

萬泰科(6190)

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: 2025/3/24
目前收盤價 (NT\$): 40.4
目標價 (NT\$): 60
52 週最高最低(NT\$): 32.4-44.3
加權指數: 22209.1

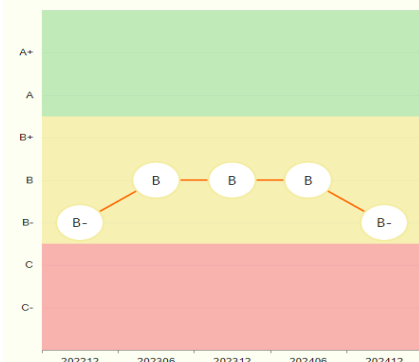
公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,637
市值 (NT\$/mn): 6,610
市值 (US\$/mn): 220
20 日平均成交量(仟股): 5,065
PER (2025): 13.13
PBR (2025): 2.13
外資持股比率: 7.94
TCRI: 6

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	4.1	16.3	8.0
加權指數報酬率	-6.4	-1.3	0.2

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	60	45
營業收入 (NT\$/mn)	9,951	9,951
毛利率 (%)	17.6	17.5
營益率 (%)	8.1	8.0
EPS (NT\$)	3.10	2.96
BVPS(NT\$)	19	19

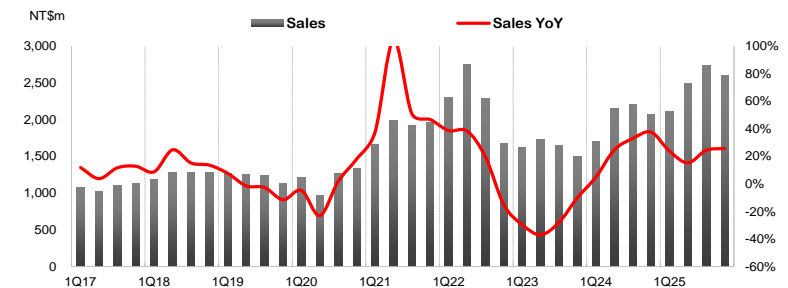
近五期TESG Rating



AI 伺服器高速線 2026 年倍數成長

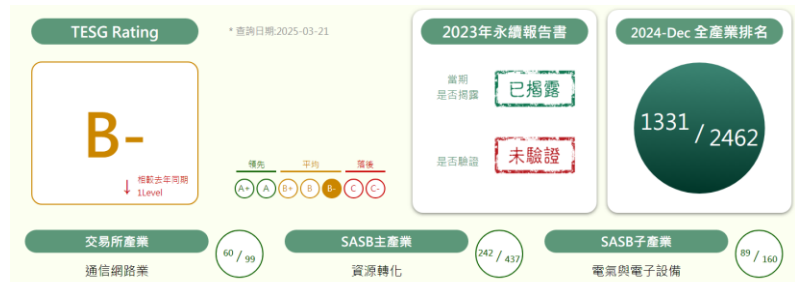
- **AI 伺服器高速線 4 月量產·2025 年營收占比 3%·2026 年倍數成長·2030 年挑戰 10~15%:**2025 年展望營收 YOY+20~25%·2025 年毛利率正向提升。受惠於 AI 伺服器與高毛利率客製化線材高成長、關稅戰備貨效應與供應鏈去中化將持續推升萬泰科線材需求·目標未來 5 年營收 CAGR 20~25%·毛利率長期營運目標為 20%。
- **AI 伺服器高速線擴產規劃明確·毛利率區間為 20~30%·遠高於公司平均·將帶動營收及獲利同步成長:**泰國產線第一期月產能為 150~200 萬米·第二期產能為 600~800 萬米(2H25)·第三期產能為 800~1,000 萬米(1H26)·即 2026 年底 AI 伺服器高速線月產能為 2,000 萬米。1H25 出貨均以內部線(In-Tray)為主·2H25 開始出貨外部線(Tray-to-Tray)·未來將往更高難度的外部線(Rack-to-Rack)發展·以 ASP 來說·Rack-to-Rack > Tray-to-Tray > In-Tray·長線發展可期。2025 年 AI 伺服器高速線營收占比約為 3%·2026 年倍數增長·目標 2030 年營收占比將達 10~15%。
- **維持買進評等·目標價 60 元:**AI 伺服器高速線擴產進度明確·預估 2025 年 EPS 3.1 元·2026 年 EPS 4~5 元·目前評價仍偏低·殖利率為 5%·下檔有保護·故維持買進評等·目標價上修至 60 元。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources : MasterLink

Exhibit 2: TESG 企業永續指標



Sources : TEJ

萬泰科為網路線及電子線專業生產廠商

萬泰科為網路線及電子線專業生產廠商

萬泰科成立於 1978 年，主要產品為區域網路線、光纖光纜、電子線、RF 高頻同軸線、電源線、高溫線、汽車及機車用線等，短時間內快速發展成為台灣電子線生產的龍頭。2000 年成功轉型為網路線及高頻同軸線專業生產廠商。於 2007 年取得 CAT6A 線材(10G)國際認證，萬泰科成為世界知名的網路線生產工廠。2024 年 1~9 月產品組合為：網路線 35%、電子線 25%、汽車及機車用線 10%、灌溉用線 5%、輻照交聯線(E-beam)5%、Plug/Connector 2%、其他 18%。

終端應用領域多元，包括網路線：區域網路、大樓建築網路分布、電信主幹 Data Center、Server、交換器、資料儲存等；電子線/電源線：家電(洗衣機、冰箱...等)、消費性電子、高爾夫球場灌溉系統；汽機車線：信號線、玻璃升降、儀表板等傳統車線。國外市場銷售透過經銷商或者以 OEM 的形式直銷給世界各大品牌，國內市場則直接銷售給電信局加工廠、網路施工商或委外加工後直接售予使用廠商。

萬泰科營收佔比及營收 YoY

	2023 佔比	2023 YoY	2024F 佔比	2024F YoY	2025F 佔比	2025F YoY
網路線	34%	-40%	35%	29%	39%	35%
電子線	25%	-22%	25%	20%	24%	15%
汽車及機車線	10%	-20%	10%	25%	9%	5%
灌溉線	5%	1%	5%	-11%	4%	2%
其他	25%	-21%	25%	36%	25%	23%

Sources : MasterLink

4Q24 毛利率 16.2%，略低於預期，2024 年 EPS 2.28 元

4Q24 毛利率 16.2%，略低於預期，2024 年 EPS 2.28 元

萬泰科 4Q24 EPS 0.53 元，低於元富預估的 0.6 元，獲利達成率 87%。本業來看，4Q24 營收 20.70 億元，QOQ-6%，YOY+38%，營收季減幅度較往年小，淡季不淡。獲利部分，由於 4Q24 營業規模略小於 3Q24，4Q24 毛利率 16.2%，略低於元富預估的 16.5%，單季費用 2.4 億元偏高來自一次性費用認列，業外匯兌正向，4Q24 EPS 0.53 元，2024 年 EPS 2.28 元，規劃未來配息率將超過 70%，以 2025 年配息 2 元試算(2024 年 EPS 2.28 元)，目前股價 42.5 元，殖利率為 5%，下檔有保護。

萬泰科 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	2,202	2,070	2,071	0%	-6%	38%	25%
Margin %	16.72%	16.24%	16.50%				
Operating profit	154	95	130	-27%	-38%	-6%	44%
Total non-ope inc.	(13)	37	22				
Pre-tax profit	141	132	153	-13%	-6%	28%	53%
Net profit	97	83	95	-13%	-14%	28%	60%
EPS	0.60	0.53	0.60				

Sources : MasterLink

AI 伺服器高速線 4 月量產，2025 年營收占比 3%，2026 年倍數成長，2030 年挑戰 10~15%

2025 年展望:營收 YOY+20~25%，2025 年毛利率正向提升。受惠於 AI 伺服器與高毛利率客製化線材高成長、關稅戰備貨效應與供應鏈去中化將持續推升萬泰科線材需求，目標未來 5 年營收 CAGR 20~25%。獲利部分，隨著高毛利率客製化高階線材營收占比持續提升，毛利率長期營運目標為 20%。

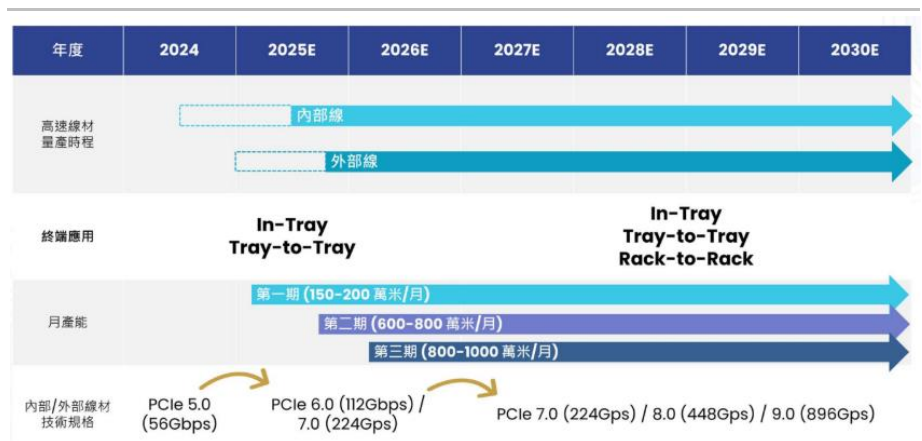
資本支出部分，2025 年資本支出約新台幣 2 億元，主要投資於越南及泰國廠擴產。泰國廠規畫量產 AI 高速線新訂單，計畫分三階段擴產:第 1 階段投入 6 千萬元，後續兩階段總計追加至 1 億元，預計今年內全數完成。越南廠已開始擴產輻照線 E-Beam，預計 2025 年 6 月量產。

AI 伺服器高速線 4 月量產，2025 年營收占比 3%，2026 年倍數成長，2030 年挑戰 10~15%

1) AI 伺服器高速線(至少是 PCIe 5.0 以上規格):

- 傳統伺服器內部線多為網路線+光纖跳線，AI 伺服器內部線則改為多捆高速線，每個機架內含 10,000 條線纜，其中，每一台 AI 伺服器所需 1 萬米 112G 高速線(約為 200 條)，萬泰科具有上游關鍵材料取得優勢及生產良率達 98~99% 兩大優勢，AI 伺服器高速線預計於 4 月開始出貨，毛利率區間為 20~30%，遠高於公司平均，將帶動營收及獲利同步成長。
- 產能規劃:泰國產線第一期月產能為 150~200 萬米，第二期產能為 600~800 萬米(2H25)，第三期產能為 800~1,000 萬米(1H26)，即 2026 年底 AI 伺服器高速線月產能為 2,000 萬米。1H25 出貨均以內部線(In-Tray)為主，2H25 開始出貨外部線(Tray-to-Tray)，未來將往更高難度的外部線(Rack-to-Rack)發展，以 ASP 來說，Rack-to-Rack > Tray-to-Tray > In-Tray，長線發展可期。2025 年 AI 伺服器高速線營收占比約為 3%，2026 年倍數增長，目標 2030 年營收占比將達 10~15%。

萬泰科 AI 伺服器線里程碑



Sources: 萬泰科法說會(2025/3/20)、MasterLink

- 2) 網路線:運用於區域網路、大樓建築網路分布、電信主幹 Data Center、Server、交換器、資料儲存等，萬泰科產品規格已達 CAT8(目前市面上最高規格)，2025 年成長動能在於建築物汰舊換新及新建築的網路線、控制用線、電子線等，近年網路線及電力線二合一的 POE 線營收亦呈現高速成長，同時隨著資料傳輸需求擴大，傳輸速率要求提升，網路線升級亦為長線成長機會。

地面衛星設備網路線主要供應商，低軌道衛星產品持續成長

地面衛星設備網路線主要供應商，低軌道衛星產品持續成長

萬泰科 2020 年打入低軌道衛星供應鏈，出貨產品為連接戶外基地台連接到室內服務器的網路線，過去地面接收端所需 1 條電源線+2 條網路線，現有規格則為 1 條 23 米網路線(傳輸資料/電力)+1 條電源用線，萬泰科為 23 米網路線主要供應商，電源用線營收將於 2025 年開始貢獻。

維持買進，目標價 60 元

維持買進評等，目標價 60 元

AI 伺服器高速線即將量產，未來擴產進度明確，預估 2025 年 EPS 3.1 元，2026 年 EPS 4~5 元，目前評價仍偏低，殖利率為 5%，下檔有保護，故維持買進評等，目標價上修至 60 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

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	9,028	6,518	8,139	9,951	
COGS	7,450	5,558	6,758	8,203	
Gross profit	1,578	960	1,381	1,748	
Operating expense	870	609	874	944	
Operating profit	708	351	507	803	
Total non-operate. Inc.	42	28	74	29	
Pre-tax profit	750	379	581	832	
Total Net profit	538	267	385	582	
Minority	72	43	27	27	
Net Profit	466	224	358	556	
EPS (NT\$)	3.04	1.46	2.28	3.10	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Sales	19.8	(27.8)	24.9	22.3	
Gross profit	45.7	(39.1)	43.8	26.5	
Operating profit	97.1	(50.4)	44.3	58.4	
Pre-tax profit	103.5	(49.4)	53.2	43.1	
Net profit	107.3	(51.8)	59.6	55.2	
EPS	81.0	(52.1)	56.6	36.2	
Margins %	FY22	FY23	FY24	FY25F	
Gross	17.5	14.7	17.0	17.6	
Operating	7.8	5.4	6.2	8.1	
EBITDA	10.8	8.5	9.3	10.0	
Pre-tax	8.3	5.8	7.1	8.4	
Net	5.2	3.4	4.4	5.6	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	717	718	838	688	
Marketable securities	9	3	166	3	
A/R & N/R	1,620	1,289	1,865	1,914	
Inventory	1,660	1,363	1,592	1,491	
Others	198	194	177	126	
Total current asset	4,204	3,567	4,638	4,222	
Long-term invest.	356	344	376	460	
Total fixed assets	1,178	1,161	1,227	1,947	
Total other assets	570	545	632	321	
Total assets	6,307	5,616	6,873	6,950	
Short-term Borrow	1,078	713	1,033	1,033	
A/P & N/P	506	390	569	456	
Other current liab.	500	412	1,256	1,126	
Total current liab.	2,085	1,516	2,857	2,615	
L-T borrow s	79	76	84	84	
Other L-T liab.	1,109	1,095	371	1,063	
Total liability.	3,273	2,687	3,312	3,761	
Common stocks	1,617	1,618	1,637	1,637	
Reserves	384	389	503	503	
Retain earnings	1,034	923	1,421	1,049	
Total Equity	3,034	2,930	3,561	3,189	
Total Liab. & Equity	6,307	5,616	6,873	6,950	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	2,112	2,492	2,742	2,605	
Gross profit	359	426	493	469	
Operating profit	148	177	244	234	
Total non-ope inc.	7	7	7	7	
Pre-tax profit	155	184	251	242	
Net profit	100	115	173	169	
EPS	0.56	0.64	0.96	0.94	
Y/Y %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	23.9	15.3	24.5	25.8	
Gross profit	34.4	3.8	34.0	39.4	
Operating profit	52.8	9.9	58.8	145.6	
Net profit	28.9	13.5	78.4	103.7	
Q/Q %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Net sales	2.0	18.0	10.0	(5.0)	
Gross profit	6.8	18.7	15.8	(5.0)	
Operating profit	54.9	19.7	37.9	(3.9)	
Net profit	20.8	14.5	50.6	(2.2)	
Margins %	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	
Gross	17.0	17.1	18.0	18.0	
Operating	7.0	7.1	8.9	9.0	
Net	4.7	4.6	6.3	6.5	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	466	224	358	556	
Dep & Amort	186	204	219	152	
Investment income	-33	-4	-5	-1	
Changes in W/C	36	506	-618	-61	
Other adjustment	393	-48	158	200	
Cash flow – ope.	1,049	882	112	846	
Capex	-195	-95	-168	-200	
Change in L-T inv.	22	10	6	-3	
Other adjustment	-101	20	-131	5	
Cash flow – inve.	-274	-66	-293	-198	
Free cash flow	854	787	-214	646	
Inc. (Dec.) debt	-2,450	-365	351	0	
Cash dividend	-215	-308	-185	-474	
Other adjustment	1,187	-886	269	10	
Cash flow -Fin.	-624	-773	220	-474	
Exchange influence	61	-42	80	43	
Change in Cash	212	1	120	-150	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25F	
ROA	8.43	4.48	6.16	7.04	
ROE	19.59	8.95	11.85	12.66	

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.