

中磊 (5388 TT) Sercomm

短期北美、南亞拉貨較緩，惟高值化新產品推出使毛利率表現亮眼

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$128.0

收盤價 (2024/11/20) : NT\$108.0
隱含漲幅 : 18.5%

營收組成 (3Q24)

Broadband 61%、Enterprise 19%、Infra. & IoT 17%、Other 3%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	128.0	128.0
2024年營收 (NT\$/十億)	55.3	59.1
2024年EPS	7.4	8.1

交易資料表

市值	NT\$32,320百萬元
外資持股比率	16.8%
董監持股比率	4.3%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$53.96
負債比	63.6%
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	55,321	57,721
營業利益	2,418	3,114	2,761	3,213
稅後純益	1,919	2,386	2,176	2,532
EPS (元)	7.57	9.17	7.42	8.50
EPS YoY (%)	120.0	21.1	-19.1	14.6
本益比 (倍)	14.3	11.8	14.6	12.7
股價淨值比 (倍)	2.9	2.3	2.0	1.9
ROE (%)	21.2	20.8	13.5	14.6
現金殖利率 (%)	4.2%	4.6%	4.1%	4.7%
現金股利 (元)	4.50	5.00	4.45	5.10

蔣欣穎

Jane.Jiang@yuanta.com

商璋哲

mark.shang@yuanta.com

元大觀點

- 3Q24 寬頻 CPE 營收疲軟，但毛利率表現亮眼，EPS 優於預期 2%；北美需求仍弱，南亞裝機人力不足，預估 4Q24 營收季減 11%。
- 2025 年北美電信商、MSO 業者受 ACP 計畫退場的負面影響淡化，預期 2H25 新產品 Wi-Fi 7、DOCSIS 4.0、10G PON CPE 逐漸放量。
- 短期逆風未散，下調 2025 年 EPS 7%，但中磊專注於高值化產品，毛利率佳，上調目標本益比至 15 倍，維持目標價 128 元，建議買進。

3Q24 寬頻 CPE 營收疲軟，但毛利率表現亮眼，EPS 優於預期 2%

中磊 3Q24 營收 134.6 億元，QoQ-1.8%/YoY-13.9%，主因北美電信、企業客戶調節庫存，且南亞拉貨較少；毛利率 18.0%，QoQ+0.3ppt/YoY+0.2ppt，優於元大/市場預期 0.4ppt/ 0.7ppt，主因高毛利率 IoT 新產品出貨，使產品組合轉佳；營業利益 7.02 億元，QoQ+3.6%/YoY-18.2%，優於元大預期 4.1%、低於市場預期 4.5%；稅後淨利 5.46 億元，QoQ+0.2%/YoY-16.7%，優於元大預期 1.8%、低於市場預期 6%，調整後 EPS 1.86 元。

北美需求仍弱，南亞裝機人力不足，預估 4Q24 營收季減 11%

北美 MSO 廠商受美國兩個颶風影響寬頻業務拓展，企業客戶需求平淡，加上南亞市場 5G FWA CPE 裝機人力不足，導致客戶對 CPE 拉貨較緩，預估 4Q24 營收為 119.6 億元，QoQ-11.2%/-23.5%，較前次下修 22.4%；不過量大型 CPE 出貨比重降低，使產品組合轉佳，4Q24 毛利率預估上調 1.2ppt 至 18.3%，QoQ+0.3ppt，惟營收規模較低，預估 4Q24 營業利益率為 4.4%，QoQ-0.8ppt，稅後淨利 4.11 億元，QoQ-24.8%/-41.1%，EPS 1.4 元。

2025 年 ACP 計畫退場負面影響淡化，設備升級趨勢不變

2025 年北美電信商、MSO 業者受 ACP 計畫退場的負面影響淡化，預期 2H25 新產品 Wi-Fi 7、DOCSIS 4.0、10G PON CPE 逐漸放量。短期北美、南亞市場拉貨較緩，中磊 2024/2025 年營收預估下調 6.4%/11%，不過高值化新產品推出支撐毛利，毛利率預估為 17.8%/17.9%，YoY+1.4ppt/+0.1ppt，2024/2025 年 EPS 預估下調 9.4%/6.7% 至 7.42 元/8.5 元，YoY-19.1%/+14.6%。考量中磊專注於高值化產品，在整體產業調節庫存時，仍然遞交高毛利率表現，2025 年將受惠於北美電信市場回溫及設備升級趨勢，故將目標本益比從 14 倍上調至 15 倍，以 2025 年預估 EPS 8.5 元，推得不變的目標價 128 元，維持「買進」評等。

營運分析

北美客戶調節庫存，南亞拉貨較少，但毛利率表現亮眼，3Q24 EPS 優於預期 2%

中磊 3Q24 營收 134.6 億元，QoQ-1.8%/YoY-13.9%，低於市場預期 7.4%，主因北美客戶調節庫存，南亞拉貨較少，3Q24 寬頻終端設備/商用網通設備營收 QoQ-16.5%/-6.1%，不過網路基礎建設及物聯網營收 QoQ+136%，主要得益於智慧電表、電網、IP camera 等 IoT 新產品出貨帶動；毛利率 18.0%，QoQ+0.3ppt/YoY+0.2ppt，優於元大/市場預期 0.4ppt/0.7ppt，主因產品組合轉佳；營業費用管控得宜，營業利益 7.02 億元，QoQ+3.6%/YoY-18.2%，優於元大預期 4.1%，但低於市場預期 4.5%；歸屬母公司稅後淨利為 5.46 億元，QoQ+0.2%/YoY-16.7%，優於元大預期 1.8%，但低於市場預期 6%，調整後 EPS 1.86 元。

圖 1：2024 年第 3 季財報回顧

(百萬元)	3Q23A	2Q24A	3Q24A	季增率	年增率	3Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,625	13,711	13,460	-1.8%	-13.9%	13,758	14,534	-2.2%	-7.4%
營業毛利	2,780	2,422	2,421	0.0%	-12.9%	2,433	2,519	-0.5%	-3.9%
營業利益	858	677	701	3.6%	-18.2%	674	735	4.1%	-4.5%
稅前利益	808	667	687	3.1%	-14.9%	670	716	2.5%	-4.0%
稅後淨利	656	545	546	0.2%	-16.7%	536	581	1.8%	-6.0%
調整後 EPS (元)	2.52	1.86	1.86	0.2%	-26.1%	1.81	1.98	1.8%	-6.0%
重要比率 (%)				百分點	百分點	百分點			
營業毛利率	17.8%	17.7%	18.0%	0.3	0.2	17.7%	17.3%	0.3	0.7
營業利益率	5.5%	4.9%	5.2%	0.3	-0.3	4.9%	5.1%	0.3	0.2
稅後純益率	4.2%	4.0%	4.1%	0.1	-0.1	3.9%	4.0%	0.2	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

北美客戶需求仍弱，南亞 5G CPE 裝機人力不足，預估 4Q24 營收季減 11%

北美客戶除了 Tier 1 的電信客戶 5G FWA CPE 於 4Q23 量產外，普遍產品仍在調節庫存，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)。展望 4Q24，北美 MSO 廠商受美國兩個颶風影響寬頻業務拓展，企業客戶需求平淡，加上南亞市場 5G FWA CPE 裝機人力不足，導致客戶對 CPE 拉貨較緩，預估 4Q24 營收為 119.6 億元，QoQ-11.2%/-23.5%，較前次下修 22.4%，主因北美需求弱於預期，且短期南亞市場拉貨較緩；不過量大型 CPE 產品出貨比重降低，將使產品組合轉佳，預估 4Q24 毛利率為 18.3%，QoQ+0.3ppt，上調 1.2ppt，惟營收規模較低，預估 4Q24 營業利益率為 4.4%，QoQ-0.8ppt，稅後淨利 4.11 億元，QoQ-24.8%/-41.1%，EPS 1.4 元。

圖 2：2024 年第 4 季獲利預估調整

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24F	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	15,634	13,460	11,957	-11.2%	-23.5%	15,411	15,156	-22.4%	-21.1%
營業毛利	3,047	2,421	2,190	-9.6%	-28.1%	2,644	2,617	-17.2%	-16.3%
營業利益	889	701	526	-25.1%	-40.9%	810	772	-35.1%	-31.9%
稅前利益	895	687	515	-25.1%	-42.5%	807	754	-36.2%	-31.7%
稅後淨利	698	546	411	-24.8%	-41.1%	645	611	-36.3%	-32.8%
調整後 EPS (元)	2.68	1.86	1.40	-24.8%	-47.8%	2.18	2.08	-36.3%	-32.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	19.5%	18.0%	18.3%	0.3	-1.2	17.2%	17.3%	1.2	1.0
營業利益率	5.7%	5.2%	4.4%	-0.8	-1.3	5.3%	5.1%	-0.9	-0.7
稅後純益率	4.5%	4.1%	3.4%	-0.6	-1.0	4.2%	4.0%	-0.8	-0.6

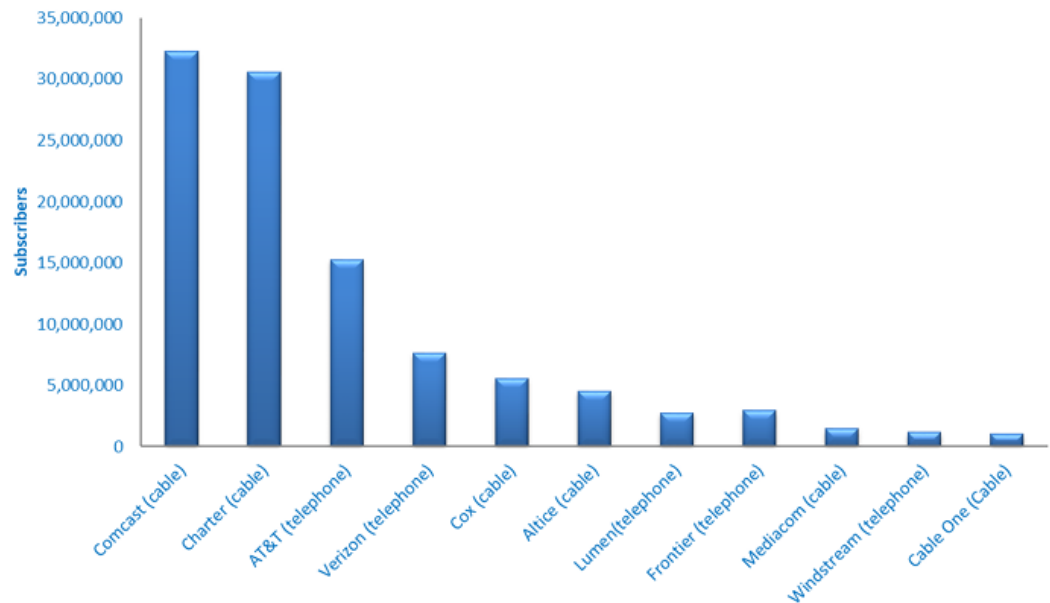
資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

有線電視運營商逐漸擺脫 ACP 計劃退場衝擊，DOCSIS 4.0 預計 2H25 逐步放量

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 MSO 業者在調整庫存，可負擔的網絡連接計劃(ACP)於 1H24 陸續退場也使 MSO 業者面臨流失寬頻訂閱數的壓力，2024 年 9 月底至 10 月初美國東南部受到兩個颶風侵襲，使 Cable 寬頻業務拓展受限，MSO 業者也必須投資以重建受影響的網路，使得中磊 Cable CPE、Wi-Fi Router 等有量的產品營收大幅修正。展望 2025 年，隨著 ACP 計畫退場的負面影響淡化，預期 MSO 寬頻用戶數穩定成長，既有用戶仍有 CPE 設備更新需求，帶動 Cable CPE 拉貨需求逐步升溫。

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 重要供應商，MSO 廠商以高品質的 Cable 寬頻網路為根基，網綁銷售行動寬頻、有線電視、影音串流等服務的策略，預期將持續提升用戶 ARPU，以及整體寬頻用戶數。Cable 寬頻網路下一個升級趨勢 DOCSIS 4.0 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 近期法說會表示約有一半的線路是透過"mid-split"技術更新，預計 2025 年底將完成大部分工作，DOCSIS 4.0 正是在此基礎上發展起來的，Charter 則預計其網路演進計畫項目將於 2027 年完成，主因 DAA 設備認證時間比預期長。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，預期 DOCSIS 4.0 CPE 將於 2H25 逐步放量。

圖 3：2023 年北美寬頻網路公司用戶數比較



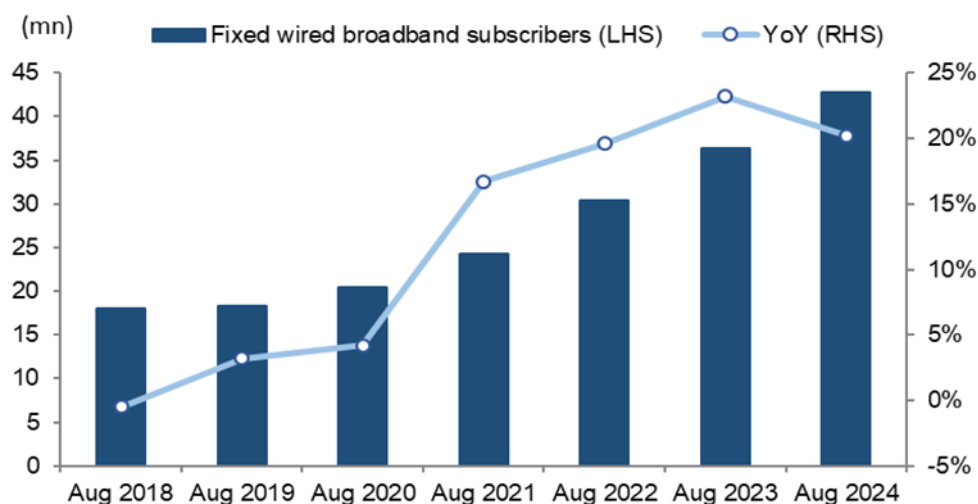
資料來源：LRG

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 3Q24 的 3,600 萬 (YoY+29%)，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 8 月底，印度固網寬頻用戶數達 4,284 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 1,354 萬、829 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，目前 Jio Air Fiber (即 5G FWA) 用戶數達 280 萬，過去一季新增 60 萬個用戶，即便短期受裝機人力不足影響，但 Reliance Jio 預計接下來要達到一個月新增 100 萬個用戶的目標，應會盡快補足人力缺口，長期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%。

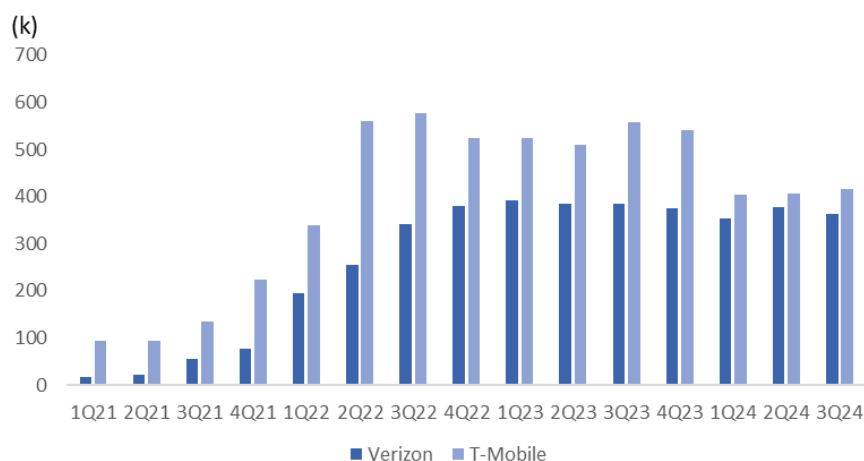
圖 4：印度固網寬頻用戶數成長趨勢



資料來源：TRAI、元大投顧整理

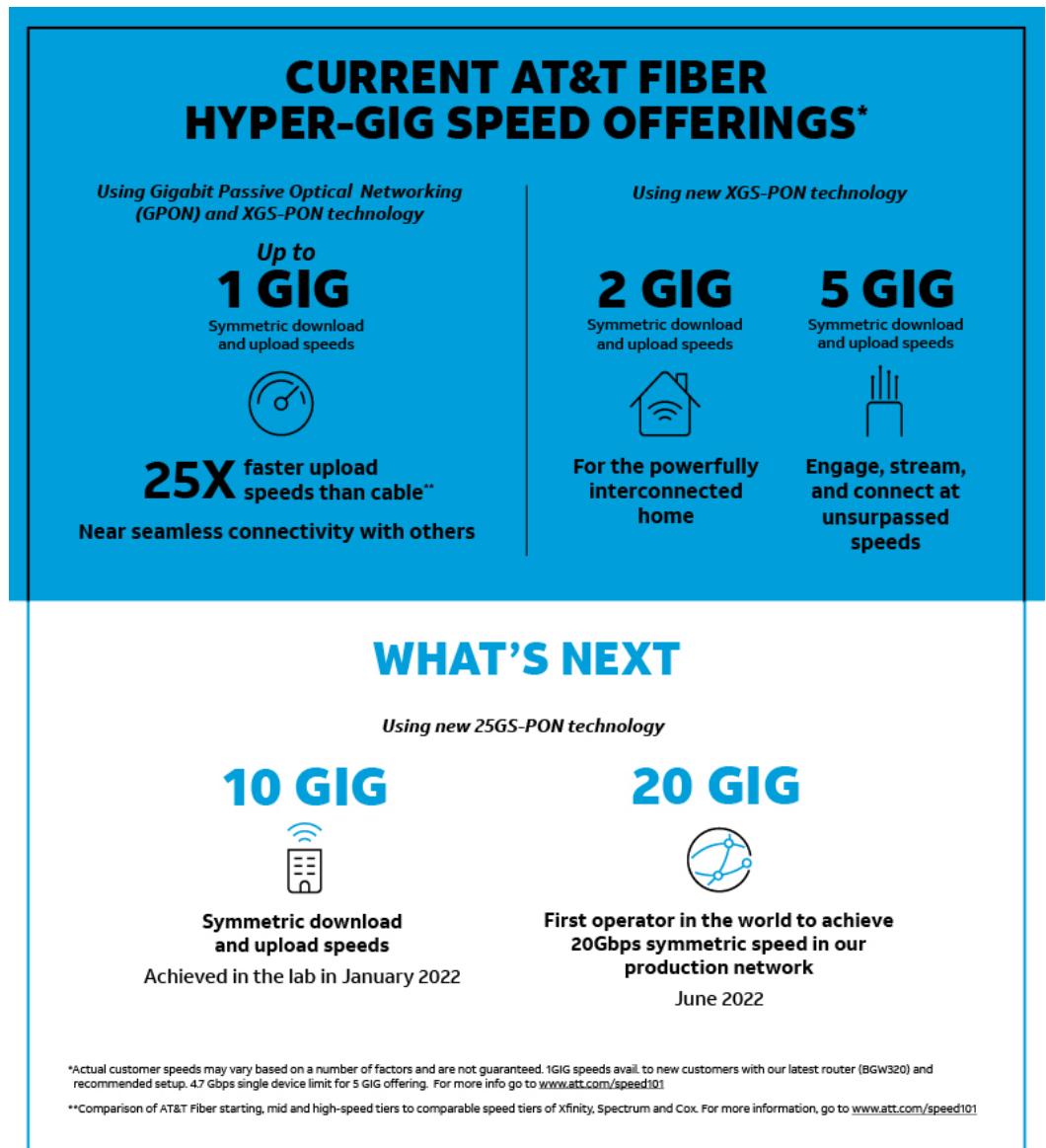
北美三大電信運營商為 AT&T、Verizon 及 T-Mobile，在寬頻網路推廣上，AT&T 積極佈建有線光纖網路(最近每季新增訂閱數超過 20 萬)，2Q24 AT&T 消費用戶光纖寬頻服務收入近 19 億美元(營收佔比 6%)，並於 2023 年 8 月推出 FWA 產品 AT&T Internet Air，透過 AT&T 的 5G 無線網路提供的新型家庭網路服務，最近三季 AT&T Internet Air 新增訂閱數超過 10 萬，截至 3Q24，AT&T Internet Air 訂閱數總計 50 萬；Verizon 及 T-Mobile 除了專注於推廣 5G FWA 寬頻網路，也有併購光纖網路業者的計劃，3Q24 Verizon/T-Mobile FWA 訂閱數分別淨增加 36.3 萬(58%來自消費者、42%來自企業)/41.5 萬至約 420 萬/600 萬，3Q24 FWA 訂閱淨增加數大致與 2Q24 持平。Verizon、T-Mobile 分別在近期法說會釋出預計到 2028 年底前 FWA 訂閱數達 800-900 萬、1,200 萬，若維持目前 FWA 寬頻訂閱數成長速度，可達成兩家公司的 FWA 訂閱數目標，預期北美 5G FWA CPE 需求將延續，有線光纖寬頻網路推廣為另一成長動能。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，有利產品組合，此外，中磊預計於 2025 年推出 10G PON 產品，可望受惠於北美電信運營商積極拓展光纖寬頻業務的趨勢。

圖 5：北美電信運營商每季 FWA 寬頻訂閱數淨增加趨勢



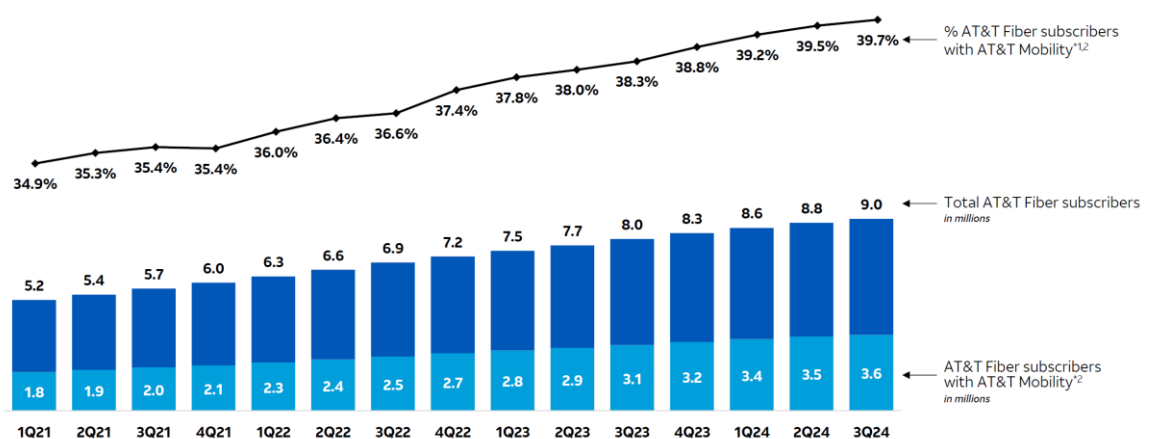
資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 6：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



資料來源：AT&T

圖 7：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



¹ Mobility is defined as consumer postpaid phone

² 3Q24 fiber metrics are presented based on available information and are subject to revision

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。

圖 8：中磊全球營運據點



資料來源：AT&T

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。

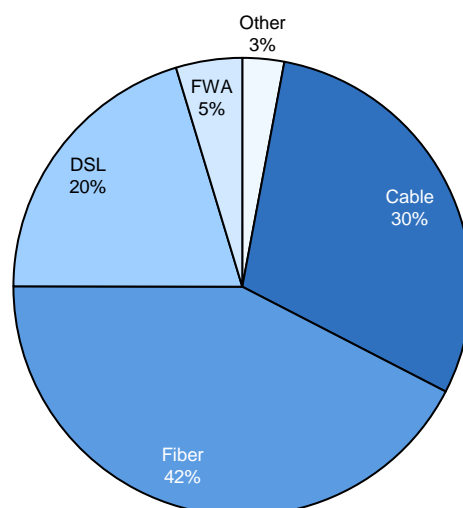
圖 9：固網寬頻比較

	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 10：全球依技術別區分固網寬頻用戶數分布

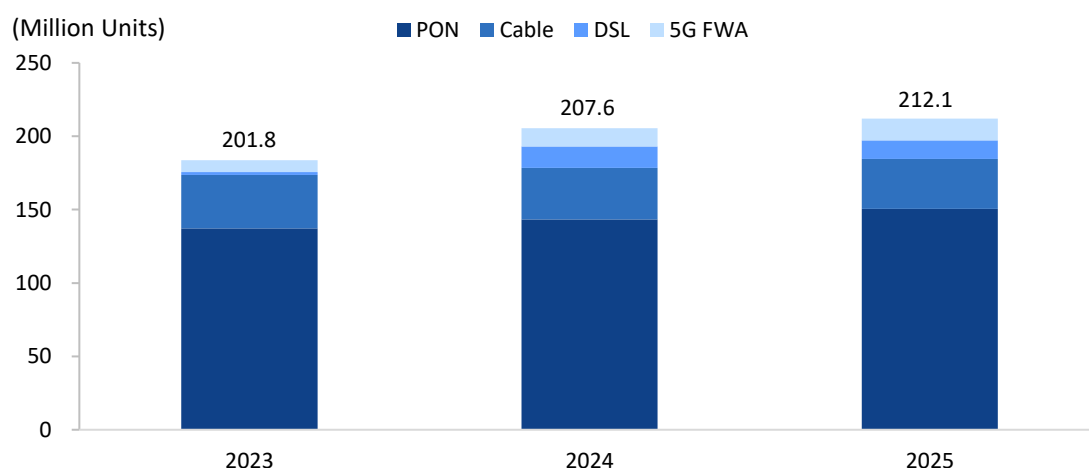


資料來源：OECD

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

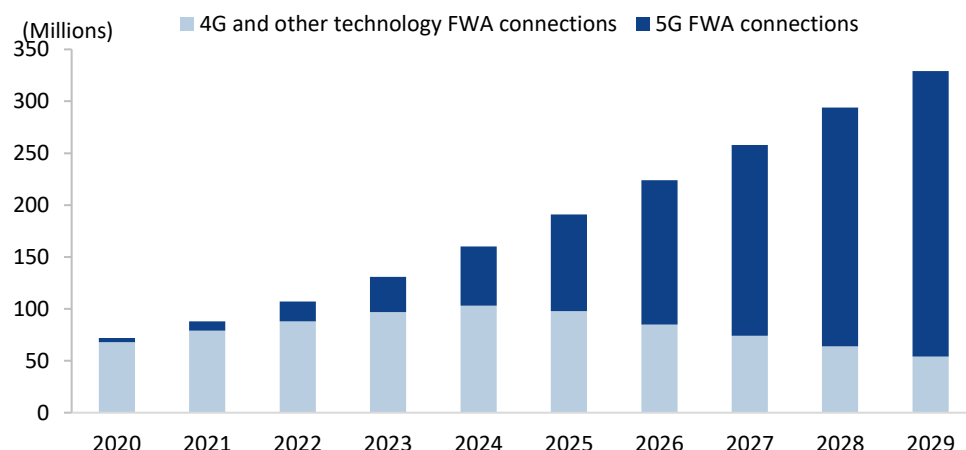
根據 MIC 預估，2023-2025 年全球 CPE 出貨量呈現穩定增長，每年維持出貨 2 億台以上，目前市場上仍然以光纖接入的 PON 技術為主流，2023 年 PON 出貨佔比達 7 成，但預期隨著各國政策推動下，5G FWA CPE 出貨量將快速增長，根據 Ericsson 行動趨勢報告顯示，FWA 連結數將從 2023 年底的 1.3 億增至 2029 年的 3.3 億，而在這 3.3 億的連接中，預計近 85% 是 5G FWA 連接。另外，根據 ABI Research，全球 5G FWA CPE 出貨量將從 2023 年的 1,070 萬台成長至 2029 年的 3,680 萬台，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 11：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 12：2029 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。

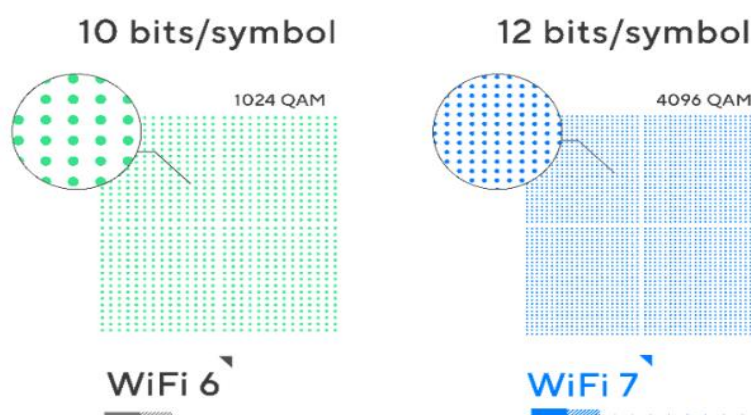
隨著 AI 等應用帶動，加速 Wi-Fi 7 商用時程，根據 Techno System Research 預估，2H24 Wi-Fi 7 產品將開始出貨，預期 2024-2027 年出貨量 CAGR 高達 87%；根據 IDC 預估，2028 年 Wi-Fi 7 佔全球 WLAN 裝置滲透率可達 49.2%，未來長期成長趨勢明確。

圖 13：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

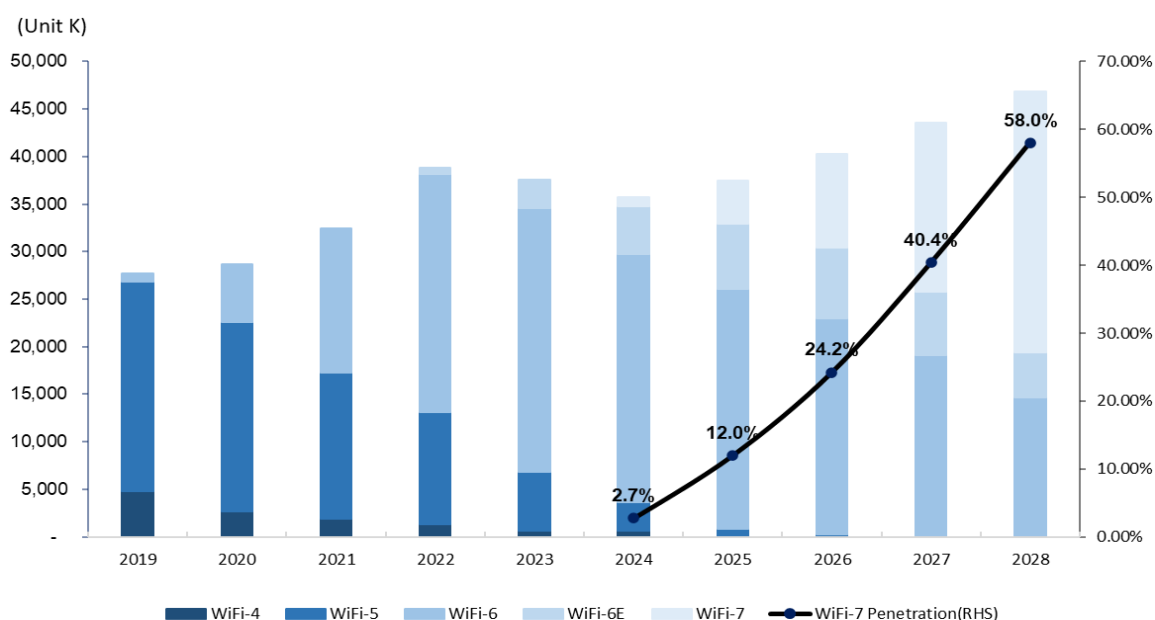
資料來源：元大投顧整理

圖 14：Wi-Fi 7 採用 4096-QAM，提升傳輸效率



資料來源：ASUS

圖 15：預估 2028 年 Wi-Fi 7 在全球企業用 WLAN 裝置滲透率達 58%



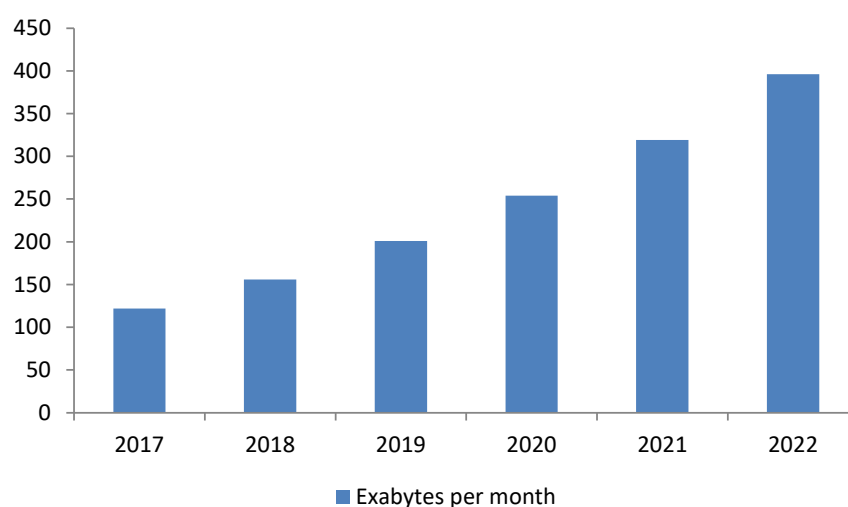
資料來源：IDC、元大投顧整理

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。

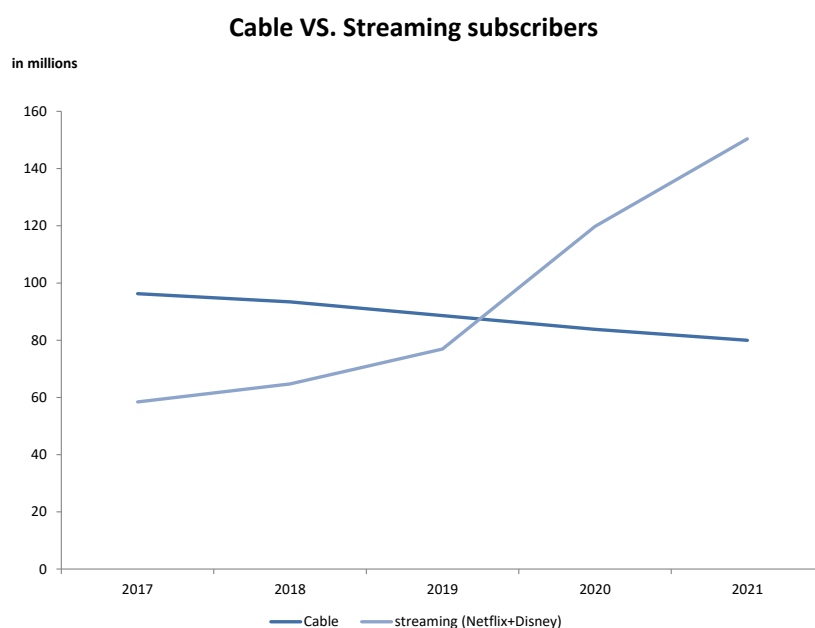
根據 Leichtman 報告顯示，2023 年美國有線電視公司總共流失了 380 多萬用戶，其中最大的兩家公司 Comcast 和 Charter 分別流失 200 多萬和 100 多萬用戶。Comcast 和 Charter 都在近期推出了價格更低的新產品以挽留觀眾，Charter 在 2024 年 4 月推出了兩款新產品：1) 包括 AMC、CNN、探索頻道、迪士尼頻道、福斯新聞、HGTV 等 90 個有線電視頻道的套餐，月費 40 美元；2) 提供給西班牙語觀眾的 45 個西班牙語頻道的套餐，月費 25 美元。Comcast 則將旗下通訊服務、有線電視頻道和串流平台等業務結合起來，推出精簡版的 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 3Q24 的 3,600 萬(YoY+29%)。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 16：2017-2022 年全球網路用量 CAGR 26%



資料來源：Cisco、元大投顧整理

圖 17：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

短期北美、南亞市場拉貨較緩，下調 2024/2025 年 EPS 預估 9.4%/6.7%

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 開始出貨，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；及 3) 北美電信商、MSO 業者受 ACP 計畫退場的負面影響淡化，2025 年將有 DOCSIS 4.0、10G PON CPE 升級需求。惟短期北美、南亞市場拉貨較緩，中磊 2024/2025 年營收預估下調 6.4%/11% 至 553 億元/577 億元，YoY-11.6%/+4.3%，不過高值化新產品推出支撐毛利，毛利率預估為 17.8%/17.9%，YoY+1.4ppt/+0.1ppt，4Q24 印度自建清邁廠開始投產，有助於改善毛利率，2024/2025 年 EPS 預估下調 9.4%/6.7% 至 7.42 元/8.5 元，YoY-19.1%/+14.6%。

圖 18：中磊產品營收預估

Segment	2023 revenue%	2024F revenue YoY%	2025F revenue YoY%
Broadband CPE	64%	-7.1%	0.3%
Enterprise	24%	-33.9%	10.5%
Infrastructure & IoT	9%	15.4%	13.9%
Other	3%	-16.6%	22.5%

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 2025 年本益比區間 11.3-27.5 倍(平均 18 倍)，雖然本次下調 2024/2025 年 EPS 9.4%/6.7%，但考量中磊專注於高值化產品，在整體產業調節庫存時，仍然遞交高毛利率表現，2025 年將受惠於北美電信市場回溫及設備升級趨勢，故將目標本益比從 14 倍上調至 15 倍，以 2025 年預估 EPS 8.5 元，推得不變的目標價 128 元，維持「買進」評等。目前股價隱含 2024 年殖利率 4.1%，應具下檔支撐。

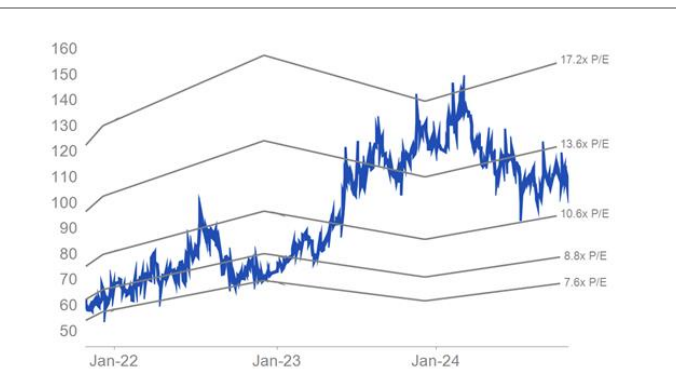
我們認為 15 倍目標本益比尚屬合理，主因 1) 中磊近三年本益比區間為 7-17 倍，15 倍目標本益比落於區間中上緣；且 2) 中磊在電信運營商固網寬頻具有完整產品線，長期受惠於印度、北美固網寬頻升級趨勢，惟目前仍處於北美電信運營商庫存調整期，但中磊專注於高值化產品，毛利率優於同業，15 倍目標本益比略低於台灣網通設備廠同業 2025 年平均本益比評價。

圖 19：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	55,321	59,074	57,721	64,861	-6.4%	-11.0%
營業毛利	9,841	10,306	10,329	11,044	-4.5%	-6.5%
營業利益	2,761	3,018	3,213	3,408	-8.5%	-5.7%
稅前利益	2,700	2,975	3,169	3,393	-9.2%	-6.6%
稅後淨利	2,176	2,401	2,532	2,715	-9.4%	-6.7%
調整後 EPS (元)	7.42	8.12	8.50	9.18	-9.4%	-6.7%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	17.8%	17.4%	17.9%	17.0%	0.3	0.9
營業利益率	5.0%	5.1%	5.6%	5.3%	-0.1	0.3
稅後純益率	3.9%	4.1%	4.4%	4.2%	-0.1	0.2

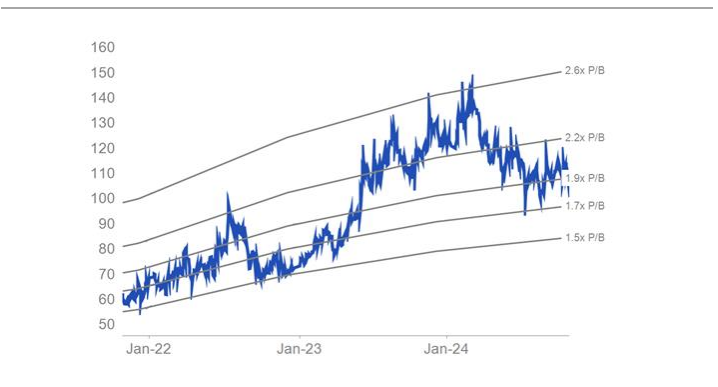
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 20：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 21：12 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 22：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	108.0	1,010	9.17	7.42	8.50	11.8	14.6	12.7	21.1	(19.1)	14.6
國外同業													
Cisco	CSCO US	未評等	57.0	227,243	3.1	3.7	3.7	18.5	15.4	15.6	8.8	20.2	(1.4)
Ericsson	ERICB SS	未評等	8.3	27,210	(0.8)	0.5	0.5	--	17.7	15.8	--	--	11.8
NOKIA	NOKIA FH	未評等	4.0	23,620	0.1	0.3	0.3	33.2	12.4	12.6	(84.0)	168.5	(1.4)
國外同業平均					0.8	1.5	1.5	25.9	15.1	14.7	(37.6)	94.4	3.0
國內同業													
啟碁	6285 TT	持有-超越同業	114.0	1,696	9.0	6.5	8.0	12.7	17.7	14.3	15.5	(28.2)	23.3
正文	4906 TT	未評等	35.1	452	1.6	1.9	3.1	22.7	18.3	11.3	(8.9)	24.0	61.7
智易	3596 TT	未評等	164.5	1,154	11.0	11.4	12.5	15.0	14.4	13.2	19.4	3.7	9.6
智邦	2345 TT	未評等	624.0	10,463	16.0	19.7	24.6	39.0	31.7	25.3	9.2	23.1	25.1
明泰	3380 TT	未評等	35.0	593	1.0	0.4	1.3	34.6	100.0	27.5	(40.3)	(65.4)	264.3
國內同業平均					7.7	8.0	9.9	24.8	36.4	18.3	(1.0)	(8.5)	76.8

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 23：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	108.0	1,010	20.8	13.5	14.6	47.38	53.96	57.98	2.3	2.0	1.9
國外同業													
Cisco	CSCO US	未評等	57.0	227,243	38.0	31.2	28.6	10.8	11.3	11.8	4.7	4.5	4.3
Ericsson	ERICB SS	未評等	8.3	27,210	13.1	18.5	18.9	2.9	2.5	2.7	2.5	3.0	2.7
NOKIA	NOKIA FH	未評等	4.0	23,620	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	1,696	15.0	10.4	12.1	72.0	63.5	67.1	1.6	1.8	1.7
正文	4906 TT	未評等	35.1	452	4.7	5.4	9.3	32.6	32.0	33.0	1.1	1.1	1.1
智易	3596 TT	未評等	164.5	1,154	16.9	16.1	17.1	67.2	72.4	77.5	2.5	2.3	2.1
智邦	2345 TT	未評等	624.0	10,463	39.1	39.3	40.4	45.1	54.2	67.1	13.8	11.5	9.3
明泰	3380 TT	未評等	35.0	593	5.4	1.5	6.1	18.5	18.6	20.4	1.9	1.9	1.7
國內同業平均					16.2	14.5	17.0	47.1	48.1	53.0	4.2	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 24：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	16,193	13,711	13,460	11,957	12,619	13,845	14,982	16,274	55,321	57,721
銷貨成本	(13,386)	(11,289)	(11,039)	(9,767)	(10,340)	(11,350)	(12,305)	(13,397)	(45,480)	(47,392)
營業毛利	2,807	2,422	2,421	2,190	2,279	2,496	2,677	2,877	9,841	10,329
營業費用	(1,951)	(1,744)	(1,720)	(1,664)	(1,676)	(1,742)	(1,814)	(1,884)	(7,079)	(7,116)
營業利益	857	677	701	526	604	753	863	993	2,761	3,213
業外利益	(25)	(11)	(14)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(61)	(44)
稅前純益	832	667	687	515	593	742	852	982	2,700	3,169
所得稅費用	(157)	(121)	(140)	(103)	(119)	(148)	(170)	(196)	(521)	(634)
少數股東權益	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4
歸屬母公司稅後純益	674	545	546	411	473	593	681	785	2,176	2,532
調整後每股盈餘(NT\$)	2.30	1.86	1.86	1.40	1.59	1.99	2.29	2.64	7.42	8.50
調整後加權平均股數(百萬股)	299	299	299	299	299	299	299	299	299	299
重要比率										
營業毛利率	17.3%	17.7%	18.0%	18.3%	18.1%	18.0%	17.9%	17.7%	17.8%	17.9%
營業利益率	5.3%	4.9%	5.2%	4.4%	4.8%	5.4%	5.8%	6.1%	5.0%	5.6%
稅前純益率	5.1%	4.9%	5.1%	4.3%	4.7%	5.4%	5.7%	6.0%	4.9%	5.5%
稅後純益率	4.2%	4.0%	4.1%	3.4%	3.8%	4.3%	4.5%	4.8%	3.9%	4.4%
有效所得稅率	18.9%	18.1%	20.4%	20.0%	20.1%	19.9%	20.0%	20.0%	19.3%	20.0%
季增率(%)										
營業收入	3.6%	-15.3%	-1.8%	-11.2%	5.5%	9.7%	8.2%	8.6%		
營業利益	-3.6%	-20.9%	3.6%	-25.1%	14.8%	24.7%	14.6%	15.1%		
稅後純益	-3.4%	-19.1%	0.2%	-24.8%	15.1%	25.4%	14.8%	15.3%		
調整後每股盈餘	-14.3%	-19.1%	0.2%	-24.8%	13.4%	25.3%	14.8%	15.3%		
年增率(%)										
營業收入	3.4%	-12.5%	-13.9%	-23.5%	-22.1%	1.0%	11.3%	36.1%	-11.6%	4.3%
營業利益	30.9%	-4.9%	-18.2%	-40.9%	-29.5%	11.2%	23.0%	88.8%	-11.3%	16.4%
稅後純益	33.3%	3.5%	-16.7%	-41.1%	-29.8%	8.8%	24.7%	91.0%	-8.8%	16.4%
調整後每股盈餘	18.3%	-8.1%	-26.1%	-47.8%	-30.9%	7.1%	22.8%	88.2%	-19.1%	14.6%

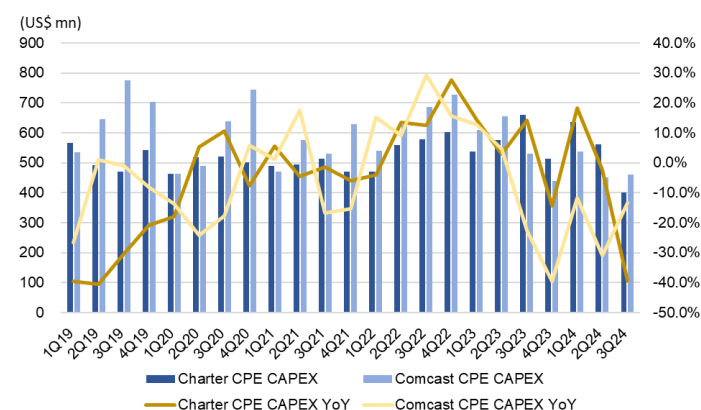
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

提供全方位電信寬頻解決方案

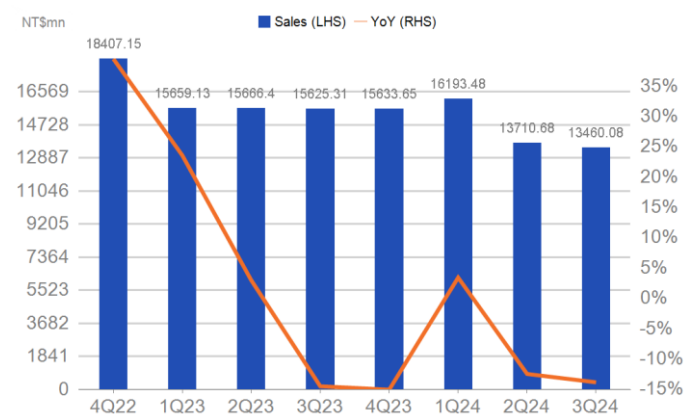
中磊成立於 1992 年，為台灣網通設備大廠，以寬頻網路領域之軟、硬體研發作為核心價值，輔以硬體製造服務，提供全方位電信寬頻解決方案，主要產品包括整合型 IAD 產品(Integrated Access Devices)、商用級網通設備、FTTx 光纖級產品、Cable DOCSIS 設備、Small Cell 小型基地台及智慧物聯解決方案等，皆居市場領導地位，客戶遍佈歐美與新興市場一線電信營運商。公司自 2017 年以來，開始擺脫過去為了衝營收而搶食低價的中國市場及品牌客戶，走向直接與營運商合作，目前直供客戶所貢獻的營收比重已超過 90%，且該種生意模式除了能讓中磊獲取較高的產品毛利外，同時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

圖 25：北美 MSO 廠商 CPE 資本支出趨勢



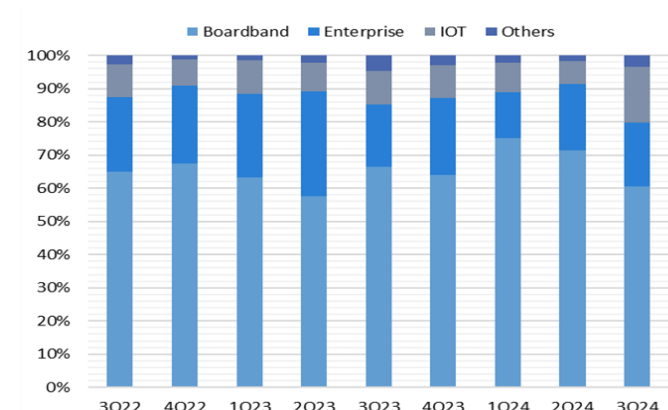
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 27：營收趨勢



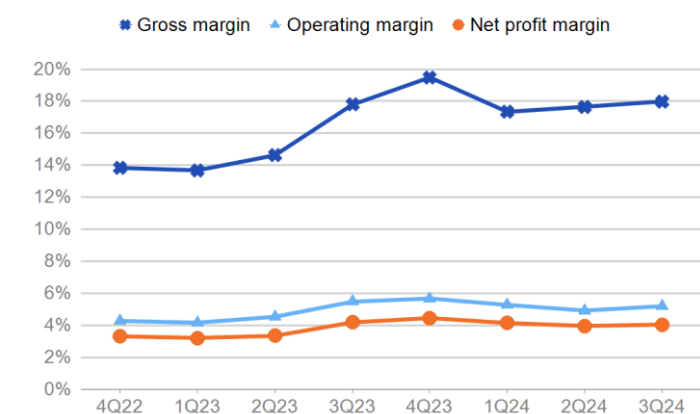
資料來源：CMoney、公司資料

圖 26：營收組成



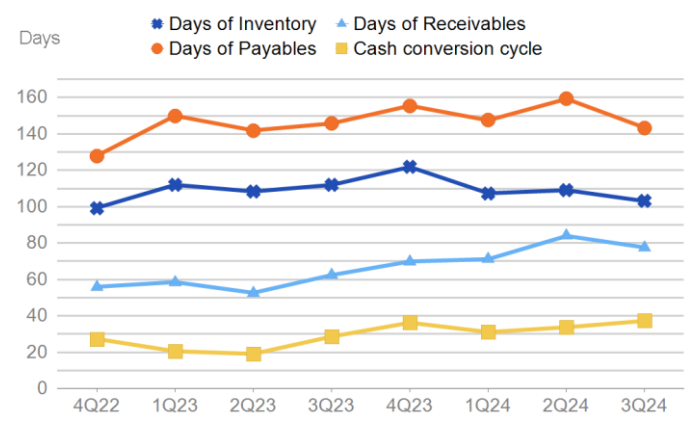
資料來源：公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



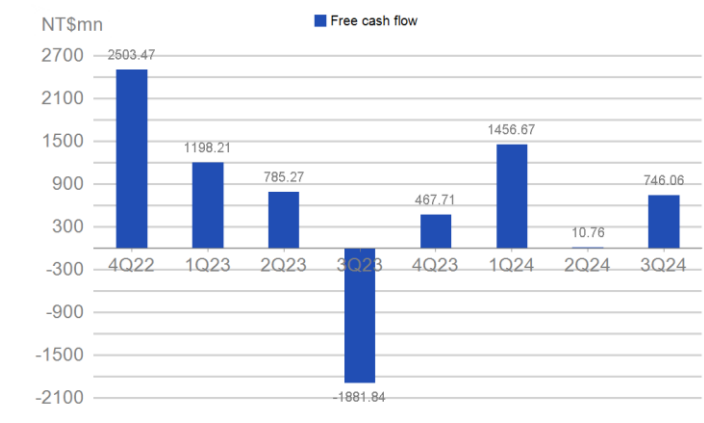
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：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 31：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 (2024/11/21)

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+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

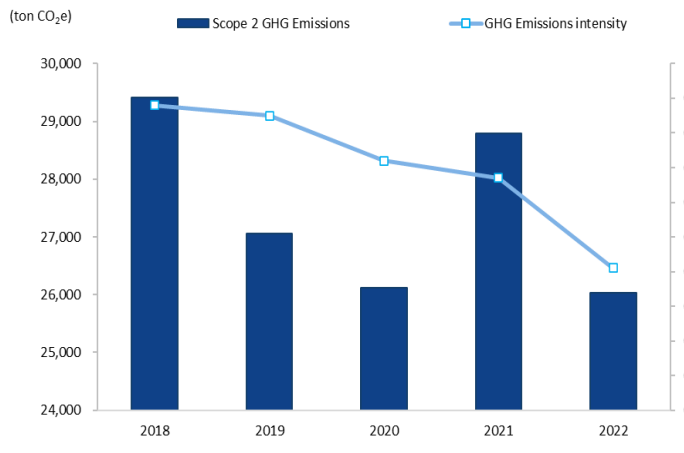
註 3：曝險分數評級：

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

註 4：執行力分數評級：

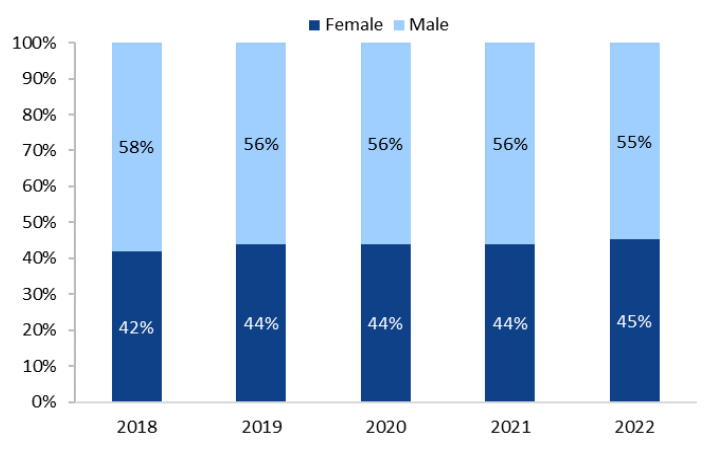
弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

圖 32：溫室氣體排放量



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 33：中磊員工男女比例



資料來源：公司資料、元大投顧整理

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	10,940	10,872
存貨	14,215	16,844	17,533	12,283	12,670
應收帳款及票據	6,300	10,718	11,581	10,739	11,156
其他流動資產	1,957	1,794	2,315	1,541	1,541
流動資產	27,944	37,378	40,260	35,503	36,238
採用權益法之投資	4	8	7	15	15
固定資產	4,385	4,928	5,368	5,686	5,709
無形資產	430	479	378	325	325
其他非流動資產	1,631	1,483	1,751	2,096	2,096
非流動資產	6,450	6,898	7,505	8,122	8,145
資產總額	34,394	44,276	47,765	43,625	44,383
應付帳款及票據	13,041	18,777	17,009	13,565	13,731
短期借款	2,656	1,640	430	2,817	2,817
什項負債	5,057	6,254	10,899	7,759	7,759
流動負債	20,754	26,671	28,337	24,141	24,307
長期借款	1,328	687	0	2,634	2,023
其他負債及準備	4,068	7,116	6,211	707	707
長期負債	5,396	7,803	6,211	3,341	2,730
負債總額	26,151	34,474	34,548	27,482	27,038
股本	2,524	2,588	2,792	2,993	2,993
資本公積	2,270	2,707	4,608	6,332	6,332
保留盈餘	4,124	5,381	6,637	7,342	8,546
什項權益	(670)	(861)	(809)	(515)	(515)
歸屬母公司之權益	8,248	9,815	13,228	16,152	17,355
非控制權益	(4)	(14)	(11)	(10)	(10)
股東權益總額	8,244	9,801	13,216	16,142	17,346

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	2,179	2,536
折舊及攤提	833	894	922	969	986
本期營運資金變動	(5,709)	(1,969)	(3,108)	2,763	(482)
其他營業資產 及負債變動	1,172	2,593	1,377	(1,952)	(156)
營運活動之現金流量	(2,842)	3,427	1,580	3,959	2,884
資本支出	(885)	(758)	(1,010)	(1,120)	(1,009)
本期長期投資變動	(2)	3	0	(64)	0
其他資產變動	(226)	(273)	(947)	(1,795)	0
投資活動之現金流量	(1,114)	(1,027)	(1,958)	(2)	(1,009)
股本變動	6	64	204	0	0
本期負債變動	2,792	779	1,199	(65)	(611)
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(650)	(606)	(1,158)	(1,472)	(1,332)
其他調整數	93	(170)	1,019	(1,795)	0
融資活動之現金流量	2,242	67	1,264	(2,016)	(1,943)
匯率影響數	(31)	83	(78)	169	0
本期產生現金流量	(1,745)	2,549	808	2,109	(68)
自由現金流量	(3,727)	2,669	569	2,838	1,875

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
營業收入	43,900	64,574	62,584	55,321	57,721
銷貨成本	(38,231)	(55,955)	(52,322)	(45,480)	(47,392)
營業毛利	5,668	8,619	10,262	9,841	10,329
營業費用	(4,615)	(6,201)	(7,149)	(7,079)	(7,116)
推銷費用	(1,489)	(2,228)	(2,637)	(2,414)	(2,383)
研究費用	(2,304)	(2,815)	(3,128)	(3,299)	(3,405)
管理費用	(835)	(1,151)	(1,346)	(1,327)	(1,328)
其他費用	13	(7)	(38)	(40)	0
營業利益	1,053	2,418	3,114	2,761	3,213
利息收入	26	53	125	159	140
利息費用	(79)	(174)	(262)	(224)	(202)
利息收入淨額	(53)	(121)	(137)	(65)	(61)
投資利益(損失)淨額	(2)	3	(1)	8	0
匯兌損益	(43)	5	8	122	0
其他業外收入(支出)淨額	71	4	4	(3)	18
稅前純益	1,026	2,309	2,988	2,700	3,169
所得稅費用	(164)	(401)	(599)	(521)	(634)
少數股權淨利	1	(11)	2	3	4
歸屬母公司之稅後純益	861	1,919	2,386	2,176	2,532
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,938	3,377	4,172	3,730	4,199
調整後每股盈餘 (NT\$)	3.44	7.57	9.17	7.42	8.50

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
年成長率 (%)					
營業收入	21.6	47.1	(3.1)	(11.6)	4.3
營業利益	(7.2)	129.6	28.8	(11.3)	16.4
稅前息前折舊攤銷前淨利	2.7	74.3	23.5	(10.6)	12.6
稅後純益	(4.3)	121.5	25.2	(8.8)	16.4
調整後每股盈餘	(5.3)	120.0	21.1	(19.1)	14.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	12.9	13.4	16.4	17.8	17.9
營業利益率	2.4	3.7	5.0	5.0	5.6
稅前息前淨利率	2.2	3.3	4.4	5.0	5.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	4.4	5.2	6.7	6.7	7.3
稅前純益率	2.3	3.6	4.8	4.9	5.5
稅後純益率	2.0	3.0	3.8	3.9	4.4
資產報酬率	2.7	4.9	5.2	4.8	5.8
股東權益報酬率	10.8	21.2	20.8	13.5	14.6
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	317.2	351.7	261.4	170.3	155.9
淨負債權益比(%)	(18.1)	(58.1)	(63.6)	(34.0)	(34.8)
利息保障倍數 (倍)	14.0	14.3	12.4	13.1	16.7
流動比率 (%)	134.6	140.1	142.1	147.1	149.1
速動比率 (%)	63.8	74.7	78.1	96.2	97.0
淨負債 (NT\$百萬元)	(1,490)	(5,696)	(8,401)	(5,489)	(6,032)
調整後每股淨值 (NT\$)	32.68	37.93	47.38	53.96	57.98
評價指標 (倍)					
本益比	31.4	14.3	11.8	14.6	12.7
股價自由現金流量比	--	12.1	56.7	11.4	17.2
股價淨值比	3.3	2.9	2.3	2.0	1.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨	16.7	9.6	7.7	8.7	7.7
股價營收比	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6

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



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請。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 仁愛路三段 157 號 4 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>.