



2025/3/12

產業類別	連接元件	
投資建議	買進	
收盤價	NT\$ 541.00	目標價
	NT\$ 765.00	

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	41.40
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	218.90-729.00
市值 (NT\$百萬元)	102570
市值 (US\$百萬元)	3,119
流通在外股數 (百萬股)	190.00
董監持股 (%)	2.69
外資持股 (%)	39.36
投信持股 (%)	14.50
融資使用率 (%)	8.09

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	24,585
ROA (%)	4.28
ROE (%)	9.85
淨負債比率 (%)	55.02

公司簡介

貿聯-KY 是全球領先的連接器公司之一，目前主要產品類別分為：資訊、電器、車用、工業、其它等五大類，貿聯於 2021 年 10 月宣布併購 LEONI 工業事業群，於 2022/1/21 起，正式併入該部門並稱之為 INBG。併入 INBG 部門後大幅提升工業用比重，4Q24 貿聯-KY 產品比重為工業用 41%、資訊 28%、車用 14%、電器 16%。

主要客戶：
主要競爭對手：

張予柔 yurou.chang@sinopac.com

貿聯-KY (3665 TT)

AI 時代的连接者

永豐觀點

HPC 及半導體設備將引領 2025 年強勁增長。

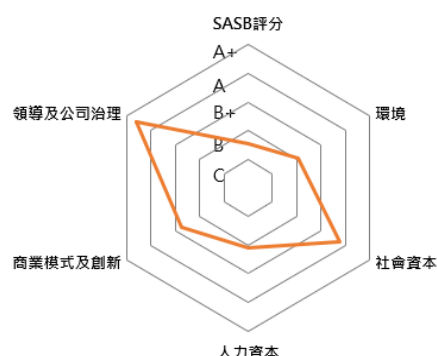
投資評價與建議

維持買進建議：看好 2025 年主要引領成長的業務為毛利率較高的 HPC 及半導體設備業務，預估 2025 年營收 690 億元(+27.5%YoY)，毛利率 30.03%，營業利益將年增 68%，稅後淨利 73.5 億元(+81%YoY)，稅後 EPS 38.25 元(使用完全稀釋後股本 19.2 億計算)。目前評價落於 2025 年 EPS 的 14X，為歷史區間(10~25X)中下緣，研究處持續看好貿聯營收成長性強勁、且產品組合持續轉佳等，但隨著宏觀經濟及政策不確定性升溫，將影響終端客戶資本支出決策與供應鏈調整進程，短期市場將風險溢價調高，進而影響估值水準。本次維持買進建議，但調降本益比估值，故將目標價調降至 765 元(20X 2025 完全稀釋後 EPS 38.25 元)。

ESG 評析

貿聯企業永續評鑑整體為 B+ 等，於 SASB 產業永續議題與跨產業五大永續面向平均得分分別為 B 等與 A 等。

SinoPac+ ESG 評鑑系統評等



永續構面	評等
總分	B+
SASB 評分	B
跨產業 ESG 評分	A
環境	B+
社會資本	A
人力資本	B+
商業模式及創新	B+
領導及公司治理	A+

資料來源：SinoPac+ ESG 評等 (依循 2023 SinoPac+ 企業永續評鑑方法學)

註 1：資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

註 2：永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

營運現況與分析

貿聯-KY 是全球領先的連接器公司之一：貿聯-KY 總部設於加州 Fremont，目前主要產品類別分為：資訊、電器、車用、工業、其它等五大類，貿聯於 2021 年 10 月宣布併購 LEONI 工業事業群，於 2022/1/21 起，正式併入該部門並稱之為 INBG。INBG 工業應用是線束和系統解決方案的市場及技術領頭羊，主要產品類別有矽膠應用線材(SIL)、工業自動化與驅動裝置(AD)、客製化線束設計(TMP)、醫療保健(HC)、數據通訊解決方案(TS)、機器人解決方案(RS)。併入 INBG 部門後大幅提升工業用比重，4Q24 貿聯-KY 產品比重為工業用 41%、資訊 28%、車用 14%、電器 16%。貿聯主要核心能力，在於高技術及客製化開發零組件製造，產品開發以多角化及差異化策略，INBG 加入後將帶來工業領域更頂尖的技術和市場領先地位，並且增強產品組合的附加價值，增加歐美據點提升在地市佔、區域互補並增大合併效應。目前製造基地遍及歐美、中國、馬來西亞及墨西哥等共 34 座工廠。

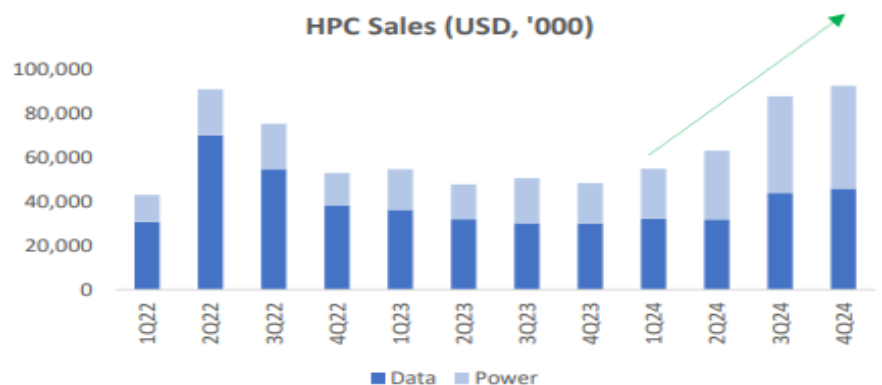
圖一：貿聯 4Q24 年營收比重與成長性

BizLink	工業用	電器用	車用	資訊科技 與數據傳輸
2024 第四季	41%	16%	14%	28%
QoQ	預期 實績	預期 實績	預期 實績	預期 實績
YoY	實績	實績	實績	實績

資料來源：貿聯-KY；Mar. 2025

4Q24 EPS 創歷史新高：4Q24 集團營收 144 億元(+1.1%QoQ、+18.2%YoY)，毛利率 28.78%，年增約 4 個百分點，但呈現微幅季減，主因季節性影響(第四季歐美假期多，工作天數較少)。營業費用控制良好，費用率低於 15%，營業利益年增 130%。業外受惠匯兌利益及稅務結構優化，帶動有效稅率下降，推升稅後淨利達 15.6 億元(+23.7%QoQ、+206%YoY)，創歷史新高，稅後 EPS(完全稀釋後)達 8.1 元。2024 年全年集團營收達 540.8 億元(+5.9%YoY)，毛利率年增 3.5 個百分點至 28.2%，稅後淨利 44 億元(+90%YoY)，稀釋後稅後 EPS 22.89 元。獲利率大幅增長主要受惠產品組合持續轉佳：2024 年 HPC 業務年增 48%(電源傳輸解決方案翻倍增長、數據傳輸解決方案年增 20%)；資本設備業務年增 44%，因半導體設備製造商持續將配電系統、控制箱、PDU、系統機櫃等外包，貿聯受惠於此趨勢，並於 2024 年底收購 Easys 和 Cable Connection，強化系統組裝與整合能力，轉型為價值鏈關鍵合作夥伴。

圖二：受惠數據中心的能源需求增加，貿聯電源業務快速增長



資料來源：貿聯-KY；Mar. 2025

收購 Alpha Elektrotechnik 進軍高壓電纜市場：貿聯預計將以 2,430 萬瑞士法郎（約 9 億元台幣）的企業價值，收購 Alpha Elektrotechnik AG 100% 的股份。其為高速列車及各式軌道交通工具提供高壓電纜解決方案(去年營收約 4 億元台幣)，本次收購預計將以現金交易並於 2Q25 完成。貿聯預計 2025 年資本支出將創新高，主要投入 HPC、半導體設備，以及 IT 系統升級與數位轉型。

展望 2025 年，貿聯將迎來業績成長大爆發，重點仍是半導體設備和 HPC 的強勁增長：研究處維持預估 2025 年貿聯集團合併營收將成長 27.5%。其中資訊科技與數據傳輸部門(IT)將成長 82.4%，其中 HPC 營收(包含 AEC、GB200 等)將成長 111%、工業部門(包含兩項新併購部門)將成長 16%、車用成長 6.7%、電器成長 1%；占比將分別為 34.5%、35.93%、15.28%、13.49%。(2024 年占比分別為 24%、41%、17%、17%)。

工業部門主要由半導體設備及能源帶動成長。2025 年工業部門營收預估增長 16%：隨著高效能運算 (HPC)、AI 伺服器等應用持續推升全球半導體需求，帶動相關設備製造商積極擴充產能。由於先進製程設備技術日趨複雜、交期壓力提高，全球半導體設備領導廠正加速非核心子系統外包策略，以專注於高附加價值設備開發及核心技術升級。這類外包需求涵蓋電力控制箱 (Control Boxes)、電源分配單元 (PDUs) 到整機系統機櫃 (System Enclosures)，並延伸至高階流體分配系統，反映客戶對於供應鏈彈性及快速反應能力的需求上升。

貿聯在 2020 年併購 Speedy 切入半導體設備領域，2024 年收購 Easys 與 Cable Connection 進一步強化系統組裝與整合能力。目前，貿聯已具備從控制箱、PDUs 到流體分配系統的完整解決方案，並同步提升無塵室產能至 Class 10,000 等級，積極搶攻半導體製程設備的高複雜度專案。相較於傳統電氣分配系統，流體系統在技術門檻、污染管控及利潤率方面具備更高價值，公司已從單純組裝供應商轉型為具系統整合與共同設計能力的策略夥伴。短期而言，3665 受惠於主要客戶在資本支出上的回升與設備交期改善，有望延續接單與出貨動能。中長期來看，隨著全球半導體設備外包趨勢深化，公司系統整合解決方案滲透率將持續提升，帶動業務規模擴張與產品組合優化，進一步鞏固在高階製程設備供應鏈的戰略地位。

高效能運算(HPC) 大電流、高速線束產品高速成長，成長可期。2025 年整體營收預估增長 111%：AI 運算與大數據分析推升全球高效能運算市場進入高速成長期，特別是 AI 訓練與推理應用對能源供應及高速數據傳輸提出更高要求。根據主要 AI GPU 平台開發商規劃，未來 AI 伺服器單機架功耗將突破 900kW，遠超過傳統數據中心設計負載，能源密度與冷卻效率成為限制 AI 算力規模的關鍵瓶頸。為此，超大規模數據中心正轉向高壓直流 (HVDC) 與液冷解決方案，以提升電力傳輸效率並解決散熱問題。

貿聯自 2019 年推出 AEC 主動式電纜以來，成功奠定在 HPC 市場的技術領先地位。透過與全球數據中心建立 Tier-1 供應商關係，公司不僅提供高速銅纜 DAC、AEC 產品，還積極布局 CPO 光學解決方案，滿足未來更高帶寬需求。目前全球高效能運算與 AI 數據中心持續導入更高速的資料傳輸架構，當前市場主流為 400G，並逐步向 800G 升級。然而，在 800G 頻寬應用階段，市場仍普遍採用銅纜為基礎的主動式電纜 (AEC) 作為核心傳輸方案。根據產業趨勢顯示，現階段的 800G 應用並不迫切需要採用 CPO 技術。主要原因在於，目前 AEC 已能有效支撐 800G 頻寬需求，且在功耗、傳輸距離與成本效益方面具備明顯優勢。CPO 雖具備提升頻寬與降低傳輸損耗的潛力，但其應用尚受限於成本高昂、維護複雜度高與生態系統尚未成熟等因素。預期在未來兩年內，除特定高端應用場景外，主流超大規模數據中心仍將以 AEC 為主要解決方案，不僅符合現行資料中心的成本結

構需求，同時也具備相對較高的技術成熟度與穩定性。因此，市場不需過度擔心 AEC 產品在 800G 應用下的需求風險。貿聯作為全球資料中心 Tier-1 供應鏈合作夥伴，已具備完整的 AEC 產品線與快速新產品導入能力，未來兩年內，AEC 業務仍將是高效能運算與 AI 資料中心基礎建設升級的主要受益者之一。

此外，隨著 AI 加速器平台功耗提升，貿聯也投入 48V/400V 直流供電系統與匯流排液冷解決方案開發，以應對 AI 數據中心對高效電源管理的需求。現階段，貿聯已成為全球主要數據中心客戶的核心供應商，憑藉產品客製化能力、快速導入新產品及供應鏈彈性，成功提升在高階算力基礎設施市場的滲透率。預期隨著 AI 運算需求持續放量，HPC 相關產品出貨將進一步推升公司營收與獲利表現，長線看好貿聯在 AI 與 HPC 基礎建設浪潮下的成長潛力。

2025 年迎來成長大爆發：看好 2025 年主要引領成長的業務為毛利率較高的 HPC 及半導體設備業務，預估 2025 年營收 690 億元(+27.5%YoY)，毛利率 30.03%，營業利益將年增 68%，稅後淨利 73.5 億元(+81%YoY)，稅後 EPS 38.25 元(使用完全稀釋後股本 19.2 億計算)。目前評價落於 2025 年 EPS 的 14X，為歷史區間 (10~25X) 中下緣，研究處持續看好貿聯營收成長性強勁、且產品組合持續轉佳等，但隨著宏觀經濟及政策不確定性升溫，將影響終端客戶資本支出決策與供應鏈調整進程，短期市場將風險溢價調高，進而影響估值水準。本次維持買進建議，但調降本益比估值，故將目標價調降至 765 元(20X 2025 完全稀釋後 EPS 38.25 元)。

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F	2025F
營業收入	16,008	16,752	17,918	18,351	69,029
營業毛利	4,773	4,991	5,404	5,562	20,730
營業利益	2,362	2,585	2,973	2,942	10,862
稅前淨利	2,272	2,495	2,883	2,852	10,502
稅後純益	1,590	1,746	2,018	1,992	7,346
稅後 EPS (元)	8.28	9.09	10.51	10.37	38.25
營收 QoQ 成長率	11.07	4.65	6.96	2.42	--
營收 YoY 成長率	28.84	29.03	25.66	27.33	27.64
毛利率	29.82	29.79	30.16	30.31	30.03
營益率	14.76	15.43	16.59	16.04	15.74
稅後純益率	9.93	10.42	11.26	10.85	10.64

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	28,564	53,757	51,052	54,080	69,029
%變動率	26.74	88.20	-5.03	5.93	27.64
營業毛利	6,629	13,787	12,587	15,253	20,730
毛利率 (%)	23.21	25.65	24.65	28.2	30.03
營業淨利	2,658	5,546	4,237	8,687	10,862
稅前淨利	2,641	5,293	3,442	6,448	10,502
%變動率	17.12	100.37	-34.96	87.33	62.87
稅後純益	2,036	3,838	2,317	4,396	7,346
%變動率	11.37	88.51	-39.63	89.73	67.11
稅後 EPS * (元)	15.22	24.77	14.37	22.89	38.25
市調 EPS * (元)	10.53	20.9	14.16	22.1	36.11
PER (x)	35.55	21.84	37.65	23.62	14.14
PBR (x)	4.92	3.76	3.59	3.63	2.97
每股淨值 * (元)	110.00	143.77	150.55	149.19	181.85
每股股利 (元)	9.54	10.10	8.83	--	--
殖利率 (%)	4.03	4.56	3.38	--	--

* 以目前股本計算

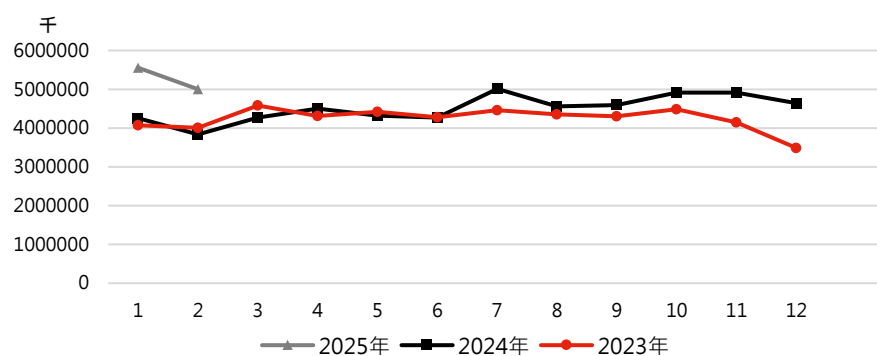
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

營運基本資料

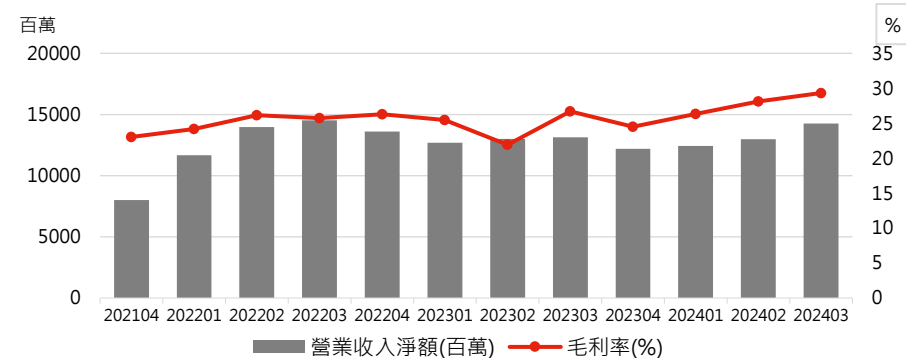
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025

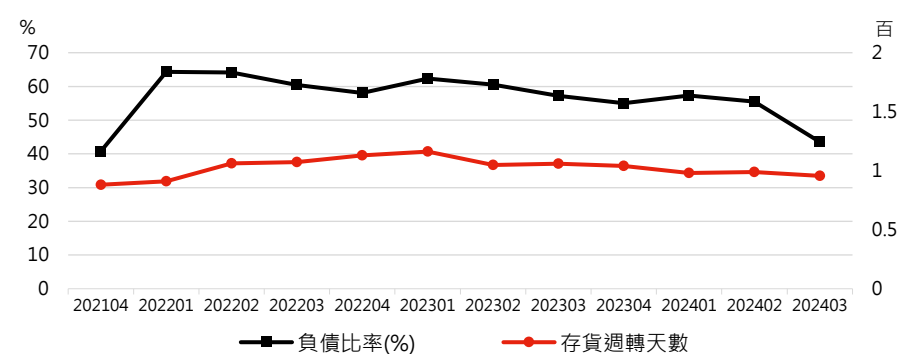
近三年單月營收狀況



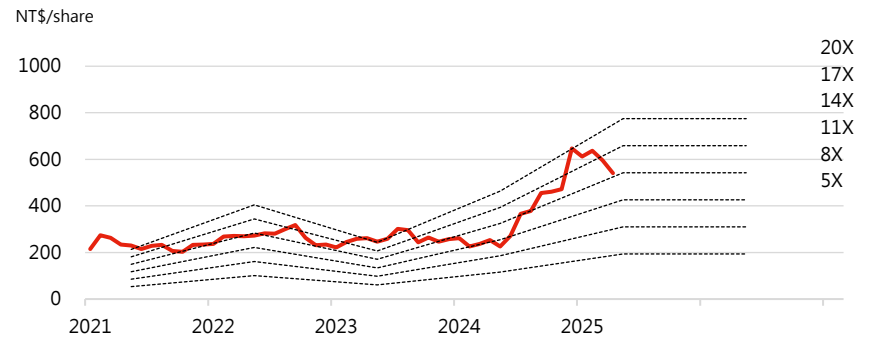
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



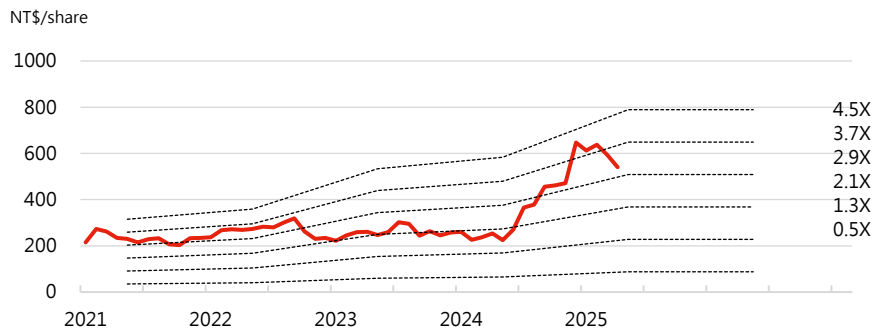
負債比率 VS 存貨周轉天數



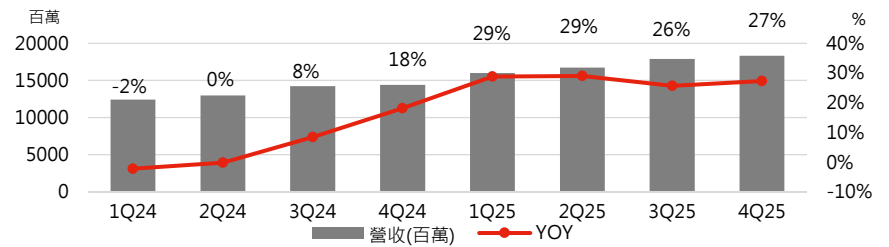
歷史 PE 圖



歷史 PB 圖

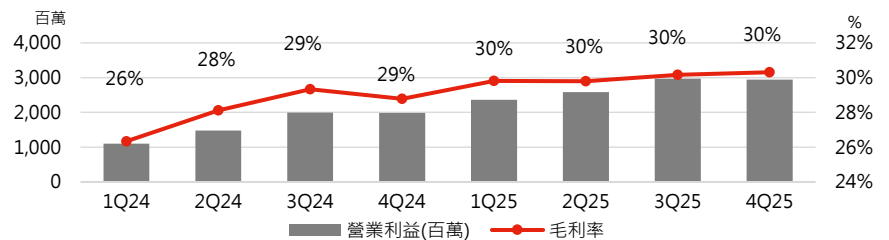


近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Mar. 2025

臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統為全方位評估企業之永續績效與風險，結合產業指標與跨產業共同指標，其中，產業指標完全依循 SASB 產業準則建置，並參照國際永續相關準則及在地法規，跨產業指標則依循 SASB SICs® 永續產業分類系統，篩選出台灣上市櫃企業共同重視之 SASB 永續議題，並參照國際永續相關準則。主要評估依據為企業最新發布之企業社會責任報告書(或永續報告)。惟此指標不代表提及之數據及預測，不必然代表投資績效。

資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤
N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致
S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統級距說明

A+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在前 20%
A 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 21%-40%
B+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 41%-60%
B 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 61%-80%
C 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 81%-100%

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

SinoPac+ ESG Rating System ranking

SinoPac+ ESG Rating System evaluates corporate sustainability using SASB standards, which focus on financially material issues. Specially designed for listed companies in Taiwan, the rating system contains "Industry-specific" criteria, i.e., material issues within an industry, and "Cross-industry" criteria, which are material issues that cut across the 62 industries in Taiwan, categorized according to SASB's Sustainable Industry Classification System® (SICS®), with reference to other globally recognized sustainability standards.

Rating scale explanation

A+: The company falls in the top 20% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance)

A: The company falls in the 21-40% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B+: The company falls in the 41-60% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B: The company falls in the 61-80% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

C: The company falls in the 81-100% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

Notes 1) PricewaterhouseCoopers (PwC) Sustainability Services Company Ltd. provides consulting services regarding designing criteria for the SinoPac+ ESG Rating System. It does not guarantee the integrity and accuracy of the score results or analysis, nor having liability to any third party who reads or uses this analysis report. 2) SASB Authorization: SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.