



研究報告

貿聯-KY(3665.TT)

買進(調升)

TP：680

HPC 和半導體設備產品為主要獲利引擎

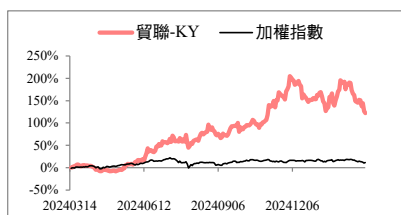
核心觀點

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，預估 2025 年稅後 EPS 為 37.73 元，評價位於過往歷史區間下緣，調升投資評等至「買進」。

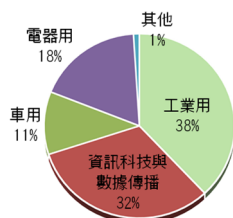
交易資料

收盤價	531.00
市值(億元)	1,006.80
流通在外股數(百萬股)	189.81
本益比	14.07
股價淨值比	2.86
240 日股價(低/均/高)	223/442/738
60 日均成交額(百萬元)	2,439.15

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	企業治理	社會承諾	環境參與	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
simonx Zhuang-71976@esunsec.com.tw

重要訊息

貿聯-KY召開法說會，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144.1億元，QoQ+1.1%，YoY+18.2%，主要原因為HPC和半導體設備業務成長，惟低毛利率IT周邊產品因美國關稅提前拉貨導致出貨量增加，毛利率下滑至28.8%，稅後EPS為8.21元。

美系CSP算力需求強勁以及AEC產能擴充，25Q1營收成長。2月營收50億元，MoM-10%，係因電器和車用受季節性拉貨和需求影響，惟美系CSP算力需求持續強勁，加上AEC產線擴充至3條，預估25Q1營收季增7.9%至155億元，毛利率29.75%，稅後EPS為7.84元。

HPC和半導體設備產品為主要獲利引擎。展望2025年，貿聯-KY營收成長主要來自HPC和半導體設備業務，營收占比分別為24%和13%。HPC產品主要為電源和數據傳輸線束，分別占52%和48%，其中電源傳輸產品主要為GB200 Power Whip、Inner Busbar、Inner Cable、Rack Busbar；數據傳輸產品則主要為AEC主動式電纜，為Credo直接供應商。近期GB200因設計問題導致出貨遞延，部分CSP轉往ASIC或B200訂單，導致GB200電源產品營收減少，惟B200 HGX架構以及ASIC皆需採用AEC，反而提升AEC出貨量，有利產品組合優化。另外，Credo預計今年切入新美系CSP客戶，故維持HPC營收財測。貿聯-KY預計於25Q2以新台幣9億元完成收購Alpha Elektrotechnik AG 100%股權，主要看準旗下高壓電纜解決方案事業群有助貿聯開發高頻高壓連接器，預估每年挹注營收新台幣3億元。綜合以上，預估2025年營收年增26.5%至684億元，毛利率30.4%，稅後EPS為37.73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37.73元，目前本益比14倍，評價位於過往歷史區間下緣，調升投資評等至「買進」，目標價為680元(18倍PER*2025EPS(F))。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	2024	25Q1(E)	25Q2(F)	25Q3(F)	25Q4(F)	2025(F)
營收	54,080	15,542	16,252	17,705	18,900	68,400
YoY	5.9%	25.1%	25.2%	24.2%	31.1%	26.5%
毛利率	28.2%	29.8%	30.0%	30.8%	31.0%	30.4%
營益率	12.1%	13.5%	14.2%	14.8%	15.3%	14.5%
稅後淨利	4,396	1,487	1,698	1,861	2,107	7,153
EPS(元)	25.41	7.84	8.96	9.82	11.11	37.73

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	15,542	16,252	15,598	16,310	(0.36)	(0.36)
毛利	4,624	4,876	4,640	4,893	(0.35)	(0.36)
營業利益	2,101	2,310	2,109	2,318	(0.37)	(0.37)
稅前淨利	2,000	2,284	2,008	2,292	(0.39)	(0.35)
稅後淨利	1,487	1,698	1,392	1,589	6.81	6.85
每股盈餘(元)	7.84	8.96	7.59	8.67	3.35	3.31
財務比率(%)						
毛利率	29.75	30.00	29.75	30.00	0.01	0.00
營益率	13.52	14.21	13.52	14.21	(0.02)	(0.01)
淨利率	12.87	14.05	12.87	14.05	(0.04)	0.01

資料來源：玉山投顧(2025/03)

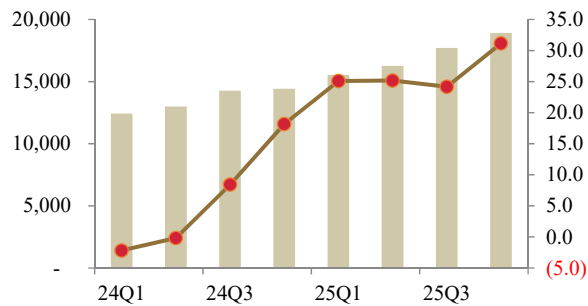
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	12,426	12,984	14,259	14,412	54,080	15,542	16,252	17,705	18,900	68,400
營業毛利	3,273	3,650	4,182	4,148	15,253	4,624	4,876	5,444	5,859	20,803
營業費用	2,172	2,167	2,189	2,159	8,687	2,523	2,566	2,831	2,961	10,881
營業利益	1,101	1,483	1,992	1,989	6,566	2,101	2,310	2,613	2,898	9,922
淨業外收支	(173)	1	(179)	104	(248)	(101)	(26)	(109)	(65)	(301)
稅前淨利	928	1,484	1,813	2,093	6,318	2,000	2,284	2,504	2,834	9,621
稅後淨利	581	1,002	1,257	1,556	4,396	1,487	1,698	1,861	2,107	7,153
EPS(元)	3.56	6.13	7.07	8.21	25.41	7.84	8.96	9.82	11.11	37.73
財務比率										
毛利率	26.34	28.11	29.33	28.78	28.20	29.75	30.00	30.75	31.00	30.41
營業利益率	8.86	11.42	13.97	13.80	12.14	13.52	14.21	14.76	15.34	14.51
稅前淨利率	7.47	11.43	12.71	14.52	11.68	12.87	14.05	14.14	14.99	14.07
YoY(%)										
營業收入	(2.17)	(0.16)	8.43	18.17	5.93	25.08	25.17	24.17	31.14	26.48
營業毛利	1.13	28.06	19.16	38.69	21.18	41.28	33.58	30.19	41.25	36.39
營業利益	(3.17)	80.58	40.93	130.10	54.97	90.77	55.70	31.15	45.71	51.10
稅前淨利	6.63	103.94	65.24	180.21	83.55	115.49	53.86	38.09	35.40	52.27
稅後淨利	(7.2)	128.13	70.12	207.11	90.25	156.06	69.37	48.04	35.40	62.70
QoQ(%)										
營業收入	1.89	4.49	9.82	1.07		7.85	4.56	8.94	6.75	
營業毛利	9.43	11.52	14.57	(0.81)		11.47	5.44	11.67	7.61	
營業利益	27.41	34.67	34.33	(0.16)		5.63	9.92	13.14	10.92	
稅前淨利	24.27	59.93	22.14	15.43		(4.43)	14.19	9.62	13.18	
稅後淨利	14.62	72.64	25.41	23.75		(4.43)	14.19	9.62	13.18	

資料來源：玉山投顧(2025/03)

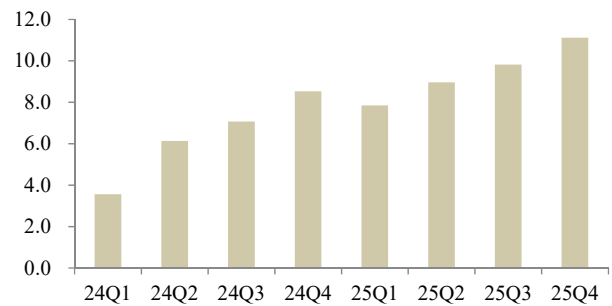
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



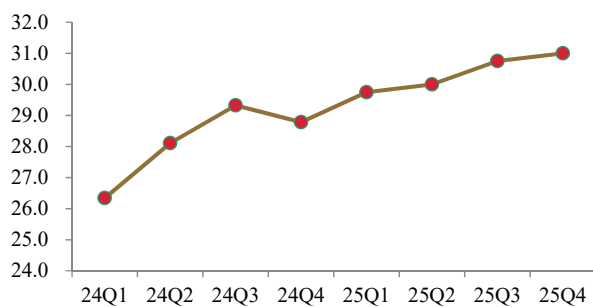
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



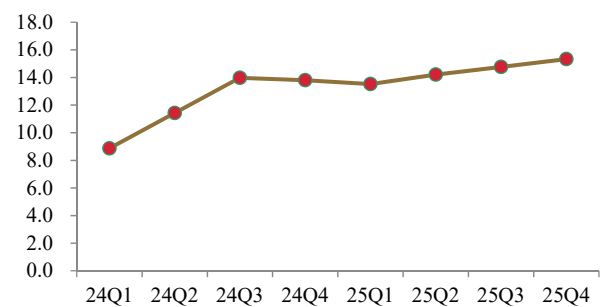
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



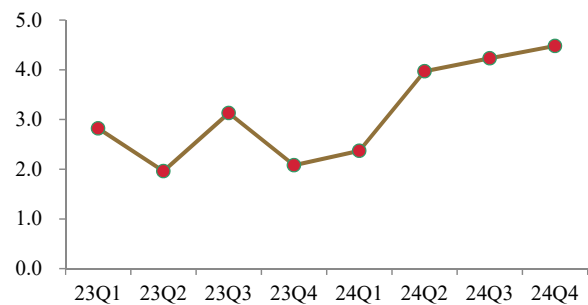
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



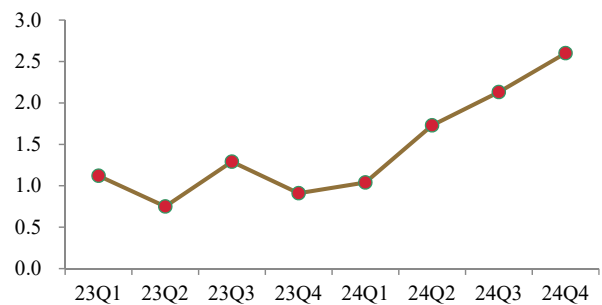
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)

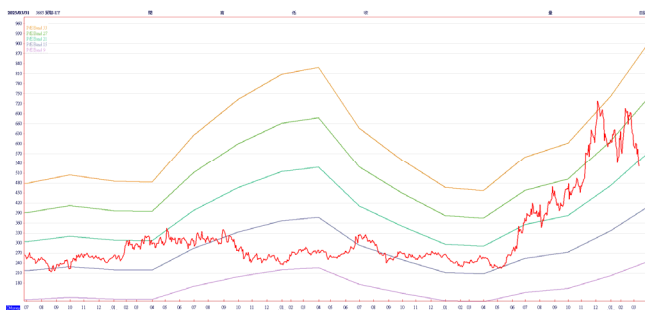


圖表 9、稅後資產報酬率

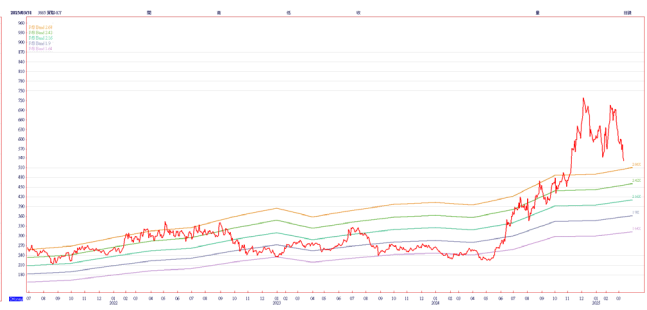
(季未年化)



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(2025/03)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
營業收入	53,757	51,052	54,080	68,400	
營業成本	39,970	38,465	38,828	47,597	
營業毛利	13,787	12,587	15,253	20,803	
營業費用	8,241	8,350	8,687	10,881	
營業利益	5,546	4,237	6,566	9,922	
營業外收支淨額	-254	-795	-248	-301	
稅前淨利	5,293	3,442	6,318	9,621	
稅後淨利	3,838	2,317	4,396	7,153	
普通股股本	1,564	1,633	1,896	1,896	
EPS(元)	24.53	14.19	25.41	37.73	
年成長率					
營收	88.2%	-5.0%	5.9%	26.5%	
營業利益	108.6%	-23.6%	55.0%	51.1%	
稅前淨利	100.4%	-35.0%	83.5%	52.3%	
母公司稅後淨利	88.5%	-39.6%	89.7%	62.7%	
獲利能力比率					
毛利率	25.6%	24.7%	28.2%	30.4%	
營業利益率	10.3%	8.3%	12.1%	14.5%	
稅前淨利率	9.8%	6.7%	11.7%	14.1%	
稅後淨利率	7.1%	4.5%	8.1%	10.5%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
流動資產	32,594	31,891	33,668	39,519	
現金及約當現金	8,498	10,627	10,176	10,277	
存貨	12,323	10,103	11,232	14,205	
應收帳款及票據	10,071	8,383	10,473	13,246	
其他流動資產	1,703	2,777	1,787	1,790	
長期投資	29	26	27	27	
固定資產	10,301	12,143	14,677	15,585	
其他長期資產	10,790	10,632	12,552	12,559	
資產總額	53,706	54,683	60,915	67,681	
流動負債	13,772	13,717	16,795	19,487	
應付帳款及票據	5,876	4,744	6,239	7,891	
短期借款	749	2,659	3,832	4,847	
什項負債	7,148	6,315	6,724	6,750	
非流動負債	17,429	16,368	7,903	6,552	
負債總額	31,202	30,086	24,698	26,040	
普通股股本	1,564	1,633	1,896	1,896	
資本公積	13,111	14,309	21,493	21,493	
保留盈餘	9,098	9,764	12,704	16,913	
股東權益總額	22,504	24,597	36,217	41,642	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024	2025(F)	
稅前淨利	5,293	3,442	6,318	9,621	
折舊及攤提費用	1,888	2,054	2,211	2,233	
本期營運資金變動	-3,602	3,001	409	4,095	
其他項目	-799	-1,051	-2,029	-2,566	
營運活動之現金流量	2,779	7,446	6,909	13,383	
資本支出	-1,877	-2,559	-3,110	-3,141	
本期長期投資變動	0	0	0	0	
其他項目	-9,738	-2,016	-1,266	-7,529	
投資活動之現金流量	-11,615	-4,575	-4,377	-10,670	
短期借款及票券變動	-98	1,893	1,130	1,015	
舉措/償還長期借款	12,019	-6,416	-2,085	-1,351	
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	-1,470	-2,275	
其他項目	-2,412	0	0	0	
融資活動之現金流量	13,861	-942	-2,943	-2,611	
匯率影響數	263	201	-41	0	
本期現金流量	5,288	2,130	-452	102	
期末現金及約當現金	8,498	10,627	10,176	10,277	

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%	40.5%	38.5%
槓桿比率		138.6%	122.3%	68.2%	62.5%
流動比率		236.7%	232.5%	200.5%	202.8%
速動比率		147.2%	158.8%	133.6%	129.9%
存貨週轉率(次)		4.27	3.43	3.64	3.59
存貨週轉天數		84.22	104.94	98.90	100.33
應收帳款週轉率(次)		6.29	5.53	5.74	5.87
應收帳款週轉天數		57.22	65.07	62.76	61.36
總資產週轉率(次)		1.00	0.93	0.89	1.01
淨值週轉率(次)		2.39	2.08	1.49	1.64
股東權益報酬率		20.4%	9.8%	14.5%	22.3%
總資產報酬率		9.7%	4.3%	7.6%	11.8%
OCF/流動負債		20.2%	54.3%	41.1%	68.7%
每股比率					
每股淨值(元)		143.77	150.55	197.43	219.63
每股營收(元)		343.61	312.61	285.30	360.84
每股盈餘(元)		24.53	14.19	25.41	37.73
每股現金股利(元)		10.10	8.83	12.00	15.53
現金股利配發率		41.2%	62.2%	47.2%	41.2%

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)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