



## 研究報告

## 正文(4906.TT)

## 中立(調降)

TP：34

擴廠折舊費用和人事成本增加，預估 2025 年展望持平

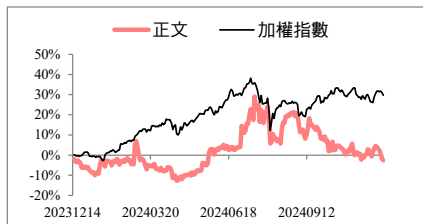
## 核心觀點

看好印度市場 Wi-Fi 7、5G FWA 和光纖滲透率提升，以及 SaaS 軟體加值服務和 AI Router 新興應用，但由於擴廠折舊費用和人事成本居高不下，故調降投資評等至「中立」。

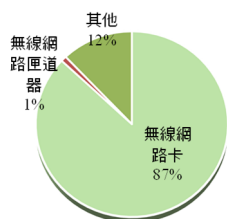
## 交易資料

收盤價	34.55
市值(億元)	147.80
流通在外股數(百萬股)	415.59
本益比(2025F)	16.08
股價淨值比	1.08
240 日股價(低/均/高)	31.65/37.02/46.2
60 日均成交額(百萬元)	131.89

## 相對報酬率



## 2025年產品比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

## 2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	51%至 65%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：黃信智

simonxhuang-71976@esunsec.com.tw

## 重要訊息

公司召開法說會，更新營運近況。

## 玉山觀點

**轉型直供電信提升毛利，仍不敵價格競爭。**24Q3營收61.75億元，季減18.9%、年增0.3%，主要受到歐洲市場價格競爭激烈，影響整體接單情況，近年正文轉型電信直供模式，直供比例達30至40%，毛利率上升至13.05%，礙於該商業模式需在歐美日設立業務據點、聘用當地員工，導致人事成本增加，整體費用率攀升，稅後EPS下降至0.23元。

**商業模式轉型陣痛期，24Q4營運表現疲弱。**11月營收19.76億元，月減1.9%，10和11月營收合計為39.9億元，營收達成率64%，符合預期。我們認為12月營收將持續下滑，主要原因由於上述人事成本和折舊維持高檔，以及商業模式轉型期間，品牌廠逐步淘汰舊產品，導致訂單萎縮，故預估24Q4營收61.13億元，毛利率13%，稅後EPS為0.38元。

**印度固網需求穩定成長，軟體加值服務成為新毛利引擎。**正文看好2025年電信直供比例將突破五成，50G PON和DOCSIS 4.0等技術推廣到歐美電信商，印度市場Wi-Fi 7、5G FWA和光纖產品滲透率持續走揚，同時積極嘗試導入AIoT、毫米波(mmWave)相關技術和應用。另外，正文積極開發AI Router，提升終端裝置運算能力，實現AIoT應用，目標客群以家用為主，但醫療及中小企業皆有應用場景。正文強化軟體投資，率先推出SaaS軟體加值服務予客戶，採訂閱制收費模式與電信營運商拆分，同時有結合AI Router，提供消費者多元服務，為公司營運注入新動能，提升毛利率。

## 投資建議

看好印度市場Wi-Fi 7、5G FWA和光纖滲透率提升，但由於擴廠折舊費用和人事成本居高不下，預估2025年稅後EPS為2.15元，目前本益比為16倍，評價位於過往歷史區間上緣，調降投資評等為「中立」，目標價為34元(16倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	5,761	7,610	6,175	6,113	25,658	25,893
YoY	-18.4%	8.5%	0.3%	3.5%	-1.8%	0.9%
毛利率	12.0%	11.8%	13.0%	13.0%	12.4%	12.9%
營益率	2.0%	3.6%	2.9%	3.2%	3.0%	3.3%
稅後淨利	71	303	95	157	626	893
EPS(元)	0.18	0.74	0.23	0.38	1.51	2.15

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
營收	6,113	6,174	6,113	6,174	0.00	0.00
毛利	795	800	795	800	0.00	0.00
營業利益	195	187	195	187	0.00	0.00
稅前淨利	169	267	169	267	0.00	0.00
稅後淨利	157	248	157	248	0.00	0.00
每股盈餘(元)	0.38	0.60	0.38	0.60	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	13.00	12.95	13.00	12.95	0.00	0.00
營益率	3.19	3.02	3.19	3.02	0.00	0.00
淨利率	2.77	4.32	2.77	4.32	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2024/12)

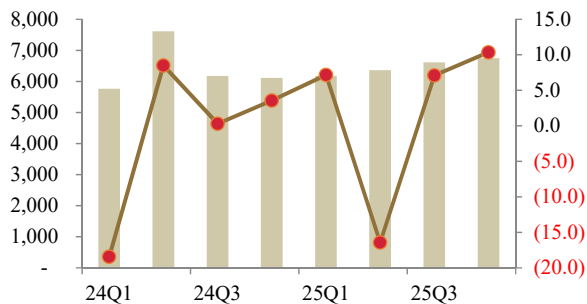
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,761	7,610	6,175	6,113	25,658	6,174	6,359	6,614	6,746	25,893
營業毛利	689	896	806	795	3,185	800	822	850	872	3,343
營業費用	572	622	628	600	2,422	613	563	665	654	2,494
營業利益	118	273	178	195	764	187	259	185	218	848
淨業外收支	89	112	(76)	(26)	99	80	110	(53)	(26)	111
稅前淨利	207	385	102	169	863	267	369	132	192	959
稅後淨利	71	303	95	157	626	248	343	123	179	893
EPS(元)	0.18	0.74	0.23	0.38	1.51	0.60	0.83	0.30	0.43	2.15
財務比率										
毛利率	11.97	11.77	13.05	13.00	12.41	12.95	12.92	12.85	12.92	12.91
營業利益率	2.04	3.59	2.88	3.19	2.98	3.02	4.07	2.80	3.23	3.28
稅前淨利率	3.59	5.06	1.65	2.77	3.36	4.32	5.80	2.00	2.85	3.70
YoY(%)										
營業收入	(18.43)	8.50	0.29	3.55	(1.83)	7.17	(16.43)	7.11	10.36	0.91
營業毛利	7.68	3.02	25.41	28.37	14.95	15.97	(8.27)	5.49	9.68	4.93
營業利益	59.10	(2.84)	228.31	259.51	64.72	58.77	(5.40)	4.07	11.74	11.06
稅前淨利	169.91	2.61	(76.57)	(271.50)	9.42	28.94	(4.24)	29.34	13.53	11.17
稅後淨利	55.0	(0.49)	(72.63)	(203.82)	14.79	249.81	13.24	29.34	13.53	42.56
QoQ(%)										
營業收入	(2.41)	32.09	(18.86)	(1.00)		1.00	3.00	4.00	2.00	
營業毛利	11.37	29.92	(10.06)	(1.36)		0.61	2.76	3.44	2.56	
營業利益	116.80	132.45	(34.98)	9.72		(4.25)	38.49	(28.47)	17.80	
稅前淨利	(309.74)	86.08	(73.49)	65.75		57.70	38.20	(64.20)	45.50	
稅後淨利	(146.80)	326.90	(68.65)	65.75		57.70	38.20	(64.20)	45.50	

資料來源：玉山投顧(2024/12)

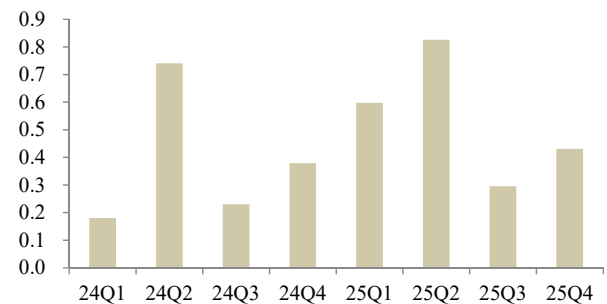
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



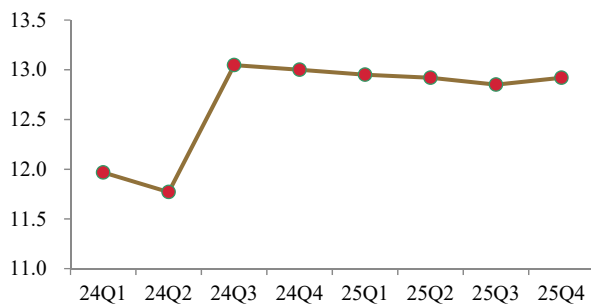
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



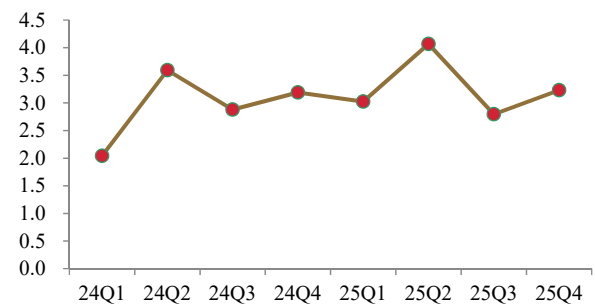
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



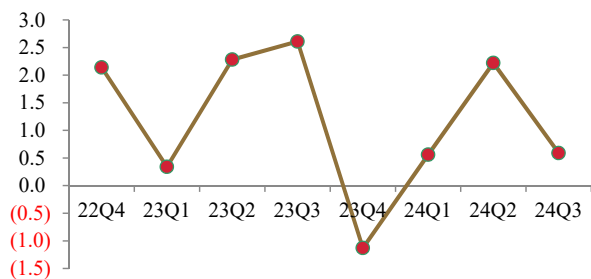
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



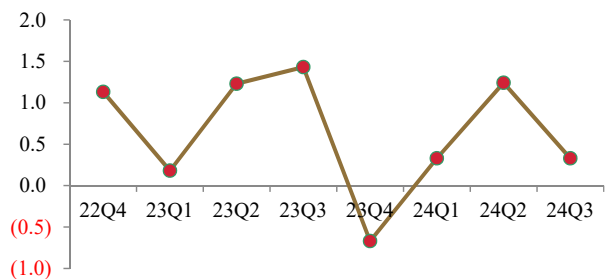
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/12)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	27,900	26,136	25,658	25,893
營業成本	25,035	23,365	22,473	22,550
營業毛利	2,865	2,771	3,185	3,343
營業費用	2,137	2,308	2,422	2,494
營業利益	728	464	764	848
營業外收支淨額	191	325	99	111
稅前淨利	919	789	863	959
稅後淨利	746	546	626	893
普通股股本	3,946	4,001	4,156	4,156
EPS(元)	1.89	1.36	1.51	2.15
年成長率				
營收	21.8%	-6.3%	-1.8%	0.9%
營業利益	104.5%	-36.3%	64.7%	11.1%
稅前淨利	27.1%	-14.2%	9.4%	11.2%
母公司稅後淨利	9.5%	-26.9%	14.8%	42.6%
獲利能力比率				
毛利率	10.3%	10.6%	12.4%	12.9%
營業利益率	2.6%	1.8%	3.0%	3.3%
稅前淨利率	3.3%	3.0%	3.4%	3.7%
稅後淨利率	2.7%	2.1%	2.4%	3.4%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	15,279	13,526	13,313	13,313
現金及約當現金	1,010	2,945	2,916	2,858
存貨	4,601	3,009	2,954	2,981
應收帳款及票據	9,368	6,828	6,703	6,765
其他流動資產	300	743	740	710
長期投資	1,286	1,219	1,230	1,243
固定資產	4,043	3,412	3,558	3,705
其他長期資產	4,232	3,823	3,859	3,884
資產總額	24,831	21,970	21,951	22,136
流動負債	11,213	7,269	7,262	7,561
應付帳款及票據	7,104	4,805	4,718	4,761
短期借款	2,526	952	934	943
什項負債	1,583	1,511	1,610	1,857
非流動負債	239	1,506	1,466	1,276
負債總額	11,452	8,775	8,728	8,837
普通股股本	3,946	4,001	4,156	4,156
資本公積	4,983	5,330	4,983	4,983
保留盈餘	2,868	2,791	2,937	3,036
股東權益總額	13,379	13,196	13,223	13,299

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	919	789	863	959
折舊及攤提費用	565	667	673	680
本期營運資金變動	-796	1,393	-92	45
其他項目	268	-239	-234	-236
營運活動之現金流量	956	2,609	1,210	1,448
資本支出	-825	-811	-819	-827
本期長期投資變動	1	0	0	0
其他項目	162	727	2,157	59
投資活動之現金流量	-663	-83	1,338	-768
短期借款及票券變動	418	-1,574	-17	9
舉措/償還長期借款	0	0	-40	-190
發行/償還公司債	-3	1,552	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-608	-592	-584	-557
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-704	-520	-642	-738
匯率影響數	144	-70	0	0
本期現金流量	-266	1,936	1,906	-58
期末現金及約當現金	1,010	2,945	2,916	2,858

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	46.1%	39.9%	39.8%	39.9%
槓桿比率	85.6%	66.5%	66.0%	66.4%
流動比率	136.3%	186.1%	183.3%	176.1%
速動比率	95.2%	144.7%	142.7%	136.7%
存貨週轉率(次)	6.00	6.14	6.71	5.95
存貨週轉天數	60.04	58.63	53.69	60.52
應收帳款週轉率(次)	3.55	3.23	3.93	3.21
應收帳款週轉天數	101.47	111.54	91.64	112.15
總資產週轉率(次)	1.12	1.19	1.17	1.17
淨值週轉率(次)	2.09	1.98	1.94	1.95
股東權益報酬率	5.9%	4.1%	5.0%	6.7%
總資產報酬率	3.3%	2.3%	3.0%	3.8%
OCF/流動負債	8.5%	35.9%	16.7%	19.2%
每股比率				
每股淨值(元)	33.13	31.65	31.82	32.00
每股營收(元)	70.70	65.32	61.74	62.30
每股盈餘(元)	1.89	1.36	1.51	2.15
每股現金股利(元)	1.50	1.48	1.34	1.91
現金股利配發率	79.3%	108.6%	88.9%	88.9%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站( [www.esunconsulting.com.tw](http://www.esunconsulting.com.tw) )取閱。

### 研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

### 免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

### 智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

### CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

邀請過去3年內有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法