

# 啟碁(6285)

Upgrade to BUY

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su  
stevensu@masterlink.com.tw

## 評等

日期: 2025/1/20  
目前收盤價 (NT\$): 131.5  
目標價 (NT\$): 152  
52 週最高最低(NT\$): 110.5-170  
加權指數: 23148.08

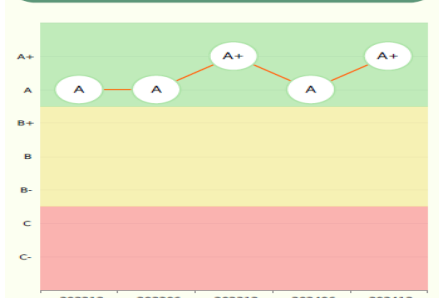
## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 4,852  
市值 (NT\$/mn): 63,800  
市值 (US\$/mn): 2,127  
20 日平均成交量(仟股): 7,791  
PER (2025): 14.7  
PBR (2025): 1.89  
外資持股比率: 10.17  
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	10.0	13.4	-10.2
加權指數報酬率	0.6	0.4	-2.6

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	152	130
營業收入 (NT\$/mn)	121,678	117,650
毛利率 (%)	12.87	12.51
營益率 (%)	4.39	4.02
EPS (NT\$)	8.93	8.14
BVPS(NT\$)	69.4	68.1

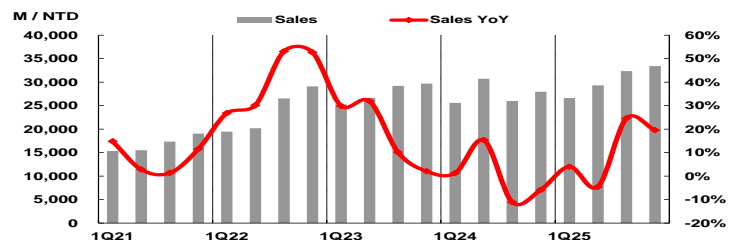
## 近五期TESG Rating



## 2025 年營收動能和毛利率皆轉佳

- 4Q24 營收 279.4 億元(QoQ+7.6%)優於預期之 263.4 億元，受惠於匯率、產品組合改善以及營收規模，毛利率 12.9%優於前季之 11.4%，營業利益 11.17 億元(QoQ+86%)優於預估值 34%，EPS 2.14 元優於預期之 1.42 元。展望 1Q25，受惠客戶恢復新產品專案出貨，其中以 Networking 和 Auto 成長性較佳，估計 1Q25 營收 266.1 億元(QoQ-4.8%)呈現淡季不淡，EPS 1.5 元。
- 2025 年營收 YoY 可望雙位數成長，主要成長動能如下：1)企業網通庫存調整告一段落，加計近期媒體指出美國將以國安為由禁止 TP Link 銷售，加計推出 800G 交換器，皆有助企業網通營收動能轉佳；2)和 LEO 美系龍頭客戶長期合作緊密，該客戶生態圈完整，啟碁 LEO 產品營收貢獻將隨客戶成長；4)5G 業務涵蓋 RU/RAN/Edge Server/FWA 等局端和家用產品線，其中以 5G FWA 營收貢獻最大，除美系營運商客戶 2028 年 5G FWA 用戶數目標將達 800-900 萬較目前倍增外，歐系營運商 5G FWA 新訂單亦將於 2H25 放量；4)車用客戶需求已於 4Q24 開始轉佳，且搭載 ADAS Sensor 數量增加將有助於車用雷達和鏡頭出貨，加計不論在車廠或是 Tier 1 車用零組件廠商皆有斬獲更多 ADAS 和 Car Connectivity 商機；5)WiFi 7 產品已於 4Q24 量產出貨，WiFi 7 產品滲透率可望由去年 5%顯著提升至 2025 年之 15-20%。
- 將 2025 年 EPS 由 8.14 元上修至 8.93 元，考量 2025 年營收動能和毛利率皆轉佳，將評等由中立轉為買進，TP 152 元。

Exhibit 1: 營收與營收 YOY



Sources: Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標

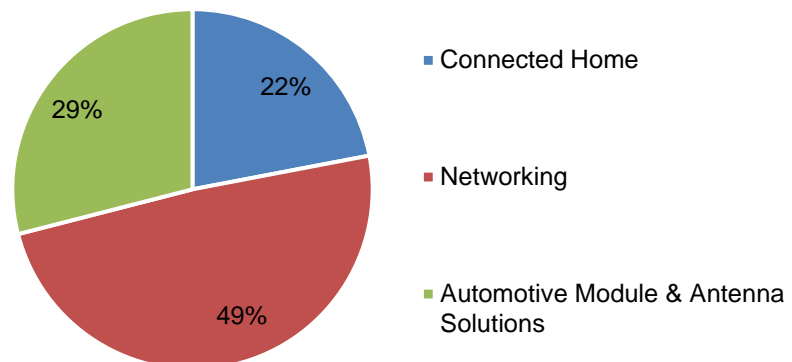


Sources: TEJ

啟碁為國內衛星通訊大廠，北美  
貢獻七成營收

啟碁為國內衛星通訊大廠，產品線可區分為 Connected Home、Networking、Automotive Module & Antenna Solutions 三大產品線，2024 年營收比重分別為 22%、49%、29%，美洲、亞洲和歐洲分別佔營收比重為 72%、11%和 17%，美洲為營收成長主要區域。Connected Home 主要客戶為北美電信商如 AT&T 和 Verizon，Networking 主要客戶為 SI 及網通品牌商，Automotive Module & Antenna Solutions 主要客戶包含北美衛星廣播營運商 Sirius-XM 以及 Tier 1 車用零組件廠如 Bosch 和 Continental，其中營運商客戶貢獻公司近半營收。公司近年來擴產主要在非中區域，2025 年資本支出 25 億元約當 2024 年，台灣、越南、中國和分別占產能 40%、40%、15%以及低於 5%，其中越南二期產能已於 2H24 開出將可滿足至 2026 年營運成長。

啟碁 2024 年產品組合



Source : Company

4Q24 本業業外俱佳，EPS 2.14  
元優於預期，1Q25 營運淡季不  
淡

4Q24 營收 279.4 億元(QoQ+7.6%)優於預期之 263.4 億元，受惠於匯率、產品組合改善以及營收規模，毛利率 12.9%優於前季之 11.4%，營業利益 11.17 億元(QoQ+86%)優於預估值 34%，業外認列收益 1.9 億元，稅後純益 10.17 億元(QoQ+95.6%)，EPS 2.14 元優於預期之 1.42 元。展望 1Q25，受惠客戶恢復新產品專案出貨，其中以 Networking 和 Auto 成長性較佳，估計 1Q25 營收 266.1 億元(QoQ-4.8%)呈現淡季不淡，因營收規模降低，毛利率降至 12.4%，稅後純益 7.13 億元(QoQ-29.9%)，EPS 1.5 元。

啟碁 4Q24 營收獲利

NT\$m	3Q24	4Q24 (A)	4Q24 (E)	較預期相比	QOQ	YoY	累計 YOY
Net sales	25,967	27,949	26,346	6%	7.6%	-5.8%	-0.5%
Margin %	11.4%	12.9%	12.1%				
Operating profit	601	1,117	834	34%	85.9%	-14.4%	-20.5%
Total non-ope inc.	25	190	(10)				
Pre-tax profit	626	1,307	824				
Net profit	520	1,017	676	50%	95.6%	17.0%	-9.2%
EPS	1.09	2.14	1.42				

Source : Company、Masterlink

2024 年受企業和車用客戶庫存調整，且電信商和企業網通 2H24 新專案遞延影響致使 2H24 旺季不佳，2024 年營收僅約當 2023 年。毛利率則受網通新品延後上市、客戶調節庫存以及產能利用率不佳等負面因素衝擊下，致使 2024 年獲利表現衰退。

## 2025 年營收將雙位數成長，三大產品線營收 YoY 同步轉佳

展望 2025 年，三大產品線皆可望優於 YoY 成長，推估 2025 年營收 YoY 雙位數成長，主要成長動能如下：1)企業網通庫存調整告一段落，加計近期媒體指出美國將以國安為由禁止 TP Link 銷售，加計推出 800G 交換器，皆有助企業網通營收動能轉佳；2)和 LEO 美系龍頭客戶長期合作緊密，該客戶生態圈完整，啟碁 LEO 產品營收貢獻將隨客戶成長；4)5G 業務涵蓋 RU/RAN/Edge Server/FWA 等局端和家用產品線，其中以 5G FWA 營收貢獻最大，除美系營運商客戶 2028 年 5G FWA 用戶數目標將達 800-900 萬較目前倍增外，歐系營運商 5G FWA 新訂單亦將於 2H25 放量；4)車用客戶需求已於 4Q24 開始轉佳，且搭載 ADAS Sensor 數量增加將有助於車用雷達和鏡頭出貨，加計不論在車廠或是 Tier 1 車用零組件廠商皆有斬獲更多 ADAS 和 Car Connectivity 商機；5)WiFi 7 產品已於 4Q24 量產出貨，WiFi 7 產品滲透率可望由去年 5%顯著提升至 2025 年之 15-20%。

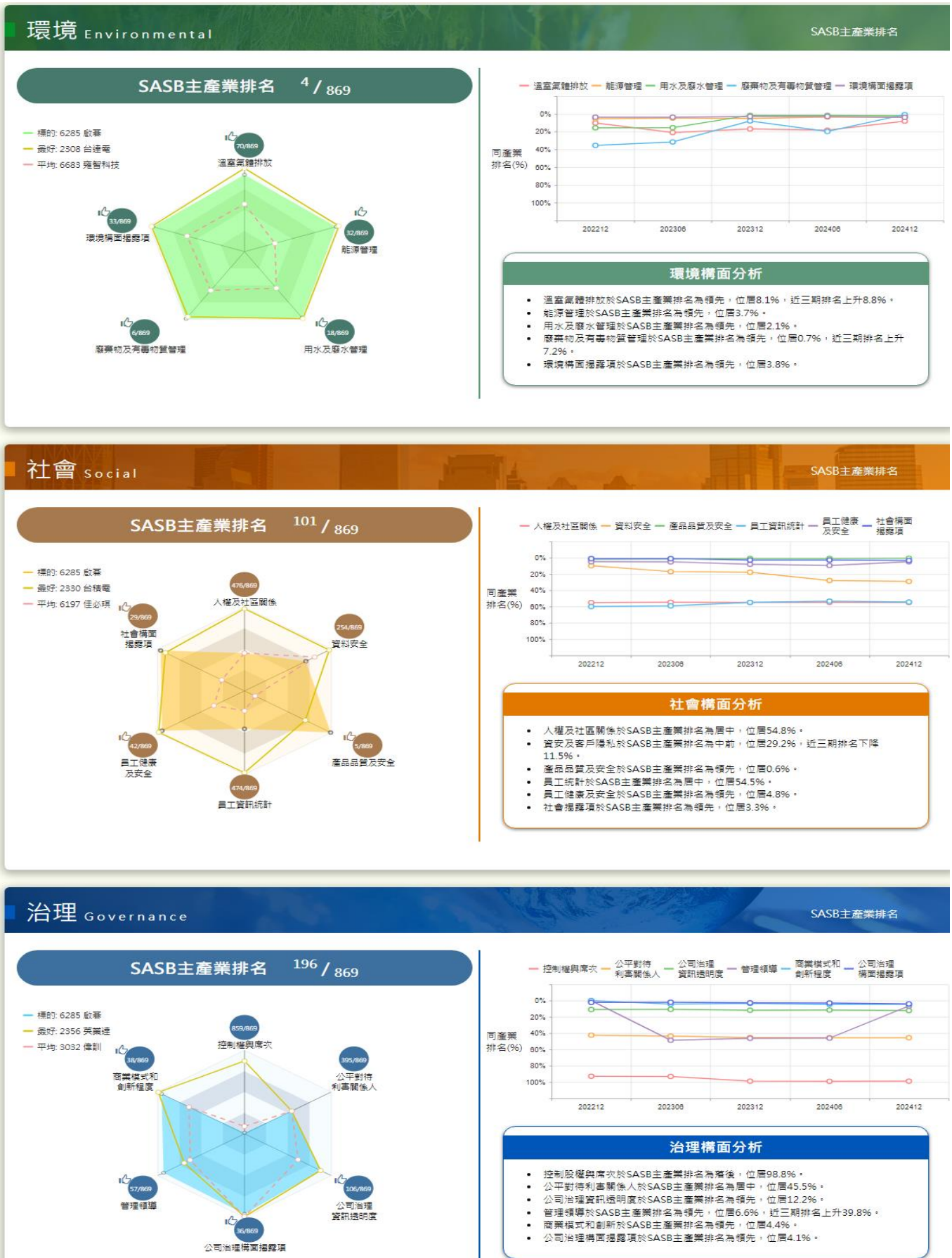
## 網通新品上市以及營收規模將有助於 2025 年毛利率轉佳

啟碁近年來在越南持續擴張產能，越南二期產能於 2H24 開出後，但公司營運旺季不旺下拖累營收和毛利率表現。展望 2025 年，營收動能轉佳有助規模經濟擴大，加計網通新產品推出效益有助產品組合好轉，預期 2025 年啟碁毛利率可望轉佳。

## 中立轉買進，目標價 152 元

將 2025 年 EPS 由 8.14 元上修至 8.93 元，考量 2025 年營收動能和毛利率皆轉佳，將評等由中立轉為買進，TP 152 元 (2025 PERx17)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5



Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	95,257	110,788	110,213	121,678		Cash	4,283	8,061	11,119	10,648	
COGS	83,663	97,193	96,833	106,019		Marketable securities	912	2,908	1,490	1,490	
Gross profit	11,595	13,594	13,381	15,660		A/R & N/R	21,708	22,984	22,043	24,336	
Operating expense	8,357	8,923	9,668	10,313		Inventory	24,649	19,524	19,367	21,204	
<b>Operating profit</b>	<b>3,238</b>	<b>4,671</b>	<b>3,713</b>	<b>5,346</b>		Others	854	763	763	763	
Total non-operate. Inc.	522	130	530	-40		Total current asset	52,406	54,241	54,782	58,441	
Pre-tax profit	3,760	4,801	4,242	5,306		Long-term invest.	170	57	57	57	
Total Net profit	3,122	3,803	3,451	4,245		Total fixed assets	10,543	10,942	11,119	11,219	
Minority	0	0	0	0		Total other assets	2,571	3,634	3,634	3,634	
<b>Net Profit</b>	<b>3,122</b>	<b>3,803</b>	<b>3,451</b>	<b>4,245</b>		<b>Total assets</b>	<b>65,878</b>	<b>69,213</b>	<b>69,592</b>	<b>73,351</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>7.93</b>	<b>8.98</b>	<b>7.26</b>	<b>8.93</b>		Short-term Borrow	12,514	9,997	9,997	9,997	
<b>Y/Y %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25F</b>		A/P & N/P	18,611	14,821	17,385	19,034	
Sales	41.7	16.3	(0.5)	10.4		Other current liab.	7,417	8,567	9,270	9,440	
Gross profit	59.8	17.2	(1.6)	17.0		Total current liab.	38,543	33,384	36,651	38,471	
Operating profit	267.6	44.3	(20.5)	44.0		L-T borrow s	4,031	2,165	1,524	1,524	
Pre-tax profit	166.4	27.7	(11.6)	25.1		Other L-T liab.	333	384	384	384	
Net profit	153.4	21.8	(9.2)	23.0		<b>Total liability.</b>	<b>45,522</b>	<b>38,721</b>	<b>38,559</b>	<b>40,378</b>	
EPS	151.7	13.3	(19.2)	23.0		Common stocks	3,958	4,824	4,753	4,753	
<b>Margins %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25F</b>		Reserves	5,129	11,905	11,905	11,905	
Gross	12.2	12.3	12.1	12.9		Retain earnings	11,254	14,899	14,375	16,315	
Operating	3.4	4.2	3.4	4.4		<b>Total Equity</b>	<b>20,356</b>	<b>30,492</b>	<b>31,033</b>	<b>32,973</b>	
EBITDA	6.4	6.7	6.6	6.9		<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>65,878</b>	<b>69,213</b>	<b>69,592</b>	<b>73,351</b>	
Pre-tax	3.9	4.3	3.8	4.4							
<b>Net</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	26,610	29,309	32,348	33,411		Net income	3,122	3,803	3,451	4,245	
Gross profit	3,299	3,728	4,223	4,410		Dep & Amort	2,079	2,088	2,494	2,570	
Operating profit	931	1,207	1,538	1,670		Investment income	12	7	0	0	
Total non-ope inc.	-40	-40	60	-20		Changes in W/C	-11,154	-1,051	3,664	-2,481	
Pre-tax profit	891	1,167	1,598	1,650		Other adjustment	2,526	2,297	-500	0	
Net profit	713	934	1,278	1,320		<b>Cash flow – ope.</b>	<b>-3,415</b>	<b>7,144</b>	<b>9,109</b>	<b>4,334</b>	
EPS	1.50	1.96	2.69	2.78		Capex	-3,558	-3,015	-2,500	-2,500	
<b>Y/Y %</b>	<b>1Q25F</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>		Change in L-T inv.	0	89	0	0	
Net sales	4.0	(4.6)	24.6	19.5		Other adjustment	-261	-418	0	0	
Gross profit	11.4	(3.7)	43.1	22.6		<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-3,819</b>	<b>-3,344</b>	<b>-2,500</b>	<b>-2,500</b>	
Operating profit	23.7	(2.8)	155.9	49.5		Free cash flow	-6,973	4,129	6,609	1,834	
Net profit	(5.0)	(19.8)	145.9	29.8		Inc. (Dec.) debt	6,256	-2,002	-641	0	
<b>Q/Q %</b>	<b>1Q25F</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>		Cash dividend	-833	-2,024	-2,910	-2,305	
Net sales	(4.8)	10.1	10.4	3.3		Other adjustment	2,763	4,172	0	0	
Gross profit	(8.2)	13.0	13.3	4.4		<b>Cash flow –Fin.</b>	<b>8,187</b>	<b>146</b>	<b>-3,551</b>	<b>-2,305</b>	
Operating profit	(16.6)	29.6	27.4	8.6		Exchange influence	240	-168	0	0	
Net profit	(29.9)	31.0	36.9	3.3		<b>Change in Cash</b>	<b>1,193</b>	<b>3,778</b>	<b>3,058</b>	<b>-471</b>	
<b>Margins %</b>	<b>1Q25F</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>		<b>Ratio Analysis</b>					
Gross	12.4	12.7	13.1	13.2		<b>Year-end Dec. 31</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25F</b>	
Operating	3.5	4.1	4.8	5.0		ROA	5.66	5.63	4.97	5.94	
<b>Net</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>		ROE	16.71	14.96	11.22	13.26	

#### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.