

# 貿聯-KY(3665)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

## 元富投顧研究部

研究員 蘇宜家 Alice Su  
yjia95@masterlink.com.tw

## 評等

日期: 2025/3/12  
目前收盤價 (NT\$): 541  
目標價 (NT\$): 800  
52 週最高最低(NT\$): 224-729  
加權指數: 22071.09

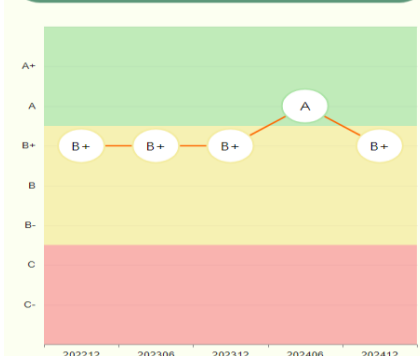
## 公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,896  
市值 (NT\$/mn): 101,570  
市值 (US\$/mn): 3,419  
20 日平均成交量(仟股): 3,593  
PER (2025): 15.26  
PBR (2025): 2.99  
外資持股比率: 39.54  
TCRI 4

股價表現 1-m 3-m 6-m  
絕對報酬率(%) -23.4 -21.1 34.7  
加權指數報酬率 -5.6 -3.6 5.0

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	800	800
營業收入 (NT\$/mn)	66,330	66,389
毛利率 (%)	29.5	29.7
營益率 (%)	14.6	14.3
EPS (NT\$)	35.45	34.85
BVPS(NT\$)	181	148

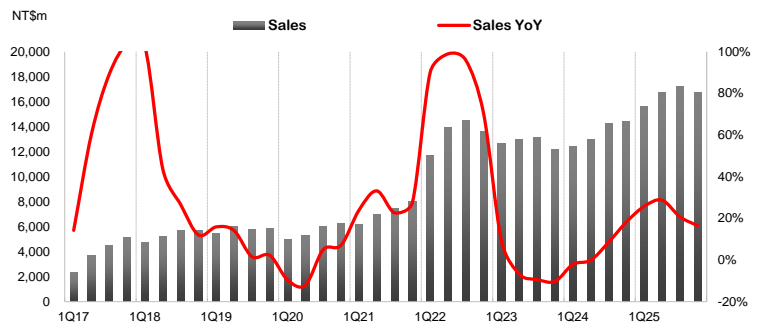
## 近五期TESG Rating



## HPC 延續成長動能

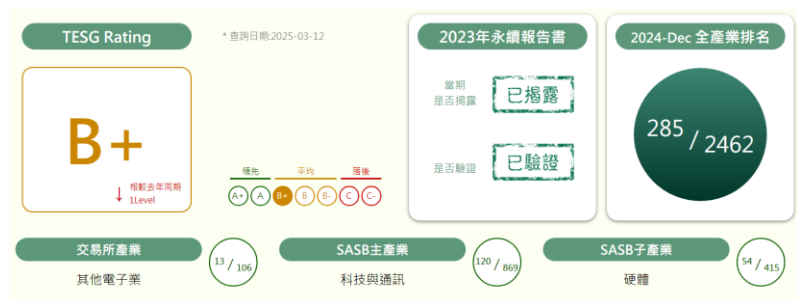
- **4Q24 毛利率 28.8% · 低於預期 · 4Q24 EPS 8.28 元 · 優於預期：**貿聯 4Q24 EPS 8.28 元，優於元富預估的 7.33 元，獲利達成率 111%，主要是業外優於預期。4Q24 營收 144.12 億元，QOQ+1.1%。4Q24 毛利率 28.8%，低於元富預估的 29.4%，亦較 3Q24 下滑 0.5 個百分點，主要是季節性因素及工作天數下降，此非常態性毛利率，業外匯兌收益挹注，稅率持續下降，4Q24 EPS 8.28 元。
- **2025 年 HPC 延續成長動能：**2024 年成長動能在於 HPC 及半導體設備，2024 年 HPC 營收 YOY+48%，半導體設備營收 YOY+44%，公司將持續推進各項專案，2025~2026 年成長動能仍可期。HPC 可分為 Data(數據傳輸)及 Power(電源傳輸)，2024 年佔比分別為 Data 52%及 Power 48%，GB200 相關 Power Whips、Busbar/Inner Busbar 等及 ASIC AI Server 所用之 AEC 仍為 2025 年成長動能，元富預估 2025 年 HPC 營收 YOY+100%。
- **維持買進，目標價 800 元：**4Q24 毛利率不如預期，非常態性，產品組合持續優化，2025 年毛利率提升仍可期，HPC 動能延續，故維持買進，預估 2025 年 EPS 35.45 元(原估 34.85 元)，目標價 800 元。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources : MasterLink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

## 貿聯為國內連接線束專業生產廠商

### 貿聯為國內連接線束專業生產廠商

貿聯位於連接(器)線產業鏈中下游，專注於利基市場，主要產品為電動車、工業用、半導體設備、電器、數據中心之機架電源線、高速傳輸線相關線束模組，終端應用領域多元，2024 年產品終端應用可區分為資訊科技 24%、電器 17%、車用 18%、工業 40%、其他 1%。2020 年 4 月併入新加坡商 Speedy，主營業務為半導體設備線束及模組，2021 年 10 月宣布併入 LEONI 工業事業群(公司將其命名為 INBG 部門)，並於 2022/1/21 併入合併報表。2024 年 8 月宣布併購 Easys，擴大半導體設備相關業務布局。主要生產基地位於中國、東南亞、北美及歐洲。

貿聯營收佔比及營收 YoY

	2023佔比	2023 YoY	2024佔比	2024 YoY	2025F佔比	2025F YoY
資訊科技	20%	-24%	24%	29%	34%	69%
電器	15%	-1%	17%	22%	15%	12%
車用	24%	5%	18%	-24%	14%	-1%
工業用	40%	2%	40%	5%	36%	10%
其他	0%	-67%	1%	135%	1%	1%

Sources : MasterLink

## 4Q24 毛利率 28.8%，低於預期，業外挹注下，4Q24 EPS 8.28 元，優於預期

### 4Q24 毛利率 28.8%，低於預期，業外挹注下，4Q24 EPS 8.28 元，優於預期

貿聯公告 4Q24 財報，4Q24 EPS 8.28 元，優於元富預估的 7.33 元，獲利達成率 111%，主要是業外優於預期。本業來看，4Q24 營收 144.12 億元，QOQ+1.1%，YOY+18.2%。獲利部分，4Q24 毛利率 28.8%，低於元富預估的 29.4%，亦較 3Q24 下滑 0.5 個百分點，主要是季節性因素及工作天數下降，此非常態性毛利率，業外匯兌收益挹注，稅率持續下降，4Q24 EPS 8.28 元。2024 年貿聯營收 540.8 億元，YOY+5.9%，毛利率 28.2%，產品組合持續優化，2024 年 EPS 25.41 元。預計配發 12 元現金股利，殖利率約為 2%。

貿聯 4Q24 財報與元富預估差異數

unit : NT \$ mn	3Q24(A)	4Q24(A)	4Q24(F)	較預期相比	QOQ	YOY	累計YOY
Net sales	14,259	14,412	14,464	0%	1%	18%	6%
Margin %	29.33%	28.78%	29.40%				
Operating profit	1,992	1,989	2,039	-2%	0%	130%	55%
Total non-opc inc	(179)	104	(0)				
Pre-tax profit	1,813	2,093	2,039	3%	15%		
Net profit	1,257	1,556	1,407	11%	24%	206%	90%
EPS	7.07	8.28	7.33				

Sources : MasterLink

## 2025 年 HPC 延續成長動能

2024 年成長動能在於 HPC 及半導體設備，2024 年 HPC 營收 YOY+48%，半導體設備營收 YOY+44%，公司將持續推進各項專案，2025~2026 年成長動能仍可期。HPC 可分為 Data(數據傳輸)及 Power(電源傳輸)，2024 年佔比分別為 Data 52%及 Power 48%，GB200 相關 Power Whips、Busbar/Inner Busbar 等及 ASIC AI Server 所用之 AEC 仍為 2025 年成長動能，元富預估 2025 年 HPC 營收 YOY+100%，產品組合優化將帶動 2025 年毛利率優於 2024 年，預估貿聯 2025 年營收 663.3 億元，YOY+22.7%，毛利率 29.5%，2025 年 EPS 35.45 元(原估 34.85 元)。最新收購案:軌道交通領域 Alpha，預計於 2Q25 完成交易。

## 2025 年 HPC 延續成長動能

### AEC 維持獨供，2025 年獲利數字不一定會因為 GB200 櫃數下修而下修

GB200 出貨櫃數持續下修，從去年的 5~6 萬櫃下修到目前 3 萬櫃以下，貿聯為 GB200 受惠股，主要出貨 Rack Busbar、Power Whips、Inner Busbar 及 Inner Cable，2025 年獲利不容小覷，原估 EPS 貢獻為 6~7 元，然隨 GB200 出貨量下修，股價一度受到衝擊。公司表示，只要 GPU 顆數沒有下修，就會有晶片出海口的終端產品，只是架構不同，若非 GB200 架構則會是 HGX 架構，貿聯都可供應相關產品，甚至在 HGX 可供應的零部件機會多於 GB200，貿聯的獲利並不一定會因為 GB200 櫃數下修而下修。至於 AEC 部分，2025 年為 ASIC AI Server 放量元年，ASIC AI Server 未來將全面採用 AEC，且 Credo 目前仍為主宰 AEC Cable 的廠商，貿聯也是 Credo AEC Cable 唯一的合作夥伴，目前均沒有二供，2025 年 AEC Cable 營收倍數成長可期。

## AEC 維持獨供，2025 年獲利數字 不一定會因為 GB200 櫃數下修而 下修

### 維持買進，目標價 800 元

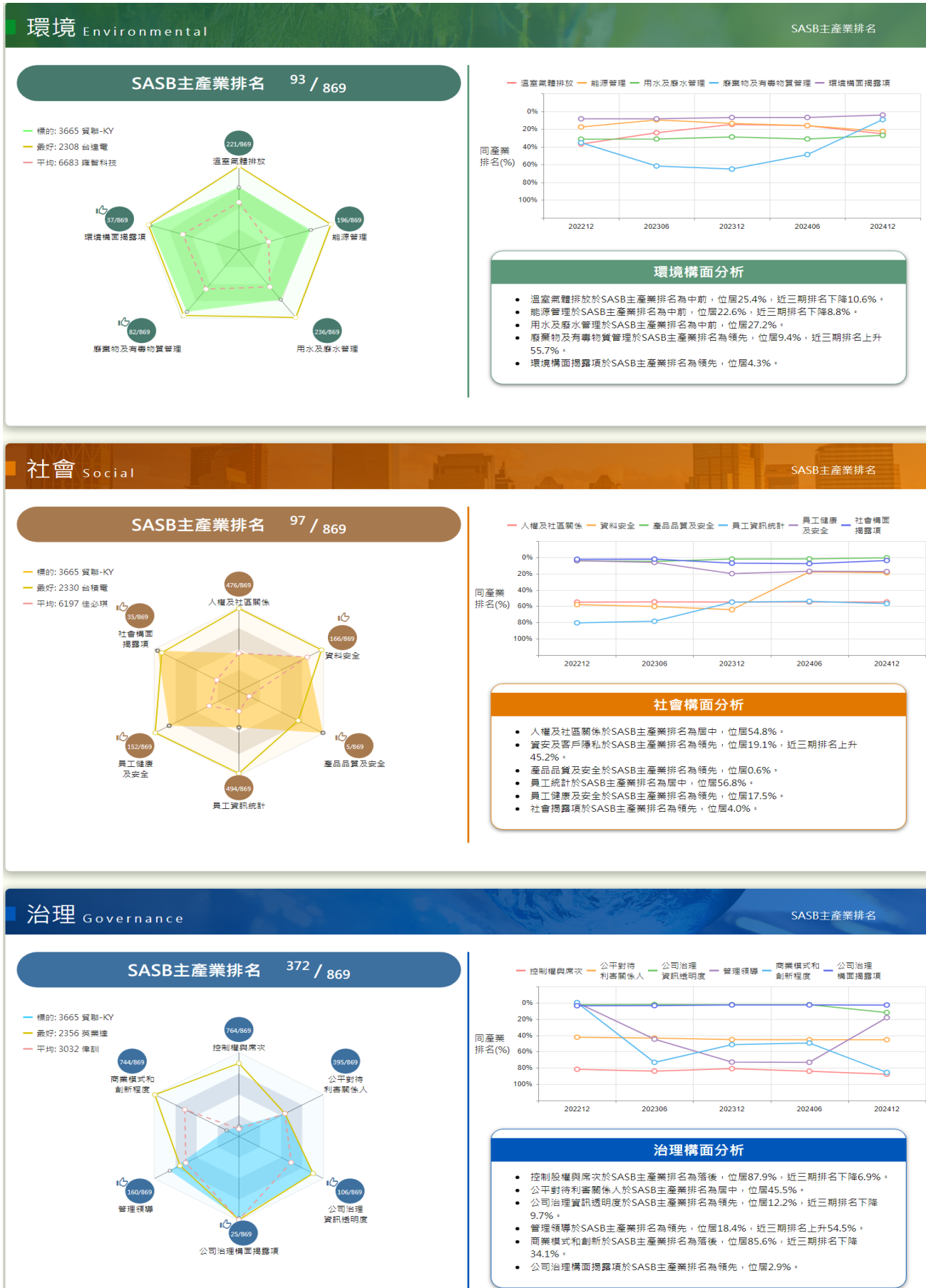
4Q24 毛利率不如預期為季節性及工作天數影響，非常態性毛利率，產品組合持續優化，2025 年毛利率提升仍可期，HPC 動能延續，故維持買進，預估 2025 年 EPS 35.45 元(原估 34.85 元)，目標價 800 元。

## 維持買進，目標價 800 元

### 風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	53,757	51,052	54,080	66,330
COGS	39,970	38,465	38,828	46,745
Gross profit	13,787	12,587	15,253	19,585
Operating expense	8,241	8,350	8,687	9,895
<b>Operating profit</b>	<b>5,546</b>	<b>4,237</b>	<b>6,566</b>	<b>9,690</b>
Total non-operate. Inc.	-254	-795	-248	-91
Pre-tax profit	5,293	3,442	6,318	9,599
Total Net profit	3,831	2,311	4,390	6,807
Minority	-7	-7	-6	0
<b>Net Profit</b>	<b>3,838</b>	<b>2,317</b>	<b>4,396</b>	<b>6,807</b>
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>25.02</b>	<b>14.37</b>	<b>25.41</b>	<b>35.45</b>
<b>Y/Y %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25F</b>
Sales	88.2	(5.0)	5.9	22.7
Gross profit	108.0	(8.7)	21.2	28.4
Operating profit	108.6	(23.6)	55.0	47.6
Pre-tax profit	100.4	(35.0)	83.5	51.9
Net profit	88.5	(39.6)	89.7	54.8
EPS	64.4	(42.6)	59.4	54.8
<b>Margins %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24F</b>	<b>FY25F</b>
Gross	25.6	24.7	28.2	29.5
Operating	10.3	8.3	12.1	14.6
EBITDA	12.8	11.5	15.6	17.7
Pre-tax	9.8	6.7	11.7	14.5
<b>Net</b>	<b>7.1</b>	<b>4.5</b>	<b>8.1</b>	<b>10.3</b>

Consolidated Balance Sheet				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	8,498	10,627	9,015	8,365
Marketable securities	423	1,803	584	585
A/R & N/R	10,071	8,383	10,816	13,266
Inventory	12,323	10,103	12,943	15,582
Others	1,279	974	375	369
Total current asset	32,594	31,891	33,733	38,167
Long-term invest.	533	613	895	895
Total fixed assets	10,301	12,143	14,143	17,143
Total other assets	10,278	10,037	2,391	2,392
<b>Total assets</b>	<b>53,706</b>	<b>54,683</b>	<b>51,161</b>	<b>58,596</b>
Short-term Borrow	749	2,659	2,659	2,659
A/P & N/P	5,876	4,744	4,853	5,843
Other current liab.	7,148	6,315	1,796	2,677
Total current liab.	13,772	13,717	9,308	11,179
L-T borrow s	14,011	13,322	13,331	13,339
Other L-T liab.	3,418	3,046	2,100	2,100
<b>Total liability.</b>	<b>31,202</b>	<b>30,086</b>	<b>24,740</b>	<b>26,618</b>
Common stocks	1,564	1,633	1,834	1,920
Reserves	13,111	14,309	14,309	14,309
Retain earnings	7,828	8,655	10,278	15,748
<b>Total Equity</b>	<b>22,504</b>	<b>24,597</b>	<b>26,421</b>	<b>31,977</b>
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>53,706</b>	<b>54,683</b>	<b>51,161</b>	<b>58,596</b>

Comprehensive Quarterly Income Statement				NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	15,621	16,714	17,216	16,779
Gross profit	4,608	4,964	5,113	4,899
Operating profit	2,234	2,457	2,617	2,383
Total non-opc inc.	-26	-26	-24	-14
Pre-tax profit	2,208	2,431	2,592	2,368
Net profit	1,534	1,726	1,854	1,693
EPS	7.99	8.99	9.65	8.82
<b>Y/Y %</b>	<b>1Q25F</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>
Net sales	25.7	28.7	20.7	16.4
Gross profit	40.8	36.0	22.3	18.1
Operating profit	102.8	65.6	31.3	19.8
Net profit	164.2	72.2	47.4	8.8
<b>Q/Q %</b>	<b>1Q25F</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>
Net sales	8.4	7.0	3.0	(2.5)
Gross profit	11.1	7.7	3.0	(4.2)
Operating profit	12.3	10.0	6.5	(9.0)
Net profit	(1.4)	12.5	7.4	(8.6)
<b>Margins %</b>	<b>1Q25F</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>
Gross	29.5	29.7	29.7	29.2
Operating	14.3	14.7	15.2	14.2
<b>Net</b>	<b>9.8</b>	<b>10.3</b>	<b>10.8</b>	<b>10.1</b>

Consolidated Statement of Cash flow				NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	3,838	2,317	4,396	6,807
Dep & Amort	1,888	2,054	2,002	2,002
Investment income	-57	-12	-14	-11
Changes in W/C	-4,208	3,138	-5,163	-4,099
Other adjustment	1,318	-52	-499	-498
<b>Cash flow – ope.</b>	<b>2,779</b>	<b>7,446</b>	<b>722</b>	<b>4,201</b>
Capex	-1,762	-2,514	-2,000	-3,000
Change in L-T inv.	-183	-1,382	1,500	0
Other adjustment	-9,670	-680	-500	-500
<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-11,615</b>	<b>-4,575</b>	<b>-1,000</b>	<b>-3,500</b>
Free cash flow	1,017	4,933	-1,278	1,201
Inc. (Dec.) debt	11,921	-4,523	10	10
Cash dividend	-1,386	-1,564	-1,237	-1,255
Other adjustment	3,325	5,145	-90	-90
<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>13,861</b>	<b>-942</b>	<b>-1,317</b>	<b>-1,335</b>
Exchange influence	263	201	-17	-16
<b>Change in Cash</b>	<b>5,288</b>	<b>2,130</b>	<b>-1,612</b>	<b>-650</b>
<b>Ratio Analysis</b>				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	9.66	4.26	8.31	12.40
ROE	20.35	9.81	17.70	23.31

**Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS**

**MasterLink Securities – Stock Rating System**

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2025 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.