



衆達-KY

(4977.TW/4977 TT)

持有・調降

收盤價 July 28 (NT\$)	88.80
12 個月目標價 (NT\$)	76.00
前次目標價 (NT\$)	135.0
調降 (%)	43.7
下跌空間 (%)	14.4

焦點內容

衆達-KY 公告 2Q23 每股盈餘 1.56 元，低於凱基預估。儘管公司短期於資料中心營運動能疲弱，我們認為公司此時進入轉型，開展多重新業務有助其未來鞏固市場地位。

交易資料表

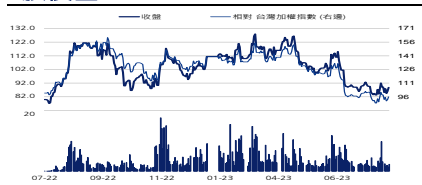
市值：(NT\$bn/US\$m)	7.12 / 229.7
流通在外股數 (百萬股)：	80.19
外資持有股數 (百萬股)：	19.67
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.85
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	77.10-128.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-17	-20.4	11.1
相對表現 (%)	-28	-36.2	-5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.63A	0.61A	2.02A	2.94A
2023	2.52A	1.56F	0.69F	0.75F
2024	0.63F	0.80F	1.02F	1.34F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

施諺樺
886.2.2181.8005
jimmyshih.shih@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

2Q23 低於預期；朝向矽光與 CPO 業務發展

重要訊息

衆達-KY 公告 2Q23 每股盈餘 1.56 元，低於凱基預估。

評論及分析

2Q23 每股盈餘低於預期。2Q23 營收為 5.29 億元，季減 32.1%，年減 23.2%，低於凱基預估，主因高毛利之 100/400GbE 產品需求較為疲弱。產品組合轉差與產能利用率較低拖累毛利率與營益率分別至 6.4%與 4.4%，而業外收入為 0.96 億元則主要受惠金融商品評價利益回沖，總計每股盈餘為 1.56 元，低於凱基預估。

保守看待 2H23 營收展望。由於主要客戶之 100/400GbE 中短距離光收發模組競品皆已進入成熟量產階段，衆達-KY 終端客戶之價格競爭力對應降低，因此對衆達-KY 之下單持續放緩。我們認為衆達-KY 之主要客戶將於 2H23 進一步減少對 100/400GbE 光收發模組之需求，故下調 2023 年營收至 22.5 億元，年減 24.2%，每股盈餘為 5.53 元，年減 10.9%。

持續發展矽光與 CPO 業務。衆達-KY 將投資約 612 萬美元與 Skorpis Technologies, Inc.(美)成立合資公司，並持有公司 51%股權。此公司將發展 (1)人工智慧(AI)、電信及資料中心市場應用之高階矽光子引擎、矽光子光收發模組和「光電共封裝光解決方案」(Co-package optics, CPO)；(2)光達相關系列產品(LiDAR subsystem products)，可用於自駕車、智能家電等相關應用；及(3)醫療和健康感測產品(Medical and Health Sensor products)等。我們認為此長期規劃符合 2022 年增資以發展 CPO 之方向，但短期難見成效。我們預估 2024 年營收將為 20.9 億元，年減 7.1%，每股盈餘為 3.79 元，年減 31.4%。

投資建議

儘管公司短期於資料中心營運動能疲弱，我們認為公司此時進入轉型，開展多重新業務有助其未來鞏固市場地位。將評等調降至「持有」，並調整目標價至 76 元，基於 20 倍 2024 年每股盈餘預估換算得出(先前為 15 倍)。

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-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	3,339	2,549	2,969	2,250	2,091
營業毛利 (NT\$百萬)	770	515	848	384	313
營業利益 (NT\$百萬)	369	219	584	300	279
稅後淨利 (NT\$百萬)	551	266	424	440	302
每股盈餘 (NT\$)	8.02	3.88	6.20	5.53	3.79
每股現金股利 (NT\$)	5.90	3.20	2.50	4.50	2.20
每股盈餘成長率 (%)	90.0	(51.6)	59.9	(10.9)	(31.4)
本益比 (x)	11.1	22.9	14.3	16.1	23.4
股價淨值比 (x)	2.3	2.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	10.5	13.7	5.4	6.9	6.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	6.6	3.6	2.8	5.1	2.5
股東權益報酬率 (%)	22.9	10.6	14.0	11.3	7.1

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2Q23 財報與 3Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	2Q23					3Q23F				
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	529	826	(35.9)	(32.1)	(23.2)	461	860	(46.4)	(12.9)	(43.7)
毛利	34	236	(85.7)	(84.5)	(82.1)	63	256	(75.3)	86.9	(75.1)
營業利益	23	170	(86.3)	(85.7)	(81.4)	54	188	(71.1)	133.2	(69.1)
稅前淨利	119	161	(25.9)	(43.0)	149.8	61	188	(67.3)	(48.6)	(58.0)
稅後淨利	124	145	(14.2)	(38.0)	196.2	55	169	(67.3)	(55.6)	(60.0)
每股盈餘(元)	1.56	1.82	(14.2)	(38.0)	154.1	0.69	2.13	(67.4)	(55.6)	(65.7)
毛利率(%)	6.4	28.6	(22.2)ppts	(21.6)ppts	(16.7)ppts	13.7	29.7	(16.0)ppts	(14.3)ppts	(13.8)ppts
營業利益率(%)	4.4	20.6	(16.2)ppts	(16.5)ppts	(9.4)ppts	11.8	21.8	(10.1)ppts	(9.1)ppts	(6.4)ppts
稅後淨利率(%)	23.5	17.5	5.9 ppts	(2.2)ppts	7.0 ppts	12.0	19.7	(7.7)ppts	(13.7)ppts	5.9 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2023 年財測修正與 2024 年財測暨市場共識比較

百萬元	2023F				2024F	
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	2,250	3,390	(33.6)	(24.2)	2,091	(7.1)
毛利	384	996	(61.4)	(54.7)	313	(18.5)
營業利益	300	736	(59.2)	(48.6)	279	(7.0)
稅前淨利	456	772	(40.9)	(0.2)	335	(26.6)
稅後淨利	440	707	(37.8)	3.7	302	(31.4)
每股盈餘(元)	5.53	8.89	(37.8)	(10.9)	3.79	(31.4)
毛利率(%)	17.1	29.4	(12.3)ppts	(11.5)ppts	15.0	(2.1)ppts
營業利益率(%)	13.3	21.7	(8.4)ppts	(6.3)ppts	13.4	0.0 ppts
稅後淨利率(%)	19.5	20.9	(1.3)ppts	5.3 ppts	14.4	(5.1)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

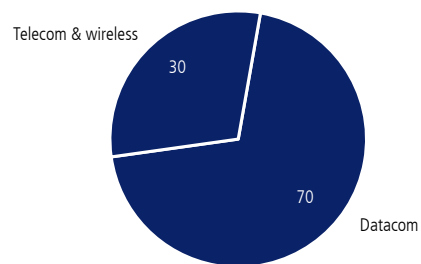
圖 3：公司概況

眾達-KY 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

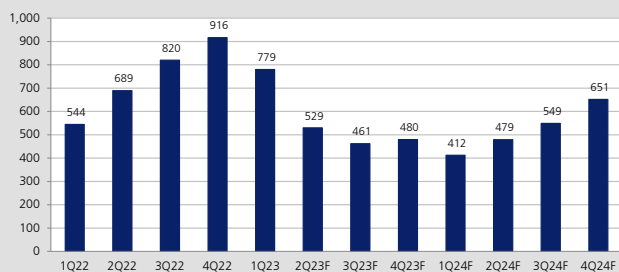
2021 年產品應用比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

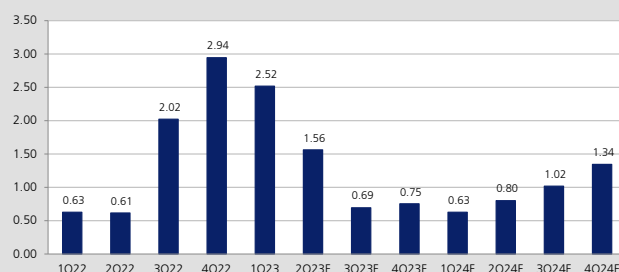
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

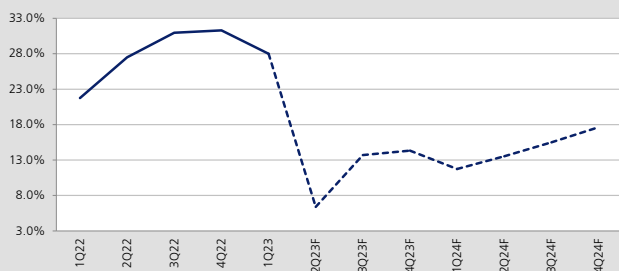
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

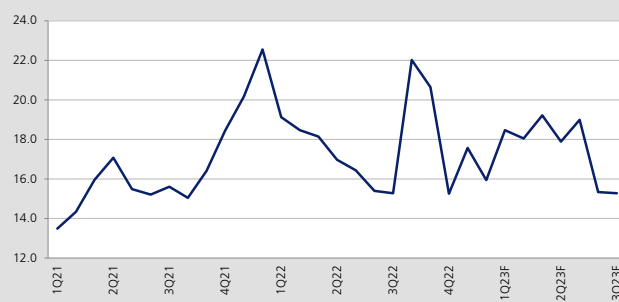
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

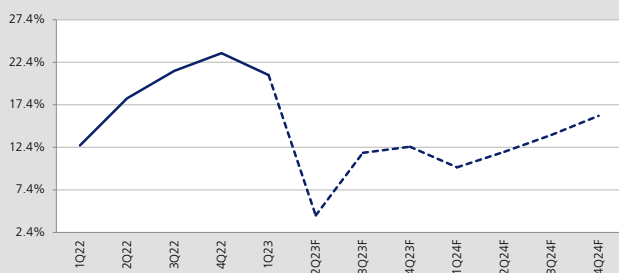
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

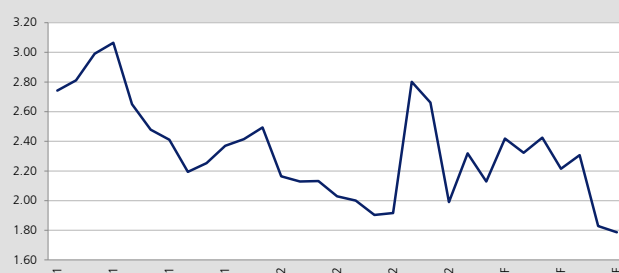
營業利潤率，百分比



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-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	779	529	461	480	412	479	549	651	2,969	2,250	2,091
營業成本	(561)	(496)	(398)	(411)	(363)	(414)	(464)	(536)	(2,121)	(1,866)	(1,778)
營業毛利	218	34	63	69	48	65	85	115	848	384	313
營業費用	(55)	(11)	(9)	(9)	(7)	(8)	(9)	(10)	(264)	(84)	(34)
營業利益	163	23	54	60	41	57	76	105	584	300	279
折舊	(30)	(64)	(64)	(99)	(67)	(67)	(67)	(67)	(130)	(258)	(269)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
EBITDA	193	88	119	159	109	124	144	172	716	559	549
利息收入	20	-	3	3	3	3	3	3	19	26	12
投資利益淨額	1	96	5	5	5	5	5	5	2	107	20
其他營業外收入	1	-	6	6	6	6	6	6	3	13	24
總營業外收入	21	96	14	14	14	14	14	14	24	145	56
利息費用	(2)	-	-	-	-	-	-	-	(8)	(2)	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	27	-	(7)	(7)	-	-	-	-	(142)	13	-
總營業外費用	25	-	(7)	(7)	-	-	-	-	(151)	11	-
稅前純益	209	119	61	67	55	71	90	119	457	456	335
所得稅費用[利益]	(6)	5	(6)	(7)	(6)	(7)	(9)	(12)	(17)	(14)	(34)
少數股東損益	(3)	-	-	-	-	-	-	-	(7)	(3)	-
非常項目前稅後純益	201	124	55	60	50	64	81	107	433	440	302
非常項目	(0)	-	-	-	-	-	-	-	(9)	(0)	-
稅後淨利	200	124	55	60	50	64	81	107	424	440	302
每股盈餘 (NT\$)	2.52	1.56	0.69	0.75	0.63	0.80	1.02	1.34	6.20	5.53	3.79
獲利率 (%)											
營業毛利率	28.0	6.4	13.7	14.3	11.7	13.5	15.5	17.6	28.6	17.1	15.0
營業利益率	20.9	4.4	11.8	12.5	10.0	11.9	13.9	16.1	19.7	13.3	13.4
EBITDA Margin	24.8	16.6	25.8	33.1	26.4	26.0	26.2	26.5	24.1	24.8	26.3
稅前純益率	26.9	22.5	13.3	13.9	13.4	14.8	16.4	18.3	15.4	20.3	16.0
稅後純益率	25.7	23.5	12.0	12.5	12.1	13.3	14.8	16.4	14.3	19.5	14.4
季成長率 (%)											
營業收入	(15.0)	(32.1)	(12.9)	3.9	(14.1)	16.3	14.6	18.7			
營業毛利	(23.9)	(84.5)	86.9	8.7	(29.6)	34.0	31.2	35.0			
營業收益增長	(24.3)	(85.7)	133.2	10.1	(30.7)	37.3	33.8	37.9			
EBITDA	(21.5)	(54.5)	35.2	33.4	(31.4)	14.2	15.4	20.1			
稅前純益	(3.8)	(43.0)	(48.6)	8.5	(16.8)	27.9	27.1	32.0			
稅後純益	(0.5)	(38.0)	(55.6)	8.5	(16.8)	27.9	27.1	32.0			
年成長率 (%)											
營業收入	43.3	(23.2)	(43.7)	(47.7)	(47.2)	(9.6)	18.9	35.8	16.5	(24.2)	(7.1)
營業毛利	84.4	(82.1)	(75.1)	(76.0)	(77.8)	91.5	34.4	67.0	64.6	(54.7)	(18.5)
營業收益	137.2	(81.4)	(69.1)	(72.2)	(74.6)	144.3	40.1	75.5	167.3	(48.6)	(7.0)
EBITDA	88.8	(44.7)	(42.8)	(35.6)	(43.6)	41.4	20.7	8.6	93.4	(21.9)	(1.7)
稅前純益	358.2	149.8	(58.0)	(69.4)	(73.5)	(40.6)	46.8	78.6	68.9	(0.2)	(26.6)
稅後純益	368.5	196.2	(60.0)	(70.2)	(75.1)	(48.7)	46.8	78.6	59.5	3.7	(31.4)

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
資產總額	3,287	3,078	4,963	5,173	5,458
流動資產	2,530	2,264	3,919	4,221	4,702
現金及短期投資	1,336	1,068	2,592	3,094	3,636
存貨	677	785	929	817	776
應收帳款及票據	394	245	363	275	255
其他流動資產	123	167	35	35	35
非流動資產	756	814	1,044	952	756
長期投資	73	220	370	476	496
固定資產	607	532	484	286	70
什項資產	76	62	190	190	190
負債總額	618	615	1,242	1,010	993
流動負債	605	603	1,079	847	830
應付帳款及票據	459	487	565	332	316
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	146	116	514	514	514
長期負債	13	12	163	163	163
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	4	2	15	15	15
股東權益總額	2,669	2,463	3,721	4,163	4,465
普通股	687	687	787	787	787
保留盈餘	572	324	471	911	1,213
少數股東權益	59	53	65	67	67
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
年成長率					
營業收入	31.8%	(23.7%)	16.5%	(24.2%)	(7.1%)
營業收益增長	3.7%	(40.8%)	167.3%	(48.6%)	(7.0%)
EBITDA	5.5%	(26.7%)	93.4%	(21.9%)	(1.7%)
稅後純益	106.3%	(51.7%)	59.5%	3.7%	(31.4%)
每股盈餘成長率	90.0%	(51.6%)	59.9%	(10.9%)	(31.4%)
獲利能力分析					
營業毛利率	23.1%	20.2%	28.6%	17.1%	15.0%
營業利益率	11.1%	8.6%	19.7%	13.3%	13.4%
EBITDA Margin	15.1%	14.5%	24.1%	24.8%	26.3%
稅後純益率	16.5%	10.4%	14.3%	19.5%	14.4%
平均資產報酬率	17.6%	8.4%	10.6%	8.7%	5.7%
股東權益報酬率	22.9%	10.6%	14.0%	11.3%	7.1%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	100.4	122.5	55.0	234.5	
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(5.3)	251.7	117.8	286.4	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(5.3)	251.7	117.8	286.4	
流動比率 (x)	4.2	3.8	3.6	5.0	5.7
速動比率 (x)	3.1	2.5	2.8	4.0	4.7
淨負債 (NT\$百萬)	(737)	(616)	(1,976)	(2,478)	(3,020)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.02	3.88	6.20	5.53	3.79
每股現金盈餘 (NT\$)	(0.36)	8.18	14.59	7.04	7.49
每股淨值 (NT\$)	38.00	35.08	46.46	52.05	55.88
調整後每股淨值 (NT\$)	38.01	35.15	53.45	51.48	55.27
每股營收 (NT\$)	48.63	37.18	43.41	28.28	26.28
EBITDA/Share (NT\$)	7.35	5.40	10.46	7.02	6.90
每股現金股利 (NT\$)	5.90	3.20	2.50	4.50	2.20
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.07	0.80	0.74	0.44	0.39
應收帳款周轉天數	43.2	35.1	44.6	44.6	44.6
存貨周轉天數	96.5	140.8	159.8	159.8	159.8
應付帳款周轉天數	65.4	87.5	97.2	65.0	65.0
現金轉換周轉天數	74.3	88.5	107.2	139.4	139.4

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	3,339	2,549	2,969	2,250	2,091
營業成本	(2,569)	(2,034)	(2,121)	(1,866)	(1,778)
營業毛利	770	515	848	384	313
營業費用	(401)	(297)	(264)	(84)	(34)
營業利益	369	219	584	300	279
總營業外收入	41	23	24	145	56
利息收入	8	7	19	26	12
投資利益淨額	1	3	2	107	20
其他營業外收入	32	13	3	13	24
總營業外費用	60	29	(151)	11	-
利息費用	(5)	(2)	(8)	(2)	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	64	31	(142)	13	-
稅前純益	470	271	457	456	335
所得稅費用[利益]	(19)	2	(17)	(14)	(34)
少數股東損益	12	3	(7)	(3)	-
非常項目	88	(9)	(9)	(0)	-
稅後淨利	551	266	424	440	302
EBITDA	505	370	716	559	549
每股盈餘 (NT\$)	8.02	3.88	6.20	5.53	3.79

現金流量

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	(25)	561	998	560	596
本期純益	551	266	424	440	302
折舊及攤提	136	151	131	259	270
本期運用資金變動	(203)	54	(36)	(33)	44
其他營業資產及負債變動	(508)	90	479	(106)	(20)
投資活動之現金流量	197	(216)	(166)	(61)	(54)
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	(181)	(72)	(47)	(60)	(53)
其他資產變動	448	2	24	(1)	(1)
自由現金流	106	352	609	456	511
融資活動之現金流量	(348)	(465)	717	3	(0)
短期借款變動	(147)	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	930	-	-
已支付普通股股息	(240)	(399)	(220)	-	-
其他融資現金流	14	(33)	6	3	(0)
匯率影響數	(4)	(1)	(188)		
本期產生現金流量	(181)	(122)	1,360	502	542

投資回報率

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.0%	11.6%	8.9%	3.7%	1.6%
= 營業利益率	11.1%	8.6%	19.7%	13.3%	13.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.7	2.2	4.0	3.9	6.6
營業利益率	11.1%	8.6%	19.7%	13.3%	13.4%
x 資本周轉率	2.7	2.2	4.0	3.9	6.6
x (1 - 有效現金稅率)	96.1%	100.6%	96.3%	97.0%	90.0%
= 稅後 ROIC	28.9%	19.1%	76.0%	50.6%	79.7%

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
2023-04-25	增加持股	135.0	106.5
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

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。