

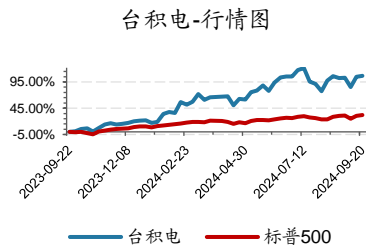
台积电：全球晶圆代工龙头，受益 AI 产业趋势

投资评级：
增持（首次）

报告日期：2024-9-25

收盘价 (美元)	181.97
近 12 个月最高/最低 (美元)	193/83
总股本 (亿股)	259
流通股本 (亿股)	259
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿美元)	9438
流通市值 (亿美元)	9438

公司价格与指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

英伟达 (NVIDIA) (NVDA.O): C2Q24 点评, 3Q 指引低于市场预期上限, 240912, 华安证券, 金荣

主要观点：

● 当期业绩

2Q24 的收入同比增长 40.1%，净利润和摊薄每股收益均增长 36.3%。与 1Q24 相比，2Q24 收入增长 13.6%，净利润增长 9.9%。以美元计算，2Q24 收入为 208.2 亿美元，同比增长 32.8%，环比增长 10.3%。季度毛利率为 53.2%，营业利润率为 42.5%，净利润率为 36.8%。

● 最新展望

管理层预计 3Q24 收入在 224 亿至 232 亿美元之间，基于 1 美元兑 32.5 新台币的汇率假设，毛利率预计在 53.5%至 55.5%之间，营业利润率预计在 42.5%至 44.5%之间。

● 3nm 最新情况

3 纳米出货量占总晶圆收入的 15%，5 纳米占 35%，7 纳米占 17%。7 纳米及更先进技术占总晶圆收入的 67%。2Q24 业绩受益于 3 纳米和 5 纳米技术的强劲需求，部分被持续的智能手机季节性因素所抵消。3Q24 预计智能手机和与人工智能相关的需求将推动公司领先工艺技术的业务增长。

● AI 相关驱动因素

台积电为英伟达,博通,AMD 等公司进行 AI 加速卡/AI GPU 的芯片前道代工及 CoWoS 后道封装，根据公司在 1Q24 业绩会的指引，台积电在未来 3 年之内 AI 收入有希望达到百分之 15~20%(指引为: high-teens) 范围。

● 投资建议

我们预测台积电 24/25/26 年归母净利润为 11091.9/14233.0/15970.6 亿台币, yoy 32.3%/28.3%/12.21%。主要驱动因素系 3nm 制程收入贡献不断增加, AI 整体代工收入带来业务增量, 消费电子稳健复苏。公司 24/25/26 年 P/E 分别为 26.2/20.4/18.2 倍, 24/25 年低于美国半导体设备和制造行业平均值 29.28/22.61 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

● 风险提示

成熟制程节点竞争加剧; 消费电子复苏不及预期; AI 产品不及预期。

● 重要财务指标

单位: 百万台币

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,161,736	2,813,260	3,497,790	3,929,925
收入同比 (%)	-4.51%	30.14%	24.33%	12.35%
归母净利润(GAAP)	838,498	1,109,190	1,423,300	1,597,060
归母净利润同比 (%)	-17.51%	32.28%	28.32%	12.21%
ROE (%)	24.07%	24.18%	23.70%	21.02%
每股收益 (元)	32.3	42.8	54.9	61.6
市盈率 (P/E)	19.7	26.2	20.4	18.2

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

正文目录

1.台积电基本情况	4
1.1 公司营收拆分	4
2.晶圆代工行业:.....	6
2.1 行业市场空间:	6
2.2 上下游产业链:	8
2.3 主要工艺原理:	10
3.盈利预测	15
3.1 驱动因素假设.....	15
3.2 相对估值.....	15
风险提示:	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

图表 1 台积电核心财务指标摘要(百万新台币) - 按终端应用拆分.....	4
图表 2 台积电营收情况 (百万新台币)	5
图表 4 芯片代工制造市场空间 (百万美元)	6
图表 5 2022 年芯片代工制造市场份额 (%)	7
图表 6 芯片制造上下游产业链 (百万美元)	8
图表 7 晶圆制造工艺流程 (百万美元)	9
图表 8 芯片制造关键设备 - EUV 光刻机外部与内部	11
图表 9 PLANAR FET VS. FINFET 示意图	13
图表 10 CoWoS 产品图示	14
图表 11 台积电核心财务指标假设	15
图表 12 台积电可比公司估值 (单位: 百万美元)	15

1. 台积电基本情况

1.1 公司营收拆分

台积电是全球第一大晶圆代工厂。主要产品包括各制程节点的代工服务，包括 3nm/5nm/7nm 至 0.25 μm 等制程节点的代工服务；其代工芯片的终端应用可划分为高性能计算(HPC)，智能手机，物联网，车用电子，和消费电子等。台积电的核心客户有苹果，AMD，英伟达，高通，联发科，博通，英特尔，Realtek，Novatek。

图表 1 台积电核心财务指标摘要(百万新台币)

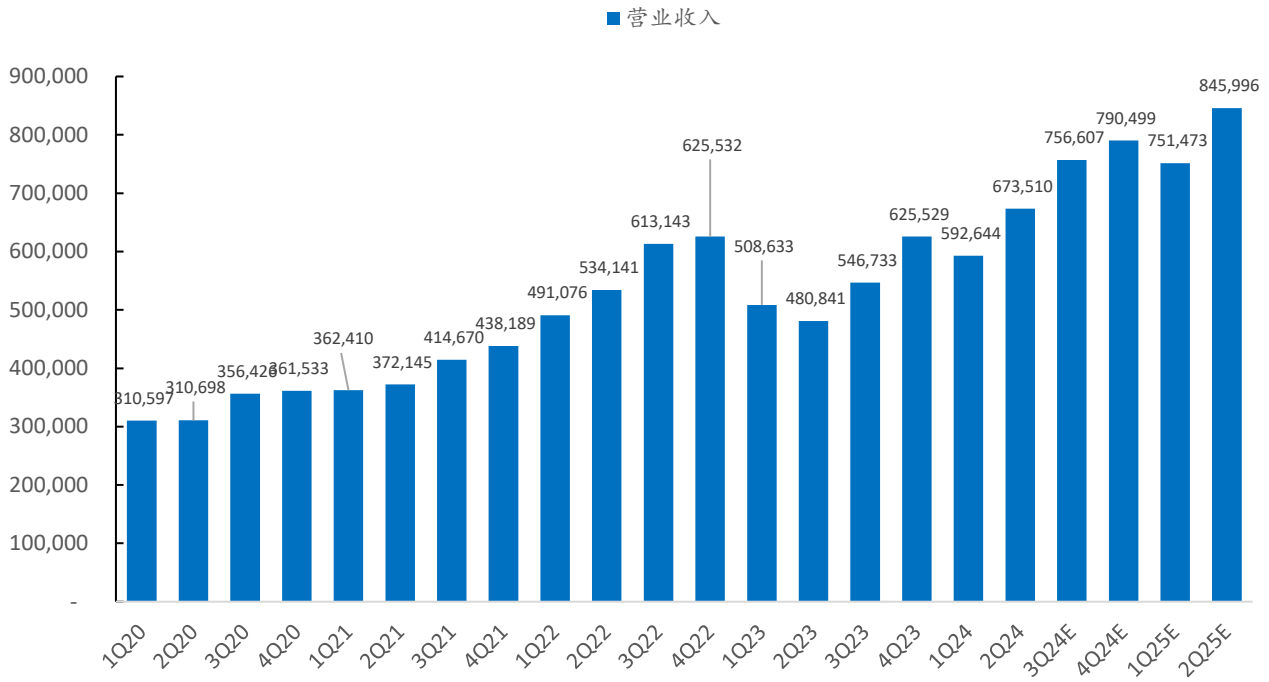
2024/9/25	2024/9/25				2024/9/25			
汇率: TWD/USD	31.20	32.23	32.50	32.50	31.4	32.4	32.5	32.5
利润表(百万台币)	2023	2024E	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E
台积电 (TSM)	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/12/31	2024/4/30	2024/7/30	2024/10/30	2025/1/30
营业收入	2,161,736	2,813,260	3,497,790	3,929,925	592,644	673,510	756,607	790,499
营业收入 - USD	69,297	87,296	107,624	120,921	18,873	20,819	23,280	24,323
yoy,%	-4.5%	30.1%	24.3%	12.4%	16.5%	40.1%	38.4%	26.4%
qoq,%					-5.3%	13.6%	12.3%	4.5%
营业成本	986,625	1,281,952	1,521,593	1,700,342	278,139	315,385	337,447	350,982
% 收入占比	45.6%	45.6%	43.5%	43.3%	46.9%	46.8%	44.6%	44.4%
毛利润	1,175,111	1,531,308	1,976,198	2,229,584	314,505	358,125	419,160	439,517
yoy,%	-12.8%	30.3%	29.1%	12.8%	9.8%	37.6%	41.3%	32.5%
qoq,%					-5.2%	13.9%	17.0%	4.9%
% 收入占比	54.4%	54.4%	56.5%	56.7%	53.1%	53.2%	55.4%	55.6%
营业费用 & 其他	-253,645	-298,712	-371,972	-416,624	-65,487	-71,569	-79,444	-82,212
% 收入占比	11.7%	10.6%	10.6%	10.6%	11.0%	10.6%	10.5%	10.4%
营业利润(GAAP)	921,466	1,232,596	1,604,226	1,812,960	249,018	286,556	339,717	357,305
yoy,%	-17.8%	33.8%	30.2%	13.0%	7.7%	41.9%	49.0%	37.3%
qoq,%					-4.3%	15.1%	18.6%	5.2%
% 收入占比	42.6%	43.8%	45.9%	46.1%	42.0%	42.5%	44.9%	45.2%
税/利息等	-82,968	-123,406	-180,925	-215,900	-23,533	-38,711	-28,751	-32,410
% 收入占比	3.8%	4.4%	5.2%	5.5%	4.0%	5.7%	3.8%	4.1%
归母净利润(GAAP)	838,498	1,109,190	1,423,300	1,597,060	225,485	247,845	310,966	324,895
yoy,%	-17.5%	32.3%	28.3%	12.2%	8.9%	36.3%	47.4%	36.1%
qoq,%					-5.5%	9.9%	25.5%	4.5%
% 收入占比	38.8%	39.4%	40.7%	40.6%	38.0%	36.8%	41.1%	41.1%

资料来源：公司季报，华安证券研究所

台积电的崛起得益于其晶圆代工业务，下游客户包括苹果、AMD、英伟达和高通等众多 Fabless 芯片设计客户，其高级芯片制造服务在行业内无可替代。特别是在疫情期间，全球对电子产品的需求激增，台积电利用其尖端的生产能力和过硬的工艺技术，满足了市场的需求，进一步巩固了其市场主导地位。

台积电的成就不仅体现在持续可靠的财务回报上，更体现在其对技术创新和战略增长的深度投资。通过与索尼和丰田合作在日本建立第二家芯片制造厂，该公司展现了其扩张策略的一部分，预计将于 2027 年底开始运营。此举是台积电为满足汽车、工业和高性能计算领域的多样化需求而采取的广泛战略之一，进一步强化了台积电持续领导行业和满足全球市场不断演化需求的承诺。

图表 2 台积电营收情况 (百万新台币)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2. 晶圆代工行业:

2.1 行业市场空间:

晶圆代工行业(不考虑三星等存储器 IDM)的核心厂商包括台积电(TSMC), 三星的晶圆代工部门, 联电(UMC), 格芯(Global Foundry), 中芯国际(SMIC)和华虹半导体。

图表 3 芯片代工制造市场空间 (百万美元)

Table: Global Top 10 Foundries by Revenue, 3Q22 (Unit: US\$1 Million)

Ranking	Company	Revenue			Market Share	
		3Q22	2Q22	QoQ	3Q22	2Q22
1	TSMC	20,163	18,145	11.1%	56.1%	53.4%
2	Samsung	5,584	5,588	-0.1%	15.5%	16.4%
3	UMC	2,479	2,448	1.3%	6.9%	7.2%
4	GlobalFoundries	2,074	1,993	4.1%	5.8%	5.9%
5	SMIC	1,907	1,903	0.2%	5.3%	5.6%
6	HuaHong Group	1,200	1,056	13.6%	3.3%	3.1%
7	PSMC	561	656	-14.4%	1.6%	1.9%
8	VIS	438	520	-15.7%	1.2%	1.5%
9	Tower	427	426	0.2%	1.2%	1.3%
10	Nexchip	371	478	-22.5%	1.0%	1.4%
Total		35,205	33,213	6.0%	97%	96%

Notes:

(1) 2Q22 -- USD\$1 = KRW\$1,261; USD\$1 = TWD\$29.4

(2) 3Q22 -- USD\$1 = KRW\$1,341; USD\$1 = TWD\$30.4

(3) Samsung's revenue encompasses the contributions from its foundry business unit and System LSI.

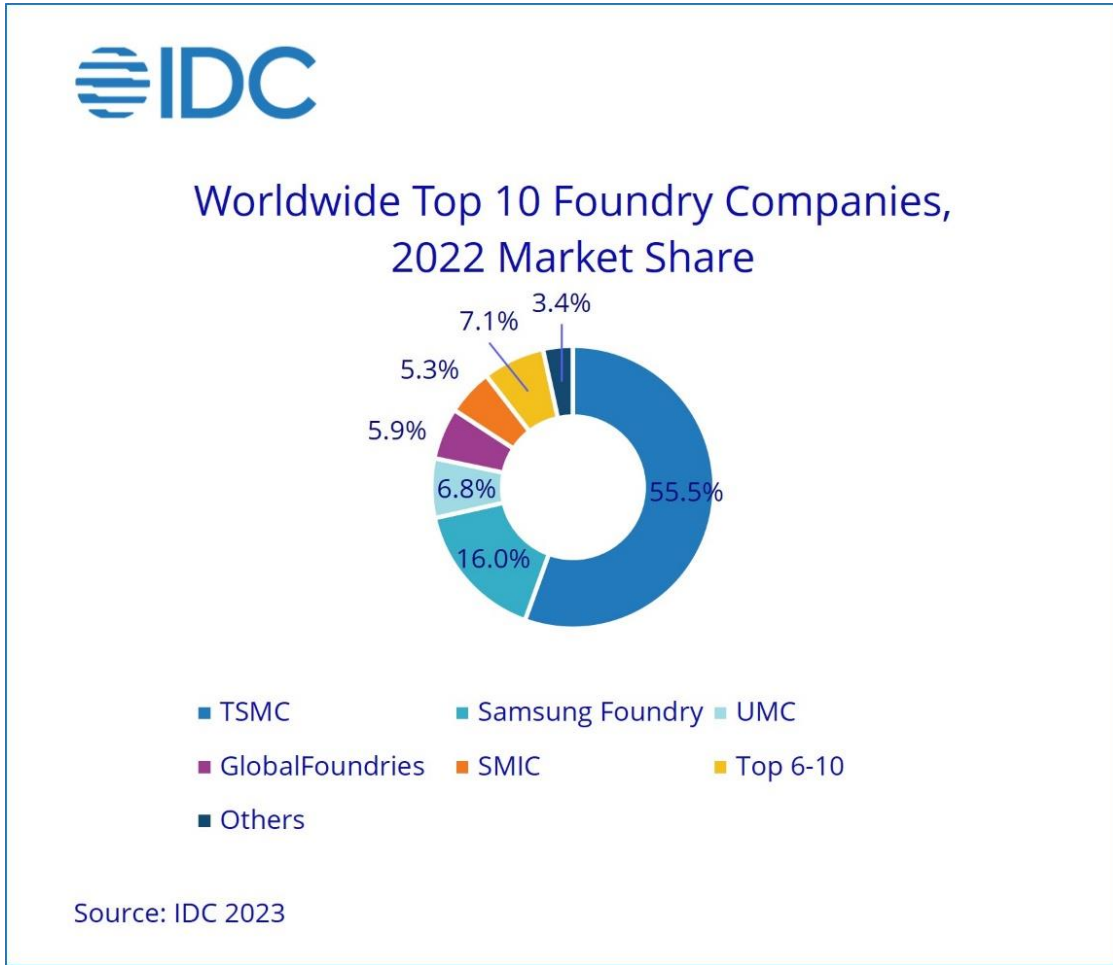
(4) PSMC's revenue only refers to its foundry revenue.

(5) HuaHong Group consists of HHGrace and HLMC.

(6) Nexchip's revenue figure is the estimated median value of a range announced by the company.

资料来源: Trendforce, 华安证券研究所

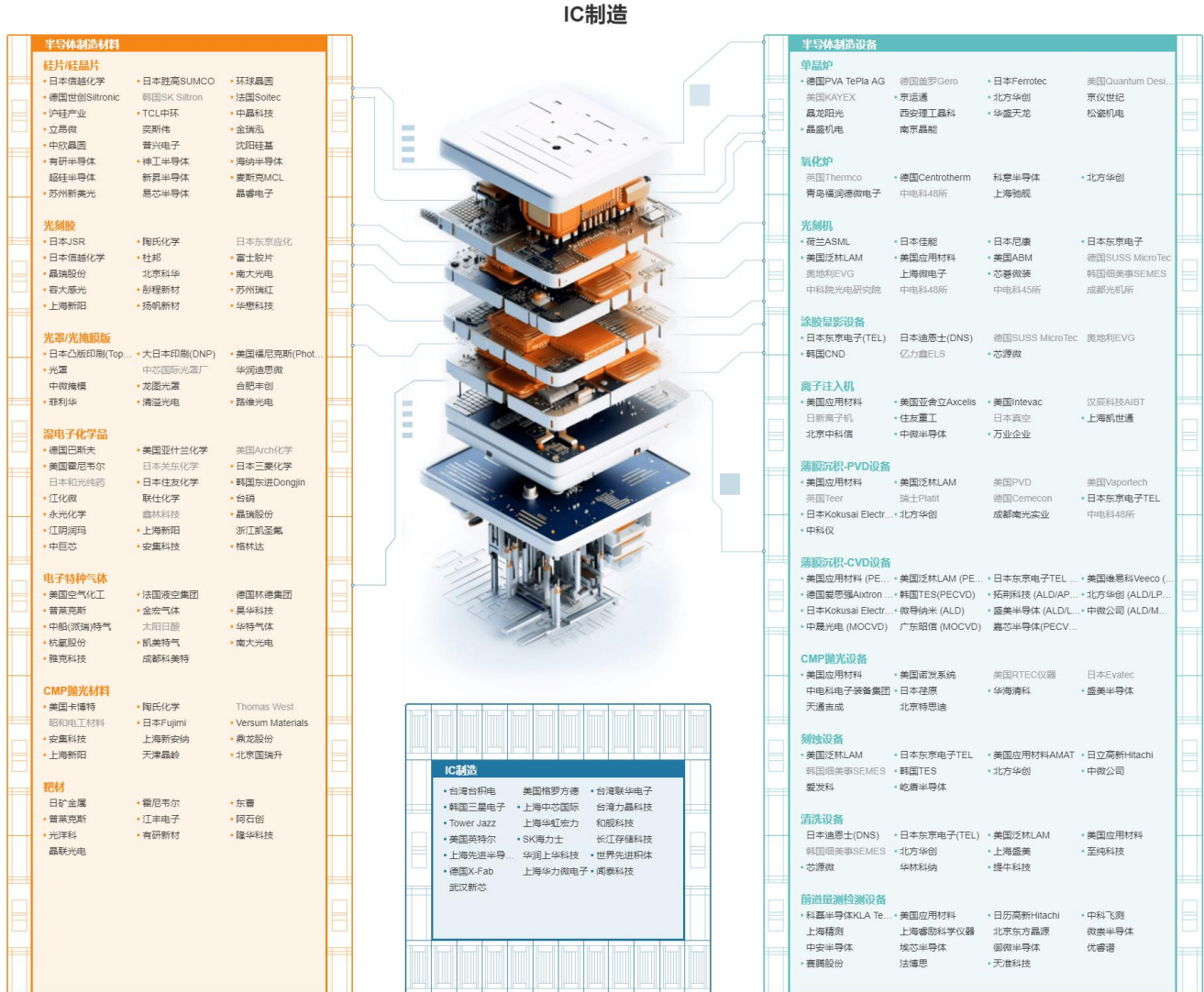
图表 4 2022 年芯片代工制造市场份额 (%)



资料来源: IDC, 华安证券研究所

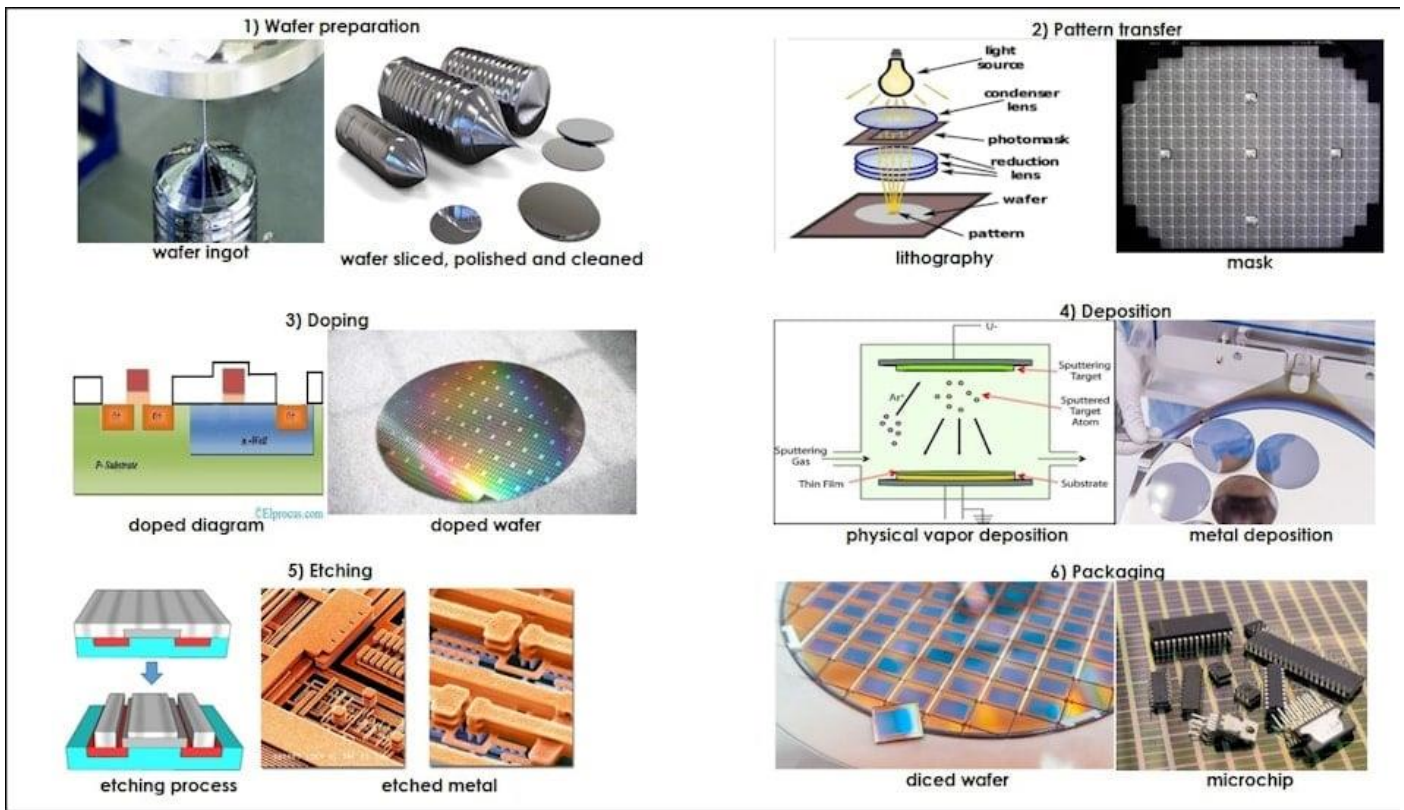
2.2 上下游产业链:

图表 5 芯片制造上下游产业链 (百万美元)



资料来源: Wind 产业链中心, 华安证券研究所

图表 6 晶圆制造工艺流程 (百万美元)



资料来源: Renesas 官网, 华安证券研究所

台湾半导体制造公司 (TSMC) 以其前沿技术和高效的生产力在全球半导体制造行业中占据领导地位。其生产半导体晶圆的过程极为复杂, 包含了从原材料到最终产品的众多精密步骤。以下是这一流程的概要:

1. 准备硅片

选择原料: 一切从单一的高纯度单晶硅棒开始, 这些棒材通过柴可拉斯基法培育出来。

硅片切割: 将单晶硅棒切割成薄片, 这些薄片即为后续加工的硅片或晶圆。

表面处理: 通过一系列的机械和化学方法抛光硅片, 确保其表面平整无瑕。

2. 光刻过程

涂布光阻层: 在硅片表面涂上一层对光敏感的化学物质, 即光阻。

曝光与显影: 利用特制的掩模和紫外线光源, 对光阻进行精确曝光, 随后进行显影, 形成所需的电路图案。

3. 蚀刻与掺杂

蚀刻处理: 移除光刻显影后暴露出来的部分, 创造出精确的电路图案。

离子植入: 通过注入特定的掺杂剂 (例如硼或磷), 改变硅片局部区域的电性, 以形成半导体的 n 型或 p 型区域。

4. 沉积

化学气相沉积与物理气相沉积: 这些技术用于在晶圆上形成绝缘层、金属层或其他功能性薄膜。

5. 表面平整化

化学机械研磨：为了保证各层之间的连接平整无缝，采用化学机械研磨技术对晶圆表面进行平整化处理。

6. 测试与封装

芯片测试：通过一系列电学测试确认晶圆上的电路功能符合设计要求。

分割与封装：将经测试合格的晶圆切割成单个芯片，并进行封装，以备最终集成到电子设备中。

晶圆制造的每个阶段都需要极高精度和控制，包括对温度、压力、化学浓度、和时间的精确管理，台积电在保证其制造流程的一致性和高产出方面是基于其长期的对于客户设计需求的理解和生产工艺经验的积累。

2.3 主要工艺原理：

芯片生产的前道环节中，最核心的步骤包括光刻过程，目前台积电的 3nm 制程节点已经采用目前世界上最先进的光刻机产品 - 阿斯麦的 EUV 光刻机，同时台积电配套使用了成熟的 FinFET 技术。

● EUV

极紫外线 (EUV) 光刻机，由阿斯麦 (ASML) 开发，是推进半导体制造进入纳米尺寸级别的关键技术。这项技术利用极紫外光源绘制更细小的芯片图案，旨在提高性能并缩减尺寸。EUV 光刻机在以下几个环节的工作原理如下：

1) 光源：利用特殊光源产生波长约为 13.5 纳米的极紫外光，该波长远低于传统光刻技术所用的深紫外光。EUV 光的短波长使其能够创建更小和更精密的图案。

2) 反射镜系统：从光源发出的 EUV 光通过一系列精密设计的反射镜，进行反射和聚焦。由于极紫外光波长下几乎没有任何材料可以透光，因此，与传统使用透镜的光刻不同，EUV 光刻必须依赖于反射镜来引导光线。

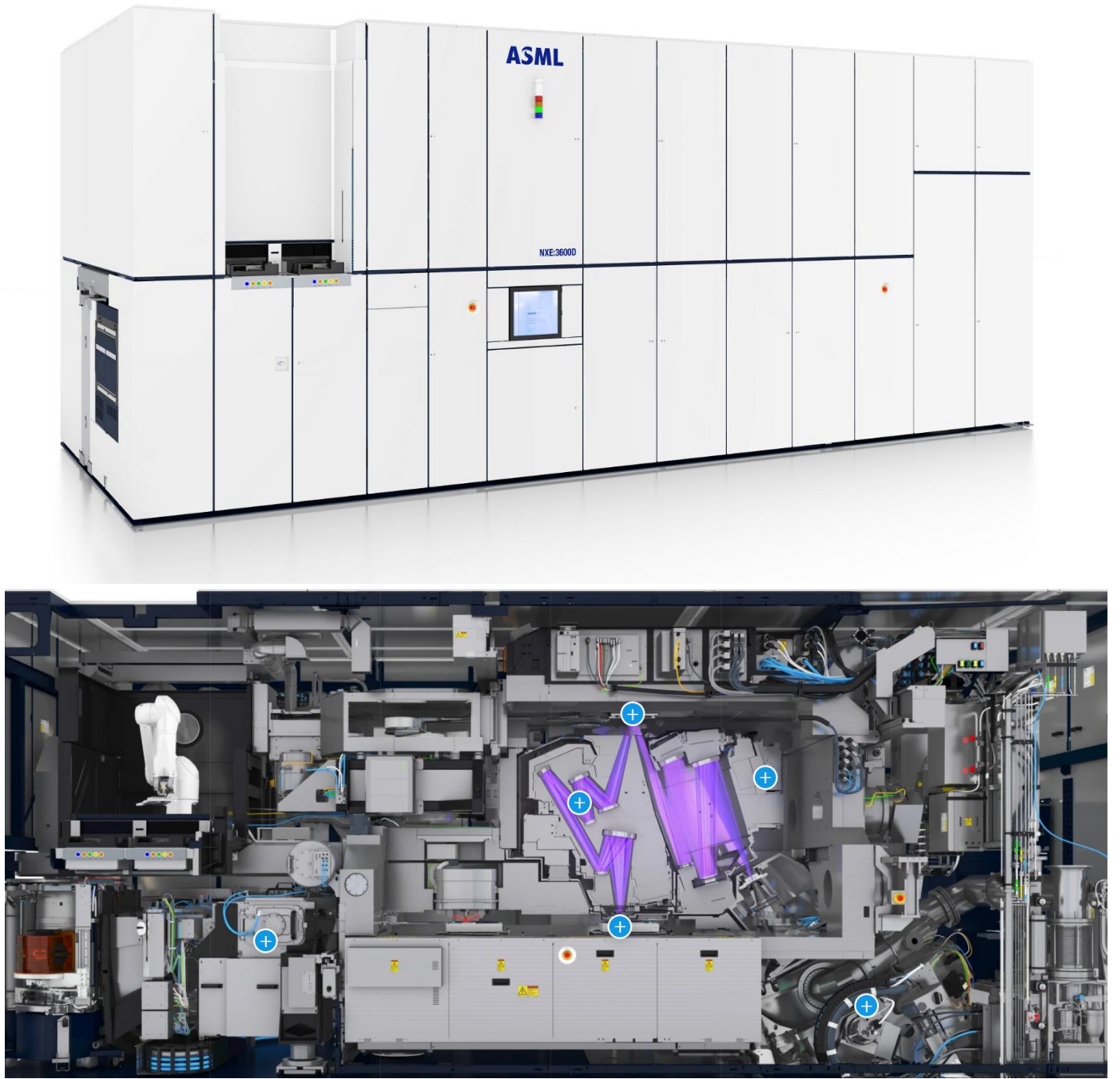
3) 掩模与光刻胶：EUV 技术使用的掩模需要对 EUV 光有很高的反射率。EUV 光通过掩模投射到涂有光敏感材料 (光刻胶) 的硅片上时，光照区域的光刻胶会因化学反应而改变性质，变得易于溶解。

4) 显影与蚀刻：在 EUV 光照射后，通过显影处理移除未被光照的光刻胶，留下图案的硅片部分。随后，利用蚀刻技术去除未被光刻胶保护的部分，形成所需的芯片图案。

5) 重复多层制程：为构建复杂的芯片结构，上述过程需重复进行，使用不同掩模和蚀刻步骤堆叠出三维结构。

EUV 光刻技术因其能实现更高的特征密度和集成度，在半导体制造领域扮演着至关重要的角色。尽管面临成本、光源功率和反射镜制造等挑战，随着技术进步，EUV 光刻机正在成为芯片制造的重要工具。

图表 7 芯片制造关键设备 - EUV 光刻机外部与内部



资料来源：ASML 官网，华安证券研究所

● FinFET

FinFET 技术的出现主要是为了解决随着晶体管尺寸缩小到纳米级别时遇到的一系列挑战。这些挑战包括:

- **漏电流:** 当晶体管的尺寸减小, 门控制区域与源极和漏极之间的距离变短, 导致在关闭状态下晶体管的漏电流增加。漏电流不仅浪费能量, 还会增加设备的发热量, 影响整体性能和可靠性。
- **短道效应:** 在晶体管尺寸减小的情况下, 晶体管的“短道效应”问题变得更加严重。这是由于电场分布的改变, 导致门电极对晶体管通道的控制力下降, 进而影响晶体管的开关特性, 使得晶体管难以准确地关闭。
- **功耗:** 在传统平面晶体管中, 随着尺寸缩小, 静态功耗 (主要由漏电流引起) 的比重增加, 导致整体能效比下降。在移动设备和数据中心等对能效要求极高的应用中, 这一点尤为关键。

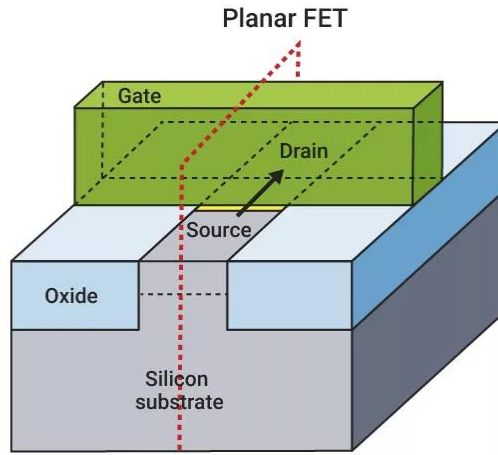
可制造性和性能提升的限制: 在极限尺寸下, 传统的平面晶体管设计难以继续通过尺寸缩小来实现性能提升, 这限制了按照摩尔定律提高集成度和性能的能力。

FinFET 通过其独特的三维结构设计解决了这些挑战:

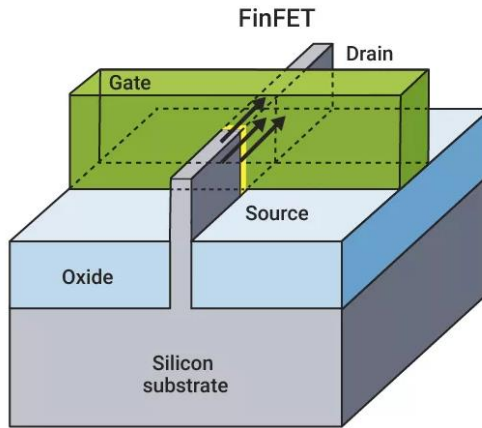
- **降低漏电流:** 通过改进的门控制 (围绕导电“鳍”结构的三个面), FinFET 设计显著减少了漏电流。
- **减轻短道效应:** 三维门的设计改善了电场分布, 增强了门对通道的控制, 有效抑制了短道效应, 提高了晶体管的关闭性能。
- **优化功耗:** 减少的漏电流和改善的开关特性允许 FinFET 设备在更低的功耗下工作, 提高了能效比。
- **推动性能提升和可制造性:** FinFET 的三维结构允许在不减小晶体管尺寸的情况下, 通过提高晶体管密度来继续沿着摩尔定律的道路发展, 同时提高晶体管的性能和减少功耗。

图表 8 Planar FET vs. FinFET 示意图

SYNOPTIS®



SYNOPTIS®



资料来源: GeekForGeek, 华安证券研究所

● CoWoS

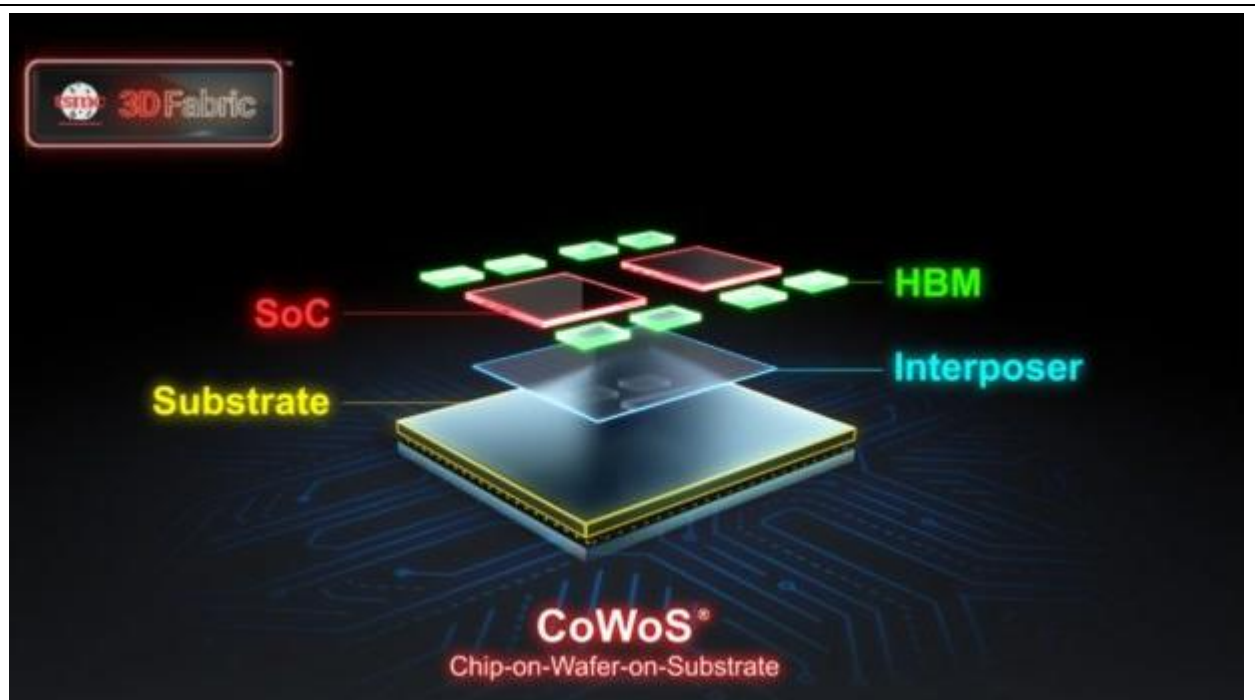
CoWoS 工艺划分为 CoWoS-S, CoWoS-R 和 CoWoS-L:

1) CoWoS-S: CoWoS-S 是 CoWoS 平台的初代技术。它为高性能计算应用提供顶级性能和最高集成密度的封装测试。这一晶圆级系统集成平台提供多种互连器尺寸、HBM 立方体数量和封装尺寸。它可以支持大于 2X reticle size (约 1700mm²) 的 Interposer, 集成多于四个 HBM2/HBM2E 立方体的领先 SoC 芯片。根据 Trendforce 介绍, 英伟达的 H100,H200 和 AMD 的 MI300 都使用 CoWoS-S 封装技术。

2) CoWoS-R: CoWoS-R 是 CoWoS 高级封装家族的一员, 它利用 InFO 技术使用 RDL Interposer 进行互连, 特别是在 HBM(高带宽存储器)和 SoC 异构集成中, 服务于芯片间的互连。RDL 互连器由聚合物和铜线构成, 具有一定的机械柔性。这种柔性增强了 C4 焊点的完整性, 并允许新封装扩大其尺寸, 以满足更复杂的功能需求。

3) CoWoS-L: CoWoS®-L 作为 CoWoS® 平台中的一种芯片后置封装, 结合了 CoWoS®-S 和 InFO 技术的优点, 使用带有 LSI (Local Silicon Interconnect,局部硅互连) 芯片的互连器提供最灵活的集成, 用于芯片间互连以及使用 RDL 层进行电力和信号传输。该产品起始于 1.5X 视网膜尺寸互连器, 包括 1x SoC + 4x HBM 立方体, 未来将扩展到更大尺寸以集成更多芯片。根据 Trendforce 介绍, 英伟达的 Blackwell 产品使用 CoWoS-L 封装技术。

图表 9 CoWoS 产品图示



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

3. 盈利预测

3.1 驱动因素假设

图表 10 台积电核心财务指标假设

2024/9/24	2023				2024E				2025E				2026E			
汇率: TWD/USD	31.20	32.23	32.50	32.50	31.4	32.4	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5		
利润表(百万台币)	2023				2024E				2025E				2026E			
台积电 (TSM)	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/12/31	2024/4/30	2024/7/30	2024/10/30	2025/1/30	2025/4/30	2025/7/30	2025/10/30	2026/1/30	2026/4/30	2026/7/30		
营业收入	2,161,736	2,813,260	3,497,790	3,929,925	592,644	673,510	756,607	790,499	751,473	845,996	928,811	1,011,727	1,094,643	1,177,559		
营业收入 - USD	69,297	87,296	107,624	120,921	18,873	20,819	23,280	24,323	23,122	26,031	29,166	31,111	32,757	34,801		
yoy, %	-4.5%	30.1%	24.3%	12.4%	16.5%	40.1%	38.4%	26.4%	26.8%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%		
qoq, %					-5.3%	13.6%	12.3%	4.5%	-4.9%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%		
营业成本	986,625	1,281,952	1,521,593	1,700,342	278,139	315,385	337,447	350,982	339,666	371,392	402,104	432,910	463,616	494,322		
% 收入占比	45.6%	45.6%	43.5%	43.3%	46.9%	46.8%	44.6%	44.4%	45.2%	43.9%	43.9%	43.9%	43.9%	43.9%		
毛利	1,175,111	1,531,308	1,976,198	2,229,584	314,505	358,125	419,160	439,517	411,807	474,604	526,707	578,817	631,027	683,237		
yoy, %	-12.8%	30.3%	29.1%	12.8%	9.8%	37.6%	41.3%	32.5%	30.9%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%		
qoq, %					-5.2%	13.9%	17.0%	4.9%	-6.3%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%		
% 收入占比	54.4%	54.4%	56.5%	56.7%	53.1%	53.2%	55.4%	55.6%	54.8%	56.1%	56.1%	56.1%	56.1%	56.1%		
营业费用及其他	-253,645	-298,712	-371,972	-416,624	-65,487	-71,569	-79,444	-82,212	-81,159	-92,214	-103,270	-114,326	-125,382	-136,438		
% 收入占比	11.7%	10.6%	10.6%	10.6%	11.0%	10.6%	10.5%	10.4%	10.8%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%		
营业利润(GAAP)	921,466	1,232,596	1,604,226	1,812,960	249,018	286,556	339,717	357,305	330,648	382,390	423,437	464,487	505,535	546,581		
yoy, %	-17.8%	33.8%	30.2%	13.0%	7.7%	41.9%	49.0%	37.3%	32.8%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%		
qoq, %					-4.3%	15.1%	18.6%	5.2%	-7.5%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%		
% 收入占比	42.6%	43.8%	45.9%	46.1%	42.0%	42.5%	44.9%	45.2%	44.0%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%		
税/利息等	-82,968	-123,406	-180,925	-215,900	-23,533	-38,711	-28,751	-32,410	-38,325	-45,684	-53,043	-60,402	-67,761	-75,120		
% 收入占比	3.8%	4.4%	5.2%	5.5%	4.0%	5.7%	3.8%	4.1%	5.1%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%		
归母净利润(GAAP)	838,498	1,109,190	1,423,300	1,597,060	225,485	247,845	310,966	324,895	292,323	336,706	370,394	404,085	437,774	471,461		
yoy, %	-17.5%	32.3%	28.3%	12.2%	8.9%	36.3%	47.4%	36.1%	29.6%	35.9%	35.9%	35.9%	35.9%	35.9%		
qoq, %					-5.5%	9.9%	25.5%	4.5%	-10.0%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%		
% 收入占比	38.8%	39.4%	40.7%	40.6%	38.0%	36.8%	41.1%	41.1%	38.9%	39.8%	39.8%	39.8%	39.8%	39.8%		

资料来源: 公司季报, 华安证券研究所

3.2 相对估值

我们预测台积电 24/25/26 年归母净利润为 11091.9/14233.0/15970.6 亿台币, yoy 32.3%/28.3%/12.21%。主要驱动因素系 3nm 制程收入贡献不断增加, AI 整体代工收入带来业务增量, 消费电子稳健复苏。公司 24/25/26 年 P/E 分别为 26.2/20.4/18.2 倍, 24/25 年低于美国半导体设备和制造行业平均值 29.28/22.61 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 11 台积电可比公司估值 (单位: 百万美元)

公司名称	股票代码	EV/EBITDA (x)		P/E (x)	
		2024(FY1)	2025(FY2)	2024(FY1)	2025(FY2)
Taiwan Semi Sp ADR	TSM-US	16.13	13.40	20.37	18.16
Applied Materials	AMAT-US	19.08	16.54	22.52	19.68
KLA	KLAC-US	20.75	18.44	25.42	22.52
Lam Research	LRCX-US	17.96	14.38	21.69	17.12
GlobalFoundries	GFS-US	8.82	7.75	28.30	20.62
Teradyne	TER-US	29.68	20.09	42.42	27.36
Entegris	ENTG-US	21.47	17.73	35.27	25.82
Onto Innovation	ONTO-US	32.70	24.81	38.28	29.57
平均值		20.82	16.64	29.28	22.61
中位数		19.91	17.14	26.86	21.57

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

风险提示:

成熟制程节点竞争加剧; 消费电子复苏不及预期; AI 产品不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表	百万台币			
	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	1,465,428	2,568,748	4,004,307	5,595,546
应收账款	202,010	262,894	326,862	367,244
存货	250,997	326,128	387,093	432,566
其他流动资产	275,598	278,354	281,137	283,949
流动资产总计	2,194,033	3,436,124	4,999,399	6,679,306
固定资产	3,064,475	3,064,108	3,063,816	3,063,328
其他资产	273,863	284,310	295,697	307,995
资产总计	5,532,371	6,784,542	8,358,912	10,050,629
应付账款	481,254	626,298	778,691	874,895
其他	432,330	436,653	441,020	445,430
流动负债	913,583	1,062,951	1,219,711	1,320,324
长期债务	918,283	917,070	915,918	914,813
其他负债	217,242	217,242	217,242	217,242
负债总计	2,049,108	2,197,264	2,352,871	2,452,379
权益总计	3,483,263	4,587,278	6,006,041	7,598,249
负债及权益总计	5,532,371	6,784,542	8,358,912	10,050,629

现金流量表	百万台币			
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	29,760	1,109,190	1,423,300	1,597,060
折旧&摊销	1,508	1,543	1,574	1,873
营运资本变化及其他	-3,178	10,597	29,043	11,946
经营活动现金流	28,090	1,121,330	1,453,917	1,610,879
CAPEX	-1,069	-1,176	-1,282	-1,384
其他	-9,497	-10,447	-11,387	-12,298
投资活动现金流	-10,566	-11,623	-12,669	-13,682
长期借款增减	-1,250	-1,213	-1,152	-1,106
股息	-395	-411	-427	-444
其他	-11,988	-4,764	-4,110	-4,407
融资活动现金流净额	-13,633	-6,388	-5,689	-5,957
期末现金余额	1,465,428	2,568,748	4,004,307	5,595,546

利润表	百万台币			
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,161,736	2,813,260	3,497,790	3,929,925
营业成本	986,625	1,281,952	1,521,593	1,700,342
毛利润	1,175,111	1,531,308	1,976,198	2,229,584
营业费用 & 其他	-253,645	-298,712	-371,972	-416,624
营业利润(GAAP)	921,466	1,232,596	1,604,226	1,812,960
税/利息等	-82,968	-123,406	-180,925	-215,900
归母净利润(GAAP)	838,498	1,109,190	1,423,300	1,597,060
股本	25,929	25,933	25,934	25,934
EPS (摊薄)	32.3	42.8	54.9	61.6
经调整 EPS (摊薄)	32.3	42.8	54.9	61.6

财务指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E
收入增长	-4.5%	30.1%	24.3%	12.4%
EBITDA增长	-17.8%	33.7%	30.1%	13.0%
净利润增长	-17.5%	32.3%	28.3%	12.2%
EPS增长	-17.5%	32.3%	28.3%	12.2%
毛利率	54.4%	54.4%	56.5%	56.7%
营业利润率	42.6%	43.8%	45.9%	46.1%
净利率	38.8%	39.4%	40.7%	40.6%
ROE	24.1%	24.2%	23.7%	21.0%
P/E	19.7	26.2	20.4	18.2
P/B	4.8	6.3	4.8	3.8
EV/EBITDA	17.3	22.2	16.2	13.4
EV/营收	7.4	9.7	7.4	6.2
库存天数	91.6	91.6	91.6	91.6
应收账款天数	33.6	33.6	33.6	33.6
应付账款天数	80.1	80.1	80.1	80.1
资产/负债比率	2.70	3.09	3.55	4.10
流动比率	2.40	3.23	4.10	5.06
速动比率	1.83	2.66	3.55	4.52
净现金	547,145	1,651,678	3,088,389	4,680,734
市值	16,554,059	29,031,970	29,031,970	29,031,970
企业价值(EV)	16,006,914	27,380,292	25,943,581	24,351,236

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。