



研究報告

貿聯-KY(3665.TT)

買進(維持)

TP：660

GB200 電源線主要供應商，毛利、獲利持續上修

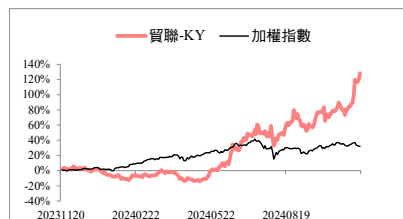
核心觀點

貿聯-KY 於 GB200 電源線供貨比重逾 4 成，且 AEC 開始導入第二間美系 CSP，看好 HPC 為未來主要成長動能，並帶動毛利率持續成長，上修獲利並維持「買進」評等。

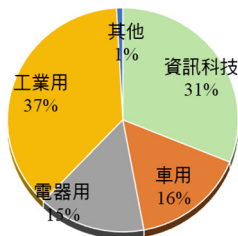
< 交易資料

收盤價	596.00
市值(億元)	1,093.10
流通在外股數(百萬股)	183.40
本益比(2025F)	17.35
股價淨值比	4.02
240 日股價(低/均/高)	222.5/326.5/600
60 日均成交額(百萬元)	1,825.78

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	企業治理	社會承諾	環境參與	永續
------	---------	---------	------	------	------	------	----

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上市公司	6%至 20%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	11%至 20%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

貿聯-KY召開法說會，說明24Q3營運及未來展望。

玉山觀點

HPC、半導體設備需求強勁，本業獲利表現亮眼。24Q3營收142.59億元，QoQ+9.8%、YoY+8.4%，營收達成率104%，優於預期，主要成長來自HPC與半導體設備業務，毛利率則受惠於產品組合轉佳而季增1.22ppt至29.33%，稅後EPS為7.07元，優於預期。

持續看好貿聯-KY切入GB200電源線束帶動營收成長。貿聯-KY為GB200電源線束供應商，產品包含Power Whips、Rack Busbar、Inner Busbar、Inner Cable，GB200 NVL72採用8/1/18/18條，整櫃價格為10,000至15,000美元，而電源線束進入門檻較高速傳輸線束高，目前供應商僅3間，另外，Power Whips目前僅貿聯-KY通過Nvidia認證，初期為獨家供應商。我們持續看好貿聯-KY與美系CSP長期合作，美系四大CSP皆為客戶，更為兩間CSP主要供應商，推測在NVL72/NVL36供貨比重分別為50%/30%，GB200電源線束將貢獻公司2025年營收60億元。

高速傳輸線束與半導體設備為營收增添動能。貿聯-KY AEC高速傳輸銅纜於24Q3開始導入第二間美系CSP，預估2025年相關營收將成長超過5成。在工業部分，公司主要半導體客戶為全球前9大半導體設備公司，用於一般半導體設備以及客製化半導體設備(先進製程)，有鑒於目前客製化半導體設備需求強勁，且一般半導體設備緩步復甦，故我們預估2025年工業營收將成長10%以上。綜合以上，上修貿聯-KY 2024/2025年營收至540/641億元，毛利率則受惠於HPC佔比迅速提升帶動產品組合轉佳以及營收規模擴增而增加，預估稅後EPS為22.69/34.35元。

投資建議

貿聯-KY於GB200電源線供貨比重逾4成，AEC開始導入第二間美系CSP，看好HPC為未來主要成長動能，並帶動毛利率持續成長，上修2024/2025稅後EPS為22.69/34.35元，若考量股本稀釋，2025年稀釋後EPS為33.16元，維持「買進」，同步上修目標價至660元(20倍PER*2025完全稀釋EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	12,426	12,984	14,259	14,324	53,993	64,174
YoY	-2.17%	-0.16%	8.43%	17.46%	5.76%	18.86%
毛利率	26.34%	28.11%	29.33%	29.45%	28.38%	29.86%
營益率	8.86%	11.42%	13.97%	14.01%	12.19%	14.83%
稅後淨利	581	1,002	1,257	1,321	4,161	6,299
EPS(元)	3.56	6.13	7.07	7.20	22.69	34.35

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	14,259	14,324	13,691	14,242	4.15	0.58
毛利	4,182	4,218	3,850	4,040	8.63	4.40
營業利益	1,992	2,007	1,805	1,842	10.41	8.95
稅前淨利	1,813	1,882	1,680	1,717	7.95	9.60
稅後淨利	1,257	1,321	1,133	1,158	10.98	14.05
每股盈餘(元)	7.07	7.20	6.93	7.09	2.00	1.57
財務比率(%)						
毛利率	29.33	29.45	28.12	28.36	4.30	3.83
營益率	13.97	14.01	13.18	12.93	6.01	8.36
淨利率	12.71	13.14	12.27	12.05	3.65	9.03

資料來源：玉山投顧(2024/11)

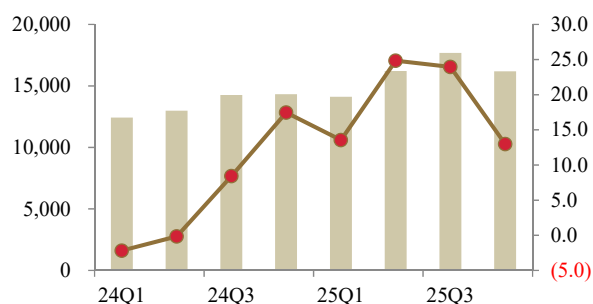
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	12,426	12,984	14,259	14,324	53,993	14,109	16,208	17,674	16,184	64,174
營業毛利	3,273	3,650	4,182	4,218	15,323	3,997	4,742	5,408	5,017	19,164
營業費用	2,172	2,167	2,189	2,211	8,739	2,395	2,624	2,537	2,093	9,649
營業利益	1,101	1,483	1,992	2,007	6,584	1,602	2,118	2,871	2,924	9,515
淨業外收支	(173)	1	(179)	(125)	(477)	(203)	(187)	(157)	(182)	(730)
稅前淨利	928	1,484	1,813	1,882	6,108	1,399	1,931	2,713	2,742	8,785
稅後淨利	581	1,002	1,257	1,321	4,161	991	1,375	1,954	1,979	6,299
EPS(元)	3.56	6.13	7.07	7.20	22.69	5.40	7.50	10.65	10.79	34.35
財務比率										
毛利率	26.34	28.11	29.33	29.45	28.38	28.33	29.25	30.60	31.00	29.86
營業利益率	8.86	11.42	13.97	14.01	12.19	11.36	13.07	16.24	18.07	14.83
稅前淨利率	7.47	11.43	12.71	13.14	11.31	9.91	11.91	15.35	16.94	13.69
YoY(%)										
營業收入	(2.17)	(0.16)	8.43	17.46	5.76	13.55	24.83	23.95	12.98	18.86
營業毛利	1.13	28.06	19.16	41.03	21.74	22.13	29.91	29.31	18.95	25.07
營業利益	(3.17)	80.58	40.93	132.15	55.39	45.47	42.78	44.07	45.69	44.51
稅前淨利	6.63	103.94	65.24	151.97	77.42	50.70	30.08	49.65	45.68	43.83
稅後淨利	(7.5)	127.32	69.77	160.04	79.56	70.61	37.20	55.41	49.85	51.38
QoQ(%)										
營業收入	1.89	4.49	9.82	0.46		(1.51)	14.88	9.04	(8.43)	
營業毛利	9.43	11.52	14.57	0.86		(5.23)	18.62	14.05	(7.22)	
營業利益	27.41	34.67	34.33	0.73		(20.16)	32.18	35.54	1.86	
稅前淨利	24.27	59.93	22.14	3.80		(25.67)	38.04	40.52	1.05	
稅後淨利	14.33	72.64	25.41	5.05		(24.99)	38.83	42.06	1.29	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

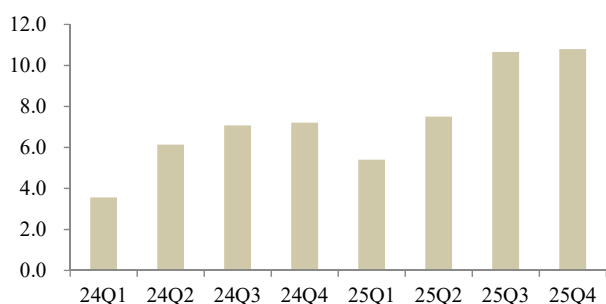
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



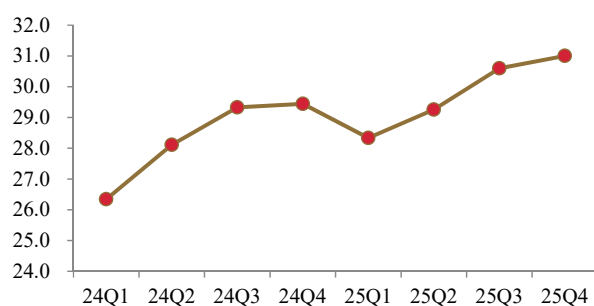
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



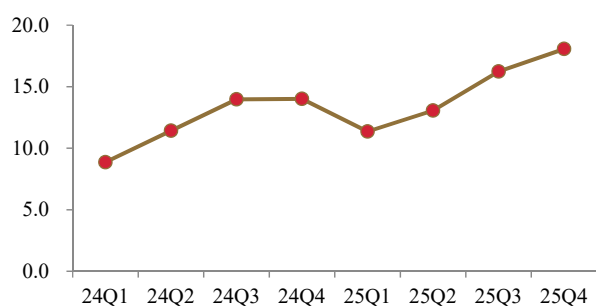
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



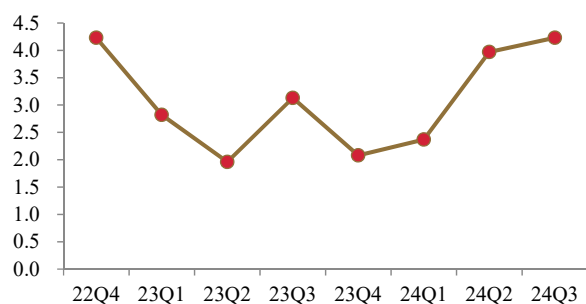
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



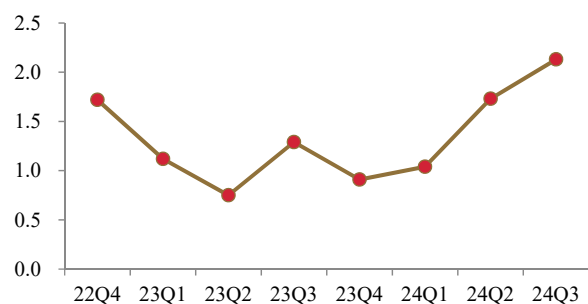
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季末年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季末年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

年損益表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
營業收入	53,757	51,052	53,993	64,174
營業成本	39,970	38,465	38,671	45,011
營業毛利	13,787	12,587	15,323	19,164
營業費用	8,241	8,350	8,739	9,649
營業利益	5,546	4,237	6,584	9,515
營業外收支淨額	-254	-795	-477	-730
稅前淨利	5,293	3,442	6,108	8,785
稅後淨利	3,838	2,317	4,161	6,299
普通股股本	1,564	1,633	1,834	1,834
EPS(元)	24.74	14.37	22.69	34.35
年成長率				
營收	88.2%	-5.0%	5.8%	18.9%
營業利益	108.6%	-23.6%	55.4%	44.5%
稅前淨利	100.4%	-35.0%	77.4%	43.8%
母公司稅後淨利	88.5%	-39.6%	79.6%	51.4%
獲利能力比率				
毛利率	25.6%	24.7%	28.4%	29.9%
營業利益率	10.3%	8.3%	12.2%	14.8%
稅前淨利率	9.8%	6.7%	11.3%	13.7%
稅後淨利率	7.1%	4.5%	7.7%	9.8%

資產負債表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
流動資產	32,594	31,891	33,568	39,374
現金及約當現金	8,498	10,627	11,240	13,359
存貨	12,323	10,103	10,685	12,700
應收帳款及票據	10,071	8,383	8,867	10,538
其他流動資產	1,703	2,777	2,777	2,777
長期投資	29	26	26	26
固定資產	10,301	12,143	12,557	12,954
其他長期資產	10,790	10,632	10,632	10,632
資產總額	53,706	54,683	56,775	62,978
流動負債	13,772	13,717	15,959	18,968
應付帳款及票據	5,876	4,744	5,017	5,963
短期借款	749	2,659	2,812	3,342
什項負債	7,148	6,315	7,346	8,732
非流動負債	17,429	16,368	19,466	20,306
負債總額	31,202	30,086	35,424	39,274
普通股股本	1,564	1,633	1,834	1,834
資本公積	13,111	14,309	14,309	14,309
保留盈餘	9,098	9,764	11,319	13,673
股東權益總額	22,485	24,585	21,350	23,704

現金流量表	單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)
稅前淨利	5,293	3,442	6,108	8,785
折舊及攤提費用	1,888	2,054	1,359	1,289
本期營運資金變動	-3,602	3,001	-792	-2,741
其他項目	-799	-1,051	-1,112	-1,321
營運活動之現金流量	2,779	7,446	5,563	6,011
資本支出	-1,877	-2,559	-1,774	-1,685
本期長期投資變動	0	0	0	0
其他項目	-9,738	-2,016	-4,958	-970
投資活動之現金流量	-11,615	-4,575	-6,732	-2,656
短期借款及票券變動	-98	1,893	153	530
舉措/償還長期借款	12,019	-6,416	3,098	840
發行/償還公司債	3,407	4,481	0	0
現金增資	2,880	1,150	0	0
發行現金股利	-1,386	-1,564	-1,470	-2,606
其他項目	0	0	0	0
融資活動之現金流量	13,861	-942	1,781	-1,236
匯率影響數	263	201	0	0
本期現金流量	5,288	2,130	612	2,119
期末現金及約當現金	8,498	10,627	11,240	13,359

重要財務比率	2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率				
負債比率	58.1%	55.0%	62.4%	62.4%
槓桿比率	138.8%	122.4%	165.9%	165.7%
流動比率	236.7%	232.5%	210.3%	207.6%
速動比率	147.2%	158.8%	143.4%	140.6%
存貨週轉率(次)	4.27	3.43	3.72	3.85
存貨週轉天數	84.22	104.94	96.76	93.52
應收帳款週轉率(次)	5.22	4.64	6.26	6.61
應收帳款週轉天數	81.35	61.01	57.51	54.43
總資產週轉率(次)	1.00	0.93	0.95	1.02
淨值週轉率(次)	2.39	2.08	2.53	2.71
股東權益報酬率	20.4%	9.9%	18.1%	28.0%
總資產報酬率	9.7%	4.3%	7.5%	10.5%
OCF/流動負債	24.2%	54.2%	37.5%	34.4%
每股比率				
每股淨值(元)	143.77	150.55	116.42	129.26
每股營收(元)	343.61	312.61	294.42	349.93
每股盈餘(元)	24.74	14.37	22.69	34.35
每股現金股利(元)	10.10	9.00	14.21	21.51
現金股利配發率	40.8%	62.6%	62.6%	62.6%

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法