

合勤控 (3704.TW/3704 TT)

國防標案提前貢獻營收

增加持股 · 維持

收盤價 October 17 (NT\$)	47.80
12 個月目標價 (NT\$)	65.00
前次目標價 (NT\$)	65.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	36.0

焦點內容

合勤控公告 3Q23 自結，其中毛利率 22.3%，優於凱基預期，主因國防標案提前貢獻營收。

交易資料表

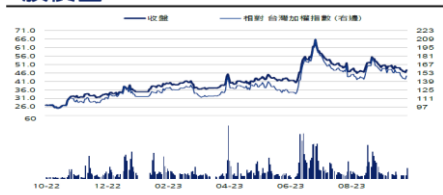
市值：(NT\$bn/US\$mn)	19.42 / 602
流通在外股數 (百萬股)：	406.3
外資持有股數 (百萬股)：	66.80
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.76
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	25.30 - 65.70

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-27.3	19.6	76.7
相對表現 (%)	-23.3	15.3	48.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.74A	0.17A	1.88A	1.09A
2023	1.17A	0.77A	0.73F	0.88F
2024	0.65F	0.96F	1.29F	1.46F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

合勤控公告 3Q23 自結獲利，其中毛利率 22.3%，優於凱基預期，主因國防標案提前貢獻營收。

評論及分析

3Q23 毛利率優於預期。 3Q23 營收 69.7 億元，季減 2.1%，年減 19.5%，符合凱基預期。在客戶庫存調整致使營收季減 2.1%，且公司進行提列存貨跌價損失之際，毛利率達 22.3% 反較 2Q22 之 21.2% 提升，主因(1) PON 產品出貨持續增加且 DSL 產品逐漸汰除，產品組合轉佳；及(2)國防標案開始挹注營收，3Q23 國防標案營收佔比雖在 5% 內，仍對毛利率有所助益。在加計營業費用提列部分員工獎金以及業外匯兌收益約 1 億元後，每股盈餘為 0.73 元，優於凱基預期。

谷底已過，4Q23 起營運向上。 展望 4Q23，我們認為(1)客戶庫存調整已近尾聲，3Q23 雖為營收谷底，但目前尚未見到需求顯著回溫；(2)國防訂單將逐步增加營收貢獻；及(3)存貨提列對毛利率之侵蝕已於 3Q23 告一段落，因此維持 4Q23 營收預估，但上調毛利率至 23.8%，並上調每股盈餘至 0.88 元，季增 19.4%，年減 19.8%。

2024 展望未變。 基於近期合勤控之訂單能見度仍以短期訂單為主，我們因此維持 2024 年電信商需求將小幅成長之保守展望。儘管公司 3Q23 提列庫存損失與產能利用率較低，然而因國防標案需求提早開始貢獻營收，整體毛利率因產品組合持續轉佳而提升，因此我們微幅調整 2024 年營收預估至 310 億元，毛利率則上調至 24%，並對應上調營業費用至單季約 13 億元，總計每股盈餘為 4.35 元，年增 22.7%。

投資建議

我們維持「增加持股」評等，目標價維持 65 元，依 2024 年修正後每股盈餘預估與 15 倍本益比換算得出。

投資風險

零組件供給短缺；疫情影響持續；新台幣升值。

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)	22,251	25,682	30,516	30,281	31,029
營業毛利 (NT\$百萬)	5,780	6,061	6,988	6,719	7,462
營業利益 (NT\$百萬)	1,293	1,425	1,847	1,444	2,224
稅後淨利 (NT\$百萬)	828	1,097	1,618	1,402	1,722
每股盈餘 (NT\$)	1.91	2.49	3.87	3.55	4.35
每股現金股利 (NT\$)	0.50	0.51	1.25	1.00	1.50
每股盈餘成長率 (%)	674.0	30.1	55.6	(8.5)	22.7
本益比 (x)	25.0	19.2	12.3	13.5	11.0
股價淨值比 (x)	2.6	2.4	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	11.1	10.9	8.5	7.7	5.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	1.1	2.6	2.1	3.1
股東權益報酬率 (%)	10.7	12.6	17.1	13.6	15.1

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：3Q23 財報與 4Q23 財測修正暨凱基與市場共識比較

百萬元	3Q23							4Q23F						
	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	6,974	6,852	1.8	(2.1)	(19.5)	6,647	4.9	7,330	7,330	0.0	5.1	(14.7)	7,822	(6.3)
毛利	1,556	1,437	8.2	3.2	(21.9)	1,406	10.7	1,747	1,673	4.4	12.3	(19.5)	1,851	(5.6)
營業利益	209	236	(11.6)	(21.3)	(70.9)	218	(4.3)	431	435	(1.1)	106.1	(36.8)	596	(27.7)
稅前淨利	368	244	50.7	(12.2)	(60.6)	249	47.8	439	443	(1.0)	19.1	(11.7)	625	(29.8)
稅後淨利	290	188	54.1	(4.6)	(62.0)	192	50.8	346	344	0.7	19.4	(24.1)	485	(28.6)
每股盈餘(元)	0.73	0.48	54.1	(4.6)	(61.1)	0.48	52.8	0.88	0.87	0.7	19.4	(19.8)	1.21	(27.8)
毛利率(%)	22.3	21.0	1.3 ppts	1.1 ppts	(0.7)ppts	21.2	1.2 ppts	23.8	22.8	1.0 ppts	1.5 ppts	(1.4)ppts	23.7	0.2 ppts
營業利益率(%)	3.0	3.5	(0.5)ppts	(0.7)ppts	(5.3)ppts	3.3	(0.3)ppts	5.9	5.9	(0.1)ppts	2.9 ppts	(2.1)ppts	7.6	(1.7)ppts
稅後淨利率(%)	4.2	2.7	1.4 ppts	(0.1)ppts	(4.6)ppts	2.9	1.3 ppts	4.7	4.7	0.0 ppts	0.6 ppts	(0.6)ppts	6.2	(1.5)ppts

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 2：2023-24 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	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	30,281	30,159	0.4	(0.8)	30,374	(0.3)	31,029	30,531	1.6	2.5	31,383	(1.1)
毛利	6,719	6,527	2.9	(3.8)	6,639	1.2	7,462	7,286	2.4	11.0	7,481	(0.3)
營業利益	1,444	1,476	(2.2)	(21.8)	1,583	(8.8)	2,224	2,201	1.1	54.0	2,302	(3.4)
稅前淨利	1,800	1,681	7.1	(9.7)	1,821	(1.1)	2,236	2,213	1.1	24.2	2,381	(6.1)
稅後淨利	1,402	1,298	8.0	(13.4)	1,443	(2.9)	1,722	1,704	1.1	22.8	1,851	(7.0)
每股盈餘(元)	3.55	3.28	8.0	(8.5)	3.53	0.6	4.35	4.31	1.1	22.7	4.55	(4.3)
毛利率(%)	22.2	21.6	0.5 ppts	(0.7)ppts	21.9	0.3 ppts	24.0	23.9	0.2 ppts	1.9 ppts	23.8	0.2 ppts
營業利益率(%)	4.8	4.9	(0.1)ppts	(1.3)ppts	5.2	(0.4)ppts	7.2	7.2	(0.0)ppts	2.4 ppts	7.3	(0.2)ppts
稅後淨利率(%)	4.6	4.3	0.3 ppts	(0.7)ppts	4.8	(0.1)ppts	5.5	5.6	(0.0)ppts	0.9 ppts	5.9	(0.4)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

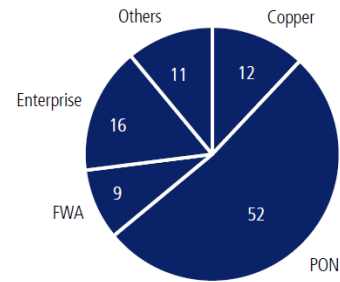
圖 3：公司概況

合勤控成立於 2010 年，旗下擁有合勤科技、盟創科技、兆勤科技等子公司，合勤科技聚焦於合勤集團電信產品的品牌發展，兆勤科技致力於企業用及家用產品品牌發展，盟創科技專注於代工業務，3Q23 營收佔比分別為 Copper 12%；PON 52%；FWA 9%；Enterprise 16%；Others 11%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 4：產品比重

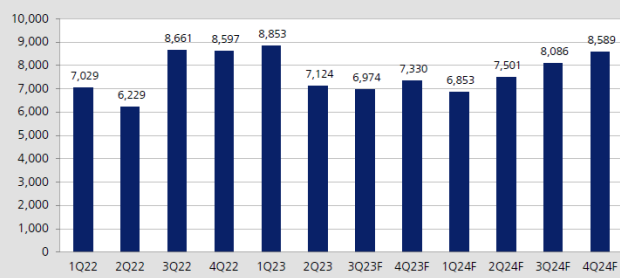
3Q23 營收產品別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

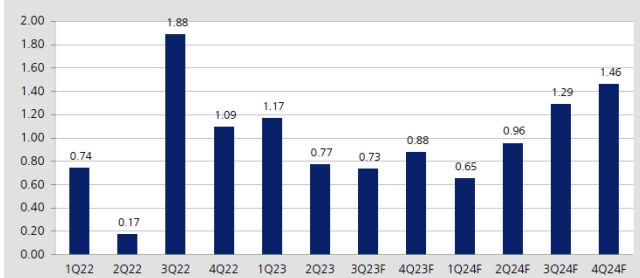
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6：每股盈利

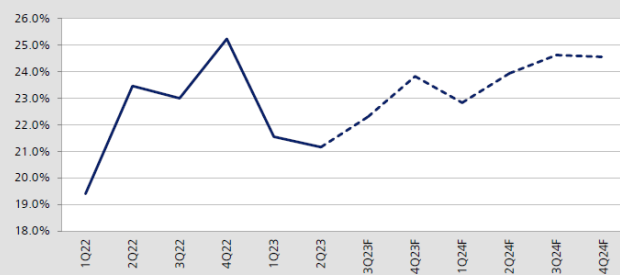
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7：毛利率

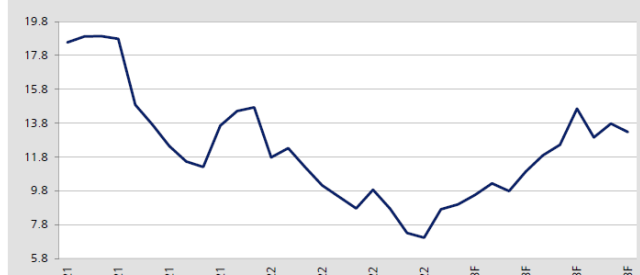
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：本益比

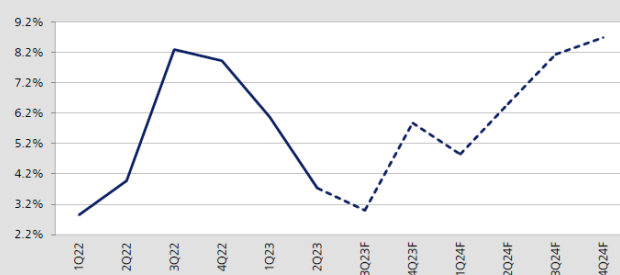
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9：營業利潤率

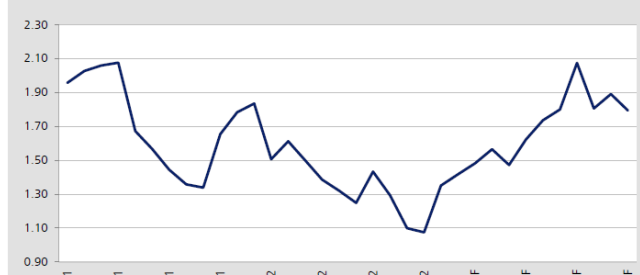
營業利潤率，百分比



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

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入	8,853	7,124	6,974	7,330	6,853	7,501	8,086	8,589	30,516	30,281	31,029
營業成本	(6,945)	(5,616)	(5,418)	(5,583)	(5,288)	(5,705)	(6,094)	(6,480)	(23,528)	(23,562)	(23,567)
營業毛利	1,909	1,508	1,556	1,747	1,565	1,796	1,992	2,109	6,988	6,719	7,462
營業費用	(1,371)	(1,242)	(1,347)	(1,316)	(1,233)	(1,308)	(1,334)	(1,363)	(5,141)	(5,276)	(5,238)
營業利益	538	266	209	431	332	488	658	746	1,847	1,444	2,224
折舊	(84)	(82)	(162)	(320)	(175)	(175)	(175)	(175)	(302)	(648)	(702)
攤提	(32)	(34)	(28)	(19)	(28)	(28)	(28)	(28)	(112)	(114)	(114)
EBITDA	654	381	399	770	536	692	862	950	2,261	2,205	3,039
利息收入	34	27	20	20	20	20	20	20	66	101	80
投資利益淨額	0	1	-	-	-	-	-	-	12	2	-
其他營業外收入	8	8	151	-	-	-	-	-	46	167	-
總營業外收入	42	36	171	20	20	20	20	20	124	270	80
利息費用	(19)	(15)	(15)	(15)	(20)	(20)	(20)	(20)	(73)	(64)	(80)
投資損失	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(11)	(8)	(8)
其他營業外費用	14	134	5	5	5	5	5	5	105	158	20
總營業外費用	(7)	118	(12)	(12)	(17)	(17)	(17)	(17)	21	86	(68)
稅前純益	573	420	368	439	335	491	661	749	1,992	1,800	2,236
所得稅費用[利益]	(107)	(118)	(72)	(101)	(77)	(113)	(152)	(172)	(365)	(398)	(514)
少數股東損益	(4)	2	(6)	8	-	-	-	-	(8)	-	-
非常項目前稅後純益	461	304	290	346	258	378	509	577	1,618	1,402	1,722
非常項目	0	(0)	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	461	304	290	346	258	378	509	577	1,618	1,402	1,722
每股盈餘 (NT\$)	1.17	0.77	0.73	0.88	0.65	0.96	1.29	1.46	3.87	3.55	4.35
獲利率 (%)											
營業毛利率	21.6	21.2	22.3	23.8	22.8	23.9	24.6	24.6	22.9	22.2	24.0
營業利益率	6.1	3.7	3.0	5.9	4.8	6.5	8.1	8.7	6.1	4.8	7.2
EBITDA Margin	7.4	5.4	5.7	10.5	7.8	9.2	10.7	11.1	7.4	7.3	9.8
稅前純益率	6.5	5.9	5.3	6.0	4.9	6.5	8.2	8.7	6.5	5.9	7.2
稅後純益率	5.2	4.3	4.2	4.7	3.8	5.0	6.3	6.7	5.3	4.6	5.5
季成長率 (%)											
營業收入	3.0	(19.5)	(2.1)	5.1	(6.5)	9.5	7.8	6.2			
營業毛利	(12.0)	(21.0)	3.2	12.3	(10.4)	14.7	10.9	5.9			
營業收益增長	(21.0)	(50.6)	(21.3)	106.1	(22.9)	46.9	34.9	13.4			
EBITDA	(17.6)	(41.7)	4.7	92.9	(30.4)	29.1	24.6	10.3			
稅前純益	15.3	(26.7)	(12.2)	19.1	(23.7)	46.5	34.7	13.4			
稅後純益	1.1	(34.1)	(4.6)	19.4	(25.5)	46.5	34.7	13.4			
年成長率 (%)											
營業收入	26.0	14.4	(19.5)	(14.7)	(22.6)	5.3	15.9	17.2	18.8	(0.8)	2.5
營業毛利	39.9	3.2	(21.9)	(19.5)	(18.0)	19.1	28.0	20.7	15.3	(3.8)	11.0
營業收益	169.2	7.5	(70.9)	(36.8)	(38.3)	83.5	214.7	73.2	29.6	(21.8)	54.0
EBITDA	120.0	10.0	(51.5)	(3.0)	(18.1)	81.3	115.7	23.3	26.2	(2.5)	37.8
稅前純益	31.5	238.5	(60.6)	(11.7)	(41.5)	16.9	79.4	70.8	38.5	(9.7)	24.2
稅後純益	41.6	311.7	(62.0)	(24.1)	(44.1)	24.2	75.5	66.6	47.6	(13.4)	22.8

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	19,589	21,394	27,063	28,922	30,667
流動資產	16,408	18,005	23,347	25,445	27,464
現金及短期投資	4,647	5,722	6,191	8,342	10,197
存貨	4,901	6,212	8,001	8,013	7,993
應收帳款及票據	5,846	5,543	8,449	8,385	8,568
其他流動資產	1,014	528	706	706	706
非流動資產	3,181	3,389	3,716	3,477	3,204
長期投資	122	147	171	173	180
固定資產	1,592	1,699	1,891	1,651	1,370
什項資產	1,467	1,543	1,654	1,654	1,654
負債總額	11,283	12,174	17,049	17,940	18,495
流動負債	10,582	9,524	14,402	14,977	15,164
應付帳款及票據	5,779	5,002	6,911	6,921	6,904
短期借款	1,914	1,757	3,331	3,964	4,069
什項負債	2,888	2,765	4,160	4,093	4,191
長期負債	701	2,650	2,647	2,962	3,331
長期借款	-	1,896	1,897	2,213	2,581
其他負債及準備	258	354	346	346	346
股東權益總額	8,306	9,220	10,014	10,983	12,172
普通股股本	4,476	4,536	4,002	4,002	4,002
保留盈餘	(33)	1,066	2,283	3,251	4,441
少數股東權益	27	149	162	162	162
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	(7.4%)	15.4%	18.8%	(0.8%)	2.5%
營業收益增長	635.3%	10.3%	29.6%	(21.8%)	54.0%
EBITDA	204.5%	8.2%	26.2%	(2.5%)	37.8%
稅後純益	675.6%	32.5%	47.6%	(13.4%)	22.8%
每股盈餘成長率	674.0%	30.1%	55.6%	(8.5%)	22.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	26.0%	23.6%	22.9%	22.2%	24.0%
營業利益率	5.8%	5.6%	6.1%	4.8%	7.2%
EBITDA Margin	7.4%	7.0%	7.4%	7.3%	9.8%
稅後純益率	3.7%	4.3%	5.3%	4.6%	5.5%
平均資產報酬率	4.7%	5.4%	6.7%	5.0%	5.8%
股東權益報酬率	10.7%	12.6%	17.1%	13.6%	15.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.0%	39.6%	52.2%	56.2%	54.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	51.4	50.4	28.4	29.2	28.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	66.4	7.0	6.5	35.0	29.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.8	0.1	0.1	0.6	0.6
流動比率 (x)	1.6	1.9	1.6	1.7	1.8
速動比率 (x)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(2,164)	(1,640)	(812)	(2,016)	(3,397)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.91	2.49	3.87	3.55	4.35
每股現金盈餘 (NT\$)	3.58	0.47	1.13	5.65	5.98
每股淨值 (NT\$)	18.49	20.00	24.62	27.04	30.01
調整後每股淨值 (NT\$)	19.14	20.59	23.58	27.37	30.36
每股營收 (NT\$)	51.43	58.31	73.04	76.60	78.45
EBITDA/Share (NT\$)	3.83	4.07	5.41	5.58	7.68
每股現金股利 (NT\$)	0.50	0.51	1.25	1.00	1.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.27	1.25	1.26	1.08	1.04
應收帳款周轉天數	96.2	78.8	101.1	101.1	101.1
存貨周轉天數	108.9	115.6	124.1	124.1	124.1
應付帳款周轉天數	128.4	93.0	107.2	107.2	107.2
現金轉換周轉天數	76.6	101.3	118.0	118.0	118.0

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	22,251	25,682	30,516	30,281	31,029
營業成本	(16,471)	(19,621)	(23,528)	(23,562)	(23,567)
營業毛利	5,780	6,061	6,988	6,719	7,462
營業費用	(4,487)	(4,635)	(5,141)	(5,276)	(5,238)
營業利益	1,293	1,425	1,847	1,444	2,224
總營業外收入	173	81	124	270	80
利息收入	14	16	66	101	80
投資利益淨額	-	3	12	2	-
其他營業外收入	159	62	46	167	-
總營業外費用	(290)	(69)	21	86	(68)
利息費用	(23)	(29)	(73)	(64)	(80)
投資損失	(12)	(7)	(11)	(8)	(8)
其他營業外費用	(254)	(33)	105	158	20
稅前純益	1,176	1,438	1,992	1,800	2,236
所得稅費用 [利益]	(345)	(343)	(365)	(398)	(514)
少數股東損益	(3)	1	(8)	-	-
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	828	1,097	1,618	1,402	1,722
EBITDA	1,657	1,792	2,261	2,205	3,039
每股盈餘 (NT\$)	1.91	2.49	3.87	3.55	4.35

現金流量

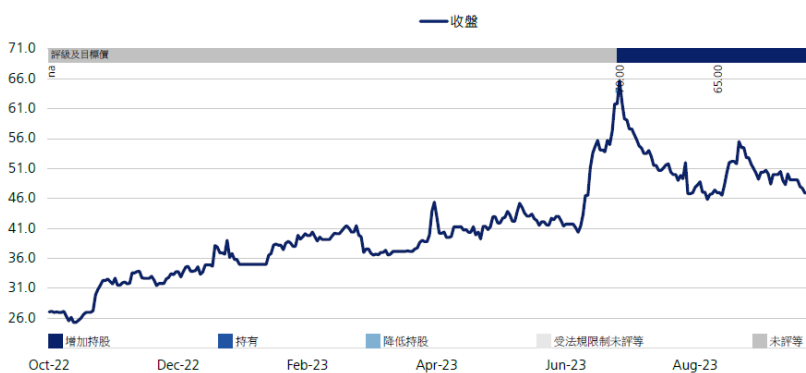
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營運活動之現金流量	1,547	205	471	2,235	2,364
本期純益	828	1,097	1,618	1,402	1,722
折舊及攤提	364	367	414	762	816
本期運用資金變動	10	(1,715)	(3,086)	63	(181)
其他營業資產及負債變動	345	456	1,525	8	8
投資活動之現金流量	(1,104)	(422)	(342)	(531)	(550)
投資用短期投資出售 [新購]	(620)	135	237	-	-
本期長期投資變動	-	-	(20)	(10)	(15)
資本支出淨額	(176)	(380)	(435)	(407)	(421)
其他資產變動	(309)	(178)	(124)	(114)	(114)
自由現金流	1,016	(735)	(1,711)	1,428	1,812
融資活動之現金流量	353	1,603	646	448	41
短期借款變動	(16)	(57)	1,585	-	-
長期借款變動	-	1,896	-	948	474
現金增資	40	102	(442)	-	-
已支付普通股股息	-	(221)	(225)	(500)	(433)
其他融資現金流	329	(74)	41	0	0
匯率影響數	63	(171)	(28)	-	-
本期產生現金流量	859	1,215	747	2,151	1,855

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	20.2%	18.0%	16.8%	17.4%	16.9%
= 營業利益率	5.8%	5.6%	6.1%	4.8%	7.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	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	4.5	4.0	3.7	3.8	4.0
營業利益率	5.8%	5.6%	6.1%	4.8%	7.2%
x 資本周轉率	4.5	4.0	3.7	3.8	4.0
x (1 - 有效現金稅率)	70.7%	76.2%	81.7%	77.9%	77.0%
= 稅後 ROIC	18.6%	16.9%	18.2%	14.0%	21.9%

資料來源：公司資料，凱基預估

合勤控 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-09-01	增加持股	65.00	46.95
2023-07-16	增加持股	70.00	61.80

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。