

2025年台股投資策略

特快車變普通車及雲霄飛車。漲上去捨得賣、跌下來要敢買

焦點內容

1. AI 狂潮仍是支撐 2025 年台股多頭亮點，惟指數創高空間有限，高點 25,500 點。
2. 留意台股 2025 年第 1 季轉折，拉回把握佈局，低點 20,000 點。
3. 投資策略是「漲上去捨得賣、跌下來要敢買」，把握 2025 年區間操作良機。
4. 投資主軸為「電子選 AI、非電子選 MAGA」。推薦股共 25 檔個股。

推薦個股一覽表 (依推薦主題排序)

| 公司 | 11/27 收盤價 | 目標價 (元) | 漲跌幅 (%) | |
|-------|--------------|------------|------------|-------|
| 台積電 | 2330 | 1000.0 | 1450.0 | 45.0 |
| 穎崴 | 6515 | 1170.0 | 1655.0 | 41.5 |
| 旺矽 | 6223 | 760.0 | 915.0 | 20.4 |
| M31 | 6643 | 680.0 | 955.0 | 40.4 |
| 鴻海 | 2317 | 196.5 | 290.0 | 47.6 |
| 廣達 | 2382 | 286.5 | 400.0 | 39.6 |
| 奇鋌 | 3017 | 630.0 | 885.0 | 40.5 |
| 台達電 | 2308 | 386.0 | 512.0 | 32.6 |
| 台光電 | 2383 | 467.5 | 595.0 | 27.3 |
| 金像電 | 2368 | 186.5 | 255.0 | 36.7 |
| 欣興 | 3037 | 150.0 | 205.0 | 36.7 |
| 智邦 | 2345 | 658.0 | 700.0 | 6.4 |
| 全新 | 2455 | 163.0 | 202.0 | 23.9 |
| 聯發科 | 2454 | 1250.0 | 1700.0 | 36.0 |
| 智原 | 3035 | 217.0 | 305.0 | 40.6 |
| 世芯-KY | 3661 | 2160.0 | 3345.0 | 54.9 |
| 晶心科 | 6533 | 361.5 | 480.0 | 32.8 |
| 華碩 | 2357 | 594.0 | 810.0 | 36.4 |
| 駐龍 | 4572 | 154.0 | 195.0 | 26.6 |
| 上銀 | 2049 | 227.5 | 294.0 | 29.2 |
| 華城 | 1519 | 553.0 | 800.0 | 44.7 |
| 美時 | 1795 | 279.5 | 600.0 | 114.7 |
| 國泰金 | 2882 | 66.5 | 80.0 | 20.3 |
| 中信金 | 2891 | 37.7 | 42.0 | 11.4 |
| 統一 | 1216 | 86.5 | 94.0 | 8.7 |

AI 狂潮仍是支撐 2025 年台股多頭亮點，惟指數創高空間有限且震盪加劇

生成式 AI 興起帶動台股過去兩年均迎來 3 成報酬並打敗多數市場。展望未來，受惠大型雲端服務商持續擴大 AI 投資並支撐 AI 伺服器 2025~26 年仍處高速增長期下，我們研判台股 2025 年仍將延續多頭。然因 AI 狂潮所驅動的本波漲幅與評價皆已逼近高峰，加上高基期因素與非 AI 需求不佳將使台股盈餘動能逐年放緩下，台股 2025 年漲幅將會受限。我們預估台股 2025 年高點 25,500 點，約當 2025 年預估盈餘的 19 倍；低點 20,000 點，約當 2025 年預估盈餘的 15 倍。行情走法像普通車般速度慢、常常停車，並且震盪加劇。

美國經濟實現軟著陸，救市活水使中國經濟脫離悲觀情境

過去一年美國聯準會所追求的「經濟軟著陸」已大致實現。展望 2025 年，我們相信在美國勞動市場依舊維持韌性並支撐消費需求，以及 AI 軍備競賽、川普企業減稅政策有望帶動美國企業持續擴大投資下，「經濟軟著陸」依然是 2025 年美國經濟的主要劇本。至於中國，它雖仍處於房市泡沫破滅以及美中對抗後的經濟調整期，惟在北京政府積極救市以及有望採行擴張財政下，至少不會再繼續拖累全球終端需求。過去經驗，同時處於經濟擴張與降息環境下通常有利股市表現，尤其是科技、通訊服務、非必需消費等高利率敏感性類股。儘管如此，川普的企業減稅、強制移民、調高關稅等各項政策都可能促使通膨捲土重來並影響聯準會降息政策，此部分則需在未來進行動態調整。

留意台股 2025 年第 1 季轉折，拉回把握佈局。2025 年是區間操作良機

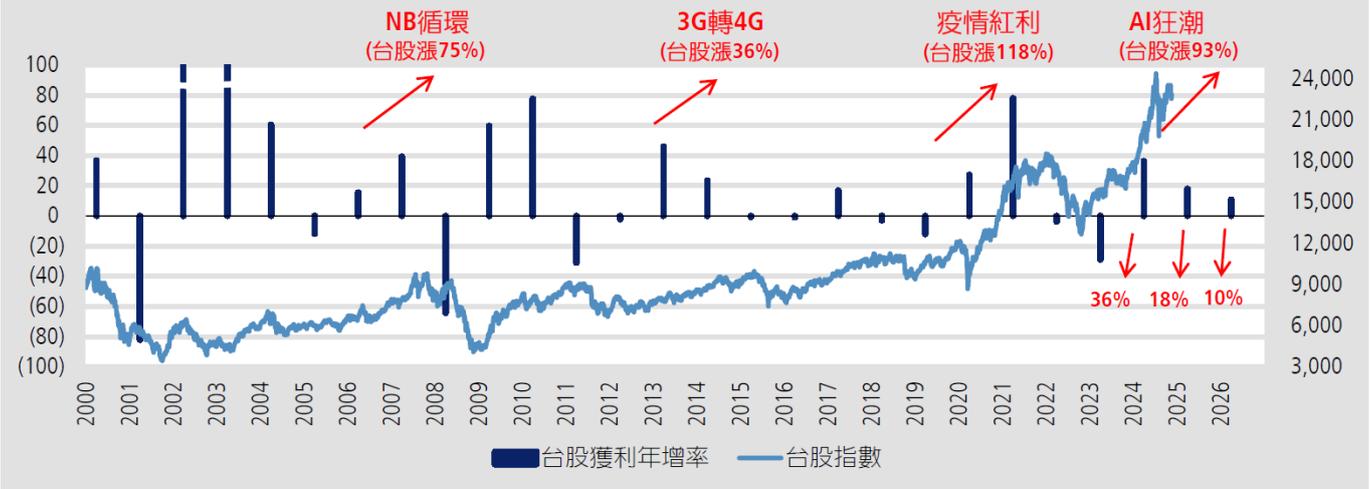
儘管台股 2025 年仍維持多頭，惟最大獲利機會應來自劇烈波動所創造，而非期待指數大幅創高。我們目前研判台股高點將發生在第 1 季，低點則坐落在第 3 季，因此需留意第 1 季轉折，轉折的原因包含：季節性慣性、獲利動能放緩、評價/漲幅達高峰、降息循環近尾聲等，尤其川普 1/20 上台動盪開始。

投資組合

2025 年台股投資主軸為「電子選 AI、非電子選 MAGA」。電子產業未來一年產業能見度最高者非 AI 莫屬，惟在 2024 年 AI 漲預期、2025 年 AI 已落實下，應以本益成長比(PEG)小於 1 的 AI 股為主，因為評價尚未充分反映獲利動能。同時，伴隨 AI 應用場景增加並衍生更多客製化需求，AI ASIC 正準備迎來龐大商機。除此，受惠顯卡改朝換代，電競 PC 將有望迎來 2~3 年一次的換機周期。非電子部分，我們則看好 MAGA，即乘坐「讓美國再偉大」順風車的受惠族群，包含航太、工業自動化、重電、學名藥等。最後，因應台股第 1 季轉折的資金配置需求，高殖利率股則提供屆時投資人進可攻退可守的選擇。推薦股共 25 檔：台積電(2330)、穎崴(6515)、旺矽(6223)、M31(6643)、鴻海(2317)、廣達(2382)、奇鋌(3017)、台達電(2308)、台光電(2383)、金像電(2368)、欣興(3037)、智邦(2345)、全新(2455)、聯發科(2454)、智原(3035)、世芯(3661)、晶心科(6533)、華碩(2357)、駐龍(4572)、上銀(2049)、華城(1519)、美時(1795)、國泰金(2882)、中信金(2891)、統一(1216)。

圖 1: AI 狂潮將支撐台股 2025 年維持多頭，惟盈餘動能放緩將容易限制指數上漲空間

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 2: 推薦投資組合

| 產業主題 | 公司名稱 | 代碼 | 投資評等 | 目標價 (元) | 市值 (US\$mn) | 股價 (元) | 漲跌幅 (%) | 每股盈餘 (元) | | 本益比 (倍) | | 股價淨值比 (倍) | | 淨值報酬率 (%) | | 現金殖利率 (%) | | EPS YoY (%) | | PEG (倍) | |
|------------------|-------|---------|------|------------|----------------|-----------|------------|-------------|-------|------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|-------|----------------|--------|------------|-------|
| | | | | | | | | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F |
| AI (PEG<1) | 台積電 | 2330 TT | 增加持設 | 1450.0 | 797,930 | 1000.0 | 45.0 | 45.23 | 57.87 | 22.1 | 17.3 | 6.1 | 4.9 | 30.4 | 31.5 | 1.6 | 1.8 | 39.9 | 27.9 | 0.6 | 0.6 |
| | 穎威 | 6515 TT | 增加持設 | 1655.0 | 1,266 | 1170.0 | 41.5 | 34.91 | 50.26 | 33.5 | 23.3 | 8.7 | 6.3 | 29.4 | 31.2 | 2.2 | 3.2 | 158.7 | 44.0 | 0.2 | 0.5 |
| | 旺矽 | 6223 TT | 增加持設 | 915.0 | 2,204 | 760.0 | 20.4 | 23.27 | 30.44 | 32.7 | 25.0 | 7.6 | 5.8 | 25.7 | 26.4 | 1.6 | 2.2 | 67.1 | 30.8 | 0.5 | 0.8 |
| | M31 | 6643 TT | 增加持設 | 955.0 | 875 | 680.0 | 40.4 | 8.02 | 13.64 | 84.8 | 49.9 | 11.2 | 10.4 | 15.4 | 26.0 | 1.0 | 1.6 | (26.4) | 77.9 | (3.2) | 0.6 |
| | 鴻海 | 2317 TT | 增加持設 | 290.0 | 83,988 | 196.5 | 47.6 | 11.50 | 14.48 | 17.1 | 13.6 | 1.7 | 1.6 | 10.4 | 12.4 | 3.1 | 3.9 | 12.2 | 25.9 | 1.4 | 0.5 |
| | 廣達 | 2382 TT | 增加持設 | 400.0 | 34,051 | 286.5 | 39.6 | 14.58 | 19.03 | 19.6 | 15.1 | 5.6 | 5.2 | 29.3 | 35.8 | 4.1 | 5.3 | 41.7 | 30.5 | 0.5 | 0.5 |
| | 奇鋐 | 3017 TT | 增加持設 | 885.0 | 7,514 | 630.0 | 40.5 | 21.40 | 31.61 | 29.4 | 19.9 | 9.2 | 7.5 | 34.1 | 41.6 | 1.7 | 2.5 | 54.6 | 47.7 | 0.5 | 0.4 |
| | 台達電 | 2308 TT | 增加持設 | 512.0 | 30,851 | 386.0 | 32.6 | 15.56 | 18.97 | 24.8 | 20.3 | 4.3 | 3.9 | 18.8 | 20.1 | 2.0 | 2.5 | 21.0 | 22.0 | 1.2 | 0.9 |
| | 台光電 | 2383 TT | 增加持設 | 595.0 | 4,967 | 467.5 | 27.3 | 27.05 | 33.14 | 17.3 | 14.1 | 5.3 | 4.6 | 32.6 | 35.2 | 3.5 | 4.3 | 69.7 | 22.5 | 0.2 | 0.6 |
| | 金像電 | 2368 TT | 增加持設 | 255.0 | 2,822 | 186.5 | 36.7 | 12.03 | 15.79 | 15.5 | 11.8 | 5.3 | 4.5 | 34.7 | 41.1 | 3.2 | 4.0 | 67.7 | 31.2 | 0.2 | 0.4 |
| | 欣興 | 3037 TT | 增加持設 | 205.0 | 7,039 | 150.0 | 36.7 | 4.32 | 12.78 | 34.7 | 11.7 | 2.4 | 2.1 | 7.1 | 19.3 | 1.2 | 3.4 | (45.0) | 195.8 | (0.8) | 0.1 |
| AI (ASIC) | 聯發科 | 2454 TT | 增加持設 | 1700.0 | 61,603 | 1250.0 | 36.0 | 67.16 | 70.24 | 18.6 | 17.8 | 5.1 | 4.8 | 28.0 | 27.4 | 5.5 | 5.4 | 38.7 | 4.6 | 0.5 | 3.8 |
| | 智原 | 3035 TT | 增加持設 | 305.0 | 1,740 | 217.0 | 40.6 | 4.18 | 8.78 | 51.9 | 24.7 | 4.2 | 3.8 | 9.4 | 16.2 | 1.3 | 2.8 | (32.2) | 112.4 | (1.6) | 0.2 |
| | 世芯-KY | 3661 TT | 增加持設 | 3345.0 | 5,350 | 2160.0 | 54.9 | 80.98 | 83.60 | 26.7 | 25.8 | 4.8 | 4.4 | 23.8 | 17.7 | 1.9 | 1.9 | 92.7 | 4.2 | 0.3 | 6.2 |
| | 晶心科 | 6533 TT | 增加持設 | 480.0 | 563 | 361.5 | 32.8 | (1.80) | 3.97 | N.M. | 90.9 | 3.9 | 3.7 | (1.9) | 4.2 | 0.0 | 0.2 | (10.5) | N.A. | N.A. | N.A. |
| 電腦PC | 華碩 | 2357 TT | 增加持設 | 810.0 | 13,575 | 594.0 | 36.4 | 47.81 | 45.02 | 12.4 | 13.2 | 1.8 | 1.7 | 14.5 | 13.1 | 6.0 | 5.7 | 123.0 | (5.8) | 0.1 | (2.3) |
| MAGA (讓美國再偉大) | 駐龍 | 4572 TT | 增加持設 | 195.0 | 185 | 154.0 | 26.6 | 7.14 | 7.81 | 21.6 | 19.7 | 3.1 | 3.0 | 14.5 | 15.4 | 3.8 | 4.1 | 15.0 | 9.3 | 1.4 | 2.1 |
| | 上線 | 2049 TT | 增加持設 | 294.0 | 2,477 | 227.5 | 29.2 | 6.84 | 8.94 | 33.3 | 25.4 | 2.2 | 2.1 | 6.8 | 8.5 | 1.3 | 1.7 | 18.9 | 30.8 | 1.8 | 0.8 |
| | 華城 | 1519 TT | 增加持設 | 800.0 | 4,886 | 553.0 | 44.7 | 14.30 | 22.83 | 38.7 | 24.2 | 19.9 | 15.2 | 61.8 | 78.2 | 2.0 | 3.0 | 59.3 | 59.7 | 0.7 | 0.4 |
| 高股息 | 美時 | 1795 TT | 增加持設 | 600.0 | 2,286 | 279.5 | 114.7 | 19.04 | 29.18 | 14.7 | 9.6 | 3.6 | 2.8 | 26.2 | 32.9 | 2.0 | 3.1 | 21.8 | 55.0 | 0.7 | 0.2 |
| | 國泰金 | 2882 TT | 增加持設 | 80.0 | 30,015 | 66.5 | 20.3 | 7.60 | 6.68 | 8.8 | 10.0 | 1.2 | 1.0 | 14.6 | 11.0 | 4.5 | 4.5 | 118.9 | (12.1) | 0.1 | (0.8) |
| | 中信金 | 2891 TT | 增加持設 | 42.0 | 22,760 | 37.7 | 11.4 | 3.53 | 3.59 | 10.7 | 10.5 | 1.6 | 1.4 | 15.9 | 14.0 | 4.9 | 4.9 | 23.6 | 1.6 | 0.5 | 6.6 |
| | 統一 | 1216 TT | 增加持設 | 94.0 | 15,123 | 86.5 | 8.7 | 3.89 | 4.70 | 22.3 | 18.4 | 3.8 | 3.7 | 17.4 | 20.3 | 3.7 | 4.5 | 20.4 | 20.9 | 1.1 | 0.9 |

資料來源：凱基整理與預估

AI 狂潮將繼續支撐台股 2025 年維持多頭，惟因本波漲幅與估值已逼近過往科技產業典範移轉所造就的行情，因此我們研判 2025 年漲幅恐難超越過去兩年。

AI 狂潮仍是支撐 2025 年台股多頭亮點，惟指數創高空間有限

生成式 AI 興起帶動全球大型雲端服務商從 2023 年下半年開始進行 AI 軍備競賽並帶動新一波 AI 伺服器龐大需求，支撐台股 2023~2024 年連續兩年迎來強勁多頭並打敗多數國際市場。展望未來，受惠 Nvidia 每年升級 AI 晶片以及各大雲端服務商皆認定「AI 投資不足風險遠大於過度投資風險」下，AI 伺服器 2025~2026 年仍處高速增長期並有利台股 2025 年維持多頭。然而 AI 狂潮帶動台股本波多頭迄今最大漲幅已達 93%，預估本益比最高來到 21 倍，相對過去幾次科技產業典範移轉所造就的多頭行情來說，本次的漲幅與評價已逐漸逼近過往高峰，因此我們研判台股 2025 年雖將延續多頭，惟漲幅恐難超越過去兩年。我們預估台股 2025 年高點為 25,500 點，約當 2025 年預估盈餘的 19 倍。台股 2023 年與 2024 年的年度漲幅都逼近 3 成。

科技股典範移轉總能帶動台股成分股迎來連續兩年獲利的高速增長，我們預期本次 AI 狂潮將複製過往經驗並帶動台股成分股 2024 與 2025 年盈餘分別迎來 36% 與 18% 的高速增長，惟高基期因素恐使 2026 年盈餘動能開始放緩；目前初步預估台股 2026 年盈餘將增長 10%。過去經驗，當企業盈餘從衰退轉成長時股價表現最具爆發力；企業盈餘從高速增長轉低速增長時股價容易陷入膠著，由此我們推斷 2025 年台股雖將延續多頭格局，惟指數持續性大漲的空間將會受限，並以個股表現為主。

生成式 AI 正迅速改變科技產業面貌並催生供應鏈自 2024 年迎來顯著的盈餘增長，首先受惠者莫過於 AI 伺服器，且提供「算力」的半導體元件正迎來結構性商機，因 AI 伺服器所搭載的半導體內涵價值較通用型伺服器高出 10 倍以上。半導體元件當中除了 GPU 之外，就屬先進封裝最為受惠，這也連帶推升高頻寬記憶體、ABF 載板、測試介面、BMC、矽光子、FOPLP、材料/設備等供應鏈將迎來前所未有的龐大商機。除了半導體元件之外，AI 伺服器所搭載相關零組件的內涵價值亦較通用型伺服器提高不少，諸如散熱模組的內涵價值幾乎是通用型的 10 倍，電源供應器則為 7 倍，PCB 為 6-7 倍，滑軌為 6-7 倍，風扇為 5 倍，存儲記憶體為 5 倍，CCL 為 4-5 倍，機殼則為 4 倍。

在 AI 伺服器迎來強勁建置需求下，我們預估全球整體伺服器出貨量將於 2024~2026 年分別達 5%、10%、5% 的增長，扭轉 2023 年衰退 19% 的窘境。同時在 AI 伺服器滲透率持續放大情況下，預估整體伺服器產值 2023~2026 年之複合增長率將達 25% 以上。AI 伺服器滲透率將從 2023 年的 11% 提升至 2024 年~2026 年的 14%、17%、19%。此處所指 AI 伺服器係包含搭載 AI GPU、FPGA、ASIC 等。

在 AI 伺服器建置達一定程度後，生成式 AI 也將逐步落地至更多終端裝置的應用，因此 AI PC 與 AI 手機將成為 2025 年終端消費市場的成長新動力。我們預估全球 PC 出貨量將於 2024~2026 年分別來到 1%、6%、4% 的增長，扭轉 2022~2023 年連續兩年衰退窘境。除了受惠 AI PC 帶來的換機潮之外，Microsoft 將於 2025 年 10 月 14 日後停止技術支援 Win10，這也將驅動商用 PC 迎來更顯著的換機需求。至於智慧型手機，我們預估全球出貨量將於 2024~2026 年分別來到 1%、5%、1% 的增長，並扭轉 2022~2023 年連續

兩年衰退窘境。儘管生成式 AI 興起有利 AI PC 與 AI 手機迎來潛在換機需求，惟 AI 應用場景的成熟性、多元性與消費者體驗更攸關換機潮是否如預期發生。

AI PC 或 AI 手機除了帶動 PC 或手機出貨量的提升之外，更值得關注者應是零組件的規格升級，包含高速傳輸晶片、傳輸介面連接器、記憶體、散熱模組、電源管理晶片、觸控晶片等。AI PC 帶動資料處理量跟隨提升下，具有充電、資料、影音傳輸的高速傳輸晶片也需跟進升級，諸如 Thunderbolt 3 升級至 Thunderbolt 4/5、USB 3 升級至 USB 4，同時傳輸介面也需由 PCIe 3.0 升級至 PCIe 4.0/5.0；擔任資料存儲功能的 DRAM 也將由 DDR4 升級至 DDR5；所需搭配的散熱模組也可能由傳統的散熱管升級至散熱板解決方案。

圖 3: AI 狂潮將支撐台股 2025 年維持多頭，惟盈餘動能放緩將容易限制指數上漲空間



資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 4: AI 狂潮將支撐台股 2025 年維持多頭，惟本次累計漲幅已逼近過往科技典範轉移所造就的多頭行情



資料來源: TEJ ; 凱基整理

圖 5: AI 狂潮帶動台股本波估值最高來到 21 倍，逼近高峰水準



資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 6: 台股評價與指數對照表

| 2025年預估PE (倍) | 約當指數位置 (點) | 2026年預估PE (倍) | 約當指數位置 (點) |
|---------------|------------|---------------|------------|
| 15x | 20,284 | 15x | 22,353 |
| 16x | 21,637 | 16x | 23,844 |
| 17x | 22,989 | 17x | 25,334 |
| 18x | 24,341 | 18x | 26,824 |
| 19x | 25,694 | 19x | 28,314 |
| 20x | 27,046 | 20x | 29,805 |
| 21x | 28,398 | 21x | 31,295 |

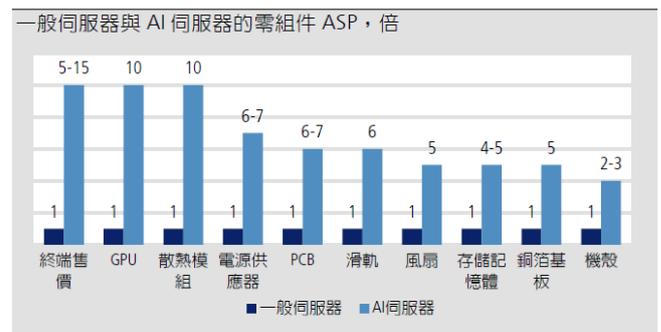
資料來源: TEJ ; 凱基整理與預估

圖 7: AI 伺服器滲透率將由 23 年之 11% 上揚至 26 年之 19%

| 出貨量(千台) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AI伺服器 | 877 | 1,180 | 1,678 | 2,153 | 2,530 |
| 一般伺服器 | 12,938 | 10,010 | 10,072 | 10,772 | 11,041 |
| 整體伺服器 | 13,815 | 11,190 | 11,750 | 12,925 | 13,571 |
| 年增率(%) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
| AI伺服器 | | 35 | 42 | 28 | 18 |
| 一般伺服器 | | (23) | 1 | 7 | 2 |
| 整體伺服器 | | (19) | 5 | 10 | 5 |
| 出貨量比重(%) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
| AI伺服器 | 6 | 11 | 14 | 17 | 19 |
| 一般伺服器 | 94 | 89 | 86 | 83 | 81 |
| 整體伺服器 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

資料來源: 凱基整理與預估

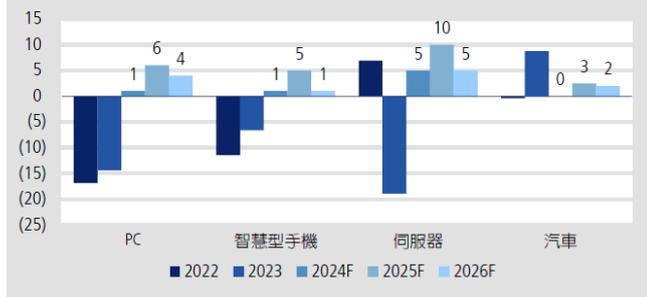
圖 8: AI 伺服器將帶動各項零組件跟隨進行規格升級



資料來源: 凱基整理與預估

圖 9: AI 將帶動 PC、手機與伺服器於 2025 年迎來換機潮

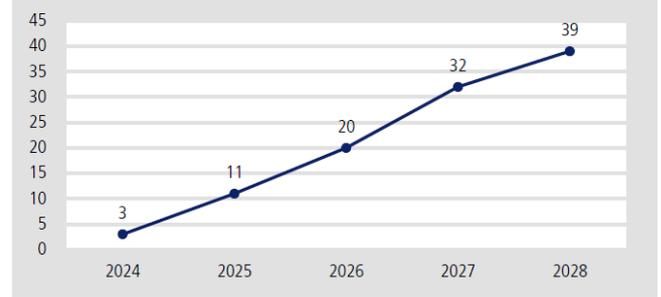
全球主要科技終端產品出貨量年增率，百分比



資料來源：凱基整理與預估

圖 10: AI PC 滲透率將自 2024 年快速躍升

AI NB (TOPS > 40) 滲透率，百分比



資料來源：凱基整理與預估

圖 11: 台股次族群獲利預估與評價

| 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 | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F |
| 伺服器EMS | (1.7) | 3.7 | 25.6 | 27.8 | 19.1 | 14.7 | 水泥 | (50.7) | 31.4 | (9.8) | 10.2 | 19.7 | 17.5 |
| 散熱 | 34.5 | 20.5 | 53.9 | 54.6 | 31.3 | 18.9 | 食品 | (13.6) | 6.8 | 20.4 | 20.9 | 22.3 | 18.4 |
| 電源供應器 | 15.1 | 2.4 | 10.7 | 21.5 | 22.1 | 18.2 | 成衣加工 | 32.1 | (11.0) | 21.9 | 12.0 | 19.9 | 17.7 |
| ABF | 102.5 | (68.1) | (58.7) | 266.3 | 287.8 | 14.4 | 製鞋 | 100.0 | (45.2) | 19.8 | 12.2 | 22.0 | 19.6 |
| 光通訊 | - | 63.4 | 34.7 | 30.1 | 39.9 | 30.7 | 汽車零組件 | 52.8 | (24.7) | 69.3 | 17.9 | 15.4 | 14.2 |
| IC設計服務 | 94.8 | 5.3 | 31.4 | 19.7 | 41.2 | 29.2 | 工業自動化 | 5.2 | (14.2) | 11.7 | 15.3 | 27.1 | 22.2 |
| 網通PCB | 56.1 | (22.8) | 67.7 | 31.2 | 15.5 | 11.8 | 自行車 | (12.7) | (44.8) | (0.8) | 28.2 | 21.1 | 16.5 |
| 網通 | 77.3 | 15.2 | 6.2 | 20.8 | 29.5 | 15.9 | 鋼鐵 | (75.4) | (89.0) | (34.7) | 406.8 | 55.7 | N.M. |
| 銅箔基板 | (7.7) | 8.2 | 69.7 | 22.5 | 17.3 | 14.1 | 觀光 | (46.5) | 176.4 | 4.2 | 12.1 | 16.1 | 13.6 |
| 一線晶圓代工 | 70.4 | (17.5) | 39.9 | 27.9 | 22.1 | 17.3 | 餐飲 | (2.7) | 92.7 | (3.1) | 27.6 | 18.1 | 13.7 |
| 二線晶圓代工 | 51.6 | (33.3) | (18.5) | (5.2) | 19.5 | 19.5 | 航太 | 135.4 | 21.3 | 6.8 | 26.2 | 22.3 | 16.0 |
| 手機零組件 | 28.4 | (36.7) | 32.6 | 12.1 | 11.5 | 11.7 | 航空 | (37.8) | 185.5 | 47.6 | (36.8) | 9.4 | 16.1 |
| 電信 | 2.6 | 13.7 | 0.0 | 5.6 | 30.2 | 28.7 | 重電 | (1.9) | 41.4 | 39.4 | 21.7 | 27.1 | 20.6 |
| IC設計(手機與消費性) | (2.9) | (32.6) | 30.2 | 4.7 | 16.4 | 15.6 | 綠能 | 56.9 | 90.1 | 12.8 | 65.7 | 26.2 | 15.6 |
| 手機EMS | (26.5) | 4.1 | 18.7 | 0.7 | 13.5 | 13.4 | | | | | | | |
| 雲端數位 | 16.3 | 17.1 | 15.4 | 19.6 | 27.9 | 22.3 | | | | | | | |

資料來源：凱基整理與預估

過去一年美國聯準會所追求的「經濟軟著陸」已大致實現，我們預期這依然是 2025 年的主要劇本。中國經濟雖難以擺脫房地產泡沫破滅所導致的困境，惟北京政府未來若祭出更激進的財政政策，應有助經濟脫離劇烈下行風險。

美國經濟實現軟著陸，救市活水使中國經濟脫離悲觀情境

過去一年美國聯準會所追求的「經濟軟著陸」，即通膨緩解但不對就業市場造成重大衝擊的目標，已大致實現。展望 2025 年，我們相信在美國勞動市場依舊維持韌性並支撐強勁消費需求，以及 AI 軍備競賽、川普企業減稅政策有望帶動美國企業持續擴大資本支出下，「經濟軟著陸」依然是 2025 年美國經濟的主要劇本。

儘管過去半年市場擔憂聯準會降息後恐預告經濟迎來衰退，惟回顧歷史，聯準會展開降息後並不全然會出現經濟衰退，相對而言，經濟軟著陸出現的機率其實不小。往年聯準會降息的背景其實涵蓋兩種，一是經濟正走向衰退或瀕臨衰退，聯準會因而被迫採取寬鬆救市；另一種則只是為了重新調整貨幣政策或讓貨幣政策正常化，而非應對經濟衰退威脅。我們統計 1970 年代以來共 9 次聯準會啟動降息後半年內的經濟表現，其中有 5 次是經濟軟著陸，有 4 次經濟陷入衰退。本次聯準會於 2024 年 9 月正式降息後迄今經濟均維持韌性，意味聯準會所追求的「經濟軟著陸」已大致實現。展望 2025 年，我們相信「經濟軟著陸」依然是 2025 年美國經濟的主要劇本，惟後續需觀察川普的企業減稅、強制移民、調高關稅等各項政策對通膨與消費的影響。

過去一年中國因房地產行業陷入困境以及貿易緊張局勢升級導致經濟動能持續放緩，惟中國人行終於在 2024 年 9 月底祭出激進的貨幣政策救市措施後，終於帶動股市反彈與房市止穩。展望 2025 年，儘管中國人行本波救市政策很難有效解決房地產泡沫破滅所導致的經濟困境，惟只要北京政府未來願意祭出更激進的財政政策，應有助其經濟脫離劇烈下行的風險。過往北京政府採取擴張性財政政策並帶動信貸脈衝觸底反彈或回升後，都能有效帶動市場資金逐漸恢復流動性並支撐經濟活動開始活絡。信貸脈衝為新增信貸對國內生產毛額的比重，為衡量一國信貸循環的重要領先指標，通常信貸脈衝逐漸向上攀升都將伴隨景氣開始復甦。中國為全球僅次於美國的第二大經濟體，它占據全球終端需求舉足輕重的份額，中國若能順利止住經濟繼續下行風險都將對全球整體經濟帶來正面效益。中國目前占據原物料、汽車、智慧型手機、PC 等各達 52%、32%、25%、16% 的全球市場份額。

圖 12: 消費韌性支撐美國經濟迄今順利達成軟著陸



圖 13: AI 軍備競賽與川普減稅將帶動美國企業持續擴大投資



圖 14: 聯準會展開降息不必然預告經濟步入衰退

美國聯準會基準利率與美國失業率，百分比


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

圖 15: 聯準會展開降息後有 4 次經濟陷入衰退，5 次則未衰退

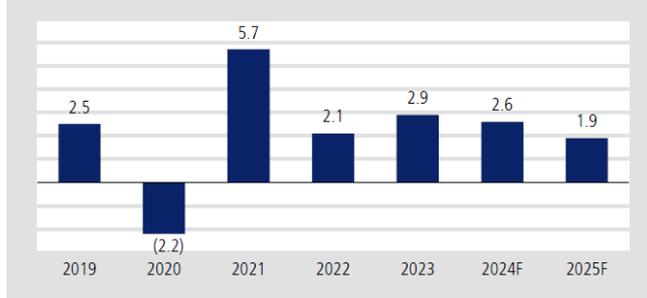
美國聯準會開啓降息後的經濟表現

| 聯準會首次降息日 | 降息後半年內經濟表現 | 經濟衰退起始點 (採 NBER 定義) |
|-----------|------------|-----------------------|
| 1973/9/3 | 衰退 | 1973/11/30 |
| 1979/12/3 | 衰退 | 1980/1/31 |
| 1984/10/2 | 未衰退 | 未衰退 |
| 1989/6/5 | 未衰退 | 未衰退(直到 1990 年 7 月才衰退) |
| 1995/7/6 | 未衰退 | 未衰退 |
| 1998/9/29 | 未衰退 | 未衰退 |
| 2001/1/3 | 衰退 | 2001/3/31 |
| 2007/9/18 | 衰退 | 2007/12/31 |
| 2019/7/31 | 未衰退 | 未衰退(直到 2020 年 2 月才衰退) |

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 16: 美國 2025 年經濟將實現軟著陸

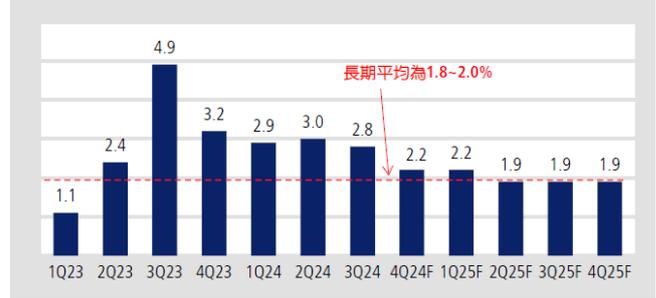
美國年度 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 17: 美國 2025 年經濟雖實現軟著陸，惟上半年將略為放緩

美國單季 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 18: 過往中國採取擴張財政都能有效帶動經濟開始活絡

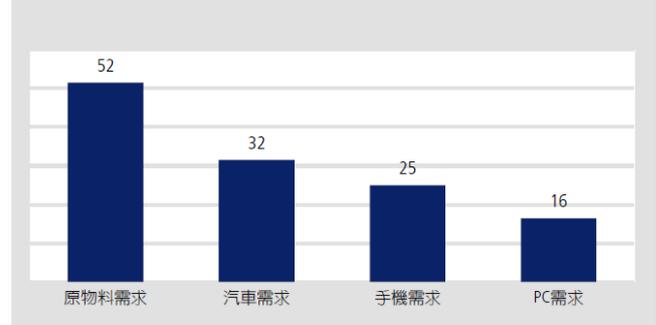
中國信貸及財政支出脈衝占 GDP 比重，百分比(左軸)；中國官方製造業 PMI，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 19: 中國占據全球終端需求舉足輕重的份額

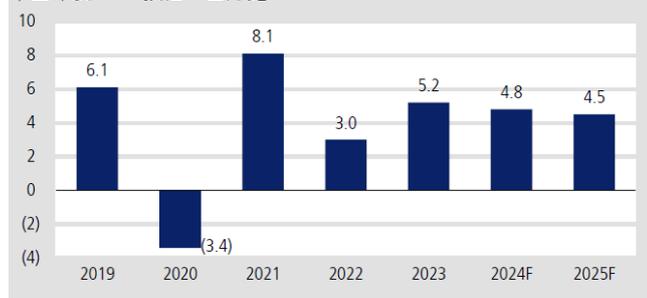
中國於各項終端需求之全球占比，百分比



資料來源：凱基整理

圖 20: 中國 2025 年經濟有機會脫離劇烈下行風險

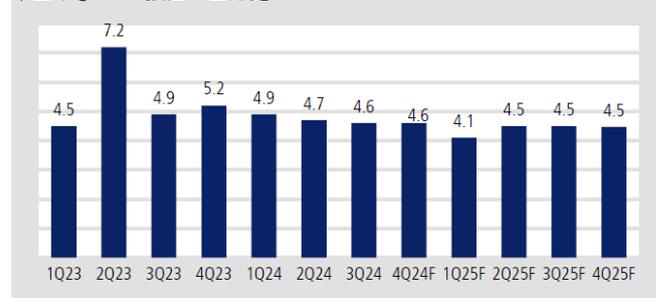
中國年度 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 21: 中國 2025 年經濟有機會脫離劇烈下行風險

中國單季 GDP 預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

我們研判聯準會還有 3~4 碼的降息空間。歷史經驗顯示，在經濟非衰退情境下，降息有利推動風險性資產維持漲勢。儘管川普的激進政策可能影響通膨與降息，惟政策的實施程度與時間都存在不確定性且具時間差，因此我們暫以中性看待並動態調整。

經濟非衰退情境下，降息將有利推動風險性資產上漲，惟通膨可能干擾降息趨勢

美國聯準會在通膨條件允許下終於在 2024 年 9 月採取預防性降息，並以降息 2 碼開啓降息循環，並於當年 11 月再降息 1 碼，用以避免長時間高利率對經濟的壓抑或衝擊。展望未來，我們根據 Balance approach 模型推估，並研判聯準會應還有 3~4 碼的降息空間才能讓目前偏高的利率回到最適水準(或中性利率水準)，即讓經濟增長與通膨均維持穩定的最適利率水準。歷史經驗顯示，在經濟非衰退情境下，降息將有利推動風險性資產維持漲勢，且降息後的 3 個月、6 個月、12 個月全球股市平均累計報酬率分別達 7%、12%、15%。

我們追蹤 1970 年代以來美國聯準會啓動降息周期後的 9 次金融市場變化，在經濟非衰退情境下，降息對股市偏向正面，且 S&P500 指數於降息後的 3 個月、6 個月、12 個月，平均累計報酬率分別達 7%、12%、15%；在經濟陷入衰退情境下，降息對股市則偏向負面，且 S&P500 指數於降息後的 3 個月、6 個月、12 個月，平均累計報酬率分別達 -6%、-7%、-10%。這意味股市最終反映的是當時的經濟優劣。

經濟穩定擴張本就有利民間消費與企業投資，進而支撐企業盈餘與股市表現，倘若聯準會又在此時適度降息，除可增加消費與投資誘因並帶動經濟步入正向循環之外，對股市投資人而言，更因降息而刺激投資意願，這對利率敏感性類股尤其明顯。我們追蹤過往聯準會首次降息後的各類股股價表現，在經濟非衰退情境下，科技、通訊服務、非必需消費等類股表現最好且優於整體；在經濟衰退情境下，必需消費、健康醫療、高股息等類股表現較大盤明顯抗跌。展望 2025 年，在經濟迎來穩健擴張且資金成本下滑的雙利多支撐下，我們看好科技、通訊服務、非必需消費等類股將會是資金追逐的焦點。

除此，聯準會維持寬鬆貨幣政策也有助減輕新興市場資金外流的壓力，因為降息通常會降低美元的利率優勢，導致資金從美國市場流向其他國家的更高收益資產，這種資本外流會對美元匯率產生壓力，連帶推升新興市場亞洲貨幣轉為升值。中國以外的新興市場普遍屬於淺碟型市場，當地股市漲跌通常容易受國際資金流動所影響。展望 2025 年，伴隨聯準會降息帶動美元資產吸引力下降後，全球投資者將會開始尋求具潛力的新興市場。台股目前是 MSCI 新興市場指數權重位居第 3 的市場，權重約 18%，僅次於中國的 22% 與印度的 20%。聯準會展開降息後，全球資金配置策略面臨重大調整下，具有盈餘增長潛力的台股與印度都容易吸引資金增加配置，因為台股將持續受惠 AI 狂潮，印度則迎來基礎建設熱潮。

儘管聯準會已因戰勝通膨而於 2024 年 9 月開啓降息循環，惟川普將於 2025 年 1 月就任美國總統，市場擔憂他的企業減稅、強制移民、調高關稅等各項政策都可能促使通膨捲土重來並影響聯準會降息政策，惟川普上述政策的實施程度與實施時間都存在不確定性，更何況引導到對通膨的影響尚有時間差，因此我們暫以中性看待並動態調整即可。

圖 22: 經濟非衰退情境下，降息有利股市上漲



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 23: 我們研判聯準會應還有 3~4 碼的降息空間



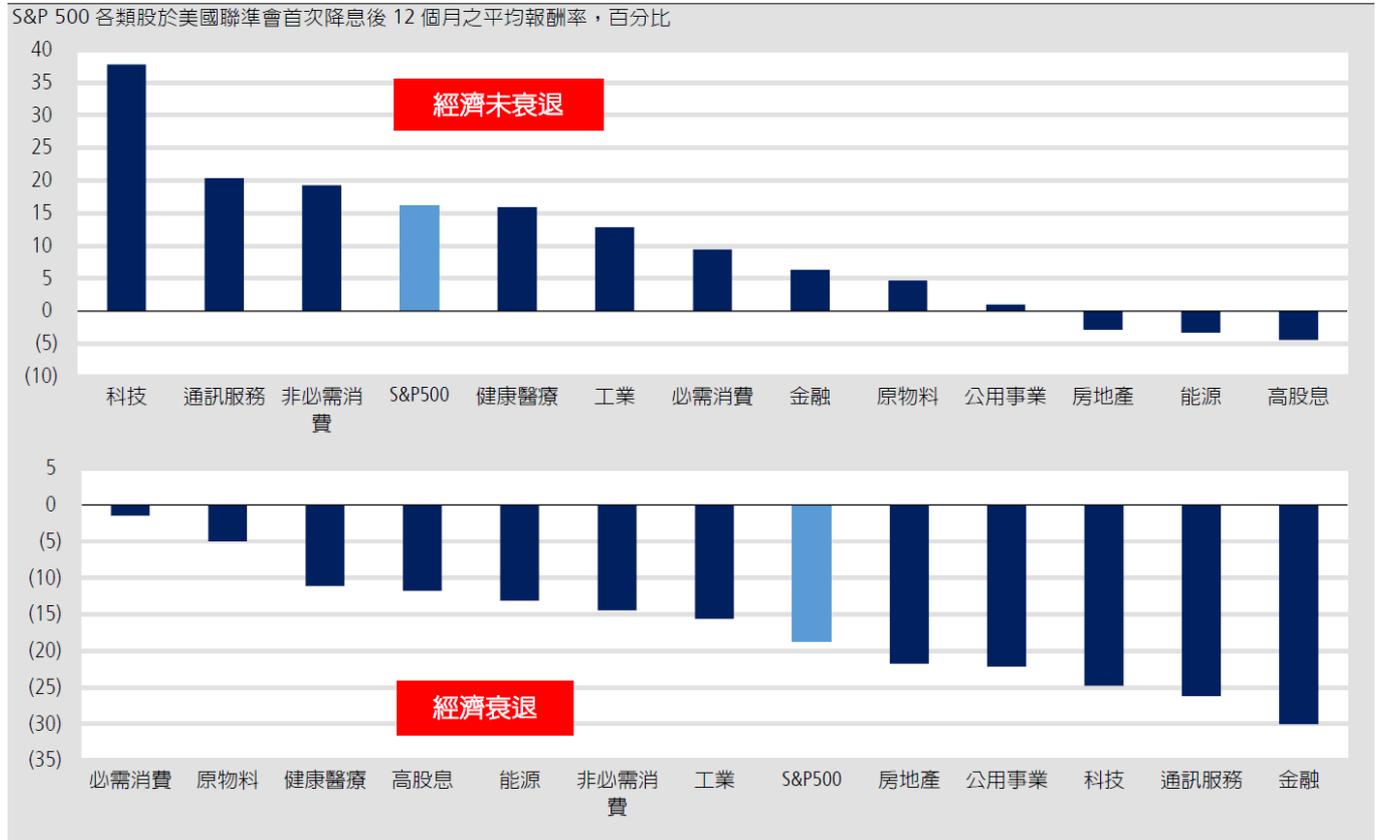
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 24: 美國聯準會首次降息後之股價變化

| 聯準會首次降息日 | S&P 500指數累計報酬率 | | | | | 10年期美債殖利率變化(基本點) | | | | |
|---------------|----------------|------|------|------|------|------------------|------|------|------|-----|
| | 後1個月 | 後2個月 | 後3個月 | 後6個月 | 後1年 | 後1個月 | 後2個月 | 後3個月 | 後6個月 | 後1年 |
| 「經濟未衰退」下之平均漲幅 | 1% | 4% | 7% | 12% | 15% | -25 | -25 | -22 | -32 | -25 |
| 「經濟衰退」下之平均漲幅 | 1% | 0% | -6% | -7% | -10% | -7 | -5 | 29 | -30 | 57 |

附註: 此處經濟未衰退係採「聯準會首次降息半年內經濟未衰退者」
資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 25: 聯準會首次降息日經濟非衰退情境下，科技、通訊服務、非必需消費等類股表現最好且優於整體；倘若經濟陷入衰退，則以必需消費、健康醫療、高股息等類股表現較大盤抗跌



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 26: 美元升貶容易主導國際資金對新興亞股的偏好

美元指數(倒置), 點(左軸); 國際資金對新興亞股票計買賣超金額, 10 億美元(右軸)


 附註: 國際資金累計買賣超金額以 2016 年 1 月為計算起點
 資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 27: 美元升貶容易主導國際資金對台股的偏好

美元指數(倒置), 點(左軸); 國際資金對台股股票計買賣超金額, 10 億美元(右軸)


 附註: 國際資金累計買賣超金額以 2016 年 1 月為計算起點
 資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 28: 聯準會降息容易使美元指數轉弱

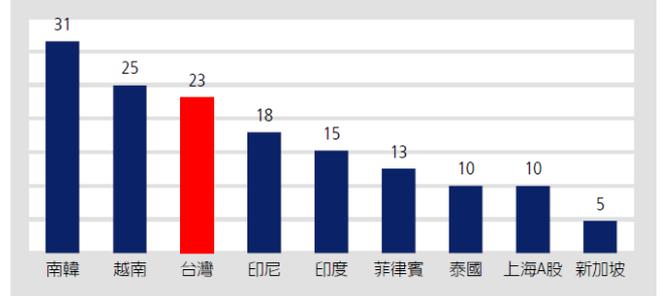
美國聯準會基準利率, 百分比(左軸); 美元指數, 點(右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 29: 台股成分股的盈餘動能居亞洲市場前段班

新興亞洲各市場 2023~2026 年獲利 CAGR, 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

2020 年以來受惠內資積極參與台股下已成功抵禦國際資金對台股的龐大賣壓, 並帶動台股表現較以往「跌時抗跌、漲時跟漲」。展望未來, 此趨勢將會持續支撐台股下檔風險, 尤其是川普帶來的劇烈波動。

台股內資大軍成功抵禦外資賣壓, 有利 2025 年台股下檔風險

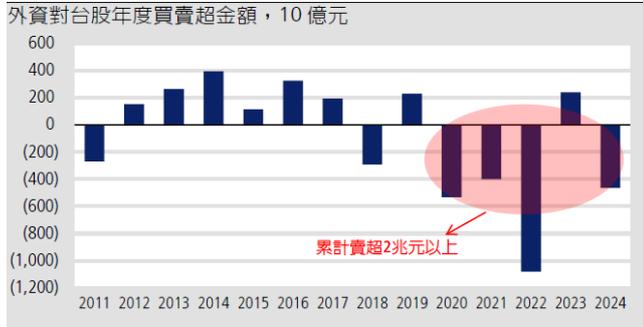
2020 年以來迄今國際資金已大幅調節台股超過 2 兆元, 惟這期間受惠內資積極參與台股下, 已成功抵禦國際資金對台股的龐大賣壓, 並帶動台股表現較以往「跌時抗跌、漲時跟漲」。展望 2025 年, 儘管川普政策的不確定性容易使得經濟、通膨、降息等都存在調整空間或變數, 進而導致市場波動劇烈, 惟我們預期, 在內資積極參與台股趨勢不變下應有助支撐台股未來下檔風險。

2020~2024 年這 5 年期間國際資金除了 2023 年小幅買超台股之外, 其餘都以大幅調節為主, 賣超期間的背景涵蓋了新冠疫情不確定性、兩岸地緣政治風險增加、聯準會激進升息以及台股漲幅過大後所引發資產再平衡等多重因素。展望 2025 年, 雖然上述風險都已經減緩, 惟川普的全球高關稅政策卻是新的隱憂, 但因這項政策對全球經貿衝擊甚大, 未來是否實施或實施程度都需持續觀察。

內資積極參與台股的起始背景應是來自 2018 年美中對抗與 2020 年新冠疫情後陸續帶動海外資金回流台灣, 緊接者則是疫情過後伴隨股市大漲以及高利率環境逐漸帶動台灣民衆資產配置出現結構性改變, 因為預定利率偏低的壽險保單變得不具吸引力, 取而代之的是高股息 ETF、美債 ETF、海外債等高利率理財商品逐漸成為台灣民衆追逐的理財重點。我們統計 2020 年以來迄今, 台灣民衆的銀行存款帳戶當中每年增加 1.5~2.0 兆元, 且壽險保單收入每年減少超過 1 兆元, 我們合理推估上述每年 2~3 兆元的龐大資金應有相當比重

投入台股以及相關高股息理財商品。展望 2025 年，我們相信上述趨勢持續將會有效支撐台股下檔風險。

圖 30: 2020 年以來國際資金已大幅調節台股超過 2 兆元



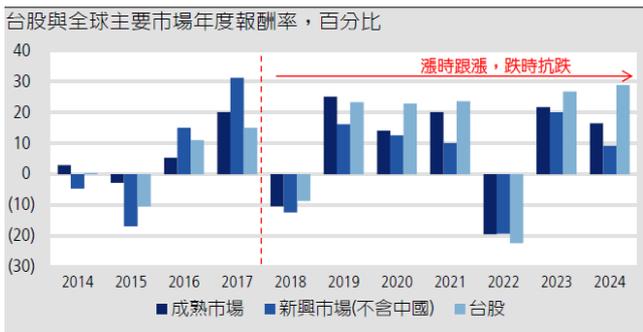
附註：資料統計至 2024 年 11 月
資料來源：TEJ；凱基整理

圖 31: 近幾年內資積極參與台股已使台股成功抵禦外資賣壓



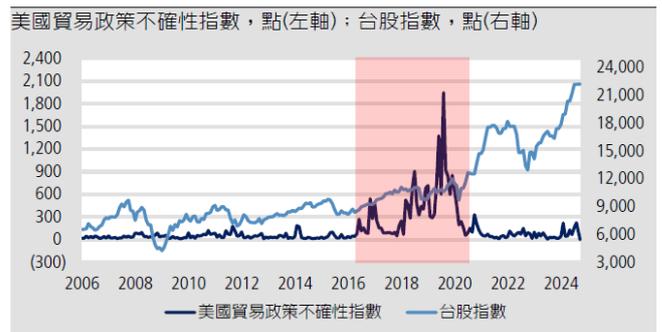
附註：內資買賣超係採台股境內股票型基金規模變動量來估算
附註：資料統計至 2024 年 10 月
資料來源：TEJ；凱基整理

圖 32: 近幾年台股表現較以往「跌時抗跌、漲時跟漲」



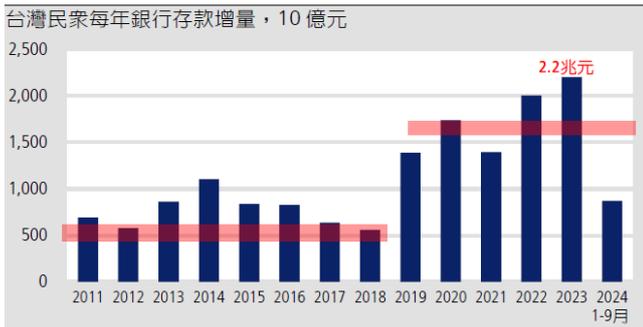
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 33: 川普 2017-2020 擔任總統期間對中國開啓貿易戰雖造成股市波動，但並未影響當時股市多頭趨勢



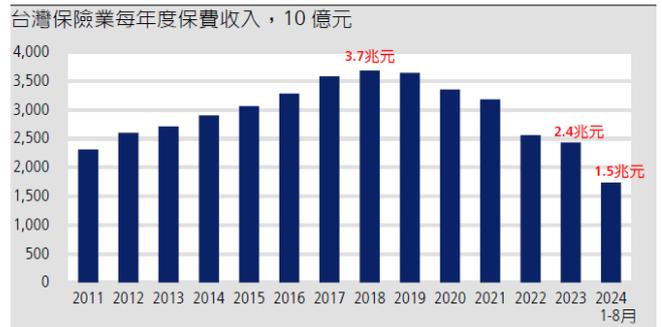
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 34: 海外資金回流以及經濟強勁帶動 2020 年以來台灣民衆銀行存款每年增加 1.5~2.0 兆元



資料來源：TEJ；凱基整理

圖 35: 台灣民衆理財觀念改變導致 2020 年以來每年保費收入蒸發 1 兆元以上



資料來源：保險局；凱基整理

圖 36: 2020 年以來台股股票型基金規模增長 2.6 兆元


附註：資料統計至 2024 年 9 月
資料來源：TEJ；凱基整理

圖 37: 2020 年以來台灣債券型基金規模增加 1.8 兆元


附註：資料統計至 2024 年 9 月
資料來源：TEJ；凱基整理

我們看好 2025 年台股將延續 2023~2024 年多頭表現，且高點將挑戰 25,500 點，惟川普風險恐會加劇市場波動。

台股 2025 年將挑戰 25,500 點，惟川普風險及多重因素恐會加劇市場波動

我們看好 2025 年台股將延續 2023~2024 年多頭表現，主要反映全球經濟維持穩健擴張以及 AI 軍備競賽支撐科技股盈餘維持高度動能。然而我們也必須認真面對川普激進政策或言論所伴隨而來的劇烈震盪，所幸內資積極參與台股趨勢不變應有助支撐指數下檔風險。我們預估台股 2025 年高點將上看 25,500 點(約當 2025 年預估獲利的 19 倍)；下檔強勁支撐為 20,000 點(約當 2025 年預估獲利的 15 倍)。

就 2025 年全年走勢而言，我們預期台股將大致維持過往微笑曲線走勢，即第 1 季與第 4 季偏向多方格局，第 2 季與第 3 季則容易出現季節性修正。尤其川普正式入主白宮後將更加容易因其突如其來的經貿政策與驚人言論而增加

市場的劇烈波動，因為川普的企業減稅、強制移民、高額關稅等政策若全部付諸實施將容易引發短期通膨並使得 2025 年全年的聯準會降息循環受阻。通膨捲土重來與降息循環受阻容易觸發美債殖利率走高，進而削弱股市的評價水準。

我們統計 1990 年以來台股年度走勢慣性，倘若當年全球經濟平穩發展(即非衰退年)，則台股大致會呈現微笑曲線走勢，即上半年與下半年各有一個高點，而第 2 季至第 3 季則有一個中期修正後的低點；倘若當年全球經濟陷入衰退或遭遇黑天鵝事件，則台股容易呈現倒鉤走勢，即上半年見波段高點後隨即迎來空頭修正，直至年末才會出現像樣的跌深反彈。展望 2025 年，我們認為在經濟維持軟著陸情境下，台股應以呈現微笑曲線走勢機率為大，惟川普風險將可能加大第 2 季至第 3 季的指數震盪幅度。

除了季節性慣性容易使台股 2025 年全年走勢呈現微笑曲線之外，企業盈餘動能強弱也是影響指數波動的關鍵。受惠 GB200 AI 伺服器大量出貨，我們預估台股 2025 年第 1 季盈餘動能將維持前季高檔水準，惟伴隨高基期效應，2025 年第 2 季至第 3 季盈餘動能將會放緩，緊接著於第 3 季下旬至第 4 季受惠 iPhone17 的拉貨，企業盈餘動能將於 2025 年第 4 季重新轉強。

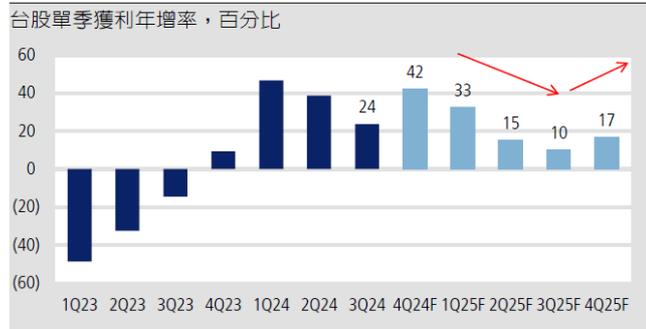
圖 38: 非衰退年，台股大致呈微笑曲線走勢；衰退年(含黑天鵝事件)，則台股容易呈倒鉤走勢


附註：衰退年(含黑天鵝事件)的年份包含1990、1997、2000、2001、2008、2009、2011、2015、2020、2022年等

資料來源：TEJ；凱基整理

圖 39: 美債殖利率走高容易削弱股市評價水準


資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 40: 基期效應將使 2Q25 獲利動能放緩，惟 iPhone17 拉貨將帶動 4Q25 獲利動能重新轉強


資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 41: 盈餘動能強弱容易影響指數波動，且往往扮演指數轉折關鍵


資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 44: 台股評價比較

| | Forward PB(倍) | | | | | | | | Forward PE(倍) | | | | | | | |
|-----------|---------------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 未來1年 | 2024年 | 2025年 | 過去5年平均 | 過去10年平均 | 過去20年平均 | 2007年高峰 | 2008年谷底 | 未來1年 | 2024年 | 2025年 | 過去5年平均 | 過去10年平均 | 過去20年平均 | 2007年高峰 | 2008年谷底 |
| 台股 | 2.07 | 2.23 | 2.07 | 1.75 | 1.63 | 1.63 | 2.28 | 0.95 | 17.08 | 19.48 | 16.52 | 15.12 | 14.96 | 17.08 | 21.73 | 8.80 |
| 台股(扣除台積電) | 1.50 | 1.61 | 1.50 | 1.41 | 1.39 | 1.47 | 2.22 | 0.89 | 16.56 | 18.23 | 16.11 | 14.81 | 14.93 | 16.00 | 22.71 | 8.06 |

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

2025 年台股投資主軸為「電子選 AI、非電子選 MAGA」。推薦股共 25 檔個股。

投資組合

2025 年台股投資主軸為「電子選 AI、非電子選 MAGA」。電子產業未來一年產業能見度最高者非 AI 莫屬，惟在 2024 年 AI 漲預期、2025 年 AI 已落實下，應以本益成長比(PEG)小於 1 的 AI 股為主，因為評價尚未充分反映獲利動能。同時，伴隨 AI 應用場景增加並衍生更多客製化需求，AI ASIC 正準備迎來龐大商機。除此，受惠顯卡改朝換代，電競 PC 將有望迎來 2~3 年一次的換機周期。非電子部分，我們則看好 MAGA，即乘坐「讓美國再偉大」順風車的受惠族群，包含航太、工業自動化、重電、學名藥等。最後，因應台股第 1 季轉折的資金配置需求，高殖利率股則提供屆時投資人進可攻退可守的選擇。推薦股共 25 檔：台積電(2330)、M31(6643)、穎威(6515)、旺矽(6223)、鴻海(2317)、廣達(2382)、奇鋌(3017)、台達電(2308)、台光電(2382)、金像電(2368)、欣興(3037)、智邦(2345)、全新(2455)、聯發科(2454)、智原(3035)、世芯(3661)、晶心科(6533)、華碩(2357)、駐龍(4572)、上銀(2049)、華城(1519)、美時(1795)、國泰金(2882)、中信金(2891)、統一(1216)。

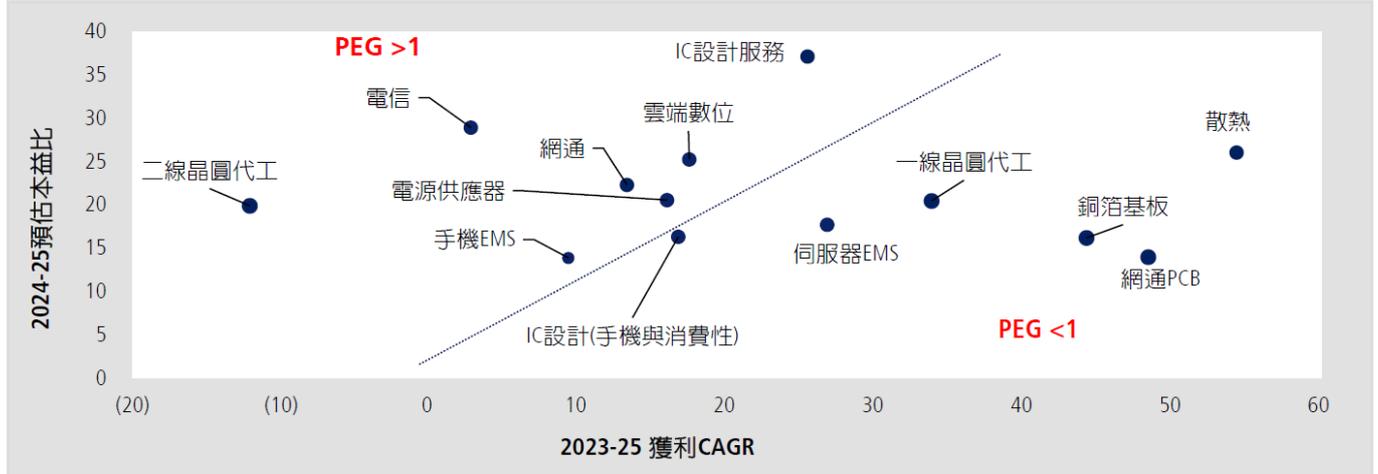
圖 45: 推薦個股

| 產業主題 | 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) | | 本益比 (倍) | | 股價淨值比 (倍) | | 淨值報酬率 (%) | | 現金殖利率 (%) | | EPS YoY (%) | | PEG (倍) | |
|---------------|---------|---------|-------|--------|---------|--------|-------|----------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-------------|--------|---------|-------|
| | | | | (元) | (US\$m) | (元) | (%) | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F | 2024F | 2025F |
| AI (PEG<1) | 台積電 | 2330 TT | 增加持股 | 1450.0 | 797,930 | 1000.0 | 45.0 | 45.23 | 57.87 | 22.1 | 17.3 | 6.1 | 4.9 | 30.4 | 31.5 | 1.6 | 1.8 | 39.9 | 27.9 | 0.6 | 0.6 |
| | 穎威 | 6515 TT | 增加持股 | 1655.0 | 1,266 | 1170.0 | 41.5 | 34.91 | 50.26 | 33.5 | 23.3 | 8.7 | 6.3 | 29.4 | 31.2 | 2.2 | 3.2 | 158.7 | 44.0 | 0.2 | 0.5 |
| | 旺矽 | 6223 TT | 增加持股 | 915.0 | 2,204 | 760.0 | 20.4 | 23.27 | 30.44 | 32.7 | 25.0 | 7.6 | 5.8 | 25.7 | 26.4 | 1.6 | 2.2 | 67.1 | 30.8 | 0.5 | 0.8 |
| | M31 | 6643 TT | 增加持股 | 955.0 | 875 | 680.0 | 40.4 | 8.02 | 13.64 | 84.8 | 49.9 | 11.2 | 10.4 | 15.4 | 26.0 | 1.0 | 1.6 | (26.4) | 77.9 | (3.2) | 0.6 |
| | 鴻海 | 2317 TT | 增加持股 | 290.0 | 83,988 | 196.5 | 47.6 | 11.50 | 14.48 | 17.1 | 13.6 | 1.7 | 1.6 | 10.4 | 12.4 | 3.1 | 3.9 | 12.2 | 25.9 | 1.4 | 0.5 |
| | 廣達 | 2382 TT | 增加持股 | 400.0 | 34,051 | 286.5 | 39.6 | 14.58 | 19.03 | 19.6 | 15.1 | 5.6 | 5.2 | 29.3 | 35.8 | 4.1 | 5.3 | 41.7 | 30.5 | 0.5 | 0.5 |
| | 奇鋌 | 3017 TT | 增加持股 | 885.0 | 7,514 | 630.0 | 40.5 | 21.40 | 31.61 | 29.4 | 19.9 | 9.2 | 7.5 | 34.1 | 41.6 | 1.7 | 2.5 | 54.6 | 47.7 | 0.5 | 0.4 |
| | 台達電 | 2308 TT | 增加持股 | 512.0 | 30,851 | 386.0 | 32.6 | 15.56 | 18.97 | 24.8 | 20.3 | 4.3 | 3.9 | 18.8 | 20.1 | 2.0 | 2.5 | 21.0 | 22.0 | 1.2 | 0.9 |
| | 台光電 | 2383 TT | 增加持股 | 595.0 | 4,967 | 467.5 | 27.3 | 27.05 | 33.14 | 17.3 | 14.1 | 5.3 | 4.6 | 32.6 | 35.2 | 3.5 | 4.3 | 69.7 | 22.5 | 0.2 | 0.6 |
| | 金像電 | 2368 TT | 增加持股 | 255.0 | 2,822 | 186.5 | 36.7 | 12.03 | 15.79 | 15.5 | 11.8 | 5.3 | 4.5 | 34.7 | 41.1 | 3.2 | 4.0 | 67.7 | 31.2 | 0.2 | 0.4 |
| | 欣興 | 3037 TT | 增加持股 | 205.0 | 7,039 | 150.0 | 36.7 | 4.32 | 12.78 | 34.7 | 11.7 | 2.4 | 2.1 | 7.1 | 19.3 | 1.2 | 3.4 | (45.0) | 195.8 | (0.8) | 0.1 |
| | 智邦 | 2345 TT | 增加持股 | 700.0 | 11,360 | 658.0 | 6.4 | 19.17 | 23.33 | 34.3 | 28.2 | 12.9 | 11.1 | 39.8 | 42.3 | 2.0 | 2.3 | 20.1 | 22.2 | 1.7 | 1.3 |
| 全新 | 2455 TT | 增加持股 | 202.0 | 927 | 163.0 | 23.9 | 3.72 | 5.29 | 43.8 | 30.8 | 9.0 | 8.1 | 21.4 | 27.6 | 2.0 | 2.8 | 52.8 | 42.1 | 0.8 | 0.7 | |
| AI (ASIC) | 聯發科 | 2454 TT | 增加持股 | 1700.0 | 61,603 | 1250.0 | 36.0 | 67.16 | 70.24 | 18.6 | 17.8 | 5.1 | 4.8 | 28.0 | 27.4 | 5.5 | 5.4 | 38.7 | 4.6 | 0.5 | 3.8 |
| | 智原 | 3035 TT | 增加持股 | 305.0 | 1,740 | 217.0 | 40.6 | 4.18 | 8.78 | 51.9 | 24.7 | 4.2 | 3.8 | 9.4 | 16.2 | 1.3 | 2.8 | (32.2) | 112.4 | (1.6) | 0.2 |
| | 世芯-KY | 3661 TT | 增加持股 | 3345.0 | 5,350 | 2160.0 | 54.9 | 80.98 | 83.60 | 26.7 | 25.8 | 4.8 | 4.4 | 23.8 | 17.7 | 1.9 | 1.9 | 92.7 | 4.2 | 0.3 | 6.2 |
| | 晶心科 | 6533 TT | 增加持股 | 480.0 | 563 | 361.5 | 32.8 | (1.80) | 3.97 | N.M. | 90.9 | 3.9 | 3.7 | (1.9) | 4.2 | 0.0 | 0.2 | (10.5) | N.A. | N.A. | N.A. |
| 電競PC | 華碩 | 2357 TT | 增加持股 | 810.0 | 13,575 | 594.0 | 36.4 | 47.81 | 45.02 | 12.4 | 13.2 | 1.8 | 1.7 | 14.5 | 13.1 | 6.0 | 5.7 | 123.0 | (5.8) | 0.1 | (2.3) |
| MAGA (讓美國再偉大) | 駐龍 | 4572 TT | 增加持股 | 195.0 | 185 | 154.0 | 26.6 | 7.14 | 7.81 | 21.6 | 19.7 | 3.1 | 3.0 | 14.5 | 15.4 | 3.8 | 4.1 | 15.0 | 9.3 | 1.4 | 2.1 |
| | 上銀 | 2049 TT | 增加持股 | 294.0 | 2,477 | 227.5 | 29.2 | 6.84 | 8.94 | 33.3 | 25.4 | 2.2 | 2.1 | 6.8 | 8.5 | 1.3 | 1.7 | 18.9 | 30.8 | 1.8 | 0.8 |
| | 華城 | 1519 TT | 增加持股 | 800.0 | 4,886 | 553.0 | 44.7 | 14.30 | 22.83 | 38.7 | 24.2 | 19.9 | 15.2 | 61.8 | 78.2 | 2.0 | 3.0 | 59.3 | 59.7 | 0.7 | 0.4 |
| | 美時 | 1795 TT | 增加持股 | 600.0 | 2,286 | 279.5 | 114.7 | 19.04 | 29.18 | 14.7 | 9.6 | 3.6 | 2.8 | 26.2 | 32.9 | 2.0 | 3.1 | 21.8 | 55.0 | 0.7 | 0.2 |
| 高股息 | 國泰金 | 2882 TT | 增加持股 | 80.0 | 30,015 | 66.5 | 20.3 | 7.60 | 6.68 | 8.8 | 10.0 | 1.2 | 1.0 | 14.6 | 11.0 | 4.5 | 4.5 | 118.9 | (12.1) | 0.1 | (0.8) |
| | 中信金 | 2891 TT | 增加持股 | 42.0 | 22,760 | 37.7 | 11.4 | 3.53 | 3.59 | 10.7 | 10.5 | 1.6 | 1.4 | 15.9 | 14.0 | 4.9 | 4.9 | 23.6 | 1.6 | 0.5 | 6.6 |
| | 統一 | 1216 TT | 增加持股 | 94.0 | 15,123 | 86.5 | 8.7 | 3.89 | 4.70 | 22.3 | 18.4 | 3.8 | 3.7 | 17.4 | 20.3 | 3.7 | 4.5 | 20.4 | 20.9 | 1.1 | 0.9 |

資料來源：凱基整理與預估

圖 46: 科技股首選 PEG<1 的 AI 供應鏈，主因股價尚未充分反映強勁獲利動能

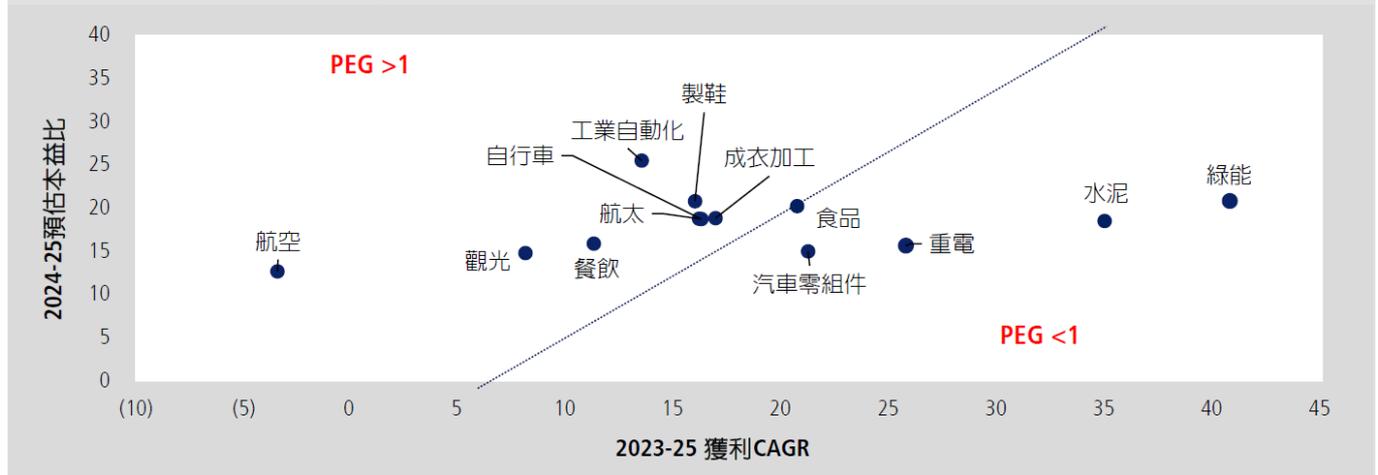
科技股 2023-25 年獲利 CAGR，百分比(X 軸)；2024-25 年平均預估 PE，倍(Y 軸)



資料來源：凱基整理與預估

圖 47: 非科技股首選受惠 MAGA 的航太、重電、工業自動化、學名藥等

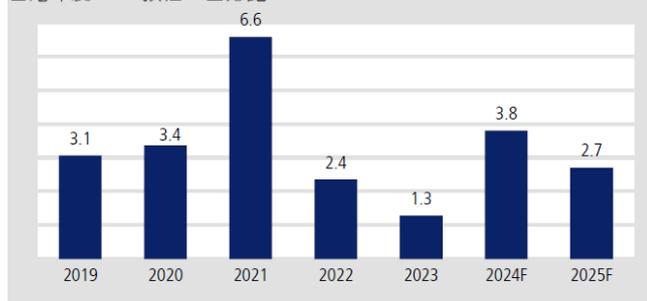
非科技股 2023-25 年獲利 CAGR，百分比(X 軸)；2024-25 年平均預估 PE，倍(Y 軸)



資料來源：凱基整理與預估

圖 48: 預估台灣 2024/2025 年 GDP 分別為 3.8%與 2.7%

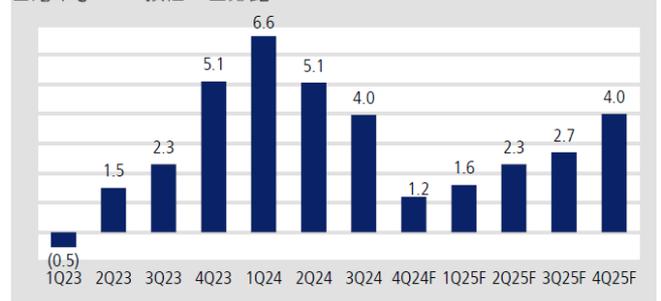
台灣年度 GDP 預估，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 49: 預估台灣 2025 年 GDP 將逐季增長

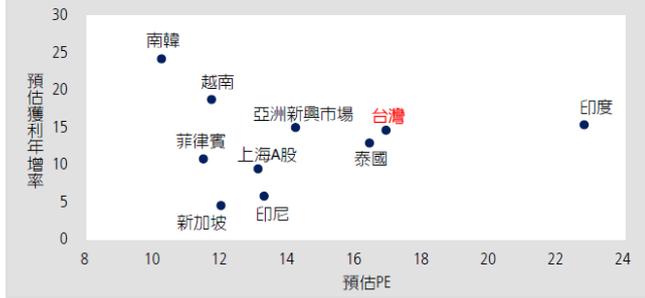
台灣單季 GDP 預估，百分比



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 50: 台股目前評價(相對獲利動能)在新興亞洲屬於中性水準

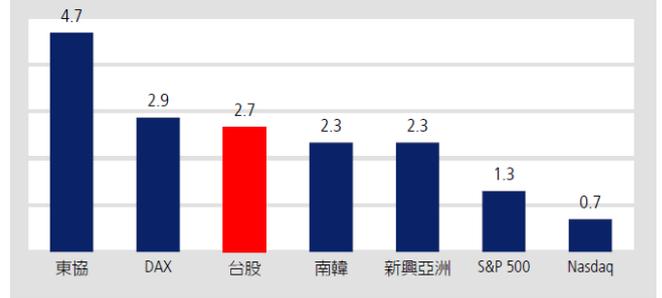
2025 年預估 PE, 倍(X 軸); 2025 年預估獲利年增率, 百分比(Y 軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

圖 51: 台股目前殖利率在全球股市屬於中前段

各國或市場之股市殖利率, 百分比



資料來源: Bloomberg; 凱基整理

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

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

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