

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	80.00 元
目標價	
3 個月	87.80 元
12 個月	87.80 元

## 宏正(6277 TT)

### Trading Buy

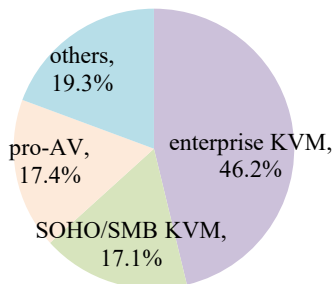
#### 近期報告日期、評等及前日股價

12/23/2023	Trading Buy	80.00
09/22/2023	Trading Buy	80.60
08/21/2023	Trading Buy	81.70
05/26/2023	Buy	85.30
03/24/2023	Buy	84.90

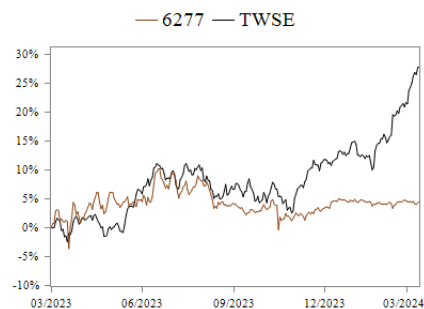
#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,195
市值(億元)	96
目前每股淨值(元)	38.55
外資持股比(%)	6.48
投信持股比(%)	0.07
董監持股比(%)	11.65
融資餘額(張)	90
現金股息配發率(%)	92.95

#### 產品組合



#### 股價相對大盤走勢



2024 年展望優於 2023 年，維持 Trading Buy 評等。

**投資建議：**雖然 2024 年仍存在通膨、地緣政治等不確定因素，且預估 1Q24 營收表現不及基期偏高的 1Q23，不過，pro-AV 持續受惠於政府、銀行等新市場商機，加上半導體景氣復甦有助於帶動 enterprise KVM 出貨重拾成長動能，2024 年營收展望優於 2023 年，故群益維持對宏正 Trading Buy 的投資建議。

**4Q23 稅後為近幾年同期相對低水準：**受惠於 over-IP enterprise KVM 出貨暢旺，4Q23 宏正的營收 13.19 億元，QoQ+8.41%，在規模經濟發揮下，4Q23 稅後淨利 1.38 億元，QoQ+11.90%，但獲利表現為近幾年同期相對低水準，主要係受到 PC 市場需求降溫、半導體廠資本支出態度保守影響。

01~02/2024 營收 7.41 億元，YoY-14.35%，主要係 1Q23 營收基期因電信專案等大型標案提前集中入帳而偏高所致，預估 1Q24 營收 YoY-12.02%，然而，因 2Q23 營收基期偏低，加上 pro-AV、secure KVM 等產品出貨增溫，預估 2Q24 營收 13.74 億元，YoY+11.25%。

**2024 年 pro-AV、enterprise KVM 出貨展望佳：**展望 2024 年，預估 pro-AV 營收成長性仍居所有產品之冠。2023 年 pro-AV 營收 8.96 億元，YoY+11.02%，雖然基期已高，但由於宏正爭取政府控制中心、銀行會議室、學校視聽教室相關標案有成，包括西歐、美國、東南亞等地 pro-AV 訂單數量持續擴大，2024 年 pro-AV 營收動能仍可期。

此外，預估 enterprise KVM 2024 年營收表現亦優於 2023 年，原因主要有二，(1)控制室相關需求在疫情過後訂單穩定挹注，(2)機房相關需求 2023 年在台灣、韓國、中國等亞洲地區降溫，但近期接單狀況已見改善跡象。

(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	5,156	5,548	6,005	1,513	1,385	1,235	1,217	1,319	1,219	1,374	1,441	1,515
營業毛利淨額	3,091	3,330	3,615	884	839	740	731	780	723	825	866	916
營業利益	788	936	1,104	267	260	167	168	193	150	236	269	281
稅後純益	566	740	869	228	191	113	124	138	109	193	194	245
稅後 EPS(元)	4.73	6.19	7.27	1.91	1.59	0.94	1.04	1.16	0.91	1.61	1.62	2.05
毛利率(%)	59.94%	60.01%	60.19%	58.44%	60.59%	59.97%	60.10%	59.10%	59.33%	60.04%	60.11%	60.44%
營業利益率(%)	15.28%	16.88%	18.38%	17.64%	18.81%	13.49%	13.79%	14.64%	12.30%	17.21%	18.66%	18.56%
稅後純益率(%)	10.97%	13.33%	14.47%	15.06%	13.76%	9.14%	10.17%	10.50%	8.92%	14.02%	13.45%	16.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-4.57%	7.61%	8.24%	10.61%	-8.45%	-10.86%	-1.43%	8.41%	-7.63%	12.72%	4.92%	5.12%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-22.48%	30.80%	17.48%	11.76%	-16.39%	-40.80%	9.70%	11.90%	-21.52%	77.27%	0.61%	26.19%

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 11.95 億元計算。

2024 年 3 月 14 日

## 企業 ESG 資訊揭露：

就能源管理而言，首先，在提升能源使用效率部份，宏正所使用之能源以台電供應為主，過去長期以製程管制的手法，以降低因製程等待所產生的耗能，至於近年則加大推動製程設備節能、並導入空調節能之提升效能及製程優化管理方案，以減少耗能及對環境的衝擊。其次，在使用再生物料政策的部份，宏正結合原物料上、下游供應鏈夥伴關係，共同降低產品對環境的各種衝擊，減少產品所消耗的資源與污染物，致力提高原物料使用效率及降低包裝與出貨所需材料用量。

再就水資源管理或減量目標而言，宏正除內部施行節水措施外，洗手設施更換「省水標章」水龍頭，並以開源節流的精神推動節水措施，宣導同仁節約用水觀念，並在水龍頭用水處張貼節約用水標語，以提醒同仁落實及配合，以減少對水資源的消耗。

## 4Q23 稅後淨利 1.38 億元，QoQ+11.90%，為近幾年同期相對低水準：

宏正以生產 KVM(多電腦切換器)起家，現階段仍居所有產品線之冠，營收比重為 45~55%。KVM 的功能為使用 1 組或多組鍵盤、螢幕、滑鼠，同時管理多部電腦，終端客戶包括 SOHO/SMB(中、小型企業)及大型企業，其中，SOHO/SMB 通常採購 2~4 port KVM，此市場技術門檻較低，同業競爭激烈，至於大型企業則通常採購 8 port 以上的 KVM，此市場的價格彈性較小，為近幾年宏正積極耕耘的領域。

宏正的 pro-AV(視訊切換器，專業影音產品)機種可分為 1 進多出、多進 1 出、矩陣式(多進多出)，以提供各種數目電腦(進)、螢幕(出)的顯示功能的媒介。此外，宏正尚藉由購併原有供應商機櫃的事業部取得相關量產能力、訂單來源，除可收垂直整合之效外，亦有助於貢獻營收。

宏正的產品線多數以自有品牌「ATEN」行銷(營收比重約 90%)，已在亞洲(中、日、韓、印)、歐洲(比利時、英國、俄、土耳其、波蘭)、美國、澳洲等地設置營業據點，通路佈局完整，近幾年亞洲、歐洲、美洲等地的營收比重分別為 45~55%、20~30%、20~30%。

宏正的競爭對手多為美國業者(KVM 的大型同業包括 Avocent、Raritan 等，pro-AV 的大型同業則包括 Extron、Crestron、AMX 等)，包括 enterprise KVM、pro-AV 同業間殺價競爭狀況並不嚴重(SOHO/SMB KVM 則較常面臨價格戰)，加上產品屬少量多樣，客製化程度高，故宏正的毛利率均超過 55%。

4Q23 宏正的營收 13.19 億元，QoQ+8.41%，動能主要來自 over-IP enterprise KVM，相關營收 4.66 億元，QoQ+16.67%，帶動 enterprise KVM 的營收比重由 3Q23 的 44.2%提高至 4Q23 的 46.4%。雖然 4Q23 產品組合不及 3Q23，宏正的毛利率降低至 59.10%，但宏正的營業利益因規模經濟而高於 3Q23，4Q23 稅後淨利 1.38 億元，QoQ+11.90%，惟獲利表現為近幾年同期相對低水準，主要係受到 PC 市場需求降溫、半導體廠資本支出態度保守影響。

01~02/2024 營收 7.41 億元，YoY-14.35%，主要係 1Q23 營收基期因電信專案等大型標案提前集中入帳而偏高所致，預估 1Q24 營收 YoY-12.02%，然而，因 2Q23 營收基期偏低，加上 pro-AV、secure KVM 等產品出貨增溫，預估 2Q24 營收 13.74 億元，YoY+11.25%。

表一、近期宏正各主要產品線的營收比重

(營收比重)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
enterprise KVM	51.7%	41.9%	44.2%	<b>46.4%</b>
SOHO/SMB KVM	16.2%	17.8%	17.1%	<b>17.2%</b>
pro-AV	16.1%	17.9%	18.3%	<b>17.4%</b>
others	16.0%	22.4%	20.4%	<b>19.0%</b>

資料來源：宏正，群益投顧彙整

**受惠於拓展政府等新市場商機有成、半導體景氣復甦，2024 年 pro-AV、enterprise KVM 出貨動能仍可期：**

展望 2024 年，預估 pro-AV 營收成長性仍居所有產品之冠。2023 年 pro-AV 營收 8.96 億元，YoY+11.02%，雖然基期已高，但由於宏正爭取政府控制中心、銀行會議室、學校視聽教室相關標案有成，包括西歐、美國、東南亞等地 pro-AV 訂單數量持續擴大，2024 年 pro-AV 營收動能仍可期。

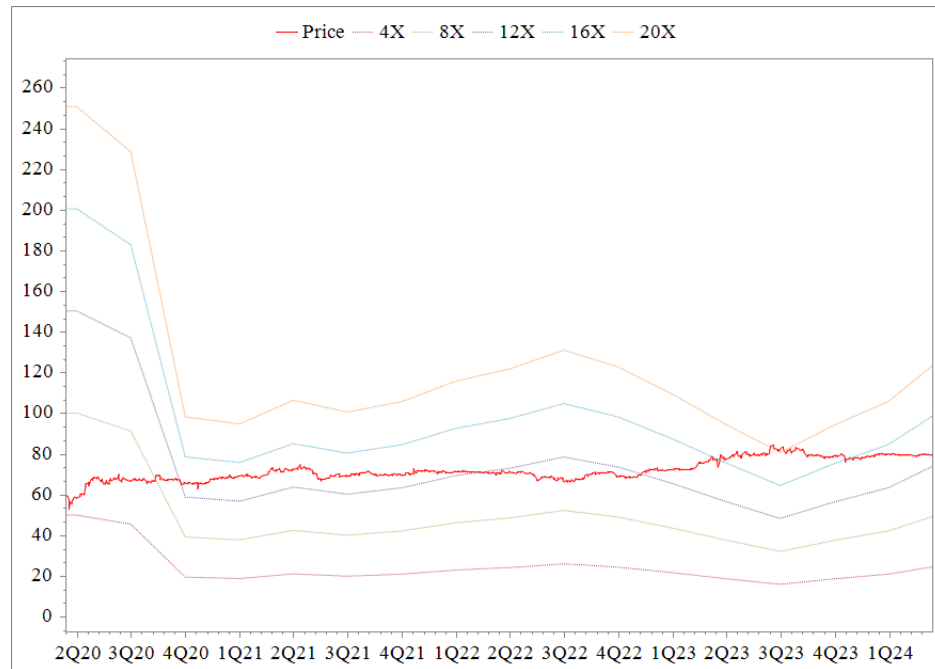
此外，預估 enterprise KVM 2024 年營收表現亦優於 2023 年，原因主要有二，(1)控制室相關需求在疫情過後訂單穩定挹注，(2)機房相關需求 2023 年在台灣、韓國、中國等亞洲地區降溫，但近期接單狀況已見改善跡象。

**雖預估 1Q24 營收表現仍不及 1Q23，但 2024 年展望優於 2023 年，群益維持對宏正 Trading Buy 的投資建議：**

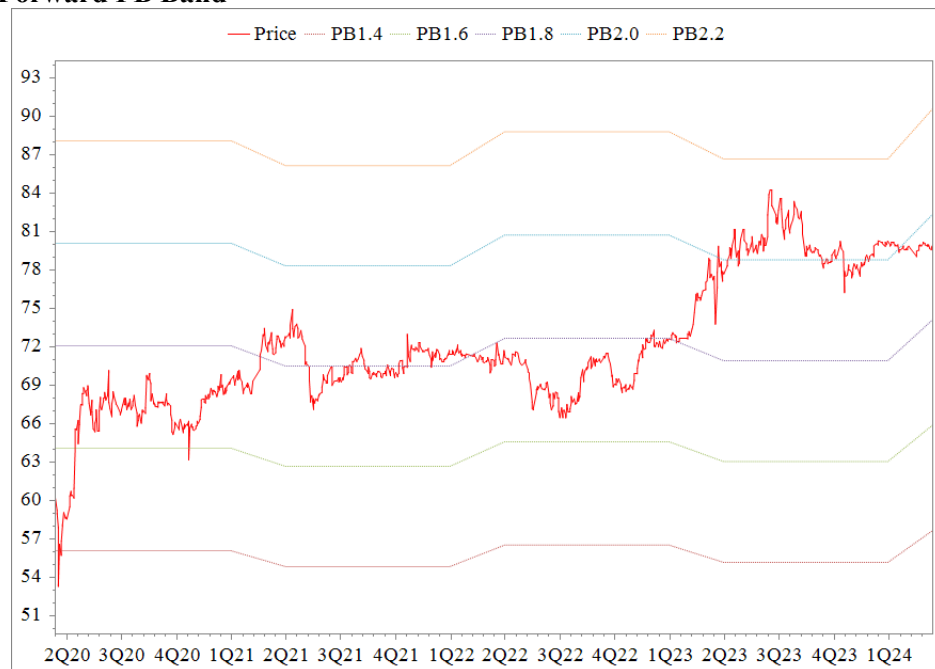
雖然 2024 年仍存在通膨、地緣政治等不確定因素，且預估 1Q24 營收表現不及基期偏高的 1Q23，不過，pro-AV 持續受惠於政府、銀行等新市場商機，加上半導體景氣復甦有助於帶動 enterprise KVM 出貨重拾成長動能，2024 年營收展望優於 2023 年，故群益維持對宏正 Trading Buy 的投資建議。

Forward PE Band

2024 年 3 月 14 日



## Forward PB Band



2024 年 3 月 14 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	7,293	7,350	7,308	7,595	7,819
流動資產	4,204	4,299	4,367	4,440	4,524
現金及約當現金	1,566	1,226	1,434	1,362	1,436
應收帳款與票據	870	741	757	779	801
存貨	1,021	1,497	1,525	1,551	1,593
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	2,586	2,584	2,584	2,584	2,584
<b>負債總計</b>	<b>2,549</b>	<b>2,465</b>	<b>2,532</b>	<b>2,598</b>	<b>2,641</b>
流動負債	2,052	2,077	2,110	2,145	2,186
應付帳款及票據	435	468	483	496	513
非流動負債	497	388	406	425	410
<b>權益總計</b>	<b>4,744</b>	<b>4,885</b>	<b>4,777</b>	<b>4,996</b>	<b>5,178</b>
普通股股本	<b>1,195</b>	<b>1,195</b>	<b>1,195</b>	<b>1,195</b>	<b>1,195</b>
保留盈餘	3,400	3,503	3,394	3,614	3,796
母公司業主權益	4,682	4,825	4,709	4,923	5,099
<b>負債及權益總計</b>	<b>7,293</b>	<b>7,350</b>	<b>7,308</b>	<b>7,595</b>	<b>7,819</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	5,164	5,403	5,156	5,548	6,005
營業成本	2,155	2,240	2,065	2,219	2,391
<b>營業毛利淨額</b>	3,008	3,163	3,091	3,330	3,615
營業費用	2,203	2,313	2,303	2,393	2,511
<b>營業利益</b>	805	851	788	936	1,104
<b>EBITDA</b>	1,098	1,125	976	1,159	1,349
業外收入及支出	61	41	-35	-10	-10
稅前純益	868	891	753	926	1,094
所得稅	224	158	181	181	219
稅後純益	637	730	566	740	869
稅後 EPS(元)	5.33	6.10	4.73	6.19	7.27
完全稀釋 EPS**	5.33	6.10	4.73	6.19	7.27

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 11.95【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 11.95 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	7.05%	4.64%	-4.57%	7.61%	8.24%
營業毛利淨額	5.96%	5.15%	-2.29%	7.73%	8.56%
營業利益	32.39%	5.63%	-7.37%	18.83%	17.90%
稅後純益	-57.49%	14.46%	-22.48%	30.80%	17.48%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	58.26%	58.55%	59.94%	60.01%	60.19%
EBITDA(%)	21.27%	20.81%	18.92%	20.88%	22.46%
營益率	15.60%	15.74%	15.28%	16.88%	18.38%
稅後純益率	12.34%	13.50%	10.97%	13.33%	14.47%
總資產報酬率	8.74%	9.92%	7.74%	9.74%	11.11%
股東權益報酬率	13.43%	14.93%	11.84%	14.80%	16.78%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	34.95%	33.54%	34.64%	34.21%	33.77%
負債/淨值比(%)	53.73%	50.46%	53.00%	52.00%	51.00%
流動比率(%)	204.90%	206.94%	206.94%	206.94%	206.94%

## 其他比率分析

存貨天數	172.33	205.20	267.00	253.00	240.00
應收帳款天數	57.90	54.42	53.00	50.50	48.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	2,196	425	1,144	1,136	1,342
稅前純益	868	891	753	926	1,094
折舊及攤銷	214	218	218	218	218
營運資金變動	-28	-313	-29	-35	-47
其他營運現金	1,143	-371	201	27	77
<b>投資活動現金</b>	-530	-93	21	-4	169
資本支出淨額	-532	-89	-90	-90	-90
長期投資變動	0	-6	0	0	0
其他投資現金	2	2	111	86	259
<b>籌資活動現金</b>	-980	-695	-957	-803	-1,038
長借/公司債變動	16	-5	18	18	-14
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-640	-639	-681	-526	-693
其他籌資現金	-357	-51	-294	-296	-330
<b>淨現金流量</b>	624	-340	208	329	474
<b>期初現金</b>	942	1,566	1,226	1,434	1,762
<b>期末現金</b>	1,566	1,226	1,434	1,762	2,236

資料來源：CMoney、群益

2024 年 3 月 14 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	1,368	1,513	1,385	1,235	1,217	1,319	1,219	1,374	1,441	1,515	1,428	1,458
營業成本	557	629	546	494	486	540	496	549	575	599	568	582
營業毛利淨額	811	884	839	740	731	780	723	825	866	916	859	876
營業費用	575	617	579	574	563	587	573	588	597	634	606	621
營業利益	236	267	260	167	168	193	150	236	269	281	254	255
業外收入及支出	23	0	-7	-26	1	-3	-5	-3	-7	5	-5	-3
稅前純益	259	267	253	141	168	191	145	233	262	286	249	252
所得稅	54	37	62	27	42	49	36	40	66	40	61	43
稅後純益	204	228	191	113	124	138	109	193	194	245	187	207
最新股本	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195
稅後EPS(元)	1.71	1.91	1.59	0.94	1.04	1.16	0.91	1.61	1.62	2.05	1.57	1.74

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	59.26%	58.44%	60.59%	59.97%	60.10%	59.10%	59.33%	60.04%	60.11%	60.44%	60.20%	60.06%
營業利益率(%)	17.22%	17.64%	18.81%	13.49%	13.79%	14.64%	12.30%	17.21%	18.66%	18.56%	17.78%	17.48%
稅後純益率(%)	14.91%	15.06%	13.76%	9.14%	10.17%	10.50%	8.92%	14.02%	13.45%	16.14%	13.10%	14.22%

## QoQ(%)

營業收入淨額	6.07%	10.61%	-8.45%	-10.86%	-1.43%	8.41%	-7.63%	12.72%	4.92%	5.12%	-5.76%	2.12%
營業利益	35.42%	13.31%	-2.39%	-36.07%	0.81%	15.04%	-22.41%	57.74%	13.78%	4.55%	-9.74%	0.42%
稅前純益	38.83%	3.18%	-5.10%	-44.40%	19.63%	13.13%	-23.99%	61.12%	12.24%	9.26%	-13.06%	1.23%
稅後純益	25.77%	11.76%	-16.39%	-40.80%	9.70%	11.90%	-21.52%	77.27%	0.61%	26.19%	-23.52%	10.84%

## YoY(%)

營業收入淨額	7.66%	4.99%	12.37%	-4.26%	-11.03%	-12.80%	-12.02%	11.25%	18.42%	14.82%	17.16%	6.14%
營業利益	18.48%	17.12%	49.35%	-4.25%	-28.72%	-27.63%	-42.47%	41.94%	60.20%	45.60%	69.37%	7.82%
稅前純益	28.67%	2.33%	41.20%	-24.42%	-34.87%	-28.59%	-42.81%	65.74%	55.50%	50.17%	71.77%	7.92%
稅後純益	41.66%	18.85%	40.49%	-30.42%	-39.31%	-39.23%	-42.96%	70.78%	56.63%	76.63%	72.13%	7.63%

註1：稅後EPS以股本11.95億元計算

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。個股投資評等分為四個等級，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」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。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「強力買進」、「買進」或「區間操作」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。