



台股市場投資策略

狂歡派對將進入中場休息

焦點內容

1. 台股狂奔至 2 萬點後，我們預期接下來恐難逃修正。
2. 「只有 AI 好，其他都不好」，預告 2Q24~3Q24 獲利將難逃淡季效應。全球經理人對股票的淨超配比例與高股息 ETF 的瘋狂認購都是過熱警訊。
3. 高股息與低評價者將是首選。

台股狂奔至 2 萬點後，我們預期接下來恐難逃漲多修正

儘管 AI 狂潮將帶動台股今明兩年企業獲利迎來 2 成增長並支撐指數維持長多格局，惟在 PC、手機、工業、汽車等非 AI 應用普遍進入季節性淡季且復甦強度不明下，恐拖累今年第 2 季至第 3 季整體台股獲利表現，不利台股多頭續漲。除此，3 月份全球基金經理人對股票的淨超配比例似乎已逼近往年「過熱」水準，這通常預告股市難逃修正。最後，擦鞋童理論已悄悄在台股現蹤，並主要發生在高股息 ETF 的熱賣，這恐也是台股修正的前兆。

「只有 AI 好，其他都不好」，這預告 2Q24~3Q24 獲利難逃淡季效應

彙整本次企業財報與法說，我們大致可歸納出「只有 AI 好，其他都不好」結論。儘管去年底市場熱炒 AI PC 與 AI 手機，並樂觀看待今年整體 PC 與手機需求將迎來復甦，惟截至目前來自終端需求的反饋後，我們認為日前的樂觀期待似乎有修正的必要，諸如今年的 PC 出貨量恐將由原預估之年增 6% 下修至低個位數，今年的手機出貨量恐將由原預估之年增 4% 下修至持平附近。除此，反映中國經濟陷入困境，工業相關業者 1Q24 營收展望低於預期，且電動車市場亦見到增長顯著放緩的跡象。綜合而言，由於 AI 伺服器的超強出貨短期仍難以彌補非 AI 產品的弱勢復甦下，我們研判台股 2Q24~3Q24 獲利將難逃淡季效應；台股 1Q24~4Q24 單季獲利年增率為 23%、18%、9%、31%；獲利動能轉弱通常會壓抑台股表現。

全球經理人對股票的淨超配比例已逼近「過熱」水準

根據美銀 3 月份對全球基金經理人的最新調查，他們目前對股票的淨超配 (overweight) 比例達 28%，這較過去長期平均水準高出 1 個標準差。過往經驗，這項指標若超出平均水準 1 個標準差，通常預告股市容易進入中期修正；若超出平均水準 2 個標準差，通常預告股市將由多翻空。現階段這項指標已超出平均水準 1 個標準，這將限制多頭續攻力道。

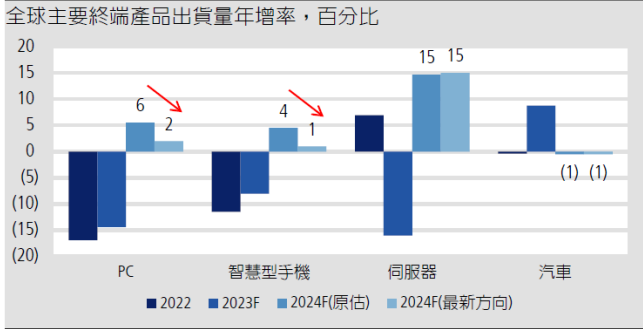
擦鞋童理論已悄悄在台股現蹤

近期我們見到台灣投資人瘋狂認購高股息 ETF，意味擦鞋童理論又悄悄上演。「人多的地方總是危險」雖是老調重彈，惟金融市場卻一再重演。前次台股在疫情期間突破歷史新高時帶動投資人於 2021 年瘋狂認購主動型股票基金，最終迎來 2022 年的重挫行情。為押注聯準會降息，散戶投資人於 2023 年瘋狂湧入債券型 ETF，倘若以 10 年期美債殖利率 2023 年全年的均價 3.9% 來當作認購的平均成本，這些認購的投資人已呈現資本虧損。

投資建議

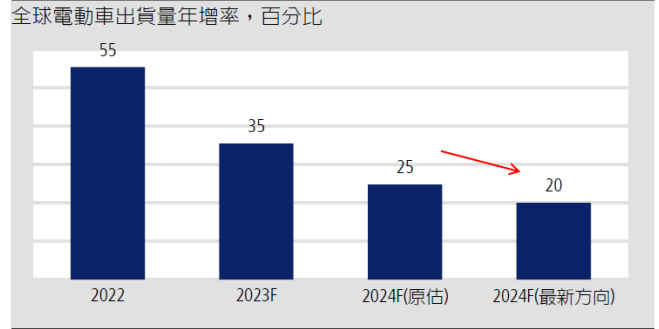
儘管台股長多格局未變，但我們預期接下來恐難逃漲多修正，主因「只有 AI 好，其他都不好」，這預告 2Q24~3Q24 台股獲利將難逃淡季效應。其次，全球經理人對股票的淨超配比例以及台灣高股息 ETF 的瘋狂認購都是股市過熱的警訊。我們建議逐步轉為防禦型操作，首選高股息與低評價者，包含：聯詠(3034)、聯發科(2454)、新普(6121)、可成(2474)、中鼎(9933)、台灣大(3045)、中信金(2891)、鴻海(2317)、大立光(3008)、亞德客-KY(1590)、巨大(9921)、駐龍(4572)。

圖 1: PC 與手機今年的復甦情況均不如原預期強勁



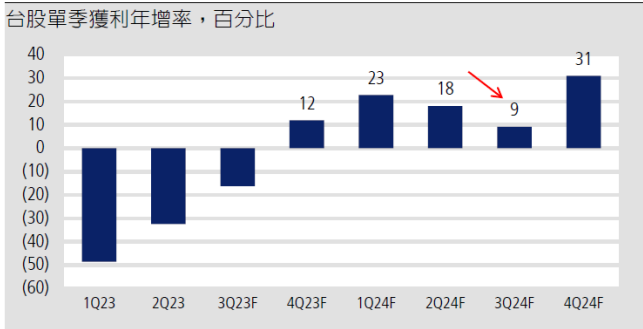
資料來源：凱基整理與預估

圖 2: 電動車今年的增長幅度不如原預期樂觀



資料來源：凱基整理與預估

圖 3: 台股 2Q24~3Q24 獲利將難逃淡季效應



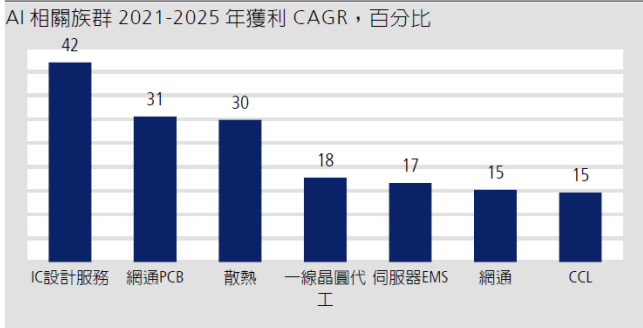
資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 4: 獲利動能轉弱通常會壓抑台股表現



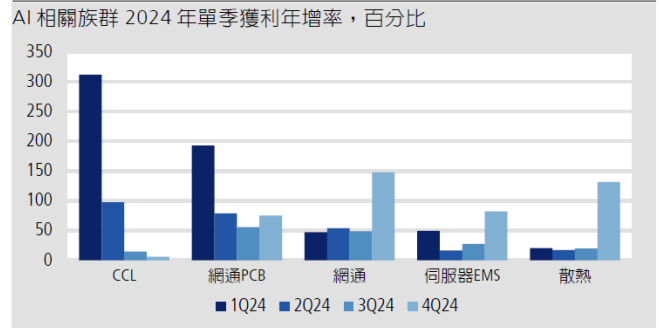
資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 5: AI 相關族群 2021~2025 年獲利 CAGR 高達 2~4 成



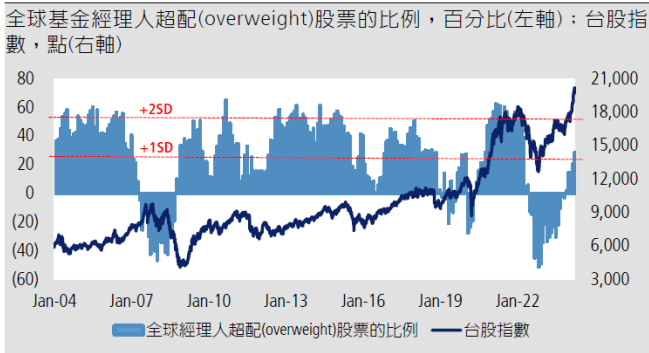
資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 6: PC 與手機拖累，AI 族群 2Q24~3Q24 亦難逃淡季效應



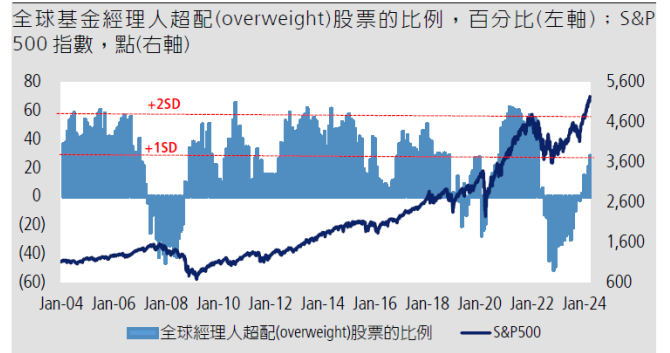
資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 7: 全球經理人對股票的淨超配比例已逼近「過熱」水準



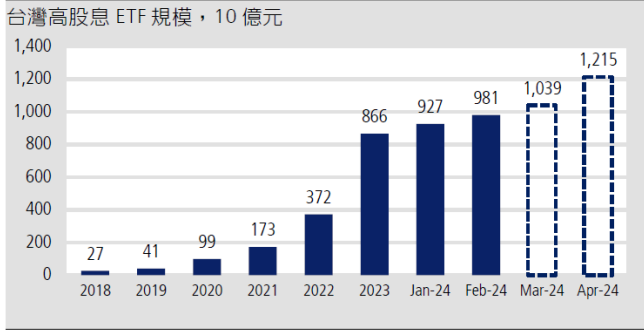
資料來源：美銀；Bloomberg；凱基整理

圖 8: 全球經理人對股票的淨超配比例已逼近「過熱」水準



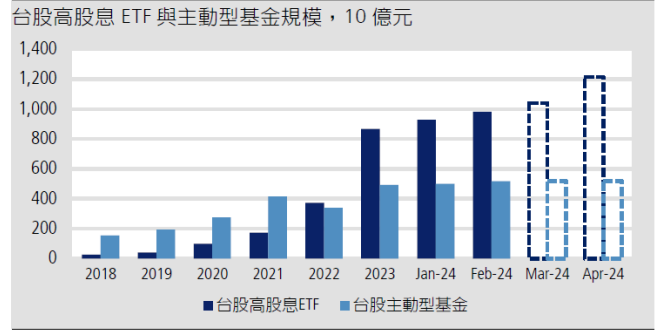
資料來源：美銀；Bloomberg；凱基整理

圖 9: 投資人熱衷高股息帶動台灣高股息 ETF 規模急速增長



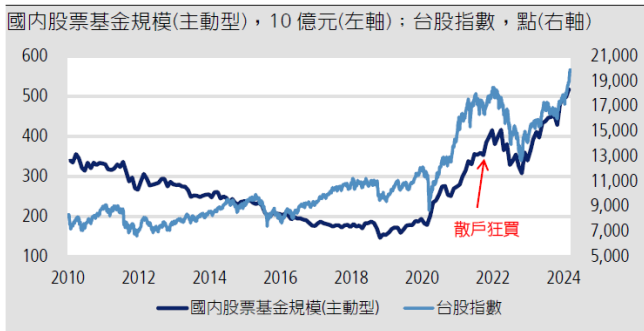
資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 10: 台股高股息 ETF 的龐大規模已把主動型基金拋在腦後



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

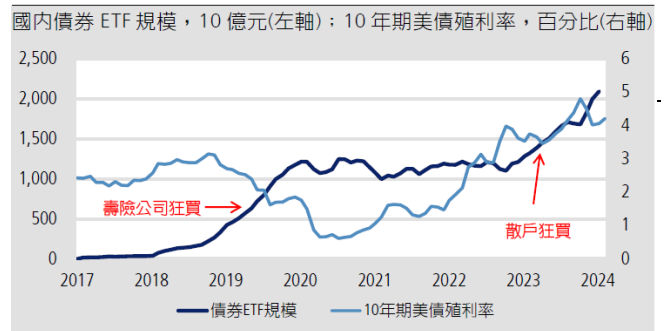
圖 11: 過往股票基金熱賣時總會驗證擦鞋童理論



資料來源: TEJ; 凱基整理

及的任何證券持倉。

圖 12: 前次債券型 ETF 熱賣時已印證擦鞋童理論



資料來源: TEJ; 凱基整理

圖 13: 台股目前交易在 2024 年預估獲利的 19 倍

	目標PE(X)						
	15	16	17	18	19	20	21
0	13,025	13,893	14,761	15,630	16,498	17,366	18,235
10	14,327	15,282	16,237	17,193	18,148	19,103	20,058
2024年獲利年增率(%)	14,978	15,977	16,976	17,974	18,973	19,971	20,970
20	15,630	16,672	17,714	18,756	19,798	20,840	21,882
25	16,281	17,366	18,452	19,537	20,622	21,708	22,793
30	16,932	18,061	19,190	20,319	21,447	22,576	23,705
35	17,583	18,756	19,928	21,100	22,272	23,445	24,617

資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 14: 台股目前交易在 2025 年預估獲利的 16 倍

	目標PE(X)						
	15	16	17	18	19	20	21
0	15,580	16,619	17,658	18,696	19,735	20,774	21,812
10	17,138	18,281	19,423	20,566	21,708	22,851	23,994
2025年獲利年增率(%)	17,917	19,112	20,306	21,501	22,695	23,890	25,084
20	18,696	19,943	21,189	22,436	23,682	24,928	26,175
25	19,475	20,774	22,072	23,370	24,669	25,967	27,265
30	20,254	21,605	22,955	24,305	25,655	27,006	28,356
35	21,033	22,436	23,838	25,240	26,642	28,044	29,447

資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 15: 台股評價比較

	Forward PB(倍)								Forward PE(倍)							
	未來1年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底	未來1年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底
台股	2.03	2.03	1.88	1.71	1.61	1.62	2.28	0.95	19.45	19.45	16.19	15.04	14.91	17.12	21.73	8.80
台股(扣除台積電)	1.57	1.57	1.45	1.40	1.38	1.46	2.22	0.89	19.03	19.03	15.61	14.73	14.90	16.02	22.71	8.06

資料來源: 凱基整理與預估

圖 16: 台股次族群與評價

		獲利年增率(%)						獲利修正方向		預估PE(倍)		
		2022	凱基預估(最新)		凱基預估(3個月前)		市場共識(最新)		2023F	2024F	2023F	2024F
			2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F				
科技股	網通PCB	56.1	(22.7)	83.9	(17.6)	75.5	(18.7)	71.5	↓	↓	22.5	18.8
	CCL	(7.7)	8.2	52.6	10.8	36.7	9.7	56.6	↓	↑	26.8	17.6
	ABF	102.5	(68.1)	47.5	(69.7)	43.2	(69.6)	24.6	↑	↑	339.1	18.6
	IC設計服務	94.8	5.3	45.3	6.8	55.6	7.6	35.9	↓	↓	63.1	44.6
	伺服器EMS	(9.3)	10.2	40.6	8.7	41.5	9.7	43.8	↑	↑	33.6	22.1
	散熱	50.6	9.1	39.3	19.7	27.6	18.9	24.7	↓	↓	38.1	27.0
	被動元件	(0.8)	(24.7)	30.2	(24.7)	30.2	(22.7)	15.5	-	-	14.6	11.2
	手機零組件	28.4	(36.5)	29.4	(35.5)	20.7	(35.1)	23.1	↓	↑	17.1	12.7
	網通	77.3	15.2	24.2	(12.4)	(22.5)	18.9	22.9	↑	↑	23.6	18.6
	一線晶圓代工	70.4	(17.5)	18.0	(19.5)	21.2	(19.0)	20.5	↑	↓	24.3	20.6
	手機EMS	(2.1)	0.8	17.3	(7.2)	12.1	(5.3)	17.9	↑	↑	15.7	14.2
	IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	17.1	(35.7)	20.7	(35.5)	26.7	↑	↑	24.0	19.9
	雲端數位	16.3	17.1	15.4	18.5	19.0	17.8	15.7	↓	↓	31.2	25.6
	電源供應器	15.1	4.3	6.7	4.2	6.8	4.9	2.9	↑	↑	23.2	21.6
	電信	2.6	13.7	(2.4)	8.5	1.9	6.9	6.9	↑	↑	27.3	27.5
	矽晶圓	29.5	25.1	(7.9)	25.1	(7.9)	25.2	(14.2)	-	-	13.4	14.6
	二線晶圓代工	51.6	(33.3)	(11.6)	(36.2)	1.9	(36.1)	(12.5)	↑	↓	15.2	18.2
	面板	-	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小	虧損縮小
記憶體	(36.0)	盈轉虧	虧轉盈	盈轉虧	虧轉盈	盈轉虧	虧轉盈	盈轉虧	虧轉盈	盈轉虧	虧轉盈	盈轉虧
非科技股	鋼鐵	(75.4)	(89.0)	368.2	(62.9)	381.8	(90.3)	546.0	↓	↓	212.1	38.0
	貨櫃航運	19.7	(94.4)	82.0	(92.9)	(92.4)	(93.3)	(11.3)	↓	↑	7.1	N.A.
	綠能	56.9	69.7	76.0	69.7	76.0	91.7	60.9	-	-	34.0	15.3
	汽車零組件	52.8	(24.7)	53.2	(20.6)	46.6	(19.3)	37.9	↓	↓	20.9	13.6
	塑化	(63.1)	(50.6)	52.6	(43.0)	(28.9)	(39.5)	47.3	↑	↑	46.6	25.8
	製鞋	100.0	(44.2)	48.6	(44.2)	48.6	(42.4)	40.0	-	-	31.4	21.1
	重電	(1.9)	42.9	48.0	41.3	43.3	42.5	44.9	↓	↑	49.5	32.1
	餐飲	(2.7)	94.1	23.4	108.3	20.9	103.4	13.3	↓	↓	18.6	14.9
	工業自動化	5.2	(14.2)	21.5	(13.2)	28.7	(12.4)	21.4	↓	↓	37.1	29.3
	航太	135.4	21.3	20.1	36.7	16.9	29.2	14.6	↓	↓	4.7	21.9
	成衣加工	32.1	(11.3)	14.1	(10.4)	10.0	(10.7)	16.5	↓	↑	26.6	23.4
	食品	(13.6)	6.8	13.1	23.4	10.1	24.3	2.6	↓	↓	23.4	20.7
	觀光	(46.5)	176.4	8.5	177.9	24.2	163.9	13.1	↓	↓	19.7	17.6
	自行車	(12.7)	(38.8)	(3.5)	(35.3)	17.4	(35.9)	9.2	↓	↓	27.2	27.8
	水泥	(50.7)	31.4	(9.3)	31.4	(9.3)	20.0	8.7	-	-	17.0	18.3
航空	(37.8)	185.5	(38.3)	227.7	(22.3)	209.8	(36.1)	↓	↓	12.5	18.3	
整體	科技股	17.8	(20.3)	23.5	(20.7)	22.2	(19.6)	23.4	↑	↑		
	非科技股	(12.0)	(69.8)	30.9	(68.5)	24.2	(67.5)	17.7	↓	↑		
	台股	(3.7)	(28.8)	22.1	(27.0)	19.6	(34.5)	22.5	↓	↑		

資料來源: 凱基整理與預估

圖 17: 推薦個股

族群	公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	漲跌幅	每股盈餘 (元)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
				(元)	(US\$mn)	(元)	(%)	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
高殖利率	聯詠	3034 TT	增加持股	660.0	11,267	591.0	11.7	38.32	39.38	15.4	15.0	5.4	5.0	35.2	34.4	5.2	5.4
	聯發科	2454 TT	持有	986.0	58,382	1165.0	(15.4)	48.51	57.98	24.0	20.1	4.5	4.4	17.9	21.9	4.7	5.4
	新普	6121 TT	持有	600.0	2,645	456.5	31.4	30.67	33.37	14.9	13.7	2.4	2.3	16.7	17.3	4.8	5.2
	可成	2474 TT	持有	190.0	4,551	213.5	(11.0)	17.81	12.69	12.0	16.8	0.8	0.7	6.8	4.1	4.7	4.7
	中鼎	9933 TT	增加持股	53.0	1,203	47.6	11.3	2.39	3.54	19.9	13.4	2.1	2.1	10.7	15.4	4.3	6.6
	台灣大	3045 TT	持有	103.0	11,898	102.0	1.0	4.35	3.80	23.4	26.8	5.9	6.0	19.0	18.0	4.2	4.2
	中信金	2891 TT	增加持股	34.0	20,041	32.6	4.3	2.86	3.24	11.4	10.1	1.6	1.3	14.9	14.1	4.0	4.3
產業觸底且 評價便宜	鴻海	2317 TT	增加持股	164.0	64,494	148.5	10.4	10.25	12.16	14.5	12.2	1.4	1.3	9.6	10.8	3.6	4.3
	大立光	3008 TT	增加持股	3120.0	10,182	2435.0	28.1	134.17	155.78	18.1	15.6	1.9	1.8	11.1	11.8	2.8	3.2
	亞德客-KY	1590 TT	增加持股	1230.0	7,018	1120.0	9.8	34.83	41.00	32.2	27.3	5.2	4.7	17.1	18.2	1.4	1.6
	巨大	9921 TT	增加持股	270.0	2,751	224.0	20.5	8.68	7.13	25.8	31.4	2.5	2.5	10.0	7.9	2.3	1.9
	駐龍	4572 TT	增加持股	230.0	211	172.5	33.3	6.76	7.03	25.5	24.5	3.2	2.9	13.2	13.4	2.9	3.3

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的目的之資料派發。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有。