

## 2026下半年台股投資策略

### AI 支撐長多格局，但第 3 季需慎防三大灰犀牛擾動

#### 焦點內容

1. AI 投資週期延續，支撐台股結構性多頭。
2. 中長期多頭穩健，第 3 季需留意三大灰犀牛引發的震盪風險。
3. 2026 年底前台股高點上看 50,000 點，未來一年上看 55,000 點。
4. 建議聚焦 AI 與低軌衛星。第 3 季則關注高殖利率股。推薦股共 30 檔。

#### 推薦個股一覽表 (依推薦主題排序)

公司	代碼	6/18 收盤價	目標價 (元)	漲跌幅 (%)
台積電	2330	2,410.0	2,600	7.9
聯發科	2454	4,390.0	6,150	40.1
世芯-KY	3661	4,380.0	6,185	41.2
創意	3443	4,860.0	5,245	7.9
頤邦	6147	252.0	280	11.1
鴻勁	7769	6,975.0	8,800	26.2
穎崴	6515	9,450.0	13,000	37.6
旺矽	6223	6,415.0	8,000	24.7
奇鋳	3017	2,400.0	3,450	43.8
健策	3653	3,965.0	4,840	22.1
台達電	2308	2,150.0	2,940	36.7
富世達	6805	1,755.0	2,800	59.5
台光電	2383	5,600.0	6,860	22.5
欣興	3037	968.0	1,000	3.3
臻鼎-KY	4958	642.0	695	8.3
勤誠	8210	1,365.0	1,905	39.6
川湖	2059	6,865.0	8,850	28.9
嘉澤	3533	2,290.0	3,100	35.4
緯穎	6669	5,130.0	6,475	26.2
緯創	3231	161.5	225	39.3
南亞科	2408	459.5	520	13.2
旺宏	2337	169.0	300	77.5
上銀	2049	335.0	478	42.7
矽力*-KY	6415	629.0	600	(4.6)
華通	2313	259.5	-	-
鴻海	2317	268.5	315	17.3
中信金	2891	71.9	63	(12.4)
永豐金	2890	39.8	42	5.5
廣達	2382	376.0	430	14.4
海悅	2348	76.8	100	30.2

#### AI 投資週期延續，支撐台股結構性多頭

AI 資本支出目前仍處於持續擴張階段，尤其大型雲端服務供應商 (CSP) 持續上調資本支出規模，帶動台灣 AI 供應鏈企業的獲利預期不斷上修，形成自 2023 年啟動以來的核心多頭動能。同時，外資回補與 ETF 等被動資金持續流入，使資金結構由過去循環性轉為結構性，進一步強化市場支撐。在基本面與資金面雙重推升下，本波行情本質屬於 AI 驅動的結構性多頭循環延續，而非單純評價擴張所形成的短期上漲行情。歷史顯示台股結構性多頭約可持續 4-5 年、循環性多頭約 1-2 年；若 AI 循環重現結構性多頭，仍有約 1-2 年的上行空間。

#### 中長期多頭穩健，第 3 季需留意三大灰犀牛引發的震盪風險

儘管 AI 基本面續強，使中長期多頭架構穩健，但波動風險已逐步升溫，特別是第三季期間需格外留意。潛在風險包括油價上行推升通膨壓力，進而影響聯準會政策路徑與長債殖利率；除此，市場對高利率環境的預期變化亦可能造成科技股評價壓縮。同時，產業面亦需關注 GPU 世代轉換過程中可能出現的良率瓶頸與出貨遞延現象，短期可能影響供應鏈營收節奏。

#### 2026 年底前台股高點上看 50,000 點，未來一年上看 55,000 點

依據我們對 2027 年盈餘年增約 25% 的預估，台股年底前有望上看 50,000 點 (約當 21 倍本益比)，仍屬歷史多頭行情的合理區間；若盈餘上修動能延續並提升至年增 35%，則未來一年指數上行空間有望擴大至約 55,000 點。另一方面，在評價與資金面支撐下，40,000 點以下具備強勁中期支撐，反映市場對 AI 長期趨勢的高度信心。在此架構下，短期回檔反而提供中長期布局機會，操作上建議逢回站在買方，順勢參與 AI 驅動的結構性成長行情。在 AI 需求強勁帶動下，台股近三年盈餘預期皆呈現自年初至年底持續且顯著上修的趨勢。其中，2024 年盈餘預估上修幅度達 29%，2025 年為 16%，而 2026 年截至目前更大幅上修至 35%，顯示整體盈餘上修動能持續強勁。

#### 投資組合

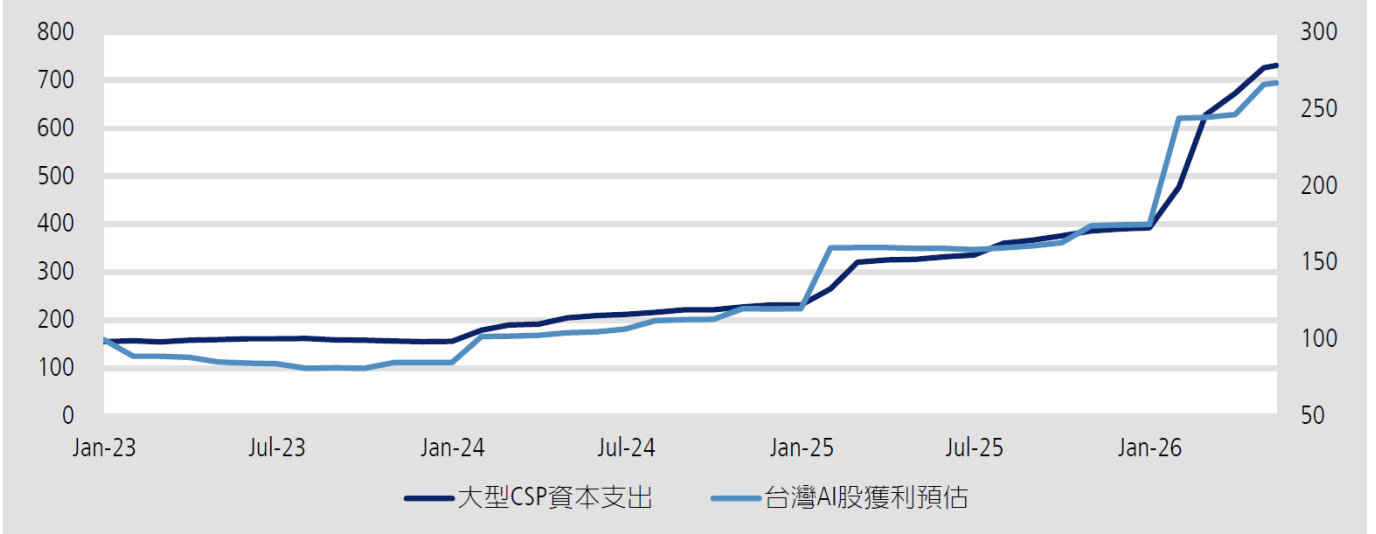
展望 2026 年下半年，投資布局建議聚焦三大主軸：其一為受惠 Vera Rubin 平台升級的相關族群；其二為 AI 應用擴散，包括機器人、AI PC 與 AI 眼鏡；其三為低軌衛星供應鏈。另一方面，若第 3 季台股出現回檔，建議適度將部分資金轉向 PC/NB、金融及營建等具備穩定高殖利率的防禦型族群。推薦股如下：台積電 (2330)、聯發科 (2454)、世芯-KY (3661)、創意 (3443)、頤邦 (6147)、鴻勁 (7769)、穎崴 (6515)、旺矽 (6223)、奇鋳 (3017)、健策 (3653)、台達電 (2308)、富世達 (6805)、台光電 (2383)、臻鼎-KY (4958)、勤誠 (8210)、川湖 (2059)、嘉澤 (3533)、緯穎 (6669)、緯創 (3231)、南亞科 (2408)、旺宏 (2337)、上銀 (2049)、矽力-KY (6415)、欣興 (3037)、鴻海 (2317)、中信金 (2891)、永豐金 (2890)、廣達 (2382)、海悅 (2348)。

## 目錄

	頁數
<b>台灣市場投資策略</b>	
2026下半年台股投資策略: AI支撐長多格局，但第3季需慎防三大灰犀牛擾動	1
<b>主題及個股摘要</b>	
半導體產業: 矽，電，光，熱是投資熱點也是產品迭代的挑戰	16
電子硬體產業: 訓練與代理型AI需求強勁將帶動電源、散熱、光通升級	26
工業自動化: 上升週期可望延續至 2H26	35
金融產業: 資本市場熱絡、放款動能增溫，挹注2026F獲利及配息能力	38
生技: 聚焦新領域	48
<b>附錄</b>	
追蹤個股財務預測及投資建議一覽表	50

**圖 1: 大型 CSP 持續上修資本支出，推動 AI 供應鏈盈餘展望持續上調，為台股本輪多頭自 2023 年啓動以來的核心動能**

美國大型 CSP 資本支出預估，10 億美元(左軸)；台灣 AI 股獲利預估，點(右軸)


 資料來源：Bloomberg；凱基整理  
 附註：獲利預估以 2022 年底為基期 100

**圖 2: 推薦投資組合**

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價 (元)	市值 (US\$mm)	股價 (元)	漲跌幅 (%)	每股盈餘 (元)		每股盈餘 YoY (%)		本益比 (倍)		PEG (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
								2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
半導體	台積電	2330 TT	增加持股	2,600	1,977,754	2,410.0	7.9	102.74	131.02	55.1	27.5	23.5	18.4	0.4	0.7	8.4	6.2	41.4	38.8	1.0	1.2
	聯發科	2454 TT	增加持股	6,150	222,820	4,390.0	40.1	67.98	111.95	2.8	64.7	64.6	39.2	24.3	0.6	16.7	14.7	26.3	39.5	1.5	1.6
	世芯-KY	3661 TT	增加持股	6,185	11,379	4,380.0	41.2	128.95	171.78	87.4	33.2	34.0	25.5	0.4	0.8	7.3	6.2	23.5	26.4	1.5	2.0
	創意	3443 TT	增加持股	5,245	20,611	4,860.0	7.9	48.02	116.55	70.7	142.7	101.2	41.7	1.4	0.3	39.1	23.5	43.5	70.4	0.7	1.7
	順邦	6147 TT	增加持股	280	5,938	252.0	11.1	5.30	7.45	41.6	40.8	47.6	33.8	1.0	0.7	3.5	3.3	8.2	11.2	1.6	2.2
	鴻勁	7769 TT	增加持股	8,800	76	6,975.0	26.2	122.62	221.68	78.4	80.8	56.9	31.5	0.8	0.4	18.3	13.5	34.9	49.5	1.2	2.2
	穎崙	6515 TT	增加持股	13,000	10,883	9,450.0	37.6	91.71	169.35	95.4	84.7	103.0	55.8	1.1	0.7	42.5	31.3	45.2	63.9	0.7	1.3
	旺矽	6223 TT	增加持股	8,000	19,891	6,415.0	24.7	65.35	111.48	95.1	70.6	98.2	57.5	1.0	0.8	37.5	30.9	39.6	57.1	0.6	1.0
AI伺服器	奇鋐	3017 TT	增加持股	3,450	29,813	2,400.0	43.8	94.49	132.70	92.9	40.6	25.4	18.1	0.3	0.4	14.5	10.0	67.1	64.6	1.7	2.3
	健策	3653 TT	增加持股	4,840	18,411	3,965.0	22.1	53.96	112.49	50.0	108.5	73.5	35.2	1.4	0.3	22.4	17.9	32.4	56.4	0.8	1.7
	台達電	2308 TT	增加持股	2,940	176,732	2,150.0	36.7	44.71	73.51	93.2	64.4	48.1	29.2	0.5	0.5	15.3	11.2	36.7	44.3	1.0	1.7
	雷世達	6805 TT	增加持股	2,800	3,807	1,755.0	59.5	66.17	93.30	113.4	41.0	26.5	18.8	0.2	0.5	12.4	9.1	53.7	55.9	1.7	2.4
	台光電	2383 TT	增加持股	6,860	63,500	5,600.0	22.5	92.16	171.51	125.4	86.1	60.8	32.7	0.4	0.3	30.0	18.5	56.3	70.1	1.0	1.8
	欣興	3037 TT	增加持股	1,000	48,713	968.0	3.3	14.31	27.77	240.7	94.1	67.7	34.9	0.2	0.4	12.2	9.5	20.4	31.8	0.7	1.3
	臻鼎-KY	4958 TT	增加持股	695	21,930	642.0	8.3	16.92	26.71	166.7	57.9	38.0	24.0	0.2	0.4	4.9	4.4	13.8	19.3	1.3	2.1
	勤誠	8210 TT	增加持股	1,905	5,413	1,365.0	39.6	49.65	68.00	73.7	37.0	27.5	20.1	0.4	0.5	12.2	9.4	49.7	52.6	1.8	2.5
	川湖	2059 TT	增加持股	8,850	20,703	6,865.0	28.9	206.36	295.01	99.9	43.0	33.3	23.3	0.5	0.9	17.1	12.4	59.3	61.8	1.5	2.2
	嘉澤	3533 TT	增加持股	3,100	8,155	2,290.0	35.4	95.08	129.17	35.5	35.9	24.1	17.7	0.7	0.5	5.9	5.1	25.9	30.6	2.1	2.8
記憶體	緯穎	6669 TT	增加持股	6,475	30,183	5,130.0	26.2	325.58	436.17	18.4	34.0	15.8	11.8	0.8	0.3	6.3	5.1	43.8	47.6	3.5	4.7
	緯創	3231 TT	增加持股	225	16,254	161.5	39.3	13.96	18.29	59.3	31.7	11.6	8.8	0.2	0.3	2.5	2.1	22.6	25.1	5.1	6.7
	南亞科	2408 TT	增加持股	520	50,170	459.5	13.2	58.41	90.06	2902.3	56.5	7.9	5.1	0.0	0.1	3.9	2.2	74.6	62.4	2.5	3.9
AI應用	旺宏	2337 TT	增加持股	300	10,599	169.0	77.5	30.02	101.70	N.A.	238.8	5.6	1.7	N.A.	0.0	3.0	1.1	75.6	99.0	5.3	18.1
	上銀	2049 TT	增加持股	478	3,751	335.0	42.7	8.75	12.53	102.9	43.2	38.3	26.7	0.4	0.6	3.0	2.9	8.1	11.0	1.2	1.7
低軌衛星	矽力*KY	6415 TT	增加持股	600	7,736	629.0	(4.6)	10.81	19.79	69.3	83.1	58.2	31.8	0.8	0.4	1.5	1.2	10.6	16.9	0.7	1.3
	華通	2313 TT	受法規限制未評等	-	9,787	259.5	-	8.04	12.88	45.9	60.2	32.3	20.1	0.7	0.3	5.6	4.8	18.7	25.8	1.5	2.5
高殖利率	鴻海	2317 TT	增加持股	315	119,199	268.5	17.3	17.94	21.46	32.3	19.6	15.0	12.5	0.5	0.6	2.0	1.8	13.7	15.3	3.6	4.3
	中信金	2891 TT	增加持股	63	44,771	71.9	(12.4)	4.38	4.68	7.0	6.7	16.4	15.4	2.3	2.2	2.2	1.9	15.3	13.1	3.8	3.9
	永豐金	2890 TT	增加持股	42	18,253	39.8	5.5	2.81	2.67	53.2	(5.1)	14.2	14.9	0.5	N.A.	1.9	1.7	14.7	12.2	4.1	4.0
	廣達	2382 TT	增加持股	430	45,960	376.0	14.4	23.13	27.43	18.9	18.6	16.3	13.7	0.8	0.7	5.6	5.1	35.3	38.9	4.9	5.8
	海悅	2348 TT	增加持股	100	369	76.8	30.2	12.50	18.70	79.1	48.4	6.1	4.1	0.1	0.1	1.3	1.2	23.3	30.9	10.8	12.6

資料來源：凱基整理與預估

AI 驅動本波台股結構性多頭仍具延續性，主要來自獲利成長與資金面支撐。然而，隨著行情逐步進入中後段，需審慎關注估值壓力、利率變化及盈餘動能轉折等潛在風險。

## 在 AI 驅動下，台股本輪結構性多頭仍具延續性

今年台股強勢上行、屢創新高，市場對於「多頭是否過熱」的討論逐步升溫。然而，從基本面與產業結構觀察，本波行情並非單純資金推升，而是 AI 產業革命、企業獲利上修與資金配置重組三大力量共同驅動。整體而言，台股仍處於結構性多頭，但已逐漸邁入中後段，操作上需更加重視節奏與風險控管。

### 一、AI 資本支出為本波結構性多頭的核心動能

本波多頭的關鍵支撐來自 AI 產業鏈全面爆發。不同於過去 PC 或手機週期，AI 本質上是橫跨整體科技產業的基礎建設升級，涵蓋晶片設計、晶圓代工、先進封裝、伺服器、散熱與電源等完整供應鏈。2026 年 AI 伺服器出貨年增幅預估達 70% 至 80%，顯示大型雲端服務供應商 (CSP) 正處於持續擴張期，而非短期需求爆發。更重要的是，算力需求具備「不可逆」特性，隨 AI 模型規模擴大，企業必須持續投入資本支出，形塑長達數年的升級循環。台灣在全球 AI 硬體供應鏈中的關鍵地位，使台股由過去景氣敏感市場，轉型為具備長期成長屬性的結構型市場，成為本波多頭延續的根本基礎。

### 二、企業獲利持續上修支撐台股評價基礎

股市長期上行仍取決於企業獲利。本輪台股另一關鍵支撐，在於盈餘預期持續上修。年初市場預估 2026 年企業獲利成長約 20%，但隨 AI 伺服器訂單與先進製程需求大幅提升，目前已上修至約 40%。這意味台股上漲並非單純本益比擴張，而是「獲利與估值同步改善」。市場並未脫離基本面，反映的是企業實質獲利能力上升。在此架構下，只要 AI 需求延續、盈餘持續上修，即使短期出現波動，多頭趨勢仍不易逆轉。對投資人而言，盈餘變化仍是最關鍵觀察指標。

### 三、結構性多頭循環仍具明確時間優勢

歷史上台股多頭可分為循環性與結構性兩種。前者持續 1-2 年，後者則伴隨產業典範轉移，可延續 4-5 年。若將 AI 視為新一輪產業革命，本次行情明顯屬於後者。自 2023 年 AI 加速至今約 3 年，若比照歷史經驗，仍有約 1-2 年的上行空間。這也解釋為何市場即便處高檔，仍難出現系統性轉空，支撐行情的是產業趨勢，而非短期需求。

### 四、結構性資金配置成為推升指數的重要力量

除基本面外，資金面亦為關鍵推力。目前台股同時享有外資回補與內資擴張的雙動能。外資方面，先前因地緣政治風險大幅賣超約 8,200 億元，目前已回補約 5,000 億元，仍存在回補空間。更重要的是，台股已被定位為「AI 戰略資產核心」，由於台灣在先進製程與 AI 供應鏈中的不可替代性，使外資在進行 AI 配置時難以避開台股，形成結構性買盤。內資方面，主動式 ETF 績效優異，吸引約 4,000 億元資金流入，帶動資金持續進駐績優的大型 AI 權值股。

整體而言，外資回補、AI 配置需求與 ETF 制度紅利形成三重支撐，使台股資金結構由循環性轉向結構性，成為推升指數的重要基石。

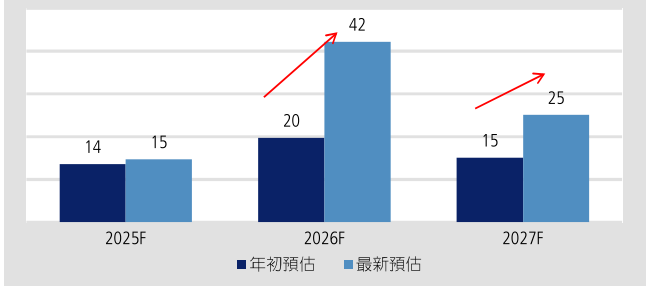
### 五、多頭見頂前需密切關注的三大關鍵訊號

儘管多頭仍在，但市場不可能無限上漲。牛市結束通常並非突發，而是訊號逐步累積。首先，最重要的指標為企業獲利。一旦 AI 需求轉弱、財測下修，

將直接引發評價修正。其次，估值過度擴張亦為警訊，當股價漲幅顯著超過盈餘成長，代表市場過度樂觀。第三，需關注貨幣政策，若通膨再升溫導致升息重啟，並伴隨經濟放緩，將形成「估值壓縮+獲利下修」的雙重壓力。

圖 3: AI 投資加速推進，帶動台股今明兩年盈餘展望大幅上修

台股盈餘年增率，百分比



資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 4: AI 股為支撐台股盈餘上修的主要動能

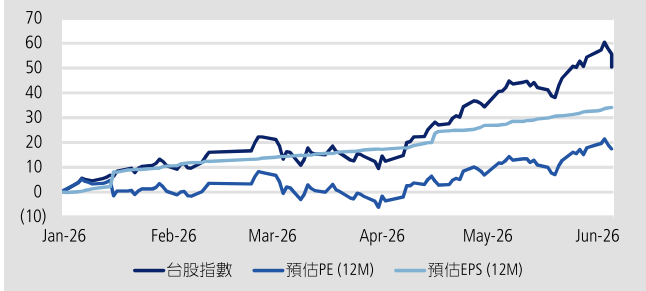
台股與次族群盈餘年增率，百分比

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
AI股	49.4	(12.7)	35.2	45.0	52.9	28.9
非AI股	(19.0)	(44.9)	64.7	(15.0)	19.0	26.0
電子	24.2	(16.9)	33.0	36.7	49.3	29.6
傳產	4.7	(78.5)	155.8	(44.0)	8.2	14.3
整體台股	(3.7)	(28.9)	40.9	14.9	42.2	25.1

資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 5: 台股今年強勢上漲，主要反映基本面強勁與盈餘預期上修，並非單純評價擴張，顯示行情具實質支撐而非泡沫

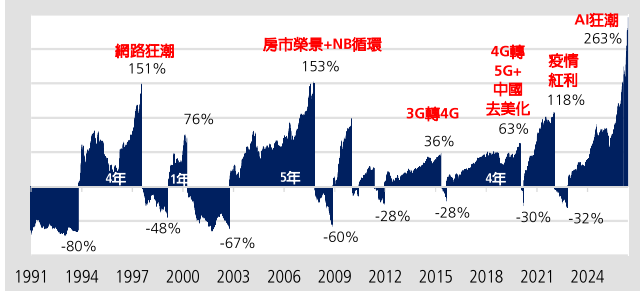
台股指數 vs. 預估 PE vs. 預估 EPS (歸零標準化, 點)



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 6: 歷史顯示台股結構性多頭約可持續 4-5 年、循環性多頭約 1-2 年；若 AI 循環重現結構性多頭，仍有 1-2 年的上行空間

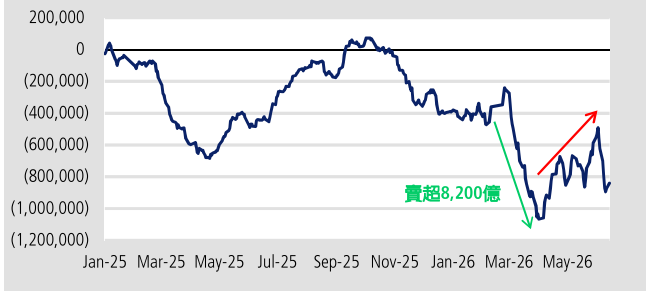
台股指數歷年多頭累計漲幅與空頭累計跌幅，百分比



資料來源: TEJ ; 凱基整理

圖 7: 外資於美伊衝突期間賣超台股 8,200 億元，隨地緣風險緩解與 AI 需求轉強，已回補逾 5,000 億元，顯示仍有回補空間

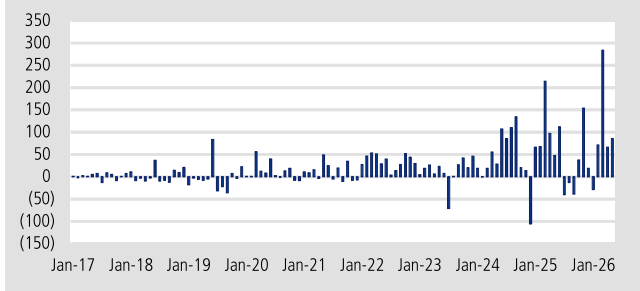
2025 年以來外資對台股累計買賣超，百萬元



資料來源: TEJ ; 凱基整理

圖 8: 在股市強勢表現與 ETF 操作績效亮眼帶動下，資金持續流入台股 ETF

台股 ETF 單月資金淨流入金額，10 億元台幣



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

AI 投資仍處於早中期階段，在資本強度尚未過熱、且投資已逐步轉化為實質回報的基礎下，配合算力需求持續爆發，顯示 AI 軍備競賽尚未見頂，整體投資循環仍具延續動能。

## AI 投資週期仍處早中期階段，遠未見頂

AI 投資仍處於早中期階段，在資本強度尚未過熱、且投資已逐步轉化為實質回報的基礎下，配合算力需求持續爆發，顯示 AI 軍備競賽尚未見頂，整體投資循環仍具延續動能。

### 一、從歷史周期看，AI 投資仍處早中期階段

2023 年下半年，隨生成式 AI 浪潮興起，AI 軍備競賽正式展開。如今不過邁入第四年，市場已出現泡沫疑慮。然而回顧歷史，無論 1920 年代電力建設或 1990 年代網際網路浪潮，其投資高峰多於第五年之後才出現，顯示當前 AI 投資週期仍處中前段。AI 競賽本質在於算力、資料與模型升級，涉及資料中心、電力與晶片供應鏈等多層建設，需時數年方能到位，亦意味投資週期仍具延續空間，尚未達過熱階段。

### 二、從資本強度來看，距離投資泡沫頂部仍有距離

衡量投資週期是否過熱，「資本強度」（資本支出占營運現金流比重）為關鍵指標。目前 Amazon、Microsoft、Google 與 Meta 等大型 CSP 的資本強度約達 75%，創下 AI 投資浪潮以來新高，雖引發部分疑慮，但相較 2000 年電信與光纖泡沫高峰曾達 130%，當前的水準仍具明顯緩衝，尚未出現非理性擴張跡象。

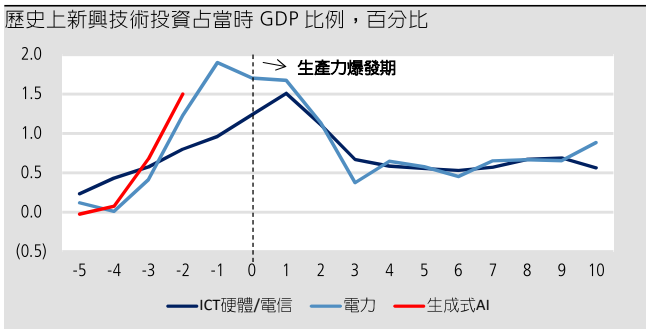
更重要的是，本輪 AI 投資已逐步轉化為實質回報。從最新財報觀察，大型 CSP 的整體淨利率已由 AI 浪潮前約 20% 大幅提升至 35%，顯示投資效益顯著，並形成「投資—回報—再投資」的正向循環。同時，它們旗下的雲端業務亦呈加速成長，帶動服務用量與資本支出同步擴張，顯示本輪投資循環建立於實質需求之上，而非過去依賴融資推動的泡沫式繁榮。

### 三、從需求端來看，算力需求正在垂直式爆發

若對資本支出擴張仍存疑，需求端數據則已給出明確答案。過去半年至一年，全球 AI 算力需求呈現近乎垂直式成長，從兩項指標即可觀察：Anthropic 年化營收達 450 億美元，年增 15 倍、較去年底成長 5 倍，顯示 AI 商業化滲透加速；Google 最新每月處理 Token 達 3,200 兆，年增 7 倍，反映運算需求快速膨脹。

值得注意的是，這波爆發主要仍來自對話式生成 AI。未來隨代理型 AI 逐步落地，其多步驟決策與任務執行將使 Token 消耗提高至百倍至千倍，帶動算力需求進一步跳升。依現有趨勢推估，至 2030 年全球 Token 需求將達目前 24 倍以上，顯示 AI 基礎建設擴張正邁入關鍵加速期。

圖 9: AI 軍備競賽剛邁入第 4 年，對比歷史 ICT 與電力投資多於第 5 年以後才見高峰，顯示 AI 投資循環仍具延續空間



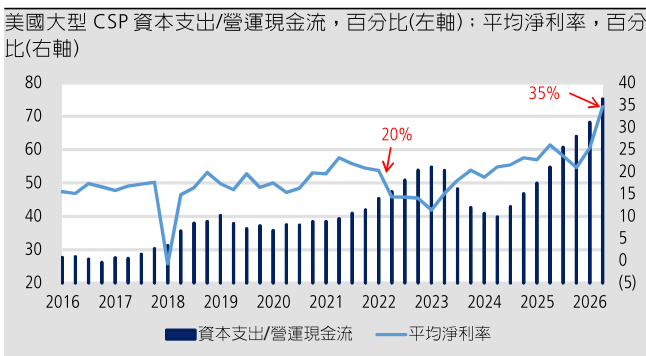
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10: 本輪 AI 軍備競賽推升 CSP 擴大資本支出，但強度仍低於 2000 年電信泡沫高峰，顯示投資尚未過熱



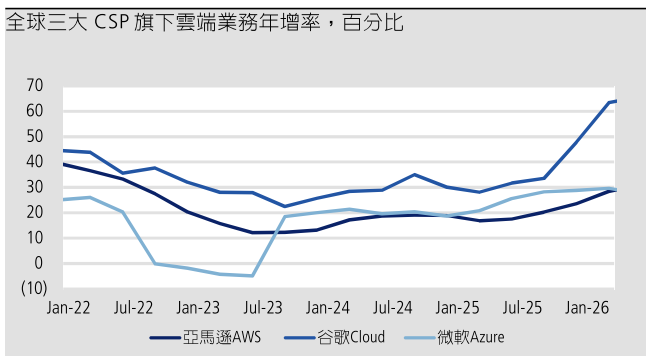
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 11: 大型 CSP 近年 AI 投資已逐步轉化為回報，其淨利率由 20% 升至 35%，並進一步推動資本支出擴張，形成正向循環



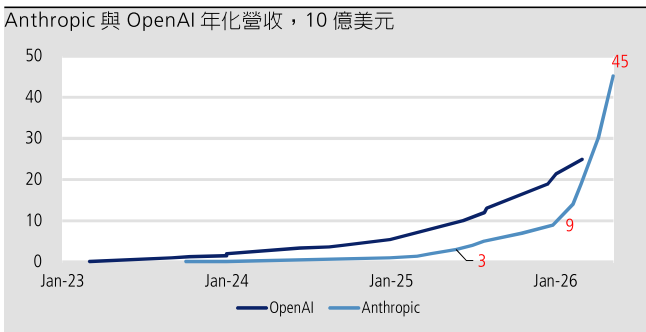
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 12: 生成式 AI 推升算力需求，帶動 CSP 雲端業務與資本支出同步成長，形成需求驅動的正向循環



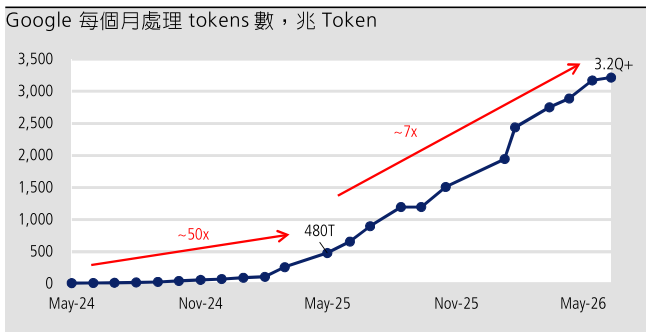
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 13: Anthropic 最新年化營收較一年前增長 15 倍，較去年底則增長 5 倍



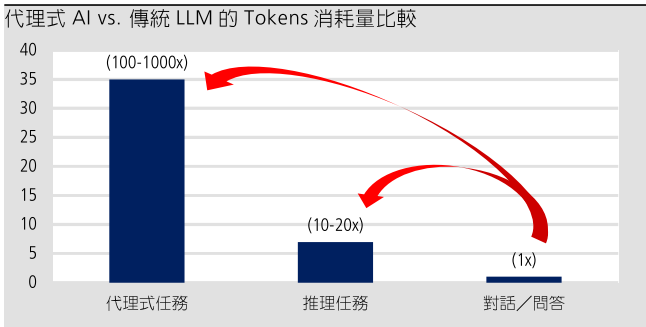
資料來源：凱基整理

圖 14: Google 每月處理的 tokens 數量在過去一年成長達 7 倍



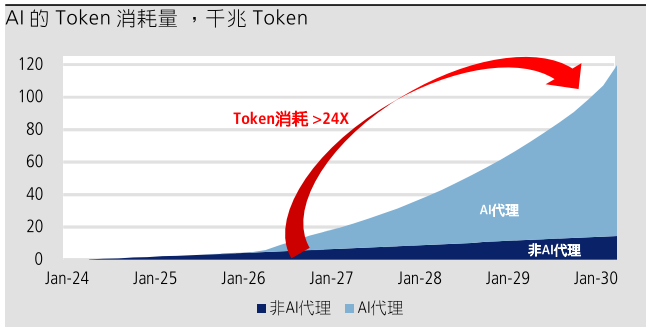
資料來源：凱基整理

圖 15: 代理 AI 任務的 Token 消耗可達一般問答的百倍至千倍



資料來源：凱基整理

圖 16: 代理 AI 驅動 Token 需求至 2030 年達目前的 24 倍以上



資料來源：凱基整理

AI 需求外溢推動經濟從科技向製造業擴散，半導體與台韓出口強勁，顯示景氣全面回升，AI 投資亦成為成長引擎，支撐未來經濟穩健擴張。

### AI 需求外溢效應擴散，為整體製造業注入復甦動能

今年以來，全球經濟結構正出現顯著變化。有別於過去二至三年由 AI 單一動能主導的成長模式，AI 已不再僅限於科技產業的核心引擎，而是逐步向傳統製造業外溢，成為帶動整體景氣回升的關鍵動能。在此背景下，無論從半導體需求、出口表現，抑或總體經濟數據觀察，均顯示本輪復甦已由早期的 AI 單點式回溫，轉向向外擴散的結構性成長格局，反映經濟動能正由核心產業延伸至更廣泛層面，並逐步深化與擴散。

#### 一、半導體景氣全面轉強預告整體製造業進入擴張週期

從歷史經驗觀察，半導體產業長期扮演製造業景氣的領先指標。當晶片需求全面升溫時，不僅反映科技產業景氣轉強，亦往往預示整體製造業將同步進入擴張階段。其背後邏輯在於，半導體作為現代工業的關鍵基礎投入，其需求變化會透過電子產品、自動化設備乃至汽車等多元應用領域向外擴散，進而帶動更廣泛的產業活動回溫。

在本輪 AI 浪潮推動下，高階晶片與算力需求快速攀升，帶動先進製程、封裝測試及相關設備產業同步擴張。此類需求並非短期循環，而是企業為因應 AI 應用滲透所啟動的中長期資本支出。此外，在產能排擠效應之下，部分成熟製程出現「投資收縮但需求維持」的供需錯配，導致產能逐步趨緊。我們已觀察到如電源管理 IC 與類比 IC 等產品報價開始上調，而這些產品主要應用於非 AI 領域，顯示需求動能正由 AI 核心逐步外溢。

整體而言，相關跡象反映製造業景氣已不再侷限於 AI 供應鏈，而是開始向更廣泛產業擴散，並逐步帶動整體製造業進入新一輪成長軌道。

#### 二、台韓出口強勁，顯示景氣由 AI 逐步向外擴散

亞洲出口數據進一步印證 AI 需求外溢的現象。以南韓為例，最新數據顯示 5 月出口金額達 877.5 億美元，年增高達 53.2%，創歷史新高。其中，半導體出口暴增 169%，凸顯 AI 相關資本支出仍維持高速擴張。更值得關注的是，非半導體項目的出口亦同步成長 16%，顯示景氣並未侷限於 AI 核心供應鏈，而是逐步擴散至其他製造業領域。這意味著，傳統產業如機械、化學、汽車零組件等，亦開始受惠於景氣回升與庫存回補需求。

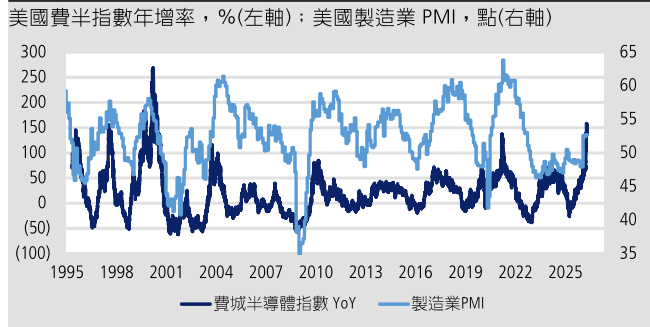
#### 三、AI 投資成為經濟核心動力，推升長期成長潛力

從總體經濟角度觀察，AI 投資已明顯成為經濟成長的重要引擎。以美國為例，今年第一季 GDP 成長中，科技相關投資貢獻達 1.4 個百分點，占整體經濟成長近七成，顯示 AI 資本支出已成為經濟擴張的主要來源。

若進一步回顧歷史，1990 年代網路革命初期，科技投資對 GDP 的貢獻亦曾超過 1 個百分點，並帶動當時經濟長期維持約 3.7% 的複合成長率。這類「技術驅動型投資循環」往往具有長期性，不僅提升生產力，也會帶動整體投資與就業。

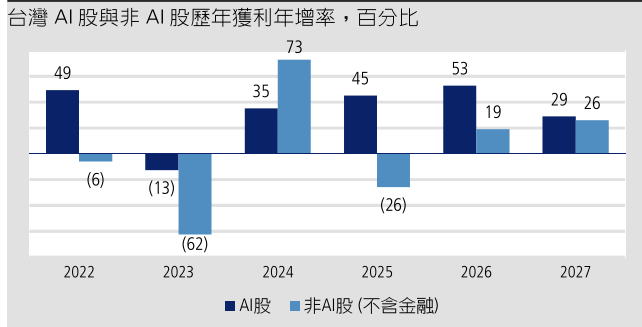
因此，隨著 AI 應用持續深化，包括企業數位轉型、自動化升級與新興應用場景擴展，預期未來數年 AI 投資仍將維持高檔，並有機會支撐整體經濟增速穩定在 2% 以上。這代表全球經濟將不再單純依賴消費或傳統產業，而是逐步轉向以科技投資為核心的成長模式。

圖 17: 半導體正預告美國整體製造業可能迎來一波擴張期



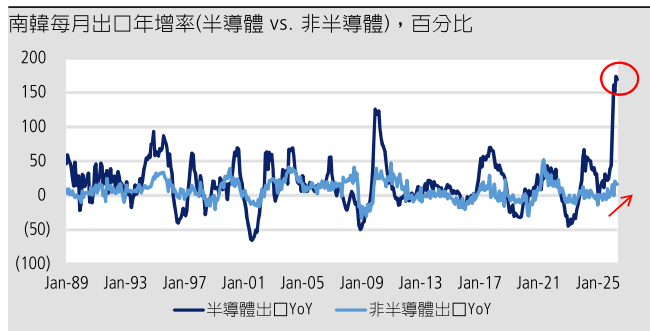
資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 18: AI 股盈餘動能持續強勁, 非 AI 族群亦逐步觸底回溫



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 19: 南韓 5 月半導體出口成長 169%, 非半導體出口亦回升至年增 16%



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

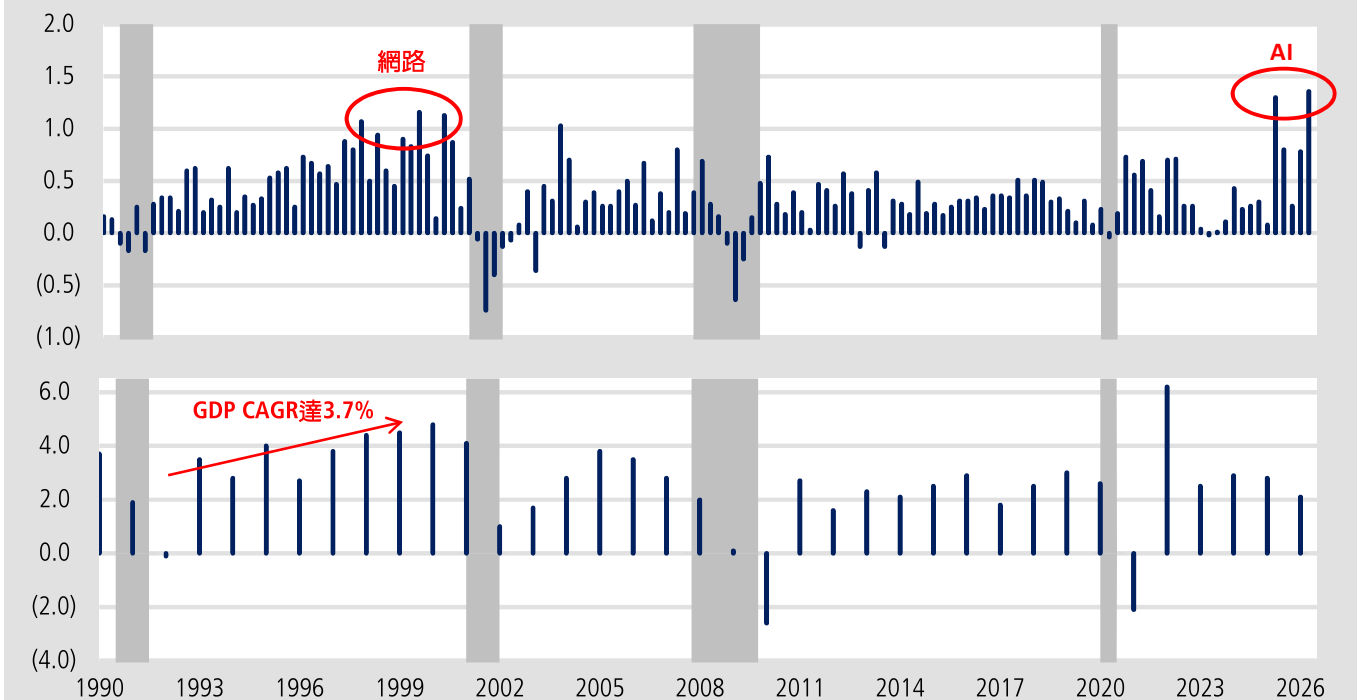
圖 20: 台灣 5 月科技產品出口成長 66%, 非科技出口亦回升至年增 15%



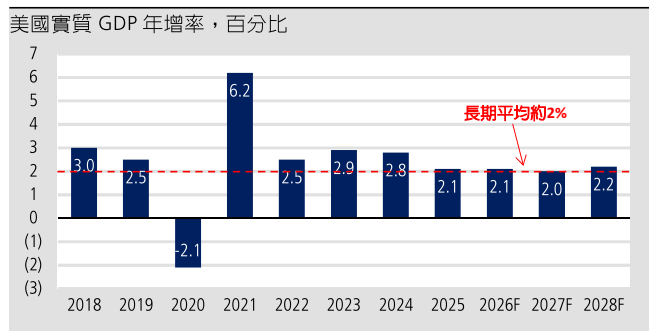
資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 21: 今年首季美國 GDP 當中, 科技投資貢獻 1.4 個百分點, 占整體成長近 7 成, 顯示 AI 投資已成經濟核心動力; 對比 1990 年代網路投資亦曾顯著支撐經濟並推升當時 GDP 年複合增長達 3.7%

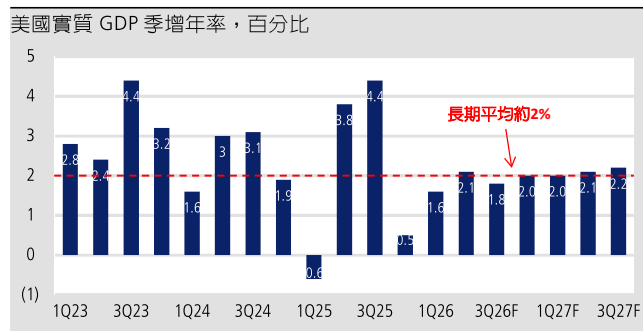
科技相關投資對美國 GDP 增長的貢獻, 百分比(上圖); 美國 GDP 年增率, 百分比(下圖)



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

**圖 22: AI 投資可望帶動美國未來數年經濟增速維持在 2% 以上**


資料來源：Bloomberg；凱基整理

**圖 23: 儘管美國經濟下半年容易受通膨影響出現短暫放緩，惟 2027 年起有望重啟成長動能**


資料來源：Bloomberg；凱基整理

台股今年年底前高點上看 50,000 點，未來一年上看 55000 點；但波動仍難避免，特別是在第 3 季期間。

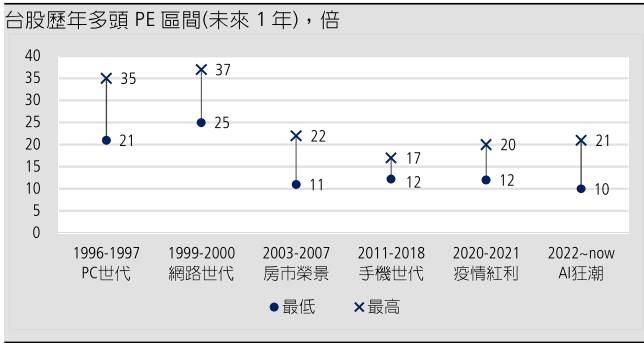
### 2026 年底前台股高點上看 50,000 點，未來一年上看 55000 點

我們看好 2026 年下半年台股仍將延續自 2023 年以來的多頭格局。在 AI 產業持續擴張、企業獲利動能強勁增長以及資金面支撐仍強的背景下，台股中長期趨勢尚未出現改變。就指數表現而言，依據我們對 2027 年盈餘預估（年增約 25%），台股年底有望上看 50,000 點（約當 21 倍 PE）；若盈餘維持目前上修趨勢，並進一步提升至年增 35%，則未來一年指數上行空間可望擴大至約 55,000 點。然而，短期波動仍難避免，特別是在第 3 季期間，市場可能面臨較大的震盪與修正壓力，但整體而言，40,000 點以下仍具備相當強勁的支撐。

從歷史經驗來看，自 2000 年以來，台股在多頭行情的合理高點多落在長期平均本益比向上偏離約 2 個標準差的位置，約當 21 倍的預估本益比。以我們目前對 2027 年企業盈餘的預估情境來推算，對應的指數合理位置將落在 50,000~55,000 點區間。換言之，本波行情在評價面上仍屬合理區間內運行，並未出現過度泡沫化的跡象。更重要的是，若 AI 相關產業帶動的企業獲利持續優於預期，盈餘預估進一步上修，則指數高點亦可望隨之上調，提供額外上行空間。

然而，儘管 AI 所驅動的台股中長期多頭架構穩健，下半年仍需留意幾項潛在風險，可能導致市場出現較大幅度的震盪與修正。其中，利率與通膨走勢仍為首要觀察重點，若通膨再度升溫，導致貨幣政策轉為偏緊，將對高估值科技股形成壓抑。除此，市場在經歷大幅上漲後，籌碼面與情緒面本就容易出現修正壓力，任何非預期的利空都可能觸發短線賣壓。

圖 24: AI 行情推升台股本波最高 PE 至 21 倍，屬 2000 年後多頭常態區間



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 26: 以 2027 年台股盈餘 21 倍推算，台股合理高點達 5~5.5 萬點

台股指數預估矩陣，點

	目標 PE(X)						
	15	16	17	18	19	20	21
0	28,410	30,303	32,197	34,091	35,985	37,879	40,531
10	31,250	33,334	35,417	37,501	39,584	41,667	44,584
15	32,671	34,849	37,027	39,205	41,383	43,561	46,611
20	34,091	36,364	38,637	40,910	43,182	45,455	48,637
25	35,569	37,940	40,311	42,682	45,054	47,425	50,745
30	36,932	39,395	41,857	44,319	46,781	49,243	52,690
35	38,353	40,910	43,467	46,023	48,580	51,137	54,717

資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 28: 台股評價比較

稅後淨利(10億元)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,344	6,177	7,726
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,626	3,513	4,329
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	3,101	4,631	6,002
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,383	1,967	2,605
台積電	597	1,017	838	1,173	1,718	2,664	3,397
盈餘年增率(%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	14.9	42.2	25.1
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	0.7	33.8	23.2
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	37.9	49.3	29.6
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	28.6	42.2	32.4
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	46.4	55.1	27.5
P/E (X)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
台股	38.1	39.6	55.7	39.5	34.4	24.2	19.3
台股(扣除台積電)	26.3	31.6	47.3	33.4	33.2	24.8	20.1
電子股	64.2	57.2	72.3	54.6	39.6	26.5	20.5
電子股(扣除台積電)	46.0	53.6	70.5	56.3	43.8	30.8	23.3
台積電	104.3	61.2	74.2	53.0	36.2	23.4	18.3

資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 25: 台股在多頭行情末段的合理高點，多落在長期平均本益比向上偏離約 2 個標準差的位置，約當 21 倍的預估本益比



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 27: 若台積電上看 3,000 元，台股高點有望挑戰 5 萬點以上

台股 2026 年目標價情境分析 (by 台積電股價表現)

	情境一	情境二	情境三	情境四	情境五	情境六
台積電目標價(點)	1,644	1,747	1,849	2,055	2,600	3,000
台股目標價(點) (僅含台積電貢獻)	39,702	40,519	41,336	42,971	47,310	50,489
台股目標價(點) (含台積電與非台積電)	33,905	35,531	37,158	40,410	49,045	55,371

資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

AI 支撐台股多頭，但高檔區需留意三大風險：地緣政治推升油價與通膨、利率政策轉變，以及輝達 GPU 出貨節奏影響供應鏈表現。

## 台股儘管中長期多頭穩健，但仍需留意震盪或修正風險

台股在 AI 浪潮帶動下，基本面與資金面皆具備支撐力，長期多頭格局仍然穩健。然而，隨著指數位處歷史高檔區，市場亦逐步累積潛在風險。我們認為，下半年需特別關注三大變數，分別為地緣政治所引發的能源與通膨壓力、貨幣政策的不確定性，以及輝達 Vera Rubin 出貨節奏對供應鏈的影響。

### 一、地緣政治風險升溫，油價可能再度推升通膨壓力

儘管美伊近期達成協議有助於地緣政治緊張局勢階段性降溫，但在核武發展與制裁解除等核心議題上，雙方仍存在深層結構性分歧，未來衝突再度升溫的可能性仍不容忽視。一旦局勢惡化並干擾中東原油供應，油價上行壓力將迅速累積，進一步推升全球通膨風險。

回顧過去二十餘年的主要通膨週期，可以發現能源價格長期維持高檔，是推升通膨的重要共通因素。自 2000 年以來，全球經歷三波明顯高通膨環境，包括 2008 年金融海嘯前、2011 年歐債危機期間以及 2022 年疫情後復甦階段。雖然各階段成因不同，但布蘭特原油價格普遍曾連續數月站穩每桶 100 美元以上。

這反映油價不僅是通膨結果，更往往是推動通膨的關鍵驅動力。一旦能源價格再度大幅攀升，將透過運輸成本、生產成本及終端消費價格逐層傳導，形成全面性通膨壓力。在此環境下，即使整體經濟基本面仍具韌性，市場仍可能因政策與資金面調整而出現短期修正。

### 二、通膨壓力若升高恐影響 Fed 政策路徑與長債殖利率

油價上行所引發的通膨壓力，將進一步影響聯準會（Fed）的政策路徑與利率環境。目前市場原先預期 2026 年將逐步進入寬鬆週期，但若通膨再度回升，降息時程可能延後，甚至不排除重新轉向偏緊政策。

從時滯效應來看，油價變動通常需經過數月才會轉化為消費者物價壓力，市場預期通膨可能於 2026 年第二季末至第三季逐步顯現。此外，紐約聯準銀行的「全球供應鏈壓力指數」及市場常用的「1 年後 1 年期（1Y1Y）通膨交換利率」，具備前瞻性，可作為觀察未來通膨走勢的重要指標。

若上述指標同步走升，將意味通膨預期再度升溫，進而推升長天期公債殖利率。在利率上行的環境下，高估值成長股面臨評價壓縮壓力，對以科技股為主的台股影響尤為顯著。

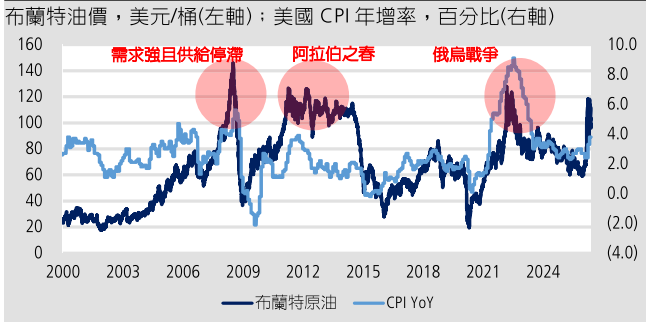
### 三、輝達 GPU 世代交替若遞延恐壓抑供應鏈營收表現

除了總體變數外，產業端的供應鏈節奏亦為另一項關鍵觀察重點。AI 產業高度依賴 GPU 性能升級，而輝達（NVIDIA）作為核心供應商，其產品世代交替進度將直接影響整體供應鏈動能。

歷史經驗顯示，GPU 進入新世代轉換時，通常伴隨製程良率爬坡與技術優化的挑戰。在新產品初期，產能受限，而舊世代需求逐漸放緩，容易形成短期供應落差，導致產業動能出現遞延。

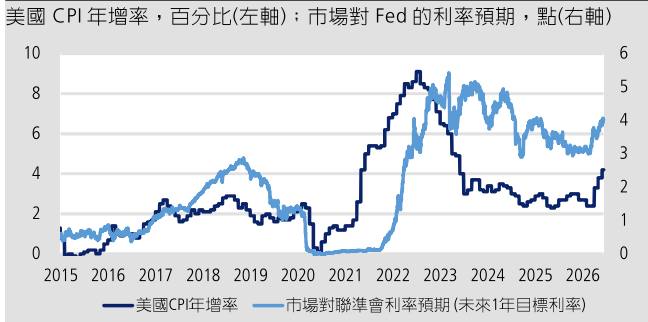
若今年下半年 Vera Rubin 量產進度不如預期，可能影響 AI 伺服器出貨節奏，進而壓抑相關供應鏈的營收表現。儘管中長期需求仍然強勁，但短期出現「訂單與出貨不同步」的現象，仍可能成為市場修正的重要觸發因子。

圖 29: 油價連續數月維持 100 美元以上容易觸發物價上揚



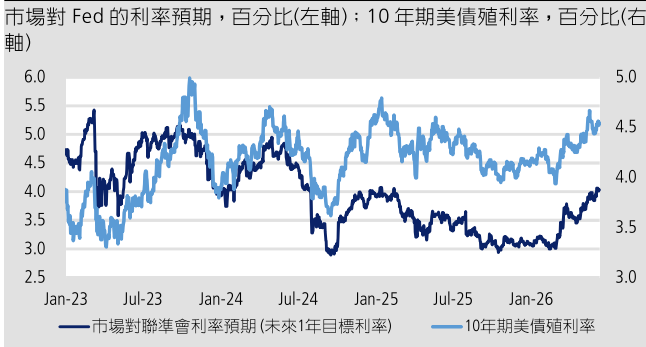
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 30: 通膨升溫通常會強化市場對聯準會的升息預期



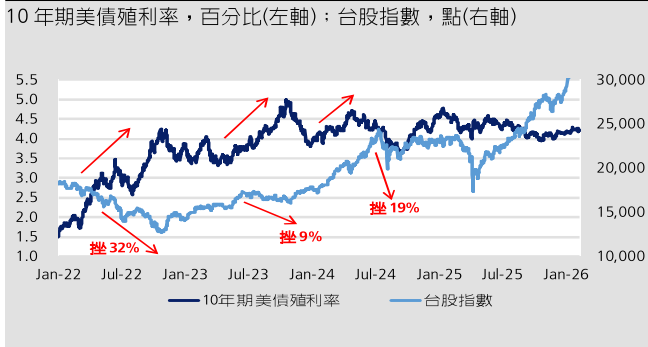
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 31: 升息預期提高容易引發美債殖利率走升



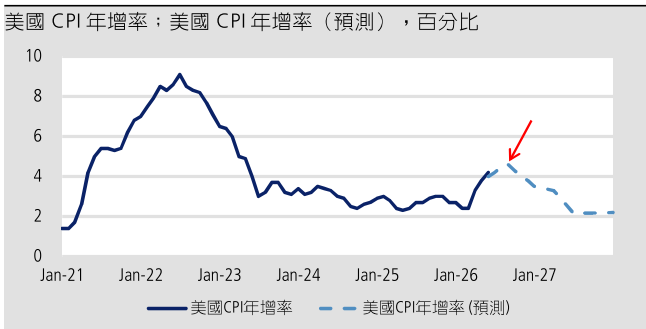
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 32: 美債殖利率上行往往對股市形成拋售壓力



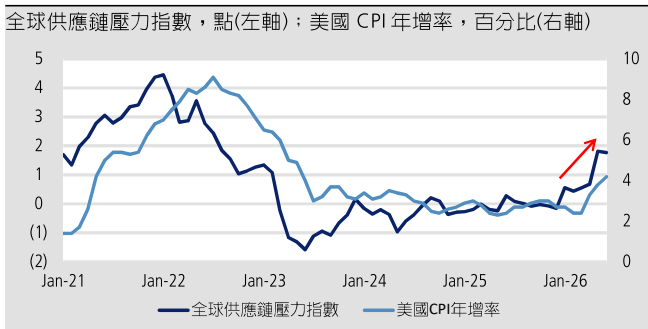
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 33: 油價傳導效應可能推升通膨，預期於 2026 年 2Q 末至 3Q 出現



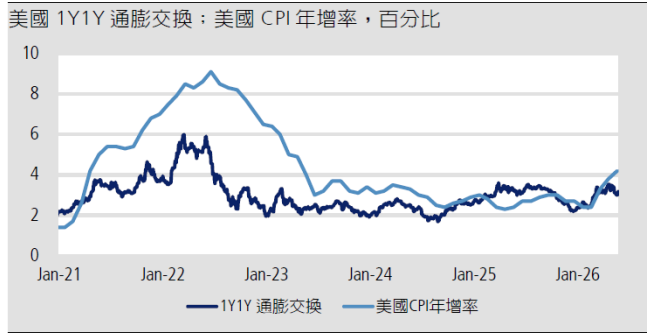
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 34: 紐約聯儲編制的全球供應鏈壓力指數預告通膨將可能重燃



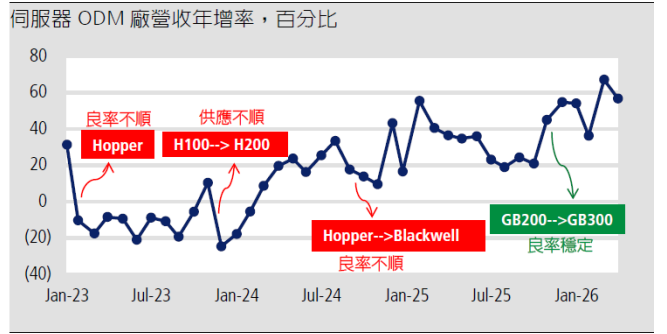
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 35: 1Y1Y 通膨交換領先反映未來通膨預期，對 CPI 趨勢具前瞻指引



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 36: GPU 世代轉換常伴隨良率瓶頸，供應鏈營收動能因此出現遞延



資料來源: TEJ; 凱基整理

投資組合

展望 2026 年下半年，投資布局建議聚焦三大主軸：其一為受惠 Vera Rubin 平台升級的相關族群；其二為 AI 應用擴散，包括機器人、AI PC 與 AI 眼鏡；其三為低軌衛星供應鏈。另一方面，若第 3 季台股出現回檔，建議適度將部分資金轉向 PC/NB、金融及營建等具備穩定高殖利率的防禦型族群。推薦股如下: 台積電 (2330)、聯發科 (2454)、世芯-KY (3661)、創意 (3443)、碩邦 (6147)、鴻勁 (7769)、穎崴 (6515)、旺矽 (6223)、奇鋐 (3017)、健策 (3653)、台達電 (2308)、富世達 (6805)、台光電 (2383)、臻鼎-KY (4958)、勤誠 (8210)、川湖 (2059)、嘉澤 (3533)、緯穎 (6669)、緯創 (3231)、南亞科 (2408)、旺宏 (2337)、上銀 (2049)、矽力-KY (6415)、欣興 (3037)、鴻海 (2317)、中信金 (2891)、永豐金 (2890)、廣達 (2382)、海悅 (2348)。

圖 37: 推薦個股

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價 (元)	市值 (US\$mn)	股價 (元)	漲跌幅 (%)	每股盈餘 (元)		每股盈餘 YoY (%)		本益比 (倍)		PEG (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
								2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
半導體	台積電	2330 TT	增加持股	2,600	1,977,754	2,410.0	7.9	102.74	131.02	55.1	27.5	23.5	18.4	0.4	0.7	8.4	6.2	41.4	38.8	1.0	1.2
	聯發科	2454 TT	增加持股	6,150	222,820	4,390.0	40.1	67.98	111.95	2.8	64.7	64.6	39.2	24.3	0.6	16.7	14.7	26.3	39.5	1.5	1.6
	世芯-KY	3661 TT	增加持股	6,185	11,379	4,380.0	41.2	128.95	171.78	87.4	33.2	34.0	25.5	0.4	0.8	7.3	6.2	23.5	26.4	1.5	2.0
	創意	3443 TT	增加持股	5,245	20,611	4,860.0	7.9	48.02	116.55	70.7	142.7	101.2	41.7	1.4	0.3	39.1	23.5	43.5	70.4	0.7	1.7
	碩邦	6147 TT	增加持股	280	5,938	252.0	11.1	5.30	7.45	41.6	40.8	47.6	33.8	1.0	0.7	3.5	3.3	8.2	11.2	1.6	2.2
	鴻勁	7769 TT	增加持股	8,800	76	6,975.0	26.2	122.62	221.68	78.4	80.8	56.9	31.5	0.8	0.4	18.3	13.5	34.9	49.5	1.2	2.2
	穎崴	6515 TT	增加持股	13,000	10,883	9,450.0	37.6	91.71	169.35	95.4	84.7	103.0	55.8	1.1	0.7	42.5	31.3	45.2	63.9	0.7	1.3
	旺矽	6223 TT	增加持股	8,000	19,891	6,415.0	24.7	65.35	111.48	95.1	70.6	98.2	57.5	1.0	0.8	37.5	30.9	39.6	57.1	0.6	1.0
AI伺服器	奇鋐	3017 TT	增加持股	3,450	29,813	2,400.0	43.8	94.49	132.70	92.9	40.6	25.4	18.1	0.3	0.4	14.5	10.0	67.1	64.6	1.7	2.3
	健策	3653 TT	增加持股	4,840	18,411	3,965.0	22.1	53.96	112.49	50.0	108.5	73.5	35.2	1.4	0.3	22.4	17.9	32.4	56.4	0.8	1.7
	台達電	2308 TT	增加持股	2,940	176,732	2,150.0	36.7	44.71	73.51	93.2	64.4	48.1	29.2	0.5	0.5	15.3	11.2	36.7	44.3	1.0	1.7
	富世達	6805 TT	增加持股	2,800	3,807	1,755.0	59.5	66.17	93.30	113.4	41.0	26.5	18.8	0.2	0.5	12.4	9.1	53.7	55.9	1.7	2.4
	台光電	2383 TT	增加持股	6,860	63,500	5,600.0	22.5	92.16	171.51	125.4	86.1	60.8	32.7	0.4	0.3	30.0	18.5	56.3	70.1	1.0	1.8
	欣興	3037 TT	增加持股	1,000	48,713	968.0	3.3	14.31	27.77	240.7	94.1	67.7	34.9	0.2	0.4	12.2	9.5	20.4	31.8	0.7	1.3
	臻鼎-KY	4958 TT	增加持股	695	21,930	642.0	8.3	16.92	26.71	166.7	57.9	38.0	24.0	0.2	0.4	4.9	4.4	13.8	19.3	1.3	2.1
	勤誠	8210 TT	增加持股	1,905	5,413	1,365.0	39.6	49.65	68.00	73.7	37.0	27.5	20.1	0.4	0.5	12.2	9.4	49.7	52.6	1.8	2.5
	川湖	2059 TT	增加持股	8,850	20,703	6,865.0	28.9	206.36	295.01	99.9	43.0	33.3	23.3	0.5	0.9	17.1	12.4	59.3	61.8	1.5	2.2
	嘉澤	3533 TT	增加持股	3,100	8,155	2,290.0	35.4	95.08	129.17	35.5	35.9	24.1	17.7	0.7	0.5	5.9	5.1	25.9	30.6	2.1	2.8
緯穎	6669 TT	增加持股	6,475	30,183	5,130.0	26.2	325.58	436.17	18.4	34.0	15.8	11.8	0.8	0.3	6.3	5.1	43.8	47.6	3.5	4.7	
緯創	3231 TT	增加持股	225	16,254	161.5	39.3	13.96	18.29	59.3	31.7	11.6	8.8	0.2	0.3	2.5	2.1	22.6	25.1	5.1	6.7	
記憶體	南亞科	2408 TT	增加持股	520	50,170	459.5	13.2	58.41	90.06	2902.3	56.5	7.9	5.1	0.0	0.1	3.9	2.2	74.6	62.4	2.5	3.9
	旺宏	2337 TT	增加持股	300	10,599	169.0	77.5	30.02	101.70	N.A.	238.8	5.6	1.7	N.A.	0.0	3.0	1.1	75.6	99.0	5.3	18.1
AI應用	上銀	2049 TT	增加持股	478	3,751	335.0	42.7	8.75	12.53	102.9	43.2	38.3	26.7	0.4	0.6	3.0	2.9	8.1	11.0	1.2	1.7
	矽力-KY	6415 TT	增加持股	600	7,736	629.0	(4.6)	10.81	19.79	69.3	83.1	58.2	31.8	0.8	0.4	1.5	1.2	10.6	16.9	0.7	1.3
低軌衛星	華通	2313 TT	受法規限制未評等	-	9,787	259.5	-	8.04	12.88	45.9	60.2	32.3	20.1	0.7	0.3	5.6	4.8	18.7	25.8	1.5	2.5
	鴻海	2317 TT	增加持股	315	119,199	268.5	17.3	17.94	21.46	32.3	19.6	15.0	12.5	0.5	0.6	2.0	1.8	13.7	15.3	3.6	4.3
高殖利率	中信金	2891 TT	增加持股	63	44,771	71.9	(12.4)	4.38	4.68	7.0	6.7	16.4	15.4	2.3	2.2	2.2	1.9	15.3	13.1	3.8	3.9
	永豐金	2890 TT	增加持股	42	18,253	39.8	5.5	2.81	2.67	53.2	(5.1)	14.2	14.9	0.5	N.A.	1.9	1.7	14.7	12.2	4.1	4.0
	廣達	2382 TT	增加持股	430	45,960	376.0	14.4	23.13	27.43	18.9	18.6	16.3	13.7	0.8	0.7	5.6	5.1	35.3	38.9	4.9	5.8
	海悅	2348 TT	增加持股	100	369	76.8	30.2	12.50	18.70	79.1	48.4	6.1	4.1	0.1	0.1	1.3	1.2	23.3	30.9	10.8	12.6

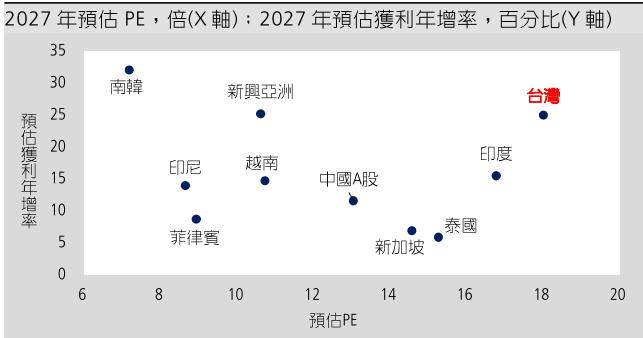
資料來源: 凱基整理與預估

圖 38: 台股各族群評價比較

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	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F		2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
伺服器EMS	(1.7)	3.7	24.8	34.9	31.1	21.9	20.2	14.8	12.1	水泥	(50.7)	8.4	27.9	(39.1)	61.5	8.7	44.6	14.5	13.2
散熱	34.5	20.5	54.0	116.2	95.4	40.3	43.2	21.4	15.4	食品	(13.6)	6.8	12.7	(5.1)	8.4	15.2	21.9	20.2	17.5
電源供應器	15.1	2.4	(1.7)	59.5	80.2	61.6	64.1	37.4	23.8	塑化	(63.1)	(50.5)	(82.6)	(77.7)	1466.7	15.7	44.4	40.0	24.6
ABF	102.5	(68.1)	(70.1)	91.5	252.5	92.0	248.4	71.2	37.1	成衣加工	32.1	(11.0)	17.3	(15.1)	17.3	12.0	16.0	13.8	12.4
IC設計服務	94.8	5.3	29.9	(7.7)	77.6	74.7	103.3	62.7	32.6	製鞋	100.0	(45.2)	18.0	(14.2)	2.1	5.9	15.3	15.0	14.1
記憶體	(24.4)	-	-	-	2864.9	74.3	222.7	7.5	4.2	汽車零組件	70.1	(2.2)	49.1	(13.3)	28.1	3.9	13.4	10.7	10.5
网通 PCB	22.6	(10.9)	46.0	41.7	63.5	40.1	50.5	29.3	20.8	工業自動化	5.2	(14.2)	6.6	3.4	42.9	18.0	53.0	30.2	23.5
网通	75.5	9.4	8.1	61.1	50.3	33.7	33.7	23.0	19.0	自行車	(12.7)	(44.8)	(88.9)	(35.2)	30.0	29.5	30.0	18.4	12.2
CCL	(14.1)	(0.4)	93.0	48.2	132.3	81.8	132.5	54.5	31.0	貨櫃航運	19.7	(94.4)	631.6	(53.3)	(14.9)	(2.4)	8.2	11.5	10.1
一線晶圓代工	70.4	(17.5)	39.9	46.4	55.1	27.5	36.2	23.4	18.3	鋼鐵	(75.4)	(89.0)	(41.0)	-	-	2353.8	(67.5)	887.0	35.7
二線晶圓代工	56.3	(30.1)	(22.6)	(11.6)	60.8	4.9	42.5	26.4	25.2	餐飲	0.3	75.3	(7.7)	(30.0)	92.6	13.1	(6.1)	13.4	11.6
手機零組件	28.4	(37.1)	28.2	(20.1)	53.4	38.4	58.1	31.6	22.4	航太	127.3	26.8	(0.3)	(32.4)	86.8	35.8	46.5	25.4	17.8
面板	-	-	-	108.1	(31.2)	107.4	865.6	131.9	60.9	航空	(37.8)	185.5	52.7	(5.9)	(27.8)	28.4	8.5	11.7	9.7
電信	2.2	5.7	5.8	4.7	5.4	5.0	30.3	28.6	27.2	重電	(1.9)	41.6	33.7	1.8	31.0	32.3	37.6	27.3	19.6
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	29.8	(3.9)	2.3	52.0	37.2	36.4	26.6										
手機EMS	(26.5)	4.1	7.4	(14.7)	10.4	13.0	15.5	14.0	12.4										
低軌衛星	74.6	(28.3)	13.5	6.4	44.0	46.8	43.6	30.5	22.5										
測試介面	48.8	(41.4)	121.0	46.3	100.8	74.7	176.9	87.8	49.8										
交換器	73.6	9.2	34.5	119.5	31.5	53.0	53.7	40.8	26.7										

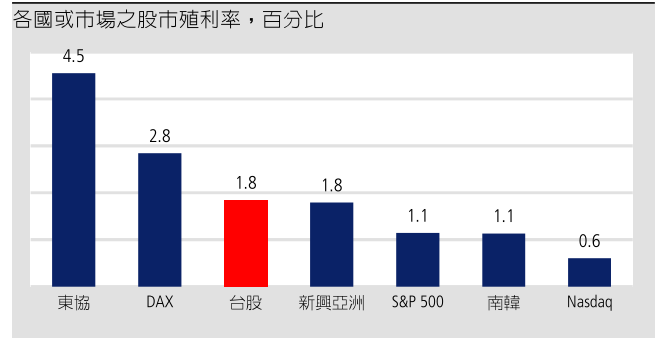
資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 39: 台股目前評價(相對獲利動能)在新興亞洲屬於合理水準



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 40: 台股目前殖利率在全球股市屬於中段位置



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理



# 半導體產業

## 矽，電，光，熱是投資熱點也是產品迭代的挑戰

### 焦點內容

1. 矽、電、光、熱 (Semiconductor、Power、Optical、Thermal, S.P.O.T.) 是 AI 晶片產品迭代的主要瓶頸。
2. 2027 年 GPU、TPU 上修動能強勁；CPU 亦成為市場焦點。
3. AI 晶片設計趨複雜帶動測試需求及 ASP 成長。
4. AI 需求的影響已外溢至非 AI 領域；Nvidia 生產雜音為短期干擾。

### 評論及分析

**矽、電、光、熱(Semiconductor、Power、Optical、Thermal, S.P.O.T.) 是 AI 晶片產品迭代的主要瓶頸。**市場應已無人質疑 AI 需求是否真實，而主要疑慮在於：(1)AI 的營收成長能否跟上資本支出成長；及(2)是否能克服物理極限，如光學整合、散熱、電力等。

**2027 年 GPU、TPU 上修動能強勁；CPU 亦為市場焦點。**根據第三方統計，Anthropic 的 ARR 已在 4 月超越 OpenAI，而甚至已達損益兩平。Anthropic 與 Google (美) Gemini 的成長，反映在 TPU 需求的上修。Nvidia (美)、Broadcom (美)與聯發科(2454 TT, NT\$4,390, 增加持股)是台積電(2330 TT, NT\$2,410, 增加持股)明年 CoWoS 客戶中成長比較顯著的，反映 GPU 與 TPU 需求強勁。令人意外的，AMD (美)近期大幅上修明年 CoWoS 翻倍至 21 萬片。此外，Agentic AI 興起也帶動伺服器 CPU 需求的上修，因 CPU 在 Agentic AI 推理過程中佔逾四成工作負載。隨著主要 CSP (Meta (美)除外)2026 年 CPU 採購量將翻倍，我們預期 CPU 缺口將達 15-20%，且短缺情況可能延續至 2028 年。

**AI 晶片設計趨複雜帶動測試需求及 ASP 成長。**產品迭代加速、晶片設計愈趨複雜，更多的引腳數量及晶片出貨帶動測試需求成長強勁，嘉惠測試設備及測試介面業者。此外，台積電將 CP 測試外包給封測業者以優化產能，進一步推動 OSAT 上修資本支出。最後，AI 基建已從 GPU 延伸至資料傳輸，而 CPO 是大幅提升傳輸速度的解方。然光學整合使生產流程更複雜並降低良率，而更多測試道數與光電同測將成為降低缺陷率的關鍵。

**AI 的影響已外溢至非 AI 領域；Nvidia 生產雜音為短期干擾。**強勁的 AI 需求吸走產業資源，我們看到全面性的排擠效應。從記憶體開始，類比 IC、成熟製程與被動元件等皆看到類似現象。由於記憶體未有結構性的供給擴張，預期短缺將進一步延續至 2027 年底。需求不是問題，問題在於產能。此外，由於 SK Hynix (韓)的 HBM4 問題、CoWoS 重新 tape-out，及散熱設計變更，我們預期 Nvidia Rubin 出貨量將顯著低於年初的預估，並因產品組合變化，導致 Nvidia 供應鏈預估於 2Q26，甚至 3Q26 初出現部分 ASP 樂觀預期的下修。

### 投資建議 (皆圍繞 CPU、TPU、GPU、測試與記憶體)

台積電是我們的首選，主因技術領先及便宜的評價。其未來數年資本支出有望維持強勁，我們也看好設備業者未來幾年的成長。考量技術迭代及估值，鴻勁(7769 TT, NT\$6,975, 增加持股)與 Lam Research (美)是我們在設備領域的首選。其他推薦個股包括穎崴(6515 TT, NT\$9,450, 增加持股)、旺矽(6223 TT, NT\$6,415, 增加持股)、聯發科、世芯-KY(3661 TT, NT\$4,380, 增加持股)、創意(3443 TT, NT\$4,860, 增加持股)、碩邦(6147 TT, NT\$252, 增加持股)、南亞科(2408 TT, NT\$459.5, 增加持股)、旺宏(2337 TT, NT\$169, 增加持股)、AMD、ASML (荷)與德州儀器(美)。

### 投資風險

AI 設施與需求過度擴張；經濟衰退。

## 2026 下半年半導體產業展望

### 摘要

1. GPU 與 TPU 將帶動 2027 年 AI 晶片出貨成長；Agentic AI 興起帶動伺服器 CPU 的強勁需求。
2. 光學整合與 AI 晶片設計愈趨複雜，將帶動測試需求與 ASP；光電同測將為 2027 年關注重點。
3. AI 需求的影響已延伸至非 AI 領域；記憶體與類比 IC 出現結構性變化，且後續仍將有更多外溢影響浮現。

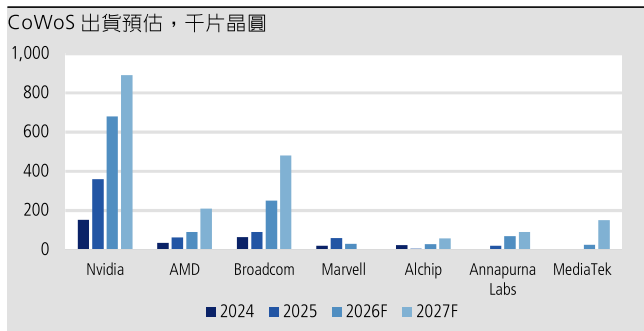
### 正向訊號# 1：先進封裝持續上修，後續 CPO、SoIC、CoPoS 接棒

我們對 AI 半導體需求展望維持樂觀，但成長動能將不再僅由 Nvidia GPU 所帶動。從終端需求觀察，Anthropic 在 Agent 應用及企業端市場具備較高市占率，加上 Google Gemini 也在網站造訪率上蠶食 OpenAI 市占率，反映 AI 模型競爭正從過去以 OpenAI 主導的訓練需求，逐步轉向更廣泛的推論與 Agent 部署。而 Anthropic 和 Gemini 的強勁成長，體現在 TPU 的強勁需求。

此趨勢亦反映在 CoWoS 需求上修：相較六個月前，Nvidia、AMD、Broadcom 與聯發科的 2027 年需求皆出現明顯上修，其中 Broadcom 與聯發科 CoWoS 預估分別上修 60%/90% 至 48 萬片及 15 萬片，幅度優於 Nvidia 上修 10% 至 89 萬片，主因 TPU 需求在 Anthropic 與 Gemini 強勁成長帶動具上修空間。雖然 Nvidia 在訓練端仍未見明顯競爭對手，但隨著客製化 ASIC 採用加速，其在 CSP 內部的市占率可能逐步下滑。同時，AMD 2027 年在台積電的 CoWoS 預估亦大幅翻倍至 21 萬片，主要反映 MI450/MI455 的強勁需求。

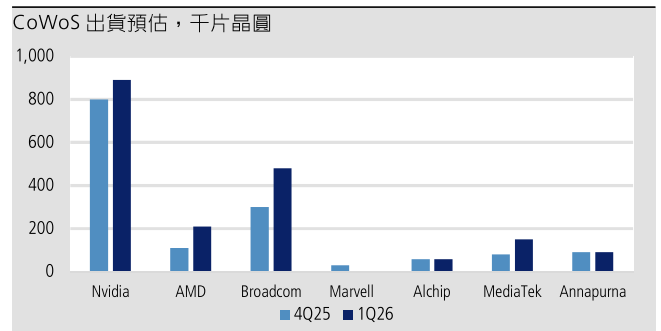
另一方面，Agentic AI 的興起亦帶動通用伺服器需求明顯回溫，主因 CPU 在 Agentic AI 推理過程中占逾四成工作負載。隨著主要 CSP (Meta 除外) 2026 年預估 CPU 採購量將翻倍，我們預期 CPU 缺口將達 15-20%，且短缺情況可能延續至 2028 年。由於台積電產能不足以支應 AMD 的 Venice CPU 需求，預期 AMD Venice CPU 可能需要更仰賴日月光、矽品，以確保 CPU 產能供應。

圖 1：2025-27 年 CoWoS 預估出貨量 (依客戶)



資料來源：凱基預估

圖 2：2027 年 CoWoS 預估出貨量變化，4Q25 vs. 1Q26



資料來源：凱基預估

## 正向訊號#2：測試供應鏈表現將優於其他次產業

京元電(2449 TT, NT\$308.5, 增加持股)與日月光投控(3711 TT, NT\$613, 增加持股)分別將 2026 年資本支出上修 28%/24%至 500 億元及 85 億美元, 年增 35%/55%, 反映 AI 需求持續強勁。隨台積電持續將 CP 測試外包予封測業者, 以優化內部產能配置, 加上潛在美國設廠需求, 我們預期封測廠資本支出仍具上修空間。整體而言, 台積電與封測業者同步擴大資本支出, 將有利封測設備需求, 其中我們認為測試端成長可望優於封裝端, 主因 AI 晶片迭代速度加快、設計複雜度提升使測試時間與測試難度同步增加, 帶動測試需求量價齊揚, 進一步嘉惠測試設備及測試介面業者。

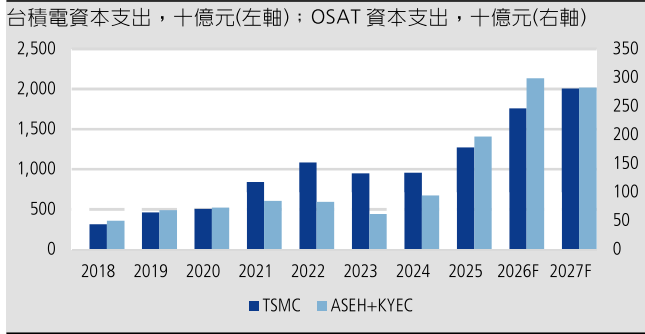
測試介面產業已由過去相對成熟、跟隨半導體出貨量波動的耗材型產業, 轉變為受惠 AI/HPC 晶片複雜度提升的結構成長產業。晶片 I/O 數量、pin count、封裝尺寸與功耗明顯提升, 使得測試難度與測試時間同步增加。對探針卡而言, 高階 AI/HPC 晶片需要更高 pin count、更細 pitch、更佳訊號完整性與更高可靠度, 推升單卡 ASP 與技術門檻; 對測試座而言, AI/HPC 晶片封裝尺寸較大、功耗較高、測試條件更嚴苛, 也帶動 socket ASP 與耗用量提升。因此, 即便整體半導體景氣復甦仍呈現分化, 測試介面產業在 AI 應用帶動下, 具備優於傳統週期的成長動能。

凱基認為台灣測試介面業者將是 AI 測試需求升級的主要受惠者。相較於整體測試介面市場仍分散於美國、日本、韓國及歐洲供應商, 台灣業者在 AI ASIC、GPU、CPU 及網通晶片供應鏈中已累積較高客戶黏著度與技術認證基礎。我們估計台灣業者在 AI 測試介面市場市佔率高達 44%, 高於其在整體測試介面市場的市佔率 16%。由於 AI 應用在測試介面市場中的占比持續提升, 台廠不僅受惠終端需求成長, 也受惠產品組合升級與市佔率提升, 帶動營收成長率高於整體產業平均。

探針卡部分, 隨著先進製程推進至 3nm 及以下, 傳統探針技術在細 pitch、低接觸力與 pad damage 控制上的挑戰提高, 帶動 MEMS 探針卡滲透率持續增加。測試座領域, 更高 pin count、更大封裝尺寸與更高功耗, 使測試座在接觸穩定性、訊號完整性、耐用度與散熱能力上的要求亦明顯提升。由於探針卡及測試座 ASP 及毛利率皆持續上升, 產品組合改善將成為台廠 2H26 至 2027 年獲利成長的重要來源。我們預期具備高階 AI/HPC 客戶認證、MEMS 製程能力及快速交付能力的台灣業者, 如旺矽及穎崴, 將持續取得市佔率提升機會。

此外, AI 基礎建設投資已由 GPU 逐步延伸至資料傳輸與互連領域, CPO 作為提升傳輸頻寬與效率的重要解決方案, 將成為後續產業升級重點。然而, 光學元件導入後, 封裝與測試流程將較過往更為複雜, 良率控管難度亦隨之提升。相較傳統電性測試, 光電同測需同時驗證光學與電性訊號, 測試環節增加且技術門檻更高, 將成為降低失效率與缺陷率的關鍵。我們預期, 隨 CPO 與光學整合滲透率提升, 相關測試設備與測試介面需求將進一步放大。

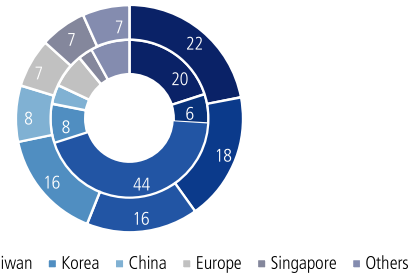
圖 3：台積電、封測(日月光加京元電)資本支出



資料來源：Bloomberg、凱基

圖 4：台灣測試介面於 AI 領域市占顯著

整體市占率，百分比(外圈)；AI 領域市占率，百分比(內圈)



資料來源：凱基預估

圖 5：CPO 測試流程

Test Insertion	Insertion 1	Insertion 2	Insertion 3	Insertion 4	CPO FT			
				共同開發中	量產中			
Test Content	PIC	EIC-PIC	光引擎	ASIC + 光引擎	ASIC + 光引擎	ASIC	光引擎	
	Wafer Level (Foundry)	Wafer Level (Foundry)	DIE/Chip Level (OSAT)	Package-Level(OSAT)				
HON.PREC Test Equipment	NA			ATE測試機+ATC (3KW) Handler	ATE測試機+ATC (2KW) Handler	ATE測試機+ATC (1KW) Handler	ATE測試機+ATC (1KW) Handler	

資料來源：鴻勳公司資料

### 正向訊號# 3：記憶體與類比 IC 出現結構性變化

#### 記憶體供不應求態勢將延續至 2027 年

2026-27 年記憶體需求將強勁成長，主要受北美 CSP 持續擴大資本支出所帶動。我們預期 2026 年通用伺服器需求年增率超過 30%，惟受記憶體、CPU 等關鍵零組件供給限制影響，實際出貨量年增率約 20%。此外，128GB 及 96GB 大容量模組滲透率持續提升，帶動 2026 年 Server DRAM Content 年增率約 30%，整體 Server DRAM 位元需求年增 46%。展望 2027 年，我們預期通用伺服器仍將維持 20% 以上成長，持續成為記憶體最重要的成長動能。

供給方面，記憶體產業面臨高階無塵室空間不足及先進製程設備供應吃緊等瓶頸。我們預估 2026-27 年 DRAM 投片量年增率分別為 9% 及 10%，NAND Flash 則為 -2% 及 4%。雖然海力士龍仁廠、美光 ID1、美光銅鑼廠、南亞科 5A 廠、長鑫上海廠及長江存儲 Fab3 等新產能將於 2026 下半年至 2027 年陸續投產，但多數仍處於導入初期，短期對供給貢獻有限。此外，三星與海力士先進 DRAM 製程需大量導入 EUV 設備，而 ASML 機台供應仍然緊張；同時，原廠優先將資源配置於 DRAM 與 HBM 產品，亦限制 NAND Flash 擴產速度。

圖 6：2021-27 年全球 DRAM 投片量預估

(千片/月)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>投片量</b>	<b>1,495</b>	<b>1,593</b>	<b>1,363</b>	<b>1,645</b>	<b>1,916</b>	<b>2,095</b>	<b>2,304</b>
Samsung	584	653	527	614	655	690	783
SK Hynix	356	393	352	416	528	590	639
Micron	355	353	278	314	333	358	376
南亞科	71	68	54	56	58	65	73
華邦電	26	21	24	24	24	24	31
力積電	47	43	27	39	42	45	45
長鑫存儲	50	54	90	173	260	298	326
晉華集成	6	9	10	10	17	26	30
長江存儲							1
<b>年增率(%)</b>		<b>7</b>	<b>(14)</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Samsung		12	(19)	16	7	5	13
SK Hynix		10	(10)	18	27	12	8
Micron		(0)	(21)	13	6	8	5
南亞科		(4)	(21)	2	4	12	13
華邦電		(19)	14	0	(2)	1	29
力積電		(9)	(37)	44	8	7	0
長鑫存儲		7	69	91	51	14	10
晉華集成		40	14	0	70	54	14
長江存儲							

資料來源：TrendForce，凱基預估

圖 7：2021-27 年全球 NAND Flash 投片量預估

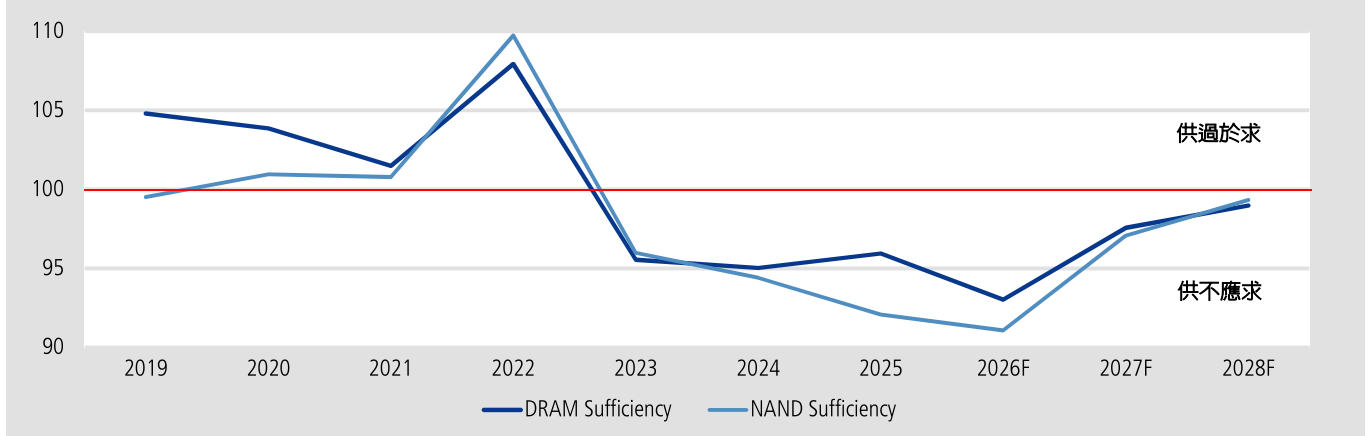
(千片/月)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>投片量</b>	<b>1,527</b>	<b>1,698</b>	<b>1,397</b>	<b>1,428</b>	<b>1,354</b>	<b>1,333</b>	<b>1,381</b>
Samsung	574	636	489	473	414	348	310
Kioxia/Sandisk	496	475	395	443	400	409	443
SK Hynix	195	293	234	215	233	234	230
Micron	170	169	134	143	130	130	130
長江存儲	66	98	120	125	148	180	219
力積電	3	5	4	4	5	6	8
華邦電	6	7	8	13	13	14	19
旺宏	11	13	12	11	8	9	17
中芯	5	4	3	3	4	5	5
<b>年增率(%)</b>		<b>11</b>	<b>(18)</b>	<b>2</b>	<b>(5)</b>	<b>(2)</b>	<b>4</b>
Samsung		11	(23)	(3)	(12)	(16)	(11)
Kioxia/Sandisk		(4)	(17)	12	(10)	2	8
SK Hynix		50	(20)	(8)	8	1	(2)
Micron		(1)	(21)	7	(9)	0	0
長江存儲		47	23	4	18	22	22
力積電		50	(22)	14	31	14	33
華邦電		12	7	70	(2)	8	41
旺宏		14	(8)	(4)	(27)	6	100
中芯		(20)	(25)	0	42	6	11

資料來源：TrendForce，凱基預估

我們估計 2026 年 DRAM 與 NAND 市場分別存在約 8-9% 的供需缺口。展望 2027 年，在需求維持高成長、供給增幅有限的背景下，DRAM/NAND 仍將維持 2.4%/2.9% 缺口。整體而言，2027 年延續缺貨已逐漸成為產業共識。

**圖 8：記憶體產業供需比**

DRAM 與 NAND Flash 供需比，百分比

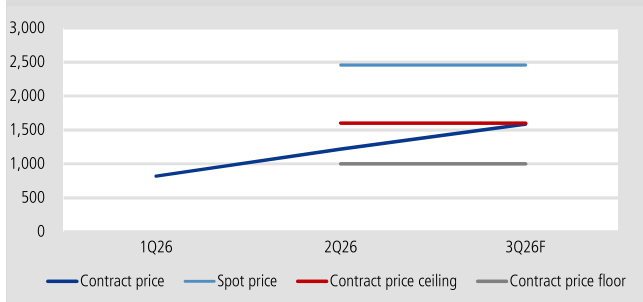


資料來源：TrendForce，凱基預估

在供給持續吃緊下，客戶正積極與原廠簽署長期供貨協議(LTA)，目前主要美系 CSP 已大致完成簽約，並逐步延伸至 OEM 客戶。根據我們了解，RDIMM 長約價格普遍設有價格區間，其中地板價僅略低於 2Q26 合約價，而天花板價則高出約 30-40%。由於 LTA 所涵蓋供給量仍無法滿足客戶需求，超額需求仍需透過現貨市場取得，而當前 64GB RDIMM 現貨價仍高於官價逾一倍，故報價仍具顯著上行空間。NAND Flash 方面，Enterprise SSD 價格於 1Q26 及 2Q26 漲幅約 80%，原廠對 3Q26 報價態度預計仍將保持積極，我們預期仍將維持 70% 以上漲幅。消費性產品如 SODIMM、LPDDR、cSSD 受限於轉嫁能力，可能難以跟隨伺服器產品之漲幅。

**圖 9：3Q26 RDIMM 官價與市價預估**

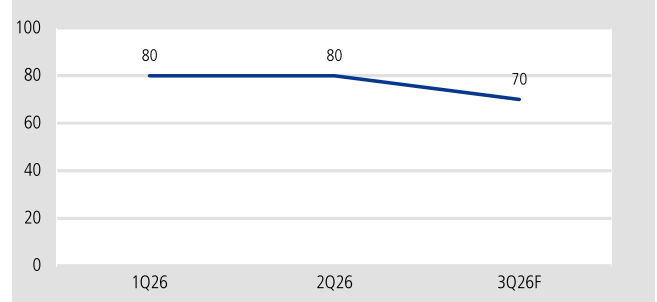
64GB RDIMM 價格預估，美金



資料來源：凱基預估

**圖 10：3Q26 eSSD 合約價預估**

eSSD 合約價季增率預估，QoQ



資料來源：凱基預估

### 類比半導體產業展望：資料中心營收成為重點

類比半導體自 2022 年起經歷了漫長的庫存調整期，儘管消費性電子產品需求近期仍受記憶體報價波動衝擊，但我們預期類比半導體廠商的車用與工業用產品將在 2H26 保持正成長軌道。其中又以資料中心的營收占比，預計將隨著 AI 需求顯著提升(當前營收占比僅 5-10%)。根據我們的供應鏈調查，資料中心產品報價較工業用/車用通用型產品高 20-30%，且受到記憶體的排擠效應，8 吋產能供不應求迫使廠商轉嫁或加速轉往 12 吋投片。在此趨勢下，我們看好德州儀器，因為公司相較於同業更早布局 12 吋產能，且具備較高的產能自製率，能有效降低 8 吋廠報價浮動風險。隨著 2027 年 12 吋廠邁入量產

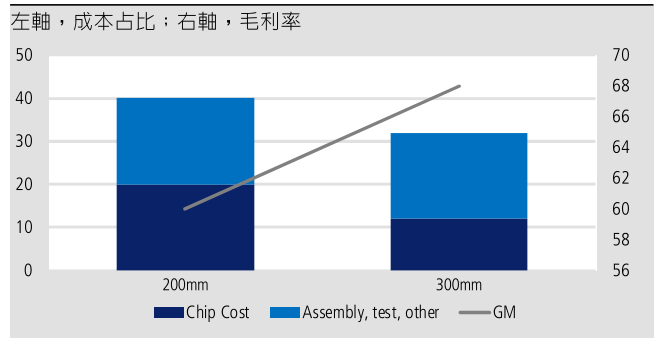
階段，整體折舊費用將逐年下降，我們認為公司佔據了具優勢的市場競爭地位，其長期獲利率表現也有望顯著超越其他競爭對手。

圖 11：類比半導體龍頭的資料中心營收占比

	2025	2026F	Comment
MPWR	25	32	1Q26已達32.7%，預估年增率自50%上修至85%
ADI	17	22	預估ATE、資料中心將年增雙位數
Infineon	9	14	預估2026-27年AI電源營收達EUR15/25億(營收占比約9.3/13.6%)
TXN	9	11	預估AI專用電源需求將於2H26-2027年顯著提升
MCHP	6	8	
ON	4	6	展望2026年AI資料中心營收將翻倍，並預期TAM CAGR40%
STM	0	4	展望AI資料中心2026-27年營收超過US\$5/10億(營收占比約3.5/6.1%)
NXPI	2	4	資料中心業務將自2025年US\$2億(營收占比1.6%)上升至2026年US\$5億以上(營收占比3.5%)

資料來源：公司資料，凱基

圖 12：轉向 12 吋將顯著降低晶片成本



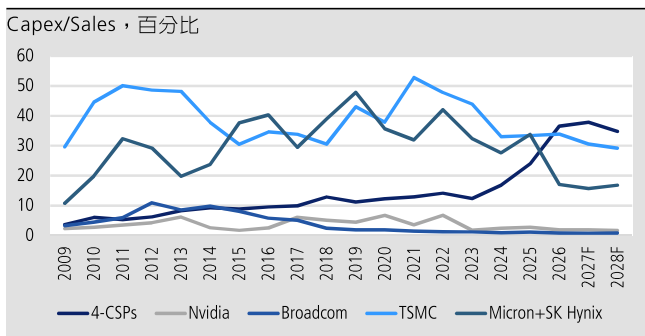
資料來源：凱基預估

**負向因子：CSP 的資本密集度比率可能反轉? Nvidia 短期生產雜音**

在 AI 投資的帶動下，CSP 資本密集度已快速攀升並超越半導體公司。雖然短期市場仍聚焦於 GPU、TPU、網通與資料中心建置需求的強勁成長，但若進入 2H26-1H27 後，CSP 營收成長未能明顯加速，或 AI 相關收入無法有效支撐持續擴大的 CapEx，將進一步引發市場對投資回報率、折舊壓力與估值合理性的疑慮。因此，CSP 資本密集度是否開始回落，將成為 2H27 後判斷 AI 投資循環能否延續的重要觀察指標；若後續營收轉化速度不如預期，整體 AI 供應鏈估值可能面臨壓抑。

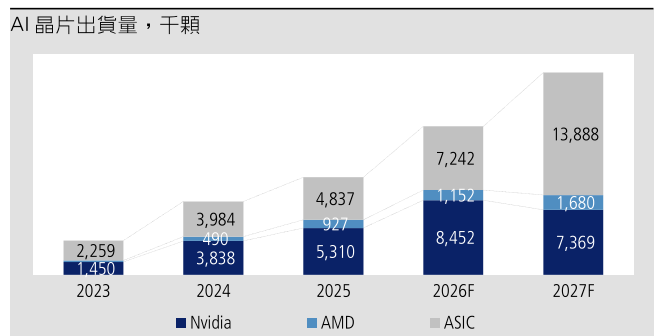
此外，對 Nvidia 供應鏈而言，受 SK Hynix 的 HBM4 問題、CoWoS 重新 tape-out，以及散熱設計變更等因素影響，我們預期 Rubin 出貨量將明顯低於今年初市場共識。目前我們預估 Rubin 今年晶片出貨量約 200 萬顆(考慮良率和 Lead time，由下游能拿到的晶片可能只有 50-60%)，低於年初預估的 300 萬顆。且由於 Rubin 比重下滑、產品組合轉向較不利於市場對於相關供應鏈的高度預期，預期部分供應鏈 ASP 預估可能在 2Q26，甚至 3Q26 初出現下修。整體而言，Nvidia AI 需求仍維持強勁，但短期產品組合變化將成為供應鏈預期修正的主要風險。

圖 13：CSP/半導體公司資本密集度



資料來源：Bloomberg、凱基

圖 14：2023-27 年 AI 晶片出貨量預估



資料來源：凱基預估

### 台積電及 CoWoS

經過數次產能規劃上修後，我們預期台積電 CoWoS 月產能將由今年底約 12 萬片，進一步提升至明年底約 17 萬片。市場目前確實存在進一步上修至 20 萬片的傳聞，包括 AP7 第二期擴建，以及部分退出生產的六吋廠可能轉作 CoWoS 相關產能等潛在空間；然而，目前我們尚未取得足夠證據可進一步核實，因此仍維持較為審慎的產能假設。

客戶方面，我們預期明年 CoWoS 需求成長最明顯的客戶將集中於 Broadcom、聯發科及 Nvidia，反映 GPU 與 TPU 需求持續強勁。此外，自三月以來，我們亦觀察到 AMD 對明年 CoWoS 需求預期明顯上修，目前預估將翻倍至 21 萬片，主要反映 MI450/MI455 的強勁需求。

### Nvidia

我們預期 Nvidia 於 2026/2027 年將分別取得台積電約 60%/50% 的 CoWoS 產能。相較六個月前，Nvidia2027 年 CoWoS 需求預估上修約 10% 至 89 萬片(但相較三個月前則略為下修)，反映整體 AI 需求持續強勁。然而，受 SK Hynix 的 HBM4 問題、CoWoS 重新 tape-out，以及散熱設計變更等因素影響，我們預期 Rubin 今年出貨量將明顯低於年初市場共識，Rubin 的下檔空間則由 Blackwell 的加單補上。

目前我們預估今年 Blackwell 與 Rubin 晶片出貨量將分別達 540 萬顆與 200 萬顆，合計年增約 59%。雖然整體 Nvidia AI 晶片需求仍維持強勁，但由於 Rubin 比重下滑、產品組合低於原先預期。Nvidia 在法說會上，特別提到 CPU 的需求激增，未來潛在市場約有 2,000 億美元，而 Nvidia 今年 CPU 營收可達 200 億美元(Vera + Grace 以及包含在 AI 機櫃內的 CPU)。雖然此數字包含了在 AI 機櫃裡協作的 CPU，但是這營收規模已經和 Intel (美)、AMD 的伺服器 CPU 一年的營收相當。目前 Vera CPU 的封裝主要在台積電和 Amkor (美)完成。

### TPU

相較六個月前，我們對 2027 年 Broadcom 與聯發科 CoWoS 需求預估分別上修 60%/90% 至 48 萬片與 15 萬片，反映 TPU 需求在 Anthropic 與 Gemini 強勁成長帶動下仍具上修空間。

此外，近期供應鏈顯示，Broadcom 2028 年 v9 專案 PumaFish 已取消，並將在 v10 推出前，以 Sunfish 升級版作為過渡方案。雖然我們尚無法確定 HumuFish 是否將成為 2028 年 TPU 的主要方案，但整體發展仍有利聯發科在 TPU 領域提升市占。我們預期 Intel 的 EMIB-T 將自 4Q27 開始放量(較先前預估提前)，而 HumuFish 的出貨時程與產品組合也可望優於我們先前預估。在 ASP 成長 200%(主要由更多 I/O dies 與 N2 製程帶動)、出貨量成長 50% 的假設下，並預期將新增第二家 ASIC 客戶，我們預估 2028 年聯發科 AI ASIC 營收成長 66% 至 500 億美元，約占整體營收 67%。

### OSAT

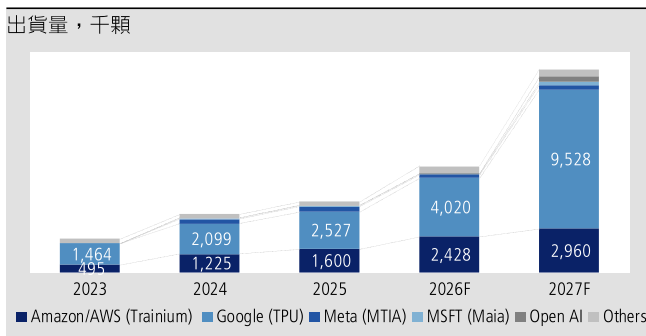
京元電與日月光投控分別將 2026 年資本支出上修 28%/24% 至 500 億元與 85 億美元，年增 35%/55%，反映 AI 需求持續強勁。其中，日月光 oS 業務

有望受惠於台積電持續擴張 CoWoS 產能，同時其亦為 AMD 新款 Venice CPU 的主要 CoWoS 供應商；京元電則將持續受惠 AI GPU 測試時間拉長，以及 ASIC burn-in 導入帶來的測試需求提升。此外，隨著台積電持續將 CP 測試外包予封測業者，以優化內部產能配置，我們認為封測廠資本支出仍具進一步上修空間。此外，Foundry 本身的 bumping 產能不足，而不管是 CoWoS 還是 EMIB-T 針對不同的晶片高度都需要做 mix-bumping，因此，封測廠有可能間接受惠 EMIB-T 的擴張。

### ASIC 產業展望：需求轉向推論端

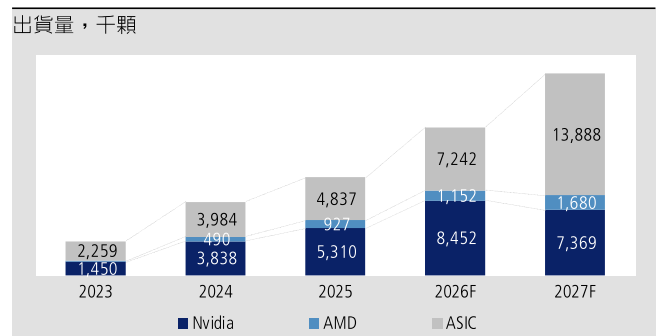
隨著全球 AI 算力需求從模型訓練，逐步轉向商用落地階段的推論與 Agentic AI 架構，我們預期推論算力將躍升為整體 AI 算力市場的主流。在過往訓練模型主要仰賴通用型 GPU，但推論是用戶每次對話、每次下達指令都在產生變動成本，因此對於低延遲、高吞吐、高訂製化的推論算力要求較高，而成本效益極佳且可根據 CSP 業者不同需求設計的 ASIC 正好切中這個甜蜜點。在 Google 與 Amazon (美) 等兩大巨頭積極擴張自研晶片的情況下，我們預估 2026-27 年 ASIC 晶片出貨量將成長 50.1/35.3%，對比通用型 GPU 則放緩至 52.7/28.9%。其中，世芯-KY 受惠於 AWS Trainium 3 放量，預期 2H26 營收將逐月上升，評價也將隨營收與獲利的加速成長期上升。

圖 15：ASIC 晶片出貨預估



資料來源：凱基預估

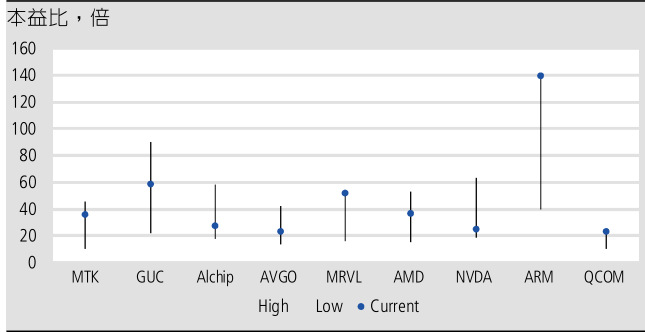
圖 16：ASIC 數量追上 GPU，但產值仍落後



資料來源：凱基預估

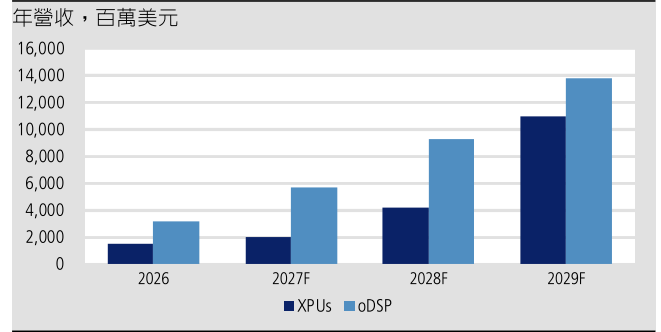
同時，隨著各大 CSP 業者從早期的實驗性質到如今的百萬級投片，我們雖持續看好 Broadcom 在 ASIC 產業中的龍頭地位，但供應鏈仍不免將傳出更多 CSP 業者拉回前段設計或是尋求更多協作廠的消息，致使個股評價受到影響，因此我們更加看好 Marvell (美) 有望受惠於切入 Google TPU 供應鏈推動獲利與評價的上修，我們預期客製化業務年增長 (集中在 2H27-2028) 20+%/100%，並預估 2029 財年 ASIC 業務營收將貢獻超過 US\$100 億。同時，公司具備高速傳輸題材，隨著 oDSP 產品自 800G 往 1.6T 迭代，產品單價將上升約 25%，推動互聯業務 2027-29 年年成長 51%/62%/77%。

圖 17：AI 概念股歷史本益比 (2023-26 年)



資料來源：Bloomberg，凱基  
註：Current 本益比採 2027 年預估每股盈餘換算

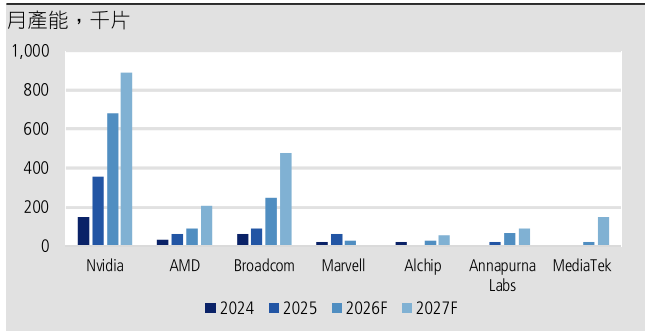
圖 18：Marvell oDSP 與 ASIC 業務均大幅成長



資料來源：凱基預估

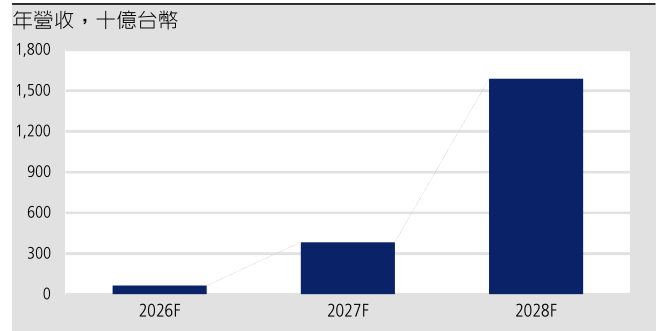
最後，儘管 CoWoS 產能仍舊緊繃，ASIC 能否順利出貨，往往取決於後段封裝而非前段的晶圓製造，我們也觀察到 CSP 業者正在加速驗證除了台積電以外的封裝技術，諸如日月光、Amkor、京元電、Intel 等均有望受惠於先進封測的外溢效應，推動 ASIC 出貨量持續上修。其中，聯發科與 Intel EMIB-T 合作 Google Humufish(v8e)，預估將在 2028 年貢獻 500 億美元營收，且可能還有上修空間。

圖 19：2025-27 年 TSMC CoWoS 產能分配預估(依客戶別)



資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 20：TPU 系列對聯發科營收貢獻預估



資料來源：凱基預估

# 電子硬體產業

## 焦點內容

1. AI 伺服器產業已從先前單純追求 GPU 算力進展至著重全方位 AI 基礎設施與多重機櫃串聯整合的代理型 AI 時代。
2. AI 伺服器的關鍵升級將集中在電源、散熱與光通訊領域；隨硬體規格持續提升以滿足更複雜的 AI agent 需求，具備提供液冷、800V 高壓直流電 (HVDC) 及共同封裝光學 (CPO) 解決方案的廠商，估值重評潛力將尤為顯著。
3. 2026-27 年 AI 伺服器需求維持強勁，CSP 業者或將上修 2027 年資本支出。Nvidia 與 AMD 的 VR-MI455 GPU 以及 CSP 業者的 ASIC AI 晶片將為供應鏈的營收、獲利挹注動能。
4. AI 供應鏈主要受惠族群將包括機櫃組裝、液冷、電源供應、PCB/CCL/載板，以及機殼/滑軌相關廠商；此外，通用伺服器需求成長亦將帶動 CPU 相關零組件供應商的動能。凱基首選標的包括台灣供應鏈中的奇鋁 (3017 TT, NT\$2,835, 增加持股)、健策 (3653 TT, NT\$5,380, 增加持股)、高力 (8996 TT, NT\$1590, 增加持股)、台達電 (2308 TT, NT\$2,165, 增加持股)、富世達 (6805 TT, NT\$2,070, 增加持股)、台光電、欣興、臻鼎、勤誠、川湖、智邦 (2345 TT, NT\$2,280, 增加持股)、嘉澤、廣達 (2382 TT, NT\$312.5, 增加持股)、緯穎 (6669 TT, NT\$4,675, 增加持股)、緯創 (3231 TT, NT\$137, 增加持股) 及鴻海 (2317 TT, NT\$219.5, 增加持股)；美國市場首選為 Dell 與 Vertiv。

## 訓練與代理型 AI 需求強勁將帶動電源、散熱、光通升級

### 重要訊息

有鑑於 CSP 業者資本支出展望看俏且 AI 訓練與推論應用趨勢正向，我們看好 2H26-2027 年 AI 供應鏈前景。

### 評論及分析

**多款 AI 新機上市將為供應鏈 2H26-2027 年營收挹注動能。**Nvidia (美) 的產品規畫維持不變並明確指出 2026-28 年 GPU 迭代藍圖。Blackwell 平台 (GB300) 是 2026 年 AI 伺服器 GPU 主流，Vera Rubin (VR) 的 NVL72 系統預計將於 4Q26 開始逐步放量生產，初始出貨量目標為 5,000-10,000 櫃。凱基預估 2026 年 GB 與 VR 機櫃總出貨量將由 2025 年的 2.5 萬櫃大幅躍升至 6-7 萬櫃，2027 年 VR 機櫃出貨量預估將增至 6.5-7 萬櫃。Dell、Oracle 與 Microsoft 是主要需求業者，而鴻海 (2317 TT, NT\$268.5, 增加持股)、廣達 (2382 TT, NT\$376, 增加持股) 與緯創 (3231 TT, NT\$161.5, 增加持股) 為主要的系統組裝廠，合計佔需求比重為 80-90%。另外，AMD (美) 也逐漸成為 AI GPU 市場不容小覷的替代選項，其搭載次世代 MI455X 晶片的 Helios 雙寬架構機櫃 (同樣採液冷系統) 將於 4Q26 開始出貨，2027 年出貨量將顯著提升，我們預估 2027 年 Helios AI 機櫃佈署量可能介於 6,000-10,000 櫃，而緯穎 (6669 TT, NT\$5130, 增加持股) 將是供貨 Meta (美) 主要的系統組裝廠。ASIC 需求主要來自 Google (美) 與 AWS (美)，預估兩家業者都將積極採用客製化 AI 晶片優化內部特定工作負載。Google 的 TPU v8 與 AWS 的 Trainium 3 (T3) 驅動了 ASIC 液冷機櫃普及化，我們預估 2026 年 AWS T3 出貨量將由前一年的 3-3.5 萬櫃增加至 4-5 萬櫃，並於 2027 年再成長逾 30%，而 2026-27 年 TPU v8 出貨量則上看 7 萬櫃以上 (以 2026-27 年晶片供給年增 70-80% 推算)。凱基看好緯穎將受惠於 AWS 的 ASIC，而鴻海、廣達則可盡享 Google ASIC 紅利，營收、獲利率均將上揚。我們認為 CSP 業者因應 AI token 需求強勁而大力投入資本支出佈署上述所有 AI 伺服器機櫃 (涵蓋不同晶片平台) 將引領供應鏈營收成長 (圖 1-4)。

**美國五大 CSP 業者 2026 年資本支出可望年增 83%；2027 年預估成長率為 22% 且仍有上修空間，反映 AI 需求強勁且零組件價格攀升。**在美國超大型雲端服務商最新的法說會上，五大 CSP 業者皆看好 2026 年資本支出。多數業者 1Q26 資本支出較預期強勁，五大業者支出合計達 1,484 億美元，年增 91%、季增 14%，較市場原本預估高出 12%。日前 Oracle (美) 召開法說會後，五大 CSP 業者 2026 年資本支出財測即上修至 7,530 億美元，隱含 83% 年增率 (2025 年為 77%)，反映 AI 基礎設施需求升溫，2027 年預估資本支出亦調升至 9,220 億美元，年增 22%。我們認為零組件 (尤其記憶體) 價格攀升是 CSP 業者上修資本支出財測的主要原因之一，而五大美系 CSP 業者因應 AI 需求較預期熱絡、待執行合約金額 (backlog) 上升與產能依舊受限，故持續積極投資 AI 基礎設施。我們預期隨著 AI 機櫃價格上漲，2027 年 CSP 業者資本支出有進一步增加空間，市場預期 2027 年五大業者資本支出上看 1 兆美元以上。截至 1Q26 其資本支出佔營運現金流比重已攀升至 75%，但多數業者仍維持穩定的營運現金流可支應未來 1-2 年加碼 AI 投資所需 (圖 5-12)。

**液冷散熱：AI 伺服器需求擴大至各類機櫃設計，散熱器將受惠於尺寸與設計升級。**當機櫃散熱設計功耗 (TDP) 持續突破新門檻，液冷散熱已不再是選配，而是多數 AI 伺服器機櫃的標配。我們預期液冷滲透率將快速提升，帶動機櫃內與機櫃外基礎設施價值顯著成長。Nvidia 即將推出的 VR NVL72 運算與交換托盤採用 100% 模組化、無風扇、直觸晶片液冷設計，此架構升級將大幅提升零組件價值。我們預估 VR200 機櫃中水冷板與內部分歧管的價值，將較前一代 GB300 提升逾 30%。為支援高密度機櫃，2-4MW In-row CDU 與 100-350kW sidecar 設備亦同步升級。隨著單顆晶片 TDP 逼近 2-3kW，傳統熱介面材料 (TIM2) 已成為熱阻瓶頸，業界也考慮對 TIM2 改用導熱更佳的金屬 TIM，如鈮鎳複合材料。另外，供應鏈持續開發微通道上蓋 (MCL) 設計，整合均熱片、TIM2 與水冷板，透過在封裝蓋內整合微型水道，可有效散熱 2-3kW 功率。儘管 MCL 仍處於概念驗證 (POC) 階段，我們預期 GPU 均熱片將受惠於產品尺寸擴大與設計複雜度提升所帶動的 ASP 上漲，不僅體現在 Nvidia VR200，也涵蓋 AMD MI455 及 CSP 自研 ASIC。整體而言，我們預期 AI 運算與 switch tray、整體機櫃之液冷內含價值(如 cold plate、QD、inner manifold) 將持續提升，GPU 新世代均熱片價值亦將擴張，有利於奇鋐 (3017 TT, NT\$2,400, 增加持股)、台達電 (2308 TT, NT\$2,150, 增加持股)、雙鴻 (3324 TT, NT\$1,070, 增加持股)、富世達 (6805 TT, NT\$1755, 增加持股)、高力 (8996 TT, NT\$1590, 增加持股) 及健策 (3653 TT, NT\$3,965, 增加持股) (圖 13-15)。

**電源：高壓直流電 (HVDC) 電源機櫃預計將於 4Q26 開始導入，並在未來數年持續提升滲透率。**隨著單一機櫃功耗呈指數型成長，傳統 AC-DC 電力分配架構已顯得效率不足。2026 Computex 所揭示的電源升級趨勢明確指向 HVDC 解決方案，預計自 2H26 開始導入。在 VR200 機櫃 TDP 達 220kW 的情況下，市場普遍認為 HVDC 並非強制需求，而屬於選配，產業預期 VR200 的 HVDC 滲透率約為 10-20%。此外，ASIC 伺服器平台(如 AWS 的 Trainium 與 Google 的 TPU) 於下一代產品導入 HVDC 的時程仍維持不變。我們預期 HVDC 電源機櫃將於 2H26 開始出貨，初期電壓採 ±400V，並於 2027 年逐步推進至 800V 架構。我們估計電源供應商在單一機櫃中的價值將由 GB300 的 6.6 萬美元提升至 VR200 的 10.3 萬美元，增幅達 50-60%。近期市場對於 800V DC 架構可能延後導入的疑慮，我們認為已有過度反應之虞。短期而言，電源供應商對 2H26 展望維持樂觀，主要受惠於 VR200 與 ASIC 伺服器機櫃電源出貨放量。台達電與光寶科 (2301 TT, NT\$210.5, 增加持股) 皆預期 3Q-4Q26 營收將呈季增，其中台達電 3Q26 營收有望季增 20%。我們認為，隨著 AI 伺服器機櫃電源架構逐步轉向 HVDC，台達電將持續維持其在伺服器電源市場的領先地位，而光寶科、Vertiv (美) 與 Flex (美) 則為主要的二線廠商。此外，電源機櫃的導入亦將提升 BBU (備援電池模組) 滲透率，受惠廠商包括 AES-KY (6781 TT, NT\$1,180, 增加持股)、順達 (3211 TT, NT\$436, 未評等) 及新盛力 (4931 TT NT\$261.5, 未評等) (圖 16)。

**PCB/CCL/載板—下一代 GPU 與 ASIC AI (晶片) 將帶動產品漲價。** 2H26 在 Nvidia(美) VR、Amazon(美) Trainium 3 伺服器新品拉貨、一般型伺服器升級 PCIe 6 下，驅動高階 ABF 載板需求，2H26 供需將開始吃緊帶動價格漲幅擴大，我們預期載板售價由 1H26 每季約漲 3-5%，2H26 加速至每季 7%-8%，產業正邁向上升循環週期，我們看好 ABF 載板龍頭欣興(3037 TT, NT\$968, 增加持股)可望受惠；同時 Trainium 3、Vera Rubin CCL 材料規格持續提升下，帶動 ASP 提升 15-20%，台光電(2383 TT, NT\$5600, 增加持股)將受益。此外，800GbE 及 1.6TbE 光收發模組市場需求自 2Q26 末起快速拉升，2026 分別年增 146%、1200%達 5280 萬顆與 2860 萬片，欣興及臻鼎(4958 TT, NT\$642, 增加持股)可望獲益(圖 17)。

**機構件與滑軌：受惠多元機櫃設計浪潮。** 隨著 AI POD 架構下出現更多元的機櫃設計，包括 CPU 機櫃、記憶體機櫃、網通機櫃、LPX 機櫃與電源機櫃，相較過往以 IT 機櫃 (GB/VR) 為主的單一設計，我們預期機殼、機櫃與滑軌需求將全面受惠於此一擴張趨勢。此外，機殼設計因需整合液冷管線而顯著複雜化，而機櫃重量亦由 GB300 的 30-35 公斤提升至 VR200 的 40-41 公斤，使得整體機構設計限制進一步提高。我們因而看好勤誠(8210 TT, NT\$1,365, 增加持股)與川湖(2059 TT, NT\$6,865, 增加持股)，憑藉其高承載滑軌解決方案與高精度機構整合能力，將成為主要受惠者(圖 18)。

**通用伺服器：代理 AI 帶動需求回溫。** 我們認為，2026 年 CPU 市場的復甦主要由代理 AI 的興起所驅動。過去生成式 AI 的發展顯著提升 GPU 重要性、並相對弱化 CPU 角色；然而，代理 AI 強調複雜的系統協調、推理能力、工具啟動與記憶體搬移 (shuffling)，而這些正是 CPU 的核心優勢所在。Nvidia 已明確宣告代理 AI 時代來臨，並預期將推升未來 CPU 的 TAM 至 2,000 億美元。新推出的 Vera CPU tray 為強化學習與代理型工作負載量身打造，相較傳統 x86 CPU，效率提升 1.8 倍、運算效能提升 50%。同時，代理 AI 亦將算力需求推向邊緣端。Nvidia 並推出 RTX Spark 晶片 (結合 Blackwell RTX GPU 與聯發科打造的 20 核 Grace CPU 之超級晶片)，目標在 Windows PC 上實現本地端代理 AI 運算。此一「LLM + 任務串皆運用 (Harnessing)」的整體需求，意味著通用伺服器與邊緣設備將與 GPU 叢集協同運作，執行更複雜、多步驟的自主任務。因此 CSP 對通用伺服器之需求年增率平均可達 40-50%，企業端需求約年增 10-20%，推估 2026 年通用伺服器整體出貨量可成長 20-30%。雖然 2H26 出貨量可能受到 CPU 與記憶體供給吃緊影響，但我們預期伺服器 CPU 與記憶體將獲優先配置。因此，我們預估 2026 年通用伺服器需求年增約 20%，且已反映在供應鏈強勁的 1Q26 營收成長動能上，包括：嘉澤(年增 21%；3533 TT, NT\$2,290, 增加持股)、緯穎(年增 62%、信驊(年增 29%；5274 TT, NT\$18,960, 增加持股)、南俊(年增 74%；6584 TT, NT\$625, 增加持股)。加上預估 2026 年 AI 伺服器出貨年增 61%，將帶動整體伺服器出貨量年增 24%，並預期 2027 年通用伺服器需求仍可維持雙位數成長(圖 20)。

### 投資建議

2026 年資本支出正向成長趨勢可望延續至 2027 年，且預期 2027 年資本支出成長幅度仍有進一步上修至逾 1 兆美元的空間。AI 硬體投資主軸應聚焦於「電力－散熱－光通訊」基礎架構下的產品價值提升。AI 機櫃 ASP 正快速攀升，例如 GB300 機櫃 ASP 約 400 萬美元，Vera Rubin NVL72 機櫃 ASP 將超過 700 萬美元。此一顯著的價值重分配將高度有利於零組件供應商與一線 ODM。我們建議投資人聚焦於同時具備 Nvidia (GB/VR) 與 hyperscaler ASIC 供應鏈高市佔，且客戶基礎多元的供應商(圖 19)。我們持續看好各產業中聚焦於 AI 領域之領導業者。在台灣供應鏈中，我們的首選個股包括：奇鋐、健策、高力、台達電 (2308 TT, NT\$2,150, 增加持股)、富世達 (6805 TT, NT\$1,755, 增加持股)、台光電、欣興、臻鼎、勤誠、川湖、智邦 (2345 TT, NT\$2,435, 增加持股)、嘉澤、廣達 (2382 TT, NT\$376, 增加持股)、緯穎 (6669 TT, NT\$5,130, 增加持股)、緯創 (3231 TT, NT\$161.5, 增加持股) 以及鴻海 (2317 TT, NT\$268.5, 增加持股)。美股部分，凱基推薦標的為 Dell (美)、Vertiv (美)。

### 投資風險

需求疲弱；零組件供給吃緊；生產或融資成本上升。

圖 1：2026 年 Nvidia AI 晶片出貨成長強勁

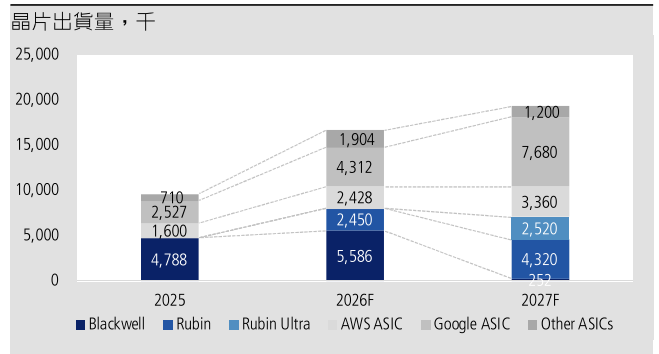
Chip shipments (k units)		2024	2025F	2026F	2027F
ASIC	Google	2,099	2,527	4,312	7,680
	AWS	1,225	1,600	2,428	3,360
	Meta	300	350	400	650
	Microsoft	60	60	60	200
GPU	NVIDIA	3,838	5,310	8,239	7,092
	AMD	490	927	1,152	1,680

YoY(%)		2024	2025F	2026F	2027F
ASIC	Google		20	71	78
	AWS		31	52	38
	Meta		17	14	63
	Microsoft		0	0	233
GPU	NVIDIA		38	55	(14)
	AMD		89	24	46

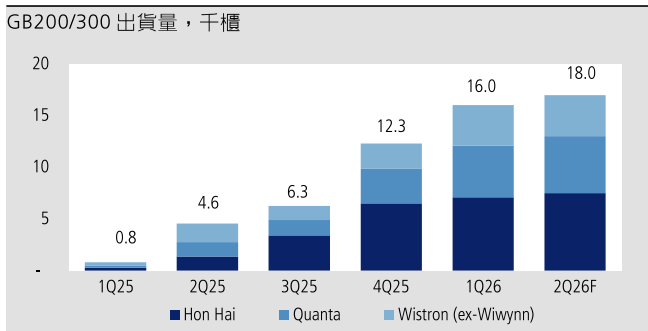
資料來源：凱基預估

圖 2：台積電 2026-27 年對 Nvidia 晶片出貨量可達 700-800 萬顆；ASIC 出貨成長動能更為顯著



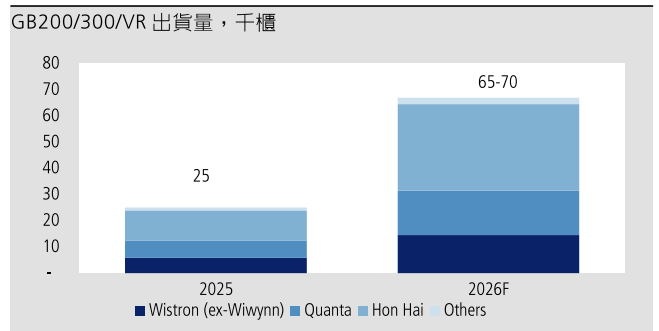
資料來源：凱基預估

圖 3：1H26 GB300 AI 伺服器出貨量將持續成長



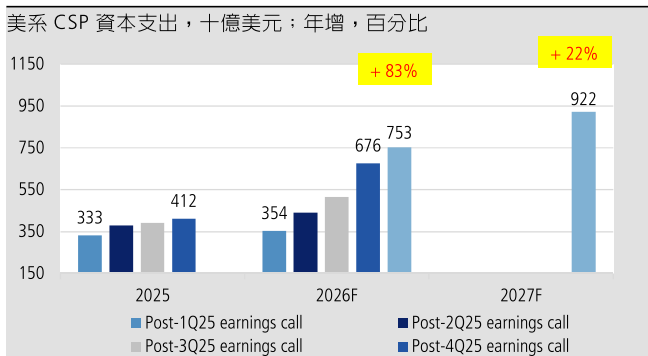
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 4：2025 年 GB/VR 出貨量達約 2.5 萬櫃，2026 年出貨量 6.5-7 萬櫃



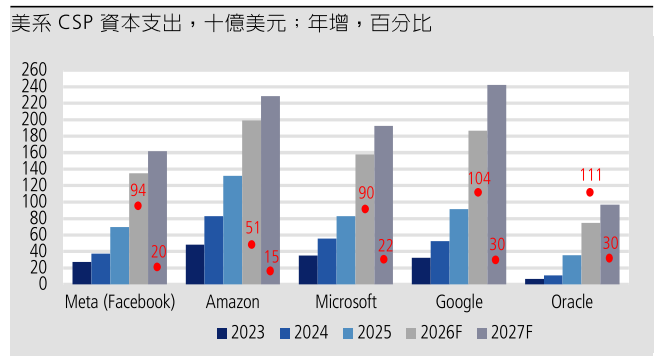
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 5：CSP 之 2026 年資本支出大幅上修，可望年增 83%



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 6：市場上修對 5 大美系 CSP 之 2026 年資本支出之預估；Google、ORCL 成長尤為顯著



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 7：美國 CSP 2026 年資本支出上修至年增 83%**

資本支出(百萬美元)						實際數			市場共識預估	
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2023	2024	2025	2026F	2027F
Meta (Facebook)	12,941	16,538	18,829	21,383	18,997	27,266	37,256	69,691	134,816	161,709
Amazon	25,019	32,183	35,095	39,522	44,203	48,133	82,999	131,819	199,113	228,460
Microsoft	16,745	17,079	19,394	29,876	30,876	35,202	55,552	83,094	157,860	192,476
Google	17,197	22,446	23,953	27,851	35,674	32,251	52,535	91,447	186,523	241,996
Oracle	5,862	9,080	8,502	12,033	18,635	6,935	10,745	35,477	74,681	96,962
<b>美系 CSP 業者合計</b>	<b>77,764</b>	<b>97,326</b>	<b>105,773</b>	<b>130,665</b>	<b>148,385</b>	<b>149,787</b>	<b>239,087</b>	<b>411,528</b>	<b>752,993</b>	<b>921,604</b>
<b>年增率 (%)</b>	<b>1Q25</b>	<b>2Q25</b>	<b>3Q25</b>	<b>4Q25</b>	<b>1Q26</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Meta (Facebook)	102.2	102.3	128.0	48.2	46.8	(13.3)	36.6	87.1	93.4	19.9
Amazon	67.6	82.7	55.2	42.0	76.7	(17.5)	72.4	58.8	51.1	14.7
Microsoft	52.9	23.1	30.0	89.0	84.4	42.1	57.8	49.6	90.0	21.9
Google	43.2	70.2	83.4	95.1	107.4	2.4	62.9	74.1	104.0	29.7
Oracle	250.2	224.5	269.2	203.1	217.9	3.8	54.9	230.2	110.5	29.8
<b>美系 CSP 業者合計</b>	<b>69.2</b>	<b>74.9</b>	<b>72.9</b>	<b>71.2</b>	<b>90.8</b>	<b>2.6</b>	<b>59.6</b>	<b>72.1</b>	<b>83.0</b>	<b>22.4</b>
<b>季增率 (%)</b>	<b>1Q25</b>	<b>2Q25</b>	<b>3Q25</b>	<b>4Q25</b>	<b>1Q26</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Meta (Facebook)	(10.3)	27.8	13.9	13.6	(11.2)					
Amazon	(10.1)	28.6	9.0	12.6	11.8					
Microsoft	6.0	2.0	13.6	54.0	3.3					
Google	20.5	30.5	6.7	16.3	28.1					
Oracle	47.7	54.9	(6.4)	41.5	54.9					
<b>美系 CSP 業者合計</b>	<b>1.9</b>	<b>25.2</b>	<b>8.7</b>	<b>23.5</b>	<b>13.6</b>					

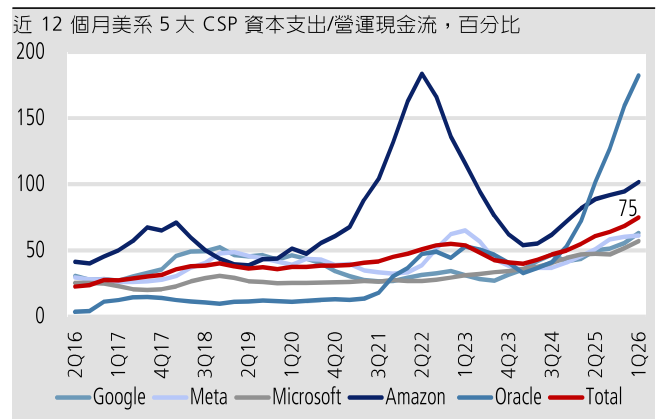
註：資本支出不包含融資租賃

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

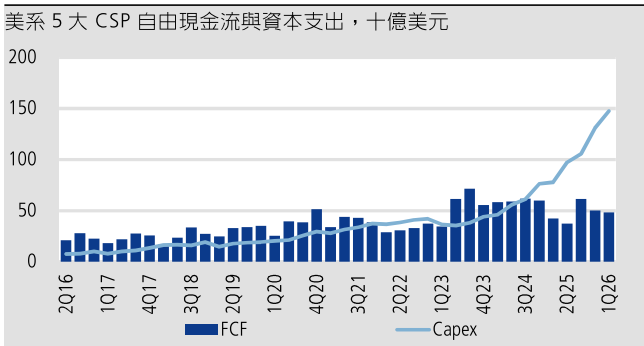
**圖 8：預期 2026 年美系 5 大 CSP 總資本支出超越稅後淨利總額**

Year	Capex(US\$mn)	Net income (US\$mn)	Capex / Net income (%)
2014	23,704	59,620	39.8
2015	26,018	62,396	41.7
2016	32,686	74,829	43.7
2017	42,605	93,795	45.4
2018	68,172	120,823	56.4
2019	70,648	129,835	54.4
2020	97,009	167,330	58.0
2021	130,717	255,670	51.1
2022	158,007	221,215	71.4
2023	154,383	297,758	51.8
2024	239,087	388,100	61.6
2025	411,528	466,838	88.2
2026F	752,993	541,206	139.1
2027F	921,604	601,838	153.1

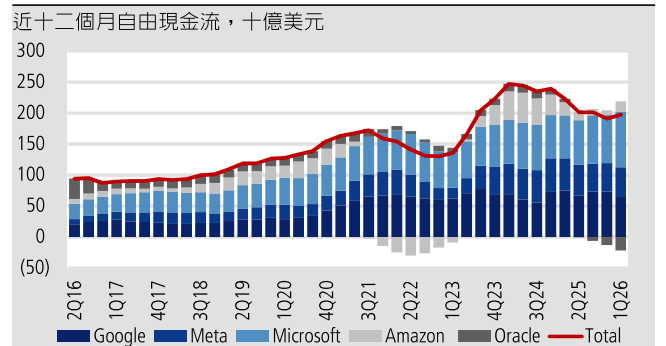
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 9：美系 5 大 CSP 資本支出相較於營運現金流之比例持續上揚至 1Q26 之 75%**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 10：1Q26 美系 5 大 CSP 之自由現金流 (FCF) 季減，反映資本支出擴張**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 11：美系 5 大 CSP 總資本支出持續上揚，1Q26 之近 12 個月自由現金流 (FCF) 季增**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 12：市場共識預估 2026 年 CSP 資本支出年增 78%；2025 年企業客戶資本支出主要動能來自 Nebius**

Capex, US\$mn	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Meta	18,567	31,431	27,266	37,256	69,691	135,000	141,507
Amazon	55,396	58,321	48,133	82,999	131,819	200,000	213,519
Microsoft	23,216	24,768	35,202	55,552	83,094	117,988	140,749
Google	24,640	31,485	32,251	52,535	91,447	185,000	194,244
Oracle	3,118	6,678	6,935	10,745	35,477	59,504	75,509
Baidu	1,689	1,586	1,580	1,130	1,858	1,853	1,916
Alibaba	8,311	5,014	4,477	10,542	17,992	21,036	16,078
Tencent	4,808	4,611	3,017	9,675	13,193	14,347	14,950
<b>Hyperscale subtotal</b>	<b>139,745</b>	<b>163,894</b>	<b>158,861</b>	<b>260,433</b>	<b>444,571</b>	<b>734,727</b>	<b>798,471</b>
Apple	10,388	11,692	9,564	9,995	12,148	14,141	15,322
IBM	2,062	1,346	1,245	1,048	1,617	1,627	1,664
Coreweave	N.A.	72	2,943	8,702	14,770	32,112	33,972
Nebius	606	750	1,073	808	3,920	15,600	21,895
Dell	2,796	3,003	2,756	2,652	2,704	3,059	3,205
Salesforce	717	798	736	658	695	689	786
Netflix	525	408	349	440	688	709	739
<b>Enterprise subtotal</b>	<b>17,094</b>	<b>18,069</b>	<b>18,666</b>	<b>24,302</b>	<b>36,542</b>	<b>67,935</b>	<b>77,584</b>
<b>Total</b>	<b>156,838</b>	<b>181,962</b>	<b>177,527</b>	<b>284,736</b>	<b>481,114</b>	<b>802,663</b>	<b>876,055</b>

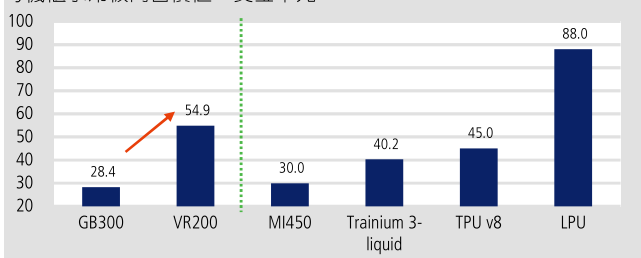
  

YoY growth, percent	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Meta	22.8	69.3	(13.3)	36.6	87.1	93.7	4.8
Amazon	58.1	5.3	(17.5)	72.4	58.8	51.7	6.8
Microsoft	32.0	6.7	42.1	57.8	49.6	42.0	19.3
Google	10.6	27.8	2.4	62.9	74.1	102.3	5.0
Oracle	70.1	114.2	3.8	54.9	230.2	67.7	26.9
Baidu	129.1	(6.1)	(0.4)	(28.5)	64.5	(0.3)	3.4
Alibaba	30.3	(39.7)	(10.7)	135.5	70.7	16.9	(23.6)
Tencent	(15.9)	(4.1)	(34.6)	220.7	36.4	8.7	4.2
<b>Hyperscale subtotal</b>	<b>33.5</b>	<b>17.3</b>	<b>(3.1)</b>	<b>63.9</b>	<b>70.7</b>	<b>65.3</b>	<b>8.7</b>
Apple	19.4	12.6	(18.2)	4.5	21.5	16.4	8.4
IBM	(21.2)	(34.7)	(7.5)	(15.8)	54.3	0.6	2.2
Coreweave	N.M.	N.M.	3,964.9	195.7	69.7	117.4	5.8
Nebius	77.7	23.7	43.2	(24.7)	385.4	297.9	40.4
Dell	34.3	7.4	(8.2)	(3.8)	2.0	13.1	4.8
Salesforce	1.0	11.3	(7.8)	(10.6)	5.6	(0.8)	14.1
Netflix	5.4	(22.3)	(14.5)	26.1	56.6	2.9	4.3
<b>Enterprise subtotal</b>	<b>14.3</b>	<b>5.7</b>	<b>3.3</b>	<b>30.2</b>	<b>50.4</b>	<b>85.9</b>	<b>14.2</b>
<b>Total</b>	<b>31.1</b>	<b>16.0</b>	<b>(2.4)</b>	<b>60.4</b>	<b>69.0</b>	<b>66.8</b>	<b>9.1</b>

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 13：新一代 AI 伺服器水冷板內含價值顯著提升**

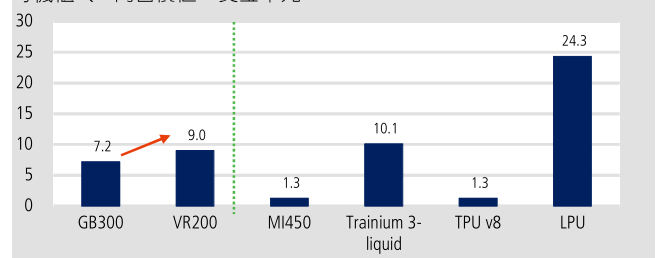
每機櫃水冷板內含價值，美金千元



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

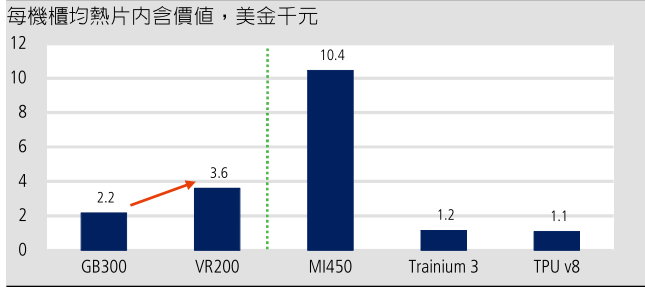
**圖 14：新一代 AI 伺服器液冷 QD 內含價值顯著提升**

每機櫃 QD 內含價值，美金千元



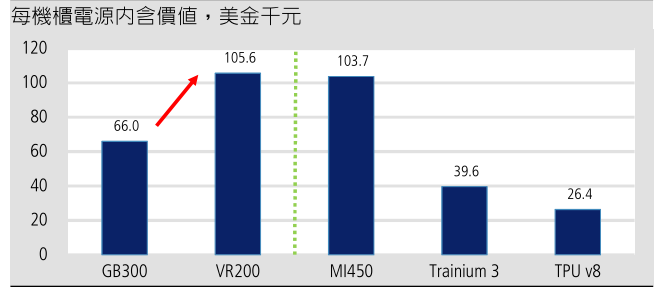
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 15：新一代 AI 伺服器均熱片內含價值顯著提升



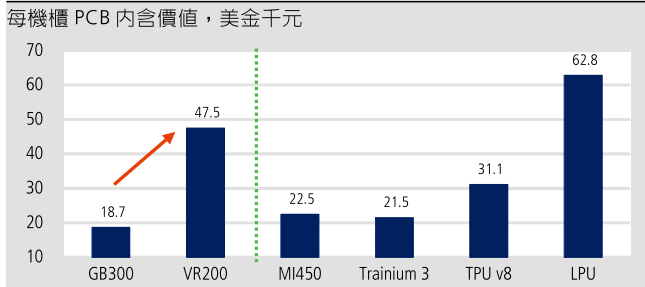
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 16：新一代 AI 伺服器電源供應內含價值顯著提升



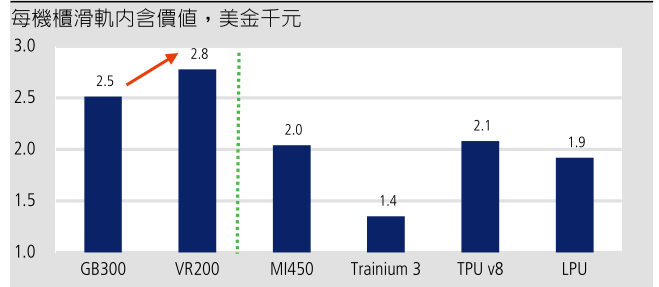
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 17：新一代 AI 伺服器 PCB 內含價值顯著提升



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 18：新一代 AI 伺服器滑軌內含價值顯著提升



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 19：台達電、奇鋳、富世達、台光電、川湖、鴻海、廣達、緯創與緯穎具有最為廣泛的客戶群，涵蓋 GB & ASIC 伺服器

Segment	Company	Ticker	GPU (GB)		ASIC	
			NVIDIA	AWS Trainium / Google TPU	NVIDIA	AWS Trainium / Google TPU
ODM	Hon Hai	2317 TT				
	Quanta	2382 TT				
	Inventec	2356 TT				
	Wistron	3231 TT				
	Wiwynn	6669 TT				
	Celestica	CLS US				
	Flextronics	FLEX US				
	Jabil	JBL US				
Power	Delta	2308 TT				
	Lite-On	2301 TT				
AEC/power whip /busbar	BizLink	3665 TT				
	Credo	CRDO US				
Thermal	AVC	3017 TT				
	Auras	3324 TT				
	Fositek	6805 TT				
PCB/CCL	GCE	2368 TT				
	EMC	2383 TT				
	TUC	6274 TT				
Networking	Accton	2345 TT				
Mechanical	King Slide	2059 TT				
	Chenbro	8210 TT				
	AVC	3017 TT				
BBU	JPP	5284 TT				
	AES	6781 TT				
	Dynapack	3211 TT				

資料來源：凱基預估

圖 20：2026 年伺服器出貨成長預估上修，PC 與智慧型手機出貨量則下修至年減雙位數

Shipments (mn)	2024	2025	2026F	2027F
PC	247.6	270.8	241.3	246.3
Smartphone	1,226.5	1,246.8	1,098.5	1,131.5
iPhone	225.9	236.9	244.9	252.2
Android	1,000.5	1,009.9	853.7	879.3
Server	12.1	12.5	15.5	16.7
General server	11.4	11.3	13.6	14.0
AI server	0.7	1.2	2.0	2.7
YoY (%)	2024	2025	2026F	2027F
PC	2.2	9.4	(10.9)	2.1
Smartphone	3.6	1.7	(11.9)	3.0
iPhone	(2.0)	4.9	3.4	3.0
Android	4.9	0.9	(15.5)	3.0
Server	6.5	3.8	23.9	7.6
General server	2.4	(0.4)	20.0	3.0
AI server	186.3	70.3	60.6	40.0

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 21：雲端同業評價比較

領域	公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
							2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2025	2026F
ODM	鴻海精密	2317 TT	119,321	268.50	增加持股	315.0	17.94	21.46	31.8	19.6	15.0	12.5	2.0	1.8	13.7	15.3	2.7	3.6
	英業達	2356 TT	7,708	67.70	持有	55.0	3.24	4.05	33.5	25.3	20.9	16.7	3.1	3.0	15.0	18.2	3.0	3.8
	廣達	2382 TT	46,090	376.00	增加持股	430.0	23.13	27.43	18.9	18.6	16.3	13.7	5.6	5.1	35.3	38.9	4.1	4.9
	緯創	3231 TT	16,300	161.50	增加持股	225.0	13.96	18.29	54.4	31.0	11.6	8.8	2.5	2.1	22.6	25.1	3.4	5.1
	緯穎	6669 TT	30,255	5,130	增加持股	6,475.0	325.58	436.17	18.4	34.0	15.8	11.8	6.3	5.1	43.8	47.6	2.8	3.5
	技嘉	2376 TT	7,313	344	增加持股	495.0	32.00	34.00	75.9	6.3	10.7	10.1	3.5	3.1	34.2	32.4	3.5	6.1
	華碩	2357 TT	18,598	789	增加持股	835.0	53.65	57.64	(10.6)	7.4	14.7	13.7	2.1	2.0	14.6	15.2	5.3	5.4
	華擎	3515 TT	966	247	增加持股	325.0	20.45	26.00	33.8	27.2	12.1	9.5	2.3	2.1	20.2	23.5	4.5	5.0
插槽/ 連接器/ 連接線	嘉澤	3533 TT	8,178	2,290.00	增加持股	3,100.0	95.08	129.17	35.5	35.9	24.1	17.7	5.9	5.1	25.9	30.6	1.5	2.1
	貿聯-KY	3665 TT	13,001	2,100.00	增加持股	2,600.0	66.09	106.99	41.9	61.9	31.8	19.6	7.5	5.8	25.5	33.3	0.7	1.0
	宏致	3605 TT	446	80.50	未評等	N.A.	5.47	N.A.	28.0	N.A.	14.7	N.A.	1.6	N.A.	11.6	N.A.	1.6	2.0
	優群科技*	3217 TT	486	170.00	未評等	N.A.	13.65	15.70	7.6	15.0	12.5	10.8	3.0	2.6	28.9	31.4	5.9	5.9
導軌	凡甲科技	3526 TT	683	327.00	增加持股	415.0	23.03	30.35	35.7	31.8	14.2	10.8	5.1	5.1	35.8	47.0	5.1	7.0
	川湖	2059 TT	20,761	6,865.00	增加持股	8,850.0	206.36	295.01	99.9	43.0	33.3	23.3	17.1	12.4	59.3	61.8	0.7	1.5
散熱	南俊	6584 TT	1,401	625.00	增加持股	800.0	17.40	26.65	211.3	53.2	35.9	23.5	11.6	9.3	35.2	44.1	0.4	1.4
	建準	2421 TT	1,320	145.00	增加持股	182.0	11.21	13.10	41.2	16.8	12.9	11.1	4.1	3.7	32.8	34.7	0.0	5.5
	雙鴻	3324 TT	3,161	1,070.00	增加持股	1,450.0	59.27	81.87	109.7	38.1	18.1	13.1	7.0	5.3	43.5	46.5	1.1	2.4
	奇鋐	3017 TT	29,898	2,400.00	增加持股	3,450.0	94.49	132.70	92.2	40.4	25.4	18.1	14.5	10.0	67.1	64.6	0.9	1.7
	富世達	6805 TT	3,818	1,755.00	增加持股	2,800.0	66.17	93.30	113.4	41.0	26.5	18.8	12.4	9.1	53.7	55.9	0.7	1.7
	高力	8996 TT	4,712	1,590.00	增加持股	2,270.0	23.08	42.75	154.6	85.2	68.9	37.2	25.6	17.0	43.1	55.1	0.3	0.7
均熱片	邁科*	6831 TT	1,656	773.00	未評等	N.A.	14.13	22.11	186.0	56.5	54.7	35.0	16.4	13.7	35.7	41.5	0.4	1.1
BBU	健策	3653 TT	18,463	3,965.00	增加持股	4,840.0	53.96	112.49	46.8	108.5	73.5	35.2	22.4	17.9	32.4	56.4	0.6	0.8
	新普	6121 TT	2,451	417.50	增加持股	450.0	34.30	34.93	12.1	1.8	12.2	12.0	1.9	1.8	16.1	15.7	5.2	5.8
	AES-KY	6781 TT	3,199	1,180.00	增加持股	1,450.0	49.20	66.78	28.8	35.7	24.0	17.7	5.3	4.6	23.5	28.1	1.6	2.1
機殼	順達科*	3211 TT	2,135	436.00	未評等	N.A.	12.84	20.74	41.9	61.5	33.9	21.0	5.7	5.9	18.8	30.1	2.6	2.4
	勤誠	8210 TT	5,429	1,365.00	增加持股	1,905.0	49.65	68.00	70.9	37.0	27.5	20.1	12.2	9.4	49.7	52.6	1.0	1.8
BMC	信謙科技	5274 TT	22,746	18,960	增加持股	21,130.0	191.62	334.60	84.4	74.6	98.9	56.7	81.8	45.1	88.7	102.5	0.4	0.8
矽光	聯亞	3081 TT	7,164	2,440.00	增加持股	1,080.0	13.12	21.43	183.3	63.4	186.0	113.8	63.3	60.3	34.8	54.3	0.1	0.5
	聯茂*	6213 TT	3,231	280.00	增加持股	345.0	7.26	11.52	74.4	58.8	38.6	24.3	4.7	4.2	12.3	18.3	1.1	1.7
CCL	光光電子	2383 TT	63,679	5,600.00	增加持股	6,860.0	92.16	171.51	121.2	86.1	60.8	32.7	30.0	18.5	56.3	70.1	0.4	1.0
	欣興電子	3037 TT	48,809	968.00	增加持股	1,000.0	14.31	27.77	226.6	94.1	67.7	34.9	12.2	9.5	20.4	31.8	0.2	0.7
PCB	金像電	2368 TT	22,233	1,355.00	增加持股	1,550.0	35.31	55.21	81.2	56.4	38.4	24.5	15.7	11.1	47.1	53.6	0.7	1.4
電源	台達電	2308 TT	177,231	2,150.00	增加持股	2,940.0	44.71	73.51	93.2	64.4	48.1	29.2	15.3	11.2	36.7	44.3	0.5	1.0
	光寶科	2301 TT	15,472	210.50	增加持股	230.0	8.55	12.37	28.7	44.6	24.6	17.0	4.9	4.7	20.6	28.2	2.4	3.1
	群電*	6412 TT	1,165	91.60	未評等	N.A.	5.41	6.63	4.0	22.6	16.9	13.8	2.2	2.5	12.7	18.4	4.0	4.8
	康舒*	6282 TT	1,578	58.10	未評等	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	1.4	N.A.
晶圓代工	台積電	2330 TT	1,983,340	2,410.00	增加持股	2,600.0	102.74	131.02	55.1	27.5	23.5	18.4	8.4	6.2	41.4	38.8	0.9	1.0
	世芯-KY	3661 TT	11,333	4,380.00	增加持股	6,185.0	128.95	171.78	86.4	33.2	34.0	25.5	7.3	6.2	23.5	26.4	0.8	1.5
設計服務	創意	3443 TT	20,669	4,860.00	增加持股	5,245.0	48.02	116.55	70.7	142.7	101.2	41.7	39.1	23.5	43.5	70.4	0.4	0.7
	華星光	4979 TT	2,562	567.00	增加持股	250.0	9.94	N.A.	84.2	N.A.	57.0	N.A.	15.0	N.A.	28.8	N.A.	0.4	0.7
網通	智邦	2345 TT	43,360	2,435.00	增加持股	1,850.0	61.74	N.A.	31.0	N.A.	39.4	N.A.	19.4	N.A.	55.6	N.A.	0.6	1.4

\*為Bloomberg共識

資料來源：Bloomberg；凱基預估



# 工業自動化

## 焦點內容

1. 台灣工具機業者自 2Q26 起接單全面回溫，需求復甦動能已從半導體應用，擴展至模具與零組件等加工工具機，且遍及國內外市場。我們認為亞洲主要經濟體出口動能同步回溫，亦顯示製造業活動復甦可望延續至 2H26
2. 在 AI 投資浪潮推動下，我們觀察到主要製造產業的資本支出持續上修。我們預期資本支出週期加速將推升自動化零組件需求，進而支撐本輪產業上升週期
3. 受惠產業上升週期中接單持續增加，我們認為亞德客-KY (1590 TT, NT\$1,380, 增加持股) 與上銀 (2049 TT, NT\$335, 增加持股) 2Q26 預估營收具上檔。展望 2H26，高產能利用率及漲價效應預計將帶動營收表現優於季節性水準，並加速利潤率擴張

## 上升週期可望延續至 2H26

### 重要訊息

我們預期當前工業自動化上升週期將可延續至 2H26，動能來自於：(1) 工具機需求全面復甦；(2) 在手訂單持續攀升；以及 (3) 資本支出進一步提高。我們認為自動化零組件供需結構轉趨有利，將帶動市場獲利預估的上修空間。

### 評論及分析

**在手訂單持續增加。**台灣工具機業者自 2Q26 起接單全面回溫，需求復甦動能已從半導體應用，擴展至模具與零組件等加工工具機，且遍及國內外市場。隨著新訂單重返年增軌道，業者在手訂單相較 2025 年底已提升至至少 10-30%。我們認為需求能見度改善有利於自動化零組件業者 2H26 接單前景，並意味後續獲利具上修潛力。根據日本工具機工業協會 (JMTBA) 統計，近幾個月外銷訂單動能持續增強，4 月年增率加速至 46%，高於 1Q26 的 35%。我們認為亞洲主要經濟體出口動能同步回溫，亦顯示製造業活動復甦可望延續至 2H26。

**資本支出上升週期加速。**除出口復甦外，我們亦看好資本支出上升週期加速，將支撐自動化產業回溫。在 AI 投資浪潮推動下，我們觀察到主要製造產業的資本支出持續上修，反映企業對長期需求趨勢的信心提升。我們認為 AI 時代下先進封裝與精密製造投資擴大，加上智慧化產線持續建置，將帶動自動化零組件需求轉強，並使本輪上升週期延續至 2H26、甚至 2027 年初。我們對主要產業的資本支出分析顯示，自 2025 年底以來，PCB 廠商的資本支出上修幅度最大，2026-27 年支出分別上調 41% 與 39%；其次為 EMS/ODM，分別上調 23% 與 24%；半導體業上調 6% 與 11%，電動車業者則上調 16% 與 10%。

**獲利上修循環啓動。**受惠上升週期中接單持續增加，我們預估亞德客-KY (1590 TT, NT\$1,380, 增加持股) 與上銀 (2049 TT, NT\$335, 增加持股) 2Q26 營收年增率將由 1Q26 的 24% 與 9%，加速至 27% 與 25%。隨著在手訂單持續增加，我們認為 2Q26 營收共識與我們原估仍具上修空間。展望 2H26，高產能利用率與漲價效應預計將帶動營收表現優於季節性水準，並加速利潤率擴張。我們預估今年亞德客-KY 與上銀的營益率將分別年增 3.1、5.5 個百分點，帶動獲利成長 32% 與 103%。我們認為市場共識仍偏保守，短期內可望迎來新一波上修潮，進而支撐評價與股價表現。

### 投資建議

隨著資本支出週期加速，我們預期自動化景氣復甦可望延續至 2H26，且供需結構轉趨有利，將帶動利潤率擴張及市場獲利預估上修。我們維持對自動化產業的正向看法，並重申亞德客-KY 與上銀「增加持股」評等，目標價分別為 1,845 元與 478 元。

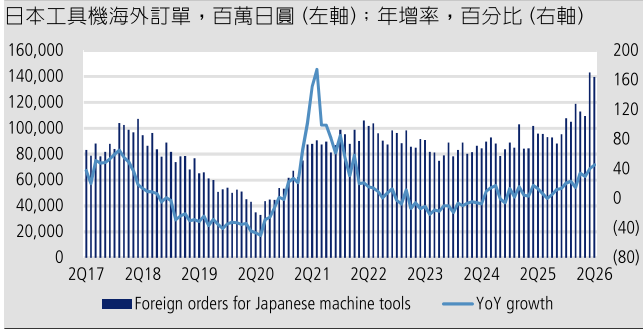
### 投資風險

下檔風險包括資本支出復甦較預期緩慢與新台幣升值。

**圖 1：同業評價比較**

公司	代碼	評等	股價 (元)	目標價 (元)	上漲空間 (%)	每股盈餘 (元)			本益比 (倍)			股價淨值比 (倍)		
						2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
亞德客-KY	1590 TT	增加持股	1,380	1,845	33.7	55.42	61.49	68.29	24.9	22.4	20.2	4.9	4.5	4.2
上銀	2049 TT	增加持股	335	478	42.7	8.75	12.53	14.81	38.3	26.7	22.6	2.7	2.9	2.7

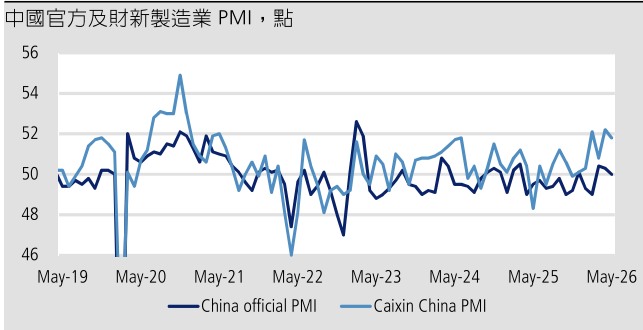
資料來源：Bloomberg、凱基預估

**圖 2：工具機訂單穩步復甦**


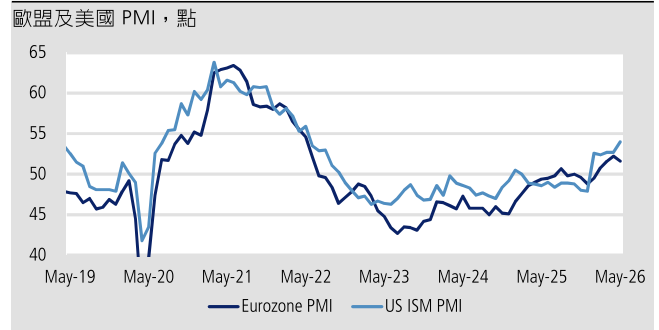
資料來源：JMTBA；凱基

**圖 3：出口回升顯示製造業復甦**

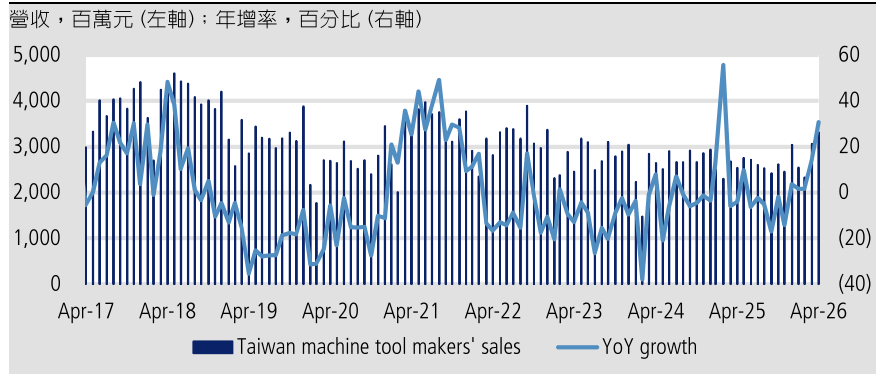

資料來源：Gartner；凱基

**圖 4：中國製造業 PMI 站上 50 榮枯線**


資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 5：美國製造業 PMI 上揚**


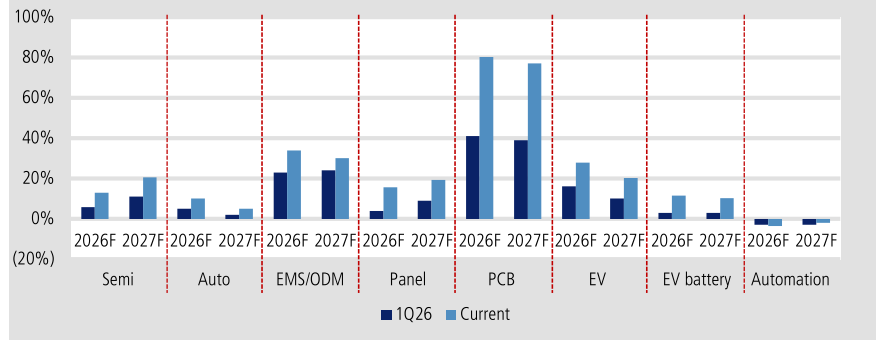
資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 6：台灣工具機業者營收回溫**


資料來源：TEJ；凱基

**圖 7：產業上調資本支出**

資本支出調整幅度，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 8：產業資本支出年增幅度加速**

Capex YoY (%)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Semiconductor	(2.1)	5.7	11.9	16.5	11.0
Automotive	21.6	4.5	(12.4)	12.5	(0.6)
EV	17.6	1.8	1.8	23.3	(5.4)
EV battery	16.1	(2.5)	17.5	(21.0)	(7.3)
EMS	4.0	19.8	41.8	15.3	0.4
Panel	4.3	(16.4)	(13.7)	43.3	6.0
PCB	(27.0)	(16.3)	32.5	71.0	(8.1)
Automation	21.6	4.5	(12.4)	12.5	(0.6)

資料來源：Bloomberg；凱基



# 金融產業

## 焦點內容

1. 壽險接軌 IFRS 17 稅後淨利以 CSM 及避險後經常性正利差為主，FVOCI 資本利得挹注 2026F 配息水準
2. 2H26F 銀行淨利差、手收動能及資產品質維持正向
3. 對 2H26F 金融股維持正向看法，看好壽險金控富邦金、國泰金及台新新光金之調整後獲利及配息能力，銀行金控之中信金及永豐金獲利成長及配息能力，及低基期之上海商銀及中租

## 資本市場熱絡、放款動能增溫，挹注 2026F 獲利及配息能力

### 重要訊息

預估 2H26F 資本市場熱絡、放款動能增溫，挹注 2026F 金控獲利及配息能力。

### 評論及分析

**壽險接軌 IFRS 17 稅後淨利以 CSM 及避險後經常性正利差為主，FVOCI 資本利得挹注 2026F 配息水準。**壽險業自 2026/1/1 起正式接軌 IFRS 17，壽險業損益表獲利改以服務合約邊際釋放及避險後經常性收益率轉正利差為核心獲利指標，金管會今年實施外匯價格變動準備金新制，有助於壽險業降低中長期避險成本，淡化過去外匯衝擊對損益表影響。其中國壽及富壽 1Q26 CSM 釋出及餘額高於同業，避險後經常性收益率之正利差則以新壽之 117 基點高於同業。壽險金控 1Q26 稅後淨利年增幅達 75%，若加計 FVOCI 股票資本利得之調整後獲利，年增率達 102%，其中台新新光金、富邦金達 582% 及 62%。由於富邦金、國泰金、中信金均表示 2026F 現金股利配發將以調整後獲利(稅後淨利 + FVOCI 股票資本利得)為配發基礎，預期 2026F 現金股利配發將大幅優於 2025 年水準，仍視金管會訂定壽險業未來發放股利之 ICS 比率規定。此外，雖 3 月以來美國 10 年及 30 年公債殖利率分別上升至 4.4%-4.6% 及 4.9%-5.1%，影響壽險 FVTPL 部位債券評價，但台幣長天期公債上揚亦帶動台幣保單負債之公允價值下降，減緩殖利率上揚對壽險淨值影響(圖 3 及 12)，惟後續需每季關注今年每季其他權益虧損與去年底狀況，若壽險年底仍需提列特別盈餘公積，仍影響 2026F 可分配盈餘的水準。

**2H26F 銀行淨利差、手收動能及資產品質維持正向。**1Q26 銀行淨利差季增 3 基點，其中兆豐銀、一銀及中信銀增幅高於同業(圖 15)，主要資金成本下降及美元資金轉向外幣放款。雖今年美國聯準會降息延後，但大多銀行 2026F 淨利差維持先前小幅上揚看法，並正面看待外幣放款成長動能，凱基預估海外營運據點較多之銀行(中信金、兆豐金、第一金、玉山金)將受惠供應鏈移轉增加外幣放款、出口週轉金放款提升銀行放款動能，銀行亦支持國發會投資美國融資保證機制帶動外幣放款成長，預估 2026F 銀行淨利息收入為中個位數至雙位數成長以上。2Q26 央行重貼現率維持 2%，2H26F 央行是否升息視油價及通膨預期，若央行升息半碼，對台灣銀行淨利差提升幅度須看升息是否足額反映台幣定存、活存資金成本與放款利率、NCD 利率之孳息資產之調升幅度。凱基預估對台幣放款部位及證券交割款較高之國泰世華銀、元大銀可能受惠程度稍高。中信銀預估央行每升息 1 碼，對淨利差提升 1.7 基點，國泰世華銀 1.7 基點，永豐銀 1.27 基點，北富銀提升 1 基點，台新銀提升 0.4 基點。整體銀行業 4 月逾放比維持在 0.15%，但後續持續關注關稅、通膨是否造成中小企業資產品質惡化、部分風力發電營運惡化帶動信用成本上揚。央行若升息半碼則銀行將陸續提高台灣企業之借貸資金成本，預估租賃業利差將再度縮小；證券業融資利率、不限用途借貸款項利率提升，間接增加投資人資金成本。

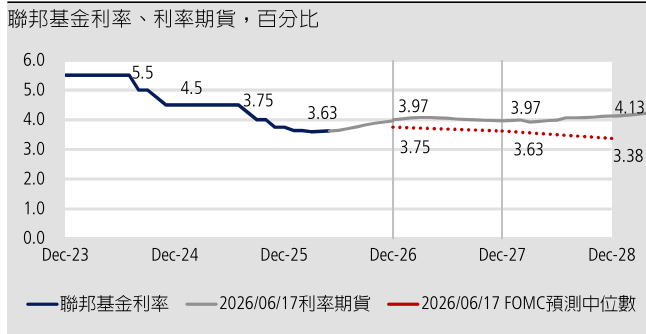
**投資建議**

對 2H26F 金融股維持正向看法，建議 2Q26 除息後，除台股熱絡持續挹注 2H26F 證券營運動能，壽險金控富邦金、國泰金及台新新光金之 2026F 調整後獲利及配息能力將持續受惠股票已實現及未實現損益持續回升，並看好中信金(淨利差提升、高現金股利殖利率)及永豐金(淨利差提升、證券營運及併購挹注帶動 2026F 獲利及配息成長)，及評價相對較低但 2026F 營運及獲利動能轉佳之中租及上海商銀。

**投資風險**

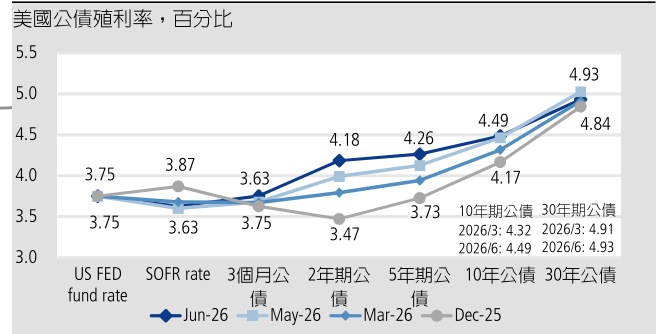
美國聯準會降息不如預期或重啟升息；銀行信貸成本上揚高於預期。

**圖 1: 6 月美國聯準會會議維持利率於 3.5%-3.75%，然而聯準點陣圖中位數由降息改成升息，且會後主席 Kevin Warsh 發言偏向鷹派，目前市場預估年底升息 1-2 碼**



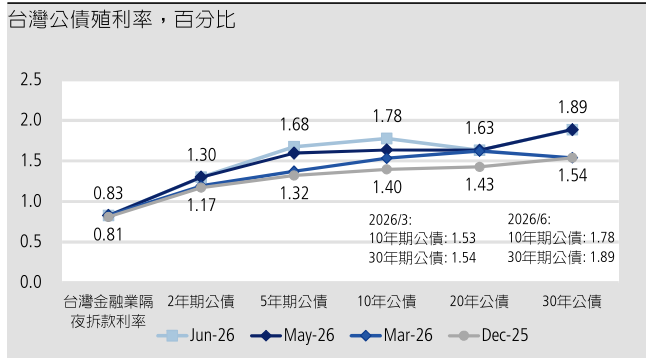
資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 2: 隨美國通膨升溫，2Q26F 美國 10 年及 30 年公債殖利率上升至 4.4%-4.6% 及 4.9%-5.1%，影響金融業 FVTPL 債券投資評價**



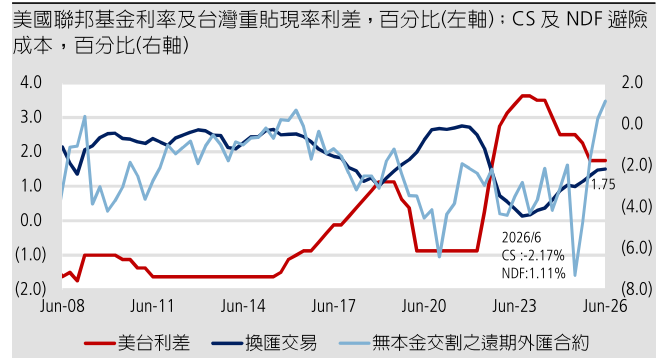
資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 3: 地緣政治不確定性影響 2Q26F 台灣通膨回溫及台灣央行對利率態度轉向鷹派、加上市場資金拆借緊俏，6 月台灣 30 年公債殖利率上揚至 1.89%，有助降低台幣保單負債公允價值**



資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 4: 隨通膨升溫造成美國降息預期延後，2Q26 以來 CS 換匯點下降至 2%-2.2%，加上壽險避險比例下降，預期 2026F 銀行 FX swap 收益仍年減 20-30%**



資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 5: 1Q26 富邦金、國泰金稅後淨利年減 18% 及 1%，主要損益表獲利以 CSM 及經常性收益為主，但加計 FVOCI 股票資本利得則各大幅成長 62%、52%，大多壽險金控及中信金表示以調整後獲利為 2026F 配息基礎**

單位:百萬元	2025			1Q26			Apr-26	May-26			Jan-May 26			
	獲利	YoY (%)	EPS	獲利	YoY (%)	QoQ (%)	獲利	獲利	YoY (%)	MoM (%)	獲利	YoY (%)	EPS	
2881 TT 富邦金	120,944	(19.8)	8.37	33,551	(18.3)	11.7	2.37	38,820	15,770	N.A.	(59.4)	87,850	122.5	6.27
FVOCI 股票資本利得				32,794				16,590	21,960		32.4	71,330		
<b>富邦金調整後獲利</b>				<b>66,345</b>	<b>61.9</b>	<b>120.9</b>	<b>4.69</b>	<b>55,400</b>	<b>37,730</b>	<b>N.A.</b>	<b>(31.9)</b>	<b>159,180</b>	<b>303.1</b>	<b>11.36</b>
2882 TT 國泰金	107,142	(2.8)	7.06	31,594	(1.3)	(2.8)	2.15	14,270	14,000	167.2	(1.9)	59,930	55.1	4.07
FVOCI 股票資本利得				16,966					31,000			65,070		
<b>國泰金調整後獲利</b>				<b>48,560</b>	<b>51.7</b>		<b>3.30</b>		<b>45,000</b>	<b>758.8</b>		<b>125,000</b>	<b>223.4</b>	<b>8.49</b>
2883 TT 凱基金控*	30,058	(10.4)	1.74	11,690	34.3	6.2	0.69	5,898	4,743	N.A.	(19.6)	22,330	1,099.9	1.32
FVOCI 股票資本利得				14,515				5,355	10,129		89.2	29,999		
<b>凱基金控調整後獲利</b>				<b>26,205</b>	<b>199.2</b>	<b>138.1</b>	<b>1.55</b>	<b>11,252</b>	<b>14,872</b>	<b>N.A.</b>	<b>32.2</b>	<b>52,329</b>	<b>2711.9</b>	<b>3.09</b>
2887 TT 台新新光金	37,327	86.0	1.91	21,041	344.6	43.0	0.82	7,790	6,030	976.8	(22.6)	34,880	431.7	1.36
FVOCI 股票資本利得				14,086										
<b>台新新光金調整後獲利</b>				<b>35,127</b>	<b>582.2</b>		<b>1.37</b>							
2891 TT 中信金	80,619	11.9	4.08	23,104	16.0	16.3	1.18	5,395	6,291	197.4	16.6	34,790	41.0	1.78
FVOCI 股票資本利得				5,522										
<b>中信金調整後獲利</b>				<b>28,625</b>	<b>51.7</b>		<b>1.46</b>							
壽險為主金控	295,470	(6.1)		97,875	13.1	10.9		66,778	40,543	N.A.	(39.3)	204,990	136.8	
<b>壽險為主金控調整後獲利</b>				<b>176,236</b>	<b>102.4</b>									
<b>壽險為主金控+中信金調整後獲利</b>				<b>204,862</b>	<b>93.4</b>									

資料來源: TEL; 公司資料; 凱基預估

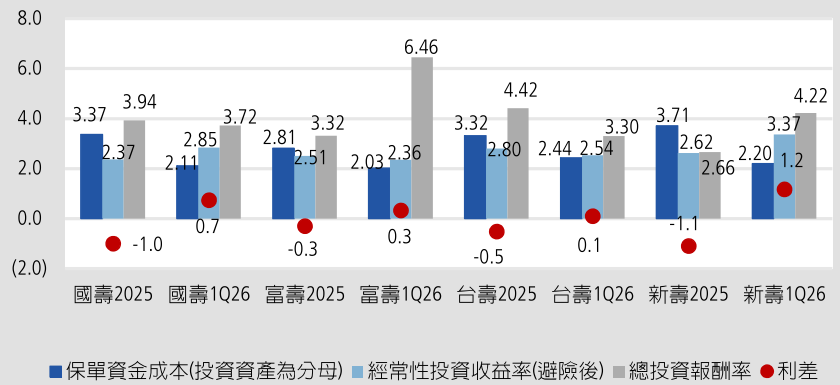
圖 6: 接軌 IFRS17 後, 壽險保險利潤改以合約服務邊際(Contract Service Margin; CSM)攤銷呈現, 新契約 CSM 則提升壽險 CSM 累積餘額, 其中國壽及富壽 CSM 攤銷及餘額高於同業

股票代號	公司名稱	接軌 IFRS 17 CSM 開帳數 (百萬元)	2026F CSM 攤銷 (百萬元)	每年 CSM 攤銷率	每年 CSM 攤銷成長	1Q26 CSM 攤銷 (百萬元)	1Q26 CSM 攤銷 達成率(%)	1Q26 新契約 CSM (百萬元)	2026F 新契約 CSM 目標 (百萬元)	1Q26 CSM 目標 達成率(%)	1Q26 稅後 CSM 餘額 (百萬元)	1Q26 金控 普通股淨值 (百萬元)	1Q26 金控 調整後淨值 (百萬元)	1Q26 金控 每股調整後淨值	1Q26 金控 股價/Q26 調整後淨值
2882 TT	國泰人壽	511,900	34,000	6%	10%	8,632	25.4	27,100	75,000	36.1	425,900	718,785	1,144,685	78.03	1.18
2881 TT	富邦人壽	403,200	25,000-30,000	6%	10-15%	7,465	24.9	18,300	50,000	36.6	427,503	923,122	1,350,625	96.42	1.17
2891 TT	台灣人壽	164,379	11,000	7%	10%以上	3,233	29.4	3,563	16,000	22.3	172,073	534,306	706,379	35.90	1.96
2887 TT	新光人壽	260,700	18,000	7%	10%	4,710	26.2	19,447	70,000	27.8	224,213	537,652	761,866	30.61	0.92

資料來源: 各公司; 凱基

圖 7: 接軌 IFRS17 後, 壽險負債成本大幅下降反映以市場利率計算, 在損益表表現上, 避險後經常性收益扣除負債成本之利差轉為正, 1Q26 新壽正利差 117 基點高於同業

保單資金成本、經常性收益率及利差, 百分比



資料來源: 各公司; 凱基研究

圖 8: 1Q26 富邦人壽投報率(加計 FVOCI 資本利得)高於同業, 反映實現股票資本利得較積極, 但新壽避險前經常性收益率及損益表投報率高於同業

壽險投資狀況 百分比 (%)	國泰人壽					富邦人壽					台灣人壽					新光人壽				
	2025	YoY	1Q25	1Q26	YoY	2025	YoY	1Q25	1Q26	YoY	2025	YoY	1Q25	1Q26	YoY	2025	YoY	1Q25	1Q26	YoY
經常性投資收益率(避險前) (a)	3.46	0.03	3.40	3.41	0.01	3.32	(0.19)	3.35	3.13	(0.22)	3.60	(0.13)	3.55	3.39	(0.16)	3.37	(0.05)	3.10	4.13	1.03
避險成本 (b)	(1.57)	(0.01)	(0.80)	(1.26)	(0.46)	(2.76)	(1.35)	(0.87)	(1.26)	(0.39)	(1.46)	(0.55)	(0.43)	(0.85)	(0.42)	(2.17)	(0.70)	(1.54)	(1.25)	0.29
經常性投資收益率(避險後) (c)	2.37	0.03	2.84	2.85	0.01	2.51	0.15	2.59	2.36	(0.23)	2.74	(0.45)	3.29	2.54	(0.75)	1.90	(0.49)	2.01	3.37	1.36
負債成本(投資資產為分母) (d)	3.37	(0.01)	3.41	2.11	(1.30)	2.81	(0.05)	2.72	2.03	(0.69)	3.00	(0.07)	3.11	2.44	(0.67)	3.48	(0.08)	3.28	2.20	(1.08)
經常性投資收益率(避險後) - 負債成本(投資資產為分母) (c)-(d)	(1.00)	0.04	(0.57)	0.74	1.31	(0.30)	0.20	(0.13)	0.33	0.46	(0.26)	(0.37)	0.19	0.10	(0.09)	(1.58)	(0.41)	(1.27)	1.17	2.44
資本利得(e)	1.57	0.17	1.17	0.87	(0.30)	2.39	(0.73)	2.82	4.10	1.28	1.68	(3.68)	0.98	0.76	(0.22)	0.76	(0.55)	0.37	0.85	0.48
總投資報酬率 (c)+(e) & (f)+(g)	3.94	0.20	4.01	3.72	(0.29)	4.90	(0.58)	5.41	6.46	1.05	4.42	(4.13)	4.27	3.30	(0.97)	2.66	(1.04)	2.38	4.22	1.84
投資報酬率-OCI已實現損益(f)				0.87					2.83					0.22					0.54	
投資報酬率-計入稅前獲利之投資收益(g)				2.85					3.63					3.08					3.68	

資料來源: 各公司; 凱基

圖 9: 由於 AC 債務工具之匯兌損失改以直線法攤銷, 壽險今年以來持續降低 CS 及 NDF 避險比例有助降低避險成本, 1Q26 富邦及新壽避險成本顯著高於同業, 壽險預估今年避險成本 1-1.5%

百分比 (%)	國泰				富邦				台壽				新壽			
	2025	YoY	1Q26	QoQ	2025	YoY	1Q26	QoQ	2025	YoY	1Q26	QoQ	2025	YoY	1Q26	QoQ
外幣保單/外匯交換/無本金遠期外匯	59.3	(16.6)	52.4	(6.9)	49.7	(13.0)	40.9	(8.7)	72.7	2.7	64.7	(8.0)	64.9	(9.3)	68.2	3.3
外幣保單	31.0	0.0	26.0	(5.0)	27.2	1.3	22.4	(4.8)	42.0	1.0	37.0	(5.0)	30.2	1.0	30.1	(0.1)
外匯交換/無本金遠期外匯	28.3	(16.6)	26.4	(1.9)	22.4	(14.3)	18.5	(3.9)	30.7	1.7	27.7	(3.0)	34.7	(10.3)	38.1	3.4
外匯交換					22.1	(11.7)	18.5	(3.6)								
無本金遠期外匯					0.3	(2.6)	0.0	(0.3)								
股票/共同基金	6.2	(0.7)	2.2	(4.0)	13.9	(2.1)	9.7	(4.2)	9.3	(1.7)	5.7	(3.6)	1.1	(0.5)	1.4	0.3
Proxy open/美元及其他幣別部位	34.5	17.3	45.1	10.6	36.4	15.1	49.4	13.0	17.4	(2.6)	29.6	12.2	34.0	9.8	30.4	(3.6)
合計	100		100		100		100		100		100		100		100	
避險成本	(1.57)	(0.01)	(1.26)	0.31	(2.76)	(1.35)	(1.26)	1.50	(1.46)	(0.55)	(1.24)	0.12	(2.17)	(0.70)	(1.25)	0.92

資料來源: 各公司; 凱基

圖 10: 今年以來因台幣貶值及外匯價格準備金新制，持續累積外價金大幅回升，目前壽險外價金除可因應 AC 攤銷之台幣升值外，根據保險局之國外投資全數匯回之極端情境假設，壽險外價金可因應台幣升值 10.6%

股票代號	公司名稱	Proxy & Open				外匯價格變動準備金 (百萬元)				
		2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	May-26
2882 TT	國泰人壽	21.4	21.4	34.5	45.1	56,400	55,802	113,807	123,946	128,690
2881 TT	富邦人壽	18.1	32.9	36.5	49.4	51,581	77,005	142,125	147,389	152,330
2891 TT	台灣人壽	16.0	19.0	17.4	17.4	3,423	17,609	27,933	29,978	31,870
2887 TT	新光人壽	33.2	34.4	34.0	30.4	61,734	74,083	99,600	104,117	107,560
2867 TT	三商美邦人壽	N/A	39.2		43.1	17,450	24,148	36,957	35,958	
2885 TT	元大人壽	N/A	N/A			3,322	3,608	5,775	11,922	
5874 TT	南山人壽	N/A	N/A			25,119	25,564	68,045	73,855	78,850

資料來源：各公司；凱基；工商時報

圖 11: 若以 2Q26 以來之台股股價計算，預估國泰金及富邦金之台股金融資產未實現損益各超過 2,000 億元以上，台新新光金及中信金則超過 1,000 億元以上(國泰金表示 5 月股票未實現超過 2700 億元，富邦金、中信金 4 月底股票部位未實現損益各達 1500 億元及 1,000 億元)

(單位：百萬元)	4Q25 (IFRS4)	4Q25 (IFRS17)	2026/1/1(開帳數)	1Q26	1Q26變動	殖利率曲線平行上移 1BP	權益證券價格上升 1%	2Q26F股票未實現損益*	2Q26F股票未實現損益/金控股數(元)
<b>富邦人壽 (2881 TT)</b>									
淨值	630,402	589,625	530,764	<b>630,192</b>	(210)				
其他權益	(35,730)	(122,465)	(183,209)	<b>(130,886)</b>	(95,156)				
FVOCI股票+債券未實現損益	(25,500)	(31,519)	(100,549)	<b>(119,137)</b>	(93,638)	(1,309)	8,636	<b>273,329</b>	<b>19.51</b>
保險財務收益或費用(利率變動對負債公允價值)		(82,108)	(73,876)	<b>(1,084)</b>	81,024	4,061			
<b>國泰人壽 (2882 TT)</b>									
淨值	749,029	688,724	504,506	<b>625,469</b>	(123,560)				
其他權益	(86,887)	(202,486)	(427,275)	<b>(340,259)</b>	(253,372)				
FVOCI股票+債券未實現損益	(81,330)	1,235	(223,472)	<b>(245,535)</b>	(164,205)	(2,674)	6,745	<b>338,129</b>	<b>23.05</b>
保險財務收益或費用(利率變動對負債公允價值)		(198,290)	(198,372)	<b>(89,834)</b>	108,456	5,397			
<b>台灣人壽 (2891 TT)</b>									
淨值	177,428	176,080	163,821	<b>202,537</b>	25,109				
其他權益	(13,110)	(18,604)	(53,767)	<b>(25,708)</b>	(12,598)				
FVOCI股票+債券未實現損益	(13,156)	20,295	(22,640)	<b>(20,214)</b>	(7,058)	(517)	2,787	<b>134,154</b>	<b>6.82</b>
保險財務收益或費用(利率變動對負債公允價值)		(38,926)	(31,152)	<b>(5,735)</b>	33,191	1,762			
<b>新光人壽 (2887 TT)</b>									
淨值	178,028	231,313	231,615	<b>281,786</b>	103,757				
其他權益	(10,095)	(7,321)	(8,384)	<b>37,521</b>	47,616				
FVOCI股票+債券未實現損益		(5)	(1,067)	<b>19,583</b>	19,583	(1,281)	4,454	<b>199,422</b>	<b>8.02</b>
保險財務收益或費用(利率變動對負債公允價值)		(7,156)	(7,156)	<b>17,755</b>	24,911	2,825			

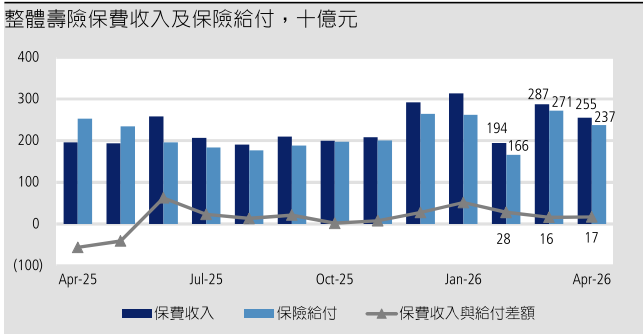
註：預估 2Q26 台股金融資產未實現損益是假設 1Q26 台股持股部位未變動，並以 2026/6/18 股價計算

資料來源：各公司；凱基

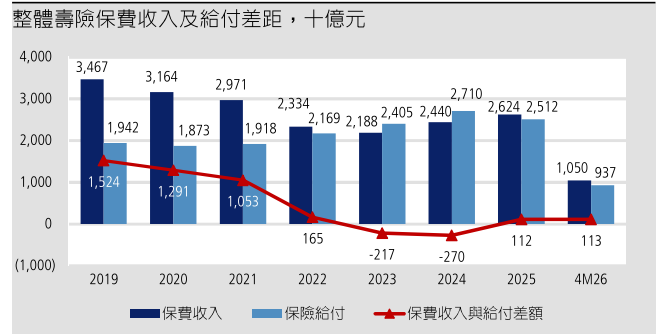
**圖 12: 由於今年 IFRS17 保險合約負債改採現時利率，殖利率曲線上揚亦有助保險合約負債之公允價值下降**

(單位：百萬元)		金融資產		保險合約負債		淨額	
風險因子	變動幅度	稅前權益變動	對金控淨值影響(%)	稅前權益變動	對金控淨值影響(%)	稅前權益變動	對金控淨值影響(%)
<b>富邦人壽 (2881 TT)</b>							
權益風險	證券價格上升1%	8,636	0.85	(552)	-0.05	8,084	0.79
利率風險	殖利率曲線平行上移1bp	(1,309)	-0.13	4,061	0.40	2,752	0.27
<b>國泰人壽 (2882 TT)</b>							
權益風險	證券價格上升1%	6,745	0.83			6,745	0.83
利率風險	殖利率曲線平行上移1bp	(2,776)	-0.34	5,397	0.67	2,610	0.32
<b>台灣人壽 (2891 TT)</b>							
權益風險	證券價格上升1%	2,787	0.49			6,745	0.49
利率風險	殖利率曲線平行上移1bp	(517)	-0.09	5,397	0.31	2,610	0.22
<b>新光人壽 (2887 TT)</b>							
權益風險	證券價格上升1%	4,955	0.83	(508)	-0.08	4,447	0.74
利率風險	殖利率曲線平行上移1bp	(1,341)	-0.22	2,825	0.47	1,484	0.25

資料來源：各公司；凱基

**圖 13: 今年前四月壽險保費收入維持動能，保戶對美元利變型保險商品、分紅保單、投資型保單及保障型保險商品之購買意願提升**


資料來源：保險局；凱基

**圖 14: 今年前四月保費收入高於保險給付為 1,130 億元，雖保單解約及給付仍維持，但壽險現金流仍可因應**


資料來源：保險局；凱基

**圖 15: 1Q26 銀行淨利差季增 4 基點，反映資金成本下降及存放比提升，雖今年美國聯準會降息延後，但大多銀行 2026F 淨利差維持先前小幅上揚看法**

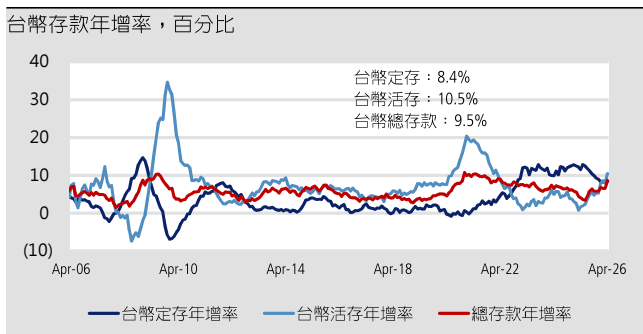
百分比	銀行	4Q23	2Q24	2Q24-4Q23變動	4Q25	1Q26	1Q26 QoQ	1Q26 YoY	2026F 淨利差展望
2891 TT	中信	1.47	1.37	(0.10)	1.64	1.68	0.04	0.19	公司維持2026F調整後淨利差為1.7-1.73%
2882 TT	國泰	1.40	1.55	0.15	1.56	1.59	0.03	0.04	公司預估2026F淨利差高於去年的1.55%水準
5876 TT	上海商銀	1.37	1.38	0.01	1.30	1.23	(0.07)	0.01	公司預估台灣2026F淨利差上看1.25%
2884 TT	玉山	1.31	1.28	(0.03)	1.32	1.32	-	0.02	預期年底淨利差上升至1.35%
2887 TT	台新	1.20	1.25	0.05	1.44	1.48	0.04	0.22	公司預估2026F台新銀淨利差年增4-5基點
2881 TT	富邦	1.17	1.15	(0.02)	1.24	1.27	0.03	0.11	公司預估2026F淨利差年增5-7基點
2890 TT	永豐	1.18	0.94	(0.24)	1.36	1.40	0.04	0.21	預期2026F調整後淨利差(含FX swap收益)年增2-3基點
2886 TT	兆豐	0.95	0.97	0.02	0.87	0.95	0.08	(0.01)	2026F目標保持1%
2885 TT	元大	0.86	0.88	0.02	1.04	1.07	0.03	0.15	公司預估2026F元大銀淨利差1.07%
2892 TT	第一	0.76	0.70	(0.06)	0.72	0.77	0.05	0.10	預期2026F調整後淨利差(含FX swap收益)1.09%
2880 TT	華南	0.71	0.72	0.01	0.81	0.82	0.01	0.05	預估2026F淨利差可逐步提升
平均		1.13	1.16	0.03	1.19	1.23	0.04	0.10	

資料來源：各公司；凱基

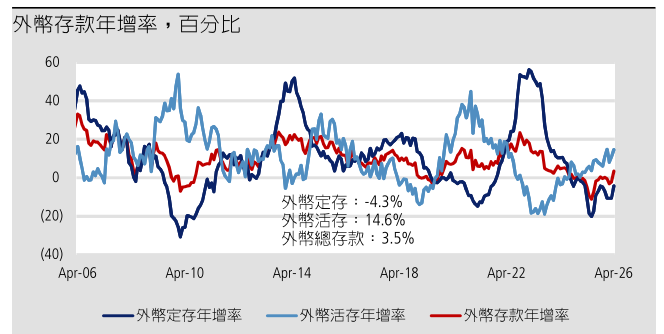
**圖 16: 台灣銀行資產品質維持穩定，整體銀行業 4 月逾放比維持在 0.15%**

單位：新台幣百萬元		Apr-26			Apr-26			Apr-26		
金控/銀行代碼	銀行	逾放比 (%)	MoM (ppts)	YTD (ppts)	逾放金額 (百萬元)	MoM	YTD	備抵呆帳覆蓋率 (%)	MoM (ppts)	YTD (ppts)
2834 TT	臺企銀	0.17	(0.01)	0.00	2,997	(48)	211	735	13	(69)
2801 TT	彰銀	0.16	0.00	0.00	3,477	186	278	825	(40)	13
2886 TT	兆豐銀	0.18	(0.01)	(0.09)	4,463	(313)	(1,726)	908	56	288
5880 TT	合庫銀	0.15	0.00	(0.01)	4,835	(19)	(123)	803	3	88
2892 TT	第一銀	0.16	0.00	(0.01)	4,655	15	144	866	1	48
2881 TT	北富銀	0.12	0.00	(0.01)	3,210	(123)	267	1,082	48	55
2888 TT	新光銀	0.13	0.00	0.01	1,173	6	95	1,006	(0)	4
2884 TT	玉山銀	0.15	0.00	0.01	4,011	36	702	793	(3)	(42)
2880 TT	華南銀	0.14	(0.01)	(0.01)	3,564	(76)	(74)	855	16	39
5876 TT	上海商銀	0.53	0.00	0.17	4,825	(9)	1,647	253	5	(125)
2891 TT	中信銀	0.13	0.00	(0.03)	4,890	292	(486)	944	(24)	189
2885 TT	元大銀	0.09	0.00	0.04	1,400	21	704	1,278	(7)	(1,048)
2890 TT	永豐銀	0.10	(0.01)	(0.08)	1,846	(47)	(1,037)	1,305	44	519
2887 TT	台新銀	0.13	(0.01)	0.00	2,686	(4)	324	925	18	(32)
2882 TT	國泰世華	0.15	(0.01)	0.02	4,490	(130)	904	1,073	42	(145)
2809 TT	京城銀	0.08	0.02	0.06	186	42	135	1,862	(546)	(3,940)
	銀行產業	0.15	0.00	(0.01)	68,490	(395)	(104)	913	12	66

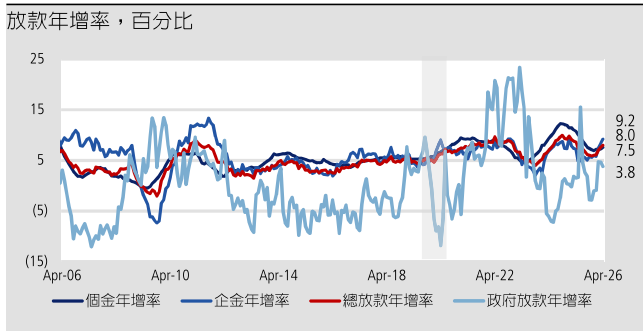
資料來源：各公司；凱基

**圖 17: 2026/4 整體銀行台幣存款年增率上揚至 9.5%，主要台幣活存年增率上升至 10.5%，台幣定存成長維持 8.4%**


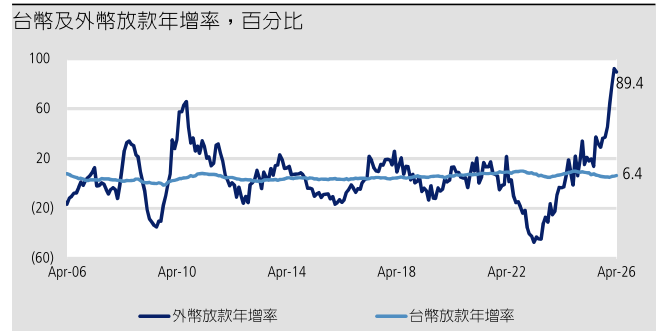
資料來源：央行；TEJ；凱基

**圖 18: 2026/4 外幣存款年增率上揚至 3.5%，其中活存年增率提升至 14.6%，相較外幣定存呈現衰退，意謂存戶隨美國聯準會降息，資金轉向理財商品意願增加**


資料來源：央行；TEJ；凱基

**圖 19: 2026/4 總放款年增率回升至 8.0%，主要企金放款年增率增長至 9.2%，高於個金放款成長 7.5%，政府放款年增率亦回升**


資料來源：TEJ；凱基

**圖 20: 由於出口動能強勁帶動週轉金增加及週轉金放款，2026/4 外幣放款年增率達 89.4%，外幣放款 1.5 兆元佔總放款 42.9 兆元提升至 3.4%**


資料來源：TEJ；凱基

**圖 21: 1Q26 主要銀行淨利息收入年增率上揚至 18%，主要放款成長及承做 FX swap 美元資金轉向外幣放款**

銀行利息淨收益，百萬元

新台幣百萬元 金控代號	銀行	2025	YoY (%)	1Q26	YoY (%)
2891 TT	中信銀	94,782	21.6	26,954	23.6
2881 TT	北富銀	58,498	21.5	17,048	25.2
2882 TT	國泰世華銀	68,241	12.0	18,284	12.9
2884 TT	玉山銀	40,735	21.2	11,837	29.3
2887 TT	台新銀	33,869	15.3	9,816	27.1
2880 TT	華南銀	29,408	11.1	7,820	11.8
2892 TT	第一銀	32,545	11.8	9,038	22.0
2890 TT	永豐銀	34,391	43.3	9,854	25.1
5880 TT	合庫銀	10,749	4.9	3,031	15.4
2885 TT	元大銀	19,097	22.6	5,490	29.4
2886 TT	兆豐銀	38,796	1.3	10,268	3.9
	合計	539,014	15.2	149,974	18.3

資料來源：公司資料；凱基

**圖 22: 1Q26 主要銀行投資收益年減 14%，主要今年處分債券資本利得及 FX swap 收益較去年同期減少**

銀行投資收益，百萬元

新台幣百萬元 金控代號	銀行	2025	YoY (%)	1Q26	YoY (%)
2891 TT	中信銀	22,374	(15.6)	3,617	(42.4)
2881 TT	北富銀	20,526	7.2	4,696	(15.3)
2882 TT	國泰世華銀	13,680	(25.9)	3,436	14.5
2884 TT	玉山銀	18,467	41.8	3,446	(31.9)
2887 TT	台新銀	8,201	(7.1)	1,603	(19.9)
2880 TT	華南銀	14,810	(15.5)	2,941	(9.1)
2892 TT	第一銀	21,131	(3.3)	3,963	(17.8)
2890 TT	永豐銀	8,551	(34.1)	2,659	(1.1)
5880 TT	合庫銀	13,804	(17.3)	2,692	(2.2)
2885 TT	元大銀	3,665	(37.1)	1,113	25.1
2886 TT	兆豐銀	19,556	(9.5)	3,229	(13.3)
	合計	171,054	(9.1)	35,206	(14.4)

資料來源：公司資料；凱基

**圖 23: 1Q26 主要銀行手續費收入年增率提升至 15%，其中中信銀、北富銀及台新銀增幅優於同業**

銀行手續費收入，百萬元

新台幣百萬元 金控代號	銀行	2025	YoY (%)	1Q26	YoY (%)
2891 TT	中信銀	55,191	10.9	17,977	19.7
2881 TT	北富銀	16,159	1.2	7,208	24.8
2882 TT	國泰世華銀	34,090	21.9	10,028	(1.7)
2884 TT	玉山銀	26,768	9.5	7,035	13.0
2887 TT	台新銀	17,095	17.3	5,703	27.3
2880 TT	華南銀	14,199	19.7	4,557	16.0
2892 TT	第一銀	13,096	9.2	3,794	14.0
2890 TT	永豐銀	10,638	15.7	4,463	6.2
5880 TT	合庫銀	10,749	4.9	3,031	15.4
2885 TT	元大銀	7,340	20.1	2,788	33.3
2886 TT	兆豐銀	8,884	(5.0)	2,554	15.0
	合計	214,208	11.9	69,138	15.0

資料來源：公司資料；凱基

**圖 24: 1Q26 中信銀、北富銀以及台新銀財富管理手收年增率達 20% 以上，高於同業**

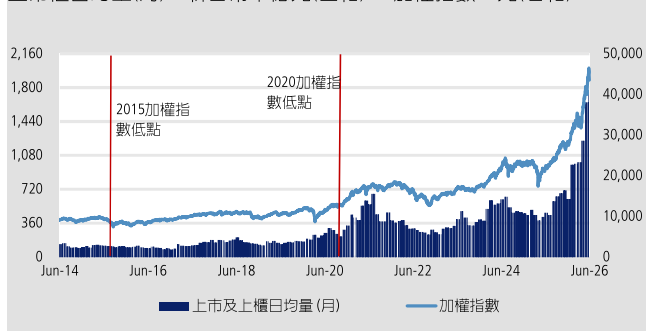
銀行財富管理手續費收入，百萬元

單位:百萬元 金控代號	銀行	2025	YoY (%)	1Q26	YoY (%)
2891 TT	中信銀	27,665	10.4	8,054	27.6
2881 TT	北富銀	18,462	12.3	7,656	29.6
2882 TT	國泰世華銀	20,483	28.1	7,549	12.1
2884 TT	玉山銀	15,443	14.4	4,032	14.4
2887 TT	台新銀	11,418	17.5	3,804	24.6
2880 TT	華南銀	10,831	36.3	3,701	19.2
2892 TT	第一銀	8,851	21.5	2,678	17.1
2890 TT	永豐銀	6,825	17.0	2,973	7.8
5880 TT	合庫銀	7,031	23.1	2,187	27.1
2885 TT	元大銀	6,454	19.0	2,580	38.1
2886 TT	兆豐銀	4,257	16.6	1,365	27.0
	合計	137,720	18.2	46,579	30.9

資料來源：公司資料；凱基

**圖 25: 今年以來台股指數一度達 46,000 點，今年以來日均量為年增 174% 至 1.2 兆元，2Q26 以來日均量達 1.48 兆元，年增 245%**

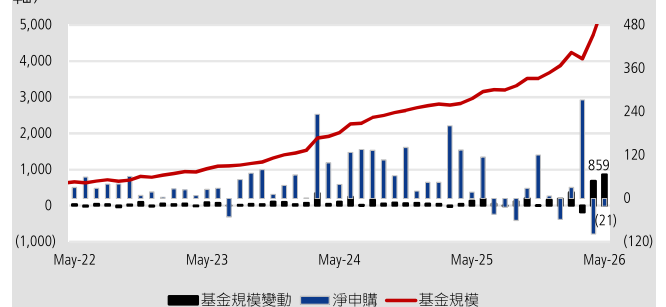
上市櫃日均量(月)，新台幣十億元(左軸)；加權指數，元(右軸)



資料來源：TEJ；凱基

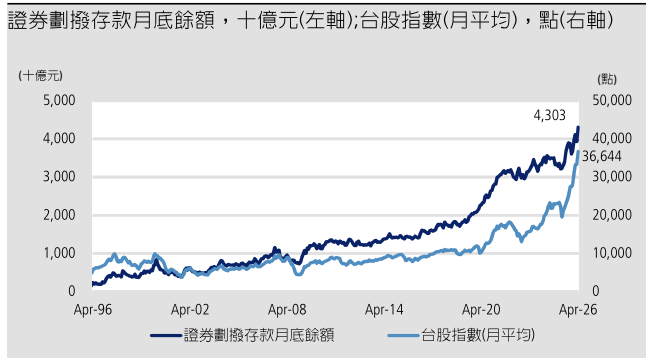
**圖 26: 2026/5 台股 ETF 基金規模創歷史新高，主要受惠於 AI 動能推升台股指數續創新高，以及 ETF 淨申購資金持續湧入**

台股 ETF 基金規模、基金規模變動，十億元(左軸)；淨申購，十億元(右軸)



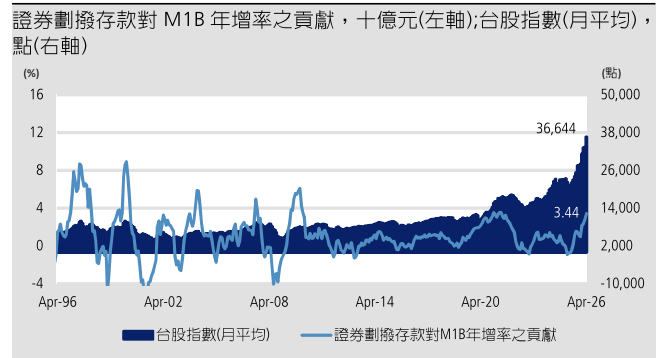
資料來源：證期局；投信投顧公會；凱基

圖 27: 今年以來台股指數持續創高，證券存款餘額亦同步上揚至歷史新高



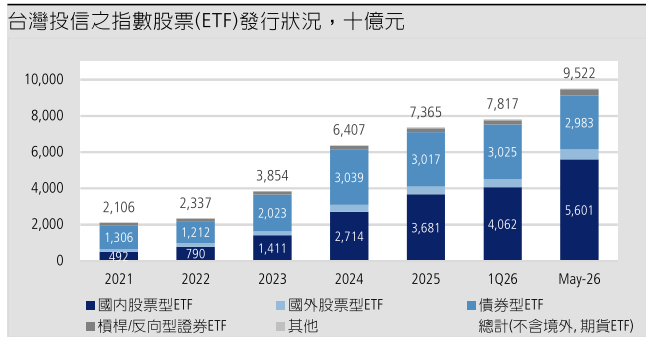
資料來源：央行；凱基

圖 28: 2026/4 證券劃撥存款對 M1B 貨幣供給年增貢獻 3.44%，為 2010 來新高



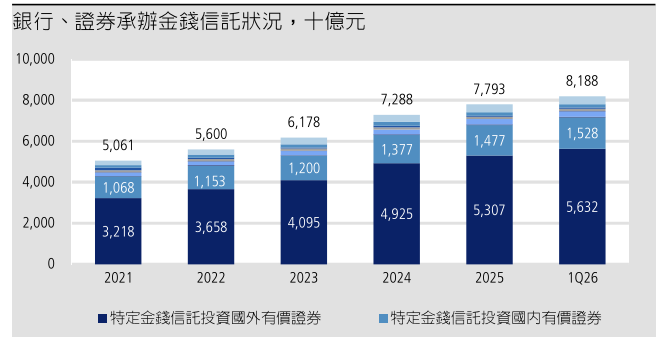
資料來源：央行；凱基

圖 29: 2026/5 台股指數創新高帶動國內股票型 ETF 規模持續增長



資料來源：投信投顧公會；凱基

圖 30: 金錢信託業務中(不含證、投信)，1Q26 投資國內、外有價證券呈現正成長



資料來源：信託公會；凱基

圖 31: 今年前 5 月證券經紀市占率排名元大證市占率上揚至 16.4%，主要來自台股外資法人市占率提升

證券	2025			1Q26			Jan-May 26		
	總成交金額 (十億元)	市佔率 (%)	排名	單季成交金額 (十億元)	市佔率 (%)	排名	累計成交金額 (十億元)	市佔率 (%)	排名
元大證	35,797	13.8	1	16,884	15.5	1	36,401	16.4	1
凱基證	28,926	11.2	2	11,866	10.9	2	24,913	11.2	2
富邦證	18,131	7.0	3	7,773	7.2	3	16,054	7.2	3
高盛亞洲證	11,741	4.5	8	5,878	5.4	4	11,299	5.1	4
永豐金證	12,733	4.9	6	5,455	5.0	5	11,230	5.1	5
國泰證	11,457	4.4	9	4,944	4.5	7	10,241	4.6	6
台灣摩根士丹利證	8,980	3.5	12	4,101	3.8	10	9,198	4.1	7
瑞銀證	12,244	4.7	7	4,440	4.1	9	8,611	3.9	8
摩根大通證	9,854	3.8	10	3,879	3.6	11	8,264	3.7	9
群益證	9,508	3.7	11	3,729	3.4	12	7,656	3.4	10
台新證+元富證	5,672	2.2	18	2,338	2.2	17	5,875	1.6	11
統一證	6,964	2.7	15	2,767	2.5	13	5,703	2.6	12
華南永昌證	6,794	2.6	16	2,701	2.5	15	5,490	2.5	13
美林證	7,224	2.8	14	2,715	2.5	14	5,388	2.4	14
兆豐證	6,042	2.3	17	2,344	2.2	16	4,816	2.2	15
總計	246,060			104,005			212,880		

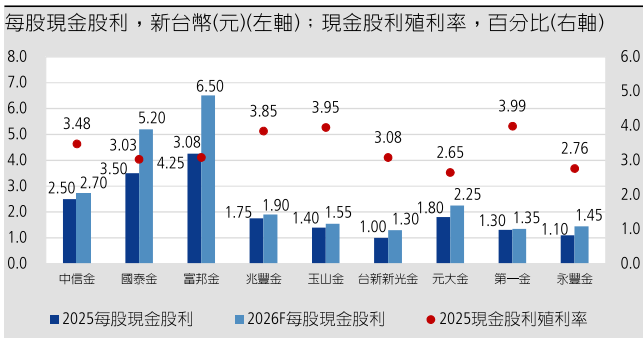
資料來源：TEJ；凱基

**圖 32: 13 家金控 2025 整體現金股利成長 17%，現金股利殖利率從 4/30 之 4.1% 降低至目前 3.3%，反映 1Q26 法說會樂觀展望及高股息 ETF 換股、科技部分資金流向金融分散投資，由於 2026F 壽險金控配息將以調整後獲利(稅後淨利+FVOCI 股票資本利得)為基礎，2026F 配息水準將優於 2025，但其他權益為每季須關注焦點**

單位: 百萬元	2025 期末未分配盈餘	4Q25 其他權益	1Q26 稅後淨利	1Q26 FVOCI 股票資本利得	1Q26 其他權益	1Q26 特別盈餘公積遞轉(提列)金額	1Q26 可分配盈餘	2026F 每股現金股利(元)	vs. 2025 每股現金股利(元)	2026F 現金股利成長率	Apr 26 雙重槓桿比率(%)	2025 現金股利殖利率	2026F 現金股利殖利率
金控代號	金控												
2881 TT	富邦金	369,195 (34,026)	33,270	32,794 (125,473)	(91,447)		337,206	6.50	4.25	53%	113.34	3.08%	4.71%
2891 TT	中信金	101,725 (31,461)	23,104	5,522 (40,817)	(9,355)		118,133	2.70	2.50	8%	117.70	3.48%	3.76%
2885 TT	元大金	83,269 16,644	14,409	831 10,448			96,985	2.25	1.80	25%	113.36	2.65%	3.31%
2886 TT	兆豐金	62,589 17,402	9,397	773 16,967			71,742	1.90	1.75	9%	116.09	3.85%	4.18%
2882 TT	國泰金	58,415 (74,667)	31,656	16,966 (327,473)	(252,807)		(150,632)	5.20	3.50	49%	117.65	3.03%	4.50%
2883 TT	凱基金	39,776 (16,004)	11,690	14,515 (80,549)	(64,545)		(1,185)	1.15	1.00	15%	114.52	3.25%	3.74%
2890 TT	永豐金	33,096 (6,184)	10,941	659 (7,885)	(1,701)		41,835	1.45	1.10	32%	118.53	2.76%	3.64%
2892 TT	第一金	31,905 33,215	8,244	1,112 30,775			40,325	1.35	1.30	4%	113.89	3.99%	4.14%
5880 TT	合庫金	31,148 6,287	5,812	3,730 1,253			39,735	0.88	0.80	10%	117.14	3.23%	3.56%
2880 TT	華南金	23,040 (42)	7,660	999 (1,526)	(1,484)		29,349	1.49	1.35	10%	118.42	3.52%	3.87%
2884 TT	玉山金	17,181 8,680	10,057	133 9,887			26,352	1.55	1.40	11%	106.14	3.95%	4.38%
2887 TT	台新新光金	9,501 23,225	21,060	14,086 37,676			41,132	1.30	1.00	30%	111.88	3.08%	4.01%
2889 TT	匯豐金	0 3,669	897	16 3,163	(506)		316	0.55	0.50	10%	112.18	3.28%	3.61%
	整體金控	860,840 (53,261)	188,197	92,135 (473,555)	(421,846)		690,977			20%		3.32%	3.95%

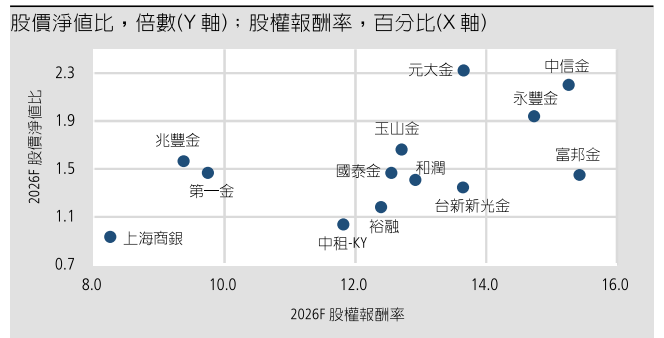
註: 未追蹤個股華南金、合庫金、國泰金之 2026F 現金股利以 10% 成長計算，凱基金以 15% 計算當參考，並非公司提供展望  
資料來源: TEJ; 公司資料; 凱基預估

**圖 33: 由於近期金融股股價回升，帶動主要金控 2025 現金股利殖利率下降至 3.32%，但凱基預期 2026F 現金股利配發上揚帶動現金股利殖利率仍超過 4%**



資料來源: 公司; TEJ; 凱基

**圖 34: 證券、壽險金控 2026F 股權報酬率高於銀行金控，反映股市熱絡為經紀手收及股票資本利得挹注動能**



資料來源: TEJ; 凱基

**圖 35: 金控及銀行股評價**

代號	投資評等	市值 (US\$ mn)	股價 (元)	股價淨值比 (倍)		本益比 (倍)		股權報酬率 (%)		稅後淨利 (NT\$ mn)		淨利成長率 (%)		每股盈餘 (元)		每股盈餘成長率 (%)		每股淨值 (元)		現金殖利率 (%)		每股現金股利 (元)		
				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
<b>銀行金控平均</b>																								
中信金	2891 TT	增加持股	44,973	71.90	2.20	1.86	16.4	15.4	15.3	13.1	86,283	92,085	7.0	6.7	4.38	4.68	7.0	6.7	32.65	38.60	3.76	3.89	2.70	2.80
永豐金	2890 TT	增加持股	18,335	39.80	1.94	1.71	14.2	14.9	14.7	12.2	40,703	38,642	53.2	(5.1)	2.81	2.67	53.2	(5.1)	20.51	23.31	4.15	4.02	1.65	1.60
玉山金	2884 TT	持有	18,201	35.40	1.66	1.49	14.7	14.2	12.7	11.1	39,434	40,775	14.8	3.4	2.42	2.50	13.7	3.4	21.31	23.81	4.38	4.52	1.55	1.60
第一金	2892 TT	持有	14,901	32.60	1.47	1.34	15.7	15.2	9.7	9.2	29,791	30,764	10.6	3.3	2.07	2.14	10.6	3.3	22.20	24.34	4.14	4.29	1.35	1.40
兆豐金	2886 TT	持有	21,455	45.50	1.57	1.43	17.5	17.0	9.4	8.8	38,588	39,678	10.1	2.8	2.60	2.67	10.1	2.8	29.07	31.74	4.18	4.29	1.90	1.95
<b>壽險金控平均</b>																								
元大金	2885 TT	持有	28,817	68.00	2.32	2.05	18.2	17.4	13.7	12.5	49,885	51,984	36.6	4.2	3.74	3.90	36.6	4.2	29.28	33.18	3.31	3.46	2.25	2.35
<b>證券金控</b>																								
上海商銀	5876 TT	增加持股	6,568	42.50	0.93	0.86	11.7	11.3	8.3	7.9	17,591	18,223	18.6	3.6	3.62	3.75	18.6	3.6	45.57	49.48	4.59	4.82	1.95	2.05
<b>台灣金融業平均</b>																								
裕融	9941 TT	持有	1,490	81.40	1.18	1.07	10.7	10.2	12.4	11.7	4,706	5,029	1.1	6.9	7.62	8.01	(0.8)	5.2	68.87	75.95	5.53	5.77	4.50	4.70
和潤	6592 TT	持有	1,294	65.30	1.41	1.24	12.4	11.3	12.9	13.1	3,705	4,051	9.7	9.3	5.25	5.80	11.2	10.6	46.35	52.85	4.90	5.05	3.20	3.30
中租-KY	5871 TT	增加持股	6,202	114.00	1.04	0.93	9.0	8.6	11.8	11.0	21,026	21,978	6.1	4.5	12.72	13.28	6.8	4.4	110.12	122.97	5.44	5.70	6.20	6.50
<b>台灣租賃業平均</b>																								
					1.21	1.08	10.7	10.0	12.4	11.9			5.7	5.5			5.7	6.7			5.29	5.51		

資料來源: Bloomberg; 凱基 (2026/06/18 收盤價)



# 生技產業

## 焦點內容

1. 國際轉型：藥華藥高毛利獲利全球爆發，保瑞與美時利空落地，台廠轉型成國際性藥物公司，掌握海外銷售通路、生產製造與營收

## 聚焦新領域

### 重要訊息

AI 資金排擠致生技估值偏低，2H26 迎雙重轉折點。一是「國際化轉骨年」成果兌現：藥華藥跨越獲利臨界點，美時與保瑞併購整頓後營運落地，高端、聯合、合一海外通路與取證突破；二是生物相似藥成熟與大分子藥物商業化量產，促成台康與永昕產能釋放，生物藥 CDMO 製造鏈成熟，迎來結構性價值重估。

### 評論及分析

**2026 是國際盃轉骨年**：台廠正跳脫「早期授權」窠臼，透過「跨國自營通路」與「戰略併購」在海外取得實質市占率，成為全球型的國際製藥公司。

- **藥華藥 (6446 TT, NT\$1,060, 增加持股)**：高毛利自營模式跨越臨界點，「研發、生產、銷售」一條龍。旗下新藥 Ropeg 於北美自營銷售，美國營收占比突破 75% 以上。1Q26 EPS 達 5.79 元，月營收穩站 > 20 億元。高達 90% 以上的超高毛利率，獲利呈非線性爆發。2H26 ET (原發性血小板增多症) 的全球取證進度與北美版圖整合，進一步掘注成長動能。
- **保瑞 (6472 TT, NT\$422.5, 增加持股)**：跨國併購消化期結束，大分子 CDMO 成型，1H26 因併購 USL 整頓與廠區折舊壓抑，2H26 迎來綜效轉折點。小分子向高門檻劑型推進，與 Top20 藥廠簽 10+2 年長約；大分子併入 MacroGenics 業務，產能擴至泰福 4 倍，結合馬里蘭針劑廠，在美落實一站式代工。在手訂單達 3.14 億美元，藥物銷售品牌藥占比提高，優化獲利結構。
- **美時 (1795 TT, NT\$193, 增加持股)**：跨越併購財務谷底，新品動能接力，併購美國 Alvogen 後規模倍增，但承接高利息使上半年淨利承壓。2H26 迎結構性復甦：4 月營收衝上 30.9 億元 (年增 20%)，累計前 5 月 YoY+ 67%。2H26 歐洲 Nintedanib 與美加 Enzalutamide 等非血癌新品，稀釋利息支出、帶動獲利回溫。

地緣滲透指標：高端、聯合、合一

- **合一 (4743 TT, NT\$48, 增加持股)**：ON101 在中國之臨床因療效顯著獲 DMC 建議提前終止，將加速 2H26 商業放量，美國全皮層醫材准入後，持續尋找醫材合作夥伴。
- **高端 (6547 TT, NT\$45.2, 增加持股)**：腸病毒疫苗取得越南准入，搶占東南亞自費藍海。
- **聯合 (4129 TT, NT\$90.9, 增加持股)**：憑高性價比深耕歐美，歐洲滲透率拉升，海外營收占比創新高，建立醫材防禦壁壘

### 生物藥 CDMO 戰略代工：台康、永昕之定位與地緣機遇

- **台康 (6589 TT, NT\$46.45, 增加持股)**。「生物相似藥」與「CDMO」雙軌。EG1206A 2H26 申請美國藥證，競爭者少，與 Sandoz 合作穩定，未來每年一個生物相似藥上市，竹北萬升級哺乳細胞產能開出，對接美日歐代工訂單。
- **永昕生醫 (4726 TT, NT\$25.2, 未評等)**。傳統生物藥已有南韓、日本客戶(南韓客戶為 SCD 藥廠開發的眼藥生物相似藥，日本客戶則是日本公司原來在美生產的生物相似藥轉廠至永昕)，與日本客戶合作緊密並設立合資公司。

### 投資建議

我們首推藥華藥，由於集研發、生產製造與美國銷售於一身，從台灣新創公司一路走到國際型藥廠，具指標意義，藥華藥以 2026-27 年平均 EPS 預估約 33 元，本益比 33 倍，目標價 1,090 元。

### 投資風險

因競爭者出現導致銷售不如預期或 AOP 仲裁再起波瀾。

## 附錄一：追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

## 追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值	目標價	股價	潛在空間	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		現金殖利率(%)	
			(US\$mn)	(元)	(元)	(%)	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
1216	統一	增加持股	13,395.9	86.0	74.50	15.4	3.45	3.74	4.31	19.9	17.3	3.0	2.9	4.0	4.0
1319	東陽	增加持股	1,856.8	135.0	99.20	36.1	6.43	7.64	8.18	13.0	12.1	2.0	1.9	5.5	6.0
1476	儒鴻	持有	2,839.2	419.0	327.00	28.1	20.10	24.64	27.90	13.3	11.7	2.9	2.7	5.4	6.1
1477	聚陽	增加持股	1,729.2	286.0	221.50	29.1	14.65	16.00	17.60	13.8	12.6	3.9	3.9	7.2	7.9
1503	士電	增加持股	3,981.5	220.0	241.50	(8.9)	6.27	8.91	#N/A	27.1	N.A.	3.6	#N/A	2.9	#N/A
1504	東元	持有	5,264.3	77.0	70.00	10.0	2.42	2.81	3.30	24.9	21.2	1.9	1.9	3.4	3.9
1513	中興電	增加持股	2,810.1	170.0	176.50	(3.7)	8.07	8.53	10.65	20.7	16.6	4.1	3.7	3.7	4.2
1519	華城	增加持股	8,326.9	1035.0	833.00	24.2	13.99	21.38	29.62	39.0	28.1	17.4	12.7	1.6	2.1
1560	中砂	增加持股	3,324.4	520.0	700.00	(25.7)	9.28	13.47	17.34	52.0	40.4	11.0	9.2	1.0	1.3
1563	巧新	增加持股	483.4	104.0	67.70	53.6	1.42	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
1590	亞德客-KY	增加持股	8,734.2	1845.0	1,380.00	33.7	42.00	55.42	61.49	24.9	22.4	4.9	4.5	2.6	2.9
1736	喬山	增加持股	1,147.3	195.0	119.50	63.2	9.06	12.97	14.69	9.2	8.1	2.3	2.0	5.4	5.9
1795	美時	增加持股	1,630.0	500.0	193.00	159.1	18.14	14.72	19.04	13.1	10.1	1.9	1.6	0.0	0.0
2002	中鋼	持有	9,510.6	20.3	19.10	6.3	(0.29)	0.02	0.41	906.8	46.4	1.0	1.0	0.8	1.6
2014	中鴻	持有	804.1	18.6	17.70	5.1	(1.29)	0.02	0.35	1117.4	50.5	2.1	2.0	0.0	0.0
2049	上銀	增加持股	3,750.6	478.0	335.00	42.7	4.31	8.75	12.53	38.3	26.7	3.0	2.9	1.2	1.7
2059	川湖	增加持股	20,703.0	8850.0	6,865.00	28.9	103.23	206.36	295.01	33.3	23.3	17.1	12.4	1.5	2.2
2301	光寶科	增加持股	15,428.5	230.0	210.50	9.3	6.64	8.55	12.37	24.6	17.0	4.9	4.7	3.1	4.3
2303	聯電	持有	57,909.8	84.0	145.50	(42.3)	3.34	5.36	5.63	27.1	25.8	4.5	4.1	2.0	2.0
2308	台達電	增加持股	176,731.6	2940.0	2,150.00	36.7	23.14	44.71	73.51	48.1	29.2	15.3	11.2	1.0	1.7
2313	華通	受法規限制未評等	9,787.2	-	259.50	-	5.51	8.04	12.88	32.3	20.1	5.6	4.8	1.5	2.5
2317	鴻海	增加持股	119,199.1	315.0	268.50	17.3	13.61	17.94	21.46	15.0	12.5	2.0	1.8	3.6	4.3
2330	台積電	增加持股	1,977,753.5	2600.0	2,410.00	7.9	66.26	102.74	131.02	23.5	18.4	8.4	6.2	1.0	1.2
2337	旺宏	增加持股	10,598.8	300.0	169.00	77.5	(1.77)	30.02	101.70	5.6	1.7	3.0	1.1	5.3	18.1
2344	華邦電	增加持股	31,115.5	200.0	218.50	(8.5)	0.88	25.54	52.40	8.6	4.2	4.7	2.4	3.5	7.2
2345	智邦	增加持股	43,238.0	1850.0	2,435.00	(24.0)	47.13	61.74	#N/A	39.4	N.A.	19.4	#N/A	1.4	#N/A
2348	海悅	增加持股	369.2	100.0	76.80	30.2	6.85	12.50	18.70	6.1	4.1	1.3	1.2	10.8	12.6
2356	英業達	持有	7,685.8	55.0	67.70	(18.8)	2.42	3.24	4.05	20.9	16.7	3.1	3.0	3.8	4.8
2357	華碩	增加持股	18,545.5	835.0	789.00	5.8	59.99	53.65	57.64	14.7	13.7	2.1	2.0	5.4	5.8
2368	金像電	增加持股	22,344.0	1550.0	1,355.00	14.4	19.48	35.31	55.21	38.4	24.5	15.7	11.1	1.4	2.2
2376	技嘉	增加持股	7,292.5	495.0	344.00	43.9	18.20	32.00	34.00	10.7	10.1	3.5	3.1	6.1	6.5
2377	微星	持有	3,702.9	120.0	138.50	(13.4)	6.80	10.00	10.50	13.9	13.2	2.0	1.9	4.5	4.7
2379	瑞昱	持有	13,360.9	610.0	819.00	(25.5)	28.77	32.10	35.86	25.5	22.8	7.5	7.0	3.4	3.8
2382	廣達	增加持股	45,960.4	430.0	376.00	14.4	19.45	23.13	27.43	16.3	13.7	5.6	5.1	4.9	5.8
2383	台光電	增加持股	63,499.9	6860.0	5,600.00	22.5	41.67	92.16	171.51	60.8	32.7	30.0	18.5	1.0	1.8
2385	群光	持有	2,762.4	133.0	114.00	16.7	9.05	9.07	11.46	12.6	9.9	1.8	1.8	6.3	8.0
2395	研華	增加持股	13,573.4	545.0	494.00	10.3	12.25	17.81	24.11	27.7	20.5	8.1	7.1	3.2	4.3
2408	南亞科	增加持股	50,169.9	520.0	459.50	13.2	2.13	58.41	90.06	7.9	5.1	3.9	2.2	2.5	3.9
2409	友達	持有	6,723.1	15.0	28.15	(46.7)	0.90	0.36	0.70	77.9	40.4	1.4	1.4	0.7	1.2
2412	中華電	持有	35,350.4	129.0	144.00	(10.4)	4.99	5.18	5.44	27.8	26.5	2.9	2.9	3.7	3.9
2421	建準	增加持股	1,316.7	182.0	145.00	25.5	7.94	11.21	13.10	12.9	11.1	4.1	3.7	5.5	6.4
2449	京元電子	增加持股	11,937.2	380.0	308.50	23.2	9.01	9.23	14.37	33.4	21.5	6.8	5.7	1.8	2.8
2454	聯發科	增加持股	222,819.7	6150.0	4,390.00	40.1	66.16	67.98	111.95	64.6	39.2	16.7	14.7	1.5	1.6
2455	全新	增加持股	2,457.0	160.0	416.00	(61.5)	2.97	5.15	#N/A	80.8	N.A.	20.3	#N/A	1.1	#N/A
2467	志聖	增加持股	3,078.0	580.0	599.00	(3.2)	5.50	13.69	19.22	43.8	31.2	11.9	9.7	1.2	1.5
2474	可成	持有	3,452.9	197.0	202.50	(2.7)	11.33	10.60	11.57	19.1	17.5	0.8	0.7	4.7	5.1
2542	興富發	持有	3,077.4	40.0	44.75	(10.6)	2.10	6.90	6.33	6.5	7.1	1.8	1.7	13.1	12.0
2603	長榮	持有	13,223.2	246.0	193.00	27.5	31.68	25.21	27.79	7.7	6.9	0.7	0.7	6.7	7.3
2606	裕民	持有	1,644.7	73.0	61.50	18.7	4.31	6.59	5.41	9.3	11.4	1.3	1.2	6.5	5.4
2609	陽明	增加持股	5,669.1	69.0	51.30	34.5	4.90	6.77	3.96	7.6	12.9	0.5	0.5	5.3	3.1
2610	華航	持有	4,278.2	21.0	22.00	(4.5)	2.42	1.49	#N/A	14.8	N.A.	1.2	#N/A	2.4	#N/A
2612	中航	增加持股	335.6	75.0	53.70	39.7	5.46	5.47	#N/A	9.8	N.A.	0.7	#N/A	5.0	#N/A
2615	萬海	增加持股	7,139.7	97.0	80.40	20.6	11.21	11.58	9.58	6.9	8.4	0.8	0.7	3.6	3.0
2618	長榮航	增加持股	7,271.8	48.0	42.55	12.8	4.84	4.48	5.42	9.5	7.8	1.5	1.4	4.7	5.7
2634	漢翔	持有	1,406.8	48.0	47.20	1.7	0.78	1.91	2.94	24.8	16.0	2.3	2.2	2.4	3.7
2637	慧洋-KY	持有	1,828.2	85.0	77.40	9.8	5.27	9.26	7.80	8.4	9.9	1.1	1.1	7.2	7.1
2645	長榮航太	增加持股	2,015.1	200.0	170.00	17.6	5.46	9.17	10.00	18.5	17.0	4.6	4.5	4.9	5.3
2707	晶華	增加持股	721.7	274.0	179.00	53.1	11.42	13.07	#N/A	13.7	N.A.	4.3	#N/A	6.2	#N/A
2723	美食-KY	增加持股	381.1	84.0	66.90	25.6	(2.47)	5.09	6.12	13.1	10.9	1.2	1.1	4.9	5.9
2727	王品	增加持股	647.0	275.0	246.50	11.6	16.02	17.32	19.35	14.2	12.7	4.2	4.0	6.0	6.7
2739	寒舍	增加持股	103.7	84.0	35.80	134.6	2.36	5.52	#N/A	6.5	N.A.	1.4	#N/A	6.2	#N/A
2748	雲品	增加持股	135.2	70.0	40.40	73.3	2.17	4.32	#N/A	9.4	N.A.	1.3	#N/A	7.5	#N/A
2753	八方雲集	增加持股	394.4	234.0	187.00	25.1	12.84	14.06	15.20	13.3	12.3	3.0	2.7	4.4	4.7
2762	世界健身-KY	增加持股	303.7	110.0	85.30	29.0	3.75	5.49	7.24	15.5	11.8	3.8	4.7	7.2	7.3
2881	富邦金	增加持股	61,171.4	147.0	138.00	6.5	8.37	12.22	11.32	11.3	12.2	1.5	1.3	4.7	4.7
2882	國泰金	增加持股	53,616.9	125.0	115.50	8.2	7.06	8.52	8.21	13.6	14.1	1.5	1.3	4.5	4.5
2884	玉山金	持有	18,139.1	36.0	35.40	1.7	2.12	2.42	2.50	14.7	14.2	1.7	1.5	4.4	4.5
2885	元大金	持有	28,687.3	52.0	68.00	(23.5)	2.74	3.74	3.90	18.2	17.4	2.3	2.0	3.3	3.5
2886	兆豐金	持有	21,358.2	43.0	45.50	(5.5)	2.36	2.60	2.67	17.5	17.0	1.6	1.4	4.2	4.3
2887	台新新光金	增加持股	25,535.3	32.0	32.45	(1.4)	1.91	2.81	2.88	11.5	11.3	1.3	1.2	4.0	4.2

資料來源：凱基

## 追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值 (US\$mn)	目標價 (元)	股價 (元)	潛在空間 (%)	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		現金殖利率(%)	
							2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
2890	永豐金	增加持股	18,253.0	42.0	39.80	5.5	1.97	2.81	2.67	14.2	14.9	1.9	1.7	4.1	4.0
2891	中信金	增加持股	44,771.2	63.0	71.90	(12.4)	4.08	4.38	4.68	16.4	15.4	2.2	1.9	3.8	3.9
2892	第一金	持有	14,834.5	32.0	32.60	(1.8)	1.87	2.07	2.14	15.7	15.2	1.5	1.3	4.1	4.3
2912	統一超	增加持股	7,353.0	275.0	223.50	23.0	10.78	11.76	13.27	19.0	16.8	5.1	4.7	4.0	4.0
3008	大立光	增加持股	21,503.1	3250.0	5,195.00	(37.4)	159.41	180.43	#N/A	28.8	N.A.	3.2	#N/A	1.7	#N/A
3017	奇鋐	增加持股	29,813.4	3450.0	2,400.00	43.8	49.17	94.49	132.70	25.4	18.1	14.5	10.0	1.7	2.3
3023	信邦	增加持股	2,488.1	396.0	327.50	20.9	13.02	14.85	17.99	22.1	18.2	4.4	4.0	3.2	3.8
3026	禾伸堂	增加持股	4,735.2	650.0	902.00	(27.9)	6.58	12.52	26.15	72.0	34.5	14.5	11.7	1.2	2.2
3034	聯詠	持有	9,936.5	370.0	516.00	(28.3)	26.87	24.36	25.35	21.2	20.4	4.6	4.4	4.0	4.1
3035	智原	持有	1,723.3	200.0	209.00	(4.3)	2.81	3.88	6.66	53.9	31.4	4.0	3.7	1.4	2.4
3036	文華	增加持股	8,942.1	285.0	222.50	28.1	11.61	23.86	28.14	9.3	7.9	1.9	1.5	5.4	6.3
3037	欣興	增加持股	48,713.1	1000.0	968.00	3.3	4.38	14.31	27.77	67.7	34.9	12.2	9.5	0.7	1.3
3044	健鼎	增加持股	9,530.8	580.0	573.00	1.2	19.45	26.96	32.13	21.3	17.8	4.8	4.3	3.0	3.5
3045	台灣大	持有	14,021.8	112.0	119.00	(5.9)	4.77	4.89	#N/A	24.3	N.A.	5.2	#N/A	4.1	#N/A
3081	聯亞	增加持股	7,143.7	1080.0	2,440.00	(55.7)	4.66	13.12	21.43	186.0	113.8	63.3	60.3	0.5	0.8
3105	穩懋	持有	7,083.6	90.0	528.00	(83.0)	4.00	2.12	#N/A	248.5	N.A.	6.5	#N/A	0.2	#N/A
3131	弘塑	增加持股	3,312.6	2090.0	3,520.00	(40.6)	45.48	59.64	#N/A	59.0	N.A.	17.0	#N/A	1.3	#N/A
3189	景碩	增加持股	12,072.4	650.0	724.00	(10.2)	3.51	9.16	18.04	79.0	40.1	9.1	7.8	0.6	1.2
3231	緯創	增加持股	16,254.3	225.0	161.50	39.3	9.04	13.96	18.29	11.6	8.8	2.5	2.1	5.1	6.7
3293	鈞象	增加持股	7,071.8	950.0	793.00	19.8	38.51	47.32	54.44	16.8	14.6	11.2	10.1	5.5	5.8
3324	雙鴻	增加持股	3,151.6	1450.0	1,070.00	35.5	28.26	59.27	81.87	18.1	13.1	7.0	5.3	2.4	3.3
3376	新日興	增加持股	1,270.0	272.0	205.00	32.7	1.63	6.42	13.58	31.9	15.1	2.3	2.2	2.5	5.3
3380	明泰	持有	599.1	34.0	34.95	(2.7)	(0.36)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
3443	創意	增加持股	20,610.7	5245.0	4,860.00	7.9	28.13	48.02	116.55	101.2	41.7	39.1	23.5	0.7	1.7
3450	聯鈞	增加持股	2,604.7	360.0	565.00	(36.3)	5.01	11.97	#N/A	47.2	N.A.	15.4	#N/A	1.4	#N/A
3481	群創	持有	16,281.8	12.5	64.40	(80.6)	0.03	0.27	#N/A	238.9	N.A.	2.3	#N/A	0.0	#N/A
3491	昇達科	增加持股	3,396.7	1100.0	1,560.00	(29.5)	7.83	19.23	24.83	81.1	62.8	29.0	22.8	1.1	1.3
3515	華擎	增加持股	963.7	325.0	246.50	31.8	15.28	20.45	26.00	12.1	9.5	2.3	2.1	5.0	6.3
3526	凡甲	增加持股	686.5	415.0	327.00	26.9	16.97	23.03	30.35	14.2	10.8	5.1	5.1	7.0	9.2
3533	嘉澤	增加持股	8,155.2	3100.0	2,290.00	35.4	70.17	95.08	129.17	24.1	17.7	5.9	5.1	2.1	2.8
3583	辛耘	增加持股	2,260.4	480.0	889.00	(46.0)	13.82	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
3592	瑞鼎	持有	660.1	300.0	275.00	9.1	18.24	21.89	#N/A	12.6	N.A.	2.0	#N/A	6.4	#N/A
3596	智易	增加持股	1,335.4	220.0	191.50	14.9	12.60	14.65	#N/A	13.1	N.A.	2.4	#N/A	5.3	#N/A
3605	宏致	受法規限制未評等	446.2	-	80.50	-	4.35	5.47	#N/A	14.7	N.A.	1.6	#N/A	2.0	#N/A
3653	健策	增加持股	18,411.3	4840.0	3,965.00	22.1	36.75	53.96	112.49	73.5	35.2	22.4	17.9	0.8	1.7
3661	世芯-KY	增加持股	11,379.2	6185.0	4,380.00	41.2	69.18	128.95	171.78	34.0	25.5	7.3	6.2	1.5	2.0
3665	質聯-KY	增加持股	12,964.1	2600.0	2,100.00	23.8	46.57	66.09	106.99	31.8	19.6	7.5	5.8	1.0	1.7
3702	大聯大	增加持股	6,001.6	87.0	112.00	(22.3)	5.77	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
3704	合勤控	增加持股	634.3	43.0	48.25	(10.9)	1.56	2.81	#N/A	17.2	N.A.	1.6	#N/A	1.7	#N/A
3711	日月光投控	增加持股	86,723.4	588.0	613.00	(4.1)	9.37	17.00	25.34	36.1	24.2	6.9	6.0	0.9	1.9
4129	聯合	增加持股	277.4	132.0	90.90	45.2	5.83	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
4147	中裕	增加持股	494.5	192.0	57.20	235.7	(0.61)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
4169	泰宗	增加持股	353.2	194.0	168.00	15.5	0.32	0.90	1.77	186.6	94.9	9.0	8.2	0.6	1.2
4438	廣越	增加持股	219.3	94.0	61.10	53.8	3.04	9.41	11.92	6.5	5.1	0.8	0.7	12.3	15.5
4572	駐龍	持有	182.9	140.0	144.50	(3.1)	3.00	4.37	#N/A	33.1	N.A.	2.6	#N/A	2.5	#N/A
4743	合一	增加持股	729.7	308.0	48.00	541.7	(2.18)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
4749	新應材	增加持股	2,970.9	1260.0	991.00	27.1	11.33	16.62	25.20	59.6	39.3	7.1	5.5	1.5	2.3
4755	三福化	增加持股	463.7	217.0	145.50	49.1	3.70	7.24	9.90	20.1	14.7	2.6	2.4	2.8	3.8
4771	望準	增加持股	355.9	242.0	191.50	26.4	12.71	16.26	18.27	11.8	10.5	2.5	2.3	4.7	5.3
4772	台特化	增加持股	1,313.3	420.0	281.00	49.5	4.20	7.02	9.93	40.0	28.3	9.3	7.4	1.8	2.5
4904	遠傳	持有	12,387.2	91.0	108.50	(16.1)	3.81	3.96	#N/A	27.4	N.A.	4.3	#N/A	3.7	#N/A
4906	正文	增加持股	626.3	27.0	43.80	(38.4)	(0.25)	1.80	#N/A	24.3	N.A.	1.5	#N/A	3.4	#N/A
4915	致伸	持有	1,133.4	78.0	75.90	2.8	5.71	5.39	6.56	14.1	11.6	1.7	1.7	5.7	6.9
4938	和碩	增加持股	7,036.1	95.0	82.90	14.6	5.39	5.95	6.72	13.9	12.3	1.0	1.0	4.6	5.3
4958	臻鼎-KY	增加持股	21,930.0	695.0	642.00	8.3	6.91	16.92	26.71	38.0	24.0	4.9	4.4	1.3	2.1
4966	譜瑞-KY	持有	1,731.6	580.0	693.00	(16.3)	34.51	34.96	37.58	19.8	18.4	2.5	2.2	2.5	2.4
4968	立積	增加持股	331.2	160.0	113.50	41.0	2.66	4.58	#N/A	24.8	N.A.	3.4	#N/A	2.4	#N/A
4977	衆達-KY	持有	471.7	132.0	184.50	(28.5)	4.48	4.41	#N/A	41.8	N.A.	3.8	#N/A	2.2	#N/A
4979	華星光	增加持股	2,559.7	250.0	567.00	(55.9)	5.43	9.94	#N/A	57.0	N.A.	15.0	#N/A	0.7	#N/A
5263	智威	持有	237.5	113.0	101.50	11.3	(2.87)	3.76	#N/A	27.0	N.A.	1.8	#N/A	3.0	#N/A
5274	信驊	增加持股	22,681.6	21130.0	18,960.00	11.4	103.92	191.62	334.60	98.9	56.7	81.8	45.1	0.8	1.3
5289	宜鼎	受法規限制未評等	5,883.9	-	1,930.00	-	21.72	52.38	#N/A	36.8	N.A.	14.2	#N/A	1.4	#N/A
5347	世界	持有	10,379.3	157.0	174.50	(10.0)	4.30	5.78	6.56	30.2	26.6	4.2	3.9	2.6	2.6
5388	中磊	增加持股	810.9	107.0	84.20	27.1	4.04	7.12	#N/A	11.8	N.A.	1.4	#N/A	3.0	#N/A
5607	遠雄港	增加持股	607.4	64.0	51.80	23.6	2.77	4.21	4.94	12.3	10.5	1.6	1.5	4.5	5.2
5871	中租-KY	增加持股	6,174.1	130.0	114.00	14.0	11.24	12.72	13.28	9.0	8.6	1.0	0.9	5.4	5.7
5876	上海商銀	增加持股	6,538.5	48.0	42.50	12.9	3.06	3.62	3.75	11.7	11.3	0.9	0.9	4.6	4.8
5904	寶雅	持有	2,105.3	505.0	625.00	(19.2)	29.54	33.64	37.36	18.6	16.7	8.0	7.5	4.6	5.2
6121	新普	增加持股	2,443.8	450.0	417.50	7.8	30.61	34.30	34.93	12.2	12.0	1.9	1.8	5.8	5.9
6147	頌邦	增加持股	5,937.9	280.0	252.00	11.1	3.74	5.30	7.45	47.6	33.8	3.5	3.3	1.6	2.2

資料來源：凱基

## 追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值	目標價	股價	潛在空間	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		現金殖利率(%)	
			(US\$mn)	(元)	(元)	(%)	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
6177	達麗	增加持股	752.6	60.0	50.40	19.0	3.84	8.15	9.49	6.2	5.3	2.0	1.8	11.3	13.2
6187	萬潤	增加持股	3,840.3	540.0	1,235.00	(56.3)	15.46	37.33	#N/A	33.1	N.A.	9.8	#N/A	2.0	#N/A
6206	飛捷	增加持股	595.3	154.0	131.50	17.1	6.90	10.50	11.46	12.5	11.5	3.1	2.8	6.4	7.0
6213	聯茂	增加持股	3,221.4	345.0	280.00	23.2	4.16	7.26	11.52	38.6	24.3	4.7	4.2	1.7	2.7
6223	旺矽	增加持股	19,890.8	8000.0	6,415.00	24.7	33.49	65.35	111.48	98.2	57.5	37.5	30.9	0.6	1.0
6274	台耀	增加持股	17,195.0	1650.0	1,835.00	(10.1)	12.13	30.91	51.35	59.4	35.7	22.6	16.0	1.0	1.7
6279	胡連	增加持股	453.8	180.0	120.50	49.4	10.74	14.99	#N/A	8.0	N.A.	1.4	#N/A	7.1	#N/A
6285	啓碁	增加持股	4,193.8	180.0	274.00	(34.3)	6.41	8.97	#N/A	30.5	N.A.	3.8	#N/A	2.1	#N/A
6415	矽力*-KY	增加持股	7,735.9	600.0	629.00	(4.6)	6.40	10.81	19.79	58.2	31.8	1.5	1.2	0.7	1.3
6423	億而得-創	增加持股	81.2	110.0	82.70	33.0	0.58	1.83	2.55	45.1	32.4	5.3	4.5	2.0	2.8
6446	藥華藥	增加持股	12,800.5	1090.0	1,060.00	2.8	13.64	22.32	43.78	47.5	24.2	9.6	6.9	0.3	0.6
6472	保瑞	增加持股	1,711.8	633.0	422.50	49.8	23.90	20.55	#N/A	20.6	N.A.	3.1	#N/A	2.1	#N/A
6499	益安	增加持股	226.1	200.0	73.70	171.4	(7.24)	(7.33)	2.95	N.M.	25.0	2.9	1.6	0.0	0.0
6510	精測	增加持股	3,761.8	4750.0	3,610.00	31.6	30.41	69.26	118.70	52.1	30.4	11.9	8.6	1.0	1.6
6515	穎威	增加持股	10,883.1	13000.0	9,450.00	37.6	46.93	91.71	169.35	103.0	55.8	42.5	31.3	0.7	1.3
6526	達發	增加持股	3,689.4	690.0	696.00	(0.9)	17.32	20.60	25.32	33.8	27.5	5.7	5.3	1.3	1.6
6533	晶心科	增加持股	323.0	375.0	201.50	86.1	(8.20)	4.49	#N/A	44.9	N.A.	2.0	#N/A	0.9	#N/A
6535	順藥	增加持股	547.1	228.0	103.00	121.4	(2.05)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6546	正基	受法規限制未評等	158.7	-	75.00	-	2.73	5.00	9.90	15.0	7.6	2.4	2.3	6.7	12.0
6547	高麗疫苗	增加持股	470.2	102.0	45.20	125.7	(0.86)	0.38	1.46	120.4	31.0	4.1	3.6	0.0	0.0
6561	是方	增加持股	833.9	522.0	338.00	54.4	15.75	17.39	#N/A	19.4	N.A.	6.4	#N/A	4.6	#N/A
6576	逸達	增加持股	390.9	153.0	78.40	95.2	(5.70)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6584	南俊國際	受法規限制未評等	1,406.0	-	625.00	-	5.59	17.40	26.65	35.9	23.5	11.6	9.3	1.4	2.1
6589	台康生技	增加持股	453.0	138.0	46.45	197.1	(2.51)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6592	和潤企業	持有	1,287.7	67.0	65.30	2.6	4.72	5.25	5.80	12.4	11.3	1.4	1.2	4.9	5.1
6643	M31	持有	658.0	440.0	494.00	(10.9)	1.69	11.50	#N/A	43.0	N.A.	9.1	#N/A	1.8	#N/A
6669	緯穎	增加持股	30,182.9	6475.0	5,130.00	26.2	275.06	325.58	436.17	15.8	11.8	6.3	5.1	3.5	4.7
6679	鈺太	增加持股	496.7	400.0	285.50	40.1	6.81	12.22	14.40	23.4	19.8	2.8	2.7	3.4	4.0
6689	伊雲谷	持有	144.2	73.0	67.00	9.0	2.31	3.65	#N/A	18.4	N.A.	1.5	#N/A	4.4	#N/A
6719	力智	持有	869.6	190.0	260.50	(27.1)	6.58	7.69	#N/A	33.9	N.A.	1.9	#N/A	2.0	#N/A
6741	91APP*-KY	增加持股	236.6	126.0	62.00	103.2	4.40	5.43	#N/A	11.4	N.A.	0.9	#N/A	3.5	#N/A
6781	AES-KY	增加持股	3,189.7	1450.0	1,180.00	22.9	38.20	49.20	66.78	24.0	17.7	5.3	4.6	2.1	2.8
6782	視顯	增加持股	387.8	260.0	194.50	33.7	14.08	16.76	18.85	11.6	10.3	2.5	2.3	5.1	5.8
6799	來頤	持有	138.0	100.0	99.90	0.1	3.70	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6805	富世達	增加持股	3,807.3	2800.0	1,755.00	59.5	31.00	66.17	93.30	26.5	18.8	12.4	9.1	1.7	2.4
6811	宏碁資訊	增加持股	301.7	314.0	230.00	36.5	14.36	16.79	#N/A	13.7	N.A.	3.8	#N/A	5.1	#N/A
6841	長佳智能	增加持股	182.9	108.0	60.70	77.9	0.89	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6863	永道-KY	增加持股	229.2	135.0	96.70	39.6	3.00	5.57	9.23	17.4	10.5	1.2	1.1	2.9	4.8
6869	雲豹能源	受法規限制未評等	337.2	-	77.30	-	(4.20)	14.55	#N/A	5.3	N.A.	1.4	#N/A	11.0	#N/A
6873	泓德能源	增加持股	355.7	292.0	78.80	270.6	3.59	18.90	#N/A	4.2	N.A.	0.8	#N/A	12.1	#N/A
6887	寶綠特-KY	增加持股	80.3	117.0	34.20	242.1	4.58	10.26	#N/A	3.3	N.A.	0.9	#N/A	18.0	#N/A
6962	奕力-KY	增加持股	606.1	66.0	38.90	69.7	2.87	5.51	#N/A	7.1	N.A.	0.8	#N/A	6.1	#N/A
6965	中樛-KY	持有	405.7	71.5	82.00	(12.8)	3.50	2.28	5.66	35.9	14.5	1.1	1.1	4.9	6.1
7769	鴻動	增加持股	39,715.6	8800.0	6,975.00	26.2	75.71	122.62	221.68	56.9	31.5	18.3	13.5	1.2	2.2
7799	禾榮科	增加持股	1,812.8	1100.0	362.00	203.9	(3.31)	(0.89)	#N/A	N.M.	N.A.	46.4	#N/A	0.0	#N/A
7822	倍利科	增加持股	1,679.7	2100.0	1,165.00	80.3	14.04	25.05	42.15	46.5	27.6	7.3	6.2	1.1	1.8
7828	創新服務	增加持股	2,562.9	3000.0	2,000.00	50.0	6.33	17.88	39.61	111.9	50.5	49.5	29.3	0.3	0.6
8044	網家	持有	201.9	32.0	31.15	2.7	(4.62)	(1.76)	#N/A	N.M.	N.A.	1.0	#N/A	0.0	#N/A
8046	南電	增加持股	17,871.8	600.0	874.00	(31.4)	3.01	14.06	25.94	62.2	33.7	10.4	8.7	1.0	1.8
8069	元太	增加持股	7,451.3	255.0	204.00	25.0	9.14	11.76	13.71	17.3	14.9	3.1	2.8	3.7	4.4
8081	致新	持有	869.9	245.0	319.00	(23.2)	17.76	19.00	#N/A	16.8	N.A.	3.3	#N/A	5.3	#N/A
8086	宏捷科	增加持股	1,032.3	125.0	166.00	(24.7)	3.36	3.79	#N/A	43.8	N.A.	3.8	#N/A	1.1	#N/A
8114	振樺電	增加持股	513.1	301.0	212.00	42.0	18.50	15.03	#N/A	14.1	N.A.	2.8	#N/A	4.6	#N/A
8210	勤誠	增加持股	5,413.3	1905.0	1,365.00	39.6	29.06	49.65	68.00	27.5	20.1	12.2	9.4	1.8	2.5
8299	群聯	增加持股	17,700.9	2750.0	2,530.00	8.7	41.98	324.55	133.84	7.8	18.9	4.2	3.4	6.4	2.6
8454	富邦煤	持有	2,859.4	243.0	341.00	(28.7)	11.29	11.03	#N/A	30.9	N.A.	8.1	#N/A	2.9	#N/A
8464	億豐	增加持股	3,319.7	481.0	358.00	34.4	22.53	25.31	27.58	14.1	13.0	3.2	3.0	4.6	5.0
8478	東哥遊艇	增加持股	449.1	442.0	151.00	192.7	13.25	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
8936	國統	增加持股	456.1	67.8	58.10	16.7	4.08	4.52	5.24	12.8	11.1	2.0	1.9	5.7	6.6
8996	高力	增加持股	4,704.5	2270.0	1,590.00	42.8	9.07	23.08	42.75	68.9	37.2	25.6	17.0	0.7	1.3
9904	寶成	持有	2,438.5	29.1	26.15	11.3	4.10	3.41	3.74	7.7	7.0	0.5	0.5	0.0	0.0
9910	豐泰	持有	2,268.7	91.1	72.60	25.5	5.10	5.21	5.51	13.9	13.2	2.8	2.8	5.8	6.3
9914	美利達	增加持股	682.2	88.0	72.10	22.1	4.01	4.90	7.65	14.7	9.4	1.1	1.0	4.7	5.9
9921	巨大	增加持股	919.4	88.0	74.10	18.8	1.84	3.54	6.17	20.9	12.0	0.8	0.8	2.9	5.0
9933	中鼎	持有	1,274.7	35.6	42.65	(16.5)	1.91	3.56	#N/A	12.0	N.A.	1.6	#N/A	4.2	#N/A
9935	慶豐富	受法規限制未評等	108.6	-	19.30	-	1.64	2.19	#N/A	8.8	N.A.	1.1	#N/A	8.5	#N/A
9938	百和	持有	414.9	48.2	44.00	9.5	4.10	3.17	3.72	13.9	11.8	1.0	0.9	5.2	6.1
9939	宏全	持有	1,254.3	141.0	134.00	5.2	9.10	9.84	#N/A	13.6	N.A.	1.8	#N/A	4.6	#N/A
9941	裕融	持有	1,482.8	82.0	81.40	0.7	7.68	7.62	8.01	10.7	10.2	1.2	1.1	5.5	5.8

資料來源：凱基

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他何州、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](http://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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有倉。