



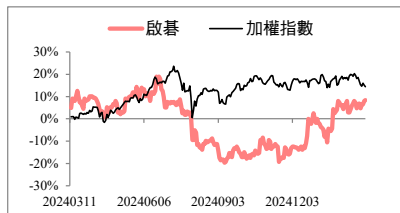
核心觀點

看好啟基三大網通產品線規格升級以及切入新應用場景帶動產品組合優化，預估2025年稅後EPS為9.45元，目前評價合理，維持「逢低買進」之投資評等。

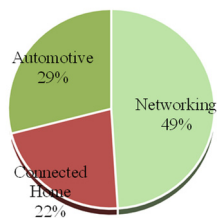
交易資料

收盤價	149.00
市值(億元)	722.90
流通在外股數(百萬股)	485.20
本益比	15.76
股價淨值比	2.16
240日股價(低/均/高)	109/137/175
60日均成交額(百萬元)	860.53

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	6%至20%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	11%至20%

資料來源：證基會

研究員：黃信智
simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

研究報告

啟基(6285.TT)

逢低買進(維持)

TP：160

網通規格升級與三大產品線切入新應用場景為主要獲利動能

重要訊息

啟基公布2月營收87.8億元，MoM-3.87%，更新公司營運近況。

玉山觀點

車用回溫與庫存調節結束，24Q4獲利亮眼。24Q4營收279.5億元，QoQ+7.6%，YoY-5.9%，主要原因為Automotive產品需求回溫以及Networking產品庫存調節於24Q4結束，客戶恢復拉貨動能，毛利率因營收規模放大、匯兌利益與產品組合轉佳提升至12.9%，稅後EPS為2.14元。

進入傳統網通淡季，25Q1營收下滑。2月營收87.8億元，MoM-3.87%，係因進入傳統網通淡季加上農曆新年假期導致工作天數減少，預估25Q1營收季減15%至238億元，毛利率12.5%，稅後EPS為1.56元。

網通規格升級與切入新應用場景，2025營收逐季成長。展望2025年，啟基主要營收成長動能為網通產品規格升級以及切入新應用場景。Automotive方面，啟基車用產品主要為Car Connectivity、Module和ADAS，營收占比分別為14.5%、6.7%和4.1%，受惠新車款導入LTE、5G、Wi-Fi和藍牙等模組；ADAS領域中的Camera和Radar Sensor切入新高毛利應用場景，有利ASP提升。Networking看好Wi-Fi 7規格升級、800G企業型交換器將於25Q4出貨以及LEO專案持續進行。Connected Home營收成長則主要來自北美和歐洲5G FWA滲透率提升。綜合以上，預估2025年營收年增11.5%至1,229億元，毛利率13.1%，稅後EPS為9.45元。

TP-Link事件影響有限，彈性調整全球產能因應美國關稅。近期TP-Link事件主要針對消費性產品去中化，而啟基產品類型主要為企業Module和Infrastructure產品，因此未直接受惠轉單效應。啟基越南產能占比逾4成，為因應「美國對等關稅」，將視全球生產成本進行產能調配。

投資建議

看好啟基三大網通產品線規格升級以及切入新應用場景帶動產品組合優化，預估2025年稅後EPS為9.45元，目前本益比16倍，評價合理，維持「逢低買進」之投資評等，目標價為160元(17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	110,213	23,757	26,133	32,666	40,358	122,913
YoY	-0.5%	-7.1%	-14.9%	25.8%	44.4%	11.5%
毛利率	12.1%	12.5%	12.8%	13.3%	13.5%	13.1%
營益率	3.4%	3.9%	4.0%	4.7%	5.0%	4.5%
稅後淨利	3,451	758	909	1,310	1,610	4,587
EPS(元)	7.26	1.56	1.87	2.70	3.32	9.45

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	23,757	26,133	24,487	27,832	(2.98)	(6.11)
毛利	2,970	3,332	2,941	3,365	0.97	(0.98)
營業利益	924	1,043	711	1,015	29.91	2.78
稅前淨利	973	1,168	761	1,065	27.92	9.67
稅後淨利	758	909	608	871	24.60	4.35
每股盈餘(元)	1.56	1.87	1.25	1.79	24.91	4.65
財務比率(%)						
毛利率	12.50	12.75	12.01	12.09	4.08	5.46
營益率	3.89	3.99	2.90	3.65	33.91	9.46
淨利率	4.10	4.47	3.11	3.83	31.85	16.80

資料來源：玉山投顧(2025/03)

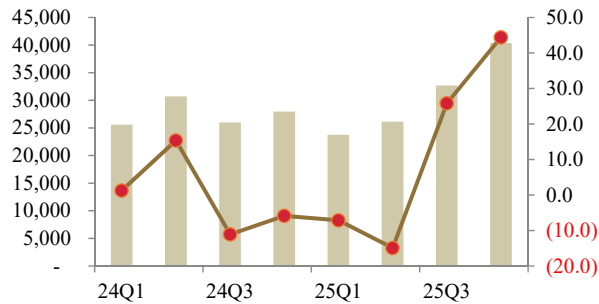
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	25,585	30,713	25,967	27,949	110,213	23,757	26,133	32,666	40,358	122,913
營業毛利	2,962	3,871	2,952	3,595	13,381	2,970	3,332	4,328	5,448	16,078
營業費用	2,210	2,629	2,351	2,478	9,668	2,046	2,289	2,803	3,441	10,578
營業利益	753	1,242	601	1,117	3,713	924	1,043	1,526	2,008	5,500
淨業外收支	188	127	25	190	530	50	125	158	60	393
稅前淨利	940	1,369	626	1,307	4,242	973	1,168	1,684	2,068	5,894
稅後淨利	750	1,165	520	1,017	3,451	758	909	1,310	1,610	4,587
EPS(元)	1.58	2.45	1.09	2.14	7.26	1.56	1.87	2.70	3.32	9.45
財務比率										
毛利率	11.58	12.60	11.37	12.86	12.14	12.50	12.75	13.25	13.50	13.08
營業利益率	2.94	4.04	2.31	4.00	3.37	3.89	3.99	4.67	4.97	4.47
稅前淨利率	3.68	4.46	2.41	4.68	3.85	4.10	4.47	5.15	5.12	4.79
YoY(%)										
營業收入	1.26	15.34	(11.10)	(5.85)	(0.52)	(7.14)	(14.91)	25.80	44.40	11.52
營業毛利	5.66	19.80	(25.05)	(0.71)	(1.57)	0.24	(13.93)	46.63	51.54	20.16
營業利益	(8.90)	18.90	(59.82)	(14.37)	(20.52)	22.74	(16.00)	153.81	79.73	48.15
稅前淨利	30.77	13.50	(64.91)	19.71	(11.64)	3.51	(14.69)	168.97	58.29	38.92
稅後淨利	30.4	23.05	(63.18)	16.99	(9.24)	1.00	(21.95)	152.06	58.29	32.89
QoQ(%)										
營業收入	(13.81)	20.04	(15.45)	7.63		(15.00)	10.00	25.00	23.55	
營業毛利	(18.18)	30.67	(23.75)	21.80		(17.40)	12.20	29.90	25.88	
營業利益	(42.32)	65.03	(51.60)	85.86		(17.31)	12.94	46.23	31.61	
稅前淨利	(13.84)	45.58	(54.27)	108.71		(25.50)	19.98	44.17	22.83	
稅後淨利	(13.70)	55.26	(55.36)	95.59		(25.50)	19.98	44.17	22.83	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

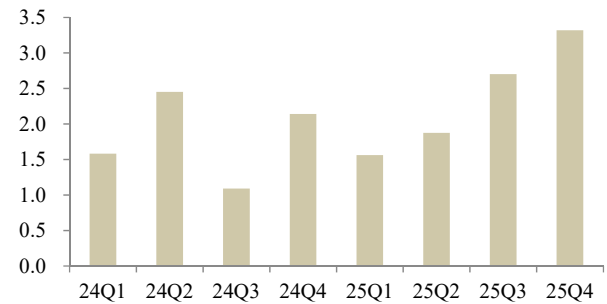
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



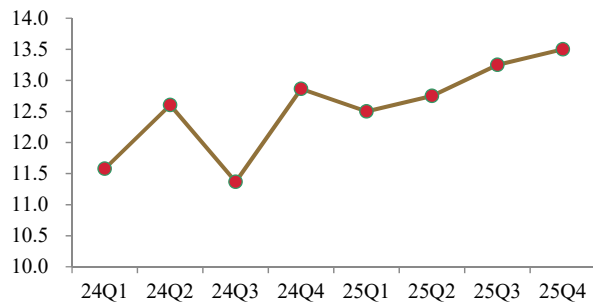
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



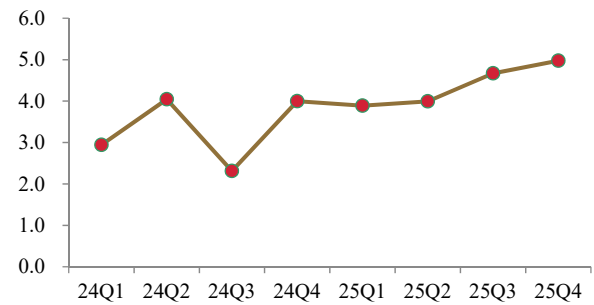
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



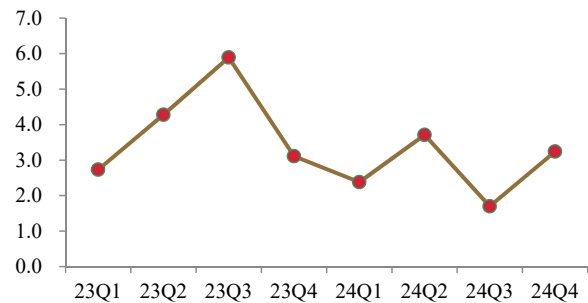
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



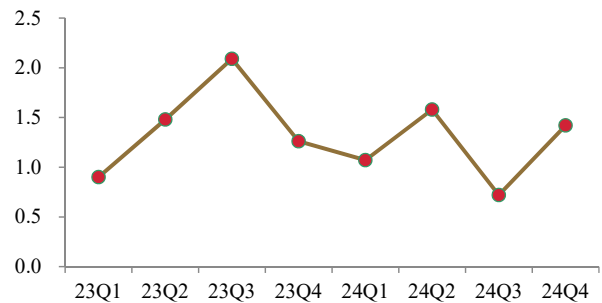
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/03)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	95,257	110,788	110,213	122,913
營業成本	83,663	97,193	96,833	106,835
營業毛利	11,595	13,594	13,381	16,078
營業費用	8,357	8,923	9,668	10,578
營業利益	3,238	4,671	3,713	5,500
營業外收支淨額	522	130	530	393
稅前淨利	3,760	4,801	4,242	5,894
稅後淨利	3,122	3,803	3,451	4,587
普通股股本	3,958	4,824	4,852	4,852
EPS(元)	7.89	7.88	7.26	9.45
年成長率				
營收	41.7%	16.3%	-0.5%	11.5%
營業利益	267.6%	44.3%	-20.5%	48.2%
稅前淨利	166.4%	27.7%	-11.6%	38.9%
母公司稅後淨利	153.4%	21.8%	-9.2%	32.9%
獲利能力比率				
毛利率	12.2%	12.3%	12.1%	13.1%
營業利益率	3.4%	4.2%	3.4%	4.5%
稅前淨利率	3.9%	4.3%	3.8%	4.8%
稅後淨利率	3.3%	3.4%	3.1%	3.7%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	52,406	54,241	58,820	63,776
現金及約當現金	4,283	8,061	13,127	13,258
存貨	24,649	19,524	18,390	20,509
應收帳款及票據	21,708	22,984	23,456	26,159
其他流動資產	1,765	3,671	3,847	3,850
長期投資	80	0	0	0
固定資產	10,543	10,942	12,357	12,728
其他長期資產	2,858	4,038	4,193	4,209
資產總額	65,878	69,213	75,360	80,704
流動負債	39,604	34,642	39,836	43,931
應付帳款及票據	18,499	14,688	17,665	19,700
短期借款	12,514	9,997	11,864	13,231
什項負債	8,591	9,958	10,307	11,000
非流動負債	5,918	4,079	3,540	3,231
負債總額	45,522	38,721	43,376	47,162
普通股股本	3,958	4,824	4,852	4,852
資本公積	5,129	11,905	11,864	11,864
保留盈餘	11,420	13,207	13,773	15,331
股東權益總額	20,356	30,492	31,984	33,542

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	3,760	4,801	4,242	5,894
折舊及攤提費用	1,790	2,085	2,641	2,668
本期營運資金變動	-11,154	-1,051	2,967	2,786
其他項目	2,189	1,309	483	539
營運活動之現金流量	-3,415	7,144	10,334	11,887
資本支出	-3,592	-3,032	-3,009	-3,039
本期長期投資變動	0	89	0	0
其他項目	-227	-401	-521	-7,445
投資活動之現金流量	-3,819	-3,344	-3,529	-10,484
短期借款及票券變動	5,618	-2,459	1,558	1,367
舉措/償還長期借款	638	457	-841	-309
發行/償還公司債	2,822	0	0	0
現金增資	0	4,235	0	0
發行現金股利	-833	-2,024	-2,910	-2,329
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	8,187	146	-2,247	-1,271
匯率影響數	240	-168	508	0
本期現金流量	1,193	3,778	5,066	131
期末現金及約當現金	4,283	8,061	13,127	13,258

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	69.1%	55.9%	57.6%	58.4%
槓桿比率	223.6%	127.0%	135.6%	140.6%
流動比率	132.3%	156.6%	147.7%	145.2%
速動比率	70.1%	100.2%	101.5%	98.5%
存貨週轉率(次)	4.39	4.40	5.11	4.73
存貨週轉天數	81.97	81.81	70.48	76.08
應收帳款週轉率(次)	5.13	4.96	4.75	5.14
應收帳款週轉天數	70.13	72.61	75.85	70.10
總資產週轉率(次)	1.45	1.60	1.46	1.52
淨值週轉率(次)	4.68	3.63	3.45	3.66
股東權益報酬率	16.7%	15.0%	11.0%	17.0%
總資產報酬率	5.7%	5.6%	4.8%	6.3%
OCF/流動負債	-8.6%	20.6%	25.9%	27.1%
每股比率				
每股淨值(元)	50.29	62.93	65.92	69.13
每股營收(元)	240.67	229.64	227.15	253.33
每股盈餘(元)	7.89	7.88	7.26	9.45
每股現金股利(元)	4.84	6.00	4.80	6.24
現金股利配發率	61.4%	76.1%	66.1%	66.0%

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