

貿聯-KY (3665 TT) BizLink

取得 GB200 合格供應商資格，2025 年 HPC 業務成長動能強勁

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$404.0

收盤價 (2024/06/14) : NT\$323.5
隱含漲幅 : 24.9%

營收組成 (1Q24)

工業 41%、電器 15%、車用 23%、IT 20%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	404.0	284.0
2024年營收 (NT\$/十億)	54.0	53.9
2024年EPS	20.2	20.1

交易資料表

市值	NT\$52,860百萬元
外資持股比率	46.2%
董監持股比率	3.1%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$161.98
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	2023A	2024F	2025F
營業收入	53,757	51,052	54,008	64,603
營業利益	5,546	4,237	5,390	7,881
稅後純益	3,838	2,317	3,305	5,175
稀釋後EPS (元)	23.28	12.04	17.18	26.90
EPS YoY (%)	61.1	-48.3	42.6	56.6
本益比 (倍)	13.0	22.5	16.0	10.2
股價淨值比 (倍)	2.3	2.2	2.0	1.8
ROE (%)	20.4	9.8	12.5	17.5
現金殖利率 (%)	3.1%	2.8%	3.9%	6.1%
現金股利 (元)	10.10	9.00	12.66	19.82

何宗祐

bill0066@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

- ◆ 貿聯取得 Nvidia 合格供應商認證，相關產品最快 4Q24 開始出貨。
- ◆ 貿聯供貨美系前兩大 CSP 廠商及台系伺服器 ODM 廠商，GB200 相關產品可貢獻貿聯 4Q24 /2025 年 EPS 0.08/4.51 元。
- ◆ 貿聯多數事業體谷底大致已過，因此維持買進評等，上調目標價至 404 元，係以 2025 年完全稀釋後 EPS 26.9 元與 15 倍本益比推得。

取得 Nvidia 合格供應商認證，相關產品最快 4Q24 開始出貨

貿聯 2023 年已通過 AI 伺服器產品認證，並於 2024 年取得 GB200 合格供應商資格，預估最快將於 4Q24 開始出貨，出貨產品包含 Power 相關的 Power whip、Rack Busbar、Busbar connector 及櫃內的 data 線束等。GB200 隨運算效能提升，電力需求相較傳統伺服器高 10 倍以上，相關零組件 ASP 也相對提升。

GB200 相關產品貢獻 4Q24 /2025 年 EPS 0.08/4.51 元

據供應鏈訪查，目前貿聯將供貨美系前兩大 CSP 廠商及台系伺服器 ODM 廠商，預估相關產品 4Q24 將開始出貨，因此上調 4Q24/2025 年獲利預估，分別上調 1.4%/20%，估貿聯 GB200 相關產品可貢獻貿聯 2024/2025 年營收 1.2 億元/68.1 億元，稀釋後 EPS 約貢獻 0.08/4.51 元。預期 2024/2025 年 IT 傳輸部門佔整體營收比重將自 2023 年的 20% 提升至 22%/31%。

維持貿聯「買進」評等，上調目標價至 404 元

2024 年本中心認為貿聯具備成長動能：1) GB200 相關產品將為貿聯 2025 年最大成長動能；2) 受惠 HPC 隨高速傳輸需求提升，將為 2024 年最大成長動能，2H24 相關新案數量將較 1H24 成長 1 倍以上。預估 IT 部門 2024/2025 年將分別年增 15%/67%；3) 2024 年多數事業體逐步落底，目前僅車用維持保守，資訊傳輸、電器、工業用客戶出貨動能將復甦。上調 2024/2025 年營收預估至 540/646 億元，年增 5.8%/19.6%，毛利率 26.4%/27.8%，年增 1.7ppts/1.4ppts，營業利益 53.9/78.8 億元，年增 27.2%/46.2%，稀釋後 EPS 上調至 17.18/26.9 元。本中心認為 GB200 將為貿聯繼併購 INBG 後新一波的營收成長動能，且貿聯全球化布局效益將加深客戶合作意願，本中心認為貿聯評價區間有望上修，因此上調 1 倍本益比至 15 倍，並以 2025 年完全稀釋後 EPS 26.9 元進行評價，推得目標價 404 元，維持買進建議。

貿聯取得 Nvidia 合格供應商認證，相關產品最快 4Q24 開始出貨

貿聯已投入高速傳輸領域多年，2022 年貿聯整合集團高速傳輸相關團隊，加大投入該領域，並提供客戶從線束至連接器等完整解決方案，同時因為全球化佈局，加深客戶合作意願。2023 年已通過 AI 伺服器產品認證，並於 2024 年取得 GB200 合格供應商資格，據本中心預估最快將於 4Q24 開始出貨。

據本中心供應鏈訪查了解，相關產品包含 Power 相關的 Power whip、Rack Busbar、Busbar connector 及櫃內的 data 線束等。

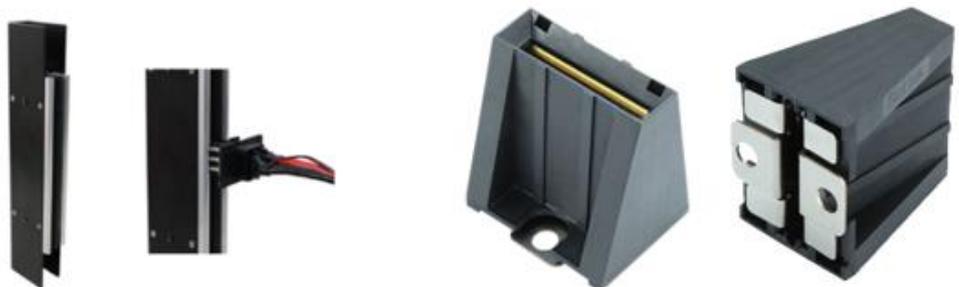
Power whip(如圖 1)專為開放式機櫃及客製化設計，主要負責機架配電單元的電源傳輸。Rack Busbar、Busbar connector(如圖 2)即為資料中心伺服器設計的機櫃機架式電源、連接器，Rack Busbar 可支援 BBU shelf、IT 設備伺服器、儲存和交換器，貿聯產品額定功率範圍可由 48VDC 至 54VDC、300A 至 1400A，可滿足 ORV3 (開放式機架和人工智慧或機器學習等下一代規格要求。Busbar connector(如圖 2)為資料中心伺服器、超大規模運算架構、模組化電源、機架式高功率系統和工業應用的配電而設計，具有低接觸電阻和高導電性，可確保大電流應用中的高可靠性和系統效率。GB200 隨運算效能提升，電力需求相較傳統伺服器高 10 倍以上，相關零組件 ASP 也相對提升。

圖 1：Power whip



資料來源：公司資料、元大投顧 (貿聯公司網站產品示意圖，非實際出貨產品)

圖 2：Rack Busbar、Busbar Connector



資料來源：公司資料、元大投顧 (貿聯公司網站產品示意圖，非實際出貨產品)

據本中心供應鏈訪查了解，目前貿聯將供貨美系前兩大 CSP 廠商及台系伺服器 ODM 廠商，本中心預估相關產品 4Q24 將開始出貨，因此據本中心供應比重假設，上調 4Q24/2025 年獲利預估，預估貿聯 GB200 相關產品可貢獻貿聯 2024/2025 年營收 1.2 億元/68.1 億元，稀釋後 EPS 約貢獻 0.08/4.51 元。預期 2024/2025 年 IT 傳輸部門佔整體營收比重將自 2023 年的 20% 提升至 22% 與 31%，本中心上調 2024/2025 年營收預估 0.2%/11.8% 至 540/646 億元，年增 5.8%/19.6%，毛利率 26.4%/27.8%，年增 1.7ppts/1.4ppts，營業利益 53.9/78.8 億元，年增 27.2%/46.2%，稅後獲利 33/52 億元，年增 42.6%/56.8%，稀釋後 EPS 上調至 17.18/26.9 元，年增 42.6%/56.6%。

高速傳輸新案明顯增加，將為未來三年提供動能

貿聯伺服器/資料中心 HPC 產品約佔整體營收 10-15%，其中約 40-50% 為電源線，50-60% 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。

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末價量齊昂。

前次法說會公司指出，HPC 業務將為後續營運提供成長動能，1H24 相關新品預計投入數量較 2H23 成長 1 倍，2H24 將較 1H24 再成長 1 倍以上，HPC 產品將為未來三年提供營運動能。

圖 3：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：公司資料、元大投顧

2024 展望維持逐季成長，4Q24-2025 年資訊傳輸新品加入貢獻

2024 年本中心認為貿聯具備成長動能：1) GB200 相關產品將為貿聯 2025 年最大成長動能，且就本中心供應鏈訪查瞭解，Nvidia 合格供應商名單除貿聯外僅部分外國連接器大廠，顯示競爭者仍相對少，因此預期貿聯初步受惠程度大。2) 受惠 HPC 隨高速傳輸需求提升，公司前次法說會表明 2H24 相關新案數量將較 1H24 成長 1 倍以上。本中心預估 IT 部門 2024/2025 年將分別年增 15%/67%。3) 2024 年多數事業體逐步落底，目前僅車用維持保守，資訊傳輸、電器、工業用(客製化線束、醫療、能源)客戶出貨動能將復甦。

本中心估計 2024 年資訊傳輸/工業部門/電器/車用營收將分別成長 15%/6.3%/3.7%/-2.9%，2025 年分別成長 67%/7.4%/3.3%/6.5%，推升 2024/2025 年營收至 540/646 億元，年增 5.8%/19.6%。

產業概況

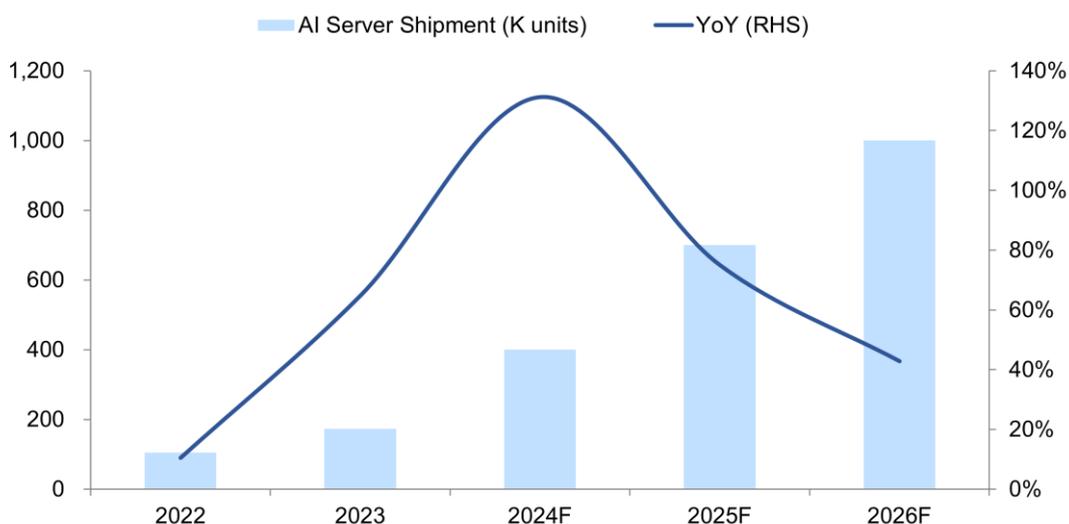
2024 年四大 CSP 資本支出大致符合預期

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%，主要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 2024 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%，資本支出增長主因通用型伺服器、AI 伺服器以及資料中心的投資增加。

GB200 效能佳排擠 AMD 伺服器出貨量，2024 年 AI 伺服器出貨量 42 萬台

美國商務部公佈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。目前中國業者需透過經銷商取得 AI 伺服器，拉貨暫不售禁令影響，預計中國業者對於 H100/H200/H20 的需求將持續提升，然短期而言仍須觀察經銷商發貨狀況。原先本中心預估 2024 年 AI 伺服器出貨量 45 萬台，然因 Nvidia 新一代伺服器 GB200 效能顯著提升，CSP 對於 AMD 伺服器拉貨意願降低，因此下調 AMD 伺服器出貨量至 3 萬台、Nvidia 伺服器 37 萬台，預估 2024 年 AI 伺服器整體出貨量為 42 萬台，年增 130%。

圖 4：AI 伺服器出貨量預估

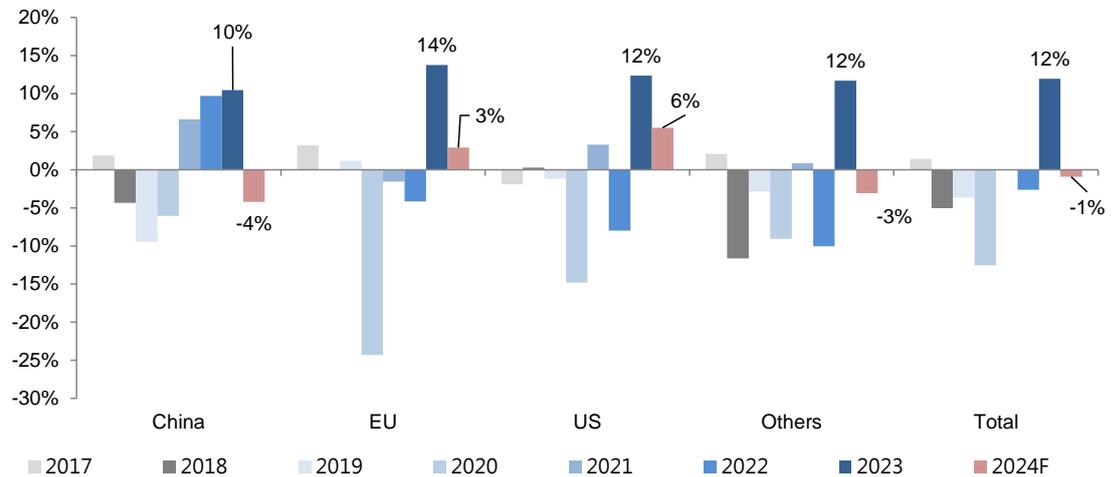


資料來源：元大投顧預估

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 5：2017-2024 年全球汽車銷售量年增率變化

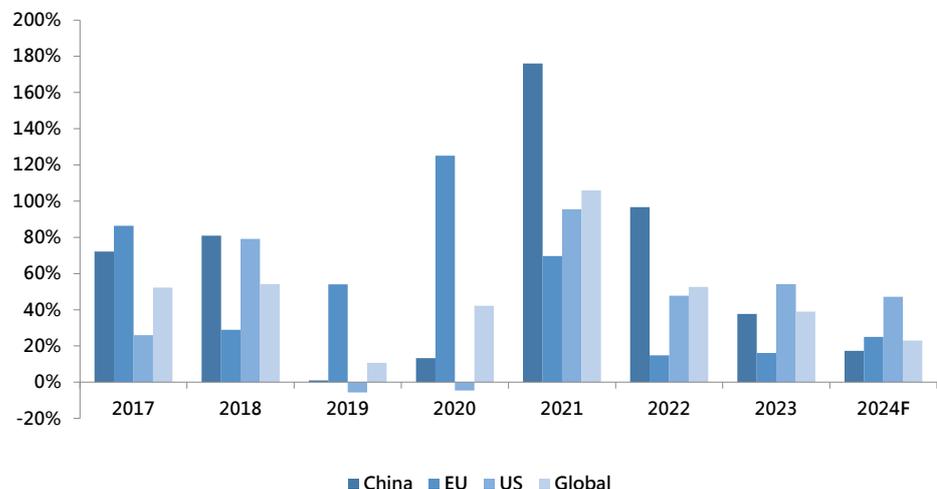


資料來源：Bloomberg、ACEA、BEA、Wind、元大投顧預估

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 6：2017-2024 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

維持貿聯「買進」評等，上調目標價至 404 元

2024 年本中心認為貿聯具備成長動能：1) GB200 相關產品將為貿聯 2025 年最大成長動能，且就本中心供應鏈訪查瞭解，Nvidia 合格供應商名單除貿聯外僅部分外國連接器大廠，顯示競爭者仍相對少，因此預期貿聯初步受惠程度大；2) 受惠 HPC 隨高速傳輸需求提升，將為 2024 年最大成長動能，公司表明 2H24 相關新案數量將較 1H24 成長 1 倍以上。本中心預估 IT 部門 2024/2025 年將分別年增 15%/67%；3) 2024 年多數事業體逐步落底，目前僅車用維持保守，資訊傳輸、電器、工業用(客製化線束、醫療、能源)客戶出貨動能將復甦。

本中心上調 2024/2025 年營收預估 0.2%/11.8%至 540/646 億元，年增 5.8%/19.6%，毛利率 26.4%/27.8%，年增 1.7ppts/1.4ppts，營業利益 53.9/78.8 億元，年增 27.2%/46.2%，稅後獲利 33/52 億元，年增 42.6%/56.6%，稀釋後 EPS 上調至 17.18/26.9 元，年增 42.6%/56.6%。

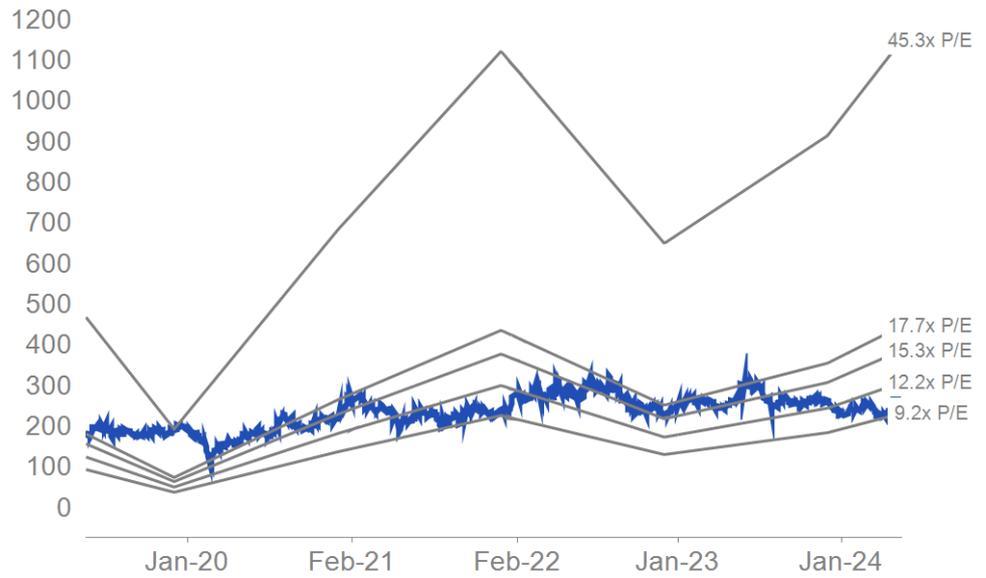
貿聯過去 5 年平均本益比約為 13.5 倍(介於 8-19 倍)，目前位於 2024/2025 年完全稀釋後 EPS 的 18/12 倍本益比，本中心認為 GB200 將為貿聯繼併購 INBG 後新一波的營收成長動能，且貿聯全球化布局效益將加深客戶合作意願，本中心認為貿聯評價區間有望上修，因此上調 1 倍本益比至 15 倍，並以 2025 年完全稀釋後 EPS 26.9 元進行評價，推得目標價 404 元，維持買進建議。

圖 7：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	54,008	53,884	64,603	57,760	0.2%	11.8%
營業毛利	14,246	14,201	17,979	15,566	0.3%	15.5%
營業利益	5,390	5,364	7,881	6,558	0.5%	20.2%
稅前利益	4,928	4,903	7,622	6,298	0.5%	21.0%
稅後淨利	3,305	3,289	5,175	4,291	0.5%	20.6%
調整後 EPS (元)	20.23	20.13	31.67	26.26	0.5%	20.6%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	26.4%	26.4%	27.8%	27.0%	0.0	0.9
營業利益率	10.0%	10.0%	12.2%	11.4%	0.0	0.9
稅後純益率	6.1%	6.1%	8.0%	7.4%	0.0	0.6

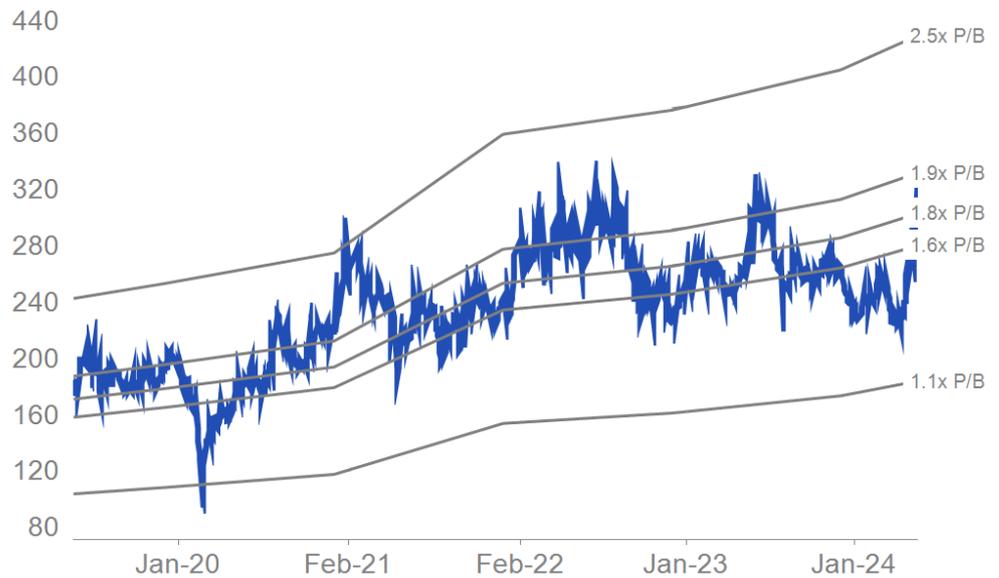
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 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 10：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 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
貿聯-KY	3665 TT	買進	233.0	1,190	24.80	14.38	21.75	9.4	16.2	10.7	64.1	(42.0)	51.2
國內同業													
信邦	3023 TT	買進	291.5	2,038	13.73	15.13	16.99	21.2	19.3	17.2	12.4	10.2	12.3
嘉澤	3533 TT	買進	1,750.0	3,462	50.65	68.74	88.46	34.6	25.5	19.8	(13.7)	35.7	28.7
良維	6290 TT	未評等	87.9	425	4.17	-	-	21.1	-	-	(24.2)	-	-
胡連	6279 TT	買進	168.5	485	10.03	8.18	10.40	16.8	20.6	16.2	0.0	(18.4)	27.1
國內同業平均								23.4	21.8	17.7	(6.4)	9.2	22.7
國外同業													
TE Connectivity Ltd	TEL.MW	未評等	69.0	58,616	2.96	3.25	3.68	23.3	21.2	18.7	(7.4)	10.1	13.1
Amphenol Corp	APH NYQ	未評等	34.4	28,800	1.55	2.33	2.44	22.1	14.7	14.1	20.4	50.0	4.9
Luxshare Precision Industry Co Ltd	002475.SZ	未評等	74.5	21,550	4.75	5.76	7.21	15.7	12.9	10.3	142.1	21.4	25.2
Aptiv PLC	APT.V.K NYQ	未評等	18,155.0	3,865	1,014.8	791.92	878.62	17.9	22.9	20.7	14.6	(22.0)	10.9
Hirose Electric Co Ltd	6806 JP	未評等	291.5	2,038	206.2	162.1	180.0	20.3	18.4	16.4	31.8	13.9	13.3
國外同業平均								21.2	19.3	17.2	12.4	10.2	12.3

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 11：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)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
貿聯-KY	3665 TT	買進	233.0	1,190	20.4	9.8	13.3	143.77	150.55	163.50	1.6	1.6	1.4
國內同業													
信邦	3023 TT	買進	291.5	2,038	24.0	23.7	24.5	59.5	62.9	71.8	4.9	4.6	4.1
嘉澤	3533 TT	買進	1,750.0	3,462	20.1	23.3	25.4	251.53	294.63	349.00	7.0	5.9	5.0
良維	6290 TT	未評等	87.9	425	11.9	-	-	36.5	-	-	2.4	-	-
胡連	6279 TT	買進	168.5	485	15.9	19.6	20.6	58.2	62.5	68.9	2.9	2.7	2.4
國內同業平均					18.0	22.2	23.5	101.4	140.0	163.2	4.3	4.4	3.8
國外同業													
TE Connectivity Ltd	TEL.MW	未評等	69.0	58,616	24.7	23.2	22.9	12.9	15.4	17.5	5.4	4.5	3.9
Amphenol Corp	APH NYQ	未評等	34.4	28,800	19.5	20.4	20.4	8.4	11.0	12.2	4.1	3.1	2.8
Luxshare Precision Industry Co Ltd	002475.SZ	未評等	74.5	21,550	13.8	13.2	14.9	39.0	45.0	50.6	1.9	1.7	1.5
Aptiv PLC	APT.V.K NYQ	未評等	18,155.0	3,865	10.3	7.7	8.3	10,095	10,508	10,832	1.8	1.7	1.7
Hirose Electric Co Ltd	6806 JP	未評等	291.5	2,038	17.5	16.7	17.3	2,038.3	2,123.9	2,191.1	3.5	3.0	2.7
國外同業平均					24.0	23.7	24.5				4.9	4.6	4.1

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 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

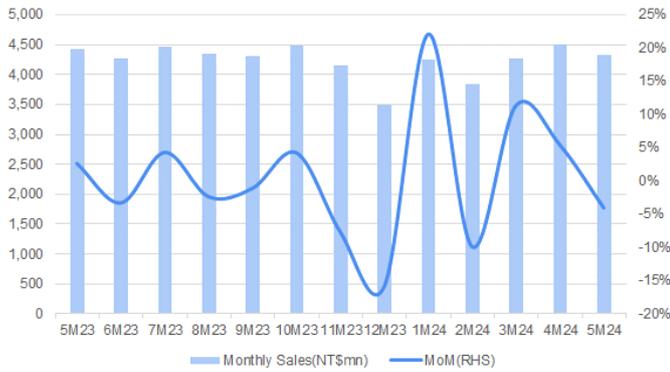
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	12,426	12,881	14,302	14,400	14,222	15,364	17,361	17,657	54,008	64,603
銷貨成本	(9,153)	(9,576)	(10,495)	(10,539)	(10,313)	(11,096)	(12,516)	(12,699)	(39,762)	(46,624)
營業毛利	3,273	3,305	3,807	3,861	3,908	4,268	4,845	4,958	14,246	17,979
營業費用	(2,172)	(2,164)	(2,260)	(2,261)	(2,261)	(2,427)	(2,743)	(2,666)	(8,856)	(10,098)
營業利益	1,101	1,141	1,548	1,600	1,647	1,840	2,102	2,291	5,390	7,881
業外利益	(173)	(93)	(106)	(90)	(81)	(80)	(50)	(48)	(462)	(259)
稅前純益	928	1,048	1,442	1,510	1,566	1,760	2,052	2,243	4,928	7,622
所得稅費用	(350)	(335)	(462)	(485)	(504)	(567)	(661)	(722)	(1,632)	(2,454)
少數股東權益	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(9)	(8)
歸屬母公司稅後純益	581	715	983	1,027	1,064	1,195	1,393	1,523	3,305	5,175
調整後每股盈餘(NT\$)	3.56	4.37	6.01	6.28	6.51	7.31	8.53	9.32	20.23	31.67
調整後加權平均股數(百萬股)	163	163	163	163	163	163	163	163	163	161
重要比率										
營業毛利率	26.3%	25.7%	26.6%	26.8%	27.5%	27.8%	27.9%	28.1%	26.4%	27.8%
營業利益率	8.9%	8.9%	10.8%	11.1%	11.6%	12.0%	12.1%	13.0%	10.0%	12.2%
稅前純益率	7.5%	8.1%	10.1%	10.5%	11.0%	11.5%	11.8%	12.7%	9.1%	11.8%
稅後純益率	4.7%	5.6%	6.9%	7.1%	7.5%	7.8%	8.0%	8.6%	6.1%	8.0%
有效所得稅率	37.7%	32.0%	32.0%	32.1%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%	33.1%	32.2%
季增率(%)										
營業收入	1.9%	3.7%	11.0%	0.7%	-1.2%	8.0%	13.0%	1.7%		
營業利益	27.4%	3.6%	35.7%	3.4%	2.9%	11.7%	14.2%	9.0%		
稅後純益	14.3%	23.1%	37.5%	4.5%	3.6%	12.3%	16.6%	9.3%		
調整後每股盈餘	14.3%	23.1%	37.5%	4.5%	3.6%	12.4%	16.5%	9.3%		
年增率(%)										
營業收入	-2.2%	-0.9%	8.8%	18.1%	14.5%	19.3%	21.4%	22.6%	5.8%	19.6%
營業利益	-3.2%	38.9%	9.5%	85.1%	49.5%	61.3%	35.8%	43.2%	27.2%	46.2%
稅後純益	-7.5%	62.1%	32.7%	102.2%	83.2%	67.1%	41.7%	48.3%	42.6%	56.8%
調整後每股盈餘	-7.5%	60.2%	32.5%	102.0%	83.2%	67.3%	41.8%	48.3%	40.7%	56.6%

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

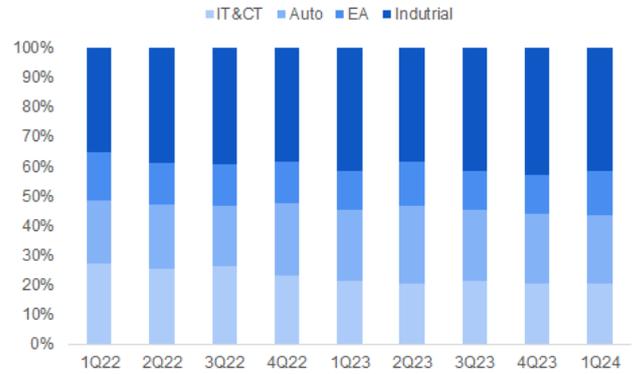
貿聯-KY 主要提供關鍵元件、線束及電纜線予多元產業，產品及服務擴及資訊科技基礎設施、用戶端周邊設備、光通訊、電信網絡、電器、醫療保健、工廠自動化、機械與感測、汽車產業、軌道車輛、船舶暨海洋產業、工業產業、太陽能等。產品的主要原物料為線材、連接器、端子等，1Q24 營收組成工業 41%、電器 15%、車用 23%、IT 20%。

圖 13：月營收



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



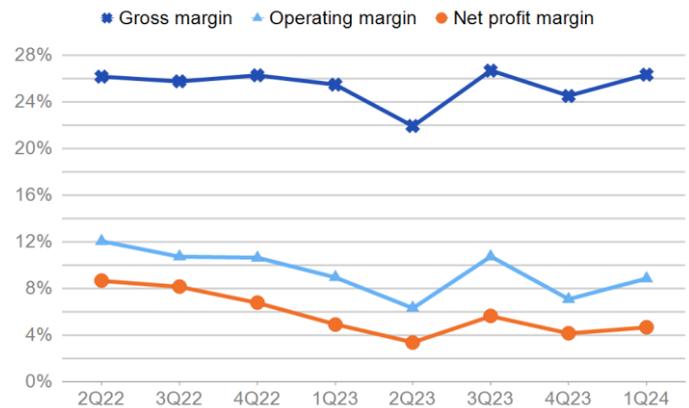
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



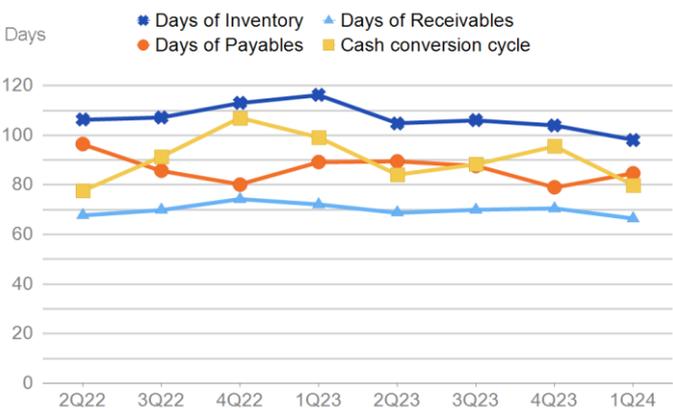
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



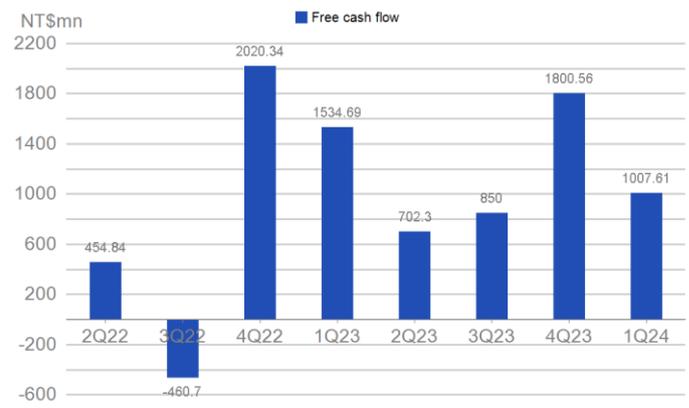
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：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 19：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 (2024/6/16)

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	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	3,210	8,498	10,627	5,177	344
存貨	6,379	12,323	10,103	10,160	9,767
應收帳款及票據	7,017	10,071	8,383	9,965	14,815
其他流動資產	1,234	1,703	2,777	3,027	3,495
流動資產	17,839	32,594	31,891	28,328	28,420
採用權益法之投資	51	30	26	591	738
固定資產	3,864	10,301	12,143	13,489	14,670
無形資產	1,519	6,802	6,703	6,292	5,880
其他非流動資產	2,299	3,979	3,921	8,957	12,426
非流動資產	7,733	21,111	22,792	29,328	33,715
資產總額	25,572	53,706	54,683	57,656	62,135
應付帳款及票據	4,869	5,876	4,744	5,932	7,353
短期借款	828	749	2,659	2,659	2,659
什項負債	3,462	7,148	6,315	6,315	6,315
流動負債	9,159	13,772	13,717	14,905	16,326
長期借款	315	10,283	4,784	13,281	13,239
其他負債及準備	948	7,146	11,584	3,046	3,046
長期負債	1,263	17,429	16,368	16,327	16,285
負債總額	10,422	31,202	30,086	31,232	32,611
股本	1,375	1,564	1,633	1,633	1,633
資本公積	8,847	13,111	14,309	14,309	14,309
保留盈餘	6,374	9,098	9,764	11,600	14,708
什項權益	(1,471)	(1,289)	(1,122)	(1,122)	(1,122)
歸屬母公司之權益	15,125	22,485	24,585	26,420	29,528
非控制權益	26	19	12	4	(4)
股東權益總額	15,150	22,504	24,597	26,424	29,524

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	2023A	2024F	2025F
本期純益	2,022	3,831	2,311	3,296	5,167
折舊及攤提	936	1,888	2,054	2,007	2,173
本期營運資金變動	(2,603)	(4,208)	3,138	(450)	(3,037)
其他營業資產 及負債變動	10	1,268	(57)	(253)	(468)
營運活動之現金流量	365	2,779	7,446	4,600	3,835
資本支出	(1,245)	(1,877)	(2,559)	(2,942)	(2,942)
本期長期投資變動	(39)	(22)	(3)	(151)	(147)
其他資產變動	(192)	(9,716)	(2,013)	(5,450)	(3,469)
投資活動之現金流量	(1,475)	(11,615)	(4,575)	(8,543)	(6,559)
股本變動	69	190	69	0	0
本期負債變動	525	15,329	(42)	(42)	(42)
現金增減資	0	2,880	1,150	0	0
支付現金股利	(1,083)	(1,386)	(1,564)	(1,470)	(2,068)
其他調整數	(344)	(3,152)	(555)	0	0
融資活動之現金流量	(833)	13,861	(942)	(1,511)	(2,109)
匯率影響數	(207)	263	201	0	0
本期產生現金流量	(2,150)	5,288	2,130	(5,454)	(4,833)
自由現金流量	(880)	902	4,888	1,658	893

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	2023A	2024F	2025F
營業收入	28,564	53,757	51,052	54,008	64,603
銷貨成本	(21,935)	(39,970)	(38,465)	(39,762)	(46,624)
營業毛利	6,629	13,787	12,587	14,246	17,979
營業費用	(3,971)	(8,241)	(8,350)	(8,856)	(10,098)
推銷費用	(1,133)	(2,837)	(2,547)	(2,652)	(3,171)
研究費用	(863)	(1,384)	(1,534)	(1,864)	(2,073)
管理費用	(1,959)	(3,946)	(4,221)	(4,348)	(4,854)
其他費用	(17)	(74)	(47)	9	0
營業利益	2,658	5,546	4,237	5,390	7,881
利息收入	32	62	349	388	388
利息費用	(97)	(481)	(963)	(924)	(860)
利息收入淨額	(65)	(419)	(614)	(537)	(472)
投資利益(損失)淨額	(23)	(13)	(6)	0	0
匯兌損益	(31)	211	(33)	124	0
其他業外收入(支出)淨額	103	(32)	(141)	(49)	213
稅前純益	2,641	5,293	3,442	4,928	7,622
所得稅費用	(619)	(1,462)	(1,132)	(1,632)	(2,454)
少數股權淨利	(14)	(7)	(7)	(9)	(8)
歸屬母公司之稅後純益	2,036	3,838	2,317	3,305	5,175
稅前息前折舊攤銷前淨利	3,675	7,662	6,589	3,383	5,708
調整後每股盈餘 (NT\$)	15.12	24.80	14.38	20.23	31.67

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	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	26.7	88.2	(5.0)	5.8	19.6
營業利益	8.7	108.6	(23.6)	27.2	46.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	14.1	108.5	(14.0)	(48.7)	68.7
稅後純益	11.1	89.5	(39.7)	42.6	56.8
調整後每股盈餘	251.5	64.1	(42.0)	40.7	56.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	23.2	25.7	24.7	26.4	27.8
營業利益率	9.3	10.3	8.3	10.0	12.2
稅前息前淨利率	8.9	9.0	4.9	10.0	12.2
稅前息前折舊攤銷前淨利率	12.9	14.3	12.9	6.3	8.8
稅前純益率	9.3	9.9	6.7	9.1	11.8
稅後純益率	7.1	7.1	4.5	6.1	8.0
資產報酬率	8.4	9.7	4.3	5.7	8.3
股東權益報酬率	14.2	20.4	9.8	12.5	17.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	68.8	138.7	122.3	118.2	110.5
淨負債權益比 (%)	(13.7)	11.3	(13.0)	40.7	52.7
利息保障倍數 (倍)	28.1	12.0	4.6	6.3	9.9
流動比率 (%)	194.8	236.7	232.5	190.1	174.1
速動比率 (%)	121.1	142.9	155.4	121.9	114.3
淨負債 (NT\$百萬元)	(2,067)	2,534	(3,184)	10,763	15,554
調整後每股淨值 (NT\$)	110.00	143.77	150.55	161.98	183.40
評價指標 (倍)					
本益比	21.4	13.0	22.5	16.0	10.2
股價自由現金流量比	--	57.7	10.7	31.4	58.3
股價淨值比	2.9	2.3	2.2	2.0	1.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	14.2	6.8	7.9	15.4	9.1
股價營收比	1.8	1.0	1.0	1.0	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

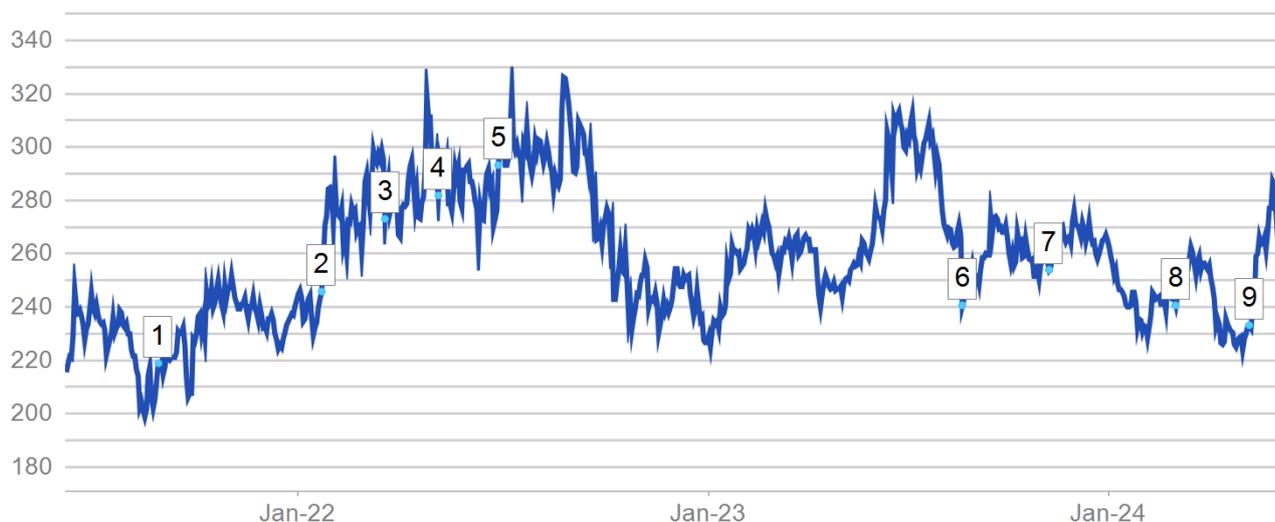
附錄：重要揭露事項

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

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20210901	227.50	300.00	278.74	買進	陳景文
2	20220121	261.50	350.00	325.20	買進	陳景文
3	20220328	318.00	385.00	357.72	買進	陳景文
4	20220516	318.00	410.00	380.95	買進	陳景文
5	20220706	297.50	415.00	385.59	買進	陳景文
6	20230828	267.00	325.00	325.00	買進	楊凱宇
7	20231113	257.00	275.00	275.00	持有-超越同業	楊凱宇
8	20240311	243.00	283.00	283.00	買進	何宗祐
9	20240515	233.00	284.00	284.00	買進	何宗祐

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，為於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

© {2024} 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>.