

貿聯-KY (3665 TT) BizLink

4Q24 毛利率低於預期，1Q25 產品組合轉佳

買進 (維持評等)

目標價 (12 個月) : NT\$775.0

收盤價 (2025/03/11) : NT\$541.0
隱含漲幅 : 43.3%

營收組成 (4Q24)

工業 41%、電器 16%、車用 14%、IT 26%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	買進
目標價 (NT\$)	775	870
2025年營收 (NT\$/十億)	69.7	70.5
2025年EPS	38.8	39.5

交易資料表

市值	NT\$102,570百萬元
外資持股比率	39.4%
董監持股比率	2.7%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$172.45
負債比	43.6%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	51,052	54,080	69,730	80,125
營業利益	4,237	6,566	10,611	12,509
稅後純益	2,317	4,399	7,457	8,804
EPS (元)	13.78	22.85	38.76	45.77
EPS YoY (%)	-40.8	65.8	69.6	18.1
本益比 (倍)	39.3	23.7	14.0	11.8
股價淨值比 (倍)	3.6	3.2	3.1	2.5
ROE (%)	9.8	16.3	24.3	25.2
現金殖利率 (%)	1.6%	2.2%	4.3%	5.1%
現金股利 (元)	8.83	12.10	23.26	27.46

何宗祐

bill0066@yuanta.com

柯妤璇

Varine.Ko@yuanta.com

元大觀點

◆ 4Q24 毛利率 28.8%低於預期之 30.2%，季減 0.5 ppts/年增 4.3 ppts，反映季節性以及產品組合不利因素。

◆ 基於電器與車用持續受季節性拉貨及需求因素影響，本中心略微下調 1Q25 營收 2.8%至 151 億元，季增 4.8%/年增 21.5%。

◆ 看好貿聯將受惠 HPC 產品帶動營收及產品組合改善，重申買進評等，並以 2025 年稀釋後 EPS 與 20 倍本益比給予目標價 775 元。

4Q24 毛利率低於預期，反映季節性以及產品組合不利因素

貿聯 4Q24 資訊傳輸/工業/電器/車用分別季增 9%/季增 6%/季減 10%/季減 12%，資訊傳輸方面受惠一般型伺服器需求恢復帶動高速傳輸產品出貨提升，不過同時周邊設備出貨也一併成長，工業用持續受惠資本設備、醫療、能源等業務貢獻提升，車用則受需求下滑影響。4Q24 毛利率 28.8%，季減 0.5 ppts/年增 4.3 ppts，低於預期之 30.2%，主因季節性影響及周邊設備產品出貨量成長，略為拉低產品組合，稅後獲利 15.6 億元，季增 23.8%/年增 206.3%，稀釋後 EPS 8.09 元。

1Q25 HPC 持續出貨，電器及車用仍受季節性因素影響

貿聯 1-2 月累計營收 105.6 億元，營收達成率 70%，儘管本中心維持 HPC 產品仍將持續拉貨，AEC 產品目前已有 3 條產線進行量產，不過就此次法說會更新，預期電器與車用仍將受季節性拉貨及需求因素影響，本中心略微下調 1Q25 營收 2.8%至 151 億元，季增 4.8%/年增 21.5%，稅後獲利 14.9 億元，稀釋後 EPS 7.72 元，季減 6%、年增 156%。

維持貿聯「買進」評等，目標價 775 元

此次貿聯法說會指出，預期 HPC 和資本設備於 2025-26 年將保持強勁增長，同時工業方面也見需求開始築底回升，目前僅車用需求仍不明朗，因此本中心略為下調 2025 年營收至 697.3 億元，年增 28.9%，稅後獲利 75 億元，年增 69.6%，稀釋後 EPS 38.76 元。本中心認為貿聯將受惠 HPC 產品帶動營收及產品組合改善，並且貿聯重申現仍為 Credo 獨家供應商，此次 Credo 指出 AEC 產品 2Q25 仍將持續成長，同時 2H25 將加入新客戶貢獻，應用範圍擴大。本中心認為貿聯整體財務結構持續改善，不過受 4Q24 毛利率不如預期以及短期總體經濟環境不確定性加劇，將本益比由前次 22 倍下調至 20 倍，並以 2025 年完全稀釋後 EPS 推得目標價 775 元，維持買進建議。

4Q24 毛利率低於預期，反映季節性以及產品組合不利因素

貿聯 4Q24 營收 144.1 億元，季增 1.1%/年增 18.2%，符合預期。4Q24 資訊傳輸/工業/電器/車用分別佔營收比重 28%/41%/16%/14%，分別季增 9%/季增 6%/季減 10%/季減 12%，資訊傳輸方面受惠一般型伺服器需求恢復帶動高速傳輸產品出貨提升，不過同時周邊設備出貨也一併成長，工業用持續受惠資本設備、醫療、能源等業務貢獻提升，車用則受需求下滑影響。

毛利方面，4Q24 毛利率 28.8%，季減 0.5 ppts/年增 4.3 ppts，低於預期之 30.2%，主因季節性影響及周邊設備產品出貨量成長，略為拉低產品組合，營業利益 19.9 億元，季持平/年增 130.1%，低於預期 4%，主因毛利率低於預期，不過費用方面已見貿聯將費用有效控制在單季 21-22 億元，稅後獲利 15.6 億元，季增 23.8%/年增 206.3%，稀釋後 EPS 8.09 元。

圖 1：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	12,196	14,259	14,412	1.1%	18.2%	14,464	14,505	-0.4%	-0.6%
營業毛利	2,991	4,182	4,148	-0.8%	38.7%	4,368	4,317	-5.0%	-3.9%
營業利益	865	1,992	1,989	-0.2%	130.1%	2,081	2,025	-4.4%	-1.8%
稅前利益	747	1,813	2,093	15.4%	180.2%	2,051	1,971	2.0%	6.2%
稅後淨利	508	1,257	1,556	23.8%	206.3%	1,438	1,358	8.2%	14.6%
調整後 EPS (元)	2.64	6.53	8.09	23.8%	206.4%	7.47	7.06	8.3%	14.6%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	24.5%	29.3%	28.8%	-0.5	4.3	30.2%	29.8%	-1.4	-1.0
營業利益率	7.1%	14.0%	13.8%	-0.2	6.7	14.4%	14.0%	-0.6	-0.2
稅後純益率	4.2%	8.8%	10.8%	2.0	6.6	9.9%	9.4%	0.9	1.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

1Q25 HPC 持續出貨，電器及車用仍受季節性因素影響

貿聯 1-2 月累計營收 105.6 億元，營收達成率 70%，儘管本中心維持 HPC 產品仍將持續拉貨，AEC 產品目前已有 3 條產線進行量產，不過就此次法說會更新，預期電器與車用仍將受季節性拉貨及需求因素影響，本中心略微下調 1Q25 營收至 151 億元，季增 4.8%/年增 21.5%，下調幅度 2.8%，毛利率方面，預期產品組合仍將較 4Q24 改善，主因 1Q25 無歐美聖誕假期的季節因素影響，同時預期資訊部門將季增 17%，其中貢獻主要來自於 HPC 而非周邊設備，不過此次仍略微下修毛利至 30%，季增 1.3ppts/年增 3.7ppts，營業利益 21.2 億元，季增 6.6%，年增 92.5%，稅後獲利 14.9 億元，稀釋後 EPS 7.72 元。

圖 2：2025 年第 1 季財測與預估比較

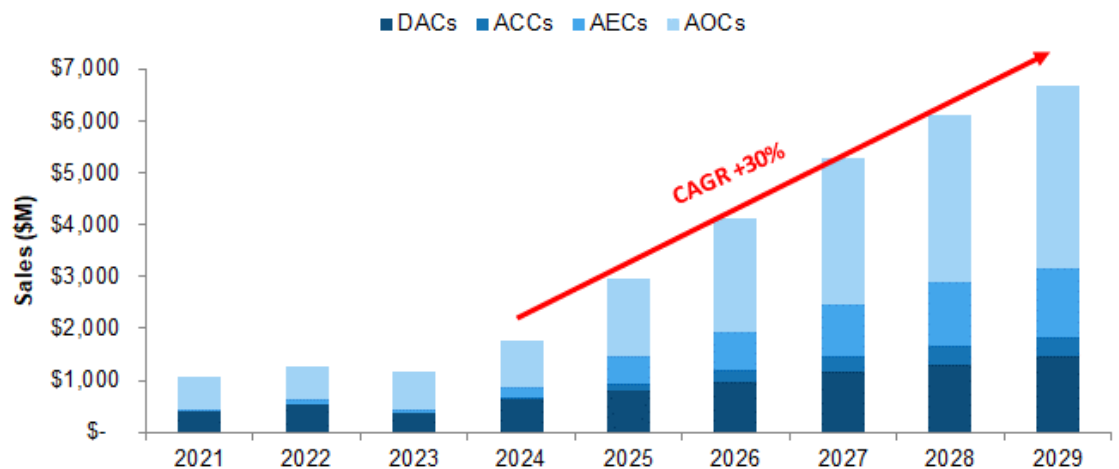
(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	12,426	14,412	15,101	4.8%	21.5%	15,528	15,139	-2.8%	-0.3%
營業毛利	3,273	4,148	4,536	9.4%	38.6%	4,725	4,529	-4.0%	0.2%
營業利益	1,101	1,989	2,120	6.6%	92.5%	2,240	2,070	-5.4%	2.4%
稅前利益	928	2,093	2,090	-0.1%	125.2%	2,210	2,032	-5.4%	2.9%
稅後淨利	581	1,556	1,486	-4.5%	155.7%	1,571	1,355	-5.4%	9.7%
調整後 EPS (元)	3.02	8.09	7.72	-4.5%	155.8%	8.17	7.04	-5.5%	9.7%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	26.3%	28.8%	30.0%	1.3	3.7	30.4%	29.9%	-0.4	0.1
營業利益率	8.9%	13.8%	14.0%	0.2	5.2	14.4%	13.7%	-0.4	0.4
稅後純益率	4.7%	10.8%	9.8%	-1.0	5.2	10.1%	9.0%	-0.3	0.9

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg

Credo 指出資料中心比以往更加關注後端網路的可靠性，AEC 為最佳解

此次 Credo 投資者會議中指出，與其他 DAC、AOC 等替代方案相比，AEC 相較其他方案已具優勢，其中涵蓋 1) AEC 的平均故障間隔(Mean time between failures)為 1 億小時，一般光學元件為 100 萬-1,000 萬小時，AEC 的可靠性至少優於 10 倍以上；2) AEC 不存在無法解釋的平均連結震盪 (Mean Time to Link Flap)，而一般光學元件為 3-30 萬小時，AEC 顯示更具優異的性能。後端網路 (Back-end network)可靠性更受資料中心客戶關注。同時 AEC 也將在未來 7 年內成為機櫃對機櫃的高速傳輸解決方案。隨中短距後端網路應用擴大，Credo 也將於 Nvidia GTC 大會將展示相關產品。據 Lightcounting 統計數據顯示，預計 2029 年高速傳輸銷售將從 2024 年的 18 億元成長至 67 億美元，CAGR+30%。其中 AEC 產品將從 2.2 億美元成長至 13 億美元，CAGR+43%，因此本中心仍持續看好 AEC 趨勢下，貿聯為其受惠廠商。

圖 3：2024-29 年高速傳輸銷售將以 30% CAGR 成長



資料來源：LightCounting、元大投顧

高速傳輸需求維持強勁，貿聯新品動能無虞

貿聯已投入高速傳輸領域多年，2022 年貿聯整合集團高速傳輸相關團隊，加大投入該領域，並提供客戶從線束至連接器等完整解決方案，同時全球化佈局更加深客戶合作意願。2023 年已通過 AI 伺服器產品認證，並於 2024 年取得 GB200 合格供應商資格，相關產品出貨將於 1Q25 底放量。

高速傳輸方面，貿聯已見客戶需求與規格快速提升，傳輸速度已由 2020-2023 年的 100G、200G 規格升級至 400G/800G，貿聯表示目前已批量交付 400G 高速數據線，2025 年規格往 800G 演進。本中心於 11M24 發布連接器產業報告中，看好生成式 AI 帶來的網路架構演進，資料處理及生成將於擴展網路的架構下進行，而非以往的前端網路，擴展網路架構下多部伺服器將協同運算，GPU 間的串聯及櫃內的串聯程度將擴大，AEC 將成為短距互聯下的最佳解決方案。又因 AEC 產線須具備完整的測試設備，同時也需要優良的晶片供應商，其他組裝廠不易達成貿聯的製造速度及設備完整度，因此進入壁壘較高，現貿聯仍為 Credo AEC 產品的獨家組裝廠。

繼 Easys 與 CableCon 後，將於 2Q25 完成併購 Alpha Elektrotechnik AG

貿聯此次宣布將以 2,430 萬瑞士法郎收購 Alpha Elektrotechnik AG 100% 股權。Alpha 為瑞士 Piffner 集團分拆的鐵道車輛事業單位，主要提供高速列車及各式軌道交通工具提供高壓電纜解決方案，近年財務年度營收為 1110 萬瑞士法郎，此次收購案預計將於 2Q25 完成。貿聯於軌道相關產品可提供 Jumper Cable system(車廂間的跨接線系統)。

此前 11M24 完成全資併購 Easys s.r.o 及 Cable Connect 兩間公司，兩者 2023 年營收分別為 4,450 萬歐元及 2,230 萬美元，合計有望單月貢獻營收 1.5-2 億元，Easys 主要業務為製造線纜、高/低複雜性整機組裝、電纜組裝，商業模式與 2020 年併購的新加坡商 Speedy Industrial 相似，皆是為了拓展客製化產品之產能與技術，以滿足半導體設備業務需求，並拓展貿聯工業事業群，由亞洲和北美拓展到歐洲市場，實現全球在地化布局，預計 1Q25 開始貢獻完整營收。

2025 年 HPC 仍為成長幅度最明顯的產品

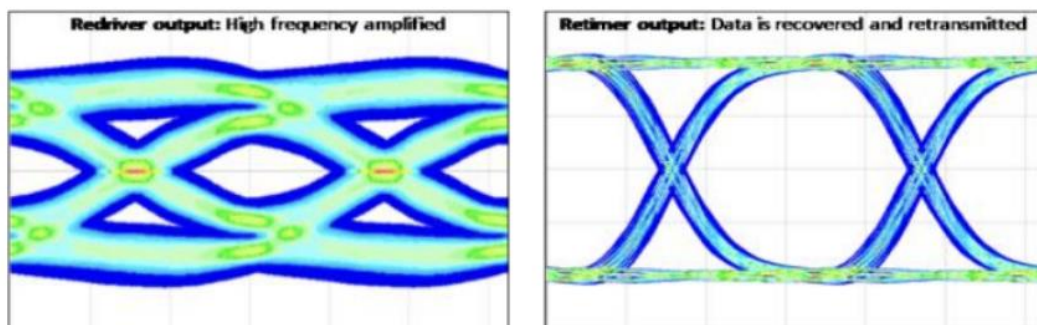
展望 2Q25 及 2025 年，此次貿聯法說會指出，預期 HPC 和資本設備於 2025 年仍將保持強勁增長，2026 年或將延續此一動能，同時工業方面也已見需求開始築底回升，目前僅車用需求仍不明朗，因此本中心就車用需求不明狀況略下修 2Q25 營收至 163.7 億元，季增 8.4%/年增 21.5%。本中心看好貿聯 2025 年成長理由不變：1) 貿聯 AEC 維持獨供地位，營運將逐季成長，同時 2025 年底前有望出貨 800G 規格；2) GB200 出貨將逐季放量產品；3) 工業已見需求落底復甦(4Q24 工業營收季增 6%)；4) 9M24 貿聯即通過一漏電保護裝置的專利，新品(Portable Residual Current Devices，PRCD，漏電保護插頭)將搭載在一電器客戶吹風機上，電器營收貢獻將於 2Q25 恢復。

傳輸連接線 AEC/AOC/ACC/DAC 孰優？

資料中心中短距離互聯主要包括三種場景：伺服器與交換器互聯、記憶體與交換器互聯、交換器與交換器互聯，其中線纜連接方案可分為 1) 主動式光纖電纜(Active Optical Cable；AOC)；2) 直連銅纜(Direct Attach Cable；DAC)；3) 主動式電纜(Active Electrical Cable；AEC)/有源銅纜(Active Copper Cable；ACC)。

- 1) **主動式光纖電纜 AOC**：由兩組光收發模組與一條光纖跳線組成，兩端有光收發晶片將訊號轉為光訊號，並通過光纖進行訊號傳輸，具有重量輕、傳輸距離遠、對電磁輻射敏感低等優點，但內部裝置了光收發模組，因此價格較高。
- 2) **直連銅纜 DAC**：由銅線組成，不需要光電轉換晶片，因此價格較低，但受銅物理性能限制使 DAC 傳輸距離較短，且傳輸距離隨帶寬增加而下降，當傳輸速率從 400G 向 800G 升級，DAC 傳輸距離從 3m 縮短至 2m。
- 3) **主動式電纜 AEC/有源銅纜 ACC**：相較 DAC 電纜兩端各自多了內置晶片，在短距離傳輸具備低成本、低能耗等優勢，其中 ACC 兩端放置 Redriver、AEC 兩端放置 Retimer。Redriver 相當於線性放大器，無法清除或降低電纜內的噪音，因此不會重新調節訊號，反而放大訊號與噪音；Retimer 中包含了 CDR (時鐘數據恢復；Clock Data Recovery)與 DFE (決策反饋均衡器；Decision Feedback Equalizer)，可將訊號重新進行調節，消除噪音並放大訊號，實現更清晰的數據傳輸，因此單價較 Redriver 更高。

圖 4：Redriver (左)單純將線路內訊號一併放大，Retimer (右)對訊號進行調節並放大



資料來源：元大投顧預估

圖 5：AOC/DAC/AEC 優劣差異

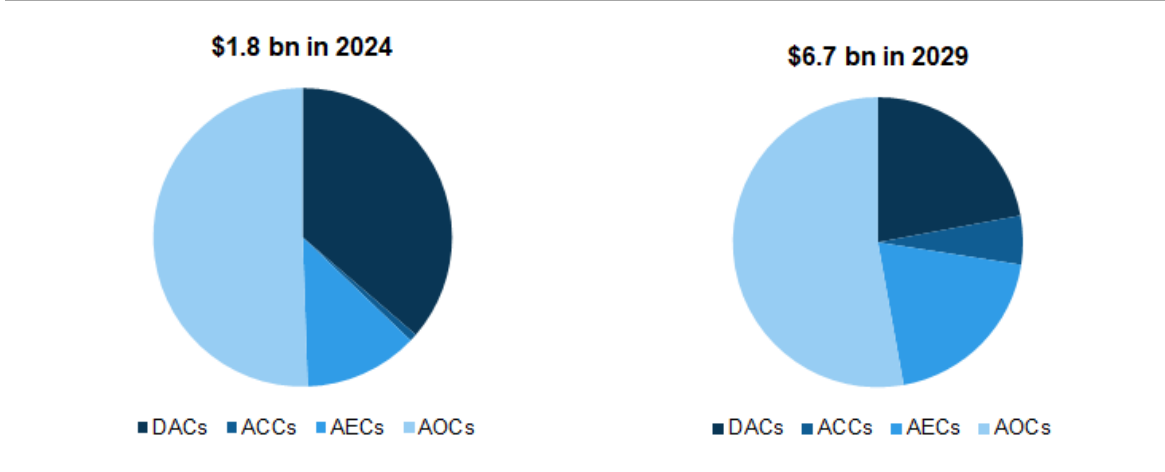
	AOC	DAC	AEC
400G 傳輸距離	支持長距傳輸	<3m	<7m
800G 傳輸距離	支持長距傳輸	<2m	<7m
功耗	高，400G 為 AEC 兩倍以上	低，400G 為 AEC 的 1/4	中
成本	高，400G 為 AEC 兩倍左右	低，400G 為 AEC 的一半	中
佔用空間	較小	大，400G 為 AEC 的 4 倍	小
使用壽命	短	長	長

資料來源：公司資料、元大投顧

以上三種線纜連接方案各有所長，適用於不同場景，AOC 適用於長距離、大帶寬的互聯，DAC 則適用於短距離，而 AEC 則是較具性價比的選擇方案，可以達 7m 距離、較 AOC 功耗低 50%、體積較 DAC 低 75%、成本為 AOC 的一半。

根據 LightCounting 數據顯示，AOC/DAC/AEC 2024-2029 年市場規模將分別 CAGR+32%/+18%/+43%，合計規模將由 2024 年的 18 億元成長至 67 億美元。

圖 6：2029 年整體市場規模將成長至 67 億元



資料來源：LightCounting、元大投顧

Why AEC ? Why now ?

如前述在訓練及推理的要求下，本中心認為擴展網路的應用已受市場逐漸重視，同時也表示 GPU 間的串聯及櫃內的串聯程度將加大，同樣以往對於封包丟失及連結震盪的問題也將放大。封包丟失/連結震盪可能導致有效資料傳輸量減少、網路壅塞甚至服務中斷，若假設資料中心為 10 萬顆 H100 GPU 的配置，每小時 GPU 租金為 4 美元，如果損失 30 分鐘生產力，將造成 20 萬美元的影響，也因此以往僅前端網路時著重於硬體故障的更換，然到後端串聯時則需更重視線路的可靠性。

綜合上述並以 Credo 資料顯示，AEC 的平均故障間隔(Mean time between failures)為 1 億小時，一般光學元件為 100 萬-1,000 萬小時，AEC 的可靠性至少優於 10 倍以上；而 AEC 不存在無法解釋的平均連結震盪(Mean Time to Link Flap)，而一般光學元件為 3-30 萬小時，AEC 顯示更具優異的性能。

水冷技術是以液體做為熱能傳導機制的散熱方式，將伺服器內部產生的熱能通過冷卻液體傳輸到外部達到散熱目的，相較於傳統空氣冷卻，液體冷卻在熱傳導方面更有效率，也因此液冷主要用在高速運作、發熱量較高的機器上，例如資料中心、人工智慧(AI)等高效能運算中。使用液冷伺服器可以大幅提高 CPU、GPU 密度。如過去建造 10kW 的氣冷機櫃，可能需要 20 公尺長的連接，AEC 長度受限因此需要利用 AOC 進行連接，而液冷時代有效縮短機櫃的長度，將縮短至 5-7 公尺，又 AEC 適合短距的連接，同時 AEC 可靠性高，傳輸速率也可達 800G，剛好滿足此一需求，同時以 Credo 調查，每個 GPU 將可節省 1,000 美元成本，更能降低業者資本支出，因此推論 AEC 將成為短距互聯的最佳解。

獲利調整與股票評價

維持買聯「買進」評等，下修目標價至 775 元

此次貿聯法說會指出，預期 HPC 和資本設備於 2025 年仍將保持強勁增長，2026 年或將延續此一動能，同時工業方面也已見需求開始築底回升，目前僅車用需求仍不明朗，因此本中心略為下調 2025 年營收至 697.3 億元，年增 28.9%，毛利率 30.9%，營業利益 106.1 億元，年增 61.6%，稅後獲利 75 億元，年增 69.6%，稀釋後 EPS 38.76 元。

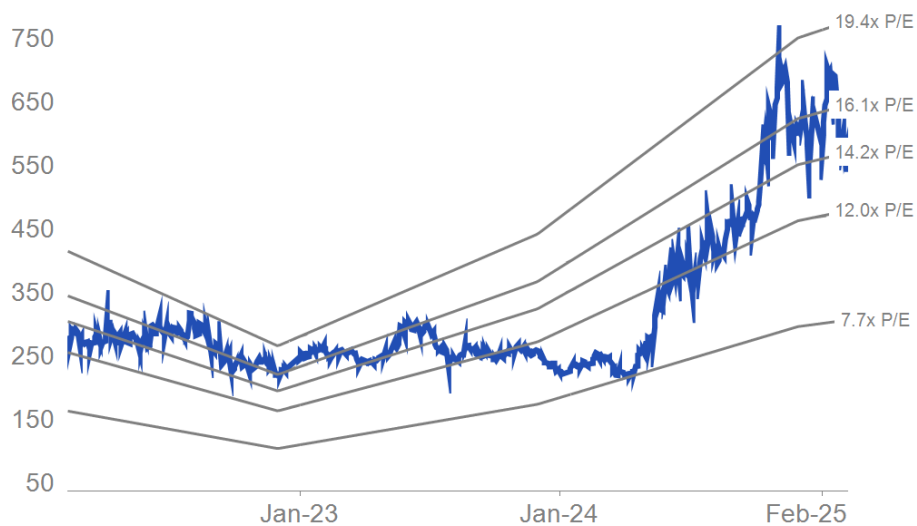
貿聯目前位於 2025 年完全稀釋後 EPS 的 13.9 倍本益比，本中心認為貿聯將受惠 HPC 產品帶動營收及產品組合改善，並且貿聯重申現仍為 Credo 獨家供應商，此次 Credo 指出 AEC 產品 2Q25 仍將持續成長，同時 2H25 將加入新客戶貢獻，應用範圍擴大。評價方面，本中心認為貿聯整體財務結構持續改善，不過受 4Q24 毛利率不如預期以及短期總體經濟環境不確定性加劇，將本益比由前次 22 倍下調至 20 倍，並以 2025 年完全稀釋後 EPS 38.76 元，推得目標價 775 元，維持買進建議。

圖 7：2024 和 2025 年財務預估調整

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2024	2025
營業收入	54,080	54,133	69,730	70,548	-0.1%	-1.2%
營業毛利	15,253	15,473	21,572	21,909	-1.4%	-1.5%
營業利益	6,566	6,659	10,611	10,819	-1.4%	-1.9%
稅前利益	6,318	6,277	10,491	10,699	0.7%	-1.9%
稅後淨利	4,396	4,278	7,457	7,604	2.8%	-1.9%
調整後 EPS (元)	22.85	22.24	38.76	39.53	2.7%	-1.9%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	28.2%	28.6%	30.9%	31.1%	-0.4	-0.1
營業利益率	12.1%	12.3%	15.2%	15.3%	-0.2	-0.1
稅後純益率	8.1%	7.9%	10.7%	10.8%	0.2	-0.1

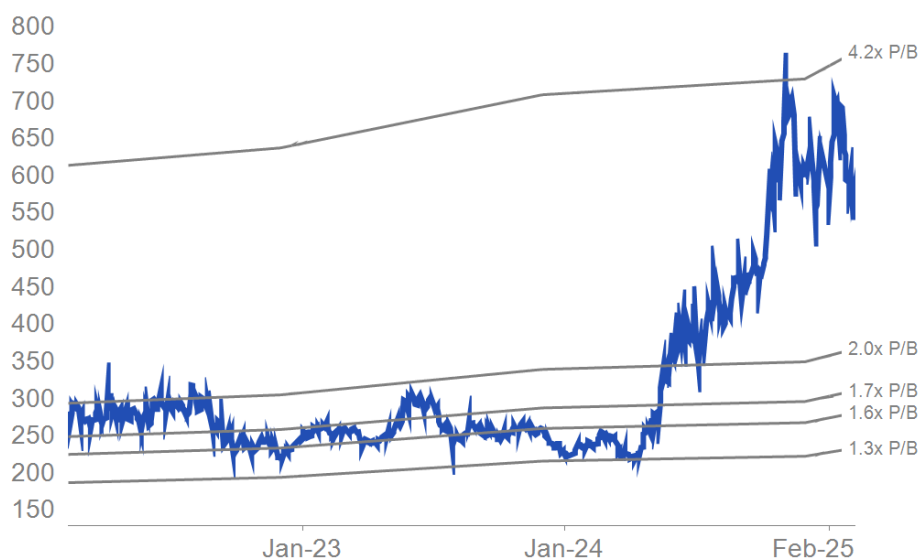
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 10：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
貿聯-KY	3665 TT	買進	541.0	3,108	22.85	38.76	45.77	23.7	14.0	11.8	65.8	69.6	18.1
國內同業													
信邦	3023 TT	買進	281.0	2,050	14.5	14.5	16.4	19.4	19.4	17.1	5.5	0.4	13.1
嘉澤	3533 TT	未評等	1550.0	5,300	78.9	92.5	106.7	19.7	16.8	14.5	55.7	17.3	15.4
良維	6290 TT	未評等	86.9	419	4.8	5.0	--	18.2	17.5	--	14.7	4.0	--
胡連	6279 TT	持有-超越 同業	166.5	520	11.9	12.3	--	14.0	13.5	--	28.4	3.9	--
國內同業平均					27.5	31.1	61.6	17.8	16.8	15.8	26.1	6.4	14.3
國外同業													
TE Connectivity Ltd	TEL.MW	未評等	148.1	44,171	7.6	8.1	9.0	19.6	18.4	16.5	25.0	6.7	11.4
Amphenol Corp	APH NYQ	未評等	61.8	74,833	1.8	2.3	2.6	33.6	26.8	23.9	13.8	25.4	12.2
Luxshare Precision Industry Co Ltd	002475.SZ	未評等	40.3	40,152	1.9	2.4	2.9	21.5	16.7	13.7	21.7	29.1	21.5
Aptiv PLC	APT.V.K NYQ	未評等	64.3	14,763	6.2	7.3	8.4	10.4	8.9	7.7	(41.3)	17.9	15.2
Hirose Electric Co Ltd	6806 JP	未評等	17415.0	4,221	763.0	942.8	1022.2	22.8	18.5	17.0	(23.9)	23.6	8.4
國外同業平均					156.1	192.6	209.0	21.6	17.8	15.8	(0.9)	20.5	13.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 11：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
貿聯-KY	3665 TT	買進	541.0	3,108	16.3	24.3	25.2	167.42	172.45	217.31	3.2	3.1	2.5
國內同業													
信邦	3023 TT	買進	281.0	2,050	23.5	22.1	22.8	62.4	66.6	72.9	4.5	4.2	3.9
嘉澤	3533 TT	未評等	1550.0	5,300	27.8	27.5	27.2	307.4	365.6	426.8	5.0	4.2	3.6
良維	6290 TT	未評等	86.9	419	14.4	14.1	--	37.9	38.0	--	2.3	2.3	--
胡連	6279 TT	持有-超越 同業	166.5	520	19.2	18.4	--	67.5	73.2	--	2.5	2.3	--
國內同業平均					21.2	20.5	25.0	118.8	135.9	249.8	3.6	3.3	3.7
國外同業													
TE Connectivity Ltd	TEL.MW	未評等	148.1	44,171	19.8	18.8	19.7	40.4	42.7	45.6	3.7	3.5	3.2
Amphenol Corp	APH NYQ	未評等	61.8	74,833	25.1	26.9	25.7	8.0	9.4	11.3	7.8	6.6	5.5
Luxshare Precision Industry Co Ltd	002475.SZ	未評等	40.3	40,152	19.4	20.6	20.7	9.9	12.3	14.3	4.1	3.3	2.8
Aptiv PLC	APT.V.K NYQ	未評等	64.3	14,763	15.8	16.8	17.2	36.7	42.8	49.0	1.8	1.5	1.3
Hirose Electric Co Ltd	6806 JP	未評等	17415.0	4,221	7.3	8.6	9.0	10555.4	11166.3	11607.4	1.7	1.6	1.5
國外同業平均					17.5	18.4	18.5	2130.1	2254.7	2345.5	3.8	3.3	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 12：季度及年度簡明損益表 (合併)

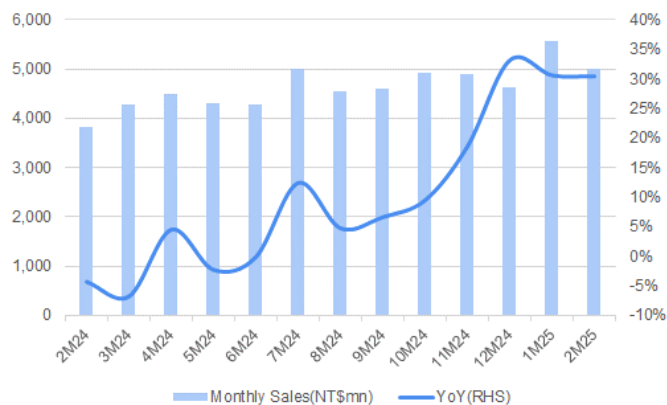
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	12,426	12,984	14,259	14,412	15,101	16,368	18,789	19,472	54,080	69,730
銷貨成本	(9,153)	(9,334)	(10,077)	(10,264)	(10,565)	(11,406)	(12,925)	(13,262)	(38,828)	(48,158)
營業毛利	3,273	3,650	4,182	4,148	4,536	4,962	5,865	6,210	15,253	21,572
營業費用	(2,172)	(2,167)	(2,189)	(2,159)	(2,416)	(2,545)	(2,884)	(3,115)	(8,687)	(10,961)
營業利益	1,101	1,483	1,992	1,989	2,120	2,416	2,981	3,094	6,566	10,611
業外利益	(173)	1	(179)	104	(30)	(30)	(30)	(30)	(248)	(120)
稅前純益	928	1,484	1,813	2,093	2,090	2,386	2,951	3,064	6,318	10,491
所得稅費用	(350)	(485)	(556)	(628)	(606)	(692)	(856)	(889)	(2,019)	(3,042)
少數股東權益	(3)	(3)	0	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(8)	(8)
歸屬母公司稅後純益	581	1,002	1,257	1,556	1,486	1,696	2,097	2,178	4,399	7,457
調整後每股盈餘(NT\$)	3.02	5.21	6.53	8.09	7.72	8.82	10.90	11.32	22.85	38.76
調整後加權平均股數(百萬股)	161	161	161	161	178	178	178	178	161	178
重要比率										
營業毛利率	26.3%	28.1%	29.3%	28.8%	30.0%	30.3%	31.2%	31.9%	28.2%	30.9%
營業利益率	8.9%	11.4%	14.0%	13.8%	14.0%	14.8%	15.9%	15.9%	12.1%	15.2%
稅前純益率	7.5%	11.4%	12.7%	14.5%	13.8%	14.6%	15.7%	15.7%	11.7%	15.1%
稅後純益率	4.7%	7.7%	8.8%	10.8%	9.8%	10.4%	11.2%	11.2%	8.1%	10.7%
有效所得稅率	37.7%	32.7%	30.7%	30.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	32.0%	29.0%
季增率(%)										
營業收入	1.9%	4.5%	9.8%	1.1%	4.8%	8.4%	14.8%	3.6%		
營業利益	27.4%	34.7%	34.3%	-0.2%	6.6%	14.0%	23.4%	3.8%		
稅後純益	14.3%	72.6%	25.4%	23.8%	-4.5%	14.1%	23.6%	3.9%		
調整後每股盈餘	14.4%	72.5%	25.4%	23.8%	-4.5%	14.2%	23.6%	3.9%		
年增率(%)										
營業收入	-2.2%	-0.2%	8.4%	18.2%	21.5%	26.1%	31.8%	35.1%	5.9%	28.9%
營業利益	-3.2%	80.6%	40.9%	130.1%	92.5%	62.9%	49.6%	55.6%	55.0%	61.6%
稅後純益	-7.5%	127.3%	69.8%	206.3%	155.7%	69.2%	66.8%	40.0%	90.0%	69.6%
調整後每股盈餘	-11.4%	122.8%	69.7%	206.4%	155.8%	69.3%	66.8%	39.9%	65.8%	69.6%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

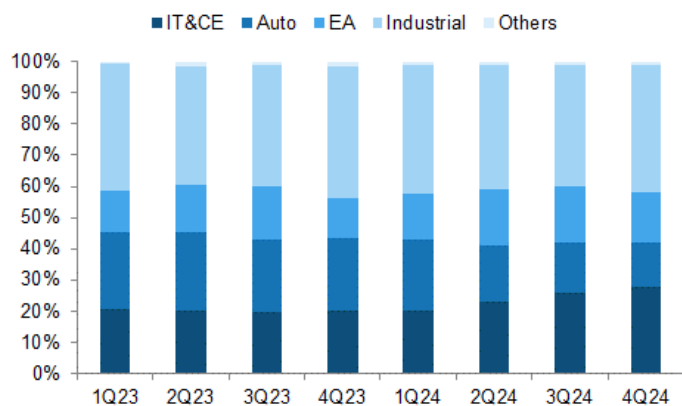
貿聯-KY 主要提供關鍵元件、線束及電纜線予多元產業，產品及服務擴及資訊科技基礎設施、用戶端周邊設備、光通訊、電信網絡、電器、醫療保健、工廠自動化、機械與感測、汽車產業、軌道車輛、船舶暨海洋產業、工業產業、太陽能等。產品的主要原物料為線材、連接器、端子等，3Q24 營收組成工業 39%、電器 18%、車用 16%、IT 26%。

圖 13：月營收



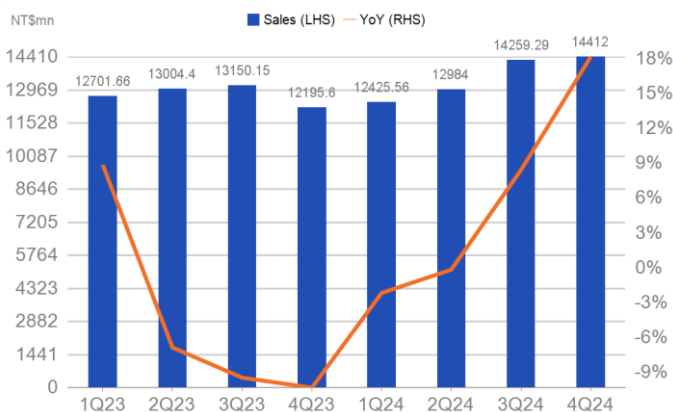
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 14：營收組成



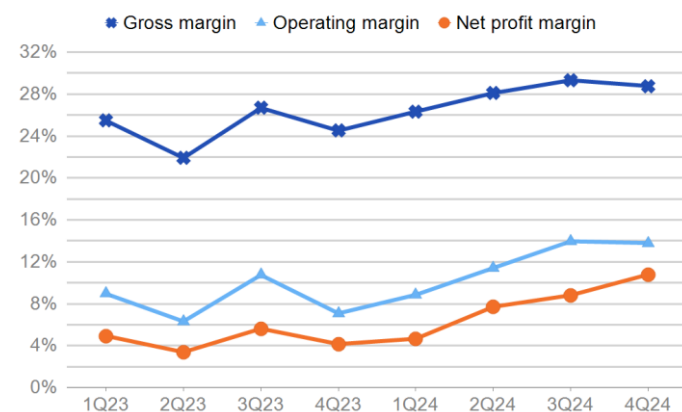
資料來源：公司資料

圖 15：營收趨勢



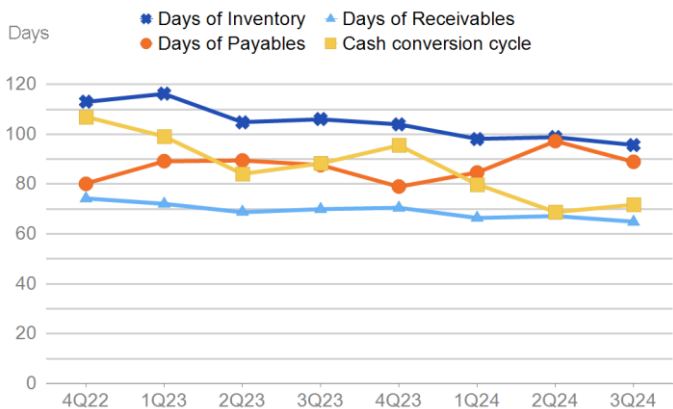
資料來源：CMoney、公司資料

圖 16：毛利率、營益率、淨利率



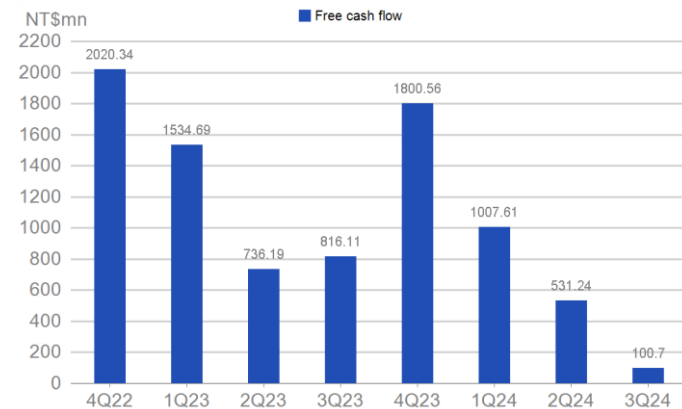
資料來源：CMoney、公司資料

圖 17：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**貿聯-KY 整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於領先的位置，但在電力設備行業的公司中排名領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**貿聯-KY 的整體曝險屬於中等水準，仍優於電力設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、公司品管、人力資本等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**貿聯-KY 在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬高等。公司遵循優異的 ESG 揭露，表明對投資者和公眾的強烈責任感，其 ESG 議題相關措施的制定與處理為產業中表現極佳者。

圖 19：ESG 分析

分項	評分/評級	
ESG 總分	11.9	
在 ESG 議題上的曝險 (A)	39.0	
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	73.2	
風險評級	低	★
同業排行(1~100，1 為最佳)	3	

資料來源：Sustainalytics (2025/3/11)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
現金與短期投資	8,498	10,627	10,732	10,044	10,720
存貨	12,323	10,103	10,534	12,159	13,757
應收帳款及票據	10,071	8,383	9,396	12,000	13,464
其他流動資產	1,703	2,777	2,773	2,773	2,773
流動資產	32,594	31,891	33,436	36,976	40,715
採用權益法之投資	30	26	591	738	887
固定資產	10,301	12,143	13,471	15,534	16,769
無形資產	6,802	6,703	6,392	6,081	5,770
其他非流動資產	3,979	3,921	3,507	3,507	3,507
非流動資產	21,111	22,792	23,960	25,860	26,933
資產總額	53,706	54,683	57,396	62,836	67,648
應付帳款及票據	5,876	4,744	5,043	6,832	7,332
短期借款	749	2,659	2,659	2,659	2,659
什項負債	7,148	6,315	6,315	6,315	6,315
流動負債	13,772	13,717	14,016	15,805	16,305
長期借款	10,283	4,784	13,322	13,322	13,322
其他負債及準備	7,146	11,584	3,046	3,046	3,046
長期負債	17,429	16,368	16,368	16,368	16,368
負債總額	31,202	30,086	30,384	32,173	32,673
股本	1,564	1,633	1,633	1,633	1,633
資本公積	13,111	14,309	14,309	14,309	14,309
保留盈餘	9,098	9,764	12,187	15,846	20,166
什項權益	(1,289)	(1,122)	(1,122)	(1,122)	(1,122)
歸屬母公司之權益	22,485	24,585	27,008	30,666	34,986
非控制權益	19	12	4	(4)	(12)
股東權益總額	22,504	24,597	27,012	30,663	34,975

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
本期純益	3,831	2,311	4,391	7,449	8,796
折舊及攤提	1,888	2,054	2,084	2,099	2,121
本期營運資金變動	(4,208)	3,138	(1,146)	(2,439)	(2,562)
其他營業資產 及負債變動	1,268	(57)	0	0	0
營運活動之現金流量	2,779	7,446	5,328	7,108	8,355
資本支出	(1,877)	(2,559)	(3,101)	(3,851)	(3,045)
本期長期投資變動	(22)	(3)	(151)	(147)	(149)
其他資產變動	(9,716)	(2,013)	0	0	0
投資活動之現金流量	(11,615)	(4,575)	(3,252)	(3,998)	(3,194)
股本變動	190	69	0	0	0
本期負債變動	15,329	(42)	0	0	0
現金增減資	2,880	1,150	0	0	0
支付現金股利	(1,386)	(1,564)	(1,976)	(3,798)	(4,484)
其他調整數	(3,152)	(555)	0	0	0
融資活動之現金流量	13,861	(942)	(1,976)	(3,798)	(4,484)
匯率影響數	263	201	0	0	0
本期產生現金流量	5,288	2,130	100	(688)	677
自由現金流量	902	4,888	2,227	3,257	5,310

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
營業收入	53,757	51,052	54,080	69,730	80,125
銷貨成本	(39,970)	(38,465)	(38,828)	(48,158)	(54,997)
營業毛利	13,787	12,587	15,253	21,572	25,128
營業費用	(8,241)	(8,350)	(8,687)	(10,961)	(12,619)
推銷費用	(2,837)	(2,547)	(2,738)	(3,574)	(4,108)
研究費用	(1,384)	(1,534)	(1,474)	(1,920)	(2,223)
管理費用	(3,946)	(4,221)	(4,503)	(5,466)	(6,288)
其他費用	(74)	(47)	28	0	0
營業利益	5,546	4,237	6,566	10,611	12,509
利息收入	62	349	440	400	400
利息費用	(481)	(963)	(581)	(600)	(600)
利息收入淨額	(419)	(614)	(142)	(200)	(200)
投資利益(損失)淨額	(13)	(6)	9	0	0
匯兌損益	211	(33)	149	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(32)	(141)	(398)	80	80
稅前純益	5,293	3,442	6,318	10,491	12,389
所得稅費用	(1,462)	(1,132)	(2,019)	(3,042)	(3,593)
少數股權淨利	(7)	(7)	(8)	(8)	(8)
歸屬母公司之稅後純益	3,838	2,317	4,399	7,457	8,804
稅前息前折舊攤銷前淨利	7,662	6,589	4,483	8,512	10,388
調整後每股盈餘 (NT\$)	23.28	13.78	22.85	38.76	45.77

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	88.2	(5.0)	5.9	28.9	14.9
營業利益	108.6	(23.6)	55.0	61.6	17.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	108.5	(14.0)	(32.0)	89.9	22.0
稅後純益	89.5	(39.7)	90.0	69.6	18.1
調整後每股盈餘	441.4	(40.8)	65.8	69.6	18.1
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	25.7	24.7	28.2	30.9	31.4
營業利益率	10.3	8.3	12.1	15.2	15.6
稅前息前淨利率	9.0	4.9	12.1	15.2	15.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	14.3	12.9	8.3	12.2	13.0
稅前純益率	9.9	6.7	11.7	15.1	15.5
稅後純益率	7.1	4.5	8.1	10.7	11.0
資產報酬率	9.7	4.3	7.7	11.9	13.0
股東權益報酬率	20.4	9.8	16.3	24.3	25.2
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	138.7	122.3	112.5	104.9	93.4
淨負債權益比(%)	11.3	(13.0)	19.4	19.4	15.0
利息保障倍數 (倍)	12.0	4.6	11.9	18.5	21.7
流動比率 (%)	236.7	232.5	238.6	234.0	249.7
速動比率 (%)	142.9	155.4	163.4	157.0	165.3
淨負債 (NT\$百萬元)	2,534	(3,184)	5,250	5,938	5,261
調整後每股淨值 (NT\$)	143.77	150.55	167.42	172.45	217.31
評價指標 (倍)					
本益比	23.2	39.3	23.7	14.0	11.8
股價自由現金流量比	96.6	17.8	39.1	26.7	16.4
股價淨值比	3.8	3.6	3.2	3.1	2.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	11.4	13.2	19.4	10.2	8.4
股價營收比	1.6	1.7	1.6	1.3	1.1

資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

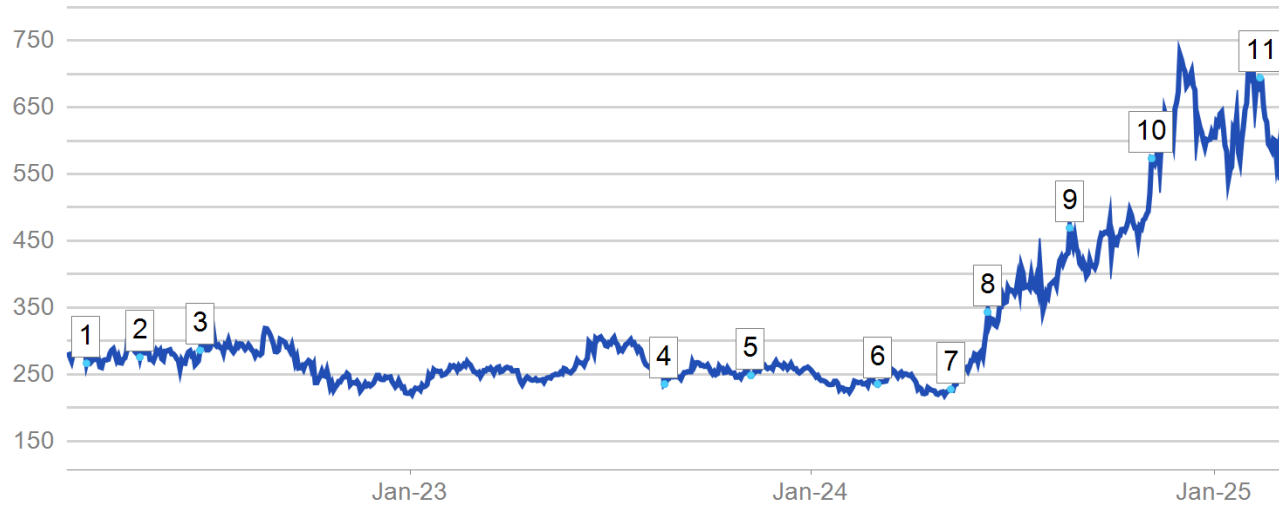
附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

貿聯-KY (3665 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢

— 收盤價



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20220328	318.00	385	385	買進	陳景文
2	20220516	318.00	410	410	買進	陳景文
3	20220706	297.50	415	415	買進	陳景文
4	20230828	267.00	325	325	買進	楊凱宇
5	20231113	257.00	275	275	持有-超越同業	楊凱宇
6	20240311	243.00	283	283	買進	何宗祐
7	20240515	233.00	284	284	買進	何宗祐
8	20240617	323.50	404	404	買進	何宗祐
9	20240827	431.50	525	525	買進	何宗祐
10	20241111	521.00	670	670	買進	何宗祐
11	20250220	682.00	870	870	買進	何宗祐

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 未調整之收盤價；B = 未調整之目標價；C = 依據股本變動調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.