

2024 年 6 月 26 日

研究員：王美珍 iris.wang@capital.com.tw

前日收盤價	338.00 元
目標價	
3 個月	396.00 元
12 個月	396.00 元

## 貿聯-KY(3665 TT)

Buy

### 近期報告日期、評等及前日股價

客製化產品、半導體設備、HPC 領域 2024 年成長動能強。

**投資建議：**預估貿聯-KY 2025 年稅後 EPS 為 28.44 元、ECB 稀釋後 EPS 為 24.22 元，切入 AI 應用有助於評價提升，投資建議為 Buy，目標價為 396 元。

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,634
市值(億元)	552
目前每股淨值(元)	147.55
外資持股比(%)	49.40
投信持股比(%)	9.25
董監持股比(%)	3.13
融資餘額(張)	6,637
現金股息配發率(%)	62.63

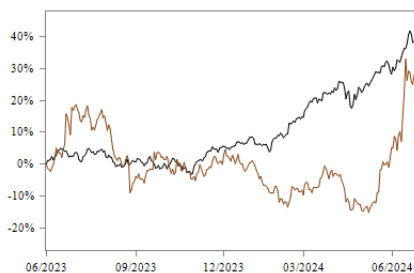
### 產品組合



- 線束:48.55%
- 電源線及數據連接線組:32.54%
- 擴充基座及擴展連接裝置:11.54%
- 其他:7.37%

### 股價相對大盤走勢

— 3665 — TWSE



**庫存調整已近尾聲，預估 2Q24 營收 QoQ+7.2%：**依應用領域區分，1Q24 營收比重分別為工業用 41%、電器用 15%、車用 23%、資訊科技 20%。1Q24 營收 124.26 億元、QoQ+1.9%；毛利率回升至 26.3%，費用控制得宜，營業利益率為 8.9%；稅後淨利 5.81 億元、QoQ+14.3%，稅後 EPS 為 3.55 元。庫存調整已近尾聲，預估 2Q24 營收 133.15 億元、QoQ+7.2%；稅後淨利 8.54 億元、QoQ+47.1%，稅後 EPS 為 5.23 元。

**客製化產品、半導體設備、HPC 領域 2024 年成長動能強：**2024 年營運成長動能較強的為客製化產品、半導體設備、HPC 領域。客製化產品成長動能為侵入式與手術相關醫療領域、先進半導體設備領域，預期營收 YoY+20%。半導體設備領域預期 2024 年營收 YoY+20%，成長動能為成熟製程設備，記憶體廠商於 2024 年需求提升。HPC 領域主要成長動能為 AEC(Active Electrical Cable)，AEC 與 Credo 合作，為獨家連接線供應商，主要用於美系 CSP 廠商 ASIC AI 加速器，2024 年新增另一家 CSP 廠商，預期 2025 年將持續有客戶加入。HPC 領域 1Q24 營收比重 13%~14%，4Q24 有機會到 20%，預期 HPC 領域 2024 年營收可望 YoY+40%。

**GB200 產品系列產品預期 2025 年營收貢獻較顯著：**GB200 產品可供應產品為機內高速傳輸連接線，Rack Busbar、inner Busbar、Power whip，部分產品於某些客戶是獨家供應商。2024 年營收貢獻低，預期 2025 年貢獻較顯著。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	51,052	54,820	60,503	12,702	13,004	13,150	12,196	12,426	13,315	14,210	14,870	13,758
營業毛利淨額	12,587	14,773	16,413	3,236	2,850	3,510	2,991	3,273	3,666	3,818	4,016	3,690
營業利益	4,237	5,865	7,392	1,137	821	1,414	865	1,101	1,442	1,574	1,747	1,477
稅後純益	2,317	3,402	4,647	628	441	741	508	581	854	929	1,038	921
稅後 EPS(元)	14.18	20.82	28.44	3.84	2.70	4.53	3.11	3.55	5.23	5.69	6.35	5.64
毛利率(%)	24.66%	26.95%	27.13%	25.48%	21.92%	26.69%	24.52%	26.34%	27.53%	26.87%	27.01%	26.82%
營業利益率(%)	8.30%	10.70%	12.22%	8.96%	6.32%	10.75%	7.09%	8.86%	10.83%	11.08%	11.75%	10.73%
稅後純益率(%)	4.54%	6.21%	7.68%	4.94%	3.39%	5.63%	4.16%	4.67%	6.42%	6.54%	6.98%	6.70%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.03%	7.38%	10.37%	-6.61%	2.38%	1.12%	-7.26%	1.89%	7.16%	6.73%	4.64%	-7.48%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-39.63%	46.81%	36.59%	-31.92%	-29.77%	67.93%	-31.42%	14.33%	47.11%	8.80%	11.67%	-11.24%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 16.34 億元計算。

2024 年 6 月 26 日

## ESG：

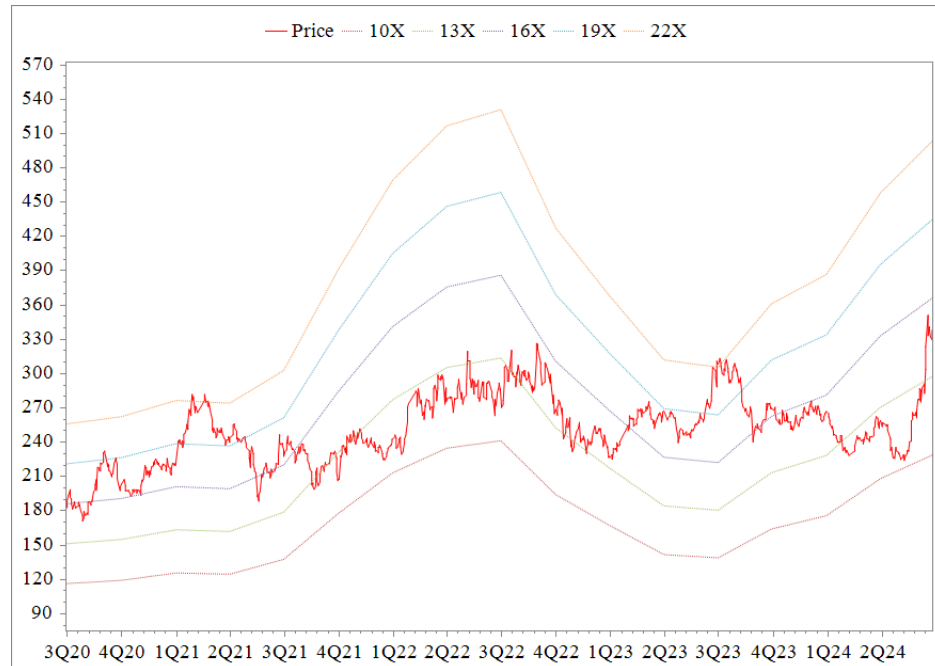
能源生產及保存：(1)降低溫室氣體排放密度；(2)使用可再生能源發電；(3)富時羅素綠色營收。

社會公益充權與改善：(1)員工參與公益活動；(2)零事故政策；(3)社會貢獻。

永續卓越的治理：(1)符合台灣證交所公司治理；(2)強而有力的內部政策；(3)全球企業功能。

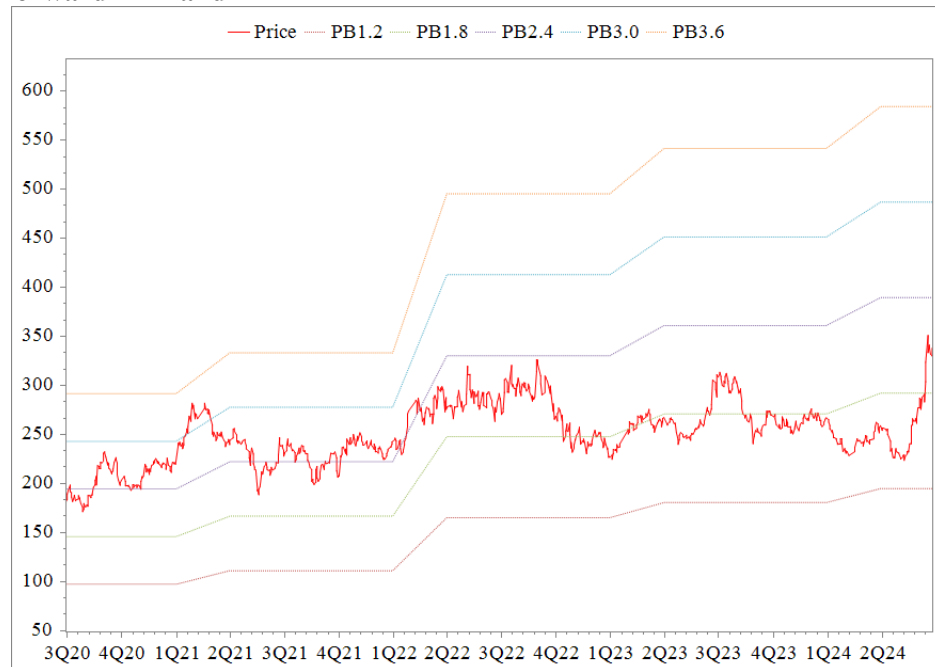
2024 年 6 月 26 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 6 月 26 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	25,572	53,706	54,683	58,470	65,046
流動資產	17,839	32,594	31,891	32,381	38,462
現金及約當現金	3,210	8,498	10,627	9,603	12,107
應收帳款與票據	7,017	10,071	8,383	9,601	10,490
存貨	6,379	12,323	10,103	11,117	12,199
採權益法之投資	51	29	26	33	34
不動產、廠房設備	3,864	10,301	12,143	12,299	12,444
<b>負債總計</b>	10,422	31,202	30,086	31,952	35,527
流動負債	9,159	13,772	13,717	16,055	19,003
應付帳款及票據	4,869	5,876	4,744	5,653	6,306
非流動負債	1,263	17,429	16,368	14,987	14,961
<b>權益總計</b>	15,150	22,504	24,597	26,518	29,519
普通股股本	1,375	1,564	1,633	1,634	1,634
保留盈餘	6,374	9,098	9,764	11,685	14,686
母公司業主權益	15,125	22,485	24,585	26,517	29,530
<b>負債及權益總計</b>	25,572	53,706	54,683	58,470	65,046

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	365	2,779	7,446	8,523	8,391
稅前純益	2,641	5,293	3,442	5,393	6,968
折舊及攤銷	936	1,888	2,054	2,306	2,053
營運資金變動	-2,405	-7,992	2,776	-1,322	-1,319
其他營運現金	-808	3,591	-826	2,147	688
<b>投資活動現金</b>	-1,475	-11,615	-4,575	-5,933	-3,149
資本支出淨額	-1,351	-1,932	-2,897	-2,800	-2,800
長期投資變動	-70	-9,272	-1,382	0	0
其他投資現金	-54	-411	-296	-3,133	-349
<b>籌資活動現金</b>	-833	13,861	-942	-3,614	-2,738
長借/公司債變動	-59	15,427	-1,935	-1,380	-25
現金增資	0	2,880	1,150	0	0
發放現金股利	-1,083	-1,386	-1,564	-1,470	-1,634
其他籌資現金	309	-3,060	1,407	-764	-1,078
<b>淨現金流量</b>	-2,150	5,288	2,130	-1,024	2,503
<b>期初現金</b>	5,360	3,210	8,498	10,627	9,603
<b>期末現金</b>	3,210	8,498	10,627	9,603	12,107

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	28,564	53,757	51,052	54,820	60,503
營業成本	21,935	39,970	38,465	40,047	44,090
<b>營業毛利淨額</b>	6,629	13,787	12,587	14,773	16,413
營業費用	3,971	8,241	8,350	8,908	9,021
<b>營業利益</b>	2,658	5,546	4,237	5,865	7,392
<b>EBITDA</b>	3,643	7,600	6,240	7,321	8,560
業外收入及支出	-17	-316	-1,144	-472	-424
稅前純益	2,641	5,293	3,442	5,393	6,968
所得稅	619	1,462	1,132	2,002	2,333
稅後純益	2,036	3,838	2,317	3,402	4,647
稅後 EPS(元)	12.46	23.49	14.18	20.82	28.44
完全稀釋 EPS**	10.61	20.00	12.08	17.73	24.22

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 16.34【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 19.19 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

## 成長力分析(%)

營業收入淨額	26.74%	88.20%	-5.03%	7.38%	10.37%
營業毛利淨額	16.10%	107.97%	-8.71%	17.37%	11.10%
營業利益	8.73%	108.64%	-23.61%	38.41%	26.04%
稅後純益	11.37%	88.51%	-39.63%	46.81%	36.59%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	23.21%	25.65%	24.66%	26.95%	27.13%
EBITDA(%)	12.75%	14.14%	12.22%	13.35%	14.15%
營益率	9.31%	10.32%	8.30%	10.70%	12.22%
稅後純益率	7.13%	7.14%	4.54%	6.21%	7.68%
總資產報酬率	7.96%	7.15%	4.24%	5.82%	7.14%
股東權益報酬率	13.44%	17.06%	9.42%	12.83%	15.74%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	40.76%	58.10%	55.02%	54.65%	54.62%
負債/淨值比(%)	68.79%	138.65%	122.31%	120.49%	120.35%
流動比率(%)	194.77%	236.66%	232.48%	201.68%	202.40%

## 其他比率分析

存貨天數	91.76	85.39	106.40	96.70	96.51
應收帳款天數	78.32	58.01	65.97	59.87	60.60

2024 年 6 月 26 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	13,601	12,702	13,004	13,150	12,196	12,426	13,315	14,210	14,870	13,758	14,760	15,813
營業成本	10,028	9,465	10,154	9,641	9,205	9,153	9,649	10,392	10,854	10,068	10,735	11,496
營業毛利淨額	3,572	3,236	2,850	3,510	2,991	3,273	3,666	3,818	4,016	3,690	4,025	4,317
營業費用	2,124	2,099	2,029	2,096	2,126	2,172	2,223	2,244	2,270	2,213	2,255	2,289
營業利益	1,449	1,137	821	1,414	865	1,101	1,442	1,574	1,747	1,477	1,770	2,028
業外收入及支出	-208	-267	-94	-317	-118	-173	-91	-104	-104	-106	-106	-106
稅前純益	1,241	870	728	1,097	747	928	1,351	1,470	1,643	1,371	1,664	1,922
所得稅	321	245	288	358	240	350	500	544	608	452	582	634
稅後純益	922	628	441	741	508	581	854	929	1,038	921	1,084	1,291
最新股本	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634	1,634
稅後EPS(元)	5.64	3.84	2.70	4.53	3.11	3.55	5.23	5.69	6.35	5.64	6.64	7.90

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	26.27%	25.48%	21.92%	26.69%	24.52%	26.34%	27.53%	26.87%	27.01%	26.82%	27.27%	27.30%
營業利益率(%)	10.65%	8.96%	6.32%	10.75%	7.09%	8.86%	10.83%	11.08%	11.75%	10.73%	11.99%	12.82%
稅後純益率(%)	6.78%	4.94%	3.39%	5.63%	4.16%	4.67%	6.42%	6.54%	6.98%	6.70%	7.35%	8.16%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-6.37%	-6.61%	2.38%	1.12%	-7.26%	1.89%	7.16%	6.73%	4.64%	-7.48%	7.28%	7.13%
營業利益	-7.01%	-21.49%	-27.79%	72.11%	-38.85%	27.41%	30.96%	9.15%	10.94%	-15.44%	19.82%	14.59%
稅前純益	-21.52%	-29.87%	-16.38%	50.75%	-31.93%	24.27%	45.61%	8.80%	11.71%	-16.54%	21.35%	15.52%
稅後純益	-22.10%	-31.92%	-29.77%	67.93%	-31.42%	14.33%	47.11%	8.80%	11.67%	-11.24%	17.69%	19.04%

## YoY(%)

營業收入淨額	70.03%	8.87%	-6.87%	-9.47%	-10.33%	-2.17%	2.39%	8.06%	21.93%	10.72%	10.86%	11.28%
營業利益	88.30%	32.87%	-51.21%	-9.26%	-40.33%	-3.17%	75.60%	11.36%	102.04%	34.09%	22.68%	28.80%
稅前純益	66.61%	8.44%	-56.34%	-30.62%	-39.83%	6.63%	85.67%	34.01%	119.93%	47.71%	23.10%	30.70%
稅後純益	62.16%	20.13%	-63.53%	-37.46%	-44.94%	-7.53%	93.70%	25.50%	104.35%	58.65%	26.92%	38.87%

註1：稅後EPS以股本16.34億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。