



衆達-KY

(4977.TW/4977 TT)

增加持股・維持

收盤價 March 2 (NT\$)	111.5
12個月目標價 (NT\$)	135.0
前次目標價 (NT\$)	120.0
調升 (%)	12.5
上漲空間 (%)	21.1

焦點內容

衆達-KY 公告 4Q22 每股盈餘 2.94 元，優於凱基預估與市場共識，我們看好公司 400GbE 光收發模組將於 2023 年持續起量，並驅動營收與獲利年增。我們維持衆達-KY「增加持股」評等，並將目標價調整至 135 元，基於 2023 年每股盈餘預估與 15 倍本益比換算得出。

交易資料表

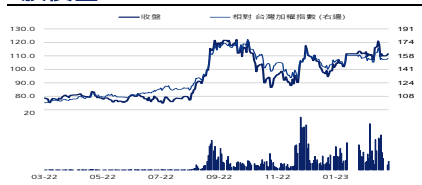
市值：(NT\$bn/US\$m)	8.87 / 290.8
流通在外股數 (百萬股)：	79.54
外資持有股數 (百萬股)：	26.37
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.87
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	75.00-122.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.2	-6.7	41.9
相對表現 (%)	-1	-13	54.6

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	2.94F
2023	2.08F	2.12F	2.17F	2.59F

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

400GbE 光收發模組將於 2023 年持續起量

重要訊息

衆達-KY 公告 4Q22 每股盈餘 2.94 元，優於凱基預估與市場共識，我們看好公司 400GbE 光收發模組將於 2023 年持續起量，並驅動營收與獲利年增。

評論及分析

4Q22 每股盈餘優於預期。受惠 400GbE 光收發模組於 4Q22 持續起量，除了助益營收達 9.16 億元，優於凱基預估之外，毛利率亦受惠產品組合改善而季增 0.3 個百分點至 31.3%。雖受到員工認股權費用化提列約 1,800 萬元與新台幣兌美元匯率升值影響，但金融商品評價利益則持續回沖。總計 4Q22 每股盈餘為 2.94 元，季增 45.2%，年增 238.0%，優於凱基預估與市場共識。

1H23 出貨穩健。一月營收為 2.61 億元，已達凱基預估與市場共識之 35.3% 與 34.0%。我們看好 1H23 衆達-KY 之 400GbE 光收發模組出貨將保持穩健，助益營收持續成長，並帶動產品組合轉佳，然由於儲存網相關之舊產品持續停產，我們認為在產能未能滿載之下，將對毛利率產生負面影響。我們分別調整 1Q-2Q23 營收預估至 7.89 億元與 8.26 億元，毛利率預估為 26.3% 與 26.7%，總計每股盈餘預估為 2.08 元與 2.12 元。

持續佈局 800GbE 產品與未來 CPO 技術。伴隨 Broadcom (美) 支援 64x800GbE 之 Tomahawk 5 交換器解決方案於 2022 年推出後，我們認為衆達-KY 已開始進行 800GbE 光收發模組之研發，並將持續發展 Co-packaged optical (CPO) 技術以鞏固其產業地位。此外，公司於 4Q22 將現金增資發行普通股股數自 1,200 萬股調整至 1,000 萬股。基於近期營運狀況與股本變動，我們調整 2023 年營收預估至 34 億元，每股盈餘預估至 8.96 元，分別年增 14.5% 與 44.6%。

投資建議

我們維持衆達-KY「增加持股」評等，並將目標價調整至 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-22F	Dec-23F
營業收入 (NT\$百萬)	2,534	3,339	2,549	2,969	3,399
營業毛利 (NT\$百萬)	607	770	515	848	993
營業利益 (NT\$百萬)	356	369	219	576	734
稅後淨利 (NT\$百萬)	267	551	266	424	704
每股盈餘 (NT\$)	4.22	8.02	3.88	6.20	8.96
每股現金股利 (NT\$)	3.50	5.90	3.20	5.60	8.00
每股盈餘成長率 (%)	(6.3)	90.0	(51.6)	59.8	44.6
本益比 (x)	26.4	13.9	28.7	18.0	12.4
股價淨值比 (x)	3.4	2.9	3.2	3.4	3.4
EV/EBITDA (x)	12.9	13.6	17.6	6.9	5.9
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.1	5.3	2.9	5.0	7.2
股東權益報酬率 (%)	13.9	22.9	10.6	17.1	27.6

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：4Q22 財報與 1Q23 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	4Q22							1Q23F						
	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	916	856	7.1	11.8	78.4	838	9.4	789	738	6.9	(13.9)	45.1	766	3.0
毛利	287	254	12.9	13.0	213.6	238	20.3	208	205	1.2	(27.6)	75.4	211	(1.8)
營業利益	206	192	7.3	17.7	453.0	142	45.4	153	150	1.7	(26.1)	122.3	150	1.7
稅前淨利	209	174	20.1	42.9	299.6	161	29.9	182	147	23.6	(13.0)	297.8	153	19.2
稅後淨利	201	156	28.8	45.8	238.1	148	36.3	164	132	23.9	(18.8)	282.3	138	18.9
每股盈餘(元)	2.94	2.27	29.4	45.2	238.0	2.05	43.2	2.08	1.64	26.9	(29.1)	232.1	1.82	14.2
毛利率(%)	31.3	29.7	1.6 ppts	0.3 ppts	13.5 ppts	28.5	2.8 ppts	26.3	27.8	(1.5)ppts	(5.0)ppts	4.5 ppts	27.6	(1.3)ppts
營業利益率(%)	22.5	22.5	0.1 ppts	1.1 ppts	15.3 ppts	16.9	5.6 ppts	19.3	20.3	(1.0)ppts	(3.2)ppts	6.7 ppts	19.6	(0.3)ppts
稅後淨利率(%)	22.0	18.3	3.7 ppts	5.1 ppts	10.4 ppts	17.6	4.3 ppts	20.7	17.9	2.8 ppts	(1.3)ppts	12.9 ppts	18.0	2.8 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2022 年財報與 2023 年財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	2022						2023F					
	實際值	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	2,969	2,909	2.1	16.5	2,881	3.1	3,399	3,438	(1.1)	14.5	3,415	(0.5)
毛利	848	799	6.2	64.6	774	9.6	993	997	(0.4)	17.0	965	2.8
營業利益	576	563	2.3	163.4	518	11.1	734	738	(0.6)	27.5	674	8.8
稅前淨利	449	425	5.6	65.7	402	11.5	783	719	8.9	74.5	675	15.9
稅後淨利	424	383	10.8	59.5	372	14.0	704	647	8.9	66.1	615	14.5
每股盈餘(元)	6.20	5.59	10.9	59.8	5.58	11.2	8.96	8.02	11.8	44.6	7.88	13.8
毛利率(%)	28.6	27.5	1.1 ppts	8.4 ppts	26.9	1.7 ppts	29.2	29.0	0.2 ppts	0.6 ppts	28.3	0.9 ppts
營業利益率(%)	19.4	19.3	0.1 ppts	10.8 ppts	18.0	1.4 ppts	21.6	21.5	0.1 ppts	2.2 ppts	19.7	1.8 ppts
稅後淨利率(%)	14.3	13.2	1.1 ppts	3.9 ppts	12.9	1.4 ppts	20.7	18.8	1.9 ppts	6.4 ppts	18.0	2.7 ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

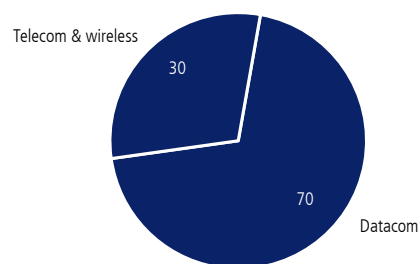
圖 3：公司概况

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

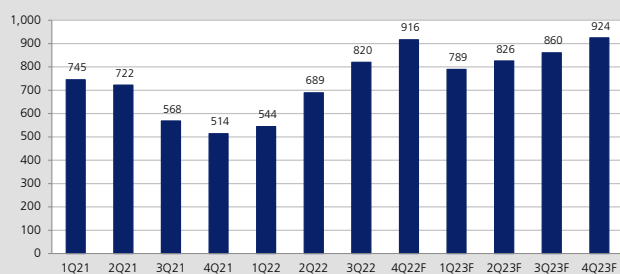
2021 年產品應用比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

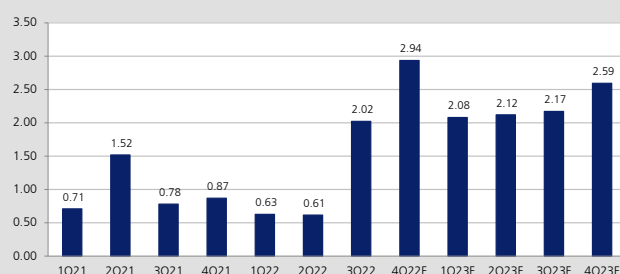
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

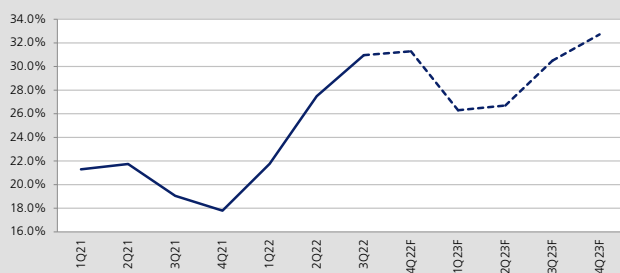
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

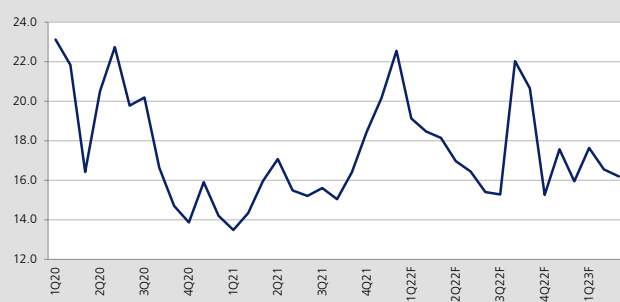
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

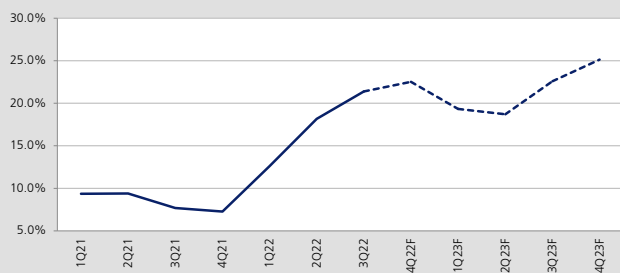
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

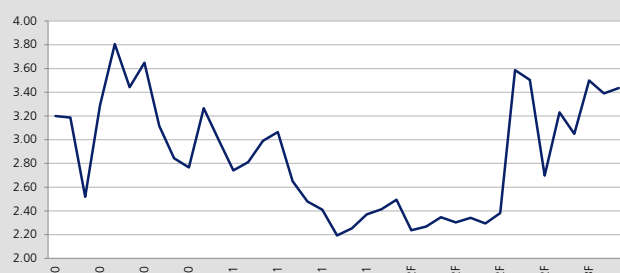
營業利潤率，百分比



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-22F	Mar-23F	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	544	689	820	916	789	826	860	924	2,549	2,969	3,399
營業成本	(426)	(500)	(566)	(630)	(582)	(605)	(598)	(622)	(2,034)	(2,121)	(2,407)
營業毛利	118	189	254	287	208	220	262	302	515	848	993
營業費用	(50)	(64)	(78)	(80)	(55)	(66)	(68)	(70)	(297)	(273)	(259)
營業利益	69	125	175	206	153	154	194	232	219	576	734
折舊	(34)	(34)	(32)	(214)	(86)	(86)	(86)	(86)	(151)	(313)	(344)
攤提	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
EBITDA	102	159	208	421	239	241	281	319	370	890	1,079
利息收入	3	5	5	2	2	2	2	2	7	15	8
投資利益淨額	0	0	1	0	33	35	0	0	3	1	68
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	2	41	43	8	8	23	19	100
利息費用	(1)	(3)	(2)	-	-	-	-	-	(2)	(6)	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(27)	(80)	(33)	0	(12)	(12)	(13)	(14)	31	(140)	(51)
總營業外費用	(28)	(83)	(35)	0	(12)	(12)	(13)	(14)	29	(146)	(51)
稅前純益	46	48	146	209	182	185	189	226	271	449	783
所得稅費用[利益]	(2)	(3)	2	(0)	(18)	(19)	(19)	(23)	2	(4)	(78)
少數股東損益	1	(2)	(6)	(7)	-	-	-	-	3	(15)	-
非常項目稅後純益	45	42	142	201	164	167	171	204	275	430	704
非常項目	(2)	(0)	(4)	-	-	-	-	-	(9)	(6)	-
稅後淨利	43	42	138	201	164	167	171	204	266	424	704
每股盈餘 (NT\$)	0.63	0.61	2.02	2.94	2.08	2.12	2.17	2.59	3.88	6.20	8.96
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.8	27.5	31.0	31.3	26.3	26.7	30.5	32.7	20.2	28.6	29.2
營業利益率	12.6	18.2	21.4	22.5	19.3	18.7	22.6	25.1	8.6	19.4	21.6
EBITDA Margin	18.8	23.1	25.4	45.9	30.3	29.2	32.6	34.5	14.5	30.0	31.7
稅前純益率	8.4	6.9	17.8	22.8	23.0	22.4	22.0	24.5	10.6	15.1	23.0
稅後純益率	7.9	6.1	16.8	22.0	20.7	20.2	19.8	22.1	10.4	14.3	20.7
季成長率 (%)											
營業收入	5.9	26.7	19.0	11.8	(13.9)	4.6	4.2	7.4			
營業毛利	29.4	60.0	34.0	13.0	(27.6)	6.2	19.0	15.2			
營業收益增長	83.8	82.4	40.1	17.7	(26.1)	1.3	25.8	19.5			
EBITDA	21.8	55.3	30.8	102.4	(43.3)	0.8	16.6	13.5			
稅前純益	(12.6)	4.5	206.3	42.9	(13.0)	1.9	2.4	19.5			
稅後純益	(28.2)	(1.9)	229.0	45.8	(18.8)	1.9	2.4	19.5			
年成長率 (%)											
營業收入	(27.0)	(4.6)	44.3	78.4	45.1	19.8	4.9	0.8	(23.7)	16.5	14.5
營業毛利	(25.4)	20.6	134.4	213.6	75.4	16.4	3.4	5.4	(33.1)	64.6	17.0
營業收益	(1.6)	84.5	301.8	453.0	122.3	23.4	10.8	12.5	(40.8)	163.4	27.5
EBITDA	(2.5)	52.4	171.1	400.7	133.3	51.4	35.0	(24.3)	(26.7)	140.6	21.2
稅前純益	(9.8)	(58.4)	176.3	299.6	297.8	287.6	29.6	8.4	(42.3)	65.7	74.5
稅後純益	(12.2)	(59.7)	158.3	238.1	282.3	296.9	23.5	1.2	(51.7)	59.5	66.1

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-22F	Dec-23F
資產總額	2,961	3,287	3,078	3,508	3,881
流動資產	2,083	2,530	2,264	2,881	3,431
現金及短期投資	960	1,336	1,068	1,644	2,047
存貨	594	677	785	784	890
應收帳款及票據	228	394	245	286	327
其他流動資產	302	123	167	167	167
非流動資產	877	756	814	627	450
長期投資	98	73	220	220	288
固定資產	706	607	532	344	100
什項資產	74	76	62	62	62
負債總額	729	618	615	887	1,255
流動負債	703	605	603	875	1,243
應付帳款及票據	382	459	487	378	429
短期借款	201	-	-	-	-
什項負債	119	146	116	497	815
長期負債	26	13	12	12	12
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	2	4	2	2	2
股東權益總額	2,232	2,669	2,463	2,621	2,626
普通股股本	680	687	687	787	787
保留盈餘	301	572	324	366	371
少數股東權益	32	59	53	68	68
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
年成長率					
營業收入	31.2%	31.8%	(23.7%)	16.5%	14.5%
營業收益增長	40.5%	3.7%	(40.8%)	163.4%	27.5%
EBITDA	37.6%	5.5%	(26.7%)	140.6%	21.2%
稅後純益	1.1%	106.3%	(51.7%)	59.5%	66.1%
每股盈餘成長率	(6.3%)	90.0%	(51.6%)	59.8%	44.6%
獲利能力分析					
營業毛利率	24.0%	23.1%	20.2%	28.6%	29.2%
營業利益率	14.1%	11.1%	8.6%	19.4%	21.6%
EBITDA Margin	18.9%	15.1%	14.5%	30.0%	31.7%
稅後純益率	10.5%	16.5%	10.4%	14.3%	20.7%
平均資產報酬率	10.0%	17.6%	8.4%	12.9%	19.1%
股東權益報酬率	13.9%	22.9%	10.6%	17.1%	27.6%
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	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	16.4	100.4	122.5	74.3	
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	96.2	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	4.2	(5.3)	251.7	96.2	
流動比率 (x)	3.0	4.2	3.8	3.3	2.8
速動比率 (x)	2.1	3.1	2.5	2.4	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(717)	(737)	(616)	(1,192)	(1,596)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.22	8.02	3.88	6.20	8.96
每股現金盈餘 (NT\$)	14.53	(0.36)	8.18	8.60	11.27
每股淨值 (NT\$)	32.34	38.00	35.08	32.44	32.50
調整後每股淨值 (NT\$)	34.78	38.01	35.15	37.30	32.55
每股營收 (NT\$)	40.06	48.63	37.18	43.39	43.26
EBITDA/Share (NT\$)	7.57	7.35	5.40	13.01	13.73
每股現金股利 (NT\$)	3.50	5.90	3.20	5.60	8.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.95	1.07	0.80	0.90	0.92
應收帳款周轉天數	32.8	43.2	35.1	35.1	35.1
存貨周轉天數	112.5	96.5	140.8	135.0	135.0
應付帳款周轉天數	72.4	65.4	87.5	65.0	65.0
現金轉換周轉天數	72.8	74.3	88.5	105.1	105.1

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-22F	Dec-23F
營業收入	2,534	3,339	2,549	2,969	3,399
營業成本	(1,927)	(2,569)	(2,034)	(2,121)	(2,407)
營業毛利	607	770	515	848	993
營業費用	(251)	(401)	(297)	(273)	(259)
營業利益	356	369	219	576	734
總營業外收入	25	41	23	19	100
利息收入	7	8	7	15	8
投資利益淨額	0	1	3	1	68
其他營業外收入	18	32	13	3	24
總營業外費用	(93)	60	29	(146)	(51)
利息費用	(19)	(5)	(2)	(6)	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(74)	64	31	(140)	(51)
稅前純益	289	470	271	449	783
所得稅費用[利益]	(9)	(19)	2	(4)	(78)
少數股東損益	19	12	3	(15)	-
非常項目	(32)	88	(9)	(6)	-
稅後淨利	267	551	266	424	704
EBITDA	479	505	370	890	1,079
每股盈餘 (NT\$)	4.22	8.02	3.88	6.20	8.96

現金流量

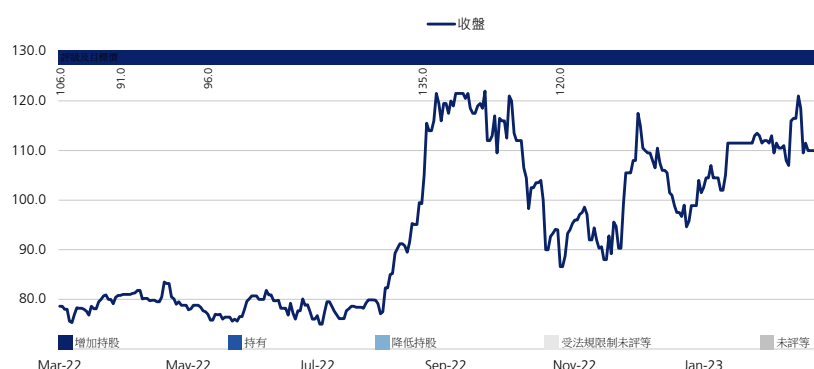
NT\$百萬	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F
營運活動之現金流量	919	(25)	561	589	885
本期純益	267	551	266	424	704
折舊及攤提	122	136	151	314	345
本期運用資金變動	336	(203)	54	(150)	(96)
其他營業資產及負債變動	194	(508)	90	0	(68)
投資活動之現金流量	(214)	197	(216)	(127)	(100)
投資用短期投資出售[新購]	-	(71)	(146)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(149)	(181)	(72)	(126)	(99)
其他資產變動	(65)	448	2	(1)	(1)
自由現金流	655	106	352	608	809
融資活動之現金流量	96	(348)	(465)	15	(382)
短期借款變動	(75)	(147)	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	325	-	-	-	-
已支付普通股股息	(209)	(240)	(399)	-	(382)
其他融資現金流	(14)	14	(33)	15	-
匯率影響數	(31)	(4)	(1)		
本期產生現金流量	771	(181)	(122)	476	403

投資回報率

	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	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%	9.2%	7.6%
= 營業利益率	14.1%	11.1%	8.6%	19.4%	21.6%
1 / (營業運用資金/營業收入					
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	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	1.9	2.7	2.2	4.1	12.8
營業利益率	14.1%	11.1%	8.6%	19.4%	21.6%
x 資本周轉率	1.9	2.7	2.2	4.1	12.8
x (1 - 有效現金稅率)	97.1%	96.1%	100.6%	99.2%	90.0%
= 稅後 ROIC	25.7%	28.9%	19.1%	78.0%	248.0%

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
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
2020-10-16	增加持股	186.0	103.0

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。