



核心觀點

看好中磊受惠北美和印度網通基礎建設、網通產品規格升級以及企業網通和 Cable 產品庫存回補，預估 2025 年稅後 EPS 為 9.28 元，評價仍有上修空間，維持「買進」投資評等。

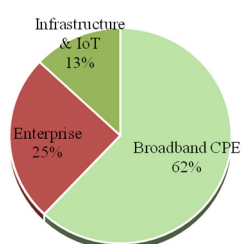
交易資料

| | |
|----------------|------------------|
| 收盤價 | 135.50 |
| 市值(億元) | 406.50 |
| 流通在外股數(百萬股) | 300.05 |
| 本益比 | 14.61 |
| 股價淨值比 | 2.33 |
| 240 日股價(低/均/高) | 93.5/118.7/151.5 |
| 60 日均成交額(百萬元) | 645.26 |

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(維持)

TP：158

庫存回補、規格升級以及北美印度網通基建為三大獲利引擎

重要訊息

中磊舉辦法說會，更新營運近況。

玉山觀點

各產品線皆面臨庫存去化問題，惟產品組合轉佳，24Q4營收持平。24Q4 營收134.3億元，QoQ-0.2%，YoY-14.1%，係因北美電信營運商、MSO與企業庫存調整，其中企業產品營收衰退最多，減少48億元，使企業產品營收占比從24%減少至18%，惟5G FWA高毛利產品受惠北美和印度網通基建需求出貨量增，產品組合轉佳，毛利率提升至18.1%，稅後EPS為1.72元。

庫存調節來到尾聲，25Q1營收落底。1月營收39億元，MoM-27%，YoY-27%，係因客戶庫存調節期延續到本季，以及進入傳統網通淡季，預估25Q1營收季減13%至117億元，毛利率17.8%，稅後EPS為1.69元。

庫存回補、規格升級以及北美印度網通基建為三大獲利引擎。展望2025年，中磊營收成長動能主要有：(1)北美和印度網通基礎建設；(2)網通產品規格升級；(3)企業網通和Cable產品庫存回補。受惠美國BEAD法案和印度政策支持，電信商積極部署5G FWA提升網路覆蓋率，預估北美和印度5G滲透率則分別從2024年的71%和23%提升至2030年91%和74%。規格升級方面，中磊推出的企業和電信商Wi-Fi 7產品以及北美Cable DOCSIS 4.0將於25Q2放量，另外，中磊除積極開發IP Camera、感測器以及半局端等高毛利產品外，近期亦成功跨入Utility System和Healthcare等新IoT應用場景，有利ASP提升。產能方面，中磊主要產能為菲律賓和台灣廠，占比約60%，且越南無設廠，加上墨西哥產能僅占5%且為單一客戶要求赴墨設廠，因此美國「對等關稅」對中磊影響有限。綜合以上，預估2025年營收年增16.7%至663億元，毛利率17.9%，稅後EPS為9.28元。

投資建議

看好中磊受惠北美和印度網通基礎建設、網通產品規格升級以及企業和Cable產品庫存回補，預估2025年稅後EPS為9.28元，目前本益比14.6倍，評價仍有上修空間，維持「買進」投資評等，目標價為158元(17倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

| | 2024 | 25Q1(F) | 25Q2(F) | 25Q3(F) | 25Q4(F) | 2025(F) |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營收 | 56,789 | 11,679 | 14,006 | 17,570 | 23,013 | 66,269 |
| YoY | -9.3% | -27.9% | 2.2% | 30.5% | 71.4% | 16.7% |
| 毛利率 | 17.7% | 17.8% | 17.9% | 17.9% | 18.0% | 17.9% |
| 營益率 | 5.2% | 5.6% | 5.3% | 5.4% | 5.4% | 5.4% |
| 稅後淨利 | 2,271 | 506 | 579 | 728 | 971 | 2,784 |
| EPS(元) | 7.74 | 1.69 | 1.93 | 2.43 | 3.24 | 9.28 |

圖表 2、季度財測修正

| 百萬元 | 更新預估 | | 前次預估 | | 差異(%) | |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| | 25Q1 | 25Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q1 | 25Q2 |
| 營收 | 11,679 | 14,006 | 13,022 | 14,845 | (10.31) | (5.65) |
| 毛利 | 2,073 | 2,500 | 2,311 | 2,650 | (10.30) | (5.65) |
| 營業利益 | 652 | 744 | 692 | 775 | (5.75) | (3.98) |
| 稅前淨利 | 638 | 730 | 678 | 761 | (5.85) | (4.09) |
| 稅後淨利 | 506 | 579 | 539 | 605 | (6.11) | (4.35) |
| 每股盈餘(元) | 1.69 | 1.93 | 1.80 | 2.02 | (6.29) | (4.52) |
| 財務比率(%) | | | | | | |
| 毛利率 | 17.75 | 17.85 | 17.75 | 17.85 | 0.02 | (0.01) |
| 營益率 | 5.58 | 5.31 | 5.31 | 5.22 | 5.09 | 1.77 |
| 淨利率 | 5.47 | 5.21 | 5.21 | 5.13 | 4.98 | 1.65 |

資料來源：玉山投顧(2025/02)

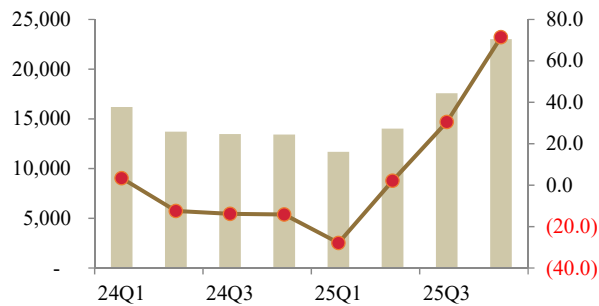
圖表 3、季度財務資訊

| 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 | 11,679 | 14,006 | 17,570 | 23,013 | 66,269 |
| 營業毛利 | 2,807 | 2,422 | 2,421 | 2,426 | 10,076 | 2,073 | 2,500 | 3,145 | 4,131 | 11,849 |
| 營業費用 | 1,951 | 1,744 | 1,720 | 1,727 | 7,142 | 1,421 | 1,756 | 2,204 | 2,878 | 8,259 |
| 營業利益 | 857 | 677 | 701 | 698 | 2,934 | 652 | 744 | 941 | 1,253 | 3,590 |
| 淨業外收支 | (25) | (11) | (14) | (61) | (111) | (14) | (14) | (23) | (28) | (79) |
| 稅前淨利 | 832 | 667 | 687 | 638 | 2,823 | 638 | 730 | 918 | 1,224 | 3,511 |
| 稅後淨利 | 674 | 545 | 546 | 505 | 2,271 | 506 | 579 | 728 | 971 | 2,784 |
| EPS(元) | 2.35 | 1.84 | 1.83 | 1.72 | 7.74 | 1.69 | 1.93 | 2.43 | 3.24 | 9.28 |
| 財務比率 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 17.34 | 17.66 | 17.99 | 18.07 | 17.74 | 17.75 | 17.85 | 17.90 | 17.95 | 17.88 |
| 營業利益率 | 5.29 | 4.94 | 5.21 | 5.20 | 5.17 | 5.58 | 5.31 | 5.36 | 5.44 | 5.42 |
| 稅前淨利率 | 5.14 | 4.86 | 5.11 | 4.75 | 4.97 | 5.47 | 5.21 | 5.23 | 5.32 | 5.30 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 3.41 | (12.48) | (13.86) | (14.13) | (9.26) | (27.88) | 2.16 | 30.54 | 71.42 | 16.69 |
| 營業毛利 | 30.92 | 5.69 | (12.88) | (20.39) | (1.81) | (26.16) | 3.24 | 29.88 | 70.29 | 17.60 |
| 營業利益 | 30.88 | (4.94) | (18.20) | (21.44) | (5.77) | (23.86) | 9.87 | 34.18 | 79.39 | 22.38 |
| 稅前淨利 | 36.20 | (1.13) | (14.94) | (28.78) | (5.52) | (23.26) | 9.51 | 33.62 | 92.07 | 24.36 |
| 稅後淨利 | 33.2 | 3.40 | (16.80) | (27.66) | (4.93) | (24.93) | 6.14 | 33.30 | 92.07 | 22.57 |
| QoQ(%) | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 3.58 | (15.33) | (1.83) | (0.26) | | (13.00) | 19.93 | 25.44 | 30.98 | |
| 營業毛利 | (7.87) | (13.74) | (0.01) | 0.18 | | (14.54) | 20.60 | 25.80 | 31.34 | |
| 營業利益 | (3.63) | (20.93) | 3.57 | (0.44) | | (6.61) | 14.09 | 26.49 | 33.10 | |
| 稅前淨利 | (7.08) | (19.88) | 3.10 | (7.23) | | 0.13 | 14.34 | 25.80 | 33.35 | |
| 稅後淨利 | (3.51) | (19.13) | 0.17 | (7.45) | | 0.13 | 14.34 | 25.80 | 33.35 | |

資料來源：玉山投顧(2025/02)

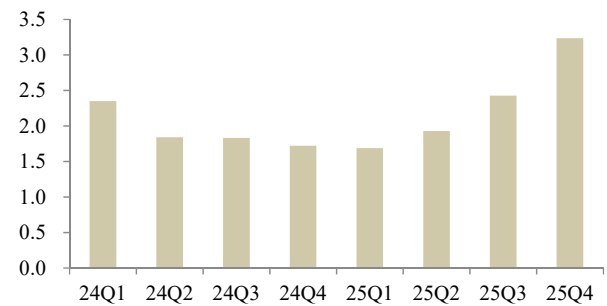
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



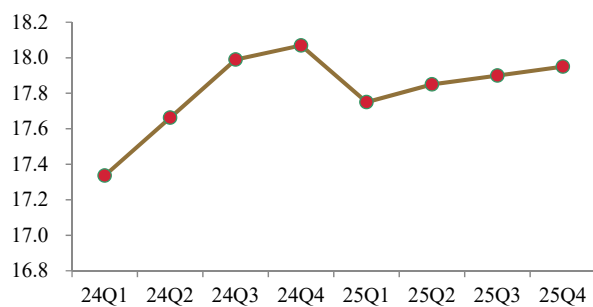
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



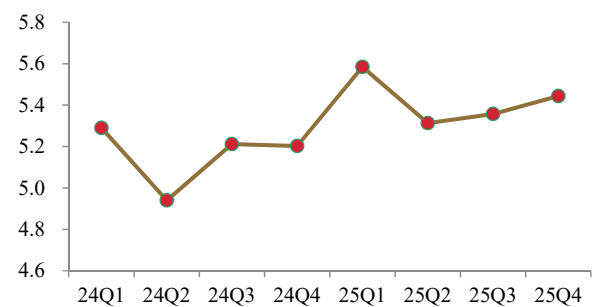
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



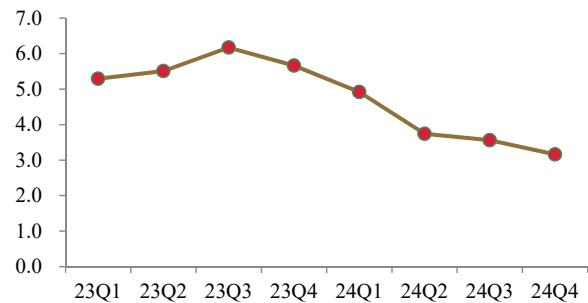
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



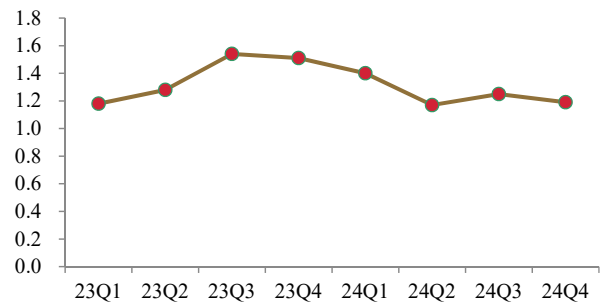
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2025/02)

| 年損益表 | | | | |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| | 單位:百萬元 | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025(F) |
| 營業收入 | 64,574 | 62,584 | 56,789 | 66,269 |
| 營業成本 | 55,955 | 52,322 | 46,713 | 54,420 |
| 營業毛利 | 8,619 | 10,262 | 10,076 | 11,849 |
| 營業費用 | 6,201 | 7,149 | 7,142 | 8,259 |
| 營業利益 | 2,418 | 3,114 | 2,934 | 3,590 |
| 營業外收支淨額 | -108 | -125 | -111 | -79 |
| 稅前淨利 | 2,309 | 2,988 | 2,823 | 3,511 |
| 稅後淨利 | 1,919 | 2,386 | 2,271 | 2,784 |
| 普通股股本 | 2,588 | 2,686 | 3,000 | 3,000 |
| EPS(元) | 7.42 | 8.88 | 7.74 | 9.28 |
| 年成長率 | | | | |
| 營收 | 47.1% | -3.1% | -9.3% | 16.7% |
| 營業利益 | 129.6% | 28.8% | -5.8% | 22.4% |
| 稅前淨利 | 125.1% | 29.4% | -5.5% | 24.4% |
| 母公司稅後淨利 | 122.9% | 24.3% | -4.8% | 22.6% |
| 獲利能力比率 | | | | |
| 毛利率 | 13.3% | 16.4% | 17.7% | 17.9% |
| 營業利益率 | 3.7% | 5.0% | 5.2% | 5.4% |
| 稅前淨利率 | 3.6% | 4.8% | 5.0% | 5.3% |
| 稅後淨利率 | 3.0% | 3.8% | 4.0% | 4.2% |

| 資產負債表 | | | | |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| | 單位:百萬元 | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025(F) |
| 流動資產 | 37,378 | 40,260 | 33,402 | 38,680 |
| 現金及約當現金 | 8,023 | 8,831 | 8,306 | 9,650 |
| 存貨 | 16,844 | 17,533 | 11,596 | 13,532 |
| 應收帳款及票據 | 10,718 | 11,581 | 11,696 | 13,648 |
| 其他流動資產 | 1,794 | 2,315 | 1,805 | 1,850 |
| 長期投資 | 8 | 7 | 14 | 14 |
| 固定資產 | 4,928 | 5,368 | 5,867 | 5,548 |
| 其他長期資產 | 1,971 | 2,139 | 2,718 | 2,759 |
| 資產總額 | 44,276 | 47,765 | 41,992 | 46,992 |
| 流動負債 | 26,671 | 28,337 | 22,122 | 24,433 |
| 應付帳款及票據 | 18,777 | 17,009 | 12,466 | 14,547 |
| 短期借款 | 1,640 | 430 | 1,016 | 1,186 |
| 什項負債 | 6,254 | 10,899 | 8,640 | 8,700 |
| 非流動負債 | 7,803 | 6,211 | 3,551 | 5,489 |
| 負債總額 | 34,474 | 34,548 | 25,672 | 29,922 |
| 普通股股本 | 2,588 | 2,686 | 3,000 | 3,000 |
| 資本公積 | 2,707 | 4,608 | 6,354 | 6,354 |
| 保留盈餘 | 5,381 | 6,637 | 7,449 | 8,540 |
| 股東權益總額 | 9,801 | 13,216 | 16,319 | 17,070 |

| 現金流量表 | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| | 單位:百萬元 | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025(F) |
| 稅前淨利 | 2,309 | 2,988 | 2,823 | 3,511 |
| 折舊及攤提費用 | 894 | 922 | 977 | 987 |
| 本期營運資金變動 | -175 | -2,353 | -158 | 1,807 |
| 其他項目 | 398 | 23 | -914 | -1,066 |
| 營運活動之現金流量 | 3,427 | 1,580 | 2,729 | 5,239 |
| 資本支出 | -758 | -1,010 | -1,234 | -1,246 |
| 本期長期投資變動 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他項目 | -269 | -948 | 1,097 | -2,582 |
| 投資活動之現金流量 | -1,027 | -1,958 | -137 | -3,829 |
| 短期借款及票券變動 | -1,611 | -1,203 | 586 | 170 |
| 舉措/償還長期借款 | -641 | -687 | 0 | 954 |
| 發行/償還公司債 | 3,030 | 3,090 | -2,300 | 0 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發行現金股利 | -606 | -1,158 | -1,472 | -1,190 |
| 其他項目 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融資活動之現金流量 | 67 | 1,264 | -3,365 | -67 |
| 匯率影響數 | 83 | -78 | 248 | 0 |
| 本期現金流量 | 2,549 | 808 | -525 | 1,344 |
| 期末現金及約當現金 | 8,023 | 8,831 | 8,306 | 9,650 |

| 重要財務比率 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025(F) |
| 資產品質比率 | | | | |
| 負債比率 | 77.9% | 72.3% | 61.1% | 61.6% |
| 槓桿比率 | 351.7% | 261.4% | 157.3% | 160.3% |
| 流動比率 | 140.1% | 142.1% | 151.0% | 158.3% |
| 速動比率 | 77.0% | 80.2% | 98.6% | 102.9% |
| 存貨週轉率(次) | 3.60 | 3.04 | 3.21 | 3.58 |
| 存貨週轉天數 | 99.91 | 118.26 | 112.25 | 100.47 |
| 應收帳款週轉率(次) | 7.59 | 5.61 | 4.88 | 5.44 |
| 應收帳款週轉天數 | 47.44 | 64.13 | 73.78 | 66.18 |
| 總資產週轉率(次) | 1.46 | 1.31 | 1.35 | 1.41 |
| 淨值週轉率(次) | 6.59 | 4.74 | 3.48 | 3.67 |
| 股東權益報酬率 | 21.3% | 20.7% | 15.4% | 20.0% |
| 總資產報酬率 | 4.9% | 5.2% | 5.1% | 6.1% |
| OCF/流動負債 | 12.8% | 5.6% | 12.3% | 21.4% |
| 每股比率 | | | | |
| 每股淨值(元) | 37.93 | 47.38 | 54.43 | 56.90 |
| 每股營收(元) | 249.52 | 233.02 | 189.26 | 220.86 |
| 每股盈餘(元) | 7.42 | 8.88 | 7.74 | 9.28 |
| 每股現金股利(元) | 5.00 | 4.60 | 4.70 | 5.64 |
| 現金股利配發率 | 67.4% | 51.8% | 60.7% | 60.8% |

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