

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

前日收盤價	135.00 元
目標價	
3 個月	150.00 元
12 個月	150.00 元

## 中磊(5388 TT)

Buy

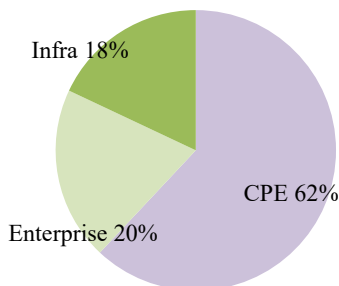
### 近期報告日期、評等及前日股價

11/22/2024	Buy	108.00
09/26/2024	Buy	111.00
09/16/2024	Trading Buy	102.50
07/31/2024	Trading Buy	114.50
06/21/2024	Buy	116.00

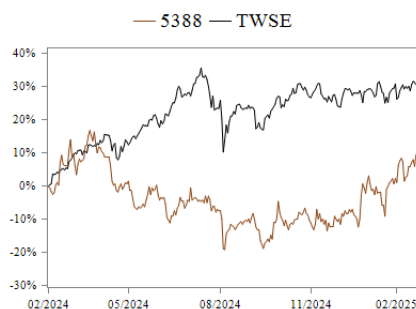
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,000
市值(億元)	405
目前每股淨值(元)	52.47
外資持股比(%)	19.61
投信持股比(%)	9.62
董監持股比(%)	4.26
融資餘額(張)	4,772
現金股息配發率(F)(%)	69.10

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



電信客戶 2025 年需求復甦，維持 Buy 投資建議。

**投資建議：**雖北美企業級網通設備客戶需求放緩，以及北美、歐洲電信商持續調整庫存，2024 年整體營收表現遲緩，但 10G PON、DOCSIS4.0 以及 WiFi-7 等…新技術 CPE 陸續在 2025 年出貨，直接受惠電信商需求復甦商機，帶動營運重回成長，維持 Buy 投資建議。

**營收表現穩健，2024 年營收 569.77 億元，YoY-8.96%，預估 EPS7.77 元：**2024 年，企業級網通設備需求自 2H23 才開始修正，因較晚進行庫存調整，北美企業裁員潮至今未停，以及品牌客戶進行併購整併，企業級網通設備庫存調整將進行至 2024 年底，預期企業網通設備營收衰退；但印度推動寬頻網路建設，採取光纖與 5G 並進的模式進行，由於 14 億人口基數龐大，家戶網通需求快速成長，印度為 CPE 唯一成長區塊，2024 年營收 569.77 億元，YoY-8.96%，但因產品組合轉佳帶動毛利率優於 2023 年的表現，預估稅後淨利 23.32 億元，YoY-2.27%，EPS7.77 元。

**進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 130.76 億元，QoQ-3.94%，EPS1.29 元：**展望 1Q25，進入北美電信商客戶拉貨淡季，企業級網通設備年初表現也較清淡，加上農曆年節長假縮短工作天數，網通業進入傳統淡季，但因 4Q24 營收基期已低，營收衰退幅度有限，預估 1Q25 營收 130.76 億元，QoQ-3.94%。由於營收仍處於低點，但因低毛利率的量產型產品出貨較少，預期毛利率表現不差，預估稅後淨利 3.86 億元，QoQ-31.81%，EPS1.29 元。

**預期電信商需求復甦，預估 2025 年營收 655.33 億元，YoY+15.02%，EPS9.23 元：**展望 2025 年，疫情時的超額備料歷經一年多的消化之後，北美電信商客戶庫存已降至低水位，北美寬頻網通晶片大廠已見到 4Q24 寬頻晶片衰退放緩的狀況，隨著新應用陸續發生，諸如：10G PON、DOCSIS4.0 以及 WiFi-7，更高速的傳輸新技術將驅動網通設備更新，公司為歐美 Tier-1 電信商直接供貨夥伴，新技術 CPE 將陸續在 2025 年出貨，直接受惠電信商需求復甦商機，帶動營運重回成長，預估 2025 年營收 655.33 億元，YoY+15.02%，稅後淨利 27.68 億元，YoY+18.96%，EPS9.23 元。

(百萬元)	2024F	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	56,977	65,533	72,952	15,634	16,193	13,711	13,460	13,612	13,076	14,831	17,809	19,817
營業毛利淨額	10,023	10,772	11,965	3,047	2,807	2,422	2,421	2,373	2,145	2,437	2,936	3,254
營業利益	2,880	3,497	3,830	889	857	677	701	644	498	672	1,075	1,253
稅後純益	2,332	2,768	3,038	698	674	545	546	566	386	529	855	998
稅後 EPS(元)	7.77	9.23	10.13	2.33	2.25	1.82	1.82	1.89	1.29	1.76	2.85	3.33
毛利率(%)	17.59%	16.44%	16.40%	19.49%	17.34%	17.66%	17.99%	17.43%	16.41%	16.43%	16.49%	16.42%
營業利益率(%)	5.05%	5.34%	5.25%	5.69%	5.29%	4.94%	5.21%	4.73%	3.81%	4.53%	6.04%	6.32%
稅後純益率(%)	4.09%	4.22%	4.16%	4.47%	4.16%	3.98%	4.06%	4.16%	2.95%	3.57%	4.80%	5.04%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-8.96%	15.02%	11.32%	0.05%	3.58%	-15.33%	-1.83%	1.13%	-3.94%	13.42%	20.08%	11.27%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-2.27%	18.69%	9.74%	6.46%	-3.43%	-19.13%	0.17%	3.72%	-31.81%	37.04%	61.42%	16.77%

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 30.00 億元計算。

2025 年 2 月 21 日

## 中磊 ESG：

中磊注重環境永續議題，持續推行與維護各項管理系統(如 ISO9001、ISO14001/ISO45001等)，因應 OHSAS18001 由行業標準轉換為 ISO45001 國際標準。中磊於 2020 年完成轉換並取得證書，除了滿足 EHS 法規與條例，亦秉持持續改善、強化管理流程，以確保落實環境保護政策。中磊為因應溫室氣體對於地球氣候的影響，以及國際間日漸關注的碳排問題，將於 2022 年逐步導入推行 ISO14064-1：2018 溫室氣體盤查標準及 ISO50001 能源管理系統，藉以提升中磊可以系統化的進行各項溫室氣體的盤查，更能有效降低碳排放，並有效的落實能源管理期使減少能源的損耗。

## 營收表現穩健， 2024 年營收 569.77 億元，YoY-8.96%，預估 EPS7.77 元：

2024 年，企業級網通設備需求自 2H23 才開始修正，因較晚進行庫存調整，北美企業裁員潮至今未停，以及品牌客戶進行併購整併，企業級網通設備庫存調整將進行至 2024 年底，預期企業網通設備營收衰退；但印度推動寬頻網路建設，採取光纖與 5G 並進的模式進行，由於 14 億人口基數龐大，家戶網通需求快速成長，印度為 CPE 唯一成長區塊。

Enterprise 產品線方面，由於北美企業裁員未見停止，北美企業對勞動力需求已見放緩，中國總體經濟短期仍未見起色，企業級網通設備需求自 2H23 才開始修正，因較晚進行庫存調整，北美企業裁員潮未停，北美企業級網通品牌客戶因併購進行整併，企業級網通設備庫存調整至 2024 年底，Enterprise 營收衰退。

Infrastructure 方面，由於北美客戶對 IP-Cam 需求放緩，導致 1H24 營收表現不佳，但自 3Q24 起，將出貨智慧電錶、車聯網新專案，並新增雲端平台業者客戶，結合 IP-Cam 與 AI 模型大幅增強人臉辨識能力，將家戶入侵事件誤判機率降至接近零的水準，新產品出貨可望帶動此產品線自 2H24 起營收向上。

CPE 營收成長抵銷企業級網通營收衰退，營收表現穩定，2024 年營收 569.77 億元，YoY-8.96%，但因產品組合轉佳帶動毛利率優於 2023 年的表現，預估稅後淨利 23.32 億元，YoY-2.27%，EPS7.77 元。

## 進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 130.76 億元，QoQ-3.94%，EPS1.29 元：

展望 1Q25，進入北美電信商客戶拉貨淡季，企業級網通設備年初表現也較清淡，加上農曆年節長假縮短工作天數，網通業進入傳統淡季，但因 4Q24 營收基期已低，營收衰退幅度有限，預估 1Q25 營收 130.76 億元，QoQ-3.94%。

由於營收仍處於低點，但因低毛利率的量產型產品出貨較少，預期毛利率表現不差，預估稅後淨利 3.86 億元，QoQ-31.81%，EPS1.29 元。

2025 年 2 月 21 日

**預期電信商需求復甦，預估 2025 年營收 655.33 億元，YoY+15.02%，EPS9.23 元：**

展望 2025 年，疫情時的超額備料歷經一年多的消化之後，北美電信商客戶庫存已降至低水位，北美寬頻網通晶片大廠已見到 4Q24 寬頻晶片衰退放緩的狀況，隨著新應用陸續發生，諸如：10G PON、DOCSIS4.0 以及 WiFi-7，更高速的傳輸新技術將驅動網通設備更新，公司為歐美 Tier-1 電信商直接供貨夥伴，新技術 CPE 將陸續在 2025 年出貨，直接受惠電信商需求復甦商機，帶動營運重回成長。

預期電信商需求復甦，預估 2025 年營收 655.33 億元，YoY+15.02%。

電信商需求回溫，將促使量產型 CPE 放量，因產品組合轉差，預期毛利率將遜於 2024 年的水準，預估稅後淨利 27.68 億元，YoY+18.96%，EPS9.23 元。

**投資建議：**

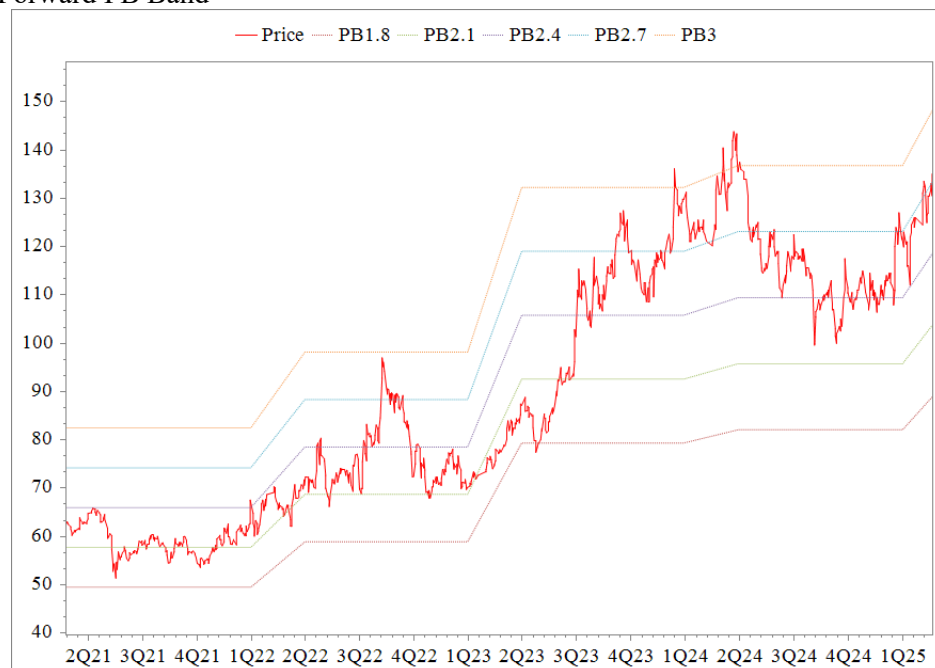
雖北美企業級網通設備客戶需求放緩，以及北美、歐洲電信商持續調整庫存，2024 年整體營收表現遲緩，但 10G PON、DOCSIS4.0 以及 WiFi-7 等…新技術 CPE 陸續在 2025 年出貨，直接受惠電信商需求復甦商機，帶動營運重回成長，維持 Buy 投資建議。

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 2 月 21 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	44,276	47,765	54,818	59,455	64,097
流動資產	37,378	40,260	40,558	44,000	46,623
現金及約當現金	8,023	8,831	8,804	9,601	10,148
應收帳款與票據	10,718	11,581	10,585	11,319	10,667
存貨	16,844	17,533	2,792	20,913	5,487
採權益法之投資	8	7	29	32	38
不動產、廠房設備	4,928	5,368	5,668	5,968	6,268
<b>負債總計</b>	34,474	34,548	41,147	44,628	48,112
流動負債	26,671	28,337	30,960	21,891	23,195
應付帳款及票據	18,777	17,009	5,889	20,816	8,925
非流動負債	7,803	6,211	21,307	18,930	33,001
<b>權益總計</b>	9,801	13,216	13,670	14,827	15,984
普通股股本	2,588	2,686	2,686	2,686	2,686
保留盈餘	5,381	6,637	7,091	8,247	9,405
母公司業主權益	9,815	13,228	13,679	14,835	15,993
<b>負債及權益總計</b>	44,276	47,765	54,818	59,455	64,097

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	64,574	62,584	56,977	65,533	72,952
營業成本	55,955	52,322	46,953	54,760	60,986
<b>營業毛利淨額</b>	8,619	10,262	10,023	10,772	11,965
營業費用	6,201	7,149	7,144	7,275	8,135
<b>營業利益</b>	2,418	3,114	2,880	3,497	3,830
<b>EBITDA</b>	3,324	4,047	3,900	4,572	4,959
業外收入及支出	-161	-250	14	-80	-80
稅前純益	2,309	2,988	2,894	3,417	3,750
所得稅	401	599	560	649	713
稅後純益	1,919	2,386	2,332	2,768	3,038
稅後 EPS(元)	6.40	7.95	7.77	9.23	10.13
完全稀釋 EPS**	6.40	7.95	7.77	9.23	10.13

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 30.00【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 30.00 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	47.09%	-3.08%	-8.96%	15.02%	11.32%
營業毛利淨額	52.05%	19.07%	-2.33%	7.47%	11.07%
營業利益	129.56%	28.78%	-7.51%	21.45%	9.52%
稅後純益	122.88%	24.32%	-2.27%	18.69%	9.74%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	13.35%	16.40%	17.59%	16.44%	16.40%
EBITDA(%)	5.15%	6.47%	6.84%	6.98%	6.80%
營益率	3.74%	4.97%	5.05%	5.34%	5.25%
稅後純益率	2.97%	3.81%	4.09%	4.22%	4.16%
總資產報酬率	4.34%	5.00%	4.25%	4.66%	4.74%
股東權益報酬率	19.58%	18.06%	17.06%	18.67%	19.00%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	77.86%	72.33%	75.06%	75.06%	75.06%
負債/淨值比(%)	351.73%	261.41%	301.00%	301.00%	301.00%
流動比率(%)	140.14%	142.07%	131.00%	201.00%	201.00%

## 其他比率分析

存貨天數	101.30	119.91	79.00	79.00	79.00
應收帳款天數	48.09	65.02	71.00	61.00	55.00

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	3,427	1,580	6,212	-7,224	4,108
稅前純益	2,309	2,988	2,894	3,417	3,750
折舊及攤銷	894	922	1,020	1,074	1,128
營運資金變動	-1,311	-3,321	4,617	-3,927	4,187
其他營運現金	1,535	990	-2,319	-7,788	-4,958
<b>投資活動現金</b>	-1,027	-1,958	-7,443	-1,902	-2,724
資本支出淨額	-752	-964	-1,000	-1,000	-1,000
長期投資變動	-108	-892	-10	-10	-10
其他投資現金	-167	-103	-6,433	-892	-1,714
<b>籌資活動現金</b>	67	1,264	1,204	9,923	-837
長借/公司債變動	2,389	2,403	15,095	-2,376	14,070
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-606	-1,158	-1,880	-1,611	-1,880
其他籌資現金	-1,717	19	-12,012	13,911	-13,028
<b>淨現金流量</b>	2,549	808	-27	797	547
<b>期初現金</b>	5,473	8,023	8,831	8,804	9,601
<b>期末現金</b>	8,023	8,831	8,804	9,601	10,148

資料來源：CMoney、群益

2025 年 2 月 21 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	15,625	15,634	16,193	13,711	13,460	13,612	13,076	14,831	17,809	19,817	15,504	17,260
營業成本	12,846	12,587	13,386	11,289	11,039	11,239	10,931	12,394	14,873	16,562	12,962	14,432
營業毛利淨額	2,780	3,047	2,807	2,422	2,421	2,373	2,145	2,437	2,936	3,254	2,542	2,829
營業費用	1,922	2,158	1,951	1,744	1,720	1,729	1,648	1,765	1,861	2,001	1,953	2,054
營業利益	858	889	857	677	701	644	498	672	1,075	1,253	589	775
業外收入及支出	-50	6	-25	-11	-14	64	-21	-18	-20	-21	-20	-20
稅前純益	808	895	832	667	687	708	477	654	1,055	1,232	569	755
所得稅	151	196	157	121	140	142	91	124	200	234	108	143
稅後純益	656	698	674	545	546	566	386	529	855	998	461	612
最新股本	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
稅後EPS(元)	2.19	2.33	2.25	1.82	1.82	1.89	1.29	1.76	2.85	3.33	1.54	2.04

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	17.79%	19.49%	17.34%	17.66%	17.99%	17.43%	16.41%	16.43%	16.49%	16.42%	16.40%	16.39%
營業利益率(%)	5.49%	5.69%	5.29%	4.94%	5.21%	4.73%	3.81%	4.53%	6.04%	6.32%	3.80%	4.49%
稅後純益率(%)	4.20%	4.47%	4.16%	3.98%	4.06%	4.16%	2.95%	3.57%	4.80%	5.04%	2.97%	3.54%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-0.26%	0.05%	3.58%	-15.33%	-1.83%	1.13%	-3.94%	13.42%	20.08%	11.27%	-21.76%	11.33%
營業利益	20.36%	3.66%	-3.63%	-20.93%	3.57%	-8.18%	-22.73%	35.00%	59.98%	16.57%	-53.02%	31.64%
稅前純益	19.84%	10.81%	-7.08%	-19.88%	3.10%	3.04%	-32.65%	37.04%	61.42%	16.77%	-53.84%	32.79%
稅後純益	24.54%	6.46%	-3.43%	-19.13%	0.17%	3.72%	-31.81%	37.04%	61.42%	16.77%	-53.84%	32.79%

## YoY(%)

營業收入淨額	-14.51%	-15.07%	3.41%	-12.48%	-13.86%	-12.93%	-19.25%	8.17%	32.31%	45.58%	18.57%	16.38%
營業利益	24.68%	12.56%	30.88%	-4.94%	-18.20%	-27.55%	-41.90%	-0.81%	53.23%	94.53%	18.27%	15.32%
稅前純益	26.61%	20.53%	36.20%	-1.13%	-14.94%	-20.90%	-42.67%	-1.95%	53.51%	73.97%	19.22%	15.53%
稅後純益	24.28%	13.89%	33.29%	3.54%	-16.72%	-18.86%	-42.70%	-2.91%	56.46%	76.14%	19.22%	15.53%

註1：稅後EPS以股本30.00億元計算

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。