

AI 需求强劲增长推动公司 2025 收入和资本开支指引超预期

华泰研究

2025 年 1 月 17 日 | 美国

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

227.98

研究员

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001

huangleiping@htsc.com

SFC No. AUZ066

+(852) 3658 6000

研究员

谢春生

SAC No. S0570519080006

xiechunsheng@htsc.com

SFC No. BQZ938

+(86) 21 2987 2036

研究员

丁宁

SAC No. S0570522120003

dingning021681@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

研究员

廖健雄

SAC No. S0570524030001

liaojianxiong@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	227.98
收盘价(美元 截至 1 月 15 日)	206.80
市值(美元百万)	1,072,578
6 个月平均日成交额(美元百万)	2,614
52 周价格范围(美元)	98.91-222.20
BVPS(美元)	4.35

股价走势图



资料来源: S&P

台积电 4Q24 收入 268.4 亿美元, 环比+14.2%, 毛利率 59.0%, 环比+1.2pct, 均接近指引上限。公司预计 1Q25 收入 250-258 亿美元, 中位数环比下降 5.2%, 高于彭博一致预期 4%, 公司预计 1Q25 毛利率 57.0%-59.0%, 中位数环比下降 1pct, 高于彭博一致预期的 56.9%。公司预计 2025 年收入同比增长 25%左右, 超于彭博一致预期 2.4%。我们认为本次业绩主要的亮点是: 1) 公司预计 2025 年 HPC/AI 相关需求继续翻倍, 2) 公司预计 2025 年资本开支 380-420 亿美元, 中位数同比高增 34%, 显示公司对 2026 年以后需求增长的强劲信心和全球代工行业台积电一家独大的趋势日益明显。

亮点#1: HPC/AI 相关需求 2025 年有望继续保持翻倍增长

4Q24 HPC/AI 相关需求收入环比增长 18.7%, 营收占比为 53%。2024 全年 AI 相关收入同比达到 3 倍以上增长, 收入占比为 15%左右, 公司预计 2025 年将继续翻倍。台积电指引 2025-2029 年 AI 营收 CAGR 将达到 45%左右。在 HPC/AI 以及手机相关需求增长的推动下, 4Q24 3nm/5nm 平台收入分别环比增长 48.4%/21.3%, 收入占比达到 26%/34%。展望未来, 公司预计 N2 从 2H25 进入量产, N2P 和 A16 从 2H26 进入量产。

亮点#2: 2025 年资本开支大幅增长 34%, 台积电一家独大的趋势日益明显

2024 年公司完成资本开支 298 亿美元, 和 2023 年比同比下降 2%。公司预计 2025 年资本开支 380-420 亿美元(中位数同比增长 34%), 其中约 70% 将用于先进制程投入, 10%-20% 用于特色工艺, 10% 用于先进封装、测试与光罩产能的建设。除了在中国台湾进行 N2 等最先进工艺扩产以外, 公司也加快在美国亚利桑那和日本熊本的产能建设速度。受客户导入速度低于预期等影响, 三星和英特尔已经宣布放缓产能建设速度, 目前市场预期三星、英特尔 2025 资本开支同比+0%/-16%。台积电 2025 年强劲资本开支指引显示公司对 AI 需求持续增长的信心, 以及公司在代工行业一家独大地位日益明确。

目标价 227.98 美元, 维持“买入”评级

考虑到 12 英寸成熟制程竞争加剧, 我们下调 2025/2026 年 ASP 预测 7.5%/4.0%至 3481/3957 美元/片。因此, 我们下修 2025/2026 年营业收入预测 4.4%/0.9%至 36,179/43,849 亿新台币。我们调整 2025/2026 年归母净利润预测-5.2%/+0.3%至 15,194/18,498 亿新台币, 2027 年归母净利润预测为 21,985 亿新台币。我们考虑半导体周期上行和台积电的 AI 半导体代工龙头地位, 给予台积电 2025 年 25x PE 估值(2020 年以来的 78%分位数水平, 高于代工行业均值), 基于我们预计的 2025E EPS 58.60 新台币, 调整目标价至 227.98(前值: 240.07 美元), 维持买入评级。

风险提示: 半导体周期下行, AI 需求不及预期, 技术研发不达预期的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(新台币百万)	2,161,736	2,894,308	3,617,885	4,384,877	5,196,079
+/-%	(4.51)	33.89	25.00	21.20	18.50
归属母公司净利润(新台币百万)	838,498	1,173,268	1,519,416	1,849,819	2,198,518
+/-%	(17.51)	39.93	29.50	21.75	18.85
EPS(新台币, 最新摊薄)	32.34	45.25	58.60	71.34	84.79
ROE(%)	26.18	30.29	31.18	30.05	28.64
PE(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV EBITDA(倍)	0.38	0.12	(0.10)	(0.31)	(0.51)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

台积电 4Q24 业绩及 1Q25 指引

4Q24 业绩回顾

4Q24 业绩回顾：4Q24 收入 235.0 亿美元，同比+36.0%，环比+12.9%，主因 AI 和智能手机需求强劲，高于此前指引上限（232 亿美元）；实现毛利率 57.8%，超指引上限的 55.5%，环比+4.6pct，主因产能利用率增长和成本优化。

按应用平台收入拆分：台积电 4Q24 收入结构中，智能手机占 35%，HPC 占 53%，IoT 占 5%，汽车占 4%，DCE 占 1%，其他占 2%。智能手机营收环比增长 17.5%，HPC/IoT/汽车/DCE 营收环比+18.7/-18.4/-8.7/+14.2%。

按制程收入拆分：4Q24 收入结构中，3nm 占 26%（环比增加 6pct），5nm 占 34%（环比增加 2pct），7nm 占 14%，16/20nm 占 7%，28nm 占 6%，40/45nm 占 3%，65nm 占 4%，90nm 占 1%，0.11 和 0.13um 占 2%，0.15/0.18um 占 3%。其中 3nm 营收环比增长 48.4%，受益于强劲的高端智能手机需求。

资本开支：4Q24 资本开支为 111.8 亿美元，2024 年全年资本开支 298 亿美元。

1Q25 与 2025 全年展望

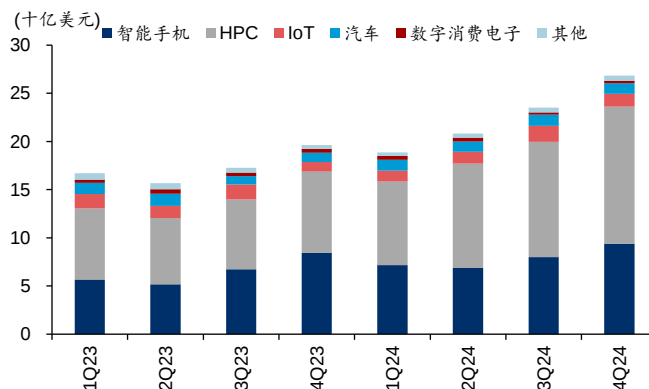
展望 1Q25 与 2025 全年：公司指引 1Q25 营收 250-258 亿美元，高于彭博一致预期的 244 亿美元，中位数环比-5.2%，同比+34.4%，台积电预计 AI 相关需求持续强劲，但一季度消费电子需求季节性影响导致整体环比下降；毛利率 57.0%-59.0%，中位数环比下降 1pct，高于彭博一致预期的 56.9%，毛利率下降主要来源于 N2 节点以及海外工厂的量产爬坡，N3 节点上量对毛利率的负向影响将在 2025 年逐步减小。资本开支方面，2025 年资本开支为 380-420 亿美元，中位数同比增长 34%，高于彭博预期的 351.5 亿美元，其中约 70%将用于先进制程投入，10%-20%用于特色工艺，10%用于先进封装、测试与光罩。稼动率方面，台积电预计 2025 年整体将有小幅上升。

图表1：台积电业绩回顾及指引

台积电 (2330 TT)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	4Q24业绩指引	4Q24市场一致预期	1Q25业绩指引	1Q25市场一致预期	2025指引	YoY	2025市场一致预期	YoY
营业收入	18.9	20.8	23.5	26.8	14.2%	36.8%	26.1-26.9	25.8	25.0-25.8	24.4	112.5	25.0%	109.9	22.1%
营业成本	(8.9)	(9.7)	(9.9)	(11.0)										
毛利	10.0	11.1	13.6	15.8	16.5%	52.3%		15.1		13.9				
营业费用	(2.1)	(2.2)	(2.4)	(2.7)										
营业利润	7.9	8.9	11.2	13.2	18.1%	61.4%		12.4		11.4				
非经营性损益	0.6	0.6	0.7	0.7										
税前利润	8.5	9.5	11.9	13.9										
企业所得税	(1.3)	(1.8)	(1.8)	(2.3)										
净利润	7.2	7.7	10.1	11.6	15.3%	54.7%		11.2		10.2				
每股净利润	0.28	0.29	0.39	0.45				0.43		0.39				
资本开支 (十亿美元)	5.77	6.36	6.40	11.18							38-42	27.9%-41.4%	35	18.3%
毛利率	53.1%	53.2%	57.8%	59.0%			57%-59%	58.5%	57%-59%	56.9%			57.6%	
经营利润率	42.0%	42.6%	47.5%	49.1%			46.5%-48.5%	48.1%	46.5%-48.5%	46.4%				
净利润率	38.0%	36.8%	42.8%	43.2%				43.1%		41.6%				

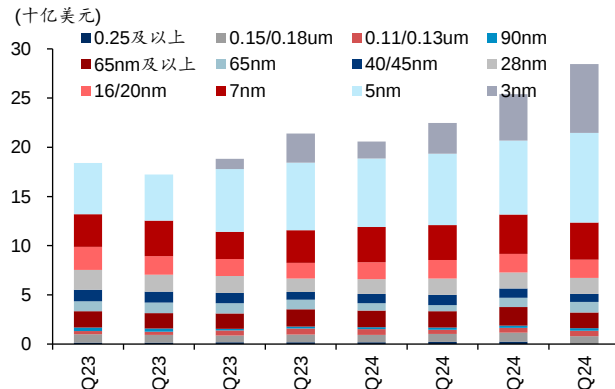
资料来源：彭博，华泰研究

图表2：收入按应用拆分情况（绝对值）



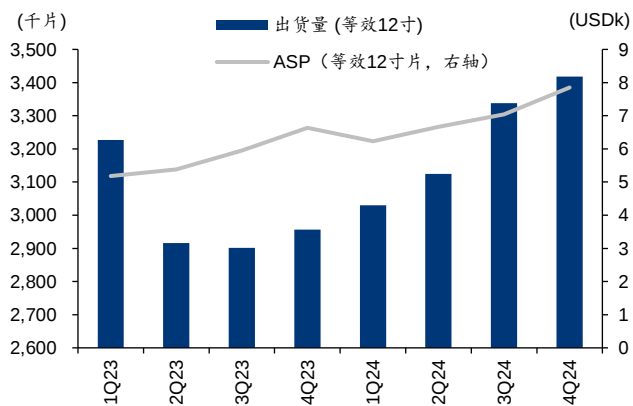
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：收入按制程节点拆分情况（绝对值）



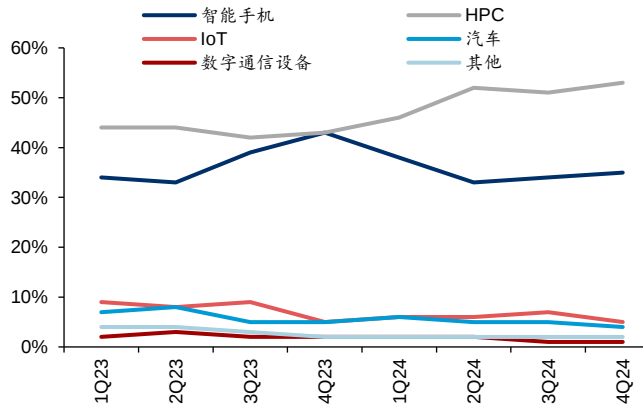
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：晶圆出货量及 ASP 情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：收入按应用拆分情况（占比）



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测

考虑到 12 英寸成熟制程竞争加剧，我们下调 2025/2026 年 ASP 预测 7.5%/4.0%至 3481/3957 美元/片。因此，我们下修 2025/2026 年营业收入预测 4.4%/0.9%至 36,179/43,849 亿新台币，并预计 2027 年营收为 51,961 亿新台币，对应 2025/2026/2027 年同比增速为 25.0%/21.2%/18.5%；考虑到公司持续进行成本优化，以及 3nm 对毛利率稀释效应逐步减弱，我们上调 2025/2026 年毛利率预测至 58.0%/58.3%。综上，我们调整 2025/2026 年归母净利润预测-5.2%/+0.3%至 15,194/18,498 亿新台币，对应同比增速 29.5%/21.7%，2027 年归母净利润预测为 21,985 亿新台币；EPS 为 58.60/71.34/84.79 新台币。

图表6：台积电盈利预测

新台币 十亿		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
		A	A	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)	(旧)	(旧)	变化	变化
产能以及稼动率												
6寸		60	60	60	60	60	60	60				
8寸		640	640	640	640	640	640	640				
12寸		920	1,030	1,090	1,145	1,270	1,325	1,366				
产能总计(千片/月，等效8寸)		2,744	2,991	3,126	3,250	3,531	3,655	3,747				
	环比增长	7.2%	9.0%	4.5%	4.0%	8.7%	3.5%	2.5%				
稼动率		100%	99.7%	73.6%	75.9%	79.5%	80.0%	82.0%				
收入		1,587.4	2,263.9	2,161.7	2,894.3	3,617.9	4,384.9	5,196.1	3,784.3	4,422.6	-4.4%	-0.9%
	环比增长	18.5%	42.6%	-4.5%	33.9%	25.0%	21.2%	18.5%				
收入(十亿美元)		56.8	75.9	69.3	93.1	116.3	141.0	167.1				
	环比增长	24.9%	33.5%	-8.7%	34.3%	25.0%	21.2%	18.5%				
晶圆代工收入		1,405.3	1,991.9	1,874.2	2,462.9	3,014.0	3,599.8	4,175.5				
	环比增长	19.2%	41.7%	-5.9%	31.4%	22.4%	19.4%	16.0%				
晶圆单价(美元/片)		1,781.1	2,212.2	2,566.8	3,101.2	3,481.3	3,956.6	4,440.7	3,761.9	4,122.7	-7.5%	-4.0%
	环比增长	9.2%	24.2%	16.0%	20.8%	12.3%	13.7%	12.2%				
营业成本		(767.9)	(915.5)	(986.6)	(1,270.0)	(1,519.5)	(1,828.5)	(2,156.4)				
毛利		819.5	1,348.4	1,175.1	1,624.4	2,098.4	2,556.4	3,039.7				
期间费用		(169.2)	(226.7)	(253.8)	(301.1)	(366.1)	(428.1)	(493.5)				
EBITDA		1,085.2	1,570.8	1,463.1	1,991.9	2,473.3	2,942.2	3,440.3				
	环比增长	19.6%	44.7%	-6.9%	36.1%	24.2%	19.0%	16.9%				
CAPEX		838.8	1,081.7	949.4	956.0	1,285.2	1,413.7	1,555.1				
CAPEX(十亿美元)		30.0	36.3	30.4	30.7	41.3	45.5	50.0				
折旧及摊销		422.4	437.3	532.2	662.8	729.1	802.0	882.2				
营业利润		650.0	1,121.3	921.5	1,322.1	1,732.3	2,128.3	2,546.2				
	环比增长	14.7%	72.5%	-17.8%	43.5%	31.0%	22.9%	19.6%				
非营业收益		13.1	22.9	57.7	56.0	53.5	54.0	71.6				
税前收益		663.1	1,144.2	979.2	1,405.8	1,820.6	2,216.5	2,634.3				
所得税		(66.1)	(127.3)	(141.4)	(233.4)	(302.3)	(368.0)	(437.4)				
少数股东权益		1	0	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)				
归属母公司净利		597	1,017	838	1,173	1,519	1,850	2,199	1,603.0	1,844.0	-5.2%	0.3%
	环比增长	15.2%	70.4%	-17.5%	39.9%	29.5%	21.7%	18.9%				
比率(%)												
毛利率		51.6%	59.6%	54.4%	56.1%	58.0%	58.3%	58.5%	57.1%	56.5%	+0.9pct	+1.8pct
EBITDA利润率		68.4%	69.4%	67.7%	68.8%	68.4%	67.1%	66.2%				
营业利润率		40.9%	49.5%	42.6%	45.7%	47.9%	48.5%	49.0%				
税前收益率		41.8%	50.5%	45.3%	48.6%	50.3%	50.5%	50.7%				
净利率		37.6%	44.9%	38.8%	40.5%	42.0%	42.2%	42.3%				
净资产收益率		2.2%	39.8%	26.2%	30.3%	31.2%	30.0%	28.6%				
每股净资产(新台币)		83.6	113.6	133.4	165.4	210.5	264.3	327.8				

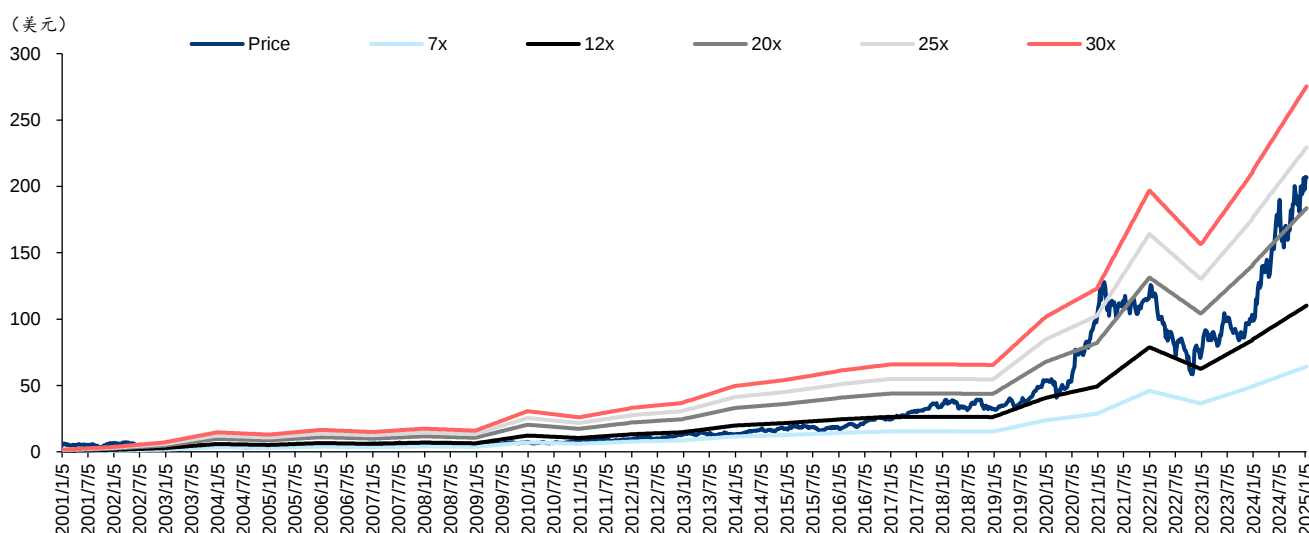
注：美元营收和新台币营收同比数字不同主因汇率原因。

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值分析

台积电 2010 年之后毛利率稳定在 50% 以上，净利率稳定在 30% 以上，我们采用 PE 估值法。台积电在全球的可比公司 2025 年 PE 估值均值为 24.7x。半导体行业为周期性行业，且基于台积电在全球晶圆代工行业中的技术、制程工艺、客户群、盈利能力等维度较联电、格罗方德、中芯国际等同业具备较大竞争优势，我们认为台积电更适宜采用参考其自身的历史估值周期的估值方法。2005 年至今，台积电一年期前向 PE 均值为 12.3x。近年来，随着万物互联、云计算、AI 等需求相继快速增长，对于芯片的性能和功耗要求日益提升，台积电凭借行业领先的制造能力伴随顶尖设计类客户取得了更好的发展。因此，2020 年以来，台积电一年期前向 PE 均值提升至 17.6x，最大值 28.8x（反映 2021 年缺芯涨价预期），最小值 10.8x。我们认为生成式 AI 需求将为代工行业及台积电注入新成长动能，同时考虑本轮半导体周期有望逐步从底部上行。我们给予台积电 2025 年 25x 的 PE 估值（2020 年以来的 78% 分位数水平，高于代工行业均值，以反映半导体周期上行和 AI 半导体代工龙头地位），基于我们预计的 2025E EPS 58.60 新台币，调整台积电 ADR 目标价至 227.98（前值：240.07 美元）。（按照汇率 1USD=32.13NTD 及一份美股 ADR 包含 5 份基础证券进行计算）

图表7：台积电 ADR PE-Band（截至 2025 年 1 月 16 日）



资料来源：Wind，彭博，华泰研究

图表8：台积电可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 16 日）

代码	公司	股价	总市值 (百万元)	P/E (倍)		P/B (倍)		P/S (倍)		ROE		股价变动		
				2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	5D	1M	YTD
A股晶圆代工														
688981 CH	中芯国际	96.6	391,110	189.1	145.2	5.2	5.0	13.8	12.0	2.7%	3.4%	3.7%	17.5%	82.2%
688347 CH	华虹公司	45.7	46,758	93.2	42.1	1.9	1.8	5.3	4.4	1.9%	3.9%	8.9%	-2.8%	7.2%
688249 CH	晶合集成	22.8	45,700	88.2	48.3	2.1	2.0	4.8	3.7	2.3%	4.1%	4.0%	-7.4%	32.1%
688469 CH	芯联集成	4.7	33,178	-30.3	-60.1	2.9	3.0	5.0	4.1	-9.5%	-5.0%	4.2%	-15.3%	-6.4%
平均				85.0	43.9	3.0	2.9	7.2	6.0					
海外晶圆代工														
981 HK	中芯国际	36.0	391,110	75.3	52.2	1.8	1.7	4.7	4.1	2.4%	3.3%	11.3%	42.6%	81.3%
1347 HK	华虹半导体	23.3	46,758	48.7	23.9	0.8	0.7	2.6	2.0	1.7%	3.1%	11.5%	16.0%	24.2%
INTC US	英特尔	19.7	611,382	-135.1	20.9	0.8	0.8	1.6	1.5	-0.6%	3.7%	3.0%	-3.5%	-60.2%
2303 TT	联电	41.6	107,033	10.3	10.1	1.4	1.4	2.1	1.8	13.9%	13.6%	0.6%	-2.4%	-16.6%
5347 TT	世界先进	93.6	38,927	23.1	20.9	3.3	3.2	3.9	3.4	14.3%	15.4%	-4.5%	-3.5%	18.9%
TSEM US	高塔半导体	50.7	40,455	24.5	21.8	-	-	3.9	3.6			-0.4%	-3.3%	66.1%
GFS US	格罗方德	41.8	166,216	27.3	23.4	2.0	1.8	3.4	3.0	7.2%	7.7%	2.1%	-4.6%	-31.0%
平均				10.6	24.7	1.7	1.6	3.2	2.8					

注：国内半导体代工企业数据来自 Wind 一致预期，海外企业来自彭博一致预期；A 股晶圆代工企业股价货币单位为人民币。海外晶圆代工企业股价单位方面，中芯国际、华虹半导体为港币，英特尔、高塔、格罗方德为美元，联电、世界先进为新台币

资料来源：Wind，彭博，华泰研究

业绩会要点

行业情况更新

需求更新:

台积电认为 AI 需求强劲且可持续, 2024 年 AI 收入同比增长将达到 3 倍以上, 收入占比为 15%左右, 与此前 3Q 业绩会指引持平, 并且台积电预计 2025 年 AI 收入将继续翻倍, 指引 2025-2029 年 AI 营收 CAGR 将达到 45%左右。台积电认为虽然 2025 年手机和 PC 销量增长为低个位数, 但单机半导体价值量因 AI 功能将增长 5-10%, 同时换机周期将缩短。台积电预计 Foundry 2.0 行业 (台积电界定为晶圆代工、封测、光罩制作、IDM 除去存储部分等企业) 将增长 10%。

图表9: 代工行业业绩一览

公司	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2025全年
	A	A	A	A	A	A	A	AI指引	指引
收入环比增速									
2330 TT 台积电	-16.10%	-6.2%	10.2%	13.6%	-3.8%	10.3%	12.9%	14.2%	25.0%
2303 TT 联电	-20.1%	3.8%	1.4%	3.7%	-0.6%	4.0%	6.5%	0.0%	N.A.
5347 TT 世界先进	-14.5%	20.4%	7.1%	-8.4%	-0.4%	14.9%	6.7%	-7.4%	N.A.
GFS US 格罗方德	-12.4%	0.2%	0.4%	0.1%	-16.5%	5.4%	6.6%	3.5%-6.4%	N.A.
981 HK 中芯国际*	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	0%-2%	N.A.
1347 HK 华虹半导体*	0.1%	0.1%	-10.0%	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%	0.7%-2.6%	N.A.
毛利率									
2330 TT 台积电	56.3%	54.1%	54.3%	53.0%	53.1%	53.2%	57.8%	59.0%	N.A.
2303 TT 联电	35.5%	36.0%	35.9%	32.4%	30.9%	35.2%	33.8%	30.0%	N.A.
5347 TT 世界先进	30.0%	30.0%	26.5%	23.0%	24.0%	26.0%	29.0%	27%-29%	N.A.
GFS US 格罗方德	28.5%	28.8%	28.6%	29.0%	25.4%	24.2%	23.8%	24.3%	N.A.
981 HK 中芯国际*	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	18%-20%	N.A.
1347 HK 华虹半导体*	32.1%	27.7%	16.1%	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11%-13%	N.A.
产能利用率									
2330 TT 台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2303 TT 联电	70.0%	71.0%	67.0%	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	66%-69%	N.A.
5347 TT 世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
GFS US 格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
981 HK 中芯国际*	68.1%	78.3%	77.1%	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	N.A.	N.A.
1347 HK 华虹半导体*	103.5%	102.7%	86.8%	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	N.A.	N.A.
ASP (USD, 等效8寸)									
2330 TT 台积电	2,303	2,389	2,646	2,949	2,768	2,961	3,129	3,490	N.A.
2303 TT 联电	975	988	989	1,026	937	937	935	935	N.A.
5347 TT 世界先进	650	619	608	644	642	668	600	624	N.A.
GFS US 格罗方德	1,393	1,274	1,274	1,315	1,320	1,273	1,267	N.A.	N.A.
981 HK 中芯国际*	1,168	1,006	961	931	907	836	966	N.A.	N.A.
1347 HK 华虹半导体*	605	560	500	459	426	410	415	N.A.	N.A.

注: 标*公司为华泰覆盖; 公司指引来自各公司公告; 4Q24 台积电为实际数字, 其余公司为指引数字

资料来源: 彭博, 公司公告, 华泰研究

海外产能布局及进展

美国厂和日本厂已量产, 海外工厂未来 5 年将稀释 2-3%的毛利率。美国亚利桑那一厂已进入规模量产, 良率已接近于中国台湾工厂, 由于更高的成本, 亚利桑那厂报价将比中国台湾晶圆厂更高。正积极推动二厂的建设及设备搬入, 二厂将于 2028 年量产 3/2nm, 三厂规划将在 2030 年左右量产 2nm 及以下节点; 日本一厂 4Q24 已开始量产, 二厂将于 2025 年开始建设。

工艺节点

2H25 按计划量产 N2, 2H26 量产 N2P 和 A16。N2 较 N3E 有 15%的晶体管密度提升, N2P 性能将进一步提升, A16 较 N2P 将带来同功耗下 8-10%性能提升, 或同性能下 15-20%能耗减少, 晶体管密度提升 7-10%。A16 将首次采用背面供电技术, 适合 HPC 应用。

先进封装

2024 年收入占比超过 8%, 公司指引 2025 年占比将超过 10%, 但盈利能力目前低于公司平均。目前看到 CoWoS 需求仍然明显超过供给。

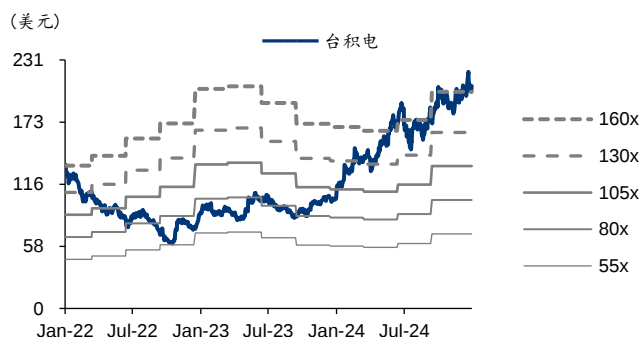
风险提示

半导体周期下行的风险。半导体为周期性行业，弱出现终端需求较为不足，且供应链库存水位高企的情况，行业将承压。若本轮半导体周期持续下行，或周期复苏慢于我们预期，则公司经营业绩可能承压。

AI 等新需求增长不及预期的风险。AI 新需求给公司带来的机遇是台积电本在轮半导体下行周期保持业绩和股价坚挺的重要原因之一。而若 AI 演进受阻、影响对 AI 芯片的需求，导致台积电 AI 芯片业务不及我们预期，可能影响到公司业绩和股价的风险。

先进制程及特色工艺技术开发、海外工厂投产不及预期的风险。台积电目前正在积极进行 2nm 先进制程和特色工艺平台的技术研发工作，作为巩固行业地位、促进未来业绩增长的主要发展路径，若台积电技术研发进展不及预期，有可能影响台积电市场地位、创收和盈利能力。此外，台积电加大投资海外工厂，若由于地缘政治、建厂成本等要素影响海外工厂投产及获利能力，也可能给台积电业绩增长带来风险。

图表10：台积电 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：台积电 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (新台币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,161,736	2,894,308	3,617,885	4,384,877	5,196,079
销售成本	(986,625)	(1,269,954)	(1,519,512)	(1,828,494)	(2,156,373)
毛利润	1,175,111	1,624,354	2,098,373	2,556,383	3,039,706
销售及分销成本	(10,868)	(14,128)	(19,098)	(22,098)	(24,888)
管理费用	(60,596)	(82,761)	(90,000)	(108,000)	(129,600)
其他收入/支出	(182,370)	(204,182)	(257,000)	(298,000)	(339,000)
财务成本净额	48,295	76,718	76,379	76,266	76,153
应占联营公司利润及亏损	4,655	4,880	4,880	4,880	4,880
税前利润	979,171	1,405,839	1,820,602	2,216,499	2,634,319
税费开支	(141,403)	(233,407)	(302,269)	(367,998)	(437,368)
少数股东损益	(729.21)	(836.00)	(1,083)	(1,318)	(1,567)
归母净利润	838,498	1,173,268	1,519,416	1,849,819	2,198,518
折旧和摊销	(532,190)	(662,796)	(729,076)	(801,983)	(882,181)
EBITDA	1,463,067	1,991,917	2,473,298	2,942,217	3,440,348
EPS (新台币, 基本)	32.34	45.25	58.60	71.34	84.79

资产负债表

会计年度 (新台币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	250,997	287,869	356,889	418,976	496,015
应收账款和票据	201,938	272,088	320,445	397,705	453,302
现金及现金等价物	1,465,428	2,080,461	2,591,971	3,266,961	4,125,135
其他流动资产	275,670	447,934	447,934	447,934	447,934
总流动资产	2,194,033	3,088,352	3,717,239	4,531,576	5,522,386
固定资产	3,064,475	3,234,980	3,792,078	4,404,786	5,077,665
无形资产	23,411	25,072	24,072	23,072	23,072
其他长期资产	250,452	343,534	348,414	353,294	358,174
总长期资产	3,338,338	3,603,586	4,164,564	4,781,152	5,458,911
总资产	5,532,371	6,691,938	7,881,803	9,312,728	10,981,297
应付账款	57,293	74,227	83,138	106,226	117,094
短期借款	9,293	59,858	59,858	59,858	59,858
其他负债	846,997	1,130,440	1,130,440	1,130,440	1,130,440
总流动负债	913,583	1,264,525	1,273,436	1,296,524	1,307,392
长期债务	913,900	926,604	939,308	952,012	964,716
其他长期债务	221,625	177,233	177,233	177,233	177,233
总长期负债	1,135,525	1,103,837	1,116,541	1,129,245	1,141,949
股本	259,321	259,327	259,327	259,327	259,327
储备/其他项目	3,199,593	4,029,218	5,198,551	6,595,002	8,241,565
股东权益	3,458,914	4,288,545	5,457,878	6,854,329	8,500,892
少数股东权益	24,349	35,031	33,948	32,630	31,064
总权益	3,483,263	4,323,576	5,491,826	6,886,959	8,531,956

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV EBITDA	0.38	0.12	(0.10)	(0.31)	(0.51)
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (新台币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,463,067	1,991,917	2,473,298	2,942,217	3,440,348
融资成本	(48,295)	(76,718)	(76,379)	(76,266)	(76,153)
营运资本变动	324.65	(90,088)	(108,466)	(116,259)	(121,768)
税费	(141,403)	(233,407)	(302,269)	(367,998)	(437,368)
其他	(31,727)	234,473	71,499	71,386	71,273
经营活动现金流	1,241,967	1,826,177	2,057,684	2,453,079	2,876,332
CAPEX	(949,425)	(956,007)	(1,285,174)	(1,413,691)	(1,555,060)
其他投资活动	43,305	91,164	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(906,120)	(864,843)	(1,285,174)	(1,413,691)	(1,555,060)
债务增加量	(17,407)	(26,496)	12,704	12,704	12,704
权益增加量	0.00	(3,089)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(291,722)	(363,055)	(350,083)	(453,368)	(551,954)
其他融资活动现金流	104,235	46,339	76,379	76,266	76,153
融资活动现金流	(204,894)	(346,301)	(261,000)	(364,398)	(463,098)
现金变动	130,953	615,033	511,510	674,990	858,174
年初现金	1,342,814	1,465,428	2,080,461	2,591,971	3,266,961
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,465,428	2,080,461	2,591,971	3,266,961	4,125,135

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(4.51)	33.89	25.00	21.20	18.50
毛利润	(12.85)	38.23	29.18	21.83	18.91
营业利润	(17.82)	43.47	31.03	22.86	19.64
净利润	(17.51)	39.93	29.50	21.75	18.85
EPS	(17.51)	39.93	29.50	21.75	18.85
盈利能力比率 (%)					
毛利率	54.36	56.12	58.00	58.30	58.50
EBITDA	67.68	68.82	68.36	67.10	66.21
净利率	38.79	40.54	42.00	42.19	42.31
ROE	26.18	30.29	31.18	30.05	28.64
ROA	15.98	19.20	20.85	21.52	21.67
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(15.68)	(25.51)	(29.18)	(32.90)	(36.47)
流动比率	2.40	2.44	2.92	3.50	4.22
速动比率	2.13	2.21	2.64	3.17	3.84

营运能力 (天)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产周转率 (次)	0.41	0.47	0.50	0.51	0.51
应收账款周转天数	36.08	29.48	29.48	29.48	29.48
应付账款周转天数	20.76	18.64	18.64	18.64	18.64
存货周转天数	86.14	76.38	76.38	76.38	76.38
现金转换周期	101.45	87.22	87.22	87.22	87.22

每股指标 (新台币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	32.34	45.25	58.60	71.34	84.79
每股净资产	133.40	165.39	210.49	264.35	327.85

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、谢春生、丁宁、廖健雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、谢春生、丁宁、廖健雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司