

半导体

台积电：AI需求激增推动强劲的业绩和指引

台积电 (TSMUS, 未评级) 公布了强劲的2024年四季度业绩。公司收入达到268亿美元 (同比增长36.5%/环比增长14.1%)，比彭博一致预期/公司指引高3.9%/1.3%，主要受3纳米/5纳米芯片的强劲需求驱动。毛利率扩张至59.0%，高于彭博一致预期/公司指引的58.5%/58.0%，主要受益于更高的产能利用率和生产效率，部分被3纳米产能扩张的稀释抵消。按技术节点划分，3纳米在四季度的收入占比为26% (上季度/去年同期为20%/15%)。按下游应用领域划分，高性能计算仍是最大贡献板块，收入占比超过50%，反映AI的强劲需求。2024财年收入同比增长30%至901亿美元，毛利率为56.1%，同比提升1.7个百分点。

管理层预计2025年一季度收入将在250-258亿美元区间。收入中值意味着同比增长35%，环比下降6%。管理层表示，收入环比下降6%主要受1) 智能手机季节性因素影响，但2) 部分将被AI领域的强劲需求所抵消。

2025年的展望依然非常乐观，主要由AI的强劲增长以及非AI市场的温和复苏推动 (智能手机出货增速仅为低个位数，但硅含量增长相对更高)。管理层预计台积电今年收入增速将达到25%左右。展望未来，台积电预计长期收入的复合年增长率为20%。我们看好AI供应链，这也是我们2025年的首选投资主题。

- **管理层辟谣 CoWoS 砍单现象，并重申对 AI 增长前景的乐观态度。**在业绩会上，管理层直接回应了关于 CoWoS 订单削减的传闻，表示公司正在努力扩大 CoWoS 产能以满足客户需求。台积电预计未来五年 AI 加速器收入的复合年增速将在45%左右，并预计今年 AI 收入占比将翻倍 (2024年约为15%)。
- **四季度毛利率为59%，接近2022年的峰值；长期展望维持在53%。**四季度毛利率环比上升1.2个百分点，同比上升6.0个百分点，主要得益于先进制程产能 (7 纳米及以下) 的利用率提升，2024 年先进制程产能占公司晶圆收入的69% (2023 年为58%)。2025 年一季度毛利率预计将环比下降1个百分点，主要由于：1) N2 工艺的产能爬坡成本，2) 海外晶圆厂稀释效应 (随着美国和日本工厂的产能爬坡，未来五年公司预计每年对毛利率影响将达到2-3个百分点)，以及3) 通货膨胀成本的影响 (例如，更高的电力成本)。
- **预计2025年资本支出将增长27%-40%，强劲的资本支出预计将利好半导体设备供应商。**台积电将2025财年的资本支出计划提高到380-420亿美元，而2024财年为298亿美元 (同比增长持平)。2025财年的资本支出指引高于彭博一致预期的350亿美元，其中约70%将分配给先进制程技术。
- **美国对华 AI 禁令影响：风险总体可控。**台积电正在为中国受影响的客户申请特殊许可，尤其是在非 AI 领域，如汽车和加密货币。
- **2025-2026 年半导体行业展望：“代工 2.0” 行业 (包括封装、测试、掩模制造等板块) 预计2025年将增长10%，管理层认为这是参考整体半导体市场增速的合理指标。**
- **CPO 和硅光技术的采用：客户初期反馈积极，但可能仍需1-1.5年才能实现大规模量产。**

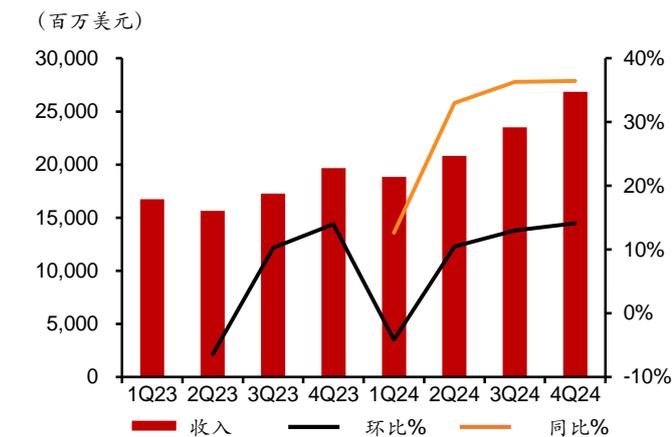
优于大市
(维持)

中国半导体行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

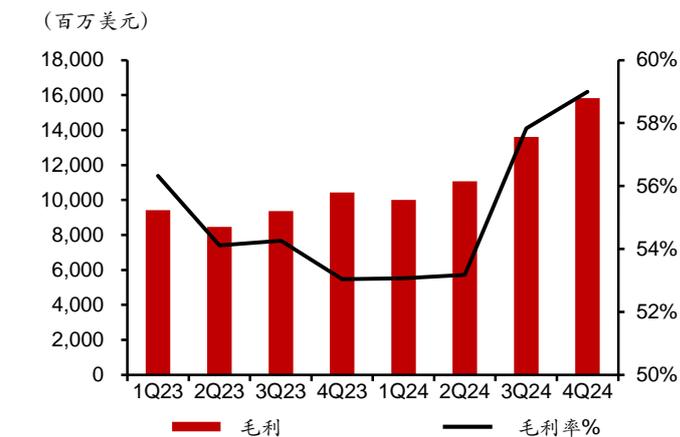
张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

图 1: 台积电收入及增速



资料来源: 公司资料

图 2: 台积电毛利及毛利率



资料来源: 公司资料

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。