

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

前日收盤價	31.15 元
目標價	
3 個月	35.00 元
12 個月	35.00 元

## 明泰 (3380 TT)

### Trading Buy

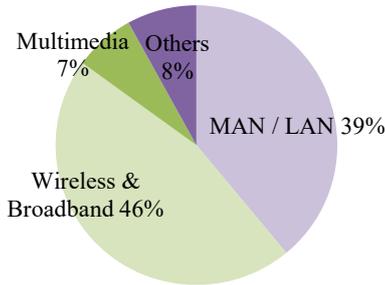
#### 近期報告日期、評等及前日股價

03/01/2024	Trading Buy	37.00
11/03/2023	Buy	35.20
10/02/2023	Neutral	39.35
06/21/2023	Neutral	39.10
03/02/2023	Neutral	33.20

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,417
市值(億元)	169
目前每股淨值(元)	18.48
外資持股比(%)	6.89
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	54.61
融資餘額(張)	8,091
現金股息配發率(%)	100.00

#### 產品組合



#### 股價相對大盤走勢



期待 2H24 客戶拉貨回溫，維持 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 因升級網路對 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，故維持 Trading Buy 投資評等。

**進入傳統淡季，1Q24 營收 51.80 億元，QoQ-23.78%，EPS0.12 元：**1Q24，企業網通設備進入傳統淡季，加上二個北美企業級網通設備客戶進行併購，企業級 Switch 出貨放緩時程進一步延長；終端消費疲弱，導致 DIY 市場 IP-Cam 需求遞延，Multimedia 營收季減；北美 MSO 將進行 DOCSIS3.1 升級，預期在 2H24 把骨幹網路升級至 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 壓抑營收表現，1Q24 營收 51.80 億元，QoQ-23.78%，預估稅後淨利 0.66 億元，QoQ+27.03%，EPS0.12 元。

**客戶持續庫存調整，預估 2Q24 營收 53.80 億元，QoQ+3.87%，EPS0.13 元：**展望 2Q24，因北美 DIY IP-Cam 需求未明顯回溫，以及北美 MSO 業者進行 DOCSIS3.0 升級，Multimedia 與 Cable Modem 出貨穩定；北美企業裁員未見停止，以及二個主要企業級網通設備品牌客戶合併，本季將持續進行庫存調整，進一步壓抑營收成長動能，預估 2Q24 營收 53.80 億元，QoQ+3.87%，稅後淨利 0.68 億元，QoQ+3.57%，EPS0.13 元。

**客戶網路規格升級，預估 2024 年營收 271.98 億元，YoY-3.80%，EPS2.01 元：**展望 2024 年，因北美客戶進行整併，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 將於 2H24 出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，預期 Switch 營收持穩；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 年放量，預期智慧門鈴營收年增率可達 50% 以上，帶動多媒體營收成長；北美 MSO 進行網路升級，Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless & Broadband 營收恐出現小幅衰退，預估 2024 年營收 271.98 億元，YoY-3.80%，稅後淨利 10.86 億元，YoY+98.28%，EPS2.01 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	28,272	27,198	30,745	7,869	7,745	5,861	6,796	5,180	5,380	7,341	9,297	6,544
營業毛利淨額	5,211	5,413	6,017	1,400	1,362	1,187	1,262	1,023	1,066	1,462	1,861	1,278
營業利益	829	1,109	1,702	313	280	105	131	91	98	361	559	251
稅後純益	548	1,086	1,179	174	239	83	52	66	68	569	384	154
稅後 EPS(元)	1.01	2.01	2.18	0.32	0.44	0.15	0.10	0.12	0.13	1.05	0.71	0.28
毛利率(%)	18.43%	19.90%	19.57%	17.79%	17.59%	20.24%	18.57%	19.76%	19.82%	19.92%	20.02%	19.53%
營業利益率(%)	2.93%	4.08%	5.54%	3.98%	3.62%	1.79%	1.93%	1.76%	1.82%	4.92%	6.02%	3.83%
稅後純益率(%)	1.94%	3.99%	3.84%	2.21%	3.08%	1.42%	0.76%	1.27%	1.26%	7.75%	4.13%	2.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.94%	-3.80%	13.04%	-14.85%	-1.58%	-24.32%	15.95%	-23.78%	3.87%	36.43%	26.65%	-29.61%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-40.25%	98.28%	8.56%	-22.70%	37.39%	-65.09%	-37.99%	27.03%	3.57%	736.66%	-32.62%	-59.83%

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 4 月 22 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。

## 進入傳統淡季，1Q24 營收 51.80 億元，QoQ-23.78%，EPS0.12 元：

1Q24，企業網通設備進入傳統淡季，加上二個北美企業級網通設備客戶進行併購，企業級 Switch 出貨放緩時程進一步延長；終端消費疲弱，導致 DIY 市場 IP-Cam 需求遞延，Multimedia 營收季減；北美 MSO 將進行 DOCSIS3.1 升級，預期在 2H24 把骨幹網路升級至 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 壓抑營收表現，1Q24 營收 51.80 億元，QoQ-23.78%。

庫存已降至健康水位，提列庫存跌價損失將遠低於 1Q23 的水準，加上台幣相對美元貶值，皆有利毛利率向上表現，預估稅後淨利 0.66 億元，QoQ+27.03%，EPS0.12 元。

## 客戶持續庫存調整，預估 2Q24 營收 53.80 億元，QoQ+3.87%，EPS0.13 元：

展望 2Q24，雖然工作天數恢復正常，但因北美 DIY IP-Cam 需求未明顯回溫，以及北美 MSO 業者進行 DOCSIS3.0 升級，Multimedia 與 Cable Modem 出貨穩定；北美企業裁員未見停止，以及二個主要企業級網通設備品牌客戶合併，本季將持續進行庫存調整，進一步壓抑營收成長動能。

客戶持續庫存調整，預估 2Q24 營收 53.80 億元，QoQ+3.87%。

由於整體營收規模與產品組合與 1Q24 相似，預期毛利率相當，預估稅後淨利 0.68 億元，QoQ+3.57%，EPS0.13 元。

## 客戶網路規格升級，預估 2024 年營收 271.98 億元，YoY-3.80%，EPS2.01 元：

展望 2024 年，因北美客戶進行合併，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 將於 2H24 出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，預期 Switch 營收持穩；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 年放量，預期智慧門鈴營收年增率可達 50% 以上，帶動多媒體營收成長；北美 MSO 進行網路升級，Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless & Broadband 營收恐出現小幅衰退。

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

2024 年 4 月 22 日

鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 放量，預期智慧門鈴營收年增率可達 50% 以上，並成為多媒體營收成長動能來源。

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 將網路由 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。

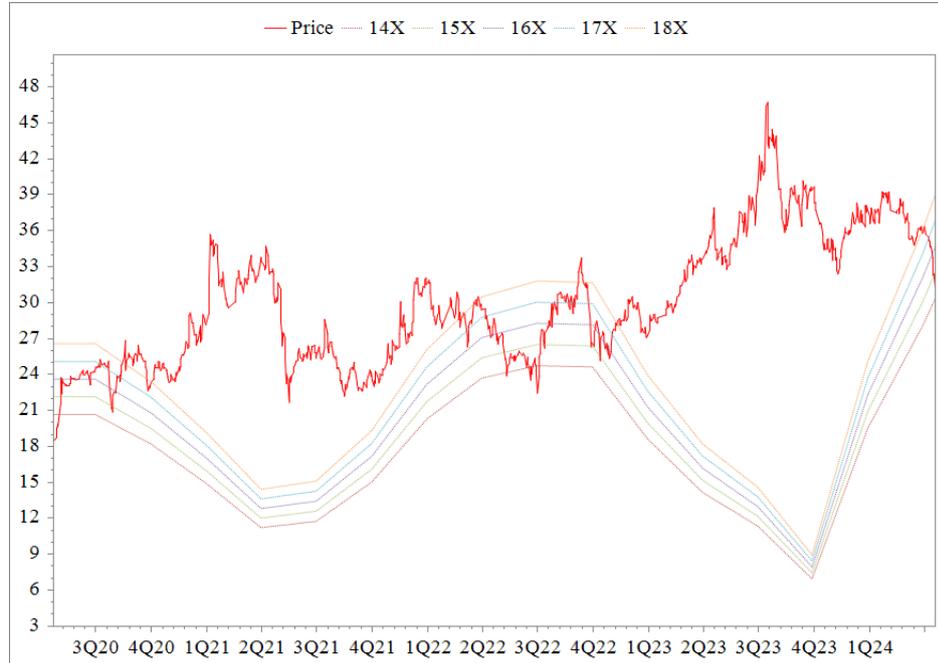
客戶網路規格升級，預估 2024 年營收 271.98 億元，YoY-3.80%。

因新爭取到的智慧門鈴專案毛利率優於舊款智慧門鈴，且預期提列的庫存跌價損失將低於 2023 年，故預期 2024 年毛利率優於 2023 年，業外預期在 3Q24 認列出售東莞廠收入，獲利金額約 4.49 億元，預估稅後淨利 10.86 億元，YoY+98.28%，EPS2.01 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 因網路升級對 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4月22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	29,612	31,725
流動資產	18,700	20,243	16,468	17,319	20,874
現金及約當現金	4,498	4,084	3,201	3,437	4,101
應收帳款與票據	4,053	5,599	4,899	5,682	6,279
存貨	9,239	9,424	7,455	3,885	8,987
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	3,654	4,222	4,273	4,273	4,273
<b>負債總計</b>	12,172	13,576	10,469	15,376	16,473
流動負債	11,584	13,047	8,762	11,319	13,643
應付帳款及票據	4,194	5,031	4,269	5,638	5,608
非流動負債	588	529	1,707	2,687	1,491
<b>權益總計</b>	12,559	13,557	13,330	14,237	15,252
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	3,174	4,190
母公司業主權益	9,602	10,371	10,013	10,828	11,736
<b>負債及權益總計</b>	24,731	27,133	23,799	29,612	31,725

## 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	27,198	30,745
營業成本	23,276	27,381	23,061	21,785	24,728
<b>營業毛利淨額</b>	4,586	6,253	5,211	5,413	6,017
營業費用	3,876	4,539	4,382	4,304	4,315
<b>營業利益</b>	710	1,715	829	1,109	1,702
<b>EBITDA</b>	1,513	2,325	1,657	0	0
業外收入及支出	18	-215	-103	400	-53
稅前純益	755	1,534	807	1,510	1,649
所得稅	214	376	168	332	363
稅後純益	434	917	548	1,086	1,179
稅後 EPS(元)	0.80	1.69	1.01	2.01	2.18
完全稀釋 EPS**	0.80	1.69	1.01	2.01	2.18

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

## 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	4,265	1,894
稅前純益	755	1,534	807	1,510	1,649
折舊及攤銷	746	705	774	812	812
營運資金變動	-2,096	-894	1,907	4,156	-5,730
其他營運現金	-306	216	-786	-2,213	5,162
<b>投資活動現金</b>	-698	-1,046	-664	-5,173	1,233
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	-4,963	1,443
<b>籌資活動現金</b>	382	-1,078	-2,512	1,144	-2,463
長借/公司債變動	0	-346	1,306	979	-1,196
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-542	-433	-916	-271	-271
其他籌資現金	924	-298	-2,903	435	-996
<b>淨現金流量</b>	-1,212	-414	-884	236	664
<b>期初現金</b>	5,710	4,498	4,084	3,201	3,437
<b>期末現金</b>	4,498	4,084	3,201	3,437	4,101

資料來源：CMoney、群益

## 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	-13.39%	20.72%	-15.94%	-3.80%	13.04%
營業毛利淨額	-8.40%	36.36%	-16.66%	3.87%	11.17%
營業利益	-20.94%	141.59%	-51.63%	33.77%	53.44%
稅後純益	-22.10%	111.36%	-40.25%	98.28%	8.56%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	16.46%	18.59%	18.43%	19.90%	19.57%
EBITDA(%)	5.43%	6.91%	5.86%	0.00%	0.00%
營益率	2.55%	5.10%	2.93%	4.08%	5.54%
稅後純益率	1.56%	2.73%	1.94%	3.99%	3.84%
總資產報酬率	1.75%	3.38%	2.30%	3.67%	3.72%
股東權益報酬率	3.45%	6.76%	4.11%	7.63%	7.73%
<b>償債能力檢視</b>					
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%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	127.55	124.39	133.58	95.00	95.00
應收帳款天數	71.10	52.37	67.77	71.00	71.00

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	9,241	7,869	7,745	5,861	6,796	5,180	5,380	7,341	9,297	6,544	7,244	7,852
營業成本	7,473	6,470	6,383	4,675	5,534	4,157	4,314	5,878	7,436	5,266	5,822	6,324
營業毛利淨額	1,768	1,400	1,362	1,187	1,262	1,023	1,066	1,462	1,861	1,278	1,422	1,528
營業費用	1,233	1,086	1,082	1,082	1,131	932	968	1,101	1,302	1,027	1,065	1,076
營業利益	535	313	280	105	131	91	98	361	559	251	357	452
業外收入及支出	-139	-40	11	18	-11	-7	-17	433	-9	-13	-14	-13
稅前純益	396	273	291	123	120	84	81	794	550	237	343	439
所得稅	78	86	14	48	19	18	18	175	121	52	75	97
稅後純益	225	174	239	83	52	66	68	569	384	154	242	311
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)	0.42	0.32	0.44	0.15	0.10	0.12	0.13	1.05	0.71	0.28	0.45	0.57
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	19.13%	17.79%	17.59%	20.24%	18.57%	19.76%	19.82%	19.92%	20.02%	19.53%	19.63%	19.46%
營業利益率(%)	5.79%	3.98%	3.62%	1.79%	1.93%	1.76%	1.82%	4.92%	6.02%	3.83%	4.93%	5.76%
稅後純益率(%)	2.43%	2.21%	3.08%	1.42%	0.76%	1.27%	1.26%	7.75%	4.13%	2.35%	3.34%	3.96%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	0.11%	-14.85%	-1.58%	-24.32%	15.95%	-23.78%	3.87%	36.43%	26.65%	-29.61%	10.70%	8.39%
營業利益	14.48%	-41.45%	-10.62%	-62.56%	25.02%	-30.59%	7.53%	269.04%	54.94%	-55.17%	42.32%	26.74%
稅前純益	-12.33%	-31.04%	6.66%	-57.79%	-2.72%	-29.82%	-3.57%	880.94%	-30.73%	-56.88%	44.60%	28.04%
稅後純益	-28.64%	-22.70%	37.39%	-65.09%	-37.99%	27.03%	3.57%	736.66%	-32.62%	-59.83%	57.18%	28.32%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	44.21%	14.46%	-6.54%	-36.50%	-26.46%	-34.17%	-30.53%	25.24%	36.80%	26.33%	34.64%	6.97%
營業利益	162.18%	16.11%	-36.67%	-77.57%	-75.50%	-70.96%	-65.06%	244.37%	326.77%	175.61%	264.78%	25.28%
稅前純益	102.48%	2.54%	-30.49%	-72.78%	-69.80%	-69.27%	-72.22%	545.77%	359.83%	182.55%	323.69%	-44.70%
稅後純益	142.79%	29.95%	-1.69%	-73.55%	-77.02%	-62.23%	-71.52%	582.56%	641.66%	134.51%	255.87%	-45.42%

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 $< 15\%$
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。