

貿聯-KY(3665)

Upgrade to BUY

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇宜家 Alice Su
yjia95@masterlink.com.tw

評等

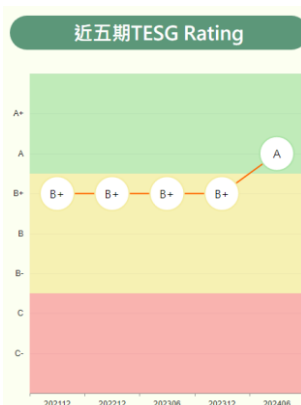
日期: 2024/5/29
目前收盤價 (NT\$): 266
目標價 (NT\$): 400
52 週最高最低(NT\$): 224-327
加權指數: 21858.41

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,634
市值 (NT\$/mn): 43,460
市值 (US\$/mn): 1,449
20 日平均成交量(仟股): 1,907
PER (2024): 13.96
PBR (2024): 1.77
外資持股比率: 45.85
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	14.7	10.4	0.0
加權指數報酬率	8.6	15.9	26.1

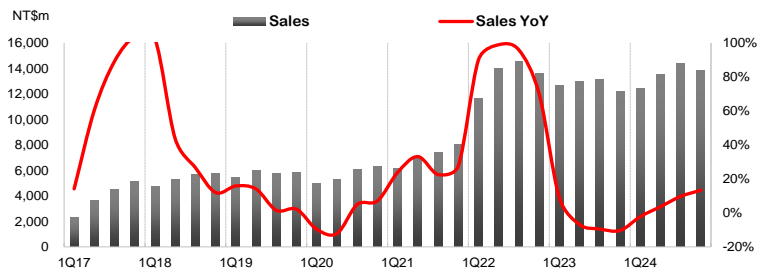
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	400	255
營業收入 (NT\$/mn)	54,169	54,169
毛利率 (%)	26.1	26.1
營益率 (%)	9.9	9.9
EPS (NT\$)	19.05	19.05
BVPS(NT\$)	150	150



GB200 潛在供應商

- **AI Cable-AEC 帶動 2024 年 HPC 營收 YOY+40%**：AEC 線束特點為透過線束與晶片的結合達到增加線束長度及減少直徑厚度，此設計存在於伺服器及伺服器間，將使散熱更加容易，目前主力出貨給為美系客戶，4Q24 預計在新增另一位同等規模的美系客戶，預期 2025~2026 年亦有機會出貨額外兩間新客戶，以長線角度來看，AEC 具有倍數成長的市場潛力，同時此線束可視為貿聯 2024 年主要 AI 營收貢獻所在，成長動能可期，預估貿聯 2024 年 HPC 營收 YOY+40%。
- **本次座談最大亮點- GB200 潛在供應商**：貿聯與美系客戶自十年前開始即有供應商關係，亦在爭取 GB200 相關連接解決方案合格供應商認證，元富認為本次貿聯通過 GB200 相關認證可能性極高，亦將晉升為 GB 200 概念股一員。
- **評等由中立轉至買進，目標價 400 元**：雖然本次獲利預估數字並無上修，仍維持 2024 年營收 YOY+6.1%，毛利率 26.1%之預估，不過細部來看，公司存在眾多亮點，最大亮點為 GB200 潛在供應商，極具想像空間，助於評價拉升，故將評等由中立轉至買進，預估 2024 年 EPS 19.05 元，目標價 400 元。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources : MasterLink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources : TEJ

貿聯為國內連接線束專業生產廠商

貿聯為國內連接線束專業生產廠商

貿聯位於連接(器)線產業鏈中下游，專注於利基市場，主要產品為電動車、工業用、半導體設備、電器、數據中心之機架電源線、高速傳輸線相關線束模組，終端應用領域多元，2023 年產品終端應用可區分為資訊科技(20%)、電器(15%)、車用(24%)、工業(40%)、其他(0%)。2020 年 4 月併入新加坡商 Speedy，主營業務為半導體設備線束及模組，2021 年 10 月宣布併入 LEONI 工業事業群(公司將其命名為 INBG 部門)，並於 2022/1/21 併入合併報表。主要生產基地位於中國(約 50%)、東南亞、北美及歐洲。

貿聯營收佔比及營收 YoY

	2022佔比	2022 YoY	2023佔比	2023 YoY	2024F佔比	2024F YoY
資訊科技	25%	38%	20%	-24%	21%	10%
電器	14%	-6%	15%	-1%	15%	8%
車用	22%	130%	24%	5%	22%	-3%
工業用	38%	294%	40%	2%	42%	9%
其他	1%	22%	0%	-67%	0%	2%

Sources : MasterLink

三大成長亮點:HPC、半導體設備及客製化線束

三大成長亮點:HPC、半導體設備及客製化線束

以貿聯四大產品線來看，預期資訊設備、電器及工業營收 YOY 均為約雙位數增長，車用維持保守，大方向與法說會相比並無不同，然以細項產品線來看，存在眾多題材亮點，三大成長亮點分別為 HPC、半導體設備及工業客製化線束。

- 1) HPC:HPC 歸屬於資訊科技中之子部門，主要產品線為 Data Center 及 Server 的 Data 或是 Power 線束，Data 占比為三分之二，Power 占比為三分之一，Data 之中的明星產品為與客戶共同研發之 AEC 線束(貿聯為獨家供應)，AEC 線束特點為透過線束與晶片的結合達到增加線束長度及減少直徑厚度，此設計存在於伺服器及伺服器間，將使散熱更加容易，目前主力出貨給為美系客戶，4Q24 預計在新增另一位同等規模的美系客戶，預期 2025~2026 年亦有機會出貨額外兩間新客戶，以長線角度來看，AEC 具有倍數成長的市場潛力，同時此線束可視為貿聯 2024 年主要 AI 營收貢獻所在，成長動能可期，預估貿聯 2024 年 HPC 營收 YOY+40%，其中，Power 線束營收 YOY 高於 Data。
- 2) 半導體設備:半導體設備歸屬於工業中之子部門，主要產品線為半導體相關線束，成長動能來自於成熟製程回溫、記憶體資本支出提升，目前訂單能見度已達 2024 年底，部分新案訂單能見度甚至達 2H25。
- 3) 客製化線束:客製化線束歸屬於工業中之子部門，如光刻機連接線束、醫療線束等亦呈現高成長，光刻機線束於無塵室中生產，亦可看出產品技術與標準線束產品具有差距。

- 4) 其餘亮點:2024 年車用產品線仍保守看待，然其中矽膠維持正向，線束外圈由 PVC 改為矽膠，廣泛應用於高壓電配電、電動車動力系統(Powertrain)，火車、高鐵之高壓線等，此產品線來自於 INBG。
- 5) 本次座談最大亮點- GB200 潛在供應商:貿聯與美系客戶自十年前開始即有供應商關係，亦在爭取 GB200 相關連接解決方案合格供應商認證，元富認為本次貿聯通過 GB200 相關認證可能性極高，亦將晉升為 GB 200 概念股一員。

預估 2Q24 營收 QOQ+8~10%，毛利率 26%，預估 2Q24 EPS 4.89 元

貿聯四月營收 45.02 億元，MOM+5%，YOY+5%，營收達成率 33%，符合預期。展望第二季，除車用外，各應用皆有看到回升，加上工作天數正常，故預期 2Q24 營收 QOQ+8~10%，獲利部分，預估 2Q24 毛利率 26%，預估 2Q24 EPS 4.89 元。

預估 2Q24 營收 QOQ+8~10%，
毛利率 26%，預估 2Q24 EPS
4.89 元

貿聯 2Q24 各應用方向

BizLink	工業用	電器用	車用	資訊科技 與數據傳輸
2024 第二季 QoQ	預期	預期	預期	預期
Highlights	資本設備 TMP, 能源	新產品	矽膠	高效能運算
Lowlights	工廠自動化	舊產品	電動車	週邊設備

Sources：貿聯-KY 法說會(2024/5)、MasterLink

中立轉至買進，目標價 400 元

雖然本次獲利預估數字並無上修，仍維持 2024 年營收 YOY+6.1%，毛利率 26.1%之預估，不過細部來看，公司存在眾多亮點，最大亮點為 GB200 潛在供應商，極具想像空間，故將評等由中立轉至買進，預估 2024 年 EPS 19.05 元，目標價 400 元。

風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期

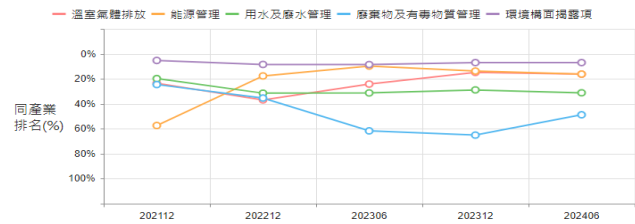
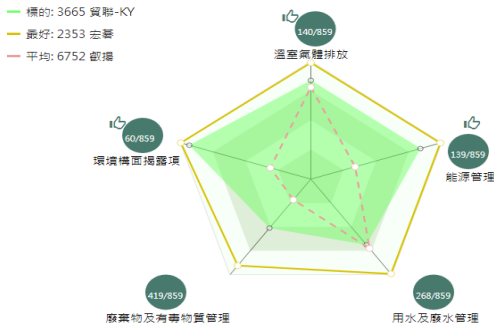
中立轉買進，目標價 400 元

TESG 企業永續指標(分項指標)

環境 Environmental

SASB主產業排名

SASB主產業排名 107 / 859



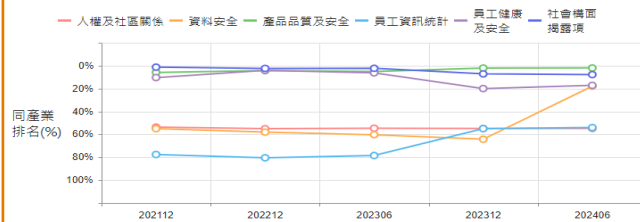
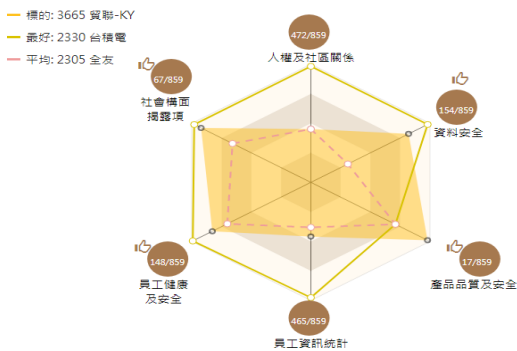
環境構面分析

- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位居16.3%，近三期排名上升7.9%。
- 能源管理於SASB主產業排名為領先，位居16.2%，近三期排名下降6.4%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為中前，位居31.2%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為居中，位居48.8%，近三期排名上升13.0%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位居7.0%。

社會 Social

SASB主產業排名

SASB主產業排名 83 / 859



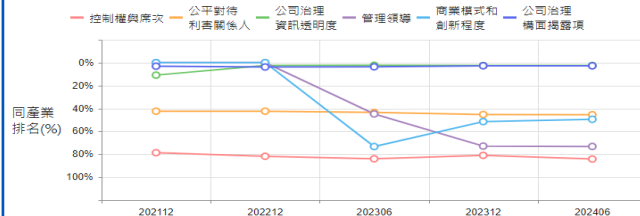
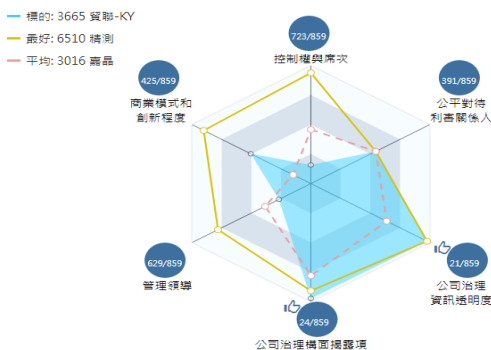
社會構面分析

- 人權及社區關係於SASB主產業排名為居中，位居54.9%。
- 資訊安全及客戶隱私於SASB主產業排名為領先，位居17.9%，近三期排名上升42.4%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為領先，位居2.0%。
- 員工統計於SASB主產業排名為居中，位居54.1%，近三期排名上升24.4%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為領先，位居17.2%，近三期排名下降10.9%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為領先，位居7.8%，近三期排名下降5.5%。

治理 Governance

SASB主產業排名

SASB主產業排名 281 / 859



治理構面分析

- 控制權與席次於SASB主產業排名為落後，位居84.2%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為居中，位居45.5%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為領先，位居2.4%。
- 管理領導於SASB主產業排名為中後，位居73.2%，近三期排名下降28.4%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為居中，位居49.5%，近三期排名上升23.8%。
- 公司治理構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位居2.8%。

資料來源：TEJ

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	28,564	53,757	51,052	54,169	
COGS	21,935	39,970	38,465	40,043	
Gross profit	6,629	13,787	12,587	14,126	
Operating expense	3,971	8,241	8,350	8,778	
Operating profit	2,658	5,546	4,237	5,348	
Total non-operate. Inc.	-17	-254	-795	-334	
Pre-tax profit	2,641	5,293	3,442	5,014	
Total Net profit	2,022	3,831	2,311	3,301	
Minority	-14	-7	-7	-3	
Net Profit	2,036	3,838	2,317	3,303	
EPS (NT\$)	15.22	25.02	14.37	19.05	
Y/Y %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Sales	26.7	88.2	(5.0)	6.1	
Gross profit	16.1	108.0	(8.7)	12.2	
Operating profit	8.7	108.6	(23.6)	26.2	
Pre-tax profit	17.1	100.4	(35.0)	45.6	
Net profit	11.4	88.5	(39.6)	42.5	
EPS	8.7	64.4	(42.6)	32.6	
Margins %	FY21	FY22	FY23	FY24F	
Gross	23.2	25.6	24.7	26.1	
Operating	9.3	10.3	8.3	9.9	
EBITDA	12.7	12.8	11.5	13.2	
Pre-tax	9.2	9.8	6.7	9.3	
Net	7.1	7.1	4.5	6.1	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	12,426	13,485	14,429	13,829	
Gross profit	3,273	3,506	3,752	3,596	
Operating profit	1,101	1,349	1,515	1,383	
Total non-ope inc.	-173	-70	-50	-40	
Pre-tax profit	928	1,278	1,465	1,343	
Net profit	581	831	952	940	
EPS	3.56	4.89	5.49	5.42	
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(2.2)	3.7	9.7	13.4	
Gross profit	1.1	23.0	6.9	20.2	
Operating profit	(3.2)	64.2	7.2	60.0	
Net profit	(7.5)	88.4	28.6	85.0	
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Net sales	1.9	8.5	7.0	(4.2)	
Gross profit	9.4	7.1	7.0	(4.2)	
Operating profit	27.4	22.4	12.4	(8.7)	
Net profit	14.3	43.1	14.6	(1.3)	
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	
Gross	26.3	26.0	26.0	26.0	
Operating	8.9	10.0	10.5	10.0	
Net	4.7	6.2	6.6	6.8	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	3,210	8,498	10,627	7,651	
Marketable securities	272	423	1,803	584	
A/R & N/R	7,017	10,071	8,383	10,834	
Inventory	6,379	12,323	10,103	13,348	
Others	962	1,279	974	375	
Total current asset	17,839	32,594	31,891	32,792	
Long-term invest.	432	533	613	895	
Total fixed assets	3,864	10,301	12,143	14,143	
Total other assets	3,437	10,278	10,037	2,391	
Total assets	25,572	53,706	54,683	50,220	
Short-term Borrow	828	749	2,659	2,659	
A/P & N/P	4,869	5,876	4,744	5,005	
Other current liab.	3,462	7,148	6,315	1,796	
Total current liab.	9,159	13,772	13,717	9,460	
L-T borrow s	315	14,011	13,322	13,331	
Other L-T liab.	948	3,418	3,046	2,100	
Total liability.	10,422	31,202	30,086	24,892	
Common stocks	1,375	1,564	1,633	1,634	
Reserves	8,847	13,111	14,309	14,309	
Retain earnings	4,928	7,828	8,655	9,385	
Total Equity	15,150	22,504	24,597	25,328	
Total Liab. & Equity	25,572	53,706	54,683	50,220	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	2,036	3,838	2,317	3,303	
Dep & Amort	936	1,888	2,054	2,002	
Investment income	-23	-57	-12	-14	
Changes in W/C	-2,603	-4,208	3,138	-5,434	
Other adjustment	19	1,318	-52	-499	
Cash flow – ope.	365	2,779	7,446	-642	
Capex	-1,238	-1,762	-2,514	-2,000	
Change in L-T inv.	-30	-183	-1,382	1,500	
Other adjustment	-207	-9,670	-680	-500	
Cash flow –inve.	-1,475	-11,615	-4,575	-1,000	
Free cash flow	-873	1,017	4,933	-2,642	
Inc. (Dec.) debt	525	11,921	-4,523	10	
Cash dividend	-1,083	-1,386	-1,564	-1,237	
Other adjustment	-276	3,325	5,145	-90	
Cash flow–Fin.	-833	13,861	-942	-1,317	
Exchange influence	-207	263	201	-17	
Change in Cash	-2,150	5,288	2,130	-2,976	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23	FY24F	
ROA	8.37	9.66	4.26	6.30	
ROE	14.23	20.35	9.81	13.60	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.