

## 全訊 (5222 TT) Transcom

2025 年營收獲利衰退，2026 年國內外訂單推動重返成長

持有-超越同業 (維持評等)

目標價 (12 個月)：NT\$120.0

收盤價 (2025/04/15)：NT\$106.5  
隱含漲幅：12.7%

## 營收組成 (2024)

天劍 31%/天弓 25%/雷達 21%/以色列 10%/雄風飛彈 9%。

## 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	持有-超越同業	持有-超越同業
目標價 (NT\$)	120	129
2025年營收 (NT\$/十億)	1.2	1.2
2025年EPS	4.2	4.6

\*因應股本變動，調整前次目標價及 EPS 數值

## 交易資料表

市值	NT\$8,730百萬元
外資持股比率	4.0%
董監持股比率	8.3%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$30.58
負債比	16.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	- (曝險程度共5級)

## 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	1,251	1,302	1,153	1,540
營業利益	466	444	430	568
稅後純益	437	396	359	470
EPS (元)	5.88	4.84	4.17	5.19
EPS YoY (%)	58.5	-17.7	-13.9	24.4
本益比 (倍)	18.1	22.0	25.6	20.5
股價淨值比 (倍)	3.5	3.5	3.5	3.2
ROE (%)	20.5	16.0	14.4	17.5
現金殖利率 (%)	3.8%	3.8%	3.2%	4.0%
現金股利 (元)	4.00	4.00	3.44	4.29

陳昱暉

Jerry.MW.Chen@Yuantan.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

## 元大觀點

◆ 1Q25/2Q25 受軍品認證與強弓飛彈遞延，EPS 估季減 5%/季增 5%。

◆ 2025 年出貨青黃不接，然估 2025/26 年國外業務佔比提升至 22%/27%，2026 年海內外業務將共同推升重返成長。

全訊寡佔台灣國防 PA 市場，訂單能見度長、產業進入門檻高且為台灣

◆ 少數受惠國際國防支出成長廠商，然 2025 年強弓飛彈遞延使營收青黃不接，以 2H25-1H26 年 EPS 4.3 元、28 倍本益比維持持有評等。

## 1Q25/2Q25 估 EPS 1.0 元/1.1 元，季減 5%/季增 5%

1Q25 營收 2.7 億元，季減 19%。毛利率估 55.5%，季增 4.8 個 ppts，下修 0.7 個 ppt，主因物料成本持續上漲。營業利益 1.0 億元，季減 10%。EPS 1.0 元，季減 5%，上修 16%主因 1Q25 營收上修 21%。2Q25 營收估 2.9 億元，季增 9%，下修 4.7%，主因公司仍持續申請各項軍品認證，然認證時程較預期久，使多項產品難大量出貨。毛利率估 54.3%，季減 1.3 個 ppts，下修 0.9 個 ppt，主因物料成本持續上漲。營業利益 1.0 億元，季增 6.1%。EPS 1.1 元，季增 5%，下修 7.3%，主因營收與毛利率均下修。

## 2025 年出貨青黃不接，然國外業務佔比提升

2025 年強弓飛彈研發時程延長，且國防部針對特別預算供應商規範需通過一系列軍品/資安等認證方可出貨，然認證項目與流程繁瑣，使 2025 年天弓飛彈僅小量出貨，估營收年減 90%，佔比僅 2%。使 2025 年整體營收估年減 11%至 11.5 億元，下修 6%。EPS 下修 15%至 4.2 元。然全訊國外訂單需求強勁，主要出貨以色列無人機雷達收發模組、干擾器功率放大器等，受惠歐洲、中東與印度地區國防支出攀升與採購性價比高產品趨勢。估全訊海外訂單 2024/25/26 年營收年增 62%/65%/48%至 1.9 億/2.5 億/3.7 億元，營收佔比 14%/22%/24%。2026 年估將受惠天弓飛彈軍品認證通過、高毛利率強弓飛彈研發出貨與國外以色列/歐洲/中東/印度訂單開出推升營運重返成長。

## 2025 年強弓訂單青黃不接，待 2026 年營收重返成長軌道

儘管全訊寡佔台灣國防 PA 市場且海外市場需求強勁，主要供應無人機雷達收發模組、干擾器功率放大器等，為台灣少數受惠國際國防支出需求提升廠商。然在強弓飛彈研發時程延長下，估 2025/26 年 EPS 為 4.2/5.2 元，年減 14%/年增 24%，分別調降 15%/16%。以 2H25-1H26 年 EPS 4.3 元，給予歷史本益比區間中下緣 28 倍，推得目標價 120 元，維持持有評等。

## 營運分析

### 1Q25/2Q25 估 EPS 1.0 元/1.1 元，季減 5%/季增 5%

1Q25 營收 2.7 億元，季減 19%/年減 4%。毛利率估 55.5%，季增 4.8 個 ppts/年增 8.2 個 ppts，下修 0.7 個 ppts，主因物料成本持續上漲。營業利益 1.0 億元，季減 10%/年增 23%。EPS 1.0 元，季減 5%/年增 5%，上修 16%主因 1Q25 營收上調 21%。

2Q25 營收估 2.9 億元，季增 9%/年減 12%，下修 4.7%，主因公司仍持續申請各項軍品認證，然認證時程較預期久，使多項產品難大量出貨。毛利率估 54.3%，季減 1.3 個 ppts/年增 3.5 個 ppts，下修 0.9 個 ppts，主因物料成本持續上漲。營業利益 1.0 億元，季增 6.1%/年減 25.3%。EPS 1.1 元，季增 5%/年減 1%，下修 7.3%，主因營收與毛利率均下修。

圖 1：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	278	330	266	-19.3%	-4.4%	220	220	20.9%	20.9%
營業毛利	132	167	148	-11.5%	12.4%	124	124	19.4%	19.4%
營業利益	80	108	98	-9.5%	22.7%	84	84	16.7%	16.7%
稅前利益	89	109	104	-4.7%	16.9%	89	89	16.9%	16.9%
稅後淨利	71	87	83	-5.2%	16.5%	71	71	16.9%	16.9%
調整後 EPS (元)	0.96	1.07	1.01	-5.4%	5.4%	0.87	0.87	16.3%	16.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	47.4%	50.7%	55.5%	4.8	8.2	56.2%	56.2%	-0.7	-0.7
營業利益率	28.7%	32.8%	36.8%	4.0	8.1	38.0%	38.0%	-1.2	-1.2
稅後純益率	25.6%	26.5%	31.1%	4.6	5.5	32.4%	32.4%	-1.3	-1.3

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

圖 2：2025 年第 2 季財測與預估比較

(百萬元)	2Q24A	1Q25F	2Q25F	季增率	年增率	2Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	330	266	290	9.0%	-20.2%	305	305	-4.7%	-4.7%
營業毛利	167	148	158	6.5%	-5.8%	168	168	-6.3%	-6.3%
營業利益	108	98	104	6.1%	-25.3%	111	111	-6.9%	-6.9%
稅前利益	109	104	108	4.6%	-0.8%	117	117	-7.5%	-7.5%
稅後淨利	87	83	87	4.6%	-26.2%	94	94	-7.5%	-7.5%
調整後 EPS (元)	1.07	1.01	1.06	4.6%	-33.0%	1.14	1.14	-7.3%	-7.3%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	50.7%	55.5%	54.3%	-1.3	3.5	55.2%	55.2%	-0.9	-0.9
營業利益率	32.8%	36.8%	35.7%	-1.1	2.9	36.6%	36.6%	-0.8	-0.8
稅後純益率	26.5%	31.1%	29.8%	-1.3	3.3	30.7%	30.7%	-0.9	-0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

2025 年出貨青黃不接，然國外業務佔比提升，待 2026 年國內/外需求同步看漲

2025 年強弓飛彈研發時程延長，國防部針對特別預算供應商規範需通過一系列軍品/資安等認證方可出貨，然認證項目與流程繁瑣，使 2025 年天弓飛彈僅少量出貨，估營收貢獻僅約 0.2-0.3 億元，年減 90%，佔營收比重 2%。使 2025 年整體營收估年減 11%至 11.5 億元，下修 6%。EPS 下修 15%至 4.2 元，主因營收下修且成本持續墊高影響毛利率。

全訊國外訂單需求強勁，主要出貨以色列無人機雷達與收發模組。估在全球國防支出攀升，尤以歐洲、中東與印度地區採購性價比高產品趨勢上，全訊無人機雷達收發模組、干擾器功率放大器均有望受惠。估全訊海外訂單 2024/25/26 年營收年增 62%/65%/48%至 1.9 億/2.5 億/3.7 億元，營收佔比 14%/22%/24%。

估全訊整體成長動能將落在 2026 年，受惠天弓飛彈軍品認證通過、高毛利率強弓飛彈研發出貨與國外以色列/歐洲/中東/印度訂單開出下。2026 年估營收年增 33.6%至 15.4 億元，GPM/OPM 年減 0.5/0.4 個 ppts 至 55.3%/36.9%，EPS 5.2 元，年增 24.4%。

圖 3：海空戰力提升計畫，預期將可貢獻全訊營收 81 億元

項目名稱	最終預算（億元）
岸置反艦飛彈系統（雄二、雄三及增程型雄三）	797
野戰防空系統（陸射劍二防空飛彈）	89
陸基防空系統（天弓三型）	347
無人攻擊載具系統（劍翔無人機）	120
雄昇飛彈系統（雄二 E）	170
海軍高效能艦艇（沱江級艦）	692
海巡艦艇加裝戰時武器系統	32
萬劍飛彈系統	126

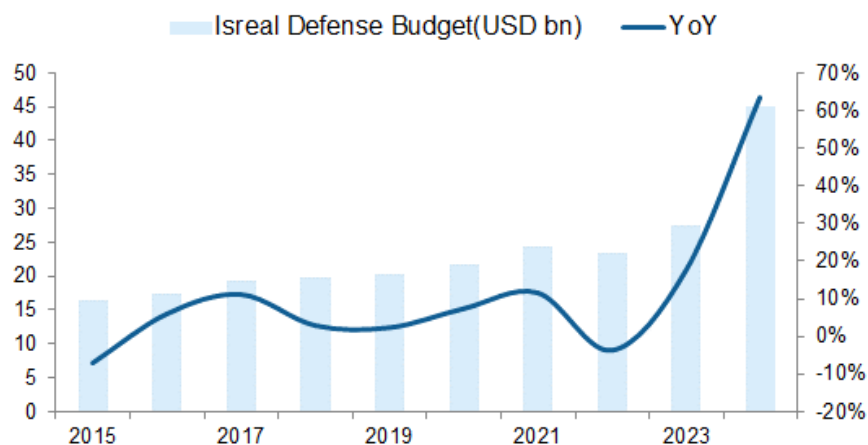
資料來源：行政院

圖 4：全訊至 2030 年國內潛在訂單至少 65 億元

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030 年~
天弓/海弓	每年 4-5 億元營收			7 億元(估 220 顆)						
強弓				>10 億元(估 240 顆)						>13 億元(至少 320 顆)
雄三		10 億元								每年 1 億元營收
陸劍/海劍	14 億元(估 330 顆)				10 億元(估 300 顆)			>15 億元(至少 370 顆)		
雷達	25 億元									每年 2-3 億元營收

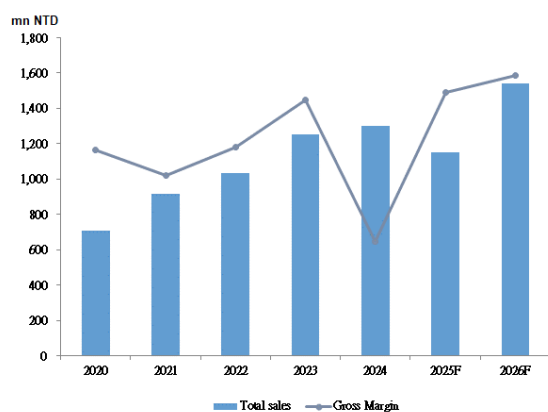
資料來源：公司資料、中科院、立法院、元大投顧預估

圖 5：2015-2024 年以色列國防支出



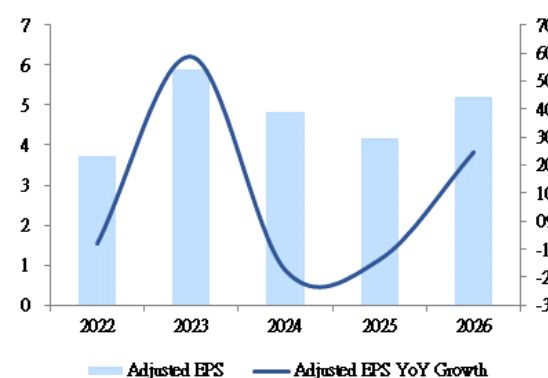
資料來源：元大投顧

圖 6：營收與毛利率估 2026 年重回成長



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 7：EPS 估 2026 年海內外推升重回成長



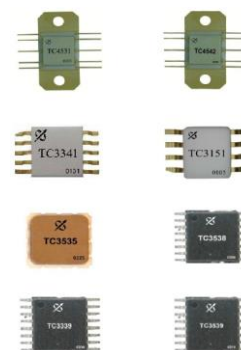
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：X-band GaN 500W SSPA



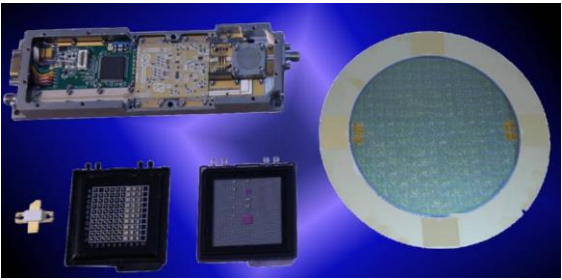
資料來源：公司資料

圖 9：單晶微波積體電路 MMICS



資料來源：公司資料

圖 10：主動相列雷達收發模組



資料來源：中科院

圖 11：機動式全相列雷達



資料來源：中科院

圖 12：全訊產品各頻段分布

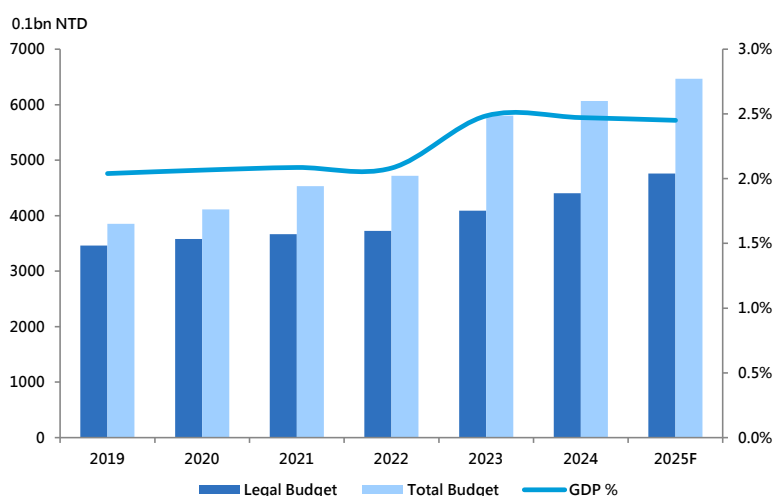
用途	波段	頻率範圍	全訊產品
軍用	L	1~2GHz	微波次系統
	S	2~4GHz	微波次系統
	C	4~8GHz	微波次系統
	X	8~12GHz	X-band GaN 500W SSPA、微波次系統
	Ku	12~18GHz	微波次系統
	K	18~27GHz	微波次系統
	Ka	27~49GHz	Ka-Band 3W MMIC、微波次系統
移動通信	W	40~100+GHz	
	3G (W-CDMA)	1.9~2.1GHz	
	4G (IMT-Advanced)	1.9~2.6Ghz	
	5G (Sub 6G)	~4.5GHz	
車載	5G(mmwace)	~71GHz	研發中：低軌道衛星地面接受站、5G毫米波小型基地台
	SRR	24GHz	
	MRR&LRR	77GHz	

資料來源：公司資料

### 台灣軍事國防支出持續成長，上升空間幅度仍大

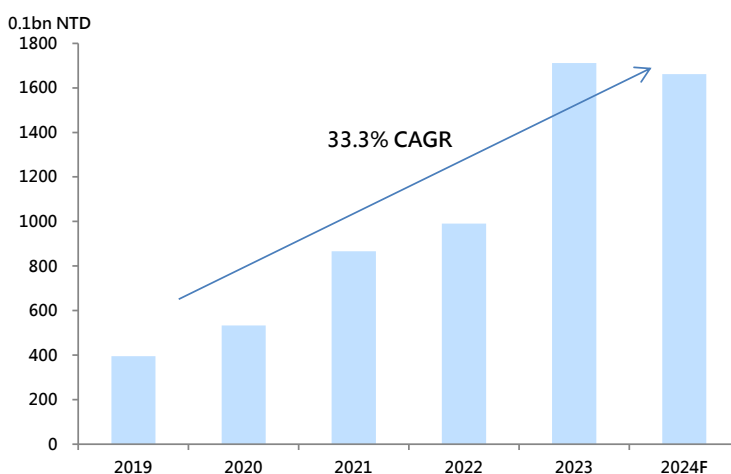
台灣軍事國防支出佔 GDP 佔比於 2018 年達 1.8%，為近 40 年來最低。然隨國際情勢轉變，軍事支出隨中美對抗加劇自 2020 年的 3,580 億提升到 2025 年的 4,760 億，5.9% CAGR，國防支出佔 GDP 比重亦提升至 2025 年的 2.5%。另外，可看到政府在特別預算與非營業特種基金，自 2019 年的 395 億元成長至 2025 年的 1,710 億元，27.7% CAGR，主要用在軍機、潛艦、飛彈、防空系統或無人攻擊載具等大型採購需求，此部分為透過舉債、融資方式改善過去國防預算因稅收不足而遭排擠的現象。因此我們預期後續在國機國造、國艦國造、無人機裝備日漸普及，以及台海危機日益高升下，特別預算金額有望逐年提升，挹注海、空相關供應鏈營收成長。本中心預期台灣整體國防支出距離 3% GDP 佔比目標仍有至少 20% 上漲空間，短期國防支出每年仍將穩定成長。

圖 13：台灣國防支出預算穩定成長



資料來源：國防部

圖 14：海、空採購金額大幅增長

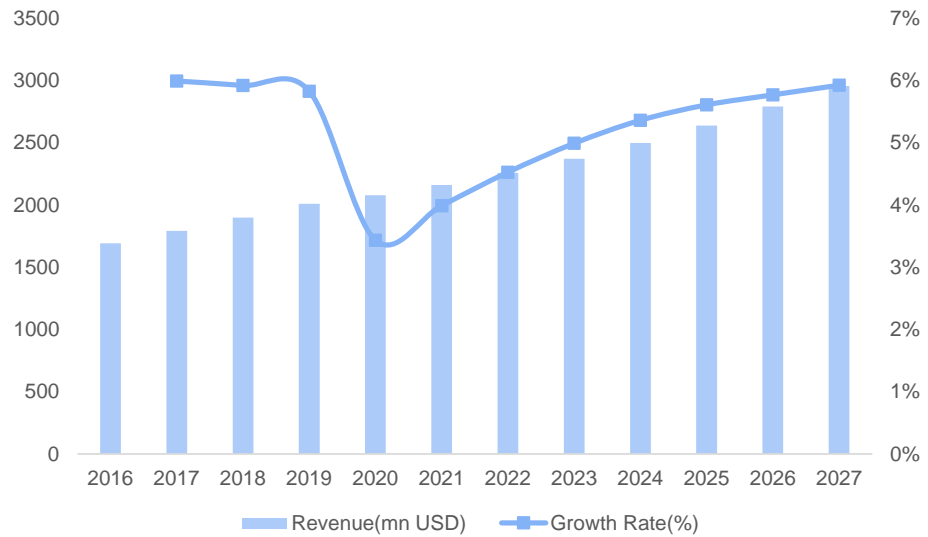


資料來源：國防部

## 軍用功率放大器市場穩健成長

根據 A2Z Market Research 預估，全球軍用功率放大器市場預期將以 CAGR 5.4%自 2021 年成長到 2027 年，主要受惠商用 5G 微波通信元件向高頻段拓展，改變過去國防頻率分布寬、發射功率高，商用通信低工作頻段且使用功率低的特性，國防與商用微波產品融合加上國防武器軍對於射程與精準度的要求持續提升，帶動整體市場商機進一步擴大。

圖 15：全球國防軍事功率放大器市場逐年以 CAGR 5.4%自 2021 年成長到 2027 年



資料來源：公司資料



### 2025 年強弓/天弓飛彈青黃不接，然國際訂單需求強勁，2026 年海內外推動成長

本中心預期全訊於台灣飛彈市場訂單能見度至 2030 年，與中科院屬長期合作夥伴關係並寡佔防禦型飛彈 PA，且隨天弓計畫結束後，高毛利飛彈營收佔比逐步提升，包含新強弓飛彈計畫、雄風飛彈與天劍飛彈等，且海外市場需求強勁，尤以以色列供應無人機雷達收發模組、干擾器功率放大器，估 2025/26 年海外營收佔比將達 22%/24%，為台灣少數受惠國際國防支出需求提升廠商。然短期強弓飛彈研發及採購時程遞延下，預估 2025/2026 年 EPS 為 4.2/5.2 元，年減 14%/年增 24%，分別調降 15%/16%。全訊亦為全球少數 PA IDM 廠，寡佔台灣防禦型飛彈 PA 市場且拓展國際市場有成，參考全訊過去歷史本益比區間落在 16-56 倍，PA 同業本益比為預估 2025 年 EPS 的 21.6 倍，軍工同業為 25.6 倍。以 2H25-1H26 年 EPS 4.3 元，給予歷史本益比區間中下緣 28 倍，推得目標價 120 元，維持持有評等。

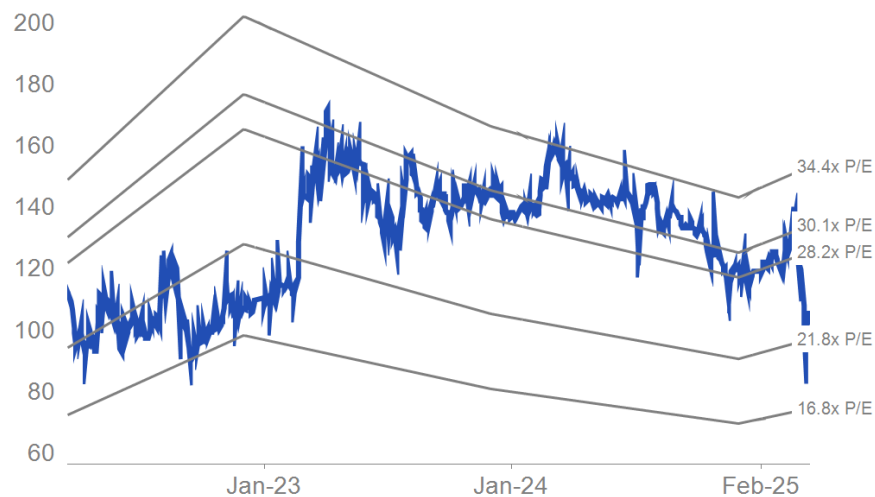
圖 16：2025 和 2026 年財務預估調整

(百萬元)	2025 估		2026 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2025	2026
營業收入	1,153	1,223	1,540	1,463	-5.7%	5.3%
營業毛利	643	703	852	872	-8.5%	-2.4%
營業利益	430	483	568	610	-11.0%	-6.9%
稅前利益	449	503	587	630	-10.7%	-6.8%
稅後淨利	359	402	470	504	-10.7%	-6.8%
調整後 EPS (元)	4.17	4.91	5.19	6.15	-15.1%	-15.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	55.8%	57.5%	55.3%	59.6%	-1.7	-4.3
營業利益率	37.3%	39.5%	36.9%	41.7%	-2.2	-4.8
稅後純益率	31.2%	32.9%	30.5%	34.5%	-1.7	-4.0

資料來源：公司資料、元大投顧預估

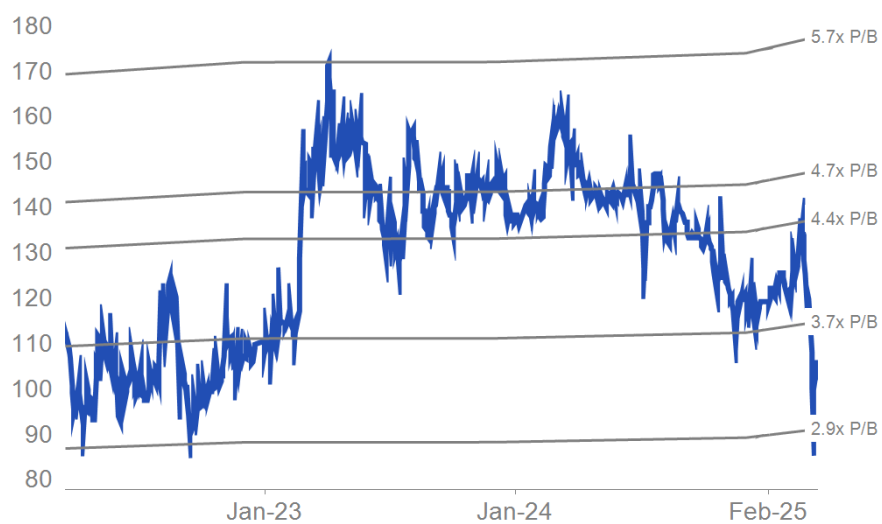


圖 17：12 個月預期本益比區間圖



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
全訊	5222 TT	持有-超越同業	106.5	264	5.88	4.84	4.17	18.1	22.0	25.6	58.5	(17.7)	(13.9)
PA 同業													
穩茂	3105 TT	未評等	91	1,191	12.9	4.3	(0.2)	7.0	21.4	-	(16.5)	(67.0)	-
宏捷科	8086 TT	買進	73	445	0.4	2.6	2.8	175.4	27.7	26.0	485.7	532.7	6.8
全新	2455 TT	買進	98	561	2.4	3.7	4.8	40.4	26.5	20.6	(17.3)	52.4	28.6
IET-KY	4971 TT	未評等	122	147	2.4	4.3	0.2	49.8	28.1	534.0	33.2	77.5	(94.7)
環宇-KY	4991 TT	未評等	101	352	(4.2)	(8.5)	(7.2)	-	-	-	-	-	-
Qorvo Inc	QRVO US	未評等	59	5,570	6.4	9.4	1.0	9.2	6.3	58.4	125.2	45.8	(89.2)
Broadcom Inc	Broadcom US	未評等	178	838,640	1.6	2.7	3.4	113.6	65.0	52.6	136.9	74.8	23.7
Skyworks Solutions Inc	Skyworks Solutions US	未評等	58	8,864	9.1	7.9	6.2	6.4	7.4	9.4	87.5	(13.4)	(21.5)
PA 同業平均								57.4	26.0	116.8	119.2	100.4	(24.4)
軍工同業													
神基	3005 TT	買進	101	1,930	6.2	7.5	8.3	16.4	13.4	12.2	44.4	22.0	10.4
亞航	2630 TT	未評等	37	242	0.5	0.1	0.3	82.1	488.9	120.1	71.5	(83.2)	307.1
漢翔	2634 TT	持有-超越同業	48	1,400	2.4	2.3	3.2	20.3	21.2	15.2	36.8	(4.0)	39.6
龍德造船	6753 TT	未評等	102	355	2.1	2.8	5.2	48.9	36.4	19.6	32.9	34.4	85.1
洛克希德馬丁	LMT US	未評等	475	111,502	22.8	21.7	27.6	20.8	21.9	17.2	(7.1)	(4.9)	27.2
雷神	RTX US	未評等	129	172,414	2.6	3.5	2.2	49.8	36.5	57.6	-	36.2	(36.6)
軍工同業平均								39.7	103.0	40.3	35.7	0.1	72.1

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
全訊	5222 TT	持有-超越同業	106.5	264	20.5	16.0	14.4	30.21	30.24	30.58	3.5	3.5	3.5
PA 同業													
穩茂	3105 TT	未評等	91	1,191	20.5	15.8	5.3	70.2	80.6	82.6	1.3	1.1	1.1
宏捷科	8086 TT	買進	73	445	1.1	6.6	6.9	38.1	39.7	40.7	1.9	1.8	1.8
全新	2455 TT	買進	98	561	14.6	20.1	23.5	16.6	18.4	20.3	5.9	5.3	4.8
IET-KY	4971 TT	未評等	122	147	4.6	6.1	9.9	40.2	39.0	40.6	3.0	3.1	3.0
環宇-KY	4991 TT	未評等	101	352	(3.2)	(9.4)	(22.9)	40.0	39.6	50.0	2.5	2.5	2.0
Qorvo Inc	QRVO US	未評等	59	5,570	7.7	16.4	22.5	35.0	36.7	40.6	1.7	1.6	1.5
Broadcom Inc	Broadcom US	未評等	178	838,640	12.1	27.6	48.2	6.3	5.9	6.1	28.5	30.0	29.3
Skyworks Solutions Inc	Skyworks Solutions US	未評等	58	8,864	19.7	31.7	23.7	23.8	24.7	32.1	2.4	2.3	1.8
PA 同業平均								33.8	35.6	39.1	5.9	6.0	5.7
軍工同業													
神基	3005 TT	買進	101	1,930	17.5	19.9	20.8	35.1	37.8	40.0	2.9	2.7	2.5
亞航	2630 TT	未評等	37	242	2.6	4.3	0.7	10.0	10.3	11.5	3.7	3.6	3.3
漢翔	2634 TT	持有-超越同業	48	1,400	13.5	12.0	15.2	18.2	19.0	20.8	2.7	2.5	2.3
龍德造船	6753 TT	未評等	102	355	10.9	13.5	16.0	15.8	16.2	16.2	6.4	6.2	6.3
洛克希德馬丁	LMT US	未評等	475	111,502	150.7	74.4	56.7	11.1	21.5	39.6	42.9	22.1	12.0
雷神	RTX US	未評等	129	172,414	(5.5)	5.4	7.2	48.9	53.1	48.7	2.6	2.4	2.7
軍工同業平均								23.2	26.3	29.5	10.2	6.6	4.8

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	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	278	363	331	330	266	290	296	300	1,302	1,153
銷貨成本	(146)	(160)	(149)	(162)	(118)	(133)	(132)	(127)	(618)	(509)
營業毛利	132	203	181	167	148	158	165	173	684	643
營業費用	(52)	(64)	(65)	(59)	(50)	(54)	(55)	(55)	(240)	(214)
營業利益	80	139	117	108	98	104	110	118	444	430
業外利益	9	9	26	1	6	4	5	5	45	19
稅前純益	89	148	143	109	104	108	115	123	489	449
所得稅費用	(18)	(31)	(22)	(22)	(21)	(22)	(23)	(25)	(93)	(90)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	71	117	121	87	83	87	92	98	396	359
調整後每股盈餘(NT\$)	0.96	1.58	1.47	1.07	1.01	1.06	1.01	1.08	4.84	4.17
調整後加權平均股數(百萬股)	82	82	82	82	82	82	82	82	82	82
重要比率										
營業毛利率	47.4%	56.0%	54.8%	50.7%	55.5%	54.3%	55.6%	57.8%	52.5%	55.8%
營業利益率	28.7%	38.3%	35.3%	32.8%	36.8%	35.7%	37.1%	39.3%	34.1%	37.3%
稅前純益率	32.0%	40.7%	43.2%	33.1%	38.9%	37.3%	38.8%	41.0%	37.6%	39.0%
稅後純益率	25.6%	32.3%	36.5%	26.5%	31.1%	29.8%	31.0%	32.8%	30.5%	31.2%
有效所得稅率	20.1%	20.7%	15.7%	20.0%	20.2%	20.4%	20.0%	20.3%	19.0%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	-25.6%	30.6%	-9.0%	-0.3%	-19.3%	9.0%	2.1%	1.4%		
營業利益	-48.4%	74.2%	-16.1%	-7.3%	-9.5%	6.1%	5.8%	7.3%		
稅後純益	-46.2%	65.2%	2.7%	-27.6%	-5.2%	4.6%	6.0%	6.9%		
調整後每股盈餘	-46.1%	64.6%	-7.0%	-27.2%	-5.4%	4.6%	-4.2%	6.9%		
年增率(%)										
營業收入	25.2%	5.2%	6.8%	-11.8%	-4.4%	-20.2%	-10.5%	-9.0%	4.1%	-11.4%
營業利益	38.4%	3.4%	-1.6%	-30.0%	22.7%	-25.3%	-5.8%	9.0%	-4.7%	-3.2%
稅後純益	54.7%	-13.6%	-1.7%	-33.9%	16.5%	-26.2%	-23.8%	12.5%	-9.3%	-9.3%
調整後每股盈餘	41.2%	-21.4%	-10.9%	-39.9%	5.4%	-33.0%	-31.0%	1.3%	-17.7%	-13.9%

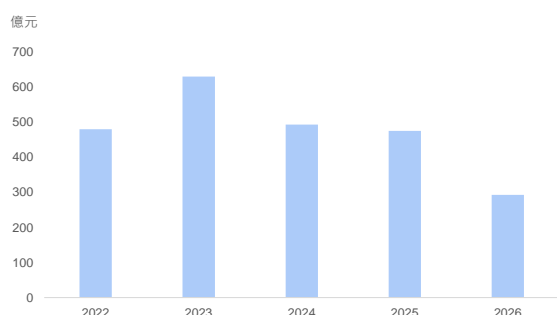
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

### 全訊為台灣通過國防認證 GaAs/GaN 微波元件與功率放大器廠商

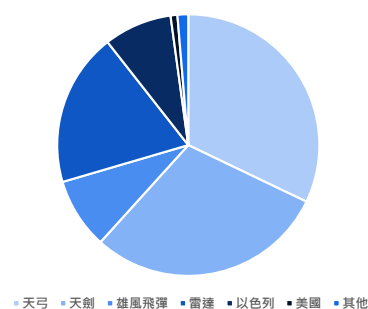
全訊成立於 1998 年 6 月，為一專業整合元件公司，具 GaAs pHEMT、GaN HEMT 技術，製程包含半導體的晶圓的設計、製造、後段封裝組裝的微波元件電路設計等，產品包括上游的主被動晶片元件(Chip products)、不同封裝型態的分離式電晶體元件(Transistor，FET)、整合主被動元件在內的單晶微波積體電路(PA MMIC)放大器、固態功率放大器(Amplifier，SSPA)及射頻模組(T/R Module)等，產品涵蓋微波通訊產業上、中、下游。目前已出貨各頻段超高功率放大器、收發模組、訊號合成模組、微波次系統，可運用於軍方先進雷達系統、先進微波追蹤系統，全訊已獲國軍與以色列微波大廠的長期訂單。

圖 22：海空戰力提升計畫預算編列情形



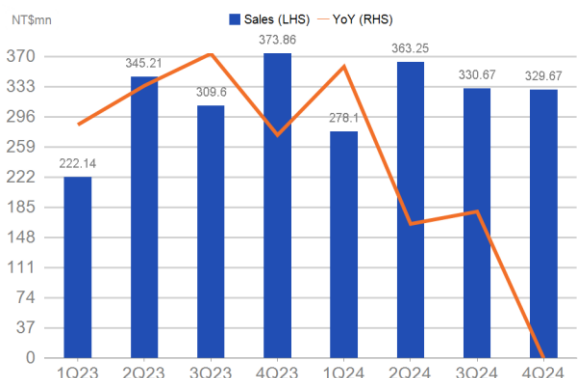
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：2024 年營收組成



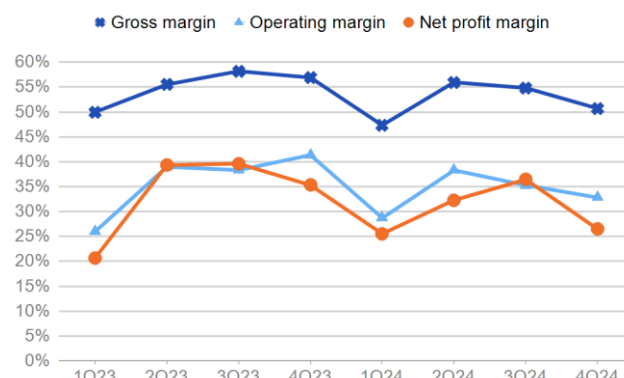
資料來源：公司資料

圖 24：營收趨勢



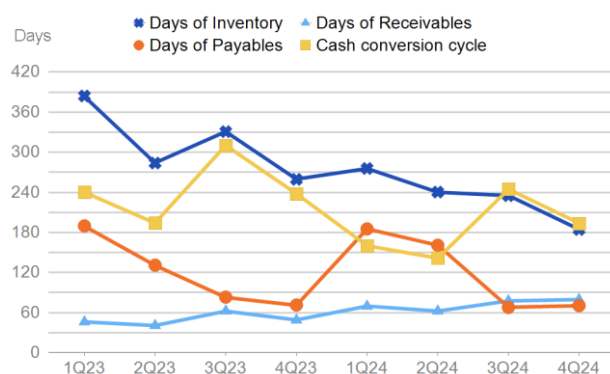
資料來源：CMoney、公司資料

圖 25：毛利率、營益率、淨利率



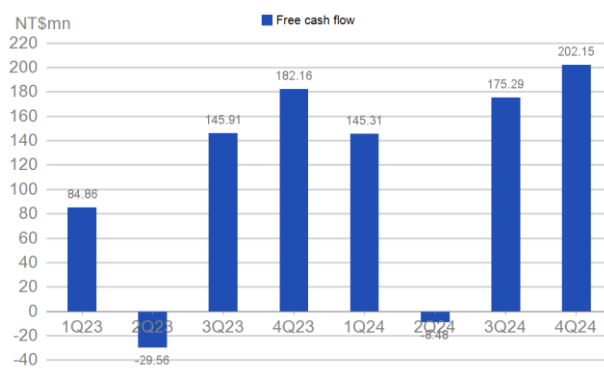
資料來源：CMoney、公司資料

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	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	576	1,142	583	407	203
存貨	453	453	295	263	379
應收帳款及票據	147	211	298	271	362
其他流動資產	226	129	99	99	99
流動資產	1,402	1,934	1,276	1,040	1,044
採用權益法之投資	0	0	0	27	56
固定資產	438	458	432	408	384
無形資產	10	9	17	14	11
其他非流動資產	551	268	1,235	1,495	1,693
非流動資產	999	735	1,684	1,944	2,144
資產總額	2,402	2,669	2,960	2,985	3,188
應付帳款及票據	37	19	9	5	25
短期借款	40	40	105	105	105
什項負債	177	215	229	229	229
流動負債	254	274	343	340	359
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	142	141	142	142	142
長期負債	142	141	142	142	142
負債總額	395	415	485	482	501
股本	678	746	820	820	820
資本公積	1,024	970	908	908	908
保留盈餘	312	545	646	677	865
什項權益	(8)	(6)	101	98	94
歸屬母公司之權益	2,006	2,254	2,475	2,503	2,687
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	2,006	2,254	2,475	2,503	2,687

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	2024A	2025F	2026F
本期純益	249	437	396	359	470
折舊及攤提	56	72	77	77	77
本期營運資金變動	(180)	(81)	60	56	(188)
其他營業資產 及負債變動	99	26	21	0	0
營運活動之現金流量	223	453	555	493	359
資本支出	(81)	(70)	(51)	(51)	(51)
本期長期投資變動	0	0	(34)	(27)	(29)
其他資產變動	(516)	388	(775)	(260)	(198)
投資活動之現金流量	(597)	318	(860)	(338)	(277)
股本變動	0	67	(17)	0	0
本期負債變動	10	0	65	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(235)	(202)	(297)	(328)	(282)
其他調整數	(3)	(71)	(3)	(3)	(3)
融資活動之現金流量	(228)	(205)	(253)	(331)	(286)
匯率影響數	--	--	0	0	0
本期產生現金流量	(602)	566	(558)	(176)	(204)
自由現金流量	142	383	504	443	309

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	2024A	2025F	2026F
營業收入	1,035	1,251	1,302	1,153	1,540
銷貨成本	(470)	(555)	(618)	(509)	(689)
營業毛利	565	696	684	643	852
營業費用	(200)	(230)	(240)	(214)	(284)
推銷費用	(13)	(18)	(24)	(22)	(29)
研究費用	(46)	(58)	(63)	(54)	(71)
管理費用	(140)	(157)	(152)	(136)	(181)
其他費用	(1)	3	(1)	(2)	(2)
營業利益	365	466	444	430	568
利息收入	5	15	12	8	8
利息費用	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
利息收入淨額	3	12	9	7	6
投資利益(損失)淨額	0	0	35	13	13
匯兌損益	3	0	9	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(49)	54	(9)	0	1
稅前純益	322	531	489	449	587
所得稅費用	(72)	(95)	(93)	(90)	(117)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	249	437	396	359	470
稅前息前折舊攤銷前淨利	380	606	521	507	645
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.71	5.88	4.84	4.17	5.19

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	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	12.9	20.9	4.1	(11.4)	33.6
營業利益	16.8	27.6	(4.7)	(3.2)	32.1
稅前息前折舊攤銷前淨利	7.3	59.5	(14.0)	(2.7)	27.2
稅後純益	1.2	75.0	(9.3)	(9.3)	30.9
調整後每股盈餘	(20.1)	58.5	(17.7)	(13.9)	24.4
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	54.6	55.6	52.5	55.8	55.3
營業利益率	35.3	37.2	34.1	37.3	36.9
稅前息前淨利率	30.9	42.2	34.1	37.3	36.9
稅前息前折舊攤銷前淨利率	36.7	48.5	40.1	44.0	41.9
稅前純益率	31.1	42.5	37.6	39.0	38.1
稅後純益率	24.1	34.9	30.5	31.2	30.5
資產報酬率	10.6	17.2	13.4	12.0	14.7
股東權益報酬率	12.5	20.5	16.0	14.4	17.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	19.7	18.4	19.6	19.3	18.7
淨負債權益比(%)	(26.7)	(48.9)	(19.3)	(12.1)	(3.7)
利息保障倍數 (倍)	129.6	178.9	232.8	296.8	332.5
流動比率 (%)	552.8	706.1	372.2	306.3	290.7
速動比率 (%)	369.0	538.4	286.0	228.9	185.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(536)	(1,102)	(478)	(302)	(98)
調整後每股淨值 (NT\$)	29.59	30.21	30.24	30.58	32.83
評價指標 (倍)					
本益比	28.7	18.1	22.0	25.6	20.5
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	3.6	3.5	3.5	3.5	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	--	--	--
股價營收比	--	--	--	--	--

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。

全訊 (5222 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

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詮釋定義）。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>.