

台积电 (2330.TT/TSM.US) 首次覆盖： 共享云侧和端侧 AI 增长红利，长期 成长路径清晰

我们首次覆盖台积电 (2330.TT)，目标价 1,167.7 新台币，潜在升幅 19%；首次覆盖台积电 (TSM.US)，目标价 197.6 美元，潜在升幅 24%，均给予“买入”评级。

云端同频共振，周期成长上行：台积电是全球比较稀缺的具备大规模先进制程半导体晶圆代工及先进封测能力的玩家。台积电主要受益于两大行业趋势：1) AI 大模型的需求爆发式增长。台积电凭借晶圆代工先进制程能力，可以收获大多数的 AI 算力芯片的增量红利；2) 半导体行业基本面周期上行。台积电的 AI 及非 AI 的需求都将享受行业上行动能。我们预期台积电 2024 年、2025 年净利润将同比增长 27% 和 30%，增长强劲且确定性较高。目前公司目标价对应 28.0x/21.5x 2024 年/2025 年市盈率，估值吸引力较强。因此，我们首次覆盖台积电台股 (2330.TT) 和美股 (TSM.US)，均给予“买入”评级。

台积电二季度业绩奠定短中长期发展基调：第一，台积电二季度毛利率指引中枢为 54.5%，超出市场预期。公司短期基本面增长强劲。第二，台积电上调 2024 年收入增速指引至 25% 上下，即原指引区间上限。同时，公司上调今年资本开支指引中枢至 310 亿美元。两个指引上调奠定今明两年成长基调。第三，台积电扩大其对于晶圆代工定义范围，主要包括了与先进制程相关的先进封测。新定义的行业规模是原定义行业规模的 2.2 倍。这打开公司长期的业务增长空间。

估值：台积电台股目标价为 1167.7 新台币，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 16.0x，对应市盈率为 28.0x。台积电美股目标价为 197.6 美元，对应 2024 年 EV/EBITDA 为 17.6x，对应市盈率为 30.8x。

投资风险：全球经济下行，多个半导体应用下游需求动能不足；AI 等大模型需求爆发持续性弱于预期，大模型厂商盈利低于预期；半导体周期上行动能不足；行业竞争加剧，拖累利润表现；资本支出增长较快，折旧等费用大幅提升；先进制程产线及规划迭代速度低于预期。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

新台币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263,891	2,161,736	2,809,765	3,516,122	4,124,807
营收同比增速	43%	(5%)	30%	25%	17%
毛利率	59.6%	54.4%	53.9%	55.4%	56.1%
净利润	992,923	851,740	1,080,845	1,406,296	1,661,459
净利润增速	68%	(14%)	27%	30%	18%
基本每股收益 (新台币)	38.3	32.8	41.7	54.2	64.1

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2024 年 7 月 26 日

台积电 (2330.TT)

目标价 (新台币)	1167.7
目前股价 (新台币)	979.0
潜在升幅	+19%

买入

台积电 (TSM.US)

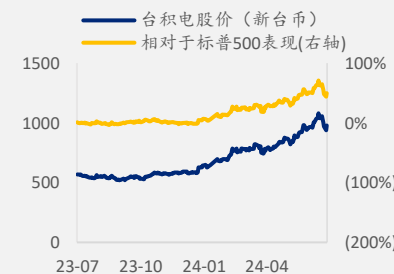
目标价 (美元)	197.6
目前股价 (美元)	159.8
潜在升幅	+24%

买入

注：台股收盘价截至 2024 年 7 月 23 日，美股收盘价截至 2024 年 7 月 24 日

资料来源：Factset, 浦银国际

股价表现



资料来源：Factset、浦银国际

目录

台积电 (2330.TT, 买入, 目标价 1167.7 新台币; TSM.US, 买入, 目标价 197.6 美元)	5
AI 从云侧向端侧渗透, 行业具备较大成长空间	5
全球半导体基本面持续上行	9
台积电业绩印证 AI 增量以及半导体周期上行	15
竞争格局	19
估值	21
SPDBI 乐观与悲观情景假设-台股	25
SPDBI 乐观与悲观情景假设-美股	26
风险提示	27
公司背景	28
财务报表	29

图表目录

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)	1
图表 2: 全球生成式 AI 市场空间及预测	5
图表 3: 模型数量与参数爆发性成长	5
图表 4: CPU 迭代放缓, 但数据呈指数状态增加	6
图表 5: GPU 加速计算	6
图表 6: 2023 年数据中心 GPU 及 AI ASIC 收入拆分	7
图表 7: 端侧 AI 渗透率	7
图表 8: 台积电智能手机及 HPC 收入同比增速	8
图表 9: 台积电智能手机及 HPC 收入占比	8
图表 10: 全球半导体月度销售额及同比增速	9
图表 11: 全球半导体销售额同比增速 vs 中国台湾半导体晶圆代工 (不含台积电) 月度营收同比增速	10
图表 12: 全球半导体月度销售 vs 费城半导体指数未来 12 个月市盈率	10
图表 13: 中国台湾半导体晶圆代工 (不含台积电) 月度营收同比增速 vs 中国台湾晶圆代工 (不含台积电) 指数估值	11
图表 14: 台积电月度营收及同比增速	12
图表 15: 半导体行业: 销售额同比增速 vs 库存周转天数	12
图表 16: 台积电月度营收同比增速 vs 中国台湾晶圆 (不含台积电) 月度营收同比增速 vs 全球半导体月度销售同比增速	13
图表 17: 台积电成熟制程 (28nm 及以上) 以及先进制程 (16nm 及以下) 收入同比增速	13
图表 18: 台积电收入拆分	13
图表 19: 台积电 vs 英伟达 vs 高通 vs 费半指数未来 12 个月市盈率	14

图表 20: 台积电: 股价 vs 资本支出	14
图表 21: 台积电 CoWoS 产能预测	16
图表 22: 台积电 2Q24 业绩详情	17
图表 23: 台积电历史业绩及 3Q24 业绩指引	18
图表 24: 中芯国际、华虹、台积电、联电、世界、稳懋: 营收同比增速	20
图表 25: 中芯国际、华虹、台积电、联电、世界、稳懋: 毛利率走势	20
图表 26: 台积电 EV/EBITDA 估值 (2024 年)	21
图表 27: 台积电 WACC 假设	22
图表 28: 台积电自由现金流预测	22
图表 29: 台积电 DCF 估值预测 (2024 年)	22
图表 30: SPDBI 目标价: 台积电台股 (2330.TT)	23
图表 31: SPDBI 目标价: 台积电美股 (TSM.US)	23
图表 32: 台积电台股市盈率: 当前 20.4x vs. 历史均值 18.4x vs. 历史均值以上一个标准差 22.2x	24
图表 33: 台积电台股 EV/EBITDA: 当前 14.8x vs. 历史均值 11.3x vs. 历史均值以上一个标准差 14.2x	24
图表 34: 台积电台股 (2330.TT) 市场普遍预期	25
图表 35: 台积电台股 SPDBI 情景假设	25
图表 36: 台积电美股 (TSM.US) SPDBI 情景假设	26
图表 37: 台积电发展里程碑	28
图表 38: 台积电: 损益表	29
图表 39: 台积电: 资产负债表	30
图表 40: 台积电: 现金流量表	31
图表 41: SPDBI 科技行业覆盖公司	32

财务报表分析与预测

利润表

新台币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263,891	2,161,736	2,809,765	3,516,122	4,124,807
营业成本	(915,537)	(986,625)	(1,295,073)	(1,567,490)	(1,812,524)
毛利润	1,348,355	1,175,111	1,514,692	1,948,633	2,312,283
经营支出	(227,076)	(253,645)	(307,896)	(385,127)	(451,820)
销售管理费用	(63,445)	(71,464)	(92,501)	(115,689)	(135,721)
研发费用	(163,262)	(182,370)	(214,245)	(267,930)	(314,333)
其他	(368)	189	(1,149)	(1,508)	(1,766)
经营利润	1,121,279	921,466	1,206,796	1,563,506	1,860,463
非经营收入	22,793	57,851	72,754	72,725	72,665
财务费用	10,672	48,295	66,742	66,132	65,961
其他	12,121	9,556	6,012	6,593	6,704
税前利润	1,144,072	979,317	1,279,550	1,636,232	1,933,128
税务费用	(150,778)	(128,289)	(199,946)	(231,476)	(273,477)
税后利润含少数股东权益	993,295	851,028	1,079,604	1,404,756	1,659,651
少数股东权益	(371)	712	1,241	1,540	1,808
净利润	992,923	851,740	1,080,845	1,406,296	1,661,459
基本股数(百万)	25,929	25,929	25,931	25,931	25,931
摊销股数(百万)	25,929	25,929	25,931	25,931	25,931
基本每股收益(新台币)	38.3	32.8	41.7	54.2	64.1
摊销每股收益(新台币)	38.3	32.8	41.7	54.2	64.1

资产负债表

新台币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,342,814	1,465,428	1,601,304	1,733,869	1,887,851
现金等价物	124,069	155,455	202,057	252,852	296,624
应收账款和应收票据	231,340	201,938	262,474	328,458	385,318
应收账款和应收票据	221,149	250,997	329,466	398,769	461,105
其他流动资产	133,525	120,214	156,251	195,532	229,381
流动资产合计	2,052,897	2,194,033	2,551,552	2,909,480	3,260,280
物业、厂房及设备	2,693,837	3,064,475	3,430,186	4,016,126	4,785,845
无形资产	25,999	22,767	22,767	22,767	22,767
递延所得税资产	69,186	64,176	64,176	64,176	64,176
长期投资收益	33,481	36,651	36,651	36,651	36,651
其他非流动资产	89,059	150,096	150,096	150,096	150,096
总资产	4,964,459	5,532,197	6,255,427	7,199,295	8,319,814
短期借贷	-	-	-	-	-
应付账款和应付票据	54,880	55,727	73,149	88,535	102,375
其他流动负债	931,684	887,078	887,078	887,078	887,078
流动负债合计	986,564	942,805	960,227	975,614	989,454
长期借款	839,096	918,283	918,283	918,283	918,283
其他非流动负债	220,967	217,242	260,691	312,229	375,395
总负债	2,046,627	2,078,330	2,139,200	2,206,725	2,283,131
股本	259,304	259,321	259,321	259,321	259,321
储备	69,330	69,876	21,582	(26,713)	(75,007)
其他综合收益	(20,506)	(28,314)	(28,314)	(28,314)	(28,314)
少数股东损益及其他	14,813	24,344	24,344	24,344	24,344
股东权益总额	2,917,832	3,453,867	4,116,226	4,992,570	6,036,683
总负债和股东权益	4,964,459	5,532,197	6,255,427	7,199,295	8,319,814

现金流量表

新台币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,610,599	1,241,967	1,511,946	1,867,686	2,176,267
净利润	992,923	851,740	1,080,845	1,406,296	1,661,459
折旧摊销	437,254	532,191	637,015	668,865	702,309
其他	15,345	(62,775)	-	-	-
营运资金变动	175,749	(30,894)	(157,620)	(159,181)	(139,206)
应收账款减少(增加)	(33,754)	29,402	(60,536)	(65,984)	(56,860)
库存减少(增加)	(28,047)	(29,848)	(78,469)	(69,303)	(62,337)
应付账款增加(减少)	7,594	847	17,422	15,387	13,840
其他经营资金变动	229,956	(31,295)	(36,037)	(39,281)	(33,849)
利息收入(支出)	(10,672)	(48,295)	(48,295)	(48,295)	(48,295)
投资活动现金流	(1,190,928)	(906,121)	(1,049,327)	(1,305,601)	(1,515,799)
资本支出	(1,089,626)	(955,335)	(1,002,726)	(1,254,805)	(1,472,027)
投资	-	-	(46,601)	(50,796)	(43,772)
其他	(101,302)	49,215	-	-	-
融资活动现金流	(200,244)	(204,894)	(326,742)	(429,520)	(506,486)
借款	-	-	-	-	-
发行股份	(872)	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(285,234)	(291,722)	(370,191)	(481,658)	(569,051)
其他	85,862	86,828	43,448	52,138	62,566
外汇损益	58,397	(8,339)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	277,824	122,614	135,876	132,565	153,982
期初现金及现金等价物	1,064,990	1,342,814	1,465,428	1,601,304	1,733,869
期末现金及现金等价物	1,342,814	1,465,428	1,601,304	1,733,869	1,887,851

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	42.6%	(4.5%)	30.0%	25.1%	17.3%
毛利润增速	64.5%	(12.8%)	28.9%	28.6%	18.7%
营业利润增速	72.5%	(17.8%)	31.0%	29.6%	19.0%
净利润增速	67.6%	(14.2%)	26.9%	30.1%	18.1%
盈利能力					
净资产收益率	39.2%	26.7%	28.6%	30.9%	30.1%
总资产报酬率	22.9%	16.2%	18.3%	20.9%	21.4%
投入资本回报率	25.9%	18.3%	20.2%	22.7%	23.0%
利润率					
毛利率	59.6%	54.4%	53.9%	55.4%	56.1%
营业利润率	49.5%	42.6%	43.0%	44.5%	45.1%
净利润率	43.9%	39.4%	38.5%	40.0%	40.3%
EBITDA率	69.4%	67.7%	65.8%	63.7%	62.3%
营运能力					
现金循环周期	97	103	94	97	99
应收账款周转天数	35	37	30	31	32
存货周转天数	83	87	82	85	87
应付账款周转天数	20	20	18	19	19
净债务(净现金)	(503,718)	(547,145)	(683,021)	(815,586)	(969,568)
自由现金流	505,628	349,407	509,220	612,881	704,240

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、同花顺、浦银国际预测

台积电 (2330.TT, 买入, 目标价 1167.7 新台币;

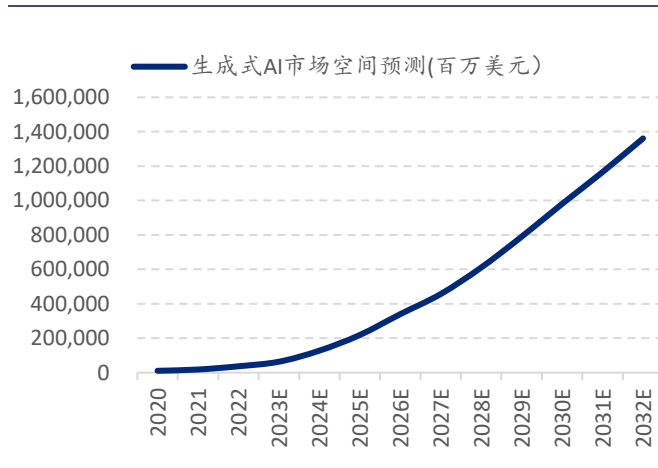
TSM.US, 买入, 目标价 197.6 美元)

AI 从云侧向端侧渗透, 行业具备较大成长空间

云侧 AI 算力需求持续高增长, 端侧 AI 渗透率快速提升, 启动新一轮科技增长周期。自 2022 年底 Chat GPT 面向公众开放以来, 生成式 AI 带动了社会新一轮的生产效率提升, 也开启了新一轮 AI 投资机遇。根据 IDC 数据, 2020 年至 2023 年全球生成式 AI 市场空间上涨了约 6 倍, 预计 2024 年至 2030 年期间复合增长率达到 40%, 2030 年市场规模有望接近万亿美元。作为 AI 大模型行业最重要支撑的算力芯片也正享受行业高增长红利。

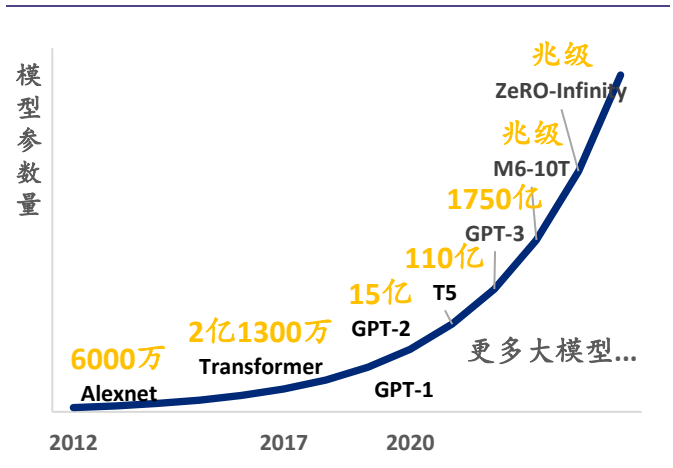
在 [AI 算力芯片首次覆盖报告中](#), 我们看到来自于 AI 大模型的需求正在快速推动 AI 云侧的 AI 算力需求。同时, AI 大模型正在向端侧快速渗透, AIPC、AI 智能手机的渗透率也有望快速提升。受益于此, 云侧 AI 算力和端侧智能驾驶算力主要玩家英伟达和端侧 AI 智能机玩家高通的增长动能有望增强。台积电, 作为英伟达和高通两家半导体设计公司的代工厂, 将占据大多数的 AI 算力芯片的晶圆代工制造需求, 充分享受行业增长红利。

图表 2: 全球生成式 AI 市场空间及预测



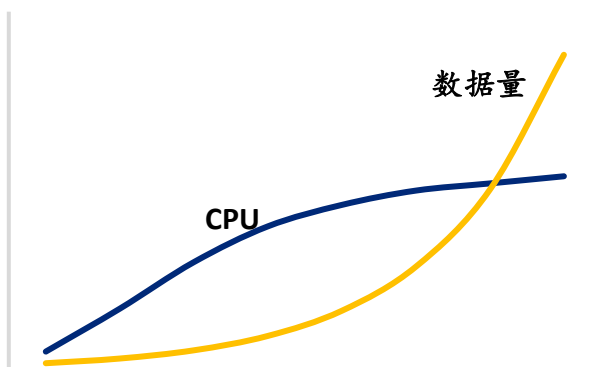
注: E=IDC 预测
资料来源: IDC、浦银国际

图表 3: 模型数量与参数爆炸性成长



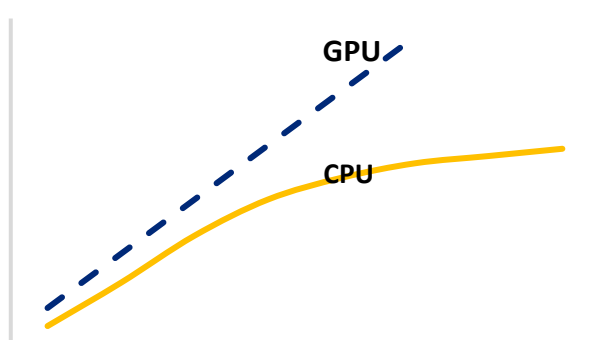
资料来源: 联发科发布会、浦银国际

图表 4: CPU 迭代放缓, 但数据呈指数状态增加



资料来源: 英伟达 2024 年 6 月 COMPUTEX 发布会、浦银国际

图表 5: GPU 加速计算



资料来源: 英伟达 2024 年 6 月 COMPUTEX 发布会、浦银国际

首先, 基于大模型的 AI 行业仍然处于发展初期的阶段。全球相关的资金/资本正在快速涌入, 包括巨头和初创公司。这些大模型的供应商正在加速升级 AI 大模型的能力, 以提供更好的用户体验。因此, 市场对于 AI 算力芯片, 包括 GPU、AI ASIC 的需求都在加速增长。

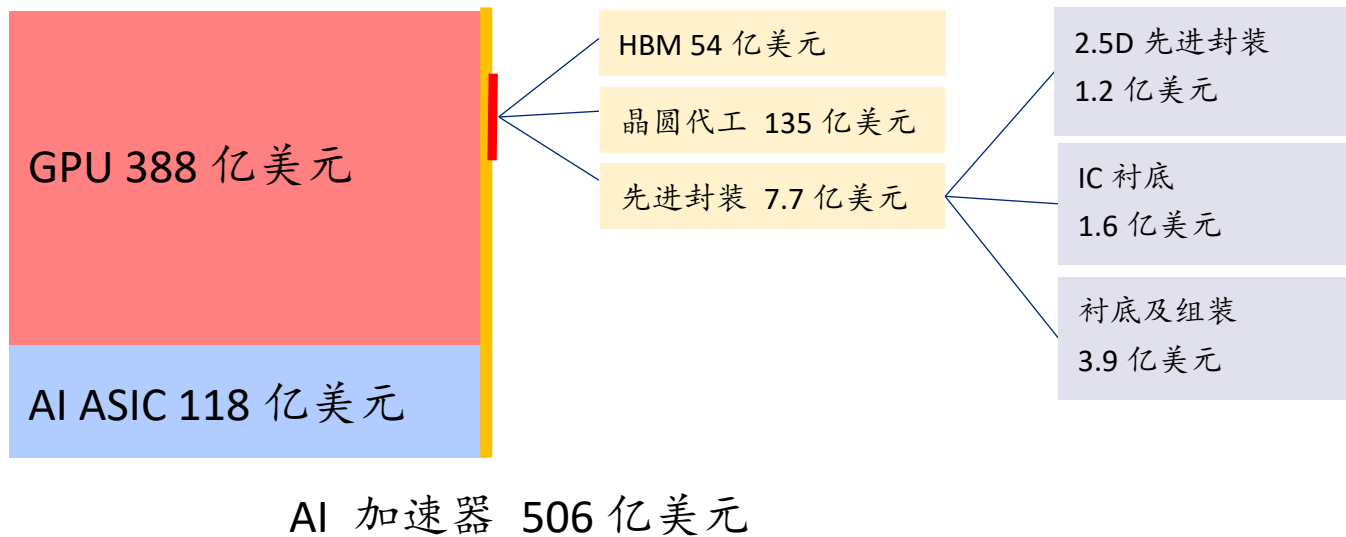
根据 Yole Intelligence, 2023 年数据中心的 AI 加速器芯片 (包括 GPU 和 AI ASIC) 的市场规模达到 506 亿美元, 并预期在 2029 年达到 2,000 亿美元, 复合增长率超过 25%。其中, 台积电不仅在晶圆代工 (Foundry) 占据主要份额, 也在先进封测领域进行扩张。

其次, AI 大模型从云侧向端侧延伸和渗透, 会有效拓展 AI 大模型在 C 端用户的使用, 进一步打开 AI 算力芯片行业规模空间。一方面, 由于需要为 AI 大模型提供算力, 端侧芯片, 包括手机 SoC, 需要提供更加强大的算力支撑, 因而这些端侧算力中心芯片尺寸 (die size) 将需要增长 5%-10%。单个芯片的成本和价格也会更高。

再次, 端侧 AI 大模型能力有望带来用户体验的改善, 从而推动更换需求 (包括智能手机、笔记本电脑) 带来的出货量增长。根据我们的预测, 2023 年、2024 年, 全球智能手机出货量同比增速分别为 -3.4%、+4.9%; 根据 IDC 预测, 2023 年、2024 年全球电脑 (PC) 的出货量同比增速分别为 -16.1%、+3.7%; 根据 TrendForce 预测, 2023 年、2024 年、2025 年, 全球服务器市场收入同比增速分别为 -6.0%、+2.0%、+3.6%。这些电子产品的出货量本身处于复苏增长阶段。

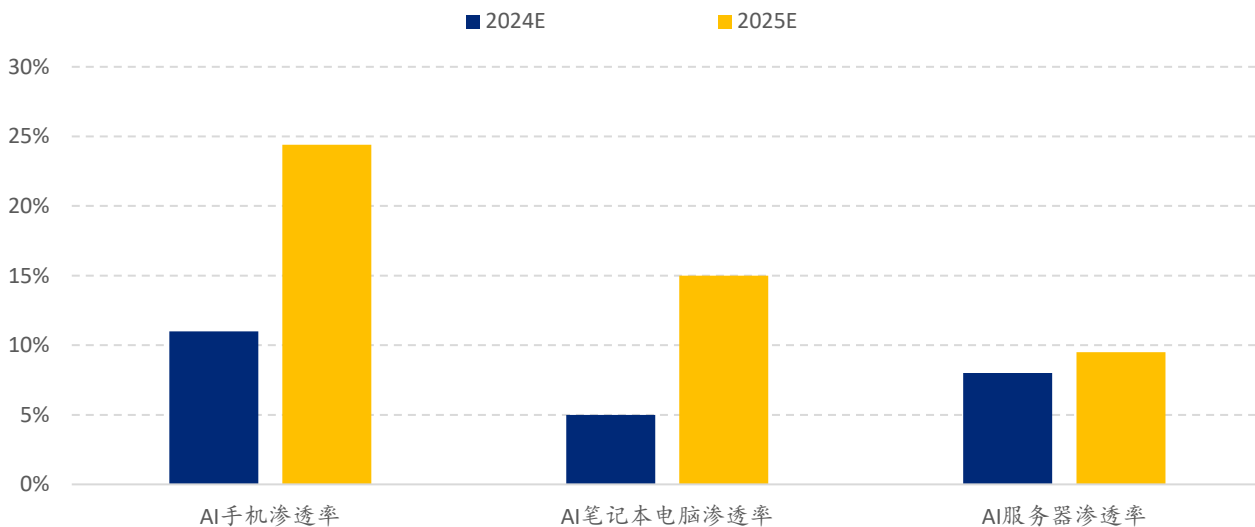
最后, 进一步看, AI 在智能手机、笔记本电脑、服务器的渗透率在 2023 年至 2025 年都将提升。例如, 根据 Counterpoint 预测, 2024 年、2025 年 AI 手机的渗透率将分别达到 11%、24%。

图表 6：2023 年数据中心 GPU 及 AI ASIC 收入拆分



资料来源：Yole Intelligence, 浦银国际

图表 7：端侧 AI 渗透率



注：AI 服务器渗透率 E=IDC 预测，AI 手机、AI PC 渗透率 E=Counterpoint 预测；AI 笔记本电脑指具备高阶 AI 功能的笔记本电脑

资料来源：IDC, Counterpoint, 浦银国际

在本轮的AI超级周期中，台积电提供半导体晶圆代工先进制造平台，占据比较重要且比较有利的产业链环节。

从云侧来看，根据台积电在今年4月法说会的分享，未来5年，伺服器AI处理器的年复合增长率预计为50%，预计到2028年收入占比超过20%。根据台积电的定义，伺服器AI处理器狭义指具备执行训练（training）和推理（inference）功能的GPU、AI加速器和CPU，并不包含网络、边缘或者终端装置AI。

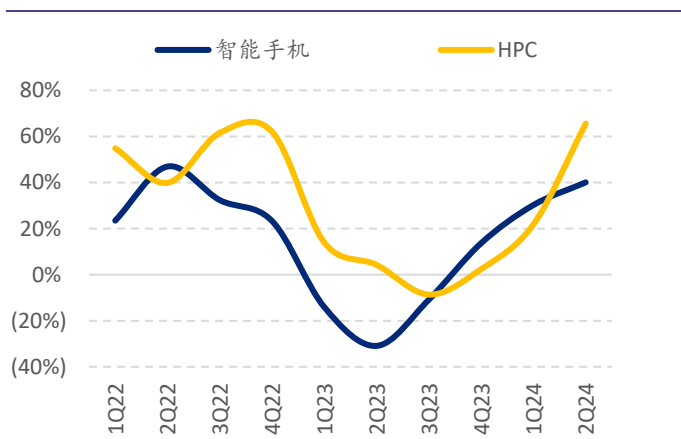
AI是台积电高性能计算（HPC, High Performance Computing）板块最强驱动力，也是整体营收的最大贡献来源。在今年二季度，该业务板块收入占比首次超过50%，并且取得66%的同比增速，是增速最快的业务板块。

从端侧来看，智能手机端的AI SoC以及部分PC端的AI芯片，都是由台积电来进行晶圆代工以及部分高端封测。苹果的M系列和A系列芯片、高通的骁龙Gen系列处理器、联发科的天玑系列处理器、AMD的锐龙PRO 8040系列和锐龙PRO 8000系列处理器，以及Zen 5处理器，都是由台积电完成制造。因此，台积电有望享受AI带动的电子终端需求复苏以及高端AI芯片价值量提升的行业驱动力。

台积电智能手机业务板块的收入同比增速也从2023年二季度的低点(-31%)恢复到今年二季度的40%增长。进入到N2节点，公司看到智能手机客户的需求依然比较旺盛。因此，我们对于台积电智能手机业务板块的长期增长保持乐观。

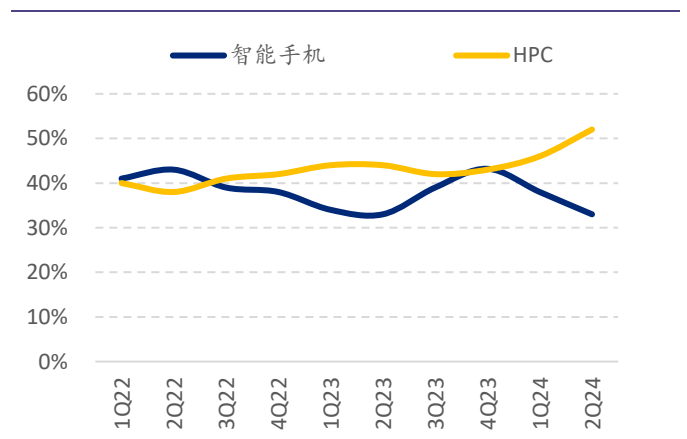
本轮AI掀起的科技行业浪潮，不仅带来了市场的增量，也有望催动科技产业存量市场的复苏。台积电在AI算力芯片产业链中占据较为关键的位置，公司不断推进的先进制程制造平台是为芯片厂商提供大算力低功耗芯片的重要基础，因此台积电可以充分享受行业红利。

图表 8：台积电智能手机及 HPC 收入同比增速



注：HPC (High Performance Computing) 高性能计算
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 9：台积电智能手机及 HPC 收入占比



注：HPC (High Performance Computing) 高性能计算
资料来源：公司公告、浦银国际

全球半导体基本面持续上行

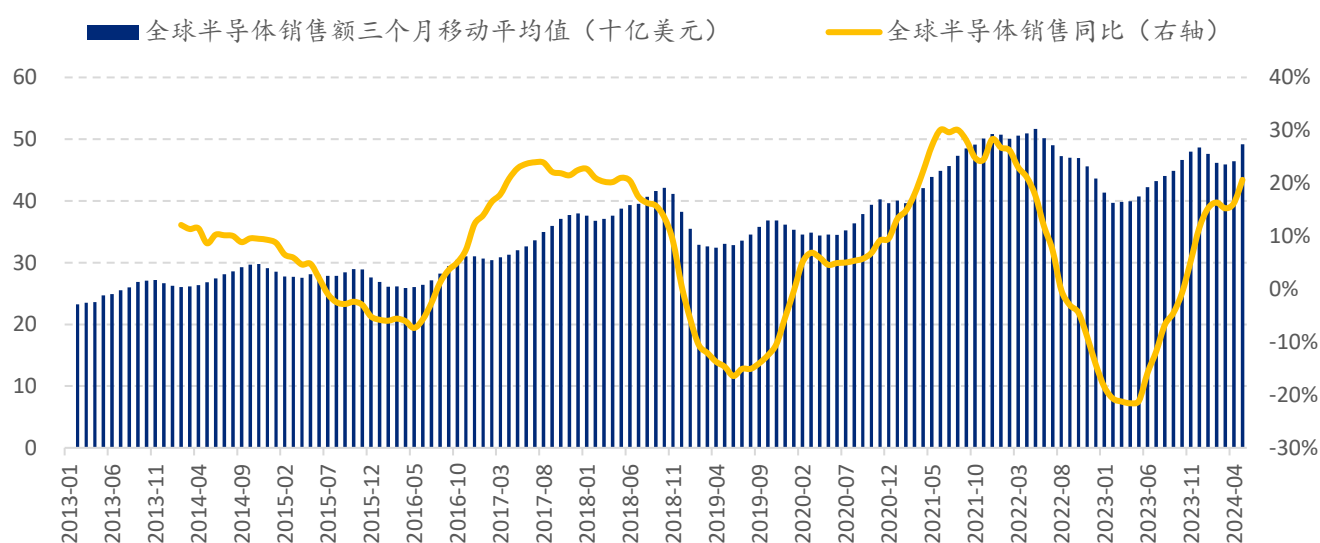
全球半导体处于周期上行的阶段，并且仍有上行的空间。根据半导体行业协会（SIA）数据，全球半导体月度销售额同比增速在2023年4月见底，录得本轮半导体周期下行以来的最低点-22%。随后全球半导体基本面步入上行周期。截至今年5月，全球半导体月度销售额同比增长21%，较4月的16%继续上扬，连续13个月保持周期上行，连续7个月保持正增长。根据半导体周期历史，每一个上行或下行周期持续时间约24个月来看，本轮半导体周期上行仍有空间。

本轮半导体基本面周期持续上行的空间主要来自于两个方面。一方面，来自于上文提到的AI大模型需求带动的增量市场。另一方面，来自于落后于半导体周期节奏的，非AI相关的，原有半导体产业正处于半导体周期上行的早期阶段。

根据我们的统计，中国台湾主要晶圆代工（不含台积电）月度销售在6月的同比增速为-1%，较5月的+3%再次下滑。虽然负增速持续收窄，但是依然没有稳定在正增长的水位。所以，非AI相关的半导体需求依然有较大的周期上行的空间。

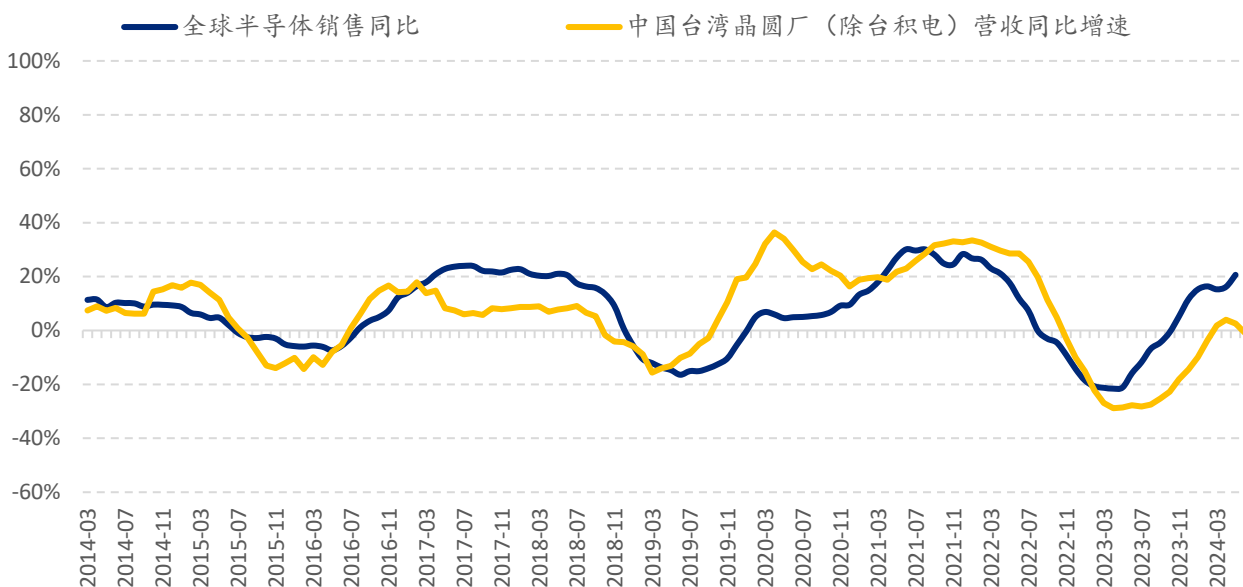
费城半导体指数估值在2022年10月触底上行以来，已经持续20个月，跟历史上约2年的上行周期比较，还有一些上行的空间和机会。但是，由于AI大模型对于多个科技子行业的带动，本轮周期估值上行的高度可能会较以往峰值更高。

图表 10：全球半导体月度销售额及同比增速



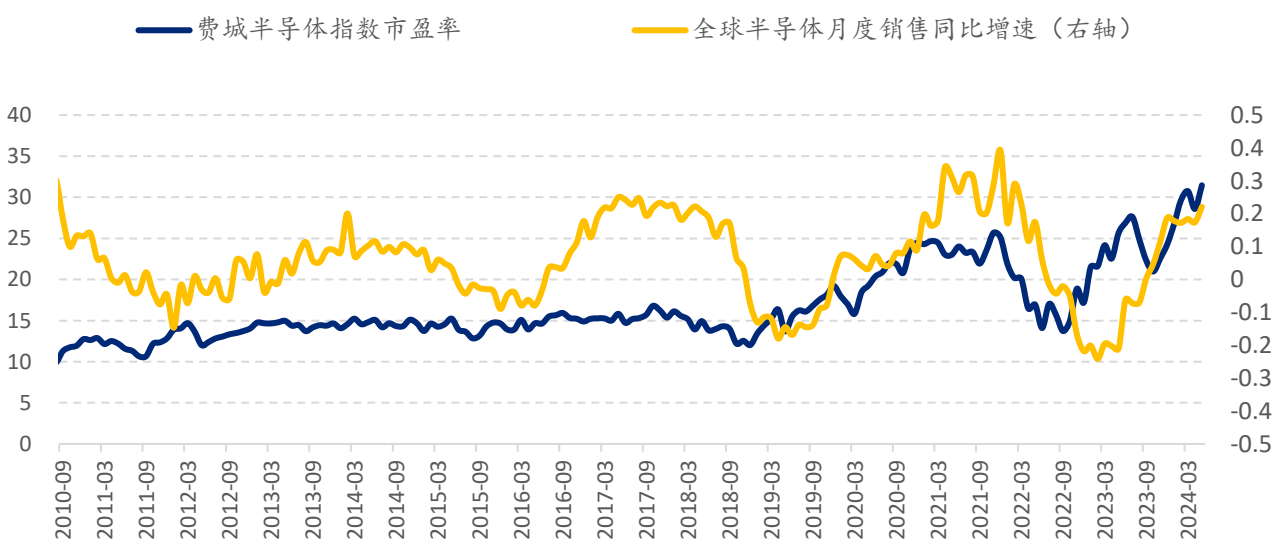
资料来源：同花顺，半导体行业协会（SIA）、浦银国际

图表 11: 全球半导体销售额同比增速 vs 中国台湾晶圆代工（不含台积电）月度营收同比增速



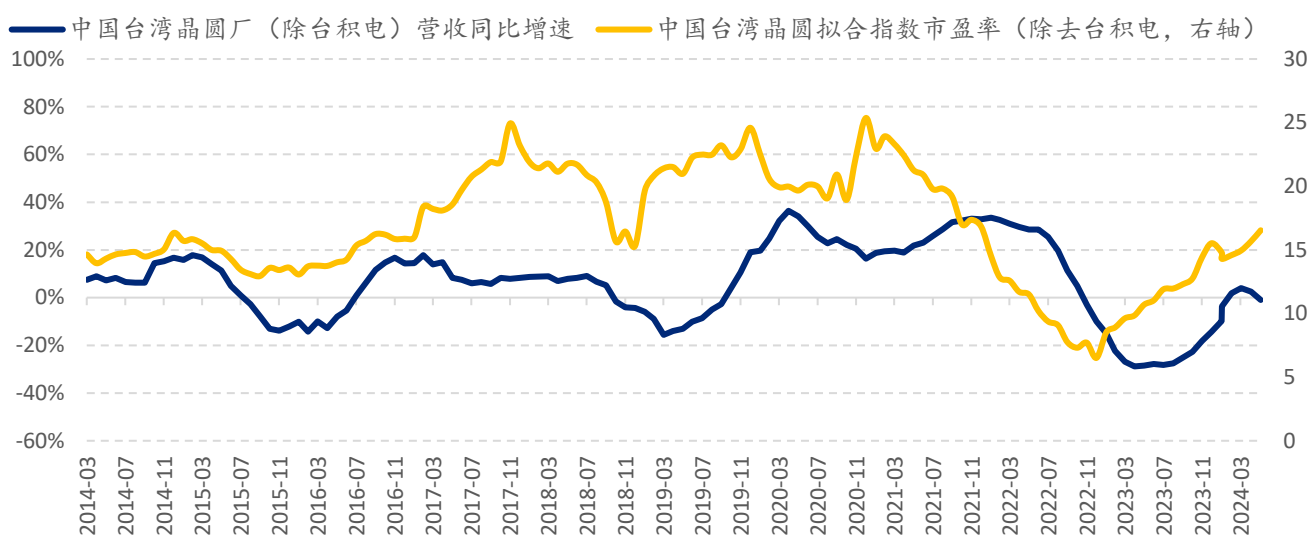
资料来源: 同花顺, 半导体产业协会 (SIA)、Factset, 浦银国际

图表 12: 全球半导体月度销售 vs 费城半导体指数未来 12 个月市盈率



资料来源: 同花顺, 半导体产业协会 (SIA)、Factset, 浦银国际

图表 13: 中国台湾半导体晶圆代工（不含台积电）月度营收同比增速 vs 中国台湾晶圆代工（不含台积电）指数估值



资料来源：同花顺，Factset，浦银国际

台积电同频享受全球半导体基本面上行红利，也具备持续上行的空间。

台积电月度营收同比增速于2023年3月录得-15%的低点，早于全球半导体行业触底。公司月度营收同比增速在2023年8月-9月二次触底之后便一路上扬。台积电今年4月、5月营收同比增速为+60%、+30%，都优于全球半导体行业恢复情况。

受益于周期上行动能，在近期的二季度业绩会上，台积电上调2024年收入指引至25%上下，达到原指引20%-25%的指引区间上限。公司上调指引可以说是半导体行业周期上行的标志之一。

同时，台积电上调2024年资本支出指引至300亿美元至320亿美元区间。与原指引280亿美元至320亿美元的指引区间相比，公司上调了指引区间下限，也因此上调指引的中枢。这为公司明年和后年的增长奠定基础。

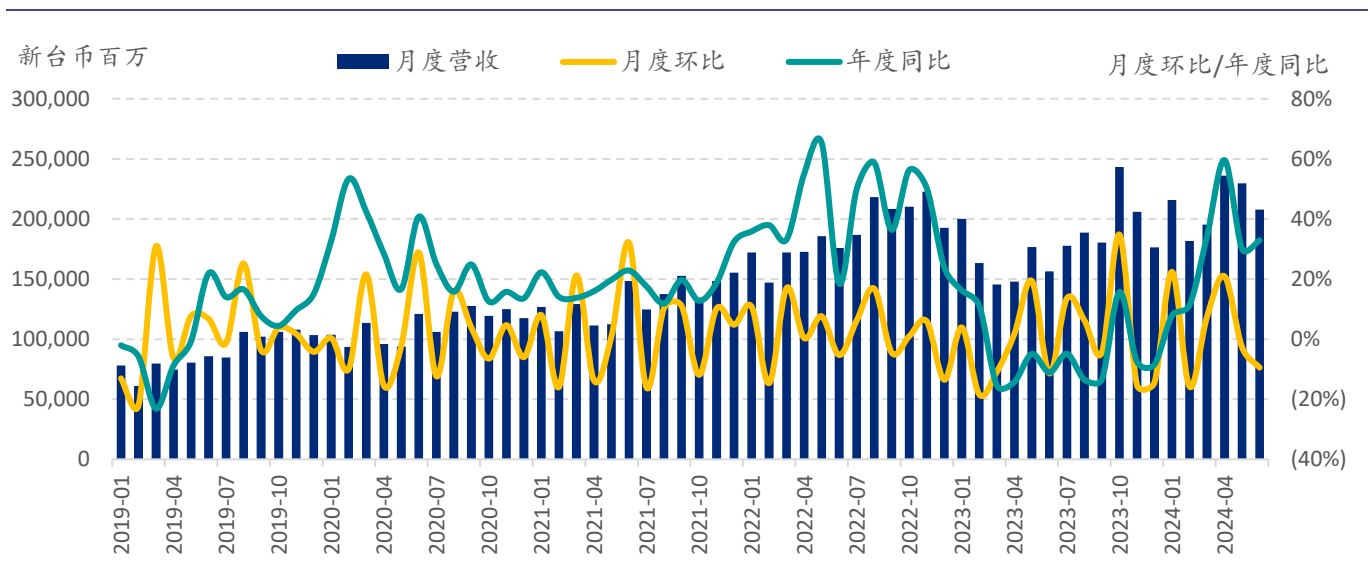
台积电也同样受益于非AI相关半导体需求/周期上行动能。台积电的成熟产能（28nm及以上制程）的季度收入同比增速在2023年四季度录得-26%的低点。这与全球半导体2023年二季度低点的-22%和中国台湾晶圆代工厂（不含台积电）2023年二季度低点-29%类似。而台积电成熟制程的季度收入同比增速从去年四季度的低点-26%连续2个季度上行，在今年二季度同比下降4%，接近同比持平的水平。

不仅仅是收入端，台积电今年一季度毛利率以及二季度毛利率指引都高于市场一致预期。半导体周期上行动能正在推动公司产能利用率饱和运行，也推动增厚公司利润。台积电今年一季度毛利率以及二季度毛利率分别高于指引0.1个百分点和1.5个百分点。

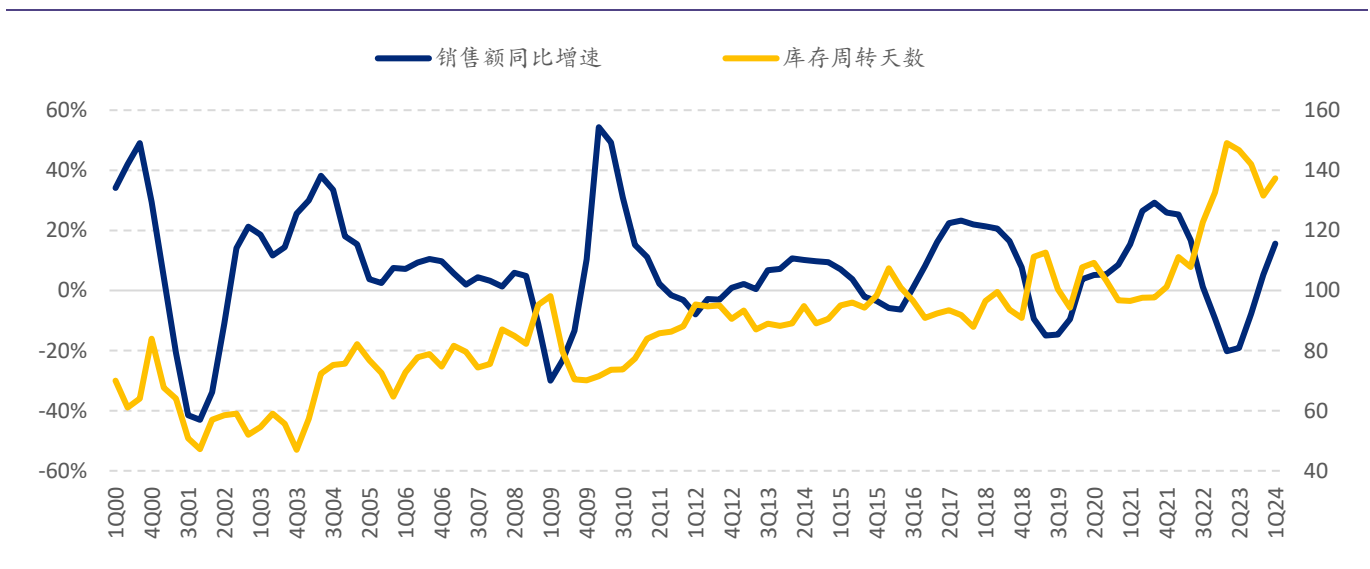
从估值来看，6月末台积电未来12个月市盈率在25x，低于台积电上一轮周期高位2021年2月的31x，仍有约20%的上行空间。6月末高通市盈率18x，英伟达市盈率40x，费城半导体指数市盈率33x。我们认为横向比较来看，台积电市盈率处于AI受益公司的合理区间。

我们认为上调的收入和资本支出指引都是台积电基本面的重要支撑，也是公司消化估值的重要保障。因此，我们预期资本支出转化为固定资产再转化为公司收入利润的过程是股价长期增长的动能体现（图表 20）。

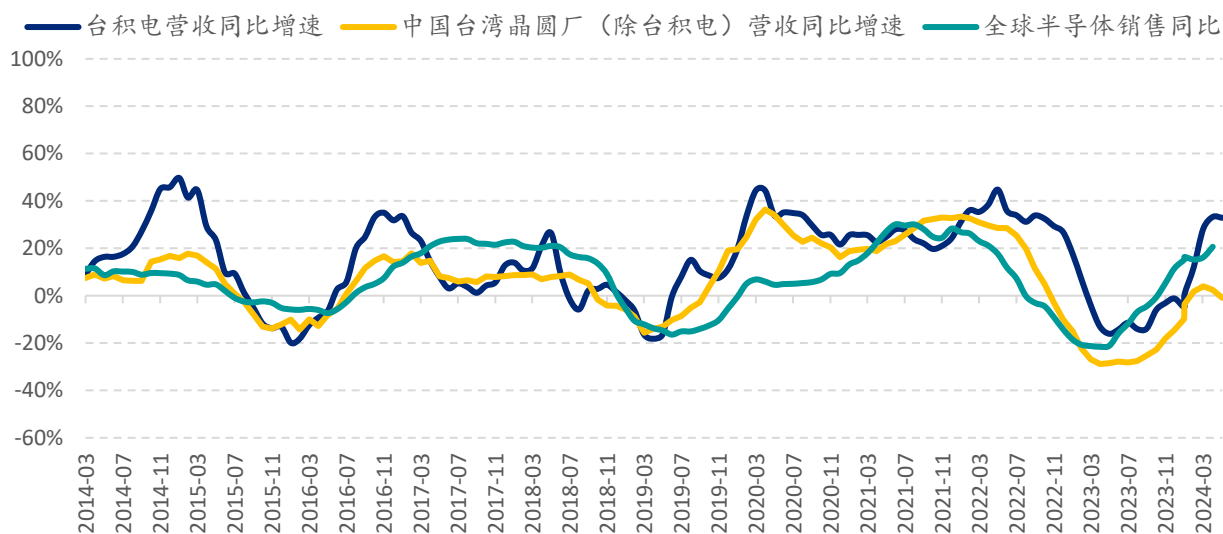
图表 14：台积电月度营收及同比增速



图表 15：半导体行业：销售额同比增速 vs 库存周转天数

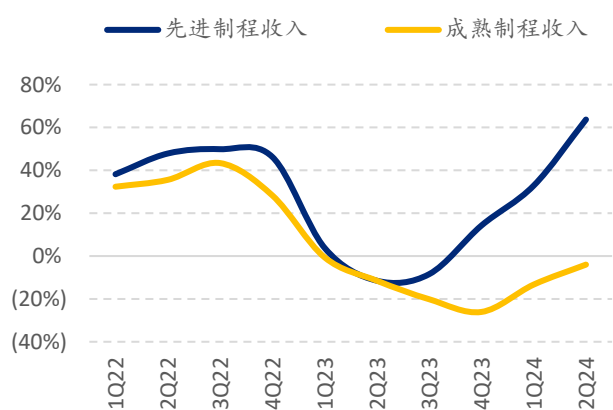


图表 16: 台积电月度营收同比增速 vs 中国台湾晶圆 (不含台积电) 月度营收同比增速 vs 全球半导体月度销售同比增速



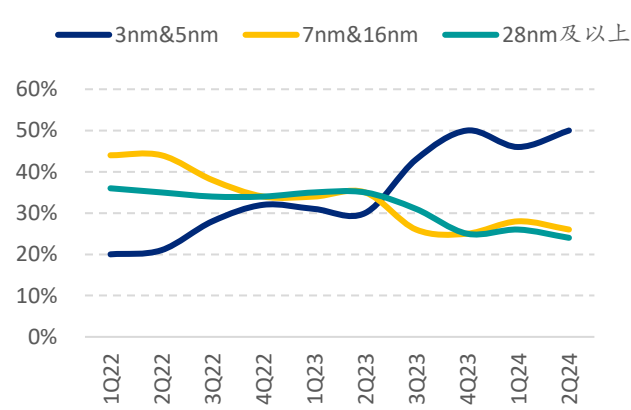
注：全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔
资料来源：公司公告、同花顺，Factset，浦银国际

图表 17: 台积电成熟制程 (28nm 及以上) 以及先进制程 (16nm 及以下) 收入同比增速



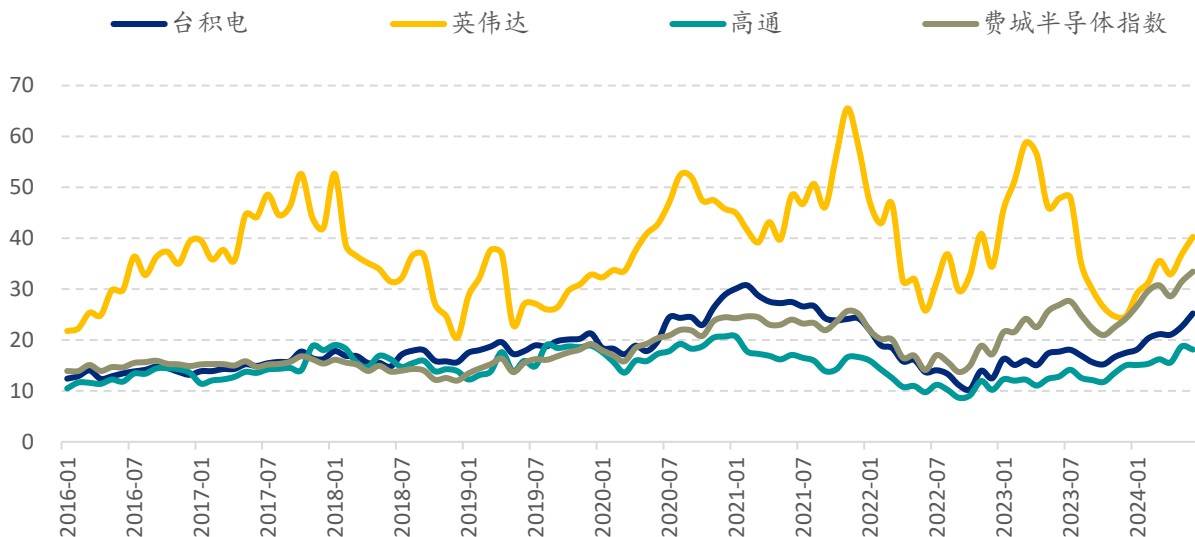
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 18: 台积电收入拆分



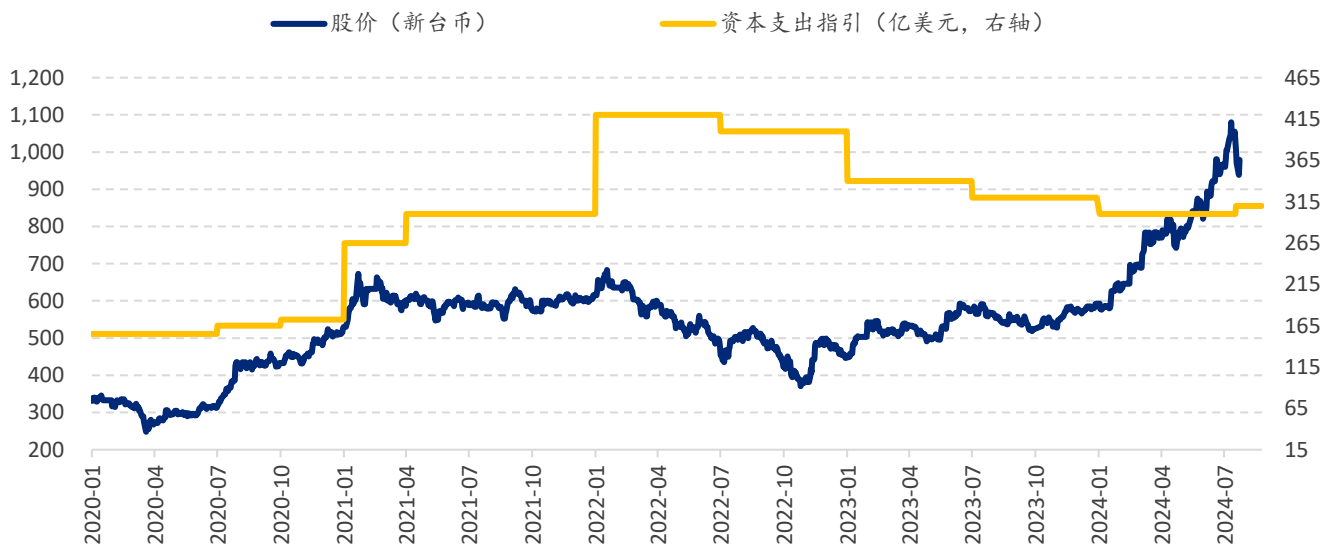
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 19: 台积电 vs 英伟达 vs 高通 vs 费半指数未来 12 个月市盈率



资料来源: Factset, 浦银国际

图表 20: 台积电: 股价 vs 资本支出



资料来源: Factset, 浦银国际

台积电业绩印证 AI 增量以及半导体周期上行

2Q24 台积电业绩超预期，短期基本面上行。2Q24 台积电营业收入为 6,735 亿新台币，同比增长 40%，环比增长 14%，略高于指引上限与市场一致预期，主要受惠于 3nm 和 5nm 节点的强劲需求。毛利率 53.2%，同比下滑 0.9 个百分点，环比上升 0.1 个百分点，好于指引上限与市场一致预期，受益于产能利用率较高。我们预计短期内 AI 对于台积电 HPC 及智能手机的下游拉动将会维持强劲。此外，全球半导体周期仍然处于上行周期、下半年即将进入传统的消费电子新机发布旺季，我们预计台积电下半年的产能利用率将会维持在高位。

台积电积极推进海外产能扩张。根据公开报道，台积电于美国亚利桑那州的晶圆一厂预计将于 2025 年逐步投产，月产能 2 万片。二厂计划采用 2nm-3nm 先进制程，预计于 2027 年投产。台积电在今年 4 月表示还将在亚利桑那州建立第三座晶圆厂，预计于 2030 年投产。日本熊本一厂预计 2024 年底开始量产，满载产能 5.5 万片，熊本二厂也计划于 2024 年末开始建设。在德国，台积电将携手博世、英飞凌、恩智浦共同建立 16nm 晶圆厂，预计将于 2027 年量产。台积电表示未来将有 1-2 成产能位于海外。因此，公司未来受外部环境影响而将产能进一步向欧美转移的风险较小。

台积电积极扩张海外产能，将会有助于台积电满足海外客户晶圆代工需求，降低地缘政治风险及地震、台风等极端恶劣天气对于台积电的运营风险。台积电海外工厂开始运营对台积电毛利率可能造成拖累，但我们认为由于台积电有着较为强大的运营管理能力及议价能力，对毛利率的整体影响有限。预计未来几年海外工厂将会拖累台积电毛利率 2-3 个百分点。

长期来看，晶圆代工 2.0 助力台积电扩大潜在市场规模 (TAM)，市场空间有望从原来 1,150 亿美元扩大到 2,500 亿美元。台积电在 2Q24 的业绩会中表示，将把业务范围从晶圆代工重新定义为晶圆代工 2.0，除晶圆代工外，新加入了先进封装、测试、掩模制造等项目。台积电表示只会重点发展先进制程、最前沿的后道工艺，2024 年预计将 10% 的资本开支 (32 亿美元左右) 用于相关技术研发。我们预计这将会帮助台积电扩大潜在市场规模，市场空间有望从原来 1150 亿美元扩大到 2500 亿美元。

CoWoS 产能供不应求，2025 年末产能有望达到 2023 年末的 4 倍以上。此前，台积电表示 CoWoS 产能在未来的 4-5 年中将会维持 60% 的年复合增长率。在 2Q24 业绩会中，台积电表示当前 CoWoS 产能依然非常紧张，预计 2024 年产能将会翻倍以上增长，并且在 2025 年再次达到翻倍以上增长。我们预计 2025 年末台积电 CoWoS 产能有望达到 6 万片每月，增长速度超出此前的市场预期。2026 年 CoWoS 产能有望达到供需平衡。

规模效应助力台积电先进封装业务毛利率提升至公司均值。早期，台积电的先进封装业务毛利率远低于平均水平，但规模效应帮助台积电大幅降低单位成本，过去两年内毛利率显著提升。目前，台积电先进封装业务毛利率已经接近公司平均水平，助力公司整体毛利率上行。

图表 21: 台积电 CoWoS 产能预测

台积电 CoWoS 产能预测	2023E	2024E	2025E
万片/月	1.2	3.0	6.0
每片 Cowos 晶圆芯片数量	29	28	26
总数 (万片/月)	34.8	84.0	156.0

注: E=根据市场调研整理

资料来源: DigiTimes, 台积电, 浦银国际

台积电 2Q24 业绩:

- 营业收入为 6,735 亿新台币，同比增长 40%，环比增长 14%，略高于指引上限与市场一致预期，主要受惠于 3nm 和 5nm 节点的强劲需求。
- 毛利率为 53.2%，同比下滑 0.9 个百分点，环比上升 0.1 个百分点，好于指引上限与市场一致预期，受益于产能利用率较高。
- 营业利润 2,866 亿新台币，同比增长 42%，环比增长 15%；营业费用率同比下滑 1.5 个百分点，环比下滑 0.4 个百分点，因此营业利润率达到 42.5%，好于指引上限与市场一致预期。
- 净利润为 2,477 亿新台币，同比增长 36%，环比增长 10%，好于市场一致预期。

台积电 3Q24 财务指引:

- 营业收入指引中位数 7,410 亿新台币，同比增长 36%，环比增长 10%，符合市场一致预期。
- 毛利率指引中位数 54.5%，同比持平，环比上升 1.3 个百分点，好于市场一致预期，受益于产能利用率持续提升。毛利率正面影响因素主要包括 ASP 上涨、N3 的稀释效应在减弱，负面因素主要为台湾水电费用上涨、海外工厂运行将拖累毛利率 2-3 个百分点。
- 经营利润率指引中位数 43.5%，同比持平，环比上升 1.0 个百分点，好于市场一致预期。

台积电 2024 经营指引:

- 收入增速: 上调指引，从 20%-25%上调至约 25%。
- 资本开支: 上调资本开支指引下限，从 280-320 亿美元上调至 300-320 亿美元，资本开支中枢从 300 亿美元上调至 310 亿美元。

业绩会要点:

- AI 需求强劲, 包括 HPC 和智能手机。智能机 AI 芯片尺寸约有 5%-10% 的增长。
- CoWoS 产能: 台积电表示计划今年 CoWoS 产能翻倍以上增长, 同时希望 2025 年 CoWoS 产能将继续翻倍或以上。预计 CoWoS 的产能紧张将会持续到 2025 年, 在 2026 年才会缓解。
- 重新定义晶圆代工 (Foundry): 包括封装、测试、光罩制作、IDM (存储除外), 更好体现公司聚焦的市场。

图表 22: 台积电 2Q24 业绩详情

新台币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
营业收入	673,510	480,841	40%	592,644	14%
毛利润	358,125	260,200	38%	314,505	14%
营业利润	286,556	201,958	42%	249,018	15%
净利润	247,662	181,717	36%	225,221	10%
基本每股收益 (台币)	9.55	7.00	36%	8.69	10%
利润率	2Q24	2Q23	同比 百分点	1Q24	环比 百分点
毛利率	53.2%	54.1%	(0.9)	53.1%	0.1
营业费用率	10.6%	12.1%	(1.5)	11.0%	(0.4)
营业利润率	42.5%	42.0%	0.5	42.0%	0.5
归母净利率	36.8%	37.8%	(1.0)	38.0%	(1.2)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 23：台积电历史业绩及 3Q24 业绩指引

指引中位数 百万	1Q24	2Q24	3Q24E
营业收入 (美元)	18,400	20,000	22,800
营业收入 (新台币)	572,240	646,000	741,000
最低 (美元)	18,000	19,600	22,400
最低 (新台币)	559,800	633,080	728,000
最高 (美元)	18,800	20,400	23,200
最高 (新台币)	584,680	658,920	754,000
同比	13%	34%	36%
环比	(9%)	9%	10%
实际营收	592,644	673,510	
差异	4%	4%	
毛利率	53.0%	52.0%	54.5%
同比	(0.1)	(0.0)	0.0
环比	(0.0)	(1.1)	1.3
实际毛利率	53.1%	53.2%	
差异	0.1	1.2	
营业利润率	41.0%	41.0%	43.5%
同比	(0.1)	(0.0)	0.0
环比	(0.6)	(1.0)	1.0
实际营业利润率	42.0%	42.5%	
差异	1.0	1.5	

E=台积电指引值

资料来源：公司公告、浦银国际

竞争格局

台积电市占率稳居第一，毛利率远超同业。根据 TrendForce，1Q24 台积电在全球晶圆代工市场市占率达到 61.7%，继续稳居第一。三星电子 1Q24 晶圆代工营收占全球 11%，位列第二。中芯国际和联电市占率均约 5.7%，分别位列第三和第四。

从营收增速看，台积电营收同比增速整体跟随晶圆制造周期波动。毛利率方面，台积电毛利率长期维持在 53% 以上，而中芯国际及联电毛利率围绕 30% 上下浮动。我们认为，丰厚的毛利率带动台积电拥有更为丰厚的资源进行再投入，维持领先地位。

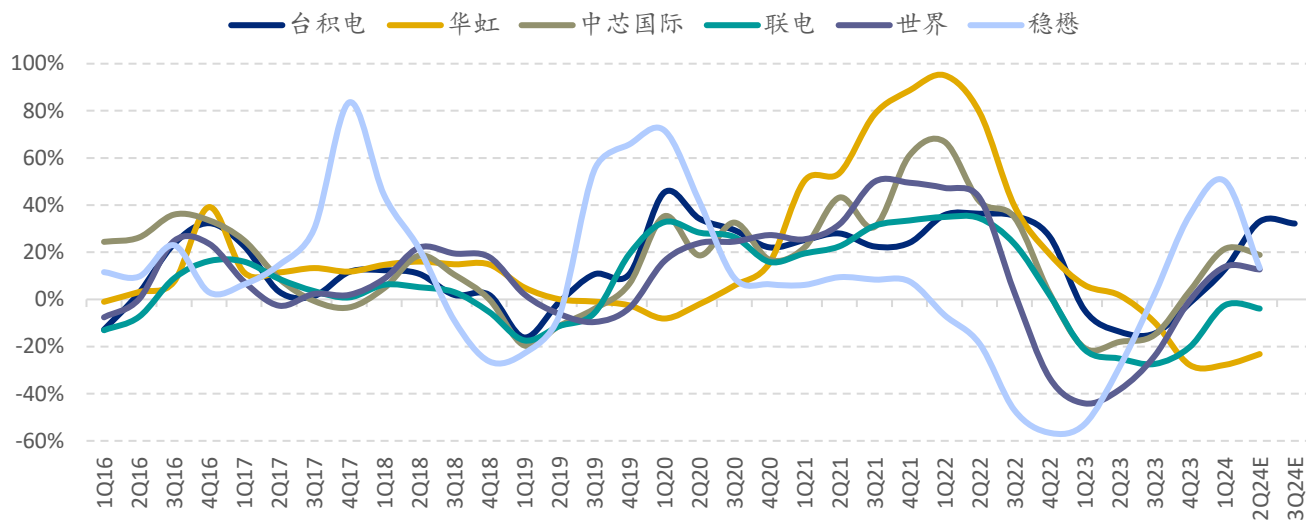
先进制程三强争霸，台积电霸主地位稳固。台积电 N2 工艺定于 2025 年末开始量产，下一版本 N2P 将于 2026 年量产。N2 系列将增加 NanoFlex 功能，允许芯片设计人员在同一模块中匹配来自不同库（高性能、低功耗、不同面积）的单元，以提高性能或降低功耗。在今年 4 月举办的北美技术论坛上，台积电发布了 A16（1.6nm）技术，预计于 2026 年量产。我们认为台积电在先进制程上具备先发优势，绑定了苹果、英伟达、AMD 等主要客户。同时，台积电历史上的良率和工艺稳定性强，客户认可度高，我们预计未来台积电仍然会在先进制程晶圆代工市场稳居第一。

三星 3nm 制程工艺面临良率和效率挑战。三星电子于 2022 年宣布率先量产 3nm 工艺，并计划于 2025 年开始量产 SF2 2nm 工艺制程芯片。但是其第一代 3nm 工艺 SF3E 在良率和效率方面一直不及预期。三星在 3nm 上引入了全新的 GAA 架构晶体管，和以前的 FinFET 晶体管有较大区别，导致良率存在较大问题。据报道，当前三星 3nm Exynos 2500 芯片良率不足 20%，导致无法出货。同时，三星 3nm 性能也比台积电低 10%-20%。我们认为当前三星 3nm 工艺对于台积电的威胁较小。

英特尔开始迈入 3nm 工艺量产时代。2021 年，英特尔制定了“四年计划”，目标在 4 年内推进 Intel7、Intel4、Intel3、Intel20A、Intel18A 5 个制程节点，重新获得先进制程领先性。英特尔表示，当前 Intel3 3nm 工艺已经投入量产，应用产品包括最近推出的 Xeon 6 Sierra Forest 和 Granite Rapids 处理器。但是，根据公开报道，英特尔下一代 Lunar Lake 处理器的两个模块都是由台积电代工的，下一代 AI 芯片 Falcon shores 也将采用台积电 3nm 制程与 CoWoS 先进封装技术。我们认为，短期来看英特尔的 3nm 工艺仍在完善过程中，长期来看英特尔将会逐步将更多产品转向自己的代工产能，但对台积电的整体市场影响较为有限。

我们认为台积电仍有较大优势保持半导体晶圆代工的技术领先。因为公司自身规模、研发投入和客户粘性都具备一定的壁垒。

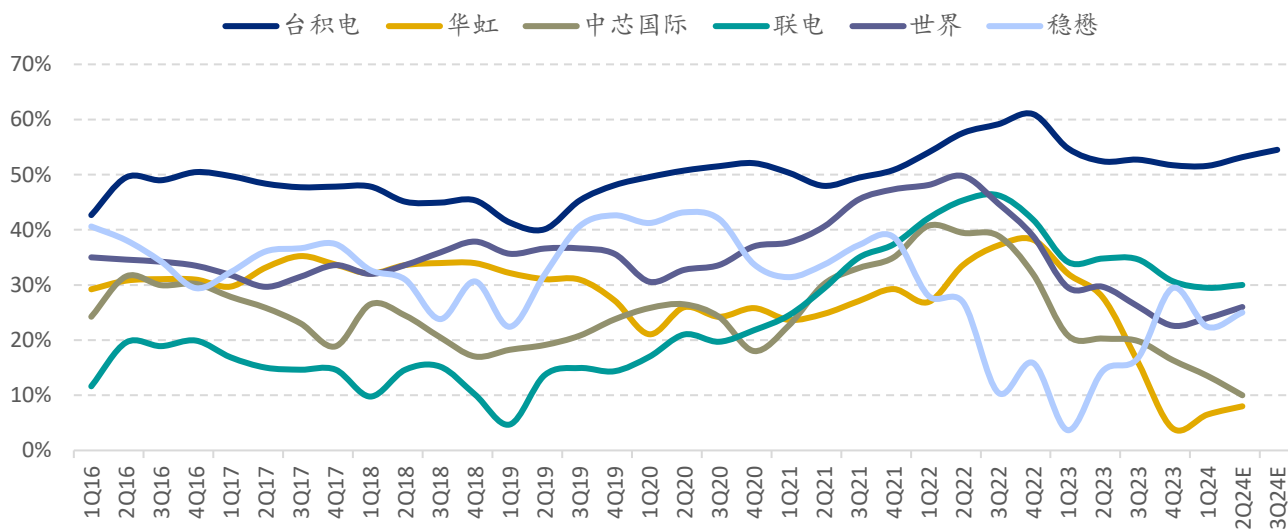
图表 24：中芯国际、华虹、台积电、联电、世界、稳懋：营收同比增速



注：2Q24E、3Q24E=公司营收指引中位数计算可得

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 25：中芯国际、华虹、台积电、联电、世界、稳懋：毛利率走势



注：2Q24E、3Q24E=公司营收指引中位数计算可得

资料来源：公司公告、浦银国际

估值

我们采用 EV/EBITDA（企业价值倍数法）对台积电进行估值预测。我们给予台积电 2024 年在悲观、基础、乐观情景下的 EV/EBITDA 分别为 13x、16x、19x。基础情景的 16x 目标估值，略高于台积电 (2330.TT) 2018 年以来均值以上一个标准差 14.2x，但低于 2021 年估值高位的 19x，得到 1167.7 新台币的目标价，潜在升幅 19%。首次覆盖台积电 (2330.TT)，给予“买入”评级。

对于台积电美股 ADR (TSM.US)，每股 ADR 折合 5 股台积电台股普通股，2024 年 6 月美股 ADR 的溢价在 10% 左右。我们假设台积电美股 ADR 相对于台股 (2330.TT) 的溢价为 10%，选取 32.5 的美元兑新台币汇率，得到 197.6 美元的目标价，潜在升幅 24%。首次覆盖台积电 (TSM.US)，给予“买入”评级。

我们同时采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法。我们假设台积电 2029 年-2033 年的营收增长率为 17%-20%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 14.2%。其他基本假设可以参考下方两个表格，得到台积电台股目标价 1,077.1 新台币，ADR 美股股价为 187.2 美元。与我们采用 EV/EBITDA 方法得出的目标价较为接近。

图表 26：台积电 EV/EBITDA 估值（2024 年）

新台币百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	1,387,367	1,849,823	2,034,805
EBITDA 增速	-5%	26%	39%
EV/EBITDA (x)	13.0	16.0	19.0
推算企业价值	18,035,770	29,597,162	38,661,293
减：净负债	(683,021)	(683,021)	(683,021)
目标估值（新台币百万）	18,718,792	30,280,183	39,344,314
股数（百万）	25,931	25,931	25,931
ADS 数量（百万）	1,063	1,063	1,063
台股目标价（新台币）	721.9	1,167.7	1,517.3
美元兑新台币汇率	32.5	32.5	32.5
美股估值溢价	10%	10%	10%
美股 ADR 目标价（美元）	122.2	197.6	256.8

注：EV/EBITDA：企业价值/EBITDA，即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

资料来源：浦银国际预测

图表 27: 台积电 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.4	债务成本	10.8%
无风险利率	2.5%	债务股本比	18.0%
股权风险溢价	9.2%	所得税率	15.6%
股本成本	15.4%	WACC	14.2%

注: WACC, Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本
资料来源: 浦银国际预测

图表 28: 台积电自由现金流预测

新台币百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034 往后
营业收入	2,809,765	3,516,122	4,124,807	4,790,771	5,571,404	6,523,809	7,691,213	9,129,049	10,908,713	13,122,584	
营收增速	30%	25%	17%	16%	16%	17%	18%	19%	19%	20%	
经营利润	1,206,796	1,563,506	1,860,463	2,235,152	2,680,799	3,184,735	3,808,467	4,584,345	5,554,402	6,773,499	
经营利润率	43.0%	44.5%	45.1%	46.7%	48.1%	48.8%	49.5%	50.2%	50.9%	51.6%	
加: 折旧及 摊销	637,015	668,865	702,309	836,152	988,049	1,156,951	1,363,982	1,618,972	1,934,583	2,327,197	
EBITDA	1,843,811	2,232,372	2,562,772	3,071,304	3,668,847	4,341,686	5,172,448	6,203,316	7,488,984	9,100,696	
EBITDA 率	65.6%	63.5%	62.1%	64.1%	65.9%	66.6%	67.3%	68.0%	68.7%	69.4%	
所得税率	15.6%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.0%	13.9%	13.8%	13.7%	13.6%	
资本支出	(1,002,726)	(1,254,805)	(1,472,027)	(1,709,691)	(1,988,277)	(1,862,531)	(1,756,658)	(1,668,045)	(1,594,578)	(1,534,552)	
资本支出占 营收比	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%	28.5%	22.8%	18.3%	14.6%	11.7%	
净营运资本 变动	(157,620)	(159,181)	(139,206)	(152,423)	(177,939)	(125,014)	(88,431)	(62,977)	(45,153)	(32,590)	
自由现金流	509,220	612,881	704,240	912,094	1,145,861	1,906,785	2,796,198	3,837,505	5,085,696	6,609,183	69,144,538
永续增长率											3.0%

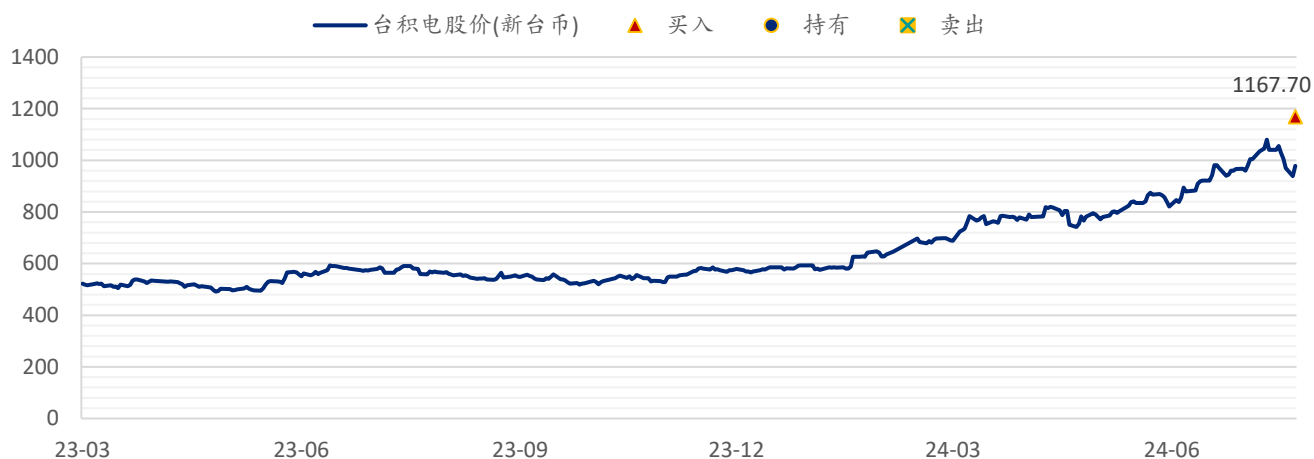
资料来源: 浦银国际预测

图表 29: 台积电 DCF 估值预测 (2024 年)

WACC	自由现金流现 值(台币百万)	净现金(台 币百万)	权益价值 (台币百万)	股数 (百万)	每股价值 (TWD)	ADR 溢 价	美元/新 台币	ADR 价值 (美元)
14.2%	28,612,379	(683,021)	27,929,358	25,931	1,077.1	13%	32.5	187.2

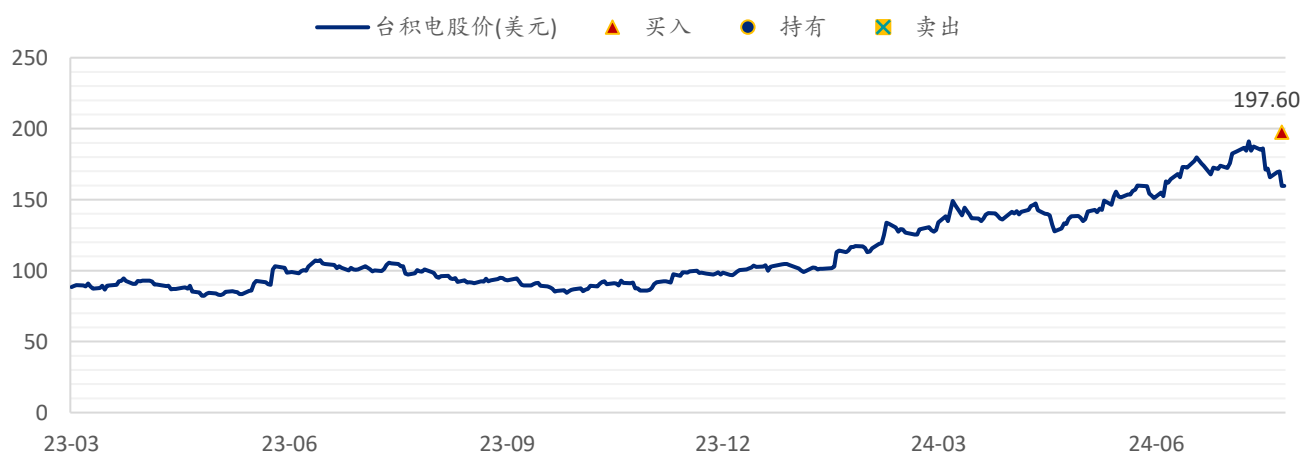
资料来源: 浦银国际预测

图表 30: SPDBI 目标价: 台积电台股 (2330.TT)



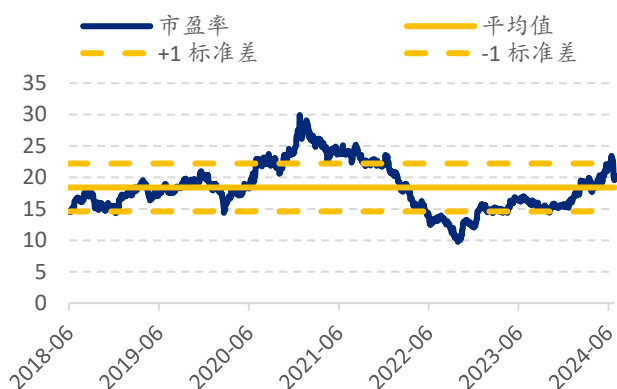
注: 截至 2024 年 7 月 23 日收盘价
资料来源: Factset、浦银国际

图表 31: SPDBI 目标价: 台积电美股 (TSM.US)



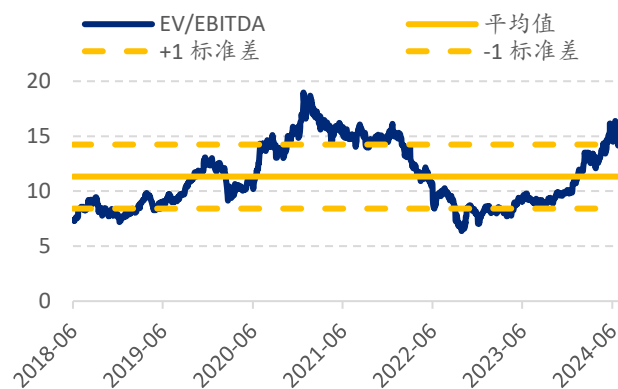
注: 截至 2024 年 7 月 24 日收盘价
资料来源: Factset、浦银国际

图表 32: 台积电台股市盈率: 当前 20.4x vs.历史均值 18.4x vs.历史均值以上一个标准差 22.2x



注: 数据截至 2024 年 7 月 23 日, 历史均值取自 2018 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Factset、浦银国际

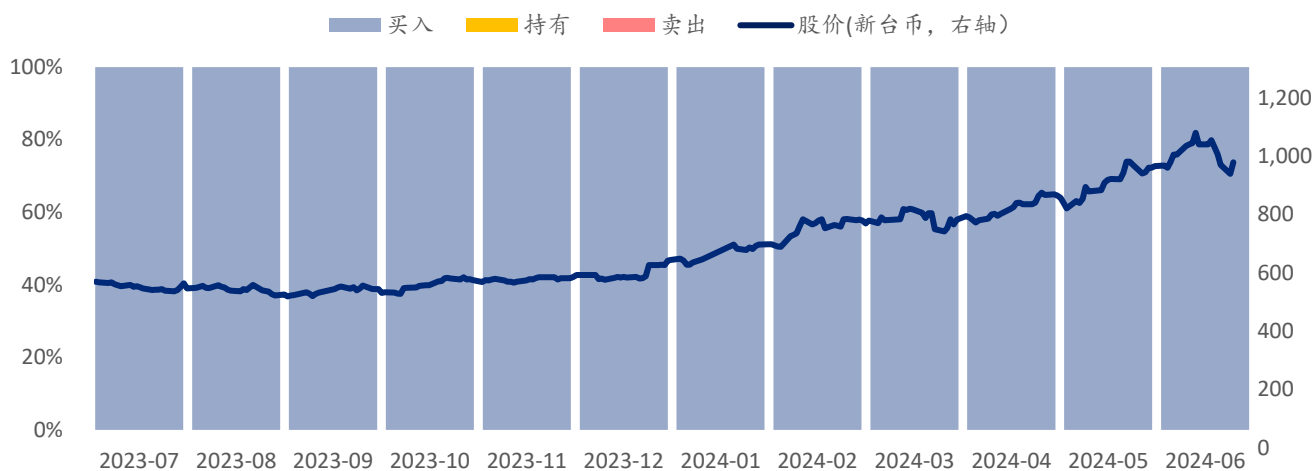
图表 33: 台积电台股 EV/EBITDA: 当前 14.8x vs.历史均值 11.3x vs.历史均值以上一个标准差 14.2x



注: 数据截至 2024 年 7 月 23 日, 历史均值取自 2018 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Factset、浦银国际

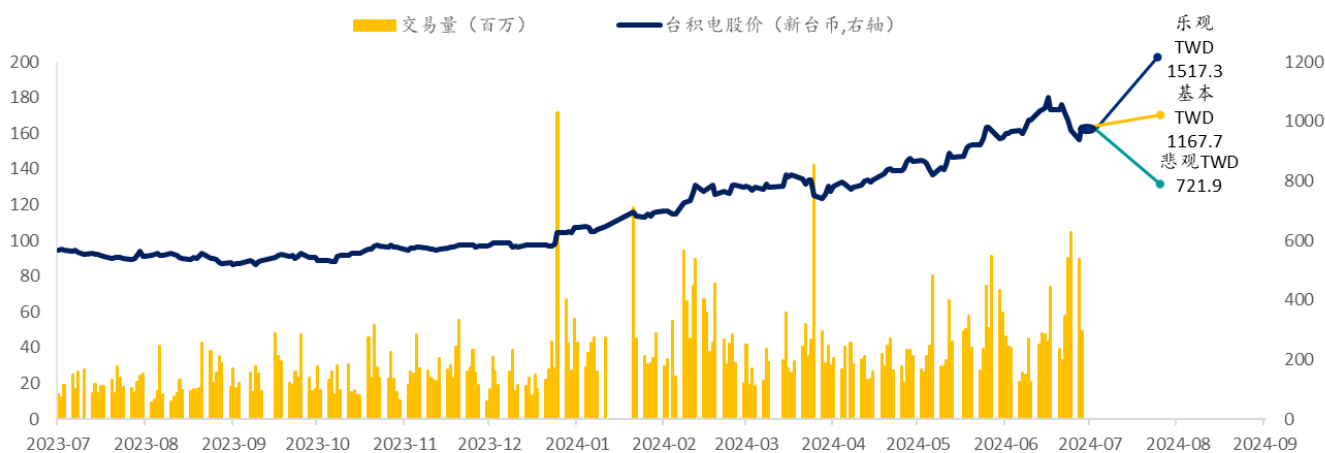
SPDBI 乐观与悲观情景假设-台股

图表 34: 台积电台股 (2330.TT) 市场普遍预期



资料来源: Factset、浦银国际

图表 35: 台积电台股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 1517.3 新台币 (概率: 20%)

- AI 等大模型需求爆发持续性强于预期, 大模型厂商盈利高于预期;
- 半导体周期上行动能充足;
- 台积电保持竞争优势, 利润维持优秀;
- 资本支出增长稳健, 折旧等费用可控;
- 先进制程产线及规划迭代速度好于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

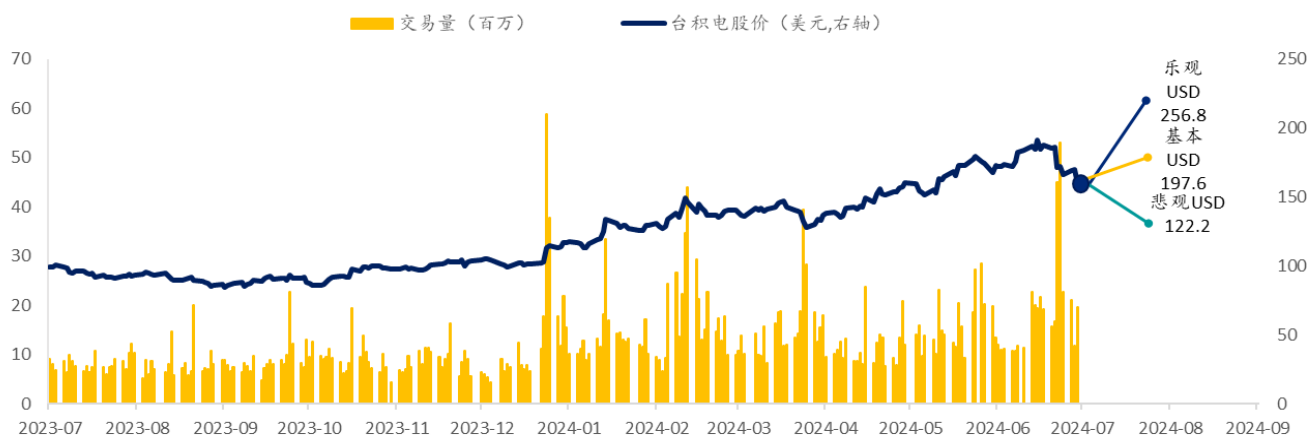
目标价: 721.9 新台币 (概率: 15%)

- AI 等大模型需求爆发持续性弱于预期, 大模型厂商盈利低于预期;
- 半导体周期上行动能不足;
- 行业竞争加剧, 拖累利润表现;
- 资本支出增长较快, 折旧等费用大幅提升;
- 先进制程产线及规划迭代速度低于预期。

资料来源: 浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设-美股

图表 36: 台积电美股 (TSM.US) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：256.8 美元（概率：20%）

- AI 等大模型需求爆发持续性强于预期，大模型厂商盈利高于预期；
- 半导体周期上行动能充足；
- 台积电保持竞争优势，利润维持优秀；
- 资本支出增长稳健，折旧等费用可控；
- 先进制程产线及规划迭代速度好于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：122.2 美元（概率：15%）

- AI 等大模型需求爆发持续性弱于预期，大模型厂商盈利低于预期；
- 半导体周期上行动能不足；
- 行业竞争加剧，拖累利润表现；
- 资本支出增长较快，折旧等费用大幅提升；
- 先进制程产线及规划迭代速度低于预期。

资料来源：浦银国际

风险提示

下行风险

- 全球经济下行，多个半导体应用下游需求动能不足；
- AI等大模型需求爆发持续性弱于预期，大模型厂商盈利低于预期；
- 半导体周期上行动能不足；
- 行业竞争加剧，拖累利润表现；
- 资本支出增长较快，折旧等费用大幅提升；
- 先进制程产线及规划迭代速度低于预期。

公司背景

图表 37: 台积电发展里程碑

年份	里程碑
1987	公司成立于台湾新竹，张忠谋开创了晶圆代工模式。
1993	台积电成为全球首家量产 16 兆位 DRAM 的代工厂。
2000	台积电成为全球首家生产 0.13 微米制程晶圆的代工厂。
2005	台积电开始生产 65 纳米制程晶圆，并于 2008 年推出了全球首款 40 纳米制程晶圆。张忠谋辞去台积电 CEO 职务。
2009	遭遇金融危机的冲击，张忠谋重新担任公司 CEO。
2011	台积电量产 28nm。
2011	台积电开启和苹果的合意向，派出百人团队赴美帮助苹果解决 A6 芯片设计制造工艺及专利问题。
2013	台积电成为全球第一家生产 16 纳米 FinFET 晶圆的代工厂。
2015	台积电和三星共同代工苹果 A9 芯片，采用 16nm 制程的台积电芯片能耗优于三星 14nm 制程。
2016	台积电打败三星，独揽苹果 A 系列新品订单。
2018	台积电量产 8nm，张忠谋正式退休。
2020	台积电量产 5nm。
2022	台积电量产 3nm。
2023	台积电受益于 AI 芯片。
2024	英特尔下一代低功耗处理器 Lunar Lake 对应的酷睿 Ultra 200V 系列处理器，第一次全部交给台积电代工。

资料来源：公司官网、公开资料整理、浦银国际

财务报表

图表 38：台积电：损益表

新台币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,263,891	2,161,736	2,809,765	3,516,122	4,124,807
营业成本	(915,537)	(986,625)	(1,295,073)	(1,567,490)	(1,812,524)
毛利润	1,348,355	1,175,111	1,514,692	1,948,633	2,312,283
经营支出	(227,076)	(253,645)	(307,896)	(385,127)	(451,820)
销售管理费用	(63,445)	(71,464)	(92,501)	(115,689)	(135,721)
研发费用	(163,262)	(182,370)	(214,245)	(267,930)	(314,333)
其他	(368)	189	(1,149)	(1,508)	(1,766)
经营利润	1,121,279	921,466	1,206,796	1,563,506	1,860,463
非经营收入	22,793	57,851	72,754	72,725	72,665
财务费用	10,672	48,295	66,742	66,132	65,961
其他	12,121	9,556	6,012	6,593	6,704
税前利润	1,144,072	979,317	1,279,550	1,636,232	1,933,128
税务费用	(150,778)	(128,289)	(199,946)	(231,476)	(273,477)
税后利润含少数股东权益	993,295	851,028	1,079,604	1,404,756	1,659,651
少数股东权益	(371)	712	1,241	1,540	1,808
净利润	992,923	851,740	1,080,845	1,406,296	1,661,459
基本股数 (百万)	25,929	25,929	25,931	25,931	25,931
摊销量股数 (百万)	25,929	25,929	25,931	25,931	25,931
基本每股收益 (新台币)	38.3	32.8	41.7	54.2	64.1
摊销量每股收益 (新台币)	38.3	32.8	41.7	54.2	64.1

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 39：台积电：资产负债表

新台币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,342,814	1,465,428	1,601,304	1,733,869	1,887,851
现金等价物	124,069	155,455	202,057	252,852	296,624
应收账款和应收票据	231,340	201,938	262,474	328,458	385,318
应收账款和应收票据	221,149	250,997	329,466	398,769	461,105
其他流动负债	133,525	120,214	156,251	195,532	229,381
流动资产合计	2,052,897	2,194,033	2,551,552	2,909,480	3,260,280
物业、厂房及设备	2,693,837	3,064,475	3,430,186	4,016,126	4,785,845
无形资产	25,999	22,767	22,767	22,767	22,767
递延所得税资产	69,186	64,176	64,176	64,176	64,176
长期投资收益	33,481	36,651	36,651	36,651	36,651
其他非流动资产	89,059	150,096	150,096	150,096	150,096
总资产	4,964,459	5,532,197	6,255,427	7,199,295	8,319,814
短期借贷	-	-	-	-	-
应付账款和应付票据	54,880	55,727	73,149	88,535	102,375
其他流动负债	931,684	887,078	887,078	887,078	887,078
流动负债合计	986,564	942,805	960,227	975,614	989,454
长期借款	839,096	918,283	918,283	918,283	918,283
其他非流动负债	220,967	217,242	260,691	312,829	375,395
总负债	2,046,627	2,078,330	2,139,200	2,206,725	2,283,131
股本	259,304	259,321	259,321	259,321	259,321
储备	69,330	69,876	21,582	(26,713)	(75,007)
其他综合收益	(20,506)	(28,314)	(28,314)	(28,314)	(28,314)
留存收益	2,594,891	3,128,640	3,839,294	4,763,932	5,856,339
少数股东损益及其他	14,813	24,344	24,344	24,344	24,344
股东权益总额	2,917,832	3,453,867	4,116,226	4,992,570	6,036,683
总负债和股东权益	4,964,459	5,532,197	6,255,427	7,199,295	8,319,814

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 40：台积电：现金流量表

新台币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,610,599	1,241,967	1,511,946	1,867,686	2,176,267
净利润	992,923	851,740	1,080,845	1,406,296	1,661,459
折旧摊销	437,254	532,191	637,015	668,865	702,309
其他	15,345	(62,775)	-	-	-
营运资金变动	175,749	(30,894)	(157,620)	(159,181)	(139,206)
应收账款减少（增加）	(33,754)	29,402	(60,536)	(65,984)	(56,860)
库存减少（增加）	(28,047)	(29,848)	(78,469)	(69,303)	(62,337)
应付账款增加（减少）	7,594	847	17,422	15,387	13,840
其他经营资金变动	229,956	(31,295)	(36,037)	(39,281)	(33,849)
利息收入（支出）	(10,672)	(48,295)	(48,295)	(48,295)	(48,295)
投资活动现金流	(1,190,928)	(906,121)	(1,049,327)	(1,305,601)	(1,515,799)
资本支出	(1,089,626)	(955,335)	(1,002,726)	(1,254,805)	(1,472,027)
投资	-	-	(46,601)	(50,796)	(43,772)
其他	(101,302)	49,215	-	-	-
融资活动现金流	(200,244)	(204,894)	(326,742)	(429,520)	(506,486)
借款	-	-	-	-	-
发行股份	(872)	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(285,234)	(291,722)	(370,191)	(481,658)	(569,051)
其他	85,862	86,828	43,448	52,138	62,566
外汇损益	58,397	(8,339)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	277,824	122,614	135,876	132,565	153,982
期初现金及现金等价物	1,064,990	1,342,814	1,465,428	1,601,304	1,733,869
期末现金及现金等价物	1,342,814	1,465,428	1,601,304	1,733,869	1,887,851

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 41: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	16.2	买入	23.6	13/5/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	78.5	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.7	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	27.9	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	37.0	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	17.3	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	29.3	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	46.9	买入	57.0	22/7/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.4	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	102.9	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.3	买入	5.9	7/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	33.3	买入	48.5	7/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.1	买入	9.6	7/6/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	31.6	买入	37.6	7/6/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	18.8	买入	24.5	7/6/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	73.1	买入	95.6	7/6/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	23.2	买入	35.3	7/6/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	216.0	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	232.6	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	249.3	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.6	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	48.9	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	20.2	买入	20.6	10/5/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	36.4	买入	43.6	10/5/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	979.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	159.8	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	37.6	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	20.2	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	41.6	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	54.4	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	28.3	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	87.6	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	31.0	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	14.5	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	114.3	买入	147.6	2/7/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	181.1	买入	240.7	2/7/2024	AI 芯片

注: 台股截至 2024 年 7 月 23 日收盘价; 美股截至 2024 年 7 月 24 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团-浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

