

研究員：陳長榮 cj.chen@capital.com.tw

前日收盤價	80.50 元
目標價	
3 個月	87.80 元
12 個月	87.80 元

## 宏正(6277 TT)

**Trading Buy**

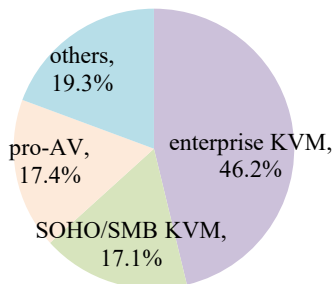
### 近期報告日期、評等及前日股價

03/14/2024	Trading Buy	80.00
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

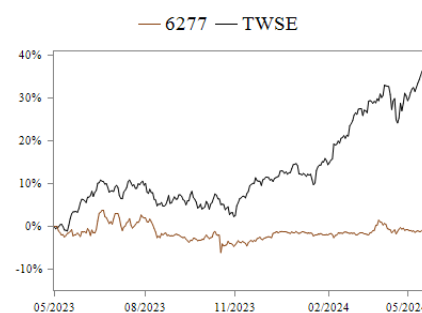
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,195
市值(億元)	96
目前每股淨值(元)	38.41
外資持股比(%)	6.66
投信持股比(%)	0.02
董監持股比(%)	11.65
融資餘額(張)	83
現金股息配發率(%)	90.91

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



預估 2024 年營收逐季增加，維持 Trading Buy 評等。

**投資建議：**由於台灣、中國兩地半導體廠需求出現回溫跡象，有助於帶動 enterprise KVM 出貨規模持續擴大，加上 pro-AV 2H24 動能仍可期，預估宏正 2024 年營收逐季增加，故群益維持對宏正 Trading Buy 的投資建議。

**1Q24 稅後淨利減少至 1.11 億元，QoQ-20.12%：**由於 non over-IP KVM 標案入帳季節性高峰已過，相關營收減少至 3.61 億元，QoQ-22.55%，1Q24 宏正的營收 11.75 億元，QoQ-10.94%。雖然 1Q24 毛利率受惠於產品組合而回升至 60.85%，但在營收規模縮小下，稅後淨利減少至 1.11 億元，QoQ-20.12%。此外，若與 1Q23 相較，1Q24 營收、獲利均相形失色，主要係 1Q23 美國政府機關 secure KVM 大標案、日本電信業者 non over-IP KVM 大標案入帳，基期甚高所致。

就 1Q24 各主要產品出貨狀況而言，雖然 03/2024 半導體廠相關 over-IP KVM 已見需求回溫跡象，但如前所述，non over-IP KVM 入帳高峰已過，enterprise KVM 營收隨之減少至 5.31 億元，QoQ-13.24%，營收比重由 4Q23 的 46.4%降低至 1Q24 的 45.2%。

**2024 年 pro-AV、enterprise KVM 營收展望佳：**展望 2024 年，預估 pro-AV 營收成長性仍居所有產品線之冠，雖然 1Q24 相關營收受歐洲市場需求降溫影響而減少至 2.13 億元，QoQ-7.36%，且預估 2Q24 亦與 1Q24 相去有限，不過，宏正耕耘金融機構、政府機關、教育等領域的成效持續顯現，加上旗艦級電視影像處理器等新產品的成效發揮，就目前接單狀況觀察，2H24 仍有機會溫和成長。

其次，宏正 2Q~4Q23 over-IP KVM 營收 4.14 億元，YoY-24.70%，主要係半導體廠資本支出態度因終端產業庫存調整而轉為保守所致，雖然 01~02/2024 狀況仍未改善，但 03/2024 台灣、中國兩地半導體廠需求出現回溫跡象，1Q24 亞洲市場營收達 7 億元以上相對高水準即肇因於此，且預估 2Q~4Q24 機房、控制室相關訂單仍持續挹注，預估將帶動 enterprise KVM 營收逐季增加。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	5,156	5,375	5,687	1,385	1,235	1,217	1,319	1,175	1,295	1,433	1,473	1,304
營業毛利淨額	3,091	3,245	3,420	839	740	731	780	715	777	863	890	782
營業利益	788	939	1,065	260	167	168	193	152	204	285	297	203
稅後純益	566	737	837	191	113	124	138	111	163	206	257	147
稅後 EPS(元)	4.73	6.17	7.01	1.59	0.94	1.04	1.16	0.93	1.37	1.72	2.15	1.23
毛利率(%)	59.94%	60.38%	60.14%	60.59%	59.97%	60.10%	59.10%	60.85%	60.05%	60.24%	60.41%	59.99%
營業利益率(%)	15.28%	17.46%	18.72%	18.81%	13.49%	13.79%	14.64%	12.96%	15.78%	19.86%	20.20%	15.54%
稅後純益率(%)	10.97%	13.71%	14.72%	13.76%	9.14%	10.17%	10.50%	9.41%	12.62%	14.34%	17.47%	11.29%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-4.57%	4.25%	5.80%	-8.45%	-10.86%	-1.43%	8.41%	-10.94%	10.19%	10.68%	2.76%	-11.44%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-22.48%	30.27%	13.63%	-16.39%	-40.80%	9.70%	11.90%	-20.12%	47.67%	25.84%	25.13%	-42.76%

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 5 月 17 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。

## 因 non over-IP KVM 出貨季節性高峰已過，1Q24 稅後淨利減少至 1.11 億元，QoQ-20.12%：

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%。

1Q24 宏正的營收 11.75 億元，QoQ-10.94%，原因在於 non over-IP KVM 標案入帳季節性高峰已過，相關營收減少至 3.61 億元，QoQ-22.55%，雖然 1Q24 毛利率受惠於產品組合而回升至 60.85%(4Q23 為 59.10%)，但在營收規模縮小下，稅後淨利減少至 1.11 億元，QoQ-20.12%。此外，若與 1Q23 相較，1Q24 營收、獲利均相形失色，主要係 1Q23 美國政府機關 secure KVM 大標案、日本電信業者 non over-IP KVM 大標案入帳，基期甚高所致。

就 1Q24 各主要產品出貨狀況而言，雖然 03/2024 半導體廠相關 over-IP KVM 已見需求回溫跡象，但如前所述，non over-IP KVM 入帳高峰已過，enterprise KVM 營收隨之減少至 5.31 億元，QoQ-13.24%，營收比重由 4Q23 的 46.4%

2024 年 5 月 17 日

降低至 1Q24 的 45.2%。若就各主要銷售地區而言，1Q24 歐洲需求降溫，相關營收減少 2.12 億元，QoQ-27.13%，營收比重由 4Q23 的 22%降低至 1Q24 的 18%。

**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	1Q24
enterprise KVM	51.7%	41.9%	44.2%	46.4%	<b>45.2%</b>
SOHO/SMB KVM	16.2%	17.8%	17.1%	17.2%	<b>17.0%</b>
pro-AV	16.1%	17.9%	18.3%	17.4%	<b>18.1%</b>
others	16.0%	22.4%	20.4%	19.0%	<b>19.7%</b>

資料來源：宏正，群益投顧彙整

## **2024 年營收動能主要來自 pro-AV、enterprise KVM：**

展望 2024 年，預估 pro-AV 營收成長性仍居所有產品線之冠，雖然 1Q24 相關營收受歐洲市場需求降溫影響而減少至 2.13 億元，QoQ-7.36%，且預估 2Q24 亦與 1Q24 相去有限，不過，宏正耕耘金融機構、政府機關、教育等領域的成效持續顯現，加上旗艦級電視影像處理器等新產品的成效發揮，就目前接單狀況觀察，2H24 仍有機會溫和成長。

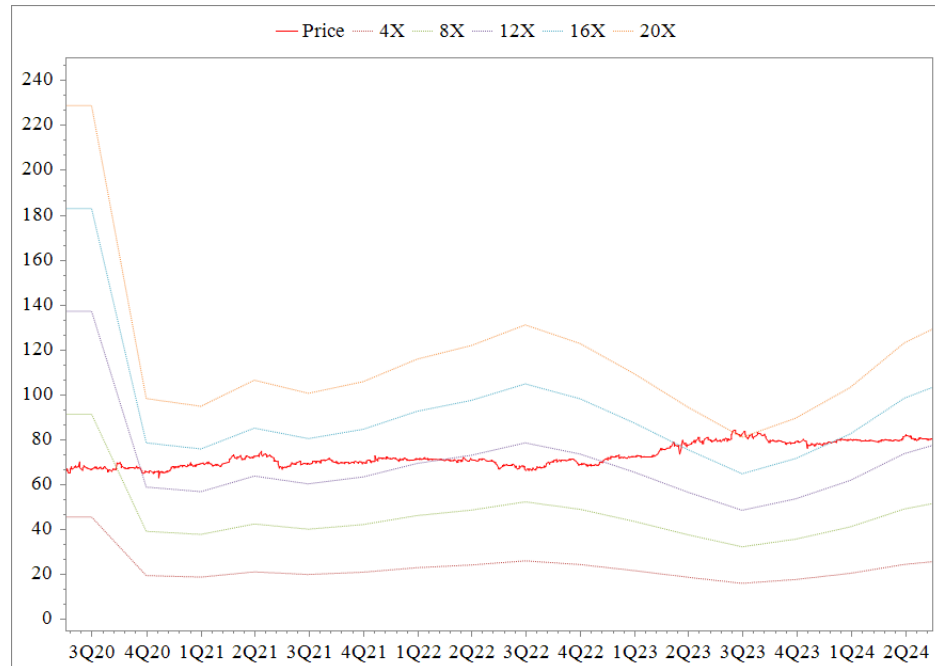
其次，宏正 2Q~4Q23 over-IP KVM 營收 4.14 億元，YoY-24.70%，主要係半導體廠資本支出態度因終端產業庫存調整而轉為保守所致，雖然 01~02/2024 狀況仍未改善，但 03/2024 台灣、中國兩地半導體廠需求出現回溫跡象，1Q24 亞洲市場營收達 7 億元以上相對高水準即肇因於此，且預估 2Q~4Q24 機房、控制室相關訂單仍持續挹注，預估將帶動 enterprise KVM 營收逐季增加。

## **預估 2024 年營收逐季增加，群益維持對宏正 Trading Buy 的投資建議：**

由於台灣、中國兩地半導體廠需求出現回溫跡象，有助於帶動 enterprise KVM 出貨規模持續擴大，加上 pro-AV 2H24 動能仍可期，預估宏正 2024 年營收逐季增加，故群益維持對宏正 Trading Buy 的投資建議。

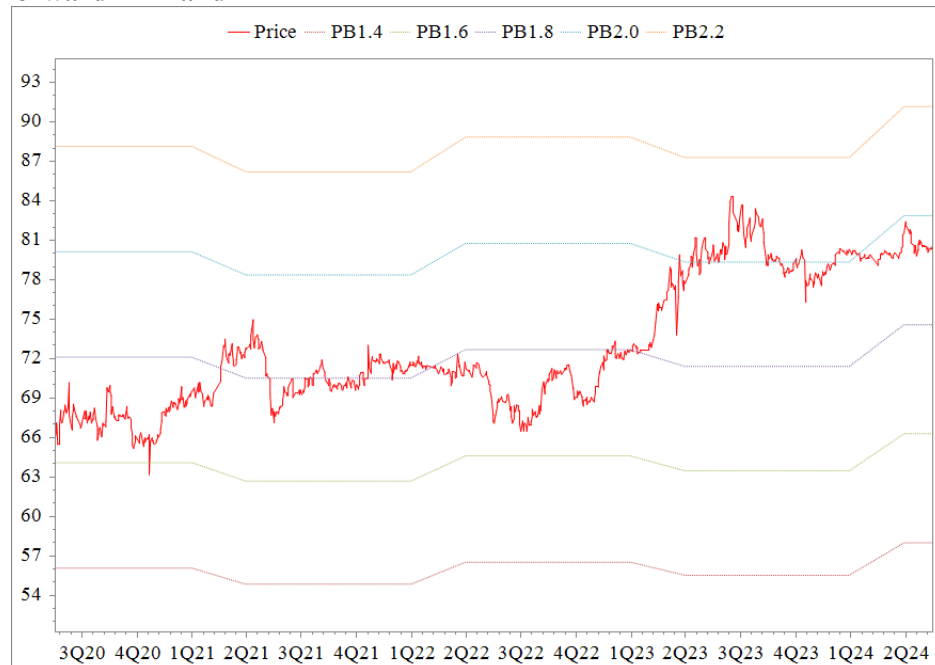
2024 年 5 月 17 日

## 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 5 月 17 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	7,293	7,350	7,090	7,361	7,558
流動資產	4,204	4,299	3,763	3,862	3,983
現金及約當現金	1,566	1,122	1,194	1,109	1,203
應收帳款與票據	870	741	722	736	759
存貨	1,021	1,497	1,266	1,301	1,332
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	2,586	2,584	2,704	2,713	2,722
<b>負債總計</b>	<b>2,549</b>	<b>2,465</b>	<b>2,285</b>	<b>2,336</b>	<b>2,381</b>
流動負債	2,052	2,077	1,779	1,826	1,883
應付帳款及票據	435	468	289	295	302
非流動負債	497	388	506	504	485
<b>權益總計</b>	<b>4,744</b>	<b>4,885</b>	<b>4,805</b>	<b>5,024</b>	<b>5,177</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	3,426	3,645	3,798
母公司業主權益	4,682	4,825	4,740	4,951	5,095
<b>負債及權益總計</b>	<b>7,293</b>	<b>7,350</b>	<b>7,090</b>	<b>7,361</b>	<b>7,558</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	5,164	5,403	5,156	5,375	5,687
營業成本	2,155	2,240	2,065	2,130	2,267
<b>營業毛利淨額</b>	3,008	3,163	3,091	3,245	3,420
營業費用	2,203	2,313	2,303	2,307	2,356
<b>營業利益</b>	805	851	788	939	1,065
<b>EBITDA</b>	1,098	1,125	1,011	1,159	1,349
業外收入及支出	61	34	-46	-5	-10
稅前純益	868	891	753	934	1,055
所得稅	224	158	181	188	209
稅後純益	637	730	566	737	837
稅後 EPS(元)	5.33	6.10	4.73	6.17	7.01
完全稀釋 EPS**	5.33	6.10	4.73	6.17	7.01

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	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	7.05%	4.64%	-4.57%	4.25%	5.80%
營業毛利淨額	5.96%	5.15%	-2.29%	5.00%	5.39%
營業利益	32.39%	5.63%	-7.37%	19.12%	13.42%
稅後純益	-57.49%	14.46%	-22.48%	30.27%	13.63%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	58.26%	58.55%	59.94%	60.38%	60.14%
EBITDA(%)	21.27%	20.81%	19.61%	21.56%	23.71%
營益率	15.60%	15.74%	15.28%	17.46%	18.72%
稅後純益率	12.34%	13.50%	10.97%	13.71%	14.72%
總資產報酬率	8.74%	9.92%	7.98%	10.01%	11.08%
股東權益報酬率	13.43%	14.93%	11.77%	14.66%	16.17%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	34.95%	33.54%	32.23%	31.74%	31.51%
負債/淨值比(%)	53.73%	50.46%	47.56%	46.50%	46.00%
流動比率(%)	204.90%	206.94%	211.47%	211.47%	211.47%

## 其他比率分析

存貨天數	172.33	205.20	244.17	220.00	212.00
應收帳款天數	57.90	54.42	51.76	49.50	48.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	2,196	425	1,063	1,126	1,314
稅前純益	868	891	753	934	1,055
折舊及攤銷	214	218	228	228	229
營運資金變動	-28	-313	71	-44	-47
其他營運現金	1,143	-371	11	8	77
<b>投資活動現金</b>	-530	-93	-212	-53	-57
資本支出淨額	-532	-89	-229	-90	-90
長期投資變動	0	-6	20	0	0
其他投資現金	2	2	-3	37	33
<b>籌資活動現金</b>	-980	-695	-775	-957	-1,063
長借/公司債變動	16	-5	-5	-1	-19
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-640	-639	-397	-526	-693
其他籌資現金	-357	-51	-373	-430	-350
<b>淨現金流量</b>	624	-340	72	116	194
<b>期初現金</b>	942	1,462	1,122	1,194	1,309
<b>期末現金</b>	1,566	1,122	1,194	1,309	1,503

資料來源：CMoney、群益

2024 年 5 月 17 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,513	1,385	1,235	1,217	1,319	1,175	1,295	1,433	1,473	1,304	1,378	1,481
營業成本	629	546	494	486	540	460	517	570	583	522	548	591
營業毛利淨額	884	839	740	731	780	715	777	863	890	782	830	890
營業費用	617	579	574	563	587	563	573	579	592	580	583	589
營業利益	267	260	167	168	193	152	204	285	297	203	246	302
業外收入及支出	0	-7	-26	1	-3	0	-3	-7	5	-5	-3	-7
稅前純益	267	253	141	168	191	152	201	278	302	198	243	295
所得稅	37	62	27	42	49	40	37	70	42	49	42	74
稅後純益	228	191	113	124	138	111	163	206	257	147	200	218
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)	1.91	1.59	0.94	1.04	1.16	0.93	1.37	1.72	2.15	1.23	1.67	1.83
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	58.44%	60.59%	59.97%	60.10%	59.10%	60.85%	60.05%	60.24%	60.41%	59.99%	60.21%	60.10%
營業利益率(%)	17.64%	18.81%	13.49%	13.79%	14.64%	12.96%	15.78%	19.86%	20.20%	15.54%	17.87%	20.37%
稅後純益率(%)	15.06%	13.76%	9.14%	10.17%	10.50%	9.41%	12.62%	14.34%	17.47%	11.29%	14.52%	14.74%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	10.61%	-8.45%	-10.86%	-1.43%	8.41%	-10.94%	10.19%	10.68%	2.76%	-11.44%	5.66%	7.49%
營業利益	13.31%	-2.39%	-36.07%	0.81%	15.04%	-21.17%	34.22%	39.29%	4.51%	-31.86%	21.48%	22.51%
稅前純益	3.18%	-5.10%	-44.40%	19.63%	13.13%	-20.20%	32.40%	37.88%	8.95%	-34.64%	23.03%	21.14%
稅後純益	11.76%	-16.39%	-40.80%	9.70%	11.90%	-20.12%	47.67%	25.84%	25.13%	-42.76%	35.88%	9.12%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	4.99%	12.37%	-4.26%	-11.03%	-12.80%	-15.17%	4.86%	17.75%	11.61%	10.98%	6.42%	3.35%
營業利益	17.12%	49.35%	-4.25%	-28.72%	-27.63%	-41.55%	22.70%	69.54%	54.03%	33.13%	20.49%	5.98%
稅前純益	2.33%	41.20%	-24.42%	-34.87%	-28.59%	-39.96%	42.99%	64.81%	58.71%	29.99%	20.80%	6.13%
稅後純益	18.85%	40.49%	-30.42%	-39.31%	-39.23%	-41.94%	44.82%	66.12%	85.75%	33.10%	22.47%	6.20%

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。