

前日收盤價 2,090 元

許哲豪
Jeff.syu@ctbcsis.com

貿聯(3665.TT)

法說/座談摘要

2H26 營運動能持續成長，併購案強化資料中心業務布局

- 預期 2Q26 毛利率回升，客戶拉貨動能恢復
- CSP 客戶 ASIC 新平台產品逐漸放量，6 月營收創新高
- 併購 Interplex Datacom 具營運綜效與產能互補優勢

結論：先前在 1Q26 財報公佈後，毛利率不如市場預期，主要受到客戶拉貨時程遞延及原物料成長上升影響，而近期 6 月份營收創下歷史新高，較先前的歷史高點成長約 15%，且 6 月自結獲利，稅前淨利率已回升至 3Q25 與 4Q25 間的正常高水準。貿聯持續受惠於 AI 資料中心電源架構升級與高速互連需求，在 AI 資料中心電源業務的領先地位與長期競爭力仍具優勢，公司也透過併購新富生、Interplex Datacom 等，強化資料中心業務布局。目前市場預估 2026、2027 年 EPS 分別為 66、114 元，公司營運預期將自 2Q26 起逐季成長，雖近期市場 AI 族群估值修正，我們仍對公司營運展望持正向看法，逢低可偏多操作。

公司簡介：貿聯控股公司(貿聯-KY，股票代碼：3665)，於 1996 年成立，總部位於美國加州矽谷，為全球頂尖連接線束與系統整合解決方案領導廠商，公司核心業務涵蓋 AI 資料中心高速傳輸線、電動車高壓線束及半導體設備機箱組裝。

營運概況：

1. 1Q26：營收 208.64 億 (QoQ+5.48%，YoY+29.42%)，毛利率 28.77%(QoQ-3.16ppts，YoY-1.61ppts)，營業淨利 31.08 億 (QoQ-14.45%，YoY+31.69%)，單季 EPS 11.66 元。
2. 2Q26：營收 233 億(QoQ+11.45%，YoY+37.32%)。
3. 6M26：營收 85 億(QoQ+15.85%，YoY+63.78%)，自結單月稅前淨利 15.1 億(YoY+57.32%)，歸屬母公司業主淨利 11.8 億(YoY+60.78%)，EPS 6.05 元。

座談內容摘要

1Q26 毛利率變化原因

- 1Q26 財報公布後，毛利率不如預期，QoQ 出現較大下滑。
- 造成毛利率下滑的原因與產品組合有關，公司業務不分毛利率高低全面復甦，導致非 HPC 業務的環比成長率大於 HPC，以及部分 HPC 產品世代轉換導致，屬於不具延續性的利空。
- 公司毛利最高的 HPC 業務(主要為 AI 產品)部門佔整體營收 46%，但在 1Q26 季增僅 4%；而毛利率較低（約 20%至 25%）的其他業務佔比 54%，季增達 12%。低毛利成長大於高毛利成長，進一步拉低了整體毛利率。
- 這些影響皆屬一次性。

2H26 營運展望

- 6 月份營收創下歷史新高，較先前的歷史高點成長約 15%。公告 6 月自結獲利，稅前淨利率已回升至 3Q25 與 4Q25 間的正常高水準。
- 營收創高的走勢與同業(供應同一終端產品的不同零組件)完全一致。
- 終端大客戶(xAI) 的訂單能見度到 4Q26，且因該客戶籌獲巨額資金，將算力出租獲得豐厚利潤(連 Meta 也來承出租)，預估其 2027 年的資本支出可能超越傳統四大 CSP。

併購 Interplex Datacom

- 公司宣布以 8.5 億美元併購新加坡公司 Interplex Datacom，為公司有史以來最大併購案。
- 交割與併表時程：6 月 10 日宣布停牌與併購，下半年度可望交割併表。
- Interplex Datacom 營運優勢與綜效，總部位於新加坡，生產基地位於中國（蘇州、惠州）及東南亞（越南、馬來西亞、泰國），與貿聯具備產能互補效應。
- 2025 年營收約 4 億美元(約 120 億台幣)，100%來自資料中心業務。
- 產品主要為 Busbar、機殼/機箱(同業對標為勤誠、奇鋐)、滑軌與 CPU Socket，且已列入 NVIDIA GB200 及 MGX 生態鏈供應商。
- 貿聯與 Interplex 合併後，在單一 AI 機櫃中能提供的產品價值將大幅拉高(合併前貿聯產值約 1 萬美金，合併後合計可達 2 至 3 萬美金以上)。
- Interplex 專精自動化金屬件加工，以台股相關機構件公司財務比率做為參考，費用率低，併入後對貿聯整體毛利率影響不大，但將顯著優化營業利益率。
- 併購後，貿聯 HPC 部門佔全公司營收比重將從 1Q26 的 46%，明年更有機會達到 70%以上。

併購籌資計畫

- 併購資金初期將與銀行配合使用過渡性貸款進行交割，後續再視股價募資償還借款。
- 公司已送件發行海外存託憑證(GDR，上限 6000 張，稀釋約 3%)與海外可轉換公司債(ECB，上限 5 億美元，稀釋約 2-3%)，預計 7 月 30 日生效。

各項產品線(電源線、光纖、散熱、AEC)與技術發展

- Power Whip 與 AEC：1Q26 兩者佔比約各半。Power Whip 是公司毛利率最高的產品。
- 電源線與 Busbar 的差異：貿聯的 Power Whip 負責將高壓交流電從資料中心傳導至 Power shelf；而從電源機櫃輸出至伺服器使用的則是直流電線(Busbar，NVIDIA 規格為 800V)，兩者是完全不同的規格。
- 水冷散熱技術：貿聯供應包含水路的金屬冷水板(內部為銅、外部為不鏽鋼)以及快接頭(UQD)。這屬於精密的金屬成型加工(在金屬內預留管路讓水跑去散熱)，是人力密集組裝，而非複雜的熱力學散熱解熱技術。
- 光纖(新富生 XFS)：目前佔營收比重僅低個位數。但因為新富生製造光纖的良率極高，在光纖缺料的環境下，獲得康寧直接保證配單供料。
- AEC：同樣受惠於貿聯高良率，Credo 為了不浪費 Retimer 晶片，優先將資源配給貿聯。目前也在洽談 AMD 的新合作機會。
- 半導體設備業務，半導體設備佔全公司營收比重約 15%（與 AEC 業務規模相當），訂單能見度極佳，某些客戶可以看到 1Q28。客戶結構分布：LAM Research 佔約 50%，KLA 與 ASML 各佔約 20%以上，ASML 則佔低個位數。

ESG 資訊-環境保護(Environmental)

溫室氣體(範疇一/二)排放量

2024

總排放量

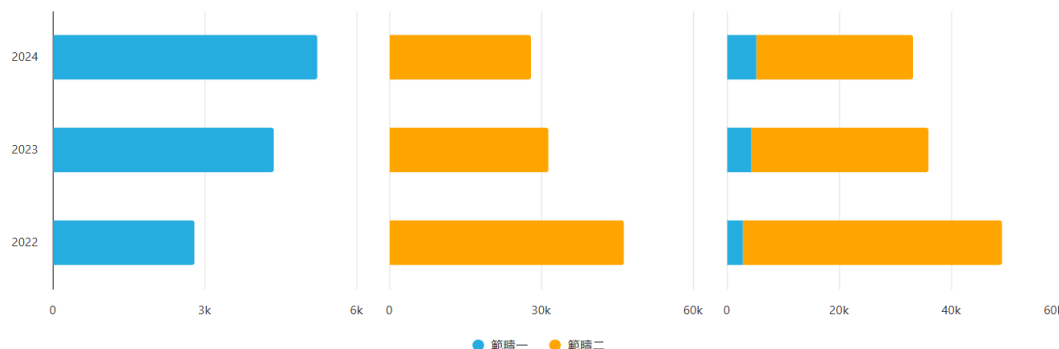
33.17K (YOY) -8% ▼

範疇一

5.23K (YOY) 20% ▲

範疇二

27.94K (YOY) -11% ▼



再生能源使用率

2024

使用率

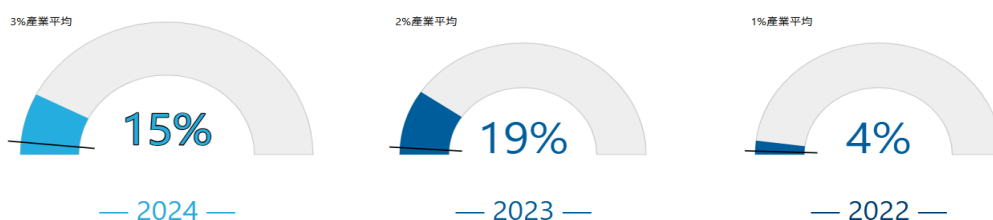
15% (YOY) -21% ▼

全市場平均使用率

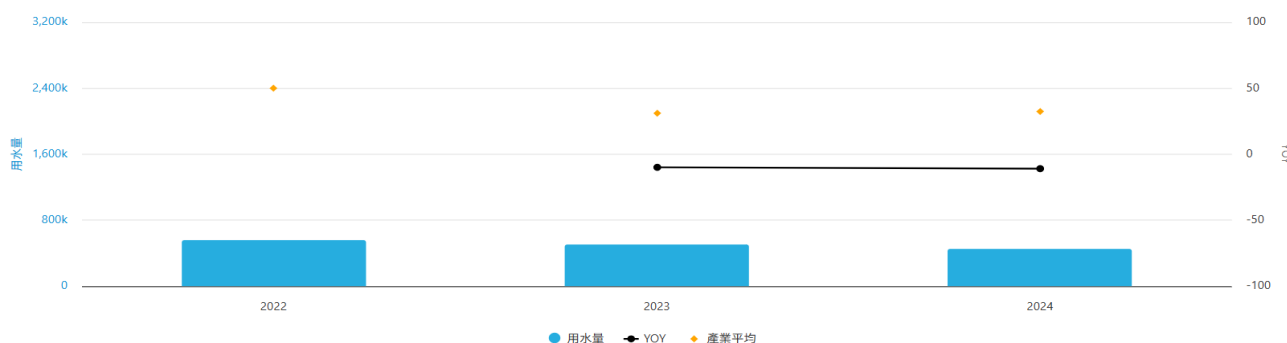
3% (VS. 公司) 40% ▲

產業平均使用率

3% (VS. 公司) 44% ▲



用水量



2024

用水量

452.73K (YOY) -11% ▼

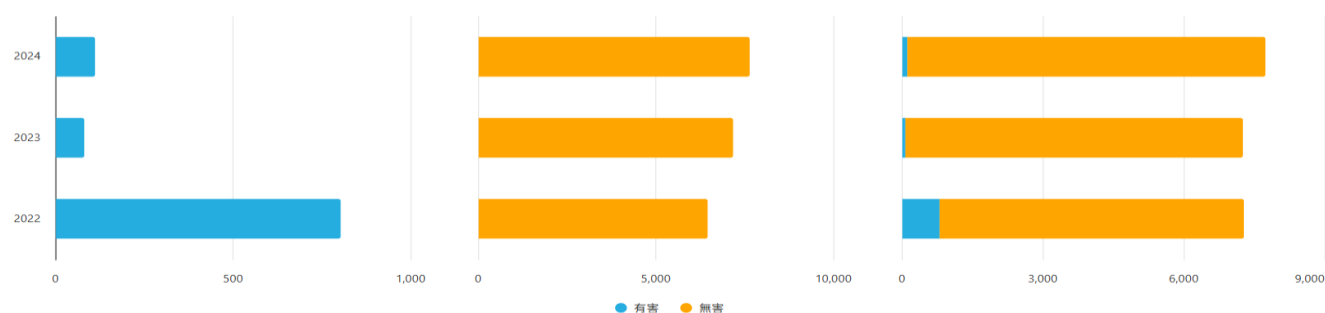
全市場平均用水

1,517.36K (YOY) 46% ▲

產業平均用水

2,116.23K (YOY) 1% ▲

廢棄物量



2024



密集度

2024

溫室氣體排放密集度

0.613

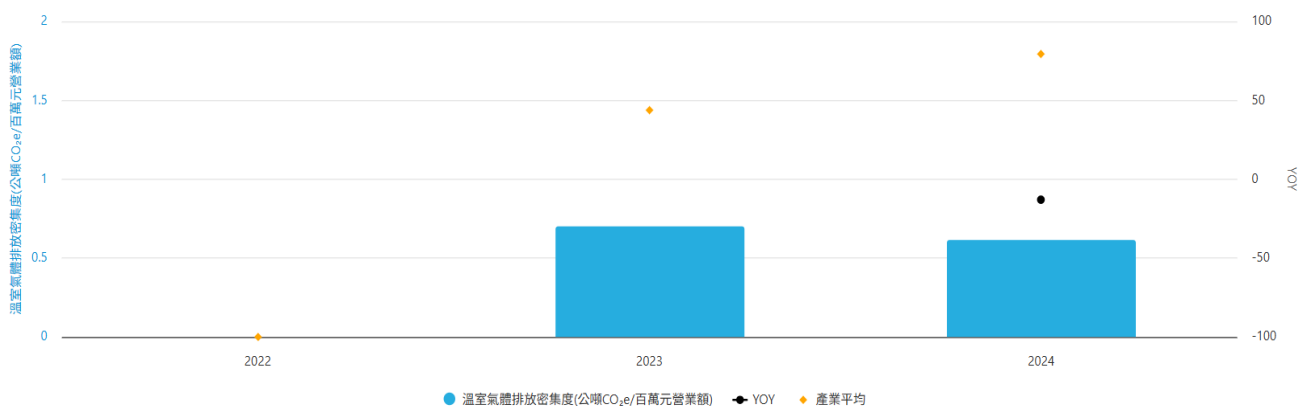
用水密集度

8.371

廢棄物密集度

14.319

溫室氣體排放密集度(公噸CO₂e/百萬元營業額)

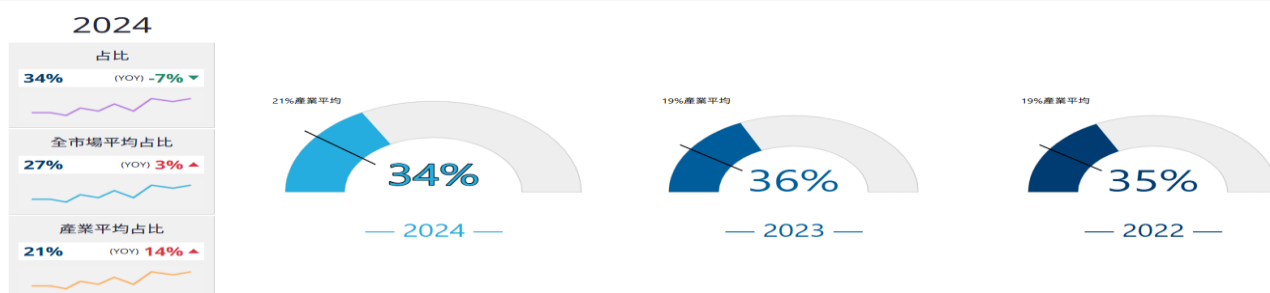


2024

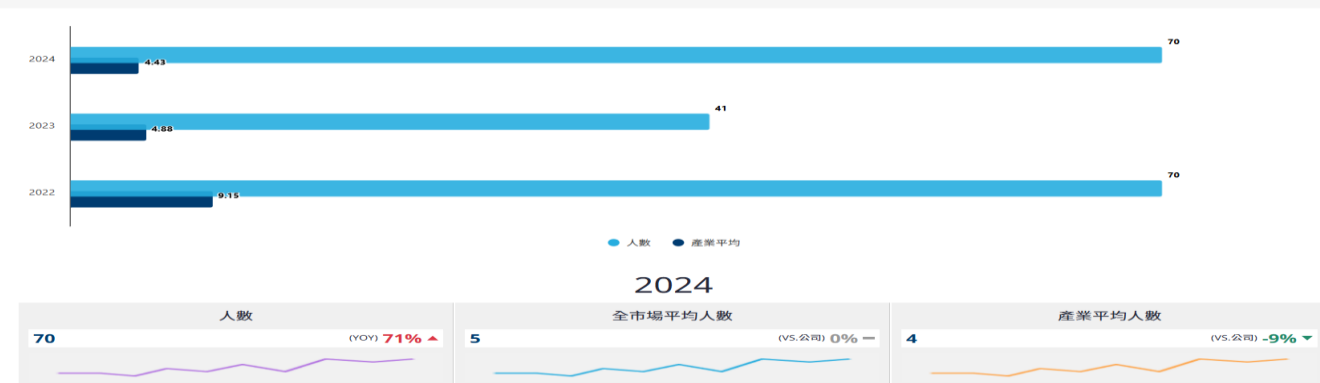


ESG 資訊-社會責任(Social)

管理職女性主管占比



職業災害人數



員工薪資年度趨勢



非擔任主管職務之全時員工薪資



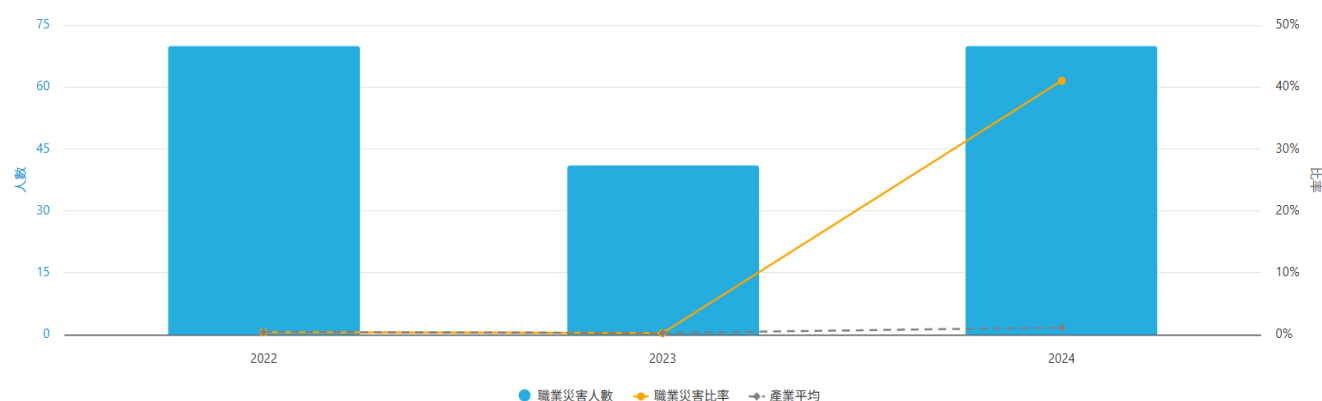
平均員工福利費用

● 平均員工福利費用(仟元/人) ● 全市場平均(仟元/人)

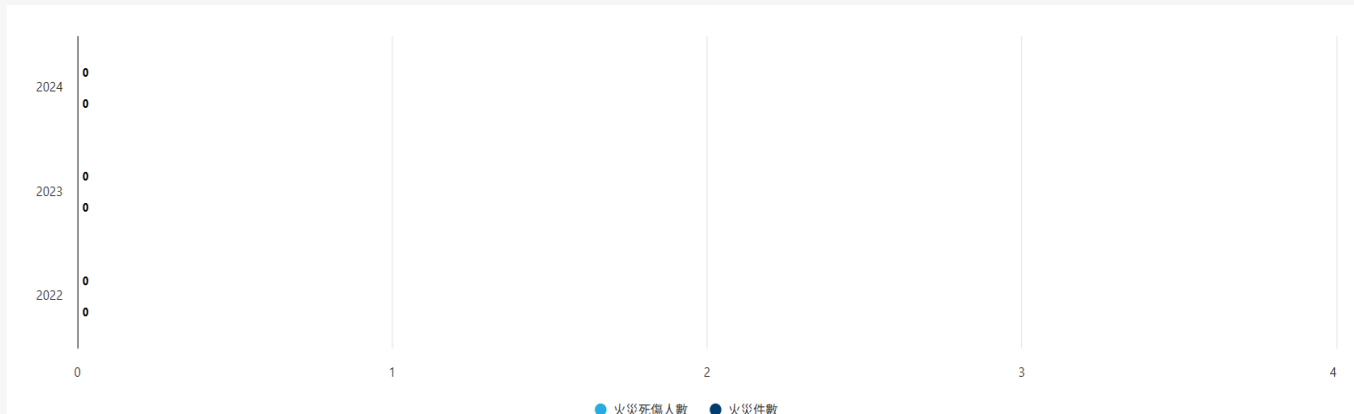
2024



職業災害人數與比率

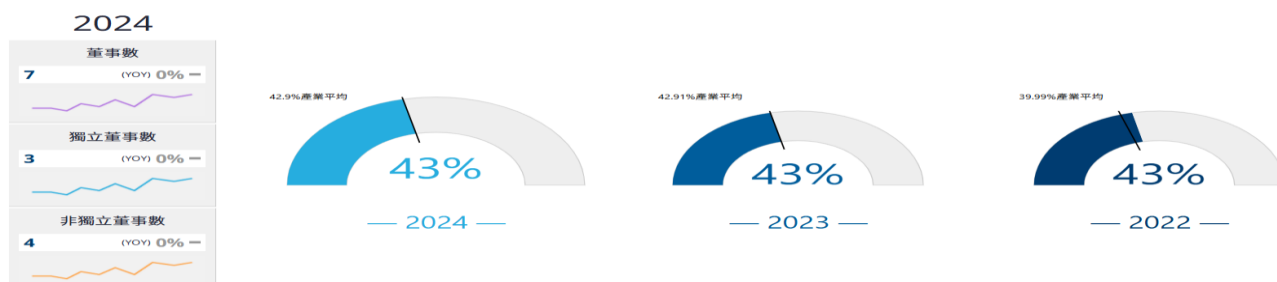


火災件數與死傷人數

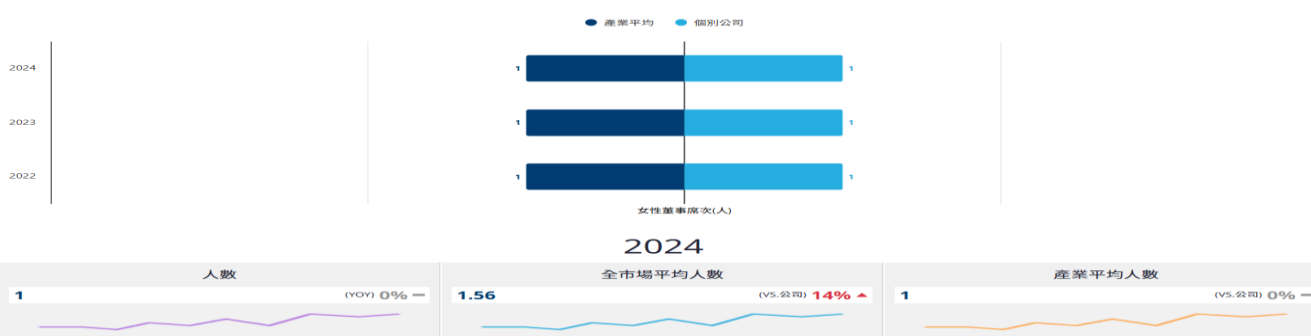


ESG 資訊-公司治理(Governance)

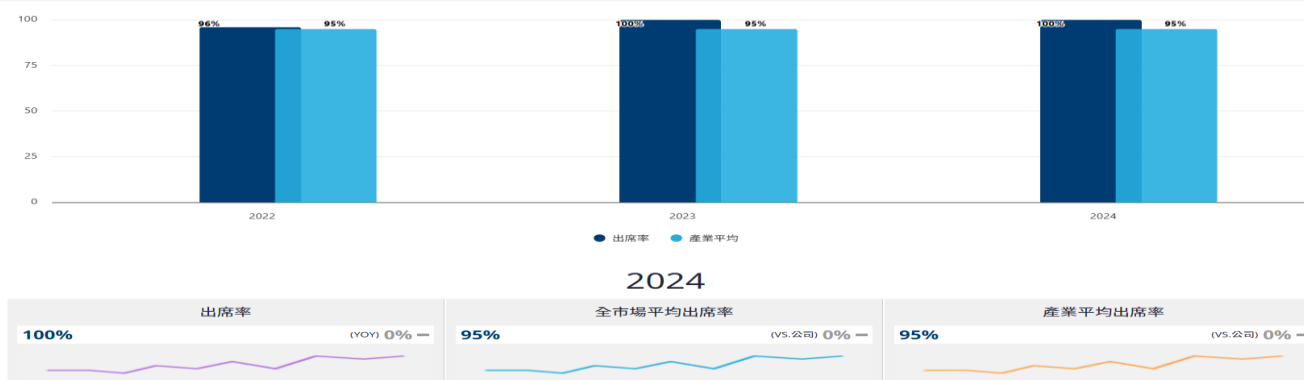
獨立董事vs.董事席次占比



女性董事席次



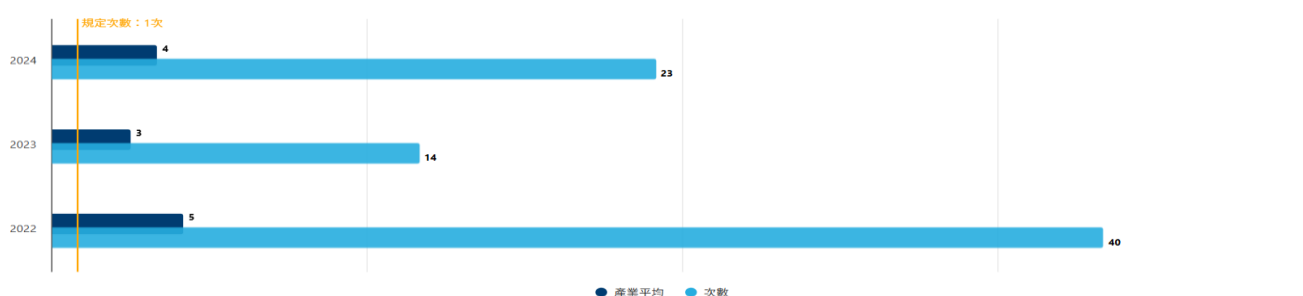
董事之董事會出席率



董事進修符合進修要點比率



法說會次數



2024



薪酬委員會出席率

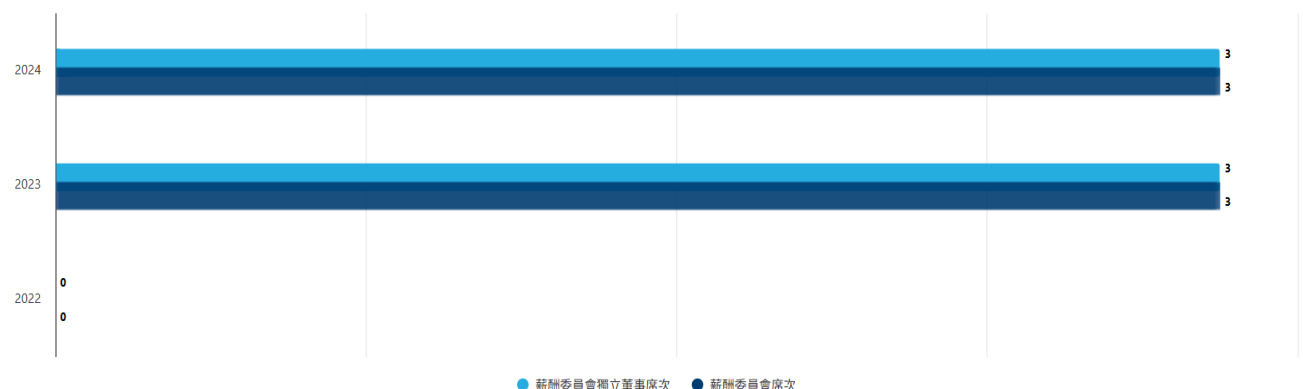


內圈: 個別公司出席率 外圈: 產業平均

2024



薪酬委員會席次



投資評等說明

個股評等	Rating	定義
買進	Buy(B)	相較於市場指數之回報潛力極具吸引力
增加持股	Overweight(OW)	相較於市場指數之回報潛力略有吸引力
中立	Neutral(N)	相較於市場指數之回報潛力相似
降低持股	Underweight(UW)	相較於市場指數之回報潛力稍低
賣出	Sell(S)	相較於市場指數之回報潛力較低
未評等	NotRated(NR)	

免責聲明

【中國信託證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理】

本報告係本公司於特定日期就現有資訊所提出，雖已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，本公司將不做預告或更新；而且本報告並非依特定投資目的或特定對象之財務狀況所完成，因此，本報告之目的並非針對客戶於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關商品提供詢價或推介服務，亦非進行交易之要約。本公司出具之短、中、長期策略性報告所做出之投資分析與建議，亦可能會隨市場波動隨時調整，而與個股研究報告之意見未必一致。投資人應自行考量本身之需求、投資風險及承受度，並就投資結果自行負責，本公司不做任何獲利保證，亦不就投資盈虧負擔任何法律責任。非經本公司同意，任何人不得將本報告加以引用或轉載。

中國信託金融控股(股)公司旗下子公司暨關係企業（以下稱“中信金集團”）從事廣泛金融業務，包括但不限於銀行、信託、證券經紀、證券承銷、保險、證券投資信託、全權委託投資、自有資金投資等。中信金集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他的業務往來關係。中信金集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，或以該等公司為標的的衍生性金融商品，而其交易的方向與本報告中所提及的交易方向可能不一致。中信金集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。中信金集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為他們客戶或自營部門提供口頭或書面的市場看法或交易策略，然該等看法與策略可能與本報告的意見不盡一致。中信金集團之自營、資產管理及其他投資業務所做之投資決策也可能與本報告所做的建議或看法不一致。

中國信託證券投資顧問股份有限公司

台北市南港區經貿二路 188 號 5 樓及 18 樓/(02)5569-1988

營業執照字號：114 金管投顧新字第 014 號