

## 6285.TT 啟碁

## 1Q25 淡季不淡

## 公司簡介

啟碁科技股份有限公司成立 1996 年，為台灣衛星通訊與網通大廠。2023 年產品組合為 Automobile、Module & Antenna(AMA)32%、Networking 48%、Connected Home 20%。

## 投資評等/目標價

買進

155

【前次投資建議】買進，143

【大盤指數/股價】23276 / 137.5

## 重點摘要

➤ 出刊理由：座談會更新

➤ 4Q24 客戶重啟拉貨動能，有望延續至 1Q25

3Q24 部分電信客戶成長受限，因此 Connected home、Networking 部門營收分別季減 18%與 21%，而 4Q24 客戶重啟拉貨，同時川普當選後在關稅政策上有不確定性，目前美國也可能禁售 TP Link 產品，因此 1Q25 營收有望淡季不淡，國票上調 1Q25 營收預估值，預估 4Q24 /1Q25 營收為 277.35 億元/274.03 億元，QoQ+6.8% /-1.2%，YoY-6.6%/+7.1%，毛利率在新規格產品重啟動能有望提升至 12%以上，預估 12.55% /12.66%，稅後純益 10.09 億元/9.89 億元，QoQ+94% /-2%，YoY+16.1% /+31.9%，EPS 2.12 元/ 2.07 元。

➤ 2025 年三大部門皆有成長，主要來自傳輸速度升級

雖然 2025 年美國關稅會因川普上任後的政策決策有不確定性，然在傳輸速度上將因應終端需求迎來各項升級，如高解析度視頻流、大數據傳輸、虛擬現實(VR)、以及其他需要高帶寬的應用，對啟碁營收有正面影響，在 Networking 與 Connect home 上，2025 年 WiFi 7、5G FWA 及智慧家庭裝置的升級，將使得啟碁 ASP 與毛利率轉佳，其中 WiFi7 於 2024 年營收比重僅約 5%，提升至 15%~20%；在 AMA 市場上，ADAS Solution 動能維持成長，部門營收成長性約落在 5%~10%間，國票預估 2025 年合併營收 1195.28 億元，YoY+8.7%，毛利率 12.72%，稅後純益 43.48 億元，YoY+26.3%，EPS 9.12 元。

➤ 1Q25 淡季不淡，維持買進評等

2025 年 5G 滲透率將持續提升，加上 WiFi7 於 2H24 新款 PC/NB/手機搭載率提升，將使得 WiFi7 於家用使用場景中普及率提升，且美國倡議乾淨網路需採用非中國製寬頻網路設備，近期川普當選可預期將會持續推動網通產業重視美國本土數據安全，重視國內網路安全與通信基建自主化，並對中國企業持強硬態度，有利於台灣網通廠，過往啟碁 PER 區間約為 10X~20X，國票考量 3Q24 不利因素淡化，4Q24 重啟拉貨動能，1Q25 營收有望淡季不淡，以均值偏高評價，目標價 155 元(2025F PE 17X)，維持買進評等。

## 近一年個股及大盤報酬率



## 公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	485
市值(百萬元)	66,715
3M 平均日成交值(百萬元)	565
外資持股率(%)	9.36
投信持股率(%)	18.50
董監持股率(%)	21.96

## 重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	110,788	110,000	119,528
營業利益	4,671	3,746	4,925
母公司本期淨利	3,803	3,443	4,348
EPS(元)	8.98	7.22	9.12
每股現金股利(元)	6.00	4.61	5.96
每股淨值(元)	72.04	66.46	69.52
本益比(x)	15.31	19.05	15.08
本淨比(x)	1.91	2.07	1.98
殖利率(%)	4.36	3.36	4.33

## 環境、社會與治理(ESG)



### 4Q24 客戶重啟拉貨動能，有望延續至 1Q25

3Q24 由於美國經濟數據疲弱，北美有部分企業及電信客戶在終端用戶數成長以及寬頻解決方案需求不如預期，調整新案出貨時程，國票認為當時係由於 5G FWA 於北美升級改款，部分電信客戶成長受限，因此 Connected home、Networking 部門營收分別季減 18%與 21%，而 4Q24 客戶重啟拉貨，同時川普當選後在關稅政策上有不確定性，目前美國也可能禁售 TP Link 產品，因此 1Q25 有望淡季不淡，國票上調 1Q25 營收預估值，預估 4Q24/1Q25 營收為 277.35 億元/274.03 億元，QoQ+6.8%/-1.2%，YoY-6.6%/+7.1%，毛利率在新規格產品重啟動能有望提升至 12%以上，預估 12.55%/12.66%，稅後純益 10.09 億元/9.89 億元，QoQ+94%/-2%，YoY+16.1%/+31.9%，EPS 2.12 元/ 2.07 元。

表 1：季預估差異

單位：百萬/%

	調整後		調整前		差異	
	4Q24F	1Q25F	4Q24F	1Q25F	4Q24F	1Q25F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(%)	(%)
營業收入	27,735	27,403	27,735	25,392	0.0	7.9
營業毛利	3,481	3,469	3,481	3,161	0.0	9.7
營業利益	1,151	1,113	1,151	978	0.0	13.8
稅後淨利	1,009	989	1,009	863	0.0	14.6
EPS(元)	2.12	2.07	2.12	1.81	-0.2	14.6
重要比率(%)						
營業毛利率	12.55	12.66	12.55	12.45		
營業利益率	4.15	4.06	4.15	3.85		
稅後淨利率	3.64	3.61	3.64	3.40		

資料來源：國票投顧

### 2025 年三大部門皆有成長，主要來自傳輸速度升級

雖然 2025 年美國關稅會因川普上任後的政策決策有不確定性，然在傳輸速度上將因應終端需求迎來各項升級，如高解析度視頻流、大數據傳輸、虛擬現實(VR)、以及其他需要高帶寬的應用。目前歐洲市場庫存已至相對低水位，雖復甦動能須視地緣政治及總體經濟影響，然在庫存回補的需求下，整體狀況將較 2024 年回升，且各主要國家皆有傳輸速度升級(WiFi7/5G FWA/10 GPON)的需求，對於啟碁營收有正面影響，在 Networking 與 Connect home 上，2025 年 WiFi 7、5G FWA 及智慧家庭裝置的升級，將使得啟碁 ASP 與毛利率轉佳，WiFi7 於 2024 年營收比重僅約 5%，2025 年將提升至 15%~20%，此外，低軌道衛星專案有望隨著客戶於 2025 年發射顆數提升而營收增加；在 AMA 市場上，5G、CPU 模組、TCU 及 ADAS Solution (ex.車用攝影機及雷達)動能維持成長，其中主要動能在 ADAS 方面，部門營收成長性約落在 5%~10%間，國票預估 2025 年合併營收 1195.28 億元，YoY+8.7%，毛利率 12.72%，稅後純益 43.48 億元，YoY+26.3%，EPS 9.12 元。

表 2：年預估差異

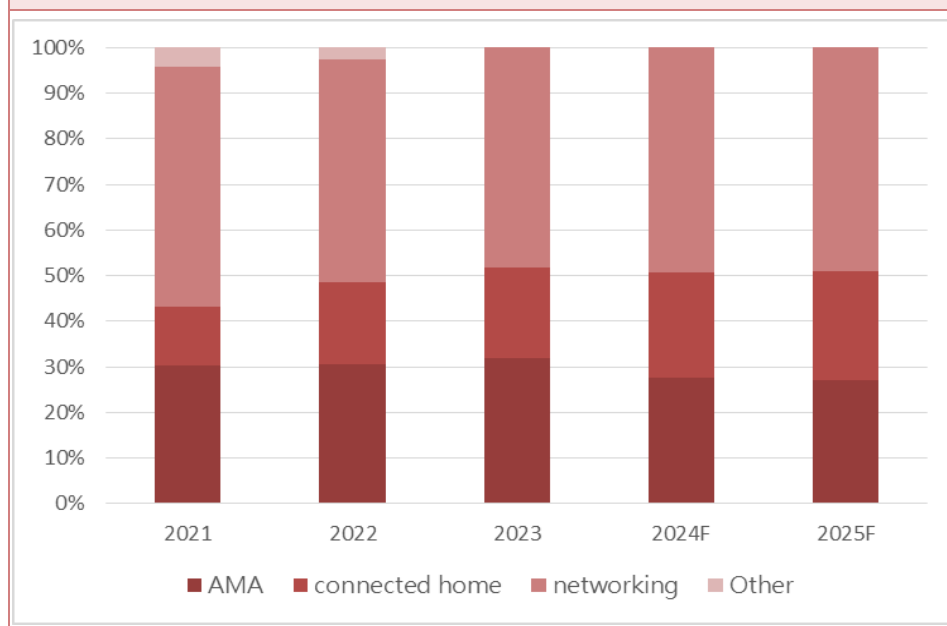
單位：百萬/%

	最新預估		前次預估		差異	
	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F	FY24F	FY25F
	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(百萬元)	(%)	(%)
營業收入	110,000	119,528	110,000	118,021	0.0	1.3
營業毛利	13,266	15,205	13,266	15,056	0.0	1.0
營業利益	3,746	4,925	3,746	4,906	0.0	0.4
稅後淨利	3,443	4,348	3,443	4,253	0.0	2.2
EPS(元)	7.22	9.12	7.22	8.92	0.0	2.2
重要比率(%)						
營業毛利率	12.06	12.72	12.06	12.76		
營業利益率	3.49	4.12	3.49	4.16		
稅後淨利率	3.13	3.64	3.13	3.60		

資料來源：國票投顧

圖 1：營收比重

單位：%



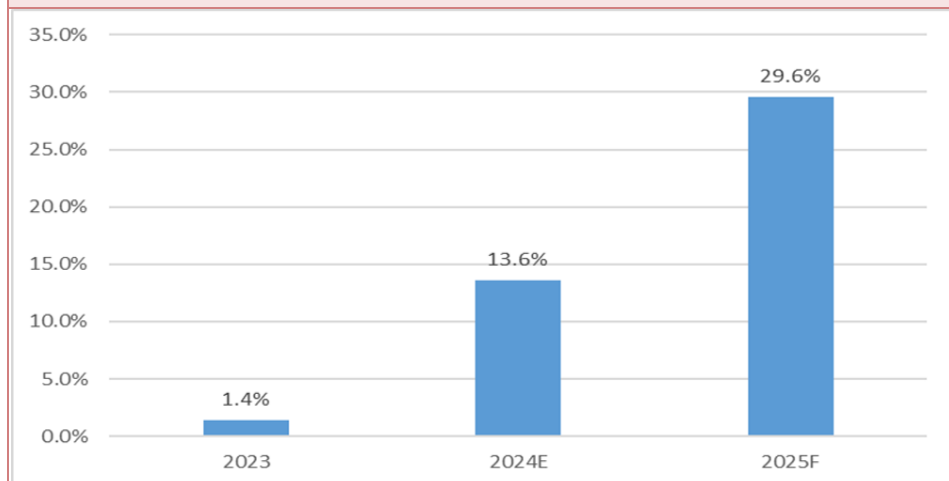
資料來源：國票投顧

### 1Q25 淡季不淡，維持買進評等

2025 年 5G 滲透率將持續提升，加上 WiFi7 於 2H24 新款 PC/NB/手機搭載率提升，將使得 WiFi7 於家用使用場景中普及率提升，且美國倡議乾淨網路需採用非中國製寬頻網路設備，近期川普當選可預期將會持續推動網通產業重視美國本土數據安全，重視國內網路安全與通信基建自主化，並對中國企業持強硬態度，有利於台灣網通廠，過往啟碁 PER 區間約為 10X~20X，國票考量 3Q24 不利因素淡化，4Q24 重啟拉貨動能，1Q25 營收有望淡季不淡，以均值偏高評價，目標價 155 元(2025F PE 17X)，維持買進評等。

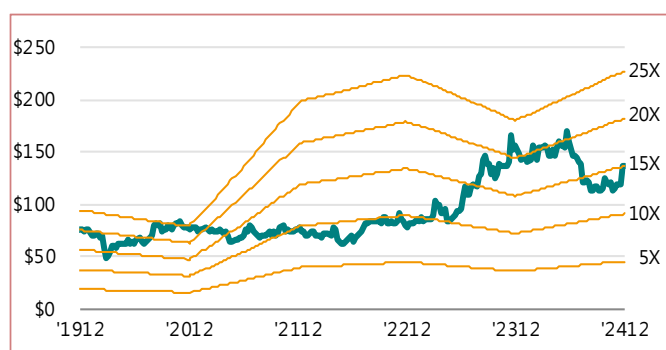
圖 2：全球智慧型手機應用 WiFi 7 滲透率

單位：%



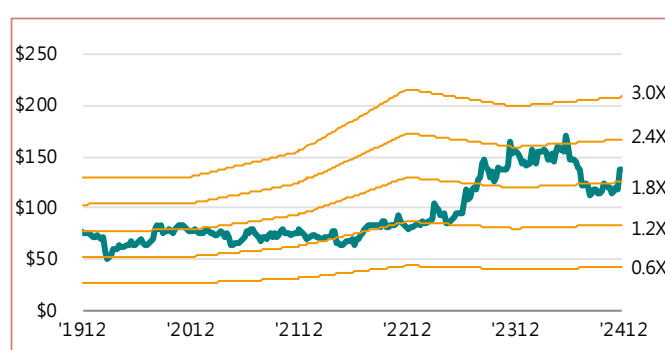
資料來源：Digitimes・國票投顧

啟碁未來 12 個月 P/E 區間



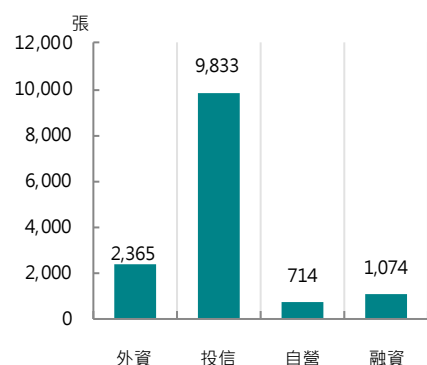
資料來源：國票投顧

啟碁未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
緯創資通(股)	19.80
元大台灣高股息證	4.35
北富銀復華台灣科	3.85
新制勞退基金	2.61
王永順	2.13
永豐啟碁科技	2.06
中華郵政(股)	2.00
華南託管統一	1.83
謝宏波	1.50
彰銀元大高股	1.39

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
緯創資通(股)林福謙	董事	19.8
緯創資通(股)黃俊東	董事	19.8
謝宏波	董事長/總經理	1.5
高健榮	董事/總經理	0.59
彭錦彬	董事	0.05
賴泰岳	獨立董事	0.02
俞若奚	獨立董事	0
趙書華	獨立董事	0
辛幸娟	獨立董事	0
林福謙	法人代表(董事)	0.05

資料來源：TEJ

6285 啟碁 永續發展概況

CMoney ESG Rating

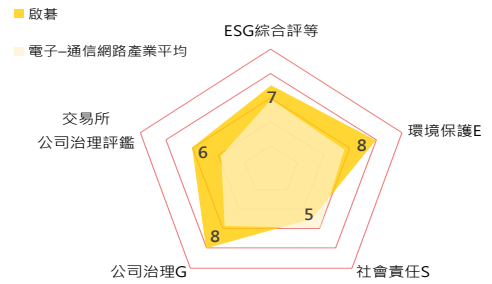
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
8	5	8	<a href="https://esggenplus.twse.com.tw/api/MopsSustainReport/data/FileStream?id=5a6ce601-7a3d-4d55-b973-72f84d013220">https://esggenplus.twse.com.tw/api/MopsSustainReport/data/FileStream?id=5a6ce601-7a3d-4d55-b973-72f84d013220</a>

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
電子-通信網路	92	12	是	<a href="https://csr.wnc.com.tw/resources/report/2022_WNC_TCFD_Report.pdf">https://csr.wnc.com.tw/resources/report/2022_WNC_TCFD_Report.pdf</a>

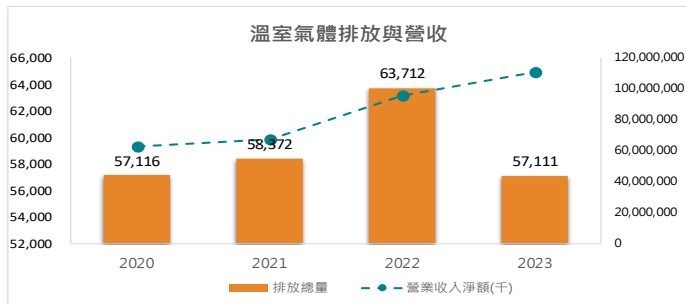
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2023年溫室氣體排放量減少10.36%，營收增加16.3%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2023	57,111	1,698	55,413
2022	63,712	2,361	61,350
2021	58,372	2,668	55,704
2020	57,116	1,434	55,682

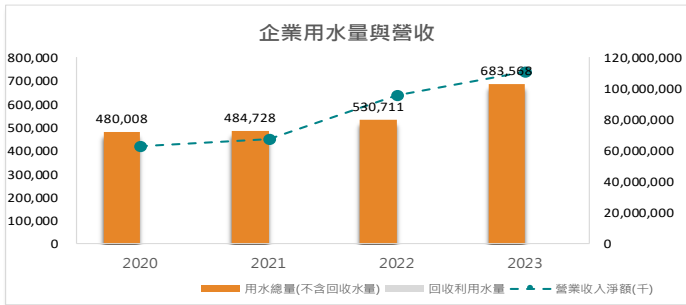
\*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

\*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

\*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2023年企業用水量增加28.8%，營收增加16.3%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2023	683,568	-	356,832
2022	530,711	-	300,858
2021	484,728	-	202,621
2020	480,008	-	189,400

\*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

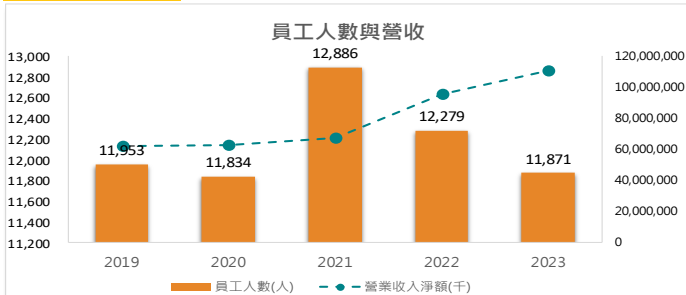
\*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

\*排水量：排放的汗水總量

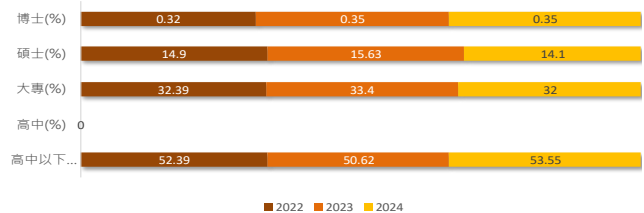
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

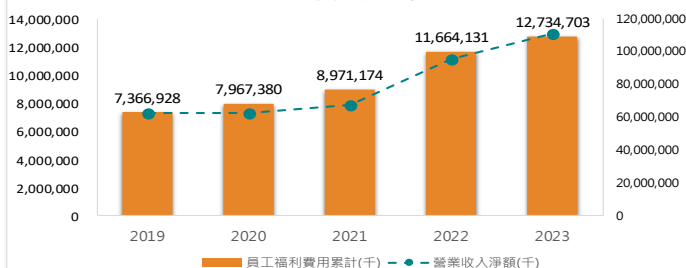
員工人數



員工學歷分佈



福利費用與營收



公司治理 Corporate Governance

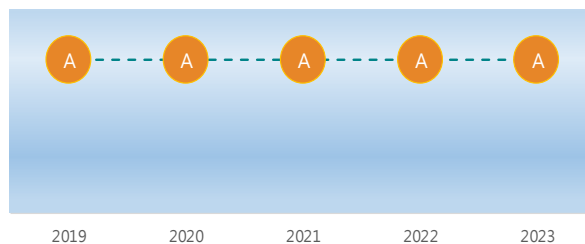
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	6%至20%	A	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	6%至20%	A	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	6%至20%	A	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



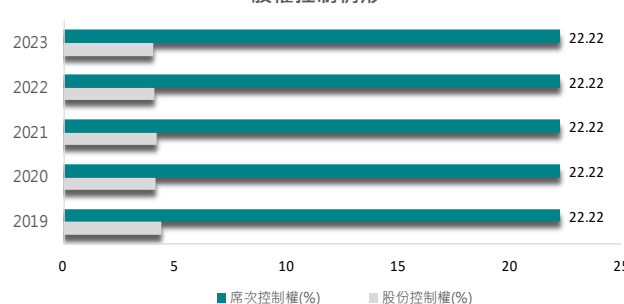
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	★
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2024/11/1	違反法條： 固定污染源設置操作及燃料使用許可證管理辦法第23條第1項、空氣 污染防治法第24條第2項	違反內容： 未申請許可或登記文件。
2024/6/26	違反法條： 勞動基準法第32條第2項	違反內容： 延長勞工之工作時間，一個月超過46小時。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。舉例，去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

## 綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	25,585	30,713	25,967	27,735	27,403	28,307	31,735	32,084	110,788	110,000	119,528
營業毛利	2,962	3,871	2,952	3,481	3,469	3,615	4,046	4,075	13,594	13,266	15,205
營業費用	2,210	2,629	2,351	2,330	2,357	2,434	2,729	2,759	8,923	9,520	10,279
營業利益	753	1,242	601	1,151	1,113	1,180	1,317	1,315	4,671	3,746	4,925
稅前淨利	940	1,369	626	1,261	1,214	1,282	1,420	1,419	4,801	4,197	5,335
本期淨利(NI)	750	1,165	520	1,009	989	1,045	1,157	1,157	3,803	3,443	4,348
淨利歸屬於_母公司業主	750	1,165	520	1,009	989	1,045	1,157	1,157	3,803	3,443	4,348
淨利歸屬於_非控制利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
每股盈餘_本期淨利	1.57	2.44	1.09	2.12	2.07	2.19	2.43	2.43	8.98	7.22	9.12
QoQ(%)											
營收淨額	(13.81)	20.04	(15.45)	6.81	(1.20)	3.30	12.11	1.10			
銷貨毛利	(18.18)	30.67	(23.75)	17.92	(0.33)	4.20	11.93	0.70			
營業利益	(42.32)	65.03	(51.60)	91.51	(3.34)	6.10	11.57	(0.12)			
稅後純益_母公司淨利	(13.70)	55.26	(55.36)	94.04	(1.96)	5.67	10.73	(0.04)			
YoY(%)											
營收淨額	1.26	15.34	-11.10	-6.57	7.11	-7.83	22.21	15.68	16.30	(0.71)	8.66
銷貨毛利	5.66	19.80	-25.05	-3.87	17.10	-6.62	37.07	17.06	17.25	(2.41)	14.61
營業利益	-8.90	18.90	-59.82	-11.77	47.84	-4.95	119.12	14.28	44.28	(19.80)	31.47
稅後純益_母公司淨利	30.39	23.05	-63.18	16.07	31.86	-10.25	122.60	14.67	21.82	(9.45)	26.28
各項比率											
營業毛利率	11.58	12.60	11.37	12.55	12.66	12.77	12.75	12.70	12.27	12.06	12.72
營業利益率	2.94	4.04	2.31	4.15	4.06	4.17	4.15	4.10	4.22	3.41	4.12
稅前淨利率	3.68	4.46	2.41	4.55	4.43	4.53	4.47	4.42	4.33	3.82	4.46
稅後淨利率	2.93	3.79	2.00	3.64	3.61	3.69	3.65	3.61	3.43	3.13	3.64

資料來源：TEJ、國票投顧

## 財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	8,061	23,424	23,046
流動金融資產	2,908	0	0
應收款項	22,984	21,704	26,064
存貨	19,524	21,024	25,124
其他流動資產	454	497	522
流動資產	54,241	66,649	74,755
非流動金融資產	57	57	57
採用權益法之投資	0	11	11
不動產、廠房與設備	10,942	11,214	14,214
投資性不動產	0	0	0
其他非流動資產	2,703	1,883	1,981
資產總計	69,213	79,465	90,669
短期借款	9,997	10,027	10,057
流動金融負債	0	0	0
應付款項	20,584	23,776	22,186
其他流動負債	2,803	2,382	2,593
流動負債	34,642	36,184	34,836
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	45	45	45
長期借款	2,120	2,120	2,120
其他非流動負債	384	9,417	20,509
負債總計	38,721	47,766	57,510
股本	4,846	4,846	4,846
資本公積	11,905	11,905	11,905
保留盈餘	13,207	14,415	15,875
其他權益	533	533	533
庫藏股	0	0	0
非控制權益	0	0	0
股東權益	30,492	31,699	33,159

資料來源：TEJ、國票投顧

## 現金流量表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	4,801	4,197	5,335
折舊攤提	1,917	2,228	0
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	0	0
收取之利息	-43	-15	-33
收取之股利	81	0	0
營運資金增減	-10,312	3,126	-10,123
支付之利息	-571	-149	-150
支付之所得稅	-865	-753	-987
其他	11,969	11,969	11,969
來自營運之現金流量	7,144	20,769	6,178
資本支出	-3,032	-2,500	-3,000
長投增減	89	0	0
短投增減	50	0	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	0	0	0
其他	-452	-452	-452
來自投資之現金流量	-3,344	-2,952	-3,452
自由現金流量	3,800	17,817	2,726
借款增(減)	-2,002	30	30
股利發放	-2,024	-2,236	-2,888
發行公司債	0	0	0
償還公司債	0	0	0
現金增資	4,235	0	0
其他	-63	-80	-80
來自融資之現金流量	146	-2,286	-2,938
匯率調整	-168	-168	-168
本期產生之現金流量	3,778	15,363	-380
期末現金及約當現金	8,061	23,424	23,046

資料來源：TEJ、國票投顧



## 啟碁歷史投資建議走勢



## 國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	61

## 評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%，且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> <li>預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%</li> <li>中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上</li> </ul>
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> <li>預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20%</li> <li>中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12%</li> <li>股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作</li> </ul>
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> <li>該公司未於國票核心持股名單</li> <li>國票可能與該公司進行業務而處於減默期</li> </ul>

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

## 研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

## 公司總聲明

- 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
- 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
- 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。