



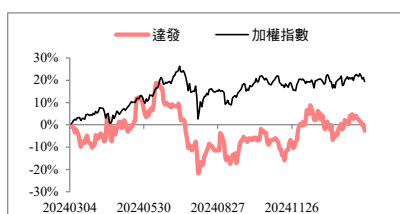
核心觀點

看好達發跨入資料中心光通訊領域，併購、轉投資案提升和整合乙太網技術，預估 2025 年稅後 EPS 為 18.3 元，評價位於合理區間下緣，初次評等為「買進」。

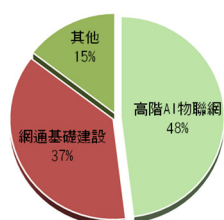
交易資料

收盤價	659.00
市值(億元)	1,103.80
流通在外股數(百萬股)	167.51
本益比	36.00
股價淨值比	6.13
240 日股價(低/均/高)	497/661/844
60 日均成交額(百萬元)	528.03

相對報酬率



2025年產品應用比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均 總分	公司 治理	企業 承諾	社會 參與	環境 永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	不列入評鑑結果
項目二	評鑑結果排名
0	0

資料來源：證基會

研究員：黃信智

simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

研究報告

達發(6526.TT)

買進(初次)

TP：770

跨入資料中心光通訊領域，併購、轉投資案提升和整合乙太網技術

重要訊息

達發舉辦法說會，更新營運近況。

玉山觀點

季節性拉貨放緩影響，24Q4營收下滑，惟全年獲利表現仍亮眼。達發為無晶圓IC設計公司，主要業務為固網寬頻、乙太網路、藍牙音訊和衛星定位領域IC設計、開發與銷售。24Q4營收48.32億元，QoQ-13.2%，YoY+51.7%，主要原因為電競頭戴式耳機拉貨動能強勁，衛星定位(GNSS)產品則導入全球穿戴裝置品牌客戶並成功量產，費用因人力薪酬提列增加、多項大型研發專案進行以及24Q3併購九暘年增43.4%至20.2億元，毛利率受惠產品組合轉佳以及庫存回沖利益預估提升至53.7%，稅後EPS為3.69元。

美關稅使急單湧現以及藍牙和固網寬頻產品出貨，25Q1營收穩定成長。1月營收17.45億元，MoM+11.7%，YoY+66.2%，係因：(1)AB1595旗艦藍牙音訊晶片客戶於25Q1出貨；(2)美國關稅政策使客戶提前拉貨；(3)歐美固網寬頻標準持續落地，預估25Q1營收季增6.8%至51.6億元，毛利率50.25%，稅後EPS為3.95元。

往高階應用與規格升級發展，加上併購和轉投資綜效，獲利可期。達發營收基期雖已墊高，但2025年仍具成長性係因：(1)持續鞏固TWS和電競領先地位，往高階商用與助輔聽發展；(2)10G PON獲得歐洲Tier 1電信商認證，今年量產，50G PON預計年底送樣；(3)九暘和亞信併購案、Aconsemi轉投資案整合和提升乙太網技術，包括：10G PHY、10/100 Base-T1、快速乙太網(FE)和乙太網供電(PoE)；(4)提供PAM4 DSP以及TIA予CSP，目前供應規格為單通道50G結合Laser Driver，今年將推出100G規格。綜合以上，預估2025年營收年增24.3%至237.8億元，毛利率50.9%，稅後EPS為18.3元。

投資建議

看好達發跨入資料中心光通訊領域，併購、轉投資案提升和整合乙太網技術，預估2025年稅後EPS為18.3元，目前本益比36倍，評價位於過往歷史區間下緣，初次評等為「買進」，目標價為770元(42倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	19,122	5,158	5,767	6,739	6,113	23,776
YoY	40.9%	34.8%	17.7%	21.1%	26.5%	24.3%
毛利率	51.5%	50.3%	50.8%	51.3%	51.0%	50.8%
營益率	15.6%	13.9%	14.1%	14.7%	13.3%	14.0%
稅後淨利	2,681	662	767	903	734	3,066
EPS(元)	16.01	3.95	4.58	5.39	4.38	18.30

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	5,158	5,767	5,158	5,767	0.00	0.00
毛利	2,592	2,927	2,592	2,927	0.00	0.00
營業利益	718	811	718	811	0.00	0.00
稅前淨利	761	881	761	881	0.00	0.00
稅後淨利	662	767	662	767	0.00	0.00
每股盈餘(元)	3.95	4.58	3.95	4.58	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	50.25	50.75	50.25	50.75	0.00	0.00
營益率	13.93	14.07	13.93	14.07	0.00	0.00
淨利率	14.75	15.28	14.75	15.28	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/02)

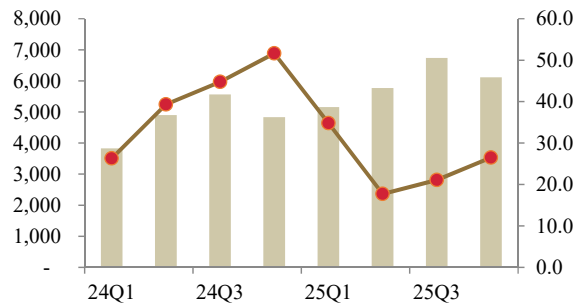
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	3,827	4,899	5,565	4,832	19,122	5,158	5,767	6,739	6,113	23,776
營業毛利	2,012	2,587	2,810	2,430	9,839	2,592	2,927	3,454	3,118	12,090
營業費用	1,569	1,665	1,878	1,752	6,864	1,873	2,115	2,463	2,306	8,758
營業利益	442	921	933	679	2,975	718	811	990	811	3,331
淨業外收支	61	62	47	32	203	43	70	48	32	193
稅前淨利	504	984	980	711	3,178	761	881	1,038	844	3,524
稅後淨利	410	801	852	619	2,681	662	767	903	734	3,066
EPS(元)	2.46	4.78	5.09	3.69	16.01	3.95	4.58	5.39	4.38	18.30
財務比率										
毛利率	52.57	52.80	50.50	50.30	51.46	50.25	50.75	51.25	51.00	50.85
營業利益率	11.56	18.81	16.76	14.05	15.56	13.93	14.07	14.69	13.27	14.01
稅前淨利率	13.17	20.08	17.60	14.72	16.62	14.75	15.28	15.41	13.80	14.82
YoY(%)										
營業收入	26.29	39.32	44.79	51.65	40.85	34.79	17.72	21.10	26.52	24.34
營業毛利	51.20	62.12	52.94	55.91	55.62	28.83	13.14	22.89	28.28	22.87
營業利益	244.20	246.91	100.72	347.18	194.41	62.37	(11.94)	6.16	19.53	11.96
稅前淨利	230.61	186.90	90.37	286.53	166.23	51.03	(10.43)	6.02	18.65	10.89
稅後淨利	243.7	192.93	100.60	307.09	176.60	61.57	(4.25)	6.02	18.65	14.36
QoQ(%)										
營業收入	20.10	28.02	13.59	(13.17)		6.75	11.80	16.85	(9.29)	
營業毛利	29.05	28.58	8.64	(13.52)		6.64	12.92	18.01	(9.73)	
營業利益	191.42	108.26	1.23	(27.21)		5.82	12.94	22.04	(18.05)	
稅前淨利	173.95	95.22	(0.43)	(27.42)		7.04	15.79	17.85	(18.77)	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

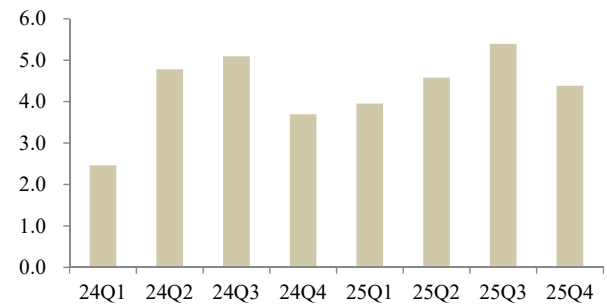
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



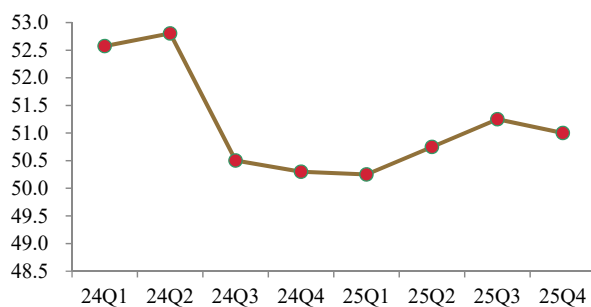
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



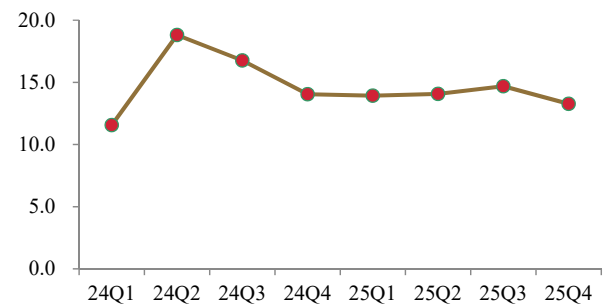
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



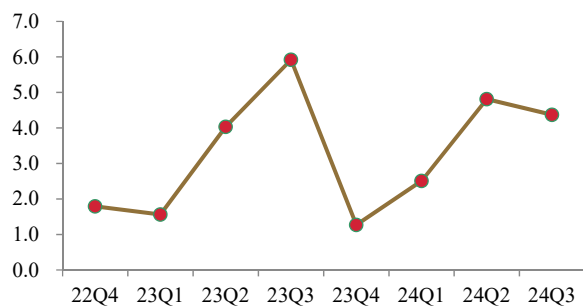
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



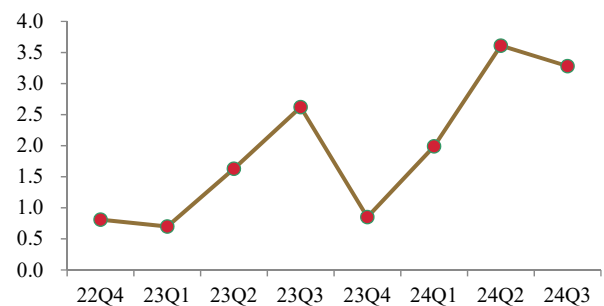
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

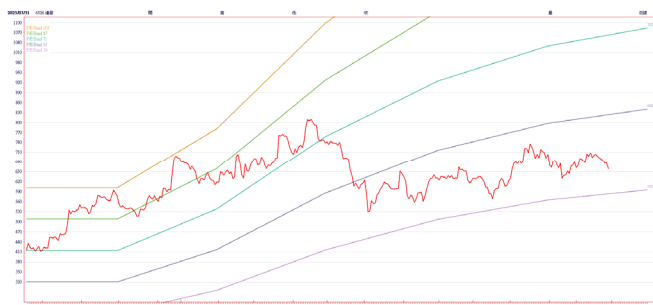


圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2025/02)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
營業收入	18,781	13,576	19,122	23,776	
營業成本	9,739	7,253	9,283	11,687	
營業毛利	9,042	6,322	9,839	12,090	
營業費用	5,689	5,312	6,864	8,758	
營業利益	3,353	1,011	2,975	3,331	
營業外收支淨額	401	183	203	193	
稅前淨利	3,755	1,194	3,178	3,524	
稅後淨利	2,894	969	2,681	3,066	
普通股股本	1,455	1,660	1,675	1,675	
EPS(元)	19.89	5.84	16.01	18.30	
年成長率					
營收	5.9%	-27.7%	40.9%	24.3%	
營業利益	-9.4%	-69.9%	194.4%	12.0%	
稅前淨利	-5.4%	-68.2%	166.2%	10.9%	
母公司稅後淨利	-8.5%	-66.5%	176.6%	14.4%	
獲利能力比率					
毛利率	48.1%	46.6%	51.5%	50.8%	
營業利益率	17.9%	7.4%	15.6%	14.0%	
稅前淨利率	20.0%	8.8%	16.6%	14.8%	
稅後淨利率	15.4%	7.1%	14.0%	12.9%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
流動資產	12,271	13,471	13,700	14,080	
現金及約當現金	3,744	9,206	9,250	9,300	
存貨	5,232	1,574	1,700	1,850	
應收帳款及票據	1,605	2,068	2,100	2,250	
其他流動資產	1,691	624	650	680	
長期投資	544	552	580	620	
固定資產	1,285	2,753	3,769	4,794	
其他長期資產	2,981	3,279	3,309	3,359	
資產總額	17,073	20,046	21,349	22,844	
流動負債	7,544	3,148	3,250	3,325	
應付帳款及票據	735	529	550	575	
短期借款	3,700	0	0	0	
什項負債	3,109	2,619	2,700	2,750	
非流動負債	861	441	833	1,499	
負債總額	8,405	3,589	4,083	4,824	
普通股股本	1,455	1,660	1,675	1,675	
資本公積	1,922	10,777	1,922	1,922	
保留盈餘	4,977	3,768	5,636	6,391	
股東權益總額	8,668	16,457	17,266	18,020	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
稅前淨利	3,755	1,194	3,178	3,524	
折舊及攤提費用	558	719	726	734	
本期營運資金變動	-1,744	2,571	137	275	
其他項目	62	-630	-888	-1,104	
營運活動之現金流量	2,630	3,854	3,154	3,429	
資本支出	-838	-1,724	-1,742	-1,759	
本期長期投資變動	0	0	0	0	
其他項目	-919	378	5,522	-264	
投資活動之現金流量	-1,757	-1,347	3,780	-2,024	
短期借款及票券變動	3,447	-3,700	0	0	
舉措/償還長期借款	0	0	391	666	
發行/償還公司債	0	0	0	0	
現金增資	0	8,918	0	0	
發行現金股利	-6,236	-2,183	-1,819	-2,022	
其他項目	0	0	0	0	
融資活動之現金流量	-2,272	2,976	-1,428	-1,356	
匯率影響數	77	-21	0	0	
本期現金流量	-1,322	5,462	5,506	50	
期末現金及約當現金	3,744	9,206	9,250	9,300	

重要財務比率		2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率					
負債比率		49.2%	17.9%	19.1%	21.1%
槓桿比率		97.0%	21.8%	23.6%	26.8%
流動比率		162.7%	428.0%	421.5%	423.5%
速動比率		93.3%	378.0%	369.2%	367.8%
存貨週轉率(次)		2.11	2.13	3.25	3.30
存貨週轉天數		170.84	168.90	110.75	109.08
應收帳款週轉率(次)		8.84	7.39	8.06	12.34
應收帳款週轉天數		40.72	48.70	44.66	29.18
總資產週轉率(次)		1.10	0.68	0.90	1.04
淨值週轉率(次)		2.17	0.82	1.11	1.32
股東權益報酬率		29.5%	7.7%	19.0%	23.0%
總資產報酬率		17.2%	5.2%	14.1%	15.4%
OCF/流動負債		34.9%	122.4%	97.0%	103.1%
每股比率					
每股淨值(元)		59.57	99.14	103.08	107.58
每股營收(元)		129.07	81.77	114.16	141.94
每股盈餘(元)		19.89	5.84	16.01	18.30
每股現金股利(元)		4.96	12.50	12.07	13.80
現金股利配發率		24.9%	214.1%	75.4%	75.4%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法