

科技	收盘价 美元 237.56	目标价 美元 280.00个	潜在涨幅 +17.9%
----	------------------	-------------------	----------------

2025年7月17日

## 台积电 (TSM US)

### 毛利率韧性强，管理层上调全年收入预期；上调目标价

- ⊕ **管理层上调全年收入预期，毛利率表现出较强韧性：**以美元计 2Q25 收入 301 亿美元，超过我们预期/指引上限（290 亿/292 亿美元）。毛利率 58.6%，高于我们 58.4% 的预期和 58% 的指引中位数。管理层曾指引新台币每升值 1% 对应毛利率下降 0.4ppt，考虑到新台币 2Q25 平均升值 4.4%（2Q25 实际平均 1 美元兑 31.05 新台币），我们认为台积电毛利韧性远强于市场预期。如我们之前提到，我们认为公司对于下游议价能力正不断增强。管理层指引 3Q25 收入 318-330 亿美元，基于 1 美元兑 29.0 新台币，指引毛利率 56.5% (+/-1%)。管理层将全年按美元计收入同比增速指引从之前 25% 左右（我们预计 27.1%）上调到 30%。台积电管理层暗示新指引或仍然“保守”。
- ⊕ **AI 芯片出口限制放松利好先进制程需求，2 纳米制程和亚利桑那厂进展顺利：**管理层认为美国政府放松 AI 芯片限制将进一步加大 AI 芯片需求。我们认为公司 AI 收入受 CoWoS 产能限制，政策变化或不改变短期财务表现，但投资者对 AI 算力芯片乐观情绪或进一步改善。2 纳米制程或在 2H25 上量生产，管理层重申上量进度与 3 纳米上量进度相似，且 2 纳米流片数大于同期 3/5 纳米流片数。亚利桑那第一座厂（N4）从 4Q24 之后持续上量，第二座厂（N3）建造或接近尾声，管理层表示正加速上量（之前预计 2H27 上量）。长期看，2 纳米以下在美产能或占全球产能 30%。管理层强调 2026 年 CoWoS 产能供需差距会缩小，我们维持全球 CoWoS 月产能 2025/26 年底 8 万/12 万片预测。公司维持 2025 年 380-420 亿美元资本支出指引。
- ⊕ **上调目标价到 280 美元：**我们认为消费电子受贸易不确定性影响复苏温和，但 AI 高需求足以驱动公司 2 纳米上线后维持 3/5 纳米价格，使 2025 年收入按美元计增超 30%。公司 1,650 亿美元在美投资或部分对冲潜在关税风险。考虑到汇率影响，我们调整 2025/26 年收入至 3.63 万亿/4.00 万亿（前值 3.76 万亿/4.46 万亿）新台币，对应 1,196 亿/1,378 亿（前值 1,153 亿/1,371 亿）美元。调整 2025/26 年毛利率至 57.8%/57.3%（前值 58.1%/57.1%）。调整 2025/26 年 EPS 至 59.5/65.5（前值 60.8/69.6）新台币。上调目标价到 280 美元，对应 26 倍 2025/26 年平均市盈率。

### 个股评级

#### 买入

### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

### 股份资料

52周高位 (美元)	237.56
52周低位 (美元)	141.37
市值 (百万美元)	2,229,353.37
日均成交量 (百万)	14.92
年初至今变化 (%)	20.29
200天平均价 (美元)	193.58

资料来源：FactSet

### 王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com  
(852) 3766 1867

### 童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万新台币)	2,161,736	2,894,308	3,627,906	3,997,456	4,439,421
同比增长 (%)	-4.5	33.9	25.3	10.2	11.1
净利润 (百万新台币)	838,498	1,173,268	1,543,916	1,697,510	1,796,449
每股盈利 (新台币)	32.34	45.25	59.48	65.47	69.28
同比增长 (%)	-17.5	39.9	31.5	10.1	5.8
前EPS预测值 (新台币)			60.76	69.59	78.20
调整幅度 (%)			-2.1	-5.9	-11.4
市盈率 (倍)	43.2	30.8	23.5	21.3	20.1
每股账面净值 (新台币)	133.40	165.39	194.26	228.77	267.80
市账率 (倍)	10.46	8.44	7.19	6.10	5.21

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：台积电 2Q25 业绩及 3Q25 业绩指引

2Q25 业绩	2Q25	同比	环比	指引中位数	差异	交银国际预测	差异
收入 (百万美元)	30,074	44%	18%	28,800	4%	28,976	4%
毛利率	58.6%	5.4ppts	-0.2ppt	58.0%	0.6ppt	58.4%	0.2ppt
营业利润率	49.6%	7.1ppts	1.1ppt	48.0%	1.6ppt	48.2%	1.4ppt
净利润 (百万新台币)	398,273	61%	10%			379,415	5%

3Q25E 指引	最低	最高	中位数	交银国际预测	中位数差异	3Q24	中位数同比
收入 (百万美元)	31,800	33,000	32,400	32,022	1%	24,097	34%
毛利率	55.5%	57.5%	56.5%	56.7%	-0.2ppt	57.8%	-1.3ppt
营业利润率	45.5%	47.5%	46.5%	47.1%	-0.6ppt	47.5%	-1.0ppt

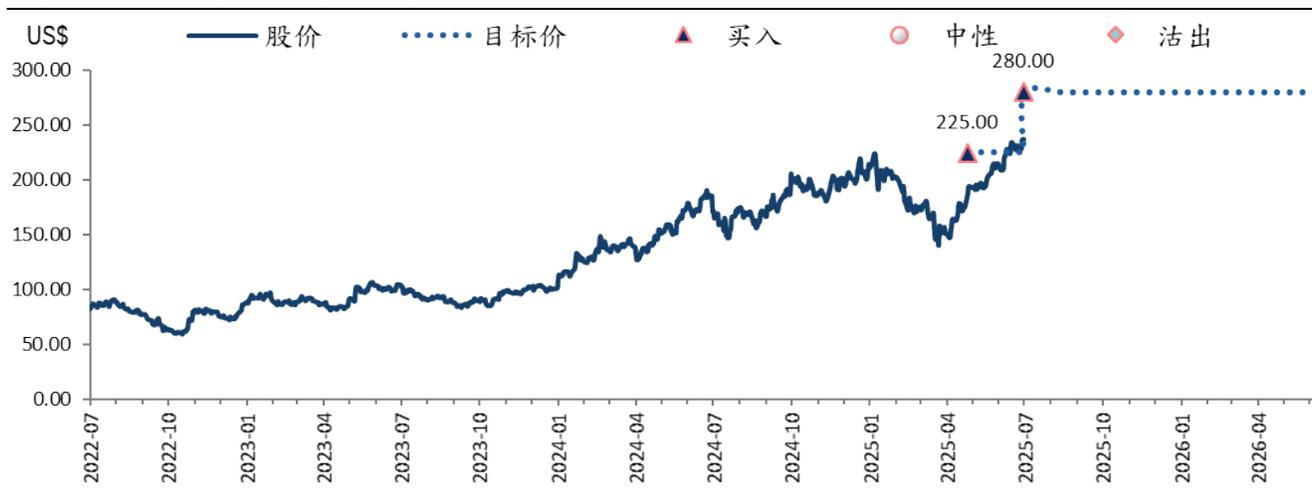
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：台积电盈利预测调整

	3Q25E			2025E			2026E		
	前预测	新预测	差异	前预测	新预测	差异	前预测	新预测	差异
收入 (百万美元)	29,929	32,022	7%	115,288	119,561	4%	137,090	137,843	1%
毛利率	57.9%	56.7%	-1.2ppt	58.1%	57.8%	-0.4ppt	57.1%	57.3%	0.2ppt
营业利润率	47.6%	47.1%	-0.5ppt	47.9%	48.2%	0.3ppt	46.7%	48.0%	1.3ppt
净利润 (百万新台币)	413,272	390,980	-5%	1,576,393	1,543,916	-2%	1,804,412	1,697,510	-6%
摊薄 EPS (新台币)	15.94	15.08	-5%	60.76	59.48	-2%	69.59	65.47	-6%

资料来源：交银国际预测

图表 3：台积电 (TSM US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002371 CH	北方华创	买入	318.60	392.59	23.2%	2025 年 07 月 02 日	半导体设备
1810 HK	小米集团	买入	56.15	67.00	19.3%	2025 年 06 月 27 日	消费电子
TSM US	台积电	买入	237.56	280.00	17.9%	2025 年 07 月 17 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	35.95	37.00	2.9%	2025 年 05 月 12 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	中性	46.30	45.00	-2.8%	2025 年 05 月 09 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	171.37	175.00	2.1%	2025 年 05 月 29 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	160.08	150.00	-6.3%	2025 年 06 月 19 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	122.49	180.00	47.0%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	73.08	72.00	-1.5%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际，收盘价截至 2025 年 7 月 17 日

## 财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,161,736	2,894,308	3,627,906	3,997,456	4,439,421
主营业务成本	(986,625)	(1,269,954)	(1,532,624)	(1,708,351)	(1,990,325)
<b>毛利</b>	<b>1,175,111</b>	<b>1,624,354</b>	<b>2,095,282</b>	<b>2,289,105</b>	<b>2,449,096</b>
销售及管理费用	(71,464)	(96,888)	(103,803)	(110,149)	(142,061)
研发费用	(182,370)	(204,182)	(243,957)	(259,835)	(262,260)
其他经营净收入/费用	189	(1,230)	(566)	0	0
<b>经营利润</b>	<b>921,466</b>	<b>1,322,053</b>	<b>1,746,955</b>	<b>1,919,121</b>	<b>2,044,775</b>
财务成本净额	48,295	76,718	81,683	76,000	76,000
其他非经营净收入/费用	9,411	7,068	12,344	5,200	5,200
<b>税前利润</b>	<b>979,171</b>	<b>1,405,839</b>	<b>1,840,982</b>	<b>2,000,321</b>	<b>2,125,975</b>
税费	(141,404)	(233,407)	(298,677)	(302,811)	(329,526)
非控股权益	730	836	1,611	0	0
<b>净利润</b>	<b>838,498</b>	<b>1,173,268</b>	<b>1,543,916</b>	<b>1,697,510</b>	<b>1,796,449</b>
作每股收益计算的净利润	838,498	1,173,268	1,543,916	1,697,510	1,796,449

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,465,428	2,127,627	2,458,694	2,632,306	3,002,797
有价证券	222,217	294,382	275,330	275,275	275,220
应收账款及票据	201,938	272,088	319,942	389,963	419,281
存货	250,997	287,869	381,665	462,765	480,748
其他流动资产	53,453	106,387	90,900	90,882	90,864
<b>总流动资产</b>	<b>2,194,033</b>	<b>3,088,352</b>	<b>3,526,531</b>	<b>3,851,191</b>	<b>4,268,909</b>
物业、厂房及设备	3,064,475	3,234,980	3,615,047	4,214,910	4,833,357
其他有形资产	40,425	40,128	41,712	41,704	41,695
无形资产	22,767	26,283	19,511	19,507	19,503
长期应收收入	129,442	149,040	163,706	167,670	171,731
其他长期资产	81,230	153,155	136,133	136,106	136,078
<b>总长期资产</b>	<b>3,338,338</b>	<b>3,603,586</b>	<b>3,976,109</b>	<b>4,579,897</b>	<b>5,202,364</b>
<b>总资产</b>	<b>5,532,371</b>	<b>6,691,938</b>	<b>7,502,640</b>	<b>8,431,088</b>	<b>9,471,274</b>
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	57,293	74,227	91,227	110,611	124,342
其他短期负债	856,290	1,190,298	1,318,522	1,318,258	1,317,995
<b>总流动负债</b>	<b>913,583</b>	<b>1,264,525</b>	<b>1,409,749</b>	<b>1,428,870</b>	<b>1,442,336</b>
长期贷款	946,965	987,184	1,027,095	1,041,745	1,056,465
其他长期负债	188,560	116,653	(7,551)	(7,549)	(7,548)
<b>总长期负债</b>	<b>1,135,525</b>	<b>1,103,837</b>	<b>1,019,545</b>	<b>1,034,196</b>	<b>1,048,918</b>
<b>总负债</b>	<b>2,049,108</b>	<b>2,368,362</b>	<b>2,429,293</b>	<b>2,463,066</b>	<b>2,491,254</b>
股本	259,321	259,327	259,326	259,326	259,326
储备及其他资本项目	3,199,593	4,029,218	4,777,748	5,672,431	6,684,436
<b>股东权益</b>	<b>3,458,914</b>	<b>4,288,545</b>	<b>5,037,074</b>	<b>5,931,757</b>	<b>6,943,762</b>
非控股权益	24,349	35,031	36,273	36,265	36,258
<b>总权益</b>	<b>3,483,263</b>	<b>4,323,576</b>	<b>5,073,347</b>	<b>5,968,022</b>	<b>6,980,020</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	979,171	1,405,839	1,840,982	2,000,321	2,125,975
折旧及摊销	532,191	662,797	718,356	880,137	1,005,554
营运资本变动	2,493	(91,623)	(127,453)	(131,982)	(33,815)
利息调整	(48,295)	(76,718)	(86,101)	(79,417)	(73,252)
税费	(159,875)	(183,640)	(375,988)	(465,240)	(429,122)
其他经营活动现金流	(63,718)	109,523	3,353	29	29
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,241,967</b>	<b>1,826,177</b>	<b>1,973,148</b>	<b>2,203,848</b>	<b>2,595,367</b>
资本开支	(949,817)	(956,007)	(1,212,053)	(1,480,000)	(1,624,000)
投资活动	3,627	22,059	37,709	(3,909)	(4,005)
其他投资活动现金流	40,069	69,104	63,084	12	12
<b>投资活动现金流</b>	<b>(906,121)</b>	<b>(864,843)</b>	<b>(1,111,259)</b>	<b>(1,483,897)</b>	<b>(1,627,993)</b>
负债净变动	693	28,601	3,957	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(291,722)	(363,055)	(471,324)	(560,178)	(610,792)
其他融资活动现金流	86,135	(11,847)	99,239	13,839	13,910
<b>融资活动现金流</b>	<b>(204,894)</b>	<b>(346,301)</b>	<b>(368,128)</b>	<b>(546,339)</b>	<b>(596,883)</b>
汇率收益/损失	(8,339)	47,166	(162,694)	0	0
<b>年初现金</b>	<b>1,342,814</b>	<b>1,465,428</b>	<b>2,127,627</b>	<b>2,458,694</b>	<b>2,632,306</b>
<b>年末现金</b>	<b>1,465,428</b>	<b>2,127,627</b>	<b>2,458,694</b>	<b>2,632,306</b>	<b>3,002,797</b>

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (新台币)</b>					
核心每股收益	32.338	45.250	59.482	65.468	69.283
每股账面值	133.398	165.392	194.264	228.769	267.799
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	54.4	56.1	57.8	57.3	55.2
EBITDA利润率	67.2	68.6	68.0	70.0	68.7
EBIT利润率	45.3	48.6	50.7	50.0	47.9
净利率	38.8	40.5	42.6	42.5	40.5
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	16.0	19.2	21.8	21.3	20.1
ROE	26.0	30.1	32.9	30.7	27.7
ROIC	17.8	20.8	24.0	23.2	21.5
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.4	2.4	2.5	2.7	3.0
存货周转天数	87.3	77.4	79.7	90.2	86.5
应收账款周转天数	36.6	29.9	29.8	32.4	33.3
应付账款周转天数	21.1	18.9	19.7	21.6	21.5

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii)他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i)分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii)某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii)惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。