

2025 年 4 月 8 日

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價 373.50 元
目標價
3 個月 350.00 元
12 個月 350.00 元

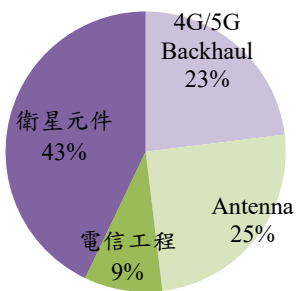
近期報告日期、評等及前日股價

03/21/2025 Buy 486.00

公司基本資訊

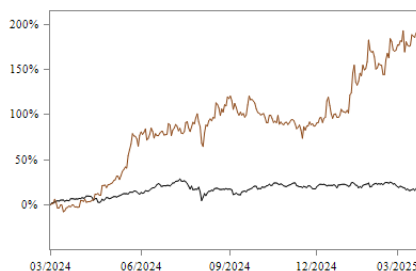
目前股本(百萬元) 650
市值(億元) 243
目前每股淨值(元) 37.68
外資持股比(%) 21.00
投信持股比(%) 11.15
董監持股比(%) 9.34
融資餘額(張) 4,499
現金股息配發率(%) 77.15

產品組合



股價相對大盤走勢

— 3491 — TWSE



昇達科(3491 TT)

Neutral

輸美關稅造成系統性風險，投資評等為 Neutral。

投資建議：雖然 Kuiper System 積極發射衛星時程不變，對衛星通訊元件需求向上，但因近期川普宣佈輸美對等關稅，引發系統性風險，投資評等為 Neutral。

衛星元件出貨大幅成長，2024 年營收 23.35 億元，YoY+47.30%，EPS8.52 元：2024 年雖然電信網路工程因台灣電信業者投資放緩而營收減少；5G Backhaul 因電信商放緩行動網路投資，以及部份客戶進行網路擴容導致需求放緩，但因美國低軌衛星客戶需求持續成長，帶動衛星元件營收大幅成長，推升營收向上，2024 年營收 23.35 億元，YoY+47.30%，低軌道衛星元件推升公司毛利率來到 51.31%，優於 2023 年 40.44%，稅後淨利 5.47 億元，YoY+173.28%，EPS8.41 元。

進入傳統淡季，1Q25 營收 6.20 億元，QoQ+1.00%，預估 EPS2.02 元：1Q25 因年節長假縮短工作天數，加上進入傳統電信設備淡季，4G/5G Backhaul 出貨放緩，電信設備網路也處於傳統淡季，但因低軌道衛星客戶即將發射衛星，持續拉動衛星元件，抵銷淡季因素，1Q25 營收 6.20 億元，QoQ+1.00%，低軌道衛星元件營收比重提升，毛利率將維持於高檔，預估稅後淨利 1.31 億元，QoQ-17.49%，EPS2.02 元。

衛星元件與 5G Backhaul 營收成長，預估 2025 年營收 34.71 億元，YoY+48.66%，EPS14.29 元：展望 2025 年，北美電信商衝刺 5G FWA 用戶數，為增加 5G 訊號傳輸穩定度，增加 5G Backhaul 傳輸元件需求；SpaceX 對衛星元件需求持續成長，Kuiper System 預期 04/2025 將發射首批衛星，並被要求在 07/2026 之前發射超過 1,600 顆衛星，SpaceX 與 Kuiper 的需求持續推升 2025 年衛星元件成長，預估 2025 年營收 34.71 億元，YoY+48.66%。由於衛星相關元件營收持續成長，比重亦持續提升，整體產品組合改善，預估毛利率將優於 2024 年，預估稅後淨利 9.29 億元，YoY+69.89%，EPS14.29 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	2,335	3,471	4,288	408	434	648	640	614	620	722	990	1,139
營業毛利淨額	1,198	1,921	2,363	189	196	359	330	312	314	378	558	671
營業利益	622	1,204	1,469	68	77	198	185	162	181	230	357	437
稅後純益	547	929	1,147	42	78	178	132	159	131	178	279	342
稅後 EPS(元)	8.41	14.29	17.64	0.65	1.21	2.77	2.06	2.47	2.02	2.77	4.34	5.32
毛利率(%)	51.31%	55.35%	55.11%	46.38%	45.26%	55.44%	51.64%	50.89%	50.65%	52.31%	56.36%	58.94%
營業利益率(%)	26.63%	34.70%	34.27%	16.58%	17.68%	30.56%	29.00%	26.34%	29.19%*	31.81%	36.06%	38.34%
稅後純益率(%)	23.42%	26.77%	26.75%	10.23%	17.89%	27.49%	20.70%	25.86%	21.13%	24.65%	28.13%	29.99%
營業收入 YoY/QoQ(%)	47.30%	48.66%	23.53%	8.66%	6.27%	49.41%	-1.27%	-4.03%	1.00%	20.82%	37.23%	15.00%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	173.28%	69.89%	23.44%	-9.15%	85.82%	129.66%	-25.65%	19.89%	-17.49%	36.86%	56.62%	22.58%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 6.50 億元計算。

2025 年 4 月 8 日

昇達科 ESG：

昇達科訂有「環安衛目標/標的及方案管理程序」，各部門依據環境政策要求事項及優先等級，擬定量化之環境目標與績效指標並據以執行，於每年管理審查會議中進行進度及成效檢討，持續以節能、減廢為目標。具體措施於各處設置能源管制表，提醒下班同仁依照表單提示關閉電源、空調。空調冰水主機用電約占總用電約 50%，且公司於 2022 年設置一台冰水泵變頻器，降低馬達用電約 15KW，並嚴格控制冰水主機的啟停時間及冰水溫度，氣候溫度降低時即延長空調冰水主機的停機時間或關機，減少電力使用。照明方面也逐步汰換 LED 燈，從最常使用的區域優先更換，達到最大節能綜效。

衛星元件出貨大幅成長，2024 年營收 23.35 億元，YoY+47.30%，EPS8.41 元：

2024 年雖然電信網路工程因台灣電信業者投資放緩而營收減少；5G Backhaul 因電信商放緩行動網路投資，以及部份客戶進行網路擴容而營收放緩，但因美國低軌衛星客戶需求持續成長，帶動衛星元件營收大幅成長，推升營收向上。

電信網路工程方面，由於業務集中在台灣，電信業者資本支出維持穩定，營收 2.10 億元，YoY-24.25%。

4G/5G Backhaul 方面，由於客戶為歐洲、北美以及中國電信設備商客戶，由於行動網路建設高峰已過，加上部分北美電信商進行後端光纖網路擴容，微波傳輸元件出貨放緩，營收 5.37 億元，YoY-5.37%。

天線業務方面，數個專案帶動出貨成長，營收 5.88 億元，YoY+17.84%。

衛星元件方面，北美低軌道衛星業者為主要客戶，低軌道衛星相關元件出貨佔衛星業務營收比重約 90%，尤其以 Kuiper System 被美國 FCC 要求在 07/2026 前發射 1,600 顆以上的衛星，為了能夠順利布建衛星群，積極拉動衛星零組件，昇達科供應其中衛星間雷射通訊零組件，以及微波通訊元件，一部衛星貢獻營收約達 130 萬新台幣，推升營收成長，衛星營收 9.99 億元，YoY+314.76%。

衛星元件出貨大幅成長，2024 年營收 23.35 億元，YoY+47.30%。

低軌道衛星元件毛利率高於公司平均，營收大幅成長推升公司毛利率來到 51.31%，優於 2023 年 40.44%，稅後淨利 5.47 億元，YoY+173.28%，EPS8.41 元。

進入傳統淡季，1Q25 營收 6.20 億元，QoQ+1.00%，預估 EPS2.02 元：

1Q25 年節長假縮短工作天數，加上進入傳統電信設備淡季，4G/5G Backhaul 出貨放緩，電信設備網路也處於傳統淡季，但因低軌道衛星客戶即將發射衛星，持續拉動衛星元件，抵銷淡季因素。

進入傳統淡季，1Q25 營收 6.20 億元，QoQ+1.00%。

低軌道衛星元件營收比重提升，預期毛利率維持於高檔，預估稅後淨利 1.31 億元，QoQ-17.49%，EPS2.02 元。

2025 年 4 月 8 日

衛星元件與 5G Backhaul 營收成長，預估 2025 年營收 34.71 億元，YoY+48.66%，EPS14.29 元：

展望 2025 年，北美電信商衝刺 5G FWA 用戶數，為增加 5G 訊號傳輸穩定度，增加 5G Backhaul 傳輸元件需求；SpaceX 對衛星元件需求持續成長，Kuiper System 預期 04/2025 將發射首批衛星，並被要求在 07/2026 之前發射超過 1,600 顆衛星，SpaceX 與 Kuiper 的需求持續推升 2025 年衛星元件成長。

北美電信商歷經一年擴增後端光纖網路傳輸容量，2025 年重新衝刺 5G FWA 用戶數，為增加 5G 訊號傳輸穩定度，提升 5G Backhaul 傳輸元件需求，將推升 5G Backhaul 營收成長。

衛星元件方面，SpaceX 雖然降低地面站傳輸元件需求，但因持續改版衛星，對新的衛星元件需求持續成長；Kuiper System 已發射二顆衛星，歷經參數最佳化的調校，已確定衛星量產規格，並持續拉動衛星通訊相關元件，預期 04/2025 將發射首批衛星，並被要求在 07/2026 之前發射超過 1,600 顆衛星，受到 SpaceX 與 Kuiper 需求的拉動，預期 2025 年衛星元件需求持續成長。

衛星元件與 5G Backhaul 營收成長，預估 2025 年營收 34.71 億元，YoY+48.66%。

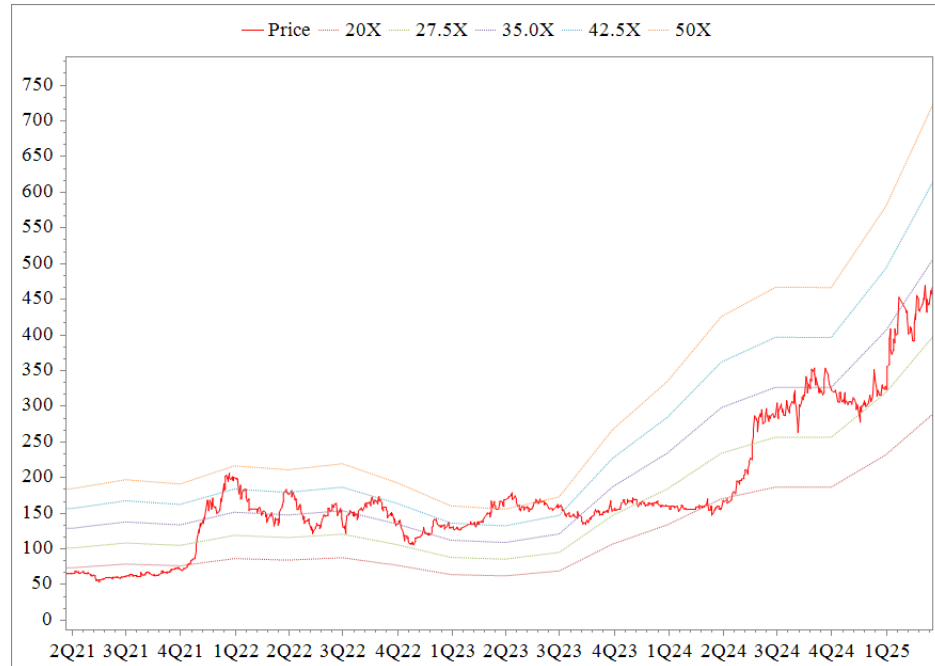
由於衛星相關元件營收持續成長，比重亦持續提升，整體產品組合改善，預估毛利率將優於 2024 年，預估稅後淨利 9.29 億元，YoY+69.89%，EPS14.29 元。

投資建議：

雖然 Kuiper System 積極發射衛星時程不變，對衛星通訊元件需求向上，但因近期川普宣佈輸美對等關稅，引發系統性風險，投資評等為 Neutral。

2025 年 4 月 8 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 4 月 8 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
資產總計	3,451	3,400	4,380	5,471	6,919
流動資產	2,219	2,078	1,599	3,832	2,921
現金及約當現金	964	731	631	1,419	1,103
應收帳款與票據	569	432	655	951	1,046
存貨	235	161	145	269	248
採權益法之投資	4	3	16	6	26
不動產、廠房設備	903	934	943	953	962
負債總計	1,064	937	1,572	1,964	2,484
流動負債	997	848	796	1,906	1,453
應付帳款及票據	137	157	179	277	293
非流動負債	67	89	755	-62	895
權益總計	2,387	2,463	2,807	3,507	4,435
普通股股本	622	629	629	629	639
保留盈餘	556	531	875	1,575	2,494
母公司業主權益	1,968	2,058	2,363	3,048	3,953
負債及權益總計	3,451	3,400	4,380	5,471	6,919

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業收入淨額	1,838	1,585	2,335	3,471	4,288
營業成本	1,087	944	1,137	1,540	1,925
營業毛利淨額	751	641	1,198	1,921	2,363
營業費用	458	439	576	716	894
營業利益	292	202	622	1,204	1,469
EBITDA	487	350	1,004	1,546	-
業外收入及支出	113	58	85	0	0
稅前純益	416	299	749	1,204	1,469
所得稅	92	58	162	251	309
稅後純益	271	200	547	929	1,147
稅後 EPS(元)	4.22	3.12	8.41	14.29	17.64
完全稀釋 EPS**	4.22	3.12	8.41	14.29	17.64

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 6.50【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.50 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	4.51%	-13.74%	47.30%	47.70%	24.34%
營業毛利淨額	14.59%	-14.62%	86.88%	59.31%	23.80%
營業利益	32.13%	-30.77%	207.11%	91.78%	23.22%
稅後純益	14.52%	-26.16%	173.28%	69.71%	23.57%

獲利能力分析(%)

毛利率	40.86%	40.44%	51.31%	55.35%	55.11%
EBITDA(%)	26.52%	22.10%	43.01%	44.84%	N.A
營益率	15.92%	12.77%	26.63%	34.58%	34.27%
稅後純益率	14.75%	12.62%	23.42%	26.91%	26.75%
總資產報酬率	7.85%	5.89%	10.00%	13.41%	N.A
股東權益報酬率	11.35%	8.12%	15.59%	20.93%	N.A

償債能力檢視

負債比率(%)	30.84%	27.56%	35.90%	35.90%	N.A
負債/淨值比(%)	44.59%	38.05%	56.00%	56.00%	N.A
流動比率(%)	222.54%	245.11%	201.00%	201.00%	N.A

其他比率分析

存貨天數	88.34	76.54	68.94	61.26	N.A
應收帳款天數	116.47	115.29	108.07	105.69	N.A

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
營業活動現金	420	527	1,151	935	1,687
稅前純益	416	299	749	1,192	1,469
折舊及攤銷	77	83	75	76	77
營運資金變動	-44	232	-186	-322	-58
其他營運現金	-28	-87	512	-11	199
投資活動現金	231	-376	-1,476	1,100	-2,368
資本支出淨額	-60	-93	-30	-30	-30
長期投資變動	280	-303	-10	-10	-10
其他投資現金	10	21	-1,436	1,140	-2,328
籌資活動現金	-284	-380	225	-1,247	364
長借/公司債變動	0	0	665	-816	956
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-300	-298	-242	-242	-242
其他籌資現金	16	-82	-198	-188	-350
淨現金流量	364	-233	-100	788	-317
期初現金	600	964	731	631	1,419
期末現金	964	731	631	1,419	1,103

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 8 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	376	408	434	648	640	614	597	722	990	1,139	925	1,047
營業成本	227	219	237	289	309	301	296	344	432	468	427	476
營業毛利淨額	148	189	196	359	330	312	302	378	558	671	498	571
營業費用	104	122	120	161	145	151	133	148	201	235	205	215
營業利益	44	68	77	198	185	162	169	230	357	437	292	356
業外收入及支出	24	-1	35	45	-6	10	0	0	0	0	0	0
稅前純益	68	66	112	243	180	214	169	230	357	437	292	356
所得稅	16	9	24	47	39	52	35	48	75	92	61	75
稅後純益	46	42	78	178	132	159	130	178	279	342	227	278
最新股本	642	642	642	642	642	642	642	642	642	642	642	642
稅後EPS(元)	0.72	0.65	1.21	2.77	2.06	2.47	2.02	2.77	4.34	5.32	3.54	4.33

獲利能力(%)

毛利率(%)	39.44%	46.38%	45.26%	55.44%	51.64%	50.89%	50.48%	52.31%	56.36%	58.94%	53.80%	54.56%
營業利益率(%)	11.78%	16.58%	17.68%	30.56%	29.00%	26.34%	28.28%	31.81%	36.06%	38.34%	31.60%	34.06%
稅後純益率(%)	12.23%	10.23%	17.89%	27.49%	20.70%	25.86%	21.76%	24.65%	28.13%	29.99%	24.58%	26.57%

QoQ(%)

營業收入淨額	-0.27%	8.66%	6.27%	49.41%	-1.27%	-4.03%	-2.68%	20.82%	37.23%	15.00%	-18.77%	13.11%
營業利益	85.40%	52.89%	13.35%	158.21%	-6.30%	-12.83%	4.50%	35.90%	55.53%	22.30%	-33.07%	21.93%
稅前純益	-22.87%	-2.80%	68.67%	117.19%	-26.15%	19.40%	-21.19%	35.90%	55.53%	22.30%	-33.07%	21.93%
稅後純益	-19.47%	-9.15%	85.82%	129.66%	-25.65%	19.89%	-18.12%	36.86%	56.62%	22.58%	-33.41%	22.26%

YoY(%)

營業收入淨額	-26.05%	-0.71%	2.01%	72.05%	70.33%	50.44%	37.76%	11.41%	54.85%	85.56%	54.88%	45.00%
營業利益	-47.57%	-16.25%	14.89%	729.66%	319.28%	139.04%	120.38%	15.99%	92.54%	170.13%	73.02%	55.23%
稅前純益	-52.97%	0.95%	47.08%	174.64%	162.98%	223.04%	50.94%	-5.55%	98.90%	103.73%	73.02%	55.23%
稅後純益	-47.65%	-12.35%	40.06%	212.20%	188.24%	280.38%	67.60%	-0.12%	110.41%	115.13%	74.98%	56.31%

註1：稅後EPS以股本6.42億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為三個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「買進」及「強力買進」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。