

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價	47.30 元
目標價	
3 個月	50.00 元
12 個月	50.00 元

合勤控(3704 TT)

Trading Buy

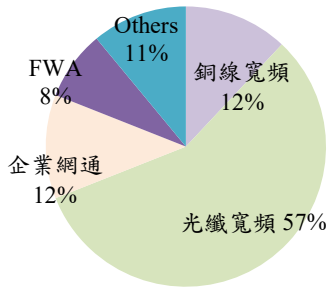
近期報告日期、評等及前日股價

01/03/2024	Trading Buy	50.40
09/08/2023	Buy	52.00
08/18/2023	Neutral	52.00
07/06/2023	達目標價	55.70
07/03/2023	Buy	46.50

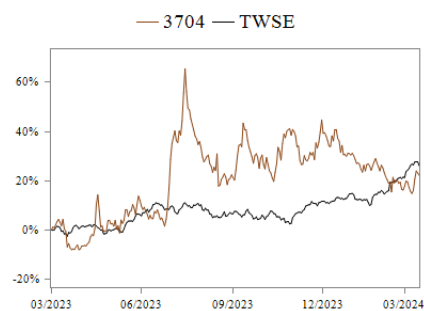
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,064
市值(億元)	192
目前每股淨值(元)	26.85
外資持股比(%)	13.95
投信持股比(%)	0.44
董監持股比(%)	25.63
融資餘額(張)	14,966
現金股息配發率(%)	44.38

產品組合



股價相對大盤走勢



客戶延長庫存調整時程，維持 Trading BUY。

投資建議：雖然多國寬頻網路基礎建設帶動 5G FWA 出貨成長，但因部分歐美客戶仍持續調節庫存，以及國防部標案營收認列時程較預期遞延，營收表現將較預期遲緩，因後續營運將小幅回溫，故將維持 Trading Buy 投資評等。

PON、5G FWA 與國防部標案支撐營收表現，2023 年營收 303.80 億元，YoY-0.45%，EPS3.30 元：2023 年，通膨高漲壓抑終端需求，歐美電信商客戶進行庫存調整，但受惠於 2H23 旺季需求以及新品上市，FWA 出貨給歐洲、澳洲與紐西蘭電信商客戶，歐洲企業級網通設備新產品帶動需求回溫，印度、東南亞新興國家佈建光纖網路維繫 PON 出貨動能，以及 2H23 認列國防部通訊設備標案營收，支撐公司營收水準，2023 年營收 303.80 億元，YoY-0.45%，稅後淨利 13.41 億元，YoY-17.13%，EPS3.30 元。

進入傳統淡季，預估 1Q24 營收 59.20 億元，QoQ-20.31%，EPS0.10 元：展望 1Q24，由於進入傳統網通產業淡季，尤其以自有品牌零售網通產品歷經年末銷售旺季後，進入淡季的表現為各產品線中較明顯的產品線，加上工作天數減少，壓抑營收表現，預估 1Q24 營收 59.20 億元，QoQ-20.31%，預期提列庫存呆滯損失金額將減少，但因營收規模縮小將不利於毛利率表現，預估稅後淨利 0.39 億元，QoQ-86.40%，EPS0.10 元。

客戶延長庫存調整時程與國防部標案遞延，預估 2024 年營收 284.10 億元，YoY-6.48%，EPS3.23 元：展望 2024 年，WiFi-7 傳輸技術即將陸續在高階企業級網通設備實現，公司領先全球同業推出企業級 WiFi-7 Router，可望在高階市場爭取市佔率；歐洲與印度爭取 5G FWA 標案，提升營收與市占率，但因電信商客戶延長 PON 庫存調整時程，以及銅線網路設備出貨持續衰退，預期營運持續調整，預估 2024 年營收 284.10 億元，YoY-6.48%。由於 2023 年提列約 11 億元庫存跌價損失，預期 2024 年相關提列金額將遠小於此數，預期公司毛利率優於 2023 年的表現，預估稅後淨利 13.11 億元，YoY-2.24%，EPS3.23 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	30,380	28,410	30,641	8,597	8,853	7,124	6,974	7,429	5,920	6,528	7,553	8,410
營業毛利淨額	6,679	6,847	7,380	2,170	1,909	1,508	1,556	1,707	1,287	1,492	1,885	2,184
營業利益	1,289	1,638	1,808	682	538	266	209	276	44	193	563	838
稅後純益	1,341	1,311	1,337	456	461	304	290	286	39	156	449	666
稅後 EPS(元)	3.30	3.23	3.29	1.12	1.14	0.75	0.71	0.70	0.10	0.38	1.11	1.64
毛利率(%)	21.99%	24.10%	24.09%	25.24%	21.56%	21.17%	22.31%	22.97%	21.74%	22.85%	24.96%	25.97%
營業利益率(%)	4.24%	5.76%	5.90%	7.93%	6.08%	3.73%	3.00%	3.72%	0.74%	2.95%	7.46%	9.97%
稅後純益率(%)	4.41%	4.61%	4.36%	5.31%	5.21%	4.27%	4.16%	3.85%	0.66%	2.40%	5.95%	7.93%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-0.45%	-6.48%	7.85%	-0.74%	2.98%	-19.54%	-2.10%	6.52%	-20.31%	10.26%	15.71%	11.34%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-17.13%	-2.24%	1.95%	-40.15%	1.09%	-34.08%	-4.64%	-1.51%	-86.40%	302.64%	187.13%	48.36%

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 40.64 億元計算。

2024 年 3 月 18 日

合勤控 ESG：

定 2017 年為公司溫室氣體盤查基準年，訂下(2017~2021 年)溫室氣體減量 2000 公噸二氧化碳當量目標，藉此追蹤每年排放量並設定減量目標。依據 ISO14064 標準規範，執行溫室氣體盤查，排放源包含：(1) 直接排放(範疇一)，包含緊急發電機、公務車之燃料油；(2) 間接排放源 (範疇二與範疇三) 包含外購電力及其它排放源。2017~2020: 達成 4 年溫室氣體累積減量 1640 公噸二氧化碳當量，達成目標 82%。

2021 年，由於依據 ISO14064-1:2018 年條文新增 Category 3~6 內容及 IPCC GWP 值與溫室氣體排放相關係數變更，2021 年本公司重新設定邊界進行盤查年度，由外部專家協助本公司進行溫室氣體盤查外，更建立系統化制度，量化數據準確性高，以確保盤查數據可信度。

2021 年，盟創廠區範疇一、二、三的二氧化碳排放量分別為 427.3398 公噸 CO₂-e、4431.9420 公噸 CO₂-e 及 814.8770 公噸 CO₂-e，總放量為 5674.1590 公噸 CO₂-e 已取得 14064-1 驗證證書。合勤廠區範疇一、二、三的二氧化碳排放量分別為 163.72 公噸 CO₂-e、1172.99 公噸 CO₂-e 及 345.62 公噸 CO₂-e，總排放量為 1682.33 公噸 CO₂-e，已完成 14064-1 查證。

PON、5G FWA 與國防部標案支撐營收表現，2023 年營收 303.80 億元，YoY-0.45%，EPS3.30 元：

2023 年，通膨高漲壓抑終端需求，歐美電信商客戶 1H23 進行庫存調整，但受惠於 2H23 旺季需求以及新品上市，FWA 出貨給歐洲、澳洲與紐西蘭電信商客戶，歐洲企業級網通設備新產品帶動需求回溫，印度、東南亞新興國家佈建光纖網路維繫 PON 出貨動能，以及 2H23 認列國防部通訊設備標案營收，支撐公司營收水準，2023 年營收 303.80 億元，YoY-0.45%。

持續進行庫存調整，提列庫存跌價損失將壓低毛利率表現，但因高毛利率的國防部標案將於 4Q23 認列營收，帶動 4Q23 毛利率回溫，稅後淨利 13.41 億元，YoY-17.13%，EPS3.30 元。

進入傳統淡季，預估 1Q24 營收 59.20 億元，QoQ-20.31%，EPS0.10 元：

展望 1Q24，由於進入傳統網通產業淡季，尤其以自有品牌零售網通產品歷經年末銷售旺季後，進入淡季的表現為各產品線中較明顯的產品線，加上工作天數減少，壓抑營收表現，預估 1Q24 營收 59.20 億元，QoQ-20.31%。

因庫存調整已告一段落，預期提列庫存呆滯損失金額將減少，但因營收規模縮小將不利於毛利率表現，預估稅後淨利 0.39 億元，QoQ-86.40%，EPS0.10 元。

客戶延長庫存調整時程與國防部標案遞延，預估 2024 年營收 284.10 億元，YoY-6.48%，EPS3.23 元：

展望 2024 年，WiFi-7 傳輸技術即將陸續在高階企業級網通設備實現，公司領先全球同業推出企業級 WiFi-7 Router，可望在高階市場爭取市佔率；歐洲與印度爭取 5G FWA 標案，提升營收與市占率，但因電信商客戶延長 PON 庫存調整時程，以及銅線網路設備出貨持續衰退，預期營運持續調整。

2024 年 3 月 18 日

多國持續建設寬頻網路，對 5G FWA、WiFi Router 需求呈現增加的趨勢，尤其以印度寬頻網路基礎建設對 2024 年對公司營收貢獻較大成長動能，此項財政政策計畫改善印度寬頻網路基礎建設，公司也在歐洲取得多個標案，帶動 5G FWA CPE 出貨成長動能。

合勤控最大客戶為北美網路設備商，佔營收比重超過一成以上，該北美網路設備商以美國 Tier-2、Tier-3 小型電信營運商為主要銷售對象，受美國升息影響終端需求，營運商資金也較以往緊峭，故延長 PON 庫存調整時程，也影響合勤控北美營收表現。

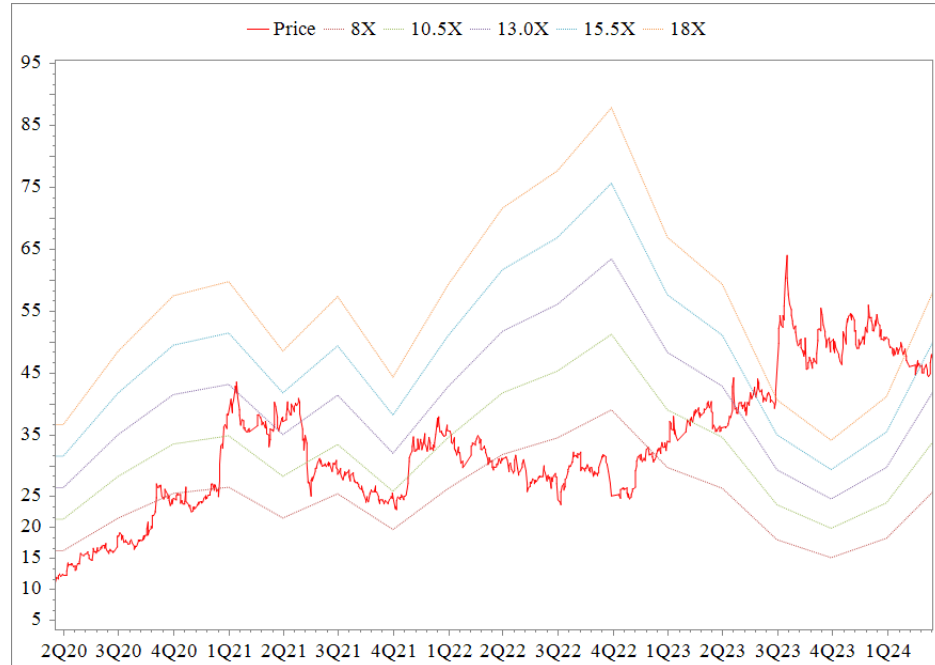
近期中國持續派遣軍機、軍艦進犯海峽中線，台海兩岸地緣政治動盪，國防部為建軍備戰，開出多樣標案，合勤控已爭取到通訊相關標案，並陸續於 2023~2026 年認列相關標案營收，但因預算編列時程遞延導致營收延後認列，2024 年來自國防部標案營收較 2023 年成長約 20%，不如先前預期的 100%。

客戶延長庫存調整時程與國防部標案遞延，預估 2024 年營收 284.10 億元，YoY-6.48%。

由於 2023 年提列約 11 億元庫存跌價損失，預期 2024 年相關提列金額將遠小於此數，預期公司毛利率優於 2023 年的表現，預估稅後淨利 13.11 億元，YoY-2.24%，EPS3.23 元。

投資建議：雖然多國寬頻網路基礎建設帶動 5G FWA 出貨成長，但因部分歐美客戶仍持續調節庫存，以及國防部標案營收認列時程較預期遞延，營收表現將較預期遲緩，因後續營運將小幅回溫，故將維持 Trading Buy 投資評等。

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 18 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	21,394	27,063	21,853	28,081	29,989
流動資產	18,005	23,347	17,957	15,467	20,582
現金及約當現金	5,293	6,040	6,546	4,713	6,933
應收帳款與票據	5,543	8,449	6,952	3,322	7,759
存貨	6,212	8,001	3,616	5,009	4,295
採權益法之投資	16	37	24	121	85
不動產、廠房設備	1,699	1,891	1,824	1,869	1,914
負債總計	12,174	17,049	10,737	16,182	17,282
流動負債	9,524	14,402	8,130	8,227	10,948
應付帳款及票據	5,002	6,911	3,506	5,828	4,241
非流動負債	2,650	2,647	2,607	5,634	5,599
權益總計	9,220	10,014	11,116	11,899	12,707
普通股股本	4,490	3,979	4,064	4,064	4,064
保留盈餘	1,514	2,947	3,783	4,566	5,374
母公司業主權益	9,070	9,852	10,913	11,696	12,504
負債及權益總計	21,394	27,063	21,853	28,081	29,989

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	205	471	3,636	2,825	2,029
稅前純益	1,438	1,992	1,557	1,660	1,782
折舊及攤銷	367	414	459	411	421
營運資金變動	-1,786	-2,786	2,477	4,559	-5,310
其他營運現金	186	852	-858	-3,804	5,135
投資活動現金	-422	-342	-327	-8,766	3,026
資本支出淨額	-344	-434	-188	-180	-180
長期投資變動	126	217	-78	-10	-10
其他投資現金	-204	-125	-62	-8,576	3,216
籌資活動現金	1,603	646	-2,774	4,107	-2,835
長借/公司債變動	1,896	0	0	3,027	-35
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-220	-221	-491	-528	-528
其他籌資現金	-73	867	-2,282	1,608	-2,271
淨現金流量	1,215	747	506	-1,833	2,220
期初現金	4,078	5,293	6,040	6,546	4,713
期末現金	5,293	6,040	6,546	4,713	6,933

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	25,682	30,516	30,380	28,410	30,641
營業成本	19,621	23,528	23,701	21,563	23,261
營業毛利淨額	6,061	6,988	6,679	6,847	7,380
營業費用	4,635	5,141	5,390	5,210	5,572
營業利益	1,425	1,847	1,289	1,638	1,808
EBITDA	1,818	2,413	1,968	2,049	2,229
業外收入及支出	13	79	132	22	-26
稅前純益	1,438	1,992	1,557	1,660	1,782
所得稅	343	365	201	349	446
稅後純益	1,097	1,618	1,341	1,311	1,337
稅後 EPS(元)	2.70	3.98	3.30	3.23	3.29
完全稀釋 EPS**	2.70	3.98	3.30	3.23	3.29

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 40.64【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 40.64 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	15.42%	18.82%	-0.45%	-6.48%	7.85%
營業毛利淨額	4.85%	15.30%	-4.42%	2.51%	7.79%
營業利益	10.27%	29.59%	-30.21%	27.02%	10.42%
稅後純益	32.46%	47.58%	-17.13%	-2.24%	1.95%

獲利能力分析(%)

毛利率	23.60%	22.90%	21.99%	24.10%	24.09%
EBITDA(%)	7.08%	7.91%	6.48%	7.21%	7.27%
營益率	5.55%	6.05%	4.24%	5.76%	5.90%
稅後純益率	4.27%	5.30%	4.41%	4.61%	4.36%
總資產報酬率	5.13%	5.98%	6.14%	4.67%	4.46%
股東權益報酬率	11.90%	16.16%	12.07%	11.02%	10.52%

償債能力檢視

負債比率(%)	56.90%	63.00%	49.13%	57.63%	57.63%
負債/淨值比(%)	132.05%	170.25%	96.59%	136.00%	136.00%
流動比率(%)	189.04%	162.11%	220.88%	188.00%	188.00%

其他比率分析

存貨天數	103.36	110.25	89.46	73.00	73.00
應收帳款天數	80.93	83.68	92.52	66.00	66.00

2024 年 3 月 18 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	8,661	8,597	8,853	7,124	6,974	7,429	5,920	6,528	7,553	8,410	6,885	7,700
營業成本	6,669	6,427	6,945	5,616	5,418	5,722	4,633	5,036	5,668	6,226	5,301	5,898
營業毛利淨額	1,992	2,170	1,909	1,508	1,556	1,707	1,287	1,492	1,885	2,184	1,585	1,803
營業費用	1,274	1,488	1,371	1,242	1,347	1,430	1,243	1,299	1,322	1,346	1,329	1,401
營業利益	719	682	538	266	209	276	44	193	563	838	256	401
業外收入及支出	217	-185	35	154	159	-81	6	6	6	6	-7	-7
稅前純益	936	497	573	420	368	196	49	198	569	844	249	395
所得稅	170	41	107	118	72	-96	10	42	119	177	62	99
稅後純益	763	456	461	304	290	286	39	156	449	666	187	296
最新股本	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064	4,064
稅後EPS(元)	1.88	1.12	1.14	0.75	0.71	0.70	0.10	0.38	1.11	1.64	0.46	0.73

獲利能力(%)

毛利率(%)	23.00%	25.24%	21.56%	21.17%	22.31%	22.97%	21.74%	22.85%	24.96%	25.97%	23.02%	23.41%
營業利益率(%)	8.30%	7.93%	6.08%	3.73%	3.00%	3.72%	0.74%	2.95%	7.46%	9.97%	3.72%	5.21%
稅後純益率(%)	8.80%	5.31%	5.21%	4.27%	4.16%	3.85%	0.66%	2.40%	5.95%	7.93%	2.72%	3.84%

QoQ(%)

營業收入淨額	39.05%	-0.74%	2.98%	-19.54%	-2.10%	6.52%	-20.31%	10.26%	15.71%	11.34%	-18.13%	11.84%
營業利益	190.67%	-5.16%	-21.04%	-50.63%	-21.33%	32.23%	-84.19%	340.73%	192.48%	48.83%	-69.46%	56.77%
稅前純益	654.42%	-46.88%	15.27%	-26.72%	-12.24%	-46.93%	-74.84%	302.63%	187.13%	48.36%	-70.43%	58.25%
稅後純益	932.15%	-40.15%	1.09%	-34.08%	-4.64%	-1.51%	-86.40%	302.64%	187.13%	48.36%	-71.93%	58.25%

YoY(%)

營業收入淨額	36.94%	34.41%	25.95%	14.37%	-19.48%	-13.59%	-33.13%	-8.37%	8.30%	13.20%	16.30%	17.97%
營業利益	9.64%	230.17%	169.18%	7.47%	-70.91%	-59.45%	-91.88%	-27.53%	169.43%	203.27%	485.87%	108.39%
稅前純益	50.26%	123.08%	31.53%	238.50%	-60.62%	-60.66%	-91.41%	-52.83%	54.35%	331.50%	407.14%	99.32%
稅後純益	78.22%	161.14%	41.65%	311.68%	-61.96%	-37.41%	-91.58%	-48.56%	54.90%	133.32%	381.47%	89.23%

註1：稅後EPS以股本40.64億元計算

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。