

**投資評等**      **買進**

**目標價位**      **94 元**

## 中磊(5388)

2021 年展望樂觀，各產品線營收有望達雙位數成長

個股基本資料：

個股摘要		5388 中磊	
收盤價	80.5	電子中游-网通	
近一年低點	56.8	成立日期	1992/7/29
近一年高點	86.2	股息(元)	3.02
日成交量(張)	797	殖利率(%)	3.76
20日均量(張)	1,941	扣抵稅率(%)	0.00
日週轉率(%)	0.32	董監持股(%)	5.10
資本額(億)	24.9	外資持股(%)	26.23
總市值(億)	200.5	投信持股(%)	0.93
成交值(百萬)	64.4	自營持股(%)	0.02

財務數據(百萬)		5388 中磊				
項目/季度	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	
營業收入	6,802	9,254	9,879	10,507	36,441	
營業毛利	975	1,373	1,530	1,638	5,515	
營業利益	108	287	409	457	1,262	
稅後淨利	87	241	328	371	1,027	
每股盈餘	0.35	0.97	1.32	1.49	4.12	
毛利率(%)	14.3	14.8	15.5	15.6	15.1	
營益率(%)	1.6	3.1	4.1	4.4	3.5	
淨利率(%)	1.3	2.6	3.3	3.5	2.8	
項目/季度	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	
營業收入	9,194	10,451	11,416	12,064	43,125	
營業毛利	1,361	1,625	1,802	1,919	6,706	
營業利益	207	425	507	575	1,714	
稅後淨利	165	339	405	465	1,373	
每股盈餘	0.66	1.36	1.63	1.87	5.51	
毛利率(%)	14.8	15.5	15.8	15.9	15.6	
營益率(%)	2.2	4.1	4.4	4.8	4.0	
淨利率(%)	1.8	3.2	3.5	3.9	3.2	



資料來源：Cmoney

### 股價評價基礎：

2021 年四大產品線展望樂觀，直供策略持續發酵，且中磊於全球佈局完整，加上 5G 產品及 Cable Modem 新訂單貢獻，預估 2021 年營收 431.3 億，毛利率 15.6%，稅後 EPS 5.51 元，給予**買進**投資評等，目標價 94 元(17.1 X 2021 EPS)。

### 營運近況重點摘要：

中磊(5388)為國內网通 CPE 代工廠，主要市場為歐美地區，2019 年佔比重約 77.6%。近年轉型為直供(Direct Account)代工品予電信客戶，2019 年占比超過 80%，2020 年有望達 90%，其餘客戶為設備及通路商。2Q20 營收占比：Home Gateway (Cable Modem、FTTx、xDSL) 19%、Fixed Mobile (IAD、Small Cell) 44%、Enterprise (Router、AP) 21%、IoT (IP Cam、Sensor 模組) 17%。

### 2Q20 受惠歐美電信、新興市場客戶訂單強勁，營收獲利皆回溫

2Q20 營收 92.5 億元，+36.0% QoQ，+38.1% YoY，中國 PON 需求飽和且公司持續降低標準品比重，2Q20 毛利偏低的 Home Gateway 占比下降至 18.6%，有利產品組合轉佳；Fixed Mobile 則受惠全球電信運營商拉貨力道強勁，已開發國家的頻寬升級趨勢不受疫情影響；IOT 受疫情影響，訂單狀況略低於公司預期，然營收仍維持雙位數年增；Wi-Fi 6 AP 受惠居家辦公、VPN 需求增加而逆勢成長。產能調度及時、訂單回溫，2Q20 獲利符合營運目標，毛利率 14.8%，季增 0.5 個百分點，主要是稼動率回溫，營益率 3.1%，稅後 EPS 0.97 元。

### 3Q20 需求不減，產品組合有利毛利走升，樂觀氣氛延續至 4Q20

公司對於 2H20 展望樂觀，3Q20 有望延續 2Q20 動能，且仍有遞延訂單仍待出貨，加上菲律賓廠產能利用率回升，預估 3Q20 營收 98.8 億元，+6.8% QoQ，+9.0 YoY，毛利率達 15.5%，季增 0.7 個百分點，主要是營收規模放擴張，營益率 4.1%，稅後 EPS 1.32 元。4Q20 則受惠北美 Cable Modem 新客戶、新產品出貨，訂單能見度已經到年底，2020 年營收應可達雙位數成長。

### 2021 年展望明確，各產品線呈現雙位數成長，5G 產品將有顯著貢獻

台新投顧樂觀看待中磊營運，主因：1)企業級 Wi-Fi 6 AP 具升級需求，Gartner 預估 2021 年企業/小型商業用戶之滲透率分別提升至 57.4%/31.2%，公司將是趨勢下的主要受惠者；2) 5G 相關產品為長線動能，O-RAN、虛擬化、集中化架構有利白牌供應鏈切入，客戶皆為電信新進業者，如樂天，且 Small Cell 毛利優於公司平均，目前已小量出貨 LTE 產品，透過需軟體升級與更換 Radio Head 即可提供 5G 服務，預計 2021 年 5G Small Cell 及 CPE 將有顯著貢獻；3)新興市場佔營收比重提升，目前南亞、東南亞等地的 Fiber ONU 滲透率仍有相當龐大的成長空間；4)北美 Cable Modem 有新訂單挹注，未來亦會推出支援上下行 10Ghz 的 DOCSIS 4.0 產品，有望帶動 Home Gateway 營收重返年成長。

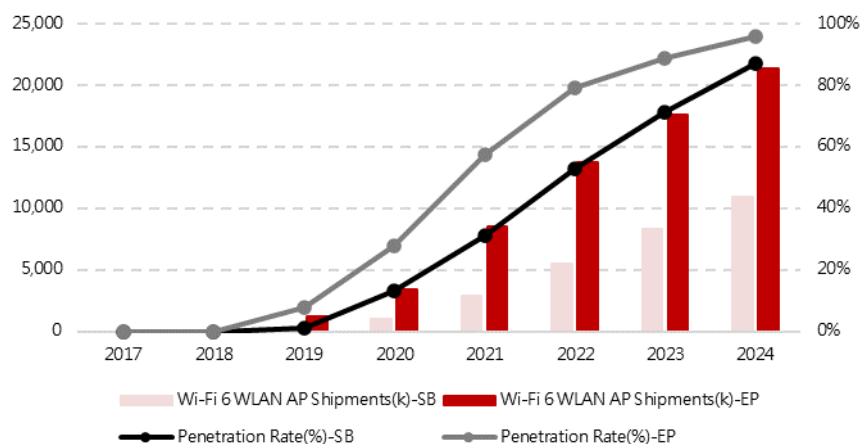
劉家豪

LED、面板、网通、被動元件

[S1090019@tss-c.com.tw](mailto:S1090019@tss-c.com.tw)

台新投顧預估 2020 年營收 364.4 億元，+14.6% YoY，毛利率 15.1%，年減 0.9 個百分點，主要是量大且毛利率差的 PON、Cable Modem 出貨增加以及疫情影響，營益率 3.5%，稅後 EPS 4.12 元。隨著企業級 Wi-Fi 6 滲透率增加、5G Small Cell 及 CPE 產品放量、Cable Modem 新品出貨予新客戶，2021 年營收、毛利雙成長，預估營收 431.3 億元，+18.3% YoY，毛利率 15.6%，年增個 0.5 百分點，受惠於營收規模擴增、產品組合改善，營益率 4.0%，稅後 EPS 5.51 元。

圖一：Enterprise Wi-Fi 6 WLAN AP 滲透率及出貨量預估



資料來源：Gartner，台新投顧整理及預估(2020/08)

圖二：中磊各產品線營收及成長率預估

Revenue(mn)	2018	2019	2020E	2021E	2020 YoY	2021 YoY
Home Gateway	13,020	9,252	7,849	9,282	-15.2%	18.2%
Enterprise	4,674	5,437	7,065	8,590	30.0%	21.6%
IoT	4,006	5,767	6,193	6,841	7.4%	10.5%
Fixed Mobile	11,685	11,430	15,328	18,412	34.1%	20.1%
<b>Total</b>	<b>33,385</b>	<b>31,886</b>	<b>36,436</b>	<b>43,125</b>	<b>14.3%</b>	<b>18.4%</b>
Breakdown(%)	2018	2019	2020E	2021E		
Home Gateway	39%	29%	22%	22%		
Enterprise	14%	17%	19%	20%		
IoT	12%	18%	17%	16%		
Fixed Mobile	35%	36%	42%	43%		
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>		

資料來源：公司，台新投顧整理及預估(2020/08)

**表一、損益表**

單位：NT\$ mn	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
營業收入	6,802	9,254	9,879	10,507	9,194	10,451	11,416	12,064	31,797	36,441	43,125
營業毛利	975	1,373	1,530	1,638	1,361	1,625	1,802	1,919	5,079	5,515	6,706
營業費用	867	1,086	1,121	1,181	1,154	1,199	1,295	1,344	4,092	4,254	4,992
營業利益	108	287	409	457	207	425	507	575	987	1,262	1,714
業外收支	-4	14	-3	2	-1	-3	-3	3	291	10	-3
稅前淨利	104	301	406	460	206	423	504	578	1,278	1,271	1,711
所得稅	16	59	77	87	40	82	98	113	243	240	334
非控制權益-稅後淨利	1	1	1	1	166	340	406	466	2	4	1,377
母公司業主-稅後淨利	87	241	328	371	165	339	405	465	1,033	1,027	1,373
普通股股本	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491	2,491
EPS(元)	0.35	0.97	1.32	1.49	0.66	1.36	1.63	1.87	4.16	4.12	5.51
<b>財務比率(%)</b>											
毛利率	14.3	14.8	15.5	15.6	14.8	15.5	15.8	15.9	16.0	15.1	15.6
費用率	12.7	11.7	11.3	11.2	12.6	11.5	11.3	11.1	12.9	11.7	11.6
營業率	1.6	3.1	4.1	4.4	2.2	4.1	4.4	4.8	3.1	3.5	4.0
母公司業主-稅後淨利率	1.3	2.6	3.3	3.5	1.8	3.2	3.5	3.9	3.2	2.8	3.2
<b>QoQ(%)</b>											
營收	-28.8	36.0	6.8	6.4	-12.5	13.7	9.2	5.7			
營業利益	-55.5	165.0	42.6	11.8	-54.8	105.7	19.2	13.4			
稅前淨利	-76.1	189.1	34.9	13.1	-55.2	105.2	19.3	14.7			
母公司業主-稅後淨利	-75.4	178.5	36.0	13.2	-55.6	105.8	19.4	14.8			
<b>YoY(%)</b>											
營收	5.0	38.1	9.0	9.9	35.2	12.9	15.6	14.8	-4.8	14.6	18.3
營業利益	-47.6	27.7	31.1	87.8	91.0	48.3	23.9	25.7	9.6	27.8	35.9
稅前淨利	-61.5	38.7	14.6	5.5	97.7	40.3	24.1	25.8	24.0	-0.5	34.6
母公司業主-稅後淨利	-59.0	34.0	13.1	5.5	90.3	40.6	23.4	25.1	27.9	-0.6	33.7

資料來源：CMoney · 台新投顧預估&amp;彙整

**表二：股利政策表**

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
公告基本每股盈餘(元)	1.87	3.29	3.90	4.19	4.21	5.57	6.02	5.38	3.32	4.21
<b>公積及盈餘配股</b>										
公積配股(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈餘配股(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股票股利合計(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>公積及盈餘配息</b>										
公積配息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈餘配息(元)	1.47	2.40	2.73	2.72	2.99	3.85	4.20	3.75	2.50	3.02
現金股利合計(元)	1.47	2.40	2.73	2.72	2.99	3.85	4.20	3.75	2.50	3.02
<b>殖利率及股利發放率</b>										
股票股利發放率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金股利發放率(%)	78.6	72.9	70.0	64.9	71.1	69.2	69.8	69.7	75.2	71.8
股利發放率(%)	78.6	72.9	70.0	64.9	71.1	69.2	69.8	69.7	75.2	71.8
現金股利殖利率(%)	4.0	5.4	6.8	3.7	4.6	5.3	5.2	5.4	3.7	3.5
<b>除權息日期</b>										
股東會日期	2011/6/17	2012/6/27	2013/6/20	2014/6/17	2015/5/28	2016/6/15	2017/6/22	2018/6/5	2019/6/12	2020/6/15
除權日										
除息日	2011/8/4	2012/7/25	2013/7/22	2014/7/16	2015/6/29	2016/7/4	2017/7/19	2018/7/5	2019/7/4	2020/7/9
領股日期										
領息日期	2011/8/25	2012/8/22	2013/8/19	2014/8/13	2015/7/24	2016/7/26	2017/8/15	2018/8/2	2019/8/2	2020/8/5

說明：中磊董事會已通過股利政策為現金股利3.02元；2019年股利將在2020年發放

資料來源：CMoney · 台新投顧彙整

#### 投資定義如下

強力買進：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距+20%以上

買進：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距在+10%~+20%之間

中立：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距在正負 10%之間

賣出：預估未來 1 年內目標價格和收盤價格差距-10%以上

#### 免責宣言說明

##### 免責聲明:

台新證券投資顧問股份有限公司 (02)5589-9558 Fax:(02)3707-6769 地址:台北市仁愛路四段 118 號 16 樓 一百零八金管投顧新字第零壹柒號。本報告所載係根據各項市場資訊, 加以整理、彙集及研究分析。僅供參考, 本公司不保證其正確性及完整性。內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明, 並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示, 投資人如參考本報告進行相關投資或交易, 應自行承擔所有損益, 本公司不負任何法律責任。此外, 非經本公司同意, 不得將本報告內容之部份或全部加以複製、轉載或散布。