



貿聯-KY

(3665.TW/3665 TT)

增加持股 · 維持

| | |
|-------------------|-------|
| 收盤價 May 14 (NT\$) | 232.5 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 298.0 |
| 前次目標價 (NT\$) | 281.0 |
| 調升 (%) | 6.0 |
| 上漲空間 (%) | 28.2 |

焦點內容

1. HPC 及工業業務將為中期成長動能。EA 出現改善跡象，惟仍保守看待汽車業務展望。
2. 我們預估 2024 年 IT 業務營收將年增 11%，其後為 EA (8%)、工業 (7%)、汽車 (-5%)。
3. 預估 2024-25 年 EPS 將年增 45% 及 28%。

交易資料表

| | |
|------------------------|---------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 38.00 / 1,172 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 163.4 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 75.00 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 0.88 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 224.0 - 327.0 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|
| 絕對表現 (%) | 1.8 | -8.8 | -10.1 |
| 相對表現 (%) | -14.2 | -32.9 | -45.5 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2023 | 4.01A | 2.75A | 4.54A | 3.11A |
| 2024 | 3.56F | 5.10F | 6.05F | 6.15F |
| 2025 | 5.66F | 6.67F | 7.14F | 7.24F |

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

李承泰
886.2.2181.8729
terry.lee@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

低投資評價隱含布局良機

重要訊息

貿聯-KY 公告 1Q24 EPS 3.56 元，季增 14%、年減 11%。

評論及分析

1Q24 核心獲利符合預期。1Q24 營收季增 2% 至 124 億元，符合市場共識。若以美元計，工業、汽車、IT、EA 營收分別季增 2%、1%、4%、15%，占比 41%、23%、20%、15%。1Q24 毛利率 26.3%，高於市場共識 0.8 個百分點，營業利益則季增 27% 至 11 億元符合預期。惟受 ECB 評價損失與稅率較高之影響，1Q24 EPS 3.56 元，低於市場共識 12%。

專注於 HPC 與工業之成長模式。貿聯持續將業務模式由消費性市場導向轉為以工業市場為導向，其長期成長市場 (HPC、客製化產品、半導體設備、矽膠、機器人、能源) 佔 1Q24 營收已達 55%，未來將持續走高，有助利潤率展望。管理層預估毛利率將可維持在 26% 以上。公司認為 AI 加速發展可帶動未來數年 HPC 與半導體設備之營收成長，並預期新 HPC 量產專案(包含但不限於 AEC)之數量將於 2H24 年增近 6 倍。管理層重申大部分業務去化庫存逐漸接近尾聲，其中 EA 出現需求復甦跡象，熱泵業務亦可望有所進展。但汽車業務則因主要美國電動車客戶需求疲弱，2024 年營收恐將出現衰退。

預估 2023-25 年 EPS CAGR 36%。公司目標於 2024 年底前將負債比率降至 50%。我們略為調整 2024 年營收預估至 535 億元，年增 5%，其中 IT 業務營收成長性最高(年增 11%)，其後為 EA (8%)、工業 (7%)、汽車 (-5%)。我們上修 2024 年毛利率預估至 26.5%，但在稅率較高的假設下，我們下修 EPS 預估 3% 至 20.86 元，並大致維持 2025 年營收及 EPS 分別年增 9% 及 28% 之預估。短期而言，我們預估 2Q24 營收季增 6% 至 132 億元，毛利率及 EPS 則為 26.5% 及 5.10 元。

投資建議

我們上調 12 個月目標價至 298 元，相當於 2Q24-1Q25 EPS 預估的 13 倍。我們認為最壞的情況已過，未來數季獲利將逐漸走高。我們認為目前股價遭到低估，隱含具吸引力之風險報酬比。

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-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 28,564 | 53,757 | 51,052 | 53,460 | 58,241 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 6,629 | 13,787 | 12,587 | 14,160 | 15,564 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 2,658 | 5,546 | 4,237 | 5,444 | 6,516 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 2,036 | 3,838 | 2,317 | 3,406 | 4,362 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 15.22 | 25.02 | 14.37 | 20.86 | 26.71 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 9.13 | 10.00 | 9.00 | 12.50 | 16.00 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 8.7 | 64.4 | (42.6) | 45.2 | 28.1 |
| 本益比 (x) | 15.3 | 9.3 | 16.2 | 11.1 | 8.7 |
| 股價淨值比 (x) | 2.1 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA (x) | 8.1 | 5.8 | 6.9 | 5.5 | 4.8 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | 38.8 | 29.4 | 27.0 | 23.5 |
| 殖利率 (%) | 3.9 | 4.3 | 3.9 | 5.4 | 6.9 |
| 股東權益報酬率 (%) | 14.4 | 20.4 | 9.8 | 13.3 | 15.8 |

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：1Q24 財報及 2Q24 財測修正 vs.市場共識

| 百萬元 | 1Q24 | | | | | | | 2Q24F | | | | | | |
|----------|--------|--------|------------|----------|------------|--------|------------|--------|--------|------------|----------|----------|--------|----------|
| | 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 | 12,426 | 12,456 | (0.2) | 1.9 | (2.2) | 12,475 | (0.4) | 13,207 | 13,139 | 0.5 | 6.3 | 1.6 | 13,115 | 0.7 |
| 毛利 | 3,273 | 3,168 | 3.3 | 9.4 | 1.1 | 3,182 | 2.9 | 3,501 | 3,412 | 2.6 | 7.0 | 22.8 | 3,391 | 3.2 |
| 營業利益 | 1,101 | 1,087 | 1.3 | 27.4 | (3.2) | 1,126 | (2.1) | 1,339 | 1,313 | 2.0 | 21.6 | 63.1 | 1,315 | 1.9 |
| 稅後淨利 | 581 | 687 | (15.5) | 14.3 | (7.5) | 677 | (14.3) | 834 | 841 | (0.8) | 43.6 | 89.0 | 809 | 3.1 |
| 每股盈餘 (元) | 3.56 | 4.21 | (15.5) | 14.3 | (11.4) | 4.03 | (11.8) | 5.10 | 5.15 | (0.8) | 43.6 | 85.9 | 4.90 | 4.1 |
| 毛利率 (%) | 26.3 | 25.4 | 0.9 ppts | 1.8 ppts | 0.9 ppts | 25.5 | 0.8 ppts | 26.5 | 26.0 | 0.5 ppts | 0.2 ppts | 4.6 ppts | 25.9 | 0.7 ppts |
| 營利率 (%) | 8.9 | 8.7 | 0.1 ppts | 1.8 ppts | (0.1) ppts | 9.0 | (0.2) ppts | 10.1 | 10.0 | 0.1 ppts | 1.3 ppts | 3.8 ppts | 10.0 | 0.1 ppts |
| 淨利率 (%) | 4.7 | 5.5 | (0.8) ppts | 0.5 ppts | (0.3) ppts | 5.4 | (0.8) ppts | 6.3 | 6.4 | (0.1) ppts | 1.6 ppts | 2.9 ppts | 6.2 | 0.1 ppts |

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 2：2024-25 年財測修正 vs.市場共識

| 百萬元 | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | |
|----------|--------|--------|------------|----------|--------|------------|--------|--------|------------|----------|--------|------------|
| | 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 | 53,460 | 53,295 | 0.3 | 4.7 | 53,860 | (0.7) | 58,241 | 58,234 | 0.0 | 8.9 | 58,777 | (0.9) |
| 毛利 | 14,160 | 13,923 | 1.7 | 12.5 | 14,025 | 1.0 | 15,564 | 15,566 | (0.0) | 9.9 | 15,629 | (0.4) |
| 營業利益 | 5,444 | 5,496 | (0.9) | 28.5 | 5,591 | (2.6) | 6,516 | 6,625 | (1.6) | 19.7 | 6,684 | (2.5) |
| 稅後淨利 | 3,406 | 3,527 | (3.4) | 47.0 | 3,526 | (3.4) | 4,362 | 4,358 | 0.1 | 28.1 | 4,313 | 1.1 |
| 每股盈餘 (元) | 20.86 | 21.60 | (3.4) | 45.2 | 21.21 | (1.7) | 26.71 | 26.69 | 0.1 | 28.1 | 25.37 | 5.3 |
| 毛利率 (%) | 26.5 | 26.1 | 0.4 ppts | 1.8 ppts | 26.0 | 0.4 ppts | 26.7 | 26.7 | (0.0) ppts | 0.2 ppts | 26.6 | 0.1 ppts |
| 營利率 (%) | 10.2 | 10.3 | (0.1) ppts | 1.9 ppts | 10.4 | (0.2) ppts | 11.2 | 11.4 | (0.2) ppts | 1.0 ppts | 11.4 | (0.2) ppts |
| 淨利率 (%) | 6.4 | 6.6 | (0.2) ppts | 1.8 ppts | 6.5 | (0.2) ppts | 7.5 | 7.5 | 0.0 ppts | 1.1 ppts | 7.3 | 0.2 ppts |

資料來源：Bloomberg、凱基

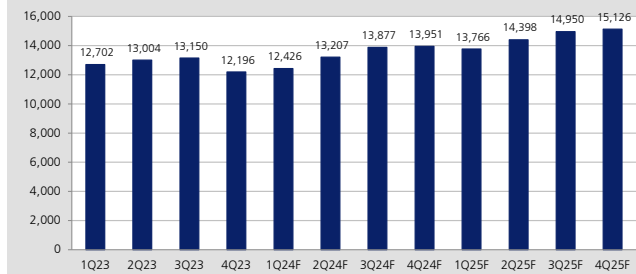
圖 3：公司概况

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 5：季營業收入

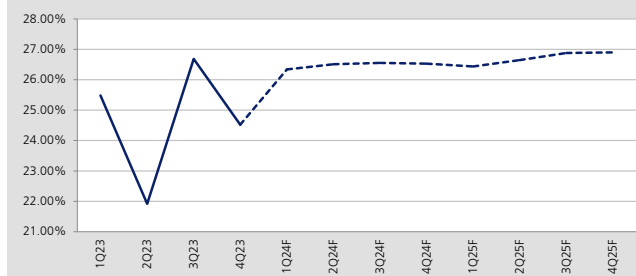
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

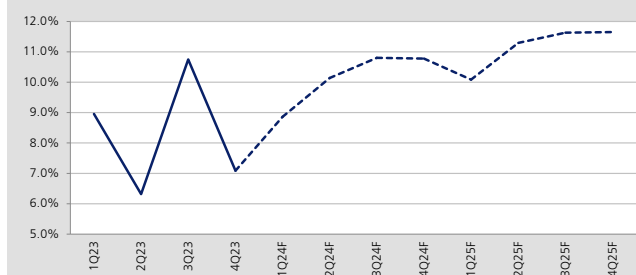
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

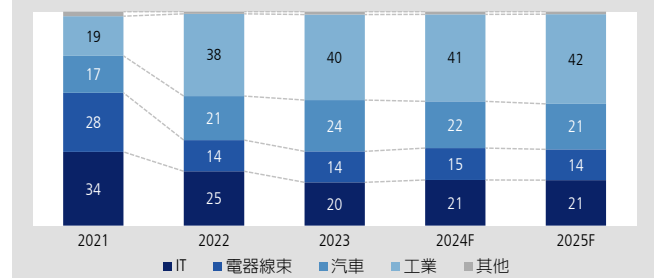
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 4：INBG 收購案後，工業躍升成為最大事業部門

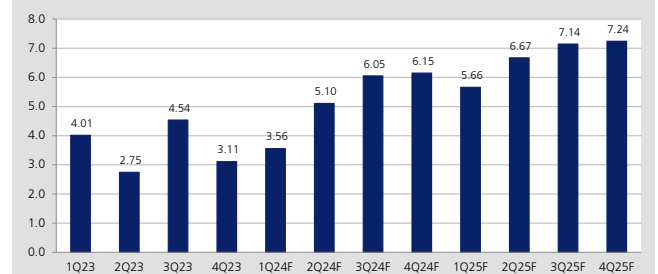
產品應用佔營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

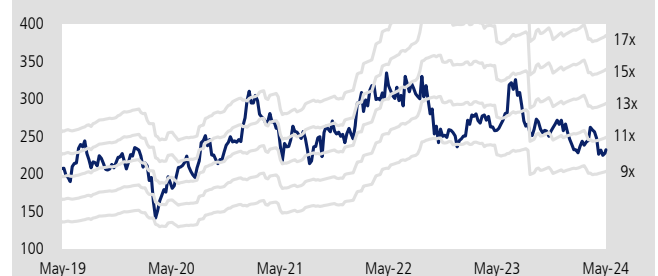
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估本益比區間

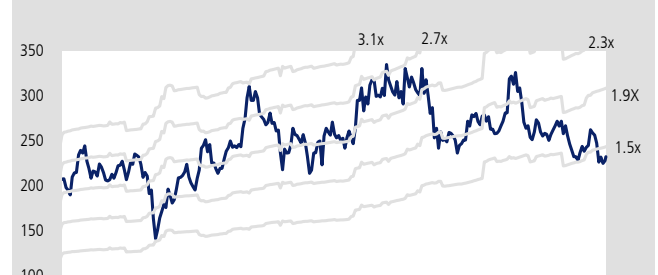
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 10：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-24F | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Mar-25F | Jun-25F | Sep-25F | Dec-25F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 12,426 | 13,207 | 13,877 | 13,951 | 13,766 | 14,398 | 14,950 | 15,126 | 51,052 | 53,460 | 58,241 |
| 營業成本 | (9,153) | (9,705) | (10,192) | (10,250) | (10,127) | (10,561) | (10,932) | (11,057) | (38,465) | (39,300) | (42,678) |
| 營業毛利 | 3,273 | 3,501 | 3,685 | 3,701 | 3,639 | 3,837 | 4,019 | 4,069 | 12,587 | 14,160 | 15,564 |
| 營業費用 | (2,172) | (2,162) | (2,186) | (2,197) | (2,251) | (2,210) | (2,280) | (2,307) | (8,350) | (8,716) | (9,048) |
| 營業利益 | 1,101 | 1,339 | 1,500 | 1,504 | 1,388 | 1,627 | 1,739 | 1,762 | 4,237 | 5,444 | 6,516 |
| 折舊 | (437) | (439) | (441) | (443) | (445) | (447) | (449) | (451) | (1,643) | (1,759) | (1,791) |
| 攤提 | (203) | (203) | (203) | (203) | (203) | (203) | (203) | (203) | (411) | (813) | (813) |
| EBITDA | 1,742 | 1,982 | 2,144 | 2,150 | 2,036 | 2,277 | 2,391 | 2,416 | 6,291 | 8,016 | 9,121 |
| 利息收入 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 349 | 440 | 440 |
| 投資利益淨額 | - | - | - | - | - | - | - | - | 7 | - | - |
| 其他營業外收入 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 207 | 160 | 160 |
| 總營業外收入 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 563 | 600 | 600 |
| 利息費用 | (220) | (210) | (200) | (200) | (200) | (200) | (200) | (200) | (1,166) | (830) | (800) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | (6) | - | - |
| 其他營業外費用 | (103) | - | - | - | - | - | - | - | (185) | (103) | - |
| 總營業外費用 | (323) | (210) | (200) | (200) | (200) | (200) | (200) | (200) | (1,357) | (933) | (800) |
| 稅前純益 | 928 | 1,279 | 1,450 | 1,454 | 1,338 | 1,577 | 1,689 | 1,712 | 3,442 | 5,111 | 6,316 |
| 所得稅費用[利益] | (350) | (448) | (464) | (451) | (415) | (489) | (524) | (531) | (1,132) | (1,712) | (1,958) |
| 少數股東損益 | 3 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 7 | 8 | 4 |
| 非常項目前稅後純益 | 581 | 834 | 988 | 1,004 | 924 | 1,089 | 1,166 | 1,182 | 2,317 | 3,406 | 4,362 |
| 非常項目 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 稅後淨利 | 581 | 834 | 988 | 1,004 | 924 | 1,089 | 1,166 | 1,182 | 2,317 | 3,406 | 4,362 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 3.56 | 5.10 | 6.05 | 6.15 | 5.66 | 6.67 | 7.14 | 7.24 | 14.37 | 20.86 | 26.71 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 26.3 | 26.5 | 26.6 | 26.5 | 26.4 | 26.6 | 26.9 | 26.9 | 24.7 | 26.5 | 26.7 |
| 營業利益率 | 8.9 | 10.1 | 10.8 | 10.8 | 10.1 | 11.3 | 11.6 | 11.6 | 8.3 | 10.2 | 11.2 |
| EBITDA Margin | 14.0 | 15.0 | 15.4 | 15.4 | 14.8 | 15.8 | 16.0 | 16.0 | 12.3 | 15.0 | 15.7 |
| 稅前純益率 | 7.5 | 9.7 | 10.4 | 10.4 | 9.7 | 11.0 | 11.3 | 11.3 | 6.7 | 9.6 | 10.8 |
| 稅後純益率 | 4.7 | 6.3 | 7.1 | 7.2 | 6.7 | 7.6 | 7.8 | 7.8 | 4.5 | 6.4 | 7.5 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 1.9 | 6.3 | 5.1 | 0.5 | (1.3) | 4.6 | 3.8 | 1.2 | | | |
| 營業毛利 | 9.4 | 7.0 | 5.2 | 0.4 | (1.7) | 5.4 | 4.7 | 1.2 | | | |
| 營業收益增長 | 27.4 | 21.6 | 12.0 | 0.3 | (7.7) | 17.2 | 6.9 | 1.3 | | | |
| EBITDA | 24.2 | 13.8 | 8.2 | 0.3 | (5.3) | 11.8 | 5.0 | 1.1 | | | |
| 稅前純益 | 24.3 | 37.8 | 13.3 | 0.3 | (7.9) | 17.8 | 7.1 | 1.4 | | | |
| 稅後純益 | 14.3 | 43.6 | 18.5 | 1.7 | (7.9) | 17.8 | 7.1 | 1.4 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (2.2) | 1.6 | 5.5 | 14.4 | 10.8 | 9.0 | 7.7 | 8.4 | (5.0) | 4.7 | 8.9 |
| 營業毛利 | 1.1 | 22.8 | 5.0 | 23.7 | 11.2 | 9.6 | 9.1 | 9.9 | (8.7) | 12.5 | 9.9 |
| 營業收益 | (3.2) | 63.1 | 6.1 | 73.9 | 26.1 | 21.4 | 16.0 | 17.2 | (23.6) | 28.5 | 19.7 |
| EBITDA | 7.1 | 49.1 | 10.8 | 53.3 | 16.9 | 14.9 | 11.5 | 12.4 | (15.4) | 27.4 | 13.8 |
| 稅前純益 | 6.6 | 75.8 | 32.1 | 94.6 | 44.2 | 23.2 | 16.5 | 17.8 | (35.0) | 48.5 | 23.6 |
| 稅後純益 | (7.5) | 89.0 | 33.4 | 97.7 | 59.2 | 30.6 | 18.1 | 17.8 | (39.6) | 47.0 | 28.1 |

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 資產總額 | 25,477 | 53,446 | 54,683 | 55,328 | 58,302 |
| 流動資產 | 17,743 | 32,594 | 31,891 | 32,635 | 35,537 |
| 現金及短期投資 | 3,291 | 8,921 | 12,430 | 10,482 | 10,882 |
| 存貨 | 6,379 | 12,323 | 10,103 | 11,510 | 12,800 |
| 應收帳款及票據 | 6,921 | 10,071 | 8,383 | 9,665 | 10,877 |
| 其他流動資產 | 1,152 | 1,279 | 974 | 978 | 978 |
| 非流動資產 | 7,733 | 20,852 | 22,792 | 22,693 | 22,765 |
| 長期投資 | 605 | 954 | 885 | 613 | 613 |
| 固定資產 | 3,864 | 10,301 | 12,143 | 12,856 | 13,742 |
| 什項資產 | 3,264 | 9,597 | 9,765 | 9,224 | 8,411 |
| 負債總額 | 10,327 | 30,942 | 30,086 | 28,802 | 29,460 |
| 流動負債 | 9,159 | 13,772 | 13,717 | 14,434 | 15,092 |
| 應付帳款及票據 | 4,869 | 5,876 | 4,744 | 5,461 | 6,118 |
| 短期借款 | 2,190 | 3,226 | 4,532 | 4,532 | 4,532 |
| 什項負債 | 2,099 | 4,670 | 4,441 | 4,441 | 4,441 |
| 長期負債 | 1,167 | 17,170 | 16,368 | 14,368 | 14,368 |
| 長期借款 | 315 | 14,011 | 13,322 | 11,322 | 11,322 |
| 其他負債及準備 | 110 | 2,073 | 2,150 | 2,150 | 2,150 |
| 股東權益總額 | 15,150 | 22,504 | 24,597 | 26,526 | 28,843 |
| 普通股股本 | 1,375 | 1,564 | 1,633 | 1,633 | 1,633 |
| 保留盈餘 | 4,527 | 6,403 | 6,842 | 8,453 | 10,774 |
| 少數股東權益 | 26 | 19 | 12 | 5 | 1 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 26.7% | 88.2% | (5.0%) | 4.7% | 8.9% |
| 營業收益增長 | 8.7% | 108.6% | (23.6%) | 28.5% | 19.7% |
| EBITDA | 9.4% | 106.8% | (15.4%) | 27.4% | 13.8% |
| 稅後純益 | 11.4% | 88.5% | (39.6%) | 47.0% | 28.1% |
| 每股盈餘成長率 | 8.7% | 64.4% | (42.6%) | 45.2% | 28.1% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 23.2% | 25.6% | 24.7% | 26.5% | 26.7% |
| 營業利益率 | 9.3% | 10.3% | 8.3% | 10.2% | 11.2% |
| EBITDA Margin | 12.6% | 13.8% | 12.3% | 15.0% | 15.7% |
| 稅後純益率 | 7.1% | 7.1% | 4.5% | 6.4% | 7.5% |
| 平均資產報酬率 | 8.4% | 9.7% | 4.3% | 6.2% | 7.7% |
| 股東權益報酬率 | 14.4% | 20.4% | 9.8% | 13.3% | 15.8% |
| 穩定 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 16.5% | 76.6% | 72.6% | 59.8% | 55.0% |
| 淨負債比率 | Net cash | 38.8% | 29.4% | 27.0% | 23.5% |
| 利息保障倍數 (x) | 28.1 | 11.3 | 4.0 | 7.2 | 8.9 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.5 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.5 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 3.2 | 5.4 | 6.4 | 4.8 | 6.4 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 0.1 | 0.7 | 1.3 | 0.7 | 1.0 |
| 流動比率 (x) | 1.9 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.4 |
| 速動比率 (x) | 1.2 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.5 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (705) | 8,740 | 7,227 | 7,172 | 6,772 |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 15.22 | 25.02 | 14.37 | 20.86 | 26.71 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 2.36 | 18.12 | 46.16 | 24.48 | 31.34 |
| 每股淨值 (NT\$) | 110.03 | 143.72 | 150.54 | 162.40 | 176.61 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 113.08 | 146.57 | 152.41 | 162.40 | 176.61 |
| 每股營收 (NT\$) | 213.56 | 350.43 | 316.48 | 327.36 | 356.63 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 26.88 | 48.46 | 39.00 | 49.09 | 55.85 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 9.13 | 10.00 | 9.00 | 12.50 | 16.00 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 1.19 | 1.36 | 0.94 | 0.97 | 1.03 |
| 應收帳款周轉天數 | 88.4 | 68.4 | 59.9 | 66.2 | 68.2 |
| 存貨周轉天數 | 106.1 | 112.5 | 95.9 | 107.2 | 109.5 |
| 應付帳款周轉天數 | 81.0 | 53.7 | 45.0 | 50.9 | 52.3 |
| 現金轉換周轉天數 | 113.6 | 127.3 | 110.8 | 122.5 | 125.3 |

資料來源：公司資料，凱基

損益表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 營業收入 | 28,564 | 53,757 | 51,052 | 53,460 | 58,241 |
| 營業成本 | (21,935) | (39,970) | (38,465) | (39,300) | (42,678) |
| 營業毛利 | 6,629 | 13,787 | 12,587 | 14,160 | 15,564 |
| 營業費用 | (3,971) | (8,241) | (8,350) | (8,716) | (9,048) |
| 營業利益 | 2,658 | 5,546 | 4,237 | 5,444 | 6,516 |
| 總營業外收入 | 183 | 238 | 563 | 600 | 600 |
| 利息收入 | 32 | 62 | 349 | 440 | 440 |
| 投資利益淨額 | 11 | - | 7 | - | - |
| 其他營業外收入 | 140 | 176 | 207 | 160 | 160 |
| 總營業外費用 | (200) | (492) | (1,357) | (933) | (800) |
| 利息費用 | (97) | (512) | (1,166) | (830) | (800) |
| 投資損失 | (23) | (13) | (6) | - | - |
| 其他營業外費用 | (79) | 33 | (185) | (103) | - |
| 稅前純益 | 2,641 | 5,293 | 3,442 | 5,111 | 6,316 |
| 所得稅費用[利益] | (619) | (1,462) | (1,132) | (1,712) | (1,958) |
| 少數股東損益 | 14 | 7 | 7 | 8 | 4 |
| 非常項目 | - | 0 | 0 | - | - |
| 稅後淨利 | 2,036 | 3,838 | 2,317 | 3,406 | 4,362 |
| EBITDA | 3,595 | 7,435 | 6,291 | 8,016 | 9,121 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 15.22 | 25.02 | 14.37 | 20.86 | 26.71 |

現金流量

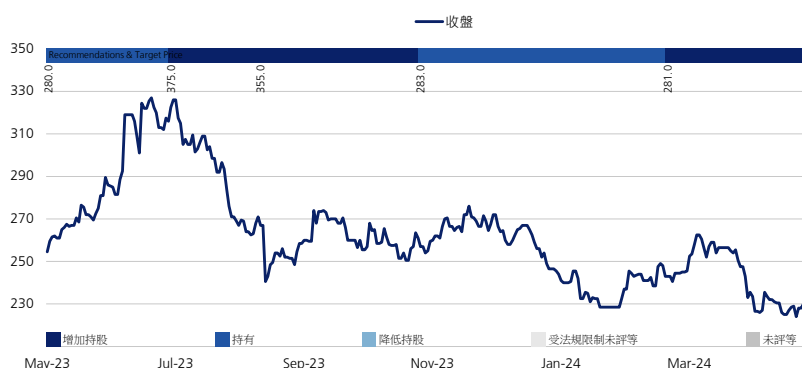
| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 營運活動之現金流量 | 315 | 2,779 | 7,446 | 3,999 | 5,118 |
| 本期純益 | 2,036 | 3,838 | 2,317 | 3,406 | 4,362 |
| 折舊及攤提 | 936 | 1,888 | 2,054 | 2,572 | 2,604 |
| 本期運用資金變動 | (2,581) | (4,256) | 2,877 | (1,972) | (1,845) |
| 其他營業資產及負債變動 | (76) | 1,309 | 198 | (8) | (4) |
| 投資活動之現金流量 | (1,475) | (11,088) | (4,575) | (2,473) | (2,677) |
| 投資用短期投資出售[新購] | (20) | (234) | (1,382) | - | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (1,358) | (1,520) | (2,942) | (2,473) | (2,677) |
| 其他資產變動 | (98) | (9,335) | (251) | - | - |
| 自由現金流 | (1,133) | (280) | 4,422 | 934 | 1,766 |
| 融資活動之現金流量 | (833) | 13,861 | (942) | (3,470) | (2,041) |
| 短期借款變動 | 584 | (98) | 1,893 | - | - |
| 長期借款變動 | (59) | 15,427 | (1,935) | (2,000) | - |
| 現金增資 | - | 2,880 | 1,150 | - | - |
| 已支付普通股股息 | (1,083) | (1,386) | (1,564) | (1,470) | (2,041) |
| 其他融資現金流 | (276) | (2,962) | (486) | 0 | (0) |
| 匯率影響數 | (158) | (264) | 201 | - | - |
| 本期產生現金流量 | (2,150) | 5,288 | 2,130 | (1,944) | 399 |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | 13.9% | 15.3% | 16.4% | 16.3% | 15.5% |
| - 銷管費用/營業收入 | 9.3% | 10.3% | 8.3% | 10.2% | 11.2% |
| = 營業利益率 | | | | | |
| 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 |
| = 資本周轉率 | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| 營業利益率 | 9.3% | 10.3% | 8.3% | 10.2% | 11.2% |
| x 資本周轉率 | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 76.5% | 72.4% | 67.1% | 66.5% | 69.0% |
| = 稅後 ROIC | 17.5% | 16.8% | 12.4% | 14.0% | 15.7% |

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 |
|------------|------|-------|-------|
| 2024-03-08 | 增加持股 | 281.0 | 243.0 |
| 2023-11-10 | 持有 | 283.0 | 257.0 |
| 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 |

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。