

2025 年 1 月 20 日

研究員：劉宜和 yiholliu@capital.com.tw

前日收盤價	131.50 元
目標價	
3 個月	140.00 元
12 個月	140.00 元

啟基(6285 TT)

Trading Buy

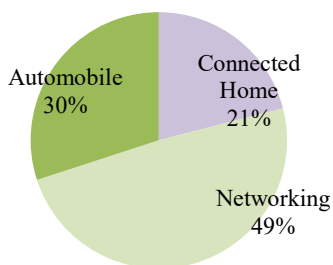
近期報告日期、評等及前日股價

12/19/2024	達目標價	130.00
11/11/2024	Trading Buy	119.00
11/07/2024	Buy	124.50
08/08/2024	Trading Buy	130.50
06/21/2024	達目標價	170.00

公司基本資訊

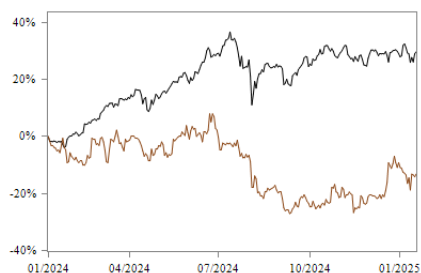
目前股本(百萬元)	4,852
市值(億元)	638
目前每股淨值(元)	63.38
外資持股比(%)	10.23
投信持股比(%)	10.85
董監持股比(%)	22.01
融資餘額(張)	7,371
現金股息配發率(F)(%)	72.33

產品組合



股價相對大盤走勢

— 6285 — TWSE



2025 年營收與毛利率皆走高，投資評等調升為 Trading Buy。

投資建議：受惠於產品組合轉佳、營收規模放大，以及新台幣相對美元貶值，帶動 4Q24 毛利率來到相對高點，並預期 2025 年毛利率將優於 2024 年，2025 年網通與車用產品皆呈現復甦，預期營收逐季走高，投資評等調升為 Trading Buy。

營運約略持平，2024 年營收 1,102.13 億元，YoY-0.52%，EPS7.11 元：2024 年，歐洲地區新標案對 5G FWA 需求成長，但是美國 5G FWA 新品遞延出貨，Connected Home 營收僅小幅成長；LEO 網通設備出貨成長，以及車用充電樁量產出貨，但是企業級網通設備出貨遞延，導致 Networking 營收小幅年增；車聯網模組應用於燃油車比重較高，且燃油車銷量受電動車競爭逐年下滑，北美品牌電動車受到中國品牌電動車削價競爭，Automotive 營收年減，2024 年營收 1,102.13 億元，YoY-0.52%，稅後淨利 34.51 億元，YoY-9.24%，EPS7.11 元。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 265.86 億元，QoQ-4.88%，EPS1.14 元：展望 1Q25，企業級網通客戶 WiFi-7 新專案出貨，以及 LEO 客戶恢復出貨，預期 Networking 營收季增；進入網通產業傳統淡季，由於北美電信商客戶在每年首季拉貨皆較緩慢，預期 Connected Home 營收季減；預期車用客戶需求在淡季較緩，Automotive 營收季減，預估 1Q25 營收 265.86 億元，QoQ-4.88%，稅後淨利 5.53 億元，QoQ-45.63%，EPS1.14 元。

三大產品線回復成長，預估 2025 年營收 1,202.56 億元，YoY+9.11%，EPS8.62 元：展望 2025 年，多數客戶庫存調整已近尾聲，新網通技術陸續導入新產品，預期 WiFi-7 將會是企業級網通設備換機潮的重點，加上企業級 800G 交換器出貨，預期 Networking 營收年增；汽車電子化趨勢持續，CPU Module、ADAS Sensor 以及車用監控系統持續出貨，車用充電樁出貨成長，配合墨西哥廠啟用將帶動 Automobile 持續成長；北美客戶持續擴增 5G 網路訊號，以及併購光纖網路營運商擴增網路容量，帶動 5G FWA、PON 出貨成長，推升 Connected Home 營收表現，預估 2025 年營收 1,202.56 億元，YoY+9.11%，稅後淨利 41.84 億元，YoY+21.21%，EPS8.62 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	110,213	120,256	131,624	29,685	25,585	30,713	25,967	27,949	26,586	27,863	32,162	33,646
營業毛利淨額	13,381	15,204	16,657	3,621	2,962	3,871	2,952	3,595	3,219	3,482	4,152	4,351
營業利益	3,713	5,103	6,372	1,305	753	1,242	601	1,117	694	1,072	1,612	1,727
稅後純益	3,451	4,184	5,211	869	750	1,165	520	1,017	553	881	1,342	1,408
稅後 EPS(元)	7.11	8.62	10.74	1.79	1.55	2.40	1.07	2.10	1.14	1.82	2.77	2.90
毛利率(%)	12.14%	12.64%	12.66%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	12.86%	12.11%	12.50%	12.91%	12.93%
營業利益率(%)	3.37%	4.24%	4.84%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	4.00%	2.61%	3.85%	5.01%	5.13%
稅後純益率(%)	3.13%	3.48%	3.96%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	3.64%	2.08%	3.16%	4.17%	4.18%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.52%	9.11%	9.45%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	7.63%	-4.88%	4.80%	15.43%	4.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-9.24%	21.21%	24.57%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	95.59%	-45.63%	59.37%	52.28%	4.93%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 48.52 億元計算。

2025 年 1 月 20 日

啟基 ESG：

啟基由全球製造總廠統籌，協同工安部、廠務中心與數位資訊管理處，進行包括廠房、產線、設備能耗以及產品製程等各面向的節能減碳應對措施與改善、建置太陽能發電站與數據採集與監控系統 (Supervisory Control and Data Acquisition，以下簡稱 SCADA)，以及設置「能源管理系統委員會」導入能源管理系統，積極降低產品生產過程與日常營運中的能源消耗，並結合企業內部活動向同仁推廣環保意識，期能有效降低碳排放，並朝綠色工廠的方向邁進。2021 年範疇一、二溫室氣體排放密集度較 2019 年減少 15%。導入 ISO 50001 能源管理系統，節能成效等同於二氧化碳減排 1,948 公噸 CO₂e，推估每年可節約新臺幣 958 萬元的用電成本，太陽能發電站年發電量達 2.1GWh，占總用電量 2.07%；減碳量約等同 108 個臺灣人年排放量，節水與回收水量占總取水量約為 18.7%，推估每年可節約新臺幣 508 萬元的取水成本。

新產品帶起成長動能，4Q24 營收 279.49 億元，QoQ+7.63%，EPS2.10 元：

4Q24，ADAS Sensor、Connectivity 模組、以及車用充電樁出貨，帶動 Automobile 產品營收季增；歐洲 5G FWA 專案持續出貨，以及部分電信商客戶新專案出貨，Connected Home 營收成長；企業級網通設備客戶 WiFi-7 新專案出貨，Networking 營收回溫。

新產品帶起成長動能，4Q24 營收 279.49 億元，QoQ+7.63%。

營收規模提升，新產品出貨促成較佳的產品組合，以及台幣相對美元貶值皆提升毛利率表現，4Q24 毛利率來到 12.86%，台幣相對美元貶值挹注業外獲利，稅後淨利 10.17 億元，QoQ+95.59%，EPS2.10 元。

營運約略持平，2024 年營收 1,102.13 億元，YoY-0.52%，EPS7.11 元：

2024 年，歐洲地區新標案對 5G FWA 需求成長，但是美國 5G FWA 新品遞延出貨，Connected Home 營收僅小幅成長；LEO 網通設備出貨成長，以及車用充電樁量產出貨，但是企業級網通設備出貨遞延，導致 Networking 營收小幅年增；車聯網模組應用於燃油車比重較高，且燃油車銷量受電動車競爭逐年下滑，北美品牌電動車受到中國品牌電動車削價競爭，Automotive 營收年減。

Connected Home 產品線方面，美國電信商對網通 CPE 庫存調整，導致 2H24 對 5G FWA 新品拉貨遞延，所幸歐洲 5G FWA 標案在 2H24 出貨，Connected Home 營收僅小幅成長。

Networking 產品線方面，北美企業持續裁員，連帶影響企業網路設備支出金額，企業級網路設備庫存調整至 2024 年底；北美 LEO 衛星網路服務營運商用戶持續成長，帶動用戶端網路硬體套件出貨增加，EV 充電樁組裝業務自 1Q24 出貨後，預期相關業務將受惠於 EV 成長趨勢，自 2Q24 起帶動出貨向上，Networking 營收小幅年增。

Automotive 產品線方面，車用相關產品已切入北美電動車毫米波雷達、車內駕駛監測系統(DMS)，以及車連網模組等...相關應用，但北美電動車業者在全球受到多個品牌電動車競爭，其中又以中國品牌競爭壓力較大，北美電動車市場又持續調整庫存，壓抑電動車相關零組件成長幅度；車聯網模

2025 年 1 月 20 日

組應用於燃油車比重較高，燃油車受到電動車競爭導致銷量逐年下滑，壓抑車用產品營收成長動能，Automotive 營收年減。

營運約略持平，2024 年營收 1,102.13 億元，YoY-0.52%。

營收規模約略持平，部分半導體零組件已累計一段漲幅，且產品價格受到壓力，毛利率不如 2023 年，稅後淨利 34.51 億元，YoY-9.24%，EPS7.11 元。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 265.86 億元，QoQ-4.88%，EPS1.14 元：

展望 1Q25，企業級網通客戶 WiFi-7 新專案出貨，以及 LEO 客戶恢復出貨，預期 Networking 營收季增；進入網通產業傳統淡季，由於北美電信商客戶在每年首季拉貨皆較緩慢，預期 Connected Home 營收季減；預期車用客戶需求在淡季較緩，Automotive 營收季減。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 265.86 億元，QoQ-4.88%。

由於營收規模下滑，預期 1Q25 毛利率將略不如 4Q24 的水準，預估稅後淨利 5.53 億元，QoQ-45.63%，EPS1.14 元。

三大產品線回復成長，預估 2025 年營收 1,202.56 億元，YoY+9.11%，EPS8.62 元：

展望 2025 年，多數客戶庫存調整已近尾聲，新網通技術陸續導入新產品，預期 WiFi-7 將會是企業級網通設備換機潮的重點，加上企業級 800G 交換器出貨，預期 Networking 營收年增；汽車電子化趨勢持續，CPU Module、ADAS Sensor 以及車用監控系統持續出貨，車用充電樁出貨成長，配合墨西哥廠啟用將帶動 Automobile 持續成長；北美客戶持續擴增 5G 網路訊號，以及併購光纖網路營運商擴增網路容量，帶動 5G FWA、PON 出貨成長，推升 Connected Home 營收表現。

三大產品線營收回復成長，預估 2025 年營收 1,202.56 億元，YoY+9.11%。

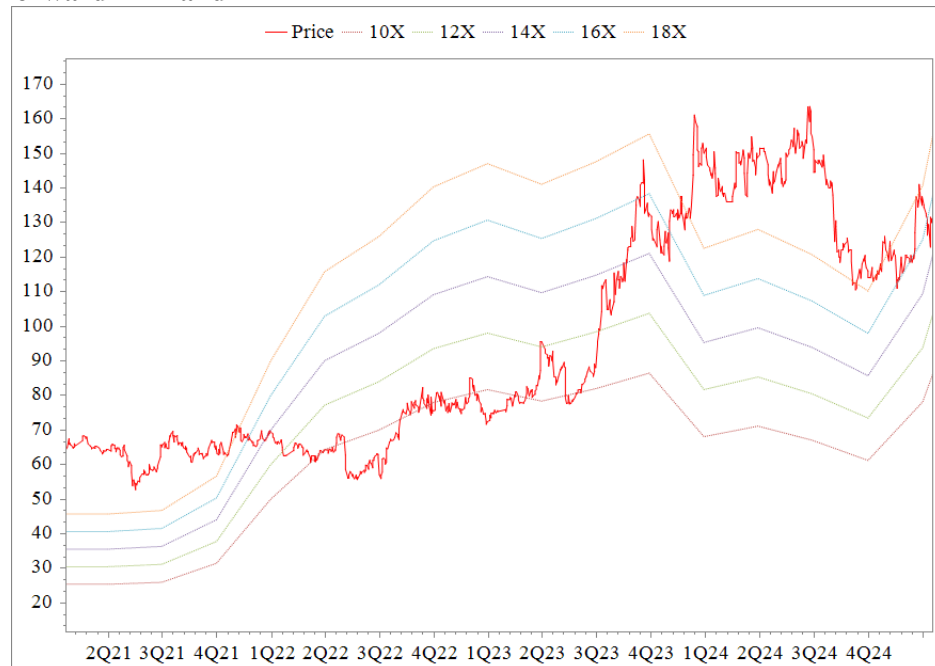
營收規模提升、產品組合好轉，以及增加工廠生產自動化程度皆提升獲利能力，預期 2025 年毛利率優於 2024 年，但因持續投入新技術研發，例如、軟體、光通訊等...，將持續投注研發費用，預期費用比率將維持於高檔，預估稅後淨利 41.84 億元，YoY+21.21%，EPS8.62 元。

投資建議：

受惠於產品組合轉佳、營收規模放大，以及新台幣相對美元貶值，帶動 4Q24 毛利率來到相對高點，並預期 2025 年毛利率將優於 2024 年，2025 年網通與車用產品皆呈現復甦，預期營收逐季走高，投資評等調升為 Trading Buy。

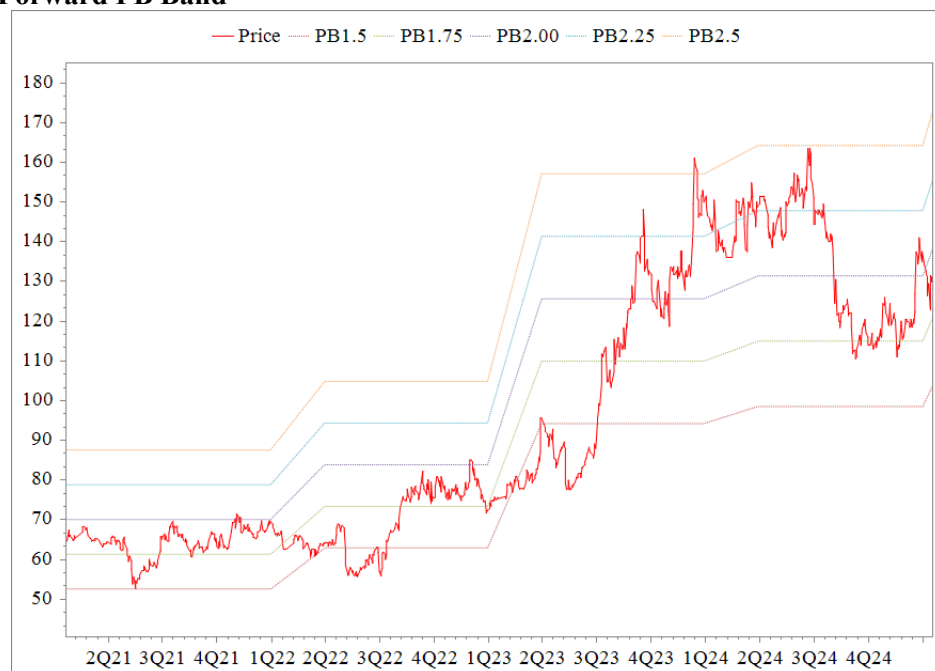
2025 年 1 月 20 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 1 月 20 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	65,878	69,213	73,651	97,691	103,806
流動資產	52,406	54,241	35,729	62,439	45,009
現金及約當現金	4,283	8,061	4,136	8,464	5,777
應收帳款與票據	21,708	22,984	16,270	26,561	20,319
存貨	24,649	19,524	11,250	22,136	14,401
採權益法之投資	80	-	0	0	0
不動產、廠房設備	10,543	10,942	9,442	8,182	6,922
負債總計	45,522	38,721	41,767	64,120	68,134
流動負債	39,604	34,642	27,697	48,402	44,564
應付帳款及票據	18,611	14,821	17,545	17,568	20,859
非流動負債	5,918	4,079	11,346	12,971	17,532
權益總計	20,356	30,492	31,883	33,571	35,672
普通股股本	3,958	4,824	4,824	4,824	4,824
保留盈餘	11,420	13,207	14,599	16,287	18,388
母公司業主權益	20,356	30,492	31,883	33,570	35,672
負債及權益總計	65,878	69,213	73,651	97,691	103,806

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	95,257	110,788	110,213	120,256	131,624
營業成本	83,663	97,193	96,833	105,051	114,967
營業毛利淨額	11,595	13,594	13,381	15,204	16,657
營業費用	8,357	8,923	9,668	10,101	10,285
營業利益	3,238	4,671	3,713	5,103	6,372
EBITDA	5,803	7,439	5,412	6,576	7,618
業外收入及支出	511	87	635	192	225
稅前純益	3,760	4,801	4,242	5,296	6,597
所得稅	638	998	791	1,112	1,385
稅後純益	3,122	3,803	3,451	4,184	5,211
稅後 EPS(元)	6.43	7.84	7.11	8.62	10.74
完全稀釋 EPS**	6.43	7.84	7.11	8.62	10.74

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 48.52 億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 48.52 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	41.69%	16.30%	-0.52%	9.11%	9.45%
營業毛利淨額	59.84%	17.25%	-1.57%	13.63%	9.56%
營業利益	267.61%	44.28%	-20.52%	37.46%	24.85%
稅後純益	153.35%	21.82%	-9.24%	21.21%	24.57%

獲利能力分析(%)

毛利率	12.17%	12.27%	12.14%	12.64%	12.66%
EBITDA(%)	6.09%	6.71%	4.91%	5.47%	5.79%
營益率	3.40%	4.22%	3.37%	4.24%	4.84%
稅後純益率	3.28%	3.43%	3.13%	3.48%	3.96%
總資產報酬率	4.74%	5.49%	4.69%	4.28%	5.02%
股東權益報酬率	15.34%	12.47%	10.83%	12.46%	14.61%

償債能力檢視

負債比率(%)	69.10%	55.95%	56.71%	65.64%	65.64%
負債/淨值比(%)	223.63%	126.99%	131.00%	191.00%	191.00%
流動比率(%)	132.33%	156.57%	129.00%	129.00%	101.00%

其他比率分析

存貨天數	83.11	82.94	58.00	58.00	58.00
應收帳款天數	71.10	73.62	65.00	65.00	65.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	-3,415	7,144	13,583	5,093	18,746
稅前純益	3,760	4,801	4,242	5,296	6,597
折舊及攤銷	1,790	2,085	1,700	1,473	1,246
營運資金變動	-10,312	58	17,714	-21,156	17,270
其他營運現金	1,346	200	-10,073	19,480	-6,366
投資活動現金	-3,819	-3,344	-26,960	-700	-26,915
資本支出淨額	-3,558	-3,015	-2,500	-2,100	-2,100
長期投資變動	-59	142	-10	-10	-10
其他投資現金	-203	-470	-24,450	1,410	-24,805
籌資活動現金	8,187	146	9,451	-64	5,482
長借/公司債變動	3,460	457	7,266	1,624	4,561
現金增資	0	4,235	0	0	0
發放現金股利	-833	-2,024	-2,060	-2,496	-3,110
其他籌資現金	5,559	-2,522	4,244	808	4,030
淨現金流量	1,193	3,778	-3,926	4,329	-2,687
期初現金	3,090	4,283	8,061	4,136	8,464
期末現金	4,283	8,061	4,136	8,464	5,777

資料來源：CMoney、群益

2025 年 1 月 20 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	29,210	29,685	25,585	30,713	25,967	27,949	26,586	27,863	32,162	33,646	29,228	32,213
營業成本	25,271	26,064	22,622	26,841	23,015	24,354	23,366	24,381	28,009	29,295	25,649	28,120
營業毛利淨額	3,938	3,621	2,962	3,871	2,952	3,595	3,219	3,482	4,152	4,351	3,579	4,093
營業費用	2,442	2,316	2,210	2,629	2,351	2,478	2,526	2,410	2,541	2,624	2,441	2,529
營業利益	1,496	1,305	753	1,242	601	1,117	694	1,072	1,612	1,727	1,139	1,564
業外收入及支出	288	-213	188	127	25	294	6	44	87	56	48	59
稅前純益	1,784	1,092	940	1,369	626	1,307	700	1,115	1,698	1,782	1,187	1,623
所得稅	372	222	190	205	106	290	147	234	357	374	249	341
稅後純益	1,412	869	750	1,165	520	1,017	553	881	1,342	1,408	937	1,282
最新股本	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852	4,852
稅後EPS(元)	2.91	1.79	1.55	2.40	1.07	2.10	1.14	1.82	2.77	2.90	1.93	2.64

獲利能力(%)

毛利率(%)	13.48%	12.20%	11.58%	12.60%	11.37%	12.86%	12.11%	12.50%	12.91%	12.93%	12.25%	12.71%
營業利益率(%)	5.12%	4.39%	2.94%	4.04%	2.31%	4.00%	2.61%	3.85%	5.01%	5.13%	3.90%	4.86%
稅後純益率(%)	4.83%	2.93%	2.93%	3.79%	2.00%	3.64%	2.08%	3.16%	4.17%	4.18%	3.21%	3.98%

QoQ(%)

營業收入淨額	9.70%	1.63%	-13.81%	20.04%	-15.45%	7.63%	-4.88%	4.80%	15.43%	4.61%	-13.13%	10.21%
營業利益	43.23%	-12.80%	-42.32%	65.03%	-51.60%	85.86%	-37.91%	54.50%	50.40%	7.14%	-34.06%	37.37%
稅前純益	47.91%	-38.83%	-13.84%	45.58%	-54.27%	108.71%	-46.44%	59.37%	52.28%	4.93%	-33.41%	36.74%
稅後純益	49.19%	-38.44%	-13.70%	55.26%	-55.36%	95.59%	-45.63%	59.37%	52.28%	4.93%	-33.41%	36.74%

YoY(%)

營業收入淨額	10.10%	2.03%	1.26%	15.34%	-11.10%	-5.85%	3.91%	-9.28%	23.86%	20.38%	9.94%	15.61%
營業利益	23.32%	10.93%	-8.90%	18.90%	-59.82%	-14.37%	-7.83%	-13.71%	168.14%	54.56%	64.16%	45.96%
稅前純益	19.74%	-10.87%	30.77%	13.50%	-64.91%	19.71%	-25.59%	-18.54%	171.30%	36.39%	69.56%	45.48%
稅後純益	14.74%	-15.64%	30.39%	23.05%	-63.18%	16.99%	-26.29%	-24.34%	158.08%	38.45%	69.56%	45.48%

註1：稅後EPS以股本48.52億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為三個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「買進」及「強力買進」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。