

宏正(6277)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang

tswang888@masterlink.com.tw

評等

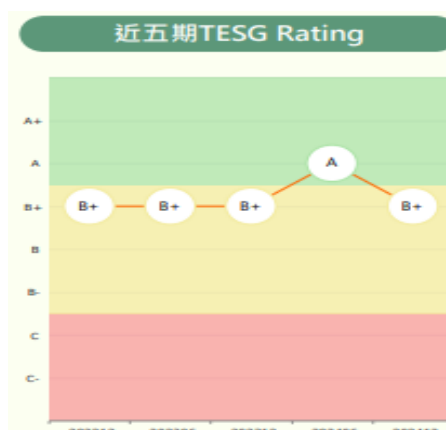
日期:	2024/12/12
目前收盤價 (NT\$):	76.8
目標價 (NT\$):	90
52 週最高最低(NT\$):	76.6-84.9
加權指數:	22903.63

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,195
市值 (NT\$/mn):	9,150
市值 (US\$/mn):	305
20 日平均成交量(仟股):	44
PER ('24):	18.36
PBR ('24):	1.96
外資持股比例:	7.04
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.6	-1.2	-5.5
加權指數報酬率(%)	2.1	4.1	10.7

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	90	90
營業收入 (NT\$m)	4,983	5,376
毛利率 (%)	59.91	60.00
營運毛利率 (%)	13.84	15.50
EPS (NT\$)	4.17	5.35
BVPS(NT\$)	39.05	39.05



谷底已過，2025 年可望迎來回升，惟股價未低估

- 谷底已過，2025 年可望迎來回升，惟股價評價合理未明顯低估，故投資評等給予中立：元富預估宏正 2024、2025 年稅後 EPS 4.17 元及 5.48 元，目前股價 78.1 元，PER19X 及約 14X，相較過去幾年 PER 在 10~15X 之間，未明顯低估，然而，過去配息高達本業的 9 成水準，預期 2024、2025 年獲利將分別配發 3.8 及 4.95 元，明後年殖利率 4.9%及 6.33%，屬於偏高的殖利率水準，股價下方風險有限，故元富給予目標價 90 元，隱含報酬率不高，加上短期大漲不易，故投資建議維持中立。
- 4Q24 進入傳統旺季，亞洲需求止穩向上，樂觀看待營收衰退幅度收斂，加上營業費用有效控制，單季稅後 EPS 1.45 元，累計 2024 年稅後 EPS 4.17 元：展望 4Q24，進入傳統旺季，去年有集中出貨的高基期，今年的 Pro AV 不如預期，歐洲因戰爭有延遲需求，但隨著美國 9 月開始降息，中國亦推出寬鬆貨幣政策，4Q24 旺季客戶拉貨有復甦，今年營收看法樂觀，全年營收衰退幅度可望縮小。元富預估 4Q24 營收 13.37 億元、QoQ 6%、YoY 1%，稅後 EPS 1.45 元，累計 2024 年營收 49.83 億元、YoY -3%，稅後 EPS 4.17 元。
- 展望 2025 年，Over IP 及 Non Over IP KVM 年增長均力拼雙位數，延續 2H24 的成長動能，預估稅後 EPS 5.48 元：展望 2025 年，希望銀行、教育、政府專案均能回來，歐洲希望恢復正常需求。KVM 產品亞洲仍是最穩定，日本今年營運雖然低迷，但明年看好回升；美國 Secure KVM 4Q24 有新的專案，明年有新的產品，仍是正向；歐洲不確定性高，客戶有開發新的應用，展望未來仍是有可以預期。新產品方面，推出兩款網路型影音延伸器，是 2025 年推廣的重點；Over IP KVM 1H24 推出兩款與控制室有關的高性能產品，針對多輸出，明年有雙輸出及四輸出的產品；Non Over IP 產品，2H24 有 Secure KVM 的產品，明年取證，上市大約在 2H25，有機會在 4Q25 有大型政府標案，看有無機會挹注，2H25 亦有幾款 Non Over IP LCD KVM 產品上市。元富預估 2025 年營收 53.04 億元、YoY 6%，稅後 EPS 5.48 元。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



宏正科是全球最大的 KVM 廠商，自有品牌 ATEN 行銷全球

宏正科是全球最大的 KVM 廠商，自有品牌 ATEN 行銷全球

宏正自動科技是全球最大多電腦切換器 (KVM) 廠商，以「ATEN」品牌行銷全球上百個市場，毛利率維持在近六成的高水準，產品應用面廣泛，小至個人電腦周邊，大至連鎖餐廳、醫療院所、企業應用，甚至是智慧城市的管控中心，產品質量好，20 多年前就獲得美國太空總署、各國政府及警察機關等採用。2023 年營收分別是企業用 KVM(含 Over IP 及 Non Over IP) 46%、中小企業(含 SOHO)SMB 17%、專業影音(Pro AV) 17%、USB 周邊 4%、連接線材 4%、其他 11%，KVM 需求屬資本支出，受大型及中小企業的資本支出擴張影響較大，受累全球通膨及高息環境，加上 PC 產業庫存調整等不利因素，2023 年營運表現低迷，2H23 大環境面需求疲弱的拖累，旺季不旺。營收若以地區別分，則亞洲占 55%、美洲占 23%、歐洲占 20%，亞洲及美洲年衰退，歐洲低基期逆勢回升。2023 年營收 51.56 億元、YoY -5%，毛利率 59.94%、YoY +1.39pts，營益率 15.28%、YoY -0.46pts，稅後淨利 5.65 億元、YoY -22%，稅後 EPS 4.73 元。

Exhibit 2：2023 年產品別營收比重

營收比重	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY
IT 架構管理解決方案 - Enterprise (Over IP)	10%	-1%	12%	23%	13%	15%	12%	-11%
IT 架構管理解決方案 - Enterprise (Non Over IP)	29%	-9%	29%	8%	31%	11%	34%	6%
IT 架構管理解決方案 - SMB	22%	-9%	20%	0%	18%	-6%	17%	-11%
專業影音產品	17%	-15%	16%	6%	15%	-4%	17%	10%
USB 週邊設備	7%	15%	7%	2%	5%	-15%	4%	-25%
連接線材	4%	-21%	4%	4%	5%	17%	4%	-23%
其他	11%	53%	11%	8%	12%	16%	11%	-14%
合計	100%	-4%	100%	7%	100%	5%	100%	-5%

Source:公司、元富投顧整理,12/2024

Exhibit 3：2023 年區域營收比重

區域 收比重	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY
亞洲	51%	1%	53%	11%	56%	11%	55%	-6%
美洲	25%	-13%	24%	3%	25%	7%	23%	-10%
歐洲	22%	-6%	22%	4%	18%	-12%	20%	7%
其他	2%	18%	2%	1%	2%	-8%	2%	-9%
合計	100%	-4%	100%	7%	100%	5%	100%	-5%

Source:公司、元富投顧整理,12/2024

3Q24 費用率控制得宜，營益率顯著回升，惟業外受累認列訴訟費用，抵消獲利季成長，單季稅後 EPS 0.92 元，累計前三季稅後 EPS 2.72 元

3Q24 費用率控制得宜，營益率顯著回升，惟業外受累認列訴訟費用，抵消獲利季成長，單季稅後 EPS 0.92 元，累計前三季稅後 EPS 2.72 元

宏正 3Q24 財報，營收 12.6 億元、QoQ +4%、YoY +4%，營運回升，相較於 1H25 受通膨、地緣政治影響而壓抑需求，逐步改善中，毛利率 59.78%、QoQ 0.74pts、YoY 0.-0.32pts，維持高檔，營業利益 1.82 億元、QoQ +36%、YoY +9%，營益率 14.47%、QoQ 3.41pts、YoY +0.68pts，費用率管控得宜，致營益率顯著回升，業外淨支出 0.29 億元，其中提列陳年訴訟案損失 0.24 億元所致。

稅前淨利 1.54 億元、QoQ 12%、YoY -9%、稅後淨利 1.09 億元、QoQ +4%、YoY -12%、單季稅後 EPS 0.92 元。累計前三季營收 36.47 億元、YoY -5%、1H24 受累通膨、地緣政治的影響，終端需求疲弱，歐洲的主要客戶新的投資案均呈現觀望，1Q23 日、美 KVM 有兩大專案墊高基期，美自 9 月降息、中國亦推出寬鬆貨幣政策，目前來看，有望縮小全年營收衰退幅度。營業利益 4.69 億元、YoY -21%、稅前淨利 4.43 億元、YoY -21%、稅後淨利 3.25 億元、YoY -24%、稅後 EPS 2.72 元。

Exhibit 4：季財報預估與實際差異數
宏正(6277)

unit:NT\$mn	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	1,217	1,212	1,260	1,411	4%	4%	-11%	-5%
Margin%	60.10%	59.04%	59.78%	60.00%	0.74	-0.32	-	0.22
Operating Profit	168	134	182	235	36%	9%	-22%	-21%
Operating Margin	13.79%	11.06%	14.47%	16.64%	3.41	0.68	-	2.17
Total non-ope inc.	1	3	(29)	(6)				
Pre-tax profit	168	137	154	229	12%	-9%	-33%	-21%
Net Profit	124	105	109	181	4%	-12%	-39%	-24%
EPS	1.04	0.88	0.92	1.51				

Source:公司、元富投顧整理,12/2024

1H24 受累通膨、地緣政治影響，需求疲弱，2H24 營運回升，其中三大區域均有季成長，惟歐洲仍處於年衰退，全年營收衰退幅度收斂

1H24 受累通膨、地緣政治影響，需求疲弱，2H24 營運回升，其中三大區域均有季成長，惟歐洲仍處於年衰退，全年營收衰退幅度收斂

3Q24 各項產品線營收表現，大型企業 Over IP KVM、QoQ 10%、YoY 7%，日本去年有大型專案認列，基期較高，致日本今年營運下滑，致 Over IP KVM 累計前三季 YoY -7%；Non Over IP KVM QoQ 8%、YoY 16%，美國 1Q23 有大型政府機構專案墊高基期，2H24 有接政府專案，降低下滑幅度，致 Non Over IP KVM 累計前三季 YoY -3%；中小型企業(SMB) KVM 營收 QoQ 2%、YoY 持平，受總經影響，終端需求趨緩，歐洲及 OEM 均減少；專業影音產品(Pro AV)很多需求遞延，歐洲顯著減少。3Q24 營收以區域別表現來看，亞洲占 57%、QoQ +1%、YoY +8%，美洲占 23%、QoQ +7%、YoY +5%，歐洲 19%、QoQ +14%、YoY -9%。累計前十月區域營收，亞洲 YoY 3%，日本 1Q23 出貨大單墊高基期，今年呈衰退，但其他東亞、台灣、中國等半導體庫存去化近尾聲，需求回升；美洲 YoY -13%，1Q23 亦因政府專案高基期，2024 年又因美國大選觀望，結束後從追蹤後續需求；歐洲 YoY -15%，近幾年因戰爭不安定求延遲，比利時、土耳其亦都受影響。

Exhibit 5：產品別季營收比重

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
IT架構管理解決方案 - Enterprise (Over IP)	12%	10%	7%	12%	-7%
IT架構管理解決方案 - Enterprise (Non Over IP)	37%	8%	16%	34%	-3%
IT架構管理解決方案 - SMB	17%	2%	0%	17%	-6%
專業影音產品	16%	-3%	-11%	17%	-8%
USB週邊設備	4%	-2%	-10%	4%	-14%
連接線材	4%	9%	-7%	4%	-9%
其他	12%	-2%	3%	12%	3%
合計	100%	4%	4%	100%	-5%

Source:公司、元富投顧整理,12/2024

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Exhibit 6：區域別季營收比重

區域 收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
亞洲	57%	1%	8%	59%	3%
美洲	23%	7%	5%	21%	-13%
歐洲	19%	14%	-9%	18%	-15%
其他	1%	-13%	6%	1%	-20%
合計	100%	4%	4%	100%	-5%

Source:公司、元富投顧整理,12/2024

4Q24 進入傳統旺季，亞洲需求止穩向上，樂觀看待營收衰退幅度收斂，加上營業費用有效控制，單季稅後 EPS 1.45 元，累計 2024 年稅後 EPS 4.17 元

4Q24 進入傳統旺季，亞洲需求止穩向上，樂觀看待營收衰退幅度收斂，加上營業費用有效控制，單季稅後 EPS 1.45 元，累計 2024 年稅後 EPS 4.17 元

展望 4Q24，進入傳統旺季，去年有集中出貨的高基期，今年的 Pro AV 不如預期，歐洲因戰爭有延遲需求，但隨著美國 9 月開始降息，中國亦推出寬鬆貨幣政策，4Q24 旺季客戶拉貨有復甦，今年營收看法樂觀，全年營收衰退幅度可望縮小。元富預估 4Q24 營收 13.37 億元、QoQ 6%、YoY 1%，毛利率 60%、QoQ 0.22pts、YoY 0.9pts，營益率 16.54%、QoQ 2.07pts、YoY 1.9pts，稅後淨利 1.73 億元、QoQ 58%、YoY 25%，稅後 EPS 1.45 元，累計 2024 年營收 49.83 億元、YoY -3%，毛利率 59.91%、YoY -0.03pts，營益率 13.84%、YoY -1.44pts，稅後淨利 4.98 億元、YoY -12%，稅後 EPS 4.17 元。

展望 2025 年，Over IP 及 Non Over IP KVM 年增長均力拼雙位數，延續 2H24 的成長動能，預估稅後 EPS 5.48 元

展望 2025 年，Over IP 及 Non Over IP KVM 年增長均力拼雙位數，延續 2H24 的成長動能，預估稅後 EPS 5.48 元

展望 2025 年，希望銀行、教育、政府專案均能回來，歐洲希望恢復正常需求。KVM 產品亞洲仍是最穩定，日本今年營運雖然低迷，但明年看好回升；美國 Secure KVM 4Q24 有新的專案，明年有新的產品，仍是正向；歐洲不確定性高，客戶有開發新的應用，展望未來，亦許不是明年，未來仍是有可以預期。新產品方面，推出兩款網路型影音延伸器，過去 KVM 是封閉的線路，近兩三年趨勢是網路架構的導入，系統的方便性及規模放大，明年擬推兩款延伸器，1G 及 30~50M 的網路架構，機場採用網路延伸器，結合訊息傳播，是 2025 年推廣的重點；Over IP KVM 1H24 推出兩款與控制室有關的高性能產品，針對多輸出，明年有雙輸出及四輸出的產品；Non Over IP 產品，2H24 有 Secure KVM 的產品，明年取證，上市大約在 2H25，有機會在 4Q25 有大型政府標案，看有無機會挹注，2H25 亦有幾款 Non Over IP LCD KVM 產品上市。元富預估 2025 年營收 53.04 億元、YoY 6%，其中 Over IP KVM 及 Non Over IP KVM 延續需求回升，年增上看 10%，毛利率 60%、YoY 0.09pts，營益率 15.89%、YoY 2.05pts，稅後淨利 6.54 億元、YoY 31%，稅後 EPS 5.48 元。

谷底已過，2025 年可望迎來回升，惟股價評價合理未明顯低估，故投資評等給予中立

谷底已過，2025 年可望迎來回升，惟股價評價合理未明顯低估，故投資評等給予中立

元富預估宏正 2024、2025 年稅後 EPS 4.17 元及 5.48 元，目前股價 78.1 元，PER19X 及約 14X，相較過去幾年 PER 在 10~15X 之間，未明顯低估，然而，過去配息高達本業的 9 成水準，預期 2024、2025 年獲利將分別配發 3.8 及 4.95 元，明後年殖利率 4.9%及 6.33%，屬於偏高的殖利率水準，股價下方風險有限，故元富給予目標價 90 元，隱含報酬率不高，加上短期大漲不易，故投資建議維持中立。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	5,403	5,156	4,984	5,304
COGS	2,240	2,065	1,998	2,122
Gross profit	3,163	3,091	2,986	3,182
Operating expense	2,313	2,303	2,296	2,340
Operating profit	851	788	690	843
Total non-operate. Inc.	41	-35	-29	-14
Pre-tax profit	891	753	661	829
Total Net profit	733	572	505	663
Minority	3	7	7	8
Net Profit	730	566	499	655
EPS (NT\$)	6.11	4.73	4.17	5.48
Y/Y %	FY22	FY23	FY24E	FY25F
Sales	4.6	(4.6)	(3.3)	6.4
Gross profit	5.1	(2.3)	(3.4)	6.6
Operating profit	5.6	(7.4)	(12.5)	22.2
Pre-tax profit	2.7	(15.5)	(12.3)	25.4
Net profit	14.5	(22.5)	(11.9)	31.4
EPS	14.5	(22.5)	(11.9)	31.4
Margins %	FY22	FY23	FY24E	FY25F
Gross	58.5	59.9	59.9	60.0
Operating	15.7	15.3	13.8	15.9
EBITDA	18.3	16.6	15.2	17.4
Pre-tax	16.5	14.6	13.3	15.6
Net	13.5	11.0	10.0	12.3

Consolidated Balance Sheet

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	1,122	1,194	1,617	2,108
Marketable securities	811	488	268	268
A/R & N/R	741	722	707	752
Inventory	1,497	1,266	1,337	1,419
Others	128	94	94	94
Total current asset	4,299	3,763	4,021	4,640
Long-term invest.	28	27	27	27
Total fixed assets	2,584	2,704	2,926	3,149
Total other assets	434	592	592	592
Total assets	7,350	7,090	7,567	8,408
Short-term Borrow	622	404	404	404
A/P & N/P	468	289	366	389
Other current liab.	987	1,086	1,300	1,741
Total current liab.	2,077	1,779	2,071	2,534
L-T borrow s	0	0	-5	-11
Other L-T liab.	388	506	506	506
Total liability.	2,465	2,285	2,571	3,029
Common stocks	1,195	1,195	1,195	1,195
Reserves	317	317	317	317
Retain earnings	3,374	3,293	3,484	3,867
Total Equity	4,885	4,805	4,996	5,379
Total Liab. & Equity	7,350	7,090	7,567	8,408

Comprehensive Quarterly Income Statement

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,175	1,212	1,260	1,337
Gross profit	715	715	753	802
Operating profit	152	134	182	221
Total non-ope inc.	-0	3	-29	-4
Pre-tax profit	152	137	154	218
Net profit	111	105	109	173
EPS	0.93	0.88	0.92	1.45
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
Net sales	(15.2)	(1.9)	3.5	1.3
Gross profit	(14.8)	(3.4)	3.0	2.9
Operating profit	(41.6)	(19.5)	8.6	14.5
Net profit	(41.9)	(6.6)	(11.6)	25.0
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
Net sales	(10.9)	3.1	4.0	6.1
Gross profit	(8.3)	0.0	5.3	6.5
Operating profit	(21.2)	(12.0)	36.1	21.3
Net profit	(20.1)	(4.7)	3.8	58.2
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
Gross	60.9	59.0	59.8	60.0
Operating	13.0	11.1	14.5	16.5
Net	9.4	8.7	8.7	12.9

Consolidated Statement of Cash flow

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	730	566	499	655
Dep & Amort	218	228	92	94
Investment income	1	0	0	0
Changes in W/C	-386	330	22	-106
Other adjustment	-137	-60	-60	-60
Cash flow – ope.	425	1,063	552	583
Capex	-82	-223	-223	-223
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-11	10	0	0
Cash flow –inve.	-93	-212	-223	-223
Free cash flow	343	840	329	360
Inc. (Dec.) debt	75	-222	-5	-5
Cash dividend	-639	-397	-308	-271
Other adjustment	471	407	407	407
Cash flow -Fin.	-93	-212	94	130
Exchange influence	24	-4	0	0
Change in Cash	-340	72	423	491
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F
ROA	9.96	7.83	6.80	8.20
ROE	15.15	11.67	10.17	12.62

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.