

2024年7月31日

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

前日收盤價	114.50 元
目標價	
3 個月	120.00 元
12 個月	120.00 元

## 中磊 (5388 TT)

### Trading Buy

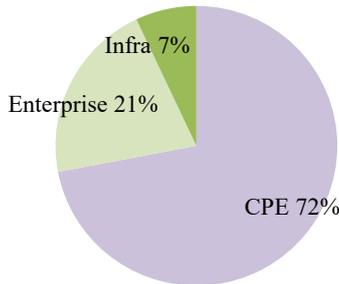
#### 近期報告日期、評等及前日股價

06/21/2024	Buy	116.00
06/11/2024	Neutral	111.50
03/21/2024	Buy	143.50
03/06/2024	Buy	145.50
01/25/2024	Buy	127.50

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,959
市值(億元)	339
目前每股淨值(元)	50.71
外資持股比(%)	17.39
投信持股比(%)	8.89
董監持股比(%)	4.32
融資餘額(張)	5,735
現金股息配發率(%)	54.52

#### 產品組合



#### 股價相對大盤走勢



短期營運持穩，給予 Trading Buy 投資建議。

**投資建議：**北美企業級網通設備客戶需求放緩，以及北美、歐洲電信商持續調整庫存，2024 年整體營收表現遲緩，後續需等待 WiFi-7 相關新專案出貨，預期 2Q25 才可望見到營運顯著回溫的動能，故將投資建議調整至 Trading Buy。

**歐美電信商客戶持續調整庫存，2Q24 營收 137.11 億元，QoQ-15.33%，EPS1.84 元：**2Q24，雖然北美企業級網通設備品牌客戶回補庫存，帶動 Enterprise 營收季增；但 CPE 營收因印度客戶主要在 1Q24 拉貨，故在 2Q24 出貨下滑，加上歐美電信商持續調整庫存，CPE 營收季減；電信商客戶對 IP-Cam 需求放緩，新專案尚未出貨導致營收季減，2Q24 營收 137.11 億元，QoQ-15.33%，產品組合改善，2Q24 毛利率優於 1Q24，稅後淨利 5.45 億元，QoQ-19.13%，EPS1.84 元。

**Infra 新專案出貨，預估 3Q24 營收 147.66 億元，QoQ+7.70%，EPS2.04 元：**展望 3Q24，雖然北美企業級網通設備需求持續低迷，北美及歐洲電信商客戶需求並未回溫，但在 Infra 產品線將出貨智慧電錶、車聯網新專案，並新增雲端平台服務業者，結合 IP-Cam 與 AI 模型大幅增強人臉辨識能力，將入侵事件誤判機率降至接近零的水準，由於 Infra 新專案出貨，帶動營收小幅季增，預估 3Q24 營收 147.66 億元，QoQ+7.70%，產品組合進一步改善，維繫 3Q24 毛利率於高檔，預估稅後淨利 6.03 億元，QoQ+10.56%，EPS2.04 元。

**預期營收表現穩健，預估 2024 年營收 606.05 億元，YoY-3.16%，EPS8.40 元：**展望 2024 年，企業級網通設備需求自 2H23 才開始修正，因較晚進行庫存調整，以及北美企業裁員潮至今未停，企業級網通設備庫存調整將進行至 2024 年底，預期企業網通設備營收衰退；但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，印度需求抵銷 CPE 營收衰退，預估 2024 年營收 606.05 億元，YoY-3.16%，預估稅後淨利 24.86 億元，YoY+4.20%，EPS8.40 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	62,584	60,605	70,758	15,666	15,625	15,634	16,193	13,711	14,766	15,935	14,064	16,416
營業毛利淨額	10,262	10,656	11,769	2,291	2,780	3,047	2,807	2,422	2,612	2,815	2,338	2,729
營業利益	3,114	3,231	3,894	712	858	889	857	677	810	887	537	842
稅後純益	2,386	2,486	2,937	527	656	698	674	545	603	664	381	628
稅後 EPS(元)	8.06	8.40	9.93	1.78	2.22	2.36	2.28	1.84	2.04	2.24	1.29	2.12
毛利率(%)	16.40%	17.58%	16.63%	14.63%	17.79%	19.49%	17.34%	17.66%	17.69%	17.66%	16.62%	16.63%
營業利益率(%)	4.97%	5.33%	5.50%	4.55%	5.49%	5.69%	5.29%	4.94%	5.49%	5.56%	3.82%	5.13%
稅後純益率(%)	3.81%	4.10%	4.15%	3.36%	4.20%	4.47%	4.16%	3.98%	4.08%	4.17%	2.71%	3.82%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-3.08%	-3.16%	16.75%	0.05%	-0.26%	0.05%	3.58%	-15.33%	7.70%	7.91%	-11.74%	16.72%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	24.32%	4.20%	18.13%	4.10%	24.54%	6.46%	-3.43%	-19.13%	10.56%	10.20%	-42.67%	64.88%

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 29.59 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。

## 歐美電信商客戶持續調整庫存，2Q24 營收 137.11 億元，QoQ-15.33%，EPS1.84 元：

2Q24，雖然北美企業級網通設備品牌客戶回補庫存，帶動 Enterprise 營收季增，但 CPE 營收因印度客戶主要在 1Q24 拉貨，故在 2Q24 出貨下滑，加上歐美電信商持續調整庫存，CPE 營收季減；電信商客戶對 IP-Cam 需求放緩，新專案尚未出貨導致營收季減。

在 CPE 產品方面，因遞延到 1Q24 出貨訂單墊高印度寬頻終端基期，出貨至印度的終端網通設備在 2Q24 出貨下滑，主要是 PON 出貨季減；北美 5G FWA CPE 出貨雖然增加，但因 MSO 客戶將要進行 DOCSIS4.0 升級，對 DOCSIS3.1 放緩拉貨，加上歐洲地區需求未見好轉，CPE 營收 99.59 億元，QoQ-20.13%。

在 InFra 產品線方面，電信商客戶對 IP-Cam 需求放緩，新專案例如：智慧電網、車聯網相關產品尚未放量出貨，營收 9.35 億元，QoQ-35.85%。

北美企業裁員潮未見休止，連帶壓抑企業級網通設備需求，雖然北美企業級網通品牌客戶因併購進行整併，但因庫存水位已低，企業級網通客戶回補庫存，Enterprise 營收 28.17 億元，QoQ+24.24%。

歐美電信商客戶持續調整庫存，2Q24 營收 137.11 億元，QoQ-15.33%。

台幣匯率相對美元貶值，貢獻毛利率約 1%，印度出貨放緩、企業級網通設備營收比重增加，產品組合改善，2Q24 毛利率優於 1Q24，稅後淨利 5.45 億元，QoQ-19.13%，EPS1.84 元。

## Infra 新專案出貨，預估 3Q24 營收 147.66 億元，QoQ+7.70%，EPS2.04 元：

展望 3Q24，雖然北美企業級網通設備需求持續低迷，北美及歐洲電信商客戶需求並未回溫，但在 Infra 產品線將出貨智慧電錶、車聯網新專案，並新增雲端平台服務業者，結合 IP-Cam 與 AI 模型大幅增強人臉辨識能力，將入侵事件誤判機率降至接近零的水準，由於 Infra 新專案出貨，帶動營收小幅季增。

Infra 新專案出貨，預估 3Q24 營收 147.66 億元，QoQ+7.70%。

毛利率最高的 Infra 產品線營收比重提升，產品組合進一步改善，維繫 3Q24

2024年7月31日

毛利率於高檔，預估稅後淨利 6.03 億元，QoQ+10.56%，EPS2.04 元。

**預期營收表現穩健，預估 2024 年營收 606.05 億元，YoY-3.16%，EPS8.40 元：**

展望 2024 年，企業級網通設備需求自 2H23 才開始修正，因較晚進行庫存調整，北美企業裁員潮至今未停，以及品牌客戶進行併購整併，企業級網通設備庫存調整將進行至 2024 年底，預期企業網通設備營收衰退；但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自 2H23 才開始修正，因較晚進行庫存調整，北美企業裁員潮至今未停，北美企業級網通品牌客戶因併購進行整併，企業級網通設備庫存恐將調整 2024 年底，預期 Enterprise 營收衰退。

Infrastructure 方面，由於北美客戶對 IP-Cam 需求放緩，導致 1H24 營收表現不佳，但自 3Q24 起，將出貨智慧電錶、車聯網新專案，並新增雲端平台業者客戶，結合 IP-Cam 與 AI 模型大幅增強人臉辨識能力，將入侵事件誤判機率降至接近零的水準，新產品出貨可望帶動此產品線自 2H24 起營收向上。

CPE 營收成長抵銷企業級網通營收衰退，預期營收表現穩定，預估 2024 年營收 606.05 億元，YoY-3.16%，預估稅後淨利 24.86 億元，YoY+4.20%，EPS8.40 元。

**投資建議：**

北美企業級網通設備客戶需求放緩，以及北美、歐洲電信商持續調整庫存，2024 年整體營收表現遲緩，後續需等待 WiFi-7 相關新專案出貨，預期 2Q25 才可望見到營運顯著回溫的動能，故將投資建議調整至 Trading Buy。

## 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7月31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	56,487	60,726
流動資產	27,944	37,378	40,260	17,185	49,884
現金及約當現金	5,473	8,023	8,831	3,731	10,908
應收帳款與票據	6,300	10,718	11,581	42	13,528
存貨	14,215	16,844	17,533	4,088	21,447
採權益法之投資	4	8	7	114	16
不動產、廠房設備	4,385	4,928	5,368	5,668	5,968
<b>負債總計</b>	<b>26,151</b>	<b>34,474</b>	<b>34,548</b>	<b>42,400</b>	<b>45,583</b>
流動負債	20,754	26,671	28,337	8,550	24,818
應付帳款及票據	13,041	18,777	17,009	7,350	21,417
非流動負債	5,396	7,803	6,211	43,509	16,356
<b>權益總計</b>	8,244	9,801	13,216	14,086	15,144
普通股股本	2,524	2,588	2,686	2,686	2,686
保留盈餘	4,124	5,381	6,637	7,507	8,564
母公司業主權益	8,248	9,815	13,228	14,103	15,160
<b>負債及權益總計</b>	<b>34,394</b>	<b>44,276</b>	<b>47,765</b>	<b>56,487</b>	<b>60,726</b>

## 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	60,605	70,758
營業成本	38,231	55,955	52,322	49,949	58,989
<b>營業毛利淨額</b>	5,668	8,619	10,262	10,656	11,769
營業費用	4,615	6,201	7,149	7,425	7,875
<b>營業利益</b>	1,053	2,418	3,114	3,231	3,894
<b>EBITDA</b>	1,912	3,324	4,047	4,251	4,968
業外收入及支出	-53	-161	-250	-168	-267
稅前純益	1,026	2,309	2,988	3,063	3,626
所得稅	164	401	599	575	689
稅後純益	861	1,919	2,386	2,486	2,937
稅後 EPS(元)	2.91	6.49	8.06	8.40	9.93
完全稀釋 EPS**	2.91	6.49	8.06	8.40	9.93

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 29.59【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 29.59 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	21.62%	47.09%	-3.08%	-3.16%	16.75%
營業毛利淨額	4.22%	52.05%	19.07%	3.83%	10.45%
營業利益	-7.21%	129.56%	28.78%	3.78%	20.50%
稅後純益	-5.08%	122.88%	24.32%	4.20%	18.13%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	12.91%	13.35%	16.40%	17.58%	16.63%
EBITDA(%)	4.36%	5.15%	6.47%	7.01%	7.02%
營益率	2.40%	3.74%	4.97%	5.33%	5.50%
稅後純益率	1.96%	2.97%	3.81%	4.10%	4.15%
總資產報酬率	2.50%	4.34%	5.00%	4.40%	4.84%
股東權益報酬率	10.45%	19.58%	18.06%	17.65%	19.40%

### 償債能力檢視

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%

### 其他比率分析

存貨天數	109.88	101.30	119.91	79.00	79.00
應收帳款天數	50.30	48.09	65.02	35.00	35.00

## 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	2,270	-4,553
稅前純益	1,026	2,309	2,988	3,063	3,626
折舊及攤銷	833	894	922	1,020	1,074
營運資金變動	-5,838	-1,311	-3,321	15,325	-16,777
其他營運現金	1,137	1,535	990	-17,138	7,524
<b>投資活動現金</b>	-1,114	-1,027	-1,958	-32,399	27,650
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	-31,389	28,660
<b>籌資活動現金</b>	2,242	67	1,264	25,029	-15,920
長借/公司債變動	1,328	2,389	2,403	37,297	-27,152
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-650	-606	-1,158	-1,611	-1,880
其他籌資現金	1,564	-1,717	19	-10,658	13,113
<b>淨現金流量</b>	-1,745	2,549	808	-5,100	7,177
<b>期初現金</b>	7,219	5,473	8,023	8,831	3,731
<b>期末現金</b>	5,473	8,023	8,831	3,731	10,908

資料來源：CMoney、群益

2024年7月31日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	15,659	15,666	15,625	15,634	16,193	13,711	14,766	15,935	14,064	16,416	19,234	21,045
營業成本	13,515	13,375	12,846	12,587	13,386	11,289	12,154	13,120	11,726	13,686	16,026	17,551
營業毛利淨額	2,144	2,291	2,780	3,047	2,807	2,422	2,612	2,815	2,338	2,729	3,208	3,494
營業費用	1,490	1,579	1,922	2,158	1,951	1,744	1,801	1,928	1,800	1,888	2,020	2,168
營業利益	655	712	858	889	857	677	810	887	537	842	1,188	1,326
業外收入及支出	-44	-38	-50	6	-25	-11	-66	-67	-67	-66	-67	-67
稅前純益	611	674	808	895	832	667	744	820	470	775	1,122	1,259
所得稅	104	147	151	196	157	121	141	156	89	147	213	239
稅後純益	506	527	656	698	674	545	603	664	381	628	908	1,020
最新股本	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959	2,959
稅後EPS(元)	1.71	1.78	2.22	2.36	2.28	1.84	2.04	2.24	1.29	2.12	3.07	3.45
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	13.69%	14.63%	17.79%	19.49%	17.34%	17.66%	17.69%	17.66%	16.62%	16.63%	16.68%	16.60%
營業利益率(%)	4.18%	4.55%	5.49%	5.69%	5.29%	4.94%	5.49%	5.56%	3.82%	5.13%	6.18%	6.30%
稅後純益率(%)	3.23%	3.36%	4.20%	4.47%	4.16%	3.98%	4.08%	4.17%	2.71%	3.82%	4.72%	4.85%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-14.93%	0.05%	-0.26%	0.05%	3.58%	-15.33%	7.70%	7.91%	-11.74%	16.72%	17.17%	9.41%
營業利益	-17.12%	8.86%	20.36%	3.66%	-3.63%	-20.93%	19.64%	9.42%	-39.39%	56.61%	41.18%	11.61%
稅前純益	-17.76%	10.37%	19.84%	10.81%	-7.08%	-19.88%	11.65%	10.20%	-42.67%	64.88%	44.69%	12.29%
稅後純益	-17.49%	4.10%	24.54%	6.46%	-3.43%	-19.13%	10.56%	10.20%	-42.67%	64.88%	44.69%	12.29%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	23.55%	2.96%	-14.51%	-15.07%	3.41%	-12.48%	-5.50%	1.93%	-13.15%	19.73%	30.26%	32.07%
營業利益	74.32%	26.20%	24.68%	12.56%	30.88%	-4.94%	-5.50%	-0.25%	-37.27%	24.26%	46.63%	49.57%
稅前純益	60.25%	23.16%	26.61%	20.53%	36.20%	-1.13%	-7.88%	-8.40%	-43.49%	16.29%	50.71%	53.59%
稅後純益	54.97%	16.41%	24.28%	13.89%	33.29%	3.54%	-8.08%	-4.85%	-43.52%	15.16%	50.71%	53.59%

註1：稅後EPS以股本29.59億元計算

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。