中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·美股公司简评　　半导体

2024Q4 财报点评：AI 景气延续，25 年 CAPEX 增长强劲

台积电(TSM.N)

核心观点

2024 Q4 公司实现营收 8684.61 亿新台币，同比增长 38.84%，实现毛利率 59.00%，前一年同期为 53.04%，实现归母净利润 3746.80 亿新台币，同比增长 56.96%，收入和毛利率均接近指引上限。本季度 AI 相关产品和智能手机对 3nm 和 5nm 的强劲需求驱动公司营收超预期增长，毛利率超预期主要得益于稼动率提升和降本措施。预计 2025 年资本开支 380-420 亿美元，AI 需求强劲，公司否认近期的 CoWoS 砍单。

事件

2025 年 1 月 16 日，台积电披露四季度业绩。2024 Q4 公司实现营收 8684.61 亿新台币，同比增长 38.84%，实现毛利率 59.00%，前一年同期为 53.04%，实现归母净利润 3746.80 亿新台币，同比增长 56.96%，收入和毛利率均接近指引上限。

简评

AI 景气延续，3nm 收入占比显著提升。四季度公司实现营收 8684.61 亿新台币，同比增长 38.84%。分应用平台看，四季度 HPC/手机/IoT/汽车/DCE 收入占比分别为 53%/35%/5%/4%/1%，占比同比变动 10pct/-8pct/0/-1pct/-1pct，占比环比变动 2pct/1pct/-2pct/-1pct/0；分制程看，四季度 3nm/5nm/7nm/16nm/28nm 收入占比分别为 26%/34%/14%/7%/6%，占比同比变动 11pct/-1pct/-3pct/-1pct /-1pct，占比环比变动 6pct/2pct/-3pct/-1pct /-1pct，AI 相关产品和智能手机对 3nm 和 5nm 的强劲需求驱动公司营收高增长。四季度公司实现毛利率 59%，处于指引上限，接近上一轮周期高点（60%左右），主要得益于稼动率提升和降本措施。

2025 年 CAPEX 指引超预期。公司预计一季度实现营收 250-258 亿美元，中位数同比增长 35%，预计 2025 年全年收入增长 25%，高于彭博一致预期。公司预计 2024 年开始五年 CAGR 约 20%，AI 相关业务五年 CAGR 接近 45%。预计一季度毛利率 57%-59%，OPM 46.5%-48.5%。预计 2025 年资本开支 380-420 亿美元，其中 70-80%用于先进制程，10-20%用于特色工艺，10-20%用于先进封装、测试、光罩等。

维持　　买入

崔世峰
cuishifeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100004
SFC 编号:BUI663

于伯韬
yubotao@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520110001
SFC 编号:BRR519

发布日期：　2025 年 01 月 18 日

当前股价：　214.79 美元
目标价格 6 个月：　260.19 美元

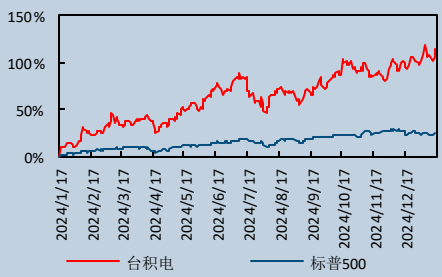
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
6.87/9.82	14.78/9.20	112.16/83.00

12 月最高/最低价（美元）	220.01/101.67
总股本（万股）	518,672.58
流通股本（万股）	518,672.58
总市值（亿美元）	11,140.57
流通市值（亿美元）	11,140.57
近 3 月日均成交量（万）	1436.49
主要股东	
National Development Fund, Executive Yuan	6.38%

股价表现



相关研究报告

24.10.18	【中信建投海外研究】台积电(TSM):2024Q3 财报点评：毛利率超预期，AI 需求真实且强劲
24.08.17	【中信建投海外研究】台积电(TSM):

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

AI 需求强劲，否认近期的 CoWoS 砍单。2024 年全年公司面向 AI 加速芯片（GPU、ASIC、HBM 等）的收入同比增长三倍以上，占总收入比例近 15%，2025 年公司预计面向 AI 加速芯片的收入将同比翻倍。CoWoS 产能仍供不应求，公司否认近期的 CoWoS 砍单，2024 年先进封装业务占营收的比例超过 8%，2025 年有望超过 10%。先进封装业务毛利率情况有所改善，但仍低于公司平均水平。

盈利预测与估值：预计 2025-2026 年台积电营业收入分别为 36455.56 亿和 43155.55 亿新台币，同比增长 26%和 18%，归母净利润分别为 15548.97 亿和 17789.51 亿新台币，同比增长 33%和 14%，对应净利率分别为 42.65%和 41.22%。维持“买入”评级，目标价 260.19 美元/ADS，对应 2025 年 28X PE。

风险提示：全球宏观经济超预期下行；地缘政治风险；生成式 AI 发展低预期，AI 算力芯片需求低预期，Mag7 资本开支低预期；台积电 CoWoS 先进封装产能扩张低预期；AI PC 以及 AI 手机发布低预期，PC 及手机换机进度低预期；汽车 SoC 需求持续低预期，终端 Tier1 库存去化低预期；晶圆代工先进制程竞争加剧，客户流失，来自三星、英特尔的竞争；2nm 制程节点发布低预期，晶体管架构以及封装技术切换导致良率低预期；晶圆代工成熟制程竞争加剧，来自联电、中芯国际等 Foundry 厂商的竞争；美联储降息进程低预期；中美关系发展的不确定性；汇率超预期贬值。

表 1: 台积电盈利预测（百万新台币）

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	2,194,033	3,088,352	3,789,682	4,944,974	营业收入	2,161,736	2,894,308	3,645,556	4,315,555
总非流动资产	3,338,164	3,603,586	3,795,316	4,262,209	营业成本	-986,625	-1,269,954	-1,502,571	-1,816,634
总资产	5,532,197	6,691,938	7,584,998	9,207,183	毛利	1,175,111	1,624,354	2,142,985	2,498,921
总流动负债	942,805	1,264,525	1,269,884	1,329,419	研发费用	-182,370	-204,182	-262,480	-313,800
总非流动负债	1,135,525	1,103,837	803,837	503,837	SG&A 费用	-71,464	-96,889	-105,721	-139,388
总负债	2,078,330	2,368,362	2,073,721	1,833,256	其他经营净收益	189	-1,230	0	10
股本	259,321	259,327	259,327	259,327	EBIT	921,466	1,322,053	1,774,784	2,045,743
资本公积金	69,876	73,261	73,261	73,261	应占共同控制实体的联营公司溢利	4,800	4,880	6,000	4,650
留存收益	3,128,640	3,917,252	5,104,953	6,967,603	其他收益-非经营	480	2,188	421	0
其他股东权益	-28,314	38,705	38,705	38,705	汇兑净收益	-2,685	0	2,000	0
归属母公司股东权益	3,429,522	4,288,545	5,476,246	7,338,896	利息收入(支出)	60,294	76,718	81,813	83,469
少数股东权益	24,344	35,031	35,031	35,031	财务费用	-11,999	0	0	0
股东权益合计	3,453,867	4,323,576	5,511,277	7,373,927	其他已实现损益	6,962	0	0	0
					EBT	979,317	1,405,839	1,865,018	2,133,861
现金流量表					所得税	-128,289	-233,407	-310,521	-355,310
经营活动所得现金净额	1,241,967	1,826,177	2,125,616	2,693,763	净利润(含少数股东权益)	851,028	1,172,432	1,554,497	1,778,551
投资活动所得现金净额	-906,121	-864,843	-1,286,828	-1,233,869	少数股东损益	-712	-836	-400	-400
融资活动所得现金净额	-204,894	-346,301	-412,194	-415,222	归母净利润	851,740	1,173,268	1,554,897	1,778,951
汇率变动	-8,339	47,166	0	0	关键比率				
现金及现金等价物增加/减少净额	122,614	662,199	426,594	1,044,672	营业收入 YoY	-4.51%	33.89%	25.96%	18.38%
年初的现金及现金等价物	1,342,814	1,465,428	2,127,627	2,554,221	归母净利润 YoY	-14.22%	37.75%	32.53%	14.41%
年末的现金及现金等价物	1,465,428	2,127,627	2,554,221	3,598,892	净利率	39.40%	40.54%	42.65%	41.22%

资料来源：Bloomberg，中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk