

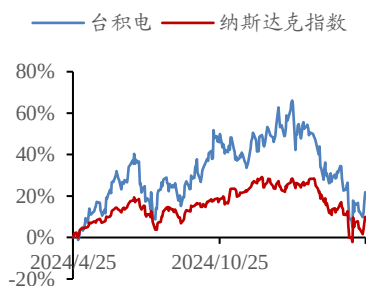
AI 需求驱动业绩增长，25Q2 指引超预期

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-4-25

收盘价（美元）	164.18
近 12 个月最高/最低（美元）	225.5/124.0
总股本（百万股）	5,187
流通股本（百万股）	5,187
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	8515
流通市值（亿美元）	8515

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：刘京松

执业证书号：S0010524090001

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

1. 台积电 24Q3 点评：Q4 收入指引超预期，AI 持续驱动增长 2024-10-19

主要观点：

● 25Q1 业绩及公司指引

25Q1 公司收入 255.3 亿美元，（此前指引为 250-258 亿美元），同比增长 35.3%，环比下滑 5.1%；毛利率 58.8%，（此前指引为 57-59%），同比增长 5.7pct，环比下滑 0.2pct，主要系地震及海外工厂产能稀释影响，部分影响被成本改善措施抵消；25Q1 资本开支为 100.6 亿美元。公司预计 25Q2 营收区间为 284 亿美元-292 亿美元，环比增长 11.2%-14.4%，基于 1 美元兑 32.5 新台币的汇率假设，公司预计 25Q2 毛利率 57%-59%，经营利润率 47%-49%。全年指引维持不变，公司预计 2025 年美元收入同比增速 mid 20s，AI 相关收入翻倍，资本开支达 380-420 亿美元。

● 7nm 及以下收入占比 73%，HPC 收入占比提升

分工艺制程看，25Q1 公司 3nm 制程营收占晶圆总收入 22%，环比下降 4pct，5nm 制程占比 36%，环比增长 2pct，7nm 制程占比 15%，环比增长 1pct，先进制程（7nm 及以下）营收占比达晶圆总收入 73%；分平台看，25Q1 HPC 收入占公司营收 59%，环比增长 6pct；智能手机收入占比 28%，环比下滑 7pct；物联网收入占比 5%；汽车收入占比 5%，消费电子收入占比 1%，其他收入占比 2%。

● 海外工厂加速扩产，关税影响需持续关注

扩产计划方面，公司在亚利桑那州追加 1000 亿美元投资，计划新建三座晶圆制造厂、两座先进封装厂和一个研发中心，在美总投资将达到 1650 亿美元。公司首座晶圆厂已于 24Q4 量产，采用 4nm 制程工艺，二厂采用 3nm 制程工艺建设完成，三、四厂将采用 N2 和 A16 制程工艺，预计将于 2025 年获批所有许可后开工建设。公司预计 2025 年海外产能爬坡将对毛利率造成 2-3pct 的稀释影响，伴随亚利桑那州投资计划推进，预计未来五年海外工厂前期将稀释毛利率 2-3pct，后期扩大至 3-4pct；关税方面，公司表示关税存在不确定性风险，但目前未观察到客户行为因美国关税发生变化，需持续关注潜在影响。

● 投资建议

公司预计 25Q2 营收区间为 284 亿美元-292 亿美元，2025 年收入同比增速 mid 20s。基于 AI 强劲需求、公司海外工厂产能爬坡稀释作用以及关税贸易政策风险，我们预计台积电 2025-2027 营业收入分别为 36396 亿新台币、43071 亿新台币、51002 亿新台币，归母净利润（GAAP）分别为 15262 亿新台币、18223 亿新台币、20927 亿新台币。维持“增持”评级。

● 风险提示

AI 需求不及预期风险；消费电子复苏不及预期风险；关税贸易摩擦风险；产能扩张不及预期风险；成熟制程节点竞争加剧风险；政策监管风险。

● 重要财务指标

单位:百万新台币

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,894,307	3,639,575	4,307,073	5,100,200
收入同比 (%)	33.89%	25.75%	18.34%	18.41%
净利润 (GAAP)	1,173,268	1,526,191	1,822,267	2,092,716
净利润同比 (%)	39.93%	30.08%	19.40%	14.84%
ROE (%)	27.14%	28.15%	26.91%	25.08%
每股收益 (新台币)	45.2	58.9	70.3	80.7
市盈率 (P/E)	28.6	15.2	12.7	11.1

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万新台币			
	2024	2025E	2026E	2027E	
现金及等价物	2,127,627	2,814,499	3,742,622	5,066,379	
应收账款	272,407	272,407	342,550	405,374	
存货	287,869	343,019	407,022	485,187	
其他流动资产	400,449	404,454	408,498	412,583	
流动资产总计	3,088,352	3,834,379	4,900,692	6,369,524	
固定资产	3,234,980	3,809,770	4,312,978	4,672,263	
其他资产	368,606	269,237	161,919	46,015	
资产总计	6,691,938	7,913,386	9,375,588	11,087,802	
应付账款	547,139	688,024	814,208	964,140	
其他	717,386	724,560	731,805	739,124	
流动负债	1,264,525	1,412,584	1,546,013	1,703,264	
长期债务	926,604	902,758	881,296	861,980	
其他负债	177,233	177,233	177,233	177,233	
负债总计	2,368,362	2,492,575	2,604,542	2,742,477	
权益总计	4,323,576	5,420,811	6,771,046	8,345,325	
负债及权益总计	6,691,938	7,913,386	9,375,588	11,087,802	
现金流量表					
	2024	2025E	2026E	2027E	
净利润	1,173,268	1,526,191	1,822,267	2,092,716	
折旧&摊销	662,796	715,820	787,402	905,512	
营运资本变化及其他	-9,887	88,905	-4,761	12,176	
经营活动现金流	1,826,177	2,330,915	2,604,907	3,010,404	
CAPEX	-956,007	-1,290,609	-1,290,609	-1,264,797	
其他	91,164	99,369	107,318	115,904	
投资活动现金流	-864,843	-1,191,241	-1,183,291	-1,148,894	
长期借款增减	-26,496	-23,846	-21,462	-19,316	
股息	-363,055	-435,666	-479,233	-527,156	
其他	43,250	6,710	7,201	8,718	
融资活动现金流净额	-346,301	-452,802	-493,493	-537,754	
期末现金余额	2,127,627	2,814,499	3,742,622	5,066,379	

利润表		百万新台币			
	2024	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2,894,307	3,639,575	4,307,073	5,100,200	
营业成本	1,269,953	1,513,250	1,795,603	2,140,436	
毛利润	1,624,354	2,126,324	2,511,470	2,959,764	
营业费用 & 其他	-302,301	-357,575	-394,653	-522,998	
营业利润(GAAP)	1,322,053	1,768,750	2,116,817	2,436,765	
税/利息等	-148,785	-242,559	-294,551	-344,049	
归母净利润(GAAP)	1,173,268	1,526,191	1,822,267	2,092,716	
股本(摊薄)	25,930	25,929	25,929	25,929	
EPS(摊薄)	45.2	58.9	70.3	80.7	
经调整 EPS(摊薄)	45.2	58.9	70.3	80.7	

财务指标		百万新台币			
	2024	2025E	2026E	2027E	
收入增长	33.9%	25.7%	18.3%	18.4%	
EBITDA增长	36.5%	25.2%	16.9%	15.1%	
净利润增长	39.9%	30.1%	19.4%	14.8%	
EPS增长	39.9%	30.1%	19.4%	14.8%	
毛利率	56.1%	58.4%	58.3%	58.0%	
营业利润率	45.7%	48.6%	49.1%	47.8%	
净利率	40.5%	41.9%	42.3%	41.0%	
ROE	27.1%	28.2%	26.9%	25.1%	
P/E	28.6	15.2	12.7	11.1	
P/B	7.8	4.3	3.4	2.8	
EV/EBITDA	16.3	8.5	7.0	5.7	
EV/营收	11.2	5.8	4.7	3.7	
库存天数	81.6	81.6	81.6	81.6	
应收账款天数	33.9	33.9	33.9	33.9	
应付账款天数	68.1	68.1	68.1	68.1	
资产/负债比率	2.83	3.17	3.60	4.04	
流动比率	2.44	2.71	3.17	3.74	
速动比率	1.90	2.19	2.64	3.21	
净现金	1,201,023	1,911,742	2,861,326	4,204,399	
市值	33,560,914	23,131,998	23,131,998	23,131,998	
企业价值(EV)	32,359,891	21,220,256	20,270,672	18,927,599	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。