

貿聯-KY (3665 TT) BizLink

谷底已過，2024 年營運重返成長

買進 (研究員異動)

目標價 (12 個月)：NT\$294.0

收盤價 (2024/03/08)：NT\$243.0
隱含漲幅：21.0%

營收組成 (2023)

工業 40%、IT 數據傳輸 20%、車用 24%、電器 15%

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	294.0	--
2023年營收 (NT\$/十億)	51.1	--
2023年EPS	14.4	--

交易資料表

市值	NT\$39,710百萬元
外資持股比率	45.2%
董監持股比率	3.1%
調整後每股淨值 (2023F)	NT\$155.26
負債比	57.3%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	53,757	51,052	53,872	57,761
營業利益	5,546	4,238	5,673	6,558
稅後純益	3,838	2,317	3,625	4,288
Diluted EPS (元)	23.28	12.04	18.84	22.28
EPS YoY (%)	61.1	-48.3	56.4	18.3
本益比 (倍)	9.8	16.9	11.0	9.3
股價淨值比 (倍)	1.7	1.7	1.6	1.5
ROE (%)	20.4	10.0	14.3	15.7
現金殖利率 (%)	4.2%	3.7%	5.7%	6.8%
現金股利 (元)	10.10	9.00	13.89	16.44

何宗祐

bill0066@yuanta.com

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q23 EPS 3.11 元，季減 31%，低於市場預期 38.8%，毛利率受一次性調整影響呈季減 2.2ppts。

◆ 此次法說表明多數事業體已大致落底，估 1H24 營運持平，2H24 將明顯改善。

◆ 2023 年財務調整大致告一段落，2024 年營運重返成長；以 2H24-1H25 完全稀釋後 EPS 21.02 元，給予貿聯 14 倍本益比推得目標價 294 元。

4Q23 EPS 3.11 元，季減 31%，低於市場預期 38.8%

貿聯 4Q23 營收 122.0 億元，季減 7%/年減 10%，不如市場預期，主因電腦周邊設備、電器、車用客戶庫存調整而下滑；毛利率方面，除因營收規模下滑外，受斯洛伐克廠房關廠及部分打消庫存影響，4Q23 毛利率 24.5%，季減 2.2ppts/年減 1.7ppts，低於市場預期 1.7ppts。營利率方面，受營收規模下滑使費用率上升，4Q23 營利率 7.1%，季減 3.7ppts/年減 3.6ppts；稅後獲利 5.1 億元，EPS 3.11 元。

預期 1H24 營運持平，2H24 多數事業體營運回溫

此次法說表明多數事業體已大致落底，如資本設備於 2Q23 落底後已復甦 18%、HPC 於 3Q23 落底後開始出貨高單價產品、電器於 4Q23 落底，僅車用、工廠自動化尚未恢復正循環，因此本中心預期 1H24 營運將大致持平 4Q23，而 2H24 隨多數客戶出貨回溫，貿聯營運有望明顯改善。

2023 年財務調整大致告一段落，2024 年營運重返成長

本中心對貿聯看法正向，主因 1)各事業體大致落底，多數客戶皆預期 2H24 出貨將恢復，貿聯 2024 年整體營收/獲利重返成長；2) HPC 隨高速傳輸需求提升，將為 2024 年最大成長動能；3)公司致力調整財務結構，2024 年將進一步調整負債比例，降低利息費用。本中心預估 2024/2025 年營收至 538.7 億/577.6 億，年增 5.5%/7.2%。2024/2025 年完全稀釋後 EPS 18.84/22.28 元。本中心認為儘管 4Q23 財報不如市場預期，惟貿聯營運多數事業體谷底大致已過，營運將於 2024 年重返成長，因此本中心以 2H24-1H25 完全稀釋後 EPS 21.02 元與 14 倍本益比，推得目標價 294 元，給予買進評等。

營運分析

4Q23 EPS 3.11 元，季減 31%，低於市場預期 38.8%

貿聯 4Q23 營收 122.0 億元，季減 7%/年減 10%，不如市場預期，主因電腦周邊設備、電器、車用客戶庫存調整而下滑；毛利率方面，除因營收規模下滑外，受斯洛伐克廠房關廠及部分打消庫存影響，4Q23 毛利率 24.5%，季減 2.2ppts/年減 1.7ppts，低於市場預期 1.7ppts。營利率方面受部分關廠費用及營收規模下降使費用率上升，4Q23 營利率 7.1%，季減 3.7ppts/年減 3.6ppts；稅後獲利 5.1 億元，EPS 3.11 元，低於市場預期 38.8%。

圖 1：2023 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q22A	3Q23A	4Q23A	季增率	年增率	4Q23F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	13,601	13,150	12,196	-7.3%	-10.3%	12,901	-5.5%
營業毛利	3,572	3,510	2,990	-14.8%	-16.3%	3,384	-11.6%
營業利益	1,449	1,414	865	-38.9%	-40.3%	1,349	-35.9%
稅前利益	1,241	1,097	747	-31.9%	-39.8%	1,182	-36.8%
稅後淨利	922	741	508	-31.5%	-45.0%	831	-39.0%
調整後 EPS (元)	5.89	4.54	3.11	-31.5%	-47.3%	5.07	-38.8%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	26.3%	26.7%	24.5%	-2.2	-1.7	26.2%	-1.7
營業利益率	10.7%	10.8%	7.1%	-3.7	-3.6	10.5%	-3.4
稅後純益率	6.8%	5.6%	4.2%	-1.5	-2.6	6.4%	-2.2

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

2023 年經歷客戶庫存調整，打消庫存等負面影響，稅後獲利年減 40%

回顧 2023 年，貿聯 2023 年營收 510.5 億元，年減 5%，主因四大產品線均面臨客戶下單趨緩，IT 數據傳輸方面，主要受疫情後電腦終端銷售趨緩，電腦周邊客戶進行庫存調整，其營收占比已下滑低於 HPC 比重，整體 IT 相關營收呈年減 27%；車用方面，受其一電動車客戶滲透率下滑影響，及中國廠商競爭，貿聯電動車部門營收貢獻下滑，不過因矽膠產品出貨優於預期，整體車用營收呈年增 1%；電器方面，普遍客戶下單保守，電器營收呈年減 9%；工業方面，受國際半導體設備廠商展望下滑，資本設備相關於 2Q23 方落底、工廠自動化相關於 3Q22 達高峰後持續下滑等因素，工業用營收下滑，整體呈年減 3%。2023 年貿聯營收比重 IT 數據傳輸 20%、車用 24%、電器 15%、工業 40%。

毛利率方面，自 2Q23 起分別受庫存跌價損失、一次性廠房重組等影響，2023 年毛利率 24.7%，年減 0.9ppts；稅後獲利方面，受財務成本上升致利息費用大增、一次性稅務影響，2023 年稅後獲利 23.2 億元，年減 40%，稀釋後 EPS 12.04 元(以完全稀釋後股本 19.2 億元計算)。

2024 年數據傳輸部門由 HPC 帶動，估營收年增 13%

貿聯伺服器/資料中心 HPC 產品約佔整體營收 10%，其中約 40-50%為電源線，40-50%為傳輸資料的銅纜，包含 DAC(無源銅纜)、AEC(主動式有源電纜)、機內線，剩下則為光相關產品，如 AOC(有源光纜)、光收發器，HPC 主要出貨美系 CSP 客戶，並已於 2Q23 落底後已見反彈。

此次法說會公司指出，1Q24 HPC 業務將為成長亮點，本中心認為展望符合市場趨勢。受惠伺服器新平台推出和 AI 伺服器需求爆發，AEC 需求熱絡，公司 AEC 產品透過 Credo 切入既有客戶產品線(過往多以電源線為主)，AEC 主要用於連接伺服器與交換器，相較 DAC 輕巧(可節省達 70%空間)，且高速傳遞下信號完整度更佳，較 AOC 功耗低 25%、成本低 50%。同時 Credo 於 3Q24 財年法說會表示，美國大規模企業仍占據 AEC 大部分需求，持續看好 AEC 成長趨勢，並預計於 2H25 財年明顯提升。AEC 因需外購 Credo 晶片，成本較高使毛利率低於可自製連接器、電纜的電源線，但仍優於公司平均，有利產品組合改善。此外，公司亦持續推出電源線新專案，隨新伺服器平台推出及 AI 伺服器需求熱絡，推升電源瓦數要求，規格提升可望帶動電源線束價量齊昂。電源線與 AEC 強勁需求推動下，本中心預估 2024 年 HPC 營收將年增 25%，帶動資訊傳輸部門營收年增 13%。

圖 2：AEC、AOC、DAC 比較

	比較
最大功耗	AOC<AEC<DAC
傳輸距離	AOC>AEC>DAC
價格	AOC>AEC>DAC
重量體積	AOC<AEC<DAC
傳輸性能	AOC>=AEC>DAC

資料來源：元大投顧整理

電器需求溫和復甦，新領域熱泵靜待 2H24，預估電器部門 2024 年增 5%

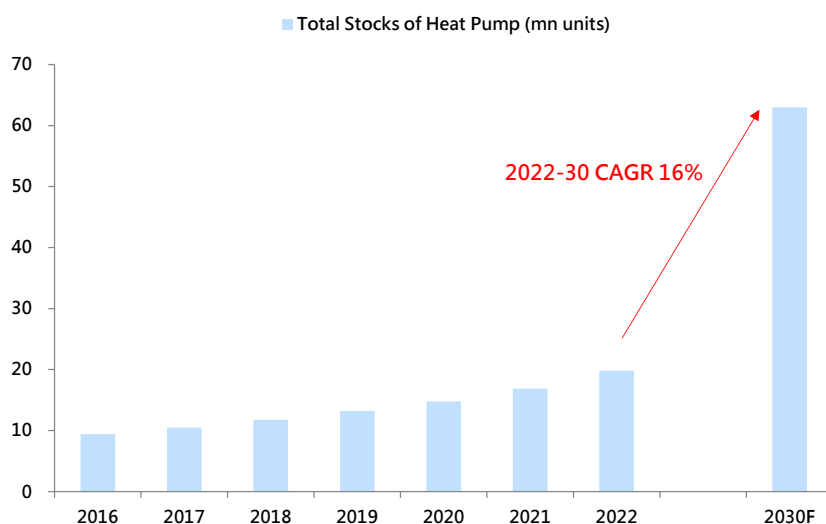
受限總體經濟需求仍放緩，4Q23 電器營收呈季減 8%/年減 17%，短期而言已見電器落底。展望 2024 年，除現有客戶將於 2H24 陸續發表新品外，貿聯新產品熱泵線束或將於 2H24 加大出貨量，熱泵主要應用於烘衣機、暖通空調、熱水器，用以製熱排冷，在 2050 年淨零排放情境中，熱泵是減少供暖排放的主要技術之一。不過據歐洲熱泵協會 EHPA 指出受限經濟放緩，2023 年熱泵銷量 264 萬台，年減 5%，2023 年熱泵庫存量約 2300 萬台。同時歐盟委員會推遲原定於 2024 年初發布支持熱泵銷量的計畫，市場預期待新一輪歐盟選舉後方能延續政策。因此預估貿聯電器部門經落底後 1H24 表現將平穩，2H24 方能成長，估 2024 年電器部門年增 5%。

圖 3：熱泵示意圖



資料來源：元大投顧整理

圖 4：歐洲熱泵裝置量目標



資料來源：EHPA、元大投顧整理

工業需求穩健成長，預估 2024 年工業營收年增 6%

貿聯於 1Q22 併購 Leoni 工業事業群(INBG)，工業營收占比自 2021 年 13%大幅躍升至 2022 年 38%，2023 年比重持穩至 40%。工業應用市場生產特性為少量多樣，但 2023 年受半導體設備需求不振影響，抵銷新併入之客製化產品及工廠自動化部門之成長，工業部門呈年減 3%。展望 2024 年，根據 SEMI 預測，全球半導體設備支出 2023 年循環性調整下，2024 年可望持平回溫，2025 年有望創高至 1240 億美元，整體方向與貿聯一致，半導體設備於 2Q23 落底，預期 1H24 持平於 2H23 並於 2H24 復甦，預估貿聯 2024 年半導體設備線束年增 9%。

工廠自動化主要客戶為歐洲自動化大廠，其近期法說展望指出，隨客戶與通路持續去化庫存，已見短期自動化需求趨於正常化，不過中國與歐洲等關鍵地區總體經濟持續放緩，PMI 指數仍落於榮枯線下方，客戶需求需待 2H24 方能回溫，因此本中心預期 2024 年工廠自動化營收年增 6%。

醫療用線束與客製化產品則皆屬利基型市場，需求長期穩健成長，客製化產品主要客戶為醫療及半導體設備公司，規格較高，毛利率高於公司平均，預估 2024 年醫療及客製化產品營收將年增 5%/3%。

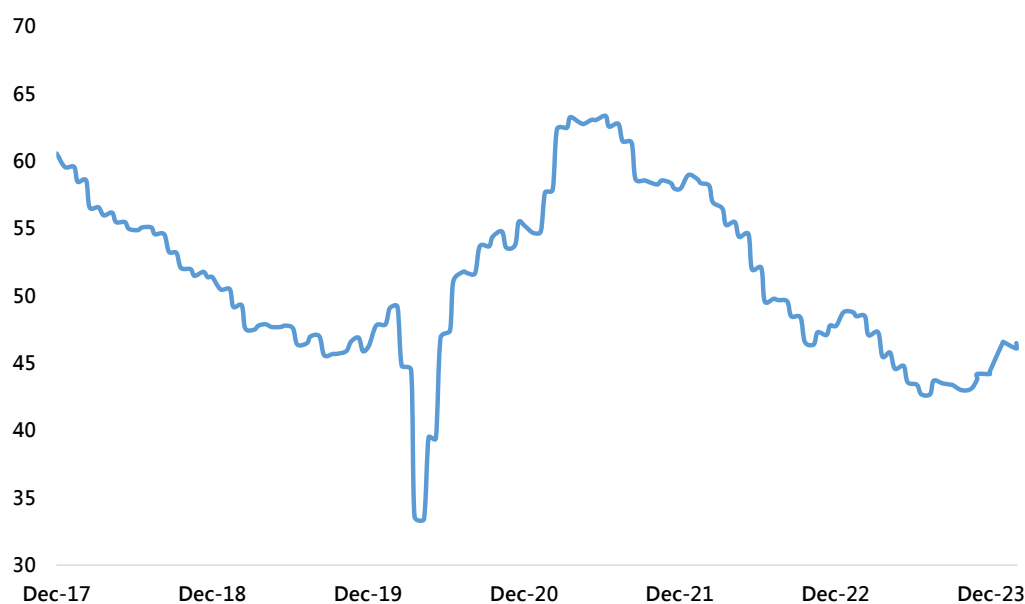
能源部門為貿聯另一長期潛在成長動能，主要產品為商用儲能電池 MegaPack、家用儲能電池 Powerwall 及太陽能線材，目前占比僅約低個位數，隨主要客戶持續布局能源領域，2023 年裝置量為 14.7%，年增 125%。展望 2024 年，受惠 MegaPack 規格自舊款 2.6MWh 提升至新款 3.8MWh，線材需求提升使內容價值提高 3 倍，且加州 MegaPack 工廠持續放量，年產能達 40GWh，上海亦於 12M23 正式投產儲能超級工廠，預估貿聯能源部門 2024 年營收年增 20%；

圖 5：中國製造業 PMI 指數



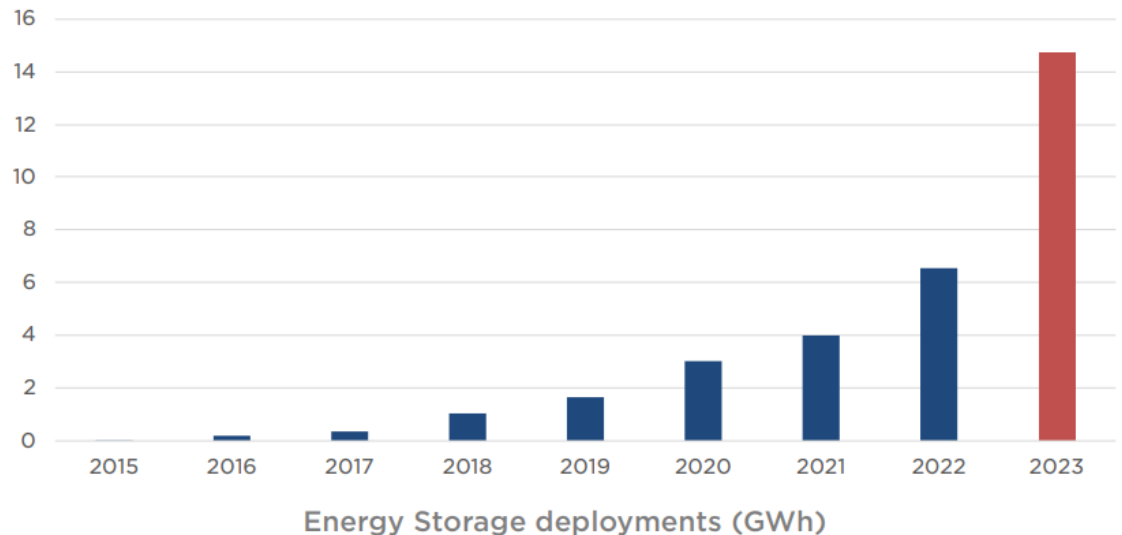
資料來源：中國國家統計局

圖 6：歐洲製造業 PMI 指數



資料來源：ECB

圖 7：特斯拉儲能裝置量



資料來源：Tesla、元大投顧預估

電動車相關進入下行週期，預估 2024 年車用部門營收年減 2%

2023 年車用營收佔比約 24%，主要包含電動車、矽膠部門及充電業務，1H23 矽膠部門需求強勁抵銷電動車事業衰退，使車用部門 HoH 成長 4%。展望 2024 年，貿聯對電動車其一客戶市場滲透率下滑，面對中國廠商競爭及供應鏈本土化，貿聯供應市場轉往北美，該客戶法說表示電動車市場競爭加劇且面臨價格壓力，市場普遍預期該客戶 2024 年銷量將年增 16~22%(明顯較 2023 年年增速 39%放緩)，預期 2024 年貿聯電動車營收將呈年減 6%。

充電業務方面，貿聯具備多樣充電解決方案，如便攜式、壁掛式、液冷充電槍、CCS1/2、NACS 連接器及充電槍裡的線束，北美多數車廠已加入 NACS 充電標準，並將於 2024-2025 年陸續導入車款中，預估 2024 年貿聯充電業務年增 6%。

矽膠部門為併購 INBG 後所納入，長期展望正向，主因隨線束持續往更高壓規格發展，若不更換設計或原物料，PVC 線會越來越粗，矽膠相較 PVC 有更優異的散熱能力，儘管價格較高，預期隨電動車持續往 800V 平台邁進，滲透率將持續增加，不過貿聯表示此次隨車用整體市場趨緩，矽膠需求持穩，預估 2024 年矽膠部門營收年持平。整體而言，本中心預估 2024 年車用部門營收將年減 2%。

1H24 HPC 成長，工業用、電器持平，車用下滑

此次法說會對於各主要事業體除車用、工業自動化外皆大致落底，因此 1H24 將大致持平於 4Q23，綜合上述對於各事業體預估，1Q24 營收預估為 124.1 億元，季增 1.8%/年減 2.3%，毛利率 25.8%，季增 1.2 個 ppts，年增 0.3 個 ppts。稅後獲利 7.1 億元，季增 40.8%，年增 13.8%，稀釋後 EPS 3.71 元，季增 40.8%。2Q24 營收預估為 128.8 億元，季增 3.8%/年減 0.9%，毛利率 25.7%，季減 0.1 個 ppts，年增 3.7 個 ppts。稅後獲利 7.8 億元，季增 9.3%，年增 77.1%，稀釋後 EPS 4.06 元，季增 9.3%。

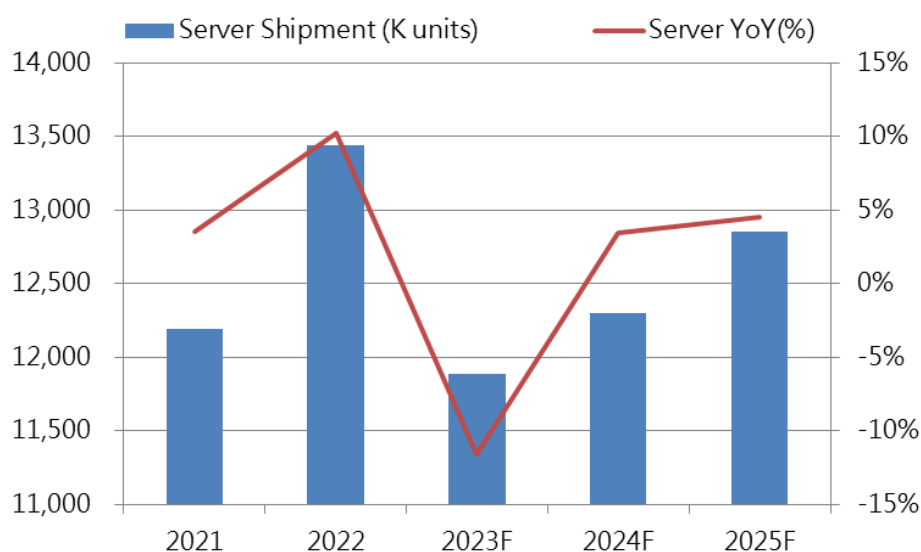
2024 年營運重返軌道，預估獲利年增 56%

對貿聯看法正向，主因 1)各事業體大致落底，多數客戶皆預期 2H24 出貨將恢復，貿聯 2024 年整體營收/獲利重返成長；2) HPC 隨高速傳輸需求提升，將為 2024 年最大成長動能；3)公司致力調整財務結構，2024 年將進一步調整負債比例，降低利息費用。本中心預估資訊傳輸/車用/電器/工業部門 2024 年營收將分別成長 13%/-2%/5%/6%，2025 年分別成長 10%/6%/4%/8%，推升 2024/2025 年營收至 538.7 億/577.6 億，年增 5.5%/7.2%。此外，獲利率部分，本中心預估 2023 年存貨跌價損失約影響毛利率 100~150ppts，約 5.1~7.7 億元，2024 年存貨損失影響數將隨 2H24 出貨提升而降低，且可望有部分回沖，預估 2024/2025 年毛利 26.2%/26.9%，營利率 10.5%/11.4%，預估 2024/2025 年完全稀釋後 EPS 18.84/22.28 元，年增 56.4%/18.3%。

2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

美國四大 CSP 業者於 CY4Q23 法說會中表示，未來資本支出將會持續提升，主要用於伺服器、AI 伺服器及擴大資料中心建設。本季度，Microsoft 的資本支出季減 2%、年增 55%，資本支出用於雲端服務需求及 AI 基礎設施投資，未來資本支出將有顯著的季成長以因應 AI 大趨勢；Google 的資本支出季增 37%、年增 45%，主要用於基礎設施投資，其中最大的應用為伺服器，其次為資料中心，預計今年的資本支出會顯著高於 2023 年；Amazon 的資本支出季增 17%、年減 12%，展望 2024 年，由於 AI 及大型語言模型的投資，資本支出將呈現年增態勢；Meta 的資本支出季增 17%、年減 15%，資本支出增長是由於通用型伺服器、AI 伺服器以及資料中心的投資增加。

圖 8：全球伺服器出貨量預估

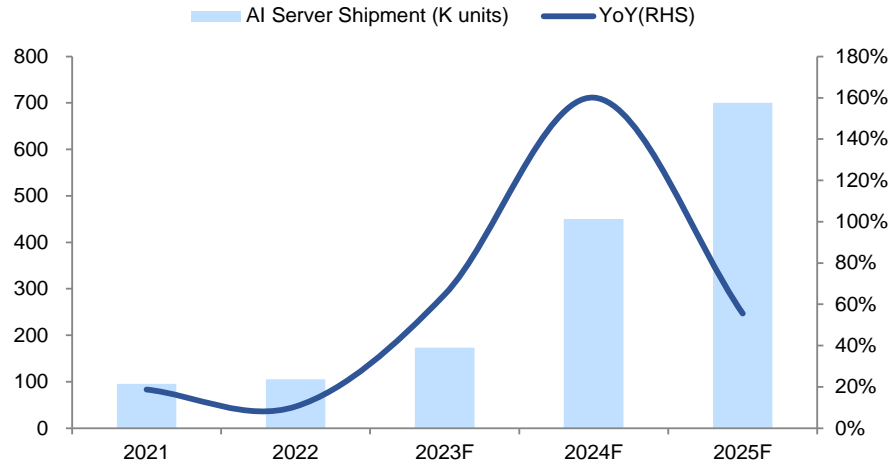


資料來源：元大投顧預估

美晶片禁令加速中國自研晶片生產，2024 年 AI 伺服器出貨量至 45 萬台

美國商務部先前公佈最新出口大陸晶片管制條例，相關 GPU 包括 A100/A800/H100/H800/L40S 等高階 AI 應用晶片皆需要事先取得美國政府許可後才可出貨，原預定將有 30 天的緩衝期，但美國政府已改成即刻生效恐影響未來 AI 產業發展。根據調查，儘管無法在短期內增加 GPU 庫存，但中國業者仍有約兩個季度庫存量，且相關 AI 伺服器生產基地位於中國境內，因此短期並不受晶片禁令衝擊，預計庫存將可用至 2H24，但長期將對中國雲端業者業務比重較高的零組件廠及組裝廠有負面影響。本中心原先預估百度、騰訊、阿里巴巴等中國業者於 2024 年的 AI 伺服器需求為 4-5 萬台，不過受惠於中國自研晶片 2Q24 將會問世，預估今年主要出貨給中系 CSP 業者約 2,000-3,000 台，短期而言中國業者的 AI 伺服器拉貨動能將放緩，但長線而言中國自研 GPU 伺服器出貨量將大幅提升，預估 2024 年全球 AI 伺服器出貨量約 45 萬台，其中 Nvidia 伺服器約 40 萬台、AMD 伺服器約 4.7 萬台、中國伺服器約 0.3 萬台。

圖 9：AI 伺服器出貨量預估

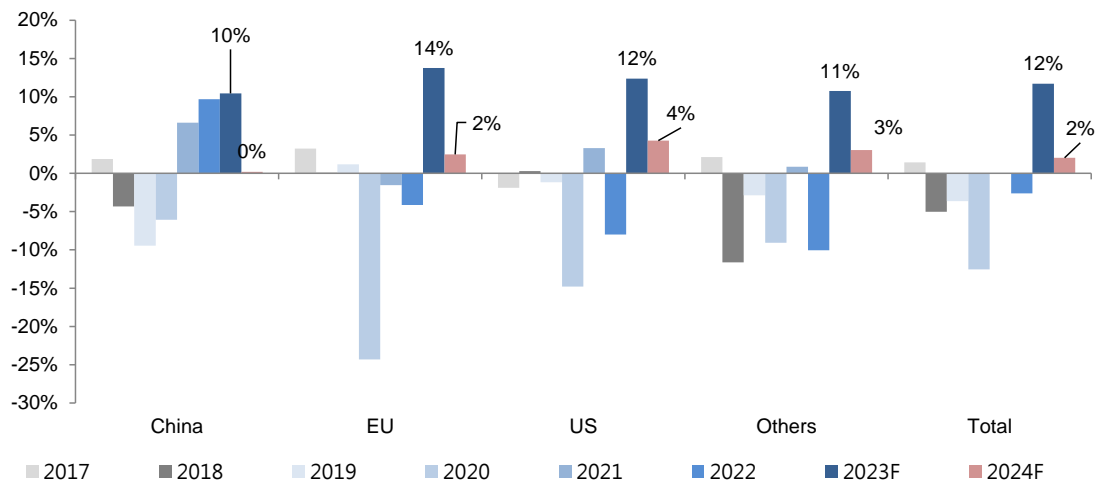


資料來源：EXPLODING TOPICS、元大投顧整理

2023 年全球乘用車銷量 7,678 萬輛，年增 12%，2024 年估持平

展望 2024 年，研究中心認為全球乘用車增速將放緩至年增 2%。主因受限總體經濟使消費動能下降，而中國儘管仍為汽車銷售主要市場，不過因基期墊高，預估持平；歐洲通膨陰影仍無法帶動新車註冊量回升至疫情前，預估年增為 2%；美國汽車庫存仍偏歷史相對低的區間，銷量仍有回補庫存驅動力，預估年增為 4%，主要汽車市場皆溫和成長。

圖 10：2017-2024 年全球汽車銷售量年增率變化

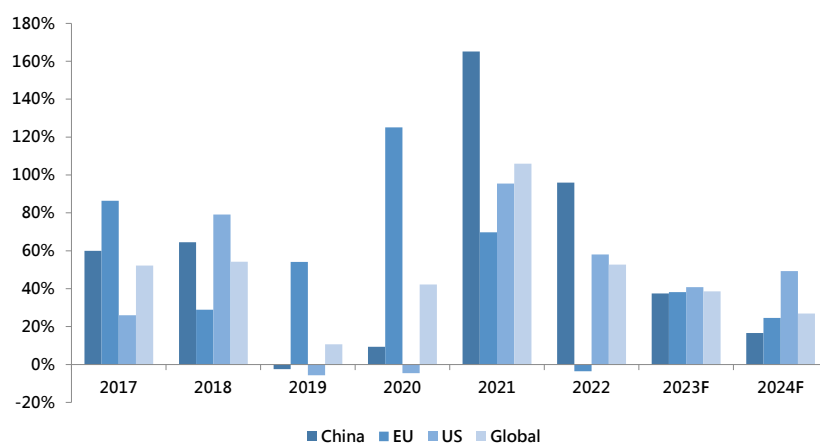


資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

2023 年全球新能源車銷量 1,405 萬輛，年增 39%，2024 年成長微幅放緩

展望 2024 年，本中心維持車廠電池成本持續下降，全球消費動能受高利率環境而需求減緩下，車廠調降汽車售價以提升銷量看法，同時主要車企也陸續推出更多車型。主要地區如中國工信部將持續推動公共領域車輛電動化試點和新能源車下鄉活動、美國能源部計畫補助 120 億美元改造現有美國汽車製造設施，以推動車廠轉型新能源車、歐盟已通過的“Fit for 55”法案，將以更嚴格的排放標準推動汽車轉型，惟部分國家對新能源車市場補助正逐步退場。綜合之下，研究中心預估 2024 年全球新能源銷量 1,783 萬輛，年增 27%，滲透率達 22.4%，年增 4.1ppts。

圖 11：2017-2024 年全球新能源車銷售量年增率變化



資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

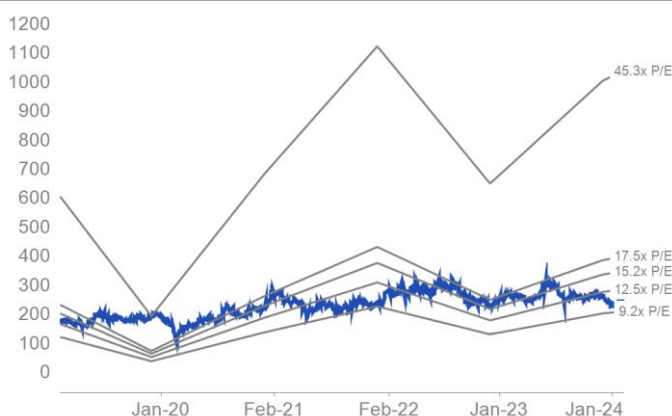
獲利調整與股票評價

給予貿聯「買進」評等，目標價 294 元

對貿聯看法正向，主因 1)各事業體大致落底，多數客戶皆預期 2H24 出貨將恢復，貿聯 2024 年整體營收/獲利重返成長；2) HPC 隨高速傳輸需求提升，將為 2024 年最大成長動能；3)公司致力調整財務結構，2024 年將進一步調整負債比例，降低利息費用。本中心預估資訊傳輸/車用/電器/工業部門 2024 年營收將分別成長 13%/-2%/5%/6%，2025 年分別成長 10%/6%/4%/8%，推升 2024/2025 年營收至 538.7 億/577.6 億，年增 5.5%/7.2%。此外，獲利率部分，本中心預估 2023 年存貨跌價損失約影響毛利率 100~150ppts，約 5.1~7.7 億元，2024 年存貨損失影響數將隨 2H24 出貨提升而降低，且可望有部分回沖，預估 2024/2025 年毛利 26.2%/26.9%，營利率 10.5%/11.4%，預估 2024/2025 年完全稀釋後 EPS 18.84/22.28 元，年增 56.4%/18.3%。

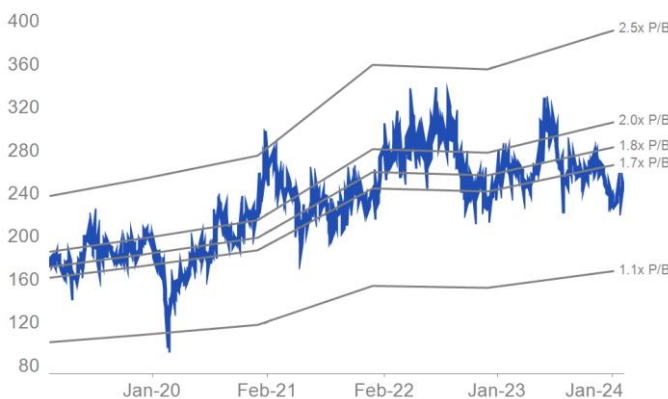
貿聯過去 5 年平均本益比約為 13.5 倍(介於 8-19 倍)，目前位於 2024 年完全稀釋後 EPS 的 13 倍本益比，本中心認為儘管 4Q23 財報不如市場預期，惟貿聯營運多數事業體谷底大致已過，營運將於 2024 年重返成長，因此本中心以 2H24-1H25 完全稀釋後 EPS 21.02 元與 14 倍本益比，推得目標價 294 元，給予買進評等。

圖 12：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 14：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比 (倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F
貿聯-KY	3665 TT	買進	243.0	1,280	24.80	14.37	22.20	9.8	16.9	11.0	64.1	(42.0)	54.4
國內同業													
信邦	3023 TT	買進	266.5	2,038	1.51	3.79	24.86	176.2	70.3	10.7	(84.9)	150.6	555.9
嘉澤	3533 TT	持有-超越 同業	1,185.0	3,462	10.96	14.99	20.99	108.1	79.1	56.5	(16.0)	36.8	40.0
良維	6290 TT	未評等	86.8	425	5.50	-	-	15.8	-	-	80.2	-	-
胡連	6279 TT	買進	161.0	485	10.03	8.18	10.40	16.1	19.7	15.5	384.5	(18.4)	27.1
國內同業平均					7.00	8.99	18.75	79.0	56.4	27.6	91.0	56.3	207.7
國外同業													
TE Connectivity Ltd	TEL.MW	未評等	140.5	41,209	7.51	6.70	7.37	18.7	21.0	19.1	10.0	(10.8)	10.0
Amphenol Corp	APH NYQ	未評等	110.4	58,616	3.19	2.96	3.25	34.6	37.4	33.9	21.6	(7.4)	10.1
Luxshare Precision Industry Co Ltd	002475.SZ	未評等	27.6	28,800	1.29	1.55	2.33	21.4	17.7	11.8	27.7	20.4	50.0
Aptiv PLC	APTV.K NYQ	未評等	78.2	21,550	1.96	4.75	5.76	39.9	16.5	13.6	0.6	142.1	21.4
Hirose Electric Co Ltd	6806 JP	未評等	15,200.0	3,865	885.4	1,014.8	791.9	17.2	15.0	19.2	61.2	14.6	(22.0)
國外同業平均					179.9	206.2	162.1	26.3	21.5	19.5	24.2	31.8	13.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 15：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率 (%)			每股淨值			股價淨值比 (倍)		
					2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F
貿聯-KY	3665 TT	買進	243.0	1,280	20.4	10.0	14.3	143.77	142.05	155.26	1.7	1.7	1.6
國內同業													
信邦	3023 TT	買進	266.5	2,038	25.1	24.0	23.7	53.6	59.5	62.9	5.0	4.5	4.2
嘉澤	3533 TT	持有-超越 同業	1,185.0	3,462	20.0	22.3	130.4	254.11	294.93	13.30	4.7	4.0	89.1
良維	6290 TT	未評等	86.8	425	-	-	-	33.8	-	-	2.6	-	-
胡連	6279 TT	買進	161.0	485	15.2	19.4	46.2	55.7	58.2	62.5	2.9	2.8	2.6
國內同業平均					20.1	21.9	66.8	99.3	137.5	46.2	3.8	3.8	32.0
國外同業													
TE Connectivity Ltd	TEL.MW	未評等	140.5	41,209	22.2	19.3	19.0	33.4	35.7	39.2	4.2	3.9	3.6
Amphenol Corp	APH NYQ	未評等	110.4	58,616	28.0	24.7	23.2	11.8	12.9	15.4	9.4	8.6	7.2
Luxshare Precision Industry Co Ltd	002475.SZ	未評等	27.6	28,800	23.0	19.5	20.4	6.4	8.4	11.0	4.3	3.3	2.5
Aptiv PLC	APTV.K NYQ	未評等	78.2	21,550	11.3	13.8	13.2	32.5	39.0	45.0	2.4	2.0	1.7
Hirose Electric Co Ltd	6806 JP	未評等	15,200.0	3,865	9.4	10.3	7.7	9,634.1	10,096	10,509	1.6	1.5	1.4
國外同業平均					18.8	17.5	16.7	1,943.6	2,038.3	2,123.9	4.4	3.9	3.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 16：季度及年度簡明損益表 (合併)

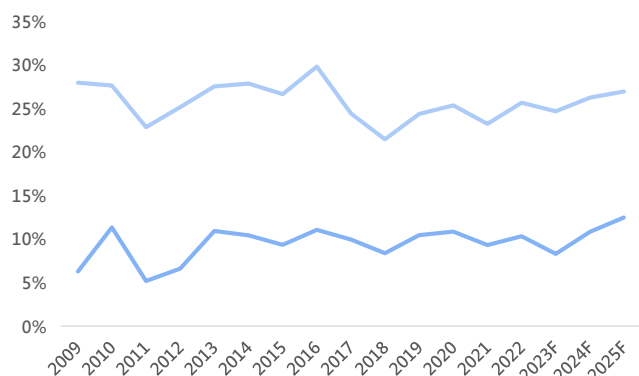
(NT\$百萬元)	1Q2023A	2Q2023A	3Q2023A	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	FY2023F	FY2024F
營業收入	12,702	13,004	13,150	12,196	12,413	12,881	14,302	14,276	51,052	53,872
銷貨成本	(9,465)	(10,154)	(9,641)	(9,205)	(9,216)	(9,576)	(10,495)	(10,459)	(38,465)	(39,747)
營業毛利	3,236	2,850	3,510	2,991	3,197	3,305	3,807	3,816	12,587	14,125
營業費用	(2,099)	(2,029)	(2,096)	(2,126)	(2,063)	(2,074)	(2,174)	(2,141)	(8,349)	(8,452)
營業利益	1,137	821	1,414	865	1,134	1,231	1,633	1,675	4,238	5,673
業外利益	(267)	(94)	(317)	(118)	(86)	(86)	(91)	(91)	(796)	(354)
稅前純益	870	728	1,097	747	1,048	1,145	1,542	1,584	3,442	5,319
所得稅費用	(245)	(288)	(358)	(240)	(335)	(367)	(493)	(507)	(1,132)	(1,702)
少數股東權益	(2)	(2)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(6)	(8)
歸屬母公司稅後純益	628	441	741	507	714	781	1,050	1,079	2,317	3,625
調整後每股盈餘(NT\$)	4.01	2.73	4.54	3.11	4.37	4.78	6.43	6.61	14.37	22.20
調整後加權平均股數(百萬股)	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
重要比率										
營業毛利率	25.5%	21.9%	26.7%	24.5%	25.8%	25.7%	26.6%	26.7%	24.7%	26.2%
營業利益率	9.0%	6.3%	10.8%	7.1%	9.1%	9.6%	11.4%	11.7%	8.3%	10.5%
稅前純益率	6.9%	5.6%	8.3%	6.1%	8.4%	8.9%	10.8%	11.1%	6.7%	9.9%
稅後純益率	4.9%	3.4%	5.6%	4.2%	5.8%	6.1%	7.3%	7.6%	4.5%	6.7%
有效所得稅率	28.1%	39.6%	32.6%	32.1%	32.0%	32.1%	32.0%	32.0%	32.9%	32.0%
季增率(%)										
營業收入	-6.6%	2.4%	1.1%	-7.3%	1.8%	3.8%	11.0%	-0.2%		
營業利益	-21.5%	-27.8%	72.1%	-38.9%	31.1%	8.6%	32.7%	2.6%		
稅後純益	-31.9%	-29.8%	67.9%	-31.5%	40.8%	9.4%	34.4%	2.8%		
調整後每股盈餘	-31.9%	-32.0%	66.2%	-31.5%	40.8%	9.3%	34.5%	2.7%		
年增率(%)										
營業收入	8.9%	-6.9%	-9.5%	-10.3%	-2.3%	-0.9%	8.8%	17.1%	-5.0%	5.5%
營業利益	32.9%	-51.2%	-9.3%	-40.3%	-0.3%	49.9%	15.5%	93.6%	-23.6%	33.9%
稅後純益	20.1%	-63.5%	-37.5%	-45.0%	13.7%	77.1%	41.8%	112.8%	-39.7%	56.5%
調整後每股盈餘	17.1%	-65.5%	-40.1%	-47.3%	9.1%	75.2%	41.7%	112.7%	-42.0%	54.4%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

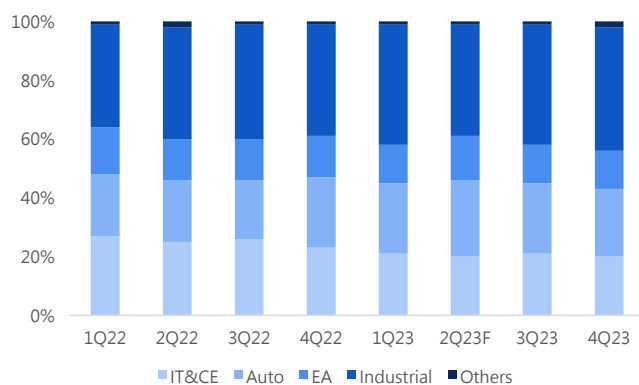
貿聯-KY 主要提供關鍵元件、線束及電纜線予多元產業，產品及服務擴及資訊科技基礎設施、用戶端周邊設備、光通訊、電信網絡、電器、醫療保健、工廠自動化、機械與感測、汽車產業、軌道車輛、船舶暨海洋產業、工業產業、太陽能等。產品的主要原物料為線材、連接器、端子等，2022 年營收組成網通 23%/電器 14%/工業 38%/汽車 24%。2022 年銷售地區營收分布為亞洲 39.3%/美洲 22.6%/歐洲 37.9%/其他 0.2%，其中歐洲地區自 2021 年 29.1%大幅提高，主要公司於 2022 年收購歐洲 LEONI 集團旗下 INBG 工業應用事業群，提升於工業用途包含工廠自動化、資本設備、醫療及新能源應用。

圖 17：貿聯獲利率將趨於穩定



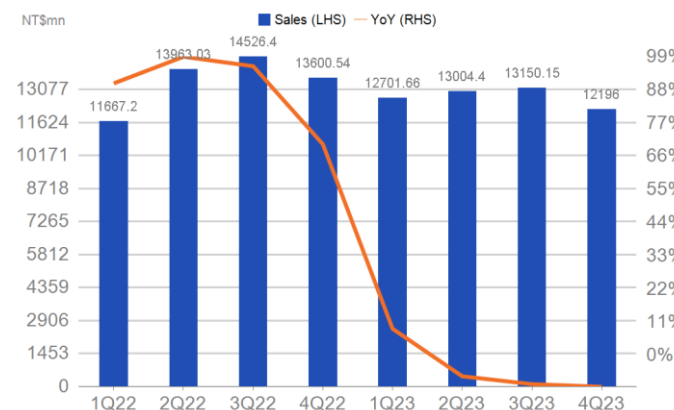
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：營收組成



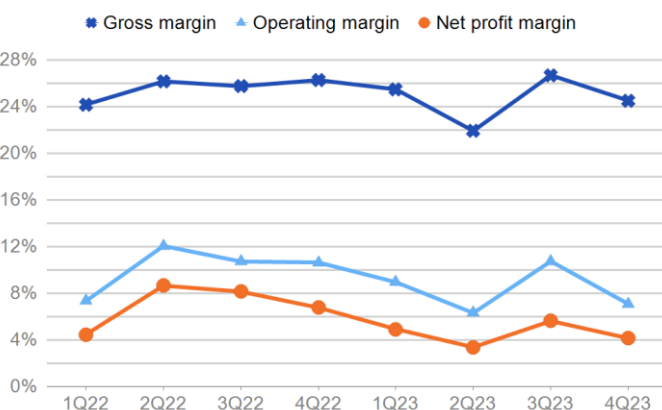
資料來源：公司資料

圖 19：營收趨勢



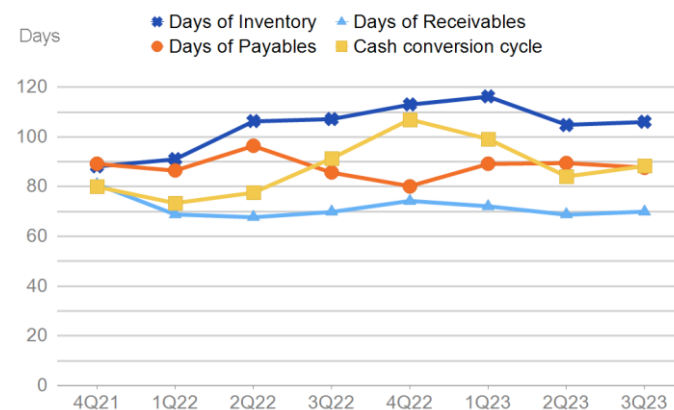
資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：毛利率、營益率、淨利率



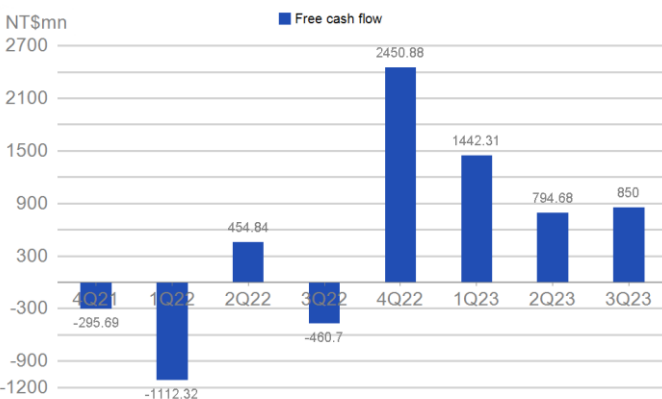
資料來源：CMoney、公司資料

圖 21：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 22：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**貿聯-KY 整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在電力設備行業中的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**貿聯-KY 的整體曝險屬於中等水準，仍優於電力設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、公司品管、人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**貿聯-KY 在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循優異的 ESG 的揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感，其 ESG 議題相關措施的制定與處理為產業中表現極佳者。

圖 23：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	13.0
在 ESG 議題上的曝險 (A)	39.8
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	70.7
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	4

資料來源：Sustainalytics (2023/11/12)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
現金與短期投資	3,210	8,498	19,826	31,834	43,961
存貨	6,379	12,323	10,861	9,394	8,640
應收帳款及票據	7,017	10,071	10,350	10,904	11,251
其他流動資產	1,234	1,703	1,879	1,882	1,975
流動資產	17,839	32,594	42,916	54,014	65,827
採用權益法之投資	51	30	493	630	758
固定資產	3,864	10,301	10,776	11,076	11,396
無形資產	1,519	6,802	6,395	5,988	5,581
其他非流動資產	2,299	3,979	8,099	15,168	21,065
非流動資產	7,733	21,111	25,763	32,862	38,800
資產總額	25,572	53,706	68,679	86,876	104,627
應付帳款及票據	4,869	5,876	5,084	5,806	6,217
短期借款	828	749	749	749	749
什項負債	3,462	7,148	7,148	7,148	7,148
流動負債	9,159	13,772	12,981	13,702	14,113
長期借款	315	10,283	29,340	44,669	59,997
其他負債及準備	948	7,146	3,158	3,158	3,158
長期負債	1,263	17,429	32,498	47,827	63,155
負債總額	10,422	31,202	45,479	61,529	77,269
股本	1,375	1,564	1,564	1,564	1,564
資本公積	8,847	13,111	13,111	13,111	13,111
保留盈餘	6,374	9,098	9,799	11,955	13,974
什項權益	(1,471)	(1,289)	(1,289)	(1,289)	(1,289)
歸屬母公司之權益	15,125	22,485	23,187	25,342	27,361
非控制權益	26	19	13	5	(3)
股東權益總額	15,150	22,504	23,200	25,347	27,358

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
本期純益	2,022	3,831	2,311	3,617	4,280
折舊及攤提	936	1,888	1,452	1,627	1,606
本期營運資金變動	(2,603)	(4,208)	391	1,635	818
其他營業資產及負債變動	10	1,268	(183)	(3)	(93)
營運活動之現金流量	365	2,779	3,972	6,875	6,611
資本支出	(1,245)	(1,350)	(1,520)	(1,520)	(1,520)
本期長期投資變動	(39)	(22)	(118)	(137)	(128)
其他資產變動	(192)	(9,716)	(4,725)	(7,069)	(5,897)
投資活動之現金流量	(1,475)	(11,088)	(6,363)	(8,726)	(7,544)
股本變動	69	190	0	0	0
本期負債變動	525	15,329	15,329	15,329	15,329
現金增減資	0	2,880	0	0	0
支付現金股利	(1,083)	(1,386)	(1,615)	(1,469)	(2,269)
其他調整數	(344)	(3,152)	0	0	0
融資活動之現金流量	(833)	13,861	13,714	13,859	13,060
匯率影響數	(207)	(264)	0	0	0
本期產生現金流量	(2,150)	5,288	11,322	12,008	12,126
自由現金流量	(880)	1,429	2,452	5,355	5,091

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
營業收入	28,564	53,757	51,052	53,872	57,761
銷貨成本	(21,935)	(39,970)	(38,465)	(39,747)	(42,194)
營業毛利	6,629	13,787	12,587	14,125	15,566
營業費用	(3,971)	(8,241)	(8,349)	(8,452)	(9,009)
推銷費用	(1,133)	(2,837)	(2,581)	(2,613)	(2,748)
研究費用	(863)	(1,384)	(1,550)	(1,661)	(1,791)
管理費用	(1,959)	(3,946)	(4,192)	(4,178)	(4,470)
其他費用	(17)	(74)	(26)	0	0
營業利益	2,658	5,546	4,238	5,673	6,558
利息收入	32	62	325	360	360
利息費用	(97)	(481)	(1,081)	(960)	(860)
利息收入淨額	(65)	(419)	(756)	(600)	(500)
投資利益(損失)淨額	(23)	(13)	14	36	36
匯兌損益	(31)	211	250	210	200
其他業外收入(支出)淨額	103	(32)	(303)	0	0
稅前純益	2,641	5,293	3,442	5,319	6,294
所得稅費用	(619)	(1,462)	(1,132)	(1,702)	(2,014)
少數股權淨利	(14)	(7)	(6)	(8)	(8)
歸屬母公司之稅後純益	2,036	3,838	2,317	3,625	4,288
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,675	7,662	2,786	4,046	4,951
調整後每股盈餘 (NT\$)	15.12	24.80	14.37	22.20	26.26

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	26.7	88.2	(5.0)	5.5	7.2
營業利益	8.7	108.6	(23.6)	33.9	15.6
稅前息前折舊攤銷前淨利	14.1	108.5	(63.6)	45.2	22.4
稅後純益	11.1	89.5	(39.7)	56.5	18.3
調整後每股盈餘	251.5	64.1	(42.0)	54.4	18.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.2	25.7	24.7	26.2	27.0
營業利益率	9.3	10.3	8.3	10.5	11.4
稅前息前淨利率	8.9	9.0	8.3	10.5	11.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	12.9	14.3	5.5	7.5	8.6
稅前純益率	9.3	9.9	6.7	9.9	10.9
稅後純益率	7.1	7.1	4.5	6.7	7.4
資產報酬率	8.4	9.7	3.4	4.2	4.1
股東權益報酬率	14.2	20.4	10.0	14.3	15.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	68.8	138.7	196.0	242.8	282.4
淨負債權益比(%)	(13.7)	11.3	44.2	53.6	61.4
利息保障倍數 (倍)	28.1	12.0	4.2	6.5	8.3
流動比率 (%)	194.8	236.7	330.6	394.2	466.4
速動比率 (%)	121.1	142.9	246.9	325.7	405.2
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,067)	2,534	10,263	13,583	16,785
調整後每股淨值 (NT\$)	110.00	143.77	142.05	155.26	167.63
評價指標 (倍)					
本益比	16.1	9.8	16.9	11.0	9.3
股價自由現金流量比	--	27.7	16.2	7.4	7.8
股價淨值比	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	10.8	5.2	14.2	9.8	8.0
股價營收比	1.4	0.7	0.8	0.7	0.7

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

貿聯-KY (3665 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧
註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.