昇達科　3491 TT

低軌衛星　通訊設備　營收橋接與 EPS 模型　v4.2

個人研究筆記　2026/09/03
資料截至 2026/09/02 收盤

結論

以顆數 × 單顆含量的方式重建昇達科的低軌營收，得到 2026 本業營收 38.8 億、 合併 EPS 16.21 元，2027 本業營收 65.4 億、合併 EPS 30.83 元。 三情境機率加權後的折現合理價為 1,098 元，較現價 1,445 元有 -24.0% 的落差。

凡模型中無一級來源的格位，一律優先採用券商揭露值：2027 Starlink 顆數採凱基（5,000 顆）、 2027 毛利率採富邦（64.5%）、股利採富邦、2025 低軌占比採高盛（57%）、天上端比重採凱基（85%）。 已查證有誤或與實際數直接衝突的六項券商數字則不採用，逐項列於第七節。

採用後本模型仍低於市場：2026 EPS 較 Consensus 低 16.7%， 2027 低 17.6%。剩餘差距幾乎全部來自一個沒有官方揭露的變數 — Starlink 單星的射頻元件含量，在 V3 世代會成長幾倍。

三個關鍵判斷

- **2026 的營收假設已經跟不上月營收。**1–7 月累計 21.6 億， 要達成全年 41.3 億，8–12 月需月均 3.94 億， 是 7 月實際 2.30 億的 1.71 倍；而 1–6 月的月營收是逐月下滑的。
- **顆數法算出的 2026 營收已低於公司指引下限。**以法說指引反推為 41.7 億， 顆數法為 38.8 億，低 6.9%。兩條獨立路徑首次出現方向一致的下修訊號。
- **現價隱含的單顆含量倍數為 6.3 倍，落在基準情境 4.0 倍與牛市 6.5 倍之間，且明顯偏向牛市端。**市場已把 V3 元件用量接近倍增的情形計入價格。

評價摘要	
現價（2026/09/02）	**1,445 元**
機率加權合理價	**1,098**
vs 現價	**-24.0%**
情境區間	**410 – 2,026 元**
折現率／年期	**10.0%／1.33 年**
現價隱含 FY26 PE	**89.2x**
現價隱含 FY27 PE	**46.9x**

市場對照（FY27 EPS）	
本模型	**30.83 元**
華南 7/27	**36.64 元**
富邦 8/03	**42.17 元**
Consensus	**37.41 元**

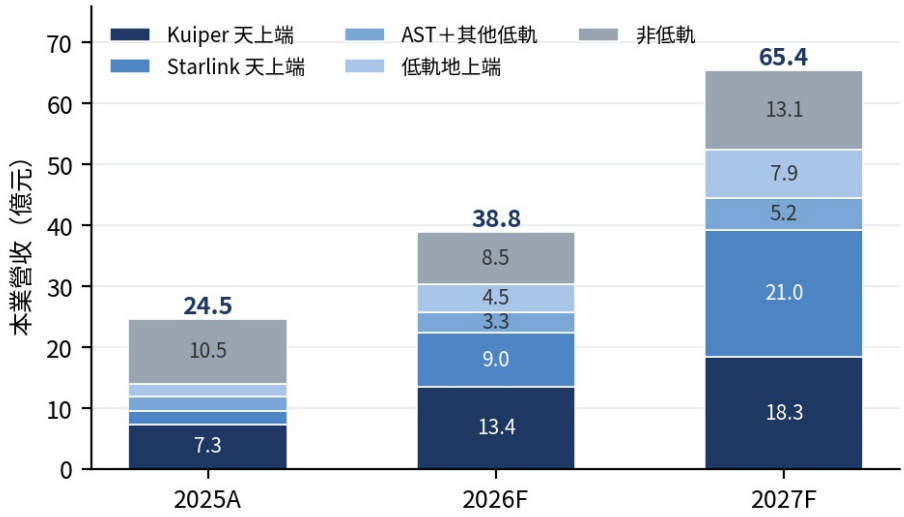
財務摘要

項目	FY24A	FY25A	FY26F	FY27F
合併營收（億元）	23.4	24.5	41.3	72.9
YoY	—	+5%	+69%	+77%
毛利率	51.3%	51.1%	56.8%	61.0%
營業利益率	26.6%	23.5%	30.6%	36.8%
稅後淨利（歸母，億元）	5.5	5.2	11.1	21.2
EPS（元）	**8.58**	**7.85**	**16.21**	**30.83**
YoY	—	-8%	+106%	+90%
本益比（以現價計，倍）	168.5x	184.0x	89.2x	46.9x
自由現金流（億元）	5.7	-0.6	1.2	10.4
現金循環週期（天）	125	117	81	81

FY24／FY25 為實際數；FY26 起含巨頻科技併表（8 月起 5 個月）、45% 非控制權益與轉換公司債利息。FY25 EPS 依券商三表之母公司淨利 520 百萬計為 7.85 元，公司公告實際為 7.83 元，差異來自四捨五入。本益比以 2026/09/02 收盤 1,445 元計算。

一、營收橋接：這個數字是怎麼算出來的

模型不從歷史成長率外推，而是由下而上重建：各客戶的年度衛星生產／部署顆數 × 單顆含量 ＝該客戶的天上端營收；天上端合計 ÷ 天上端占低軌比重（凱基揭露 1H26 為 85%）＝低軌總營收； 再 ÷ 低軌占總營收比重（2025 為 58%、2026 為公司指引之 78%）＝公司總營收。



圖一：本業營收結構拆解（億元）。2025 為實際數校準年。

營收橋接（億元）	2025A	2026F	2027F
Kuiper（客戶A）天上端	7.3	13.4	18.3
Starlink（客戶S）天上端	2.2	9.0	21.0
AST（客戶AS）天上端	0.1	0.5	1.0
其他低軌客戶天上端	2.3	2.8	4.2
天上端合計	**11.9**	**25.7**	**44.5**
＋地上端（Gateway）	2.1	4.5	7.9
低軌營收合計	**14.0**	**30.3**	**52.4**
非低軌營收	10.5	8.5	13.1
本業總營收	**24.5**	**38.8**	**65.4**
低軌占比	57%	78%	80%

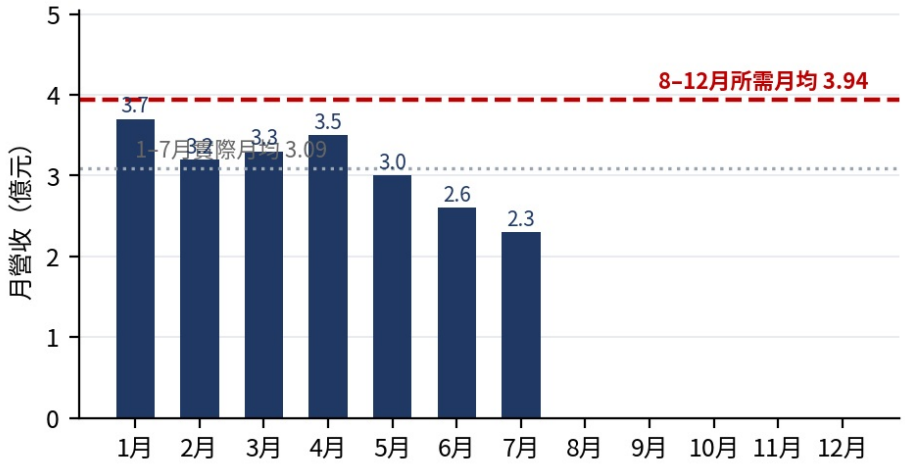
> **單顆含量的來源與限制。**單顆含量無任何官方揭露，是由 2025 年報揭露的客戶營收 ÷ 該年顆數回推而得：客戶A（Kuiper）8.61 億 ÷ 600 顆、客戶B（Starlink）2.59 億 ÷ 2,100 顆， 且兩者皆先乘以 85% 取出天上端部分，避免把地面站產品重複計入。2026–27 的含量以「相對 2025 回推值的倍數」設定 （Kuiper 持平、Starlink 分別為 2.6 倍與 4.0 倍），而非絕對值，以免回推基期變動時假設的激進程度無聲漂移。

唯一的外部驗證

模型對 2025 年的「校準」不是驗證：低軌占比 58% 是唯一自由參數，其他低軌客戶為由實際營收反解的殘差， 因此營收誤差恆為零。真正獨立於模型之外的檢驗只有一項：以衛星編目資料計算的 Kuiper 發射倍數 （2026 年化 ÷ 2025 實績）與模型假設的生產倍數（1,100 ÷ 600）相差在 2% 以內。Starlink 這條線則尚未通過同等檢驗 — 2025 的 2,100 顆取自福邦報告，與該報告自身的發射次數、入軌質量以及公開編目的 3,171 顆三者互不相符。

二、2026：月營收已經開始否定模型

> **預警指標貼近門檻**
> 所需月均 ÷ 已公告實際月均 = 1.28（自訂門檻 1.30）。更直接的比較是：8–12 月需月均 3.94 億，為 7 月實際 2.30 億的 1.71 倍，而 1–6 月的月營收是逐月下滑的。 本報告的 2026 數字尚未依此下修，引用時請一併說明。



圖二：2026 月營收與達成全年目標所需月均（億元）。1–6 月為華南報告揭露之實際數，7 月為公司公告。

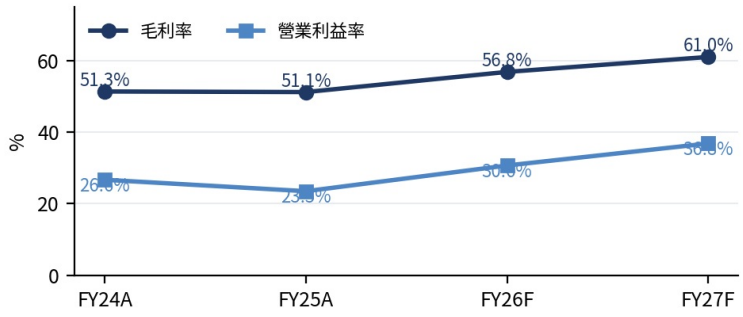
1–6 月的月營收依序為 3.7、3.2、3.3、3.5、3.0、2.6 億，是一條下降趨勢線；7 月再降至 2.30 億。 要達成全年目標，8–12 月必須從這條下降線上反轉並接近倍增。華南對 7 月的預估為 3.1 億， 第一個預估月即高估 35%。

兩條獨立路徑的交叉驗證

2026 總營收推算	金額（億元）	方法
路徑 A：公司法說指引法	41.7	1H26 實際 19.2 億 × 低軌占比 77%，2H26 低軌 +20%（指引下限）
路徑 B：顆數 × 含量法	38.8	本模型主要路徑
差異	**-6.9%**	**顆數法已低於指引下限**

先前版本兩條路徑相差 +0.7%，看似互相支持；修正客戶營收中的地面站重複計算後轉為 −6.0%。 方向與 7 月營收一致，屬於應被採信的下修訊號，而非模型錯誤。

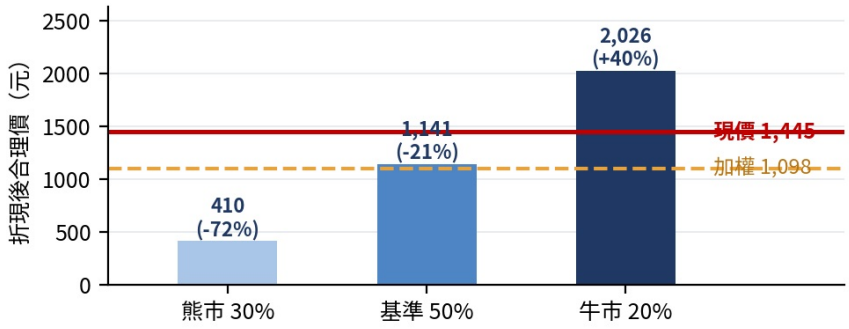
三、獲利品質



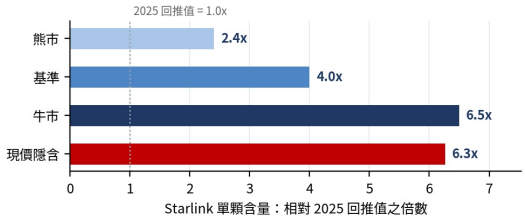
圖三：合併毛利率與營業利益率。FY26 起含巨頻科技（毛利率約 30%）併表之稀釋效果。

2026 業外收支中含 2Q26 之客戶改版補償金約 1.39 億，剝離後的調整後 EPS 較帳面低約 1.6 元。 該筆補償金的本質是備料在客戶改版後變成呆料、由客戶買單；若再度發生而客戶不再補償，就會直接變成毛利率的減項。

四、評價



圖四：三情境折現後合理價 vs 現價（元）。



圖五：Starlink 單顆含量倍數。

2027 情境分析	熊市	基準	牛市
Starlink 含量倍數（vs 2025）	2.4x	4.0x	6.5x
隱含單顆含量（萬元）	25.2	41.9	68.1
Kuiper 2027 生產顆數	1,100	1,500	1,560
毛利率	55.0%	64.5%	64.9%
營業費用率	26.0%	24.0%	23.0%
2027 本業營收（億元）	45.9	65.4	85.8
2027 合併 EPS（元）	**15.50**	**30.83**	**41.81**
採用本益比	30x	42x	55x
2027 年底目標價（元）	465	1,295	2,299
折現後合理價（元）	**410**	**1,141**	**2,026**
vs 現價	-72%	-21%	+40%
情境機率	30%	50%	20%

目標價以 2027 年底 EPS × 本益比計算後，再以 10% 折現率折現 1.33 年至評價日。以 FY27 EPS 訂目標價而不折現，會憑空多出一年多的時間價值。

三情境同時變動 Starlink 含量倍數、Kuiper 生產顆數與利潤率。熊市假設 V3 遞延至 2028、 Kuiper 產出停在 1,100 顆、毛利率回到 55%（2Q26 實際已從 1Q 的 58.0% 回落至 55.6%）、費用率回到公司指引的 26%。 牛市的 Kuiper 顆數上限設在 1,560 顆，即 Amazon 自述的每週 30 顆滿載運轉整年，是產能上限而非願望值。

與其爭論該給幾倍本益比，更有用的是反推：現價 1,445 元隱含 2027 合併 EPS 39.05 元，回推至 Starlink 單顆含量須達 2025 回推值的 6.3 倍。 這把「股價貴不貴」翻譯成一個可被證實或證偽的工程問題 — V3 世代單星的射頻元件用量， 會不會成長到 2025 世代的六倍以上。採用券商顆數後這個倍數由 9.9 倍降至 6.3 倍， 但仍落在基準與牛市之間。

五、與市場預估的差異

項目	本模型	富邦 8/03	華南 7/27	Consensus
2026 營收（億元）	41.3	44.3	45.4	—
2026 EPS（元）	**16.21**	**19.08**	**19.62**	**19.45**
2027 營收（億元）	72.9	78.1	82.5	—
2027 EPS（元）	**30.83**	**42.17**	**36.64**	**37.41**
目標價（元）	—	1,900	1,400	—
採用本益比	—	45x FY27	32–38x FY27	—

華南於 2026/04/28 之目標價為 2,100 元（採 FY26 EPS 20.04 元 × 104.8x），三個月後降至 1,400 元，但同期 FY26 EPS 僅下修 2.1% — 砍的是倍數，不是基本面。

六、券商數字的採用與不採用

格位	本模型採用值	來源
2027 Starlink 部署顆數	5,000 顆	凱基（年發射量預估 5,000 顆以上）
2027 毛利率	64.5%	富邦（華南 64.9%，取較低者）
FY26／FY27 每股現金股利	11.0／13.0 元	富邦
2025 低軌占總營收比重	57%	高盛
天上端占低軌比重	85%	凱基（1H26 揭露）
2026 業外收支／資本支出；FY25 週轉天數	1.25 億／10 億；118／73／74 天	富邦（FY25 為其揭露之實際值）

以下六項券商數字已查證有誤或與實際數直接衝突，採用會把已知錯誤帶進模型，故不採用： **富邦 FY26F 應付 254 天**（單獨一格即把現金循環由 118 天壓到 4 天，無營運解釋）、 **富邦 FY26F 應收 161 天**（與華南揭露之 2026Q1 實際 75.4 天相差逾一倍）、 **華南 2025 低軌占比 90%**（其產品組合表 2025 各產品加總 42.9 億，實際僅 24.5 億，基期即錯）、 **福邦 Kuiper 發射表**（交付顆數與發射次數、編目資料三者互不相符）、 **福邦 2025 EPS 8.2 元**（實際 7.83 元）、**富邦 4Q26F 費用率 22.5%**（低於公司指引之約 26%）。 細節見模型「資料來源」頁【C】區。

七、主要風險

- **單顆含量假設落空。**模型最敏感的一格，且無任何官方揭露。V3 若遞延至 2028， 2027 合併 EPS 落在 15.50 元。
- **Starlink 顆數為券商推估。**2027 的 5,000 顆取自凱基，屬「以上」的下限式說法而非公司揭露； 2025 的 2,100 顆取自福邦，與該報告自身的發射次數、入軌質量及公開編目的 3,171 顆三者互不相符。 跨年來源不一致的偏差不會互相抵銷。
- **Kuiper 產能。**2027 的 1,500 顆等於假設 Kirkland 廠滿載運轉整年（產能利用率 96%）。 Amazon 於 2026 年底累計未發射庫存已逾千顆，通過 FCC 已建造門檻後有放緩產出的誘因。
- **訂單能見度。**公司在手訂單僅 7–8 億（約 1.5–2 個月營收），大客戶為 4–6 週滾動下單，2027 的預估無訂單支撐。
- **匯率與資產負債結構。**美洲營收占 62% 且以美元計價，台幣每升值 1% 約影響毛利率 0.3–0.5pp； 商譽 12.65 億與無形資產 7.67 億合計為母公司淨值的 40.8%。兩者均未建模。2026 年併購、擴廠、配息三件事同時進行， 主要靠 17.4 億轉換公司債支撐，而非營運現金流。

免責聲明 本文件為個人研究筆記，由自建之營收橋接模型輸出，非投資建議，亦不代表任何機構立場。 所有預估值均可能與實際結果重大偏離。無一級來源之格位優先採用券商揭露值，已查證有誤者不採用，兩者均於第六節逐項標註。 顆數、單顆含量、巨頻科技之淨值與購買價格分攤金額均為推估值。讀者應自行查證並獨立判斷，作者不對依本文所為之決策負責。 資料來源：昇達科 114 年度年報與合併財報、公司法說會、FCC Order DA 26-553、Amazon LEO 官方揭露、衛星發射編目資料、 富邦／華南／福邦／凱基／高盛研究報告、聚財網盤後行情。