

5388.TT 中磊

順利消化積壓訂單，但能見度也回復正常

公司簡介

公司為全球領先網通設備代工廠，產品逐步由家用 CPE 擴大至室外產品，近年企業應用也開始展現成效，此外，IP cam 出貨亦居全球領先地位。

投資評等/區間價位

重點摘要

區間操作 82~101

【前次投資建議】買進，105

【大盤指數/股價】15771 / 91.1

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	259
市值(百萬元)	23,584
3M 平均日成交量(百萬元)	303
外資持股率(%)	30.44
投信持股率(%)	6.49
董監持股率(%)	4.94

重點財報解析

百萬元	FY21	FY22	FY23F
營業收入	43,900	64,574	68,810
營業利益	1,053	2,418	2,955
母公司本期淨利	861	1,919	2,343
EPS(元)	3.41	7.51	9.14
每股現金股利(元)	3.80	4.80	7.55
每股淨值(元)	32.68	37.93	42.18
本益比(x)	26.48	12.03	10.06
本淨比(x)	2.79	2.40	2.16
殖利率(%)	4.17	5.27	8.29

環境、社會與治理(ESG)



➤ 4Q22 營業利益率提升至 4.3%，為近 5 年新高，獲利優於預期

4Q22 營收 184.1 億元，QoQ+0.7%，YoY+39.5%，自 3Q21 起連六季創新高，毛利率 13.8%，優於預期，因費用控制得宜及運費轉列為營業成本項目，營業利益率提升至 4.3%，為近 5 年首度回升至 4%，稅後獲利 6.1 億元，EPS 2.39 元(完全稀釋 EPS 2.26 元)，QoQ+16.2%，YoY+64.1%，優於預期。

➤ 雖有積壓訂單，然客戶端已開始庫存去化，1H23 營運趨緩

1H23 中磊有望完全去化積壓訂單，然全球總體經濟惡化，使得客戶端開始進行庫存調整，因此對於 1H23 營運較先前保守，考量過年工作天數減少，預估中磊 1Q23 營收 160.5 億元，QoQ-12.8%，YoY+26.6%。

➤ 2023 年因基期墊高以及客戶庫存調整，中磊以提升獲利為目標

展望 2023 年，雖家用頻寬先前因疫情而高速提升的榮景恐趨緩，企業需求也恐因總體環境不確定性而降低，然光纖與 Cable 持續分食 DSL 市場，以及台灣網通廠包含中磊在內，受惠設計與製造整合模式有利持續擴展市占率，三大事業群部分，I&I 為 2023 年最佳成長動能，寬頻與企業成長性則相近。整體而言，2023 年公司營運目標為營收穩定成長，設定目標為提升毛利率至 15%，並積極控制費用，長期仍以站穩營業利益率 5%為努力方向，國票預估中磊 2023 年營收 688.1 億元，YoY+6.6%，稅後獲利 23.4 億元，EPS 9.14 元(完全稀釋 EPS 8.63 元)，YoY+22.1%。

➤ 調降至區間操作，區間價位 82~101 元

網通廠本波缺料帶來的營運榮景已告一段落，訂單能見度也回復至正常水準(由先前最佳的>1 年逐步降至 3~6 個月)，後續將回歸自身營運，中磊已站穩網通設備廠前三大，而網路頻寬的提升為不可逆，未來需求只會有增無減，因此營運仍有望穩定成長，且耕耘超過 10 年的 Small Cell 近期已見發酵機會，更將由家用 CPE 拓展至室外產品如 Wi-Fi hotspot 與車用產品如貨物保全等，有望成為下個營運趨動力，近年 PE 區間約為 9X~20X，目前 2023 年 PE 約 10X，然 2023 年營收動能趨緩，考量公司過往股價驅動力多仰賴營收動能，故調降至區間操作，區間價位 82~101 元(2023F PE 9X~11X)。

4Q22 營業利率提升至 4.3%，為近 5 年新高，獲利優於預期

受惠缺料緩解，訂單滿足率提升至 90%，積壓訂單有效去化，4Q22 營收 184.1 億元，QoQ+0.7%，YoY+39.5%，自 3Q21 起連六季創新高，因產品組合轉佳，毛利率 13.8%，優於預期，因費用控制得宜及運費轉列為營業成本項目，營業利率提升至 4.3%，為近 5 年首度回升至 4%，稅後獲利 6.1 億元，EPS 2.39 元(完全稀釋 EPS 2.26 元)，QoQ+16.2%，YoY+64.1%，優於預期。

直供營運商有成，營收大幅提升，產品結構也明顯轉佳

中美貿易戰加速去中國製造，網通廠因過往生產基地多位於中國，營運首當其衝，因此紛紛轉移產地至台灣或第三地，然產能的移轉與第三地的初期營運與供應鏈不效率本已不利營運，加上中磊自 2018 年啟動直供營運商的新營運模式，初期面臨 SI 廠商強力抵制，使得營運更加雪上加霜，所幸公司克服難關，順利開發多數歐美主要營運商客戶，已成功走出陣痛期，除營收規模已較轉型前的 2017 年大幅提升外(該年也是當時的營收高峰)，產品結構也大幅由 ODM 轉變成營運商業務，除提升客戶關係與改善產品組合，更可進一步掌握營運商需求與未來趨勢，目前營收規模已是全球網通 CPE 代工廠前三大，並以成為龍頭為未來努力目標。

圖 1：公司轉型效益有成，產品結構較 5 年前大幅改善

單位：百萬/%



資料來源：國票投顧

雖有積壓訂單，然客戶端已開始庫存去化，1H23 營運趨緩

1H23 中磊有望完全去化積壓訂單，然全球總體經濟惡化，使得客戶端開始進行庫存調整，因此對於 1H23 營運較先前保守，考量過年工作天數減少，預估中磊 1Q23 營收 160.5 億元，QoQ-12.8%，YoY+26.6%，毛利率 13.7%，稅後獲利 4.6 億元，EPS 1.79 元(完全稀釋 EPS 1.69 元)，QoQ-25.1%，YoY+40.8%。

雖 1H23 營運趨緩，然公司認為歐洲需求自 2H22 已開始修正，北美則是感恩節後開始修正，因此歷經 1H23 庫存修正後，再進一步下修的可能性低，且可觀察是否有修正過度的情形。

2023 年因基期墊高以及客戶庫存調整，中磊以提升獲利為目標

展望 2023 年，雖家用頻寬先前因疫情而高速提升的榮景恐趨緩，企業需求也恐因總體環境不確定性而降低，然光纖與 Cable 持續分食 DSL 市場，以及台灣網通廠包含中磊在內，受惠設計與製造整合模式有利持續擴展市占率，產品部分，2022 年公司 STB 已取得明顯成效，出貨量已是北美營運商中最大，在新增一位 tier1 客戶後，2H23 年有望進一步提升貢獻，三大事業群部分，I&I 為 2023 年最佳成長動能，寬頻與企業成長性則相近。整體而言，2023 年公司營運目標為營收穩定成長，設定目標為提升毛利率至 15%，並積極控制費用，長期仍以站穩營業利益率 5% 為努力方向，國票預估中磊 2023 年營收 688.1 億元，YoY+6.6%，稅後獲利 23.4 億元，EPS 9.14 元(完全稀釋 EPS 8.63 元)，YoY+22.1%。

調降至區間操作，區間價位 82~101 元

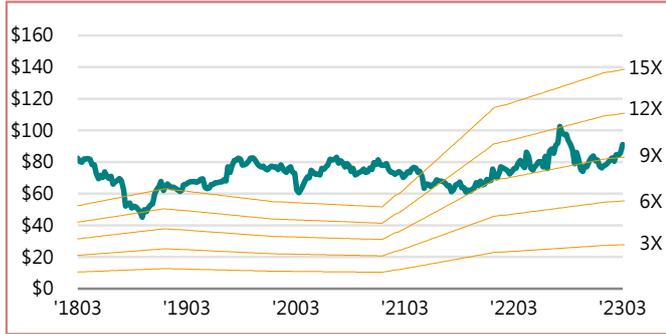
網通廠本波缺料帶來的營運榮景已告一段落，訂單能見度也回復至正常水準(由先前最佳的 >1 年逐步降至 3~6 個月)，後續將回歸自身營運，中磊已站穩網通設備廠前三大，而網路頻寬的提升為不可逆，未來需求只會有增無減，因此營運仍有望穩定成長，且耕耘超過 10 年的 Small Cell 近期已見發酵機會，更將由家用 CPE 拓展至室外產品如 Wi-Fi hotspot 與車用產品如貨物保全等，有望成為下個營運趨動力，近年 PE 區間約為 9X~20X，目前 2023 年 PE 約 10X，然 2023 年營收動能趨緩，考量公司過往股價驅動力多仰賴營收動能，故調降至區間操作，區間價位 82~101 元(2023F PE 9X~11X)。

表 1：獲利調整 單位：百萬/%

	調整後		調整前		差異	
	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (百萬元)	FY23F (百萬元)	FY22 (%)	FY23F (%)
營業收入	64,574	68,810	64,552	74,274	0.0	(7.4)
營業毛利	8,619	9,640	8,518	9,757	1.2	(1.2)
營業利益	2,424	2,955	2,332	2,673	4.0	10.5
稅後淨利	1,919	2,343	1,888	2,209	1.7	6.1
EPS(元)	7.51	9.14	7.37	8.54	1.9	7.0
重要比率(%)					(ppts)	(ppts)
毛利率	13.35	14.01	13.20	13.14	0.2	0.9
營業利益率	3.75	4.29	3.61	3.60	0.1	0.7
稅後淨利率	2.97	3.41	2.92	2.97	0.0	0.4

資料來源：國票投顧

中磊未來 12 個月 P/E 區間



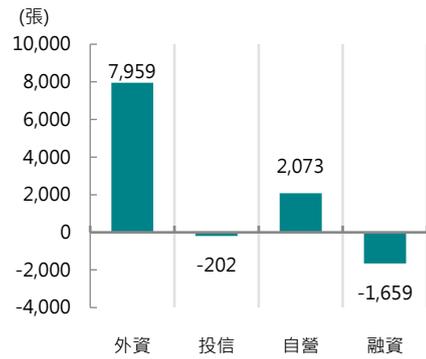
資料來源：國票投顧

中磊未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
渣打羅伯科技	5.60
台灣人壽保險(股)黃思國	4.70
允傳投資(股)	4.53
富邦人壽保險(股)蔡明興	3.48
匯豐台摩根士	3.44
國泰人壽保險(股)黃調貴	2.17
蘇怡	1.86
渣打梨樹北極	1.69
焯見投資(股)	1.62
怡和財務顧(股)	1.42

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
焯見投資(股)王焯	董事長	1.62
怡和財務顧(股)王伯元	董事	1.42
允周投資(股)朱正光	董事	1.19
萊邦投資股份(股)林斌	董事/總經理	0.71
STEVEN K.CHE	獨立董事	0
史欽泰	獨立董事	0
鄒開蓮	獨立董事	0

資料來源：TEJ

5388 中磊 永續發展概況

CMoney ESG Rating

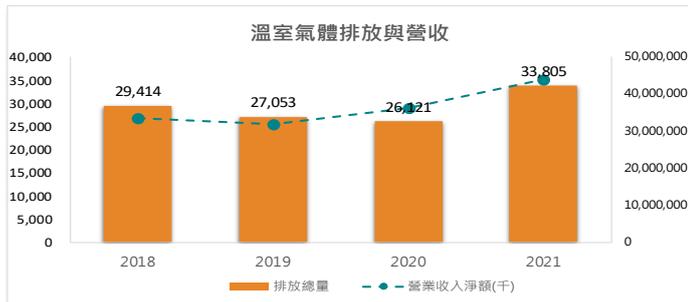
落後					平均					領先				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	評鑑年季：2023Q1				
E(環境保護)			S(社會責任)			G(公司治理)			永續報告書連結					
5			6			4			https://www.sercomm.com/images/uploads/files/CSR-reports/2021CSR_CN.pdf					
產業類別		產業樣本數		ESG評等產業排名		TCFD報告書簽署		TCFD報告書連結						
電子-通信網路		92		28		是		https://www.fvusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html						

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加29.42%，營收增加21.62%

年度	排放總量(公噸)	溫室氣體盤查數據	
		範疇一	範疇二
2021	33,805	312	33,493
2020	26,121	387	25,735
2019	27,053	373	26,679
2018	29,414	419	28,995

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加9.15%，營收增加21.62%

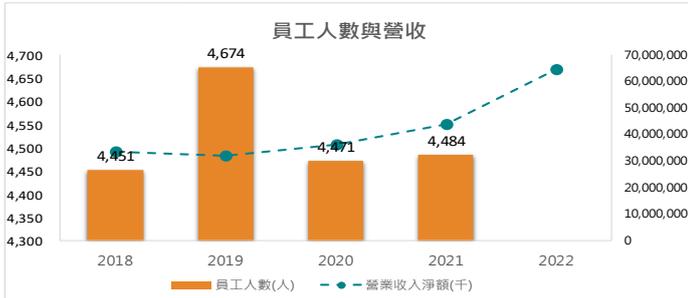
年度	用水總量(公噸)	企業用水量盤查數據	
		回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	235,053	-	-
2020	215,351	-	-
2019	193,511	-	-
2018	未揭露	-	-

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的污水總量

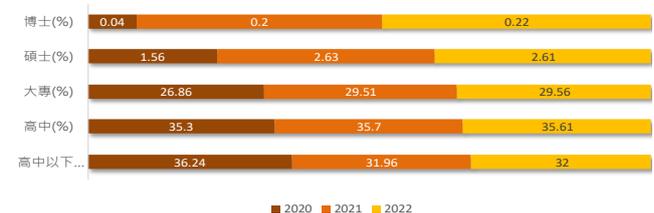
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



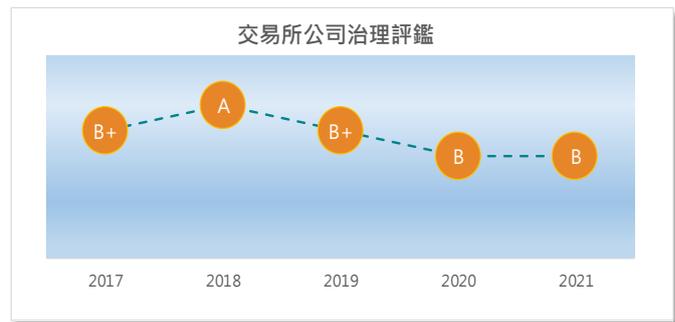
公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	36%至50%	B	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	36%至50%	B	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	21%至35%	B+	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	6%至20%	A	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	21%至35%	B+	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

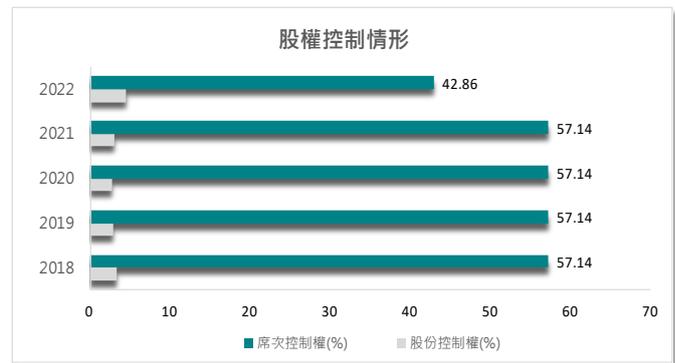


企業功能委員會

功能委員會	
審計委員會(非強制設置)	審計委員會(強制設置) ★
提名委員會 ★	資訊安全委員會
公司治理委員會	永續發展委員會
薪資報酬委員會 ★	誠信經營委員會
風險管理委員會 ★	策略委員會

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制



企業裁罰資訊

2022/12/16	違反法條： 違反重大訊息之查證暨公開處理程序條款4條1項20款	違反內容： 中磊公司之子公司SERCOMMPhilippinesInc.111年6月28日向關係人REFINEMENTPROPERTYHOLDINGINC.取得使用權資產乙案，經查符合本公司「對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」第4條第1項第20款情事，惟中磊公司遲至111年12月14日16時26分始代為輸入公開資訊觀測站重大訊息畫面。
2022/4/1	違反法條： 廢棄物清理專責技術人員管理辦法第3條第1項、廢棄物清理法第28條第2項	違反內容： 該公司所屬竹南廠依廢棄物清理法第28條第2項設置廢棄物清理專業技術人員吳○○，惟○○有兼任職業安全衛生管理辦法所規範之職業安全衛生業務主管及管理人員情事。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22	FY23F
營業收入	12,674	15,216	18,277	18,407	16,051	16,549	17,558	18,652	43,900	64,574	68,810
營業毛利	1,642	2,006	2,423	2,548	2,201	2,310	2,479	2,650	5,668	8,619	9,640
營業費用	1,266	1,442	1,735	1,758	1,618	1,627	1,682	1,759	4,615	6,195	6,686
營業利益	375	565	688	790	583	683	797	892	1,053	2,418	2,955
稅前淨利	381	547	638	743	567	668	782	876	1,026	2,309	2,893
本期淨利(NI)	323	445	527	613	459	541	633	710	862	1,909	2,343
淨利歸屬於_母公司業主	326	452	528	613	459	541	633	710	861	1,919	2,343
淨利歸屬於_非控制利益	(3)	(7)	(1)	0	0	0	0	0	1	(11)	0
每股盈餘_本期淨利	1.29	1.75	2.06	2.39	1.79	2.11	2.47	2.77	3.41	7.51	9.14
稀釋每股盈餘_母公司淨利	1.20	1.67	1.94	2.26	1.69	1.99	2.33	2.61	3.17	7.07	8.63
QoQ(%)											
營收淨額	(3.96)	20.05	20.12	0.71	(12.80)	3.10	6.10	6.23			
銷貨毛利	(0.02)	22.19	20.76	5.19	(13.64)	4.98	7.32	6.91			
營業利益	(16.64)	50.36	21.83	14.81	(26.22)	17.30	16.63	11.85			
稅後純益_母公司淨利	(12.64)	38.59	16.65	16.17	(25.06)	17.77	17.02	12.08			
YoY(%)											
營收淨額	32.05	52.09	64.66	39.47	26.64	8.76	(3.93)	1.33	21.62	47.09	6.56
銷貨毛利	28.75	55.00	66.32	55.18	34.03	15.16	2.34	4.01	4.22	52.05	11.85
營業利益	115.25	190.03	194.41	75.32	55.18	21.06	15.89	12.89	(10.61)	130.18	21.89
稅後純益_母公司淨利	134.12	174.00	188.26	64.06	40.75	19.61	19.99	15.76	(5.08)	122.88	22.08
各項比率											
營業毛利率	12.95	13.18	13.26	13.84	13.71	13.96	14.12	14.21	12.91	13.35	14.01
營業利益率	2.96	3.71	3.76	4.29	3.63	4.13	4.54	4.78	2.40	3.75	4.29
稅前淨利率	3.01	3.60	3.49	4.04	3.53	4.04	4.45	4.70	2.34	3.58	4.20
稅後淨利率	2.58	2.97	2.89	3.33	2.86	3.27	3.61	3.80	1.96	2.97	3.41

資料來源：TEJ、國票投顧

財務狀況表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
現金及約當現金	5,473	8,023	13,718
流動金融資產	216	142	142
應收款項	7,443	11,457	10,565
存貨	14,215	16,844	17,962
其他流動資產	599	888	715
流動資產	27,944	37,378	43,121
非流動金融資產	24	32	32
採用權益法之投資	4	8	8
不動產、廠房與設備	4,385	4,928	5,497
投資性不動產	1	2	0
其他非流動資產	2,181	1,370	830
資產總計	34,394	44,276	49,481
短期借款	2,656	1,640	3,195
流動金融負債	0	132	0
應付款項	16,935	22,832	4,540
其他流動負債	902	1,308	960
流動負債	20,754	26,671	8,695
非流動金融負債	0	0	0
應付公司債	3,700	6,524	9,554
長期借款	1,328	687	807
其他非流動負債	350	383	19,508
負債總計	26,151	34,474	38,564
股本	2,524	2,588	2,588
資本公積	2,270	2,707	2,707
保留盈餘	4,124	5,381	6,483
其他權益	(670)	(653)	(653)
庫藏股	0	207	207
非控制權益	(4)	(14)	0
股東權益	8,244	9,801	10,917

資料來源：TEJ、國票投顧

現金流量表

百萬元	FY21	FY22	FY23F
本期稅前淨利(淨損)	1,026	2,309	2,893
折舊攤提	684	717	683
採權益法之關聯企業及合資損益之份額	0	(3)	(3)
收取之利息	(26)	(53)	(46)
收取之股利	0	0	28
營運資金增減	(5,197)	(908)	(850)
支付之利息	(78)	(149)	(196)
支付之所得稅	(170)	(361)	(550)
其他	831	1,697	1,728
來自營運之現金流量	(2,780)	3,427	3,871
資本支出	(885)	(758)	(1,250)
長投增減	0	0	0
短投增減	1	49	0
收取之利息	0	0	0
收取之股利	11	15	11
其他	(304)	(333)	(380)
來自投資之現金流量	(1,176)	(1,027)	(1,619)
自由現金流量	(3,956)	2,400	2,252
借款增(減)	2,240	(1,692)	1,675
股利發放	(650)	(606)	(1,242)
發行公司債	0	3,030	3,030
償還公司債	0	0	0
現金增資	0	0	0
其他	652	(666)	(20)
來自融資之現金流量	2,242	67	3,443
匯率調整	(31)	83	(2)
本期產生之現金流量	(1,745)	2,549	5,693
期末現金及約當現金	5,474	8,025	13,718

資料來源：TEJ、國票投顧

中磊歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	56

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% · 且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣 · 可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣 · 宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 · 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容 · 係研究人員就其專業能力之善意分析 · 負責之研究人員 (或者負責參與的研究人員) 確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員 · 國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業 (以下簡稱 國票金控集團) 從事廣泛金融業務 · 包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工 · 可能會投資本報告所涵蓋之標的公司 · 且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外 · 國票金控集團於法令許可的範圍內 · 亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略 · 然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質 · 僅供集團內部同仁及特定客戶參考 · 不保證其完整性及精確性 · 且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估 · 係取自本公司相信為可靠之資料來源 · 且為特定日期所為之判斷 · 有其時效性 · 爾後若有變更 · 本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險 · 並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有 · 非經本公司同意 · 禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。