

達發科技

(6526 TT, NT\$659, 增加持股)

重點摘要

1. 4Q24 營收 48.3 億元，季減 13.2%，年增 51.7%，主因傳統季節性。營業利益為 5.79 億元，季減 37.9%，略低於我們預估之 6.51 億元，係因較高的營業費用來自：(1)完成九錫私募案，合併認列營業費用；(2) 25G/50GPON、6nm 藍牙音頻、800GbE PAM4 DSP、2.5Gbps 乙太網交換器等晶片研發之人才擴充提高；及(3)獎金提列增加。然而，稅後淨利為 6.29 億元，略高於我們預估之 5.95 億元，主因所得稅費用低於預期，且業外收入優於預期。
2. 展望 1Q25，公司認為 1Q25 將優於 4Q24，受惠於：(1)客戶關稅提前拉貨；(2) BTA 旗艦 AI 藍牙晶片(AB1595)預計 1Q25 出貨；及(3)固網寬頻業務在歐美客戶落地開始產生營收貢獻。
3. 公司表示 2025 年各產品線的成長率排序為光通訊>乙太網>BTA 與寬頻>GNSS，其中光通訊基期低且將搭配 TIA 帶動 ASP 提升；乙太網則因基期較低且 TAM 最大，2025 年將看到多項布局逐步落地；寬頻業務將在 2025 年擴張到歐美的運營商市場，歐美一二線的專案持續落地；BTA 因基期高，且已突破高階 TWS 和電競市場，今年預計將在商業頭戴式耳機爭取市占率，並且隨著旗艦藍牙晶片推出，公司預期 2025 年將持續成長；GNSS 則呈現年持平。

結論

我們認為 4Q24 法說會展望大致符合我們預期。在 [2 月 24 日的報告](#) 中，我們預期藍牙音頻、固網寬頻、乙太網路、STB 與光通訊產品線將持續驅動 2025 年營收與獲利年增。我們重申 2025 年營收年增動能完好無虞，並預估 2025-26 年 EPS 為 20.63 元與 26.45 元，目標價 825 元係基於 2025 年 EPS 預估 40 倍換算得出。維持「增加持股」評等。

4Q24 財報

- 營收：NT\$4,832mn，-13.2% QoQ，+51.7% YoY
- 毛利率：53.7%，+3.2ppts QoQ，+4.8ppts YoY
- 營業費用：NT\$2,017mn，+7.5% QoQ，+43.4% YoY
 - R&D：NT\$1,661mn，+9.2% QoQ，+43.1% YoY
 - Sales：NT\$202mn，+2.0% QoQ，+53.0% YoY
 - G&A：NT\$154mn，-2.5% QoQ，+35.1% YoY
- 營業利益：NT\$579mn，-37.9% QoQ，+280.9% YoY
 - 營益率：12.0%，-4.8ppts QoQ，+7.2ppts YoY
- 稅後淨利：NT\$629mn，-26.2ppts QoQ，+313.8ppts YoY
- EPS：NT\$3.76 (vs NT\$5.09 in 3Q24 & NT\$0.85 in 4Q23)
- 存貨淨額：NT\$2,304mn

凱基投顧

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

李靖涵
886.2.2181.8741
megan.li@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

4Q24 營收占比

- 高階 AI 物聯網：50-55%
 - 包含 BTA 和 GNSS
 - 產品組合優化，高階產品，電競頭戴式耳機，GNSS 打入國際品牌
- 網通基礎建設：30-35%
 - 包含 Broadband 和 Ethernet
 - 10GPON 推出量產，歐洲市佔率提升搭配乙太網成長
- 其他包含九暘、STB、光通訊(PAM4 DSP)

近況更新

- 2024 年營收歷史新高
 - 高階 AI 物聯網營收強勁，其中 BTA 為歷史新高
 - GNSS 導入全球性品牌穿戴手錶，並量產
 - 固網寬頻朝向 10GPON 發展，與聯發科 Wi-Fi 7 策略合作成功導入多家歐美運營商
 - Ethernet 強化市場布局，在 3Q24 完成九暘私募案，並在 2024 年底完成 Aeonsemi 轉投資案，拓展 10GPHY 的產品
 - 2024 年初量產 Cloud AI 產品，應用在光收發模組的 PAM4 DSP，並提供給 CSP
 - 在 Edge AI 方面，公司提供 AI 割草機器人、聲學利用 AI 場景識別和降噪、公分級高精度定位
- BTA
 - 持續聚焦國際性品牌，拓展高階應用
 - 鞏固高階 TWS 與電競市場的領先定位，並往商用耳機拓展
 - 期待 2025 年營收將穩定增長
 - 2024 年底推出 AB1595，把多功能整合在單晶片上，為內建 AI 硬體加速器的藍牙晶片，目前已通過 Microsoft Teams 商務用認證，預計 1Q25 客戶量產
 - 助/輔聽領域，2024 年已經出貨超過 100 萬顆，通過美國 FDA OTC 達 25 款
- GNSS
 - 2024 年打入新的全球知名品牌，全球知名的智慧手錶品牌幾乎都是達發的客戶
 - 發展 RTK 高精度工業型應用，工業級的應用單價高、競爭門檻高
- Broadband
 - 達發 10GPON 和聯發科 Wi-Fi，支持全球三大開放平台，產品組合為同期產品功耗最低
 - 2024 年獲得歐洲一線運營商的認可，今年進入量產
 - 目前為止有超過 30 顆搭配聯發科 Wi-Fi 7 和達發 10GPON 的專案在全球運營商獲得採用

- 正在研發 50GPON，預計 2025 年底送樣
- 歐美市場為核心成長動能

■ Ethernet

- 認為 TAM 潛力最大
- 完成對九陽的私募案，幫助達發延伸到工業應用，Power Ethernet 為未來成長最大的一款
- Wi-Fi 7 與 PON 需要 PHY 整合支持，因此完成對美國公司 Aeonsemi 的轉投資案
- 乙太網 2024 年完成策略性布局，2025 年持續擴大市占率和營收規模

■ DSP

- 單通道 50GbE SerDeS，最高速 8 個通道 400GbE 的光通訊產品，為今年主要的目標
- 預計推出 100GbE SerDes，邁向 800GbE 光模組，爭取全球一線 CSP 的機會
- 擴展到 TIA 配合主晶片 DSP，提供全套光通訊電晶片

Q&A

■ 1Q25 和 2025 年狀況？

- 1 月營收為 17.4 億新台幣，月增 11.7%，年增 66.2%
- 2024 年回歸正常季節性變化，4Q24 較淡
- 1Q25 優於 4Q24
 - ◆ 客戶關稅提前拉貨
 - ◆ BTA 旗艦 AI 藍牙晶片預計 1Q25 出貨
 - ◆ 寬頻在歐美客戶落地產生營收貢獻
- 2025 年仍會追求營收成長

■ 2025 年各產品線的成長率排序？

- 光通訊>乙太網>BTA 與固網寬頻>GNSS(持平)
- 光通訊：自 2024 年開始出貨，且切入門檻高，搭配 TIA，成長率最高
- 乙太網：TAM 最大，布局逐步落地
- 固網寬頻：2025 年擴張到歐美的運營商市場，歐美一二線的專案會持續落地，有望優於 2024 年
- 藍牙因基期高，其高階 TWS 和電競產品已突破全球大客戶，商業頭戴耳機爭取市占率，AB1595 將商用型的降噪性能置入消費型的耳機，預期 2025 年持續增長

■ 中國補助措施的影響？

- 補助範圍雖然有涵蓋到智慧手錶但公司的客戶面相較廣，因此影響幅度待觀察

■ 4Q24 存貨回沖的影響？

- 目前庫存相對低
- 2025 年回沖利益的力道不再那麼顯著，建議排除回沖利益

- 目標維持在長期 48-50% 的水準
- 目前存貨水位想法？
 - 庫存天數由 2Q24 的 59 天提升到 4Q24 的 94 天
 - 天數季增主因季節性的影響，4Q24 銷貨季減，庫存的金額沒有增加
 - 公司認為 94 天健康，因為現在 Wafer-out 要 2-3 個月
- 2024 年營業費用成長的來源？2025 年的想法？
 - 2024 年成長的因素
 - ◆ 人事費用占 70% 以上
 - ◆ 持續開發網通寬頻下一代 50GPON、BTA 往更高階的晶片和製程(6nm)發展、及 PAM4 100G SerDes
 - ◆ 3Q24 開始完成九陽私募案，開始合併報表
 - 2025 年
 - ◆ 持續增加，主因大型計劃案持續進行，並且持續往高階先進製程開發
 - ◆ 維持營收成長幅度高於營業費用的目標
- 股利政策？
 - 每股股利為 NT\$12.5，NT\$6 來自普通股發行溢價的資本公積，NT\$6.5 來自 2024 年的盈餘
 - 發放率為 78%，過去水平為 80%，符合過去趨勢
 - 未來將維持高發放率(75%)以上
- 人形機器人的看法？
 - 全球最大的 AI 割草機器人用公司的 GNSS 產品，但人形機器人還沒有聽到有 GPS 的需求
- 光通訊產品相關的產品以及營收的看法？
 - PAM4 DSP 在 2024 年是一大突破
 - 直接客戶是模組廠，再由模組廠出貨 CSP，去年已出給終端
 - 門檻高，毛利率顯著高於公司平均
 - 目前營收仍低，預期今年擴展 400GbE 客戶，有跟規模更大的客戶洽談中，並且增加周邊晶片 TIA 來增加 ASP
 - 800GbE 光模組若今年成功送樣，明年有更多機會
 - 未來有機會達到乙太網、GNSS 的營收占比
- BTA 營收強勁，未來 1-3 年的成長性和動能？
 - 去年集中在消費和電競，今年聚焦在商務領域的擴展
 - 助輔聽功能耳機，目前有 25 款 OTC 認證的耳機販售，超過 100 萬顆藍牙 SoC 出貨
- 各產品線毛利率的狀況？
 - AIoT 高於公司平均，略高於網通建設，但兩者差異不大
 - 九陽、STB 略低
 - 光通訊高很多
 - 公司中長期毛利率目標在 48-50% (排除存貨跌價損失)

- 未來併購和投資計畫？
 - 網通方面的標的為主
- 公司怎麼看 2025 年網通的狀況？達發的優勢？
 - 運營商的標案時間較長，開標到落地較長
 - 認為 5-10 年會有一個世代
 - 需要做前世代的互動性測試，公司跟運營商建立深厚的關係
 - 現階段出貨主力是 GPON，10GPON 逐年拉升，50GPON 也在發展中
 - 目前公司擁有完整的決方案，已經獲得全球運營商的認可，為最低功耗的解決方案
 - 先前歐美市場的 Design-in 將會持續落地並貢獻營收
- 光通訊領域達發如何競爭，優勢為何？
 - 聯發科的低功耗優勢很大
 - 目前的競爭對手為美國廠商，公司的工程支持和交期的反饋很好
- 助/輔聽如何切入布局？公司對此市場的看法？
 - 隨著老齡化的趨勢，以及輕度到中度聽損的比例很高，公司對此市場看法正向
 - 公司在 2022 年併購了原睿拓展在助/輔聽的技術
 - 正與全球前五大的品牌討論需要處方籤的產品，為中長期的成長動能
- TIA 的商業模式？
 - 搭配主晶片出貨
 - PAM4 DSP (公司雷射驅動整合)再加上 TIA 變成完整的解決方式
 - 此產品可以與其他平台相容，觀察後續的機會
- 藍牙標準規格眼鏡對公司 BTA ASP 的影響？
 - 主要跟速率有關的產品，如無損音樂(需要較大的帶寬)影響較大
- 公司與九暘和亞信的綜效？
 - 乙太網 TAM US\$2-3bn，公司透過併購增加橫向和縱向的解決方案
 - 收購九暘，拓展乙太網 PoE，工業用為高價值產品
 - 達發提供 PHY 給亞信的 USB PCIe
 - 公司乙太網管理型和非管理型都已經出貨
 - 乙太網應用面很廣，聯發科如電視、監控、Wi-Fi 都會用到乙太網接口
- 聯發科的 ASIC 產品，達發會有機會嗎？
 - 目前資料中心有四個面向，Compute > Connectivity > Switch > Storage
 - 達發在 Connectivity (SerDes)比較有機會，不排除未來的更完整的合作

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。