



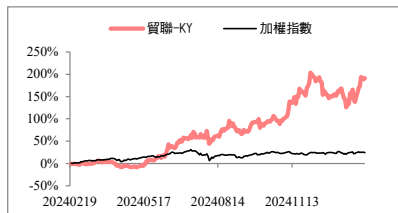
## 核心觀點

看好貿聯-KY 受惠 HPC 和半導體設備需求強勁，AEC 產能擴充及稼動率提升，惟評價位於過往歷史區間上緣，維持「逢低買進」投資評等。

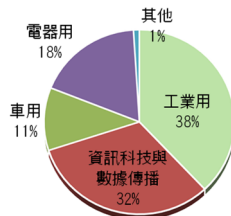
## 交易資料

收盤價	698.00
市值(億元)	1,323.40
流通在外股數(百萬股)	183.39
本益比	19.19
股價淨值比	3.76
240 日股價(低/均/高)	223/416.23/738
60 日均成交額(百萬元)	2,623.15

## 相對報酬率



## 2025年產品應用比重預估



## CSR 天下永續公民獎

企業類別	2024 排名	2023 排名	平均總分	公司治理	企業社會責任	環境永續
------	---------	---------	------	------	--------	------

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：黃信智  
simonxzhuang-71976@esunsec.com.tw

## 研究報告

## 貿聯-KY(3665.TT)

逢低買進(維持)

TP：765

HPC 和半導體設備產品為主要獲利引擎

## 重要訊息

更新營運近況。

## 玉山觀點

**HPC和半導體設備業務成長，24Q4獲利亮眼。**24Q4營收144.6億元，QoQ+1.4%，YoY+18.6%，主要因為HPC和半導體設備業務成長以及併購Easys和Cable Connection兩公司，認列新台幣22億元營收，毛利率則受惠產品組合轉佳提升至29.5%，預估稅後EPS為7.68元。

**美系CSP AEC需求強勁以及AEC產能擴充，25Q1營收大幅成長。**1月營收55.5億元，MoM+19.6%，YoY+30.5%，主要因為受惠美系CSP AI算力需求強勁，帶動AEC主動式電纜和GB200電源線束產品需求成長，加上貿聯-KY擴充AEC產能，帶動HPC營收占比達25%，預估25Q1營收季增7.9%至156億元，毛利率29.75%，稅後EPS為7.59元。

**HPC和半導體設備產品為主要獲利引擎。**貿聯-KY為GB200電源線束供應商，主要產品為Power Whip、Inner Busbar、Inner Cable以及Rack Busbar。近期GB200因設計架構問題導致出貨遞延，部分CSP轉往ASIC或是B200訂單，由於B200 HGX架構以及ASIC伺服器皆需採用AEC主動式電纜，因此將帶動AEC出貨量提升，且AEC屬高毛利HPC產品，有利ASP提升，貿聯-KY為Credo的AEC產品獨家供應商，且Credo預計今年將切入新美系CSP客戶，故維持HPC先前營收財測；另外，貿聯-KY於24Q4併購Easys將提升半導體設備產品產能與營收，預計將挹注2025年營收新台幣15億元，半導體設備貢獻整體營收9.7%。綜合以上，預估2025年營收年增27%至686億元，毛利率30.4%，稅後EPS為36.37元。

## 投資建議

看好貿聯-KY受惠HPC和半導體設備需求強勁，AEC產能擴充及稼動率提升，預估2025年稅後EPS為36.37元，目前本益比19倍，評價位於過往歷史區間上緣，維持「逢低買進」投資評等，目標價為765元(21倍PER\*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(F)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	54,132	15,598	16,310	17,769	18,967	68,643
YoY	6.0%	25.5%	25.6%	24.6%	31.1%	26.8%
毛利率	28.4%	29.8%	30.0%	30.8%	31.0%	30.4%
營益率	12.4%	13.5%	14.2%	14.8%	15.4%	14.5%
稅後淨利	4,248	1,392	1,589	1,743	1,946	6,670
EPS(元)	23.16	7.59	8.67	9.50	10.61	36.37

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
營收	15,598	16,310	14,109	16,208	10.55	0.63
毛利	4,640	4,893	3,997	4,742	16.10	3.18
營業利益	2,109	2,318	1,602	2,118	31.62	9.43
稅前淨利	2,008	2,292	1,399	1,931	43.50	18.71
稅後淨利	1,392	1,589	991	1,375	40.47	15.60
每股盈餘(元)	7.59	8.67	5.40	7.50	40.57	15.56
財務比率(%)						
毛利率	29.75	30.00	28.33	29.26	5.01	2.54
營益率	13.52	14.21	11.35	13.07	19.06	8.75
淨利率	12.87	14.05	9.92	11.91	29.80	17.97

資料來源：玉山投顧(2025/02)

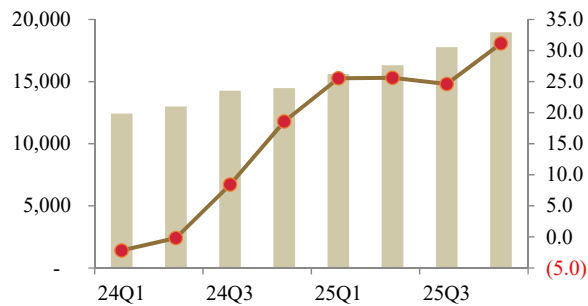
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	12,426	12,984	14,259	14,463	54,132	15,598	16,310	17,769	18,967	68,643
營業毛利	3,273	3,650	4,182	4,267	15,371	4,640	4,893	5,464	5,880	20,877
營業費用	2,172	2,167	2,189	2,118	8,645	2,532	2,575	2,842	2,964	10,913
營業利益	1,101	1,483	1,992	2,149	6,726	2,109	2,318	2,622	2,915	9,964
淨業外收支	(173)	1	(179)	(119)	(470)	(101)	(26)	(109)	(109)	(345)
稅前淨利	928	1,484	1,813	2,030	6,256	2,008	2,292	2,513	2,806	9,619
稅後淨利	581	1,002	1,257	1,408	4,248	1,392	1,589	1,743	1,946	6,670
EPS(元)	3.56	6.13	7.07	7.68	23.16	7.59	8.67	9.50	10.61	36.37
財務比率										
毛利率	26.34	28.11	29.33	29.50	28.40	29.75	30.00	30.75	31.00	30.41
營業利益率	8.86	11.42	13.97	14.86	12.43	13.52	14.21	14.76	15.37	14.52
稅前淨利率	7.47	11.43	12.71	14.04	11.56	12.87	14.05	14.14	14.80	14.01
YoY(%)										
營業收入	(2.17)	(0.16)	8.43	18.59	6.03	25.53	25.61	24.61	31.14	26.81
營業毛利	1.13	28.06	19.16	42.66	22.12	41.78	34.05	30.65	37.81	35.82
營業利益	(3.17)	80.58	40.93	148.56	58.74	91.44	56.26	31.61	35.68	48.14
稅前淨利	6.63	103.94	65.24	171.84	81.73	116.30	54.42	38.60	38.22	53.76
稅後淨利	(7.2)	128.13	70.12	177.91	83.84	139.74	58.56	38.60	38.22	57.01
QoQ(%)										
營業收入	1.89	4.49	9.82	1.43		7.85	4.56	8.94	6.75	
營業毛利	9.43	11.52	14.57	2.02		8.76	5.44	11.67	7.61	
營業利益	27.41	34.67	34.33	7.85		(1.87)	9.92	13.14	11.18	
稅前淨利	24.27	59.93	22.14	11.98		(1.12)	14.18	9.63	11.68	
稅後淨利	14.62	72.64	25.41	11.98		(1.12)	14.18	9.63	11.68	

資料來源：玉山投顧(2025/02)

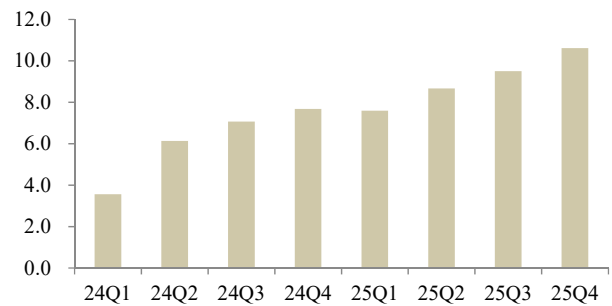
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



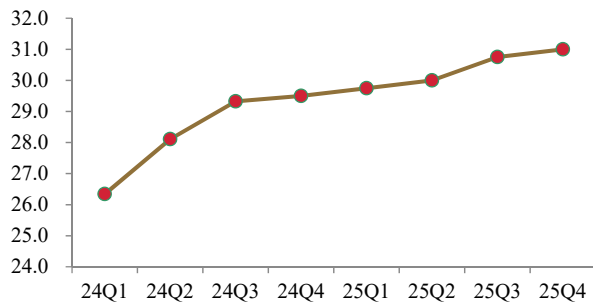
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



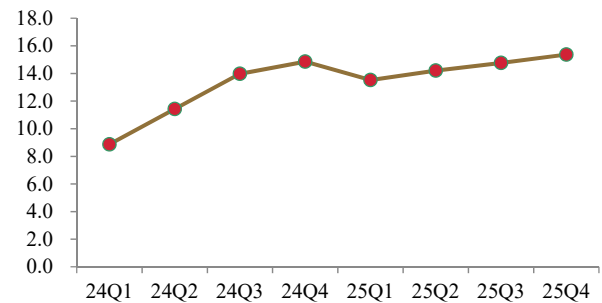
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



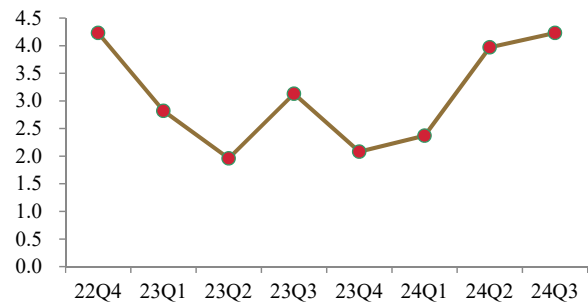
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



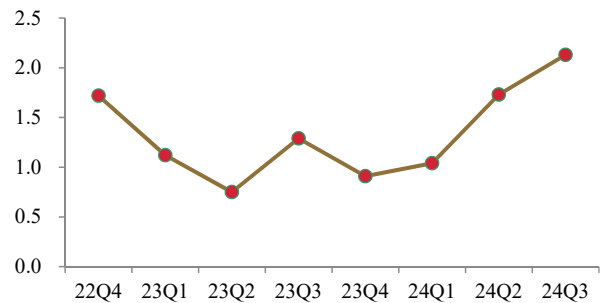
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

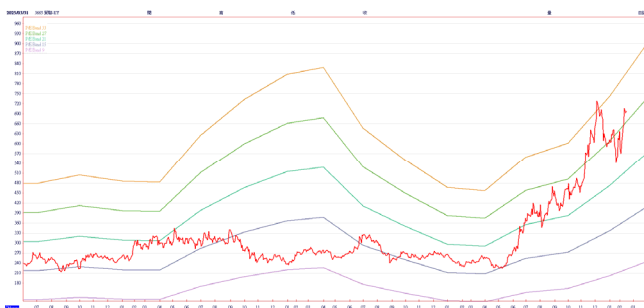


圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



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(2025/02)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
營業收入	53,757	51,052	54,132	68,643	
營業成本	39,970	38,465	38,760	47,766	
營業毛利	13,787	12,587	15,371	20,877	
營業費用	8,241	8,350	8,645	10,913	
營業利益	5,546	4,237	6,726	9,964	
營業外收支淨額	-254	-795	-470	-345	
稅前淨利	5,293	3,442	6,256	9,619	
稅後淨利	3,831	2,311	4,248	6,670	
普通股股本	1,564	1,633	1,834	1,834	
EPS(元)	24.49	14.15	23.16	36.37	
年成長率					
營收	88.2%	-5.0%	6.0%	26.8%	
營業利益	108.6%	-23.6%	58.7%	48.1%	
稅前淨利	100.4%	-35.0%	81.7%	53.8%	
母公司稅後淨利	89.5%	-39.7%	83.8%	57.0%	
獲利能力比率					
毛利率	25.6%	24.7%	28.4%	30.4%	
營業利益率	10.3%	8.3%	12.4%	14.5%	
稅前淨利率	9.8%	6.7%	11.6%	14.0%	
稅後淨利率	7.1%	4.5%	7.8%	9.7%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
流動資產	32,594	31,891	33,760	39,327	
現金及約當現金	8,498	10,627	11,159	11,270	
存貨	12,323	10,103	10,712	13,584	
應收帳款及票據	10,071	8,383	8,889	11,272	
其他流動資產	1,703	2,777	3,000	3,200	
長期投資	29	26	27	28	
固定資產	10,301	12,143	12,673	13,229	
其他長期資產	10,790	10,632	10,709	10,809	
資產總額	53,706	54,683	57,160	63,384	
流動負債	13,772	13,717	14,149	16,304	
應付帳款及票據	5,876	4,744	5,030	6,379	
短期借款	749	2,659	2,819	3,575	
什項負債	7,148	6,315	6,300	6,350	
非流動負債	17,429	16,368	12,871	13,013	
負債總額	31,202	30,086	27,020	29,317	
普通股股本	1,564	1,633	1,834	1,834	
資本公積	13,111	14,309	13,111	13,111	
保留盈餘	9,098	9,764	11,576	15,501	
股東權益總額	22,504	24,597	30,140	34,067	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
稅前淨利	5,293	3,442	6,256	9,619	
折舊及攤提費用	1,888	2,054	2,157	2,265	
本期營運資金變動	-3,602	3,001	829	3,906	
其他項目	-799	-1,051	-1,115	-1,413	
營運活動之現金流量	2,779	7,446	8,127	14,376	
資本支出	-1,877	-2,559	-2,687	-2,821	
本期長期投資變動	0	0	0	0	
其他項目	-9,738	-2,016	1,939	-10,573	
投資活動之現金流量	-11,615	-4,575	-748	-13,394	
短期借款及票券變動	-98	1,893	160	756	
舉措/償還長期借款	12,019	-6,416	-3,497	143	
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	-1,381	-1,770	
其他項目	-2,412	0	0	0	
融資活動之現金流量	13,861	-942	-4,718	-871	
匯率影響數	263	201	0	0	
本期現金流量	5,288	2,130	2,661	112	
期末現金及約當現金	8,498	10,627	11,159	11,270	

重要財務比率		2022	2023	2024	2025(F)
資產品質比率					
負債比率		58.1%	55.0%	47.3%	46.3%
槓桿比率		138.6%	122.3%	89.6%	86.1%
流動比率		236.7%	232.5%	238.6%	241.2%
速動比率		147.2%	158.8%	162.9%	157.9%
存貨週轉率(次)		4.27	3.43	4.54	3.69
存貨週轉天數		84.22	104.94	79.37	97.63
應收帳款週轉率(次)		6.29	5.53	6.81	6.43
應收帳款週轉天數		57.22	65.07	52.89	55.97
總資產週轉率(次)		1.00	0.93	0.95	1.08
淨值週轉率(次)		2.39	2.08	1.80	2.01
股東權益報酬率		20.3%	9.8%	18.8%	23.6%
總資產報酬率		9.7%	4.3%	10.3%	11.4%
OCF/流動負債		20.2%	54.3%	57.4%	88.2%
每股比率					
每股淨值(元)		143.77	150.55	164.35	185.76
每股營收(元)		343.61	312.61	295.17	374.30
每股盈餘(元)		24.49	14.15	23.16	36.37
每股現金股利(元)		9.54	10.10	8.83	9.65
現金股利配發率		39.0%	71.4%	38.1%	26.5%

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](http://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。

邀請過去3年內有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。2024年新設「非營利事業組」，評選將依據各組織提出之特色專案進行評分。

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