



台股投資策略

焦點內容

1. 在獲利持續成長、貨幣政策尚未轉向高度緊縮，以及 CSP 資本支出不斷上修下，本輪 AI 行情更可能處於科技革命的中段擴張，而非泡沫破滅前夕。
2. 維持台股今年底前挑戰 50,000 點、未來一年上看 55,000 點的目標不變。
3. 聚焦 Rubin Ultra 升級與 AI ASIC 供應鏈受惠族群。

從歷史經驗看，本輪 AI 狂潮距離泡沫化仍言之過早

重要訊息

市場頻傳 AI 泡沫疑慮，但歷史顯示，資產泡沫多由小而大逐步累積，最終在聯準會激進緊縮或重大黑天鵝衝擊下破裂。就估值、貨幣政策與基本面觀察，目前 AI 熱潮距離泡沫破滅仍有相當距離。

評論及分析

股價未脫離獲利成長，AI 尚未出現泡沫特徵。回顧歷史上的重大資產泡沫，不論是 2000 年的網路泡沫，或是 2007 年的房市榮景，其共同特徵皆在於股價上漲速度遠快於企業獲利成長，亦即市場願意支付愈來愈高的估值溢價，導致股價與基本面逐漸脫鉤。若以 PEG（本益比相對盈餘成長比率）作為衡量指標，2000 年網路泡沫高峰時，科技股 PEG 一度攀升至 3.1 倍，反映投資人對未來成長抱持極度樂觀預期；2007 年房市榮景期間，房產相關類股 PEG 亦升至 1.6 倍，顯示市場估值已明顯領先獲利成長。

然而，若將目前的 AI 投資熱潮與歷史泡沫相比，兩者仍存在顯著差異。以 NVIDIA、Microsoft、Broadcom 等 AI 龍頭企業為例，其營收與獲利至今仍持續創下新高，且企業獲利上修幅度與股價漲勢大致同步。目前 AI 龍頭企業的 PEG 約僅 1 倍，遠低於網路泡沫的 3.1 倍，也低於房市榮景時期的 1.6 倍。

貨幣環境尚未形成泡沫破裂條件。回顧 1980 年代雷根多頭行情、2000 年網路泡沫及 2008 年金融海嘯前的房市榮景，其結束往往並非源於基本面突然惡化，而是受到聯準會大幅升息、流動性快速收縮或重大黑天鵝事件等外部因素衝擊。換言之，泡沫孕育於市場過度樂觀的預期，但真正促使其破裂的，通常是總體環境的急劇轉變。

歷史經驗顯示，重大資產泡沫破裂前，聯準會通常已將政策利率升至明顯高於中性利率的限制性區間。以 2000 年網路泡沫及 2007 年房市泡沫為例，聯準會均將基準利率調升至較中性利率高出逾 6 碼的水準，進而引發資產評價重估與市場修正。相較之下，目前聯準會政策利率約為 3.75%，仍低於市場預估約 4~5% 的名目中性利率，顯示貨幣環境尚未步入高度緊縮階段。

此外，殖利率曲線倒掛亦是歷史上泡沫破裂前的重要警訊。無論是 2000 年或 2007 年，美國公債長短天期利差皆曾出現倒掛，反映資金成本上升與金融條件明顯收緊，並進一步加速資產價格修正。整體而言，目前市場尚未出現過往泡沫破裂前常見的貨幣緊縮訊號，因此相關風險雖需持續關注，但尚未達到歷史經驗所顯示的警戒水準。

大型 CSP 資本支出決定 AI 行情續航力。除了估值與貨幣政策外，判斷 AI 熱潮能否延續的關鍵指標，在於大型 CSP 的資本支出。回顧網路、智慧手機與雲端運算等科技浪潮，其長期成長皆建立在企業持續擴大投資之上。

目前 Microsoft、Amazon、Google 與 Meta 等 CSP 正大幅投入 AI 基礎建設，帶動 GPU、AI 伺服器、網通設備與資料中心需求，並成為 AI 供應鏈獲利成長的重要支柱。因此，比起關注股價表現，更應追蹤資本支出是否持續上修。

現階段主要 CSP 仍積極擴大 AI 投資，反映需求尚未趨於飽和。然而，任何科技革命終須接受 ROI 檢驗。當 AI 投資無法有效轉化為營收成長，或應用普及速度放緩時，資本支出增速便可能見頂。因此，AI 行情能否延續的關鍵不在股價高低，而在於 CSP 投資動能是否持續。只要資本支出穩步成長，產業獲利仍有望支撐當前估值；反之，若投資轉趨保守，市場便可能重新評價 AI 產業前景。

投資建議

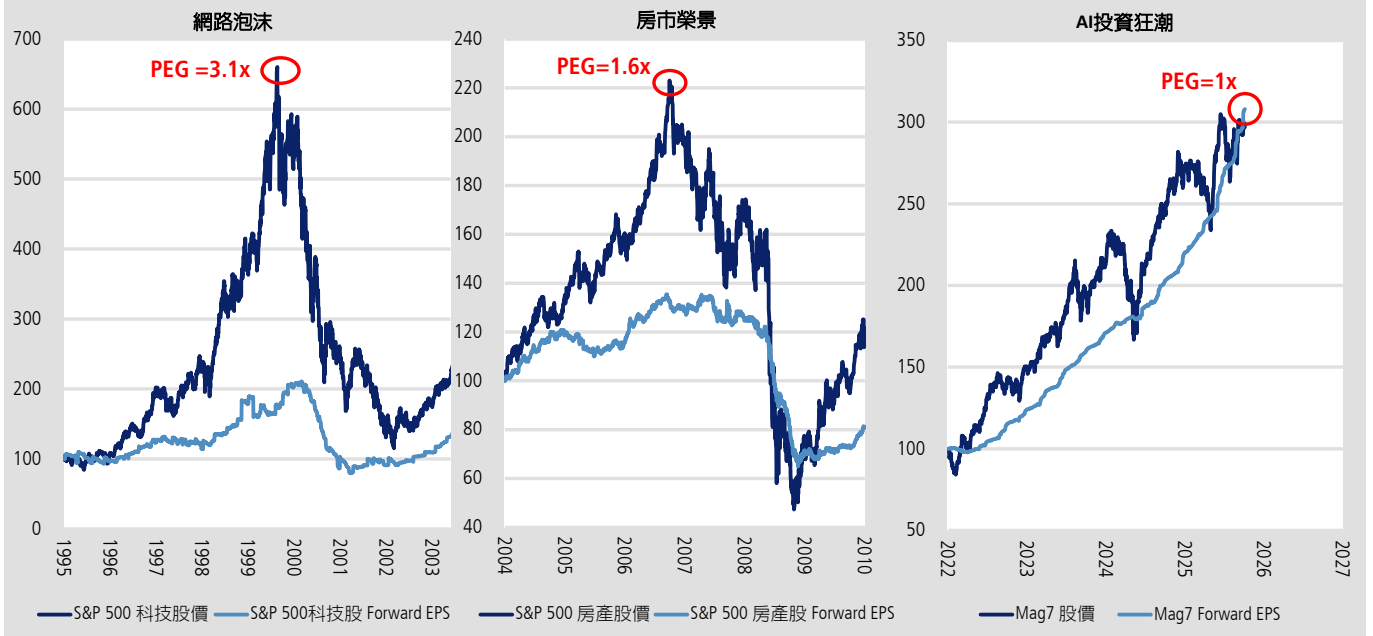
市場對 AI 泡沫的討論始終未曾停歇，但回顧歷史經驗，大型資產泡沫往往經過長時間累積，並在貨幣政策大幅轉向或重大風險事件衝擊下才會破裂。從估值、流動性及產業投資動能三個面向觀察，目前 AI 產業雖已出現局部過熱現象，但距離歷史泡沫末期常見的估值失衡與基本面脫鉤仍有一段距離。在企業獲利持續成長、聯準會政策尚未轉向高度緊縮，以及大型 CSP 資本支出不斷上修的支撐下，本輪 AI 行情更可能處於科技革命的中段擴張期，而非泡沫破滅前夕。

基於此，我們維持對台股中長期展望的正面看法，預期 AI 投資浪潮將持續推動企業獲利成長與評價提升，並維持台股年底前挑戰 50,000 點、未來一年上看 55,000 點的目標不變。

然而，未來兩個月市場仍須面對聯準會政策走向及美國期中選舉等不確定因素，預期波動可能加劇。因此，投資策略上建議採取逢回布局的方式，並聚焦於輝達 Rubin Ultra 平台所帶動的新一輪硬體升級商機，包括散熱、電源供應器、銅箔基板、ABF 載板、導軌及光通訊等族群。此外，隨著大型 CSP 積極擴展 AI ASIC 布局，自研晶片生態系的重要性持續提升，相關 IC 設計服務、先進封裝、高速傳輸技術供應鏈及測試介面，亦將是投資主軸。

圖 1: 歷史泡沫期間，股價漲幅遠超獲利成長，PEG 攀升至 1.6 至 3.1 倍；目前 AI 龍頭 PEG 約 1 倍，顯示估值仍處合理區間

歷史股市泡沫期間主流類股股價與獲利表現比較（各週期起始值 = 100；點）

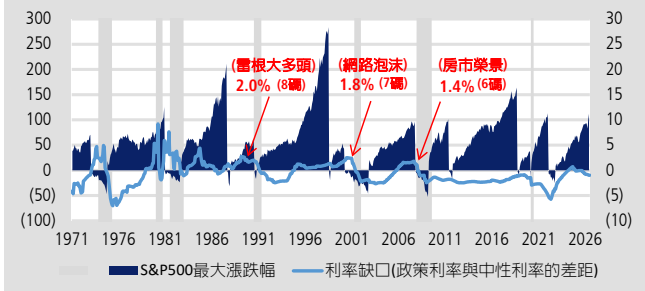


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：1995—2003 年追蹤標普資訊科技指數；2004—2009 年追蹤標普房地產指數；2022 年至今追蹤美股七巨頭

圖 2: 近三次資產泡沫破滅前夕，聯準會政策利率均高於中性利率達 6 碼以上之高度緊縮階段

S&P500 最大漲跌幅，百分比(左軸)；政策利率缺口，百分比(右軸)

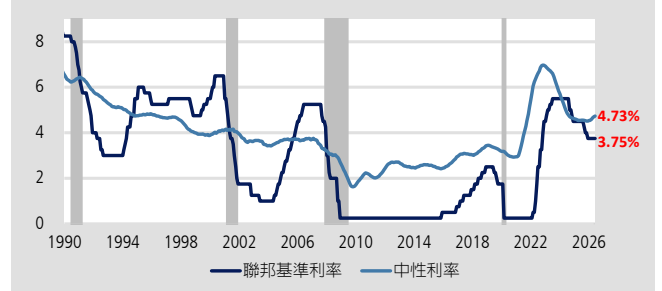


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 3: 目前聯準會政策利率約為 3.75%，仍低於市場預估約 4~5% 的名目中性利率，顯示貨幣環境尚未步入高度緊縮階段

美國聯邦基準利率與中性利率，百分比

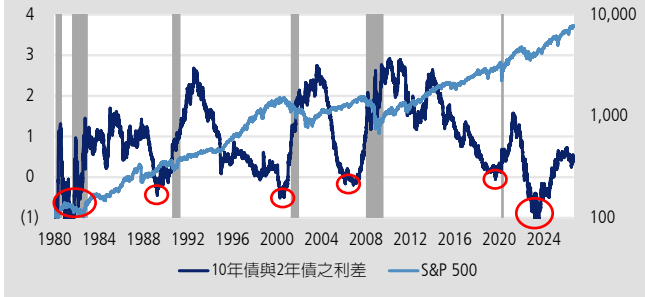


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 4: 殖利率曲線倒掛亦是歷史上泡沫破滅前的重要警訊

美國 10 年債與 2 年債之利差，百分比(左軸)；S&P500 指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：陰影區域為美國經濟衰退期間；紅色圓圈代表美國負利率期間

圖 5: 歷史經驗顯示，利率倒掛後平均約 9 個月美股見頂

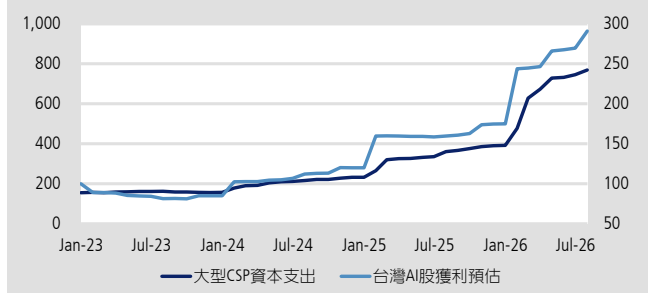
利率倒掛與美股/台股/景氣的關聯性

美國利率倒掛(10y-2y)			美國利率倒掛後股市 幾個月見高點(月)		美國利率倒掛後景氣 幾個月步入衰退(月)	
開始日期	結束日期	延續時間(月)	台股	美股	台灣	美國
1978/8/17	1980/5/1	20.8	1.4	13.9	未衰退	17.0
1980/9/11	1981/10/23	13.6	84.4	2.5	未衰退	10.0
1988/12/14	1989/6/23	6.4	13.9	17.6	4.5	19.0
1998/5/26	1998/7/25	2.0	-2.8	1.8	未衰退	未衰退
2000/2/2	2000/12/22	10.8	0.4	1.6	7.0	13.0
2005/12/27	2007/3/16	14.8	22.0	21.3	26.1	23.0
2019/8/26	2019/9/2	0.2	4.0	5.6	5.2	5.0
2022/4/1	2024/9/6	29.6	未見高	未見高	未衰退	未衰退

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6: 大型 CSP 持續上修資本支出，推動 AI 供應鏈盈餘展望持續上調，為台股本輪盈餘持續上修的核心動能

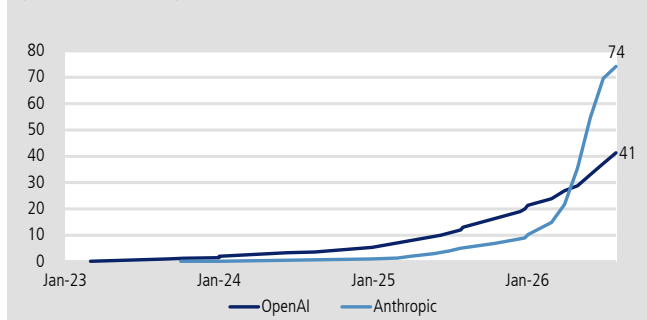
美國大型 CSP 資本支出預估，10 億美元(左軸)；台灣 AI 股獲利預估，點(右軸)



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

圖 7: 從 OpenAI 與 Anthropic 年化營收快速成長可見，AI 應用正加速轉化為實質商業價值

OpenAI 與 Anthropic 年化營收，10 億美元



資料來源：Ticker Trends；凱基整理

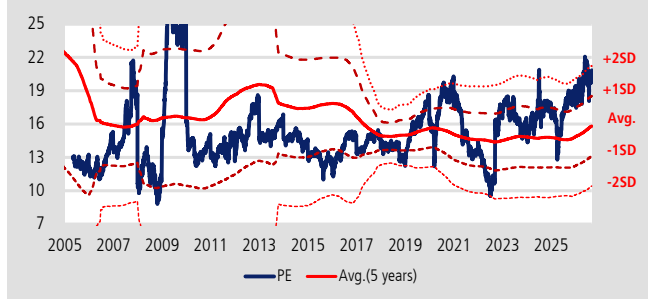
圖 8: 台股成分股預估獲利與評價

稅後淨利 (10億元)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,344	6,659	8,240
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,626	3,852	4,630
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	3,101	4,891	6,412
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,383	2,083	2,801
台積電	597	1,017	838	1,173	1,718	2,807	3,610
盈餘年增率 (%)							
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	14.9	53.3	23.7
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	0.7	46.7	20.2
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	37.9	57.7	31.1
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	28.6	50.6	34.5
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	46.4	63.4	28.6
P/E (x)							
台股	39.5	41.0	57.7	40.9	35.6	23.2	18.8
台股(扣除台積電)	27.4	33.0	49.3	34.9	34.6	23.6	19.7
電子股	65.4	58.3	73.7	55.6	40.3	25.6	19.5
電子股(扣除台積電)	46.5	54.2	71.3	57.0	44.3	29.4	21.9
台積電	106.9	62.8	76.1	54.4	37.1	22.7	17.7

資料來源：凱基整理與預估

圖 9: 台股最新預估的本益比(2027 年)約落 19 倍，相較於過去長期平均以上約 1~2 個標準差，處於多頭合理區間

台股預估 PE(未來一年)，倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 10: 台股評價與指數對照表

2026年 預估PE	約當指數位置 (點)	2027年 預估PE	約當指數位置 (點)	26與27年 平均預估PE	約當指數位置 (點)
15x	30,545	15x	37,794	15x	34,170
16X	32,581	16X	40,314	16X	36,448
18x	36,654	18x	45,353	18x	41,003
20X	40,726	20X	50,393	20X	45,559
21X	42,763	21X	52,912	21X	47,837
22X	44,799	22X	55,432	22X	50,115
23X	46,835	23X	57,952	23X	52,393

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 11: 推薦個股

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價 (元)		市值 (US\$mn)	股價 (元)	漲跌幅 (%)	每股盈餘 (元)		每股盈餘YoY (%)		本益比 (倍)		PEG (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)	
				2026F	2027F				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
半導體	台積電	2330 TT	增加持股	3,200	2,033,427	2,470.0	29.6		108.25	139.22	63.4	28.6	22.8	17.7	0.4	0.6	8.4	6.1	43.0	39.9	1.2	1.3
	聯發科	2454 TT	增加持股	6,600	239,979	4,710.0	40.1		71.34	123.26	7.9	72.8	66.0	38.2	8.4	0.5	19.4	16.5	28.7	46.3	1.4	1.5
	世芯-KY	3661 TT	增加持股	6,180	11,041	4,030.0	53.3		130.60	171.62	89.8	31.4	30.9	23.5	0.3	0.7	6.6	5.6	23.5	25.9	1.6	2.1
	創意	3443 TT	增加持股	5,870	25,356	5,960.0	(1.5)		50.99	130.40	81.3	155.7	116.9	45.7	1.4	0.3	40.4	24.7	41.8	67.0	0.6	1.6
	順邦	6147 TT	增加持股	280	4,408	186.5	50.1		5.30	7.45	41.6	40.8	35.2	25.0	0.8	0.6	2.6	2.5	8.2	11.2	2.1	3.0
	鴻勁	7769 TT	增加持股	9,000	39,813	6,970.0	29.1		129.97	226.71	89.2	74.4	53.6	30.7	0.6	0.4	18.0	13.3	36.6	49.7	1.3	2.3
	穎崴	6515 TT	增加持股	12,000	8,914	7,700.0	55.8		92.10	184.01	96.3	99.8	83.6	41.8	0.9	0.4	37.8	26.6	47.6	73.8	0.9	1.7
	旺矽	6223 TT	增加持股	10,000	18,025	5,795.0	72.6		76.08	137.53	134.7	80.8	76.2	42.1	0.6	0.5	33.5	26.6	47.3	70.3	0.8	1.4
AI伺服器	奇鋁	3017 TT	增加持股	4,000	41,131	3,285.0	21.8		103.17	160.03	110.7	55.3	31.8	20.5	0.3	0.4	19.3	12.6	72.0	73.3	1.3	2.1
	健策	3653 TT	增加持股	7,365	25,936	5,550.0	32.7		70.19	146.88	95.2	109.3	79.1	37.8	0.8	0.3	30.3	23.0	41.4	69.1	0.8	1.6
	台達電	2308 TT	增加持股	2,505	148,843	1,805.0	38.8		40.57	66.29	75.3	63.4	44.5	27.2	0.6	0.4	13.3	9.9	33.9	41.7	1.1	1.8
	富世達	6805 TT	增加持股	2,685	4,690	2,155.0	24.6		63.66	103.26	105.3	62.2	33.9	20.9	0.3	0.3	15.4	11.0	52.0	61.3	1.3	2.2
	台光電	2383 TT	增加持股	7,625	60,744	5,340.0	42.8		108.84	190.64	166.2	75.2	49.1	28.0	0.3	0.4	26.2	16.2	63.1	71.4	1.2	2.1
	欣興	3037 TT	增加持股	1,175	49,776	954.0	23.2		16.10	32.71	283.4	103.1	59.3	29.2	0.2	0.3	11.6	8.8	22.6	35.8	0.8	1.5
	臻鼎-KY	4958 TT	增加持股	685	17,916	505.0	35.6		15.61	26.33	155.0	68.6	32.3	19.2	0.2	0.3	3.3	3.0	12.1	17.0	1.5	2.6
	勤誠	8210 TT	增加持股	1,440	3,617	907.0	58.8		48.10	67.10	68.4	39.5	18.9	13.5	0.3	0.3	8.2	6.3	48.4	52.3	2.6	3.7
記憶體	川湖	2059 TT	增加持股	15,000	37,877	12,520.0	19.8		336.97	500.02	226.4	48.4	37.2	25.0	0.2	0.5	26.9	17.5	88.8	84.7	1.4	2.1
	緯創	3231 TT	增加持股	300	18,828	186.5	60.9		17.65	26.40	101.4	50.3	10.6	7.1	0.1	0.1	2.8	2.3	28.2	34.8	5.6	8.4
AI應用	南亞科	2408 TT	增加持股	720	58,161	531.0	35.6		75.16	130.67	3775.8	75.9	7.1	4.1	0.0	0.1	3.9	2.1	86.9	74.3	4.2	7.4
	華邦電	2344 TT	增加持股	200	26,922	188.0	6.4		29.03	69.97	3197.6	141.0	6.5	2.7	0.0	0.0	3.8	1.7	78.6	86.8	4.6	11.2
高殖利率	上銀	2049 TT	增加持股	478	3,931	350.0	36.6		9.06	12.52	110.0	38.3	38.7	28.0	0.4	0.7	3.2	3.0	8.4	11.0	1.2	1.7
	矽力-KY	6415 TT	增加持股	530	5,077	410.0	29.3		11.59	17.73	81.5	52.9	35.4	23.1	0.4	0.4	0.9	0.8	11.3	14.9	1.2	1.8
高殖利率	中信金	2891 TT	增加持股	74	42,600	68.2	8.5		4.24	4.70	3.4	10.9	16.1	14.5	4.7	1.3	1.7	1.5	12.9	10.7	4.1	4.5
	永豐金	2890 TT	增加持股	44	20,390	43.5	1.3		2.84	2.74	67.5	(3.5)	15.3	15.9	0.2	(4.5)	2.3	2.0	16.3	13.8	4.0	4.1
	廣達	2382 TT	增加持股	500	42,771	328.0	52.4		27.06	31.75	39.1	17.3	12.1	10.3	0.3	0.6	4.8	4.4	41.1	44.2	6.6	7.7
	海悅	2348 TT	增加持股	100	364	71.9	39.1		11.48	10.73	64.9	(6.4)	6.3	6.7	0.1	(1.1)	1.3	1.2	21.5	19.3	10.7	13.4

資料來源: 凱基整理與預估

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	中包括提供評等給投資人參考。
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

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

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

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