



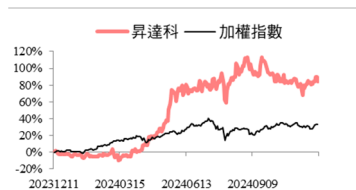
核心觀點

低軌衛星客戶訂單持續增加，公司積極擴廠因應，考量近期因產品驗證時程使出貨遞延，下修2025年EPS至13.34元，2025年仍是高成長的一年，且公司持續擴廠，顯示客戶需求強勁，投資評等維持「買進」。

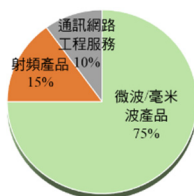
交易資料

收盤價	316.00
市值(億元)	201.90
流通在外股數(百萬股)	63.80
本益比(2025F)	23.70
股價淨值比	9.18
240日股價(低/均/高)	148.5/249.11/364.5
60日均成交額(百萬元)	398.39

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	2024排名	2023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
上櫃公司	21%至35%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	61%至100%

資料來源：證基會

研究員：蔡博任

pojen-71579@esunsec.com.tw

研究報告

昇達科(3491.TT)

買進(維持)

TP：400

低軌衛星客戶訂單持續增加，公司積極擴廠因應

重要訊息

昇達科召開法說會，更新營運近況。

玉山觀點

預期12月營收回升。昇達科累計10~11月營收達成率56%，低於預期，主因10月颱風影響工作天數，加上11月國外客戶委託國內廠商驗證產品時程有所遞延影響，造成出貨排程延後，預期12月營收將回升，預估24Q4營收6.2億元，季減3%，年增52%，營業利益為1.72億元，EPS為1.99元。

低軌衛星客戶訂單持續增加，公司積極擴廠因應。公司專精於空心金屬波導精密加工技術，靠波導結構或材料特性讓電磁波在波導內進行訊號的導引、分離、結合、耦合、過濾、接收、發射等功能，這類波導元件廣泛應用在微波/毫米波無線通訊/雷達/衛星等領域，公司耕耘許久，精密度高，受客戶信賴，在美系低軌衛星龍頭客戶的供貨比重因客戶為了降低成本，增加外包而有所提升，訂單增幅相比去年已成長240%，比前次法說的150%進一步提升，且持續增加中，同時另有新品項陸續將進入量產。在新客戶的部分，雖然衛星發射有所遞延，但因衛星生產時程較長，故對公司零組件拉貨仍持續，且公司與客戶簽訂4~5年長約，供貨10幾種元件，其中部分元件為獨家供應商，新品項認證持續進行中，觀察目前低軌訂單金額為14億元，相比前次法說的11億元，和年初法說的7億元，的確有如實增加，因應需求強勁，明年1月越南新廠經客戶查核完成就會投產，預估2025年低軌衛星營收將成長80%以上，另外為了2026年以後的需求，公司在越南和泰國都還有進一步購地蓋廠的規劃，長期展望正向。

投資建議

低軌衛星客戶訂單持續增加，公司積極擴廠因應，考量近期因產品驗證時程使出貨遞延，下修2025年EPS至13.34元，2025年仍是高成長的一年，且公司持續擴廠，顯示客戶需求強勁，投資評等維持「買進」，目標價400元(30倍PER*2025年EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	434	648	640	620	2,342	3,444
YoY	2.01%	72.05%	70.33%	52.06%	47.71%	47.09%
毛利率	45.26%	55.44%	51.64%	51.88%	51.57%	54.37%
營益率	17.68%	30.56%	29.00%	27.70%	26.99%	33.76%
稅後淨利	78	178	132	127	515	852
EPS(元)	1.22	2.79	2.07	1.99	8.07	13.34

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	640	620	651	684	(1.76)	(9.25)
毛利	330	322	346	365	(4.56)	(11.86)
營業利益	185	172	191	208	(2.92)	(17.44)
稅前淨利	180	177	221	213	(18.78)	(17.04)
稅後淨利	132	127	159	154	(16.80)	(17.04)
每股盈餘(元)	2.07	1.99	2.49	2.41	(16.84)	(17.08)
財務比率(%)						
毛利率	51.64	51.88	53.15	53.42	(2.85)	(2.88)
營益率	29.00	27.70	29.34	30.46	(1.18)	(9.03)
淨利率	28.07	28.51	33.95	31.19	(17.32)	(8.58)

資料來源：玉山投顧(2024/12)

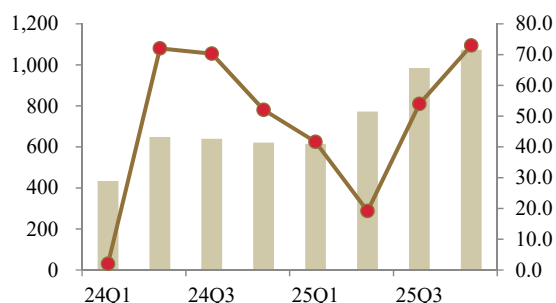
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	434	648	640	620	2,342	614	772	985	1,073	3,444
營業毛利	196	359	330	322	1,208	332	419	536	586	1,873
營業費用	120	161	145	150	576	155	175	185	195	710
營業利益	77	198	185	172	632	177	244	351	391	1,163
淨業外收支	35	45	(6)	5	79	5	5	5	5	20
稅前淨利	112	243	180	177	711	182	249	356	396	1,183
稅後淨利	78	178	132	127	515	131	179	256	285	852
EPS(元)	1.22	2.79	2.07	1.99	8.07	2.05	2.80	4.01	4.47	13.34
財務比率										
毛利率	45.26	55.44	51.64	51.88	51.57	54.01	54.22	54.43	54.64	54.37
營業利益率	17.68	30.56	29.00	27.70	26.99	28.78	31.55	35.64	36.47	33.76
稅前淨利率	25.81	37.53	28.07	28.51	30.39	29.59	32.20	36.15	36.94	34.34
YoY(%)										
營業收入	2.01	72.05	70.33	52.06	47.71	41.66	19.16	53.95	72.98	47.09
營業毛利	16.59	165.18	122.97	70.10	88.36	69.05	16.53	62.29	82.18	55.08
營業利益	14.89	729.66	319.28	154.13	212.15	130.54	23.04	89.23	127.72	83.98
稅前淨利	47.08	174.64	162.98	166.55	137.75	62.37	2.24	98.27	124.11	66.23
稅後淨利	40.1	212.20	188.24	205.14	157.59	68.73	0.47	93.55	124.11	65.20
QoQ(%)										
營業收入	6.27	49.41	(1.27)	(3.00)		(1.00)	25.68	27.56	8.99	
營業毛利	3.71	83.03	(8.05)	(2.54)		3.06	26.17	28.05	9.41	
營業利益	13.35	158.21	(6.30)	(7.33)		2.83	37.80	44.10	11.52	
稅前淨利	68.67	117.19	(26.15)	(1.48)		2.75	36.76	43.22	11.36	
稅後淨利	85.82	129.66	(25.65)	(3.83)		2.75	36.76	43.22	11.36	

資料來源：玉山投顧(2024/12)

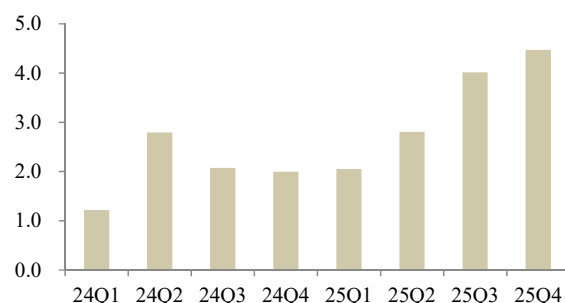
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



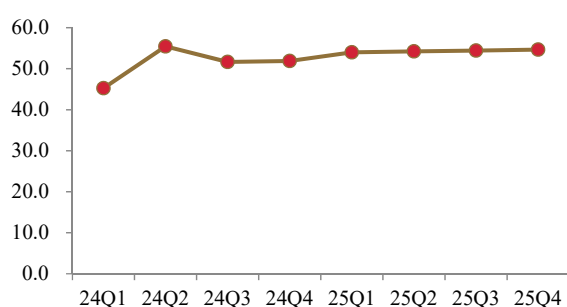
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



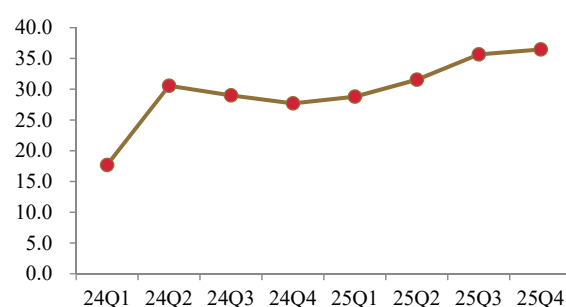
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



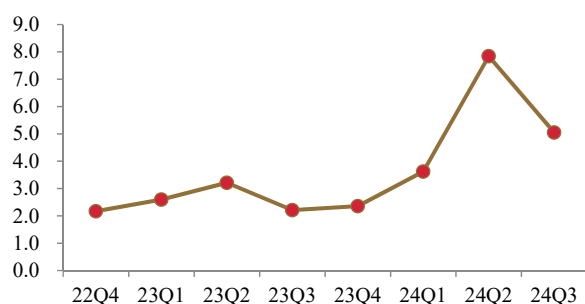
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



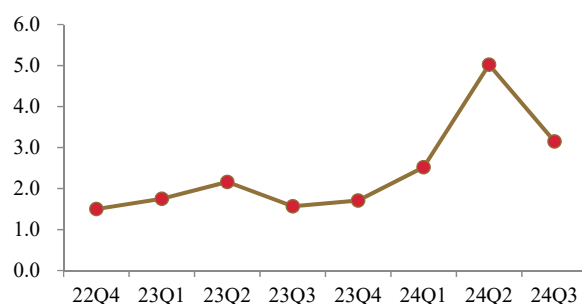
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2024/12)

年損益表 單位:百萬元

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	1,838	1,585	2,342	3,444
營業成本	1,087	944	1,134	1,571
營業毛利	751	641	1,208	1,873
營業費用	458	439	576	710
營業利益	292	202	632	1,163
營業外收支淨額	124	97	79	20
稅前淨利	416	299	711	1,183
稅後淨利	271	200	515	852
普通股股本	622	629	639	639
EPS(元)	4.36	3.18	8.07	13.34
年成長率				
營收	4.5%	-13.7%	47.7%	47.1%
營業利益	32.1%	-30.8%	212.1%	84.0%
稅前淨利	21.2%	-28.1%	137.7%	66.2%
母公司稅後淨利	14.5%	-26.2%	157.6%	65.2%
獲利能力比率				
毛利率	40.9%	40.4%	51.6%	54.4%
營業利益率	15.9%	12.8%	27.0%	33.8%
稅前淨利率	22.6%	18.9%	30.4%	34.3%
稅後淨利率	14.7%	12.6%	22.0%	24.7%

資產負債表 單位:百萬元

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	2,219	2,078	2,341	3,088
現金及約當現金	964	731	918	1,350
存貨	235	161	190	279
應收帳款及票據	569	432	479	704
其他流動資產	450	754	754	754
長期投資	4	3	3	3
固定資產	903	934	1,143	1,343
其他長期資產	326	385	385	385
資產總額	3,451	3,400	3,872	4,819
流動負債	997	848	1,378	2,026
應付帳款及票據	137	157	232	342
短期借款	550	420	620	913
什項負債	310	271	440	647
非流動負債	67	89	352	565
負債總額	1,064	937	1,730	2,592
普通股股本	622	629	639	639
資本公積	821	855	855	855
保留盈餘	556	531	582	668
股東權益總額	1,968	2,058	2,142	2,227

現金流量表 單位:百萬元

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	416	299	711	1,183
折舊及攤提費用	77	83	91	100
本期營運資金變動	-49	194	-1	-205
其他項目	-24	-49	-72	-106
營運活動之現金流量	420	527	730	971
資本支出	-38	-37	-300	-300
本期長期投資變動	-4	0	0	0
其他項目	272	-339	-495	-280
投資活動之現金流量	231	-376	-795	-580
短期借款及票券變動	0	-130	200	292
舉措/償還長期借款	0	0	263	213
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-300	-298	-211	-464
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-284	-380	253	41
匯率影響數	-3	-4	0	0
本期現金流量	364	-233	187	432
期末現金及約當現金	964	731	918	1,350

重要財務比率

	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	30.8%	27.6%	44.7%	53.8%
槓桿比率	54.1%	45.5%	80.8%	116.4%
流動比率	222.5%	245.1%	169.9%	152.4%
速動比率	198.9%	226.2%	156.1%	138.6%
存貨週轉率(次)	4.13	4.77	6.47	6.70
存貨週轉天數	87.13	75.50	55.62	53.72
應收帳款週轉率(次)	2.44	2.61	5.14	5.82
應收帳款週轉天數	111.18	115.63	70.00	61.80
總資產週轉率(次)	0.53	0.47	0.60	0.71
淨值週轉率(次)	0.93	0.77	1.09	1.55
股東權益報酬率	13.7%	9.9%	24.5%	39.0%
總資產報酬率	9.3%	7.0%	14.2%	19.6%
OCF/流動負債	40.2%	57.2%	65.6%	57.1%
每股比率				
每股淨值(元)	31.64	32.72	33.54	34.87
每股營收(元)	29.56	25.19	36.67	53.94
每股盈餘(元)	4.36	3.18	8.07	13.34
每股現金股利(元)	3.96	3.35	7.26	12.00
現金股利配發率	90.8%	105.4%	90.0%	90.0%

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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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