



立積

(4968.TW/4968 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 December 9 (NT\$)	214.5
12 個月目標價 (NT\$)	265.0
前次目標價 (NT\$)	205.0
調升 (%)	29.3
上漲空間 (%)	23.5

焦點內容

1. 10-11 月營收符合預期。
2. 預期 1Q25 淡季不淡。
3. Wi-Fi 7 展望更加明確。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	19.46 / 601
流通在外股數 (百萬股)：	90.74
外資持有股數 (百萬股)：	15.12
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.03
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	158.0 - 248.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	28.4	16.6	26.9
相對表現 (%)	18.3	10.1	-7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(0.99)A	(0.60)A	(0.50)A	(0.37)A
2024	0.31A	0.84A	(0.19)A	0.10F
2025	0.23F	0.77F	2.31F	4.23F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

Wi-Fi 7 展望更加明確

重要訊息

我們看好立積 2025 年 Wi-Fi 7 FEM 展望更加明確。

評論及分析

10-11 月營收符合預期。10-11 月累計營收 6 億元，年增 5.1%，達凱基預估與市場共識 4Q24 營收之 66.7%與 66%，並符合管理層於 3Q24 法說會上預期中國電信商客戶需求仍較平淡之看法。我們維持預估認為立積 4Q24 營收將較 3Q24 微幅季減，並預期毛利率在產品組合較佳及製程改善下，將較 3Q24 提高，維持預估毛利率 32.2%與每股盈餘 0.1 元之看法。

預期 1Q25 淡季不淡。雖然 1Q25 為傳統淡季，將面臨農曆春節工作天數較少之狀況，但我們認為立積需求已於 2H24 落底，預估 1Q25 淡季影響較少，營收較 4Q24 季減 3.2%，每股盈餘為 0.23 元。而 2Q25 開始將逐漸有包括 GPS 與藍芽等相關的手機營收逐漸開始貢獻。我們並看好其手機相關營收為未來成長動能。

Wi-Fi 7 展望更加明確。我們維持看好 2025 年 Wi-Fi 7 帶動 FEM 需求將作為立積之主要營收成長動能，並預期 Wi-Fi 7 營收將逐季成長。根據凱基產業訪談，立積目前在中美主要客戶都已取得 Wi-Fi 7 FEM 設計導入(design in)。因此我們對立積 2025 年 Wi-Fi 7 展望更加明確，上調 2025 全年營收預估 3.4%至 53.2 億元，每股盈餘上調 10.6%至 7.54 元。

投資建議

我們持續看好立積 2025 年受惠 Wi-Fi 7 推動 FEM 需求而持續成長，將本益比至 30 倍調整至 35 倍。以 2025 年每股盈餘預估換算目標價為 265 元，維持「增加持股」評等。

投資風險

Wi-Fi FEM 市場需求不如預期；同業競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	5,316	3,429	2,985	3,682	5,316
營業毛利 (NT\$百萬)	1,546	1,059	802	1,217	1,939
營業利益 (NT\$百萬)	534	(17)	(297)	77	815
稅後淨利 (NT\$百萬)	466	55	(222)	96	694
每股盈餘 (NT\$)	5.26	0.62	(2.46)	1.05	7.54
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	3.00
每股盈餘成長率 (%)	(61.9)	(88.2)	(497.1)	0.0	620.5
本益比 (x)	40.8	346.7	N.A.	204.9	28.4
股價淨值比 (x)	7.9	8.2	8.8	8.5	6.5
EV/EBITDA (x)	27.2	155.3	N.A.	76.2	18.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
股東權益報酬率 (%)	20.3	2.3	(9.7)	4.2	26.2

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：4Q24 與 1Q25 財測修正暨市場共識比較

百萬元	4Q24F							1Q25F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	900	900	0.0	(1.0)	3.3	910	(1.1)	871	871	0.0	(3.2)	1.2	906	(3.8)
毛利	289	289	0.0	1.2	4.8	296	(2.3)	280	280	0.0	(3.4)	0.3	302	(7.4)
營業利益	2	2	0.0	-	-	8	(70.9)	17	17	0.0	584.8	4,759.6	31	(45.8)
稅前淨利	11	11	0.0	-	-	34	(66.4)	26	26	0.0	124.2	(26.7)	42	(39.4)
稅後淨利	9	9	0.0	-	-	29	(68.3)	21	21	0.0	124.2	(24.8)	34	(39.0)
每股盈餘(元)	0.10	0.10	0.0	-	-	0.55	(81.6)	0.23	0.23	0.0	124.2	(26.0)	0.45	(49.8)
毛利率(%)	32.2	32.2	0.0 ppts	0.7 ppts	0.5 ppts	32.6	(0.4)ppts	32.1	32.1	0.0 ppts	(0.1)ppts	(0.3)ppts	33.3	(1.2)ppts
營業利益率(%)	0.3	0.3	0.0 ppts	0.4 ppts	1.0 ppts	0.9	(0.6)ppts	1.9	1.9	0.0 ppts	1.6 ppts	1.9 ppts	3.4	(1.5)ppts
稅後淨利率(%)	1.0	1.0	0.0 ppts	3.0 ppts	4.9 ppts	3.2	(2.2)ppts	2.4	2.4	0.0 ppts	1.4 ppts	(0.8)ppts	3.8	(1.4)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,682	3,682	0.0	23.4	3,715	(0.9)	5,316	5,142	3.4	44.4	5,038	5.5
毛利	1,217	1,217	0.0	51.7	1,232	(1.2)	1,939	1,857	4.4	59.3	1,795	8.0
營業利益	77	77	0.0	-	95	(19.0)	815	733	11.1	963.4	597	36.5
稅前淨利	120	120	0.0	-	169	(29.0)	851	769	10.6	609.4	663	28.3
稅後淨利	96	96	0.0	-	136	(29.8)	694	627	10.6	625.9	545	27.2
每股盈餘(元)	1.05	1.05	0.0	-	1.50	(30.2)	7.54	6.82	10.6	620.5	6.34	18.9
毛利率(%)	33.1	33.1	0.0 ppts	6.2 ppts	33.2	(0.1)ppts	36.5	36.1	0.4 ppts	3.4 ppts	35.6	0.9 ppts
營業利益率(%)	2.1	2.1	0.0 ppts	12.0 ppts	2.5	(0.5)ppts	15.3	14.3	1.1 ppts	13.2 ppts	11.9	3.5 ppts
稅後淨利率(%)	2.6	2.6	0.0 ppts	10.0 ppts	3.7	(1.1)ppts	13.0	12.2	0.9 ppts	10.5 ppts	10.8	2.2 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

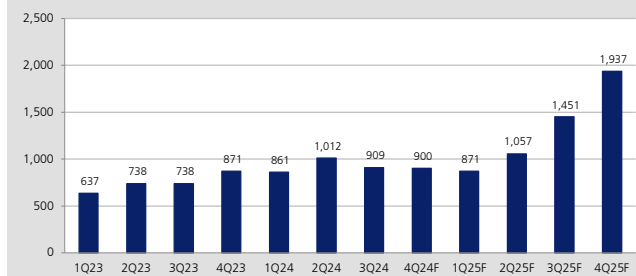
圖 3：公司概况

成立於 2004 年，總部位於台北的立積是專注於應用在 Wi-Fi 的完整射頻前端模組與離散元件的射頻晶片設計公司，其已能提供符合 Wi-Fi 6 標準的解決方案，並瞄準最先進的 Wi-Fi 6E FEM 市場耕耘。立積提供的 Wi-Fi 射頻產品線包含前端模組 (FEM)、功率放大器(PA)、低雜訊放大器(LNA)以及射頻開關。

資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

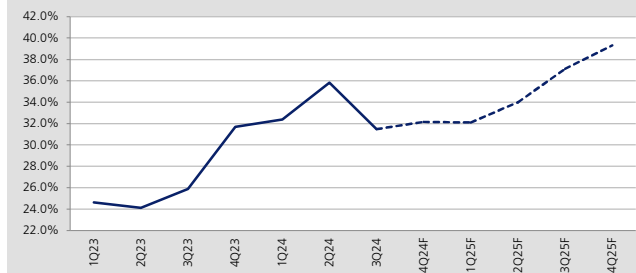
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

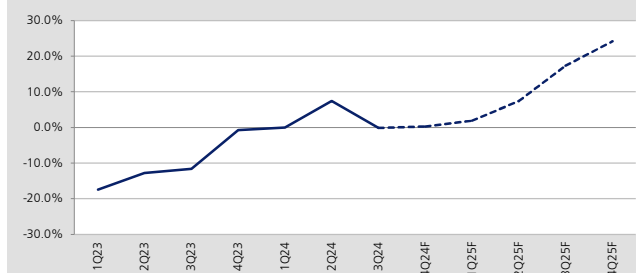
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

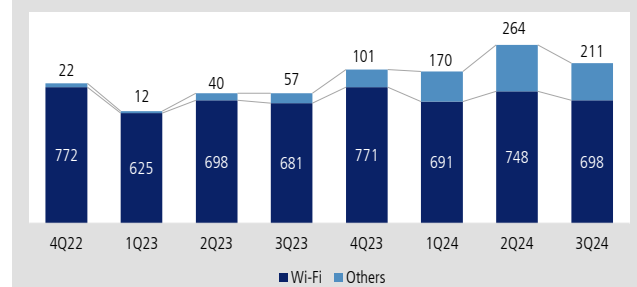
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：Wi-Fi 為立積主要產品線

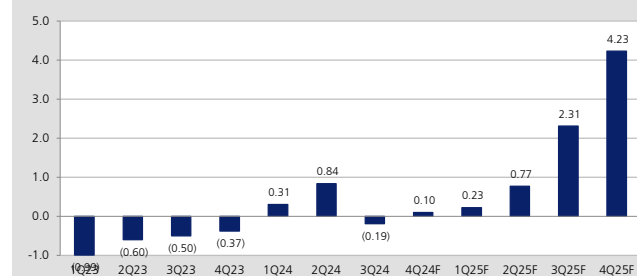
各產品線營收，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：每股盈利

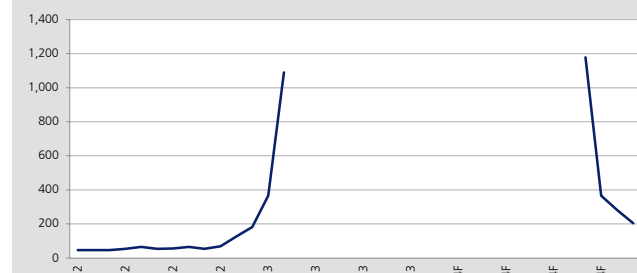
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：本益比

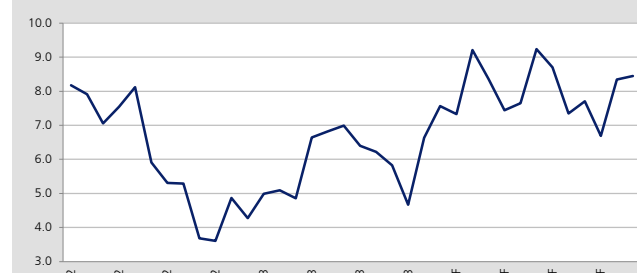
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	861	1,012	909	900	871	1,057	1,451	1,937	2,985	3,682	5,316
營業成本	(582)	(650)	(623)	(611)	(591)	(698)	(912)	(1,176)	(2,182)	(2,465)	(3,377)
營業毛利	279	362	286	289	280	359	539	761	802	1,217	1,939
營業費用	(279)	(287)	(288)	(287)	(263)	(281)	(287)	(293)	(1,100)	(1,140)	(1,124)
營業利益	0	75	(1)	2	17	78	252	468	(297)	77	815
折舊	(30)	(30)	(30)	(42)	(42)	(42)	(42)	(42)	(113)	(131)	(168)
攤提	(13)	(10)	(10)	(7)	(10)	(10)	(10)	(10)	(32)	(41)	(41)
EBITDA	43	116	39	52	69	131	304	521	(152)	249	1,024
利息收入	6	6	8	2	2	2	2	2	-	22	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	0	0	3	3	3	3	3	22	4	12
總營業外收入	6	7	8	5	5	5	5	5	22	26	20
利息費用	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(6)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	30	14	(27)	5	5	5	5	5	3	22	20
總營業外費用	28	13	(28)	4	4	4	4	4	(3)	17	16
稅前純益	35	95	(22)	11	26	87	261	477	(278)	120	851
所得稅費用[利益]	(7)	(19)	4	(2)	(5)	(16)	(48)	(88)	56	(24)	(157)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	28	76	(17)	9	21	71	212	389	(222)	96	694
非常項目	(0)	0	(0)	-	-	-	-	-	-	0	0
稅後淨利	28	76	(17)	9	21	71	212	389	(222)	96	694
每股盈餘 (NT\$)	0.31	0.84	(0.19)	0.10	0.23	0.77	2.31	4.23	(2.46)	1.05	7.54
獲利率 (%)											
營業毛利率	32.4	35.8	31.5	32.2	32.1	34.0	37.1	39.3	26.9	33.1	36.5
營業利益率	0.0	7.4	(0.2)	0.3	1.9	7.4	17.3	24.2	(10.0)	2.1	15.3
EBITDA Margin	5.0	11.4	4.2	5.7	7.9	12.4	21.0	26.9	(5.1)	6.8	19.3
稅前純益率	4.1	9.4	(2.4)	1.3	2.9	8.3	18.0	24.6	(9.3)	3.3	16.0
稅後純益率	3.2	7.5	(1.9)	1.0	2.4	6.7	14.6	20.1	(7.4)	2.6	13.0
季成長率 (%)											
營業收入	(1.2)	17.6	(10.2)	(1.0)	(3.2)	21.4	37.3	33.5			
營業毛利	1.0	30.0	(21.1)	1.2	(3.4)	28.5	49.9	41.4			
營業收益增長		21915.5	(101.9)		584.8	371.4	221.2	86.1			
EBITDA	30.2	167.5	(66.6)	33.8	33.8	89.5	132.6	71.3			
稅前純益		172.3	(122.7)		124.2	240.9	198.4	83.2			
稅後純益		173.5	(123.0)		124.2	240.9	198.4	83.2			
年成長率 (%)											
營業收入	35.1	37.1	23.1	3.3	1.2	4.4	59.7	115.2	(13.0)	23.4	44.4
營業毛利	77.8	103.6	49.7	4.8	0.3	(0.9)	88.3	163.0	(24.2)	51.7	59.3
營業收益			(98.3)		4759.6	4.1		19197.0	1629.0		963.4
EBITDA				55.5	59.7	13.1	688.7	909.9	(229.4)		311.7
稅前純益			(60.7)		(26.7)	(8.2)		4077.3	(553.8)		609.4
稅後純益			(61.2)		(24.8)	(6.2)		4077.3	(503.7)		625.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	3,303	3,448	3,176	3,473	4,395
流動資產	2,811	3,093	2,695	3,041	4,042
現金及短期投資	641	1,015	919	943	1,111
存貨	1,373	927	519	585	803
應收帳款及票據	753	1,046	1,115	1,371	1,985
其他流動資產	44	103	143	143	143
非流動資產	492	355	481	432	353
長期投資	110	13	10	10	10
固定資產	193	189	198	149	70
什項資產	189	153	273	273	273
負債總額	905	1,075	976	1,177	1,406
流動負債	872	772	928	719	1,006
應付帳款及票據	239	389	357	402	552
短期借款	200	-	254	-	137
什項負債	433	383	318	318	318
長期負債	33	304	48	458	400
長期借款	-	286	-	410	351
其他負債及準備	5	11	8	8	8
股東權益總額	2,398	2,373	2,200	2,296	2,989
普通股股本	885	902	905	905	905
保留盈餘	936	636	409	505	1,198
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(0.6%)	(35.5%)	(13.0%)	23.4%	44.4%
營業收益增長	(47.1%)	(103.2%)	1629.0%		963.4%
EBITDA	(41.3%)	(81.9%)	(229.4%)		311.7%
稅後純益	(46.3%)	(88.2%)	(503.7%)		625.9%
每股盈餘成長率	(61.9%)	(88.2%)	(497.1%)		620.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	29.1%	30.9%	26.9%	33.1%	36.5%
營業利益率	10.0%	(0.5%)	(10.0%)	2.1%	15.3%
EBITDA Margin	12.2%	3.4%	(5.1%)	6.8%	19.3%
稅後純益率	8.8%	1.6%	(7.4%)	2.6%	13.0%
平均資產報酬率	13.4%	1.6%	(6.7%)	2.9%	17.6%
股東權益報酬率	20.3%	2.3%	(9.7%)	4.2%	26.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	8.3%	12.1%	11.5%	17.8%	16.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	438.3	13.5	(43.4)	24.0	213.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.9	11.6	1.0	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	133.9	76.2	13.2	(1.8)	55.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	76.2	0.3	(1.8)	1.6
流動比率 (x)	3.2	4.0	2.9	4.2	4.0
速動比率 (x)	1.6	2.8	2.3	3.4	3.2
淨負債 (NT\$百萬)	(441)	(729)	(665)	(532)	(622)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.26	0.62	(2.46)	1.05	7.54
每股現金盈餘 (NT\$)	1.82	4.18	0.92	(0.10)	2.40
每股淨值 (NT\$)	27.10	26.31	24.32	25.38	33.05
調整後每股淨值 (NT\$)	27.10	26.66	24.32	25.16	32.52
每股營收 (NT\$)	60.09	38.54	33.00	40.35	57.83
EBITDA/Share (NT\$)	7.34	1.32	(1.68)	2.73	11.14
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	3.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.53	1.02	0.90	1.11	1.35
應收帳款周轉天數	51.7	111.4	136.3	136.3	136.3
存貨周轉天數	133.0	142.8	86.8	86.8	86.8
應付帳款周轉天數	23.2	59.8	59.7	59.7	59.7
現金轉換周轉天數	161.5	194.3	163.5	163.5	163.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	5,316	3,429	2,985	3,682	5,316
營業成本	(3,770)	(2,371)	(2,182)	(2,465)	(3,377)
營業毛利	1,546	1,059	802	1,217	1,939
營業費用	(1,012)	(1,076)	(1,100)	(1,140)	(1,124)
營業利益	534	(17)	(297)	77	815
總營業外收入	4	12	22	26	20
利息收入	2	11	-	22	8
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	2	1	22	4	12
總營業外費用	(11)	67	(3)	17	16
利息費用	(1)	(5)	(6)	(5)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	72	3	22	20
稅前純益	527	61	(278)	120	851
所得稅費用[利益]	(61)	(6)	56	(24)	(157)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	466	55	(222)	96	694
EBITDA	649	118	(152)	249	1,024
每股盈餘 (NT\$)	5.26	0.62	(2.46)	1.05	7.54

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	161	372	83	(9)	220
本期純益	466	55	(222)	96	694
折舊及攤提	115	135	145	172	209
本期運用資金變動	(457)	240	306	(277)	(683)
其他營業資產及負債變動	38	(58)	(146)	-	-
投資活動之現金流量	(274)	6	(152)	(123)	(131)
投資用短期投資出售[新購]	(107)	97	3	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(126)	(66)	(98)	(82)	(90)
其他資產變動	(41)	(25)	(58)	(41)	(41)
自由現金流	(24)	263	84	(167)	60
融資活動之現金流量	(85)	(56)	(30)	156	78
短期借款變動	200	(200)	-	-	-
長期借款變動	-	312	-	156	78
現金增資	-	176	-	-	-
已支付普通股股息	(253)	(310)	-	-	-
其他融資現金流	(32)	(34)	(30)	0	-
匯率影響數	(5)	52	2		
本期產生現金流量	(203)	374	(97)	24	168

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	19.0%	31.4%	36.8%	31.0%	21.1%
= 營業利益率	10.0%	(0.5%)	(10.0%)	2.1%	15.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.1	2.3	2.3	2.4	2.5
營業利益率	10.0%	(0.5%)	(10.0%)	2.1%	15.3%
x 資本周轉率	3.1	2.3	2.3	2.4	2.5
x (1 - 有效現金稅率)	88.3%	89.8%	79.9%	79.6%	81.5%
= 稅後 ROIC	27.5%	(1.0%)	(18.1%)	4.0%	30.9%

資料來源：公司資料，凱基

立積 - 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-11-01	增加持股	205.0	166.0
2024-07-26	增加持股	265.0	237.0
2024-04-26	增加持股	250.0	172.5
2024-03-01	增加持股	285.0	248.0
2023-10-27	增加持股	150.0	120.5
2023-07-29	增加持股	192.0	166.5
2023-04-28	增加持股	200.0	170.5
2022-02-24	降低持股	150.0	211.0

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。