

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: 2026/7/22
目前收盤價 (NT\$): 2115
目標價 (NT\$): 3665
52 週最高最低(NT\$): 818-2940
加權指數: 42449.7

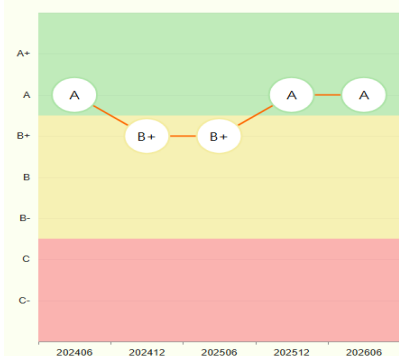
公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 1,951
市值 (NT\$/mn): 355,080
市值 (US\$/mn): 11,836
20 日平均成交量(仟股): 2,704
PER (2026): 27.92
PBR (2026): 7.62
外資持股比率: 53.59
TCRI: 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-13.3	-26.0	35.8
加權指數報酬率	-8.6	14.9	33.7

2026 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	3665	3665
營業收入 (NT\$/mn)	93,711	92,484
毛利率 (%)	31.5	31.5
營益率 (%)	18.2	18.3
EPS (NT\$)	65.19	64.41
BVPS(NT\$)	239	239

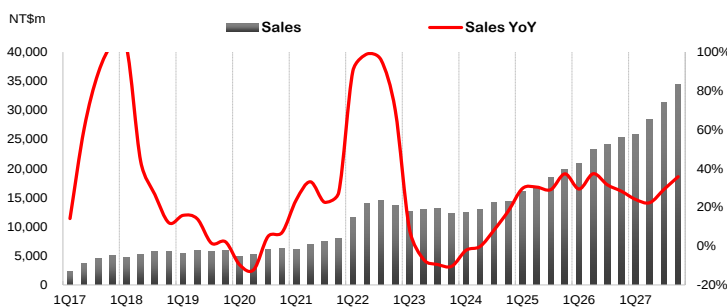
近五期TESG Rating



正向看待 Interplex 合併綜效

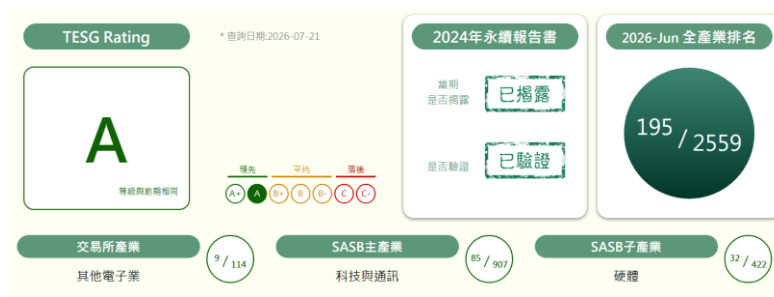
- **2Q26 HPC 營收持續成長，毛利率正向**:貿聯 1Q26 毛利率 28.8%，低於市場預期，2Q26 隨 HPC 營收持續成長，毛利率正向，待 8/21 開出財報。1Q26 HPC 營收占比 46%，預期 2Q26 HPC 比重持續提升，產能不變然 6 月營收+15%MOM，隱含高單價產品出貨顯著增加，動能一路延續至 3Q26，3Q26 ASIC 新機種拉貨，4Q26 Rubin 產品開始出貨，營收逐季向上，維持毛利率逐季增長之預估。
- **以過往宣布併購案之合併時間推估 Interplex 合併日期將落在 3Q26**: 本次併購 Interplex 斥資 9 億美元，為貿聯史上最大併購案，Interplex 比貿聯更早進入 Nvidia 供應鏈，主要產品包括機殼/機櫃、Busbar、機構件、滑軌等，以 Interplex 可供應 Nvidia 單櫃產值來看，高於貿聯 2~3 倍，營收獲利增長可期。Interplex 2025 年營收 120 億元台幣，單月平均 10 億元台幣，以貿聯 6 月營收 84 億元來看，合併後貿聯單月營收上看 100 億元，Interplex 營收全數為 HPC，併購後貿聯 HPC 營收占比將達 60~70%甚至超過，長期成長動能可期。
- **維持買進評等，目標價 3665 元**:股價已反映 1Q26 毛利率低於預期，可視為一次性影響，Rubin、HVDC、CPO 長線故事不變，預估 2026 年 EPS 65.19 元，2027 年 EPS 108.35 元，目標價 3665 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，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。

貿聯營收佔比及營收 YoY

	2024佔比	2024 YoY	2025佔比	2025 YoY	2026F佔比	2026F YoY
資訊科技	24%	29%	43%	130%	55%	70%
電器	17%	22%	11%	-15%	8%	2%
車用	18%	-24%	11%	-16%	9%	0%
工業用	40%	5%	34%	12%	27%	5%
其他	1%	135%	1%	32%	1%	1%

Sources : MasterLink

2Q26 HPC 營收持續成長，毛利率正向

2Q26 HPC 營收持續成長，毛利率正向

貿聯 1Q26 毛利率 28.8%，低於市場預期，2Q26 隨 HPC 營收持續成長，毛利率正向，待 8/21 開出財報。1Q26 HPC 營收占比 46%，預期 2Q26 HPC 比重持續提升，產能不變然 6 月營收+15%MOM，隱含高單價產品出貨顯著增加，動能一路延續至 3Q26，3Q26 ASIC 新機種拉貨，4Q26 Rubin 產品開始出貨，營收逐季向上，維持毛利率逐季增長之預估。

以過往宣布併購案之合併時間推估 Interplex 合併日期將落在 3Q26

以過往宣布併購案之合併時間推估 Interplex 合併日期將落在 3Q26

本次併購 Interplex 斥資 9 億美元，為貿聯史上最大併購案，Interplex 比貿聯更早進入 Nvidia 供應鏈，主要產品包括機殼/機櫃、Busbar、機構件、滑軌等，以 Interplex 可供應 Nvidia 單櫃產值來看，高於貿聯 2~3 倍，營收獲利增長可期。Interplex 2025 年營收 120 億元台幣，單月平均 10 億元台幣，以貿聯 6 月營收 84 億元來看，合併後貿聯單月營收上看 100 億元，Interplex 營收全數為 HPC，併購後貿聯 HPC 營收占比將達 60~70%甚至超過，長期成長動能可期。

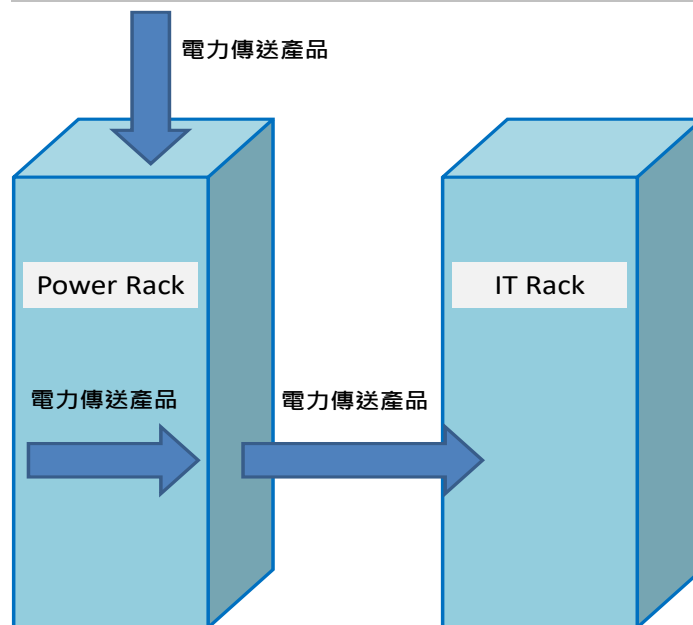
獲利部分，以 Interplex 產品種類來看，大多屬於伺服器機構件，對照台灣相對應公司，大多數費用率均低於貿聯，淨利率亦高於貿聯，若以此方向來推估，Interplex 稅後淨利率亦有機會高於貿聯本身，併表後有機會助於貿聯獲利率提升，然 Interplex 實際獲利率仍以併表後公告為主，目前暫時不調整 2026 年及 2027 年獲利預估數字，待併表後做進一步更新及獲利預估調整，以過往宣布併購案之合併時間推估 Interplex 合併日期將落在 3Q26。

**Power Rack 想像空間巨大，
Power Whips 用量至少翻倍，
ASP 增幅可期**

Power Rack 想像空間巨大，Power Whips 用量至少翻倍，ASP 增幅可期

目前 GB200 及 GB300 所用 Power Whips 規格為 60A，Rubin Power Whips 規格升級為 100A，ASP 增幅可期，單位用量不變，以 NLV72 規格 8 個 Power Shelves 來看，Power Whips 用量均為 8 條，故 Rubin 時代主要成長動能是規格升級帶來的 ASP 提升。Rubin ultra HVDC 時代，電源獨立出 Power Rack，以目前展覽所見設計來看，IT Rack 進入 Power Rack 所需兩排 Power Whips 插孔，即為 Power Whips 用量 $8 \times 2 = 16$ 條，Power Rack 回到 IT Rack 亦需兩排 Power Whips 插孔，Power Whips 用量亦為 8×2 條，合計 Power Rack 所需 Power Whips 初估用量為 32 條，以一個 Power Rack 對應兩個 IT Rack 來計算，Power Whips 用量增幅為翻倍，再加上規格升級的 ASP 增幅，Power Rack 帶來的 Power Whips 貢獻想像空間巨大。

獨立 Power Rack 將使用倍數電力傳送產品示意圖



Sources : MasterLink

貿聯-KY Power 產品升級及產值增幅預估

Power Whips			
	GB200/GB300	Rubin	Rubin Ultra (F)
機櫃瓦數	120~150kw	200kw	1000kw
電流規格(A)	60A	100A	500A
ASP	\$PW	1.5*\$PW	8*\$PW
單位用量	8條	8條	16條+16條(Power Rack)
匯率	30	30	30
單櫃產值貢獻	240*\$PW	360*\$PW	7680*\$PW (1 to 2)
每代產值增幅		50%	966%

Rack Busbar			
	GB200/GB300	Rubin	Rubin Ultra (F)
機櫃瓦數	120~150kw	200kw	1000kw
電流規格(A)	1400A	5000A	10000A
ASP	\$RB	3.5*\$RB	7*\$RB
單位用量	1座	1座	1座
匯率	30	30	30
單櫃產值貢獻	30*\$RB	105*\$RB	210*\$RB
每代產值增幅		250%	100%

Sources : MasterLink

新富生使貿聯 CPO 布局更全面，擴廠規劃明確

新富生目前主要營收為光纖跳線(Fiber Patch Cord)，光纖跳線受惠光通訊發展呈現高成長，貿聯集團資源可支援新富生於中國以外地區擴產，第一站為台南廠，2H26 擴產完畢，後續亦有海外布局計劃，光纖跳線擴產對貿聯而言並非重大資本支出，新富生設備高度自製，故所需擴產時間短，機台可快速到位。

新富生使貿聯 CPO 布局更全面， 擴廠規劃明確

市場期待新富生 Shuffle Box 後續營收貢獻及時程，新富生 Shuffle Box 技術完備，等待市場需求放量，Shuffle Box 於 CPO 技術中扮演重要腳色，Shuffle Box 為連接外部光源與內部晶片的關鍵組件，使光訊號能更有條理地在極小空間內進行複雜的分發，Shuffle Box 內部通常使用的是極細的裸光纖或光纖帶(Fiber Ribbon)，其核心原材料為高純度玻璃纖維，新富生的高純度玻璃纖維來源為康寧，新富生製作成光纖跳線(Fiber Patch Cord)並將這些光纖跳線交叉、重新排列，形成模組化組件後交回給康寧，即為新富生與康寧主要代工合作關係，除了與康寧的代工合作外，新富生亦可以有其他客戶合作模式，未來獲利高成長可期，對於貿聯而言，銅進光進趨勢明確，公司兩者將同步受惠。

維持買進評等，目標價 3665 元

股價已反映 1Q26 毛利率低於預期，Rubin、HVDC、CPO 長線故事不變，預估 2026 年 EPS 65.19 元，2027 年 EPS 108.35 元，以過往宣布併購案之合併時間推估 Interplex 合併日期將落在 3Q26，目前暫時不調整 2026 年及 2027 年獲利預估數字，待併表後做進一步更新及獲利預估調整，維持目標價 3665 元。

維持買進，目標價 3665 元

風險提示

出貨不如預期，ASP 不如預期。

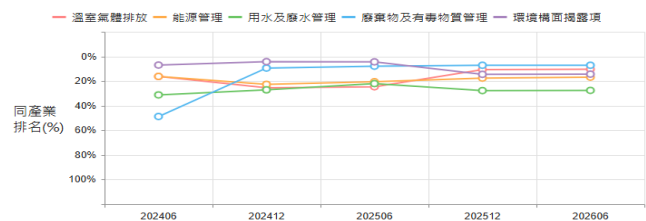
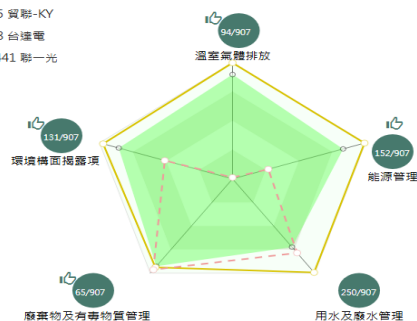
TESG 企業永續指標(分項指標)

環境 Environmental

SASB主產業排名

SASB主產業排名 52 / 907

標的: 3665 貿聯-KY
最好: 2308 台達電
中位數: 3441 聯一光



環境構面分析

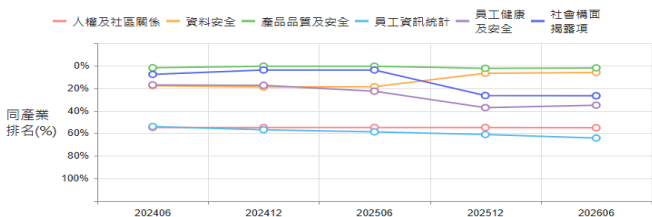
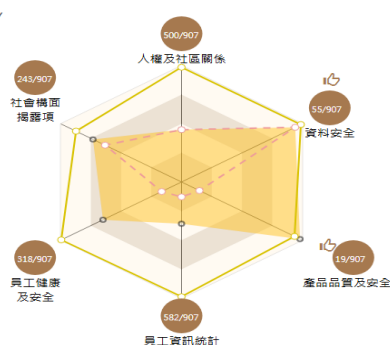
- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位居10.4%，近三期排名上升14.3%。
- 能源管理於SASB主產業排名為領先，位居16.8%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為中前，位居27.6%，近三期排名下降5.4%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為領先，位居7.2%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位居14.4%，近三期排名下降10.0%。

社會 Social

SASB主產業排名

SASB主產業排名 110 / 907

標的: 3665 貿聯-KY
最好: 2330 台積電
中位數: 7753 星亞



社會構面分析

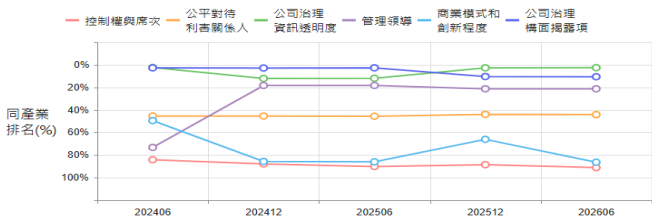
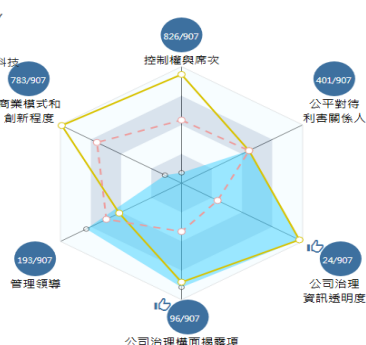
- 人權及社區關係於SASB主產業排名為居中，位居55.1%。
- 資訊安全於SASB主產業排名為領先，位居6.1%，近三期排名上升12.7%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為領先，位居2.1%。
- 員工統計於SASB主產業排名為中後，位居64.2%，近三期排名下降5.5%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為中前，位居35.1%，近三期排名下降12.4%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為中前，位居26.8%，近三期排名下降22.9%。

治理 Governance

SASB主產業排名

SASB主產業排名 360 / 907

標的: 3665 貿聯-KY
最好: 6510 精測
中位數: 6735 美達科技



治理構面分析

- 控制權與席次於SASB主產業排名為落後，位居91.1%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為居中，位居44.2%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為領先，位居2.6%，近三期排名上升9.4%。
- 管理領導於SASB主產業排名為中前，位居21.3%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為落後，位居86.3%。
- 公司治理構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位居10.6%，近三期排名下降7.9%。

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	FY24	FY25	FY26E	FY27F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	54,080	71,247	93,711	120,095	
COGS	38,828	48,643	64,172	77,619	
Gross profit	15,253	22,605	29,539	42,476	
Operating expense	8,687	10,147	12,452	14,406	
Operating profit	6,566	12,458	17,087	28,070	
Total non-operate. Inc.	-248	-592	-257	-267	
Pre-tax profit	6,318	11,866	16,830	27,804	
Total Net profit	4,391	9,005	12,713	21,131	
Minority	-6	-0	-0	0	
Net Profit	4,396	9,005	12,713	21,131	
EPS (NT\$)	25.41	46.57	65.19	108.35	
Y/Y %	FY24	FY25	FY26E	FY27F	
Sales	5.9	31.7	31.5	28.2	
Gross profit	21.2	48.2	30.7	43.8	
Operating profit	55.0	89.7	37.2	64.3	
Pre-tax profit	83.5	87.8	41.8	65.2	
Net profit	89.7	104.8	41.2	66.2	
EPS	76.9	83.3	40.0	66.2	
Margins %	FY24	FY25	FY26E	FY27F	
Gross	28.2	31.7	31.5	35.4	
Operating	12.1	17.5	18.2	23.4	
EBITDA	16.1	20.1	20.2	25.3	
Pre-tax	11.7	16.7	18.0	23.2	
Net	8.1	12.6	13.6	17.6	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY24	FY25	FY26E	FY27F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	10,176	14,395	23,423	34,942	
Marketable securities	620	7,390	586	587	
A/R & N/R	10,473	14,302	18,742	24,019	
Inventory	11,232	13,824	16,043	19,405	
Others	1,168	1,501	374	376	
Total current asset	33,668	51,412	59,168	79,329	
Long-term invest.	868	944	960	960	
Total fixed assets	14,677	17,324	20,324	23,324	
Total other assets	11,703	12,633	6,389	6,390	
Total assets	60,915	82,313	86,840	110,002	
Short-term Borrow	3,832	2,324	2,324	2,324	
A/P & N/P	6,239	9,429	8,022	9,702	
Other current liab.	6,724	8,877	5,948	7,884	
Total current liab.	16,795	20,630	16,293	19,910	
L-T borrow s	4,703	11,678	11,688	11,698	
Other L-T liab.	3,200	3,362	1,100	1,100	
Total liability.	24,698	35,670	29,081	32,708	
Common stocks	1,896	1,954	1,950	1,950	
Reserves	21,493	23,503	23,503	23,503	
Retain earnings	12,828	21,186	32,307	51,842	
Total Equity	36,217	46,643	57,759	77,295	
Total Liab. & Equity	60,915	82,313	86,840	110,002	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q26	2Q26E	3Q26F	4Q26F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	20,864	23,253	24,228	25,367	
Gross profit	6,002	7,022	8,068	8,447	
Operating profit	3,108	3,883	4,870	5,226	
Total non-opc inc.	-65	-64	-64	-63	
Pre-tax profit	3,043	3,819	4,805	5,162	
Net profit	2,274	2,864	3,652	3,923	
EPS	11.66	14.69	18.73	20.12	
Y/Y %	1Q26	2Q26E	3Q26F	4Q26F	
Net sales	29.4	37.3	31.6	28.2	
Gross profit	22.6	33.3	31.8	33.7	
Operating profit	31.7	35.5	35.4	43.8	
Net profit	41.0	41.5	38.9	43.2	
Q/Q %	1Q26	2Q26E	3Q26F	4Q26F	
Net sales	5.5	11.5	4.2	4.7	
Gross profit	(5.0)	17.0	14.9	4.7	
Operating profit	(14.4)	24.9	25.4	7.3	
Net profit	(17.0)	26.0	27.5	7.4	
Margins %	1Q26	2Q26E	3Q26F	4Q26F	
Gross	28.8	30.2	33.3	33.3	
Operating	14.9	16.7	20.1	20.6	
Net	10.9	12.3	15.1	15.5	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY24	FY25	FY26E	FY27F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	4,396	9,005	12,713	21,131	
Dep & Amort	2,211	2,554	2,002	2,002	
Investment income	22	22	-15	-52	
Changes in W/C	-1,283	-1,283	-8,067	-6,958	
Other adjustment	1,563	-1,703	0	0	
Cash flow – ope.	6,909	8,595	6,633	16,123	
Capex	-3,082	-3,132	-3,000	-3,000	
Change in L-T inv.	-32	-31	7,000	0	
Other adjustment	-1,262	-7,675	0	0	
Cash flow –inve.	-4,377	-10,838	4,000	-3,000	
Free cash flow	3,827	5,463	3,633	13,123	
Inc. (Dec.) debt	-955	-491	10	10	
Cash dividend	-1,470	-2,278	-1,602	-1,602	
Other adjustment	-518	8,082	1	2	
Cash flow –Fin.	-2,943	5,312	-1,591	-1,590	
Exchange influence	-41	1,150	-15	-14	
Change in Cash	-452	4,220	9,028	11,519	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY24	FY25	FY26E	FY27F	
ROA	7.61	12.57	15.03	21.47	
ROE	14.46	21.74	24.35	31.29	

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

©2026 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.