

02/2025 營收檢討

電子產業營收檢討及投資策略：

2 月日曆天數本來就較少，所以雖然 02/2025 春節假期已經結束，然位處中國的廠區與客戶真正開工時間仍各有差異影響工作天數，對於 02/2025 營運數字表現仍有個別影響。在總體經濟面，美國新任總統川普“關稅人”的變數仍影響客戶端加速提前拉貨的動作，這部分對於部分業者短期營運仍有加溫效果。在中國內需市場部分，受惠於“國補”政策刺激，PC/NB/手機/TV 等消費性 IT 產品在中國市場的需求，銷售動能短期轉暢旺，因此在前述兩大因素刺激下，02/2025 在驅動 IC 等消費電子品的應用多如預期營收走高，而智原(3035 TT)受惠先進封裝業務營收入帳，營運更超過 1.5 倍月增，表現特別突出，然此業務雖有高營收，卻是極低毛利，故對獲利貢獻仍有限，故僅建議 Trading Buy。台積電(2330 TT)手機晶片進入淡季，台南地震後續影響 02-03/2025 營收表現，營收呈現月減。反應到封測業，預估後續營收表現同樣如預期大致呈現月減。短期受美國川普的關稅等政策，短期恐導致美國經濟衰退疑慮，美國科技股弱勢的影響，加上台積電赴美投資擴大對未來產能會不會太大以及美國廠區對未來毛利率影響的負面因素，台積電近期股價也呈現弱勢表現。然而 AI 伺服器相關商機持續，因此仍維持對晶圓代工台積電(2330 TT)給予 Buy 建議，世界(5347 TT)受惠提前拉貨急單，近期營運不差，02/2025 營收逆向月增，加上堅持高配息政策有助於維持殖利率，故建議 Buy。聯電(2303 TT)代工價降價壓力較顯著，但公布配息 2.85 元，股息殖利率高，故建議 Trading Buy。IC 設計與封測族群，現階段市場實際狀況如台積電法說所言，現況僅 AI 表現特別突出，其餘產業亮點如美國關稅變數提早拉貨以及中國國補政策等影響偏向短期效益。原相(3227 TT) 2024 年獲利明顯成長，未來具有多項成長動能，電競滑鼠占比增加，遊戲機客戶推出新機，原相將受惠，投資建議為 Buy。驅動 IC 族群因庫存調整期已久，沒有庫存干擾下，前述短期刺激需求容易快速反應在訂單上，加上該族群普遍具備高殖利率特色，故建議聯詠(3034 TT)、天鈺(4961 TT) Buy。瑞昱(2379 TT)在 PC 的 audio codecs 的市占率高；聯發科短期受惠天璣高階手機晶片中國品牌需求回溫，而 ASIC 業務 2026 年顯著成長可期；致新(8081 TT)公司獲利穩定且現金股利佳，payout ratio 約 70~80%，惟 PMIC 目前仍有較大的產品價格競爭壓力，故上述三家公司投資建議為 Trading Buy。封測股部分，日月光投控(3711 TT) 2025 年先進封測 ATM 需求將大幅增長，因此投資建議為 Trading Buy。

在消費端電子供應鏈部份，因為前述美國關稅預期以及中國“國補”政策刺激中國市場需求短期回溫，有利於傳統 IT 供應鏈業者短期營運表現，近期市場對記憶體短期看法翻多，市場記憶體價格也出現小幅上漲，反映出中國的補貼政策對中國內需市場終端需求的刺激效果。2025 年下游系統與零組件業者，目前仍看好 AI 伺服器為產業亮點，但 DeepSeek 發酵後，影響市場對原本極度樂觀的高階 AI 晶片長期需求成長預期，02/27 輝達財報公布後，美國以輝達為首的 AI 科技族群仍表現弱勢，不利於台股相關供應鏈業者股價。目前維持建議 Buy 的個股包括維熹(3501 TT)、群光(2385 TT)、台燿(6274 TT)、健鼎(3044 TT)、瀚荃(8103 TT)、信錦(1582 TT)、國巨(2327 TT)、京鼎(3413 TT)。Trading Buy 投資建議個股尚有台達電(2308 TT)、耕興(6146 TT)、敬鵬(2355 TT)、臻鼎-KY(4958 TT)、鎰勝(6115 TT)、精測(6510 TT)。台光電(2383 TT)於 CCL 產業具指標地位，且 2025 年營運持續維持

2025 年 3 月 11 日

高速成長，有利評價持續向上，給予投資建議為 Buy。群電(6412 TT) 群電(6412 TT) 雖然長期伺服器與 NB 電源、智慧建築展望佳，但近期營運較弱，投資評等調整為 Trading Buy。聖暉*(5536 TT) 4Q24 獲利低於預期，但 2025 全年營收、獲利仍有望持續成長，目前調整評等至 Trading Buy。

在手機產業方面，1Q25 進入傳統淡季，再加上工作天數的關係，02/2025 手機供應鏈營收較我們預估的略為不如預期；展望 1Q25，進入傳統 iPhone 淡季，再加上 Apple Intelligence 的 AI 效果不如預期，仍有進步空間，因 iPhone16 成為歷代降價最快的 iPhone，但預估 1Q25 也將是全年的營運低點，後續將有望逐季成長至 3Q25，所以我們維持 iPhone 供應鏈的大立光(3008 TT)及美律(2439 TT)為 Buy 的投資建議；中揚光(6668 TT)則因為東莞新廠量產，車用鏡頭業務帶來長線營收成長動能，2025 年營運已現向上轉機，維持 Buy 投資建議。在網通產業，因工作天數關係，大部分的公司 02/2025 營收均如我們預期的為持平到小幅月減；展望 1Q25，歷經一年多的庫存調整，歐美電信商客戶庫存已低，FED 降息可望刺激終端需求，加上寬頻網路晶片龍頭已見到訂單回溫，預期網通設備庫存調整告一段落，營運也將是全年低點，展望 2025 年，歐、美電信商庫存已降至健康水位，適逢歐美央行已降低利率水準，預期需求將獲提升，預期 2025 年網通廠商營收將重回成長軌道，我們維持中磊(5388 TT)、及宇智(6470 TT) Buy 的投資建議。在面板產業，受惠於中國家電補貼、品牌廠因應美國提高關稅的備貨需求，02/2025 TV 面板報價上漲，友達(2409 TT)營收超過我們預期地出現月增情形，群創(3481 TT)則因為中、低階產品出貨比重較高，02/2025 營收出現小幅月減；展望後市，由於補貼政策對刺激中國市場需求的延續性尚待觀察，TV 面板報價能否再走揚仍存在不確定性，故群益維持群創 Neutral 的投資建議，惟對友達的投資建議則調整為 Trading Buy，則係考量 Vertical solution、Mobility solution 等轉型成效顯現。在汽車零組件方面，除東陽(1319 TT)受惠美國冬季旺季而營收創新高外，其他公司因受工作天數減少影響，02/2025 供應鏈營收大致如我們預期的為持平到月減 01/2025；展望 1Q25，因預估 2025 年全球車市將會是年增的成長，部分零組件廠商客戶已經開始增加拉貨，我們維持宇隆(2233 TT)、及智伸科(4551 TT)投資評等為 Buy，東陽(1319 TT)因進入傳統美國冬季的防撞元件旺季，及胡連(6279 TT)受惠於旺季需求，我們也維持 Buy 的投資評等。

傳統產業營收檢討及投資策略：

生技：美時(1795 TT)，02/2025 美國市場血癌藥 Lenalidomide 銷售部分遞延到三月出貨，整體維持成長趨勢不變。保瑞(6472 TT)，02/2025 營收成長動能來自美國 Upsher-Smith 廠營收及美國馬里蘭廠納入合併。預計 2 月起營收逐月提升。2Q25 成長來自穩定的訂單流及產能逐步恢復，月營收有望維持在約 20 億元左右。群益觀點，生技醫療產業受惠川普政策、生物安全法案、人口老化需求提升、缺藥議題等等因素。隱形眼鏡需求成長，中國殺價影響逐漸趨緩評價有望回升。

原物料族群：水泥，目前仍處於下游需求淡季，1Q25 水泥價格將呈震盪走跌格局，維持(1101 TT)台泥 Trading Buy 投資建議。散裝，近期海岬型船舶運價漲幅顯著，目前日租金已來到 2 萬美元。俄烏停戰重建需求方面，由於烏克蘭可停靠大船的港口有限，倘若重建規模較大的話，由小船運送鋼材的可能性較高，然若鋼材需求回升，亦有利於鐵礦砂需求提升，故重建商機對於整體散裝市場需求具有正面效益，維持新興(2605 TT)投資建議為

2025 年 3 月 11 日

Buy。貨櫃，近期歐洲線漲價後再度回跌，美洲線運價則是未見止跌跡象，其中美西線運價已接近航商成本線，若短期內未見止跌，則恐影響 2Q25 美國線長約談判。展望後市，市場變數仍多，其中以哈停火進展決定航商是否復航紅海、增加市場運力，而美國重啟關稅貿易壁壘恐衝擊全球經濟成長、進而不利貨櫃海運需求。投資建議方面，2024 年貨櫃航商獲利大幅增長下，2025 年具有高殖利率題材，維持長榮(2603 TT) Trading Buy 投資建議。塑化，年後隨下游陸續復工，加上工作天數較多，在銷量增長之下，03/2025 營收有望持續增溫。惟中國需求未見起色，加上原油價格走疲，對於塑化產品報價難達到支撐作用。而言，中長期中國市場供給壓力未減、加上下游需求復甦不顯著，塑化產業需較長時間以去化市場過剩產能，景氣恐呈現 L 型復甦，獲利波動將主要來自於存貨價值的變化，對相關個股維持 Neutral 投資建議。鋼鐵，豐興(2015 TT)因工地拉貨成長不如預期，使營收低於預期。新光鋼受惠盤價上漲及客戶拉貨增加，02/2025 營收優於預期。群益觀點，觀察 2025 年的鋼鐵市場，目 WSA 公佈的 2025 年鋼鐵需求展望為正向，即使在中國市場衰退 1%的預估下，全球的鋼鐵需求仍可成長 1.2%。顯示印度、東南亞、中南美洲及中東非洲等地的需求成長已逐漸淡化中國需求疲弱的影響，其中尤其以印度及其它新興發展經濟體的貢獻最大。而中國市場的鋼鐵需求可能將連續四年衰退 3%以上，基期已經在相對偏低水準，2025 年的衰退幅度可望縮小。甚至若未來還有推出強力刺激經濟政策，中國鋼鐵需求也可能觸底反彈。

航空：農曆需求旺季過後，航空公司 02/2025 營收普遍呈現月減。美國針對小額包裹優惠取消的政策目前仍反覆不定，對於航空貨運為潛在風險。投資建議方面，維持 2025 年獲利維持正增長、具高現金殖利率題材的台灣虎航(6757 TT) Trading Buy 投資建議。

運動休閒：復盛應用(6670 TT)，因出貨高峰過去，02/2025 營收低於預期。美利達(9914 TT)及巨大(9921 TT)受惠歐美出貨增加，02/2025 營收優於預期。自行車業，中國自行車市場高檔回落，歐美市場將為 2025 年的焦點。預期 2025 年台灣廠商對歐美市場的出貨可望恢復成長，電動自行車及高階運動自行車的銷售表現可望較佳。2025 年中國市場的銷售量將高檔回落，主要由於基期已高及先前累積的需求已消化完畢。

軍工航太：駐龍(4572 TT)因部分國內專案進入尾聲，2 月營收月減-20.84%、表現低於預期；晟田(4541 TT)受惠一次性軍工產品出貨較多，2 月營收月增 51.63%、表現優於預期；長榮航太(2645 TT) 2 月營收月增 9.94%、表現低於預期。漢翔(2634 TT)受惠 2 月高教機缺料較 1 月改善，2 月營收月增 20.04%、表現符合預期；亞航(2630 TT)因 1 月軍工產品入帳較多，2 月營收月減-24.38%、表現低於預期。

綠能水資源：森崙能源(6806 TT)因氣候因素，海事工程認列較少，使得森崙能源 2 月營收月減-39.21%、表現低於預期；世紀鋼(9958 TT) 2 月營收月減-9.99%、表現低於預期；上緯投控(3708 TT) 2 月營收月減-22.39%、表現低於預期。士電(1503 TT) 2 月營收月減-31.24%、表現符合預期；中興電(1513 TT) 2 月營收月增 11.71%、表現符合預期；大亞(1609 TT) 2 月營收月增 13.21%、表現符合預期；大同(2371 TT)因客戶交期影響，2 月營收月減-14.53%、表現低於預期；華城(1519 TT) 2 月營收月減-7.74%、表現低於預期。亞力(1514 TT) 2 月營收月增 18.88%、表現符合預期；泓德能源(6873 TT)

2025 年 3 月 11 日

2 月營收月減-27.39%、表現低於預期，後續靜待新案場開工；雲豹能源(6869 TT) 2 月營收月增 15.21%、表現符合預期。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

IC 設計-網通 瑞昱(2379 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|-------|---------|--------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | |
| 瑞昱 | 2379 | | 11,321 | -4.61% | 10,000 | 11.66% | 29.81 | 32.25 | 103.23 | 113.90 | 17.15 | 4.86 | TradingBuy | 626.00 | 13.20% |
| 聯發科 | 2454 | | 46,172 | -9.72% | 46,000 | 0.37% | 66.42 | 63.75 | 247.63 | 242.30 | 21.88 | 5.76 | TradingBuy | 1660.00 | 18.99% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

瑞昱 2 月營收優於預期。瑞昱表示，因客戶提前拉貨，1Q25 營收有望季增，2Q25 狀況仍需再觀察，2025 年主要成長動能包含網通晶片與車用產品，投資建議維持 Trading Buy。

聯發科 2 月營收合乎預期。聯發科預估 1Q25 營收可望季增，主因為中國手機有政策補貼，加上客戶因全球關稅問題而提前拉貨，天璣 9400 客戶反映正向，ASIC 將於 2026 年開始貢獻營收，投資建議維持 Trading Buy。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

IC 設計-消費 / 週邊 義隆(2458 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|-------|---------|-------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | |
| 義隆 | 2458 | | 1,054 | 1.09% | 938 | 11.00% | 9.00 | 9.96 | 32.16 | 35.94 | 15.51 | 4.30 | Neutral | - | - |
| 原相 | 3227 | | 753 | -5.95% | 751 | 0.26% | 12.17 | 13.53 | 73.69 | 81.35 | 19.07 | 3.17 | Buy | 330.00 | 27.90% |
| 盛群 | 6202 | | 259 | 9.87% | 235 | 9.31% | -0.66 | -0.07 | 15.91 | 16.74 | 50.00 | - | 2.99 | Neutral | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

義隆 2 月營收略優於預期，1Q25 營收財測為 30~32 億元，主因為受惠於客戶擔加徵關稅、增加訂單。義隆 2025 年營收、獲利看成長。由於股價已到先前推薦目標價，投資評等維持 Neutral。

原相 2 月營收合乎預期，原相表示 1Q25 營收目標持穩 4Q24、毛利率季減至 62~63%、費用也估季減、淨利率與 4Q24 相當。由於 1Q25 遊戲機營收將季增，投資建議維持 Buy。

盛群 2 月營收合乎預期。盛群法說會時表示，1Q25 營收有望與 4Q24 持平，毛利率目標 40%。短期 MCU 需求較弱，投資建議維持 Neutral。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

IC 設計-驅動/
電源

矽創(8016 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新 高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 聯詠 | 3034 | | 9,267 | 9.27% | 8,893 | 4.04% | 33.43 | 35.63 | 111.62 | 120.52 | 542.00 | 15.21 | 4.50 | Buy | 630.00 | 16.23% |
| 智原 | 3035 | * | 2,837 | 153.72% | 2,689 | 5.21% | 4.00 | 5.95 | 50.17 | 54.87 | 237.00 | 39.85 | 4.32 | TradingBuy | 268.00 | 13.08% |
| 天鈺 | 4961 | | 1,476 | 6.09% | 1,572 | -6.50% | 16.04 | 19.01 | 147.68 | 155.70 | 225.00 | 11.83 | 1.45 | Buy | 265.00 | 17.77% |
| 矽創 | 8016 | | 1,244 | -11.30% | 1,459 | -17.29% | 15.52 | 15.14 | 95.07 | 98.20 | 214.50 | 14.17 | 2.18 | Neutral | - | - |
| 致新 | 8081 | | 696 | -4.55% | 722 | -3.66% | 17.81 | 17.24 | 88.35 | 91.59 | 244.00 | 14.15 | 2.66 | TradingBuy | 259.00 | 6.14% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

矽創(8016 TT)面臨客戶要求降價壓力，使平均產品單價下跌，消費性、工控和車用需求回溫速度慢。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

晶圓代工

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新 高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 聯電 | 2303 | | 18,194 | -8.15% | 18,779 | -3.21% | 3.76 | 3.78 | 30.09 | 30.72 | 45.05 | 11.92 | 1.47 | TradingBuy | 49.00 | 8.76% |
| 台積電 | 2330 | | 260,009 | -11.35% | 270,251 | -3.93% | 45.24 | 57.89 | 165.37 | 207.52 | 998.00 | 17.24 | 4.81 | Buy | 1380.00 | 38.27% |
| 世界 | 5347 | | 3,955 | 16.71% | 3,976 | -0.53% | 3.77 | 5.06 | 34.34 | 34.90 | 102.50 | 20.27 | 2.94 | Buy | 121.00 | 18.04% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

台灣於 01/21/2025 經歷芮氏規模 6.4 地震，之後農曆春節期間又有多次相當規模的餘震，主要影響是南科園區，世界先進(5347 TT)則影響較小，且受惠客戶回補庫存，和去中化的影響，單月營收成長幅度大。

台積電(2330 TT)和聯電(2303 TT)晶圓廠並沒有結構性損毀，各廠區供水、電力、工安系統及營運正常，惟多次地震發生後有一定數量的生產中晶圓受到影響。因此 02/2025~03/2025 平均單月營收將會受到影響。

2025 年 3 月 11 日

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

IC 封測

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-------|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 超豐 | 2441 | | 1,237 | 1.63% | 1,279 | -3.40% | 4.39 | 6.55 | 39.35 | 43.05 | 61.40 | 9.38 | 1.43 | Neutral | | - |
| 京元電子 | 2449 | | 2,286 | -4.14% | 2,350 | -2.79% | 6.36 | 7.15 | 35.41 | 36.62 | 104.00 | 14.54 | 2.84 | Neutral | | - |
| 欣銓 | 3264 | | 1,030 | -3.18% | 1,060 | -2.88% | 4.29 | 4.72 | 37.33 | 38.85 | 74.40 | 15.77 | 1.91 | Neutral | | - |
| 日月光投控 | 3711 | | 44,961 | -9.07% | 48,048 | -6.86% | 7.36 | 8.95 | 73.28 | 73.75 | 161.00 | 18.00 | 2.18 | TradingBuy | 188.00 | 16.77% |
| 順邦 | 6147 | | 1,672 | 1.67% | 1,722 | -2.98% | 5.55 | 5.24 | 63.29 | 68.28 | 65.90 | 12.58 | 0.97 | Neutral | | - |
| 力成 | 6239 | | 4,976 | -1.71% | 5,322 | -6.94% | 8.94 | 9.92 | 74.78 | 77.15 | 124.50 | 12.55 | 1.61 | Neutral | | - |
| 矽格 | 6257 | | 1,484 | -7.83% | 1,602 | -7.95% | 5.73 | 5.36 | 41.24 | 39.77 | 77.00 | 14.37 | 1.94 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

先進封裝的需求還是很強，包括 AI 和 HPC，甚至研發中的產品。但消費性產品，手機或其他 communication，進入季節性淡季，表現較差。不過部份消費性產品，因中國擴大補助和關稅不確定性，需求增加，1Q25 營收和 4Q24 相近，03/2025 雖然工作天數回溫，但因為台積電和聯電晶圓受到地震的影響，晶圓出貨量將會減少，將會影響部份封測廠的營收。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

PC 零組件

宏致(3605 TT)、湧德(3689 TT)、瀚荃(8103 TT)、光寶科(2301 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 信錦 | 1582 | | 714 | -9.18% | 700 | 2.01% | 7.08 | 7.35 | 53.61 | 55.46 | 102.00 | 13.88 | 1.84 | Buy | 110.00 | 7.84% |
| 新日興 | 3376 | | 863 | -18.00% | 890 | -3.18% | 7.31 | 7.38 | 82.94 | 85.32 | 253.00 | 34.27 | 2.97 | Neutral | | - |
| 兆利 | 3548 | | 830 | 4.50% | 800 | 3.58% | 8.73 | 7.24 | 83.87 | 86.51 | 166.00 | 22.91 | 1.92 | Neutral | | - |
| 富世達 | 6805 | | 780 | 19.88% | 750 | 3.88% | 17.89 | 26.07 | 79.39 | 97.46 | 727.00 | 27.89 | 7.46 | Neutral | | - |
| 維康 | 3501 | | 452 | -5.60% | 450 | 0.42% | 6.01 | 6.03 | 58.30 | 60.53 | 62.30 | 10.33 | 1.03 | Buy | 92.00 | 47.67% |
| 嘉澤 | 3533 | | 2,208 | -17.54% | 2,400 | -8.69% | 82.47 | 86.08 | 303.86 | 348.48 | 1595.00 | 18.53 | 4.58 | Neutral | | - |
| 宏致 | 3605 | | 729 | -18.84% | 820 | -12.47% | 2.21 | 4.44 | 37.05 | 41.00 | 58.00 | 13.07 | 1.41 | Neutral | | - |
| 貿聯-KY | 3665 | | 5,002 | -9.97% | 5,000 | 0.03% | 22.95 | 34.55 | 144.86 | 169.43 | 584.00 | 16.90 | 3.45 | Neutral | | - |
| 湧德 | 3689 | | 425 | -22.48% | 520 | -22.45% | 5.71 | 5.92 | 43.94 | 47.44 | 93.00 | 15.70 | 1.96 | Neutral | | - |
| 鎰勝 | 6115 | | 546 | 1.41% | 540 | 1.14% | 3.28 | 3.06 | 27.27 | 27.33 | 52.70 | 17.19 | 1.93 | TradingBuy | 57.00 | 8.15% |
| 瀚荃 | 8103 | | 221 | -12.69% | 260 | -17.75% | 4.07 | 4.86 | 36.21 | 39.07 | 48.80 | 10.04 | 1.25 | Buy | 62.00 | 27.04% |
| 群光 | 2385 | | 7,291 | -3.02% | 7,000 | 3.98% | 11.90 | 11.60 | 60.75 | 62.34 | 170.00 | 14.66 | 2.73 | Buy | 198.00 | 16.47% |
| 光寶科 | 2301 | | 10,917 | -10.13% | 12,200 | -11.75% | 5.09 | 6.19 | 38.67 | 38.77 | 106.50 | 17.22 | 2.75 | - | | - |
| 台達電 | 2308 | | 38,090 | 1.88% | 35,500 | 6.79% | 13.56 | 17.47 | 88.58 | 99.05 | 375.50 | 21.49 | 3.79 | TradingBuy | 458.00 | 21.97% |
| 群電 | 6412 | | 2,707 | 0.45% | 2,750 | -1.58% | 8.34 | 8.95 | 38.74 | 41.49 | 123.50 | 13.80 | 2.98 | TradingBuy | 140.00 | 13.36% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

受農曆年假影響，中國廠區員工返工時間較長，多數廠商的中國廠區於 02/2025 下旬人力才陸續補足。在人力不足，且 02/2025 天數少，部分客戶亦提前於 01/2025 拉貨，故多數 PC 零組件 02/2025 營收較上月為低。

因工作天數較少，且為 PC 與消費性產品淡季，預估 PC 零組件廠商 1Q25 營收 QoQ-7% ~ -10%。

2025 年 3 月 11 日

信錦：Monitor 領域進行產品組合調整，減少承接獲利不佳的產品，2024 年新增韓系客戶，4Q24 開始小量出貨，預期 2025 年出貨可逐季提升。陸合接獲低軌衛星地面接收器的金屬件訂單，2024 年佔營收比重約 5%，另有機會取得其他品項訂單。本業獲利穩定，預期 2025 年配息 5.5 元，投資評等為 Buy，目標價為 110 元。

群光：預期 2025 年商用 NB 需求增加，有助 NB 背光鍵盤滲透率持續提升，並提高產品平均單價；影像產品 2025 年將持續優化產品組合，改善毛利率。因產品組合轉佳，本業獲利提升，且將配息 10 元，維持 Buy 投資評等，目標價為 198 元。

維熹：2025 年營運成長動能來自於家電線束、低軌道衛星、冷凍貨櫃、風電儲能領域，本業獲利穩定，預期 2025 年將配息 4 元，投資評等維持 Buy，目標價為 92 元。

鎰勝：越南廠接獲較多客戶自中國地區移轉訂單，預期 IT 與網通相關領域 2025 年成長性較高。遊戲機領域 2025 年於原有日系客戶供貨比重提升，另有機會取得新客戶訂單。維持維持 Trading Buy 投資評等，目標價為 57 元。

瀚荃：2025 年因光電產業、工業電子領域成長動能強勁，投資建議為 Buy，目標價為 62 元。

群電：伺服器與 NB 電源、智慧建築 2025 年展望佳，且穩定配息，維持 Trading Buy 投資評等，目標價為 140 元。

台達電：受惠於 AI、Data Center 領域需求成長，營收與獲利可望提升，維持 Trading Buy 投資評等，目標價為 458 元。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

PCB

欣興(3037 TT)、景碩(3189 TT)

健鼎(3044 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 | |
|-------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|-------|---------|--------|-----------|--------|-------|------|------------|----------|---------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | | | | | | | 2025(F) |
| 華通 | 2313 | | 5,201 | -1.52% | 4,858 | 6.58% | 4.67 | 5.59 | 36.11 | 39.20 | 66.00 | 11.80 | 1.68 | Neutral | | - |
| 敬鵬 | 2355 | | 1,272 | 2.92% | 1,186 | 6.73% | 2.85 | 3.22 | 43.35 | 43.11 | 36.40 | 11.31 | 0.84 | TradingBuy | 41.00 | 12.63% |
| 耀華 | 2367 | | 1,457 | 9.07% | 1,389 | 4.64% | 2.30 | 2.75 | 15.20 | 16.82 | 29.35 | 10.69 | 1.75 | Neutral | | - |
| 台光電 | 2383 | * | 7,030 | 0.63% | 6,707 | 4.59% | 27.64 | 40.34 | 101.30 | 117.64 | 571.00 | 14.16 | 4.85 | Buy | 730.00 | 27.84% |
| 欣興 | 3037 | | 9,985 | 5.18% | 9,019 | 9.67% | 3.32 | 4.78 | 60.97 | 63.05 | 113.00 | 23.64 | 1.79 | Neutral | | - |
| 健鼎 | 3044 | | 5,329 | -9.93% | 5,975 | -12.13% | 15.95 | 17.95 | 95.69 | 95.38 | 205.50 | 11.45 | 2.15 | Buy | 232.00 | 12.89% |
| 景碩 | 3189 | | 2,913 | 13.95% | 2,442 | 16.19% | 0.11 | 7.99 | 69.31 | 74.11 | 97.80 | 12.25 | 1.32 | Neutral | | - |
| 臻鼎-KY | 4958 | | 12,204 | -9.39% | 12,122 | 0.67% | 9.43 | 10.01 | 104.81 | 109.67 | 113.50 | 11.34 | 1.03 | TradingBuy | 130.00 | 14.53% |
| 聯茂 | 6213 | | 2,394 | 7.61% | 2,314 | 3.35% | 2.26 | 4.76 | 56.88 | 56.35 | 72.40 | 15.20 | 1.28 | Neutral | | - |
| 台耀 | 6274 | | 2,153 | 6.54% | 2,062 | 4.26% | 9.66 | 12.43 | 43.79 | 46.87 | 161.50 | 13.00 | 3.45 | Buy | 210.00 | 30.03% |
| 尖點 | 8021 | | 290 | 1.89% | 299 | -3.04% | 1.45 | 2.20 | 32.49 | 31.67 | 31.85 | 14.49 | 1.01 | Neutral | | - |
| 南電 | 8046 | | 2,806 | 9.34% | 2,771 | 1.22% | 0.32 | 2.78 | 70.33 | 74.82 | 132.50 | 47.60 | 1.77 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 工作天數增加，多數 PCB 公司營收重回月增表現，惟以消費性產品為主之華通(2313 TT)、臻鼎-KY(4958 TT)仍受淡季影響，02/2025 營收呈現月減。

健鼎(3044 TT)則因部分客戶提前於 01/2025 拉貨，導致 02/2025 營收 52.38 億元，MoM-9.93%/YoY+32.57%，MoM 雖遜於預期，然此數字為歷史同期新高，研究部持續維持健鼎正向看法，主要是交換器、server 等產品出貨，帶動公司 2025 年營運穩定成長，亦為 PCB 族群中高殖利率標的。

營收優於預期的則有欣興(3037 TT)與景碩(3189 TT)；欣興 02/2025 營收 99.85 億元，MoM+5.18%/YoY+20.6%，主要是 AI sever HDI 出貨狀況續佳，抵銷 PC、NB 等消費性產品進入季節性淡季之影響，惟公司維持 1Q25 營運偏淡之看法，且公司 PCB 產線持續轉往 HDI 製程，預估須迨至 2025 年年底方有機會完全調整完成，另 AI 大面積 HDI 板良率仍有改善空間，故暫維持 Neutral 投資建議。

景碩 02/2025 營收 29.13 億元，MoM+13.95%/YoY+30.15%，主要是 RTX50 顯卡訂單能見度高，此塊 ABF 載板產能目前維持滿載，惟公司給出 1Q25 營收衰退 5-10%之看法，且日前目標價已到價，暫維持 Neutral 投資建議。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

被動元件

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 國巨 | 2327 | | 9,753 | -4.84% | 9,717 | 0.37% | 37.31 | 48.28 | 280.49 | 308.38 | 525.00 | 10.87 | 1.70 | Buy | 660.00 | 25.71% |
| 臺慶科 | 3357 | | 495 | 3.35% | 503 | -1.60% | 7.33 | 8.41 | 73.34 | 70.99 | 122.00 | 14.50 | 1.72 | Neutral | - | - |
| 同欣電 | 6271 | | 960 | 6.09% | 916 | 4.61% | 8.20 | 8.46 | 123.33 | 123.79 | 120.00 | 14.18 | 0.97 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

國巨(2327 TT)02/2025 營收 97.52 億元，MoM-4.84%/YoY+15.27%，主要是工作天數較少，以及大中華區客戶於 01/2025 農曆年前提前拉貨所致，研究部持續維持 1Q25 營收持平 4Q24、毛利率受惠產品組合轉佳而走揚之看法，且國巨日前法說會認為客戶庫存水位已達健康水平，目前 BB ratio 大於 1，展望轉為正向。

臺慶科(3357 TT)02/2025 營收 4.95 億元，MoM+3.35%/YoY+64.97%，主要是工作天數增加、客戶因應關稅戰提前拉貨，累計前 2 月營收 9.74 億元，研究部依據前 2 月數據，認為臺慶科 1Q25 營收表現有望持平於 4Q24，淡季不淡，惟因目前股價並無明顯低估，故仍維持 Neutral 投資建議。

2025 年 3 月 11 日

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

設備

穎歲 (6515 TT)。

精測 (6510 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|------|------|-------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新高 (百萬元) | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 中砂 | 1560 | | 604 | 6.76% | 553 | 8.40% | 7.09 | 6.68 | 48.90 | 46.57 | 262.00 | 39.23 | 5.63 | Neutral | | - |
| 宜特 | 3289 | | 360 | -4.67% | 357 | 0.84% | 7.01 | 9.14 | 50.03 | 58.16 | 128.50 | 14.06 | 2.21 | Neutral | | - |
| 京鼎 | 3413 | | 1,582 | -6.48% | 1,600 | -1.13% | 24.26 | 29.67 | 141.20 | 141.98 | 306.00 | 10.31 | 2.16 | Buy | 350.00 | 14.37% |
| 閎康 | 3587 | | 405 | 4.10% | 375 | 7.46% | 10.29 | 12.30 | 72.39 | 72.87 | 206.50 | 16.79 | 2.83 | Neutral | | - |
| 聖暉* | 5536 | | 2,672 | 1.14% | 2,400 | 10.17% | 21.10 | 25.53 | 82.16 | 97.68 | 368.00 | 14.41 | 3.77 | TradingBuy | 427.00 | 16.03% |
| 耕興 | 6146 | | 370 | 1.38% | 360 | 2.73% | 12.65 | 13.08 | 55.64 | 60.50 | 205.50 | 15.71 | 3.40 | TradingBuy | 243.00 | 18.24% |
| 旺矽 | 6223 | | 905 | -1.94% | 860 | 4.92% | 23.58 | 24.00 | 99.42 | 118.42 | 739.00 | 30.79 | 6.24 | Neutral | | - |
| 精測 | 6510 | | 383 | 0.67% | 450 | -17.41% | 15.54 | 24.17 | 245.03 | 267.22 | 705.00 | 29.17 | 2.64 | TradingBuy | 932.00 | 32.19% |
| 穎歲 | 6515 | * | 907 | 35.83% | 550 | 39.38% | 33.36 | 38.38 | 123.78 | 155.38 | 1390.00 | 36.22 | 8.95 | Neutral | | - |
| 長科* | 6548 | | 1,020 | -3.30% | 960 | 5.90% | 1.91 | 1.72 | 11.33 | 12.06 | 34.20 | 19.83 | 2.84 | Neutral | | - |
| 雍智科技 | 6683 | | 153 | 1.66% | 149 | 2.35% | 16.71 | 16.65 | 94.85 | 108.52 | 386.00 | 23.19 | 3.56 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

中砂 2 月營收合乎預期。中砂 2025 年主要成長動能來自於用於先進製程的鑽石碟，鑽石碟毛利率優於公司平均。中砂近期有宣布併購國外砂輪公司，營運正向，但由於已到先前推薦目標價，投資建議維持 Neutral。

宜特 2 月營收合於預期。宜特 2025 年營收、獲利仍有望成長，成長動能包含先進製程、先進封裝的檢測需求，由於短期成長動能趨緩，投資建議維持 Neutral。

京鼎 2 月營收合於預期。京鼎訂單能見度看到 2Q25，2H25 泰國新廠將有產能開出，京鼎兼顧殖利率與成長性，調升評等為 Buy。

閎康 2 月營收合於預期。閎康 4Q24 獲利低於市場預期，閎康表示海外布局成本較高，但 2025 年成長動能包含 2nm 檢測需求、北海道實驗室啟用，營運正向，短期評價合理，投資建議維持 Neutral。

聖暉* 2 月營收優於預期。聖暉表示，主要受惠專案工程施做需求熱絡，且無塵室機電整合工程接案量保持高水位，由於 4Q24 獲利低於預期，投資建議調降為 Trading Buy。

耕興 2 月營收合乎預期，耕興正面看待 AI 手機與 AI PC 相關終端產品檢測需求，可望隨產業同步成長。耕興的無線通訊檢測產能全球最大，雖獲利成長趨緩，但產業趨勢正向、營運展望正向，投資建議維持 Trading Buy。

旺矽 2 月營收合乎預期。旺矽看好 HPC 帶動探針卡需求，持續擴產探針卡產能，2024/2025 年營收獲利仍有望再創高，由於股價已到之前推薦目標價，投資建議維持 Neutral。

精測 2 月營收低於預期。精測於法說會時表示，1Q25 營收有望與 4Q24 相當，2025 全年營收雙位數成長，整體獲利看成長，投資建議維持 Trading Buy。

穎歲 2 月營收優於預期，主因 AI 晶片、GPU 帶動測試座、探針卡出貨暢旺。穎歲於先前法說會時表示，2025 年營收將有顯著成長，但法人預估毛利率可能會有壓力。穎歲樂觀看待 2025 年營運，成長動能包含美系 AI 晶片...

等。由於評價無偏低，投資評等維持 Neutral。

長科*2 月營收合乎預期。長科表示已準備好導線架產能以應付景氣復甦，由於之前已到推薦目標價，投資評等維持 Neutral。

雍智 2 月營收合乎預期。雍智 2025 年成長動能為毛利率較差的整組探針卡和海外地區的業務，短期評價無偏低，投資建議維持 Neutral。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

手機及零組件

中揚光(6668 TT)、安普新(6743 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|--------|------|------------|------------|----------|
| | | 新 高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 美律 | 2439 | | 2,722 | -8.88% | 2,823 | -3.71% | 8.49 | 8.96 | 71.39 | 59.90 | 122.00 | 13.61 | 2.04 | Buy | 140.00 | 14.75% |
| 大立光 | 3008 | | 4,735 | -4.30% | 4,847 | -2.37% | 194.12 | 181.37 | 1374.67 | 1429.31 | 2655.00 | 14.64 | 1.86 | Buy | 3230.00 | 21.65% |
| 晶技 | 3042 | | 945 | -17.22% | 907 | 4.00% | 6.30 | 6.23 | 37.30 | 39.02 | 98.20 | 15.76 | 2.52 | TradingBuy | 115.00 | 17.10% |
| 中揚光 | 6668 | | 66 | -20.64% | 85 | -29.35% | -1.66 | 0.12 | 17.52 | 17.63 | 48.90 | 423.38 | 2.77 | Buy | 70.00 | 43.14% |
| 安普新 | 6743 | | 280 | -37.71% | 404 | -44.43% | 2.48 | 4.54 | 18.08 | 19.62 | 43.55 | 9.59 | 2.22 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

美律(2439 TT)：Speaker 與耳機進入出貨淡季，營收月減；展望後勢，短期進入營運淡季，但後續耳機新客戶產品量產出貨，以及手機 Speaker 在 2H25 旺季量產，預期營收至少走高至 3Q，目前為營運谷底，維持 Buy 投資評等。

大立光(3008 TT)：舊款 iPhone 鏡頭出貨，營收月減；展望後勢，中國政府手機補貼推升手機淡季銷量上揚，Android 旗艦機與 iPhone16 皆有受惠，加上 iPhone 16e 以及 iPhone 17 Slim 新機帶動相關鏡頭營收成長動能，iPhone 在 2025 年多款新機推動以及光學鏡頭升級路徑明確，2H25 鏡頭營收成長可期，故維持 Buy 投資建議。

晶技(3042 TT)：消費性電子頻率元件出貨放緩，營收月減；展望未來，因競爭同業已擴產，不論成熟製程、先進製程產品價格皆已出現下滑的狀況，將壓抑營收成長幅度與獲利能力，全年營運高峰已至，且目前評價並未偏低，維持 Trading Buy 投資評等。

中揚光(6668 TT)：客戶鏡頭模具營收認列進度不如預期，營收月減且不如預期；展望後勢，受遷廠因素影響，4Q24 營收、獲利皆來到近期低點，但隨著東莞新廠量產，車用鏡頭業務帶來長線營收成長動能，2025 年營運已現向上轉機，維持 Buy 投資建議。

安普新(6743 TT)：農曆年節長假過後，工人返工狀況不佳，導致營收月減且不如預期；展望後勢，受惠於耳機客戶提早推出新產品，帶動 2024 年營運成長，隨著消費性電子來到鋪貨需求高峰，預期 08/2024 營收全年高點，後續需觀察手機搖桿以及 IP-Cam 業務進度，暫維持 Neutral 投資評等。

中國手機市場近況：

觀察 12/30~02/01 中國手機銷售狀況，主要因中國政府實施全國性手機、平板與智慧手錶舊換新補貼政策，產品最高市價 6,000 元人民幣為限，政府補貼售價 15%，每件產品最高補貼金額 500 元人民幣，統計 1/20 至 2/1 共補貼 1,470.4 萬支手機，因此帶動 01/2025 手機銷量大幅攀升到 3,282.7 萬支，MoM+73.56%，YoY+11.64%；01/2025 市占率前五名分別為華為(21.65%)、小米(17.27%)、Vivo 家族(16.80%)、OPPO 家族(15.07%)與 Apple

(14.15%)。

華為銷售量 710.8 萬支，MoM+75.85%，受到補貼政策的推動，以及先前推出的高階機種 Pura70 降價，且推動暢享 70、Nova12 系列熱銷，手機銷量市佔率來到第一。

小米銷售量 560.7 萬支，MoM+17.27%，由於小米看好補貼政策將推動銷售量，事先大舉在通路備妥庫存，配合高 CP 值旗艦晶片新機紅米 K80 系列機種熱銷，以及數字系列高 CP 值旗艦機種持續熱賣，小米手機銷量市佔來到第二位。

Vivo 家族(Vivo + iQOO)合計銷售量 551.4 萬支，MoM+83.86%，由於搭載聯發科天璣 9400、9300 以及高通 8 系列晶片的旗艦、高階機種售價皆低於人民幣 6000 元，受惠於補貼政策推升銷量，市占率位於第三。

OPPO 家族(OPPO + 一加+ Realme)合計銷售量 494.6 萬支，MoM+99.44%，旗艦機 Find X8、一加 13 與 Realme GT7 Pro 價格落在補貼售價上限以內，加上新發表的中階機 A5 Pro 銷售成長，推動市占率排名重回前五大之內。

Apple 銷量 464.5 萬支，MoM+14.15%，因中國補貼限定市價 6,000 元人民幣以下機種，Apple China 將 iPhone16 降價至人民幣 5,999 元以符合補貼資格，配合補貼政策小幅推動 iPhone 銷量，銷售量市占率來到第五名。

值得注意的是，DeepSeek 發表後，由於其節省運算資源的特性使其每 Token 成本來到相對低位。華為、小米、中國三星等...手機廠商已開始接入 Deepseek-R1 模型，增強手機端 AI 體驗，例如強化 AI 助理功能、多模態搜尋以及問題答詢等...功能，預期 AI 手機在中國的普及速度機會加快。

統計 2024 年中國手機銷量 2.74 億支，與 2023 年 2.70 億支相比，YoY+1.19%，以銷量市佔前五大業者排名分別是 Vivo 家族，銷量 4,736.6 萬支，YoY+5.17%，華為銷量 4,355.4 萬支，YoY+35.52%，小米銷量 4,339.6 萬支，YoY+9.40%，Apple 銷量 4,175.5 萬支，YoY-10.89%，Oppo 家族銷量 4,095.1 萬支，YoY-14.68%；展望 2025 年，1H25 受惠於中國補貼政策，手機銷量可能小幅年增，但總體需求依舊不佳，以及手機功能成熟延長換機週期，若無其他刺激需求政策，預期 2025 年手機銷量最佳狀況與 2024 年持平。

展望 1Q25，搭載聯發科天璣 9400 與高通 Snapdragon 8 至尊版的高階旗艦新機持續銷售，小米 15、Oppo Find X8、一加 13、Vivo X200 以及榮耀 Magic 7 等...，由於 Android 旗艦級手機晶片來到 3nm 製程，晶片單價上漲約 20%以上，導致手機訂價上漲 2~8%，中國政府推出補貼政策之前，新一代旗艦機種銷量約僅前代手機的 70~80%；1/20/2025 中國政府宣布對手機、平板與智慧手錶進行補貼，其中，針對手機售價 6,000 人民幣以下機種，以及補貼金額為售價 15%，並以 500 元人民幣為金額上限，多家手機品牌為爭取手機補貼商機，多款旗艦手機售價降至人民幣 6000 元以下，中國手機補貼政策有利於提升手機銷量。

iPhone 與全球手機展望：

展望 1Q25，2/20/2025 發表最新入門機型 iPhone16e，因最入門型機款儲存容量由 64GB 提升至 128GB，且為順利運行 Apple Intelligence，搭載 DRAM 提升至 8GB，售價提升至 599 美元，因搭載自行研發的 5G Modem C1，進一步強化功耗控制，手機將可連續使用 26 小時；Apple 並公告 iOS 18.4 將於 04/2025 推送，屆時簡體中文將可使用 Apple Intelligence，由於進入傳統 iPhone 淡季，預期 1Q25 iPhone 銷量 4,500~5,000 萬支。

就 2025 年展望來看，雖然印度、非洲換機需求可望持續成長，但因中國舊機替換需求高峰已過，加上總體經濟情勢不容樂觀，受到中低階手機需求遲緩的拖累，預期中國手機

2025 年 3 月 11 日

銷量成長率將進一步放緩，預估中國將拉低全球手機銷量成長率，預期 2025 年銷量來到 12.43 億支，YoY+2.73%，較 2024 年的 YoY+7.08%放緩；印度加快 5G 行動網路建設，全球 5G 手機滲透率預期將進一步提升，預期 2025 年 5G 手機銷量將來到 8.0 億支左右的水準。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

網通

明泰(3380 TT)、正文(4906 TT)、康全(8089 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價(元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價(元) | 隱含漲幅 |
|------|------|------------|--------------|------------|-------------|----------|--------|---------|---------|---------|--------|-------|------|-------------|--------|--------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 友訊 | 2332 | | 1,128 | 7.01% | 1,042 | 7.59% | 0.06 | 0.96 | 14.89 | 16.18 | 20.60 | 21.56 | 1.27 | Neutral | | - |
| 聯亞 | 3081 | | 152 | 24.77% | 160 | -5.65% | -0.59 | 7.14 | 40.77 | 44.82 | 332.00 | 46.50 | 7.41 | Neutral | | - |
| 明泰 | 3380 | | 1,417 | -2.09% | 1,807 | -27.53% | 0.40 | 1.09 | 18.30 | 19.08 | 33.05 | 30.30 | 1.73 | Trading Buy | 35.00 | 5.90% |
| 智易 | 3596 | | 4,310 | 9.37% | 4,024 | 6.63% | 11.28 | 13.42 | 72.30 | 75.36 | 203.00 | 15.13 | 2.69 | Neutral | | - |
| 合勤控 | 3704 | | 2,137 | -20.31% | 2,313 | -8.23% | 1.39 | 1.81 | 26.86 | 28.07 | 39.30 | 21.67 | 1.40 | Trading Buy | 40.00 | 1.78% |
| 正文 | 4906 | | 1,612 | -6.87% | 1,803 | -11.85% | 1.53 | 1.02 | 30.72 | 30.82 | 32.10 | 31.52 | 1.04 | Neutral | | - |
| 新復興 | 4909 | | 49 | -0.64% | 51 | -4.78% | 10.09 | 8.54 | 31.54 | 36.08 | 98.50 | 11.53 | 2.73 | Neutral | | - |
| 中磊 | 5388 | | 3,738 | -4.08% | 4,023 | -7.63% | 7.57 | 9.20 | 54.43 | 49.22 | 127.50 | 13.87 | 2.59 | Buy | 150.00 | 17.64% |
| 啟基 | 6285 | | 8,782 | -3.87% | 9,012 | -2.62% | 7.11 | 8.62 | 65.92 | 69.19 | 143.50 | 16.64 | 2.07 | Neutral | | - |
| 宇智 | 6470 | | 188 | 7.17% | 170 | 9.41% | 3.60 | 4.67 | 29.96 | 31.83 | 56.00 | 11.99 | 1.76 | Buy | 65.00 | 16.07% |
| 康全電訊 | 8089 | | 65 | 39.97% | 228 | -250.43% | 8.28 | 1.66 | 24.34 | 15.03 | 65.50 | 39.36 | 4.36 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

聯亞(3081 TT)：矽光子 CW LD 出貨成長，帶動營收月增；展望後勢，中國 Telecom 需求穩定，但受惠於資料中心建置生成式 AI 算力需求成長，推升高速網路連接需求，預計 800G 與 1.6T 矽光子 CW LD 成為 2025 年營收成長主要動能，但因評價偏高，投資建議維持 Neutral。

明泰(3380 TT)：部分客戶仍在去化庫存，營收持穩；展望後勢，雖然越南新廠量產新款智慧門鈴貢獻營收，以及出貨給 Datacenter 的 400G Switch 出貨成長，但因北美 MSO 因網路升級對 Cable modem 需求放緩，以及北美客戶整併拉長企業級 Switch 出貨調整時程，預期 2Q25 後營運回溫，維持 Trading Buy 投資評等。

智易(3596 TT)：客戶需求回溫，營收月增；展望未來，受惠於歐洲標案挹注，北美電信商擴建 5G 網路基礎建設，以及印度寬頻網路基礎建設持續進行，Mobility 與 Broadband 將推升公司營運，營收重回成長軌道，預期營收將至少走高至 3Q25，但目前評價偏高，維持 Neutral 投資建議。

合勤控(3704 TT)：長假導致工作天數減少，但南亞客戶拉貨表現優於預期，營收雖然月減但優於預期；展望後勢，歐美客戶回補庫存，將帶動光纖網路設備營收回溫，WiFi-7 升級潮將帶動企業級網通設備穩健成長，印度寬頻基礎建設推升 5G FWA 營收成長，皆帶動營收向上，但因產品組合轉差影響獲利，故維持 Trading Buy 投資評等。

新復興(4909 TT)：2024 年度印度 5G 基地台天線板出貨高峰已過，短期年

2025 年 3 月 11 日

度新訂單尚未出貨，營收持穩；2024 年受惠於印度加快寬頻網路基礎建設，5G 基地台天線板出貨成長，美商休斯電子高軌、低軌衛星天線板出貨共同挹注營收，帶動營收與獲利顯著成長，由於先前推薦已到價，且全年 5G 天線板訂單金額固定，短期進入新舊訂單轉換期，故維持 Neutral 投資建議。

中磊(5388 TT)：客戶需求穩定，營收持穩；展望後勢，受惠於 5G FWA、10G PON、DOCSIS4.0 以及 WiFi-7 等...新技術 CPE 陸續在 2025 年出貨，直接受惠電信商需求復甦商機，且具 AI 辨識功能 IP-Cam 出貨與企業級網通設備需求復甦，帶動營運重回成長，維持 Buy 投資建議。

啟基(6285 TT)：客戶需求穩定，營收持穩；展望後勢，受惠於產品組合轉佳、營收規模放大，以及新台幣相對美元貶值，帶動 4Q24 毛利率來到相對高點，並預期 2025 年毛利率將優於 2024 年，2025 年網通與車用產品營運復甦，但因營運回溫幅度弱於預期，維持 Neutral 投資建議。

宇智(6470 TT)：電信商對 5G Outdoor Bridge 需求優於預期，營收小幅月增；展望後勢，受惠於北美 Tier-1 電信商擴容 5G 網路，帶動 5G Outdoor Bridge 需求向上，智慧電表標案帶動 WiFi-7 模組出貨，以及 5G Fail-Over 出貨至日本市場，2025 年營運重回成長軌道、獲利將持續成長，維持 Buy 投資建議。

展望 1Q25，歷經一年多的庫存調整，歐美電信商客戶庫存已低，FED 降息可望刺激終端需求，加上寬頻網路晶片龍頭已見到訂單回溫，預期網通設備庫存調整告一段落，2024 年末已見部分廠商 WiFi-7、10G PON、5G FWA 新產品陸續出貨，客戶開始以急單、短單回補庫存，印度寬頻網路建設需求成長，預期美國、印度將是台灣網通廠商主要成長動力來源，但因年節長假縮短工作天數，多數公司營收將季減，但少數營收基期較低的公司可望出現營收季持平的表現。

展望 2025 年，歐、美電信商歷經 1 年的庫存調整，庫存已降至健康水位，適逢歐美央行已降低利率水準，預期需求將獲提升，寬頻網路晶片龍頭廠商已在 4Q24 確認晶片需求回溫，宣告 2025 年網通廠商營運重回成長；iPhone16 系列機種全數導入 WiFi-7，消費性 CPE 預期將陸續導入 WiFi-7，啟動 WiFi-7 換機需求，預期 WiFi-7 2025 年出貨滲透率可達 20%，頻寬升級趨勢仍未停止，10G PON、DOCSIS4.0 將陸續導入，並配合 WiFi-7，新技術將提升出貨單價，有利於網通廠商營收成長；印度市場將持續進行寬頻網路基礎建設，尤其在郊區、鄉村以 5G 訊號覆蓋是最有效率的方式，預期 5G 相關建設將持續進行，天線板、5G FWA CPE 出貨將維持於高檔，受惠美國市場回補庫存，印度市場維持於高檔，預期 2025 年網通廠商營收將重回成長軌道。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

線上遊戲

橘子 (6180 TT)

宇峻 (3546 TT)、智冠 (5478 TT)

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|-------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|-------|---------|------------|----------|
| | | 新高 (百萬元) | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 鈞象 | 3293 | | 1,747 | -0.17% | 1,712 | 1.99% | 32.14 | 38.73 | 58.13 | 64.75 | 912.00 | 23.55 | 14.09 | Neutral | | - |
| 宇峻 | 3546 | | 97 | -31.46% | 112 | -16.25% | 5.09 | 5.38 | 30.19 | 31.07 | 77.60 | 14.43 | 2.50 | Neutral | | - |
| 智冠 | 5478 | | 488 | -15.97% | 548 | -12.26% | 7.30 | 7.99 | 62.81 | 46.80 | 129.00 | 16.15 | 2.76 | Neutral | | - |
| 橘子 | 6180 | | 1,063 | 17.12% | 821 | 22.73% | 11.78 | 2.52 | 32.13 | 36.66 | 76.50 | 30.40 | 2.09 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

鈞象 (3293 TT)：鈞象 (3293 TT) 公布 02/2025 營收為 17.47 億元，MOM -0.17%，YOY +25.21%，與群益預估的 17.12 億元差異不大，東南亞授權維持強勁成長。

評價方面，2025 年主要成長動能來自於東南亞授權，且未來 2~3 年成長明確，若歐美授權 (TaDa Gaming) 成功切入歐洲和美洲市場，會是另外一塊很大的成長動能，然目前評價合理，故維持 Neutral 的投資建議。

宇峻 (3546 TT)：宇峻 (3546 TT) 公布 02/2025 營收為 9,657 萬元，MOM -31.46%，YOY -35.46%，與群益預估的 1.12 億元相差 -16.25%，低於預期，主要是因為農曆年假旺季已過，休閒類遊戲營收下滑，主力遊戲亦無大改版且沒有新遊戲推出所致。

評價方面，2025 年宇峻推出的手遊並沒有大作，營收和獲利缺乏成長動能，評價亦在合理區間，故給予 Neutral 的投資建議。

橘子 (6180 TT)：橘子 (6180 TT) 公布 02/2025 營收為 10.63 億元，MOM +17.12%，YOY -27.71%，與群益預估的 8.21 億元相差 +29.48%，優於預期。主要是因為適逢主力遊戲《新楓之谷》的旺季，配合改版活動，營收呈現 MOM 大幅成長。

評價方面，2025 年較值得期待的是《新楓之谷》的 20 週年大改版，不過因為 2024 年基期已墊高，預估 2025 年營收與 2024 年相當，因營收和獲利缺乏成長動能，故給予 Neutral 的投資建議。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

文創

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|-------------|--------------|------------|-------------|-------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 (百萬元) | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 華研 | 8446 | | 76 | -3.56% | 75 | 0.10% | 11.44 | 9.41 | 41.36 | 45.26 | 120.00 | 12.76 | 2.65 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

華研 (8446 TT)：華研 (8446 TT) 公布 02/2025 營收為 7,555 萬元，MOM -3.56%，YOY -10.51%，與群益預估的 7,547 萬元差異不大。02/2025 沒有

2025 年 3 月 11 日

大型演唱會貢獻，營收維持在低檔。

評價方面，與騰訊重新議約後對授權收入影響不大，使得整體獲利缺乏成長動能，目前評價並無偏低，故給予 Neutral 的投資建議。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

電子商務

網家(8044 TT)

數字(5287 TT)

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----------|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 一零四 | 3130 | | 200 | 12.00% | 199 | 0.67% | 14.14 | 13.79 | 50.76 | 49.51 | 228.50 | 16.57 | 4.61 | TradingBuy | 250.00 | 9.40% |
| 訊連 | 5203 | | 187 | -8.53% | 193 | -3.39% | 3.98 | 4.17 | 59.80 | 60.48 | 117.00 | 28.03 | 1.93 | TradingBuy | 144.00 | 23.07% |
| 數字 | 5287 | | 164 | -8.40% | 174 | -6.14% | 12.44 | 13.13 | 37.06 | 39.69 | 187.00 | 14.24 | 4.71 | TradingBuy | 200.00 | 6.95% |
| 91APP*-KY | 6741 | | 132 | -6.50% | 135 | -1.75% | 4.13 | 4.80 | 26.93 | 30.53 | 100.50 | 20.95 | 3.29 | Buy | 126.00 | 25.37% |
| 網家 | 8044 | | 3,092 | 6.71% | 2,762 | 10.65% | -2.55 | -1.50 | 29.03 | 27.53 | 48.50 | - | 1.76 | Neutral | - | - |
| 富邦媒 | 8454 | | 8,301 | -9.27% | 8,315 | -0.17% | 13.68 | 14.86 | 39.63 | 41.69 | 387.00 | 26.05 | 9.28 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

91APP*-KY(6741 TT)：91APP*KY(6741 TT)公布 02/2025 營收為 1.32 億元，MOM -6.50%，YOY +16.43%，與群益預估的 1.35 億元相差-1.76%，符合預期，營收 YOY 維持雙位數以上成長。

評價方面，2025 年 D2C 成長力道會持續高於整體電商，預估營收仍會有 15~20%的高成長，故維持 Buy 的投資建議，目標價為 126 元。

網家(8044 TT)：網家(8044 TT)公布 02/2025 營收為 30.92 億元，MOM +6.71%，YOY -2.21%，與群益預估的 27.62 億元相差+10.67%，優於預期，主要是因為 iPhone 16e 於 02/2025 下旬開賣以及《魔物獵人 荒野》推出帶動相關 3C 產品的需求。

評價方面，受到 B2C 競爭日趨激烈，市佔率持續下滑，以及 3C 產品表現較為疲弱的關係，公司未來展望仍不明朗，且尚無轉盈時間表，故維持 Neutral 的投資建議。

富邦媒(8454 TT)：富邦媒(8454 TT)公布 02/2025 營收為 83.01 億元，MOM -9.27%，YOY +1.37%，與群益預估的 83.15 億元差異不大，富邦媒的復甦力道仍偏弱，主要是受到競爭加劇的影響。

評價方面，雖股價有殖利率保護，不過短期營運不會明顯好轉，目前評價合理，故給予 Neutral 的投資建議。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

工業電腦

科誠(4987 TT)、凌華(6166 TT)

樺漢(6414 TT)

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 研華 | 2395 | | 5,295 | -7.64% | 5,134 | 3.04% | 10.43 | 13.71 | 59.56 | 64.87 | 394.50 | 28.78 | 6.08 | Buy | 509.00 | 29.02% |
| 科誠 | 4987 | | 111 | 47.25% | 89 | 19.96% | 7.29 | 7.60 | 38.18 | 40.38 | 84.90 | 11.17 | 2.10 | Neutral | | - |
| 凌華 | 6166 | | 837 | 14.98% | 619 | 26.01% | -0.16 | 1.72 | 23.59 | 25.16 | 75.70 | 44.03 | 3.01 | Neutral | | - |
| 樺漢 | 6414 | | 10,477 | -7.13% | 12,397 | -18.32% | 18.11 | 21.80 | 166.60 | 177.50 | 309.00 | 14.17 | 1.74 | Buy | 350.00 | 13.26% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

工業電腦族群客戶庫存調整已告一段落，以龍頭廠研華(2395 TT)來看，4Q24 全球 B/B Ratio 提升至 1.12，北美、歐洲和中國分別為 1.07、1.08 和 1.02，北美、歐洲和中國都回升至 1 以上，顯示市場景氣與企業支出穩步復甦，加上客戶庫存水位在低檔，故 2025 年工業電腦的營收有望止跌回升。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

自動化

全球傳動(4540 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|--------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|--------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 亞德客-KY | 1590 | | 2,371 | 6.83% | 2,403 | -1.34% | 38.12 | 40.34 | 239.46 | 262.06 | 964.00 | 23.90 | 3.68 | Buy | 1251.00 | 29.77% |
| 上銀 | 2049 | | 1,931 | 1.59% | 2,079 | -7.70% | 5.57 | 7.56 | 104.38 | 107.06 | 299.50 | 39.63 | 2.80 | Buy | 416.00 | 38.89% |
| 全球傳動 | 4540 | | 128 | -11.86% | 160 | -24.61% | -1.39 | -2.60 | 27.79 | 25.19 | 51.70 | - | 2.05 | Neutral | | - |
| 氣立 | 4555 | | 122 | 6.04% | 120 | 1.01% | -0.86 | 0.08 | 40.33 | 38.64 | 43.35 | 572.66 | 1.12 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

上銀(2049 TT) 02/2025 營收 19.31 億元，MoM+1.59%，仍為近期偏低水準，原因在於中國客戶農曆春節過後需求回溫狀況落後預期，不過，近期中國政府再度宣示將透過貨幣政策、財政政策刺激當地景氣，將有助於上銀相關接單數量回升，加上 AI、半導體衍生亦為另一業績動能，上銀 2025 年營收展望佳，配合「人形機器人」題材有機會持續發揮，故群益維持對上銀 Buy 的投資建議。

亞德客-KY(1590 TT) 02/2025 營收 23.71 億元，MoM+6.83%，主要係農曆春節過後中國客戶需求逐漸回溫所致，觀察目前接單狀況，預估 03/2025 營收動能仍佳。由於中國政府表示將持續推動更積極的貨幣、財政政策，亞德客-KY 為受惠者之一，2025 年營收展望優於 2024 年，故群益維持對亞德客-KY Buy 的投資建議。

台灣精銳(4583 TT) 02/2025 營收 2.74 億元，MoM+14.77%，為 01/2023 迄今最高，動能來自零售、半導體業者需求回溫，且 2025 年台灣精銳營收展望更勝 2024 年。此外，台灣精銳為「人形機器人」潛在受惠者之一，亦提供重要股價題材，故群益維持對台灣精銳 Buy 的投資建議。

2025 年 3 月 11 日

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

面板及零組件

友達(2409 TT)、台表科(6278 TT)。

中光電(5371 TT)、瑞儀(6176 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|--------|------|-------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 佳世達 | 2352 | | 15,534 | -6.07% | 16,021 | -3.13% | 1.12 | 1.89 | 18.45 | 19.64 | 32.75 | 17.29 | 1.67 | Trading Buy | 38.00 | 16.03% |
| 友達 | 2409 | | 24,606 | 13.69% | 21,815 | 11.34% | -0.40 | 0.33 | 19.99 | 19.49 | 15.00 | 45.05 | 0.77 | Trading Buy | 15.90 | 6.00% |
| 群創 | 3481 | | 18,504 | -0.85% | 18,998 | -2.66% | -0.18 | 0.13 | 29.81 | 29.42 | 14.90 | 114.00 | 0.51 | Neutral | - | - |
| 中光電 | 5371 | | 2,573 | -9.89% | 3,124 | -21.41% | 2.10 | 2.62 | 62.40 | 63.32 | 81.00 | 30.90 | 1.28 | Buy | 100.00 | 23.45% |
| 瑞儀 | 6176 | | 3,540 | -19.53% | 3,987 | -12.60% | 15.63 | 16.25 | 81.29 | 87.93 | 192.00 | 11.82 | 2.18 | Neutral | - | - |
| 台表科 | 6278 | | 3,998 | -2.20% | 3,470 | 13.21% | 9.94 | 9.81 | 77.24 | 75.73 | 111.50 | 11.36 | 1.47 | Neutral | - | - |
| 元太 | 8069 | | 2,587 | 14.34% | 2,480 | 4.16% | 7.74 | 8.33 | 49.79 | 53.12 | 290.00 | 34.82 | 5.46 | Buy | 371.00 | 27.93% |
| 凌巨 | 8105 | | 697 | 7.43% | 711 | -1.96% | 0.06 | 0.10 | 17.93 | 18.17 | 14.35 | 149.32 | 0.79 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

受惠於中國家電補貼、品牌廠因應美國提高關稅的備貨需求，02/2025 TV 面板報價上漲，群創(3481 TT)大尺寸面板出貨 855 萬片，MoM+6.88%，但中、低階產品出貨比重較高，群創營收 185.04 億元，MoM-0.85%；至於友達(2409 TT)營收 246.06 億元，MoM+13.69%，主要係 Mobility solution、Vertical solution 相關標案季初通常入帳較少，01/2025 友達營收基期較低所致。

就評價而言，由於補貼政策對刺激中國市場需求的延續性、美國電視實際銷售狀況均尚待觀察，故群益維持群創 Neutral 的投資建議，惟對友達の投資建議為 Trading Buy，則係考量轉型成效顯現。

元太(8069 TT) 02/2025 營收 25.87 億元，MoM+14.34%，動能主要來自美國市場。雖然預估 1Q25 營收將受淡季影響而較 4Q24 減少，不過，由於美國等地零售、物流業者建置 ESL 態度積極，將推升物聯網應用營收擴大，加上消費性電子產品營收受惠於彩色 eReader 滲透率提高效應，2025 年元太營收展望仍佳，且預估將逐季增加，此外，2024 年毛利率受 Spectra、Kaleido 等產品的新規格量產初期良率較低影響，4Q24 迄今狀況均持續改善，亦有助於提升元太獲利表現，故群益維持對元太 Buy 的投資建議。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

射頻元件

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|-------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 全新 | 2455 | | 266 | 1.64% | 256 | 3.67% | 3.63 | 3.93 | 18.01 | 18.69 | 135.50 | 34.52 | 7.25 | Buy | 216.00 | 59.40% |
| 穩懋 | 3105 | | 1,170 | -0.59% | 1,158 | 1.08% | 1.81 | 2.43 | 89.92 | 83.24 | 109.00 | 44.95 | 1.31 | Neutral | - | - |
| 宏捷科 | 8086 | | 260 | 18.59% | 240 | 7.67% | 2.65 | 2.69 | 39.73 | 40.77 | 94.40 | 35.13 | 2.32 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

全新(2455 TT) 02/2025 營收 2.66 億元，MoM+1.64%，動能來自光電子產品，相關營收增加至 0.78 億元，MoM+12.34%，創歷史新高，表現優於群益先前預估。雖然中國手機市場景氣未見全面復甦跡象，不過，光電子產品受

2025 年 3 月 11 日

惠於資料中心相關新產品訂單數量持續擴大，2025 年出貨成長性可期，加上考量全新具備「矽光子」題材，故群益維持對全新 Buy 的投資建議。

宏捷科(8086 TT) 02/2025 營收 2.60 億元，MoM+18.59%，原因在於中國政府推出家電補貼政策，且以中、低階機種受惠程度較大，農曆春節前後相關產品需求增溫，不過，由於中國手機市場在 02/2025 中旬過後需求降溫，且迄今未見改善跡象，不利於射頻元件族群營收表現，故群益維持對宏捷科 Neutral 的投資建議。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

汽車零組件

東陽(1319 TT)。

和勤(1586 TT)、麗清(3346 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 東陽 | 1319 | * | 2,509 | 12.50% | 2,100 | 16.29% | 7.40 | 7.84 | 46.43 | 48.77 | 122.00 | 15.55 | 2.50 | Buy | 140.00 | 14.75% |
| 堤維西 | 1522 | | 1,529 | -9.23% | 1,680 | -9.89% | 5.89 | 4.85 | 30.82 | 32.47 | 61.30 | 12.65 | 1.89 | Neutral | | - |
| 巧新 | 1563 | | 638 | 6.73% | 600 | 5.92% | 3.18 | 3.74 | 41.28 | 42.69 | 69.80 | 18.65 | 1.63 | TradingBuy | 75.00 | 7.44% |
| 和勤 | 1586 | | 158 | -15.63% | 205 | -29.94% | 0.39 | 0.44 | 13.97 | 14.39 | 30.60 | 69.01 | 2.13 | Neutral | | - |
| 劍麟 | 2228 | | 376 | -16.93% | 400 | -6.43% | 9.18 | 7.36 | 65.92 | 61.51 | 97.80 | 13.28 | 1.59 | Neutral | | - |
| 宇隆 | 2233 | | 304 | 8.10% | 295 | 2.80% | 10.96 | 12.34 | 64.92 | 70.77 | 215.00 | 17.42 | 3.04 | Buy | 266.00 | 23.72% |
| 怡利電 | 2497 | | 315 | -24.12% | 350 | -11.23% | 3.09 | 3.54 | 20.47 | 21.33 | 58.40 | 16.48 | 2.74 | TradingBuy | 64.00 | 9.58% |
| 麗清 | 3346 | | 540 | -32.71% | 780 | -44.54% | 2.37 | 2.88 | 28.04 | 29.49 | 33.80 | 11.75 | 1.15 | Neutral | | - |
| 智伸科 | 4551 | | 590 | -23.14% | 600 | -1.67% | 8.29 | 8.12 | 76.74 | 77.75 | 106.00 | 13.05 | 1.36 | Buy | 127.00 | 19.81% |
| 胡連 | 6279 | | 751 | -8.14% | 730 | 2.79% | 13.10 | 15.11 | 65.89 | 75.58 | 169.00 | 11.19 | 2.24 | Buy | 200.00 | 18.34% |
| 聯嘉 | 6288 | | 456 | -7.21% | 440 | 3.53% | 0.40 | 1.22 | 13.64 | 14.66 | 25.40 | 20.77 | 1.73 | TradingBuy | 32.50 | 27.95% |
| 皇田 | 9951 | | 455 | -10.70% | 450 | 1.17% | 4.20 | 4.92 | 49.08 | 51.36 | 57.10 | 11.59 | 1.11 | TradingBuy | 61.00 | 6.83% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

根據 MARKLINES 資料顯示，01/2025 全球輕型車銷量 678 萬輛，MoM-21.44%、YoY+1.9%。2024 年累計銷量 8,900 萬輛，YoY+2.1%，較 2023 年小幅增長。2025 年經季節性調整後年化銷量達 8,900 萬輛，與 2024 年持平。02/2025 重點車市方面：中國乘聯會公布 02/2025 乘用車市場零售 139.7 萬輛，MoM-22%、YoY+26%。01/2025~02/2025 零售 319.1 萬輛，YoY+1%。02/2025 新能源車市場零售 72 萬輛，MoM-3%、YoY+85%，01/2025~02/2025 零售 146.5 萬輛，YoY+38%。乘聯會預估 2025 年乘用車零售 2,340 萬輛，YoY+2%；預估新能源車零售 1,330 萬輛，YoY+20%，滲透率 57%。亞洲市場方面，日本、韓國 02/2025 銷量提升，日本銷量 MoM+8.80%、YoY+18.71%。韓國銷量 MoM+23.92%、YoY+13.16%。台灣 02/2025 銷量 2.75 萬輛，MoM-21.53%、YoY+4.75%。美國汽車 01/2025 銷量 MoM-5.41%、YoY-11.09。歐洲各國車市 02/2025 銷量漲跌互見，但整體銷量呈現月減、年減。整體來看，01/2025 全球車市銷量下滑，02/2025 呈現持續下滑走勢。依過往走勢來看，預估 03/2025 銷量回升。

相關零組件廠商方面，01/2025 營收表現普遍優於預期。雖然受農曆春節假期影響，但因有提前拉貨需求，客戶訂單維持旺盛，部分廠商 01/2025 營收呈現月增態勢，營收衰退的廠商也僅小幅下滑。02/2025 則受到春節假期後段以及 2 月天數相對短少影響，大多數廠商營收呈現下滑走勢。因營收基期已低且拉貨動能恢復，預估 03/2025 營收向上。從季度角度來看，受惠於

2025 年 3 月 11 日

季節性因素帶動，4Q24 營收動能多向上提升。1Q25 則受到春節假期影響，預估營收動能將相對平緩。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

LED

億光 (2393 TT)

富采 (3714 TT)、臻創科技-KY 創 (6854 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----------|------|-------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 (百萬元) | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 億光 | 2393 | | 1,600 | -0.82% | 1,524 | 4.71% | 6.37 | 5.71 | 45.01 | 47.72 | 78.00 | 13.67 | 1.63 | Neutral | - | - |
| 富采 | 3714 | | 1,765 | -4.28% | 1,960 | -11.04% | -1.88 | -0.92 | 62.58 | 61.66 | 42.85 | - | 0.69 | Neutral | - | - |
| 臻創科技-KY 創 | 6854 | | 99 | -19.01% | 140 | -41.02% | 0.51 | 2.71 | 17.49 | 19.76 | 195.00 | 71.95 | 9.87 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

億光 (2393 TT) 02/2025 營收 16.13 億元，MoM-0.82%、YoY-1.11%，較原先預期 1.52 億元高出 4.71%，表現符合預期。

億光 02/2025 營收在工作天數減少下，僅微幅月減，主因公司自 2H24 起持續增加不可見光產品線，目前不可見光 37%、照明 8%、背光 17%、消費性電子及手機 22%、車用 12%、其他 3%。以毛利率由高至低排列：消費性電子 > 不可見光 > 車用 > 照明及背光 (低於平均毛利率)。以個別產品線來看，公司預期 2025 年將以車用為主要成長主軸。

億光位居下游的 LED 封裝產業近期並無同業大幅擴產，同時公司持續改善產品結構，提升整體毛利率，帶動整體獲利穩健成長，2025 年營收成長幅度有望優於整體產業平均水準。

根據研調機構預估，Micro LED 顯示器 2024 年市場規模約 7,000 萬美元，2025~2028 年滲透率將大幅增加，預計 2030 年將達到 77.8 億美元，佔顯示器市場規模約 5.3%。

臻創科技-KY 創 (6854 TT) 02/2025 營收 0.99 億元，MoM-19.01%、YoY+95.85%。低於原先預期，月減主因為二月工作天數略減，同時工程收入是按完工比例方式認列營收，工作天數減少導致營收下滑。設備部分目前則預計最快於 3Q25 再繼續貢獻營收。1H25 則持續有工程收入貢獻，同時公司也規劃增資用於擴充產能及研發設備所需，另現有租賃的廠房，公司也有分期購入計畫。另根據查訪，目前公司預計 2H25 起陸續有 Micro LED 穿戴裝置量產，屆時營收將回歸成長軌道。

富采 (3714 TT) 02/2025 營收 17.65 億元，MoM-4.28%、YoY+18.54%，低於原先預期。主因二月客戶庫存仍在調整、消費性電子產品需求尚未恢復下，拉貨動能趨緩所致，1Q25 預計為全年谷底。公司為降低消費性電子產品對營收影響，將持續提升車用產品佔比，但由於需要通過車廠認證仍須一定時間，預計還需 2~3 年才能顯著貢獻營收。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

生技 精華(1565 TT) 美時(1795 TT)、中裕(4147 TT)、智擎(4162 TT)、台康生技(6589 TT)

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|-------|------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 精華 | 1565 | | 403 | 21.73% | 353 | 12.45% | 14.56 | 15.78 | 129.07 | 135.12 | 195.50 | 12.39 | 1.45 | Neutral | | - |
| 美時 | 1795 | | 967 | -55.48% | 1,155 | -19.45% | 19.05 | 21.99 | 79.66 | 95.43 | 259.50 | 11.80 | 2.72 | Buy | 330.00 | 27.16% |
| 中裕 | 4147 | | 48 | -2.89% | 55 | -12.67% | -0.46 | -0.27 | 8.94 | 8.67 | 97.80 | - | 11.28 | Neutral | | - |
| 智擎 | 4162 | | 18 | -22.32% | 25 | -35.17% | 12.02 | 6.18 | 37.06 | 31.22 | 107.00 | 17.30 | 3.43 | Neutral | | - |
| 望隼 | 4771 | | 259 | 1.09% | 259 | 0.09% | 11.29 | 13.24 | 39.70 | 50.30 | 191.00 | 14.43 | 3.80 | Buy | 225.00 | 17.80% |
| 藥華藥 | 6446 | | 1,022 | -3.17% | 1,108 | -8.43% | 8.69 | 17.68 | 80.51 | 95.96 | 573.00 | 32.42 | 5.97 | TradingBuy | 795.00 | 38.74% |
| 保瑞 | 6472 | | 1,727 | 5.54% | 1,800 | -4.22% | 38.09 | 52.86 | 124.44 | 140.27 | 802.00 | 15.17 | 5.72 | Buy | 1045.00 | 30.29% |
| 台康生技 | 6589 | | 42 | -15.49% | 62 | -45.98% | -2.48 | -2.62 | 30.25 | 27.63 | 76.70 | - | 2.78 | Neutral | | - |
| 視陽 | 6782 | | 339 | 34.91% | 314 | 7.34% | 10.40 | 13.17 | 54.77 | 62.11 | 177.50 | 13.47 | 2.86 | Neutral | | - |
| 康霽* | 6919 | | 00 | - | 04 | - | -3.84 | -5.86 | 63.21 | 57.35 | 860.00 | - | 15.00 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

精華 02/2025 營收受惠於工作天數恢復，以及新增矽水膠產品帶動成長，投資建議維持 Neutral。

美時 02/2025 美國市場血癌藥 Lenalidomide 銷售部分遞延到三月出貨，整體維持成長趨勢不變。投資建議維持 Buy。

中裕 02/2025 愛滋新藥出貨時程變化影響，觀察後續授權進度，投資建議維持 Neutral。

智擎 02/2025 權利金營收受到授權廠商銷售額影響下滑；投資建議維持 Neutral。

保瑞 02/2025 營收成長動能來自美國 Upsher-Smith 廠營收及美國馬里蘭廠納入合併。預計 2 月起營收逐月提升。2Q25 成長來自穩定的訂單流及產能逐步恢復，月營收有望維持在約 20 億元左右。投資建議維持 Buy。

台康生技 02/2025 營收因為工作天數影響，CDMO 業務貢獻以外以及認列里程碑金貢獻較低；投資建議 Neutral。

群益觀點：生技醫療產業受惠川普政策、生物安全法案、人口老化需求提升、缺藥議題等等因素。隱形眼鏡需求成長，中國殺價影響逐漸趨緩評價有望回升。

個股建議：美時、保瑞、望隼投資建議維持 Buy；藥華藥維持 Trading Buy。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

水泥 無。 台泥(1101 TT)、亞泥(1102 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|----------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 台泥 | 1101 | | 9,123 | -25.30% | 13,921 | -52.58% | 1.58 | 1.45 | 30.40 | 30.88 | 34.75 | 23.95 | 1.13 | trading buy | 37.00 | 6.47% |
| 亞泥 | 1102 | | 4,184 | -28.81% | 6,933 | -65.68% | 3.39 | 3.17 | 48.99 | 50.16 | 44.05 | 13.89 | 0.88 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

目前仍處於下游需求淡季，1Q25 水泥價格將呈震盪走跌格局。投資建議方面，台泥於歐洲市場布局有利受惠俄烏停戰重建需求，維持 Trading Buy 投資建議。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

塑化 無(2330 TT)。 台苯(1310 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 台塑 | 1301 | | 16,130 | 15.38% | 16,055 | 0.46% | -0.20 | 0.51 | 53.37 | 53.88 | 39.05 | 76.75 | 0.72 | Neutral | | - |
| 南亞 | 1303 | | 22,081 | 7.93% | 21,898 | 0.82% | 0.57 | 1.02 | 45.28 | 46.00 | 33.80 | 33.27 | 0.73 | Neutral | | - |
| 華夏 | 1305 | | 850 | 9.68% | 834 | 1.94% | -0.72 | 0.45 | 15.42 | 15.76 | 13.95 | 31.29 | 0.89 | Neutral | | - |
| 台達化 | 1309 | | 1,446 | 12.50% | 1,371 | 5.18% | -0.61 | -0.04 | 16.20 | 16.15 | 15.50 | - | 0.96 | Neutral | | - |
| 台苯 | 1310 | | 721 | -17.90% | 932 | -29.32% | -0.50 | -0.16 | 12.82 | 12.65 | 10.75 | - | 0.85 | Neutral | | - |
| 台化 | 1326 | | 27,143 | 13.01% | 25,260 | 6.94% | 0.06 | 0.82 | 46.50 | 57.17 | 29.60 | 36.23 | 0.52 | Neutral | | - |
| 台塑化 | 6505 | | 54,986 | -7.65% | 56,298 | -2.38% | 0.63 | 0.92 | 31.17 | 34.65 | 39.65 | 43.29 | 1.14 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

年後隨下游陸續復工，加上工作天數較多，在銷量增長之下，03/2025 營收有望持續增溫。惟中國需求未見起色，加上原油價格走疲，對於塑化產品報價難達到支撐作用。而言，中長期中國市場供給壓力未減、加上下游需求復甦不顯著，塑化產業需較長時間以去化市場過剩產能，景氣恐呈現 L 型復甦，獲利波動將主要來自於存貨價值的變化。投資建議方面，對相關個股維持 Neutral 投資建議。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

散裝 無。 新興(2605 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 新興 | 2605 | | 233 | -27.18% | 329 | -41.33% | 2.50 | 2.22 | 28.88 | 29.60 | 27.90 | 12.59 | 0.94 | Buy | 32.00 | 14.69% |
| 中航 | 2612 | | 366 | -13.96% | 402 | -9.74% | 4.46 | 3.24 | 62.12 | 63.06 | 47.50 | 14.65 | 0.75 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

近期海岬型船舶運價漲幅顯著，目前日租金已來到 2 萬美元。俄烏停戰重建需求方面，由於烏克蘭可停靠大船的港口有限，倘若重建規模較大的話，由小船運送鋼材的可能性較高，然若鋼材需求回升，亦有利於鐵礦砂需求提升，故重建商機對於整體散裝市場需求具有正面效益。投資建議方面，維持新興投資建議為 Buy。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

貨櫃 無。 長榮(2603 TT)、萬海(2615 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|------|------|----------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 長榮 | 2603 | | 34,233 | -18.97% | 38,910 | -13.66% | 63.35 | 47.25 | 256.75 | 279.56 | 224.50 | 4.75 | 0.80 | Trading Buy | 232.00 | 3.34% |
| 陽明 | 2609 | | 14,694 | -16.47% | 15,900 | -8.20% | 18.28 | 12.93 | 95.60 | 103.03 | 74.00 | 5.72 | 0.72 | Neutral | | - |
| 萬海 | 2615 | | 10,633 | -27.54% | 13,191 | -24.06% | 16.10 | 11.77 | 88.01 | 94.78 | 86.00 | 7.31 | 0.91 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

近期歐洲線漲價後再度回跌，美洲線運價則是未見止跌跡象，其中美西線運價已接近航商成本線，若短期內未見止跌，則恐影響 2Q25 美國線長約談判。展望後市，市場變數仍多，其中以哈停火進展決定航商是否復航紅海、增加市場運力，而美國重啟關稅貿易壁壘則恐全球經濟成長、進而不利貨櫃海運需求。投資建議方面，2024 年貨櫃航商獲利大幅增長下，2025 年具有高殖利率題材，維持長榮 Trading Buy 投資建議。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

航空

無。

無。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|------|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|----------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 華航 | 2610 | | 16,037 | -16.85% | 17,380 | -8.37% | 2.37 | 2.02 | 14.14 | 15.41 | 24.60 | 12.20 | 1.60 | Neutral | | - |
| 長榮航 | 2618 | | 16,675 | -16.81% | 18,326 | -9.90% | 5.24 | 4.64 | 23.26 | 24.90 | 45.25 | 9.75 | 1.82 | Neutral | | - |
| 台灣虎航 | 6757 | | 1,528 | -9.70% | 1,493 | 2.27% | 6.03 | 7.46 | 15.24 | 17.82 | 90.30 | 12.10 | 5.07 | Trading Buy | 93.00 | 2.99% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

農曆需求旺季過後，航空公司 02/2025 營收普遍呈現月減。美國針對小額包裹優惠取消的政策目前仍反覆不定，對於航空貨運為潛在風險。投資建議方面，維持 2025 年獲利維持正增長、具高現金殖利率題材的台灣虎航 Trading Buy 投資建議。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

鋼鐵

新光鋼(2031 TT)。

豐興(2015 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|----------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 中鋼 | 2002 | | 28,162 | 9.53% | 27,365 | 2.82% | 0.13 | 0.39 | 19.10 | 19.52 | 24.70 | 63.35 | 1.27 | Neutral | | - |
| 東和鋼鐵 | 2006 | | 4,729 | 7.33% | 5,012 | -5.97% | 6.14 | 5.19 | 44.70 | 47.75 | 78.80 | 15.18 | 1.65 | Neutral | | - |
| 中鴻 | 2014 | | 1,853 | 10.73% | 2,023 | -9.18% | -0.62 | 0.47 | 9.88 | 11.29 | 25.25 | 54.27 | 2.24 | Neutral | | - |
| 豐興 | 2015 | | 2,390 | 12.62% | 2,727 | -14.09% | 4.26 | 4.38 | 38.28 | 42.26 | 74.90 | 17.12 | 1.77 | Neutral | | - |
| 大成鋼 | 2027 | | 8,779 | 6.74% | 9,057 | -3.16% | 1.28 | 2.36 | 26.18 | 27.24 | 49.75 | 21.12 | 1.83 | Neutral | | - |
| 新光鋼 | 2031 | | 1,968 | 52.35% | 1,326 | 32.65% | 5.55 | 5.18 | 41.38 | 44.56 | 54.00 | 10.43 | 1.21 | Neutral | | - |
| 榮剛 | 5009 | | 993 | 3.59% | 1,055 | -6.25% | 4.56 | 3.88 | 26.54 | 28.17 | 49.20 | 12.69 | 1.75 | Trading Buy | 52.00 | 5.69% |
| 大國鋼 | 8415 | | 1,869 | -1.94% | 1,923 | -2.85% | 2.35 | 2.57 | 24.95 | 25.52 | 38.15 | 14.85 | 1.49 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 主要鋼鐵類股中，豐興因工地拉貨成長不如預期，使營收低於預期。新光鋼受惠盤價上漲及客戶拉貨增加，營收優於預期。

群益觀點：群益觀點：觀察 2025 年的鋼鐵市場，目 WSA 公佈的 2025 年鋼鐵需求展望為正向，即使在中國市場衰退 1% 的預估下，全球的鋼鐵需求仍可成長 1.2%。顯示印度、東南亞、中南美洲及中東非洲等地的需求成長已逐漸淡化中國需求疲弱的影響，其中尤其以印度及其它新興發展經濟體的貢獻最大。而中國市場的鋼鐵需求可能將連續四年衰退 3% 以上，基期已經在相對偏低水準，2025 年的衰退幅度可望縮小。甚至若未來還有推出強力刺激經濟政策，中國鋼鐵需求也可能觸底反彈。

國際鐵礦砂價格上周高檔回落，從 2/24 開始下跌，至今價格已回跌到 100 美元/噸，低於農曆新年前的位置。原料價格持續在 100 美元附近震盪，顯示終端需求並未如台灣鋼鐵股的股價那麼熱絡。

個股建議：市場對美國關稅及俄烏可望停戰的樂觀氣氛帶動鋼鐵股大漲，

2025 年 3 月 11 日

大成鋼、大國鋼、中鋼、中鴻、允強的股價已在大漲後達到目標價，認為目前股價已適度反應市場利多，維持相關個股的投資建議為 Neutral。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

運動休閒

美利達(9914 TT)、巨大(9921 TT)。

儒鴻(1476 TT)、復盛應用(6670 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|---------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|-------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 儒鴻 | 1476 | | 2,634 | -20.91% | 3,056 | -16.01% | 24.20 | 26.48 | 105.40 | 108.02 | 523.00 | 19.75 | 4.84 | Neutral | | - |
| 聚陽 | 1477 | | 2,969 | -15.17% | 3,002 | -1.10% | 16.92 | 20.91 | 75.93 | 96.85 | 379.00 | 18.12 | 3.91 | Neutral | | - |
| 喬山 | 1736 | | 3,455 | 4.64% | 3,086 | 10.68% | 7.52 | 9.63 | 37.30 | 44.93 | 200.00 | 20.77 | 4.45 | Neutral | | - |
| 世界健身-KY | 2762 | | 836 | -1.42% | 873 | -4.53% | 3.13 | 4.30 | 27.86 | 18.22 | 92.40 | 21.46 | 5.07 | Trading Buy | 100.00 | 8.22% |
| 南寶 | 4766 | | 1,732 | -2.86% | 1,902 | -9.81% | 22.54 | 24.60 | 116.81 | 125.42 | 321.00 | 13.05 | 2.56 | Neutral | | - |
| 桂盟 | 5306 | | 375 | -12.70% | 406 | -8.06% | 7.52 | 8.41 | 63.42 | 65.33 | 127.00 | 15.11 | 1.94 | Neutral | | - |
| 復盛應用 | 6670 | | 1,868 | -49.09% | 2,425 | -29.86% | 26.51 | 27.32 | 92.41 | 102.57 | 320.00 | 11.71 | 3.12 | Neutral | | - |
| 柏文 | 8462 | | 451 | 5.55% | 446 | 1.19% | 4.44 | 6.90 | 23.76 | 26.65 | 114.00 | 16.51 | 4.28 | Neutral | | - |
| 寶成 | 9904 | | 18,625 | -29.98% | 20,757 | -11.44% | 6.01 | 5.19 | 23.67 | 27.56 | 38.10 | 7.34 | 1.38 | Neutral | | - |
| 美利達 | 9914 | | 2,177 | -12.94% | 1,806 | 17.05% | 6.62 | 7.54 | 71.25 | 74.78 | 173.50 | 23.01 | 2.32 | Neutral | | - |
| 巨大 | 9921 | | 5,423 | 15.68% | 4,022 | 25.82% | 7.00 | 10.03 | 87.20 | 89.23 | 161.50 | 16.10 | 1.81 | Neutral | | - |
| 百和 | 9938 | | 1,336 | 3.98% | 1,206 | 9.76% | 4.77 | 5.34 | 41.37 | 44.20 | 69.30 | 12.99 | 1.57 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 主要運動休閒個股中，復盛應用因出貨高峰過去，營收低於預期。美利達及巨大受惠歐美出貨增加，營收優於預期。

自行車業：中國自行車市場高檔回落，歐美市場將為 2025 年的焦點。預期 2025 年台灣廠商對歐美市場的出貨可望恢復成長，電動自行車及高階運動自行車的銷售表現可望較佳。2025 年中國市場的銷售量將高檔回落，主要由於基期已高及先前累積的需求已消化完畢。

高爾夫球產業：考量新冠疫情令年輕人口接觸高球運動，並在疫後維持打球習慣，高球運動人口的增加有助於球具銷售長期成長。2025 年復盛應用運用自身優秀的製造能力及越南廠產能佈局的優勢，可望持續增加市占率，在高球用品取得超過市場的成長水準。復盛應用旗下航太產品與非高球運動用品 2025 年可望維持成長力道，且併購車用零組件廠力野於 1Q25 併表，可推升非高球業務的營收成長。

個股建議：預期世界健身-KY 成功併購美國 WGI 後，可擴展國際佈局，且獲利成長恢復成長，維持世界健身的投資建議為 Trading Buy。美利達股價已達目標價，對美利達的投資建議為 Neutral。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

橡膠

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|-------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 正新 | 2105 | | 7,336 | 3.40% | 7,557 | -3.01% | 2.63 | 2.76 | 27.18 | 27.94 | 49.80 | 18.07 | 1.78 | Trading Buy | 55.00 | 10.44% |
| 建大 | 2106 | | 2,667 | -8.49% | 2,568 | 3.70% | 1.38 | 1.42 | 21.00 | 21.42 | 27.60 | 19.39 | 1.29 | Neutral | - | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 主要橡膠類股中，營收大多符合預期。

個股建議，考量正新印度廠 2025 年產能將再提升約 25%，印尼廠則已達到獲利水準，東南亞的佈局已看得到初步成效。受惠打入 BMW 供應鏈效益發酵，2025 年對歐洲外銷可望成長。對正新的投資建議為 Trading Buy。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

綠能水資源

| | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|---|--|--|--|--|--|
| | | | | | | | | | | | 士電(1503 TT)、華城(1519 TT)、上緯投控(3708 TT)、森崴能源(6806 TT)、泓德能源(6873 TT)、世紀鋼(9958 TT)。 | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|---|--|--|--|--|--|

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|-------|-------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 士電 | 1503 | | 2,921 | -31.24% | 3,669 | -25.62% | 6.47 | 9.54 | 65.71 | 70.61 | 177.50 | 18.61 | 2.51 | Neutral | - | - |
| 東元 | 1504 | | 4,435 | 3.06% | 4,710 | -6.19% | 2.78 | 3.12 | 38.06 | 38.79 | 54.70 | 17.55 | 1.41 | Trading Buy | 58.00 | 6.03% |
| 中興電 | 1513 | | 2,155 | 11.71% | 2,061 | 4.37% | 7.20 | 9.43 | 37.84 | 41.19 | 145.50 | 15.43 | 3.53 | Trading Buy | 201.00 | 38.14% |
| 亞力 | 1514 | | 680 | 18.88% | 653 | 3.86% | 3.05 | 3.62 | 18.89 | 21.04 | 108.50 | 29.95 | 5.16 | Neutral | - | - |
| 華城 | 1519 | | 1,176 | -7.74% | 1,564 | -32.99% | 14.75 | 19.54 | 30.28 | 41.32 | 606.00 | 31.01 | 14.66 | Neutral | - | - |
| 大亞 | 1609 | | 2,423 | 13.21% | 2,461 | -1.55% | 2.30 | 2.08 | 17.33 | 15.97 | 42.20 | 20.33 | 2.64 | Neutral | - | - |
| 大同 | 2371 | | 3,042 | -14.53% | 3,923 | -28.96% | 5.45 | 2.54 | 28.82 | 28.01 | 44.80 | 17.62 | 1.60 | Buy | 58.00 | 29.46% |
| 上緯投控 | 3708 | | 527 | -22.39% | 651 | -23.63% | 3.24 | 5.64 | 63.83 | 62.68 | 84.40 | 14.96 | 1.35 | Neutral | - | - |
| 桓達 | 4549 | | 102 | 21.07% | 97 | 5.06% | 4.60 | 9.28 | 32.44 | 37.50 | 153.00 | 16.49 | 4.08 | Neutral | - | - |
| 森崴能源 | 6806 | | 1,694 | -39.21% | 2,921 | -72.43% | 3.58 | 5.54 | 43.02 | 47.76 | 100.50 | 18.15 | 2.10 | Neutral | - | - |
| 雲豹能源 | 6869 | | 333 | 15.21% | 313 | 6.04% | 7.45 | 7.04 | 48.52 | 49.26 | 170.00 | 24.14 | 3.45 | Neutral | - | - |
| 泓德能源 | 6873 | | 317 | -27.39% | 462 | -45.76% | 9.02 | 16.55 | 69.53 | 80.49 | 224.00 | 13.53 | 2.78 | Neutral | - | - |
| 國統 | 8936 | | 317 | -37.31% | 315 | 0.59% | 3.17 | 4.18 | 24.52 | 27.20 | 56.80 | 13.60 | 2.09 | Neutral | - | - |
| 世紀鋼 | 9958 | | 1,250 | -9.99% | 1,441 | -15.22% | 8.95 | 13.31 | 40.80 | 47.51 | 190.00 | 14.28 | 4.00 | Trading Buy | 200.00 | 5.26% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

風電趨勢：國內風電工程，森崴能源(6806 TT)因氣候因素，海事工程認列較少，使得森崴能源 2 月營收月減-39.21%、表現低於預期；世紀鋼(9958 TT)2 月營收月減-9.99%、表現低於預期；國外風電工程，受先前一次性出貨較多影響，上緯投控(3708 TT)2 月營收月減-22.39%、表現低於預期。

重電趨勢：受惠農曆假期結束，預期重電工程營運逐月成長，惟部分公司因

2025 年 3 月 11 日

客戶交期影響，營收低於研究部預期，士電(1503 TT)2月營收月減-31.24%、表現符合預期；中興電(1513 TT)2月營收月增 11.71%、表現符合預期；大亞(1609 TT)2月營收月增 13.21%、表現符合預期；大同(2371 TT)因客戶交期影響，2月營收月減-14.53%、表現低於預期；華城(1519 TT)2月營收月減-7.74%、表現低於預期。

個別工程：受惠在手訂單陸續開工，亞力(1514 TT)2月營收月增 18.88%、表現符合預期；泓德能源(6873 TT)2月營收月減-27.39%、表現低於預期，後續靜待新案場開工；雲豹能源(6869 TT)2月營收月增 15.21%、表現符合預期。

個股建議：看好風電、電網基建的建置需求，並考量部分客戶交問題，維持大同 Buy、東元、中興電、世紀鋼 Trading Buy 的投資建議。

產業

營收優於預期之個股

營收低於預期之個股

航太

八貫(1342 TT)、晟田(4541 TT)。

亞航(2630 TT)、駐龍(4572 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 | |
|------|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|------|---------|-------|-----------|--------|-------|------|----------------|----------|---------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | | | | | | | 2025(F) |
| 八貫 | 1342 | | 242 | -3.81% | 203 | 16.05% | 6.23 | 7.68 | 30.51 | 33.10 | 109.00 | 14.19 | 3.29 | Trading Buy | 135.00 | 23.85% |
| 亞航 | 2630 | | 305 | -24.38% | 360 | -17.73% | 0.67 | 0.62 | 16.57 | 16.85 | 35.60 | 57.81 | 2.11 | Buy | 45.00 | 26.40% |
| 漢翔 | 2634 | | 2,518 | 20.47% | 2,510 | 0.35% | 2.13 | 2.40 | 18.86 | 19.90 | 45.65 | 19.02 | 2.29 | Neutral | | - |
| 長榮航太 | 2645 | | 1,402 | 9.94% | 1,352 | 3.54% | 4.95 | 6.45 | 35.05 | 37.01 | 103.00 | 15.98 | 2.78 | Buy | 121.00 | 17.47% |
| 豐達科 | 3004 | | 303 | 5.03% | 313 | -3.29% | 6.87 | 8.43 | 49.86 | 52.47 | 99.40 | 11.79 | 1.89 | Buy | 129.00 | 29.77% |
| 晟田 | 4541 | | 146 | 51.63% | 116 | 21.08% | 1.26 | 1.43 | 24.00 | 25.24 | 38.40 | 26.77 | 1.52 | Neutral | | - |
| 駐龍 | 4572 | | 50 | -20.84% | 64 | -28.38% | 7.29 | 7.28 | 53.57 | 52.68 | 160.00 | 21.97 | 3.04 | Trading Buy | 170.00 | 6.25% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

民航產業趨勢：先前預期隨著台灣農曆假期結束，產業開始復工，多數民航股 2 月營收將開始呈現月增。惟駐龍(4572 TT)因部分國內專案進入尾聲 2 月營收月減-20.84%、表現低於預期；晟田(4541 TT)受惠一次性軍工產品出貨較多，2 月營收月增 51.63%、表現優於預期；長榮航太(2645 TT)2 月營收月增 9.94%、表現低於預期。

軍工產業趨勢：因軍工廠商專案入帳差異情形，漢翔(2634 TT)受惠 2 月高教機缺料較 1 月改善，2 月營收月增 20.04%、表現符合預期；亞航(2630 TT)因 1 月軍工產品入帳較多，2 月營收月減-24.38%、表現低於預期。

個股建議：考量個別公司航太部門的復甦情形，維持長榮航太&豐達科&亞航 Buy；八貫&駐龍 Trading Buy 的投資建議。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

包材

統一實(9907 TT)、

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 統一實 | 9907 | | 3,002 | -21.35% | 3,532 | -17.64% | 0.97 | 1.06 | 13.15 | 12.47 | 18.00 | 16.95 | 1.44 | Neutral | | - |
| 宏全 | 9939 | | 2,309 | 0.25% | 2,203 | 4.58% | 9.53 | 9.17 | 58.73 | 67.90 | 166.00 | 18.10 | 2.44 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 主要包材類股中，統一實因年後需求下滑，營收低於預期。

個股建議：考量(1)統一實在中國的飲料包材業務持續成長，除了集團統一中控外也新增兩位外部客戶，新產能將在 2025 年投產，可望推升營運獲利。(2)美國對進口馬口鐵的反傾銷調查已在 1Q24 結束，客戶訂單已逐漸回流，推升出貨量成長。評估目前鋼鐵價格有機會落底止穩，有助於統一實馬口鐵業務獲利回穩。綜上所述，因此對統一實的投資建議為 Trading Buy。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

環保

可寧衛(8422 TT)。

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|-------------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 日友 | 8341 | | 302 | -2.06% | 313 | -3.35% | 3.69 | 4.28 | 40.34 | 42.48 | 87.10 | 20.36 | 2.05 | Neutral | | - |
| 可寧衛 | 8422 | | 495 | 4.32% | 431 | 12.85% | 9.78 | 10.52 | 56.37 | 57.15 | 189.50 | 18.01 | 3.32 | Trading Buy | 200.00 | 5.54% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值
資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 主要環保類股中，可寧衛受益於專案認列，營收優於預期。

產業看法：環保產業營運前景穩定，但部份以中國為主要市場的個股，可能因為中國經濟環境的改變帶來營運外的不確定性風險，未來的成長變數較大。

個股建議：考量 1)可寧衛業務包括太陽能發電、廢棄物焚化、掩埋等業務，在綠能環保減碳業務方面的佈局已逐漸成型，故維持可寧衛的投資建議為 Trading Buy。

2025 年 3 月 11 日

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

特用化學 勝一(1773 TT)、上品(4770 TT)

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 勝一 | 1773 | | 1,002 | 26.33% | 809 | 19.26% | 7.21 | 7.72 | 39.09 | 43.10 | 156.50 | 20.28 | 3.63 | Buy | 200.00 | 27.79% |
| 三福化 | 4755 | | 396 | 13.41% | 382 | 3.53% | 4.25 | 5.68 | 44.99 | 47.70 | 121.00 | 21.30 | 2.54 | Neutral | | - |
| 上品 | 4770 | | 301 | 24.68% | 263 | 12.57% | 21.19 | 23.96 | 102.89 | 115.43 | 354.50 | 14.79 | 3.07 | Buy | 407.00 | 14.80% |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

勝一 02/2025 農曆春節影響結束，工作天數恢復。

三福化 02/2025 普通化學產業面臨需求減弱與市場競爭激烈影響持續，春節假期結束工時上升帶動。

上品 02/2025 假期影響趨緩，營收恢復月增。1Q25 在手訂單約 40 億元，預期 1H25 保持穩定成長，毛利率有望上升由於台灣營收佔比提高，2025 年台灣市場為主要成長動力，2nm 製程擴建計畫帶動化學品和內襯設備的需求上升。

群益觀點：隨半導體先進製程產能開出，特化產品將耗材類營收表現逐漸升溫，設備類將隨產能開出時點增加。一般化學品受到中國同質產品低報價影響，關注 2nm 進程將於 2H25 放量，以及 5-7nm 滲透率提升。

個股建議：上品、勝一投資建議維持 Buy。

產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

造紙 永豐餘(1907 TT)

| 公司 | 代號 | 02/2025 營收 | | | | | EPS(元) | | 每股淨值(元) | | 股價 (元) | PER | PBR | 投資評等 | 目標價 (元) | 隱含 漲幅 |
|-----|------|------------|--------------|------------|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|--------|------|---------|------------|----------|
| | | 新高 | 實際值 (百萬元) | MoM (%) | 預估 (百萬元) | 差異 | 2024 | 2025(F) | 2024 | 2025(F) | | | | | | |
| 正隆 | 1904 | | 3,433 | 11.06% | 3,375 | 1.68% | 0.56 | 0.77 | 26.09 | 26.37 | 20.80 | 26.87 | 0.79 | Neutral | | - |
| 華紙 | 1905 | | 1,568 | 4.57% | 1,653 | -5.42% | -0.06 | 0.07 | 13.59 | 13.65 | 17.25 | 264.98 | 1.26 | Neutral | | - |
| 永豐餘 | 1907 | | 5,572 | -4.09% | 6,303 | -13.10% | 0.62 | 0.71 | 34.68 | 35.39 | 29.85 | 42.10 | 0.84 | Neutral | | - |

附註：EPS 以最新股本調整回溯；PER=股價/2025(F)EPS；PBR=股價/2025(F)年底預估每股淨值

資料來源：群益投顧彙整預估

02/2025 主要造紙類股中，永豐餘因春季需求成長有限，營收低於預期。

工紙需求受季節性因素影響較大，預期隨年節假期結束，工業生產逐漸恢復正常，工紙需求將開始回升。

個股建議：紙漿價格偏強主要仍是因季節因素出現短期價格拉抬，紙漿需求有明顯成長的機會不大，維持造紙相關個股的評等為 Neutral。

【投資評等說明】

| 評等 | 定義 |
|-------------------|---------------------------------|
| 強力買進(Strong Buy) | 首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$ |
| 買進(Buy) | $15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$ |
| 區間操作(Trading Buy) | $5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$ |
| | 無法由基本面給予投資評等 |
| 中立(Neutral) | 預期近期股價將處於盤整 |
| | 建議降低持股 |

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「買進」、「強力買進」及「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。