



# 貿聯-KY

(3665.TW/3665 TT)

## 持有 · 調降

收盤價 November 10 (NT\$)	257.0
12 個月目標價 (NT\$)	283.0
前次目標價 (NT\$)	355.0
調降 (%)	20.3
上漲空間 (%)	10.1

## 焦點內容

貿聯-KY 公告 3Q23 EPS 4.54 元，季增 65%，但年減 10%。公司保守看待 4Q23 展望，表示數個業務面臨需求疲軟與進行庫存修正。總經環境具挑戰性下，管理層認為 2024 年 IT 與電器業務展望將優於工業與汽車展望。

## 交易資料表

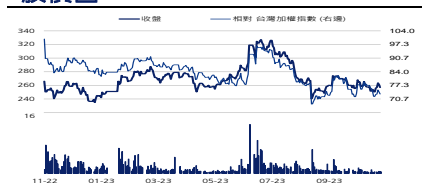
市值：(NT\$/US\$mn)	41.97 / 1,297
流通在外股數 (百萬股)：	163.3
外資持有股數 (百萬股)：	74.32
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.92
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	235.0 - 327.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-6.9	-0.2	-3.4
相對表現 (%)	-7.2	-6.9	-26.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.74A	7.68A	7.64A	6.01A
2023	4.01A	2.75A	4.54F	4.92F
2024	4.07F	5.61F	6.06F	6.05F

## 股價圖



資料來源：TEJ

## 凱基投顧

梁姿嫻, CFA  
886.2.2181.8728  
jenliang@kgi.com

李承泰  
886.2.2181.8729  
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

## 3Q23 利潤率回升；景氣與產業逆風使營收展望不如預期

### 重要訊息

貿聯-KY 公告 3Q23 EPS 4.54 元，季增 65%，但年減 10%。

### 評論及分析

利潤率復甦較強勁使 3Q23 本業獲利優於預期，惟 EPS 不如預期。3Q23 營收季增 1%至 132 億元，其中電器營收季增 8%，工業營收季持平，而汽車與 IT 營收分別減 11%與 4%。工業、IT、汽車與電器分別貢獻 3Q23 營收的 39%、20%、23%與 17%。毛利率、營業利益率季復甦 4.8、4.4 個百分點至 26.7%、10.8%，優於共識預估 2.0 與 1.4 個百分點，管理層表示因為成本有效縮減，且營運轉佳助益獲利率恢復正常水準。營業利益 14.1 億元超前共識預估 14%，然而，EPS 4.54 元低於共識預估 10%，部分歸因於一次性業外財務成本 350 萬美金。

2024 年總經環境具挑戰性，IT 與電器業務展望優於工業與汽車展望；我們下修 2024 年營收成長至年增 3%與 EPS 至 NT\$21.79 元(年增 34%)。公司保守看待近期營收展望，指出電器營收動能於前兩季穩健復甦後將於 4Q23 轉弱，IT 周邊產品與工廠自動化需求將持續疲軟與庫存修正持續進行，而電動車需求面臨逆風。展望 2024 年，公司表示總經挑戰加劇，但預期 IT 與電器展望將優於工業與汽車，主因如 AI 伺服器用之高速傳輸與高功率電纜與連接器與熱泵零組件等新產品帶動。1H24 工廠自動化、IT 周邊產品與矽膠業務需求仍將低迷。鑒於總經及產業逆風，我們下修 2023-24 年營收 3%與 9%至 515 與 531 億元，分別年減 4%年增 3%。我們預估 2024 年 IT 與電器營收將分別年增 7% 與 5%，工業與汽車營收將分別持平與年減 6%。鑒於 4Q23 與 2024 年毛利率預估將持穩於 26.4%，我們推估 2024 年營業利益將年增 22%至 57.2 億元，係因基期偏低(1-3Q23 庫存跌價損失逾 6 億元)我們下修 2023-24 年 EPS 預估至 16.24 與 21.79 元。

### 投資建議

鑒於 2024 年需求逆風與營收展望低迷，我們將目標本益比從 15 倍下調至 13 倍，並將 12 個月目標價由 355 元調降至 283 元。研究部認為未來兩季股價成長動能有限，調降至「持有」評等。

### 投資風險

景氣放緩；新成長引擎貢獻不如預期。

### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	28,564	53,757	51,488	53,126	56,952
營業毛利 (NT\$百萬)	6,629	13,787	12,927	14,038	15,223
營業利益 (NT\$百萬)	2,658	5,546	4,670	5,716	6,439
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,036	3,838	2,612	3,555	4,165
每股盈餘 (NT\$)	15.22	25.02	16.24	21.79	25.53
每股現金股利 (NT\$)	9.13	10.00	7.50	10.00	11.50
每股盈餘成長率 (%)	8.7	64.4	(35.1)	34.2	17.2
本益比 (x)	16.9	10.3	15.8	11.8	10.1
股價淨值比 (x)	2.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	9.0	6.2	7.5	6.0	5.4
淨負債比率 (%)	Net cash	38.8	39.3	31.5	23.2
殖利率 (%)	3.6	3.9	2.9	3.9	4.5
股東權益報酬率 (%)	14.4	20.4	11.1	13.8	14.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q23 財報及 4Q23 財測修正 vs.市場共識

	3Q23								4Q23F							
百萬元	實際數	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	13,150	13,343	(1.4)	1.1	(9.5)	13,293	(1.1)	12,631	13,760	(8.2)	(3.9)	(7.1)	13,683	(7.7)		
毛利	3,510	3,304	6.2	23.1	(6.2)	3,281	7.0	3,331	3,440	(3.2)	(5.1)	(6.8)	3,427	(2.8)		
營業利益	1,414	1,250	13.1	72.1	(9.3)	1,237	14.3	1,298	1,390	(6.7)	(8.2)	(10.4)	1,328	(2.3)		
稅後淨利	741	788	(6.1)	67.9	(37.5)	859	(13.8)	803	936	(14.2)	8.4	(13.0)	934	(14.0)		
每股盈餘 (元)	4.54	4.83	(6.1)	65.3	(40.6)	5.06	(10.3)	4.92	5.74	(14.2)	8.4	(18.2)	5.46	(9.9)		
毛利率 (%)	26.7	24.8	1.9 ppts	4.8 ppts	0.9 ppts	24.7	2.0 ppts	26.4	25.0	1.4 ppts	(0.3) ppts	0.1 ppts	25.0	1.3 ppts		
營利率 (%)	10.8	9.4	1.4 ppts	4.4 ppts	0.0 ppts	9.3	1.4 ppts	10.3	10.1	0.2 ppts	(0.5) ppts	(0.4) ppts	9.7	0.6 ppts		
淨利率 (%)	5.6	5.9	(0.3) ppts	2.2 ppts	(2.5) ppts	6.5	(0.8) ppts	6.4	6.8	(0.4) ppts	0.7 ppts	(0.4) ppts	6.8	(0.5) ppts		

資料來源：Refinitiv、凱基

圖 2：2023-24 年財測修正 vs.市場共識

	2023F						2024F					
百萬元	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	51,488	52,809	(2.5)	(4.2)	52,596	(2.1)	53,126	58,533	(9.2)	3.2	56,714	(6.3)
毛利	12,927	12,831	0.7	(6.2)	12,878	0.4	14,038	15,265	(8.0)	8.6	14,550	(3.5)
營業利益	4,670	4,599	1.6	(15.8)	4,555	2.5	5,716	6,683	(14.5)	22.4	6,132	(6.8)
稅後淨利	2,612	2,793	(6.5)	(31.9)	2,869	(9.0)	3,555	4,443	(20.0)	36.1	4,091	(13.1)
每股盈餘 (元)	16.24	17.37	(6.5)	(35.1)	17.81	(8.8)	21.79	27.23	(20.0)	34.2	24.86	(12.4)
毛利率 (%)	25.1	24.3	0.8 ppts	(0.5) ppts	24.5	0.6 ppts	26.4	26.1	0.3 ppts	1.3 ppts	25.7	0.8 ppts
營利率 (%)	9.1	8.7	0.4 ppts	(1.2) ppts	8.7	0.4 ppts	10.8	11.4	(0.7) ppts	1.7 ppts	10.8	(0.1) ppts
淨利率 (%)	5.1	5.3	(0.2) ppts	(2.1) ppts	5.5	(0.4) ppts	6.7	7.6	(0.9) ppts	1.6 ppts	7.2	(0.5) ppts

資料來源：Refinitiv、凱基

圖 3：同業評價比較

公司	代碼	市值 (百萬元)	股價 (當地貨幣)	EPS (當地貨幣)			盈餘成長性 (%)			本益比 (倍)			股價淨值比 (倍)			ROE (%)			股價報酬表現 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	3mo.	6mo.	1yr.
嘉澤*	3533.TW	1,477	865.0	58.70	52.97	64.03	76.2	(9.8)	20.9	14.7	16.3	13.5	4.1	3.6	3.2	31.5	24.1	25.9	19.0	(2.7)	12.7
信邦*	3023.TW	2,153	285.0	12.22	14.11	15.72	22.2	15.5	11.4	23.3	20.2	18.1	5.3	4.8	4.4	25.1	25.3	25.5	(6.8)	(16.6)	6.5
買聯-KY*	3665.TW	1,297	257.0	25.02	16.24	21.79	64.4	(35.1)	34.2	10.3	15.8	11.8	1.8	1.7	1.6	20.4	11.1	13.8	(5.4)	5.7	2.9
Amphenol	APH.N	50,892	85.1	3.19	2.95	3.23	19.9	(7.4)	9.2	26.7	28.8	26.4	7.2	6.6	5.5	28.6	24.7	23.3	(3.0)	13.3	8.7
TE Connectivity	TEL.N	38,717	124.1	7.52	6.70	7.39	9.7	(10.8)	10.2	16.5	18.5	16.8	3.7	3.5	3.1	22.6	19.3	18.7	(7.6)	3.9	3.5
立訊精密	002475.SZ	32,361	31.9	1.29	1.56	2.00	27.7	20.8	28.1	24.7	20.5	16.0	5.0	4.0	3.2	22.7	19.5	20.4	(6.1)	20.5	5.4

\* 凱基預估

資料來源：Refinitiv、凱基

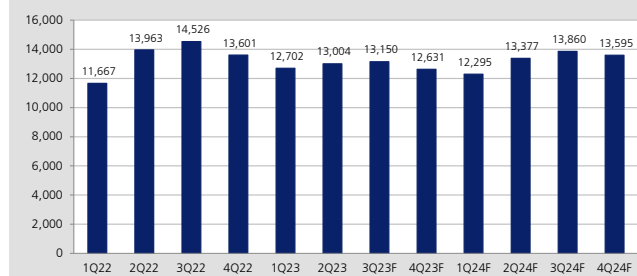
**圖 4：公司概况**

貿聯-KY 集團 (Bizlink) 成立於 1996 年，總部位於美國加州矽谷(Fremont, California)，於 2011 年以貿聯-KY 在台灣掛牌上市；其產品以線束組裝、連接器為主；應用別則由 IT 產業拓展到工業、車用、醫療、太陽能等少量多樣且具技術進入障礙之產業。公司於 2017 年 5 月收購 Leoni AG (德) 的電器線束 (EA) 業務，將電源線納入其業務版圖，另在 2022 年 1 月併表 Leoni 旗下之工業應用事業群 (INBG)。

資料來源：凱基

**圖 6：季營業收入**

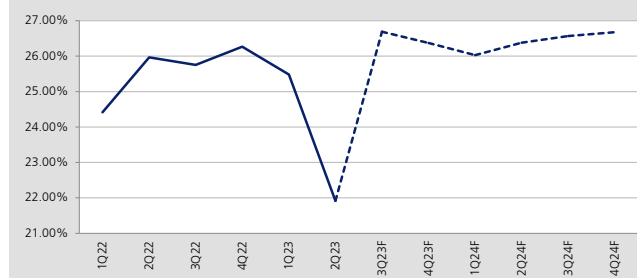
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 8：毛利率**

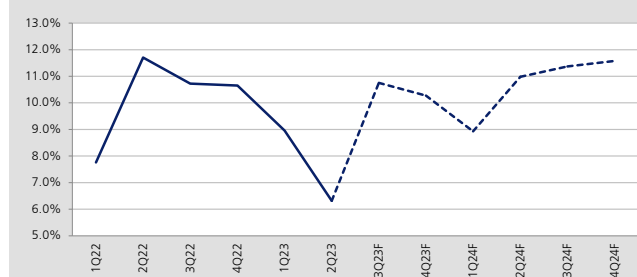
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 10：營業利潤率**

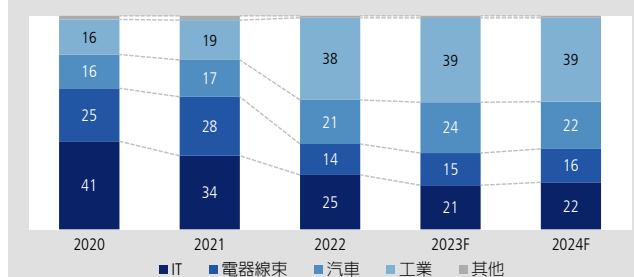
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 5：INBG 收購案後，工業躍升成為最大事業部門**

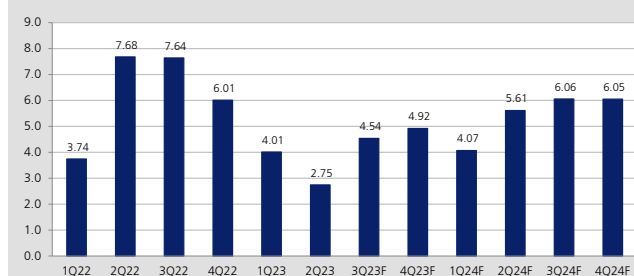
產品應用佔營收比重，百分比



資料來源：凱基

**圖 7：每股盈利**

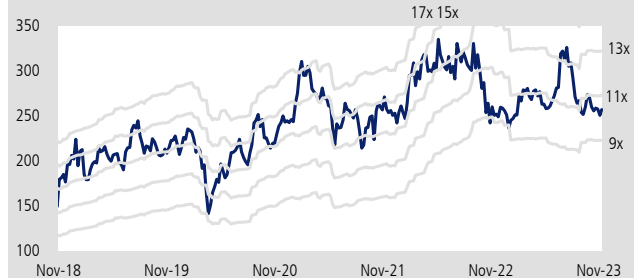
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 9：未來一年預估本益比區間**

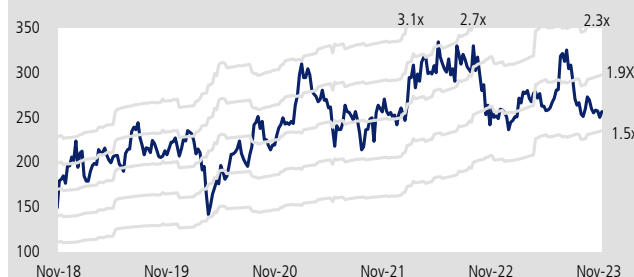
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

**圖 11：未來一年預估股價淨值比區間**

股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

## 損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	12,702	13,004	13,150	12,631	12,295	13,377	13,860	13,595	51,488	53,126	56,952
營業成本	(9,465)	(10,154)	(9,641)	(9,300)	(9,095)	(9,848)	(10,178)	(9,968)	(38,560)	(39,089)	(41,729)
營業毛利	3,236	2,850	3,510	3,331	3,200	3,529	3,682	3,626	12,927	14,038	15,223
營業費用	(2,099)	(2,029)	(2,096)	(2,034)	(2,102)	(2,060)	(2,107)	(2,053)	(8,257)	(8,322)	(8,784)
營業利益	1,137	821	1,414	1,298	1,098	1,469	1,576	1,574	4,670	5,716	6,439
折舊	(390)	(407)	(409)	(411)	(413)	(415)	(417)	(419)	(1,617)	(1,664)	(1,696)
攤提	(98)	(100)	(100)	(100)	(200)	(200)	(200)	(200)	(400)	(802)	(802)
EBITDA	1,626	1,329	1,923	1,809	1,711	2,084	2,193	2,193	6,687	8,181	8,937
利息收入	52	110	120	110	105	105	105	105	392	420	420
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	42	37	30	30	30	30	30	30	139	120	120
總營業外收入	94	147	150	140	135	135	135	135	531	540	540
利息費用	(255)	(288)	(380)	(260)	(260)	(260)	(260)	(260)	(1,183)	(1,040)	(1,040)
投資損失	(1)	(3)	-	-	-	-	-	-	(4)	-	-
其他營業外費用	(105)	51	(87)	-	-	-	-	-	(141)	-	-
總營業外費用	(361)	(240)	(467)	(260)	(260)	(260)	(260)	(260)	(1,328)	(1,040)	(1,040)
稅前純益	870	728	1,097	1,178	973	1,344	1,451	1,449	3,873	5,216	5,939
所得稅費用[利益]	(245)	(288)	(358)	(377)	(311)	(430)	(464)	(464)	(1,268)	(1,669)	(1,782)
少數股東損益	2	2	2	2	2	2	2	2	7	8	8
非常項目前稅後純益	628	441	741	803	663	916	988	987	2,612	3,555	4,165
非常項目	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	628	441	741	803	663	916	988	987	2,612	3,555	4,165
每股盈餘 (NT\$)	4.01	2.75	4.54	4.92	4.07	5.61	6.06	6.05	16.24	21.79	25.53
獲利率 (%)											
營業毛利率	25.5	21.9	26.7	26.4	26.0	26.4	26.6	26.7	25.1	26.4	26.7
營業利益率	9.0	6.3	10.8	10.3	8.9	11.0	11.4	11.6	9.1	10.8	11.3
EBITDA Margin	12.8	10.2	14.6	14.3	13.9	15.6	15.8	16.1	13.0	15.4	15.7
稅前純益率	6.9	5.6	8.3	9.3	7.9	10.0	10.5	10.7	7.5	9.8	10.4
稅後純益率	4.9	3.4	5.6	6.4	5.4	6.8	7.1	7.3	5.1	6.7	7.3
季成長率 (%)											
營業收入	(6.6)	2.4	1.1	(3.9)	(2.7)	8.8	3.6	(1.9)			
營業毛利	(9.4)	(11.9)	23.1	(5.1)	(3.9)	10.3	4.4	(1.5)			
營業收益增長	(21.5)	(27.8)	72.1	(8.2)	(15.4)	33.8	7.3	(0.1)			
EBITDA	(16.3)	(18.3)	44.7	(5.9)	(5.4)	21.8	5.2	(0.0)			
稅前純益	(29.9)	(16.4)	50.7	7.3	(17.4)	38.1	8.0	(0.1)			
稅後純益	(31.9)	(29.8)	67.9	8.4	(17.4)	38.0	7.9	(0.1)			
年成長率 (%)											
營業收入	8.9	(6.9)	(9.5)	(7.1)	(3.2)	2.9	5.4	7.6	(4.2)	3.2	7.2
營業毛利	13.6	(21.4)	(6.2)	(6.8)	(1.1)	23.8	4.9	8.9	(6.2)	8.6	8.4
營業收益	25.6	(49.7)	(9.3)	(10.4)	(3.5)	78.8	11.5	21.3	(15.8)	22.4	12.7
EBITDA	28.4	(38.1)	(7.5)	(6.9)	5.3	56.8	14.0	21.2	(10.1)	22.4	9.2
稅前純益	2.2	(55.0)	(30.6)	(5.1)	11.7	84.6	32.2	23.0	(26.8)	34.7	13.9
稅後純益	12.3	(62.4)	(37.5)	(13.0)	5.7	107.6	33.5	23.0	(31.9)	36.1	17.2

資料來源：公司資料，凱基

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>資產總額</b>	<b>25,477</b>	<b>53,446</b>	<b>53,954</b>	<b>56,916</b>	<b>60,424</b>
<b>流動資產</b>	<b>17,743</b>	<b>32,594</b>	<b>31,745</b>	<b>34,782</b>	<b>38,200</b>
現金及短期投資	3,291	8,921	10,649	11,845	13,474
存貨	6,379	12,323	10,745	11,378	12,570
應收帳款及票據	6,921	10,071	9,284	10,492	11,089
其他流動資產	1,152	1,279	1,067	1,067	1,067
<b>非流動資產</b>	<b>7,733</b>	<b>20,852</b>	<b>22,209</b>	<b>22,134</b>	<b>22,224</b>
長期投資	605	954	600	600	600
固定資產	3,864	10,301	11,146	11,873	12,764
什項資產	3,264	9,597	10,462	9,661	8,859
<b>負債總額</b>	<b>10,327</b>	<b>30,942</b>	<b>29,335</b>	<b>29,975</b>	<b>30,956</b>
<b>流動負債</b>	<b>9,159</b>	<b>13,772</b>	<b>13,648</b>	<b>14,287</b>	<b>15,269</b>
應付帳款及票據	4,869	5,876	5,261	5,901	6,882
短期借款	2,190	3,226	3,660	3,660	3,660
什項負債	2,099	4,670	4,726	4,726	4,726
<b>長期負債</b>	<b>1,167</b>	<b>17,170</b>	<b>15,687</b>	<b>15,687</b>	<b>15,687</b>
長期借款	315	14,011	12,272	12,272	12,272
其他負債及準備	110	2,073	2,320	2,320	2,320
<b>股東權益總額</b>	<b>15,150</b>	<b>22,504</b>	<b>24,619</b>	<b>26,942</b>	<b>29,467</b>
普通股本	1,375	1,564	1,632	1,632	1,632
保留盈餘	4,527	6,403	7,146	9,111	11,645
少數股東權益	26	19	11	3	(5)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	26.7%	88.2%	(4.2%)	3.2%	7.2%
營業收益增長	8.7%	108.6%	(15.8%)	22.4%	12.7%
EBITDA	9.4%	106.8%	(10.1%)	22.4%	9.2%
稅後純益	11.4%	88.5%	(31.9%)	36.1%	17.2%
每股盈餘成長率	8.7%	64.4%	(35.1%)	34.2%	17.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	23.2%	25.6%	25.1%	26.4%	26.7%
營業利益率	9.3%	10.3%	9.1%	10.8%	11.3%
EBITDA Margin	12.6%	13.8%	13.0%	15.4%	15.7%
稅後純益率	7.1%	7.1%	5.1%	6.7%	7.3%
平均資產報酬率	8.4%	9.7%	4.9%	6.4%	7.1%
股東權益報酬率	14.4%	20.4%	11.1%	13.8%	14.8%
<b>穩定 / 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	16.5%	76.6%	64.7%	59.1%	54.1%
淨負債比率	Net cash	38.8%	39.3%	31.5%	23.2%
利息保障倍數 (x)	28.1	11.3	4.3	6.0	6.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	3.2	5.4	5.5	4.6	5.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.1	0.7	1.4	1.0	1.2
流動比率 (x)	1.9	2.4	2.3	2.4	2.5
速動比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	(705)	8,740	9,672	8,476	6,847
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	15.22	25.02	16.24	21.79	25.53
每股現金盈餘 (NT\$)	2.36	18.12	40.69	29.48	35.85
每股淨值 (NT\$)	110.03	143.72	150.82	165.11	180.64
調整後每股淨值 (NT\$)	113.08	146.57	152.96	165.11	180.64
每股營收 (NT\$)	213.56	350.43	320.06	325.62	349.07
EBITDA/Share (NT\$)	26.88	48.46	41.57	50.14	54.78
每股現金股利 (NT\$)	9.13	10.00	7.50	10.00	11.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.19	1.36	0.96	0.96	0.97
應收帳款周轉天數	88.4	68.4	65.8	72.3	71.1
存貨周轉天數	106.1	112.5	101.7	106.5	109.9
應付帳款周轉天數	81.0	53.7	49.8	55.3	60.2
現金轉換周轉天數	113.6	127.3	117.7	123.6	120.8

資料來源：公司資料，凱基

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營業收入</b>	<b>28,564</b>	<b>53,757</b>	<b>51,488</b>	<b>53,126</b>	<b>56,952</b>
營業成本	(21,935)	(39,970)	(38,560)	(39,089)	(41,729)
<b>營業毛利</b>	<b>6,629</b>	<b>13,787</b>	<b>12,927</b>	<b>14,038</b>	<b>15,223</b>
營業費用	(3,971)	(8,241)	(8,257)	(8,322)	(8,784)
<b>營業利益</b>	<b>2,658</b>	<b>5,546</b>	<b>4,670</b>	<b>5,716</b>	<b>6,439</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>183</b>	<b>238</b>	<b>531</b>	<b>540</b>	<b>540</b>
利息收入	32	62	392	420	420
投資利益淨額	11	-	-	-	-
其他營業外收入	140	176	139	120	120
<b>總營業外費用</b>	<b>(200)</b>	<b>(492)</b>	<b>(1,328)</b>	<b>(1,040)</b>	<b>(1,040)</b>
利息費用	(97)	(512)	(1,183)	(1,040)	(1,040)
投資損失	(23)	(13)	(4)	-	-
其他營業外費用	(79)	33	(141)	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>2,641</b>	<b>5,293</b>	<b>3,873</b>	<b>5,216</b>	<b>5,939</b>
所得稅費用[利益]	(619)	(1,462)	(1,268)	(1,669)	(1,782)
少數股東損益	14	7	7	8	8
非常項目	-	0	0	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>2,036</b>	<b>3,838</b>	<b>2,612</b>	<b>3,555</b>	<b>4,165</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,595</b>	<b>7,435</b>	<b>6,687</b>	<b>8,181</b>	<b>8,937</b>
每股盈餘 (NT\$)	15.22	25.02	16.24	21.79	25.53

## 現金流量

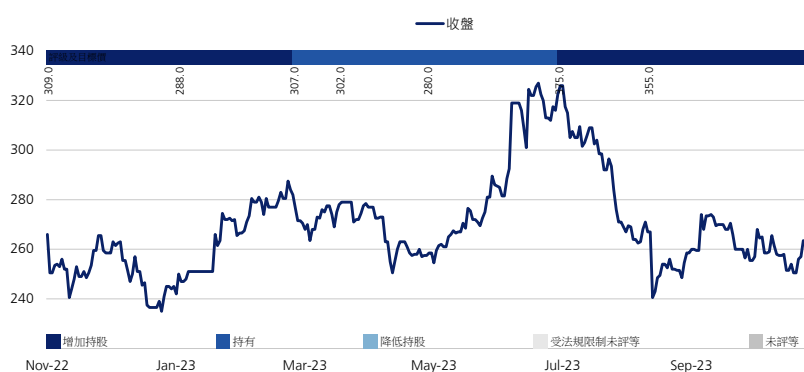
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>315</b>	<b>2,779</b>	<b>6,546</b>	<b>4,810</b>	<b>5,848</b>
本期純益	2,036	3,838	2,612	3,555	4,165
折舊及攤提	936	1,888	2,016	2,466	2,498
本期運用資金變動	(2,581)	(4,256)	1,744	(1,202)	(807)
其他營業資產及負債變動	(76)	1,309	173	(8)	(8)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,475)</b>	<b>(11,088)</b>	<b>(6,357)</b>	<b>(2,391)</b>	<b>(2,588)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(20)	(234)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(1,358)	(1,520)	(2,351)	(2,391)	(2,588)
其他資產變動	(98)	(9,335)	(4,006)	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>(1,133)</b>	<b>(280)</b>	<b>4,150</b>	<b>1,958</b>	<b>2,809</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(833)</b>	<b>13,861</b>	<b>(2,529)</b>	<b>(1,224)</b>	<b>(1,632)</b>
短期借款變動	584	(98)	-	-	-
長期借款變動	(59)	15,427	(1,686)	-	-
現金增資	-	2,880	-	-	-
已支付普通股股息	(1,083)	(1,386)	(1,564)	(1,207)	(1,632)
其他融資現金流	(276)	(2,962)	721	(17)	(0)
<b>匯率影響數</b>	<b>(158)</b>	<b>(264)</b>	<b>102</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(2,150)</b>	<b>5,288</b>	<b>(2,237)</b>	<b>1,196</b>	<b>1,629</b>

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	13.9%	15.3%	16.0%	15.7%	15.4%
<b>= 營業利益率</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>= 資本周轉率</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>
營業利益率	9.3%	10.3%	9.1%	10.8%	11.3%
x 資本周轉率	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1
x (1 - 有效現金稅率)	76.5%	72.4%	67.3%	68.0%	70.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.8%</b>	<b>13.5%</b>	<b>15.4%</b>	<b>16.7%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 貿聯-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-08-25	增加持股	355.0	267.0
2023-07-13	增加持股	375.0	322.5
2023-05-11	持有	280.0	257.5
2023-03-30	持有	302.0	278.0
2023-03-08	持有	307.0	282.0
2023-01-12	增加持股	288.0	250.0
2022-11-10	增加持股	309.0	266.0
2022-10-25	增加持股	315.0	261.0
2022-08-29	增加持股	415.0	328.0
2022-07-06	增加持股	377.0	315.5

資料來源：TEJ，凱基

Terry Lee

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，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。