



研究報告

啟碁(6285.TT)

逢低買進(維持)

TP：125

庫存調整接近尾聲，2025年三大產品線皆呈現成長趨勢

核心觀點

24Q3 獲利因產品組合較差而低於預期，隨著庫存調整接近尾聲及產品組合改善，2025年三大產品線皆呈現成長趨勢，預估2024/2025年EPS為6.38/7.84元，目前評價合理，維持投資評等為「逢低買進」。

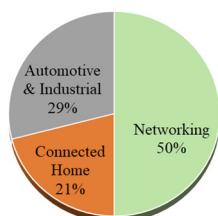
交易資料

收盤價	119.00
市值(億元)	577.51
流通在外股數(百萬股)	485.30
本益比(2025F)	15.18
股價淨值比	2.20
240日股價(低/均/高)	108.5/142/174.5
60日均成交額(百萬元)	353.70

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	6%至20%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	11%至20%

資料來源：證基會

研究員：蔡博任
pojen-71579@esunsec.com.tw

重要訊息

公司召開法說會，更新營運近況，預估2025年營收區間為1,150~1,200億元，毛利率區間為12%~13%。

玉山觀點

24Q3獲利因產品組合較差而低於預期。24Q3營收為260億元，季減15%，年減11%，毛利率11.37%，較前一季下滑1.23個百分點，24Q3由於客戶庫存調整，影響新產品推出時程，成熟型產品出貨較多，整體產品組合較差，故毛利率下滑，營業利益為6億元，季減52%，年減60%，EPS為1.07元，低於預期。

24Q4營收預估小幅回升。24Q3季底存貨下降至176億元，季減16%，年減25%，隨著庫存調整接近尾聲及產品組合改善，預計24Q4營收與毛利率將有所改善，預估24Q4營收263億元，季增1%，年減11%，毛利率11.85%，EPS為1.36元。

展望2025年營收成長5%~10%，車用產品成長性最佳。公司車用產品線專注於一級汽車零件供應商及汽車製造商，產品包括車聯網、衛星廣播設備、高級自動駕駛輔助系統解決方案等，目標成為電動車產業鏈的核心供應商，持續發展汽車關鍵模組及感測器產品線，拓展至相關應用市場，今年因整體車市狀況不佳，營收衰退，惟明年庫存調整結束，隨著各國降息與刺激經濟政策出爐，加上充電樁新產品，預估車用產品線明年營收成長超過10%，在網通與智慧家庭產品線，則受惠Wi-Fi 7、5G和低軌衛星通訊等新興技術的成長，整體預估2025年營收為1,176億元，年增8%，因產品組合優化且產能利用率回升，預估毛利率12.13%，EPS為7.84元。

投資建議

24Q3獲利因產品組合較差而低於預期，隨著庫存調整接近尾聲及產品組合改善，2025年三大產品線皆呈現成長趨勢，預估2024/2025年EPS為6.38/7.84元，目前評價合理，維持投資評等為「逢低買進」。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	25,585	30,713	25,967	26,331	108,595	117,649
YoY	1.26%	15.34%	-11.10%	-11.30%	-1.98%	8.34%
毛利率	11.58%	12.60%	11.37%	11.85%	11.88%	12.13%
營益率	2.94%	4.04%	2.31%	2.83%	3.08%	3.82%
稅後淨利	750	1,165	520	660	3,095	3,804
EPS(元)	1.55	2.40	1.07	1.36	6.38	7.84

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	26,331	24,487	26,331	24,487	0.00	0.00
毛利	3,120	2,941	3,120	2,941	0.00	0.00
營業利益	745	711	745	711	0.00	0.00
稅前淨利	795	761	795	761	0.00	0.00
稅後淨利	660	608	660	608	0.00	0.00
每股盈餘(元)	1.36	1.25	1.36	1.25	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	11.85	12.01	11.85	12.01	0.00	0.00
營益率	2.83	2.90	2.83	2.90	0.00	0.00
淨利率	3.02	3.11	3.02	3.11	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2024/11)

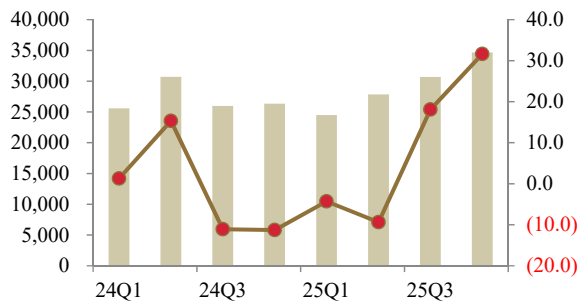
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	25,585	30,713	25,967	26,331	108,595	24,487	27,832	30,671	34,658	117,649
營業毛利	2,962	3,871	2,952	3,120	12,906	2,941	3,365	3,717	4,246	14,269
營業費用	2,210	2,629	2,351	2,375	9,565	2,230	2,350	2,550	2,650	9,780
營業利益	753	1,242	601	745	3,341	711	1,015	1,167	1,596	4,489
淨業外收支	188	127	25	50	390	50	50	50	50	200
稅前淨利	940	1,369	626	795	3,731	761	1,065	1,217	1,646	4,689
稅後淨利	750	1,165	520	660	3,095	608	871	987	1,339	3,804
EPS(元)	1.55	2.40	1.07	1.36	6.38	1.25	1.79	2.03	2.76	7.84
財務比率										
毛利率	11.58	12.60	11.37	11.85	11.88	12.01	12.09	12.12	12.25	12.13
營業利益率	2.94	4.04	2.31	2.83	3.08	2.90	3.65	3.81	4.60	3.82
稅前淨利率	3.68	4.46	2.41	3.02	3.44	3.11	3.83	3.97	4.75	3.99
YoY(%)										
營業收入	1.26	15.34	(11.10)	(11.30)	(1.98)	(4.29)	(9.38)	18.11	31.63	8.34
營業毛利	5.66	19.80	(25.05)	(13.83)	(5.07)	(0.73)	(13.08)	25.93	36.07	10.56
營業利益	(8.90)	18.90	(59.82)	(42.88)	(28.48)	(5.53)	(18.27)	94.22	114.13	34.37
稅前淨利	30.77	13.50	(64.91)	(27.15)	(22.30)	(19.09)	(22.22)	94.45	106.95	25.68
稅後淨利	30.4	23.05	(63.18)	(24.03)	(18.62)	(18.97)	(25.24)	89.87	102.70	22.91
QoQ(%)										
營業收入	(13.81)	20.04	(15.45)	1.40		(7.00)	13.66	10.20	13.00	
營業毛利	(18.18)	30.67	(23.75)	5.70		(5.74)	14.42	10.47	14.21	
營業利益	(42.32)	65.03	(51.60)	23.98		(4.59)	42.76	15.01	36.69	
稅前淨利	(13.84)	45.58	(54.27)	27.02		(4.30)	39.95	14.31	35.18	
稅後淨利	(13.70)	55.26	(55.36)	27.02		(7.96)	43.26	13.37	35.60	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

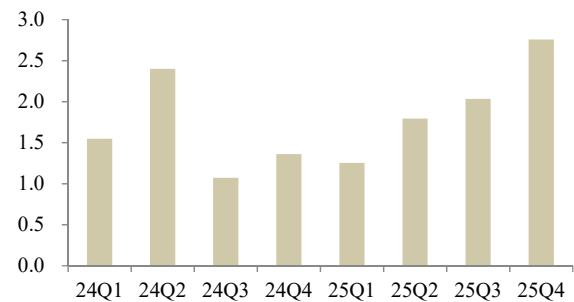
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



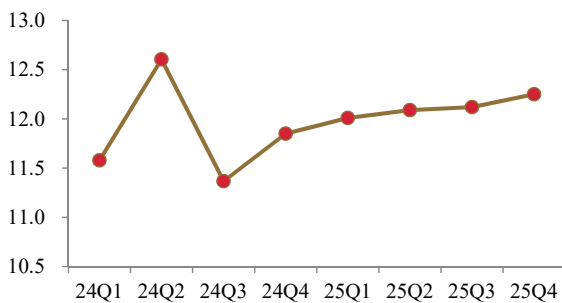
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



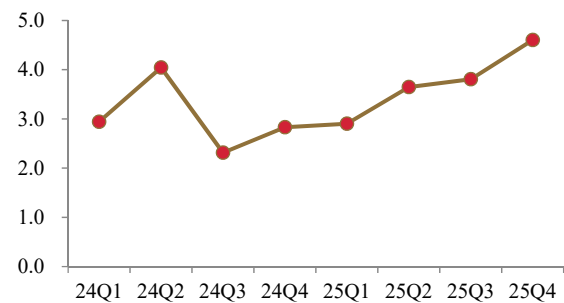
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



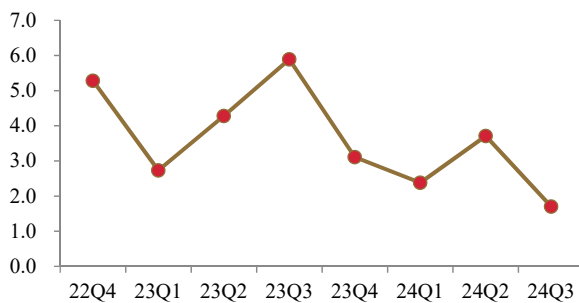
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



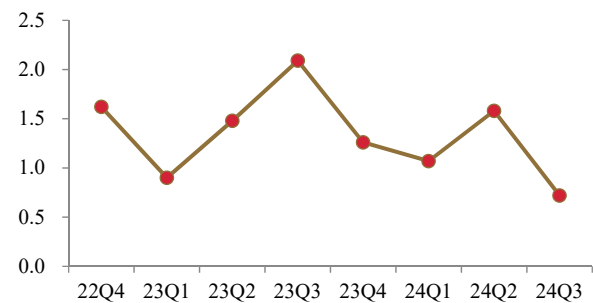
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)

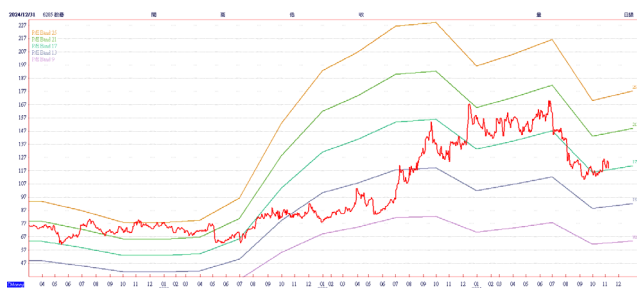


圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



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(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	95,257	110,788	108,595	117,649
營業成本	83,663	97,193	95,689	103,380
營業毛利	11,595	13,594	12,906	14,269
營業費用	8,357	8,923	9,565	9,780
營業利益	3,238	4,671	3,341	4,489
營業外收支淨額	522	130	390	200
稅前淨利	3,760	4,801	3,731	4,689
稅後淨利	3,122	3,803	3,095	3,804
普通股股本	3,958	4,824	4,853	4,853
EPS(元)	7.89	7.88	6.38	7.84
年成長率				
營收	41.7%	16.3%	-2.0%	8.3%
營業利益	267.6%	44.3%	-28.5%	34.4%
稅前淨利	166.4%	27.7%	-22.3%	25.7%
母公司稅後淨利	153.4%	21.8%	-18.6%	22.9%
獲利能力比率				
毛利率	12.2%	12.3%	11.9%	12.1%
營業利益率	3.4%	4.2%	3.1%	3.8%
稅前淨利率	3.9%	4.3%	3.4%	4.0%
稅後淨利率	3.3%	3.4%	2.8%	3.2%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	52,406	54,241	52,450	55,746
現金及約當現金	4,283	8,061	7,111	6,934
存貨	24,649	19,524	19,138	20,734
應收帳款及票據	21,708	22,984	22,529	24,408
其他流動資產	1,765	3,671	3,671	3,671
長期投資	80	0	0	0
固定資產	10,543	10,942	11,337	11,710
其他長期資產	2,849	4,029	4,029	4,029
資產總額	65,878	69,213	67,816	71,486
流動負債	39,604	34,642	33,277	36,052
應付帳款及票據	18,499	14,688	14,397	15,597
短期借款	12,514	9,997	9,799	10,616
什項負債	8,591	9,958	9,566	10,363
非流動負債	5,918	4,079	3,211	3,196
負債總額	45,522	38,721	36,488	39,248
普通股股本	3,958	4,824	4,853	4,853
資本公積	5,129	11,905	11,905	11,905
保留盈餘	11,420	13,207	13,948	14,858
股東權益總額	20,356	30,492	31,328	32,238

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	3,760	4,801	3,731	4,689
折舊及攤提費用	1,790	2,085	2,105	2,127
本期營運資金變動	-11,154	-1,051	551	-2,274
其他項目	2,189	1,309	1,283	1,390
營運活動之現金流量	-3,415	7,144	7,670	5,932
資本支出	-3,592	-3,032	-2,500	-2,500
本期長期投資變動	0	89	0	0
其他項目	-227	-401	-2,161	-2,057
投資活動之現金流量	-3,819	-3,344	-4,661	-4,557
短期借款及票券變動	5,618	-2,459	-198	817
舉措/償還長期借款	638	457	-868	-15
發行/償還公司債	2,822	0	0	0
現金增資	0	4,235	0	0
發行現金股利	-833	-2,024	-2,893	-2,354
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	8,187	146	-3,958	-1,552
匯率影響數	240	-168	0	0
本期現金流量	1,193	3,778	-950	-178
期末現金及約當現金	4,283	8,061	7,111	6,934

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	69.1%	55.9%	53.8%	54.9%
槓桿比率	223.6%	127.0%	116.5%	121.7%
流動比率	132.3%	156.6%	157.6%	154.6%
速動比率	70.1%	100.2%	100.1%	97.1%
存貨週轉率(次)	4.39	4.40	4.95	5.19
存貨週轉天數	81.97	81.81	72.73	69.42
應收帳款週轉率(次)	4.25	4.35	4.77	5.01
應收帳款週轉天數	76.96	70.13	75.44	71.81
總資產週轉率(次)	1.45	1.60	1.60	1.65
淨值週轉率(次)	4.68	3.63	3.47	3.65
股東權益報酬率	16.7%	15.0%	10.0%	12.0%
總資產報酬率	5.7%	5.6%	4.5%	5.5%
OCF/流動負債	-10.8%	19.2%	22.6%	17.1%
每股比率				
每股淨值(元)	50.29	62.93	64.56	66.44
每股營收(元)	240.67	229.64	223.79	242.45
每股盈餘(元)	7.89	7.88	6.38	7.84
每股現金股利(元)	4.84	6.00	4.85	5.96
現金股利配發率	61.4%	76.1%	76.1%	76.1%

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