



# 台积电 (TSM.NYSE)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 指引超预期，关注未来关税影响

### 业绩简评

2025年4月17日公司披露25Q1业绩，25Q1公司实现营收255.3亿美元，同比+35.3%；毛利率为58.8%；实现净利润109.72亿美元，同比+60.2%。

公司指引25Q2收入284~292亿美元，中枢同比增长38.3%，环比增长12.8%；指引毛利率为57.0~59.0%；营业利润率为47.0~49.0%。公司维持全年收入同比增长约25%的指引。

### 经营分析

25Q1公司晶圆代工收入当中，N3、N5、N7收入占比分别为22%、36%、15%，合计达到73%。25Q1公司HPC、智能手机、IoT、汽车收入环比变化分别为+7%、-22%、-9%、+14%，占比分别为59%、28%、5%、5%。公司Q2收入增长主要动能来自N3、N5的高需求，下游驱动力主要来自HPC。

公司维持25年来自AI加速器收入翻倍的指引，预计25年CoWoS产能翻倍。公司继续维持24~29年AI收入CAGR达到45%左右的指引。公司与客户以及更下游客户确认后，认为AI需求仍然强劲。公司目前没有和任何其他公司展开关于合资公司、技术授权或者技术转移的讨论。根据公司当前计划，公司计划在美国合计投资1650亿美元，建设总共六个晶圆厂、两个先进封装厂、一个研发中心，其中第一个晶圆厂已经量产，第二个晶圆厂将生产3nm制程，已经建设完成。由于关税带来的通胀和其他成本增加，公司预计在未来五年海外产能带来的毛利率稀释将从初期的2~3%每年，提升至后期的3~4%。但公司长期毛利率指引维持不变，仍然为53%或更高。

### 盈利预测、估值与评级

我们认为公司Q2营收指引超预期，除HPC仍然具有高需求外，也有部分客户因规避未来美国半导体关税而提前拉货或加单，需要密切关注美国半导体关税落地情况，以及落地后下游需求变化。长期看我们认为公司作为晶圆代工龙头厂商，制程持续迭代，客户群体广泛，具备“技术领先、制造卓越、客户信任”的优势。我们预计公司25~27年净利润分别为491.51、595.77、673.32亿美元，对应当前股价PE分别为16、13、12X，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游需求不及预期；美国关税风险；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): 151.67 元

相关报告:

- 《台积电公司点评：AI持续高景气，全年迎来高增长》，2025.1.16
- 《台积电公司点评：业绩、指引超预期，上调全年指引》，2024.10.17
- 《台积电公司点评：受益先进制程，上调全年营收指引》，2024.7.18



### 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	114,041.7	133,176.2	148,207.4
增长率 (%)	-4.4%	27.1%	27.1%	16.8%	11.3%
EBITDA	47,804.9	64,144.8	80,636.1	95,444.8	106,688.1
归母净利润	27,827.3	36,381.0	49,151.2	59,576.5	67,332.5
增长率 (%)	-14.1%	30.7%	35.1%	21.2%	13.0%
每股收益-期末股本摊薄	5.37	7.01	9.48	11.49	12.98
每股净资产	21.60	25.64	33.47	42.15	51.94
市盈率 (P/E)	28.27	21.62	16.00	13.20	11.68
市净率 (P/B)	7.02	5.92	4.53	3.60	2.92

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：利润预测摘要（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	114,042	133,176	148,207
营业成本	29,880	32,234	39,379	46,274	52,359	57,801
毛利	44,006	38,392	50,368	67,768	80,817	90,407
其他收入	0	0	0	0	0	0
一般费用	2,071	2,335	3,004	3,421	3,729	4,150
研发费用	5,328	5,958	6,331	7,983	9,322	10,375
营业利润	36,607	30,099	41,033	56,364	67,766	75,882
利息收入	348	1,578	2,379	1,949	2,958	4,076
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
<b>除税前利润</b>	<b>37,338</b>	<b>31,995</b>	<b>43,593</b>	<b>58,513</b>	<b>70,924</b>	<b>80,158</b>
所得税	4,921	4,191	7,238	9,362	11,348	12,825
<b>净利润(含少数股东损益)</b>	<b>32,418</b>	<b>27,804</b>	<b>36,355</b>	<b>49,151</b>	<b>59,577</b>	<b>67,332</b>
少数股东损益	12	-23	-26	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>32,406</b>	<b>27,827</b>	<b>36,381</b>	<b>49,151</b>	<b>59,577</b>	<b>67,332</b>
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	49,151	59,577	67,332

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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