

## 台股投資策略

### 戰事波動成進場契機，AI 動能驅動多頭再啟

#### 焦點內容

1. 戰事利空已大幅反映，拋售潮應已接近尾聲。
2. 油價破百並維持數月才是警戒線，通膨重燃風險仍可控。
3. AI 強勁動能驅動盈餘持續上修，支撐台股維持多頭格局。

#### 重要訊息

美伊衝突引發短線波動，惟歷史經驗顯示地緣政治利空多於幾周內修復；AI 訂單延續強勢、基本面穩健，建議趁本輪戰事回檔逢低布局。

#### 評論及分析

戰事利空已大幅反映，拋售潮應已接近尾聲。美國與以色列於 2 月 28 日突然對伊朗發動聯合軍事打擊，伊朗旋即展開報復，並針對美軍在中東多處據點展開攻勢，導致區域緊張情勢急遽升溫，多國亦被迫捲入，再度點燃新一輪中東地緣政治風暴。儘管本次戰事因伊朗強烈抵抗而陷入膠著，市場亦在事件爆發後出現恐慌性拋售，但從歷史規律來看，我們認為本波最大幅度的賣壓已然過去。回顧 1940 年以來重大國際戰爭與恐攻事件，凡未演變為全球性戰爭或直接波及美國本土者，市場通常於事件爆發後一週內出現低點，並在三週左右便可收復失土。即便在近年中東地區的多起軍事衝突中，市場反應也大致符合這樣的節奏。例如 2020 年美軍空襲斃伊朗領袖蘇萊曼尼，以及過去數次針對伊朗軍事或核設施的行動，全球股市多在 1 至 3 個交易日內迅速反映避險情緒後便逐步回穩。從目前市場表現觀察，本次美伊衝突所帶來的恐慌性拋售已相當程度反映於股價之中，只要衝突未再擴大，我們認為本波市場最劇烈的拋售壓力可能已經過去。

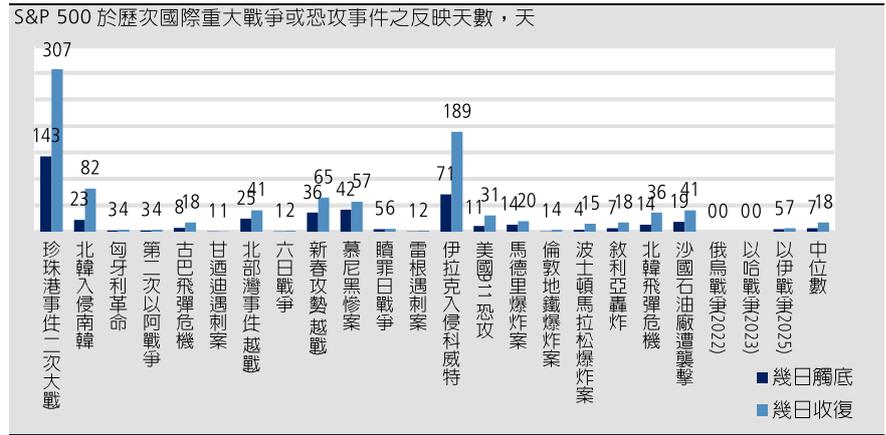
油價破百並維持數月才是警戒線，通膨重燃風險仍可控。市場目前最關注的風險在於戰事是否會推升能源價格並重新點燃全球通膨。然而，若回顧過去二十多年全球主要通膨週期，可以發現能源價格長時間維持高檔是關鍵條件之一。自 2000 年以來，全球曾出現三次較為明顯的通膨環境：2008 年、2011 年以及 2022 年。雖然這三次通膨的背景因素各有不同，但共同特徵是布蘭特原油價格均曾連續數月維持在每桶 100 美元以上。2008 年的通膨主要源自全球需求強勁與供給成長停滯；2011 年則與阿拉伯之春及利比亞內戰導致原油供給中斷有關；而 2022 年則是俄烏戰爭引發能源與糧食供應衝擊，再加上疫情後需求快速復甦所形成的複合型通膨壓力。因此，本次中東戰火是否會演變為通膨風險，關鍵在於能源供應是否受到實質干擾。其中，荷姆茲海峽作為全球最重要的石油運輸要道之一，其安全狀況將是觀察焦點。歷史經驗顯示，每當該區域緊張升高時，市場往往會先行反映供應中斷風險而推升油價，但若運輸未實際受阻，油價上漲通常難以長期維持。換言之，除非布蘭特原油價格突破每桶 100 美元並持續數月以上，否則本次衝突對全球通膨的影響可能仍相對有限。

**AI 強勁動能驅動盈餘持續上修，支撐台股維持多頭格局。**相較於短期地緣政治變數，真正主導股市長期趨勢的仍是企業獲利。從目前企業財報與產業趨勢來看，AI 需求持續強勁正帶動新一輪的獲利上修循環。根據我們最新的模型估算，台股 2026 年整體企業盈餘年增率已由原先預估的 20% 大幅上修至 30% 以上，顯示產業景氣的實際動能明顯優於先前預期。這一波獲利上修主要來自 AI 相關需求的爆發式成長，同時低軌衛星產業加速部署也開始為相關供應鏈帶來新的訂單機會。從產業結構來看，今年獲利上修幅度最顯著的族群主要集中在具有漲價題材的記憶體與 ABF 載板，其次則包括一線晶圓代工、散熱模組、電源供應器與 IC 設計服務等。值得注意的是，上述產業幾乎全部直接或間接與 AI 基礎建設相關。事實上，自 2023 年以來，AI 投資浪潮已經帶動企業獲利持續上修超過兩年半時間，而在大型雲端服務供應商（CSP）仍持續上調資本支出展望的情況下，這一波由 AI 驅動的獲利成長循環仍具延續性，有助支撐台股維持多頭格局。我們維持台股今年高點 39,000 點目標不變，約當 2026 與 2027 年平均預估獲利的 21 倍。

#### 投資建議

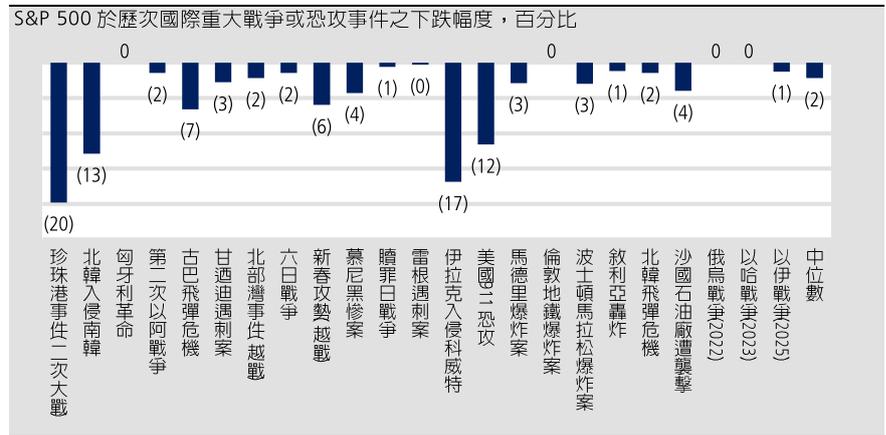
美伊衝突引發短線波動，惟歷史經驗顯示地緣政治利空多於幾周內修復，建議趁本輪戰事回檔逢低布局。在 AI 與低軌衛星軍備競賽持續加速的大背景下，相關供應鏈仍是布局的核心主軸。首選受惠 Vera Rubin 規格升級的散熱、電源供應器、光通訊、銅箔基板、連接器及交換器族群；次選為供需吃緊的 ABF 基板與 PCB。

**圖 1: 重大國際戰爭或恐攻，若未擴及美國本土或演變成世界大戰，市場通常於事件爆發後一週內觸底，約三週收復失土**



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

**圖 2: 重大國際戰爭與恐攻，若戰火未擴至美國本土或演變成世界大戰，對經濟的衝擊多半有限，而對股市的影響亦不大**



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

**圖 3: 2000 年以來曾出現三次較為明顯的通膨，雖然原因不盡相同，但共同特徵是油價連續數月維持在 100 美元以上**



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

**圖 4: 2000 年以來曾出現三次較為明顯的通膨，雖然原因不盡相同，但共同特徵是油價連續數月維持在 100 美元以上**

2000 年以來三次通膨環境的成因與比較

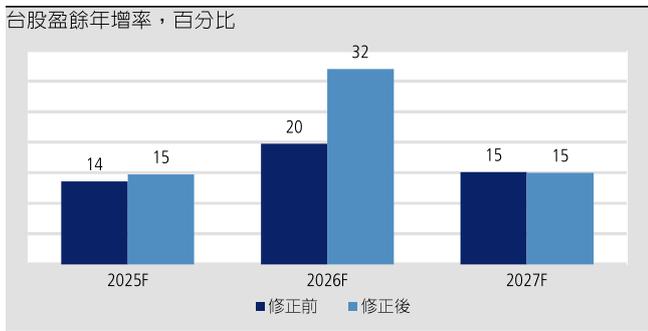
年度	核心驅動
2008	強勁需求遇上全球產量停滯（非傳統供給中斷），屬需求主導油價飆升；經濟衰退隨後壓回通膨。
2011	阿拉伯之春／利比亞內戰導致實質供給中斷（約 150 萬桶/日），屬供給衝擊。
2022	俄烏戰爭觸發能源與糧食供應衝擊，再疊加疫情後供應鏈瓶頸與需求反彈，屬複合型供給衝擊 + 需求修復。

資料來源: Bloomberg; 凱基整理

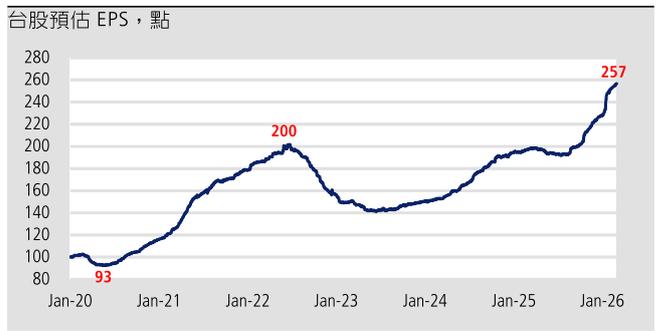
**圖 5：歷年來荷姆茲海峽「封鎖/停駛/緊張」相關歷史事件一覽**

次序	開始日期	結束日期	影響天數(日)	背景	布蘭特油價(開始值)	布蘭特油價(結束值)	% change	30 days max	30 days max % change
1	1988/7/3	1988/7/5	2	美擊伊朗民航	14.6	14.58	-0.14	15.71	7.60
2	2010/7/28	2010/7/30	2	蓋達襲日油輪	76.06	78.18	2.79	82.68	8.70
3	2011/12/27	2012/1/15	19	伊朗威脅封鎖	109.27	110.44	1.07	113.7	4.05
4	2015/4/28	2015/5/7	9	伊朗槍扣馬紹爾船	64.64	65.54	1.39	67.77	4.84
5	2019/5/12	2019/6/14	33	伊朗礦雷襲阿聯油輪	70.62	62.01	-12.19	72.62	2.83
6	2019/7/19	2019/9/27	70	伊朗扣英國油輪	62.47	61.91	-0.90	65.17	4.32
7	2021/1/4	2021/4/9	95	伊朗扣韓國化學船	51.09	62.95	23.21	58.46	14.43
8	2021/7/29	2021/7/30	1	伊朗無人機殺以色列船員	76.05	76.33	0.37	76.33	0.37
9	2023/4/27	2023/5/3	6	伊朗扣美國相關船	78.37	72.33	-7.71	79.54	1.49
10	2024/4/13	2024/5/15	32	伊朗直升扣葡萄牙船	90.45	82.75	-8.51	90.45	0.00
11	2025/6/17	2025/6/25	8	伊朗GPS擾阿達琳碰撞	76.45	67.68	-11.47	78.85	3.14
12	2025/11/14	2025/11/19	5	伊朗扣馬紹爾Talara	64.39	63.51	-1.37	64.89	0.78
13	2026/2/28	?	?	伊朗VHF封鎖戰爭	72.48	?	?	?	?

資料來源：凱基整理

**圖 6：AI 相關需求呈爆發式成長，帶動台股 2026 年盈餘年增率自原估 20% 推升至 32%**


資料來源：TEJ；凱基整理與預估

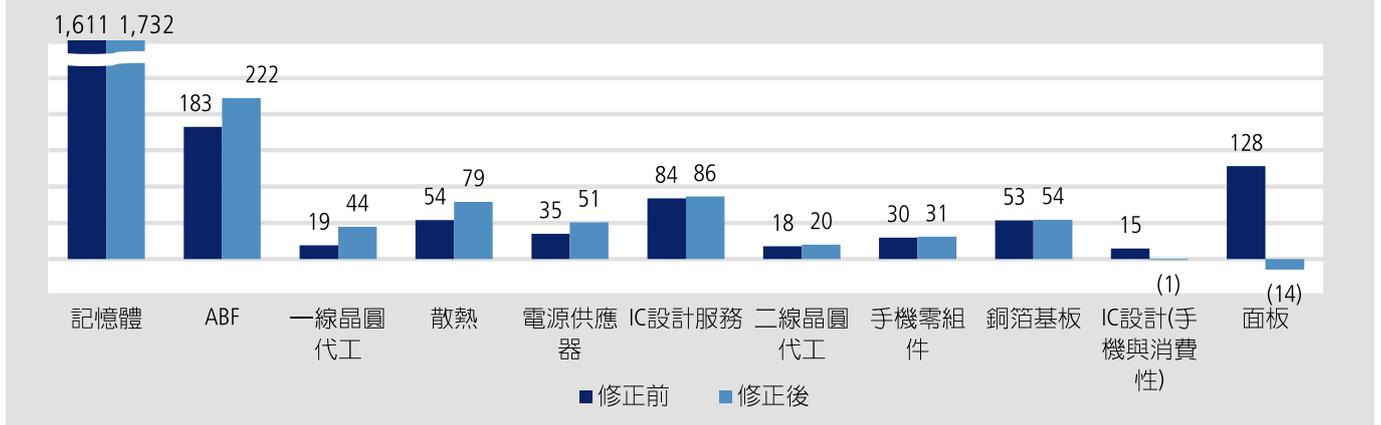
**圖 7：AI 帶動的獲利上修循環自 2023 年下半年啟動以來，台股企業盈餘展望持續走升，迄今未見反轉跡象**


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：EPS 以 2020 年 1 月為基期 100

**圖 8：科技次族群 2026 年盈餘普遍上修，反映 AI 需求強於預期；反觀消費性 IC 與面板則逆勢下修，景氣依然呈現分化**

台股次族群 2026 年盈餘年增率，百分比 (依據修正幅度排序)



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 9：台股成分股預估獲利與評價

稅後淨利(10億元)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,344	5,738	6,587
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,626	3,256	3,562
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	3,101	4,319	5,144
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,383	1,837	2,119
台積電	597	1,017	838	1,173	1,718	2,482	3,025
盈餘年增率(%)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	14.9	32.1	14.8
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	0.7	24.0	9.4
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	37.9	39.3	19.1
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	28.6	32.8	15.4
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	46.4	44.5	21.9
P/E (X)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
台股	26.7	27.7	39.0	27.6	24.1	18.2	15.9
台股(扣除台積電)	17.3	20.9	31.2	22.1	21.9	17.7	16.2
電子股	42.8	38.1	48.2	36.4	26.4	18.9	15.9
電子股(扣除台積電)	26.5	30.9	40.6	32.4	25.2	19.0	16.5
台積電	78.7	46.2	56.0	40.0	27.3	18.9	15.5

資料來源：凱基整理與預估

圖 10：台股最新預估本益比(未來一年)約落在 18 倍，相較於過去長期平均為 15 倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 11：台股評價與指數對照表

2026年 預估PE	約當指數位置 (點)	2027年 預估PE	約當指數位置 (點)	26與27年 平均預估PE	約當指數位置 (點)
15x	26,448	15x	30,362	15x	28,405
16x	28,211	16x	32,386	16x	30,298
20x	35,264	20x	40,483	20x	37,873
21x	37,027	21x	42,507	21x	39,767
22x	38,790	22x	44,531	22x	41,660
23x	40,553	23x	46,555	23x	43,554
24x	42,316	24x	48,579	24x	45,448

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 12：推薦個股

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價		市價	股價	漲跌幅	每股盈餘		每股盈餘YoY		本益比		PEG		股價淨值比		淨值報酬率		現金殖利率	
				(元)	(US\$mn)				(元)	(%)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
AI/供應鏈	台積電	2330 TT	增加持股	2,400	1,482,561	1,810	32.6	66.25	95.71	46.4	44.5	27.3	18.9	0.6	0.4	8.8	6.4	35.7	39.4	1.1	1.1	
	世芯	3661 TT	增加持股	4,590	7,694	2,995	53.3	66.39	127.76	(16.7)	92.6	45.1	23.4	(2.7)	0.3	6.2	5.2	13.7	24.1	1.1	2.1	
	聯發科	2454 TT	增加持股	2,000	84,349	1,665	20.1	66.15	65.85	(1.0)	(0.4)	25.2	25.3	(25.1)	(65.9)	6.6	6.4	26.3	25.7	4.1	4.1	
	旺矽	6223 TT	增加持股	3,500	8,418	2,720	28.7	34.15	62.30	39.8	82.4	79.7	43.7	2.0	0.5	26.2	21.7	33.7	54.4	0.8	1.4	
	中砂	1560 TT	增加持股	390	2,116	451	(13.5)	8.64	13.02	22.2	50.7	52.2	34.6	2.4	0.7	8.4	7.1	16.9	22.3	0.7	1.1	
	信驊	5274 TT	增加持股	10,500	11,045	9,250	13.5	100.98	157.46	48.4	55.9	91.6	58.7	1.9	1.0	46.9	33.3	58.3	66.3	0.8	1.3	
	奇鋐	3017 TT	增加持股	2,600	20,639	1,665	56.2	49.89	89.17	137.7	79.2	33.4	18.7	0.2	0.2	16.8	11.5	57.6	73.6	1.5	2.7	
	富世達	6805 TT	增加持股	2,305	3,605	1,665	38.4	31.00	65.40	73.2	111.0	53.7	25.5	0.7	0.2	16.7	12.3	34.4	55.7	0.8	1.8	
	台達電	2308 TT	增加持股	1,770	100,095	1,220	45.1	23.14	36.42	70.6	57.4	52.7	33.5	0.7	0.6	11.8	9.5	24.1	31.5	1.0	1.5	
	貿聯	3665 TT	增加持股	2,220	9,824	1,595	39.2	46.57	71.23	104.8	54.2	34.3	22.4	0.3	0.4	6.7	5.4	21.7	26.6	0.9	1.5	
低軌衛星	台光電	2383 TT	增加持股	1,950	24,616	2,175	(10.3)	42.09	64.99	57.1	54.4	51.7	33.5	0.9	0.6	16.1	12.4	36.7	43.1	1.2	1.8	
	智邦	2345 TT	增加持股	1,400	24,458	1,380	1.4	46.08	55.83	114.9	21.5	29.9	24.7	0.3	1.2	16.5	12.9	61.9	58.7	2.0	2.4	
	華通	2313 TT	增加持股	240	6,889	183	31.1	5.51	7.88	17.3	43.0	33.2	23.2	1.9	0.5	4.7	4.1	14.4	18.8	1.5	2.2	
	啓碁	6285 TT	增加持股	180	2,324	152	18.4	6.41	8.97	(11.3)	40.0	23.7	16.9	(2.1)	0.4	2.2	2.1	9.4	12.7	2.7	3.8	
供需吃緊或漲價族群	正基	6546 TT	增加持股	150	160	76	97.4	2.75	5.00	(22.9)	81.6	27.6	15.2	(1.2)	0.2	2.4	2.4	8.8	16.0	3.3	6.6	
	華邦電	2344 TT	增加持股	200	14,356	101	98.0	0.87	20.63	559.2	2257.6	115.4	4.9	0.2	0.0	4.8	2.4	4.2	66.5	0.5	6.1	
	南亞科	2408 TT	增加持股	350	20,553	210	66.7	2.13	39.04	N.A.	1732.1	98.5	5.4	N.A.	0.0	3.8	2.3	3.9	53.3	0.5	3.7	
	欣興	3037 TT	增加持股	560	19,486	389	44.0	4.36	13.54	31.3	210.4	89.2	28.7	2.8	0.1	6.0	5.1	6.9	19.1	0.5	1.6	
華城	1519 TT	增加持股	1,020	8,690	871	17.1	13.80	21.80	(0.6)	61.7	63.1	40.0	(103.4)	0.6	24.3	17.2	44.9	55.5	1.0	1.5		

資料來源：凱基整理與預估

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

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

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](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聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。