



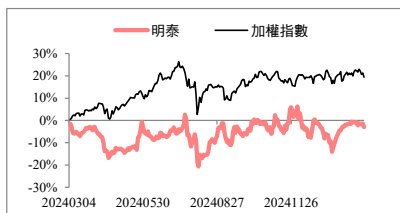
## 核心觀點

看好明泰受惠庫存回補、網通和資料中心產品規格升級以及印度網通基建，預估 2025 年稅後 EPS 為 1.43 元，惟越南產能比重逾 5 成，美國關稅政策將侵蝕利潤，不利評價上修，調降投資評等至「中立」。

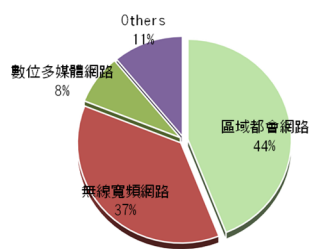
## 交易資料

收盤價	33.75
市值(億元)	182.80
流通在外股數(百萬股)	541.72
本益比	23.6
股價淨值比	1.84
240 日股價(低/均/高)	26.9/34.6/39.5
60 日均成交額(百萬元)	78.10

## 相對報酬率



## 2025年產品應用比重預估



## 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	21%至 40%

資料來源：證基會

研究員：黃信智

simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 明泰(3380.TT)

## 中立(調降)

TP：37

庫存回補、規格升級和印度基建增添動能，惟關稅將侵蝕利潤

## 重要訊息

明泰舉辦法說會，更新營運近況。

## 玉山觀點

**新品小量出貨，24Q4營收有撐，惟客戶持續庫存調節。**24Q4營收56.3億元，QoQ+13.7%，YoY-17.2%，主要因為Wi-Fi 7和400G交換器於24Q4小量出貨，帶動產品組合轉佳，毛利率維持高檔18.3%，惟企業、電視營運商和MSO客戶庫存調節，每股淨損0.16元。

**客戶庫存調節延續至本季，25Q1營收落底。**1月營收14.5億元，MoM-40.8%，YoY-11.4%，係因2024年底為系統整合產品專案收末期，使營收基期墊高，加上客戶庫存調節延續至本季以及進入傳統網通淡季，預估25Q1營收減16.7%至47億元，毛利率18.75%，稅後EPS為0.16元。

**2025年增添三大營運動能，惟美關稅將侵蝕利潤。**展望2025年，明泰營收主要成長動能有三：(1)庫存水位落底與規格升級，客戶恢復拉貨動能；(2)資料中心交換器規格升級與新客戶導入；(3)印度網通基礎建設需求強勁。北美固網寬頻訂閱數回溫以及Cable Modem DOCSIS 4.0規格升級於25Q2挹注營收，同時Wi-Fi 7升級將於25Q2逐季放量。資料中心交換器與美系網通大廠Broadcom為策略合作夥伴，400G規格預計將於今年放量、800G小量出貨、1.6T年底送樣，另外日本新客戶將導入100G規格以下的企業型交換器，預計年底出貨。印度市場方面，目前主力產品為無線電單元(RU)和5G巨量天線技術(MIMO)，5G FWA產品則在測試開發中，預計25Q2出貨。為因應美國「對等關稅」，明泰表示公司內85%零組件皆具備生產替代方案，同時因應情勢，利用全球EMS調整產能分配。綜合以上，預估2025年營收年增34.8%至289億元，毛利率19.6%，稅後EPS為1.43元。

## 投資建議

看好明泰受惠庫存回補、網通和資料中心產品規格升級以及印度網通基建，預估2025年稅後EPS為1.43元，目前本益比24倍，惟越南產能比重逾5成，加上美國「對等關稅」將侵蝕利潤，不利評價上修，調降投資評等至「中立」，目標價為37元(26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	21,444	4,691	5,891	7,736	10,597	28,915
YoY	-24.2%	-9.4%	3.6%	56.3%	88.3%	34.8%
毛利率	18.3%	18.8%	19.5%	19.8%	20.0%	19.6%
營益率	0.5%	2.7%	3.2%	4.1%	3.7%	3.6%
稅後淨利	219	84	213	212	266	776
EPS(元)	0.40	0.16	0.39	0.39	0.49	1.43

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	4,691	5,891	4,691	5,891	0.00	0.00
毛利	880	1,149	880	1,149	0.00	0.00
營業利益	128	191	128	191	0.00	0.00
稅前淨利	118	298	118	298	0.00	0.00
稅後淨利	84	213	84	213	0.00	0.00
每股盈餘(元)	0.16	0.39	0.16	0.39	0.00	0.00
財務比率(%)						
毛利率	18.75	19.50	18.75	19.50	0.00	0.00
營益率	2.74	3.24	2.74	3.24	0.00	0.00
淨利率	2.51	5.06	2.51	5.06	0.00	0.00

資料來源：玉山投顧(2025/03)

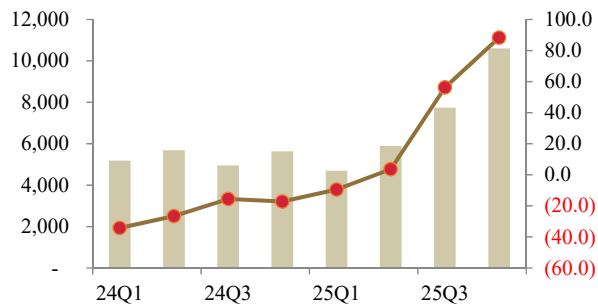
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	5,180	5,684	4,951	5,628	21,444	4,691	5,891	7,736	10,597	28,915
營業毛利	1,008	925	966	1,031	3,929	880	1,149	1,528	2,119	5,676
營業費用	911	1,020	920	972	3,822	751	958	1,214	1,723	4,646
營業利益	97	(95)	46	59	108	128	191	314	396	1,030
淨業外收支	6	462	(61)	0	407	(10)	107	(18)	(24)	54
稅前淨利	103	367	(15)	59	515	118	298	296	372	1,084
稅後淨利	67	263	(28)	(83)	219	84	213	212	266	776
EPS(元)	0.12	0.49	(0.05)	(0.16)	0.40	0.16	0.39	0.39	0.49	1.43
財務比率										
毛利率	19.46	16.27	19.51	18.32	18.32	18.75	19.50	19.75	20.00	19.63
營業利益率	1.87	(1.67)	0.94	1.05	0.50	2.74	3.24	4.06	3.74	3.56
稅前淨利率	1.99	6.46	(0.29)	1.05	2.40	2.51	5.06	3.83	3.51	3.75
YoY(%)										
營業收入	(34.17)	(26.61)	(15.53)	(17.19)	(24.15)	(9.45)	3.63	56.26	88.29	34.84
營業毛利	(28.00)	(32.13)	(18.59)	(18.34)	(24.60)	(12.73)	24.23	58.17	105.60	44.44
營業利益	(69.02)	(133.88)	(55.69)	(55.03)	(87.03)	32.20	N.A.	576.47	571.81	857.11
稅前淨利	(62.31)	26.07	(111.81)	(50.67)	(36.22)	14.44	(18.84)	N.A.	529.64	110.53
稅後淨利	(64.4)	(5.32)	(137.57)	(182.23)	(65.83)	26.82	(18.84)	N.A.	N.A.	254.85
QoQ(%)										
營業收入	(23.78)	9.73	(12.90)	13.67		(16.65)	25.58	31.32	36.98	
營業毛利	(20.16)	(8.26)	4.47	6.71		(14.68)	30.61	33.01	38.71	
營業利益	(25.96)	(197.75)	N.A.	26.89		117.65	48.96	64.44	26.02	
稅前淨利	(13.93)	256.75	(103.95)	N.A.		99.69	153.00	(0.61)	25.39	
稅後淨利	(33.94)	295.36	(110.66)	N.A.		N.A.	153.00	(0.61)	25.39	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

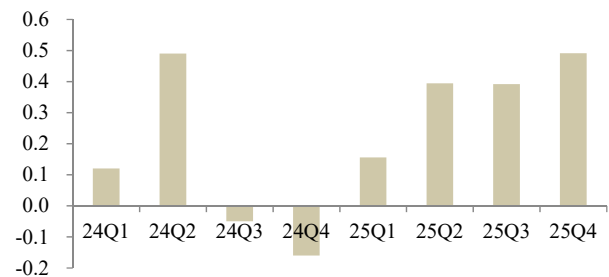
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



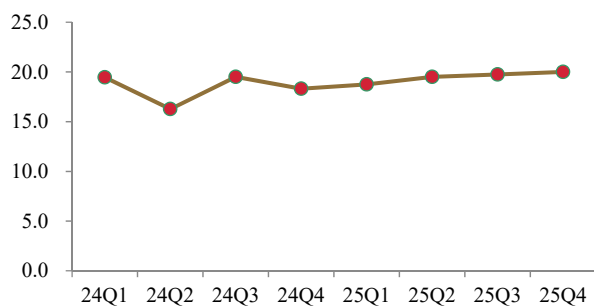
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



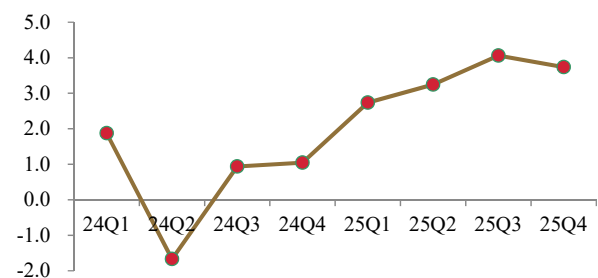
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



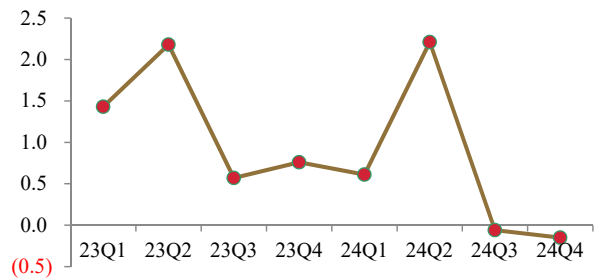
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



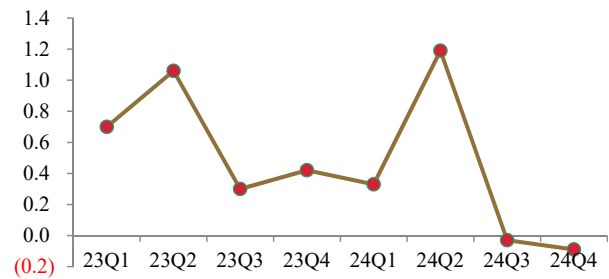
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

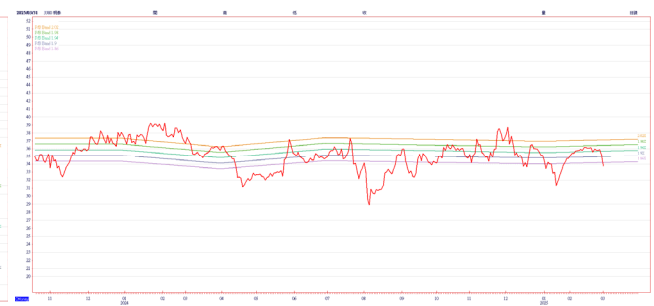
(季未年化)



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(2025/03)

**年損益表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024	2025(F)
營業收入	33,634	28,272	21,444	28,915
營業成本	27,381	23,061	17,514	23,239
營業毛利	6,253	5,211	3,929	5,676
營業費用	4,539	4,382	3,822	4,646
營業利益	1,715	829	108	1,030
營業外收支淨額	-181	-22	407	54
稅前淨利	1,534	807	515	1,084
稅後淨利	917	548	219	776
普通股股本	5,417	5,417	5,417	5,417
EPS(元)	1.69	1.01	0.40	1.43
<b>年成長率</b>				
營收	20.7%	-15.9%	-24.2%	34.8%
營業利益	141.6%	-51.6%	-87.0%	857.1%
稅前淨利	103.2%	-47.4%	-36.2%	110.5%
母公司稅後淨利	111.4%	-40.3%	-60.1%	254.8%
<b>獲利能力比率</b>				
毛利率	18.6%	18.4%	18.3%	19.6%
營業利益率	5.1%	2.9%	0.5%	3.6%
稅前淨利率	4.6%	2.9%	2.4%	3.7%
稅後淨利率	2.7%	1.9%	1.0%	2.7%

**資產負債表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024	2025(F)
流動資產	20,243	16,468	15,704	15,770
現金及約當現金	4,084	3,201	3,957	3,850
存貨	9,424	7,455	6,929	7,520
應收帳款及票據	5,599	4,899	3,971	3,550
其他流動資產	1,135	913	846	850
長期投資	0	0	0	0
固定資產	4,222	4,273	4,565	4,447
其他長期資產	2,677	3,067	2,985	2,959
資產總額	27,133	23,799	23,245	23,167
流動負債	13,047	8,762	8,340	11,417
應付帳款及票據	5,031	4,269	3,461	4,666
短期借款	3,936	880	1,615	2,520
什項負債	4,080	3,612	3,264	4,231
非流動負債	529	1,707	922	1,836
負債總額	13,576	10,469	9,262	13,254
普通股股本	5,417	5,417	5,417	5,417
資本公積	2,544	2,596	2,614	2,614
保留盈餘	2,636	2,268	1,971	1,973
股東權益總額	13,557	13,330	13,983	9,913

**現金流量表** 單位:百萬元

	2022	2023	2024	2025(F)
稅前淨利	1,534	807	515	1,084
折舊及攤提費用	705	774	724	731
本期營運資金變動	-1,087	1,662	1,002	-1,036
其他項目	408	-541	-954	-1,287
營運活動之現金流量	1,561	2,702	1,287	-507
資本支出	-948	-636	-607	-613
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-98	-28	387	-265
投資活動之現金流量	-1,046	-664	-220	-878
短期借款及票券變動	-75	-2,566	667	905
舉措/償還長期借款	26	674	-245	914
發行/償還公司債	-372	632	0	0
現金增資	0	0	0	0
發行現金股利	-433	-916	-547	-542
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	-1,078	-2,512	-392	1,277
匯率影響數	149	-410	82	0
本期現金流量	-414	-884	757	-107
期末現金及約當現金	4,084	3,201	3,957	3,850

**重要財務比率**

	2022	2023	2024	2025(F)
<b>資產品質比率</b>				
負債比率	50.0%	44.0%	39.8%	57.2%
槓桿比率	100.1%	78.5%	66.2%	133.7%
流動比率	155.2%	188.0%	188.3%	138.1%
速動比率	82.9%	102.9%	105.2%	72.3%
存貨週轉率(次)	2.93	2.73	2.44	2.74
存貨週轉天數	122.69	131.75	147.83	131.24
應收帳款週轉率(次)	6.97	5.39	4.84	6.32
應收帳款週轉天數	51.65	66.84	74.46	56.95
總資產週轉率(次)	1.24	1.19	0.92	1.25
淨值週轉率(次)	2.48	2.12	1.53	2.92
股東權益報酬率	7.0%	4.1%	1.6%	6.6%
總資產報酬率	3.5%	2.2%	0.9%	3.1%
OCF/流動負債	12.0%	30.8%	15.4%	-4.4%
<b>每股比率</b>				
每股淨值(元)	19.15	18.48	18.30	18.30
每股營收(元)	62.09	52.19	39.58	53.38
每股盈餘(元)	1.69	1.01	0.40	1.43
每股現金股利(元)	1.01	1.00	0.40	1.43
現金股利配發率	59.7%	98.9%	99.1%	99.9%

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