(%)

毛利率	10.79%	12.17%	12.27%	11.90%	12.56%
EBITDA(%)	4.48%	6.09%	6.71%	4.80%	6.09%
營益率	1.31%	3.40%	4.22%	3.22%	4.81%
稅後純益率	1.83%	3.28%	3.43%	2.87%	3.66%
總資產報酬率	2.77%	4.74%	5.49%	3.43%	4.47%
股東權益報酬率	7.25%	15.34%	12.47%	9.97%	13.02%

償債能力檢視

負債比率(%)	61.79%	69.10%	55.95%	65.64%	65.64%
負債/淨值比(%)	161.71%	223.63%	126.99%	191.00%	191.00%
流動比率(%)	139.89%	132.33%	156.57%	129.00%	129.00%

其他比率分析

存貨天數	66.11	83.11	82.94	58.00	58.00
應收帳款天數	78.03	71.10	73.62	65.00	65.00

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-3,566	-3,415	7,144	13,218	5,471
稅前純益	1,412	3,760	4,801	3,851	5,524
折舊及攤銷	1,558	1,790	2,085	1,743	1,516
營運資金變動	-6,596	-10,312	58	17,653	-20,670
其他營運現金	60	1,346	200	-10,029	19,100
投資活動現金	-2,040	-3,819	-3,344	-44,959	17,040
資本支出淨額	-2,410	-3,558	-3,015	-2,100	-2,100
長期投資變動	715	-59	142	-10	-10
其他投資現金	-345	-203	-470	-42,849	19,150
籌資活動現金	4,219	8,187	146	27,834	-18,341
長借/公司債變動	468	3,460	457	25,909	-15,883
現金增資	0	0	4,235	0	0
發放現金股利	-994	-833	-2,024	-1,890	-2,604
其他籌資現金	4,745	5,559	-2,522	3,814	148
淨現金流量	-1,441	1,193	3,778	-3,907	4,170
期初現金	4,531	3,090	4,283	8,061	4,154
期末現金	3,090	4,283	8,061	4,154	8,324

資料來源：CMoney、群益

2024 年 11 月 7 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	28,141	24,702	28,605	32,387	33,503	26,956
營業成本	23,396	25,271	26,064	22,622	26,841	23,015	24,792	21,631	25,009	28,317	29,269	23,529
營業毛利淨額	3,231	3,938	3,621	2,962	3,871	2,952	3,349	3,070	3,596	4,071	4,234	3,427
營業費用	2,187	2,442	2,316	2,210	2,629	2,351	2,392	1,976	2,231	2,461	2,563	2,156
營業利益	1,044	1,496	1,305	753	1,242	601	957	1,094	1,365	1,609	1,671	1,270
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	915	1,051	1,311	1,542	1,620	1,217
所得稅	260	372	222	190	205	106	183	221	275	324	340	256
稅後純益	946	1,412	869	750	1,165	520	732	831	1,036	1,218	1,280	961
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	1.51	1.71	2.13	2.51	2.64	1.98

獲利能力(%)

毛利率(%)	12.14%	13.48%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	11.90%	12.43%	12.57%	12.57%	12.64%	12.71%
營業利益率(%)	3.92%	5.12%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	3.40%	4.43%	4.77%	4.97%	4.99%	4.71%
稅後純益率(%)	3.55%	4.83%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	2.60%	3.36%	3.62%	3.76%	3.82%	3.57%

QoQ(%)

營業收入淨額	5.39%	9.70%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	8.37%	-12.22%	15.80%	13.22%	3.44%	-19.54%
營業利益	26.44%	43.23%	-12.80%	-42.32%	65.03%	-51.60%	59.24%	14.32%	24.73%	17.90%	3.84%	-23.96%
稅前純益	67.73%	47.91%	-38.83%	-13.84%	45.58%	-54.27%	46.23%	14.84%	24.72%	17.61%	5.03%	-24.87%
稅後純益	64.53%	49.19%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	40.87%	13.41%	24.72%	17.61%	5.03%	-24.87%

YoY(%)

營業收入淨額	31.98%	10.10%	2.03%	1.26%	15.34%	-11.10%	-5.20%	-3.45%	-6.86%	24.72%	19.05%	9.13%
營業利益	71.26%	23.32%	10.93%	-8.90%	18.90%	-59.82%	-26.64%	45.39%	9.89%	167.72%	74.59%	16.12%
稅前純益	75.72%	19.74%	-10.87%	30.77%	13.50%	-64.91%	-16.13%	11.79%	-4.23%	146.34%	76.93%	15.75%
稅後純益	69.33%	14.74%	-15.64%	30.39%	23.05%	-63.18%	-15.74%	10.73%	-11.05%	134.34%	74.71%	15.75%

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。