

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

前日收盤價	35.15 元
目標價	
3 個月	35.00 元
12 個月	35.00 元

## 明泰 (3380 TT)

### Trading Buy

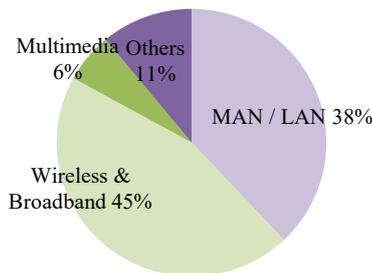
#### 近期報告日期、評等及前日股價

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)	190
目前每股淨值(元)	18.53
外資持股比(%)	5.55
投信持股比(%)	0.31
董監持股比(%)	54.61
融資餘額(張)	7,088
現金股息配發率(%)	100.00

#### 產品組合



#### 股價相對大盤走勢



**預期 4Q24 營運回溫，給予 Trading Buy 投資評等。**

**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，預期 4Q24 營運回溫，故給予 Trading Buy 投資評等。

**客戶持續調整庫存，預估 3Q24 營收 47.37 億元，QoQ-16.67%，EPS-0.14 元：**3Q24 北美市場需求未見回溫跡象，以及二個主要客戶正在整併，導致客戶庫存調整時程進一步延長，企業級 Switch 出貨放緩；北美 MSO 業者正進行 DOCSIS4.0 升級，對舊款 DOCSIS3.1 Cable Modem 需求放緩，導致 Wireless 產品營收放緩；消費性電子產品需求未見回溫，智慧門鈴出貨延遲，預期 Multimedia 營收季減，預估 3Q24 營收 47.37 億元，QoQ-16.67%，預期毛利率將優於 2Q24，因無大筆業外獲利挹注，預估稅後淨利 -0.77 億元，EPS-0.14 元。

**部分新產品出貨，預估 4Q24 營收 57.74 億元，QoQ+21.88%，EPS0.11 元：**展望 4Q24，部分企業級 Switch 將以短單、急單形式回補庫存，預期 Switch 營收季增；部分北美 MSO 業者開始對 DOCSIS4.0 Cable Modem 拉貨，以及消費性網通品牌業者 WiFi-7 Router 出貨，預期 Wireless 營收季增；年底多為 SI 業者營收認列旺季，亦有利於其他類產品營收季增，預估 4Q24 營收 57.74 億元，QoQ+21.88%，稅後淨利 0.60 億元，EPS0.11 元。

**客戶庫存調整壓抑營收表現，預估 2024 年營收 213.75 億元，YoY-24.39%，EPS0.58 元：**展望 2024 年，雖然資料中心 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，但因北美客戶進行合併，企業級網路 Switch 營收衰退，預期 Switch 營收衰退；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 年放量，但因北美需求不如預期，客戶庫存調整，多媒體營收平平；北美 MSO 進行網路升級，Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless & Broadband 營收年減，預估 2024 年營收 213.75 億元，YoY-24.39%，稅後淨利 3.13 億元，YoY-42.91%，EPS0.58 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	28,272	21,375	24,403	7,745	5,861	6,796	5,180	5,684	4,737	5,774	4,890	5,801
營業毛利淨額	5,211	3,856	4,486	1,362	1,187	1,262	1,008	925	843	1,080	859	1,078
營業利益	829	23	634	280	105	131	97	-95	-66	87	-50	132
稅後純益	548	313	400	239	83	52	67	263	-77	60	-70	78
稅後 EPS(元)	1.01	0.58	0.74	0.44	0.15	0.10	0.12	0.49	-0.14	0.11	-0.13	0.14
毛利率(%)	18.43%	18.04%	18.38%	17.59%	20.24%	18.57%	19.46%	16.27%	17.80%	18.71%	17.58%	18.58%
營業利益率(%)	2.93%	0.11%	2.60%	3.62%	1.79%	1.93%	1.87%	-1.67%	-1.40%	1.51%	-1.02%	2.28%
稅後純益率(%)	1.94%	1.46%	1.64%	3.08%	1.42%	0.76%	1.28%	4.63%	-1.63%	1.05%	-1.42%	1.35%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-15.94%	-24.39%	14.16%	-1.58%	-24.32%	15.95%	-23.78%	9.73%	-16.67%	21.88%	-15.31%	18.63%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-40.25%	-42.91%	27.84%	37.39%	-65.09%	-37.99%	28.62%	295.36%	N.A	N.A	N.A	N.A

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9月23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。

## Wireless 與 Switch 營收季增，2Q24 營收 56.84 億元，QoQ+9.73%，EPS0.49 元：

2Q24 雖然北美 DIY IP-Cam 需求未明顯回溫，但因工作天數增加，北美 MSO 業者對 DOCSIS3.1 Cable Modem 回補庫存，ODM 客戶對較低速的 10G、25G 企業級 Switch 需求增加，Wireless 與 Switch 營收季增，帶動營收成長動能。

在 Wireless 方面，北美 MSO 業者回補庫存，帶動 DOCSIS3.1 規格 Cable Modem 出貨回溫，Wireless 營收 25.39 億元，QoQ+6.32%。

在 Switch 方面，由於較低速的 10G、25G 企業級 Switch 出貨成長，帶動 Switch 營收增加，Switch 營收來到 21.71 億元，QoQ+8.55%。

Multimedia 產品方面，北美 IP-Cam 終端需求未見復甦，加上智慧門鈴出貨放緩，Multimedia 營收 3.45 億元，QoQ-7.01%。

其他類產品方面，轉投資公司互動科技進入營收認列旺季，營收 6.30 億元，QoQ+49.29%。

Wireless 與 Switch 營收季增，2Q24 營收 56.84 億元，QoQ+9.73%。

由於較低速的企業級 Switch 營收比重增加，產品組合轉差毛利率受到壓抑，導致本業出現虧損，所幸認列出售東莞明冠電子利益 4.67 億元，稅後淨利 2.63 億元，QoQ295.36%，EPS0.49 元。

## 客戶持續調整庫存，預估 3Q24 營收 47.37 億元，QoQ-16.67%，EPS-0.14 元：

3Q24 北美市場需求未見回溫跡象，以及二個主要客戶正在整併，導致客戶庫存調整時程進一步延長，企業級 Switch 出貨放緩；北美 MSO 業者正進行 DOCSIS4.0 升級，對舊款 DOCSIS3.1 Cable Modem 需求放緩，導致 Wireless 產品營收放緩；消費性電子產品需求未見回溫，智慧門鈴出貨延遲，預期 Multimedia 營收季減。

客戶持續調整庫存，預估 3Q24 營收 47.37 億元，QoQ-16.67%。

雖然營收規模放緩，但因資料中心 Switch 出貨比重提升，且 400G 產品小量出貨，產品組合改善，預期毛利率將優於 2Q24，因無大筆業外獲利挹注，預估稅後淨利-0.77 億元，EPS-0.14 元。

## 部分新產品出貨，預估 4Q24 營收 57.74 億元，QoQ+21.88%，EPS0.11 元：

展望 4Q24，部分企業級 Switch 將以短單、急單形式回補庫存，預期 Switch 營收季增；部分北美 MSO 業者開始對 DOCSIS4.0 Cable Modem 拉貨，以及消費性網通品牌業者 WiFi-7 Router 出貨，預期 Wireless 營收季增；年底多

2024年9月23日

為 SI 業者營收認列旺季，亦有利於其他類產品營收季增。

部分新產品出貨，預估 4Q24 營收 57.74 億元，QoQ+21.88%。

由於較多新產品出貨，加上營收規模放大，預期 4Q24 毛利率將優於 3Q24，預估稅後淨利 0.60 億元，EPS0.11 元。

**客戶庫存調整壓抑營收表現，預估 2024 年營收 213.75 億元，YoY-24.39%，EPS0.58 元：**

展望 2024 年，雖然資料中心 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，但因北美客戶進行合併，企業級網路 Switch 營收衰退，預期 Switch 營收衰退；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 年放量，但因北美需求不如預期，客戶庫存調整，多媒體營收平平；北美 MSO 進行網路升級，Cable modem 出貨將呈現下滑趨勢，Wireless & Broadband 營收年減。

在 Switch 方面，雖然資料中心 Switch 持續進行速度升級，400G Switch 在 2H24 陸續出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，但因北美、歐洲多數企業持續裁員，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 2024 年底，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，導致 Switch 營收衰退。

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，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 年放量，但因北美需求不如預期，客戶庫存調整，多媒體營收平平。

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 營收年減。

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。

客戶庫存調整壓抑營收表現，預估 2024 年營收 213.75 億元，YoY-24.39%。

由於營收規模放緩，故預期 2024 年毛利率遜於 2023 年，業外因在 2Q24 認列出售東莞廠收入，獲利金額約 4.67 億元，預估稅後淨利 3.13 億元，YoY-42.91%，EPS0.58 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，預期 4Q24 營運回溫，故給予 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9月23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	27,892	28,153
流動資產	18,700	20,243	16,468	10,085	20,228
現金及約當現金	4,498	4,084	3,201	2,001	3,963
應收帳款與票據	4,053	5,599	4,899	3,417	6,077
存貨	9,239	9,424	7,455	1,665	8,703
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	14,483	14,618
流動負債	11,584	13,047	8,762	6,592	13,221
應付帳款及票據	4,194	5,031	4,269	3,698	5,360
非流動負債	588	529	1,707	8,462	306
<b>權益總計</b>	12,559	13,557	13,330	13,410	13,535
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	2,347	2,473
母公司業主權益	9,602	10,371	10,013	10,054	10,183
<b>負債及權益總計</b>	24,731	27,133	23,799	27,892	28,153

## 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	4,269	-232
稅前純益	755	1,534	807	444	508
折舊及攤銷	746	705	774	812	812
營運資金變動	-2,096	-894	1,907	6,702	-8,037
其他營運現金	-306	216	-786	-3,689	6,485
<b>投資活動現金</b>	-698	-1,046	-664	-10,686	9,672
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	-10,476	9,882
<b>籌資活動現金</b>	382	-1,078	-2,512	5,218	-7,479
長借/公司債變動	0	-346	1,306	6,754	-8,155
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	-1,266	948
<b>淨現金流量</b>	-1,212	-414	-884	-1,199	1,962
<b>期初現金</b>	5,710	4,498	4,084	3,201	2,001
<b>期末現金</b>	4,498	4,084	3,201	2,001	3,963

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>	27,862	33,634	28,272	21,375	24,403
營業成本	23,276	27,381	23,061	17,519	19,917
<b>營業毛利淨額</b>	4,586	6,253	5,211	3,856	4,486
營業費用	3,876	4,539	4,382	3,833	3,852
<b>營業利益</b>	710	1,715	829	23	634
<b>EBITDA</b>	1,513	2,325	1,657	835	1,446
業外收入及支出	18	-215	-103	421	-126
稅前純益	755	1,534	807	444	508
所得稅	214	376	168	93	112
稅後純益	434	917	548	313	400
稅後 EPS(元)	0.80	1.69	1.01	0.58	0.74
完全稀釋 EPS**	0.80	1.69	1.01	0.58	0.74

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

## 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%	-24.39%	14.16%
營業毛利淨額	-8.40%	36.36%	-16.66%	-26.01%	16.33%
營業利益	-20.94%	141.59%	-51.63%	-97.22%	2653.62%
稅後純益	-22.10%	111.36%	-40.25%	-42.91%	27.84%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	16.46%	18.59%	18.43%	18.04%	18.38%
EBITDA(%)	5.43%	6.91%	5.86%	3.91%	5.93%
營益率	2.55%	5.10%	2.93%	0.11%	2.60%
稅後純益率	1.56%	2.73%	1.94%	1.46%	1.64%
總資產報酬率	1.75%	3.38%	2.30%	1.12%	1.42%
股東權益報酬率	3.45%	6.76%	4.11%	2.33%	2.95%
<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

2024年9月23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	7,869	7,745	5,861	6,796	5,180	5,684	4,737	5,774	4,890	5,801	6,277	7,435
營業成本	6,470	6,383	4,675	5,534	4,172	4,760	3,894	4,693	4,030	4,723	5,129	6,034
營業毛利淨額	1,400	1,362	1,187	1,262	1,008	925	843	1,080	859	1,078	1,148	1,401
營業費用	1,086	1,082	1,082	1,131	911	1,020	910	993	910	946	985	1,011
營業利益	313	280	105	131	97	-95	-66	87	-50	132	162	390
業外收入及支出	-40	11	18	-11	6	462	-28	-20	-39	-29	-29	-29
稅前純益	273	291	123	120	103	367	-94	67	-89	103	134	360
所得稅	86	14	48	19	23	76	-21	15	-19	23	29	79
稅後純益	174	239	83	52	67	263	-77	60	-70	78	98	293
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)	0.32	0.44	0.15	0.10	0.12	0.49	-0.14	0.11	-0.13	0.14	0.18	0.54
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	17.79%	17.59%	20.24%	18.57%	19.46%	16.27%	17.80%	18.71%	17.58%	18.58%	18.29%	18.84%
營業利益率(%)	3.98%	3.62%	1.79%	1.93%	1.87%	-1.67%	-1.40%	1.51%	-1.02%	2.28%	2.59%	5.24%
稅後純益率(%)	2.21%	3.08%	1.42%	0.76%	1.28%	4.63%	-1.63%	1.05%	-1.42%	1.35%	1.56%	3.94%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-14.85%	-1.58%	-24.32%	15.95%	-23.78%	9.73%	-16.67%	21.88%	-15.31%	18.63%	8.20%	18.45%
營業利益	-41.45%	-10.62%	-62.56%	25.02%	-25.96%	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	23.07%	139.79%
稅前純益	-31.04%	6.66%	-57.79%	-2.72%	-13.93%	256.75%	N.A	N.A	N.A	N.A	30.20%	169.81%
稅後純益	-22.70%	37.39%	-65.09%	-37.99%	28.62%	295.36%	N.A	N.A	N.A	N.A	25.35%	199.22%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	14.46%	-6.54%	-36.50%	-26.46%	-34.17%	-26.61%	-19.18%	-15.05%	-5.61%	2.05%	32.50%	28.78%
營業利益	16.11%	-36.67%	-77.57%	-75.50%	-69.02%	N.A	N.A	-33.58%	N.A	N.A	N.A	347.52%
稅前純益	2.54%	-30.49%	-72.78%	-69.80%	-62.31%	26.07%	N.A	-43.97%	N.A	-72.08%	N.A	437.50%
稅後純益	29.95%	-1.69%	-73.55%	-77.02%	-61.75%	10.06%	N.A	16.85%	N.A	-70.26%	N.A	385.39%

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。