

台股投資策略

AI 軍備競賽遠未見頂：需求爆發與資本循環支撐多頭

焦點內容

1. AI 軍備競賽遠未見頂，主因支出未過熱、需求初爆、獲利支撐循環延續。
2. 台股多頭延續，目標看 5 萬點，且隨盈餘展望上修仍有調升空間。
3. 聚焦算力升級與 AI 應用：Vera Rubin 供應鏈、AI 眼鏡與機器人同步受惠。

重要訊息

AI 軍備競賽尚未見頂，主因資本強度未達泡沫水準、算力需求仍處爆發初期，且 CSP 獲利優化持續支撐投資循環延續。

評論及分析

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後才出現，顯示當前 AI 周期仍處中前段。

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，亦意味投資周期仍具延續空間，尚未達過熱階段。

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 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呈現加速成長，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。

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。

投資布局方向：把握 Vera Rubin 與新應用紅利。在確認 AI 投資週期末見頂、需求持續擴張的背景下，市場布局可聚焦兩大方向：一為算力基礎建設規格升級受惠族群，二為 AI 新應用場景的崛起。前者以 Vera Rubin 相關供應鏈為核心，涵蓋先進封裝、液冷散熱、電源、CCL/PCB、高速傳輸與記憶體等領域；後者則以 AI 眼鏡與人型機器人最具潛力。

其中，AI 眼鏡被視為繼智慧型手機後的新一代個人運算平台，隨 Meta Ray-Ban 等產品驗證需求，光學元件、邊緣 AI 晶片與語音互動模組等供應鏈正快速成長。至於人型機器人，隨著 AI 具備決策與執行能力，其商業化進程加速，Tesla Optimus 與 Figure AI 帶動伺服馬達、感測器與端側 AI 晶片需求升溫。

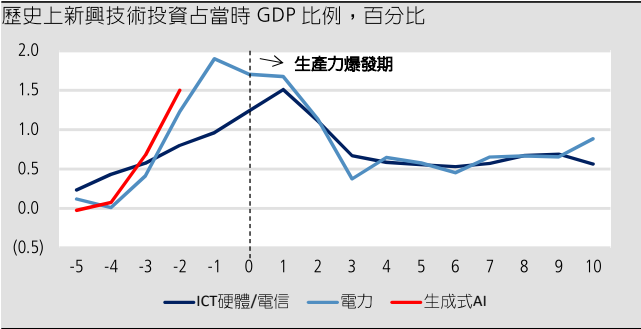
投資建議

AI 軍備競賽何時見頂？從歷史經驗看，高峰多出現在第五年以後；目前資本強度約 75%，仍低於 2000 年電信泡沫 130% 的水準；需求端方面，代理型 AI 帶動的 Token 爆發尚在初期；財務面則顯示 CSP 淨利率明顯提升，正形成「投資—回報—再投資」的良性循環。整體而言，本輪 AI 周期仍在延伸，高點尚未出現。

在此背景下，台股中長期多頭動能可望延續，我們維持今年 50,000 點目標，且隨盈餘上修仍有調升空間。目前台股約交易於 2027 年預估 19 倍本益比，相較歷史高點 21 倍，仍具上行潛力。

操作上，建議優先布局 Vera Rubin 規格升級相關供應鏈，並同步關注 AI 眼鏡與人型機器人等應用端機會，掌握 AI 由基礎建設延伸至終端應用的成長趨勢。

圖 1: 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



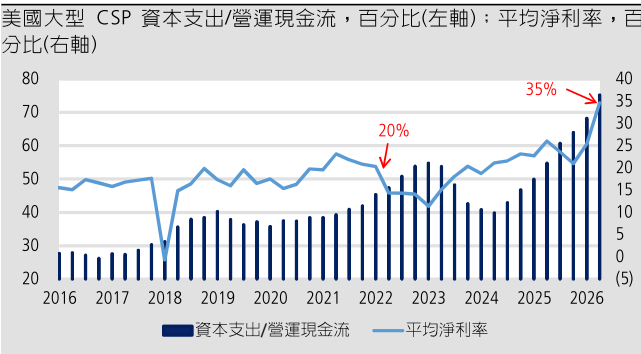
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 2: 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



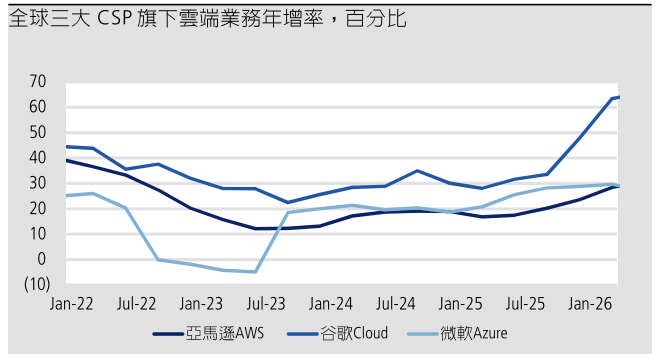
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3: 大型 CSP 近年 AI 投資已逐步轉化為回報，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



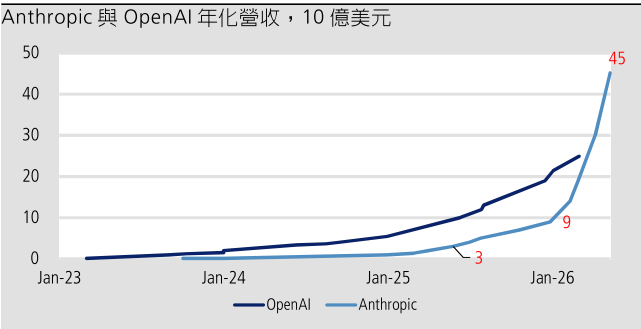
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4: 生成式 AI 推算算力需求，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



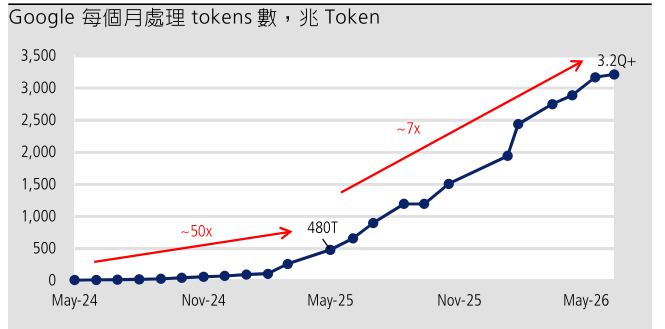
資料來源：Bloomberg；凱基整理

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



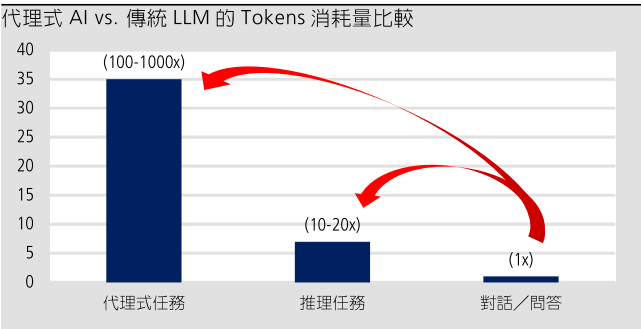
資料來源：凱基整理

圖 6: Google 每月處理的 tokens 數量在過去一年成長達 7 倍



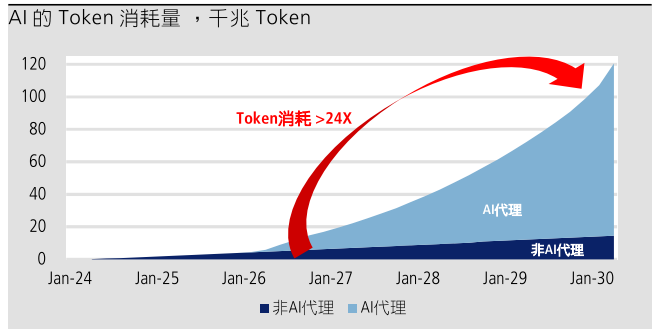
資料來源：凱基整理

圖 7: 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 8: 代理 AI 驅動 Token 需求呈爆發性增長



資料來源：凱基整理

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	2025	2026F	2027F
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,344	6,085	7,612
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,626	3,420	4,215
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	3,101	4,593	5,975
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,383	1,929	2,578
台積電	597	1,017	838	1,173	1,718	2,664	3,397
盈餘年增率(%)							
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	14.9	40.1	25.1
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	0.7	30.3	23.2
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	37.9	48.1	30.1
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	28.6	39.4	33.7
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	46.4	55.1	27.5
P/E (X)							
台股	37.7	39.2	55.1	39.1	34.0	24.3	19.4
台股(扣除台積電)	26.1	31.5	47.0	33.3	33.0	25.4	20.6
電子股	64.3	57.3	72.4	54.7	39.7	26.8	20.6
電子股(扣除台積電)	47.0	54.8	72.0	57.6	44.8	32.1	24.0
台積電	102.4	60.1	72.8	52.1	35.6	22.9	18.0

資料來源：凱基整理與預估

圖 10: 台股最新預估的本益比(2027年)約落在 19 倍，相較於過去長期平均為 15 倍

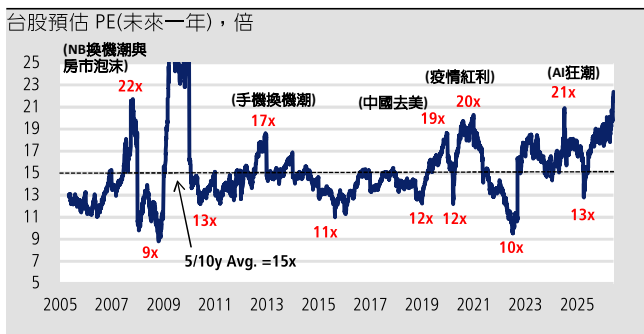


圖 11: 台股評價與指數對照表

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	27,996	15x	35,025	15x	31,511
16x	29,863	16x	37,360	16x	33,611
18x	33,596	18x	42,030	18x	37,813
20x	37,329	20x	46,700	20x	42,014
21x	39,195	21x	49,035	21x	44,115
22x	41,061	22x	51,370	22x	46,216
23x	42,928	23x	53,705	23x	48,316

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)	(%)	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
AI供應鏈	台積電	2330 TT	增加持股	2,600	1,963,698	2,380.0	9.2	102.74	131.02	55.1	27.5	23.2	18.2	0.4	0.7	8.3	6.1	41.4	38.8	1.1	1.2	
	聯發科	2454 TT	增加持股	6,150	230,914	4,525.0	35.9	67.98	111.95	2.8	64.7	66.6	40.4	24.1	0.6	17.2	15.1	26.3	39.5	1.5	1.5	
	京元電	2449 TT	增加持股	380	11,924	306.5	24.0	9.23	14.37	2.5	55.6	33.2	21.3	13.2	0.4	6.8	5.7	21.4	29.0	1.8	2.8	
	鴻勁	7769 TT	增加持股	8,800	84	7,175.0	22.6	122.62	221.68	78.4	80.8	58.5	32.4	0.7	0.4	18.9	13.9	34.9	49.5	1.2	2.2	
	中砂	1560 TT	增加持股	520	3,321	697.0	(25.4)	13.47	17.34	45.4	28.7	51.8	40.2	1.1	1.4	11.0	9.2	22.8	25.0	1.0	1.3	
	信驊	5274 TT	增加持股	10,500	21,764	18,095.0	(42.0)	157.46	209.98	55.9	33.4	114.9	86.2	2.1	2.6	65.1	49.1	66.3	65.0	0.7	0.9	
	雙鴻	3324 TT	增加持股	1,450	3,450	1,165.0	24.5	59.27	81.87	114.0	38.4	19.7	14.2	0.2	0.4	7.6	5.8	43.5	46.5	2.2	3.0	
	台達電	2308 TT	增加持股	2,940	195,043	2,360.0	24.6	44.71	73.51	93.2	64.4	52.8	32.1	0.6	0.5	16.8	12.3	36.7	44.3	1.0	1.6	
	台光電	2383 TT	增加持股	5,485	55,407	4,860.0	12.9	77.79	137.13	90.3	76.3	62.5	35.4	0.7	0.5	28.4	19.0	49.9	64.2	1.0	1.7	
	金像電	2368 TT	增加持股	1,550	21,138	1,275.0	21.6	35.31	55.21	90.0	56.4	36.1	23.1	0.4	0.4	14.8	10.4	47.1	53.6	1.5	2.4	
	健策	3653 TT	增加持股	4,840	18,628	3,990.0	21.3	53.96	112.49	50.0	108.5	73.9	35.5	1.5	0.3	22.5	18.0	32.4	56.4	0.8	1.7	
	高力	8996 TT	增加持股	1,390	1,515	1,050.0	32.4	23.05	36.08	157.3	56.5	45.5	29.1	0.3	0.5	16.1	11.7	41.9	46.7	1.1	1.7	
	欣興	3037 TT	增加持股	1,000	49,310	975.0	2.6	14.31	27.77	240.7	94.1	68.2	35.1	0.3	0.4	12.2	9.6	20.4	31.8	0.7	1.3	
南亞科	2408 TT	增加持股	520	46,050	419.5	24.0	58.41	90.06	2902.3	56.5	7.2	4.7	0.0	0.1	3.6	2.0	74.6	62.4	2.8	4.3		
AI應用	研華	2395 TT	增加持股	545	14,227	515.0	5.8	17.81	24.11	45.5	35.4	28.9	21.4	0.6	0.6	8.4	7.4	28.6	36.8	3.1	4.2	
	上銀	2049 TT	增加持股	478	4,097	364.0	31.3	8.75	12.53	102.9	43.2	41.6	29.1	0.4	0.7	3.3	3.1	8.1	11.0	1.1	1.6	
	達發	6526 TT	增加持股	690	3,805	714.0	(3.4)	20.60	25.32	19.0	22.9	34.7	28.2	1.8	1.2	5.8	5.4	17.3	19.9	1.2	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 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報告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倉。