

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

前日收盤價	31.30 元
目標價	
3 個月	34.50 元
12 個月	34.50 元

## 明泰 (3380 TT)

### Trading Buy

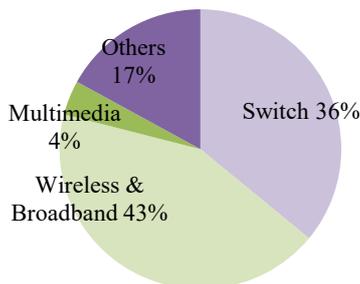
#### 近期報告日期、評等及前日股價

11/26/2024	達目標價	39.35
11/25/2024	Trading Buy	36.00
03/01/2024	Trading Buy	37.00
11/03/2023	Buy	35.20
10/02/2023	Neutral	39.35

#### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	5,417
市值(億元)	170
目前每股淨值(元)	18.42
外資持股比(%)	7.55
投信持股比(%)	0.23
董監持股比(%)	54.61
融資餘額(張)	6,814
現金股息配發率(F)(%)	57.08

#### 產品組合



#### 股價相對大盤走勢



2025 營運重回成長，給予 Trading Buy 投資評等。

**投資建議：**預期在 Baby Cam、DOCSIS4.0、WiFi-7 與 400G Switch 等…新產品，以及新興市場出貨激勵，預期 2025 年營運重回成長，但短期 1Q25 仍逢傳統淡季，給予 Trading Buy 投資評等。

**客戶庫存調整壓抑營收表現，2024 年營收 214.44 億元，**

**YoY-24.15%，預估 EPS0.88 元：**2024 年，雖然 400G Switch 已於 2H24 出貨，但因北美客戶進行合併，企業級 Switch 營收衰退，整體 Switch 營收年衰退；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 放量，但因北美需求不如預期，客戶庫存調整，多媒體營收年減；北美 MSO 進行網路升級，Cable modem 出貨下滑，Wireless & Broadband 營收年減，2024 年營收 214.44 億元，YoY-24.15%，業外因在 2Q24 認列出售東莞廠收入，獲利金額約 4.67 億元，預估稅後淨利 4.75 億元，YoY-13.39%，EPS0.88 元。

**新興市場電信商客戶出貨，預估 1Q25 營收 55.26 億元，**

**QoQ-1.82%，EPS0.10 元：**展望 1Q25，每年首季多為網通業淡季，消費性網通產品出貨下滑，MSO 拉貨力道放緩，以及企業客戶在年初尚在觀察網通產品規格趨勢，放緩網通設備採購力道，但受惠於新興市場大國佈建寬頻網路基礎建設，家用以及輕局端網路設備開始出貨，抵銷網通淡季效應，預估 1Q25 營收 55.26 億元，QoQ-1.82%，稅後淨利 0.52 億元，QoQ-69.81%，EPS0.10 元。

**新市場、新產品帶動營運回溫，預估 2025 年營收 256.78 億元，**

**YoY+19.75%，EPS1.16 元：**展望 2025 年，智慧門鈴恢復拉貨動能，加入新的 Baby Cam 客戶，Multimedia 營收成長率佳；主要二家 Switch 客戶的併購案將完成，高速 400G Datacenter Switch 將持續出貨，Switch 營收穩健成長；DOCSIS4.0 Cable Modem 拉貨，WiFi-7 Router 蓄勢待發，直接參與新興市場寬頻網路基礎建設商機，該市場商機將會是營收成長動能的驚喜，預估 2025 年營收 256.78 億元，YoY+19.75%，稅後淨利 6.28 億元，YoY+32.37%，EPS1.16 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	21,444	25,678	28,267	6,796	5,180	5,684	4,951	5,628	5,526	6,203	6,523	7,427
營業毛利淨額	3,956	4,953	5,462	1,262	1,008	925	966	1,057	1,012	1,188	1,253	1,500
營業利益	160	866	1,262	131	97	-95	46	112	83	189	223	372
稅後純益	475	628	949	52	67	263	-28	173	52	125	170	281
稅後 EPS(元)	0.88	1.16	1.75	0.10	0.12	0.49	-0.05	0.32	0.10	0.23	0.31	0.52
毛利率(%)	18.45%	19.29%	19.32%	18.57%	19.46%	16.27%	19.51%	18.79%	18.31%	19.14%	19.22%	20.20%
營業利率(%)	0.75%	3.37%	4.46%	1.93%	1.87%	-1.67%	0.94%	1.99%	1.51%	3.04%	3.42%	5.00%
稅後純益率(%)	2.21%	2.45%	3.36%	0.76%	1.28%	4.63%	-0.57%	3.08%	0.95%	2.01%	2.60%	3.79%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-24.15%	19.75%	10.08%	15.95%	-23.78%	9.73%	-12.90%	13.67%	-1.82%	12.26%	5.16%	13.85%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-13.39%	32.37%	51.06%	-37.99%	28.62%	295.36%	N.A	N.A	-69.81%	138.25%	36.42%	65.69%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 54.17 億元計算。

2025 年 1 月 14 日

## 明泰 ESG：

明泰科技作為地球公民的一份子，願意為善盡共同保護地球環境一同出力，重視溫室氣體排放議題。自 2008 年起，即導入 ISO14064-1:2006 溫室氣體盤查標準，並將 2008 年盤查計算之溫室氣體排放量訂定為基準年，持續致力於溫室氣體排放盤查工作，減緩全球暖化之速度，確實掌控及管理溫室氣體排放現況，為全球綠色新政與綠色經濟善盡企業責任。

## 新產品出貨帶動營運回溫，4Q24 營收 56.28 億元，QoQ+13.67%，預估 EPS0.32 元：

4Q24，部分企業級 Switch 以短單、急單形式回補庫存，帶動 Switch 營收季增；部分北美 MSO 業者開始對 Cable Modem 回補庫存，以及消費性網通品牌業者 WiFi-7 Router 出貨，帶動 Wireless 營收季增；年底為 SI 業者營收認列旺季，推升 Others 營收季增。

新產品出貨帶動營運回溫，4Q24 營收 56.28 億元，QoQ+13.67%。

雖然較多新產品出貨，但因提列較少庫存回沖損失，預期 4Q24 毛利率約略持平於 3Q24，預估稅後淨利 1.73 億元，EPS0.32 元。

## 客戶庫存調整壓抑營收表現，2024 年營收 214.44 億元，YoY-24.15%，預估 EPS0.88 元：

2024 年，雖然資料中心 Switch 持續進行速度升級，400G Switch 已於 2H24 出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，但因北美客戶進行合併，企業級 Switch 營收衰退，整體 Switch 營收年衰退；越南廠投產，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 放量，但因北美需求不如預期，客戶庫存調整，多媒體營收年減；北美 MSO 進行網路升級，Cable modem 出貨下滑，Wireless & Broadband 營收年減。

在 Switch 方面，雖然資料中心 Switch 持續進行速度升級，400G Switch 在 2H24 陸續出貨，資料中心網路 Switch 營收年增，但因北美、歐洲多數企業持續裁員，企業放緩資本支出，自 2H23 開始客戶調節庫存，並調節至 2024 年底，加上二個北美客戶進行併購，拉長遞延出貨時程，企業級 Switch 營收衰退，導致整體 Switch 營收年衰退。

在多媒體產品方面，越南廠自 4Q23 量產後，因中國資安疑慮無法在中國生產的智慧門鈴訂單陸續在越南投產，並爭取到新的客戶，新款的智慧門鈴與 IP-Cam 陸續在 2H24 放量，但因北美需求不如預期，客戶庫存調整，多媒體營收年減。

在 Wireless & Broadband 方面，因北美有線電視用戶退訂潮並未止息，加上終端需求遭受高利率壓抑，自 2H23 開始的庫存調整持續到 2024 年底，加上北美 MSO 將網路由 DOCSIS3.1 升級至 4.0，規格轉換期間壓抑需求，Cable modem 出貨下滑，Wireless & Broadband 營收年減。

在新產品方面，台灣新創主動式陣列天線廠商的代工訂單將於 2024 年量產，隨著低軌道(Low Earth Orbit, LEO)衛星網路營運商 648 顆衛星發射完畢，將陸續開始營運衛星網路，主動式陣列天線將放量出貨，惟 2024 年為出貨初期，營收貢獻相對有限。

2025 年 1 月 14 日

客戶庫存調整壓抑營收表現，2024 年營收 214.44 億元，YoY-24.15%。

由於營收規模放緩，故預期 2024 年毛利率遜於 2023 年，業外因在 2Q24 認列出售東莞廠收入，獲利金額約 4.67 億元，預估稅後淨利 4.75 億元，YoY-13.39%，EPS0.88 元。

### 新興市場電信商客戶出貨，預估 1Q25 營收 55.26 億元，QoQ-1.82%，EPS0.10 元：

展望 1Q25，每年首季多為網通業淡季，消費性網通產品出貨下滑，MSO 拉貨力道放緩，以及企業客戶在年初尚在觀察網通產品規格趨勢，放緩網通設備採購力道，但受惠於新興市場大國佈建寬頻網路基礎建設，家用以及輕局端網路設備開始出貨，抵銷網通淡季效應。

新興市場電信商客戶出貨，預估 1Q25 營收 55.26 億元，QoQ-1.82%。

年初多為 SI 認列營收淡季，以及新興市場客戶網通設備毛利率低於公司平均，產品組合將不如 4Q24，預估稅後淨利 0.52 億元，QoQ-69.81%，EPS0.10 元。

### 新市場、新產品帶動營運回溫，預估 2025 年營收 256.78 億元，YoY+19.75%，EPS1.16 元：

展望 2025 年，智慧門鈴恢復拉貨動能，加入新的 Baby Cam 客戶，Multimedia 營收成長率佳；主要二家 Switch 客戶的併購案將完成，高速 400G Datacenter Switch 將持續出貨，Switch 營收穩健成長；DOCSIS4.0 Cable Modem 拉貨，WiFi-7 Router 蓄勢待發，直接參與新興市場寬頻網路基礎建設商機，該市場商機將會是營收成長動能的驚喜。

在 Multimedia 產品線方面，北美客戶庫存水準已降至健康水位，預期智慧門鈴將恢復拉貨動能，此外，加入新的嬰兒監控攝影機(Baby Cam)客戶，並在 2025 年出貨，預期 Multimedia 產品線營收成長率有較佳的表現。

在 Switch 產品線方面，主要二家客戶的併購案將於 2024 年底或 2025 年初完成，加上企業級 Switch 庫存已降至安全水位，預期 2025 年企業級 Switch 需求回溫，高速 400G Datacenter Switch 將持續出貨，帶動出貨價格走高，預期整體 Switch 營收穩健成長。

在 Wireless 產品線方面，北美 MSO 客戶持續進行 DOCSIS4.0 骨幹網路升級，後續將啟動 DOCSIS4.0 Cable Modem 拉貨，WiFi-7 Router 蓄勢待發；自 4Q24 起已開始直接供貨給新興市場電信商 WiFi AP 以及網路中繼設備，直接參與寬頻網路基礎建設商機，若供貨速度夠快，新興市場商機將會是營收成長動能的驚喜。

新市場、新產品帶動營運回溫，預估 2025 年營收 256.78 億元，YoY+19.75%。

新產品、新市場出貨提升營收規模，預估 2025 年毛利率表現將優於 2024 年，預估稅後淨利 6.28 億元，YoY+32.37%，EPS1.16 元。

## 投資建議：

預期在 Baby Cam、DOCSIS4.0、WiFi-7 與 400G Switch 等…新產品，以及新興市場出貨激勵，預期 2025 年營運重回成長，但短期 1Q25 仍逢傳統淡季，給予 Trading Buy 投資評等。

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025年1月14日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	27,133	23,799	23,865	24,533	26,037
流動資產	20,243	16,468	13,949	17,950	17,165
現金及約當現金	4,084	3,201	2,768	3,522	3,385
應收帳款與票據	5,599	4,899	3,091	5,211	5,012
存貨	9,424	7,455	7,014	6,727	6,644
採權益法之投資	--	--	0	0	0
不動產、廠房設備	4,222	4,273	4,273	4,273	4,273
<b>負債總計</b>	13,576	10,469	10,228	10,514	11,327
流動負債	13,047	8,762	8,999	8,507	11,219
應付帳款及票據	5,031	4,269	2,822	3,197	3,301
非流動負債	529	1,707	2,677	3,079	1,077
<b>權益總計</b>	13,557	13,330	13,637	14,019	14,710
普通股股本	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417
保留盈餘	2,636	2,268	2,575	2,957	3,648
母公司業主權益	10,371	10,013	10,270	10,627	11,305
<b>負債及權益總計</b>	27,133	23,799	23,865	24,533	26,037

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	33,634	28,272	21,444	25,678	28,267
營業成本	27,381	23,061	17,488	20,725	22,805
<b>營業毛利淨額</b>	6,253	5,211	3,956	4,953	5,462
營業費用	4,539	4,382	3,795	4,086	4,201
<b>營業利益</b>	1,715	829	160	866	1,262
<b>EBITDA</b>	2,325	1,657	972	1,678	2,074
業外收入及支出	-215	-103	502	-30	-28
稅前純益	1,534	807	662	836	1,233
所得稅	376	168	138	184	271
稅後純益	917	548	475	628	949
稅後 EPS(元)	1.69	1.01	0.88	1.16	1.75
完全稀釋 EPS**	1.69	1.01	0.88	1.16	1.75

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 54.17【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 54.17 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
-------	------	------	-------	-------	-------

### 成長力分析(%)

營業收入淨額	20.72%	-15.94%	-24.15%	19.75%	10.08%
營業毛利淨額	36.36%	-16.66%	-24.09%	25.21%	10.29%
營業利益	141.59%	-51.63%	-80.66%	440.31%	45.62%
稅後純益	111.36%	-40.25%	-13.39%	32.37%	51.06%

### 獲利能力分析(%)

毛利率	18.59%	18.43%	18.45%	19.29%	19.32%
EBITDA(%)	6.91%	5.86%	4.53%	6.54%	7.34%
營益率	5.10%	2.93%	0.75%	3.37%	4.46%
稅後純益率	2.73%	1.94%	2.21%	2.45%	3.36%
總資產報酬率	3.38%	2.30%	1.99%	2.56%	3.64%
股東權益報酬率	6.76%	4.11%	3.48%	4.48%	6.45%

### 償債能力檢視

負債比率(%)	50.04%	43.99%	42.86%	42.86%	43.50%
負債/淨值比(%)	100.15%	78.53%	75.00%	75.00%	77.00%
流動比率(%)	155.15%	187.96%	155.00%	211.00%	153.00%

### 其他比率分析

存貨天數	124.39	133.58	151.00	121.00	107.00
應收帳款天數	52.37	67.77	68.00	59.00	66.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	1,561	2,702	3,798	-2,091	5,405
稅前純益	1,534	807	662	836	1,233
折舊及攤銷	705	774	812	812	812
營運資金變動	-894	1,907	801	-1,457	385
其他營運現金	216	-786	1,523	-2,282	2,974
<b>投資活動現金</b>	-1,046	-664	-2,796	3,124	-2,499
資本支出淨額	-939	-586	-200	-200	-200
長期投資變動	235	15	-10	-10	-10
其他投資現金	-342	-93	-2,586	3,334	-2,289
<b>籌資活動現金</b>	-1,078	-2,512	-1,435	-279	-3,043
長借/公司債變動	-346	1,306	969	402	-2,002
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-433	-916	-217	-271	-271
其他籌資現金	-298	-2,903	-2,188	-410	-770
<b>淨現金流量</b>	-414	-884	-433	754	-137
<b>期初現金</b>	4,498	4,084	3,201	2,768	3,522
<b>期末現金</b>	4,084	3,201	2,768	3,522	3,385

資料來源：CMoney、群益

2025年1月14日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	5,861	6,796	5,180	5,684	4,951	5,628	5,526	6,203	6,523	7,427	6,160	7,013
營業成本	4,675	5,534	4,172	4,760	3,985	4,571	4,514	5,015	5,270	5,926	5,037	5,672
營業毛利淨額	1,187	1,262	1,008	925	966	1,057	1,012	1,188	1,253	1,500	1,124	1,340
營業費用	1,082	1,131	911	1,020	920	946	928	999	1,031	1,129	1,016	1,038
營業利益	105	131	97	-95	46	112	83	189	223	372	107	303
業外收入及支出	18	-11	6	462	-61	95	-13	-9	-3	-5	-9	-7
稅前純益	123	120	103	367	-15	206	70	180	220	366	98	296
所得稅	48	19	23	76	-6	45	15	40	48	81	22	65
稅後純益	83	52	67	263	-28	173	52	125	170	281	81	218
最新股本	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417	5,417
稅後EPS(元)	0.15	0.10	0.12	0.49	-0.05	0.32	0.10	0.23	0.31	0.52	0.15	0.40
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	20.24%	18.57%	19.46%	16.27%	19.51%	18.79%	18.31%	19.14%	19.22%	20.20%	18.24%	19.11%
營業利益率(%)	1.79%	1.93%	1.87%	-1.67%	0.94%	1.99%	1.51%	3.04%	3.42%	5.00%	1.74%	4.31%
稅後純益率(%)	1.42%	0.76%	1.28%	4.63%	-0.57%	3.08%	0.95%	2.01%	2.60%	3.79%	1.32%	3.11%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-24.32%	15.95%	-23.78%	9.73%	-12.90%	13.67%	-1.82%	12.26%	5.16%	13.85%	-17.05%	13.84%
營業利益	-62.56%	25.02%	-25.96%	N.A	N.A	140.50%	-25.40%	126.56%	17.99%	66.75%	-71.14%	182.21%
稅前純益	-57.79%	-2.72%	-13.93%	256.75%	N.A	N.A	-65.91%	155.97%	22.02%	66.79%	-73.24%	201.88%
稅後純益	-65.09%	-37.99%	28.62%	295.36%	N.A	N.A	-69.81%	138.25%	36.42%	65.69%	-71.18%	168.93%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-36.50%	-26.46%	-34.17%	-26.61%	-15.53%	-17.19%	6.67%	9.12%	31.75%	31.96%	11.49%	13.05%
營業利益	-77.57%	-75.50%	-69.02%	N.A	-55.69%	-14.77%	-14.13%	N.A	379.56%	232.51%	28.62%	60.22%
稅前純益	-72.78%	-69.80%	-62.31%	26.07%	N.A	72.41%	-31.72%	-51.01%	N.A	77.56%	39.41%	64.41%
稅後純益	-73.55%	-77.02%	-61.75%	10.06%	N.A	234.79%	-21.41%	-52.64%	N.A	62.58%	55.20%	75.19%

註1：稅後EPS以股本54.17億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為三個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「買進」及「強力買進」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

### 停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。