

研究員：劉宜和 yiho.liu@capital.com.tw

前日收盤價 93.50 元

目標價

3 個月 120.00 元

12 個月 120.00 元

## 中磊(5388 TT)

Buy

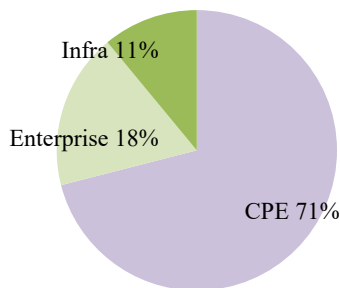
### 近期報告日期、評等及前日股價

04/07/2025	Neutral	116.50
02/21/2025	Buy	135.00
11/22/2024	Buy	108.00
09/26/2024	Buy	111.00
09/16/2024	Trading Buy	102.50

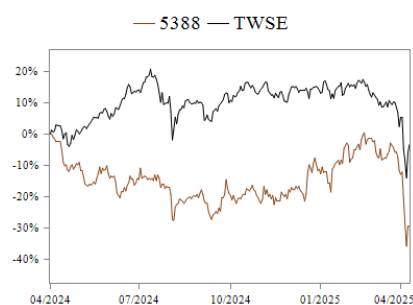
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	3,000
市值(億元)	281
目前每股淨值(元)	54.43
外資持股比(%)	20.41
投信持股比(%)	10.59
董監持股比(%)	4.26
融資餘額(張)	3,237
現金股息配發率(%)	59.43

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



關稅不確定性暫解，給予 Buy 投資建議。

**投資建議：**美國對等關稅風波遞延，菲律賓廠輸美暫時維持零關稅，全年獲利預期回到實施對等關稅之前，且客戶為避免關稅不確定性，可能提早出貨時程，短線營收表現可望優於預期，給予 Buy 投資建議。

**進入傳統淡季，1Q25 營收 113.54 億元，QoQ-15.42%，預估 EPS1.09 元：**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，印度客戶因庫存已滿而需求衰退，導致營收下滑，1Q25 營收 113.54 億元，QoQ-15.42%。低毛利率的量產型產品營收比重下滑，預期毛利率表現可望維持於高檔，預估稅後淨利 3.27 億元，QoQ-35.32%，EPS1.09 元。

**歐美客戶需求復甦，預估 2Q25 營收 158.11 億元，QoQ+39.25%，EPS1.88 元：**展望 2Q25，歐美電信客戶庫存已低，適逢新規格 CPE 陸續導入量產，WiFi-7、10G PON、5G FWA 出貨帶動家戶終端換機潮，預期出貨大幅成長；近期美國對等關稅風波暫時遞延，雖然出貨至美國的菲律賓廠輸美暫時零關稅，客戶很可能為了避免未來的不確定性加快出貨速度，預估 2Q25 營收 158.11 億元，QoQ+39.25%。量產型產品大量出貨，將拉低公司平均毛利率，預估稅後淨利 5.63 億元，QoQ+72.34%，EPS1.88 元。

**三大產品線需求皆復甦，預估 2025 年營收 642.82 億元，YoY+13.20%，EPS8.61 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 642.82 億元，YoY+13.20%，稅後淨利 25.84 億元，YoY+13.79%，EPS8.61 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	56,789	64,282	71,593	16,193	13,711	13,460	13,425	11,354	15,811	17,748	19,369	15,177
營業毛利淨額	10,076	10,494	11,766	2,807	2,422	2,421	2,426	2,018	2,522	2,840	3,115	2,494
營業利益	2,934	3,291	3,783	857	677	701	698	428	719	985	1,159	581
稅後純益	2,271	2,584	2,980	674	545	546	505	327	563	777	917	450
稅後 EPS(元)	7.57	8.61	9.93	2.25	1.82	1.82	1.68	1.09	1.88	2.59	3.06	1.50
毛利率(%)	17.74%	16.33%	16.43%	17.34%	17.66%	17.99%	18.07%	17.77%	15.95%	16.00%	16.08%	16.43%
營業利益率(%)	5.17%	5.12%	5.28%	5.29%	4.94%	5.21%	5.20%	3.77%	4.55%	5.55%	5.98%	3.83%
稅後純益率(%)	4.00%	4.02%	4.16%	4.16%	3.98%	4.06%	3.77%	2.88%	3.56%	4.38%	4.73%	2.97%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-9.26%	13.20%	11.37%	3.58%	-15.33%	-1.83%	-0.26%	-15.42%	39.25%	12.25%	9.14%	-21.64%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-4.83%	13.79%	15.31%	-3.43%	-19.13%	0.17%	-7.45%	-35.32%	72.34%	37.93%	17.93%	-50.90%

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 4 月 14 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。

## 進入傳統淡季，1Q25 營收 113.54 億元，QoQ-15.42%，預估 EPS1.09 元：

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，印度客戶因庫存已滿而需求衰退，導致營收下滑，1Q25 營收 113.54 億元，QoQ-15.42%。

由於營收仍處於低點，印度客戶需求衰退，低毛利率的量產型產品營收比重下滑，預期毛利率表現可望維持於高檔，預估稅後淨利 3.27 億元，QoQ-35.32%，EPS1.09 元。

## 歐美客戶需求復甦，預估 2Q25 營收 158.11 億元，QoQ+39.25%，EPS1.88 元：

展望 2Q25，歐美電信客戶庫存已低，適逢新規格 CPE 陸續導入量產，WiFi-7、10G PON、5G FWA 出貨帶動家戶終端換機潮，預期出貨大幅成長；近期美國對等關稅風波暫時遞延，雖然出貨至美國的菲律賓廠輸美暫時零關稅，客戶很可能為了避免未來的不確定性加快出貨速度。

歐美客戶需求復甦，預估 2Q25 營收 158.11 億元，QoQ+39.25%。

量產型產品大量出貨，將拉低公司平均毛利率，但因客戶為避免未來不確定性而加快出貨進度，工廠稼動率將維持於高點支撐毛利率表現，預估稅後淨利 5.63 億元，QoQ+72.34%，EPS1.88 元。

## 三大產品線需求皆復甦，預估 2025 年營收 642.82 億元，YoY+13.20%，EPS8.61 元：

展望 2025 年，企業級網通設備客戶庫存調整結束，隨著導入 WiFi-7 力道加大，企業級網通設備需求重回成長；在 CPE 方面，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：5G FWA、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。

除此之外，耕耘 IP-Cam 與 AI 技術已久，將多模態 AI 模型導入安防監控

2025 年 4 月 14 日

應用，減少安全事件誤判機率到最低，與該品牌合作的產品將自 2Q25 下半開始帶動 IoT 產品線出貨動能向上，三大產品線營收皆回升，帶動營運重回成長。

三大產品線需求皆復甦，預估 2025 年營收 642.82 億元，YoY+13.20%。

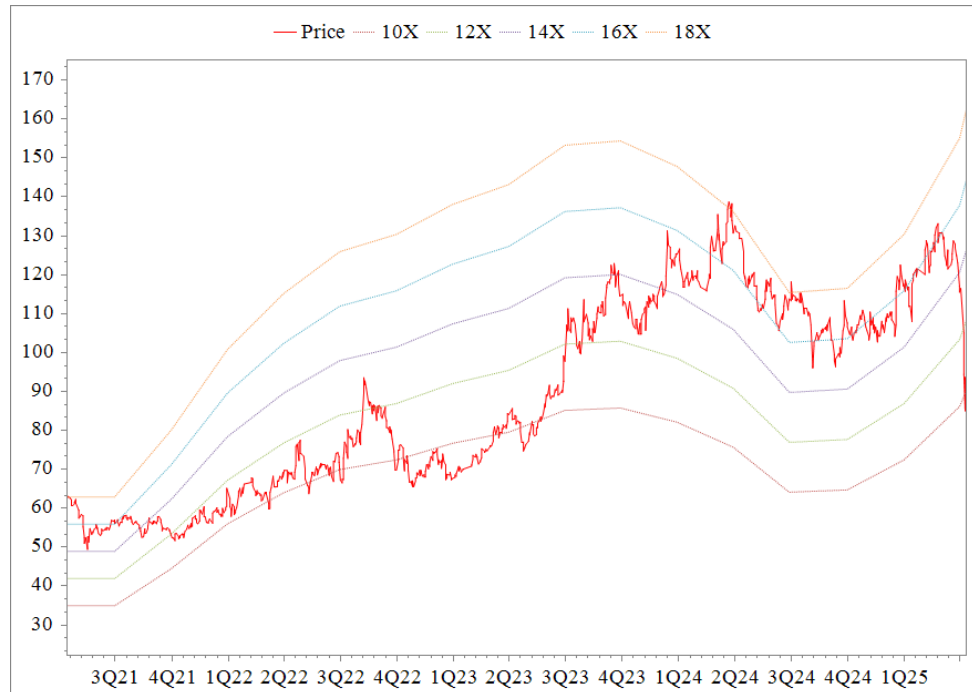
電信商需求回溫，將促使量產型 CPE 放量，因產品組合轉差，預期毛利率將遜於 2024 年的水準，但因營收成長將壓低費用率，預期營業利益率仍將維持在 5% 左右水準，預估稅後淨利 25.84 億元，YoY+13.79%，EPS8.61 元。

### 投資建議：

美國對等關稅風波遞延，菲律賓廠輸美暫時維持零關稅，全年獲利預期回到實施對等關稅之前，且客戶為避免關稅不確定性，可能提早出貨時程，短線營收表現可望優於預期，給予 Buy 投資建議。

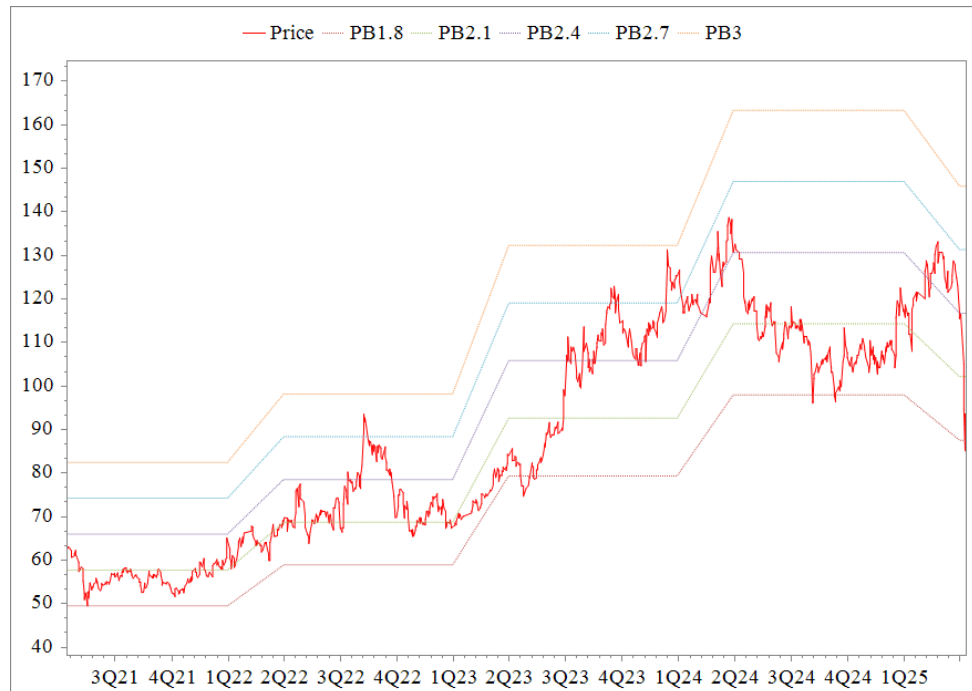
2025 年 4 月 14 日

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 4 月 14 日

## 資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>資產總計</b>	44,276	47,765	41,992	58,475	62,885
流動資產	37,378	40,260	33,402	42,653	46,282
現金及約當現金	8,023	8,831	8,306	9,308	10,074
應收帳款與票據	10,718	11,581	11,696	10,974	10,602
存貨	16,844	17,533	11,596	20,596	5,302
採權益法之投資	8	7	14	33	35
不動產、廠房設備	4,928	5,368	5,867	5,968	6,268
<b>負債總計</b>	<b>34,474</b>	<b>34,548</b>	<b>25,672</b>	<b>43,893</b>	<b>47,203</b>
流動負債	26,671	28,337	22,122	21,221	23,026
應付帳款及票據	18,777	17,009	12,466	20,459	8,717
非流動負債	7,803	6,211	3,551	19,222	32,470
<b>權益總計</b>	9,801	13,216	16,319	14,582	15,682
普通股股本	2,588	2,686	3,000	2,686	2,686
保留盈餘	5,381	6,637	7,449	8,003	9,103
母公司業主權益	9,815	13,228	16,328	14,591	15,690
<b>負債及權益總計</b>	<b>44,276</b>	<b>47,765</b>	<b>41,992</b>	<b>58,475</b>	<b>62,885</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業活動現金</b>	3,427	1,580	2,729	-7,073	3,750
稅前純益	2,309	2,988	2,823	3,190	3,679
折舊及攤銷	894	922	977	1,074	1,128
營運資金變動	-1,311	-3,321	1,279	-3,682	3,924
其他營運現金	1,535	990	-2,351	-7,655	-4,980
<b>投資活動現金</b>	-1,027	-1,958	-137	-2,244	-1,490
資本支出淨額	-752	-964	-1,211	-1,000	-1,000
長期投資變動	-108	-892	1,183	-10	-10
其他投資現金	-167	-103	-110	-1,234	-480
<b>籌資活動現金</b>	67	1,264	-3,365	9,878	-1,494
長借/公司債變動	2,389	2,403	-2,300	-2,223	13,247
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-606	-1,158	-1,472	-1,611	-1,880
其他籌資現金	-1,717	19	407	13,713	-12,861
<b>淨現金流量</b>	2,549	808	-525	561	766
<b>期初現金</b>	5,473	8,023	8,831	8,747	9,308
<b>期末現金</b>	8,023	8,831	8,306	9,308	10,074

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>營業收入淨額</b>	64,574	62,584	56,789	64,282	71,593
營業成本	55,955	52,322	46,713	53,788	59,827
<b>營業毛利淨額</b>	8,619	10,262	10,076	10,494	11,766
營業費用	6,201	7,149	7,142	7,203	7,982
<b>營業利益</b>	2,418	3,114	2,934	3,291	3,783
<b>EBITDA</b>	3,324	4,047	3,874	4,366	4,911
業外收入及支出	-161	-250	-220	-101	-104
稅前純益	2,309	2,988	2,823	3,190	3,679
所得稅	401	599	550	606	699
稅後純益	1,919	2,386	2,271	2,584	2,980
稅後 EPS(元)	6.40	7.95	7.57	8.61	9.93
完全稀釋 EPS**	6.40	7.95	7.67	8.61	9.93

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	2024	2025F	2026F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	47.09%	-3.08%	-9.26%	13.20%	11.37%
營業毛利淨額	52.05%	19.07%	-1.81%	4.15%	12.11%
營業利益	129.56%	28.78%	-5.77%	12.19%	14.94%
稅後純益	122.88%	24.32%	-4.83%	13.79%	15.31%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	13.35%	16.40%	17.74%	16.33%	16.43%
EBITDA(%)	5.15%	6.47%	6.82%	6.79%	6.86%
營益率	3.74%	4.97%	5.17%	5.12%	5.28%
稅後純益率	2.97%	3.81%	4.00%	4.02%	4.16%
總資產報酬率	4.34%	5.00%	5.41%	4.42%	4.74%
股東權益報酬率	19.58%	18.06%	13.92%	17.72%	19.00%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	77.86%	72.33%	61.14%	75.06%	75.06%
負債/淨值比(%)	351.73%	261.41%	157.31%	301.00%	301.00%
流動比率(%)	140.14%	142.07%	150.99%	201.00%	201.00%

## 其他比率分析

存貨天數	101.30	119.91	113.81	109.23	79.00
應收帳款天數	48.09	65.02	74.80	64.36	55.00

2025 年 4 月 14 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	15,634	16,193	13,711	13,460	13,425	11,354	15,811	17,748	19,369	15,177	16,933	19,202
營業成本	12,587	13,386	11,289	11,039	10,999	9,336	13,290	14,907	16,254	12,684	14,152	16,040
營業毛利淨額	3,047	2,807	2,422	2,421	2,426	2,018	2,522	2,840	3,115	2,494	2,781	3,162
營業費用	2,158	1,951	1,744	1,720	1,727	1,590	1,802	1,855	1,956	1,912	2,015	2,007
營業利益	889	857	677	701	698	428	719	985	1,159	581	766	1,156
業外收入及支出	6	-25	-11	-14	-61	-25	-23	-26	-27	-26	-26	-27
稅前純益	895	832	667	687	638	404	696	959	1,132	556	740	1,129
所得稅	196	157	121	140	132	77	132	182	215	106	141	215
稅後純益	698	674	545	546	505	327	563	777	917	450	599	915
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)	2.33	2.25	1.82	1.82	1.68	1.09	1.88	2.59	3.06	1.50	2.00	3.05

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	19.49%	17.34%	17.66%	17.99%	18.07%	17.77%	15.95%	16.00%	16.08%	16.43%	16.42%	16.47%
營業利益率(%)	5.69%	5.29%	4.94%	5.21%	5.20%	3.77%	4.55%	5.55%	5.98%	3.83%	4.52%	6.02%
稅後純益率(%)	4.47%	4.16%	3.98%	4.06%	3.77%	2.88%	3.56%	4.38%	4.73%	2.97%	3.54%	4.76%

## QoQ(%)

營業收入淨額	0.05%	3.58%	-15.33%	-1.83%	-0.26%	-15.42%	39.25%	12.25%	9.14%	-21.64%	11.56%	13.40%
營業利益	3.66%	-3.63%	-20.93%	3.57%	-0.44%	-38.65%	67.82%	37.06%	17.56%	-49.82%	31.69%	50.97%
稅前純益	10.81%	-7.08%	-19.88%	3.10%	-7.23%	-36.69%	72.34%	37.93%	17.93%	-50.90%	33.11%	52.68%
稅後純益	6.46%	-3.43%	-19.13%	0.17%	-7.45%	-35.32%	72.34%	37.93%	17.93%	-50.90%	33.11%	52.68%

## YoY(%)

營業收入淨額	-15.07%	3.41%	-12.48%	-13.86%	-14.13%	-29.88%	15.32%	31.85%	44.28%	33.67%	7.09%	8.20%
營業利益	12.56%	30.88%	-4.94%	-18.20%	-21.44%	-49.99%	6.15%	40.48%	65.89%	35.68%	6.47%	17.28%
稅前純益	20.53%	36.20%	-1.13%	-14.94%	-28.78%	-51.48%	4.36%	39.61%	77.49%	37.66%	6.32%	17.69%
稅後純益	13.89%	33.29%	3.54%	-16.72%	-27.60%	-51.51%	3.35%	42.30%	81.33%	37.66%	6.32%	17.69%

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。