

宏正(6277)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang

tswang888@masterlink.com.tw

評等

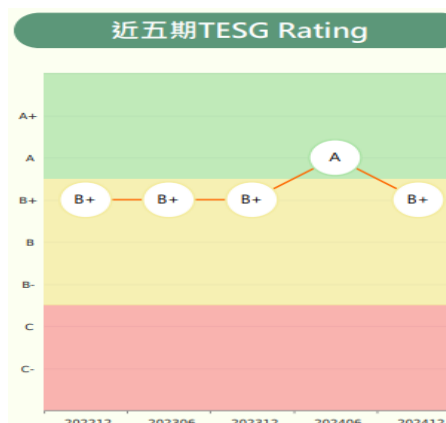
日期:	2025/4/1
目前收盤價 (NT\$):	73.8
目標價 (NT\$):	90
52 週最高最低(NT\$):	73.2-84.9
加權指數:	20695.9

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,195
市值 (NT\$/mn):	8,750
市值 (US\$/mn):	292
20 日平均成交量(仟股):	40
PER ('25):	13.11
PBR ('25):	1.82
外資持股比例:	6.87
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-4.8	-3.7	-6.9
加權指數報酬率(%)	-10.2	-11.1	-9.3

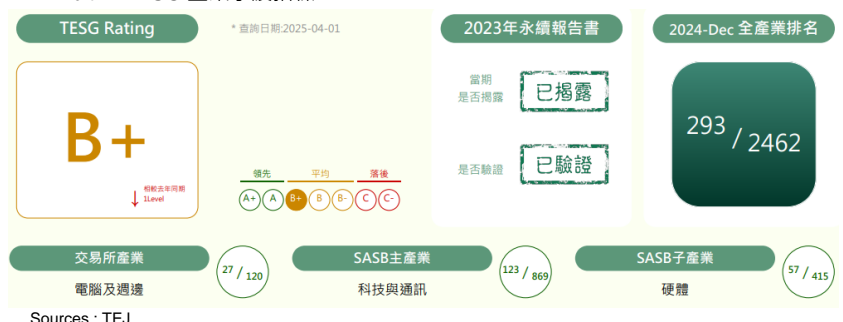
2025 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	90	90
營業收入 (NT\$m)	5,341	5,341
毛利率 (%)	60.00	60.00
營運毛利率 (%)	15.98	16.16
EPS (NT\$)	5.58	5.62
BVPS(NT\$)	40.27	40.27



PER 未明顯低估，惟殖利率高，下方風險有限

- 股價評價合理未明顯低估，大漲不易，惟殖利率高，股價下方風險有限：元富預估宏正 2025 年稅後 EPS 5.58 元，目前股價 73.2 元，PER 13X，相較過去幾年 PER 在 10~15X 之間，未明顯低估，然而，過去配息高達本業的 9 成水準，預期 2024、2025 年獲利將分別配發 3.8 及 4.95 元，今年殖利率 5.19% 及 6.76%，屬於偏高的殖利率水準，股價下方風險有限，且短期大漲亦不易，維持 90 元目標價，評等維持中立。
- 4Q24 費用率偏高，致營益率低於預期，獲利達成率 98%，單季稅後 EPS 1.42 元，累計 2024 年稅後 EPS 4.14 元：4Q24 財報，營收 13.46 億元、QoQ +7%、YoY +2%，達成率 101%，營業利益 2.00 億元、QoQ +10%、YoY +4%，達成率 90%，費用率高於預期，主要是銷、管費用的增加，營益率 14.85%(原估 16.54%)、QoQ +0.38pts、YoY +0.21pts，低於預期，稅後淨利 1.69 億元、QoQ +55%、YoY +22%，獲利達成率 98%，略低於預期，單季稅後 EPS 1.42 元。累計 2024 年營收 49.93 億元、YoY -3%，稅後 EPS 4.14 元。
- 2025 年營收個位數成長，毛利率 60% 左右，費用控制在 44% 左右，推估稅後 EPS 5.58 元：2025 年營收不管是 KVM、Pro AV 均與 Over IP 有關，會有兩個新的 AV Over IP，KVM 的 Enterprise Over IP，PDU 這產品蠻樂觀看待，期待有雙位數成長。整體 2025 年營收有不確定性，目前較難估算，2Q25 後朝正向發展，與 2024 年相比，預期將有個位數成長。1Q25 為傳統淡季，1、2 月季營收達成率 62% 低於預期，但過往 3 月營收均有雙位數回升，維持 1Q25 營收 12.23 億元、QoQ -9%、YoY +4%，毛利率 60%、QoQ 0.6pts、YoY 0.85pts，營益率 13.75%、QoQ -1.1pts、YoY 0.79pts，稅後淨利 1.3 億元、QoQ -23%、YoY 18%，單季稅後 EPS 1.09 元。展望 2025 年，除了合併營收年增個位數的預期外，毛利率預估平均 60% 左右，費用率會控管費用支出、薪資調高可控會撙節，期望以 44% 為目標，維持營收預估 53.41 億元、YoY 7%，毛利率 60%、YoY 0.25pts，營益率 15.98%、YoY 2.6pts，稅後淨利 6.67 億元、YoY 35%，稅後 EPS 5.58 元(原 5.62 元)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 7

宏正科是全球最大的 KVM 廠商，自有品牌 ATEN 行銷全球

宏正科是全球最大的 KVM 廠商，自有品牌 ATEN 行銷全球

宏正自動科技是全球最大多電腦切換器 (KVM) 廠商，以「ATEN」品牌行銷全球上百個市場，毛利率維持在近六成的高水準，產品應用面廣泛，小至個人電腦周邊，大至連鎖餐廳、醫療院所、企業應用，甚至是智慧城市的管控中心，產品質量好，20 多年前就獲得美國太空總署、各國政府及警察機關等採用。2023 年營收分別是企業用 KVM(含 Over IP 及 Non Over IP) 46%、中小企業(含 SOHO)SMB 17%、專業影音(Pro AV) 17%、USB 周邊 4%、連接線材 4%、其他 11%，KVM 需求屬資本支出，受大型及中小企業的資本支出擴張影響較大，受累全球通膨及高息環境，加上 PC 產業庫存調整等不利因素，2023 年營運表現低迷，2H23 大環境面需求疲弱的拖累，旺季不旺。營收若以地區別分，則亞洲占 55%、美洲占 23%、歐洲占 20%，亞洲及美洲年衰退，歐洲低基期逆勢回升。2023 年營收 51.56 億元、YoY -5%，毛利率 59.94%、YoY +1.39pts，營益率 15.28%、YoY -0.46pts，稅後淨利 5.65 億元、YoY -22%，稅後 EPS 4.73 元。

Exhibit 2：2023 年產品別營收比重

營收比重	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY
IT架構管理解決方案 - Enterprise (Over IP)	10%	-1%	12%	23%	13%	15%	12%	-11%
IT架構管理解決方案 - Enterprise (Non Over IP)	29%	-9%	29%	8%	31%	11%	34%	6%
IT架構管理解決方案 - SMB	22%	-9%	20%	0%	18%	-6%	17%	-11%
專業影音產品	17%	-15%	16%	6%	15%	-4%	17%	10%
USB週邊設備	7%	15%	7%	2%	5%	-15%	4%	-25%
連接線材	4%	-21%	4%	4%	5%	17%	4%	-23%
其他	11%	53%	11%	8%	12%	16%	11%	-14%
合計	100%	-4%	100%	7%	100%	5%	100%	-5%

Source:公司、元富投顧整理，4/2025

Exhibit 3：2023 年區域營收比重

區域營收比重	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY
亞洲	51%	1%	53%	11%	56%	11%	55%	-6%
美洲	25%	-13%	24%	3%	25%	7%	23%	-10%
歐洲	22%	-6%	22%	4%	18%	-12%	20%	7%
其他	2%	18%	2%	1%	2%	-8%	2%	-9%
合計	100%	-4%	100%	7%	100%	5%	100%	-5%

Source:公司、元富投顧整理，4/2025

4Q24 費用率偏高，致營益率低於預期，獲利達成率 98%，單季稅後 EPS 1.42 元，累計 2024 年稅後 EPS 4.14 元

4Q24 費用率偏高，致營益率低於預期，獲利達成率 98%，單季稅後 EPS 1.42 元，累計 2024 年稅後 EPS 4.14 元，合計配發 3.8 元現金股利，殖利率 5.19% 宏正 4Q24 財報，營收 13.46 億元、QoQ +7%、YoY +2%，達成率 101%，毛利率 59.4%(原估 60.00%)、QoQ -0.38pts、YoY +0.3pts，略低於預期，營業利益 2.00 億元、QoQ +10%、YoY +4%，達成率 90%，費用率高於預期，主要是銷、管費用的增加，營益率 14.85%(原估 16.54%)、QoQ +0.38pts、YoY +0.21pts，低於預期，業外淨收入 0.1 億元，稅前淨利 2.1 億元、QoQ +37%、YoY +10%，達成率 97%，稅後淨利 1.69 億元、QoQ +55%、YoY +22%，獲

利達成率 98%，略低於預期，單季稅後 EPS 1.42 元(原 1.45 元)。累計 2024 年營收 49.93 億元、YoY -3%，毛利率 59.75%、YoY -0.15pts，營益率 13.39%、YoY -1.89pts，稅前淨利 6.53 億元、YoY -13%，稅後淨利 4.95 億元、YoY -13%，稅後 EPS 4.14 元(原 4.17 元)。公司董事會通過擬配發 2.1 元現金股利(累計 3.8 元)，股價 73.2 元，殖利率 5.19%。

Exhibit 4：季財報預估與實際差異數

宏正(6277)

unit:NT\$mn	4Q23	3Q24	4Q24	4Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	2023	2024	2024(F)	累計YOY
Net Sales	1,319	1,260	1,346	1,337	7%	2%	1%	5,156	4,993	4,984	-3%
Margin%	59.10%	59.78%	59.40%	60.00%	-0.38	0.30	-0.60	59.94%	59.75%	59.91%	-0.19
Operating Profit	193	182	200	221	10%	4%	-10%	788	669	690	-15%
Operating Margin	14.64%	14.47%	14.85%	16.54%	0.38	0.21	-1.69	15.28%	13.39%	13.84%	-1.89
Total non-ope inc.	(3)	(29)	10	(4)				35	15	(29)	
Pre-tax profit	191	154	210	218	37%	10%	-3%	753	653	661	-13%
Net Profit	138	109	169	173	55%	22%	-2%	566	495	499	-13%
EPS	1.16	0.92	1.42	1.45				4.73	4.14	4.17	

Source:公司、元富投顧整理，4/2025

2024 年亞洲半導體庫存去化尾聲，需求回升，美洲受累美國大選及後續關稅政策，不確定性高，歐洲受累戰爭干擾，需求疲弱

2024 年亞洲半導體庫存去化尾聲，需求回升，美洲受累美國大選及後續關稅政策，不確定性高，歐洲受累戰爭干擾，需求疲弱

4Q24 各項產品線營收表現，大型企業 Over IP KVM 占營收比重 12%、QoQ 4%、YoY 5%，日本去年有大型專案認列，基期較高，致日本今年營運下滑，但已有逐步回溫，衰退逐季減少，Over IP KVM 累計 2024 年營收 YoY -3%；Non Over IP KVM 占營收比重 36%、QoQ 5%、YoY 3%，2H24 有接政府專案需求出貨，降低下滑幅度，Non Over IP KVM 累計 2024 年營收 YoY -1%；中小型企業(SMB) KVM 占營收比重 15%、QoQ -4%、YoY -12%，受總經、通膨及終端需求能見度低，歐洲比利時及 OEM 減少，SMB 累計 2024 年營收 YoY -7%；專業影音產品(Pro AV)占營收比重 16%、QoQ +7%、YoY -8%，受歐洲烏俄戰爭影響，很多需求遞延，歐洲顯著減少，Pro AV 累計 2024 年營收 YoY -8%。4Q24 營收以區域別表現來看，亞洲占 61%、QoQ +14%、YoY +10%，美洲占 20%、QoQ -4%、YoY -5%，歐洲 18%、QoQ -1%、YoY -11%。累計 2024 年區域別營收，亞洲占 59%、YoY 5%，東亞、台灣、中國等半導體庫存去化近尾聲，需求回升，中東地區效益顯現出來；美洲占 21%、YoY -12%，1Q23 亦因政府專案高基期，2024 年又因美國大選觀望，不確定性高，致年衰退；歐洲占 18%、YoY -14%，近幾年因戰爭不安定求延遲，比利時、土耳其亦都受影響，需求疲弱。

Exhibit 5：產品別季營收比重

營收比重	4Q24	QoQ	YoY	2024	YoY
IT架構管理解決方案 - Enterprise (Over IP)	12%	4%	5%	12%	-3%
IT架構管理解決方案 - Enterprise (Non Over IP)	36%	5%	3%	35%	-1%
IT架構管理解決方案 - SMB	15%	-4%	-12%	16%	-7%
專業影音產品	16%	7%	-8%	17%	-8%
USB週邊設備	3%	-11%	-19%	4%	-16%
連接線材	3%	-16%	-17%	4%	-11%
其他	16%	46%	46%	13%	14%
合計	100%	7%	2%	100%	-3%

Source:公司、元富投顧整理，4/2025

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Exhibit 6：區域別季營收比重

區域營 收比重	4Q24	QoQ	YoY	2024	YoY
亞洲	61%	14%	10%	59%	5%
美洲	20%	-4%	-5%	21%	-12%
歐洲	18%	-1%	-11%	18%	-14%
其他	1%	-4%	-14%	1%	-16%
合計	100%	7%	2%	100%	-3%

Source:公司、元富投顧整理，4/2025

2025 年產品別營收成長動能仍以 Over IP KVM 及 Non Over IP KVM 為主

2025 年產品別營收成長動能仍以 Over IP KVM 及 Non Over IP KVM 為主
展望 2025 年，成長動能排序分別是 Over IP KVM、Non Over IP KVM、SMB 及 Pro AV，其中首先是 Over IP KVM，除了新產品推出以外，用戶端的正向回饋及專案均有機會，高階 Over IP KVM 跨產業、有高端、使用 KVM 基礎有遠端存取就需要，製造業在半導體廠區遠端監控持續看好，另外，工業環境的製造業，遠端的存取，需要 Over IP KVM，新的產業應用，如公共事業、電、水、鋼鐵製造亦很多機會；其次 Non Over IP KVM 已看到大訂單；Pro AV 今年受美關稅的不確定性，1Q25 謹慎持平，未來政府機關、軍事及機構成長，2Q25 有專案洽談中，陸續期待開花，惟 1Q25 看法偏保守；PDU(綠能電源分配器)產品，節能省電的產品，AI 機房的耗電量，可以給電源的解決方案，營收占集團營收比重約 3~4%，樂觀看每年雙位數成長，AI 機房應用，全球可望開花結果。

2025 年區域別營收成長動能仍以亞洲最為顯著，歐美受累戰爭及關稅的不確定性高。

2025 年區域別營收成長動能仍以亞洲最為顯著，歐美受累戰爭及關稅的不確定性高。

展望 2025 年，三大營收區域，美國因全球供應鏈面對美川普關稅不確定性及不可預測性，多少抑制企業資本支出；歐洲因俄烏戰爭衝突，讓客戶投資採觀望策略，歐美這兩個區域 2025 年均保守看待，惟歐雖有戰爭，雖持平觀望，亦會增加國防支出，對 Security KVM, 1Q25 歐洲接獲 Security KVM 大單(>5,000 台)，超過 2.4M 歐元將挹注於 2Q~4Q25，合約年底前出貨完畢；亞洲區域，半導體業的客戶，資本支出回溫，明確顯示在營收結果，宏正對東南亞及南亞寄予厚望。

2025 年營收個位數成長，毛利率 60%左右，費用控制在 44%左右，推估稅後 EPS 5.58 元

2025 年營收個位數成長，毛利率 60%左右，費用控制在 44%左右，推估稅後 EPS 5.58 元

2025 年營收不管是 KVM、Pro AV 均與 Over IP 有關，會有兩個新的 AV Over IP、KVM 的 Enterprise Over IP，PDU 這產品蠻樂觀看待，期待有雙位數成長。整體 2025 年營收有不確定性，目前較難估算，2Q25 後朝正向發展，與 2024 年

相比，預期將有個位數成長。1Q25 為傳統淡季，1、2 月季營收達成率 62% 低於預期，但過往 3 月營收均有雙位數回升，維持 1Q25 營收 12.23 億元、QoQ -9%、YoY +4%，毛利率 60%、QoQ 0.6pts、YoY 0.85pts，營益率 13.75%、QoQ -1.1pts、YoY 0.79pts，稅後淨利 1.3 億元、QoQ -23%、YoY 18%，單季稅後 EPS 1.09 元。展望 2025 年，除了合併營收年增個位數的預期外，毛利率預估平均 60% 左右，費用率會控管費用支出、薪資調高可控會擲節，期望以 44% 為目標，維持營收預估 53.41 億元、YoY 7%，毛利率 60%、YoY 0.25pts，營益率 15.98%、YoY 2.6pts，稅後淨利 6.67 億元、YoY 35%，稅後 EPS 5.58 元 (原 5.62 元)。

股價評價合理未明顯低估，
大漲不易，惟殖利率高，股
價下方風險有限

股價評價合理未明顯低估，大漲不易，惟殖利率高，股價下方風險有限

元富預估宏正 2025 年稅後 EPS 5.58 元，目前股價 73.2 元，PER 13X，相較過去幾年 PER 在 10~15X 之間，未明顯低估，然而，過去配息高達本業的 9 成水準，預期 2024、2025 年獲利將分別配發 3.8 及 4.95 元，今明年殖利率 5.19% 及 6.76%，屬於偏高的殖利率水準，股價下方風險有限，且短期大漲亦不易，維持 90 元目標價，評等維持中立。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	5,403	5,156	4,993	5,341
COGS	2,240	2,065	2,010	2,137
Gross profit	3,163	3,091	2,983	3,205
Operating expense	2,313	2,303	2,315	2,351
Operating profit	851	788	669	854
Total non-operate. Inc.	41	-35	-15	-10
Pre-tax profit	891	753	653	844
Total Net profit	733	572	502	675
Minority	3	7	7	8
Net Profit	730	566	495	667
EPS (NT\$)	6.11	4.73	4.14	5.58
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25E
Sales	4.6	(4.6)	(3.2)	7.0
Gross profit	5.1	(2.3)	(3.5)	7.4
Operating profit	5.6	(7.4)	(15.2)	27.7
Pre-tax profit	2.7	(15.5)	(13.2)	29.2
Net profit	14.5	(22.5)	(12.5)	34.9
EPS	14.5	(22.5)	(12.5)	34.9
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25E
Gross	58.5	59.9	59.7	60.0
Operating	15.7	15.3	13.4	16.0
EBITDA	18.3	16.6	14.7	17.3
Pre-tax	16.5	14.6	13.1	15.8
Net	13.5	11.0	9.9	12.5

Consolidated Balance Sheet

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	1,122	1,194	1,128	1,408
Marketable securities	811	488	414	268
A/R & N/R	741	722	722	772
Inventory	1,497	1,266	1,325	1,378
Others	128	94	104	104
Total current asset	4,299	3,763	3,694	3,929
Long-term invest.	28	27	92	92
Total fixed assets	2,584	2,704	2,801	2,993
Total other assets	434	592	534	534
Total assets	7,350	7,090	7,124	7,548
Short-term Borrow	622	404	367	367
A/P & N/P	468	289	385	358
Other current liab.	987	1,086	1,057	1,293
Total current liab.	2,077	1,779	1,808	2,017
L-T borrow s	0	0	0	0
Other L-T liab.	388	506	440	440
Total liability.	2,465	2,285	2,249	2,458
Common stocks	1,195	1,195	1,195	1,195
Reserves	317	317	317	317
Retain earnings	3,374	3,293	3,363	3,578
Total Equity	4,885	4,805	4,875	5,090
Total Liab. & Equity	7,350	7,090	7,124	7,548

Comprehensive Quarterly Income Statement

	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	1,224	1,285	1,349	1,484
Gross profit	734	771	809	890
Operating profit	168	184	219	283
Total non-ope inc.	-2	-2	-2	-2
Pre-tax profit	166	181	216	281
Net profit	131	143	171	223
EPS	1.09	1.20	1.43	1.86
Y/Y %	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	4.1	6.0	7.1	10.2
Gross profit	2.7	7.8	7.5	11.3
Operating profit	10.5	37.0	19.9	41.7
Net profit	18.1	35.5	56.2	31.6
Q/Q %	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Net sales	(9.1)	5.0	5.0	10.0
Gross profit	(8.2)	5.0	5.0	10.0
Operating profit	(15.8)	9.0	19.1	29.6
Net profit	(22.8)	9.3	19.7	30.3
Margins %	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Gross	60.0	60.0	60.0	60.0
Operating	13.8	14.3	16.2	19.1
Net	10.7	11.1	12.7	15.0

Consolidated Statement of Cash flow

Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	730	566	495	667
Dep & Amort	218	228	232	93
Investment income	1	0	5	0
Changes in W/C	-386	330	153	-129
Other adjustment	-137	-60	1	1
Cash flow – ope.	425	1,063	885	633
Capex	-82	-223	-192	-192
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-11	10	-72	0
Cash flow –inve.	-93	-212	-264	-192
Free cash flow	343	840	694	441
Inc. (Dec.) debt	75	-439	-38	0
Cash dividend	-639	-397	-517	-452
Other adjustment	471	623	291	291
Cash flow -Fin.	-93	-212	-264	-161
Exchange influence	24	-4	19	0
Change in Cash	-340	72	-66	280
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E
ROA	9.96	7.83	6.96	9.09
ROE	15.15	11.67	10.22	13.39

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request
©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.