

達發 (6526 TT) Airoha Technology

佔據有利位置，掌握消費及資料中心上升趨勢

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$770.0

收盤價 (2024/11/22)：NT\$622.0
隱含漲幅：23.8%

營收組成 (3Q24)

BTA+GNSS ~50%，Broadband+Ethernet ~35%，Others ~15%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	770.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	19.2	--
2024年EPS	15.9	--

交易資料表

市值	NT\$104,190百萬元
外資持股比率	7.6%
董監持股比率	66.4%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$110.89
負債比	23.7%
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	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	13,576	19,197	22,910	26,656
營業利益	1,011	2,921	3,696	4,728
稅後純益	969	2,657	3,216	4,214
EPS (元)	6.61	15.90	19.21	25.17
EPS YoY (%)	-66.8	140.4	20.8	31.1
本益比 (倍)	94.1	39.1	32.4	24.7
股價淨值比 (倍)	6.3	5.6	5.0	4.4
ROE (%)	7.7	14.3	15.5	16.9
現金殖利率 (%)	0.8%	1.5%	1.9%	2.4%
現金股利 (元)	4.96	9.54	11.52	15.1

張智彥

Jorge.Chang@Yuanta.com

李子承

Aaron.Li@Yuanta.com

元大觀點

◆ 達發為台灣通訊 IC 業者，提供從藍芽、交換器、PON、GNSS 至乙太網等全方位的解決方案。

◆ 2025 年將受惠於網通需求升溫，寬頻業務將年成長 20%，表現將優於其他部門。

◆ AI 大趨勢下的明日之星，初次評等給予買進建議，目標價 770 元係基於 40 倍本益比、2025 年預估 EPS 19.21 元推得。

達發為通訊 IC 業者，提供全方位的解決方案

達發成立於 2001 年，為通訊 IC 業者，提供消費、工業、車用及資料中心市場相關產品。公司產品組合多元，含括藍芽、交換器、PON、GNSS 至乙太網等應用。3Q24 藍芽營收佔比 40%為最大應用別，其次為寬頻、GNSS 及乙太網。達發為聯發科子公司，目前在業務發展上與聯發科合作，提供客戶統包式 (Turnkey) 解決方案，本中心認為達發有機會於歐美等市場取得更高市佔。

2025 年網通需求升溫之受惠者

根據 Intel 及 Marvell，5G 基礎建設需求已自 3Q24 開始復甦。本中心認為這對整個網通供應鏈來說是利多。對達發而言，由於需求僅稍見回溫，2024 年公司原本營收成長性最佳之寬頻部門因此表現不佳，但本中心預期此趨勢將於 2025 年反轉。隨著總經環境持續改善，預期寬頻業務表現將優於公司平均水準，成為公司主要成長動能。本中心預估 2025 年寬頻/藍芽/乙太網業務營收將分別年增 20%/7%/40%。預估 2025 年整體營收將年增 19%，毛利率將持穩於 49.6%。兩者分別優於市場預期 0.5%及 0.2 個百分點。

AI 大趨勢下的明日之星，初次給予買進建議，達發為本中心 IC 設計首選

達發除了傳統業務外，亦供應資料中心客戶 50G DSP 產品，並計畫 2025 年下半年 100G DSP 產品送樣。至於其他光學產品，TIA 即將出貨，本中心看好相關業務成長，原因在於 AI 需求爆發將持續推動規格升級及光學產品需求增加，長期有助於公司毛利率優化，預估 2025 年營收占比約 4%。達發目前交易於 32 倍 2025 年預估 EPS，對比近五年歷史本益比區間為 30-50 倍。考量資料中心業務展望樂觀，加上產品組合改善將提升獲利延續性，我們認為目前評價具吸引力，因此初次評等給予買進建議，目標價 770 元係基於 40 倍本益比、2025 年預估 EPS 19.21 元推得。達發為本中心 IC 設計領域首選。

營運分析

3Q24 獲利低於市場預期，主因係新合併兩項業務導致費用率增高

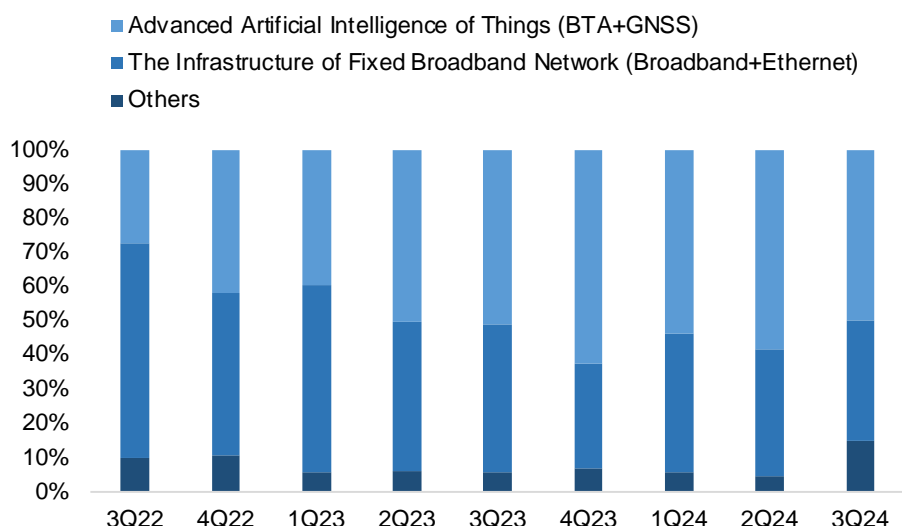
達發 3Q24 營收季增 14%/年增 45%，優於市場預期 2%，主要受惠 3Q24 GNSS 部門主要客戶大量拉貨，以及機上盒部門與久暘電子併入財務報表。毛利率穩健維持於 50.5%，季減 2.3/年增 2.7 個百分點，仍高於公司長期展望之 48-50%，符合市場預期，主因庫存沖銷迴轉利益貢獻 1-2 個百分點。營業利益季增 1%/年增 101%，低於市場預期 13%；營業利益率季減 2.1/年增 4.7 個百分點達 16.8%，低於市場預期 2.8 個百分點。受到營業槓桿因素和台幣升值影響，EPS 為 5.09 元，季增 7%/年增 74%，低於市場預期 6%。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F	預估差異
						市場	市場
營業收入	3,843	4,899	5,565	13.6%	44.8%	5,478	1.6%
營業毛利	1,837	2,587	2,810	8.6%	52.9%	2,769	1.5%
營業利益	465	921	933	1.2%	100.7%	1,074	-13.2%
稅前利益	515	984	980	-0.4%	90.4%	1,111	-11.8%
稅後淨利	425	801	852	6.4%	100.6%	906	-5.9%
調整後 EPS (元)	2.92	4.78	5.09	6.5%	74.3%	5.41	-5.9%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	百分點
營業毛利率	47.8%	52.8%	50.5%	-2.3	2.7	50.5%	0.0
營業利益率	12.1%	18.8%	16.8%	-2.1	4.7	19.6%	-2.8
稅後純益率	11.1%	16.3%	15.3%	-1.0	4.3	16.5%	-1.2

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 2：達發產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧預估

4Q24 營運估將符合傳統淡季表現

展望 4Q24，由於乙太網和光學部門持續成長將部分抵銷 BT 或 GNSS 等消費應用之淡季效應，本中心預估達發 4Q24 營收將季減 12%/年增 54%，優於市場預期 8%。同時，毛利率估將季減 1.7/年減 0.1 個百分點至 48.8%，低於市場預期 1.6 個百分點，主因係產品組合轉差。營業利益季減 33%/年增 311%至 6.2 億元；營業利益率季減 4/年增 8 個百分點至 12.7%。基於營業費用和業外貢獻穩定，本中心預估 4Q24 EPS 將達 3.55 元，季減 30%/年增 250%，低於市場預期 5%。

圖 3：2024 年第 4 季財測與預估比較

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場	市場
營業收入	3,186	5,565	4,907	-11.8%	54.0%	4,563	7.5%
營業毛利	1,559	2,810	2,396	-14.8%	53.7%	2,303	4.0%
營業利益	152	933	624	-33.1%	311.3%	896	-30.3%
稅前利益	184	980	671	-31.5%	264.9%	772	-13.0%
稅後淨利	152	852	595	-30.2%	291.3%	628	-5.3%
調整後 EPS (元)	1.01	5.09	3.55	-30.2%	250.0%	3.75	-5.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點	百分點
營業毛利率	48.9%	50.5%	48.8%	-1.7	-0.1	50.5%	-1.6
營業利益率	4.8%	16.8%	12.7%	-4.0	8.0	19.6%	-6.9
稅後純益率	4.8%	15.3%	12.1%	-3.2	7.4	13.8%	-1.6

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

成長動能 1：寬頻部門歐美市占率提升，增添動能

3Q24 寬頻部門營收貢獻占比約 40%。中國為最大的寬頻市場。達發在中國標案市場市占率超過 20%，其餘份額則由中興通訊、華為、高通和瑞昱持有。由於中國政府將給予中興通訊和華為約 70%市占，整體國外業者僅能取得 30%份額。達發在中國市場的市占率已有成長，我們認為瑞昱是此趨勢之下的受害者，主因瑞昱在 PON (passive optical network；被動光纖網路)方面受產品劣勢所拖累。為提振國內經濟，目前中國政府已宣布若干刺激政策。本中心認為基礎建設需求將隨之提升，刺激中國 GDP 成長。因此預期直至 2025 年間，達發將受惠此趨勢。展望未來，我們預期中國標案市場將成為達發的金雞母，此業務將隨市占率擴大而愈趨穩定。

至於其他成長中的市場，我們發現美國和歐洲標案市場由歐美業者主導，過去市場上少有亞洲業者足跡。然而，台灣整體供應商在美國及歐洲市占率正逐漸成長，主因 1) 達發母公司聯發科採取平台銷售策略，使集團可提供較同業全面的產品種類，包括 PON、Wi-Fi、乙太網、轉接器等；2) 台灣網通 OEM 業者正逐漸提高台灣 IC 業者產品的採用率。考量到達發目前在美國的市占率尚低於 10%，我們認為歐美將成為達發寬頻業務下一波成長動能。

目前預估 10G PON 在寬頻部門營收占比將自 2024 年 20-25%提升至 2025 年 25-30%。本中心因此預期寬頻部門營收 2024-26 年成長率分別為 20%/20%/11%，主要受惠 2025 年 10G PON 滲透率提升與標案市場復甦。

成長動能 2：藍芽部門企業市場需求復甦及產品組合偏重高階市場

過去達發的 TWS 營收佔比高，而 TWS 產品價格競爭激烈。然而，隨著公司改變策略將重心轉向高階市場，高階市場營收貢獻增加，達發逐漸退出高度競爭的 TWS 低階市場。本中心估計目前來自中國的藍芽營收貢獻不到 20%。

儘管總經環境持續負面影響需求，然對公司影響有限，原因在於達發多專注於高價 TWS、電競或企業用耳機等高端市場。此外，2024 年藍芽部門成長展望最佳，主要受惠於達發市佔率提升。本中心看好達發改變市場定位，預期公司能擴大覆蓋面切入助聽器等高附加價值市場。產品組合優化亦有助於提升藍芽部門的獲利率。

展望 2025 年，隨著總經環境日益改善，本中心預期企業用耳機需求將觸底反彈，成為藍芽部門主要成長動能。受惠輝達推出新 RTX 50 系列 GPU，公司電競 TWS 業務也將持續成長。整體而言，本中心預估 2024-26 年藍芽部門營收年成長率分別為 53%/7%/18%。

成長動能 3：市佔持續增加，來自乙太網成長助力逐漸加大

3Q24 乙太網業務於整體營收佔比最低。達發原先自有 1/2.5G PHY 技術，但不具備低速或較高速的 PHY 技術，因此公司為取得 10/100M PHY 及 PD 技術而投資子公司九暘電子。此外，為了完善產品組合，公司亦投資亞信電子獲得 USB 及 PCIe PHY 技術，目標切入工業市場。目前達發 PHY 產品布局完整，希望能提供自己的群組平台而非使用瑞昱的產品。公司現在正在發展 5/10G PHY 技術，以便趕上國際領導同業的腳步。

3Q24 乙太網營收貢獻不到 10%，但在所有部門中成長速度卻最快，係因該部門原本營收規模小，加上以消費性市場為主需求穩固。本中心預期 2024-26 年乙太網業務營收年成長率分別為 47%/40%/29%，受惠於公司在消費市場市佔持續提升、出貨增加，以及在消費和標案市場提供更全面的產品。隨著營運規模擴張，預估乙太網部門毛利率將逐漸改善，進而推動公司產品組合優化。

長期動能：DSP 助力達發切入資料中心業務，推升營收及毛利率成長力道

達發多數產品均為供給消費性及基礎建設市場，但公司已藉由 DSP 切入資料中心業務。達發目前可提供 400G 模組的 50G PAM4 DSP，且正在開發 800G 模組的 100G DSP 產品。相較於同業的解決方案，由於達發使用 12nm 製程生產 400G DSP，競爭對手的解決方案則是採用 7nm 以下先進製程，因此達發的成本結構優於同業。公司已開始出貨予美、中 Tier-2 CSP 客戶，並規畫 2025 下半年送樣 800G DSP 給客戶測試。我們認為達發將可藉機切入美系 Tier-1 CSP 業者。考量 2025-26 年自 400G 升級至 800G 為目前主流，預期達發掌握此機會的時機最快將在 2026 年。

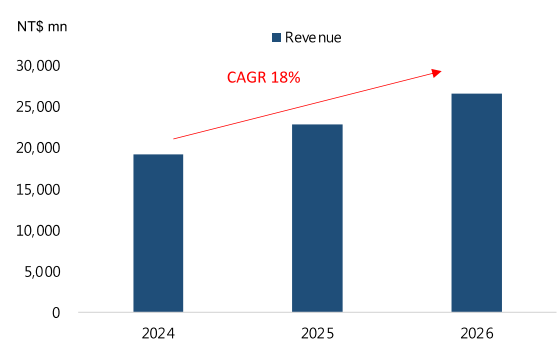
除了 DSP 外，達發目前亦在測試 TIA 產品，預估自 2025 年起開始貢獻營收。3Q24 光學相關營收佔比為低個位數，公司目標中長期達到與 GNSS 或乙太網相同之 10-20% 營收佔比。假設達發市佔持續增加，隨著產品供應更為全面推動每箱內含價值提升且潛在市場擴大，預估 2024-26 年光學相關營收年成長率分別為 145%/43%。更重要的是，由於市場焦點在於資料中心，且光學業務的毛利率優於其他部門，因此本中心預期光學業務營收佔比提高將有助於推動未來公司毛利率成長。

圖 4：2024-26 年財務預估與市場預估比較

(百萬元)	2024 估		2025 估		2026 估		差異		
	元大	市場	元大	市場	元大	市場	2024	2025	2026
營業收入	19,197	18,766	22,910	22,787	26,656	--	2.3%	0.5%	--
營業毛利	9,804	9,675	11,361	11,248	13,308	--	1.3%	1.0%	--
營業利益	2,921	3,147	3,696	4,249	4,728	--	-7.2%	-13.0%	--
稅前利益	3,138	3,371	3,909	4,468	4,940	--	-6.9%	-12.5%	--
稅後淨利	2,657	2,744	3,216	3,642	4,214	--	-3.2%	-11.7%	--
調整後 EPS (元)	15.90	16.26	19.21	20.98	25.17	--	-2.2%	-8.4%	--
重要比率 (%)							百分點	百分點	百分點
營業毛利率	51.1%	51.6%	49.6%	49.4%	49.9%	--	-0.5	0.2	--
營業利益率	15.2%	16.8%	16.1%	18.6%	17.7%	--	-1.6	-2.5	--
稅後純益率	13.8%	14.6%	14.0%	16.0%	15.8%	--	-0.8	-2.0	--

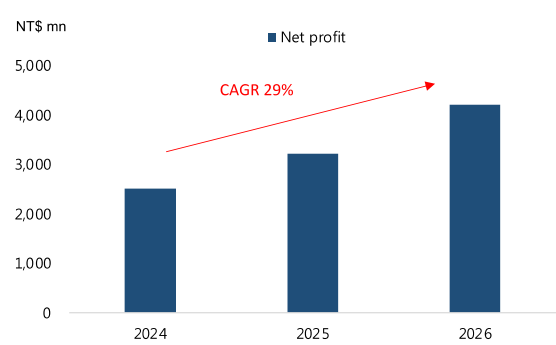
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

圖 5：2024-26 年營收年複合成長率為 18%



資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧預估

圖 6：2024-26 年獲利年複合成長率為 29%



資料來源：TEJ、公司資料、元大投顧預估

同業比較分析

藍牙音訊、固網寬頻、衛星定位晶片在全球市場佔有率已位列前三

達發科技在藍牙音訊、固網寬頻及衛星定位晶片領域已躋身全球市場佔有率前三，彰顯其技術實力與市場影響力。在 BTA 方面，達發透過高效能、低功耗的設計成功獲得全球各大耳機、智慧音箱及可穿戴設備製造商的青睞。近期 BTA 業務主要成長來自 TWS 及頭戴式耳機等應用，尤其在 Gaming 頭戴式耳機方面達發持續從美系大廠如手中取得市占率，目前全球前十大品牌約 9 成皆為達發客戶。在固網寬頻晶片領域，達發科技積極投入高效能 PON 以及光纖到戶 (FTTH) 及技術的研發，提供高度整合且具成本效益的解決方案。其晶片已廣泛應用於多個國家的網通基礎設施建設，在中國地區標案銷售涵蓋 G PON、10G PON；歐美地區則以高階 10G PON 為主。達發的固網寬頻晶片已獲歐洲領先電信運營商採用，計劃於 2025 年推出支持 Wi-Fi 7 的 10G-PON 服務，顯示達發產品競爭力逐漸強勁，不斷滲透歐美等高階市場。

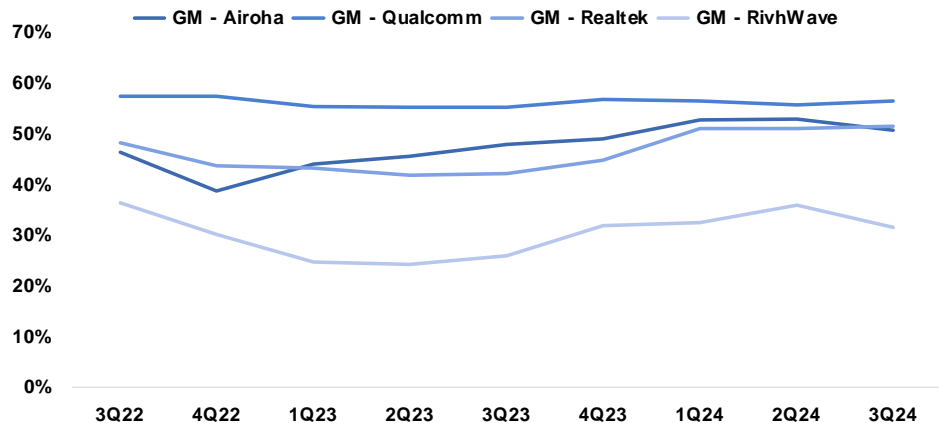
DSP 仍處發展初期，與 Tier 1 廠商仍存在規格差距

達發 DSP 產品下游客戶為光模組廠，而主要終端客戶為 CSP 業者，達發目前 DSP 產品發展至 400G PAM4 DSP (50G SerDes * 8 Lanes)，主要供應 Tier 1.5~Tier 2 之 CSP 業者，達發為全球第三家 50 Gbps 進入量產業者，僅次於 Marvell 及 Broadcom，然而目前 Tier 1 CSP 業者對於 DSP 的主流規格需求達 800G，主要供應商仍為國際大廠，惟達發目前 800G (100G SerDes) 產品則預計於 2H25 送樣測試，積極爭取打入 Tier 1 業者供應鏈機會。

毛利率水準已逐漸接近國際大廠

由國內外供應商的毛利率趨勢圖可以觀察到，達發的毛利率成長最為明顯，在 1Q23 便已超越台系同業，並且逐漸朝國際大廠靠攏，在市占率擴張的同時維持產品的價格與品質，反映其產品在技術力方面為一線品牌的水準。由於達發無線產品主要客戶皆為國際品牌廠，應用於高階 TWS 產品及頭戴式裝置，因此享有較佳的 ASP，支撐達發高階產品線收入。另外，目前達發 BTA 相關產品製程節點為 12nm，並且有望在明年送樣 6nm 產品，近一步將規格提升，提高產品競爭力。

圖 7：TWS IC 供應商毛利率比較

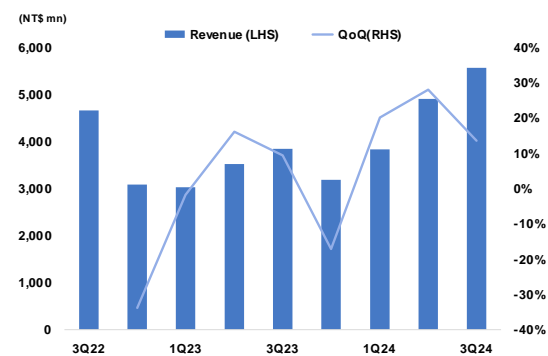


資料來源：公司資料、元大投顧

財務分析

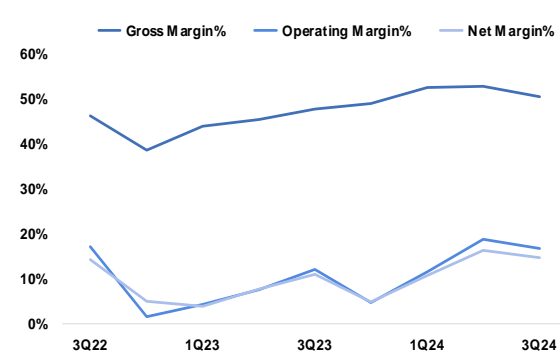
自 2022 年以來，受總經環境惡化以及終端需求疲軟影響，且疫情期間供應鏈斷鏈使產業安全庫存水準上升，導致客戶庫存水位偏高而啟動庫存調整，客戶需求下降使達發營收規模下降，並且產生庫存跌價損失，使整體獲利率下滑。今年以來隨著各業務部門動能強勁，BTA 消費性需求穩步復甦，加上去年之庫存跌價損失提列金額產生回沖利益，使達發營收及獲利達到新高水準，本中心預估達發 2025 年營收將逐季增長，估 2025 年營收逐季分別季增 1%、9%、18%、季減 3%，毛利率將落於 49-50%的水準。

圖 8：營收規模將持續擴大



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 9：近幾季各項獲利率有回升趨勢顯著

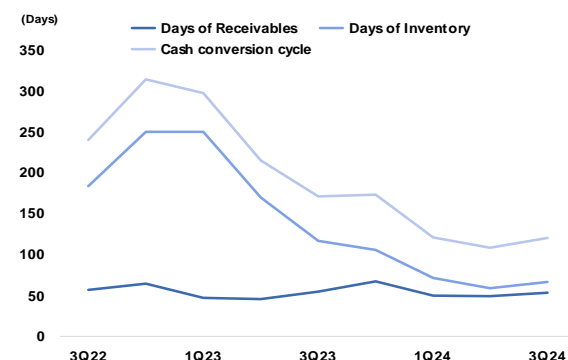


資料來源：公司資料、元大投顧

達發存貨周轉天數在 4Q22 達到高峰 250 天，在應收帳款週轉天數以及應付帳款週轉天數變動幅度不大的情況下，庫存問題使得公司現金循環天數在 4Q22 也大幅增加至 314 天，然整體庫存天數較高屬產業位處下降循環所導致之情事，2023 年供應鏈啟動庫存調整後，庫存調整天數逐漸下降，並且隨著 2024 年以來終端市場緩和復甦，以及達發市占率提升，目前庫存周轉天數大致維持在 60~70 天的健康水位。

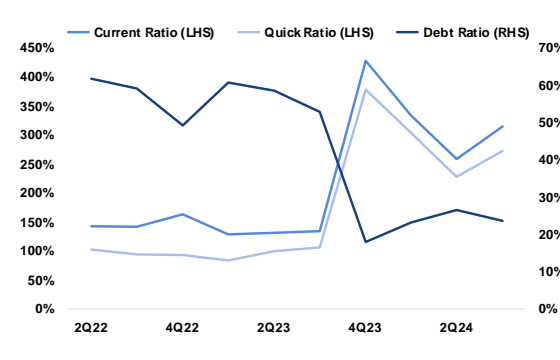
雖營收規模 2023 面臨逆風，然達發近兩年之負債比持續下降，近幾季維持在約 20%~30% 水準。流動比率與速動比率則隨之優化，就營運面本身而言，力智在資產與負債的管理得宜，近幾季皆維持健康水準，流動性風險較低。

圖 10：整體營運天數皆有轉佳趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧預估

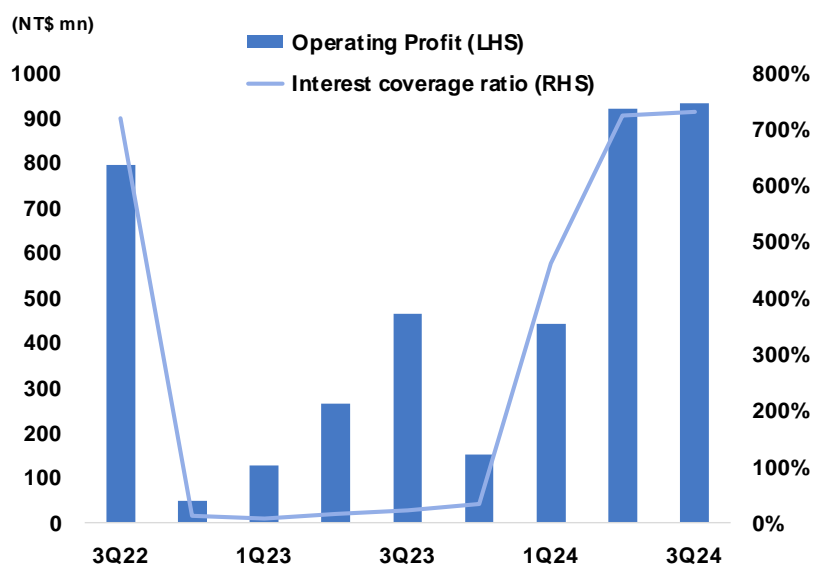
圖 11：流動比率、速動比率、負債比趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

達發利息保障倍數主要隨著營收及獲利趨勢變化，4Q22 營業利益率季減 15.5 個百分點至 1.6%，4Q22 至 4Q24 營業利益呈現低檔，使得利息保障倍數大幅滑落，然今年以來庫存調整結束、新品效應推升營收持續擴大，帶動獲利大幅提升，目前利息保證倍數已達歷史高檔水準。

圖 12：利息保障倍數隨獲利提升而轉佳



資料來源：公司資料、元大投顧

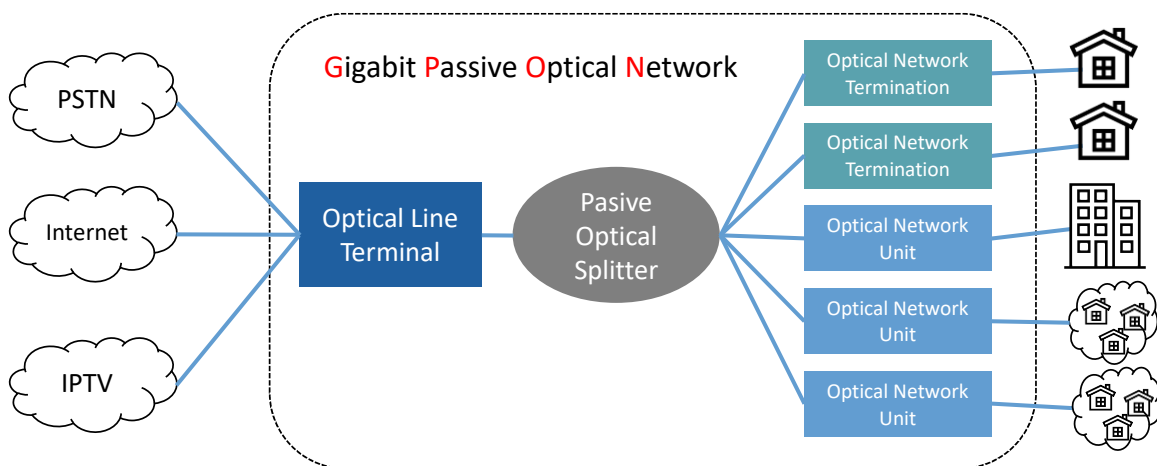
總經環境改善將刺激基礎建設需求復甦

2023 年升息環境持續加上庫存修正時間延長導致需求復甦力道不足，標案市場景氣下行。2024 年中國市場率先恢復，係因較早開始庫存調整推動庫存回補需求。此外中國政府亦已重啟多數 10G PON 及 Wi-Fi 7 基礎建設。中興與華為佔據了 70% 的中國市場，剩餘 30% 則由達發、博通及瑞昱等其他國外同業分配。根據本中心調查，由於達發與中國客戶關係較佳加上與聯發科合作統包式 (Turnkey) 解決方案，其市佔因此逐漸增長。展望未來，本中心預期中國標案市場將穩定成長，而達發市佔率亦將緩步提升。

在美國與歐洲，有鑑於利率環境與通膨上升，總體經濟的復甦比預期來得溫和，因此延遲了基礎設施的建設。此外，考慮到美國於 11 月進行選舉，大部分的標案項目皆被推遲至 2H24。因此，1H24 上述區域的標案市場需求疲軟。展望 2H24，標案已重新啟動，我們也看到美國由 Wi-Fi 6/6E+GPON 的規格遷移至 Wi-Fi 7+10GPON。至於歐洲，規格遷移似乎因為需求相對穩定而較晚開始。

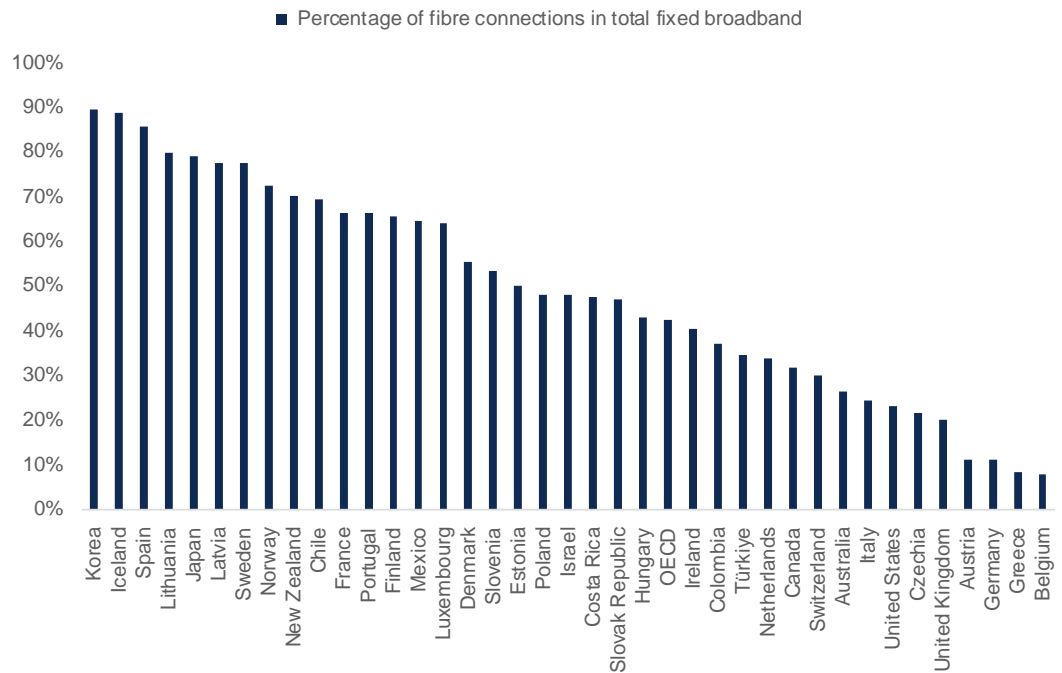
價格競爭方面，由於 GPON 的進入門檻較低，其定價壓力也相對較高，因此各廠商更加關注定價狀況較穩定的 10G PON。目前，美國與台灣的網通業者正更積極地開發韓國、中國與美國市場，這些市場部署 10G PON 技術的速度更快，我們相信 10G PON 的滲透率也將隨著 2025 年 Wi-Fi 7 採用率的提高而增加。

圖 13：GPON 系統圖示



資料來源：元大投顧

圖 14：各國光纖寬頻滲透率



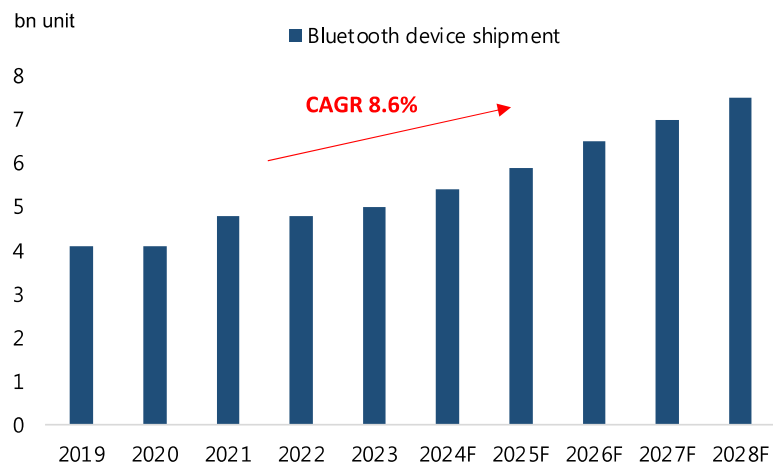
資料來源：OECD，元大投顧

TWS 滲透率的提升與 AI 功能的增加將推動 BT 的成長

針對藍芽，ABI Research 預測相關設備數量將從 2023 年的 50 億增加至 2028 年的 75 億，CAGR 為 8.6%。其中，TWS 是最大且成長最快的應用。根據 Canalys 的預測，2022-2032 年 TWS 出貨量將以 17% 的 CAGR 成長。TWS 龍頭供應商蘋果推出了最新產品 Airpod 4，其電池消耗更大，並配備 USB type-C。更重要的是，Airpod 4 的定價對消費者來說更實惠，因此我們預計它會刺激購買情緒。至於非蘋果 TWS，我們預計其他同業也會仿效蘋果的升級，而這將在短期內刺激 BT 的需求。此外，若按細分市場劃分 TWS 需求，高階需求受總體經濟影響較小。展望 2025 年，TWS 成長率將超過 2024 年，主要受益於(1)總體經濟復甦將帶動消費性產品需求；及(2)蘋果新產品 Airpod 4 將刺激換機潮。

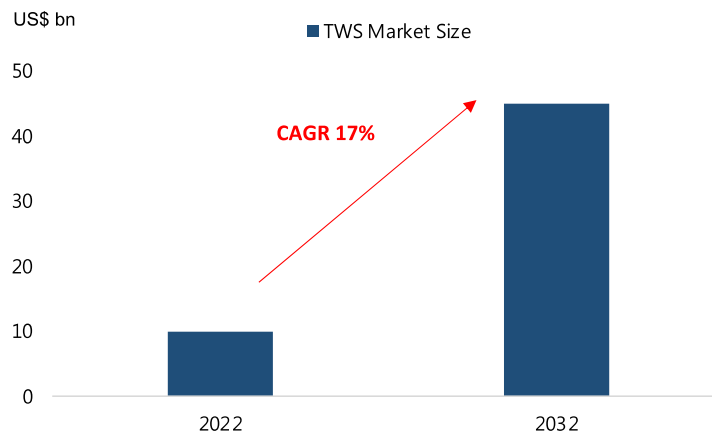
從競爭格局來看，有許多業者，特別是中國的 IC 設計廠進入 TWS 市場，例如恒玄科技與炬芯科技等，而現有的全球龍頭 IC 設計廠如高通、達發或瑞昱等也已涉足多年。因此，低階市場由中國同業主導，而全球龍頭業者則專注於高階市場，這是因為競爭較少且有更多附加價值功能，例如 ANC（主動降噪），從而以更高的獲利率提高均價。儘管中國業者努力打進高階市場，目前只有達發因專注於車用與基於 ARM 的 CPU 業務而拿下了高通的市場份額。

圖 15：2019-28 年藍芽相關設備出貨量年複合成長率將達 8.6%



資料來源：ABI Research、元大投顧

圖 16：2022-32 年 TWS 出貨量將年增 17%



資料來源：Canalys、元大投顧

圖 17：TWS 產品比較

	Apple AirPods Pro 2	Galaxy Buds 3 Pro
Bluetooth	Bluetooth 5.3	Bluetooth 5.4
Noise cancellation	Yes	Yes
Microphone	Dual beamforming microphones, Inward-facing microphone	Enhanced 2-way
Voice Command	Yes	Yes
Voice/Siren Detect	Yes	Yes
Battery life	6 hours of listening time	7 hours of listening time
Dust, sweat, and water resistant	IP54	IP57

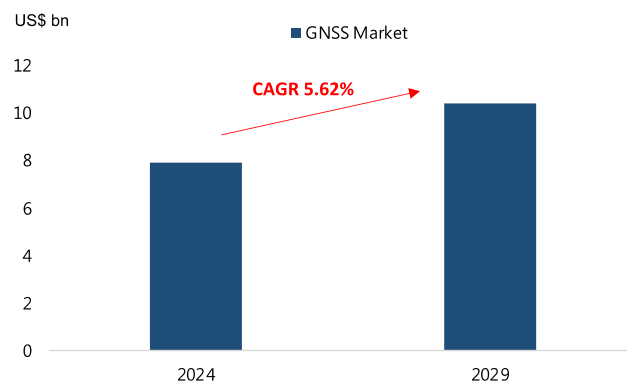
資料來源：公司資料、元大投顧

車用業務為 GNSS 長線利多

全球衛星導航系統 (GNSS) 是利用衛星提供自動地理定位的全球系統。各個國家或地區均有其系統，2024 年總計有四個全球系統。GNSS 晶片可用於所有需要定位功能的裝置，如智慧型手機、手錶、PC、家用產品、飛機、汽車、無人機或軍事用途等等。因此，GNSS 需求極為廣泛，但晶片單價卻相對偏低。Mordor Intelligence 預估 GNSS 市場規模將自 2024 年的 79.2 億美元成長至 2029 年的 104.1 億美元，隱含 CAGR 5.62%。該市場成長相對穩健。若從 GNSS 出貨量成長來看，EUSPA 預估 2023-2033 年配備 GNSS 晶片之裝置出貨量 CAGR 為 3%。

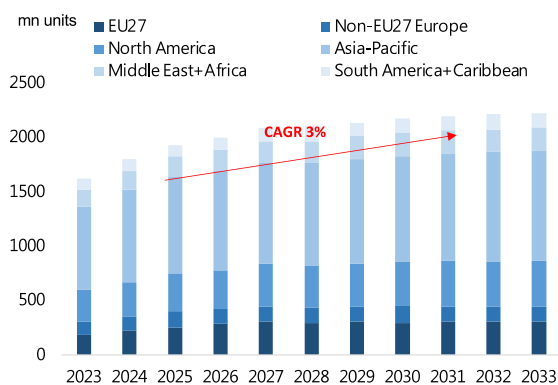
在後疫情時代，目前 GNSS 業者相對稀缺，主要供應商包括 STMicro、Qualcomm、Broadcom、達發及 Intel。目前僅 Qualcomm 與達發較積極開發新產品，因此兩者在消費性市場中的能見度逐漸提高。

圖 18：GNSS 市場 2024-29 年 CAGR 為 5.62%



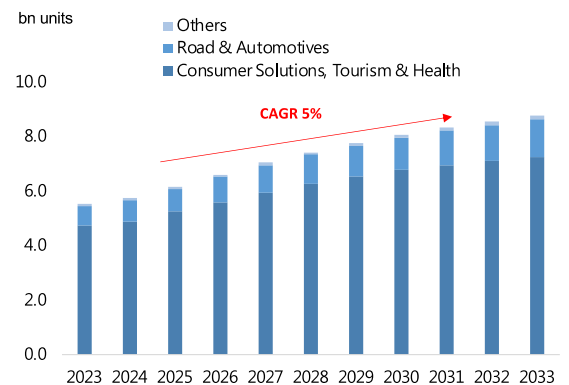
資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

圖 19：GNSS 設備出貨量 2023-33 年 CAGR 為 3%



資料來源：EUSPA、元大投顧

圖 20：GNSS 設備總數量 2023-33 年 CAGR 為 5%

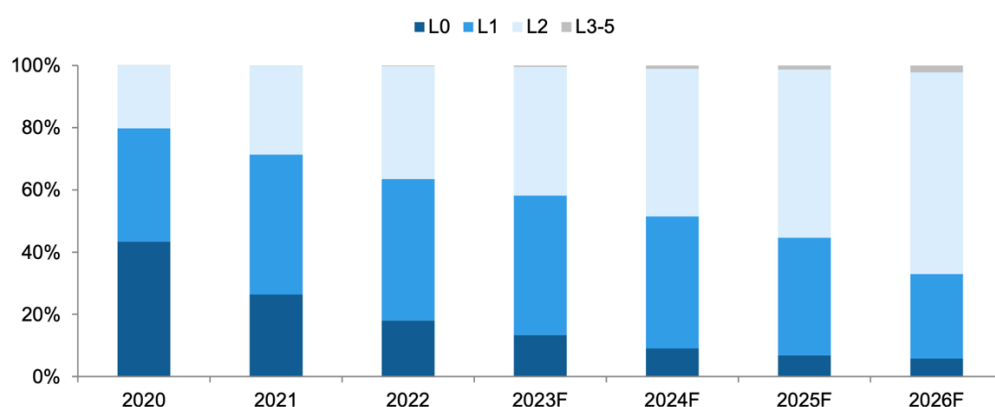


資料來源：EUSPA、元大投顧

未來車用及低軌道衛星將是相關供應商競相爭奪的市場，係因 GNSS 晶片目前在這兩項應用的滲透率仍偏低。電動車市場在過去十年間維持高速成長，電子化程度提高也將進一步推升晶片需求。此外，更高等級的自動駕駛需要更精準的定位功能，也將推升高獲利率晶片的單價。因此，車用將是所有相關業者接下來的主要應用領域，我們認為如 Qualcomm 或達發等擁有完整車用平台解決方案的供應商，將享有更多優勢擴大市佔率。

在低軌道衛星方面，由於部分發展中國家尚無網路布建，加上建置實體纜線有所難度，因此低軌道衛星將是解決上述問題的最佳方案。根據 Mordor Intelligence 預估，低軌道衛星市場規模於 2029 年將成長至 2200 億美元，隱含 CAGR 10%。每顆低軌道衛星需要搭配一顆 GNSS 晶片。因此，雖然該產業的潛在市場規模看似相對較小，但我們認為產業前景依舊看俏。

圖 21：2026 年 level 2 級以上占比將達 67%



資料來源：ICV Tank、元大投顧

圖 22：2023-29 年低軌道衛星市場 CAGR 為 10%



資料來源：Mordor Intelligence、元大投顧

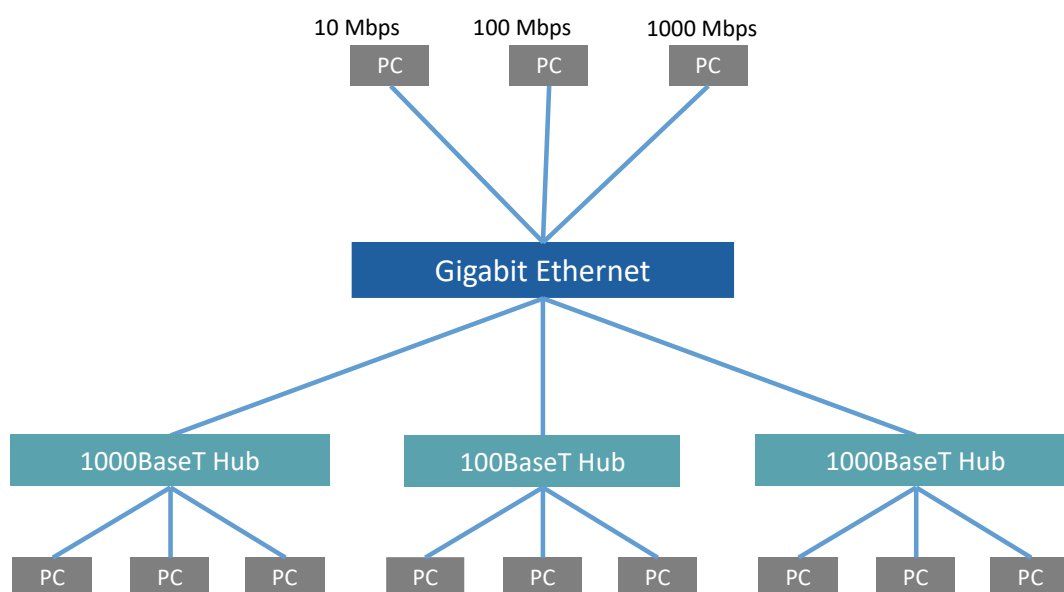
乙太網路不僅在消費性市場將更為常見，也將在資料中心普及

乙太網路是用於區域網路 (LAN)、都會網路 (MAN) 及廣域網路 (WAN) 的有線電腦網通技術。因此，乙太網路常見於各項應用，包括 3C、網通、工業、車用及資料中心。根據 KBV Research 預估，2023 年至 2030 年乙太網路潛在市場 CAGR 將達 11%。

我們預估乙太網路市場將隨著 2025 年需求全面回溫而成長。更重要的是，在 AI 需求激增之際，傳輸需求也將隨之增溫。目前 AI 的主流網通規格為乙太網路 (開放原始碼) 及 NVLink (私人)，因此我們預期未來乙太網路成長將加速，且規格及單價也將有所提升。

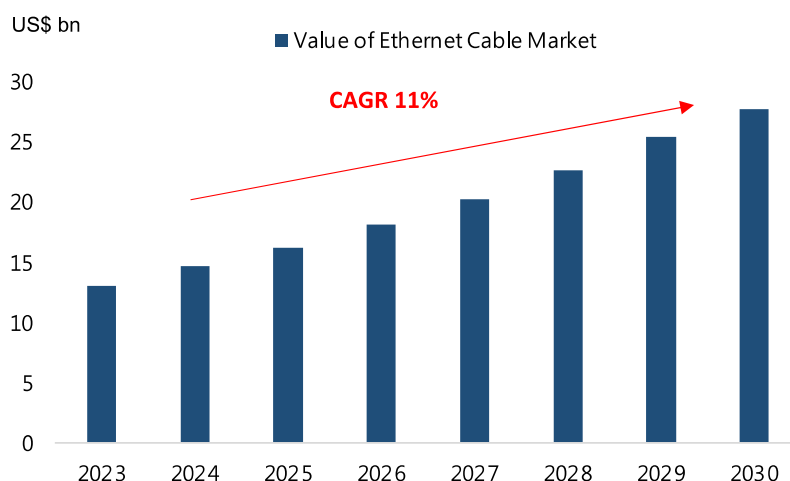
主要供應商如 Broadcom、Marvell、Aster Labs，以及台灣業者目前在資料中心市場的布局仍有限。而消費性市場的競爭則相對激烈，不但有許多既有供應商，也有新進業者加入。除了全球領導業者外，台灣網通 IC 大廠如瑞昱或達發多年來也提供相關產品。

圖 23：乙太網路圖示



資料來源：元大投顧

圖 24：乙太網路市場 2023-30 年 CAGR 將達 11%

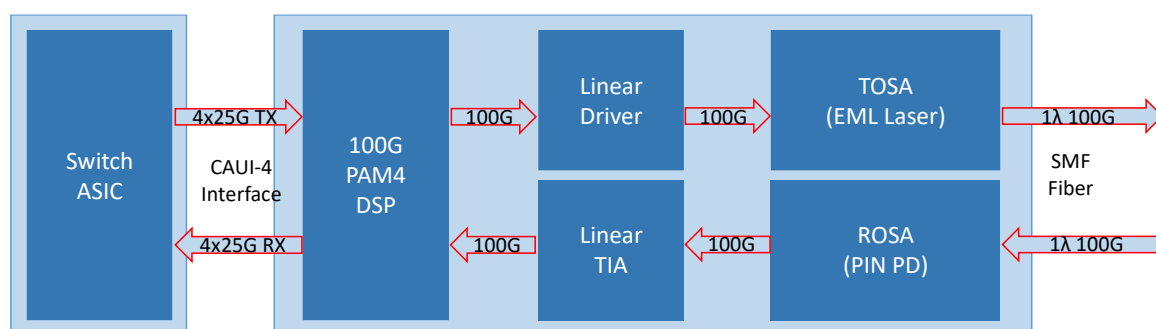


資料來源：KBV Research、元大投顧

未來資料中心蓬勃發展，數位訊號處理器 (DSP) 將不可或缺

受惠於強勁 AI 伺服器需求推升資料中心建置需求，光學模組需求也隨著資料傳輸需求成長而增溫。Innolight 預估 2025 年光學模組出貨量將年增 72%，自 2024 年的 1700-1900 萬台增至 2025 年的 2700-3500 萬台。因此，不僅是模組廠，光學模組的晶片供應商也將受惠。Broadcom 和 Marvell 為主要 IC 供應商，提供 switch ASIC 及 DSP 的主晶片。雖然 Broadcom 已宣布將推出無 DSP 的 CPO 解決方案，但我們認為該方案僅適用於極短程傳輸，而 DSP 仍是較長程傳輸的必要元件。Switch ASIC 的技術進入門檻較高，供應商包括 Broadcom 及 Marvell。而 DSP 的供應商只有 Broadcom 及 Marvell。台灣業者只有達發能夠出貨 DSP 給資料中心客戶，因此我們相信達發具有很大的市場潛力，目前僅供應 50G DSP，落後市場領導供應商一個世代。

圖 25：光學模組的資料傳輸流



資料來源：元大投顧

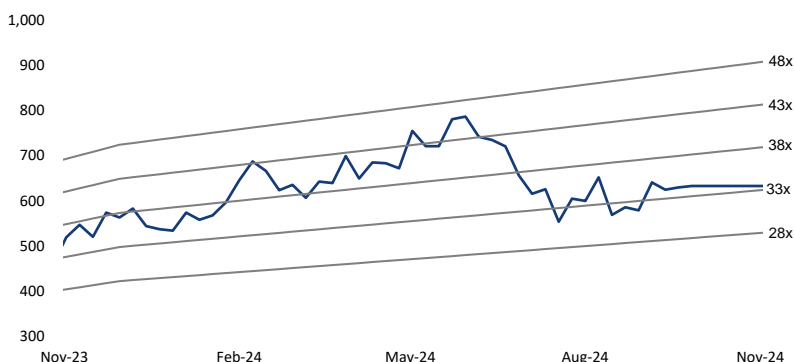
獲利調整與股票評價

網通需求仍為 2025 年主要成長動能，需求將逐漸回溫；初次評等給予買進建議，目標價 770 元

展望 2025 年，某些成長動能已在眼前：1) 總經環境改善將於 2025 年帶來更大影響，進而刺激家用與企業網通需求增加，寬頻業務將因此受惠最多。本中心預估 2025 年寬頻業務將年增 20%，優於公司平均水準並成為公司最大成長來源；2) BTA 業務 2025 年亦將受惠於消費性需求增長及 TWS 滲透率持續提升，但受限於 2024 年高基期，成長率將低於公司平均；3) 2025 年乙太網及光學業務仍將維持高成長力道，受 AI 需求持續激增及市佔增加推動。因此，本中心預期 2025 年營收將年增 19%，毛利率將達 49.6%，位於公司長期展望區間 48-50% 上緣。隨著營運槓桿效益持續提升，預估 2025 年 EPS 將年增 21% 至 19.21 元。營收、毛利率與 EPS 預估分別高於市場預期 0.5%、0.2 個百分點及低於市場預期 8%。

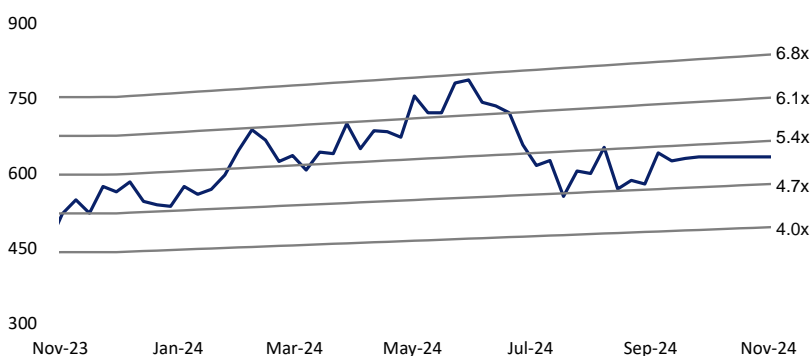
達發目前交易於 32 倍 2025 年預估 EPS，對比近五年歷史本益比區間為 30-50 倍。相較於台灣網通 IC 同業平均本益比 25 倍，達發本益比評價似乎較高，我們認為係因達發的持股結構較為集中。聯發科持股超過七成，導致達發擁有等同於采鈺之較高評價。考量資料中心業務展望樂觀、台系網通 IC 業者不多，加上產品組合改善將提升獲利延續性，我們認為目前評價具吸引力，因此初次評等給予買進建議，目標價 770 元係基於 40 倍本益比、2025 年預估 EPS 19.21 元推得。

圖 26：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 27：12 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 28：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
達發	6526 TT	買進	622.0	3,157	6.61	15.90	19.21	94.1	39.1	32.4	(66.8)	140.4	20.8
國外													
Broadcom	AVGO US	未評等	163.9	765,694	4.2	4.8	6.2	39.1	34.0	26.6	52.8	15.1	27.7
Qualcomm	QCOM US	未評等	155.5	172,716	8.3	10.1	11.2	18.7	15.4	13.9	(28.2)	21.5	10.9
Credo	CRDO.O	未評等	46.3	7,685	0.1	0.1	0.4	794.0	659.1	128.1	--	20.5	414.6
Marvell	MRVL US	未評等	92.9	80,505	2.1	1.5	1.4	43.7	61.4	64.5	--	(28.8)	(4.8)
Bestechnic	688608.SS	未評等	254.0	4,236	1.4	2.9	4.4	180.1	86.7	57.7	38.1	107.8	50.3
Actions	688049.SS	未評等	35.0	733	0.5	0.5	0.6	73.6	64.7	56.4	29.4	13.7	14.8
國外平均					2.8	3.3	4.0	191.5	153.5	57.9	23.0	25.0	85.6
國內													
瑞昱	2379 TT	買進	484.5	7,636	17.8	29.1	32.5	27.2	16.6	14.9	(43.5)	63.2	11.5
立積	4968 TT	未評等	190.5	531	(2.1)	2.5	5.5	--	77.9	34.5	--	--	125.8
國內平均					7.9	15.8	19.0	27.2	47.3	24.7	(43.5)	63.2	68.7

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 29：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
達發	6526 TT	買進	622.0	3,157	7.7	13.6	15.4	99.14	110.89	125.03	6.3	5.6	5.0
國外													
Broadcom	AVGO US	未評等	163.9	765,694	70.5	35.6	37.1	5.5	14.2	18.8	29.6	11.6	8.7
Qualcomm	QCOM US	未評等	155.5	172,716	50.7	41.3	41.3	18.6	22.4	26.9	8.4	6.9	5.8
Credo	CRDO.O	未評等	46.3	7,685	0.4	(1.4)	4.3	2.3	2.9	3.3	20.6	15.9	13.9
Marvell	MRVL US	未評等	92.9	80,505	6.5	6.9	5.6	18.2	17.7	16.4	5.1	5.3	5.7
Bestechnic	688608.SS	未評等	254.0	4,236	3.0	5.8	8.2	61.6	59.3	56.3	4.1	4.3	4.5
Actions	688049.SS	未評等	35.0	733	3.9	4.2	4.8	12.3	12.7	13.1	2.8	2.8	2.7
國外平均					22.5	15.4	16.9	19.7	21.5	22.5	11.8	7.8	6.9
國內													
瑞昱	2379 TT	買進	484.5	7,636	20.6	30.0	30.7	82.3	97.0	106.0	5.9	5.0	4.6
立積	4968 TT	未評等	190.5	531	(7.7)	7.3	18.9	24.5	26.4	31.0	7.8	7.2	6.2
國內平均					6.4	18.6	24.8	53.4	61.7	68.5	6.8	6.1	5.4

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 30：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	3,827	4,899	5,565	4,907	4,979	5,405	6,372	6,155	19,197	22,910
銷貨成本	(1,815)	(2,312)	(2,754)	2,511	2,538	2,737	3,184	3,091	9,392	11,550
營業毛利	2,012	2,587	2,810	2,396	2,440	2,668	3,188	3,064	9,804	11,361
營業費用	(1,569)	(1,665)	(1,878)	1,771	1,762	1,838	2,045	2,019	6,884	7,664
營業利益	442	921	933	624	678	831	1,143	1,045	2,921	3,696
業外利益	61	62	47	47	53	53	53	53	217	213
稅前純益	504	984	980	671	731	884	1,196	1,098	3,138	3,909
所得稅費用	(94)	(183)	(161)	110	113	137	185	170	549	606
少數股東權益	0	0	(34)	(34)	(34)	(34)	(10)	(10)	(67)	(87)
歸屬母公司稅後純益	410	801	852	595	584	713	1,001	918	2,657	3,216
調整後每股盈餘(NT\$)	2.46	4.78	5.09	3.55	3.49	4.26	5.98	5.48	15.90	19.21
調整後加權平均股數(百萬股)	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
重要比率										
營業毛利率	52.6%	52.8%	50.5%	48.8%	49.0%	49.4%	50.0%	49.8%	51.1%	49.6%
營業利益率	11.6%	18.8%	16.8%	12.7%	13.6%	15.4%	17.9%	17.0%	15.2%	16.1%
稅前純益率	13.2%	20.1%	17.6%	13.7%	14.7%	16.4%	18.8%	17.8%	16.4%	17.1%
稅後純益率	10.7%	16.3%	15.3%	12.1%	11.7%	13.2%	15.7%	14.9%	13.8%	14.0%
有效所得稅率	18.7%	18.6%	16.4%	-16.4%	-15.5%	-15.5%	-15.5%	-15.5%	-17.5%	-15.5%
季增率(%)										
營業收入	20.1%	28.0%	13.6%	-11.8%	1.5%	8.6%	17.9%	-3.4%		
營業利益	191.4%	108.3%	1.2%	-33.1%	8.7%	22.6%	37.5%	-8.6%		
稅後純益	169.7%	95.4%	6.4%	-30.2%	-1.8%	22.1%	40.4%	-8.3%		
調整後每股盈餘	142.9%	94.0%	6.5%	-30.2%	-1.8%	22.1%	40.3%	-8.3%		
年增率(%)										
營業收入	26.3%	39.3%	44.8%	54.0%	30.1%	10.3%	14.5%	25.4%	41.4%	19.3%
營業利益	244.2%	246.9%	100.7%	311.3%	53.3%	-9.8%	22.5%	67.5%	189.0%	26.5%
稅後純益	243.7%	192.9%	100.6%	291.3%	42.5%	-10.9%	17.5%	54.3%	174.1%	21.0%
調整後每股盈餘	200.7%	154.5%	74.3%	250.0%	41.6%	-10.9%	17.4%	54.4%	140.4%	20.8%

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

達發專注於「網通基礎建設」與「高階 AI 物聯網」兩大應用領域

達發產品線主要可分為**無線事業群**及**有線事業群**，其中無線事業群產品包括藍牙音訊 (BTA) 、全球導航衛星系統 (GNSS) ，主要應用為高階 AI 物聯網；有線事業群產品則包括寬頻 (Broad band) 及乙太網 (Ethernet) ，主要應用領域為網通、基建等。目前達發營收分佈為高階 AI 物聯網>55%、網通基礎建設<40%，公司預估 2024 全年營收佔比為高階 AI 物聯網>50%、網通基礎建設 40-45%。

高階 AI 物聯網 (無線事業群)

無線事業群的 55%營收佔比中，BTA 約佔其中 80%、GNSS 約 20%。

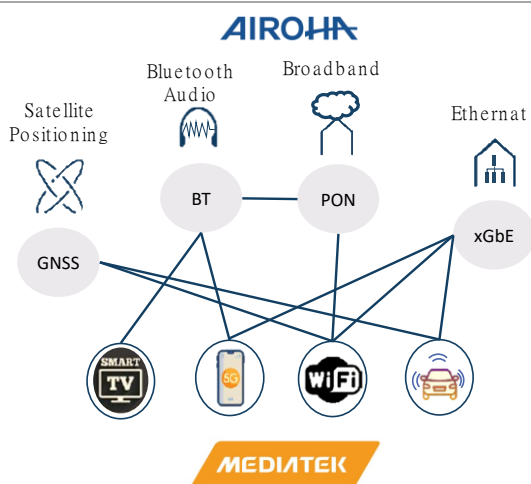
- BTA 終端應用產品為耳機、無線藍牙耳機 (TWS) 、頭戴式裝置、音箱等，提供主動降噪、麥克風通話降噪、電源管理等功能。近期 BTA 主要成長來自 TWS 及頭戴式耳機等應用，尤其在 Gaming 頭戴式耳機方面達發持續從美系大廠手中取得市占率，目前全球前十大品牌約 9 成皆為達發客戶。
- GNSS 主要應用於穿戴式裝置、追蹤器、蜂窩基站、無人駕駛飛行器 (UAV) 、汽車等終端產品。達發 GNSS 目前最大應用為消費型穿戴裝置，持續朝高精準度方向發展，中期目標為工業用領域應用，如追蹤器等更高精度、具備 AI 演算、高客製化等特性。長期目標與母公司合作佈局車用品牌，然由於車用之驗證及導入時間較長，仍待發酵。

網通基礎建設 (有線事業群)

有線事業群的 40~45%營收佔比中，Broadband 約佔其中 75%以上，Ethernet 則小於 25%。

- Broadband 有 GPON、10GPON、DSP 等產品。達發 DSP 產品下游客戶為光模組廠，而主要終端客戶為 CSP 業者。目前 Tier 1 CSP 業者對於 DSP 的主流規格需求達 800G，達發目前產品發展至 400G PAM4 DSP (50G SerDes * 8 Lanes)，主要供應 Tier 1.5~2 之 CSP 業者，800G (100G SerDes) 產品則預計於 2H25 送樣測試，積極爭取打入 Tier 1 業者供應鏈機會。
- Ethernet 有 Switch 以及 PHY 等產品。乙太網產品線方面，由於達發主要 PHY 產品規格為 1G/2.5G，而九陽科技則為 10M/100M，達發於今年透過合併九陽科技來完整其中低階產品佈局，擴展其整體潛在市場。同時，乙太網業務因為營收基期低、市占率仍小，達發希望可以切入聯發科集團品牌，發揮其集團優勢及合併之綜效。

圖 31：達發與聯發科的產品應用



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 32：達發終端產品應用



資料來源：公司資料、元大投顧

達發歷經 20 年的團隊整併，股權結構集中於聯發科技

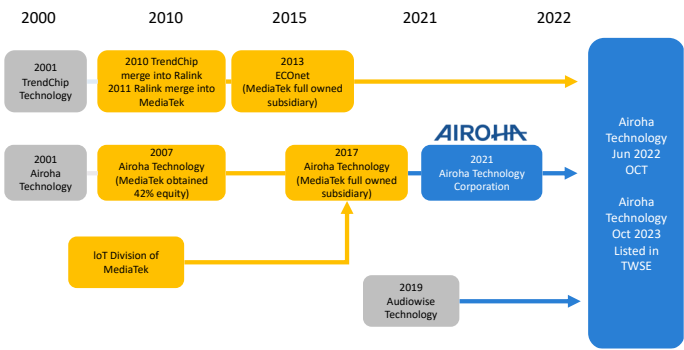
達發前身為絡達科技股份有限公司，成立於 2001 年。聯發科於 2007 年向明基收購取得絡達 42% 股權，並且於 2017 年整併絡達為集團 100% 持股之子公司，同年聯發科技藍牙通訊相關之物聯網產品事業併入絡達。2021 年絡達與聯發科技子公司創發科技進行合併，並更名為達發科技，透過此合併案達發跨足無線通訊及固網通訊晶片市場。目前聯發科持有達發約近 7 成股權，其餘股權相對分散，達發的股權結構提供了穩定的管理基礎並且享有母公司龐大的資源，同時保留一定的市場流動性。

圖 33：達發前十大股東

	Name	Ownership
1	MediaTek	66.41%
2	Airoha ESOPs	6.93%
3	Inu Limited	1.54%
4	Star Semicon	1.09%
5	Fuh Hwa Capital VC	0.82%
6	KAiA Capital	0.64%
7	Cathay Life Insurance	0.63%
8	Cathay Bank Custodial Services for Ju Neng Investment Account	0.48%
9	Cypress VC III	0.41%
10	LIAO,XUE-BANG	0.36%
	前十大股東合計	79.31%

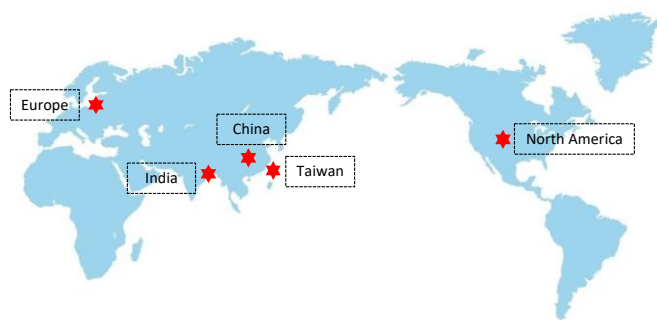
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 34：達發公司結構發展



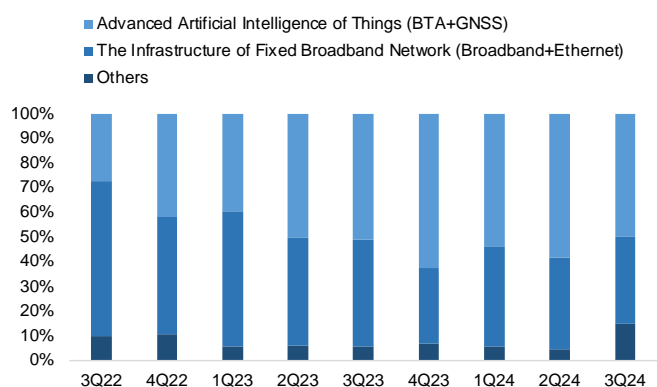
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 35：達發足跡遍布亞洲、歐洲、美洲



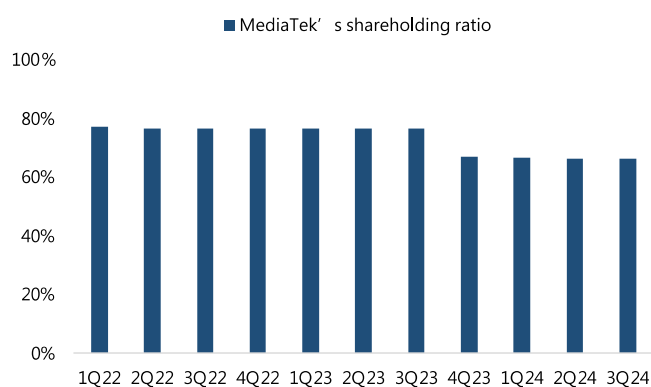
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 36：產品組合



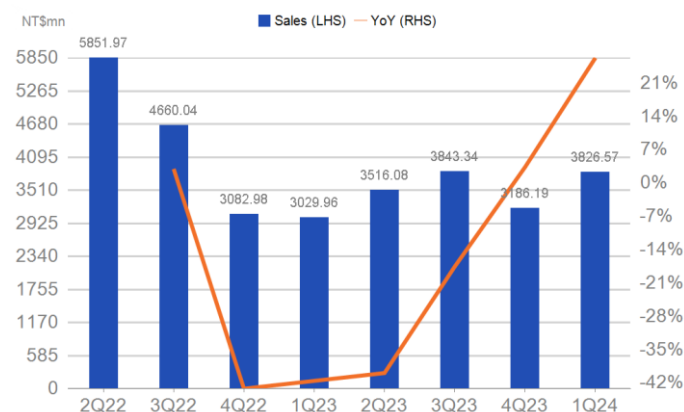
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 37：聯發科持股比例



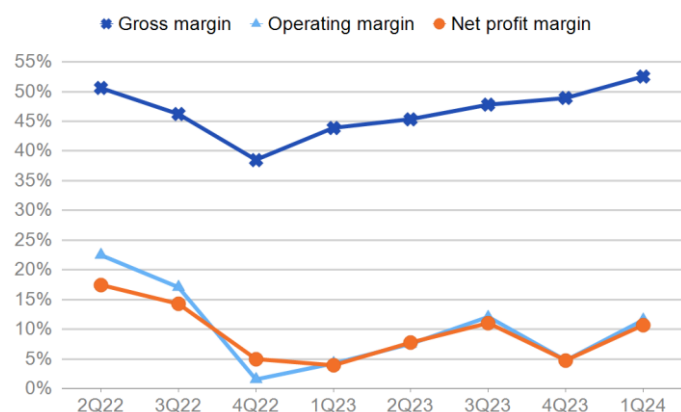
資料來源：公司資料、TEJ、公司資料

圖 38：營收趨勢



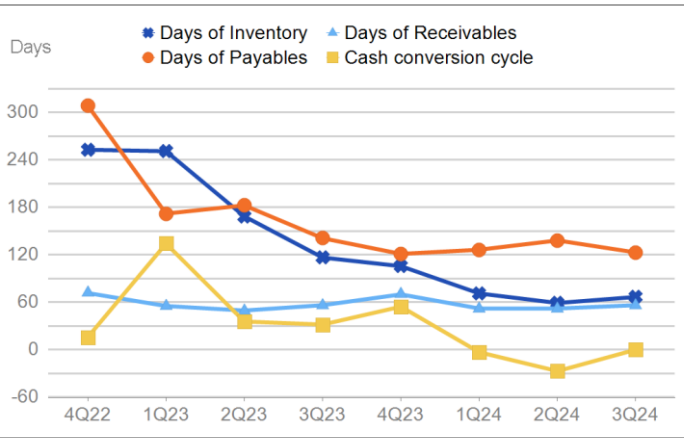
資料來源：CMoney、公司資料

圖 39：毛利率、營益率、淨利率



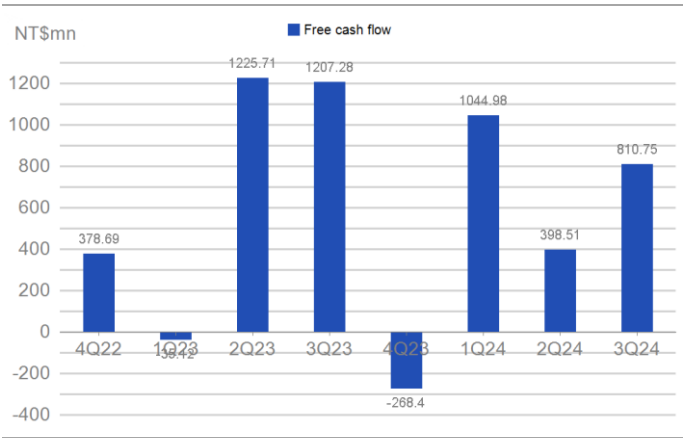
資料來源：CMoney、公司資料

圖 40：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 41：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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	3,744	9,206	12,477	14,313	17,007
存貨	5,232	1,574	2,142	2,637	2,997
應收帳款及票據	1,605	2,068	3,031	3,801	4,356
其他流動資產	1,691	624	341	341	341
流動資產	12,271	13,471	17,991	21,093	24,701
採用權益法之投資	544	552	543	543	543
固定資產	1,285	2,753	3,733	3,595	3,501
無形資產	1,663	1,512	3,113	2,839	2,631
其他非流動資產	1,309	1,758	1,844	1,844	1,844
非流動資產	4,802	6,575	9,233	8,821	8,519
資產總額	17,073	20,046	27,224	29,914	33,220
應付帳款及票據	825	631	1,558	1,918	2,180
短期借款	3,700	0	0	0	0
什項負債	3,019	2,517	3,803	3,803	3,803
流動負債	7,544	3,148	5,361	5,721	5,983
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	861	441	815	815	815
長期負債	861	441	815	815	815
負債總額	8,405	3,589	6,176	6,536	6,798
股本	1,455	1,660	1,675	1,675	1,675
資本公積	1,922	10,777	10,887	10,887	10,887
保留盈餘	4,977	3,768	5,638	7,881	10,885
什項權益	314	251	(836)	(836)	(836)
歸屬母公司之權益	8,668	16,457	18,536	20,779	23,783
非控制權益	0	0	2,512	2,599	2,639
股東權益總額	8,668	16,457	21,048	23,378	26,422

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	2,894	969	2,523	3,216	4,214
折舊及攤提	558	719	1,072	1,275	1,307
本期營運資金變動	(972)	3,022	(603)	(906)	(653)
其他營業資產 及負債變動	149	(856)	1,149	0	0
營運活動之現金流量	2,630	3,854	4,341	3,847	4,909
資本支出	(838)	(1,724)	(788)	(694)	(807)
本期長期投資變動	15	8	0	0	0
其他資產變動	(934)	370	346	(170)	(198)
投資活動之現金流量	(1,757)	(1,347)	(442)	(864)	(1,005)
股本變動	769	205	0	0	0
本期負債變動	3,447	(3,700)	0	0	0
現金增減資	0	8,918	0	0	0
支付現金股利	(6,236)	(2,183)	(830)	(993)	(1,211)
其他調整數	(252)	(264)	46	0	0
融資活動之現金流量	(2,272)	2,976	(785)	(993)	(1,211)
匯率影響數	77	(21)	104	0	0
本期產生現金流量	(1,322)	5,462	3,219	1,991	2,694
自由現金流量	1,792	2,129	3,553	3,153	4,102

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	18,781	13,576	19,197	22,910	26,656
銷貨成本	(9,739)	(7,253)	9,392	11,550	13,348
營業毛利	9,042	6,322	9,804	11,361	13,308
營業費用	(5,689)	(5,312)	6,884	7,664	8,580
推銷費用	(499)	(442)	677	839	925
研究費用	(4,796)	(4,444)	5,673	6,193	6,944
管理費用	(394)	(425)	534	633	711
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	3,353	1,011	2,921	3,696	4,728
利息收入	129	136	236	205	205
利息費用	(14)	(73)	(70)	(33)	(33)
利息收入淨額	116	63	166	172	172
投資利益(損失)淨額	83	45	40	32	30
匯兌損益	110	(49)	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	92	124	11	8	10
稅前純益	3,755	1,194	3,138	3,909	4,940
所得稅費用	(860)	(224)	549	606	766
少數股權淨利	0	0	(67)	(87)	(40)
歸屬母公司之稅後純益	2,894	969	2,657	3,216	4,214
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,326	1,986	2,921	3,696	4,728
調整後每股盈餘 (NT\$)	19.89	6.61	15.90	19.21	25.17

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	5.9	(27.7)	41.4	19.3	16.3
營業利益	(9.4)	(69.9)	189.0	26.5	27.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	1.1	(54.1)	47.1	26.5	27.9
稅後純益	(8.5)	(66.5)	174.1	21.0	31.1
調整後每股盈餘	26.0	(66.8)	140.4	20.8	31.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	48.2	46.6	51.1	49.6	49.9
營業利益率	17.9	7.4	15.2	16.1	17.7
稅前息前淨利率	19.9	8.3	15.2	16.1	17.7
稅前息前折舊攤銷前淨利率	23.0	14.6	15.2	16.1	17.7
稅前純益率	20.0	8.8	16.4	17.1	18.5
稅後純益率	15.4	7.1	13.8	14.0	15.8
資產報酬率	17.2	5.2	9.8	10.8	12.7
股東權益報酬率	29.5	7.7	14.3	15.5	17.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	97.0	21.8	29.3	28.0	25.7
淨負債權益比(%)	(0.5)	(55.9)	(59.3)	(61.2)	(64.4)
利息保障倍數 (倍)	278.9	17.3	0	0	0
流動比率 (%)	162.7	428.0	335.6	368.7	412.9
速動比率 (%)	92.9	374.2	295.6	322.6	362.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(44)	(9,206)	(12,477)	(14,313)	(17,007)
調整後每股淨值 (NT\$)	59.57	99.14	110.89	124.11	142.05
評價指標 (倍)					
本益比	31.3	94.1	39.1	32.4	24.7
股價自由現金流量比	58.0	48.8	29.2	34.9	25.4
股價淨值比	10.4	6.3	5.6	5.0	4.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨	24.0	52.3	35.6	28.1	22.0
股價營收比	5.5	7.7	5.4	4.5	3.9

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。

達發 (6526 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

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 仁愛路三段 157 號 4 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>.