

2025 年 3 月 11 日

研究員：劉宜和 yih.liu@capital.com.tw

前日收盤價	39.30 元
目標價	
3 個月	40.00 元
12 個月	40.00 元

合勤控(3704 TT)

Trading Buy

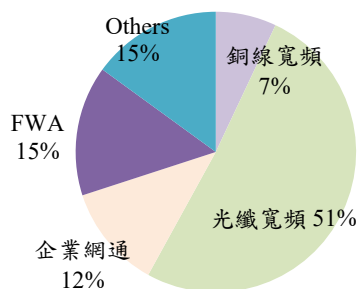
近期報告日期、評等及前日股價

10/28/2024	Buy	40.80
10/04/2024	Trading Buy	37.50
03/19/2024	Trading Buy	50.40
01/03/2024	Trading Buy	50.40
09/08/2023	Buy	52.00

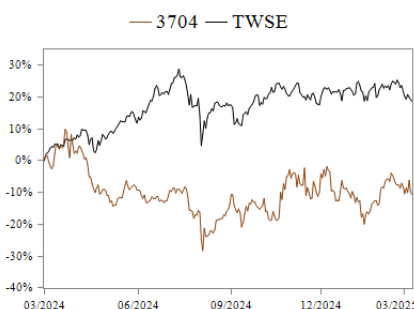
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	4,108
市值(億元)	161
目前每股淨值(元)	26.86
外資持股比(%)	13.67
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	25.39
融資餘額(張)	17,511
現金股息配發率(%)	21.28

產品組合



股價相對大盤走勢



價格競爭加劇，投資評等調整為 Trading Buy。

投資建議：歐美客戶回補庫存，將帶動光纖網路設備營收回溫，WiFi-7 升級潮將帶動企業級網通設備穩健成長，印度寬頻基礎建設推升 5G FWA 營收成長，皆帶動營收向上，但因產品組合轉差影響獲利，故將投資評等調整為 Trading Buy。

客戶延長庫存調整時程與國防部標案遞延，2024 年營收 259.69 億元，YoY-14.52%，EPS1.39 元：2024 年，WiFi-7 傳輸技術陸續在高階企業級網通設備實現，公司領先全球同業推出企業級 WiFi-7 Router，在高階市場增加市佔率；歐洲與印度出貨 5G FWA 標案，提升營收與市佔率，但因電信商客戶延長 PON 庫存調整時程，以及銅線網路設備出貨持續衰退，營收表現不如 2023 年，2024 年營收 259.69 億元，YoY-14.52%，因一位北美客戶進入破產保護程序，提列信用減損損失約 5 億元新台幣，稅後淨利 5.70 億元，YoY-57.73%，EPS1.39 元。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 66.01 億元，QoQ-12.00%，EPS0.22 元：展望 1Q25，進入傳統網通業淡季，農曆年節長假減少工作天數，企業級網通設備開年銷售較為清淡，加上首季也多是電信商客戶放緩拉貨的時候，以及國防部標案營收認列高峰已過，整體營收表現遜於上季，預估 1Q25 營收 66.01 億元，QoQ-12.00%，稅後淨利 0.89 億元，QoQ-82.54%，EPS0.22 元。

歐美客戶需求回溫，預估 2025 年營收 286.14 億元，YoY+10.18%，EPS1.81 元：展望 2025 年，歐美客戶歷經約一年的庫存調整後，2H24 逐漸以急單、短單方式回補庫存，隨著新一代網通 CPE 規格逐漸底定，WiFi-7、10G PON 等新產品將替換舊有產品，電信商客戶加大回補庫存力道；印度持續進行寬頻網路基礎建設，5G FWA 是有效布建寬頻網路訊號的手段，預期印度電信商客戶將加快 5G FWA 佈署，預估 2025 年營收 286.14 億元，YoY+10.18%。中國網通業者在歐洲、中南美洲與東南亞以低價搶攻市佔，加上印度市場標案因客戶採購量大，價格壓力也高，導致毛利率承受壓力，預期毛利率將遜於 2024 年，預估稅後淨利 7.45 億元，YoY+30.76%，EPS1.81 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	25,969	28,614	31,660	7,429	5,559	6,509	6,401	7,501	6,601	7,010	7,271	7,733
營業毛利淨額	6,434	6,623	7,263	1,707	1,415	1,581	1,455	1,983	1,454	1,579	1,703	1,887
營業利益	441	899	1,336	276	-36	59	-75	493	95	177	256	372
稅後純益	570	745	1,072	286	44	130	-113	508	89	150	210	296
稅後 EPS(元)	1.39	1.81	2.61	0.70	0.11	0.32	-0.27	1.24	0.22	0.37	0.51	0.72
毛利率(%)	24.78%	23.15%	22.94%	22.97%	25.46%	24.29%	22.73%	26.44%	22.04%	22.52%	23.42%	24.41%
營業利益率(%)	1.70%	3.14%	4.22%	3.72%	-0.64%	0.91%	-1.17%	6.57%	1.44%	2.52%	3.52%	4.81%
稅後純益率(%)	2.19%	2.60%	3.39%	3.85%	0.80%	2.00%	-1.76%	6.77%	1.34%	2.14%	2.88%	3.83%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-14.52%	10.18%	10.64%	6.52%	-25.18%	17.09%	-1.65%	17.17%	-12.00%	6.21%	3.71%	6.35%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-57.53%	30.76%	43.98%	-1.51%	-84.45%	192.44%	N.A	N.A	-82.54%	69.34%	39.58%	41.46%

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 41.08 億元計算。

2025 年 3 月 11 日

合勤控 ESG：

定 2017 年為公司溫室氣體盤查基準年，訂下(2017~2021 年)溫室氣體減量 2000 公噸二氧化碳當量目標，藉此追蹤每年排放量並設定減量目標。依據 ISO14064 標準規範，執行溫室氣體盤查，排放源包含：(1) 直接排放(範疇一)，包含緊急發電機、公務車之燃料油；(2) 間接排放源 (範疇二與範疇三) 包含外購電力及其它排放源。2017~2020: 達成 4 年溫室氣體累積減量 1640 公噸二氧化碳當量，達成目標 82%。

2021 年，由於依據 ISO14064-1:2018 年條文新增 Category 3~6 內容及 IPCC GWP 值與溫室氣體排放相關係數變更，2021 年本公司重新設定邊界進行盤查年度，由外部專家協助本公司進行溫室氣體盤查外，更建立系統化制度，量化數據準確性高，以確保盤查數據可信度。

2021 年，盟創廠區範疇一、二、三的二氧化碳排放量分別為 427.3398 公噸 CO₂-e、4431.9420 公噸 CO₂-e 及 814.8770 公噸 CO₂-e，總放量為 5674.1590 公噸 CO₂-e 已取得 14064-1 驗證證書。合勤廠區範疇一、二、三的二氧化碳排放量分別為 163.72 公噸 CO₂-e、1172.99 公噸 CO₂-e 及 345.62 公噸 CO₂-e，總排放量為 1682.33 公噸 CO₂-e，已完成 14064-1 查證。

國防標案認列營收、客戶回補庫存，4Q24 營收 75.01 億元，QoQ+17.17%，EPS1.24 元：

4Q24，歐洲客戶歷經一年庫存調節後，開始以急單、短單方式回補庫存，帶動光纖網路設備出貨成長，印度寬頻基礎建設帶動網通設備需求上揚，5G FWA 出貨放大，中華民國國防部高頻無線電標案年底大量認列營收，進一步推升營收表現，4Q24 營收 75.01 億元，QoQ+17.17%。

因國防部標案認列營收金額超過前三季總和，且標案毛利率遠高於公司平均，產品組合改善提升毛利率表現，北美客戶呆帳已在 3Q24 提列完畢，故費用將較前季減少，台幣相對美元弱勢貢獻匯兌利益，稅後淨利 5.08 億元，EPS1.24 元。

客戶延長庫存調整時程與國防部標案遞延，2024 年營收 259.69 億元，YoY-14.52%，EPS1.39 元：

2024 年，WiFi-7 傳輸技術陸續在高階企業級網通設備實現，公司領先全球同業推出企業級 WiFi-7 Router，在高階市場增加市佔率；歐洲與印度出貨 5G FWA 標案，提升營收與市占率，但因電信商客戶延長 PON 庫存調整時程，以及銅線網路設備出貨持續衰退，營收表現不如 2023 年。

多國持續建設寬頻網路，對 5G FWA、WiFi Router 需求呈現增加的趨勢，尤其以印度寬頻網路基礎建設對 2024 年對公司營收貢獻較大成長動能，此項財政政策計畫改善印度寬頻網路基礎建設，公司也在歐洲、澳洲與中南美洲取得多個標案，帶動 5G FWA CPE 出貨成長，營收 34.91 億元，YoY+50%。

合勤控最大客戶為北美網路設備商，佔營收比重超過一成以上，該北美網路設備商以美國 Tier-2、Tier-3 小型電信營運商為主要銷售對象，受美國升息影響終端需求，營運商資金也較以往緊峭，故延長 PON 庫存調整時程，也影響合勤控北美營收表現，光纖寬頻營收 139.09 億元，YoY-19%。

2025 年 3 月 11 日

近期中國持續派遣軍機、軍艦進犯海峽中線，台海兩岸地緣政治動盪，國防部為建軍備戰，開出多樣標案，合勤控已爭取到通訊相關標案，並陸續於 2023~2026 年認列相關標案營收，但因預算編列時程遞延導致營收延後認列，2024 年來自國防部標案營收較 2023 年成長約 20%，不如先前預期的年增 100%。

客戶延長庫存調整時程與國防部標案遞延，2024 年營收 259.69 億元，YoY-14.52%。

由於 2023 年提列約 11 億元庫存跌價損失，預期 2024 年相關提列金額將遠小於此數，公司毛利率優於 2023 年，但因一位北美客戶進入破產保護程序，提列信用減損損失約 5 億元新台幣，提列信用減損損失約 5 億元新台幣，稅後淨利 5.70 億元，YoY-57.73%，EPS1.39 元。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 66.01 億元，QoQ-12.00%，EPS0.22 元：

展望 1Q25，進入傳統網通業淡季，農曆年節長假減少工作天數，企業級網通設備開年銷售較為清淡，加上首季也多是電信商客戶放緩拉貨的時候，以及國防部標案營收認列高峰已過，整體營收表現遜於上季。

進入傳統淡季，預估 1Q25 營收 66.01 億元，QoQ-12.00%。

由於毛利率較高的國防部標案營收放緩，導致產品組合轉差，預期毛利率將不如 4Q24 的水準，預估稅後淨利 0.89 億元，QoQ-82.54%，EPS0.22 元。

歐美客戶需求回溫，預估 2025 年營收 286.14 億元，YoY+10.18%，EPS1.81 元：

展望 2025 年，歐美客戶歷經約一年的庫存調整後，2H24 逐漸以急單、短單方式回補庫存，隨著新一代網通 CPE 規格逐漸底定，WiFi-7、10G PON 等新產品將替換舊有產品，電信商客戶加大回補庫存力道；印度持續進行寬頻網路基礎建設，5G FWA 是有效布建寬頻網路訊號的手段，預期印度電信商客戶將加快 5G FWA 佈署。

2024 年國防部標案遞延認列營收，近年來中國軍事演習密度加大，政府加快建軍速度，預期 2025 年國防部標案營收將大於 2024 年。

歐美客戶需求回溫，預估 2025 年營收 286.14 億元，YoY+10.18%。

雖然政治因素導致美國、印度拒絕中國網通業者進入該市場，但是中國網通業者在歐洲、中南美洲與東南亞以低價搶攻市佔，加上印度市場標案因客戶採購量大，價格壓力也高，導致毛利率承受壓力，預期毛利率將遜於 2024 年，預估稅後淨利 7.45 億元，YoY+30.76%，EPS1.81 元。

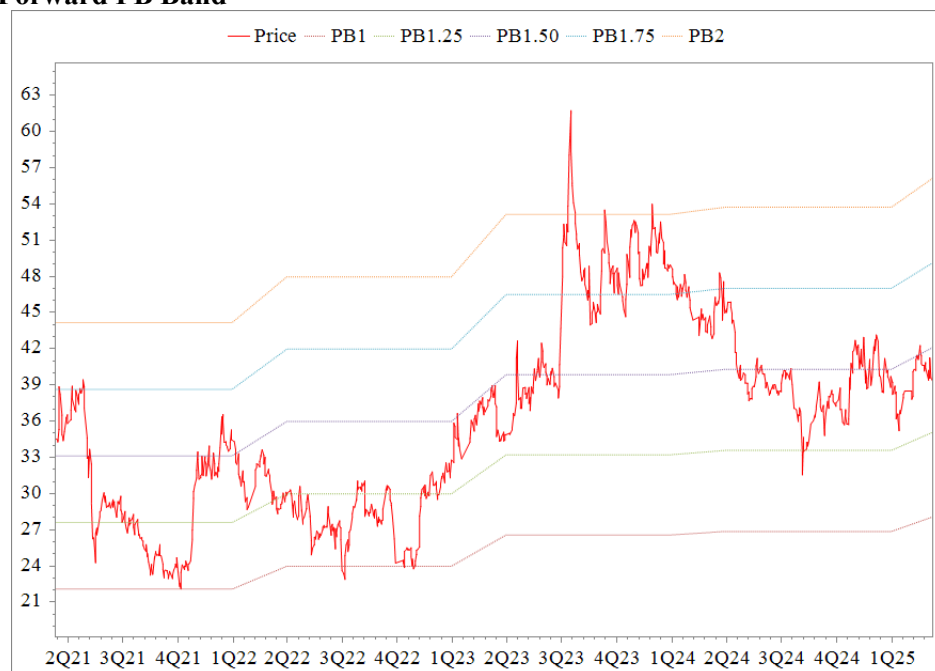
投資建議：歐美客戶回補庫存，將帶動光纖網路設備營收回溫，WiFi-7 升級潮將帶動企業級網通設備穩健成長，印度寬頻基礎建設推升 5G FWA 營收成長，皆帶動營收向上，但因產品組合轉差影響獲利，故將投資評等調整為 Trading Buy。

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 3 月 11 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	27,063	21,853	22,661	23,118	24,414
流動資產	23,347	17,957	17,431	16,233	21,014
現金及約當現金	6,040	6,546	3,242	4,490	4,826
應收帳款與票據	8,449	6,952	7,469	7,583	9,071
存貨	8,001	3,616	4,958	3,598	5,894
採權益法之投資	37	24	229	363	67
不動產、廠房設備	1,891	1,824	2,500	2,545	2,590
負債總計	17,049	10,737	11,364	11,323	11,958
流動負債	14,402	8,130	8,748	7,379	9,552
應付帳款及票據	6,911	3,506	4,156	5,363	5,198
非流動負債	2,647	2,607	2,616	2,737	1,364
權益總計	10,014	11,116	11,297	11,795	12,456
普通股股本	3,979	4,064	4,113	4,113	4,113
保留盈餘	2,947	3,783	3,762	4,260	4,921
母公司業主權益	9,852	10,913	11,035	11,533	12,194
負債及權益總計	27,063	21,853	22,661	23,118	24,414

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	30,516	30,380	25,969	28,614	31,660
營業成本	23,528	23,701	19,535	21,991	24,398
營業毛利淨額	6,988	6,679	6,434	6,623	7,263
營業費用	5,141	5,390	5,993	5,724	5,927
營業利益	1,847	1,289	441	899	1,336
EBITDA	2,413	1,968	1,140	1,459	1,906
業外收入及支出	79	132	147	94	94
稅前純益	1,992	1,557	719	993	1,430
所得稅	365	201	127	248	357
稅後純益	1,618	1,341	570	745	1,072
稅後 EPS(元)	3.94	3.26	1.39	1.81	2.61
完全稀釋 EPS**	3.94	3.26	1.39	1.81	2.61

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 41.08【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 41.08 億元計算

比率分析

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

成長力分析(%)

營業收入淨額	18.82%	-0.45%	-14.52%	10.18%	10.64%
營業毛利淨額	15.30%	-4.42%	-3.67%	2.94%	9.65%
營業利益	29.59%	-30.21%	-65.79%	103.84%	48.57%
稅後純益	47.58%	-17.13%	-57.53%	30.76%	43.98%

獲利能力分析(%)

毛利率	22.90%	21.99%	24.78%	23.15%	22.94%
EBITDA(%)	7.91%	6.48%	4.39%	5.10%	6.02%
營益率	6.05%	4.24%	1.70%	3.14%	4.22%
稅後純益率	5.30%	4.41%	2.19%	2.60%	3.39%
總資產報酬率	5.98%	6.14%	2.51%	3.22%	4.39%
股東權益報酬率	16.16%	12.07%	5.04%	6.32%	8.61%

償債能力檢視

負債比率(%)	63.00%	49.13%	50.15%	48.98%	48.98%
負債/淨值比(%)	170.25%	96.59%	100.60%	96.00%	96.00%
流動比率(%)	162.11%	220.88%	199.25%	220.00%	220.00%

其他比率分析

存貨天數	110.25	89.46	80.10	71.00	71.00
應收帳款天數	83.68	92.52	101.35	96.00	96.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	471	3,636	-1,385	2,629	-272
稅前純益	1,992	1,557	719	993	1,430
折舊及攤銷	414	459	467	560	570
營運資金變動	-2,786	2,477	-1,209	2,453	-3,950
其他營運現金	852	-858	-1,362	-1,377	1,679
投資活動現金	-342	-327	-1,749	-1,665	3,045
資本支出淨額	-434	-188	-929	-180	-180
長期投資變動	217	-78	-732	-10	-10
其他投資現金	-125	-62	-88	-1,475	3,235
籌資活動現金	646	-2,774	-265	284	-2,436
長借/公司債變動	0	0	0	121	-1,373
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-221	-491	-603	-247	-411
其他籌資現金	867	-2,282	338	409	-652
淨現金流量	747	506	-3,304	1,248	337
期初現金	5,293	6,040	6,546	3,242	4,490
期末現金	6,040	6,546	3,242	4,490	4,826

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 11 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	6,974	7,429	5,559	6,509	6,401	7,501	6,601	7,010	7,271	7,733	6,833	7,643
營業成本	5,418	5,722	4,143	4,928	4,946	5,518	5,146	5,432	5,568	5,845	5,340	5,940
營業毛利淨額	1,556	1,707	1,415	1,581	1,455	1,983	1,454	1,579	1,703	1,887	1,493	1,704
營業費用	1,347	1,430	1,451	1,522	1,530	1,490	1,360	1,402	1,447	1,516	1,387	1,460
營業利益	209	276	-36	59	-75	493	95	177	256	372	106	244
業外收入及支出	159	-81	96	129	-60	113	24	24	24	24	24	24
稅前純益	368	196	60	188	-135	606	118	200	279	395	130	267
所得稅	72	-96	9	52	-31	96	30	50	70	99	32	67
稅後純益	290	286	44	130	-113	508	89	150	210	296	97	200
最新股本	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108	4,108
稅後EPS(元)	0.71	0.70	0.11	0.32	-0.27	1.24	0.22	0.37	0.51	0.72	0.24	0.49

獲利能力(%)

毛利率(%)	22.31%	22.97%	25.46%	24.29%	22.73%	26.44%	22.04%	22.52%	23.42%	24.41%	21.85%	22.29%
營業利益率(%)	3.00%	3.72%	-0.64%	0.91%	-1.17%	6.57%	1.44%	2.52%	3.52%	4.81%	1.55%	3.19%
稅後純益率(%)	4.16%	3.85%	0.80%	2.00%	-1.76%	6.77%	1.34%	2.14%	2.88%	3.83%	1.42%	2.62%

QoQ(%)

營業收入淨額	-2.10%	6.52%	-25.18%	17.09%	-1.65%	17.17%	-12.00%	6.21%	3.71%	6.35%	-11.63%	11.86%
營業利益	-21.33%	32.23%	N.A	N.A	N.A	N.A	-80.78%	86.54%	44.84%	45.27%	-71.48%	129.87%
稅前純益	-12.24%	-46.93%	-69.27%	212.51%	N.A	N.A	-80.50%	69.34%	39.58%	41.46%	-67.23%	106.31%
稅後純益	-4.64%	-1.51%	-84.45%	192.44%	N.A	N.A	-82.54%	69.34%	39.58%	41.46%	-67.23%	106.31%

YoY(%)

營業收入淨額	-19.48%	-13.59%	-37.22%	-8.63%	-8.21%	0.97%	18.74%	7.71%	13.58%	3.09%	3.52%	9.03%
營業利益	-70.91%	-59.45%	N.A	-77.76%	N.A	78.37%	N.A	199.06%	N.A	-24.58%	11.95%	37.95%
稅前純益	-60.62%	-60.66%	-89.51%	-55.27%	N.A	210.15%	96.74%	6.61%	N.A	-34.81%	9.57%	33.49%
稅後純益	-61.96%	-37.41%	-90.37%	-57.30%	N.A	77.79%	99.66%	15.61%	N.A	-41.63%	9.57%	33.49%

註1：稅後EPS以股本41.08億元計算

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。