

台股投資策略

AI 支撐多頭不變，但短期面臨估值與政策挑戰

焦點內容

1. AI 狂潮支撐台股中長期多頭未變，因為 AI 供應鏈今明兩年盈餘將較 AI 狂潮前(即 2022 年)增長 55% 與 77%。
2. 台股短期估值壓力浮現，FOMO 效應推升風險。
3. AI 股為首選，惟需待估值適度修正後再行布局。非 AI 股可關注軍工/航太、金融、餐飲與超商等。

重要訊息

AI 支撐台股中長期維持多頭未變，但 FOMO 效應推升 AI 股評價水準已攀升至歷史高位，也帶動非 AI 族群出現「補漲」甚至「高估」情況。

評論及分析

AI 狂潮支撐台股中長期多頭架構未變。自 2023 年 AI 浪潮啟動以來，台股的結構性多頭基礎並未遭受動搖。AI 並非僅止於題材性炒作，而是由實質需求所驅動。算力的持續擴張、資料中心的加速建設，以及雲端服務業者持續擴充資本支出，帶動身為「AI 軍火庫」的台灣供應鏈盈餘不斷改寫新高。

若以 2022 年作為 AI 狂潮前的基準，我們預估 2025 年台廠 AI 供應鏈整體盈餘將較 2022 年增加 56%，2026 年更將增長 77%。這代表 AI 驅動的結構性需求仍處於早期上升週期，並且已對台灣的科技產業與股市估值提供深厚支撐。

值得注意的是，AI 狂潮的本質不同於 2000 年網路泡沫時期的空泛期待。當年網路企業缺乏即時獲利模式，而 AI 則是直接導向企業資本支出與營收貢獻。但從資本市場的角度來看，當前 AI 狂潮所建構的「想像敘事」卻與當年相似：市場願意為未來十年的增長支付超額溢價。若以歷史經驗對照，目前 AI 熱潮大約相當於網路泡沫時期的三分之一至二分之一階段，意即仍具備進一步延伸的潛力，但中途震盪與修正亦將難以避免。

短期估值壓力浮現，FOMO 效應推升風險。雖然 AI 支撐台股中長期多頭結構未變，但短期市場已顯示過熱跡象。以產業面來看，除了晶圓代工與伺服器組裝廠之外，次產業如散熱模組、電源供應器、銅箔基板、網通 PCB 等族群的本益比均已攀升至過去五年來的歷史高位。

這種評價水準的推升，雖然部分來自結構性需求支撐，但更大一部分反映出 FOMO (fear of missing out) 情緒。市場資金不僅追捧 AI 相關標的，也帶動部分與 AI 關聯性不高的族群出現「補漲」甚至「高估」情況。

從整體台股的基本面來看，AI 族群確實不斷獲得市場上修的盈餘預測，但非 AI 族群的盈餘卻持續走弱，導致大盤整體盈餘仍面臨下修壓力。也就是說，推升台股本波高達 7,245 點 (漲幅 42%) 的關鍵，除了 AI 的強勁需求之外，更多是來自本益比的修復效應。背後的支撐力量來自於三大因素：(1)關稅戰緩解，降低企業的不確定性。(2)市場對聯準會降息的預期，推升了資金面流動性。(3)全球資金對 AI 題材的高度偏好，使台股評價獲得重估。

三大推升估值修復的因素需密切關注它們的持續性與變化。投資人在享受股市榮景的同時，應密切觀察推升本波估值修復的三大核心因素，因為它們的持續性與變化將決定台股未來走勢：(1)AI 軍備競賽需求。(2)川普的關稅政策。(3)聯準會降息預期。

AI 軍備競賽需求：迄今無庸置疑，全球 CSP 業者的資本支出仍處於上升軌道。短期內市場焦點將落在輝達(Nvidia)的財報，是否能再度釋出優於預期的數據。若輝達能維持其 AI 晶片市場的主導地位，對台灣供應鏈將構成直接利多。反之，一旦財測不如預期，市場對 AI 產業鏈的樂觀預期恐將快速修正。

川普的關稅政策：過去三個月，美國對全球進口商品的有效關稅平均僅約 10%，但自 8 月 7 日起已調升至接近 20%。根據彼得森國際經濟研究所(PIIE)的估算，10%關稅對 GDP 的衝擊為 0.44 個百分點，而 20%關稅的衝擊則倍增至 0.89 個百分點。換言之，若關稅持續提高，整體經濟與需求將無可避免受到拖累，這將影響企業盈餘與市場評價。

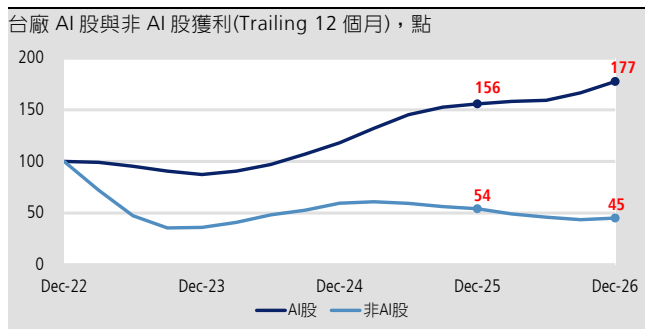
聯準會降息預期：資金面的支持在於市場對降息的押注。然而，關稅成本需要 2~3 個月才能完全傳導至終端物價，這意味著真正的通膨壓力將在第三季末以後逐步顯現。若物價回升幅度超過預期，聯準會可能延後降息，將對估值修復的資金面形成不確定性。

綜合而言，AI 需求雖然穩健，但政策與宏觀環境的變化，將決定短期市場是否進入高檔震盪期。

投資建議

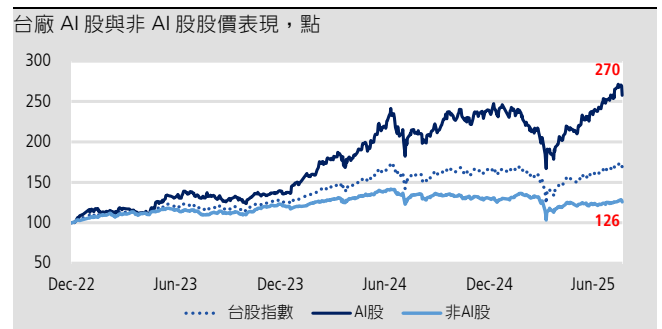
長期而言，AI 需求對台股的推動力不容忽視，但短期需等待估值適度修正後再行布局。我們建議投資人聚焦於散熱、網通 PCB、電源供應器、銅箔基板等具規格升級顯著的次族群，並在修正期間分批進場。另外，由於非 AI 股的基本面相對疲弱，整體需謹慎選股，建議可挑選具備政策支撐或防禦特性的產業，例如：軍工/航太、金融、餐飲與超商等。

圖 1: AI 狂潮帶動台灣 AI 供應鏈盈餘不斷改寫新高，預估今明兩年盈餘將較 AI 狂潮前(即 2022 年)增長 56%與 77%



資料來源：TEJ；凱基整理與預估
附註：預估獲利以 2022 年為基期 100

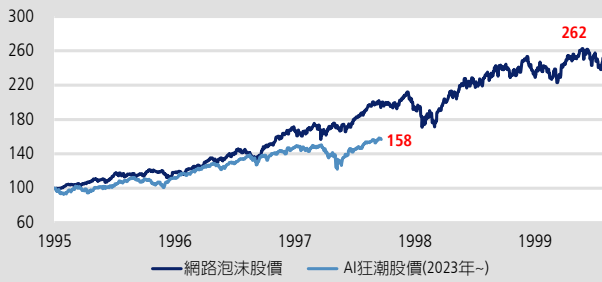
圖 2: AI 狂潮帶動台灣 AI 股 2023 年迄今累計漲幅高達 170%，同期間非 AI 股漲幅僅 26%



資料來源：TEJ；凱基整理
附註：股價以 2022 年底為基期 100

圖 3：目前 AI 狂潮的股價表現大約相當於網路泡沫時期的三分之一至二分之一階段

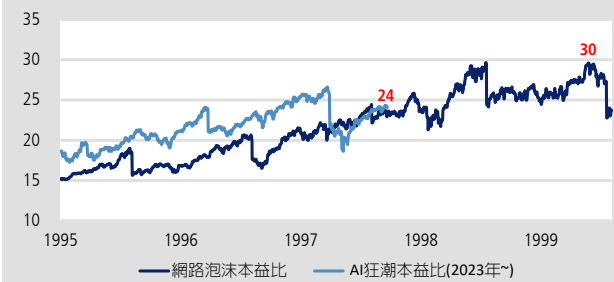
S&P500 股價，點



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4：目前 AI 狂潮的評價水準大約相當於網路泡沫時期的二分之一以上位置

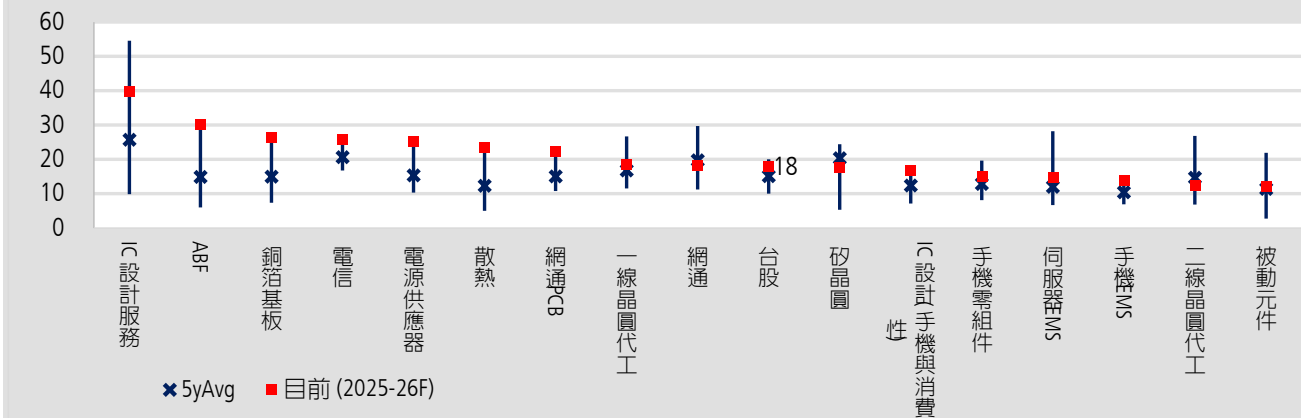
S&P500 預估本益比，倍



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：AI 族群除了晶圓代工與伺服器組裝廠之外，次產業如散熱模組、電源供應器、銅箔基板、網通 PCB 等族群的本益比均已攀升至過去五年來的歷史高位

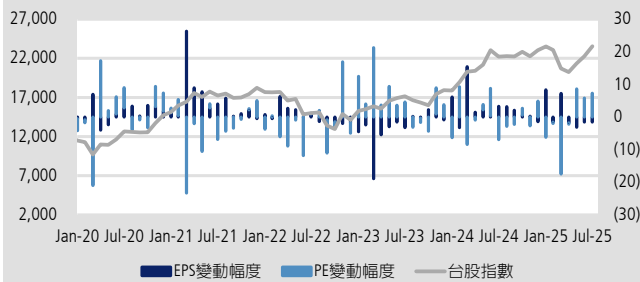
台股科技族群預估 PE(最高/最低/5 年平均/目前)，倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 6：推升台股本波大漲 7,000 點以上的關鍵，除了 AI 的強勁需求之外，更多是來自本益比的修復效應

台股指數，點(左軸)；EPS 與 PE 的變動幅度，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7：台股本波 7,000 點以上的漲勢使得本益比已從 13 倍推升至本波最高的 18 倍

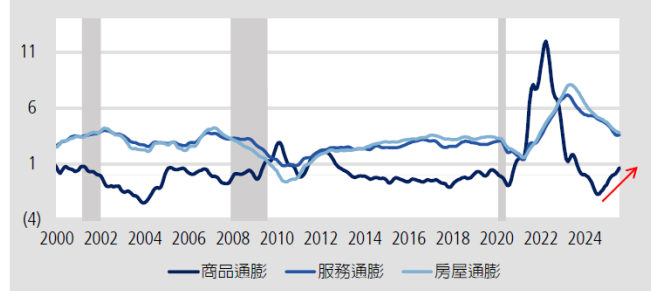
台股預估本益比，倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 8：美國過去 3 個月的商品通膨已逐漸升溫，但這只是反映 10% 的有效關稅效應

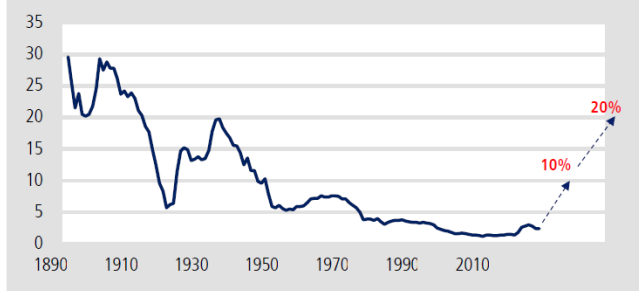
美國通膨年增率 (3 個月移動平均)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 9：自 8 月 7 日起美國有效關稅將由 10% 提高至近 20%，因此對經濟與通膨的真正壓力將落在第 3 季末以後

美國關稅有效稅率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10：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
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,151	4,579
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,596	2,826
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	2,768	3,247
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,213	1,494
台積電	597	1,017	838	1,173	1,555	1,753
盈餘年增率(%)						
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	9.8	10.3
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	(0.4)	8.8
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	23.1	17.3
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	12.8	23.1
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	32.5	12.8
P/E (X)						
台股	19.9	20.7	29.1	20.6	18.8	17.0
台股(扣除台積電)	14.4	17.3	25.9	18.3	18.4	16.9
電子股	29.6	26.3	33.3	25.1	20.4	17.4
電子股(扣除台積電)	19.9	23.2	30.5	24.4	21.6	17.5
台積電	50.9	29.8	36.2	25.9	19.5	17.3

資料來源：凱基整理與預估

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

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

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