

## 03/2025 營收檢討

### 電子產業營收檢討及投資策略：

受惠於工作與出貨報關天數增加，且美國對等關稅公布執行前的搶先出貨以及中國消費補貼政策帶動的搶便宜需求，03/2025 多數科技業者營收多如預期呈現月增，且普遍增幅高於預期。在總體經濟面，在美國總統川普公布“對等關稅”之前，客戶端加速提前拉貨的動作為合理預期，這部分對於部分業者 3 月營運仍有加溫效果。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。然而美國對等關稅政策公布後，各國關稅稅率普遍遠高於預期，全球資本市場出現震盪。原規定在生效日後由於產品只要入關美國，美方進口商即必須根據進口來源地稅率支付關稅，由於關稅幅度遠高於預期，美國進口商普遍尚未就關稅增加的成本如何反應(漲價，進口商吸收、出口商吸收)等得出方案。因此目前若產品為直接出口美國客戶之廠商，針對對等關稅稅率比較高的國家(如越南、台灣等亞洲地區國家)的生產基地比較普遍收到客戶暫提出貨要求。但隨著川普宣布中國以外對等關稅延後 90 天，短期供應鏈混亂狀況可望暫緩，也可能導致美國客戶轉為要求前述非中國組裝生產基地加速出貨。中國生產基地部分，因為自川普第一任以來，出口美國的商品已有高比重被要求轉移到中國以外生產，因此目前在中國的生產基地普遍還維持出貨者較多。不過有些零組件廠商，雖然出口國並非美國，但因為出口地客戶為下游組裝廠，客戶產品也以美國為出口國，也有部分業者先前已收到暫停出貨通知。但同樣也因延後對等關稅 90 天，故後續轉為加速出貨到中國以外組裝基地可能性也很大。

在消費端電子供應鏈部份，因為前述美國“對等關稅”延後 90 天，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 供應鏈業者短期加速鋪貨到美國客戶，有助於近期營運表現，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，輝達 GTC 大會演講後，內容無法刺激資本市場反應利多，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。投資建議部分，川普反覆，不確定性仍高，近日反彈後建議高評價個股仍應降低持股比重，故原本推薦個股近期已多數降評。因為中國報復美國關稅措施，也同時針對美國進口品無差異課徵高額關稅，這部分有機會導致台灣與中國的 IC 設計公司受惠，其中因為美系類比 IC 全球市佔較高，且取代品也較容易取得，因此以電源類比 IC 部分，取代 TI 為首的美系晶片商機較可期待。

在手機產業方面，因進入上半年 Android 傳統旺季，再加上蘋果推出 iPhone16 e，因此手機族群 03/2025 營收都如預期地出現不同幅度的月增，惟中揚光(6668 TT)因客戶遞延提貨，所以月增幅度大幅不如預期；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) Buy 的投資建議。在網通產業，也因進入上半年傳統旺季，03/2025 大部分網通公司營收都出現月增，惟許多公司月增幅度都不如我們預期；預估歷經一年多的庫存調整，1Q25 歐美電信商客戶庫存已低，

2025 年 4 月 11 日

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，1Q25 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，但因受到美國對等關稅影響，台灣許多網通廠都會受到不同程度的影響，目前後續發展仍不明朗，因此我們整個網通族群都維持 Neutral 的投資建議。在面板產業方面，由於中國延長家電舊換新補貼政策，加上部份電視品牌廠為避免中國面板輸美遭加徵關稅而提前備料，03/2025 友達(2409 TT)、群創(3481 TT)兩大面板廠營收都如預期地出現雙位數的月增；展望後市，04/2025 上旬 TV 面板報價僅持平開出，原因在於中國政府家電「舊換新」補貼政策衍生需求逐漸降溫，品牌廠庫存水準拉高，但多數面板廠並未積極調降產能利用率，再加上受美國對等關稅影響而提高景氣不確定性，故維持友達、群創 Neutral 的投資建議。在汽車零組件方面，因 02/2025 營收基期已低且拉貨動能恢復，03/2025 相關公司營收如預期向上，且大部分都有雙位數的月增；雖預估 2025 年全球車市將會是小幅年增的成長，部分零組件廠商客戶 1Q25 已經開始增加拉貨，但擔憂美國對等關稅將會影響後續美國國內車市需求，因此除了受惠 AM 市場成長的東陽(1319 TT)投資建議為 Buy 外，其餘公司我們都維持 Neutral 的投資建議。

## 傳統產業營收檢討及投資策略：

**生技：**藥華藥(6446 TT) 03/2025 愛滋新藥出貨時程變化影響，觀察後續授權進度。保瑞(6472 TT)03/2025 營收下滑，由於全球銷售業務因下架價格壓力過大的表現不佳美國學名藥、DLS 貢獻略為下滑，以及晨暉生技需求轉弱而動能減緩。

**特化：**上品(4770 TT) 03/2025 營收成長呈現月增，類似去年同期模式。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。

**原物料族群：**水泥，近期氣候較為穩定，下游需求略有回升，水泥價格呈現小漲態勢。投資建議方面，維持台泥(1101 TT) Trading Buy 建議。散裝，近期 BDI 指數處於弱勢整理。中美關稅戰方面，由於中國主要自美國進口穀物，未來可能透過其他國家進口以取代美國，運距拉長將有利去化市場運力。投資建議方面，基於短期漲價動能趨緩，對相關個股維持 Neutral 建議。貨櫃，美國總統川普宣布，已有超過 75 國聯絡美國希望進行談判且未採取報復行動，他已授權該措施暫停實施 90 天，在此期間僅實施 10% 的對等關稅，立即生效；不過，對中國徵收的關稅將即刻提高。先前由於關稅幅度過高，導致貨主暫停出貨，隨關稅稅率降低及提供暫緩實施期間，短期內自非中地區出口至美國者有望出現搶運潮，惟中國直接出口至美國的貨量將遭受直接衝擊，進而轉向其他市場出口；在關稅壁壘趨勢不變的情況下，市場需求可能在 2Q25 提前預支，2H25 運價展望不確定性仍高。塑化，2Q25 工作天數較 1Q25 增加，惟國際油價急挫、加上美國關稅政策搖擺不定、中國需求復甦不明等因素恐導致下游客戶產生觀望，而原料價格的走跌同時也不利於塑化廠 2Q25 的庫存利益表現。中長期而言，在中國新

2025 年 4 月 11 日

增產能持續投放之下，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，獲利將維持在歷史低檔區間波動、成長動能有限，對相關個股維持 Neutral 投資建議。**鋼鐵**，03/2025 營收大多符合預期。群益觀點，由於俄烏可望停戰及美國關稅的影響，有利於 2025 年鋼鐵需求的回升。不過需注意以目前的局勢來評估，俄烏停戰的版本可能不是最樂觀的全面和解，而是俄烏停戰但俄國與歐洲的關係依然緊張，這樣的情況將影響後續烏克蘭重建的速度及其對鋼鐵需求推升的動能。美國關稅部份，研究部認為川普對鋼鋁關稅 25% 的課徵，可能為了保護美國本土鋼鐵業而不易取消，這樣的鋼鐵關稅將有利於美國鋼鐵價格。

**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**：桂盟(5306 TT)、巨大(9921 TT)、美利達(9914 TT)受惠歐美需求回升，03/2025 營收優於預期。其他部份個股受惠客戶短期需求上升，帶動營收於預期。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) 3 月營收月增 16.54%、符合預期；晟田(4541 TT)因先前一次產品出貨較多，3 月營收月減-31.38%、低於預期；長榮航太(2645 TT)因製造拉貨較多，3 月營收月增 7.92%、優於預期。漢翔(2634 TT) 3 月營收月增 16.34%、符合預期；亞航(2630 TT) 3 月營收月增 79.95%、優於預期。

**綠能水資源**：國內風電工程，受惠國內案場工程推進，世紀鋼(9958 TT) 3 月營收月增 2.18%、符合預期。受惠在手訂單推進工程穩定增長，士電(1503 TT) 3 月營收月增 7.01%、符合預期；中興電(1513 TT) 3 月營收月增 9.67%、符合預期；大同(2371 TT) 3 月營收月增 29.21%、優於預期；華城(1519 TT) 3 月營收月增 67.46%、符合預期。雲豹能源(6869 TT) 3 月營收月增 12.56%、符合預期。

**連鎖餐飲**：王品(2727 TT)，(1)2025 年營運可望恢復成長，2023 年疫情結束後報復性消費拉高營運基期，且國人轉往國外旅遊，使王品 2024 年的營運偏弱，但 2025 年隨著展店數增加，營收可望恢復成長。(2)王品中國近年積極調整店質汰弱留強，2024 年已見成效。(3)王品計劃進入美國市場，主打中餐及火鍋，若成功將為集團注入成長動能。(4)王品配發現金股利 14.59 元，配發率達 93%，目前殖利率有 6.9%。對王品的投資建議為 Buy。



2025 年 4 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)、聯發科(2454 TT)。

公司	代號	03/2025 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		11,833	4.52%	10,500	11.26%	29.81	32.25	103.23	113.90	484.00	15.01	4.25	Neutral		-
聯發科	2454		55,996	21.28%	46,000	17.85%	66.42	63.75	247.63	242.30	1300.00	20.39	5.37	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

瑞昱 3 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。因關稅疑慮，投資建議維持 Neutral。

聯發科 3 月營收優於預期。聯發科 1Q25 營收超過財測高標，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，因關稅疑慮，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

IC 設計-消費 / 週邊 義隆(2458 TT)。

公司	代號	03/2025 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		1,021	-3.14%	900	11.87%	9.00	9.96	32.16	35.94	111.50	11.19	3.10	Neutral		-
原相	3227		795	5.60%	751	5.55%	12.16	13.52	76.97	81.30	190.50	14.09	2.34	Neutral		-
盛群	6202		266	2.63%	240	9.75%	-0.66	-0.07	15.91	16.74	36.30	-	2.17	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 3 月營收優於預期。義隆看好，微軟即將在 10 月停止支援 Win 10，將推動一波換機潮。由於股價已到先前推薦目標價，投資評等維持 Neutral。

原相 3 月營收合乎預期，原相表示 1Q25 毛利率季減至 62~63%、費用也估季減、淨利率與 4Q24 相當。因關稅疑慮，投資建議維持 Neutral。

盛群 3 月營收合乎預期。盛群法說會時表示，1Q25 毛利率目標 40%。短期 MCU 需求較弱，投資建議維持 Neutral。

2025 年 4 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 / 矽創(8016 TT)。  
電源

公司	代號	03/2025 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		9,372	1.13%	9,135	2.52%	33.43	32.66	111.62	117.55	504.00	15.43	4.29	Neutral	-	-
智原	3035	*	3,483	22.76%	3,440	1.21%	4.00	5.95	50.17	54.87	190.00	31.95	3.46	Neutral	-	-
天鈺	4961		1,794	21.52%	1,698	5.31%	16.04	17.70	147.68	153.02	191.50	10.82	1.25	Neutral	-	-
矽創	8016		1,685	35.44%	1,367	18.88%	15.39	14.24	98.76	100.99	178.50	12.54	1.77	Neutral	-	-
致新	8081		732	5.23%	738	-0.77%	17.81	17.24	91.16	91.59	198.00	11.48	2.16	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

矽創(8016 TT)因物聯網新產品 TDDI 逐漸放量及車用應用增加，車用 DDIC 出貨增加。

## 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	03/2025 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		19,859	9.15%	19,754	0.52%	3.76	3.64	30.09	30.73	43.85	12.04	1.43	TradingBuy	49.00	11.74%
台積電	2330		285,957	9.98%	270,550	5.38%	45.24	55.16	165.37	206.54	863.00	15.64	4.18	Neutral	-	-
世界	5347		4,605	16.43%	4,918	-6.78%	3.77	4.84	34.34	34.69	82.10	16.95	2.37	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

03/2025 晶圓代工營收皆符合預期，中美關稅政策恐將會影響未來終端需求，2Q25 晶圓代工營收還不會明顯被關稅因素影響，要密切注意政策的變化。

## 產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

IC 封測 京元電(2449 TT)。

公司	代號	03/2025 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		1,443	16.72%	1,324	8.25%	4.39	4.94	39.35	40.79	49.95	10.11	1.22	Neutral	-	-
京元電子	2449		2,644	15.67%	2,406	9.01%	6.36	7.15	35.41	36.62	78.90	11.03	2.15	Neutral	-	-
欣銓	3264		1,119	8.67%	1,097	1.94%	4.29	4.72	37.33	38.85	61.30	12.99	1.58	Neutral	-	-
日月光投控	3711		53,748	19.54%	49,048	8.74%	7.36	8.95	73.28	73.75	126.50	14.14	1.72	Neutral	-	-
順邦	6147		1,826	9.17%	1,696	7.10%	5.55	4.98	63.29	64.52	59.10	11.88	0.92	Neutral	-	-
力成	6239		5,454	9.60%	5,400	0.99%	8.94	9.25	74.78	77.02	108.50	11.73	1.41	TradingBuy	129.00	18.89%
矽格	6257		1,591	7.26%	1,583	0.52%	5.73	5.61	41.24	42.85	62.70	11.18	1.46	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

京元電(2449 TT)受惠客戶新品推出及算力增加，帶動測試需求。2025 年京

2025 年 4 月 11 日

元電成長主要是由 AI 帶動，30%營收和美國客戶有關，需要觀察後續需求是否因關稅增加而下滑。

## 產業

## 營收優於預期之個股

## 營收低於預期之個股

### 設備

聖暉\*(5536 TT)、長科\*(6548 TT)。

穎崱(6515 TT)。

公司	代號	03/2025 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)						
中砂	1560		602	-0.39%	610	-1.37%	7.08	6.67	48.83	46.51	181.50	27.21	3.90	Neutral		-
宜特	3289		394	9.38%	377	4.26%	6.47	9.14	46.10	58.16	91.40	10.00	1.57	Neutral		-
京鼎	3413		1,596	0.88%	1,570	1.61%	24.24	29.64	141.07	141.85	232.50	7.84	1.64	TradingBuy	305.00	31.18%
閎康	3587		444	9.51%	410	7.61%	10.29	11.03	72.39	78.40	152.50	13.83	1.95	Neutral		-
聖暉*	5536		3,243	21.37%	2,700	16.73%	21.11	25.53	88.47	97.68	316.50	12.40	3.24	Neutral		-
耕興	6146		385	4.07%	375	2.64%	12.65	13.08	55.64	60.50	173.00	13.23	2.86	Neutral		-
旺矽	6223		1,002	10.73%	925	7.65%	24.43	24.00	98.76	118.42	543.00	22.62	4.59	Neutral		-
精測	6510		388	1.33%	380	2.15%	15.54	27.80	245.03	271.83	537.00	19.31	1.98	Neutral		-
穎崱	6515		722	-20.44%	910	-26.05%	33.03	38.38	154.31	155.38	774.00	20.17	4.98	Neutral		-
長科*	6548		1,105	8.30%	950	14.02%	2.00	1.73	11.87	12.09	32.00	18.51	2.65	Neutral		-
雍智科技	6683		152	-0.67%	155	-2.26%	17.51	16.65	92.96	108.52	276.50	16.61	2.55	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 3 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 3 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...等檢測需求，由於短期成長動能趨緩，投資建議維持 Neutral。

京鼎 3 月營收合於預期。京鼎訂單能見度看到 2Q25，2025/2026 年泰國新廠將有產能開出，但考慮京鼎是直接出貨到美國，有關稅疑慮，投資建議維持 Trading Buy。

閎康 3 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\*3 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，由於短期評價無偏低，投資建議維持 Neutral。

耕興 3 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，但短期評價無偏低，投資建議維持 Neutral。

旺矽 3 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，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 3 月營收合乎預期。精測 1H25 營運有望優於 2H24，2H25 成長動能包

2025 年 4 月 11 日

含 AP 訂單測試需求，營運正向，但因關稅疑慮，投資建議維持 Neutral。

穎歲 3 月營收 MoM -20.44%，低於預期。穎歲看好 AI、HPC 及 AI ASIC 需求帶動測試座的需求，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\*3 月營收優於預期。長科 2025 年的成長動能包含 WiFi 7 晶片所需的導線架，長科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 3 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

#### PC 零組件

兆利(3548 TT)、維熹(3501 TT)、嘉澤(3533 TT)、鎰勝(6115 TT)、台達電(2308 TT)、光寶科(2301 TT)。

新日興(33376 TT)。

公司	代號	03/2025 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		742	3.88%	795	-7.13%	7.08	6.99	53.58	55.07	77.10	11.03	1.40	Neutral		-
新日興	3376		891	3.31%	1,075	-20.63%	6.95	7.38	91.82	84.96	186.00	25.20	2.19	Neutral		-
兆利	3548		1,004	21.02%	820	18.33%	8.73	7.24	89.03	91.77	117.50	16.22	1.28	Neutral		-
富世達	6805		821	5.16%	890	-8.46%	17.89	26.07	80.85	98.92	469.00	17.99	4.74	Neutral		-
維熹	3501		532	17.66%	470	11.61%	6.12	5.99	60.08	62.08	53.90	8.99	0.87	TradingBuy	70.00	29.87%
嘉澤	3533	*	2,872	30.06%	2,450	14.68%	82.46	86.08	319.73	348.48	1155.00	13.42	3.31	Neutral		-
宏致	3605		950	30.30%	920	3.15%	2.24	4.96	42.12	46.39	43.10	8.68	0.93	Neutral		-
貿聯-KY	3665	*	5,739	14.74%	5,200	9.39%	23.15	35.82	190.67	214.51	413.00	11.53	1.93	Neutral		-
湧德	3689		515	21.24%	470	8.70%	6.12	8.71	49.64	55.47	70.50	8.09	1.27	Neutral		-
鎰勝	6115		691	26.45%	600	13.13%	3.62	3.27	28.70	28.97	51.50	15.76	1.78	TradingBuy	57.00	10.67%
瀚荃	8103		265	19.80%	270	-2.06%	3.67	4.75	42.37	44.32	37.80	7.96	0.85	TradingBuy	53.00	40.21%
群光	2385		8,473	16.22%	8,300	2.04%	11.90	11.35	60.75	62.09	140.00	12.34	2.25	Neutral		-
光寶科	2301		13,353	22.31%	11,800	11.62%	5.09	6.32	38.67	40.49	78.70	12.46	1.94	Neutral		-
台達電	2308	*	43,444	14.06%	37,500	13.68%	13.56	17.47	88.58	99.05	308.50	17.66	3.11	Neutral		-
群電	6412		3,040	12.30%	3,185	-4.77%	8.34	8.95	38.74	41.49	93.50	10.45	2.25	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

在工作天數恢復常態水準，人力補足下，多數 PC 零組件 03/2025 營收較上月提升。因工作天數較少，且為 PC 與消費性產品淡季，PC 零組件廠商 1Q25 營收 QoQ-8% ~ -12%。

美國對等關稅政策一周數變，PC 零組件廠商由原本客戶通知暫停出貨美國地區的機種，4/10/2025 又接到通知要緊急交貨至 ODM 廠商的越南、泰國、台灣及墨西哥廠區，ODM 廠商要爭取在 90 天豁免期出貨。

預期品牌廠商將提高美國地區的庫存天數，來因應後續關稅調整風險。正常情況下，NB 出貨上下半年出貨比重為 45~48：52~55。因關稅問題，2025 年出貨可能變為上下半年持平或 1H25 高於 2H25。

因加徵 10%基礎關稅，品牌廠商除調高產品售價外，也會將關稅成本轉嫁

2025 年 4 月 11 日

給供應鏈，對零組件獲利有不利影響。

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，2025 年將配息 4 元，投資評等維持 Buy，目標價為 70 元。

瀚荃：2025 年因光電產業、工業電子領域成長動能強勁，且 2025 年配發 2.8 現金股利，維持 Buy 投資評等，目標價為 53 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 Trading Buy 投資評等，目標價為 57 元。

## 產業

## 營收優於預期之個股

## 營收低於預期之個股

### PCB

景碩(3189 TT)、聯茂(6213 TT)。

台耀(6274 TT)。

公司	代號	03/2025 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		6,248	20.14%	5,981	4.27%	4.70	5.73	37.31	39.36	48.55	8.47	1.23	Neutral	-	-
敬鵬	2355		1,334	4.88%	1,335	-0.10%	2.85	3.22	43.35	43.11	27.80	8.64	0.64	Neutral	-	-
耀華	2367		1,545	6.06%	1,544	0.06%	2.24	2.23	17.87	19.10	21.75	9.77	1.14	Neutral	-	-
台光電	2383	*	7,668	9.08%	7,241	5.57%	27.63	40.23	101.27	117.51	447.50	11.12	3.81	TradingBuy	565.00	26.25%
欣興	3037		10,610	6.26%	10,490	1.13%	3.32	4.81	60.97	63.08	77.40	16.08	1.23	Neutral	-	-
健鼎	3044		5,883	10.41%	5,600	4.81%	15.95	18.50	95.69	95.58	162.50	8.79	1.70	TradingBuy	185.00	13.84%
景碩	3189		3,150	8.13%	2,930	6.98%	0.11	7.99	69.32	74.13	67.30	8.43	0.91	Neutral	-	-
臻鼎-KY	4958		14,408	18.06%	14,035	2.58%	9.60	9.84	113.74	118.38	94.30	9.58	0.80	Neutral	-	-
聯茂	6213		2,961	23.67%	2,520	14.89%	2.26	4.31	56.88	55.89	52.90	12.27	0.95	Neutral	-	-
台耀	6274		2,194	1.90%	2,368	-7.91%	9.45	12.25	52.00	56.04	128.50	10.49	2.29	TradingBuy	172.00	33.85%
尖點	8021		313	7.73%	305	2.54%	1.45	2.20	32.49	31.67	23.70	10.78	0.75	Neutral	-	-
南電	8046		3,086	9.99%	3,002	2.72%	0.32	2.38	70.33	74.42	84.20	35.40	1.13	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

03/2025 受惠工作天數增加，追蹤中之 PCB 公司營收全數呈現月增，尤其消費性電子產品拉貨回升，使蘋果供應鏈廠商月增幅度明顯，華通(2313 TT)03/2025 營收為 62.48 億元，MoM+20.14%，臻鼎-KY(4958 TT)03/2025 營收 144.08 億元，MoM+18.06%。

營收優於預期的個股為 ABF 載板廠景碩(3189 TT)，03/2025 營收 31.5 億元，MoM+8.13%，整體 1Q25 營收 86.19 億元，QoQ+7.17%，優於公司給予 1Q25 營收遜於 4Q24 之預期，主要是美系客戶新一代顯卡出貨狀況樂觀。

聯茂(6213 TT)03/2025 營收 29.6 億元，MoM+23.67%/YoY+39.03%，主要是有新專案放量，整體 1Q25 營收 75.8 億元，QoQ+0.2%，優於日前法說公司給予 1Q25 會較 4Q24 高個位數衰退之預期。

台耀(6274 TT)則為營收遜於預期之個股，03/2025 營收 21.94 億元，MoM+1.9%，主要是研究部原認為 03/2025 受惠新白牌 800G Switch 客戶開始出貨，有利 03/2025 營收明顯成長，整體 1Q25 營收 63.68 億元，QoQ+0.93%，亦稍遜於原預估中個位數成長之預期。



2025 年 4 月 11 日

## 產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

被動元件 國巨(2327 TT)、臺慶科(3357 TT)。 無。

公司	代號	03/2025 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	*	11,101	13.82%	10,260	7.57%	37.31	48.28	309.29	308.38	425.00	8.80	1.38	TradingBuy	580.00	36.47%
臺慶科	3357	*	585	18.24%	520	11.18%	7.33	8.08	73.34	70.66	89.10	11.03	1.26	Neutral	-	-
同欣電	6271		1,044	8.68%	1,047	-0.28%	8.20	8.46	123.33	123.79	92.20	10.90	0.74	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)03/2025 營收 111.01 億元，MoM+13.8%，略優於研究部預期，並創下單月歷史新高，主要是工作天數回復正常、高階應用產品動能穩健，整體 1Q25 營收為 311.04 億元，QoQ+3.7%，優於公司法說會給予營收持平於 4Q24 之指引，亦創單季歷史新高。

臺慶科(3357 TT)03/2025 營收 5.85 億元，MoM+18.24%，優於預期，主要是車用電子打入歐系知名品牌之 tier1 供應商，整體 1Q25 營收 15.59 億元，QoQ+4.24%，淡季不淡。

## 產業 利多 利空

手機及零組件 中國推出平板、智慧手錶與手機補貼政策，有利維繫 1H25 手機銷售動能；Apple 推出 iPhone16e。 新一代 Android 旗艦手機晶片進入 3nm 製程導致手機價格上漲壓抑需求。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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	
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024							2025(F)
美律	2439	2,722	-8.88%	2,941		8.05%	8.49	8.96	71.39	59.90	125.00	13.94	2.09	Buy	140.00	12.00%
大立光	3008	4,735	-4.30%	4,841		2.24%	194.12	181.37	1374.67	1429.31	2485.00	13.70	1.74	Buy	3170.00	27.56%
晶技	3042	945	-17.22%	1,071		13.35%	6.23	5.77	47.59	48.16	97.50	16.90	2.02	Trading Buy	100.00	2.56%
中揚光	6668	66	-20.64%	90		37.08%	-1.79	0.12	20.54	17.63	50.60	438.10	2.87	Buy	70.00	38.33%
安普新	6743	280	-37.71%	351		25.50%	2.06	4.54	19.61	19.62	40.95	9.02	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

美律(2439 TT)：耳機客戶年度新品陸續出貨，預期營收月增；展望未來，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)：iPhone16e 鏡頭出貨，中國手機補貼推升旗艦機鏡頭出貨動能減緩淡季效應，預期營收持穩；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 SE4 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，維持 Buy 投資建議。

晶技(3042 TT)：工作天數增加，預期營收月增；展望後勢，雖然較高毛利

2025 年 4 月 11 日

率的 AI 與車用產品營收成長，但是成熟產品受到中國對手削價競爭，以及日本同業在 Mobile 對小型化、高頻產品進行價格競爭，預期營收成長動能較 2024 年放緩，且毛利率恐較為遜色，因配發 5.2 元現金股利提供下檔股息殖利率保護，給予 Trading Buy 投資建議。

中揚光(6668 TT)：模具、鏡頭客戶進入季底營收集集中認列期，預期營收月增；展望未來，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)：工作天數恢復正常，預期營收月增；展望後勢，耳機客戶回補庫存，短期全年營運高峰已過，維持 Neutral 投資建議。

## 中國手機市場近況：

觀察 02/03~03/01 中國手機銷售狀況，繼中國政府 1/20/2025 實施市價 6000 元人民幣以下全國性手機、平板與智慧手錶補貼政策後，政策效果逐週遞減，至 2/23 當週銷量又掉到 500 萬支以下，加上 02/2025 月曆天數較少，導致銷量較 01/2025 衰退；統計期間手機銷量 2,243.3 萬支，MoM-31.66%，YoY-9.74%；02/2025 市占率前五名分別為華為 441.4 萬支，MoM-37.90%，銷售市占率 19.68%、Vivo 家族 408.4 萬支，MoM-25.93%，銷售市占率 18.21%、小米 385.2 萬支，MoM-32.06%，銷售市占率 17.17%、OPPO 家族 370.4 萬支，MoM-25.11%，銷售市占率 16.51%與 Apple 317.1 萬支，MoM-31.73%，銷售市占率 14.14%。

中國政府在 3/9/2025 進一步加碼手機、手表與平板電腦補貼政策，補貼範圍擴增至官方補貼名單中市價超過人民幣 6000 元以上產品，補貼市價 10%，最高補貼金額不超過人民幣 1000 元，觀察自 3/9 實施當週至 3/16，手機銷量亦呈現逐週遞減，後續將持續觀察補貼政策效果。

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 2Q25，年度 Android 旗艦機密集銷售期已過，後續由前代旗艦晶片，以及年度中、低階晶片的中低階手機陸續開賣，由於近年來高階旗艦機銷售比重逐年提升，中低階機種銷量比重緩步下滑，故每年 2Q 多為 Android 手機的淡季；iPhone16e 已在 1Q25 開賣，對 iPhone 銷量可望有小量挹注，不過 iPhone 在每年 2Q 多是年度銷量谷底，故全球手機市場在 2Q 步入季節性淡季。

## iPhone 與全球手機展望：

展望 2Q25，最入門機種 iPhone16e 已開賣，但因 iPhone16 進入銷售周期尾聲，整體銷量將小幅季減，預期 2Q25 iPhone 銷量偏向 4,500~5,000 萬支區間下緣；由於 Apple Intelligence 合併語音助手 Siri 的進度延後，Apple 所擘劃的手機 AI 願景恐將遞延至 2026 年發表的 iOS20 才有機會實現，預期

2025 年 4 月 11 日

iPhone17 機種焦點仍將聚焦於硬體升級，帶動常規升級與換機需求，估計 2025 年 iPhone 銷量較 2024 年小幅成長至 2.4 億支左右。

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

## 利多

## 利空

### 網通

印度積極建設寬頻網路，帶動 5G FWA、PON 與 Switch 需求成長；美電信商對 WiFi-7、DOCSIS4.0 新產品拉貨轉強，美國 MSO 升級 DOCSIS4.0 商機已現。

歐洲電信商不排除中國網通業者參與標案，歐洲市場價格競爭激烈；印度室外型 5G FWA CPE 安裝進度落後，遞延相關業者年度訂單。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024	2025(F)					
友訊	2332	1,128	7.01%	1,281		13.60%	0.06	0.96	14.89	16.18	20.30	21.24	1.25	Neutral	-
聯亞	3081	152	24.77%	192		26.69%	-0.59	7.14	40.77	44.82	343.00	48.04	7.65	Neutral	-
明泰	3380	1,417	-2.09%	2,601		83.56%	0.40	1.09	18.30	19.08	32.40	29.70	1.70	Trading Buy	35.00
智易	3596	4,310	9.37%	4,313		0.06%	11.28	13.42	72.30	75.36	227.50	16.96	3.02	Neutral	-
合勤控	3704	2,137	-20.31%	2,321		8.61%	1.39	1.81	26.83	28.04	38.05	21.01	1.36	Trading Buy	40.00
正文	4906	1,612	-6.87%	1,701		5.51%	1.51	1.02	29.74	30.82	31.90	31.33	1.04	Neutral	-
新復興	4909	49	-0.64%	50		2.36%	10.13	2.14	34.61	30.74	102.00	47.76	3.32	Neutral	-
中磊	5388	3,738	-4.08%	5,023		34.38%	7.57	9.20	54.43	49.22	131.50	14.30	2.67	Buy	150.00
啟基	6285	8,782	-3.87%	9,131		3.97%	7.13	8.64	66.06	69.33	153.50	17.77	2.21	Neutral	-
宇智	6470	188	7.17%	171		-8.88%	3.60	4.67	29.96	31.83	54.70	11.71	1.72	Buy	65.00
康全電訊	8089	65	39.97%	481		638.71%	8.28	1.66	24.34	15.03	64.90	39.00	4.32	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

聯亞(3081 TT)：矽光子 CW LD 下游 Process 段、切晶夥伴已復產，帶動出貨成長，預期營收月增；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，但因短期股價急跌，投資建議維持 Neutral。

明泰(3380 TT)：進入季底客戶集中拉貨期，預期營收月增；展望未來，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，預期營運小幅回溫，維持 Trading Buy 投資評等。

智易(3596 TT)：客戶進入季底集中拉貨期，預期營收持穩；展望未來，受惠於歐洲標案挹注，以及印度寬頻網路基礎建設帶動，已見到 2025 年網通產業復甦的曙光，先前建議已到價，後續將伺機推薦。

合勤控(3704 TT)：進入客戶季底集中拉貨期，預期營收月增；展望未來，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



2025 年 4 月 11 日

帶動營收向上，但因產品組合轉差影響獲利，維持 Trading Buy 投資評等。

新復興(4909 TT)：5G 基地台天線板供貨高峰已過，且客戶為消化 2024 年庫存，暫不釋出年度新訂單，預期營收持穩；展望後勢，因印度電信商客戶安裝工程師人力不足，Outdoor 5G FWA CPE 安裝進度嚴重落後，導致大批 5G 天線板庫存等待去化，雖然 2025 年 5G 天線板新訂單仍會是主要供應商，但因新增競爭對手，且未來天線板出貨價格將隨規格下滑，加上目前本益比遠超過歷史區間上緣，故維持 Neutral 投資建議。

中磊(5388 TT)：季底客戶將集中拉貨，預期營收月增；展望未來，雖然北美企業級網通設備客戶需求放緩，以及北美、歐洲電信商持續調整庫存，2024 年整體營收表現遲緩，但北美網通晶片大廠預見 2025 年電信營運商庫存回補動能，受惠於主要客戶需求回溫，維持 Buy 投資建議。

啟基(6285 TT)：客戶需求持穩，預期營收穩定；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 年網通與車用產品皆呈現復甦，預期營收逐季走高，先前建議已到價，投資評等維持 Neutral。

宇智(6470 TT)：北美電信商擴增 5G 訊號，電信設備商客戶需求持穩，預期營收穩定；展望後勢，隨著客戶需求逐步回溫，5G Outdoor Bridge 新產品量產，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。

康全(8089 TT)：客戶 2024 年訂單需求遞延，部分訂單遞延到 1Q25 底出貨，預期營收月增；展望後勢，雖然印度寬頻網路基礎建設持續進行，但因電信商安裝 Outdoor 5G FWA CPE 人力不足導致客戶庫存堆高，並遞延新訂單時程，導致 2025 年營收、獲利大幅放緩，故維持 Neutral 投資建議。

展望 2Q25，歐美電信商客戶庫存已低，適逢多樣新技術導入終端 CPE，例如：WiFi-7、10G PON、DOCSIS4.0，電信商加大導入新技術促進換機潮；資安要求程度較高的美國與印度是台灣網通業者營運成長動能，歐洲多數國家對價格的考量高於資安，不拒中國廠商投標，以至於歐洲市場價格競爭較為嚴重，台灣網通廠主要受惠美國、印度需求帶動，2Q24 營收將出現較佳的季增幅度；印度雖然採行多樣技術佈建寬頻網路，但因電力基礎設施較弱，Outdoor 5G FWA 需同時安裝 Reverse Power MDU 作為供電來源，故安裝工程師需同時安裝有線與無線網通設備，整體安裝程序較為複雜，導致施工進度緩慢，目前仍有大批 2024 年庫存等待消化，故仍未啟動 2025 年相關訂單，故印度 Outdoor 5G FWA 相關供應鏈 2025 年表現較為保守。

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



2025 年 4 月 11 日

重回成長軌道。

## 產業

## 利多

## 利空

### 線上遊戲

經典 IP 由端遊轉手遊對遊戲玩家吸引力高，若熱銷則具營運爆發力。

手遊生命週期較短，考驗遊戲廠商的行銷能力。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	2024	2025(F)	2024	2025(F)						
鈦象	3293	1,747	-0.17%	1,802	*	32.14	38.03	58.13	67.16	844.00	22.19	12.57	Trading Buy	912.00	8.05%
宇峻	3546	97	-31.46%	100		5.54	4.09	30.67	30.26	81.20	19.83	2.68	Neutral	-	-
智冠	5478	488	-15.97%	479		7.30	7.99	62.81	63.37	116.00	14.52	1.83	Neutral	-	-
橘子	6180	1,063	17.12%	774		11.78	2.52	32.13	36.66	74.40	29.57	2.03	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

鈦象(3293 TT)：2025 年主要成長動能仍為東南亞授權，不過基期墊高，YOY 成長趨緩，歐洲授權的部分仍在申請執照中，短時間還看不到顯著的營收貢獻。考量其營收和獲利持續成長，給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 912 元，約是 2025 年 PER 24x。

宇峻(3546 TT)：宇峻(3546 TT) 預計於 3Q25 季底~4Q25 季初推出《FFXIV》，不過因為國際版已在多年前上市，眾多熱愛此款遊戲的玩家已在國際版玩過，且《FFXIV》是採取月費制，非課長至上的遊戲，營收不易短期衝高，加上初期需投入大量的行銷費用，對整體獲利未必是正向貢獻，目前評價亦在合理區間，故維持 Neutral 的投資建議。

智冠(5478 TT)：2025 年 MyCard 表現維持穩定，並沒有較吸引目光的大作推出，目前評價合理，維持 Neutral 的投資建議。

橘子(6180 TT)：橘子 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

## 利多

## 利空

### 文創

國際法令有利 IP 創作者權益

網路上充斥未經授權的數位音樂

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	2024	2025(F)	2024	2025(F)						
華研	8446	76	-3.56%	79		11.44	9.41	39.87	45.26	115.50	12.28	2.55	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)：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

## 利多

## 利空

2025 年 4 月 11 日

## 電子商務

台灣電子商務持續維持高速成長，目前滲透率仍偏低，未來發展空間仍值得期待。

產品同質性高，本土電商價格競爭激烈，另有跨境電商以低價、特色商品分食市場。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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	
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024							2025(F)
一零四	3130	200	12.00%	225	12.34%	14.14	13.79	50.76	49.86	225.50	16.35	4.52	Trading Buy	250.00	10.86%	
訊連	5203	187	-8.53%	183	-1.87%	3.98	4.17	59.80	60.48	120.50	28.86	1.99	Trading Buy	144.00	19.50%	
數字	5287	164	-8.40%	193	17.79%	12.44	13.13	37.06	39.69	187.00	14.24	4.71	Trading Buy	200.00	6.95%	
91APP*-KY	6741	132	-6.50%	151	14.07%	4.13	4.80	26.93	30.53	92.20	19.22	3.02	Buy	126.00	36.65%	
網家	8044	3,092	6.71%	2,954	-4.45%	-2.80	-2.68	28.05	25.37	42.20	-	1.66	Neutral	-	-	
富邦媒	8454	8,301	-9.27%	9,047	8.98%	13.68	14.86	39.63	41.69	362.50	24.40	8.69	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

一零四(3130 TT)：考量公司營運狀況穩定，現金殖利率維持高水準表現，故給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 250 元。

訊連(5203 TT)：2025 年持續看好 Create B2C 的成長性，人臉辨識則隨著客戶產品商轉有望顯著成長，故給予訊連 Trading Buy 的投資建議，目標價 144 元，約為 2025 年 PER 34x 或 2026 年 PER 32x。

數字(5287 TT)：2025 年 591、8891 和「小雞上工」維持雙位數成長，且殖利率維持高水準表現，故維持 Trading Buy 的投資建議，目標價 200 元。

91APP\*-KY(6741 TT)：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)：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)：雖股價有殖利率保護，不過短期營運不會明顯好轉，目前股價已達推薦的目標價，故給予 Neutral 的投資建議。

## 產業

### 利多

### 利空

## 工業電腦

少量多樣，客戶分散

高通膨使得客戶資本支出減少

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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	
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024							2025(F)
研華	2395	5,295	-7.64%	5,907		11.55%	10.43	13.71	59.56	64.87	394.00	28.74	6.07	Buy	509.00	29.18%
科誠	4987	111	47.25%	113		2.23%	6.49	7.60	37.74	40.38	85.50	11.25	2.12	Neutral	-	-
凌華	6166	837	14.98%	1,074		28.38%	0.23	1.72	24.72	25.16	86.60	50.37	3.44	Neutral	-	-
樺漢	6414	10,477	-7.13%	12,514		19.43%	19.93	22.37	168.42	179.88	298.00	13.32	1.66	Buy	350.00	17.44%

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，3Q24 B/B Ratio 為 1.07，北美、歐洲和中國分別為 1.11、1.16 和 1.01，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。4Q24 的 B/B Ratio 持續回溫，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

## 利多

## 利空

### 自動化

AI 加速發展有助於長期拓展機器人終端應用領域。

近期工具機市場訂單能見度仍相對偏低。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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	
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024							2025(F)
亞德客-KY	1590	2,371	6.83%	3,082		29.97%	38.12	40.34	239.46	262.06	928.00	23.00	3.54	Buy	1251.00	34.80%
上銀	2049	1,931	1.59%	2,120		9.78%	5.57	7.42	104.38	109.40	273.50	36.86	2.50	Trading Buy	333.00	21.75%
全球傳動	4540	128	-11.86%	142		11.18%	-4.36	-2.60	29.36	25.19	49.70	-	1.97	Neutral		-
氣立	4555	122	6.04%	132		8.50%	-0.86	0.13	40.33	39.96	42.85	318.11	1.07	Trading Buy	48.60	13.41%

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

由於中國客戶通常於農曆春節過後陸續重啟補庫存動作，預估 03/2025 多數自動化相關業者營收均較 02/2025 增加，亞德客-KY(1590 TT)的電子產品製造設備相關產品通常出貨高峰在 2Q，且客戶通常自 1Q 季末開始拉貨，預估 03/2025 營收增加至 30.82 億元，MoM+29.97%，且 2Q25 營收展望仍佳，故群益持對亞德客-KY Buy 的投資建議。至於氣立(4555 TT)、上銀(2049 TT)的投資建議則為 Trading Buy，其中，氣立因浙江平湖廠訂單能見度仍高，加上半導體新產品效應持續發酵，2025 年營運展望優於 2024 年；上銀近期亦受惠於中國市場景氣逐漸復甦，尤其以 AI、半導體相關訂單出貨成長性較佳。

## 產業

## 利多

## 利空

### 面板及零組件

NB 面板、monitor 面板等多數產品庫存已回歸正常水準。

整體面板市場仍供過於求。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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	
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新 高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024							2025(F)
佳世達	2352	15,534	-6.07%	17,684		13.83%	1.12	1.89	18.45	19.64	31.30	16.52	1.59	Trading Buy	38.00	21.40%
友達	2409	24,606	13.69%	26,178		6.39%	-0.40	0.33	19.99	19.49	14.70	44.14	0.75	Trading Buy	15.90	8.16%
群創	3481	18,504	-0.85%	18,893		2.10%	0.81	0.26	29.01	28.28	15.90	60.11	0.56	Trading Buy	17.50	10.06%
中光電	5371	2,573	-9.89%	2,820		9.58%	2.10	2.62	62.40	63.32	83.90	32.01	1.33	Buy	100.00	19.18%
瑞儀	6176	3,540	-19.53%	4,386		23.88%	15.63	16.25	81.29	87.93	182.50	11.23	2.08	Neutral		-
台表科	6278	3,998	-2.20%	4,340		8.55%	9.94	9.81	77.24	75.73	111.00	11.31	1.47	Neutral		-
元太	8069	2,587	14.34%	2,746		6.14%	7.74	8.33	49.79	53.12	292.00	35.06	5.50	Buy	371.00	27.05%
凌巨	8105	697	7.43%	723		3.71%	0.15	0.10	18.08	18.17	14.25	148.28	0.78	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

由於中國延長家電舊換新補貼政策，加上部份電視品牌廠為避免中國面板輸美遭加徵關稅而提前備料，03/2025 TV 面板報價上漲 0.8%，預估將帶動友達(2409 TT)、群創(3481 TT)營收較 02/2025 增加。不過，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，TV 面板報價能否續漲仍存在不確定性，但考量友達、群創轉型成效顯現，群益維持對友達、群創 Trading Buy 的投資建議。

2025 年 4 月 11 日

## 產業 利多 利空

射頻元件

手機產業景氣復甦跡象逐漸浮現。

中國同業技術實力持續提升，威脅性與日俱增。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024	2025(F)					
全新	2455	266	1.64%	284		6.90%	3.63	4.02	18.01	18.82	132.00	32.86	7.01	Neutral	-
穩懋	3105	1,170	-0.59%	1,207		3.15%	1.81	2.43	89.92	83.24	115.50	47.63	1.39	Neutral	-
宏捷科	8086	260	18.59%	269		3.17%	2.65	2.69	39.73	40.77	92.30	34.35	2.26	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

由於中國政府繼針對中、低階手機補貼政策後，亦再針對高階機種祭出補貼，有助於刺激當地需求，預估 03/2025 穩懋(3105 TT)、全新(2455 TT)、宏捷科(8086 TT)等射頻元件業者營收均較 02/2025 增加，惟受到中國手機市場訂單能見度偏低影響，月營收增加幅度有限。觀察近期中國手機銷售狀況，補貼政策對刺激需求的效應已見降溫跡象，顯示補貼政策效應延續性欠佳，預估 2Q25 中國手機景氣仍不易明顯改善，故群益維持對射頻元件族群 Neutral 的投資建議。

## 產業 利多 利空

汽車零組件

川普汽車關稅之不確定性。

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024	2025(F)					
東陽	1319	2,509	12.50%	2,549	*	1.60%	7.40	7.84	46.68	48.77	136.50	17.40	2.80	Buy	170.00 24.54%
堤維西	1522	1,529	-9.23%	1,647		7.74%	4.50	4.85	29.64	32.47	57.50	11.87	1.77	Neutral	-
巧新	1563	638	6.73%	629		-1.40%	3.18	3.78	41.28	42.73	69.00	18.25	1.61	Trading Buy	75.00 8.69%
和勤	1586	158	-15.63%	197		25.14%	0.33	0.12	14.33	14.00	30.05	260.17	2.15	Neutral	-
劍麟	2228	376	-16.93%	438		16.65%	9.18	6.59	65.92	60.60	95.60	14.50	1.58	Trading Buy	110.00 15.06%
宇隆	2233	304	8.10%	302		-0.59%	10.96	12.34	67.12	70.77	198.50	16.08	2.81	Buy	266.00 34.00%
怡利電	2497	315	-24.12%	415		31.80%	3.09	3.54	20.47	21.44	57.70	16.29	2.69	Trading Buy	64.00 10.91%
麗清	3346	540	-32.71%	820		51.87%	2.24	2.68	28.99	29.16	33.00	12.29	1.13	Neutral	-
智伸科	4551	590	-23.14%	646		9.41%	8.29	8.04	76.74	77.67	113.50	14.12	1.46	Buy	127.00 11.89%
胡連	6279	751	-8.14%	783		4.20%	12.42	15.00	69.93	74.79	171.50	11.44	2.29	Buy	200.00 16.61%
聯嘉	6288	456	-7.21%	494		8.19%	0.40	1.22	15.35	14.66	25.75	21.06	1.76	Trading Buy	32.50 26.21%
皇田	9951	455	-10.70%	456		0.12%	4.20	4.92	49.08	51.36	56.00	11.37	1.09	Trading Buy	61.00 8.92%

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，02/2025 全球輕型車銷量 657 萬輛，MoM-3.1%、YoY+8.3%。2024 年累計銷量 8,700 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，較上月有所下降。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 02/2025 銷量 MoM+9.83%、



2025 年 4 月 11 日

YoY-3.01%。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

## 利多

## 利空

### LED

穿戴裝置應用陸續問世，車載需求亦持續增長

LED 市況仍需觀察終端應用是否回溫

公司	代號	02/2025 營收		03/2025 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
		實際值 (百萬元)	MoM (%)	預估 (百萬元)	新高	MoM (%)	2024	2025(F)	2024	2025(F)					
億光	2393	1,600	-0.82%	1,788		11.76%	6.64	5.71	45.71	47.72	84.70	14.84	1.77	Neutral	-
富采	3714	1,765	-4.28%	1,936		9.69%	-1.88	-0.92	62.58	61.66	44.10	-	0.72	Neutral	-
臻創科技-KY 創	6854	99	-19.01%	107		8.29%	0.51	2.71	17.49	19.76	193.00	71.21	9.77	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

研調機構預估 2025 年 LED 產業產值成長 5%，億光今年營收成長 19%，主因 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，另匯率也有所幫助。

億光(2393 TT)改善產品組合，持續增加不可見光產品營收比重，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)。以整體產品線來看，預期 2025 年將以車用為主要成長主軸。

Micro LED 顯示器 2024 年市場規模約 7000 萬美元，2025~2028 年滲透率開始大幅增加，預期在 2030 年將達到 77.8 億美元，佔平板顯示器市場規模的 5.3%。自 2H24 開始陸續有 Micro LED 產品問世。

臻創(6854 TT)4Q24 受惠於客戶設備機台拉貨及工程收入貢獻，營收創下單季新高，1H25 因設備機台出貨遞延，導致營收表現呈現衰退，預計最快 2H25 再繼續貢獻營收。目前 1Q25 每個月仍有工程收入貢獻，整體來看，公司自 3Q24 獲利轉正後持續成長，未來 Micro LED 應用持續擴大下，後續表現將持續關注。

富采(3714 TT)4Q24 受到消費性電子產品需求疲軟影響，導致公司單季轉虧，EPS-0.85 元，2024 年 EPS-1.87 元。1Q25 營收預計為 2025 年低點，整體獲利及營收將逐季向上。同時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，但由於通過車廠認證仍須一定時間，約 2~3 年才能顯著貢獻營收。

2025 年 4 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

美時(1795 TT)、藥華藥(6446 TT)

保瑞(6472 TT)

公司	代號	03/2025 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		377	-6.48%	403	-6.85%	14.83	15.78	130.12	135.12	174.50	11.06	1.29	Neutral		-
美時	1795		1,592	64.65%	1,270	20.21%	19.05	20.63	79.66	92.49	193.50	9.38	2.09	Neutral		-
中裕	4147		78	61.33%	49	36.76%	-0.74	-0.27	14.73	8.67	73.40	-	8.47	Neutral		-
智擎	4162		146	701.51%	118	18.97%	12.02	6.18	37.06	31.22	84.10	13.60	2.69	Neutral		-
望隼	4771		295	13.57%	287	2.69%	11.56	13.35	61.01	70.51	183.00	13.70	2.60	Neutral		-
藥華藥	6446	*	1,181	15.55%	1,046	11.39%	8.67	17.63	80.32	95.73	490.00	27.79	5.12	Neutral		-
保瑞	6472		1,467	-15.09%	1,963	-33.86%	38.09	52.86	124.44	140.27	701.00	13.26	5.00	Neutral		-
晶碩	6491		566	7.80%	572	-0.96%	23.47	24.40	140.60	153.12	321.00	13.16	2.10	Buy	366.00	14.01%
台康生技	6589		89	111.28%	56	37.68%	-2.28	-2.62	30.24	27.62	57.90	-	2.10	Neutral		-
視陽	6782		358	5.55%	342	4.58%	10.10	13.17	58.68	62.11	136.50	10.36	2.20	Neutral		-
康霽*	6919		00	-	00	-	-3.83	-5.85	63.05	57.20	600.00	-	10.49	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

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。

藥華藥 03/2025 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。

保瑞 03/2025 營收下滑，由於全球銷售業務因下架價格壓力過大的表現不佳美國學名藥、DLS 貢獻略為下滑，以及晨暉生技需求轉弱而動能減緩。投資建議維持 Neutral。

群益觀點：美國對等關稅法則對於製藥產業尚未揭露，仍存在負面疑慮。除此之外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：晶碩投資建議維持 Buy。

## 產業

## 營收優於預期之個股

## 營收低於預期之個股

### 特用化學

上品(4770 TT)

公司	代號	03/2025 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		958	-4.39%	1,050	-9.62%	7.21	7.79	39.09	43.71	123.50	15.86	2.83	Neutral		-
三福化	4755		416	5.21%	399	4.29%	4.10	5.68	44.87	47.70	91.00	16.02	1.91	Neutral		-
上品	4770		424	41.07%	328	22.59%	21.66	20.91	104.32	113.53	220.50	10.54	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

2025 年 4 月 11 日

上品 03/2025 營收成長呈現月增，類似去年同期模式。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。

## 產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

水泥

台泥(1101 TT)、亞泥(1102 TT)。

無。

公司	代號	03/2025 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		13,635	49.45%	9,933	27.15%	1.45	1.45	32.01	30.88	30.75	21.19	1.00	Trading Buy	37.00	20.32%
亞泥	1102		6,533	56.12%	4,566	30.09%	3.63	3.17	51.13	50.16	45.15	14.24	0.90	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

近期氣候較為穩定，下游需求略有回升，水泥價格呈現小漲態勢。投資建議方面，維持台泥 Trading Buy 建議。

## 產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

塑化

台塑(1301 TT)。

無。

公司	代號	03/2025 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		17,092	5.97%	15,231	10.89%	-0.19	0.51	45.40	53.88	34.80	68.40	0.65	Neutral		-
南亞	1303		23,013	4.22%	23,135	-0.53%	0.42	1.02	43.70	46.00	29.50	29.04	0.64	Neutral		-
華夏	1305		836	-1.66%	891	-6.56%	-1.22	0.45	15.04	15.76	10.35	23.22	0.66	Neutral		-
台達化	1309		1,502	3.91%	1,508	-0.36%	-0.56	-0.45	15.84	15.19	10.95	-	0.72	Neutral		-
台苯	1310		696	-3.45%	759	-9.09%	-0.72	-0.16	14.00	12.65	8.16	-	0.64	Neutral		-
台化	1326		27,747	2.22%	27,860	-0.40%	0.06	0.82	46.50	57.17	25.10	30.72	0.44	Neutral		-
台塑化	6505		58,741	6.83%	58,180	0.95%	0.63	0.92	31.17	34.65	34.00	37.12	0.98	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

2Q25 工作天數較 1Q25 增加，惟國際油價急挫、加上美國關稅政策搖擺不定、中國需求復甦不明等因素恐導致下游客戶產生觀望，而原料價格的走跌同時也不利於塑化廠 2Q25 的庫存利益表現。

中長期而言，在中國新增產能持續投放之下，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，獲利將維持在歷史低檔區間波動、成長動能有限。投資建議方面，對相關個股維持 Neutral 投資建議。

2025 年 4 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 新興(2605 TT)。

無。

公司	代號	03/2025 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		393	68.88%	256	34.93%	2.56	1.87	31.19	31.76	20.15	10.78	0.63	Neutral		-
中航	2612		437	19.26%	395	9.52%	5.13	3.24	69.00	63.06	37.10	11.44	0.59	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 BDI 指數處於弱勢整理。中美關稅戰方面，由於中國主要自美國進口穀物，未來可能透過其他國家進口以取代美國，運距拉長將有利去化市場運力。投資建議方面，基於短期漲價動能趨緩，對相關個股維持 Neutral 建議。

## 產業 營收優於預期之個股 營收低於預期之個股

貨櫃 萬海(2615 TT)。

無。

公司	代號	03/2025 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		33,517	-2.09%	31,553	5.86%	64.41	47.25	268.04	279.56	188.00	3.98	0.67	Neutral		-
陽明	2609		13,229	-9.97%	13,398	-1.27%	18.38	10.94	97.52	99.14	62.20	5.68	0.63	Neutral		-
萬海	2615		11,785	10.83%	9,477	19.58%	16.89	10.82	93.09	96.12	67.20	6.21	0.70	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

美國總統川普宣布，已有超過 75 國聯絡美國希望進行談判且未採取報復行動，他已授權該措施暫停實施 90 天，在此期間僅實施 10% 的對等關稅，立即生效；不過，對中國徵收的關稅將即刻提高。先前由於關稅幅度過高，導致貨主暫停出貨，隨關稅稅率降低及提供暫緩實施期間，短期內自非中地區出口至美國者有望出現搶運潮，惟中國直接出口至美國的貨量將遭受直接衝擊，進而轉向其他市場出口；在關稅壁壘趨勢不變的情況下，市場需求可能在 2Q25 提前預支，2H25 運價展望不確定性仍高。對相關個股維持 Neutral 建議。

## 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	03/2025 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		17,324	8.02%	16,382	5.43%	2.36	2.02	14.14	15.40	20.10	9.97	1.31	Neutral		-
長榮航	2618		18,224	9.29%	17,304	5.04%	5.37	4.64	22.81	24.90	36.85	7.94	1.48	Neutral		-
台灣虎航	6757		1,409	-7.76%	1,443	-2.40%	6.03	7.46	16.60	17.82	85.90	11.51	4.82	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



美國關稅緩衝期可能提高航空貨運短期內需求，但相對也提高 2H25 需求不確定性。對相關個股維持 Neutral 建議。

## 產業

## 營收優於預期之個股

## 營收低於預期之個股

### 鋼鐵

公司	代號	03/2025 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		29,296	4.03%	29,566	-0.91%	0.13	0.39	19.10	19.52	20.90	53.60	1.07	Neutral		-
東和鋼鐵	2006		5,383	13.81%	5,125	4.77%	6.14	5.19	44.70	47.75	65.20	12.56	1.37	Neutral		-
中鴻	2014		2,234	20.55%	2,037	8.82%	-0.62	0.47	9.88	11.29	16.50	35.46	1.46	Neutral		-
豐興	2015		2,944	23.21%	2,686	8.79%	4.26	4.38	38.28	42.26	60.20	13.76	1.42	Neutral		-
大成鋼	2027		9,093	3.58%	9,126	-0.36%	1.45	3.29	27.75	29.74	47.30	14.38	1.59	Buy	54.80	15.85%
榮剛	5009		1,084	9.11%	1,026	5.36%	4.30	3.88	31.15	28.17	38.50	9.93	1.37	Neutral		-
大國鋼	8415		2,103	12.49%	1,956	6.97%	2.21	2.57	23.34	25.52	35.05	13.65	1.37	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

03/2025 主要鋼鐵類股中，營收大多符合預期。

群益觀點：由於俄烏可望停戰及美國關稅的影響，有利於 2025 年鋼鐵需求的回升。不過需注意以目前的局勢來評估，俄烏停戰的版本可能不是最樂觀的全面和解，而是俄烏停戰但俄國與歐洲的關係依然緊張，這樣的情況將影響後續烏克蘭重建的速度及其對鋼鐵需求推升的動能。美國關稅部份，研究部認為川普對鋼鋁關稅 25% 的課徵，可能為了保護美國本土鋼鐵業而不易取消，這樣的鋼鐵關稅將有利於美國鋼鐵價格。

國際鐵礦砂價格近期隨著美國對等關稅推出而大跌，目前價格約為 96 美元/噸，已跌破之前 100 美元的支撐價位。認為中國的需求持續偏弱，不利於鐵礦砂的價格，後續觀察全球經濟是否能維持成長來支撐鋼鐵需求。

個股建議：近期股價回檔部份鋼鐵股已可進場，認為美國鋼鐵需求長期看增，大成鋼可望受惠，維持大成鋼的投資建議為 Buy。

2025 年 4 月 11 日

## 產業

## 營收優於預期之個股

## 營收低於預期之個股

### 運動休閒

桂盟 (5306 TT)、復盛應用 (6670 TT)、美利達 (9914 TT)、巨大 (9921 TT)、百和 (9938 TT)。

公司	代號	03/2025 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		3,411	29.50%	3,302	3.17%	24.20	26.59	105.40	113.00	352.50	13.25	3.12	Neutral		-
聚陽	1477		3,454	16.31%	3,127	9.45%	16.68	19.76	59.36	-8702.17	254.00	12.85	-	Neutral		-
喬山	1736		3,844	11.28%	3,407	11.38%	8.01	9.76	39.67	45.55	173.50	17.77	3.81	Neutral		-
世界健身-KY	2762	*	887	6.19%	840	5.29%	3.13	4.30	27.86	18.22	80.40	18.68	4.41	Trading Buy	100.00	24.37%
南寶	4766		2,039	17.68%	1,843	9.61%	22.26	24.60	120.16	125.42	310.00	12.60	2.47	Neutral		-
桂盟	5306		474	26.19%	403	14.99%	7.27	8.41	66.05	65.33	90.90	10.81	1.39	Neutral		-
復盛應用	6670		2,941	57.48%	2,106	28.40%	27.21	27.23	105.18	102.20	287.50	10.56	2.81	Neutral		-
柏文	8462	*	476	5.45%	456	4.03%	4.67	6.90	25.50	26.65	123.50	17.89	4.63	Neutral		-
寶成	9904		21,812	17.11%	20,856	4.38%	5.44	5.19	47.91	27.56	29.55	5.69	1.07	Neutral		-
美利達	9914		2,894	32.95%	2,224	23.17%	-2.34	5.91	64.53	62.20	124.50	21.06	2.00	Neutral		-
巨大	9921		6,747	24.42%	5,556	17.64%	3.22	10.03	86.09	89.23	116.00	11.56	1.30	Neutral		-
百和	9938		1,630	22.00%	1,303	20.08%	4.75	5.34	44.31	44.20	53.10	9.95	1.20	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

03/2025 主要運動休閒個股中，桂盟、巨大、美利達受惠歐美需求回升，營收優於預期。其他部份個股受惠客戶短期需求上升，帶動營收於預期。

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。

2025 年 4 月 11 日

## 產業

### 營收優於預期之個股

### 營收低於預期之個股

#### 連鎖餐飲

公司	代號	03/2025 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)						
美食-KY	2723		1,749	19.46%	1,603	8.35%	3.28	3.65	62.79	65.44	92.00	25.23	1.41	Neutral		-
王品	2727		1,820	-3.57%	2,022	-11.10%	15.29	15.75	54.21	54.97	216.50	13.74	3.94	Buy	242.00	11.77%
八方雲集	2753	*	758	7.80%	713	5.90%	9.04	10.00	53.65	55.65	177.00	17.70	3.18	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

03/2025 主要餐飲類股中，營收大多符合預期。

個股建議：(1)王品 2025 年營運可望恢復成長，2023 年疫情結束後報復性消費拉高營運基期，且國人轉往國外旅遊，使王品 2024 年的營運偏弱，但 2025 年隨著展店數增加，營收可望恢復成長。(2)王品中國近年積極調整店質汰弱留強，2024 年已見成效。(3)王品計劃進入美國市場，主打中餐及火鍋，若成功將為集團注入成長動能。(4)王品配發現金股利 14.59 元，配發率達 93%，目前殖利率有 6.9%。對王品的投資建議為 Buy。

## 產業

### 營收優於預期之個股

### 營收低於預期之個股

#### 橡膠

公司	代號	03/2025 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)						
正新	2105		8,644	17.84%	8,034	7.06%	2.47	2.76	27.71	27.94	48.85	17.73	1.75	Trading Buy	55.00	12.58%
建大	2106		3,221	20.79%	2,930	9.02%	1.30	1.42	22.08	21.42	24.30	17.08	1.13	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

03/2025 主要橡膠類股中，營收多符合預期。

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。

2025 年 4 月 11 日

## 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 華城(1519 TT)、大同(2371 TT)、國統(8936 TT)。

公司	代號	03/2025 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		3,126	7.01%	3,211	-2.72%	5.81	9.49	72.05	70.56	124.50	13.12	1.76	Neutral	-	-
東元	1504		4,963	11.89%	4,652	6.25%	2.70	3.05	35.29	38.72	50.20	16.47	1.30	Trading Buy	58.00	15.53%
中興電	1513		2,363	9.67%	2,335	1.20%	7.20	8.92	37.84	40.68	117.00	13.11	2.88	Neutral	-	-
華城	1519		1,970	67.46%	1,558	20.91%	14.92	19.70	30.23	40.93	353.50	17.95	8.64	Neutral	-	-
大同	2371		3,930	29.21%	3,321	15.50%	6.19	2.55	29.01	28.61	35.25	13.82	1.23	Neutral	-	-
桓達	4549		103	0.87%	113	-9.87%	4.72	8.63	35.13	36.85	111.50	12.92	3.03	Neutral	-	-
雲豹能源	6869		374	12.56%	352	6.01%	8.22	4.39	46.14	44.23	124.50	28.39	2.82	Neutral	-	-
國統	8936		530	67.12%	455	14.23%	3.37	4.26	25.37	27.63	51.50	12.08	1.86	Trading Buy	59.00	14.56%
世紀鋼	9958		1,278	2.18%	1,367	-7.00%	6.85	12.36	49.43	46.56	144.50	11.69	3.10	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

風電趨勢：國內風電工程，受惠國內案場工程推進，世紀鋼(9958 TT)3 月營收月增 2.18%、符合預期。

重電趨勢：受惠在手訂單推進工程穩定增長，士電(1503 TT)3 月營收月增 7.01%、符合預期；中興電(1513 TT)3 月營收月增 9.67%、符合預期；大同(2371 TT)3 月營收月增 29.21%、優於預期；華城(1519 TT)3 月營收月增 67.46%、符合預期。

個別工程：受惠在手訂單陸續開工，雲豹能源(6869 TT)3 月營收月增 12.56%、符合預期。

個股建議：看好風電、電網、水資源基建的建置需求，但考量大盤本益比修正，目前僅給予東元、國統 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)、亞航(2630 TT)、長榮航太(2645 TT)、駐龍(4572 TT)。

公司	代號	03/2025 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	*	281	16.12%	250	11.33%	6.23	8.69	30.51	34.20	85.20	9.81	2.49	Neutral	-	-
亞航	2630		550	79.95%	482	12.31%	0.67	0.62	16.57	17.18	32.45	52.65	1.89	Trading Buy	43.00	32.51%
漢翔	2634		2,930	16.34%	2,717	7.25%	2.30	2.08	19.37	19.84	46.50	22.39	2.34	Neutral	-	-
長榮航太	2645		1,513	7.92%	1,224	19.08%	4.90	6.32	35.34	37.16	94.10	14.90	2.53	Buy	121.00	28.58%
豐達科	3004		345	14.07%	328	4.83%	6.79	8.59	49.23	55.21	80.90	9.42	1.47	Trading Buy	110.00	35.97%
晟田	4541		100	-31.38%	122	-21.30%	1.26	2.05	24.00	26.05	44.35	21.64	1.70	Neutral	-	-
駐龍	4572		58	16.54%	52	10.31%	7.29	6.69	53.57	55.26	176.00	26.30	3.18	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

民航產業趨勢：隨著台灣農曆假期結束，產業開始復工，多數民航股 3 月



2025 年 4 月 11 日

營收持續升溫。駐龍(4572 TT)3月營收月增 16.54%、符合預期；晟田(4541 TT)因先前一次產品出貨較多，加上 3 月員工旅遊，3 月營收月減-31.38%、低於預期；長榮航太(2645 TT)因製造拉貨較多，3 月營收月增 7.92%、優於預期。

軍工產業趨勢：受惠季底專案入帳較多，漢翔(2634 TT)3 月營收月增 16.34%、符合預期；亞航(2630 TT)3 月營收月增 79.95%、優於預期。

個股建議：考量個別公司航太部門的復甦情形，以及大盤本益比修正，給予長榮航太 Buy；豐達科&亞航 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

#### 包材

統一實(9907 TT)、宏全(9939 TT)

公司	代號	03/2025 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	*	4,635	54.39%	3,601	22.31%	0.97	1.06	13.15	12.47	16.40	15.45	1.32	Neutral	-	-
宏全	9939		2,668	15.52%	2,353	11.78%	9.58	9.17	65.70	67.90	146.50	15.97	2.16	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

03/2025 主要包材類股中，統一實因中國市場出貨增加，帶動營收回升表現優於預期。宏全旺季來臨營收優於預期。

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。統一實股價已達目標價，目前維持投資建議為 Neutral。

## 產業

### 營收優於預期之個股

### 營收低於預期之個股

#### 造紙

公司	代號	03/2025 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		3,760	9.51%	3,590	4.51%	0.55	0.77	26.65	26.37	17.05	22.03	0.65	Neutral	-	-
華紙	1905		1,762	12.34%	1,634	7.27%	-0.23	-0.15	14.23	14.09	12.85	-	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

03/2025 主要造紙類股中，營收大多符合預期。

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。