

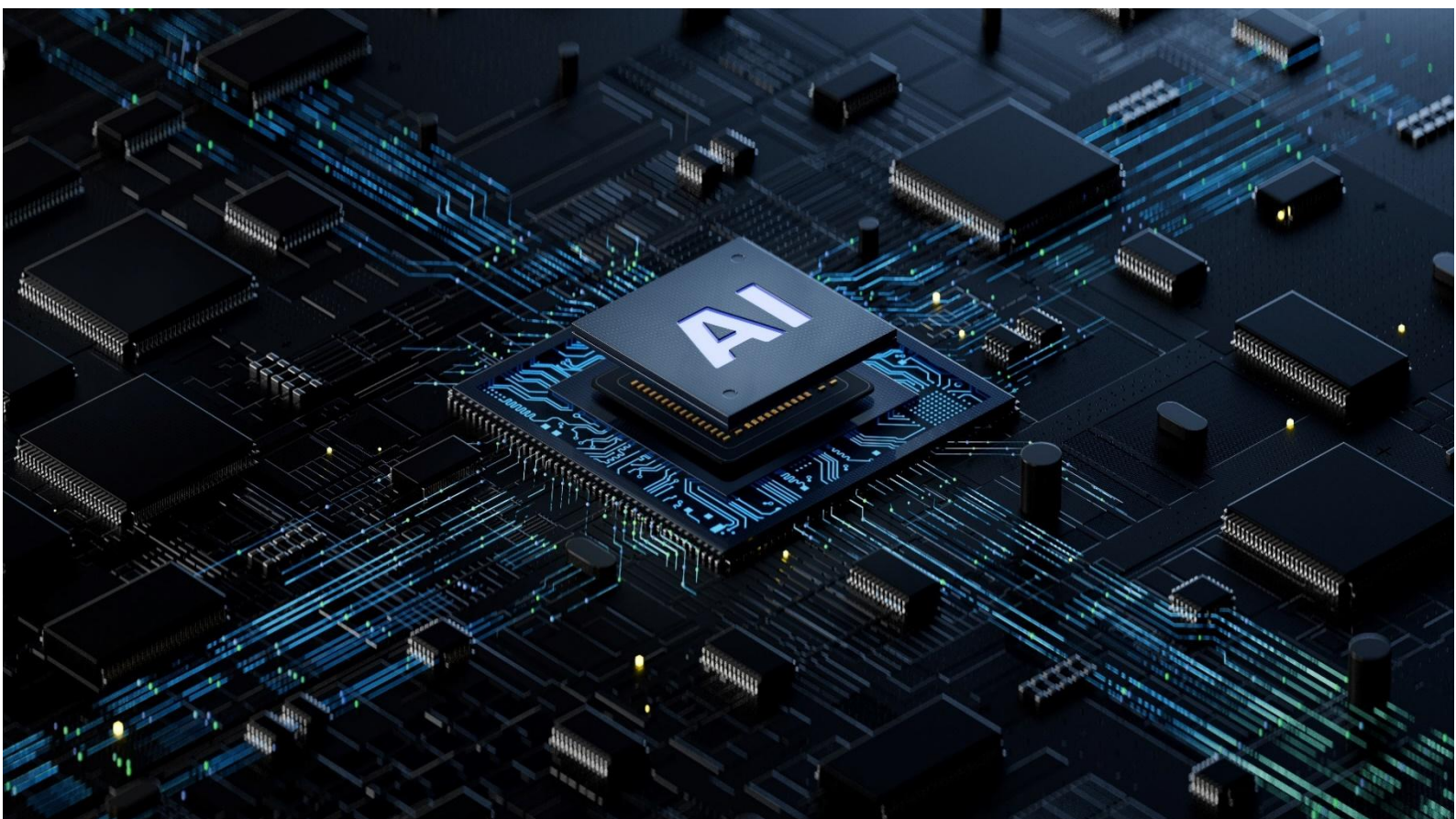


# 凱基國際財富管理

睿策系列：佈局全球 AI 產業

解鎖未來的投資戰略框架

2026 年 6 月 29 日





# 報告目錄

核心摘要.....	4
1. 全球 AI 生態系統總覽(20 層級).....	16
2. 全球 AI 之四大戰略基石 .....	18
2.1 能源與核能/電力基建(AI Clean Energy & Power Grid) .....	18
2.2 晶圓代工與先進制程封裝(Advanced Foundry & Packaging) .....	19
2.3 高頻寬記憶體與高速網路互聯(HBM & High-Speed Networking Fabric).....	19
2.4 核心大模型與 Agent 智慧體生態(Frontier LLM & Multiagent Platforms).....	20
3. 全球五大龍頭之競爭優勢 .....	21
3.1 G5 業務關係網，上下游關係，以及競爭 .....	21
3.2 成功的關鍵要素 .....	23
3.3 利潤水準比較 (壟斷溢價特徵).....	24
3.4 戰略地位比較(依附/競爭關係).....	24
3.5 未來成長潛力比較(2H26 展望) .....	25
4. 攻克四大瓶頸的時序與風險 .....	26
4.1 電力及輸配：有核電廠，但電送不到算力中心.....	26
4.2 封裝及存儲：晶圓足夠，但拼裝速度和記憶體產量限制算力出貨 .....	27
4.3 資料平臺: 互聯網高品質文本耗盡，企業內部資料是一團亂麻 .....	27
4.4 治理及監管：2026.8 歐盟 AI 法案硬著陸，黑盒模型面臨合規死牆 .....	28
5. 全球 7.6 萬億美元資本開支 Capex 的分佈.....	29
5.1 按核心業務投向拆分全球資本開支 .....	30
5.2 按地域國家拆分全球資本開支分佈 .....	30
5.3 建設週期與投資回本期(Timeline & Breakeven).....	31
5.4 投資回報率與風險橫向比較 .....	31
6. 細分行業獲利能力及趨勢 .....	33
6.1 最賺錢的“暴利關節”(Profit Powerhouses).....	34
6.2 最不賺錢、甚至嚴重虧損的“出血關節”(The Bleeding Centers) .....	35
6.3 未來利潤率趨勢變化(2026-2030).....	36
7. 中美 AI 商業模型對比.....	37
7.1 模型性能與技術路線：極致算力 vs 極限演算法.....	37
7.2 商業模式與極致成本：高客單溢價 vs 價格破壞者 .....	37
7.3 創新生態：閉源門閥 vs 開源生態.....	38
7.4 資源稟賦與基礎設施：資金/晶片 vs 電力/專利 .....	38



7.5	人才與監管：全球樞紐 vs 製造基地 .....	38
8.	股價見頂了嗎？未來佈局？ .....	39
8.1	為何我們認為 AI 行情並未見頂? .....	39
8.2	該買什麼？KGI Global AI 30 Basket .....	41
8.3	行業上行催化劑：推動股價繼續上升的強心針 .....	45
8.4	行業下行催化劑：導致股價見頂並觸發暴跌的黑天鵝 .....	46
8.5	如果行業出現修正(correction)，怎麼辦？ .....	47
9.	KGI AI-30 Basket .....	48
9.1	行業估值比較匯總表 .....	48
9.2	公司基本面/估值/催化劑/風險分析 .....	49
10.	常用專業術語 .....	79

## 投資產品與服務部



**尹賀**  
**Kevin Yin**  
**Equity Advisory**  
 kevin.h.yin@kgi.com  
 +852 2878 6798  
 SFC CE: AJM689



**莫偉民**  
**Raymond Mok, CFA**  
**Equity Advisory**  
 raymond.mok@kgi.com  
 +852 2878 4663  
 SFC CE: BHJ465



**葉晉宜**  
**Derek Yip, CFA**  
**Equity Advisory**  
 derek.yip@kgi.com  
 +852 2878 4263  
 SFC CE: BSQ196



**梁啟棠**  
**Cusson Leung, CFA**  
**CIO**  
 cusson.kt.leung@kgi.com  
 +852 2878 6998  
 SFC CE: ADU276

# 核心摘要

本報告基於對全球 AI 生態系統 20 個核心層級的深度解構，系統性剖析當前投資市場最為聚焦的七大核心議題。我們從「基礎設施、技術壟斷、商業變現、估值邊界、投資風險」等關鍵維度切換審視，旨在為投資者構建一套攻守兼備的前瞻性投資決策框架。立足於上述堅實的基本面研究，我們推出 KGI Global AI-30 Basket 投資方案。

## 1. 全球 AI 生態系統之四大戰略基石

在全球 AI 生態系統中，「電力」決定容納空間，「代工」決定算力供給，「網絡/存儲」決定運算效率，而「大模型/Agent」則決定最後的商業變現利潤。在進行資產配置時，這四個細分板塊的龍頭企業均具備極高的定價權與抗風險能力。

### 全球 AI 生態系統：四大戰略命脈全景透視

戰略環節	戰略重要性	底層邏輯	核心企業
1. 能源與核能 / 電力基建	<b>有無電？</b> 算力擴建的絕對生存底線；電力直接決定數據中心“能不能建”。	超大型數據中心耗電量堪比中型城市。零碳排放、24 小時穩定的核能與微型核反應堆 (SMR) 成為稀缺資源。科技巨頭正簽署數十年長約搶先鎖死電網產能。	星座能源 (Constellation Energy)、GE Vernova、NextEra Energy
2. 晶圓代工與先進封裝	<b>有無芯？</b> 全球科技鏈的最高護城河；晶片「能不能造」？	全球幾乎 100% 的頂級 AI 加速晶片(不論是 NVIDIA、AMD 或科技巨頭的 ASIC)皆獨家依賴台積電的先進製程與 CoWoS 封裝。地緣政治或產能瓶頸一旦爆發，全球 AI 算力演進將瞬間物理停滯。	台積電 (TSMC)
3. 高頻寬記憶體與高速網路	<b>有無速？</b> 決定晶片「能不能高速運轉」。當前最嚴重的瓶頸。	沒有 HBM(高頻寬記憶體)，GPU 就只是吃不到數據的空殼；沒有高速互聯晶片與交換機架構，上萬張晶片就無法融合成超算。	SK 海力士(SK Hynix)、美光 (Micron)、博通 (Broadcom)
4. 核心大模型與 Agent 生態	<b>有無應用？</b> 終極流量入口與生態護城河；	前沿大模型正快速演進為「多智慧體系統 (MAS)」，並直接接管企業生產力流程(如按 Token 輸送量收費)。決定整個 AI 產業的「變現天花板」。B 端企業一旦深度接入，切換成本極高，將交出工作流與財務數據的「總閘門」。	Anthropic、OpenAI、微軟 (Copilot)

資料來源：KGI 整理



## 2. 全球 AI 生態系統之五大龍頭競爭優勢

ASML (獨家供應 EUV 光刻機)——> 台積電 (獨家代工與先進封裝)——> 英偉達 (算力霸主) / 博通(網路霸主) / AMD (英偉達對手)

全球 AI 生態系統無可爭議的 5 大巨頭 - 高度相互依存且高度合作競爭

5 大巨頭	行業角色	核心護城河(Moat)	核心業務	盈利水準
英偉達 (NVIDIA)	Fabless(系統商); 當前算力市場的絕對主導者	無可替代的 GPU 硬體資產與 CUDA 軟體生態系統。	全棧 AI 計算平臺(晶片、NVLink 網路、伺服器系統、CUDA 軟體)	暴利之王·毛利率高達 75%。
台積電 (TSMC)	Foundry (代工廠); 算力供應鏈中最具防守性的核心資產	獨家壟斷全球 99% 以上頂級 AI 晶片的代工與封裝(英偉達, AMD, 蘋果等)。	前沿邏輯晶片製造 (3nm/2nm)及先進封裝 (CoWoS、SoIC)	盈利結構極其穩固·毛利率達 66.2%。
ASML	硬體 (半導體設備); 受惠於產能瓶頸, 在手訂單已提前售罄。	獨家供應製造先進 AI 晶片所必需的終極戰略設備(EUV 光刻機)。	光刻系統(EUV、高數值孔径 High-NA EUV)	毛利率約 50%·淨利率約 30%。
博通 (Broadcom)	Fabless (定制定制/網路); 網路架構升級的核心受益者	絕對統治十萬卡級別超大型數據中心的核心乙太網交換晶片。	自訂 AI ASIC(如穀歌 TPU、Meta 加速器)及高頻寬網路交換機晶片 (Tomahawk 系列)	獲利能力極強·毛利率高達 65%-70%。
AMD	Fabless(系統商); 具備高彈性的潛在挑戰者	全行業唯一具備與英偉達旗艦 GPU 正面競爭的高性價比替代方案。	算力替代方案(MI300/MI400 系列加速器)及 x86 伺服器 CPU	目前利潤率低於同行, 但預期將迎來擴張。

資料來源: KGI 整理

## 3. 攻克產業四大瓶頸的時序與風險

全球 AI 生態系統的 20 個層級中的四大核心瓶頸 Mega-Bottlenecks

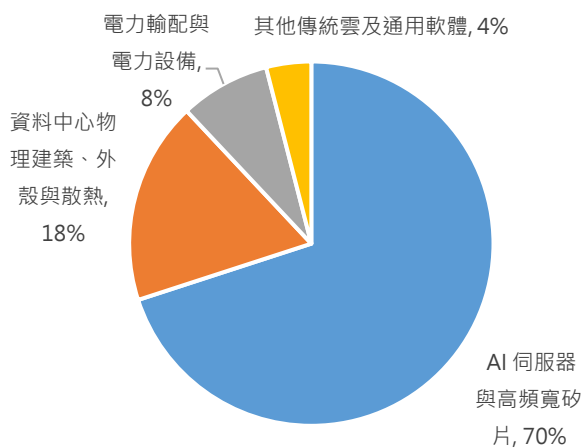
瓶頸層級	瓶頸本質	攻克手段	攻克時間	最大的風險
第 1 層/第 9 層 (能源電力/輸配電設備)	有核電廠, 但電送不到算力中心(物理設備缺貨)	繞過電網自建微電網、引入海外供應鏈	2029 - 2031	貿易保護主義導致的供應鏈阻斷
第 5 層/第 7 層 (封裝/存儲)	晶圓足夠, 但拼裝速度和記憶體產量限制算力出貨 (CoWoS 與 HBM 良率短板)	台積電封裝產能數倍擴張、ASML 設備偏向存儲	2027	臺灣海峽地緣政治地緣政治風險
第 17 層 (資料平臺)	互聯網高品質文本耗盡, 企業內部資料混亂	高保真合成資料、向量知識圖譜外掛	2028 - 2029	模型近親繁殖退化、資料版權官司
第 20 層 (治理與監管)	2026 年 8 月歐盟 AI 法案硬著陸, 黑盒模型面臨合規死牆	商業化“機械可解釋性”工具、合規闢道	2028	合規休克導致企業 AI 應用大面積推遲

資料來源: KGI 整理

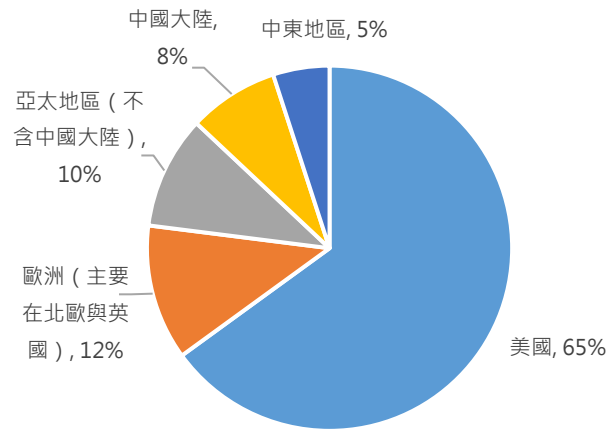
## 4. 全球 7.6 萬億美元資本開支 Capex 的分佈

全球 AI 產業目前正處於人類商業史上規模最龐大的基礎設施建設超長週期。2026 年至 2031 年間，全球 AI 相關的累計資本開支(Capex)預計將達到 7.6 萬億美元。僅 2026 年一年，全球五大雲巨頭的 Capex 總和就已突破 6000 億美元。當前數千億 Capex 的本質，是科技巨頭們在用今天軟體業務賺來的高毛利現金，去強行買斷未來 10 年的全球物理基礎設施(電網、核電、資料中心土地)。

Capex 按業務投向拆分



Capex 按國家拆分



資料來源：KGI 整理

## 5. 細分行業利潤率比較，及動態演變

2026 年全球 AI 生態鏈利潤分配呈現出極其極端的兩端化結構

暴利關節	核心代表	盈利表現(2026)	底層邏輯
1 獨占性 AI 矽片與 IP 層	英偉達 NVIDIA, ARM	GM: ~74.9%; OM: ~65.6%; NM: ~71.4%	定價權：企業買的是晶片，更是基於 CUDA 軟體生態的算力能力。研發費用經規模化分攤後，利潤呈現非線性爆發。
2 壟斷級 AI 門閥存儲層	SK 海力士, 美光 Micron, 三星	GM: 53%-58%; OM: 35%- 42%; NM: 28%-34%	剛需：HBM4 從傳統大宗商品蛻變為高度定制化的 ASIC 工藝。大買家提前 18 個月預付鎖定產能，告別價格戰，提升利潤率。
3 高護城河 B 端 SaaS 與 AI 助理	微軟 Microsoft, Palantir	GM: 70%- 80%; OM: 40%- 45%; NM: 32%-36%	極低的邊際成本：微軟將 AI 深度注入 Office 365 生態，且底層算力 Azure 為自家掌控。向企業增收訂閱費的邊際成本極低，淨利高。
虧損關節	核心代表	盈利表現(2026)	底層邏輯
1 純 AI 獨立大模型層	OpenAI, Anthropic, AI 初創公司	GM: 25%- 40%; OM: 嚴重虧損 (<-50%); NM: 嚴重虧損	遭遇上下游雙重擠壓的「夾心層」：向上需支付雲端巨頭高昂的算力租金(為英偉達買單)；向下遭遇全球 API 「價格骨折戰」，營收無法覆蓋算力與人才成本。
2 重資產、高槓桿二線算力雲	CoreWeave; Lambda Labs	GM: 65.5%; OM: -6.9%; NM: -35.6%	被資產折舊與利息吞噬：依賴債務融資抵押 GPU 購置資產。雖然出租算力的帳面毛利高，但開機即面臨龐大的設備折舊、利息與租金支出，淨利大幅翻紅。
3 低壁壘 AI 伺服器組裝與集成	超微電腦 SMCI; 工業富聯	GM: 6.3%- 9.5%; OM: 3%- 5%; NM: 1.5%- 3%	缺乏核心產權的「重體力活」：不具備晶片自主產權，僅進行硬體代工組裝。因同業競爭極其激烈，被迫割肉搶單，呈現「流水過千億，純利薄如紙」。

註：GM = 毛利率；OM = 營業利潤率；NM = 淨利率。財務數據採計 2026 年最新動態與真實披露。

資料來源：KGI 整理



## 2026 - 2030 年全球 AI 產業利潤率趨勢

核心趨勢	演變路徑與時間表	關鍵催化劑 (Catalysts)	2028-2030 獲利展望
1 上游晶片/IP 層暴利見頂回落	2026 年迎來暴利極限; 預計 2028 年後向理性高位回歸。	1. 大模型逐步完成「基建期訓練」, 算力重心轉向「推理」。2. 雲端巨頭自研 ASIC(如谷歌 TPU、亞馬遜 Trainium 2)與 AMD 全面放量, 打破獨占。	英偉達等上游硬體毛利率預計將從 75% 的物理極限, 向 60%-65% 的理性區間修正, 溢價讓渡下游。
2 算力租賃市場經歷慘烈清算	2026-2027 年迎來倒閉潮; 行業大出清後, 存活龍頭將扭虧為盈。	高槓桿、依賴債務的二線算力雲因設備折舊成本集中爆發, 將遭遇現金流斷裂, 市場迎來「黎明前的黑暗」與產能洗牌。	存活下來的頭部算力雲, 在設備折舊完畢後(2028 年後), 毛利率將從 2026 年低谷的 8%-15% 回升至 15%-25%, 淨利率扭虧為盈。
3 終極利潤收割者將全面轉移至應用層	2028-2030 年迎來黃金收割期利潤重心完成由「賣鏟人」向「用電人」的轉移。	底層算力成本隨著技術反覆運算暴跌 90%, 大幅降低軟體商的營運成本。掌握企業最終工作流與 B 端剛性黏著度的廠商擁有極高溢價定價權。	垂直領域 AI 與 SaaS 廠商將享受極低算力成本與高訂閱溢價, 淨利潤率有機會迎來非線性爆發, 衝刺 35%+。

資料來源: KGI 整理

## 6. 中美 AI 商業模型深度對比

- **美國**: 依靠全球最龐大的美元資本、最頂尖的晶片供應鏈、以及大力出奇跡的超級算力, 在探索 AGI(通用人工智慧)的最前沿邊界和多模態生態上, 依然高舉高打。
- **中國**: 在晶片受限、資金不占絕對優勢的逆境下, 憑藉極其恐怖的演算法壓榨能力、極致的工程優化以及貼地飛行的免費/開源策略, 把 AI 推理的成本打到了接近免費, 在生產力平權和工業落地層面展現出極強的侵略性。

## 7. 為何我們認為 AI 行情並未見頂？

- 1) **今日估值 37x vs 泡沫期 45-100x**。在過往的泡沫中，收影響領域的 P/E 至少會飆升至滾動 12 個月歷史獲利 trailing 的 45 倍到 72 倍。特別是亞洲，1989 年台灣和日本的滾動 12 個月歷史 P/E 分別達到 72 倍和 100 倍的峰值。相比之下，如今 MSCI 全球半導體板塊的歷史 trailing P/E 比為 37 倍。
- 2) **基本面保持強勁, 盈利預測不斷上調**。在過去 3 個月內，企業 EPS 獲利預測的修正相較於大盤就上調了 10%，預估 12 個月遠期 EPS 成長率為 40%，而 MSCI AC World 指數僅為 12%。
- 3) **上游產能短缺任然需要多年時間解決**。目前仍然是供給緊缺，因為：(a) 建廠週期長(建造一座晶圓廠需要 3 年)，(b) 台積電(TSMC)穩健的資本支出管理紀律(資本支出僅比生成式 AI 出現前的時期增長了 80%)，(c) 記憶體產能值在 26 年和 27 年只能增加約 30%，及(d)台積電和記憶體廠商的資本支出增長大幅滯後於大型雲端服務商。與 TMT(科技、媒體和電信)泡沫時期相比，過度投資非常有限：IP 設備和軟體支出佔 GDP 的比例自 2022 年以來增長了 17%，而 1994 年至 2000 年期間，其佔 GDP 的比例增長了 42%。
- 4) **市場規模 TAM 的預期有較大上修空間**。假設半導體硬體及軟件在全球 2030 年 GDP 的 2%，我們可以估算整個產業的收入規模 (TAM) 為美金 3trn，假設 2030 年的淨利潤率可以維持在 2025 年的 35% 的水準，這意味著預期 P/E 是 16x；假設 2030 年的淨利潤率穩定 25% (相對 2025 年的 25%)，這意味著預期 P/E 是 22x。從這個角度看，市場規模預期或者估值，都不算過於激進。作為參照，石油佔全球 GDP 的比重，歷史平均為 3% (有很長一段時間介於全球 GDP 的 4% 到 5% 之間，峰值曾達到 10%)，AI 或許值得更高的占比。
- 5) **市值規模已經限制了投資人超配(Overweight)的極限**。不少基金都有規定，單一個股的持股比例不得超過總市值的 10%。這意味著這些投資人現在甚至連要達到與指數對等權重(Market-weight)的配置都很難做到。台積電(TSMC)，三星(SEC)及 NVIDIA 已經面臨這個問題。在成長型投資組合(Growth mandates)中，這個問題顯得更加嚴峻。

6) **未來可入市資金是目前交易市值的 60%**。目前有 2.3 兆美元的資金透過股利、股票回購以及現金資助的收購活動(併購)流入美股市場。加上貨幣市場基金中還存有高達 7.8 兆美元，資金總額超過 10 兆美元，這相當於目前行業總市值 16.6 兆美元的 60%。

#### 市值規模限制了投資人能超配(Overweight)的程度

股票	指數	%市值
Broadcom	MSCI US	3.5%
ASML	MSCI Europe	4.9%
NVIDIA	MSCI US	8.0%
SK Hynix	MSCI EM	8.7%
ASML	MSCI Europe growth	9.6%
<b>NVIDIA</b>	<b>MSCI ACWI growth</b>	<b>10.0%</b>
<b>SEC</b>	<b>MSCI EM</b>	<b>10.8%</b>
<b>TSMC</b>	<b>MSCI EM</b>	<b>15.6%</b>

資料來源：UBS, Refinitiv DataStream, KGI 整理

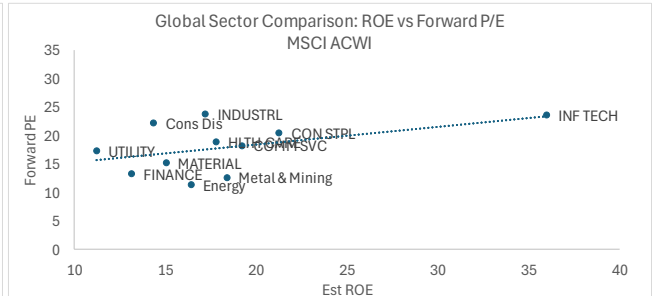
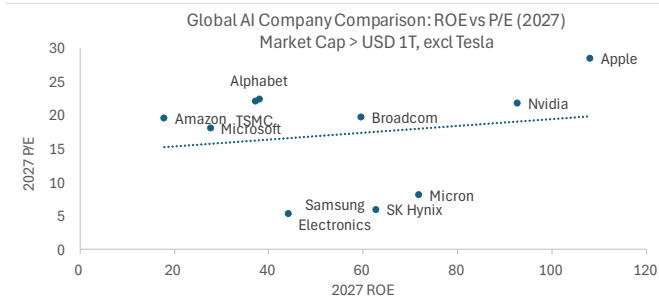


## 8. 如何佈局? KGI Global AI-30 Basket

### KGI Global AI-30 Basket - 投資理據概述

上市公司統計: 美國:19 家; 中國:5 家; 台灣:2 家; 南韓:2 家; 荷蘭:1 家; 日本:1 家

Name (Ticker)	Investment Thesis	Country	Market Cap (USD mil)		Sales YoY (%)		EPS YoY (%)		EBIT Margin		ROE		FCF Yield	EV/Sales	P/E	
			2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027			2026	2027
<b>(1) Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者</b>																
Nvidia/英偉達 (NVDA.US)	壟斷GPU/CUDA; 算術獨霸; 高利潤率, 合理估值。	US	4,736,908		65.5	81.5	59.5	88.7	63.4	66.2	92.9	92.6	2.5	18.3	41.8	21.8
TSMC/台積電 (TSM.US)	壟斷全球頂尖晶圓製造與封裝; 高利潤率, 合理估值。	TW	2,256,064		36.5	27.8	49.2	26.7	57.3	56.9	38.8	37.1	1.9	14.3	28.1	22.1
Broadcom/博通 (AVGO.US)	壟斷高速網路通信晶片; 輕資產高毛利, 自由現金流。	US	1,802,695		65.6	63.8	69.4	66.2	65.5	65.0	54.6	59.6	1.8	24.5	32.8	19.7
Micron/美光科技 (MU.US)	HBM3e/HBM4技術突破, 最強份額爭奪者, 地緣政治紅利。	US	1,370,586		238.2	89.8	764.9	107.1	74.6	81.6	74.5	71.8	1.9	14.9	16.9	8.2
Samsung Electronics/三星電子 (005930.KS)	下游垂直整合全產業鏈, 早期HBM判斷失誤, 努力追趕	KR	1,251,908		106.6	27.0	495.6	38.5	51.5	57.1	49.8	44.1	2.9	4.7	7.5	5.4
SK Hynix/SK海力士 (000660.KS)	全球HBM市占第一(58-61%), 掌握 NVIDIA 絕大多數核心訂單	KR	1,241,648		251.9	47.4	394.9	44.8	76.5	77.8	92.8	62.7	2.2	14.3	8.8	6.1
ASML/阿斯麥 (ASML.NA)	壟斷晶片所需的EUV光刻機, 相對超賣, 盈餘預測修正相對落後	NL	702,852		19.6	23.2	28.2	33.5	36.6	40.1	55.5	58.9	1.4	18.2	50.3	37.7
			Simple Average		112.0	51.5	265.9	57.9	60.8	63.5	65.6	61.0	2.1	15.6	26.6	17.3
			Market Cap Weighted Average		97.1	59.5	201.8	65.4	62.5	64.9	70.7	67.6	2.2	16.4	29.9	18.0
<b>(2) Mega 7 七大巨頭</b>																
Nvidia/英偉達 (NVDA.US)	壟斷GPU/CUDA; 算術獨霸; 高利潤率, 合理估值。	US	4,736,908		65.5	81.5	59.5	88.7	63.4	66.2	92.9	92.6	2.5	18.3	41.8	21.8
Alphabet/谷歌公司 (GOOGL.US)	GCP雲; Gemini頂尖實力; 搜索引擎與廣告有效變現	US	4,175,544		23.2	21.2	11.1	7.4	40.3	40.6	49.5	38.0	1.5	9.8	24.1	22.4
Apple/蘋果 (AAPL.US)	AI 應用落地; 短期硬體創新放緩, 穩健自由現金流	US	4,041,226		14.9	9.0	17.5	10.2	32.4	31.9	132.5	108.0	3.2	8.8	31.4	28.5
Microsoft/微軟 (MSFT.US)	Azure 雲, OpenAI, 生成式 AI 嵌入企業軟體, 複利增長	US	2,620,975		16.9	16.7	25.5	13.9	46.6	46.7	31.1	27.6	2.8	8.4	20.6	18.1
Amazon/亞馬遜 (AMZN.US)	AWS 雲增長強勁, 電商業務利潤率提升, 攻守兼備	US	2,441,971		15.1	13.2	14.9	12.5	12.6	14.1	19.8	17.8	-0.1	3.4	22.0	19.6
Tesla/特斯拉 (TSLA.US)	全自動駕駛FSD, 儲能業務及人形機器人; beta最強	US	1,408,847		8.2	15.2	12.8	30.0	5.3	6.7	6.4	7.6	0.5	14.1	200.3	154.1
Meta Platforms (META.US)	AI提升FB/IG廣告精準度與變現率, 新技術收購(Manus AI)	US	1,378,034		25.9	19.2	27.9	-4.1	35.7	34.9	32.1	25.5	3.5	6.4	13.5	14.1
			Simple Average		24.2	25.2	24.2	22.7	33.7	34.4	52.0	45.3	2.0	9.9	50.5	39.8
			Market Cap Weighted Average		28.6	30.5	26.9	28.6	38.9	39.7	65.6	57.5	2.1	10.7	40.1	30.9
<b>(3) Segment Leaders 細分行業龍頭</b>																
AMD/超微半導體 (AMD.US)	英偉達直接競爭對手, MI300/400系列高度性價比	US	868,409		43.7	53.8	73.8	81.0	26.8	31.7	14.2	21.5	1.0	23.0	73.5	40.6
Renesas/瑞薩 (6723.JP)	車用晶片巨頭, AI邊緣運算, 智能汽車週期復甦	JP	59,093		16.9	9.8	37.3	5.6	24.7	23.0	14.6	12.2	3.7	7.5	20.4	19.3
Sandisk/閃迪 (SNDK.US)	純粹 NAND 快閃記憶體與企業級 SSD 標的; 儲存超級週期	US	345,790		169.0	130.5	2,095.5	191.3	59.9	78.4	60.5	71.0	1.3	26.0	35.6	12.2
Marvell/美滿電子 (MRVL.US)	Optical/DSP絕對龍頭, 在ASIC核心夥伴, 高毛利輕資產	US	246,046		42.1	40.6	80.9	42.4	35.3	36.3	2.8	12.0	0.7	28.4	99.1	69.6
Coherent/高意 (COHR.US)	全球光通訊材料巨頭, 資產重估, 一旦量產利潤暴增	US	79,674		21.5	36.2	54.5	52.6	20.4	22.4	9.9	12.9	-0.7	12.3	74.7	48.9
Lumentum/魯門特姆 (LITE.US)	壟斷全球EMI晶片, 訂單能見度直接綁定全球算術總擴建	US	67,061		82.2	85.7	295.9	121.6	29.1	39.0	32.7	44.8	0.2	27.0	105.7	47.7
GE Vernova (GEV.US)	壟斷燃氣輪機與電網設備市場, 訂單確定性高的能源標的	US	291,687		19.4	14.3	142.0	16.0	10.2	14.7	39.8	36.1	2.6	7.3	52.7	45.4
Eaton/伊頓 (ETN.US)	全球電氣管理與電網基礎巨頭; 高毛利, 輕資產, 高確定性	US	163,036		16.3	10.5	10.1	16.8	19.8	21.0	23.5	24.5	2.3	6.5	31.6	27.0
Vertiv/維諦 (VRT.US)	液冷溫控絕對龍頭, 壟斷 NVIDIA Blackwell 等工廠的散熱市場	US	125,054		35.6	28.2	54.0	34.0	23.2	24.5	48.5	46.2	1.8	11.6	50.3	37.6
Asia Vital Components/奇鋐 (3017.TT)	壟斷AI 風扇與液冷關鍵零組件70%市佔; 緊密綁定英偉達	TW	28,337		57.8	35.5	92.3	44.3	25.0	26.3	58.1	57.1	4.2	5.3	24.3	16.9
			Simple Average		50.4	44.5	293.6	60.6	27.4	31.7	30.4	33.8	1.7	15.5	56.8	36.5
			Market Cap Weighted Average		56.9	53.4	390.2	75.9	29.7	35.6	26.8	32.0	1.4	19.3	62.6	38.5
<b>(4) Strategic Reshaping 策略重塑</b>																
Intel/英特爾 (INTC.US)	受惠美國對本土先進代工的政治性補貼, 轉型期業績反彈	US	667,805		11.0	11.5	157.6	43.7	12.2	15.4	3.6	6.5	-0.5	12.7	122.8	85.4
Dell/戴爾 (DELL.US)	與英偉達綁定售賣 AI 伺服器(500億美元的AI訂單在手)	US	264,563		18.8	51.5	26.5	74.4	8.7	9.3	-353.7	-422.9	3.6	2.1	41.1	22.8
			Simple Average		14.9	31.5	92.1	59.1	10.4	12.3	-175.1	-208.2	1.6	7.4	82.0	54.1
			Market Cap Weighted Average		13.2	22.8	120.4	52.4	11.2	13.6	-97.8	-115.4	0.7	9.7	99.6	67.7
<b>(5) China AI 中國AI</b>																
Tencent/騰訊 (700.HK)	微信生態+遊戲=穩健現金流, AI 廣告精準變現, 騰訊雲重估	CN	478,767		10.3	9.4	8.3	11.0	32.6	33.2	19.3	18.6	6.2	4.3	11.9	10.7
Alibaba/阿里巴巴	阿裡雲/千問Qwen受益於中國AI 算術爆發; 傳統電商為防守	CN	228,240		2.7	9.6	-59.0	59.4	6.3	8.1	8.0	8.7	-3.2	1.1	20.1	15.1
Knowledge Atlas/智譜	中國大模型"新七小龍", 國產生成式 AI 旗艦, 可能納入恒生科	CN	125,080		346.2	173.0	-32.8	6.2	-147.0	-55.6	46.3	554.2	N/A	1,172.7	N/A	N/A
Victory Giant/勝宏	英偉達顯卡與 AI 伺服器高階 PCB/HDI 板的核心龍頭供應商	CN	46,430		75.1	70.6	95.8	77.6	31.0	32.3	30.8	38.1	-1.0	15.8	33.2	18.7
Baidu/百度 (BIDU.US/9888.HK)	雲端營收+79%, 自研晶片昆崙芯拆分上市,	CN	35,383		2.7	7.7	-5.6	18.1	10.2	11.5	5.3	5.9	-4.1	1.0	14.0	11.9
			Simple Average		87.4	54.1	1.3	34.4	-13.4	5.9	21.9	125.1	-0.5	239.0	19.8	14.1
			Market Cap Weighted Average		57.4	34.9	-10.3	26.1	0.5	13.9	20.2	89.9	2.2	163.9	13.5	10.8
			KGI AI 30 - Simple Average		62.0	41.1	169.9	45.7	27.6	33.0	26.5	39.9	1.5	50.8	45.1	31.3
			KGI AI 30 - Market Cap Weighted Average		53.0	36.3	118.2	38.6	42.4	44.3	55.4	50.9	2.0	16.6	38.2	28.1



資料來源: Bloomberg, KGI; 截止 26/06/2026

### 1) 技術壟斷者 Global AI Infra Monopoly

- **英偉達 (NVIDIA - NVDA):** 壟斷 GPU 硬體和 CUDA 軟件全球開發, 算力獨霸, 行業資本支出絕大部分將轉化為英偉達的營收/利潤; 高利潤率, 估值合理。
- **台積電 (TSMC - TSM US/ 2330 TT):** 壟斷全球所有頂尖 AI 算力晶片的代工, 擁有全球最頂尖的先進晶圓製造與封裝技術 CoWoS; 高利潤率, 低估值。
- **博通 (Broadcom – AVGO US):** 壟斷高端 AI 集群的高速網路通信晶片, 也是穀歌等巨頭定制 AI 晶片(ASIC)的獨家開發夥伴; 憑藉輕資產高毛利, 維持強勁的自由現金流與高分紅。
- **SK 海力士 (SK Hynix - 000660 KS):** 全球高端 AI 記憶體 HBM 市占率第一, 英偉達第一核心記憶體夥伴; 訂單能見度直接鎖定數年後; 整個 AI 算力硬體陣營中, 除英偉達外確定性最高。6x 2027 P/E 具吸引力。
- **美光科技 (Micron – MU US):** 憑藉在 HBM 高能效晶片上的技術突破(HBM3e/HBM4), 成功打入頂尖算力供應鏈, 受惠於“AI 大模型對海量、高速存力剛需”引爆的存儲量價齊升超級週期。美股唯一純記憶體標的。9x 2027 P/E 具吸引力。
- **三星電子 (Samsung Electronics - 005930 KS):** 經歷 HBM 早期滯後的大底, 憑藉其新一代高端 HBM4 記憶體通過頂級大廠認證的重大拐點。6x 2027 P/E 極具吸引力。
- **阿斯麥 (ASML - ASML):** 壟斷製造高級晶片所需的高階 EUV 光刻機, 是台積電、英特爾和三星擴建先進產能時無法繞過的瓶頸; 相對超賣狀態, 且盈餘預測的修正進度相對落後。

### 2) 七大巨頭 Mega 7

- **英偉達 (NVIDIA - NVDA):** 壟斷 GPU 硬體和 CUDA 軟件全球開發, 算力獨霸, 行業資本支出絕大部分將轉化為英偉達的營收/利潤; 高利潤率, 估值合理;
- **谷歌母公司 (Alphabet - GOOGL):** 通過 Gemini 成功證明瞭其在生成式 AI 領域的頂尖實力, 將搜尋引擎與龐大廣告流量有效變現; 在七巨頭中估值相對便宜;
- **蘋果 (Apple - AAPL):** 擁有全球最黏性的硬軟體生態, AI 應用落地到消費者端的天然總開口; 即便短期硬體創新放緩, 其穩健強勁的自由現金流與回購力度有效支持股價表現;
- **微軟 (Microsoft – MSFT):** 憑藉對 OpenAI 的深度投資以及 Azure 雲計算的絕對優勢, 率先將生成式 AI 完美嵌入 Office 等企業級軟體, 擁有極強的 B 端提價權與複利增長能力;

- **亞馬遜 (Amazon - AMZN):** 其核心利潤引擎 AWS 雲計算增長強勁回升，同時電商業務在完成供給側優化後利潤率大幅釋放，是攻守兼備的修復型標的；
- **Meta Platforms (META):** AI 顯著提升其社媒 FB/IG 廣告的行銷精準度與變現率，新技術的收購(如 Manus AI)持續拓寬其軟硬體邊界；
- **特斯拉 (Tesla – TSLA US):** 即便純電汽車面臨週期性壓力，其核心價值已全面向全自動駕駛 FSD, 儲能業務及人形機器人轉型, 是七巨頭中 beta 屬性最強的科技未來股。

### 3) 細分行業龍頭 Segment Leaders

- **超微半導體 (AMD - AMD US):** 英偉達直接競爭對手, 憑藉 MI300/400 系列緊咬英偉達，博弈的是非線性爆發的算力溢出訂單與更高的股價彈性。
- **瑞薩電子 (Renesas Electronics - 6723 JP):** 擁有極高的汽車供應鏈壁壘, 在日元資產重估大背景下, 作為“邊緣 AI 與智能汽車週期兼備”的慢牛標的，具備良好的下行防禦能力。
- **閃迪/西部數據 (SanDisk - SNDK US):** 屬於典型“週期反轉 + AI 剛需”的強 Beta 股，資料中心對高端大容量固態硬碟的爆發式消耗需求，正推動其步入利潤井噴期。
- **美滿電子 (Marvell - MRVL US):** 在高速光模組/DSP 數位訊號處理器市場上(AI 伺服器內部的電信號要變成光信號傳輸，並通過 DSP 晶片進行控制和糾錯)，Marvell 與 Broadcom 形成雙寡頭壟斷。它也是科技巨頭 ASIC 自研 AI 晶片的核心夥伴。高毛利，輕資產。
- **高意 (Coherent - COHR US):** 全球最大的光模組及光電元器件供應商之一，把底層的光晶片、外殼、介面組裝成一個完整的光模組(Transceiver)賣給資料中心。它也是全球碳化矽(SiC)和磷化銦等晶圓材料的巨頭，掌握了光電轉換的最上游材料工藝。工廠折舊大、資產重；一旦 1.6T 光模組量產，淨利潤將呈現非線性的暴增。
- **魯門特姆(Lumentum - LITE US):** 壟斷全球 EMI 物理光子學晶片(光模組中最核心、技術壁壘最高的發光部件)。沒有高端光晶片，光模組就無法發射光信號。從 800G 到 1.6T，由於速率翻倍，對高端 EML 晶片和 CW(連續波)高功率雷射器的消耗量是剛性成倍增長的。絕對壟斷使其訂單能見度直接綁定全球算力總擴建。

- **GE Vernova (GEV US):** 從 GE 通用電氣獨立分拆上市的純電力重型裝備標的; 擁有全球技術最先進、效率最高的 HA 級燃氣輪機(一分鐘內快速啟動)。它幫助 Hyperscalers 不需等待 3-5 年傳統電網擴容時間, 直接採購巨型發電機組讓資料中心儘快開機; 確定性高的能源標的(積壓訂單直達數年後)。
- **伊頓電力 (Eaton - ETN US):** 致力於中低壓配電和資料中心內部電力架構(把高壓電降為設備可用電的變壓器, 不斷電供應系統 UPS, 機架上的 PDU 智慧電源分配單元)。AI 能源瓶頸主題的標的股: 高毛利, 輕資產(沒有笨重的發電機組製造, 專攻離伺服器最近的配電硬體與電源管理軟體); 高確定性(全美資料中心擴建對配電系統和變壓器的升級訂單已排至數年後)。
- **維諦技術 (Vertiv - VRT US):** 高溫控液冷絕對壟斷者, 受惠于英偉達等高功耗 AI 晶片引爆了對“資料中心液冷散熱”的巨大剛性需求; 基本面確定性高 (與任何大模型競爭無關, 只要算力擴張就必須下單該公司產品)。
- **奇鋳科技 (AVC - 3017 TT):** 憑藉 3D VC 與水冷板雙軌制, 成為台股散熱領頭羊; 緊密綁定英偉達最新伺服器架構升級步伐, 技術落地比美股同行更敏捷。

#### 4) 策略重塑 Strategic Reshaping

- **英特爾 (Intel - INTC US):** 處於大刀闊斧的轉型期, 受惠於美國政府對本土先進代工的政治性補貼, 以及商業端“AI PC”換機潮帶來的高邊際利潤修復彈性; 業績有機會反彈。
- **戴爾科技 (Dell - DELL US):** 傳統政企客戶將 AI 落地的首選硬體夥伴, 憑藉與英偉達的深度綁定售賣 AI 伺服器, 在科技高估值環境下, 其穩定強勁的現金流, 公司有計劃的回購股票, 27% 的派息率, 合理估值區間, 為投資者提供較好的性價比。

#### 5) 中國 AI 股

- **騰訊控股 (Tencent - 00700.HK):** 憑藉微信獨一無二的超高黏性生態與龐大現金流, 通過“遊戲出海”與“混元大模型”加速 B / C 端雙向變現, 兼具極強抗週期與 AI 增量紅利的價值股; 估值便宜。
- **阿里巴巴 (Alibaba - BABA / 09988.HK):** 核心電商在利潤與份額方面築底回升, 海外跨境電商的高速擴張; 阿里雲全面受益於中國企業級 AI 算力大爆發; 較低的估值與股東持續回購提供了高安全邊際; 估值便宜。

- **百度 (Baidu - BIDU / 09888.HK):** 中國生成式 AI 商業化領跑者, 通過大模型重塑搜索廣告與雲業務, 自動駕駛在全國多城實現規模化商業運營, 具備高壁壘的科技估值彈性超跌股; 估值便宜。
- **勝宏科技 (Victory Giant Tech - 02476.HK / 300476.SZ):** 作為英偉達核心 AI 伺服器與顯卡的最主要 PCB 印刷電路板的供應商, 直接受益於全球 AI 算力競賽的爆發, 高層數高密度硬體訂單暴增推動業績, 中港兩地上市估值彈性重估;
- **智譜 AI (Zhipu AI, 2513 HK) :** 作為中國大模型 “新七小龍” 中技術底蘊最深厚的清華系代表; GLM 全棧自研基座模型, 國家隊與大廠雙重加持, 全場景 B 端商業化落地, 在科研、政企和消費端極強的生態滲透率。技術確定性最高、商業化閉環最穩健的中國生成式 AI 標杆。



# 1. 全球 AI 生態系統總覽(20 層級)

I. 最上游						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
1	能源與電力供應	AI 發展受制於電力供應，訓練先進模型及運行大型數據中心需要數以吉瓦計的電力。若缺乏穩定、可擴展且日趨清潔的能源，AI 的實體基礎設施便無法持續擴張。	A) 大型電力發電 (電網級別) B) 可再生能源及核能 C) 電力穩定性與冗餘備份 D) 購電協議 (PPA) 及能源交易	當前瓶頸正在阻礙	AI 數據中心的電力需求增速遠超電網擴容速度。新建發電及輸電基礎設施的審批與建設周期長達 5 至 10 年，是當前 AI 規模化擴張最難突破的實體限制。	GE Vernova (GEV US) / Siemens Energy (ENR GY) / Constellation Energy (CEG US) / Vistra (VST US) / Schneider Electric (SU FP) / NextEra Energy (NEE US)
2	先進材料與化學品	半導體製造需要地球上純度最高的材料。先進 AI 芯片完全依賴特種硅片、光刻膠及稀有氣體。一旦這些基礎材料供應中斷，芯片製造將立即停擺。	A) 硅晶圓 B) 光刻膠 C) 特種氣體 D) 稀土元素 E) 先進基板	暫無瓶頸	目前雖非瓶頸，但供應高度集中。高純度化學品主要來自日本，一旦供應中斷，全球芯片生產將迅速陷入停滯。	Shin-Etsu Chemical (信越化學) (4063 JP) / Entegris (ENTG US) / SUMCO (勝高) (3436 JP) / JSR (4185 JP) / Air Liquide / Linde (AI FP) / Tokyo Ohka Kogyo (東京應化工業) (4186 JP) /
II. 半導體製造骨幹						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
3	芯片製造設備	這些企業製造在硅片上印刷微型電路的機器，是終極戰略咽喉要道——若沒有 ASML 的極紫外光 (EUV) 光刻機，全球任何人都無法生產頂尖 AI 芯片。	A) 光刻設備 (EUV/DUV) B) 薄膜沉積設備 C) 蝕刻設備 D) 量測與檢測設備	逐漸緩解但仍然偏緊	ASML 是 EUV 設備的唯一供應商。這些造價逾 3 億美元的設備交貨期極長，且受地緣政治出口管制限制，形成持續性的戰略瓶頸。	ASML — EUV 壟斷供應商 (ASML US) / Applied Materials (AMAT US) / Lam Research (LRCX US) / Tokyo Electron (東京電子) (8035 JP) / Advantest (愛德萬測試) (6857 JP) / KLA (KLAC US)
4	半導體晶圓廠 / 代工廠	晶圓廠是耗資數十億美元、將 NVIDIA 等公司設計的芯片藍圖轉化為實體硅片的工廠，是人類歷史上資本投入最密集的製造工序之一。	A) 先進邏輯製程 B) 先進封裝 C) 良率優化	曾是關鍵瓶頸	建設一座先進晶圓廠耗資逾 200 億美元且需數年時間。供應高度集中於台灣，使全球 AI 供應鏈極易受地緣政治緊張局勢或自然災害衝擊。	TSMC (台積電) (TSM US) / Samsung Foundry (005930 KS) / Intel Foundry (INTC US) / SMIC (中芯國際) (981 HK) / GlobalFoundries (GFS US)
5	先進封裝與互連	隨著電晶體微縮放緩，業界轉而將多個小型芯片 (小晶片) 緊密整合。先進封裝確保各芯片之間的通訊速度足以讓整體表現如同一顆強大的 AI 大腦。	A) CoWoS / HBM 堆疊封裝 B) 小晶片 (Chiplets) C) 中介層 (Interposers) D) OSAT — 外包封裝測試	當前瓶頸正在阻礙	台積電的 CoWoS 封裝產能曾是 2023 至 2024 年 NVIDIA GPU 供應的主要瓶頸。封裝工序複雜、良率低，即使台積電持續擴產，仍制約著全球芯片總出貨量。	TSMC — CoWoS 封裝 (台積電) (TSM US) / ASE (日月光) (ASX US) / Amkor (AMKR US) / Samsung Advanced Packaging (005930 KS) / JCET Group (江蘇長電科技) (600584 CH)
III. 核心芯片組件 (AI 芯片內部)						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
6	邏輯芯片	GPU 及定制加速器是 AI 真正的「大腦」，專為處理訓練神經網絡及生成回應所需的大規模並行數學運算而設計。	A) 圖形處理器 (GPU) B) ASIC / 定制加速器 C) 中央處理器 (CPU) D) 專用推理芯片	曾是關鍵瓶頸	對 NVIDIA 最新架構的需求持續超過供應。核心挑戰在於在擴展至超大規模集羣的同時，管理下一代芯片所產生的極端熱量與功耗。	NVIDIA (NVDA US) / AMD (AMD US) / Intel (INTC US) / Google TPU (GOOGL US) / Broadcom ASIC (AVGO US) / Baidu — Kunlun (百度昆侖芯片) (9888 HK) / Apple — AI SoC (AAPL US) / Renesas (瑞薩) (6723 JP)
7	存儲器	AI 處理器運算速度極快，但需要持續不斷地輸入數據。高帶寬存儲器 (HBM) 緊鄰處理器安裝，以極高速度傳輸數據。若存儲器容量不足，昂貴的 GPU 將因等待數據而閒置。	A) 高帶寬存儲器 (HBM) B) 動態隨機存取記憶體 (DRAM) C) NAND 閃存	逐漸緩解但仍然偏緊	HBM 製造難度極高，且需要先進封裝才能與 GPU 連接。HBM3 及 HBM3e 的供應嚴重受限，直接制約了全球 AI 加速器的出貨總量。	SK Hynix — HBM 領導者 (000660 KS) / Micron (MU US) / Samsung Electronics (005930 KS) / SanDisk (SNDK US)
8	AI 集羣網絡與互連	單一芯片無法訓練現代 AI 模型。數以萬計的 GPU 必須相互連接，才能作為一台超級計算機協同運作。高速網絡確保芯片之間即時共享數據，避免訓練過程出現延遲。	A) 高速以太網 B) 光互連 C) NVLink 類芯片互連 D) 印刷電路板 (PCB)	當前瓶頸正在阻礙	隨著集羣規模擴展至逾 10 萬顆 GPU，網絡互連成為限制因素。電氣傳輸產生過多熱量與延遲，迫使業界向光互連 (硅光子技術) 艱難過渡。	Broadcom (AVGO US) / NVIDIA — NVLink / InfiniBand (NVDA US) / Marvell (MRVL US) / Lumentum (LITE US) / Amphenol (APH US) / Zhongji Innolight (300308 CH) / Gold Circuit (金像電子) (2368 TT) / Victory Giant (勝宏科技) (300476 CH) / Unimicron (欣興電子) (3037 TT) / Coherent (COHR US) / Cisco (CSCO US) / Arista Networks (ANET US)
IV. 數據中心實體基礎設施 (AI 的棲身之所)						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
9	電力輸配與電力設備	電網電力無法直接輸入服務器。必須經過降壓、調節並以極高穩定性分配至各機架。電力設備確保大量電能安全送達服務器機架，避免災難性停電。	A) 不間斷電源 (UPS) B) 變壓器 C) 配電單元 (PDU)	當前瓶頸正在阻礙	大型變壓器及特種開關設備的交貨期已從數月延長至數年。數據中心若沒有這些設備便無法通電，使其成為當前嚴峻的供應鏈瓶頸。	Schneider Electric (SU FP) / Eaton (ETN US) / ABB (ABB NY US) / Vertiv (VRT US) / Delta Electronics (台達電子) (2308 TT) / GE Vernova — Grid Solutions (GEV US)
10	冷卻系統	AI 芯片產生大量熱量。傳統空調已無法冷卻最新高密度 GPU 機架。先進液冷技術現已成為必備條件，以防止芯片過熱並確保數據中心安全運行。	A) 液冷 (直接接觸式) B) 浸沒式冷卻 C) 熱管理	當前瓶頸正在阻礙	從風冷過渡至液冷需要對數據中心管道及機架設計進行全面改造。冷卻分配單元 (CDU) 的製造產能難以跟上 NVIDIA Blackwell 的部署速度。	Vertiv (VRT US) / Asia Vital Components (奇鋳科技) (3017 TT) / Auras Technology (雙鴻科技) (3324 TT) / Asetek (ASETEK NO) / Supermicro (SMCI US)
11	數據中心建設與運營	這些是 AI 的實體堡壘，提供高度安全、結構加固且高功率密度的環境，用於容納數以萬計的重型高功耗服務器機架。	A) 批發及零售主機代管 (Colocation) B) 房地產投資信託 (REITs) C) 主權數據中心 D) AI 服務器建設與部署	當前瓶頸正在阻礙	尋找同時具備大規模電力接入與高速光纖的土地日益困難。建設受制於分區法規、電網接入排期及多個層級的設備短缺。	Equinix (EQIX US) / Digital Realty (DLR US) / Dell (DELL US) / HP Enterprise (HPE US) / Supermicro (SMCI US) / Hon Hai (鴻海精密) (2317 TT) / NTT Data (9613 JP) / Wiwynn (緯穎科技) (6669 TT) / Quanta Computer (廣達電腦) (2382 TT) / GDS (萬國數據) (GDS US)

V. AI 基礎設施與雲端平台						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
12	超大規模雲端服務商與 AI 雲端平台	科技巨頭按需用高性能 GPU 集群，既是 AI 加速器的主要買家，也是 AI 基礎設施的骨幹。它們是算力的守門人，讓開發者和企業無需自建數據中心即可獲取超算級算力。	A) 基礎設施即服務 (IaaS) B) 平台即服務 (PaaS) / AI 雲端 C) 主權 / 合規雲端服務 D) 托管 AI 模型 API (如 AWS Bedrock、Azure OpenAI)	暫無瓶頸	儘管原始算力日益充裕，但成本高企與供應商鎖定仍是挑戰。企業面臨高昂的 GPU 租用費用，而超大規模雲端商之間的競爭也愈趨激烈，各方竭力將客戶鎖定在自身生態系統中。	Microsoft Azure (MSFT US) / Amazon AWS (AMZN US) / Google Cloud (GOOGL US) / Oracle Cloud (ORCL US) / Alibaba Cloud (阿里雲) (BABA US) / Baidu Cloud (百度雲) (9888 HK)
13	GPU 雲端與專業推理平台	純 GPU 雲端服務商及專業推理平台專門為 AI 工作負載提供算力租用服務。與多元化的超大規模雲端商不同，這些公司專注於速度、成本及 AI 優化基礎設施，服務需要大規模原始算力或快速模型推理的實驗室和企業。	A) GPU 即服務 (純 GPU 雲端) B) 托管推理端點 C) 本地 GPU 集群 D) 推理加速平台，如 Groq LPU	暫無瓶頸	隨著超大規模雲端商擴大自身 GPU 雲端業務，競爭日趨激烈。純 GPU 雲端服務商必須在價格、配置速度及 AI 專屬優化上形成差異化，以避免被商品化。	CoreWeave Cloud (CRVV US) / Nebius (NBIS US) / Groq API (Private) / OVHcloud (OVH FP) — 歐洲純 GPU 雲端
14	網絡安全與 AI 安全	隨著 AI 深度融入關鍵基礎設施，其成為高價值攻擊目標。本層保護整個技術棧——從網絡邊界和雲端工作負載到模型本身——抵禦黑客攻擊、數據竊取、對抗性攻擊及提示詞注入。	A) 端點與雲端工作負載保護 B) 網絡與邊界安全 C) 身份與訪問管理 D) 數據防洩漏	未來瓶頸	AI 系統引入了全新的攻擊面——對抗性輸入、模型反演及供應鏈投毒——這些都是傳統網絡安全工具未曾設計應對的威脅。安全行業正在奮力追趕。	CrowdStrike (CRWD US) / Palo Alto Networks (PANW US) / Cloudflare (NET US) / Fortinet (FTNT US) / Microsoft Defender (MSFT US)
VI. 模型、軟件與數據 (可見的 AI 層)						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
15	基礎模型	在海量數據集上訓練的數十億參數神經網絡，具備廣泛的推理能力。這一層由資本密集型競爭主導，閉源專有模型與開放權重社群開發模式之間的博弈持續進行。	A) 專有 / 閉源模型 B) 開放權重 / 開源模型 C) 垂直領域 / 邊緣模型	暫無瓶頸	「數據牆」正在逼近——用於訓練的高質量人類文本即將耗盡。訓練成本飆升至數十億美元，意味著只有少數資金雄厚的機構才能在前沿競爭。	OpenAI ChatGPT (Private) / Google Gemini (GOOGL US) / Anthropic Claude (Private) / Meta Llama (META US) / MiniMax Hailuo (海螺) (100 HK) / DeepSeek (深度求索) (Private) / Moonshot (月之暗面) AI — Kimi (Private) / Zhipu (智譜 AI) (2513 HK) / xAI — Grok (Private)
16	AI 框架與工具	MLOps 庫及編排工具將脆弱的原始模型轉化為可靠的生產應用，將複雜的數學運算抽象為可重複、可部署的代碼。	A) 核心機器學習框架 B) 編排與智能代理框架 C) 模型倉庫與模型市場 D) MLOps 與評估工具	暫無瓶頸	生態系統高度碎片化且演進過快。開發者面臨工具疲勞，難以構建可靠的生產系統，因為底層模型和框架每隔數月便會更迭。	Google TensorFlow (GOOGL US) / Hugging Face (Private) / Databricks — MLflow (Private) / LangChain (Private) / AutoGen — Microsoft (MSFT US) / Weights & Biases (W&B) (Private) — 領先 MLOps 平台
17	數據平台與合成數據	收集、整理並清洗企業數據集，形成統一數據流。模型的智能程度取決於其訓練數據的質量——輸入數據質量低劣將導致幻覺和推理錯誤。	A) 數據湖倉 / 雲端數據倉庫 B) 數據標注與整理 C) 向量數據庫與知識存儲 D) 合成數據生成	未來瓶頸 算力與模型將趨於充裕，但數據仍雜亂	企業數據雜亂、孤立且非結構化。核心挑戰在於如何在不洩露敏感信息的前提下，將企業專有數據安全地接入 AI 模型，並持續尋找高質量數據以推動智能持續提升。	Snowflake (SNOW US) / Palantir (PLTR US) / Databricks (Private) / Scale AI (Private) / SAP (SAP US)
VII. 下游 — 應用與商業化						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	主要企業及其業務
18	橫向企業 AI	面向生成式 AI 時代的跨行業生產力工具，優化起草文件、編寫代碼及摘要等通用工作流程，為企業奪回數以百萬計的工時。	A) AI 副駕駛與助手 B) 自主工作流程自動化 C) 創意與內容套件	暫無瓶頸	主要挑戰在於用戶採用率及證明實際投資回報。儘管工具功能強大，但將其整合至傳統企業工作流程及日常生活，並改變習慣，仍是重大的商業障礙。	Microsoft — M365 Copilot (MSFT US) / Salesforce — Einstein (CRM US) / Adobe — Firefly (ADBE US) / ServiceNow (NOW US) / Tencent — WeChat AI (騰訊微信 AI) (700 HK) / Apple — Apple Intelligence (AAPL US) / Intuit (直覺軟件) (INTU US) / Manus AI (Private)
19	垂直 / 行業 AI	針對醫療和金融等高風險領域的高度專業化 AI，需要確定性的精確度及與受監管數據生態系統的深度整合——這正是通用模型力有不逮之處。	A) 醫療健康與生物製藥 B) 實體 AI、出行與自動化 C) 金融與合規智能 D) 法律與專業服務 AI	未來瓶頸 監管審批隊列持續延長	受監管行業要求確定性的精確度與可解釋性。瓶頸在於漫長的監管審批隊列 (如 FDA 對 AI 醫療器械的審批)，以及難以獲取高度受保護的行業專有數據。	醫療: Tempus (TEM US) / Siemens Healthineers (SHL GY) 金融: Bloomberg (Private) / Visa (V US) 製造: Siemens (SIE GY) / Rockwell (ROK US) 機器人: Ubtech Robotics (優必選) (9880 HK) 出行: Waymo (GOOGL US) / Tesla (TSLA US) 法律: Harvey AI (Private)
VIII. 治理、安全與監管						
#	全球 AI 層級	本層級的重要性	主要細分領域	瓶頸狀況	挑戰 / 當前瓶頸	例子
20	治理、安全與監管	構建法律與軟件層面的全球護欄，防範偏見、虛假信息及知識產權竊取，確保 AI 模型在部署前保持安全、透明且合規。	A) 企業審計與系統整合 B) 對齊研究與威脅緩解 C) 監管合規與法律框架 D) 出口管制與地緣政治治理	未來瓶頸	監管進度嚴重滯後於 AI 發展速度。過度監管可能扼殺創新；監管不足則面臨災難性安全漏洞、知識產權竊取及不安全自主系統部署的風險。	EU AI Act (歐盟 AI 法案) US NIST AI RMF (Risk Management Framework, 風險管理方案)

資料來源：KGI 整理

## 2. 全球 AI 之四大戰略基石

在全球 AI 生態系統中，「電力」決定容納空間，「代工」決定算力供給，「網絡/存儲」決定運算效率，而「大模型/Agent」則決定最後的商業變現利潤。在進行資產配置時，這四個細分板塊的龍頭企業均具備極高的定價權與抗風險能力。

### 全球 AI 生態系統：四大戰略命脈全景透視

戰略環節	戰略重要性	底層邏輯	核心企業
1. 能源與核能/電力基建	有無電？算力擴建的絕對生存底線；電力直接決定數據中心“能不能建”。	超大型數據中心耗電量堪比中型城市。零碳排放、24 小時穩定的核能與微型核反應堆 (SMR) 成為稀缺資源。科技巨頭正簽署數十年長約搶先鎖死電網產能。	星座能源 (Constellation Energy)、GE Vernova、NextEra Energy
2. 晶圓代工與先進封裝	有無芯？全球科技鏈的最高護城河；晶片「能不能造」？	全球幾乎 100% 的頂級 AI 加速晶片(不論是 NVIDIA、AMD 或科技巨頭的 ASIC)皆獨家依賴台積電的先進製程與 CoWoS 封裝。地緣政治或產能瓶頸一旦爆發，全球 AI 算力演進將瞬間物理停滯。	台積電 (TSMC)
3. 高頻寬記憶體與高速網路	有無速？決定晶片「能不能高速運轉」。當前最嚴重的瓶頸。	沒有 HBM(高頻寬記憶體)，GPU 就只是吃不到數據的空殼；沒有高速互聯晶片與交換機架構，上萬張晶片就無法融合成超算。	SK 海力士(SK Hynix)、美光 (Micron)、博通 (Broadcom)
4. 核心大模型與 Agent 生態	有無應用？終極流量入口與生態護城河；	前沿大模型正快速演進為「多智慧體系統 (MAS)」，並直接接管企業生產力流程(如按 Token 輸送量收費)。決定整個 AI 產業的「變現天花板」。B 端企業一旦深度接入，切換成本極高，將交出工作流與財務數據的「總閘門」。	Anthropic、OpenAI、微軟 (Copilot)

資料來源：KGI 整理

### 2.1 能源與核能/電力基建(AI Clean Energy & Power Grid)

“AI 的盡頭是算力，算力的盡頭是電力。”這是 AI 擴張的終極生存邊界。一個包含 10 萬張甚至 100 萬張頂級晶片的超大型 AI 資料中心，其消耗的電量相當於一個中型城市的總和。誰能提供穩定、不受氣候影響、且實現零碳排放的 24 小時基荷電力(特別是核能與微型核反應爐 SMR)，誰就掌握了 AI 資料中心能否獲批建設的“生殺大權”。這也是

為什麼微軟、亞馬遜等超大型雲廠商(Hyperscalers)不惜簽下數十年長約去鎖死核電資源的原因。能源不僅是成本問題，更是 AI 算力擴建的絕對生存底線。

**核心代表：** 星座能源(Constellation Energy)、GE Vernova、NextEra Energy

## 2.2 晶圓代工與先進制程封裝(Advanced Foundry & Packaging)

這個子行業擁有全球科技鏈中最高的壁壘和最強的話語權。無論是英偉達(NVIDIA)最先進的 Rubin/Blackwell 晶片、超微(AMD)的 MI 系列，還是穀歌(TPU)、亞馬遜(Trainium)的定制化 AI 晶片(ASIC)，全球幾乎 100% 的頂級 AI 加速晶片都必須依賴台積電的先進制程(3nm / 2nm)以及 CoWoS 先進封裝 技術才能被物理製造出來。

軟體演算法可以隨時通過代碼重構，但一旦由於地緣政治或產能瓶頸導致代工廠停工，全球 AI 的算力演進將在瞬間陷入物理停滯。

**核心代表：** 台積電(TSMC)

## 2.3 高頻寬記憶體與高速網路互聯(HBM & High-Speed Networking Fabric)

這是打破算力物理瓶頸的重要環節。目前制約大模型推理和大規模訓練的最嚴重瓶頸，往往不是 GPU 本身的算力不夠，而是晶片內部、以及超大型伺服器集群內部的資料傳輸速度跟不上，即所謂的“記憶體牆(Memory Wall)”和“網路牆”。

在當前的 HBM4(高頻寬記憶體)時代，如果沒有 SK 海力士或美光提供極致頻寬的存儲晶片，GPU 就只是空有算力卻吃不到資料的“餓漢”；同理，若沒有博通(Broadcom)提供定制化的互聯網路晶片和超低延遲交換機架構，上萬張 GPU 就無法融合成一台真正的“超級電腦”。這屬於隱藏在熱門硬體背後的“無冕之王”。

**核心代表：** SK 海力士(SK Hynix)、美光(Micron)、博通(Broadcom)

## 2.4 核心大模型與 Agent 智慧體生態(Frontier LLM & Multiagent Platforms)

Frontier LLM(前沿大模型)是資訊時代的“中央作業系統”，以及商業層面的終極流量入口。這一子行業決定了 AI 產業的變現天花板和資料控制權。Gartner 預測表明，隨著大模型正快速轉向多智慧體系統 (Multiagent Systems, MAS)和企業級領域(如 Anthropic 憑藉 Claude Code 正在直接接管全球大廠的程式設計流，按照 Token 輸送量收費)，誰掌控了最底層的推理模型，誰就掌握了下個十年全球企業 workflow 和財務資料的“總閘門”。一旦 B 端企業深度接入某種模型，其切換成本 (Switching Costs)極高，模型巨頭將形成巨大的生態護城河。

核心代表：Anthropic、OpenAI、微軟(Copilot)

### 3. 全球五大龍頭之競爭優勢

在全球 AI 生態系統中，2026 年的市場格局已經演變為一個高度相互依存且高度合作競爭的帝國。ASML (獨家供應 EUV 光刻機)——> 台積電 (獨家代工與先進封裝)——> 英偉達 (算力霸主) / 博通(網路霸主) / AMD (英偉達對手)

#### 全球 AI 基建無可爭議的 5 大巨頭(G5)

5 大巨頭	行業角色	核心護城河(Moat)	核心業務	盈利水準
英偉達 (NVIDIA)	Fabless(系統商); 當前算力市場的絕對主導者	無可替代的 GPU 硬體資產與 CUDA 軟體生態系統。	全棧 AI 計算平臺(晶片、NVLink 網路、伺服器系統、CUDA 軟體)	暴利之王，毛利率高達 75%。
台積電 (TSMC)	Foundry (代工廠); 算力供應鏈中最具防守性的核心資產	獨家壟斷全球 99%以上頂級 AI 晶片(英偉達、AMD、蘋果等)的代工與封裝。	前沿邏輯晶片製造(3nm/2nm)及先進封裝(CoWoS、SoIC)	盈利結構極其穩固，毛利率達 66.2%。
ASML	硬體(半導體設備); 受惠於產能瓶頸，在手訂單已提前售罄。	獨家供應製造先進 AI 晶片所必需的終極戰略設備(EUV 光刻機)。	光刻系統(EUV、高數值孔徑 High-NA EUV)	毛利率約 50%，淨利率約 30%。
博通 (Broadcom)	Fabless (定制定制/網路); 網路架構升級的核心受益者	絕對統治十萬卡級別超大型數據中心的核心乙太網交換晶片。	自訂 AI ASIC(如穀歌 TPU、Meta 加速器)及高頻寬網路交換機晶片(Tomahawk 系列)	獲利能力極強，毛利率高達 65%-70%。
AMD	Fabless(系統商); 具備高彈性的潛在挑戰者	全行業唯一具備與英偉達旗艦 GPU 正面競爭的高性價比替代方案。	算力替代方案(MI300/MI400 系列加速器)及 x86 伺服器 CPU	目前利潤率低於同行，但預期將迎來擴張。

資料來源：KGI 整理

#### 3.1 G5 業務關係網，上下游關係，以及競爭

這五大巨頭(G5)之間絕對不是孤立競爭的個體，而是一條環環相扣、高度共生又互相制衡的“生態食物鏈”。它們之間既有絕對的上下游依附關係，也有極其微妙的敵友(Cooperation)博弈。以下，我們從三個核心維度來分析這五大巨頭之間的業務及依附關係：

**第一：核心物理供應鏈：絕對的上下游依附關。** ASML (獨家供應 EUV 光刻機)——> 台積電 (獨家代工與先進封裝)——> 英偉達 / AMD / 博通

**1. 設備的絕對壟斷：ASML (獨家供應 EUV 光刻機) 是台積電的“工業之母”。** 台積電要在 2026 年大規模量產 3nm、2nm 晶片並研發下一代先進制程，必須購買 ASML 獨家壟斷的 High-NA EUV(高數值孔徑光刻機)。

**依附程度：100%。** ASML 如果斷供或產能跟不上，台積電的制程推進就會立刻癱瘓。

**2. 產能的終極守門人：台積電 (獨家代工與先進封裝) 是英偉達、AMD、博通(三家 Fabless 無晶圓廠設計商)的主要供應商。** 英偉達的 Blackwell/Rubin 架構 GPU、AMD 的 MI300/MI400 加速器、以及博通為穀歌定制的 TPU、為 Meta 定制的 ASIC，全部依賴台積電的先進制程(4nm/3nm)進行代工。

更致命的是，2026 年 AI 晶片的瓶頸在**先進封裝(CoWoS)**。英偉達、AMD 和博通都在爭奪台積電極為有限的 CoWoS 產能。

**依附程度：極高。** 雖然這三家設計廠商在軟體和架構上無所不能，但如果台積電不給它們分片(Wafer)和封裝產能，它們就一張晶片也賣不出去。

**第二：算力與網路：英偉達(算力霸主) 和博通(網路霸主)之間高度互補又劇烈競爭。**

### **1. 業務互補(共同撐起萬卡集群)**

當幾萬張甚至幾十萬張晶片被連成一個巨型 AI 集群時，在一個非英偉達全家桶的 AI 資料中心裡，英偉達提供強大的算力(GPU 裸片)，而博通則提供骨幹網路連接(如 Tomahawk 5 交換機晶片、PCIe 交換晶片和光模組核心元件)。

兩者的晶片必須在伺服器主機板上完美相容，資料才能以極低的延遲在晶片間流動。

### **2. 戰略對抗(技術路線之爭)**

**英偉達想搞“全面閉環”：**英偉達極力推銷自己的 NVLink 架構和 InfiniBand 網路技術，試圖把算力和網路打包成“黑盒”賣給客戶，把博通擠出去。

**博通領銜“開放反擊”**：博通則聯合 AMD、穀歌、Meta 等巨頭組成 UALink 和 超乙太網聯盟(Ultra Ethernet Consortium)，極力推動乙太網(Ethernet)替代英偉達的網路，試圖解耦英偉達的壟斷。

**第三：直接競爭與敵友博弈**：AMD 和博通與英偉達直接競爭，台積電是中立的供應商。

**1. 英偉達(NVIDIA) vs AMD**：純粹的零和博弈競爭對手。AMD 的 MI400 系列加速器在硬體參數和性價比上步步緊逼英偉達的 Blackwell。它們在各大超大規模雲廠商(微軟、甲骨文等)的採購預算裡直接競爭。

**2. 英偉達(NVIDIA) vs 博通(Broadcom)**：博通並不直接賣通用 GPU，但它是穀歌 TPU、Meta AI 晶片的技術代工廠和共同設計者(Custom ASIC 業務)。谷歌和 Meta 不想完全被英偉達宰割，於是找博通幫他們研發自家晶片。博通每幫穀歌多造一顆 TPU，英偉達就少賣一顆 GPU。

**3. 台積電的“絕對中立”**：無論是英偉達(統治者)、AMD(挑戰者)，還是博通(協助客戶自研的幕後黑手)，它們全都是台積電的 VIP 客戶。台積電不偏袒任何一方，不論你們怎麼打，誰贏了都得來我這裡付代工費。台積電甚至會刻意扶持 AMD 和博通，以防止英偉達一家獨大後反過來壓低台積電的代工價格。

## 3.2 成功的關鍵要素

- **英偉達：CUDA 生態構築的鐵壁**。英偉達不僅僅是一家晶片公司。它在 15 年前投資的 CUDA 軟體生態，讓全球數百萬 AI 開發者只能在英偉達硬體上跑代碼。到了 2026 年，它通過 NVLink 網路技術將幾萬張晶片連成“一台超算”的能力，使其在集群效率上無人能敵。
- **台積電：極致的商業信用與“封裝之王”**。台積電堅守“不與客戶競爭”的承諾，贏得了全球信任。更重要的是，在摩爾定律放緩的今天，AI 性能高度依賴封裝，台積電憑藉 CoWoS 和 SoIC 先進封裝，掌握了把 GPU 和 HBM 記憶體拼裝在一起的獨家密碼。
- **ASML：不可替代的物理奇跡**。ASML 的成功在於對極紫外(EUV)光刻技術的絕對技術壟斷。製造 AI 晶片就像在頭髮絲上刻太空梭，全球只有 ASML 能造出這種精度的“神光”。

- **博通：網路壟斷與定制晶片。** 隨著 AI 集群規模從萬卡邁向十萬卡/百萬卡，網路的價值甚至超過了晶片本身。博通靠著在乙太網交換晶片的絕對壟斷，以及幫穀歌、Meta 代工定制 ASIC 晶片，成為了 AI 基建中低調的搶錢高手。
- **AMD：天下苦綠久矣的“最佳 Plan B”。** AMD 的成功在於它高超的硬體設計能力(如率先在 MI300 系列上採用先進的 Chiplet 技術)以及“二號供應商”的戰略定位。任何不想被英偉達扼住喉嚨的超大規模雲廠商，都會給 AMD 砸訂單。

### 3.3 利潤水準比較 (壟斷溢價特徵)

- **英偉達(暴利之王)：** 毛利率長期維持在 75%–80%，淨利率超過 55%。因為它是系統集成商，賣的是包含軟體、網路、計算在內的“全家桶”，擁有極高的壟斷定價權。
- **台積電(堅實之盾)：** 毛利率約 53%–55%，淨利率在 40%–45% 左右。作為代工廠，由於資本開支極其龐大(每年數百億美元買設備建廠)，其利潤率略低於英偉達，但在 2nm 和 CoWoS 漲價後，盈利能力極強。
- **ASML(穩健地租)：** 毛利率接近 50%–52%，淨利率約 30%。ASML 是重工業，研發和製造週期長，雖然單台機器售價高達數億美元，但產能和交付是線性平穩的。
- **博通(隱藏印鈔機)：** 其定制 ASIC 和網路業務由於幾乎沒有直接競爭對手，毛利率高達 65%–70%，淨利率維持在 40% 以上，現金流極其健康。
- **AMD(正在追趕)：** 其 AI 加速器(MI 系列)毛利率較高，但由於在傳統 PC 和通用伺服器市場受宏觀經濟影響，且軟體研發投入巨大，整體淨利率(約 15%–20%)在五大巨頭中墊底。

### 3.4 戰略地位比較(依附/競爭關係)

如果全球 AI 基建爆發危機，五大巨頭之間的依附/競爭關係如下：

- **台積電與 ASML(至高層)：** 它們是 AI 發展的物理天花板。ASML 不給設備，台積電就無法擴產；台積電一旦停產，英偉達、AMD 和博通明天就會斷貨。
- **英偉達(生態統治層)：** 控制著演算法和應用層。雖然它依賴台積電，但它決定了全球 AI 創新的速度和方向。

- **博通(網路樞紐層)**：卡住了 AI “規模化(Scaling)” 的脖子。沒有博通的高速網路技術，英偉達的 GPU 再多也只是孤島，無法聯動。
- **AMD(戰略平衡層)**：生態位最弱，但不可或缺。它是制衡英偉達定價權的唯一砝碼。

### 3.5 未來成長潛力比較(2H26 展望)

- **英偉達 (NVIDIA)**：基數龐大，尋找第二曲線。隨著硬體基礎設施第一階段的搶購潮在 2026-2027 年逐漸達峰，其純硬體銷售的爆炸式增長會放緩。英偉達未來的潛力取決於其 NIM(AI 軟體服務) 和物理人工智慧(主權 AI、具身智慧型機器人)能否成功落地。
- **台積電 (TSMC)**：極其穩健。只要全球對 AI 算力的需求在增長，無論最後是英偉達贏、AMD 贏還是雲廠商自研晶片贏，所有的訂單最終都要交到台積電手裡。未來的成長由 2nm 的全面量產和先進封裝(CoWoS)產能的數倍擴張驅動。
- **ASML**：確定性高，但缺乏爆發力。其訂單已經排到幾年後。未來幾年的增長點完全取決於全球晶圓廠(台積電、英特爾、三星)在 2nm 及以下節點對下一代 High-NA EUV(高數值孔徑光刻機)的硬性採購需求。
- **博通 (Broadcom)**：隨著超大規模廠商(如穀歌、Meta、亞馬遜)為了降低成本極力研發自有 AI 晶片，博通的定制 ASIC 業務將在未來 3-5 年迎來爆發；同時，乙太網在萬卡集群中對 InfiniBand 的逆襲，也讓博通的網路晶片潛力巨大。
- **AMD**：基數小，空間大。目前英偉達在 AI 算力市場拿走了絕大部分份額。AMD 只要能憑藉軟體(ROCm 生態)的優化，從英偉達手裡咬下 10%-15% 的市場份額，其 AI 業務的營收和利潤就能實現數倍的彈性增長。

## 4. 攻克四大瓶頸的時序與風險

在這 20 個層級構成的 AI 全球供應鏈中，當前有 4 個層級正面臨極其致命且非資本能輕易解決的巨大瓶頸(Mega-Bottlenecks)。

### 四大核心瓶頸總結

瓶頸層級	瓶頸本質	攻克手段	預計克服時間	最大的爆雷點
第 1 層/第 9 層 (能源電力及輸配電設備)	有核電廠，但電送不到算力中心(物理設備缺貨)	繞過電網自建微電網、引入海外供應鏈	2029 - 2031	貿易保護主義導致的供應鏈阻斷
第 5 層/第 7 層 (封裝存儲)	晶圓足夠，但拼裝速度和記憶體產量限制算力出貨 (CoWoS 與 HBM 良率短板)	台積電封裝產能數倍擴張、ASML 設備偏向存儲	2027	臺灣海峽地緣政治地緣政治風險
第 17 層 (資料平臺)	互聯網高品質文本耗盡，企業內部資料混亂	高保真合成資料、向量知識圖譜外掛	2028 - 2029	模型近親繁殖退化、資料版權官司
第 20 層 (治理與監管)	2026 年 8 月歐盟 AI 法案硬著陸，黑盒模型面臨合規死牆	商業化“機械可解釋性”工具、合規開道	2028	合規休克導致企業級 AI 應用大面積推遲

資料來源：KGI 整理

### 4.1 電力及輸配：有核電廠，但電送不到算力中心

- **當前核心問題：第 1 層(能源與發電)與第 9 層(輸配電設備)。**變電站高壓變壓器(Transformers)和開關櫃的交貨週期目前死死卡在 128 到 160 周(約 3 年)。電網擴容速度嚴重滯後，美國近一半規劃中、歐洲部分長達 8-10 年 interconnection 佇列的資料中心因無電可用而推遲或流產。
- **如何克服？(1) “表後”天然氣微電網(Behind-the-Meter Gas Microgrids)：**雲廠商直接跳過地方電網排隊，在資料中心旁直接建設分散式天然氣燃氣輪機，在 18-24 個月內提供臨時主電力。**(2) 模組化變壓器系統與供應鏈重組：**歐美買家繞過傳統供應商，瘋狂向控制全球 60% 產能的中國變壓器大廠以及日韓廠商下單，利用模組化組裝將部署週期縮短至 18 個月。
- **多久克服？3-5 年(預計 2029-2031 年緩解)。**重工業工廠的產能擴張極慢，需要長週期才能消化存量訂單。

- **主要風險？地緣政治貿易壁壘。** 歐美如果出於安全或地緣政治原因限制從亞洲國家進口重型電網設備，其本土變壓器荒將無限延長，導致數千億 AI 資產徹底“空置(Stranded Assets)”。

#### 4.2 封裝及存儲：晶圓足夠，但拼裝速度和記憶體產量限制算力出貨

- **當前核心問題：第 5 層(先進封裝)與第 7 層(HBM 記憶體)。** AI 晶片性能現在高度取決於封裝(CoWoS)。台積電的先進封裝產能在 2026 年依然處於“極度分配(Allocation)”狀態。此外，隨著高頻寬記憶體(HBM3e/HBM4)的需求吞嚥了整個 DRAM 產業，HBM 的晶圓合格率(Yield Rate)依然低下，導致前沿 GPU 因缺少 HBM 堆疊而無法出貨。
- **如何克服？(1)封裝產能溢出與晶圓廠激進擴產：** 台積電正將部分非核心封裝工序外包給專業封測代工(OSAT)大廠(如日月光、Amkor)，同時其自身新建的先進封裝廠在未來兩年內產能將連續翻倍。  
**(2)ASML 設備的重新調配：** 2026 年 Q1 的財務資料顯示，ASML 的 EUV 光刻機有超過 51% 正在砸向韓國存儲大廠(SK 海力士、三星)，利用 Low-NA EUV 強行攻克 HBM 的良率瓶頸。
- **多久克服？1.5 - 2 年(預計 2027 年底緩解)。** 隨著封測廠產能落地和 HBM 良率提升，供應缺口會逐步縮小。
- **主要風險？臺灣海峽的地緣政治高度集中險。** 全球 99% 的頂級 AI 先進封裝都位於臺灣，一旦該區域發生地緣衝突，全球 AI 供應鏈將在 24 小時內瞬間徹底癱瘓。

#### 4.3 資料平臺: 互聯網高品質文本耗盡，企業內部資料是一團亂麻

- **當前核心問題：第 17 層(企業資料平臺)。** 公開的人類高品質文本資料已經在 2026 年被前沿模型吃光(Data Exhaustion)。而企業級 AI 推進慢，核心在於企業內部 legacy 系統的歷史資料極其髒、亂、散(碎片化的 ERP、CRM 系統)，直接喂給大模型會引發災難性的商業“幻想”。
- **如何克服？(1)物理級別的“合成資料管道”(Synthetic Data)：** 轉向利用物理引擎和數學可驗證系統生成垂直行業的合成資料，人為造出

數萬億的高清 Token。(2)向量資料庫與確定性知識圖譜(RAG)的融合：放棄指望通用大模型理解一切，在企業內部建立堅實的知識圖譜(Knowledge Graph)充當 AI 的“外掛大腦”，將 messy 資料翻譯成結構化上下文。

- **多久克服？ 2 - 3 年(預計 2028-2029 年)。** 資料治理和企業 IT 架構改造是一項漫長而痛苦的陣地戰。
- **主要風險？** 資料中毒(Data Poisoning)與版權法律訴訟。如果合成資料生成不當，會導致模型性能發生逆向塌陷(Model Collapse)；同時全球對隱私資料的司法管轄權收緊，極易踩到法律雷區。

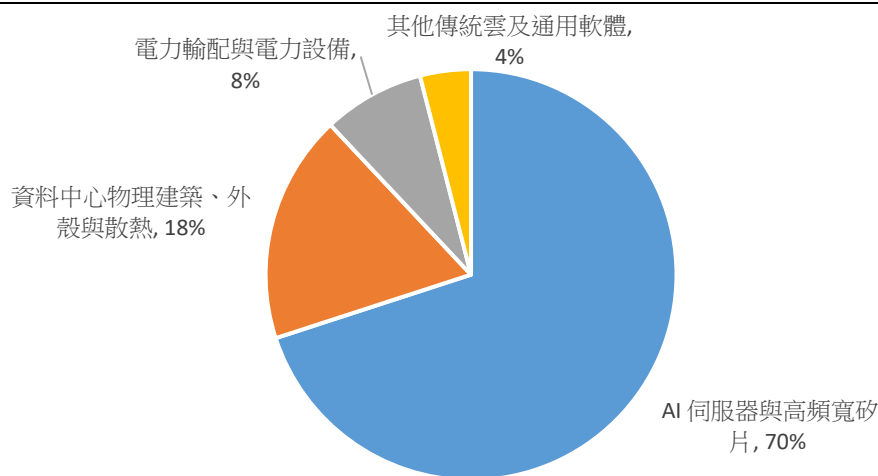
#### 4.4 治理及監管：2026.8 歐盟 AI 法案硬著陸，黑盒模型面臨合規死牆

- **當前核心問題：第 20 層(治理、安全與監管)。** 歐盟《AI 法案》針對高風險 AI 系統的嚴苛合規要求在 2026 年 8 月正式生效。法案要求模型必須具備“可解釋性(Explainability)”。然而深度學習模型是一個無法拆解數學黑盒，企業若無法向監管機構解釋模型為何給出特定結論，將面臨巨額罰款。
- **如何克服？(1)機械可解釋性(Mechanistic Interpretability)工具的商業化：** 行業正在緊急將尖端安全科學轉化為工具，像反編譯駭客程式一樣，將神經網路內部數千億參數的啟動狀態“翻譯”成人類看得懂的邏輯電路。(2)**主權雲與合規閘道(Compliance Gateways)：** 在大模型外層加裝即時審計篩檢程式，在合規閘道處強行切斷、攔截不合規或無法自證的邏輯輸出。
- **多久克服？ 2 - 4 年(2026 年下半年將迎來一波劇烈的合規休克期)。**
- **主要風險？** 創新停滯與法律割裂。極其嚴苛的可解釋性要求如果得不到技術上的徹底解決，會迫使全球 Fortune 500 企業由於合規風險，全面下架或無限期推遲前沿 AI 應用的商業化部署。

## 5. 全球 7.6 萬億美元資本開支 Capex 的分佈

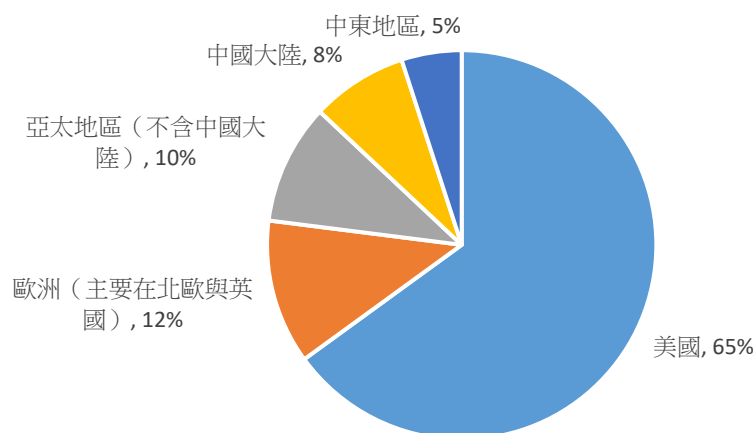
全球 AI 產業目前正處於人類商業史上規模最龐大的“基礎設施建設超長週期”。2026 年至 2031 年間，全球 AI 相關的累計資本開支(Capex)預計將達到 7.6 萬億美元。僅 2026 年一年，全球五大雲巨頭的 Capex 總和就已突破 6000 億美元。當前數千億 Capex 的本質，是科技巨頭們在用今天軟體業務賺來的高毛利現金，去強行買斷未來 10 年的全球物理基礎設施(電網、核電、資料中心土地)。

### Capex 按業務投向拆分



資料來源：KGI 整理

### Capex 按國家拆分



資料來源：KGI 整理

## 5.1 按核心業務投向拆分全球資本開支

在 2026 年，科技巨頭們採購的“資本密集度”發生了顯著位移。資金不再一味砸向純晶片設計，而是大量向物理基建和配電散熱傾斜，其 Capex 分配比例如下：

- **70% — AI 伺服器與高頻寬矽片(IT Equipment & Silicon)**：主要用於購買英偉達 Blackwell/Rubin 架構系統、AMD MI400 系列，以及自研的 ASIC(如穀歌 TPU)。其中，高頻寬記憶體(HBM3e/HBM4)和光模組網路(1.6T 光模組)在這一部分中的占比已大幅飆升，佔據了該子項近 30% 的份額。
- **18% — 資料中心物理建築、外殼與散熱(Real Estate & Cooling Systems)**：用於建造能夠承載每機櫃 100kW+ 極高功率密度的重型資料中心。包括廠房土建、以及晶片直液冷(Direct-to-Chip)及浸沒式散熱系統。
- **8% — 電力輸配與電力設備(Power Delivery & Grid Infrastructure)**：由於電網極度受限，雲廠商直接把錢砸向了工業重型端：採購大型高壓變壓器、開關櫃、電壓調節模組(VRM)，以及投資微電網和儲能系統。
- **4% — 其他傳統雲及通用軟體(Traditional Cloud & Other)**：傳統非 AI 的 CPU 伺服器以及普通的辦公網路硬體投入被壓縮到了歷史最低水準。

## 5.2 按地域國家拆分全球資本開支分佈

AI 算力的地域佈局正由過去的“延遲導向(靠近大城市)”徹底轉變為“電力與政策導向(哪裡有電去哪裡)”。

- **65% — 美國**：依然佔據絕對壟斷。美國擁有全球最龐大的科技生態、相對豐富的土地和靈活的電力市場。主要的 CapEx 湧向了中西部(如俄亥俄州、愛荷華州)以及維吉尼亞州北部，大批萬畝級的“零碳/核電”AI 小鎮正在拔地而起。
- **12% — 歐洲(主要在北歐與英國)**：由於倫敦和阿姆斯特丹等核心城市面臨長達 8-10 年的電網排隊危機，大筆資金正轉而砸向冰島、挪威、瑞典等北歐國家——利用當地豐富的地熱/水電資源以及天然寒冷的氣候來消納 AI 液冷集群。

- **10% — 亞太地區(不含中國大陸)**：主要投向馬來西亞(柔佛巴魯)、印尼和新加坡周邊，這些地區正在成為東南亞的 AI 算力新樞紐；此外日本和韓國因其強大的半導體供應鏈和主權 AI 需求，也承接了大量本土建廠開支。
- **8% — 中國大陸**：以三大運營商、阿里、騰訊、百度以及華為為主體。由於地緣政治導致前沿 GPU 無法進口，國內的 CapEx 被高度聚焦於萬卡級國產算力集群(如華為昇騰系列)的本土化替代建設，以及“東數西算”沿線節點的擴容。
- **5% — 中東地區**：沙烏地阿拉伯和阿聯酋(通過 G42 等主權實體)正豪擲數百億美元，利用極其廉價的光伏發電和雄厚的主權基金，打造中東 AI 算力中心。

### 5.3 建設週期與投資回本期(Timeline & Breakeven)

AI 重工業時代的到來，導致專案的“物理週期”與“財務週期”嚴重脫節：

專案階段	建設/交付週期	建設交付週期漫長的原因	投資回報期 (Breakeven)
資料中心 土建與散 熱改造	12 — 18 個 月	建築本身的土建非常快，但由於現代機櫃極重，地板承重加強和複雜的管道液冷調試拉長了時間。	7 — 9 年 (屬於長週期、低風險的地產/基建投資回報模式)
IT 硬體資 產折舊週 期	即時部署 (交 付需排隊)	晶片只要運到機房就能馬上通電跑模型。但由於 Blackwell 等晶片極度缺貨，訂貨到交貨需要等待數月。	2 — 3 年 (由於算力租金高昂，只要滿載運行，硬體資產折舊雖快但回本極快)
電網互聯 /輸電設 備引入	4 — 7 年 (歐 洲部分城市 達 10 年)	最大的卡脖子項。變電站高壓變壓器交貨週期超過 3 年，向當地電網申請吉瓦級輸電線的行政和物理施工極其漫長。	不可控 (在通電之前，前期投入的所有土地和建築資金全部是“沉沒成本”)

資料來源：KGI 整理

### 5.4 投資回報率與風險橫向比較

#### 1). 哪些子行業/項目的回報最高？(The Best ROI)

- **自研定制 AI 晶片(Custom ASIC)**：穀歌(TPU)和亞馬遜(Trainium 2)在這方面的回報率最高。由於不用向英偉達支付巨額的壟斷溢價，他們用自研晶片提供 AI 推理服務的毛利率可以比直接用英偉達 GPU 高出 30% 以上。
- **瓶頸硬體(Power & Cooling Rollups)**：投資生產高壓變壓器、高壓斷路器(如 Ayr Energy 等通過外包縮短工期的企業)以及直接提供高效

液冷泵的公司。在全行業都在排隊的時期，這些公司擁有極高的溢價和近乎 40% 純利的確定性回報。

## 2). 哪些子行業/項目的風險最大？(The Highest Risk)

- **空置的高清資料中心地產(Stranded Assets)**：最大的風險是“樓蓋好了，但是沒電”。在倫敦、法蘭克福等地區，許多地產 PE 盲目跟風砸錢蓋好了資料中心外殼，卻因為拿不到電網互聯許可，導致數十億美元的資產在未來 5 年內變成無法產生任何現金流的“死資產”。
- **高溢價的純通用算力租賃(Tier-2 Neoclouds)**：一些通過發行大量高息債券、抵押 GPU 來向英偉達搶購晶片的二線算力雲公司 (Neoclouds)。隨著 2026 年底 AI 市場從“盲目訓練模型”轉向“看重推理成本”，一旦英偉達未來降價，或者客戶轉向性價比更高的自研 ASIC/乙太網集群，這些高杠杆的算力租賃公司將面臨巨大的壞賬與破產清算風險。

## 6. 細分行業獲利能力及趨勢

2026 年全球 AI 生態鏈利潤分配呈現出極其極端的兩端化結構			
暴利關節	核心代表	盈利表現(2026)	底層邏輯
1 獨占性 AI 矽片與 IP 層	英偉達 (NVIDIA), ARM	GM: ~74.9%; OM: ~65.6%; NM: ~71.4%	具備剛性「定價豁免權」：企業買的是晶片，更是基於 CUDA 軟體生態的算力入場券。研發費用經規模化分攤後，利潤呈現非線性爆發。
2 壟斷級 AI 門閥存儲層	SK 海力士, 美光 (Micron)	GM: 53%-58%; OM: 35%-42%; NM: 28%-34%	打破「記憶體牆」的剛需：HBM4 從傳統大宗商品蛻變為高度定制化的 ASIC 工藝。大買家提前 18 個月預付鎖定產能，告別價格戰，利潤率直逼軟體公司。
3 高護城河 B 端 SaaS 與 AI 助理	微軟 (Microsoft), Palantir	GM: 70%-80%; OM: 40%-45%; NM: 32%-36%	極低的邊際成本：微軟將 AI 深度注入 Office 365 生態，且底層算力(Azure)為自家掌控。向企業增收訂閱費的邊際成本極低，毛利完美傳導至淨利。
出血關節	核心代表	盈利表現(2026)	底層邏輯
1 純 AI 獨立大模型層	OpenAI, Anthropic, AI 初創公司	GM: 25%-40%; OM: 嚴重虧損(<-50%); NM: 嚴重虧損	遭遇上下游雙重擠壓的「夾心層」：向上需支付雲端巨頭高昂的算力租金(為英偉達買單)；向下遭遇全球 API「價格骨折戰」，營收無法覆蓋算力與人才成本。
2 重資產、高槓桿二線算力雲	CoreWeave; Lambda Labs	GM: 65.5%; OM: -6.9%; NM: -35.6%	被資產折舊與利息吞噬：依賴債務融資抵押 GPU 購置資產。雖然出租算力的帳面毛利高，但開機即面臨龐大的設備折舊、利息與租金支出，淨利大幅翻紅。
3 低壁壘 AI 伺服器組裝與集成	超微電腦 (SMCI); 工業富聯	GM: 6.3%-9.5%; OM: 3%-5%; NM: 1.5%-3%	缺乏核心產權的「重體力活」：不具備晶片自主產權，僅進行硬體代工組裝。因同業競爭極其激烈，被迫割肉搶單，呈現「流水過千億，純利薄如紙」。

備注：GM = 毛利率；OM = 營業利潤率；NM = 淨利率。財務數據採計 2026 年最新動態與真實披露；

資料來源：KGI 整理

2026 - 2030 年全球 AI 產業利潤率趨勢			
核心趨勢	演變路徑與時間表	關鍵催化劑 (Catalysts)	2028-2030 獲利展望
1 上游晶片/IP 層暴利見頂回落	2026 年迎來暴利極限; 預計 2028 年後向理性高位回歸。	1. 大模型逐步完成「基建期訓練」, 算力重心轉向「推理」。2. 雲端巨頭自研 ASIC(如穀歌 TPU、亞馬遜 Trainium 2)與 AMD 全面放量, 打破獨占。	英偉達等上游硬體毛利率預計將從 75% 的物理極限, 向 60%-65% 的理性區間修正, 溢價讓渡下游。
2 算力租賃市場經歷慘烈清算	2026-2027 年迎來倒閉潮; 行業大出清後, 存活龍頭將扭虧為盈。	高槓桿、依賴債務的二線算力雲因設備折舊成本集中爆發, 將遭遇現金流斷裂, 市場迎來「黎明前的黑暗」與產能洗牌。	存活下來的頭部算力雲, 在設備折舊完畢後(2028 年後), 毛利率將從 2026 年低谷的 8%-15% 回升至 15%-25%, 淨利率扭虧為盈。
3 終極利潤收割者將全面轉移至應用層	2028-2030 年迎來黃金收割期利潤重心完成由「賣鏟人」向「用電人」的轉移。	底層算力成本隨著技術反覆運算暴跌 90%, 大幅降低軟體商的營運成本。掌握企業最終工作流與 B 端剛性黏著度的廠商擁有極高溢價定價權。	垂直領域 AI 與 SaaS 廠商將享受極低算力成本與高訂閱溢價, 淨利潤率有機會迎來非線性爆發, 衝刺 35%+。

資料來源: KGI 整理

以下分析利用 毛利率(Gross Margin, GM)、營業利潤率(Operating Margin, OM) 和 淨利潤率(Net Margin, NM) 三大指標, 為您深度解構 2026 年全球 AI 生態裡的“暴利關節”與“出血關節”, 並展望未來的利潤率趨勢。

## 6.1 最賺錢的“暴利關節” (Profit Powerhouses)

### 1). 獨佔性 AI 矽片與智慧財產權(IP)層

- 核心代表: 英偉達(NVIDIA)、ARM。
- 財務表現 (2026): GM: 74.9% | OM: 65.6% | NM: 71.4% (NVIDIA 2026 年 Q1/FY27 Q1 真實資料, 淨利受其他非營利收入折算偏高, 但 OM 高達 65%)。
- 背後原因: 英偉達的 Blackwell Ultra 和新一代 Rubin 架構系統擁有全行業剛性的“定價豁免權”。企業買的不只是晶片, 而是基於 CUDA 軟體生態的“算力入場券”。極高的軟體生態壁壘讓其研發費用(R&D)一經規模化分攤, 營業利潤和淨利潤就會呈現出恐怖的非線性爆發。

### 2). 壟斷級 AI 門閥存儲(Memory Layer)

- 核心代表: SK 海力士、美光。

- 財務表現 (2026) : GM: 53% — 58% | OM: 35% — 42% | NM: 28% — 34%。
- 背後原因：前文提到的“記憶體牆”爆發，HBM4 從傳統記憶體蛻變為高度定制化的 ASIC 工藝，大買家通過 18 個月預付款搶產能。這讓存儲巨頭徹底告別了過去“降價絞肉”的宿命，利潤率直逼一線軟體公司。

### 3). 高護城河的 B 端 SaaS 與 AI 助理(Ecosystem Application)

- 核心代表：微軟(Microsoft Copilot)、Palantir。
- 財務表現 (2026) : GM: 70% — 80% | OM: 40% — 45% | NM: 32% — 36%。
- 背後原因：微軟將 AI 深度注入全球十幾億白領離不開的 Office 365。由於底層算力(Azure)是自己的，它向企業每個月多收 30 美元 AI 訂閱費的邊際成本極低，因而能實現毛利向淨利的完美傳導。

## 6.2 最不賺錢、甚至嚴重虧損的“出血關節”(The Bleeding Centers)

### 1). 純 AI 獨立大模型層(Foundation Model Frontier)

- 核心代表：OpenAI、Anthropic、以及各大開源/閉源初創公司。
- 財務表現 (2026E) : GM: 25% — 40% | OM: 負數(甚至低於 -50%) | NM: 嚴重虧損。
- 背後原因：他們處於最慘烈的“夾心層”。向上，他們必須支付極其昂貴的租金給 AWS/微軟(間接為英偉達的高毛利買單)來維持萬億模型的日常訓練與推理；向下，由於 2026 年行業陷入了瘋狂的 API 降價戰(阿里、穀歌等強行把 Token 價格打骨折)，導致模型公司的營收根本無法覆蓋其高昂的算力和頂級人才成本。

### 2). 重資產、高杠杆的二線算力租賃雲(Tier-2 Neoclouds)

- 核心代表：CoreWeave、Lambda Labs 等部分高度依賴債務融資的算力雲。
- 財務表現 (2026) : GM: 65.5%(帳面很高) | OM: -6.9% | NM: -35.6%(CoreWeave 2026 年 Q1 真實披露，淨利率大幅虧損)。
- 背後原因：這類公司通過抵押 GPU 借了數百億美元去租賃資料中心和堆砌資產。雖然出租算力的毛利率(GM)看起來很美(65%)，但是他們一開機，極其高昂的資產折舊、利息支出以及資料中心長期租金(Lease Costs)就會瞬間吞噬所有現金，導致營業利潤率和淨利潤率直接暴跌翻紅。

### 3). 低壁壘的 AI 伺服器組裝與系統集成(Server Integration)

- 核心代表：超微電腦(Supermicro/SMCI)、工業富聯。
- 財務表現 (2026)：GM: 6.3% — 9.5% | OM: 3% — 5% | NM: 1.5% — 3%(SMCI 2026 年毛利率在今年上半年被嚴重壓縮至不到 10%)。
- 背後原因：他們幹的是 AI 時代的“重體力活”。雖然 Blackwell 訂單塞滿了伺服器廠的排班表，但由於他們本身沒有核心矽片產權，只是把英偉達的晶片、海力士的記憶體和水冷管道拼裝進機櫃。由於競爭極其激烈，他們被迫通過擠壓自己的毛利來搶訂單，屬於典型的“流水過千億，純利薄如紙”。

## 6.3 未來利潤率趨勢變化(2026-2030)

### 趨勢 1：上游晶片/IP 硬體層的暴利在未來 2-3 年將見頂回落

- 2026 年是英偉達 75% 毛利率的物理極限。
- 隨著未來幾年大模型逐步完成“基建訓練”，全球算力向“推理”傾斜，穀歌 TPU、亞馬遜 Trainium 2 等雲巨頭自研 ASIC 以及 AMD 的全面放量，英偉達的毛利率預計將在 2028 年之後向 60%-65% 的理性高位回歸，溢價將被迫向產業鏈下游出讓。

### 趨勢 2：算力租賃雲將經歷“慘烈清算”後利潤率才可能回升

- 當前依靠債務瘋狂舉債的二線算力雲正在遭遇“黎明前的黑暗”。由於折舊成本在今年集中爆發，2026-2027 年預計將有一批高杠杆的算力租賃公司因現金流斷裂而倒閉或被收購。
- 行業大出清之後，存活下來的頭部算力雲在 2028 年其設備折舊完畢後，毛利潤率從 2026 的低谷的 8%-15%，回升到 2028-2030 的 15%-25%；淨利潤率才會扭虧為盈。

### 趨勢 3：未來的終極“利潤收割者”將全面轉移到應用層(SaaS)

- 到了 2028-2030 年，隨著底層算力成本由於技術反覆運算暴跌 90%，應用層大爆發的黃金時代才會真正到來。屆時，掌握企業最終 workflow、擁有 B 端剛性粘性的軟體廠商，將享受極低的算力成本和極高的 AI 訂閱溢價。整個 AI 生態體系的利潤重心，將完成從“賣鏟人(英偉達/存儲大廠)”向“用電人(SaaS/垂直行業 AI)”的史詩級大轉移。
- 2028-2030 的淨利潤有機會爆發，衝刺 35%+ 的黃金收割期。

## 7. 中美 AI 商業模型對比

在 2026 年的全球人工智慧格局中，中美兩國的 AI 模型競爭已經進入了“深水區”。早年美方在技術上絕對領先的代差已經不復存在；中方在部分環節顯示卓越的成本優勢。根據斯丹福大學最新發佈的《2026 年 AI 指數報告》(Stanford AI Index Report 2026)，中美頂級 AI 模型之間的性能差距已經從早期的雙位數下降到 2.7% 左右。

- **美國**：依靠全球最龐大的美元資本、最頂尖的晶片供應鏈、以及大力出奇跡的超級算力，在探索 AGI(通用人工智慧)的最前沿邊界和多模態生態上，依然高舉高打。
- **中國**：在晶片受限、資金不占絕對優勢的逆境下，憑藉極其恐怖的演算法壓榨能力、極致的工程優化以及貼地飛行的免費/開源策略，把 AI 推理的成本打到了接近免費，在生產力平權和工業落地層面展現出極強的侵略性。

以下分析，我們從五個核心角度對中美 AI 模型進行橫向對比：

### 7.1 模型性能與技術路線：極致算力 vs 極限演算法

維度	美國(US)模型生態	中國(China)模型生態
頂級代表	OpenAI (GPT-5/o3)、Anthropic (Claude 4.6)、Google (Gemini 2.5)	DeepSeek (V4/R1)、階躍星辰 (Dola-Seed 2.0)、月之暗面 (Kimi K2.6)
技術路徑	重工業路線(Brute Force)：主打“大力出奇跡”，通過建造千億級資料中心(如微軟與 OpenAI 的 Stargate 星門計畫)強行推高算力和模型參數上限。	輕工業路線(Extreme Efficiency)：主打“極致能效比”。利用混合專家架構(MoE)、多代幣預測、FP8 混合精度訓練，在極度有限的晶片供應下榨幹每一塊算力。
核心優勢	全能多模態與複雜智慧體(Agents)：在原生語音、Sora 級視頻生成、跨軟體的自動複雜工作流上依然保持極高壁壘。	深度推理、數學/程式設計與極致長文本：在數學競賽(如 AIME)和底層代碼開發上，中國模型以極低的資源消耗實現了平替甚至超越。

資料來源：KGI 整理

### 7.2 商業模式與極致成本：高客單溢價 vs 價格破壞者

- **美國**：高溢價的商業閉環。由於美國廠商(如 Anthropic、OpenAI)需要覆蓋巨額的 R&D 研發開支、嚴格的安全紅隊(Red-Teaming)審查成本以及高昂的算力折舊，其旗艦模型(如 GPT-5.4 或 Claude Opus)的 API 價格通常維持在 **US\$2.5-15/ mn Token**。它們依賴出售高客單價的企業級解決方案和消費者訂閱(如 ChatGPT Pro)來變現。
- **中國**：極致的“價格破壞者”(Memflation 逆轉)。以 DeepSeek 為代表的中國大模型，其 V4 或 R1 推理模型在 2026 年的 API 價格僅為 **US\$0.28-0.55/ mn Token**，在輸出和推理段比美國同類模

型便宜 20 到 30 倍。這種“地板價”徹底啟動了全球獨立開發者和中小企業的部署熱情，將大模型直接拉入了“算力平權”時代。

### 7.3 創新生態：閉源門閥 vs 開源生態

- **美國：閉源統治與巨頭割據。**美國最頂尖的 AI 能力(GPT 系列、Claude 系列)牢牢掌握在閉源廠商手中。這些廠商與微軟、亞馬遜、穀歌等雲巨頭(Hyperscalers)深度綁定，形成了排他性的生態陣營。開源力量(如 Meta 的 Llama 4)雖然強大，但在絕對性能上往往比最頂尖的閉源模型落後 4 到 6 個月。
- **中國：開源權重(Open-Weights)的全面勝利。**中國大模型極為擁抱開源，無論是 DeepSeek 還是阿里 Qwen 系列，其頂尖推理模型的權重幾乎全部對全球開源。這使得中國模型在 2026 年成為了全球開源生態的“事實標準”，全球無數企業通過當地語系化部署和微調(Fine-tuning)中國開源模型，繞過了昂貴的美國閉源 API。

### 7.4 資源稟賦與基礎設施：資金/晶片 vs 電力/專利

- **美國：私有資本與高端晶片。**美國的 AI 私有領域投資總額(2025 年達 2,859 億美元)是中國的 23 倍。同時，儘管面臨嚴格的晶片出口限制，美國本土的資料中心依然坐擁全球最密集的頂級 GPU 算力集群。
- **中國：電力基建、應用基礎與專利暴增。**美國基礎設施(如電網)正面臨嚴重的擴建瓶頸；相反，中國的電力儲備極其充沛(電力備用容量率從未低於 80%)，能為 AI 算力提供源源不斷且廉價的綠色能源。此外，中國實體申請了全球 69.7% 的 AI 專利(約為美國的 4 倍)，且在工業機器人安裝量上是美國的 9 倍，這意味著中國模型在工業、製造、硬體實體落地的場景上擁有更龐大的物理土壤。

### 7.5 人才與監管：全球樞紐 vs 製造基地

- **人才流動：**美國依然是全球 AI 頂尖科學家的最終彙聚地。但趨勢正在發生變化，由於地緣政治因素，自 2017 年以來進入美國的海外 AI 人才淨遷移量下降了 89%，中國本土培養的“演算法工程兵團”(在優化和蒸餾演算法上極具經驗的工程師)正在批量化崛起，成為不可小覷的技術底座。
- **監管合規：**美國在 AI 安全、偏見防禦(Responsible AI)和版權合規上的審查極度繁瑣，這在一定程度上拖慢了模型的反覆運算速度。中國則在政策上更加聚焦於大模型在實體經濟、工業製造、降低企業生產成本方面的務實落地。

## 8. 股價見頂了嗎？未來佈局？

### 8.1 為何我們認為 AI 行情並未見頂？

- 1) **今日估值 37x vs 泡沫期 45-100x**。在過往的泡沫中，收影響領域的 P/E 至少會飆升至滾動 12 個月歷史獲利的 45 倍到 72 倍。特別是亞洲，1989 年台灣和日本的滾動 12 個月歷史 P/E 分別達到 72 倍和 100 倍的峰值。相比之下，如今 MSCI 全球半導體板塊的歷史 P/E 比為 37 倍。
- 2) **基本面保持強勁, 盈利預測不斷上調**。在過去 3 個月內，企業 EPS 獲利預測的修正相較於大盤就上調了 10%，預估 12 個月遠期 EPS 成長率為 40%，而 MSCI AC World 指數僅為 12%。
- 3) **上游產能短缺任然需要多年時間解決**。目前仍然是供給緊缺。這是因為：(a) 建廠週期長(建造一座晶圓廠需要 3 年), (b) 台積電 (TSMC) 穩健的資本支出管理紀律(資本支出僅比生成式 AI 出現前的時期增長了 80%)，(c) 記憶體產能值在 26 年和 27 年只能增加約 30%，及 (d) 台積電和記憶體廠商的資本支出增長大幅滯後於大型雲端服務商。與 TMT(科技、媒體和電信) 泡沫時期相比，過度投資非常有限：IP 設備和軟體支出佔 GDP 的比例自 2022 年以來增長了 17%，而 1994 年至 2000 年期間，其佔 GDP 的比例增長了 42%。
- 4) **市場規模 TAM 的預期有較大上修空間**。石油佔全球 GDP 的比重，歷史平均為 3% (有很長一段時間介於全球 GDP 的 4% 到 5% 之間，峰值曾達到 10%)。假設半導體硬體及軟件在全球 2030 年 GDP 的 2%，我們可以估算整個產業的收入規模(TAM)為美金 3trn, 假設 2030 年的淨利潤率可以維持在 2025 年的 35% 的水準，這意味著預期 P/E 是 16x; 假設 2030 年的淨利潤率穩定 25% (相對 2025 年的 25%)，這意味著預期 P/E 是 22x。從這個角度看，市場規模預期或者估值，都不算過於激進。
- 5) **市值規模已經限制了投資人超配(Overweight)的極限**。不少基金都有規定，單一個股的持股比例不得超過總市值的 10%。這意味著這些投資人現在甚至連要達到與指數對等權重(Market-weight)的配置都很難做到。台積電(TSMC), 三星(SEC)及 NVIDIA 已經面臨這個問題。在成長型投資組合(Growth mandates)中，這個問題顯得更加嚴峻。

- 6) **未來可入市資金是目前交易市值的 60%**。目前有 2.3 兆美元的資金透過股利、股票回購以及現金資助的收購活動(併購)流入美股市場。加上貨幣市場基金中還存有高達 7.8 兆美元，資金總額超過 10 兆美元，這相當於目前行業總市值 16.6 兆美元的 60%。

#### 市值規模限制了投資人能超配(Overweight)的程度

股票	指數	%市值
Broadcom	MSCI US	3.5%
ASML	MSCI Europe	4.9%
NVIDIA	MSCI US	8.0%
SK Hynix	MSCI EM	8.7%
ASML	MSCI Europe growth	9.6%
<b>NVIDIA</b>	<b>MSCI ACWI growth</b>	<b>10.0%</b>
<b>SEC</b>	<b>MSCI EM</b>	<b>10.8%</b>
<b>TSMC</b>	<b>MSCI EM</b>	<b>15.6%</b>
資料來源：UBS, Refinitiv DataStream, KGI 整理		

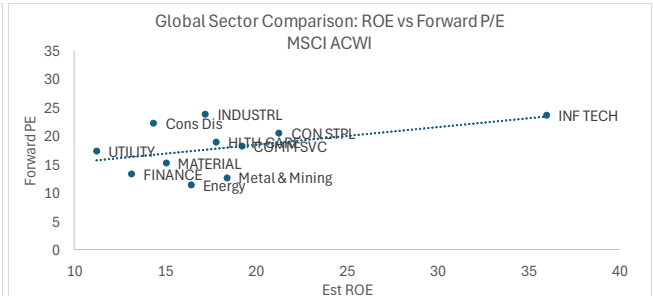
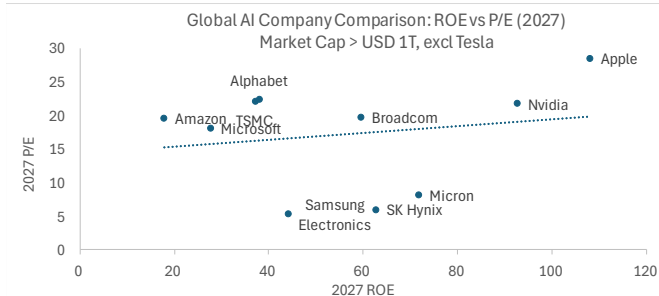


## 8.2 該買什麼? KGI Global AI 30 Basket

### KGI Global AI-30 Basket - 投資理據概述

上市公司統計: 美國:19 家; 中國:5 家; 台灣:2 家; 南韓:2 家; 荷蘭:1 家; 日本:1 家

Name (Ticker)	Investment Thesis	Country	Market Cap (USD mil)		Sales YoY (%)		EPS YoY (%)		EBIT Margin		ROE		FCF Yield	EV/Sales	P/E	
			2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027			2026	2027
<b>(1) Global AI Infra Monopoly 技術壟斷者</b>																
Nvidia/英偉達 (NVDA.US)	壟斷GPU/CUDA; 算術獨霸; 高利潤率, 合理估值。	US	4,736,908		65.5	81.5	59.5	88.7	63.4	66.2	92.9	92.6	2.5	18.3	41.8	21.8
TSMC/台積電 (TSM.US)	壟斷全球頂尖晶圓製造與封裝; 高利潤率, 合理估值。	TW	2,256,064		36.5	27.8	49.2	26.7	57.3	56.9	38.8	37.1	1.9	14.3	28.1	22.1
Broadcom/博通 (AVGO.US)	壟斷高速網路通信晶片; 輕資產高毛利, 自由現金流。	US	1,802,695		65.6	63.8	69.4	66.2	65.5	65.0	54.6	59.6	1.8	24.5	32.8	19.7
Micron/美光科技 (MU.US)	HBM3e/HBM4技術突破, 最強份額爭奪者, 地緣政治紅利。	US	1,370,586		238.2	89.8	764.9	107.1	74.6	81.6	74.5	71.8	1.9	14.9	16.9	8.2
Samsung Electronics/三星電子 (005930.KS)	下游垂直整合全產業鏈, 早期HBM判斷失誤, 努力追趕	KR	1,251,908		106.6	27.0	495.6	38.5	51.5	57.1	49.8	44.1	2.9	4.7	7.5	5.4
SK Hynix/SK海力士 (000660.KS)	全球HBM市占第一(58-61%), 掌握 NVIDIA 絕大多數核心訂單	KR	1,241,648		251.9	47.4	394.9	44.8	76.5	77.8	92.8	62.7	2.2	14.3	8.8	6.1
ASML/阿斯麥 (ASML.NA)	壟斷晶片所需的EUV光刻機, 相對超賣, 盈餘預期修正相對落後	NL	702,852		19.6	23.2	28.2	33.5	36.6	40.1	55.5	58.9	1.4	18.2	50.3	37.7
			Simple Average		112.0	51.5	265.9	57.9	60.8	63.5	65.6	61.0	2.1	15.6	26.6	17.3
			Market Cap Weighted Average		97.1	59.5	201.8	65.4	62.5	64.9	70.7	67.6	2.2	16.4	29.9	18.0
<b>(2) Mega 7 七大巨頭</b>																
Nvidia/英偉達 (NVDA.US)	壟斷GPU/CUDA; 算術獨霸; 高利潤率, 合理估值。	US	4,736,908		65.5	81.5	59.5	88.7	63.4	66.2	92.9	92.6	2.5	18.3	41.8	21.8
Alphabet/谷歌母公司 (GOOGL.US)	GCP雲; Gemini頂尖實力; 搜索引擎與廣告有效變現	US	4,175,544		23.2	21.2	11.1	7.4	40.3	40.6	49.5	38.0	1.5	9.8	24.1	22.4
Apple/蘋果 (AAPL.US)	AI 應用落地; 短期硬體創新放緩, 穩健自由現金流	US	4,041,226		14.9	9.0	17.5	10.2	32.4	31.9	132.5	108.0	3.2	8.8	31.4	28.5
Microsoft/微軟 (MSFT.US)	Azure 雲, OpenAI, 生成式 AI 嵌入企業軟體, 複利增長	US	2,620,975		16.9	16.7	25.5	13.9	46.6	46.7	31.1	27.6	2.8	8.4	20.6	18.1
Amazon/亞馬遜 (AMZN.US)	AWS 雲增長強勁, 電商業務利潤率提升, 攻守兼備	US	2,441,971		15.1	13.2	14.9	12.5	12.6	14.1	19.8	17.8	-0.1	3.4	22.0	19.6
Tesla/特斯拉 (TSLA.US)	全自動駕駛FSD, 儲能業務及人形機器人; beta最強	US	1,408,847		8.2	15.2	12.8	30.0	5.3	6.7	6.4	7.6	0.5	14.1	200.3	154.1
Meta Platforms (META.US)	AI提升FB/IG廣告精準度與變現率, 新技術收購(Manus AI)	US	1,378,034		25.9	19.2	27.9	-4.1	35.7	34.9	32.1	25.5	3.5	6.4	13.5	14.1
			Simple Average		24.2	25.2	24.2	22.7	33.7	34.4	52.0	45.3	2.0	9.9	50.5	39.8
			Market Cap Weighted Average		28.6	30.5	26.9	28.6	38.9	39.7	65.6	57.5	2.1	10.7	40.1	30.9
<b>(3) Segment Leaders 細分行業龍頭</b>																
AMD/超微半導體 (AMD.US)	英偉達直接競爭對手, MI300/400系列高度性價比	US	868,409		43.7	53.8	73.8	81.0	26.8	31.7	14.2	21.5	1.0	23.0	73.5	40.6
Renesas/瑞薩 (6723.JP)	車用晶片巨頭, AI邊緣運算, 智能汽車週期復甦	JP	59,093		16.9	9.8	37.3	5.6	24.7	23.0	14.6	12.2	3.7	7.5	20.4	19.3
Sandisk/閃迪 (SNDK.US)	純粹 NAND 快閃記憶體與企業級 SSD 標的; 儲存超級週期	US	345,790		169.0	130.5	2,095.5	191.3	59.9	78.4	60.5	71.0	1.3	26.0	35.6	12.2
Marvell/美滿電子 (MRVL.US)	Optical/DSP絕對龍頭, 在ASIC核心夥伴, 高毛利輕資產	US	246,046		42.1	40.6	80.9	42.4	35.3	36.3	2.8	12.0	0.7	28.4	99.1	69.6
Coherent/高意 (COHR.US)	全球光通訊材料巨頭, 資產重估, 一旦產量利潤暴增	US	79,674		21.5	36.2	54.5	52.6	20.4	22.4	9.9	12.9	-0.7	12.3	74.7	48.9
Lumentum/魯門特姆 (LITE.US)	壟斷全球EMI光晶片, 訂單能見度直接綁定全球算術總擴建	US	67,061		82.2	85.7	295.9	121.6	29.1	39.0	32.7	44.8	0.2	27.0	105.7	47.7
GE Vernova (GEV.US)	壟斷燃氣輪機與電網設備市場, 訂單確定性高的能源標的	US	291,687		19.4	14.3	142.0	16.0	10.2	14.7	39.8	36.1	2.6	7.3	52.7	47.4
Eaton/伊頓 (ETN.US)	全球電氣管理與電網基礎巨頭; 高毛利, 輕資產, 高確定性	US	163,036		16.3	10.5	10.1	16.8	19.8	21.0	23.5	24.5	2.3	6.5	31.6	27.0
Vertiv/維諦 (VRT.US)	液冷溫控絕對龍頭, 壟斷 NVIDIA Blackwell 等工廠的散熱市場	US	125,054		35.6	28.2	54.0	34.0	23.2	24.5	48.5	46.2	1.8	11.6	50.3	37.6
Asia Vital Components/奇鋁 (3017.TT)	壟斷AI 風扇與液冷關鍵零組件70%市佔; 緊密綁定英偉達	TW	28,337		57.8	35.5	92.3	44.3	25.0	26.3	58.1	57.1	4.2	5.3	24.3	16.9
			Simple Average		50.4	44.5	293.6	60.6	27.4	31.7	30.4	33.8	1.7	15.5	56.8	36.5
			Market Cap Weighted Average		56.9	53.4	390.2	75.9	29.7	35.6	26.8	32.0	1.4	19.3	62.6	38.5
<b>(4) Strategic Reshaping 策略重塑</b>																
Intel/英特爾 (INTC.US)	受惠美國對本土先進代工的政治性補貼, 轉型期業績反彈	US	667,805		11.0	11.5	157.6	43.7	12.2	15.4	3.6	6.5	-0.5	12.7	122.8	85.4
Dell/戴爾 (DELL.US)	與英偉達綁定售賣 AI 伺服器(500億美元的AI訂單在手)	US	264,563		18.8	51.5	26.5	74.4	8.7	9.3	-353.7	-422.9	3.6	2.1	41.1	22.8
			Simple Average		14.9	31.5	92.1	59.1	10.4	12.3	-175.1	-208.2	1.6	7.4	82.0	54.1
			Market Cap Weighted Average		13.2	22.8	120.4	52.4	11.2	13.6	-97.8	-115.4	0.7	9.7	99.6	67.7
<b>(5) China AI 中國AI</b>																
Tencent/騰訊 (700.HK)	微信生態+遊戲+穩健現金流, AI 廣告精準變現, 騰訊雲重估	CN	478,767		10.3	9.4	8.3	11.0	32.6	33.2	19.3	18.6	6.2	4.3	11.9	10.7
Alibaba/阿里巴巴	阿裡雲/千問Qwen受益於中國AI 算術爆發; 傳統電商為防守	CN	228,240		2.7	9.6	-59.0	59.4	6.3	8.1	8.0	8.7	-3.2	1.1	20.1	15.1
Knowledge Atlas/智譜	中國大模型"新七小龍", 國產生成式 AI 旗艦, 可能納入恒生科	CN	125,080		346.2	173.0	-32.8	6.2	-147.0	-55.6	46.3	554.2	N/A	1,172.7	N/A	N/A
Victory Giant/勝宏	英偉達顯卡與 AI 伺服器高階 PCB/HDI 板的核心龍頭供應商	CN	46,430		75.1	70.6	95.8	77.6	31.0	32.3	30.8	38.1	-1.0	15.8	33.2	18.7
Baidu/百度 (BIDU.US/9888.HK)	雲端營收+79%, 自研晶片昆崙芯拆分上市,	CN	35,383		2.7	7.7	-5.6	18.1	10.2	11.5	5.3	5.9	-4.1	1.0	14.0	11.9
			Simple Average		87.4	54.1	1.3	34.4	-13.4	5.9	21.9	125.1	-0.5	239.0	19.8	14.1
			Market Cap Weighted Average		57.4	34.9	-10.3	26.1	0.5	13.9	20.2	89.9	2.2	163.9	13.5	10.8
			KGI AI 30 - Simple Average		62.0	41.1	169.9	45.7	27.6	33.0	26.5	39.9	1.5	50.8	45.1	31.3
			KGI AI 30 - Market Cap Weighted Average		53.0	36.3	118.2	38.6	42.4	44.3	55.4	50.9	2.0	16.6	38.2	28.1



資料來源: Bloomberg, KGI; 截止 26/06/2026

### 1) 技術壟斷者 Global AI Infra Monopoly

- **英偉達 (NVIDIA - NVDA):** 壟斷 GPU 硬體和 CUDA 軟件全球開發, 算力獨霸, 行業資本支出絕大部分將轉化為英偉達的營收/利潤; 高利潤率, 估值合理。
- **台積電 (TSMC - TSM US/ 2330 TT):** 壟斷全球所有頂尖 AI 算力晶片的代工, 擁有全球最頂尖的先進晶圓製造與封裝技術 CoWoS; 高利潤率, 低估值。
- **博通 (Broadcom – AVGO US):** 壟斷高端 AI 集群的高速網路通信晶片, 也是穀歌等巨頭定制 AI 晶片(ASIC)的獨家開發夥伴; 憑藉輕資產高毛利, 維持強勁的自由現金流與高分紅。
- **SK 海力士 (SK Hynix - 000660 KS):** 全球高端 AI 記憶體 HBM 市占率第一, 英偉達第一核心記憶體夥伴; 訂單能見度直接鎖定數年後; 整個 AI 算力硬體陣營中, 除英偉達外確定性最高。
- **美光科技 (Micron – MU US):** 憑藉在 HBM 高能效晶片上的技術突破(HBM3e/HBM4), 成功打入頂尖算力供應鏈, 受惠於 “AI 大模型對海量、高速存力剛需” 引爆的存儲量價齊升超級週期。美股唯一純記憶體標的。
- **三星電子 (Samsung Electronics - 005930 KS):** 經歷 HBM 早期滯後的大底, 憑藉其新一代高端 HBM4 記憶體通過頂級大廠認證的重大拐點。
- **阿斯麥 (ASML - ASML):** 壟斷製造高級晶片所需的高階 EUV 光刻機, 是台積電、英特爾和三星擴建先進產能時無法繞過的瓶頸; 相對超賣狀態, 且盈餘預測的修正進度相對落後。

### 2) 七大巨頭 Mega 7

- **英偉達 (NVIDIA - NVDA):** 壟斷 GPU 硬體和 CUDA 軟件全球開發, 算力獨霸, 行業資本支出絕大部分將轉化為英偉達的營收/利潤; 高利潤率, 估值合理;
- **谷歌母公司 (Alphabet - GOOGL):** 通過 Gemini 成功證明瞭其在生成式 AI 領域的頂尖實力, 將搜尋引擎與龐大廣告流量有效變現; 在七巨頭中估值相對便宜;
- **蘋果 (Apple - AAPL):** 擁有全球最黏性的硬軟體生態, AI 應用落地到消費者端的天然總閘口; 即便短期硬體創新放緩, 其穩健強勁的自由現金流與回購力度有效支持股價表現;
- **微軟 (Microsoft – MSFT):** 憑藉對 OpenAI 的深度投資以及 Azure 雲計算的絕對優勢, 率先將生成式 AI 完美嵌入 Office 等企業級軟體, 擁有極強的 B 端提價權與複利增長能力;

- **亞馬遜 (Amazon - AMZN):** 其核心利潤引擎 AWS 雲計算增長強勁回升，同時電商業務在完成供給側優化後利潤率大幅釋放，是攻守兼備的修復型標的；
- **Meta Platforms (META):** AI 顯著提升其社媒 FB/IG 廣告的行銷精準度與變現率，新技術的收購(如 Manus AI)持續拓寬其軟硬體邊界；
- **特斯拉 (Tesla – TSLA US):** 即便純電汽車面臨週期性壓力，其核心價值已全面向全自動駕駛 FSD, 儲能業務及人形機器人轉型, 是七巨頭中 beta 屬性最強的科技未來股。

### 3) 細分行業龍頭 Segment Leaders

- **超微半導體 (AMD - AMD US):** 英偉達直接競爭對手, 憑藉 MI300/400 系列緊咬英偉達，博弈的是非線性爆發的算力溢出訂單與更高的股價彈性。
- **瑞薩電子 (Renesas Electronics - 6723 JP):** 擁有極高的汽車供應鏈壁壘, 在日元資產重估大背景下, 作為“邊緣 AI 與智能汽車週期兼備”的慢牛標的，具備良好的下行防禦能力。
- **閃迪/西部數據 (SanDisk - SNDK US):** 屬於典型“週期反轉 + AI 剛需”的強 Beta 股，資料中心對高端大容量固態硬碟的爆發式消耗需求，正推動其步入利潤井噴期。
- **美滿電子 (Marvell - MRVL US):** 在高速光模組/DSP 數位訊號處理器市場上(AI 伺服器內部的電信號要變成光信號傳輸，並通過 DSP 晶片進行控制和糾錯)，Marvell 與 Broadcom 形成雙寡頭壟斷。它也是科技巨頭 ASIC 自研 AI 晶片的核心夥伴。高毛利，輕資產。
- **高意 (Coherent - COHR US):** 全球最大的光模組及光電元器件供應商之一，把底層的光晶片、外殼、介面組裝成一個完整的光模組(Transceiver)賣給資料中心。它也是全球碳化矽(SiC)和磷化銦等晶圓材料的巨頭，掌握了光電轉換的最上游材料工藝。工廠折舊大、資產重；一旦 1.6T 光模組量產，淨利潤將呈現非線性的暴增。
- **魯門特姆(Lumentum - LITE US):** 壟斷全球 EMI 物理光子學晶片(光模組中最核心、技術壁壘最高的發光部件)。沒有高端光晶片，光模組就無法發射光信號。從 800G 到 1.6T，由於速率翻倍，對高端 EML 晶片和 CW(連續波)高功率雷射器的消耗量是剛性成倍增長的。絕對壟斷使其訂單能見度直接綁定全球算力總擴建。

- **GE Vernova (GEV US):** 從 GE 通用電氣獨立分拆上市的純電力重型裝備標的; 擁有全球技術最先進、效率最高的 HA 級燃氣輪機(一分鐘內快速啟動)。它幫助 Hyperscalers 不需等待 3-5 年傳統電網擴容時間, 直接採購巨型發電機組讓資料中心儘快開機; 確定性高的能源標的(積壓訂單直達數年後)。
- **伊頓電力 (Eaton - ETN US):** 致力於中低壓配電和資料中心內部電力架構(把高壓電降為設備可用電的變壓器, 不斷電供應系統 UPS, 機架上的 PDU 智慧電源分配單元)。AI 能源瓶頸主題的標的股: 高毛利, 輕資產(沒有笨重的發電機組製造, 專攻離伺服器最近的配電硬體與電源管理軟體); 高確定性(全美資料中心擴建對配電系統和變壓器的升級訂單已排至數年後)。
- **維諦技術 (Vertiv - VRT US):** 高溫控液冷絕對壟斷者, 受惠于英偉達等高功耗 AI 晶片引爆了對“資料中心液冷散熱”的巨大剛性需求; 基本面確定性高(與任何大模型競爭無關, 只要算力擴張就必須下單該公司產品)。
- **奇鋳科技 (AVC - 3017 TT):** 憑藉 3D VC 與水冷板雙軌制, 成為台股散熱領頭羊; 緊密綁定英偉達最新伺服器架構升級步伐, 技術落地比美股同行更敏捷。

#### 4) 策略重塑 Strategic Reshaping

- **英特爾 (Intel - INTC US):** 處於大刀闊斧的轉型期, 受惠於美國政府對本土先進代工的政治性補貼, 以及商業端“AI PC”換機潮帶來的高邊際利潤修復彈性; 業績有機會反彈。
- **戴爾科技 (Dell - DELL US):** 傳統政企客戶將 AI 落地的首選硬體夥伴, 憑藉與英偉達的深度綁定售賣 AI 伺服器, 在科技高估值環境下, 其穩定強勁的現金流, 公司有計劃的回購股票, 27% 的派息率, 合理估值區間, 為投資者提供較好的性價比。

#### 5) 中國 AI 股

- **騰訊控股 (Tencent - 00700.HK):** 憑藉微信獨一無二的超高黏性生態與龐大現金流, 通過“遊戲出海”與“混元大模型”加速 B / C 端雙向變現, 兼具極強抗週期與 AI 增量紅利的價值股; 估值便宜。
- **阿里巴巴 (Alibaba - BABA / 09988.HK):** 核心電商在利潤與份額方面築底回升, 海外跨境電商的高速擴張; 阿里雲全面受益於中國企業級 AI 算力大爆發; 較低的估值與股東持續回購提供了高安全邊際; 估值便宜。

- **百度 (Baidu - BIDU / 09888.HK):** 中國生成式 AI 商業化領跑者, 通過大模型重塑搜索廣告與雲業務, 自動駕駛在全國多城實現規模化商業運營, 具備高壁壘的科技估值彈性超跌股; 估值便宜。
- **勝宏科技 (Victory Giant Tech - 02476.HK / 300476.SZ):** 作為英偉達核心 AI 伺服器與顯卡的最主要 PCB 印刷電路板的間接供應商, 直接受益於全球 AI 算力競賽的爆發, 高層數高密度硬體訂單暴增推動業績, 中港兩地上市估值彈性重估;
- **智譜 AI (Zhipu AI, 2513 HK):** 作為中國大模型“新七小龍”中技術底蘊最深厚的清華系代表; GLM 全棧自研基座模型, 國家隊與大廠雙重加持, 全場景 B 端商業化落地, 在科研、政企和消費端極強的生態滲透率。技術確定性最高、商業化閉環最穩健的中國生成式 AI 標杆。

### 8.3 行業上行催化劑：推動股價繼續上升的強心針

如果 AI 鏈條能順利完成從“硬體重工業”到“軟體大爆發”的接力, 股價仍有進一步向上的空間。投資者需要看到以下事件發生:

#### 1) **Agentic AI(智能體)在 B 端降本增效的“財務實證”**

- 2026 年是“Agentic AI”的落地元年。市場不再滿足於有多少人註冊了 ChatGPT, 而是要看微軟 Copilot、Palantir 或 Salesforce 的 AI 智慧體, 能否真正幫財富 500 強企業砍掉 20% 的運營成本, 或者帶來雙倍的現金流增長。
- 一旦傳統軟體/服務行業的淨利潤率因為引入 AI 智慧體而出現 2%-3% 以上的行業級擴張, 資金就會從硬體層流向應用層, 引爆 AI 軟體股的第二輪主升浪。

#### 2) **下一代重磅晶片(如英偉達 Vera Rubin)的無縫量產與“供不應求”**

- 英偉達計畫在 2026 年下半年全面推向市場的下一代 Vera Rubin 架構 AI 平臺。
- 目前 Blackwell 架構雖已進入穩產期, 但如果英偉達在接下來的科技峰會上宣佈“Rubin 在整個生命週期內都將處於嚴重供不應求狀態(Supply-constrained)”, 將直接打消市場對“2027 年算力見頂”的恐慌, 硬核半導體股(包括 SK 海力士、美光的 HBM4 鏈條)將繼續上攻。

### 3) 主權 AI ( Sovereign AI ) - 國家級剛性支出

- 過去兩年，AI 主要是微軟、Google 等美股「科技七巨頭」在打資本戰。但隨著各國意識到 AI 是關乎國家經濟競爭力、地緣政治、甚至軍事國防的戰略資產，「數位主權」的概念在 2026 年正式演變成全球政府的剛性需求。
- 歐盟（推出 Tech Sovereignty Package 科技主權法案）、中東（沙烏地、阿聯酋等主權基金）、日本、印度等國家政府，不再僅依賴美國的雲端巨頭，而是由國家財政直接出資，構建完全屬於本國語言、文化、法律合規的「主權大模型與國家算力中心」。
- AI 硬體與半導體的買方，從「幾家科技大廠」直接擴大到「全球主流國家的財政部與主權基金」。這種「國家級軍備競賽」帶來的資金量是缺乏價格敏感性的，會導致尖端晶片（如 Nvidia、台積電生態圈）、晶圓代工、先進封裝的訂單能見度直接排到 2030 年以後。這種極其恐怖的「剛性總體需求」，將推動整條半導體供應鏈的估值乘數（P/E Multiple）集體向上拔高。

## 8.4 行業下行催化劑：導致股價見頂並觸發暴跌的黑天鵝

目前市場非常脆弱，任何證實“circular financing(迴圈融資/左手倒右手)”或“投入產出失衡”的信號都會引發暴跌：

### 1) 商業化變現不及預期（大廠 ROI 焦慮）

- 這是目前市場最核心的擔憂。過去兩年，微軟、Google、Meta、亞馬遜等科技巨頭（Hyperscalers）投入了數千億美元進行資本支出（CapEx），主要用於購買晶片、建設資料中心。然而，這些投資轉化為實際營收（如訂閱費、雲端服務增長）的速度卻顯得緩慢。
- 關鍵風險：市場開始質疑 AI 的投資回報率（ROI）。如果企業級應用（B2B）或消費級軟體（B2C）無法創造出與龐大資本支出相匹配的殺手級產品，導致營收增速放緩，華爾街可能會修正對科技巨頭的估值，引發板塊估值修正（Valuation De-rating）。
- 底層邏輯：建立和運行大語言模型（LLM）的邊際成本極高（推理成本、電費），若客單價（ARPU）無法提升，高昂的營運成本將嚴重侵蝕利潤率。

## 2) 科技創新導致舊硬體投資無效 (技術過時 Technological Obsolescence)

- 這是 AI 行業中最巨大、最隱蔽，且最令投資者頭痛的結構性風險之一。在記憶體 (如 HBM、高階 DRAM) 和算力晶片 (如 GPU、ASIC) 領域，這個風險正在以一種前所未有的「殘酷速度」演進。
- 傳統製造業的機器可以折舊 10 年，但 AI 硬體 (尤其是算力與高帶寬記憶體) 的生命週期已經縮短到 2 到 3 年。以記憶體 (HBM) 為例：兩年前市場還在搶購 HBM3，隨後立刻進入 HBM3E 的主力戰場，而如今 (2026 年)，SK 海力士、美光與三星的 HBM4 已經開始主導並綁定英偉達 (Nvidia) 下一代大運算平台。
- 投資無效化的代價：雲端巨頭 (Hyperscalers) 或算力租賃商 (如 CoreWeave) 如果在一年前花了數十億美元買了當時最先進的 HBM3 伺服器，當更省電、速度快數倍的 HBM4/HBM4E 大量出貨時，舊伺服器的租賃價格會雪崩式下滑。這些設備在物理上完全沒壞，但在經濟帳上，它們已經變成了「無效資產」或「無效投資」。

## 8.5 如果行業出現修正(correction)，怎麼辦？

如果行業出現修正(correction)，我們推薦更為包搜的板塊：民生必需品 (Consumer staples) 和製藥 (Pharma) 中估值異常便宜且盈餘預測上修的個股。

# 9. KGI AI-30 Basket

## 9.1 行業估值比較匯總表

### KGI Global AI-30 Basket - 估值比較匯總表 Valuation Comp Sheet

公司地區統計: 美國:19 家; 中國:5 家; 台灣:2 家; 南韓:2 家; 荷蘭:1 家; 日本:1 家

Ticker	Name	名稱	Global AI Layer	Country	Market Cap (USD mil)	Price Changes (%)				Last Price	BBG Tgt Price	Upside	Sales YoY (%)		EPS YoY (%)		Gross Margin		EBIT Margin		Net Margin		ROE		FCF Yield	EV/Sales	P/E		P/B		
						1M	3M	YTD	1YR				2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027			2026	2027			
<b>(1) Global AI Infra Monopoly</b>																															
NVDA US Equity	Nvidia	英偉達	6) Logic Chips	US	4,736,908	-8.9	14.3	5.0	26.3	196	301	53.9%	65.5	81.5	59.5	88.7	71.3	74.9	63.4	66.2	53.7	55.8	92.9	92.6	2.5	18.3	41.8	21.8	31.1	15.8	
TSM US Equity	TSMC	台積電	4) Semiconductor Fabs/ Foundries	TW	2,256,064	5.5	33.4	43.1	94.2	435	469	7.9%	36.5	27.8	49.2	26.7	65.7	65.2	57.3	56.9	49.1	48.8	38.8	37.1	1.9	14.3	28.1	22.1	9.5	7.3	
AVGO US Equity	Broadcom	博通	8) Networking & Interconnects	US	1,802,695	-10.2	22.5	9.5	40.2	379	523	38.0%	65.6	63.8	69.4	66.2	75.6	73.0	65.5	65.0	53.8	54.2	54.6	59.6	1.8	24.5	32.8	19.7	16.4	10.0	
MU US Equity	Micron	美光科技	7) Memory	US	1,370,586	35.5	241.4	325.2	863.1	1,214	1,488	22.6%	238.2	89.8	764.9	107.1	80.3	85.2	74.6	81.6	64.1	69.1	74.5	71.8	1.9	14.9	16.9	8.2	10.6	5.0	
005930 KS Equity	Samsung Electronics	三星電子	7) Memory	KR	1,251,908	9.8	84.2	175.7	451.5	332,000	465,649	40.3%	106.6	27.0	495.6	38.5	69.4	73.6	51.5	57.1	41.1	44.5	49.8	44.1	2.9	4.7	7.5	5.4	3.2	2.1	
000660 KS Equity	SK Hynix	SK海力士	7) Memory	KR	1,241,648	29.0	188.4	313.7	820.5	2,697,000	3,109,772	15.3%	251.9	47.4	394.9	44.8	83.6	82.9	76.5	77.8	63.9	62.5	92.8	62.7	2.2	14.3	8.8	6.1	5.7	3.0	
ASML NA Equity	ASML	艾司摩爾	3) Chip Manufacturing Equipment	NL	702,852	14.7	36.7	73.0	135.3	1,594	1,600	0.3%	19.6	23.2	28.2	33.5	52.5	54.1	36.6	40.1	31.5	33.8	55.5	58.9	1.4	18.2	50.3	37.7	25.7	19.0	
<b>Simple Average</b>						<b>10.8</b>	<b>88.7</b>	<b>135.0</b>	<b>347.3</b>			<b>25.5%</b>	<b>112.0</b>	<b>51.5</b>	<b>265.9</b>	<b>57.9</b>	<b>71.2</b>	<b>72.7</b>	<b>60.8</b>	<b>63.5</b>	<b>51.0</b>	<b>52.7</b>	<b>65.6</b>	<b>61.0</b>	<b>2.1</b>	<b>15.6</b>	<b>26.6</b>	<b>17.3</b>	<b>14.6</b>	<b>8.9</b>	
<b>Market Cap Weighted Average</b>						<b>4.4</b>	<b>65.8</b>	<b>93.1</b>	<b>244.8</b>			<b>33.1%</b>	<b>97.1</b>	<b>59.5</b>	<b>201.8</b>	<b>65.4</b>	<b>71.8</b>	<b>73.6</b>	<b>62.5</b>	<b>64.9</b>	<b>52.6</b>	<b>54.2</b>	<b>70.7</b>	<b>67.6</b>	<b>2.2</b>	<b>16.4</b>	<b>29.9</b>	<b>18.0</b>	<b>18.1</b>	<b>10.2</b>	
<b>(2) Mega 7</b>																															
NVDA US Equity	Nvidia	輝達	6) Logic Chips	US	4,736,908	-8.9	14.3	5.0	26.3	196	301	53.9%	65.5	81.5	59.5	88.7	71.3	74.9	63.4	66.2	53.7	55.8	92.9	92.6	2.5	18.3	41.8	21.8	31.1	15.8	
GOOGL US Equity	Alphabet	谷歌母公司	12) Hyperscale Cloud & AI Platforms	US	4,175,544	-11.6	22.4	9.8	98.1	344	432	25.7%	23.2	21.2	11.1	7.4	70.3	69.6	40.3	40.6	41.3	35.7	49.5	38.0	1.5	9.8	24.1	22.4	7.3	5.6	
AAPL US Equity	Apple	蘋果	17) Horizontal Enterprise AI	US	4,041,226	-10.8	8.8	1.2	36.9	275	320	16.3%	14.9	9.0	17.5	10.2	48.2	47.8	32.4	31.9	26.9	26.8	132.5	108.0	3.2	8.8	31.4	28.5	35.4	24.8	
MSFT US Equity	Microsoft	微軟	12) Hyperscale Cloud & AI Platforms	US	2,620,975	-15.2	-3.6	-27.0	-29.1	353	561	59.0%	16.9	16.7	25.5	13.9	67.8	66.6	46.6	46.7	38.8	37.7	31.1	27.6	2.8	8.4	20.6	18.1	5.9	4.6	
AMZN US Equity	Amazon	亞馬遜	12) Hyperscale Cloud & AI Platforms	US	2,441,971	-14.4	9.4	-1.7	4.6	227	315	38.8%	15.1	13.2	14.9	12.5	51.2	52.6	12.6	14.1	13.8	13.8	19.8	17.8	-0.1	3.4	22.0	19.6	4.5	3.6	
TSLA US Equity	Tesla	特斯拉	18) Vertical / Industry AI	US	1,408,847	-13.5	0.8	-16.6	15.1	375	422	12.6%	8.2	15.2	12.8	30.0	19.6	20.1	5.3	6.7	6.4	7.3	6.4	7.6	0.5	14.1	200.3	154.1	14.4	13.2	
META US Equity	Meta	Meta平台	12) Hyperscale Cloud & AI Platforms	US	1,378,034	-11.3	-0.9	-17.8	-25.2	543	820	51.0%	25.9	19.2	27.9	-4.1	80.3	79.1	35.7	34.9	40.9	34.0	32.1	25.5	3.5	6.4	13.5	14.1	4.5	3.6	
<b>Simple Average</b>						<b>-12.2</b>	<b>7.3</b>	<b>-6.7</b>	<b>18.1</b>			<b>36.8%</b>	<b>24.2</b>	<b>25.2</b>	<b>24.2</b>	<b>22.7</b>	<b>58.4</b>	<b>58.7</b>	<b>33.7</b>	<b>34.4</b>	<b>31.7</b>	<b>30.2</b>	<b>52.0</b>	<b>45.3</b>	<b>2.0</b>	<b>9.9</b>	<b>50.5</b>	<b>39.8</b>	<b>14.7</b>	<b>10.2</b>	
<b>Market Cap Weighted Average</b>						<b>-11.7</b>	<b>10.1</b>	<b>-2.6</b>	<b>29.1</b>			<b>36.8%</b>	<b>28.6</b>	<b>30.5</b>	<b>26.9</b>	<b>28.6</b>	<b>60.9</b>	<b>61.5</b>	<b>38.9</b>	<b>39.7</b>	<b>35.4</b>	<b>34.2</b>	<b>65.6</b>	<b>57.5</b>	<b>2.1</b>	<b>10.7</b>	<b>40.1</b>	<b>30.9</b>	<b>18.0</b>	<b>11.7</b>	
<b>(3) Segment Leaders</b>																															
AMD US Equity	Advanced Micro Devices	超微半導體	6) Logic Chips	US	868,409	5.7	161.4	148.7	270.7	533	498	-6.4%	43.7	53.8	73.8	81.0	55.5	55.6	26.8	31.7	24.2	28.9	14.2	21.5	1.0	23.0	73.5	40.6	12.2	10.3	
6723 JP Equity	Renesas Electronics	瑞薩電子	6) Logic Chips	JP	59,093	11.4	113.9	138.8	194.4	5,110	4,796	-6.1%	16.9	9.8	37.3	5.6	58.0	58.8	24.7	23.0	30.0	27.4	14.6	12.2	3.7	7.5	20.4	19.3	3.3	3.0	
SNDK US Equity	Sandisk	晟碟	7) Memory	US	345,790	46.9	287.1	883.7	4,822	2,335	1,845	-21.0%	169.0	130.5	2,095.5	191.3	69.7	82.6	59.9	78.4	51.6	66.1	60.5	71.0	1.3	26.0	35.6	12.2	18.6	7.3	
MRVL US Equity	Marvell	邁威爾	8) Networking & Interconnects	US	246,046	35.1	187.9	231.0	251.7	281	256	-9.0%	42.1	40.6	80.9	42.4	59.5	58.6	35.3	36.3	30.1	31.7	2.8	12.0	0.7	28.4	99.1	69.6	16.8	13.8	
COHR US Equity	Coherent	連貫	8) Networking & Interconnects	US	79,674	6.8	67.4	120.6	353.1	407	386	-5.3%	21.5	36.2	54.5	52.6	39.4	40.5	20.4	22.4	15.1	17.2	9.9	12.9	-0.7	12.3	74.7	48.9	7.6	6.9	
LITE US Equity	Lumentum	魯門特姆	8) Networking & Interconnects	US	67,061	-5.4	25.1	133.9	810.1	862	1,126	30.7%	82.2	85.7	295.9	121.6	45.3	49.7	29.1	39.0	25.1	33.1	32.7	44.8	0.2	27.0	105.7	47.7	18.9	12.0	
GEV US Equity	GE Vernova	奇異維諾瓦	9) Power Delivery & Power Equipment	US	291,687	1.4	24.3	66.1	114.2	1,085	1,219	12.3%	19.4	14.3	142.0	16.0	23.6	26.8	10.2	14.7	13.9	12.6	39.8	36.1	2.6	7.3	52.7	45.4	18.7	14.5	
ETN US Equity	Eaton	伊頓	9) Power Delivery & Power Equipment	US	163,036	4.2	17.6	31.8	20.6	420	460	9.5%	16.3	10.5	10.1	16.8	37.6	38.7	19.8	21.0	16.0	17.1	23.5	24.5	2.3	6.5	31.6	27.0	7.3	6.4	
VRT US Equity	Vertiv	維諦	10) Cooling Systems	US	125,054	0.5	29.0	101.0	163.0	326	381	17.0%	35.6	28.2	54.0	34.0	38.5	39.3	23.2	24.5	18.0	18.8	48.5	46.2	1.8	11.6	50.3	37.6	21.2	14.8	
3017 TT Equity	Asia Vital Components	奇鋁科技	10) Cooling Systems	TW	28,337	-15.6	1.1	52.3	212.5	2,300	3,360	46.1%	57.8	35.5	92.3	44.3	30.4	31.3	25.0	26.3	16.9	18.0	58.1	57.1	4.2	5.3	24.3	16.9	12.3	8.6	
<b>Simple Average</b>						<b>9.1</b>	<b>91.5</b>	<b>190.8</b>	<b>721.2</b>			<b>6.8%</b>	<b>50.4</b>	<b>44.5</b>	<b>293.6</b>	<b>60.6</b>	<b>45.7</b>	<b>48.2</b>	<b>27.4</b>	<b>31.7</b>	<b>24.1</b>	<b>27.1</b>	<b>30.4</b>	<b>33.8</b>	<b>1.7</b>	<b>15.5</b>	<b>56.8</b>	<b>36.5</b>	<b>13.7</b>	<b>9.8</b>	
<b>Market Cap Weighted Average</b>						<b>13.8</b>	<b>137.7</b>	<b>244.9</b>	<b>932.8</b>			<b>-2.3%</b>	<b>56.9</b>	<b>53.4</b>	<b>390.2</b>	<b>75.9</b>	<b>50.7</b>	<b>53.3</b>	<b>29.7</b>	<b>35.6</b>	<b>26.5</b>	<b>30.9</b>	<b>26.8</b>	<b>32.0</b>	<b>1.4</b>	<b>19.3</b>	<b>62.6</b>	<b>38.5</b>	<b>14.5</b>	<b>10.5</b>	
<b>(4) Strategic Reshaping</b>																															
Intc US Equity	Intel	英特爾	4) Semiconductor Fabs/Foundries	US	667,805	7.6	201.3	260.1	490.5	133	100	-25.1%	11.0	11.5	157.6	43.7	40.4	42.9	12.2	15.4	9.6	12.6	3.6	6.5	-0.5	12.7	122.8	85.4	5.6	5.2	
Dell US Equity	Dell	戴爾	11) Data Center Construction & Operation	US	264,563	34.2	132.9	225.3	225.0	409	486	18.6%	18.8	51.5	26.5	74.4	20.4	17.8	8.7	9.3	6.1	7.0	-353.7	-422.9	3.6	2.1	41.1	22.8	N/A	N/A	229.3
<b>Simple Average</b>						<b>20.9</b>	<b>167.1</b>	<b>242.7</b>	<b>357.8</b>			<b>-3.2%</b>	<b>14.9</b>	<b>31.5</b>	<b>92.1</b>	<b>59.1</b>	<b>30.4</b>	<b>30.3</b>	<b>10.4</b>	<b>12.3</b>	<b>7.9</b>	<b>9.8</b>	<b>-175.1</b>	<b>-208.2</b>	<b>1.6</b>	<b>7.4</b>	<b>82.0</b>	<b>54.1</b>	<b>5.6</b>	<b>117.2</b>	
<b>Market Cap Weighted Average</b>						<b>15.1</b>	<b>181.9</b>	<b>250.2</b>	<b>415.2</b>			<b>-12.7%</b>	<b>13.2</b>	<b>22.8</b>	<b>120.4</b>	<b>52.4</b>	<b>34.7</b>	<b>35.8</b>	<b>11.2</b>	<b>13.6</b>	<b>8.6</b>	<b>11.0</b>	<b>-97.8</b>	<b>-115.4</b>	<b>0.7</b>	<b>9.7</b>	<b>99.6</b>	<b>67.7</b>	<b>4.0</b>	<b>68.8</b>	
<b>(5) China AI</b>																															
700 HK Equity	Tencent	騰訊	17) Horizontal Enterprise AI	CN	478,767	-6.1	-16.8	-31.2	-19.6	412	687	66.7%	10.3	9.4	8.3	11.0	56.8	57.4	32.6	33.2	33.3	33.5	19.3	18.6	6.2	4.3	11.9	10.7	2.4	2.1	
BABA US Equity	Alibaba	阿里巴巴	12) Hyperscale Cloud & AI Platforms	CN	228,240	-26.6	-24.2	-35.1	-16.6	95	186	95.2%	2.7	9.6	-59.																

## 9.2 公司基本面/估值/催化劑/風險分析

### 美股：英偉達 (Nvidia, NVDA.US)

#### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

首季營收達 816 億美元，連 14 季超越財測，資料中心營收大增至 752 億美元。非超大型雲端(ACIE)與主權 AI 營收季增 31%，佔比達五成，顯示非超大型雲端需求極為強勁。隨 AI 從單次推論轉向推理(Reasoning)與代理型 AI(Agentic AI)，將帶動整體加速運算技術棧營收加速，龍頭地位難以撼動。

#### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目標價至 301 美元。除維持 Blackwell 與 Rubin 累計一兆美元營收預期外，專為 Agentic AI 設計的 Vera CPU 更打開全新 2,000 億美元市場，今年單裝 CPU 營收能見度近 200 億美元，提供強大的估值重估支撐與溢價想像空間。

#### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

關鍵催化劑包括：次世代 Vera Rubin 平台將於 CY3Q26 起出貨並放量，推論吞吐量較 Blackwell 暴增 35 倍；2Q27 營收指引達 910 億美元且有望挑戰新高；Spectrum-X 網通營收大幅超越所有乙太網同業合計；以及實體 AI 動能回暖，與 Uber 合作的無人計程車隊將於 2028 年拓展至近 30 城。

#### 4. 投資風險 (Investment Risks)

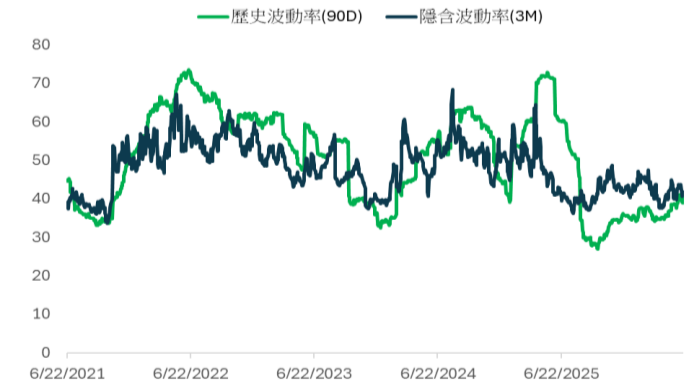
主要風險包括：短期供應鏈面臨 HBM4 供給短缺，且因 Rubin 散熱重新設計導致大量出貨時間延至第四季與明年首季；其次，因加大研發投入與 AI 工具使用，公司上調全年營業費用年增率至高 40% 水平；最後則是晶片領域競爭加劇，以及總體經濟波動對消費端邊緣運算需求的潛在壓抑。

#### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球圖形處理器與加速運算先驅，提供由 GPU、Vera CPU 及 DPU 等組成的全棧式晶片與軟體系統解決方案。輝達憑藉在 AI 訓練與推理領域的壓倒性市場份額，將傳統資料中心轉化為高效能「AI 工廠」，並積極佈局代理型 AI、自動駕駛與實體機器人，引領全球人工智慧技術變革。

財務數據(美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入(億)	130.5	215.9	392.0	558.1	681.3
Adj. EBIT(億)	81.5	130.4	260.4	372.4	442.1
Adj. EPS(元)	3.0	4.8	9.0	12.8	14.7
經營現金流(億)	64.1	102.7	215.2	308.5	378.9
自由現金流(億)	60.9	96.7	205.9	292.1	360.9
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	114.2%	65.5%	81.5%	42.4%	22.1%
Adj. EPS 增長	150.6%	59.5%	88.7%	42.3%	14.5%
毛利率	75.3%	71.2%	74.8%	74.3%	72.9%
Adj. EBIT 利潤率	62.4%	60.4%	66.4%	66.7%	64.9%
淨利潤率	55.8%	55.6%	55.9%	55.5%	53.5%
淨負債/權益	-41.5%	-32.5%	-96.1%	-204.6%	-339.3%
資本回報率	119.2%	101.5%	92.0%	77.2%	60.9%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.2%	1.9%	4.0%	5.7%	7.1%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.9%
EV/EBITDA(x)	41.0	33.6	18.8	13.2	10.6
市盈率(x)	48.5	38.3	23.4	16.4	14.4
市淨率(x)	44.0	29.0	17.0	10.7	7.1
市銷率(x)	26.8	21.2	13.0	9.1	7.5

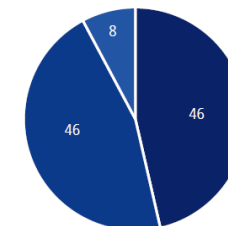
#### 波動率



#### 估值



#### 營收比重



■ Data center - Hyperscaler ■ Data center - ACIE ■ Edge Computing



## 台股：台積電 (2330.TW)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受益於全球 AI 需求爆發，台積電展現強勁的獲利與擴充動能。1Q26 財報表現亮眼，單季營收達 1.13 兆新台幣(年增 35.1%)、EPS 達 22.08 元，毛利率高達 66.2%優於預期。公司將 2026 全年營收展望上修至年增逾 30%，並引導資本支出朝 520 億至 560 億美元高位傾斜。核心 N3 製程供不應求，公司宣布於台南、美國亞利桑那及日本熊本擴產，預估 2028 年底前帶動 N3 產能提升 40%至 45%，且 N3 毛利率自 2H26 起將超公司平均。此外，CoWoS 先進封裝產能迎來爆發，月產能預計由 2025 年底的 7.2 萬片，於 2026、2027 年底分別翻倍至 12 萬與 17 萬片。次世代 A14 製程亦按計畫推進，將於 2028 年量產並導入第二代奈米片架構，同功耗下效能提升 10%至 15%，鞏固其 AI 代工的絕對龍頭地位。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前估值具吸引力，目標價上調至 2,756 元新台幣。該估值基於 2027 年 22 倍預期市盈率，符合歷史上升週期的平均水平。鑑於製程成本改善超預期且盈利結構優化，2026 至 27 年 EPS 預估已分別上調 6%與 10%，先進製程的極高能見度支持估值倍數持續上修重估。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：第一，N3 供需緊張，公司宣布擴建台南、美國與日本三座晶圓廠，2H26 起毛利率將超越均值；第二，2Q26 營收展望季增達 10%，大幅超越市場預期；第三，高毛利先進封裝 CoWoS 產能翻倍，且次世代 A14(1.4 奈米)技術進展順利，預期將於 2028 年如期進入量產。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

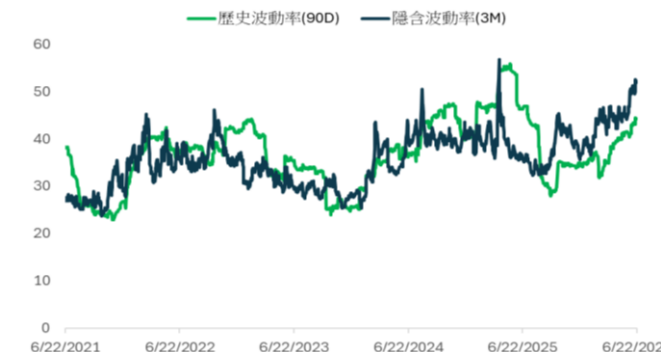
潛在風險包括：首先，中東及地緣政治局勢緊張，可能推使電力與關鍵化學原料成本上漲，雖公司已建立安全庫存並分散供應來源，但仍需關注成本結構波動；其次，全球總體經濟不確定性可能壓抑智慧型手機等終端消費性電子復甦進度；最後，行業積極擴產先進製程與封裝產能，可能在未來引發供過於求。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

全球最大專業半導體晶圓代工廠，市占率穩居世界龍頭。台積電提供晶圓製造、探測、先進封裝及設計服務，持續於台美日擴建新廠。憑藉在 3 奈米、5 奈米及未來 A14 技術的絕對主導權，公司已成為全球高效能運算、智慧型手機與 AI 晶片的底座。

財務數據 (台幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	2894.3	3809.1	5196.1	6600.9	8080.1
Adj. EBIT(億)	1322.0	1936.1	2984.0	3766.0	4559.5
Adj. EPS(元)	45.3	66.3	98.7	124.3	152.0
經營現金流(億)	1887.4	2358.7	3208.8	4087.0	4842.1
自由現金流(億)	931.4	1086.3	1485.8	2039.5	2675.3
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	33.9%	31.6%	36.4%	27.0%	22.4%
Adj. EPS 增長	39.9%	46.4%	49.0%	25.9%	22.3%
毛利率	56.1%	59.9%	65.7%	65.2%	64.8%
Adj. EBIT 利潤率	45.7%	50.8%	57.4%	57.1%	56.4%
淨利潤率	40.5%	45.1%	48.9%	48.4%	48.2%
淨負債/權益	-31.7%	-36.7%	-52.9%	-77.4%	-112.8%
資本回報率	30.3%	35.4%	38.0%	36.2%	30.5%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.4%	1.7%	2.3%	3.1%	4.1%
股息率(%)	0.2%	0.2%	1.0%	1.2%	1.4%
EV/EBITDA(x)	13.4	14.6	16.6	13.2	10.8
市盈率(x)	23.8	23.4	25.4	20.2	16.5
市淨率(x)	6.5	7.4	8.6	6.6	4.9
市銷率(x)	9.6	10.6	12.5	9.9	8.1

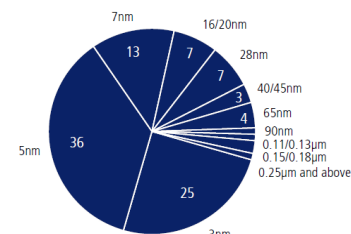
### 波動率



### 估值



### 收入按製造分類



## 美股：Broadcom (AVGO.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

博通在客製化晶片(ASIC/XPU)與高階網通市場具備絕對龍頭優勢。最新季度營收達 221.87 億美元，其中 AI 業務年增 145%至 108 億美元，AI 訂單破 300 億美元。預期下季度營收將大幅升至 294 億美元，其中 AI 佔 160 億美元(季增 50%)。受 Google、Anthropic 與 OpenAI 等客製晶片大單帶動，2026 至 2028 財年每股盈餘預估將持續高速增長。此外，伺服器核心數暴增亦拉動高利潤的 VMware 業務加速成長(季度指引達 89 億美元、年增 31%)，雙引擎增長配合高達 67.3%的營業率(年增 200 個基點)，將顯著推升營運槓桿。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前市場目標價區間為 522 美元。目前市盈率約 22.7 倍，處於 20 至 40 倍歷史市盈率區間的底部，估值極具吸引力與防禦性。分析多採用分部估值法(SOTP)，基於 2027-28 財年每股盈餘預估(達 19.2 與 25.8 美元)，以 27 倍合理市盈率推算，支持目標價上調。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

催化劑包括大客戶晶片放量與產能擴充。Meta 將於 2H27 交付首批 1 GW 訂單，OpenAI 與 Anthropic 客製化晶片在 2027-28 年量產。此外，新加坡先進封裝廠於今年 8 月提前投產，解決產能瓶頸；同時，新一代網通晶片 Tomahawk 6 的加速導入，及伺服器核心數暴增拉動 VMware ARR 增長，將持續驅動盈利上修。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

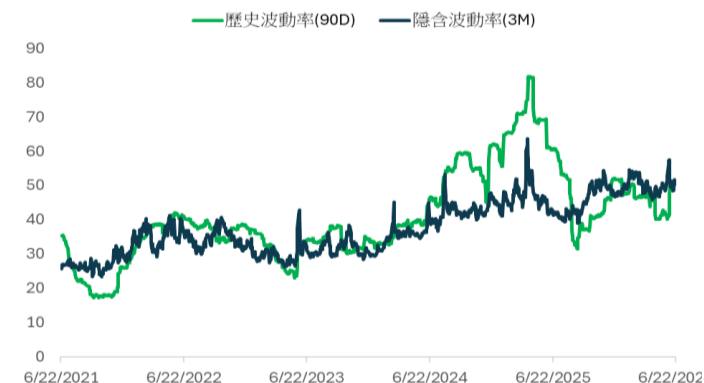
風險主要集中於客戶高度集中、設計開發及電力基建延遲。首要風險為約 35-40%營收依賴最大客戶 Google。其次，ASIC 晶片設計極為繁複，開發時程或市占率競爭若不如預期將帶來雜音。此外，全球資料中心受限電力殼(Power Shell)供電建設延遲，客戶端若無法如期架設基礎設施，即使晶片按時出貨也將延緩部署。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

博通是全球半導體與基礎設施軟體龍頭。半導體方面，其在高速乙太交換晶片(Tomahawk、Jericho 系列)與客製化 AI 晶片領域具備絕對優勢。軟體方面，博通通過一系列策略性併購跨足高利潤的企業級虛擬化與雲端軟體。公司目前已形成半導體與基礎建設軟體雙軌並行、高營運槓桿的商業帝國。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	51.6	63.9	105.8	173.1	226.1
Adj. EBIT(億)	13.5	25.5	70.1	113.9	151.1
Adj. EPS(元)	4.9	6.8	11.6	19.2	25.8
經營現金流(億)	20.0	27.5	52.6	92.8	127.2
自由現金流(億)	19.4	26.9	51.1	90.7	118.1
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	44.0%	23.9%	65.6%	63.6%	30.7%
Adj. EPS 增長	47.7%	40.0%	69.6%	66.4%	34.2%
毛利率	63.5%	67.9%	75.0%	73.1%	72.4%
Adj. EBIT 利潤率	26.1%	39.9%	66.3%	65.8%	66.8%
淨利潤率	11.4%	36.2%	54.0%	54.7%	54.8%
淨負債/權益	88.0%	61.9%	26.2%	-62.0%	-166.7%
資本回報率	12.9%	31.0%	56.8%	62.5%	55.4%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.0%	1.4%	2.6%	4.6%	6.0%
股息率(%)	0.2%	0.2%	0.7%	0.9%	1.1%
EV/EBITDA(x)	32.8	51.3	27.8	17.1	13.0
市盈率(x)	137.3	77.5	35.6	21.4	15.9
市淨率(x)	11.7	21.6	17.8	10.9	7.2
市銷率(x)	15.1	27.3	18.5	11.3	8.7

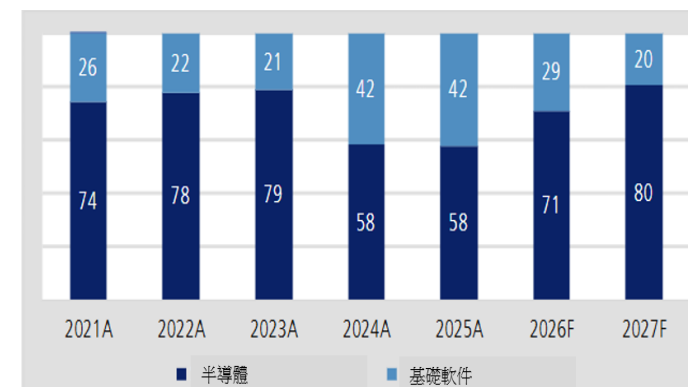
### 波動率



### 估值



### 分部收入佔比



## 韓股：SK hynix (000660.KS)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受惠 AI 需求爆發，核心業務展現極強韌性。預測 2026 年 DRAM 及 NAND 均價大漲 200%與 186%，伺服器 DDR5 及 SSD 均價暴漲 329% 與 267%。HBM 地位穩固，2026 出貨份額達 50%。首批 3 年 LTA 簽訂鎖定 25%DRAM 與 20%NAND 銷量，盈利模式由週期轉向結構性。此舉保障 25A-27E 分派 240 萬億自由現金流，促使估值由 P/B 向 P/E 重估。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前估值模型正從 P/B 切換至 P/E，以反映長期合約帶來的盈利能見度。主流估值採用分部估值法(SOTP)，給予高度定制化的 HBM 業務 9.5 倍 EV/EBITDA(對應代工模式)，並對常規記憶體給予 7.7 倍。目標價上調至 3,100,000 韓元，對應 2026 年預測市盈率僅 8 倍，重估空間巨大。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

關鍵催化劑包括：一是海外發行 ADR 及後續股份回購，直接支撐股價；二是 3 年期長期合約(LTA)談判細節披露，顯著提升盈利能見度；三是極具吸引力的股東回報，預期 2025 至 2027 年分派高達 240 萬億韓元自由現金流(包括股息與股份註銷)；四是 2027 年 HBM4 產品定價超預期爆發。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

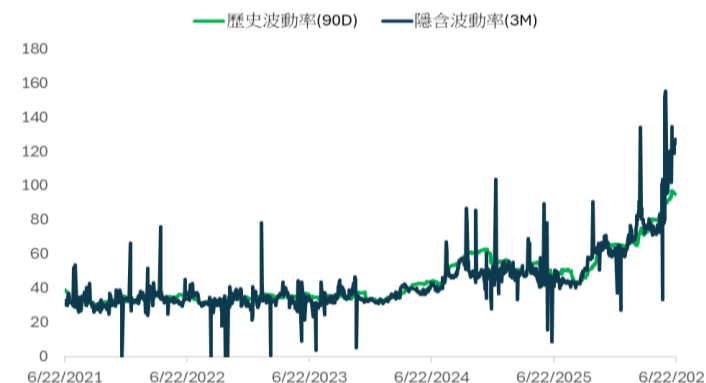
主要下行風險包括：第一，長期合約 LTA 談判慢於預期，拖累估值重估進程；第二，宏觀經濟疲弱或地緣政治緊張，導致 CSP 客戶 AI 資本支出減速，壓抑記憶體需求；第三，技術革新降低 AI 機架對 DRAM 數量的依賴；第四，行業擴產進度快於預期，引致市場供求逆轉。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球純記憶體半導體巨頭，主要研發與製造 DRAM 及 NAND 閃存。按收入計，公司為全球第二大 DRAM 及第三大 NAND 供應商。其在 AI 領域具備極強的領導地位，是全球高頻寬記憶體(HBM)的領頭羊。公司於 2012 年加入 SK 集團，在韓國及中國設有重要生產基地。

財務數據(韓元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入(十億)	66,193	97,147	341,261	497,858	546,042
Adj. EBIT(十億)	23,467	47,206	262,437	388,428	410,186
Adj. EPS(元)	27,182	62,161	304,220	436,588	469,831
經營現金流(十億)	29,796	53,373	178,825	284,627	316,948
自由現金流(十億)	13,850	25,854	144,600	233,880	264,856
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	102.0%	46.8%	251.3%	45.9%	9.7%
Adj. EPS 增長	-305.2%	128.7%	389.4%	43.5%	7.6%
毛利率	48.1%	60.4%	83.5%	82.7%	79.8%
Adj. EBIT 利潤率	35.5%	48.6%	76.9%	78.0%	75.1%
淨利潤率	29.9%	44.2%	61.7%	60.3%	59.3%
淨負債/權益	15.3%	-8.4%	-115.9%	-293.7%	-517.3%
資本回報率	31.1%	44.2%	91.2%	60.8%	41.1%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.7%	1.3%	7.0%	11.4%	12.9%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%
EV/EBITDA(x)	3.6	7.3	7.2	4.9	4.5
市盈率(x)	6.1	10.8	9.5	6.6	6.1
市淨率(x)	1.6	3.8	6.2	3.3	2.1
市銷率(x)	1.8	4.6	6.0	4.1	3.8

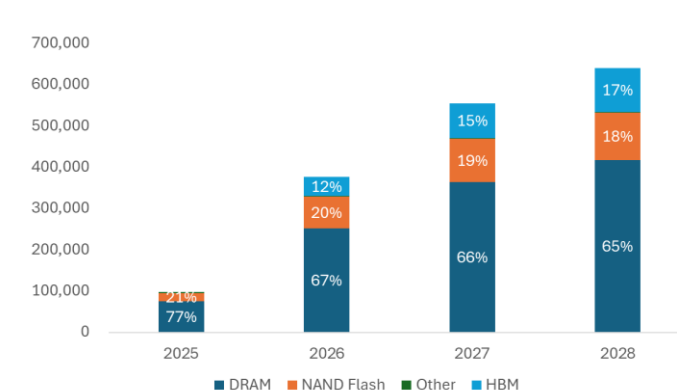
### 波動率



### 估值



### 收入分類





## 美股：美光 (MU)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

AI 爆發推動大容量 DRAM 及企業級 SSD 需求，查詢上下文規模年增達 30 倍。供給端因 HBM 晶圓消耗量為標準 DRAM 之 3 倍以上而結構性吃緊。行業預期 2026 年全球 DRAM 與 NAND 平均售價將大漲 200% 和 186%；2026 年以來現貨價已大漲 52% (溢價合約價 21%)。美光定價權極強，預期 2026 財年 Q3 營收將攀升至 335 億至 360 億美元，毛利率高於 81%。更重要的是，公司成功將高達 30% 的 DDR 出貨量轉為多年期「戰略客戶協議」，從根本上降低傳統週期波動，構築寬廣護城河。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前市場主流目標價上調至 1,507 美元。基於預估 2027 財年 EPS 117.2 美元，遠期 P/E 僅約 12 倍，遠低於歷史高點的 17 倍，兼具高成長與防禦性。隨着 HBM3E/HBM4 加速出貨及企業級 SSD 份額提升，整體毛利率預計於 2027 年底攀升至約 90% 的歷史峰值；戰略客戶協議(SCA)鎖定的產能更為中期業績提供高確定性的底部支撐。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

近期最關鍵催化劑為即將公布的第三季財報與營運展望，預期將超越市場預期。在技術層面，具成本優勢的 1-gamma DRAM 與 G9 NAND 將於 2026 年中成為出貨主力，且次世代 HBM4 預期於 2027 年放量。此外，美光首發且專為 AI 優化的 PCIe Gen 6 數據中心 SSD 已獲英偉達全新 Rubin 參考平台認證，加上更多雲端巨頭後續簽署多年期戰略長約，將為股價注入持續上行動能。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

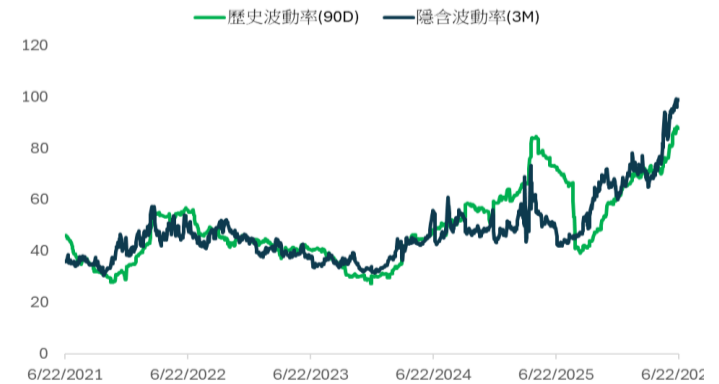
需留意三大風險：第一，資本支出過度擴張。美光 2026 財年 Capex 上調至 250 億美元以上，若 2028 年後產能集中釋放，可能重演供過於求。第二，部分次世代 GPU 平台(如 Rubin)因先進封裝供應受限，可能短期降配 DRAM 規格(de-specing)，壓制出貨動能。第三，若全球宏觀經濟下行，將導致傳統消費性電子(如 PC、手機)記憶體去化放緩。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

美光科技是全球第三大 DRAM 和第四大 NAND 供應商。公司擁有垂直整合的全球佈局。客戶涵蓋全球一線 PC/伺服器 OEM 廠、雲端巨頭與手機商。憑藉在 HBM、大容量 DDR5 與高性能企業級 SSD 的技術優勢。

財務數據(美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入(億)	25.1	37.4	114.4	198.8	211.7
Adj. EBIT(億)	1.3	9.8	82.5	160.2	163.8
Adj. EPS(元)	1.3	8.3	62.1	117.2	121.7
經營現金流(億)	8.5	17.5	66.1	141.8	159.8
自由現金流(億)	0.1	1.7	39.1	102.8	124.5
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	61.6%	48.9%	206.2%	73.7%	6.5%
Adj. EPS 增長	-124.3%	537.7%	649.5%	88.7%	3.8%
毛利率	22.3%	39.8%	77.6%	81.9%	78.8%
Adj. EBIT 利潤率	5.2%	26.1%	72.1%	80.6%	77.4%
淨利潤率	3.1%	22.8%	61.6%	66.8%	63.5%
淨負債/權益	10.9%	6.3%	-53.6%	-185.4%	-342.6%
資本回報率	1.7%	17.2%	71.8%	65.1%	42.7%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.0%	0.1%	3.1%	8.0%	9.7%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
EV/EBITDA(x)	12.3	7.6	14.2	7.6	7.1
市盈率(x)	136.5	16.1	18.3	9.7	9.3
市淨率(x)	2.3	2.5	10.6	5.2	3.2
市銷率(x)	4.2	3.6	11.2	6.4	6.0

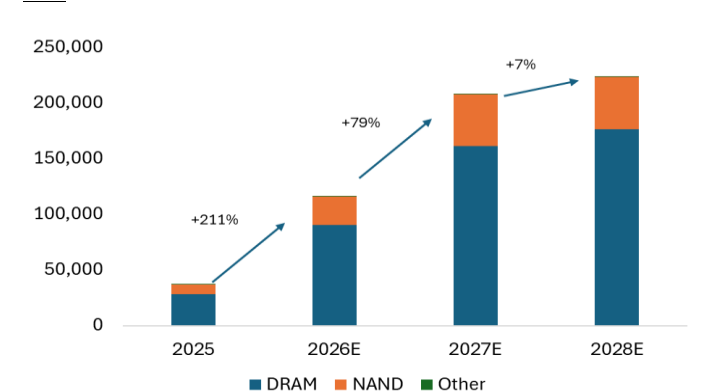
### 波動率



### 估值



### 收入



## 韓股：三星電子 (005930.KS)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受主動型 AI 爆發驅動，記憶體供不應求預計持續至 2028 年。預期 3Q26 和 4Q26 合約價分別季增 17% 及 12%，且高達 60% 的伺服器 DDR5 將受長約鎖定。在 HBM 領域，預估 2027 年位元出貨將達 240 億 Gb，助其取得 41% 的全球份額；同年 HBM4E 與 HBM4 合約定價逼近每 Gb 3.5 與 3.0 美元，推動整體 ASP 年增 67%。配合最新發表結合 HPB 散熱及 2 奈米製程的 HBM5，技術護城河將持續支持其高成長。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前股價約在 32.9 萬至 36 萬韓元，合理目標價落在 46 萬韓元。估值主要採用分部估值法(SOTP)，給予記憶體 7.9 倍、代工 4.1 倍及行動 4.8 倍之倍數。在長期 ROE 上調至 30.4% 支撐下，目標價對應約 10 倍市盈率，現價具有極高防禦性與上升空間。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：一是勞資達成和解，消除罷工疑慮；二是 Computex 發表的 2 奈米及 HPB 散熱技術 HBM5，確立技術領先；三是與美系 CSP 大廠的長約(LTA)進展順利；四是預計 7 月底公佈的季報，將釋放記憶體合約價調升空間與 50% 自由現金流的股東回饋計畫。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

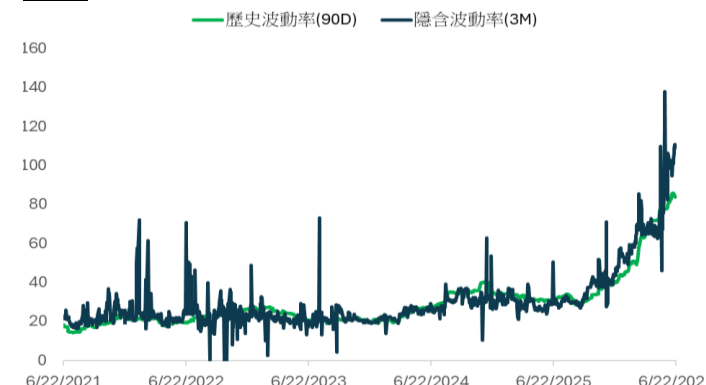
需關注的風險包括：一是 HBM 在主要客戶的驗證進度慢於預期；二是 PC 與手機需求疲弱，拖累常規記憶體復甦；三是同業激進擴產導致價格回調；四是韓元升值對出口獲利造成侵蝕；五是新勞資協議(DS 部門提撥 12% 營業利潤作為獎金)短期內將拉高營運費用壓力。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

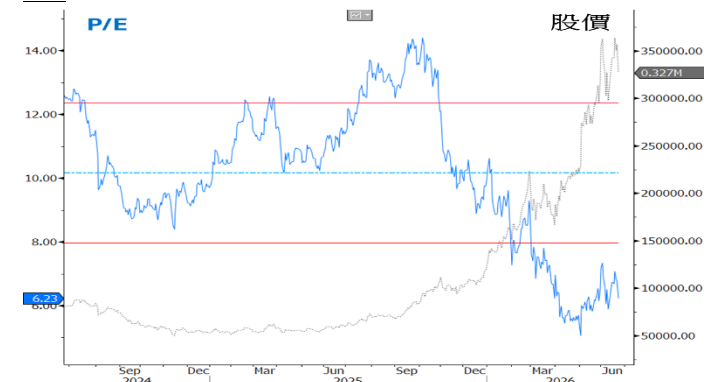
公司創立於 1969 年，為全球電子與半導體龍頭。業務分為兩大板塊：包含半導體與顯示面板的裝置解決方案(DS)，及涵蓋行動通訊與電器的數位媒體與通訊(DX)。公司在記憶體(市佔約 45%)、OLED 及電視領域居全球第一，手機營收全球第二，具備極強的產業垂直整合優勢。

財務數據(韓元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入(十億)	300,871	333,606	687,230	870,501	922,194
Adj. EBIT(十億)	32,726	43,601	353,226	490,336	503,092
Adj. EPS(元)	5,632	7,467	44,284	60,973	62,873
經營現金流(十億)	72,983	85,315	285,202	384,542	415,944
自由現金流(十億)	21,576	37,793	212,516	330,349	358,083
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	16.2%	10.9%	106.0%	26.7%	5.9%
Adj. EPS 增長	164.3%	32.6%	493.1%	37.7%	3.1%
毛利率	38.0%	39.4%	69.3%	73.4%	68.8%
Adj. EBIT 利潤率	10.9%	13.1%	51.4%	56.3%	54.6%
淨利潤率	11.2%	13.3%	40.8%	43.9%	42.3%
淨負債/權益	-23.2%	-23.1%	-63.8%	-125.3%	-197.3%
資本回報率	7.9%	9.5%	48.2%	42.8%	31.0%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.0%	1.8%	10.3%	16.0%	17.3%
股息率(%)	0.1%	0.1%	1.4%	1.7%	1.9%
EV/EBITDA(x)	3.1	6.8	4.9	3.6	3.4
市盈率(x)	10.7	18.2	8.0	5.8	5.6
市淨率(x)	0.8	1.7	3.4	2.3	1.7
市銷率(x)	1.1	2.1	3.0	2.4	2.2

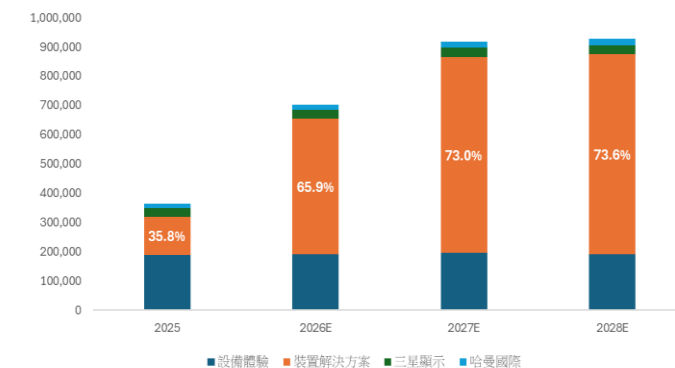
### 波動率



### 估值



### 存儲將主導收入增長





## 歐股：ASML (ASML NA)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

ASML 作為光刻機獨家龍頭，產能與技術優勢極佳。數據顯示，其 2027 年產能可支持領先製程晶圓產出同比增長 50% 以上，遠超 25-30% 的市場需求，其中 3800F 在 DRAM 上吞吐量比 3600D 提升達 87%。受惠於技術微縮(1b 至 1c 晶粒數增長 30%)，公司在記憶體市場營收佔比於 2026 年將達 30-35%，DRAM EUV 層數在 1d 製程將大幅增至 8 層，推動光刻強度提升至 15-20%。憑藉生產週期由 20 周縮減至 14 周，預期 2027/28 年 Low NA EUV 出貨量將達 90/105 台，成長動能強勁。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前估值極具吸引力，相較美國同業溢價收窄至約 6%，遠低於歷史平均的 84%。基於獲利成長性，市場分析將其目標價上調至每股 1,599 歐元。此估值對應 2028 年預估 EPS 僅約 32 倍，處於公司近五年歷史前瞻市盈率區間平均，安全邊際充足。隨著 2027/28 年 EPS 預估因強勁光刻機需求被調高 9-21% 與 20-25%，估值修復動能充足。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：第一，未來數季領先邏輯與記憶體客戶的 EUV/DUV 訂單超預期增長，驗證終端產能緊缺；第二，首批高數值孔徑(High NA)光刻機的實際出貨與工藝驗證進展，預計在關鍵層可實現 20-40% 的成本節省與製程簡化；第三，浸潤式 DUV 出貨反彈，特別是非中國區領先製程擴產，及中國浸潤式出貨於 2027 年回升至 2025 年高點的 85 台，將成為短期營收爆發引擎。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

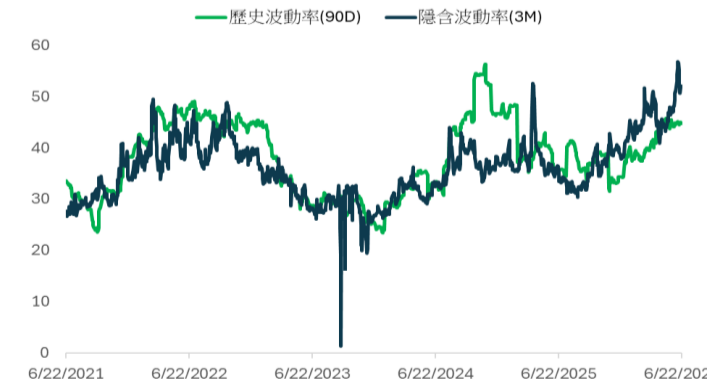
主要風險：第一，地緣政治與出口管制升級，特別是針對中國等關鍵市場的光刻設備與售後出口限制，將直接壓制營收；第二，技術採用延遲，若台積電等大客戶因價格考量推遲高價 High NA 光刻機的導入，將引發市場對設備需求持續性的疑慮；第三，高度集中的客戶與行業集中風險，少數半導體製造巨頭資本支出的劇烈波動將對公司業績造成重大影響。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司在光刻設備領域的全球市佔率超過 80%，是全球唯一的極紫外光(EUV)光刻機供應商。台積電、三星、英特爾及 SK 海力士等晶片巨頭推動製程微縮、研發先進邏輯製程與新世代 DRAM 記憶體不可或缺的核心基石。

財務數據 (歐元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	28.3	32.7	39.1	48.0	53.7
Adj. EBIT(億)	9.0	11.3	14.3	18.9	22.0
Adj. EPS(元)	19.2	24.7	31.7	42.1	49.5
經營現金流(億)	11.2	12.7	10.7	17.1	20.2
自由現金流(億)	9.1	11.1	8.6	14.8	16.8
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	2.6%	15.6%	19.6%	22.8%	11.9%
Adj. EPS 增長	-3.3%	28.4%	28.1%	32.9%	17.6%
毛利率	51.3%	52.8%	52.5%	54.1%	55.3%
Adj. EBIT 利潤率	31.9%	34.6%	36.5%	39.5%	41.0%
淨利潤率	26.8%	29.4%	30.9%	33.3%	34.3%
淨負債/權益	-43.2%	-45.2%	-54.7%	-85.8%	-127.1%
資本回報率	47.4%	50.5%	54.4%	57.8%	51.8%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.4%	1.7%	1.3%	2.3%	2.6%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%
EV/EBITDA(x)	26.0	28.0	41.7	31.7	27.4
市盈率(x)	35.3	37.3	52.4	39.4	33.5
市淨率(x)	14.4	18.1	26.7	19.9	14.9
市銷率(x)	9.4	11.0	16.5	13.4	12.0

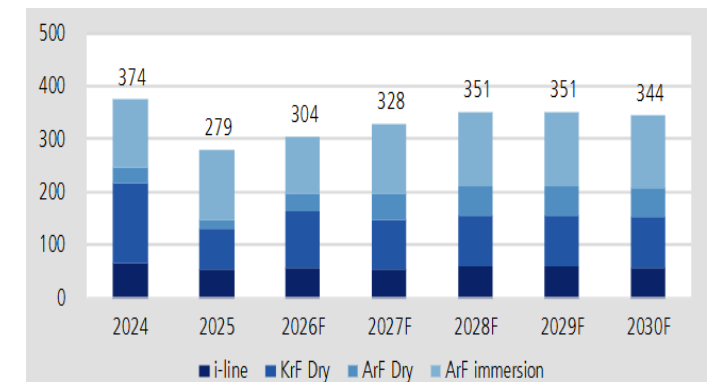
### 波動率



### 估值



### 交貨台數 (按類型)



## 美股：Alphabet (GOOGL.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

核心廣告基本盤極為穩健，首季搜尋與 YouTube 廣告營收大幅加速成長。雲端業務迎來強勁的利潤率上修空間，受惠於基礎雲服務漲價以及 TPU 自研晶片外售帶來的授權金並表，推動雲端營業利益率(OPM)向行業龍頭 35%至 42%的水準靠攏，正成功轉化為輕資產、高利潤的多元化 AI 變現模式。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目標價調升至 433 美元，基於 2027 財年預期每股盈餘之 28 倍市盈率。市場共識對未來兩年約 3,770 億美元的 AI 資本支出建置計畫已充分反應。隨自研晶片與雲端服務進入高獲利回饋期，其龐大消費者生態系(搜尋、地圖、YouTube)的獨家 AI 期權與貨幣化潛力將驅動整體估值倍數穩健重估。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：第一，旗艦級 Gemini 3.5 Pro 大模型於 6 月發佈，彌補先前在長時間任務與代理工程(Harness Engineering)指標上的短板；第二，開發者大會展示的 24/7 個人代理 Gemini Spark 及 Antigravity 2.0 互動終端開啟測試；第三，雲端漲價效應顯現及自研 TPU 外售授權金確認入帳。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

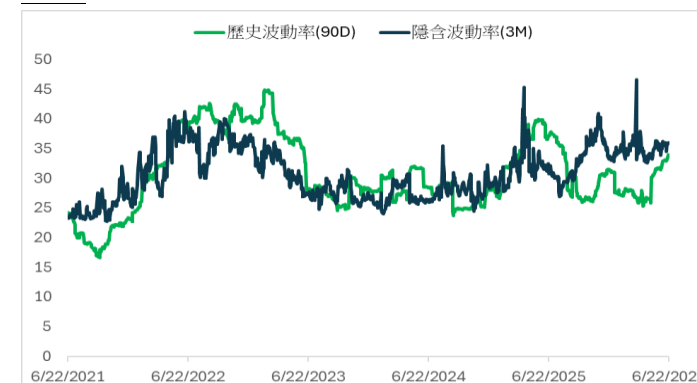
潛在風險包括：第一，定價方案調整將每日次數限制改為算力消耗計費，引發個人與創作者用戶反彈及流失；第二，在 Agentic Coding 與複雜多步驟決策上，Gemini 目前在部分指標暫時落後於競爭對手的閉源模型；第三，總體經濟放緩壓抑企業軟體支出，以及全球反壟斷等法律監管議題升溫。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球網路搜尋、數位廣告與軟體生態系統霸主，旗下擁有搜尋引擎、YouTube、地圖等多個用戶超十億級的旗艦產品。公司同時經營全球前三大的雲端基礎設施平台，並具備自研處理器(TPU)與 Gemini 多模態模型的全棧開發實力，正全力向智能體時代(Agent Era)轉型，重塑數位生產力。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	295.1	342.9	420.9	512.0	603.2
Adj. EBIT(億)	112.4	129.0	170.0	207.8	249.8
Adj. EPS (元)	9.9	12.9	14.3	15.3	18.4
經營現金流(億)	125.3	164.7	210.6	259.9	324.2
自由現金流(億)	72.8	73.3	20.45	14.6	53.4
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	15.1%	16.2%	22.7%	21.7%	17.8%
Adj. EPS 增長	70.2%	30.2%	11.1%	7.4%	20.0%
毛利率	58.2%	59.7%	70.3%	69.6%	69.1%
Adj. EBIT 利潤率	32.1%	32.0%	40.4%	40.6%	41.4%
淨利潤率	28.6%	32.8%	35.8%	32.0%	31.4%
淨負債/權益	-21.5%	-15.4%	-15.9%	-15.2%	-26.9%
資本回報率	32.9%	35.7%	55.5%	41.7%	57.4%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.6%	1.6%	0.5%	0.3%	1.2%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
EV/EBITDA(x)	17.0	24.5	19.3	15.3	12.3
市盈率(x)	23.5	29.0	25.8	24.0	20.0
市淨率(x)	7.1	9.2	7.8	6.0	4.6
市銷率(x)	6.7	9.4	10.6	8.7	7.4

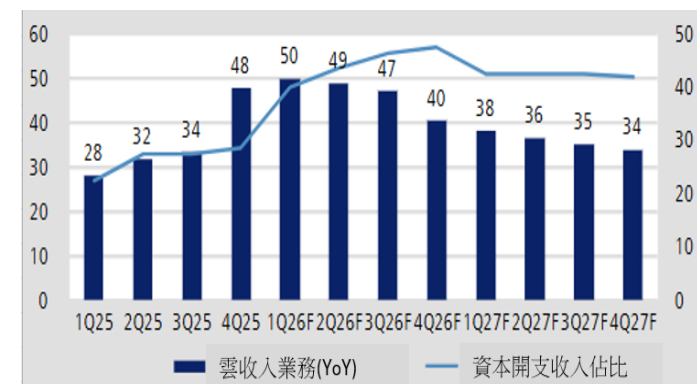
#### 波動率



#### 估值細分



#### 資本開支佔比





## 美股：蘋果 (Apple, AAPL.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

首季營收大增 17% 至 1,112 億美元，iPhone 平均單價首次在曆年首季衝破 1,000 美元，展現極高定價權。高毛利服務業務亦達 310 億美元。憑藉強大的生態黏性、透過長約提前鎖定記憶體產能以抵禦原料漲價，以及高階 Pro 系列銷售佔比拉升，使集團獲利能力於產業逆風中持續強勁高成長。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目標價上修至 320 美元，基於 2027 財年預期每股盈餘之 32 倍本益比，落於歷史本益比區間上緣。主要考量高毛利率的服務業務獲利佔比已提升至近五成，有助於享有遠優於手機同業之評價水準。隨硬體出貨優於產業均值且產品組合優化，預估明後兩年盈餘將穩健增長。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

關鍵催化劑包括：與 Google 合作推出具螢幕感知能力的新一代 AI Siri；iPhone 17e 平價機導入自研 C1X 通訊晶片以省下高通授權費，預期至 FY27 可省下 11.5 億美元成本；以及 2026 年初問世的 Apple Creator Studio 訂閱服務快速變現，初期有望貢獻 48 億美元年營收。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

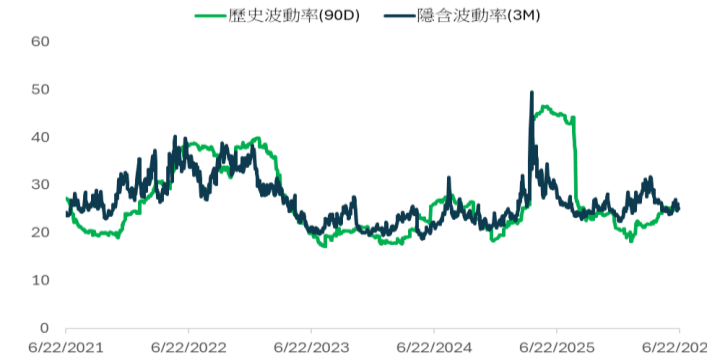
主要下行風險包括：全球智慧型手機市況復甦可能不如預期；自製晶片進程出現延宕，或首代通訊晶片聯網穩定度(如 WiFi 間歇中斷)需時間優化，影響全機種導入時程；此外，記憶體價格持續上調增加中短期硬體成本壓力，以及全球潛在的關稅政策調整，可能進一步推高製造端之供應鏈成本。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

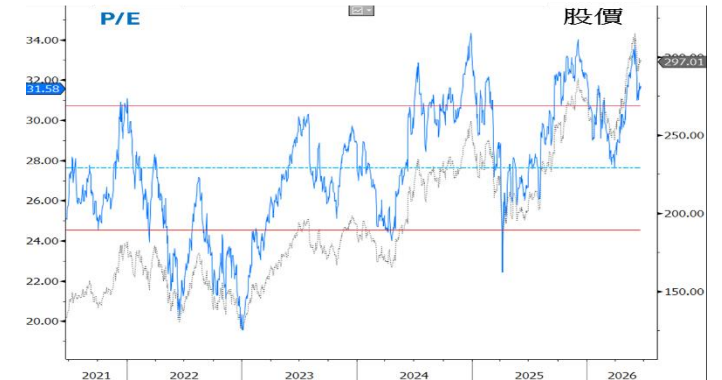
公司為全球最具價值的個人電子產品與消費科技霸主，專精於設計、製造與銷售智慧型手機、個人電腦、穿戴式裝置，並提供豐富的軟體與加值服務。以強大的閉環硬體產品和高毛利(76.6%)的服務業務雙輪驅動。近年高利潤服務業務獲利比重已升至近半，正全力藉由裝置端與私有雲安全機制佈局 AI。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	391.0	416.2	478.1	520.6	557.0
Adj. EBIT (億)	123.2	133.1	155.1	167.2	181.3
Adj. EPS (元)	6.8	7.5	8.8	9.7	10.7
經營現金流(億)	118.3	111.5	150.0	165.9	181.5
自由現金流(億)	108.8	98.8	139.8	151.1	167.6
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	2.0%	6.4%	14.9%	8.9%	7.0%
Adj. EPS 增長	10.1%	10.5%	17.4%	10.2%	11.2%
毛利率	46.2%	46.9%	48.2%	47.8%	48.3%
Adj. EBIT 利潤率	31.5%	32.0%	32.4%	32.1%	32.6%
淨利潤率	24.0%	26.9%	26.8%	26.9%	27.2%
淨負債/權益	-66.0%	-27.2%	-95.8%	-128.8%	-177.4%
資本回報率	157.4%	171.4%	131.1%	108.4%	81.8%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	2.5%	2.3%	3.2%	3.5%	3.8%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
EV/EBITDA(x)	24.9	25.6	25.4	23.5	21.7
市盈率(x)	37.5	34.2	34.0	30.9	27.8
市淨率(x)	60.5	51.2	38.3	26.8	18.5
市銷率(x)	8.9	9.2	9.2	8.4	7.9

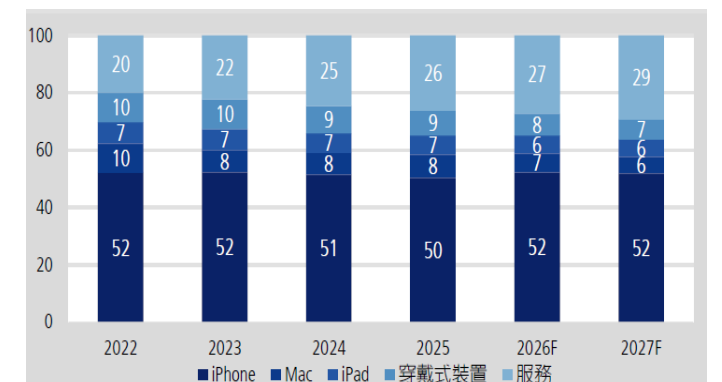
波動率



估值



收入佔比



## 美股：微軟 (MSFT.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

微軟核心 AI 增長引擎 Azure 第三季增長達 39%，隨新產能釋放，下半年增速預計將進一步提升。此外，M365 Copilot 付費席位已突破 2,000 萬個，推動商業雲收入增長 15%。公司持續擴展自研 MAI 模型並優化 Maia 晶片，有效降低營運成本，奠定全棧 AI 技術的領導地位。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

市場給予微軟 561 美元的目標價。估值溢價主要基於其在生成式 AI 的領導地位，以及高續約率的企業級訂閱收入。雖然 AI 基礎設施投資激增至短期自由現金流承壓，但以 2028 財年預測每股盈餘(EPS)約 22.8 美元折現計算，市盈率估值仍具吸引力，長遠增長能見度極高。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

關鍵催化劑包括：一是 Azure 下半年受新產能釋放驅動，增長再度提速；二是 M365 Copilot 用戶預計於第四季突破 2,500 萬；三是五月發售的 M365 E7 新版本整合自主代理 AI，將引發監管行業(如金融)的升級潮；四是產品定價全面加速向「用量/Token」變現轉型。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

主要風險在於 AI 資本支出過大(2026 曆年指引達 1,900 億美元)，若 AI 採用率不及預期，將拖累利潤率。其次，硬件通脹使雲端毛利率面臨下行壓力(預計降至 64%)。此外，超大型雲端市場競爭激烈，且個人電腦業務(MPC)受組件成本與庫存積壓影響，短期復甦依然受阻。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

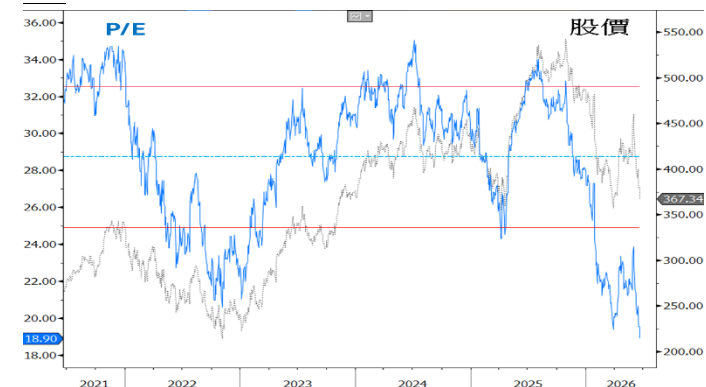
微軟(Microsoft)成立於 1975 年，是全球最大的軟體龍頭。公司以 Windows 及 Office 起家，近年成功轉型為雲端與 SaaS 驅動的巨擘。旗下 Azure 已發展為全球頂級雲端基礎設施平台，並憑藉從底層自研 Maia 晶片、Azure OpenAI 到前端 Copilot 應用的「AI 全棧技術」，為企業提供兼具資訊安全與合規治理的智能代理(Agent)解決方案。這使微軟在生成式 AI 時代，成為全球企業自動化與數位轉型中，最關鍵且不可或缺的 IT 領航者。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	245.1	281.7	329.5	384.0	452.8
Adj. EBIT(億)	109.4	128.5	153.6	180.1	211.5
Adj. EPS(元)	11.8	13.6	17.1	19.5	22.8
經營現金流(億)	118.5	136.2	174.6	213.8	259.4
自由現金流(億)	74.1	71.6	63.4	32.3	58.3
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	15.7%	14.9%	16.9%	16.5%	17.9%
Adj. EPS 增長	21.9%	15.6%	25.5%	13.8%	17.2%
毛利率	69.8%	68.8%	67.8%	66.6%	65.7%
Adj. EBIT 利潤率	44.6%	45.6%	46.6%	46.9%	46.7%
淨利潤率	36.0%	36.1%	40.9%	42.5%	44.8%
淨負債/權益	8.3%	5.1%	-13.2%	-8.3%	-7.5%
資本回報率	37.1%	33.3%	35.0%	27.7%	25.7%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	2.6%	2.5%	2.2%	1.1%	2.1%
股息率(%)	0.2%	0.2%	1.0%	1.1%	1.2%
EV/EBITDA(x)	24.7	22.1	14.3	11.8	9.7
市盈率(x)	37.9	36.5	22.2	19.5	16.6
市淨率(x)	12.4	10.8	6.3	4.9	3.8
市銷率(x)	13.5	13.1	8.6	7.3	6.2

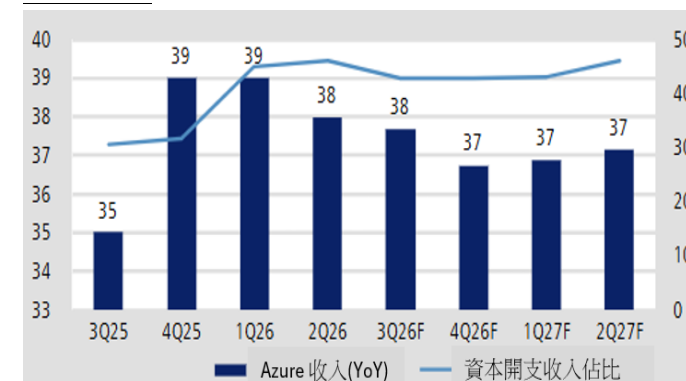
### 波動率



### 估值



### 資本開支佔比



## 美股：亞馬遜 (AMZN.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

核心業務 AWS 的增長正在加速，1Q26 同比增長 +28%，達 150B 年化收入規模，積壓訂單按季大增約 50% 至 364B，受惠於核心工作負載的轉移及企業對 AI 的廣泛採用。Bedrock 客戶支出按季增長 +170%，自研晶片業務年化收入已達 20B 且以三位數速度增長，Trainium 承諾訂單更高達 225B。電子商務部門單位增長加速 +300bps 至 +15%，為疫情後新高，必需品佔比升至約 40%，推動更高購買頻率與客單價。整體利潤率擴張軌跡清晰，北美零售營業利潤率達 7.9%，超出預期 110bps，是以自有現金流推動高質量盈利增長的稀缺標的。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

主流估值目標價落於 315 美元，對應 2027 年約 27 倍預期市盈率，處於過去十年歷史估值低位，具極強防禦性。目前股價約 260 美元，隱含逾 20% 上行空間。隨著 AWS 增長明朗、AI 積壓訂單釋放，以及零售效率改善帶動自由現金流高速成長(預期將顯著增長)，估值倍數重估空間巨大。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：AWS 營收增長的持續加速，特別是 Bedrock 及生成式 AI 平台的強勁需求轉化為實際收入；Prime Day 活動提前至第二季度，預計可帶來約 70 億的增量收入；Amazon Supply Chain Services(ASCS)的全面推廣，有望吸引更多第三方賣家並提升物流資產回報率；以及自研晶片(Trainium、Graviton)產能的進一步釋放，增強市場對其 AI 基礎設施競爭力的信心。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

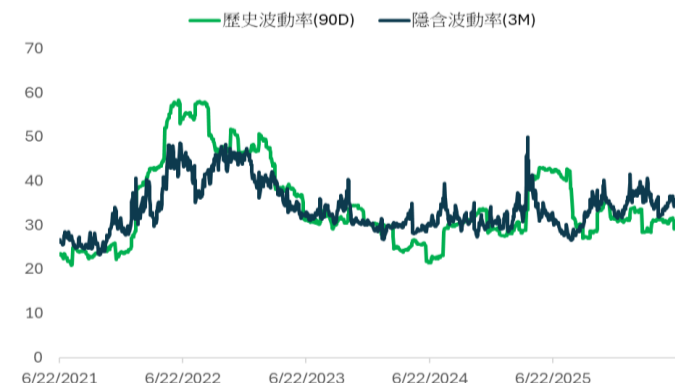
風險包括：一、資本支出大增，2026 年維持 2,000 億美元高位，2027 年預期達 2,910 億美元，若 AI 變現不及預期將壓低利潤率；二、宏觀經濟放緩削弱消費者零售與廣告支出；三、歐美反壟斷監管(如歐洲《數位市場法案》)帶來的業務限制或高昂合規成本壓力。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球領先的電子商務與雲端巨頭，服務消費者、賣家、開發者及企業。以 Prime 會員為核心，構建了無可比擬的零售與最後一哩物流網絡，並透過 AWS 提供全球市佔率達 30% 的雲端服務與生成式 AI 架構。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	638.0	716.9	824.9	933.4	1035.3
Adj. EBIT(億)	68.6	80.0	104.0	130.9	165.8
Adj. EPS(元)	7.2	9.0	10.3	11.6	14.2
經營現金流(億)	115.9	139.5	183.7	236.6	296.1
自由現金流(億)	32.9	7.7	-15.8	-4.13	53.22
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	11.0%	12.4%	15.1%	13.2%	10.9%
Adj. EPS 增長	146.6%	25.4%	14.9%	12.5%	22.6%
毛利率	48.9%	50.3%	51.2%	52.6%	54.2%
Adj. EBIT 利潤率	10.8%	11.2%	12.6%	14.0%	16.0%
淨利潤率	9.3%	10.8%	11.6%	11.7%	13.2%
淨負債/權益	16.3%	11.4%	10.7%	19.2%	30.8%
資本回報率	24.3%	22.3%	20.4%	18.0%	280.4%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	1.3%	0.3%	-0.6%	-0.2%	2.0%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	17.8	15.2	12.4	9.9	8.1
市盈率(x)	39.7	32.2	23.7	21.1	17.2
市淨率(x)	8.1	6.0	4.9	3.8	3.1
市銷率(x)	3.6	3.4	3.2	2.8	2.5

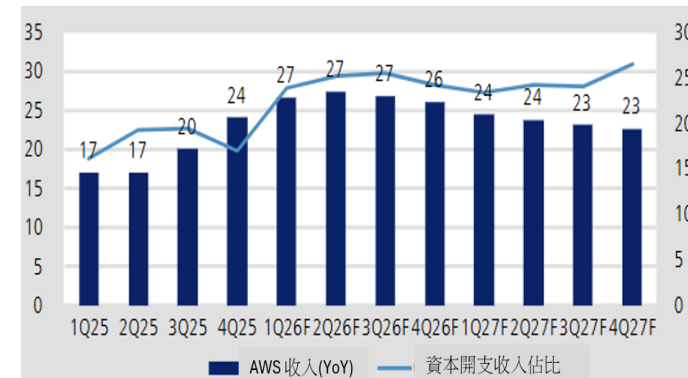
### 波動率



### 估值細分



### 資本開支佔比



## 美股：Meta Platforms (META.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

Meta 核心廣告與用戶參與度在 AI 驅動下展現強勁動能。首季營收達 563 億美元(年增 33%·外匯中性增 29%)·廣告收入達 550 億美元。演算法優化使用戶粘性激增，受惠於「雙倍長度互動數據序列」與快速索引技術·IG Reels 時長增 10%·FB 影片觀看量季增 8%。Lattice 與 GEM 技術帶來逾 6%廣告轉換率提升·超 800 萬廣告主已採用生成式 AI 工具·價值優化套件年營收達 200 億美元。隨著商業智能體在拉美與印尼等全球推廣·通訊對話量至今激增 10 倍至每週逾 1000 萬次·變現軌道日益清晰。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

基於 2027 預期 EPS 之 21 倍給予目標價 819 美元。現價約處 2027 市盈率 17 倍·龐大的全球用戶網絡與廣告技術溢價·為其估值提供良好防禦性。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：商業智能體全球推廣並擴展至 Instagram·加速 AI 變現；WhatsApp 推出免跳轉購物與支付功能·有助培養聊天交易習慣·大幅拉升通訊營收；Muse Spark 大模型技術迭代與優化·若持續提升廣告回報率·將引導市場盈餘預期上修。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

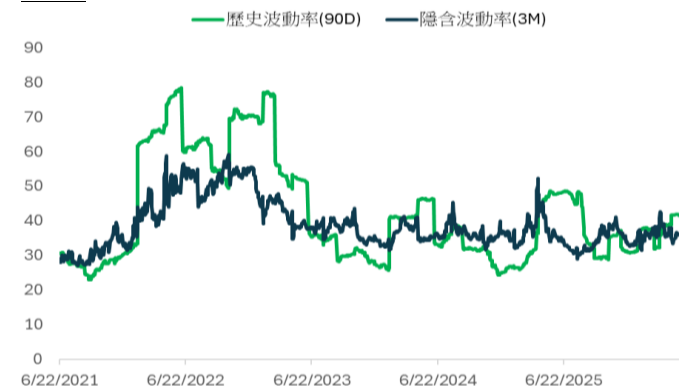
主要風險在於 AI 支出巨大且回報未明。2026 年預算上調至 1250 億至 1450 億美元·自由現金流承壓。大模型競爭加劇·廣告外變現難度高。此外·歐洲隱私新規限制定位·地緣衝突拖累廣告主投放意願·可能使短期廣告營收增速承壓。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球社交與通訊巨頭·旗下 Facebook·Instagram 及 WhatsApp 構建了覆蓋全球數十億用戶的生態圈。其核心業務基於網絡效應·主要通過定向廣告變現。公司正全面推動 AI 轉型·深度整合大模型技術·並積極開拓商業智能體等全新通訊變現渠道。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	164.5	201.0	253.1	301.7	353.5
Adj. EBIT(億)	69.4	83.3	90.6	105.1	123.5
Adj. EPS(元)	30.2	31.4	40.2	38.5	46.5
經營現金流(億)	91.3	115.8	137.3	166.8	209.2
自由現金流(億)	54.1	46.1	2.38	2.76	27.66
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	21.9%	22.2%	25.9%	19.2%	17.2%
Adj. EPS 增長	103.4%	3.9%	27.9%	-4.1%	20.6%
毛利率	81.7%	82.0%	80.3%	79.1%	78.2%
Adj. EBIT 利潤率	42.2%	41.4%	35.8%	34.8%	35.0%
淨利潤率	37.9%	30.1%	33.6%	29.8%	30.0%
淨負債/權益	-15.4%	1.6%	-1.6%	3.9%	1.8%
資本回報率	37.1%	30.2%	31.6%	25.0%	21.2%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	3.7%	3.1%	0.2%	0.2%	1.9%
股息率(%)	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
EV/EBITDA(x)	16.6	16.0	11.5	9.4	7.5
市盈率(x)	24.5	28.1	14.4	15.0	12.4
市淨率(x)	8.1	7.7	4.8	3.8	3.1
市銷率(x)	9.0	8.3	5.8	4.9	4.1

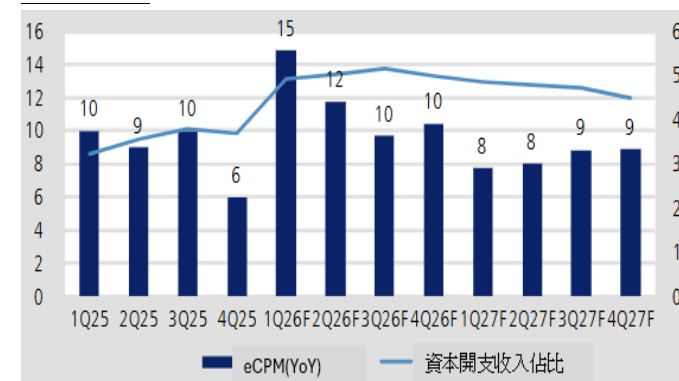
### 波動率



### 估值細分



### 資本開支佔比



## 美股：Tesla (TSLA.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

儘管 Tesla 在 1Q26 面臨銷量逆風(交車量季減 14%至 35.8 萬輛)·但受惠於一次性關稅退回·毛利率達 21.1%顯著優於預期·Non-GAAP EPS 為 0.41 美元顯現經營韌性·為穩固實體 AI 領先地位·公司將 2026 年資本支出上修至 250 億美元·其中 30 億美元將用於德州自建研發晶圓廠·加速 AI 與 Optimus 新產線的底層算力佈局·此外·FSD 訂閱數達 128 萬(搭載率 14%)·荷蘭許可將有效推進其在歐盟落地的進程·預估 2027 年搭載率將達 23%·結合年底 Robotaxi 服務範圍擴張·有望以高利潤軟體重啟長期成長。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

評級「增加持股」·目標價降至 422 美元·估值採分部估值法(SOTP)·考量擴大 AI 投資使現金流短期轉負·下修 2026-28 年 EPS 至 1.9、2.4 與 3.3 美元·但長線實體 AI 領先者溢價仍具吸引力。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

股價催化劑包括：一是 Robotaxi 服務於年底擴至全美 12 個州；二是 FSD 獲荷蘭許可加速歐盟進程；三是年底 FSD V15 改版·使 AI4 車型達成無人監督 FSD；四是 Optimus V3 年底投產及 2027 年放量。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

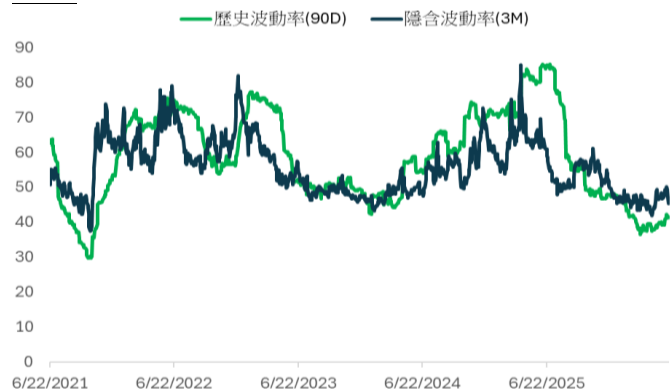
投資風險主要有：一是 EV 市場價格戰持續壓抑毛利與獲利能力；二是二零二六上調至二百五十億美元的高額資本支出·使自由現金流面臨轉負壓力；三是 Robotaxi 或 FSD 推展面臨地緣政治與各地法規監管審批延遲風險。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

Tesla 成立於 2003 年·總部位於德州·為全球電動車與實體 AI 領先者·自 2010 年營運首座加州廠·並於上海·柏林及德州設超級工廠·除 EV 核心外·其生態系涵蓋太陽能與儲能(SolarCity)·FSD 及人型機器人 Optimus 項目。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	97.7	94.8	102.6	118.2	137.7
Adj. EBIT(億)	7.1	4.4	5.6	8.1	11.8
Adj. EPS(元)	2.4	1.7	1.9	2.4	3.3
經營現金流(億)	14.9	14.7	15.3	17.9	22.5
自由現金流(億)	3.6	6.2	-9.6	-3.5	-0.6
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	0.9%	-2.9%	8.2%	15.2%	16.5%
Adj. EPS 增長	-43.7%	-31.4%	12.9%	29.9%	37.3%
毛利率	17.9%	18.0%	19.6%	20.1%	21.2%
Adj. EBIT 利潤率	7.2%	4.6%	5.4%	6.9%	8.6%
淨利潤率	7.3%	4.0%	7.1%	7.6%	8.8%
淨負債/權益	-31.1%	-35.4%	-25.6%	-21.7%	-14.5%
資本回報率	10.5%	4.9%	6.6%	7.9%	9.5%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.2%	0.4%	-0.6%	-0.2%	0.0%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	90.9	129.2	99.8	78.1	60.3
市盈率(x)	198.0	416.4	213.7	164.5	119.8
市淨率(x)	17.8	20.5	15.3	14.1	12.8
市銷率(x)	13.2	15.3	14.7	12.7	10.9

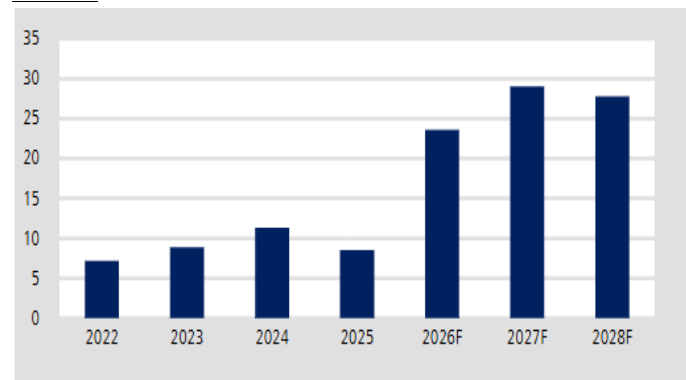
### 波動率



### 估值



### 資本開支



## 美股：AMD (AMD)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

伺服器 CPU 與 AI 業務正迎來結構性拐點。數據中心 CPU 2030 年市場規模預測倍增至 1200 億美元，CAGR 達 >35%。公司憑藉 Turin 晶片，季度伺服器 CPU 收入同比增 >50%，市佔率攀升至 44%，帶動全年板塊增長達 80%。AI GPU 方面，與 Meta 簽訂的 6GW 協定中首個 1GW 客製化 MI450 部署，預計將貢獻達 150 億美元。預估 2027 年 AI 銷售額將達 330 億美元，推動 2028 年每股收益突破 20 美元。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

估值普遍採用分部估值法(SOTP)。數據中心 GPU 與 CPU 分別按 2028 年市盈率 35 倍與 30 倍 估值。加計客戶端等業務及每股約 35 美元淨現金後，最新目標價區間上調至 498 美元。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

股價催化劑首推 2H26 客製化 MI450 GPU 對 Meta 及大型模型客戶的量產出貨。其次，代理智能(Agentic AI)推理需求爆發，帶動 Turin 及 Venice 伺服器 CPU 部署超預期。若後續揭露與第三家雲端巨頭(如微軟)的 GW 級合作，將進一步消除市場疑慮並引發估值重估。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

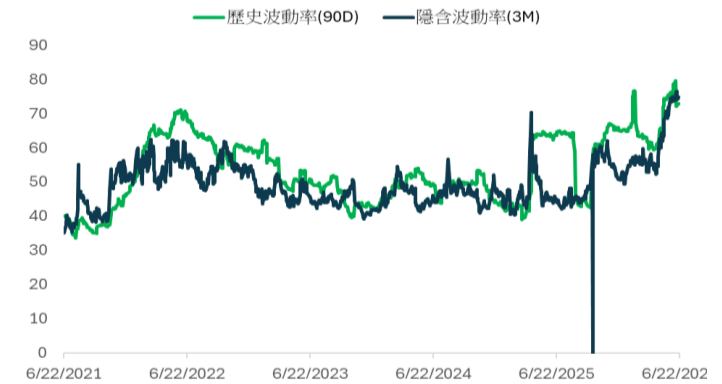
風險在於：一是消費端市場(PC 與遊戲)面臨記憶體通膨壓力，2H26 遊戲收入預期下滑 >20%；二是為雲端巨頭量產客製化機架系統面臨供應鏈與技術執行挑戰；三是 GPU 出貨初期利潤稀釋，加上認股權證的抵減收入影響，短期可能壓制整體營業利潤率的擴張空間。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司是全球頂尖的無晶圓半導體巨頭，設計並銷售個人電腦與伺服器 x86 中央處理器(CPU)、圖形處理器(GPU)及嵌入式與半客製化晶片。全球擁有約 2.6 萬名員工，旗下產品線涵蓋 Ryzen、EPYC 及 Instinct AI 加速器。憑藉架構領先優勢與代工代產合作，已成為全球數據中心市場的重要主導者。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	25.8	34.6	49.8	76.5	101.1
Adj. EBIT (億)	6.1	7.7	13.5	24.6	34.8
Adj. EPS(元)	3.3	4.2	7.2	13.1	17.6
經營現金流(億)	3.0	7.7	9.9	18.1	24.3
自由現金流(億)	2.4	6.7	8.6	16.7	24.3
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	13.7%	34.3%	43.7%	53.8%	32.1%
Adj. EPS 增長	24.9%	26.0%	73.8%	80.9%	34.2%
毛利率	49.4%	49.5%	55.5%	55.6%	55.8%
Adj. EBIT 利潤率	23.7%	22.2%	27.1%	32.2%	34.5%
淨利潤率	21.0%	19.7%	24.5%	28.7%	29.1%
淨負債/權益	-5.1%	-10.6%	-19.4%	-42.8%	-82.0%
資本回報率	2.9%	7.2%	12.7%	18.2%	20.7%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.3%	0.8%	1.0%	1.9%	2.8%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	36.8	48.6	63.0	35.8	26.3
市盈率(x)	125.2	81.1	74.1	41.0	30.5
市淨率(x)	3.5	5.6	12.3	10.4	7.9
市銷率(x)	7.9	10.1	17.6	11.4	8.7

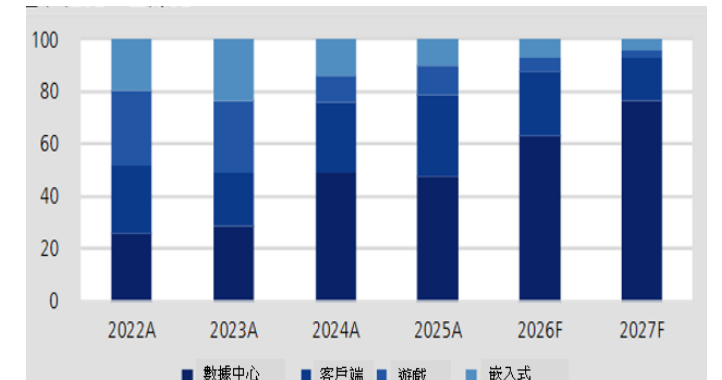
### 波動率



### 估值細分



### 收入佔比



## 日股：瑞薩電子 (6723 JP)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受惠 AI 推理爆發，記憶體介面銷售預計自 2025 財年 1,100 億日圓大幅增至 2028 財年 2,200 億日圓。數據顯示，全球 AI CPU 出貨於 2025 至 2027 年將成長 56% 至 3,600 萬顆。配合同業提價 (PMIC 預期漲 10%)、日圓貶值及出售時鐘業務帶來的 4,000 億日圓稅後收益，2026 與 2027 財年營業利潤預期升至 5,720 億及 6,660 億日圓，營運前景強勁。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

估值主要採用 EV/EBITDA 法目標價 4,796。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

核心催化劑包括即將於 6 月 25 日召開的資本市場日，屆時預計公佈 AI 伺服器與新收購 Altium 業務的詳細規劃。此外，公司非汽車板塊增長超預期、AI 數據中心業務擴張、DDR5 和 DDR6 記憶體介面的升級，以及營收連續六季度的環比增長，均將持續增強投資者信心，推動估值修復。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

主要風險包括：第一，全球汽車銷量走勢疲弱，Tier 1 客戶採購態度保持謹慎；第二，能源價格上漲推動汽車市場轉向電動車 (EV)，可能對公司份額產生不利影響；第三，研發等固定成本開支增加削弱利潤率；第四，宏觀經濟放緩及日圓大幅升值帶來的匯率風險。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球領先的專用半導體製造商，在微控制器 (MCU) 領域居龍頭地位，全球市佔率約 20%。業務主要分為汽車與工業/基礎設施/IoT 兩大板塊。營收結構以微控制器 (佔 43%) 及模擬芯片 (佔 35%) 為主，目前正積極拓展電源管理晶片、記憶體介面等高增長的 AI 數據中心業務。

財務數據 (日元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (十億)	1348.5	1321.2	1538.3	1679.5	1826.1
Adj. EBIT (十億)	397.9	386.9	468.4	540.7	596.9
Adj. EPS(元)	201.5	182.3	248.2	259.8	293.2
經營現金流(十億)	340.5	452.9	474.8	544.5	590.7
自由現金流(十億)	-943.6	328.2	345.1	379.6	418.1
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	-8.2%	-2.0%	16.4%	9.2%	8.7%
Adj. EPS 增長	-17.3%	-2.8%	21.1%	15.4%	10.4%
毛利率	55.6%	57.1%	58.2%	59.0%	59.0%
Adj. EBIT 利潤率	29.5%	29.3%	30.4%	32.2%	32.7%
淨利潤率	26.7%	24.9%	28.1%	29.1%	30.3%
淨負債/權益	47.0%	38.0%	23.4%	7.0%	-13.1%
資本回報率	9.7%	-2.1%	14.5%	11.9%	12.4%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	2.4%	4.1%	3.9%	4.3%	4.7%
股息率(%)	-	-	0.6%	0.7%	0.8%
EV/EBITDA(x)	11.1	11.5	18.6	17.1	15.9
市盈率(x)	16.9	-	19.2	18.3	16.2
市淨率(x)	1.4	1.6	3.1	2.8	2.5
市銷率(x)	2.7	2.9	5.8	5.3	4.9

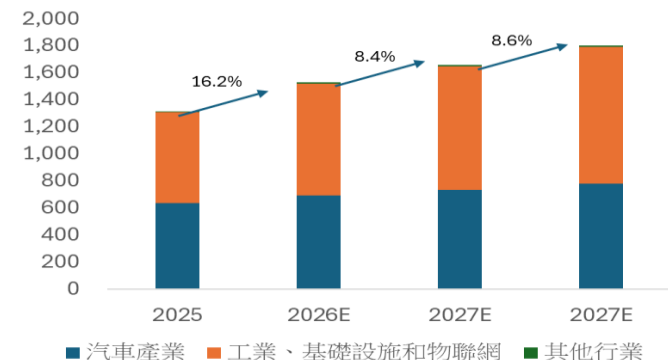
### 波動率



### 估值細分



### 收入



## 美股：Sandisk (SNDK)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受益於 AI 強勁驅動，公司 eSSD 業務在第一季環比暴增逾 200%，營收佔比攀升至 25%。新商業模式(NBM)成效顯著，已簽署 5 份長約，首 3 份合約價值(RPO)高達 420 億美元，鎖定 2027 財年超 1/3 的位元出貨，並附帶 110 億美元財務擔保，保證保底毛利率超 80%。配合行業供需偏緊，預計 2026 年 NAND 及 eSSD 均價將分別大漲 186%及 265%，盈利增長確定性極高。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

鑒於公司獨特的長約機制提供高確定性，市場將其目標價由 1,300 美元上調至 1845 美元，對應 9 至 10 倍的 2027 財年預期市盈率。相比同行(如合資夥伴市盈約 7 倍)，公司應享有溢價。此外，其合資工廠中未反映在財務報表上的重置資本高達 150 億至 200 億美元，蘊含深厚隱形價值。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期內核心催化劑包括：一是先進的 BiCS8 架構快閃記憶體芯片進入加速量產與客戶驗證階段；二是董事會已批准高達 60 億美元的公開市場股份回購計劃(約佔市值 3%)，每減少 1%股數有望直接增厚每股收益約 2 美元；三是下半年 AI 基礎設施建設提速帶來的 eSSD 價格大漲。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

主要風險包括：第一，全球宏觀經濟若超預期走弱，可能壓制雲端客戶對數據中心的資本支出；第二，行業內其他主要玩家(尤其是積極爭奪份額的中國廠商)發起價格戰，或現有未充分利用的產能若在短期內迅速釋放，可能導致供需關係逆轉，進而衝擊產品利潤率。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司成立於 1988 年，總部位於美國加州，曾於 2016 年被西部數據收購，並於 2025 年 2 月完成獨立拆分上市。作為全球快閃記憶體龍頭，公司與鎧俠(Kioxia)建立的生產合資關係已延長至 2034 年，持股 49%。目前專注於為個人電腦、流動端及最核心的雲端數據中心提供先進的 NAND 儲存方案。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	6.7	7.4	19.8	45.6	49.5
Adj. EBIT (億)	-0.5	0.7	11.8	35.9	38.2
Adj. EPS(元)	-	3.0	65.6	191.3	204.5
經營現金流(億)	-	0.1	8.8	29.5	32.1
自由現金流(億)	-0.3	-0.2	8.4	27.9	31.4
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	9.5%	10.4%	169.0%	130.5%	8.7%
Adj. EPS 增長	-	-	1618.3%	203.1%	6.4%
毛利率	23.7%	30.3%	69.7%	82.6%	81.4%
Adj. EBIT 利潤率	-7.0%	9.4%	59.8%	78.7%	77.1%
淨利潤率	-	6.0%	51.6%	66.1%	63.0%
淨負債/權益	-	6.4%	-82.3%	-367.6%	-561.4%
資本回報率	0.0%	-16.2%	53.7%	61.5%	40.6%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	-0.1%	0.0%	2.5%	8.3%	9.3%
股息率(%)	-	-	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	-	11.2	27.6	9.7	9.9
市盈率(x)	-	-	34.6	11.9	11.1
市淨率(x)	-	0.7	18.2	7.1	4.3
市銷率(x)	-	0.9	17.0	7.4	6.8

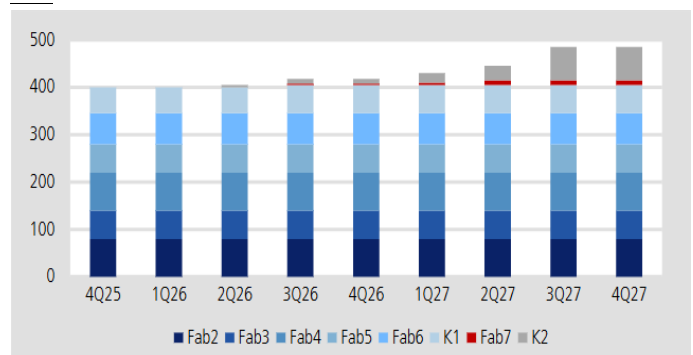
#### 波動率



#### 估值



#### 產能



## 美股：Marvell (MRVL)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

2027 財年首季營收達 24.2 億美元(年增 28%)，數據中心營收佔 18.3 億美元(年增 27%)。憑藉光互連技術領先與 51.2T 交換晶片，2027 財年數據中心營收年增率上調至 50%，其中光互連增長 70%，並在 1.6T DSP 市場維持 60-65% 絕對份額。隨著客製化 ASIC 於下半年放量，2028 財年(CY27)總營收預估達 165 億美元，數據中心營收將進一步加速增長 55%，公司正朝 2029 財年客製化業務達 100 億美元目標邁進。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

市場主流基於市盈率(P/E)法，給予 CY27 預估每股收益(約 6.9 美元)37 倍估值，目標價落在 256 美元。此估值較 AI 半導體同業平均(26-27 倍)溢價，反映其高速光互連(DSP)及客製化 AI 晶片的獨特龍頭地位。隨著 2028 年 EPS 預計步向 8.0 美元，其遠期估值更具吸引力，長線甚至具備退出 CY28 時每股盈餘超 10 美元的盈利潛力。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期催化劑包括亞馬遜次世代 Trainium 3 客製化晶片於 7 月季度出貨並在下半年放量，微軟 Maia 3nm 晶片預計明年初進入高放量生產。此外，51.2T 交換晶片客戶群擴大、1.6T DSP 加速滲透，以及高速 eSSD 存儲控制器於 CY26 營收突破 10 億美元大關，都將推動業績上調。公司現已展開新一代 2nm(如 Trainium 4)產品設計，並積極爭取大型雲端客戶的 XPU 附屬晶片訂單，將為股價提供持續催化動能。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

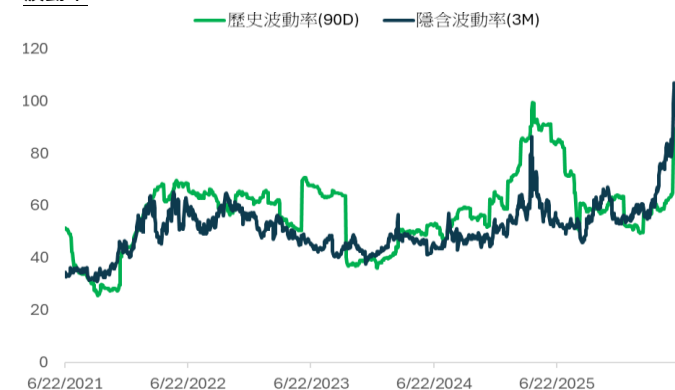
主要風險包括：第一，雲端服務商若放緩資本開支或 AI 數據中心建設，將直接壓抑光通信與客製化晶片需求。第二，客製化 ASIC 與光通訊面臨同業激烈競爭。第三，先進製程客製化晶片多採用高帶寬記憶體(HBM)，先進基板供應產能受限可能短期影響出貨。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球領先的無晶圓(Fabless)半導體解決方案供應商，自 2021 年收購 Inphi 後奠定高速光通訊龍頭地位。主要聚焦 AI/雲端數據中心、電信基礎、企業網絡與車用工業四大市場，現已成為全球 AI 與高性能運算的核心硬體支柱。

財務數據	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入(億)	5.8	8.2	11.5	16.8	23.4
Adj. EBIT	1.7	2.9	4.2	6.5	9.6
Adj. EPS(元)	1.6	2.8	4.0	6.9	9.2
經營現金流(億)	1.7	1.8	3.4	5.3	8.0
自由現金流(億)	1.4	1.4	2.76	4.55	6.78
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	4.7%	42.1%	40.6%	45.5%	39.4%
Adj. EPS 增長	-25.9%	80.9%	42.4%	71.1%	33.1%
毛利率	61.0%	59.5%	58.6%	57.5%	56.2%
Adj. EBIT 利潤率	28.8%	35.3%	36.4%	38.5%	41.1%
淨利潤率	23.9%	30.1%	31.9%	34.2%	36.3%
淨負債/權益	25.3%	15.0%	-3.5%	-25.9%	-58.2%
資本回報率	-6.3%	19.3%	12.0%	12.8%	26.6%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.5%	0.5%	1.0%	1.7%	2.5%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
EV/EBITDA(x)	71.8	81.8	58.8	40.6	27.3
市盈率(x)	-	25.7	76.8	44.9	33.7
市淨率(x)	7.3	4.7	15.3	13.0	9.7
市銷率(x)	16.9	8.3	23.6	16.2	11.6

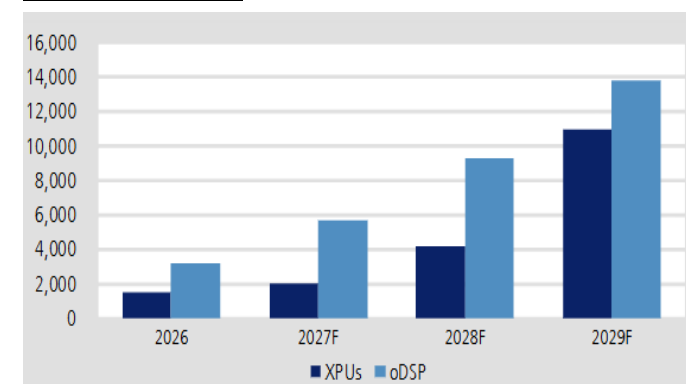
### 波動率



### 估值



### 數據中心分部收入細分 SS



## 美股：Coherent Corp (COHR)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受益於 AI 高速模組需求，公司數據中心 F3Q26 收入同比大增 37%，通信業務增長 60%。產能擴張進度超前，關鍵的磷化銦產能預計提早一季於 2026 年 12 月翻倍。目前已與客戶簽訂至 2028 年的長期「照付不議」協議，訂單能見度極高且雙重訂單風險低。此外，中企對手被列入美國國防部名單，將促使美系客戶去風險化，加速轉單給本地垂直整合的龍頭，為公司增長提供強大數據與地緣壁壘支撐。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

板塊回調後公司估值更具吸引力，目前交易於 2028 年預測市盈率約 25 倍，相較 40% 以上的利潤增速，PEG 低於 1 倍。市場主流估值以市盈率法為主，目標價區間落在 385 美元，對應約 32 倍的 2028 財年 EPS。隨著 AI 需求帶動利潤釋放，估值倍數具備擴張空間。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括未來一年 1.6T 光模組產能翻倍並加速出貨；非核心大客戶在 CPO/NPO 可插拔方案上的近期新訂單獲取；以及得益於良率改善與定價優化，毛利率於 2026 年 6 月前如期突破 40% 的利潤拐點。地緣供應鏈重組帶來的轉單落地也將提供持續推力。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

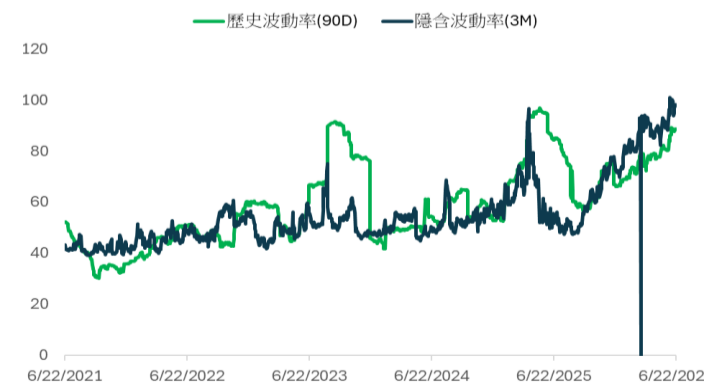
需關注風險包括：光學行業技術成熟帶來的常規降價壓力；系統設備商未來走向垂直自研而減少外採的潛在威脅；以及過去大型併購的整合風險。此外，AI 與碳化矽領域競爭加劇，若宏觀經濟衰退導致 5G 及消費端需求疲軟，亦可能影響公司中長期毛利率與利潤增長。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司總部位於美國賓州，是全球領先的垂直整合光電器件與先進材料製造商。產品廣泛應用於數據中心通信、工業材料加工、航天國防及半導體設備等領域。公司憑藉從核心晶圓到光學模組的完整產業鏈，為全球大型數據中心及 OEM 客戶提供光模組、激光器及光電解決方案。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	4.7	5.8	7.1	9.6	12.7
Adj. EBIT(億)	0.1	0.3	1.4	2.2	3.1
Adj. EPS(元)	1.7	3.5	5.5	8.3	12.0
經營現金流(億)	0.5	0.6	1.7	10.2	16.9
自由現金流(億)	0.2	0.2	-0.3	0.4	1.3
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	-8.8%	23.4%	21.5%	36.2%	32.4%
Adj. EPS 增長	-	111.4%	54.5%	52.6%	43.8%
毛利率	36.0%	37.9%	39.4%	40.5%	41.5%
Adj. EBIT 利潤率	2.0%	17.9%	20.4%	22.7%	24.5%
淨利潤率	15.1%	0.8%	15.1%	17.7%	18.9%
淨負債/權益	42.5%	35.2%	10.9%	8.4%	-3.1%
資本回報率	-4.7%	-1.5%	11.0%	15.2%	18.8%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.3%	0.3%	-0.4%	0.6%	1.8%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	18.9	16.6	45.0	30.9	21.4
市盈率(x)	-	-	71.4	46.8	32.5
市淨率(x)	2.1	2.5	7.2	6.6	5.7
市銷率(x)	2.3	2.4	10.8	7.9	6.0

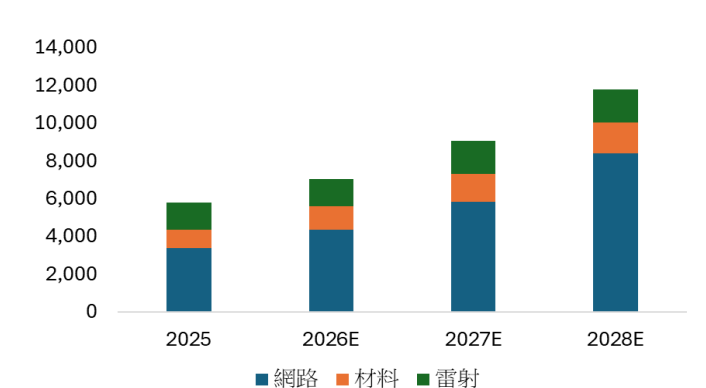
### 波動率



### 估值細分



### 收入分類



## 美股：Lumentum (LITE)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

F3Q26 營收達 8.08 億美元(同比增 90%)，系統業務激增 121%。在優化組合及漲價推動下，Non-GAAP 毛利率季增達 540 基點至 47.9%，EPS 為 2.37 美元。下季強勁指引預期營收達 9.8-10.1 億美元(季增 1.8 億)，營業利潤率攀升至 35%-36%。收購 Cloud Light 加深 Datacom 佈局，大客戶 CPO 交換機配套佔比升至 50%以上。隨著 100G/200G EML、OCS 與 CPO 放量，最快 2027 年第三季可達 20 億美元季度營收跑率，增長動能極佳。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

雖然股價因短期 CPO 普及疑慮自高點回調約 20%，但目前估值已極具吸引力。對應 CY28 預期盈餘的平均市盈率僅約 25 倍，PEG 小於 1 倍(年複合利潤增速逾 40%)，遠低於歷史溢價。市場主流分析將其目標價設為 1126 美元，基於 CY28 預估每股盈餘(約 30 美元)並給予 38 倍市盈率貼現至 2026 年底。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期上行催化劑包括：第一，供不應求的 Telecom 及 DCI 光組件提價，直接拉動營收與利潤率；第二，非主流 AI 晶片客戶的全新外置激光源 (ELS) 訂單落地；第三，加速 Cloud Light 模組垂直整合，克服第三方 CW 激光器供應瓶頸。此外，美國將中國主要光模組對手列入清單，將驅使北美超大規模數據中心客戶為降低供應鏈風險(de-risk)，加速將訂單轉向公司等本土垂直整合供應商。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

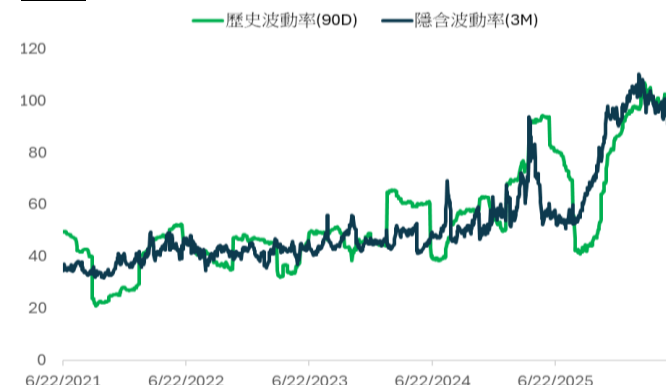
核心風險包括：第一，第三方 CW 激光器供應限制帶來的供應鏈瓶頸，或延誤收發器及晶片交付；第二，大客戶(如 Google 等)營收佔比過高的集中度風險；第三，下游光系統設備商若自行垂直整合將削弱公司議價力。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球光學與光子學龍頭，服務 AI/ML、雲端、電信及工業等市場。業務分兩大板塊：「雲端與網路」提供高速收發器、OCS 及 CPO 組件，驅動 AI 數據中心光互聯；「工業技術」則專注消費電子(如 3D 感測)、車用及工業高功率激光器。憑藉併購整合，公司已建立強大的垂直一體化研發與製造優勢。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	1.4	1.6	3.0	5.6	8.6
Adj. EBIT (億)	-0.4	-0.2	0.9	2.2	3.6
Adj. EPS(元)	1.0	2.1	8.2	18.1	29.1
經營現金流(億)	0.0	0.1	0.5	1.5	2.7
自由現金流(億)	-0.1	-0.1	0.1	1.0	2.12
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	-23.1%	21.0%	82.2%	85.9%	55.2%
Adj. EPS 增長	-152.3%	104.0%	295.9%	121.6%	61.3%
毛利率	33.0%	34.7%	45.3%	49.7%	51.6%
Adj. EBIT 利潤率	2.8%	9.7%	29.1%	38.9%	41.5%
淨利潤率	-31.9%	-10.9%	29.1%	38.9%	41.5%
淨負債/權益	174.7%	152.6%	74.0%	-22.3%	-190.4%
資本回報率	-47.3%	2.5%	-	-	-
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	-0.2%	-0.2%	0.2%	1.6%	3.2%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	146.5	81.5	67.7	27.9	16.6
市盈率(x)	-	256.1	104.2	47.0	29.2
市淨率(x)	3.5	5.8	18.6	11.8	7.4
市銷率(x)	2.5	4.0	22.1	11.9	7.6

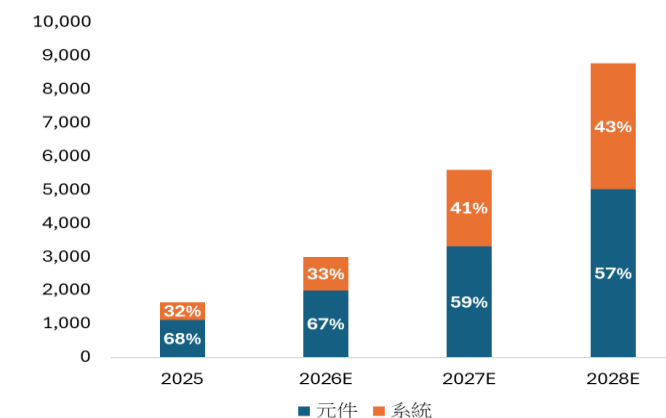
### 波動率



### 估值



### 收入細分



## 美股：GE Vernova (GEV.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

公司首季總訂單達 182.8 億美元(接單出貨比 2.0 倍)，推動積壓訂單達 1,530 億美元，並將 2,000 億美元積壓目標提前至 2027 年。其中電氣化訂單高達 71 億美元，數據中心需求佔 24 億美元並超越去年全年；發電板塊訂單達 100 億美元，產能已排滿至 2028 年。隨著 1H26 燃氣設備定價預計環比上漲 10% 至 20%，且數據中心佔發電合約高達 20%，強勁的定價權與 AI 電力需求為其提供高能見度與毛利擴張空間。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

估值採用分部估值法，合理目標價區間為 1,218 美元，當前股價約對應 15.5 倍 2029 年預期 EBITDA。公司享有估值溢價，主因在北美 60Hz 高增長市場的龍頭地位、多出對手一倍的裝機量，及高毛利服務協議定價上行。隨核心業務利潤率攀升，未來估值具重估空間。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

關鍵催化劑包括：固態變壓器(SST)將於 9 月測試，1H27 有望開啟商業訂單；風電 Section 232 關稅政策公佈，將消除定價不確定性並加速下單；未來數季預期獲得核能客戶大額定金，且美加瑞典的小型模塊化反應堆(SMR)訂單釋出，將顯著提振市場熱度。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

主要風險包括：EPC 工程承包商產能瓶頸可能延誤項目交付；風能及電氣化業務扭虧與利潤率擴張速度若慢於預期，將拖累整體業績；西門子能源、維斯塔斯等同業競爭激烈。此外，政府能源政策變更、關稅增加超出吸收能力，以及數據中心 AI 電力需求增速若放緩，均可能對訂單增長造成壓力。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球電力行業龍頭，專注電力生成、傳輸、轉換與儲存，核心業務涵蓋發電、風能與電氣化。公司具備獨特的「發電+電網」一體化捆綁銷售優勢，在電氣化趨勢中競爭力強。憑藉比主要對手多一倍的全球龐大裝機量，其高毛利的長期服務協議(LTSA)可為公司帶來能見度極高、跨越數十年的穩定現金流。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	34.9	38.1	45.4	51.9	59.2
Adj. EBIT (億)	0.5	1.4	4.6	7.6	10.2
Adj. EPS (元)	5.6	17.7	25.2	23.8	32.4
經營現金流 (億)	2.6	5.0	53.8	56.0	66.5
自由現金流 (億)	1.7	3.7	6.5	7.1	9.17
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	5.1%	9.0%	19.4%	14.3%	14.0%
Adj. EPS 增長	-	217.0%	42.3%	-5.3%	36.1%
毛利率	17.4%	19.8%	23.6%	26.8%	28.5%
Adj. EBIT 利潤率	1.3%	3.6%	10.1%	14.6%	17.1%
淨利潤率	4.4%	12.8%	14.9%	12.1%	14.1%
淨負債/權益	-70.6%	-62.8%	-78.3%	-121.3%	-168.6%
資本回報率	18.3%	47.1%	42.4%	35.7%	35.8%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.6%	1.2%	2.2%	2.4%	3.1%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
EV/EBITDA(x)	40.8	64.3	47.2	31.3	23.0
市盈率(x)	58.9	36.9	53.0	46.4	33.4
市淨率(x)	9.5	15.8	19.2	14.9	11.5
市銷率(x)	2.6	4.7	6.6	5.7	5.0

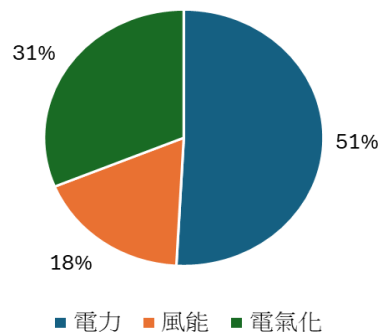
### 波動率



### 估值



### 收入細分



## 美股：伊頓公司 (ETN.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

伊頓受惠於數據中心及電網電氣化等浪潮，其美洲電氣(EA)板塊滾動 12 個月有機訂單飆升。其中有機訂單同比飆升 60%，積壓訂單同比大增 44%、環比增長 9.8%，季末訂單達 49 億美元。公司更以 51 億美元(相當於 2026 年預期 EBITDA 的 8.3 倍)將低增長的部門分拆，全力聚焦高毛利電氣和航天版圖。此外，伊頓於 4 月全面提價對沖通脹，預計該板塊利潤率將由 26% 爬坡至年底的 30% 以上。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

市場對其目標價共識區間介乎 459 美元。部分看好觀點以 2027 年預期每股盈餘 15.5 美元為基準，給予約 29 倍的預期市盈率，溢價主要反映其電氣化核心訂單的高成長能見度。儘管短期利潤率存在「成長痛」而面臨審慎，但隨著低利潤部門分拆，盈利質量將提升。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期核心催化劑包括：第一，美洲電氣(EA)板塊在下半年的利潤率修復進度，尤其是提價效應的顯現；第二，分拆其行動部門與他廠合併預期於 2027 年首季完成，這將回籠 11 億美元現金並實現 2.5 億美元協同效應；三是新型 800VDC 產品於 2026 年底接單。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

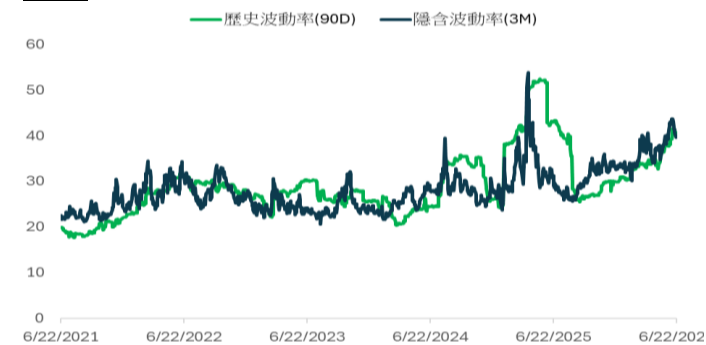
主要投資風險包括：首先，公司為應對強勁訂單需求而擴張產能，在產能爬坡期面臨執行瓶頸等成長痛；其次，宏觀大宗商品通脹若超出預期，可能削弱定價權的對沖效果；最後，在車輛業務分拆完成前，汽車市場與非住宅建設的週期性放緩，仍可能構成短期壓力。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

伊頓公司是一家全球領先的動力管理與控制系統製造商，提供高效、安全且可持續的動力管理解決方案。公司主要運營美洲電氣、全球電氣、航空航天、車輛及 eMobility 板塊。其產品與技術深度服務於數據中心和電網等終端市場，正加速向高成長電氣化轉型。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	24.9	27.4	31.9	35.2	38.4
Adj. EBIT (億)	4.6	5.2	6.4	7.5	8.4
Adj. EPS (元)	10.8	12.1	13.3	15.5	17.9
經營現金流 (億)	4.3	4.5	5.0	6.3	7.3
自由現金流 (億)	3.5	3.6	3.9	5.2	6.1
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	7.3%	10.3%	16.3%	10.4%	9.1%
Adj. EPS 增長	18.4%	11.8%	10.1%	16.9%	15.0%
毛利率	38.2%	37.6%	37.6%	38.8%	39.0%
Adj. EBIT 利潤率	18.6%	19.0%	20.1%	21.4%	21.8%
淨利潤率	15.3%	14.9%	16.2%	17.5%	18.2%
淨負債/權益	42.7%	50.8%	86.4%	79.5%	72.2%
資本回報率	20.2%	21.6%	23.0%	24.2%	24.8%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	2.1%	2.2%	2.4%	3.2%	3.7%
股息率(%)	0.3%	0.3%	1.0%	1.1%	1.2%
EV/EBITDA(x)	23.0	19.2	24.3	20.9	18.8
市盈率(x)	34.9	30.5	31.7	27.2	23.6
市淨率(x)	7.1	6.4	7.3	6.4	5.7
市銷率(x)	5.3	4.5	5.1	4.6	4.3

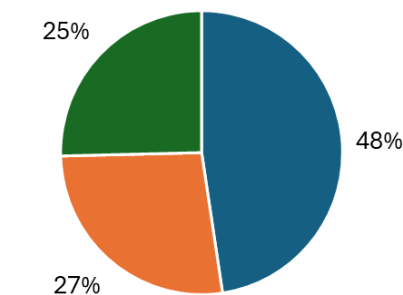
### 波動率



### 估值



### 收入細分



■ 美洲電氣 ■ 全球電氣 ■ 其他

## 美股：Vertiv (VRT)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

隨著 AI 需求爆發，數據中心全球裝機量預測上調至 140 GW(CAGR 15%)，每兆瓦可服務市場(TAM)升至 3.25M-3.75M 美元。公司因而將 2025-30 年有機營收 CAGR 指引上調至 20-22%，2030 年營業利潤率目標升至 27% 以上(邊際利潤率 32%)，使 2030 年基礎 EPS 預期達 14.14 美元。加上未來 280 億美元的可部署資本(240 億用於併購)，多項亮麗數據力證其強大的長期增長實力。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前股價約處於 322 至 328 美元。主流估值目標價設於 381 美元。此估值較同行享有一定溢價，合理反映了生成式 AI 對數據中心市場的加速催化，以及公司技術領先帶來的盈餘高能見度。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：「OneCore」等一體化預製平台加速落地，能縮短 50% 部署時間；高密度運算推動高散熱需求的液冷佔比往 90-95% 邁進，發揮全棧冷卻技術優勢；以及高複雜度設備帶動售後服務需求，促使服務營收增長加速至 20% 以上，持續推升公司營運與盈餘表現。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

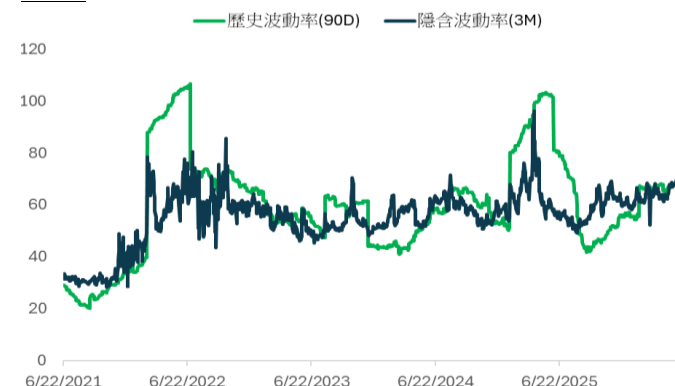
需關注的風險包括：第一，電力供應受限、許可延期及勞工短缺可能延緩數據中心落成。第二，關稅、通脹及供應鏈挑戰可能侵蝕利潤率。第三，電信板塊(營收佔逾 20%)表現疲軟及中國市場的宏觀波動(營收佔約 10-13%)。最後，高估值倍數也降低了市場對任何執行失誤的容錯率。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司是全球關鍵數位基礎設施與連續性解決方案的龍頭供應商，深耕於數據中心、通信網絡及工商環境。公司在電源管理(如 UPS)與熱管理(液冷、氣冷)領域居技術領導地位，提供從單一組件、預製化模組平台到監控軟體與售後維護的端到端方案，是全球 AI 算力基礎設施建設的核心賦能者。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	8.0	10.2	13.9	17.8	21.5
Adj. EBIT (億)	1.4	1.8	3.2	4.4	5.6
Adj. EPS (元)	2.9	4.2	6.5	8.7	11.1
經營現金流 (億)	1.3	2.1	2.5	3.6	4.4
自由現金流 (億)	1.2	1.9	2.3	3.0	3.7
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	16.7%	27.7%	35.6%	28.2%	20.7%
Adj. EPS 增長	139.5%	47.4%	54.0%	34.0%	28.1%
毛利率	36.6%	36.3%	38.5%	39.3%	39.7%
Adj. EBIT 利潤率	17.1%	17.9%	23.3%	24.6%	25.9%
淨利潤率	6.2%	13.0%	18.3%	17.4%	17.9%
淨負債/權益	78.6%	35.5%	-6.2%	-57.0%	-121.7%
資本回報率	22.3%	41.8%	49.3%	50.9%	47.4%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.9%	1.5%	1.8%	2.3%	2.9%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
EV/EBITDA(x)	26.3	27.7	38.0	28.2	22.1
市盈率(x)	88.8	47.5	51.5	38.4	30.0
市淨率(x)	17.8	15.7	21.7	15.2	10.8
市銷率(x)	5.3	6.0	9.2	7.2	6.0

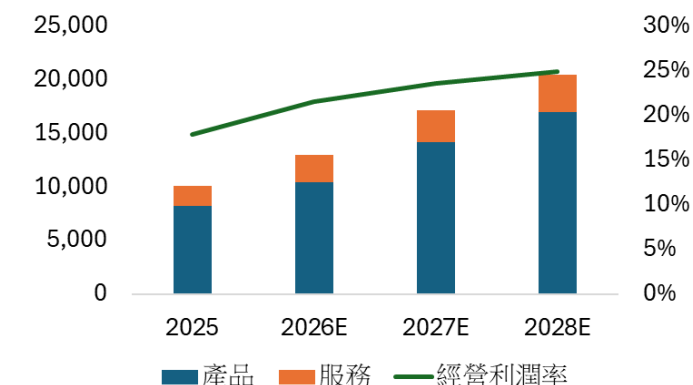
### 波動率



### 估值



### 收入細分及經營利潤率



## 台股：奇鋳 (3017.TW)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

奇鋳作為 AI 液冷散熱龍頭，長期增長動力強勁。產品組合持續優化，2026 年首季(1Q26)伺服器業務收入佔比從 2025 年第四季(4Q25)的 54% 跳升至 66%，帶動毛利率與營業利潤率攀升至 29.8% 及 24.5%。預期 2026 年上半年(1H26)液冷業務收入佔比將達 35% 至 40%，遠高於 2025 年的 15%，並於 2027 年突破 50%。2026 年下半年(2H26)起，多個主要大型客戶項目開始大規模出貨，將成為核心增長引擎，當中包括 AMD Helios 機櫃水冷板(預期 2027 年出貨量達 5,000 至 8,000 個機櫃)、AWS Trainium3、Google TPU 與 NVIDIA VR200 等訂單，驅動 2026 及 2027 年每股盈利(EPS)大幅增長至 94.49 元及 132.70 元新台幣。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

基於 24 倍 2027 年預測 EPS，12 個月目標價定為 3,360 元新台幣。隨下半年液冷出貨加速及產品組合優化，估值有望重估(Re-rating)，維持「增持」評級。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期催化劑包括產能顯著擴張(水冷板月產能將增至 100 萬套)以及 2026 年第二季(2Q26)底 VR200 水冷板小量出貨。中長期而言，AWS Trainium3 液冷及 Google TPU 項目將於 2026 年第四季(4Q26)起大規模出貨並貢獻收入，加上 2027 年 AMD Helios 機櫃水冷板與內分流管等高價值新品出貨，將推動 2026 年下半年起收入與利潤逐季走強，顯著提振市場對其液冷龍頭地位的信心。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

主要風險包括：一、AI 伺服器升級延誤或 CSP 客戶提貨放緩(如 GB300 需求遞延)影響季度增長；二、新台幣升值稀釋毛利率並帶來匯兌損失；三、銅鋁等原材料價格攀升增加成本；四、技術演進或競爭加劇，壓低散熱模組與水冷板的平均銷售單價(ASP)。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司成立於 1991 年，為全球散熱方案龍頭，產品涵蓋散熱模組、風扇及液冷系統等。1Q26 散熱業務佔收入 64%，機櫃佔 20%，摺疊屏軸承(富世達)佔 9%。公司已轉型為散熱與機構組件的整合供應商，憑藉高自製率的水冷板、分流管及系統設計實力，維持行業領先。

財務數據 (台幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	71.8	139.6	220.4	298.5	341.5
Adj. EBIT(億)	10.8	27.6	55.1	78.6	92.6
Adj. EPS(元)	21.2	49.2	94.5	136.4	160.8
經營現金流(億)	9.6	39.4	27.5	67.9	60.0
自由現金流(億)	5.0	31.9	-4.9	24.2	44.7
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	21.2%	94.6%	57.8%	35.5%	14.4%
Adj. EPS 增長	54.7%	131.8%	92.3%	44.3%	17.9%
毛利率	23.5%	25.8%	30.4%	31.3%	30.7%
Adj. EBIT 利潤率	15.1%	19.7%	25.0%	26.3%	27.1%
淨利潤率	11.4%	13.7%	16.9%	17.8%	17.6%
淨負債/權益	-24.0%	-50.1%	-96.4%	-105.8%	-174.7%
資本回報率	32.1%	52.2%	53.9%	47.0%	40.0%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.5%	3.4%	-0.5%	2.5%	4.7%
股息率(%)	-	-	1.3%	2.0%	2.2%
EV/EBITDA(x)	17.9	18.5	15.5	11.1	9.2
市盈率(x)	30.2	31.3	25.6	17.7	15.1
市淨率(x)	8.4	13.2	12.9	9.0	5.7
市銷率(x)	3.3	4.2	4.3	3.2	2.8

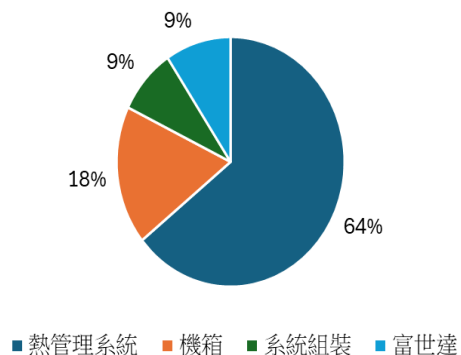
### 波動率



### 估值



### 收入細分



## 美股：INTEL (INTC.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

受益於 AI 代理(Agentic AI)強勁需求，CPU 在任務協調與工具調用中重獲核心地位，使資料中心 CPU 對 GPU 配比從傳統的 1:4~1:8 大幅拉近至 1:1~1:2。預期 2026 年伺服器 CPU 出貨量將錄得雙位數增長。同時，客製化 ASIC 業務年營收已突破 10 億美元大關。在製造端，核心 18A 製程良率較計畫提前 6 個月達標，而與馬斯克合作的「Terafab」晶圓廠計畫預計將注入 200 億至 250 億美元資本開支。製程技術領先、ASIC 擴張與 Terafab 項目的強勢進展，為其晶圓代工與產品業務奠定高成長基礎。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

市場主流採用分部估值法(SOTP)進行評估，合理目標價 99.5 美元。估值模型將產品業務(CCG 與 DCAI)依同業 23 倍的 EV/EBIT 倍數計價；並針對代工業務產能以每千片等效晶圓 193 至 255 美元進行估值，同時扣除與布魯克菲爾德等合資案的非控制權益。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期核心催化劑包括 2026 年底前發布 14A 製程的 1.0 版生產設計套件(PDK)，預計將於 2026 下半年至 2027 上半年催化科技巨頭簽署正式的代工承諾。此外，採用 18A 製程的 Panther Lake 處理器量產出貨、馬斯克 Terafab 項目具體合作架構的落實，以及代工業務預計於 2027 年底前實現營運單季盈虧平衡，均將成為驅動估值乘數重估、提振市場信心的關鍵。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

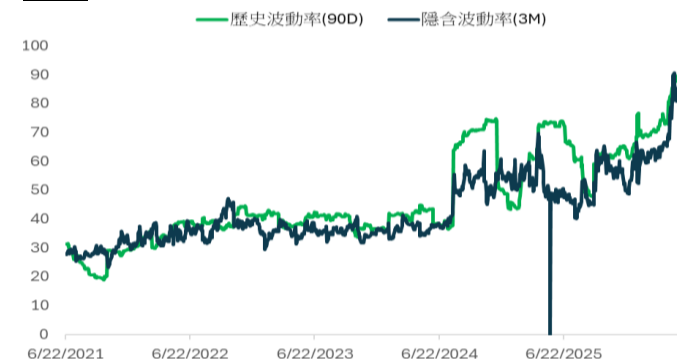
主要風險包括：第一，PC 終端復甦緩慢，2026 年全球 PC TAM 預計下滑 5%至雙位數，壓制短期利潤；第二，代工轉型面臨高資本開支壓力，2026 年資本支出維持在 180 億美元高位，使自由現金流承壓；第三，伺服器 CPU 領域競爭對手持續搶佔份額，且早期 SCIP 合資協議帶來的非控制權益利潤分成亦會稀釋每股盈餘。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為全球半導體龍頭，擁有約 60% 的 x86 微處理器份額，主導個人電腦及資料中心 CPU 市場。目前公司加速轉型為垂直整合(IDM 2.0)的獨立晶圓代工服務商，並提供領先的 3D 先進封裝技術。旗下另擁有 Mobileye 及 Altera，構建了覆蓋運算、製造與智慧出行的龐大生態。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	53.1	52.9	58.7	65.4	72.9
Adj. EBIT (億)	-2.5	2.9	7.1	10.0	13.7
Adj. EPS(元)	-0.1	0.4	1.1	1.6	2.4
經營現金流(億)	8.3	9.7	16.1	21.5	26.2
自由現金流(億)	-15.7	-4.9	0.8	5.0	8.0
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	-2.1%	-0.5%	11.0%	11.3%	11.5%
Adj. EPS 增長	-	-	162.4%	42.7%	51.3%
毛利率	36.0%	36.7%	40.4%	42.9%	46.4%
Adj. EBIT 利潤率	-4.8%	5.5%	12.2%	15.3%	18.8%
淨利潤率	-1.1%	3.7%	9.6%	12.8%	17.8%
淨負債/權益	21.9%	0.8%	3.8%	-4.6%	-19.0%
資本回報率	-18.3%	-0.3%	3.6%	6.5%	8.2%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	-2.3%	-0.7%	0.1%	0.7%	1.2%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	19.1	15.8	38.8	30.8	26.3
市盈率(x)	-	-	121.6	85.2	56.3
市淨率(x)	0.9	1.6	5.6	5.3	4.4
市銷率(x)	1.6	3.1	11.5	10.3	9.2

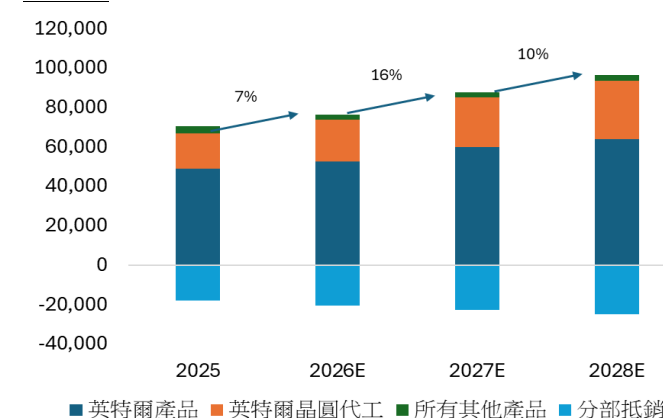
### 波動率



### 估值



### 收入細分



## 美股：戴爾科技 (DELL.US)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

首季業績在 AI 與傳統伺服器驅動下強勁爆發。季度營收達 438 億美元(年增 88%)，遠超指引；每股收益達 4.86 美元。AI 伺服器首季收入飆升至 161 億美元，季度訂單達 244 億美元，期末積壓訂單創 513 億美元新高，客戶數突破 5 千家。同時，傳統伺服器營收因企業 14G 至 18G 升級潮年增 92% 至 85 億美元。憑藉約 50 種客製化液冷技術配置，公司全年 AI 營收預期上調至 600 億美元，增長護城河清晰可見。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

主流估值將目標價上調至 485 美元，相當於約 22 倍前瞻市盈率。相比同行 11 至 32 倍(中位數 19 倍)區間，公司憑藉強大的 AI 龍頭優勢及 100% 的自由現金流轉化率，應享有合理溢價，獲利改善將驅動估值乘數上修。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：下慢年導入新一代液冷伺服器，帶動售價與利潤率擴張；高毛利自主儲存產品滲透率提升，改善利潤結構；以及邊緣端 Agentic AI 應用興起，觸發高階 PC 與傳統伺服器換機潮。此外，公司出色的成本轉嫁能力，將在零組件漲價潮中有效保障毛利率表現。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

主要風險包括：零組件供應極度緊張，DRAM 及 CPU 交期達一年，價格上漲或限制出貨並擠壓利潤；個人電腦市場復甦偏軟，下半年價格戰可能使板塊利潤率回落至 6% 水準；此外，白牌代工廠及雲端服務商的競爭，也可能侵蝕傳統伺服器及儲存業務的市場份額與定價權。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司成立於 1984 年，是全球領先的 IT 硬體與個人運算方案商。業務分為基礎設施(ISG，涵蓋 AI 與傳統伺服器、儲存與網絡)及客戶端(CSG，涵蓋個人電腦)兩大板塊。憑藉全球級供應鏈與客製化工程部署能力，公司在當前數位轉型與 AI 建設潮中居核心龍頭地位。

財務數據 (美元)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	95.6	113.5	170.6	194.1	211.4
Adj. EBIT (億)	8.5	10.0	15.9	18.2	20.7
Adj. EPS(元)	8.1	10.3	17.9	21.7	25.6
經營現金流(億)	4.5	11.2	17.2	18.5	21.1
自由現金流(億)	1.9	8.6	12.7	14.6	16.9
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	8.1%	18.8%	50.2%	13.8%	8.9%
Adj. EPS 增長	14.2%	26.5%	74.0%	20.8%	18.2%
毛利率	22.4%	20.2%	17.8%	17.5%	17.6%
Adj. EBIT 利潤率	8.9%	8.8%	9.3%	9.4%	9.8%
淨利潤率	4.8%	5.2%	7.0%	7.1%	7.6%
淨負債/權益	-	-	-677.5%	-457.1%	-271.1%
資本回報率	-	-	-	-	-
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	0.7%	3.2%	4.8%	5.5%	6.4%
股息率(%)	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	0.7%
EV/EBITDA(x)	9.0	7.7	15.2	13.3	11.5
市盈率(x)	16.2	13.2	22.8	18.9	16.0
市淨率(x)	-	-	247.3	47.6	46.6
市銷率(x)	0.8	0.7	1.6	1.4	1.3

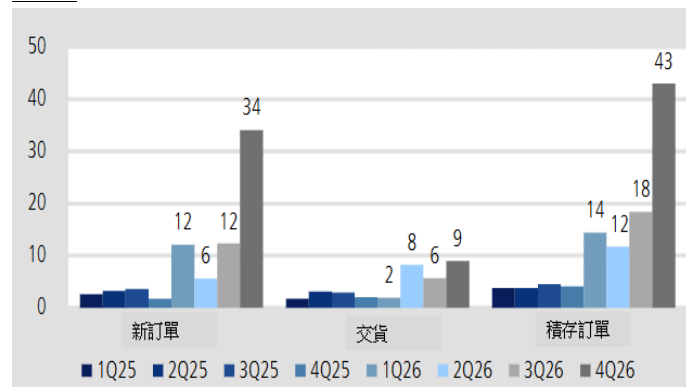
### 波動率



### 估值



### 訂單流





## 港股/中概股：騰訊 (700.HK)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

核心業務展現極強韌性。2026 年首季，非 IFRS 每股收益同比大增 12%，顯著優於市場預期的 5%至 8%增幅。首季非 IFRS 淨利潤達約 679 億元，同比增長 10.7%。在 AI 投入方面，分拆式損益表確立了已知的年度框架，季度 AI 費用支出約 88 億元，年化約 360 億元，消除了市場對研發無序擴張的疑慮。核心引擎營運穩健，營銷服務增速升至 20%，商業服務亦維持 20%增長。旗下混元大模型深度整合至 131 款內部產品，首季 token 消耗量達上代「混元二號」的十倍以上。公司以充足的 570 億元自由現金流和淨現金資產，為大模型迭代及自有資金研發提供強大支持，是市場上稀缺的高質量盈利複利標的。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前股價僅對應 12 至 13 倍的預期市盈率，處於五年歷史低位，提供極強的防禦性及下行支持。市場主流估值採用分部估值法(SOTP)，合理目標價區間落在 687 港元。隨著 AI 投資明朗化與每股收益預期上調，低估的 AI 期權價值將逐步釋放，驅動估值倍數重估。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括微信 AI 智能體(Weixin Agent)的測試與正式推出，特別是近期開展的微信小程序生態深度融合，首批合作品牌如美團、攜程等已接入測試，可顯著提升用戶體驗。此外，新一代大模型(如 HY4)發表、國內外重點遊戲流水加速、以及公司每日約 5 億港元的強力回購，將持續提振市場信心。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

需關注的主要風險包括：首先是資本支出擴大，季度資本支出顯著增長，若升幅過快可能重新引發對 AI 投入紀律的疑慮；其次是宏觀經濟放緩削弱廣告與金融科技業務增長；最後是新 AI 產品推廣初期，高昂的算力推理成本對短期毛利率的潛在稀釋。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

騰訊為中國領先的互聯網綜合服務提供商，以微信和 QQ 構築了龐大的社交網絡生態，微信小程序更連接了數百萬第三方商戶，是無可匹敵的私域變現渠道。公司在網絡遊戲、網絡廣告、金融科技及雲服務領域皆處於行業龍頭地位，目前正加速研發並整合多款研發及辦公端生產力 AI 工具。

財務數據 (人民幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	660.3	751.8	829.1	907.3	994.5
Adj. EBIT (億)	208.1	241.6	271.4	301.2	336.4
Adj. EPS (元)	23.5	27.9	30.2	33.5	37.3
經營現金流(億)	264.5	310.9	321.4	363.1	417.9
自由現金流(億)	194.9	223.4	189.1	231	276.7
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	8.4%	13.9%	10.3%	9.4%	9.6%
Adj. EPS 增長	44.0%	18.6%	8.4%	11.0%	11.1%
毛利率	52.9%	56.2%	56.9%	57.5%	58.0%
Adj. EBIT 利潤率	31.5%	32.1%	32.7%	33.2%	33.8%
淨利潤率	29.4%	29.9%	33.5%	33.6%	34.2%
淨負債/權益	1.4%	-1.6%	10.6%	4.8%	-2.7%
資本回報率	21.8%	21.1%	19.4%	18.8%	18.2%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	5.0%	5.7%	4.8%	5.9%	7.0%
股息率(%)	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
EV/EBITDA(x)	14.0	16.1	10.2	9.2	8.2
市盈率(x)	19.1	22.3	12.4	11.2	10.1
市淨率(x)	3.7	4.2	2.5	2.2	2.0
市銷率(x)	5.5	6.5	4.1	3.8	3.4

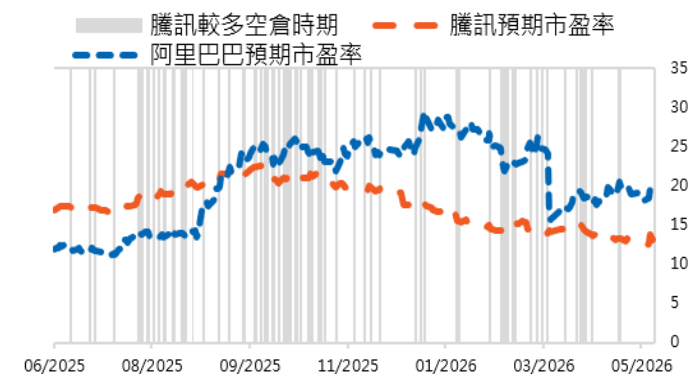
### 波動率



### 估值



騰訊空倉活躍度正逐漸減弱





## 港股/中概股：阿里巴巴 (9988.HK)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

核心業務展現極強韌性，阿里雲已成為中國領先的「AI+雲」龍頭，其隱含價值在目前股價中未獲充分反映。雲業務外部收入同比增速提高至40%，其中AI相關年化收入達360億元，連續11個季度實現三位數暴發式增長。MaaS 單獨年化經常性收入已突破80億元，預期年底將衝破300億元。此外，雲業務EBITA利潤率同比提升110個基點至9.1%，未來1-2個季度有望邁向兩位數。旗下平頭哥晶片生態強大，旗艦級「真武」AI晶片出貨量已達56萬顆，服務超400家客戶，新推的M890晶片更大幅提升AI推理能效。核心電商業務收入增長6%保持穩健。以上數據表明其AI及雲估值重估空間巨大，結構性增長動力無比強勁。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前股價主要反映傳統電商業務，雲端與AI的巨大期權價值被市場低估。市場主流採用分部估值法，合理目標價區間落在180港元。該估值對核心電商利潤給予10倍市盈率，雲業務給予6至7倍市銷率。隨著雲端利潤率在未來一到兩季重回雙位數，隱含的AI重估價值將加速釋放。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：雲端EBITA利潤率在未來一到兩季重回雙位數；發佈新一代旗艦模型「通義千問3.7-Max」與自研「平頭哥」真武M890晶片；即時零售等新業務虧損加速收窄，承諾於2027/28財年虧損減半並於2029財年轉盈；以及持續的資本回饋措施如高額股份回購與穩定派息，將直接驅動估值拐點到來。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

面臨的主要風險包括：首先是AI領域的高額資本投入可能給利潤率帶來中短期壓力，且算力晶片目前仍處於供應受限狀態；其次是國內電商與本地生活服務面臨激烈競爭，變現改善可能慢於預期；最後宏觀經濟放緩可能削弱廣告和雲端需求，以及潛在的監管政策與國際貿易摩擦不確定性。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司旗下淘天集團與國際零售構築了強大的商貿生態，為數百萬商家提供技術設施與營銷平台。同時，公司也是中國規模最大的AI與雲端運算運營商，正加速轉向「智能體時代」(Agent Era)，通過百煉平台及通義大模型，全方位賦能企業與公共服務的智能轉型。

財務數據 (人民幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	996.3	1023.7	1123.2	1256.9	1415.5
Adj. EBIT (億)	140.9	50.2	92.0	139.4	193.3
Adj. EPS(元)	65.4	26.8	43.4	61.6	81.5
經營現金流(億)	163.5	76.2	196.7	211.1	307.7
自由現金流(億)	77.5	-49.9	20.9	46.8	98.6
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	5.9%	2.7%	9.7%	11.9%	12.6%
Adj. EPS 增長	5.1%	-59.0%	62.1%	41.8%	32.4%
毛利率	40.0%	39.8%	39.4%	40.2%	40.9%
Adj. EBIT 利潤率	14.1%	4.9%	8.2%	11.1%	13.7%
淨利潤率	13.1%	10.1%	9.8%	12.0%	13.7%
淨負債/權益	-49.2%	-44.0%	-2.4%	-3.4%	-13.0%
資本回報率	13.0%	10.2%	9.0%	11.3%	14.1%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	30.2%	-19.4%	8.1%	18.2%	38.4%
股息率(%)	-	-	6.7%	8.9%	7.8%
EV/EBITDA(x)	8.8	34.2	8.3	6.1	4.6
市盈率(x)	17.9	19.7	16.7	11.8	8.9
市淨率(x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
市銷率(x)	2.3	2.0	1.6	1.4	1.2

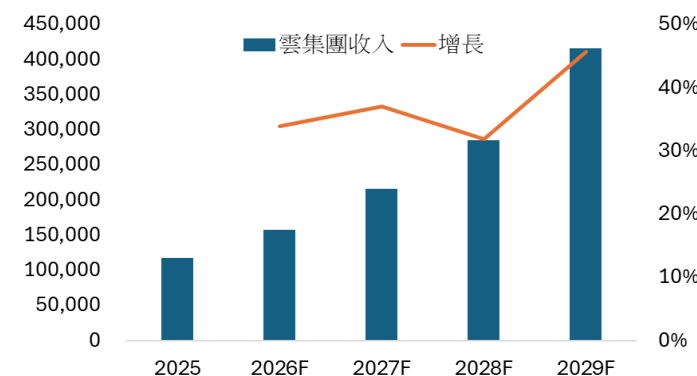
### 波動率



### 估值



### 雲集團收入表現



## 港股/中概股：百度 (9888.HK)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

成功轉型為 AI 基礎設施旗艦。1Q26 核心 AI 業務大增 49% 至 136 億元，佔核心收入首超半數達 52%。其中，智能雲基礎設施急升 79% 至 88 億元，GPU 雲增速更錄得 184% 爆發式增長，帶動核心調整後營業利潤達 40 億元。旗下自研昆侖芯 2025 年出貨 11.6 萬顆，2026 年營收預期達 87 億元。加上自駕蘿蔔快跑單季運量大增 120% 至 320 萬單，「雲+晶片+自駕」全棧自研生態數據支撐極為扎實。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

當前股價處於歷史底部，市場採用分類加總估值法(SOTP)，合理目標價落在 171 港元。僅 AI 雲端(市銷率 3 至 6 倍)、昆崙芯晶片(市銷率 15 至 35 倍)及自動駕駛等 AI 業務對應的每股價值，已顯著超過現行股價。這意味著市場已將傳統搜索、愛奇藝股權及巨額淨現金等核心資產以零對價贈送，安全邊際極高。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

股價重估的主要催化劑包括：第一，自研 AI 晶片「昆崙芯」推動「A+H」雙重上市(科創板與港交所)，將釋放高達千億港元的潛在估值；第二，全球最大無人駕駛服務「蘿蔔快跑」(Apollo Go)訂單量同比翻倍，海外與香港跨區測試加速，展現清晰的盈利路徑；第三，文心 5.1 模型迭代與 DuMate 應用推廣，帶動 MaaS 代幣消耗與雲端利潤率改善。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

面臨的主要風險包括：首先，傳統搜尋廣告收入持續承壓(首季同比傳統搜索下滑 29%)，面臨競爭對手瓜分份額，傳統引擎的恢復慢於預期；其次，為匹配高增長的 AI 需求，首季資本支出飆升三倍，高昂的算力設備採購與研發再投資成本將稀釋短期毛利率；最後，昆崙芯分拆上市可能面臨控股折價，且全球半導體監管亦存在不確定性。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

公司為中國領先的 AI 與搜索引擎龍頭，自 2012 年起深耕深度學習，建立了由自研 AI 晶片(昆崙芯)、底層框架(飛漿 PaddlePaddle)、大語言模型(文心 ERNIE)及終端智能體(DuMate、秒嗒等)組成的垂直整合全棧 AI 生態。目前其智能雲已發展為國內龍頭 GPU 雲運算平台，旗下「蘿蔔快跑」亦為全球最大的自動駕駛服務商，引領物聯網與智能體時代。

財務數據 (人民幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	133.1	129.1	132.5	142.7	156.5
Adj. EBIT (億)	21.3	-5.8	14.0	17.0	20.8
Adj. EPS (元)	76.9	53.4	50.4	59.4	73.6
經營現金流 (億)	21.2	-3.0	27.3	30.7	44.6
自由現金流 (億)	13.1	-15.1	7.6	14.8	16.2
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	-1.1%	-3.0%	2.7%	7.7%	9.7%
Adj. EPS 增長	39.4%	-30.5%	-5.7%	18.0%	23.8%
毛利率	50.3%	43.9%	40.9%	42.4%	43.1%
Adj. EBIT 利潤率	16.0%	-4.5%	10.6%	11.9%	13.3%
淨利潤率	17.8%	4.3%	13.5%	14.3%	15.7%
淨負債/權益	-51.7%	-49.0%	0.9%	0.1%	-7.7%
資本回報率	9.1%	1.8%	5.1%	5.7%	6.7%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	34.4%	-39.7%	19.9%	38.8%	42.5%
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	2.9	8.6	6.1	5.1	4.4
市盈率(x)	9.3	67.2	15.0	12.7	10.3
市淨率(x)	0.8	1.2	0.9	0.8	0.8
市銷率(x)	1.6	2.4	1.9	1.8	1.6

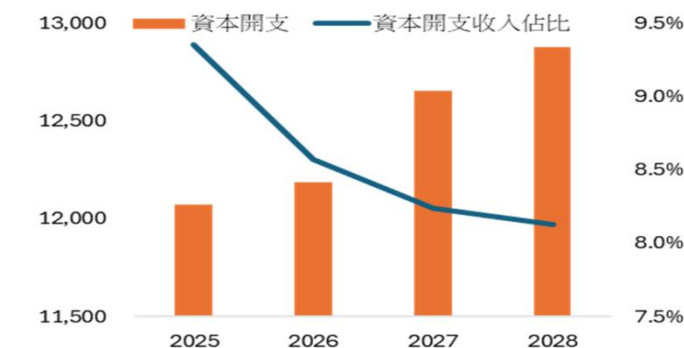
### 波動率



### 估值



### 資本開支收入佔比



## A/H 股：勝宏科技(2476.HK)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

全球 AI 熱潮爆發驅動高端 PCB 需求，超高層 PCB 與高階 HDI 至 2029 年之全球規模預期將以 15% 與 14% 年複合增速擴張。公司作為主要受益者，在 AI/HPC PCB (市佔率 13.8%)、超高層板 (16.2%) 及高階 HDI (44.6%) 領域均居全球首位。得益於與全球科技龍頭在英偉達 Rubin 平台及谷歌 ASIC 項目的深度戰略合作，公司產品結構大幅優化，帶動 2025 年淨利潤大增 274% 至 43 億元。預計 2025 至 2028 年間淨利潤複合增長率將高達 81%，配合 2026 年預計高達 180 億元的產能擴建計劃，強勁訂單能見度將推動盈利進入高速爆發期。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

目前公司在 A 股與港股市場雙重上市。A 股目標價定於 442 元人民幣，相當於 25 倍 2027 年預測市盈率，處於三年歷史均值，主要反映 AI 需求推動的強勁成長潛力。港股目標價則定於 539 港元，基於 34 倍 2026 至 2027 年平均市盈率。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

主要催化劑包括：第一，全球科技巨頭硬件平台升級及下半年量產迭代，將帶來龐大追加訂單；第二，第九代谷歌 TPU 等 ASIC 客戶增加高階 HDI 產品採購，提升利潤率；第三，越南及泰國新建產線預計於 2026 年陸續投產，海外產能釋放將消除地緣風險擔憂；最後，預計自 2026 年下半年起季度盈利增長顯著加速，將直接推動兩地市場信心重估。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

需關注的主要風險包括：首先，2026 年產能大幅擴張面臨新廠良率與產能爬坡進度的不確定性，短期可能侵蝕毛利率；其次，行業競爭激烈，需防範主要客戶引入新供應商帶來的市佔率流失風險；第三，銅價等核心原材料價格劇烈波動，原材料成本佔總銷售成本逾六成，易影響利潤空間；最後國際貿易摩擦、關稅政策變動及潛在的地緣政治緊張局勢。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

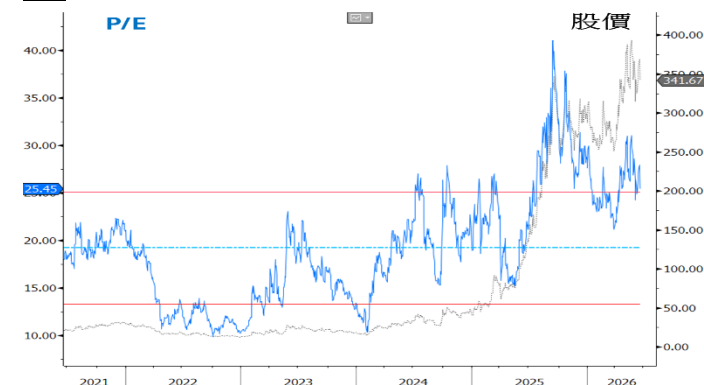
公司成立於 2003 年，為深港兩地上市的全國領先高端 PCB 製造商。主營超高層板、高階 HDI 及 FPC，產品深植於 AI 算力、汽車電子及智能終端。為全球科技龍頭提供一站式、高可靠性的量產交付服務。

財務數據 (人民幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	10.7	19.3	33.8	57.6	81.7
Adj. EBIT (億)	1.3	5.1	10.5	18.6	26.5
Adj. EPS (元)	1.3	5.0	9.8	17.4	25.1
經營現金流 (億)	1.3	4.5	7.4	17.4	25.0
自由現金流 (億)	1.0	-1.7	-	-	-
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	35.3%	79.8%	75.1%	70.6%	41.7%
Adj. EPS 增長	71.8%	273.9%	95.8%	77.6%	44.0%
毛利率	22.7%	35.2%	40.0%	41.4%	42.4%
Adj. EBIT 利潤率	12.3%	26.6%	31.0%	32.3%	32.5%
淨利潤率	10.8%	22.4%	26.2%	27.7%	28.8%
淨負債/權益	62.4%	39.1%	-38.2%	-70.8%	-152.3%
資本回報率	13.9%	33.8%	28.9%	30.7%	34.6%
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率 (%)	0.3%	-0.5%	-	-	-
股息率 (%)	-	-	0.9%	1.6%	2.5%
EV/EBITDA(x)	19.3	42.0	30.0	16.9	12.1
市盈率(x)	31.4	57.5	37.2	20.9	14.6
市淨率(x)	4.0	15.1	10.6	7.6	5.4
市銷率(x)	3.4	12.8	10.6	6.2	4.4

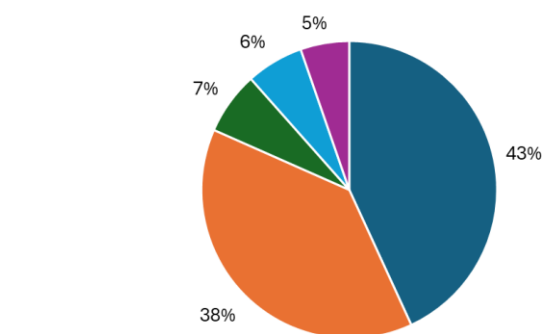
### 波動率



### 估值



### 收入按產品分類



■ 多層印製電路板 ■ 高密度互連板 ■ 柔性印製電路板 ■ 其他 ■ 印製電路板

## 港股/中概股：智譜 AI (2513.HK)

### 1. 投資理據 (Investment Thesis)

智譜 AI 具備頂尖的前沿模型研發能力。最新發布的 GLM-5.2 模型其 API 混合定價較前代提高 13%，且其定價為 Kimi K2.7 的 1.2 倍、深言的 4.9 倍，展現強大定價權。公司年化經常性收入(ARR)在四個月內增長超 6 倍至 2.5 億美元。同時，GLM-5.1 在 METR 測試中達到開源首位的 8 小時任務完成時效。預計雲端開放平台收入在 2025 至 2027 年的年複合增長率(CAGR)高達 470%，將推動商業化全面爆發。

### 2. 估值概要 (Valuation Summary)

智譜 AI 目標價定為 HK1,373。估值主要依據 22 倍的 2030 年預測市盈率(P/E)，並以 15% 的 WACC 折現，溢價反映其未來超 100% 的營收高增速。公司預計將於 2028 年扭虧為盈(淨利潤人民幣 12.87 億元)，並在 2030 年利潤增至 385.76 億元。

### 3. 股價催化劑 (Share Price Catalysts)

短期股價催化劑包括：新一代萬億參數大模型 GLM-5.5 預計將於 2026 年 8 月發布，擴大技術優勢；海外主權 AI 平台持續推進，以及每日約 5 億港元的強力回購，將有效提振市場信心並驅動估值倍數重估。

### 4. 投資風險 (Investment Risks)

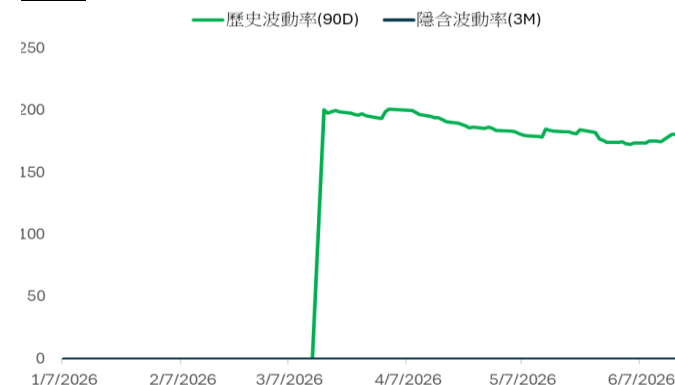
投資風險包括：地緣政治與出口管制風險(部分實體被列入美國實體清單，未來或限制算力獲取)；競爭加劇使大客戶有流失風險，且模型商品化會帶來價格戰壓力；持續高額的 R&D 投入(達營收 2 至 5 倍)與算力推理成本，將持續對毛利率施壓並推遲盈利時點。

### 5. 公司簡介 (Company Profile)

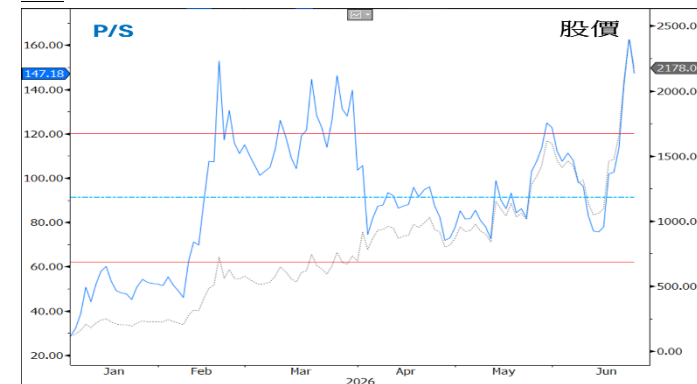
智譜 AI 是中國領先的通用大模型與 AGI 開拓者，源自清華大學技術轉化，與清華知識工程實驗室(KEG)合作，擁有超 800 人的頂尖團隊。公司提供涵蓋語言、多模態及代碼模型在內的全方位 MaaS 平台。商業模式兼具本地私有化部署(佔比 74%)與高成長性的雲端 API 服務，已在金融與政務等多個領域確立龍頭地位。

財務數據 (人民幣)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入 (億)	0.3	0.7	3.2	8.5	19.8
Adj. EBIT (億)	-2.6	-3.8	-4.7	-4.9	-3.2
Adj. EPS (元)	-154.1	-8.1	-10.8	-10.4	-5.2
經營現金流 (億)	-2.2	-2.2	-2.3	-1.3	2.4
自由現金流 (億)	-2.4	-2.3	-	-	-
利潤率與增長 (%)	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
收入增長	150.9%	131.9%	341.6%	166.0%	132.9%
Adj. EPS 增長	195.3%	-94.7%	32.1%	-3.8%	-50.0%
毛利率	56.3%	41.0%	35.2%	37.2%	40.5%
Adj. EBIT 利潤率	-816.8%	-524.8%	-147.6%	-57.7%	-15.9%
淨利潤率	-946.3%	-648.6%	-	-	-
淨負債/權益	-	-	19.0%	33.9%	42.7%
資本回報率	-	-	-	-	-
估值	-FY2	-FY1	FY1E	FY2E	FY3E
自由現金流率(%)	-0.2%	-0.2%	-	-	-
股息率(%)	-	-	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA(x)	-	-	-	-	-
市盈率(x)	-	-	-	-	-
市淨率(x)	-	-	-	-	-
市銷率(x)	-	-	283.7	106.6	45.8

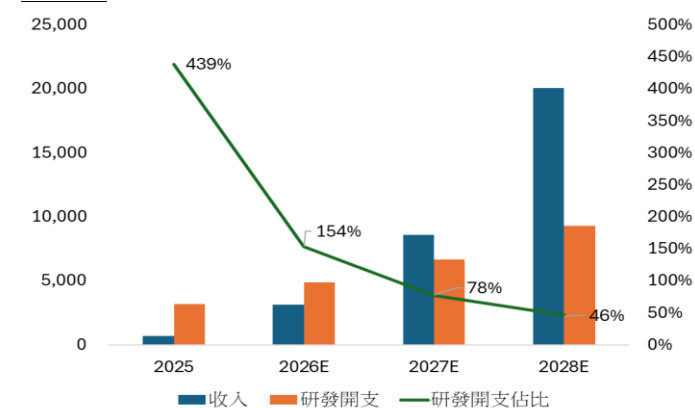
### 波動率



### 估值



### 研發開支



## 10. 常用專業術語

**1.6T 光模組 (Optical Transceivers)**：AI 算力集群間進行光信號傳輸的設備，目前正從 800G 向 1.6T 演進(Coherent、Lumentum 的核心增量爆發點)。

**3D VC (3D Vapor Chamber, 三維均熱板) / 液冷 (Liquid Cooling)**：AI 晶片功耗恐怖，傳統的風扇吹風已經無法散熱，必須使用的高端散熱技術(如維諦技術 VRT 的核心業務)。

**AI Agent (智能體)**：不僅能聊天，還能自主拆解任務、調用工具並執行複雜操作的 AI 程式(如自動幫你訂機票、寫報告並發送郵件)。

**AI Fatigue (AI 疲勞感)**：2026 年市場出現的一種情緒，指用戶和企業面對層出不窮的大模型和套殼 App 產生審美疲勞，導致投資資金更向擁有絕對壁壘的巨頭集中。

### Applications & Eco: 應用與生態層

**ASIC (Application-Specific Integrated Circuit, 專用積體電路)**：為特定 AI 任務定制的晶片，如谷歌的 TPU 或科技巨頭的自研 AI 晶片，比通用 GPU 更省電、成本更低。

**ASV (AI Server Value)**：單台 AI 伺服器的價值量。券商分析師常用來計算工業富聯、廣達等代工廠的毛利提升空間。

**CapEx (Capital Expenditure, 資本支出)**：研報中高頻出現的詞，專指科技巨頭買 GPU、建資料中心花掉的錢。CapEx 漲，意味著硬體股業績好。

**Churn Rate (流失率)**：投資人評估 C 端 AI 應用(如 Minimax、Character.ai)的核心指標，指付費用戶在第二個月取消訂閱的比例。如果流失率過高，說明產品只是“一時新鮮(Novelty)”而不是剛需。

**Compute (算力)**：AI 時代的硬通貨，常指可用的 GPU 資源總量。

**Context Window (上下文窗口)**：AI 一次性能夠讀懂、記住的最大文本量。比如“200k Context”意味著 AI 能一次性讀完並理解一本 20 萬字的長篇小說。

**CoWoS (Chip-on-Wafer-on-Substrate)**：台積電的核心先進封裝技術，能把 GPU 和 HBM 像拼積木一樣高密度組裝在一起，目前極其供不應求。

**Edge AI (邊緣端 AI) / AI PC / AI Phone**：不依賴雲端伺服器，直接在筆記本、手機或汽車本地晶片上運行的 AI 應用程式。

**Embodied AI (具身智能)**：將 AI 的“大腦”(大模型)裝進物理實體的“身體”(如優必選的人形機器人、無人駕駛汽車)，讓 AI 具備在物理世界交互和工作的能力。

**Fine-tuning (微調)**：在預訓練的基礎上，喂給 AI 行業特定資料(如法律、金融、醫學)，讓它從“通用才子”變成“行業專家”。

**GenAI (Generative AI, 生成式人工智慧)**：區別於傳統的“識別型”AI，專指能自主創造新內容(文字、圖片、視頻、代碼)的 AI 技術。

**GPU (Graphics Processing Unit · 圖形處理器)**：AI 算力的核心晶片(如英偉達 H100/B200)，擅長大規模平行計算。

**GPU Cloud (算力雲) / GPU-backed Debt**：2026 年極為流行的一種新型融資方式。初創企業用手裡囤積的英偉達 B200/H100 晶片作為實物抵押品，向華爾街銀行貸款。

**Hallucination (幻覺)**：行業術語，指大模型由於資料缺失或概率計算錯誤，生成看似合理但完全錯誤、憑空捏造的資訊。

**Hardware & Infra: 硬體與基礎設施層**

**HBM (High Bandwidth Memory · 高頻寬記憶體)**：緊挨著 GPU 晶片放置的超高速記憶體，是解決 AI 算力傳輸瓶頸(“存力”)的關鍵硬體。

**Hyperscalers (超大規模雲廠商)**：AI 的終極買家，指微軟、亞馬遜 AWS、谷歌雲、Meta 等瘋狂砸錢建資料中心的科技巨頭。

**Inference & Optimization: 模型高效訓練與工程層**

**Inference (推理)**：AI 產業鏈的下半場。指模型訓練好之後，使用者在使用它(如你現在向我提問、AI 生成回答)的過程。2026 年機構最看重“推理成本”的下降。

**InfiniBand (IB 網路) vs RoCE**：AI 集群內部的高速公路。InfiniBand 是英偉達壟斷的高端網路通訊協定(低延遲、極快)；RoCE 則是傳統乙太網升級版(性價比高)，兩者的路線之爭直接影響 Broadcom、Marvell 等網路晶片股的業績。

**LLM (Large Language Model · 大語言模型)**：像 GPT-4、文心一言、智譜 GLM 這樣，基於海量文本訓練、擁有數十億到數萬億參數的巨型 AI 模型。

**MaaS (Model as a Service · 模型即服務)**：大模型公司的商業模式，不賣軟體，而是把大模型做成雲端介面(API)，按調用量向企業收錢。

**Models & Architecture: 模型與演算法架構層**

**MoE (Mixture of Experts · 混合專家模型)**：當前最火的模型架構(如 GPT-4、智譜、Minimax 都在用)。不讓一整個大模型處理所有問題，而是拆成多個“專業小模型”，誰擅長誰啟動，大幅降低了每次回答的算力成本。

**Multimodal (多模態)**：指 AI 不僅能看懂文字，還能同時理解和生成圖片、音訊、視頻、代碼等多維度資訊的能力(如 GPT-4o 或 Minimax 的音視頻模型)。

**Networking & Scaling: 算力通信與集群層**

**Neuromorphic Computing (類腦計算) / Spiking Neural Networks (脈衝神經網路)**：模擬人類大腦神經元通電機制的下一代晶片與演算法架構，旨在以超低功耗(幾瓦特)實現甚至超越 LLM 的智慧。

**Next-Gen AI Concepts: 前沿 AI 概念**

**NVLink / NVSwitch**：英偉達的“獨家膠水”。能把數萬張 GPU 連接成一塊超大晶片的技術，也是英偉達構建生態護城河、讓 AMD 極難追趕的通信底層。

**Open-Source (開源) vs Closed-Source (閉源)：**路線之爭。開源陣營以 Meta (Llama) 為代表，把代碼免費送給全天下；閉源陣營以 OpenAI 為代表。這決定了智譜、Minimax 等創業公司是選擇自研基座，還是基於開源生態做應用。

**Parameters (參數量)：**衡量大模型“腦容量”的指標。參數量越大(如 70B 代表 700 億參數)，模型理論上越聰明，但消耗的算力也呈幾何級增長。

**Pre-training (預訓練)：**讓 AI 吞噬全網海量資料，學習人類語言的基本規律。這個階段最燒錢、最耗算力。

**Prompt Engineering (提示詞工程)：**編寫、優化輸入給 AI 的指令 (Prompt)，以榨出 AI 最佳回答的技術。

**Quantization (量化)：**一種“模型瘦身”技術。把萬億參數的模型“壓縮”，讓它犧牲極小精度的前提下，能跑在 Dell 的普通伺服器、甚至蘋果手機(Edge AI)上。

**RAG (Retrieval-Augmented Generation, 檢索增強生成)：**解決 AI “一本正經胡說八道(Hallucination)”的藥方。讓大模型在回答前，先去企業內部資料庫或聯網搜索準確資料，再組織語言回答。

**RLHF (Reinforcement Learning from Human Feedback, 人類回饋強化學習)：**通過人類當裁判，給 AI 的回答打分，糾正它的錯誤，讓 AI 的言行更符合人類的價值觀和習慣。

**Scaling Law (尺度定律)：**AI 圈的摩爾定律——只要資料量越大、算力越強、模型參數越多，AI 的能力就會無上限地變強。

**Silicon Photonics (矽光子技術)：**用“光”代替“電”來傳輸晶片間資料的顛覆性技術，能大幅降低 AI 伺服器的功耗並提升速度。

**Sora-like / Text-to-Video：**文生視頻大模型。AI 時代的多媒體聖杯，也是 Minimax 等出海獨角獸重點內卷的賽道。

**Synthetic Data (合成資料)：**人類生產的高品質文字和視頻快被 AI 吞噬光了，現在的 AI 開始使用“由高性能 AI 自己生成的、更乾淨、邏輯更嚴密的資料”來進行下一代訓練。

**Tokens：**AI 處理語言的基本單位(通常一個單詞或漢字等於 1~2 個 Token)。大模型收費通常按“每百萬 Tokens”來計價。

**Training & Optimization:** 訓練與調優層

**Transformer：**當前幾乎所有主流 AI(包括 ChatGPT)的底層神經網路架構，其核心是“注意力機制(Attention)”，讓 AI 能理解上下文。



## 投資產品與服務部

### 尹賀

證監會持牌人 (中央編號 AJM689)  
kevin.h.yin@kgi.com

### 莫偉民 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)  
raymond.mok@kgi.com

### 葉晉宜 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)  
derek.yip@kgi.com

### 梁啟棠 · CFA

證監會持牌人 (中央編號 ADU276)  
cusson.kt.leung@kgi.com

#### 重要聲明

於本檔內所載的所有資料，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、保險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，本檔所載的資料，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。於本檔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。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本檔內之全部或任何部份內容。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。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各自的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各自的董事、高級職員、僱員及代表不會就協力廠商所提供的或引用自協力廠商的資料內容承擔任何責任。

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、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益