

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	37.00 元
目標價	
3 個月	40.00 元
12 個月	40.00 元

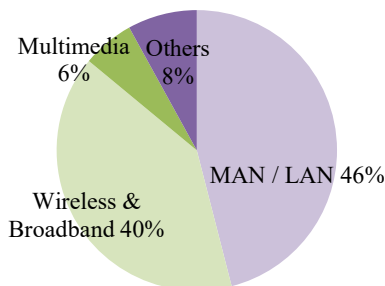
## 近期報告日期、評等及前日股價

11/03/2023	Buy	35.20
10/02/2023	Neutral	39.35
06/21/2023	Neutral	39.10
03/02/2023	Neutral	33.20
09/28/2022	Neutral	27.25

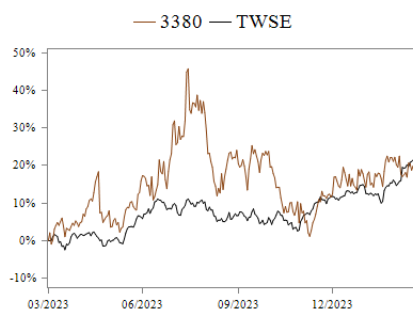
## 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,417
市值(億元)	200
目前每股淨值(元)	18.48
外資持股比(%)	9.02
投信持股比(%)	0.03
董監持股比(%)	54.61
融資餘額(張)	8,744
現金股息配發率(%)	100.00

## 產品組合



## 股價相對大盤走勢



## 明泰(3380 TT)

Trading Buy

客戶整併拉長企業級 Switch 調整時程，建議 Trading Buy。

**投資建議：**雖然越南新廠量產新款智慧門鈴貢獻營收，以及出貨給 Datacenter 的 400G Switch 出貨成長，但因北美 MSO 對 Cable modem 需求放緩，以及北美客戶整併拉長企業級 Switch 出貨調整時程，整體展望較為保守，故將投資評等調整為 Trading Buy。

**總體經濟放緩壓抑營收表現，2023 年營收 282.72 億元，**

**YoY-15.94%，EPS1.01 元：**2023 年 Cable Modem 因北美市場需求下滑，客戶 2H23 調節庫存導致出貨大幅放緩，加上歐、美持續升息壓抑終端需求，北美企業頻傳裁員，企業用網通產品進行庫存調整，所幸越南廠已在 4Q23 順利量產，智慧門鈴成為 4Q23 營收回溫最大動能，2023 年營收 282.72 億元，YoY-15.94%，稅後淨利 5.48 億元，YoY-40.25%，EPS1.01 元。

**進入傳統淡季，預估 1Q24 營收 50.49 億元，QoQ-25.71%，EPS0.01**

**元：**展望 1Q24，二個北美客戶進行併購，企業級 Switch 出貨放緩時程將進一步延長；終端消費疲弱，導致 DIY 市場 IP-Cam 需求遞延；北美 MSO 正在進行 DOCSIS3.1 升級至 4.0，期待 2025 年 DOCSIS4.0 Cable Modem 重啟成長動能，短期間因年節長假縮短工作天數，預估 1Q24 營收 50.49 億元，QoQ-25.61%，稅後淨利 0.04 億元，EPS0.01 元。

**IP-Cam 帶動多媒體營收成長，預估 2024 年營收 283.52 億元，**

**YoY+0.28%，EPS2.08 元：**展望 2024 年，因北美客戶進行併購與整併，預期企業級網路 Switch 營收衰退，資料中心 Switch 持續進行速度升級，400G Switch 陸續出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，預期 Switch 營收持穩；北美 MSO 進行規格升級，Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless& Broadband 營收恐出現小幅衰退；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2024 年放量，預期智慧門鈴營收年增率可達 100% 以上，帶動多媒體營收成長，預估 2024 年營收 283.52 億元，YoY+0.28%，業外有出售東莞廠收入，預估在 2Q24 認列獲利金額約 4.32 億元，稅後淨利 11.28 億元，YoY+105.85%，EPS2.08 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	28,272	28,352	30,756	9,241	7,869	7,745	5,861	6,796	5,049	6,302	7,672	9,330
營業毛利淨額	5,211	5,461	6,323	1,768	1,400	1,362	1,187	1,262	993	1,204	1,431	1,834
營業利益	829	1,232	2,007	535	313	280	105	131	18	177	342	695
稅後純益	548	1,128	1,407	225	174	239	83	52	4	432	191	501
稅後 EPS(元)	1.01	2.08	2.60	0.42	0.32	0.44	0.15	0.10	0.01	0.80	0.35	0.92
毛利率(%)	18.43%	19.26%	20.56%	19.13%	17.79%	17.59%	20.24%	18.57%	19.66%	19.10%	18.65%	19.65%
營業利益率(%)	2.93%	4.34%	6.53%	5.79%	3.98%	3.62%	1.79%	1.93%	0.36%	2.80%	4.45%	7.45%
稅後純益率(%)	1.94%	3.98%	4.57%	2.43%	2.21%	3.08%	1.42%	0.76%	0.08%	6.86%	2.49%	5.37%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.94%	0.28%	8.48%	0.11%	-14.85%	-1.58%	-24.32%	15.95%	-25.71%	24.81%	21.75%	21.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-40.25%	105.85%	24.74%	-28.64%	-22.70%	37.39%	-65.09%	-37.99%	-92.48%	11,011.03%	-55.76%	162.12%

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 54.17 億元計算。

2024 年 3 月 1 日

## 明泰 ESG：

明泰科技作為地球公民的一份子，願意為善盡共同保護地球環境一同出力，重視溫室氣體排放議題。自 2008 年起，即導入 ISO14064-1:2006 溫室氣體盤查標準，並將 2008 年盤查計算之溫室氣體排放量訂定為基準年，持續致力於溫室氣體排放盤查工作，減緩全球暖化之速度，確實掌控及管理溫室氣體排放現況，為全球綠色新政與綠色經濟善盡企業責任。

## 總體經濟放緩壓抑營收表現，2023 年營收 282.72 億元，YoY-15.94%，EPS1.01 元：

2023 年 Cable Modem 因北美市場需求下滑，客戶 2H23 調節庫存導致出貨大幅放緩，加上歐、美持續升息壓抑終端需求，北美企業頻傳裁員，企業用網通產品進行庫存調整，越南廠在 4Q23 順利量產，帶動智慧門鈴成為 4Q23 營收回溫最大動能。

在 Multimedia 產品線方面，因為 IP-Cam 與智慧門鈴皆會攝入個人影像，有資訊安全與個人隱私的問題，客戶要求在中國以外的工廠製造，但因升息造成終端需求放緩，加上客戶庫存處於高水位，協助客戶調節庫存造成出貨放緩，2H23 才移轉至越南廠生產，配合搭載毫米波雷達的智慧門鈴新品量產出貨，Multimedia 營收 17.09 億元，YoY+3.75%。

Cable Modem 產品方面，北美 DOCSIS3.1 網路升級帶動換機潮，在歐洲、南美洲與東南亞新爭取到的客戶也將於 2023 年陸續出貨，搭配 WiFi Extender 與 PON OLT/ONU 一同出貨，但因歐美持續升息壓抑終端需求，服務供應商 2H23 進行庫存調節，Wireless & Broadband 的 2H23 訂單下滑，營收 115.96 億元，YoY-30.97%。

在 Switch 產品線方面，雖然部分 Datacenter 調降資本支出，高速網路 Switch 需求持續成長，尤其是 400G 產品出貨滲透率持續提升，800G Switch 已開始送樣，預期 2H24 時 800G Switch 將開始供貨，跟上 AI 高速運算趨勢，預期 Datacenter Switch 營收可望穩健成長；北美中大型企業頻傳裁員，預期企業網路支出恐受影響，雖然 1H23 企業級網路 Switch 出貨維持順暢，但因 2H23 客戶進行庫存調整，企業級網路 Switch 出貨衰退，營收 126.92 億元，YoY-2.66%。

總體經濟放緩壓抑營收表現，2023 年營收 282.72 億元，YoY-15.94%。

因總體經濟放緩壓抑 Switch 與 Wireless 營收動能，加上營收規模放緩，獲利能力在 2H23 受影響，稅後淨利 5.48 億元，YoY-40.25%，EPS1.01 元。

## 進入傳統淡季，預估 1Q24 營收 50.49 億元，QoQ-25.71%，EPS0.01 元：

展望 1Q24，二個北美客戶進行併購，企業級 Switch 出貨放緩時程將進一步延長；終端消費疲弱，導致 DIY 市場 IP-Cam 需求遞延；北美 MSO 正在進行 DOCSIS3.1 升級至 4.0，期待 2025 年 DOCSIS4.0 Cable Modem 能重啟成長動能，短期因年節長假縮短工作天數，預估 1Q24 營收 50.49 億元，QoQ-25.71%，稅後淨利 0.04 億元，EPS0.01 元。

2024 年 3 月 1 日

**IP-Cam 帶動多媒體營收成長，預估 2024 年營收 283.52 億元，YoY+0.28%，EPS2.08 元：**

展望 2024 年，因北美客戶進行併購與整併，預期企業級網路 Switch 營收衰退，資料中心 Switch 持續進行速度升級，400G Switch 陸續出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，預期 Switch 營收持穩；北美 MSO 進行規格升級，Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless & Broadband 營收恐出現小幅衰退；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2024 年放量，預期智慧門鈴營收年增率可達 100% 以上，帶動多媒體營收成長。

在 Switch 方面，由於北美、歐洲央行利率維持於高檔壓抑終端需求，多數企業持續裁員，企業放緩資本支出，自 2H23 開始客戶調節庫存，客戶表示至少調整至 1H24，加上二個北美客戶進行併購，拉長出貨遞延時程，預期企業集網路 Switch 營收衰退；資料中心 Switch 持續進行速度升級，400G Switch 將陸續出貨，預期資料中心網路 Switch 營收年增，Switch 營收持穩。

在 Wireless & Broadband 方面，因北美有線電視用戶退訂潮並未止息，加上終端需求遭受高利率壓抑，自 2H23 開始的庫存調整將至少持續到 2024 年，加上北美 MSO 進行 DOCSIS3.1 升級至 4.0，規格轉換期間將影響需求，預期 Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless & Broadband 營收恐出現小幅衰退。

在多媒體產品方面，越南廠自 4Q23 量產後，因中國資安疑慮而無法在中國生產的智慧門鈴訂單陸續在越南投產，並爭取到新的客戶，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2Q24 放量，預期智慧門鈴營收年增率可達 100% 以上，並成為多媒體營收成長動能來源。

在新產品方面，台灣新創主動式陣列天線廠商的代工訂單將於 2024 年量產，隨著低軌道(Low Earth Orbit, LEO)衛星網路營運商 648 顆衛星發射完畢，將陸續開始營運衛星網路，主動式陣列天線將放量出貨，惟 2024 年為出貨初期，營收貢獻相對有限。

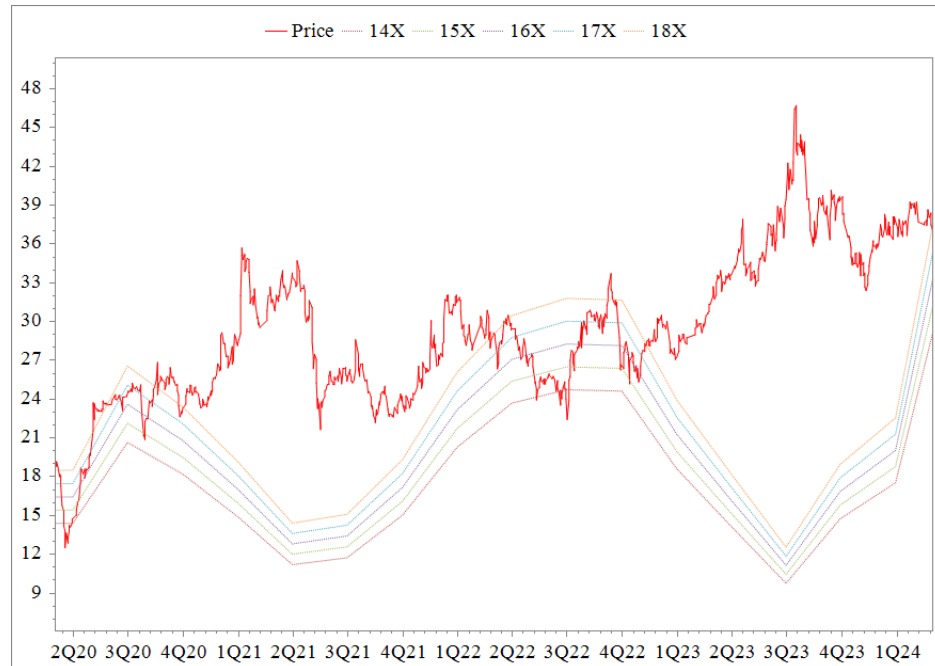
在 IP-Cam 帶動多媒體營收成長下，預估明泰 2024 年營收 283.52 億元，YoY+0.28%。

因新爭取到的智慧門鈴專案毛利率與公司平均相當，優於舊款智慧門鈴，故預期 2024 年毛利率優於 2023 年，業外有出售東莞廠收入，預期在 2Q24 認列獲利金額約 4.32 億元，預估稅後淨利 11.28 億元，YoY+105.85%，EPS2.08 元。

**投資建議：**

雖然越南新廠量產新款智慧門鈴貢獻營收，以及出貨給 Datacenter 的 400G Switch 出貨成長，但因北美 MSO 對 Cable modem 需求放緩，以及北美客戶整併拉長企業級 Switch 出貨調整時程，整體展望較為保守，故將投資評等調整為 Trading Buy。

## 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

2024 年 3 月 1 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	24,731	27,133	23,799	30,506	33,075
流動資產	18,700	20,243	16,468	18,505	19,700
現金及約當現金	4,498	4,084	3,201	3,890	4,236
應收帳款與票據	4,053	5,599	4,899	4,545	7,420
存貨	9,239	9,424	7,455	8,830	3,888
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	3,654	4,222	4,273	4,222	4,222
<b>負債總計</b>	12,172	13,576	10,469	15,839	17,173
流動負債	11,584	13,047	8,762	12,095	12,876
應付帳款及票據	4,194	5,031	4,269	3,943	7,169
非流動負債	588	529	1,707	4,833	2,159
<b>權益總計</b>	12,559	13,557	13,330	14,666	15,901
普通股股本	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417
保留盈餘	2,049	2,636	2,268	3,746	4,981
母公司業主權益	9,602	10,371	10,013	11,283	12,419
<b>負債及權益總計</b>	24,731	27,133	23,799	30,506	33,075

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	27,862	33,634	28,272	28,352	30,756
營業成本	23,276	27,381	23,061	22,891	24,433
<b>營業毛利淨額</b>	4,586	6,253	5,211	5,461	6,323
營業費用	3,876	4,539	4,382	4,229	4,316
<b>營業利益</b>	710	1,715	829	1,232	2,007
<b>EBITDA</b>	1,513	2,325	1,657	2,034	2,809
業外收入及支出	18	-215	-52	350	-76
稅前純益	755	1,534	807	1,581	1,931
所得稅	214	376	168	348	425
稅後純益	434	917	548	1,128	1,407
稅後 EPS(元)	0.80	1.69	1.01	2.08	2.60
完全稀釋 EPS**	0.80	1.69	1.01	2.08	2.60

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 54.17【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 54.17 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	-13.39%	20.72%	-15.94%	0.28%	8.48%
營業毛利淨額	-8.40%	36.36%	-16.66%	4.79%	15.78%
營業利益	-20.94%	141.59%	-51.63%	48.53%	62.95%
稅後純益	-22.10%	111.36%	-40.25%	105.85%	24.74%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	16.46%	18.59%	18.43%	19.26%	20.56%
EBITDA(%)	5.43%	6.91%	5.86%	7.17%	9.13%
營益率	2.55%	5.10%	2.93%	4.34%	6.53%
稅後純益率	1.56%	2.73%	1.94%	3.98%	4.57%
總資產報酬率	1.75%	3.38%	2.30%	3.70%	4.25%
股東權益報酬率	3.45%	6.76%	4.11%	7.69%	8.85%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	49.22%	50.04%	43.99%	51.92%	51.92%
負債/淨值比(%)	96.92%	100.15%	78.53%	108.00%	108.00%
流動比率(%)	161.44%	155.15%	187.96%	153.00%	153.00%

### 其他比率分析

存貨天數	127.55	124.39	133.58	129.84	95.00
應收帳款天數	71.10	52.37	67.77	60.80	71.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-900	1,561	2,702	1,824	2,666
稅前純益	755	1,534	807	1,581	1,931
折舊及攤銷	746	705	774	802	802
營運資金變動	-2,096	-894	1,907	-6,330	5,294
其他營運現金	-306	216	-786	5,771	-5,361
<b>投資活動現金</b>	-698	-1,046	-664	433	-1,584
資本支出淨額	-147	-939	-586	-200	-200
長期投資變動	-225	235	15	-10	-10
其他投資現金	-325	-342	-93	643	-1,374
<b>籌資活動現金</b>	382	-1,078	-2,512	-2,052	-735
長借/公司債變動	0	-346	1,306	1,960	-2,673
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-542	-433	-916	-547	-271
其他籌資現金	924	-298	-2,903	-3,465	2,209
<b>淨現金流量</b>	-1,212	-414	-884	206	346
<b>期初現金</b>	5,710	4,498	4,084	3,684	3,890
<b>期末現金</b>	4,498	4,084	3,201	3,890	4,236

資料來源：CMoney、群益



2024 年 3 月 1 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	9,231	9,241	7,869	7,745	5,861	6,796	5,049	6,302	7,672	9,330	6,508	7,249
營業成本	7,635	7,473	6,470	6,383	4,675	5,534	4,056	5,098	6,241	7,496	5,169	5,752
營業毛利淨額	1,596	1,768	1,400	1,362	1,187	1,262	993	1,204	1,431	1,834	1,339	1,497
營業費用	1,128	1,233	1,086	1,082	1,082	1,131	974	1,027	1,089	1,138	1,022	1,066
營業利益	467	535	313	280	105	131	18	177	342	695	317	431
業外收入及支出	-15	-139	-40	11	18	-11	-7	405	-26	-22	-13	-22
稅前純益	452	396	273	291	123	120	11	581	316	673	303	409
所得稅	94	78	86	14	48	19	2	128	69	148	67	90
稅後純益	315	225	174	239	83	52	4	432	191	501	208	295
最新股本	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417
稅後EPS(元)	0.58	0.42	0.32	0.44	0.15	0.10	0.01	0.80	0.35	0.92	0.38	0.55

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	17.29%	19.13%	17.79%	17.59%	20.24%	18.57%	19.66%	19.10%	18.65%	19.65%	20.57%	20.65%
營業利益率(%)	5.06%	5.79%	3.98%	3.62%	1.79%	1.93%	0.36%	2.80%	4.45%	7.45%	4.87%	5.95%
稅後純益率(%)	3.42%	2.43%	2.21%	3.08%	1.42%	0.76%	0.08%	6.86%	2.49%	5.37%	3.19%	4.07%

## QoQ(%)

營業收入淨額	11.39%	0.11%	-14.85%	-1.58%	-24.32%	15.95%	-25.71%	24.81%	21.75%	21.61%	-30.25%	11.38%
營業利益	5.71%	14.48%	-41.45%	-10.62%	-62.56%	25.02%	-86.15%	872.22%	93.48%	103.58%	-54.43%	36.07%
稅前純益	7.79%	-12.33%	-31.04%	6.66%	-57.79%	-2.72%	-90.68%	5113.69%	-45.73%	113.39%	-54.94%	34.80%
稅後純益	29.73%	-28.64%	-22.70%	37.39%	-65.09%	-37.99%	-92.48%	11011.03%	-55.76%	162.12%	-58.54%	42.23%

## YoY(%)

營業收入淨額	37.65%	44.21%	14.46%	-6.54%	-36.50%	-26.46%	-35.84%	-18.64%	30.89%	37.28%	28.90%	15.03%
營業利益	164.16%	162.18%	16.11%	-36.67%	-77.57%	-75.50%	-94.20%	-36.95%	225.80%	430.53%	1645.02%	144.23%
稅前純益	129.55%	102.48%	2.54%	-30.49%	-72.78%	-69.80%	-95.92%	99.49%	156.49%	462.63%	2620.65%	-29.66%
稅後純益	181.88%	142.79%	29.95%	-1.69%	-73.55%	-77.02%	-97.76%	80.81%	129.15%	868.66%	5241.36%	-31.63%

註1：稅後EPS以股本54.17億元計算

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。