

昇達科 (3491 TT) Universal Microwave Technology

低軌衛星 昇空高飛

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$580.0

收盤價 (2025/02/20) : NT\$421.5
隱含漲幅 : 37.6%

營收組成 (2024)

低軌衛星 43%、4G/5G 回傳網路 23%、射頻天線 25%、網路工程 9%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	580	--
2025年營收 (NT\$/十億)	3.4	--
2025年EPS	14.7	--

交易資料表

市值	NT\$26,930百萬元
外資持股比率	21.2%
董監持股比率	9.3%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$46.36
負債比	36.8%
ESG評級 (Sustainalytics)	N/A

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	1,585	2,335	3,376	4,184
營業利益	202	622	1,107	1,488
稅後純益	200	552	937	1,239
EPS (元)	3.20	8.66	14.68	19.40
EPS YoY (%)	-26.6	170.6	69.5	32.2
本益比 (倍)	131.7	48.7	28.7	21.7
股價淨值比 (倍)	12.9	11.1	9.1	7.8
ROE (%)	10.0	22.7	31.7	35.9
現金殖利率 (%)	0.8%	1.5%	2.8%	3.7%
現金股利 (元)	3.35	6.51	11.74	15.52

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

陳彥菱

dorothy.chen123@yuanta.com

元大觀點

昇達科主要產品微波/毫米波空心金屬波導元件及天線，應用於低軌衛星及 4G/5G 回傳網路。

2025 年低軌衛星 A 客戶衛星發射數將年增 30%，昇達科供應比重有望提升，B 客戶預計衛星發射數將倍增，預期 2025 年低軌衛星營收 19 億元(YoY+90%)，營收佔比將年增 13ppt 至 56%。

低軌衛星需求倍增，預估 2025/2026 年 EPS 年增 70%/32%至 14.7 元/19.4 元，目標價 580 元(30x 2026F EPS)，初次報告給予買進評等。

微波被動元件領導廠商，應用於低軌衛星及 4G/5G 回傳網路

昇達科主要產品為空心金屬波導元件及天線，用於傳導微波或毫米波，只靠波導的結構或材料特性就能讓電磁波在波導內進行訊號的導引、分離、結合、耦合、過濾、延遲、接收、發射等功能，空心金屬波導優點包括：1) 在微波/毫米波頻段的傳輸損耗較低，適合通訊系統前端元件；2) 金屬材質可承受較高功率，適合長距離通訊應用。因此，空心金屬波導被廣泛應用在微波/毫米波無線通訊(如 4G/5G 回傳網路)、雷達、衛星等領域。

低軌衛星酬載、衛星間連結元件需求快速成長

昇達科已打入低軌衛星領導運營商供應鏈，目前低軌衛星營收約 6 成來自天上衛星酬載、4 成來自地面站。美系 A 客戶自 2023 年底提升外包生產比例，2024 年 A 客戶訂單年增逾 250%。昇達科為美系 B 客戶之重要策略供應商，2024 年 B 客戶開始大量生產衛星，營收貢獻顯著成長，2025 年昇達科會以模組形式出貨給 B 客戶，以加快其衛星製造速度。展望 2025 年，低軌衛星 A 客戶衛星發射數將年增 30%，昇達科供應比重有望提升，B 客戶預計衛星發射數將倍增。預期 2025/2026 年低軌衛星營收 19 億元/25.6 億元 (YoY+90%/+35%)，營收佔比將年增 13ppt/5ppt 至 56%/61%。

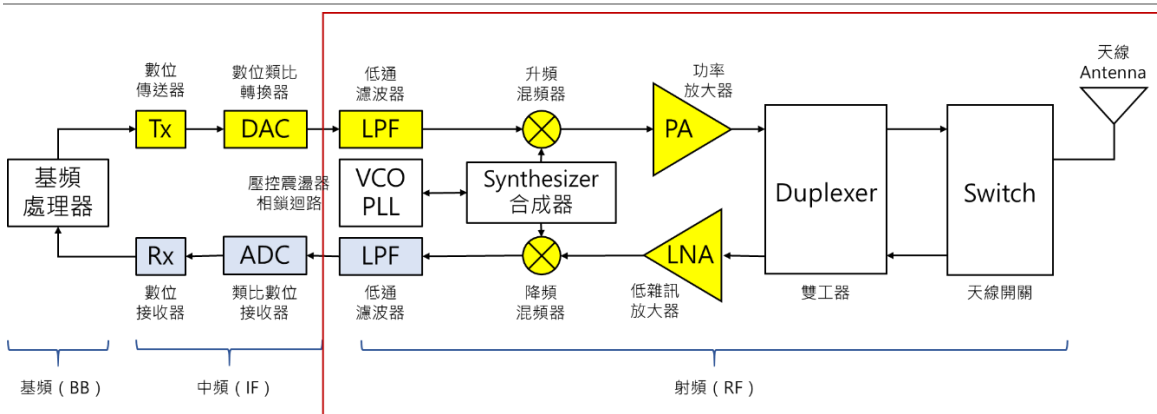
低軌衛星需求倍增，預估 2025/2026 年 EPS 年增 70%/32%

昇達科在低軌衛星 A 客戶的供貨份額持續成長，低軌衛星 B 客戶衛星生產數成長至高峰，4G/5G 回傳網路、射頻天線、電信網路工程業務穩定成長，預估昇達科 2025/2026 年合併營收達 33.76 億元/41.84 億元 (YoY+44.6%/+23.9%)，毛利率 54.2%/56%(YoY+2.9ppt/+1.8ppt)，EPS 14.68 元/19.4 元(YoY+70%/+32%)。昇達科未來 3-5 年將受惠於低軌衛星高速成長期，給予 30 倍目標本益比，以 2026 年預估 EPS 19.4 元，推得目標價 580 元，初次納入研究範圍，給予買進評等。

昇達科微波/毫米波被動元件領導廠商，應用於低軌衛星及 4G/5G 回傳網路

無線通訊元件可細分為前端的被動元件及後端的主動元件，前端的被動元件包雙工器、濾波器、耦合器、天線等，天線負責接收發出的訊號，透過雙工器、濾波器等用來消除雜訊以免訊號失真後再傳送到後端做進一步訊號處理。

圖 1：射頻前端由各種不同功能元件組成

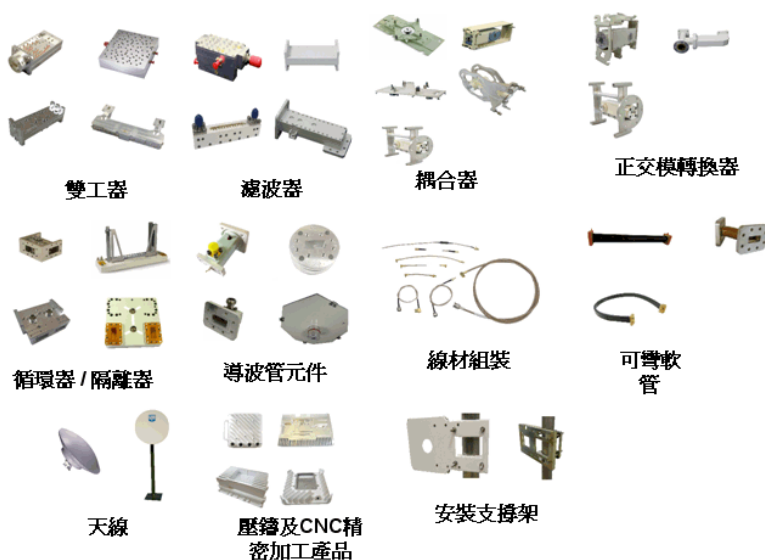


資料來源：知識力 Ansforce

昇達科技成立於 1999 年，創辦人為總經理吳東義博士，在微波/毫米波相關產業已有 30 年以上的經歷，主要產品為微波/毫米波等高頻被動通訊元件及天線，是台灣唯一微波/毫米波被動元件設計製造公司，更是全球在此領域之領導企業。昇達研發團隊擁有廣泛產品之設計開發成功經驗，已取得超過 60 件之產品研發技術專利權，在國際客戶拓展上取得多家世界級大廠的認證及量產訂單。

昇達科主要產品結構為空心金屬波導組成之元件及天線，用於傳導微波或毫米波，波導本身是一種被動元件，它不需依靠外來的能量，只靠波導的結構或材料特性就能讓電磁波在波導內進行訊號的導引、分離、結合、耦合、過濾、延遲、接收、發射等功能，根據不同功能，被稱為雙工器、濾波器、耦合器等。空心金屬波導優點包括：1) 在微波/毫米波頻段的傳輸損耗較低，適合通訊系統前端元件；2) 金屬材質可承受較高功率，適合長距離通訊應用。因此，空心金屬波導被廣泛應用在微波/毫米波無線通訊(如 4G/5G 回傳網路)、雷達、衛星等領域。

圖 2：昇達科微波/毫米波無線通訊元件

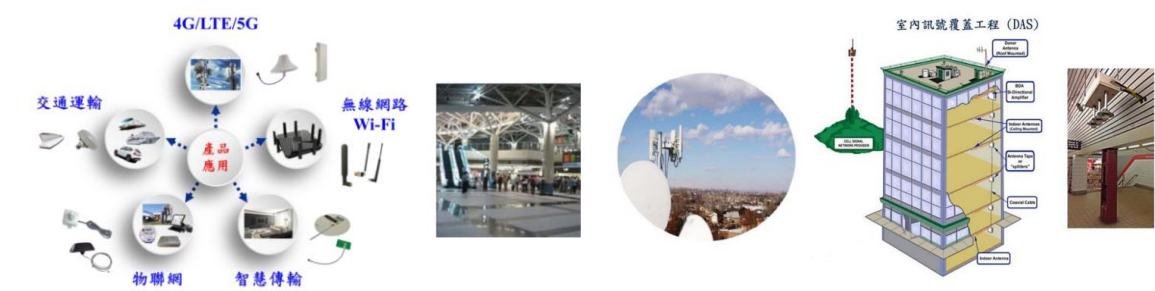


資料來源：公司資料

昇達科子公司芮特-KY 主要生產 3 MHz~6 GHz 頻段的天線及射頻線纜組件，用於傳送與接收無線電視、行動通訊、無線網路、廣播、定位系統及無線電等訊號，芮特-KY 的天線應用於無人機、醫療用 IoT、物聯網等利基型產品。昇達科於 2024/10/18 以每股 53.8 元收購芮特-KY，昇達科對芮特的持股率從先前的 55.59%提升至 100%。過去昇達科及芮特雙方在生產基地、營運均各自獨立，考量未來前進東南亞生產基地布局，雙方整併，可望在三地(大陸、台灣、東南亞)的生產基地達到一定經濟規模業務，且資源分配也較有彈性。

昇達科轉投資公司正通(昇達科持股 53.6%)專注於電信網路工程設計與優化，主要客戶為台灣電信公司(台灣大/遠傳/中華電信/台灣 Nokia)，擁有全系列的射頻無線解決方案和固定線路解決方案，可確保強大的連接性和運作可靠性，近年在企業專網、室內訊號覆蓋工程(DAS)有良好成績。

圖 3：芮特射頻天線應用(左圖)；正通電信網路工程應用場域(右圖)



資料來源：公司資料

低軌衛星營收大幅成長，2024 年獲利年增 176%

昇達科 2024 年營收 23.35 億元，YoY+47.3%，主要受惠於低軌衛星營收大幅成長；產品組合轉佳，帶動毛利率年增 10.9ppt 至 51.3%，創新高；營業槓桿效益顯現，營業利益率年增 13.8ppt 至 26.6%，稅後淨利年增 176%至 5.52 億元，調整後 EPS 年增 171%至 8.66 元。2024 年產品別營收如下：4G/5G 回傳網路 23%(YoY-13ppt)、低軌衛星 43%(YoY+28ppt)、射頻天線 25%(YoY-6ppt)、網路工程 9%(YoY-9ppt)。

圖 4：昇達科產品別營收組成

公司	持股比例	產品線	2023 年營收佔比	2024 年營收佔比	應用說明
昇達科	100%	低軌衛星	15.2%	43%	衛星酬載、地面站
		4G/5G 回傳網路	35.8%	23%	和易利信、NEC、Ceragon 合作，建置 4G/5G 回傳台。
芮特	100%	天線	31.5%	25%	應用於無人機、醫療用 IoT、物聯網等利基型產品
正通科技	53.6%	電信網路工程	17.5%	8%	接洽台灣電信商標案，協助公共空間的 4G/5G 網路建置。

資料來源：公司資料、元大投顧整理

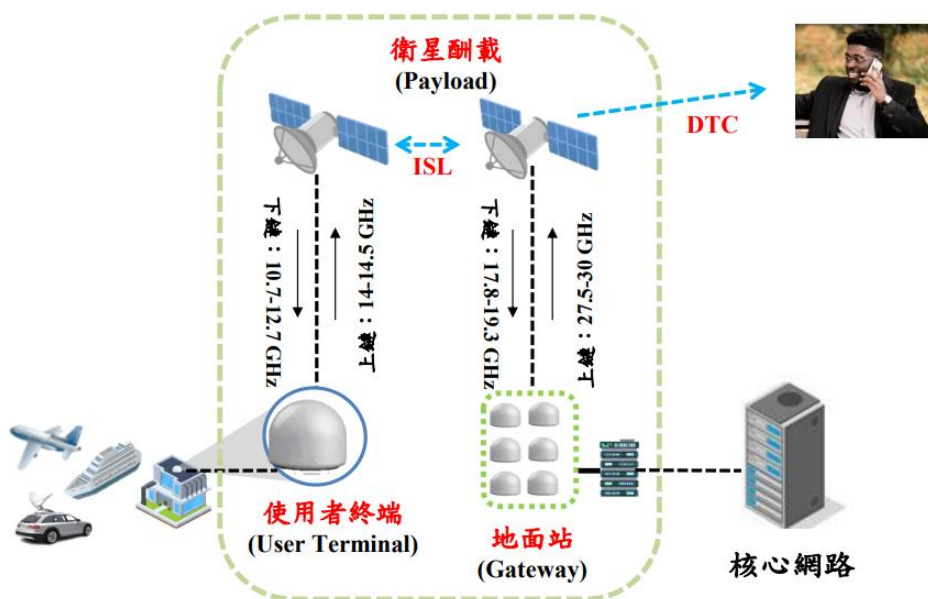
低軌衛星發射數量快速成長，衛星酬載、衛星間連結元件需求快速成長

低軌衛星系統的用戶終端基本上配備碟型天線或平板天線，而非一般手機，用戶終端將訊務傳送至空中飛行的低軌衛星，低軌衛星將訊務轉送至低軌衛星閘道地面站(Gateway)，再藉由骨幹網路將資料傳送至 Internet 網際網路或雲端中心。低軌衛星與用戶終端中間的連線稱為服務鏈路(Service Link)，而低軌衛星與低軌衛星閘道地面站之間的連線稱為饋線鏈路(Feeder Link)。當低軌衛星沒有涵蓋閘道地面站時，若具備衛星間鏈路(ISL)功能，則可透過 ISL 將訊務經由其他低軌衛星傳輸到閘道地面站。Starlink 衛星功能持續演進，自 v1.5 衛星開始導入 ISL 功能。

昇達科已打入低軌衛星領導運營商供應鏈，其空心金屬波導主要應用於衛星酬載(Payload)及地面站(Gateway)，少數用於使用者終端(User Terminal)。目前低軌衛星營收中，約 6 成來自天上衛星酬載、4 成來自地面站。美系 A 客戶過去自製比重高，外包比例少，其衛星發射數持續成長，但 A 客戶將維持現有產能，新增的衛星製造需求將採用外包生產的元件，自 2023 年底提升外包生產比例，2024 年 A 客戶訂單年增逾 250%，供貨產品包括天上衛星酬載及地面站通訊元件，未來昇達科在越南、泰國擴產，有助於贏得更多訂單。昇達科為美系 B 客戶之重要策略供應商，與該客戶簽訂 8 個元件的獨家供貨合約，現已供應超過 20 個元件，對 B 客戶供應的品項跟數量持續增加，目前一顆衛星的營收貢獻相比過往已翻倍成長，2024 年 B 客戶開始大量生產衛星，對昇達科元件拉貨大幅增加，營收貢獻顯著成長。此外，過去昇達科以元件形式供貨給 B 客戶，客戶要花時間組裝測試，影響衛星生產速度，從元件交貨到組裝好衛星大約 4-6 個月，為了加快 B 客戶生產衛星的生產速度，2025 年昇達科將會把被動元件組成模組出貨給 B 客戶，客戶再把主動元件裝上去，以模組形式出貨下，一顆衛星的營收貢獻可再提升至 150 萬元以上，1Q25 將有衛星發射計畫。整體而言，2024 年前 11 月低軌衛星訂單達 14 億元，2024 年出貨約 10 億元，1Q25 低軌衛星營收無虞。展望 2025 年，低軌衛星 A 客戶衛星發射數將年增 30%，昇達科供應比重有望提升，B 客戶預計衛星發射數將倍增，預期 2025 年低軌衛星營收 19 億元(YoY+90%)，低軌衛星營收佔比將提升至 56%(YoY+13ppt)。

昇達科兩個客戶都有做到 ISL，預期 10-20% 低軌衛星會安裝 DTC 功能，ISL(衛星跟衛星的通訊)以及 DTC(衛星跟手機的通訊)，在 4Q24 都有認證計畫，1Q25 開始會小量出貨 ISL 訂單，將挹注後續營運成長動能。

圖 5：昇達科低軌衛星產品應用



資料來源：公司資料

因應低軌衛星強勁需求，擴充台灣、東南亞產能

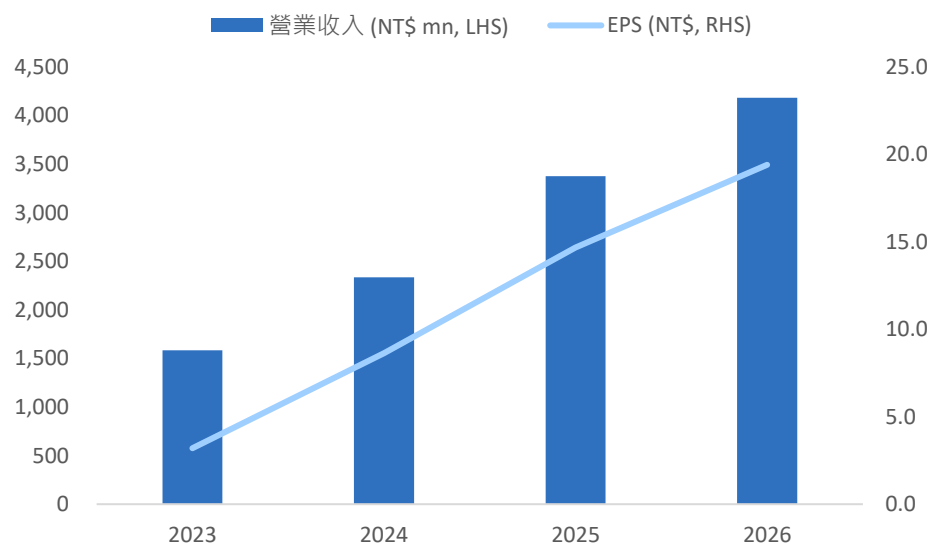
未來幾年是低軌衛星的密集發射期，因應客戶需求，昇達科在台北汐止、桃園中壢，乃至越南與泰國持續擴大產能與廠房的設置工作，預計 2025 年到 2026 年都會有新的產能逐步落地。

公司於 2024 年 8 月購買汐止第 2 座廠房，預計 3Q25 投產，目前台灣有五棟廠房，在原來主要生產廠房附近的閒置空地會改建成第六棟廠房，管理層評估若台灣廠滿載一年可貢獻 20 億元營收；越南原來有小的生產線，客戶希望擴大產能，所以另外承租一個更大的廠房，越南一廠有 1,000 坪，已經開始投產，考量訂單需求，會再投資第二個廠(5,000 坪)，買土地蓋廠要花 1.5-2 年，預計越南二廠 2H26 投產，係因應客戶需求擴產；泰國廠規劃中。

低軌衛星需求倍增，回傳網路業務回升，預估 2025/2026 年 EPS 年增 70%/32%

隨著印度市場對 5G 基礎設施需求激增，印度 5G 基地台建置，連帶對回傳台建置需求增加，通常每 3 個基地台，約需要 1 個回傳台，2024 年 4G/5G 回傳網路營收年減 5%，主要受印度 5G 基礎建設建置較緩影響，不過印度人口達 14 億人，2024 年底當地第一大電信運營商 Reliance Jio 的 5G 寬頻用戶數為 1.7 億人，還有很大成長空間，將持續建置 5G 基地台，預估 2025 年 4G/5G 回傳網路營收將年增 8%。射頻天線應用於無人機、醫療用 IoT、物聯網等利基型產品，電信工程網路近年在企業專網、室內訊號覆蓋工程(DAS)有良好成績，預期 2025 年射頻產品/電信網路工程營收將年增 9%/18%。加上低軌衛星美系客戶訂單呈倍數增長，預估昇達科 2025 年合併營收 33.76 億元(YoY+44.6%)，毛利率 54.2%(YoY+2.9ppt)，營業利益 11.07 億元(YoY+78%)，EPS 14.68 元(YoY+70%)。展望 2026 年，昇達科在低軌衛星 A 客戶的供貨份額持續成長，低軌衛星 B 客戶衛星生產數維持高檔，4G/5G 回傳網路、射頻天線、電信網路工程業務穩定成長，預估昇達科 2026 年合併營收達 41.84 億元(YoY+23.9%)，毛利率 56%(YoY+1.8ppt)，營業利益 14.88 億元(YoY+34.5%)，EPS 19.4 元(YoY+32%)。後續若低軌衛星客戶新型火箭試射成功，每次發射的衛星顆數將從目前的 22 顆提升至 60-120 顆，單顆衛星通訊量也將提升至目前的 2~20 倍，有助於提升昇達科在衛星酬載元件的出貨量及出廠價，此外，低軌衛星壽命通常不超過五年，以過去低軌衛星星系建置進度來看，2026-2027 年以後將持續有大量且延續的低軌衛星汰換潮。

圖 6：昇達科營收及 EPS 趨勢



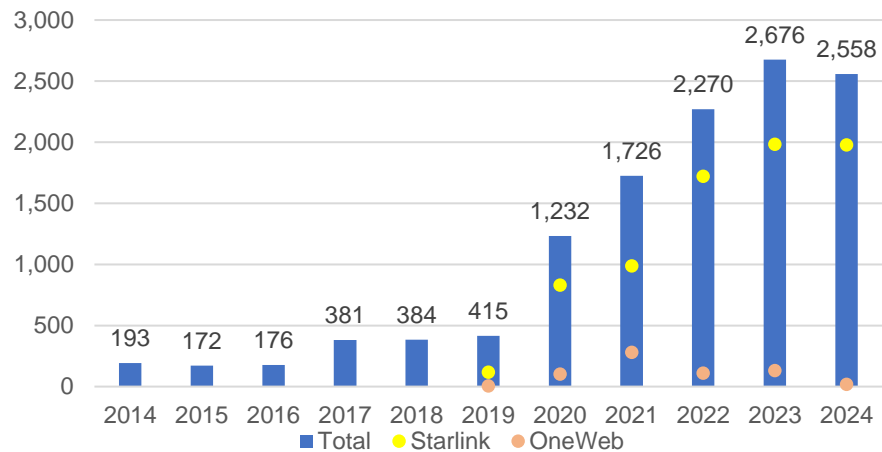
資料來源：公司資料、元大投顧預估

2020 年以後低軌道衛星發射進入成長爆發期，滿足用戶無處不在的需求

地面移動通信系統為使用者提供了便捷的服務，然而在地、荒漠及海上等地區，由於基站架設困難，衛星成為地面的補充和延伸，衛星通信系統與 5G 相互融合，共同構成全球無縫覆蓋的海、陸、空、一體化通信網，滿足用戶無處不在的需求，是未來通信發展的重要方向。根據 Space Track 數據，截至 2024 年 12 月，全球發射至太空的衛星達 19,490 顆，仍然在軌的數量約 13,576 顆，其中，美國佔整體在軌的 64.4%、獨立國家國協(CIS 原蘇聯加盟共和國組成的國家聯盟)佔 11.4%、英國與中國各佔約 5-6%、日本佔 1.5%，其餘國家則低於 1%。

觀察近十年全球衛星發射變化，2016 年以前年均發射量低於 200 顆，2017-2019 年間發射除了 Starlink 啟動星系佈建 120 顆(2019 年)外，多數已低軌遙測衛星群佈建需求為主，迄今多數已退役，使得發射量與在軌衛星數有明顯落差，主因初期先以立方衛星(壽命小於 3 年)等進行低資產成本規劃。低軌道衛星龍頭廠 SpaceX 於 2015 年宣布開發一種新型網際網路衛星通訊系統星鏈(Starlink)，2018 年 3 月聯邦通訊委員會(FCC)授權 SpaceX 佈建其第一代非地球同步軌道衛星(NGSO)系統，包括 4,425 個(後修正為 4,408 個)在 Ku 和 Ka 頻段運作以提供固定衛星業務(FSS)的衛星，2022 年 12 月 FCC 批准 Space X 發射其規劃的 Gen2 Starlink 星系中以 Ku、Ka、E 頻段運作的 7,500 顆衛星，分散於 525 公里、530 公里、535 公里之低軌道高度，允許 Space X 開始部署其系統，同時審查 Space X 將 29,988 顆衛星送入近地軌道的總體提案。Space X 繼 2018 年 2 月發射兩顆測試衛星後，首批 60 顆運行的 Starlink 衛星於 2019 年 5 月發射，2020 年起低軌寬頻巨型星群的佈局開始放量，2020/2021/2022/2023/2024 年分別發射 833/989/1,722/1,984/1,979 顆 Starlink 衛星。

圖 7：全球衛星發射數量趨勢 – 2020 年起低軌寬頻衛星佈局開始放量



資料來源：Space Track、Starlink、元大投顧整理

圖 8：Starlink 星系計畫佈局

Starlink 星系	數量	申請狀態	截止時程	發射進度	採用衛星	通訊頻段	軌道高度
Gen.1	4,408	核准	2027 年	91% (2019/5~)	Starlink v0.9 & v1.0 & v1.5	Ka、Ku	540-570 公里
Gen.2 Phase 1	7,500	核准	2031 年	42% (2019/5~)	Starlink v1.5+ (F9-1)	Ka、Ku、E	525-535 公里：~1 萬顆 340-360 公里：~2 萬顆 604-614 公里：近 500 顆
Gen.2 Phase 2	22,466 ~22,488	申請中	-	-	Starlink v2 mini (F9-2) Starlink v2 mini D2D (F9-3)		

資料來源：Starlink、元大投顧整理

Starlink 發射衛星使用頻段增加、通訊速度提升，近年再新增手機直連功能

Starlink 計畫自 2018 年 2 月發射 2 顆試驗微衛星後，2019 年 5 月起啟動發射商用衛星，皆為 SpaceX 自行研發製造，並設計布建於離地表距離 312~614 km 之低軌道。Starlink 商用衛星起始於僅導入 Ku 頻段通訊酬載之 v0.9 小型衛星，作為首批發射除了驗證衛星網路系統操控外，並作為該星系任務脫軌後返回地球自毀的測試；v1.0 小型衛星則相較 v0.9 加入 Ka 頻段，該版衛星曾因應外界反饋採特殊塗層或遮陽罩降低對天文光害的影響，並開發少數衛星導入雷射光通訊，作為 v1.5 的雛形。v1.5 衛星是現在大宗運行衛星，主要特色是導入光學衛星間通訊模組，推估單顆衛星網路流量可達 15 Gbps。

圖 9：Starlink Gen.1 商用衛星

衛星	頻段	重量	特色	發射顆數	脫軌顆數
Starlink v0.9 for Gen.1 (2019)	Ku	227 kg	<ul style="list-style-type: none">● 共同特色● 用於衛星操控與脫軌後自毀測試	60	60
Starlink v1.0 for Gen.1 (2019~2021)	Ku Ka	260 kg	<ul style="list-style-type: none">● 共同特色	1,675	230
Starlink v1.5 for Gen.1 (2021~2023)	Ku Ka	260~300 kg	<ul style="list-style-type: none">● 共同特色● 導入光學衛星間通訊● 提供 15 Gbps per Sat	2,278	77

資料來源：Starlink、IEK、元大投顧整理

Gen.2 星系於 2022 年 12 月啟動發射，原規劃三種版本衛星為 Starlink F9-1、F9-2(v2.0 mini)及 Starlink v2.0，前兩者係採用 Falcon 9 火箭發射方案，Starlink v2.0 則採 Starship，由於 Starship 目前仍在開發階段，因此現行 Gen.2 星系布建以 F9-1、F9-2 衛星為主。Starlink F9-1 衛星與 v1.5 相似，不過單顆 v1.5 衛星網路傳輸速率達 18~20 Gbps，比 Gen.1 星系使用的 Starlink v1.5 更快。

相比於 F9-1 衛星，v2.0 mini 衛星的本體及太陽能板體積都有增加，重量較 F9-1 衛星約 300 公斤提高至 800 公斤，為中型衛星等級，並加入 E 頻段支援 Gateway 傳輸，同時可擴大天線提高傳輸率，單顆 v2.0 mini 衛星網路傳輸速率達 96 Gbps，並改用氫氣霍爾推進器，其推力將優於氫霍爾推進器的 2.4 倍、脈衝提高 1.5 倍，且燃料氫氣成本僅約佔氫的 1%，因此單顆衛星的推進器氣體成本預估從 40,000-120,000 美元(F9-1)降至 400-1,600 美元(v2.0 mini)，因此專家推估 v2.0 mini 衛星即便整體功能及體積提升，然製造成本仍近似甚至低於 F9-1 衛星(估計 30 萬美元/顆)。

v2.0 衛星仍在規劃中階段，該款衛星將較 F9-1 在本體與太陽能板有 10 倍、3.7 倍的差異，單顆衛星重量達 1,250-2,000 公斤，為大型衛星等級，並導入氫氣霍爾推進器，推估單顆衛星的傳輸率將上看 140~160 Gbps，估成本約 v1.5 衛星的 3~4 倍。2024 年底 SpaceX 也釋出 V3 衛星規格，每一枚 V3 衛星都將具有 1Tbps 的下行及 160Gbps 的上行頻寬，再加上衛星間還有 4Tbps 的通訊頻寬，讓大量的數據可以快速在衛星網路間傳送。每一枚 Starship 火箭送上太空的 V3 衛星總頻寬都能抵得過 20 枚 Falcon 9 火箭所送上太空的 V2 Mini 衛星，這讓 Starlink 能以更低的成本和更少的發射數來維持其衛星網路的運轉。

2023 年 SpaceX 又向 FCC 提出 Gen.2 星系可支援 SCS (Supplemental Coverage from Space)或稱 D2C 的兩種版本衛星，即 Starlink F9-3 及 Starlink Starship-2，前者重量已接近大型衛星，後者則上看到 2 公噸的大型衛星等級，且在本體較 F9-1 有 4.4 倍與 6.6 倍的差距。2024 年已成功發射 414 顆 D2C 衛星，採用客製晶片置入衛星中，使衛星得以傳遞足夠強的無線訊號往返一般智慧手機，同時採用與 v2.0 mini 相同的大型衛星相位陣列天線 (2.7 x 2.3m)，採用高敏銳無線電接收器與高功率傳輸器，以與一般 4G 標準協議下的智慧手機(無須硬體升級)進行直連。

圖 10：Starlink Gen.2 商用衛星 (規劃)

衛星	頻段	重量	特色	發射顆數	脫軌顆數
Starlink v1.5 for Gen.2 或名 Starlink F9-1 (2022~)	Ku Ka	303 kg	> 共同特色 > 霍爾推進器(氮) > 單一太陽能板 8.1*2.8 m > 平板式本體 2.8*1.3m > 提供 18~20 Gbps per Sat	699	7
Starlink v2.0 mini 或名 Starlink F9-2 (2023~)	Ku Ka E	800 kg	> 共同特色 > 霍爾推進器(氬氣 Argon) > 雙太陽能板 12.8*4.1 m/片 > 平板式本體 4.1*2.7m > 提供 96 Gbps per Sat	2,501	53
Starlink v2.0 或名 Starlink Starship (未知)	Ku Ka E	1,250~2,000 kg	> 共同特色 > 霍爾推進器(氬氣) > 雙太陽能板 20.2*6.36 m/片 > 平板式本體 6.4*2.7m > 提供 140~160 Gbps per Sat	0	0
Starlink F9-3 (2024~)	Ku Ka E	970 kg (規劃) 790 kg (測試版)	> 共同特色 > 霍爾推進器(氬氣) > 雙太陽能板 12.8*4.1 m/片 > 平板式本體 7.4*2.7m > 可支援 SCS (D2C)	414	13
Starlink Starship-2 (未知)	Ku Ka E	2,000 kg	> 共同特色 > 霍爾推進器(氬氣) > 雙太陽能板 20.2*6.36 m/片 > 平板式本體 10.1*2.7m > 可支援 SCS (D2C)	0	0
Starlink v3.0	Ku Ka E	~1,900 kg	> 每顆衛星提供 1 Tbps 下行及 160Gbps 的上行頻寬 > 衛星間 4Tbps 的通訊頻寬 > 規劃用 Starship 發射，一次發射 60 顆 V3 衛星	0	0

*共同特色包含 beam forming 與數位處理技術、自動避障、追星系統、導人光學衛星間通訊

* SCS 為 FCC 用於一般智慧手機連接衛星之命名，用於直連手機(Direct-to-Cell)

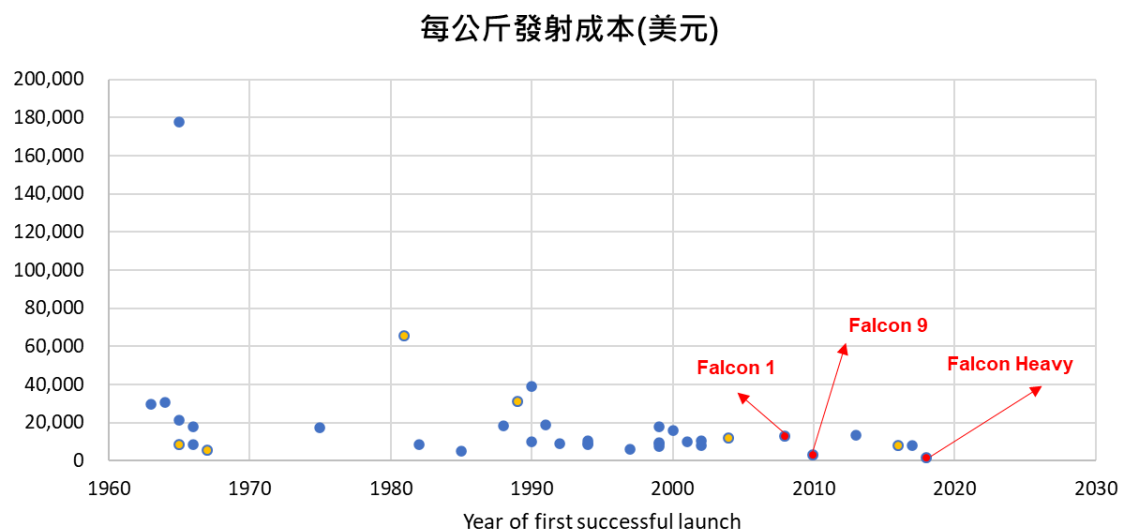
資料來源：Starlink、元大投顧整理

Falcon 9 火箭發射成本大幅降低，完全重複使用的 Starship 將進一步降低成本

Starlink 衛星發射迄今採用 Falcon 9 火箭發射，為 SpaceX 自製與提供發射服務，主要發射場地包含美國佛羅里達州的 Cape Canaveral SFS、Kennedy Space Center 兩處發射中心，及加州的 Vandenberg SFB，累計至 2025 年 1 月共發射 426 次。Falcon 9 是歷史上第一枚可多次重複使用一級推進器的液體燃料運載火箭，推翻了運載火箭只能一次性使用的思維，是美國首度由私人企業承包國家探索太空和載人太空飛行的發射工作，開啟商業航太時代，外部專家推估 Falcon 9 單次發射成本(排除共乘)約 3,000 萬美元。

根據 Our World in Data 數據，相比於其他中型火箭(攜帶 2,000-20,000 公斤酬載至低地球軌道)每公斤酬載發射成本普遍在 6,200 美元以上，Falcon 9 每公斤酬載的發射成本僅 2,600 美元，成本大幅降低，主要歸功於獵鷹 9 號在持續改版後，1) 低地軌道運載能力提高到 22,800 公斤，地球轉移軌道的運載能力提高到 8,300 公斤；及 2)回收用的回收降落腳架和柵格翼成為標準配置，第一節火箭完全可回收，讓 Space X 可以重複發射火箭最貴的零件，從而降低火箭發射成本。獵鷹 9 號 Block 5 為獵鷹 9 號的最新型號，具有多次重複使用能力，在不檢修翻新的情況下能夠執行 10 次任務，而翻修後更能執行達百次的任務，Block 5 也採用了全新設計的上層級，取代了之前造成 CRS-7 事故和 AMOS-6 事故的上層級，提高了整體的安全性能。獵鷹 9 號 Block 5 首次發射為 2018 年 5 月 11 日的 Bangabandhu-1 任務。截止 2025 月 1 月 15 日，使用 30 枚一級推進器共進行了 372 次發射，所有發射均獲成功，378 次回收 373 次成功。

圖 11：Falcon 9 發射單位成本相比其他中型火箭大幅降低



資料來源：Our World in Data、元大投顧整理

SpaceX 正在發展新一代重型運載星艦(Starship)，特色在於 **1) 極大的酬載**：Starship 呈圓柱形，高度約 120 米，直徑約 9 米，有能力攜帶高達 150 公噸的酬載至近地軌道(Falcon 9 僅能攜帶 22.8 公噸酬載至近地軌道)；以及 **2) 極低的成本**：相比於 Falcon 9 第一節火箭可回收再利用，Starship 可完全回收第一節及第二節，有助於大幅降低發射成本，目前 Starship 一次的發射成本約 1,000 萬美元，未來完成開發後的發射成本可能降至 100-200 萬美元，Starship 目標將每公斤發射成本降至 100 美元。

2023 年 4 月 SpaceX 第一次星艦軌道試飛任務失敗，2024 年 6 月第四次試飛任務成功，完成所有既定測試目標，超重型助推器和星艦飛船皆按照計畫在預定地點澱落；2024 年 10 月 13 日第五次試飛成功達到了預期目標，超重型助推器 B12 返回發射場並由機械臂於空中夾住，星艦 S30 於印度洋完成水上軟著陸後按計劃自沉；2024 年 11 月 19 日第六次試飛任務中，助推器 B13 未能進行發射塔回收測試，改採澱落墨西哥灣，星艦 S31 澱落海面後自爆。

上述六次星艦試飛任務使用 V1 星艦，第七次星艦試飛任務將開始使用 V2 型號的星艦，V2 型號的星艦 V1 星艦增長了 10 英尺(約 3.1 公尺)，加大了推進劑容量增加了 25%，並將前襟翼移向背風面，計畫在可重複使用下具有 100 噸的有效載荷能力，V2 星艦將配備猛禽 V3 發動機，第七次星艦試飛任務使用的 S33 星艦仍是配備猛禽 V2.5 發動機。

2025 年 1 月 16 日進行第七次星艦軌道試飛任務(IFT-7)，由第二代星艦 S33 搭配第一代助推器 B14，在 IFT-5 時安裝於 B12 上的第 314 號猛禽發動機被重新安裝於 B14 上再次飛行，助推器 B14 成功完整回收，然而，此次原預定測試星鏈衛星的部屬能力，於亞軌道釋放 10 個第二代星鏈衛星模擬載荷，模擬載荷將飛行沿與星艦相同的亞軌道飛行，並濺落於印度洋，但因 S33 於空中解體而未實現。展望後市，第八次星艦軌道試飛任務將於 1Q25 進行，且 2025-2026 年將持續測試低軌道衛星相關測試計畫，預計 2027 年以後 Starship 較有機會廣泛地用於星鏈衛星部屬。

圖 12：Starship 飛行測試成果

計畫	發射時間	結果	任務目標
IFT-1	2023/4/20	超級重型推進器不正常滾轉而觸發飛行終止系統	部份成功/失敗
IFT-2	2023/11/18	液氧過濾器堵塞導致一具發動機失壓而爆炸，觸發 AFTS 並於空中解體	部分成功
IFT-3	2024/3/14	B10 降落時失控觸發 AFTS 解體；S28 重返大氣層時失聯並摧毀	大部分成功
IFT-4	2024/6/6	B11 及 S29 成功完成水上軟著陸	成功
IFT-5	2024/10/13	發射塔捕捉 B12 成功回收；S30 成功完成水上軟著陸	成功
IFT-6	2024/11/19	B13 及 S31 成功完成水上軟著陸	成功
IFT-7	2025/1/16	發射塔捕捉 B14 成功回收；S33 引擎異常關機，隨後空中解體	成功/失敗

資料來源：Space X、元大投顧整理

Amazon 佈局 Project Kuiper 寬頻低軌衛星座，已與多家火箭發射公司簽約

Amazon 的 Kuiper 低軌衛星計畫，旨在為目前沒有寬頻網路的 4-5 億個家庭，以及更偏遠地區尋求更好連網品質的政府和企業，提供寬頻網路服務。Amazon 最早在 2019 年提交 Project Kuiper 網路衛星計畫申請，並於 2020 年獲得 FCC 的初步核可，Project Kuiper 的軌道殼層有三層(分別是 590 公里、610 公里和 630 公里三個高度)，獲得 FCC 同意發射 3,236 顆衛星(必須在 2026 年 7 月前部署完一半的衛星，2029 年 7 月前完成所有的衛星部署)。Amazon 於 2021 年向 FCC 申請增加 4,500 顆衛星的發射許可，使 Project Kuiper 衛星的總數達到 7,774 顆。

Amazon 於 2020 年宣布投入 100 億美元發展 Kuiper 衛星計畫，以建立低軌衛星連網服務系統，2022 年 Amazon 子公司 AWS 宣布將與 Kuiper 共同支援美國混合太空架構專案。Amazon Project Kuiper 的兩顆測試衛星在 2023 年 10 月 6 日於美國弗羅里達太空軍事基地，由洛克希德馬丁與波音合資的 ULA 公司的 Atlas V 火箭送上 500 公里的軌道，順利與華盛頓州的任務營運中心建立連線。為了加速 Kuiper 部署進程，Amazon 在卡納維爾角(Cape Canaveral)建造第二個垂直整合設施(VIF)，專門用於 Project Kuiper 任務，使 ULA 能夠同時為兩個 Vulcan 任務做準備，進而提升發射效率。Amazon 與多家火箭發射公司總計簽訂 94 次發射合約，計劃在五年內發射，包括 1) 從 ULA 購買的 8 枚 Atlas V 火箭和 38 枚下一代 Vulcan Centaur 火箭；2) 來自 Arianespace 的 18 枚 Ariane 6 火箭；3) 來自 Blue Origin 的 27 次 New Glenn 任務；及 4) SpaceX 的 3 枚 Falcon 9 火箭。Amazon 於 2025 年 1 月底表示首批量產級的衛星將於接下來幾個月透過 ULA 的 Atlas V 火箭，從 Cape Canaveral 太空軍基地發射，並計劃於 2025 年年底開始推出 Project Kuiper 服務。Project Kuiper 的衛星生產中心在華盛頓州柯克蘭(Kirkland)，Amazon 將於 2025 年加快衛星生產及部署的速度，若該生產廠滿載生產，一天可生產五顆 Kuiper 衛星。

圖 13：Amazon 與火箭發射公司簽訂發射合約概覽

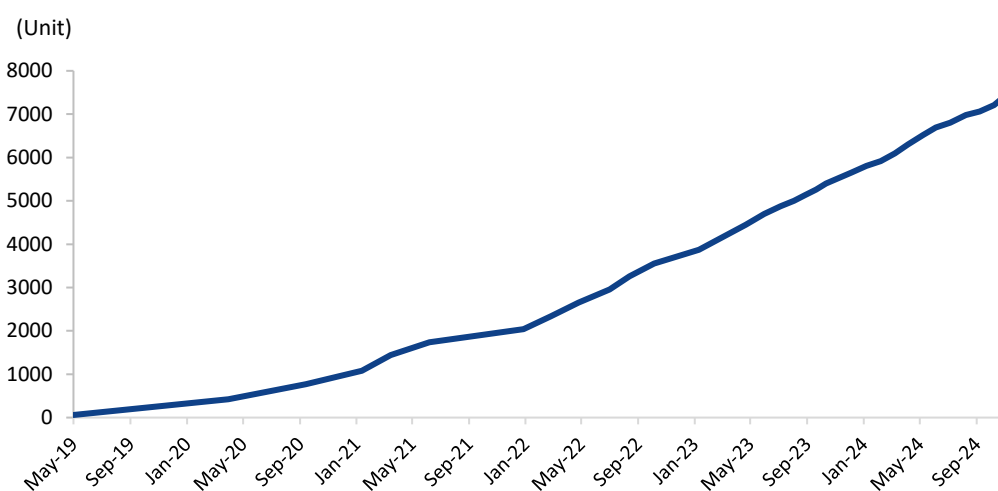
火箭發射公司	簽約火箭型號	簽約火箭發射次數	備註
ULA(聯合發射聯盟)	Atlas V	8	已成功部署兩顆 Kuiper 測試衛星。
	Vulcan Centaur	38	火箭於 2024 年完成首飛，並完成兩次認證飛行。
Arianespace	Ariane 6	6	已於 2024 年完成首次軌道飛行，並將於 2025 年開始商業營運。
Blue Origin	New Glenn	27	已於 2025 年 1 月完成首次飛行。
SpaceX	Falcon 9	9	為 SpaceX 的 2016 年以來主力發射的火箭型號。
總數		94	

資料來源：Amazon、元大投顧整理

低軌道衛星進入成長爆發期，2024-2028 年衛星物聯網用戶數 CAGR 達 39.2%

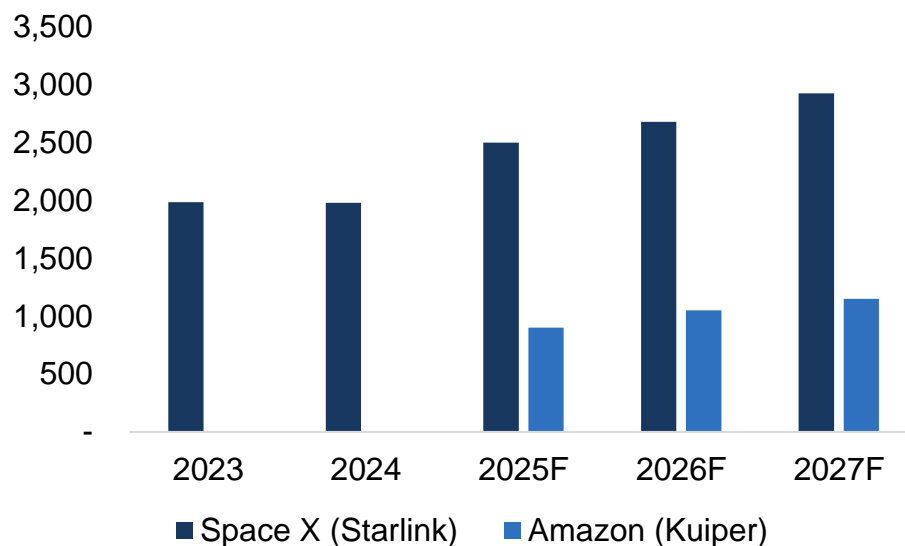
根據資策會預估，至 2030 年低軌衛星總數量將增加至 17,350 顆，主要成長來自 Starlink，SpaceX 已進入商轉，目前衛星發射數達 7,627 顆，2024 年 Starlink 衛星發射 1,979 顆，預估 2025 年衛星發射量年增 3 成，2024 年底 Starlink 用戶數已突破 460 萬，遙遙領先其他競爭對手，更在俄烏戰爭中向全球展現其解決方案的可行性。Amazon 也積極佈建 Project Kuiper 低軌衛星星座，以與 Starlink 競爭，長期 SpaceX/Amazon 分別計劃佈建 4.2 萬顆/7,774 顆衛星的星系。根據 Berg Insight，預估全球衛星物聯網用戶數將從 2023 年的 510 萬成長至 2028 年的 2,670 萬，2024-2028 年 CAGR 達 39.2%。

圖 14：截至 2024/12/31，SpaceX 衛星發射總數已達 7,627 顆



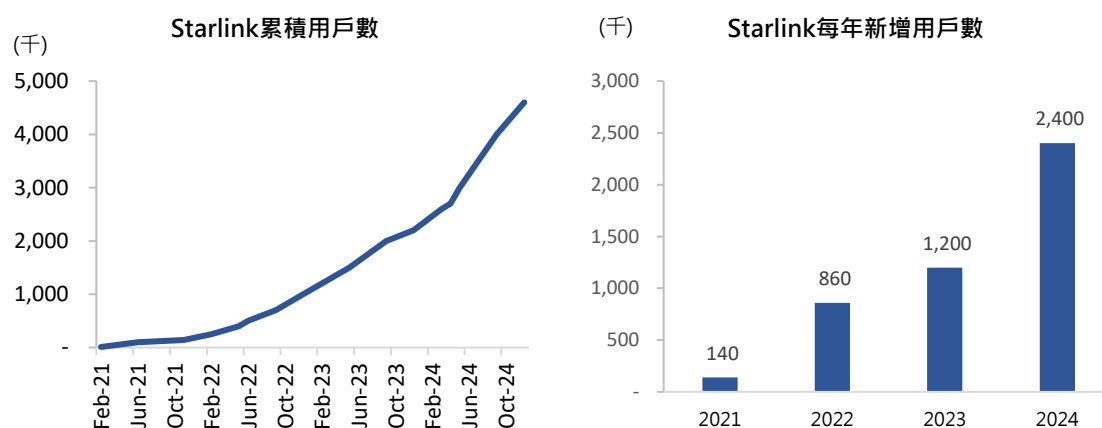
資料來源：Starlink、元大投顧整理

圖 15：低軌衛星運營商衛星發射數量預估



資料來源：SpaceX、Amazon、元大投顧預估

圖 16：2024 年底 Starlink 用戶數已突破 460 萬戶



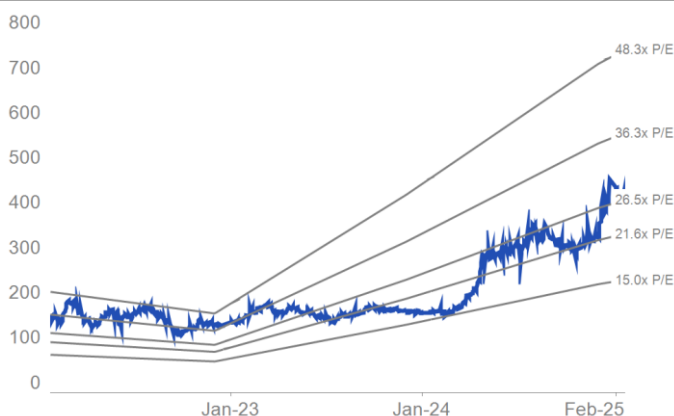
資料來源：Starlink、元大投顧整理

低軌衛星需求倍增，預估 2025/2026 年 EPS 年增 70%/32%

昇達科在低軌衛星 A 客戶的供貨份額持續成長，低軌衛星 B 客戶衛星生產數成長至高峰，4G/5G 回傳網路、射頻天線、電信網路工程業務穩定成長，預估昇達科 2025/2026 年合併營收達 33.76 億元/41.84 億元(YoY+44.6%/+23.9%)，毛利率 54.2%/56%(YoY+2.9ppt/+1.8ppt)，營業利益 11.07 億元/14.88 億元(YoY+78%/+34.5%)，EPS 14.68 元/19.4 元(YoY+70%/+32%)。後續若低軌衛星客戶新型火箭試射成功，每次發射的衛星顆數將從目前的 22 顆提升至 60-120 顆，單顆衛星通訊量也將提升至目前的 2~20 倍，有助於提升昇達科在衛星酬載元件的出貨量及出廠價，此外，低軌衛星壽命通常不超過五年，以過去低軌衛星星系建置進度來看，2026-2027 年以後將持續有大量且延續的低軌衛星汰換潮。

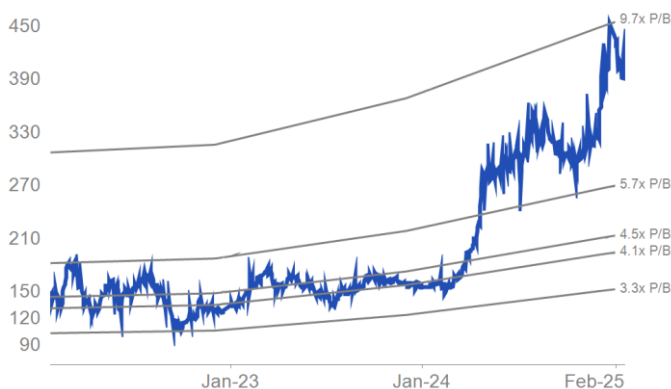
昇達科未來 3-5 年將受惠於低軌衛星高速成長期，給予 30 倍目標本益比，以 2026 年預估 EPS 19.4 元，推得目標價 580 元，初次納入研究範圍，給予買進評等。我們認為 30 倍目標本益比尚屬合理，主因 1) 研調機構預估 2031 年全球低軌衛星酬載市場規模將達 260 億美元，我們估算 2024-2031 年全球低軌衛星酬載市場 CAGR 達 20%，昇達科市佔率仍在提升，預期昇達科 2024-2027 年低軌衛星營收 CAGR 達 42%；2) 低軌衛星毛利率高於平均，營業利益率逐年擴張；3) 30 倍本益比相當於昇達科過去三年本益比區間 15-48 倍區間中值。

圖 17：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 18：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 19：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
昇達科	3491 TT	買進	421.5	816	3.20	8.66	14.68	131.7	48.7	28.7	(26.6)	170.6	69.5
國內同業													
啟碁	6285 TT	買進	147.0	2,179	9.0	6.5	9.0	16.4	22.7	16.4	15.5	(27.8)	37.9
耀登	3138 TT	未評等	111.0	171	(1.5)	--	--	--	--	--	--	--	--
台揚	2314 TT	未評等	33.9	261	--	--	--	--	--	--	--	--	--
國內同業平均					3.7	6.5	9.0	16.4	22.7	16.4	15.5	(27.8)	37.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 20：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
昇達科	3491 TT	買進	421.5	816	10.0	22.7	31.7	32.72	38.14	46.36	12.9	11.1	9.1
國內同業													
啟碁	6285 TT	買進	147.0	2,179	4.4	9.8	12.7	25.0	64.7	69.1	5.9	2.3	2.1
耀登	3138 TT	未評等	111.0	171	11.4	--	--	27.6	--	--	4.0	--	--
台揚	2314 TT	未評等	33.9	261	19.5	--	--	23.9	--	--	1.4	--	--
國內同業平均					11.7	9.8	12.7	25.5	64.7	69.1	3.8	2.3	2.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	434	648	640	614	629	832	892	1,023	2,335	3,376
銷貨成本	(237)	(289)	(309)	(302)	(308)	(386)	(408)	(444)	(1,137)	(1,545)
營業毛利	196	359	330	312	321	446	484	580	1,198	1,831
營業費用	(120)	(161)	(145)	(151)	(149)	(174)	(190)	(212)	(576)	(724)
營業利益	77	198	185	162	172	272	295	368	622	1,107
業外利益	35	45	(6)	55	22	21	21	21	129	84
稅前純益	112	243	180	217	194	293	316	389	751	1,191
所得稅費用	(24)	(48)	(39)	(53)	(41)	(62)	(66)	(82)	(163)	(250)
少數股東權益	10	18	8	0	1	1	1	1	36	4
歸屬母公司稅後純益	78	178	132	163	152	230	248	306	552	937
調整後每股盈餘(NT\$)	1.22	2.80	2.08	2.57	2.38	3.61	3.89	4.80	8.66	14.68
調整後加權平均股數(百萬股)	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
重要比率										
營業毛利率	45.3%	55.4%	51.6%	50.9%	51.1%	53.6%	54.3%	56.7%	51.3%	54.2%
營業利益率	17.7%	30.6%	29.0%	26.3%	27.4%	32.7%	33.0%	35.9%	26.6%	32.8%
稅前純益率	25.8%	37.5%	28.1%	35.3%	30.8%	35.2%	35.4%	38.0%	32.2%	35.3%
稅後純益率	17.9%	27.5%	20.7%	26.6%	24.2%	27.7%	27.8%	29.9%	23.6%	27.8%
有效所得稅率	21.4%	19.5%	21.6%	24.4%	21.1%	21.2%	20.9%	21.1%	21.7%	21.0%
季增率(%)										
營業收入	6.3%	49.4%	-1.3%	-4.0%	2.4%	32.3%	7.2%	14.7%		
營業利益	13.4%	158.2%	-6.3%	-12.7%	6.2%	58.1%	8.5%	24.7%		
稅後純益	85.8%	129.7%	-25.6%	23.1%	-6.7%	51.3%	7.8%	23.4%		
調整後每股盈餘	82.4%	129.7%	-25.7%	23.5%	-7.2%	51.6%	7.8%	23.3%		
年增率(%)										
營業收入	2.0%	72.1%	70.3%	50.5%	45.1%	28.4%	39.5%	66.6%	47.3%	44.6%
營業利益	14.9%	729.7%	319.3%	139.5%	124.3%	37.4%	59.0%	127.2%	207.2%	78.0%
稅後純益	40.1%	212.2%	188.2%	290.5%	96.0%	29.1%	87.3%	87.7%	143.6%	60.0%
調整後每股盈餘	37.5%	206.5%	183.0%	284.5%	95.5%	29.0%	87.2%	86.9%	170.6%	69.5%

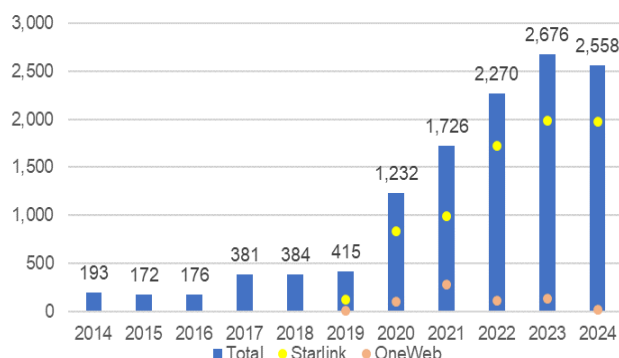
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

高頻微波通訊元件領航者

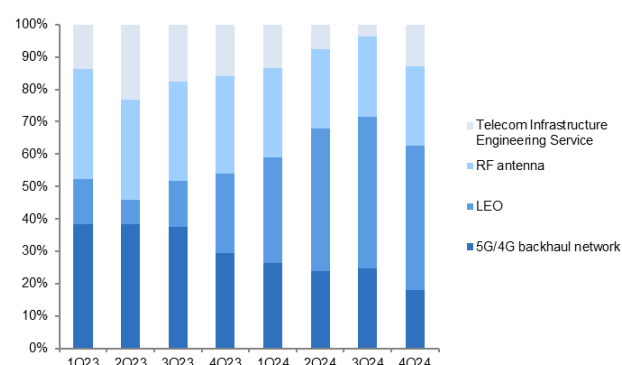
昇達科技成立於 1999 年，專注於生產無線通訊之微波、毫米波與射頻頻率之前端被動元件及天線等相關產品，主要應用於 4G/LTE/Small Cell、5G 與低、中、高軌道衛星通訊設備中。昇達科以既有之專業微波/毫米波前端被動元件與天線之研發、製造等全方位技術能力，持續開發新技術、新製程與新材料，以提高設計準確度及縮短開發量產時程，配合客戶需求與行動通訊、衛星通訊市場趨勢積極開發各項新產品。2024 年產品別營收如下：4G/5G 回傳網路 23%、低軌衛星 43%、射頻天線 25%、網路工程 9%。

圖 22：2020 年起低軌衛星發射量快速成長



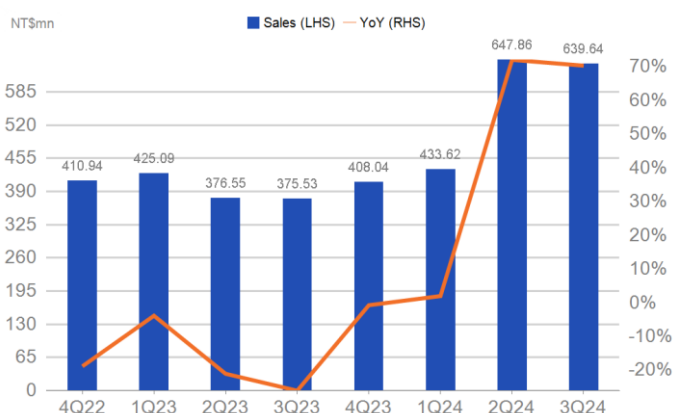
資料來源：Space Track、元大投顧整理

圖 23：營收組成



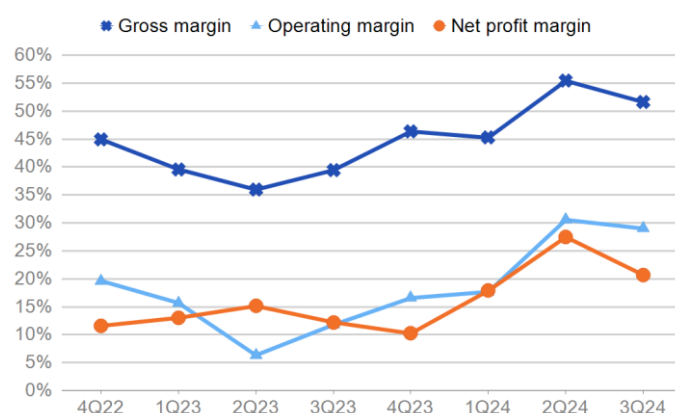
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



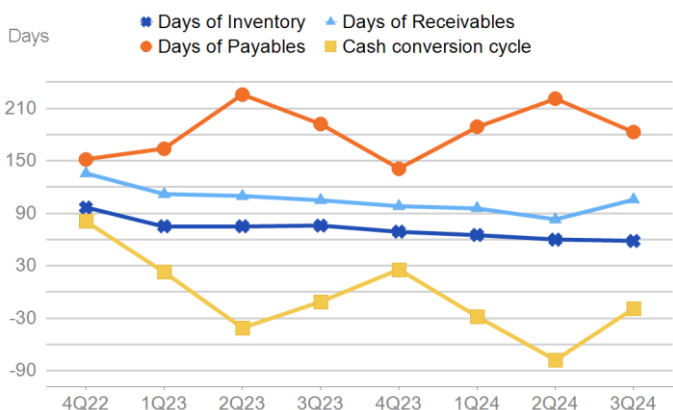
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



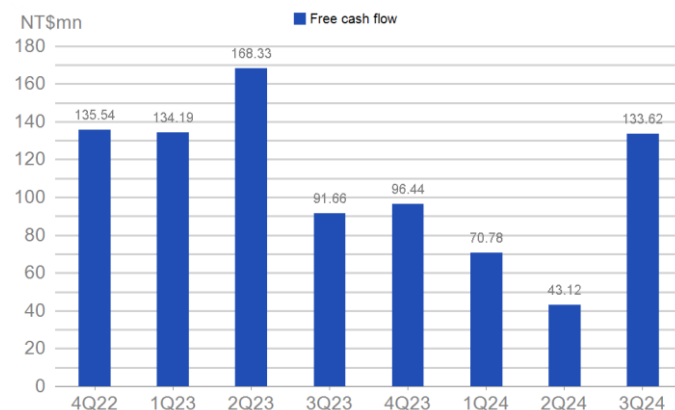
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 27：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	964	731	1,626	1,513	1,614
存貨	235	161	263	371	405
應收帳款及票據	569	432	524	863	930
其他流動資產	450	754	149	149	149
流動資產	2,219	2,078	2,562	2,895	3,097
採用權益法之投資	4	3	271	271	271
固定資產	903	934	1,200	1,509	1,818
無形資產	113	101	104	104	104
其他非流動資產	213	284	175	175	175
非流動資產	1,232	1,322	1,750	2,059	2,368
資產總額	3,451	3,400	4,312	4,954	5,465
應付帳款及票據	137	157	289	406	424
短期借款	550	420	170	170	170
什項負債	310	271	376	376	376
流動負債	997	848	835	952	970
長期借款	0	0	901	901	901
其他負債及準備	67	89	84	84	84
長期負債	67	89	984	984	984
負債總額	1,064	937	1,819	1,936	1,954
股本	622	629	639	639	639
資本公積	821	855	850	850	850
保留盈餘	556	531	857	1,383	1,876
什項權益	(30)	43	90	90	90
歸屬母公司之權益	1,968	2,058	2,435	2,961	3,454
非控制權益	419	405	57	57	57
股東權益總額	2,387	2,463	2,493	3,018	3,511

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	325	241	588	941	1,243
折舊及攤提	77	83	87	91	91
本期營運資金變動	50	121	(54)	(319)	(72)
其他營業資產 及負債變動	(31)	82	286	(11)	(11)
營運活動之現金流量	420	527	906	702	1,251
資本支出	(38)	(37)	(422)	(400)	(400)
本期長期投資變動	4	0	(7)	0	0
其他資產變動	265	(339)	332	4	4
投資活動之現金流量	231	(376)	(710)	(400)	(400)
股本變動	0	8	0	0	0
本期負債變動	0	(130)	925	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(300)	(298)	(261)	(416)	(750)
其他調整數	15	40	332	4	4
融資活動之現金流量	(284)	(380)	683	(416)	(750)
匯率影響數	(3)	(4)	16	0	0
本期產生現金流量	364	(233)	895	(113)	102
自由現金流量	383	491	485	302	851

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	1,838	1,585	2,335	3,376	4,184
銷貨成本	(1,087)	(944)	(1,137)	(1,545)	(1,841)
營業毛利	751	641	1,198	1,831	2,343
營業費用	(458)	(439)	(576)	(724)	(855)
推銷費用	(142)	(139)	(180)	(253)	(314)
研究費用	(151)	(151)	(192)	(223)	(268)
管理費用	(163)	(149)	(204)	(248)	(273)
其他費用	(2)	0	0	0	0
營業利益	292	202	622	1,107	1,488
利息收入	10	38	47	48	48
利息費用	(5)	(7)	(9)	(11)	(11)
利息收入淨額	5	32	38	37	37
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	81	1	6	0	0
其他業外收入(支出)淨額	38	64	91	48	48
稅前純益	416	299	751	1,191	1,573
所得稅費用	(92)	(58)	(163)	(250)	(330)
少數股權淨利	54	41	36	4	4
歸屬母公司之稅後純益	271	200	552	937	1,239
稅前息前折舊攤銷前淨利	497	389	709	1,198	1,580
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.36	3.20	8.66	14.68	19.40

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	4.5	(13.7)	47.3	44.6	23.9
營業利益	32.1	(30.8)	207.2	78.0	34.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	18.2	(21.9)	82.4	69.0	31.9
稅後純益	14.9	(25.6)	143.6	60.0	32.1
調整後每股盈餘	14.5	(26.6)	170.6	69.5	32.2
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	40.9	40.4	51.3	54.2	56.0
營業利益率	15.9	12.8	26.6	32.8	35.6
稅前息前淨利率	22.4	18.5	26.6	32.8	35.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	27.1	24.5	30.4	35.5	37.8
稅前純益率	22.6	18.9	32.2	35.3	37.6
稅後純益率	14.8	12.6	23.6	27.8	29.6
資產報酬率	9.3	7.0	15.2	20.3	23.9
股東權益報酬率	13.6	10.0	22.7	31.7	35.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	44.6	38.1	73.0	64.2	55.7
淨負債權益比(%)	(17.4)	(12.6)	(22.3)	(14.7)	(15.5)
利息保障倍數 (倍)	89.9	46.6	83.7	109.8	144.7
流動比率 (%)	222.5	245.1	307.0	304.2	319.4
速動比率 (%)	196.6	223.7	275.4	265.2	277.7
淨負債 (NT\$百萬元)	(414)	(311)	(555)	(442)	(543)
調整後每股淨值 (NT\$)	31.64	32.72	38.14	46.36	54.08
評價指標 (倍)					
本益比	96.7	131.7	48.7	28.7	21.7
股價自由現金流量比	70.3	54.8	55.5	89.2	31.6
股價淨值比	13.3	12.9	11.1	9.1	7.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	54.2	69.2	38.0	22.5	17.0
股價營收比	14.7	17.0	11.5	8.0	6.4

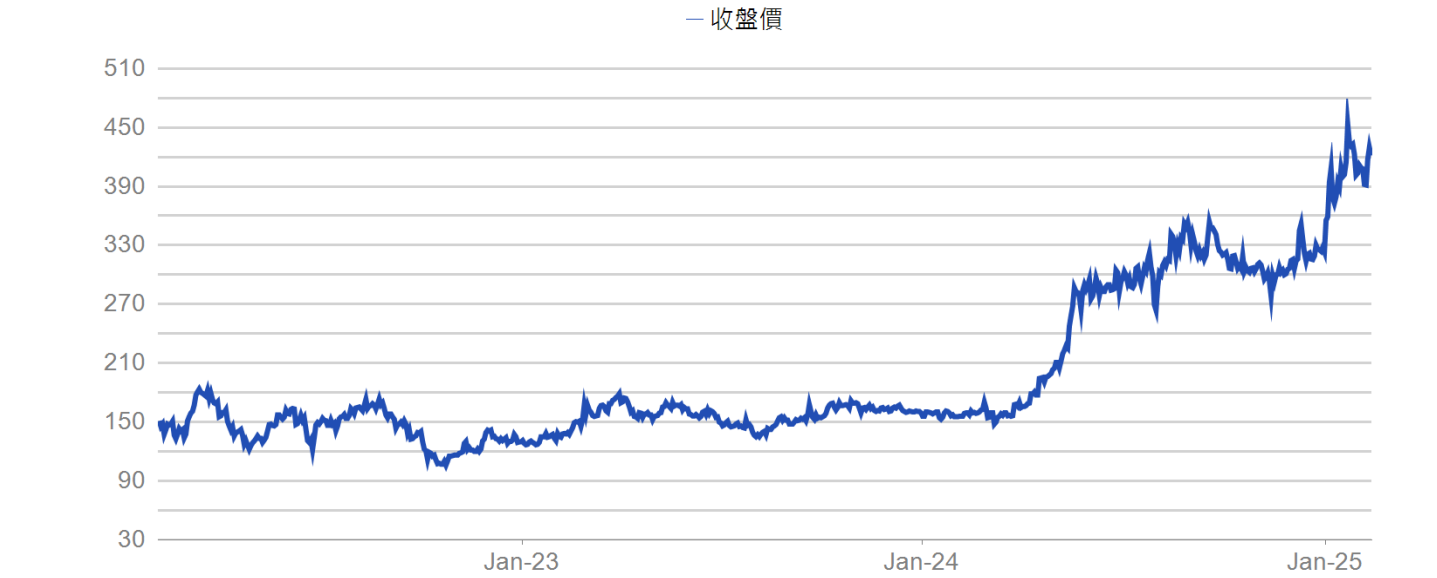
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

昇達科 (3491 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會註釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.