



台积电 (TSM.NYSE)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

AI 持续高景气，全年迎来高增长

业绩简评

2025 年 1 月 16 日公司公布 24Q4 业绩, 24Q4 公司实现收入 268.84 亿美元, 同比+38.8%; 毛利率为 59.0%, 同比+6.0pcts, 环比+1.2pcts, 实现净利润 115.92 亿美元, 同比+57.1%。

公司指引 25Q1 收入为 250~258 亿美元, 中枢环比下滑 5.5%, 同比增长 34.6%, 预计 25Q1 毛利率为 57.0~59.0%, 经营利润率为 46.5~48.5%。公司预计 25 年全年收入增速为 mid 20s, 未来五年公司收入 CAGR 预计为 20%。公司预计全年半导体行业增速约 10%。

经营分析

公司先进制程营收占比继续提升, 24Q4 公司 3、5、7nm 在晶圆制造营收占比分别为 26%、34%、14%, 24 全年 3、5、7nm 在晶圆制造营收占比分别为 18%、34%、17% (23 年为 6%、33%、19%)。公司预计 N2 将在 25H2 量产, N2P 有望在 26H2 量产, A16 制程有望在 26H2 量产。

公司 HPC 收入高增长, AI 有望保持高增速。公司 24 年 AI 云端芯片+HBM controller 收入占比达到约 15% 占比, 相比 23 年翻三倍不止, 公司预计 25 年 AI 相关收入有望继续翻倍增长, 未来五年收入 CAGR 达到 45% 左右。24Q4 公司 HPC、智能手机收入环比增速分别为 19%、17%, 占比分别为 53%、35%; 24 年全年收入增速分别为 58%、23%, 占比分别为 51%、35%。公司预计未来 AI 端侧有望缩短换机周期, 同时增大单个芯片的面积, 并持续拉动对先进制程需求。因此公司未来增速有望高于终端出货量的增速。

关于 cowos 产能, 公司认为目前仍然无法满足所有客户需求, 未来会有其他非 AI 芯片产品采用 cowos 封装, 包括 CPU 和服务端芯片。24 年先进封装占比达到 8%, 预计 25 年达到 10%。

盈利预测、估值与评级

公司是全球先进制程晶圆代工龙头厂商, N2 有望 25H2 进入量产, 较竞争对手继续保持优势。另外公司凭借先进制程的领先, 有望受益 AI 高景气度、消费电子芯片制程迁移与面积增长, 保持高于行业增速。我们预计公司 25~27 年净利润分别为 487.76、596.62、654.70 亿美元, 对应当前股价分别为 22、18、16X, 维持“买入”评级。

风险提示

下游应用复苏不及预期; 研发进度不及预期; 行业竞争加剧; 美国制裁加剧。

电子组

分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (美元): 206.80 元

相关报告:

- 1.《台积电公司点评: 业绩、指引超预期, 上调全年指引》, 2024.10.17
- 2.《台积电公司点评: 受益先进制程, 上调全年营收指引》, 2024.7.18
- 3.《台积电公司点评: Q1 拐点出现, Q2 稳步增长》, 2024.4.19



公司基本情况 (美元)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	70,626.4	89,747.5	115,127.2	137,344.4	148,172.3
增长率 (%)	-4.4%	27.1%	28.3%	19.3%	7.9%
EBITDA	47,804.9	64,144.8	79,189.5	92,342.5	99,266.7
归母净利润	27,827.3	36,381.0	48,776.0	59,661.8	65,469.5
增长率 (%)	-14.1%	30.7%	34.1%	22.3%	9.7%
每股收益-期末股本摊薄	5.37	7.01	9.40	11.50	12.62
每股净资产	21.60	25.64	33.38	42.05	51.47
市盈率 (P/E)	38.54	29.48	21.99	17.98	16.38
市净率 (P/B)	9.57	8.07	6.20	4.92	4.02

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：利润表预测摘要（单位：百万美元）

项目/报告期	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	73,885	70,626	89,748	115,127	137,344	148,172
营业成本	29,880	32,234	39,379	47,697	56,421	60,751
毛利	44,006	38,392	50,368	67,430	80,923	87,422
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售费用	2,071	2,335	3,004	3,454	3,846	4,149
管理费用	0	0	0	0	0	0
研发费用	5,328	5,958	6,331	8,059	9,614	10,372
营业利润	36,607	30,099	41,033	55,917	67,464	72,901
利息收入	732	1,970	2,379	3,068	4,481	5,958
利息支出	383	392	0	1,118	1,118	1,118
权益性投资损益	251	157	151	200	200	200
其他非经营性损益	133	162	30	0	0	0
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	37,338	31,995	43,593	58,067	71,026	77,940
所得税	4,921	4,191	7,238	9,291	11,364	12,470
净利润（含少数股东损益）	32,418	27,804	36,355	48,776	59,662	65,470
少数股东损益	12	-23	-26	0	0	0
净利润	32,406	27,827	36,381	48,776	59,662	65,470
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	32,406	27,827	36,381	48,776	59,662	65,470

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究