

貿聯-KY(3665)

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

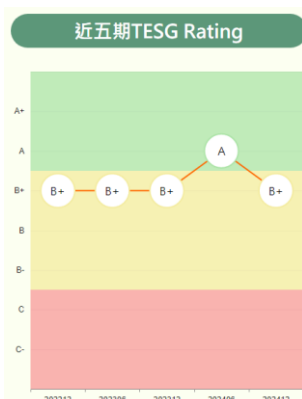
日期: 2024/11/20
目前收盤價 (NT\$): 599
目標價 (NT\$): 800
52 週最高最低(NT\$): 224-601
加權指數: 22848.8

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,834
市值 (NT\$/mn): 110,220
市值 (US\$/mn): 3,674
20 日平均成交量(仟股): 3,987
PER (2024): 27.16
PBR (2024): 4.06
外資持股比率: 37.80
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	27.6	42.9	149.9
加權指數報酬率	-2.7	2.0	7.5

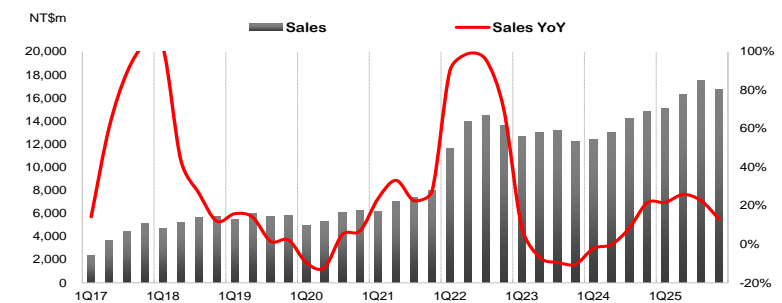
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	800	680
營業收入 (NT\$/mn)	54,498	54,498
毛利率 (%)	28.4	28.4
營益率 (%)	12.2	12.2
EPS (NT\$)	22.13	22.13
BVPS(NT\$)	148	148



HPC 具有潛在上修空間，最強 GB200 Cable

- 60 安培 Power Whips 維持獨家地位，HPC 具有潛在上修空間：4Q24HPC 及半導體設備合計營收占比有機會提升至接近 40%之水準，大致上成長趨勢不變，本次更新-潛在上修機會:1) Power Whips: GB200 所需 60 安培 Power Whips 維持全球唯一合格供應商地位，原以標準長度 Power Whips 進行估計，實際 Power Whips 依照客戶廠區不同而有長度不同之規格，隨電線長度增加，ASP 亦將提升，此為潛在上修機會。2) AEC:與客戶合作開發之 AEC，運用於 ASIC AI Server，2H24 新增另一美系客戶，根據客戶官網釋出的資訊，預計 2025 及 2026 年有機會加入其他新客戶，原本只有一條產線，2H24 擴增第二條線，元富預估 2025 年 AEC 營收至少為翻倍成長。3) 稅率預估:原本元富預估 2025 年稅率仍有 30~31%，由於貿聯 GB200 相關產品生產地多位於東南亞廠區，稅率明顯低於歐洲廠區，故本次調整 2025 年稅率至 30%以下。
- 維持買進，目標價上修至 800 元：預估 2024 年 EPS 22.13 元，2025 年 EPS 34.52 元(原估 33.85 元)，GB200 及 AEC Cable 成長動能可期，毛利率仍有上修空間，若以 2025 年毛利率 30~32%方向期待，2025 年 EPS 上看 35~40 元，故維持買進，目標價上修至 800 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。2024 年 8 月宣布併購 Easys，擴大半導體設備相關業務布局。主要生產基地位於中國、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	2025F佔比	2025F YoY
資訊科技	25%	38%	20%	-24%	23%	23%	30%	59%
電器	14%	-6%	15%	-1%	17%	25%	16%	12%
車用	22%	130%	24%	5%	19%	-17%	16%	5%
工業用	38%	294%	40%	2%	40%	5%	36%	10%
其他	1%	22%	0%	-67%	1%	137%	1%	1%

Sources : MasterLink

預估 4Q24 營收 QOQ+3~5%，毛利率隨產品組合改善持續提升， 預估 4Q24 EPS 7.33 元

預估 4Q24 營收 QOQ+3~5%，毛利率隨產品組合改善持續提升，預估 4Q24 EPS 7.33 元

展望第四季，成長主軸仍為資訊科技及工業部門，聚焦 HPC 及半導體設備相關產品，3Q24HPC 及半導體設備合計營收占比近 31.4%，較 2Q24 的 24.8%明顯提升，4Q24 延續成長動能，營收占比有機會接近 40%，4Q24 電器及車用則相對弱勢。貿聯 10 月營收 49.11 億元，MOM+7%，YOY+9%，4Q24 營收達成率 34%，優於預期，十月營收裡不含 Easys，十一月起正式納入 Easys 及 CableCon 營收，預期併購營收將補足年末工作天數減少之影響，以 Easys 2023 年營收 4,450 萬歐元及 CableCon 營收 2,230 萬美金初估，預計 4Q24 約可貢獻新台幣 3~4 億元營收(一個月約 2 億元新台幣)，預估 4Q24 營收 148.29 億元，QOQ+4%，YOY+21.6%，毛利率 29.4%，預估 4Q24 EPS 7.33 元。

貿聯-KY 4Q24 展望

BizLink	工業用	電器用	車用	資訊科技 與數據傳輸
2024 第四季 QoQ	預期	預期	預期	預期
Highlights	資本設備 TMP, 能源	新產品	---	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(2024/11/8)、MasterLink

2025 年展望樂觀·60 安培 Power Whips 維持獨家地位·HPC 具有潛在上修空間

60 安培 Power Whips 維持獨家地位·HPC 具有潛在上修空間

展望 2025 年，主要成長動能仍以 HPC 及半導體設備為主，3Q24 HPC 及半導體設備合計營收占比為 31.4%，4Q24 占比將持續提升，元富預估 2024 年底 HPC 及半導體設備合計營收占比有機會提升至接近 40% 之水準。大致上成長趨勢不變，本次更新-潛在上修機會如下：

- 1) Power Whips: GB200 所需 60 安培 Power Whips 維持全球唯一合格供應商地位，初期供應佔比將為 100%，以 Nvidia NVL72 計算，依照電力需求而不同，一個 Rack 所需 8 條以上 Power Whips，原以標準長度 Power Whips 進行模型估計，實際 Power Whips 依照客戶廠區不同而有長度不同之規格，隨電線長度增加，ASP 亦將提升，此亦為 Power Whips 潛在上修機會。
- 2) AEC:與客戶合作開發之 AEC，運用於 ASIC AI Server，今年中以前僅有一家美系客戶，2H24 新增另一美系客戶，根據客戶官網釋出的資訊，預計 2025 及 2026 年有機會加入其他新客戶，原本只有一條產線，2H24 擴增第二條線，元富預估 2025 年 AEC 營收至少為翻倍成長。
- 3) 併購 Easys 及 CableCon: Easys 及 CableCon 財報於 11 月進行併表，Easys 主要營運項目為半導體組裝，參考營收為 4,450 萬歐元，總部位於斯洛伐克，雖為組裝業務，然仍具技術含量，故其毛利率高於貿聯公司平均，併購額外效益為增加半導體線束供應佔比，為潛在獲利上修機會。CableCon 參考營收為 2,230 萬美金，主要營運項目為醫療設備連接器/線束，總部位於美國矽谷，併表後兩者合計約貢獻貿聯月營收 2~3 億元台幣，故預估貿聯 4Q24 營收 QOQ 將微幅成長。
- 4) 稅率預估: 原本元富預估 2025 年稅率仍有 30~31%，由於貿聯 GB200 相關產品生產地多位於東南亞廠區，稅率明顯低於歐洲廠區，故本次調整 2025 年稅率至 30% 以下，此為 EPS 上修主因，預估 2025 年 EPS 34.52 元(原估 33.85 元)。

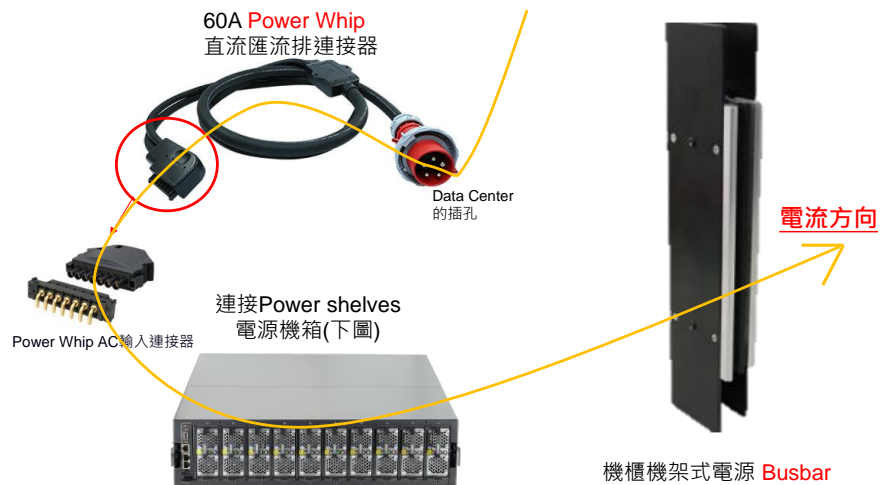
GB200:Busbar 及 Power whips 通過 Nvidia 認證，台廠唯一機外 Power 線束

GB200:Busbar 及 Power whips 通過 Nvidia 認證，台廠唯一機外 Power 線束

- 1) Busbar:貿聯 GB200 主力出貨產品 Busbar 等同於電力輸送的骨幹，電力藉由 Busbar 傳送至各個 Compute tray 及 Switch tray，為 GB200 Power 產品中單價最高者(Power 產品單價均高於 Data)，同時，機內每一個 Compute tray 也需要 Inner Busbar(小型的 Busbar)進行電力傳輸，Inner Busbar 貿聯亦可以供應。
- 2) Power whips:電力透過 Power whips 傳導至 Power shelves，以 Nvidia NVL72 計算，依照電力需求而不同，一個 Rack 所需 8 條以上 Power Whips，營收貢獻亦不容小覷。
- 3) 不論是 Busbar 還是 Power whips，台廠僅有貿聯一家供應商(眾多台廠打入的是機內線束/連接器)，對手僅有國外大廠，貿聯技術備受肯定，元富預估 2025 年 GB200 貢獻 EPS 6.5~7.0 元。

貿聯 GB200 主要供貨的機外 Power 產品: Busbar 及 Power whips

貿聯 Busbar 及 Power whips



Sources : MasterLink

貿聯 GB200 獲利貢獻模型預估:中性版本(GM40%)預估 2025 年 EPS+6.5~7.0 元

貿聯 GB200 獲利貢獻模型預估

	其他機外+機內	其他機外+機內	其他機外+機內	其他機外+機內	其他機外+機內
線束產值	384,000	384,000	384,000	384,000	384,000
Rack(櫃)	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
總產值	19,200,000,000	19,200,000,000	19,200,000,000	19,200,000,000	19,200,000,000
Share	70%	50%	30%	20%	10%
營收貢獻	13,440,000,000	9,600,000,000	5,760,000,000	3,840,000,000	1,920,000,000
GM	40%	40%	40%	40%	40%
OPM	30.0%	30%	30%	30%	30%
稅率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
淨利	3,024,000,000	2,160,000,000	1,296,000,000	864,000,000	432,000,000
股本	1,920,000,000	1,920,000,000	1,920,000,000	1,920,000,000	1,920,000,000
EPS貢獻	15.75	11.25	6.75	4.50	2.25

Sources : MasterLink

維持買進，目標價上修至 800 元

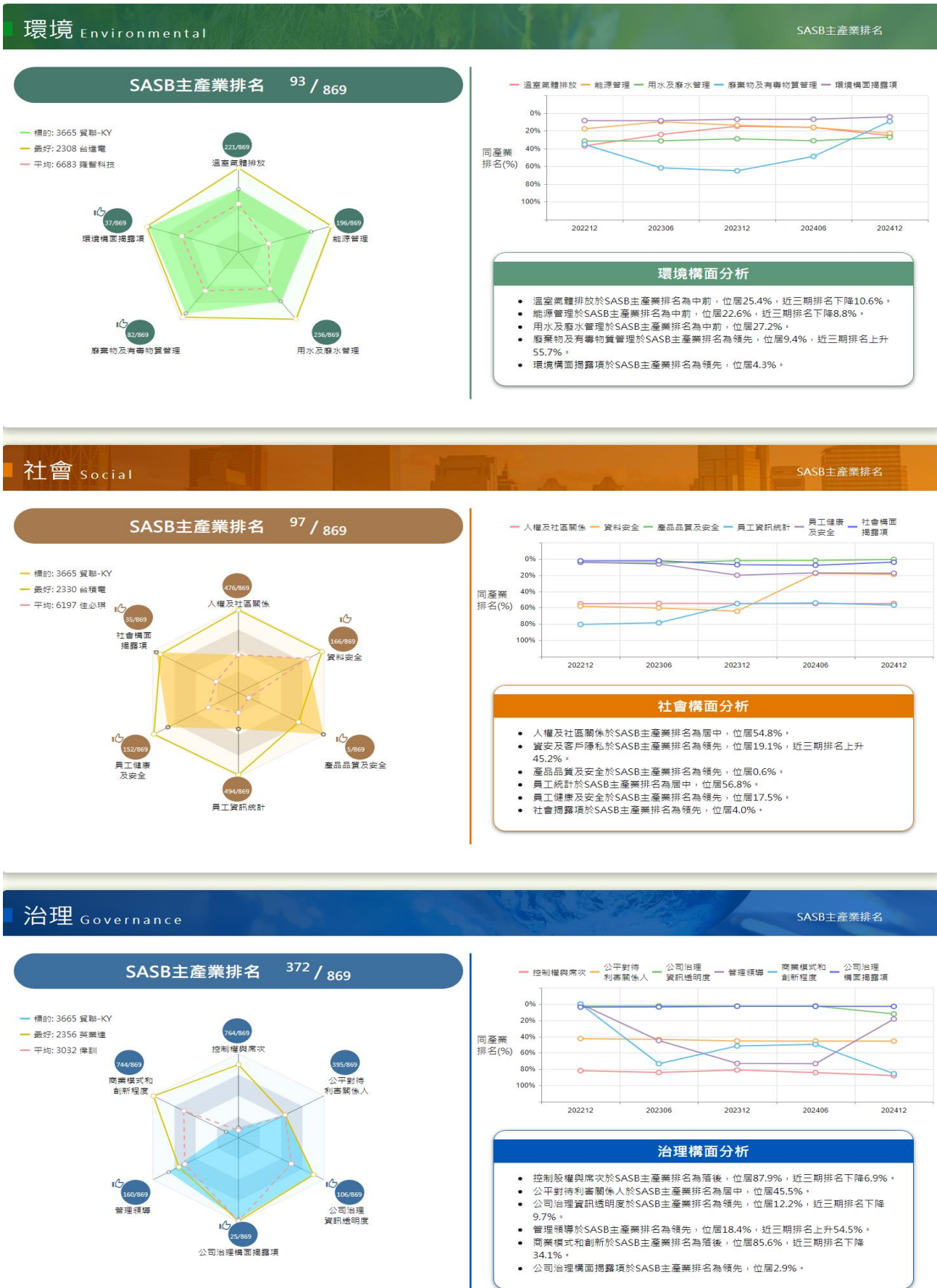
維持買進，目標價 800 元

3Q24 毛利率 29.3%令人驚艷，營業利益率同步創新高，預估 2024 年 EPS 22.13 元，2025 年 EPS 34.52 元(原估 33.85 元)，2025 年 GB200 及 AEC Cable 成長動能可期，毛利率仍有上修空間，若以 2025 年毛利率 30~32%方向期待，2025 年 EPS 上看 35~40 元，故維持買進，目標價上修至 800 元。

風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期

ESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	53,757	51,052	54,498	65,708	
COGS	39,970	38,465	39,033	46,223	
Gross profit	13,787	12,587	15,465	19,485	
Operating expense	8,241	8,350	8,797	10,053	
Operating profit	5,546	4,237	6,668	9,432	
Total non-operate. Inc.	-254	-795	-402	-91	
Pre-tax profit	5,293	3,442	6,266	9,341	
Total Net profit	3,831	2,311	4,242	6,627	
Minority	-7	-7	-6	0	
Net Profit	3,838	2,317	4,248	6,627	
EPS (NT\$)	25.02	14.37	22.13	34.52	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	88.2	(5.0)	6.8	20.6	
Gross profit	108.0	(8.7)	22.9	26.0	
Operating profit	108.6	(23.6)	57.4	41.5	
Pre-tax profit	100.4	(35.0)	82.0	49.1	
Net profit	88.5	(39.6)	83.3	56.0	
EPS	64.4	(42.6)	54.0	56.0	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	25.6	24.7	28.4	29.7	
Operating	10.3	8.3	12.2	14.4	
EBITDA	12.8	11.5	15.4	17.5	
Pre-tax	9.8	6.7	11.5	14.2	
Net	7.1	4.5	7.8	10.1	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	12,426	12,984	14,259	14,829	
Gross profit	3,273	3,650	4,182	4,360	
Operating profit	1,101	1,483	1,992	2,091	
Total non-ope inc.	-173	1	-179	-50	
Pre-tax profit	928	1,484	1,813	2,041	
Net profit	581	1,002	1,257	1,408	
EPS	3.56	6.13	7.07	7.33	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	(2.2)	(0.2)	8.4	21.6	
Gross profit	1.1	28.1	19.2	45.8	
Operating profit	(3.2)	80.6	40.9	141.9	
Net profit	(7.5)	127.3	69.8	177.2	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Net sales	1.9	4.5	9.8	4.0	
Gross profit	9.4	11.5	14.6	4.3	
Operating profit	27.4	34.7	34.3	4.9	
Net profit	14.3	72.6	25.4	12.0	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	
Gross	26.3	28.1	29.3	29.4	
Operating	8.9	11.4	14.0	14.1	
Net	4.7	7.7	8.8	9.5	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	8,498	10,627	8,741	9,270	
Marketable securities	423	1,803	584	585	
A/R & N/R	10,071	8,383	10,900	13,142	
Inventory	12,323	10,103	13,011	15,408	
Others	1,279	974	375	369	
Total current asset	32,594	31,891	33,611	38,773	
Long-term invest.	533	613	895	895	
Total fixed assets	10,301	12,143	14,143	16,143	
Total other assets	10,278	10,037	2,391	2,392	
Total assets	53,706	54,683	51,039	58,202	
Short-term Borrow	749	2,659	2,659	2,659	
A/P & N/P	5,876	4,744	4,879	5,778	
Other current liab.	7,148	6,315	1,796	2,677	
Total current liab.	13,772	13,717	9,334	11,114	
L-T borrow s	14,011	13,322	13,331	13,339	
Other L-T liab.	3,418	3,046	2,100	2,100	
Total liability.	31,202	30,086	24,766	26,553	
Common stocks	1,564	1,633	1,834	1,920	
Reserves	13,111	14,309	14,309	14,309	
Retain earnings	7,828	8,655	10,130	15,420	
Total Equity	22,504	24,597	26,273	31,649	
Total Liab. & Equity	53,706	54,683	51,039	58,202	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	3,838	2,317	4,248	6,627	
Dep & Amort	1,888	2,054	2,002	2,002	
Investment income	-57	-12	-14	-11	
Changes in W/C	-4,208	3,138	-5,289	-3,740	
Other adjustment	1,318	-52	-499	-498	
Cash flow – ope.	2,779	7,446	448	4,381	
Capex	-1,762	-2,514	-2,000	-2,000	
Change in L-T inv.	-183	-1,382	1,500	0	
Other adjustment	-9,670	-680	-500	-500	
Cash flow –inve.	-11,615	-4,575	-1,000	-2,500	
Free cash flow	1,017	4,933	-1,552	2,381	
Inc. (Dec.) debt	11,921	-4,523	10	10	
Cash dividend	-1,386	-1,564	-1,237	-1,255	
Other adjustment	3,325	5,145	-90	-90	
Cash flow –Fin.	13,861	-942	-1,317	-1,335	
Exchange influence	263	201	-17	-16	
Change in Cash	5,288	2,130	-1,887	530	

Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	9.66	4.26	8.04	12.13	
ROE	20.35	9.81	17.15	22.88	

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.