

昇達科 (3491.TWO/3491 TT)

2025 年低軌道衛星業務持續成長

增加持股 · 維持

收盤價 September 10 (NT\$)	319.5
12 個月目標價 (NT\$)	330.0
前次目標價 (NT\$)	308.0
調升 (%)	7.1
上漲空間 (%)	3.3

焦點內容

- 2024 低軌道衛星產品佔比持續提升。
- 2025-26 年展望樂觀。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	20.40 / 635
流通在外股數 (百萬股)：	63.84
外資持有股數 (百萬股)：	13.15
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.80
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	149.5 – 353.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	14.7	104.8	113.7
相對表現 (%)	18.3	98.3	86.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.71A	1.47A	1.41A	0.77A
2023	0.89A	0.92A	0.73A	0.67A
2024	1.23A	2.79A	2.12F	2.63F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

昇達科舉行法人說明會，更新公司近況。

評論及分析

2Q24 低軌道衛星產品佔比持續提升。2Q24 營收 6.48 億元，季增 49.4%，年增 72.1%，低軌道衛星產品則持續出貨，營收佔比自 1Q24 之 33% 提升至 2Q24 為 44%，再加上部分客戶 NRE 相關營收助益下，驅動毛利率達 55.4%。管理層並表示客戶訂單於 1H24 持續增加，2024 全年低軌道衛星相關營收已自 4 月法說會時預計的約 6.6 億元，至 9 月看到約 11 億元，其中產品分布為衛星酬載(payload)相關產品 74%、地面站(gateway)相關產品 23%、使用者終端(user terminal)相關產品 3%。而 1-8 月累積低軌道衛星相關營收已達約 6.3 億元，預期 2H24 將持續滿足客戶訂單需求，並驅動 3Q24 與 4Q24 營收持續季增。

2025-26 年展望樂觀。管理層表示對 2025-26 年營收展望樂觀，主要動能包括(1)低軌道衛星 B 客戶衛星發射數量與出貨品項持續增加，近期已開始進行多樣元件整合成模組之驗證，未來有機會綁定更多產品並提升單顆衛星之產值；(2)低軌道衛星 A 客戶逐漸提高外購比例，昇達科除越南新廠與台灣擴增產能預計 4Q24 量產外，也將因應客戶需求建置泰國廠，降低客戶地緣政治風險疑慮；(3)天線業務與 5G 微波回傳業務將持續成長；(4)低軌道衛星佔比提升有助毛利率向上，而營收規模擴大則將稀釋營業費用率並提高獲利能力。我們對應調整昇達科 2024-25 年營收分別至 24.2 億元與 32.6 億元，年增 52.9%與 34.3%，每股盈餘 8.79 元與 13.1 元，年增 175%與 49.5%。

投資建議

我們維持昇達科「增加持股」評等，目標價調整至 330 元，為 25 倍之 2025 年修正後每股盈餘預估換算。

投資風險

5G 與低軌道衛星產業發展不如預期；產品認證時程遞延。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,758	1,838	1,585	2,423	3,255
營業毛利 (NT\$百萬)	655	751	641	1,267	1,803
營業利益 (NT\$百萬)	221	292	202	683	1,099
稅後淨利 (NT\$百萬)	237	271	200	562	861
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	8.79	13.14
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.36	8.00	12.50
每股盈餘成長率 (%)	87.1	14.5	(26.6)	174.6	49.5
本益比 (x)	83.9	73.3	99.8	36.4	24.3
股價淨值比 (x)	10.0	10.1	9.8	10.0	10.3
EV/EBITDA (x)	71.8	60.3	75.6	27.8	19.3
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.3	1.3	1.1	2.5	3.9
股東權益報酬率 (%)	12.1	13.7	9.9	27.5	43.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q24 財報與 3Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q24							3Q24F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	648	693	(6.5)	49.4	72.1	677	(4.2)	649	720	(9.9)	0.2	72.8	656	(1.1)
毛利	359	376	(4.5)	83.0	165.2	331	8.4	340	390	(12.6)	(5.3)	129.7	345	(1.4)
營業利益	198	235	(15.7)	158.2	729.7	231	(14.1)	190	244	(21.9)	(3.9)	330.1	204	(6.7)
稅前淨利	243	257	(5.4)	117.2	174.6	245	(0.9)	190	257	(25.8)	(21.7)	178.7	218	(12.7)
稅後淨利	178	187	(4.9)	129.7	212.2	180	(0.9)	136	187	(27.3)	(23.6)	196.0	165	(17.6)
每股盈餘(元)	2.79	2.97	(5.8)	127.6	204.5	3.49	(20.0)	2.12	2.96	(28.4)	(24.1)	190.1	2.58	(17.8)
毛利率(%)	55.4	54.2	1.2 ppts	10.2 ppts	19.5 ppts	49.0	6.5 ppts	52.4	54.1	(1.7)ppts	(3.0)ppts	13.0 ppts	52.6	(0.2)ppts
營業利率率(%)	30.6	33.9	(3.3)ppts	12.9 ppts	24.2 ppts	34.1	(3.5)ppts	29.3	33.8	(4.5)ppts	(1.2)ppts	17.5 ppts	31.1	(1.8)ppts
稅後淨利率(%)	27.5	27.0	0.5 ppts	9.6 ppts	12.3 ppts	26.6	0.9 ppts	21.0	26.0	(5.0)ppts	(6.5)ppts	8.7 ppts	25.2	(4.2)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,423	2,598	(6.7)	52.9	2,386	1.6	3,255	2,984	9.1	34.3	3,451	(5.7)
毛利	1,267	1,372	(7.7)	97.6	1,236	2.5	1,803	1,631	10.6	42.3	1,920	(6.1)
營業利益	683	815	(16.1)	237.4	674	1.4	1,099	1,004	9.5	60.8	1,164	(5.6)
稅前淨利	780	898	(13.2)	160.5	771	1.1	1,173	1,066	10.0	50.4	1,224	(4.2)
稅後淨利	562	651	(13.8)	180.7	578	(2.8)	861	779	10.6	53.3	967	(10.9)
每股盈餘(元)	8.79	10.31	(14.8)	174.6	9.32	(5.7)	13.14	12.32	6.6	49.5	12.80	2.6
毛利率(%)	52.3	52.8	(0.5)ppts	11.8 ppts	51.8	0.5 ppts	55.4	54.6	0.7 ppts	3.1 ppts	55.6	(0.3)ppts
營業利率率(%)	28.2	31.4	(3.2)ppts	15.4 ppts	28.2	(0.1)ppts	33.8	33.6	0.1 ppts	5.6 ppts	33.7	0.0 ppts
稅後淨利率(%)	23.2	25.1	(1.9)ppts	10.6 ppts	24.2	(1.0)ppts	26.5	26.1	0.4 ppts	3.3 ppts	28.0	(1.6)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

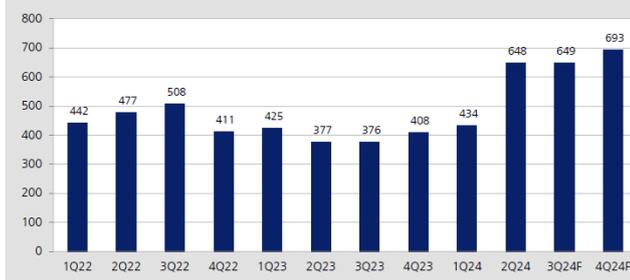
圖 3：公司概況

昇達科技成立於 1999 年，主要產品為高頻微波通訊元件，市場應用涵蓋網路基礎建設的點對點系統、行動通訊基地台、寬頻無線傳輸以及衛星通訊等，1H24 營收佔比為微波/毫米波元件及天線 64.4%，射頻天線 25.8%，及電信網路工程 9.8。

資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

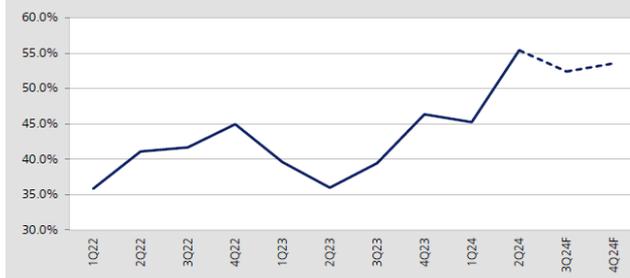
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

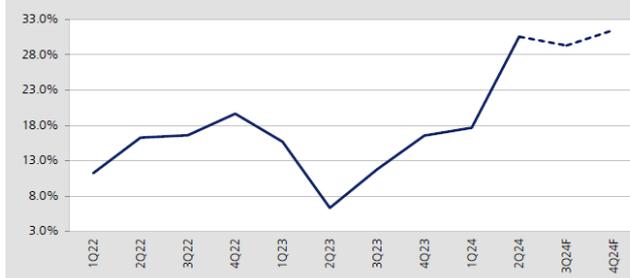
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

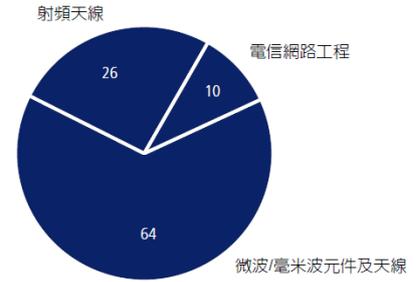
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：1H24 產品營收佔比

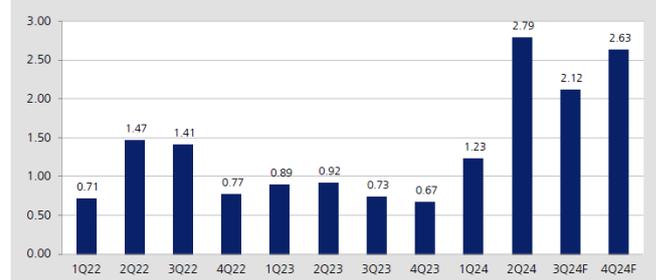
1H24 產品營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：本益比

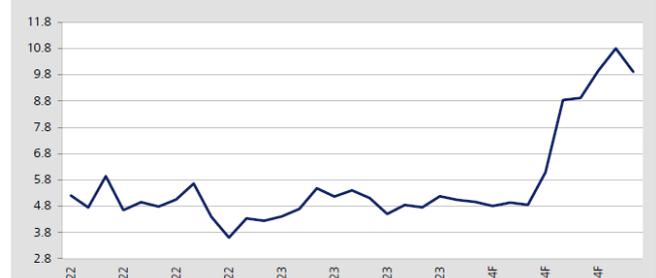
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 10：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	425	377	376	408	434	648	649	693	1,585	2,423	3,255
營業成本	(257)	(241)	(227)	(219)	(237)	(289)	(309)	(322)	(944)	(1,156)	(1,452)
營業毛利	168	135	148	189	196	359	340	371	641	1,267	1,803
營業費用	(102)	(112)	(104)	(122)	(120)	(161)	(150)	(153)	(439)	(584)	(704)
營業利益	67	24	44	68	77	198	190	218	202	683	1,099
折舊	(16)	(17)	(17)	(18)	(17)	(19)	(28)	(46)	(68)	(111)	(117)
攤提	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(4)	(5)	(15)	(14)	(14)
EBITDA	87	45	65	88	97	220	221	270	285	808	1,230
利息收入	9	10	9	10	11	13	5	5	38	34	30
投資利益淨額	-	16	9	-	-	10	-	-	25	10	-
其他營業外收入	2	3	9	12	7	10	12	12	26	41	48
總營業外收入	12	29	26	22	18	32	17	17	89	84	78
利息費用	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(7)	(8)	(8)
投資損失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	(0)	(0)	-
其他營業外費用	(0)	38	(1)	(22)	19	15	(15)	1	15	20	4
總營業外費用	(2)	36	(2)	(23)	17	13	(17)	(1)	8	12	(4)
稅前純益	76	89	68	66	112	243	190	234	299	780	1,173
所得稅費用[利益]	(16)	(16)	(16)	(9)	(24)	(47)	(44)	(54)	(58)	(169)	(270)
少數股東損益	(4)	(15)	(6)	(16)	(10)	(18)	(10)	(10)	(41)	(49)	(42)
非常項目前稅後純益	55	57	46	42	78	178	136	170	200	562	861
非常項目	0	0	(0)	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	55	57	46	42	78	178	136	170	200	562	861
每股盈餘 (NT\$)	0.89	0.92	0.73	0.67	1.23	2.79	2.12	2.63	3.20	8.79	13.14
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.6	36.0	39.4	46.4	45.3	55.4	52.4	53.6	40.4	52.3	55.4
營業利益率	15.7	6.3	11.8	16.6	17.7	30.6	29.3	31.5	12.8	28.2	33.8
EBITDA Margin	20.5	11.9	17.4	21.6	22.3	33.9	34.1	39.0	18.0	33.3	37.8
稅前純益率	17.9	23.5	18.2	16.3	25.8	37.5	29.3	33.8	18.9	32.2	36.0
稅後純益率	13.0	15.2	12.2	10.2	17.9	27.5	21.0	24.5	12.6	23.2	26.5
季成長率 (%)											
營業收入	3.4	(11.4)	(0.3)	8.7	6.3	49.4	0.2	6.8			
營業毛利	(8.9)	(19.5)	9.4	27.8	3.7	83.0	(5.3)	9.1			
營業收益增長	(17.4)	(64.2)	85.4	52.9	13.4	158.2	(3.9)	14.8			
EBITDA	(13.2)	(48.7)	46.0	35.4	9.6	127.0	0.8	22.0			
稅前純益	15.8	16.3	(22.9)	(2.8)	68.7	117.2	(21.7)	23.2			
稅後純益	16.3	3.0	(19.5)	(9.2)	85.8	129.7	(23.6)	25.0			
年成長率 (%)											
營業收入	(3.8)	(21.0)	(26.1)	(0.7)	2.0	72.1	72.8	69.8	(13.7)	52.9	34.3
營業毛利	6.3	(30.9)	(30.0)	2.4	16.6	165.2	129.7	96.2	(14.6)	97.6	42.3
營業收益	34.3	(69.3)	(47.6)	(16.2)	14.9	729.7	330.1	222.8	(30.8)	237.4	60.8
EBITDA	27.1	(53.7)	(37.1)	(12.0)	11.0	391.7	239.6	205.9	(22.7)	183.2	52.3
稅前純益	10.3	(35.0)	(53.0)	0.9	47.1	174.6	178.7	253.1	(28.1)	160.5	50.4
稅後純益	24.7	(37.4)	(47.7)	(12.3)	40.1	212.2	196.0	307.2	(26.2)	180.7	53.3

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	3,530	3,451	3,400	3,832	4,184
流動資產	2,217	2,219	2,078	2,537	2,934
現金及短期投資	1,290	1,368	1,445	1,642	1,759
存貨	291	235	161	196	247
應收帳款及票據	603	569	432	659	887
其他流動資產	34	47	40	40	40
非流動資產	1,313	1,232	1,322	1,295	1,250
長期投資	241	140	208	200	173
固定資產	901	903	934	915	897
什項資產	170	189	180	180	180
負債總額	1,151	1,064	937	1,358	1,728
流動負債	1,097	997	848	1,269	1,639
應付帳款及票據	271	137	157	192	242
短期借款	550	550	420	420	420
什項負債	276	310	271	657	977
長期負債	54	67	89	89	89
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	47	64	73	73	73
股東權益總額	2,380	2,387	2,463	2,473	2,456
普通股本	622	622	629	629	629
保留盈餘	237	287	204	165	106
少數股東權益	388	419	405	454	496
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	18.7%	4.5%	(13.7%)	52.9%	34.3%
營業收益增長	24.1%	32.1%	(30.8%)	237.4%	60.8%
EBITDA	14.2%	24.6%	(22.7%)	183.2%	52.3%
稅後純益	90.5%	14.5%	(26.2%)	180.7%	53.3%
每股盈餘成長率	87.1%	14.5%	(26.6%)	174.6%	49.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	37.3%	40.9%	40.4%	52.3%	55.4%
營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	28.2%	33.8%
EBITDA Margin	16.9%	20.1%	18.0%	33.3%	37.8%
稅後純益率	13.5%	14.7%	12.6%	23.2%	26.5%
平均資產報酬率	7.0%	7.8%	5.8%	15.5%	21.5%
股東權益報酬率	12.1%	13.7%	9.9%	27.5%	43.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.1%	23.0%	17.1%	17.0%	17.1%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	152.8	89.9	46.6	103.5	147.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	81.5	89.8	80.4	61.7	98.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.3	0.8	1.2	1.1	1.8
流動比率 (x)	2.0	2.2	2.5	2.0	1.8
速動比率 (x)	1.8	2.0	2.3	1.8	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(50)	(414)	(311)	(508)	(626)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	8.79	13.14
每股現金盈餘 (NT\$)	2.97	6.76	8.43	7.34	12.07
每股淨值 (NT\$)	32.05	31.66	32.71	32.09	31.15
調整後每股淨值 (NT\$)	32.05	31.66	32.92	31.60	29.90
每股營收 (NT\$)	28.29	29.56	25.35	37.92	49.65
EBITDA/Share (NT\$)	4.77	5.94	4.56	12.64	18.76
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.36	8.00	12.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.53	0.46	0.67	0.81
應收帳款周轉天數	125.3	113.1	99.5	99.5	99.5
存貨周轉天數	96.2	79.0	62.1	62.1	62.1
應付帳款周轉天數	89.6	46.0	60.8	60.8	60.8
現金轉換周轉天數	131.9	146.1	100.8	100.8	100.8

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,758	1,838	1,585	2,423	3,255
營業成本	(1,103)	(1,087)	(944)	(1,156)	(1,452)
營業毛利	655	751	641	1,267	1,803
營業費用	(434)	(458)	(439)	(584)	(704)
營業利益	221	292	202	683	1,099
總營業外收入	70	59	89	84	78
利息收入	4	10	38	34	30
投資利益淨額	22	22	25	10	-
其他營業外收入	44	26	26	41	48
總營業外費用	52	65	8	12	(4)
利息費用	(2)	(5)	(7)	(8)	(8)
投資損失	(5)	(0)	(0)	(0)	-
其他營業外費用	59	70	15	20	4
稅前純益	343	416	299	780	1,173
所得稅費用 [利益]	(61)	(92)	(58)	(169)	(270)
少數股東損益	(46)	(54)	(41)	(49)	(42)
非常項目	-	0	(0)	0	0
稅後淨利	237	271	200	562	861
EBITDA	296	369	285	808	1,230
每股盈餘 (NT\$)	3.81	4.36	3.20	8.79	13.14

現金流量

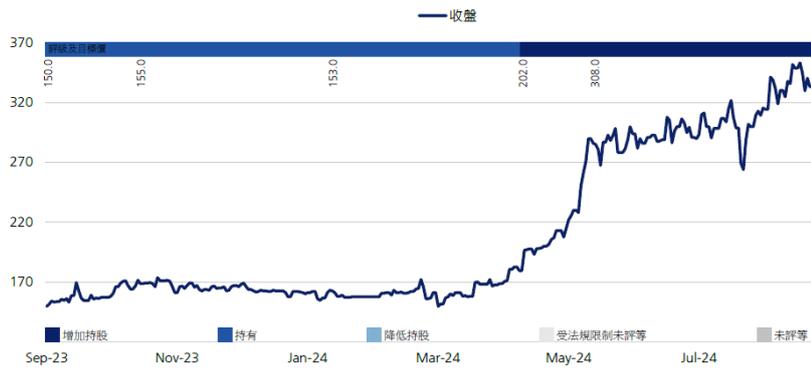
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	184	420	527	469	791
本期純益	237	271	200	562	861
折舊及攤提	75	77	83	125	131
本期運用資金變動	(137)	(46)	228	(227)	(229)
其他營業資產及負債變動	10	119	16	10	28
投資活動之現金流量	(297)	231	(376)	(107)	(115)
投資用短期投資出售 [新購]	(303)	284	(304)	-	-
本期長期投資變動	-	(4)	0	(2)	(1)
資本支出淨額	(31)	(74)	(108)	(91)	(100)
其他資產變動	37	24	36	(14)	(14)
自由現金流	73	168	351	327	634
融資活動之現金流量	(76)	(284)	(380)	(165)	(558)
短期借款變動	115	30	(130)	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(210)	(300)	(298)	(214)	(600)
其他融資現金流	19	(14)	48	49	42
匯率影響數	0	(3)	(4)	-	-
本期產生現金流量	(189)	364	(233)	197	118

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	24.7%	24.9%	27.7%	24.1%	21.6%
= 營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	28.2%	33.8%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.1	0.0	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.6	0.4	0.3
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.4	1.4	1.4	2.5	3.7
營業利益率	12.6%	15.9%	12.8%	28.2%	33.8%
x 資本周轉率	1.4	1.4	1.4	2.5	3.7
x (1 - 有效現金稅率)	82.3%	78.0%	80.6%	78.3%	77.0%
= 稅後 ROIC	14.1%	17.1%	14.1%	54.5%	96.9%

資料來源：公司資料，凱基預估

昇達科 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-27	增加持股	308.0	286.0
2024-04-23	增加持股	202.0	179.5
2024-03-13	持有	153.0	161.0
2024-01-24	持有	153.0	162.5
2023-10-25	持有	155.0	168.5
2023-05-02	持有	150.0	165.0
2023-01-30	持有	119.0	140.0
2022-11-15	持有	115.0	135.0
2022-08-25	持有	155.0	175.0

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。