

貿聯-KY(3665)

□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

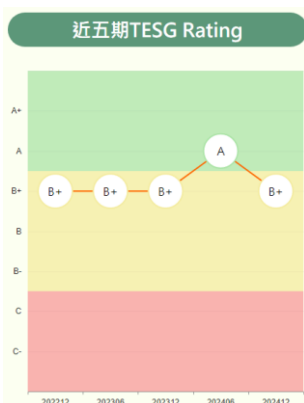
日期: 2024/11/11
目前收盤價 (NT\$): 521
目標價 (NT\$): 680
52 週最高最低(NT\$): 224-521
加權指數: 23553.89

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,665
市值 (NT\$/mn): 86,750
市值 (US\$/mn): 2,892
20 日平均成交量(仟股): 2,939
PER (2024): 23.54
PBR (2024): 3.52
外資持股比率: 37.08
TCRI: 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	17.2	42.0	127.5
加權指數報酬率	4.2	12.9	13.8

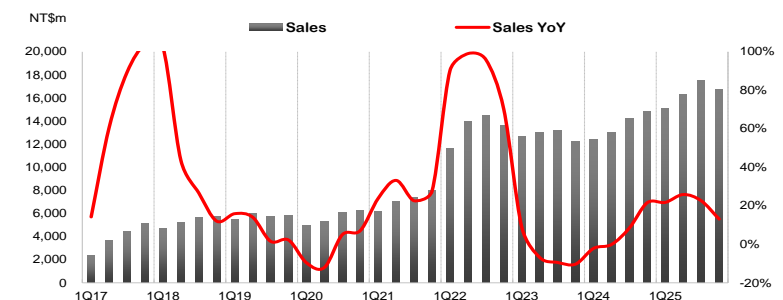
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	680	600
營業收入 (NT\$/mn)	54,498	53,998
毛利率 (%)	28.4	27.4
營益率 (%)	12.2	10.9
EPS (NT\$)	22.13	19.69
BVPS(NT\$)	148	148



3Q24 毛利率令人驚艷，最強 GB200 Cable

- **3Q24 毛利率 29.3%令人驚艷**，毛利率及營業利益率同步創新高，**3Q24 EPS 7.07 元**：貿聯 3Q24 EPS 7.07 元，優於元富預估的 5.63 元，獲利達成率 116%。3Q24 營收 142.59 億元，QOQ+9.8%，3Q24 毛利率 29.3%，優於元富預估的 27.7%，HPC 營收占比明顯提升使產品組合大幅改善，令人驚艷，毛利率及營業利益率同步創新高，本業獲利達成率 120%，業外影響下，3Q24 EPS 7.07 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，聚焦 HPC 及半導體設備，3Q24 HPC 及半導體設備合計營收占比 31.4%，較 2Q24 的 24.8%明顯提升，4Q24 延續成長動能。十一月起正式納入 Easys 營收，預期併購營收將補足年末工作天數減少之影響，調整 4Q24 營收至 148.29 億元，QOQ+4%，YOY+21.6%，考量 3Q24 毛利率優於預期，故上修 4Q24 毛利率至 29.4%(原估 27.5%)，預估 4Q24 EPS 7.33 元。
- **維持買進，目標價上修至 680 元**：3Q24 毛利率令人驚艷，毛利率及營業利益率同步創新高，上修 2024 年 EPS 至 22.13 元(19.69 元)，2025 年 EPS 33.85 元(原估 30.07 元)，2025 年 GB200 及 AEC Cable 成長動能可期，故維持買進，目標價上修至 680 元(2025 PER 20x)。

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(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	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

3Q24 毛利率 29.3%令人驚艷，毛利率及營業利益率同步創新高，3Q24 EPS 7.07 元

3Q24 毛利率 29.3%令人驚艷，毛利率及營業利益率同步創新高，3Q24 EPS 7.07 元

貿聯公告 3Q24 財報，3Q24 EPS 7.07 元，優於元富預估的 5.63 元，獲利達成率 116%，主要是本業優於預期。本業來看，3Q24 營收 142.59 億元，QOQ+9.8%，符合市場預期的 QOQ+5~10%區間上緣，獲利部分，3Q24 毛利率 29.3%，優於元富預估的 27.7%，HPC 營收占比明顯提升使產品組合大幅改善，令人驚艷。2Q24 還原打庫存回沖的毛利率為 27.2%，即 3Q24 毛利率 29.3% 較 2Q24 毛利率提升 2 個百分點，毛利率及營業利益率同步創新高，本業獲利達成率 120%，業外利息費用及匯兌損失影響，3Q24 EPS 7.07 元。

貿聯 3Q24 財報與元富預估差異數

unit : NT \$ mn	2Q24(A)	3Q24(A)	3Q24(F)	較預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	12,984	14,259	14,159	1%	10%	8%	2%
Margin %	28.11%	29.33%	27.70%				
Operating profit	1,483	1,992	1,657	20%	34%	41%	36%
Total non-op ex	1	(179)	(50)				
Pre-tax profit	1,484	1,813	1,606	13%	22%		
Net profit	1,002	1,257	1,081	16%	25%	70%	57%
EPS	6.13	7.07	5.63				

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，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 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 4,500 萬歐元初估，預計 4Q24 約可貢獻新台幣 2~3 億元營收，原估 4Q24 營收 145 億元(QOQ+2%)，本次則加入 Easys 營收貢獻，調整 4Q24 營收至 148.29 億元·QOQ+4%·YOY+21.6%，考量 3Q24 毛利率優於預期，故上修 4Q24 毛利率至 29.4%(原估 27.5%)，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

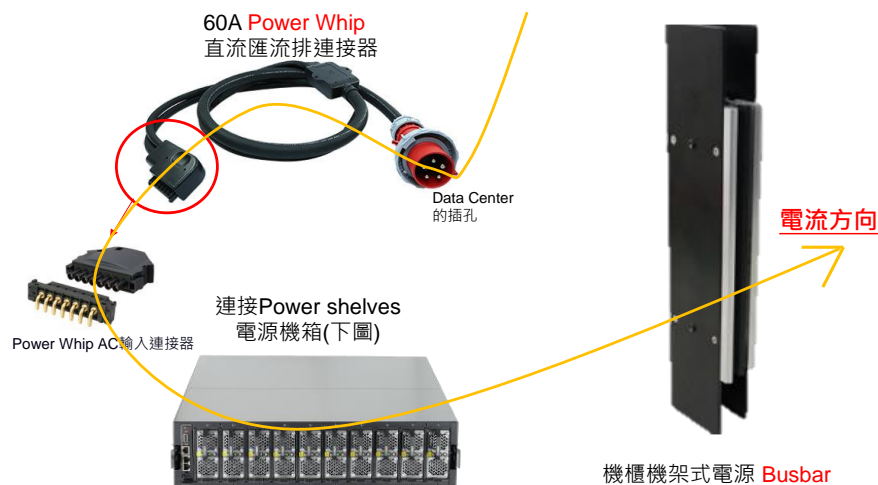
GB200:Busbar 及 Power whip
通過 Nvidia 認證，台廠唯一機外
Power 線束

GB200:Busbar 及 Power whip 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 whip:電力透過 Power whip 傳導至 Power shelves，一個 Rack 至少要用 4 條，營收貢獻亦不容小覷。
- 3) 不論是 Busbar 還是 Power whip，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 whip

貿聯 Busbar 及 Power whip



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 680 元

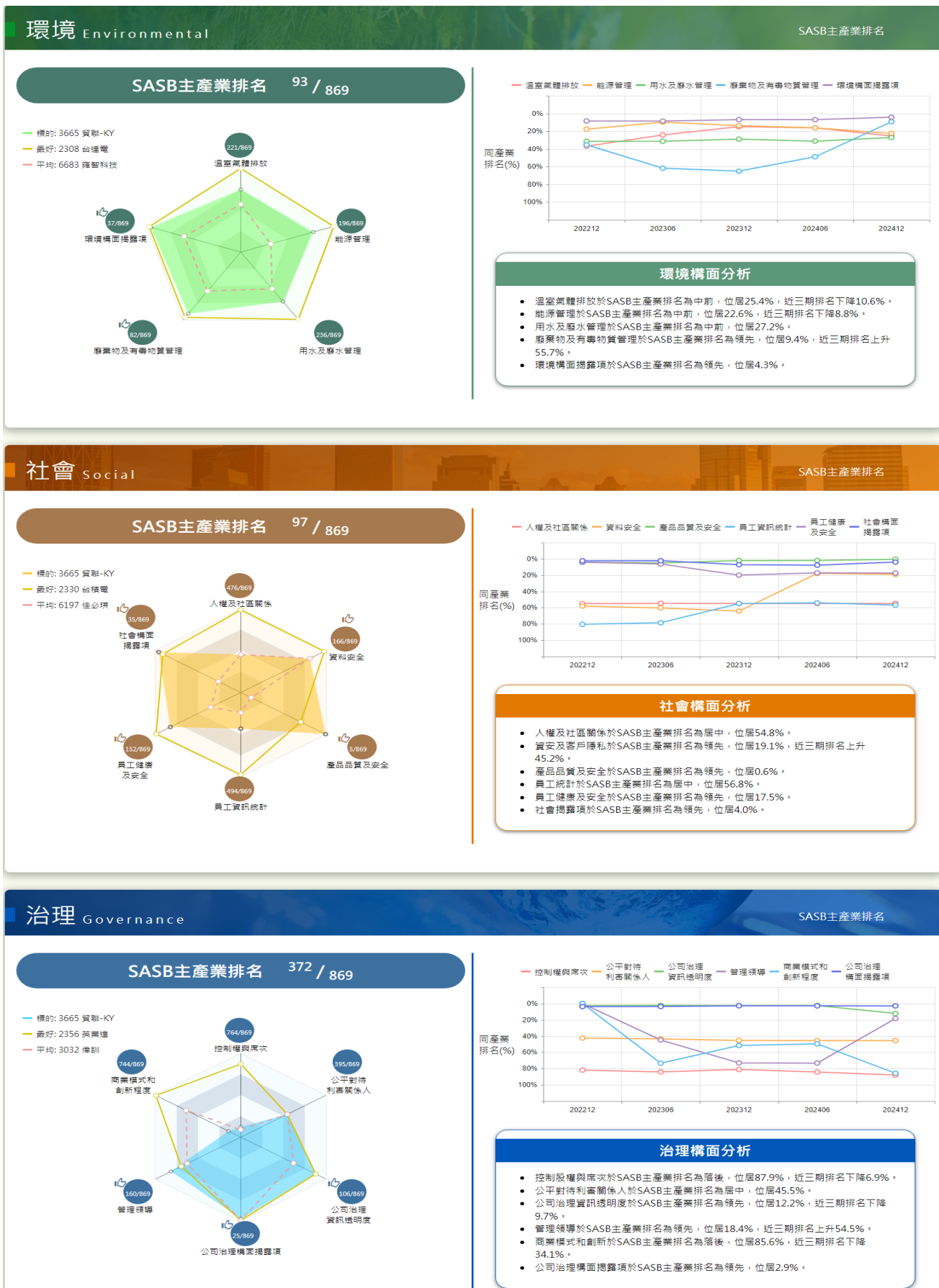
維持買進，目標價 680 元

3Q24 毛利率 29.3%令人驚艷，毛利率及營業利益率同步創新高，上修 2024 年 EPS 至 22.13 元(19.69 元)，2025 年 EPS 33.85 元(原估 30.07 元)，2025 年 GB200 及 AEC Cable 成長動能可期，故維持買進，目標價上修至 680 元(2025 PER 20x)。

風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

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	4,236	6,499
Minority	-7	-7	-12	0
Net Profit	3,838	2,317	4,248	6,499
EPS (NT\$)	25.02	14.37	22.13	33.85
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	53.0
EPS	64.4	(42.6)	54.0	53.0
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	17.7
Pre-tax	9.8	6.7	11.5	14.2
Net	7.1	4.5	7.8	9.9

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	69.7	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	9,142
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	38,645
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	58,073
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	1,665	1,920
Reserves	13,111	14,309	14,309	14,309
Retain earnings	7,828	8,655	10,299	15,291
Total Equity	22,504	24,597	26,273	31,520
Total Liab. & Equity	53,706	54,683	51,039	58,073

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	6,499
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	447	4,252
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	-1,553	2,252
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	401

Ratio Analysis				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	9.66	4.26	8.04	11.91
ROE	20.35	9.81	17.15	22.49

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.