

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

眾達-KY

(4977.TW/4977 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 April 25 (NT\$)	106.5
12 個月目標價 (NT\$)	135.0
前次目標價 (NT\$)	135.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	26.8

焦點內容

我們雖看好眾達-KY 將於 2023 年持續受惠 400GbE 光收發模組成長趨勢，但在實際訂單(非客戶預估需求)能見度隨缺料解決而恢復至正常約 3-6 個月水準，且近期大型資料中心業者對 2H23 需求雜音再現之下，並未對 2H23 出貨量預估進行調整。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	8.54 / 278.2
流通在外股數 (百萬股)：	80.19
外資持有股數 (百萬股)：	35.93
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.57
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	75.00–128.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-4.5	14.1	32.3
相對表現 (%)	-7.4	-7.3	39.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.71A	1.52A	0.78A	0.87A
2022	0.63A	0.61A	2.02A	2.94A
2023	2.52F	1.82F	2.13F	2.43F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

劉宇程
886.2.2181.8727
lucas.liu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

1Q23 優於預期，審慎面對潛在風險

重要訊息

眾達-KY 公告 1Q23 每股盈餘 2.52 元，優於凱基預估與市場共識。

評論及分析

1Q23 每股盈餘優於預期。1Q23 營收為 7.79 億元，季減 15.0%，年增 43.3%，符合凱基預估與市場共識。而因儲存網 16GbFC 以下規格之舊產品持續停產(EOL)，在產能受到影響之下導致毛利率由 4Q22 之 31.3%減少 3.3 個百分點至 28.0%，總計營業利益為 1.63 億元，略優於凱基預估與市場共識。業外收益約 4,600 萬元則主要受惠於 1Q23 金融商品評價利益回沖，總計每股盈餘為 2.52 元，優於凱基預估與市場共識。

預期 2Q23 將持續成長。我們維持先前看法，預期在工作天數增加之下，眾達-KY 2Q23 營收將較 1Q23 季增 5.9%，年增 19.8%至 8.26 億元。而儘管 400GbE 持續成長，但因產能利用率不足，毛利率將與 1Q23 近似。我們依 1Q23 財報結果調整 2Q23 每股盈餘預估至 1.82 元。

存糧過冬並嚴正以對 2H23。公司董事會通過配發現金股利 2.5 元，低於以往約 90%之配發率，主因考量未來擴充之可能。我們雖看好眾達-KY 將於 2023 年持續受惠 400GbE 光收發模組成長趨勢，但在實際訂單(非客戶預估需求)能見度隨缺料解決而恢復至正常約 3-6 個月水準，且近期大型資料中心業者對 2H23 需求雜音再現之下，並未對 2H23 出貨量預估進行調整，依據 1Q23 毛利率修正後之 2023 年每股盈餘預估為 8.89 元。

投資建議

我們維持眾達-KY「增加持股」評等與目標價 135 元，基於 2023 年每股盈餘預估與 15 倍本益比換算得出。

投資風險

資料中心需求不如預期；5G 建置放緩；新廠量產時程遞延。

主要財務數據及估值

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
營業收入 (NT\$百萬)	2,534	3,339	2,549	2,969	3,390
營業毛利 (NT\$百萬)	607	770	515	848	996
營業利益 (NT\$百萬)	356	369	219	584	736
稅後淨利 (NT\$百萬)	267	551	266	424	707
每股盈餘 (NT\$)	4.22	8.02	3.88	6.20	8.89
每股現金股利 (NT\$)	3.50	5.90	3.20	2.50	8.00
每股盈餘成長率 (%)	(6.3)	90.0	(51.6)	59.9	43.4
本益比 (x)	25.2	13.3	27.4	17.2	12.0
股價淨值比 (x)	3.3	2.8	3.0	2.3	2.3
EV/EBITDA (x)	12.3	12.9	16.7	6.9	5.1
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	3.3	5.5	3.0	2.3	7.5
股東權益報酬率 (%)	13.9	22.9	10.6	14.0	19.3

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：1Q23 財報與 2Q23 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	1Q23							2Q23F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	779	789	(1.2)	(15.0)	43.3	786	(0.8)	826	826	0.0	5.9	19.8	830	(0.6)
毛利	218	208	5.1	(23.9)	84.4	214	1.9	236	220	7.2	8.3	24.8	232	1.8
營業利益	163	153	6.6	(24.4)	137.0	155	4.9	170	154	10.3	4.7	36.1	161	6.1
稅前淨利	209	182	15.1	(3.9)	357.9	171	22.1	161	185	(13.0)	(23.0)	237.1	175	(8.0)
稅後淨利	200	164	22.5	(0.5)	368.5	160	25.0	145	167	(13.0)	(27.7)	245.1	162	(10.8)
每股盈餘(元)	2.52	2.08	21.1	(14.4)	302.2	2.03	24.3	1.82	2.12	(14.1)	(27.7)	196.3	2.06	(11.4)
毛利率(%)	28.0	26.3	1.7 ppts	(3.3)ppts	6.2 ppts	27.3	0.7 ppts	28.6	26.7	1.9 ppts	0.6 ppts	1.1 ppts	28.0	0.7 ppts
營業利益率(%)	20.9	19.3	1.5 ppts	(2.6)ppts	8.3 ppts	19.7	1.1 ppts	20.6	18.7	1.9 ppts	(0.2)ppts	2.5 ppts	19.3	1.3 ppts
稅後淨利率(%)	25.7	20.7	5.0 ppts	3.7 ppts	17.8 ppts	20.4	5.3 ppts	17.5	20.2	(2.6)ppts	(8.2)ppts	11.5 ppts	19.6	(2.0)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2023 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2023F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,390	3,399	(0.3)	14.2	3,336	1.6
毛利	996	993	0.3	17.4	964	3.3
營業利益	736	734	0.3	26.0	706	4.3
稅前淨利	772	783	(1.3)	68.9	742	4.1
稅後淨利	707	704	0.4	66.7	690	2.6
每股盈餘(元)	8.89	8.96	(0.8)	43.4	8.73	1.8
毛利率(%)	29.4	29.2	0.2 ppts	0.8 ppts	28.9	0.5 ppts
營業利益率(%)	21.7	21.6	0.1 ppts	2.0 ppts	21.2	0.6 ppts
稅後淨利率(%)	20.9	20.7	0.1 ppts	6.6 ppts	20.7	0.2 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

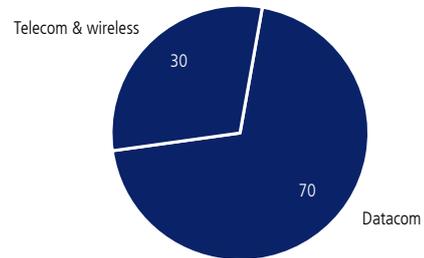
圖 3：公司概況

眾達成立於 2007 年 10 月，為全球關鍵光電傳輸元件量產技術之專業設計與光電製造服務(OEMS：Opto-Electronic Manufacturing Service)之領導廠商，主要產品包含光收發模組(Optical Transceiver)、光纖通道模組(Fiber Channel)、光接收器(TO-Can)與光學次模組零件(OSA：Optical Sub-Assembly)等，廣泛應用於網通、資料中心、電信設備等領域。於台灣新竹、蘇州、馬來西亞檳城具有生產據點，全球員工人數超過 1,000 人。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：產品應用比重

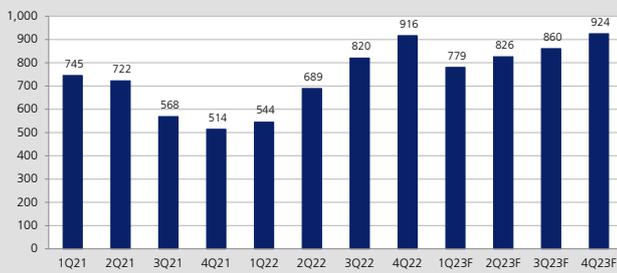
2021 年產品應用比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

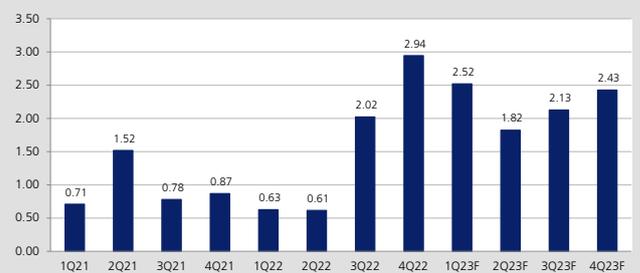
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

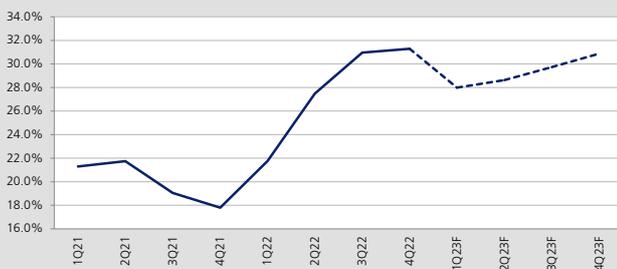
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

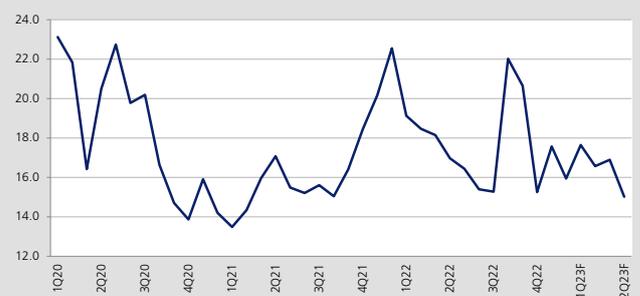
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

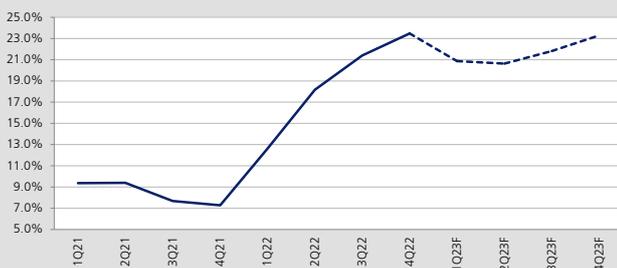
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	544	689	820	916	779	826	860	924	2,549	2,969	3,390
營業成本	(426)	(500)	(566)	(630)	(561)	(589)	(605)	(639)	(2,034)	(2,121)	(2,394)
營業毛利	118	189	254	287	218	236	256	285	515	848	996
營業費用	(50)	(64)	(78)	(72)	(55)	(66)	(68)	(70)	(297)	(264)	(259)
營業利益	69	125	175	215	163	170	188	215	219	584	736
折舊	(34)	(34)	(32)	(31)	(64)	(64)	(64)	(64)	(151)	(130)	(258)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
EBITDA	102	159	208	246	227	235	252	280	370	716	995
利息收入	3	5	5	6	2	2	2	2	7	19	8
投資利益淨額	0	0	1	1	33	(5)	5	5	3	2	38
其他營業外收入	2	1	0	0	6	6	6	6	13	3	24
總營業外收入	5	6	6	7	41	3	13	13	23	24	70
利息費用	(1)	(3)	(2)	(2)	-	-	-	-	(2)	(8)	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(27)	(80)	(33)	(2)	5	(12)	(13)	(14)	31	(142)	(34)
總營業外費用	(28)	(83)	(35)	(4)	5	(12)	(13)	(14)	29	(151)	(34)
稅前純益	46	48	146	218	209	161	188	214	271	457	772
所得稅費用[利益]	(2)	(3)	2	(13)	(6)	(16)	(19)	(21)	2	(17)	(62)
少數股東損益	1	(2)	(6)	0	-	-	-	-	3	(7)	-
非常項目前稅後純益	45	42	142	205	203	145	169	193	275	433	710
非常項目	(2)	(0)	(4)	(3)	(3)	-	-	-	(9)	(9)	(3)
稅後淨利	43	42	138	201	200	145	169	193	266	424	707
每股盈餘 (NT\$)	0.63	0.61	2.02	2.94	2.52	1.82	2.13	2.43	3.88	6.20	8.89
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.8	27.5	31.0	31.3	28.0	28.6	29.7	30.9	20.2	28.6	29.4
營業利益率	12.6	18.2	21.4	23.5	20.9	20.6	21.8	23.3	8.6	19.7	21.7
EBITDA Margin	18.8	23.1	25.4	26.9	29.2	28.5	29.3	30.3	14.5	24.1	29.4
稅前純益率	8.4	6.9	17.8	23.8	26.8	19.5	21.8	23.2	10.6	15.4	22.8
稅後純益率	7.9	6.1	16.8	22.0	25.7	17.5	19.7	20.9	10.4	14.3	20.9
季成長率 (%)											
營業收入	5.9	26.7	19.0	11.8	(15.0)	5.9	4.2	7.4			
營業毛利	29.4	60.0	34.0	13.0	(23.9)	8.3	8.2	11.6			
營業收益增長	83.8	82.4	40.1	22.7	(24.4)	4.7	10.2	14.7			
EBITDA	21.8	55.3	30.8	18.5	(7.7)	3.4	7.4	10.9			
稅前純益	(12.6)	4.5	206.3	48.9	(3.9)	(23.0)	16.7	14.2			
稅後純益	(28.2)	(1.9)	229.0	45.8	(0.5)	(27.7)	16.7	14.2			
年成長率 (%)											
營業收入	(27.0)	(4.6)	44.3	78.4	43.3	19.8	4.9	0.8	(23.7)	16.5	14.2
營業毛利	(25.4)	20.6	134.4	213.6	84.4	24.8	0.8	(0.5)	(33.1)	64.6	17.4
營業收益	(1.6)	84.5	301.8	476.4	137.0	36.1	7.0	0.1	(40.8)	167.3	26.0
EBITDA	(2.5)	52.4	171.1	193.0	122.2	47.8	21.4	13.7	(26.7)	93.4	39.0
稅前純益	(9.8)	(58.4)	176.3	316.3	357.9	237.1	28.4	(1.5)	(42.3)	68.9	68.9
稅後純益	(12.2)	(59.7)	158.3	238.1	368.5	245.1	22.4	(4.2)	(51.7)	59.5	66.7

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
資產總額	2,961	3,287	3,078	4,963	5,532
流動資產	2,083	2,530	2,264	3,919	4,648
現金及短期投資	960	1,336	1,068	2,592	3,151
存貨	594	677	785	929	1,048
應收帳款及票據	228	394	245	363	414
其他流動資產	302	123	167	35	35
非流動資產	877	756	814	1,044	884
長期投資	98	73	220	370	408
固定資產	706	607	532	484	286
什項資產	74	76	62	190	190
負債總額	729	618	615	1,242	1,803
流動負債	703	605	603	1,079	1,640
應付帳款及票據	382	459	487	565	426
短期借款	201	-	-	-	-
什項負債	119	146	116	514	1,213
長期負債	26	13	12	163	163
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	2	4	2	15	15
股東權益總額	2,232	2,669	2,463	3,721	3,729
普通股股本	680	687	687	787	787
保留盈餘	301	572	324	471	480
少數股東權益	32	59	53	65	65
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
年成長率					
營業收入	31.2%	31.8%	(23.7%)	16.5%	14.2%
營業收益增長	40.5%	3.7%	(40.8%)	167.3%	26.0%
EBITDA	37.6%	5.5%	(26.7%)	93.4%	39.0%
稅後純益	1.1%	106.3%	(51.7%)	59.5%	66.7%
每股盈餘成長率	(6.3%)	90.0%	(51.6%)	59.9%	43.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	24.0%	23.1%	20.2%	28.6%	29.4%
營業利益率	14.1%	11.1%	8.6%	19.7%	21.7%
EBITDA Margin	18.9%	15.1%	14.5%	24.1%	29.4%
稅後純益率	10.5%	16.5%	10.4%	14.3%	20.9%
平均資產報酬率	10.0%	17.6%	8.4%	10.6%	13.5%
股東權益報酬率	13.9%	22.9%	10.6%	14.0%	19.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	16.4	100.4	122.5	55.0	
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	49.0	(5.3)	251.7	117.8	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	4.2	(5.3)	251.7	117.8	
流動比率 (x)	3.0	4.2	3.8	3.6	2.8
速動比率 (x)	2.1	3.1	2.5	2.8	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	(717)	(737)	(616)	(1,976)	(2,534)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.22	8.02	3.88	6.20	8.89
每股現金盈餘 (NT\$)	14.53	(0.36)	8.18	14.59	7.78
每股淨值 (NT\$)	32.34	38.00	35.08	46.46	46.57
調整後每股淨值 (NT\$)	34.78	38.01	35.15	53.45	46.08
每股營收 (NT\$)	40.06	48.63	37.18	43.41	42.62
EBITDA/Share (NT\$)	7.57	7.35	5.40	10.46	12.51
每股現金股利 (NT\$)	3.50	5.90	3.20	2.50	8.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.95	1.07	0.80	0.74	0.65
應收帳款周轉天數	32.8	43.2	35.1	44.6	44.6
存貨周轉天數	112.5	96.5	140.8	159.8	159.8
應付帳款周轉天數	72.4	65.4	87.5	97.2	65.0
現金轉換周轉天數	72.8	74.3	88.5	107.2	139.4

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
營業收入	2,534	3,339	2,549	2,969	3,390
營業成本	(1,927)	(2,569)	(2,034)	(2,121)	(2,394)
營業毛利	607	770	515	848	996
營業費用	(251)	(401)	(297)	(264)	(259)
營業利益	356	369	219	584	736
總營業外收入	25	41	23	24	70
利息收入	7	8	7	19	8
投資利益淨額	0	1	3	2	38
其他營業外收入	18	32	13	3	24
總營業外費用	(93)	60	29	(151)	(34)
利息費用	(19)	(5)	(2)	(8)	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(74)	64	31	(142)	(34)
稅前純益	289	470	271	457	772
所得稅費用[利益]	(9)	(19)	2	(17)	(62)
少數股東損益	19	12	3	(7)	-
非常項目	(32)	88	(9)	(9)	(3)
稅後淨利	267	551	266	424	707
EBITDA	479	505	370	716	995
每股盈餘 (NT\$)	4.22	8.02	3.88	6.20	8.89

現金流量

NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
營運活動之現金流量	919	(25)	561	998	619
本期純益	267	551	266	424	707
折舊及攤提	122	136	151	131	259
本期運用資金變動	336	(203)	54	(36)	(309)
其他營業資產及負債變動	194	(508)	90	479	(38)
投資活動之現金流量	(214)	197	(216)	(166)	(61)
投資用短期投資出售[新購]	-	(71)	(146)	(144)	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(149)	(181)	(72)	(47)	(60)
其他資產變動	(65)	448	2	24	(1)
自由現金流	655	106	352	609	566
融資活動之現金流量	96	(348)	(465)	717	-
長期借款變動	(75)	(147)	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	325	-	-	930	-
已支付普通股股息	(209)	(240)	(399)	(220)	-
其他融資現金流	(14)	14	(33)	6	-
匯率影響數	(31)	(4)	(1)	(188)	-
本期產生現金流量	771	(181)	(122)	1,360	558

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	9.9%	12.0%	11.6%	8.9%	7.7%
= 營業利益率	14.1%	11.1%	8.6%	19.7%	21.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.1	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.9	2.7	2.2	4.0	22.2
營業利益率	14.1%	11.1%	8.6%	19.7%	21.7%
x 資本周轉率	1.9	2.7	2.2	4.0	22.2
x (1 - 有效現金稅率)	97.1%	96.1%	100.6%	96.3%	91.9%
= 稅後 ROIC	25.7%	28.9%	19.1%	76.0%	443.2%

資料來源：公司資料，凱基預估

眾達-KY – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-03-02	增加持股	135.0	111.5
2022-10-28	增加持股	120.0	86.6
2022-08-23	增加持股	135.0	99.3
2022-05-12	增加持股	96.0	77.0
2022-03-31	增加持股	91.0	80.8
2021-11-12	增加持股	106.0	84.2
2021-08-13	增加持股	105.0	81.9
2021-05-03	增加持股	117.0	108.0
2021-03-02	增加持股	148.0	106.0
2020-11-12	增加持股	186.0	116.0

資料來源：TEJ，凱基

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 Jakarta Selatan 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	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。
未評等 (R)	

*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）為開發金控集團之成員。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，過後若有變更時，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。