法說會重點摘要

合勤控

(3704 TT, NT$37.25, 未評等)

重點摘要

1. 合勤控 3Q26 合併營收 77.53 億元，QoQ-11.4%、YoY+20.8%，季減主因運營商面對記憶體大幅漲價、重新評估資本支出而自 3Q26 起放緩拉貨；毛利率 25.5%，QoQ+1.8ppts、YoY-4.3ppts，季增來自產品組合，年減則受記憶體等材料漲價影響；稅後淨利 4.69 億元，QoQ-8.6%、YoY-15.5%，EPS 1.15 元。
2. 公司表示 4Q26 寬頻產品扣除少數大型運營商拉貨放緩後，Tier 2/3 客戶需求仍在增加，仍有季增機會，國防標案亦將有營收入帳。
3. 2027 年成長動能來自深化一級電信商合作、拓展南亞/南美/東南亞/紐澳市場及國防業務；產品端已進入大型電信商 Wi-Fi 8 專案名單，預計 2027 年出貨；越南製造基地已進入試產，2027 年正式加入產能。

結論

我們認為合勤控 3Q26 營收季減主因運營商因記憶體漲價放緩拉貨，而非終端需求真正轉弱，後續驗證點為 4Q26 寬頻拉貨回溫幅度、記憶體成本轉嫁能力；中長期則觀察 Wi-Fi 8 與 50G PON 專案 2027 年出貨進度、越南產能開出，以及國防業務的成長延續性。

3Q26 營運成果

- 3Q26 合併營收 77.53 億元，QoQ-11.4%、YoY+20.8%，季減主因客戶產品需求放緩，年增則來自今年客戶對產品需求增加
- 毛利率 25.5%，QoQ+1.8ppts，主要為產品組合貢獻，YoY-4.3ppts，主因記憶體等材料成本漲價及產品銷售組合影響
- 營業費用 14.06 億元，較 3Q25 的 14.34 億元略減、較 2Q26 的 13.67 億元增加，公司表示目前每季費用規模約 14 億元，費用管控為維持獲利能力與長期競爭力的核心政策之一
- 營業利益 5.72 億元，QoQ-19.1%、YoY+18.7%，營業利益率 7.4%
- 稅後淨利 4.69 億元，QoQ-8.6%、YoY-15.5%，EPS 1.15 元

產品與區域營收組合

- 3Q26 產品營收比重為寬頻產品 74%、企業網通產品 14%、其他產品 12%
  - 寬頻設備營收約 57.15 億元，YoY+15%、QoQ-20%
  - 企業網通營收約 11.08 億元，YoY+26%，主要受客戶需求持續升溫

凱基投顧

涂憶君
886.2.2181.8742
Esther.IC.tu@kgi.com

徐雋翔
886.2.2181.8745
kenny.ch.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

- 其他產品(以國防為主)營收約 9.3 億元，QoQ+83%，主要來自客戶需求回溫

- 3Q26 區域營收比重為歐洲 47%、美洲 14%、新興市場與亞太 39%
  - 歐洲營收 36.47 億元，YoY+3%、QoQ+8%
  - 美洲營收 10.74 億元，YoY+5%、QoQ-2%
  - 新興市場與亞太營收 30.32 億元，YoY+65%，為年增主要來源

電信營運商產品與技術布局

- 公司已進入大型電信商 Wi-Fi 8 專案名單，正配合客戶測試，預期 2027 年出貨
- 公司整合局端光纖 OLT、雲端軟體及對應終端產品，已完成 50G PON 混合模式產品開發，並已有歐洲客戶指定採用、合作開發
  - 歐洲正進行光纖替換，公司產品組合完整，可承接升級需求
  - 相同技術亦可應用於資料中心管理介面，公司正開拓該市場
- 無人機通訊模組已開始小量出貨

企業網通與訂閱服務

- 公司觀察 2026-2027 年 SMB 企業網路將出現升級需求：Wi-Fi 7 於 2026 年已在企業網路大量普及，公司將於 2027 年發表企業級 Wi-Fi 8 產品
  - Wi-Fi 8 可望帶動 2.5G／5G／10G 高速及高功率 PoE 接取交換機需求
  - 企業網路更新亦將帶動下一世代 UTM 資安防火牆換機
- 公司自評為少數可提供資安防火牆、有線交換機到無線網路整體方案的台灣業者
- 訂閱制軟體授權服務每年皆有高雙位數成長，為公司持續發展的目標

2027 年展望

- 成長面：深化一級電信商合作；持續拓展南亞、南美、東南亞及紐澳市場；持續深耕國防市場
- 營運韌性：越南製造基地已於 2026 年啓動、目前試產，2027 年正式加入產能，可提升產能配置彈性、降低地緣政治風險並強化歐美市場競爭力；同時強化供應商與物料管控
- 獲利面：以優化產品組合與控制成本結構確保利潤率；Wi-Fi 8 與 50G PON 新世代產品正與全球客戶測試，雲端管理與資安服務則拓展訂閱收入

QA

- 3Q26 營收季減的原因？客戶放緩拉貨是否延續至 4Q26？
  - 2Q26 營收顯著成長，但記憶體成本漲幅大於客戶與製造商原先預期，公司須與客戶協商漲價，運營商因而重新考慮資本支出與市場布建，自 3Q26 起放緩拉貨
  - 4Q26 寬頻產品扣除幾家大型運營商拉貨放緩，Tier 2/3 客戶需求仍在增加，仍有季增機會
- 國防標案是否會有營收入帳？
  - 會有營收入帳
- 2027 年寬頻與企業網通何者成長較高？
  - 兩條產品線 2027 年均以持續成長規劃，公司未區分成長高低
- 南亞客戶標案能否更上一層樓？還有哪些區域帶動成長？
  - 南亞不會只針對單一客戶或單一產品，將開發更多客戶與產品線以提升市占與營收
  - 2027 年南美、東南亞及紐澳為主要成長動能
- 半導體零組件備料期間多長？
  - 非常長；受半導體產能排擠，主動、被動元件與記憶體交期都很長，公司須提高安全庫存，使存貨金額相對提升
- 3Q26 是否以高成本記憶體生產？
  - 存貨提升屬計畫性策略備料，用以控制記憶體成本、提升標案競爭力
  - 各大運營商對記憶體持續漲價已超出可承受範圍，公司將視客戶對成本的反應調整
- 主要生產基地？
  - 目前主要生產基地在中國無錫
- 其他類產品的組成？是否全為國防業務？
  - 公司表示營運成長是全面性的，並非單一來自國防
  - 國防占其他類大部分但非全部；國防絕大部分為內銷，最大客戶為中科院
  - 國防技術涵蓋通訊(保密通訊)、雷達(搜索與追蹤)及電子戰(干擾與反干擾)三類，公司已投入約 20 年，從樣品測試到量產常需十幾年
- 國防產品外銷狀況？
  - 歐洲尚未外銷，目前僅小部分外銷中東、尚未放量，成長主要來自國內

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	**定義**
增加持股(OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有(N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股(U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等(NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等(R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

*總報酬= (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為凱基金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。