貿聯-KY(3665)

建議：維持買進

結論：Interplex Datacom Business 營收併表，HPC 比重大增

2026F EPS		2027F EPS		BVPS	9/23 收盤價	2027 PER	目標價		建議
前次	本次	前次	本次				前次	本次	
65.40	70.32	111.09	128.17	239.08	2,340	18.26	3665	3665	買進

一、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，2025 年產品終端應用可區分為資訊科技(43%)、電器(11%)、車用(11%)、工業(34%)、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 及 CableCon，於 2024/11 併表，擴大半導體設備相關業務布局。主要生產基地位於中國(約 50%)、東南亞、北美及歐洲。

	024佔比	2024 YoY	2025佔比	2025 YoY	2026F佔比	2026F YoY
資訊科技	24%	29%	43%	130%	53%	81%
電器	17%	22%	11%	-15%	8%	2%
車用	18%	-24%	11%	-16%	8%	0%
工業用	40%	5%	34%	12%	31%	35%
其他	1%	135%	1%	32%	1%	1%

二、Interplex Datacom Business 營收於 2026 年 9 月 23 日起與貿聯併表

Interplex 2025 年營收新台幣 120 億元，以單月來看至少月營收貢獻保底為 10 億元，以 HPC 相關零組件類股成長率初估 2026 年 Interplex 營收 YOY+30~40%，意即 Interplex 2026 年單月營收貢獻約為 13~14 億元，原估貿聯本身九月單月營收為 93 億元來看(MOM+)，9 月 23 日至 9 月 30 日營收貢獻初估為+3~5 億元，即為 96~98 億元，故貿聯九月營收在併表下將創下歷史新高，4Q26 考量單月營收+13~14 億元，4Q26 營收 QOQ 增幅可期。獲利部分，目前尚未公告 Interplex 獲利率相關數字，故先以貿聯淨利率作為基礎假設，待後續獲利率相關數字確定進行調整，預估 3Q26 營收 278.31 億元，QOQ+19.5%，YOY+51.1%，3Q26 EPS 上修為 19.68 元(原估 18.03 元)。

原估貿聯 4Q26 營收為 286 億元，現考量 4Q26 併入一季度 Interplex 完整營收，初估 4Q26 Interplex 單月營收貢獻為+13~14 億元，故調整 4Q26 營收至 325 億元，QOQ+17%，YOY+64.6%，預估 4Q26 毛利率 32.5%，預估 4Q26 EPS 24.31 元(原估 21.04 元)。Interplex 主要產品包括機殼/機櫃、Busbar、機構件、滑軌等，Interplex 營收全數為 HPC，併表後貿聯 HPC 營收占比將達 60~70%甚至超過，以 Interplex 可供應 Nvidia 單櫃產值來看，高於貿聯 2~3 倍，2027 年營收獲利增長可期。以 Interplex 產品種類來看，大多屬於伺服器機構件，對照台灣相對應公司，大多數費用率均低於貿聯，淨利率亦高於貿聯，若以此方向來推估，Interplex 稅後淨利率亦有機會高於貿聯本身，併表後有機會助於貿聯獲利率提升，然 Interplex 實際獲利率仍以併表後公告為主，目前先以貿聯淨利率作為基礎假設，待後續獲利率相關數字確定進行調整。

三、攜手 OSRAM 共同開發 scale-up 光學互連解決方案

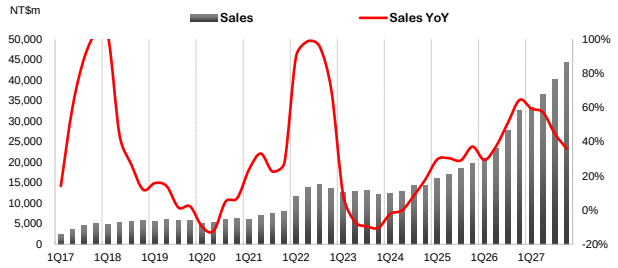
貿聯於 9 月 21 日宣布與 ams OSRAM 共同開發適用於 scale-up 的次世代光學互連解決方案，預計將於 OCP 公開展出光源為 microVCSEL 之”寬而慢”(wide-and-slow，多通道並行、低速率傳輸)架構的光學互連技術，實現低功耗與低延遲。microVCSEL 定位為中距離傳輸，microVCSEL 由 OSRAM 負責，貿聯將負責其中的光纖連接器及組裝相關業務，此亦可視為 NPO 解決方案之一，目前都處於 RD 階段，期待 2H27 有機會看到相關業績，元富正向看待貿聯與 OSRAM 的合作。

四、維持買進理由

Interplex Datacom Business 營收併表，Rubin 系列所用 Busbar 及 Power Whips 規格將大幅度升級，Rubin Ultra 及 HVDC 成長動能可期，CPO 亦不缺席，故維持買進，預估 2026 年 EPS 70.32 元(原估 65.40 元)，2027 年 EPS 128.17 元(原估 111.09 元)，併表後貿聯 HPC 比重大增可望進一步拉升本益比，未來仍有機會進一步上修目標價，考量目前潛在漲幅空間仍大，故本次維持目標價 3665 元。

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
	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26F	FY24	FY25	FY26E	FY27F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	20,864	23,281	27,831	32,562	54,080	71,247	104,538	154,439
Gross profit	6,002	7,154	8,906	10,583	15,253	22,605	32,645	52,455
Operating profit	3,108	4,010	5,232	6,447	6,566	12,458	18,798	33,929
Total non-ope inc.	-65	-113	-64	-63	-248	-592	-306	-267
Pre-tax profit	3,043	3,897	5,168	6,384	6,318	11,866	18,492	33,662
Net profit	2,274	2,982	3,928	4,852	4,396	9,005	14,034	25,583
EPS	11.66	15.28	19.68	24.31	25.41	46.57	70.32	128.17
Y/Y %	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26E**	**4Q26F**	**FY24**	**FY25**	**FY26E**	**FY27F**
Net sales	29.4	37.5	51.1	64.6	5.9	31.7	46.7	47.7
Gross profit	22.6	35.8	45.5	67.6	21.2	48.2	44.4	60.7
Operating profit	31.7	39.9	45.5	77.4	55.0	89.7	50.9	80.5
Net profit	41.0	47.3	49.4	77.1	89.7	104.8	55.8	82.3
Q/Q %	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26E**	**4Q26F**	**FY24**	**FY25**	**FY26E**	**FY27F**
Net sales	5.5	11.6	19.5	17.0				
Gross profit	(5.0)	19.2	24.5	18.8				
Operating profit	(14.4)	29.0	30.5	23.2				
Net profit	(17.0)	31.1	31.7	23.5				
Margins %	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26E**	**4Q26F**	**FY24**	**FY25**	**FY26E**	**FY27F**
Gross	28.8	30.7	32.0	32.5	28.2	31.7	31.2	34.0
Operating	14.9	17.2	18.8	19.8	12.1	17.5	18.0	22.0
Net	10.9	12.8	14.1	14.9	8.1	12.6	13.4	16.6



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。