



衆達-KY

(4977.TW/4977 TT)

持有・維持

收盤價 November 15 (NT\$)	111.5
12 個月目標價 (NT\$)	120.0
前次目標價 (NT\$)	80.00
調升 (%)	50.0
上漲空間 (%)	7.6

焦點內容

- 3Q24 每股盈餘主因金融資產回沖，4Q24 營收持續回升。
- RLM 成熟尚需時間。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	8.94 / 274.1
流通在外股數 (百萬股)：	80.19
外資持有股數 (百萬股)：	28.86
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.88
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	62.10–126.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	65.9	61.6	41.5
相對表現 (%)	62	54.1	8.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	2.52A	1.60A	0.40A	(0.25)A
2024	0.15A	(0.02)A	1.11A	1.82F
2025	1.11F	1.11F	1.25F	1.31F

股價圖



資料來源：TEJ



請將您珍貴的一票投給凱基！

凱基投顧

姜兆剛
886.2.2181.8742
jackson.chiang@kgi.com

孫瑞隆
886.2.2181.8745
sean.sun@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

FC 需求逐漸回升，RLM 成熟尚需時間

重要訊息

衆達-KY 公告 3Q24 每股盈餘 1.11 元，主因金融資產回沖。

評論及分析

3Q24 每股盈餘受惠金融資產回沖，4Q24 營收持續回升。3Q24 營收為 3.58 億元，季增 75.4%，年增 54.8%，主因客戶對儲存網用的 FC (fiber channel) 相關產品庫存調整漸進尾聲，需求回升。而毛利率為 27.3% 則受惠於公司持續提升生產效率，營業費用約 4,700 萬元，則因持續進行費用管控。在金融資產回沖助益業外收入約 4,300 萬元(主要發生於 8 月)下，每股盈餘為 1.11 元。我們並認為衆達-KY 之 FC 需求於 4Q24 將持續回升，帶動 4Q24 營收較 3Q24 季增 9.9% 至 3.93 億元。而衆達-KY 持續成本控管，並降低研發費用，獲利也將較 3Q24 提升。凱基預估 4Q24 每股盈餘預估為 1.82 元，累計 2024 全年營收預估為 10.9 億元，每股盈餘為 3.06 元。

RLM 產品成熟尚需時間。我們認為衆達-KY 應用於未來 CPO 架構之 RLM (remote laser module；亦稱作 ELS，external laser system) 相關產品目前仍在測試驗證當中，由於 RLM 產品需偕同有搭載 OE (Optical Engine) 之 CPO 解決方案使用，依照目前市場對 CPO 架構的採納程度，我們認為起量時間應落於 2H25-1H26。根據凱基產業調研，大型 CSP 中，除 Meta (美) 對 CPO 技術接納度較高，其他大型 CSP 仍須觀察。而衆達-KY 轉投資之矽光子科技領域開發的美國 12 吋晶圓廠，其未來 1.6TbE 以及更高規格，於超大型資料中心建置 AI 所需之超高速解決方案亦仍需時間開發。我們根據公司產品開發近況及需求觀察，預估 2025 年營收為 16.3 億元，每股盈餘為 4.78 元。

投資建議

我們認為衆達-KY 營運谷底已過，基於公司 RLM 產品與美系網通領導廠商共同開發，將本益比自 20 倍調升至 25 倍。然 CPO 與矽光產品展望仍不明朗，因此維持「持有」評等，以 2025 年每股盈餘預估換算目標價 120 元。

投資風險

資料中心需求不如預期；新廠量產時程遞延。

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)	2,549	2,969	1,743	1,092	1,629
營業毛利 (NT\$百萬)	515	848	380	243	434
營業利益 (NT\$百萬)	219	584	184	54	253
稅後淨利 (NT\$百萬)	266	424	341	245	384
每股盈餘 (NT\$)	3.88	6.20	4.26	3.06	4.78
每股現金股利 (NT\$)	3.20	2.50	2.20	3.00	4.50
每股盈餘成長率 (%)	(51.6)	59.9	(31.3)	(28.2)	56.5
本益比 (x)	28.7	18.0	26.2	36.5	23.3
股價淨值比 (x)	3.2	2.4	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA (x)	17.5	7.3	15.5	12.7	7.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.9	2.2	2.0	2.7	4.0
股東權益報酬率 (%)	10.6	14.0	9.1	6.4	9.9

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：3Q24 財報與 4Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24					4Q24F				
	實際值	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	358	275	30.1	75.4	54.8	393	308	27.6	9.9	93.3
毛利	98	53	84.5	233.5	140.2	109	62	75.4	11.2	146.8
營業利益	50	7	621.0	-	-	62	15	311.6	22.3	2334.5
稅前淨利	93	14	567.6	171.5	200.3	162	22	635.7	73.2	-
稅後淨利	89	13	586.0	-	175.3	146	20	628.3	63.3	-
每股盈餘 (元)	1.11	0.16	593.7	-	177.5	1.82	0.24	656.9	63.6	-
毛利率 (%)	27.3	19.4	7.9 ppts	13.0 ppts	9.7 ppts	27.7	20.3	7.4 ppts	0.3 ppts	6.0 ppts
營業利益率 (%)	14.1	2.6	11.5 ppts	26.6 ppts	18.0 ppts	15.7	5.0	10.7 ppts	1.6 ppts	14.5 ppts
稅後淨利率 (%)	24.9	4.6	20.3 ppts	25.7 ppts	10.9 ppts	37.1	6.4	30.7 ppts	12.1 ppts	46.9 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2024F				2025F			
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)
營收	1,092	1,044	4.6	(37.4)	1,629	2,194	(25.7)	49.2
毛利	243	197	23.6	(36.0)	434	523	(17.1)	78.1
營業利益	54	18	201.5	(70.5)	253	342	(26.1)	365.6
稅前淨利	292	47	521.1	(12.8)	426	353	20.7	46.0
稅後淨利	245	42	483.8	(28.1)	384	318	20.6	56.5
每股盈餘 (元)	3.06	0.52	487.7	(28.2)	4.78	3.92	22.0	56.5
毛利率 (%)	22.3	18.9	3.4 ppts	0.5 ppts	26.6	23.8	2.8 ppts	4.3 ppts
營業利益率 (%)	5.0	1.8	3.2 ppts	(5.6)ppts	15.5	15.6	(0.1)ppts	10.5 ppts
稅後淨利率 (%)	22.5	4.0	18.5 ppts	2.9 ppts	23.5	14.5	9.0 ppts	1.1 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

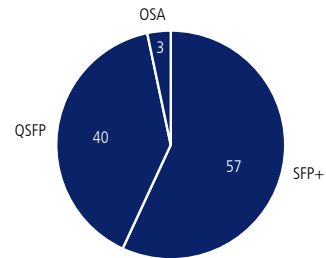
圖 3：公司概况

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：產品營收比重

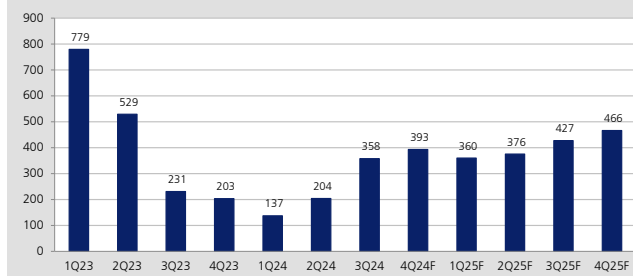
2023 年產品營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

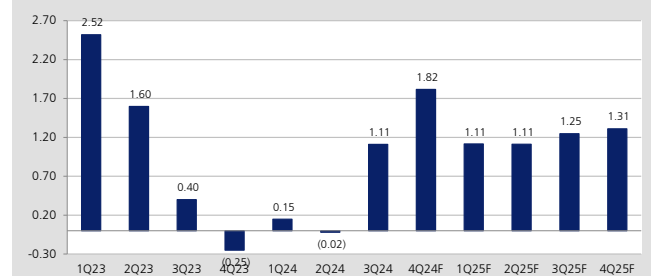
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

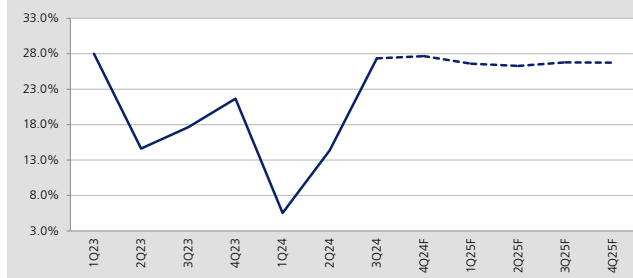
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

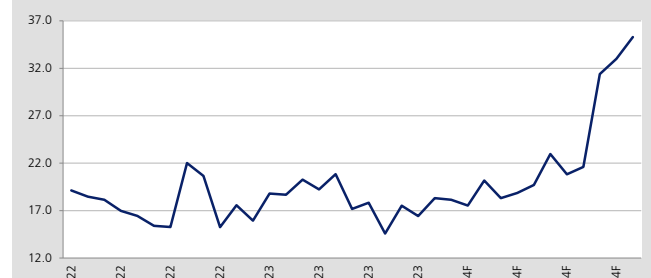
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

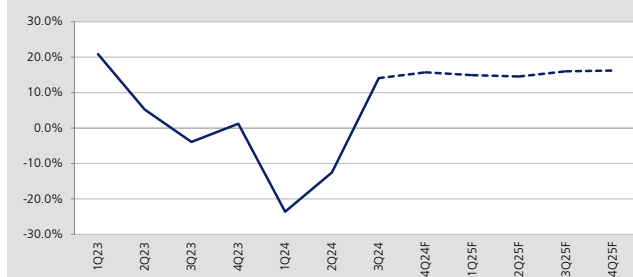
本益比，倍



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-24A	Jun-24A	Sep-24A	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	137	204	358	393	360	376	427	466	1,743	1,092	1,629
營業成本	(130)	(175)	(260)	(284)	(264)	(277)	(313)	(342)	(1,363)	(849)	(1,196)
營業毛利	8	29	98	109	96	99	114	125	380	243	434
營業費用	(40)	(55)	(47)	(47)	(42)	(44)	(46)	(49)	(196)	(189)	(181)
營業利益	(32)	(26)	50	62	54	55	68	76	184	54	253
折舊	(25)	(24)	(23)	(211)	(73)	(73)	(73)	(73)	(114)	(283)	(294)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
EBITDA	(7)	(1)	73	273	127	128	142	149	299	338	547
利息收入	46	52	44	105	50	49	48	47	148	248	194
投資利益淨額	0	0	-	1	1	1	1	1	1	1	4
其他營業外收入	1	1	2	1	1	1	1	1	4	5	4
總營業外收入	47	53	46	107	52	51	50	49	153	254	202
利息費用	(2)	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(8)	(9)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(11)	12	(2)	(6)	(5)	(6)	(6)	(7)	5	(8)	(24)
總營業外費用	(13)	7	(3)	(7)	(6)	(7)	(7)	(8)	(2)	(16)	(28)
稅前純益	2	34	93	162	99	99	111	117	335	292	426
所得稅費用[利益]	0	(27)	(0)	(16)	(10)	(10)	(11)	(12)	3	(44)	(43)
少數股東損益	2	0	-	-	-	-	-	-	11	3	-
非常項目前稅後純益	5	7	93	146	89	89	100	105	349	251	384
非常項目	7	(9)	(4)	-	-	-	-	-	(9)	(6)	-
稅後淨利	12	(2)	89	146	89	89	100	105	341	245	384
每股盈餘 (NT\$)	0.15	(0.02)	1.11	1.82	1.11	1.11	1.25	1.31	4.26	3.06	4.78
獲利率 (%)											
營業毛利率	5.5	14.4	27.3	27.7	26.6	26.3	26.8	26.8	21.8	22.3	26.6
營業利益率	(23.6)	(12.5)	14.1	15.7	14.9	14.6	16.0	16.2	10.6	5.0	15.5
EBITDA Margin	(5.2)	(0.4)	20.5	69.4	35.4	34.2	33.3	32.0	17.1	31.0	33.6
稅前純益率	1.6	16.9	26.1	41.2	27.6	26.4	26.0	25.0	19.2	26.7	26.2
稅後純益率	8.7	(0.8)	24.9	37.1	24.8	23.7	23.4	22.5	19.6	22.5	23.5
季成長率 (%)											
營業收入	(32.4)	48.4	75.4	9.9	(8.4)	4.4	13.7	9.2			
營業毛利	(82.7)	285.7	233.5	11.2	(12.0)	3.2	15.9	9.0			
營業收益增長	(1378.9)	(21.4)		22.3	(13.0)	1.9	25.0	10.6			
EBITDA	(122.4)	(87.9)		271.7	(53.3)	0.8	10.7	5.1			
稅前純益		1468.7	171.5	73.2	(38.6)	(0.2)	12.0	5.1			
稅後純益		(113.2)		63.3	(38.6)	(0.2)	12.0	5.1			
年成長率 (%)											
營業收入	(82.4)	(61.5)	54.8	93.3	161.9	84.3	19.4	18.7	(41.3)	(37.4)	49.2
營業毛利	(96.5)	(62.1)	140.2	146.8	1158.7	236.7	17.0	14.7	(55.2)	(36.0)	78.1
營業收益	(119.9)	(191.8)		2334.5			35.7	22.7	(68.5)	(70.5)	365.6
EBITDA	(103.7)	(101.6)	303.3	756.9			93.5	(45.3)	(58.2)	13.2	61.8
稅前純益	(99.0)	(72.6)	200.3		4426.5	188.0	18.8	(27.9)	(26.8)	(12.8)	46.0
稅後純益	(94.1)	(101.2)	175.3		650.5		12.1	(27.9)	(19.7)	(28.1)	56.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	3,078	4,963	5,075	5,048	5,254
流動資產	2,264	3,919	2,881	3,091	3,544
現金及短期投資	1,068	2,592	2,468	2,806	3,168
存貨	785	929	257	160	226
應收帳款及票據	245	363	79	49	73
其他流動資產	167	35	77	77	77
非流動資產	814	1,044	2,194	1,957	1,710
長期投資	220	370	1,686	1,687	1,691
固定資產	532	484	319	81	(169)
什項資產	62	190	189	189	189
負債總額	615	1,242	1,215	1,186	1,369
流動負債	603	1,079	1,062	1,033	1,216
應付帳款及票據	487	565	246	153	215
短期借款	-	-	648	648	648
什項負債	116	514	168	233	353
長期負債	12	163	153	153	153
長期借款	-	-	-	0	0
其他負債及準備	2	15	13	13	13
股東權益總額	2,463	3,721	3,860	3,862	3,885
普通股本	687	787	802	802	802
保留盈餘	324	471	606	611	633
少數股東權益	53	65	8	6	6
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	(23.7%)	16.5%	(41.3%)	(37.4%)	49.2%
營業收益增長	(40.8%)	167.3%	(68.5%)	(70.5%)	365.6%
EBITDA	(26.7%)	93.4%	(58.2%)	13.2%	61.8%
稅後純益	(51.7%)	59.5%	(19.7%)	(28.1%)	56.5%
每股盈餘成長率	(51.6%)	59.9%	(31.3%)	(28.2%)	56.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	20.2%	28.6%	21.8%	22.3%	26.6%
營業利益率	8.6%	19.7%	10.6%	5.0%	15.5%
EBITDA Margin	14.5%	24.1%	17.1%	31.0%	33.6%
稅後純益率	10.4%	14.3%	19.6%	22.5%	23.5%
平均資產報酬率	8.4%	10.6%	6.8%	0.9%	1.4%
股東權益報酬率	10.6%	14.0%	9.1%	6.4%	9.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	16.8%	16.8%	16.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	122.5	55.0	44.2	34.9	107.6
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.3	0.3	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	251.7	117.8	85.6	65.3	161.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	251.7	117.8	1.0	0.9	1.0
流動比率 (x)	3.8	3.6	2.7	3.0	2.9
速動比率 (x)	2.5	2.8	2.5	2.8	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	(616)	(1,976)	(224)	(561)	(923)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.88	6.20	4.26	3.06	4.78
每股現金盈餘 (NT\$)	8.18	14.59	8.30	7.00	8.07
每股淨值 (NT\$)	35.08	46.46	48.03	48.09	48.37
調整後每股淨值 (NT\$)	35.15	53.45	48.13	48.07	48.37
每股營收 (NT\$)	37.18	43.41	21.78	13.61	20.32
EBITDA/Share (NT\$)	5.40	10.46	3.73	4.22	6.82
每股現金股利 (NT\$)	3.20	2.50	2.20	3.00	4.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.80	0.74	0.35	0.04	0.06
應收帳款周轉天數	35.1	44.6	16.4	16.4	16.4
存貨周轉天數	140.8	159.8	68.9	68.9	68.9
應付帳款周轉天數	87.5	97.2	65.8	65.8	65.8
現金轉換周轉天數	88.5	107.2	19.5	19.5	19.5

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,549	2,969	1,743	1,092	1,629
營業成本	(2,034)	(2,121)	(1,363)	(849)	(1,196)
營業毛利	515	848	380	243	434
營業費用	(297)	(264)	(196)	(189)	(181)
營業利益	219	584	184	54	253
總營業外收入	23	24	153	254	202
利息收入	7	19	148	248	194
投資利益淨額	3	2	1	1	4
其他營業外收入	13	3	4	5	4
總營業外費用	29	(151)	(2)	(16)	(28)
利息費用	(2)	(8)	(8)	(9)	(4)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	31	(142)	5	(8)	(24)
稅前純益	271	457	335	292	426
所得稅費用[利益]	2	(17)	3	(44)	(43)
少數股東損益	3	(7)	11	3	-
非常項目	(9)	(9)	(9)	(6)	-
稅後淨利	266	424	341	245	384
EBITDA	370	716	299	338	547
每股盈餘 (NT\$)	3.88	6.20	4.26	3.06	4.78

現金流量

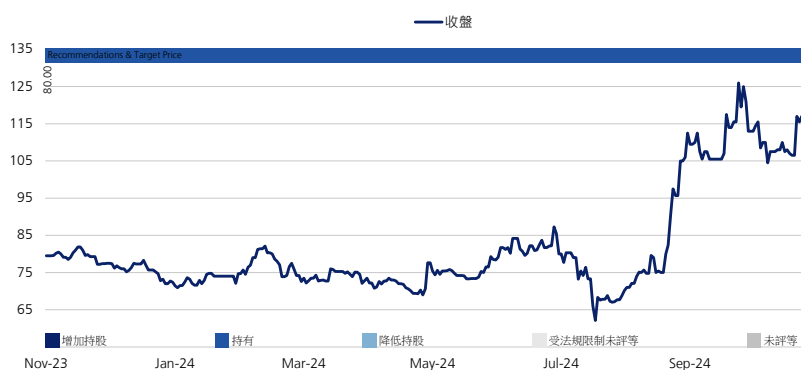
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	561	998	664	562	647
本期純益	266	424	341	245	384
折舊及攤提	151	131	115	284	294
本期運用資金變動	54	(36)	577	34	(27)
其他營業資產及負債變動	90	479	(369)	(1)	(4)
投資活動之現金流量	(216)	(166)	(2,187)	(45)	(44)
投資用短期投資出售[新購]	(146)	(144)	(2,175)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(72)	(47)	(42)	(45)	(43)
其他資產變動	2	24	30	(1)	(1)
自由現金流	352	609	835	319	450
融資活動之現金流量	(465)	717	428	(179)	(241)
短期借款變動	-	-	648	-	-
長期借款變動	-	-	-	0	0
現金增資	-	930	-	-	-
已支付普通股股息	(399)	(220)	(200)	(176)	(241)
其他融資現金流	(33)	6	(19)	(3)	0
匯率影響數	(1)	(188)	(10)		
本期產生現金流量	(122)	1,360	(1,104)	337	362

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.6%	8.9%	11.3%	17.3%	11.1%
= 營業利益率	8.6%	19.7%	10.6%	5.0%	15.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.1	(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	2.2	4.0	5.3	(235.2)	(4.7)
營業利益率	8.6%	19.7%	10.6%	5.0%	15.5%
x 資本周轉率	2.2	4.0	5.3	(235.2)	(4.7)
x (1 - 有效現金稅率)	100.6%	96.3%	101.0%	85.1%	90.0%
= 稅後 ROIC	19.1%	76.0%	56.0%	(994.4%)	(65.4%)

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
2023-11-15	持有	80.0	78.8
2023-07-29	持有	76.0	88.8
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

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，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。