

2026 年台股投資策略

行情續燃長多火，利率選舉定風波

AI 投資熱潮尚未見頂，預期 2026 年將延續自 2023 年啟動以來的多頭循環

相較 2000 年網路泡沫期間近 5 年的多頭走勢，本輪 AI 驅動的行情迄今僅約 3 年，顯示漲勢仍處中段，2026 年有望延續多頭格局。儘管 AI 投資熱潮看似迅猛，然對照過去百年重大技術革命——如鐵路、汽車、電力與資訊科技——其資本支出高峰占 GDP 比重可達 2% 至 3%；目前生成式 AI 相關投資占比僅 0.8%，顯示成長週期仍處早期階段。

儘管 AI 股估值偏高，但軍備競賽支撐 2026 年盈餘維持高度成長

儘管 AI 股估值偏高，但在強勁基本面支撐下，台灣 AI 供應鏈的 PEG 並未超過 1 倍。我們預估 AI 供應鏈 2026 年整體盈餘有望成長 21%，延續 2024 年與 2025 年分別達 35% 與 43% 的高增速。AI 股對台股盈餘貢獻度已突破 6 成，在 AI 軍備競賽持續推進下，台股 2026 年盈餘年增將由 2025 年的 14% 擴大至 20%。AI 基礎建設雖仍由大型 CSP 主導，但新創型業者與主權 AI 的積極投入，使得訂單結構更具多元與穩定。從時間序列觀察，AI 強勁訂單已推動台股累計四季盈餘自 4Q23 起連續 9 季走升，預期此趨勢將延續至 4Q26 後，屆時有望創下連續 13 季盈餘新高紀錄，彰顯產業結構性成長動能。

2026 年台股高點 33,000 點，低點 25,000 點

我們預估 2026 年台股指數高點上看 33,000 點（約當 21 倍本益比），低點則可能下探至 25,000 點（約當 16 倍本益比）。儘管 AI 狂潮支撐 2026 年多頭仍具延續性，但市場波動性亦同步升高，主因：(1) 累計漲幅已大且評價面逼近上緣；(2) 美國期中選舉帶來政策與政治不確定性；(3) 美國聯準會降息節奏存在變數。台股有望重演「微笑曲線」慣性：第一季延續漲勢；第二至第三季出現健康性修正；第四季行情重新轉強。

投資組合

2026 年投資焦點將集中於兩大投資主軸。首先，AI 供應鏈規格升級預期將驅動產業進入新一輪成長周期，受惠標的涵蓋晶圓代工、GPU 與 ASIC、高階封裝技術（CoWoS）、測試介面、記憶體、ODM、散熱、CCL、ABF、PCB、交換器與電源等關鍵零組件，反映 AI 運算需求持續擴張與 GPU 的平台升級。其次，多元題材與防禦型配置亦不容忽視，包括摺疊 iPhone 與智慧穿戴裝置帶動的消費電子創新，以及兼具剛性內需與穩定高殖利率的標的，為投資組合提供成長與收益並重的平衡策略。整體而言，2026 年投資布局應兼顧高成長動能與抗波動能力，以因應市場的波動。推薦股如下：台積電 (2330 TT)、世芯 (3661 TT)、旺矽 (6223 TT)、中砂 (1560 TT)、信驊 (5274 TT)、華邦電 (2344 TT)、鴻海 (2317 TT)、廣達 (2382 TT)、緯創 (3231 TT)、緯穎 (6669 TT)、奇鋐 (3017 TT)、富世達 (6805 TT)、台達電 (2308 TT)、貿聯 (3665 TT)、台光電 (2383 TT)、台耀 (6274 TT)、欣興 (3037 TT)、南電 (8046 TT)、智邦 (2345 TT)、新日興 (3376 TT)、中信金 (2891 TT)、八方雲集 (2753 TT)、寶雅 (5904 TT)。

焦點內容

1. AI 投資熱潮尚未見頂，預期 2026 年將延續自 2023 年啟動以來的多頭循環。
2. AI 族群估值偏高，但軍備競賽驅動盈餘強勁成長，台股 2026 年盈餘年增預估將由 14% 擴大至 20%。
3. 2026 年台股高點 33,000 點（約當 21xPE），低點 25,000 點（約當 16xPE）。
4. 投資策略：AI 供應鏈規格升級為核心，搭配摺疊 iPhone 及高殖利率內需股，兼顧成長與防禦。推薦個股共 23 檔。

推薦個股一覽表 (依推薦主題排序)

公司	代碼	11/20 收盤價	目標價 (元)	漲跌幅 (%)
台積電	2330	1,455.0	1,900.0	30.6
世芯	3661	3,075.0	5,380.0	75.0
旺矽	6223	1,910.0	2,430.0	27.2
中砂	1560	310.0	390.0	25.8
信驊	5274	6,355.0	6,890.0	8.4
華邦電	2344	58.0	69.0	19.0
鴻海	2317	236.5	340.0	43.8
廣達	2382	274.0	385.0	40.5
緯創	3231	143.0	200.0	39.9
緯穎	6669	4,280.0	5,420.0	26.6
奇鋐	3017	1,335.0	1,695.0	27.0
富世達	6805	1,450.0	1,755.0	21.0
台達電	2308	954.0	1,280.0	34.2
貿聯	3665	1,680.0	1,830.0	8.9
台光電	2383	1,430.0	1,425.0	(0.3)
台耀	6274	416.0	530.0	27.4
欣興	3037	171.5	202.0	17.8
南電	8046	269.0	330.0	22.7
智邦	2345	945.0	1,400.0	48.1
新日興	3376	180.5	235.0	30.2
中信金	2891	43.3	48.0	10.9
八方雲集	2753	192.0	234.0	21.9
寶雅	5904	435.5	548.0	25.8

目錄

頁數

台灣市場投資策略

2026年台股投資策略: 行情續燃長多火，利率選舉定風波	1
------------------------------	---

推薦產業及個股

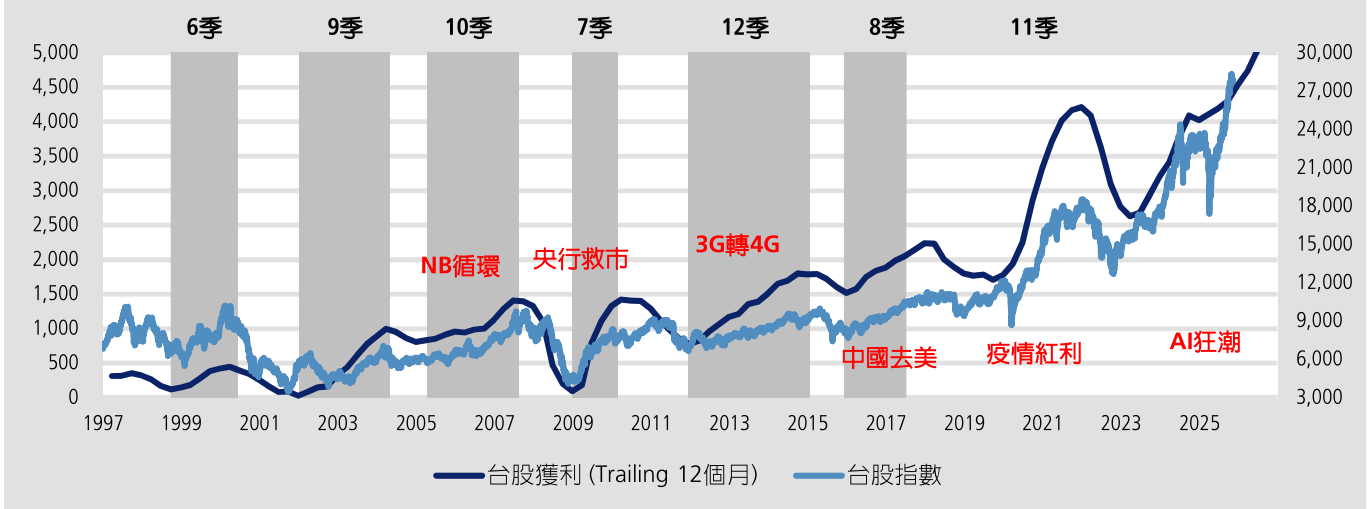
半導體產業: AI和台積電為投資核心	14
台積電 (2330.TW/2330 TT): 擁抱大趨勢	31
中砂 (1560.TW/1560 TT): 新營收動能啟動	38
世芯-KY (3661.TW/3661 TT): 營運自2Q26起回歸強勁成長軌道	42
信驊 (5274.TW/5274 TT): 通用型伺服器出貨量強勁增長提供獲利上修空間	46
旺矽 (6223.TW/6223 TT): 探針卡產能積極擴張，CPO設備錦上添花	50
電子硬體產業: 2026年AI伺服器仍為市場核心焦點	54
印刷電路板產業: AI伺服器高速多層趨勢帶動載板與PCB升級	63
網通產業: 資料中心為主，多樣動能在側	65
台達電 (2308.TW/2308 TT): AI熱潮中持續升溫，成長動能續強	68
鴻海 (2317.TW/2317 TT): AI伺服器將驅動2026年成長	74
廣達 (2382.TW/2382 TT): 2026年AI伺服器營收年增三位數	80
奇鋐 (3017.TW/3017 TT): 公司憑藉領導地位，乘著液冷浪潮順勢前行	86
緯創 (3231.TW/3231 TT): 2026年AI伺服器營收加速成長	90
貿聯-KY (3665.TW/3665 TT): Nvidia認證之關鍵HVDC供應商	96
緯穎 (6669.TW/6669 TT): 2026年GPU/ASIC AI伺服器產品組合更加多元	102
富世達 (6805.TW/6805 TT): AI伺服器帶動液冷需求上升	108
台光電 (2383.TW/2383 TT): 搭乘AI伺服器PCB高速多層趨勢	113
欣興 (3037.TW/3037 TT): AI伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大	119
台耀 (6274.TW/6274 TT): 受惠 AI伺服器PCB高速多層趨勢帶動營運向上	125
智邦 (2345.TW/2345 TT): 2026年持續受惠AI/ML產業發展	129
折疊手機產業: 摺疊iPhone帶動2026-27年摺疊手機出貨成長	136
新日興 (3376.TW/3376 TT): 2026-27年摺疊iPhone推出之主要受患者	140
消費產業: 偏好具穩健獲利來源的內需類股	144
八方雲集 (2753.TW/2753 TT): 價值與成長兼具	146
金融產業: 2026F持續受惠美國降息、殖利率曲線維持正斜率	150
中信金 (2891.TW/2891 TT): 2026F核心獲利維持動能;2025F現金股利殖利率高於同業	160
生技醫療產業: 美國製造為首選	166

附錄

追蹤個股財務預測及投資建議一覽表	167
------------------	-----

圖 1: AI 需求持續強勁，預估將驅動台股累計盈餘延續上行至 2026 年第四季，為指數再創歷史高點奠定基礎

台股獲利(前移 6 個月)，10 億元(左軸)；台股指數，點(右軸)



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

附註：陰影區域代表企業獲利處於上升週期

圖 2: 推薦投資組合

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	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 (%)	
				(元)	(US\$mn)	(元)	(%)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
AI供應鏈	台積電	2330 TT	增加持股	1,900.0	1,209,353	1455.0	30.6	64.58	76.89	42.7	19.1	22.5	18.9	0.5	1.0	7.3	5.7	35.3	33.6	1.4	1.4
	世芯	3661 TT	增加持股	5,380.0	7,987	3075.0	75.0	66.40	134.46	(16.7)	102.7	46.3	22.9	(2.8)	0.2	6.9	5.7	14.3	27.3	1.1	2.2
	旺矽	6223 TT	增加持股	2,430.0	5,870	1910.0	27.2	33.29	62.08	36.3	86.5	57.4	30.8	1.6	0.4	19.7	16.2	34.0	57.7	1.0	1.9
	中砂	1560 TT	增加持股	390.0	1,460	310.0	25.8	8.64	13.02	22.2	50.7	35.9	23.8	1.6	0.5	5.8	4.9	16.9	22.3	1.1	1.6
	信驊	5274 TT	增加持股	6,890.0	7,700	6355.0	8.4	99.25	137.82	45.9	38.9	64.0	46.1	1.4	1.2	32.5	24.6	57.6	60.8	1.2	1.6
	華邦電	2344 TT	增加持股	69.0	8,365	58.0	19.0	1.08	6.64	711.0	517.0	53.9	8.7	0.1	0.0	2.7	2.1	5.2	26.9	0.0	3.4
	鴻海	231 / II	增加持股	340.0	106,400	236.5	43.8	14.68	18.90	33.6	28.8	16.1	12.5	0.5	0.4	1.9	1.8	12.0	14.6	3.3	4.2
	廣達	2382 TT	增加持股	385.0	33,922	274.0	40.5	18.07	21.41	16.7	18.5	15.2	12.8	0.9	0.7	4.5	4.2	30.4	33.8	5.3	6.2
	緯創	3231 TT	增加持股	200.0	14,577	143.0	39.9	9.19	11.99	59.6	34.5	15.6	11.9	0.3	0.3	2.3	2.0	17.9	19.7	4.0	5.4
	緯穎	6669 TT	增加持股	5,420.0	25,494	4280.0	26.6	268.87	293.64	119.4	9.2	15.9	14.6	0.1	1.6	7.2	5.9	50.2	44.4	3.5	3.8
	奇炫	3017 TT	增加持股	1,695.0	16,779	1335.0	27.0	48.71	70.82	131.3	45.4	27.4	18.9	0.2	0.4	13.5	10.0	56.3	60.8	1.8	2.7
	富世達	6805 TT	增加持股	1,755.0	3,186	1450.0	21.0	31.06	58.49	73.5	88.3	46.7	24.8	0.7	0.3	15.0	11.5	35.0	52.7	1.1	2.0
	台達電	2308 TT	增加持股	1,280.0	79,425	954.0	34.2	23.83	32.79	75.7	37.6	40.0	29.1	0.5	0.8	9.5	7.9	25.3	29.7	1.3	1.7
	貿聯	3665 TT	增加持股	1,830.0	10,498	1680.0	8.9	46.66	65.97	105.2	42.5	36.0	25.5	0.3	0.6	7.8	6.5	23.0	27.7	1.4	1.9
	台光電	2383 TT	增加持股	1,425.0	16,423	1430.0	(0.3)	42.22	64.74	57.6	53.3	33.9	22.1	0.6	0.4	10.6	8.1	36.8	42.9	1.8	2.7
	台耀	6274 TT	增加持股	530.0	3,849	416.0	27.4	12.36	21.54	34.1	74.3	33.7	19.3	1.0	0.3	6.8	5.5	22.3	32.3	1.8	3.1
AI 疊機	欣興	3037 TT	增加持股	202.0	8,661	171.5	17.8	3.57	9.16	7.5	156.3	48.0	18.7	6.4	0.1	2.7	2.4	5.7	13.5	0.9	2.4
	南電	8046 TT	增加持股	330.0	5,571	269.0	22.7	2.71	11.79	760.1	334.7	99.2	22.8	0.1	0.1	3.8	3.4	3.9	15.8	0.6	2.6
	智邦	2345 TT	增加持股	1,400.0	16,995	945.0	48.1	46.08	55.83	114.9	21.5	20.5	16.9	0.2	0.8	11.3	8.9	61.9	58.7	2.9	3.5
	新日興	3376 TT	增加持股	235.0	1,133	180.5	30.2	1.70	8.70	(75.7)	416.4	106.5	20.8	(1.1)	0.1	2.0	1.9	1.8	9.4	0.7	3.9
高殖利率	中信金	2891 TT	增加持股	48.0	27,270	43.3	10.9	3.70	4.02	1.0	8.5	11.7	10.8	11.2	1.3	1.7	1.5	15.4	15.1	5.2	5.5
	八方雲集	2753 TT	增加持股	234.0	410	192.0	21.9	11.94	12.99	32.1	8.9	16.1	14.8	0.5	1.7	3.4	3.1	21.5	22.0	4.4	4.7
	寶雅	5904 TT	持有	548.0	1,486	435.5	25.8	29.18	31.72	9.1	8.7	14.9	13.7	1.6	1.6	6.0	5.7	41.5	42.6	5.8	6.3

資料來源：凱基整理與預估

相較 2000 年網路泡沫期間近 5 年的多頭走勢，本輪 AI 驅動的行情迄今僅約 3 年，顯示漲勢仍處中段，2026 年有望延續多頭。

AI 投資熱潮尚未見頂，預期 2026 年將延續自 2023 年啟動以來的多頭循環

相較於 2000 年網路泡沫期間長達 5 年的多頭走勢，本輪由 AI 驅動的科技股行情迄今僅約 3 年，顯示漲勢仍處中段，預告 2026 年有望延續多頭格局。

儘管市場擔憂 AI 基礎建設存有過度投資疑慮，但從歷史經驗來看，目前的 AI 資本支出仍遠低於過去技術革命的高峰。根據統計，AI 基礎建設支出目前僅占美國 GDP 約 0.8%，而鐵路、電力與網路泡沫時期的資本支出占比曾達 2%至 3%。這意味著 AI 投資尚未過熱，仍具備長期成長空間。除此，歷史顯示，技術革命的投資往往歷經 5 年以上才會達到投資高峰並帶動生產力逐步改善。目前 AI 基礎建設的投資曲線迄今僅接近 3 年，意味 AI 仍處於基礎建設的擴張初期，未來數年仍有望持續推升企業進行 AI 投資。當資本支出仍未全然轉化為生產力的提升、企業獲利尚未整體加速時，上行動能將有空間。

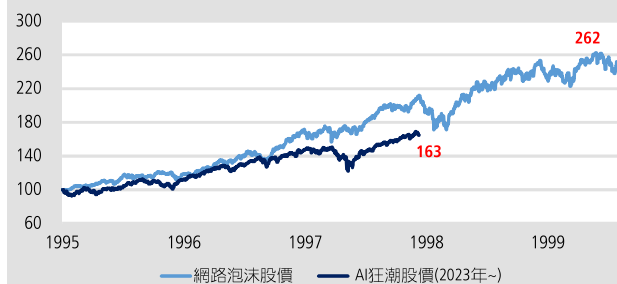
市場另一項疑慮在於大型雲端資料中心廠商(CSP)是否具備足夠營運現金流支撐龐大的 AI 資本支出。根據我們彙整財報資料，截至目前，前五大 CSP 過去一年的資本支出占營運現金流比重雖由前一季的 61%提高至 64%，但仍屬可控範圍。展望未來，由於這些大型 CSP 未來 1~2 年營運現金流仍可維持 20%至 30%的年增率，意味資本支出占營運現金流的比例並不容易觸及財務警戒線。

除此，AI 算力需求的爆發性增長亦是支撐 CSP 持續擴建資料中心的主因。以 Google 為例，其大型語言模型每月處理的 token 量自 2024 年 5 月的 10 兆，成長至 2025 年 5 月的 480 兆，2025 年 10 月更突破 1,300 兆，預估 2026 年將達 2,000 兆。ChatGPT 的活躍用戶數亦從 2024 年初的 3 億戶成長至 2025 年 10 月的 8 億戶，顯示 AI 應用滲透率快速提升。

我們彙整最新一季企業法說所得數據，2025 年全球前五大 CSP 資本支出預估達 3,869 億美元，年增率由原先預估的 55%上修至 59%；2026 年則進一步上修至 5,160 億美元，年增率由 22%上修至 33%。這波資本支出上修潮不僅未見疲態，反而呈現加速態勢，顯示 AI 基礎建設仍處於擴張初期。

圖 3: AI 狂潮目前的股價水準相當於網路泡沫時期的中期階段

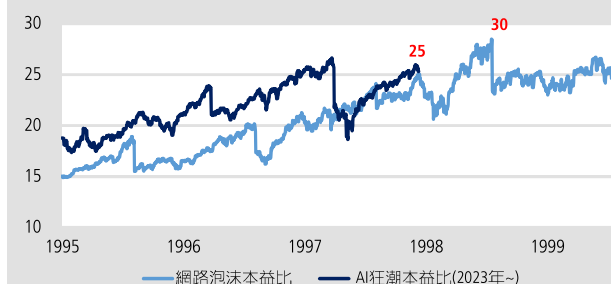
S&P500 股價，點



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4: AI 狂潮目前的估值水準相當於網路泡沫時期的中段位置

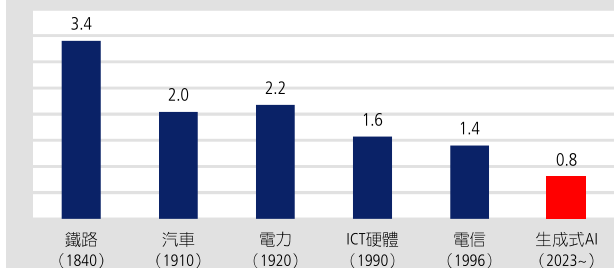
S&P500 預估本益比，倍



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5: AI 投資占 GDP 比例遠低於鐵路、汽車、電力、資訊等技術革命，顯示目前投資並未過熱且具顯著成長空間

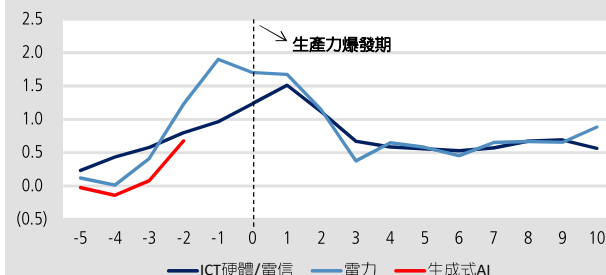
歷史上新興技術投資占當時 GDP 的比例，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6: 若 AI 投資曲線與過去的技術類似，意味現階段尚未達到生產力的爆發點，預告未來仍有顯著增長空間

歷史上新興技術投資占當時 GDP 的比例，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 7: 大型 CSP 過去一年的資本支出占營運現金流的比例雖從前一季的 61% 提高至 64%，仍屬可控狀態

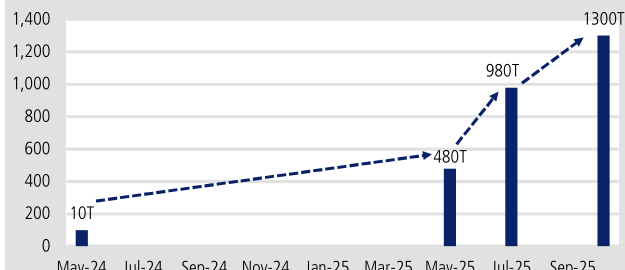
美國前五大 CSP 之資本支出/營運現金流，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 8: Google 大型語言模型每月處理的 token 量在過去兩年呈現爆發性成長

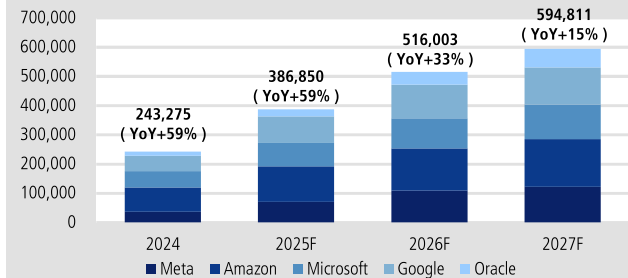
Google 大型語言模型每個月處理 tokens 數，兆



資料來源：Google；凱基整理

圖 9: 大型 CSP 最新資本支出展望，2025 年資本支出年增由 55% 上修至 59%，2026 年由 22% 上修至 33%

美國前五大 CSP 年度資本支出，百萬美元

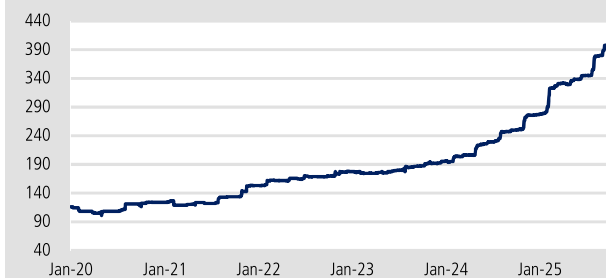


資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：五大 CSP 為 Amazon、Google、Microsoft、Meta、Oracle

圖 10: 大型 CSP 自 2023 年以來持續上修 AI 相關資本支出，反映 AI 算力需求呈爆發性增長

美國前五大 CSP 資本支出 (未來一年)，10 億美元



資料來源：Bloomberg；凱基整理

附註：五大 CSP 為 Amazon、Google、Microsoft、Meta、Oracle

我們預估 AI 供應鏈 2026 年盈餘仍有望成長 21%，延續 24 年與 25 年分別達 35% 與 43% 的高增速，強勁盈餘支撐評價水準。

雖然 AI 股估值偏高，但供應鏈盈餘成長具備實質動能，並非泡沫堆疊

儘管 AI 股估值偏高，但在強勁基本面支撐下，台灣 AI 供應鏈的盈餘成長具備實質動能，並非泡沫堆疊。根據我們預估，AI 相關企業 2026 年整體盈餘仍有望成長 21%，延續 2024 年與 2025 年分別達 35% 與 43% 的高增速。AI 企業對台股整體盈餘的貢獻度已突破 6 成，預期在 AI 軍備競賽持續推進下，台股 2026 年整體盈餘年增率將由 2025 年的 14% 擴大至 20%。此一加速成長趨勢反映出台灣科技產業正處於結構性上升週期，基本面支撐強勁，股價評價具合理性。

市場上不乏將 AI 熱潮類比為 2000 年網路泡沫的聲音，認為其背後同樣存在「敘事驅動」的特性。然而，若從財務指標與產業結構進行比較，可明確看出兩者本質上的差異。當前科技股的體質遠優於 2000 年網路泡沫時期。以 S&P 500 科技成分股為例，目前平均本益比（PE）約為 30~40 倍，遠低於網路泡沫時期的 60~70 倍；本益成長比（PEG）亦從過去的 5~10 倍降至目前的約 2 倍。更重要的是，科技股的淨利率已由當年的 10% 提升至 25~30%，每股營運現金流更從 10 美元躍升至 120 美元，顯示企業具備充裕的自由現金流以支應 AI 基礎建設的資本支出。

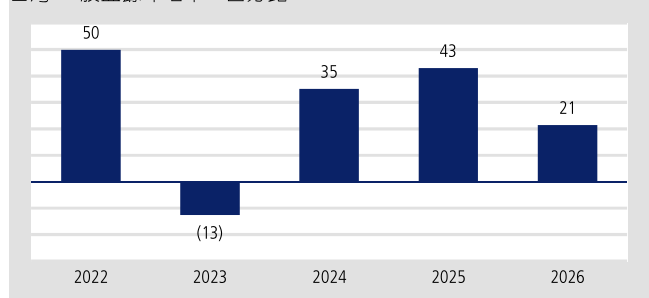
自 2023 年以來，全球主要 CSP 持續上修 AI 相關資本支出，台灣 AI 供應鏈，從晶圓代工、電源供應器到散熱模組，皆因 CSP 持續擴張資本支出而受惠。近期更因新創型 CSP 加入軍備競賽，推升整體供應鏈動能，並使訂單能見度延伸至 2026 年以後。

過去 AI 基礎建設主要由大型 CSP 主導，但近期已見到中小型業者積極投入，形成更廣泛的軍備競賽。這不僅推升台灣供應鏈的訂單量，也使得訂單結構更具多元性與穩定性。從時間序列來看，AI 訂單強勁已帶動台股盈餘（累計過去 4 季）連續 9 個季度延續成長週期，若此趨勢延續至 2026 年第 4 季，將創下連續 13 季盈餘創高的歷史紀錄。

儘管 AI 推升整體台股盈餘，但也加速產業內部的分化現象。若以 2022 年 ChatGPT 問世當年盈餘為基期，預估 AI 股 2025 年盈餘將較當年高出 70%，2026 年更將高出逾一倍。反觀非 AI 企業，2025 年盈餘僅為當年的 40%，2026 年則不到 50%。此一分化趨勢意味投資人需更精準選股，聚焦於具備 AI 題材與訂單能見度的企業。

圖 11: AI 股 2026 年整體盈餘仍有望成長 21%，延續 2024 年與 2025 年分別達 35% 與 43% 的高增速

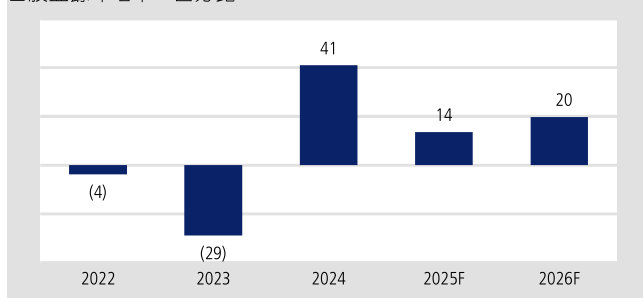
台灣 AI 股盈餘年增率，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 12: 台股 2026 年整體盈餘年增率將由 2025 年的 14% 擴大至 20%

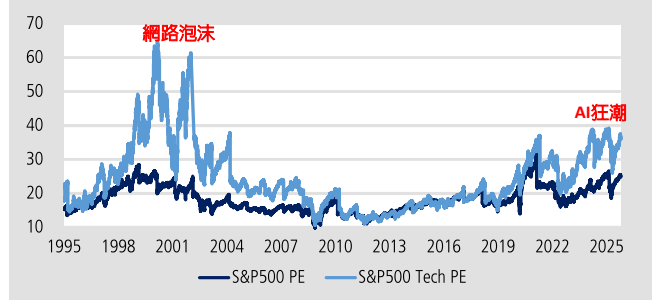
台股盈餘年增率，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 13: 儘管 AI 熱潮推升科技股估值走高,目前本益比約落在 30 至 40 倍,仍顯著低於網路泡沫時期曾高達 60 至 70 倍的水準

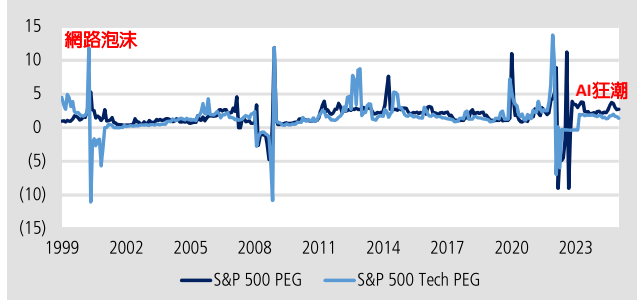
S&P500 與科技股預估 PE, 倍



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 14: 儘管 AI 熱潮推升科技股估值走高,目前 PEG 約落在 2 倍,仍顯著低於網路泡沫時期曾高達 5 至 10 倍的水準

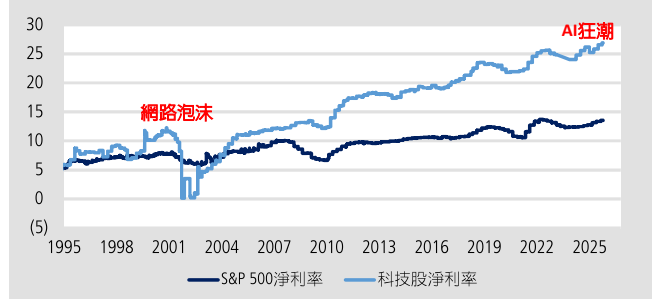
S&P500 與科技股預估 PEG, 倍



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 15: 現今科技股的淨利率高達 25~30%, 遠高於網路泡沫時期的 10%水準, 顯示企業體質顯著強化

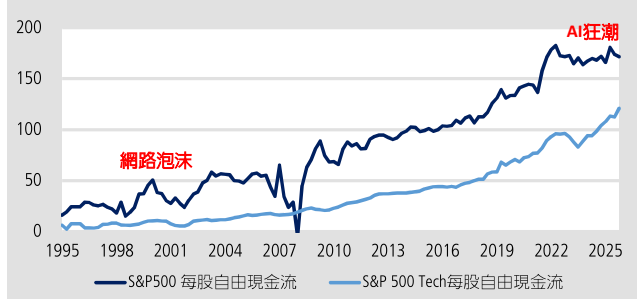
S&P500 與科技股之淨利率, 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 16: 現今科技股的每股營運現金流達 120 美元, 遠高於網路泡沫時期的 10 美元, 顯示資本支出具備財務支撐

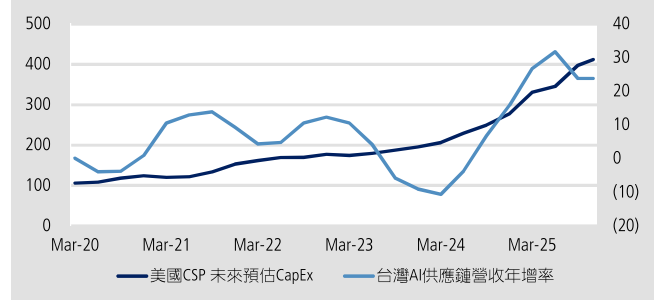
S&P500 與科技股之每股自由現金流, 美元



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 17: 大型 CSP 資本支出持續上修都將直接轉化為對台灣 AI 供應鏈的強勁需求

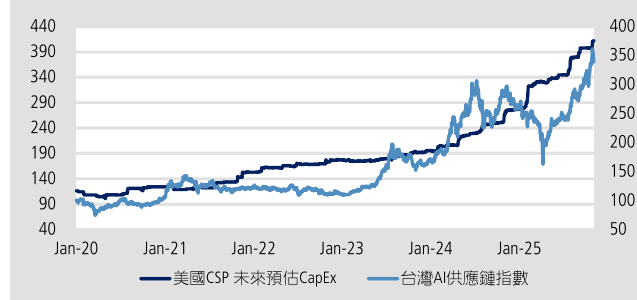
美國大型 CSP 廠的預估資本支出, 10 億美元(左軸); 台廠 AI 供應鏈營收年增率, 百分比(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 18: 大型 CSP 持續上修資本支出, 將成為支撐台灣 AI 供應鏈股價維持強勁多頭的關鍵動能

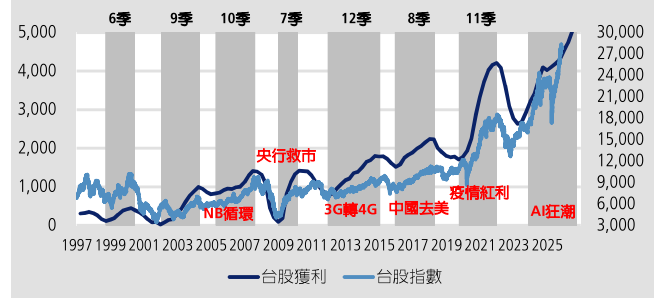
美國大型 CSP 廠的預估資本支出, 10 億美元(左軸); 台灣 AI 供應鏈指數, 點(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 19: AI 訂單強勁, 台股累計盈餘(trailing 12 個月)迄 4Q25 已連續 9 季創高, 若延續至 4Q26, 將創 13 季新高紀錄

台股獲利(前移 6 個月), 10 億元(左軸); 台股指數, 點(右軸)

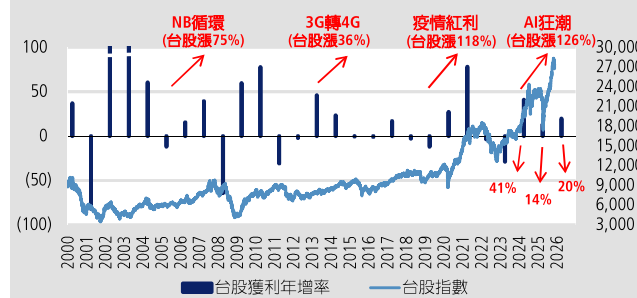


資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

附註: 陰影區域代表企業獲利處於上升週期

圖 20: 科技典範移轉期間總能推升台股獲利並支撐指數維持多頭; 預期台股 2024~2026 年間將連續三年維持顯著成長

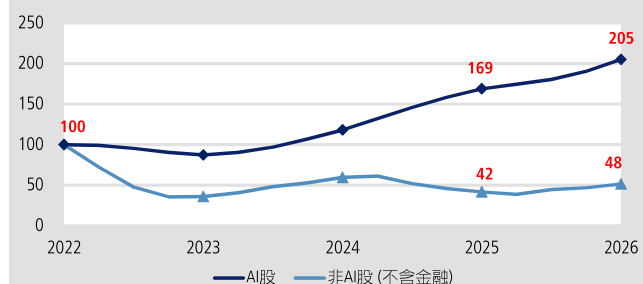
台股獲利年增率, 百分比(左軸); 台股指數, 點(右軸)



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

圖 21: AI 狂潮帶動台灣 AI 供應鏈盈餘不斷改寫新高, 預估今明兩年盈餘將較 AI 狂潮前(即 2022 年)增長 69% 與 105%

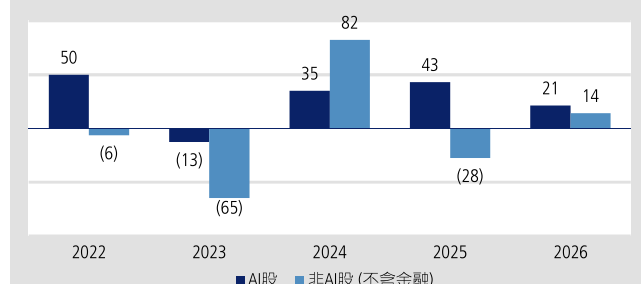
台灣 AI 股與非 AI 股獲利, 點



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估
附註: 以 2022 年獲利為基期 100

圖 22: AI 股 2026 年整體盈餘仍有望成長 21%, 延續 2024 年與 2025 年分別達 35% 與 43% 的高增速

台灣 AI 股與非 AI 股盈餘年增率, 百分比



資料來源: TEJ; 凱基整理與預估

AI 狂潮雖然支撐台股 2026 年將延續多頭, 但波動將難以避免, 主因累計漲幅已大且美國期中選舉與聯準會降息的不確定性都可能引發波動。

2026 年市場波動可能加劇, 需密切關注政策走向與利率變化所帶來的不確定

儘管 AI 狂潮持續推升台股盈餘維持高度增長, 支撐 2026 年多頭仍具延續性, 但市場波動性亦同步升高, 主因: (1) 累計漲幅已大且評價面逼近上緣; (2) 美國期中選舉帶來政策與政治不確定性; (3) 美國聯準會降息節奏存在變數。

AI 狂潮帶動台股自 2022 年底起漲以來, 至 2025 年累計漲幅已達 126%, 其中台灣 AI 供應鏈如晶圓代工、散熱模組、電源管理等族群漲幅尤為顯著。雖然漲幅本身不代表反轉, 但在高基期下, 市場對財報與展望的容錯空間明顯降低。若企業財測不如預期、CSP 資本支出未如預期上修, 或 AI 需求出現遞延, 皆可能引發短期獲利了結賣壓。除此, 市場對 AI 的敘事已逐漸從「想像空間」轉向「基本面驗證」, 企業需持續交出實質獲利與現金流, 才能支撐高估值。

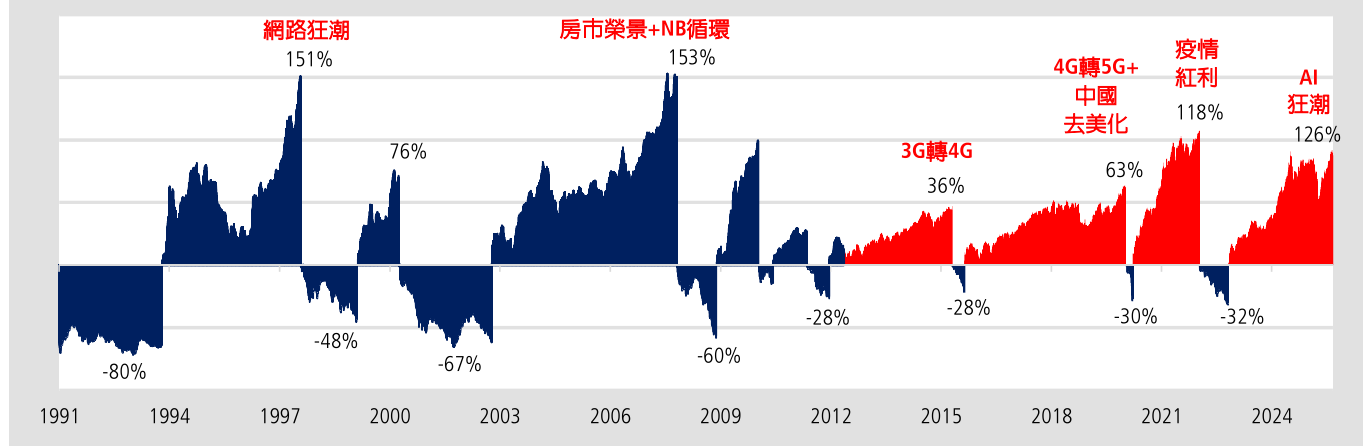
2026 年為美國總統任期第二年, 即期中選舉年。根據歷史統計, 期中選舉年上半年股市表現相對疲弱, 平均報酬率低於其他年份, 波動性顯著上升, 主因政策不確定性、國會改選可能導致法案推動受阻以及財政路徑辯論等。特別在 2026 年, 美國國會的權力分布將再度重組, 市場關注的焦點將集中於以下三項: (1) 產業政策連續性——AI 補助、晶片法案延續與稅收優惠可能成為政治攻防焦點; (2) 財政支出規模——若赤字控制壓力升高, 科技補助支出可能縮減; (3) 對中貿易與科技出口政策——選舉年政治語言強化, 恐使市場對供應鏈風險重新定價。

歷史經驗顯示, 期中選舉的不確定性通常集中於上半年, 而下半年隨政治局勢明朗, 市場往往迎來「選後反彈」。若此模式再現, AI 族群的修正可能出現在 2026 年第二季, 而下半年企業財測與資本支出更新有望重新推動漲勢。

美國聯準會自 2025 年 9 月重新啟動降息循環, 市場普遍預期終點利率 (Terminal Rate) 將於 2026 年降至約 3.0%, 回歸長期中性利率區間。然而, 若通膨降溫速度不如預期、或美債殖利率再度攀升 (例如長天期美債殖利率升回 4.8% 以上), 聯準會可能採取「間歇性降息」策略, 而非連續降息。這將導致市場對資金成本的預期反覆修正, 引發估值重定價壓力。對 AI 股而言, 估值敏感度高, 利率變動對股價影響尤為顯著。

圖 23: AI 狂潮帶動台股自 2022 年底起漲以來，至 2025 年累計漲幅已達 126 %

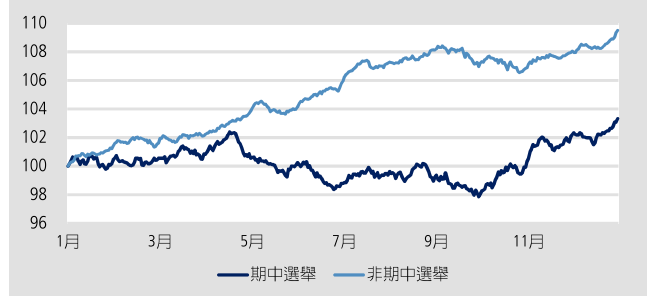
台股指數歷年多頭累計漲幅與空頭累計跌幅



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 24: 美股在期中選舉年波動性偏高，尤其從第二季開始，選前半年政策不確定性易加劇市場波動

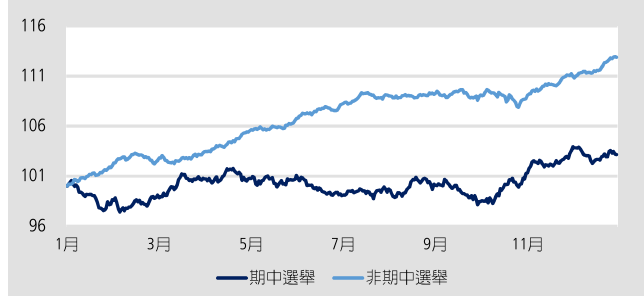
S&P 500 指數表現(1928-2024)，點



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 25: 美股在期中選舉年波動性偏高，尤其從第二季開始，選前半年政策不確定性易加劇市場波動

S&P 500 指數表現(1975-2024)，點



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 26: 聯準會基準利率距離中性水準仍有 3 至 4 碼空間，支撐市場對 2026 年持續降息的預期

美國聯準會基準利率；中性利率，百分比

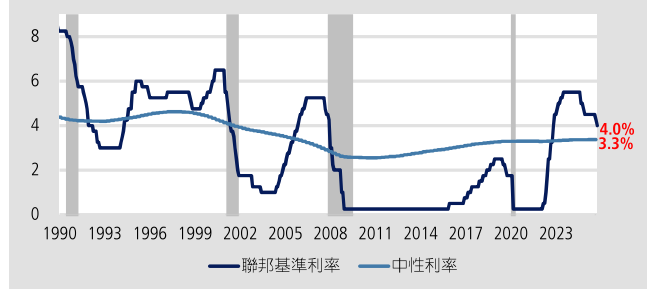
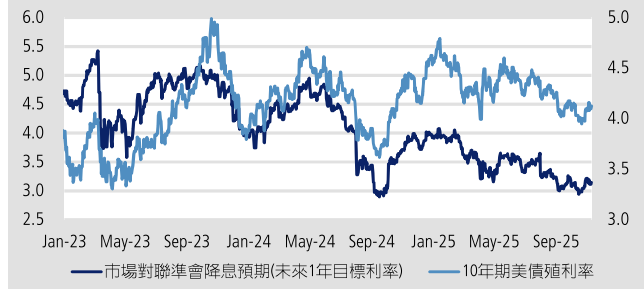
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理
附註: 陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 27: 市場普遍預期聯準會終點利率將於 2026 年降至約 3%，回歸中性利率區間

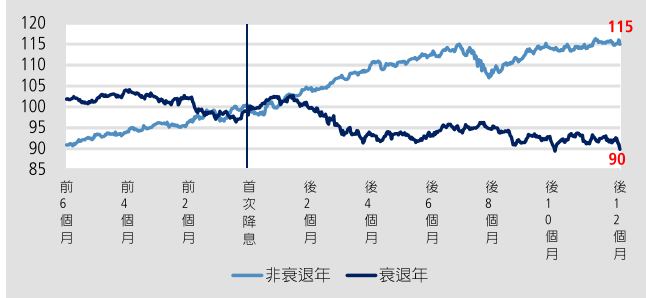
市場對 Fed 降息預期，百分比(左軸)；10 年期美債殖利率，百分比(右軸)



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 28: 只要經濟持續擴張，降息往往有利資金行情，支撐市場對 2026 年股市表現的期待

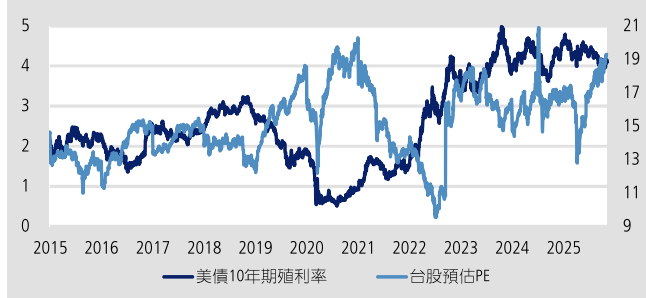
美國聯準會首次降息前後 S&P 500 指數表現(1973~)，點



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 29: 降息節奏不確定，市場對資金成本預期反覆，易引發估值重定價壓力

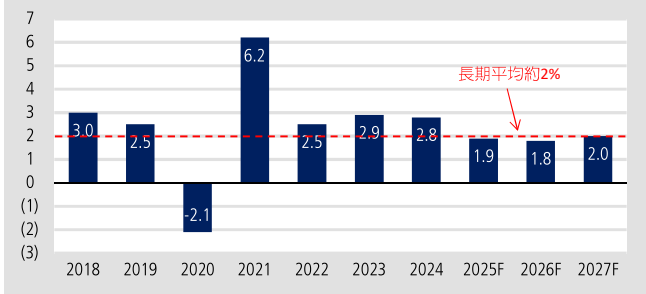
10 年期美債殖利率，百分比(左軸)；台股預估 PE，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 30: 預估美國 2026 年經濟僅將適度放緩，尚不至於陷入衰退

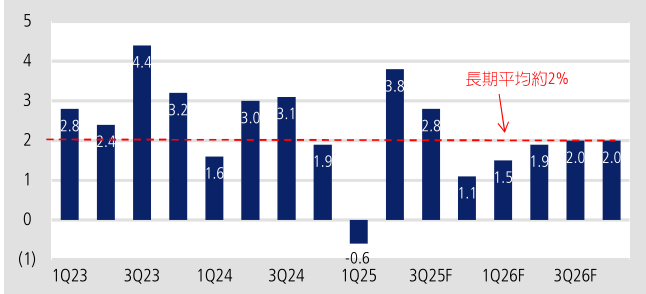
美國年度 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 31: 關稅政策短期衝擊預期將於 2026 年第一季後逐步淡化

美國單季 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

我們預估台股 2026 年將延續自 2023 年以來的多頭格局，全年指數高點上看 33,000 點，低點則可能下探至 25,000 點。

2026 年台股高點 33,000 點，低點 25,000 點

我們預估台股 2026 年將延續自 2023 年以來的多頭格局，全年指數高點上看 33,000 點（約當 21 倍本益比），低點則可能下探至 25,000 點（約當 16 倍本益比）。AI 與半導體資本支出循環、聯準會啟動降息、以及產業典範轉移三大因素，將成為支撐評價維持高檔的核心動能。雖然台股長期平均本益比約在 15 倍，但在結構性成長周期下，評價上修至平均以上 1 至 2 個標準差屬合理區間，分別對應 17~18 倍與 20~21 倍本益比水準。

台股長期平均本益比雖落在 15 倍，但若產業發生典範性轉移，估值常會出現結構性上移。歷史上多次典型案例——1999 年的網路泡沫初期、2007 年房地產榮景、2021 年的數位轉型浪潮等，皆使評價水準上移至 1.5~2 個標準差。AI 世代的崛起可視為最新一次的典範轉移，投資人願意給予市場更高評價倍數，推升台股本益比維持在區間高檔。

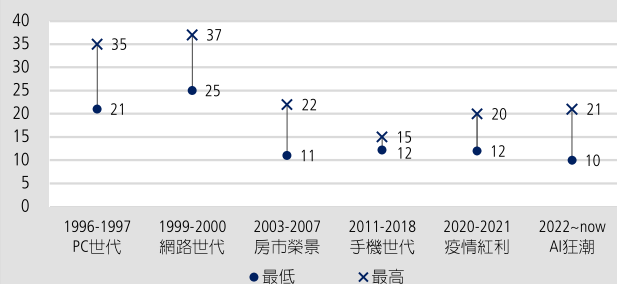
回顧 1990 年以來的統計，若當年全球經濟維持平穩（非衰退年），全球股市當年度走勢通常呈現「微笑曲線」型態——即第一季與第四季偏多，第二至第三季出現中期修正。若經濟陷入衰退或黑天鵝事件，則往往轉為「倒鉤曲線」，即上半年見高、下半年轉弱。

展望 2026 年，我們預期全球經濟仍維持軟著陸格局，AI 帶動企業資本支出動能延續下，台股有望重演「微笑曲線」慣性：(1)第一季：受惠企業財測上修、降息啟動，市場延續漲勢；(2)第二至第三季：因美國期中選舉、政策不

確定性與企業獲利調整，市場出現修正，震幅約 10–13%，此屬健康性修正而非趨勢反轉；(3)第四季：選舉結果明朗與新一輪財測預期發酵，行情重新轉強。

圖 32: 台股長期平均本益比雖落在 15 倍，但若產業發生典範性轉移或聯準會降息，估值常會出現結構性上移

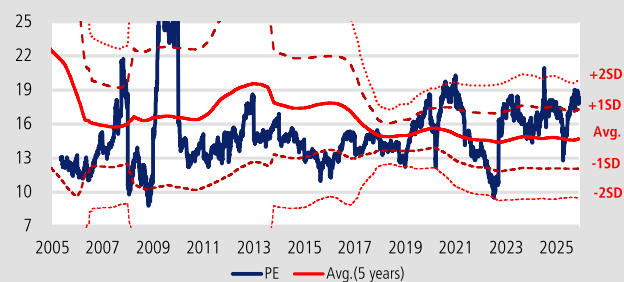
台股歷年多頭 PE 區間(未來 1 年)，倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 33: 產業典範轉移或聯準會降息通常有利股市評價上修至平均以上 1 至 2 個標準差

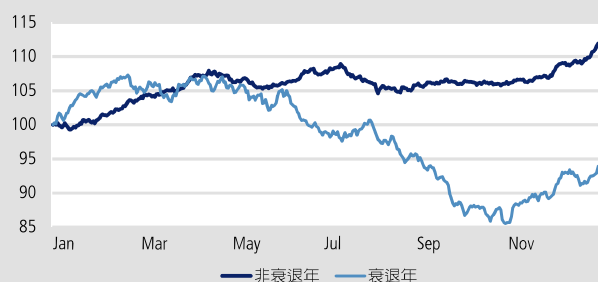
台股預估 PE(未來 1 年)，倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 34: 在經濟擴張或軟著陸情境下，台股全年偏震盪上行，惟第 2、3 季則容易面臨季節性回檔風險

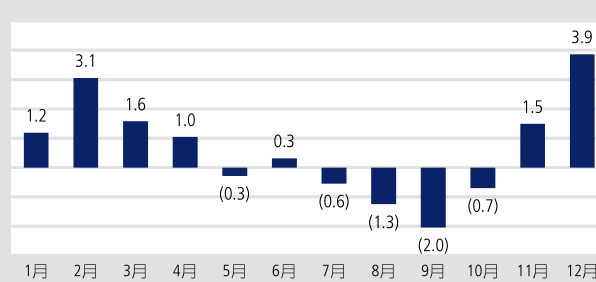
台股年度走勢，點



資料來源：TEJ；凱基整理

圖 35: 台股歷年第 2 季至第 3 季容易面臨季節性回檔風險，全年呈「微笑曲線」走勢

台股歷年(1991~2024)單月平均漲跌幅，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理

圖 36: 台股評價與指數對照表

未來1年預估PE	約當指數位置(點)	2026年預估PE	約當指數位置(點)
15x	22,424	15x	23,890
16X	25,414	16X	25,483
20x	29,899	20x	31,854
21X	31,393	21X	33,446
22X	32,888	22X	35,039
23X	34,383	23X	36,632
24X	35,878	24X	38,225

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 37: 台股 2026 年目標價情境分析 (by 台積電股價表現)

	情境一	情境二	情境三	情境四	情境五	情境六
台積電2026年目標PE (倍)	16	17	18	20	25	30
台積電目標價(點)	1,230	1,307	1,384	1,538	1,922	2,307
台股目標價(點) (僅含台積電貢獻)	25,796	26,416	27,036	28,276	31,377	34,477
台股目標價(點) (含台積電與非台積電)	24,999	25,886	26,773	28,546	32,979	37,413

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 38: 台股評價比較

稅後淨利 (10億元)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
台股	3,917	3,771	2,682	3,780	4,293	5,139
台股(扣除台積電)	3,320	2,755	1,844	2,607	2,618	3,146
電子股	1,914	2,147	1,698	2,249	3,040	3,703
電子股(扣除台積電)	1,317	1,130	860	1,075	1,366	1,709
台積電	597	1,017	838	1,173	1,674	1,994
盈餘年增率 (%)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
台股	78.1	(3.7)	(28.9)	40.9	13.6	19.7
台股(扣除台積電)	97.4	(17.0)	(33.1)	41.4	0.4	20.1
電子股	51.7	12.2	(20.9)	32.4	35.2	21.8
電子股(扣除台積電)	77.1	(14.2)	(23.9)	25.1	27.0	25.2
台積電	15.2	70.4	(17.5)	39.9	42.7	19.1
P/E (x)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
台股	22.6	23.5	33.0	23.4	20.6	17.2
台股(扣除台積電)	15.3	18.4	27.5	19.5	19.4	16.1
電子股	35.0	31.2	39.5	29.8	22.1	18.1
電子股(扣除台積電)	22.3	26.0	34.1	27.3	21.5	17.2
台積電	63.3	37.1	45.0	32.2	22.5	18.9

資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

投資組合

2026 年投資焦點將集中於兩大投資主軸。首先，AI 供應鏈規格升級預期將驅動產業進入新一輪成長周期，受惠標的涵蓋晶圓代工、GPU 與 ASIC、高階封裝技術 (CoWoS)、測試介面、記憶體、ODM、散熱、CCL、ABF、PCB、交換器與電源等關鍵零組件，反映 AI 運算需求持續擴張與 GPU 的平台升級。其次，多元題材與防禦型配置亦不容忽視，包括摺疊 iPhone 與智慧穿戴裝置帶動的消費電子創新，以及兼具剛性內需與穩定高殖利率的標的，為投資組合提供成長與收益並重的平衡策略。整體而言，2026 年投資布局應兼顧高成長動能與抗波動能力，以因應市場的波動。推薦股如下: 台積電 (2330 TT)、世芯 (3661 TT)、旺矽 (6223 TT)、中砂 (1560 TT)、信驊 (5274 TT)、華邦電 (2344 TT)、鴻海 (2317 TT)、廣達 (2382 TT)、緯創 (3231 TT)、緯穎 (6669 TT)、奇鋐 (3017 TT)、富世達 (6805 TT)、台達電 (2308 TT)、貿聯 (3665 TT)、台光電 (2383 TT)、台耀 (6274 TT)、欣興 (3037 TT)、南電 (8046 TT)、智邦 (2345 TT)、新日興 (3376 TT)、中信金 (2891 TT)、八方雲集 (2753 TT)、寶雅 (5904 TT)。

圖 39: 推薦個股

族群/概念	公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	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 (%)	
				(元)	(US\$mn)	(元)	(%)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
AI供應鏈	台積電	2330 TT	增加持股	1,900.0	1,209,353	1455.0	30.6	64.58	76.89	42.7	19.1	22.5	18.9	0.5	1.0	7.3	5.7	35.3	33.6	1.4	1.4
	世芯	3661 TT	增加持股	5,380.0	7,987	3075.0	75.0	66.40	134.46	(16.7)	102.7	46.3	22.9	(2.8)	0.2	6.9	5.7	14.3	27.3	1.1	2.2
	旺矽	6223 TT	增加持股	2,430.0	5,870	1910.0	27.2	33.29	62.08	36.3	86.5	57.4	30.8	1.6	0.4	19.7	16.2	34.0	57.7	1.0	1.9
	中砂	1560 TT	增加持股	390.0	1,460	310.0	25.8	8.64	13.02	22.2	50.7	35.9	23.8	1.6	0.5	5.8	4.9	16.9	22.3	1.1	1.6
	信驊	5274 TT	增加持股	6,890.0	7,700	6355.0	8.4	99.25	137.82	45.9	38.9	64.0	46.1	1.4	1.2	32.5	24.6	57.6	60.8	1.2	1.6
	華邦電	2344 TT	增加持股	69.0	8,365	58.0	19.0	1.08	6.64	711.0	517.0	53.9	8.7	0.1	0.0	2.7	2.1	5.2	26.9	0.0	3.4
	鴻海	2317 TT	增加持股	340.0	106,400	236.5	43.8	14.68	18.90	33.6	28.8	16.1	12.5	0.5	0.4	1.9	1.8	12.0	14.6	3.3	4.2
	廣達	2382 TT	增加持股	385.0	33,922	274.0	40.5	18.07	21.41	16.7	18.5	15.2	12.8	0.9	0.7	4.5	4.2	30.4	33.8	5.3	6.2
	緯創	3231 TT	增加持股	200.0	14,577	143.0	39.9	9.19	11.99	59.6	34.5	15.6	11.9	0.3	0.3	2.3	2.0	17.9	19.7	4.0	5.4
	緯穎	6669 TT	增加持股	5,420.0	25,494	4280.0	26.6	268.87	293.64	119.4	9.2	15.9	14.6	0.1	1.6	7.2	5.9	50.2	44.4	3.5	3.8
	奇鋐	3017 TT	增加持股	1,695.0	16,779	1335.0	27.0	48.71	70.82	131.3	45.4	27.4	18.9	0.2	0.4	13.5	10.0	56.3	60.8	1.8	2.7
	富世達	6805 TT	增加持股	1,755.0	3,186	1450.0	21.0	31.06	58.49	73.5	88.3	46.7	24.8	0.7	0.3	15.0	11.5	35.0	52.7	1.1	2.0
	台達電	2308 TT	增加持股	1,280.0	79,425	954.0	34.2	23.83	32.79	75.7	37.6	40.0	29.1	0.5	0.8	9.5	7.9	25.3	29.7	1.3	1.7
	貿聯	3665 TT	增加持股	1,830.0	10,498	1680.0	8.9	46.66	65.97	105.2	42.5	36.0	25.5	0.3	0.6	7.8	6.5	23.0	27.7	1.4	1.9
	台光電	2383 TT	增加持股	1,425.0	16,423	1430.0	(0.3)	42.22	64.74	57.6	53.3	33.9	22.1	0.6	0.4	10.6	8.1	36.8	42.9	1.8	2.7
	台耀	6274 TT	增加持股	530.0	3,849	416.0	27.4	12.36	21.54	34.1	74.3	33.7	19.3	1.0	0.3	6.8	5.5	22.3	32.3	1.8	3.1
	欣興	3037 TT	增加持股	202.0	8,661	171.5	17.8	3.57	9.16	7.5	156.3	48.0	18.7	6.4	0.1	2.7	2.4	5.7	13.5	0.9	2.4
	南電	8046 TT	增加持股	330.0	5,571	269.0	22.7	2.71	11.79	760.1	334.7	99.2	22.8	0.1	0.1	3.8	3.4	3.9	15.8	0.6	2.6
	智邦	2345 TT	增加持股	1,400.0	16,995	945.0	48.1	46.08	55.83	114.9	21.5	20.5	16.9	0.2	0.8	11.3	8.9	61.9	58.7	2.9	3.5
摺疊機	新日興	3376 TT	增加持股	235.0	1,133	180.5	30.2	1.70	8.70	(75.7)	416.4	106.5	20.8	(1.1)	0.1	2.0	1.9	1.8	9.4	0.7	3.9
高殖利率	中信金	2891 TT	增加持股	48.0	27,270	43.3	10.9	3.70	4.02	1.0	8.5	11.7	10.8	11.2	1.3	1.7	1.5	15.4	15.1	5.2	5.5
	八方雲集	2753 TT	增加持股	234.0	410	192.0	21.9	11.94	12.99	32.1	8.9	16.1	14.8	0.5	1.7	3.4	3.1	21.5	22.0	4.4	4.7
	寶雅	5904 TT	持有	548.0	1,486	435.5	25.8	29.18	31.72	9.1	8.7	14.9	13.7	1.6	1.6	6.0	5.7	41.5	42.6	5.8	6.3

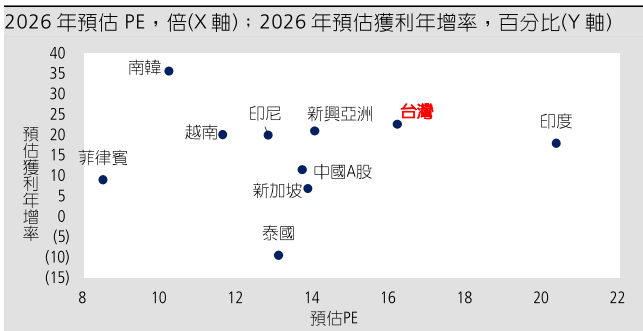
資料來源：凱基整理與預估

圖 40: 台股各族群評價比較

科技股	獲利年增率(%)					預估PE(倍)		非科技股	獲利年增率(%)					預估PE(倍)	
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
伺服器EMS	(1.7)	3.7	24.8	38.1	24.1	15.7	13.0	水泥	(50.7)	8.4	27.9	(14.2)	26.9	15.8	12.2
散熱	34.5	20.5	54.0	115.3	49.7	29.5	18.3	食品	(13.6)	6.8	12.7	(0.3)	26.2	20.7	16.4
電源供應器	15.1	2.4	(1.7)	63.9	34.9	32.1	24.2	塑化	(62.6)	(51.0)	(80.8)	(50.0)	254.1	154.5	37.8
ABF	102.5	(68.1)	(70.1)	67.4	181.3	62.0	20.1	成衣加工	32.1	(11.0)	17.3	(16.3)	12.8	20.7	18.6
光通訊	-	63.4	20.5	42.6	84.2	36.7	19.9	製鞋	100.0	(45.2)	18.0	(8.9)	18.0	23.2	19.6
IC設計服務	94.8	5.3	29.9	(10.9)	72.0	66.4	37.5	汽車零組件	113.5	25.1	44.3	(13.7)	24.3	13.9	11.1
記憶體	(36.0)	-	-	-	1610.8	126.8	7.4	工業自動化	5.2	(14.2)	6.6	2.0	24.2	30.7	21.2
網通PCB	56.1	(22.8)	59.1	61.3	43.3	32.1	22.4	自行車	(12.7)	(44.8)	(88.9)	463.4	44.5	21.7	13.7
網通	77.3	15.2	15.3	62.3	24.4	17.4	13.1	貨櫃航運	19.7	(94.4)	631.6	(56.0)	(33.4)	10.3	10.5
銅箔基板	(7.7)	8.2	74.5	57.6	53.3	33.9	22.1	鋼鐵	(73.9)	(90.6)	17.6	-	-	(147.4)	66.5
一線晶圓代工	70.4	(17.5)	39.9	42.7	19.1	22.5	18.9	觀光	(46.5)	176.4	2.7	1.3	23.3	13.4	10.0
二線晶圓代工	56.3	(30.1)	(22.6)	(23.8)	35.7	15.6	11.5	餐飲	(40.3)	144.6	(11.9)	(40.1)	130.5	(14.8)	11.0
手機零組件	33.9	(37.0)	44.0	(3.8)	24.9	15.2	11.9	航太	127.3	26.8	(0.3)	(27.7)	55.5	37.7	22.6
電信	2.6	13.7	13.6	4.2	4.7	26.6	25.5	航空	(37.8)	185.5	52.7	(18.3)	(36.6)	8.6	13.3
IC設計(手機與消費性)	(2.9)	(32.6)	29.8	(3.2)	14.2	16.2	14.6	重電	32.6	48.5	36.9	8.6	21.5	29.5	24.4
手機EMS	(26.5)	4.1	7.4	(26.6)	24.7	15.5	12.4								
雲端數位	16.3	17.1	13.1	9.1	19.0	22.0	16.0								

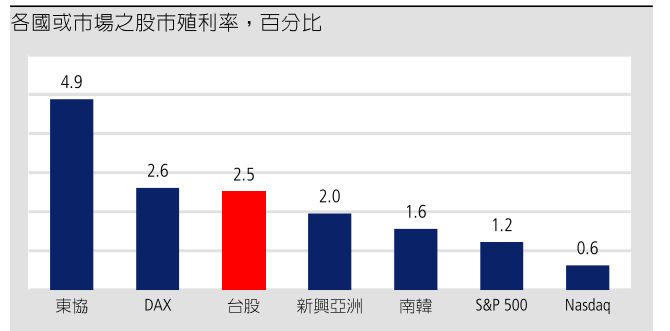
資料來源：TEJ：凱基整理與預估

圖 41: 台股目前評價(相對獲利動能)在新興亞洲屬於中性水準



資料來源：Bloomberg：凱基整理

圖 42: 台股目前殖利率在全球股市屬於中前段



資料來源：Bloomberg：凱基整理



半導體產業

AI 和台積電為投資核心

焦點內容

1. 晶圓代工—台積電擴產與在地化採購為兩大投資主軸。
2. IC 設計與 AI ASIC—多數台灣 IC 設計廠商未能參與 AI 浪潮。
3. 封裝測試與測試介面—後段扮演 AI 晶片的關鍵角色。
4. 設備 — 隨台積電與記憶體成長。
5. AI 與一般伺服器上修空間；記憶體是 PC/手機的關鍵變數。

評論及分析

晶圓代工—台積電擴產與在地化採購為兩大投資主軸。AI 不再是台積電(2330 TT, NT\$1,455, 增加持股)唯一的成長動能, 非 AI 應用在 N2 製程的導入亦將顯著貢獻成長; 我們預期台積電 2026 年底 N2 月產能將倍增至 8-10 萬片, 其中早期客戶多屬非 AI 領域。同時, 隨著多項大型 AI 合作案宣布, 我們看到 2026-27 年來自 Nvidia (美)與 Broadcom (美)的 CoWoS 需求上修。因此, 我們持續看到先進封裝與 N2 在台、美的強勁擴產。我們也預期台積電將提前至少三季推動美國擴產計畫, 並在找到新土地後加碼投資美國。

IC 設計與 AI ASIC—多數台灣 IC 設計廠商未能參與 AI 浪潮。由於缺乏 AI 布局, 多數台灣 IC 設計廠商未能參與 AI 浪潮。對非 AI IC 設計廠商而言, 規格升級將是唯一的成長動能。另外, 設計服務廠商可望受惠 AI ASIC 需求增加, 其中我們預期世芯-KY (3661 TT, NT\$3,075, 增加持股) 2H26 成長動能強勁, 主因 2025 年基期低, 且其重新取得與 Annapurna Labs 合作的 AWS Trainium 專案。此外, 聯發科 (2454 TT, NT\$1,185, 持有) 也為主要受惠者, 主因 CSP 積極開發自有 ASIC, 以試圖從 Broadcom 手中奪回採購主導權。我們對聯發科在 ASIC 布局持正面看法, 但其進展即使至 2027 年仍較原先預期緩慢。

封裝測試與測試介面—後段扮演 AI 晶片的關鍵角色。AI 晶片設計的日益複雜, 帶動測試(包括晶圓針測、SLT、Burn-in 及 final test)的需求提升。此外, Nvidia 的 AI 晶片產品週期已縮短至 1.0-1.5 年, 主因包括: (1) 仍處於 AI 軍備競賽中的 CSP 持續要求更高算力的 GPU; (2) AI 推論與邏輯推理所需的 Token 數呈指數型成長。封測廠商可望受惠測試時間增加與 CoWoS 產能不足所帶來的外溢需求。另外, 隨著封測廠商資本支出上修, 測試介面業者也將持續受惠於針腳數增加及 AI 晶片測試時間延長。

設備—隨台積電與記憶體成長。多數一線設備供應商將受惠台積電 N2 擴產。然而, 台灣設備廠商主要集中後段製程, 因此大多受惠 CoWoS 擴產, 而非 N2。我們認為鑽石碟的領導供應商中砂(1560 TT, NT\$310, 增加持股)將是 N2 擴產的主要受惠者, 預估其在 N2 製程中市佔率達 80%。在前段製程的一線設備供應商中, 我們看好 Lam Research (美), 因其記憶體業務比重較高且中國曝險較低。整體而言, 多數一線設備廠商將受惠於台積電 2026-27 年的擴產, 而台灣設備廠商及相關供應鏈則將受惠台積電提高在地採購比例。

AI、通用伺服器上修空間；記憶體為 PC/手機的關鍵變數。在應用別中, AI 預期將引領成長, 非 AI 領域的復甦仍然緩慢。然而, 我們確實看到一般伺服器需求強勁(特別是來自 CSP), 但 OEM 需求仍偏弱。至於 PC、手機, 我們認為記憶體為關鍵變數, 可能對出貨及需求造成負面影響。

投資建議

我們首選為台積電，因其為所有大型 AI 合作案的核心。AI 仍是科技產業的長期趨勢，我們對 AI ASIC 與 GPU 的成長持正面看法。我們看好 Nvidia、Broadcom、旺矽 (6223 TT, NT\$1,910, 增加持股)、世芯-KY、信驊 (5274 TT, NT\$6,355, 增加持股) 與 ADI (美)。其中，信驊也受惠於通用伺服器的強勁需求。我們也看好中砂，因其受惠台積電 N2 擴產。另外，強勁的 AI 需求迫使主要記憶體廠商轉向高獲利產品，導致傳統記憶體與成熟產品產能被排擠。在記憶體超級循環下，我們看好華邦電 (2344 TT, NT\$58.0, 增加持股)。

投資風險

AI 設施與需求過度擴張；經濟衰退。

2026 年半導體產業展望

摘要

1. 我們看到 CSP 外的新需求興起，如 AI 模型開發者、Neo Cloud 及主權國家，進一步加劇 AI 基礎設施投資的軍備競賽。
2. OpenAI (美) 與多家 AI 巨頭合作，承諾投入 26GW 資料中心建設，引發市場對循環融資與重複投資的疑慮。
3. 在各類應用中，我們認為 AI 投資泡沫距離破裂點仍相當遙遠；一般伺服器需求的增長將超越歷史，而 PC 與智慧型手機需求則可能持續疲弱。

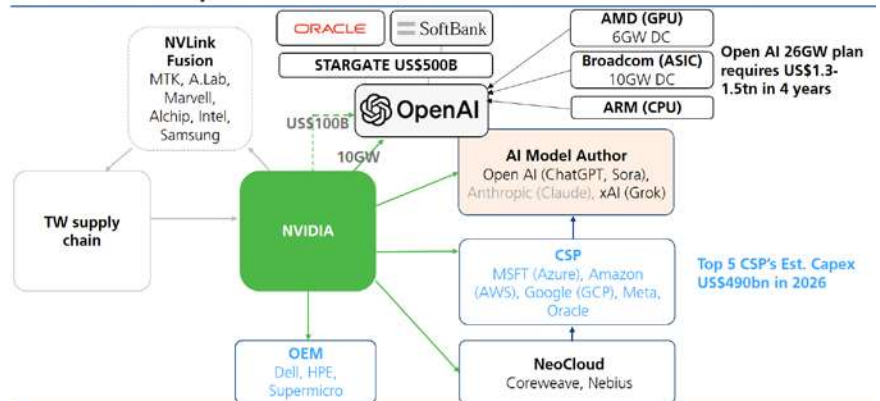
整體概況——AI 泡沫正在醞釀，但距離破裂仍有一段距離

自 2023 年以來，AI 一直是推動半導體成長的主要動能。從大型語言模型(LLM)的指數級成長開始(尤其是 ChatGPT 的崛起)，我們見證了 GPU 需求的飆升。Nvidia 無疑是 AI 宇宙的核心，並建立了完整的 AI 生態系統。

進入 AI 需求起飛的第四年，我們觀察到 Nvidia 客戶結構出現一些結構性變化。過去三年，CSP 至少占 Nvidia GPU 需求的 70%，其餘則來自服務中小企業的 OEM。雖然 Neo cloud (核心服務為租賃運算能力) 在市場上已存在一段時間，但近期其影響力顯著提升並且需求呈現高速成長。此外，隨著 AI 模型開發商的 Token 使用量呈指數級增長，其對算力需求也強勁提升，其中包括 OpenAI (ChatGPT、Sora)、xAI (Grok)、Anthropic (Claude) 以及 Google (Gemini)。這一趨勢顯著改變了需求結構，其中 OpenAI 不僅與 Oracle (美) 及 SoftBank (日) 合作啟動超大型 AI 專案「Stargate」，還與 AMD (美)、Nvidia、Broadcom 及 ARM (美) 達成多項重大 AI 合作，幾乎集結所有科技巨頭。整體而言，OpenAI 計劃在未來 4–5 年內與 Nvidia、AMD 及 Broadcom 合作建置 26GW 資料中心，我們估計該計劃總投資額約為 1.3–1.5 兆美元。由於部分投資來自 Nvidia 及 AMD，市場也出現對循環融資或重複投資的疑慮。

圖 1：Nvidia+OpenAI 宇宙

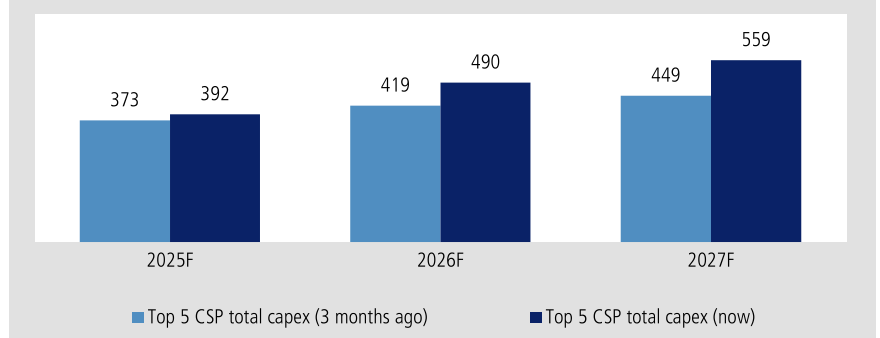
AI: NVIDIA + Open AI Universe, AI Team to the moon?



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：2025-27 年前五大 CSP 資本支出修正

資本支出，十億美元

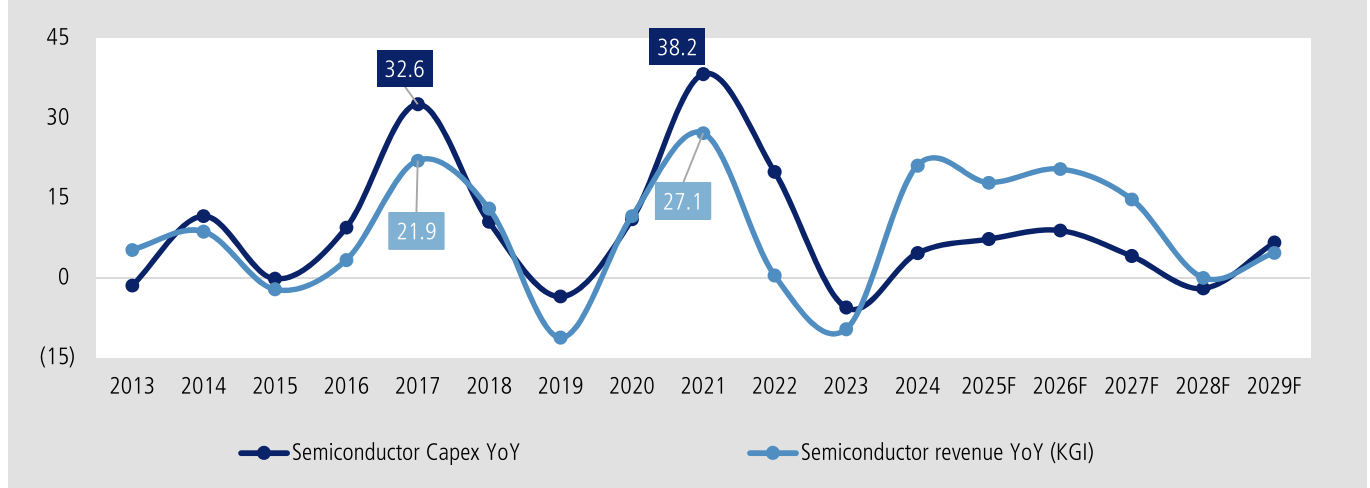


資料來源：Bloomberg；凱基

前五大 CSP 在過去三年積極投資 AI，故我們認為資本支出的修正幅度為觀察 AI 需求是否能持續的重要指標。此外，從 Token 使用量的角度來看，我們也觀察到在推理模型(Reasoning Model)推出後，Token 需求量呈指數型成長。同時，Nvidia 執行長黃仁勳進一步提出「AI 工廠」與「AI 設施」的新概念，加劇 CSP 與 AI 模型開發商間的軍備競賽。然而，考量多數 CSP 仍可透過雲端業務成長帶來的內部現金流支應投資，加上市場預期 2026 年將開始降息，且目前槓桿水準遠低於網路泡沫時期，因此，即使市場可能存在泡沫現象，我們認為距離泡沫破裂仍有一段距離。

圖 3：2013 年起半導體營收與資本支出年增率

半導體營收與資本支出年增率，百分比



資料來源：Gartner；凱基預估

2025 年的關稅政策與 AI 需求的強勁成長，已顯著改變 2023-27 年間的半導體循環。AI 的結構性成長支撐整體營收維持在高檔；然而，非 AI 應用的復甦仍然緩慢，使企業在資本支出上更為謹慎。因此，多數半導體公司在此周期中擁有更高的現金水位。

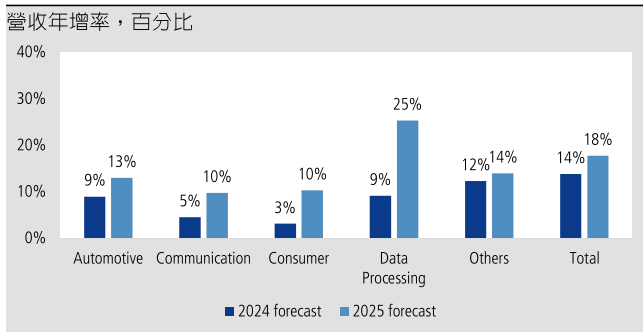
與去年同期相比，Gartner 上修了所有應用領域在 2026 年的成長預估，其中資料中心因 AI 需求強勁而上修幅度最大。然而，若觀察至 2028 年的長期 CAGR，Gartner 僅顯著上修資料處理領域(由 11.6%上調至 24.5%)，同時下修汽車與工業應用的成長預期。消費性與通訊應用則維持與一年前相近的水準。

圖 4：半導體市場營收(依應用)，CAGR 與 2026 年成長率 vs 2024 年版本

YoY growth rate		2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2023-28F CAGR
Automotive Electronics	2024 forecast	6.6%	15.5%	9.0%	5.7%	4.0%	8.1%
	2025 forecast	2.4%	9.1%	13.0%	7.9%	3.7%	7.2%
Communication Electronics	2024 forecast	20.7%	11.6%	4.5%	-2.9%	-0.6%	6.3%
	2025 forecast	17.7%	8.1%	9.8%	2.1%	-2.9%	6.7%
Consumer Electronics	2024 forecast	10.0%	7.8%	3.1%	2.1%	4.2%	5.4%
	2025 forecast	-0.5%	8.8%	10.3%	5.5%	2.9%	5.3%
Data Processing Electronics	2024 forecast	35.0%	16.6%	9.2%	-0.3%	1.1%	11.6%
	2025 forecast	53.7%	30.8%	25.3%	13.2%	5.1%	24.5%
Industrial and Military/Civil Aerospace Electronics	2024 forecast	-3.5%	13.8%	12.3%	9.7%	9.2%	8.1%
	2025 forecast	-16.2%	8.5%	14.0%	12.1%	7.5%	4.5%
Total	2024 forecast		18.8%	13.8%	7.5%	1.1%	8.5%
	2025 forecast	21.0%	17.8%	17.8%	9.3%	3.2%	13.6%

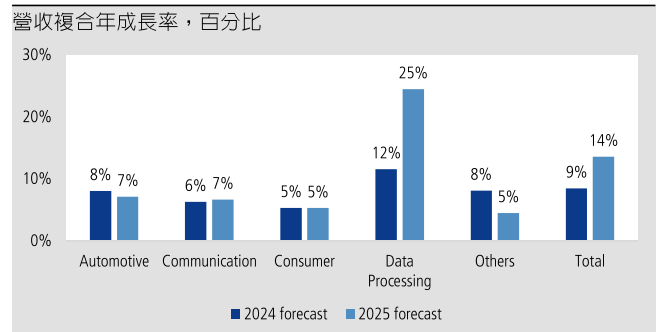
資料來源：Gartner；凱基

圖 5：2026 半導體年營收成長修正



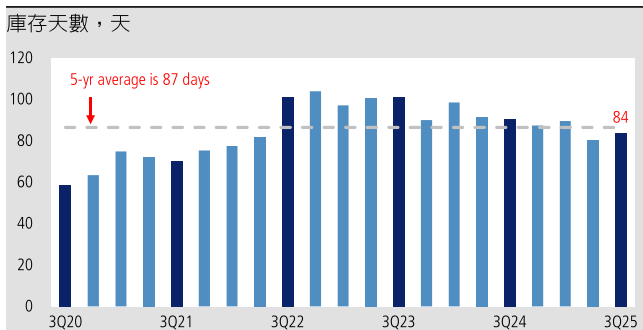
資料來源：Gartner；凱基

圖 6：2023-28 年半導體營收複合年成長率修正



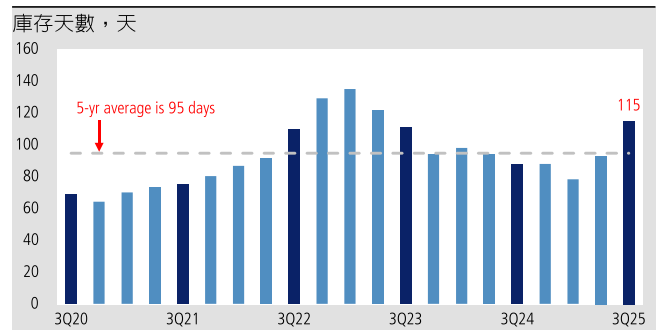
資料來源：Gartner；凱基

圖 7：全球晶圓代工廠庫存天數



資料來源：Bloomberg；TEJ；凱基

圖 8：全球 IC 設計公司庫存天數



資料來源：Bloomberg；TEJ；凱基

2026 年各子產業展望

摘要

1. AI 強勁需求推動台積電展望正向及 CSP 穩健的資本支出。然而，非 AI 應用的半導體需求受消費復甦疲弱影響較為黯淡。
2. 我們預期非 AI 領域之半導體需求僅有溫和復甦，記憶體價格將成為影響復甦力道的關鍵變數。一般型伺服器在 CSP 端具上修空間，主因 AI 帶動整體基礎建設升級與換機週期。
3. AI 需求與台積電 N2 製程擴產將使 N2/N3/N4 與 CoWoS 的稼動率在 2026 年維持高檔。資本支出持續上修將有利相關設備與測試介面業者。

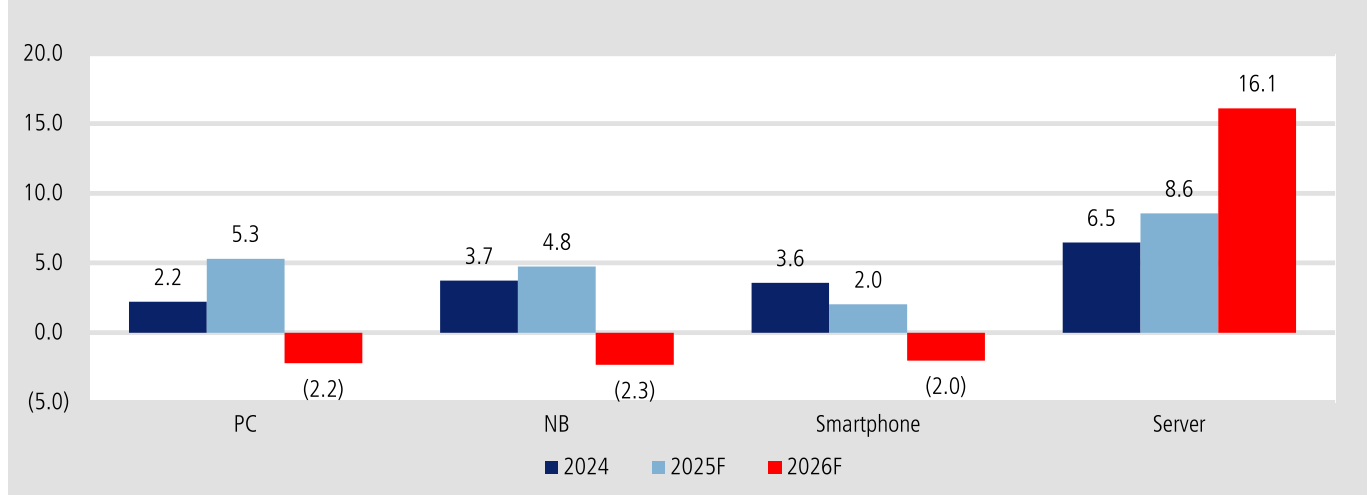
PC 與智慧型手機 — 復甦緩慢；記憶體價格將成為另一項不確定因素

今年 PC 需求優於預期，主要受惠教育需求強勁以及 Windows 10 終止支援所帶動的汰換需求。市場曾對 AI PC 有高度期待，但我們並未看到 AI PC 真正帶動明顯成長。雖然 PC 領域確實有 NPU 逐步導入，但具備高運算能力的 AI PC(狹義定義)銷售仍低於預期，原因包括：(1) 缺乏具殺手級功能的 AI 應用，(2) Arm 架構 PC 的相容性問題；與 (3) AI PC 市場定位偏向高價，抑制消費者購買意願。

CPU 方面，在台積電的協助下，我們認為 Intel 有望透過 Arrow Lake 與 Nova Lake 於 2H26 減緩市佔率下滑。整體而言，我們預期 2026 年 PC 成長率將趨緩，主因企業汰換需求已在 2025 年大致完成。新的不確定因素將是記憶體價格：若記憶體供應短缺，可能限制 PC 出貨量；若記憶體價格大幅上漲，則在消費者收入成長有限的情況下，將降低汰換意願。

圖 9：IT 硬體設備—NB、PC、智慧型手機出貨皆在 2026 年衰退，僅有伺服器維持年增

出貨年增率，百分比



資料來源：Gartner；凱基預估

智慧型手機方面，我們預期 2026 年智慧型手機 SoC/AP 出貨量將達 12.6 億顆，年增 2.5%，整體出貨量將超過 sell-through 預估 11.8 億台及 OEM 的 sell-in 目標 12 億台，該現象為連續第三年出現。1H25 中國智慧型手機補貼

僅使季節性需求提前，並未提升整體需求結構。我們不認為將再有新一輪補貼，未來成長主要將由升級換機需求推動。

我們看好 Qualcomm (美)與聯發科於 2026 年在旗艦機種採用 N2 製程，為首次與 Apple 同步採用最先進節點。然而，我們預期 N2 的導入將迫使兩家公司上調價格 15~20%，並擔心 Android 陣營與 iPhone 不同難以將成本轉嫁給消費者。此外，記憶體價格飆升將成為影響手機出貨與終端需求的關鍵變數。

圖 10：聯發科行動裝置 vs. Qualcomm 手機營收

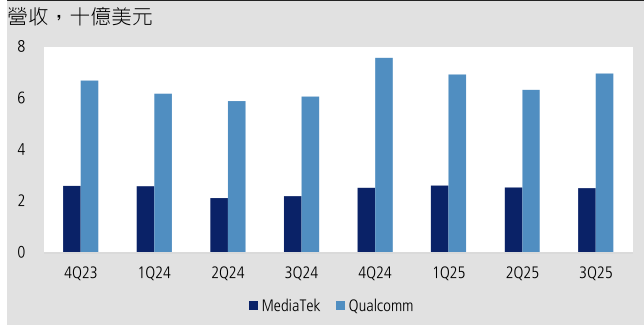


圖 11：營益率比較 - 聯發科 vs. Qualcomm

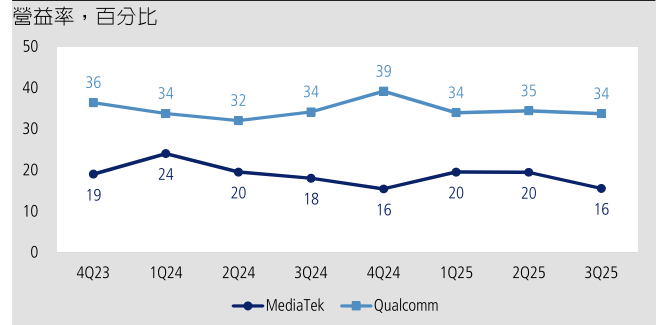


圖 12：行動裝置系統 SoC/ AP 出貨成長

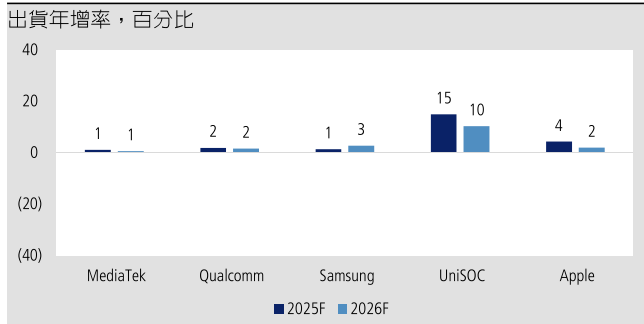
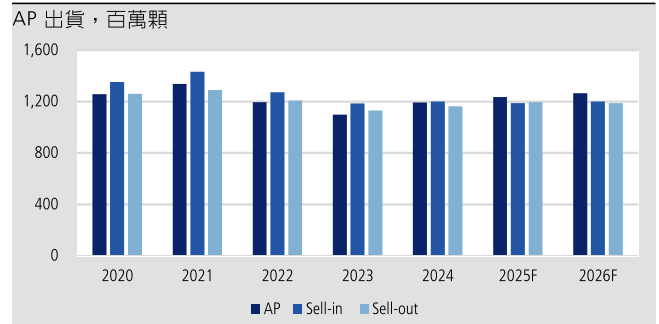


圖 13：AP 出貨 vs. 智慧型手機 (set) 出貨



伺服器 – AI 仍為成長主力；通用型伺服器將隨 AI 與換機週期成長

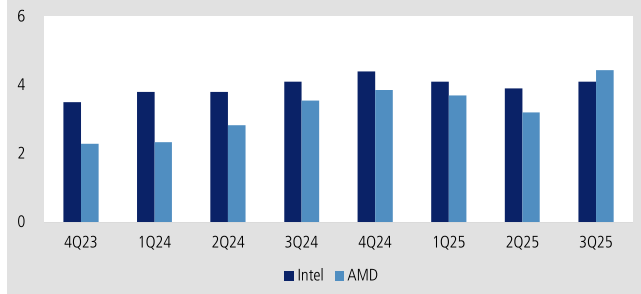
2022 年以來歷經多季庫存調整與 AI 吸納大量預算後，通用型伺服器終於在 2024 年恢復出貨成長，動能來自 CSP 相關資本支出維持強勁、資料中心擴充以及全球 AI 基礎設施的持續投資與佈建。

Gartner 預估 2029 年全球伺服器出貨量將由 2024 年的 1,210 萬台增加至 1,680 萬台，隱含年複合成長率 6.8%。2025-27 年出貨量分別預估為 1,300 萬、1,390 萬與 1,490 萬台，年增 7.7%、6.3%與 7.3%。至於 AI 造成的預算排擠效應，我們認為供應鏈限制(GPU、電源供應、機櫃組裝等)與 CSP 業者資本支出上修將是平衡預算排擠的關鍵。此外，隨著多數 CSP 業者將折舊年限由 4 年延長為 6 年，產品汰換週期亦將出現改變，因此我們認為目前 Gartner 的預估存在龐大的上修空間。最後，即使 AI 伺服器能優先獲得預算，但整體基礎設施(涵蓋通用型伺服器、儲存與交換機等)仍須一同升級以達到最佳效能。

CPU 方面，我們預期 AMD 憑藉著多核心產品設計與台積電支援，將持續擴張在伺服器 CPU 的市佔率(預估將由 2025 年的 40% 上升至 2026 年接近 45%)。Intel 在伺服器 CPU 採取的策略與 PC CPU 不同，主要仍仰賴自家晶圓廠生產，因此除非公司開始將生產作業外包給台積電，否則恐怕難以扭轉市佔率萎縮的態勢。

圖 14：Intel 與 AMD 資料中心營收比較

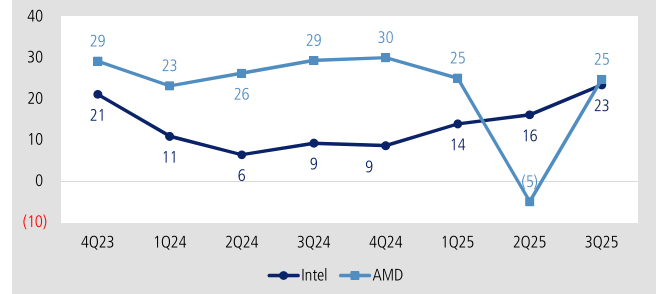
資料中心營收，十億美元



資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 15：Intel 與 AMD 資料中心營業利率比較

資料中心營業利率，百分比



資料來源：公司資料、凱基投顧

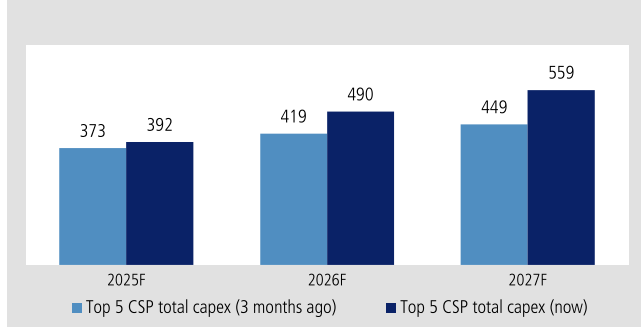
AI – 扶搖直上

Gartner 預估全球 AI 伺服器出貨量將由 2024 年的 169 萬台提升至 2029 年的 368 萬台，年複合成長率達 16.8%。同期通用型伺服器出貨量年複合成長率則僅 4.7%。

AI 推論需求升溫以及推理模型問世帶 token 處理量呈指數型成長，與去年相比不只成長 2-3 倍，而是 40-50 倍，因此 2024 年起五大 CSP 業者幾乎每季都在上修資本支出與未來展望。與此同時，最近幾項 AI 大型投資案 (尤其是 Open AI 宣佈的案子) 進一步助長 FOMO 下的擴張，同時樂觀情緒亦蔓延至供應鏈。過去兩年五大 CSP 客戶包下 Nvidia GPU 需求的七成，如今新興需求正與日俱增，Neo cloud、AI 模型業者皆加入 AI 基礎設施與資源競賽 (包括土地、電源供給等)，大幅改變了過去兩年我們所認知的市場需求結構。

圖 16：四大 CSP 業者於 3Q25 法說會後修正資本支出

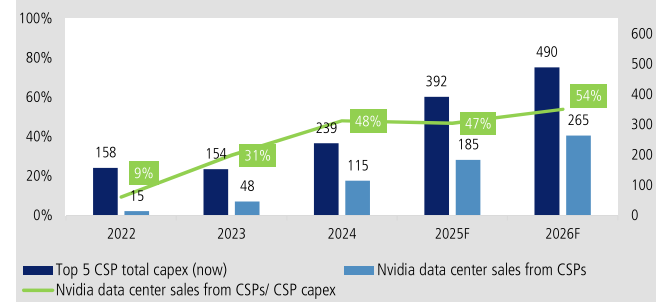
資本支出，十億美元



資料來源：Bloomberg、凱基預估

圖 17：Nvidia 資料中心營收對 CSP 資本支出比率

營收對資本支出比率，百分比 (左軸)；營收與資本支出金額，十億美元 (右軸)



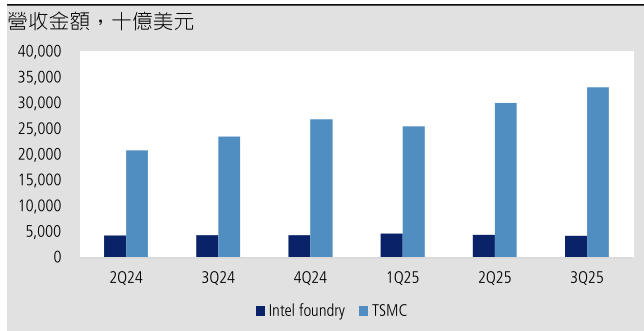
資料來源：Bloomberg、凱基預估

晶圓代工：台積電稱霸先進製程；成熟製程面臨價格壓力

儘管 Samsung (記憶體) 與 Intel (美國政府支持) 近期皆因不同因素出現復甦的跡象，但我們認為台積電仍持續保持技術領先，預期 N2 製程上線後將獲所有 IC 設計大客戶採用。Samsung 與 Intel 由於缺乏客戶承諾下單且生產良率較低，因此在 2 奈米製程擴產上仍遠不及台積電。凱基預估 2026 年底台積電的 2 奈米月產能將至少由 2025 年底的 4 萬片晶圓翻倍至 8-10 萬片，同期 Samsung (SF2) 與 Intel (18A) 的月產能則預估仍在 2 萬片以下。

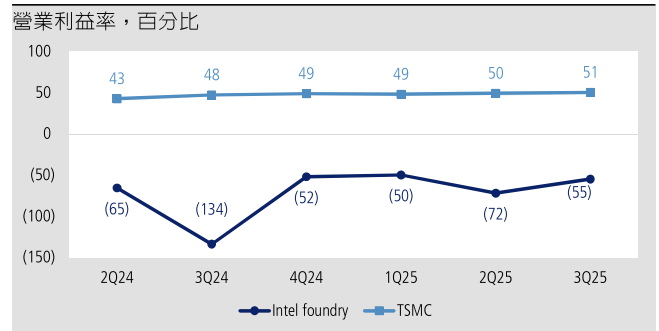
此外，我們預期 2026-27 年台積電 CoWoS 產能供不應求的情況會加劇，因而進一步推高單價；我們預期公司明年可能將 N3、N4、N5 價格調漲 3-5%。儘管所有 N3 製程客戶皆升級至 N2，我們認為 Nvidia 的 Rubin 將填補 N3 的需求缺口。整體而言，我們預估 2026 年 N2、N3、N4 及 N5 產能將吃緊，而成熟製程仍將呈現供給過剩的狀態，惟價格戰可望趨於穩定。

圖 18：Intel 晶圓代工業務與台積電營收比較



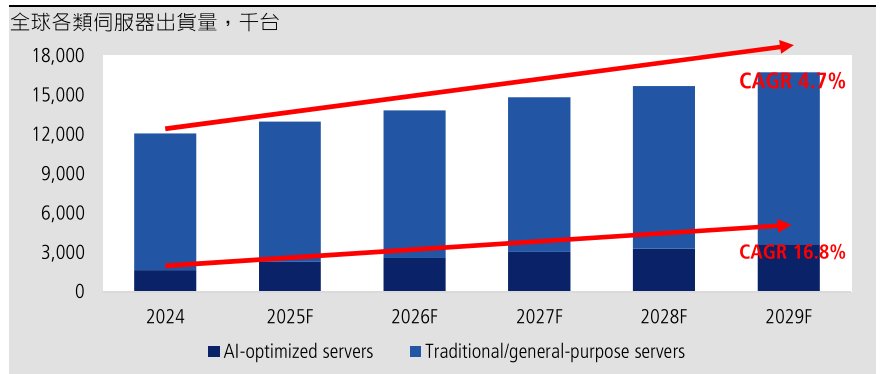
資料來源：公司資料、凱基預估

圖 19：Intel 晶圓代工業務與台積電營業利率比較



資料來源：公司資料、凱基預估

圖 20：AI 伺服器出貨年複合成長率超越傳統/通用型伺服器



資料來源：Gartner、凱基預估

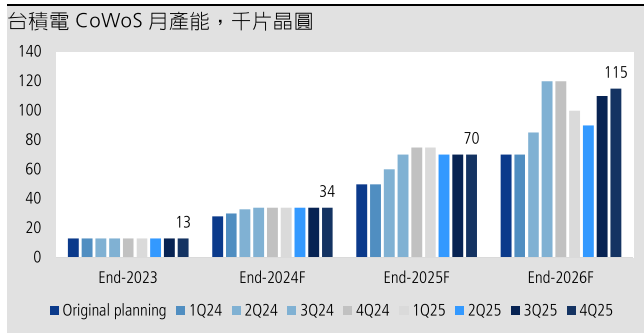
封測 – 測試與封裝同等重要

2026 年 CoWoS 仍將是先進封裝關注(但非唯一)的重點。在 AI 強勁需求支撐下，我們預估台積電的 CoWoS 月產能將將由 2025 年底的 7 萬片晶圓擴充至 2026 年的 11.5 萬片，2026 全年供給量將從 2025 年的 70 萬片晶圓增加至 110 萬片，年增 57%。需求上修主要來在 Nvidia 與 Broadcom，後有 AMD、Annapurna Labs(含世芯-KY)等。

有鑑於產能不足，我們預期 CoPoS (CoWoS 面板化) 將成為客戶的替代方案，自 2H27 或 2028 年初開始產量可望逐步攀升。藉由改變中介層形狀 (由圓形改為方形)，其產出 (按封裝尺寸不同) 將可增加 2-3 倍。同時，WMCM 與 SoIC 需求亦強勁成長，因此各種不同的封裝技術亦將受到市場關注。

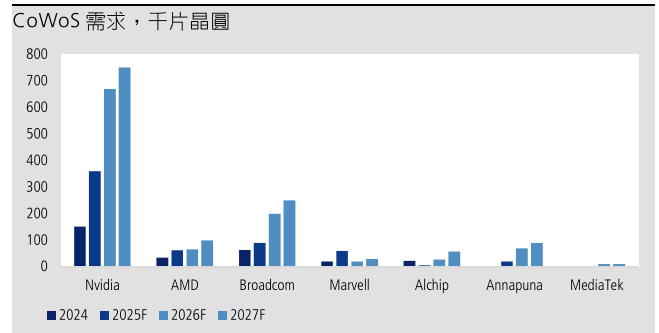
最後，由於資源不足，越來越多晶片測試 (CP) 的外包訂單由台積電轉往日月光控股 (3711 TT, NT\$222.5, 持有) 與京元電 (2449 TT, NT\$211.5, 未評等)。另外，隨著主流散熱方式由氣冷轉為液冷，現有預燒機台將面臨物理限制，市佔率可望因此重新洗牌。整體而言，我們認為測試需求隨著 AI 逐步成長，其重要性並不亞於封裝，只是平常為市場所低估。

圖 21：台積電 CoWoS 產能預估修正



資料來源：凱基預估

圖 22：2024-27 年各客戶 CoWoS 需求預估

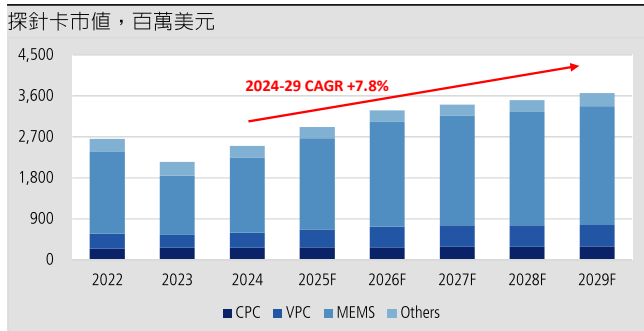


資料來源：凱基預估

測試介面：AI/HPC 依舊為長期成長引擎

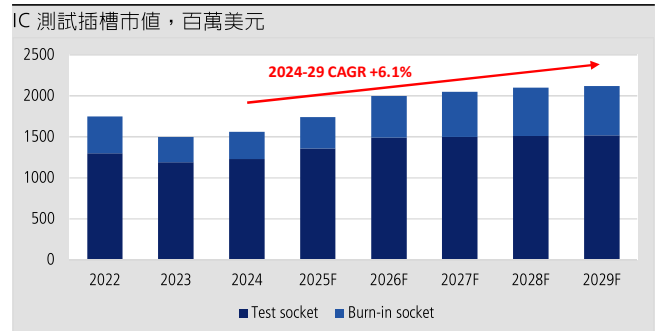
2025 年測試介面市場受惠 AI、HPC 需求暢旺而強勁成長，且 2026 年還可望更上一層樓。根據 Yole Group 預估，2026 年全球探針卡市場規模將年增 14.1% 至 32.9 億美元，其中 IC 測試座市場規模預估將年增 8.9% 至 20.1 億美元。2024-29 年探針卡與 IC 測試座市場預估將分別年複合成長 7.8% 與 6.1%。值得一提的是，2024-29 年 MEMS 探針卡市場年複合成長率可望達 9.5%，超越整體探針卡市場，我們認為主因：(1) MEMS 探針卡已成為 AI 晶片測試的主流選擇；與(2)隨製程節點進展至 3 奈米以下，傳統垂直式探針卡 (VPC) 在晶片測試過程中更容易造成損傷，而 MEMS 探針卡在應力方面更具優勢。

圖 23：2024-29 年全球探針卡市場規模年複合成長達 7.8%



資料來源：Yole、凱基投顧

圖 24：2024-29 年全球 IC 測試座市場規模年複合成長達 6.1%

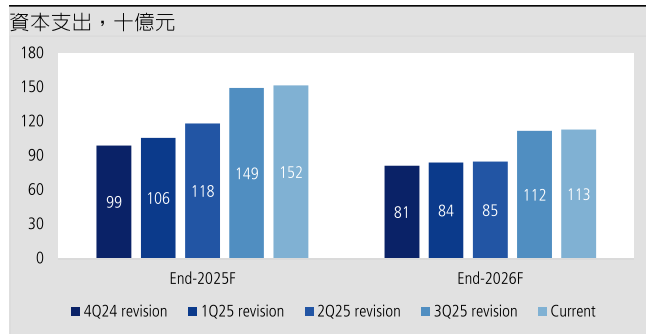


資料來源：Yole、凱基投顧

AI/HPC 晶片因設計趨於複雜而需要更嚴峻的測試環境與更長的測試時間，進而帶動整體晶片測試需求。自動測試裝置(ATE)大廠 Advantest (日)與 Teradyne (美)在近期法說會上亦證實此趨勢。Advantest 表示 AI GPU 與客製化 ASIC 為主要成長動能，且此強勁需求預計將持續至 2026 年。Teradyne 亦提及其 AI 相關運算營收明顯優於預期。我們認為此結構性趨勢將為未來 3-5 年測試介面產業之主要成長動能。ATE 與封測業者持續資本支出亦持續上修，隱含在 AI/HPC 測試需求攀升與測試時間拉長的情況下，整體測試產能依舊緊縮。

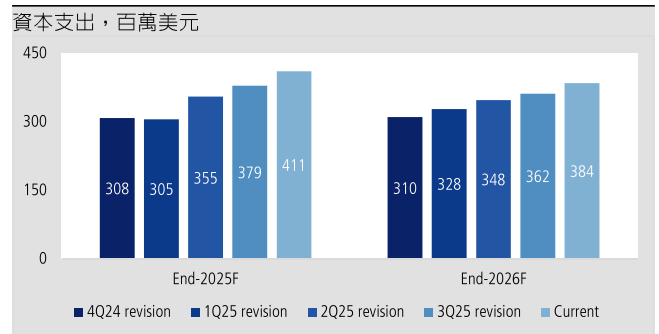
展望 2026-27 年，Nvidia 下一代 Rubin AI GPU 平台與主要 CSP 業者各項 AI ASIC 專案即將進入量產。凱基認為當前趨勢將明顯有利於已佔據領先地位且 AI 供應鏈營收佔比偏高的測試介面廠商。

圖 25：封測業者大幅提高 2025-26 年資本支出



資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 26：測試設備業者資本支出



資料來源：Bloomberg、凱基投顧

圖 27：CSP 業者 AI ASIC 產品規畫

Company	Product	Design Service	Actual 1Q25	Actual 2Q25	Actual 3Q25	Expect 4Q25	Expect 1Q26	Expect 2Q26	Expect 3Q26	Expect 4Q26	Expect 1Q27	Expect 2Q27	Expect 3Q27	Expect 4Q27
Google	TPU v5e	Broadcom												
Google	TPU v6e (Trillium)	Broadcom												
Google	TPU v6p (Ironwood)	Broadcom												
Google	TPU v7e	Mediatek												
Google	TPU v7p	Broadcom												
Google	TPU v8	Pending												
AWS	Trainium 2	Marvell												
AWS	Trainium 2.5/R	Marvell												
AWS	Trainium 3	AWS+Alchip												
AWS	Trainium 3 Lite	Marvell (CoWoS @ASE)												
AWS	Trainium 4	AWS+Alchip												
Meta	MTIA	Broadcom												
Meta	MTIA 2	Broadcom												
Meta	MTIA 2.5	Broadcom												
Meta	MTIA 3	Broadcom												
Meta	MTIA 3.5	Marvell												
Meta	MTIA 4	Broadcom												
Microsoft	Maia 100	Microsoft												
Microsoft	Maia 200	Microsoft+GUC(?)												
Microsoft	Maia 300	Marvell												
Open AI	Gen1	Broadcom												
Open AI	Gen2	Broadcom												

資料來源：公司資料、凱基投顧

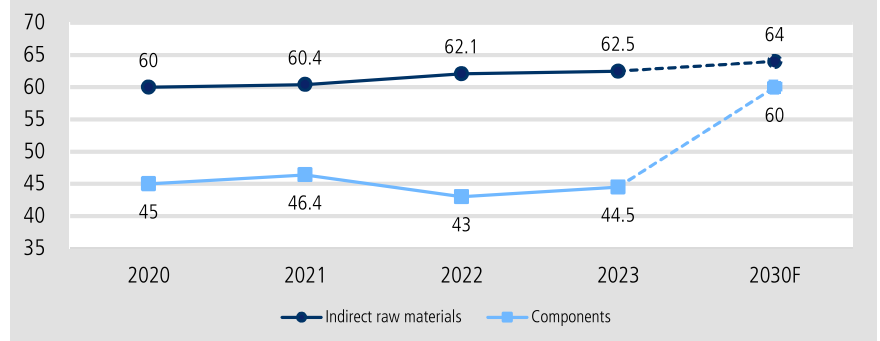
半導體設備 – 隨 AI 與台積電成長

隨著半導體製程越趨複雜，晶片生產成本亦大幅上升，因此我們認為先進封裝與異質整合將是滿足 HPC 需求並延續摩爾定律的主要解決方案。

我們認為一線設備業者大多都能受惠於台積電 2 奈米製程擴充，然而，多數台灣設備廠僅聚焦後段製程，因此受惠的來源應為 CoWoS 而非 2 奈米產能擴充。2 奈米製程方面，我們認為中砂作為鑽石碟的主要供應商(市佔率預估達 80%)，將為台灣的主要受惠者之一。前段製程的一線設備業者中，我們看好 Lam Research (美)，係因其記憶體業務佔比較高，同時對中國市場的依賴較低。多數一線設備業者應可受惠於 2026-27 年台積電 N2/ CoWoS 產能擴充。台灣設備廠與相關供應鏈也可搭上台積電擴大在地採購的順風車。

圖 28：台積電將持續擴大在地採購

本土供應商佔台積電採購比重，百分比



資料來源：公司資料、凱基投顧

ASIC 設計服務 – AI 推論將催生大量客製化

以「百花齊放」說明 2026 年 CSP 業者主導的 AI ASIC 市場可能一點也不為過。我們持續看好 2026 年 AI ASIC 產業的前景：美國四大資料中心業者的 AI ASIC 計畫即將進入量產階段，後續產品規畫也逐漸明朗。我們認為 CSP 業者自行開發 ASIC 的主要原因未變，包含：(1) 追求硬體自主並管控供應鏈；(2) 優化成本效益與整體持有成本 (TCO)；(3) 客製化提升效能；與 (4) 創造產品差異化以提升競爭優勢。

- 硬體自主與供應鏈管控：大型 CSP 業者期望提升硬體自給率，降低對單一 CPU 供應商的過度依賴。自行開發 ASIC 有助其分散硬體來源、降低供應鏈風險並強化對外部供應商的議價能力。
- 優化成本效益與 TCO：CSP 業者自行開發 AI 晶片能大幅降低 AI 基礎設施的 TCO。為特定工作設計的 ASIC(尤其是推論)更符合特定任務需求，不必一切都仰賴昂貴的通用型 GPU，有助於提升效率並降低成本。
- 客製化效能提升：自行開發的 ASIC 同樣採用先進製程、先進封裝與高頻寬記憶體，並根據不同 CSP 業者的用途深度優化，以提升運算效能與能源效率。我們也觀察到有業者針對 ASIC 架構進行系統級強化(如增加內部互連以及將外部網通傳輸速度由 400Gbps 提高至 800Gbps，未來還將再升級)，進而加強大規模叢集擴展(包括 scale-up 及 scale-out)。

- 產品差異化與競爭優勢：專屬的 AI 晶片讓 CSP 業者享有差異化優勢，使其得以在自家雲端提供特定解決方案。如 Google 的 TPU 以其高性價比成功吸引許多客戶調整軟體以便採用 TPU；AWS 透過 Trainium 提供更具有成本效益的 AI 方案，創造與同業間的差異。

Google 和 AWS 等先行者在 AI 硬體預算中 ASIC 的比重可能達 40% 以上；2026 年 AI ASIC (含 TPU、Trainium 加速器) 需求預計仍將強勁。Meta 積極開發更高階用於訓練的 ASIC，以降低未來對 GPU 的依賴，其 MTIA 路徑圖已延伸至 2028 年後。Microsoft 採用速度相對緩慢，預計 2026 年量產 MAIA 200，但出貨量低於上述同業；預計 2027 年 MAIA 300 量產後規模才明顯放大。

我們觀察到晶片的迭代速度正在加快；四大 CSP 產品更新週期約 1-1.5 年，將持續推動汰換與採購需求。架構方面，先進製程節點與更大晶片尺寸將持續提升單顆運算能力與矽含量；HBM 容量與頻寬升級將顯著提高自研 ASIC 的整體 ASP。Chiplet 架構的普及擴大了測試與探針卡等周邊需求，同時設計愈趨複雜將進一步提高設計服務的內涵價值及進入門檻。更重要的是，隨著 CSP 迭代路徑愈短，同時每代產品的製程、HBM、封裝升級，將為設計服務商持續創造 ASP 及出貨動能，並帶來更多合作機會。我們觀察到包括 Broadcom、Marvell、聯發科、世芯-KY 以及創意 (3443 TT, NT\$1,965, 增加持股) 等供應商，已在不同 CSP 中贏得專案，支撐其營收動能；這些業者之 ASIC 業務預計將持續受惠上述催化劑。我們在圖 29 中摘要 CSP AI ASIC 的出貨展望，並在圖 27 中提供其路徑圖，供投資人參考。

圖 29：2023-27 年 AI 加速器預估

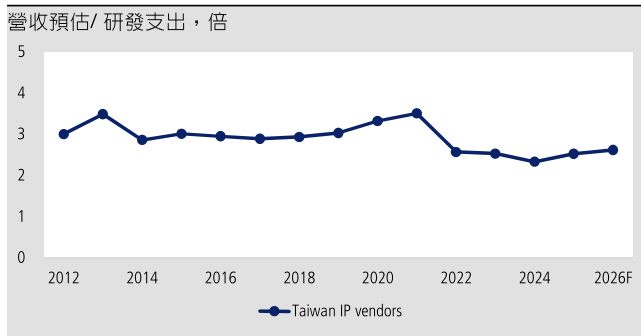
Shipments (k units)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
GPU	1,645	4,730	6,453	8,227	8,035
YoY (%)	N.M.	187.5	36.4	27.5	(2.3)
Nvidia	1,450	3,838	5,310	6,827	6,135
- A100	1,450	88	-	-	-
- H100	-	3,218	522	194	-
- B200	-	532	2,873	235	-
- B300	-	-	1,915	2,111	210
- Rubin	-	-	-	4,288	2,625
- Rubin Ultra	-	-	-	-	3,300
AMD	168	490	627	800	1,200
Intel	27	202	16	-	-
Others	-	200	500	600	700
ASIC	2,259	3,984	4,887	8,247	10,762
YoY (%)	N.M.	76.4	22.7	68.7	30.5
AWS Trainium	495	1,225	1,600	2,428	3,360
Google TPU	1,464	2,099	2,527	3,819	4,202
Meta MTIA	-	300	400	700	1,000
MSFT Maia	-	60	60	200	400
Open AI	-	-	-	600	1,000
Others	300	300	300	500	800
AI Accelerator	3,904	8,714	11,340	16,474	18,797
YoY (%)	N.M.	123.2	30.1	45.3	14.1

資料來源：凱基預估

IP — AI 比重有限，營運費用提升

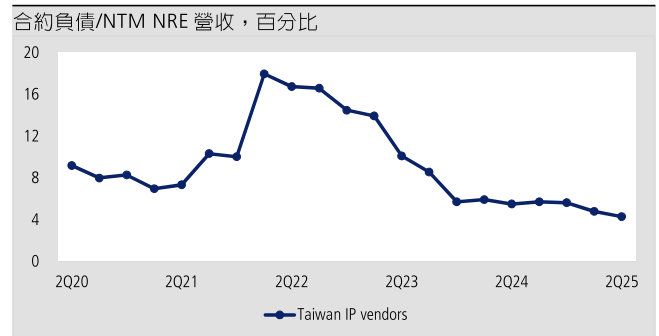
我們先前對半導體 IP 產業轉趨悲觀，主因新台幣大幅升值。由於 IP 商業模式的收入全以美元計價，而營運費用(主要為研發人力)全以新台幣計價，故在新台幣強勢升值下對利潤率造成龐大壓力。雖然現今匯率環境已趨於穩定，但我們對台灣 IP 廠商仍維持保守看法。儘管受 AI/HPC 及晶片設計複雜度提升的推動，IP 的長期需求正在加速，且我們對與台積電先進製程擴張及 AI/HPC 相關的領域仍持正面態度，但由於台灣廠商在先進製程與 AI 應用比重仍不足，因此我們仍持保守看法。此外，IP 產業受限於高昂的 EDA 授權費，以及對研發人才的高度需求，導致台灣業者的獲利能力劣於全球同業。

圖 30：高昂 EDA 授權費用削弱 IP 公司研發效率



資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 31：NRE 需求轉弱



資料來源：Bloomberg，凱基預估

記憶體 — 2026 年美系 CSP 採購為記憶體需求的主要動能

DRAM 方面，根據 MOU 承諾，四大美系 CSP 皆計劃 2026 年採購量將年增逾 20%，主要用於通用型伺服器。我們預估 2026 年伺服器 DRAM 需求將年增 21%，全年 DRAM 供需比為 97.4%，隱含持續供不應求。因此，DRAM 合約價格預計將一路上漲至 2026 年底。

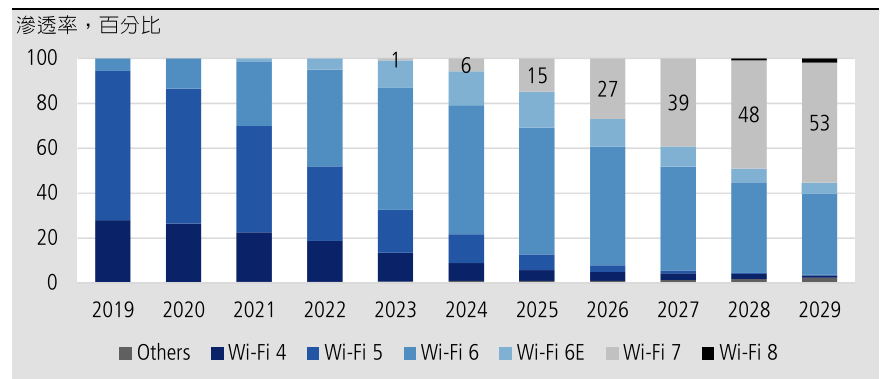
至於 NAND Flash，美系 CSP 對 QLC 和 TLC NAND 的採購仍然龐大。以訂單計算，2026 年美系 CSP 的企業級 SSD 需求預估將年增 100-130%，主要受存儲伺服器部署推動。我們預估 2026 年 eSSD 位元需求將年增 61% 至 442EB。在強勁的 eSSD 需求支撐下，全年 NAND Flash 供需比預計收緊至 92.4%，TLC 和 QLC 晶圓價格可望持續上漲至 2026 年底。

IC 設計 — 偏好與美系 CSP 資料中心/AI 直接相關的公司

受美國對中國關稅計畫不確定性及中國刺激措施的影響，IC 設計公司客戶於 1H25 顯著提前拉貨，隨後於 2H25 連續兩季進行庫存去化，造成「上半年強於往常、下半年弱於往常」。依應用別與季節性，並根據目前供應鏈庫存水位與晶圓投片觀察，我們認為大多數終端市場的淡季效應將持續至 1Q26，並於 1Q26 末至 2Q26 重啟補庫存循環。其中，PC/筆電相關晶片預計 1Q26 率先補庫存，帶動 PC/筆電收入占比高的 IC 設計公司 1Q26 表現相對較佳；之後將大致回歸傳統季節性軌跡。

好消息是台灣 IC 設計公司的庫存天數仍屬健康。3Q25 財報發佈後，我們觀察到雖有部分公司策略性增加庫存以應對持續的總體不確定性並提升出貨彈性，但其庫存水準仍未超過五年平均。除去設計服務公司，我們強調僅有少數台灣 IC 設計公司與美系 CSP 資料中心/AI 需求高度相關。2026 年非 AI 消費性電子(智慧型手機、PC/筆電、電視)復甦仍疲弱的背景下，我們認為台灣 IC 設計公司的營收與獲利成長將繼續依賴規格升級。網通領域方面，聯發科、瑞昱 (2379 TT, NT\$496.5, 持有) 及達發 (6526 TT, NT\$444.0, 增加持股) 將受惠於 FTTH 所帶動的光纖接取市場成長，及 Backbone/核心網路擴建、固網寬頻流量提升、雲與串流升級所帶動的室內 AP 與家用路由規格升級；其中聯發科與瑞昱也將受惠 Wi-Fi 7 升級。根據 IDC，Wi-Fi 7 在 PC 與路由器的滲透率預計 2025 年達到約 27% 和 32%，2026 年顯著提升至 44% 和 56%。相較之下，智慧型手機與 PC/筆電的升級動能有限，難以顯著推動獲利成長；對後者而言，升級仍集中於處理器驅動的高速介面(主要是 USB4)，預計將支撐譜瑞-KY (4966 TT, NT\$641, 持有)與祥碩 (5269 TT, NT\$1,220, 未評等) 的營收與獲利成長。儘管如此，多數 IC 設計公司目前風險報酬並不具吸引力；由於美系 CSP 資料中心/AI 主題或相關營收比重不大，獲利預估上修或評價調升的空間有限。

圖 32：2026 年 Wi-Fi 7 滲透率將突破 27%



在與美系 CSP 資料中心/AI 直接相關的公司中，信驊為我們在 IC 設計領域的首選。我們看好傳統型/通用型伺服器出貨量穩健年增、AI 伺服器出貨量強勁成長及其機櫃級 (Rack-level) 設計趨勢，加上伺服器 CPU 迭代將驅動伺服器管理晶片 (BMC) ASP 提升，驅動 2024-29 年 BMC 美元 TAM 五年年複合成長率達 20% 以上。我們最新供應鏈調查也顯示，傳統型/通用型伺服器出貨量存在上修空間；預計更高的出貨量將轉化為營收與獲利，故我們看好該領域的上修潛力。

投資建議

晶圓代工

歷史經驗顯示，台積電的評價通常領先基本面週期底部約 2-4 個季度。鑑於年增動能預計將於 2Q26 落底、並於 2H26 重回上升軌道，我們預期股價將於 4Q25 提前反應。台積電不僅仍是我們晶圓代工領域的首選，更是整個半導體產業的首選，主因 AI 的成長及相關大型合作案都離不開台積電。

IC 設計

信驊為我們 IC 設計領域首選。我們預期成長動能將來自於：(1) 傳統型/通用型伺服器出貨量穩健年增、AI 伺服器出貨量強勁成長及其機櫃級 (Rack-level) 設計趨勢，加上伺服器 CPU 迭代驅動伺服器管理晶片 (BMC) ASP 提升將共同驅動 2024-29 年 BMC 美元 TAM 五年年複合成長率達 20% 以上；(2) 橋接控制晶片 (BIC；或稱 Mini-BMC)、PFR 安全晶片、I/O 擴充晶片 (I/O expander) 等新產品線長期將推升信驊在每塊伺服器主板的晶片價值含量，其於 Intel (美) Oak Stream 伺服器平台美元 TAM 將為 Eagle Stream 伺服器平台的 2 倍以上；及(3) 智慧 AV 解決方案營收預期將受惠於智慧製造、智慧城市應用而穩健擴張。

測試介面

我們看好強勁 AI 需求及更高針腳數的規格升級，將帶動探針卡與測試座的需求成長。我們在測試介面領域的首選為旺矽，係考量其 ASIC 業務 (尤其來自 Broadcom) 成長強勁，且產品組合改善推動利潤率提升。

IP

多數台灣 IP 廠商 2025 年因新台幣強勢而獲利表現低於預期。展望 2026 年，由於缺乏新的 AI 專案，且台積電 N2 擴產的相關營收比重有限，多數本地 IP 廠商成長空間恐將受限，我們預期 2026 年表現將趨於平淡。

設備與耗材

台灣相關設備廠商皆將隨台積電擴產而成長，但主要集中於後段先進封裝，係因前段設備仍由國際一線廠商主導，如 ASML (荷)、KLA (美)、TEL (日)、Lam Research (美)。我們看好 Lam Research，因其受惠於邏輯製程迭代與記憶體升級周期的雙重利多。隨著蝕刻設備的重要性提升，以及資料中心資本支出約 50% 投入記憶體，Lam Research 記憶體比重較高而相較同業具優勢。針對 N2 擴產，我們看好中砂，主因其為 N2 製程的主要鑽石碟供應商，市占率超過 80%。

ASIC

ASIC 設計服務領域我們看好世芯-KY，主因我們預期 Hyperscaler 客戶 3nm 專案將於 2026-27 年貢獻數十億元外，中系車廠 ADAS 專案預計將於 1Q26 起貢獻營收，預估將達 3-4 億美元；另外，3nm 加密貨幣與網通專案錦上添花，2nm 網通專案亦將於 2027 年量產。

記憶體

華邦電是我們記憶體領域的首選。DDR4 與 DDR3 價格反轉不僅代表景氣復甦，更象徵受 DRAM 低價拖累獲利的時代已結束。布局多年的 CUBE 業務預

計將於 2026 年開花結果，成為下一階段成長動能。展望未來，公司獲利將隨 Edge AI 市場成長而擴大，傳統 DRAM、Flash 與新唐 (4919 TT, NT\$51.9, 未評等) 業務將貢獻穩定現金流，我們認為此刻正是華邦電營運迎來結構性轉變的起點。



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	1,455
12 個月目標價 (NT\$)	1,900
前次目標價 (NT\$)	1,900
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	30.6

焦點內容

1. 受惠 AI 需求強勁，CoWoS 產能預估持續上修。
2. 持續看好 N2 量產。
3. 初步觀察 2027 年營運將持續強勁。

交易資料表

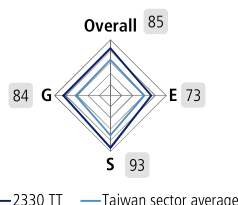
市值：(NT\$bn/US\$mn)	37,732/1,234.5
流通在外股數 (百萬股)：	25,933
外資持有股數 (百萬股)：	18,935
3M 平均成交量 (百萬股)：	22.92
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	785 - 1,510

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	28.2	48.8	42
相對表現 (%)	12.1	21.4	21.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	8.70A	9.56A	12.55A	14.45A
2025	13.95A	15.36A	17.44A	17.83F
2026	16.16F	17.23F	21.35F	22.14F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

台積電

(2330.TW/2330 TT)



擁抱大趨勢

重要訊息

不同於 2023 至 2025 年，我們認為 AI 將不再是台積電唯一的成長動能，非 AI 應用在 N2 製程的導入亦將貢獻 2026 年的成長。

評論及分析

受惠 AI 需求強勁，CoWoS 產能預估持續上修。隨多項大型 AI 合作案宣布，我們看到 2026-27 年 CoWoS 需求持續上修。目前我們預估台積電 CoWoS 月產能將自 2025 年底的 7 萬片成長至 2026 年底的 11.5 萬片，對比我們 2Q25 僅預估 9.0 萬片，主要上修來自 Nvidia (美) 與 Broadcom (美)。此外，我們預期 2026-27 年 CoWoS 產能供不應求的情況將加劇，進而推高 ASP，目前我們預估台積電將於 2026 年調漲 N3/4/5 價格 3-5%。

持續看好 N2 量產。我們對 N2 展望維持樂觀，預期 2026 年其營收佔比將達 14% (N3 推出的第一年營收佔比僅為 6%)，月產能則將自 2025 年底的 4 萬片晶圓翻倍至 2026 年底的 8-10 萬片。我們預期 Apple (美) 將是 N2 的最大客戶，主要用於 A20 處理器。其他主要客戶包括應用於手機旗艦處理器 SDM8950 與 D9600 的 Qualcomm (美) 與聯發科 (2454 TT, NT\$1,185, 持有)、應用於伺服器 CPU Venice 的 AMD (美) 及桌機 CPU Nova Lake 的 Intel (美)。儘管所有 N3 客戶都會升級到 N2，但我們認為 Nvidia 的 Rubin 將填補 N3 的需求缺口。

初步觀察 2027 年營運將持續強勁。若當前需求動能延續至 2027 年，CoWoS 供不應求或將加劇。Google (美) 與 AWS (美) 將持續主導 ASIC，OpenAI (美)、Meta (美) 與 Microsoft (美) 因基期低將大幅成長。整體而言，我們預期 2027 年 N2 與 CoWoS 的需求更為強勁，新的封裝技術如 WMCM、SoIC 與初期的 CoPoS 亦將開始貢獻營收。我們預估 2026-27 年台積電營收將維持至少 20% 的年增率。

投資建議

歷史經驗顯示，台積電的評價通常領先基本面週期底部約 2-4 個季度。鑑於年增動能預計將於 2Q26 落底、並於 2H26 重回上升軌道，我們預期股價將於 4Q25 提前反應。我們給予目標價 1,900 元，係基於 2027 年每股盈餘的 20 倍 (上升週期平均水準)。

投資風險

全球景氣不確定性；上檔風險為 2026 年漲價幅度高於預期。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	2,161,736	2,894,308	3,773,484	4,606,725	5,719,060
營業毛利 (NT\$百萬)	1,175,111	1,624,354	2,246,332	2,673,927	3,383,988
營業利益 (NT\$百萬)	921,088	1,324,513	1,889,688	2,270,177	2,882,554
稅後淨利 (NT\$百萬)	838,498	1,173,268	1,674,359	1,993,598	2,476,881
每股盈餘 (NT\$)	32.34	45.25	64.58	76.89	95.53
每股現金股利 (NT\$)	13.00	17.00	20.00	20.00	20.00
每股盈餘成長率 (%)	(17.5)	39.9	42.7	19.1	24.2
本益比 (x)	45.0	32.2	22.5	18.9	15.2
股價淨值比 (x)	10.9	8.8	7.3	5.7	4.4
EV/EBITDA (x)	24.8	17.9	13.4	10.9	8.8
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.9	1.2	1.4	1.4	1.4
股東權益報酬率 (%)	26.2	30.3	35.3	33.6	32.4

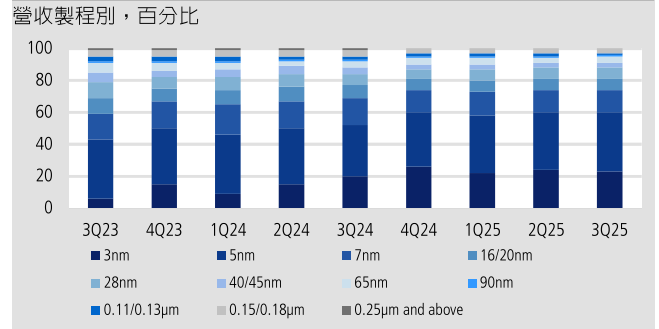
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：公司概况

台積電是全球最大的專業半導體晶圓代工廠，近年來其市占率持續有所增加。2013 年的八吋約當產能超越一千六百萬片。台積電現有六座先進十二吋晶圓廠、六座八吋廠、一座六吋廠，外加正在興建的一座十二吋廠。台積電提供以下服務：晶圓製造，晶圓探測，組裝和測試，光罩生產和設計服務。

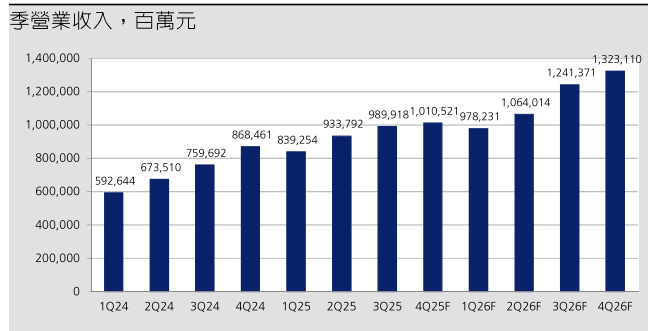
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：台積電各製程晶圓營收比重



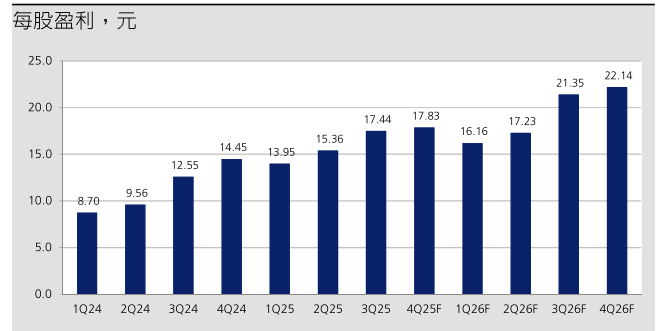
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入



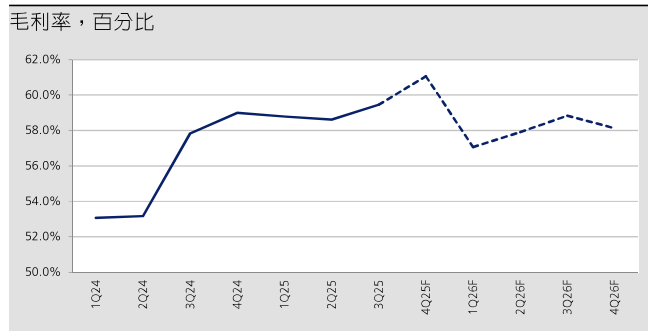
資料來源：凱基

圖 4：每股盈利



資料來源：凱基

圖 5：毛利率



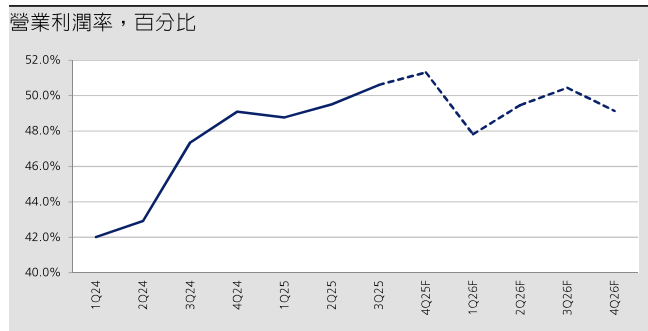
資料來源：凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比



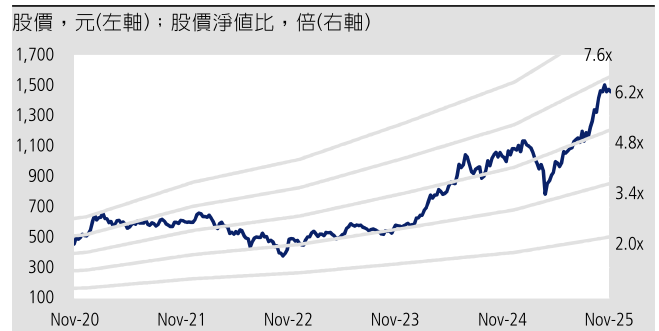
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 7：營業利潤率



資料來源：凱基

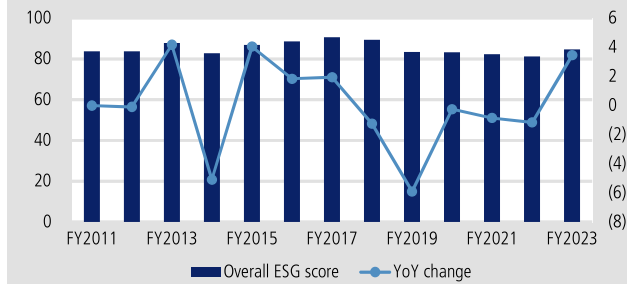
圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數

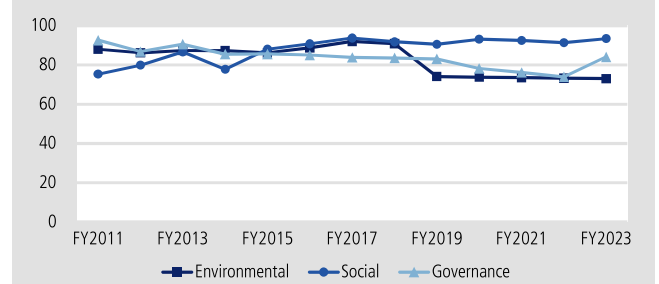
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數

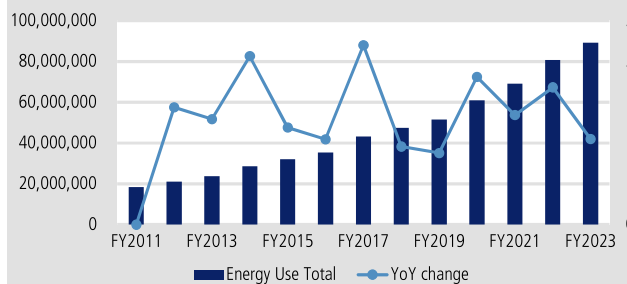
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗

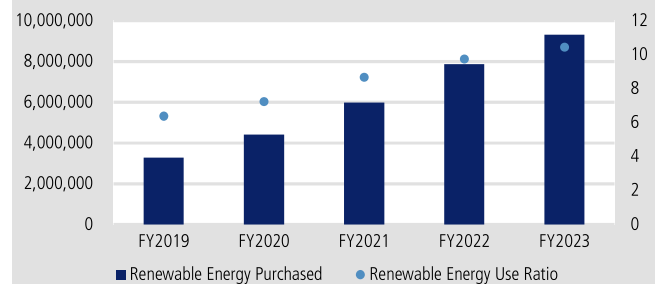
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：再生能源使用

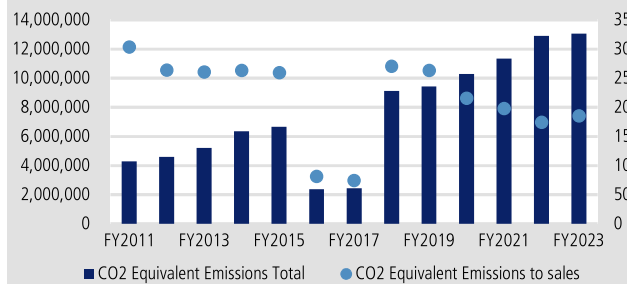
再生能源使用，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：碳排量

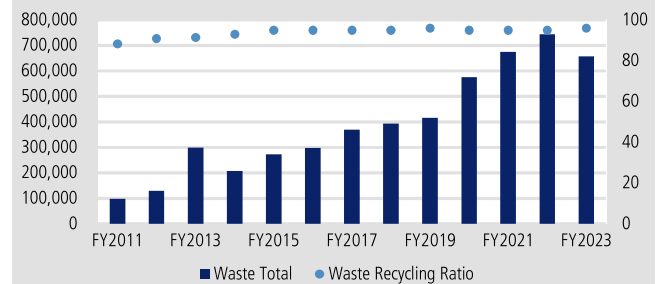
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：廢棄物總量

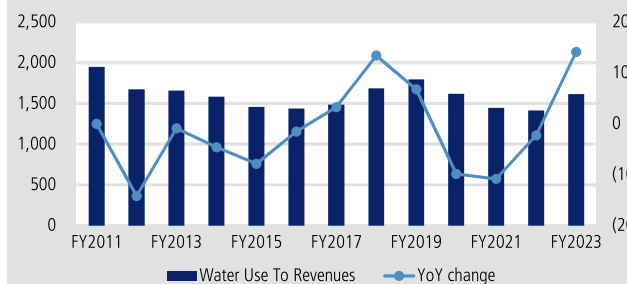
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：耗水量

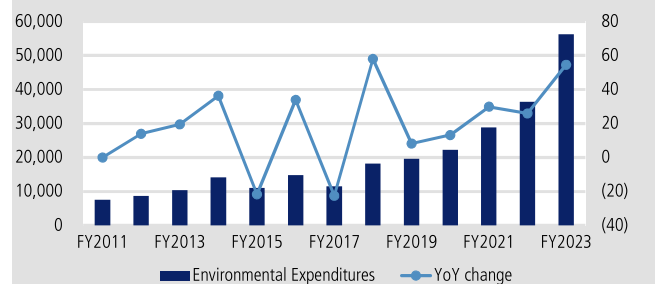
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：環境支出

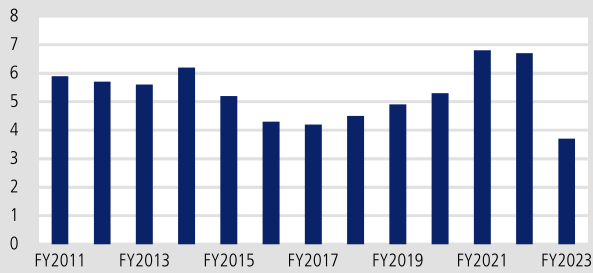
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：員工流動率

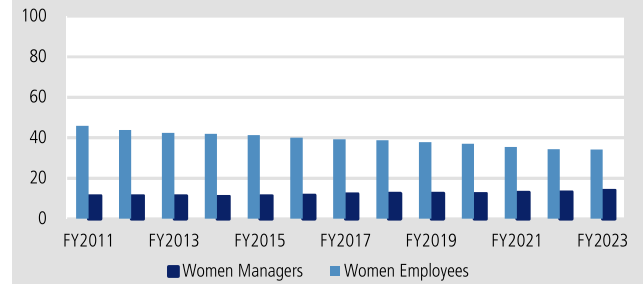
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性

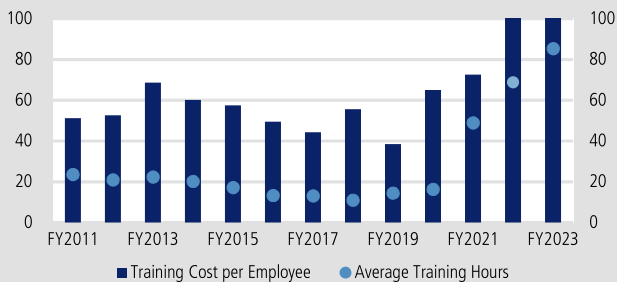
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工訓練

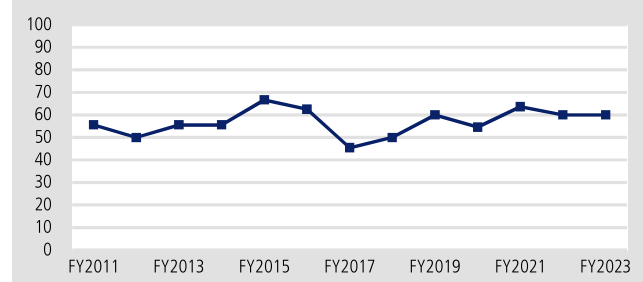
員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：獨立董事

獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	839,254	933,792	989,918	1,010,521	978,231	1,064,014	1,241,371	1,323,110	3,773,484	4,606,725	5,719,060
營業成本	(345,859)	(386,423)	(401,375)	(393,496)	(419,997)	(447,830)	(510,981)	(553,989)	(1,527,153)	(1,932,798)	(2,335,071)
營業毛利	493,395	547,369	588,543	617,024	558,234	616,184	730,390	769,120	2,246,332	2,673,927	3,383,988
營業費用	(84,058)	(85,071)	(87,671)	(98,526)	(90,486)	(89,909)	(104,275)	(119,080)	(356,644)	(403,751)	(501,435)
營業利益	409,337	462,298	500,872	518,498	467,748	526,274	626,114	650,040	1,889,688	2,270,177	2,882,554
折舊	(173,005)	(186,007)	(160,693)	(216,264)	(247,289)	(264,251)	(270,294)	(119,318)	(735,969)	(901,151)	(914,244)
攤提	(2,134)	(2,051)	(2,095)	(5,522)	(6,125)	(6,468)	(7,170)	1,779	(11,801)	(17,984)	(18,260)
EBITDA	584,476	650,356	663,659	740,285	721,161	796,993	903,578	767,580	2,637,458	3,189,312	3,815,058
利息收入	24,859	25,192	26,180	25,899	25,899	25,899	25,899	25,899	102,131	103,597	80,000
投資利益淨額	1,420	1,633	961	1,424	1,424	1,424	1,424	1,424	5,438	5,696	-
其他營業外收入	(0)	0	544	-	-	-	-	-	544	-	-
總營業外收入	26,279	26,825	27,685	27,323	27,323	27,323	27,323	27,323	108,113	109,293	80,000
利息費用	(2,677)	(3,691)	(2,959)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(12,004)	(10,709)	(10,709)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	213	6,478	(43)	-	-	-	-	-	6,648	-	-
總營業外費用	(2,465)	2,787	(3,001)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(5,356)	(10,709)	(10,709)
稅前純益	433,152	491,910	525,556	543,144	492,394	550,920	650,760	674,686	1,992,444	2,368,761	2,951,845
所得稅費用[利益]	(70,163)	(95,542)	(73,614)	(81,472)	(73,859)	(104,675)	(97,614)	(101,203)	(320,790)	(377,351)	(477,152)
少數股東損益	831	780	546	547	547	547	547	547	2,705	2,188	2,188
非常項目前稅後純益	363,821	397,148	452,489	462,220	419,082	446,793	553,693	574,030	1,674,359	1,993,598	2,476,881
非常項目	(2,256)	1,125	(187)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	361,564	398,273	452,301	462,220	419,082	446,793	553,693	574,030	1,674,359	1,993,598	2,476,881
每股盈餘 (NT\$)	13.95	15.36	17.44	17.83	16.16	17.23	21.35	22.14	64.58	76.89	95.53
獲利率 (%)											
營業毛利率	58.8	58.6	59.5	61.1	57.1	57.9	58.8	58.1	59.5	58.0	59.2
營業利益率	48.8	49.5	50.6	51.3	47.8	49.5	50.4	49.1	50.1	49.3	50.4
EBITDA Margin	69.6	69.6	67.0	73.3	73.7	74.9	72.8	58.0	69.9	69.2	66.7
稅前純益率	51.6	52.7	53.1	53.7	50.3	51.8	52.4	51.0	52.8	51.4	51.6
稅後純益率	43.1	42.7	45.7	45.7	42.8	42.0	44.6	43.4	44.4	43.3	43.3
季成長率 (%)											
營業收入	(3.4)	11.3	6.0	2.1	(3.2)	8.8	16.7	6.6			
營業毛利	(3.7)	10.9	7.5	4.8	(9.5)	10.4	18.5	5.3			
營業收益增長	(4.0)	12.9	8.3	3.5	(9.8)	12.5	19.0	3.8			
EBITDA	(2.1)	11.3	2.0	11.5	(2.6)	10.5	13.4	(15.1)			
稅前純益	(3.6)	13.6	6.8	3.3	(9.3)	11.9	18.1	3.7			
稅後純益	(3.5)	10.2	13.6	2.2	(9.3)	6.6	23.9	3.7			
年成長率 (%)											
營業收入	41.6	38.6	30.3	16.4	16.6	13.9	25.4	30.9	30.4	22.1	24.1
營業毛利	56.9	52.8	34.0	20.4	13.1	12.6	24.1	24.6	38.3	19.0	26.6
營業收益	64.4	59.9	39.2	21.6	14.3	13.8	25.0	25.4	42.7	20.1	27.0
EBITDA	43.2	43.2	25.7	24.1	23.4	22.5	36.2	3.7	32.7	20.9	19.6
稅前純益	62.5	59.3	37.2	20.8	13.7	12.0	23.8	24.2	41.5	18.9	24.6
稅後純益	60.3	60.7	39.1	23.4	15.9	12.2	22.4	24.2	42.7	19.1	24.2

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	5,532,371	6,691,938	7,736,526	9,292,547	11,300,919
流動資產	2,194,033	3,088,352	3,697,183	4,746,845	6,315,626
現金及短期投資	1,687,644	2,422,020	2,856,769	3,639,771	5,005,102
存貨	250,997	287,869	352,380	496,103	584,934
應收帳款及票據	201,938	272,088	397,425	520,362	634,981
其他流動資產	53,453	106,376	90,610	90,610	90,610
非流動資產	3,338,338	3,603,586	4,039,343	4,545,702	4,985,293
長期投資	129,442	149,040	140,275	145,971	145,971
固定資產	3,064,475	3,234,980	3,681,270	4,181,932	4,621,524
什項資產	144,421	219,565	217,799	217,799	217,799
負債總額	2,049,108	2,368,362	2,503,512	2,584,499	2,634,556
流動負債	913,583	1,264,525	1,491,108	1,572,096	1,622,153
應付帳款及票據	57,293	74,227	98,791	139,084	163,989
短期借款	9,293	59,858	94,214	94,214	94,214
什項負債	846,997	1,130,441	1,298,104	1,338,798	1,363,950
長期負債	1,135,525	1,103,837	1,012,403	1,012,403	1,012,403
長期借款	918,283	958,429	949,333	949,333	949,333
其他負債及準備	188,560	116,653	128,732	128,732	128,732
股東權益總額	3,483,263	4,323,576	5,233,015	6,708,048	8,666,363
普通股股本	259,321	259,327	259,326	259,326	259,326
保留盈餘	2,846,884	3,606,105	4,864,804	6,339,837	8,298,153
少數股東權益	24,349	35,031	35,558	35,558	35,558
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(4.5%)	33.9%	30.4%	22.1%	24.1%
營業收益增長	(17.9%)	43.8%	42.7%	20.1%	27.0%
EBITDA	(6.8%)	36.7%	32.7%	20.9%	19.6%
稅後純益	(17.5%)	39.9%	42.7%	19.1%	24.2%
每股盈餘成長率	(17.5%)	39.9%	42.7%	19.1%	24.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	54.4%	56.1%	59.5%	58.0%	59.2%
營業利益率	42.6%	45.8%	50.1%	49.3%	50.4%
EBITDA Margin	67.2%	68.7%	69.9%	69.2%	66.7%
稅後純益率	38.8%	40.5%	44.4%	43.3%	43.3%
平均資產報酬率	16.0%	19.2%	23.2%	23.4%	24.1%
股東權益報酬率	26.2%	30.3%	35.3%	33.6%	32.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	26.6%	23.6%	19.9%	15.6%	12.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	82.6	135.2	167.0	222.2	276.6
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	103.5	174.0	193.5	254.1	304.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	58.3	26.0	21.9	25.9	31.0
流動比率 (x)	2.4	2.4	2.5	3.0	3.9
速動比率 (x)	2.1	2.2	2.2	2.7	3.5
淨負債 (NT\$百萬)	(537,852)	(1,109,340)	(1,543,317)	(2,326,319)	(3,691,650)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	32.34	45.25	64.58	76.89	95.53
每股現金盈餘 (NT\$)	47.90	70.43	89.58	104.96	125.58
每股淨值 (NT\$)	133.38	165.37	200.46	257.34	332.87
調整後每股淨值 (NT\$)	133.40	165.40	200.46	257.34	332.87
每股營收 (NT\$)	83.37	111.63	145.54	177.67	220.57
EBITDA/Share (NT\$)	56.05	76.65	101.72	123.01	147.14
每股現金股利 (NT\$)	13.00	17.00	20.00	20.00	20.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.41	0.47	0.52	0.54	0.56
應收帳款周轉天數	34.1	34.4	38.4	41.2	40.5
存貨周轉天數	92.9	83.0	84.2	93.7	91.4
應付帳款周轉天數	21.2	21.4	23.6	26.3	25.6
現金轉換週轉天數	105.8	96.0	99.1	108.7	106.3

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	2,161,736	2,894,308	3,773,484	4,606,725	5,719,060
營業成本	(986,625)	(1,269,954)	(1,527,153)	(1,932,798)	(2,335,071)
營業毛利	1,175,111	1,624,354	2,246,332	2,673,927	3,383,988
營業費用	(254,022)	(299,840)	(356,644)	(403,751)	(501,435)
營業利益	921,088	1,324,513	1,889,688	2,270,177	2,882,554
總營業外收入	65,429	92,660	108,113	109,293	80,000
利息收入	60,294	87,213	102,131	103,597	80,000
投資利益淨額	5,119	4,879	5,438	5,696	-
其他營業外收入	16	567	544	-	-
總營業外費用	(7,723)	(8,874)	(5,356)	(10,709)	(10,709)
利息費用	(11,999)	(10,495)	(12,004)	(10,709)	(10,709)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	4,276	1,621	6,648	-	-
稅前純益	978,794	1,408,299	1,992,444	2,368,761	2,951,845
所得稅費用[利益]	(141,404)	(233,407)	(320,790)	(377,351)	(477,152)
少數股東損益	730	836	2,705	2,188	2,188
非常項目	377	(2,460)	-	-	-
稅後淨利	838,498	1,173,268	1,674,359	1,993,598	2,476,881
EBITDA	1,453,279	1,987,310	2,637,458	3,189,312	3,815,058
每股盈餘 (NT\$)	32.34	45.25	64.58	76.89	95.53

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	1,241,967	1,826,177	2,322,753	2,721,364	3,255,992
本期純益	838,498	1,173,268	1,674,359	1,993,598	2,476,881
折舊及攤提	532,191	662,797	747,771	919,135	932,504
本期運用資金變動	324	(90,088)	(165,284)	(226,367)	(178,546)
其他營業資產及負債變動	(129,046)	80,200	65,907	34,998	25,152
投資活動之現金流量	(906,121)	(864,843)	(1,198,318)	(1,419,798)	(1,372,096)
投資用短期投資出售[新購]	(55,781)	(54,143)	12,270	-	-
本期長期投資變動	-	(3,739)	-	-	-
資本支出淨額	(949,817)	(956,007)	(1,307,689)	(1,419,798)	(1,372,096)
其他資產變動	99,478	149,045	97,102	-	-
自由現金流	361,461	712,509	848,438	1,163,517	1,780,205
融資活動之現金流量	(204,894)	(346,301)	(502,505)	(518,565)	(518,565)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	68,204	55,866	25,260	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(291,722)	(363,055)	(518,558)	(518,565)	(518,565)
其他融資現金流	18,623	(36,022)	(9,208)	-	-
匯率影響數	(8,339)	47,166	(162,694)	-	-
本期產生現金流量	122,614	662,199	459,237	783,002	1,365,331

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	11.8%	10.4%	9.5%	8.8%	8.8%
= 營業利益率	42.6%	45.8%	50.1%	49.3%	50.4%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
= 資本周轉率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2
營業利益率	42.6%	45.8%	50.1%	49.3%	50.4%
x 資本周轉率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2
x (1 - 有效現金稅率)	85.6%	83.4%	83.9%	84.1%	83.8%
= 稅後 ROIC	29.4%	39.7%	47.4%	47.4%	52.3%

資料來源：公司資料，凱基預估



中砂

(1560.TW/1560 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	310.0
12 個月目標價 (NT\$)	390.0
前次目標價 (NT\$)	390.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	25.8

焦點內容

1. DBU 營收隨客戶擴產而成長，1Q26 需求仍穩健。
2. 台積電將推升 DBU 營收；美系 IDM 客戶進度超前。

交易資料表

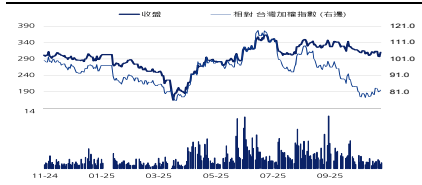
市值：(NT\$bn/US\$mn)	45.56 / 1,491
流通在外股數 (百萬股)：	147.0
外資持有股數 (百萬股)：	25.73
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.25
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	165.0 – 363.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.1	8.4	2.8
相對表現 (%)	-15	-19	-18.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	1.77A	1.75A	1.96A	1.64A
2025	1.96A	1.82A	2.24A	2.62F
2026	2.61F	3.17F	3.55F	3.69F

股價圖



資料來源：TEJ

新營收動能啟動

重要訊息

我們認為公司將受惠台積電(2330 TT, NT\$1,455, 增加持股)積極推進 N2, 以及先進製程的強勁需求, 主因其作為台積電 CMP 鑽石碟的主要供應商, N2 製程市佔率達 80%。此外, 美系 IDM 客戶也將帶來潛在上修空間。

評論及分析

DBU 營收隨客戶擴產而成長，1Q26 需求仍穩健。公司展望 4Q25 DBU 與晶圓事業部(SBU)營收季增, 分別受惠於主要客戶 N2 擴產以及特殊晶圓需求回溫。因此, 我們預期產品組合優化(DBU 與特殊晶圓營收比重提升)將推升毛利率。展望 1Q26, 雖然工作天數減少恐對營收造成負面影響, 但需求可望維持 4Q25 水準。中砂展望鑽石碟月產能將從目前 4.5 萬顆擴增至 2025 年底近 5 萬顆, 並於 2026 年底達 6 萬顆(年增 20%)。再生晶圓月產能亦將從目前 33 萬片提升至 2026 年底 40 萬片(年增 21%)。

台積電將推升 DBU 營收；美系 IDM 客戶進度超前。我們預估台積電(2330 TT, NT\$1,475, 增加持股) 2025 年底 N2 產能將從 4 萬片/月擴增至 2026 年底 8 萬片/月(樂觀情境達 10 萬片/月)。中砂作為其 CMP 鑽石碟主要供應商, N2 製程市佔率 80%, 將是主要受惠者。我們預估 2026 年 N2 製程 DBU 營收將年增 300%, 佔 DBU 營收比重將從 2025 年的 6% 提升至 2026 年的 18%。此外, 公司對美系 IDM 客戶的產品已於 9 月完成認證, 並自 10 月起開始小量出貨, 較原定時程提前 3 個月。我們預期 2026 年對該客戶營收將至少成長 50%。我們預估中砂 2026 年 DBU 營收將年增 28%, SBU 營收將隨擴產年增近 20%, 而 ABU 營收則持續受機械、工具機需求疲弱影響。

投資建議

我們給予「增加持股」評等及目標價 390 元, 仍以 30 倍 2026 年每股盈餘預估計算 (高於五年平均一個標準差)。我們看好中砂將隨台積電強勁擴產與在地化採購趨勢而成長。

投資風險

晶圓代工廠產能利用率下滑；先進製程產能爬升較預期緩慢。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	6,381	7,019	8,177	9,730	10,549
營業毛利 (NT\$百萬)	1,942	2,188	2,646	3,411	3,791
營業利益 (NT\$百萬)	989	1,155	1,356	2,141	2,571
稅後淨利 (NT\$百萬)	852	1,035	1,264	1,905	2,276
每股盈餘 (NT\$)	5.91	7.10	8.64	13.02	15.56
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.28	4.94	5.90
每股盈餘成長率 (%)	(32.2)	20.2	21.8	50.6	19.5
本益比 (x)	52.5	43.7	35.9	23.8	19.9
股價淨值比 (x)	7.3	6.3	5.8	4.9	4.1
EV/EBITDA (x)	25.2	23.1	19.9	13.9	11.7
淨負債比率 (%)	15.1	0.8	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.3	1.3	1.1	1.6	1.9
股東權益報酬率 (%)	14.3	15.6	16.9	22.3	22.4

資料來源：公司資料，凱基預估

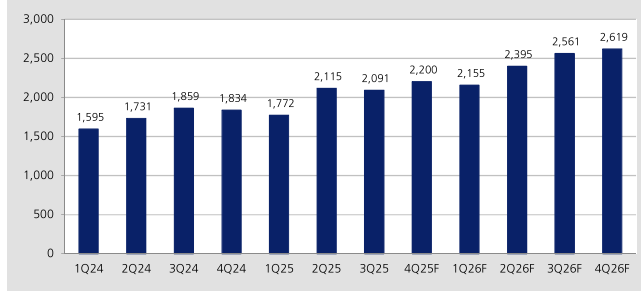
圖 1：公司概況

中砂成立於 1953 年，總部位於新北市鶯歌區。公司早期業務以傳統砂輪為主，提供從低階基礎至高階精密「研磨」、「切削」加工使用的砂輪或刀具等，後期則透過鑽石碟成功切入半導體領域。目前中砂以三大事業部為主，3Q25 砂輪事業部 ABU 加子公司、鑽石事業部 DBU 及晶圓事業部 SBU 營收比重分別為 24%、31%與 45%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

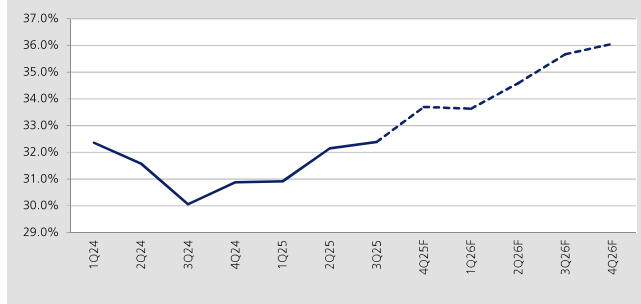
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

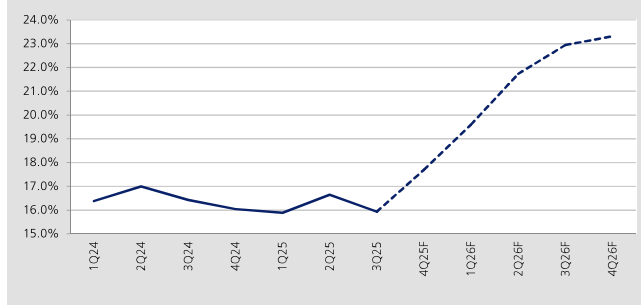
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

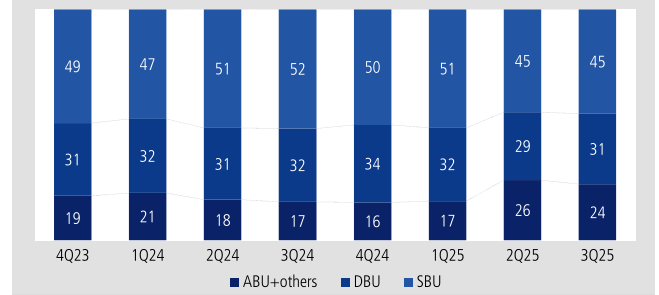
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2：中砂營收組成(按事業部)

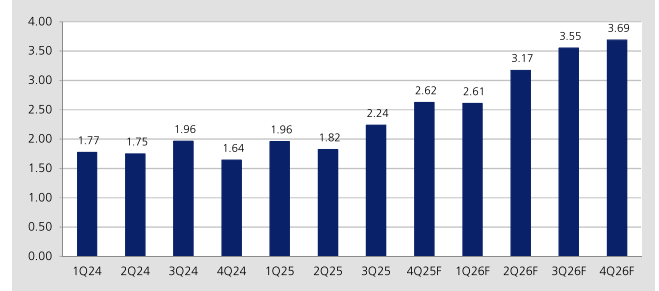
營收組成(按事業部)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：每股盈利

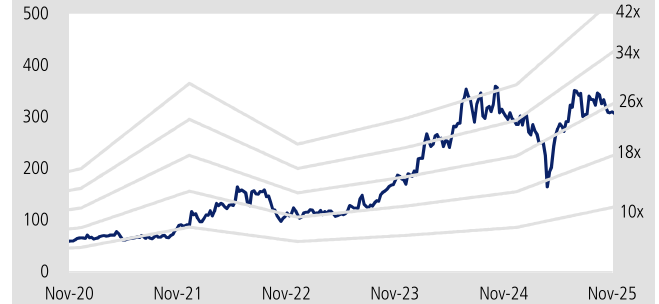
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,772	2,115	2,091	2,200	2,155	2,395	2,561	2,619	8,177	9,730	10,549
營業成本	(1,224)	(1,435)	(1,414)	(1,459)	(1,430)	(1,567)	(1,648)	(1,675)	(5,532)	(6,319)	(6,758)
營業毛利	548	680	677	741	725	829	913	944	2,646	3,411	3,791
營業費用	(266)	(328)	(344)	(352)	(302)	(308)	(326)	(334)	(1,290)	(1,270)	(1,219)
營業利益	281	352	333	389	422	521	588	611	1,356	2,141	2,571
折舊	(141)	(151)	(158)	(188)	(179)	(179)	(179)	(179)	(639)	(715)	(769)
攤提	(2)	(3)	(3)	3	-	-	-	-	(5)	-	-
EBITDA	425	506	494	575	601	700	766	789	2,000	2,856	3,340
利息收入	13	12	11	33	18	21	21	23	88	83	106
投資利益淨額	-	9	0	-	-	-	-	-	9	-	-
其他營業外收入	19	107	12	55	30	30	30	30	235	120	120
總營業外收入	32	127	23	88	48	51	51	53	333	203	226
利息費用	(10)	(11)	(13)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(25)	(12)	(12)
投資損失	(2)	(2)	-	-	-	-	-	-	(4)	-	-
其他營業外費用	14	(129)	74	-	-	-	-	-	(116)	-	-
總營業外費用	2	(143)	61	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(144)	(12)	(12)
稅前純益	315	336	417	476	468	568	636	660	1,544	2,332	2,785
所得稅費用[利益]	(27)	(55)	(87)	(90)	(84)	(102)	(114)	(119)	(259)	(420)	(501)
少數股東損益	(3)	(14)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(21)	(7)	(7)
非常項目稅後純益	286	266	328	384	382	464	520	540	1,264	1,905	2,276
非常項目	(0)	0	(0)	0	(0)	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	286	266	328	384	382	464	520	540	1,264	1,905	2,276
每股盈餘 (NT\$)	1.96	1.82	2.24	2.62	2.61	3.17	3.55	3.69	8.64	13.02	15.56
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.9	32.1	32.4	33.7	33.6	34.6	35.7	36.1	32.4	35.1	35.9
營業利益率	15.9	16.7	15.9	17.7	19.6	21.7	22.9	23.3	16.6	22.0	24.4
EBITDA Margin	24.0	23.9	23.6	26.1	27.9	29.2	29.9	30.1	24.5	29.4	31.7
稅前純益率	17.8	15.9	19.9	21.6	21.7	23.7	24.8	25.2	18.9	24.0	26.4
稅後純益率	16.1	12.6	15.7	17.4	17.7	19.4	20.3	20.6	15.5	19.6	21.6
季成長率 (%)											
營業收入	(3.4)	19.4	(1.1)	5.2	(2.0)	11.1	6.9	2.3			
營業毛利	(3.3)	24.1	(0.4)	9.4	(2.2)	14.3	10.2	3.4			
營業收益增長	(4.3)	25.1	(5.4)	16.8	8.5	23.3	12.9	3.9			
EBITDA	(3.6)	19.2	(2.3)	16.3	4.6	16.4	9.6	3.0			
稅前純益	2.5	6.6	24.0	14.2	(1.8)	21.5	11.9	3.8			
稅後純益	19.4	(6.8)	23.3	16.8	(0.6)	21.6	12.0	3.9			
年成長率 (%)											
營業收入	11.1	22.2	12.5	19.9	21.6	13.3	22.5	19.0	16.5	19.0	8.4
營業毛利	6.1	24.3	21.2	30.9	32.4	21.9	34.9	27.4	20.9	28.9	11.1
營業收益	7.7	19.7	9.1	32.3	50.0	47.9	76.4	56.8	17.4	57.9	20.1
EBITDA	5.4	15.6	9.3	30.5	41.6	38.2	55.0	37.4	15.4	42.8	16.9
稅前純益	(1.9)	0.8	27.6	54.9	48.3	69.0	52.5	38.7	19.8	51.0	19.4
稅後純益	11.3	5.0	15.1	60.4	33.5	74.2	58.2	40.6	22.2	50.7	19.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	9,863	11,051	12,159	13,661	15,491
流動資產	4,042	5,237	5,553	6,867	8,491
現金及短期投資	995	2,001	2,726	3,566	5,006
存貨	1,922	2,049	1,342	1,541	1,615
應收帳款及票據	1,078	1,149	1,405	1,680	1,789
其他流動資產	47	38	81	81	81
非流動資產	5,821	5,814	6,605	6,794	7,001
長期投資	1,064	1,125	1,159	1,159	1,159
固定資產	4,239	4,249	4,653	4,842	5,049
什項資產	517	440	792	792	792
負債總額	3,391	3,625	4,028	4,097	4,123
流動負債	2,251	1,475	1,816	1,886	1,912
應付帳款及票據	404	417	469	539	565
短期借款	955	75	269	269	269
什項負債	891	983	1,078	1,078	1,078
長期負債	1,140	2,150	2,211	2,211	2,211
長期借款	1,014	1,987	1,961	1,961	1,961
其他負債及準備	88	130	216	216	216
股東權益總額	6,472	7,426	8,131	9,564	11,368
普通股本	1,449	1,460	1,465	1,465	1,465
保留盈餘	2,254	2,886	3,647	5,073	6,870
少數股東權益	304	292	297	305	312
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(7.6%)	10.0%	16.5%	19.0%	8.4%
營業收益增長	(30.9%)	16.8%	17.4%	57.9%	20.1%
EBITDA	(22.1%)	8.6%	15.4%	42.8%	16.9%
稅後純益	(31.7%)	21.5%	22.2%	50.7%	19.5%
每股盈餘成長率	(32.2%)	20.2%	21.8%	50.6%	19.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	30.4%	31.2%	32.4%	35.1%	35.9%
營業利益率	15.5%	16.5%	16.6%	22.0%	24.4%
EBITDA Margin	25.0%	24.7%	24.5%	29.4%	31.7%
稅後純益率	13.4%	14.7%	15.5%	19.6%	21.6%
平均資產報酬率	8.8%	9.9%	10.9%	14.8%	15.6%
股東權益報酬率	14.3%	15.6%	16.9%	22.3%	22.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	30.4%	27.8%	27.4%	23.3%	19.6%
淨負債比率	15.1%	0.8%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	25.8	30.2	64.0	193.4	230.8
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.9	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	30.2	36.7	116.2	183.4	238.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	13.6	9.7	7.9	10.3
流動比率 (x)	1.8	3.6	3.1	3.6	4.4
速動比率 (x)	0.9	2.2	2.3	2.8	3.6
淨負債 (NT\$百萬)	977	61	(494)	(1,335)	(2,775)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	5.91	7.10	8.64	13.02	15.56
每股現金盈餘 (NT\$)	8.93	11.09	19.49	15.20	19.79
每股淨值 (NT\$)	42.56	48.88	53.67	63.44	75.75
調整後每股淨值 (NT\$)	42.75	48.94	53.56	63.29	75.57
每股營收 (NT\$)	44.22	48.15	55.91	66.51	72.10
EBITDA/Share (NT\$)	11.06	11.89	13.67	19.52	22.83
每股現金股利 (NT\$)	4.00	4.00	3.28	4.94	5.90
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.66	0.67	0.70	0.75	0.72
應收帳款周轉天數	61.7	59.9	62.7	63.0	61.9
存貨周轉天數	158.1	155.2	88.5	89.0	87.2
應付帳款周轉天數	33.2	31.6	31.0	31.1	30.5
現金轉換周轉天數	186.5	183.5	120.3	120.9	118.6

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	6,381	7,019	8,177	9,730	10,549
營業成本	(4,439)	(4,831)	(5,532)	(6,319)	(6,758)
營業毛利	1,942	2,188	2,646	3,411	3,791
營業費用	(953)	(1,033)	(1,290)	(1,270)	(1,219)
營業利益	989	1,155	1,356	2,141	2,571
總營業外收入	101	110	333	203	226
利息收入	61	62	88	83	106
投資利益淨額	-	-	9	-	-
其他營業外收入	40	48	235	120	120
總營業外費用	(30)	23	(144)	(12)	(12)
利息費用	(43)	(44)	(25)	(12)	(12)
投資損失	(7)	(10)	(4)	-	-
其他營業外費用	20	77	(116)	-	-
稅前純益	1,060	1,289	1,544	2,332	2,785
所得稅費用[利益]	(198)	(227)	(259)	(420)	(501)
少數股東損益	(10)	(27)	(21)	(7)	(7)
非常項目	-	0	0	0	0
稅後淨利	852	1,035	1,264	1,905	2,276
EBITDA	1,596	1,733	2,000	2,856	3,340
每股盈餘 (NT\$)	5.91	7.10	8.64	13.02	15.56

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	1,289	1,617	2,851	2,223	2,895
本期純益	852	1,035	1,264	1,905	2,276
折舊及攤提	607	578	644	715	769
本期運用資金變動	(38)	(214)	503	(404)	(158)
其他營業資產及負債變動	(132)	218	440	7	7
投資活動之現金流量	(937)	(462)	(1,526)	(904)	(976)
投資用短期投資出售[新購]	(394)	(111)	(67)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(532)	(349)	(780)	(904)	(976)
其他資產變動	(11)	(3)	(679)	-	-
自由現金流	832	959	1,490	1,163	1,744
融資活動之現金流量	(489)	(173)	(578)	(479)	(479)
短期借款變動	855	(895)	(118)	-	-
長期借款變動	(786)	1,257	(6)	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(613)	(640)	(503)	(479)	(479)
其他融資現金流	56	105	49	-	-
匯率影響數	(1)	26	(23)	-	-
本期產生現金流量	(138)	1,009	724	840	1,440

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	14.9%	14.7%	15.8%	13.1%	11.6%
= 營業利益率	15.5%	16.5%	16.6%	22.0%	24.4%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
+ 什項資產/營業收入)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5
營業利益率	15.5%	16.5%	16.6%	22.0%	24.4%
x 資本周轉率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5
x (1 - 有效現金稅率)	81.3%	82.4%	83.2%	82.0%	82.0%
= 稅後 ROIC	12.5%	14.8%	17.9%	25.5%	29.1%

資料來源：公司資料，凱基預估



世芯-KY

(3661.TW/3661 TT)

營運自 2Q26 起回歸強勁成長軌道

重要訊息

世芯為凱基在晶片設計服務產業中之首選，主因其 2026 年營收及獲利展望正向，受惠於多項催化劑，包括美系 Hyperscaler 客戶 3nm、中系車廠 ADAS、加密貨幣以及網通相關專案等。

評論及分析

美系 Hyperscaler 客戶專案 2Q26 量產、放量。管理層表示美系 Hyperscaler 客戶 3nm 專案將於 2Q26 量產，雖略為落後於我們先前預估，但全年營收貢獻規模不受量產起跑時間影響。儘管該專案的投產僅部分由世芯-KY 執行，但我們預期公司已大致與美系 Hyperscaler 客戶達成營收、毛利率之間的共識、協商。管理層表示，美系 Hyperscaler 客戶 3nm 專案毛利率區間將與 7nm 專案相仿或較其更佳。若美系 Hyperscaler 客戶需求上修、取得更多晶圓配額，世芯-KY 將同步享有投片上修空間。我們當前的供應鏈調查隱含，2026 年世芯-KY 實際執行的 CoWoS-R 訂單占美系 Hyperscaler 客戶於主要晶圓代工合作夥伴 CoWoS-R 產能分配約 30-35%，當前並預期美系 Hyperscaler 客戶 3nm 專案量產營收將占 2026 全年營收約 55-60%。

美系 Hyperscaler 客戶 3nm、中系車廠 ADAS、加密貨幣、網通專案為成長主軸。除了管理層強調美系 Hyperscaler 客戶 3nm 專案營收貢獻規模於 2026-27 年將為「Multi-billion」等級之外，中系車廠 ADAS 專案將於 1Q26 起完整貢獻全年營收，預估將達 3-4 億美元；3nm 加密貨幣與網通專案錦上添花；2nm 網通專案亦將於 2027 年量產。據此，我們當前預估 2026 年營收將年增 138.0% 至 777 億元；2026 年毛利率將至少持平 2024 年水準，當前預估為 20.6%，年減 3.9 個百分點。

投資建議

凱基目前預估 2026 年 EPS 將年增 102.5% 至 134.46 元，反映 2026 年美系 Hyperscaler 客戶 3nm 專案需求更為正面。目標價為 5,380 元，係基於 2026 年 EPS 預估 40 倍。給予「增加持股」投資評等。

投資風險

競爭加劇；中美衝突或美對中限制加劇；需求降溫。

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	3,075
12 個月目標價 (NT\$)	5,380
前次目標價 (NT\$)	5,380
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	75.0

焦點內容

1. 美系 Hyperscaler 客戶專案 2Q26 量產、放量。
2. 美系 Hyperscaler 客戶 3nm、中系車廠 ADAS、加密貨幣、網通專案為成長主軸。

交易資料表

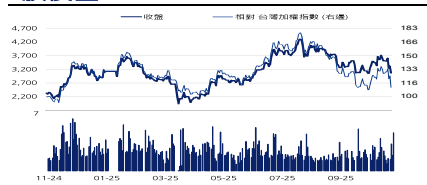
市值：(NT\$bn/US\$mn)	249.2/ 8,154
流通在外股數 (百萬股)：	81.04
外資持有股數 (百萬股)：	44
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.57
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	1,945 -4,305

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-16	7.3	32
相對表現 (%)	-32.1	-20.1	11.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	15.83A	20.05A	22.46A	23.17A
2025	18.13A	16.37A	16.40F	15.51F
2026	16.59F	34.75F	40.08F	43.04F

股價圖



資料來源：TEJ

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	13,725	30,482	51,969	32,626	77,648
營業毛利 (NT\$百萬)	4,430	6,794	10,201	8,008	16,034
營業利益 (NT\$百萬)	2,311	3,761	6,496	4,984	11,914
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,834	3,325	6,446	5,371	10,887
每股盈餘 (NT\$)	25.69	45.47	81.34	66.40	134.46
每股現金股利 (NT\$)	12.92	22.71	40.05	33.20	67.23
每股盈餘成長率 (%)	20.4	77.0	78.9	(18.4)	102.5
本益比 (x)	119.7	67.6	37.8	46.3	22.9
股價淨值比 (x)	17.0	12.7	6.3	6.9	5.7
EV/EBITDA (x)	47.6	35.7	22.5	28.3	15.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	0.7	1.3	1.1	2.2
股東權益報酬率 (%)	15.7	21.4	22.4	14.3	27.3

資料來源：公司資料，凱基預估

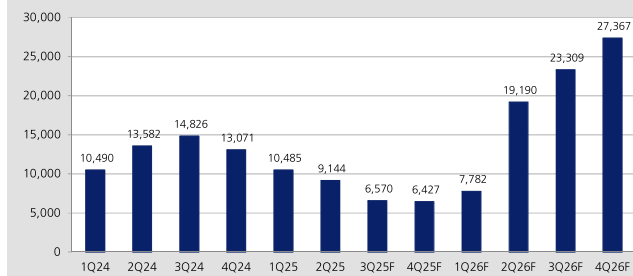
圖 1：公司概況

世芯-KY 成立於 2003 年，專精於提供高複雜度 ASIC 和 SoC 設計 (尤其是後段設計) 與生產服務解決方案。公司多年來深耕 IC 設計服務領域，團隊主要延攬來自於美國矽谷和日本的 IC 設計專家。世芯-KY 總部位於台北，並於新竹設有 ASIC 製造中心。基於全球佈局策略，公司在中國、日本和美國設有分部。

資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

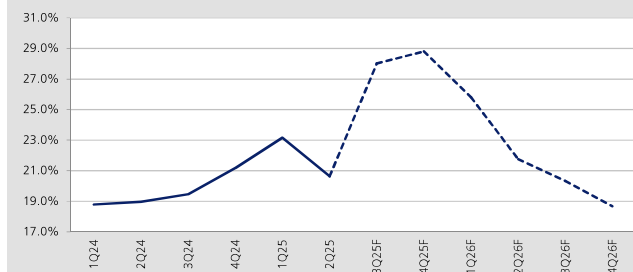
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

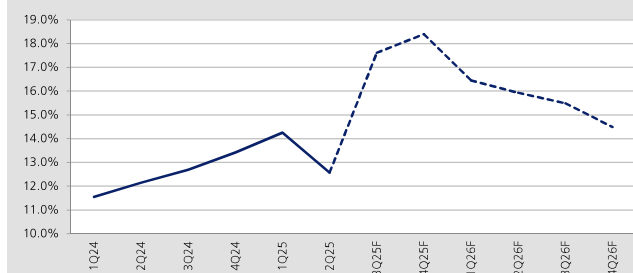
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

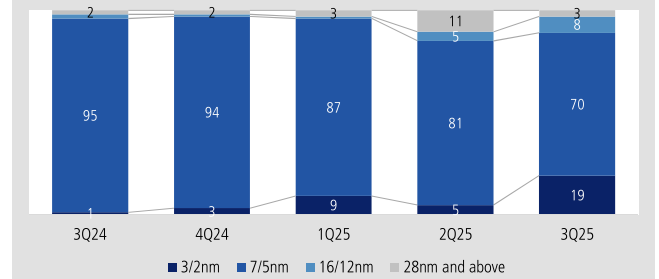
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2：營收佔比(按製程)

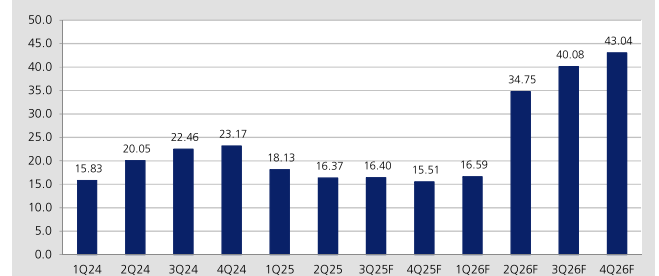
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：每股盈利

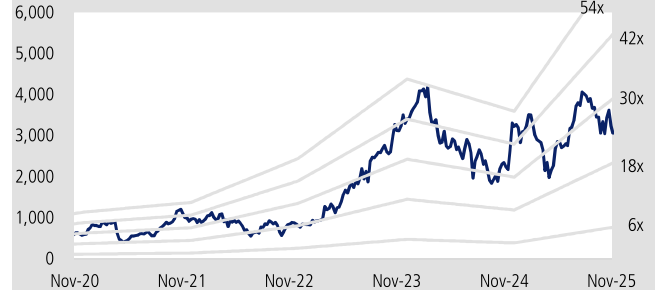
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

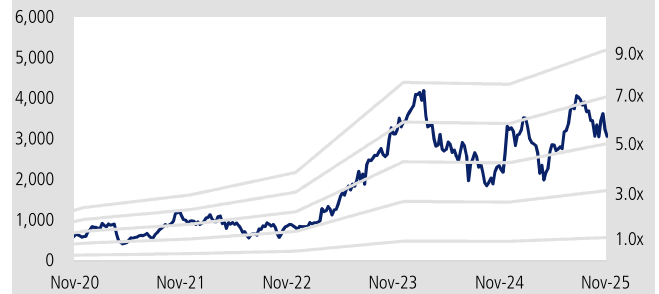
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25F	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	10,485	9,144	6,570	6,427	7,782	19,190	23,309	27,367	51,969	32,626	77,648
營業成本	(8,056)	(7,257)	(4,729)	(4,576)	(5,774)	(15,016)	(18,571)	(22,254)	(41,768)	(24,618)	(61,614)
營業毛利	2,429	1,887	1,841	1,851	2,009	4,174	4,738	5,113	10,201	8,008	16,034
營業費用	(934)	(737)	(684)	(668)	(728)	(1,117)	(1,128)	(1,147)	(3,705)	(3,024)	(4,120)
營業利益	1,494	1,150	1,157	1,183	1,280	3,057	3,610	3,967	6,496	4,984	11,914
折舊	(835)	(585)	(453)	60	(438)	(438)	(438)	(438)	(2,129)	(1,814)	(1,751)
攤提	(55)	(80)	(85)	(121)	(92)	(92)	(92)	(92)	(514)	(342)	(366)
EBITDA	2,384	1,815	1,696	1,244	1,810	3,586	4,139	4,496	9,140	7,140	14,032
利息收入	330	411	357	347	347	354	310	264	1,203	1,445	1,274
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	16	13	78	-	-	-	-	-	169	107	-
總營業外收入	346	424	435	347	347	354	310	264	1,372	1,552	1,274
利息費用	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(9)	(7)	(7)
投資損失	(18)	(4)	-	-	-	-	-	-	(29)	(22)	-
其他營業外費用	(28)	31	-	-	-	-	-	-	(22)	3	-
總營業外費用	(47)	25	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(60)	(26)	(7)
稅前純益	1,793	1,599	1,591	1,528	1,625	3,409	3,918	4,229	7,808	6,511	13,181
所得稅費用[利益]	(332)	(277)	(276)	(267)	(284)	(597)	(686)	(740)	(1,362)	(1,152)	(2,307)
少數股東損益	2	1	13	(4)	2	1	13	(4)	(1)	12	12
非常項目前稅後純益	1,464	1,324	1,328	1,256	1,343	2,814	3,245	3,485	6,446	5,371	10,887
非常項目	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)	-	0	0
稅後淨利	1,464	1,324	1,328	1,256	1,343	2,814	3,245	3,485	6,446	5,371	10,887
每股盈餘 (NT\$)	18.13	16.37	16.40	15.51	16.59	34.75	40.08	43.04	81.34	66.40	134.46
獲利率 (%)											
營業毛利率	23.2	20.6	28.0	28.8	25.8	21.8	20.3	18.7	19.6	24.5	20.6
營業利益率	14.3	12.6	17.6	18.4	16.5	15.9	15.5	14.5	12.5	15.3	15.3
EBITDA Margin	22.7	19.9	25.8	19.4	23.3	18.7	17.8	16.4	17.6	21.9	18.1
稅前純益率	17.1	17.5	24.2	23.8	20.9	17.8	16.8	15.5	15.0	20.0	17.0
稅後純益率	14.0	14.5	20.2	19.5	17.3	14.7	13.9	12.7	12.4	16.5	14.0
季成長率 (%)											
營業收入	(19.8)	(12.8)	(28.2)	(2.2)	21.1	146.6	21.5	17.4			
營業毛利	(12.3)	(22.3)	(2.5)	0.6	8.5	107.8	13.5	7.9			
營業收益增長	(14.8)	(23.0)	0.6	2.2	8.3	138.8	18.1	9.9			
EBITDA	(11.9)	(23.9)	(6.6)	(26.6)	45.4	98.2	15.4	8.6			
稅前純益	(12.3)	(10.8)	(0.5)	(4.0)	6.4	109.7	14.9	7.9			
稅後純益	(20.3)	(9.6)	0.3	(5.4)	6.9	109.5	15.3	7.4			
年成長率 (%)											
營業收入	(0.0)	(32.7)	(55.7)	(50.8)	(25.8)	109.9	254.8	325.8	70.5	(37.2)	138.0
營業毛利	23.2	(26.7)	(36.2)	(33.2)	(17.3)	121.2	157.4	176.2	50.1	(21.5)	100.2
營業收益	23.3	(30.3)	(38.5)	(32.6)	(14.3)	165.8	212.0	235.4	72.7	(23.3)	139.0
EBITDA	47.3	(17.2)	(35.4)	(54.0)	(24.1)	97.6	144.1	261.3	58.1	(21.9)	96.5
稅前純益	17.0	(19.4)	(29.2)	(25.3)	(9.4)	113.1	146.3	176.9	86.0	(16.6)	102.4
稅後純益	19.0	(16.6)	(25.9)	(31.6)	(8.2)	112.6	144.4	177.5	93.8	(16.7)	102.7

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	19,738	32,458	50,309	48,753	59,581
流動資產	18,240	29,416	46,184	44,116	52,753
現金及短期投資	6,806	14,136	29,428	34,666	26,895
存貨	9,125	11,614	8,661	2,860	13,032
應收帳款及票據	1,413	2,437	5,730	2,041	8,277
其他流動資產	897	1,229	2,366	4,550	4,550
非流動資產	1,498	3,042	4,125	4,637	6,828
長期投資	340	580	1,600	2,019	2,019
固定資產	710	1,160	1,775	1,840	4,031
什項資產	447	1,302	750	778	778
負債總額	6,736	14,424	10,833	12,916	15,558
流動負債	6,608	14,246	10,672	12,768	15,410
應付帳款及票據	1,938	1,925	1,826	703	3,345
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	4,670	12,320	8,845	12,065	12,065
長期負債	128	178	161	148	148
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	58	28	29	22	22
股東權益總額	13,002	18,034	39,477	35,837	44,023
普通股股本	719	743	806	809	809
保留盈餘	3,388	6,057	10,685	11,231	19,430
少數股東權益	9	20	21	9	(4)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	31.6%	122.1%	70.5%	(37.2%)	138.0%
營業收益增長	26.4%	62.8%	72.7%	(23.3%)	139.0%
EBITDA	30.1%	32.3%	58.1%	(21.9%)	96.5%
稅後純益	23.1%	81.3%	93.8%	(16.7%)	102.7%
每股盈餘成長率	20.4%	77.0%	78.9%	(18.4%)	102.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	32.3%	22.3%	19.6%	24.5%	20.6%
營業利益率	16.8%	12.3%	12.5%	15.3%	15.3%
EBITDA Margin	31.8%	19.0%	17.6%	21.9%	18.1%
稅後純益率	13.4%	10.9%	12.4%	16.5%	14.0%
平均資產報酬率	11.1%	12.7%	15.6%	10.8%	20.1%
股東權益報酬率	15.7%	21.4%	22.4%	14.3%	27.3%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	831.9	687.0	870.5	904.5	1,875.9
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(85.7)	1,520.8	373.9	1,869.7	(110.1)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(85.7)	1,520.8	373.9	1,869.7	(110.1)
流動比率 (x)	2.8	2.1	4.3	3.5	3.4
速動比率 (x)	1.4	1.2	3.5	3.2	2.6
淨負債 (NT\$百萬)	(4,775)	(10,160)	(27,044)	(30,018)	(22,248)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	25.69	45.47	81.34	66.40	134.46
每股現金盈餘 (NT\$)	(3.44)	127.25	42.37	166.57	(9.56)
每股淨值 (NT\$)	180.65	242.39	489.23	442.63	543.92
調整後每股淨值 (NT\$)	182.00	246.32	497.91	442.94	543.75
每股營收 (NT\$)	192.25	416.80	655.81	403.35	958.99
EBITDA/Share (NT\$)	61.20	79.07	115.34	88.27	173.29
每股現金股利 (NT\$)	12.92	22.71	40.05	33.20	67.23
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.83	1.17	1.26	0.66	1.43
應收帳款周轉天數	37.6	29.2	40.4	22.8	38.9
存貨周轉天數	358.3	179.0	75.9	42.4	77.2
應付帳款周轉天數	76.1	29.7	16.0	10.4	19.8
現金轉換周轉天數	319.8	178.5	100.2	54.8	96.3

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	13,725	30,482	51,969	32,626	77,648
營業成本	(9,296)	(23,687)	(41,768)	(24,618)	(61,614)
營業毛利	4,430	6,794	10,201	8,008	16,034
營業費用	(2,119)	(3,033)	(3,705)	(3,024)	(4,120)
營業利益	2,311	3,761	6,496	4,984	11,914
總營業外收入	140	433	1,372	1,552	1,274
利息收入	88	353	1,203	1,445	1,274
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	53	80	169	107	-
總營業外費用	(68)	3	(60)	(26)	(7)
利息費用	(3)	(6)	(9)	(7)	(7)
投資損失	-	(15)	(29)	(22)	-
其他營業外費用	(65)	24	(22)	3	-
稅前純益	2,383	4,198	7,808	6,511	13,181
所得稅費用[利益]	(550)	(877)	(1,362)	(1,152)	(2,307)
少數股東損益	1	5	(1)	12	12
非常項目	-	0	0	0	0
稅後淨利	1,834	3,325	6,446	5,371	10,887
EBITDA	4,369	5,783	9,140	7,140	14,032
每股盈餘 (NT\$)	25.69	45.47	81.34	66.40	134.46

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	(246)	9,306	3,358	13,473	(774)
本期純益	1,834	3,325	6,446	5,371	10,887
折舊及攤提	2,058	2,021	2,644	2,155	2,118
本期運用資金變動	(6,750)	(3,996)	99	8,367	(13,766)
其他營業資產及負債變動	2,611	7,955	(5,830)	(2,420)	(12)
投資活動之現金流量	1,476	(5,118)	(676)	(5,292)	(4,309)
投資用短期投資出售[新購]	2,787	(2,101)	795	(3,404)	-
本期長期投資變動	-	(70)	(67)	-	-
資本支出淨額	(1,027)	(2,321)	(1,998)	(2,182)	(3,943)
其他資產變動	(284)	(626)	594	294	(366)
自由現金流	(4,238)	(1,986)	5,594	12,100	(6,128)
融資活動之現金流量	(766)	1,276	12,855	(1,751)	(2,688)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	1,998	14,330	-	-
已支付普通股股息	(846)	(931)	(1,818)	(1,878)	(2,688)
其他融資現金流	80	208	343	127	-
匯率影響數	462	(79)	1,348	(3,455)	-
本期產生現金流量	927	5,384	16,885	2,974	(7,771)

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	15.4%	10.0%	7.1%	9.3%	5.3%
= 營業利益率	16.8%	12.3%	12.5%	15.3%	15.3%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.4	0.0	0.1	(0.1)	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.4	11.3	6.5	(23.7)	5.3
營業利益率	16.8%	12.3%	12.5%	15.3%	15.3%
x 資本周轉率	2.4	11.3	6.5	(23.7)	5.3
x (1 - 有效現金稅率)	76.9%	79.1%	82.6%	82.3%	82.5%
= 稅後 ROIC	31.1%	110.6%	67.4%	(297.8%)	67.4%

資料來源：公司資料，凱基預估



信驊

(5274.TWO/5274 TT)

通用型伺服器出貨量強勁增長提供獲利上修空間

重要訊息

信驊為凱基在 IC 設計領域中之首選，主因：(1) 2026 年美系 CSP 通用型伺服器需求強勁；(2) AI 伺服器出貨強勁及 Rack-level 設計趨勢、伺服器 CPU 迭代、AST2700 問世有助先行者市佔率優勢，皆驅動 BMC 獲利強勁增長；及(3) 雲端企業新品推升每塊伺服器主板晶片價值含量。

評論及分析

2026 年全球通用型伺服器出貨量有機會年增雙位數百分比。我們的供應鏈調查反映 2026 年全球通用型伺服器出貨量年增率有望達雙位數百分比(10-20% 區間)，對比當前 Gartner 預估為年增 5.6%，該需求將源自美系 CSP (占全球通用型伺服器需求逾 40%)；我們認為用途係以資料存儲為主，這與我們對記憶體產業上行循環的看法相呼應；這也將同步推升對信驊 BMC 的需求。

2026-27 年獲利增長催化劑保持良好。除了前述全球通用型伺服器需求強勁外，其餘 2026-27 年獲利增長催化劑將大致保持良好，包括：(1) AI 伺服器出貨量強勁增長及其 Rack-level 設計趨勢、伺服器 CPU 迭代驅動 BMC ASP 提升(AST2700 ASP 預計較 AST2600 增加 60-70%)、AST2700 問世有助於取回先行者市佔率優勢將共同驅動信驊 2026-27 年 BMC 獲利強勁增長；(2) 雲端企業新產品長期將推升信驊在每塊伺服器主板的晶片價值含量。根據前述兩項評論，凱基預估信驊 2026 年營收將年增 30.6% 至 117.2 億元。

提前鎖定 BT 載板供貨；短、中期毛利率保持良好。信驊正提前鎖定 BT 載板供貨並加強成本控管，以緩解對 BMC 出貨量上行空間的掣肘；我們認為當前鎖定的 BT 載板供貨足夠，對於信驊營收穩健成長之觀點不構成疑慮。此外，短、中期毛利率保持良好，短、中期產品組合以 BMC 出貨量表現更佳；儘管 AST2700 放量初期將稀釋毛利率，但當前毛利率基礎未若預期悲觀。

投資建議

凱基預估信驊 2026-27 年 EPS 分別為 137.82 元(年增 38.9%)、188.02 元(年增 36.4%)。目標價為 6,890 元，係基於 2026 年 EPS 預估之 50 倍換算得出。給予「增加持股」評等。信驊是我們在 IC 設計領域的首選。

投資風險

伺服器出貨量增長不及預期；CPU 平台遞移遲延；競爭加劇。

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	6,355
12 個月目標價 (NT\$)	6,890
前次目標價 (NT\$)	6,890
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	8.4

焦點內容

- 2026 年全球通用型伺服器出貨量有機會年增雙位數百分比。
- 2026-27 年獲利增長催化劑保持良好。
- 提前鎖定 BT 載板供貨；短、中期毛利率保持良好。

交易資料表

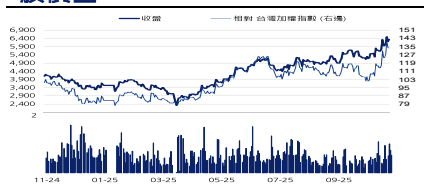
市值：(NT\$bn/US\$mn)	240.2 / 7,861
流通在外股數 (百萬股)：	37.80
外資持有股數 (百萬股)：	22
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.31
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	2,330 – 6,500

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	34.8	72.9	54.6
相對表現 (%)	18.7	45.5	33.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	10.36A	13.44A	19.30A	24.95A
2025	23.46A	16.65A	32.12A	27.02F
2026	26.69F	32.64F	36.44F	42.04F

股價圖



資料來源：TEJ

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	3,130	6,460	8,970	11,718	15,772
營業毛利 (NT\$百萬)	2,008	4,154	6,122	8,036	10,829
營業利益 (NT\$百萬)	1,080	2,918	4,665	6,281	8,642
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,007	2,571	3,751	5,209	7,107
每股盈餘 (NT\$)	26.66	68.04	99.25	137.82	188.02
每股現金股利 (NT\$)	20.00	52.00	75.43	104.74	142.89
每股盈餘成長率 (%)	(52.2)	155.2	45.9	38.9	36.4
本益比 (x)	238.4	93.4	64.0	46.1	33.8
股價淨值比 (x)	62.7	42.6	32.5	24.6	18.6
EV/EBITDA (x)	166.0	69.3	44.2	33.5	24.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.3	0.8	1.2	1.6	2.2
股東權益報酬率 (%)	24.2	54.3	57.6	60.8	62.8

資料來源：公司資料，凱基預估

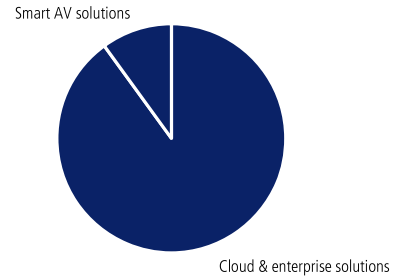
圖 1：公司概況

成立於 2004 年 11 月，信驊是一家無晶圓廠 IC 設計公司。公司專精於提供自有品牌「雲端企業解決方案」、「智慧 AV 解決方案」的系統單晶片(SoC)產品。信驊營收主要來自研發、銷售自有品牌的專用晶片，應用於伺服器管理、遠端視訊傳輸與安全控制等領域。公司為全球伺服器管理晶片(BMC)龍頭廠商，長期在伺服器管理晶片市場占有約 70%的全球市占率。

資料來源：公司資料，凱基

圖 2：信驊 2024 年營收占比

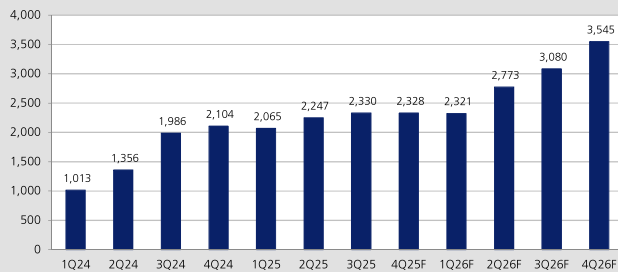
營收占比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

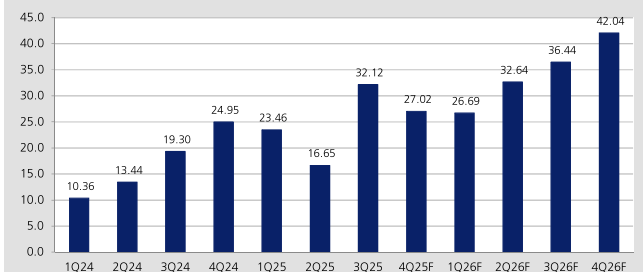
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

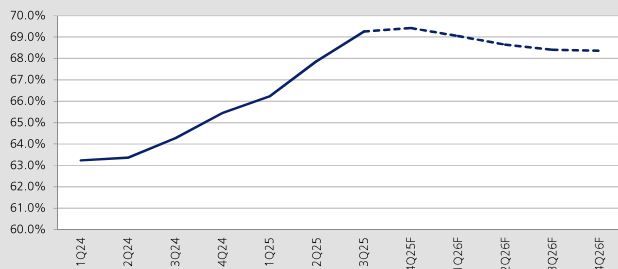
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

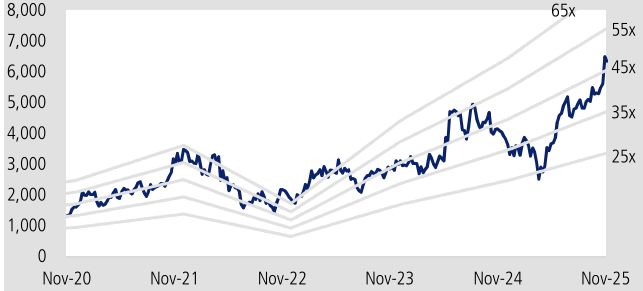
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比區間

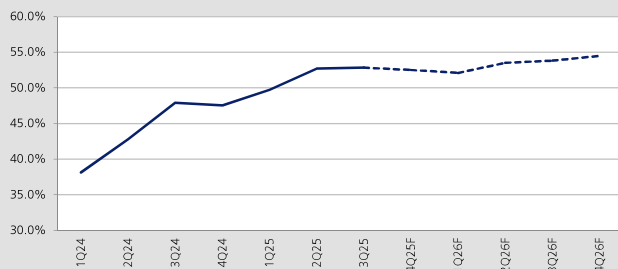
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 7：營業利潤率

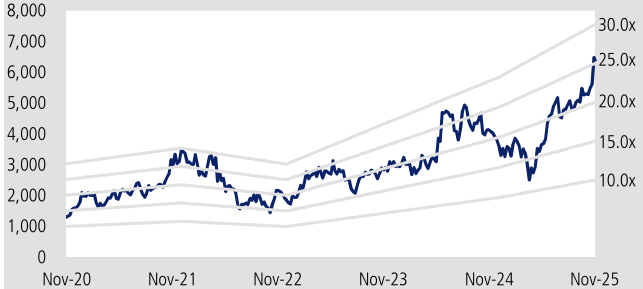
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比區間

股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,065	2,247	2,330	2,328	2,321	2,773	3,080	3,545	8,970	11,718	15,772
營業成本	(697)	(722)	(716)	(712)	(718)	(869)	(973)	(1,122)	(2,847)	(3,682)	(4,943)
營業毛利	1,368	1,525	1,614	1,616	1,602	1,903	2,107	2,424	6,122	8,036	10,829
營業費用	(341)	(341)	(382)	(394)	(394)	(420)	(450)	(492)	(1,458)	(1,755)	(2,187)
營業利益	1,027	1,184	1,231	1,222	1,209	1,483	1,657	1,932	4,665	6,281	8,642
折舊	(41)	(40)	(39)	(43)	(82)	(84)	(89)	49	(163)	(206)	(270)
攤提	(40)	(39)	(39)	(32)	(34)	(34)	(34)	(34)	(148)	(136)	(136)
EBITDA	1,108	1,262	1,309	1,297	1,324	1,602	1,780	1,917	4,976	6,623	9,048
利息收入	26	40	46	36	41	47	53	43	147	183	194
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	15	17	17	18	18	18	18	18	67	72	72
總營業外收入	41	57	63	54	59	65	71	61	214	255	266
利息費用	(1)	(1)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(14)	(24)	(24)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	38	(453)	218	-	-	-	-	-	(197)	-	-
總營業外費用	37	(454)	212	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(211)	(24)	(24)
稅前純益	1,105	787	1,506	1,270	1,261	1,542	1,722	1,986	4,668	6,512	8,884
所得稅費用[利益]	(218)	(158)	(292)	(249)	(252)	(308)	(344)	(397)	(917)	(1,302)	(1,777)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	887	629	1,214	1,021	1,009	1,234	1,378	1,589	3,751	5,209	7,107
非常項目	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	887	629	1,214	1,021	1,009	1,234	1,378	1,589	3,751	5,209	7,107
每股盈餘 (NT\$)	23.46	16.65	32.12	27.02	26.69	32.64	36.44	42.04	99.25	137.82	188.02
獲利率 (%)											
營業毛利率	66.2	67.9	69.3	69.4	69.0	68.6	68.4	68.4	68.3	68.6	68.7
營業利益率	49.7	52.7	52.9	52.5	52.1	53.5	53.8	54.5	52.0	53.6	54.8
EBITDA Margin	53.7	56.2	56.2	55.7	57.1	57.8	57.8	54.1	55.5	56.5	57.4
稅前純益率	53.5	35.0	64.6	54.6	54.3	55.6	55.9	56.0	52.0	55.6	56.3
稅後純益率	42.9	28.0	52.1	43.9	43.5	44.5	44.7	44.8	41.8	44.5	45.1
季成長率 (%)											
營業收入	(1.8)	8.8	3.7	(0.1)	(0.3)	19.5	11.1	15.1			
營業毛利	(0.7)	11.5	5.8	0.1	(0.9)	18.8	10.7	15.0			
營業收益增長	2.7	15.3	4.0	(0.8)	(1.1)	22.7	11.7	16.6			
EBITDA	4.9	13.9	3.7	(0.9)	2.1	21.0	11.2	7.6			
稅前純益	(4.2)	(28.8)	91.5	(15.7)	(0.7)	22.3	11.7	15.4			
稅後純益	(5.9)	(29.1)	93.0	(15.9)	(1.2)	22.3	11.7	15.4			
年成長率 (%)											
營業收入	103.8	65.7	17.3	10.7	12.4	23.4	32.2	52.3	38.9	30.6	34.6
營業毛利	113.4	77.5	26.4	17.4	17.1	24.8	30.6	50.0	47.4	31.3	34.8
營業收益	165.8	104.1	29.4	22.2	17.7	25.3	34.6	58.0	59.8	34.6	37.6
EBITDA	144.7	91.4	30.1	22.7	19.5	26.9	36.0	47.8	56.7	33.1	36.6
稅前純益	136.0	24.2	65.3	10.1	14.1	96.0	14.3	56.4	47.4	39.5	36.4
稅後純益	126.6	23.9	66.5	8.3	13.8	96.1	13.5	55.6	45.9	38.9	36.4

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	4,544	7,726	10,290	12,898	16,222
流動資產	3,423	5,987	8,675	11,196	14,408
現金及短期投資	1,984	4,011	6,760	8,382	10,861
存貨	306	357	277	397	488
應收帳款及票據	716	1,437	1,522	2,299	2,942
其他流動資產	417	181	117	117	117
非流動資產	1,121	1,739	1,615	1,702	1,814
長期投資	140	400	478	478	478
固定資產	198	355	294	382	493
什項資產	783	984	843	843	843
負債總額	710	2,087	2,901	3,151	3,328
流動負債	680	1,883	2,732	2,982	3,159
應付帳款及票據	242	426	412	662	839
短期借款	-	-	1,050	1,050	1,050
什項負債	438	1,457	1,270	1,270	1,270
長期負債	31	204	169	169	169
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	22	32	16	16	16
股東權益總額	3,834	5,639	7,388	9,746	12,894
普通股股本	378	378	378	378	378
保留盈餘	1,075	2,851	4,353	6,711	9,858
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(39.9%)	106.4%	38.9%	30.6%	34.6%
營業收益增長	(55.9%)	170.3%	59.8%	34.6%	37.6%
EBITDA	(48.5%)	129.1%	56.7%	33.1%	36.6%
稅後純益	(52.2%)	155.4%	45.9%	38.9%	36.4%
每股盈餘成長率	(52.2%)	155.2%	45.9%	38.9%	36.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	64.1%	64.3%	68.3%	68.6%	68.7%
營業利益率	34.5%	45.2%	52.0%	53.6%	54.8%
EBITDA Margin	44.3%	49.1%	55.5%	56.5%	57.4%
稅後純益率	32.2%	39.8%	41.8%	44.5%	45.1%
平均資產報酬率	19.2%	41.9%	41.6%	44.9%	48.8%
股東權益報酬率	24.2%	54.3%	57.6%	60.8%	62.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	14.2%	10.8%	8.1%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	123.6	681.8	338.1	271.6	370.2
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	53.2	676.0	293.7	203.7	289.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	53.2	676.0	3.8	4.6	6.5
流動比率 (x)	5.0	3.2	3.2	3.8	4.6
速動比率 (x)	4.6	3.0	3.1	3.6	4.4
淨負債 (NT\$百萬)	(1,612)	(3,659)	(5,256)	(6,879)	(9,358)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	26.66	68.04	99.25	137.82	188.02
每股現金盈餘 (NT\$)	13.74	83.21	107.59	129.71	184.03
每股淨值 (NT\$)	101.38	149.10	195.45	257.82	341.08
調整後每股淨值 (NT\$)	101.52	149.22	195.48	257.85	341.12
每股營收 (NT\$)	82.88	170.93	237.32	310.01	417.25
EBITDA/Share (NT\$)	36.68	84.00	131.65	175.21	239.36
每股現金股利 (NT\$)	20.00	52.00	75.43	104.74	142.89
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.60	1.05	1.00	1.01	1.08
應收帳款周轉天數	83.5	81.4	61.9	71.6	68.1
存貨周轉天數	99.5	56.7	35.5	39.4	36.1
應付帳款周轉天數	78.7	67.6	52.8	65.6	61.9
現金轉換周轉天數	104.3	70.5	44.6	45.4	42.2

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	3,130	6,460	8,970	11,718	15,772
營業成本	(1,122)	(2,306)	(2,847)	(3,682)	(4,943)
營業毛利	2,008	4,154	6,122	8,036	10,829
營業費用	(928)	(1,235)	(1,458)	(1,755)	(2,187)
營業利益	1,080	2,918	4,665	6,281	8,642
總營業外收入	88	103	214	255	266
利息收入	83	73	147	183	194
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	5	29	67	72	72
總營業外費用	27	146	(211)	(24)	(24)
利息費用	(10)	(5)	(14)	(24)	(24)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	37	151	(197)	-	-
稅前純益	1,195	3,167	4,668	6,512	8,884
所得稅費用[利益]	(188)	(596)	(917)	(1,302)	(1,777)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	0	0	0
稅後淨利	1,007	2,571	3,751	5,209	7,107
EBITDA	1,385	3,174	4,976	6,623	9,048
每股盈餘 (NT\$)	26.66	68.04	99.25	137.82	188.02

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	519	3,145	4,066	4,903	6,956
本期純益	1,007	2,571	3,751	5,209	7,107
折舊及攤提	306	256	311	342	406
本期運用資金變動	272	(645)	(18)	(648)	(557)
其他營業資產及負債變動	(1,066)	962	22	-	-
投資活動之現金流量	(0)	(345)	(405)	(429)	(518)
投資用短期投資出售[新購]	115	(191)	-	-	-
本期長期投資變動	(46)	-	(166)	-	-
資本支出淨額	(83)	(25)	(308)	(293)	(382)
其他資產變動	14	(130)	70	(136)	(136)
自由現金流	1,227	1,820	3,585	4,289	6,245
融資活動之現金流量	(1,728)	(781)	(935)	(2,851)	(3,959)
短期借款變動	-	-	1,050	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,702)	(756)	(1,967)	(2,851)	(3,959)
其他融資現金流	(26)	(25)	(19)	-	-
匯率影響數	(8)	30	(79)	-	-
本期產生現金流量	(1,217)	2,048	2,647	1,623	2,479

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	29.7%	19.1%	16.3%	15.0%	13.9%
= 營業利益率	34.5%	45.2%	52.0%	53.6%	54.8%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.0	14.0	11.5	7.7	7.2
營業利益率	34.5%	45.2%	52.0%	53.6%	54.8%
x 資本周轉率	3.0	14.0	11.5	7.7	7.2
x (1 - 有效現金稅率)	84.3%	81.2%	80.4%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	86.6%	513.4%	479.7%	331.3%	316.4%

資料來源：公司資料，凱基預估



旺矽

(6223.TWO/6223 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	1,910
12 個月目標價 (NT\$)	2,430
前次目標價 (NT\$)	2,430
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	27.2

焦點內容

1. 預計 CPO 設備 2H26 出貨，2026 年毛利率表現優化。
2. ASIC 探針卡龍頭地位穩固，積極擴產支撐 2027 年動能。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	183.1 / 5,992
流通在外股數 (百萬股)：	95.88
外資持有股數 (百萬股)：	30.18
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.98
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	494.5 - 2,100

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	70.5	185.5	156.4
相對表現 (%)	54.4	158.1	135.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	4.18A	5.76A	6.89A	7.59A
2025	7.68A	6.67A	9.30A	9.32F
2026	9.84F	12.23F	17.50F	22.51F

股價圖



資料來源：TEJ

探針卡產能積極擴張，CPO 設備錦上添花

重要訊息

凱基看好旺矽在 AI ASIC 探針卡之領導地位，並預期 CPO 設備將於 2H26 開始貢獻成長動能。預估 2026-27 年垂直探針卡(VPC)營收年增 40-50%，而 MEMS 營收比重提升及 CPO 設備出貨將刺激公司毛利率成長。

評論及分析

預計 CPO 設備 2H26 出貨，2026 年毛利率表現優化。凱基預估 2026 年營收年增 42% 至 185 億元，主要係因旺矽為美系設計服務業者垂直探針卡之獨家供應商，大幅受惠於美系客戶之 AI ASIC，且凱基預期 CPO 相關設備將在 2H26 開始貢獻營收，占全年營收比重近 10%。毛利率部分，MEMS 探針卡平均售價較傳統 VPC 探針卡高 20-25%，我們認為其營收比重提升將刺激公司毛利率。凱基預估 MEMS 營收比重將由 2025 年的 10% 提升至 2026 年的 25%，加之 CPO 設備毛利率高於公司平均，進一步優化毛利率表現，我們預估 2026 年毛利率將年增 3 個百分點至 59%，並預估 2026 年獲利年增 86.5% 至 58.5 億元，EPS 為 62.08 元。

ASIC 探針卡龍頭地位穩固，積極擴產支撐 2027 年動能。旺矽作為全球 ASIC 探針卡的龍頭，受惠整體 ASIC 市場的成長，公司持續積極擴張探針卡產能。凱基預估 2026 年底 VPC/MEMS 總產能將突破每月 400 萬針(對比 2026 年初傳統 VPC 月產能為 120 萬針，MEMS 月產能為 200 萬針)，以支撐 2027 年成長動能。凱基認為旺矽 2027 年將持續受惠客戶下一代 AI ASIC 需求及設備持續出貨，預估 2027 年營收將年增 17.4% 至 217 億元，獲利則年增 23.8% 至 72.4 億元，EPS 為 76.87 元。

投資建議

凱基看好旺矽在 AI ASIC 供應鏈中之領導地位，並認為 CPO 設備將增添其成長動能，給予「增加持股」投資評等及目標價 2,430 元，係基於 35 倍 2026-27 年每股盈餘預估平均換算得出。

投資風險

競爭加劇；需求轉弱；全球經濟衰退。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	8,147	10,172	13,007	18,468	21,684
營業毛利 (NT\$百萬)	3,897	5,561	7,307	10,976	13,099
營業利益 (NT\$百萬)	1,471	2,483	3,827	6,925	8,594
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,312	2,301	3,108	5,850	7,244
每股盈餘 (NT\$)	13.92	24.42	32.98	62.08	76.87
每股現金股利 (NT\$)	7.50	16.00	19.80	37.20	46.10
每股盈餘成長率 (%)	8.0	75.4	35.0	88.3	23.8
本益比 (x)	137.2	78.2	57.9	30.8	24.8
股價淨值比 (x)	23.6	19.3	19.7	16.2	9.8
EV/EBITDA (x)	75.8	56.3	36.9	21.8	17.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	0.8	1.0	1.9	2.4
股東權益報酬率 (%)	18.1	27.2	33.7	57.7	49.1

資料來源：公司資料，凱基預估

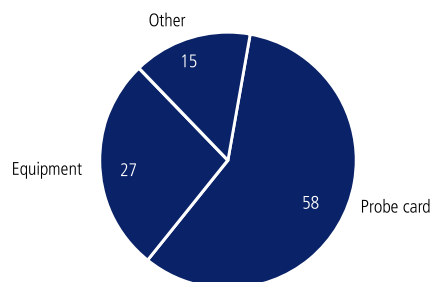
圖 1：公司概況

旺矽成立於 1995 年，提供探針卡、光電自動化、先進半導體測試、散熱解決方案。公司之探針卡解決方案包含懸臂式探針卡(CPC)、垂直式探針卡(VPC)及微機電式探針卡(MEMS)。公司於 2023 年全球探針卡市場中排名第四。2024 產品營收比重為探針卡 58%、設備 27%與其他 15%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 2：2024 年產品組合

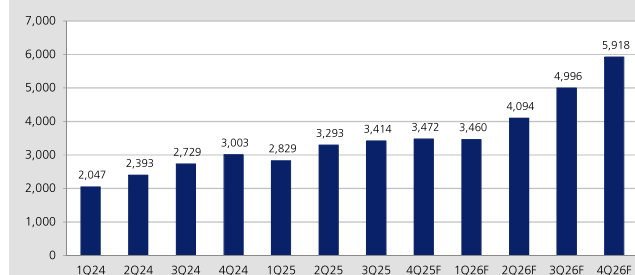
產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

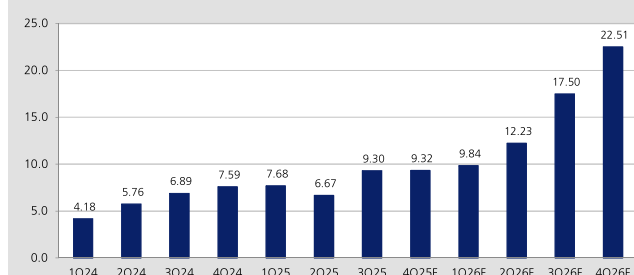
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

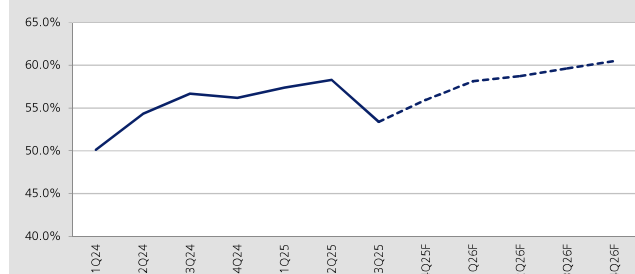
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

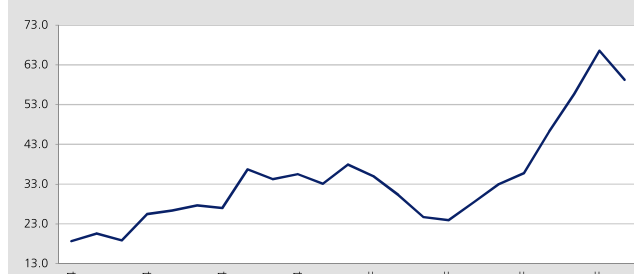
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：本益比

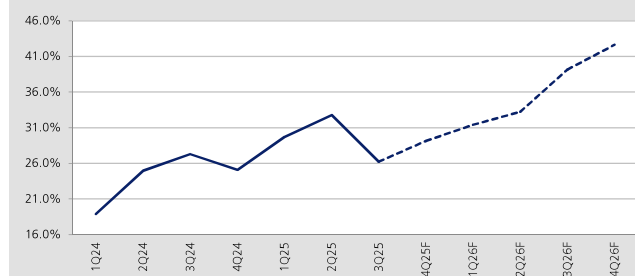
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

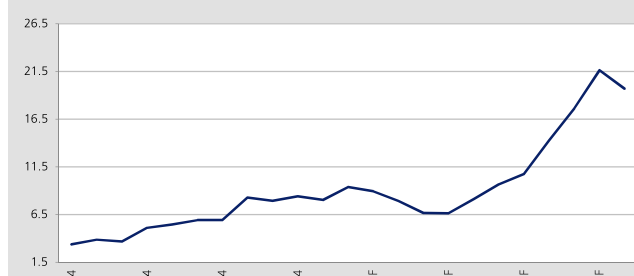
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,829	3,293	3,414	3,472	3,460	4,094	4,996	5,918	13,007	18,468	21,684
營業成本	(1,205)	(1,374)	(1,591)	(1,529)	(1,449)	(1,690)	(2,016)	(2,338)	(5,699)	(7,492)	(8,585)
營業毛利	1,623	1,919	1,822	1,942	2,012	2,405	2,979	3,580	7,307	10,976	13,099
營業費用	(783)	(840)	(927)	(931)	(925)	(1,044)	(1,024)	(1,058)	(3,481)	(4,051)	(4,505)
營業利益	840	1,079	896	1,012	1,087	1,361	1,956	2,522	3,827	6,925	8,594
折舊	(134)	(149)	(171)	(184)	(203)	(203)	(203)	(203)	(637)	(813)	(985)
攤提	(26)	(35)	(33)	(26)	(27)	(27)	(27)	(27)	(120)	(108)	(108)
EBITDA	1,000	1,263	1,099	1,222	1,317	1,591	2,186	2,752	4,584	7,845	9,687
利息收入	19	20	18	18	22	19	19	20	75	79	85
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	20	26	25	-	-	-	-	-	70	-	-
總營業外收入	38	46	43	18	22	19	19	20	145	79	85
利息費用	(25)	(13)	(27)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)	(71)	(23)	(25)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	34	(355)	141	30	10	10	10	10	(150)	40	40
總營業外費用	9	(368)	114	25	5	4	4	4	(221)	17	15
稅前純益	888	756	1,053	1,055	1,113	1,384	1,979	2,546	3,751	7,021	8,694
所得稅費用[利益]	(162)	(126)	(176)	(176)	(186)	(231)	(330)	(425)	(640)	(1,171)	(1,451)
少數股東損益	1	1	-	-	-	-	-	-	1	-	-
非常項目稅後純益	727	631	877	879	927	1,153	1,649	2,121	3,113	5,850	7,244
非常項目	(3)	(2)	(0)	-	-	-	-	-	(5)	-	-
稅後淨利	724	628	877	879	927	1,153	1,649	2,121	3,108	5,850	7,244
每股盈餘 (NT\$)	7.68	6.67	9.30	9.32	9.84	12.23	17.50	22.51	32.98	62.08	76.87
獲利率 (%)											
營業毛利率	57.4	58.3	53.4	56.0	58.1	58.7	59.6	60.5	56.2	59.4	60.4
營業利益率	29.7	32.8	26.2	29.1	31.4	33.2	39.1	42.6	29.4	37.5	39.6
EBITDA Margin	35.3	38.4	32.2	35.2	38.1	38.9	43.8	46.5	35.2	42.5	44.7
稅前純益率	31.4	23.0	30.8	30.4	32.2	33.8	39.6	43.0	28.8	38.0	40.1
稅後純益率	25.6	19.1	25.7	25.3	26.8	28.2	33.0	35.8	23.9	31.7	33.4
季成長率 (%)											
營業收入	(5.8)	16.4	3.7	1.7	(0.3)	18.3	22.0	18.5			
營業毛利	(3.8)	18.2	(5.0)	6.6	3.6	19.5	23.9	20.2			
營業收益增長	11.6	28.4	(17.0)	12.9	7.4	25.2	43.7	28.9			
EBITDA	10.4	26.4	(13.0)	11.2	7.8	20.8	37.4	25.9			
稅前純益	3.7	(14.8)	39.2	0.2	5.5	24.4	43.1	28.6			
稅後純益	1.2	(13.2)	39.5	0.2	5.5	24.4	43.1	28.6			
年成長率 (%)											
營業收入	38.2	37.6	25.1	15.6	22.3	24.3	46.3	70.5	27.9	42.0	17.4
營業毛利	58.2	47.6	17.8	15.1	23.9	25.3	63.5	84.3	31.4	50.2	19.3
營業收益	117.3	80.6	20.2	34.3	29.3	26.1	118.3	149.3	54.1	81.0	24.1
EBITDA	93.0	72.4	24.5	34.9	31.7	25.9	98.9	125.3	50.8	71.2	23.5
稅前純益	84.0	10.5	36.4	23.2	25.3	83.0	88.0	141.4	34.2	87.2	23.8
稅後純益	83.8	15.8	34.9	22.9	28.1	83.4	88.1	141.4	35.0	88.3	23.8

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	12,440	16,479	22,015	26,328	29,623
流動資產	6,904	9,505	13,071	16,446	18,529
現金及短期投資	2,579	3,695	6,189	5,759	8,661
存貨	2,752	3,477	4,342	6,664	6,143
應收帳款及票據	1,338	2,050	2,192	3,673	3,377
其他流動資產	235	283	349	349	349
非流動資產	5,536	6,973	8,944	9,882	11,094
長期投資	1,147	378	487	487	487
固定資產	3,391	4,561	6,575	7,513	8,725
什項資產	997	2,034	1,881	1,881	1,881
負債總額	4,819	7,172	12,893	15,188	11,240
流動負債	3,105	5,673	8,242	10,537	6,589
應付帳款及票據	564	766	965	1,483	1,367
短期借款	170	858	-	-	-
什項負債	2,372	4,050	7,277	9,054	5,222
長期負債	1,714	1,498	4,651	4,651	4,651
長期借款	1,511	1,305	4,864	4,864	4,864
其他負債及準備	97	123	4,466	4,466	4,466
股東權益總額	7,620	9,307	9,122	11,139	18,383
普通股本	942	942	942	942	942
保留盈餘	3,956	5,502	4,839	6,857	14,101
少數股東權益	6	4	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	9.5%	24.9%	27.9%	42.0%	17.4%
營業收益增長	18.4%	68.7%	54.1%	81.0%	24.1%
EBITDA	13.6%	51.4%	50.8%	71.2%	23.5%
稅後純益	8.1%	75.4%	35.0%	88.3%	23.8%
每股盈餘成長率	8.0%	75.4%	35.0%	88.3%	23.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	47.8%	54.7%	56.2%	59.4%	60.4%
營業利益率	18.1%	24.4%	29.4%	37.5%	39.6%
EBITDA Margin	24.6%	29.9%	35.2%	42.5%	44.7%
稅後純益率	16.1%	22.6%	23.9%	31.7%	33.4%
平均資產報酬率	11.2%	15.9%	16.1%	24.2%	25.9%
股東權益報酬率	18.1%	27.2%	33.7%	57.7%	49.1%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	22.1%	23.2%	53.3%	43.7%	26.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	61.7	92.3	54.1	308.8	345.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	40.1	68.5	21.2	152.7	357.8
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	5.3	2.4	21.2	152.7	357.8
流動比率 (x)	2.2	1.7	1.6	1.6	2.8
速動比率 (x)	1.3	1.1	1.1	0.9	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(898)	(1,532)	(1,325)	(895)	(3,797)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	13.92	24.42	32.98	62.08	76.87
每股現金盈餘 (NT\$)	11.10	22.25	15.91	36.97	95.92
每股淨值 (NT\$)	80.81	98.72	96.80	118.21	195.09
調整後每股淨值 (NT\$)	80.81	98.72	96.80	118.21	195.09
每股營收 (NT\$)	86.46	107.95	138.03	195.99	230.12
EBITDA/Share (NT\$)	21.31	32.25	48.64	83.26	102.80
每股現金股利 (NT\$)	7.50	16.00	19.80	37.20	46.10
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.70	0.70	0.68	0.76	0.78
應收帳款周轉天數	59.9	73.8	61.5	72.6	56.8
存貨周轉天數	236.4	276.0	278.0	324.7	261.2
應付帳款周轉天數	48.4	60.8	61.8	72.2	58.1
現金轉換周轉天數	247.9	289.0	277.7	325.0	259.9

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	8,147	10,172	13,007	18,468	21,684
營業成本	(4,250)	(4,611)	(5,699)	(7,492)	(8,585)
營業毛利	3,897	5,561	7,307	10,976	13,099
營業費用	(2,426)	(3,078)	(3,481)	(4,051)	(4,505)
營業利益	1,471	2,483	3,827	6,925	8,594
總營業外收入	115	192	145	79	85
利息收入	30	40	75	79	85
投資利益淨額	7	7	-	-	-
其他營業外收入	78	145	70	-	-
總營業外費用	(5)	120	(221)	17	15
利息費用	(26)	(31)	(71)	(23)	(25)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	22	151	(150)	40	40
稅前純益	1,582	2,795	3,751	7,021	8,694
所得稅費用[利益]	(264)	(490)	(640)	(1,171)	(1,451)
少數股東損益	2	1	1	-	-
非常項目	(9)	(4)	(5)	-	-
稅後淨利	1,312	2,301	3,108	5,850	7,244
EBITDA	2,008	3,039	4,584	7,845	9,687
每股盈餘 (NT\$)	13.92	24.42	32.98	62.08	76.87

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	1,046	2,097	1,500	3,484	9,038
本期純益	1,312	2,301	3,108	5,850	7,244
折舊及攤提	537	556	757	920	1,093
本期運用資金變動	(213)	(1,249)	(571)	(3,287)	702
其他營業資產及負債變動	(590)	488	(1,794)	(0)	0
投資活動之現金流量	(1,269)	(1,343)	(2,990)	(1,859)	(2,304)
投資用短期投資出售[新購]	-	-	(7)	-	-
本期長期投資變動	0	(18)	-	-	-
資本支出淨額	(313)	(1,229)	(3,345)	(1,751)	(2,197)
其他資產變動	(956)	(97)	361	(108)	(108)
自由現金流	1,162	43	(104)	1,545	6,651
融資活動之現金流量	434	357	3,553	(2,055)	(3,833)
短期借款變動	-	660	440	-	-
長期借款變動	532	(178)	3,361	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	(2,055)	(3,833)
其他融資現金流	(97)	(124)	(186)	-	-
匯率影響數	(14)	4	432	-	-
本期產生現金流量	197	1,116	2,494	(430)	2,902

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	29.8%	30.3%	26.8%	21.9%	20.8%
= 營業利益率	18.1%	24.4%	29.4%	37.5%	39.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.1	(0.1)	0.0	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.6	1.5	1.9	2.0	1.6
營業利益率	18.1%	24.4%	29.4%	37.5%	39.6%
x 資本周轉率	1.6	1.5	1.9	2.0	1.6
x (1 - 有效現金稅率)	83.3%	82.5%	82.9%	83.3%	83.3%
= 稅後 ROIC	23.9%	29.4%	46.7%	62.4%	52.7%

資料來源：公司資料，凱基預估

電子硬體產業

焦點內容

1. 2026 年 IT 硬體產業的核心焦點仍將是 AI 伺服器，Nvidia (美) 與 AMD (美) 的 GPU 與四大 CSP 的 ASIC 的機種轉換，將持續推動 AI 伺服器市場需求。
2. 我們預期 4Q25 GB300 AI 伺服器全球出貨量將達到 1.1-1.3 萬櫃、2025 年預估為 2.3-2.5 萬櫃；我們預測 2026 年 GB/VR AI 伺服器出貨量將增至 5.5-6 萬櫃，因產能改善與需求強勁。
3. OpenAI (美) 宣布與主要晶片供應商 Nvidia (美) 及 AMD (美) 建立合作夥伴關係，並與 Broadcom (美) 展開客製化 AI 晶片的共同設計。這些專案的總產能達 26GW，其中 Nvidia 10GW、AMD 6GW、Broadcom 10GW。再次確認 AI 伺服器需求持續增長，不僅是 Nvidia 的 GPU，亦包括 AMD 的 GPU 與 ASIC 設計，預期將有利台灣 AI 伺服器供應鏈。
4. 鑑於 2026 年 GPU 與 ASIC 解決方案之 AI 需求強勁，我們看好鴻海 (2317 TT)、廣達 (2382 TT)、緯創 (3231 TT)、緯穎 (6669 TT)、奇鋐 (3017 TT)、台達電 (2308 TT)、富世達 (6805 TT)、貿聯 (3665 TT)、台光電 (2383 TT)，以及智邦 (2345 TT)。

2026 年 AI 伺服器仍為市場核心焦點

評論及分析

2026 年 CSP 資本支出顯著增長將支撐 AI 伺服器需求強勁成長。近期市場在 CSP 財報電話會議後，上修 2025-26 年五大 CSP 的資本支出預期。我們觀察前五大 CSP 的 2025 年資本支出預估目前已上修至年增 64%、達 3,910 億元 (相較 2024 年的年增 60%)；而 2026 年則上修至年增 32%、達 5,157 億美元。在五大美系 CSP 中，Meta (美) 上修最多，市場預估其 2025-26 年資本支出年增 88%、55% 以上，基於公司展望 2026 年資本支出金額增加幅度將大於 2025 年水準。Microsoft (美) 則展望 2026 財年 (止於六月) 資本支出年增幅高於 2025 年的 45%，換算至 2026 曆年資本支出年增約 40%，相較 2025 年的 37%。此外，市場上也修 Google (美)、AWS (美) 及 Oracle (美) 2026 年資本支出至年增 25%、18% 及 33%，反映積極佈局 AI 基礎設施、訓練模型並拓展 AI 應用。上述 CSP 預期 4Q25 至 2026 年 AI 硬體持續短缺，Microsoft 認為至少持續至 1H26，Google 認為 4Q25-2026 年供不應求，Amazon 則提及將致力擴充供給。我們認為此對未來幾年的 AI 需求是正向的。目前五大 CSP 即使資本支出增加，合計資本支出約佔營運現金流 64%，3Q25 自由現金 (FCF) 仍看到改善，顯示 CSP 財務水準尚屬健康。我們預期 2026 年 AI 需求將保持強勁，並推動整體伺服器出貨量年增 16%，其中訓練用 AI 伺服器的貢獻比重將自 2025 年 9-10% 升至 2026 年之約 15%。

預估 4Q25 GB 機櫃出貨量季增，但 ASIC 伺服器出貨量季減；正向看待 2026 年 GPU 與 ASIC 伺服器需求。我們預估 4Q25 GB200/300 機櫃出貨量季增至 1.1-1.3 萬櫃 (由 3Q25 6-7 千櫃)。然而，AWS (美) ASIC 伺服器出貨可能進入轉換期，直到下一世代 Trainium 2.5 系統 1Q26 放量以及 Trainium 3 系統 2H26 放量。我們預估 GB/VR 機櫃出貨量由 2025 年 2.3-2.5 萬櫃成長至 5.5-6 萬櫃。我們也預期 2026 年 AWS、Google、Meta ASIC 伺服器出貨量顯著成長。因此 GB 機櫃供應鏈 4Q25-2026 年營收將擴張，而 ASIC 供應鏈則在 2Q26 後受惠。2026 年 GB/VR 系列 AI 伺服器機櫃需求中，我們預期 Dell (美) 與 Oracle (美) 合計將占整體出貨量約 40-50%，背後客戶來自 xAI (美)、CoreWeave (美) 以及 OpenAI (美) 與 Stargate 專案。其餘 50-60% 的 GB/VR 需求將來自超大型 CSP 的 AI 訓練模型。2026 年 AI 伺服器的主要動能來自 GB300，而 VR 系列則預計於 2026 年下半年末開始量產。GB300 機櫃主要升級包括快接頭 (QD) 用量提升，以及電源、液冷系統、PCB/CCL 規格升級。至於 Vera Rubin (VR) 機櫃預計 2H26 推出，單櫃熱設計功耗 (TDP) 由 GB300 的 136kW、GB200 的 120kW 升至約 220kW，預期液冷、電源與 PCB/CCL 的內含價值將同步提升。

OpenAI 將成為 AI 投資與晶片供應商合作的核心焦點。近期我們觀察到多項 AI 投資案宣布，主要集中於 OpenAI 與強勁主權 AI 需求，來自美國 Stargate 計畫與歐洲的新專案。截至 2025 年 9-10 月，OpenAI 已宣布與主要晶片供應商 Nvidia (美)與 AMD (美)合作，並與 Broadcom (美)展開客製化 AI 晶片的共同設計專案。上述合作項目的總規模將達 26GW，其中 Nvidia 佔 10GW、AMD 佔 6GW 與博通 10GW。根據 Nvidia 說法與我們的理解，2H26 開始部署的 10GW 資料中心容量可能將需配置約 300-400 萬顆 Rubin GPU，相較 Nvidia 2025 全年 GPU 出貨量為 550 萬顆。而與 AMD 的合作協議包括數代 AMD Instinct GPU，總容量達 6GW。首階段 1GW 的 MI450 GPU (單晶片 TDP 2.5kw) 預期於 2H26 以機櫃形式部署，隱含約 3.5-4 千櫃 MI450 AI 伺服器。而與博通的策略合作，將共同部署 10GW OpenAI 設計的 AI 晶片。此專案預期於 2H26 啟動，並於 2029 年底前建置完畢。在基礎設施方面，OpenAI 宣布多項新計畫，包括美國 Stargate 專案新進度與「Stargate for Countries」計畫。這些進展突顯出主權 AI 需求逐步受到關注，加上預期大量活躍用戶將帶動需求成長。2025 年 9 月，OpenAI 與 Oracle (美)、SoftBank (日)宣布五座新 AI 資料中心建置計畫，其中三座由 Oracle 分別設於德州、新墨西哥州與美國中西部，另兩座由 SoftBank 與 OpenAI 合作建置。僅 Oracle 的三座資料中心將在未來五年投資逾 3,000 億美元的基礎建設，總容量達 4.5GW。除了 OpenAI 積極推動擴建資料中心計畫，全球亦出現數個新主權 AI 專案。此將強化 AI 伺服器供應商的需求持續成長，且不限於 Nvidia 的 GPU 平台，亦包括 AMD 的 GPU 與 ASIC 晶片，此將有利於台灣 AI 伺服器供應鏈。由於 OpenAI 的強勁需求依賴 Oracle 與 Microsoft 的 AI 伺服器支援，我們預期相關供應鏈將受惠。隨著 Oracle 需求在 2026 年可能倍增，Oracle 將於 2026 年擴大並分散供應商，包括從原本的鴻海 (2317 TT, NT\$236.5, 增加持股)，新增廣達 (2382 TT, NT\$274, 增加持股)、緯創 (3231 TT, NT\$143, 增加持股) 及緯穎 (6669 TT, NT\$4,280, 增加持股)；液冷供應商則包括雙鴻 (3324 TT, NT\$934, 增加持股)、奇鋐 (3017 TT, NT\$1,335, 增加持股) 及台達電 (2308 TT, NT\$954, 增加持股)；AI 伺服器機殼製造商勤誠 (8210 TT, NT\$956, 增加持股) 及奇鋐；電源供應商光寶科 (2301 TT, NT\$160, 增加持股)；滑軌供應商為川湖 (2059 TT, NT\$3,630, 增加持股)。

記憶體價格上漲抑制 2026 年 PC 與手機需求。除了 AI 伺服器需求穩健外，我們也從通路調查中得知部分美系 CSP (如 Microsoft 與 Amazon) 的通用伺服器需求明顯升溫。凱基預估 2026 年全球通用型伺服器出貨量年增約 10%；加上同期 AI 伺服器年增 70-80%，將推升 2026 年全球整體伺服器出貨量年增約 16%，較 2025 年的年增 7% 進一步上揚。然而，因記憶體價格大幅攀升，預期將延續到 4Q26，凱基認為 PC 與智慧型手機需求被負向影響，因多數品牌恐將提高產品售價以轉嫁部份成本。凱基預估 4Q26 DDR5 顆粒合約價由 4Q25 的 8.9 美元翻倍至 17.2 美元，同期 NAND flash 價格可能年增 60-70%。DRAM 與 NAND flash 合計佔 PC BOM 15-20%、佔智慧型手機 10-15%，我們因而預估 2026 年 PC 與智慧型手機需求恐將年減約 2% (繼 2025 年 PC 年增 5%、智慧型手機將年增 2% 的預期)。2026 年商務 PC 需求將持續優於消費型與 Chrombook，因一般消費者通常對價格敏感度更高。我們也預估 2026 年 iPhone 需求將優於智慧型手機產業平均，預期需求較為穩健 (年增 1% 至 2.4 億隻)，因 iPhone 高階機種佔比較高且成本壓力相對較輕、且 Apple (美) 與記憶體廠商簽有長約。此外，2026 年 iPhone 需求相對較強也反映更多機種推出，包含 1H26 推出的 iPhone 6e，與 2H26 上市的折疊手機。

因此，我們預期 Apple 供應鏈將在 2026 年受惠，如鴻海，其為 MacBook、iPhone 與折疊手機的主要組裝廠；折疊手機軸承供應商新日興(3376 TT, NT\$180.5,增加持股)；鏡頭供應商大立光(3008 TT, NT\$2,145,增加持股)；軟板供應商臻鼎(4958 TT, NT\$141,增加持股)與華通(2313 TT, NT\$79.7,增加持股)，都將是主要摺疊 iPhone 受益者。

AI 伺服器主要受惠產業。GB300/VR200 與 ASIC AI 伺服器主要受惠含蓋五大產業，包括液冷散熱、電源、PCB/CCL/載板、網通與代工。(1) 在散熱領域，我們預期 GB300/VR200 與 ASIC AI 將推動液冷技術採用，並使內含價值在 2026 年主流 GB300 較 GB200 提升超過 20%，主要來自水冷板與快接頭用量成長；(2) 在電源供應領域，由於 Rubin GPU 的散熱設計功耗從 GB300 的 1.4kW 提升至 2.3kW，主流電源供應器設計將從 GB300 的 5.5kW 升級至 VR200 之 12kW，BBU 內含價值也將同步增加；(3) 在 PCB 領域，隨著 AI 伺服器整合更多 GPU 與 CPU、機櫃配置晶片密度提高，可預期 2026 年載板與 PCB 架構需增加更多層，以滿足更高的訊號互連密度與電力分配需求。因此我們認為 2026 載板尺寸進一步提升至 100x91mm，PCB 層數進一步由 20+ 層提升至 30+層，銅箔採用至更低粗糙度 HVLP4 銅箔，玻纖布亦往 Low DK 與石英布移動，帶動銅箔基板規格往超低訊號散失(M9)前進；(4) 在資料中心相關網通產品部分，受惠於北美大型資料中心客戶持續發展 AI 與機器學習(ML)，高階交換器如 800GbE 與 1.6TbE 的需求預期將持續增加。此外，與 AI 加速卡相關的產品也將持續受惠。針對 Nvidia 相關受益者，我們看好在 scale-out 領域，800GbE 將在 2026 年成為主流，並從 2H26 開始逐步過渡到 1.6TbE 相關產品；(5) 至於 ODM 廠，2026 年 GB AI 機櫃出貨量將倍增，VR 系列的 L10 供應商將縮減至三家一鴻海、廣達與緯創，部分市占由技嘉(2376 TT, NT\$248, 增加持股)、Supermicro (美) 與緯穎等規模較小的 GB L10 組裝業者轉移。我們預期這些組裝廠的 2026 年營收將顯著成長，因 AI 伺服器機櫃 ASP 與需求增加。此外，在機構件領域，GB300 與 VR 系列的滑軌內含價值將較 GB200 提升，因採用電源托盤與櫃頂式 (TOR)設計，並在下一代因電源櫃設計而進一步成長。部分 ASIC 伺服器機櫃除了伺服器機櫃本體外，還需要降噪櫃，加上尺寸更大的胖胖櫃(ORW)設計，都將提升 AI 伺服器機櫃中機構件的內含價值。除 AI 伺服器產業，由於我們正向於 iPhone 與平價 iPhone 需求，預期鴻海與新日興也將受惠。

投資建議

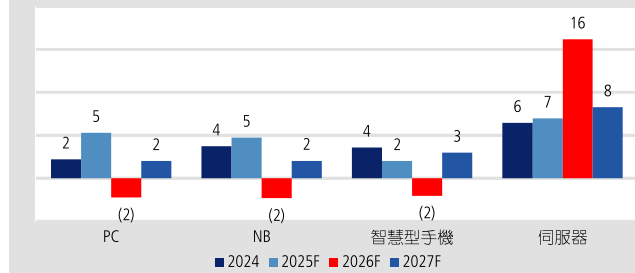
2025-26 年 CSP 資本支出穩健成長，再加上 OpenAI 與晶片供應商及主權專案的多項新投資，顯示全球 AI 伺服器需求持續上升，將有利台灣 AI 供應鏈。我們預期 AI 伺服器供應鏈的營收與獲利成長將持續超前。我們在 IT 硬體產業的首選標的包括：(1) ODM 廠：鴻海、緯創、廣達、緯穎；(2)液冷與電源供應：奇鋐、富世達、台達電、貿聯；(3) PCB/CCL：台光電(2383 TT, NT\$1,430, 增加持股)、台耀(6274 TT, NT\$416, 增加持股)、載板廠欣興(3037 TT, NT\$160, 增加持股)；(4) 網通：智邦(2345 TT, NT\$945,增加持股)。

投資風險

需求疲弱；生產或融資成本上升。

圖 1：隨記憶體價格上漲，凱基預估 2026 年全球 PC 與智慧型手機出貨量將年減 2%，然而伺服器需求將年增 16%，受惠於 AI 與通用型伺服器需求強勁

出貨量年增，百分比



資料來源：Gartner、凱基預估

圖 2：AI 與通用伺服器將推升整體伺服器營收成長，2026 年年增可達 16%

出貨量 (百萬)	2024	2025F	2026F	2027F
PC	247.6	260.8	255.0	260.2
智慧型手機	1,226.5	1,251.3	1,225.9	1,262.6
iPhone	225.9	236.8	240.0	247.2
Android	1,000.5	1,014.4	985.9	1,015.4
伺服器	12.1	12.9	15.0	16.3
通用伺服器	11.4	11.7	12.9	13.3
AI伺服器	0.7	1.2	2.1	3.0
年增率 (%)	2024	2025F	2026F	2027F
PC	2.2	5.3	(2.2)	2.0
智慧型手機	3.6	2.0	(2.0)	3.0
iPhone	(2.0)	4.8	1.3	3.0
Android	4.9	1.4	(2.8)	3.0
伺服器	6.5	7.0	16.2	8.3
通用伺服器	2.4	3.0	9.9	3.0
AI伺服器	186.3	70.3	76.3	40.0

資料來源：Gartner、凱基預估

圖 3：繼 2024 年年增達逾 60% 之後，美國四大 CSP 2025 年資本支出預估上修至年增 64%

資本支出(百萬美元)	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Meta (Facebook)	12,941	16,538	18,829	21,736	27,266	37,256	70,044	108,373	121,072
Amazon	25,019	32,183	35,095	32,703	48,133	82,999	121,782	144,264	163,769
Microsoft	16,745	17,079	19,394	22,846	35,202	55,552	76,133	106,411	121,969
Google	17,197	22,446	23,953	27,819	32,251	52,535	91,415	114,615	127,750
Oracle	5,862	9,080	8,502	8,173	6,935	10,745	31,643	42,061	61,874
美系 CSP 業者合計	77,764	97,326	105,773	110,153	149,787	239,087	391,016	515,724	596,434
年增率 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Meta (Facebook)	102.2	102.3	128.0	50.7	(13.3)	36.6	88.0	54.7	11.7
Amazon	67.6	82.7	55.2	17.5	(17.5)	72.4	46.7	18.5	13.5
Microsoft	52.9	23.1	30.0	44.6	42.1	57.8	37.0	39.8	14.6
Google	43.2	70.2	83.4	94.9	2.4	62.9	74.0	25.4	11.5
Oracle	250.2	224.5	269.2	105.9	3.8	54.9	194.5	32.9	47.1
美系 CSP 業者合計	69.2	74.9	72.9	44.4	2.6	59.6	63.5	31.9	15.6
季增率 (%)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Meta (Facebook)	(10.3)	27.8	13.9	15.4					
Amazon	(10.1)	28.6	9.0	(6.8)					
Microsoft	6.0	2.0	13.6	17.8					
Google	20.5	30.5	6.7	16.1					
Oracle	47.7	54.9	(6.4)	(3.9)					
美系 CSP 業者合計	1.9	25.2	8.7	4.1					

註：Capex 金額不含融資租賃

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 4：市場將 2025-26 年 CSP 資本支出成長上修至年增 63%、29%

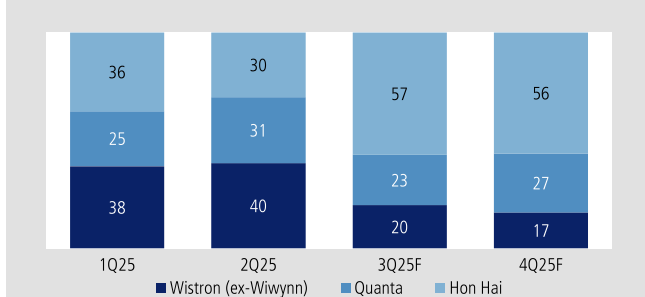
Capex, US\$m	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Meta	18,567	31,431	27,266	37,256	70,044	108,373	121,072
Amazon	55,396	58,321	48,133	82,999	121,782	144,264	163,769
Microsoft	23,216	24,768	35,202	55,552	76,133	106,411	121,969
Google	24,640	31,485	32,251	52,535	91,415	114,615	127,750
Oracle	3,118	6,678	6,935	10,745	31,643	42,061	61,874
Baidu	1,689	1,586	1,580	1,130	1,578	1,575	1,569
Alibaba	8,311	5,014	4,477	10,542	18,253	17,570	19,499
Tencent	4,808	4,611	3,017	9,675	12,392	12,798	13,651
Hyperscale subtotal	139,745	163,894	158,861	260,433	423,239	547,667	631,153
Apple	10,388	11,692	9,564	9,995	13,605	15,151	16,406
IBM	2,062	1,346	1,245	1,048	1,474	1,570	1,600
Coreweave	N.A.	72	2,943	8,702	14,969	25,840	19,558
Nebius	606	750	1,073	808	4,200	9,262	9,181
Dell	2,796	3,003	2,756	2,652	2,742	3,050	3,177
Salesforce	717	798	736	658	721	813	898
Netflix	525	408	349	440	586	618	671
Enterprise subtotal	17,094	18,069	18,666	24,302	38,297	56,305	51,490
Total	156,838	181,962	177,527	284,736	461,537	603,972	682,643

YoY growth, percent	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Meta	22.8	69.3	(13.3)	36.6	88.0	54.7	11.7
Amazon	58.1	5.3	(17.5)	72.4	46.7	18.5	13.5
Microsoft	32.0	6.7	42.1	57.8	37.0	39.8	14.6
Google	10.6	27.8	2.4	62.9	74.0	25.4	11.5
Oracle	70.1	114.2	3.8	54.9	194.5	32.9	47.1
Baidu	129.1	(6.1)	(0.4)	(28.5)	39.7	(0.2)	(0.4)
Alibaba	30.3	(39.7)	(10.7)	135.5	73.1	(3.7)	11.0
Tencent	(15.9)	(4.1)	(34.6)	220.7	28.1	3.3	6.7
Hyperscale subtotal	33.5	17.3	(3.1)	63.9	62.5	29.4	15.2
Apple	19.4	12.6	(18.2)	4.5	36.1	11.4	8.3
IBM	(21.2)	(34.7)	(7.5)	(15.8)	40.6	6.6	1.9
Coreweave	N.M.	N.M.	3,964.9	195.7	72.0	72.6	(24.3)
Nebius	77.7	23.7	43.2	(24.7)	420.0	120.5	(0.9)
Dell	34.3	7.4	(8.2)	(3.8)	3.4	11.2	4.2
Salesforce	1.0	11.3	(7.8)	(10.6)	9.5	12.8	10.5
Netflix	5.4	(22.3)	(14.5)	26.1	33.4	5.5	8.5
Enterprise subtotal	14.3	5.7	3.3	30.2	57.6	47.0	(8.6)
Total	31.1	16.0	(2.4)	60.4	62.1	30.9	13.0

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：台灣 ODM 中，1H25 出貨最多 GB200 伺服器者為緯創；鴻海預計在 2H25 成為出貨領導者

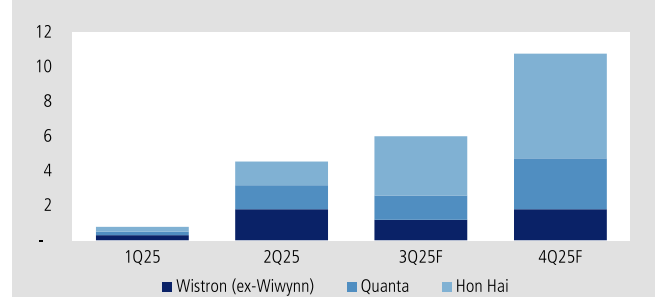
GB200/ 300 出貨比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6：GB200 伺服器出貨量在 3Q25 加速，GB300 將於 4Q25 開始量產

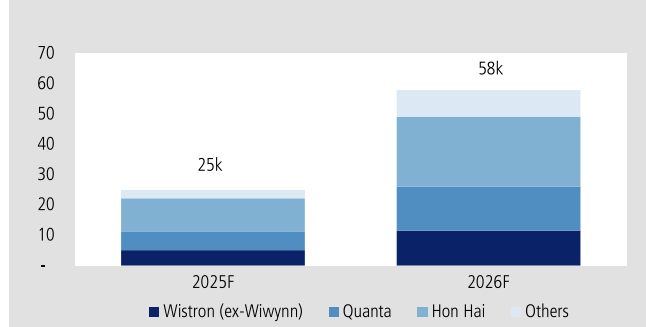
GB200/ 300 出貨量，千櫃



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：2025 年 GB200/GB300 出貨量預估達 2.3-2.5 萬櫃；2026 年出貨量可高達 5.5-6 萬櫃

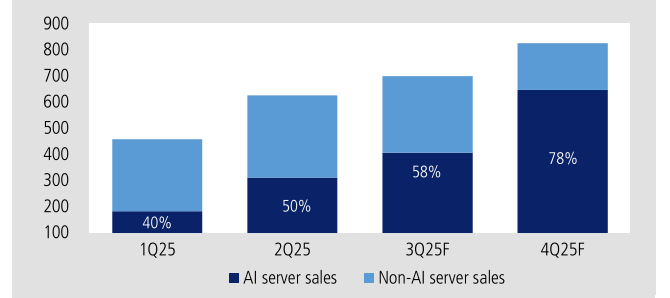
GB200/ 300 出貨量，千櫃



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 8：鴻海 3Q25 AI 伺服器營收成長，但低於公司指引

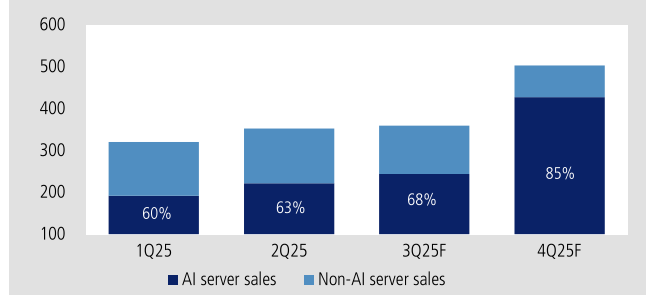
鴻海 AI 伺服器/非 AI 伺服器營收，十億元；AI 伺服器營收/整體伺服器營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 9：受 GB200 與 GB300 世代轉換影響，緯創 3Q25 AI 伺服器營收相對季持平

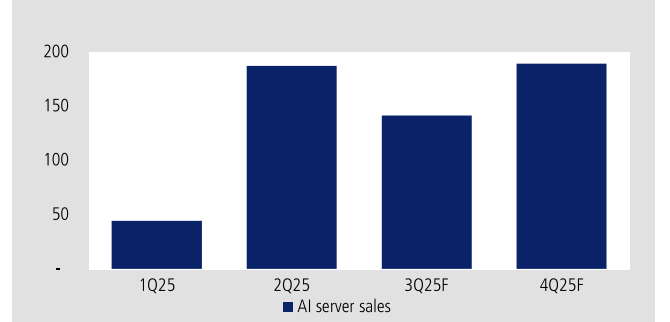
廣達 AI 伺服器/非 AI 伺服器營收，十億元；AI 伺服器營收/整體伺服器營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10：受機種轉換影響，3Q25 緯創對 Dell 的 AI 伺服器營收季減

緯創 (不含緯穎) AI 伺服器營收，十億元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 11：2025 年 GB AI 伺服器出貨量預估為 2.3-2.5 萬櫃；2026 年 GB/VR 伺服器出貨量預估可達 5.5-6 萬櫃

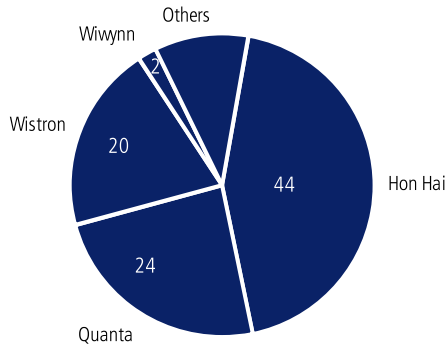
	2025F		2026F		Drivers	ODM				
	GB200/300	%	GB/VR	%						
Chip shipments (mn units)	4.5-4.6		5.9-6							
	(Blackwell)		(B: 2.1 + R: 3.8-3.9)							
AI server shipments (k racks)										
Google	2-3	8	5-7	9	Training cloud	★	★			
aws	1-3	6	5-7	9	Training cloud	★	★			
Microsoft	4-6	20	10-13	19	OpenAI	★	★			
Meta	3-5	14	7-10	13	Self-used cloud	★	★			
ORACLE	7-9	28	12-15	23	OpenAI, Stargate	★	★	★	★	
DELL	5-6	20	11-13	21	xAI, Coreweave			★		
Others	~1.5	4	2-5	5	xAI, Coreweave Neocloud Sovereign				★	★
Total (2025F --> 2026F)	25	100	58	100		11 --> 23	6 --> 15	5 --> 11	~1 --> 5	~1 --> 4

註：Google 將成為鴻海在 Vera Rubin 世代的客戶

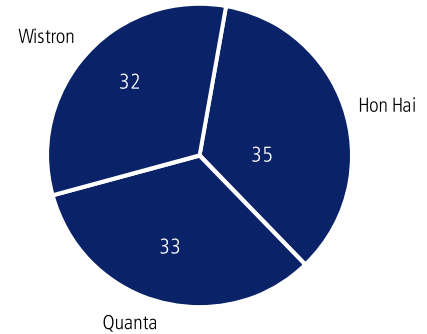
資料來源：產業資訊；凱基預估

圖 12：VR L10 供應商市佔率將更加集中於鴻海、廣達與緯創

GB200/300 L10 supplier share (%)



VR L10 supplier share (%)



資料來源：產業資訊；凱基預估

圖 13：OpenAI 宣布與多家晶片供應商建立合作夥伴關係，總產能高達 26GW

合作夥伴	預期規模	預期出貨量(櫃)	時間軸	專案細節	宣布日
NVIDIA	10GW	4-5萬 VR144機櫃 (每GW約4-5千櫃)	2H26開始	-OpenAI 將部署至少 10GW 的 NVIDIA 系統用於 AI 基礎建設，首個 GW 採用Vera Rubin 平台 - NVIDIA 計畫投入高達 1,000 億美元於 OpenAI 以支持此部署	9/22
AMD	6GW	2.1-2.4萬 MI450機櫃 (每GW約3.5-4千櫃)	2H26開始	- OpenAI 將使用 AMD 的晶片以建構下一代 AI 基礎建設 -此協議包含 6GW 算力，其中 1GW 將於 2026 下半年部署，使用即將推出的機櫃級 Instinct MI450 - OpenAI 有權選擇透過與部署和股價目標等嚴格條件相關的認股權證，收購 AMD 高達 10% 的股份	10/7
Broadcom	10GW	-	2H26-2029F	-OpenAI 和 Broadcom 將合作進行一項 10GW ASIC 專案，其中包括機櫃級解決方案，並利用 Ethernet 進行 scale-up 和 scale-out。 -目標是從 2026 年下半年開始部署，並在 2029 年底前完成。	10/13

資料來源：OpenAI；凱基

圖 14：GB300 伺服器於 4Q25 後開始量產；Trainium 2.5 於 1Q26 後開始量產

		2021	2022	2023	2024	1H25	2H25F	1H26F	2H26F	1H27F	2H27F
GPU	NVIDIA		A 100	H100	H200	GB200		GB300		VR200	VR300
	AMD		MI100	MI250X	MI300X	MI325X		MI350X		MI400 series	MI500
ASIC	amazon		Trainium	Inferntia2		Trainium2			Trainium2.5/3		Trainium4
	Meta				MTIA	MTIA 2/2.5		MTIA 3		MTIA 4	
	Google		TPU v4	TPU v5		TPU v6		TPU v7		TPU v8	
	Microsoft					Maia 100			Maia 200		

資料來源：產業資訊；凱基預估

圖 15：GB300/VR200/VR200 CPX 在電源、散熱、PCB/CCL、Switch 等規格皆有顯著升級

零組件	GB300	VR200	VR200 CPX
 Power 電源	▶ Power shelf主流為33kW，搭載量增至8-10層 (GB200 6-8層) ▶ BBU採用率較GB200提升	▶ 72kW power shelf為主流，部分將採power rack設計 ▶ BBU採用率較GB300提升	▶ 主流規格與VR200相同，但總瓦數需求增加50% ▶ BBU採用率較GB300提升
 Cooling 散熱	▶ 水冷板 CP: 一機櫃片數較GB200多9片(+7%) ▶ QD: 一機櫃顆數較GB200多180顆 (+100%) (主要在switch tray增加為主) ▶ CP+QD價值: 一機櫃較GB200約增15%	▶ 水冷板 CP: GPU/CPU與GB300數量大致相同，但集中2-3家供應將增加數張小水冷板需求 ▶ QD: 與GB300相當 ▶ CP+QD價值: 一機櫃較GB300持平或略減	▶ 水冷板CP較GB300/VR200多出3片 (2大1小) ▶ QD: 一運算層顆數較GB300/VR200多12顆 (120%) 一機櫃QD顆數達576顆 ▶ CP+QD價值: 一機櫃較VR200約增20-30%
 Chassis/Rack/Rail 機殼/機櫃/滑軌	▶ 寬度與深度加大，chassis ASP較GB200提高 ▶ 標準化機櫃，機櫃content變化不大 ▶ 滑軌採用延伸至power tray, TOR	▶ Chassis ASP較GB300提高 ▶ 標準化機櫃，機櫃content變化不大 ▶ 滑軌採用延伸至power tray, BBU tray, power rack獨立機櫃亦有滑軌設計	▶ CPX版本機櫃件數量增加，單層chassis ASP增加 ▶ 標準化機櫃，機櫃content變化不大 ▶ CPX設計使滑軌 per tray將多出一組
 PCB / CCL 印刷電路板 / 銅箔基板	▶ Computing tray- 5/12/5 HDI 22L, 材料 M8+M4 SW tray-22L HLC, M8	▶ Computing tray- 6/12/6 HDI 24L, 22L 升級至24L, 銅箔升級至HVL P4 ▶ SW tray-26L HLC(upgrade), M8, HVL P4	▶ Computing tray- 6/12/6 HDI 24L, N8, HVL P4 ▶ Each compute tray 新增 midplace*1(44L), CPX*4(5/12/5, 22L HDI) PCB 皆升級至M9材料 ▶ SW tray-22L 升級至32L
 Switch 交換器	Scale-Up: 維持NVLink 5 NIC: 升級ConnectX-8 Scale-Out: 與GB200相同為Spectrum 5(51.2Tbps)	Scale-Up: NVLink 5升級至NVLink 6 NIC: 從ConnectX-8升級至ConnectX-9 SuperNIC Scale-Out: 從Spectrum 5(51.2Tbps)升級至Spectrum 6(102Tbps) 支援CPO之Spectrum-X交換器推出	Scale-Up: NVLink6 NIC: 維持ConnectX-9 SuperNIC Scale-Out: Spectrum 6(102Tbps) 可能採用更多CPO版本之Spectrum-X
 System assembly 系統組裝	機櫃價格較GB200增加約20% (GPU main)	L10 組裝集中於3家ODM: 鴻海/廣達/緯創 GPU功耗提升，但量產價將有大量後 cost down版本	

資料來源：產業資訊；凱基預估

圖 16：AWS Teton 3 在電源、散熱、PCB/CCL 與 switch 亦是同步升級需求強勁

零組件	Teton 2.5	Teton 3
 Power 電源	▶ Power shelf主流為33kW，部分將採Power rack設計 ▶ BBU採用率高	▶ Power shelf主流為72kW，Power rack採用率提升 ▶ BBU採用率高
 Cooling 散熱	▶ 較前一代新增水冷版本 ▶ QD: 一運算層顆數較GB300/VR200多12顆 (120%) 一機櫃QD顆數達456顆	▶ 預估水冷版本量較大
 Chassis/Rack/Rail 機殼/機櫃/滑軌	▶ 水冷版本chassis單價較氣冷高 ▶ 標準化機櫃，機櫃content變化不大 ▶ 客製化滑軌設計、水冷亦增加滑軌複雜度	▶ 水冷版本機櫃件較多，ASP較氣冷版本高 ▶ 標準化機櫃，機櫃content變化不大 ▶ 客製化滑軌設計、水冷亦增加滑軌複雜度
 PCB / CCL 印刷電路板 / 銅箔基板	▶ 26L ▶ M8 (銅箔採用HVL P2)	▶ 26L ▶ M8 (銅箔採用HVL P4)
 Switch 交換器	▶ Scale-Up仍以銅纜連接為主 ▶ 交換器規格仍以400/800GbE為主	▶ 可能導入1.6TbE交換器
 System assembly 系統組裝	▶ 水冷版本機櫃單價將增加	

資料來源：產業資訊；凱基預估

圖 17：雲端同業評價比較

領域	公司	代碼	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	評等	目標價 (元)	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘 年增率 (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		現金殖利率 (%)	
							2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F
ODM	鴻海精密	2317 TT	105,952	236.50	增加持股	340.0	14.68	18.90	33.4	28.8	16.1	12.5	1.9	1.8	12.0	14.6	2.5	3.3
	英業達	2356 TT	4,799	41.70	持有	47.0	2.51	2.92	23.8	16.3	16.6	14.3	2.0	2.0	12.5	14.1	4.1	4.8
	廣達	2382 TT	33,954	274.00	增加持股	385.0	18.07	21.41	16.7	18.5	15.2	12.8	4.5	4.2	30.4	33.8	4.7	5.3
	緯創	3231 TT	14,591	143.00	增加持股	200.0	9.19	11.99	50.4	30.5	15.6	11.9	2.3	2.0	17.9	19.7	2.7	4.0
	緯穎	6669 TT	25,518	4,280	增加持股	5420.0	268.87	293.64	112.4	9.2	15.9	14.6	7.2	5.9	50.2	44.4	1.7	3.5
	技嘉	2376 TT	5,343	248	增加持股	320.0	17.73	21.35	18.0	20.4	14.0	11.6	3.0	2.8	21.6	24.9	4.7	5.7
	華碩	2357 TT	13,654	573	增加持股	800.0	53.34	53.25	26.2	(0.2)	10.7	10.8	1.5	1.5	14.5	14.0	5.9	7.4
插槽/ 連接器/ 連接線	華擎	3515 TT	987	249	增加持股	355.0	15.00	23.64	42.3	57.6	16.6	10.5	3.0	2.6	18.9	26.6	2.1	3.0
	嘉澤	3533 TT	4,369	1,210.00	增加持股	1660.0	70.97	92.23	(14.3)	30.0	17.0	13.1	3.4	3.0	21.0	24.3	3.4	2.9
	貿聯-KY	3665 TT	10,508	1,680.00	增加持股	1830.0	46.66	65.97	83.7	41.4	36.0	25.5	7.8	6.5	23.0	27.7	0.7	1.4
	宏致	3605 TT	308	62.70	增加持股	82.0	4.28	5.47	70.1	28.0	14.7	11.5	1.3	1.2	9.6	11.6	1.2	2.1
	優群科技*	3217 TT	480	166.00	未評等	N.A.	12.58	15.07	11.8	19.8	13.2	11.0	3.1	2.9	23.9	27.2	5.3	6.0
導軌	凡甲科技	3526 TT	508	243.00	增加持股	300.0	16.91	20.31	0.6	20.2	14.4	12.0	4.1	4.1	28.8	34.6	6.8	7.0
	川湖	2059 TT	11,098	3,630.00	增加持股	4815.0	92.92	140.53	43.9	51.2	39.1	25.8	13.3	10.5	37.5	45.6	0.9	1.3
散熱模組	建準	2421 TT	1,662	189.50	增加持股	200.0	8.09	11.79	48.2	45.8	23.4	16.1	6.1	5.5	26.8	35.7	2.0	3.0
	雙鴻	3324 TT	2,750	934.00	增加持股	1255.0	30.41	54.15	43.2	78.1	30.7	17.2	8.2	6.6	28.5	42.3	1.1	1.5
	奇鋐	3017 TT	16,626	1,335.00	增加持股	1695.0	48.71	70.82	129.7	45.4	27.4	18.9	13.5	10.0	56.3	60.8	0.7	1.8
	高力*	8996 TT	1,505	513.00	增加持股	476.0	8.98	16.25	37.0	80.9	57.1	31.6	12.6	10.1	22.9	35.4	0.8	1.2
均熱片	健策*	3653 TT	12,174	2,655.00	未評等	N.A.	37.67	55.58	56.0	47.5	70.5	47.8	20.4	16.4	31.9	36.8	0.5	0.7
BBU	新普	6121 TT	2,044	344.50	增加持股	420.0	28.92	30.01	0.1	3.8	11.9	11.5	1.7	1.6	14.3	14.2	6.0	6.0
	AES-KY	6781 TT	3,741	1,365.00	增加持股	1725.0	38.54	50.26	51.8	30.4	35.4	27.2	7.1	6.3	21.2	24.6	0.9	1.4
機殼	勤誠	8210 TT	3,711	956.00	增加持股	1240.0	27.62	43.50	72.1	57.5	34.6	22.0	13.1	10.1	42.2	53.1	0.8	1.5
BMC	信緯科技*	5274 TT	7,707	6,355	增加持股	6890.0	99.25	137.82	45.9	38.9	64.0	46.1	32.5	24.6	57.6	60.8	0.8	1.2
矽光	聯亞	3081 TT	1,291	435.00	持有	450.0	4.32	12.82	N.M.	196.9	100.7	33.9	10.5	9.6	10.4	29.3	0.1	0.8
CCL	聯茂*	6213 TT	1,234	106.00	增加持股	136.0	3.83	6.25	68.9	63.3	27.7	17.0	1.9	1.8	6.8	10.9	1.7	2.3
	台光電子	2383 TT	16,403	1,430.00	增加持股	1425.0	42.22	64.74	51.8	53.3	33.9	22.1	10.6	8.1	36.8	42.9	1.2	1.8
ABF	欣興電子	3037 TT	8,478	171.50	增加持股	202.0	3.57	9.16	6.9	156.3	48.0	18.7	2.7	2.4	5.7	13.5	0.9	0.9
PCB	金像電	2368 TT	9,057	574.00	增加持股	N.A.	18.42	26.40	59.7	43.3	31.2	21.7	11.6	8.9	39.6	46.4	1.0	1.6
電源供應	台達電	2308 TT	79,501	954.00	增加持股	1280.0	23.83	32.79	75.7	37.6	40.0	29.1	9.5	7.9	25.3	29.7	0.7	1.3
	光寶科	2301 TT	11,892	160.00	增加持股	212.0	6.77	8.43	29.8	24.6	23.6	19.0	4.1	3.8	17.2	21.0	2.8	3.1
	群電*	6412 TT	1,157	90.00	未評等	N.A.	5.51	7.43	(33.9)	34.8	16.3	12.1	2.6	2.4	15.4	22.6	6.7	6.0
	康舒*	6282 TT	1,099	39.90	未評等	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	N.M.	0.0	N.A.
晶圓代工	台積電	2330 TT	1,210,522	1,455.00	增加持股	1900.0	64.58	76.89	42.7	19.1	22.5	18.9	7.3	5.7	35.3	33.6	1.2	1.4
設計服務	世芯-KY	3661 TT	7,994	3,075.00	增加持股	5380.0	66.40	134.46	(18.4)	102.5	46.3	22.9	6.9	5.7	14.3	27.3	1.3	1.1
	創意	3443 TT	8,448	1,965.00	持有	1400.0	28.88	33.45	12.2	15.8	68.0	58.7	17.3	15.3	29.2	27.6	0.8	0.9
網通	華星光	4979 TT	895	198.00	增加持股	250.0	5.40	9.94	42.6	84.2	36.7	19.9	7.0	5.2	20.1	28.8	0.8	1.1
	智邦	2345 TT	17,012	945.00	增加持股	1400.0	46.08	55.83	114.5	21.1	20.5	16.9	11.3	8.9	61.9	58.7	1.3	2.9

* Bloomberg 共識預估

資料來源：Bloomberg；凱基預估



印刷電路板產業

焦點內容

1. 伺服器機櫃晶片密度提高帶動 PCB 質量雙升
2. AI Server PCB 採多層高階材料趨勢，M9 開始亮相。
3. AI 伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大，2026 供需收斂

AI 伺服器高速多層趨勢帶動載板與 PCB 升級

評論及分析

伺服器機櫃晶片密度提高帶動 PCB 質量雙升。在隨著 AI 伺服器整合更多 GPU 與 CPU、機櫃配置晶片密度提高，可預期 2026 年載板與 PCB 架構需增加更多層，以滿足更高的訊號互連密度與電力分配需求。預期從 GB200/300 機架 Oberon 提升至 Rubin Ultra 機架 Kyber，PCB 所需要片數將由 64 片提升至 149 片，並且大量採用更多層板及高階 HDI 技術。Prismark 預估 2024-29 PCB 產值年複合成長率(CAGR)為 6.9%，其中以 Server 及 Storage PCB CAGR 最高達 15.6%，而就其技術別來看以 18+ ML 及 HDI 產值成長分別為 21.7%、25.5%。

AI Server PCB 採多層高階材料趨勢。我們預期 2026 Nvidia Rubin 主運算 PCB 板層數持續提升(Compute tray 提升至 6 階 HDL 24L 之上，Switch tray 由 22L 提升至 32L)，而 CSP ASIC PCB 層數由 30 層起跳，以上皆採用更低粗糙度 HVLP4 銅箔。此外，我們並預期 2H26 Vera Rubin CPX (CPX, midplane)、1.6T 交換機 PCB 將採用 M9 規格。Prismark 預估 ultra low loss(M7)、extreme low loss(M8) 2024-29 出貨面積需求年複合成長率達 26%、34%。

AI 伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大，帶動 2026 供需收斂。我們認為 2026 在 Rubin 及 Rubin ultra ABF 載板尺寸進一步提升至 100 × 91 mm²、153 × 77.5 mm²，層數由 12-14L 提升至 18-20L，若考量良率及排版效率，產能面積消耗量為 PC (40*40 mm²、8-10L)之 5-10 倍。在 AI 驅動高階 ABF 需求下，供需失衡加速改善，2026 年供過於求收斂至 8% 以下，而缺布效應擴大下 ABF 將提早漲價。我們預期缺布效應擴大下 ABF 將提早於 4Q25 漲價，2H26 因供需結構漲勢增大，1Q-4Q26 漲幅走勢預估 2%、2-3%、3-4%、3-4%。

投資建議

我們看好 AI 伺服器高速多層趨勢帶動載板與 PCB 需求與規格升級，載板廠欣興(3037 TT, NT\$171.5, 增加持股)、上游銅箔基板台光電(2383 TT, NT\$1,430, 增加持股)、台耀(6274 TT, NT\$416, 增加持股)可受惠此趨勢。

投資風險

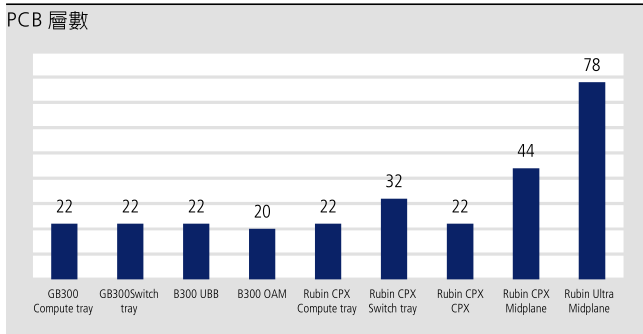
終端需求不如預期，產業供過於求造成價格壓力。

圖 1: Server 及 Storage PCB technology 以 18+ ML 及 HDI 成長最高

Production value (US\$mn)	Commodity	4-6 ML	8-16 ML	18+ ML	HDI	FPC	Total
2020	169	792	1,985	547	367	528	4,388
2021	202	909	2,605	701	459	562	5,438
2022	218	973	2,796	733	515	633	5,868
2023	179	804	2,326	777	530	561	5,177
2024E	248	1,000	2,757	1,433	1,284	603	7,324
2025F	298	1,088	3,335	2,339	2,558	635	10,252
2029F	312	1,391	3,985	3,826	3,997	768	14,280
2024-2029 CAGR (%)	4.7	6.8	7.6	21.7	25.5	4.9	14.3

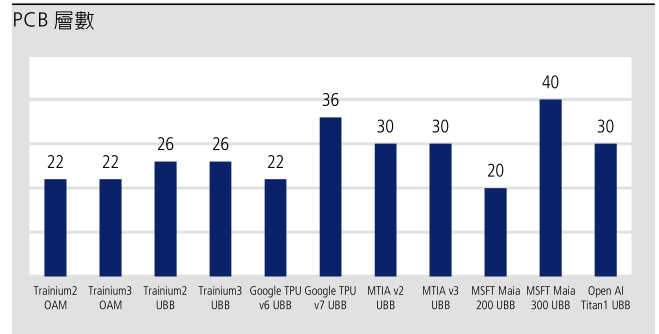
資料來源：Prismark；凱基整理

圖 2: 2026 Nvidia PCB 板層數不斷提升，M9 材料亮相



資料來源：凱基整理

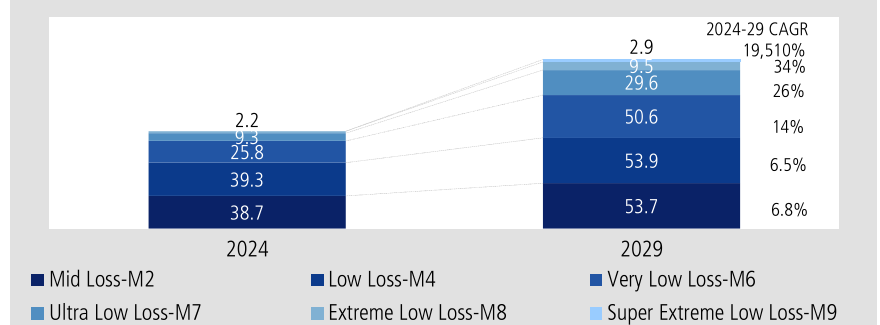
圖 3: 2026 CSP ASIC PCB 板層數 30+起跳



資料來源：凱基整理

圖 4: High speed CCL 需求預估

需求面積，百萬平方米



資料來源：Prismark；凱基



網通產業

焦點內容

1. 主要推薦個股仍為資料中心需求相關公司。
2. 電信商需求持續回溫，其他動能雖多樣但不易一概而論。

2026 年網通產業展望：資料中心為主，多樣動能在側

評論與分析

主要推薦個股仍為資料中心需求相關公司。凱基認為網通產業在 2026 年仍以資料中心頻寬升級需求動能最強勁，繼我們在 2H25 產業報告「2H25 迎來更多成長動能」發布後，至 4Q25 市場仍持續上調 2026 年 800GbE 與 1.6TbE 光收發模組之需求預估。我們認為在光收發模組需求爆發下，對應的 800GbE 交換器在 2026 年仍為市場主流產品並維持強勁需求，而 1.6TbE 交換器亦將於 2H25-2026 年自驗證階段逐漸轉至量產。我們並看好全球交換器廠商將於 2026 年陸續發布相關產品。在台廠中，我們看好在交換器產業中佔據領先地位，且 2H25-2026 年 AI 加速卡相關業務成長顯著並有機會切入機櫃業務之智邦(2345 TT, NT\$945, 增加持股)。而在台灣光通訊業者部分，我們較為看好者則包括受惠於矽光光收發模組需求爆發之磊晶業者聯亞(3081 TT, NT\$435, 持有)、具後段製程能力且受惠 ZR 光收發模組需求增加之華星光(4979 TT, NT\$198, 增加持股)，及受惠於客戶對 EML 封裝需求提升的聯鈞(3450 TT, NT\$226, 增加持股)。

電信商需求持續回溫，其他動能雖多樣但不易一概而論。我們認為 2026 年電信商網通產品包括 DOCSIS 4.0、10GPON、Wi-Fi 7 與 FWA 等需求在電信商持續提升網路速度下都將較 2025 年成長。而在傳統網通設備之外，包括國防通信、企業交換器與網路安全交換器、Edge AI 之 IoT 與局端相關設備等產品各具題材性，且需求也將增加。由於上述產品供應商較單一，並非特定類型的產品驅動整體網通產業公司相關需求，細分來看，我們認為包括國防通信產品主要受惠者為合勤控(3704 TT, NT\$34.35, 增加持股)；企業交換器與園區交換器受惠者為啓碁(6285 TT, NT\$98.2, 持有)；網路安全交換器受惠者為智易(3596 TT, NT\$186, 增加持股)；而 Edge AI 之 IoT 產品與局端相關設備受惠者則為中磊(5388 TT, NT\$80.5, 增加持股)。

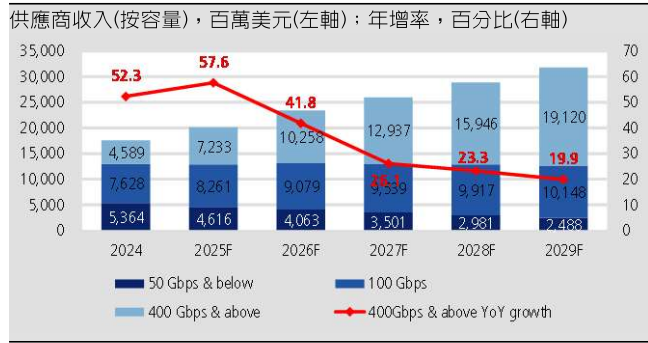
投資建議

2026 網通產業投資上凱基較為看好仍以資料中心相關為主，而電信與消費性網通產品中，除了 CPE 相關需求較為一致，其他產品動能多樣，個別公司題材皆略有不同。考量每股盈餘成長性與所屬產業類別，我們維持首選資料中心頻寬升級驅動交換器需求，推薦個股首選為智邦。

投資風險

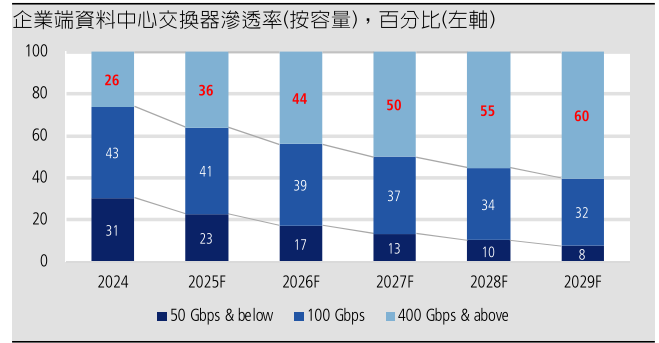
高速交換器滲透率不如預期；資料中心需求不如預期。

圖 1：預估 2026 年企業端 400Gbps 以上資料中心交換器市場規模年增 41.8%



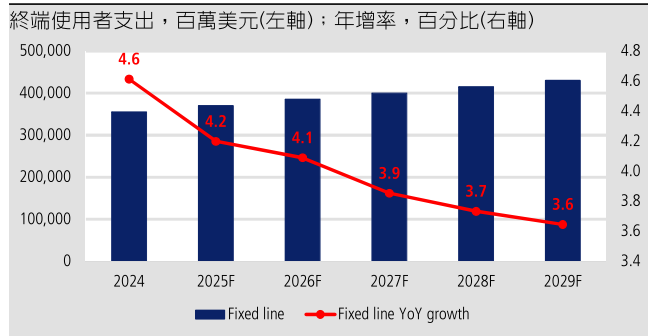
資料來源：Gartner，凱基

圖 2：企業端 400Gbps 以上資料中心交換器滲透率持續提升



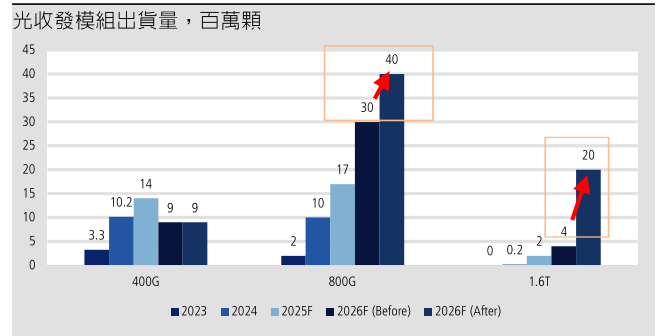
資料來源：Gartner，凱基

圖 3：預估 2026 年固網寬頻市場規模年增 4.1%



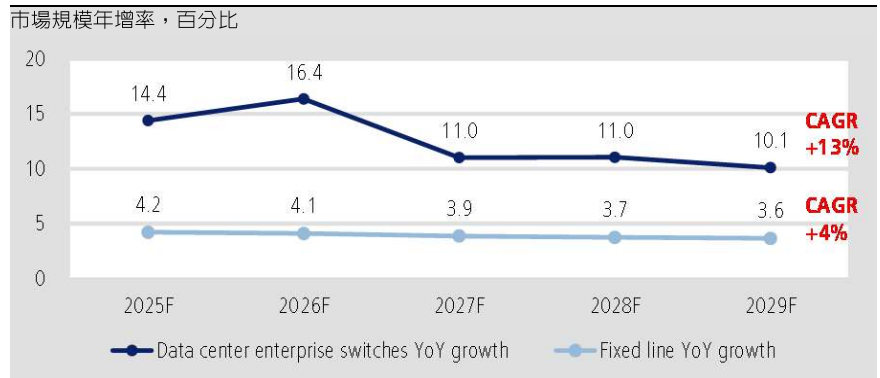
資料來源：Gartner，凱基

圖 4：2026 年 800G & 1.6T 光收發模組需求大幅上修



資料來源：凱基整理

圖 5：2025-29 年企業端資料中心交換器市場成長性顯著優於固網市場



資料來源：Gartner，凱基

圖 6：同業評價比較－網通

公司	代號	市值	股價	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘年增率 (%)		營收 (百萬元)		營收年增率 (%)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)	
		(美金百萬元)	(當地貨幣)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
智邦	2345 TT	17,084	945	46.1	55.8	114	21	247,076	300,589	124	22	20.5	16.9	11.3	8.9
明泰*	3380 TT	499	28.6	1.84	1.2	356	-35	26,735	24,921	25	-7	15.5	23.8	1.6	N.M.
智易	3596 TT	1,320	186	12.6	16.0	12	27	52,777	58,472	8	11	14.7	11.6	2.4	2.3
合勤控	3704 TT	456	34.4	1.59	2.66	13	67	25,843	26,567	0	3	21.6	12.9	1.2	1.1
正文	4906 TT	359	26.1	-0.52	1.80	N.A.	N.A.	17,059	18,939	-33	11	N.A.	14.4	0.9	0.9
中磊	5388 TT	779	80.5	4.57	7.63	-41	67	53,201	63,656	-6	20	17.6	10.5	1.4	1.3
啓碁	6285 TT	1,532	98.2	6.12	7.74	-16	26	112,744	122,442	2	9	16.0	12.7	1.4	1.4
同業平均												17.7	14.7	2.9	2.7

資料來源：Bloomberg，凱基(標註*者為Bloomberg 預估)

圖 7：同業評價比較－光通訊

公司	代號	市值	股價	每股盈餘 (當地貨幣)		每股盈餘年增率 (%)		營收 (百萬元)		營收年增率 (%)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)	
		(美金百萬元)	(當地貨幣)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
全新*	2455 TT	864	145.0	3.23	5.15	-11	59	3,241	3,450	20	6	44.9	28.2	8.0	7.1
聯亞*	3081 TT	1,297	435.0	4.32	12.82	N.A.	197	1,208	2,170	14	80	100.7	33.9	10.5	9.6
波若威	3163 TT	619	238.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1,941	N.A.	0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
光環	3234 TT	129	36.00	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	574	N.A.	0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
上詮	3363 TT	1,190	356.5	0.78	2.71	N.A.	247	1,364	2,105	0	54	457	131.5	14.7	13.7
聯鈞*	3450 TT	1,061	226.0	6.72	11.97	76	78	7,568	8,974	40	19	33.7	18.9	6.9	6.2
前鼎	4908 TT	183	72.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	936	N.A.	0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
衆達-KY	4977 TT	270	104.5	4.78	N.A.	57	N.A.	1,092	N.A.	0	N.A.	21.8	N.M.	2.2	N.M.
華星光*	4979 TT	898	198.0	5.40	9.94	43	84	3,451	4,554	17	32	36.7	19.9	7.0	5.2
環宇-KY	4991 TT	594	162.0	0.19	5.38	N.A.	2,808	1,750	2,171	0	24	875.7	30.1	6.1	5.0
佳必琪	6197 TT	557	141.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6,765	N.A.	0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
光聖	6442 TT	2,753	1,105.0	19.33	31.26	35	62	6,410	11,371	0	77	57.2	35.3	17.2	12.4
訊芯-KY	6451 TT	486	140.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5,188	N.A.	0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
大眾控	3701 TT	229	30.10	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	13,102	N.A.	0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
同業平均												203.5	42.6	9.1	8.4

資料來源：Bloomberg，凱基(標註*者為凱基預估)

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	954
12 個月目標價 (NT\$)	1,280
前次目標價 (NT\$)	1,280
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	34.2

焦點內容

1. 電源架構升級，推動台達電伺服器電源營收 2025-27 年 CAGR 達 57%。
2. 預期公司 2026 年 Sidecar 市占率仍維持 50% 以上，並仍具上檔空間。
3. 我們展望 2025-27 年 EPS CAGR 達 34%。

交易資料表

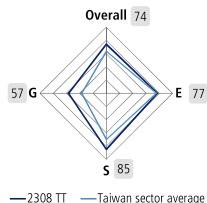
市值：(NT\$bn/US\$mn)	2,478 / 81,083
流通在外股數 (百萬股)：	2,598
外資持有股數 (百萬股)：	1,705
3M 平均成交量 (百萬股)：	11.37
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	280.5 - 1,075

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	52.6	161	146.8
相對表現 (%)	36.5	133.6	125.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	2.22A	3.83A	4.75A	2.76A
2025	3.94A	5.37A	7.16A	7.36F
2026	6.84F	7.95F	9.02F	8.98F

ESG 分數評等



資料來源：TEJ

台達電

(2308.TW/2308 TT)



AI 熱潮中持續升溫，成長動能續強

重要訊息

我們認為台達電將在未來幾年展現強勁的獲利成長，主要受惠 AI 伺服器電源架構升級趨勢，並憑藉其在電源與液冷技術領域的絕對領先地位進一步鞏固市場主導權。預估台達電資料中心業務營收占比將由 2024 年的 29%，提升至 2025-27 年達 45%、55%、61%。

評論及分析

電源供應領域無可撼動之領導地位。 AI 加速器快速迭代推升單一伺服器機櫃 TDP，隨著 MW 級機櫃問世，電源架構也將從現行的 48V 升級至 HVDC (800V 或 ±400V 設計)。我們預期台達電獨立電源櫃將自 2026 年開始獲得市場採用。電源櫃包含 Power shelf、BBU、超級電容及 PDU，使得 AC-DC 電源內涵價值在 VR200 機櫃中可達 20 萬美元，Rubin Ultra 更逾 45 萬美元，遠高於現行 GB200 的 4.5-5 萬美元。此外，受惠於 ASIC 伺服器機櫃採用率提升，台達電 DC-DC 電源模組有望在 2026 年重回成長。預估 2025-27 年伺服器電源 CAGR 達 57%，營收占比分別為 23%、30% 與 37%。

2026 年液冷市佔率將維持領先。 台達電為多家美系一線 CSP L2A Sidecar 解決方案供應商；我們預期隨著對某一線美系 CSP 出貨量增加，公司在 2026 年市佔率將維持 50% 以上。因應強勁需求，公司正積極於泰國、台灣、美國擴充液冷系統產能。我們預估 2025-27 年液冷系統營收將達 468 億元、850 億元及 990 億元，並看好公司憑藉相較同業無可匹敵的大量生產能力，未來仍具顯著上行空間。

預估 2025-27 年 EPS CAGR 將達 34%。 管理層表示系統整合產品如電源櫃、Sidecar 及固態變壓器 (SST) 等因零組件外購比例增加，未必有助毛利率提升，但未來營益率將隨營收規模提升而擴張。長期而言，公司將憑藉其研發實力維持市場領導地位，同時積極布局新興領域，包含 SST、燃料電池及儲能系統。預估 2025-27 年營益率分別為 15.2%、16.9%、17.9%。

投資建議

凱基給予台達電「增加持股」評等及目標價 1,280 元，基於 2027 年 EPS 預估的 30 倍 (自 28 倍上調)，對比歷史區間 14-35 倍。

投資風險

全球景氣逆風。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	401,227	421,148	551,668	692,476	862,650
營業毛利 (NT\$百萬)	117,213	136,580	189,648	244,335	308,504
營業利益 (NT\$百萬)	40,950	47,652	83,764	117,116	154,375
稅後淨利 (NT\$百萬)	33,393	35,229	61,898	85,172	110,712
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	23.83	32.79	42.62
每股現金股利 (NT\$)	6.43	7.00	12.00	16.50	21.50
每股盈餘成長率 (%)	2.2	5.5	75.7	37.6	30.0
本益比 (x)	74.2	70.3	40.0	29.1	22.4
股價淨值比 (x)	12.4	10.8	9.5	7.9	6.5
EV/EBITDA (x)	47.6	39.8	25.9	19.3	15.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.7	0.7	1.3	1.7	2.3
股東權益報酬率 (%)	17.3	16.4	25.3	29.7	31.8

資料來源：公司資料，凱基

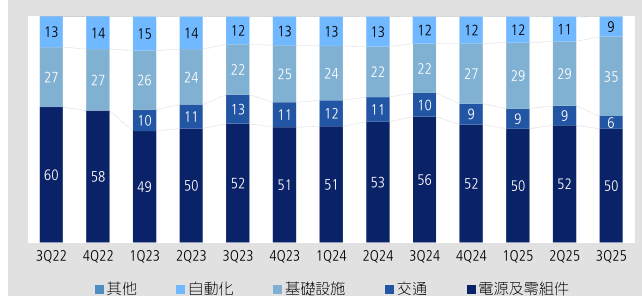
圖 1：公司概況

台達電成立於 1971 年，為全球電子零件龍頭供應商，多項產品傲視市場。公司 2019 年 4 月收購泰達電(泰)後，目前於中國、台灣、泰國、印度、斯洛伐克均有生產基地。電源及零組件、交通、自動化與基礎建設解決方案 3Q25 分別佔營收 50%、6%、9%與 35%。

資料來源：凱基

圖 2：營收結構

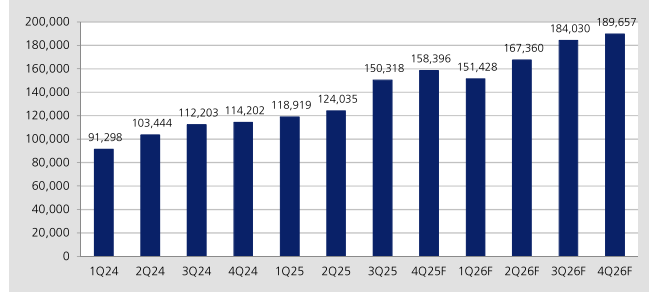
營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 3：季營業收入

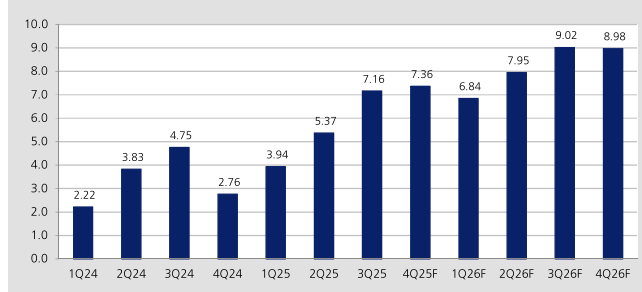
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

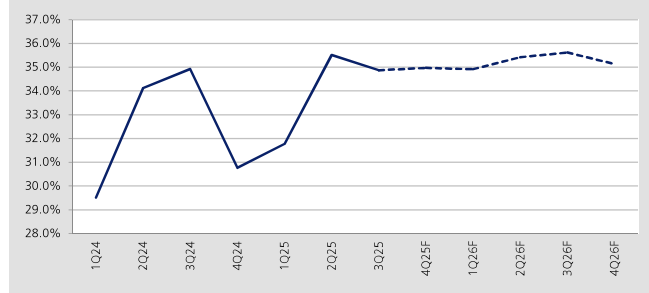
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

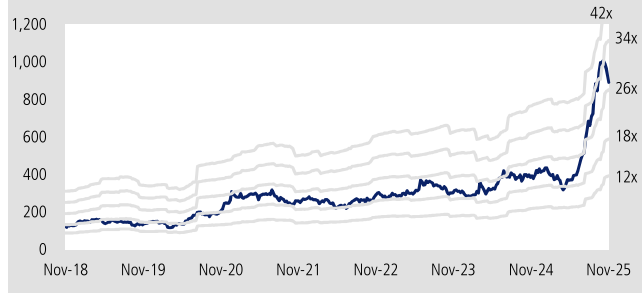
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

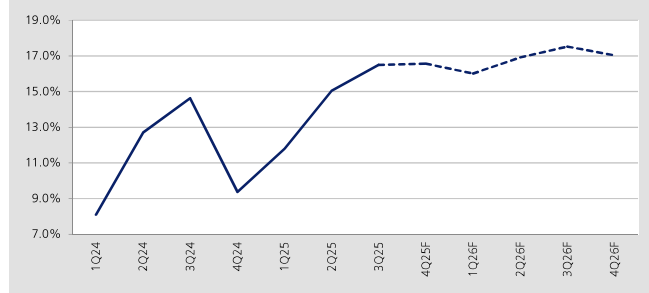
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

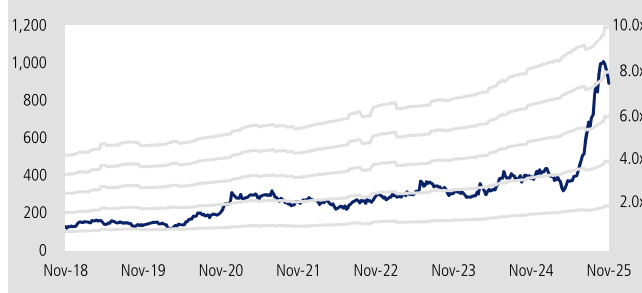
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

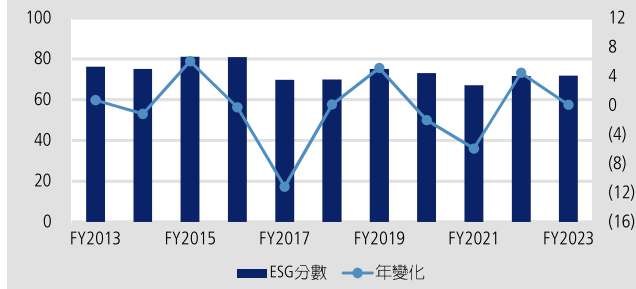
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數

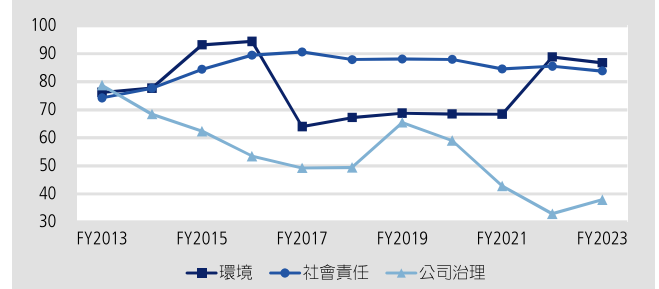
ESG 整體分數 (左軸)：年變化, pts (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10：ESG 各項分數

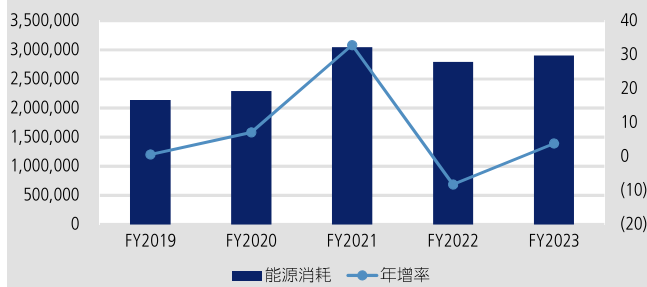
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11：能源消耗

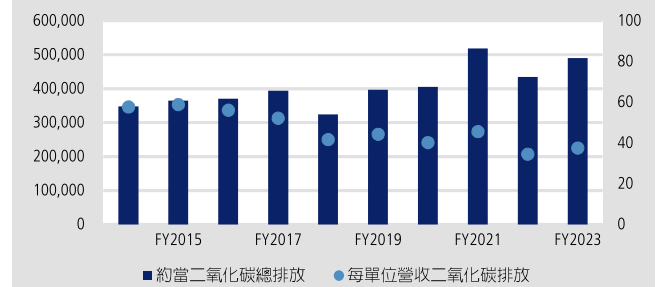
能源消耗, 十億焦耳 (左軸)：年增率, 百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：碳排量

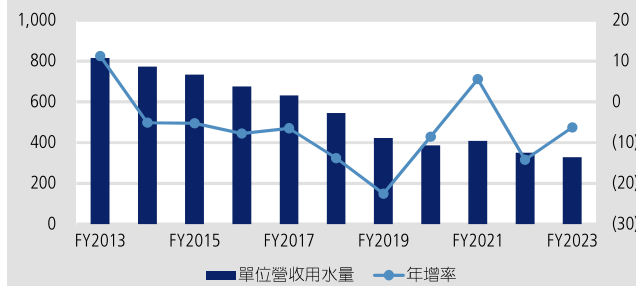
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸)：單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：耗水量

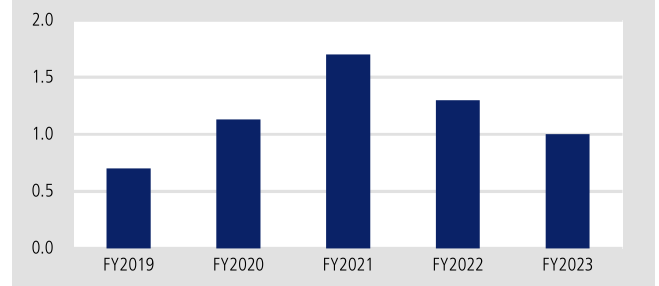
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率, 百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：員工流動率

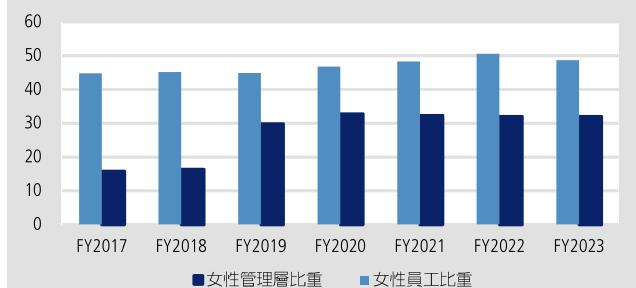
員工流動率, 百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：性別多樣性

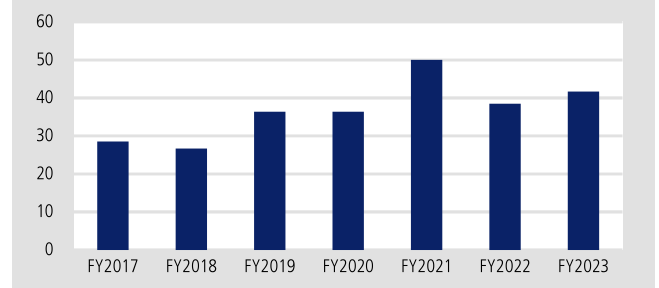
女性主管與員工比例, 百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：獨立董事

董事會中獨立董事比例, 百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	118,919	124,035	150,318	158,396	151,428	167,360	184,030	189,657	551,668	692,476	862,650
營業成本	(81,131)	(79,986)	(97,902)	(103,001)	(98,560)	(108,082)	(118,476)	(123,022)	(362,020)	(448,141)	(554,146)
營業毛利	37,788	44,049	52,416	55,395	52,867	59,278	65,554	66,635	189,648	244,335	308,504
營業費用	(23,752)	(25,380)	(27,607)	(29,145)	(28,620)	(30,962)	(33,309)	(34,328)	(105,885)	(127,219)	(154,129)
營業利益	14,036	18,669	24,809	26,250	24,248	28,316	32,244	32,307	83,764	117,116	154,375
折舊	(5,820)	(5,798)	(6,863)	(7,000)	(7,140)	(7,283)	(7,428)	(7,577)	(25,481)	(29,427)	(31,853)
攤提	(1,013)	(948)	(901)	(960)	(960)	(960)	(960)	(960)	(3,821)	(3,840)	(3,840)
EBITDA	20,869	25,415	32,572	34,210	32,347	36,559	40,633	40,844	113,066	150,383	190,068
利息收入	824	1,039	933	1,017	1,075	1,144	1,092	1,106	3,813	4,417	5,103
投資利益淨額	93	106	270	30	100	120	280	35	499	535	580
其他營業外收入	1,106	1,250	1,090	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100	4,446	4,400	4,800
總營業外收入	2,022	2,395	2,293	2,047	2,275	2,364	2,472	2,241	8,757	9,352	10,483
利息費用	(511)	(527)	(612)	(597)	(567)	(539)	(512)	(512)	(2,246)	(2,129)	(2,047)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	115	(966)	493	-	-	-	-	-	(357)	-	-
總營業外費用	(395)	(1,492)	(119)	(597)	(567)	(539)	(512)	(512)	(2,603)	(2,129)	(2,047)
稅前純益	15,663	19,571	26,983	27,701	25,956	30,142	34,204	34,037	89,918	124,339	162,812
所得稅費用[利益]	(3,620)	(4,237)	(6,062)	(6,094)	(5,710)	(6,631)	(7,525)	(7,488)	(20,013)	(27,355)	(35,819)
少數股東損益	(1,812)	(1,386)	(2,316)	(2,493)	(2,466)	(2,863)	(3,249)	(3,233)	(8,007)	(11,812)	(16,281)
非常項目稅後純益	10,231	13,948	18,606	19,113	17,780	20,647	23,430	23,315	61,898	85,172	110,712
非常項目	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	10,231	13,948	18,606	19,113	17,780	20,647	23,430	23,315	61,898	85,172	110,712
每股盈餘 (NT\$)	3.94	5.37	7.16	7.36	6.84	7.95	9.02	8.98	23.83	32.79	42.62
獲利率 (%)											
營業毛利率	31.8	35.5	34.9	35.0	34.9	35.4	35.6	35.1	34.4	35.3	35.8
營業利益率	11.8	15.1	16.5	16.6	16.0	16.9	17.5	17.0	15.2	16.9	17.9
EBITDA Margin	17.5	20.5	21.7	21.6	21.4	21.8	22.1	21.5	20.5	21.7	22.0
稅前純益率	13.2	15.8	18.0	17.5	17.1	18.0	18.6	17.9	16.3	18.0	18.9
稅後純益率	8.6	11.2	12.4	12.1	11.7	12.3	12.7	12.3	11.2	12.3	12.8
季成長率 (%)											
營業收入	4.1	4.3	21.2	5.4	(4.4)	10.5	10.0	3.1			
營業毛利	7.5	16.6	19.0	5.7	(4.6)	12.1	10.6	1.6			
營業收益增長	31.2	33.0	32.9	5.8	(7.6)	16.8	13.9	0.2			
EBITDA	19.9	21.8	28.2	5.0	(5.4)	13.0	11.1	0.5			
稅前純益	59.2	25.0	37.9	2.7	(6.3)	16.1	13.5	(0.5)			
稅後純益	42.5	36.3	33.4	2.7	(7.0)	16.1	13.5	(0.5)			
年成長率 (%)											
營業收入	30.3	19.9	34.0	38.7	27.3	34.9	22.4	19.7	31.0	25.5	24.6
營業毛利	40.2	24.8	33.7	57.7	39.9	34.6	25.1	20.3	38.9	28.8	26.3
營業收益	89.8	42.2	51.1	145.3	72.8	51.7	30.0	23.1	75.8	39.8	31.8
EBITDA	57.7	31.2	43.8	96.5	55.0	43.8	24.7	19.4	55.6	33.0	26.4
稅前純益	78.7	30.2	52.7	181.5	65.7	54.0	26.8	22.9	75.2	38.3	30.9
稅後純益	77.5	40.2	50.8	166.3	73.8	48.0	25.9	22.0	75.7	37.6	30.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	457,747	531,898	614,587	699,791	802,866
流動資產	259,958	310,925	385,373	463,308	561,497
現金及短期投資	92,620	121,793	153,053	196,098	233,273
存貨	76,227	83,856	92,352	104,177	133,923
應收帳款及票據	79,380	89,921	121,576	144,642	175,910
其他流動資產	11,732	15,355	18,392	18,392	18,392
非流動資產	197,788	220,973	229,215	236,482	241,369
長期投資	3,505	8,503	4,186	4,721	5,301
固定資產	98,002	115,710	127,414	137,987	146,134
什項資產	96,282	96,760	97,615	93,775	89,935
負債總額	215,011	252,332	299,470	318,860	337,801
流動負債	126,085	152,283	187,006	206,396	225,338
應付帳款及票據	53,539	69,223	84,044	103,434	122,375
短期借款	5,875	8,121	21,655	21,655	21,655
什項負債	66,671	74,939	81,307	81,307	81,307
長期負債	88,927	100,049	112,464	112,464	112,464
長期借款	51,420	56,309	66,855	66,855	66,855
其他負債及準備	34,951	41,523	43,209	43,209	43,209
股東權益總額	242,735	279,565	315,117	380,931	465,065
普通股股本	25,975	25,975	25,975	25,975	25,975
保留盈餘	83,904	98,433	142,045	194,905	261,791
少數股東權益	43,572	49,478	55,263	67,075	83,357
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	4.4%	5.0%	31.0%	25.5%	24.6%
營業收益增長	(1.2%)	16.4%	75.8%	39.8%	31.8%
EBITDA	3.6%	16.2%	55.6%	33.0%	26.4%
稅後純益	2.2%	5.5%	75.7%	37.6%	30.0%
每股盈餘成長率	2.2%	5.5%	75.7%	37.6%	30.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	29.2%	32.4%	34.4%	35.3%	35.8%
營業利益率	10.2%	11.3%	15.2%	16.9%	17.9%
EBITDA Margin	15.6%	17.3%	20.5%	21.7%	22.0%
稅後純益率	8.3%	8.4%	11.2%	12.3%	12.8%
平均資產報酬率	7.6%	7.1%	10.8%	13.0%	14.7%
股東權益報酬率	17.3%	16.4%	25.3%	29.7%	31.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.6%	23.0%	28.1%	23.2%	19.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	42.5	34.2	41.0	59.4	80.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	60.7	47.1	36.1	53.6	58.6
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	10.1	7.5	3.4	4.8	5.1
流動比率 (x)	2.1	2.0	2.1	2.2	2.5
速動比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(30,161)	(53,029)	(60,644)	(103,689)	(140,864)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	23.83	32.79	42.62
每股現金盈餘 (NT\$)	27.37	28.06	31.23	43.97	46.21
每股淨值 (NT\$)	76.67	88.58	100.04	120.83	146.95
調整後每股淨值 (NT\$)	76.67	88.58	100.04	120.83	146.95
每股營收 (NT\$)	154.46	162.13	212.38	266.59	332.10
EBITDA/Share (NT\$)	24.08	27.98	43.53	57.89	73.17
每股現金股利 (NT\$)	6.43	7.00	12.00	16.50	21.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.91	0.85	0.96	1.05	1.15
應收帳款周轉天數	72.2	78.1	80.4	76.2	74.4
存貨周轉天數	98.0	107.9	93.1	84.8	88.2
應付帳款周轉天數	68.8	89.0	84.7	84.2	80.6
現金轉換周轉天數	101.4	97.0	88.8	76.8	82.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	401,227	421,148	551,668	692,476	862,650
營業成本	(284,013)	(284,567)	(362,020)	(448,141)	(554,146)
營業毛利	117,213	136,580	189,648	244,335	308,504
營業費用	(76,263)	(88,928)	(105,885)	(127,219)	(154,129)
營業利益	40,950	47,652	83,764	117,116	154,375
總營業外收入	6,519	8,163	8,757	9,352	10,483
利息收入	2,070	3,407	3,813	4,417	5,103
投資利益淨額	222	438	499	535	580
其他營業外收入	4,227	4,319	4,446	4,400	4,800
總營業外費用	1,173	(4,499)	(2,603)	(2,129)	(2,047)
利息費用	(1,171)	(1,547)	(2,246)	(2,129)	(2,047)
投資損失	-	(73)	-	-	-
其他營業外費用	2,344	(2,879)	(357)	-	-
稅前純益	48,642	51,316	89,918	124,339	162,812
所得稅費用[利益]	(9,762)	(10,925)	(20,013)	(27,355)	(35,819)
少數股東損益	(5,488)	(5,163)	(8,007)	(11,812)	(16,281)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	33,393	35,229	61,898	85,172	110,712
EBITDA	62,540	72,668	113,066	150,383	190,068
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	23.83	32.79	42.62

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	71,086	72,895	81,116	114,215	120,035
本期純益	33,393	35,229	61,898	85,172	110,712
折舊及攤提	21,590	25,016	29,302	33,267	35,693
本期運用資金變動	2,466	(2,538)	(25,533)	(15,502)	(42,072)
其他營業資產及負債變動	13,638	15,188	15,449	11,277	15,701
投資活動之現金流量	(33,502)	(40,360)	(46,072)	(40,000)	(40,000)
投資用短期投資出售[新購]	213	(334)	-	-	-
本期長期投資變動	89	(213)	(75)	-	-
資本支出淨額	(27,830)	(33,430)	(39,523)	(40,000)	(40,000)
其他資產變動	(5,974)	(6,383)	(6,474)	-	-
自由現金流	24,945	22,634	25,545	65,275	70,194
融資活動之現金流量	(10,478)	(11,118)	6,118	(31,171)	(42,859)
短期借款變動	874	(1,417)	(488)	-	-
長期借款變動	9,452	8,552	24,568	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(27,455)	(16,702)	(18,183)	(31,171)	(42,859)
其他融資現金流	6,651	(1,550)	221	-	-
匯率影響數	(1,198)	8,586	(9,467)	-	-
本期產生現金流量	25,909	30,003	31,695	43,044	37,175

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	19.0%	21.1%	19.2%	18.4%	17.9%
= 營業利益率	10.2%	11.3%	15.2%	16.9%	17.9%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.7	2.6	2.6	2.9	3.0
營業利益率	10.2%	11.3%	15.2%	16.9%	17.9%
x 資本周轉率	2.7	2.6	2.6	2.9	3.0
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	78.7%	77.7%	78.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	21.9%	22.7%	31.2%	38.9%	42.2%

資料來源：公司資料，凱基



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	236.5
12 個月目標價 (NT\$)	340.0
前次目標價 (NT\$)	340.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	43.8

焦點內容

1. 凱基預期鴻海 2026 年營收將年增 43%，動能來自 2.3 萬櫃 GB/VR AI 伺服器機櫃出貨。
2. Nvidia(美)僅指定三家 Vera Rubin 世代 L10 伺服器組裝廠，而鴻海正是其中之一，將維持市場領導地位。
3. 凱基預估模組化資料中心(MDC)業務模式以及垂直整合有助 2026 年獲利率持穩。

交易資料表

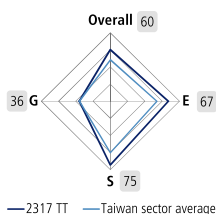
市值：(NT\$bn/US\$mn)	3,320 / 108,621
流通在外股數 (百萬股)：	14,037
外資持有股數 (百萬股)：	5,477
3M 平均成交量 (百萬股)：	45.66
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	112.5 –262.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	18	53.6	14.8
相對表現 (%)	1.9	26.2	-6.1

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	1.59A	2.53A	3.55A	3.34A
2025	3.03A	3.19A	4.15A	4.31F
2026	3.29F	3.70F	4.68F	7.23F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

鴻海

(2317.TW/2317 TT)



AI 伺服器將驅動 2026 年成長

重要訊息

AI 伺服器將驅動 2026 年營收、獲利成長，預期鴻海維持逾 40% 的 GB/VR L10 伺服器組裝市佔率，並透過與 Softbank(日)合資、在美國俄亥俄州生產的模組化資料中心服務提升附加價值。此外，Apple(美) 2H26 將推出的折疊 iPhone 以及未來幾年將建設的 Apple Intelligence AI 資料中心，將推升未來數年獲利。

評論及分析

2026 年展望正向。據美系 CSP 與 OpenAI 積極的資料中心規劃，凱基預期 2026 年 GB/VR AI 伺服器機櫃出貨量將達 5.5-6 萬櫃(2025 年 2.3-2.5 萬櫃)。鴻海持續取得 AI 伺服器新客戶與專案，我們預期將維持逾 40% 的市佔率。公司目前主要 GB AI 伺服器客戶為 Oracle(美)與 Microsoft (美)，而 Meta(美)將在 GB300 成為新客戶、Google(美)則在 2H26 Vera 世代加入。基於客戶強勁的 AI 伺服器需求，預估鴻海 2026 年將出貨 2.3 萬櫃 GB/VR 機櫃(對比 2025 年 1-1.1 萬櫃)，維持在組裝廠中的領導地位、改善生產良率與效率，亦推升 2026 年營收年增 43%。鴻海可供應的 AI 伺服器產品多元，涵蓋模組、基板、運算托盤與交換機托盤、機櫃以及部分零組件，亦有 GPU 與 ASIC 等不同機型。垂直整合將減輕 GB AI 伺服器出貨所導致的利潤率稀釋，有助於毛利率、營利率持穩，甚至有望藉由營運槓桿而改善。預估 2026 年營利率將年持平於 3.1%，雖毛利率年減 0.5ppts。Vera Rubin 世代，Nvidia(美)僅指定三家 L10 供應商，而鴻海是其中之一(另兩家為廣達(2382 TT)、緯創(3231 TT))，顯示鴻海在 AI 伺服器市場的領導地位。

成為模組化資料中心(MDC)供應商。OpenAI 與 Softbank(日)協議建置 1.5GW 的模組化資料中心，而鴻海將為此供應伺服器機櫃與其他零組件，並利用東元(1504 TT)在電力設備與工程相關經驗以整合規劃。此 MDC 商業模式標誌鴻海將由 L11 機櫃組裝廠向下游切入，成為 L11-plus 整合商，凱基預估此案 2026 年將貢獻 EPS 1-1.2 元 (0.75-1GW，透過持股 50% 的合資企業)，推升該年度 EPS 達 18.9 元(年增 29%)。此外，凱基亦觀察 Apple(美)在 2H26 推出的折疊 iPhone 組裝業務，以及未來五年將投入用於 Apple Intelligence 的 AI 資料中心建置，有望貢獻 2027 年獲利。

投資建議

評等為「增加持股」，目標價 340 元，基於 18x 2026 年 EPS。

投資風險

電動車訂單疲軟；全球需求低迷；台幣升值；關稅衝擊。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	6,626,997	6,162,221	6,859,615	7,854,229	11,229,813
營業毛利 (NT\$百萬)	400,085	387,947	428,946	483,926	631,632
營業利益 (NT\$百萬)	173,788	166,528	200,607	246,715	344,746
稅後淨利 (NT\$百萬)	141,483	142,098	152,705	203,953	262,604
每股盈餘 (NT\$)	10.21	10.25	11.01	14.68	18.90
每股現金股利 (NT\$)	5.30	5.40	5.80	7.75	9.97
每股盈餘成長率 (%)	1.6	0.4	7.4	33.4	28.8
本益比 (x)	23.2	23.1	21.5	16.1	12.5
股價淨值比 (x)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	10.5	10.2	10.0	8.4	7.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	1.8	13.3
殖利率 (%)	2.2	2.3	2.5	3.3	4.2
股東權益報酬率 (%)	10.0	9.7	9.7	12.0	14.6

資料來源：公司資料，凱基

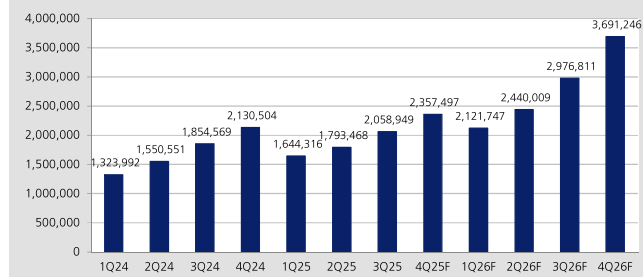
圖 1：公司概况

1974 年由郭台銘成立的鴻海為全球最大的 EMS 業者，主要从事電腦、消費性電子、伺服器與网通設備的組裝和生產。鴻海亦透過業外投資跨足其他領域，包括半導體、機械模組與工業網際網路。公司在國內與海外均設有營運據點。

資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

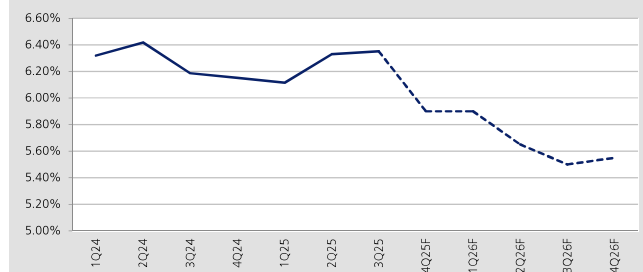
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

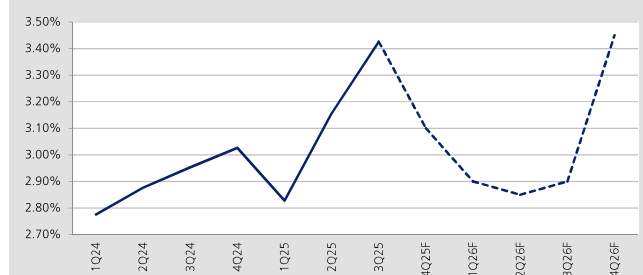
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

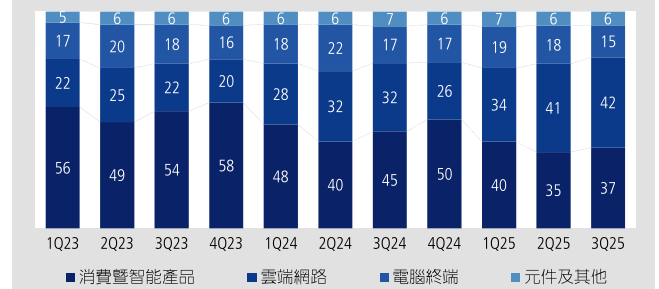
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2：鴻海營收組成

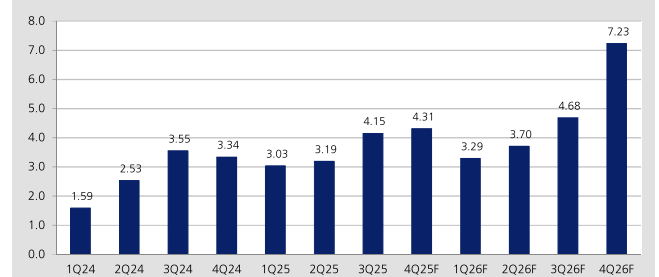
產品別營收組成，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：每股盈利

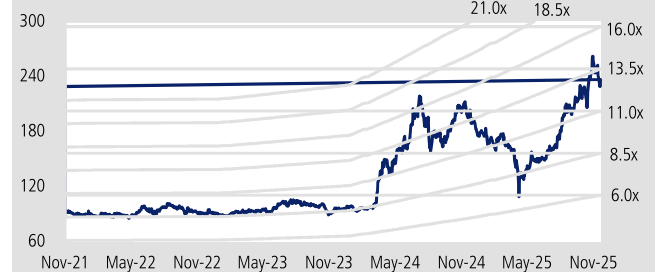
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比區間

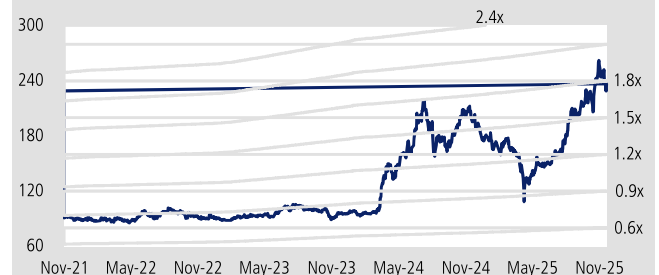
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比區間

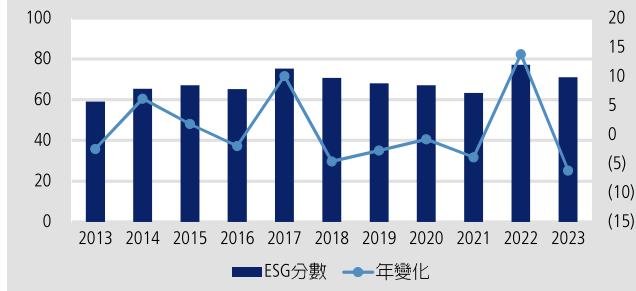
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 9：ESG 整體分數

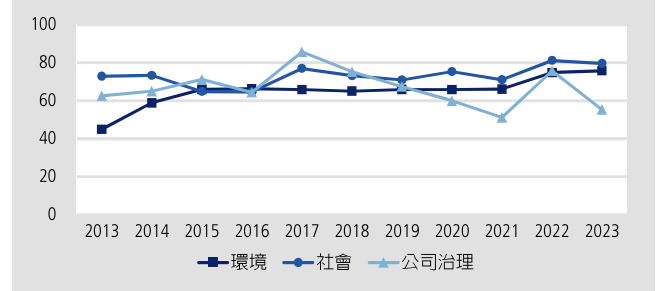
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 10：ESG 各項分數

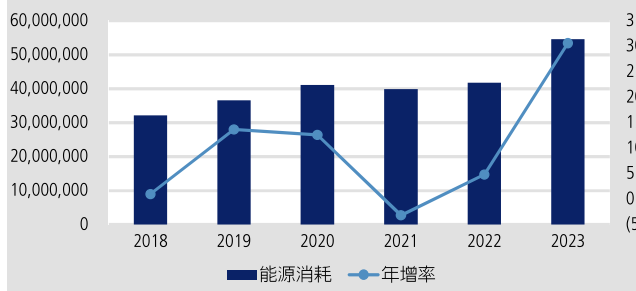
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 11：能源消耗

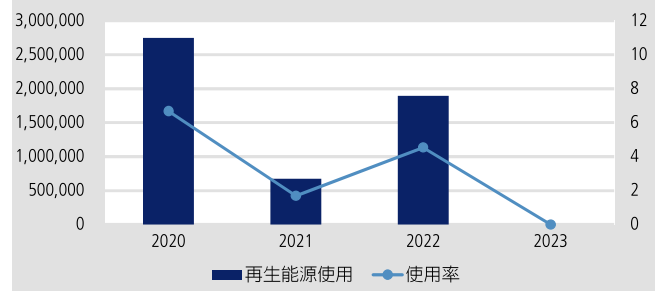
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 12：再生能源使用

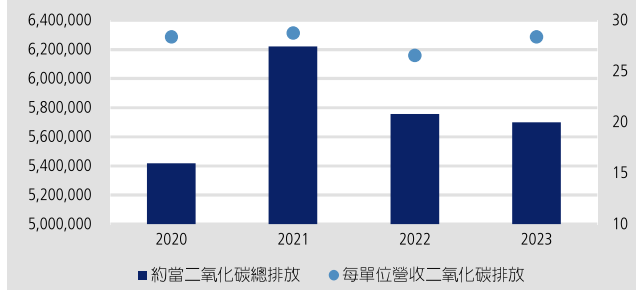
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 13：碳排量

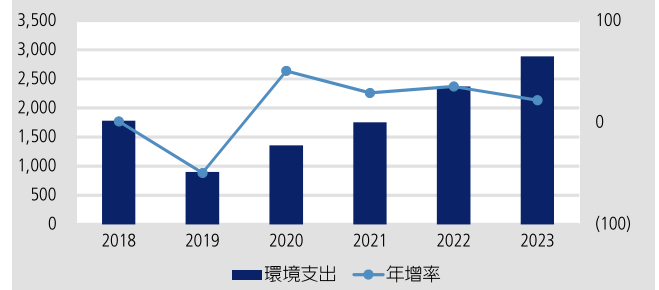
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 14：環境支出

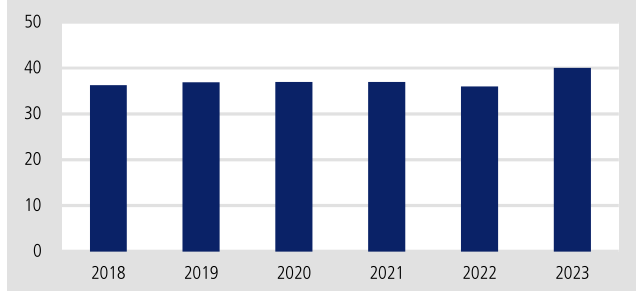
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 15：性別多樣性

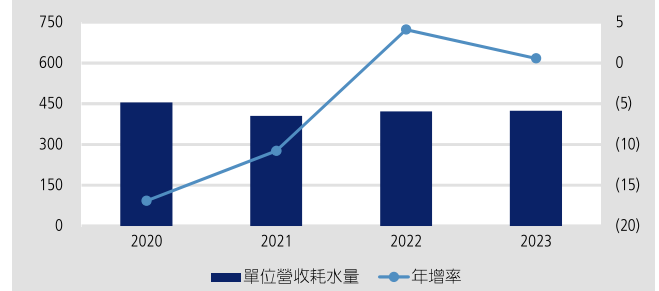
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv：公司資料

圖 16：耗水量

單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,644,316	1,793,468	2,058,949	2,357,497	2,121,747	2,440,009	2,976,811	3,691,246	6,859,615	7,854,229	11,229,813
營業成本	(1,543,767)	(1,679,939)	(1,928,192)	(2,218,404)	(1,996,564)	(2,302,149)	(2,813,087)	(3,486,382)	(6,430,670)	(7,370,303)	(10,598,181)
營業毛利	100,548	113,529	130,757	139,092	125,183	137,861	163,725	204,864	428,946	483,926	631,632
營業費用	(54,048)	(56,933)	(60,220)	(66,010)	(63,652)	(68,320)	(77,397)	(77,516)	(228,339)	(237,212)	(286,886)
營業利益	46,500	56,596	70,536	73,082	61,531	69,540	86,328	127,348	200,607	246,715	344,746
折舊	(22,620)	(22,562)	(24,079)	(36,552)	(28,012)	(28,012)	(28,012)	(28,012)	(84,290)	(105,814)	(112,047)
攤提	(902)	(922)	(872)	(1,085)	(1,329)	(1,329)	(1,329)	(1,329)	(3,591)	(3,780)	(5,316)
EBITDA	70,021	80,081	95,488	110,719	90,872	98,881	115,668	156,689	288,489	356,309	462,110
利息收入	8,131	7,652	7,118	8,190	7,154	7,154	7,154	7,154	45,577	31,091	28,615
投資利益淨額	6,498	1,983	5,665	(1,146)	1,400	1,400	1,400	1,400	6,506	13,000	5,600
其他營業外收入	5,525	7,644	13,348	(2,016)	2,750	2,750	2,750	2,750	17,684	24,500	11,000
總營業外收入	20,153	17,278	26,131	5,028	11,304	11,304	11,304	11,304	69,767	68,591	45,215
利息費用	(7,533)	(8,725)	(9,774)	(7,561)	(8,429)	(8,429)	(8,429)	(8,429)	(36,795)	(33,593)	(33,716)
投資損失	-	-	-	(2,000)	(500)	(500)	(500)	(500)	(12,183)	(2,000)	(2,000)
其他營業外費用	-	-	-	(3,000)	(875)	(875)	(875)	(875)	(9,521)	(3,000)	(3,500)
總營業外費用	(7,533)	(8,725)	(9,774)	(12,561)	(9,804)	(9,804)	(9,804)	(9,804)	(58,499)	(38,593)	(39,216)
稅前純益	59,120	65,149	86,893	65,549	63,031	71,040	87,827	128,848	211,875	276,712	350,746
所得稅費用[利益]	(13,287)	(15,613)	(20,863)	(4,197)	(11,976)	(14,208)	(17,405)	(23,053)	(40,196)	(53,959)	(66,642)
少數股東損益	(3,726)	(5,176)	(8,358)	(1,540)	(5,375)	(5,375)	(5,375)	(5,375)	(18,974)	(18,800)	(21,500)
非常項目稅後純益	42,108	44,361	57,673	59,812	45,680	51,457	65,048	100,420	152,705	203,953	262,604
非常項目	(0)	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	42,108	44,361	57,673	59,812	45,680	51,457	65,048	100,420	152,705	203,953	262,604
每股盈餘 (NT\$)	3.03	3.19	4.15	4.31	3.29	3.70	4.68	7.23	11.01	14.68	18.90
獲利率 (%)											
營業毛利率	6.1	6.3	6.4	5.9	5.9	5.7	5.5	5.6	6.3	6.2	5.6
營業利益率	2.8	3.2	3.4	3.1	2.9	2.9	2.9	3.5	2.9	3.1	3.1
EBITDA Margin	4.3	4.5	4.6	4.7	4.3	4.1	3.9	4.2	4.2	4.5	4.1
稅前純益率	3.6	3.6	4.2	2.8	3.0	2.9	3.0	3.5	3.1	3.5	3.1
稅後純益率	2.6	2.5	2.8	2.5	2.2	2.1	2.2	2.7	2.2	2.6	2.3
季成長率 (%)											
營業收入	(22.8)	9.1	14.8	14.5	(10.0)	15.0	22.0	24.0			
營業毛利	(23.3)	12.9	15.2	6.4	(10.0)	10.1	18.8	25.1			
營業收益增長	(27.9)	21.7	24.6	3.6	(15.8)	13.0	24.1	47.5			
EBITDA	(23.0)	14.4	19.2	16.0	(17.9)	8.8	17.0	35.5			
稅前純益	(6.6)	10.2	33.4	(24.6)	(3.8)	12.7	23.6	46.7			
稅後純益	(9.1)	5.3	30.0	3.7	(23.6)	12.6	26.4	54.4			
年成長率 (%)											
營業收入	24.2	15.7	11.0	10.7	29.0	36.0	44.6	56.6	11.3	14.5	43.0
營業毛利	20.2	14.1	14.0	6.1	24.5	21.4	25.2	47.3	10.6	12.8	30.5
營業收益	26.5	26.9	28.8	13.3	32.3	22.9	22.4	74.3	20.5	23.0	39.7
EBITDA	22.8	24.9	25.0	21.7	29.8	23.5	21.1	41.5	15.0	23.5	29.7
稅前純益	81.9	34.6	28.4	3.5	6.6	9.0	1.1	96.6	10.2	30.6	26.8
稅後純益	91.3	26.6	16.9	29.1	8.5	16.0	12.8	67.9	7.5	33.6	28.8

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	4,133,974	3,939,789	4,394,500	4,675,238	5,382,504
流動資產	3,200,506	3,035,966	3,375,765	3,596,383	4,295,274
現金及短期投資	1,084,732	1,350,230	1,315,992	1,242,897	958,277
存貨	939,022	730,765	835,016	959,649	1,379,934
應收帳款及票據	1,098,690	872,270	1,141,418	1,310,499	1,873,725
其他流動資產	78,062	82,700	83,338	83,338	83,338
非流動資產	933,469	903,823	1,018,734	1,078,855	1,087,231
長期投資	435,825	393,134	406,269	407,203	407,626
固定資產	362,405	393,967	468,838	528,024	535,977
什項資產	135,239	116,722	143,628	143,628	143,628
負債總額	2,483,443	2,253,545	2,542,911	2,708,508	3,270,229
流動負債	2,113,814	1,909,335	2,174,818	2,363,586	2,917,102
應付帳款及票據	1,068,941	893,119	1,133,052	1,302,169	1,872,464
短期借款	647,194	648,993	642,783	635,394	587,670
什項負債	397,678	367,222	398,982	426,023	456,968
長期負債	369,630	344,211	368,094	344,923	353,126
長期借款	301,017	271,625	287,793	264,622	272,825
其他負債及準備	51,151	55,874	56,380	56,380	56,380
股東權益總額	1,650,531	1,686,244	1,851,588	1,966,729	2,112,276
普通股本	138,630	138,630	138,907	138,907	138,907
保留盈餘	925,890	987,704	1,024,330	1,120,672	1,244,718
少數股東權益	199,986	193,135	206,386	225,186	246,686
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	10.6%	(7.0%)	11.3%	14.5%	43.0%
營業收益增長	16.7%	(4.2%)	20.5%	23.0%	39.7%
EBITDA	11.5%	0.3%	15.0%	23.5%	29.7%
稅後純益	1.6%	0.4%	7.5%	33.6%	28.8%
每股盈餘成長率	1.6%	0.4%	7.4%	33.4%	28.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	6.0%	6.3%	6.3%	6.2%	5.6%
營業利益率	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
EBITDA Margin	3.8%	4.1%	4.2%	4.5%	4.1%
稅後純益率	2.1%	2.3%	2.2%	2.6%	2.3%
平均資產報酬率	3.5%	3.5%	3.7%	4.5%	5.2%
股東權益報酬率	10.0%	9.7%	9.7%	12.0%	14.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	57.4%	54.6%	50.3%	45.8%	40.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	1.8%	13.3%
利息保障倍數 (x)	6.4	3.9	6.8	9.2	11.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	3.2	6.8	4.5	5.3	(1.1)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.2	0.6	0.2	0.3	(0.1)
流動比率 (x)	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
速動比率 (x)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
淨負債 (NT\$百萬)	(114,115)	(277,044)	(6,533)	36,003	281,103
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	10.21	10.25	11.01	14.68	18.90
每股現金盈餘 (NT\$)	7.91	32.14	11.97	12.81	(2.65)
每股淨值 (NT\$)	104.63	107.70	118.44	125.37	134.30
調整後每股淨值 (NT\$)	104.65	107.72	118.58	125.37	134.30
每股營收 (NT\$)	478.09	444.56	494.43	565.43	808.44
EBITDA/Share (NT\$)	18.05	18.10	20.79	25.65	33.27
每股現金股利 (NT\$)	5.30	5.40	5.80	7.75	9.97
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.65	1.53	1.65	1.73	2.23
應收帳款周轉天數	60.5	51.7	60.9	60.9	60.9
存貨周轉天數	55.0	46.2	47.5	47.5	47.5
應付帳款周轉天數	62.7	56.5	64.5	64.5	64.5
現金轉換周轉天數	52.9	41.4	43.9	43.9	43.9

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	6,626,997	6,162,221	6,859,615	7,854,229	11,229,813
營業成本	(6,226,912)	(5,774,274)	(6,430,670)	(7,370,303)	(10,598,181)
營業毛利	400,085	387,947	428,946	483,926	631,632
營業費用	(226,297)	(221,419)	(228,339)	(237,212)	(286,886)
營業利益	173,788	166,528	200,607	246,715	344,746
總營業外收入	64,268	114,525	69,767	68,591	45,215
利息收入	43,303	81,700	45,577	31,091	28,615
投資利益淨額	11,063	5,222	6,506	13,000	5,600
其他營業外收入	9,902	27,603	17,684	24,500	11,000
總營業外費用	(50,544)	(88,829)	(58,499)	(38,593)	(39,216)
利息費用	(34,736)	(65,543)	(36,795)	(33,593)	(33,716)
投資損失	-	(18,952)	(12,183)	(2,000)	(2,000)
其他營業外費用	(15,808)	(4,334)	(9,521)	(3,000)	(3,500)
稅前純益	187,511	192,224	211,875	276,712	350,746
所得稅費用[利益]	(36,440)	(37,435)	(40,196)	(53,959)	(66,642)
少數股東損益	(9,589)	(12,691)	(18,974)	(18,800)	(21,500)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	141,483	142,098	152,705	203,953	262,604
EBITDA	250,248	250,934	288,489	356,309	462,110
每股盈餘 (NT\$)	10.21	10.25	11.01	14.68	18.90

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	109,708	445,553	166,029	177,950	(36,848)
本期純益	141,483	142,098	152,705	203,953	262,604
折舊及攤提	76,460	84,406	87,882	109,594	117,364
本期運用資金變動	(197,434)	247,995	(105,479)	(124,597)	(413,216)
其他營業資產及負債變動	89,199	(28,946)	30,921	(11,000)	(3,600)
投資活動之現金流量	(45,440)	(137,874)	(300,046)	(158,714)	(122,140)
投資用短期投資出售[新購]	29,944	(132,622)	(215,737)	-	-
本期長期投資變動	(45,351)	23,845	(3,713)	10,066	3,177
資本支出淨額	(97,935)	(111,745)	(136,339)	(165,000)	(120,000)
其他資產變動	67,902	82,647	55,743	(3,780)	(5,316)
自由現金流	(84,746)	349,020	5,021	14,822	(141,924)
融資活動之現金流量	(87,872)	(160,638)	(164,072)	(92,332)	(125,632)
短期借款變動	23,682	(74,237)	(25,783)	(40,000)	(40,000)
長期借款變動	7,242	27,361	(8,480)	9,440	480
現金增資	(7,763)	4,805	-	-	-
已支付普通股股息	(79,026)	(80,722)	(83,134)	(80,572)	(107,612)
其他融資現金流	(32,006)	(37,845)	(46,675)	18,800	21,500
匯率影響數	26,512	(11,704)	37,534		
本期產生現金流量	2,909	135,336	(260,555)	(73,096)	(284,620)

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	3.4%	3.6%	3.3%	3.0%	2.6%
= 營業利益率	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.4	7.4	6.7	6.7	7.2
營業利益率	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
x 資本周轉率	6.4	7.4	6.7	6.7	7.2
x (1 - 有效現金稅率)	80.6%	80.5%	81.0%	80.5%	81.0%
= 稅後 ROIC	13.5%	16.1%	16.0%	16.9%	17.8%

資料來源：公司資料，凱基

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	274.0
12 個月目標價 (NT\$)	385.0
前次目標價 (NT\$)	385.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	40.5

焦點內容

- GB300 將成為 2026 年 AI 伺服器營收的主要成長動能，且 ASIC AI 伺服器在 2H26 年營收貢獻將更加顯著。
- 儘管 AI 伺服器營收比重提高將稀釋毛利率，強勁 AI 伺服器需求將推動獲利成長，預估 2026 年 EPS 年增 18% 至 21.41 元。
- 廣達計劃在 4Q26 前將 AI 伺服器產能翻倍，並擴充生產據點以滿足需求與客戶要求。

交易資料表

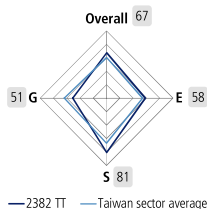
市值：(NT\$bn/US\$m)	1,058/ 34,630
流通在外股數 (百萬股)：	3,863
外資持有股數 (百萬股)：	904
3M 平均成交量 (百萬股)：	15.26
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	178.5 – 309.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	5.6	2.8	-7.3
相對表現 (%)	-10.5	-24.6	-28.2

EPS

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	3.13A	3.92A	4.32A	4.12A
2025	5.06A	4.37A	4.26A	4.38F
2026	4.04F	4.52F	5.72F	7.13F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv，凱基

廣達

(2382.TW/2382 TT)



2026 年 AI 伺服器營收年增三位數

重要訊息

我們預期 CSP 強勁需求將帶動廣達 2026 年 AI 伺服器營收年增三位數。廣達將掌握 2026 年 GPU/ASIC AI 伺服器需求成長之商機，主因客戶組合多元、產品設計能力強、產能彈性以及穩健財務體質。

評論及分析

GB300 將驅動 2026 年 AI 伺服器營收增長。廣達客戶多元，包括 Meta(美)、Google (美)、Amazon(美)、Microsoft(美)及 Oracle(美)，顯示其產品設計能力具競爭力、並擁有製造實績與穩健財務狀況。基於凱基 2026 年全球 GB 系列 AI 伺服器出貨量達 5.5-6 萬櫃(對比 2025 年 2.3-2.5 萬櫃)之預估，我們預期 2026 年廣達將出貨 1.2-1.4 萬櫃 (高於 2025 年的 5-6 千櫃)，推升伺服器營收至 7,500-8,500 億元，其中 AI 伺服器營收年增三位數。短期而言，我們認為 1Q26 GB300 出貨量將季增。除 GB200/GB300 AI 伺服器需求強勁外，公司還握有部分 ASIC AI 伺服器專案，預期 2H26 ASIC 營收貢獻將更加顯著。

儘管毛利率遭稀釋，獲利仍強勁成長。公司預期 2026 年通用伺服器營收持平，電動車業務低個位數成長，NB 出貨量溫和，我們因而預估 2026 年 AI 伺服器營收佔總體營收比重將進一步升至 60-65%，而筆電比重則下滑至低於 20%。AI 伺服器營收比重提高將稀釋毛利率，但營利率預期可透過營運槓桿維持穩定。凱基預估 2026 年毛利率將年減 1.3ppts 至 5.8%，營利率年減 0.5ppts 至 3.6%。AI 伺服器將持續成為主要獲利成長動能，推升 2026 年 EPS 至 21.41 元，年增 18%，並帶動 2027 年 EPS 成長。

產能擴充以滿足強勁需求。受惠於強勁需求及客戶更高的訂單能見度，公司展望 AI 產能將在 4Q26 前翻倍，2026 年資本支出將在 2025 年 200 億元的基礎上增長。公司生產據點多元，伺服器主要在台灣、泰國、美國(加州與田納西州)及德國生產；筆電則在中國、越南及泰國製造；電動車則在墨西哥與德國生產。根據客戶需求，廣達將擴充墨西哥伺服器生產能力，並於 1Q26 開始量產。其多元化的生產據點將為客戶提供具競爭力的生產彈性。

投資建議

目標價 385 元，相當於 18 倍 2026 年 EPS。基於 2025-26 年 AI 伺服器營收與獲利成長，給予「增加持股」評等。

投資風險

筆電需求疲弱、AI 伺服器獲利率偏低、電動車/車用營收不振。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	1,280,429	1,085,611	1,410,756	2,044,694	2,955,229
營業毛利 (NT\$百萬)	70,915	84,883	110,760	143,751	170,817
營業利益 (NT\$百萬)	31,189	43,550	61,622	83,804	105,538
稅後淨利 (NT\$百萬)	28,957	39,676	59,702	69,663	82,524
每股盈餘 (NT\$)	7.51	10.29	15.49	18.07	21.41
每股現金股利 (NT\$)	6.00	9.00	13.00	14.43	17.09
每股盈餘成長率 (%)	(14.0)	37.0	50.5	16.7	18.5
本益比 (x)	36.5	26.6	17.7	15.2	12.8
股價淨值比 (x)	6.3	5.7	4.8	4.5	4.2
EV/EBITDA (x)	27.3	19.2	15.3	11.2	9.8
淨負債比率 (%)	28.0	Net cash	28.9	17.5	63.8
殖利率 (%)	2.2	3.3	4.7	5.3	6.2
股東權益報酬率 (%)	17.5	22.3	29.2	30.4	33.8

資料來源：公司資料，凱基

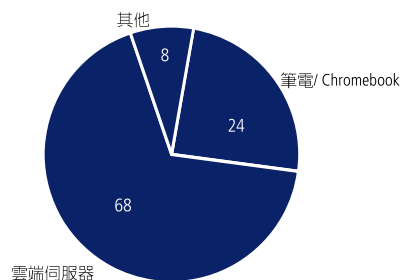
圖 1：公司概况

廣達成立於 1988 年，為全球最大 NB ODM 廠，2023 年出貨量 4,690 萬台，全球市佔 31%。主要客戶為全球前六大品牌 NB 廠如 Apple (美)、HP (美)、華碩與宏碁等。全球員工人數 3 萬名以上。未來數年雲端將為成長動能來源，目前公司拓展之業務領域，包括伺服器、all-in-one (AIO)、穿戴裝置和居家 AI 產品。2024 年營收約 71% 來自非 NB 業務，高於 2023 年的 59-60%。

資料來源：凱基

圖 2：1-3Q25 筆電營收比重降至 25% 以下，伺服器上升至 65-70%

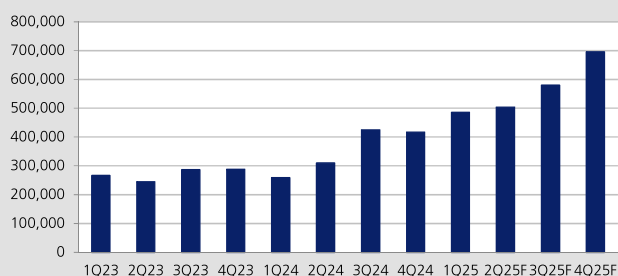
1-3Q25 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

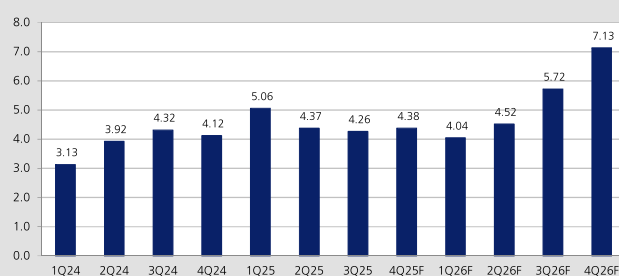
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

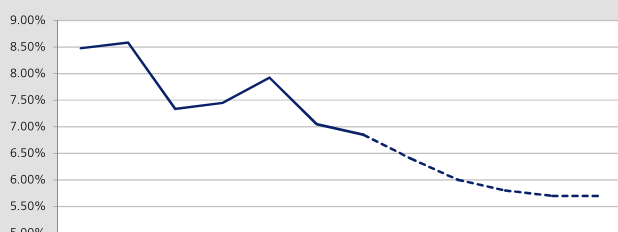
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年本益比區間

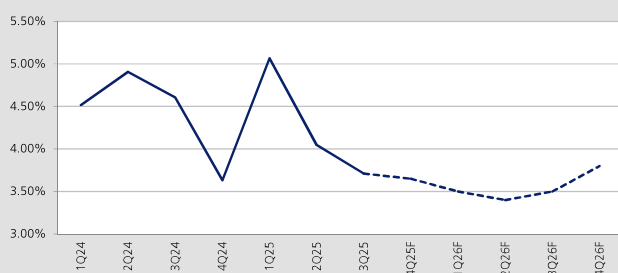
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7：營業利潤率

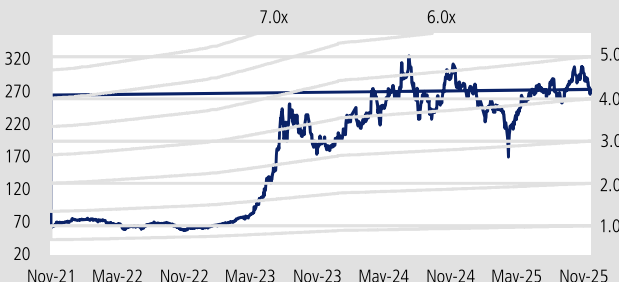
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

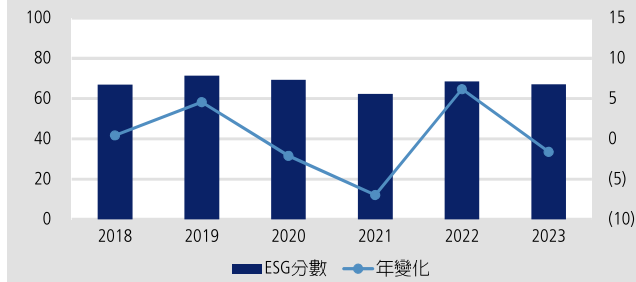
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 9：ESG 整體分數

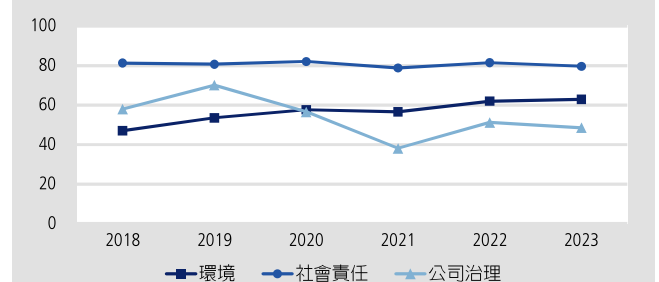
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10：ESG 各項分數

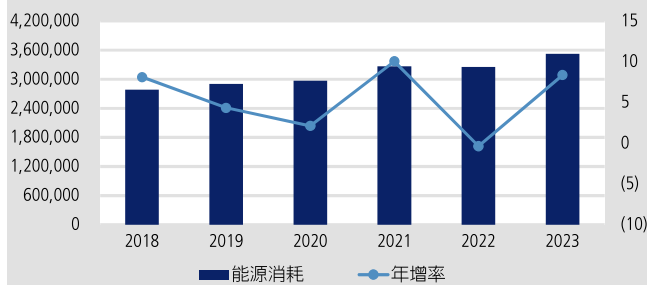
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11：能源消耗

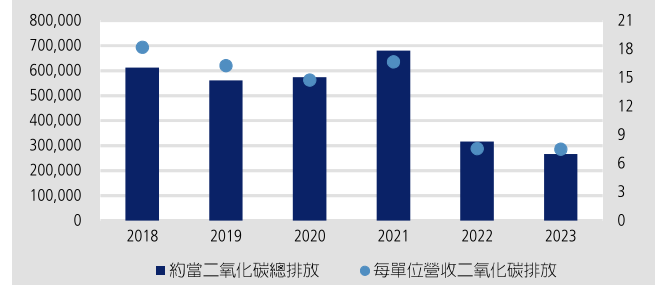
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12：碳排量

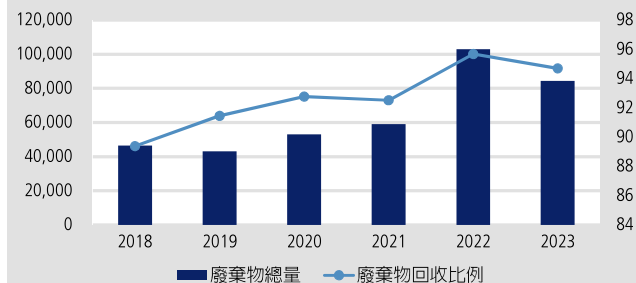
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13：廢棄物總量

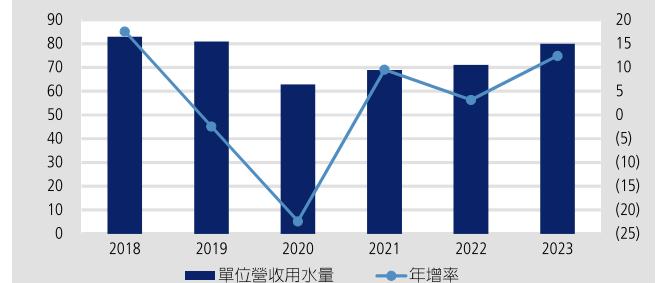
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：耗水量

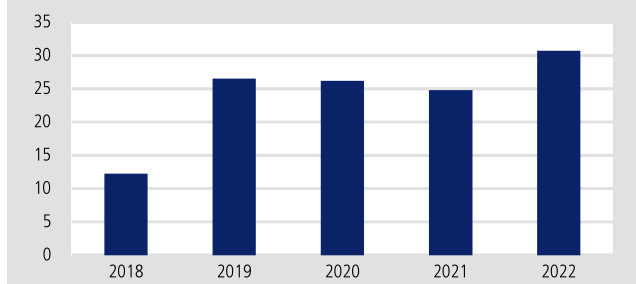
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：員工訓練

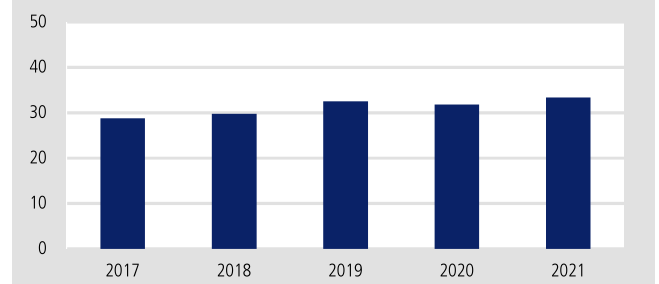
人均年訓練時數，小時



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：性別多樣性

女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	485,672	504,122	495,258	559,642	570,835	656,460	807,446	920,488	1,410,756	2,044,694	2,955,229
營業成本	(447,189)	(468,588)	(461,340)	(523,825)	(536,585)	(618,385)	(761,421)	(868,020)	(1,299,996)	(1,900,943)	(2,784,412)
營業毛利	38,483	35,533	33,918	35,817	34,250	38,075	46,024	52,468	110,760	143,751	170,817
營業費用	(13,882)	(15,130)	(15,544)	(15,390)	(14,271)	(15,755)	(17,764)	(17,489)	(49,138)	(59,947)	(65,279)
營業利益	24,600	20,403	18,374	20,427	19,979	22,320	28,261	34,979	61,622	83,804	105,538
折舊	(2,670)	(2,630)	(2,766)	(5,028)	(4,551)	(4,551)	(4,551)	(4,551)	(10,111)	(13,094)	(18,203)
攤提	(363)	(335)	(303)	(724)	(431)	(431)	(431)	(431)	(1,567)	(1,725)	(1,725)
EBITDA	27,634	23,368	21,443	26,178	24,961	27,302	33,243	39,961	73,301	98,623	125,466
利息收入	1,411	2,038	1,361	1,538	1,570	1,570	1,570	1,570	9,743	6,348	6,280
投資利益淨額	20	-	-	30	13	13	13	13	210	50	50
其他營業外收入	1,664	1,432	3,214	3,690	1,125	1,125	1,125	1,125	6,283	10,000	4,500
總營業外收入	3,095	3,470	4,574	5,258	2,708	2,708	2,708	2,708	16,236	16,398	10,830
利息費用	(2,413)	(2,251)	(2,035)	(2,142)	(2,329)	(2,329)	(2,329)	(2,329)	(7,288)	(8,841)	(9,315)
投資損失	(14)	(5)	(5)	(26)	(13)	(13)	(13)	(13)	(39)	(50)	(50)
其他營業外費用	(0)	(0)	(0)	(1,000)	(113)	(113)	(113)	(113)	2,637	(1,000)	(450)
總營業外費用	(2,426)	(2,256)	(2,040)	(3,169)	(2,454)	(2,454)	(2,454)	(2,454)	(4,691)	(9,891)	(9,815)
稅前純益	25,269	21,617	20,909	22,516	20,233	22,573	28,514	35,232	73,167	90,311	106,553
所得稅費用[利益]	(5,572)	(4,541)	(4,279)	(5,476)	(4,451)	(4,966)	(6,273)	(7,538)	(12,884)	(19,869)	(23,229)
少數股東損益	(199)	(215)	(198)	(168)	(200)	(200)	(200)	(200)	(581)	(780)	(800)
非常項目稅後純益	19,498	16,861	16,431	16,872	15,582	17,407	22,041	27,494	59,702	69,663	82,524
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	19,498	16,861	16,431	16,872	15,582	17,407	22,041	27,494	59,702	69,663	82,524
每股盈餘 (NT\$)	5.06	4.37	4.26	4.38	4.04	4.52	5.72	7.13	15.49	18.07	21.41
獲利率 (%)											
營業毛利率	7.9	7.0	6.8	6.4	6.0	5.8	5.7	5.7	7.9	7.0	5.8
營業利益率	5.1	4.0	3.7	3.7	3.5	3.4	3.5	3.8	4.4	4.1	3.6
EBITDA Margin	5.7	4.6	4.3	4.7	4.4	4.2	4.1	4.3	5.2	4.8	4.2
稅前純益率	5.2	4.3	4.2	4.0	3.5	3.4	3.5	3.8	5.2	4.4	3.6
稅後純益率	4.0	3.3	3.3	3.0	2.7	2.7	2.7	3.0	4.2	3.4	2.8
季成長率 (%)											
營業收入	16.4	3.8	(1.8)	13.0	2.0	15.0	23.0	14.0			
營業毛利	23.8	(7.7)	(4.5)	5.6	(4.4)	11.2	20.9	14.0			
營業收益增長	62.3	(17.1)	(9.9)	11.2	(2.2)	11.7	26.6	23.8			
EBITDA	52.3	(15.4)	(8.2)	22.1	(4.6)	9.4	21.8	20.2			
稅前純益	42.3	(14.5)	(3.3)	7.7	(10.1)	11.6	26.3	23.6			
稅後純益	22.8	(13.5)	(2.5)	2.7	(7.7)	11.7	26.6	24.7			
年成長率 (%)											
營業收入	87.6	62.6	16.7	34.1	17.5	30.2	63.0	64.5	30.0	44.9	44.5
營業毛利	75.3	33.5	9.0	15.3	(11.0)	7.2	35.7	46.5	30.5	29.8	18.8
營業收益	110.3	34.2	(6.0)	34.8	(18.8)	9.4	53.8	71.2	41.5	36.0	25.9
EBITDA	89.8	28.8	(4.5)	44.3	(9.7)	16.8	55.0	52.6	33.3	34.5	27.2
稅前純益	73.9	10.3	(1.7)	26.8	(19.9)	4.4	36.4	56.5	41.4	23.4	18.0
稅後純益	61.6	11.5	(1.2)	6.3	(20.1)	3.2	34.1	63.0	50.5	16.7	18.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	816,134	690,120	932,446	1,090,417	1,357,341
流動資產	733,270	610,448	840,694	991,789	1,256,977
現金及短期投資	214,499	218,726	201,099	306,750	264,189
存貨	225,856	123,764	261,886	286,443	419,569
應收帳款及票據	283,992	259,907	371,246	392,133	566,756
其他流動資產	8,923	8,051	6,463	6,463	6,463
非流動資產	82,864	79,672	91,753	98,628	100,364
長期投資	4,353	5,449	7,903	7,872	7,812
固定資產	63,225	60,820	67,061	73,967	75,764
什項資產	15,286	13,404	16,789	16,789	16,789
負債總額	639,610	496,228	702,141	845,399	1,095,018
流動負債	628,591	483,013	638,699	774,478	1,024,590
應付帳款及票據	213,514	168,322	282,782	338,524	495,854
短期借款	249,525	158,797	179,540	254,061	336,554
什項負債	165,552	155,893	176,377	181,893	192,182
長期負債	11,019	13,215	63,442	70,921	70,428
長期借款	4,525	5,931	50,983	58,461	57,969
其他負債及準備	3,732	5,413	9,192	9,192	9,192
股東權益總額	176,523	193,892	230,306	245,018	262,323
普通股本	38,626	38,626	38,626	38,626	38,626
保留盈餘	71,674	76,586	111,059	124,992	141,496
少數股東權益	7,365	7,685	8,020	8,800	9,600
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	13.4%	(15.2%)	30.0%	44.9%	44.5%
營業收益增長	(16.3%)	39.6%	41.5%	36.0%	25.9%
EBITDA	(9.5%)	33.2%	33.3%	34.5%	27.2%
稅後純益	(14.0%)	37.0%	50.5%	16.7%	18.5%
每股盈餘成長率	(14.0%)	37.0%	50.5%	16.7%	18.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	5.5%	7.8%	7.9%	7.0%	5.8%
營業利益率	2.4%	4.0%	4.4%	4.1%	3.6%
EBITDA Margin	3.2%	5.1%	5.2%	4.8%	4.2%
稅後純益率	2.3%	3.7%	4.2%	3.4%	2.8%
平均資產報酬率	3.8%	5.3%	7.4%	6.9%	6.7%
股東權益報酬率	17.5%	22.3%	29.2%	30.4%	33.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	143.9%	85.0%	100.1%	127.6%	150.4%
淨負債比率	28.0%	Net cash	28.9%	17.5%	63.8%
利息保障倍數 (x)	10.3	6.8	11.0	11.2	12.4
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	2.6	13.9	(4.8)	10.7	(5.1)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.0	0.7	(0.2)	0.4	(0.1)
流動比率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
速動比率 (x)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
淨負債 (NT\$百萬)	49,412	(12,506)	66,531	42,880	167,441
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	7.51	10.29	15.49	18.07	21.41
每股現金盈餘 (NT\$)	2.96	32.25	(9.17)	24.59	(12.44)
每股淨值 (NT\$)	43.79	48.21	57.55	61.15	65.43
調整後每股淨值 (NT\$)	43.89	48.29	57.67	61.28	65.57
每股營收 (NT\$)	332.19	281.55	366.00	530.47	766.69
EBITDA/Share (NT\$)	10.71	14.26	19.02	25.59	32.55
每股現金股利 (NT\$)	6.00	9.00	13.00	14.43	17.09
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.67	1.44	1.74	2.02	2.41
應收帳款周轉天數	81.0	87.4	96.3	70.0	70.0
存貨周轉天數	68.2	45.1	73.7	55.0	55.0
應付帳款周轉天數	64.4	61.4	79.6	65.0	65.0
現金轉換周轉天數	84.7	71.1	90.4	60.0	60.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	1,280,429	1,085,611	1,410,756	2,044,694	2,955,229
營業成本	(1,209,514)	(1,000,728)	(1,299,996)	(1,900,943)	(2,784,412)
營業毛利	70,915	84,883	110,760	143,751	170,817
營業費用	(39,725)	(41,339)	(49,138)	(59,947)	(65,279)
營業利益	31,189	43,550	61,622	83,804	105,538
總營業外收入	13,977	16,785	16,236	16,398	10,830
利息收入	5,018	10,620	9,743	6,348	6,280
投資利益淨額	496	33	210	50	50
其他營業外收入	8,462	6,131	6,283	10,000	4,500
總營業外費用	(4,385)	(8,603)	(4,691)	(9,891)	(9,815)
利息費用	(4,370)	(8,915)	(7,288)	(8,841)	(9,315)
投資損失	(15)	(45)	(39)	(50)	(50)
其他營業外費用	-	356	2,637	(1,000)	(450)
稅前純益	40,781	51,731	73,167	90,311	106,553
所得稅費用[利益]	(11,058)	(11,243)	(12,884)	(19,869)	(23,229)
少數股東損益	(765)	(812)	(581)	(780)	(800)
非常項目	-	0	0	-	-
稅後淨利	28,957	39,762	59,702	69,663	82,524
EBITDA	41,292	54,986	73,301	98,623	125,466
每股盈餘 (NT\$)	7.51	10.29	15.49	18.07	21.41

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	11,415	124,333	(35,330)	94,779	(47,966)
本期純益	28,957	39,676	59,702	69,663	82,524
折舊及攤提	10,103	11,437	11,678	14,819	19,928
本期運用資金變動	(63,213)	80,499	(130,646)	10,298	(150,419)
其他營業資產及負債變動	35,567	(7,279)	23,935	0	-
投資活動之現金流量	(14,143)	(37,612)	(12,290)	(21,695)	(21,664)
投資用短期投資出售[新購]	1,560	(29,080)	681	-	-
本期長期投資變動	(19)	(30)	91	31	61
資本支出淨額	(16,892)	(8,832)	(13,132)	(20,000)	(20,000)
其他資產變動	1,208	330	70	(1,725)	(1,725)
自由現金流	(48,850)	115,553	(82,896)	68,759	(69,685)
融資活動之現金流量	31,295	(114,205)	28,917	32,566	27,070
短期借款變動	34,188	(47,522)	(3,117)	80,000	80,000
長期借款變動	24,293	(41,138)	68,806	2,000	2,000
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(26,009)	(23,765)	(34,691)	(50,214)	(55,730)
其他融資現金流	(1,177)	(1,780)	(2,081)	780	800
匯率影響數	13,813	81	5,462		
本期產生現金流量	42,380	(27,403)	(13,242)	105,650	(42,561)

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	3.1%	3.8%	3.5%	2.9%	2.2%
= 營業利益率	2.4%	4.0%	4.4%	4.1%	3.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.2	8.3	5.6	8.5	7.7
營業利益率	2.4%	4.0%	4.4%	4.1%	3.6%
x 資本周轉率	6.2	8.3	5.6	8.5	7.7
x (1 - 有效現金稅率)	72.9%	78.3%	82.4%	78.0%	78.2%
= 稅後 ROIC	11.1%	26.0%	20.3%	27.1%	21.5%

資料來源：公司資料，凱基



奇鋁

(3017.TW/3017 TT)

增加持股·維持

收盤價 November 20 (NT\$)	1,335
12 個月目標價 (NT\$)	1,695
前次目標價 (NT\$)	1,695
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	27.0

焦點內容

- 2026 年奇鋁將維持在 Blackwell 和 Vera Rubin 散熱產品的市場主導地位，且液冷內含價值持續提升。
- 2026 年 ASIC AI 營收將上升，受惠於強勁需求及與多元的產品組合推動，且競爭較不激烈。
- 摺疊 iPhone 採用薄型 VC，有望提供 2H26 潛在獲利上檔。

交易資料表

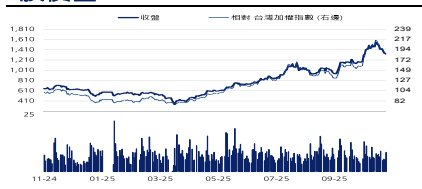
市值：(NT\$bn/US\$mn)	524 / 17,129
流通在外股數 (百萬股)：	392.1
外資持有股數 (百萬股)：	192.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.68
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	340.5 – 1,550

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	32.8	123.2	100.5
相對表現 (%)	16.7	95.8	79.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	4.08A	5.08A	6.02A	6.03A
2025	8.28A	10.30A	13.67A	16.48F
2026	13.72F	15.22F	18.38F	23.50F

股價圖



資料來源：TEJ

公司憑藉領導地位，乘著液冷浪潮順勢前行

重要訊息

凱基正向看待奇鋁 2026 年營收與獲利將強勁成長，主要動能來自 GPU 與 ASIC AI 伺服器液冷需求增長。同時 iPhone 薄型 VC (尤其是用於高單價摺疊 iPhone)，亦將成為 2026 年另一獲利動能。

評論及分析

2026 年液冷營收動能續揚。預期 AI 伺服器運算效能攀升將推升 2026-27 年液冷滲透率。Nvidia (美)GB300 NVL72 AI 伺服器機櫃之 compute tray 與 switch tray 採全液冷設計。GB300 機櫃液冷內含價值較前代提升 10-20%，因 switch tray 中水冷板與快接頭(QD, 由子公司富世達 (6805 TT) 提供)用量增加。奇鋁將維持 GB300 水冷板主供，其供貨美系 CSP 占比超過 50%。儘管 2H26 VR 世代水冷板恐面臨價格壓力，但凱基認為 VR compute tray 水冷板與 QD 用量提升，使 VR200 伺服器機櫃新增水冷板(如 DIMM)與 QD 用量使內含價值仍高於 GB300。而 Nvidia 已要求奇鋁為 Rubin GPU (預期 2H26 推出)設計微通道冷板(MCCP)。隨 2026 年 Blackwell (GB)與 VR AI 伺服器機櫃出貨量增至 5.5-6 萬櫃 (2025 年 2.3-2.5 萬櫃)，奇鋁液冷營收與利潤率亦將同步擴張。

ASIC AI 伺服器強勁需求與機殼、機櫃營收將推升 2026 年伺服器營收。奇鋁目前供應散熱產品給美系 ASIC AI 客戶(包括 AWS、Meta、Microsoft)，3Q25 ASIC 占 AI 伺服器營收比重達 20-30%。2026 年奇鋁將新增 Google(美)ASIC 客戶。隨下世代 ASIC AI 伺服器液冷滲透率提升，與 ASIC 產品客製化設計增加，液冷營收將續揚並推升毛利率。此外，機構件(機殼、機櫃及降噪櫃)營收亦將受惠於客戶強勁需求，公司將擴張越南產能以因應需。公司整體伺服器營收比重將年增至 66% (2025 年 58%)。

2026 年獲利展望樂觀，iPhone 薄型 VC 為營收潛在上檔。奇鋁為 iPhone 17 Pro 薄型 VC 供應商，2H26 Apple (美)有望推出的折疊 iPhone 與 iPad 將成為營收另一動能，凱基預估此將貢獻 2026 年營收約 10%。上述正向因子將推升奇鋁 2026 年 EPS 年增 45%至 70.82 元，且利潤率將擴張。奇鋁強大的設計能力、製造品質與整合性產品方案，將進一步鞏固其市場領導地位。

投資建議

給予「增加持股」評等，目標價 1,695 元 (24x 2026F EPS 預估)。

投資風險

關稅影響 PC 與伺服器需求、新台幣升值、原料成本攀升。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	56,017	59,194	71,761	138,340	200,138
營業毛利 (NT\$百萬)	10,850	12,388	16,870	35,552	52,786
營業利益 (NT\$百萬)	6,306	7,421	10,823	26,512	40,398
稅後淨利 (NT\$百萬)	4,162	5,305	8,172	18,904	27,486
每股盈餘 (NT\$)	11.78	14.11	21.21	48.71	70.82
每股現金股利 (NT\$)	5.42	7.00	10.00	24.35	35.40
每股盈餘成長率 (%)	43.5	19.7	50.4	129.7	45.4
本益比 (x)	113.3	94.6	62.9	27.4	18.8
股價淨值比 (x)	30.4	23.2	18.0	13.5	10.0
EV/EBITDA (x)	63.4	59.7	42.0	19.3	13.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.4	0.5	0.7	1.8	2.7
股東權益報酬率 (%)	29.8	28.3	32.1	56.3	60.8

資料來源：公司資料，凱基

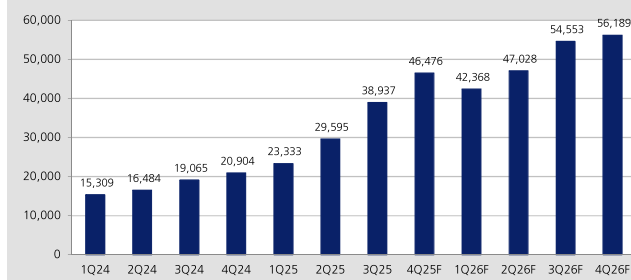
圖 1: 公司概况

奇鋐成立於 1991 年，為 3C(佔 2024 年整體營收 17%)、伺服器(36%)與网通(12%)及其他(4%)的散熱解決方案供應商。公司散熱產品包含散熱模組、風散與均熱片 (VC)。散熱業務 (模組與風扇) 佔 2024 年營收 54%。奇鋐其他產品包含機殼與機櫃 (佔 2024 年整體營收 13%) 與系統組裝與製造介面周邊(21%)，軸承(11%)則來自子公司富世達 (6805 TT, NT\$1,450, 增加持股)。

資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入

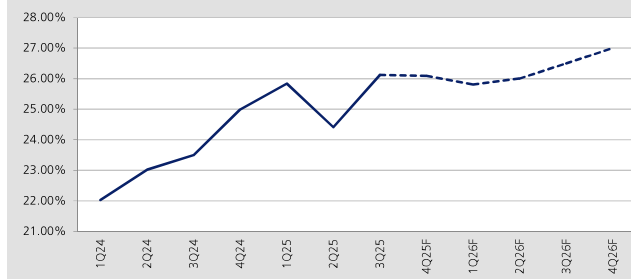
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

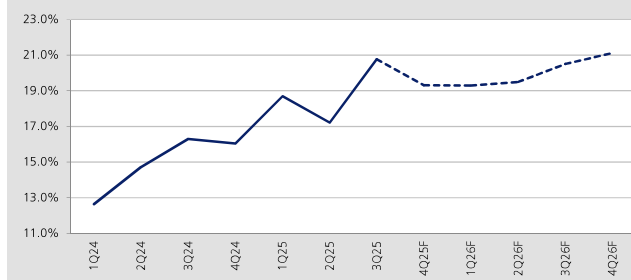
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

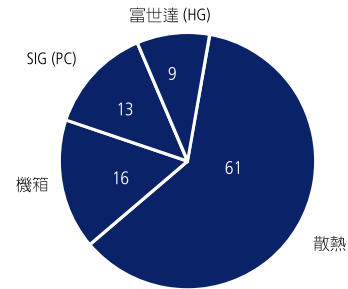
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 2: 1-3Q25 散熱模組、風扇與機構件營收佔比攀升至 77%

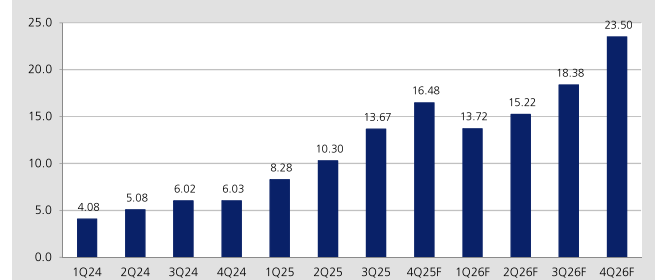
1-3Q25 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 每股盈利

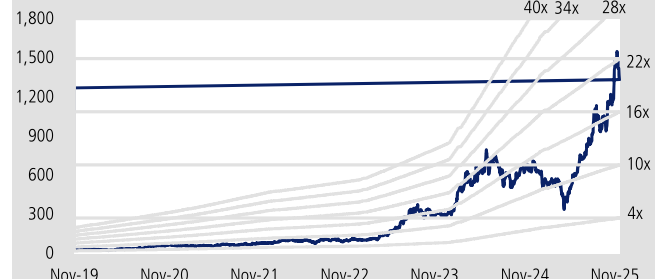
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 6: 未來一年預估本益比區間

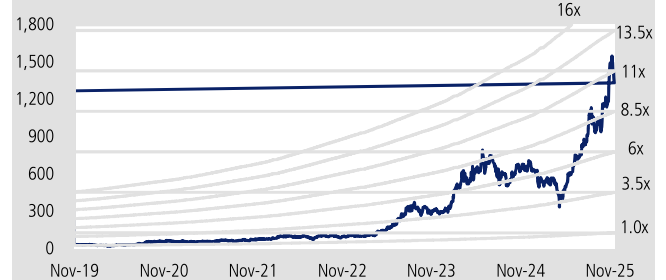
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 8: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	23,333	29,595	38,937	46,476	42,368	47,028	54,553	56,189	71,761	138,340	200,138
營業成本	(17,305)	(22,370)	(28,765)	(34,348)	(31,437)	(34,801)	(40,096)	(41,018)	(54,891)	(102,788)	(147,353)
營業毛利	6,028	7,224	10,172	12,128	10,931	12,227	14,457	15,171	16,870	35,552	52,786
營業費用	(1,667)	(2,130)	(2,086)	(3,157)	(2,754)	(3,057)	(3,273)	(3,304)	(6,048)	(9,040)	(12,388)
營業利益	4,361	5,095	8,085	8,971	8,177	9,171	11,183	11,867	10,823	26,512	40,398
折舊	(748)	(727)	(815)	(489)	(821)	(821)	(821)	(821)	(2,384)	(2,779)	(3,282)
攤提	(13)	(13)	(16)	(37)	(20)	(20)	(20)	(20)	(78)	(79)	(79)
EBITDA	5,122	5,835	8,916	9,497	9,017	10,011	12,024	12,707	13,285	29,370	43,759
利息收入	107	178	136	122	119	119	119	119	553	544	475
投資利益淨額	-	-	-	30	8	8	8	8	54	30	30
其他營業外收入	335	810	178	177	345	345	345	345	1,641	1,500	1,380
總營業外收入	442	988	315	329	471	471	471	471	2,248	2,074	1,885
利息費用	(138)	(144)	(151)	(120)	(140)	(140)	(140)	(140)	(439)	(553)	(561)
投資損失	(44)	(42)	(18)	105	-	-	-	-	(46)	-	-
其他營業外費用	-	0	(13)	(87)	(50)	(50)	(50)	(50)	(234)	(100)	(200)
總營業外費用	(182)	(187)	(183)	(101)	(190)	(190)	(190)	(190)	(720)	(653)	(761)
稅前純益	4,620	5,896	8,217	9,199	8,458	9,451	11,464	12,148	12,352	27,933	41,522
所得稅費用[利益]	(1,110)	(1,624)	(2,307)	(2,276)	(2,537)	(2,835)	(3,439)	(2,004)	(3,159)	(7,318)	(10,816)
少數股東損益	(296)	(274)	(570)	(569)	(597)	(708)	(892)	(1,023)	(1,020)	(1,710)	(3,220)
非常項目稅後純益	3,214	3,997	5,339	6,354	5,323	5,908	7,133	9,121	8,172	18,904	27,486
非常項目	0	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	3,214	3,997	5,339	6,354	5,323	5,908	7,133	9,121	8,172	18,904	27,486
每股盈餘 (NT\$)	8.28	10.30	13.67	16.48	13.72	15.22	18.38	23.50	21.21	48.71	70.82
獲利率 (%)											
營業毛利率	25.8	24.4	26.1	26.1	25.8	26.0	26.5	27.0	23.5	25.7	26.4
營業利益率	18.7	17.2	20.8	19.3	19.3	19.5	20.5	21.1	15.1	19.2	20.2
EBITDA Margin	22.0	19.7	22.9	20.4	21.3	21.3	22.0	22.6	18.5	21.2	21.9
稅前純益率	19.8	19.9	21.1	19.8	20.0	20.1	21.0	21.6	17.2	20.2	20.7
稅後純益率	13.8	13.5	13.7	13.7	12.6	12.6	13.1	16.2	11.4	13.7	13.7
季成長率 (%)											
營業收入	11.6	26.8	31.6	19.4	(8.8)	11.0	16.0	3.0			
營業毛利	15.4	19.8	40.8	19.2	(9.9)	11.9	18.2	4.9			
營業收益增長	30.1	16.8	58.7	11.0	(8.9)	12.2	21.9	6.1			
EBITDA	26.9	13.9	52.8	6.5	(5.1)	11.0	20.1	5.7			
稅前純益	26.3	27.6	39.4	12.0	(8.1)	11.7	21.3	6.0			
稅後純益	37.5	24.4	33.6	19.0	(16.2)	11.0	20.7	27.9			
年成長率 (%)											
營業收入	52.4	79.5	104.2	122.3	81.6	58.9	40.1	20.9	21.2	92.8	44.7
營業毛利	78.7	90.4	127.0	132.2	81.3	69.2	42.1	25.1	36.2	110.7	48.5
營業收益	125.4	109.9	160.2	167.6	87.5	80.0	38.3	32.3	45.8	145.0	52.4
EBITDA	105.5	93.2	138.6	135.3	76.1	71.6	34.9	33.8	41.7	121.1	49.0
稅前純益	98.3	100.9	139.7	151.4	83.1	60.3	39.5	32.1	53.9	126.1	48.7
稅後純益	105.5	105.3	129.8	171.8	65.6	47.8	33.6	43.6	54.1	131.3	45.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	60,474	71,667	99,906	141,316	186,104
流動資產	45,486	54,892	76,092	112,614	152,973
現金及短期投資	21,640	29,091	31,999	31,960	38,424
存貨	17,360	17,235	33,397	62,711	89,900
應收帳款及票據	4,730	6,533	7,767	15,014	21,721
其他流動資產	1,756	2,033	2,929	2,929	2,929
非流動資產	14,988	16,775	23,813	28,702	33,131
長期投資	524	664	1,432	1,600	1,811
固定資產	9,694	11,350	13,805	18,526	22,744
什項資產	4,770	4,760	8,576	8,576	8,576
負債總額	43,051	45,820	66,433	96,681	124,507
流動負債	32,880	36,833	58,288	86,787	115,175
應付帳款及票據	14,082	18,773	28,884	54,235	77,750
短期借款	7,970	7,583	13,130	10,702	11,285
什項負債	10,828	10,478	16,275	21,850	26,140
長期負債	10,171	8,987	8,145	9,894	9,332
長期借款	6,589	5,377	3,349	5,099	4,536
其他負債及準備	2,555	2,740	2,835	2,835	2,835
股東權益總額	17,423	25,847	33,473	44,635	61,598
普通股股本	3,533	3,833	3,883	3,883	3,883
保留盈餘	9,280	12,893	18,300	27,752	41,495
少數股東權益	1,927	3,817	4,602	6,312	9,532
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	18.3%	5.7%	21.2%	92.8%	44.7%
營業收益增長	30.6%	17.7%	45.8%	145.0%	52.4%
EBITDA	25.3%	16.9%	41.7%	121.1%	49.0%
稅後純益	43.5%	27.4%	54.1%	131.3%	45.4%
每股盈餘成長率	43.5%	19.7%	50.4%	129.7%	45.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.4%	20.9%	23.5%	25.7%	26.4%
營業利益率	11.3%	12.5%	15.1%	19.2%	20.2%
EBITDA Margin	14.3%	15.8%	18.5%	21.2%	21.9%
稅後純益率	7.4%	9.0%	11.4%	13.7%	13.7%
平均資產報酬率	7.5%	8.0%	9.5%	15.7%	16.8%
股東權益報酬率	29.8%	28.3%	32.1%	56.3%	60.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	83.6%	50.1%	49.2%	35.4%	25.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	24.8	19.5	29.1	51.5	75.0
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.5	23.8	21.9	19.0	36.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	1.3	0.7	0.9	1.7
流動比率 (x)	1.4	1.5	1.3	1.3	1.3
速動比率 (x)	0.9	1.0	0.7	0.6	0.5
淨負債 (NT\$百萬)	(5,490)	(13,997)	(13,445)	(14,085)	(20,527)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	11.78	14.11	21.21	48.71	70.82
每股現金盈餘 (NT\$)	25.02	27.45	25.00	27.12	52.65
每股淨值 (NT\$)	43.86	57.47	74.36	98.71	134.10
調整後每股淨值 (NT\$)	43.86	58.58	74.93	98.75	134.16
每股營收 (NT\$)	158.55	157.41	186.24	356.47	515.70
EBITDA/Share (NT\$)	22.70	24.93	34.48	75.68	112.75
每股現金股利 (NT\$)	5.42	7.00	10.00	24.35	35.40
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.01	0.90	0.84	1.15	1.22
應收帳款周轉天數	30.8	40.3	39.6	39.6	39.6
存貨周轉天數	140.3	134.4	222.7	222.7	222.7
應付帳款周轉天數	113.8	146.4	192.6	192.6	192.6
現金轉換周轉天數	57.3	28.3	69.7	69.7	69.7

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	56,017	59,194	71,761	138,340	200,138
營業成本	(45,167)	(46,806)	(54,891)	(102,788)	(147,353)
營業毛利	10,850	12,388	16,870	35,552	52,786
營業費用	(4,544)	(4,967)	(6,048)	(9,040)	(12,388)
營業利益	6,306	7,421	10,823	26,512	40,398
總營業外收入	869	1,416	2,248	2,074	1,885
利息收入	88	388	553	544	475
投資利益淨額	37	55	54	30	30
其他營業外收入	744	974	1,641	1,500	1,380
總營業外費用	(686)	(812)	(720)	(653)	(761)
利息費用	(272)	(434)	(439)	(553)	(561)
投資損失	(4)	(26)	(46)	-	-
其他營業外費用	(410)	(353)	(234)	(100)	(200)
稅前純益	6,489	8,025	12,352	27,933	41,522
所得稅費用[利益]	(1,871)	(2,211)	(3,159)	(7,318)	(10,816)
少數股東損益	(456)	(510)	(1,020)	(1,710)	(3,220)
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	4,162	5,305	8,172	18,904	27,486
EBITDA	8,022	9,375	13,285	29,370	43,759
每股盈餘 (NT\$)	11.78	14.11	21.21	48.71	70.82

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	8,840	10,324	9,632	10,523	20,435
本期純益	4,162	5,305	8,172	18,904	27,486
折舊及攤提	1,716	1,954	2,463	2,858	3,361
本期運用資金變動	(3,224)	2,231	(8,951)	(11,209)	(10,382)
其他營業資產及負債變動	6,186	834	7,948	(30)	(30)
投資活動之現金流量	(4,194)	(3,907)	(7,669)	(7,716)	(7,760)
投資用短期投資出售[新購]	(42)	(27)	(72)	-	-
本期長期投資變動	-	(50)	(226)	(138)	(182)
資本支出淨額	(3,666)	(3,657)	(4,540)	(7,500)	(7,500)
其他資產變動	(485)	(173)	(2,832)	(79)	(79)
自由現金流	(743)	5,840	(3,052)	3,636	15,275
融資活動之現金流量	2,082	872	200	(2,845)	(6,211)
短期借款變動	2,360	573	2,619	-	-
長期借款變動	1,927	(2,078)	720	(679)	21
現金增資	-	2,850	-	-	-
已支付普通股股息	(1,519)	(1,915)	(2,683)	(3,877)	(9,452)
其他融資現金流	(686)	1,441	(456)	1,710	3,220
匯率影響數	406	(381)	803	-	-
本期產生現金流量	7,134	6,908	2,967	(39)	6,463

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	8.1%	8.4%	8.4%	6.5%	6.2%
- 銷管費用/營業收入	11.3%	12.5%	15.1%	19.2%	20.2%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
= 資本周轉率	5.5	6.2	4.3	5.1	5.3
營業利益率	11.3%	12.5%	15.1%	19.2%	20.2%
x 資本周轉率	5.5	6.2	4.3	5.1	5.3
x (1 - 有效現金稅率)	71.2%	72.5%	74.4%	73.8%	74.0%
= 稅後 ROIC	44.3%	56.7%	47.9%	72.0%	79.7%

資料來源：公司資料，凱基



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	143.0
12 個月目標價 (NT\$)	200.0
前次目標價 (NT\$)	200.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	39.9

焦點內容

1. AI 投資強勁與 GB/VR 機櫃放量將推升緯創 2026 年伺服器營收成長。
2. Dell(美)與 Oracle(美)的 AI 伺服器需求將驅動公司 2026 年獲利成長。凱基預估緯創 2026 年 EPS 將年增 30%至 11.99 元。

交易資料表

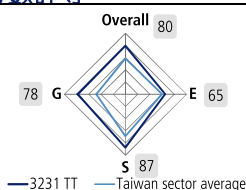
市值：(NT\$bn/US\$m)	454.8 / 14,881
流通在外股數 (百萬股)：	3,180
外資持有股數 (百萬股)：	945
3M 平均成交量 (百萬股)：	23.41
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	74.70 –156.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	26	30.6	25.4
相對表現 (%)	9.9	3.2	4.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	1.24A	1.55A	1.47A	1.86A
2025	1.85A	2.20A	2.36A	2.74F
2026	2.60F	2.63F	2.94F	3.76F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

緯創

(3231.TW/3231 TT)



2026 年 AI 伺服器營收加速成長

重要訊息

2026 年 AI 伺服器仍為 IT 硬體產業焦點。凱基預期 GB/VR 機櫃需求大幅成長將推升緯創 2026 年 AI 伺服器營收與獲利成長。

評論及分析

AI 伺服器需求暢旺，動能來自 CSP 資本支出與 OpenAI 投資案。凱基預期全球 AI 伺服器需求保持強勁，動能來自 2025 年 top-5 CSP 之資本支出將年增 64%、2026 年增 32%，受惠於積極投資 AI 基礎設施、模型訓練與應用。此外，OpenAI (美) 與多方業者展開合作，包括 Nvidia(美)、AMD(美)及 Broadcom(美)，加上多項大型主權 AI 與資料中心計畫，隱含全球 AI 算力增量龐大，而 GPU 供應吃緊可能延續至 2026 年。受惠於 CSP 與 OpenAI 伺服器需求強勁，凱基預估 2026 年全球 GB/VR AI 伺服器機櫃出貨量將成長至 5.5-6 萬櫃(2025 年 2.3-2.5 萬櫃)，而 2026 年緯創主要客戶 Dell(美)與 Oracle(美)GB/VR AI 伺服器訂單將顯著成長，其需求占比達市場總額 40-50%，此將有利於緯創。

2026 年獲利動能來自 Dell 與 Oracle AI 伺服器需求強勁。隨 xAI(美)與 CoreWeave(美)需求強勁，凱基預估 Dell GB300 AI 伺服器機櫃出貨量將年增至 1-1.2 萬櫃(2025 年 5-6 千櫃)，而緯創為其 L10 獨家供應商，將推升緯創整體營收成長。此外，緯創亦斬獲新客戶 Oracle L10 伺服器訂單，然而此營收認列不含 GPU/CPU，並將交由緯穎(6669 TT, NT\$4,280, 增加持股)進行 L11 組裝。凱基預估 2026 年 Oracle GB 伺服器機櫃需求強勁，達 1.2-1.5 萬櫃。而在 2H26 推出的 Vera Rubin 世代，緯創仍是兩家 Bianca 供應商之一，也是 Nvidia(美)指定的三家 L10 供應商之一，有助 2026-27 年緯創拓展 L10 市占率。我們預估上述將帶動 2026 年緯創(不含緯穎)營收年增 80-100%。此外，緯穎亦將受惠於 GB 機櫃與 ASIC AI 伺服器營收挹注，2026 年營收將年增 30-40%。我們預估緯創 2026 年整體伺服器營收將年增 50-60%，將推升 2026 年伺服器營收占比至 79%(2025 年 71%)，推升營收與獲利。我們預估緯創 2026 年 EPS 年增 30%至 11.99 元。

投資建議

因 Dell 需求強勁與 Oracle 新訂單，緯創 2026 年伺服器業務展望正向。評等為「增加持股」、目標價 200 元，基於 17x 完全稀釋後 2026 年 EPS 預估。

投資風險

需求不如預期、AI 伺服器市場競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	984,619	867,057	1,049,256	2,067,455	2,837,330
營業毛利 (NT\$百萬)	69,729	68,983	84,091	131,994	162,722
營業利益 (NT\$百萬)	27,472	27,390	38,979	76,553	101,458
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,162	11,472	17,446	27,849	37,445
每股盈餘 (NT\$)	4.01	4.08	6.11	9.19	11.99
每股現金股利 (NT\$)	2.60	2.60	3.80	5.77	7.76
每股盈餘成長率 (%)	6.6	1.7	49.8	50.4	30.5
本益比 (x)	35.7	35.0	23.4	15.6	11.9
股價淨值比 (x)	4.3	4.0	3.1	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	12.8	11.9	11.1	7.6	7.0
淨負債比率 (%)	62.2	40.2	26.6	34.2	45.1
殖利率 (%)	1.8	1.8	2.7	4.0	5.4
股東權益報酬率 (%)	12.8	11.4	14.7	17.9	19.7

資料來源：公司資料；凱基預估

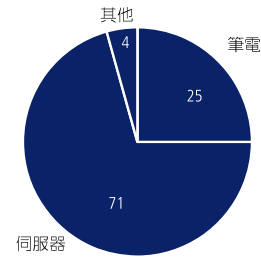
圖 1：公司概況

從宏碁 (2353 TT, NT\$28.25, 未評等) 分割出來的緯創專營電子硬體之設計/製造/服務(DMS)業者，產品研發聚焦資通訊(ICT)領域，筆電、桌電、伺服器、儲存裝置、工業自動化(IA)、網通與通訊產品都包含在內。緯創在台筆電代工排名第三大，僅次於廣達(2382 TT, NT\$274, 增加持股)與仁寶(2324 TT, NT\$29.4, 未評等)，2022 年筆電出貨量為 2,120 萬台，全球市佔率為 10%。緯創在台灣筆電代工廠同業中的業務分化程度最高。

資料來源：凱基

圖 2：緯創業務分化甚廣

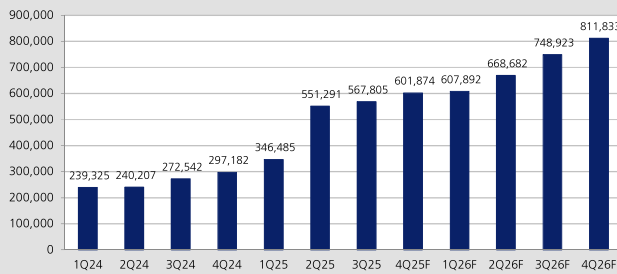
1-3Q25 營收組成，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

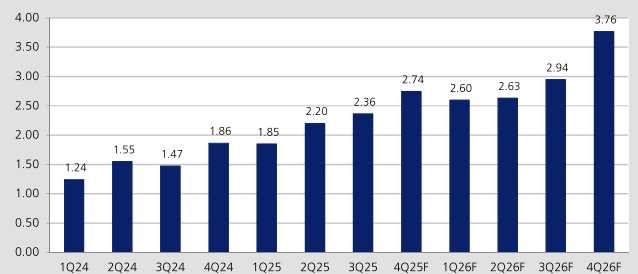
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

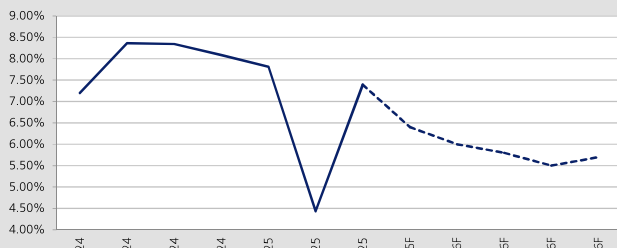
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

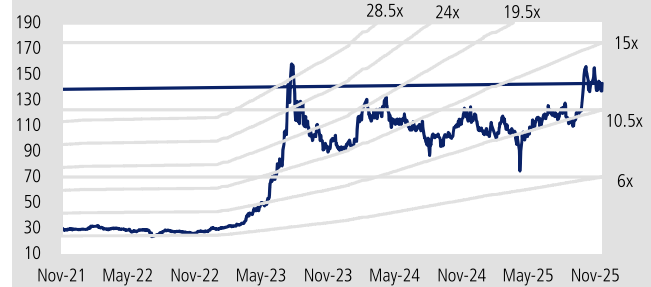
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

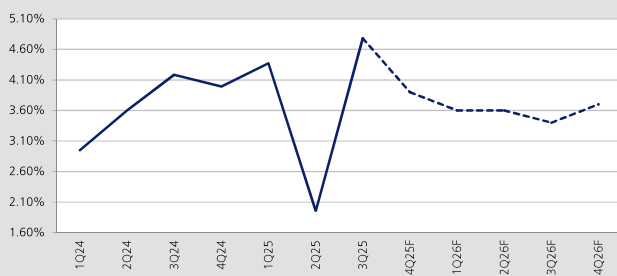
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7：營業利潤率

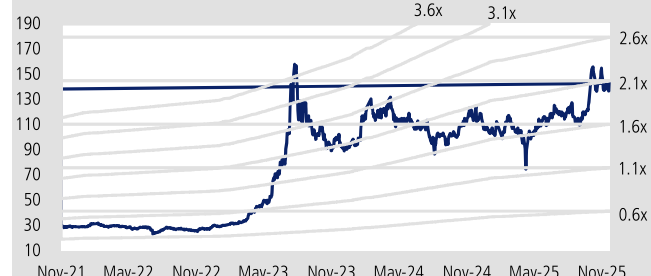
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

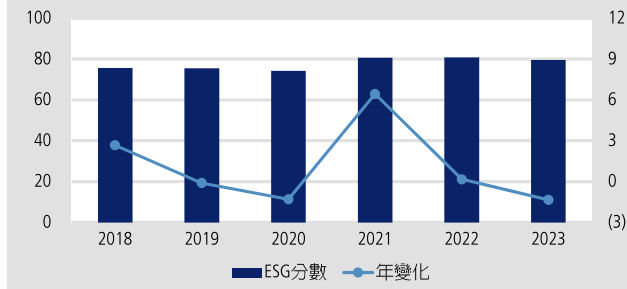
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 9：ESG 整體分數

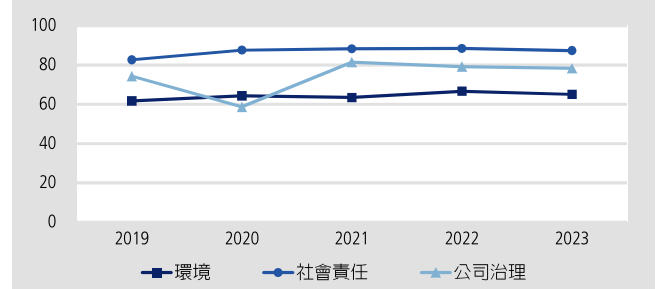
ESG 整體分數 (左軸)：年增幅度，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10：ESG 各項分數

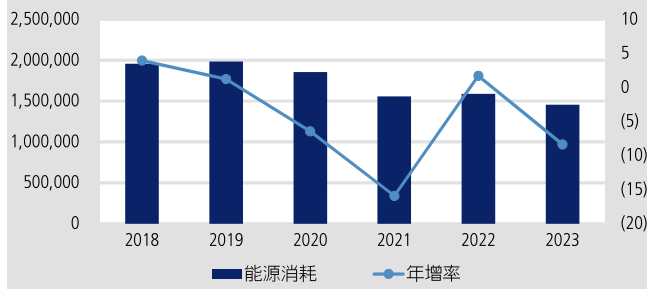
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11：能源消耗

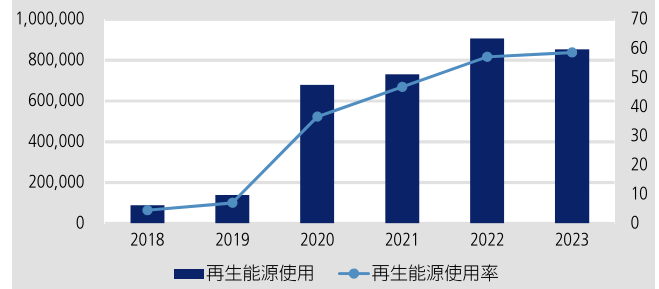
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12：再生能源使用

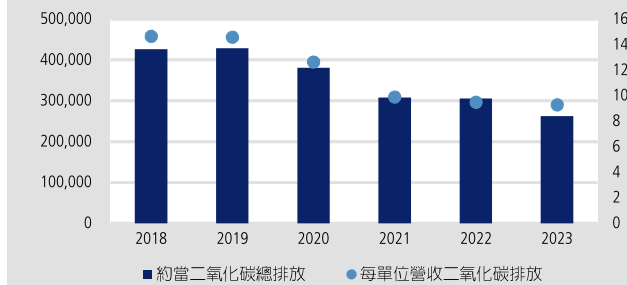
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：再生能源使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13：碳排量

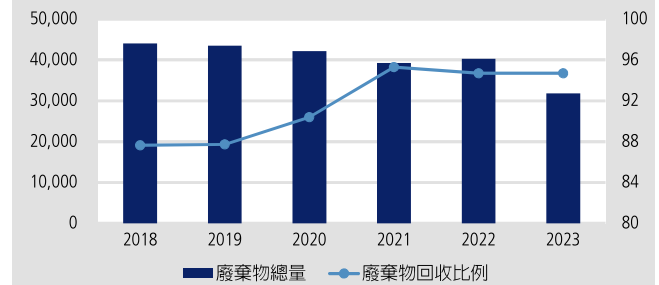
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：廢棄物總量

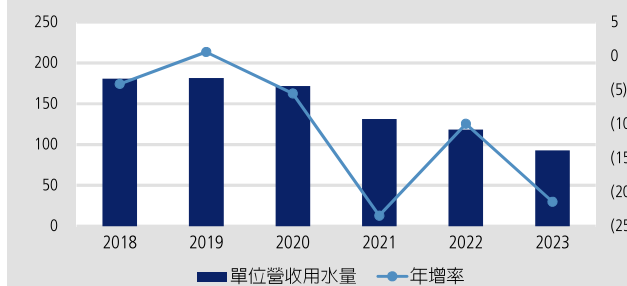
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：耗水量

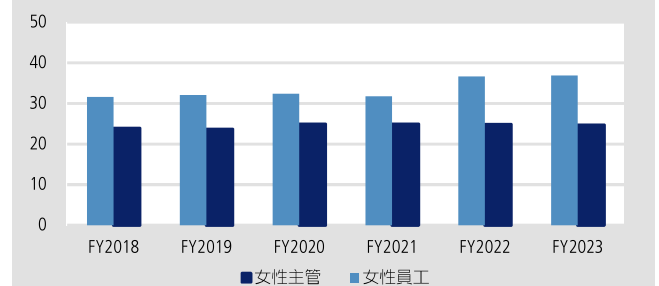
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	346,485	551,291	567,805	601,874	607,892	668,682	748,923	811,833	1,049,256	2,067,455	2,837,330
營業成本	(319,430)	(526,838)	(525,840)	(563,354)	(571,419)	(629,898)	(707,733)	(765,558)	(965,165)	(1,935,462)	(2,674,608)
營業毛利	27,056	24,453	41,965	38,520	36,474	38,784	41,191	46,274	84,091	131,994	162,722
營業費用	(11,906)	(13,666)	(14,822)	(15,047)	(14,589)	(14,711)	(15,727)	(16,237)	(45,112)	(55,441)	(61,264)
營業利益	15,150	10,787	27,142	23,473	21,884	24,073	25,463	30,038	38,979	76,553	101,458
折舊	(2,729)	(2,858)	(3,152)	(2,728)	(3,347)	(3,347)	(3,347)	(3,347)	(10,770)	(11,467)	(13,387)
攤提	(123)	(143)	(157)	(48)	(118)	(118)	(118)	(118)	(476)	(472)	(472)
EBITDA	18,001	13,789	30,451	26,250	25,349	27,537	28,928	33,502	50,225	88,491	115,316
利息收入	700	715	656	688	674	674	674	674	3,223	2,758	2,697
投資利益淨額	160	87	244	9	100	100	100	100	617	500	400
其他營業外收入	1,087	9,538	144	(770)	1,125	1,125	1,125	1,125	5,528	10,000	4,500
總營業外收入	1,947	10,340	1,044	(73)	1,899	1,899	1,899	1,899	9,368	13,258	7,597
利息費用	(2,290)	(2,984)	(5,008)	(4,410)	(4,054)	(4,054)	(4,054)	(4,054)	(8,018)	(14,693)	(16,218)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	-	(1,140)	1,240	(375)	(375)	(375)	(375)	(354)	100	(1,500)
總營業外費用	(2,290)	(2,984)	(6,148)	(3,170)	(4,429)	(4,429)	(4,429)	(4,429)	(8,371)	(14,593)	(17,718)
稅前純益	14,807	18,143	22,038	20,230	19,354	21,542	22,933	27,508	39,975	75,218	91,337
所得稅費用[利益]	(3,638)	(4,406)	(5,518)	(4,115)	(4,645)	(5,170)	(5,504)	(6,145)	(9,339)	(17,676)	(21,464)
少數股東損益	(5,838)	(7,234)	(9,114)	(7,507)	(6,563)	(8,121)	(8,189)	(9,555)	(13,191)	(29,693)	(32,428)
非常項目前稅後純益	5,331	6,504	7,406	8,608	8,146	8,251	9,240	11,807	17,446	27,849	37,445
非常項目	(0)	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	5,331	6,504	7,406	8,608	8,146	8,251	9,240	11,807	17,446	27,849	37,445
每股盈餘 (NT\$)	1.85	2.20	2.36	2.74	2.60	2.63	2.94	3.76	6.11	9.19	11.99
獲利率 (%)											
營業毛利率	7.8	4.4	7.4	6.4	6.0	5.8	5.5	5.7	8.0	6.4	5.7
營業利益率	4.4	2.0	4.8	3.9	3.6	3.6	3.4	3.7	3.7	3.7	3.6
EBITDA Margin	5.2	2.5	5.4	4.4	4.2	4.1	3.9	4.1	4.8	4.3	4.1
稅前純益率	4.3	3.3	3.9	3.4	3.2	3.2	3.1	3.4	3.8	3.6	3.2
稅後純益率	1.5	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.5	1.7	1.3	1.3
季成長率 (%)											
營業收入	16.6	59.1	3.0	6.0	1.0	10.0	12.0	8.4			
營業毛利	12.6	(9.6)	71.6	(8.2)	(5.3)	6.3	6.2	12.3			
營業收益增長	27.8	(28.8)	151.6	(13.5)	(6.8)	10.0	5.8	18.0			
EBITDA	22.1	(23.4)	120.8	(13.8)	(3.4)	8.6	5.1	15.8			
稅前純益	17.0	22.5	21.5	(8.2)	(4.3)	11.3	6.5	19.9			
稅後純益	0.4	22.0	13.9	16.2	(5.4)	1.3	12.0	27.8			
年成長率 (%)											
營業收入	44.8	129.5	108.3	102.5	75.4	21.3	31.9	34.9	21.0	97.0	37.2
營業毛利	57.0	21.8	84.5	60.3	34.8	58.6	(1.8)	20.1	21.9	57.0	23.3
營業收益	114.6	24.7	137.9	98.0	44.5	123.2	(6.2)	28.0	42.3	96.4	32.5
EBITDA	83.1	20.4	114.5	78.0	40.8	99.7	(5.0)	27.6	26.4	76.2	30.3
稅前純益	84.9	98.8	116.3	59.9	30.7	18.7	4.1	36.0	64.4	88.2	21.4
稅後純益	51.3	47.4	76.4	62.1	52.8	26.9	24.8	37.2	52.1	59.6	34.5

資料來源：公司資料；凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	432,908	452,391	589,841	888,845	1,094,161
流動資產	342,986	361,461	480,212	760,654	962,280
現金及短期投資	75,023	79,577	84,825	127,361	95,525
存貨	158,889	119,720	190,697	307,553	425,006
應收帳款及票據	100,230	121,337	190,483	311,534	427,543
其他流動資產	10,843	40,828	14,206	14,206	14,206
非流動資產	89,922	90,929	109,629	128,191	131,881
長期投資	15,256	18,849	21,109	21,137	20,214
固定資產	51,515	46,598	57,284	75,818	80,431
什項資產	23,151	25,482	31,236	31,236	31,236
負債總額	314,255	323,628	403,055	627,207	775,044
流動負債	286,725	288,252	349,587	579,978	723,101
應付帳款及票據	108,802	119,358	177,016	312,855	432,334
短期借款	119,807	100,438	87,033	175,872	193,759
什項負債	58,116	68,455	85,538	91,251	97,008
長期負債	27,530	35,376	53,468	47,229	51,943
長期借款	20,389	26,525	42,493	36,154	40,767
其他負債及準備	4,079	4,000	3,973	4,072	4,174
股東權益總額	118,653	128,763	186,785	261,638	319,117
普通股股本	29,016	28,998	28,964	28,964	28,964
保留盈餘	-	-	35,408	46,548	61,526
少數股東權益	22,270	24,539	53,998	83,691	116,119
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	14.2%	(11.9%)	21.0%	97.0%	37.2%
營業收益增長	67.8%	(0.3%)	42.3%	96.4%	32.5%
EBITDA	52.1%	2.0%	26.4%	76.2%	30.3%
稅後純益	6.6%	2.8%	52.1%	59.6%	34.5%
每股盈餘成長率	6.6%	1.7%	49.8%	50.4%	30.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	7.1%	8.0%	8.0%	6.4%	5.7%
營業利益率	2.8%	3.2%	3.7%	3.7%	3.6%
EBITDA Margin	4.0%	4.6%	4.8%	4.3%	4.1%
稅後純益率	1.1%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%
平均資產報酬率	2.4%	2.6%	3.3%	3.8%	3.8%
股東權益報酬率	12.8%	11.4%	14.7%	17.9%	19.7%
穩定 / 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	118.2%	98.6%	69.3%	81.0%	73.5%
淨負債比率	62.2%	40.2%	26.6%	34.2%	45.1%
利息保障倍數 (x)	5.1	3.8	6.0	6.1	6.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	8.9	5.5	0.7	(4.3)	(3.9)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.4	0.4	0.1	(0.3)	(0.3)
流動比率 (x)	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3
速動比率 (x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
淨負債 (NT\$百萬)	73,858	51,731	49,645	89,609	143,945
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	4.01	4.08	6.11	9.19	11.99
每股現金盈餘 (NT\$)	19.20	17.15	2.01	(20.73)	(20.21)
每股淨值 (NT\$)	33.22	35.94	45.85	61.44	70.09
調整後每股淨值 (NT\$)	34.62	37.07	46.53	58.75	65.03
每股營收 (NT\$)	353.71	308.38	367.69	682.53	908.91
EBITDA/Share (NT\$)	13.99	14.13	17.60	29.21	36.94
每股現金股利 (NT\$)	2.60	2.60	3.80	5.77	7.76
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.12	1.96	2.01	2.80	2.86
應收帳款周轉天數	37.2	51.1	66.4	55.0	55.0
存貨周轉天數	62.6	54.8	72.3	58.0	58.0
應付帳款周轉天數	43.4	54.6	67.1	59.0	59.0
現金轉換周轉天數	56.3	51.2	71.6	54.0	54.0

資料來源：公司資料；凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	984,619	867,057	1,049,256	2,067,455	2,837,330
營業成本	(914,890)	(798,074)	(965,165)	(1,935,462)	(2,674,608)
營業毛利	69,729	68,983	84,091	131,994	162,722
營業費用	(42,257)	(41,593)	(45,112)	(55,441)	(61,264)
營業利益	27,472	27,390	38,979	76,553	101,458
總營業外收入	8,152	8,555	9,368	13,258	7,597
利息收入	1,990	2,520	3,223	2,758	2,697
投資利益淨額	816	811	617	500	400
其他營業外收入	5,346	5,225	5,528	10,000	4,500
總營業外費用	(10,913)	(11,625)	(8,371)	(14,593)	(17,718)
利息費用	(5,988)	(8,757)	(8,018)	(14,693)	(16,218)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4,925)	(2,868)	(354)	100	(1,500)
稅前純益	24,711	24,321	39,975	75,218	91,337
所得稅費用[利益]	(5,693)	(6,055)	(9,339)	(17,676)	(21,464)
少數股東損益	(7,855)	(6,794)	(13,191)	(29,693)	(32,428)
非常項目	-	(0)	0	-	-
稅後淨利	11,162	11,472	17,446	27,849	37,445
EBITDA	38,947	39,735	50,225	88,491	115,316
每股盈餘 (NT\$)	4.01	4.08	6.11	9.19	11.99

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	53,440	48,219	5,750	(62,780)	(63,081)
本期純益	11,162	11,472	17,446	27,849	37,445
折舊及攤提	11,475	12,345	11,246	11,938	13,858
本期運用資金變動	15,137	12,616	(62,106)	(102,067)	(113,983)
其他營業資產及負債變動	15,666	11,787	39,164	(500)	(400)
投資活動之現金流量	(16,739)	(14,665)	(20,094)	(30,000)	(17,149)
投資用短期投資出售[新購]	352	3,499	(1,834)	-	-
本期長期投資變動	(395)	(1,229)	2,173	472	1,323
資本支出淨額	(13,609)	(12,961)	(16,593)	(30,000)	(18,000)
其他資產變動	(3,087)	(3,974)	(3,840)	(472)	(472)
自由現金流	33,685	32,104	(38,057)	(62,038)	(40,982)
融資活動之現金流量	(48,366)	(23,205)	12,855	135,315	48,394
短期借款變動	(37,371)	(17,834)	(18,995)	80,000	20,000
長期借款變動	(10,176)	5,145	17,792	2,500	2,500
現金增資	-	-	-	27,289	-
已支付普通股股息	(6,257)	(7,401)	(7,462)	(10,997)	(16,710)
其他融資現金流	5,325	(3,682)	20,707	36,522	42,603
匯率影響數	7,849	(646)	5,329	-	-
本期產生現金流量	(3,817)	9,704	3,840	42,536	(31,836)

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	4.3%	4.8%	4.3%	2.7%	2.2%
= 營業利益率	2.8%	3.2%	3.7%	3.7%	3.6%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.3	6.0	5.4	6.7	6.7
營業利益率	2.8%	3.2%	3.7%	3.7%	3.6%
x 資本周轉率	6.3	6.0	5.4	6.7	6.7
x (1 - 有效現金稅率)	77.0%	75.1%	76.6%	76.5%	76.5%
= 稅後 ROIC	13.4%	14.1%	15.4%	18.9%	18.4%

資料來源：公司資料；凱基預估



貿聯-KY

(3665.TW/3665 TT)



增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	1,680
12 個月目標價 (NT\$)	1,830
前次目標價 (NT\$)	1,830
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	8.9

焦點內容

1. 在 HPC 領域具備完整產品布局，貿聯已躍升全球一線線材廠商。
2. 我們預估隨 AEC 採用率提升及 AI 伺服器電源架構升級，將帶動 2024-27 年公司 HPC 營收 CAGR 達 93%。
3. 預估 2024-27 年 EPS CAGR 達 50%。

交易資料表

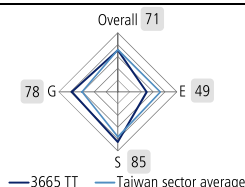
市值：(NT\$bn/US\$mn)	327.5 / 10,717
流通在外股數 (百萬股)：	195.0
外資持有股數 (百萬股)：	89.83
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.74
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	375.5 – 1,680

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	81.6	180	180.5
相對表現 (%)	65.5	152.6	159.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	3.56A	6.13A	7.07A	8.31A
2025	8.41A	10.54A	13.51A	14.14F
2026	13.77F	15.61F	17.06F	19.49F

ESG 分數評等



資料來源：TEJ

Nvidia 認證之關鍵 HVDC 供應商

重要訊息

我們認為貿聯-KY 已躍升全球一線線材供應商，產品涵蓋資料傳輸與電源應用。除 GPU 伺服器機櫃對 AEC 採用率提升，隨 AI 伺服器電源架構升級，預期電源線將成為未來公司營收重要成長動能。我們預估 HPC 業務 2025-27 年營收比重達 37%、50%及 57%，2024-27 年 CAGR 達 93%。

評論及分析

Nvidia (美) 宣布貿聯為 800V HVDC 關鍵合作廠商。我們預期 2026 年 Nvidia GPU 伺服器機櫃出貨將放量，且自 VR200 起電源架構大幅升級，TDP 進一步上升，成為 2026 年電源線營收主要成長動能。我們預估 AC power whip 到 VR200 將自 GB200/300 的 60A 升級至 100A+，並可能於電源櫃導入橫向 Busbar (HBB)。公司正與 Nvidia 及電源業者針對 HVDC 技術密切合作中，預期±400V 電源系統產品將於 2H26 進入量產。我們預估 2026 年 HPC 電源線營收占比將達 27%，高於 2025 年的 19%及 2024 年的 9%。

2025-26 年 AEC 市場規模隱含上檔。我們認為貿聯主要 AEC 夥伴 Credo (美) 將持續於市場保有領先地位，主因：(1) 領先的 SerDes IP；(2) 線材與 Re-timer 整合；以及 (3) 相較競爭對手可靠性更高。凱基展望 AEC 將分別占 2025-26 年營收 11%、16%，主因預期多家 Hyperscaler 將在 GB300 機櫃導入 AEC，且公司將於 ASIC 大客戶明年新專案中作為主要供應商。

2026 年非 HPC 業務展望好轉。管理層對於半導體設備 (SPE) 業務展望轉趨正向，主要受台積電 (2330 TT, NT\$1,460, 增加持股) N2 製程擴產帶動。同時認為汽車及自動化需求已見底。由於公司與非中系領導廠商合作，未來人形機器人亦有望成為公司長期成長催化劑；另近期宣布收購新富生光電 (中)，有助強化自身在光通訊業務產品研發能力。

投資建議

我們給予「增加持股」評等及 12 個月目標價 1,830 元，基於 2026-27 年完全稀釋 EPS 預估平均的 25 倍，對比歷史本益比區間 8-28 倍。看好公司產品涵蓋電源及資料傳輸應用，於 AI 供應鏈中重要性將持續提升，預估 2024-27 年 EPS CAGR 將達 50%，有助股價上揚。

投資風險

景氣放緩；新成長引擎貢獻不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	51,052	54,080	70,925	88,250	107,338
營業毛利 (NT\$百萬)	12,587	15,253	22,850	29,835	36,965
營業利益 (NT\$百萬)	4,237	6,566	12,700	17,814	22,690
稅後淨利 (NT\$百萬)	2,317	4,396	9,023	12,855	16,582
每股盈餘 (NT\$)	14.37	25.41	46.66	65.97	85.06
每股現金股利 (NT\$)	8.83	12.00	23.00	32.00	42.00
每股盈餘成長率 (%)	(42.6)	76.9	83.7	41.4	28.9
本益比 (x)	116.9	66.1	36.0	25.5	19.8
股價淨值比 (x)	11.2	8.8	7.8	6.5	5.4
EV/EBITDA (x)	42.7	32.1	20.8	15.5	12.3
淨負債比率 (%)	29.4	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.5	0.7	1.4	1.9	2.5
股東權益報酬率 (%)	9.8	14.5	23.0	27.7	29.7

資料來源：公司資料，凱基

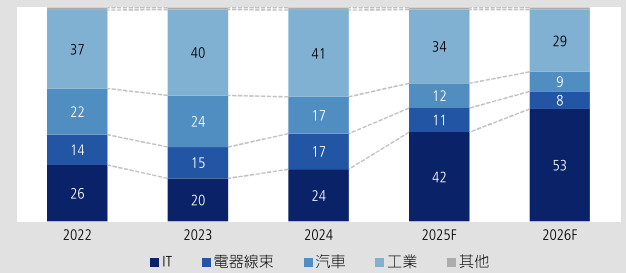
圖 1：公司概況

貿聯-KY 集團 (Bizlink) 成立於 1996 年，總部位於美國加州矽谷 (Fremont, California)，於 2011 年以貿聯-KY 在台灣掛牌上市；其產品以線束組裝、連接器為主；應用別則由 IT 產業拓展到工業、車用、醫療、太陽能等少量多樣且具技術進入障礙之產業。公司於 2017 年 5 月收購 Leoni AG (德) 的電器線束 (EA) 業務，將電源線納入其業務版圖，另在 2022 年 1 月併表 Leoni 旗下之工業應用事業群 (INBG)。

資料來源：凱基

圖 2：INBG 收購案後，工業躍升成為最大事業部門

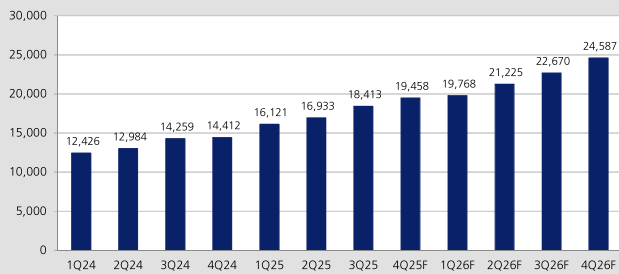
產品應用佔營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 3：季營業收入

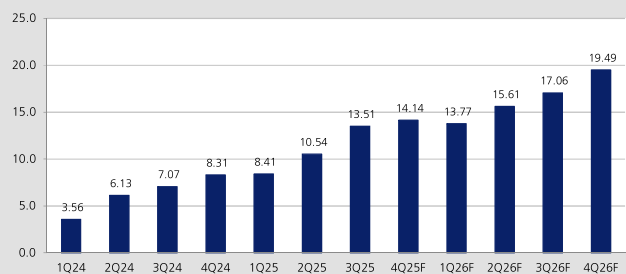
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

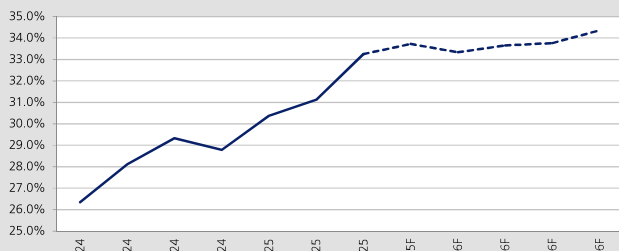
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

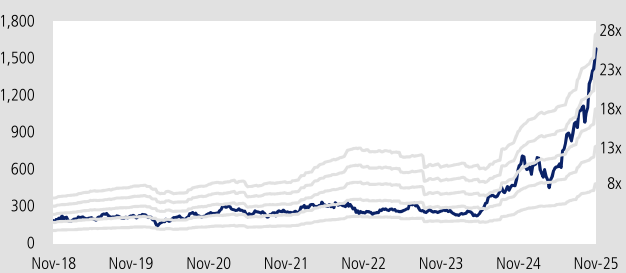
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

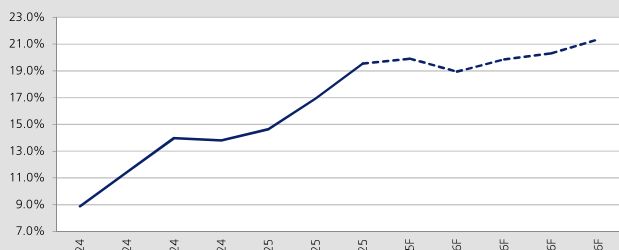
股價，元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

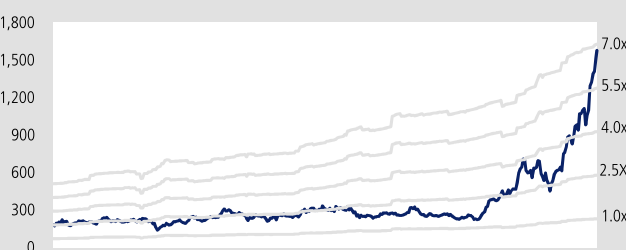
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

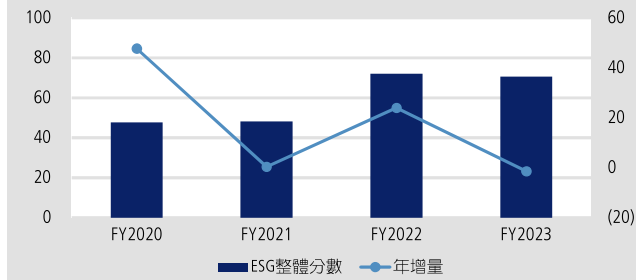
股價，元 (左軸)；股價淨值比，倍 (右軸)



資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數

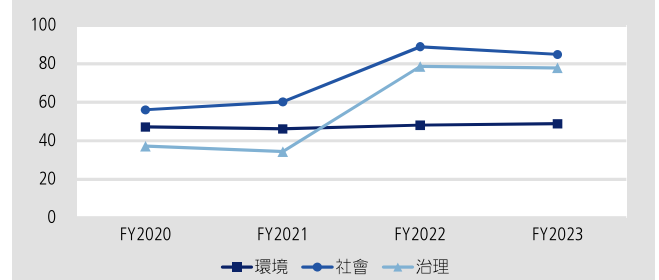
ESG 整體分數 (左軸)：年變化, pts (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10：ESG 各項分數

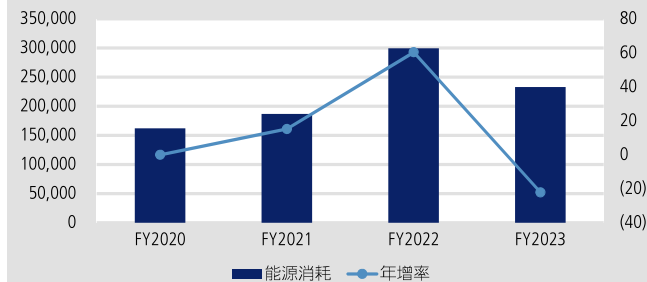
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11：能源消耗

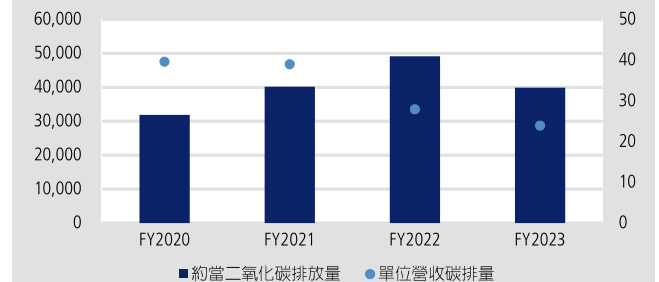
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：碳排量

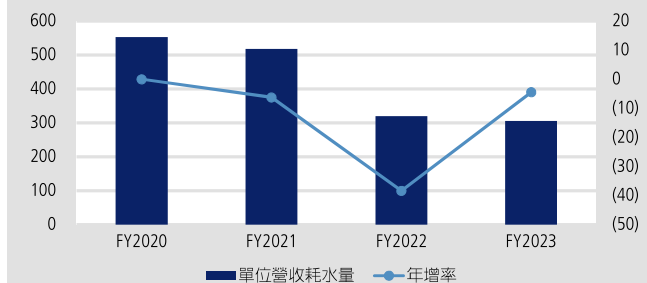
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：耗水量

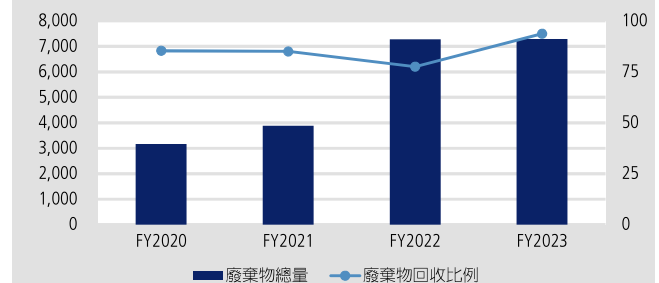
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：廢棄物總量

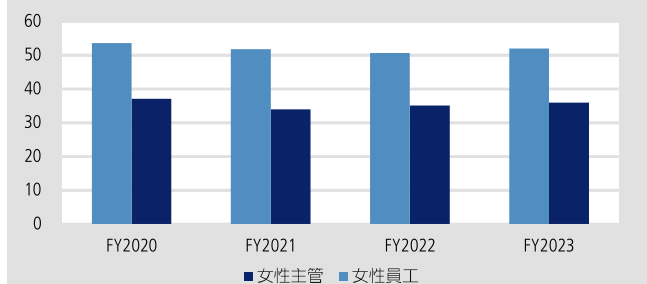
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：性別多樣性

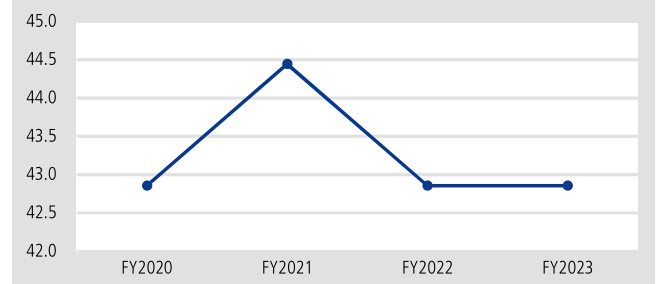
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：獨立董事

董事會中獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	16,121	16,933	18,413	19,458	19,768	21,225	22,670	24,587	70,925	88,250	107,338
營業成本	(11,224)	(11,664)	(12,290)	(12,897)	(13,178)	(14,082)	(15,016)	(16,140)	(48,075)	(58,415)	(70,373)
營業毛利	4,897	5,269	6,123	6,561	6,590	7,143	7,655	8,447	22,850	29,835	36,965
營業費用	(2,537)	(2,402)	(2,526)	(2,685)	(2,847)	(2,929)	(3,049)	(3,196)	(10,150)	(12,021)	(14,275)
營業利益	2,360	2,867	3,597	3,876	3,743	4,214	4,605	5,251	12,700	17,814	22,690
折舊	(487)	(500)	(517)	(513)	(530)	(540)	(550)	(560)	(2,017)	(2,179)	(2,339)
攤提	(121)	(124)	(123)	(125)	(124)	(124)	(124)	(124)	(494)	(497)	(497)
EBITDA	2,969	3,491	4,237	4,514	4,398	4,878	5,279	5,935	15,211	20,490	25,526
利息收入	72	71	64	116	121	125	123	121	356	489	596
投資利益淨額	-	-	3	-	-	5	-	-	7	5	5
其他營業外收入	29	38	28	30	30	30	30	30	121	120	120
總營業外收入	102	109	95	146	151	160	153	151	484	614	721
利息費用	(131)	(121)	(163)	(230)	(221)	(212)	(212)	(212)	(661)	(858)	(849)
投資損失	(0)	(4)	(2)	-	-	-	-	-	(4)	-	-
其他營業外費用	(61)	(126)	(60)	(40)	(20)	(20)	(20)	(20)	(305)	(80)	-
總營業外費用	(192)	(250)	(226)	(270)	(241)	(232)	(232)	(232)	(970)	(938)	(849)
稅前純益	2,270	2,726	3,467	3,752	3,653	4,141	4,526	5,170	12,214	17,490	22,561
所得稅費用[利益]	(658)	(702)	(837)	(994)	(968)	(1,097)	(1,199)	(1,370)	(3,191)	(4,635)	(5,979)
少數股東損益	(0)	1	(1)	-	-	-	-	-	(0)	-	-
非常項目前稅後純益	1,612	2,024	2,629	2,758	2,685	3,044	3,326	3,800	9,023	12,855	16,582
非常項目	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	1,612	2,024	2,629	2,758	2,685	3,044	3,326	3,800	9,023	12,855	16,582
每股盈餘 (NT\$)	8.41	10.54	13.51	14.14	13.77	15.61	17.06	19.49	46.66	65.97	85.06
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.4	31.1	33.3	33.7	33.3	33.7	33.8	34.4	32.2	33.8	34.4
營業利益率	14.6	16.9	19.5	19.9	18.9	19.9	20.3	21.4	17.9	20.2	21.1
EBITDA Margin	18.4	20.6	23.0	23.2	22.2	23.0	23.3	24.1	21.4	23.2	23.8
稅前純益率	14.1	16.1	18.8	19.3	18.5	19.5	20.0	21.0	17.2	19.8	21.0
稅後純益率	10.0	12.0	14.3	14.2	13.6	14.3	14.7	15.5	12.7	14.6	15.4
季成長率 (%)											
營業收入	11.9	5.0	8.7	5.7	1.6	7.4	6.8	8.5			
營業毛利	18.1	7.6	16.2	7.2	0.4	8.4	7.2	10.4			
營業收益增長	18.7	21.5	25.5	7.8	(3.4)	12.6	9.3	14.0			
EBITDA	14.7	17.6	21.4	6.5	(2.6)	10.9	8.2	12.4			
稅前純益	8.5	20.1	27.2	8.2	(2.6)	13.4	9.3	14.2			
稅後純益	3.6	25.6	29.8	4.9	(2.6)	13.4	9.3	14.2			
年成長率 (%)											
營業收入	29.7	30.4	29.1	35.0	22.6	25.3	23.1	26.4	31.1	24.4	21.6
營業毛利	49.6	44.4	46.4	58.2	34.6	35.6	25.0	28.7	49.8	30.6	23.9
營業收益	114.3	93.3	80.5	94.8	58.6	47.0	28.0	35.5	93.4	40.3	27.4
EBITDA	83.2	71.6	67.3	74.4	48.1	39.7	24.6	31.5	73.3	34.7	24.6
稅前純益	144.6	83.6	91.2	79.3	60.9	51.9	30.6	37.8	93.3	43.2	29.0
稅後純益	177.6	102.0	109.1	77.2	66.5	50.4	26.5	37.8	105.2	42.5	29.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	54,683	60,915	75,606	86,001	98,744
流動資產	31,891	33,668	47,232	56,100	67,473
現金及短期投資	12,430	10,795	19,359	21,648	26,557
存貨	10,103	11,232	12,835	15,499	18,214
應收帳款及票據	8,383	10,473	13,157	16,771	20,521
其他流動資產	974	1,168	1,882	2,182	2,182
非流動資產	22,792	27,247	28,373	29,902	31,270
長期投資	885	1,071	916	921	926
固定資產	12,143	14,677	16,026	18,047	19,908
什項資產	9,765	11,500	11,431	10,934	10,436
負債總額	30,086	24,698	33,352	35,377	37,776
流動負債	13,717	16,795	16,346	18,371	20,769
應付帳款及票據	4,744	6,239	7,493	9,518	11,916
短期借款	4,532	5,014	3,943	3,943	3,943
什項負債	4,441	5,542	4,910	4,910	4,910
長期負債	16,368	7,903	17,006	17,006	17,006
長期借款	13,322	4,703	13,865	13,865	13,865
其他負債及準備	2,150	2,461	2,472	2,472	2,472
股東權益總額	24,597	36,217	42,253	50,624	60,968
普通股本	1,633	1,896	1,950	1,950	1,950
保留盈餘	6,842	9,723	16,863	25,234	35,578
少數股東權益	12	8	8	8	8
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(5.0%)	5.9%	31.1%	24.4%	21.6%
營業收益增長	(23.6%)	55.0%	93.4%	40.3%	27.4%
EBITDA	(15.4%)	39.5%	73.3%	34.7%	24.6%
稅後純益	(39.6%)	89.7%	105.2%	42.5%	29.0%
每股盈餘成長率	(42.6%)	76.9%	83.7%	41.4%	28.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	24.7%	28.2%	32.2%	33.8%	34.4%
營業利益率	8.3%	12.1%	17.9%	20.2%	21.1%
EBITDA Margin	12.3%	16.2%	21.4%	23.2%	23.8%
稅後純益率	4.5%	8.1%	12.7%	14.6%	15.4%
平均資產報酬率	4.3%	7.6%	13.2%	15.9%	18.0%
股東權益報酬率	9.8%	14.5%	23.0%	27.7%	29.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	72.6%	26.8%	42.1%	35.2%	29.2%
淨負債比率	29.4%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	4.0	8.8	19.5	21.4	27.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.3	0.5	0.7	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	6.4	8.5	10.3	13.1	18.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	1.2	1.5	2.3	3.2
流動比率 (x)	2.3	2.0	2.9	3.1	3.2
速動比率 (x)	1.6	1.3	2.1	2.2	2.4
淨負債 (NT\$百萬)	7,227	(458)	(1,386)	(3,675)	(8,584)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.37	25.41	46.66	65.97	85.06
每股現金盈餘 (NT\$)	46.16	39.93	35.14	57.85	78.72
每股淨值 (NT\$)	150.54	191.02	216.69	259.63	312.68
調整後每股淨值 (NT\$)	152.41	209.27	218.47	259.74	312.68
每股營收 (NT\$)	316.48	312.56	366.78	452.86	550.57
EBITDA/Share (NT\$)	39.00	50.73	78.66	105.15	130.93
每股現金股利 (NT\$)	8.83	12.00	23.00	32.00	42.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.94	0.94	1.04	1.09	1.16
應收帳款周轉天數	59.9	70.9	67.7	69.4	69.8
存貨周轉天數	95.9	105.9	97.4	96.8	94.5
應付帳款周轉天數	45.0	58.8	56.9	59.5	61.8
現金轉換周轉天數	110.8	117.9	108.3	106.7	102.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	51,052	54,080	70,925	88,250	107,338
營業成本	(38,465)	(38,828)	(48,075)	(58,415)	(70,373)
營業毛利	12,587	15,253	22,850	29,835	36,965
營業費用	(8,350)	(8,687)	(10,150)	(12,021)	(14,275)
營業利益	4,237	6,566	12,700	17,814	22,690
總營業外收入	563	568	484	614	721
利息收入	349	426	356	489	596
投資利益淨額	7	9	7	5	5
其他營業外收入	207	133	121	120	120
總營業外費用	(1,357)	(816)	(970)	(938)	(849)
利息費用	(1,166)	(815)	(661)	(858)	(849)
投資損失	(6)	(0)	(4)	-	-
其他營業外費用	(185)	(1)	(305)	(80)	-
稅前純益	3,442	6,318	12,214	17,490	22,561
所得稅費用[利益]	(1,132)	(1,928)	(3,191)	(4,635)	(5,979)
少數股東損益	7	6	(0)	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	2,317	4,396	9,023	12,855	16,582
EBITDA	6,291	8,777	15,211	20,490	25,526
每股盈餘 (NT\$)	14.37	25.41	46.66	65.97	85.06

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	7,446	6,909	6,796	11,274	15,347
本期純益	2,317	4,396	9,023	12,855	16,582
折舊及攤提	2,054	2,211	2,511	2,676	2,836
本期運用資金變動	2,877	(314)	(4,611)	(4,253)	(4,066)
其他營業資產及負債變動	198	616	(127)	(5)	(5)
投資活動之現金流量	(4,575)	(4,377)	(3,605)	(4,200)	(4,200)
投資用短期投資出售[新購]	(1,382)	1,045	-	-	-
資本支出淨額	-	-	(33)	-	-
本期長期投資變動	(2,942)	(3,265)	(3,493)	(4,200)	(4,200)
其他資產變動	(251)	(2,157)	(79)	-	-
自由現金流	4,422	2,794	3,295	6,819	10,750
融資活動之現金流量	(942)	(2,943)	6,599	(4,484)	(6,239)
短期借款變動	1,893	1,130	-	-	-
長期借款變動	(1,935)	(2,085)	9,159	-	-
現金增資	1,150	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,564)	(1,470)	(2,278)	(4,448)	(6,236)
其他融資現金流	(486)	(518)	(283)	(37)	(3)
匯率影響數	201	(41)	(771)	(300)	-
本期產生現金流量	2,130	(452)	9,018	2,290	4,909

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	16.4%	16.1%	14.3%	13.6%	13.3%
= 營業利益率	8.3%	12.1%	17.9%	20.2%	21.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4
營業利益率	8.3%	12.1%	17.9%	20.2%	21.1%
x 資本周轉率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4
x (1 - 有效現金稅率)	67.1%	69.5%	73.9%	73.5%	73.5%
= 稅後 ROIC	12.4%	17.5%	29.2%	33.9%	37.4%

資料來源：公司資料，凱基



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	4,280
12 個月目標價 (NT\$)	5,420
前次目標價 (NT\$)	5,420
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	26.6

焦點內容

- 2026-27 年 ASIC AI 伺服器成長將由 AWS 需求帶動，2H26 產能預計擴增至 7-8 千櫃/月。
- 多元化客戶與機種組合將支撐 2026 年營收年增 34%，AI 伺服器比重提升至 65-70%，儘管毛利率受到稀釋。
- AI 伺服器需求強勁與全球生產據點擴張，將推動 2026-27 年 EPS 持續成長，分別達 293.64 元與 361.69 元。

交易資料表

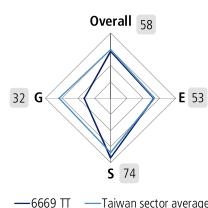
市值：(NT\$bn/US\$m)	795 / 26,026
流通在外股數 (百萬股)：	185.8
外資持有股數 (百萬股)：	64
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.65
52 週股價 (低\高) (NT\$)：	1,570 -4,720

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	43.4	86.1	105.8
相對表現 (%)	27.3	58.7	84.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	26.92A	26.85A	34.36A	37.92A
2025	52.70A	65.23A	82.92A	68.02F
2026	58.98F	72.99F	73.60F	88.07F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv；凱基

緯穎

(6669.TW/6669 TT)



2026 年 GPU/ASIC AI 伺服器產品組合更加多元

重要訊息

我們認為緯穎憑藉新客戶與新專案在 ASIC 與 GPU AI 伺服器領域成長，將成為 2026 年 AI 伺服器營收增長的主要動能，亦推動 EPS 攀升。

評論及分析

晶片出貨支撐 ASIC AI 伺服器需求強勁。我們正向於緯穎 2026-27 年 ASIC AI 伺服器營收趨勢。公司目前 ASIC AI 伺服器主要客戶為 AWS (美)，佔其 AI 伺服器營收大宗，而 Meta (美)預計 2026 年貢獻將增加。2026 年 AWS 需求展望樂觀，因 Trainium 晶片出貨量預計將達 243 萬顆 (年增 43%)、2027 年更將進一步增至 340 萬顆 (年增 38%)。然短期內 ASIC AI 伺服器出貨可能在 4Q25-1Q26 進入產品轉換期，並隨下一代 Trainium 2.5/3 系統分別於 1Q26 季末、2H26 量產而恢復成長。我們認為緯穎將持續在 AWS ASIC L11 組裝扮演關鍵角色；為滿足客戶強勁需求，2H26 產能預計將提升至 7-8 千櫃/月，相較 1H25 的 2 千櫃/月及 4Q25 的 4 千櫃/月。

2026-27 年 AI 伺服器客戶與機種組合更加多元。公司 4Q25 新增 Oracle (美) 為 GB200 AI 伺服器機型 (L11 組裝) 客戶。我們預估 2026 年 Oracle 對 GB200/300 AI 伺服器總需求 1.3-1.5 萬櫃，緯穎可望取得約 20% 訂單份額。加上 ASIC AI 伺服器訂單開發，以及 Nvidia (美) GB/VR 與出貨至 Meta (美) 的 AMD (美) Helios AI 伺服器機櫃，我們預期新客戶與新專案將推升緯穎 2026 年營收年增 34%。因而預估 2026 年 AI 伺服器營收比重將升至 65-70% (相較 2025 年約 45-55%)。儘管 GB200/300 AI 伺服器營收比重上升將稀釋毛利率，但 ASIC AI 伺服器的強勁營收可望部分抵消影響。我們因而預估 2026 年毛利率將年減 1.3ppts 至 7.2%，營利率年減 1.1ppts 至 5.8%；並預期 2026 年 EPS 將年增 9% 至 293.64 元。隨 2027 年 AI 伺服器需求持續成長，我們認為緯穎在機櫃層級組裝方面具高度競爭力。公司將進一步在台灣、墨西哥、馬來西亞及美國多元化產能佈局，提升競爭力與生產彈性。我們預期 2027 年營收與 EPS 將持續成長，EPS 達 361.69 元。

投資建議

預期 AI 伺服器營收與 EPS 成長，給予「增加持股」評等。目標價 5,420 元，基於 17 倍 2026-27 年完全稀釋後 EPS 預估。

投資風險

通用伺服器需求疲弱；新台幣升值；關稅不確定性。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	241,901	360,541	903,701	1,210,181	1,477,176
營業毛利 (NT\$百萬)	22,657	37,400	76,226	86,931	104,797
營業利益 (NT\$百萬)	15,871	28,099	62,426	70,651	86,554
稅後淨利 (NT\$百萬)	12,044	22,776	49,967	54,571	67,217
每股盈餘 (NT\$)	68.88	126.57	268.87	293.64	361.69
每股現金股利 (NT\$)	42.00	74.00	147.88	161.50	198.93
每股盈餘成長率 (%)	(15.0)	83.7	112.4	9.2	23.2
本益比 (x)	62.1	33.8	15.9	14.6	11.8
股價淨值比 (x)	17.7	9.0	7.2	5.9	4.8
EV/EBITDA (x)	42.6	24.7	11.9	10.7	8.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.0	1.7	3.5	3.8	4.6
股東權益報酬率 (%)	29.7	34.9	50.2	44.4	44.7

資料來源：公司資料，凱基

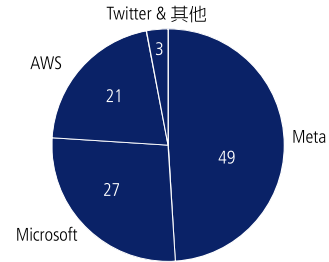
圖 1：公司概況

緯穎是緯創(3231 TT, NT\$143, 增加持股)持股 37.68%子公司，專為超大規模雲端資料中心供應硬體與解決方案，受惠來自網路內容供應商(Content Service Provider(CSP))客戶之資料中心擴建需求趨勢，預期隨著人工智慧、自動駕駛及擴增/虛擬實境對運算能力要求提高，網路流量將不斷成長，有助於公司來年營收與獲利持續成長。其客戶主要為 Meta (美)、Microsoft (美)與 AWS (美)，涉及伺服器、儲存以及 AI 伺服器。

資料來源：凱基

圖 2：Microsoft、Meta 與 AWS 為緯穎主要營收貢獻來源

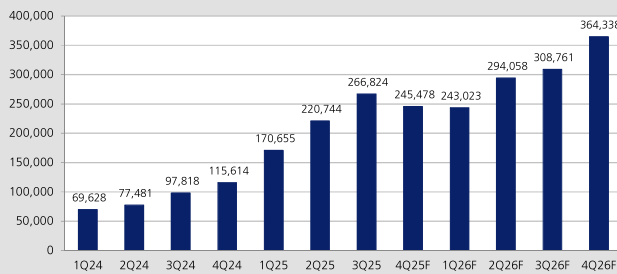
2024 年客戶營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營業收入

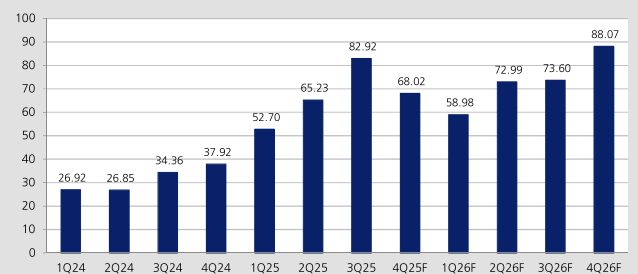
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

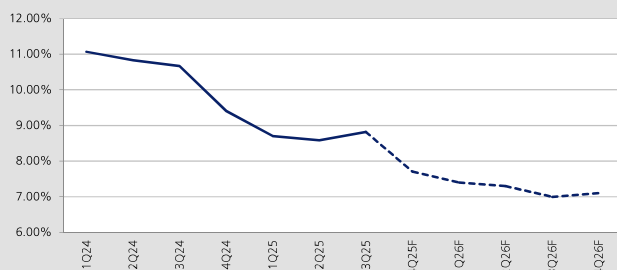
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：未來一年預估本益比區間

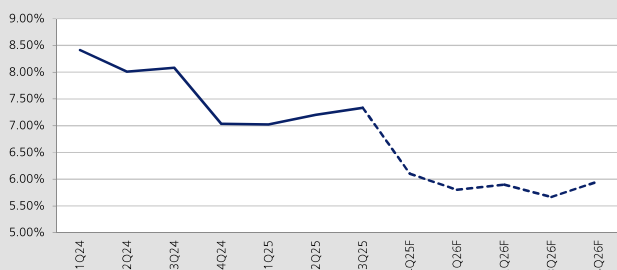
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：未來一年預估股價淨值比區間

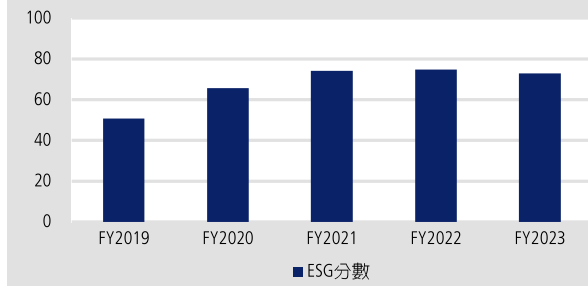
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 9：ESG 整體分數

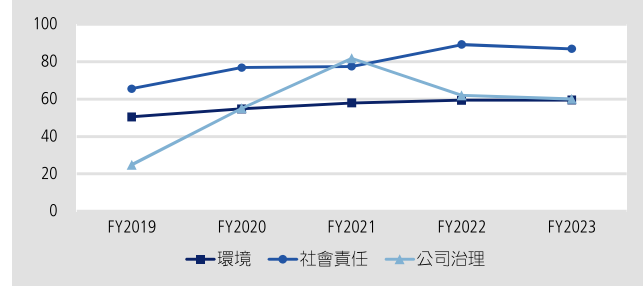
ESG 整體分數 (左軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10：ESG 各項分數

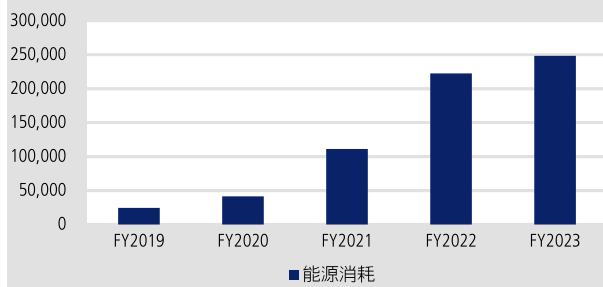
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11：能源消耗

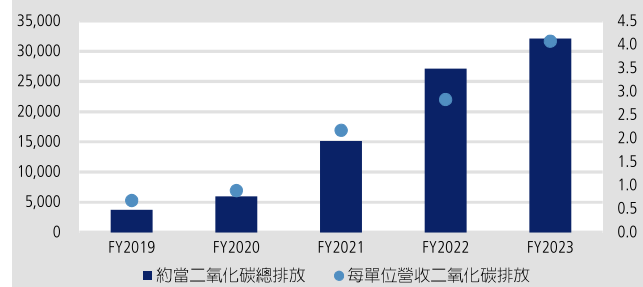
能源消耗，十億焦耳 (左軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12：碳排放量

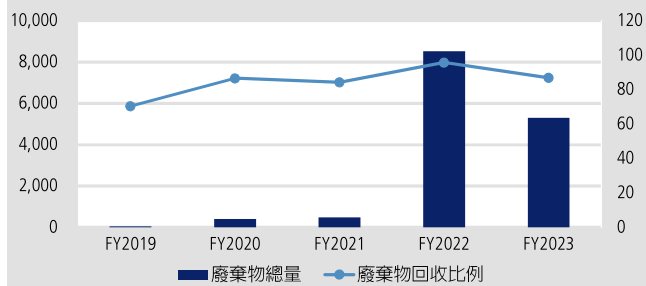
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13：廢棄物總量

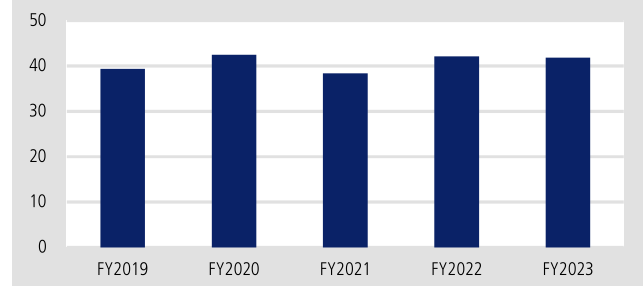
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14：性別多樣性

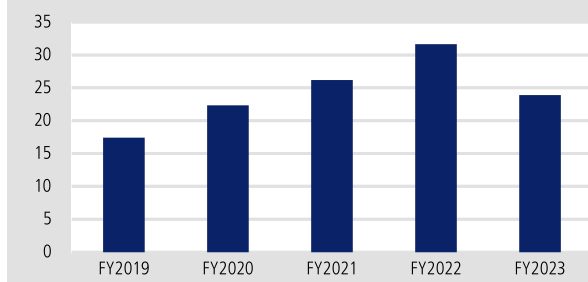
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：員工訓練

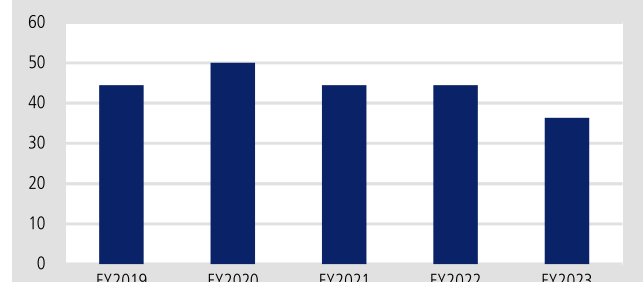
員工人均年訓練時數，小時



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：獨立董事

獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	170,655	220,744	266,824	245,478	243,023	294,058	308,761	364,338	903,701	1,210,181	1,477,176
營業成本	(155,806)	(201,800)	(243,292)	(226,576)	(225,040)	(272,592)	(287,148)	(338,470)	(827,475)	(1,123,250)	(1,372,380)
營業毛利	14,849	18,943	23,532	18,902	17,984	21,466	21,613	25,868	76,226	86,931	104,797
營業費用	(2,869)	(3,044)	(3,960)	(3,928)	(3,888)	(4,117)	(4,122)	(4,153)	(13,801)	(16,281)	(18,242)
營業利益	11,981	15,899	19,572	14,974	14,095	17,349	17,491	21,715	62,426	70,651	86,554
折舊	(506)	(563)	(639)	(509)	(693)	(693)	(693)	(693)	(2,217)	(2,774)	(3,334)
攤提	(52)	(58)	(68)	12	(33)	(33)	(33)	(33)	(166)	(133)	(133)
EBITDA	12,538	16,521	20,279	15,471	14,822	18,076	18,218	22,441	64,809	73,557	90,021
利息收入	244	266	319	183	223	223	223	223	1,013	893	866
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1,009	201	1,135	205	63	63	63	63	2,550	250	330
總營業外收入	1,253	468	1,454	389	286	286	286	286	3,563	1,143	1,196
利息費用	(694)	(636)	(664)	(575)	(634)	(634)	(634)	(634)	(2,569)	(2,537)	(2,486)
投資損失	(16)	(11)	(11)	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)	(50)	(50)	(50)
其他營業外費用	(0)	(0)	(0)	(120)	(33)	(33)	(33)	(33)	(120)	(130)	(130)
總營業外費用	(710)	(647)	(675)	(708)	(679)	(679)	(679)	(679)	(2,739)	(2,717)	(2,666)
稅前純益	12,523	15,720	20,351	14,655	13,702	16,956	17,098	21,321	63,250	69,077	85,085
所得稅費用[利益]	(2,730)	(3,598)	(4,940)	(2,014)	(2,740)	(3,391)	(3,420)	(4,955)	(13,282)	(14,506)	(17,868)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目稅後純益	9,793	12,122	15,411	12,641	10,962	13,565	13,678	16,366	49,967	54,571	67,217
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	9,793	12,122	15,411	12,641	10,962	13,565	13,678	16,366	49,967	54,571	67,217
每股盈餘 (NT\$)	52.70	65.23	82.92	68.02	58.98	72.99	73.60	88.07	268.87	293.64	361.69
獲利率 (%)											
營業毛利率	8.7	8.6	8.8	7.7	7.4	7.3	7.0	7.1	8.4	7.2	7.1
營業利益率	7.0	7.2	7.3	6.1	5.8	5.9	5.7	6.0	6.9	5.8	5.9
EBITDA Margin	7.3	7.5	7.6	6.3	6.1	6.1	5.9	6.2	7.2	6.1	6.1
稅前純益率	7.3	7.1	7.6	6.0	5.6	5.8	5.5	5.9	7.0	5.7	5.8
稅後純益率	5.7	5.5	5.8	5.1	4.5	4.6	4.4	4.5	5.5	4.5	4.6
季成長率 (%)											
營業收入	47.6	29.4	20.9	(8.0)	(1.0)	21.0	5.0	18.0			
營業毛利	36.6	27.6	24.2	(19.7)	(4.9)	19.4	0.7	19.7			
營業收益增長	47.3	32.7	23.1	(23.5)	(5.9)	23.1	0.8	24.1			
EBITDA	42.8	31.8	22.7	(23.7)	(4.2)	22.0	0.8	23.2			
稅前純益	42.6	25.5	29.5	(28.0)	(6.5)	23.7	0.8	24.7			
稅後純益	39.0	23.8	27.1	(18.0)	(13.3)	23.7	0.8	19.7			
年成長率 (%)											
營業收入	145.1	184.9	172.8	112.3	42.4	33.2	15.7	48.4	150.7	33.9	22.1
營業毛利	92.7	125.8	125.6	73.8	21.1	13.3	(8.2)	36.9	103.8	14.0	20.6
營業收益	104.6	156.2	147.6	84.2	17.7	9.1	(10.6)	45.0	122.2	13.2	22.5
EBITDA	100.9	148.6	140.4	76.2	18.2	9.4	(10.2)	45.1	115.3	13.5	22.4
稅前純益	112.2	153.3	156.3	66.9	9.4	7.9	(16.0)	45.5	119.4	9.2	23.2
稅後純益	108.0	158.3	143.5	79.4	11.9	11.9	(11.2)	29.5	119.4	9.2	23.2

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	88,845	190,679	282,591	342,094	406,598
流動資產	79,195	173,683	249,862	305,188	366,077
現金及短期投資	37,495	48,329	64,259	54,864	60,656
存貨	30,179	86,211	124,688	169,257	206,797
應收帳款及票據	10,363	37,649	59,421	79,574	97,129
其他流動資產	1,158	1,494	1,494	1,494	1,494
非流動資產	9,650	16,996	32,729	36,905	40,521
長期投資	159	709	659	609	559
固定資產	5,626	9,163	24,946	29,172	32,839
什項資產	3,865	7,124	7,124	7,124	7,124
負債總額	46,611	102,476	171,903	206,848	241,106
流動負債	36,494	76,364	148,401	182,477	217,024
應付帳款及票據	20,169	53,585	90,682	123,096	150,398
短期借款	2,884	6,125	27,335	26,465	26,755
什項負債	13,441	16,654	30,384	32,916	39,871
長期負債	10,117	26,112	23,502	24,372	24,082
長期借款	8,443	22,004	19,394	20,264	19,974
其他負債及準備	486	852	852	852	852
股東權益總額	42,234	88,203	110,688	135,245	165,493
普通股股本	1,748	1,858	1,858	1,858	1,858
保留盈餘	-	-	22,485	47,042	77,290
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(17.4%)	49.0%	150.7%	33.9%	22.1%
營業收益增長	(11.0%)	77.1%	122.2%	13.2%	22.5%
EBITDA	(9.3%)	78.4%	115.3%	13.5%	22.4%
稅後純益	(15.0%)	89.1%	119.4%	9.2%	23.2%
每股盈餘成長率	(15.0%)	83.7%	112.4%	9.2%	23.2%
獲利能力分析					
營業毛利率	9.4%	10.4%	8.4%	7.2%	7.1%
營業利益率	6.6%	7.8%	6.9%	5.8%	5.9%
EBITDA Margin	7.0%	8.3%	7.2%	6.1%	6.1%
稅後純益率	5.0%	6.3%	5.5%	4.5%	4.6%
平均資產報酬率	13.6%	16.3%	21.1%	17.5%	18.0%
股東權益報酬率	29.7%	34.9%	50.2%	44.4%	44.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	26.8%	31.9%	42.2%	34.6%	28.2%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	17.2	24.2	25.6	28.2	35.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	24.2	(16.1)	11.4	9.9	17.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	6.0	(2.7)	1.0	0.9	1.5
流動比率 (x)	2.2	2.3	1.7	1.7	1.7
速動比率 (x)	1.3	1.1	0.8	0.7	0.7
淨負債 (NT\$百萬)	(26,168)	(20,200)	(17,530)	(8,135)	(13,928)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	68.88	126.57	268.87	293.64	361.69
每股現金盈餘 (NT\$)	131.89	(111.11)	157.38	135.71	231.06
每股淨值 (NT\$)	241.56	474.62	595.61	727.75	890.51
調整後每股淨值 (NT\$)	241.56	490.15	595.61	727.75	890.51
每股營收 (NT\$)	1,383.55	2,003.57	4,862.77	6,511.92	7,948.61
EBITDA/Share (NT\$)	96.50	167.29	348.73	395.81	484.40
每股現金股利 (NT\$)	42.00	74.00	147.88	161.50	198.93
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.72	2.58	3.82	3.87	3.95
應收帳款周轉天數	15.6	38.2	24.0	24.0	24.0
存貨周轉天數	50.2	97.6	55.0	55.0	55.0
應付帳款周轉天數	33.6	60.7	40.0	40.0	40.0
現金轉換周轉天數	32.3	75.2	39.0	39.0	39.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	241,901	360,541	903,701	1,210,181	1,477,176
營業成本	(219,244)	(323,141)	(827,475)	(1,123,250)	(1,372,380)
營業毛利	22,657	37,400	76,226	86,931	104,797
營業費用	(6,787)	(9,301)	(13,801)	(16,281)	(18,242)
營業利益	15,871	28,099	62,426	70,651	86,554
總營業外收入	909	2,120	3,563	1,143	1,196
利息收入	456	1,219	1,013	893	866
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	454	901	2,550	250	330
總營業外費用	(1,336)	(1,389)	(2,739)	(2,717)	(2,666)
利息費用	(953)	(1,242)	(2,569)	(2,537)	(2,486)
投資損失	(64)	(68)	(50)	(50)	(50)
其他營業外費用	(319)	(79)	(120)	(130)	(130)
稅前純益	15,444	28,830	63,250	69,077	85,085
所得稅費用[利益]	(3,400)	(6,054)	(13,282)	(14,506)	(17,868)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	12,044	22,776	49,967	54,571	67,217
EBITDA	16,873	30,103	64,809	73,557	90,021
每股盈餘 (NT\$)	68.88	126.57	268.87	293.64	361.69

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	23,060	(19,993)	29,248	25,220	42,940
本期純益	12,044	22,776	49,967	54,571	67,217
折舊及攤提	1,002	2,005	2,383	2,907	3,467
本期運用資金變動	8,928	(47,806)	(23,153)	(32,307)	(27,794)
其他營業資產及負債變動	1,087	3,032	50	50	50
投資活動之現金流量	(4,696)	(5,655)	(18,166)	(7,133)	(7,133)
投資用短期投資出售[新購]	-	(581)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(4,886)	(4,891)	(18,000)	(7,000)	(7,000)
其他資產變動	190	(183)	(166)	(133)	(133)
自由現金流	17,300	(28,670)	10,381	19,281	36,918
融資活動之現金流量	(7,115)	36,316	4,848	(27,482)	(30,014)
短期借款變動	393	940	18,600	-	-
長期借款變動	1,500	16,945	-	-	-
現金增資	-	27,068	-	-	-
已支付普通股股息	(8,742)	(7,343)	(13,752)	(27,482)	(30,014)
其他融資現金流	(265)	(1,294)	-	-	-
匯率影響數	13	166	-	-	-
本期產生現金流量	11,263	10,834	15,930	(9,395)	5,793

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	2.8%	2.6%	1.5%	1.3%	1.2%
= 營業利益率	6.6%	7.8%	6.9%	5.8%	5.9%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	16.2	5.5	9.9	9.7	9.9
營業利益率	6.6%	7.8%	6.9%	5.8%	5.9%
x 資本周轉率	16.2	5.5	9.9	9.7	9.9
x (1 - 有效現金稅率)	78.0%	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%
= 稅後 ROIC	82.7%	33.8%	54.2%	44.7%	45.7%

資料來源：公司資料，凱基



富世達

(6805.TW/6805 TT)

增加持股·維持

收盤價 November 20 (NT\$)	1,450
12 個月目標價 (NT\$)	1,755
前次目標價 (NT\$)	1,755
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	21.0

焦點內容

- 隨 AI 運算需求增加，液冷方案在 GPU 與 ASIC 機櫃中加速擴張。隨每櫃 QD 用量提升，AI 伺服器出貨量將驅動公司 2026 年獲利成長。
- QD 用量上升與滑軌營收將挹注 2026 年伺服器營收比重達 54% (2025 年 36%)，使 2026 年毛利率與 EPS 年增。

交易資料表

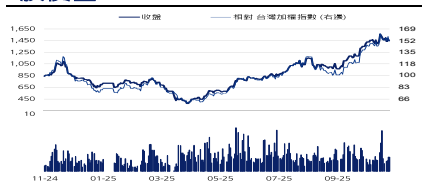
市值：(NT\$bn/US\$mn)	99.40 / 3,253
流通在外股數 (百萬股)：	68.55
外資持有股數 (百萬股)：	11.85
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.09
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	375.5 – 1,560

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	45	146.6	71.6
相對表現 (%)	28.9	119.2	50.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	3.27A	3.74A	4.87A	6.02A
2025	5.20A	4.82A	10.02A	11.02F
2026	10.73F	12.71F	16.02F	19.03F

股價圖



資料來源：TEJ

AI 伺服器帶動液冷需求上升

重要訊息

凱基預期 2026 年 GPU/ASIC AI 伺服器出貨量將大幅成長。富世達將受惠於 GB300/VR200 與 ASIC AI 伺服器機櫃快接頭用量提升。

評論及分析

GPU & ASIC AI 伺服器導入液冷使 QD 使用量大增。凱基預估 2026 年 GB/VR AI 伺服器出貨量將大幅成長至 5.5-6 萬櫃 (2025 年 2.3-2.5 萬櫃)。且 2026 年四大 CSP 之 ASIC AI 伺服器亦將放量，兩者將持續推升 2026-27 年液冷滲透率。Nvidia (美) GB300 將於 4Q25-1Q26 開始量產，其 NVL72 AI 伺服器機櫃 compute tray 與 switch tray 將採全液冷設計，其 switch tray QD 數量達 180 個 (對比 GB200 為 0)，隱含 GB300 整櫃 QD 使用量將倍增至 360 顆 (對比 GB200 之 180 顆)。而 2H26 推出的 VR200 與 VR CPX 將採用液冷方案，每台機櫃的 QD 用量更進一步提高至 648 顆。此外，AMD (美) 2026 年將推出的 MI400 系列 Helios 機櫃 (72 顆 GPU)、2027 年則推出 MI500 系列 AI 伺服器機櫃 (144 顆 GPU)，兩者皆導入液冷設計。至於 ASIC AI 方案，AWS (美) 將在部分 Trainium 2.5 與 3 晶片導入液冷設計 (Trainium 2 晶片為全氣冷)，其 QD 需求達 456 個，高於 GB300 AI 伺服器用量 (360 個)。而其他 CSP 之 ASIC 伺服器亦將採用液冷設計。我們因此預期富世達將受惠於跨平台 AI 伺服器之 QD 使用量大增。

2026 年受惠 QD 使用量上升。凱基預期 2026 年公司將受惠 GB300/VR200 機櫃放量。近期富世達已出貨 GB200/300 之 QD 模組與 switch tray QD，且公司正驗證 GB/VR 機櫃 compute tray QD 與 AMD (美) 機櫃 QD，將為明年營收潛在上檔。此外，2026 年 ASIC AI 機櫃之 QD 亦將成為主要動能。滑軌方面，公司將於 4Q25-1Q26 開始出貨 ASIC 伺服器滑軌，且公司已進入 GB300/VR200 滑軌之 RVL，2026 年有望開始出貨。QD 用量增加與滑軌營收挹注將推升公司 2026 年伺服器營收比重達 54% (相較 2025 年 36%)，此將帶動 2026 年毛利率年增至 29.5% (2025 年 25.5%)。我們預估 2026 年 EPS 將年增 88% 至 58.49 元。

投資建議

因機櫃出貨量大增與每機櫃 QD 使用量提升，我們預期富世達將成為 GPU 與 ASIC AI 伺服器需求成長的主要受惠者。我們給予富世達「增加持股」評等，目標價為 1,755 元，基於 30 倍 2026 年 EPS 預估。

投資風險

摺疊智慧型手機滲透率低；伺服器需求疲軟。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	5,014	5,644	8,188	12,325	18,456
營業毛利 (NT\$百萬)	1,166	1,318	1,827	3,161	5,437
營業利益 (NT\$百萬)	775	881	1,197	2,510	4,566
稅後淨利 (NT\$百萬)	564	628	1,227	2,129	4,010
每股盈餘 (NT\$)	9.33	10.18	17.90	31.06	58.49
每股現金股利 (NT\$)	4.00	5.50	8.00	15.53	29.24
每股盈餘成長率 (%)	0.5	9.1	75.8	73.5	88.3
本益比 (x)	155.4	142.4	81.0	46.7	24.8
股價淨值比 (x)	36.7	21.6	17.9	15.0	11.5
EV/EBITDA (x)	95.3	83.4	66.2	31.0	17.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.3	0.4	0.6	1.1	2.0
股東權益報酬率 (%)	25.3	18.0	24.2	35.0	52.7

資料來源：公司資料，凱基

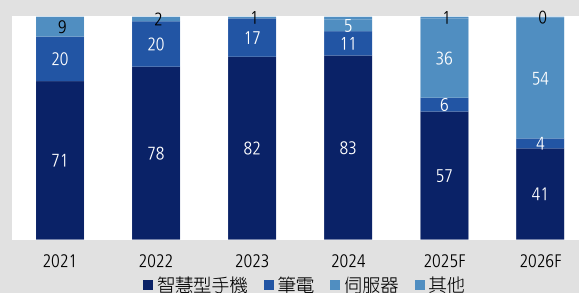
圖 1: 公司概况

富世達成立於 2001 年，2023 年於台灣證券交易所上市。富世達專精於軸承製造，主要產品包含折疊智慧型手機軸承（2024 年營收佔比 83%）、筆電軸承（11%）、伺服器（5%）以及其他應用（1%）。

資料來源：凱基

圖 2: 2024-26 年伺服器營收比重持續擴增

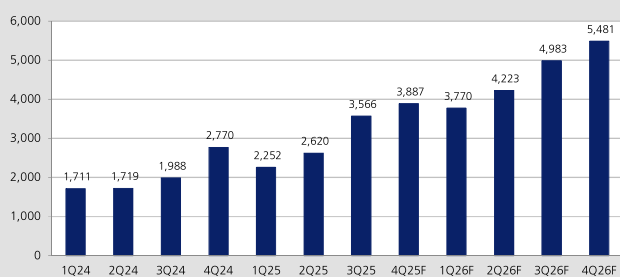
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3: 季營業收入

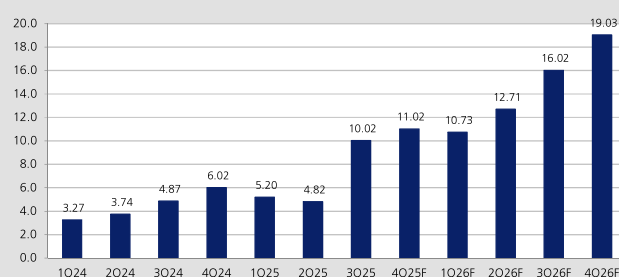
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

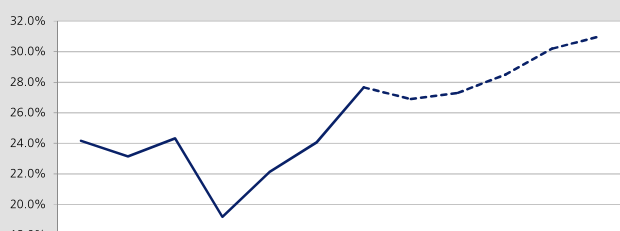
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

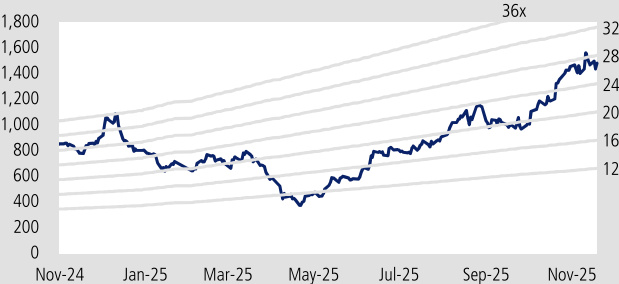
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 未來一年預估本益比區間

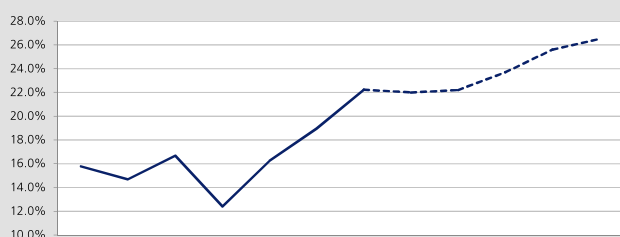
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7: 營業利潤率

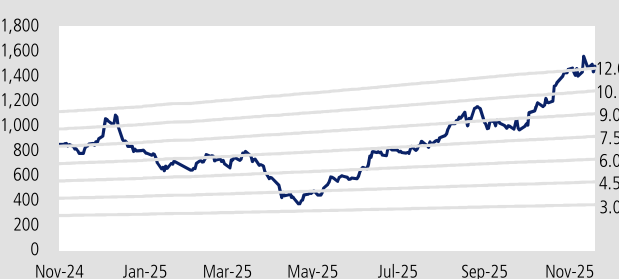
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	2,252	2,620	3,566	3,887	3,770	4,223	4,983	5,481	8,188	12,325	18,456
營業成本	(1,753)	(1,990)	(2,579)	(2,841)	(2,741)	(3,019)	(3,478)	(3,782)	(6,361)	(9,164)	(13,020)
營業毛利	498	631	986	1,046	1,029	1,203	1,505	1,699	1,827	3,161	5,437
營業費用	(133)	(134)	(194)	(190)	(192)	(203)	(229)	(247)	(630)	(651)	(871)
營業利益	366	497	793	855	837	1,001	1,276	1,452	1,197	2,510	4,566
折舊	(70)	(71)	(74)	(232)	(134)	(134)	(134)	(134)	(188)	(447)	(537)
攤提	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(8)	(11)	(11)
EBITDA	438	570	869	1,090	974	1,138	1,412	1,589	1,394	2,968	5,113
利息收入	18	18	10	26	21	21	21	21	64	71	82
投資利益淨額	-	-	1	(1)	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	41	18	7	105	43	43	43	43	170	171	170
總營業外收入	58	36	18	129	63	63	63	63	234	242	252
利息費用	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(12)	(14)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	-	(135)	22	(87)	(8)	(8)	(8)	(8)	75	(200)	(30)
總營業外費用	(3)	(138)	19	(92)	(11)	(11)	(11)	(11)	63	(214)	(44)
稅前純益	420	395	830	893	889	1,053	1,327	1,504	1,495	2,538	4,773
所得稅費用[利益]	(64)	(64)	(143)	(137)	(153)	(182)	(229)	(200)	(267)	(409)	(764)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	357	330	687	756	736	871	1,098	1,305	1,227	2,129	4,010
非常項目	(0)	(0)	0	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	357	330	687	756	736	871	1,098	1,305	1,227	2,129	4,010
每股盈餘 (NT\$)	5.20	4.82	10.02	11.02	10.73	12.71	16.02	19.03	17.90	31.06	58.49
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.1	24.1	27.7	26.9	27.3	28.5	30.2	31.0	22.3	25.6	29.5
營業利益率	16.2	19.0	22.2	22.0	22.2	23.7	25.6	26.5	14.6	20.4	24.7
EBITDA Margin	19.5	21.8	24.4	28.1	25.8	26.9	28.3	29.0	17.0	24.1	27.7
稅前純益率	18.7	15.1	23.3	23.0	23.6	24.9	26.6	27.4	18.3	20.6	25.9
稅後純益率	15.8	12.6	19.3	19.4	19.5	20.6	22.0	23.8	15.0	17.3	21.7
季成長率 (%)											
營業收入	(18.7)	16.4	36.1	9.0	(3.0)	12.0	18.0	10.0			
營業毛利	(6.3)	26.5	56.4	6.0	(1.6)	16.9	25.0	12.9			
營業收益增長	6.5	35.8	59.6	7.9	(2.1)	19.6	27.5	13.9			
EBITDA	11.2	30.1	52.3	25.5	(10.7)	16.8	24.2	12.5			
稅前純益	(11.6)	(6.1)	110.4	7.5	(0.4)	18.4	26.1	13.3			
稅後純益	(13.7)	(7.3)	108.0	10.0	(2.7)	18.4	26.1	18.8			
年成長率 (%)											
營業收入	31.6	52.4	79.3	40.3	67.4	61.2	39.7	41.0	45.1	50.5	49.8
營業毛利	20.5	58.5	103.9	96.6	106.5	90.8	52.5	62.5	38.6	73.0	72.0
營業收益	35.5	96.7	139.0	149.1	128.9	101.5	60.9	69.9	36.0	109.6	81.9
EBITDA	42.0	92.9	119.9	176.6	122.2	99.5	62.6	45.7	37.6	113.0	72.3
稅前純益	29.9	24.6	119.3	87.7	111.4	166.7	59.9	68.5	64.0	69.8	88.1
稅後純益	59.2	28.9	105.6	83.0	106.3	163.7	59.9	72.6	95.5	73.5	88.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	5,704	8,930	12,758	12,886	16,828
流動資產	5,272	8,464	11,664	11,939	16,117
現金及短期投資	3,902	5,898	6,336	6,633	9,789
存貨	882	999	2,902	2,511	3,032
應收帳款及票據	447	1,462	2,163	2,532	3,034
其他流動資產	41	106	263	263	263
非流動資產	431	466	1,094	947	711
長期投資	-	-	71	71	71
固定資產	312	359	758	611	375
什項資產	119	107	264	264	264
負債總額	3,318	4,335	7,212	6,275	8,212
流動負債	2,701	3,830	6,533	5,596	7,533
應付帳款及票據	1,455	2,744	5,093	3,640	4,637
短期借款	703	440	430	430	430
什項負債	542	646	1,009	1,525	2,465
長期負債	617	505	679	679	679
長期借款	258	-	-	-	-
其他負債及準備	309	457	535	535	535
股東權益總額	2,386	4,595	5,546	6,611	8,616
普通股本	605	686	686	686	686
保留盈餘	976	1,329	2,076	3,140	5,145
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股投資資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	(0.1%)	12.6%	45.1%	50.5%	49.8%
營業收益增長	(4.2%)	13.7%	36.0%	109.6%	81.9%
EBITDA	(4.8%)	13.8%	37.6%	113.0%	72.3%
稅後純益	5.8%	11.3%	95.5%	73.5%	88.3%
每股盈餘成長率	0.5%	9.1%	75.8%	73.5%	88.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	23.3%	23.3%	22.3%	25.6%	29.5%
營業利益率	15.5%	15.6%	14.6%	20.4%	24.7%
EBITDA Margin	17.8%	17.9%	17.0%	24.1%	27.7%
稅後純益率	11.3%	11.1%	15.0%	17.3%	21.7%
平均資產報酬率	10.7%	8.6%	11.3%	16.6%	27.0%
股東權益報酬率	25.3%	18.0%	24.2%	35.0%	52.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	40.3%	9.6%	7.8%	6.5%	5.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	30.4	32.4	129.0	176.5	331.1
利息及短期償保障倍數 (x)	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	81.7	42.0	120.7	79.9	313.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.2	2.6	3.2	2.6	10.2
流動比率 (x)	2.0	2.2	1.8	2.1	2.1
速動比率 (x)	1.6	1.9	1.3	1.7	1.7
淨負債 (NT\$百萬)	(2,880)	(5,458)	(5,906)	(6,203)	(9,358)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.33	10.18	17.90	31.06	58.49
每股現金盈餘 (NT\$)	38.34	19.76	20.55	16.86	66.09
每股淨值 (NT\$)	39.47	67.03	80.91	96.44	125.68
調整後每股淨值 (NT\$)	39.47	74.53	80.91	96.44	125.68
每股營收 (NT\$)	82.94	91.54	119.43	179.78	269.22
EBITDA/Share (NT\$)	14.72	16.43	20.33	43.29	74.58
每股現金股利 (NT\$)	4.00	5.50	8.00	15.53	29.24
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.95	0.77	0.76	0.96	1.24
應收帳款周轉天數	32.6	94.5	96.7	75.0	60.0
存貨周轉天數	83.6	84.3	167.0	100.0	85.0
應付帳款周轉天數	138.1	231.5	293.1	145.0	130.0
現金轉換周轉天數	(21.8)	(52.7)	(29.4)	30.0	15.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	5,014	5,644	8,188	12,325	18,456
營業成本	(3,848)	(4,326)	(6,361)	(9,164)	(13,020)
營業毛利	1,166	1,318	1,827	3,161	5,437
營業費用	(391)	(437)	(630)	(651)	(871)
營業利益	775	881	1,197	2,510	4,566
總營業外收入	98	92	234	242	252
利息收入	13	30	64	71	82
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	85	62	170	171	170
總營業外費用	(38)	(61)	63	(214)	(44)
利息費用	(28)	(29)	(12)	(14)	(14)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(9)	(32)	75	(200)	(30)
稅前純益	835	911	1,495	2,538	4,773
所得稅費用 [利益]	(271)	(283)	(267)	(409)	(764)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	564	628	1,227	2,129	4,010
EBITDA	890	1,013	1,394	2,968	5,113
每股盈餘 (NT\$)	9.33	10.18	17.90	31.06	58.49

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	2,318	1,218	1,409	1,156	4,531
本期純益	564	628	1,227	2,129	4,010
折舊及攤提	115	132	196	458	547
本期運用資金變動	1,227	145	(447)	(1,431)	(26)
其他營業資產及負債變動	412	314	433	-	0
投資活動之現金流量	(119)	(182)	(664)	(311)	(311)
投資用短期投資出售 [新購]	-	-	(72)	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(106)	(189)	(541)	(300)	(300)
其他資產變動	(13)	7	(51)	(11)	(11)
自由現金流	1,755	688	183	822	4,046
融資活動之現金流量	(214)	1,071	(422)	(548)	(1,065)
短期借款變動	118	16	20	-	-
長期借款變動	(41)	(567)	-	-	-
現金增資	-	1,835	-	-	-
已支付普通股股息	(272)	(242)	(377)	(548)	(1,065)
其他融資現金流	(19)	28	(65)	(0)	(0)
匯率影響數	2	(49)	114		
本期產生現金流量	1,986	2,058	438	297	3,156

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	7.8%	7.7%	7.7%	5.3%	4.7%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	15.5%	15.6%	14.6%	20.4%	24.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.0)
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	(18.1)	(12.8)	157.1	15.0	(55.8)
營業利益率	15.5%	15.6%	14.6%	20.4%	24.7%
x 資本周轉率	(18.1)	(12.8)	157.1	15.0	(55.8)
x (1 - 有效現金稅率)	67.6%	68.9%	82.1%	83.9%	84.0%
= 稅後 ROIC	(188.7%)	(138.2%)	1886.5%	256.8%	(1160.0%)

資料來源：公司資料，凱基

台光電

(2383.TW/2383 TT)



增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	1,430
12 個月目標價 (NT\$)	1,425
前次目標價 (NT\$)	1,425
維持 (%)	0.0
下跌空間 (%)	0.3

焦點內容

1. 受惠 AI Server PCB 採多層高階材料趨勢
2. 4Q25 營收可望持平至微減優於市場預期。
3. 1Q26 不看淡，逐季成長，M9 材料提升 2H26 毛利。

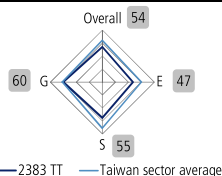
交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	512 / 16,766		
流通在外股數 (百萬股)：	358.3		
外資持有股數 (百萬股)：	153.4		
3M 平均成交量 (百萬股)：	3.92		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	407.0－1,470		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	24.3	111.5	219.6
相對表現 (%)	8.2	84.1	198.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	5.76A	7.08A	7.30A	7.69A
2025	10.01A	10.02A	11.19A	11.70F
2026	11.77F	14.63F	17.19F	21.15F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

搭乘 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢

重要訊息

我們預期台光電將受惠 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢。

評論及分析

AI Server PCB 採多層高階材料趨勢。我們預期 2026 Nvidia Rubin 主運算 PCB 板層數持續提升 (Compute tray 提升至 6 階 HDL 24L 之上，Switch tray 由 22L 提升至 32L)，而 CSP ASIC PCB 層數由 30 層起跳，以上皆採用更低粗糙度 HVLP4 銅箔。此外，我們並預期 2H26 Vera Rubin CPX (CPX, midplane)、1.6T 交換機 PCB 將採用 M9 規格。Prismark 預估 ultra low loss (M7)、extreme low loss (M8) 2024-29 出貨面積需求年複合成長率達 26%、34%。

4Q25 營收可望持平至微減優於市場預期。我們上調 4Q25 營收預估 0.4% 至 250 億約季減 0.4%，毛利率季微減至 30.0%；其中基建網通營收呈季增，儘管 AWS 轉換期，但包含 GPU、其他 ASIC、800G 需求持續提升；車用營收呈季增則因美系客戶恢復拉貨；而手持裝置營收呈季下滑因備貨旺季已過。

1Q26 不看淡，逐季成長，M9 材料提升 2H26 毛利。(1) 2H26 VR200 NVL 144 CPX 機櫃中，midplane PCB 將採用 M9 材料，而 CPX PCB 尚未定案，M8.5 或 M9 皆測試中，而 1.6T 交換機亦有機會採用 M9。(2) 公司於原物料 (玻纖布、銅箔) 供應無虞，皆已提前訂購備妥需要數量，亦同時驗證替代供應商。(3) 2025-26 資本支出 110 億、150 億，月產能規劃 2025-26 年達 585 萬張、750 萬張依舊。

投資建議

看好公司搭乘 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢，我們給予「增加持股」的評等，目標價 1425 元，相當於 2026 年每股盈餘 22 倍本益比。

投資風險

客戶需求不如預期；競爭對手進度超前。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	38,673	41,296	64,377	94,367	124,200
營業毛利 (NT\$百萬)	9,710	11,333	17,970	28,516	40,041
營業利益 (NT\$百萬)	6,225	7,346	12,152	19,354	29,500
稅後淨利 (NT\$百萬)	5,073	5,488	9,578	15,096	23,148
每股盈餘 (NT\$)	15.24	16.35	27.81	42.22	64.74
每股現金股利 (NT\$)	8.50	10.00	17.00	25.33	38.85
每股盈餘成長率 (%)	(7.7)	7.3	70.1	51.8	53.3
本益比 (x)	93.8	87.5	51.4	33.9	22.1
股價淨值比 (x)	21.6	18.3	14.1	10.6	8.1
EV/EBITDA (x)	67.9	55.6	35.5	24.4	16.4
淨負債比率 (%)	Net cash	2.7	4.5	10.7	13.9
殖利率 (%)	0.6	0.7	1.2	1.8	2.7
股東權益報酬率 (%)	24.3	22.5	30.9	36.8	42.9

資料來源：公司資料，凱基

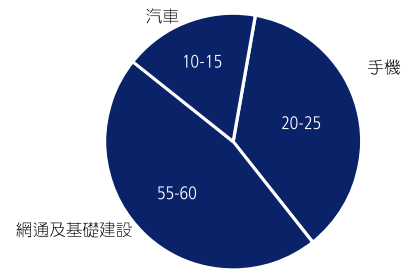
圖 1: 公司概況

台光電子成立於 1992 年，為台灣前四大銅箔基板(CCL)廠商之一，全球最大無鹵素環保基板供應商，主要生產銅箔基板、黏合片(PP)以及多層壓合板(M/L)。台光電 2024 年終端應用營收占比分別為手機 20-25%、網通 55-60% 及汽車 10-15%，目前單月產能可達銅箔基板 585 萬張。

資料來源：凱基

圖 2: 2024 產品比重

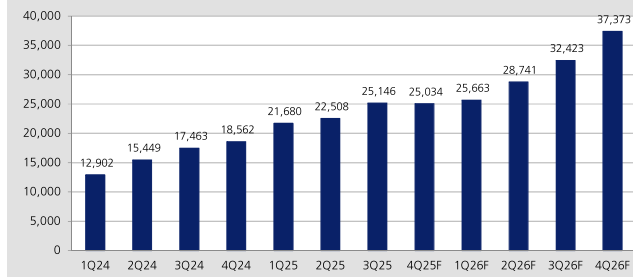
產品比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入

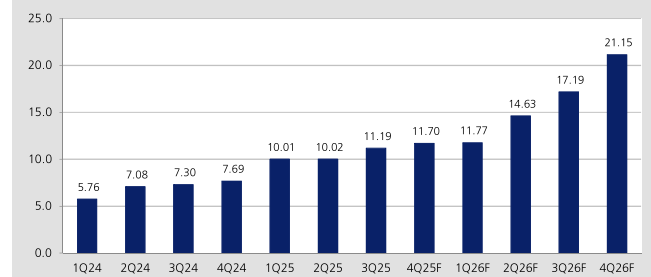
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

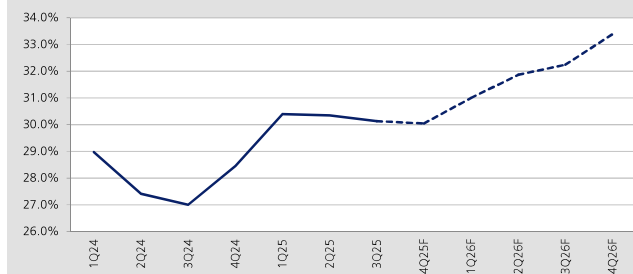
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

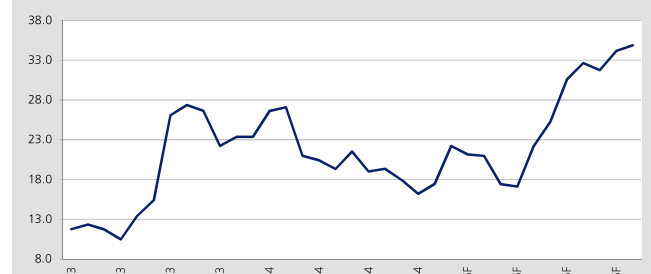
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

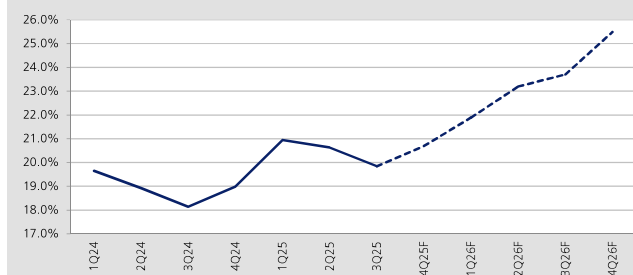
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

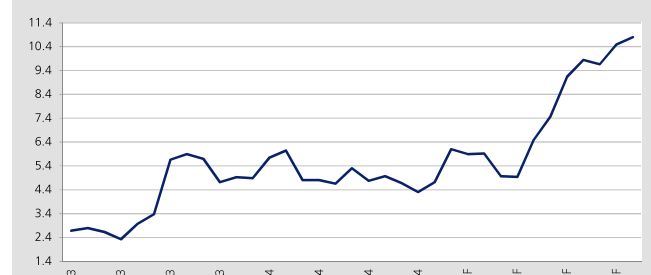
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比

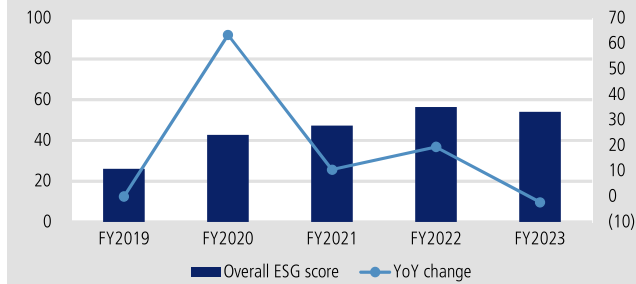
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數

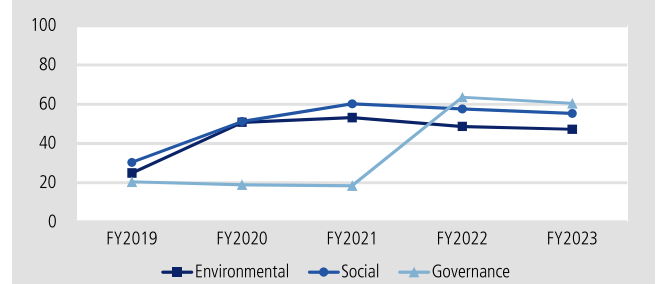
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10：ESG 各項分數

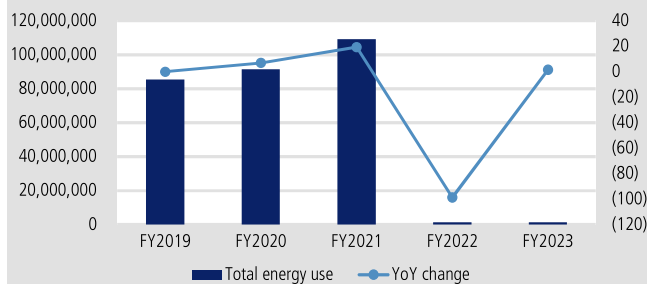
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11：能源消耗

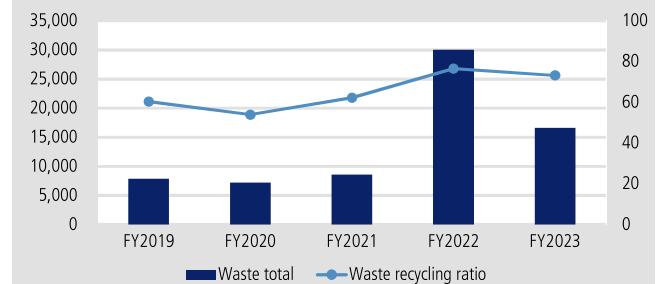
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：廢棄物總量

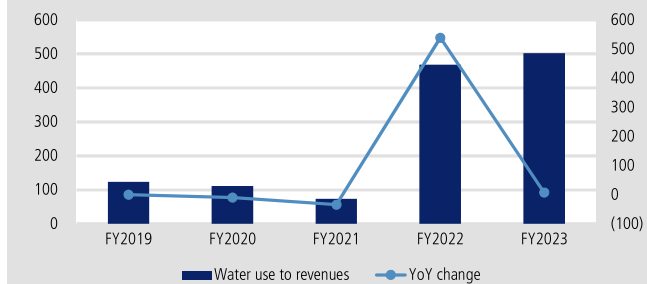
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：耗水量

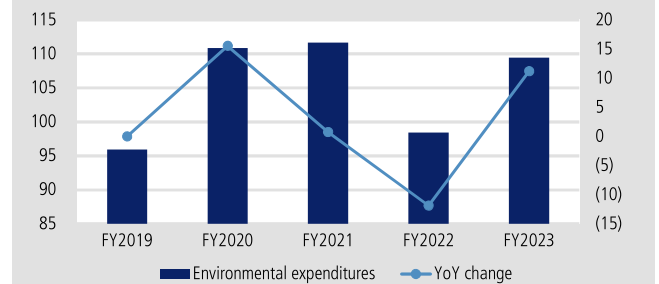
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：環境支出

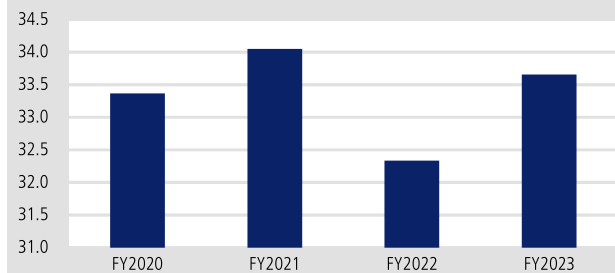
環境支出，百萬元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：員工流動率

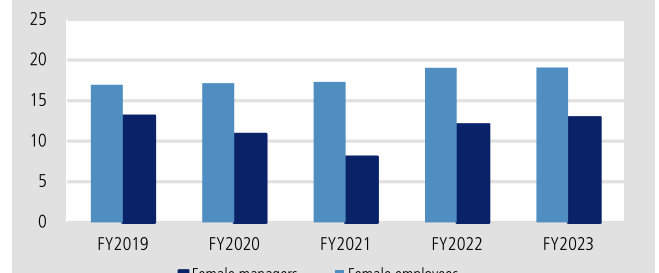
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	21,680	22,508	25,146	25,034	25,663	28,741	32,423	37,373	64,377	94,367	124,200
營業成本	(15,090)	(15,678)	(17,570)	(17,514)	(17,709)	(19,583)	(21,971)	(24,897)	(46,407)	(65,852)	(84,159)
營業毛利	6,590	6,829	7,576	7,520	7,954	9,158	10,453	12,477	17,970	28,516	40,041
營業費用	(2,051)	(2,186)	(2,586)	(2,340)	(2,336)	(2,490)	(2,767)	(2,948)	(5,818)	(9,162)	(10,541)
營業利益	4,540	4,644	4,990	5,180	5,618	6,668	7,686	9,528	12,152	19,354	29,500
折舊	(454)	(433)	(425)	(446)	(513)	(513)	(513)	(513)	(1,714)	(1,758)	(2,052)
攤提	(14)	(14)	(13)	(22)	(17)	(17)	(17)	(17)	(55)	(62)	(66)
EBITDA	5,008	5,090	5,428	5,648	6,147	7,197	8,216	10,058	13,921	21,174	31,618
利息收入	43	66	77	77	77	77	77	77	144	262	308
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	160	90	90	90	90	-	160	360
總營業外收入	43	66	77	237	167	167	167	167	144	422	668
利息費用	(108)	(114)	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)	(459)	(467)	(490)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	192	(128)	177	-	-	-	-	-	297	241	-
總營業外費用	85	(243)	54	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)	(162)	(226)	(490)
稅前純益	4,667	4,467	5,121	5,295	5,662	6,712	7,731	9,573	12,133	19,550	29,678
所得稅費用[利益]	(1,200)	(989)	(1,157)	(1,112)	(1,455)	(1,483)	(1,585)	(2,010)	(2,564)	(4,459)	(6,534)
少數股東損益	2	0	-	1	1	1	1	1	9	3	4
非常項目稅後純益	3,469	3,478	3,964	4,184	4,208	5,230	6,147	7,563	9,578	15,095	23,148
非常項目	0	0	1	-	-	-	-	-	-	1	-
稅後淨利	3,469	3,478	3,965	4,184	4,208	5,230	6,147	7,563	9,578	15,096	23,148
每股盈餘 (NT\$)	10.01	10.02	11.19	11.70	11.77	14.63	17.19	21.15	27.81	42.22	64.74
獲利率 (%)											
營業毛利率	30.4	30.3	30.1	30.0	31.0	31.9	32.2	33.4	27.9	30.2	32.2
營業利益率	20.9	20.6	19.8	20.7	21.9	23.2	23.7	25.5	18.9	20.5	23.8
EBITDA Margin	23.1	22.6	21.6	22.6	24.0	25.0	25.3	26.9	21.6	22.4	25.5
稅前純益率	21.5	19.8	20.4	21.1	22.1	23.4	23.8	25.6	18.8	20.7	23.9
稅後純益率	16.0	15.5	15.8	16.7	16.4	18.2	19.0	20.2	14.9	16.0	18.6
季成長率 (%)											
營業收入	16.8	3.8	11.7	(0.4)	2.5	12.0	12.8	15.3			
營業毛利	24.8	3.6	10.9	(0.7)	5.8	15.1	14.1	19.4			
營業收益增長	28.8	2.3	7.5	3.8	8.4	18.7	15.3	24.0			
EBITDA	25.7	1.6	6.6	4.1	8.8	17.1	14.1	22.4			
稅前純益	38.5	(4.3)	14.6	3.4	6.9	18.5	15.2	23.8			
稅後純益	31.0	0.3	14.0	5.5	0.6	24.3	17.5	23.0			
年成長率 (%)											
營業收入	68.0	45.7	44.0	34.9	18.4	27.7	28.9	49.3	55.9	46.6	31.6
營業毛利	76.3	61.3	60.7	42.4	20.7	34.1	38.0	65.9	58.6	58.7	40.4
營業收益	79.0	58.8	57.6	47.0	23.7	43.6	54.0	83.9	65.4	59.3	52.4
EBITDA	70.4	50.9	49.7	41.7	22.7	41.4	51.4	78.1	61.0	52.1	49.3
稅前純益	78.6	50.1	61.3	57.1	21.3	50.3	51.0	80.8	63.5	61.1	51.8
稅後純益	75.3	42.8	57.6	58.0	21.3	50.4	55.0	80.8	74.5	57.6	53.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	43,382	53,427	76,080	102,973	134,930
流動資產	26,580	33,675	51,494	69,140	88,140
現金及短期投資	10,444	9,259	14,989	16,476	19,709
存貨	4,236	6,135	9,437	13,429	17,162
應收帳款及票據	11,683	17,327	25,897	38,065	50,099
其他流動資產	217	955	1,171	1,171	1,171
非流動資產	16,803	19,752	24,586	33,833	46,790
長期投資	-	6	18	18	18
固定資產	14,680	16,655	21,387	30,634	43,591
什項資產	2,123	3,092	3,181	3,181	3,181
負債總額	21,308	26,617	40,986	56,081	74,018
流動負債	15,760	23,073	30,182	41,517	54,040
應付帳款及票據	6,513	10,489	15,963	22,714	29,029
短期借款	5,299	7,866	7,781	8,971	10,224
什項負債	3,947	4,718	6,438	9,832	14,787
長期負債	5,548	3,544	10,804	14,564	19,978
長期借款	4,218	2,109	8,772	12,531	17,946
其他負債及準備	1,019	1,137	1,397	1,397	1,397
股東權益總額	22,075	26,809	35,094	46,893	60,912
普通股股本	3,329	3,432	3,466	3,466	3,466
保留盈餘	13,361	15,864	21,128	26,935	35,840
少數股東權益	-	-	(17)	(20)	(24)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	0.4%	6.8%	55.9%	46.6%	31.6%
營業收益增長	(10.1%)	18.0%	65.4%	59.3%	52.4%
EBITDA	(8.4%)	23.6%	61.0%	52.1%	49.3%
稅後純益	(7.7%)	8.2%	74.5%	57.6%	53.3%
每股盈餘成長率	(7.7%)	7.3%	70.1%	51.8%	53.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	25.1%	27.4%	27.9%	30.2%	32.2%
營業利益率	16.1%	17.8%	18.9%	20.5%	23.8%
EBITDA Margin	18.1%	20.9%	21.6%	22.4%	25.5%
稅後純益率	13.1%	13.3%	14.9%	16.0%	18.6%
平均資產報酬率	12.7%	11.3%	14.8%	16.9%	19.5%
股東權益報酬率	24.3%	22.5%	30.9%	36.8%	42.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	43.1%	37.2%	47.2%	45.9%	46.2%
淨負債比率	Net cash	2.7%	4.5%	10.7%	13.9%
利息保障倍數 (x)	35.2	24.3	27.4	42.9	61.5
利息及短期債保障倍數 (x)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	40.7	9.1	15.8	16.1	32.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.4	0.4	0.9	0.8	1.5
流動比率 (x)	1.7	1.5	1.7	1.7	1.6
速動比率 (x)	1.4	1.2	1.4	1.3	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(926)	716	1,565	5,027	8,462
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	15.24	16.35	27.81	42.22	64.74
每股現金盈餘 (NT\$)	22.52	8.61	21.09	21.00	44.23
每股淨值 (NT\$)	66.31	78.12	101.29	135.34	175.79
調整後每股淨值 (NT\$)	66.31	79.86	101.93	131.21	170.43
每股營收 (NT\$)	116.16	123.01	186.89	263.94	347.38
EBITDA/Share (NT\$)	21.03	25.76	40.41	59.22	88.43
每股現金股利 (NT\$)	8.50	10.00	17.00	25.33	38.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.97	0.85	0.99	1.05	1.04
應收帳款周轉天數	110.3	153.1	147.2	147.2	147.2
存貨周轉天數	53.4	74.7	74.4	74.4	74.4
應付帳款周轉天數	82.1	127.8	125.9	125.9	125.9
現金轉換周轉天數	81.6	100.1	95.8	95.8	95.8

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	38,673	41,296	64,377	94,367	124,200
營業成本	(28,962)	(29,964)	(46,407)	(65,852)	(84,159)
營業毛利	9,710	11,333	17,970	28,516	40,041
營業費用	(3,485)	(3,987)	(5,818)	(9,162)	(10,541)
營業利益	6,225	7,346	12,152	19,354	29,500
總營業外收入	62	121	144	422	668
利息收入	62	121	144	262	308
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	160	360
總營業外費用	8	(47)	(162)	(226)	(490)
利息費用	(184)	(319)	(459)	(467)	(490)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	193	271	297	241	-
稅前純益	6,296	7,420	12,133	19,550	29,678
所得稅費用[利益]	(1,220)	(1,931)	(2,564)	(4,459)	(6,534)
少數股東損益	(3)	-	9	3	4
非常項目	-	(0)	0	1	-
稅後淨利	5,073	5,488	9,578	15,096	23,148
EBITDA	7,000	8,648	13,921	21,174	31,618
每股盈餘 (NT\$)	15.24	16.35	27.81	42.22	64.74

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	7,498	2,890	7,263	7,507	15,814
本期純益	5,073	5,488	9,578	15,096	23,148
折舊及攤提	774	1,302	1,769	1,820	2,118
本期運用資金變動	1,353	(4,019)	(5,974)	(9,409)	(9,452)
其他營業資產及負債變動	298	118	1,890	-	-
投資活動之現金流量	(6,596)	(4,057)	(5,901)	(11,067)	(15,075)
投資用短期投資出售[新購]	(21)	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(6,493)	(3,281)	(5,867)	(11,005)	(15,009)
其他資產變動	(82)	(776)	(34)	(62)	(66)
自由現金流	610	(612)	(543)	(3,716)	596
融資活動之現金流量	2,687	109	4,116	5,047	2,494
短期借款變動	2,575	1,441	(820)	-	-
長期借款變動	3,657	1,512	8,386	4,949	6,668
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(3,333)	(2,830)	(3,439)	(5,894)	(9,288)
其他融資現金流	(211)	(15)	(11)	5,992	5,115
匯率影響數	211	(126)	251	-	-
本期產生現金流量	3,802	(1,185)	5,729	1,487	3,233

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	9.0%	9.7%	9.0%	9.7%	8.5%
= 營業利益率	16.1%	17.8%	18.9%	20.5%	23.8%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8
營業利益率	16.1%	17.8%	18.9%	20.5%	23.8%
x 資本周轉率	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	80.6%	74.0%	78.9%	77.2%	78.0%
= 稅後 ROIC	24.0%	20.6%	26.8%	29.2%	33.6%

資料來源：公司資料，凱基



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	171.5
12 個月目標價 (NT\$)	202.0
前次目標價 (NT\$)	202.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	17.8

焦點內容

1. AI 伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大，帶動 2026 供需收斂。
2. 4Q25 載板價格續揚，毛利率可望回升。
3. 1H26 缺布效應緩解。

交易資料表

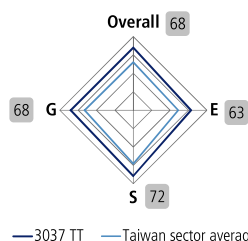
市值：(NT\$bn/US\$mn)	270.2/8,8429.6
流通在外股數 (百萬股)：	1,576
外資持有股數 (百萬股)：	563
3M 平均成交量 (百萬股)：	29.14
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	70.40 - 178.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	28.5	70.6	8.9
相對表現 (%)	12.4	43.2	-12

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	1.60A	1.05A	0.66A	0.04A
2025	0.60A	0.02A	1.44A	1.52F
2026	1.68F	2.09F	2.35F	3.04F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

欣興 (3037.TW/3037 TT)



AI 伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大

重要訊息

我們預期欣興將受惠 AI 伺服器載板高速多層趨勢。

評論及分析

AI 伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大，帶動 2026 供需收斂。我們認為 2026 在 Rubin 及 Rubin ultra ABF 載板尺寸進一步提升至 100 × 91 mm²、153 × 77.5 mm²，層數由 12-14L 提升至 18-20L，若考量良率及排版效率，產能面積消耗量為 PC (40*40 mm²、8-10L) 之 5-10 倍。在 AI 驅動高階 ABF 需求下，供需失衡加速改善，2026 年供過於求收斂至 8% 以下，而缺布效應擴大下 ABF 將提早漲價。我們預期缺布效應擴大下 ABF 將提早於 4Q25 漲價，2H26 因供需結構漲勢增大，1Q-4Q26 漲幅走勢預估 2%、2-3%、3-4%、3-4%。

4Q25 載板價格續揚，毛利率可望回升。預期本季稼動率載板季增至 80-85%、HDI 85-90% 季持平、PCB 85-90% 季持平，HDI 營收因產線持續調整完畢預期季增達雙位數。受限於缺布效應，我們認為 T-glass 之 BT 載板產業價格於 3Q25 部分產品調漲雙位數以上不等，4Q25 ABF 由 1H26 提前至 4Q25 啟動，提前接棒 BT 反應漲價。

1H26 缺布效應緩解。摘要如下：(1) 由於採用 T-glass 布替代供應商已逐漸成下游廠商共識，1Q26 陸續上線後緩解部分供應緊缺，我們並預期 1Q26 起 ABF 每季 2% 以上漲幅展開，2H26 漲勢加大因結構性供需收斂。(2) ABF 光復廠進度符合預期，預計 2026 年擴產持續；楊梅廠則稼動率逐步提升，2H25 起營收逐步貢獻。(3) 2025 大載板 NPI 規格為 120X150(mm)，CPO 及光模塊載板規格亦呈大型化 NPI 規格分別為 120X150(mm)、110X110(mm)。

投資建議

在 AI 伺服器整晶片密度持續提高帶動載板尺寸放大，帶動 2026 供需收斂，而缺布效應擴大下 ABF 將提早漲勢，我們給予「增加持股」評等、目標價 202 元，相當於 2026 年每股盈餘 22 倍本益比。

投資風險

供過於求造成價格壓力，擴廠效益與市場需求不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	104,036	115,373	131,501	165,962	206,312
營業毛利 (NT\$百萬)	20,302	16,315	18,441	30,663	41,055
營業利益 (NT\$百萬)	8,729	4,984	6,717	17,071	25,132
稅後淨利 (NT\$百萬)	11,980	5,082	5,464	14,007	20,375
每股盈餘 (NT\$)	7.88	3.34	3.57	9.16	13.32
每股現金股利 (NT\$)	3.00	1.50	1.61	4.12	5.99
每股盈餘成長率 (%)	(60.7)	(57.6)	6.9	156.3	45.5
本益比 (x)	21.8	51.3	48.0	18.7	12.9
股價淨值比 (x)	2.9	2.8	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	9.0	10.4	9.3	6.1	4.6
淨負債比率 (%)	Net cash	0.0	1.1	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.7	0.9	0.9	2.4	3.5
股東權益報酬率 (%)	13.6	5.5	5.7	13.5	17.5

資料來源：公司資料、凱基

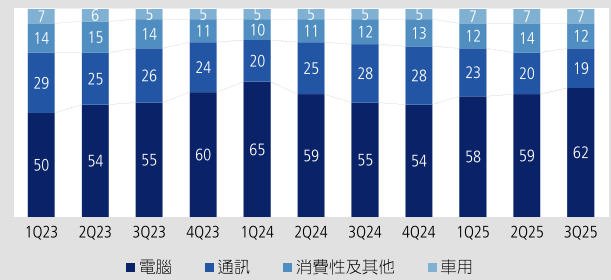
圖 1: 公司概況

欣興電子成立於民國 79 年 1 月，總部位於桃園龜山，主要從事印刷電路板與 IC 載板之生產，公司過去數度透過併購其他印刷電路板廠提高市佔率，2009 年完成全懋科技合併案後，一度躍升為全球最大印刷電路板供應商。公司 2024 年產品比重依技術別：IC 基板 61%、HDI 24%、PCB 10%、軟板及其他 4%；依應用別：電腦 58%、通訊 26%、消費性及其他 14%、車用 6%。

資料來源：凱基

圖 2: 產品比重

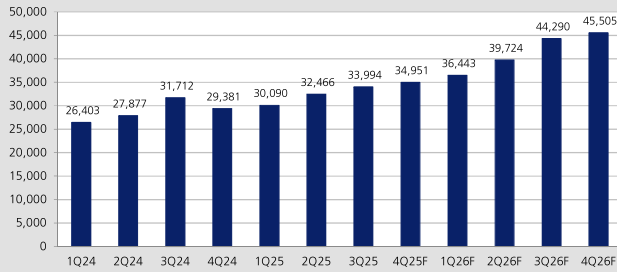
產品比重，百分比



資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

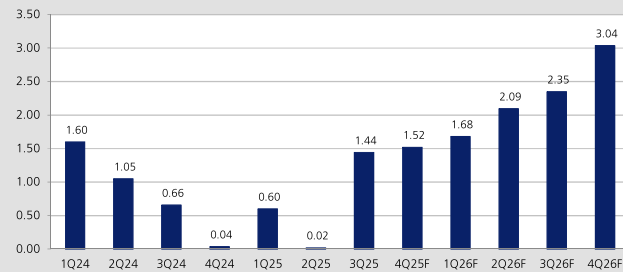
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

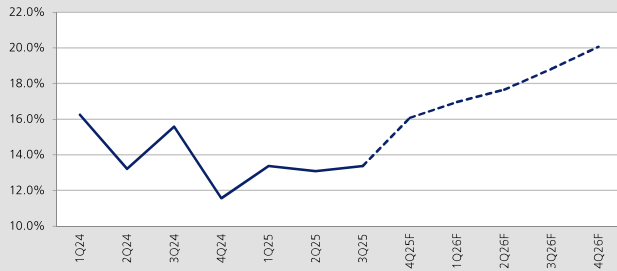
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

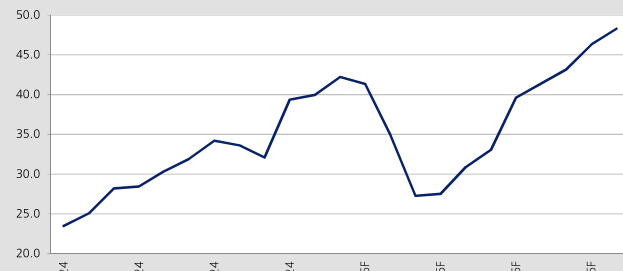
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

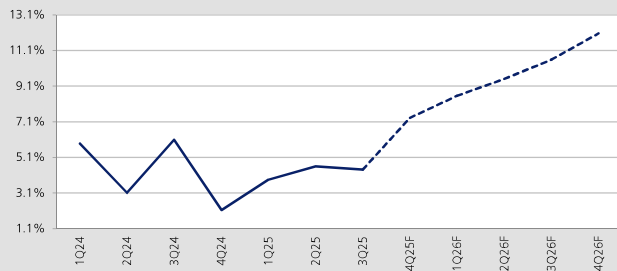
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比

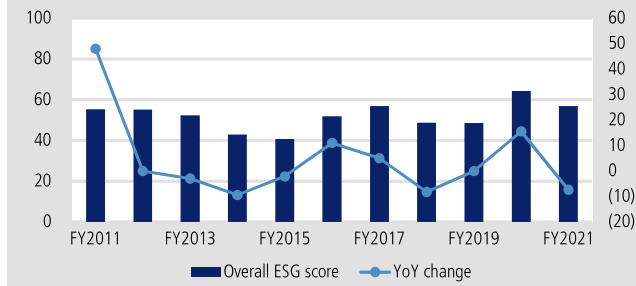
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數

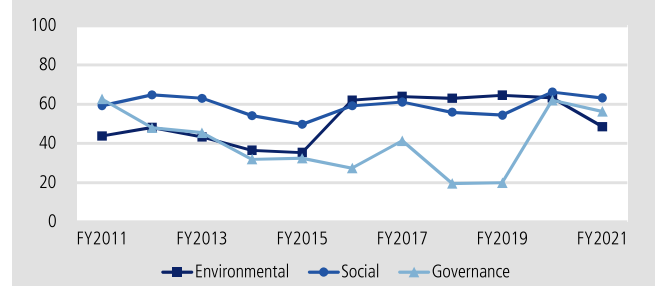
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10：ESG 各項分數

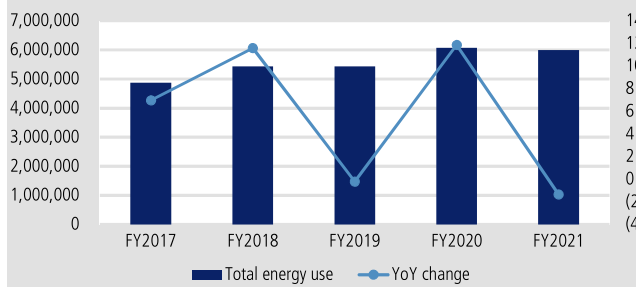
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11：能源消耗

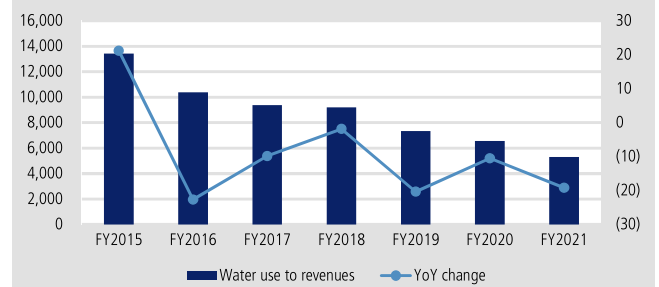
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12：耗水量

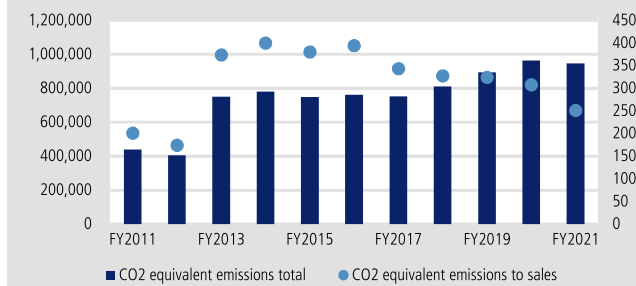
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13：碳排量

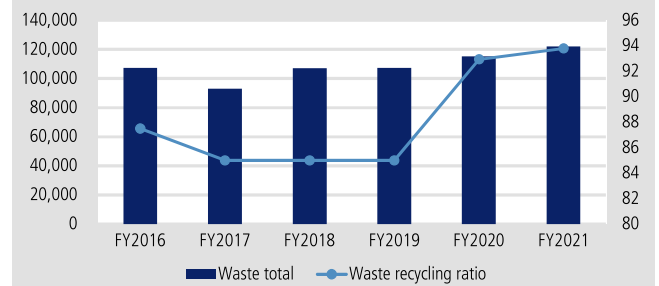
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14：廢棄物總量

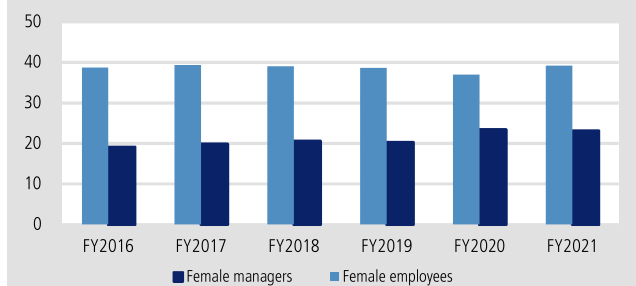
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15：性別多樣性

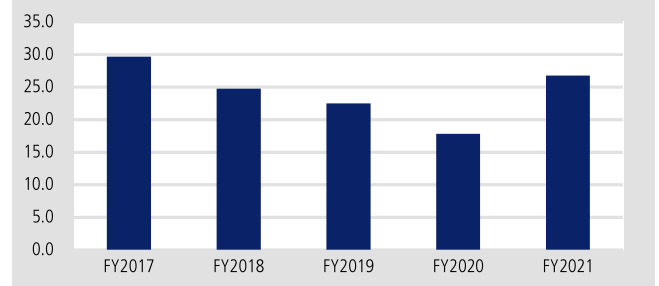
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16：員工流動率

員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	30,090	32,466	33,994	34,951	36,443	39,724	44,290	45,505	131,501	165,962	206,312
營業成本	(26,063)	(28,221)	(29,446)	(29,330)	(30,259)	(32,711)	(35,956)	(36,374)	(113,060)	(135,299)	(165,258)
營業毛利	4,026	4,246	4,549	5,621	6,184	7,014	8,334	9,131	18,441	30,663	41,055
營業費用	(2,867)	(2,750)	(3,045)	(3,062)	(3,066)	(3,237)	(3,645)	(3,644)	(11,724)	(13,592)	(15,923)
營業利益	1,159	1,496	1,504	2,559	3,118	3,777	4,690	5,487	6,717	17,071	25,132
折舊	(4,469)	(4,489)	(4,594)	(4,450)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(18,002)	(20,000)	(21,585)
攤提	(118)	(110)	(105)	(177)	(129)	(129)	(129)	(129)	(510)	(515)	(520)
EBITDA	5,746	6,094	6,203	7,186	8,247	8,906	9,818	10,616	25,229	37,586	47,237
利息收入	331	345	283	329	329	329	329	329	1,288	1,316	1,316
投資利益淨額	51	6	1	-	-	-	-	-	58	-	-
其他營業外收入	273	183	253	250	150	150	150	150	959	600	600
總營業外收入	655	534	536	579	479	479	479	479	2,305	1,916	1,916
利息費用	(228)	(284)	(290)	(182)	(182)	(182)	(182)	(182)	(983)	(728)	(728)
投資損失	(19)	(19)	(2)	-	-	-	-	-	(40)	-	-
其他營業外費用	(302)	(1,384)	1,169	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(617)	(400)	(400)
總營業外費用	(549)	(1,687)	878	(282)	(282)	(282)	(282)	(282)	(1,640)	(1,128)	(1,128)
稅前純益	1,266	343	2,918	2,856	3,315	3,974	4,887	5,684	7,383	17,859	25,920
所得稅費用[利益]	(450)	(97)	(496)	(514)	(729)	(755)	(1,222)	(1,023)	(1,556)	(3,729)	(5,422)
少數股東損益	(9)	(231)	(256)	(16)	(16)	(16)	(75)	(16)	(512)	(123)	(123)
非常項目稅後純益	807	16	2,166	2,326	2,570	3,203	3,590	4,645	5,314	14,007	20,375
非常項目	108	14	29	-	-	-	-	-	150	-	-
稅後淨利	915	30	2,194	2,326	2,570	3,203	3,590	4,645	5,464	14,007	20,375
每股盈餘 (NT\$)	0.60	0.02	1.44	1.52	1.68	2.09	2.35	3.04	3.57	9.16	13.32
獲利率 (%)											
營業毛利率	13.4	13.1	13.4	16.1	17.0	17.7	18.8	20.1	14.0	18.5	19.9
營業利益率	3.9	4.6	4.4	7.3	8.6	9.5	10.6	12.1	5.1	10.3	12.2
EBITDA Margin	19.1	18.8	18.2	20.6	22.6	22.4	22.2	23.3	19.2	22.6	22.9
稅前純益率	4.2	1.1	8.6	8.2	9.1	10.0	11.0	12.5	5.6	10.8	12.6
稅後純益率	3.0	0.1	6.5	6.7	7.1	8.1	8.1	10.2	4.2	8.4	9.9
季成長率 (%)											
營業收入	2.4	7.9	4.7	2.8	4.3	9.0	11.5	2.7			
營業毛利	18.5	5.4	7.1	23.6	10.0	13.4	18.8	9.6			
營業收益增長	83.1	29.0	0.5	70.2	21.8	21.1	24.2	17.0			
EBITDA	12.0	6.1	1.8	15.8	14.8	8.0	10.2	8.1			
稅前純益	364.1	(72.9)	750.6	(2.1)	16.1	19.9	23.0	16.3			
稅後純益	1531.3	(96.8)	7312.1	6.0	10.5	24.6	12.1	29.4			
年成長率 (%)											
營業收入	14.0	16.5	7.2	19.0	21.1	22.4	30.3	30.2	14.0	26.2	24.3
營業毛利	(6.2)	15.3	(8.0)	65.4	53.6	65.2	83.2	62.4	13.0	66.3	33.9
營業收益	(25.4)	72.3	(22.1)	304.2	169.0	152.5	211.9	114.4	34.8	154.1	47.2
EBITDA	1.9	18.5	(1.6)	40.0	43.5	46.1	58.3	47.7	13.6	49.0	25.7
稅前純益	(62.0)	(83.7)	96.8	947.2	161.9	1058.4	67.5	99.0	2.7	141.9	45.1
稅後純益	(62.4)	(98.1)	120.1	4048.4	181.0	10717.6	63.6	99.7	7.5	156.3	45.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	216,006	230,847	241,593	267,449	293,715
流動資產	86,579	86,869	95,041	122,387	152,125
現金及短期投資	52,948	43,972	46,621	63,548	80,496
存貨	10,927	14,863	17,010	20,356	24,863
應收帳款及票據	18,567	23,617	26,992	34,065	42,348
其他流動資產	4,137	4,418	4,418	4,418	4,418
非流動資產	129,426	143,978	146,552	145,062	141,590
長期投資	14,327	17,152	17,126	17,134	17,145
固定資產	109,483	120,536	123,136	121,638	118,155
什項資產	5,616	6,291	6,291	6,291	6,291
負債總額	119,721	131,260	137,361	150,688	163,053
流動負債	44,247	58,382	68,024	74,104	83,979
應付帳款及票據	11,286	15,117	17,301	20,704	25,288
短期借款	5,874	10,871	18,156	16,976	19,392
什項負債	27,086	32,394	32,566	36,424	39,299
長期負債	75,474	72,878	69,338	76,584	79,074
長期借款	24,807	32,905	29,364	36,611	39,101
其他負債及準備	49,188	37,984	37,984	37,984	37,984
股東權益總額	96,284	99,587	104,232	116,761	130,662
普通股股本	15,251	15,300	15,300	15,300	15,300
保留盈餘	51,043	49,729	52,727	60,409	71,585
少數股東權益	5,624	6,322	6,834	6,957	7,080
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(25.9%)	10.9%	14.0%	26.2%	24.3%
營業收益增長	(77.0%)	(42.9%)	34.8%	154.1%	47.2%
EBITDA	(52.1%)	(6.8%)	13.6%	49.0%	25.7%
稅後純益	(59.6%)	(57.6%)	7.5%	156.3%	45.5%
每股盈餘成長率	(60.7%)	(57.6%)	6.9%	156.3%	45.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.5%	14.1%	14.0%	18.5%	19.9%
營業利益率	8.4%	4.3%	5.1%	10.3%	12.2%
EBITDA Margin	22.9%	19.3%	19.2%	22.6%	22.9%
稅後純益率	11.5%	4.4%	4.2%	8.4%	9.9%
平均資產報酬率	5.5%	2.3%	2.3%	5.5%	7.3%
股東權益報酬率	13.6%	5.5%	5.7%	13.5%	17.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	31.9%	44.0%	45.6%	45.9%	44.8%
淨負債比率	Net cash	0.0%	1.1%	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	25.6	10.1	8.5	25.5	36.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.4	0.3	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	49.5	13.1	21.0	37.8	47.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	4.8	0.9	1.1	1.6	1.7
流動比率 (x)	2.0	1.5	1.4	1.7	1.8
速動比率 (x)	1.7	1.2	1.1	1.4	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(22,178)	23	1,118	(9,743)	(21,785)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	7.88	3.34	3.57	9.16	13.32
每股現金盈餘 (NT\$)	20.34	6.77	13.52	17.98	22.40
每股淨值 (NT\$)	59.45	60.96	63.66	71.77	80.77
調整後每股淨值 (NT\$)	59.66	61.31	63.66	71.77	80.77
每股營收 (NT\$)	68.47	75.84	85.95	108.47	134.85
EBITDA/Share (NT\$)	15.68	14.60	16.49	24.57	30.87
每股現金股利 (NT\$)	3.00	1.50	1.61	4.12	5.99
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.48	0.52	0.56	0.65	0.74
應收帳款周轉天數	65.1	74.9	74.9	74.9	74.9
存貨周轉天數	47.6	54.9	54.9	54.9	54.9
應付帳款周轉天數	49.2	55.9	55.9	55.9	55.9
現金轉換周轉天數	63.6	74.0	74.0	74.0	74.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	104,036	115,373	131,501	165,962	206,312
營業成本	(83,735)	(99,058)	(113,060)	(135,299)	(165,258)
營業毛利	20,302	16,315	18,441	30,663	41,055
營業費用	(11,573)	(11,331)	(11,724)	(13,592)	(15,923)
營業利益	8,729	4,984	6,717	17,071	25,132
總營業外收入	2,300	2,338	2,305	1,916	1,916
利息收入	1,370	1,280	1,288	1,316	1,316
投資利益淨額	52	49	58	-	-
其他營業外收入	877	1,010	959	600	600
總營業外費用	4,355	(134)	(1,640)	(1,128)	(1,128)
利息費用	(625)	(786)	(983)	(728)	(728)
投資損失	(124)	(21)	(40)	-	-
其他營業外費用	5,104	673	(617)	(400)	(400)
稅前純益	15,384	7,188	7,383	17,859	25,920
所得稅費用[利益]	(3,350)	(1,765)	(1,556)	(3,729)	(5,422)
少數股東損益	(245)	(474)	(512)	(123)	(123)
非常項目	191	132	150	-	-
稅後淨利	11,980	5,082	5,464	14,007	20,375
EBITDA	23,826	22,215	25,229	37,586	47,237
每股盈餘 (NT\$)	7.88	3.34	3.57	9.16	13.32

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	30,900	10,294	20,678	27,506	34,274
本期純益	11,980	5,082	5,464	14,007	20,375
折舊及攤提	15,097	17,231	18,512	20,515	22,105
本期運用資金變動	12,508	(5,229)	(3,338)	(7,016)	(8,205)
其他營業資產及負債變動	(8,685)	(6,791)	40	-	-
投資活動之現金流量	(21,099)	(29,230)	(21,127)	(19,024)	(18,633)
投資用短期投資出售[新購]	(1,391)	(3,050)	-	-	-
本期長期投資變動	(29)	-	(15)	(7)	(11)
資本支出淨額	(22,938)	(26,128)	(20,602)	(18,502)	(18,102)
其他資產變動	3,259	(52)	(510)	(515)	(520)
自由現金流	11,041	(10,865)	(637)	7,988	15,152
融資活動之現金流量	(18,060)	8,336	3,098	8,445	1,307
短期借款變動	(5,312)	4,827	-	-	-
長期借款變動	(898)	8,388	3,745	6,066	4,905
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(12,190)	(4,575)	(2,295)	(2,467)	(6,324)
其他融資現金流	341	(303)	1,647	4,846	2,726
匯率影響數	(341)	1,494	-	-	-
本期產生現金流量	(8,600)	(9,106)	2,649	16,927	16,948

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入	11.1%	9.8%	8.9%	8.2%	7.7%
- 銷管費用/營業收入	8.4%	4.3%	5.1%	10.3%	12.2%
= 營業利益率	8.4%	4.3%	5.1%	10.3%	12.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.6
營業利益率	8.4%	4.3%	5.1%	10.3%	12.2%
x 資本周轉率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.6
x (1 - 有效現金稅率)	78.2%	75.5%	78.9%	79.1%	79.1%
= 稅後 ROIC	6.5%	3.2%	4.3%	10.9%	15.9%

資料來源：公司資料，凱基



台燿

(6274.TW/6274 TT)

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	416.0
12 個月目標價 (NT\$)	530
前次目標價 (NT\$)	530
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	27.4

焦點內容

1. 受惠 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢。
2. 切入美系 AI ASIC 伺服器 UBB 帶來強勁成長動能。
3. 800G 交換機滲透率持續提升，1.6T 交換機 PCB 往 50 層疊構前進。

交易資料表

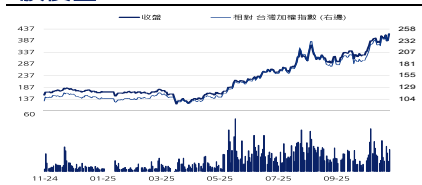
市值：(NT\$bn/US\$mn)	120.1 / 3,929
流通在外股數 (百萬股)：	288.7
外資持有股數 (百萬股)：	81
3M 平均成交量 (百萬股)：	21.68
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	117.0 -416.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	31	165	168.4
相對表現 (%)	14.9	137.6	147.5

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	1.66A	2.55A	2.77A	2.59A
2025	2.43A	2.36A	3.58A	4.13F
2026	4.21F	4.93F	5.94F	6.46F

股價圖



資料來源：TEJ

受惠 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢帶動營運向上

重要訊息

我們預期台燿將受惠 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢。

評論及分析

受惠 AI 伺服器 PCB 高速多層趨勢。我們預期 2026 Nvidia Rubin 主運算 PCB 板層數持續提升(Compute tray 提升至 6 階 HDL 24L 之上，Switch tray 由 22L 提升至 32L)，而 CSP ASIC PCB 層數由 30 層起跳，以上皆採用更低粗糙度 HVLP4 銅箔。此外，我們並預期 2H26 Vera Rubin CPX (CPX, midplane)、1.6T 交換機 PCB 將採用 M9 規格。Prismark 預估 ultra low loss(M7)、extreme low loss(M8) 2024-29 出貨面積需求年複合成長率達 26%、34%。

切入美系 AI ASIC 伺服器 UBB 帶來強勁成長動能。我們認為公司在 3Q25 切入美系 CSP ASIC 伺服器第二代 UBB 主板，並於第三代 ASIC 伺服器市占率進一步提升 20% 以上，由於第三代採用 HVLP4 銅箔因此 CCL 單價提升 20% 以上，預期帶動 M7/M8 營收佔比由 2025 之 35% 提升至 2026-27 達 48%、59%。

800G 交換機滲透率持續提升，1.6T 交換機 PCB 往 50 層疊構前進。我們認為 2026 年 800G 交換機整體產業滲透率將進一步提升至 30-40%，而在 400G、800G 至 2H26 1.6T 交換機 PCB 多層高速趨勢下，預期對應 PCB 層數將為 20-30、36-48、50 層以上，搭配材料 M7、M8、M9 預期每一世代每 台交換機 CCL ASP 單價將提升 40-50% 以上。我們預估公司交換機相關營收由 2025 之 19% 提升至 2026-27 之 26%、37%。

投資建議

受惠 AI 伺服器層數與材料規格升級及切入美系 AI ASIC 帶來成長動能，我們維持「增加持股」的評等及目標價 530 元，相當於 2026-27 年平均每股盈餘 20 倍本益比。

投資風險

客戶需求不如預期；競爭對手進度超前。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	16,003	23,070	29,858	40,246	52,445
營業毛利 (NT\$百萬)	3,159	5,342	7,055	10,953	15,318
營業利益 (NT\$百萬)	1,424	3,332	4,534	7,790	11,267
稅後淨利 (NT\$百萬)	823	2,604	3,493	6,089	8,881
每股盈餘 (NT\$)	3.05	9.56	12.36	21.54	31.42
每股現金股利 (NT\$)	4.01	6.50	7.41	12.92	18.85
每股盈餘成長率 (%)	(35.0)	213.6	29.3	74.3	45.9
本益比 (x)	136.4	43.5	33.7	19.3	13.2
股價淨值比 (x)	9.8	8.0	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA (x)	58.4	29.5	20.5	13.1	9.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	4.3	7.1
殖利率 (%)	1.0	1.6	1.8	3.1	4.5
股東權益報酬率 (%)	7.0	20.1	22.3	32.3	37.9

資料來源：公司資料，凱基

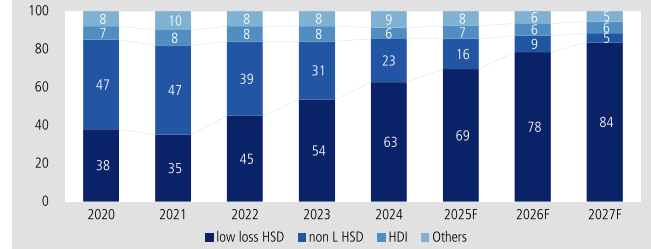
圖 1: 公司概况

台耀公司成立於 1974 年 5 月，為國內四大銅箔基板供應商之一，位於新竹縣竹北市，2003 年 12 月在台掛牌上市。2024 年產品組合為 HSD low loss 63%、HSD non-low loss 23%、HDI 6%及其他 9%。公司目前銅箔基板產能約 230 萬張，膠片產能 4.5 萬捲(rolls)，壓合代工每月 155 萬平方英尺(內層)。

資料來源：凱基

圖 2: 產品應用別占比

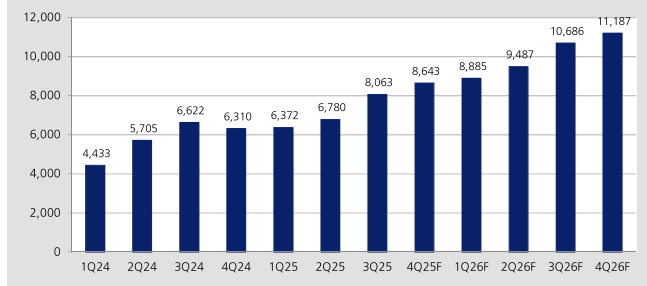
產品比重，百分比



資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

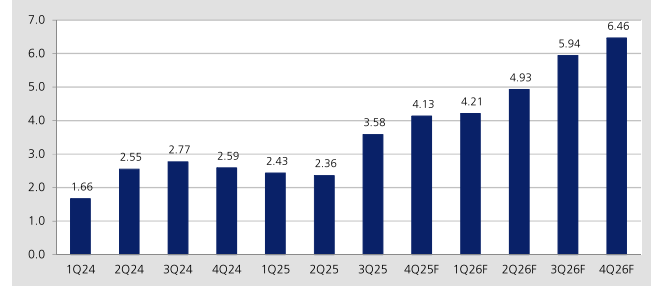
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

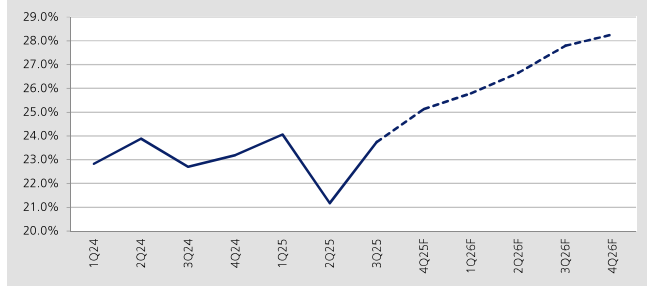
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

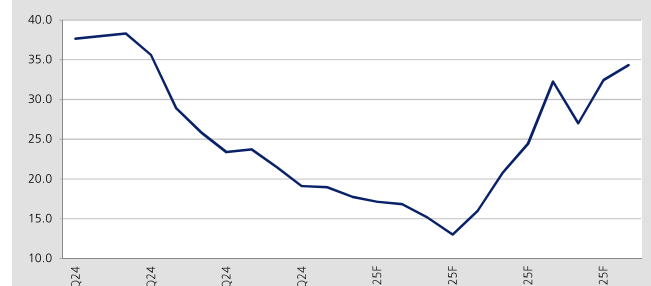
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

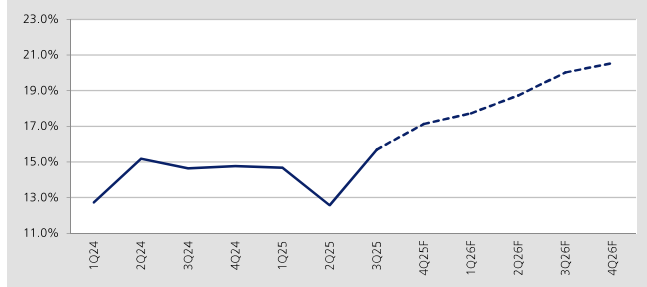
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

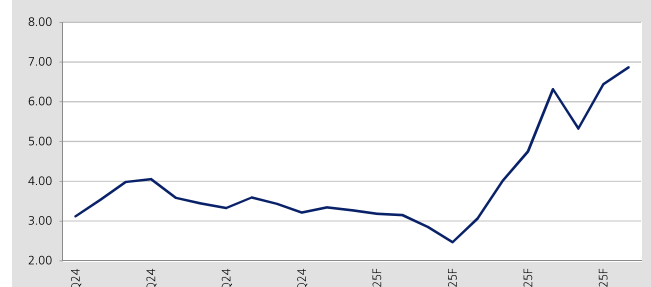
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	6,372	6,780	8,063	8,643	8,885	9,487	10,686	11,187	29,858	40,246	52,445
營業成本	(4,839)	(5,345)	(6,148)	(6,471)	(6,593)	(6,958)	(7,716)	(8,025)	(22,804)	(29,292)	(37,127)
營業毛利	1,533	1,435	1,915	2,172	2,292	2,529	2,970	3,162	7,055	10,953	15,318
營業費用	(598)	(583)	(649)	(691)	(717)	(752)	(831)	(864)	(2,521)	(3,163)	(4,052)
營業利益	935	853	1,266	1,481	1,575	1,777	2,139	2,299	4,534	7,790	11,267
折舊	(108)	(104)	(106)	(838)	(319)	(319)	(319)	(319)	(1,155)	(1,278)	(1,403)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
EBITDA	1,045	957	1,373	2,319	1,895	2,098	2,460	2,619	5,694	9,072	12,674
利息收入	33	31	24	31	31	31	31	31	119	124	124
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
總營業外收入	33	31	24	31	31	31	31	31	119	124	124
利息費用	(16)	(15)	(21)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(66)	(60)	(60)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(18)	(29)	49	-	(3)	(3)	(3)	(3)	2	(12)	(12)
總營業外費用	(34)	(44)	28	(15)	(18)	(18)	(18)	(18)	(65)	(72)	(72)
稅前純益	935	840	1,318	1,497	1,588	1,790	2,152	2,312	4,589	7,842	11,319
所得稅費用[利益]	(263)	(188)	(315)	(329)	(397)	(397)	(474)	(485)	(1,095)	(1,753)	(2,438)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	672	652	1,003	1,167	1,191	1,393	1,679	1,826	3,493	6,089	8,881
非常項目	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	672	652	1,003	1,167	1,191	1,393	1,679	1,826	3,493	6,089	8,881
每股盈餘 (NT\$)	2.43	2.36	3.58	4.13	4.21	4.93	5.94	6.46	12.36	21.54	31.42
獲利率 (%)											
營業毛利率	24.1	21.2	23.7	25.1	25.8	26.7	27.8	28.3	23.6	27.2	29.2
營業利益率	14.7	12.6	15.7	17.1	17.7	18.7	20.0	20.5	15.2	19.4	21.5
EBITDA Margin	16.4	14.1	17.0	26.8	21.3	22.1	23.0	23.4	19.1	22.5	24.2
稅前純益率	14.7	12.4	16.3	17.3	17.9	18.9	20.1	20.7	15.4	19.5	21.6
稅後純益率	10.5	9.6	12.4	13.5	13.4	14.7	15.7	16.3	11.7	15.1	16.9
季成長率 (%)											
營業收入	1.0	6.4	18.9	7.2	2.8	6.8	12.6	4.7			
營業毛利	4.7	(6.4)	33.4	13.4	5.5	10.4	17.5	6.5			
營業收益增長	0.4	(8.9)	48.4	17.0	6.4	12.9	20.4	7.4			
EBITDA	0.1	(8.3)	43.4	69.0	(18.3)	10.7	17.3	6.5			
稅前純益	(0.6)	(10.2)	56.9	13.6	6.1	12.8	20.2	7.4			
稅後純益	(4.7)	(3.0)	53.8	16.4	2.0	17.0	20.5	8.8			
年成長率 (%)											
營業收入	43.7	18.9	21.8	37.0	39.4	39.9	32.5	29.4	29.4	34.8	30.3
營業毛利	51.5	5.3	27.4	48.4	49.5	76.2	55.1	45.6	32.1	55.3	39.9
營業收益	65.7	(1.6)	30.6	58.8	68.3	108.5	69.0	55.3	36.1	71.8	44.6
EBITDA	53.9	(2.3)	26.9	122.3	81.4	119.1	79.2	12.9	50.5	59.3	39.7
稅前純益	56.4	(4.4)	37.0	59.2	69.8	113.2	63.3	54.5	35.9	70.9	44.3
稅後純益	48.7	(6.0)	33.0	65.6	77.2	113.7	67.5	56.4	34.1	74.3	45.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	19,420	25,878	29,068	34,162	40,410
流動資產	14,618	20,264	23,402	28,559	34,954
現金及短期投資	5,657	7,037	6,434	6,149	6,115
存貨	2,061	3,189	4,113	5,284	6,697
應收帳款及票據	6,713	9,460	12,277	16,548	21,565
其他流動資產	187	577	577	577	577
非流動資產	4,801	5,614	5,666	5,603	5,456
長期投資	9	-	-	-	-
固定資產	4,520	4,339	4,391	4,328	4,181
什項資產	273	1,275	1,275	1,275	1,275
負債總額	7,840	11,541	12,121	13,409	14,343
流動負債	5,548	7,873	8,604	8,553	8,999
應付帳款及票據	3,787	5,499	5,499	5,499	5,499
短期借款	603	962	1,693	1,643	2,089
什項負債	1,157	1,412	1,412	1,412	1,412
長期負債	2,292	3,668	3,518	4,855	5,343
長期借款	2,106	3,449	3,299	4,636	5,124
其他負債及準備	187	219	219	219	219
股東權益總額	11,580	14,337	16,947	20,754	26,067
普通股	2,715	2,760	2,760	2,760	2,760
保留盈餘	5,236	6,487	7,570	9,458	12,211
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(13.4%)	44.2%	29.4%	34.8%	30.3%
營業收益增長	(4.9%)	133.9%	36.1%	71.8%	44.6%
EBITDA	(3.8%)	100.8%	50.5%	59.3%	39.7%
稅後純益	(34.7%)	216.3%	34.1%	74.3%	45.9%
每股盈餘成長率	(35.0%)	213.6%	29.3%	74.3%	45.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	19.7%	23.2%	23.6%	27.2%	29.2%
營業利益率	8.9%	14.4%	15.2%	19.4%	21.5%
EBITDA Margin	11.8%	16.4%	19.1%	22.5%	24.2%
稅後純益率	5.1%	11.3%	11.7%	15.1%	16.9%
平均資產報酬率	4.2%	11.5%	12.7%	19.3%	23.8%
股東權益報酬率	7.0%	20.1%	22.3%	32.3%	37.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.4%	30.8%	29.5%	30.3%	27.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	4.3%	7.1%
利息保障倍數 (x)	58.3	65.5	70.0	131.7	189.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	41.4	12.5	(6.1)	(19.7)	(19.7)
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.8	0.6	(0.2)	(0.7)	(0.5)
流動比率 (x)	2.6	2.6	2.7	3.3	3.9
速動比率 (x)	2.3	2.2	2.2	2.7	3.1
淨負債 (NT\$百萬)	(2,249)	(1,869)	(685)	887	1,855
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.05	9.56	12.36	21.54	31.42
每股現金盈餘 (NT\$)	4.15	2.40	(1.44)	(4.18)	(4.17)
每股淨值 (NT\$)	42.65	51.95	61.40	75.20	94.45
調整後每股淨值 (NT\$)	42.87	52.63	59.95	73.42	92.21
每股營收 (NT\$)	59.25	84.70	105.62	142.37	185.53
EBITDA/Share (NT\$)	6.98	13.89	20.14	32.09	44.83
每股現金股利 (NT\$)	4.01	6.50	7.41	12.92	18.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.82	1.02	1.09	1.27	1.41
應收帳款周轉天數	153.1	150.1	150.1	150.1	150.1
存貨周轉天數	58.6	65.8	65.8	65.8	65.8
應付帳款周轉天數	107.6	113.5	88.0	68.5	54.1
現金轉換周轉天數	104.1	102.4	127.9	147.4	161.9

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	16,003	23,070	29,858	40,246	52,445
營業成本	(12,844)	(17,729)	(22,804)	(29,292)	(37,127)
營業毛利	3,159	5,342	7,055	10,953	15,318
營業費用	(1,735)	(2,010)	(2,521)	(3,163)	(4,052)
營業利益	1,424	3,332	4,534	7,790	11,267
總營業外收入	127	143	119	124	124
利息收入	127	143	119	124	124
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	-	-	-	-	-
總營業外費用	(1)	(97)	(65)	(72)	(72)
利息費用	(27)	(52)	(66)	(60)	(60)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	26	(45)	2	(12)	(12)
稅前純益	1,550	3,378	4,589	7,842	11,319
所得稅費用[利益]	(726)	(773)	(1,095)	(1,753)	(2,438)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	(0)	-	-
稅後淨利	823	2,604	3,493	6,089	8,881
EBITDA	1,885	3,784	5,694	9,072	12,674
每股盈餘 (NT\$)	3.05	9.56	12.36	21.54	31.42

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	1,120	653	(408)	(1,182)	(1,179)
本期純益	823	2,604	3,493	6,089	8,881
折舊及攤提	461	452	1,160	1,282	1,407
本期運用資金變動	(98)	(2,165)	(5,062)	(8,553)	(11,467)
其他營業資產及負債變動	(66)	(238)	-	-	-
投資活動之現金流量	(244)	(1,106)	(1,212)	(1,219)	(1,259)
投資用短期投資出售[新購]	244	(69)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(634)	(1,172)	(1,208)	(1,215)	(1,255)
其他資產變動	145	135	(4)	(4)	(4)
自由現金流	481	(320)	(1,662)	(2,442)	(2,480)
融資活動之現金流量	(1,641)	1,376	1,017	2,116	2,405
短期借款變動	123	359	580	1,288	934
長期借款變動	(834)	1,995	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(1,077)	(1,090)	(1,090)	(1,090)	(1,090)
其他融資現金流	146	112	1,527	1,919	2,561
匯率影響數	(166)	399	-	-	-
本期產生現金流量	(932)	1,322	(603)	(285)	(34)

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入	10.8%	8.7%	8.4%	7.9%	7.7%
- 銷管費用/營業收入	8.9%	14.4%	15.2%	19.4%	21.5%
= 營業利益率					
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9
營業利益率	8.9%	14.4%	15.2%	19.4%	21.5%
x 資本周轉率	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9
x (1 - 有效現金稅率)	53.1%	77.1%	76.1%	77.6%	78.5%
= 稅後 ROIC	8.7%	21.8%	22.2%	28.9%	32.5%

資料來源：公司資料，凱基



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	945
12 個月目標價 (NT\$)	1,400
前次目標價 (NT\$)	1,400
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	48.1

焦點內容

- 2026 年 800GbE 交換器將為主流產品，1.6TbE 產品已提前布局。
- 產業地位持續提升。

交易資料表

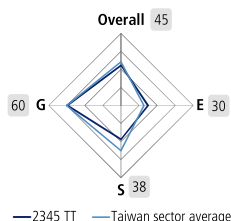
市值：(NT\$bn/US\$mn)	53017,350
流通在外股數 (百萬股)：	561
外資持有股數 (百萬股)：	324
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.11
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	435.0 -1,150

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-1.2	34.2	51.2
相對表現 (%)	-17.3	6.8	30.3

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	4.02A	4.62A	4.75A	8.10A
2025	9.17A	9.00A	14.00A	13.80F
2026	12.08F	13.55F	14.88F	15.32F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

智邦

(2345.TW/2345 TT)



2026 年持續受惠 AI/ML 產業發展

重要訊息

我們看好智邦 2026 年受惠 AI/ML 產業發展，驅動(1) 資料中心高階交換器升級；(2) AI 加速卡相關產品迭代更新。而未來機櫃業務亦將有機會成為公司下一波成長動能。

評論及分析

2026 年 800GbE 交換器將為主流產品，1.6TbE 產品已提前布局。依據近期產業調研，國外包括光收發模組與交換器廠商皆預期 2026 年 800GbE 光收發模組將較 2025 年顯著成長。在光收發模組需求強勁下，我們看好 2026 年資料中心 800GbE 交換器需求也將顯著提升，將取代 400GbE 規格成為主流交換器，而 1.6TbE 交換器產品則將逐漸問世。在此升級趨勢下，智邦挾過往深耕高階交換器領域之優勢，800GbE 產品在 2024-2025 年已從試產進入量產階段。我們認為在 AI/ML 的強勁需求下，自 400GbE、800GbE 到未來的 1.6TbE，交換器的產品升級週期可能會較以往縮短，公司已率先投入 1.6TbE 交換器之相關研發，我們認為智邦將能夠在未來 800GbE 演進至 1.6TbE 時，持續站穩技術領先地位。

產業地位持續提升。我們看好智邦之 AI 加速卡相關產品在經過 4Q25-1Q26 的產品迭代轉換期後，將於 2Q26 逐漸開始回復出貨，2026 全年相關營收將仍較 2025 年顯著成長。我們並預期智邦之機櫃產品將於 2026 年逐漸自研發階段走向試產與外場測試階段，由於機櫃相關產品單價較交換器產品大幅增加，因此若未來機櫃產品順利出貨，也將對營收帶來額外上檔空間。另外，為了因應客戶需求，我們認為智邦之桃園產能也將於 2026 年持續擴張；而未來 CPO 相關產業發展部分，智邦也已有相關專案在進行研發。凱基看好智邦 2026 年將仍顯著受惠於資料中心高階交換器及 AI 加速卡產品的強勁成長動能，而機櫃相關產品及 CPO 產業發展則為未來之成長動能。預估智邦 2026 年營收為 3,006 億元，每股盈餘為 55.8 元。

投資建議

智邦作為凱基 2026 年網通產業首選，評等為「增加持股」，目標價 1,400 元為 25 倍之 2026 年每股盈餘預估換算得出。

投資風險

同業競爭加劇；白牌及高速交換器滲透率不如預期；零組件短缺。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	77,205	84,188	110,425	247,076	300,589
營業毛利 (NT\$百萬)	16,518	19,263	22,791	45,149	54,991
營業利益 (NT\$百萬)	9,633	11,501	13,601	32,821	40,437
稅後淨利 (NT\$百萬)	8,166	8,920	12,000	25,784	31,325
每股盈餘 (NT\$)	14.64	15.99	21.49	46.08	55.83
每股現金股利 (NT\$)	7.50	10.00	12.00	27.00	33.00
每股盈餘成長率 (%)	73.4	9.2	34.4	114.5	21.1
本益比 (x)	64.6	59.1	44.0	20.5	16.9
股價淨值比 (x)	25.9	21.0	14.6	11.3	8.9
EV/EBITDA (x)	49.3	40.7	28.2	12.6	10.4
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.8	1.1	1.3	2.9	3.5
股東權益報酬率 (%)	45.4	39.1	39.0	61.9	58.7

資料來源：公司資料，凱基預估

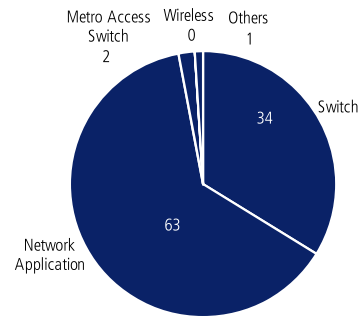
圖 1：公司概況

智邦成立於 1988 年 2 月，主要生產電信級與企業級網通產品等，為高階網通、資訊、電信業者提供多元化網通設備及解決方案，生產基包含新竹總部以及大陸深圳廠。3Q25 產品組合為網路交換器(Switch) 34%、網路應用設備(Network Application) 63%、網路接取設備(Metro Access Switch) 2%、無線網路設備(Wireless) 0%、寬頻網路設備(Broadband Access) 與其他 1%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 2：1Q-3Q25 產品比重

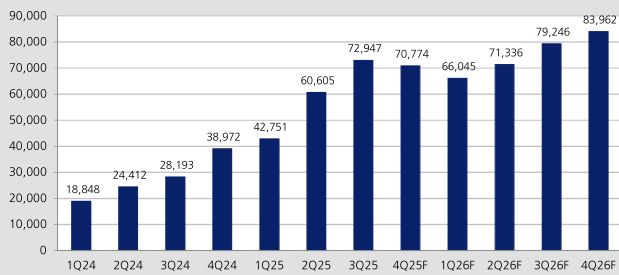
1Q-3Q25 產品比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入

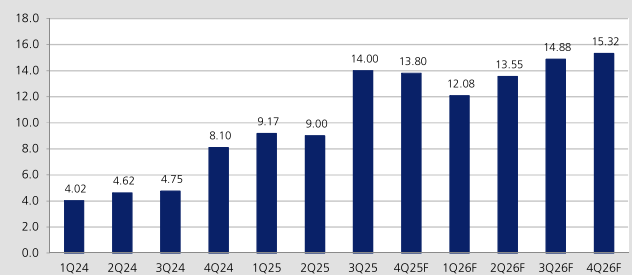
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4：每股盈利

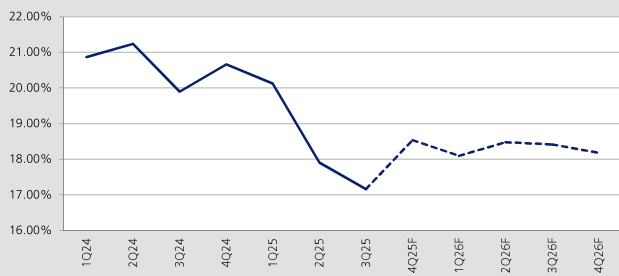
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5：毛利率

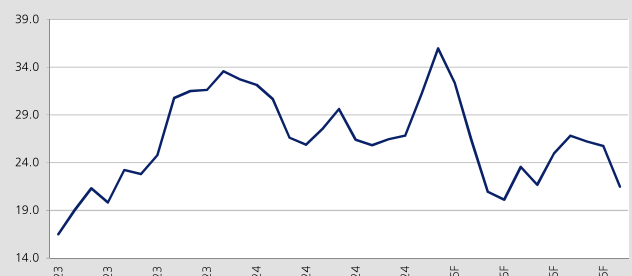
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：本益比

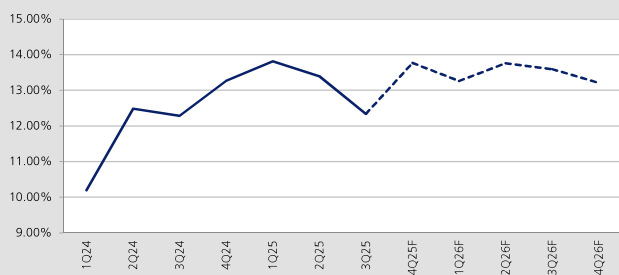
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7：營業利潤率

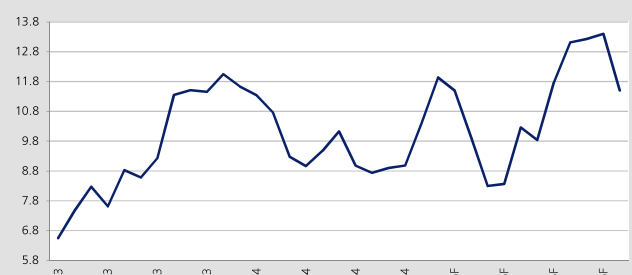
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：股價淨值比

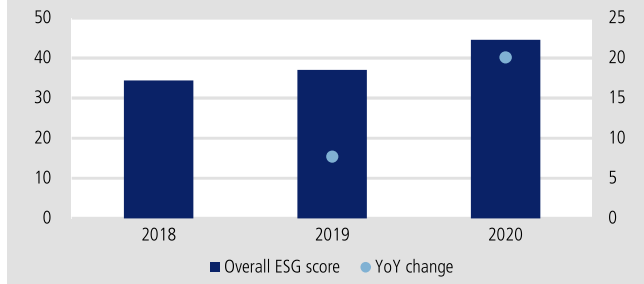
股價淨值比，倍



資料來源：凱基

圖 9：ESG 整體分數

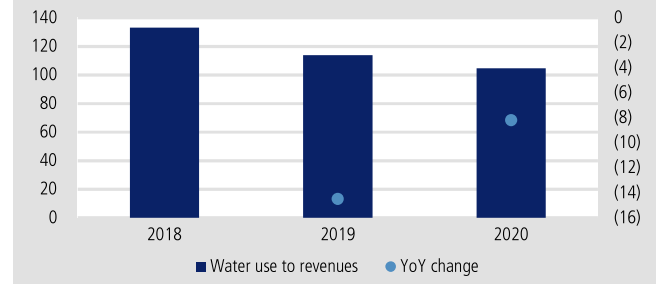
ESG 整體分數(左軸)：年增幅度，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：耗水量

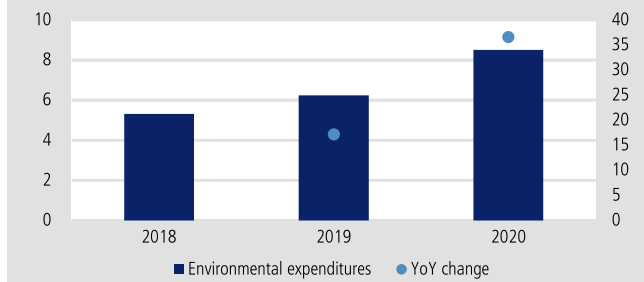
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：環境支出

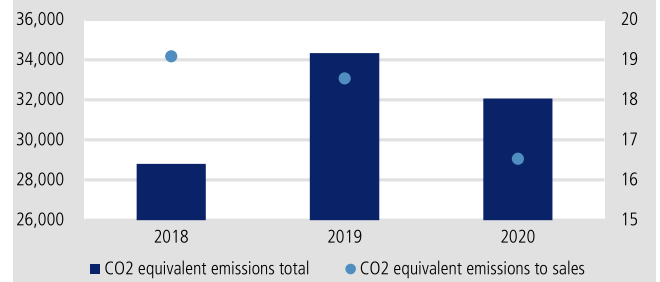
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：碳排量

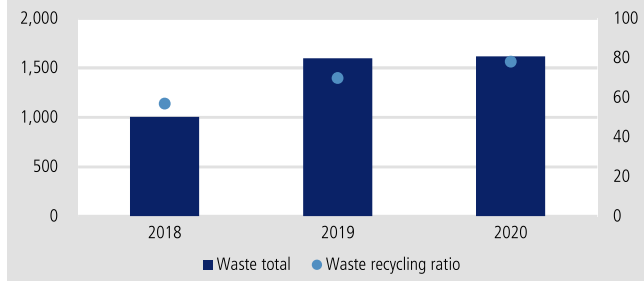
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：廢棄物總量

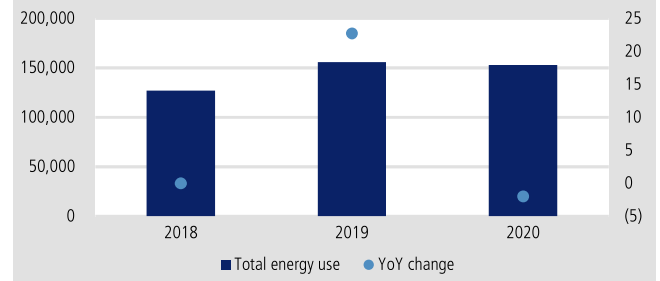
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：能源消耗

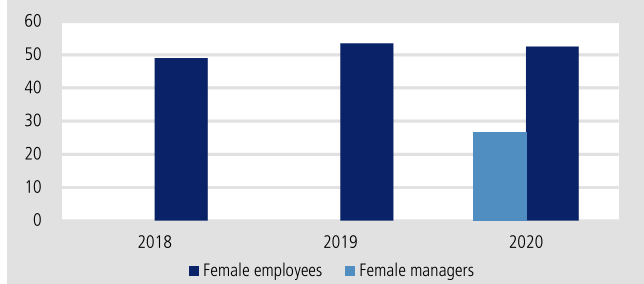
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：性別多樣性

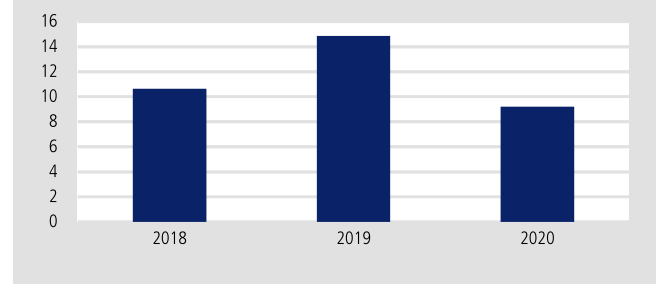
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：員工訓練

人均年訓練時數，小時



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17 : Refinitiv ESG 中 Communications & Networking 同業之 ESG 分數比較

Rank	Company Name	Country	ESG Combined Score	Rank	Company Name	Country	ESG Combined Score
1	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	SE	85.05	49	Basler AG	DE	43.06
2	Dormakaba Holding AG	CH	82.97	50	Netas Telekomunikasyon AS	TR	42.66
3	Juniper Networks Inc	US	77.89	51	Avaya Holdings Corp	US	40.97
4	Oki Electric Industry Co Ltd	JP	76.32	52	Yealink Network Technology Co Ltd	CN	40.93
5	Zhejiang Dahua Technology Co Ltd	CN	74.34	53	Viavi Solutions Inc	US	40.35
6	Allegion PLC	IE	73.26	54	Aviat Networks Inc	US	39.94
7	ADVA Optical Networking SE	DE	71.38	55	Shenzhen Sunway Communication Co Ltd	CN	38.36
8	HMS Networks AB	SE	69.43	56	Extreme Networks Inc	US	37.99
9	Vtech Holdings Ltd	HK	68.19	57	Sonim Technologies Inc	US	36.34
10	Ascom Holding AG	CH	67.77	58	Digi International Inc	US	35.48
11	Spirent Communications plc	GB	65.66	59	Ituran Location and Control Ltd	IL	35.39
12	Kapsch Trafficcom AG	AT	64.79	60	Sensys Gatso Group AB	SE	35.13
13	Ciena Corp	US	64.47	61	InterDigital Inc	US	32.98
14	Huber+Suhner AG	CH	63.92	62	Comtech Telecommunications Corp	US	32.67
15	NETGEAR Inc	US	63.91	63	Teleste Oyj	FI	32.00
16	Arista Networks Inc	US	63.38	64	TESSCO Technologies Inc	US	28.74
17	Hangzhou Hikvision Digital Technology Co Ltd	CN	63.28	65	Ceragon Networks Ltd	IL	28.50
18	Sierra Wireless Inc	CA	62.59	66	Aferian PLC	GB	28.44
19	China Railway Signal & Communication Corp Ltd	CN	61.32	67	Net Insight AB	SE	27.80
20	Foxconn Industrial Internet Co Ltd	CN	60.24	68	Genasys Inc	US	27.60
21	Infinera Corp	US	58.99	69	Ovzon AB (publ)	SE	27.06
22	CommScope Holding Company Inc	US	58.63	70	Clavister Holding AB	SE	24.97
23	Ribbon Communications Inc	US	58.48	71	Kaile Science and Technology Co Ltd Hubei	CN	24.58
24	Plantronics Inc	US	57.94	72	Beijing BDStar Navigation Co Ltd	CN	24.47
25	Motorola Solutions Inc	US	57.86	73	Quarterhill Inc	CA	24.44
26	Fiberhome Telecommunication Technologies Co Ltd	CN	57.72	74	ADT Inc	US	23.65
27	Viasat Inc	US	55.42	75	Zhongji Innolight Co Ltd	CN	22.61
28	Cisco Systems Inc	US	55.29	76	Vivint Smart Home Inc	US	22.08
29	Maxar Technologies Inc	US	54.61	77	Inseego Corp	US	21.44
30	Lumentum Holdings Inc	US	54.56	78	Calix Inc	US	21.10
31	Bittium Oyj	FI	54.53	79	8x8 Inc	US	20.90
32	ADTRAN Inc	US	53.08	80	EchoStar Corp	US	19.86
33	Taiwan Secom Co Ltd	TW	52.78	81	Evertz Technologies Ltd	CA	19.24
34	Garmin Ltd	CH	50.64	82	Silicom Ltd	IL	17.94
35	Nokia Oyj	FI	50.20	83	Wrap Technologies Inc	US	15.90
36	Harmonic Inc	US	50.19	84	Ubiquiti Inc	US	15.02
37	Batm Advanced Communications Ltd	IL	49.91	85	EMCORE Corp	US	14.89
38	Iteris Inc	US	48.89	86	Airgain Inc	US	14.75
39	TomTom NV	NL	48.27	87	KMW Co Ltd	KR	14.44
40	PCTEL Inc	US	47.11	88	Audinate Group Ltd	AU	14.22
41	Hytera Communications Corp Ltd	CN	47.02	89	Casa Systems Inc	US	14.02
42	ZTE Corp	CN	46.92	90	London Security PLC	GB	13.48
43	KVH Industries Inc	US	45.76	91	S1 Corp	KR	12.71
44	Cambium Networks Corp	US	45.50	92	Fujian Star-net Communication Co Ltd	CN	11.32
45	Belden Inc	US	45.35	93	NAPCO Security Technologies Inc	US	9.46
46	Clearfield Inc	US	44.87	94	TianJin 712 Communication & Broadcasting Co Ltd	CN	7.71
47	Accton Technology Corp	TW	44.52	95	Irisity AB (publ)	SE	6.99
48	Frequentis AG	AT	44.11				

資料來源：Refinitiv

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	42,751	60,605	72,947	70,774	66,045	71,336	79,246	83,962	110,425	247,076	300,589
營業成本	(34,103)	(49,741)	(60,428)	(57,655)	(54,093)	(58,154)	(64,653)	(68,699)	(87,634)	(201,927)	(245,598)
營業毛利	8,647	10,864	12,518	13,119	11,952	13,182	14,593	15,263	22,791	45,149	54,991
營業費用	(2,698)	(2,739)	(3,518)	(3,374)	(3,195)	(3,365)	(3,820)	(4,174)	(9,176)	(12,328)	(14,554)
營業利益	5,905	8,116	9,001	9,745	8,757	9,817	10,773	11,089	13,601	32,821	40,437
折舊	(330)	(349)	(408)	(560)	(501)	(501)	(501)	(501)	(1,071)	(1,647)	(2,004)
攤提	(26)	(64)	(43)	3	(32)	(32)	(32)	(32)	(91)	(129)	(129)
EBITDA	6,262	8,529	9,452	10,302	9,290	10,350	11,307	11,622	14,764	34,597	42,569
利息收入	252	244	230	200	100	100	100	100	870	925	400
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	17	-	-
其他營業外收入	20	47	4	20	20	20	20	20	104	90	80
總營業外收入	272	290	234	220	120	120	120	120	991	1,016	480
利息費用	(27)	(23)	(26)	(25)	(50)	(50)	(50)	(50)	(87)	(100)	(200)
投資損失	(2)	-	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(3)	(2)	(1)
其他營業外費用	134	(1,771)	499	(20)	(150)	(150)	(150)	(150)	632	(1,158)	(600)
總營業外費用	105	(1,793)	473	(45)	(200)	(200)	(200)	(200)	541	(1,261)	(801)
稅前純益	6,282	6,613	9,708	9,920	8,677	9,737	10,693	11,009	15,134	32,576	40,116
所得稅費用[利益]	(1,160)	(1,596)	(1,888)	(2,182)	(1,909)	(2,142)	(2,352)	(2,422)	(3,135)	(6,827)	(8,825)
少數股東損益	6	15	7	7	9	9	8	8	1	35	35
非常項目稅後純益	5,127	5,032	7,827	7,745	6,777	7,604	8,349	8,595	12,000	25,784	31,325
非常項目	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	-	0	0
稅後淨利	5,127	5,032	7,827	7,745	6,777	7,604	8,349	8,595	12,000	25,784	31,325
每股盈餘 (NT\$)	9.17	9.00	14.00	13.80	12.08	13.55	14.88	15.32	21.49	46.08	55.83
獲利率 (%)											
營業毛利率	20.1	17.9	17.2	18.5	18.1	18.5	18.4	18.2	20.6	18.3	18.3
營業利益率	13.8	13.4	12.3	13.8	13.3	13.8	13.6	13.2	12.3	13.3	13.5
EBITDA Margin	14.6	14.1	13.0	14.6	14.1	14.5	14.3	13.8	13.4	14.0	14.2
稅前純益率	14.7	10.9	13.3	14.0	13.1	13.6	13.5	13.1	13.7	13.2	13.3
稅後純益率	12.0	8.3	10.7	10.9	10.3	10.7	10.5	10.2	10.9	10.4	10.4
季成長率 (%)											
營業收入	9.7	41.8	20.4	(3.0)	(6.7)	8.0	11.1	6.0			
營業毛利	6.9	26.2	15.3	4.8	(8.9)	10.3	10.7	4.6			
營業收益增長	14.2	37.4	10.9	8.3	(10.1)	12.1	9.7	2.9			
EBITDA	13.7	36.2	10.8	9.0	(9.8)	11.4	9.2	2.8			
稅前純益	11.0	5.3	46.8	2.2	(12.5)	12.2	9.8	3.0			
稅後純益	13.3	(1.9)	55.5	(1.0)	(12.5)	12.2	9.8	3.0			
年成長率 (%)											
營業收入	126.8	148.3	158.7	81.6	54.5	17.7	8.6	18.6	31.2	123.8	21.7
營業毛利	119.9	109.5	123.2	62.7	38.2	21.3	16.6	16.3	18.2	98.2	21.8
營業收益	207.4	166.3	159.9	88.5	48.3	21.0	19.7	13.8	18.3	141.3	23.2
EBITDA	188.1	157.2	150.8	87.1	48.4	21.3	19.6	12.8	18.5	134.3	23.0
稅前純益	125.1	95.9	193.4	75.3	38.1	47.2	10.2	11.0	29.0	115.3	23.1
稅後純益	128.5	94.9	195.3	71.2	32.2	51.1	6.7	11.0	34.5	114.9	21.5

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	46,061	56,576	86,320	139,723	168,689
流動資產	41,883	49,991	70,639	123,139	151,404
現金及短期投資	15,015	24,333	25,465	26,757	35,252
存貨	12,788	13,551	19,371	44,757	54,437
應收帳款及票據	13,139	11,119	20,763	46,584	56,674
其他流動資產	940	989	5,041	5,041	5,041
非流動資產	4,178	6,584	15,681	16,584	17,285
長期投資	142	316	6,018	6,065	6,137
固定資產	1,804	3,181	5,445	6,302	6,931
什項資產	2,232	3,086	4,217	4,217	4,217
負債總額	25,633	31,388	50,032	92,792	108,985
流動負債	21,568	29,080	46,920	89,660	106,047
應付帳款及票據	12,478	13,681	25,955	59,969	72,939
短期借款	926	434	476	268	275
什項負債	8,164	14,964	20,489	29,423	32,833
長期負債	4,065	2,308	3,112	3,132	2,937
長期借款	2,605	538	281	301	106
其他負債及準備	293	389	987	987	987
股東權益總額	20,428	25,188	36,289	46,931	59,704
普通股股本	5,601	5,604	5,611	5,611	5,611
保留盈餘	11,169	15,100	22,004	32,682	45,489
少數股東權益	-	-	(38)	(73)	(107)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	29.5%	9.0%	31.2%	123.8%	21.7%
營業收益增長	77.0%	19.4%	18.3%	141.3%	23.2%
EBITDA	69.1%	18.6%	18.5%	134.3%	23.0%
稅後純益	73.6%	9.2%	34.5%	114.9%	21.5%
每股盈餘成長率	73.4%	9.2%	34.4%	114.5%	21.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.4%	22.9%	20.6%	18.3%	18.3%
營業利益率	12.5%	13.7%	12.3%	13.3%	13.5%
EBITDA Margin	13.6%	14.8%	13.4%	14.0%	14.2%
稅後純益率	10.6%	10.6%	10.9%	10.4%	10.4%
平均資產報酬率	20.1%	17.4%	16.8%	22.8%	
股東權益報酬率	45.4%	39.1%	39.0%	61.9%	58.7%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	17.3%	3.9%	2.1%	1.2%	0.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	152.0	161.8	174.0	326.4	201.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	142.9	251.8	113.7	103.6	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	9.8	36.3	17.6	28.2	
流動比率 (x)	1.9	1.7	1.5	1.4	1.4
速動比率 (x)	1.3	1.3	1.1	0.9	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	(5,164)	(13,099)	(17,359)	(18,840)	(27,523)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	14.64	15.99	21.49	46.08	55.83
每股現金盈餘 (NT\$)	17.43	32.93	17.80	18.53	
每股淨值 (NT\$)	36.47	44.95	64.74	83.77	106.59
調整後每股淨值 (NT\$)	36.62	45.14	65.04	84.01	106.59
每股營收 (NT\$)	138.40	150.88	197.71	441.61	535.70
EBITDA/Share (NT\$)	18.82	22.32	26.44	61.84	75.87
每股現金股利 (NT\$)	7.50	10.00	12.00	27.00	33.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.90	1.64	1.55	2.19	
應收帳款周轉天數	62.1	48.2	68.8	68.8	68.8
存貨周轉天數	76.9	76.2	80.9	80.9	80.9
應付帳款周轉天數	75.0	76.9	108.4	108.4	108.4
現金轉換周轉天數	64.0	47.5	41.3	41.3	41.3

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	77,205	84,188	110,425	247,076	300,589
營業成本	(60,687)	(64,926)	(87,634)	(201,927)	(245,598)
營業毛利	16,518	19,263	22,791	45,149	54,991
營業費用	(6,886)	(7,762)	(9,176)	(12,328)	(14,554)
營業利益	9,633	11,501	13,601	32,821	40,437
總營業外收入	279	727	991	1,016	480
利息收入	179	639	870	925	400
投資利益淨額	13	15	17	-	-
其他營業外收入	87	72	104	90	80
總營業外費用	365	(496)	541	(1,261)	(801)
利息費用	(68)	(73)	(87)	(100)	(200)
投資損失	(1)	(3)	(3)	(2)	(1)
其他營業外費用	434	(420)	632	(1,158)	(600)
稅前純益	10,276	11,732	15,134	32,576	40,116
所得稅費用[利益]	(2,110)	(2,812)	(3,135)	(6,827)	(8,825)
少數股東損益	-	-	1	35	35
非常項目	-	(0)	(0)	0	0
稅後淨利	8,166	8,920	12,000	25,784	31,325
EBITDA	10,499	12,455	14,764	34,597	42,569
每股盈餘 (NT\$)	14.64	15.99	21.49	46.08	55.83

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	9,723	18,371	9,942	10,369	
本期純益	8,166	8,920	12,000	25,784	31,325
折舊及攤提	867	953	1,163	1,776	2,133
本期運用資金變動	(1,670)	2,131	(3,784)	(17,193)	
其他營業資產及負債變動	2,361	6,366	564	2	(33,457)
投資活動之現金流量	(6,104)	(5,666)	262	(2,682)	(2,835)
投資用短期投資出售[新購]	(5,159)	(3,967)	2,957	-	-
本期長期投資變動	(30)	-	(98)	(49)	(73)
資本支出淨額	(952)	(2,245)	(2,762)	(2,503)	(2,632)
其他資產變動	36	546	164	(129)	(129)
自由現金流	5,838	9,509	5,309	7,893	
融資活動之現金流量	(1,282)	(7,056)	(6,215)	(6,395)	(15,329)
短期借款變動	-	137	(38)		
長期借款變動	2,325	(2,701)	(301)	(188)	(188)
現金增資	-	-	-		
已支付普通股股息	(3,346)	(4,185)	(5,582)	(6,172)	(15,106)
其他融資現金流	(261)	(307)	(295)	(35)	(35)
匯率影響數	101	(275)	635		
本期產生現金流量	2,438	5,375	4,623	1,292	

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	8.9%	9.2%	8.3%	5.0%	4.8%
= 營業利益率	12.5%	13.7%	12.3%	13.3%	13.5%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	9.3	95.8	22.5	17.6	16.7
營業利益率	12.5%	13.7%	12.3%	13.3%	13.5%
x 資本周轉率	9.3	95.8	22.5	17.6	16.7
x (1 - 有效現金稅率)	79.5%	76.0%	79.3%	79.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	92.2%	994.8%	220.0%	185.1%	174.9%

資料來源：公司資料，凱基預估



折疊手機產業

焦點內容

1. 我們預估全球摺疊手機出貨量 2026-27 年年增超過 30%，主要動能為蘋果於 2H26 推出摺疊 iPhone。
2. 蘋果供應鏈將受惠於摺疊 iPhone 發表，尤其是軸承廠商新日興。其他受惠者包括受惠於規格升級的奇鋐、臻鼎-KY，以及受惠於出貨量成長的鴻海與大立光。

摺疊 iPhone 帶動 2026-27 年摺疊手機出貨成長

評論及分析

2025-27 年摺疊智慧型手機出貨量成長強勁。根據 Gartner 資料，1Q-3Q25 全球摺疊智慧型手機出貨量年增 46%至 2,753 萬台。Samsung (韓) 仍為最大品牌，出貨量年增 28%至 1,301 萬台，市占率 47%，低於 2024 年的 52%。華為 (中) 排名第二，市占率 23.5%，且出貨量年增 84%至 647 萬台，已超越 2024 全年 531 萬台的出貨量。其他出貨量大幅成長的品牌包括受惠於上下折機種 Xiaomi MIX Flip 2 熱銷的小米 (中) (年增 161%) 及受惠於 Pixel 10 Pro Fold 銷售的 Google (美) (年增 104%)。摺疊手機設計趨勢更趨輕薄。華為於 3Q24 推出首款三折機 Mate XT 後，Samsung 預計於 4Q25 推出 Galaxy Z TriFold，小米也考慮推出三折機。我們預估 2025 年全球摺疊智慧型手機出貨量將年增 36%至 3,630 萬台，2026 年年增 29%至 4,680 萬台。Apple (美) 有望於 2H26 推出摺疊 iPhone，將進一步推升 2026-27 年整體產業出貨量，而蘋果也將在 2027 年成為第二大市佔率之摺疊手機品牌，超越華為。我們預測 2027 年全球摺疊智慧型手機出貨量將年增 33%至 6,210 萬台，滲透率達 4.8%。

折疊 iPhone 上市將為下一波成長動能。Apple 有望於 2H26 推出折疊 iPhone，採用內折設計，主螢幕配備 7.74 吋 OLED 顯示器，背蓋螢幕尺寸則為 5.49 吋。凱基預估 2026 年折疊 iPhone 出貨量將達 600 萬支、2027 年增至 1,300-1,500 萬支，隱含 2027 年折疊機種將佔 iPhone 總出貨量的 5-6%，相較之下，華為的摺疊手機滲透率 20%、三星 8-10%，蘋果的滲透率具上檔空間。我們認為折疊 iPhone 將帶動 2026-27 年全球折疊手機出貨維持 30% 以上年增率。折疊 iPhone 供應鏈將受惠於銷量增加，尤其是軸承業者。新日興 (3376 TT; NT\$180.5; 增加持股) 為 iPhone 的兩家軸承供應商之一 (另一為 Amphenol (美))，凱基預估新日興 2026 年智慧型手機軸承營收佔比達 42%、2027 年 55%。其他折疊 iPhone 的規格升級包括 (1) 散熱解決方案: iPhone 17 Pro/Pro Max 每支搭載一片均溫板 (VC)，而折疊 iPhone 可能配備兩片; (2) 每支折疊 iPhone 的軟板用量可能為 20-24 片，超過現行機種的 17 片; 與 (3) 折疊 iPhone 電池容量或將由 iPhone 17 Pro Max 的 5,088mAh 擴充至 5,700-5,800mAh。我們預期 2026 年 Apple 供應鏈將受惠於折疊 iPhone 問世。鴻海 (2317 TT, NT\$236.5, 增加持股) 將為主要組裝廠，另外負責軸承的新日興、供應鏡頭的大立光 (3008 TT, NT\$2,145, 增加持股)、VC 供應商奇鋐 (3017 TT, NT\$1,335, 增加持股)、軟板廠臻鼎-KY (4958 TT, NT\$141, 持有) 亦在受惠廠商之列。

投資建議

在摺疊 iPhone 供應鏈中，我們的首選為新日興，係因摺疊 iPhone 2027 年將占其整體營收逾 50%，帶動其 2026-27 年 EPS 強勁成長。其他受惠者包括受惠於規格升級的奇鋐、臻鼎-KY，以及受惠於出貨量成長的鴻海與大立光。

投資風險

產品發表遞延；消費者需求疲弱；生產或融資成本上升。

圖 1：1Q-3Q25 全球摺疊智慧型手機出貨量年增 40-50%

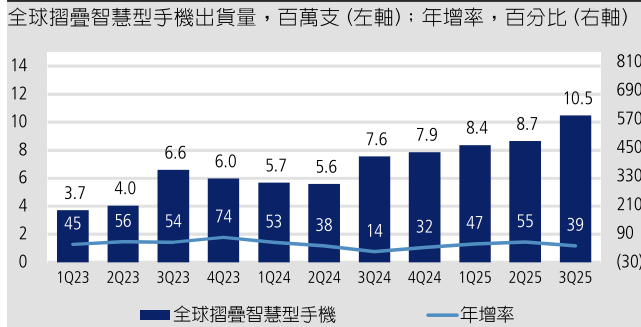


圖 3：1Q-3Q25 三星為摺疊智慧型手機市場領導者

各品牌摺疊智慧型手機出貨量市占率，百分比

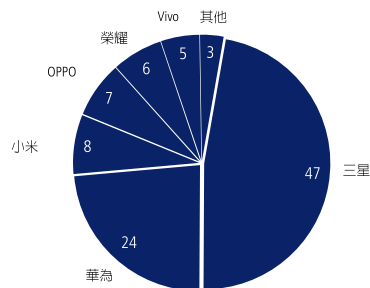


圖 5：全球摺疊智慧型手機出貨量 2025-27 年快速成長，幅度高於智慧型手機產業

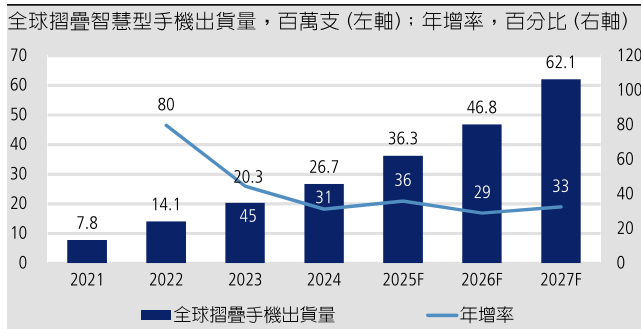


圖 7：華為 2026-27 年摺疊手機市占率維持於 20% 以上

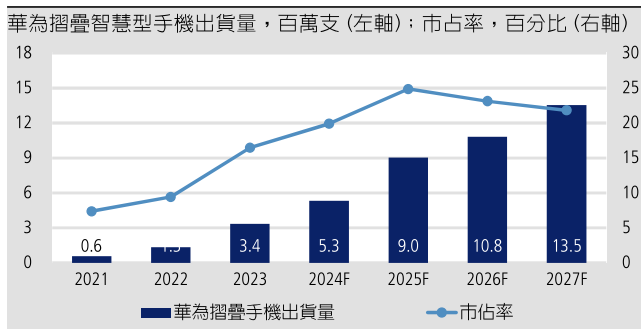


圖 2：大中華與歐洲地區為摺疊智慧型手機主要消費區域

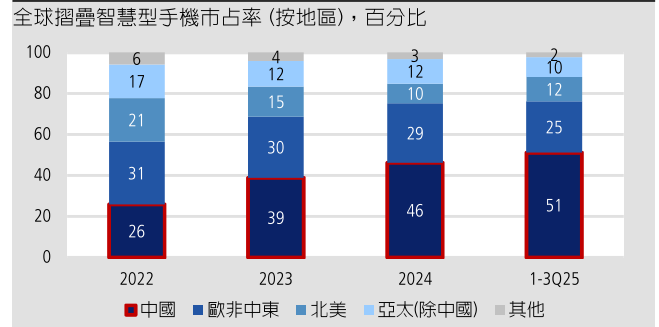


圖 4：華為、Samsung、OPPO 之摺疊智慧型手機滲透率較同業高

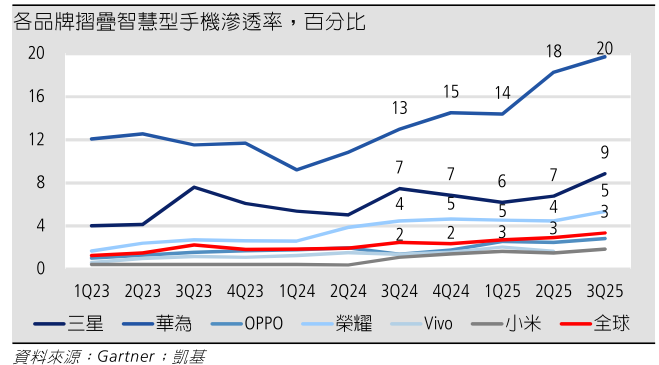


圖 6：2027 年 Apple 將成為第二大的摺疊手機品牌

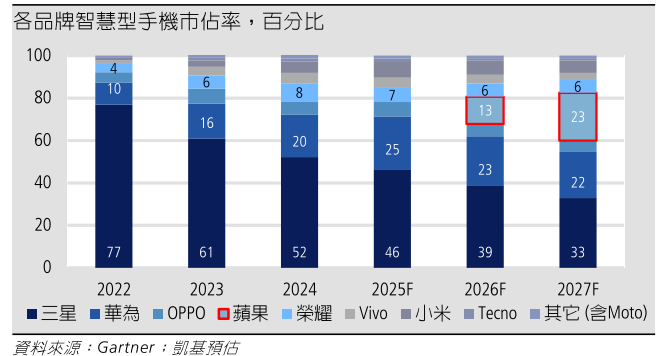


圖 8：摺疊智慧型手機滲透率逐漸攀升，2027 年達 5%

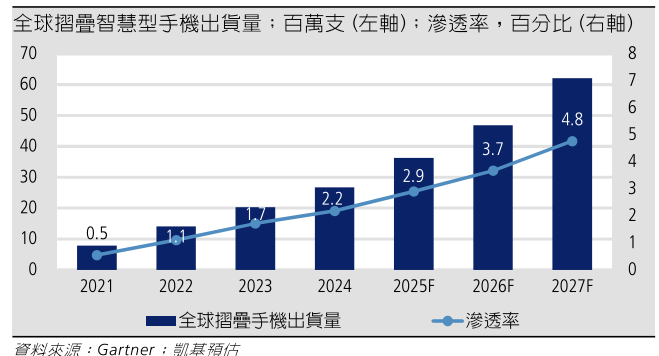


圖 9：摺疊 iPhone 推出有利軸承、散熱、軟板、鏡頭與 ODM 廠營收挹注

規格差異	樞軸	散熱均溫片 (VC)	軟板	鏡頭	組裝廠
現有 iPhone	無軸承設計	目前 Pro 機種採用 1 片 VC	17 片	Pro 機種採三鏡頭 (48MP)	設計多年相近
摺疊 iPhone	採用軸承設計	摺疊機種採用 2 片 VC	20-24 片	採四鏡頭設計	組裝複雜度較高
內含價值/每支 iPhone (US\$)					
現有 iPhone	0	4	25-28	10-15	750-770
摺疊 iPhone	90	8	33-37	10-15	1,100-1,300
台廠主要受惠者	新日興	奇鋐	臻鼎	大立光	鴻海
佔整體營收比重 (%)					
2026F	36-37	<5	1.8	<5	<5
2027F	50-51	<5	4.0	<5	<5

資料來源：凱基預估

圖 10：同業比較 – 投資評價

公司	代碼	市值 (US\$mn)	股價 (當地貨幣)	評等	目標價 (元)	EPS (LCY)		EPS YoY (%)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		Cash yield (%)	
						2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F
新日興	3376 TT	1,134	180.5	增加持股	235.0	1.70	8.70	(76.3)	413.1	106.5	20.8	2.0	1.9	1.8	9.4	3.3	0.7
富世達	6805 TT	3,189	1,450.0	增加持股	1,755.0	31.06	58.49	73.5	88.3	46.7	24.8	15.0	11.5	35.0	52.7	0.6	1.1
兆利*	3548 TT	187	86.0	未評等	N.A.	2.99	5.75	(65.8)	92.6	28.8	15.0	1.1	1.0	N.M.	N.M.	0.0	N.A.
奇鋐	3017 TT	16,626	1,335.0	增加持股	1,695.0	48.71	70.82	129.7	45.4	27.4	18.9	13.5	10.0	56.3	60.8	0.7	1.8
臻鼎-KY	4958 TT	4,785	141.0	持有	155.0	9.07	11.91	(6.2)	31.4	15.6	11.8	1.3	1.2	8.2	10.7	3.4	3.2
大立光	3008 TT	9,185	2,145.0	增加持股	2,980.0	157.66	185.95	(18.8)	17.9	13.6	11.5	1.4	1.3	11.0	12.0	4.5	3.7
鴻海	2317 TT	105,952	236.5	增加持股	340.0	14.68	18.90	33.4	28.8	16.1	12.5	1.9	1.8	12.0	14.6	2.5	3.3

*Bloomberg 市場共識

資料來源：彭博；凱基預估

圖 11: 全球各品牌摺疊手機出貨量

品牌	全球摺疊智慧型手機出貨量															
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2021	2022	2023	2024	1-3Q25
Samsung	2.4	2.2	4.4	3.4	3.2	2.7	4.3	3.7	3.7	3.9	5.4	6.9	9.9	12.4	13.9	13.0
Huawei	0.5	0.8	0.8	1.2	1.1	1.2	1.2	1.8	2.0	2.3	2.1	0.6	1.3	3.4	5.3	6.5
OPPO	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.8	0.0	0.6	1.4	1.7	2.0
Honor	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.7	0.0	0.5	1.3	2.2	1.8
Vivo	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.0	0.2	0.8	1.4	1.4
Xiaomi	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7	0.6	0.8	0.1	0.2	0.6	1.4	2.1
Lenovo	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4
Google	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
Tecno Telecom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
總計	3.7	4.0	6.6	6.0	5.7	5.6	7.6	7.9	8.4	8.7	10.5	7.8	12.9	20.3	26.7	27.5
	年增率(%)															
Samsung	7.4	3.4	36.0	45.8	32.4	22.1	(2.5)	11.2	14.8	44.6	26.2	N.A.	43.8	24.8	12.4	27.5
Huawei	399.1	432.4	58.5	124.4	106.6	57.9	47.2	46.5	89.7	92.4	72.2	N.A.	129.7	152.7	58.6	84.4
OPPO	192.3	154.3	127.2	100.7	62.3	41.9	(7.3)	2.5	43.3	29.7	95.4	N.A.	2,825.7	133.5	19.8	54.1
Honor	189.8	122.4	151.1	141.9	67.3	79.3	67.8	76.5	66.0	1.0	4.4	N.A.	N.A.	146.3	73.1	17.6
Vivo	N.A.	1,026.6	164.6	131.4	112.2	75.4	39.4	54.7	76.4	11.0	24.6	N.A.	N.A.	286.9	64.8	34.4
Xiaomi	510.6	1,042.0	123.0	101.2	36.2	13.0	173.4	251.4	281.0	285.1	71.8	N.A.	44.1	214.5	128.9	160.8
Lenovo	20.8	192.7	277.8	317.4	275.2	119.5	32.1	24.4	41.4	42.0	27.3	N.A.	(55.6)	209.9	67.6	36.4
Google	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	103.6
Tecno Telecom	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	(2.0)
其他	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	(63.3)	(100.0)	N.A.	287.7
總計	44.8	56.1	53.7	74.2	53.3	38.3	14.4	31.5	47.4	54.8	38.9	N.A.	64.7	57.9	31.2	46.2
	季增率(%)															
Samsung	5.0	(8.2)	99.1	(24.1)	(4.6)	(15.3)	58.9	(13.4)	(1.5)	6.7	38.7					
Huawei	(5.7)	47.4	10.4	46.2	(13.2)	12.6	2.9	45.5	12.4	14.2	(7.9)					
OPPO	27.3	18.9	28.5	3.1	2.9	4.0	(16.0)	14.0	43.9	(5.9)	26.5					
Honor	31.3	40.4	26.0	4.2	(9.2)	50.5	17.8	9.6	(14.7)	(8.4)	21.9					
Vivo	30.6	56.4	15.6	(2.1)	19.8	29.3	(8.1)	8.7	36.6	(18.7)	3.1					
Xiaomi	54.1	7.9	20.0	0.8	4.3	(10.5)	190.4	29.6	13.1	(9.6)	29.6					
Lenovo	(0.1)	73.3	89.8	26.9	(10.2)	1.4	14.2	19.5	2.1	1.9	2.4					
Google	N.A.	N.A.	21.4	3.0	(16.0)	17.3	25.2	27.7	21.9	3.3	17.3					
Tecno Telecom	N.A.	N.A.	N.A.	156.6	70.6	(3.7)	0.7	4.8	(5.7)	3.5	(6.5)					
其他	(100.0)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.					
總計	7.9	9.2	63.2	(9.4)	(5.1)	(1.5)	35.0	4.2	6.4	3.5	21.1					
	全球市佔率(%)															
Samsung	65.1	54.8	66.8	56.0	56.3	48.3	56.9	47.3	43.8	45.2	51.7	88.3	77.1	60.9	52.2	47.3
Huawei	14.0	18.8	12.7	20.6	18.8	21.5	16.4	22.9	24.2	26.7	20.3	7.4	10.3	16.5	19.9	23.5
OPPO	7.3	8.0	6.3	7.2	7.8	8.2	5.1	5.6	7.6	6.9	7.2	0.3	4.8	7.1	6.5	7.2
Honor	5.7	7.3	5.7	6.5	6.2	9.5	8.3	8.7	7.0	6.2	6.2	0.0	4.0	6.2	8.2	6.5
Vivo	3.7	5.3	3.7	4.0	5.1	6.7	4.5	4.7	6.1	4.8	4.1	0.0	1.7	4.1	5.2	4.9
Xiaomi	3.5	3.5	2.6	2.9	3.1	2.9	6.2	7.7	8.1	7.1	7.6	1.7	1.5	3.0	5.3	7.6
Lenovo	0.7	1.1	1.2	1.7	1.6	1.7	1.4	1.6	1.6	1.5	1.3	2.3	0.6	1.2	1.6	1.5
Google	0.0	1.3	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.3	1.5	1.5	1.4	0.0	0.0	0.9	1.1	1.5
Tecno Telecom	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
總計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料來源：Gartner：凱基



新日興

(3376.TW/3376 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	180.5
12 個月目標價 (NT\$)	235.0
前次目標價 (NT\$)	235.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	30.2

焦點內容

- 2026 年新款 AirPods 與 MacBook 推出將帶動公司消費性營收成長。
- 摺疊 iPhone 營收將挹注 2026-27 年新日興獲利強勁成長。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	35.33 /
流通在外股數 (百萬股)：	192.5
外資持有股數 (百萬股)：	52.23
3M 平均成交量 (百萬股)：	6.92
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	168.0 -296.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-18	-4	-4
相對表現 (%)	-34.1	-31.4	-24.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	1.68A	2.18A	1.77A	1.53A
2025	1.13A	(0.46)A	0.59A	0.45F
2026	0.82F	1.29F	2.66F	3.93F

股價圖



資料來源：TEJ

2026-27 年摺疊 iPhone 推出之主要受惠者

重要訊息

蘋果 (美) 2H26 有望推出摺疊 iPhone，並於 2027 年成為全球第二大摺疊手機品牌，市佔率達 23%，此將推動新日興 2026-27 年獲利大幅成長

評論及分析

2026 年消費性營收回溫。自 AirPods Pro 3 於 3Q25 末推出後，我們觀察到市場需求強勁，且 Apple 有望於 2026 年推出新款 AirPods，包括平價與高階款，將帶動 2026 年 AirPods 出貨量年增幅續揚 (相較 2025 年為年增個位數)，此將驅動 2026 年新日興穿戴式裝置營收年增。此外，蘋果已於 10 月推出搭載 M5 晶片的 MacBook Pro，並有望於 2026 年推出 MacBook Air (M5) 及另一款平價機種，我們預估 2026 年 MacBook 出貨量將年增個位數，優於整體產業 (年減 2%)。因此，我們預期 2026 年新日興筆電、穿戴式裝置及整體營收皆將年增，EPS 則年增 413% 至 8.7 元，而利潤率亦將擴張，動能來自 NB 營收擴張。

2026-27 年折疊 iPhone 推出的主要受惠者。蘋果 2H26 有望推出摺疊 iPhone，預期為內折設計。凱基預估 2026 年折疊 iPhone 出貨量將達 600 萬支、2027 年增至 1,300-1,500 萬支，隱含 2027 年折疊機種將佔 iPhone 總出貨量的 5-6%，相較之下，華為的摺疊手機滲透率 20%、三星 8-10%，蘋果的滲透率具上檔空間。由於公司為軸承二家供應商之一 (另一家為安費諾 (美))，凱基預期 2026-27 年折疊 iPhone 訂單將挹注公司營收與獲利大幅成長。基於訂單比重 50-60% 之假設，我們預估新日興 2026 年摺疊軸承營收占比達 42%、2027 年成長至 55%。摺疊 iPhone 推出將進一步推升公司 2027 年 EPS 成長至 12-13 元，年增 40-50%。

投資建議

新日興將為摺疊手機推出之主要受惠者，帶動 2026-27 年獲利強勁成長。我們給予「增加持股」評等，目標價 235 元，基於 27 倍 2026 年 EPS 預估。

投資風險

摺疊 iPhone 延後上市、消費需求不振、台灣缺工影響。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	11,825	10,068	13,327	10,939	19,512
營業毛利 (NT\$百萬)	2,502	1,805	2,462	1,587	3,576
營業利益 (NT\$百萬)	1,559	909	1,253	293	1,966
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,659	807	1,359	330	1,703
每股盈餘 (NT\$)	8.68	4.30	7.15	1.70	8.70
每股現金股利 (NT\$)	6.00	4.00	6.00	1.35	6.96
每股盈餘成長率 (%)	42.7	(50.5)	66.4	(76.3)	413.1
本益比 (x)	20.8	42.0	25.2	106.5	20.8
股價淨值比 (x)	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA (x)	12.4	17.2	14.9	25.4	9.7
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.3	2.2	3.3	0.7	3.9
股東權益報酬率 (%)	10.6	5.1	8.1	1.8	9.4

資料來源：公司資料、凱基

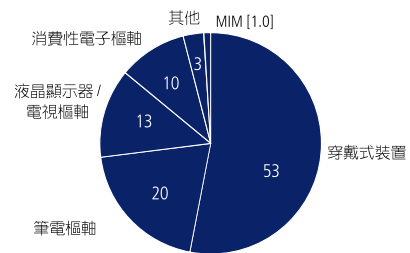
圖 1: 公司概況

新日興自 1999 年起穩居全球最大的筆電樞軸製造商，2022 年全球市佔率約 10%。2024 年筆電樞軸營收比重 20%、LCD 顯示器/電視樞軸 13%、穿戴式裝置 53%、3C 產品樞軸 10%、金屬射出成型(MIM)事業 1%、其他事業 3%。公司目前在台北設有研發中心，生產基地則散落於台灣、蘇州、深圳與四川。

資料來源：凱基

圖 2: 穿戴式裝置營收比重為大宗

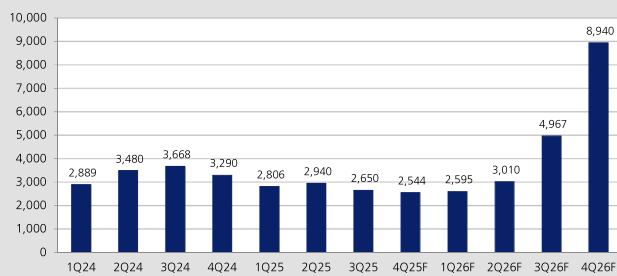
2024 營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營業收入

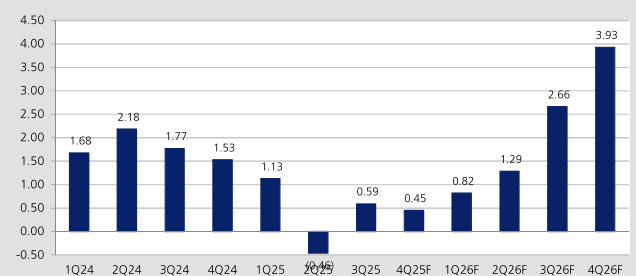
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

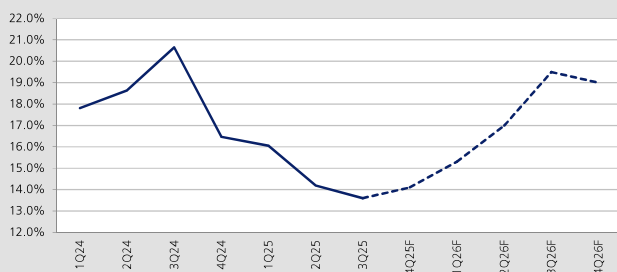
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 未來一年預估本益比區間

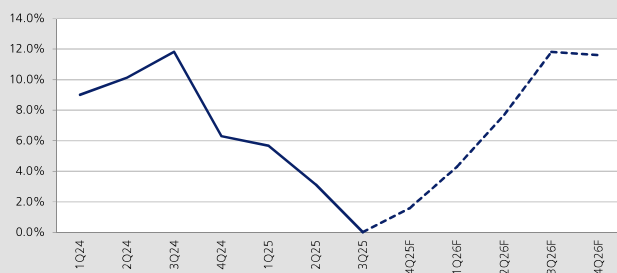
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

圖 7: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基預估

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	2,806	2,940	2,650	2,544	2,595	3,010	4,967	8,940	13,327	10,939	19,512
營業成本	(2,355)	(2,523)	(2,290)	(2,185)	(2,198)	(2,498)	(3,998)	(7,241)	(10,865)	(9,353)	(15,936)
營業毛利	450	417	361	359	397	512	968	1,699	2,462	1,587	3,576
營業費用	(291)	(325)	(360)	(318)	(285)	(280)	(382)	(662)	(1,209)	(1,294)	(1,609)
營業利益	159	92	1	41	112	232	586	1,037	1,253	293	1,966
折舊	(139)	(128)	(132)	(392)	(212)	(212)	(212)	(212)	(542)	(790)	(850)
攤提	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	298	220	132	432	324	444	799	1,250	1,795	1,083	2,816
利息收入	31	32	26	29	30	30	30	30	130	117	120
投資利益淨額	-	9	7	4	5	5	5	5	15	20	20
其他營業外收入	98	45	167	51	75	75	75	75	601	360	300
總營業外收入	128	86	199	84	110	110	110	110	746	497	440
利息費用	(4)	(5)	(6)	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)	(29)	(21)	(22)
投資損失	(5)	(8)	(12)	(3)	-	-	-	-	(14)	(28)	-
其他營業外費用	-	(197)	-	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)	(82)	(200)	(20)
總營業外費用	(9)	(210)	(18)	(13)	(10)	(10)	(10)	(10)	(124)	(249)	(42)
稅前純益	279	(32)	181	112	211	331	686	1,137	1,875	541	2,365
所得稅費用[利益]	(63)	(58)	(66)	(24)	(51)	(80)	(165)	(367)	(516)	(211)	(662)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	215	(90)	116	88	161	252	521	769	1,359	330	1,703
非常項目	0	0	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	215	(90)	116	88	161	252	521	769	1,359	330	1,703
每股盈餘 (NT\$)	1.13	(0.46)	0.59	0.45	0.82	1.29	2.66	3.93	7.15	1.70	8.70
獲利率 (%)											
營業毛利率	16.1	14.2	13.6	14.1	15.3	17.0	19.5	19.0	18.5	14.5	18.3
營業利益率	5.7	3.1	0.0	1.6	4.3	7.7	11.8	11.6	9.4	2.7	10.1
EBITDA Margin	10.6	7.5	5.0	17.0	12.5	14.8	16.1	14.0	13.5	9.9	14.4
稅前純益率	9.9	(1.1)	6.8	4.4	8.1	11.0	13.8	12.7	14.1	4.9	12.1
稅後純益率	7.7	(3.1)	4.4	3.5	6.2	8.4	10.5	8.6	10.2	3.0	8.7
季成長率 (%)											
營業收入	(14.7)	4.8	(9.9)	(4.0)	2.0	16.0	65.0	80.0			
營業毛利	(16.9)	(7.4)	(13.6)	(0.5)	10.7	28.9	89.3	75.4			
營業收益增長	(23.1)	(42.1)	(99.4)	7697.8	174.1	107.7	152.9	76.9			
EBITDA	(12.9)	(26.3)	(39.9)	226.8	(25.1)	37.1	79.7	56.5			
稅前純益	(43.8)	(111.5)		(38.1)	88.0	56.9	106.9	65.8			
稅後純益	(28.1)	(141.7)		(23.7)	81.7	56.9	106.9	47.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(2.9)	(15.5)	(27.8)	(22.7)	(7.5)	2.4	87.4	251.4	32.4	(17.9)	78.4
營業毛利	(12.5)	(35.7)	(52.4)	(33.8)	(11.9)	22.7	168.6	373.5	36.4	(35.6)	125.3
營業收益	(38.8)	(73.8)	(99.9)	(80.3)	(29.9)	151.4	112173.0	2447.7	37.9	(76.7)	572.0
EBITDA	(25.5)	(54.8)	(76.6)	26.2	8.6	101.9	503.6	189.0	19.2	(39.7)	160.0
稅前純益	(30.4)	(106.1)	(59.8)	(77.3)	(24.2)		277.8	911.6	61.2	(71.2)	337.5
稅後純益	(31.6)	(121.9)	(65.4)	(70.5)	(25.5)		349.9	770.6	68.4	(75.7)	416.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	21,440	21,552	23,268	22,233	25,188
流動資產	12,636	12,600	13,784	12,597	15,582
現金及短期投資	6,464	6,579	6,159	6,178	6,500
存貨	1,666	1,622	1,946	1,680	2,620
應收帳款及票據	4,364	4,110	5,376	4,424	6,147
其他流動資產	142	289	303	315	315
非流動資產	8,804	8,952	9,484	9,636	9,606
長期投資	2,756	3,351	3,322	3,314	3,334
固定資產	5,759	5,364	5,674	5,834	5,784
什項資產	289	237	488	488	488
負債總額	5,560	5,999	5,300	4,199	6,813
流動負債	4,967	5,530	4,093	3,236	5,769
應付帳款及票據	1,688	2,594	2,897	2,501	4,017
短期借款	1,781	1,820	-	364	283
什項負債	1,498	1,117	1,196	371	1,470
長期負債	593	468	1,207	963	1,044
長期借款	-	-	731	488	569
其他負債及準備	531	437	454	454	454
股東權益總額	15,880	15,553	17,969	18,034	18,375
普通股本	1,877	1,877	1,957	1,957	1,957
保留盈餘	9,673	9,872	10,665	10,731	11,072
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	(2.6%)	(14.9%)	32.4%	(17.9%)	78.4%
營業收益增長	(1.1%)	(41.7%)	37.9%	(76.7%)	572.0%
EBITDA	(0.8%)	(31.2%)	19.2%	(39.7%)	160.0%
稅後純益	41.9%	(51.3%)	68.4%	(75.7%)	416.4%
每股盈餘成長率	42.7%	(50.5%)	66.4%	(76.3%)	413.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	21.2%	17.9%	18.5%	14.5%	18.3%
營業利益率	13.2%	9.0%	9.4%	2.7%	10.1%
EBITDA Margin	18.5%	15.0%	13.5%	9.9%	14.4%
稅後純益率	14.0%	8.0%	10.2%	3.0%	8.7%
平均資產報酬率	7.8%	3.8%	6.1%	1.4%	7.2%
股東權益報酬率	10.6%	5.1%	8.1%	1.8%	9.4%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	11.2%	11.7%	4.1%	4.7%	4.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	203.5	50.8	65.6	26.4	109.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.4	1.0	0.6	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	136.8	90.4	22.1	95.2	63.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.9	1.1	22.1	5.3	4.6
流動比率 (x)	2.5	2.3	3.4	3.9	2.7
速動比率 (x)	2.2	2.0	2.9	3.4	2.2
淨負債 (NT\$百萬)	(1,501)	(800)	(1,376)	(1,275)	(1,597)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.68	4.30	7.15	1.70	8.70
每股現金盈餘 (NT\$)	8.02	11.24	3.38	10.40	7.08
每股淨值 (NT\$)	84.58	82.84	91.79	92.13	93.87
調整後每股淨值 (NT\$)	83.08	82.84	94.57	92.72	93.87
每股營收 (NT\$)	61.86	53.62	70.14	56.24	99.67
EBITDA/Share (NT\$)	11.45	8.02	9.45	5.57	14.39
每股現金股利 (NT\$)	6.00	4.00	6.00	1.35	6.96
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.55	0.47	0.59	0.48	0.82
應收帳款周轉天數	134.7	149.0	147.6	147.6	115.0
存貨周轉天數	65.2	71.6	65.6	65.6	60.0
應付帳款周轉天數	66.1	114.6	97.6	97.6	92.0
現金轉換周轉天數	133.8	106.1	115.6	115.6	83.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	11,825	10,068	13,327	10,939	19,512
營業成本	(9,323)	(8,263)	(10,865)	(9,353)	(15,936)
營業毛利	2,502	1,805	2,462	1,587	3,576
營業費用	(942)	(896)	(1,209)	(1,294)	(1,609)
營業利益	1,559	909	1,253	293	1,966
總營業外收入	849	271	746	497	440
利息收入	62	137	130	117	120
投資利益淨額	0	19	15	20	20
其他營業外收入	787	115	601	360	300
總營業外費用	(140)	(17)	(124)	(249)	(42)
利息費用	(11)	(23)	(29)	(21)	(22)
投資損失	(5)	-	(14)	(28)	-
其他營業外費用	(124)	7	(82)	(200)	(20)
稅前純益	2,268	1,163	1,875	541	2,365
所得稅費用[利益]	(609)	(356)	(516)	(211)	(662)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	(0)	-	-
稅後淨利	1,659	807	1,359	330	1,703
EBITDA	2,188	1,506	1,795	1,083	2,816
每股盈餘 (NT\$)	8.68	4.30	7.15	1.70	8.70

現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	1,532	2,110	642	2,024	1,386
本期純益	1,659	807	1,359	330	1,703
折舊及攤提	629	597	542	790	850
本期運用資金變動	(481)	1,257	(1,287)	896	(1,147)
其他營業資產及負債變動	(274)	(552)	27	8	(20)
投資活動之現金流量	(2,530)	(1,592)	(1,106)	(950)	(800)
投資用短期投資出售[新購]	(196)	(1,333)	(124)	-	-
本期長期投資變動	-	(80)	-	-	-
資本支出淨額	(196)	(118)	(666)	(950)	(800)
其他資產變動	(2,138)	(61)	(315)	-	-
自由現金流	1,092	2,367	(503)	914	319
融資活動之現金流量	(909)	(1,135)	(294)	(1,055)	(264)
短期借款變動	515	39	(1,820)	120	-
長期借款變動	-	-	964	-	-
現金增資	-	-	1,360	-	-
已支付普通股股息	(962)	(1,126)	(751)	(1,175)	(264)
其他融資現金流	(42)	(47)	(47)	(0)	(0)
匯率影響數	190	(45)	246		
本期產生現金流量	(1,717)	(663)	(512)	19	322

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	8.0%	8.9%	9.1%	11.8%	8.2%
= 營業利益率	13.2%	9.0%	9.4%	2.7%	10.1%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.3	1.3	1.4	1.1	2.0
營業利益率	13.2%	9.0%	9.4%	2.7%	10.1%
x 資本周轉率	1.3	1.3	1.4	1.1	2.0
x (1 - 有效現金稅率)	73.2%	69.4%	72.5%	61.0%	72.0%
= 稅後 ROIC	13.0%	8.1%	9.6%	1.8%	14.7%

資料來源：公司資料，凱基



消費產業

焦點內容

1. 薪資成長疲弱、通膨居高不下及勞動市場降溫拖累下，美國消費者購買力走弱
2. 中國零售和餐飲銷售成長持續放緩。通縮惡性循環下，2026 年消費支出恐持續低迷
3. 隨美中消費前景放緩，我們偏好專注內需市場並滿足本地消費者日常生活需求的消費類股。

偏好具穩健獲利來源的內需類股

評論及分析

美國消費力走弱，非必需品支出前景堪憂。我們觀察到美國消費者購買力走弱的跡象愈加明顯，主要受薪資成長疲弱、通膨居高不下及勞動市場降溫拖累，料將不利於非必需品支出，並使台灣出口導向產業（窗簾、成衣/鞋類、自行車）訂單前景蒙上陰影。雖然美國零售銷售迄今仍具韌性，但在總體經濟不確定性升高及進口關稅推高生活成本後，家庭對非必需品購買愈加審慎。隨著美國通膨緩升，實質薪資成長已連續三個月放緩，勞動市場亦出現明顯疲弱跡象——非農就業大幅下降，8 月失業率攀升至近四年高點。

除了總體經濟數據走弱，美國零售及批發庫存周轉年增幅縮窄，顯示補庫存態度審慎，2026 年終端需求能見度偏低。我們對美國運動品牌庫存分析顯示，合併庫存周轉天數已恢復年增並高於歷史均值，凸顯終端需求平淡及潛在去庫存風險。我們由下而上的調查顯示，即使美國高收入族群也開始縮減支出，億豐 (8464 TT, NT\$365.5, 增加持股) 客製窗簾產品營收大幅下滑。儘管客戶庫存遠低於正常水準，汽車零組件大廠東陽 (1319 TT, NT\$99.0, 增加持股) 在美國關稅提高下，客戶拉貨需求審慎，顯示消費者正在削減非必需品支出。

中國消費逆風。中國消費者信心持續低迷，房市疲軟壓抑家庭信心，進而抑制非必需品支出。零售銷售成長已連續四個月放緩，飲料及食品銷售表現平淡。儘管通膨極低，收入成長亦有限，導致實質購買力持續受抑。通縮惡性循環已影響台灣業者今年以來在中國市場的業務與獲利，2026 年前景仍具挑戰。青年失業率偏高，年輕族群將被迫縮減支出。我們認為，中國整體消費逆風及競爭加劇，強化我們持續審慎看待台灣消費類股中具中國曝險的個股觀點。

偏好側重內需與必需品的消費類股。在美中消費前景走弱之際，我們認為專注內需市場及民生必需品的消費企業（如平價餐飲連鎖或日用品零售通路）更能抵禦外部疲弱。我們偏好較不受匯率波動及全球總經不確定性影響的消費類股，因其通常能維持較穩定的獲利並持續派發現金股利，抵禦外部波動。

投資建議

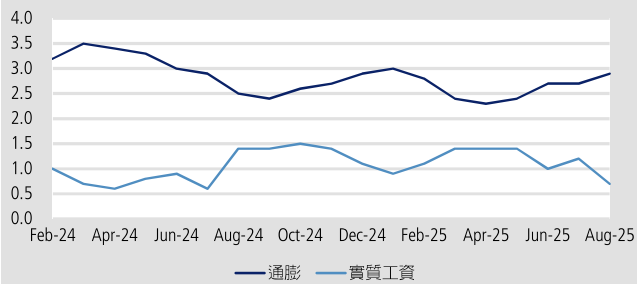
考量美中消費前景低迷，我們偏好專注內需市場並滿足本地消費者日常剛性需求的消費企業。凱基首選包括八方雲集 (2753 TT, NT\$192, 增加持股) 與寶雅 (5904 TT, NT\$435.5, 持有)，目標價分別為 234 元與 548 元。

投資風險

上檔風險包括美國通膨降溫以及中國加大刺激經濟措施。

圖 51：美國消費者購買力減弱

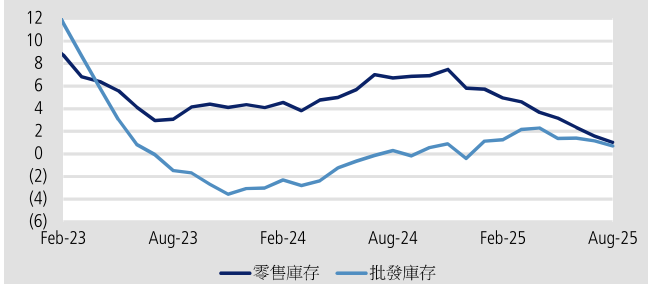
美國通膨與實質薪資年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：庫存放緩顯示補庫存態度審慎

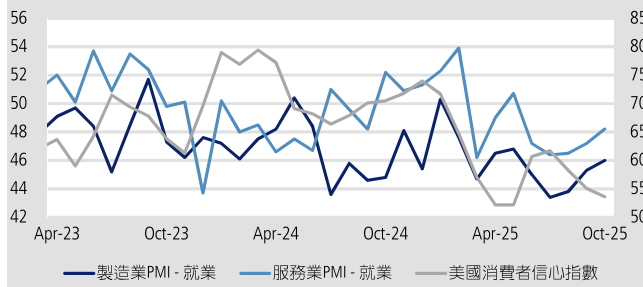
美國零售與批發庫存年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：美國消費者信心指數進一步下滑

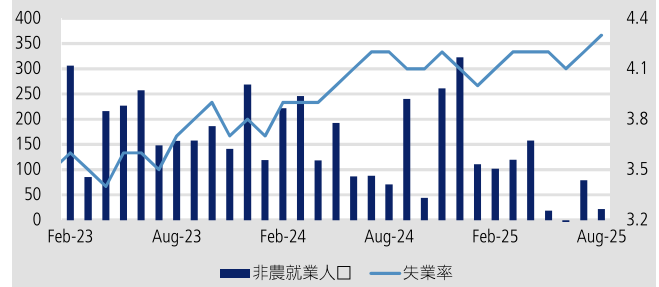
PMI 就業指數，點 (左軸)；消費者信心指數，點 (右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：美國就業市場持續放緩

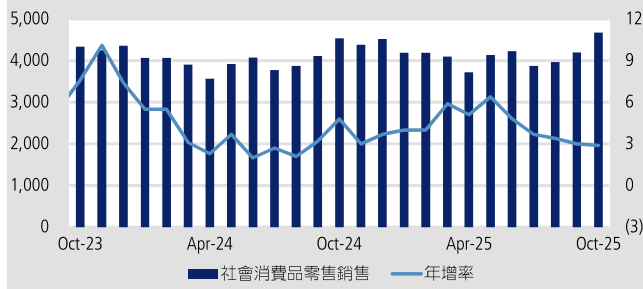
非農就業人數，千人 (左軸)；失業率，百分比 (右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：中國零售銷售成長趨緩

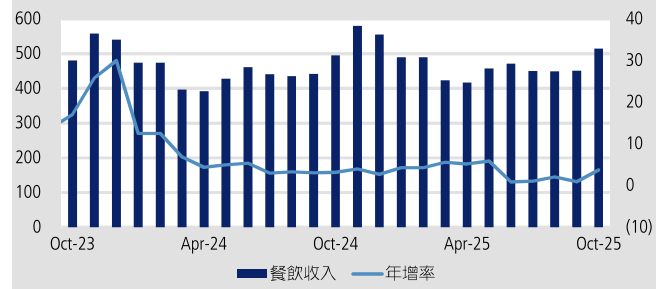
中國零售銷售，人民幣十億元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Wind；凱基

圖 6：中國餐飲銷售成長放緩

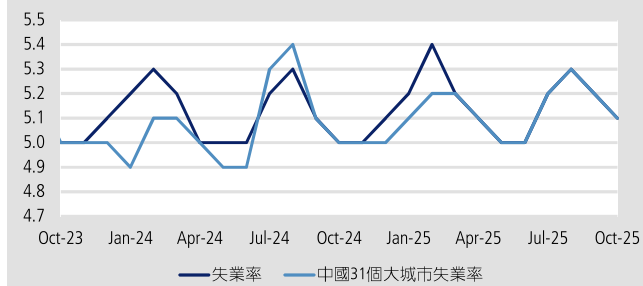
中國餐飲銷售，人民幣十億元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Wind；凱基

圖 7：中國失業率穩定

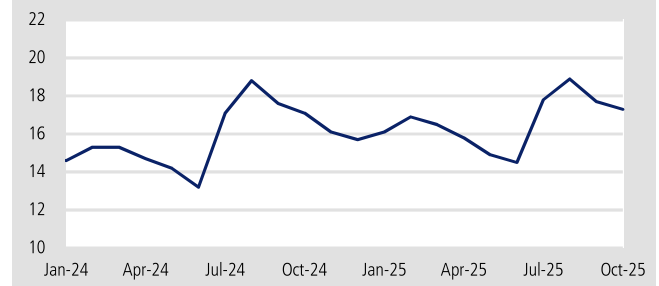
失業率，百分比



資料來源：Wind；凱基

圖 8：高失業率不利於消費

16-24 歲失業率，百分比



資料來源：Wind；凱基



八方雲集

(2753.TW/2753 TT)

價值與成長兼具

重要訊息

我們認為八方雲集是我們消費投資主題的最佳標的，亦即為專注內需市場和日常需求的企業。我們預期 2H25/2026 年公司的台灣核心業務營收將持續穩健成長，而美國門市展店加速將推動營運轉盈，並帶動利潤率進一步擴張。

評論及分析

台灣業務穩健發展。台灣兩大旗艦品牌八方雲集（水餃）與梁社漢排骨來客數持續成長，表現優於本地連鎖餐飲業者，主要受惠菜單改版與新產品推出。3Q25 兩品牌共新開設九家門市，驅動台灣營收季增 1.3%、年增 7.4%。我們預期門市數與客流成長將支撐 4Q25 營收年增與季增。為了拓展客群，公司本月進軍電商市場，於台灣最大線上購物平台富邦媒(8454 TT, NT\$228.5, 持有)販售招牌牛肉麵，不僅開創新營收來源，也能強化消費者對品牌黏著度，有助利潤率向上。

美國營運轉盈可期。美國 3Q25 營收年增 13%，高於上半年 10% 成長，我們預期 4Q25 年增率將加速至 29%，主要受惠新增三家門市。目前美國門市營益率約 10%，中央廚房利用率將隨新門市開出而改善，公司維持年底加州營運達損益兩平的目標。展望未來，公司 12 月德州將開幕首家門市，並計劃明年進軍亞利桑那州，也將推出全新快餐型態門市，餐點將預先備好而非點餐後才做，藉此可減少前線人力配置、提升翻桌率與獲利能力，對美國業務的長期利潤率展望具正面助益。

營益率擴張將推升股價。3Q25 每股盈餘年增 62%、季增 22% 至 3.53 元，分別高於市場共識與我們預估 21%、16%，主因利潤率超前。營益率 12.8% 創近五年高點，主要受營收成長與毛利率提升所推動。我們認為美國加速展店將改善獲利能力，明年推動營益率進一步擴張。我們預估 2025-27 年獲利年複合成長 9.5%，預期公司將維持 70% 股息發放率，現金殖利率達 4-5%。

投資建議

基於客流穩健成長與營益率進一步攀升，我們認為八方雲集風險報酬比具吸引力。美國營收與獲利能力提升，可望帶動評價向上。我們維持目標價 234 元（18 倍本益比），給予「增加持股」評等。

投資風險

展店進度延宕與原物料價格上漲。

增加持股 · 維持

收盤價 November 20 (NT\$)	192.0
12 個月目標價 (NT\$)	234.0
前次目標價 (NT\$)	234.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	21.9

焦點內容

1. 台灣兩大旗艦品牌客流量持續成長，支撐 3Q25 營收年增與季增
2. 美國 3Q25 營收年增 13%，新門市開出將帶動 4Q25 成長加速
3. 我們預期營益率延續年增走勢將催化股價上檔

交易資料表

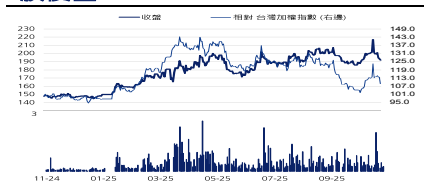
市值：(NT\$bn/US\$m)	12.80 / 418.7
流通在外股數 (百萬股)：	66.65
外資持有股數 (百萬股)：	9
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.42
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	145.0 - 217.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-1.8	-2.5	29.7
相對表現 (%)	-17.9	-29.9	8.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2024	2.36A	2.10A	2.18A	2.41A
2025	2.93A	2.89A	3.53A	3.22F
2026	3.14F	3.15F	3.28F	3.43F

股價圖



資料來源：TEJ

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (NT\$百萬)	7,340	8,028	8,768	9,363	10,089
營業毛利 (NT\$百萬)	2,553	2,778	3,101	3,316	3,584
營業利益 (NT\$百萬)	669	722	980	1,070	1,184
稅後淨利 (NT\$百萬)	554	602	796	866	953
每股盈餘 (NT\$)	8.35	9.05	11.94	12.99	14.30
每股現金股利 (NT\$)	7.00	8.00	8.36	9.10	10.01
每股盈餘成長率 (%)	(16.5)	8.4	31.9	8.9	10.1
本益比 (x)	23.0	21.2	16.1	14.8	13.4
股價淨值比 (x)	3.8	3.6	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA (x)	9.2	8.6	5.9	5.0	4.1
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	3.6	4.2	4.4	4.7	5.2
股東權益報酬率 (%)	16.6	17.3	21.5	22.0	22.6

資料來源：公司資料，凱基

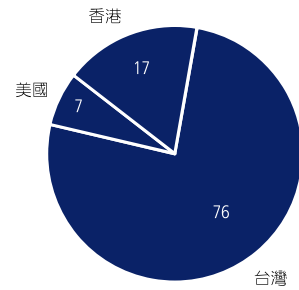
圖 1: 公司概況

八方雲集成立於 2000 年，為多品牌連鎖餐廳業者，截至九月底在台灣、香港及美國共有 1,380 家門市。旗艦品牌八方雲集為營收大宗，營收佔比達 75%，其次是梁社漢排骨為 23%。公司大多數的門市都採加盟形式經營。2024 年台灣市場貢獻營收 76%，香港佔比為 17%，其餘則來自美國市場。

資料來源：凱基

圖 2: 台灣市場貢獻主要營收

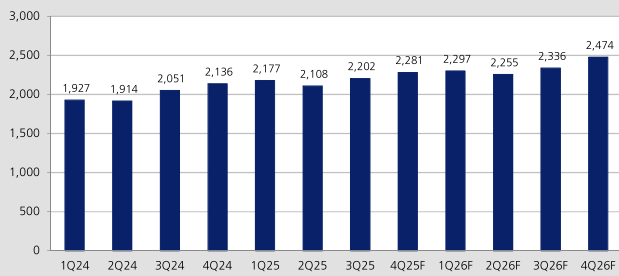
2024 年營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 3: 季營業收入

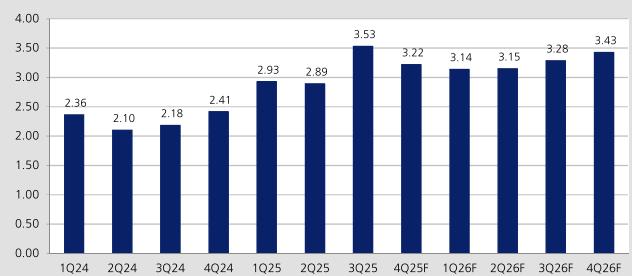
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 4: 每股盈利

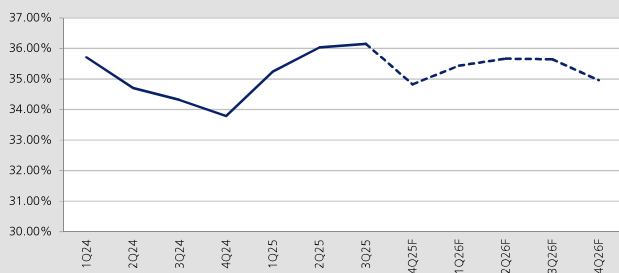
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 5: 毛利率

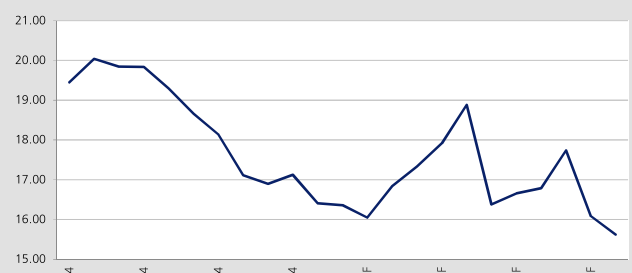
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 本益比

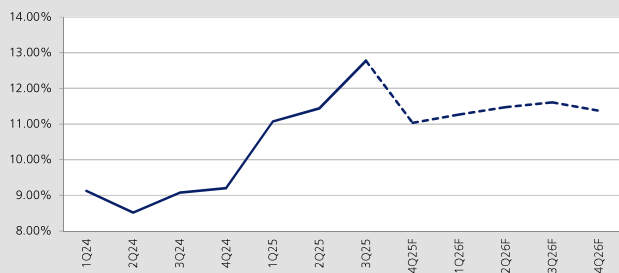
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 7: 營業利潤率

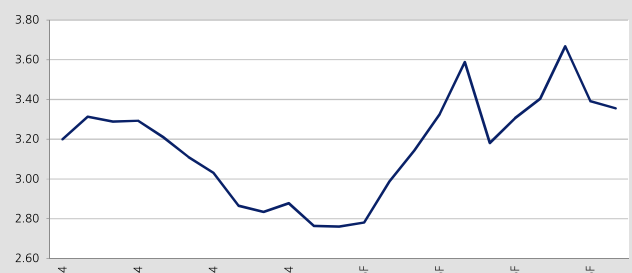
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25A	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,177	2,108	2,202	2,281	2,297	2,255	2,336	2,474	8,768	9,363	10,089
營業成本	(1,410)	(1,348)	(1,406)	(1,486)	(1,483)	(1,451)	(1,503)	(1,609)	(5,651)	(6,047)	(6,505)
營業毛利	767	759	796	794	814	804	833	865	3,117	3,316	3,584
營業費用	(526)	(518)	(515)	(542)	(555)	(546)	(562)	(584)	(2,102)	(2,246)	(2,400)
營業利益	241	241	281	252	259	259	271	281	1,015	1,070	1,184
折舊	(196)	(188)	(186)	(492)	(300)	(300)	(300)	(300)	(1,063)	(1,199)	(1,345)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(5)
EBITDA	438	431	469	745	560	560	572	583	2,083	2,275	2,534
利息收入	1	4	3	11	6	6	6	6	18	25	33
投資利益淨額	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0
其他營業外收入	11	11	11	12	12	13	12	14	46	51	48
總營業外收入	13	15	14	23	18	19	18	20	64	76	81
利息費用	(12)	(13)	(16)	(1)	(10)	(10)	(10)	(10)	(42)	(42)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(7)	(10)	9	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(16)	(32)	(32)
總營業外費用	(19)	(23)	(7)	(9)	(18)	(18)	(18)	(18)	(58)	(74)	(74)
稅前純益	235	233	288	265	259	260	271	283	1,022	1,073	1,192
所得稅費用[利益]	(46)	(49)	(58)	(57)	(56)	(56)	(58)	(61)	(210)	(231)	(262)
少數股東損益	6	9	5	6	6	6	6	6	26	24	24
非常項目稅後純益	195	193	235	214	209	210	219	228	837	866	953
非常項目	(0)	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	195	193	235	214	209	210	219	228	837	866	953
每股盈餘 (NT\$)	2.93	2.89	3.53	3.22	3.14	3.15	3.28	3.43	12.56	13.00	14.31
獲利率 (%)											
營業毛利率	35.2	36.0	36.1	34.8	35.4	35.7	35.6	35.0	35.6	35.4	35.5
營業利益率	11.1	11.4	12.8	11.0	11.3	11.5	11.6	11.4	11.6	11.4	11.7
EBITDA Margin	20.1	20.4	21.3	32.7	24.4	24.8	24.5	23.5	23.8	24.3	25.1
稅前純益率	10.8	11.1	13.1	11.6	11.3	11.5	11.6	11.4	11.7	11.5	11.8
稅後純益率	9.0	9.1	10.7	9.4	9.1	9.3	9.4	9.2	9.5	9.3	9.5
季成長率 (%)											
營業收入	1.9	(3.2)	4.5	3.5	0.7	(1.8)	3.6	5.9			
營業毛利	6.3	(1.0)	4.8	(0.2)	2.5	(1.2)	3.5	3.9			
營業收益增長	22.6	0.0	16.7	(10.5)	2.8	0.0	4.8	3.7			
EBITDA	11.7	(1.6)	8.8	58.8	(24.8)	0.0	2.2	1.8			
稅前純益	18.7	(0.8)	23.5	(7.8)	(2.6)	0.4	4.4	4.5			
稅後純益	21.4	(1.2)	22.1	(8.8)	(2.5)	0.4	4.3	4.3			
年成長率 (%)											
營業收入	13.0	10.1	7.4	6.8	5.5	7.0	6.1	8.5	9.2	6.8	7.8
營業毛利	11.5	14.3	13.2	10.0	6.1	5.9	4.6	8.9	12.2	6.4	8.1
營業收益	37.1	47.9	51.2	28.1	7.4	7.3	(3.6)	11.8	40.7	5.4	10.7
EBITDA	21.8	22.1	23.8	89.8	27.8	29.9	22.0	(21.8)	40.4	9.2	11.4
稅前純益	14.6	33.9	60.4	34.1	10.1	11.4	(5.8)	6.7	35.0	5.0	11.1
稅後純益	24.1	38.2	62.2	33.6	7.2	9.0	(6.9)	6.5	39.0	3.5	10.1

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	6,181	6,723	7,114	7,418	7,764
流動資產	2,148	1,994	2,727	3,370	4,241
現金及短期投資	1,555	1,321	2,010	2,616	3,442
存貨	247	299	324	345	371
應收帳款及票據	205	208	228	243	262
其他流動資產	140	166	166	166	166
非流動資產	4,033	4,730	4,387	4,048	3,523
長期投資	4	14	14	14	14
固定資產	2,379	2,879	2,537	2,197	1,673
什項資產	1,651	1,837	1,837	1,837	1,837
負債總額	2,732	2,907	3,086	3,154	3,238
流動負債	1,609	1,658	1,840	1,907	1,992
應付帳款及票據	240	264	285	304	328
短期借款	306	187	191	190	190
什項負債	1,063	1,207	1,364	1,413	1,474
長期負債	1,123	1,250	1,246	1,247	1,246
長期借款	30	27	23	24	24
其他負債及準備	74	88	88	88	88
股東權益總額	3,449	3,816	4,028	4,264	4,526
普通股本	665	666	666	666	666
保留盈餘	1,278	1,362	1,601	1,861	2,147
少數股東權益	67	242	216	192	168
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	8.0%	9.4%	9.2%	6.8%	7.8%
營業收益增長	(15.1%)	7.9%	35.9%	9.2%	10.7%
EBITDA	(6.1%)	9.4%	38.0%	11.1%	11.4%
稅後純益	(16.2%)	8.6%	32.1%	8.9%	10.1%
每股盈餘成長率	(16.5%)	8.4%	31.9%	8.9%	10.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	34.8%	34.6%	35.4%	35.4%	35.5%
營業利益率	9.1%	9.0%	11.2%	11.4%	11.7%
EBITDA Margin	18.5%	18.5%	23.4%	24.3%	25.1%
稅後純益率	7.6%	7.5%	9.1%	9.2%	9.4%
平均資產報酬率	9.2%	9.3%	11.5%	11.9%	12.6%
股東權益報酬率	16.6%	17.3%	21.5%	22.0%	22.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	9.7%	5.6%	5.3%	5.0%	4.7%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	23.7	19.2	24.3	26.7	29.6
利息及短期債保障倍數 (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	38.3	33.7	44.2	49.2	54.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	3.6	6.1	7.9	8.9	9.8
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.5	1.8	2.1
速動比率 (x)	1.2	1.0	1.3	1.6	1.9
淨負債 (NT\$百萬)	(468)	(748)	(1,437)	(2,044)	(2,869)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	8.35	9.05	11.94	12.99	14.30
每股現金盈餘 (NT\$)	18.38	21.06	27.62	30.80	34.23
每股淨值 (NT\$)	50.86	53.62	57.20	61.10	65.39
調整後每股淨值 (NT\$)	50.95	53.70	57.20	61.10	65.39
每股營收 (NT\$)	110.58	120.65	131.57	140.49	151.38
EBITDA/Share (NT\$)	20.45	22.30	30.73	34.13	38.03
每股現金股利 (NT\$)	7.00	8.00	8.36	9.10	10.01
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.22	1.24	1.27	1.29	1.33
應收帳款周轉天數	10.2	9.5	9.5	9.5	9.5
存貨周轉天數	18.9	20.8	20.8	20.8	20.8
應付帳款周轉天數	18.3	18.4	18.4	18.4	18.4
現金轉換周轉天數	10.8	11.9	11.9	11.9	11.9

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	7,340	8,028	8,768	9,363	10,089
營業成本	(4,787)	(5,250)	(5,667)	(6,047)	(6,505)
營業毛利	2,553	2,778	3,101	3,316	3,584
營業費用	(1,884)	(2,056)	(2,121)	(2,246)	(2,400)
營業利益	669	722	980	1,070	1,184
總營業外收入	67	71	65	76	81
利息收入	30	16	18	25	33
投資利益淨額	0	0	0	0	0
其他營業外收入	37	55	47	51	48
總營業外費用	(12)	(36)	(72)	(74)	(74)
利息費用	(32)	(42)	(42)	(42)	(42)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	20	6	(31)	(32)	(32)
稅前純益	724	757	973	1,073	1,191
所得稅費用[利益]	(140)	(166)	(203)	(231)	(262)
少數股東損益	16	11	26	24	24
非常項目	(46)	(0)	-	-	-
稅後淨利	554	602	796	866	953
EBITDA	1,357	1,484	2,048	2,275	2,534
每股盈餘 (NT\$)	8.35	9.05	11.94	12.99	14.30

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	1,220	1,401	1,841	2,053	2,282
本期純益	554	602	796	866	953
折舊及攤提	689	763	1,068	1,205	1,350
本期運用資金變動	(4)	(45)	(23)	(18)	(22)
其他營業資產及負債變動	(19)	81	(0)	(0)	(0)
投資活動之現金流量	(373)	(315)	(725)	(865)	(825)
投資用短期投資出售[新購]	488	385	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(995)	(791)	(720)	(860)	(820)
其他資產變動	134	92	(5)	(5)	(5)
自由現金流	224	485	1,095	1,161	1,427
融資活動之現金流量	(734)	(960)	(427)	(581)	(630)
短期借款變動	272	(120)	-	-	-
長期借款變動	(4)	(4)	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(498)	(465)	(400)	(557)	(606)
其他融資現金流	(504)	(370)	(26)	(24)	(24)
匯率影響數	(0)	32			
本期產生現金流量	114	159	689	606	826

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	25.7%	25.6%	24.2%	24.0%	23.8%
= 營業利益率	9.1%	9.0%	11.2%	11.4%	11.7%
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	3.7	3.3	4.6	6.0	10.2
營業利益率	9.1%	9.0%	11.2%	11.4%	11.7%
x 資本周轉率	3.7	3.3	4.6	6.0	10.2
x (1 - 有效現金稅率)	80.7%	78.1%	79.1%	78.5%	78.0%
= 稅後 ROIC	27.2%	23.5%	40.2%	54.0%	93.2%

資料來源：公司資料，凱基



金融產業

焦點內容

1. 2026F 美國聯準會持續降息有助銀行降低美元資金成本、債券評價及財管手收成長動能，抵銷 FX swap 收益下降
2. 壽險 2026F 接軌 TW-ICS 之增資壓力淡化，但接軌 IFRS17 之淨值、CSM 及獲利水準不確定性
3. 2026F 金融股看好個股中信金、永豐金，壽險金控以 2026F 獲利、可分配盈餘配息能力及資本水準來看，國泰金及富邦金優於台新新光金

2026F 持續受惠美國降息、殖利率曲線維持正斜率

評論及分析

2026F 銀行核心獲利維持動能。今年美國聯準會 9 月重啓降息循環，但 FOMC 理事對 12 月降息路線分歧，今年聯準會再降息 1 碼機率降低，2026F 聯準會降息幅度仍須視美國通膨降及失業率狀況。2026F 美國聯準會持續降息有助降低銀行美元資金成本、提高企業外幣借款需求、外幣債券評價回升，加上台灣供應鏈移轉至海外增加外幣放款動能，預估 2026F 銀行放款動能維持中個位數成長，1H26F 銀行淨利差較 2025 持平或小幅上揚，反映美元資金成本下降及美元放款提高、債券孳息收益上揚，帶動 2026F 銀行淨利息收入仍維持至少中位數成長(vs. 1-3Q25 年增 14%)。目前台灣央行未來是否調降重貼現率將視美國關稅衝擊、2026F 台灣經濟成長率放緩至 2.5-3% 影響房地產政策及台幣走勢等考量，若央行 1H26F 重啓降息循環則將逐季影響銀行淨利差趨勢及淨利息收入成長幅度。此外，美國降息預期及 AI 熱潮將持續帶動 2026F 資金投入海外債、基金、結構債等理財商品，預估 2026F 銀行財管手收仍維持至少中個位數以上成長。然而，2026F 美台利差縮減將帶動 CS 換匯點下降至 2% 以下，影響銀行 FX swap 收益至少造成 20-30% 衰退。3Q25 銀行逾放比維持 0.15% 之相對低點，但可能須關注中小企業逾放及海外逾放比是否惡化，預期 2026F 信用成本可能高於 2025F 水準(1-3Q25 為 0.2%)，但對獲利影響仍可控。

壽險接軌 TW-ICS 資本疑慮淡化，但接軌 IFRS17 之淨值、CSM 及獲利水準具不確定性。

由於金管會已於 2025/10 提出過渡措施給予壽險業接軌 TW-ICS，降低壽險業未來增資壓力，預估資本適足率超過 250% 之國壽、富邦人壽、台壽保接軌 TW-ICS 之目標利率為 125% 以上。不過國壽、富邦人壽、台壽保表示 2026/1/1 接軌 IFRS17 時之壽險淨值影響幅度時仍視(1)2025 年底利率水準決定債券 AC 部位重分類至 FVOCI 部位(2)負債公允價值(3)服務合約邊際(CSM)金額等因素。此外，大多壽險規劃將目前位於 FVTPL+覆蓋法之股票投資部位重分類至 FVOCI 科目，以避免每月股票部位評價波動過大影響獲利，但 FVOCI 之股票資本利得不計入稅後淨利，預估壽險 2026F 稅後淨利水準仍視(1)CSM 攤銷(2)避險前經常性收益率及負債成本之利差水準(3)實現債券資本利得視美國降息幅度(4)避險成本(5)準備金攤銷數及其他營業費用等，雖預估接軌 IFRS17 之負債成本將低於目前 50-100 基點，且避險成本維持 1-1.5%，反映 CS 成本下降、壽險外價金可因應未避險部位之匯損衝擊及金管會可能通過匯率會計調整方案允許壽險降低避險比率。FVOCI 股票資本利得認列於未分配盈餘科目，故未分配盈餘水準仍為壽險配息依據，但仍視金管會訂定壽險業未來發放股利之 ICS 比率規定。

2025F 金控配息成長銀行、證券優於壽險。考量 2025F 金控獲利成長、資本適足率、其他權益回升帶動特別盈餘公積迴轉至 2025F 可分配盈餘，預估中信金、永豐金、第一金、元大金及玉山金現金股利平均成長 11%，相較 2025F 國泰金、富邦金現金股利配發可能年減 10-20%，反映 2025F 獲利衰退 15% 以上(年底需一次提列 30% 之 2025F 至外價金)。考量 2025F 中信金、永豐金現金股利殖利率高於平均 3.95% 及 2026F 獲利維持成長趨勢，建議投資人可逢低布局 2Q26F 除息行情。

投資建議

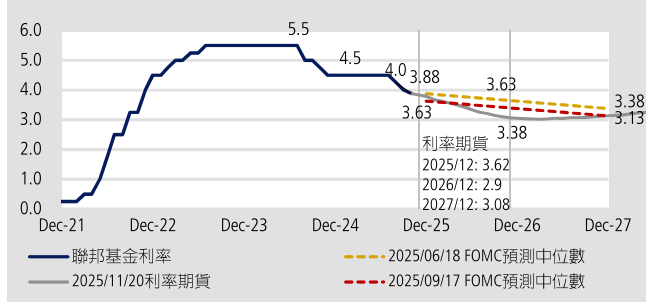
2026F 金融股看好個股永豐金、中信金，壽險金控以 2026F 獲利、可分配盈餘配息能力及資本水準來看，國泰金及富邦金優於台新新光金。若台灣央行於 1H26F 啟動降息循環及中國延滯率穩定，則可陸續關注租賃產業中租之利差回升、資產品質改善及高殖利率題材。

投資風險

美國聯準會降息不如預期或重啟升息；銀行信貸成本上揚高於預期。

圖 1: 10 月 FED 再降息一碼有助銀行美元資金成本下降, 但 FOMC 理事對 12 月降息路線分歧, 帶動今年 FED 再降息 1 碼機率降低, 相較市場預期今、明年仍累計降息 3-4 碼

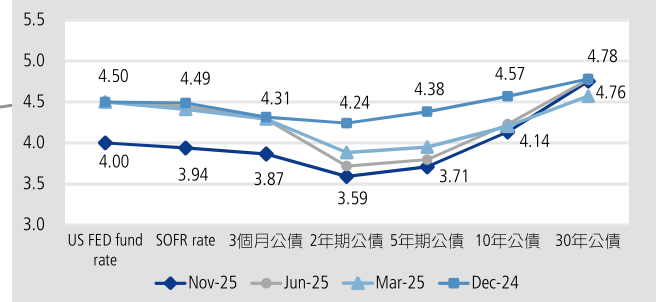
聯邦基金利率、利率期貨, 百分比



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 2: 11 月近期美國 10 年及 30 年公債殖利率回升至 4.1% 及 4.8%, 不利壽險長天期債券評價, 觀察今年底是否可低於去年底 4.57%/4.78%, 決定債券虧損狀況及是否需提列特別盈餘公積

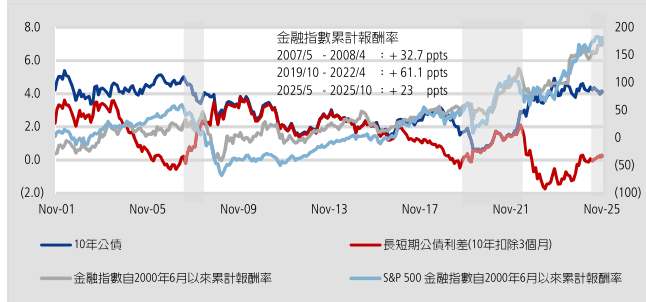
美國公債殖利率, 百分比



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 3: 以 2000 年以來三次 10 年美國公債殖利率扣除 3 個月後轉正來看, 金融指數累計報酬率於 2007/5、2019/10 及 2025/5 出現正報酬

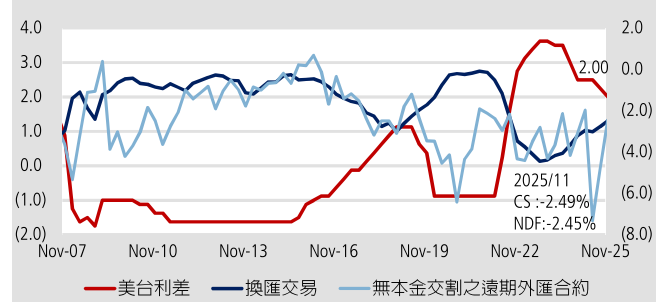
10 年公債、長短期公債利差, 百分比(左軸); 金融指數累計報酬率、S&P 金融指數累計報酬率, 百分比(右軸)



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 4: 11 月 CS 換匯點下降至 2.49%, 較 3Q25 減少 28 基點, 反映美台利差縮減至 2%, 由於 2026F 美台利差縮減 2-3 碼, 預估 2026F 推估 CS 下降至 2%, 節省壽險避險工具成本, 但銀行 FX swap 收益減少

美國聯邦基金利率及台灣重貼現率利差, 百分比(左軸); CS 及 NDF 避險成本, 百分比(右軸)



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 5: 今年前九月保費收入動能回升, 保戶對利變壽保單及投資型保單之購買意願回升

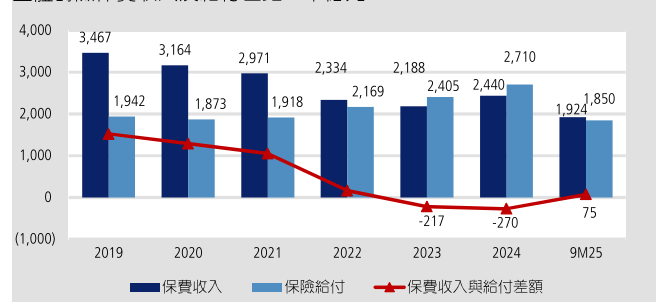
整體壽險保費收入及保險給付, 十億元



資料來源: 保險局, 凱基

圖 6: 今年前九月保險收入與給付差額為+750 億元, 相較 2023-2024 保險收入低於保險給付超過 2000 億元, 顯示壽險解約潮已大幅減緩

整體壽險保費收入及給付差距, 十億元



資料來源: 保險局, 凱基

圖 7: 壽險 2Q25 申請外匯價格準備金新制、責任準備金暫行措施後，外匯價格準備金大幅回升，目前大多壽險外匯金可因應潛在 2026F 匯損衝擊

股票代號	公司名稱	Proxy & Open	外匯價格變動準備金 (百萬元)					推估目前外匯金可因應台幣升值水準
		2Q25	1Q25	2Q25	3Q25	Oct-25	Oct-25	
2882 TT	國泰人壽	21.4	38,624	56,400	55,800	60,000	約27-28元	
2881 TT	富邦人壽	18.1	26,169	51,581	77,000	85,000	約26.5-27元	
2891 TT	台灣人壽	16.0	14,017	3,400	17,600	17,500	約28-29元	
2887 TT	新光人壽	33.2	59,330	61,700	74,000	80,000	約27元	
2887 TT	台新人壽	N/A	1,750	2,000	N/A	N/A	N/A	
2885 TT	元大人壽	N/A	3,361	3,322	N/A	N/A	N/A	
2867 TT	三商美邦人壽	N/A	15,332	17,450	N/A	N/A	N/A	
2883 TT	凱基人壽	31.5	39,030	2,441	N/A	N/A	N/A	
5874 TT	南山人壽	N/A	32,151	25,119	N/A	N/A	N/A	

資料來源：各公司；凱基

圖 8: 過渡期間資本適足率計算分 ICS 基準比率及 ICS 目標比率

門檻	ICS基準比率	ICS目標比率與超額處理
RBC $\geq$ 250% (以 2Q25 或 3Q25 財報)	上限125%	超額自有資本調整數 需於5年內線性攤銷至 0
RBC < 250%	RBC $\times$ 50% 為上限	

資料來源：各公司；凱基

圖 9: 凱基推估資本適足率為 250 % 以上之大多壽險於 2026/1/1 接軌 ICS 目標比率為 125 % 以上

金控/壽險代碼	公司	2Q25資本適足率(%)	ICS基準比率上限(%) (依2Q25資本適足率換算)	ICS目標比率(%)
2882 TT	國泰人壽	328.5	125	140-150
2881 TT	富邦人壽	404.8	125	
2883 TT	凱基人壽	346.9	125	
2891 TT	台灣人壽	323.0	125	
5874 TT	南山人壽	276.2	125	
2885 TT	元大人壽	415.0	125	
2892 TT	第一金人壽	358.8	125	
5859 TT	遠雄人壽	333.4	125	
2876 TT	宏泰人壽	250.1	125	
2887 TT	台新人壽	458.1	125	
2887 TT	新光人壽	204.9	102	
5873 TT	全球人壽	212.2	106	
2867 TT	三商壽	154.3	77	

資料來源：各公司；凱基

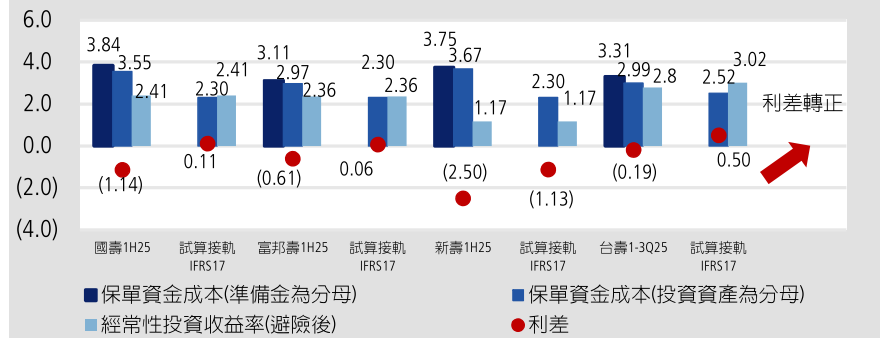
圖 10: 目前凱基預估主要人壽接軌 IFRS17 後 CSM 餘額及攤銷成長，但 CSM 餘額仍須視壽險 2026/1/1 接軌 IFRS17 時對淨值、負債公允價值等考量

百萬元	1H25 CSM	2025目標	1H25 CSM/ 2025目標	接軌CSM餘額	每年攤銷	攤銷成長
國泰	46,900	70,000	67.0%	凱基預估450,000-500,000	假設5-10%	10-15%
富邦	30,000	50,000	60.0%	凱基預估220,000-280,000	假設5-10%	15-20%
台壽	8,000 (1-3Q25)	13,000	61.5% (1-3Q25)	超過120,000	7-8%	15%以上
新光	與台新合併後為40,300 (台新佔8,000)	60,000	53.8% (新光)	與台新合併後將達180,000	7%	20%以上

資料來源：各公司；凱基

圖 11: 接軌 IFRS17 後避險後經常性扣除負債成本之利差將轉為正，2H26F 現金股利挹注帶動利差擴大

保單資金成本、經常性收益率及利差，百分比



註：除台壽公布接軌後負債成本為 2.52% 外，假設國壽、富邦人壽及新光人壽負債成本為 2.3%

資料來源：各公司；凱基研究

圖 12: 壽險接軌 IFRS17，資產部分取消 FVTPL+覆蓋法，保險負債改以現時利率評價，故大多壽險規劃將目前位於 FVTPL+覆蓋法之股票投資部位重分類至 FVOCI 科目，以避免每月股票部位評價波動過大影響獲利

類別	IFRS 9 (接軌前)	IFRS 17 (接軌後)
資產	FVTPL：股票、債券、基金、避險工具之衍商 FVTPL (覆蓋法)：股票、債券 FVOCI AC：債券	FVTPL：避險工具、衍商、股票基金、PE Fund FVOCI：股票、債券、債券 ETF (穿透法) AC：債券 取消 FVTPL (覆蓋法)
負債	保險負債 (依 IFRS 4 鎖定利率)	保險合約負債 (依 IFRS 17 現時基礎) • CSM：合約服務邊際 • BEL：未來現金流量現值估計 • Risk Adjustment：非財務風險調整
淨值： 保留盈餘之當年度損益	FVTPL (覆蓋法) 之股票、債券處分資本利得 FVOCI 權益工具之股利收入	FVTPL 之股票、基金及債券處分資本利得 FVOCI 權益工具之股利收入
淨值： 保留盈餘之處分損益	處分 FVOCI 權益工具之資本利得	處分 FVOCI 權益工具之資本利得
其他權益	FVTPL (覆蓋法)、FVOCI 債務工具及權益工具部位評價變動	FVOCI 債務工具及權益工具部位評價變動

資料來源：金管會；凱基

圖 13：壽險接軌 IFRS17 後，FVOCI 之股票資本利得不計入稅後淨利，故壽險 2026F 稅後淨利水準仍視(1)CSM 攤銷(2)避險前經常性收益率及負債成本之利差水準(3)實現債券資本利得視美國降息幅度(4)避險成本(5)準備金攤銷數及其他營業費用等

損益表	現行制度 (IFRS 9)	2026 接軌後 (IFRS 17)
保費收入相關	承保損益 (死差、費差) 收入：保費收入 費用：保險賠款與給付、保險負債淨變動	保險服務結果 收入：CSM 釋出與風險調整 (RA) 費用：預期與實際理賠、費用支出
投資收益 (利差)	收入： 淨投資損益 利息收入、FVTPL 損益 (含覆蓋法)、除列 AC 損益、投資性不動產損益 動態損益 FVOCI 已實現損益 (債務工具之損益、權益工具之股利收入) 兌換損益、外匯價格變動準備淨變動 採用覆蓋法重分類之損益	財務結果合計： 淨投資損益 利息收入、FVTPL 損益、除列 AC 損益、投資性不動產損益 FVOCI 已實現損益 (債務工具之損益、權益工具之股利收入) 兌換損益、外匯價格變動準備淨變動
其他	手續費收入、財務成本、營業費用	其他營業收入：投資型商品手續費收入 財務成本、發債成本 其他營業費用
本期淨利	當期損益合計	本期損益合計
其他綜合損益	FVTPL (覆蓋法) 及 FVOCI 債務工具、權益工具部位評價變動	FVOCI 債務工具及權益工具部位評價變動處分 保險財務收益或費用 (保險負債折現率變動影響數)
保留盈餘		處分 FVOCI 權益工具之資本利得 (原 FVTPL 覆蓋法若從重分類至 FVOCI)，可當作配息來源

資料來源：金管會；凱基

圖 14：大多銀行 3Q25 淨利差回升，凱基預估 1H26F 銀行淨利差較 2025 持平或小幅上揚，反映美元資金成本下降及美元放款提高、債券孳息收益上揚

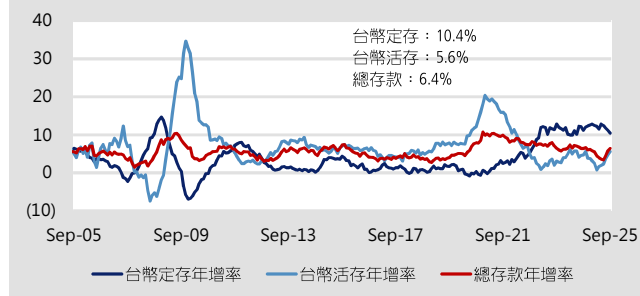
百分比	銀行	3Q24	2Q25	3Q25	3Q25 QoQ	3Q25 YoY	2025F/2026F 淨利差展望
2891 TT	中信	1.41	1.50	1.59	0.09	0.18	預期 2025F 調整後淨利差為 1.63-1.66% 上緣
2882 TT	國泰	1.61	1.57				2025F 持平於 1.55%
5876 TT	上海商銀	1.26	1.11	1.20	0.09	(0.06)	預期 4Q25 淨利差維持前三季之 1.18% 水準，2026F 不低於 1.2%
2884 TT	玉山	1.28	1.29	1.31	0.02	0.03	4Q25 淨利差上看至 1.33%；2026F 淨利差增加 3-5 基點
2887 TT	台新	1.27	1.29				2025F 年增 6-8 基點至 1.3-1.32%
2881 TT	富邦	1.16	1.21				維持 2025F 淨利差年增 3-5 基點
2890 TT	永豐	1.01	1.23	1.30	0.07	0.29	2025F 上看 1.34% 以上；2026F 維持或小幅增長
2886 TT	兆豐	0.93	0.95				2025F 上看 1%
2885 TT	元大	0.89	0.97	1.01	0.04	0.12	4Q25 增加 1-2 基點，2026F 平均至少維持 1%
2892 TT	第一	0.68	0.71				2025F (inc. FX) 維持 1.03%-1.04%
2880 TT	華南	0.70	0.75	0.71	0.04	0.12	聯準會降息 1 碼，2025F 增加 1 基點
平均		1.11	1.14				

註：目前僅中信、上海商銀、玉山、永豐、元大及華南銀公布 3Q25 淨利差

資料來源：各公司；凱基

圖 15: 2025/9 整體銀行存款年增率成長至 6.4%，主要外幣存款年減幅度減緩至 1.0%，相較台幣存款成長 7.7%，其中台幣定存維持較高 10.4% 成長

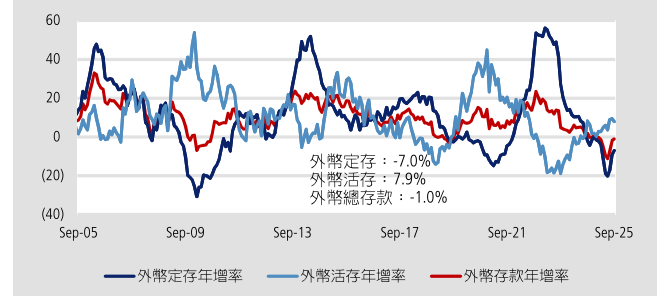
存款年增率，百分比



資料來源：央行；TEJ；凱基

圖 16: 由於 3 月以來資本市場波動加劇，台幣升值造成外幣存款下滑，2025/9 外幣定存衰退減緩、活存年增率減緩至 7.9%

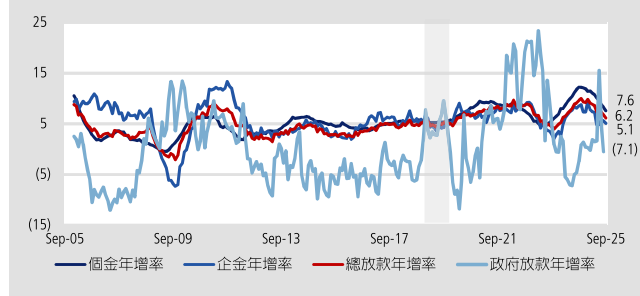
外幣存款年增率，百分比



資料來源：央行；TEJ；凱基

圖 17: 2025/9 總放款年增率減緩至 6.2%，個金放款年增率下降至 7.6%，企金放款年增率小幅下降至 5.1%，政府放款年增率 7.1%

放款年增率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 18: 2025/9 外幣放款年增率下降至 29.1%

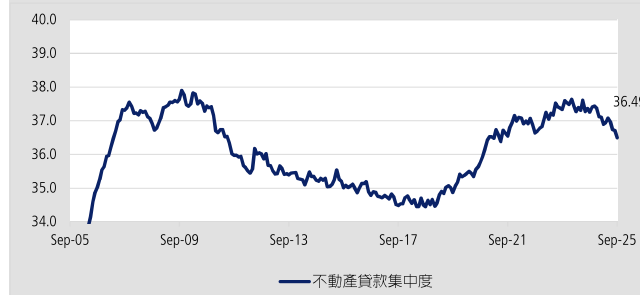
外幣放款年增率，百分比



資料來源：TEJ；凱基

圖 19: 因應 2024/8 銀行房貸之不動產集中度升已達 37.4% 避免持續擴大，台灣央行 2024/9 月宣布調升一碼存款準備率，並增加第 7 波信用管制，2025/9 不動產集中度下降至 36.49%

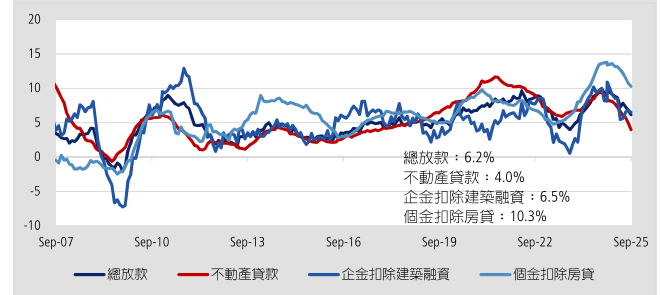
整體壽險保費收入及保險給付，十億元



資料來源：央行；凱基

圖 20: 3Q24 以來央行打房政策對不動產相關放款抑制已出現成效，2025/9 不動產放款年增率減緩至 4.0%

放款成長率，百分比



資料來源：央行；凱基

圖 21: 1-3Q25 主要銀行手續費收入年增率減緩至 11%，主要基期因素(公股行庫認列一次性高鐵手收)

銀行手續費收入，百萬元					
新台幣百萬元 金控代號	銀行	2024	YoY (%)	1-3Q25	YoY (%)
2891 TT	中信銀	49,769	27.1	41,412	10.2
2881 TT	北富銀	15,974	19.6	13,574	0.9
2882 TT	國泰世華銀	27,973	34.2	26,196	24.6
2884 TT	玉山銀	24,456	28.2	19,476	9.9
2887 TT	台新銀	14,573	23.8	12,943	16.4
2880 TT	華南銀	11,863	31.6	10,734	16.8
2892 TT	第一銀	11,990	34.1	9,708	9.1
2890 TT	永豐銀	9,193	32.1	9,134	15.3
5880 TT	合庫銀	10,250	34.5	7,859	(3.2)
2885 TT	元大銀	6,112	34.7	5,678	20.8
2886 TT	兆豐銀	9,356	24.8	6,575	(10.4)
	合計	191,507	28.7	163,289	11.0

資料來源：公司資料；凱基

圖 22: 1-3Q25 玉山銀、永豐銀以及元大銀財富管理收入成長分別減緩至年增 11.2%、17.9%以及 18.4%，中信銀年增率則成長至 9%

銀行財富管理手續費收入，百萬元					
單位：百萬元 金控代號	銀行	2024	YoY (%)	1H25	YoY (%)
2891 TT	中信銀	25,058	39.9	12,188	6.6
2881 TT	北富銀	16,437	35.5	10,040	12.6
2882 TT	國泰世華銀	15,985	40.9	11,125	33.8
2884 TT	玉山銀	13,499	44.8	7,094	12.9
2887 TT	台新銀	9,715	26.6	5,549	12.7
2880 TT	華南銀	7,949	40.1	5,561	44.0
2892 TT	第一銀	7,282	42.8	4,436	26.6
2890 TT	永豐銀	5,832	38.8	4,143	18.7
2890 TT	合庫銀	5,712	37.5	3,279	(4.5)
2885 TT	元大銀	5,424	37.1	3,314	21.2
2886 TT	兆豐銀	3,650	27.8	1,950	2.6
	合計	116,543	38.2	68,679	16.8

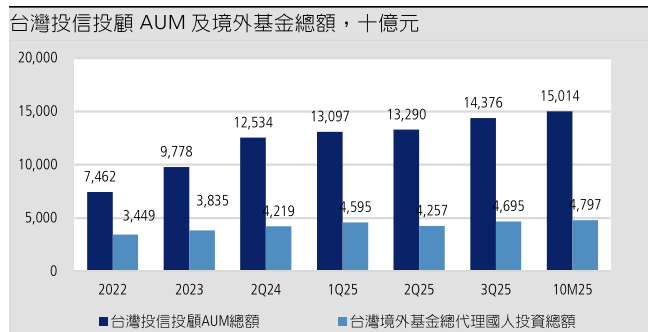
資料來源：公司資料；凱基

圖 23: 預估 2026F 金控資產排名將因合併案有所變動，但獲利綜效預估永豐金及台新新光金提升較明顯

金控	1H25 資產總額 (百萬元)	市佔率 (%)	排名	2020-2024 五年平均 ROE(A) (%)	1H25年化 ROE(A) (%)	排名
國泰金	13,786,757	19.1	1	4.9	10.9	5
富邦金	11,902,139	16.5	2	12.4	11.4	4
中信金	8,830,232	12.2	3	7.7	14.9	1
臺灣金控	7,212,891	10.0	4	2.6	1.5	14
合庫金	5,273,047	7.3	5	4.8	7.7	11
第一金	4,808,110	6.7	6	5.3	10.5	7
兆豐金	4,572,867	6.3	7	5.1	10.0	9
華南金	4,186,254	5.8	8	8.8	10.7	6
玉山金	4,166,759	5.8	9	6.4	13.4	2
元大金	3,876,074	5.4	10	7.0	10.5	8
凱基金	3,825,516	5.3	11	6.7	3.8	12
台新新光金	3,394,189	4.7	12	5.5	9.3	10
永豐金	3,071,972	4.3	13	5.9	12.4	3
國票金	407,016	0.6	14	5.1	2.8	13
台新新光金 +新光銀+新壽+元富證	8,482,612	11.8	4			
永豐金+京城銀+匯立證	3,446,354	4.8	12			
玉山金+三商美邦	5,712,439	7.9	6			
總計	72,100,931	100.0		6.8	10.7	

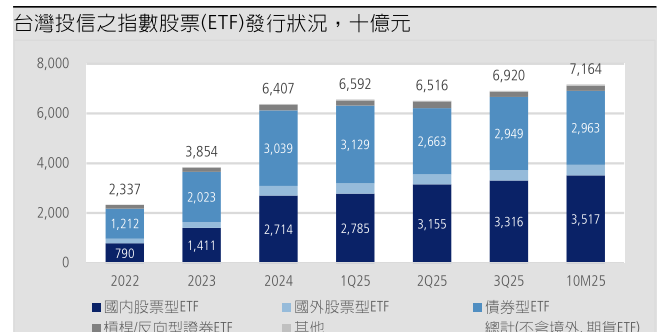
資料來源：TEJ；凱基

圖 24: 台灣投信 AUM 規模成長 2Q25 受關稅議題影響，但 2H25 以來台股創新高帶動 AUM 創歷史新高



資料來源：投信投顧公會；凱基

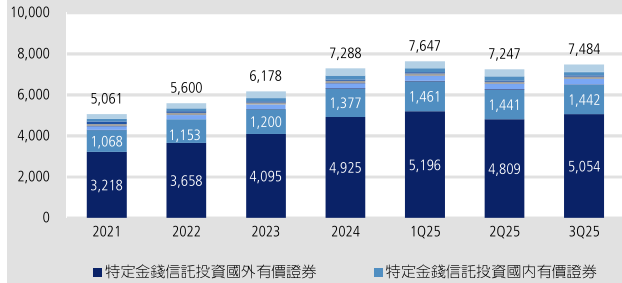
圖 25: 由於 1H25 台幣升值影響高股息基金及債券 ETF 規模，但 2H25F 以來台股創新高帶動國內股票 ETF 規模穩定成長



資料來源：投信投顧公會；凱基

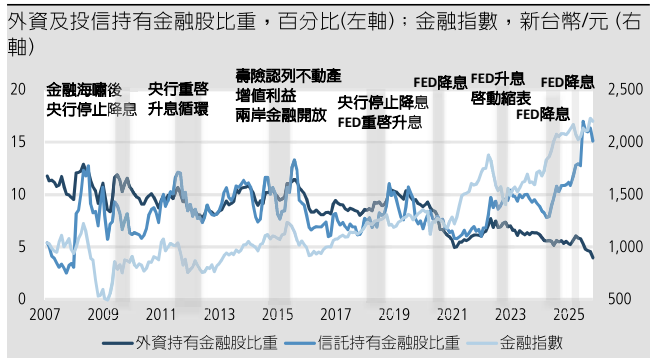
圖 26: 金錢信託業務中(不含證、投信)，3Q25 投資國內、外有價證券回升，預估美國降息預期及 AI 熱潮將持續帶動 2026F 資金投入銀行銷售之海外債、基金、結構債等理財商品

銀行、證券承辦金錢信託狀況，十億元



資料來源：信託公會；凱基

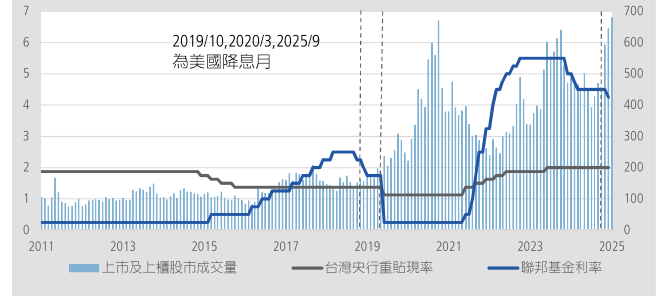
圖 28: 外資自 2022 年後持有金融股比重持續下降低於 5%，相較投信持有金融股比重隨金融指數上升至 15%，若 2026F 壽險接軌 IFRS17 後獲利及配息趨於穩定，外資投資金融股比重可能回升



資料來源：TEJ；凱基

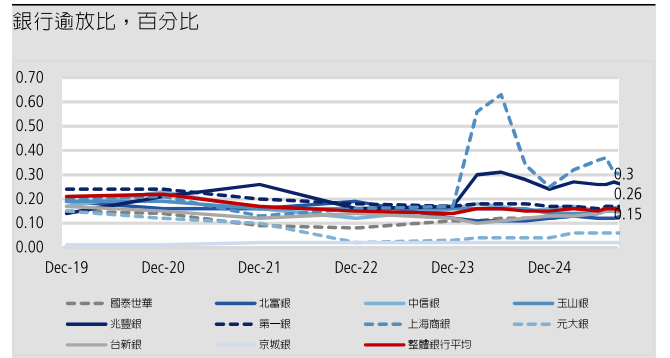
圖 27: 10 月台股指數創歷史新高，帶動今年前 10 月台股日均量 5057 億元，年減幅度下降至 7.7%，預估 2026F 美國降息仍持續有助資本市場活絡，預估 2026F 台股日均量可維持 5000 億元以上水準

台灣央行重貼現率，聯邦基金利率，百分比(左軸)；上市及上櫃成交量之年度日均量，十億元(右軸)



資料來源：TEJ；凱基

圖 29: 9 月銀行逾放比小幅下降至 0.15%，其中上海商銀 0.3% 及兆豐銀 0.26% 仍高於同業水準



資料來源：信託公會；凱基

圖 30: 雖 3Q25 壽險金控國泰金、富邦金其他權益大幅回升，但壽險 2025F 配息水準仍視年底需提列 2025F 獲利之 30% 至外價金，及 4Q25F 金融市場波動影響 4Q25 金控淨值水準，預估 2025F 金控配息成長銀行、證券優於壽險

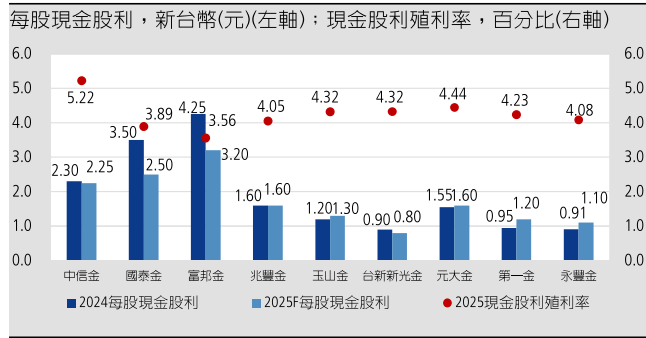
單位：百萬元		2024 期末未分配盈餘	4Q24 其他權益	1-3Q25 稅後淨利	3Q25 其他權益*	3Q25 特別盈餘公積金轉(提列)金額	1-3Q25 可分配盈餘	2025F每股現金股利(元)	vs. 2024每股現金股利(元)	2025F現金股利成長率	Aug 25 雙重槓桿比率(%)	2025現金股利殖利率
金控代號	金控											
2881 TT	富邦金	340,157	(6,216)	90,954	(41,878)	(35,661)	386,354	3.20	4.25	-25%	118.53	3.56%
2891 TT	中信金	75,343	(29,882)	60,760	(35,861)	(5,978)	124,049	2.25	2.30	-2%	124.20	5.22%
2885 TT	元大金	78,787	8,114	26,694	16,270	-	102,812	1.60	1.55	3%	113.31	4.44%
2886 TT	兆豐金	56,211	1,282	28,285	14,796	-	81,667	1.60	1.60	0%	118.44	4.05%
2882 TT	國泰金	15,155	(57,995)	74,622	(75,105)	(17,110)	65,205	2.50	3.50	-29%	122.56	3.89%
2890 TT	永豐金	27,500	(5,691)	20,470	(2,380)	3,311	49,235	1.10	0.91	21%	111.34	4.08%
2892 TT	第一金	26,179	22,539	21,699	28,527	-	45,708	1.20	0.95	26%	114.67	4.23%
2880 TT	華南金	18,685	(7,953)	19,910	(2,105)	5,848	42,452	1.30	1.25	4%	119.82	4.51%
5880 TT	合庫金	21,193	(7,899)	16,357	(1,356)	6,544	42,458	0.70	0.70	0%	118.65	2.92%
2884 TT	玉山金	8,322	5,559	26,218	4,660	-	31,919	1.30	1.20	8%	115.79	4.32%
2887 TT	台新新光金	4,720	(116)	26,043	(8,366)	(8,250)	19,909	0.80	0.90	-11%	117.63	4.32%
2889 TT	國票金	1	820	1,707	2,889	-	1,537	0.30	0.30	0%	117.81	1.89%

註 1：* 凱基假設 3Q25 金控淨值變動僅受(1)淨值項下之其他權益，(2)3Q25 稅後淨利

註 2：* 未追蹤金控個股之 2025F 財測及配息為彭博共識或參考過去配發率

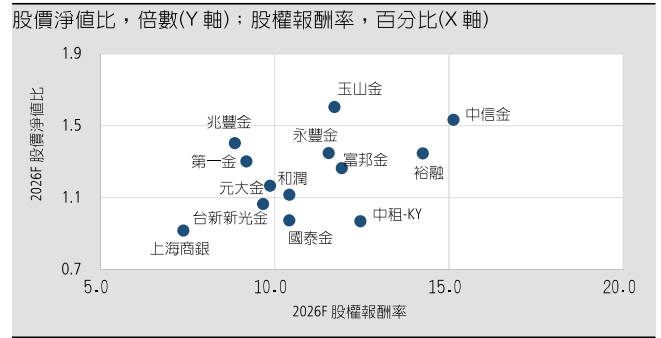
資料來源：公司；TEJ；凱基預估

圖 31: 預估 2025F 中信金及永豐金現金股利殖利率優於金控平均 3.95%



資料來源：公司；TEJ；凱基

圖 32: 目前壽險金控 PB 仍低於銀行及證券金控，但接軌 IFRS17 壽險淨值下降將帶動壽險金控 PB 趨近銀行、證券金控水準



資料來源：TEJ；凱基

圖 33: 金控及銀行股評價

公司	代號	投資評等	目標價 (元)	市值 (US\$ mn)	股價 (元)	股價淨值比 (倍)		本益比 (倍)		股權報酬率 (%)		稅後淨利 (NT\$ mn)		每股盈餘 成長率 (%)		每股淨值 (元)		現金殖利率 (%)		每股現金股利 (元)	
						2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2024A	2025F
中信金	2891 TT	增加持股	48.0	24,814	43.30	1.7	1.5	11.7	10.8	15.4	15.1	72,781	78,933	0.9	8.5	24.90	28.23	5.2	5.5	2.30	2.25
永豐金	2890 TT	增加持股	30.0	9,701	27.05	1.5	1.3	14.8	12.4	11.5	11.5	26,574	31,626	4.6	19.0	17.74	20.06	4.1	4.6	0.91	1.10
玉山金	2884 TT	持有	31.0	15,891	30.20	1.8	1.6	14.8	14.6	12.7	11.7	33,070	33,452	25.2	1.2	16.50	18.82	4.3	4.5	1.20	1.30
第一金	2892 TT	持有	31.0	12,822	28.30	1.4	1.3	15.0	14.9	9.7	9.2	26,451	26,655	4.3	0.8	19.66	21.73	4.2	4.4	0.95	1.20
兆豐金	2886 TT	持有	42.0	19,274	39.65	1.5	1.4	16.9	16.6	9.3	8.9	34,772	35,384	0.0	1.8	25.63	28.23	4.0	4.2	1.60	1.60
銀行金控平均						1.6	1.4	14.6	13.9	11.3	11.1			7.0	6.2			4.2	4.6		
富邦金	2881 TT	持有	94.0	34,389	89.30	1.5	1.3	12.9	11.5	11.4	11.9	94,613	105,822	(37.3)	11.8	59.30	70.65	3.6	4.0	4.25	3.20
國泰金	2882 TT	持有	69.0	27,351	64.70	1.2	1.0	12.1	10.4	9.9	10.4	78,165	91,431	(29.1)	17.0	53.25	66.44	3.9	4.6	3.50	2.50
台新新光金	2887 TT	持有	18.0	12,386	18.55	1.2	1.1	15.7	11.5	10.2	9.7	29,453	39,947	(23.4)	35.6	15.82	17.42	4.3	5.1	0.90	0.80
壽險金控平均						1.3	1.1	13.6	11.2	10.5	10.7			(29.9)	21.5			3.9	4.6		
元大金	2885 TT	持有	39.0	12,441	36.05	1.3	1.2	13.1	12.5	10.6	9.9	35,510	37,270	(0.9)	5.0	27.51	30.90	4.4	4.6	1.55	1.60
證券金控						1.3	1.2	13.1	12.5	10.6	9.9			(0.9)	5.0			4.4	4.6		
上海商銀	5876 TT	持有	48.0	6,443	39.65	1.0	0.9	13.4	12.9	7.3	7.4	14,350	14,917	6.5	4.0	39.96	43.19	4.8	5.0	1.80	1.90
台灣金融業平均						1.5	1.3	13.9	13.0	10.9	10.7			(2.9)	7.7	31.6	36.5	4.3	4.6		
裕融	9941 TT	持有	103.0	1,670	93.90	1.5	1.3	12.2	11.2	13.0	12.9	4,469	4,838	(13.0)	8.7	63.77	72.59	4.2	4.5	4.38	3.90
和潤	6592 TT	持有	78.0	1,234	61.60	1.2	1.1	13.7	12.9	11.1	10.4	3,247	3,406	1.6	5.6	49.72	55.18	4.5	4.7	3.00	2.80
中租-KY	5871 TT	增加持股	125.0	5,996	101.50	1.1	1.0	8.5	8.0	12.5	12.5	19,803	21,020	(13.7)	7.0	92.47	104.76	5.4	5.7	6.10	5.50
台灣租賃業平均						1.3	1.1	11.4	10.7	12.2	11.9			(8.4)	7.1			4.7	5.0		

資料來源：彭博；凱基 (2025/11/20 收盤價)



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股・維持

收盤價 November 20 (NT\$)	43.30
12 個月目標價 (NT\$)	48.00
前次目標價 (NT\$)	48.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	10.9

焦點內容

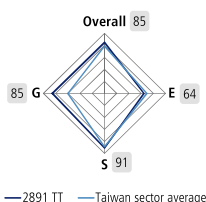
- 3Q25 金控稅後淨利年增 16%，前 10 月金控獲利轉為年增 6%，凱基預估 2025F 現金股利殖利率 5.2-5.4%
- 3Q25 淨利差季增 9 基點，2025F 調整後淨利差上看 1.63-1.66% 上緣
- 3Q25 台壽保未實現損益改善，10 月外債金 175 億元，可因應台幣升值至 29 元

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	851 / 27,840
流通在外股數 (百萬股)：	19,650
外資持有股數 (百萬股)：	6,377
3M 平均成交量 (百萬股)：	22.93
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	34.00 -44.95

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.4	3.7	13.8
相對表現 (%)	-14.7	-23.7	-7.1

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

中信金

(2891.TW/2891 TT)



2026F 核心獲利維持動能;2025F 現金股利殖利率高於同業

重要訊息

3Q25 稅後淨利年增 16%，1-3Q25 股東權益報酬率上揚至 17.5%。

評論及分析

3Q25 壽險獲利回升; 2025F 現金股利殖利率超過 5%。中信金 3Q25 稅後淨利 249.2 億元，年增 16%、季增 56%，其中中信銀獲利年增 9%但季減 0.2%(3Q25 提存前獲利季增 6%，抵銷呆帳費用季增 9 億元)。3Q25 台壽保獲利季增 551%至 105.2 億元，年增 31.5%，主要台壽保已適用外匯價格準備金新制、責任準備金暫緩措施降低匯損影響。金控前 10 月金控獲利轉為年增 6%，其中中信銀獲利年增幅度擴大至 15%，抵銷台壽保衰退 7.4%。公司表示 2025F 股利配發率維持 60%水準，凱基預估 2025F 現金股利 2.25-2.3 元，現金股利殖利率 5.2-5.4%，高於金控平均 3.85%。

3Q25 淨利差持續上揚。中信銀 3Q25 淨利差季增 9 基點至 1.59%，含 swap 則為 1.67%，主要美國降息帶動外幣資金成本下降。公司預期 2025F 調整後淨利差為 1.63-1.66% 上緣，雖未提供 2026F 淨利差看法，但凱基預估 2026F 淨利差應可維持 1.59%，反映資金成本下降及外幣存放比回升。3Q25 手續費收入年增率擴大至 11.8%，主要結構型商品及保險商品熱賣帶動 3Q25 財管手收回溫。1-3Q25 信用成本年減 2 基點至 31 基點。

3Q25 壽險投資收益回升。台壽保 1-3Q25 投報率 4.06%，年減幅度減緩至 46 基點，主要實現資本利得回升及避險成本下降至 1.58%。3Q25 台壽金融資產未實現虧損改善 172 億元，其中 3Q25 股票未實現利益回升至 140 億元。由於 10 月底外債金餘額 175 億元，可因應台幣升值至約 29 元。公司預期 ICS 目標利率達 125%，2026F 開帳 CSM 超過 1,200 億元。由於接軌後 IFRS17 負債成本降低至 2.52%，凱基推估避險後經常性收益高於負債成本超過 40 基點，但接軌 IFRS17 對淨值影響仍視 AC 部位轉至 FVOCI 金額。

投資建議

預期中信銀 2025F-26F 淨利息收入維持成長動能，反映外幣資金成本下降及供應鏈轉移帶動外幣放款回升，台壽保 2026F 獲利回升反映 CSM 及利差擴大，加上 2025F 現金股利殖利率 5% 以上，投資建議給予「增加持股」，目標價 48 元，基於總和評量法，2025-26F 年股價淨值比 1.8 倍。

投資風險

人壽投資收益率不如預期；銀行信用成本大幅上揚。

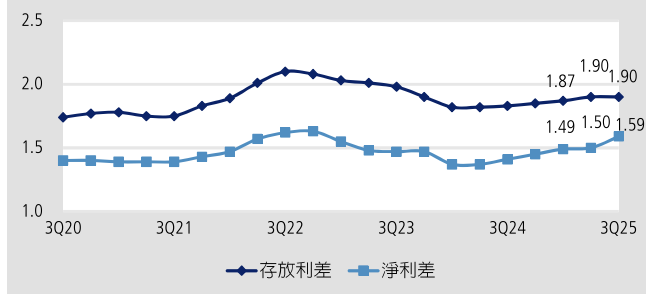
主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
淨收益 (NT\$百萬)	139,252	136,576	189,410	225,183	246,238
淨提存 (NT\$百萬)	(20,803)	17,016	(8,628)	(41,054)	(46,836)
提存前獲利 (NT\$百萬)	67,852	49,918	96,717	124,639	141,485
稅後淨利 (NT\$百萬)	31,279	56,081	72,028	72,781	78,933
每股盈餘 (NT\$)	1.60	2.86	3.67	3.70	4.02
每股淨值 (NT\$)	17.34	20.98	23.14	24.90	28.23
每股現金股利 (NT\$)	1.00	1.80	2.30	2.25	2.40
每股盈餘成長率 (%)	(42.6)	78.9	28.5	0.9	8.5
稅後純益成長率 (%)	(42.3)	79.3	28.4	1.0	8.5
本益比 (x)	27.1	15.2	11.8	11.7	10.8
股價淨值比 (x)	2.5	2.1	1.9	1.7	1.5
殖利率 (%)	2.3	4.2	5.3	5.2	5.5
股東權益報酬率 (%)	8.5	14.9	16.6	15.4	15.1
平均資產報酬率 (%)	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8

資料來源：公司資料、凱基

圖 1: 中信銀 3Q25 淨利差季增 9 基點至 1.59%，主要美國降息帶動外幣資金成本下降，若包含 FX swap 收益元則 1-3Q25 淨利差較 1H25 增加 2 基點至 1.65%

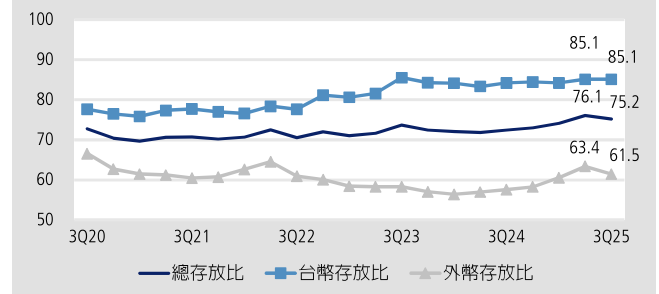
淨利差與存放利差，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2: 中信銀 3Q25 整體存放比季減 9 基點至 75.2%，其中外幣下降至 61.5%

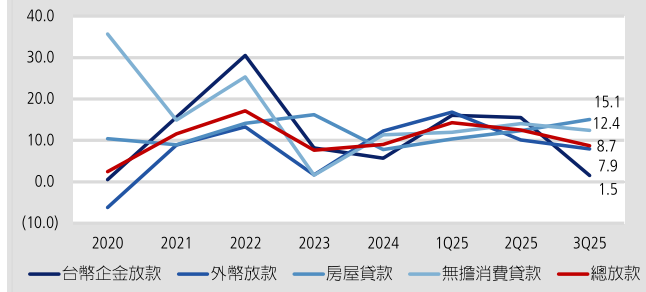
存放比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 3Q25 放款成長年增率減緩至 8.7%，其中房貸回升至 15%，抵銷外幣放款及台幣法人放款年增率減緩至 7.9%及 1.5%

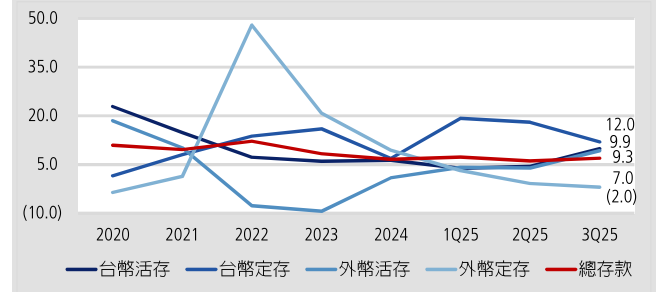
放款年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 3Q25 中信銀存款年增率成長至 7%，其中台幣定存季減 2.9%，加上外幣活存季增上揚至 7.4%

存款年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 3Q25 手續費收入年增率擴大至 11.8%，主要結構型商品及保險商品熱賣帶動 3Q25 財管手收回溫

百萬元	2024	YoY (%)	1-3Q25	YoY (%)	比重 (%)
財富管理	25,058	39.9	19,859	9.0	48.0
信用卡業務	7,067	28.3	5,562	7.1	13.4
消金業務	3,420	6.4	2,701	6.2	6.5
企金業務	6,315	21.3	6,167	19.8	14.9
海外業務	2,190	16.8	1,711	3.5	4.1
彩券業務	5,721	4.9	5,412	12.3	13.1
淨手續費收入	49,769	27.1	41,412	10.2	100.0

資料來源：公司資料；凱基

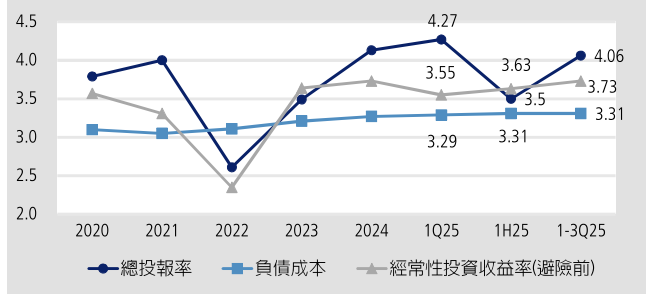
圖 6: 1-3Q25 台壽保初年度保費年增幅度擴大至 36.9%，1-3Q25 CSM 超過 80 億元，佔 2025F CSM 目標 60%以上，公司預期 2026F 累積 CSM 超過 1200 億元，每年釋放率約 7-8%

百萬元	2024	YoY (%)	1-3Q25	YoY (%)	比重 (%)
初年度總保費收入組成					
傳統型	463	(39.6)	9,496	2,619.0	19.2
利變	38,664	(1.8)	26,682	(7.7)	53.9
投資型	7,337	65.2	11,708	128.1	23.7
保障型及其他	2,319	(51.8)	1,584	(8.8)	3.2
初年度總保費	48,795	(1.2)	49,468	36.9	100.0
初年度等價保費	21,345	(4.3)	15,916	(5.6)	

資料來源：TEJ；凱基

圖 7: 台壽保 1-3Q25 投報率 4.06%，年減幅度減緩至 46 基點，主要實現資本利得回升及避險成本下降至 1.58%

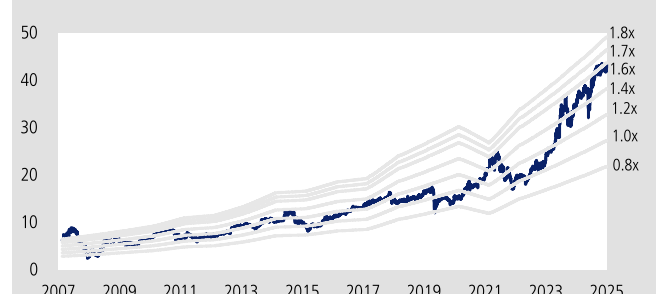
投報率、保單資金成本及經常性收益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 中信金 12 個月前瞻股價淨值比

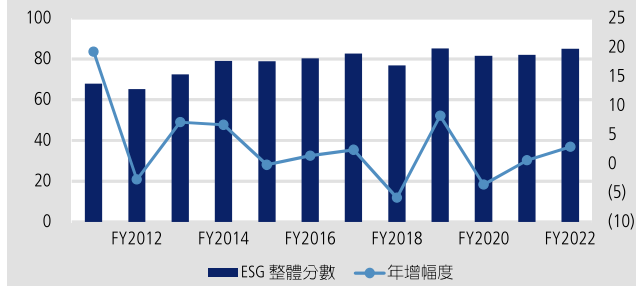
股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：TEJ；凱基

圖 9: ESG 整體分數

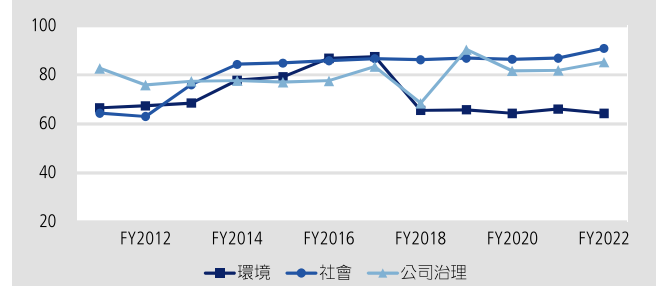
ESG 整體分數 (左軸): 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 10: ESG 各項分數

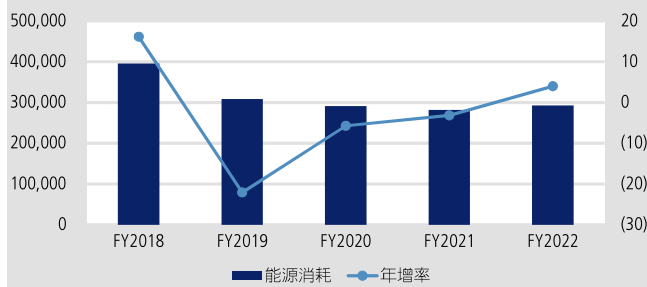
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 11: 能源消耗

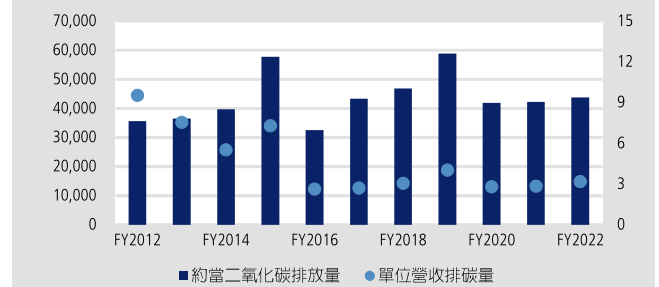
能源消耗, 十億焦耳 (左軸): 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 12: 碳排放量

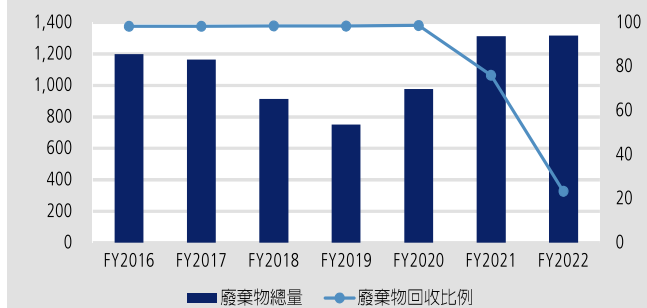
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸): 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 13: 廢棄物總量

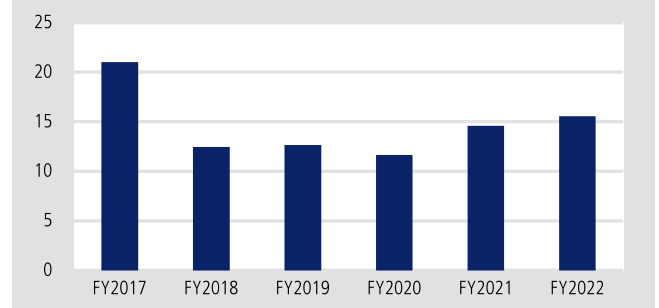
廢棄物總量, 噸 (左軸): 廢棄物回收比例, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 14: 員工流動率

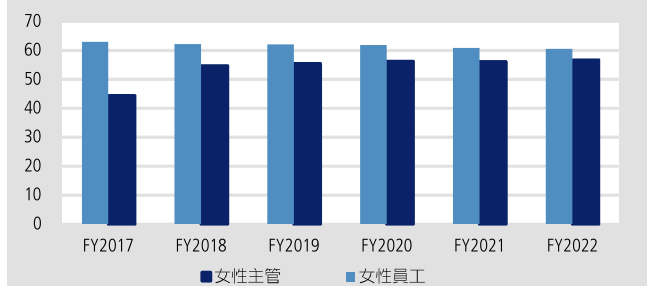
員工流動率, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 15: 性別多樣性

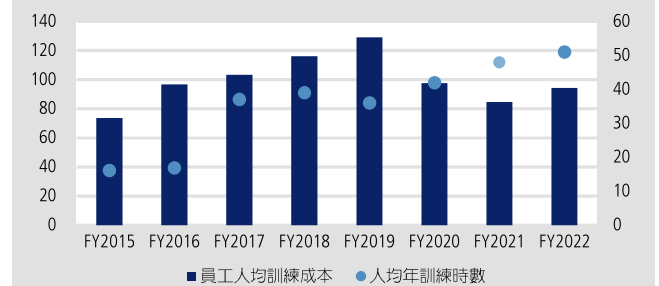
女性主管與員工比例, 百分比



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

圖 16: 員工訓練

員工人均訓練成本, 美元 (左軸): 人均年訓練時數, 小時 (右軸)



資料來源: Refinitiv、凱基、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	公司員工人數與業務量於 2015 年開始大幅增加，使 2015 年之後的溫室氣體總排放量比過去明顯增加。未來三年減碳目標訂定 2021 年至 2023 年減少 3.5% 碳排總量。
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	2020 年廢棄物處理支出金額約為新臺幣 420 萬元。未來中信金以 2020 年為基準年，訂定 2021 年至 2023 年減少 3.5% 廢棄物總量。
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	營運用水無取用任何地下水，各辦公大樓及營業據點用水僅供員工及顧客使用，對水源未有負面影響。未來三年節水目標訂定 2021-2023 年用水總量減少 3.5%。
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	目前女性主管人數占所有主管人數 56.29%，其中中階主管及高階主管的女性比例亦較 2019 年成長了 2~3%。
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv；凱基

資產負債表 - 中國信託銀行

NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
客戶貸款	3,263,278	3,512,541	3,829,824	4,191,509	4,533,925
貼現及放款(扣除備抵呆帳)	3,210,623	3,456,021	3,768,167	4,125,149	4,458,682
同業及其他金融機構貸款	496,635	557,120	468,715	525,399	527,504
FVTOCI及AC債務證券	1,422,667	1,568,169	1,760,914	1,637,436	1,650,575
其他有息資產	170,638	191,077	194,729	215,704	216,577
現金及約當現金	83,114	76,977	69,392	74,072	74,369
聯營公司投資	3,112	3,588	3,504	3,251	3,251
物業	0	0	0	0	0
固定資產	62,633	62,455	62,430	61,953	61,953
其他無息資產	2,196	1,934	2,472	2,129	2,147
無息資產總額	77,610	88,837	93,666	93,487	93,487
資產總額	5,537,173	6,046,297	6,473,093	6,785,830	7,135,974
同業存款	114,197	111,977	135,724	86,168	85,740
客戶存款	4,614,616	5,000,082	5,331,303	5,677,380	5,970,276
其他有息負債	348,194	432,768	456,470	437,506	435,336
有息負債總額	5,077,006	5,544,827	5,923,497	6,201,054	6,491,353
營業及負債準備	0	0	0	0	0
其他無息負債	99,158	120,157	129,388	133,623	133,623
無息負債總額	99,158	120,157	129,388	133,623	133,623
負債總額	5,176,165	5,664,984	6,052,884	6,334,678	6,624,976
普通股本	147,962	147,962	158,017	171,285	171,285
未分配盈餘	179,290	198,403	218,913	235,118	296,600
資本公積	29,872	30,140	30,534	31,002	31,002
金融商品未實現損益	-19,434	-18,713	-13,600	-14,935	-16,571
股東權益	337,691	357,791	393,863	422,470	482,315
少數股東權益	23,317	23,521	26,345	28,683	28,683
優先股股東資金	0	0	0	0	0
母公司股東權益	361,008	381,312	420,208	451,152	510,998
股東權益及負債總額	5,537,173	6,046,297	6,473,093	6,785,830	7,135,974

損益表 - 中國信託銀行

NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
利息收入	105,888	163,590	185,131	194,449	198,257
利息支出	30,802	85,811	107,165	100,436	94,699
淨利息收益	75,086	77,779	77,966	94,013	103,558
手續費及佣金收入	34,748	39,171	49,769	54,601	57,209
交易相關淨損益	9,873	21,497	26,488	22,464	19,276
其他非利息淨損益	(940)	(651)	(213)	(397)	(325)
非利息收入	43,681	60,016	76,043	76,668	76,160
淨收益	118,767	137,795	154,009	170,681	179,718
營業費用	63,151	76,007	80,237	88,555	92,764
撥存前獲利	55,615	61,788	73,772	82,126	86,954
呆帳撥存	8,178	8,764	10,945	12,959	12,880
稅前淨利	47,438	53,025	62,827	69,167	74,074
所得稅費用	8,959	10,238	12,085	11,986	12,593
稅後淨利	38,479	42,787	50,743	57,181	61,481
合併淨收入	38,479	42,787	50,743	57,181	61,481
少數股東損益	1,337	1,454	1,319	1,227	777
稅後淨利	37,142	41,333	49,424	55,953	60,705
股息	0	0	0	0	0
保留盈餘	37,142	41,333	49,424	55,954	60,705
非常項目稅後損益	37,142	41,333	49,424	55,953	60,705
每股盈餘	2.60	2.89	3.21	3.34	3.59
平均股東權益報酬率	11.76%	12.30%	13.50%	14.01%	13.59%
逾放比	0.48%	0.52%	0.48%	0.47%	0.44%
備抵呆帳覆蓋率	332%	310%	331%	337%	374%
信用成本比率	0.27%	0.25%	0.28%	0.31%	0.28%
成本收入比	53.17%	55.16%	52.10%	51.88%	51.62%
淨利差	1.57%	1.49%	1.40%	1.54%	1.60%
逾放比	70.72%	70.25%	71.84%	73.83%	75.94%
手續費收入成長率	-7.6%	12.7%	27.1%	9.7%	4.8%
撥存前獲利成長率	-7.6%	12.7%	27.1%	9.7%	4.8%
稅後淨利成長率	24.7%	11.3%	19.6%	13.2%	8.5%

各子公司獲利

NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
中國信託銀行	37,142	41,333	49,424	55,953	60,705
台灣人壽	(3,407)	12,382	21,475	15,947	17,701
中國信託金控	31,279	56,081	72,028	72,781	78,933

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表 - 台灣人壽

NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
現金與約當現金	83,936	66,912	68,985	107,059	108,828
國內股票	185,440	200,736	206,955	203,823	207,193
國外股票	0	0	0	0	0
國內債券	177,632	171,216	151,767	150,294	144,407
國外債券	1,182,912	1,182,768	1,180,629	1,220,882	1,249,435
房貨	44,896	45,264	43,362	47,353	48,136
保單放款	25,376	25,584	25,623	26,765	27,207
不動產	97,600	106,272	110,376	113,235	115,107
總投資資產	1,952,000	1,968,000	1,971,000	2,058,822	2,092,855
其他資產	249,925	276,868	273,310	211,613	211,613
總資產	2,201,925	2,244,868	2,244,310	2,270,435	2,304,468
保單準備	1,863,023	1,846,206	1,834,803	1,835,975	1,864,272
其他負債	245,336	256,846	246,169	245,860	245,860
總負債	2,108,360	2,103,052	2,080,972	2,081,835	2,110,132
營運股	62,267	62,267	62,267	62,267	62,267
特別股	0	0	0	0	0
資本公積	33,960	34,041	34,101	34,155	34,155
未分配盈餘	43,193	55,043	74,138	89,203	106,903
其他	-45,855	-9,535	-7,168	2,975	-8,989
股東權益	93,566	141,816	163,338	188,600	194,336

損益表 - 台灣人壽

NT\$百萬元	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
淨保險收入	129,939	131,465	139,439	147,823	170,606
初年度保費收入	57,486	49,384	48,795	64,145	71,122
自留滿期保費收入	126,389	127,787	135,492	143,843	166,410
自留保險結款與給付	-173,954	-189,491	-175,770	-140,925	-158,668
淨佣金費用	-11,751	-15,782	-14,723	-15,638	-18,767
手續費收入	2,082	1,955	2,125	2,019	2,221
保險負債淨變動	-11,257	26,979	3,581	-24,914	-28,297
投資收益	73,481	67,932	81,178	58,821	67,598
營業費用	-6,149	-7,666	-7,520	-7,706	-8,737
其他費用	-257	-476	-798	-876	-920
營業費用	-6,406	-8,142	-8,317	-8,582	-9,657
稅前淨利	-1,377	11,348	23,599	14,408	20,823
所得稅	-2,030	1,034	-2,124	1,539	-3,123
稅後淨利	-3,407	12,382	21,475	15,947	17,701
每股盈餘	-0.55	1.99	3.45	2.56	2.84
平均股東權益報酬率	-2.7%	10.5%	14.1%	9.1%	9.2%
每股淨值	15.03	22.78	26.23	30.29	31.21
稅後淨利成長率	-114.7%	-463.4%	73.4%	-25.7%	11.0%
初年度保費成長率	-46.1%	-14.1%	-1.2%	31.5%	10.9%

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
Gross loans to customers	3,337,444	3,586,511	3,902,915	4,238,862	4,582,060
貼現及放款	3,280,389	3,524,919	3,835,335	4,172,502	4,506,818
同業及其他金融機構貸款	496,635	557,120	468,715	525,399	527,504
FVTOCI及AC金融資產	3,138,115	3,371,241	3,655,962	3,448,065	3,538,911
其他有息資產	-	-	0	0	0
現金及約當現金	133,811	125,943	107,976	181,131	183,197
聯營公司投資	15,748	18,667	20,951	3,251	3,251
固定資產	49,024	49,608	49,522	55,509	67,472
無形資產	39,265	39,212	40,096	31,747	32,001
其他無息資產	-	-	-	-	-
Total non-interest earning assets	805,354	850,855	879,598	1,023,803	1,042,074
資產總額	7,720,493	8,304,135	8,839,610	9,169,769	9,615,306
同業存款	294,743	317,585	374,995	279,715	278,328
存款及匯款	4,582,271	4,976,248	5,312,280	5,650,977	5,942,511
其他有息負債	225,353	313,882	365,265	309,081	307,548
有息負債總額	5,102,367	5,607,715	6,052,540	6,239,773	6,528,386
營業及負債準備	1,866,524	1,834,999	1,871,869	1,897,024	2,053,400
其他無息負債	358,780	396,075	404,850	484,898	420,112
無息負債總額	2,225,304	2,231,074	2,276,718	2,381,922	2,473,512
負債總額	7,327,671	7,838,789	8,329,258	8,621,695	9,001,898
普通股股本	195,841	196,229	196,203	196,504	196,504
預收股款	-	-	-	-	-
普通股本	195,841	196,229	196,203	196,504	196,504
保留盈餘	183,405	217,831	251,682	277,502	356,435
其他儲備	(39,749)	(2,310)	6,063	15,315	1,715
股東權益	339,497	411,750	453,948	489,321	554,655
少數股東權益	23,326	23,596	26,404	28,754	28,754
優先股股東資金	29,999	29,999	29,999	29,999	29,999
權益總額	392,822	465,345	510,352	548,074	613,408
股東權益及負債總額	7,720,493	8,304,135	8,839,610	9,169,769	9,615,306

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
淨利息增長	16.9%	3.9%	1.0%	12.7%	8.2%
營業收益增長	(40.3%)	(26.4%)	93.8%	28.9%	13.5%
稅後純益	(42.3%)	79.3%	28.4%	1.0%	8.5%
每股盈餘成長率	(42.6%)	78.9%	28.5%	0.9%	8.5%
獲利能力分析					
平均資產報酬率	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
股東權益報酬率	8.5%	14.9%	16.6%	15.4%	15.1%
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	1.60	2.86	3.67	3.70	4.02
每股淨值 (NT\$)	17.34	20.98	23.14	24.90	28.23
每股現金股利 (NT\$)	1.00	1.80	2.30	2.25	2.40

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
利息收入	159,819	220,387	243,919	254,636	261,453
利息費用	(32,701)	(88,320)	(110,550)	(104,371)	(98,830)
淨利息收入	127,117	132,066	133,370	150,265	162,623
手續費及佣金收入	27,468	28,599	41,736	46,593	48,821
淨保險收入	(47,486)	(62,128)	(41,086)	(25,870)	(32,878)
交易收入	42,755	32,702	60,311	31,300	39,556
其他非利息收入	(10,603)	5,337	(4,921)	22,894	28,117
非利息收入	12,135	4,510	56,040	74,917	83,615
淨收益	139,252	136,576	189,410	225,183	246,238
營業費用	(71,401)	(86,658)	(92,692)	(100,543)	(104,753)
營業利益	67,852	49,918	96,717	124,639	141,485
壞帳減值損失	(8,986)	(9,674)	(12,115)	(13,377)	(12,880)
信用卡呆帳費用	-	-	-	-	-
提存各項保險責任金	(11,816)	26,690	3,487	(27,677)	(33,956)
呆帳費用及保險負債準備淨變動	(20,803)	17,016	(8,628)	(41,054)	(46,836)
稅前純益	47,049	66,934	88,090	83,585	94,650
所得稅費用[利益]	(14,436)	(9,360)	(14,726)	(10,113)	(15,716)
稅後淨利	32,613	57,574	73,364	73,473	78,933
合併淨收入	32,613	57,574	73,364	73,473	78,933
少數股東損益	(1,334)	(1,493)	(1,336)	(691)	-
稅後淨利	31,279	56,081	72,028	72,781	78,933
股息	(19,584)	(35,320)	(45,203)	(44,213)	(47,161)
保留盈餘	11,695	20,762	26,826	28,568	31,773
非常項目前稅後純益	31,279	56,081	72,028	72,781	78,933

資料來源：公司資料，凱基

生技醫療產業

焦點內容

1. 川普政策下的受惠股，聚焦美國製造、關稅與藥價不受影響的族群。
2. 降息周期重新啟動後促使新藥授權、併購活動加速將有利新藥族群。
3. 關注近期國際藥物授權熱點與新世代生醫科技。

美國製造為首選

評論及分析

美國生技宏觀利多：降息、低估值與併購潮。美國生物科技產業正迎來多重宏觀利多。首先，即將到來的降息週期對生物科技等長久期資產尤其有利，因為較低的折現率提高了藥物管線未來現金流的現值，且歷史數據顯示生技股在首次降息後 6-12 個月內表現最強勁。其次，目前醫療保健板塊的估值極具吸引力，其相對遠期 P/E 比率正處於歷史第 5 個百分位數附近的低點。最後，大型藥廠面臨 2025-2030 年間約 1,770 億美元收入的專利到期(LoE)壓力，這股強勁的併購動能正驅使它們透過外部收購來補充產品線，為中小型生物科技公司創造了絕佳的套現機會。

台灣生技策略：政策扶持與異業結盟。台灣證交所已將生技醫療視為下一世代新興產業，目標在三年內將其市值佔比從 1% 翻倍至 2%，長程目標更設定為 5%。為達成此目標，電子業的「異業結盟」成為關鍵的資金新亮點，眾多電子大廠已跨足生技投資，例如台達電併購行動基因（基因檢測）、鴻海投資台康生技(6589 TT, NT\$72.4, 增加持股)（生物藥 CDMO、生物相似藥）、電子業投資沛爾生醫（細胞治療），以及漢民集團投資禾榮科（硼中子治療）。

台灣產業焦點：六大突圍方向。台灣生技產業的六大突圍焦點。首先是具國際競爭力的抗體藥物（合一(4743 TT, NT\$58.9, 增加持股)、中裕(4147 TT, NT\$66.1, 增加持股)、圓祥(6945 TT, NT\$108.5, 未評等)、漢康）；其次是呼應在岸製造趨勢的美國製造與全球供應鏈（美時(1795 TT, NT\$284.5, 增加持股)、保瑞(6472 TT, NT\$526, 增加持股)、泰福）；第三是具獨佔性的突破性藥物（藥華藥(6446 TT, NT\$475.5, 增加持股)）；第四為藍海適應症與高值醫材（泰宗(4169 TT, NT\$194.5, 增加持股)、益安(6499 TT, NT\$92.6, 增加持股)、聯合骨科(4129 TT, NT\$114.5, 增加持股)）；第五是透過異業結盟與新技術平台提升資本效率（代表公司：禾榮科、沛爾）；最後則是 AI 醫療與數位健康（代表公司：長佳智能）。

投資建議

我們首選美時，目標價 600 元，為「增加持股」評等。

投資風險

業績不如預期、解盲失敗等。

附錄一：追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值	目標價	股價	潛在空間	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		現金殖利率(%)	
			(US\$mn)	(元)	(元)	(%)	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
1216	統一	增加持股	13,658.7	92.0	75.00	22.7	3.64	3.63	4.58	20.7	16.4	3.0	2.9	3.8	4.0
1319	東陽	增加持股	1,876.8	120.0	99.00	21.2	7.40	6.10	7.44	16.2	13.3	2.1	2.0	5.1	5.6
1476	儒鴻	持有	3,697.8	470.0	420.50	11.8	24.20	19.80	23.48	21.2	17.9	3.8	3.6	3.3	3.9
1477	聚陽	持有	2,304.8	256.0	291.50	(12.2)	16.68	14.48	15.04	20.1	19.4	4.8	4.7	4.5	4.6
1503	士電	增加持股	2,788.5	220.0	167.00	31.7	5.81	7.33	8.91	22.8	18.7	2.5	2.5	3.6	4.2
1504	東元	持有	7,319.7	125.0	96.10	30.1	2.73	2.45	2.93	39.2	32.8	2.7	2.6	2.1	2.6
1513	中興電	增加持股	2,434.9	177.0	151.00	17.2	7.33	7.61	8.86	19.8	17.0	3.7	3.5	3.3	3.6
1519	華城	持有	7,481.9	530.0	739.00	(28.3)	14.93	18.15	21.98	40.7	33.6	20.9	17.4	1.8	2.0
1560	中砂	增加持股	1,460.3	390.0	310.00	25.8	7.10	8.64	13.02	35.9	23.8	5.8	4.9	1.1	1.6
1563	巧新	增加持股	304.0	104.0	41.10	153.0	3.30	5.77	#N/A	7.1	N.A.	1.0	#N/A	7.8	#N/A
1590	亞德客-KY	持有	5,782.1	1020.0	902.00	13.1	38.12	40.51	46.38	22.3	19.4	3.5	3.3	2.5	3.1
1736	喬山	增加持股	1,439.2	235.0	148.00	58.8	8.02	8.06	10.07	18.4	14.7	3.4	3.0	2.0	2.0
1795	美時	增加持股	2,434.0	600.0	284.50	110.9	19.35	20.03	28.91	14.2	9.8	2.9	2.2	0.0	0.0
2002	中鋼	持有	8,951.7	23.1	17.75	30.1	0.13	0.49	0.63	36.5	28.3	0.9	0.9	2.2	2.8
2014	中鴻	持有	653.4	18.1	14.20	27.5	(0.62)	0.16	0.66	86.4	21.4	1.4	1.3	0.0	10.6
2049	上銀	持有	2,114.8	195.0	186.50	4.6	5.57	4.78	8.14	39.0	22.9	1.7	1.7	1.1	1.9
2059	川湖	增加持股	11,087.4	4815.0	3,630.00	32.6	64.59	92.92	140.53	39.1	25.8	13.3	10.5	1.3	2.0
2301	光寶科	增加持股	11,880.9	212.0	160.00	32.5	5.21	6.77	8.43	23.6	19.0	4.1	3.8	3.1	3.8
2303	聯電	降低持股	17,967.7	38.0	44.65	(14.9)	3.80	2.88	3.93	15.5	11.4	1.5	1.4	6.4	6.4
2308	台達電	增加持股	79,424.9	1280.0	954.00	34.2	13.56	23.83	32.79	40.0	29.1	9.5	7.9	1.3	1.7
2313	華通	增加持股	3,044.5	108.0	79.70	35.5	4.70	5.37	7.17	14.8	11.1	2.1	1.9	3.4	4.5
2317	鴻海	增加持股	106,400.0	340.0	236.50	43.8	11.01	14.68	18.90	16.1	12.5	1.9	1.8	3.3	4.2
2330	台積電	增加持股	1,209,353.3	1900.0	1,455.00	30.6	45.25	64.58	76.89	22.5	18.9	7.3	5.7	1.4	1.4
2344	華邦電	增加持股	8,365.4	69.0	58.00	19.0	0.14	1.08	6.64	53.9	8.7	2.7	2.1	0.0	3.4
2345	智邦	增加持股	16,995.4	1400.0	945.00	48.1	21.49	46.08	55.83	20.5	16.9	11.3	8.9	2.9	3.5
2348	海悅	持有	384.6	86.0	79.00	8.9	14.43	4.45	13.17	17.8	6.0	1.4	1.3	3.5	11.9
2356	英業達	持有	4,794.8	47.0	41.70	12.7	2.03	2.51	2.92	16.6	14.3	2.0	2.0	4.8	5.6
2357	華碩	增加持股	13,641.1	800.0	573.00	39.6	42.27	53.34	53.25	10.7	10.8	1.5	1.5	7.4	7.4
2368	金像電	受法規限制未評等	9,314.0	-	574.00	-	11.54	18.42	26.40	31.2	21.7	11.6	8.9	1.6	2.3
2376	技嘉	增加持股	5,324.7	320.0	248.00	29.0	15.03	17.73	21.35	14.0	11.6	3.0	2.8	5.7	6.9
2377	微星	持有	2,789.1	117.0	103.00	13.6	8.04	6.49	8.98	15.9	11.5	1.6	1.5	3.9	5.4
2379	瑞昱	持有	8,161.4	585.0	496.50	17.8	29.82	29.88	32.50	16.6	15.3	5.1	4.7	5.1	5.6
2382	廣達	增加持股	33,921.8	385.0	274.00	40.5	15.49	18.07	21.41	15.2	12.8	4.5	4.2	5.3	6.2
2383	台光電	增加持股	16,423.0	1425.0	1,430.00	(0.3)	27.81	42.22	64.74	33.9	22.1	10.6	8.1	1.8	2.7
2385	群光	持有	2,923.3	143.0	120.00	19.2	12.43	10.54	11.00	11.4	10.9	1.9	1.8	7.0	7.3
2395	研華	增加持股	7,766.4	340.0	280.00	21.4	10.45	10.81	11.34	25.9	24.7	4.6	4.5	3.1	3.3
2408	南亞科	增加持股	15,443.5	180.0	155.50	15.8	(1.64)	1.23	20.98	126.8	7.4	2.9	2.2	0.0	6.7
2409	友達	持有	2,697.1	12.6	11.15	13.0	(0.40)	0.49	0.50	22.7	22.5	0.6	0.6	0.0	0.0
2412	中華電	持有	32,820.0	122.0	132.00	(7.6)	4.80	4.92	5.07	26.8	26.0	2.7	2.7	3.7	3.8
2421	建準	增加持股	1,660.8	200.0	189.50	5.5	5.46	8.09	11.79	23.4	16.1	6.1	5.5	3.0	4.4
2454	聯發科	持有	60,917.8	1300.0	1,185.00	9.7	66.92	65.97	76.63	18.0	15.5	4.9	4.6	5.7	5.7
2455	全新	增加持股	859.3	160.0	145.00	10.3	3.63	3.23	5.15	44.9	28.2	8.0	7.1	1.9	3.0
2467	志聖	增加持股	889.3	243.0	177.00	37.3	4.80	5.24	8.67	33.8	20.4	6.1	5.4	2.8	4.0
2474	可成	持有	4,217.8	211.0	211.00	0.0	19.40	10.79	12.43	19.6	17.0	0.8	0.8	4.1	4.7
2528	皇普	持有	405.5	33.5	29.15	14.9	3.26	4.47	6.94	6.5	4.2	1.5	1.3	9.2	14.3
2542	興富發	持有	2,573.6	44.0	36.95	19.1	3.13	2.37	7.02	15.6	5.3	1.4	1.4	5.8	16.2
2603	長榮	持有	12,664.1	200.0	182.50	9.6	64.87	33.20	27.85	5.5	6.6	0.6	0.6	11.0	9.3
2606	裕民	持有	1,541.2	61.0	56.90	7.2	5.54	3.83	3.93	14.9	14.5	1.2	1.1	4.7	4.9
2609	陽明	降低持股	5,775.4	45.0	51.60	(12.8)	18.38	4.07	3.55	12.7	14.5	0.5	0.5	3.1	2.7
2610	華航	持有	3,753.7	21.0	19.25	9.1	2.38	2.13	1.49	9.0	12.9	1.2	1.1	3.9	2.7
2612	中航	增加持股	334.8	67.0	52.90	26.7	5.13	5.76	5.68	9.2	9.3	0.7	0.7	5.5	5.3
2615	萬海	降低持股	7,357.1	73.0	81.80	(10.8)	16.89	9.79	9.10	8.4	9.0	0.8	0.8	2.4	2.2
2618	長榮航	持有	5,841.8	37.0	33.75	9.6	5.37	4.19	2.51	8.1	13.5	1.3	1.3	5.6	3.3
2634	漢翔	持有	1,443.0	48.0	47.80	0.4	2.30	0.95	1.91	50.6	25.1	2.4	2.3	1.2	2.4
2637	慧洋-KY	持有	1,559.8	66.0	65.20	1.2	8.08	4.70	4.34	13.9	15.0	0.9	0.9	4.3	4.3
2645	長榮航太	增加持股	1,680.8	186.0	140.00	32.9	4.90	5.48	7.43	25.5	18.8	3.9	3.8	3.5	4.8
2707	晶華	增加持股	779.9	274.0	191.00	43.5	10.57	12.48	13.07	15.3	14.6	4.8	4.6	5.6	5.8
2723	美食-KY	增加持股	348.5	92.0	60.40	52.3	3.28	(1.42)	5.73	N.M.	10.5	1.0	1.0	0.0	7.6
2727	王品	持有	580.6	254.0	214.50	18.4	15.66	16.92	18.17	12.7	11.8	3.8	3.7	7.1	7.6
2739	寒舍	增加持股	104.0	84.0	35.45	137.0	5.39	5.07	5.52	7.0	6.4	1.6	1.4	0.0	6.2
2748	雲品	增加持股	146.5	70.0	43.20	62.0	3.13	3.91	4.32	11.1	10.0	1.5	1.4	6.3	7.0
2753	八方雲集	增加持股	410.1	234.0	192.00	21.9	9.05	11.94	12.99	16.1	14.8	3.4	3.1	4.4	4.7
2762	世界健身-KY	增加持股	286.7	96.0	79.50	20.8	3.19	3.06	4.58	26.0	17.4	3.1	3.4	7.5	7.7
2881	富邦金	持有	40,091.6	94.0	89.30	5.3	10.77	6.92	7.74	12.9	11.5	1.5	1.3	3.6	4.0
2882	國泰金	持有	30,419.8	69.0	64.70	6.6	7.29	5.33	6.23	12.1	10.4	1.2	1.0	3.9	4.6
2884	玉山金	持有	15,655.6	31.0	30.20	2.6	1.63	2.04	2.07	14.8	14.6	1.8	1.6	4.3	4.5

資料來源：凱基

追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值	目標價	股價	潛在空間	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		現金殖利率(%)	
			(US\$mn)	(元)	(元)	(%)	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
2885	元大金	持有	15,403.5	39.0	36.05	8.2	2.77	2.74	2.88	13.1	12.5	1.3	1.2	4.4	4.6
2886	兆豐金	持有	18,850.7	42.0	39.65	5.9	2.35	2.34	2.39	16.9	16.6	1.5	1.4	4.0	4.2
2887	台新金	持有	14,784.4	18.0	18.55	(3.0)	1.39	1.18	1.61	15.7	11.5	1.2	1.1	4.3	5.1
2890	永豐金	增加持股	12,564.6	30.0	27.05	10.9	1.75	1.83	2.18	14.8	12.4	1.5	1.3	4.1	4.6
2891	中信金	增加持股	27,270.4	48.0	43.30	10.9	3.64	3.70	4.02	11.7	10.8	1.7	1.5	5.2	5.5
2892	第一金	持有	13,042.9	31.0	28.30	9.5	1.81	1.89	1.90	15.0	14.9	1.4	1.3	4.2	4.4
2912	統一超	增加持股	7,797.2	303.0	234.00	29.5	11.10	11.88	13.36	19.7	17.5	5.4	4.9	3.8	3.8
3008	大立光	增加持股	9,175.9	2980.0	2,145.00	38.9	194.17	157.66	185.95	13.6	11.5	1.4	1.3	3.7	4.3
3017	奇炫	增加持股	16,779.1	1695.0	1,335.00	27.0	21.21	48.71	70.82	27.4	18.9	13.5	10.0	1.8	2.7
3023	信邦	增加持股	1,627.4	336.0	211.50	58.9	14.70	15.31	18.33	13.8	11.5	3.1	2.8	5.1	6.1
3034	聯詠	持有	7,664.9	440.0	393.00	12.0	33.43	28.08	30.14	14.0	13.0	3.5	3.3	6.0	6.4
3035	智原	持有	1,377.9	160.0	165.00	(3.0)	4.04	1.95	5.36	84.7	30.8	3.5	3.2	0.9	2.4
3036	文晔	持有	5,413.7	148.0	134.00	10.4	8.13	9.86	12.36	13.6	10.8	1.4	1.2	3.7	4.6
3037	欣興	增加持股	8,660.7	202.0	171.50	17.8	3.34	3.57	9.16	48.0	18.7	2.7	2.4	0.9	2.4
3044	健鼎	增加持股	5,188.7	340.0	308.00	10.4	15.95	19.42	22.67	15.9	13.6	3.2	2.9	4.0	4.6
3045	台灣大	持有	12,888.2	112.0	108.00	3.7	4.57	4.73	4.89	22.8	22.1	4.7	4.7	4.3	4.5
3081	聯亞	持有	1,290.0	450.0	435.00	3.4	(0.59)	4.32	12.82	100.7	33.9	10.5	9.6	0.8	2.1
3105	穩懋	持有	1,610.2	90.0	118.50	(24.1)	1.81	0.06	2.12	2028.0	55.8	1.4	1.4	0.0	1.0
3131	弘塑	增加持股	1,343.8	2090.0	1,435.00	45.6	29.07	42.98	59.64	33.4	24.1	8.0	6.9	2.3	3.2
3189	景碩	增加持股	2,042.5	168.0	139.50	20.4	0.11	3.75	7.65	37.2	18.2	1.9	1.8	1.3	2.7
3231	緯創	增加持股	14,576.9	200.0	143.00	39.9	6.11	9.19	11.99	15.6	11.9	2.3	2.0	4.0	5.4
3293	鈞象	增加持股	6,774.1	900.0	750.00	20.0	32.14	37.69	45.15	19.9	16.6	11.8	10.6	4.3	5.1
3324	雙鴻	增加持股	2,779.7	1255.0	934.00	34.4	21.23	30.41	54.15	30.7	17.2	8.2	6.6	1.5	2.8
3376	新日興	增加持股	1,132.5	235.0	180.50	30.2	7.15	1.70	8.70	106.5	20.8	2.0	1.9	0.7	3.9
3380	明泰	持有	496.6	34.0	28.60	18.9	0.40	1.84	#N/A	15.5	N.A.	1.6	#N/A	6.3	#N/A
3443	創意	增加持股	8,440.2	2270.0	1,965.00	15.5	25.75	27.20	38.86	72.2	50.6	20.7	16.8	0.9	1.2
3450	聯鈞	增加持股	1,055.3	360.0	226.00	59.3	3.82	6.72	11.97	33.7	18.9	6.9	6.2	2.0	3.5
3481	群創	持有	3,188.0	12.5	12.45	0.4	0.76	(0.28)	0.27	N.M.	46.2	0.4	0.4	0.0	0.0
3491	昇達科	增加持股	997.3	545.0	461.00	18.2	8.59	8.25	15.53	55.9	29.7	10.7	8.9	1.4	2.6
3515	華擎	增加持股	986.0	355.0	249.00	42.6	10.54	15.00	23.64	16.6	10.5	3.0	2.6	3.0	4.8
3526	凡甲	增加持股	508.8	300.0	243.00	23.5	16.80	16.91	20.31	14.4	12.0	4.1	4.1	7.0	8.4
3533	嘉澤	增加持股	4,364.3	1660.0	1,210.00	37.2	82.77	70.97	92.23	17.0	13.1	3.4	3.0	2.9	3.8
3583	辛耘	增加持股	804.6	480.0	312.50	53.6	11.54	19.11	#N/A	16.4	N.A.	4.2	#N/A	3.0	#N/A
3587	閎康	增加持股	402.9	240.0	187.50	28.0	10.39	11.96	16.48	15.7	11.4	2.4	2.2	4.3	5.9
3592	瑞鼎	持有	513.0	300.0	211.00	42.2	27.67	20.55	21.89	10.3	9.6	1.6	1.5	7.8	8.3
3596	智易	增加持股	1,313.7	240.0	186.00	29.0	11.28	12.63	15.99	14.7	11.6	2.4	2.3	4.8	5.6
3605	宏致	增加持股	320.6	82.0	62.70	30.8	2.51	4.28	5.47	14.7	11.5	1.3	1.2	2.1	2.6
3661	世芯-KY	增加持股	7,986.8	5380.0	3,075.00	75.0	81.34	66.40	134.46	46.3	22.9	6.9	5.7	1.1	2.2
3665	貿聯-KY	增加持股	10,497.9	1830.0	1,680.00	8.9	25.41	46.66	65.97	36.0	25.5	7.8	6.5	1.4	1.9
3702	大聯大	增加持股	3,498.0	87.0	65.00	33.8	4.07	7.25	#N/A	9.0	N.A.	1.2	#N/A	8.3	#N/A
3704	合勤控	增加持股	455.2	40.0	34.35	16.4	1.41	1.59	2.66	21.6	12.9	1.2	1.1	0.9	2.3
3711	日月光投控	持有	31,662.6	230.0	222.50	3.4	7.52	8.56	13.38	26.0	16.6	2.9	2.7	2.4	2.7
4129	聯合	增加持股	353.9	132.0	114.50	15.3	4.74	5.77	#N/A	19.8	N.A.	2.9	#N/A	5.6	#N/A
4147	中裕	增加持股	578.8	192.0	66.10	190.5	(0.75)	(0.73)	#N/A	N.M.	N.A.	4.7	#N/A	0.0	#N/A
4438	廣越	增加持股	299.2	136.0	82.30	65.2	3.89	8.98	#N/A	9.2	N.A.	1.0	#N/A	7.9	#N/A
4572	駐龍	持有	185.9	156.0	145.00	7.6	7.29	4.02	6.22	36.1	23.3	2.6	2.5	2.2	3.5
4743	合一	增加持股	905.1	308.0	58.90	422.9	(2.44)	(1.26)	#N/A	N.M.	N.A.	2.1	#N/A	0.0	#N/A
4904	遠傳	持有	10,713.1	91.0	92.70	(1.8)	3.56	3.75	3.96	24.8	23.4	3.7	3.7	4.0	4.3
4906	正文	增加持股	357.0	27.0	26.05	3.6	1.56	(0.52)	1.80	N.M.	14.4	0.9	0.9	1.9	5.8
4915	致伸	持有	1,264.0	88.0	83.70	5.1	5.61	6.21	6.78	13.5	12.3	1.9	1.9	5.9	6.5
4938	和碩	持有	6,155.3	86.0	71.60	20.1	6.34	4.63	5.74	15.5	12.5	0.9	0.9	4.2	5.3
4958	臻鼎-KY	持有	4,780.4	155.0	141.00	9.9	9.67	9.07	11.91	15.6	11.8	1.3	1.2	3.2	4.2
4966	譜瑞-KY	持有	1,644.8	765.0	641.00	19.3	32.55	36.22	42.43	17.7	15.1	2.5	2.3	2.8	2.8
4968	立積	增加持股	402.0	240.0	136.00	76.5	1.73	2.68	6.85	50.8	19.9	4.6	3.9	1.0	2.6
4977	衆達-KY	持有	268.6	120.0	104.50	14.8	3.28	4.78	#N/A	21.8	N.A.	2.2	#N/A	4.3	#N/A
4979	華星光	增加持股	893.8	250.0	198.00	26.3	3.79	5.40	9.94	36.7	19.9	7.0	5.2	1.1	2.0
5263	智崴	持有	213.3	113.0	94.30	19.8	1.10	(2.27)	3.76	N.M.	25.1	1.7	1.7	0.0	3.2
5274	信驊	增加持股	7,699.9	6890.0	6,355.00	8.4	68.04	99.25	137.82	64.0	46.1	32.5	24.6	1.2	1.6
5289	宜鼎	增加持股	1,586.1	500.0	524.00	(4.6)	12.20	16.84	25.15	31.1	20.8	6.0	5.0	1.6	2.4
5347	世界	持有	5,374.7	100.0	89.80	11.4	4.21	4.32	4.35	20.8	20.7	2.4	2.4	5.0	5.0
5388	中磊	增加持股	785.3	115.0	80.50	42.9	7.74	4.57	7.63	17.6	10.5	1.4	1.3	3.7	5.6
5871	中租-KY	增加持股	5,567.6	125.0	101.50	23.2	13.31	11.90	12.74	8.5	8.0	1.1	1.0	5.4	5.7
5876	上海商銀	持有	6,178.3	45.0	39.65	13.5	2.78	3.09	3.18	12.8	12.5	1.0	0.9	4.8	5.0
5904	寶雅	持有	1,485.8	548.0	435.50	25.8	26.74	29.18	31.72	14.9	13.7	6.0	5.7	5.8	6.3
6121	新普	增加持股	2,042.4	420.0	344.50	21.9	28.88	28.92	30.01	11.9	11.5	1.7	1.6	6.0	6.2

資料來源：凱基

追蹤個股財務預測及投資建議一覽表

代碼	公司名稱	投資評等	市值	目標價	股價	潛在空間	每股盈餘(元)			本益比(倍)		股價淨值比(倍)		現金殖利率(%)	
			(US\$mn)	(元)	(元)	(%)	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
6187	萬潤	增加持股	1,050.6	540.0	337.50	60.0	14.57	21.60	37.33	15.6	9.0	3.9	2.7	4.2	7.3
6213	聯茂	增加持股	1,233.8	136.0	106.00	28.3	2.26	3.83	6.25	27.7	17.0	1.9	1.8	2.3	3.8
6223	旺矽	增加持股	5,869.7	2430.0	1,910.00	27.2	24.42	33.29	62.08	57.4	30.8	19.7	16.2	1.0	1.9
6274	台耀	增加持股	3,849.0	530.0	416.00	27.4	9.56	12.36	21.54	33.7	19.3	6.8	5.5	1.8	3.1
6279	胡連	增加持股	484.5	180.0	127.00	41.7	12.79	11.66	14.99	10.9	8.5	1.6	1.4	5.5	6.7
6285	啓碁	持有	1,523.4	117.0	98.20	19.1	7.26	6.12	7.74	16.0	12.7	1.4	1.4	4.1	5.1
6415	矽力*-KY	持有	2,359.7	185.0	189.50	(2.4)	5.95	6.04	7.40	31.4	25.6	0.5	0.5	1.3	1.6
6423	億而得-創	增加持股	68.7	155.0	71.40	117.1	#N/A	2.39	#N/A	29.9	N.A.	5.4	#N/A	3.0	#N/A
6446	藥華藥	增加持股	5,786.2	1060.0	475.50	122.9	8.96	14.53	#N/A	32.7	N.A.	5.2	#N/A	0.0	#N/A
6472	保瑞	增加持股	2,133.4	1070.0	526.00	103.4	38.69	60.83	55.97	8.6	9.4	3.2	2.7	1.7	1.7
6499	益安	增加持股	287.7	210.0	92.60	126.8	(8.74)	(7.69)	(4.64)	N.M.	N.M.	10.5	22.3	0.0	0.0
6510	精測	增加持股	1,623.7	1965.0	1,545.00	27.2	15.55	29.11	56.22	53.1	27.5	6.1	5.5	0.9	1.8
6515	穎威	增加持股	2,714.7	2900.0	2,350.00	23.4	34.31	46.35	70.07	50.7	33.5	16.4	14.6	1.4	2.2
6526	達發	增加持股	2,383.7	600.0	444.00	35.1	16.10	17.60	19.80	25.2	22.4	3.9	3.7	1.6	1.8
6533	晶心科	受法規限制未評等	430.2	-	265.00	-	0.04	0.08	4.49	3436.9	59.1	2.8	2.7	0.0	0.7
6535	順藥	增加持股	984.8	228.0	182.00	25.3	(2.60)	4.76	#N/A	38.2	N.A.	16.8	#N/A	0.0	#N/A
6546	正基	增加持股	130.3	100.0	60.80	64.5	3.59	2.53	4.96	24.0	12.3	2.0	2.0	4.1	7.9
6547	高端疫苗	增加持股	397.8	102.0	37.75	170.2	(0.24)	0.23	#N/A	165.1	N.A.	3.2	#N/A	0.0	#N/A
6561	是方	增加持股	882.0	522.0	353.00	47.9	13.82	15.38	17.39	23.0	20.3	6.9	6.6	3.9	4.4
6576	逸達	增加持股	382.5	153.0	75.80	101.8	(7.87)	#N/A	#N/A	N.A.	N.A.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
6589	台康生技	增加持股	714.5	138.0	72.40	90.6	(2.28)	(0.90)	#N/A	N.M.	N.A.	2.5	#N/A	0.0	#N/A
6592	和潤企業	持有	1,230.3	78.0	61.60	26.6	4.44	4.51	4.77	13.7	12.9	1.2	1.1	4.5	4.7
6643	M31	持有	561.3	440.0	419.00	5.0	3.05	2.48	11.50	169.1	36.4	9.9	7.7	0.5	2.1
6669	緯穎	增加持股	25,493.6	5420.0	4,280.00	26.6	126.57	268.87	293.64	15.9	14.6	7.2	5.9	3.5	3.8
6679	鈺太	增加持股	322.4	460.0	183.00	151.4	8.86	13.14	#N/A	13.9	N.A.	1.8	#N/A	5.7	#N/A
6689	伊雲谷	持有	135.8	73.0	62.30	17.2	2.26	1.82	3.65	34.2	17.1	1.4	1.4	2.3	4.7
6719	力智	持有	671.0	190.0	198.50	(4.3)	2.42	6.06	7.69	32.7	25.8	1.5	1.4	2.1	2.7
6741	91APP*-KY	增加持股	281.7	126.0	72.90	72.8	4.22	4.62	5.43	15.8	13.4	1.2	1.1	2.5	3.0
6781	AES-KY	增加持股	3,737.1	1725.0	1,365.00	26.4	25.39	38.54	50.26	35.4	27.2	7.1	6.3	1.4	1.8
6799	來頤	持有	104.6	100.0	74.70	33.9	2.94	5.02	#N/A	14.9	N.A.	2.0	#N/A	3.3	#N/A
6805	富世達	增加持股	3,186.0	1755.0	1,450.00	21.0	17.90	31.06	58.49	46.7	24.8	15.0	11.5	1.1	2.0
6811	宏碁資訊	增加持股	284.3	314.0	214.00	46.7	13.00	14.57	16.79	14.7	12.7	3.8	3.5	4.8	5.5
6841	長佳智能	增加持股	193.8	108.0	63.50	70.1	0.31	0.46	#N/A	136.9	N.A.	3.3	#N/A	0.6	#N/A
6863	永道-KY	增加持股	259.2	138.0	108.00	27.8	11.36	3.89	6.45	27.7	16.8	1.4	1.4	1.8	3.0
6869	雲豹能源	增加持股	416.6	218.0	94.30	131.2	8.89	7.27	14.55	13.0	6.5	2.0	1.7	4.8	9.0
6873	泓德能源	增加持股	438.5	292.0	95.90	204.5	11.10	13.28	18.90	7.2	5.1	1.1	0.9	7.3	9.9
6887	寶綠特-KY	增加持股	147.8	117.0	62.20	88.1	7.51	7.49	10.26	8.3	6.1	1.9	1.7	7.1	9.9
6962	ITH-KY	增加持股	642.3	66.0	40.70	62.2	5.61	5.46	5.51	7.5	7.4	0.9	0.9	5.7	5.8
6965	中傑-KY	持有	373.3	105.0	74.50	40.9	12.22	5.57	6.42	13.4	11.6	1.0	1.0	3.4	4.0
7722	LINEPAY	增加持股	1,183.5	860.0	543.00	58.4	10.67	14.58	22.72	37.2	23.9	4.8	4.1	0.6	0.9
7799	禾榮科	增加持股	2,887.7	1100.0	572.00	92.3	#N/A	(1.16)	(0.89)	N.M.	N.M.	65.8	73.3	0.0	0.0
8044	網家	持有	192.5	32.0	29.20	9.6	(4.08)	(3.53)	(1.76)	N.M.	N.M.	0.8	0.9	0.0	0.0
8046	南電	增加持股	5,571.1	330.0	269.00	22.7	0.32	2.71	11.79	99.2	22.8	3.8	3.4	0.6	2.6
8069	元太	增加持股	6,844.8	238.0	185.50	28.3	7.75	9.63	10.87	19.3	17.1	3.2	3.0	3.4	3.8
8081	致新	持有	564.8	240.0	204.50	17.4	17.91	16.00	16.59	12.8	12.3	2.1	2.1	6.8	7.3
8086	宏捷科	增加持股	655.1	125.0	104.00	20.2	2.65	2.68	3.79	38.8	27.5	2.6	2.4	1.3	1.8
8114	振樺電	增加持股	464.1	301.0	189.50	58.8	12.55	17.99	15.03	10.5	12.6	2.8	2.5	6.2	5.2
8210	凱誠	增加持股	3,839.9	1240.0	956.00	29.7	16.05	27.62	43.50	34.6	22.0	13.1	10.1	1.5	2.4
8299	群聯	受法規限制未評等	8,003.9	-	1,180.00	-	38.95	28.41	26.57	41.5	44.4	4.7	4.2	1.2	1.1
8454	富邦媒	持有	1,940.6	243.0	228.50	6.3	13.69	11.75	11.03	19.5	20.7	5.6	5.5	4.6	4.3
8464	億豐	持有	3,432.7	455.0	365.50	24.5	23.56	22.26	25.25	16.4	14.5	3.5	3.2	3.7	4.1
8478	東哥遊艇	增加持股	575.3	442.0	191.00	131.4	10.37	23.58	#N/A	8.1	N.A.	2.1	#N/A	6.3	#N/A
8936	國統	增加持股	465.9	75.9	58.60	29.5	3.37	4.09	4.75	14.3	12.3	2.2	2.0	4.1	4.8
8996	高力	增加持股	1,520.0	476.0	513.00	(7.2)	6.56	8.98	16.25	57.1	31.6	12.6	10.1	1.2	1.9
9904	寶成	增加持股	2,795.7	29.9	29.60	1.0	5.44	3.61	3.97	8.2	7.4	0.6	0.6	3.8	4.2
9910	豐泰	持有	3,972.1	134.0	125.50	6.8	5.94	5.42	6.39	23.2	19.6	4.8	4.8	3.6	4.4
9914	美利達	持有	849.0	108.0	88.60	21.9	(2.34)	5.63	6.01	15.7	14.7	1.3	1.3	3.2	3.4
9921	巨大	持有	1,158.6	112.0	92.20	21.5	3.22	3.07	5.62	30.0	16.4	1.1	1.0	1.9	3.5
9933	中鼎	持有	888.6	30.0	31.05	(3.4)	2.43	0.94	1.97	32.9	15.8	1.1	1.1	1.5	3.2
9935	慶豐富	增加持股	116.0	39.5	20.35	94.1	2.39	2.63	#N/A	7.7	N.A.	1.5	#N/A	9.7	#N/A
9938	百和	持有	513.8	60.8	53.80	13.0	4.75	4.49	5.05	12.0	10.7	1.2	1.1	5.2	5.9
9939	宏全	持有	1,161.3	141.0	122.50	15.1	9.80	8.92	9.84	13.7	12.5	1.8	1.7	4.5	5.0
9941	裕融	持有	1,732.4	103.0	93.90	9.7	8.88	7.73	8.40	12.2	11.2	1.5	1.3	4.2	4.5

資料來源：凱基

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

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