

台股投資策略

近期的獲利下修恐怕僅是序曲

焦點內容

1. 台股盈餘展望從今年 3 月開始下修，結束過去 20 個月的上修循環。
2. 「AI 好，其餘都不好」依然是本次財報主軸，惟「AI 的好無法彌補非 AI 的不好」卻是首次出現。
3. 關稅衝擊需求下，我們研判台股近期的獲利下修恐怕僅是序曲。

重要訊息

近期財報季過後，我們將台股今年盈餘展望由年增 19%降至年增 17%。

評論及分析

台股盈餘展望從今年 3 月開始下修，結束過去 20 個月的上修循環。檢視最近一次企業財報後，我們調降台股今年盈餘展望，並由原預估之年增 19%降至年增 17%，結束 2023 年下半年以來且為期約 20 個月的獲利上修週期。同期間，根據 FactSet's 統計，S&P500 成分股今年盈餘亦由原預估之年增 12%降至年增 9%。儘管關稅政策的提前拉貨效應帶動台股與美股 1Q25 財報結果比預期優異，惟關稅造成的不確定性卻讓市場難對下半年旺季寄予厚望，我們因此調降台股今年盈餘預估。同時本次法說被提及的關鍵字不外乎是「關稅」與「不確定性」，根據 FactSet's 統計，S&P500 成分股企業中有高達 83%比例提及「關稅」，創統計以來最高；有高達 78%比例提及「不確定性」，創新冠疫情以來最高。

「AI 好，其餘都不好」依然是本次財報主軸，惟「AI 的好無法彌補非 AI 的不好」卻是首次出現。本次企業財報與法說展望依然延續「AI 好，其它都不好」的主軸，這是從去年以來每次財報與法說的固定腳本。然而，「AI 的好無法彌補非 AI 的不好」卻是首次出現，這可能是除了關稅之外，導致台股盈餘下修的重要原因。

我們彙整了台美最新財報並重新評估盈餘展望，2025 年盈餘預測上修的族群主要集中在 AI 相關領域，其它則普遍下調。在台股中，盈餘顯著上調的族群包括散熱、網通、銅箔基板和電源供應器等；而在 S&P500 中，盈餘顯著上調的僅有通訊服務類股，而 Alphabet、Netflix、Disney 是上修的功臣。上述盈餘上調的族群或類股大部分與 AI 相關。

關稅衝擊需求下，我們研判台股近期的獲利下修恐怕僅是序曲。儘管川普的關稅戰緩和已帶動全球股市普遍收復起跌點，但市場可能忽略了一個即將到來的現實，即一旦關稅付諸實行，對整體經濟的衝擊將不可小覷，這也預示著企業獲利展望可能面臨再度下修風險。根據彼得森國際經濟研究所的估計，如果川普對全球普徵 10~20%的關稅，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 0.4~0.9 個百分點，若考慮各國的報復措施，衝擊幅度將會再增加一倍以上，並達到 0.9~1.8 個百分點。這意味著無論川普未來採取多少關稅，對經濟的衝擊恐怕都難以避免。根據關稅戰之前聯準會 3 月份最新對美國 2025 年與 2026 年的 GDP 預測分別為 1.7%與 1.8%的水準來說，關稅的衝擊雖不足以使經濟陷入衰退，但顯著放緩恐怕難以避免。另美國聯邦法院 5/28 裁定川普的關稅政策無效，惟川普仍可上訴，我們將密切關注後續結果。

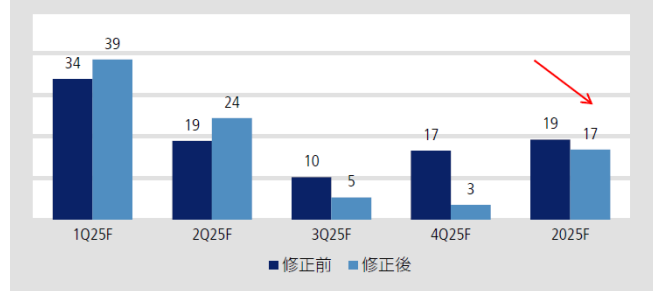
台灣供應鏈與美國經濟呈高度連動，每當美國經濟顯著放緩，台股的獲利展望均難逃下修命運；若陷入衰退，則下修幅度更為劇烈。回顧過去 20 年美國經濟放緩的三個時期，台股盈餘展望當時被下修的幅度高達 13~26%，延續時間則達 8~20 個月。這預示，一旦關稅的後座力傳導至經濟後，台股的獲利展望恐怕會再次遭到下修。

投資建議

台股盈餘展望從今年 3 月開始下修，結束過去 20 個月的上修循環，同時我們也擔憂這恐怕是獲利下修的序曲，因為「AI 的好無法彌補非 AI 的不好」是首次出現。其次，關稅對經濟的衝擊將不可小覷。我們研判台股本波反彈已達強弩之末，且未來一個季度將有回測風險，建議以低持股來因應川普的政策風險，同時可往高殖利率個股或評價尚低的 AI 股為布局重點。

圖 1: 台股今年盈餘展望由原預估之年增 19% 降至年增 17%

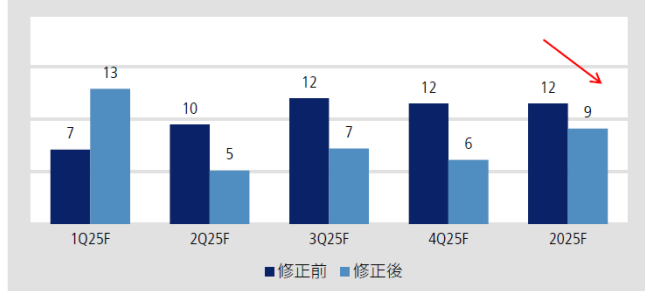
台股獲利年增率預估，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 2: 美股今年盈餘展望由原預估之年增 12% 降至年增 9%

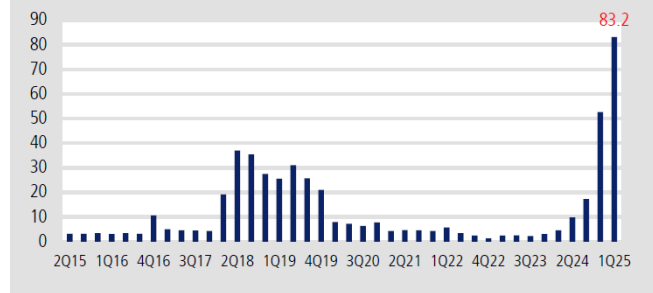
S&P 500 成分股獲利年增率預估，百分比



資料來源：FactSet's；凱基整理

圖 3: 本次財報季有高達 83% 企業提及「關稅」

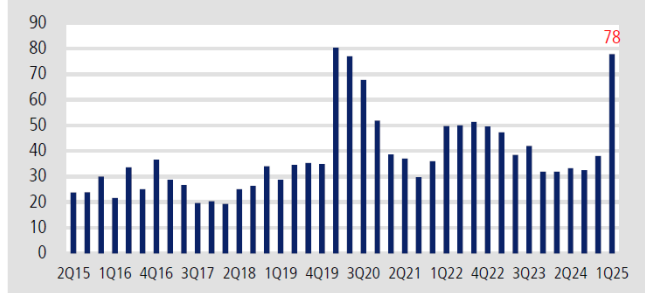
S&P500 成分股近期財報季提及「關稅」的家數比例，百分比



資料來源：FactSet's；凱基整理

圖 4: 本次財報季有高達 78% 企業提及「不確定性」

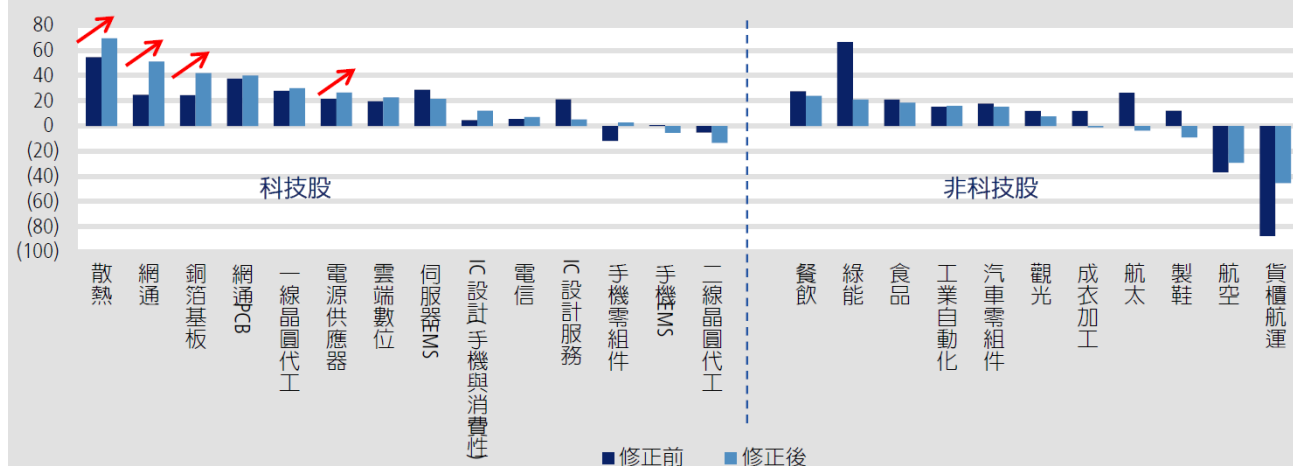
S&P500 成分股近期財報季提及「不確定性」的家數比例，百分比



資料來源：FactSet's；凱基整理

圖 5：台股今年盈餘展望獲得上修的族群主要集中在 AI 相關領域，其它類股則普遍下調

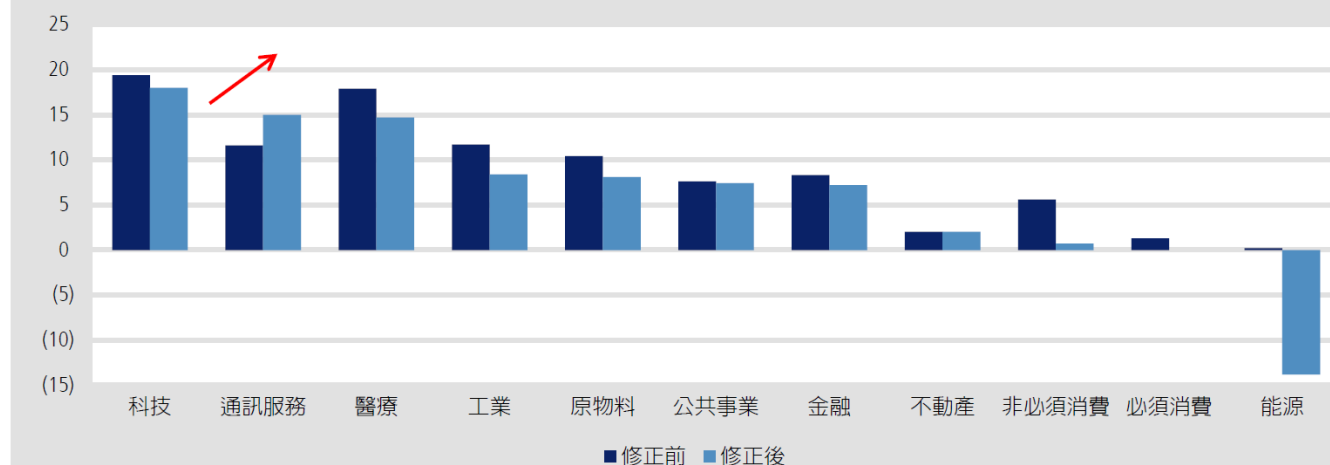
台股各族群 2025 年盈餘年增率，百分比



資料來源: TEJ；凱基整理與預估

圖 6：美股今年盈餘展望獲得上修者僅有通訊服務類股，其它類股則普遍遭遇下調

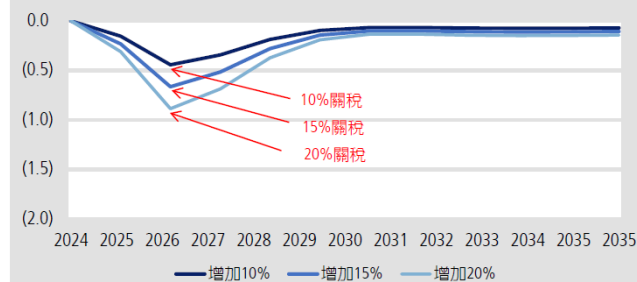
S&P500 各類股 2025 年盈餘年增率，百分比



資料來源: FactSet's；凱基整理

圖 7：川普對全球普徵 10~20%的關稅，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 0.4~0.9 個百分點

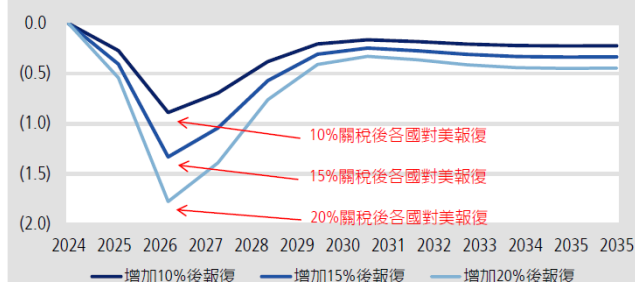
川普對全球普徵 10~20%關稅下對美國 GDP 的影響幅度，百分比



資料來源：彼得森國際經濟研究所(PIIE)；凱基整理

圖 8：川普對全球普徵 10~20%的關稅，並考慮各國對美報復後，美國 GDP 的最大衝擊幅度將達到 0.9~1.8 個百分點

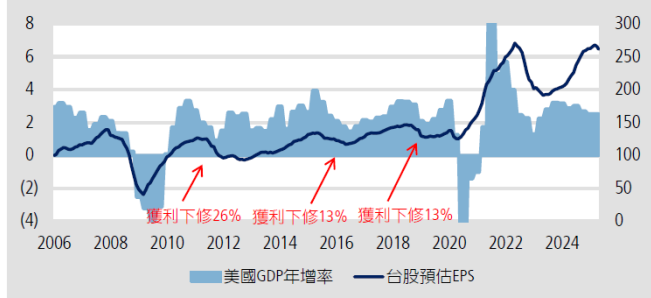
川普對全球普徵 10~20%關稅下對美國 GDP 的影響幅度，百分比



資料來源：彼得森國際經濟研究所(PIIE)；凱基整理

圖 9：台廠與美國經濟高度連動，每當美國經濟顯著放緩，台股獲利均難逃下修窘境；若經濟深度衰退則下修幅度更是劇烈

美國 GDP 年增率，百分比(左軸)；台股預估 EPS，元(右軸)

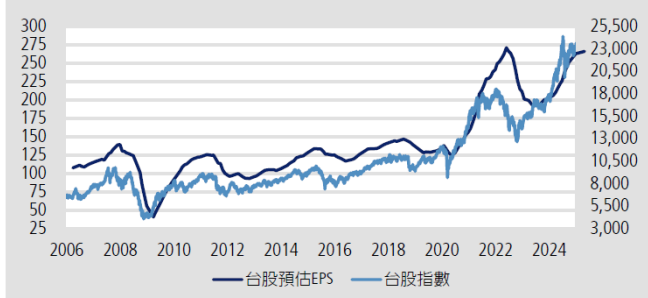


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：台股預估 EPS 以 2006 年 1 月為基期 100

圖 10：台股指數與盈餘展望呈高度連動，倘若未來盈餘展望進一步下修，將會壓抑指數表現

台股預估 EPS，元(左軸)；台股指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：台股預估 EPS 以 2006 年 1 月為基期 100

圖 11：往年企業獲利下修週期之調整幅度/指數變化/延續時間

市場	獲利下修週期	2008-2009年 金融海嘯	2011-2012年 美債降評/ 歐債危機	2015-2016年 大陸RMB匯改	2018-2019年 美中貿易戰 與升息	2020年 新冠肺炎	2022年 停滯性通膨
台股	獲利調整幅度(%)	-71	-26	-13	-13	-9	-29
	指數漲跌幅度(%)	-60	-28	-28	-17	-30	-30
	獲利下修時間(月)	15	20	12	8	3	12
S&P500	獲利調整幅度(%)	-39	-2	-3	-2	-22	-5
	指數漲跌幅度(%)	-56	-18	-14	-20	-34	-34
	獲利下修時間(月)	18	2	6	4	4	8

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 12：台股成分股預估獲利與評價

P/E (x)	2021	2022	2023	2024	2025F
台股	17.5	18.2	25.5	18.2	15.6
台股(扣除台積電)	13.1	15.8	23.6	16.7	15.1
電子股	24.8	22.1	28.0	21.1	16.9
電子股(扣除台積電)	17.0	19.8	26.1	20.8	17.3
台積電	42.0	24.7	29.9	21.4	16.5
EPS growth (%)					
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.5	16.8
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	40.8	10.9
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	25.3
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.2	20.3
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	30.0

資料來源：凱基整理與預估

圖 13：台股各族群預估獲利與評價

科技股	獲利年增率(%)					預估PE(倍)		非科技股	獲利年增率(%)					預估PE(倍)	
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
伺服器EMS	(1.7)	3.7	24.8	21.4	27.8	14.2	10.7	水泥	(50.7)	8.4	27.9	(6.7)	17.7	18.9	15.4
散熱	34.5	20.5	54.0	69.5	28.7	17.0	12.6	食品	(13.6)	6.8	12.7	18.7	12.4	18.8	16.7
電源供應器	15.1	2.4	(1.7)	26.5	17.3	18.7	16.0	塑化	(62.6)	(51.0)	(80.8)	20.6	74.0	52.9	24.7
ABF	102.5	(68.1)	(70.1)	140.2	75.5	23.0	12.6	成衣加工	32.1	(11.0)	17.3	(0.9)	4.9	16.9	16.3
光通訊	-	63.4	20.5	139.6	-	17.7	-	製鞋	100.0	(45.2)	18.0	(9.1)	5.4	22.3	21.2
IC設計服務	94.8	5.3	29.9	5.1	51.1	35.9	24.9	汽車零組件	113.5	25.1	44.3	15.3	9.6	13.0	11.6
網通PCB	56.1	(22.8)	59.1	40.2	19.6	15.4	12.9	工業自動化	5.2	(14.2)	6.6	15.9	15.7	25.3	21.4
網通	77.3	15.2	15.3	51.1	-	15.6	-	自行車	(12.7)	(44.8)	(88.9)	813.6	20.6	15.9	13.2
銅箔基板	(7.7)	8.2	74.5	42.1	8.3	18.4	17.0	貨櫃航運	19.7	(94.4)	631.6	(52.2)	(15.0)	9.9	13.4
一線晶圓代工	70.4	(17.5)	39.9	29.9	12.3	16.5	14.6	鋼鐵	(75.4)	(89.0)	(41.0)	562.0	50.2	58.1	27.8
二線晶圓代工	56.3	(30.1)	(22.6)	(13.4)	9.5	14.5	13.2	觀光	(46.5)	176.4	2.7	7.7	16.0	13.5	11.1
手機零組件	11.4	(40.3)	44.0	8.1	8.0	11.6	10.2	餐飲	(40.3)	144.6	(11.9)	24.1	21.5	16.7	13.5
電信	2.6	13.7	13.6	7.1	2.7	26.4	25.7	航空	127.3	26.8	(0.3)	(3.7)	23.1	23.0	18.3
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	29.8	12.1	11.1	15.9	14.7	重電	(37.8)	185.5	52.7	(29.1)	(40.2)	11.7	20.9
手機EMS	(26.5)	4.1	7.4	(5.4)	9.8	14.1	12.9	綠能	30.4	23.3	67.9	14.0	(4.0)	22.1	18.9
雲端數位	16.3	17.1	13.1	22.8	16.7	19.4	16.5		56.9	85.5	26.8	101.7	42.3	21.5	12.0

資料來源：凱基整理與預估

圖 14：台股指數預估矩陣

		目標PE(X)								
		10	11	12	13	14	15	16	17	18
2025年獲利 年增率 (%)	(20)	9,400	10,340	11,280	12,220	13,160	14,100	15,039	15,979	16,919
	(10)	10,575	11,632	12,690	13,747	14,804	15,862	16,919	17,977	19,034
	(5)	11,162	12,278	13,395	14,511	15,627	16,743	17,859	18,976	20,092
	0	11,750	12,925	14,100	15,274	16,449	17,624	18,799	19,974	21,149
	10	12,925	14,217	15,509	16,802	18,094	19,387	20,679	21,972	23,264
	15	13,512	14,863	16,214	17,566	18,917	20,268	21,619	22,970	24,322
	20	14,100	15,509	16,919	18,329	19,739	21,149	22,559	23,969	25,379

資料來源：凱基整理與預估

圖 15：推薦個股

公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	漲跌幅	每股盈餘		本益比		股價淨值比		淨值報酬率		現金殖利率	
			(元)	(US\$mn)	(元)	(%)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
廣達	2382 TT	增加持股	320.0	35,062	271.5	17.9	17.75	19.82	15.3	13.7	4.4	4.2	29.9	31.4	5.2	5.8
緯創	3231 TT	增加持股	135.0	11,274	116.5	15.9	8.47	10.21	13.8	11.4	2.3	2.0	17.1	18.4	4.3	5.2
奇鋐	3017 TT	增加持股	725.0	8,046	620.0	16.9	36.26	45.78	17.1	13.5	6.6	5.3	43.2	43.4	2.8	3.5
金像電	2368 TT	增加持股	282.0	4,275	260.0	8.5	16.01	19.15	16.2	13.6	4.9	3.9	33.2	31.8	3.1	3.7
技嘉	2376 TT	增加持股	325.0	6,182	276.0	17.8	20.29	23.16	13.6	11.9	3.3	3.1	24.7	26.8	5.9	6.7
群光	2385 TT	增加持股	188.0	4,295	169.0	11.2	12.52	13.98	13.5	12.1	2.6	2.5	19.3	20.7	5.8	6.5
華碩	2357 TT	增加持股	800.0	15,521	625.0	28.0	53.29	54.46	11.7	11.5	1.7	1.6	14.4	14.3	6.8	7.0
中信金	2891 TT	增加持股	45.0	26,838	40.9	10.2	3.32	3.95	12.3	10.4	1.6	1.3	13.5	13.8	5.1	5.9
玉山金	2884 TT	增加持股	34.0	15,937	29.8	14.1	1.84	1.94	16.2	15.4	1.7	1.5	11.0	10.3	4.5	4.7
統一	1216 TT	增加持股	92.0	15,122	79.6	15.6	4.32	4.86	18.4	16.4	3.2	3.0	17.7	18.7	3.8	4.0
長榮航太	2645 TT	增加持股	155.0	1,415	113.0	37.2	5.15	7.24	21.9	15.6	3.2	3.1	14.5	20.1	4.1	5.8

資料來源：凱基整理與預估

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。