

# 中磊 (5388 TT) Sercomm

## 北美、南亞 5G FWA 放量支撐毛利，靜待北美需求復甦及升級趨勢

買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月) : NT\$128.0

收盤價 (2024/09/19) : NT\$105.0

隱含漲幅 : 21.9%

### 營收組成 (2Q24)

Broadband 75%、Enterprise 17%、Infra. & IoT 8%

### 本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	128.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	59.1	--
2024年EPS	8.1	--

### 交易資料表

市值	NT\$31,430百萬元
外資持股比率	16.9%
董監持股比率	4.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$54.08
負債比	66.0%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

### 簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	64,574	62,584	59,074	64,861
營業利益	2,418	3,114	3,018	3,408
稅後純益	1,919	2,386	2,401	2,715
EPS (元)	7.57	9.17	8.12	9.18
EPS YoY (%)	120.0	21.1	-11.4	13.1
本益比 (倍)	13.9	11.5	12.9	11.4
股價淨值比 (倍)	2.8	2.2	1.9	1.8
ROE (%)	21.2	20.8	14.8	15.6
現金殖利率 (%)	4.3%	4.8%	4.6%	5.3%
現金股利 (元)	4.50	5.00	4.87	5.51

#### 蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

#### 商璋哲

mark.shang@yuanta.com

### 元大觀點

- ◆ 印度固網滲透率僅 10%，成長空間大，2024 年中磊印度營收佔比預計達 15-20%；看好印度、北美 5G FWA 持續成長，推升毛利表現。
- ◆ 2Q24 中磊及北美三大電信運營商存貨週轉天數，已回到 2021 年以來相對低檔，隨需求回升，電信運營商對 CPE 拉貨有望增加。
- ◆ 受惠於 Wi-Fi 7、DOCSIS 4.0、10G PON 升級趨勢，預估 2025 年 EPS 年增 13%至 9.18 元，以 14 倍目標本益比，推得目標價 128 元。

### 印度固網寬頻成長快，北美、印度 5G FWA 成長推升毛利

印度固網寬頻滲透率僅 10%，遠低於美國、中國、歐洲地區的 80-90%，還有很大成長空間。印度最大電信商 Reliance Jio 積極推廣 5G FWA 寬頻，目標長期家庭寬頻用戶數要達 1 億戶，年底將釋出 1,100-1,200 萬套訂單，中磊很早就進入印度市場，供應光纖、5G FWA，預估 2024 年印度市場營收佔比達 15-20%。中磊 5G FWA 營收佔比超過 10%，使得中磊 1H24 毛利率年增 1ppt 至 17.5%，未來北美、印度 5G FWA 穩健成長，將推升毛利表現。

### 北美電信運營商庫存水位在低檔，靜待需求復甦及設備升級

中磊有 6 成以上營收來自北美市場，主要供應 Cable CPE、OTT STB、5G FWA CPE 給北美多系統運營商(MSO)、電信運營商，2H23 以來北美電信運營商在調整庫存，使得中磊 Cable CPE、FTTx CPE 等有量的產品營收大幅修正，不過觀察 2Q24 中磊及北美三大電信運營商存貨週轉天數，已回到 2021 年以來相對低檔，隨需求回升，電信運營商對 CPE 拉貨有望增加。2025 年中磊將受惠於北美固網寬頻 DOCSIS 4.0、10G PON 升級趨勢，以及企業網通 Wi-Fi 7 升級趨勢。

### 多元生產基地以化解客戶地緣政治風險疑慮

因應中美貿易戰、地緣政治風險，中磊持續擴增菲律賓和印度產能，中磊現在有 5 個生產據點，目前各地區產能比重約：菲律賓 40%、中國 30%、印度 20%、台灣及墨西哥 10%。印度廠目前是租廠，以供應印度內銷市場為主，自建清邁廠房預計將於 4Q24 陸續投產，把外包生產工作收回來自己做，有助於改善毛利率。面臨北美電信商、企業客戶去化庫存壓力，預估 2024 年營收年減 5.6%，但產品組合較佳、匯兌貢獻，預估獲利將年增 0.6%，隨需求回升及設備升級趨勢，預估 2025 年營收/獲利將年增 9.8%/13%。以 14 倍目標本益比、2025 年預估 EPS 9.18 元，推得目標價 128 元，建議買進。

## 營運分析

### 電信商調整庫存，2Q24 營收季減 15%，管理層預期為營運谷底

中磊 2Q24 營收 137 億元，QoQ-15%/YoY-12%，低於公司先前財測 140-145 億元，主因北美電信運營商去化庫存，寬頻終端設備營收季減 20%；毛利率達 17.7%，QoQ+0.3ppt/YoY+3ppt，主因 5G FWA CPE 營收佔比提升，且南亞市場出貨遞延，使產品組合較佳；營業利益 6.77 億元，QoQ-21%/YoY-5%，低於市場預期 11%；稅後淨利 5.45 億元，QoQ-19%/YoY+3.5%，EPS 1.84 元，低於市場預期 10%。

圖 1：2Q24 財報回顧

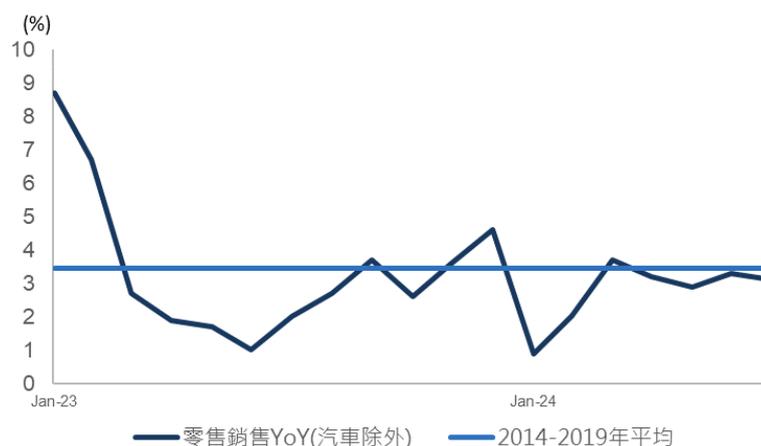
(百萬元)	2Q23A	1Q24A	2Q24A	季增率	年增率	2Q24	
						市場預估	預估差異 市場
營業收入	15,666	16,193	13,711	-15.3%	-12.5%	15,527	-11.7%
營業毛利	2,291	2,807	2,422	-13.7%	5.7%	2,541	-4.7%
營業利益	712	857	677	-20.9%	-4.9%	761	-11.0%
稅前利益	674	832	667	-19.9%	-1.1%	750	-11.1%
稅後淨利	527	674	545	-19.1%	3.5%	609	-10.4%
調整後每股盈餘 (元)	2.02	2.28	1.84	-19.1%	-8.8%	2.06	-10.4%
重要比率 (%)			百分點		百分點		百分點
營業毛利率	14.6%	17.3%	17.7%	0.3	3.0	16.4%	1.3
營業利益率	4.5%	5.3%	4.9%	-0.4	0.4	4.9%	0.0
稅後純益率	3.4%	4.2%	4.0%	-0.2	0.6	3.9%	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧整理

### 2H24 企業客戶、電信商訂單逐漸回溫，預估 3Q24/4Q24 營收季持平/季增 12%

北美客戶除了 Tier 1 的電信客戶 5G FWA CPE 於 4Q23 量產外，普遍產品仍在去化庫存，企業級網通產品客戶於 3Q23 開始調整庫存，管理層預期電信運營商、企業客戶庫存調整將持續到 4Q24 (較年初預期的 2Q24 更晚)，2Q24 寬頻終端設備營收/企業產品營收 QoQ-20%/+24%，美國商品零售銷售(扣除汽車銷售)年增率自 2023 年 3 月以來普遍維持在長期平均之下，2H24 美國消費動能預期維持平淡，消費者訂閱寬頻網路意願下降，壓抑電信運營商對寬頻 CPE 的拉貨動能，美國消費成長放緩，對於電信網通設備影響甚於企業網通產品。展望 2H24，企業訂單逐漸回溫，美國電信商有望於 9 月 FED 降息後增加拉貨，預估 3Q24/4Q24 營收為 137.58 億元/154.11 億元，QoQ+0.3%/+12%，隨大量 CPE 產品出貨比重提升，預估毛利率為 17.7%/17.2%，季持平/季減 0.5ppt，營收規模擴大有助於費用率降低，預估 3Q24/4Q24 營業利益率為 4.9%/5.3%，季持平/季增 0.4ppt，稅後淨利 5.36 億元/6.45 億元，QoQ-1.6%/+20.3%，EPS 1.81 元/2.18 元。

圖 2：美國零售銷售(扣除汽車)YoY 趨勢



資料來源：Bloomberg、元大投顧整理

圖 3：3Q24 獲利預估比較

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24E	季增率	年增率	3Q24	
						市場預估	預估差異 市場
營業收入	15,625	13,711	13,758	0.3%	-11.9%	14,852	-7.4%
營業毛利	2,780	2,422	2,433	0.5%	-12.5%	2,557	-4.8%
營業利益	858	677	674	-0.5%	-21.4%	756	-10.9%
稅前利益	808	667	670	0.6%	-17.0%	736	-8.9%
稅後淨利	656	545	536	-1.6%	-18.2%	598	-10.4%
調整後每股盈餘 (元)	2.52	1.84	1.81	-1.6%	-28.0%	2.02	-10.4%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>		<b>百分點</b>
營業毛利率	17.8%	17.7%	17.7%	0.0	-0.1	17.2%	0.5
營業利益率	5.5%	4.9%	4.9%	0.0	-0.6	5.1%	-0.2
稅後純益率	4.2%	4.0%	3.9%	-0.1	-0.3	4.0%	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 4：4Q24 獲利預估比較

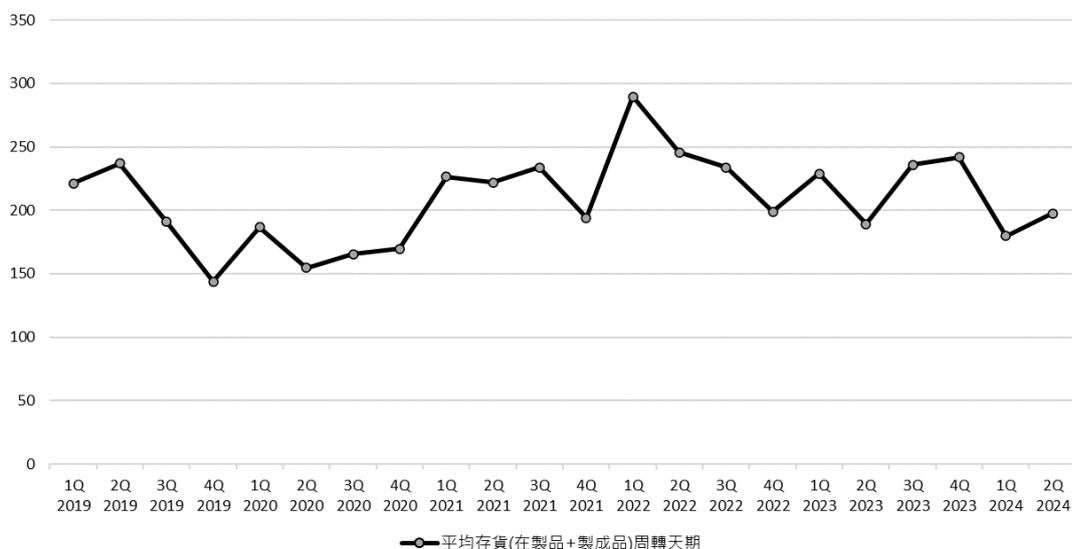
(百萬元)	4Q23A	3Q24E	4Q24E	季增率	年增率	4Q24	
						市場預估	預估差異 市場
營業收入	15,634	13,758	15,411	12.0%	-1.4%	15,516	-0.7%
營業毛利	3,047	2,433	2,644	8.7%	-13.2%	2,683	-1.5%
營業利益	889	674	810	20.2%	-8.8%	815	-0.6%
稅前利益	895	670	807	20.3%	-9.9%	794	1.5%
稅後淨利	698	536	645	20.3%	-7.6%	645	0.0%
調整後每股盈餘 (元)	2.68	1.81	2.18	20.3%	-18.6%	2.18	0.0%
<b>重要比率 (%)</b>				<b>百分點</b>	<b>百分點</b>		<b>百分點</b>
營業毛利率	19.5%	17.7%	17.2%	-0.5	-2.3	17.3%	-0.1
營業利益率	5.7%	4.9%	5.3%	0.4	-0.4	5.3%	0.0
稅後純益率	4.5%	3.9%	4.2%	0.3	-0.3	4.2%	0.0

資料來源：公司資料、元大投顧整理

## 中磊及北美電信運營商庫存水位在相對低檔，靜待需求復甦及設備升級

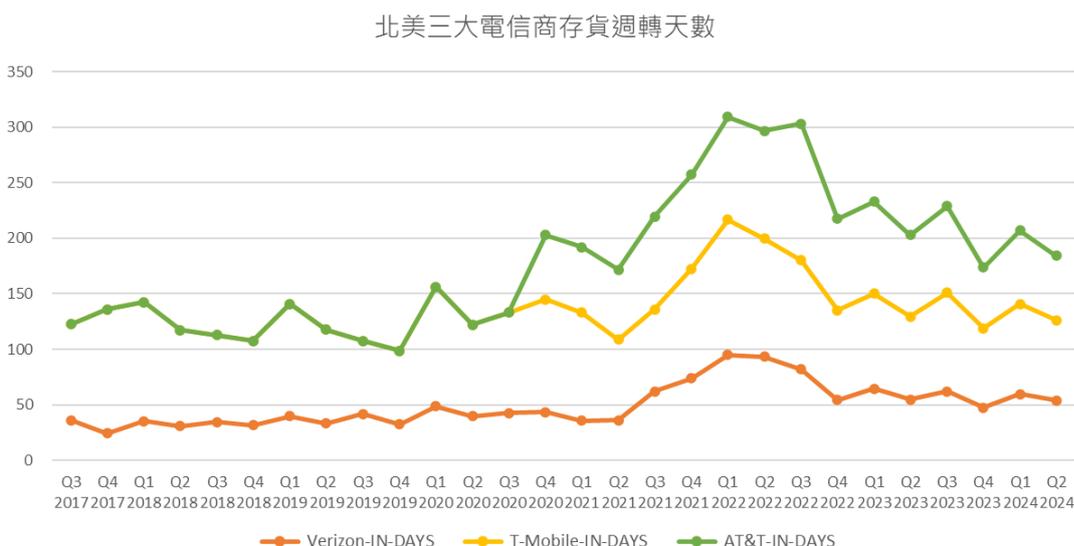
中磊有 6 成以上營收來自北美市場，主要供應 Cable CPE、OTT STB、5G FWA CPE 給北美多系統運營商(MSO)、電信運營商。2H23 以來北美電信運營商在調整庫存，可負擔的網絡連接計劃(ACP)於 1H24 陸續退場也使電信運營商面臨流失寬頻訂閱數的壓力，2H24 美國總經放緩，這些負面因素延長電信運營商調整庫存的時間，使得中磊 Cable CPE、FTTx CPE 等有量的產品營收大幅修正，不過觀察 2Q24 中磊及北美三大電信運營商存貨週轉天數，已回到 2021 年以來相對低檔，隨需求回升，電信運營商對 CPE 拉貨有望增加。

圖 5：2Q24 中磊平均存貨(在製品+製成品)週轉天數位於 2021 年以來低檔



資料來源：公司資料、元大投顧整理

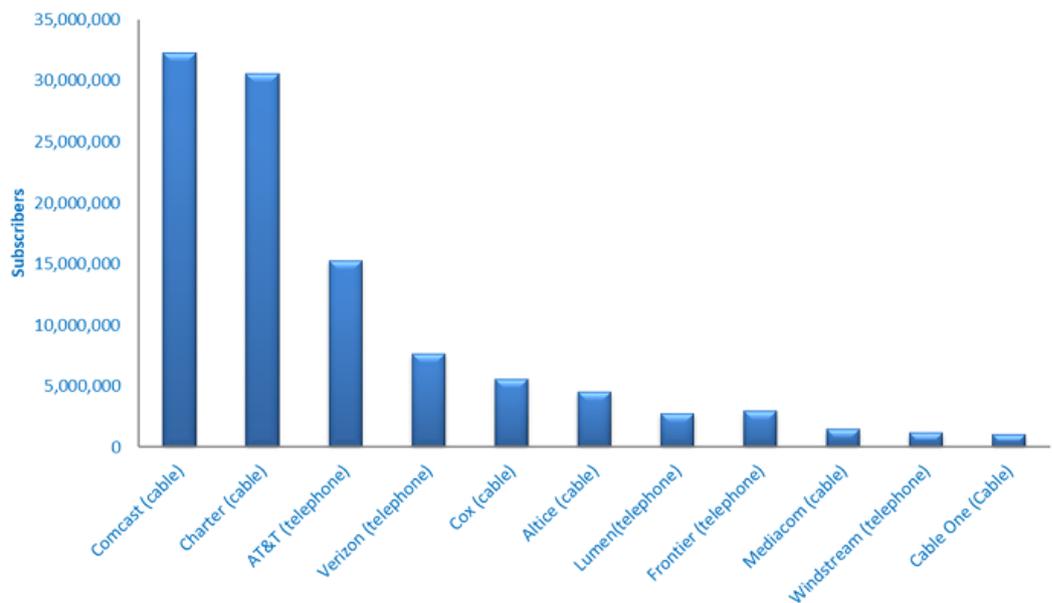
圖 6：2Q24 北美三大電信商存貨週轉天數位於 2021 年以來低檔



資料來源：公司資料、元大投顧整理

北美 MSO 用戶規模達 1.2-1.3 億戶，大部分是家庭用戶，除了有線電視服務外，Cable 寬頻網路與新興網路家庭應用服務已成為 MSO 主要獲利來源，Comcast 為北美 MSO 領導廠商，擁有 3,200 萬寬頻用戶，近期法說會表示將投資更多網路流量、數 Gbps 的網路速度和家庭 Wi-Fi 技術，以滿足持續成長的網路流量需求，Comcast 表示 2Q24 僅使用寬頻的家庭每月消耗的數據量超過 700GB，年增雙位數，Comcast 的家庭寬頻訂閱戶有 70%採用 500Mbps 以上的網速，並有 1/3 採用 1Gbps 以上的網速。近年 Cable 寬頻網路在北美滲透率達 6 成，中磊已是 Cable CPE 主要供應商，9 月底美國 SCTE 電纜與技術展即將舉行，許多廠商將展出 DOCSIS 4.0，該技術包含全雙工 (Full Duplex DOCSIS，FDX)，可使下載與上傳流量運行於同頻段，速度可達下載 10Gbps、上傳 6Gps，並擴展頻譜，從原本支援 1.2GHz 擴展至 1.8GHz，並具備低延遲性功能(目標小於 1ms)，Comcast 近期法說會表示 DOCSIS 4.0 仍在規劃中，還沒有明確推出的時程，Charter 則在今年年初表示推出 DOCSIS 4.0 的時間點從 2025 年延後至 2026 年，主因 DAA 設備認證時間比預期長。中磊表示 4Q24 就會開始小量出貨 DOCSIS 4.0 CPE，雖然 MSO 廠商推出 DOCSIS 4.0 服務的時間可能在 2026 年以後，但廠商會提前拉貨 DOCSIS 4.0 CPE。我們認為中磊 Cable CPE 出貨在 2Q-3Q24 為近期谷底，後續有望逐步回溫。

圖 7：2023 年北美寬頻網路公司用戶數比較



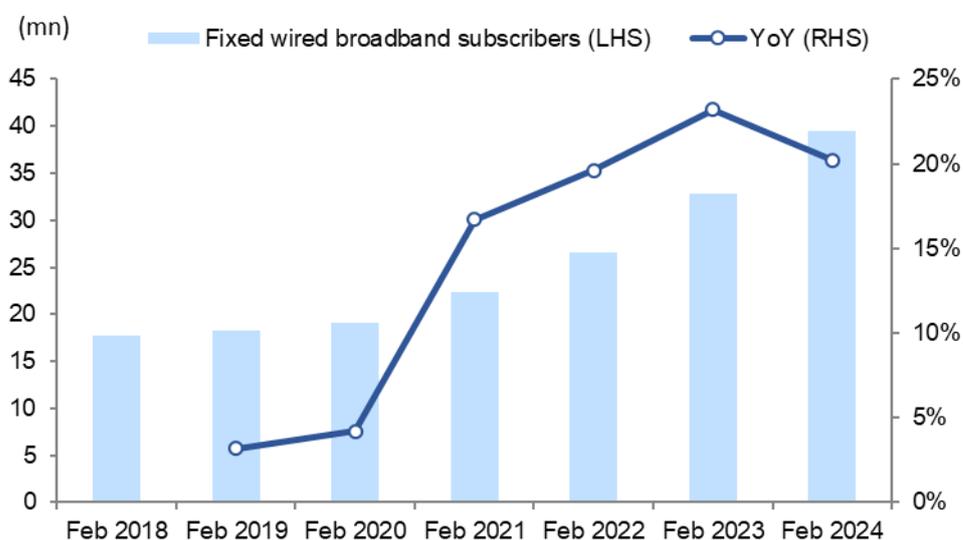
資料來源：LRG

另一方面，全球觀看串流影音平台時間已高於有線電視，除了改變消費者的影音娛樂體驗外，也進一步提升了人們對網路速度的需求，為了享受更好的感官體驗，業者也相繼推出 4K、8K 等高畫質影片，而更高的影片解析度也伴隨更快的網路速度需求，美國 MSO 廠商也推出自家串流影音服務，Comcast 旗下串流媒體平台 Peacock 用戶數自 2020 年創立以來增加至 2Q24 的 3,300 萬 (YoY+38%)，有別於行動裝置的小螢幕，電視螢幕更能讓用戶沉浸於影音的享受，因此如 Comcast 所推出的 Xfinity 機上盒更受民眾接受，除了可觀賞有線電視外，還可切換到串流影音頁面，觀看串流影音內容。中磊的 OTT STB 供應給北美 MSO 廠商，北美客戶於 2H23 對 OTT STB 新產品有備貨需求，目前 OTT STB 穩定貢獻營收，由於 OTT STB 為高毛利率產品，有利產品組合改善。

## 印度積極推動網路寬頻基建，北美、印度 5G FWA 需求穩定成長

2022 年印度人口達 14.17 億，超越中國成為世界上人口最多的國家，根據 Statista，印度網路滲透率從 2014 年的 14% 成長至 2024 年的逾 52%，相比於全球平均的 66.2% 還有成長空間。根據印度電信管理局 (TRAI)，截至 2024 年 2 月底，印度固網寬頻用戶數達 3,940 萬 (YoY+20.2%)，2021 年以來每年都有雙位數成長，印度兩大電信商 Reliance Jio、Bharti Airtel 分別有 1,090 萬、760 萬個固網寬頻用戶，未來以 2.5G PON 搭配 Wi-Fi 6 光纖網路建置為主，每年需求量約 600-700 萬套，印度固網寬頻滲透率僅 10%，遠低於美國、中國、歐洲地區的 80-90%，還有很大成長空間。此外，印度電信商近年也積極擴大佈建 5G，計畫以無線方式來提供網路，最大電信商 Reliance Jio 近兩年積極建設 5G 網路，推出 5G 進入家庭的光纖上網計畫 (5G Air Fiber FWA)，快速推升 5G 及家庭用戶，目標未來家庭寬頻用戶將達 1 億戶；Bharti Airtel 也於 2023 年在德里與孟買推出 5G FWA 方案以覆蓋光纖未涵蓋地區。中磊為台灣最早進入印度市場的網通廠，目前印度廠約佔總產能 20%，目前出貨於印度市場的產品以光纖、5G FWA 為主，預估 2024 年印度市場營收佔比達 15-20%。

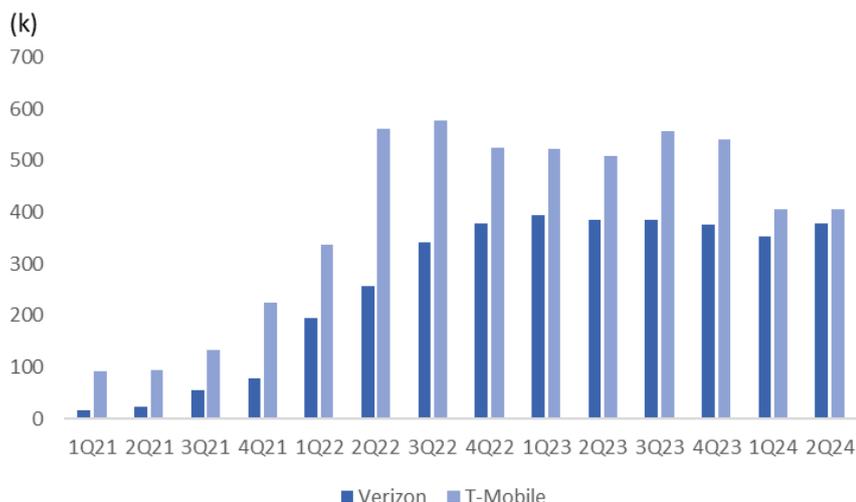
圖 8：印度固網寬頻用戶數成長趨勢



資料來源：TRAI、元大投顧整理

北美三大電信運營商為 AT&T、Verizon 及 T-Mobile，在寬頻網路推廣上，AT&T 積極佈建有線光纖網路 (最近每季新增訂閱數超過 20 萬)，目前最高網速方案提供對稱的 5Gbps 速率 (使用 XGS-PON 技術)，2Q24 AT&T 光纖寬頻用戶數達 880 萬，貢獻服務收入 18 億美元 (營收佔比 6%)，並於 2023 年 8 月推出 FWA 產品 AT&T Internet Air，透過 AT&T 的 5G 無線網路提供的新型家庭網路服務，最近兩季 AT&T Internet Air 新增訂閱數超過 10 萬，截至 2Q24，AT&T Internet Air 訂閱數總計 35 萬；Verizon 及 T-Mobile 則專注於推廣 5G FWA 寬頻網路，2Q24 Verizon/T-Mobile FWA 訂閱數分別淨增加 37.8 萬 (58% 來自消費者、42% 來自企業) / 40.6 萬至 380 萬 / 559 萬，2Q24 FWA 訂閱淨增加數大致與 1Q24 持平。若維持目前 FWA 寬頻訂閱數成長速度，Verizon 可以達成在 2025 年底前 FWA 訂閱數達 400-500 萬的目標，T-Mobile 也可以達成在 2025 年底前 FWA 訂閱數達 700-800 萬的目標。中磊於 5G FWA CPE 新產品自 2024 年初出貨至北美、印度地區，可協助電信運營商客戶在光纖網路不易佈建的地區推廣 5G FWA 寬頻網路，中磊 5G FWA CPE 營收佔比超過 10%，未來北美、印度需求穩健成長，毛利率高於公司平均，使得中磊 1H24 合併毛利率達 17.5%，優於同業。

圖 9：北美電信運營商每季 FWA 寬頻訂閱數淨增加趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 10：AT&T 目前最高網速方案提供對稱的 5Gbps 速率，2022 年在生產網路通過 20Gbps 測試

## CURRENT AT&T FIBER HYPER-GIG SPEED OFFERINGS\*

Using Gigabit Passive Optical Networking (GPON) and XGS-PON technology

Up to  
1 GIG

Symmetric download and upload speeds

25X faster upload speeds than cable\*\*

Near seamless connectivity with others

Using new XGS-PON technology

2 GIG

Symmetric download and upload speeds

For the powerfully interconnected home

5 GIG

Symmetric download and upload speeds

Engage, stream, and connect at unsurpassed speeds

## WHAT'S NEXT

Using new 25GS-PON technology

10 GIG

Symmetric download and upload speeds

Achieved in the lab in January 2022

20 GIG

First operator in the world to achieve 20Gbps symmetric speed in our production network

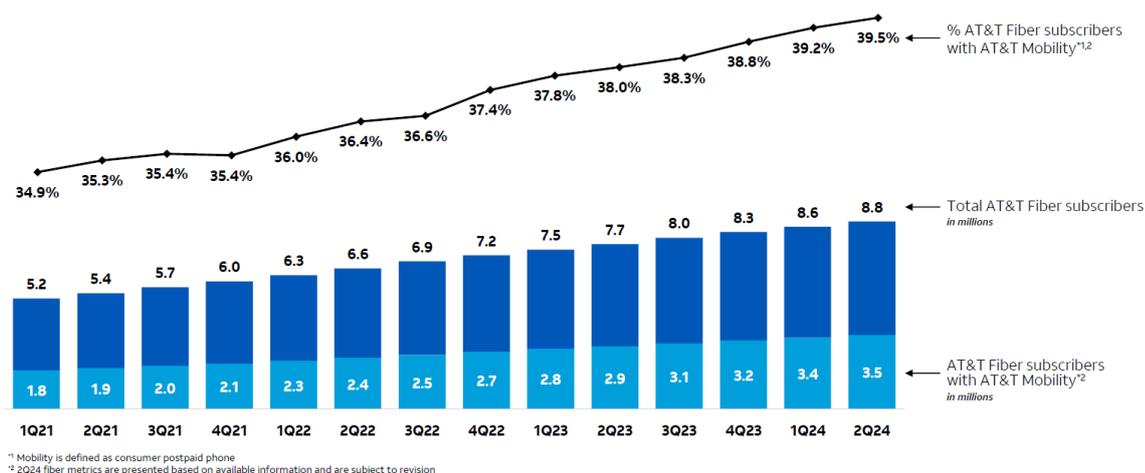
June 2022

\*Actual customer speeds may vary based on a number of factors and are not guaranteed. 1GIG speeds avail. to new customers with our latest router (BGW320) and recommended setup. 47 Gbps single device limit for 5 GIG offering. For more info go to [www.att.com/speed101](http://www.att.com/speed101)

\*\*Comparison of AT&T Fiber starting, mid and high-speed tiers to comparable speed tiers of Xfinity, Spectrum and Cox. For more information, go to [www.att.com/speed101](http://www.att.com/speed101)

資料來源：AT&T

圖 11：AT&T 專注於推廣有線光纖寬頻訂閱數，與行動電信業務互補



資料來源：AT&T

### 多元生產基地以化解客戶地緣政治風險疑慮

從 2018 年中美貿易戰開始，網通產品便是被列為加徵關稅清單中，各網通廠一來為避免關稅，二來也開始注意到中國生產的成本優勢已逐漸縮小，因此除了增加台灣工廠產能外，也開始在包含越南、菲律賓、泰國等東南亞國家新增生產據點。而在 2022 年俄烏戰爭爆發後，歐美客戶開始關心台海的緊張局勢，甚而要求提高非中、台兩地的產能，中磊為此也持續擴增菲律賓和印度產能，中磊現在有 5 個生產據點，目前各地區產能比重約：菲律賓 40%、中國 30%、印度 20%、台灣及墨西哥 10%。菲律賓廠以供應美國市場為主；中國廠可以供應歐洲市場、東南亞市場；印度廠目前是租廠，以供應印度內銷市場為主，自建清邁廠房預計將於 4Q24 陸續投產，把外包生產工作收回來自己做，有助於改善毛利率；墨西哥廠則主要用於服務美國基建計畫的產品以符合 BABA Program(Buy America, Build America)，營收佔比僅低個位數。

## 產品結構分析

### 以軟、韌體研發核心拓展 CPE 市場，並規劃半局端產品線

網通產品 ASP 僅 60-80 美元，硬體及軟體很難分開來供應，廠商通常必須同時提供硬體及軟體，中磊自創立之初即以寬頻網路領域之軟、韌體研發作為核心價值，輔以硬體製造服務。1H24 中磊產品別營收佔比如下：寬頻 CPE 75%、企業網通 17%、Infrastructure & IoT 8%。

寬頻 CPE 主要供應多系統運營商(MSO)，是網路連接至用戶端的相關設備，主要產品包括 Cable、FTTx、xDSL、5G FWA、OTT STB、Wi-Fi Router，MSO 透過 CPE 提供寬頻網路服務給消費者，為掌握用戶使用習慣、提供售後維護服務，供應商必須依照 MSO 需求客製化設計軟、韌體及硬體，中磊軟、韌體研發能力強，毛利率優於同業。2023 年中磊出貨 3,249 萬套終端設備(CPE)，中磊以用在電信運營商成本較低的寬頻 CPE，來進攻企業網通市場，所以中磊的企業網通產品毛利率達 14-15%。過去供應 MSO 公司的寬頻 CPE 毛利率低於企業客戶，但隨著 MSO 公司對於軟體增值服務需求增加並推出新產品，而企業網通產品價格競爭越發激烈，目前寬頻 CPE 毛利率已不亞於企業網通產品。Infrastructure & IoT 類別中，包括小型基地台、企業私網應用產品、智慧電錶、IP camera 安控產品、車聯網，量不大但是毛利率高，未來中磊希望做 vOLT 等半局端產品。

固網 CPE 市場規模 300-400 億美元，中磊營收規模僅 20 億美元，管理層長期目標營收成長至 40 億美元，屆時預期寬頻 CPE 營收佔比 50%、企業網通營收佔比 25%、Infrastructure & IoT 產品營收佔比 25%，希望毛利率可以維持在 15%以上。

圖 12：中磊主要產品



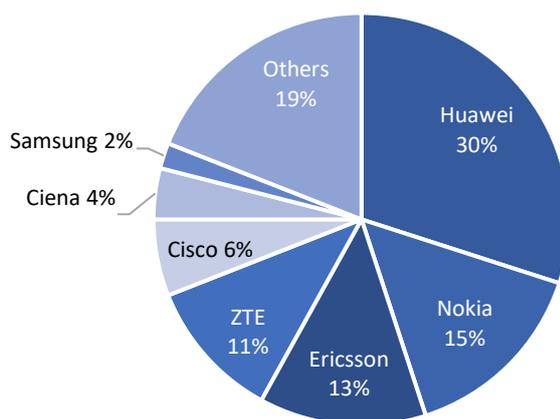
資料來源：中磊

## 同業比較分析

### 台灣網通設備廠個別在全球電信設備市場的市佔率為低個位數

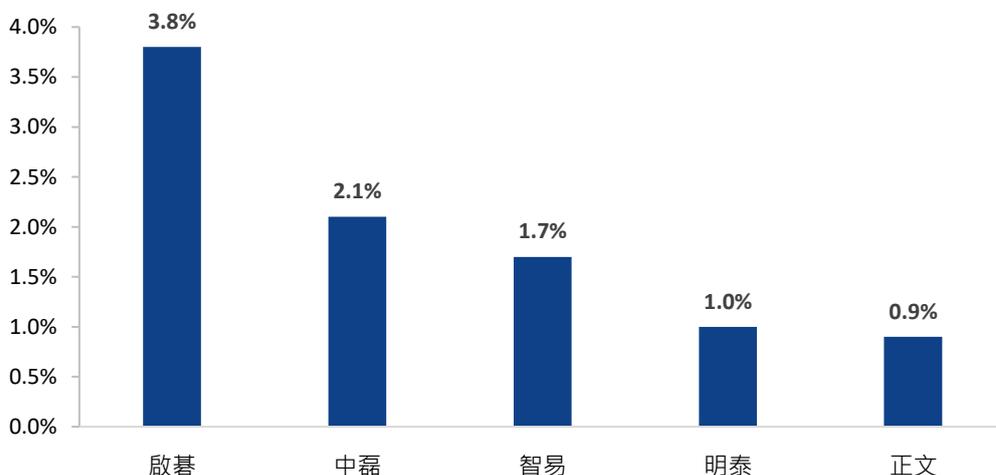
台灣網通設備廠生產銷售網路設備及部分通訊設備，以 ODM/JDM 為主要營運模式，主要客戶為電信運營商，同時也開發車用、企業用、低軌道衛星、工控、物聯網等應用產品，智邦為少數專注於資料中心網通解決方案的廠商。網路設備主要用於接受電信局端所提供的固網訊號、連接區域網路、建立網路環境、接收有線電視商所提供的電視訊號，例如數據機、路由器、集線器、交換器、Wi-Fi 設備與機上盒等。通訊設備主要是電信局端相關設備還有接收衛星訊號的導航設備，電信設備產業鏈較封閉，被前四大網通品牌廠所寡佔，台灣網通廠在通訊設備只在小型基地台、導航設備及相關零組件(如光傳輸收發器、天線、微波功率器、衛星接受系統等零組件)有所布局。根據 DELL'Oro 資料，2023 年全球電信設備營收約 950 億美元，前七大供應商合計佔比約 81%，第一名華為佔比 30%，其次為 Nokia 佔 15%、Ericsson 佔 13%、中興通訊佔 11%，第五至第七分別為 Cisco、Ciena 及三星，其他廠商合計市佔率約 19%。以營收規模而言，台灣網通設備廠商個別在全球電信設備市場的市佔率為低個位數。

圖 13：2023 年全球電信設備市場市佔率分佈



資料來源：Dell'Oro Group、元大投顧整理

圖 14：2023 年台灣網通設備廠在全球電信設備市場的市佔率比較



資料來源：Dell'Oro Group、元大投顧整理

## 多數廠商專注於服務電信運營商，僅智邦專注於為資料中心提供網路解決方案

啟碁提供涵蓋短/中/長全距離通訊技術服務，為網通設備品牌商、tier-1 電信業者、車廠和車用電子產品公司的重要直接供應商，目前是台灣網通設備廠營收規模最大的公司，未來除了持續協助歐美電信運營商推廣 5G FWA CPE，也已成功打入汽車供應鏈中，2023 年車用營收比重達 32%，提供衛星廣播、車聯網、ADAS、充電樁等產品，此外，啟碁更是低軌道衛星運營商家用 CPE 的獨家供應商，成功跨足電信運營商以外的車用、低軌道衛星市場，近年服務運營商客戶營收佔比持續拉升，1Q24 美洲地區營收佔比達 73%，因應北美客戶需求，越南二期廠房於 3Q24 投產後，目前越南廠產能佔比提升至 40%，公司另有墨西哥廠產能佔比<5%，以滿足客戶在地生產的要求，上述產能擴充將支持啟碁 2025 年的營運成長。

智邦經營模式從早期替品牌廠商進行的 ODM 服務，轉向與軟體廠商合作或配合客戶本身設計的軟體，直接提供終端客戶軟硬體整合的 JDM 服務，以優於同業之硬體設計、測試與軟體設計能力，贏得資料中心客戶訂單，主要供應資料中心交換器、AI 加速卡、AI 基礎建設相關產品，毛利率可達 20-25%，優於台灣網通設備同業，目前美系大型資料中心客戶對於 400GbE 交換器需求強勁，2H24 將迎來 800GbE 交換器升級潮，2025 年隨台積電 CoWoS 產能釋出，AI 基礎建設相關產品可望放量，長期智邦受惠於 AI 應用增加下，資料中心建置需求的成長。

中磊自 2017 年開始直接與營運商合作，目前直供比例達 9 成以上，基於軟體整合技術增進硬體產品的附加價值，協助客戶提升市場佔有率，目前公司有 9 成以上營收來自電信運營商，供應 PON、Cable Modem、xDSL、Wi-Fi Router/OTT STB 以及 5G FWA CPE 等產品，近期隨 5G FWA CPE、OTT STB 出貨增加，改善寬頻終端設備類別的產品組合，帶動 1H24 毛利率達 17.49%，YoY+0.15ppt，維持高檔，受企業客戶調整庫存影響，管理層預期 2Q24 為 2024 年營收谷底，後續中磊仍專注於擴大電信運營商客戶的新產品開發，著眼於印度市場龐大的寬頻基礎建設商機，2024 年印度市場營收佔比達雙位數，長期有望向 20%靠攏，不過印度市場毛利率較低，中磊將專注於追求毛利的成長。

智易成立於 2003 年，隸屬仁寶集團，產品包括寬頻固網(如 PON、xDSL、Cable modem 等)、行動通訊(如 5G FWA CPE、車用電子產品)、智慧家庭(如 STB、Wi-Fi CPE、Wi-Fi Extender)，主要客戶為歐美電信商、歐美往通品牌廠，2023 年地區別營收佔比如下：美洲 44%、歐洲 34%、亞洲 22%。展望 2024 年，歐洲寬頻固網產品需求疲弱，使近期營收承壓，智易將持續耕耘北美 Cable 相關產品，並供應光纖、5G FWA CPE 到印度市場。

正文以 Wi-Fi 起家，再延伸到 GPON 光纖產品、4G/5G/6G/LEO，主要從事無線網通設備 ODM/OEM 業務，產品包括整合型產品(如 GPON、xDSL、STB 等)、智慧家庭(Wi-Fi Router)、基礎建設(Small Cell、CPE)、模組(Wi-Fi Module)等，其中 GPON 光纖產品營收佔比近 50%，主要客戶為歐洲 Tier 1 電信設備商，客戶從 2H23 開始調節庫存到 1H24，目前客戶庫存水位健康，加上 Wi-Fi 7 產品持續推出，正文 2Q24 營收達 76.1 億元，QoQ+32%/YoY+9%，3Q24 訂單仍維持 2Q24 的高檔水位，管理層預期直供比例從 2H23 的 20%逐步提升至 2H24 的 40%，將帶動 2024 年毛利率改善至 12%以上。

明泰成立於 2003 年，最大股東為佳世達，致力於網路設備之設計、製造與服務，產品線包含網路交換器、寬頻網路、無線網路、數位家庭網路等，子公司仲琦(2419 TT)專注於發展品牌，硬體開發與生產會交由明泰或外包。受消費性產品、交換器客戶庫存調整影響，明泰 1H24 營收為 108 億元，YoY-30%，展望 2024 年，管理層預期 400GbE 交換器出貨將成長，800GbE 交換器將小量出貨，Wi-Fi 7 產品預計 3Q24 開始出貨量逐季提升，Wi-Fi IDU 產品、5G RU ODM 客戶專案預計 4Q24 開始貢獻營收，2H24 營收展望較 1H24 好轉。

圖 15：2023 年台灣網通設備廠產品別營收佔比

公司	2023 年營收 (NT\$ mn)	2023 年營收 YoY	產品組合	說明
6285 啟碁	110,788	+16%	網通 48%、車用 32%、家庭連網 20%	網通產品包括低軌 道衛星、充電樁
2345 智邦	84,188	+9%	網路交換器 68%、網路應用設備 23%、網路接取設備 6%、 其他網路設備 3%、無線網路設備 1%	
5388 中磊	62,584	-3%	寬頻終端設備 66%、企業網通 24%、基礎建設&物聯網 10%	
3596 智易	51,158	+8%	行動通訊 33%、智慧家庭 34%、寬頻固網 30%、其他 3%	
4906 正文	26,136	-6%	整合型產品 52%、家庭連網 28%、基礎建設 4%、模組 10%、其他 5%	整合型產品中有 95%為 GPON 產品
3380 明泰	28,272	-16%	區域都會網路 46%、無線寬頻網路 40%、數位多媒體暨行動 方案 6%、其他 8%	

資料來源：公司資料

圖 16：2023 年台灣網通設備廠地區別營收佔比

公司	美洲	歐洲	亞洲
6285 啟碁	69%	12%	19%
5388 中磊	67%	15%	18%
3596 智易	44%	34%	22%
4906 正文	33%	58%	11%
2345 智邦	71%	12%	17%
3380 明泰	54%	15%	30%

資料來源：公司資料

圖 17：2024 年台灣網通設備廠地區產能佔比

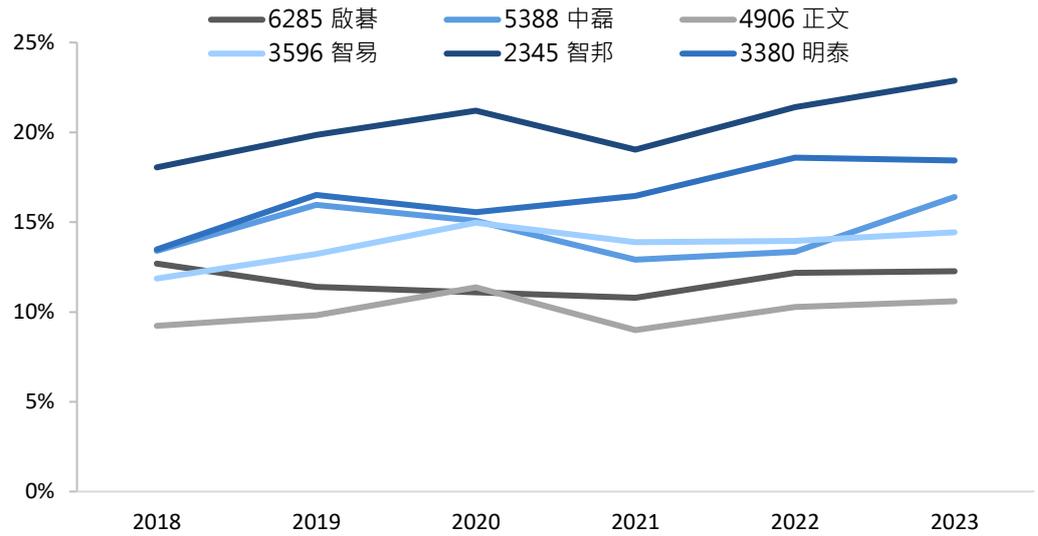
2024 年產能分配	
6285 啟碁	台灣 40%、越南 40%、中國 15%、墨西哥<5%
5388 中磊	菲律賓 40%、中國 30%、印度 20%、墨西哥與台灣 10%
4906 正文	越南 65-70%、中國 30%、台灣 3-5%
3596 智易	越南 75%、中國 25%
2345 智邦	中國 15%、越南 10%、台灣 65%
3380 明泰	越南 40%、中國 30%、台灣 30%

資料來源：公司資料

## 廠商專注於提升軟體加值服務，以提升毛利率

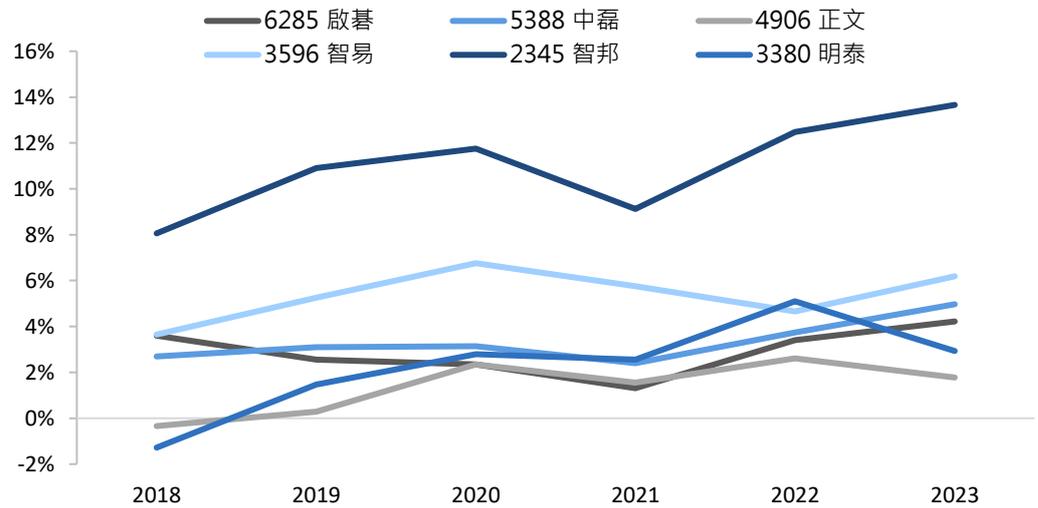
智邦專注於為北美 CSP 業者提供軟硬體整合的 JDM 服務，開發資料中心交換器，並提供 AI 加速卡、AI 基礎建設相關產品，毛利率可達 20-25%，營業利率率達 13%以上，遠優於台灣網通設備同業。明泰旗下仲琦經營品牌業務佔營收比重 33%，2023 年毛利率達 18%較高，但營業費用率也較高，2023 年營業利率率為 2.93%，落於同業區間下緣。啟碁營運規模大，2023 年毛利率 12.3%，略低於中磊、智易的 14.4-16.4%，不過隨產品組合改善、營收規模擴大，加上啟碁專注於提升軟體加值服務，管理層預期中長期毛利率可望往 15%靠攏，啟碁 2023 年營業利率率 4.22%，略低於同期中磊、智易的 4.97-6.19%。正文過去以非直供為主要營運模式，2023 年毛利率僅 10.6%，低於同業，近期逐季增加直供比重，預期未來毛利率可維持在 12%以上。

圖 18：台灣网通設備廠毛利率比較



資料來源：公司資料

圖 19：台灣网通設備廠營業利益率比較



資料來源：公司資料

## 客戶分析

### 直供寬頻 CPE 給各地電信運營商，企業網通產品供應品牌廠

公司自 2017 年以來，開始擺脫過去為了衝營收而搶食低價的中國市場及品牌客戶，走向直接與營運商合作，目前直供客戶所貢獻的營收比重已超過 90%，且該種生意模式除了能讓中磊獲取較高的產品毛利外，同時也讓營運商有更好的成本競爭，市場規模亦逐漸擴大。中磊員工人數超過 8,000 人，包括逾 2,000 名研發工程師，全球共有 5 個生產據點，在歐洲、美洲、亞洲設有營運據點，以就近服務客戶。

目前中磊有 6 成以上營收來自北美市場、2 成營收來自歐洲，主要供應 Cable CPE、OTT STB、5G FWA CPE 給北美多系統運營商(MSO)、歐美電信運營商，也供應企業網通產品給美系品牌廠；中磊為台灣最早進入印度市場的網通廠，接近 2 成營收來自印度電信運營商，主要供應 FTTx、5G FWA CPE 產品，以印度廠(約佔總產能 20%)供應當地市場。

圖 20：中磊全球營運據點



資料來源：中磊

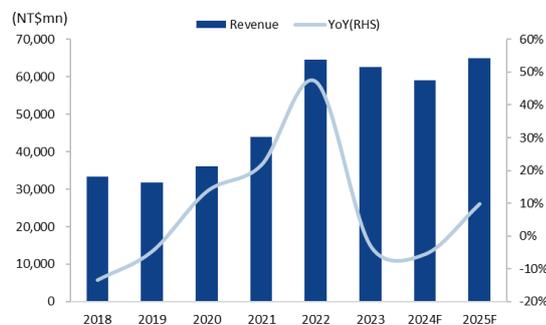
### 業績及獲利穩定向上，資產負債表健全

營收及獲利表現方面，中磊 2022 年營收 645.7 億元，年增 47.1%，創新高，受惠於網通晶片缺料問題緩解，寬頻 CPE、企業網通產品營收皆創新高，2H23 北美客戶開始去化庫存，2023 年營收 625.8 億元，年減 3.1%。毛利率方面，隨 2H23 低毛利率的大量型 CPE 產品(如 Cable DOCSIS、FTTx/GPON)開始修正，高毛利率的 OTT STB、5G FWA 分別於 2H23、1H24 開始放量，產品組合轉佳，帶動 1H24 毛利率達 17.5%，YoY+3.3ppt，優於同業。展望後市，大量型 CPE 產品需求緩步回升，毛利率可能逐漸回落至 15%，不過隨營收規模擴大，營業費用率有機會從 1H24 的 12.4%逐步降至 10%以下，營業利率可維持在 5%以上。

資產負債表部分，2Q24 中磊流動比、速動比為 149%/96%，負債比率落在 60%-70%左右健康區間。營運現金流量大致維持正數，惟 2021 年因網通晶片缺料，客戶超額下單，但積壓訂單無法出貨，中磊存貨、應收帳款同步增加，使得短期營運現金流出現負值，預期在後續淨利持續挹注下表表現穩健。公司近年資本支出落於 9-10 億元，主要用於廠房設備維護，4Q23 透過國內第七次無擔保可轉債完成 30.8 億元的募資，用於充實營運資金，截至 2Q24，中磊現金及約當現金約 103 億元，未來有望視情況併購公司。中磊 ROE (股東權益報酬率)維持在 10-20%區間，屬於健康水準。

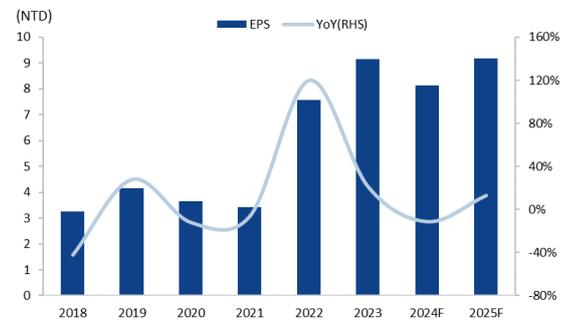
中磊 2023 年 EPS 9.17 元，年增 21.1%。公布現金股息 5.0 元，配發率 54.6%，略低於過去水準 60-75%區間。展望 2024 年，北美電信運營商去化庫存下，預期營收年減 5.6%至 590.7 億元，惟高毛利率 5G FWA 營收佔比提升，帶動毛利率達 17.4%，YoY+1.0ppt，預估中磊 2024 年 EPS 8.12 元，年減 11.4%，可望配發現金股利 4.9 元(配發率 60%)，殖利率 4.75%。近年中磊股利配發率落在 60-70%。

圖 21：中磊營收穩定增長



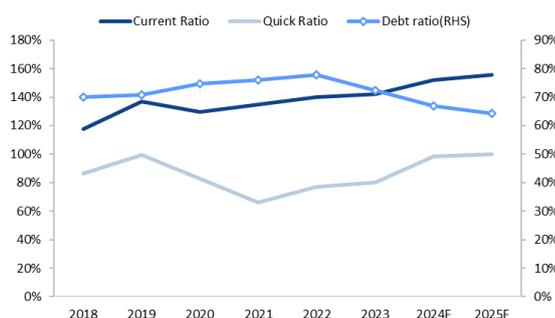
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 22：中磊 EPS 趨勢



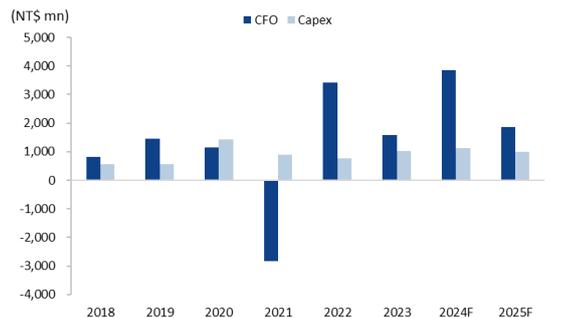
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 23：中磊負債比率維持穩定



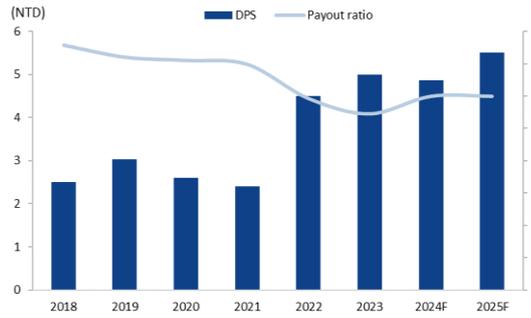
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 24：中磊營運現金流維持穩定



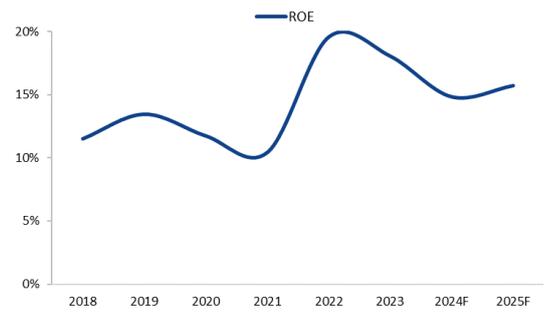
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 25：中磊股利配發穩定



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 26：中磊 ROE 穩定上升



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 27：2Q24 同業財務比率比較

公司	Debt ratio	Liquidity ratio	Quick Ratio	Inventory Turnover	Assets Turnover
5388 中磊	60%	142%	91%	4.87	1.54
6285 啟碁	66%	149%	92%	3.24	1.3
4906 正文	45%	150%	120%	7.71	1.15
3596 智易	65%	128%	78%	3.32	1.24
2345 智邦	60%	147%	103%	4.54	1.39
3380 明泰	44%	182%	105%	2.49	0.91

資料來源：TEJ、元大投顧整理

### FWA 取代光纖成為最後一哩解決方案首選

在電信服務系統上有一「最後一哩」(The Last Mile)解決方案，指從使用者家中連到電信業者終端機房的網路線，使用者透過最後一哩的服務，即可經由電信業者的骨幹網路直到接入網際網路，而根據接入方式的不同，最後一哩服務可分為有線接入網和無線接入網。有線接入網可以依照使用的線纜分為三類，分別為 1) 銅纜線接入的 DSL 技術，例如電話線；2) 混合使用光纖和同軸電纜(Cable)技術的光纖同軸混合接入，例如第四台；3) 使用全光纖接入的 PON (Passive optical network) 技術。

相較於以上提及之電信業的銅線、有線電視的纜線寬頻、光纖網路等有線接入網，無線接入網則是提供了另一種選項，FWA (Fixed wireless access，固定無線接入)使用無線接取方式，消費者只需透過 CPE 接取電信業者提供的 5G 行動上網，即可在家使用無線網路服務，免去人工拉線的繁瑣程序，代替最後一哩的光纖入戶。FWA 設備從 3G 開始萌發、4G 展開應用、5G 時代才出現爆發成長，主要因為 5G 技術已具有速度快、延遲低且多連接等優勢，且因上述節省繁瑣的工程成本，前期建置成本也較低，特別是歐美電信商 T-Mobile、Verizon 已快速透過 5G 提供 FWA 服務。

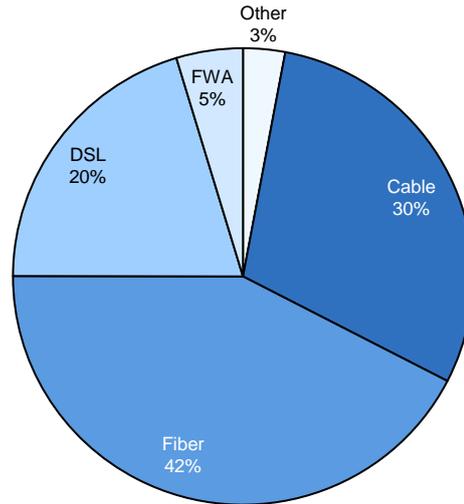
圖 28：固網寬頻比較

	電纜(Cable)	銅線(xDSL)	光纖(FTTH)	5G FWA
訊號	受環境影響較小	受環境影響較小	受環境影響較小	受環境影響較大
資本支出	初期建造成本較高	初期建造成本較高	初期建造成本較高	適中 主因無線傳輸 不須建置線纜架設
維運支出	較低 設備較成熟穩定 使用壽命較長	依規格提升支出增加 高階線材要求較高	較低 維護成本低 使用壽命較長	較高 維護具挑戰性 需承受室外運行條件
移動性	無	無	無	較佳
支援服務速度	75-1,200 Mbps 尖峰時段共用頻寬 將影響網速流量	100 Mbps 低頻用於一般電話 高頻用於資料上下載	可達 0.1-10 Gbps 光纖不易受干擾 網速遠高於銅線	100-1,000 Mbps 無線傳輸 網速受環境干擾
距離	不超過 5.5 公里	30-100 公尺	可達 20 公里	通常不超過幾百公尺
月費(USD)	\$30-\$100	\$40-\$70	\$20-\$300	\$25-\$70

資料來源：Advanced Fiber Access Network、元大投顧整理

過去歐美國家因電信市場自由化多年，在商業利益考量下廠商並沒有誘因建置光纖管線，造成歐美各國光纖覆蓋率不足，產生網速過慢、偏鄉地區頻寬不足等問題，目前美洲仍以 Cable 為主要固網寬頻傳輸方式占比約 60%；歐洲仍為銅線 DSL 的最大市場；亞洲固網寬頻以光纖為主流技術，DSL 規模持續縮減，呈現光進銅退之趨勢。5G FWA CPE 具有布建成本低、部署速度快、安裝方便等優勢，讓許多政府開始採用 FWA 作為偏鄉地區的寬頻網路替代方案，例如美國拜登政府在基礎建設法案中提撥 420 億美元，加速推動寬頻網路基建，希望藉由普及寬頻 5G 打造數位社會、打造「數位美國」；歐盟也提出 2025 年歐洲家庭網速達 100Mbps 目標，並釋出 2030 年數位轉型願景，所有歐盟家庭都應擁有 Gigabit 網路，所有人口密集地區都應被 5G 覆蓋。截至 2023 年底統計，全球依技術別區分固網寬頻用戶數占比如下：光纖(Fiber) 42.5%、電纜(Cable) 29.6%、銅線(DSL) 20.3%、FWA 4.7%、其他約 2.9%。

圖 29：全球依技術別區分固網寬頻用戶數分布



資料來源：OECD

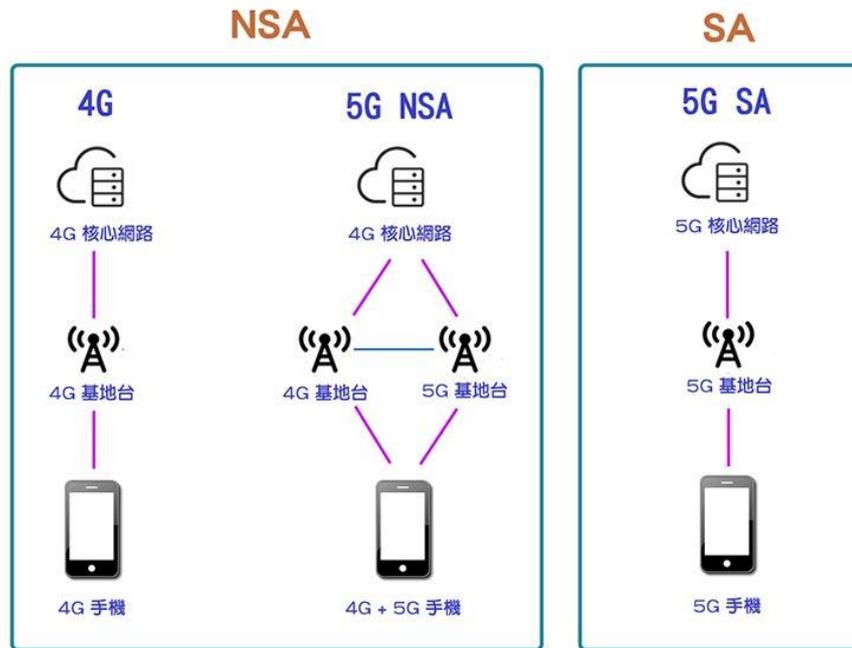
第五代行動通訊技術(5G)為 4G (LTE-A、WiMax-A、LTE)系統後的演進，與早期的 2G、3G 和 4G 行動網路一樣，5G 網路是數位訊號蜂巢式網路(Cellular network)，根據國際電信聯盟(ITU)發展國際行動電信(IMT)系統的願景建議書，5G 必須為三種應用情境，即增強行動寬頻(eMBB)、巨量物聯通訊(mMTC)、以及高可靠低延遲通訊(uRLLC)，提供更快速、更高容量、以及更可靠的行動通訊服務。5G 使用兩種頻段，以 6GHz 頻段為界線，分別為 6GHz 以下的第一型頻率範圍(FR1)之 Sub-6 頻段(頻率範圍在 450MHz-6GHz)，與第二型頻率範圍(FR2)之 mmWave 毫米波頻段(頻率範圍在 24GHz -52GHz)。5G 屬於高頻段，高頻率的特性是容量大，可以同時容納很多用戶上網，但缺點是涵蓋的範圍較小、穿透性較差，在 FR1 中，以 3.5GHz 頻段最能夠滿足 5G 需求與基地台架設。Sub-6 的基地台容易部署，且傳訊距離長、覆蓋範圍廣，讓它成為許多國家的 5G 主要發展方向，在頻寬足夠的情況下，Sub-6 頻段仍是電信業者的首要選擇(如台灣電信業者在 Sub-6 的 3.5GHz 頻段的競標金額遠高於 28GHz 的毫米波頻段)，全球主流 5G 電信服務大多使用非獨立組網(NSA)，以 Sub-6 技術利用既有的 4G LTE 結合 5G 網路來提供更穩定的網路連接，也有部分國家因 Sub-6 頻段飽和，而完全轉向以 mmWave 毫米波發展 5G 頻段。

圖 30：5G 以 6GHz 頻段為界線，分成 Sub-6 與 mmWave 毫米波 2 個頻段

Frequency range designation	Corresponding frequency range
FR1 (Sub-6)	450-6,000 MHz
FR2 (mmWave)	24,250-52,600 MHz

資料來源：3GPP、元大投顧整理

圖 31：全球主流的 5G NSA 利用既有的 4G LTE 結合 5G 網路，採用 4G 與 5G 基地台共構模式



資料來源：Claire C.

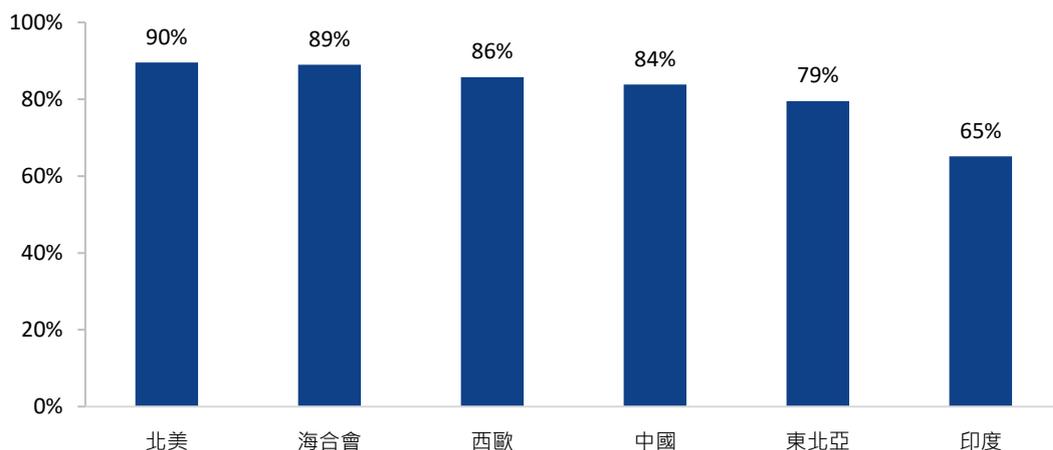
4G LTE(長期演進技術)是 4G 的最新版本，允許下載速度最高達 100-200Mbps，然而消費者仍希望手機和其他設備能容納更多的數據和有更快的速度。5G 網路標準的峰值速度達 1-10Gbps，網速比 4G 快近 10 倍，延遲比 4G 少 10 倍。根據國際電信設備商 Ericsson 報告指出，目前全球已有約 290 個 5G 網路投入商用，2023 年新增的 5G 用戶數約 6.1 億人(較 2022 年成長 63%)，預估全球 5G 用戶數將從 2023 年的 16 億人，成長至 2029 年的 56 億人，未來六年全球智慧手機用戶平均數據量將成長近三倍，用戶平均用量將從每月 17GB 提升到每月 42GB。預估 2029 年 5G 將覆蓋全球 85%的人口，北美與海合會國家的 5G 滲透率將達 90%，為全球最高，其次為西歐，包含台灣在內的東北亞市場 5G 滲透率將達近 8 成，相比 2023 年底台灣 5G 滲透率 28%大幅增加。Ericsson 報告同時提到 5G 商業化衍伸四大關鍵領域，包括 1) 增強型行動寬頻(eMBB)，為 4G 行動寬頻的高效版本；2) 固定無線接入(FWA)與無線廣域網，可提升電信商的每用戶平均收入(ARPU)；3) 差異化的連接解決方案，如企業專網或公共 5G 獨立組網(SA)的網路切片能力；及 4) 推動創新和生態系統成長，網路 API 能夠幫助應用開發商輕鬆使用進階 5G 功能，促進大規模創新。

圖 32：5G、4G、3G 比較

	3G	4G	5G
推出時間	1998 年	2008 年	2020 年
頻段	800MHz 2100MHz	700MHz 900MHz 1800MHz	Sub-6 (6GHz 以下) mmWave (24-52GHz)
頻寬	25MHz	100MHz	300MHz(Sub-6) 30GHz(mmWave)
技術	WCDMA	LTE/WiMAX	MIMO, mm Waves
多工方式	CDMA	OFDM/FDMA	OFDM/BDMA
峰值速率	7.2Mbps	150Mbps	1-10Gbps
平均速率	1.5Mbps	15Mbps	150-200Mbps
延遲	212 毫秒	30-70 毫秒	1 毫秒
覆蓋距離	50-150km	1-3km	300m

資料來源：元大投顧整理

圖 33：地區別 2029 年 5G 滲透率趨勢

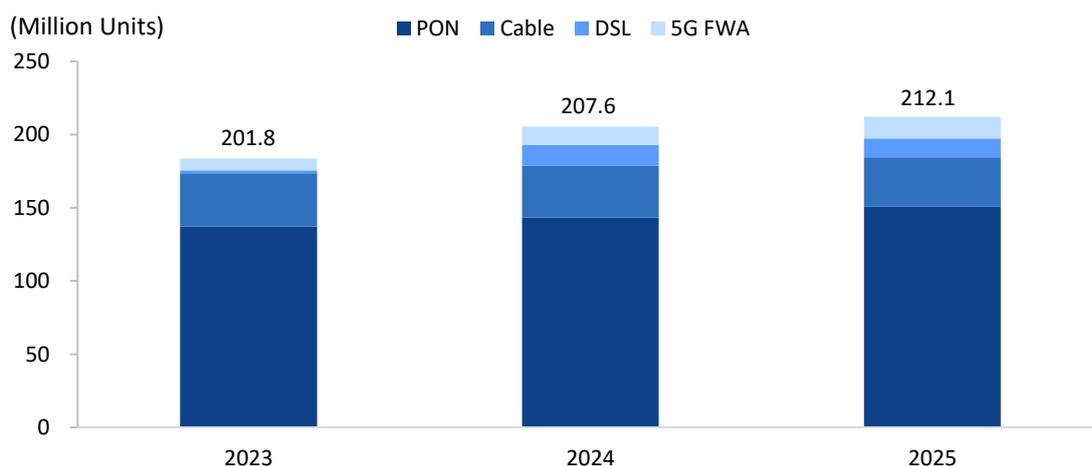


資料來源：Ericsson、元大投顧整理

### 5G FWA 設備市況向上趨勢確立，2024-2029 年市場規模 CAGR 達 31.5%

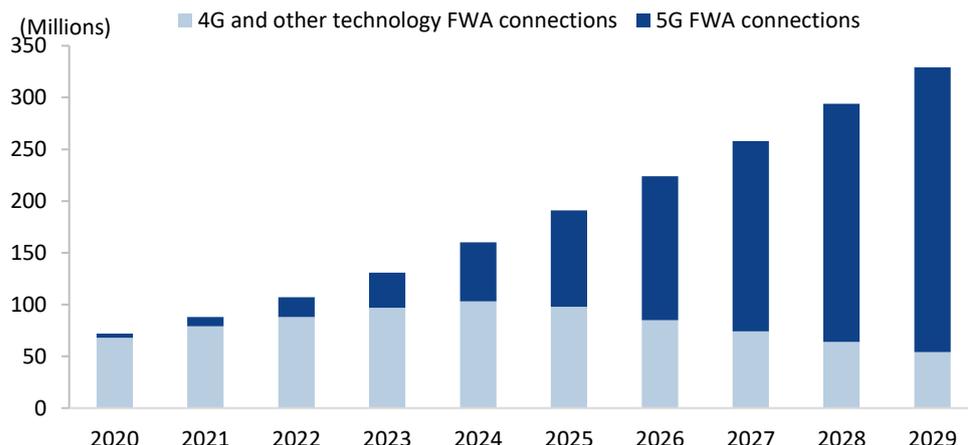
根據 MIC 預估，2023-2025 年全球 CPE 出貨量呈現穩定增長，每年維持出貨 2 億台以上，目前市場上仍然以光纖接入的 PON 技術為主流，2023 年 PON 出貨佔比達 7 成，但預期隨著各國政策推動下，5G FWA CPE 出貨量將快速增長，根據 Ericsson 行動趨勢報告顯示，FWA 連結數將從 2023 年底的 1.3 億增至 2029 年的 3.3 億，而在這 3.3 億的連接中，預計近 85% 是 5G FWA 連接。另外，根據 ABI Research，全球 5G FWA CPE 出貨量將從 2023 年的 1,070 萬台成長至 2029 年的 3,680 萬台，2024-2029 年 CAGR 達 22.9%。根據 Astute Analytica，全球 5G FWA CPE 市場規模將從 2023 年的 16 億美元成長至 2032 年的 189 億美元，2024-2032 年 CAGR 達 31.5%，成長主要來自於 5G FWA CPE 逐漸取代傳統寬頻網路，提供更可靠、更快速的網路。

圖 34：全球 CPE 每年維持出貨 2 億台以上



資料來源：MIC、元大投顧整理

圖 35：2029 年 FWA 連結數將增長至的 3.3 億



資料來源：Ericsson、元大投顧整理

### 高速傳輸需求提升，加速 Wi-Fi 產品升級，預計 2024 年下半年 Wi-Fi 7 放量出貨

2023 年隨著 AI、元宇宙高速傳輸需求，以及物聯網龐大連線需求的出現，帶動無線網路技術快速升級，進入 Wi-Fi 7 世代。從技術上，Wi-Fi 7 幾乎是全方位強化了 Wi-Fi 6 的功能，像是在頻道寬度上，Wi-Fi 7 在 6GHz 的工作頻段上開通 320MHz 的最大頻寬，為 Wi-Fi 6/6E 160MHz 頻寬的兩倍；在最大理論速率上 Wi-Fi 7 也有所提升，其最大理論速率來到 46.1 Gbps，較 Wi-Fi 6/6E 的 9.6 Gbps 高出五倍，進而滿足高速、低延遲、穩定連接之需求。另一方面，QAM 為將資料封包轉換為電波訊號的一種技術，其數值愈高，即代表載波可攜帶更多資料、增加資料傳輸的密度，從 Wi-Fi 4 的 64-QAM(6bit) 開始，每代新的 Wi-Fi 規格都讓支援的資料傳送密度增加了四倍，Wi-Fi 5 為 256-QAM(8-bit)、Wi-Fi 6 為 1024-QAM(10-bit)，而 Wi-Fi 7 則是來到 4096-QAM(12-bit)，也就是所謂 4K-QAM，4K-QAM 使每個載波能夠攜帶更多數據，就像一輛貨車可以裝載更多貨物，讓使用者可以同時上傳/下載更多的資料，使 Wi-Fi 7 與 Wi-Fi 6/6E 相比，資料傳輸速率提高了 20%。此外，過去 Wi-Fi 規格傳輸上僅限於一個頻段，而 Wi-Fi 7 則引入 MLO (Multi Link Operation，多重連接模式)，允許 Wi-Fi 7 設備能夠連接到兩個以上之頻段，進行跨頻段傳輸和接收數據，因此即便某些頻段出現擁塞的情況，資料仍可選擇其他較暢通的頻段傳送，讓連網更快速、更可靠。

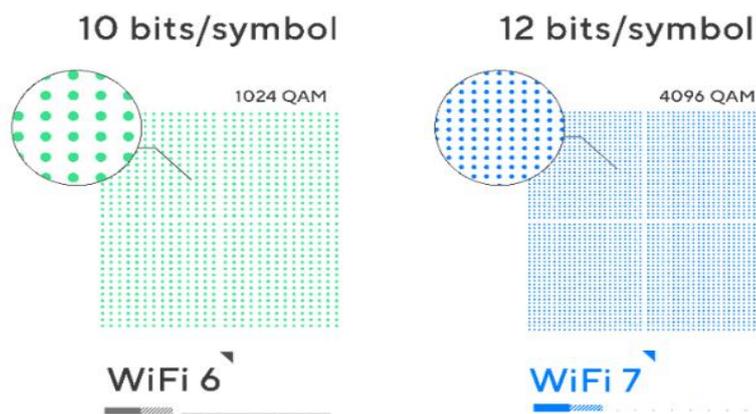
隨著 AI 等應用帶動，加速 Wi-Fi 7 商用時程，根據 Techno System Research 預估，2H24 Wi-Fi 7 產品將開始出貨，預期 2024-2027 年出貨量 CAGR 高達 87%；根據 IDC 預估，2028 年 Wi-Fi 7 佔全球 WLAN 裝置滲透率可達 49.2%，未來長期成長趨勢明確。

圖 36：Wi-Fi 規格演進表

	Wi-Fi 4	Wi-Fi 5	Wi-Fi 6	Wi-Fi 6E	Wi-Fi 7
IEEE 標準	802.11n	802.11ac	802.11ax	802.11ax	802.11be
工作頻段(GHz)	2.4/5	5	2.4/5	2.4/5/6	2.4/5/6
空間流速	4	8	8	8	16
子載波間距	312.5kHz	312.5kHz	78.125kHz	78.125kHz	78.125kHz
最大頻寬	40MHz	160MHz	160MHz	160MHz	320MHz
有效子載波數	對應 108 個 有效子載波	對應 468 個 有效子載波	對應 1960 個 有效子載波	對應 1960 個 有效子載波	對應 3920 個 有效子載波
QAM	64-QAM (6bit)	256-QAM (8bit)	1024-QAM (10bit)	1024-QAM (10bit)	4096-QAM (12bit)
碼率	5/6	5/6	5/6	5/6	5/6
傳輸時間	3.6us	3.6us	13.6us	13.6us	13.6us
最大理論速率	0.6Gbps	3.5Gbps	9.6Gbps	9.6Gbps	46.1Gbps

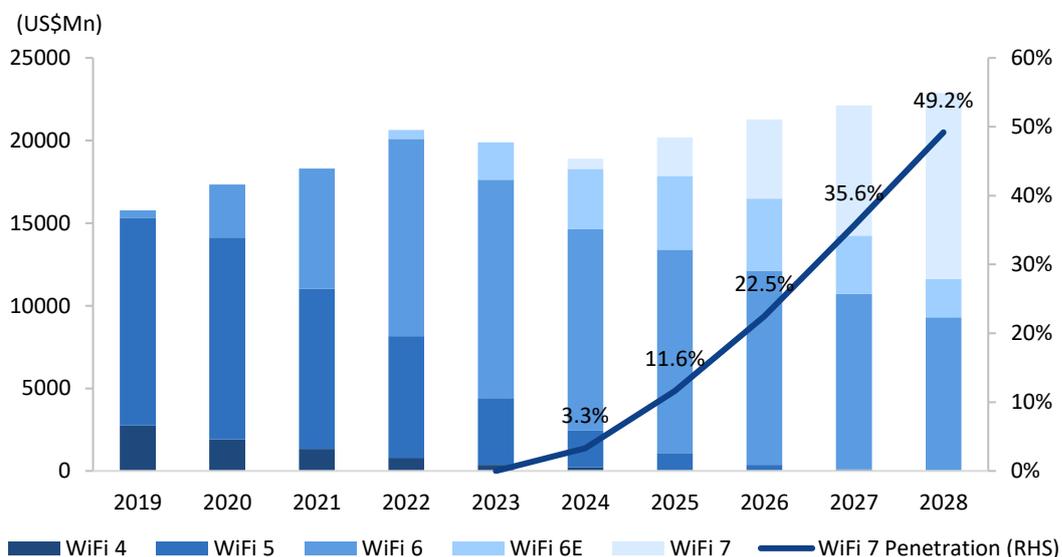
資料來源：元大投顧整理

圖 37：Wi-Fi 7 採用 4096-QAM，提升傳輸效率



資料來源：ASUS

圖 38：預估 2028 年 Wi-Fi 7 在全球 WLAN 裝置滲透率達 49.2%



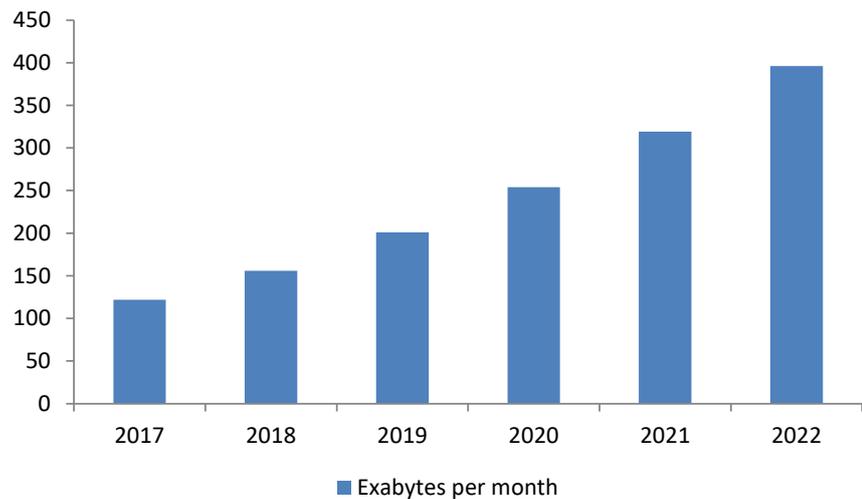
資料來源：IDC、元大投顧整理

### 串流影音-提升網速需求、改變娛樂消費型態

智慧型手機的普及與網路科技的進步替串流影音的發展製造絕佳的環境，人們可不受時間、地點的限制，無延遲地體驗線上串流媒體，在 2019 年，全球觀看串流影音平台時間已高於有線電視。2020 年隨著疫情的助攻，人們居家時間拉長，串流影音的訂閱數更較前一年成長 33%。傳統有線電視及電影業者受到此種新型態的串流平台威脅，也透過推出自家串流影音服務或併購來因應，以避免在此波剪線潮中遭到淘汰。串流影音除了改變消費者的影音娛樂體驗外，也進一步提升了人們對網路速度的需求，為了享受更好的感官體驗，業者也相繼推出 4K、8K 等高畫質影片，而更高的影片解析度也伴隨更快的網路速度需求。即使現在疫情已趨於流感化，但人們的生活型態也較過往更依賴於網路，本中心認為串流影音趨勢已不可逆，網速需求也將越來越大。

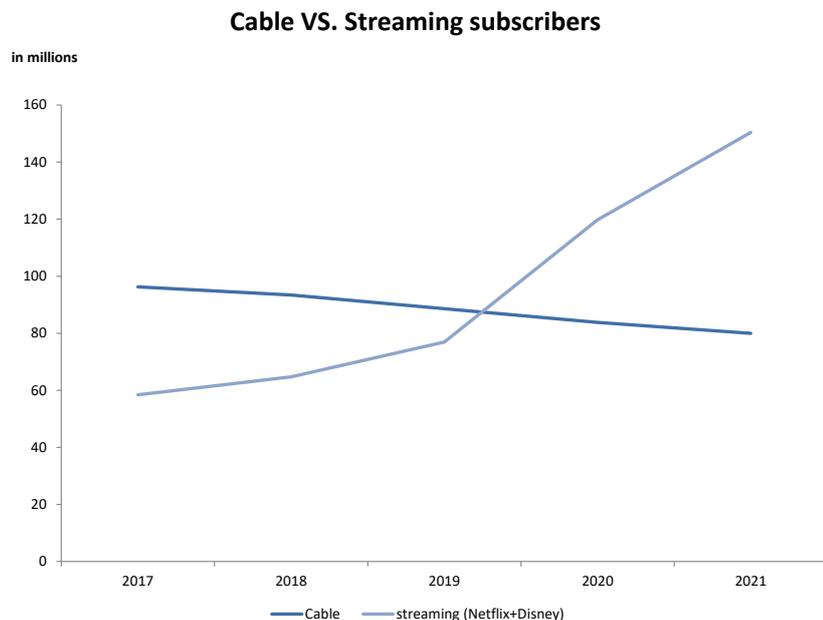
根據 Leichtman 報告顯示，2023 年美國有線電視公司總共流失了 380 多萬用戶，其中最大的兩家公司 Comcast 和 Charter 分別流失 200 多萬和 100 多萬用戶。Comcast 和 Charter 都在近期推出了價格更低的新產品以挽留觀眾，Charter 在 2024 年 4 月推出了兩款新產品：1) 包括 AMC、CNN、探索頻道、迪士尼頻道、福斯新聞、HGTV 等 90 個有線電視頻道的套餐，月費 40 美元；2) 提供給西班牙語觀眾的 45 個西班牙語頻道的套餐，月費 25 美元。Comcast 則將旗下通訊服務、有線電視頻道和串流平台等業務結合起來，推出精簡版的 NOW 服務，用戶將獲得預付費的網路服務、手機通訊套餐，觀看包含美食頻道、AMC 等 40 多個精品有線電視頻道和串流平台 Peacock 上的節目，Comcast 和 Charter 希望能以更親民的價格吸引還不願意徹底拋棄有線電視的觀眾，盡可能延長有線電視業務的運營時間。Comcast 旗下串流媒體平台 Peacock 用戶數自 2020 年創立以來增加至 2Q24 的 3,300 萬(YoY+38%)。有別於行動裝置的小螢幕，電視螢幕更能讓用戶沉浸於影音的享受，加上疫情期間在家更能長時間使用大螢幕的電視，因此如 Comcast 所推出的 Xfinity 機上盒更受民眾接受，除了可觀賞有線電視外，還可切換到串流影音頁面，觀看串流影音內容。

圖 39：2017-2022 年全球網路用量 CAGR 26%



資料來源：Cisco、元大投顧整理

圖 40：串流影音觀看時間已超越有線電視



資料來源：IBIS World、Bloomberg、元大投顧

## 經營團隊與股東結構分析

### 化危機為轉機，中磊五年完成轉型，繳出亮眼成績單

中磊董事長暨 CEO 王煒先生於科技產業、網路通訊領域近 30 年的經歷，累積深厚之產學專業及經營管理經驗，於 2000 年加入中磊電子並膺任總經理，展開一連串的變革，帶領公司擴展多元化產品，從列印伺服器到路由器、WiFi、光纖等新領域。2018 年中美貿易戰開始，網通設備首當其衝，美國首先對中興、華為下禁令，接著又針對中國供應鏈祭出關稅制裁，王煒決定搶先啟動規劃多年的直供模式，並啟動中國以外的生產布局，考量北越的量體無法支撐整個中國電子供應鏈的轉移，斷然決定前往菲律賓設廠，在中美貿易戰時空下，中磊轉型有成，並且在美國營運商三年訂單的保證下，快速將產能從中國遷往菲律賓，帶動了營收的快速成長，是化危機為轉機的絕佳典範，目前中磊直供比重已超過 9 成，王煒於 2022 年獲董事推舉，榮任董事長。中磊董監事合計持股 4.27%，經理人合計持股 1.33%，ETF 合計持股約 8.49%，其他大股東包括新制勞退基金、合作金庫商業銀行(股)、彰化商業銀行(股)。

圖 41：中磊前十大股東概覽

主要股東名稱	持股比例 (%)
華南商業銀行受託保管元大臺灣價值高息 ETF 證券投資信託基金專戶	6.55
允傳投資(股)	4.19
新制勞工退休基金	2.49
彰化商業銀行受託保管元大台灣高股息優質龍頭證券投資信託基金專戶	1.94
合作金庫商業銀行(股)	1.83
蘇怡	1.61
彰化商業銀行(股)	1.45
焯見投資(股)	1.40
匯豐(台灣)商業銀行受託保管英商高盛國際公司投資專戶	1.38
怡和財務顧問(股)	1.23

資料來源：TEJ、元大投顧整理

## 獲利調整與股票評價

### 北美、南亞 5G FWA 成長，抵禦北美電信商庫存去化週期，預估 2024/2025 年 EPS YoY-11%/+13%

展望後市，中磊營運受惠於以下成長動能：1) Wi-Fi 7 企業網通產品於 2H24 開始放量，預期 Wi-Fi 7 在 Wi-Fi 產品的出貨比重將從 2024 年的 5% 提升至 2025 年的 15-20%；2) 北美、印度電信營運商積極推廣 5G FWA 寬頻網路服務；及 3) 北美電信運營商庫存水位已達相對低檔，隨需求緩步復甦，2025 年將有 DOCSIS 4.0、10G PON CPE 升級需求。預估中磊 2024/2025 年營收為 590.74 億元/648.61 億元，YoY-5.6%/+9.8%，毛利率預估為 17.4%/17.0%，YoY+1.0ppt/-0.4ppt，隨大量型產品需求回溫，產品組合轉差，毛利率可能逐步往 15% 靠攏，4Q24 印度自建清邁廠開始投產，有助於改善毛利率，2024/2025 年 EPS 預估為 8.12 元/9.18 元，YoY-11.4%/+13.1%。

圖 42：中產品營收預估

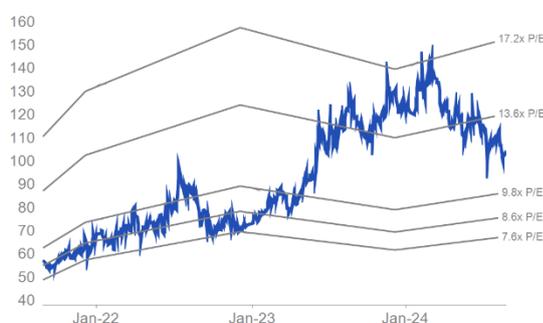
Segment	2023 revenue%	2024F revenue YoY%	2025F revenue YoY%
Broadband CPE	66%	6.9%	7.2%
Enterprise	24%	-27.6%	26.2%
Infrastructure & IoT	10%	-24.5%	0.8%

資料來源：公司資料

中磊提供全方位電信寬頻解決方案，已是全球 Cable DOCIS、FTTx GPON CPE 主要供應商，未來將專注於提升企業網通、Infra. & IoT 營收比重，且計劃新增半局端產品線，由於軟體加值服務多，中磊近年毛利率優於同業，2024 年北美、印度 5G FWA 開始放量，抵禦北美電信運營商庫存修正逆風。參考台灣網通設備同業 2024-2025 年平均本益比區間 15.1-18.9 倍，給予中磊 14 倍目標本益比，以 2025 年預估 EPS 9.18 元，推得目標價 128 元，給予「買進」評等。目前股價隱含 2024 年殖利率 4.8%，應具下檔支撐。

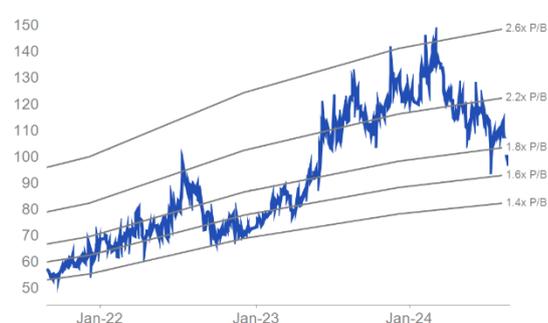
我們認為 14 倍目標本益比尚屬合理，主因 1) 中磊近三年本益比區間為 7-17 倍，14 倍目標本益比落於區間中上緣；且 2) 中磊在電信運營商固網寬頻具有完整產品線，長期受惠於印度、北美固網寬頻升級趨勢，惟目前仍處於北美電信運營商庫存調整期，14 倍目標本益比係接近台灣網通設備同業 2025 年平均本益比評價。

圖 43：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 44：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 45：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
中磊	5388 TT	買進	105.0	982	9.17	8.12	9.18	11.5	12.9	11.4	21.1	(11.4)	13.1
國外同業													
Cisco	CSCO US	未評等	50.6	201,811	3.1	3.7	3.6	16.4	13.7	14.1	8.8	20.2	(3.3)
Ericsson	ERICB SS	未評等	7.4	24,686	(0.8)	0.4	0.5	--	17.4	15.1	--	--	15.8
NOKIA	NOKIA FH	未評等	3.8	23,584	0.1	0.3	0.3	31.9	11.3	12.1	(84.0)	183.0	(7.1)
國外同業平均					0.8	1.5	1.5	24.1	14.1	13.8	(37.6)	101.6	1.8
國內同業													
啟碁	6285 TT	持有-超越同業	114.0	1,729	9.0	7.7	9.0	12.7	14.8	12.7	15.5	(14.0)	15.8
正文	4906 TT	未評等	40.8	530	1.6	1.9	3.4	26.4	22.0	12.0	(8.9)	20.0	82.8
智易	3596 TT	未評等	144.5	995	11.0	11.2	12.0	13.2	12.9	12.0	19.4	2.2	7.3
智邦	2345 TT	未評等	547.0	9,580	16.0	19.9	24.4	34.2	27.4	22.4	9.2	24.7	22.2
明泰	3380 TT	未評等	35.4	599	1.0	2.0	2.2	35.0	17.6	16.2	(40.3)	98.7	8.5
國內同業平均					7.7	8.6	10.2	24.3	18.9	15.1	(1.0)	26.3	27.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 46：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
中磊	5388 TT	買進	105.0	982	20.8	14.8	15.6	47.38	54.08	58.28	2.2	1.9	1.8
國外同業													
Cisco	CSCO US	未評等	50.6	201,811	38.0	31.2	28.6	10.8	11.3	11.8	4.7	4.5	4.3
Ericsson	ERICB SS	未評等	7.4	24,686	13.1	18.5	18.9	2.9	2.5	2.7	2.5	3.0	2.7
NOKIA	NOKIA FH	未評等	3.8	23,584	7.7	8.4	7.7	3.7	3.9	4.0	1.0	1.0	1.0
國外同業平均					19.6	19.4	18.4	5.8	5.9	6.2	2.7	2.8	2.7
國內同業													
啟碁	6285 TT	持有-超越同業	114.0	1,729	15.0	12.6	13.8	72.0	65.7	69.8	1.6	1.7	1.6
正文	4906 TT	未評等	40.8	530	4.7	5.4	9.3	32.6	32.5	31.6	1.3	1.3	1.3
智易	3596 TT	未評等	144.5	995	16.9	15.6	15.5	67.2	73.0	88.7	2.2	2.0	1.6
智邦	2345 TT	未評等	547.0	9,580	39.1	39.5	38.7	45.1	56.2	67.9	12.1	9.7	8.1
明泰	3380 TT	未評等	35.4	599	5.4	7.6	7.7	18.5	--	--	1.9	--	--
國內同業平均					16.2	16.1	17.0	47.1	56.9	64.5	3.8	3.7	3.2

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 47：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	16,193	13,711	13,758	15,411	15,052	15,687	16,673	17,449	59,074	64,861
銷貨成本	(13,386)	(11,289)	(11,325)	(12,767)	(12,466)	(13,005)	(13,838)	(14,507)	(48,768)	(53,817)
營業毛利	2,807	2,422	2,433	2,644	2,586	2,682	2,835	2,942	10,306	11,044
營業費用	(1,951)	(1,744)	(1,759)	(1,834)	(1,827)	(1,872)	(1,948)	(1,990)	(7,288)	(7,636)
營業利益	857	677	674	810	759	810	887	952	3,018	3,408
業外利益	(25)	(11)	(4)	(3)	(4)	(4)	(4)	(3)	(43)	(15)
稅前純益	832	667	670	807	755	806	883	949	2,975	3,393
所得稅費用	(157)	(121)	(134)	(161)	(151)	(161)	(177)	(190)	(573)	(679)
少數股東權益	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0
歸屬母公司稅後純益	674	545	536	645	604	645	707	759	2,401	2,715
調整後每股盈餘(NT\$)	2.28	1.84	1.81	2.18	2.04	2.18	2.39	2.57	8.12	9.18
調整後加權平均股數(百萬股)	299	299	299	299	299	299	299	299	299	299
<b>重要比率</b>										
營業毛利率	17.3%	17.7%	17.7%	17.2%	17.2%	17.1%	17.0%	16.9%	17.5%	17.0%
營業利益率	5.3%	4.9%	4.9%	5.3%	5.0%	5.2%	5.3%	5.5%	5.1%	5.3%
稅前純益率	5.1%	4.9%	4.9%	5.2%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%	5.0%	5.2%
稅後純益率	4.2%	4.0%	3.9%	4.2%	4.0%	4.1%	4.2%	4.4%	4.1%	4.2%
有效所得稅率	18.9%	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.3%	20.0%
<b>季增率(%)</b>										
營業收入	3.6%	-15.3%	0.3%	12.0%	-2.3%	4.2%	6.3%	4.7%		
營業利益	-3.6%	-20.9%	-0.5%	20.2%	-6.3%	6.7%	9.5%	7.3%		
稅後純益	-3.4%	-19.1%	-1.6%	20.3%	-6.4%	6.8%	9.6%	7.4%		
調整後每股盈餘	-14.9%	-19.1%	-1.6%	20.3%	-6.4%	6.8%	9.6%	7.4%		
<b>年增率(%)</b>										
營業收入	3.4%	-12.5%	-11.9%	-1.4%	-7.0%	14.4%	21.2%	13.2%	-5.6%	9.8%
營業利益	30.9%	-4.9%	-21.4%	-8.8%	-11.4%	19.6%	31.6%	17.5%	-3.1%	12.9%
稅後純益	33.3%	3.5%	-18.2%	-7.6%	-10.4%	18.3%	31.9%	17.7%	0.6%	13.1%
調整後每股盈餘	17.4%	-8.8%	-28.0%	-18.6%	-10.4%	18.3%	31.8%	17.6%	-11.4%	13.1%

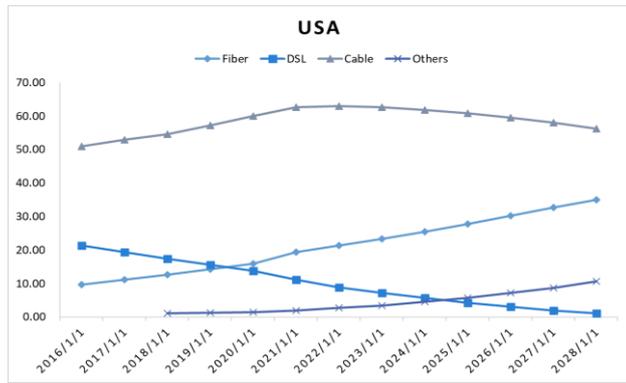
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

## 公司簡介

### 提供全方位電信寬頻解決方案

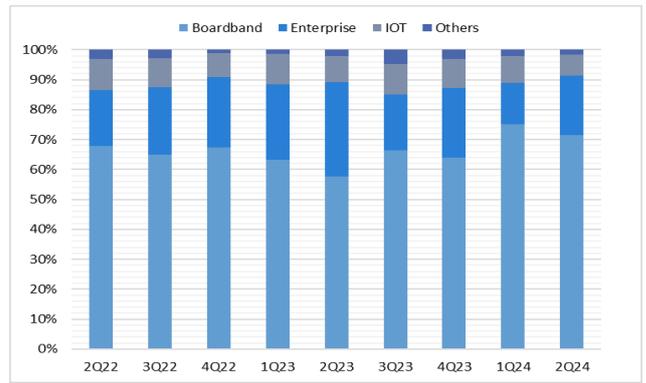
中磊成立於 1992 年，為台灣網通設備大廠，以寬頻網路領域之軟、韌體研發作為核心價值，輔以硬體製造服務，提供全方位電信寬頻解決方案，主要產品包括整合型 IAD 產品(Integrated Access Devices)、商用級網通設備、FTTx 光纖級產品、Cable DOCSIS 設備、Small Cell 小型基地台及智慧物聯解決方案等，皆居市場領導地位，客戶遍佈歐美與新興市場一線電信營運商。公司自 2017 年以來，開始擺脫過去為了衝營收而搶食低價的中國市場及品牌客戶，走向直接與營運商合作，目前直供客戶所貢獻的營收比重已超過 90%，且該種生意模式除了能讓中磊獲取較高的產品毛利外，同時也讓營運商有更好的成本競爭，市場規模亦逐漸擴大。

圖 48：美國光纖滲透率逐年提升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 49：營收組成



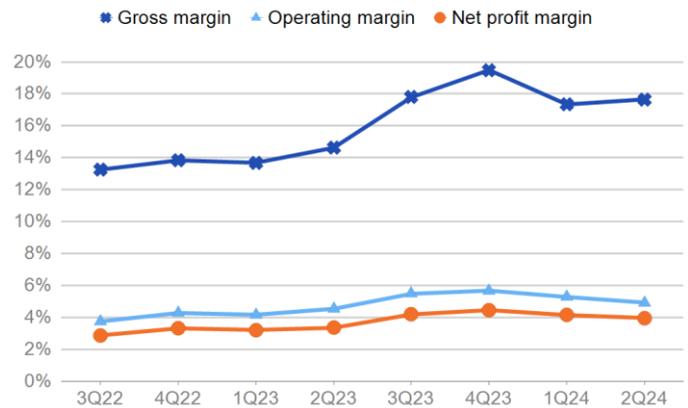
資料來源：公司資料

圖 50：營收趨勢



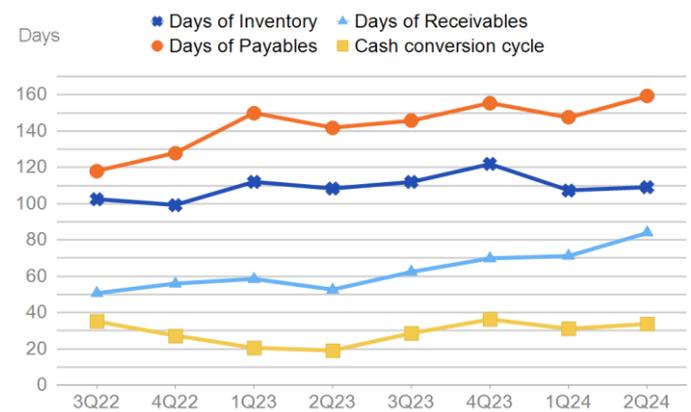
資料來源：CMoney、公司資料

圖 51：毛利率、營益率、淨利率



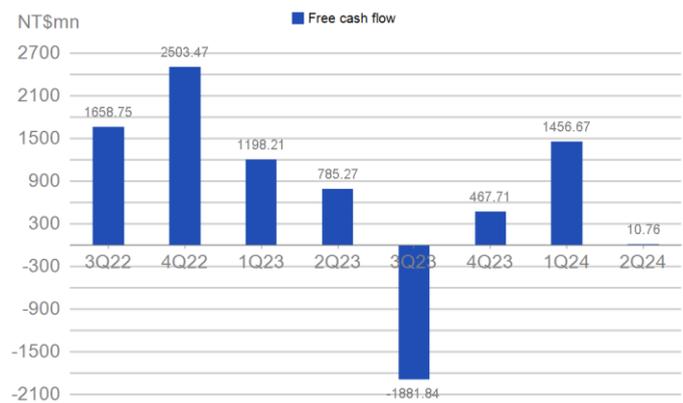
資料來源：CMoney、公司資料

圖 52：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 53：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

## ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- ▶ **ESG 總分**：中磊電子整體的 ESG 風險評級屬於低等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名排行於領先位置，在網通設備行業的公司中排名亦領先同業。
- ▶ **在 ESG 議題上的曝險**：中磊電子的整體曝險屬於較低水準，但仍高於網通設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、人力資源和公司數據安全等。
- ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力**：中磊電子在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循適當的 ESG 揭露，包含定期發布 CSR 報告書並以聯合國永續發展目標，針對「性別平等」、「職業安全環境」、「減碳節能」、以及「永續供應鏈」等四大目標執行，展現對企業社會責任的實踐。

圖 54：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	17.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	34.0
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	52.9
風險評級	低 ★
同業排行(1~100, 1 為最佳)	26

資料來源：Sustainalytics (2024/9/19)

註 1：ESG 總分=A-(A\*可控風險因子\*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

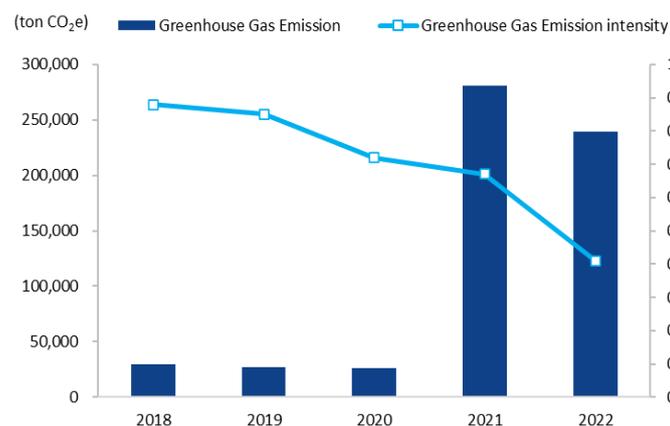
註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

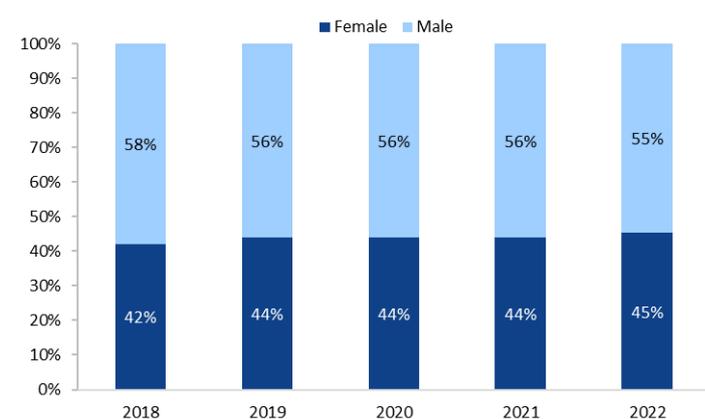
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 55：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、Reuters

圖 56：中磊員工男女比例



資料來源：公司資料、Reuters

## 資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	5,473	8,023	8,831	11,570	10,966
存貨	14,215	16,844	17,533	13,474	14,149
應收帳款及票據	6,300	10,718	11,581	11,447	12,848
其他流動資產	1,957	1,794	2,315	1,466	1,466
<b>流動資產</b>	<b>27,944</b>	<b>37,378</b>	<b>40,260</b>	<b>37,958</b>	<b>39,429</b>
採用權益法之投資	4	8	7	39	39
固定資產	4,385	4,928	5,368	5,661	5,701
無形資產	430	479	378	348	348
其他非流動資產	1,631	1,483	1,751	1,969	1,969
<b>非流動資產</b>	<b>6,450</b>	<b>6,898</b>	<b>7,505</b>	<b>8,017</b>	<b>8,057</b>
<b>資產總額</b>	<b>34,394</b>	<b>44,276</b>	<b>47,765</b>	<b>45,975</b>	<b>47,486</b>
應付帳款及票據	13,041	18,777	17,009	14,344	14,598
短期借款	2,656	1,640	430	670	670
什項負債	5,057	6,254	10,899	9,921	9,921
<b>流動負債</b>	<b>20,754</b>	<b>26,671</b>	<b>28,337</b>	<b>24,935</b>	<b>25,189</b>
長期借款	1,328	687	0	4,174	4,174
其他負債及準備	4,068	7,116	6,211	688	688
<b>長期負債</b>	<b>5,396</b>	<b>7,803</b>	<b>6,211</b>	<b>4,862</b>	<b>4,862</b>
<b>負債總額</b>	<b>26,151</b>	<b>34,474</b>	<b>34,548</b>	<b>29,797</b>	<b>30,051</b>
股本	2,524	2,588	2,792	2,993	2,993
資本公積	2,270	2,707	4,608	6,318	6,318
保留盈餘	4,124	5,381	6,637	7,566	8,823
什項權益	(670)	(861)	(809)	(689)	(689)
<b>歸屬母公司之權益</b>	<b>8,248</b>	<b>9,815</b>	<b>13,228</b>	<b>16,188</b>	<b>17,444</b>
<b>非控制權益</b>	<b>(4)</b>	<b>(14)</b>	<b>(11)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
<b>股東權益總額</b>	<b>8,244</b>	<b>9,801</b>	<b>13,216</b>	<b>16,177</b>	<b>17,434</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	862	1,909	2,389	2,402	2,715
折舊及攤提	833	894	922	956	961
本期營運資金變動	(5,709)	(1,969)	(3,108)	1,649	(1,666)
其他營業資產及負債變動	1,172	2,593	1,377	(1,152)	(156)
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(2,842)</b>	<b>3,427</b>	<b>1,580</b>	<b>3,855</b>	<b>1,853</b>
資本支出	(885)	(758)	(1,010)	(1,114)	(1,000)
本期長期投資變動	(2)	3	0	(45)	0
其他資產變動	(226)	(273)	(947)	(995)	0
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,114)</b>	<b>(1,027)</b>	<b>(1,958)</b>	<b>(3)</b>	<b>(1,000)</b>
股本變動	6	64	204	0	0
本期負債變動	2,792	779	1,199	240	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(650)	(606)	(1,158)	(1,472)	(1,458)
其他調整數	93	(170)	1,019	(995)	0
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>2,242</b>	<b>67</b>	<b>1,264</b>	<b>(1,272)</b>	<b>(1,458)</b>
<b>匯率影響數</b>	<b>(31)</b>	<b>83</b>	<b>(78)</b>	<b>159</b>	<b>0</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(1,745)</b>	<b>2,549</b>	<b>808</b>	<b>2,739</b>	<b>(604)</b>
<b>自由現金流量</b>	<b>(3,727)</b>	<b>2,669</b>	<b>569</b>	<b>2,741</b>	<b>853</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>營業收入</b>	<b>43,900</b>	<b>64,574</b>	<b>62,584</b>	<b>59,074</b>	<b>64,861</b>
銷貨成本	(38,231)	(55,955)	(52,322)	(48,768)	(53,817)
<b>營業毛利</b>	<b>5,668</b>	<b>8,619</b>	<b>10,262</b>	<b>10,306</b>	<b>11,044</b>
營業費用	(4,615)	(6,201)	(7,149)	(7,288)	(7,636)
推銷費用	(1,489)	(2,228)	(2,637)	(2,672)	(2,919)
研究費用	(2,304)	(2,815)	(3,128)	(3,282)	(3,369)
管理費用	(835)	(1,151)	(1,346)	(1,300)	(1,349)
其他費用	13	(7)	(38)	(34)	0
<b>營業利益</b>	<b>1,053</b>	<b>2,418</b>	<b>3,114</b>	<b>3,018</b>	<b>3,408</b>
利息收入	26	53	125	177	178
利息費用	(79)	(174)	(262)	(227)	(208)
利息收入淨額	(53)	(121)	(137)	(49)	(30)
投資利益(損失)淨額	(2)	3	(1)	5	0
匯兌損益	(43)	5	8	165	0
其他業外收入(支出)淨額	71	4	4	1	15
稅前純益	1,026	2,309	2,988	2,975	3,393
所得稅費用	(164)	(401)	(599)	(573)	(679)
少數股權淨利	1	(11)	2	1	0
<b>歸屬母公司之稅後純益</b>	<b>861</b>	<b>1,919</b>	<b>2,386</b>	<b>2,401</b>	<b>2,715</b>
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,938	3,377	4,172	3,974	4,369
<b>調整後每股盈餘 (NT\$)</b>	<b>3.44</b>	<b>7.57</b>	<b>9.17</b>	<b>8.12</b>	<b>9.18</b>

資料來源：公司資料、元大投顧

## 主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
<b>年成長率 (%)</b>					
營業收入	21.6	47.1	(3.1)	(5.6)	9.8
營業利益	(7.2)	129.6	28.8	(3.1)	12.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	2.7	74.3	23.5	(4.8)	9.9
稅後純益	(5.1)	122.9	24.3	0.6	13.1
調整後每股盈餘	(5.3)	120.0	21.1	(11.4)	13.1
<b>獲利能力分析 (%)</b>					
營業毛利率	12.9	13.4	16.4	17.5	17.0
營業利益率	2.4	3.7	5.0	5.1	5.3
稅前息前淨利率	2.2	3.3	4.4	5.1	5.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	4.4	5.2	6.7	6.7	6.7
稅前純益率	2.3	3.6	4.8	5.0	5.2
稅後純益率	2.0	3.0	3.8	4.1	4.2
資產報酬率	2.7	4.9	5.2	5.1	5.8
股東權益報酬率	10.8	21.2	20.8	14.8	15.6
<b>穩定/償債能力分析</b>					
負債權益比 (%)	317.2	351.7	261.4	184.2	172.4
淨負債權益比 (%)	(18.1)	(58.1)	(63.6)	(41.6)	(35.1)
利息保障倍數 (倍)	14.0	14.3	12.4	14.1	17.3
流動比率 (%)	134.6	140.1	142.1	152.2	156.5
速動比率 (%)	63.8	74.7	78.1	98.2	100.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,490)	(5,696)	(8,401)	(6,727)	(6,122)
調整後每股淨值 (NT\$)	32.68	37.93	47.38	54.08	58.28
<b>評價指標 (倍)</b>					
本益比	30.5	13.9	11.5	12.9	11.4
股價自由現金流量比	--	--	--	--	--
股價淨值比	3.2	2.8	2.2	1.9	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	--	--	--	--	--
股價營收比	--	--	--	--	--

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

## 附錄：重要揭露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 中磊 (5388 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20211115	65.10	80.00	71.36	買進	陳柏因
2	20220113	69.10	85.00	75.82	買進	陳柏因
3	20220329	78.80	97.00	86.52	買進	陳柏因
4	20220527	77.50	95.00	87.33	買進	陳柏因
5	20220630	81.10	105.00	96.52	買進	陳柏因
6	20220811	104.50	120.00	110.31	買進	陳柏因
7	20221017	80.80	100.00	91.92	買進	黃政維
8	20230111	79.30	92.00	84.57	買進	黃政維
9	20230330	95.10	95.00	87.33	持有-超越同業	黃政維
10	20230731	111.00	117.00	112.94	持有-超越同業	黃政維
11	20230906	122.50	150.00	144.79	買進	黃政維
12	20231214	136.50	180.00	173.75	買進	黃政維

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

**買進：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

**持有-超越同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**持有-落後同業：**本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

**賣出：**根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

**評估中：**本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

**限制評等：**為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.