



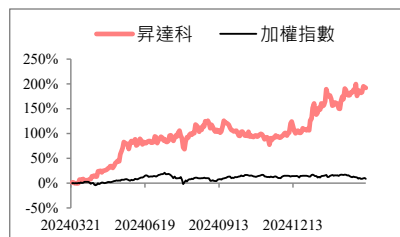
核心觀點

看好美系低軌衛星客戶需求成長以及全球低軌衛星非中製造政策，昇達科積極擴廠因應，預估2025年稅後EPS為14.3元，評價仍有上修空間，調升投資評等至「買進」。

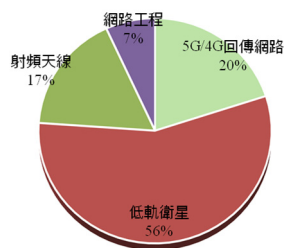
交易資料

收盤價	466.00
市值(億元)	313.00
流通在外股數(百萬股)	63.86
本益比	32.60
股價淨值比	12.90
240日股價(低/均/高)	156.5/312.8/497
60日均成交額(百萬元)	1,563.54

相對報酬率



2025年產品比重預估



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
上櫃公司	21%至35%
項目二	評鑑結果排名
市值100億元以上之電子類	61%至100%

資料來源：證基會

研究員：黃信智

simonxzhuang-71976@csunsec.com.tw

研究報告

昇達科(3491.TT)

買進(調升)

TP：570

美系低軌衛星客戶訂單爆發為主要獲利引擎

重要訊息

昇達科召開法說會，更新營運近況。

玉山觀點

Amazon Kuiper計畫拉貨強勁，2024年獲利亮眼。2024營收23.3億元，YoY+47.3%，主要原因為低軌衛星(LEO)產品因Amazon Kuiper計畫拉貨強勁，低軌衛星營收比重從2023年的15.2%成長至42.8%，帶動毛利率上升至51.3%，費用率受惠營收規模放大下降至24.7%，稅後EPS為8.59元。

低軌衛星拉貨動能延續，25Q1營收成長。2月營收2.05億元，YoY+103.4%，係因低軌衛星客戶持續拉貨，帶動低軌衛星營收占比提升至54.7%，預估25Q1營收季增5%至6.5億元，毛利率52.8%，稅後EPS為2.23元。

受惠長距傳輸需求爆發，低軌衛星和地面站訂單成長。昇達科主要產品為低軌衛星微波、毫米波被動元件，其中，衛星酬載(Payload)和地面站(Gateway)營收比重分別占72%和28%，主要客戶為SpaceX和Amazon Kuiper計畫，占比約9成，另外，根據研調機構資料顯示，低軌衛星酬載市場於2025年至2031年間CAGR達30%，2031年市場規模將逾260億美元。展望2025年，SpaceX和Amazon Kuiper預計發射180和80趟火箭以載運低軌衛星，同時部分衛星已達5~7年壽命需重新發射替換，加上歐洲市場因Starlink面臨政治因素，導致訂單轉向Eutelsat OneWeb以強化低軌衛星供應鏈多元性，以及近期加拿大客戶與昇達科洽談1,000套地面站設備急單將應用於烏克蘭，有望帶動低軌衛星營收比重逾55%；5G/4G回傳網路受惠FWA CPE普及進入成熟期。產能方面，昇達科持續擴張越南和台灣產能以滿足大客戶需求與非中製造政策。綜合以上，預估2025年營收年增56%至36億元，毛利率56.3%，稅後EPS為14.3元。

投資建議

看好美系低軌衛星客戶需求成長以及低軌衛星非中製造政策，昇達科積極擴廠因應，預估2025年稅後EPS為14.3元，目前本益比約33倍，評價仍有上修空間，調升投資評等至「買進」，目標價為570元(40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	2,335	645	782	1,015	1,199	3,641
YoY	47.3%	48.7%	20.7%	58.7%	95.4%	55.9%
毛利率	51.3%	52.8%	54.8%	57.5%	58.2%	56.3%
營益率	26.6%	28.8%	30.4%	33.5%	34.4%	32.3%
稅後淨利	547	142	214	258	298	913
EPS(元)	8.59	2.23	3.35	4.05	4.67	14.30

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	645	782	614	772	5.00	1.29
毛利	340	428	332	419	2.43	2.18
營業利益	186	238	177	244	4.90	(2.50)
稅前淨利	199	299	182	249	9.31	19.92
稅後淨利	142	214	131	179	8.76	19.46
每股盈餘(元)	2.23	3.35	2.05	2.80	8.83	19.60
財務比率(%)						
毛利率	52.75	54.75	54.07	54.27	(2.44)	0.88
營益率	28.80	30.42	28.83	31.61	(0.10)	(3.74)
淨利率	30.86	38.19	29.64	32.25	4.10	18.39

資料來源：玉山投顧(2025/03)

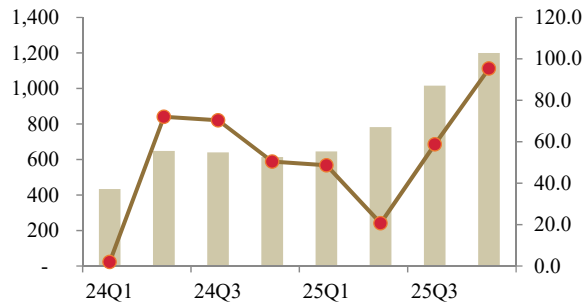
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	434	648	640	614	2,335	645	782	1,015	1,199	3,641
營業毛利	196	359	330	312	1,198	340	428	584	698	2,050
營業費用	120	161	145	150	576	154	190	244	286	874
營業利益	77	198	185	162	622	186	238	340	412	1,176
淨業外收支	35	45	(6)	53	127	13	61	21	4	99
稅前淨利	112	243	180	214	749	199	299	361	416	1,275
稅後淨利	78	178	132	159	547	142	214	258	298	913
EPS(元)	1.23	2.79	2.07	2.50	8.59	2.23	3.35	4.05	4.67	14.30
財務比率										
毛利率	45.26	55.44	51.64	50.87	51.31	52.75	54.75	57.50	58.20	56.30
營業利益率	17.68	30.56	29.00	26.37	26.64	28.80	30.42	33.51	34.36	32.29
稅前淨利率	25.81	37.53	28.07	34.92	32.08	30.86	38.19	35.53	34.73	35.01
YoY(%)										
營業收入	2.01	72.05	70.33	50.45	47.30	48.68	20.70	58.74	95.35	55.94
營業毛利	16.59	165.18	122.97	65.03	86.86	73.29	19.19	76.77	123.51	71.12
營業利益	14.89	729.66	319.28	139.33	207.21	142.17	20.18	83.41	154.57	89.05
稅前淨利	47.08	174.64	162.98	223.06	150.28	77.72	22.82	100.94	94.24	70.20
稅後淨利	29.9	145.70	155.44	177.39	126.66	83.69	20.05	95.11	87.70	66.90
QoQ(%)										
營業收入	6.27	49.41	(1.27)	(4.03)		5.02	21.29	29.85	18.11	
營業毛利	3.71	83.03	(8.05)	(5.45)		8.90	25.89	36.37	19.55	
營業利益	13.35	158.21	(6.30)	(12.72)		14.69	28.14	43.00	21.14	
稅前淨利	68.67	117.19	(26.15)	19.41		(7.21)	50.09	20.83	15.43	
稅後淨利	35.40	129.66	(25.65)	19.98		(10.34)	50.09	20.83	15.43	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

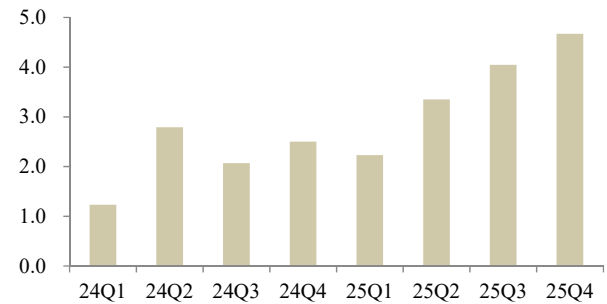
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



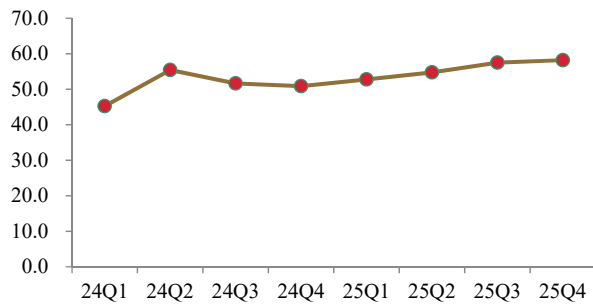
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



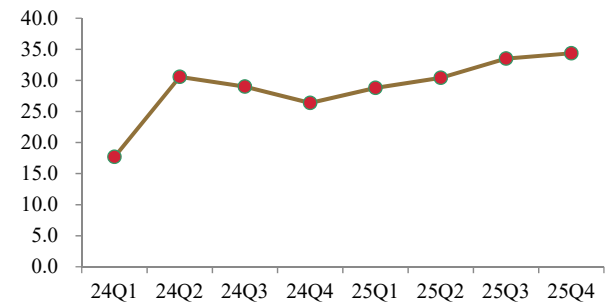
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



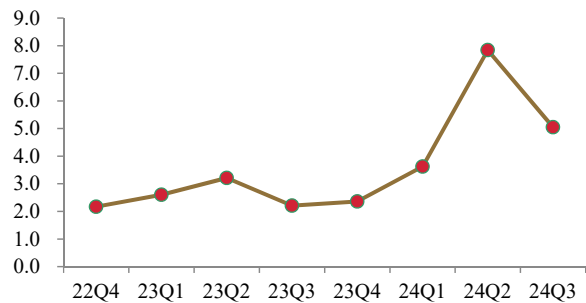
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



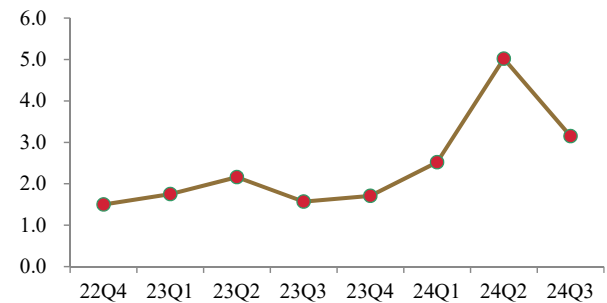
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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	1,838	1,585	2,335	3,641
營業成本	1,087	944	1,137	1,591
營業毛利	751	641	1,198	2,050
營業費用	458	439	576	874
營業利益	292	202	622	1,176
營業外收支淨額	124	97	127	99
稅前淨利	416	299	749	1,275
稅後淨利	325	241	547	913
普通股股本	622	629	639	639
EPS(元)	5.22	3.83	8.59	14.30
年成長率				
營收	4.5%	-13.7%	47.3%	55.9%
營業利益	32.1%	-30.8%	207.2%	89.0%
稅前淨利	21.2%	-28.1%	150.3%	70.2%
母公司稅後淨利	14.9%	-25.6%	126.7%	66.9%
獲利能力比率				
毛利率	40.9%	40.4%	51.3%	56.3%
營業利益率	15.9%	12.8%	26.6%	32.3%
稅前淨利率	22.6%	18.9%	32.1%	35.0%
稅後淨利率	17.7%	15.2%	23.4%	25.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	2,219	2,078	2,225	2,645
現金及約當現金	964	731	695	681
存貨	235	161	195	304
應收帳款及票據	569	432	580	904
其他流動資產	450	754	755	756
長期投資	4	3	3	3
固定資產	903	934	887	841
其他長期資產	335	394	394	396
資產總額	3,451	3,400	3,500	3,876
流動負債	997	848	1,135	1,417
應付帳款及票據	137	157	232	275
短期借款	550	420	619	865
什項負債	310	271	285	277
非流動負債	67	89	148	153
負債總額	1,064	937	1,283	1,570
普通股股本	622	629	639	639
資本公積	821	855	821	821
保留盈餘	556	531	679	770
股東權益總額	2,387	2,463	2,217	2,307

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	416	299	749	1,275
折舊及攤提費用	77	83	84	84
本期營運資金變動	-49	194	108	390
其他項目	-24	-49	-72	-112
營運活動之現金流量	420	527	869	1,637
資本支出	-38	-37	-37	-38
本期長期投資變動	-4	0	0	0
其他項目	272	-339	-1,150	-1,441
投資活動之現金流量	231	-376	-1,187	-1,479
短期借款及票券變動	0	-130	199	246
舉措/償還長期借款	0	0	58	5
發行/償還公司債	0	0	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-300	-298	-208	-424
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-284	-380	49	-172
匯率影響數	-3	-4	0	0
本期現金流量	364	-233	-270	-14
期末現金及約當現金	964	731	695	681

重要財務比率	2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	30.8%	27.6%	36.7%	40.5%
槓桿比率	44.6%	38.0%	57.9%	68.1%
流動比率	222.5%	245.1%	196.0%	186.7%
速動比率	198.9%	226.2%	178.8%	165.2%
存貨週轉率(次)	4.13	4.77	4.68	5.90
存貨週轉天數	87.13	75.50	76.89	61.02
應收帳款週轉率(次)	3.13	3.17	3.95	4.94
應收帳款週轉天數	114.88	113.71	91.23	72.86
總資產週轉率(次)	0.53	0.47	0.67	0.94
淨值週轉率(次)	0.77	0.64	1.05	1.58
股東權益報酬率	13.6%	10.0%	23.8%	38.9%
總資產報酬率	9.3%	7.0%	15.6%	24.9%
OCF/流動負債	42.2%	62.2%	76.5%	115.5%
每股比率				
每股淨值(元)	31.64	32.72	34.69	36.12
每股營收(元)	29.56	25.19	36.54	57.02
每股盈餘(元)	5.22	3.83	8.59	14.30
每股現金股利(元)	3.96	3.35	6.63	12.87
現金股利配發率	75.8%	87.4%	77.2%	90.0%

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