

STOCK LLM WIKI REPORT · 2026-05-30

3665 貿聯-KY：短期毛利率利空後的三條未發酵主線

結論：短期賣壓來自 1Q26 毛利率低於市場要求與高估值下的財報容錯率下降；中期重點仍是 Vera Rubin / HVDC 電力互連、XFS 光通 shuffle box，以及 Credo ALC / FAU 財報 read-through。

資料基準日：2026-05-30。主要來源：Morgan Stanley 2026-05-28 貿聯報告、貿聯 1Q26 法說新聞、Credo 2026-03-02 Q3 FY2026 財報與 Q4 guidance、Stock LLM Wiki。

MS 目標價 NT\$3,665 相對 2026-05-28 收盤 NT\$2,115，上行空間約 73%	MS 2027E EPS NT\$120.77 2026E NT\$63.77，2027E 年增約 89%	1Q26 GM 28.77% 跌破三成是本輪利空核心
--	--	---

投資判斷：貿聯不是單純線束廠，市場目前給它 AI server power / signal interconnect 的高估值，但對「毛利率是否能修復」仍很敏感。若 2Q-3Q 毛利率回升、XFS 光通出貨能見度提高、Credo 財報延續高成長，股價修復的主因會從「跌深」轉為「2027-2028 EPS 可見度上升」。

1. 為什麼最近利空？

近期股價壓力不是因為 AI server 需求轉弱，而是市場把 1Q26 毛利率視為高估值下的警訊。經濟日報報導指出，貿聯 1Q26 EPS 為 NT\$11.66，稅後純益 NT\$22.73 億，仍是同期最佳，但毛利率降至 28.77%，低於 4Q25 的 31.93% 與 1Q25 的 30.38%，股價因此連續跌停。公司解釋主因是 HPC 高速線材新舊平台轉換，造成暫時性產品組合與產能利用率影響。

利空因素	市場擔心	我們的判讀	驗證點
1Q26 毛利率 28.77%	AI 高成長但毛利率下滑，代表競爭或產品 mix 不如預期	目前較像新舊平台轉換期，不是需求崩壞；但若 2Q 無修復，估值會繼續被壓	2Q / 3Q GM 是否回到 30% 以上
高股價、高本益比	財報不能出錯，一旦低於預期就會被殺估值	本輪跌幅是「高估值容錯率下降」的典型反應	外資目標價是否下修；法人 EPS 是否維持 2027 高成長
HPC 新舊平台轉換	新平台 ramp 前，舊產品正常化造成稼動與 mix 壓力	MS 與公司法說都指向 temporary transition；需求方向仍是正面	新平台放量後 operating leverage 是否恢復
光通題材尚未進入大量營收	XFS / shuffle box 仍偏 2027-2028，短期貢獻有限	這是未發酵題材，不是 1Q26 的財報支撐；要用訂單 / 客戶導入驗證	2026H2 設計導入、2027 初始供應、2028 放大量

2. MS 報告的核心：毛利率修復 + Vera Rubin 電力互連 + XFS 光通

Morgan Stanley 2026-05-28 報告維持貿聯 Overweight、目標價 NT\$3,665。MS 的三個核心論點是：1Q26 GM 28.8% 屬暫時性，未來幾季隨新機種 ramp 會緩解；Vera Rubin 與 HVDC power rack 會提升 power interconnect content；XFS 讓貿聯進入 optical space，預期 2027 開始供應 shuffle box，2028 才是較大出貨年。

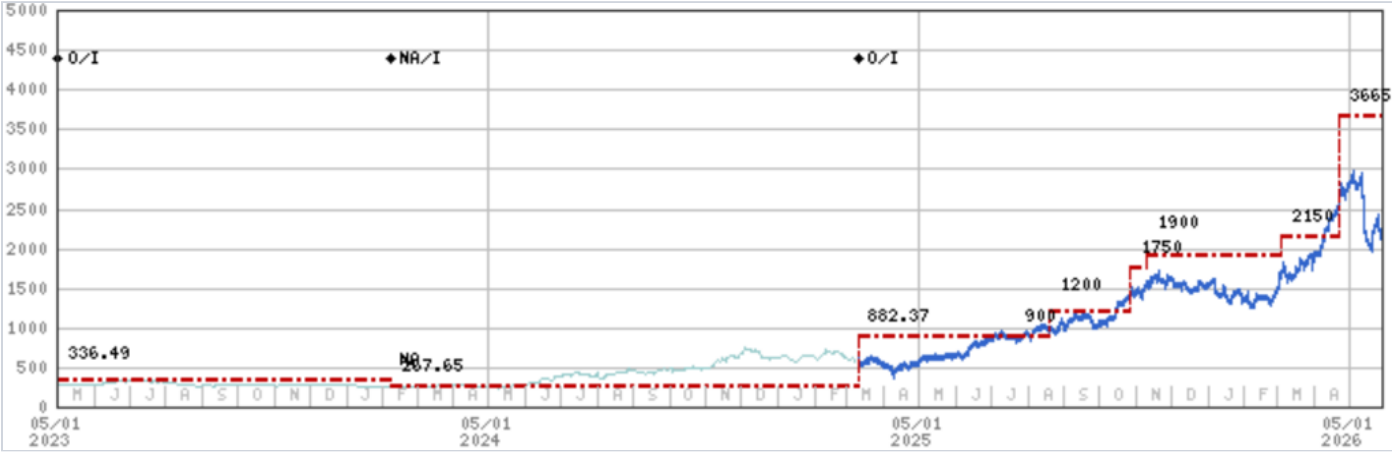
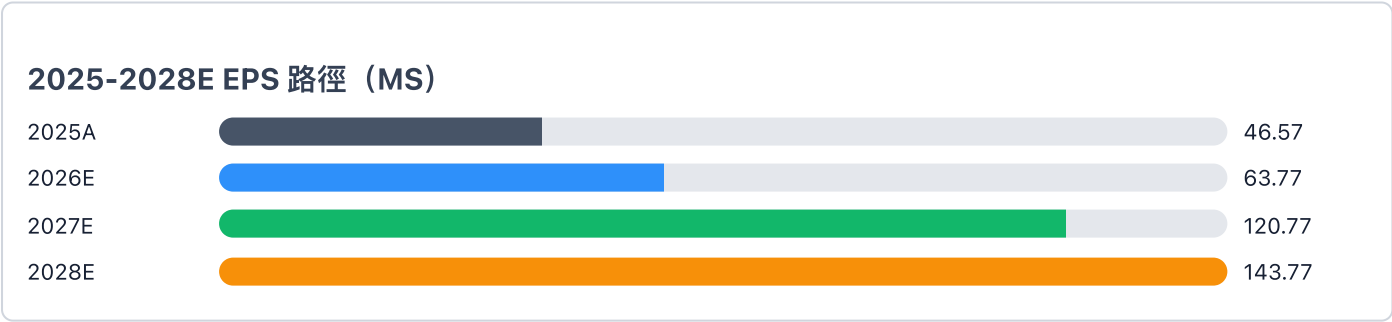


圖 1：MS 報告中的貿聯股價與目標價軌跡。紅色虛線為目標價階梯，最新目標價 NT\$3,665；來源：Morgan Stanley，2026-05-28。

MS 指標	2025A	2026E	2027E	2028E	含義
營收 (NT\$mn)	71,247	97,108	149,307	173,575	2027 是最大跳升年
EPS (NT\$)	46.57	63.77	120.77	143.77	2027E 約年增 89%
P/E	32.6x	33.2x	17.5x	14.7x	估值是否便宜取決於 2027 EPS 能否成真
EV/EBITDA	20.1x	20.8x	11.6x	9.2x	2027 後若放量，倍數自然下修



3. 三個市場還沒完全發酵的題材

題材一：Vera Rubin / HVDC 把貿聯從「線束」升級成 rack power interconnect

Vera Rubin NVL72 是 180-220kW 級 rack。Stock LLM Wiki 的 Vera Rubin 供應鏈頁整理，Rubin reference design 使用 4 組 110kW power shelves、50V busbar、5,000A+ 等級配電，且後續 HVDC / BBU / CBU / power rack 會走向更高電壓、更低電流、更低損耗。貿聯的 power interconnect、busbar、線束與高功率連接能力，對應的是機櫃級 power path 的 content value 提升，而不是單台 server 線材小幅增加。

GB300 液冷 AI rack，power / signal 已複雜化	Vera Rubin 180-220kW rack，50V busbar / power shelf 升級	HVDC power rack 400V / 800V 架構降低電流與熱壓力	貿聯位置 power interconnect、busbar、線束、rack-level harness
--	---	--	--

題材二：XFS 光通能力不是短期 EPS，而是 2027-2028 光互連選擇權

MoneyDJ / 台視財經報導指出，貿聯 2026 年 1 月完成 XFS 收購後，4 月需求開始升溫；XFS 補足光纖組件、光學整合與 CPO 能力，未來可切入 CPO shuffle box 組裝，也會參與 Credo ALC 與 FAU 相關產品。MS 的版本較保守：2027 起供應 shuffle box，但更顯著 volume 在 2028。這代表 XFS 對 2026 EPS 不是主要支撐，但對 2027-2028 valuation multiple 很重要。

光通題材	貿聯 / XFS 可能位置	時程	為什麼市場可能還沒完全定價
Shuffle box	光纖整理 / 高密度連接 / 組裝整合	2027 供應，2028 放大	目前仍偏設計導入與客戶關係，尚未反映在 1Q26 財報
Credo ALC	ALC / optical cable assembly 相關組件與整合	看 Credo FY2027 光業務節奏	Credo 財報強弱會成為 read-through，但貿聯關係仍需量產訂單驗證
FAU / CPO	光纖陣列、fiber routing、CPO 周邊組裝	2027 驗證，2028 後擴大	CPO 大規模量產尚未到來，估值多只給 narrative discount

題材三：Computex 若展示 1.6T AEC / OSFP / CPO TOR，貿聯有機會從 power story 變成 power + optical story

Computex 的觀察重點不是只有誰展示 Vera Rubin rack，而是展品是否揭露 1.6T AEC、OSFP cage、CPO switch、power shelf、liquid-cooled busbar、rack-level cable routing。若 ODM 展出的是完整 AI factory solution，貿聯可被重新定位為「power + signal + optical interconnect platform」；若只看到 GPU tray 外觀，短期市場仍會把貿聯放回毛利率修復邏輯。

Computex 訊號	對貿聯的意義	投資判讀
50V busbar / 800VDC / power rack	power interconnect content 提升	強化 Vera Rubin / HVDC thesis
1.6T AEC / OSFP / optical front-end	AEC 與高速線材升級	連接線從成本件變成系統瓶頸
CPO / shuffle box / FAU 展示	XFS 光通價值被可視化	2027-2028 光通選擇權可能提前重估
ODM partner wall 出現 optics / cable assembly 供應商	供應鏈關係可被交叉驗證	若能看到 XFS / BizLink / Credo 生態訊號，可信度大幅提高

4. Credo 6/1 財報預測與對貿聯的 read-through

Credo 將公布 Q4 FY2026（期間至 2026-05-02）財報，市場估計時間是 2026-06-01 盤後。官方 Q3 FY2026 財報顯示，Q3 營收 US\$407.0mn，QoQ +51.9%、YoY +201.5%；non-GAAP EPS US\$1.07；公司對 Q4 的營收 guidance 是 US\$425-435mn，non-GAAP gross margin 64-66%。MarketBeat 顯示，這個 Q4 revenue guidance 高於當時 consensus revenue estimate 約 US\$416.3mn。

Credo Q3 FY2026 revenue US\$407.0mn +51.9% QoQ / +201.5% YoY	Credo Q4 FY2026 guidance US\$425-435mn midpoint US\$430mn	CRDO 5/29 close US\$236.03 MarketBeat；forward P/E 約 100x
---	--	---

Credo 財報情境	可能訊號	對貿聯的含義	評價影響
優於 guidance 並上修 FY2027	AEC / optical / ZeroFlap demand 仍強；光互連成長不是一次性	強化 XFS 參與 Credo ALC / FAU 的 read-through，市場可能提前給 2027 光通價值	貿聯 2027E P/E 17.5x 相對 CRDO 仍低，有 multiple rerating 空間
符合 guidance、維持高毛利	需求健康，但股價可能因高預期而波動	對貿聯屬中性偏正面，重點回到自身 XFS 訂單能見度	估值不一定立刻上修，但下檔 narrative 變強
營收 / guidance 低於預期	市場會擔心 AI interconnect 拉貨節奏或客戶集中	貿聯光通題材短期折現，股價會更依賴毛利率修復與 HVDC	短期不利，但若只是 Credo 特定產品 mix，貿聯影響需再確認

Credo 估值：非常貴，但它是貿聯光通題材的外部溫度計

以 2026-05-29 CRDO 收盤 US\$236.03、Q3 diluted shares 約 192mn 粗估，市值約 US\$45bn；扣除約 US\$1.3bn 現金 / 短投後，EV 約 US\$44bn。以 FY2026 revenue 粗估（9M revenue US\$898mn + Q4 midpoint US\$430mn = US\$1.33bn），EV/Sales 約 33x；若 FY2027 revenue 成長 50% 至約 US\$2.0bn，EV/Sales 仍約 22x。這種估值表示市場已把 AI interconnect 的成長大量前置定價。

對貿聯而言，Credo 的意義不是「貿聯應該拿同樣倍數」，而是若 Credo 財報證明 AEC / optical 成長仍強，貿聯的 XFS / shuffle box / ALC 題材可信度會提高。貿聯目前 MS 估 2027E P/E 17.5x，若光通題材被市場視為 2028 EPS 第二曲線，評價有機會從傳統 cable harness 往 AI interconnect platform 靠攏。

5. 評價：現在該看 2027，不該只看 1Q26

貿聯短期不是低估值股票，2026E P/E 仍約 33x；但若 MS 2027E EPS NT\$120.77 成真，P/E 會快速降到約 17.5x。這代表股價的關鍵不是「今年便宜」，而是 2027 EPS 與 2028 光通選擇權的可信度。

評價角度	目前狀態	合理解讀
短期財報	1Q GM 跌破三成，股價反映失望	2Q / 3Q GM 修復是最直接催化劑
MS 目標價	NT\$3,665，對 5/28 收盤價上行 73%	MS 把 2027 EPS 高成長視為主軸，不是只看 2026
2027E 估值	P/E 17.5x，EV/EBITDA 11.6x	若 EPS 轉折兌現，估值不貴；若毛利率不修復，估值會失真
光通選擇權	2027 供應 shuffle box、2028 大量	尚未完全進 EPS；Computex / Credo / 客戶訂單是重估觸媒

6. 結論與追蹤清單

一句話 **thesis**：貿聯短期利空是毛利率與估值容錯率問題，中期勝負在 2027 Vera Rubin / HVDC power interconnect 放量，以及 XFS 把公司從銅線 / 電源線束延伸到光通訊組裝與 shuffle box 的速度。

追蹤指標	為什麼重要	判斷門檻
2Q / 3Q26 毛利率	驗證 1Q 低毛利是否 temporary	回到 30% 以上且管理層維持全年展望
HPC 營收占比與年增	確認主成長引擎沒有熄火	HPC 維持高雙位數至三位數年增
Vera Rubin / HVDC 客戶開案	決定 power interconnect content 是否升級	Computex / 法說出現 power rack、busbar、HVDC 相關說法
XFS 光通訂單	決定光通題材從 narrative 轉營收	2027 shuffle box 初始供應確認、2028 volume 指引
Credo Q4 FY2026 與 FY2027 outlook	外部驗證 AEC / optical 需求熱度	Q4 超過 US\$435mn 或 FY2027 成長展望維持強勁

主要來源

- Morgan Stanley, BizLink Asia AI Summit 2026 Feedback, 2026-05-28，Stock LLM Wiki Raw_data：260528_3665_貿聯_ms_bizlink。
- 經濟日報 / 聯合新聞網，2026-05-14：貿聯 1Q26 毛利率跌破三成、連續跌停與公司說明。
- MoneyDJ / 台視財經，2026-05-13：貿聯毛利率修復、XFS、Credo ALC / FAU 與 shuffle box 觀點。
- Credo Technology Group Q3 FY2026 earnings release, 2026-03-02：Q3 revenue、margin、Q4 guidance。
- MarketBeat CRDO earnings page, accessed 2026-05-30：Q4 FY2026 earnings date estimate、Q4 guidance vs consensus、closing price / valuation summary。
- Stock LLM Wiki：3665_貿聯-KY（市）、CRDO.US(credo)、供應鏈_Vera_Rubin_NVL72機櫃、供應鏈_光通訊、技術_CPO、技術_AEC、分析_Computex_Vera_Rubin整機櫃觀察指南。