

3665.TT 貿聯-KY

AEC 新產能量產 2025 營運可期

[座談會更新]

公司簡介

貿聯-KY 2000 年成立於開曼群島，為全球連接線束解決方案的領導廠商，產品應用包含工業、車用、資料中心、光通訊等領域，生產據點橫跨歐亞美三大洲，全球共 34 個生產據點。

投資評等/目標價

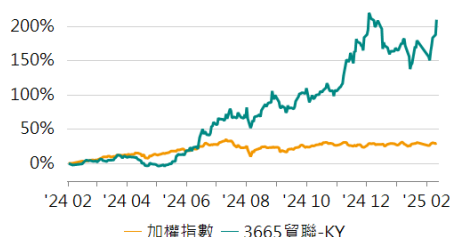
買進

800

【前次投資建議】區間操作，750

【大盤指數/股價】23384 / 706

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	190
市值(百萬元)	134,003
3M 平均日成交值(百萬元)	2,592
外資持股率(%)	40.33
投信持股率(%)	18.58
董監持股率(%)	2.69

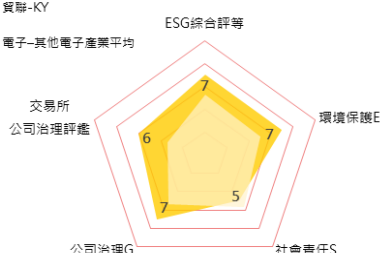
重點財報解析

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	51,052	54,079	69,374
營業利益	4,237	6,487	10,744
母公司本期淨利	2,317	4,093	7,328
EPS(元)	14.37	23.58	39.92
YoY%	-41.99	64.09	69.30
每股現金股利(元)	8.83	13.46	23.55
每股淨值(元)	150.55	210.34	203.61
本益比(x)	16.0	29.9	17.7
本淨比(x)	1.8	3.4	3.5
殖利率(%)	2.3	1.9	3.3

環境、社會與治理(ESG)

貿聯-KY

電子-其他電子產業平均



重點摘要

➤ 產品組合優化，上修 4Q24 獲利

4Q24 營收 144.1 億元，QoQ+1.1%，YoY+18.2%，受惠 HPC 和半導體設備兩大業務需求強勁帶動，且高毛利率的產品比重提升，小幅上修 4Q24 毛利率至 30.0%，YoY+5.5ppts，預估稅後淨利 12.9 億元，QoQ+2.9%，YoY+154.7%，稀釋後 EPS 為 6.93 元。整年度而言，2024 年營收 540.8 億元，YoY+5.9%，預估毛利率 28.5%，YoY+3.8ppts，稅後淨利 41.3 億元，YoY+78.4%，稀釋後 EPS 為 22.43 元。

➤ AEC 新產能貢獻，推升 1Q25 營運

1M25 營收 55.6 億元，MoM+19.7%，YoY+30.5%，受惠各產品線出貨量多明顯提升，其中 HPC 客戶出貨持續強勁，Q1 營收達成率 35.2%，略優於國票預期。雖 GB 產品量產時程不如預期，但在 AEC 新產能貢獻下，有望持續推升 HPC 業務，故上修 1Q25 營收至 157.8 億元，QoQ+9.5%，YoY+27.0%，預估毛利率 30.1%，YoY+3.8ppts，稅後淨利 14.3 億元，QoQ+10.8%，YoY+146.7%，稀釋後 EPS 為 7.68 元。

➤ 平息 AEC 二供傳言，HPC 為 2025 主要成長動能

展望 2025 年，因傳輸速度需求不斷提高，主動式電纜 AEC 擁有更高的性價比，使 AEC 滲透率持續提升，而先前傳言 Credo 另尋二供，但投顧部認為雙方已簽訂契約，短期較難有第二供應商切入，且貿聯-KY 確保能完全供給 Credo AEC 的需求，陸續新增產線因應，儘管短期受到 GB 產品遞延量產，但在 AEC 快速成長下，預期 HPC 業務將大幅跳升，加上 Easys 和 Cable Connect 併表效益，國票預估 2025 年營收 693.7 億元，YoY+28.3%，毛利率年增 2.5ppts 至 31.0%，稅後淨利 73.7 億元，YoY+78.3%，稀釋後 EPS 為 39.52 元。

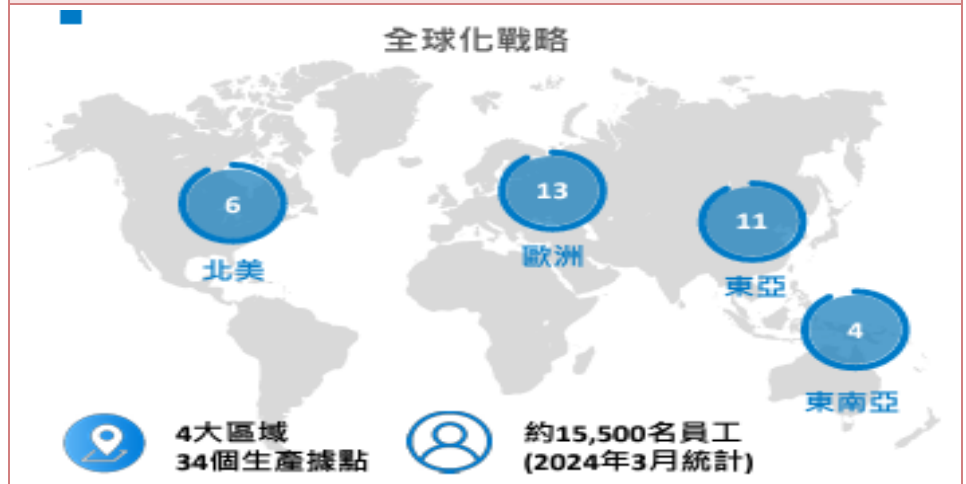
➤ 給予買進評等，目標價 800 元

評價方面，貿聯-KY 過往 5 年本益比區間 10X~20X，目前 PE 約 17.9X，考量貿聯-KY 仍為 Credo 在 AEC 獨供的地位，在 AEC 需求持續強勁下，有望彌補 GB200 遞延，且併購效益將逐步顯現，給予買進評等，目標價 800 元(稀釋後 2025F PE 20X)。

貿聯-KY 透過併購躍升為全球连接器大廠

貿聯控股公司 2000 年成立於開曼群島，總部位於加州矽谷，為全球連接線束解決方案的領導廠商。終端產品應用涵蓋範圍廣，包括數據中心、電腦周邊設備、消費電子、醫療設備、車用、光通訊設備等領域。生產據點橫跨歐、亞、美三大洲，共 34 個生產基地，分布在全球 14 個國家。公司透過不斷地併購擴大業務版圖，分別於 2020 年收購新加坡商 Speedy、2022 年收購德商 LEONI 旗下工業應用事業群、2024 年收購歐商 Easys。

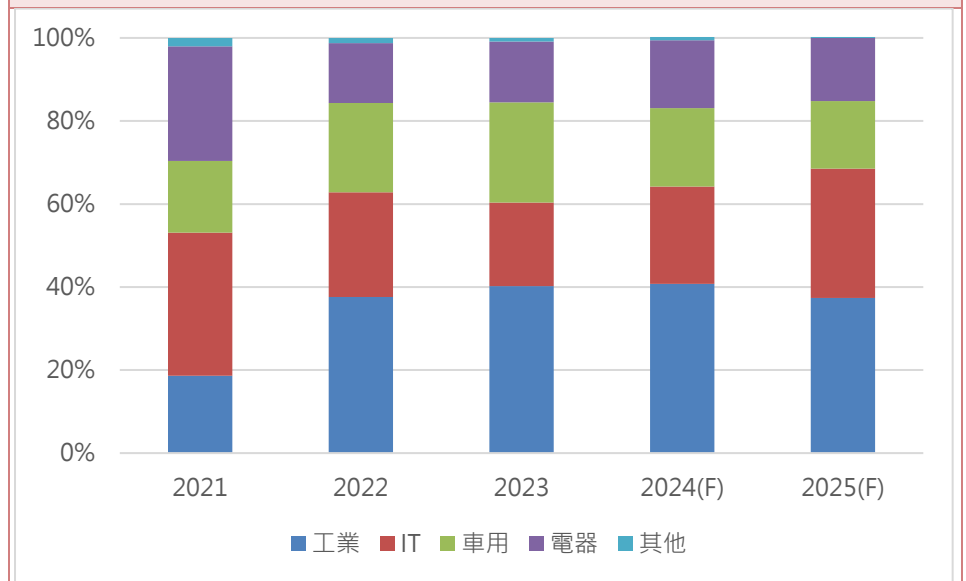
圖 1：貿聯-KY 在全球化佈局



資料來源：公司、國票投顧整理

2023 年產品組合：工業 40%、資訊科技&數據運輸 20%、車用 24%、電器 15% 和其他 1%。自收購 LEONI 工業事業群(稱 INBG)後，工業比重大幅上升，從 2021 年的 19%成長至 2023 年的 40%，INBG 主要產品為矽膠應用線材(SIL)、工業自動化驅動裝置、醫療保健、客製化線束以及能源解決方案等，提升貿聯-KY 在工業領域之技術，且強化自身產品組合，並拓展歐美據點提升市占，達到互補效益。

圖 2：貿聯-KY 產品組合



資料來源：公司、國票投顧整理

產品組合優化，上修 4Q24 獲利

4Q24 營收 144.1 億元，QoQ+1.1%，YoY+18.2%，受惠 HPC 和半導體設備兩大業務需求強勁帶動，且高毛利率的產品比重提升，小幅上修 4Q24 毛利率至 30.0%，YoY+5.5ppts，預估稅後淨利 12.9 億元，QoQ+2.9%，YoY+154.7%，稀釋後 EPS 為 6.93 元。整年度而言，2024 年營收 540.8 億元，YoY+5.9%，預估毛利率 28.5%，YoY+3.8ppts，稅後淨利 41.3 億元，YoY+78.4%，稀釋後 EPS 為 22.43 元。

表 1：貿聯-KY 獲利預估比較 4Q24F、1Q25F

	調整後		調整前		差異	
	4Q24F (百萬元)	1Q25F (百萬元)	4Q24F (百萬元)	1Q25F (百萬元)	4Q24F (%)	1Q25F (%)
營業收入	14,410	15,779	14,823	15,234	(2.8)	3.6
營業毛利	4,329	4,749	4,426	4,775	(2.2)	(0.5)
營業利益	1,971	2,133	2,007	2,158	(1.8)	(1.2)
稅後淨利	1,293	1,433	1,319	1,388	(1.9)	3.2
稀釋後 EPS(元)	6.93	7.68	6.84	7.20	1.3	6.6
重要比率(%)						
毛利率	30.04	30.10	29.86	32.21	0.2	(2.1)
營業利益率	13.67	13.52	13.54	14.56	0.1	(1.0)
稅後淨利率	8.98	9.08	8.90	9.37	0.1	(0.3)

資料來源：國票投顧

AEC 新產能貢獻，推升 1Q25 營運

1M25 營收 55.6 億元，MoM+19.7%，YoY+30.5%，受惠各產品線出貨量多明顯提升，其中 HPC 客戶出貨持續強勁，Q1 營收達成率 35.2%，略優於國票預期。雖 GB 產品量產時程不如預期，但在 AEC 新產能貢獻下，有望持續推升 HPC 業務，故上修 1Q25 營收至 157.8 億元，QoQ+9.5%，YoY+27.0%，預估毛利率 30.1%，YoY+3.8ppts，稅後淨利 14.3 億元，QoQ+10.8%，YoY+146.7%，稀釋後 EPS 為 7.68 元。

平息 AEC 二供傳言，HPC 為 2025 主要成長動能

展望 2025 年，因傳輸速度需求不斷提高，主動式電纜 AEC 擁有更高的性價比，使 AEC 滲透率持續提升，而先前傳言 Credo (CRDO US)另尋二供，但投顧部認為雙方已簽訂契約，短期較難有第二供應商切入，且貿聯-KY 確保能完全供給 Credo AEC 的需求，陸續新增產線因應，儘管短期受到 GB 產品遞延量產，但在 AEC 快速成長下，預期 HPC 業務將大幅跳升，加上 Easys 和 Cable Connect 併表效益，國票預估 2025 年營收 693.7 億元，YoY+28.3%，毛利率年增 2.5ppts 至 31.0%，稅後淨利 73.7 億元，YoY+78.3%，稀釋後 EPS 為 39.52 元。

表 2：貿聯-KY 獲利預估比較 2024F、2025F

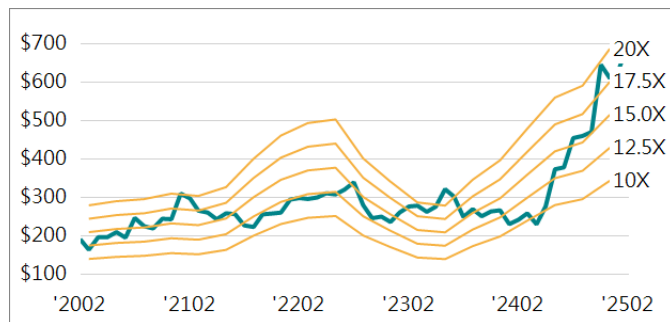
	調整後		調整前		差異	
	FY24F (百萬元)	FY25F (百萬元)	FY24F (百萬元)	FY25F (百萬元)	FY24F (%)	FY25F (%)
營業收入	54,079	69,374	54,492	69,088	(0.8)	0.4
營業毛利	15,434	21,514	15,545	21,619	(0.7)	(0.5)
營業利益	6,548	10,816	6,570	10,849	(0.3)	(0.3)
稅後淨利	4,128	7,371	4,169	7,226	(1.0)	2.0
稀釋後 EPS(元)	22.43	39.52	21.63	37.50	3.7	5.4
重要比率(%)						
毛利率	28.54	31.01	28.53	31.29	0.0	(0.3)
營業利益率	12.11	15.59	12.06	15.70	0.0	(0.1)
稅後淨利率	7.63	10.63	7.65	10.46	(0.0)	0.2

資料來源：國票投顧

給予買進評等，目標價 800 元

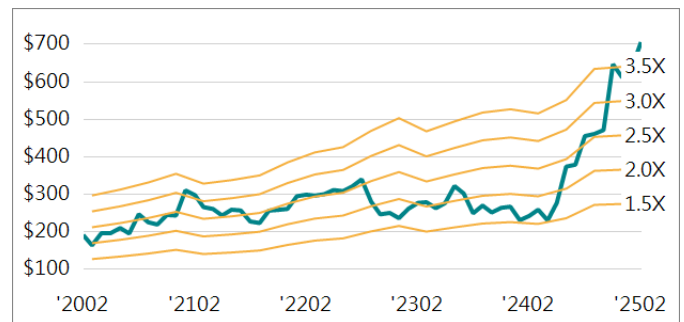
評價方面，貿聯-KY 過往 5 年本益比區間 10X~20X，目前 PE 約 17.9X，考量貿聯-KY 仍為 Credo 在 AEC 獨供的地位，在 AEC 需求持續強勁下，有望彌補 GB200 遞延，且併購效益將逐步顯現，給予買進評等，目標價 800 元(稀釋後 2025F PE 20X)。

未來 12 個月 P/E 區間



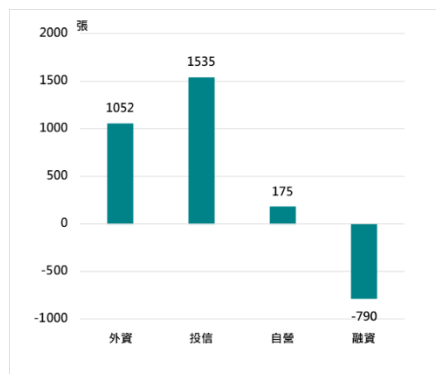
資料來源：國票投顧

未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：CMoney

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
Hwa Tse Liang and In	5.46
國泰人壽保險股份有限公司	5.27
元大台灣高股息基金專戶	4.67
大通託管 T 羅派斯新興市場探索信投資專戶	4.08
Liang Family Irrevoc	3.25
大通託管 T 羅派斯新興市場探索股投資專戶	3.25
匯豐託管富達投資信託新興市場機會基金投資專戶	3.06
富邦人壽保險股份有限公司	2.81
中國人壽保險股份有限公司	1.95
郭殷如	1.53

資料來源：CMoney

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
郭殷如	董事本人	1.33
鄧劍華	董事本人	0.78
梁華哲	董事長本人	0.49
禔芬投資股份有限公司	董事本人	0.09
李聖(王民)	獨立董事本人	0.00
林嘉勳	獨立董事本人	0.00
林健正	獨立董事本人	0.00
程嘉君	獨立董事本人	0.00
李聖(王民)	董事之法人代表人	0.00
陳淑敏	法人代表(董事長)	0.32

資料來源：CMoney

3665 貿聯-KY 永續發展概況

CMoney ESG Rating

更新評鑑年季：2025Q1

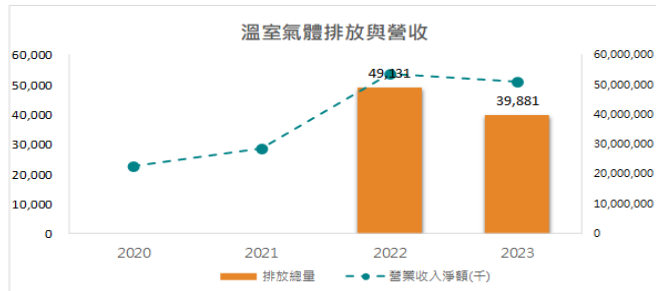
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
E(環境保護)			S(社會責任)				G(公司治理)		
7			5				7		
E(環境保護)			S(社會責任)				G(公司治理)		
7			5				7		
E(環境保護)			S(社會責任)				G(公司治理)		
7			5				7		
E(環境保護)			S(社會責任)				G(公司治理)		
7			5				7		

資料來源：CMoney
說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



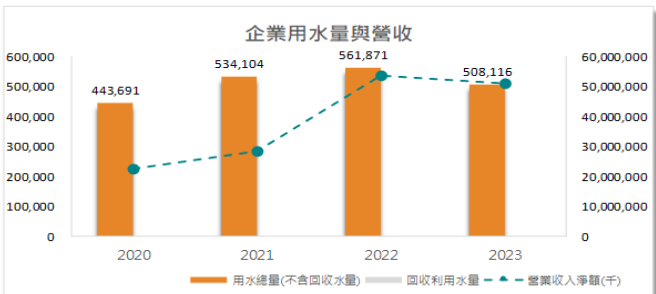
摘要 2023年溫室氣體排放量減少18.83%，營收減少5.03%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2023	39,881	6,106	33,775
2022	49,131	-	-
2021	未揭露	-	-
2020	未揭露	-	-

*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據
*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放
*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2023年企業用水量減少9.57%，營收減少5.03%

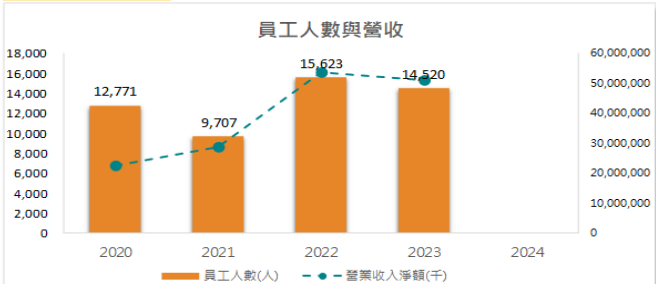
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2023	508,116	-	-
2022	561,871	-	-
2021	534,104	-	-
2020	443,691	-	-

*用水量：依取水來源統計之總使用水量
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)
*排水量：排放的污水總量

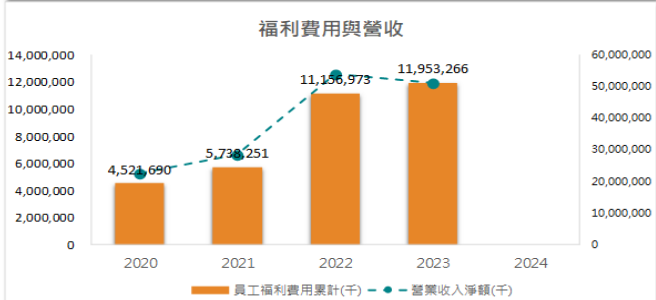
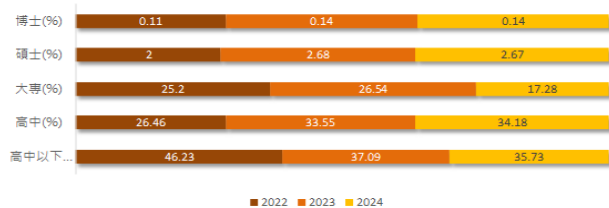
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

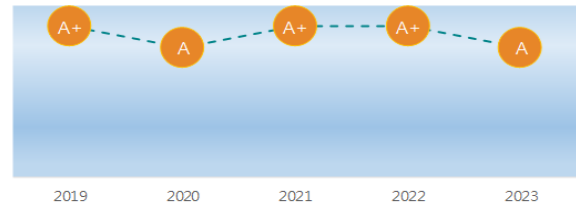
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2023	6%至20%	A	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	前5%	A+	0.2	0.33	0.23	0.24
2021	前5%	A+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	6%至20%	A	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	前5%	A+	0.2	0.35	0.24	0.21

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



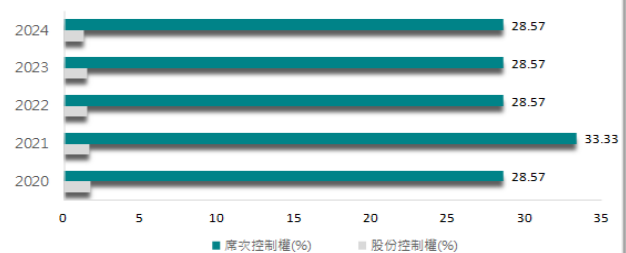
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)	★	審計委員會(強制設置)	
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會	★	永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會		策略委員會	★

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

今年以來沒有裁罰資訊

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY23	FY24F	FY25F
營業收入	12,426	12,984	14,259	14,410	15,779	16,735	18,076	18,784	51,052	54,079	69,374
營業毛利	3,273	3,650	4,182	4,329	4,749	5,122	5,665	5,977	12,587	15,434	21,514
營業費用	2,172	2,167	2,189	2,419	2,616	2,616	2,635	2,903	8,350	8,947	10,697
營業利益	1,101	1,483	1,992	1,910	2,133	2,506	3,031	3,074	4,237	6,487	10,816
稅前淨利	928	1,484	1,813	1,803	2,043	2,422	2,967	3,016	3,442	6,029	10,520
本期淨利(NI)	578	999	1,257	1,251	1,433	1,698	2,077	2,113	2,311	4,086	7,371
淨利歸屬於_母公司業主	581	1,002	1,257	1,253	1,435	1,702	2,077	2,114	2,317	4,093	7,379
淨利歸屬於_非控制利益	-3	-3	0	-1	-3	-3	0	-1	-7	-7	-7
每股盈餘_本期淨利	3.56	6.13	7.07	6.82	7.81	9.26	11.33	11.52	14.37	23.58	40.20
稀釋每股盈餘_本期淨利	3.44	5.63	6.65	6.71	7.68	9.10	11.14	11.33	13.78	22.43	39.52
QoQ(%)											
營收淨額	1.89	4.49	9.82	1.06	9.50	6.06	8.01	3.92			
銷貨毛利	9.43	11.52	14.57	3.53	9.69	7.86	10.60	5.51			
營業利益	27.41	34.67	34.33	-4.13	11.67	17.50	20.93	1.43			
稅後純益_母公司淨利	14.33	72.64	25.41	-0.36	14.57	18.56	22.09	1.76			
YoY(%)											
營收淨額	-2.17	-0.16	8.43	18.16	26.99	28.89	26.76	30.35	-5.03	5.93	28.28
銷貨毛利	1.13	28.06	19.16	44.76	45.10	40.34	35.47	38.06	-8.71	22.62	39.39
營業利益	-3.17	80.58	40.93	120.95	93.66	68.97	52.11	60.93	-23.61	53.10	65.62
稅後純益_母公司淨利	-7.53	127.32	69.77	146.66	147.16	69.74	65.24	68.75	-39.63	76.63	79.04
各項比率											
營業毛利率	26.34	28.11	29.33	30.04	30.10	30.61	31.34	31.82	24.65	28.54	31.01
營業利益率	8.86	11.42	13.97	13.26	13.52	14.98	16.77	16.37	8.30	12.00	15.59
稅前淨利率	7.47	11.43	12.71	12.51	12.95	14.47	16.41	16.06	6.74	11.15	15.16
稅後淨利率	4.67	7.72	8.82	8.69	9.10	10.17	11.49	11.25	4.54	7.57	10.63

財務狀況表

百萬元	FY23	FY24F	FY25F
現金及約當現金	10,627	10,815	15,208
應收款項	8,823	15,145	15,601
存貨	10,103	9,637	10,103
其他流動資產	7	821	10,298
流動資產	31,891	36,418	51,210
採用權益法之投資	613	0	0
不動產、廠房與設備	12,143	12,161	12,179
其他非流動資產	10,037	23,529	10,972
非流動資產	22,792	35,690	23,151
資產總計	54,683	72,108	74,361
短期借款	2,659	3,932	4,325
應付款項	7,434	9,619	7,434
其他流動負債	3,624	2,906	11,381
流動負債	13,717	16,456	23,140
長期借款	4,784	3,718	4,090
其他非流動負債	11,584	17,584	13,879
非流動負債	16,368	21,301	17,968
負債總計	30,086	37,758	41,108
股本	1,633	1,633	1,633
資本公積	14,309	19,521	19,521
保留盈餘	9,764	12,434	18,338
其他權益	-1,122	763	-6,240
股東權益	24,597	34,351	33,252

資料來源：CMoney、國票投顧

現金流量表

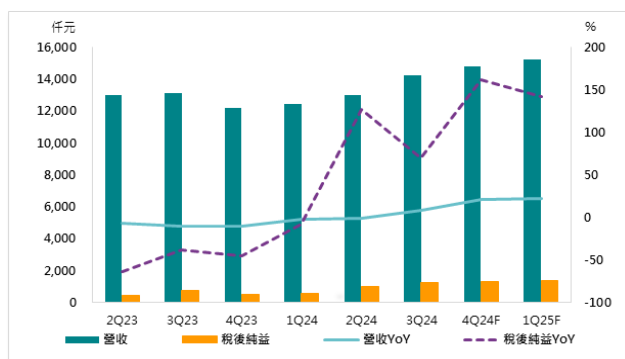
百萬元	FY23	FY24F	FY25F
本期稅前淨利(淨損)	3,442	4,093	7,328
折舊攤提	2,054	1,877	1,879
營運資金增減	-2,923	-8,040	1,262
其他	4,873	-13,683	-11,319
來自營運之現金流量	7,446	-15,753	-850
資本支出	-2,559	-100	-100
長投增減	0	0	0
其他	-2,016	-7,867	-5,427
來自投資之現金流量	-4,575	-7,967	-5,527
自由現金流量	2,871	-23,720	-6,377
借款(增)減	-4,523	4,933	-3,333
其他	3,581	18,675	300
來自融資之現金流量	-942	23,908	10,770
本期產生之現金流量	2,130	188	4,393
期末現金及約當現金	10,627	10,815	15,208

財務比率表

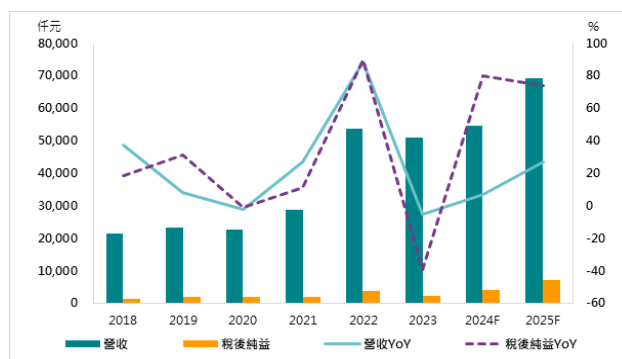
(%)	FY23	FY24F	FY25F
負債比率	55.02	52.36	55.28
槓桿比率	122.31	109.92	123.63
流動比率	232.48	221.30	221.30
存貨周轉率(次)	3.43	3.92	4.85
存貨週轉天數	104.94	93.22	75.27
應收帳款週轉天數	68.64	80.88	80.88
股東權益報酬率	9.85	11.92	22.04
總資產報酬率	4.28	6.46	10.01

資料來源：CMoney、國票投顧

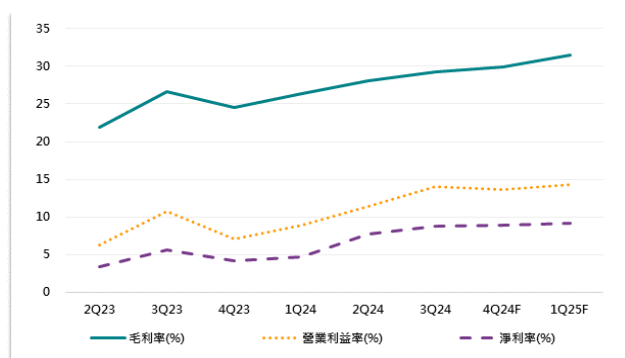
近八季營收及稅後淨利



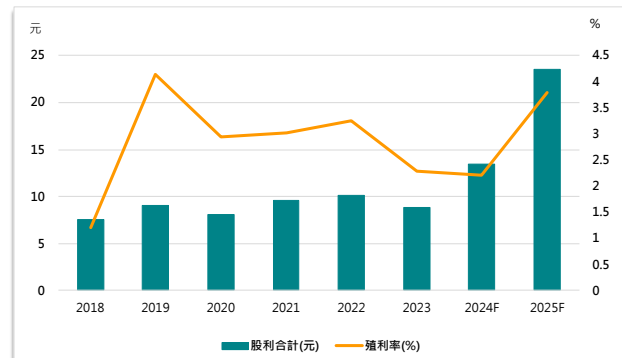
近八年營收及稅後淨利



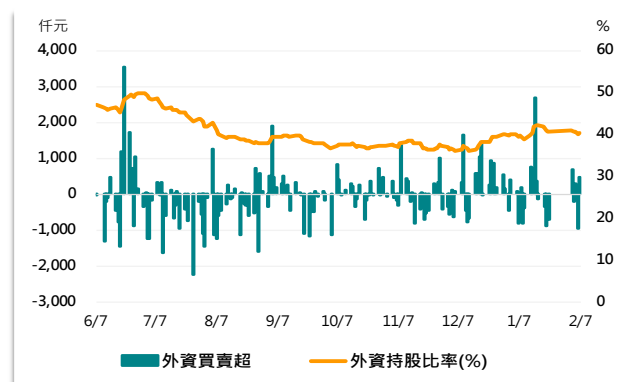
近八季三率走勢圖



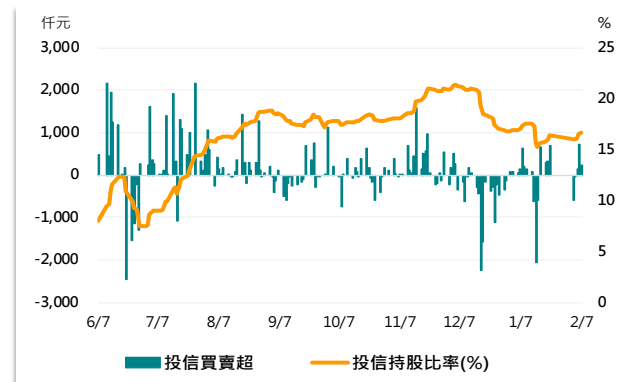
近八年股利及殖利率



近八月外資買賣超



近八月投信買賣超



歷史投資建議走勢



國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	55

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 40%，且短期股價動能強勁
買進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12%以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣，可偏多操作；股價若偏區間價位上緣，宜保守操作
觀望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未評等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於緘默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股：預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金控控股公司之集團成員，國票金控控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。