



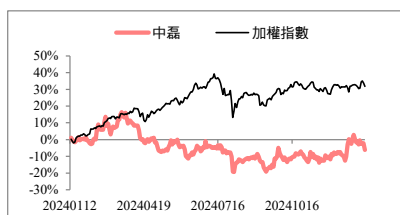
核心觀點

看好中磊受惠北美和印度網通基礎建設、固網寬頻產品規格升級趨勢、美國「乾淨網路」計畫持續推動以及 TP-Link 轉單商機，故調升至「買進」投資評等。

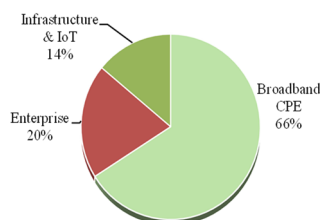
交易資料

收盤價	116.00
市值(億元)	348.00
流通在外股數(百萬股)	299.33
本益比	13.06
股價淨值比	2.12
240 日股價(低/均/高)	93.5/118.8/151.5
60 日均成交額(百萬元)	436.73

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	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	11%至 20%

資料來源：證基會

研究員：黃信智
simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

研究報告

中磊(5388.TT)

買進(調升)

TP：140

北美印度網通基建需求穩定成長、網通產品規格持續升級

重要訊息

中磊公布12月營收53.2億元，優於預期。

玉山觀點

網通產品進入世代交替以及北美電信商庫存調節，2024年營收疲弱。中磊12月營收53.2億元，MoM+20%，YoY+2.6%，營收達成率111%，優於預期。24Q4 營收 134.25 億元，與 24Q3 持平，2024 年全年營收 567.89 億元，YoY-9.3%，主要原因為 Cable 產品進入世代交替以及北美電信商庫存調節，使量產型 Cable 和 PON 產品拉貨需求放緩，預估稅後 EPS 為 7.89 元。

北美、印度網通基建需求增加與網通產品規格升級，支撐營收長期成長。

展望2025年，中磊營收成長動能主要來自北美和印度網通基礎建設以及固網寬頻產品升級趨勢。截至2024年，印度固網寬頻滲透率僅10%，遠低於歐美的80~90%，仍具成長空間。美國政府推動BEAD法案，預估2030年前在全美建設高速網路以彌補城鄉數位差距。由於北美和印度市場具地廣且人口不集中的特性，電信商積極透過部署5G FWA CPE加速提升網路覆蓋率，預估2029年美國和印度5G滲透率分別達90%和65%。另外，美國持續推動「乾淨網路」計畫以及近期擬禁售TP-Link路由器，確立中系網通廠將全面退出美國電信市場，台廠迎來轉單商機。產品規格升級方面，Wi-Fi 7 和 10G PON 新品升級將於2025年放量。Cable設備則因美國電信商和MSO 庫存回補以及DOCSIS 4.0新品於25H2推出而出貨量回溫。另外，中磊將於25H2推出訊號放大器等高單價半局端產品，將帶動ASP提升、產品組合優化。綜合以上，考量中磊北美加上印度營收占比約7至8成以及中磊為美國 Cable 設備和光纖市占率最大之網通廠，2025年營收有望成長14%至647億元，預估毛利率17.8%，稅後EPS為8.88元。

投資建議

看好中磊受惠北美和印度網通基礎建設、固網寬頻產品規格升級趨勢、美國「乾淨網路」計畫持續推動以及TP-Link轉單商機，預估2025年稅後EPS為8.88元，目前本益比13倍，評價位於過往歷史區間下緣，調升至「買進」投資評等，目標價為140元(16倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024(E)	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	56,789	13,022	14,845	17,072	19,804	64,744
YoY	-9.3%	-19.6%	8.3%	26.8%	47.5%	14.0%
毛利率	17.7%	17.8%	17.9%	17.9%	17.8%	17.8%
營益率	5.2%	5.3%	5.2%	5.3%	5.2%	5.3%
稅後淨利	2,362	539	605	703	812	2,659
EPS(元)	7.89	1.80	2.02	2.35	2.71	8.88

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	13,425	13,022	13,325	13,022	0.75	0.00
毛利	2,396	2,311	2,379	2,311	0.75	0.00
營業利益	744	692	739	692	0.70	0.00
稅前淨利	750	678	745	678	0.74	0.00
稅後淨利	596	539	593	539	0.58	0.00
每股盈餘(元)	1.99	1.80	1.98	1.80	0.62	0.00
財務比率(%)						
毛利率	17.85	17.75	17.85	17.75	0.00	0.00
營益率	5.54	5.31	5.54	5.31	0.00	0.00
淨利率	5.59	5.21	5.59	5.21	(0.01)	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/01)

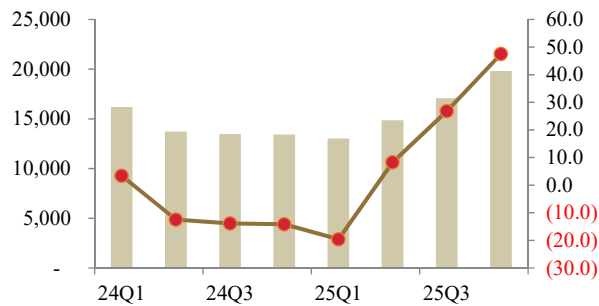
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	16,193	13,711	13,460	13,425	56,789	13,022	14,845	17,072	19,804	64,744
營業毛利	2,807	2,422	2,421	2,396	10,047	2,311	2,650	3,056	3,525	11,542
營業費用	1,951	1,744	1,720	1,652	7,067	1,620	1,875	2,148	2,489	8,131
營業利益	857	677	701	744	2,980	692	775	908	1,036	3,411
淨業外收支	(25)	(11)	(14)	6	(44)	(14)	(14)	(23)	(15)	(66)
稅前淨利	832	667	687	750	2,936	678	761	885	1,021	3,345
稅後淨利	674	545	546	596	2,362	539	605	703	812	2,659
EPS(元)	2.35	1.84	1.83	1.99	7.89	1.80	2.02	2.35	2.71	8.88
財務比率										
毛利率	17.34	17.66	17.99	17.85	17.69	17.75	17.85	17.90	17.80	17.83
營業利益率	5.29	4.94	5.21	5.54	5.25	5.31	5.22	5.32	5.23	5.27
稅前淨利率	5.14	4.86	5.11	5.59	5.17	5.21	5.13	5.18	5.16	5.17
YoY(%)										
營業收入	3.41	(12.48)	(13.86)	(14.13)	(9.26)	(19.58)	8.28	26.84	47.51	14.01
營業毛利	30.92	5.69	(12.88)	(21.36)	(2.10)	(17.67)	9.43	26.20	47.10	14.89
營業利益	30.88	(4.94)	(18.20)	(16.29)	(4.30)	(19.23)	14.44	29.45	39.27	14.49
稅前淨利	36.20	(1.13)	(14.94)	(16.17)	(1.74)	(18.49)	14.15	28.79	36.12	13.94
稅後淨利	33.2	3.40	(16.80)	(14.65)	(1.12)	(20.08)	10.90	28.79	36.12	12.56
QoQ(%)										
營業收入	3.58	(15.33)	(1.83)	(0.26)		(3.00)	14.00	15.00	16.00	
營業毛利	(7.87)	(13.74)	(0.01)	(1.04)		(3.54)	14.64	15.32	15.35	
營業利益	(3.63)	(20.93)	3.57	6.08		(7.02)	12.02	17.15	14.13	
稅前淨利	(7.08)	(19.88)	3.10	9.20		(9.65)	12.21	16.32	15.41	
稅後淨利	(3.51)	(19.13)	0.17	9.20		(9.65)	12.21	16.32	15.41	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

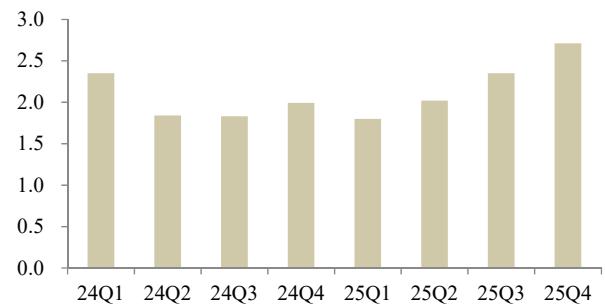
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



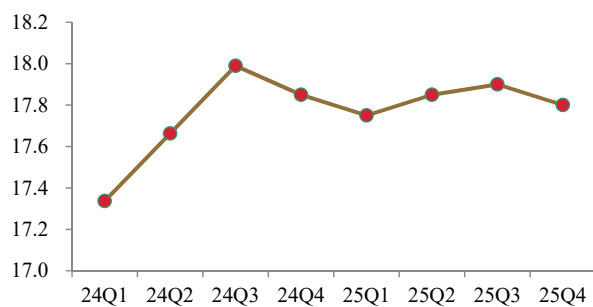
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



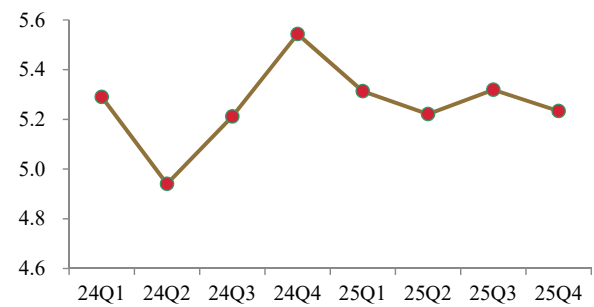
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



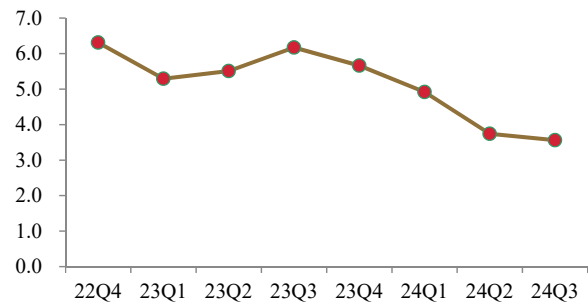
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



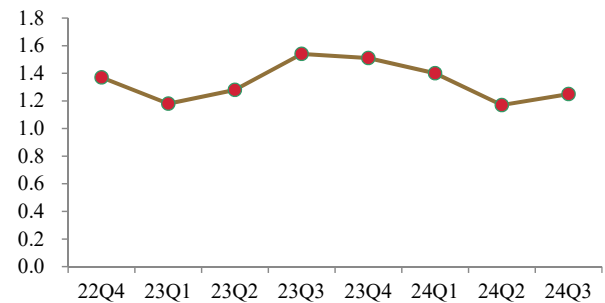
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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(2025/01)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
營業收入	64,574	62,584	56,789	64,744
營業成本	55,955	52,322	46,742	53,202
營業毛利	8,619	10,262	10,047	11,542
營業費用	6,201	7,149	7,067	8,131
營業利益	2,418	3,114	2,980	3,411
營業外收支淨額	-108	-125	-44	-66
稅前淨利	2,309	2,988	2,936	3,345
稅後淨利	1,909	2,389	2,362	2,659
普通股股本	2,588	2,686	2,993	2,993
EPS(元)	7.37	8.89	7.89	8.88
年成長率				
營收	47.1%	-3.1%	-9.3%	14.0%
營業利益	129.6%	28.8%	-4.3%	14.5%
稅前淨利	125.1%	29.4%	-1.7%	13.9%
母公司稅後淨利	121.5%	25.2%	-1.1%	12.6%
獲利能力比率				
毛利率	13.3%	16.4%	17.7%	17.8%
營業利益率	3.7%	5.0%	5.2%	5.3%
稅前淨利率	3.6%	4.8%	5.2%	5.2%
稅後淨利率	3.0%	3.8%	4.2%	4.1%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	37,378	40,260	37,787	41,169
現金及約當現金	8,023	8,831	8,919	8,741
存貨	16,844	17,533	15,910	18,138
應收帳款及票據	10,718	11,581	10,508	11,980
其他流動資產	1,794	2,315	2,450	2,310
長期投資	8	7	9	10
固定資產	4,928	5,368	5,458	5,548
其他長期資產	1,971	2,139	2,209	2,174
資產總額	44,276	47,765	45,454	48,892
流動負債	26,671	28,337	26,784	27,555
應付帳款及票據	18,777	17,009	15,434	15,500
短期借款	1,640	430	400	500
什項負債	6,254	10,899	10,950	11,555
非流動負債	7,803	6,211	3,562	5,134
負債總額	34,474	34,548	30,345	32,689
普通股股本	2,588	2,686	2,993	2,993
資本公積	2,707	4,608	2,707	2,707
保留盈餘	5,381	6,637	6,309	7,286
股東權益總額	9,801	13,216	15,109	16,203

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	2,309	2,988	2,936	3,345
折舊及攤提費用	894	922	931	941
本期營運資金變動	-175	-2,353	-1,121	3,634
其他項目	398	23	21	24
營運活動之現金流量	3,427	1,580	2,767	7,944
資本支出	-758	-1,010	-1,021	-1,031
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-269	-948	3,123	-7,331
投資活動之現金流量	-1,027	-1,958	2,102	-8,362
短期借款及票券變動	-1,611	-1,203	-30	100
舉措/償還長期借款	-641	-687	-2,649	1,573
發行/償還公司債	3,030	3,090	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-606	-1,158	-1,294	-1,434
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	67	1,264	-3,973	239
匯率影響數	83	-78	0	0
本期現金流量	2,549	808	896	-178
期末現金及約當現金	8,023	8,831	8,919	8,741

重要財務比率	2022	2023	2024(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	77.9%	72.3%	66.8%	66.9%
槓桿比率	351.7%	261.4%	200.8%	201.7%
流動比率	140.1%	142.1%	141.1%	149.4%
速動比率	77.0%	80.2%	81.7%	83.6%
存貨週轉率(次)	3.60	3.04	3.10	3.04
存貨週轉天數	99.91	118.26	116.01	118.36
應收帳款週轉率(次)	7.59	5.61	6.76	5.70
應收帳款週轉天數	47.44	64.13	53.27	63.10
總資產週轉率(次)	1.46	1.31	1.25	1.32
淨值週轉率(次)	6.59	4.74	3.76	4.00
股東權益報酬率	21.2%	20.8%	20.2%	20.4%
總資產報酬率	4.9%	5.2%	5.9%	5.7%
OCF/流動負債	12.8%	5.6%	10.3%	28.8%
每股比率				
每股淨值(元)	37.93	47.38	50.48	54.13
每股營收(元)	249.52	233.02	189.74	216.29
每股盈餘(元)	7.37	8.89	7.89	8.88
每股現金股利(元)	4.50	5.00	4.79	5.62
現金股利配發率	61.0%	56.2%	60.7%	63.3%

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)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