Fubon Research
2026 年 11 月 5 日

貿聯-KY (3665 TT)

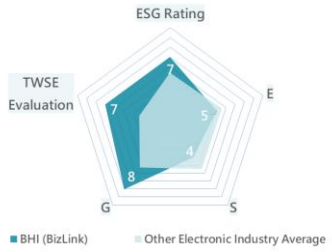
Interplex 併表推動成長

買進

股價	目標價
NT$1,570.00	NT$2,600
○ 初次評論	○ 訪談摘要
○ 公司動態	○ 獲利調整
● 獲利預覽	○ 評等調整

流通在外股數 (百萬)	199.6
市值 (百萬台幣)	313,370
市值 (百萬美元)	9,546
外資持股率 (%)	51.43
投信持股率 (%)	12.28
董監持股率 (%)	2.48
52 週高價 (元)	2,914.46
52 週低價 (元)	1,244.10
當沖比率	38.52

ESG 評等	7	產業排名	5/94



資料來源：CMoney

變動內容

	新估	原估	%
評等	買進	買進	
目標價(NT$)	2600	3100	-16
EPS 預估(元)	128.54	114.51	12
目標 PE(x)	20	27	

主要財務報表分析 至 12 月 31 日

百萬元	FY26F	FY27F	FY28F
營業收入	105,274	164,410	206,512
年成長率(%)	47.8	56.2	25.6
營業利益	18,761	34,214	45,645
年成長率(%)	50.6	82.4	33.4
稅後淨利	14,160	25,961	34,715
年成長率(%)	57.2	83.3	33.7
EPS (元)	72.03	128.54	171.88
每股現金股利	21.6	38.6	51.6
本益比(x)	21.8	12.2	9.1
本淨比(x)	5.1	4.1	3.2
現金股利殖利率(%)	1.4	2.5	3.3
淨值報酬率(%)	26.4	37.9	39.7

資料來源：CMoney、富邦投顧

簡瀚廷
(886-2) 2781-5995-37129
Tim.ht.chien@fubon.com

維持買進評等，目標價 2,600 元，潛在漲幅 65%
1.3Q26 毛利率預估達 32%，HPC 營收占比提升至 51%
2.Interplex 自 4Q26 起貢獻營收
3. 電源線為未來重要成長動能，並積極布局光學互連領域

3Q26 毛利率預估達 32%，HPC 營收占比提升至 51%

3Q26 營收達 278.5 億元 (季增 19.6%，年增 51.3%)，符合我們預期。成長主要受 AWS Trainium3 於本季開始出貨帶動，以及來自 xAI 等 CSP 業者的強勁需求，推升 HPC 營收成長。我們預期 HPC 在 3Q26 將占總營收 51%，較 2Q26 的 42%提升。在利潤率方面，高階 800G AEC 需求回溫，提升廠房稼動率並改善產品組合，支撐毛利率進一步改善。我們預估 3Q26 毛利率為 32% (季增 1.3 個百分點，年減 1.3 個百分點)、營業利益率為 18.7% (季增 1.5 個百分點，年減 0.8 個百分點)，EPS 為 19.99 元 (季增 30.8%，年增 48%)。

Interplex 自 4Q26 起貢獻營收

Interplex Datacom 於 9 月 23 日正式併入貿聯財報。納入其貢獻後，我們預估 4Q26 營收為 332.8 億元 (季增 19.5%，年增 68.2%)，HPC 占總營收比重將來到 60%。Interplex Datacom 提供多種 AI 資料中心機架用機械零組件，其機殼、機架及匯流排皆通過 nVidia MGX 生態系認證。憑藉與 ODM 及 CSP 長期合作關係，Interplex 為 nVidia NVL72 系統的主要機殼供應商之一。我們認為此次收購將強化貿聯於 AI 資料中心產品的垂直整合能力，並帶動貿聯在 AI 機櫃中的價值含量翻倍提升。我們預估 Interplex 在 FY27 將占貿聯營收 12%，並貢獻 EPS 超過 15 元。

電源線為未來重要成長動能，並積極布局光學互連領域

據我們了解，貿聯已開始小量出貨用於 Vera Rubin NVL72 的 100A 電源鞭線。我們預期出貨量將於 4Q26 末至 1Q27 逐步提升，依客戶的拉貨排程進行。在 10 月的 OCP 全球高峰會上，nVidia 展示了其 800VDC 架構的 157A 電源鞭線，貿聯是主要供應商之一。在 800VDC 架構下，電源鞭線的數量與規格都將有所提升，單櫃價值含量將較現有產品翻倍。我們認為這將成為貿聯中長期的主要成長動能之一。在光學互連領域，貿聯-KY 近期與 ams OSRAM 合作，開發基於 microVCSEL「Wide and Slow」架構的光學互連解決方案，該方案也將應用於 Credo 的 ALC。貿聯在供應鏈中主要扮演光學整合與量產的角色。由於相關產品仍在開發階段，我們預期未來將有更多合作機會出現。

富邦不同之處

我們對 FY26/FY27 每股稅後盈餘預測分別為 72.03 元與 128.54 元，與市場共識的 68.82 元與 120.49 元相比。

估值與風險

我們維持買進評等，目標股價為 2,600 元，基於 20 倍 FY27 預估每股稅後盈餘 128.54 元。我們上調 EPS 預測以反映 Interplex 的貢獻，但考量近期 AI 資料中心的疑慮，將本益比由 27 倍下調至 20 倍。儘管如此，我們仍看好公司長期展望。過去五年本益比區間為 10~35 倍。主要風險包括：1) AI 需求放緩，2) 同業競爭，3) 匯率。

圖表 1：Interplex NVIDIA MGX 產品



資料來源：Interplex、富邦投顧

圖表 2：Credo SRMO（Short-Reach Micro-Emitter Optics）合作夥伴



資料來源：Credo、OCP、富邦投顧

圖表 3：獲利預估修正 單位：百萬元

	FY25	FY26F			FY27F		
		原估	新估	差異	原估	新估	差異
營業收入	71,247	101,659	105,274	3.6%	144,040	164,410	14.1%
銷貨毛利	22,605	31,613	32,846	3.9%	48,806	55,404	13.5%
營業利益	12,458	17,909	18,761	4.8%	29,840	34,214	14.7%
稅後淨利	9,005	13,487	14,160	5.0%	22,333	25,961	16.2%
EPS (元)	46.57	69.15	72.03	4.2%	114.51	128.54	12.2%
重要比率							
毛利率	31.7%	31.1%	31.2%		33.9%	33.7%	
營業利益率	17.5%	17.6%	17.8%		20.7%	20.8%	
淨利率	12.6%	13.3%	13.5%		15.5%	15.8%	

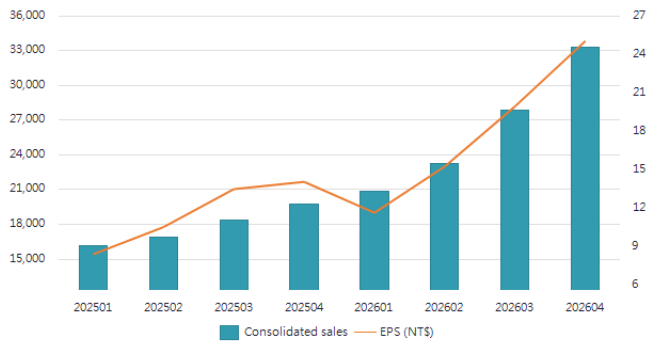
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 4：季度預測

單位：百萬元	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
損益表模型											
銷售	20,864	23,281	27,854	33,275	35,982	39,331	43,282	45,814	105,274	164,410	206,512
銷貨成本	14,862	16,127	18,936	22,503	24,116	26,205	28,564	30,119	72,428	109,005	134,433
銷貨毛利	6,002	7,154	8,918	10,772	11,865	13,126	14,718	15,695	32,846	55,404	72,079
營業費用	2,893	3,144	3,699	4,347	4,656	5,094	5,571	5,869	14,084	21,191	26,434
營業利潤	3,108	4,010	5,218	6,425	7,209	8,032	9,147	9,825	18,761	34,214	45,645
業外利潤	-65	-113	-90	-87	-99	-89	-77	-81	-355	-346	-335
稅前利潤	3,043	3,897	5,128	6,338	7,110	7,943	9,070	9,744	18,406	33,868	45,310
淨利	2,274	2,982	3,898	5,007	5,333	6,037	6,893	7,698	14,160	25,961	34,715
每股稅後盈餘	11.66	15.28	19.99	25.10	26.40	29.89	34.13	38.11	72.03	128.54	171.88
利潤率											
毛利率	28.8%	30.7%	32.0%	32.4%	33.0%	33.4%	34.0%	34.3%	31.2%	33.7%	34.9%
營業利潤率	14.9%	17.2%	18.7%	19.3%	20.0%	20.4%	21.1%	21.4%	17.8%	20.8%	22.1%
淨利率	10.9%	12.8%	14.0%	15.0%	14.8%	15.3%	15.9%	16.8%	13.5%	15.8%	16.8%
年增率											
銷售額	29.4%	37.5%	51.3%	68.2%	72.5%	68.9%	55.4%	37.7%	47.8%	56.2%	25.6%
銷貨毛利	22.6%	35.8%	45.6%	70.6%	97.7%	83.5%	65.0%	45.7%	45.3%	68.7%	30.1%
營業利潤	31.7%	39.9%	45.1%	76.8%	131.9%	100.3%	75.3%	52.9%	50.6%	82.4%	33.4%
淨利	41.0%	47.3%	48.3%	82.7%	134.5%	102.5%	76.8%	53.7%	57.2%	83.3%	33.7%
每股稅後盈餘	38.6%	45.0%	48.0%	78.3%	126.4%	95.6%	70.7%	51.9%	54.7%	78.4%	33.7%
季增率											
銷售額	5.5%	11.6%	19.6%	19.5%	8.1%	9.3%	10.0%	5.9%			
銷貨毛利	-5.0%	19.2%	24.7%	20.8%	10.1%	10.6%	12.1%	6.6%			
營業利潤	-14.4%	29.0%	30.1%	23.1%	12.2%	11.4%	13.9%	7.4%			
淨利	-17.0%	31.1%	30.7%	28.5%	6.5%	13.2%	14.2%	11.7%			
每股稅後盈餘	-17.2%	31.0%	30.8%	25.6%	5.2%	13.2%	14.2%	11.7%			

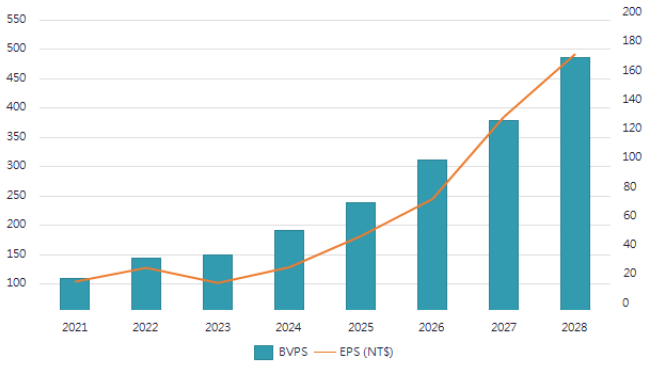
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 5：季度銷售額、每股稅後盈餘 單位：百萬元、元



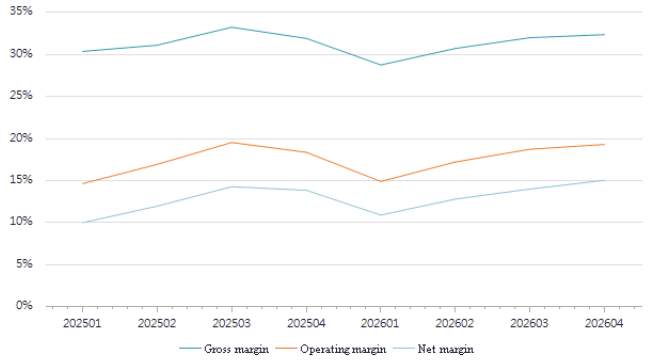
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 6：每股稅後盈餘、每股賬面淨值 單位：元、%



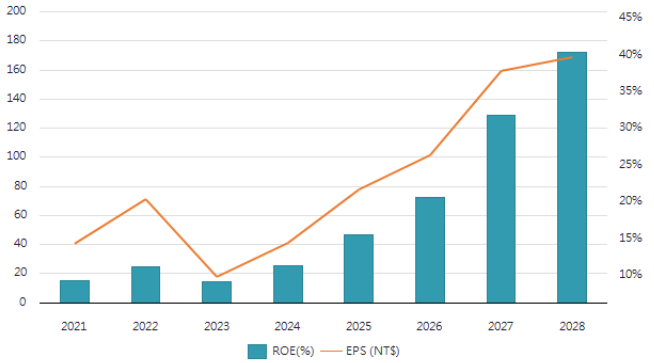
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 7：毛利率、營業利潤率、淨利率 單位：%



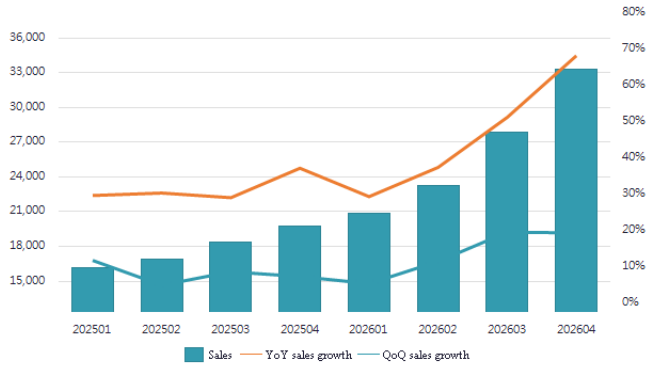
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 8：每股稅後盈餘、股東權益報酬率 單位：元、%



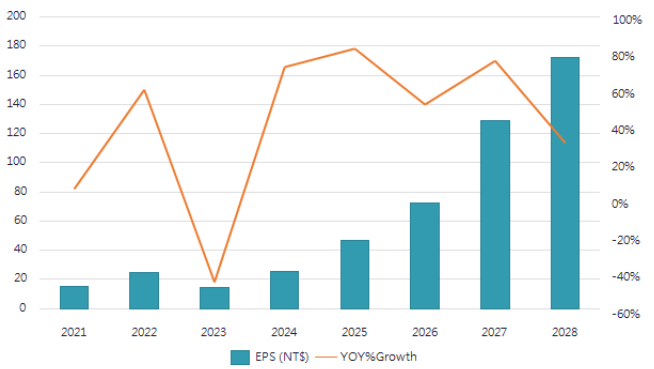
資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 9：季度銷售額、YoY 成長率 單位：百萬元、%



資料來源：CMoney、富邦投顧

圖表 10：每股稅後盈餘、YoY 每股稅後盈餘成 單位：元、%



資料來源：CMoney、富邦投顧

ESG永續發展專區

CMoney台灣ESG評等

CMoney ESG評等	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
7/10	5 /10	4 /10	8 /10

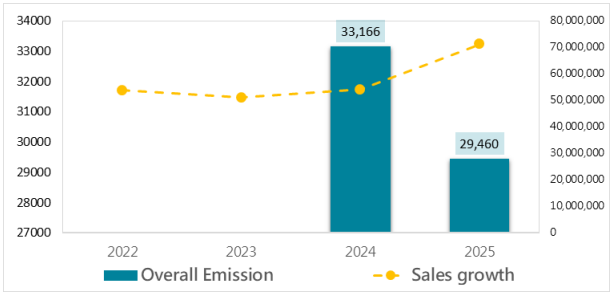
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑
交易所產業類別其他電子產業	5 /94	前 5%



E(環境保護)

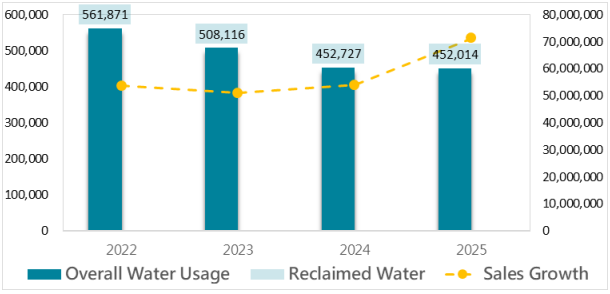
溫室氣體與營收

摘要			
溫室氣體			
評鑑年度	總排放量	直接排放量	間接排放量
2025	29,460	4,624	24,836
2024	33,166	5,226	27,940
2023	--	--	--
2022	--	--	--



企業用水總量與營收

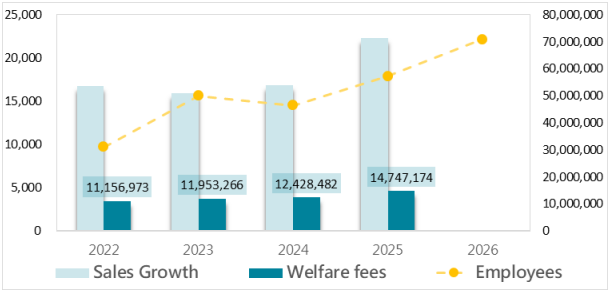
摘要			
企業用水總量			
評鑑年度	用水總量(公噸)	回收水	排水量(公噸)
2025	452,014	--	--
2024	452,727	--	--
2023	508,116	--	--
2022	561,871	--	--



S(社會責任)

員工人數與福利費用

摘要			
員工人數與福利費用			
評鑑年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2026	22,139	4,232	--
2025	17,907	3,387	14,747,174
2024	14,520	-1,103	12,428,482
2023	15,623	5,916	11,953,266
2022	9,707	-3,064	11,156,973

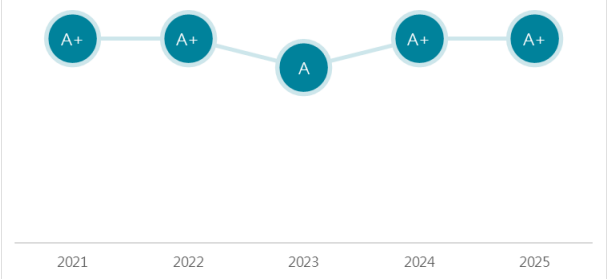


公司治理

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	各項指標權重			
			訊達電腦 1	訊達電腦 2	訊達電腦 3	訊達電腦 4
2025	前 5%	A+	0.16	0.25	0.10	0.49
2024	前 5%	A+	0.19	0.29	0.17	0.35
2023	6%至 20%	A	0.22	0.31	0.19	0.28
2022	前 5%	A+	0.20	0.33	0.23	0.24

註：評鑑結果排名：前 5% - A+；6%至 20%；A：21%~35%；B+：36%~50%；B：51%~65%；C+：66%~80%；C：81%~100%；D
資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧



損益表					百萬元
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
營業收入	54,080	71,247	105,274	164,410	206,512
銷貨成本	38,828	48,643	72,428	109,005	134,433
銷貨毛利	15,253	22,605	32,846	55,404	72,079
營業費用	8,687	10,147	14,084	21,191	26,434
營業利潤	6,566	12,458	18,761	34,214	45,645
EBITDA	9,240	14,914	7,122	8,529	9,960
利息淨收支	(389)	(280)	(555)	(506)	(495)
投資收益	(4)	(27)	0	0	0
匯兌淨損益	149	(400)	1,186	1,230	1,292
其他非營業收入	(109)	(26)	(986)	(1,070)	(1,132)
非營業收入合計	(248)	(592)	(355)	(346)	(335)
稅前淨利	6,318	11,866	18,406	33,868	45,310
所得稅	1,928	2,861	4,248	7,907	10,595
特殊項目及少數股權	(5)	0	(2)	0	0
稅後淨利	4,396	9,005	14,160	25,961	34,715
基本每股稅後盈餘（元）	25.16	46.57	72.03	128.54	171.88
完全稀釋每股稅後盈餘（元）	23.59	46.33	72.03	128.54	171.88
股票股利（元）	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利支出（元）	10.77	15.42	21.61	38.56	51.56
YoY（年增率） (%)					
營業收入	5.9	31.7	47.8	56.2	25.6
銷貨毛利	21.2	48.2	45.3	68.7	30.1
營業利潤	55.0	89.7	50.6	82.4	33.4
稅後淨利	89.7	104.8	57.2	83.3	33.7
基本每股稅後盈餘	75.1	85.1	54.7	78.4	33.7
毛利率 (%)					
毛利	28.2	31.7	31.2	33.7	34.9
營業	12.1	17.5	17.8	20.8	22.1
淨額	8.1	12.6	13.5	15.8	16.8
EBDITDA	17.1	20.9	6.8	5.2	4.8

財務比率					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
流動比率(%)	200	249	295	298	380
速動比率(%)	129	178	191	182	258
淨負債股權比率(%)	(7)	(19)	(3)	(7)	(19)
稅後淨利率(%)	8.1	12.6	13.5	15.8	16.8
資產周轉率(x)	0.9	1.0	1.2	1.6	1.7
財務槓桿(x)	1.7	1.8	1.5	1.5	1.4
CE/股權	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
總資產報酬率(%)	7.2	10.9	15.8	22.9	25.7
淨值報酬率(%)	14.5	21.7	26.4	37.9	39.7
資本報酬率(%)	19.3	27.0	33.4	48.1	50.8

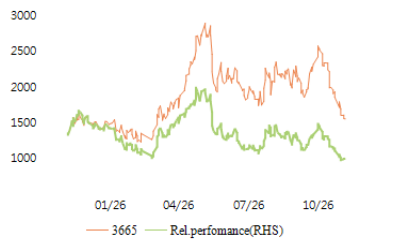
財務比率					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
股息保障倍數(x)	2.6	2.4	0.3	3.0	3.5
所得稅保障倍數(x)	2.0	1.9	0.2	1.7	2.6
資本支出保障倍數(x)	1.2	1.7	0.3	3.8	7.9
應收帳款週轉率(x)	5.2	5.0	5.0	5.7	6.1
存貨周轉率(x)	3.5	3.5	3.6	3.5	4.2
應付帳款周轉率(x)	6.4	5.2	7.0	6.4	8.1
應收帳款周轉天數	71	73	73	64	60
存貨週轉天數	106	104	102	104	87
應付帳款週轉天數	57	70	52	57	45
現金循環週期(天)	120	107	123	111	102

資產負債表					百萬元
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
現金及約當現金	10,176	14,395	7,165	10,217	24,287
應收款項	10,473	14,302	20,981	28,840	33,739
存貨	11,232	13,824	20,260	31,037	32,226
其他流動資產	1,787	8,890	9,164	9,692	10,066
流動資產	33,668	51,412	57,570	79,786	100,318
長期投資	868	944	906	925	915
固定資產	14,677	17,324	18,190	19,099	20,054
其他長期資產	11,703	12,633	12,944	13,488	13,950
總資產	60,915	82,313	89,610	113,298	135,237
短期借款	3,832	2,324	2,440	2,440	2,440
商業本票	--	--	--	--	--
應付款項	6,039	9,291	10,284	16,967	16,641
其他流動負債	6,924	9,015	6,787	7,342	7,300
流動負債	16,795	20,630	19,518	26,757	26,390
長期借款	3,865	3,388	3,049	2,744	3,018
其他長期負債	4,038	11,653	6,434	7,321	7,612
負債總額	24,698	35,670	29,000	36,823	37,020
普通股	1,896	1,950	1,950	2,020	2,020
公積	21,493	23,503	24,918	27,515	30,986
保留盈餘	12,704	19,463	23,537	32,153	55,608
其他	124	1,728	10,204	14,787	9,603
股東權益總計	36,217	46,643	60,609	76,475	98,217
負債及股東權益總計	60,915	82,313	89,610	113,298	135,237

現金流量表					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
淨利	4,396	9,005	14,160	25,961	34,715
折舊與攤提	2,211	2,554	2,329	2,390	2,452
投資淨損益	4	27	0	0	0
營運資金增減	(1,669)	(3,168)	(12,122)	(11,953)	(6,414)
其他	1,967	177	111	303	304
來自營運之現金流量	6,909	8,595	4,478	16,701	31,057
資本支出	(3,082)	(3,132)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
長投增減	255	76	(4,230)	(5,029)	(4,064)
其他	(4,660)	(10,972)	0	0	0
來自投資之現金流量	(4,377)	(10,838)	(7,730)	(8,529)	(7,564)
自由現金流量	2,532	(2,242)	(3,252)	8,172	23,493
借款增（減）	4,178	7,048	(1,389)	(1,389)	(1,389)
現金股利支出	(1,470)	(2,278)	(3,006)	(4,364)	(7,788)
發行公司債	0	9,039	0	0	0
償還公司債	0	(7)	0	0	0
現金增資	--	--	0	0	0
其他	(5,651)	(8,489)	144	265	(636)
來自融資之現金流量	(2,943)	5,312	(4,251)	(5,488)	(9,813)
匯率調整	(41)	1,150	273	369	390
本期產生之現金流量	(452)	4,220	(7,230)	3,053	14,070

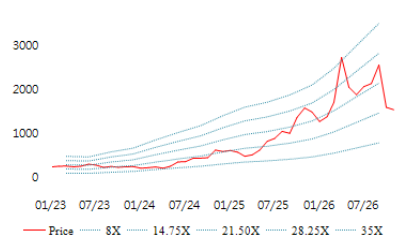
評價					
	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
本益比(x)	62.4	33.7	21.8	12.2	9.1
本營比(x)	5.5	4.3	2.9	1.9	1.5
淨值報酬率 (%)	8.2	6.6	5.1	4.1	3.2
P/CFPS (x)	43.1	35.6	68.4	19.0	10.2
PE/growth (x)	0.8	0.4	0.4	0.2	0.3
P/FCFPS (x)	77.8	56.0	31.0	24.0	11.5
EV/EBITDA (x)	33.6	20.4	43.8	36.2	29.6
股息殖利率 (%)	0.7	1.0	1.4	2.5	3.3

股價及相對大盤績效圖



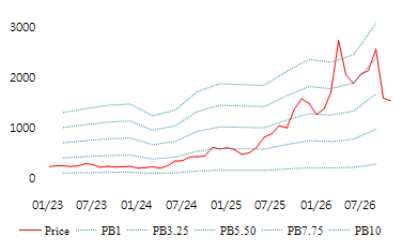
資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

Disclaimer

Analyst Certification

The research analyst responsible for this report hereby certifies (or, where multiple research analysts are primarily responsible for this report) that:

(1) the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about the subject securities and issuers.

(2) the analyst also certifies that no part of his/her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

Disclaimer

This document is for informational purposes only and does not constitute a solicitation for the purchase or sale of any securities. The information contained herein was obtained from sources, which we believe to be reliable, but whose accuracy and completeness we do not guarantee. The opinions and recommendations herein do not take into account the investment objectives, financial situation and particular needs of the reader. Opinions expressed are subject to change without notice. Investors should assume that Fubon Securities or its subsidiaries or its affiliates is seeking or will seek investment banking or other business relationships with the companies in this report. Copyright 2025 Fubon Investment Service – All rights reserved. Any duplication or redistribution of this report is prohibited. Additional information is available upon request.

Fubon's Rating System

Rating	Definition
Buy	Expected absolute return to be over 15% within the next 6 months
Neutral	Expected absolute return to be level within the next 6 months
Sell	Expected absolute return to be over negative 15% within the next 6 months
Not Rated (NR)	Pursuant to Fubon acting in deals involving the company or there is not a sufficient fundamental basis for determining an investment rating
Under Review	Fubon is in the process of determining an investment rating and will assign a rating within the 3- to 6-month horizon

Sector Rating	Definition
Overweight	Sector expected to outperform the broader market indexes within the next 6-12 months
Market Weight	Sector expected to perform in line with the broader market averages within the next 6-12 months
Underweight	Sector expected to underperform the broader market indexes within the next 6-12 months.

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標，財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

本研究報告原文為英文，如對中譯版之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差