

研究員：劉宜和 [yiho.liu@capital.com.tw](mailto:yiho.liu@capital.com.tw)

前日收盤價	143.50 元
目標價	
3 個月	170.00 元
12 個月	170.00 元

## 中磊 (5388 TT)

Buy

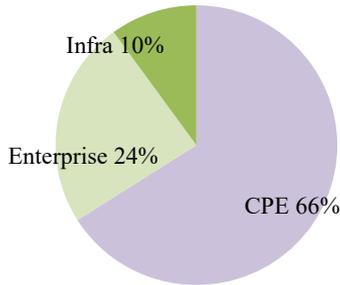
### 近期報告日期、評等及前日股價

03/06/2024	Buy	145.50
01/25/2024	Buy	127.50
01/19/2024	Trading Buy	126.00
01/08/2024	Trading Buy	130.50
12/25/2023	Buy	131.00

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,958
市值(億元)	425
目前每股淨值(元)	44.72
外資持股比(%)	35.17
投信持股比(%)	5.20
董監持股比(%)	4.32
融資餘額(張)	5,720
現金股息配發率(%)	54.52

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



印度需求帶動營收成長，維持 Buy 投資建議。

**投資建議：**印度進行寬頻網路建設，帶動 5G FWA 與 PON 的 CPE 需求向上，成為 2024 年營收成長主要動能，加上短期可望受惠於高股息 ETF 買盤推升股價，維持 Buy 投資建議。

**客戶調整庫存壓抑營收表現，2023 年營收 625.84 億元，YoY-3.08%，EPS8.07 元：**2023 年，雖然新興市場對 PON 需求旺盛，但因歐、美多國央行升息對抗通膨，終端需求放緩，服務供應商對 PON、Cable Modem 與 WiFi Repeater 等…網通 CPE 產品進行庫存調整，加上北美企業及網路品牌客戶在 2H23 開始進行庫存調整，導致 2023 年營收受到壓抑，2023 年營收 625.84 億元，YoY-3.08%。因部分半導體零組件價格已出現明顯降幅，以及產品組合轉佳，公司毛利率優於 2022 年的表現，稅後淨利 23.86 億元，YoY+24.32%，EPS8.07 元。

**南亞客戶拉貨造成淡季不淡，預估 1Q24 營收 160.32 億元，QoQ+2.55%，EPS2.11 元：**展望 1Q24，雖因工作天數減少進入產業傳統淡季，但因寬頻網路基礎建設需求旺盛，以及零組件物流困境舒緩，印度製造夥伴出貨回歸常軌，遞延出貨的 PON 與 5G FWA CPE 在南亞與重啟出貨動能，帶動營收表現淡季不淡，預估 1Q24 營收 160.32 億元，QoQ+2.55%，預估稅後淨利 6.23 億元，QoQ-10.76%，EPS2.11 元。

**客戶訂單恢復成長，預估 2024 年營收 690.78 億元，YoY+10.38%，EPS9.72 元：**展望 2024 年，企業級網通設備需求已在 2H23 進行修正，因較晚進行庫存調整，以及企業需求疲弱，企業級網通設備庫存調整將進行至 1H24，預期企業網通設備營收持平；印度推動寬頻網路建設，採取光纖與 5G 並進的模式進行，由於 14 億人口基數龐大，家戶網通需求快速成長，印度需求將成為 CPE 出貨成長最大動能，預估 2024 年營收 690.78 億元，YoY+10.38%，預估稅後淨利 28.76 億元，YoY+20.53%，EPS9.72 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	62,584	69,078	77,070	18,407	15,659	15,666	15,625	15,634	16,032	16,337	17,851	18,859
營業毛利淨額	10,262	11,667	12,979	2,548	2,144	2,291	2,780	3,047	2,728	2,776	2,997	3,167
營業利益	3,114	3,763	3,808	790	655	712	858	889	812	824	997	1,130
稅後純益	2,386	2,876	2,927	613	506	527	656	698	623	632	770	852
稅後 EPS(元)	8.07	9.72	9.90	2.07	1.71	1.78	2.22	2.36	2.11	2.14	2.60	2.88
毛利率(%)	16.40%	16.89%	16.84%	13.84%	13.69%	14.63%	17.79%	19.49%	17.01%	16.99%	16.79%	16.79%
營業利益率(%)	4.97%	5.45%	4.94%	4.29%	4.18%	4.55%	5.49%	5.69%	5.06%	5.04%	5.59%	5.99%
稅後純益率(%)	3.81%	4.16%	3.80%	3.33%	3.23%	3.36%	4.20%	4.47%	3.89%	3.87%	4.31%	4.52%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-3.08%	10.38%	11.57%	0.71%	-14.93%	0.05%	-0.26%	0.05%	2.55%	1.90%	9.27%	5.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	24.32%	20.53%	1.78%	16.17%	-17.49%	4.10%	24.54%	6.46%	-10.76%	1.39%	21.84%	10.70%

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 29.58 億元計算。

## 中磊 ESG：

中磊注重環境永續議題，持續推行與維護各項管理系統(如 ISO9001、ISO14001/ISO45001等)，因應 OHSAS18001 由行業標準轉換為 ISO45001 國際標準。中磊於 2020 年完成轉換並取得證書，除了滿足 EHS 法規與條例，亦秉持持續改善、強化管理流程，以確保落實環境保護政策。中磊為因應溫室氣體對於地球氣候的影響，以及國際間日漸關注的碳排問題，將於 2022 年逐步導入推行 ISO14064-1：2018 溫室氣體盤查標準及 ISO50001 能源管理系統，藉以提升中磊可以系統化的進行各項溫室氣體的盤查，更能有效降低碳排放，並有效的落實能源管理期使減少能源的損耗。

## 生產不順、出貨遞延，4Q23 營收 156.34 億元，QoQ+0.05%，EPS2.36 元：

4Q23，歐洲、日本與美國電信商客戶進行庫存調整放緩拉貨步調，出貨動能減緩；雖然印度啟動寬頻網路基礎建設，但因電信商客戶要求 CPE 產品需在印度製造，零組件運輸過程遭遇的阻力與困難高於預期，導致產品交付不順；北美有線電視營運商 OTT STB 量產出貨，抵銷其他產品出貨下滑的不利因素，4Q23 營收 156.34 億元，QoQ+0.05%。

受惠於北美有線電視 OTT STB 量產出貨，其他區域 CPE 出貨下滑，產品組合轉佳，以及受惠於部份半導體零組件跌價，4Q23 毛利率優於 3Q23 的表現，稅後淨利 6.98 億元，QoQ+6.46%，EPS2.36 元。

## 客戶調整庫存壓抑營收表現，2023 年營收 625.84 億元，YoY-3.08%，EPS8.07 元：

2023 年，雖然新興市場對 PON 需求旺盛，但因歐、美多國央行升息對抗通膨，終端需求放緩，服務供應商對 PON、Cable Modem 與 WiFi Repeater 等…網通 CPE 產品進行庫存調整，加上北美企業及網路品牌客戶在 2H23 開始進行庫存調整，導致 2023 年營收受到壓抑。

客戶調整庫存壓抑營收表現，2023 年營收 625.84 億元，YoY-3.08%。

因部分半導體零組件價格已出現明顯降幅，以及產品組合轉佳，公司毛利率優於 2022 年的表現，稅後淨利 23.86 億元，YoY+24.32%，EPS8.07 元。

## 南亞客戶拉貨造成淡季不淡，預估 1Q24 營收 160.32 億元，QoQ+2.55%，EPS2.11 元：

展望 1Q24，雖因工作天數減少進入產業傳統淡季，但因寬頻網路基礎建設需求旺盛，以及零組件物流困境舒緩，印度製造夥伴出貨回歸常軌，遞延出貨的 PON 與 5G FWA CPE 在南亞與重啟出貨動能，帶動營收表現淡季不淡，預估 1Q24 營收 160.32 億元，QoQ+2.55%。

因出貨至印度的產品比重提升，預期毛利率將低於 4Q23 的水準，預估稅後淨利 6.23 億元，QoQ-10.76%，EPS2.11 元。

2024 年 3 月 21 日

**客戶訂單恢復成長，預估 2024 年營收 690.78 億元，YoY+10.38%，EPS9.72 元：**

展望 2024 年，企業級網通設備需求已在 2H23 進行修正，因較晚進行庫存調整，以及企業需求疲弱，企業級網通設備庫存調整將進行至 1H24，預期企業網通設備營收持平；印度推動寬頻網路建設，採取光纖與 5G 並進的模式進行，由於 14 億人口基數龐大，家戶網通需求快速成長，印度需求將成為 CPE 出貨成長最大動能。

Enterprise 產品線方面，由於北美企業裁員未見停止，北美企業對勞動力需求已見放緩，中國總體經濟短期仍未見起色，企業級網通設備需求已在 2H23 進行修正，因較晚進行庫存調整，以及企業需求疲弱，北美企業級網通設備庫存至少需調整至 1H24，後續客戶將對新產品拉貨，預期 Enterprise 營收持平。

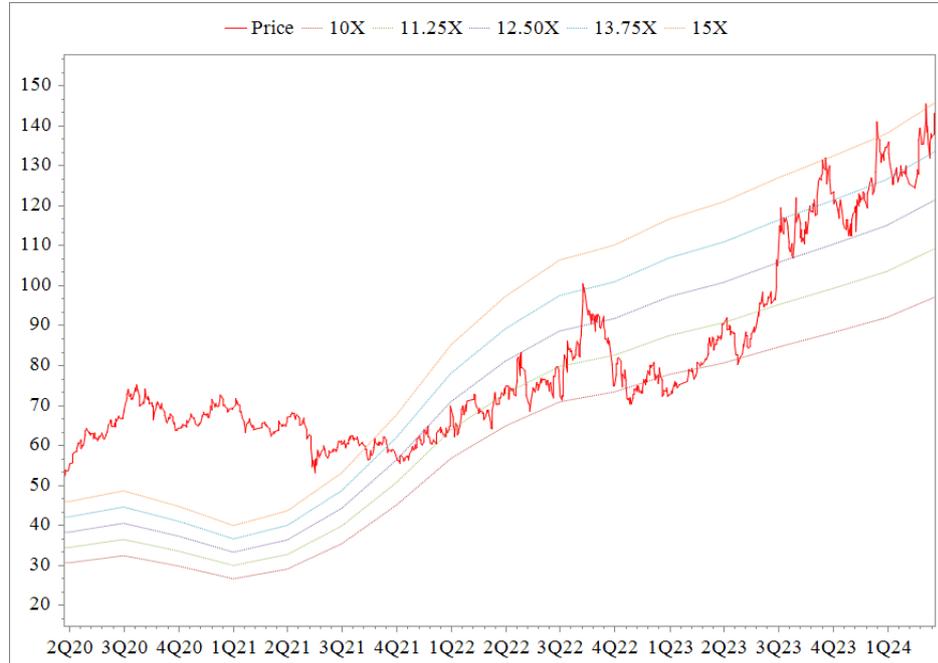
Infrastructure 方面，北美對安全監控產品需求穩健，美國政府通過總額 424.5 億美元的寬頻公平接取與部署計畫 (Broadband Equity Access and Deployment Program, BEAD)，該計畫將優先建設沒有網路或平均網速低於 25 or 3Mbps 的地區，以及平均網速低於 100 or 20Mbps 的地區，預期地區性、小型電信營運商將有較大的機會接受此計畫的補助，可望採用標準化、虛擬化的白牌網通局端設備，有利於此產品線營收成長。

受惠客戶訂單恢復成長，預估 2024 年營收 690.78 億元，YoY+10.38%，預估稅後淨利 28.76 億元，YoY+20.53%，EPS9.72 元。

**投資建議：**

印度進行寬頻網路建設，帶動 5G FWA 與 PON 的 CPE 需求向上，成為 2024 年營收成長主要動能，加上短期可望受惠於高股息 ETF 買盤推升股價，維持 Buy 投資建議。

## 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21日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	34,394	44,276	47,765	49,001	53,475
流動資產	27,944	37,378	40,260	33,701	39,351
現金及約當現金	5,473	8,023	8,831	7,109	8,218
應收帳款與票據	6,300	10,718	11,581	11,963	2,817
存貨	14,215	16,844	17,533	13,599	14,144
採權益法之投資	4	8	7	38	32
不動產、廠房設備	4,385	4,928	5,368	5,528	5,828
<b>負債總計</b>	26,151	34,474	34,548	36,781	40,140
流動負債	20,754	26,671	28,337	16,767	19,578
應付帳款及票據	13,041	18,777	17,009	19,252	12,003
非流動負債	5,396	7,803	6,211	19,540	27,336
<b>權益總計</b>	8,244	9,801	13,216	12,220	13,336
普通股股本	2,524	2,588	2,686	2,588	2,588
保留盈餘	4,124	5,381	6,637	7,799	8,915
母公司業主權益	8,248	9,815	13,228	12,231	13,346
<b>負債及權益總計</b>	34,394	44,276	47,765	49,001	53,475

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-2,842	3,427	1,580	-8,695	2,933
稅前純益	1,026	2,309	2,988	3,551	3,614
折舊及攤銷	833	894	922	995	1,049
營運資金變動	-5,838	-1,311	-3,321	-2,519	1,353
其他營運現金	1,137	1,535	990	-10,722	-3,083
<b>投資活動現金</b>	-1,114	-1,027	-1,958	-2,778	460
資本支出淨額	-871	-752	-964	-1,000	-1,000
長期投資變動	64	-108	-892	-10	-10
其他投資現金	-306	-167	-103	-1,768	1,470
<b>籌資活動現金</b>	2,242	67	1,264	12,017	-2,284
長借/公司債變動	1,328	2,389	2,403	4,030	7,796
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-650	-606	-1,158	-1,553	-1,812
其他籌資現金	1,564	-1,717	19	9,539	-8,268
<b>淨現金流量</b>	-1,745	2,549	808	544	1,109
<b>期初現金</b>	7,219	5,473	8,023	6,565	7,109
<b>期末現金</b>	5,473	8,023	8,831	7,109	8,218

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	43,900	64,574	62,584	69,078	77,070
營業成本	38,231	55,955	52,322	57,411	64,090
<b>營業毛利淨額</b>	5,668	8,619	10,262	11,667	12,979
營業費用	4,615	6,201	7,149	7,904	9,171
<b>營業利益</b>	1,053	2,418	3,114	3,763	3,808
<b>EBITDA</b>	1,912	3,324	4,047	4,758	4,857
業外收入及支出	-53	-161	-244	-212	-194
稅前純益	1,026	2,309	2,988	3,551	3,614
所得稅	164	401	599	675	687
稅後純益	861	1,919	2,386	2,876	2,927
稅後 EPS(元)	2.91	6.49	8.07	9.72	9.90
完全稀釋 EPS**	2.72	6.06	7.54	9.08	9.25

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 29.58【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 31.66 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	21.62%	47.09%	-3.08%	10.38%	11.57%
營業毛利淨額	4.22%	52.05%	19.07%	13.69%	11.25%
營業利益	-7.21%	129.56%	28.78%	20.86%	1.20%
稅後純益	-5.08%	122.88%	24.32%	20.53%	1.78%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	12.91%	13.35%	16.40%	16.89%	16.84%
EBITDA(%)	4.36%	5.15%	6.47%	6.89%	6.30%
營益率	2.40%	3.74%	4.97%	5.45%	4.94%
稅後純益率	1.96%	2.97%	3.81%	4.16%	3.80%
總資產報酬率	2.50%	4.34%	5.00%	5.87%	5.47%
股東權益報酬率	10.45%	19.58%	18.06%	23.54%	21.95%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	76.03%	77.86%	72.33%	75.06%	75.06%
負債/淨值比(%)	317.23%	351.73%	261.41%	301.00%	301.00%
流動比率(%)	134.64%	140.14%	142.07%	201.00%	201.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	109.88	101.30	119.91	98.97	79.00
應收帳款天數	50.30	48.09	65.02	62.20	35.00

## 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	18,277	18,407	15,659	15,666	15,625	15,634	16,032	16,337	17,851	18,859	16,386	18,408
營業成本	15,854	15,859	13,515	13,375	12,846	12,587	13,304	13,561	14,854	15,692	13,631	15,310
營業毛利淨額	2,423	2,548	2,144	2,291	2,780	3,047	2,728	2,776	2,997	3,167	2,755	3,098
營業費用	1,735	1,758	1,490	1,579	1,922	2,158	1,916	1,952	1,999	2,037	1,983	2,200
營業利益	688	790	655	712	858	889	812	824	997	1,130	772	898
業外收入及支出	-50	-47	-44	-38	-50	6	-43	-44	-47	-78	-46	-47
稅前純益	638	743	611	674	808	895	769	780	950	1,052	726	851
所得稅	111	129	104	147	151	196	146	148	181	200	138	162
稅後純益	528	613	506	527	656	698	623	632	770	852	588	690
最新股本	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958
稅後EPS(元)	1.78	2.07	1.71	1.78	2.22	2.36	2.11	2.14	2.60	2.88	1.99	2.33
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	13.26%	13.84%	13.69%	14.63%	17.79%	19.49%	17.01%	16.99%	16.79%	16.79%	16.81%	16.83%
營業利益率(%)	3.76%	4.29%	4.18%	4.55%	5.49%	5.69%	5.06%	5.04%	5.59%	5.99%	4.71%	4.88%
稅後純益率(%)	2.89%	3.33%	3.23%	3.36%	4.20%	4.47%	3.89%	3.87%	4.31%	4.52%	3.59%	3.75%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	20.12%	0.71%	-14.93%	0.05%	-0.26%	0.05%	2.55%	1.90%	9.27%	5.65%	-13.11%	12.34%
營業利益	21.83%	14.81%	-17.12%	8.86%	20.36%	3.66%	-8.69%	1.50%	21.06%	13.33%	-31.71%	16.35%
稅前純益	16.57%	16.40%	-17.76%	10.37%	19.84%	10.81%	-14.08%	1.39%	21.84%	10.70%	-30.97%	17.27%
稅後純益	16.65%	16.17%	-17.49%	4.10%	24.54%	6.46%	-10.76%	1.39%	21.84%	10.70%	-30.97%	17.27%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	64.66%	39.47%	23.55%	2.96%	-14.51%	-15.07%	2.38%	4.28%	14.24%	20.63%	2.21%	12.68%
營業利益	194.41%	75.32%	74.32%	26.20%	24.68%	12.56%	24.02%	15.63%	16.30%	27.15%	-4.92%	9.00%
稅前純益	164.11%	69.90%	60.25%	23.16%	26.61%	20.53%	25.93%	15.69%	17.61%	17.49%	-5.61%	9.17%
稅後純益	188.26%	64.06%	54.97%	16.41%	24.28%	13.89%	23.17%	19.97%	17.36%	22.03%	-5.61%	9.17%

註1：稅後EPS以股本29.58億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。