



## 研究報告

## 正文(4906.TT)

## 逢低買進(調升)

TP：35

網通規格升級趨勢，轉型直供和軟體加值服務成新毛利引擎

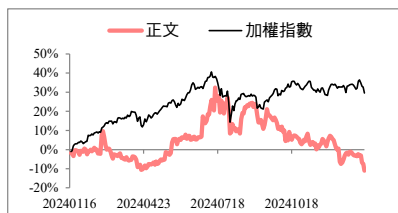
## 核心觀點

看好正文受惠歐美 Wi-Fi 7、10G PON 規格升級趨勢、印度 5G Redcap 滲透率增加、軟體加值服務以及直供比例提升，故調升至「逢低買進」投資評等。

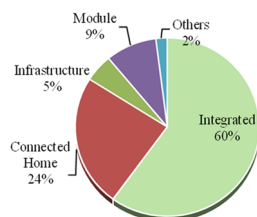
## 交易資料

收盤價	30.80
市值(億元)	131.90
流通在外股數(百萬股)	415.59
本益比	14.22
股價淨值比	0.96
240 日股價(低/均/高)	30.5/36.89/46.2
60 日均成交額(百萬元)	96.48

## 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	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業社會責任	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

simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

## 重要訊息

正文公布12月營收20.92億元，YoY-3.8%，符合預期。

## 玉山觀點

**商業模式轉型陣痛期，2024年營收疲弱。**正文12月營收20.92億元，MoM-1.9%，24Q4營收60.82億元，QoQ-1.5%，營收季減主因為轉型直供商業模式，品牌廠淘汰舊產品，導致拉貨需求放緩，24Q4毛利率因轉型直供、匯率變動和產品組合優化，維持13%之高檔，預估EPS為1.5元。

**受惠轉單25Q1淡季不淡，軟體加值服務和轉型直供提升毛利率。**25Q1為傳統網通淡季，但受惠中國轉單效應，預估25Q1僅季減5%至57.78億元，毛利率方面，看好正文積極開發AI路由器，結合軟體加值服務並採訂閱制收費模式，成為新毛利引擎，預估25Q1 EPS為0.53元。

**網通規格升級趨勢為營收主要成長動能。**2025年主要規格升級的網通產品為Wi-Fi 7和10G PON。正文與法國電信商Free合作開發搭載Wi-Fi 7和10G PON的CPE，預計2025年放量；北美客戶開始測試25G和50G PON企業產品，預計25H1出貨；印度則打入Tier 1電信營運商並採用較低技術規格的5G Redcap以提升5G滲透率。正文將於今年逐漸結束代工業務，預估直供比例將從2024年的4成提升至5成，有助毛利率提升。考量正文歐美營收占比約88%且Wi-Fi 7和PON營收占比預計分別達約42%和50%，預估正文2025年營收有望微幅成長至259億元，毛利率為13.2%，稅後EPS為2.17元。

**因應地緣政治風險，正文調整全球產能配置。**為因應美國高關稅以及非中國製造政策，正文從2018年將主要生產基地轉移至越南。截至24Q3，越南產能已達70~75%，中國崑山廠則占15~20%，未來仍將持續減少中國產能，台灣新竹廠則占5%，且轉型成試產打樣的基地。

## 投資建議

看好正文網通產品規格升級、印度5G Redcap滲透率增加、軟體加值服務以及直供比例提升，預估2025年稅後EPS為2.17元，目前本益比14倍，評價合理，調升至「逢低買進」投資評等，目標價為35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	25,628	5,778	6,183	6,678	7,279	25,918
YoY	-1.9%	0.3%	-18.8%	8.1%	19.7%	1.1%
毛利率	12.4%	13.0%	13.0%	13.3%	13.5%	13.2%
營益率	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%	3.2%
稅後淨利	625	219	231	234	217	900
EPS(元)	1.50	0.53	0.56	0.56	0.52	2.17

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	6,083	5,778	6,113	6,174	(0.50)	(6.41)
毛利	791	748	795	800	(0.54)	(6.46)
營業利益	194	171	195	187	(0.50)	(8.53)
稅前淨利	168	235	169	267	(0.49)	(11.94)
稅後淨利	156	219	157	248	(0.32)	(11.77)
每股盈餘(元)	0.38	0.53	0.38	0.60	(0.90)	(12.25)
財務比率(%)						
毛利率	13.00	12.95	13.01	12.96	(0.04)	(0.06)
營益率	3.19	2.96	3.19	3.03	0.00	(2.27)
淨利率	2.76	4.07	2.76	4.32	0.00	(5.92)

資料來源：玉山投顧(2025/01)

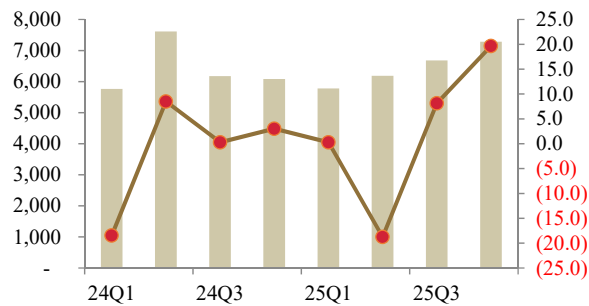
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,761	7,610	6,175	6,083	25,628	5,778	6,183	6,678	7,279	25,918
營業毛利	689	896	806	791	3,181	748	804	885	983	3,419
營業費用	572	622	628	597	2,419	577	612	666	737	2,592
營業利益	118	273	178	194	763	171	192	219	246	828
淨業外收支	89	112	(76)	(26)	99	64	56	32	(13)	140
稅前淨利	207	385	102	168	862	235	248	251	233	967
稅後淨利	71	303	95	156	625	219	231	234	217	900
EPS(元)	0.18	0.74	0.23	0.38	1.50	0.53	0.56	0.56	0.52	2.17
財務比率										
毛利率	11.97	11.77	13.05	13.00	12.41	12.95	13.00	13.25	13.50	13.19
營業利益率	2.04	3.59	2.88	3.19	2.98	2.96	3.10	3.28	3.38	3.19
稅前淨利率	3.59	5.06	1.65	2.76	3.36	4.07	4.01	3.76	3.20	3.73
YoY(%)										
營業收入	(18.43)	8.50	0.29	3.04	(1.95)	0.30	(18.75)	8.15	19.66	1.13
營業毛利	7.68	3.02	25.41	27.74	14.81	8.54	(10.26)	9.83	24.26	7.48
營業利益	59.10	(2.84)	228.31	257.73	64.51	45.45	(29.88)	23.24	26.79	8.53
稅前淨利	169.91	2.61	(76.57)	(270.52)	9.29	13.66	(35.53)	146.01	38.53	12.22
稅後淨利	55.0	(0.49)	(72.63)	(203.23)	14.62	208.36	(23.76)	146.01	38.53	43.95
QoQ(%)										
營業收入	(2.41)	32.09	(18.86)	(1.49)		(5.00)	7.00	8.00	9.00	
營業毛利	11.37	29.92	(10.06)	(1.85)		(5.37)	7.41	10.08	11.06	
營業利益	116.80	132.45	(34.98)	9.17		(11.85)	12.06	14.27	12.32	
稅前淨利	(309.74)	86.08	(73.49)	64.81		39.81	5.55	1.16	(7.19)	
稅後淨利	(146.80)	326.90	(68.65)	64.81		39.81	5.55	1.16	(7.19)	

資料來源：玉山投顧(2025/01)

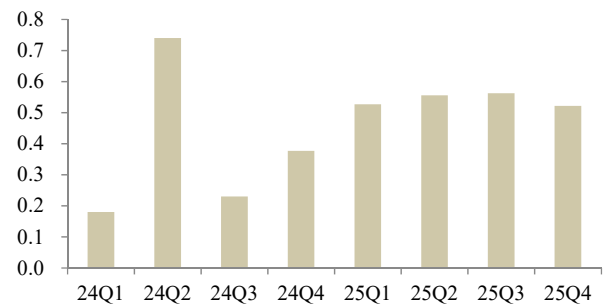
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



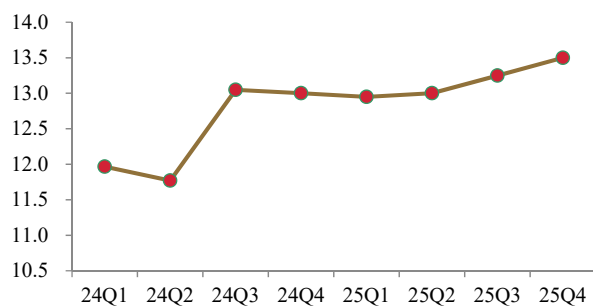
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



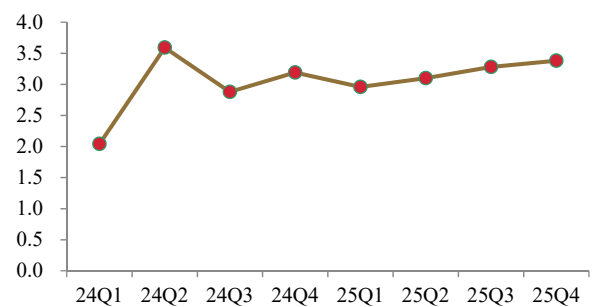
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



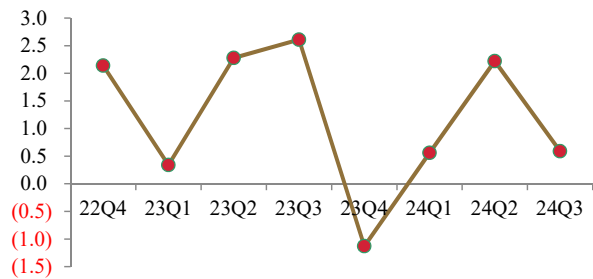
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



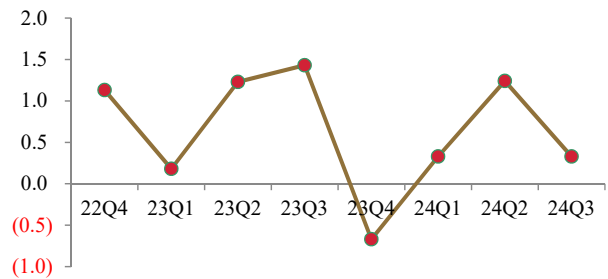
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(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	27,900	26,136	25,628	25,918
營業成本	25,035	23,365	22,446	22,498
營業毛利	2,865	2,771	3,181	3,419
營業費用	2,137	2,308	2,419	2,592
營業利益	728	464	763	828
營業外收支淨額	191	325	99	140
稅前淨利	919	789	862	967
稅後淨利	665	609	625	900
普通股股本	3,946	4,001	4,156	4,156
EPS(元)	1.68	1.52	1.50	2.17
年成長率				
營收	21.8%	-6.3%	-1.9%	1.1%
營業利益	104.5%	-36.3%	64.5%	8.5%
稅前淨利	27.1%	-14.2%	9.3%	12.2%
母公司稅後淨利	-2.2%	-8.4%	2.7%	44.0%
獲利能力比率				
毛利率	10.3%	10.6%	12.4%	13.2%
營業利益率	2.6%	1.8%	3.0%	3.2%
稅前淨利率	3.3%	3.0%	3.4%	3.7%
稅後淨利率	2.4%	2.3%	2.4%	3.5%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
流動資產	15,279	13,526	13,302	13,421
現金及約當現金	1,010	2,945	2,916	2,858
存貨	4,601	3,009	2,950	3,002
應收帳款及票據	9,368	6,828	6,696	6,812
其他流動資產	300	743	740	750
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	21,940	22,244
流動負債	11,213	7,269	7,255	7,600
應付帳款及票據	7,104	4,805	4,712	4,794
短期借款	2,526	952	933	950
什項負債	1,583	1,511	1,610	1,857
非流動負債	239	1,506	1,462	1,324
負債總額	11,452	8,775	8,718	8,924
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	2,936	3,034
股東權益總額	13,379	13,196	13,222	13,320

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(E)	2025(F)
稅前淨利	919	789	862	967
折舊及攤提費用	565	667	673	680
本期營運資金變動	-796	1,393	-98	86
其他項目	268	-239	-234	-237
營運活動之現金流量	956	2,609	1,203	1,496
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	2,168	-48
投資活動之現金流量	-663	-83	1,349	-875
短期借款及票券變動	418	-1,574	-19	16
舉措/償還長期借款	0	0	-44	-139
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	-646	-679
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(E)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	46.1%	39.9%	39.7%	40.1%
槓桿比率	85.6%	66.5%	65.9%	67.0%
流動比率	136.3%	186.1%	183.3%	176.6%
速動比率	95.2%	144.7%	142.7%	137.1%
存貨週轉率(次)	6.00	6.14	6.70	5.92
存貨週轉天數	60.04	58.63	53.72	60.83
應收帳款週轉率(次)	3.55	3.23	3.93	3.20
應收帳款週轉天數	101.47	111.54	91.69	112.37
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	5.3%	4.6%	5.0%	6.7%
總資產報酬率	3.0%	2.6%	3.0%	3.8%
OCF/流動負債	8.5%	35.9%	16.6%	19.7%
每股比率				
每股淨值(元)	33.13	31.65	31.81	32.05
每股營收(元)	70.70	65.32	61.67	62.36
每股盈餘(元)	1.68	1.52	1.50	2.17
每股現金股利(元)	1.50	1.48	1.34	1.93
現金股利配發率	89.1%	97.3%	89.1%	89.1%

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