

# Q2 收入超指引上限，公司上调 2025 年收入增速指引至 30%

华泰研究

2025 年 7 月 18 日 | 美国

中报点评

电子

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

300.00

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001  
SFC No. AUZ066

研究员

huangleping@htsc.com  
+(852) 3658 6000

陈旭东

SAC No. S0570521070004  
SFC No. BPH392

研究员

chenxudong@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

于可耀

SAC No. S0570525030001  
SFC No. BVF938

研究员

yukeyi@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

台积电 2Q25 收入 USD30.07bn, 环比+17.8%, 超过指引上限, 主要因为 3/5nm 需求强劲。毛利率 58.6%, 环比-0.2pct, 接近指引上限的 59.0%。海外晶圆厂的稀释以及新台币升值不利因素部分被产能利用率提升及成本改善措施所抵消。公司预计 3Q25 收入 318-330 亿美元, 中位数环比+8%, 高于彭博一致预期 2%, 公司预计 3Q25 毛利率 55.5%-57.5%, 中位数环比下降 2.1pct, 低于彭博一致预期 0.7pct。公司上调 2025 年收入指引, 即同比增长约 30% (上季度指引接近 25%), 维持 2025 年资本开支预期为 380-420 亿美元, 中位数同比增长 34%。我们看好 AI 需求持续驱动先进节点收入增长以及公司先进制程领域的技术护城河, 上调公司 2025-2027 收入预测 1.9%/1.7%/1.1%, 考虑到汇率影响, 调整归母净利润预测 0.6%/-1.6%/-1.9%至 1528/1820/2156 十亿新台币。上调目标价到 300 美元, 维持买入评级。

## 亮点#1: HPC 和 3nm 需求推动收入保持强劲增长

本季度, HPC 业务收入环比+14%, HPC 占总营收比例进一步提高到 60% (上季度: 59%)。尽管当前手机需求相对平稳, 但随着采用 3nm 工艺平台的芯片种类增加, 本季度 3nm 业务收入占比提高到 24% (上季度: 22%)。公司在业绩会上重申, 1) CoWoS 产能持续供不应求, 公司正积极缩小供需差距, 2) 公司表示看好恢复中国市场销售对客户的积极影响, 但在本次上调指引中尚未反映 H2O 解禁的影响。公司管理层在之前的业绩会上给出了 AI 相关营收预计将在 2025 年实现翻倍, 并在 2024 至 2029 年间实现 40% 区间中段的复合年增长率 (CAGR) 的指引, 我们认为, 这次业绩和最近的监管放松提升了公司达成这个指引的能见度。

## 亮点#2: 产能利用率提升抵消新台币升值及海外晶圆厂稀释影响

公司几乎全部收入为美元计价, 约 75% 的 COGS 为新台币计价。1% 的新台币对美元升值对公司毛利率的影响约为 40 个基点。展望 Q3, 公司指引 Q3 新台币或升值 6.6%, 影响收入/毛利率 6.6%/260 个基点。毛利率方面, 考虑到美国工厂投产等影响, 公司指引 Q3 毛利率 55.5%-57.5%, 中位数环比下降 2.1pct。长期来看, 公司认为 53% 甚至更高的毛利率可以期待。

## 资本开支: 维持 2025 年资本开支不变, N2/A16 量产按计划推进

本次业绩会上, 公司维持 2025 年资本支出预算在 380 亿至 420 亿美元不变。公司认为 N5 的产能依然紧张, N3 的供需也将在未来几年持续保持紧张, 越来越多的 AI 产品将在未来两年转移至 N3。相比 N3, N2 的盈利能力将会更高。A16 相比 N2, 在电源效率方面提升 20%, 适合 HPC 相关需求。我们看好 N2 系列成为台积电又一个规模大且持续时间长的节点。此外, A14 开发正在进行中, 预计将于 2028 年量产。

## 盈利预测与估值

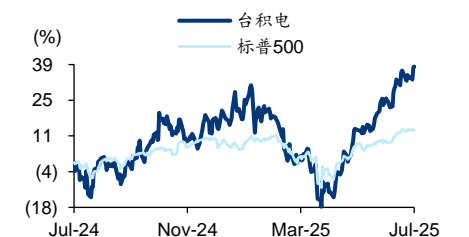
考虑到 AI 需求持续驱动先进节点收入, 我们上调公司 2025-2027 收入预测 1.9%/1.7%/1.1%, 考虑到汇率影响, 调整归母净利润预测 0.6%/-1.6%/-1.9%至 1528/1820/2156 十亿新台币。考虑公司半导体代工龙头地位, 给予 2026 年 25x PE (可比公司中位数 21x), 基于 2026E EPS 70.2 新台币, 上调目标价至 300 美元 (前值: 227.98 美元, 对应 25x 2025E PE), 维持买入评级。

风险提示: 半导体周期下行, AI 需求不及预期, 技术研发不达预期的风险

## 基本数据

目标价 (美元)	300.00
收盘价 (美元 截至 7 月 16 日)	237.56
市值 (美元百万)	1,232,110
6 个月平均日成交额 (美元百万)	2,895
52 周价格范围 (美元)	132.07-238.31
BVPS (美元)	5.04

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度 (新台币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (十亿)	2,894	3,687	4,459	5,254
+/-%	33.89	27.40	20.94	17.82
归属母公司净利润 (十亿)	1,173	1,528	1,820	2,156
+/-%	39.93	30.23	19.12	18.47
EPS (最新摊薄)	45.25	58.93	70.20	83.16
ROE (%)	30.29	31.33	29.60	28.07
PE (倍)	30.69	23.57	19.78	0.00
PB (倍)	8.40	6.59	5.27	0.00
EV EBITDA (倍)	18.21	14.16	11.80	9.85
股息率 (%)	0.19	0.25	0.25	0.25

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 台积电 2Q25 业绩及 3Q25 指引

### 2Q25 业绩回顾

**2Q25 业绩回顾:** 台积电 2Q25 收入 USD30.07bn, 环比+17.8%, 超过指引上限, 3/5nm 需求强劲, 抵消了汇率的不利影响。毛利率 58.6%, 环比-0.2pct, 接近指引上限的 59.0%。海外晶圆厂的稀释以及汇率不利因素部分被产能利用率提升及成本改善措施所抵消。

**按应用平台收入拆分, HPC 收入占比环比继续提升:** 智能手机占 27%, HPC 占 60% (环比+1pct), IoT 占 5%, 汽车占 5%, DCE 占 1%, 其他占 2%。HPC/智能手机/IoT/DCE 营收环比+14%/+7%/+14%/+30%, 汽车营收环比持平。

**按制程收入拆分, 3nm 收入占比环比提升:** 3nm 占 24% (环比+2pct), 5nm 占 36%, 7nm 占 14% (环比-1pct), 16/20nm 占 7%, 28nm 占 7%, 40/45nm 占 3%, 65nm 占 3% (环比-1pct), 90nm 占 1%, 0.11 和 0.13um 占 2%, 0.15/0.18um 占 3%。

**资本开支:** 2Q25 资本开支为 USD9.63bn。

### 3Q25 与 2025 全年展望

**展望 3Q25 与 2025 全年:** 公司预计 3Q25 收入 USD31.8-33.0bn, 中位数环比+8%, 高于彭博一致预期 2%, 公司预计 3Q25 毛利率 55.5%-57.5%, 中位数环比下降 2.1pct, 低于彭博一致预期 0.7pct, 主要受到汇率冲击以及持续的海外工厂扩产影响。公司指引 3Q25 新台币或升值 6.6%, 影响收入/毛利率 6.6%/260 个基点。公司上调 2025 年收入指引, 同比增速由上季度指引 25%上调至约 30%, 维持 2025 年资本开支预期为 USD38-42bn, 中位数同比增长 34%。

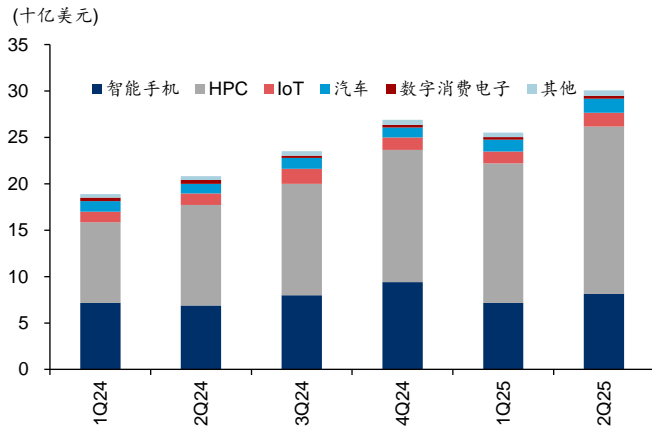
图表1: 台积电业绩回顾及指引

台积电 (2330 TT) (十亿美元)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	QoQ	YoY	2Q25指引	2Q25一致预期	3Q25指引	3Q25一致预期	2025指引	YoY	2025一致预期	YoY
营业总收入	20.8	23.5	26.9	25.5	30.1	17.8%	44.4%	28.4-29.2	31.6	31.8-33.0	31.7	117.1	30.0%	123.8	37.4%
营业成本	(9.7)	(9.9)	(11.0)	(10.5)	(12.4)										
ASP (12 inch)	6,663	7,041	7,864	7,832	8,088	3.3%	21.4%								
QoQ	7%	6%	12%	0%	3%										
晶圆出货量 (12 inch)	3,125	3,338	3,418	3,259	3,718	14.1%	19.0%								
QoQ	3%	7%	2%	-5%	14%										
毛利	11.1	13.6	15.8	15.0	17.6	17.5%	59.2%		18.3		18.1				
营业费用	(2.2)	(2.4)	(2.7)	(2.6)	(2.7)										
营业利润	8.9	11.2	13.2	12.4	14.9	20.5%	68.4%		15.1		14.9				
非经营性损益	0.6	0.7	0.7	0.7	1.0										
税前利润	9.5	11.9	13.9	13.1	15.9										
企业所得税	(1.8)	(1.8)	(2.3)	(2.1)	(3.1)										
净利润	7.7	10.1	11.6	11.0	12.8	16.7%	66.9%		12.8		13.2				
每股净利润	0.29	0.39	0.45	0.42	0.49				0.50		0.51				
资本开支 (十亿美元)	6.36	6.4	11.23	10.06	9.63							38-42	27.9%-41.4%	41.86	40.7%
毛利率	53.2%	57.8%	58.9%	58.8%	58.6%			57%-59%	57.9%	55.5-57.5%	57.2%				
经营利润率	42.6%	47.5%	49.0%	48.5%	49.6%			47-49%	47.9%	45.5-47.5%	46.9%				
净利润率	36.8%	42.8%	43.1%	43.0%	42.6%				40.5%		41.5%				

注: 晶圆出货量及单价按 12 inch 计算

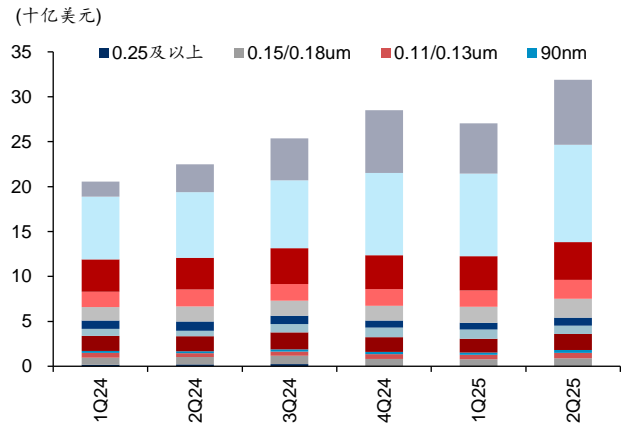
资料来源: 彭博, 华泰研究

图表2: 收入按应用拆分情况 (绝对值)



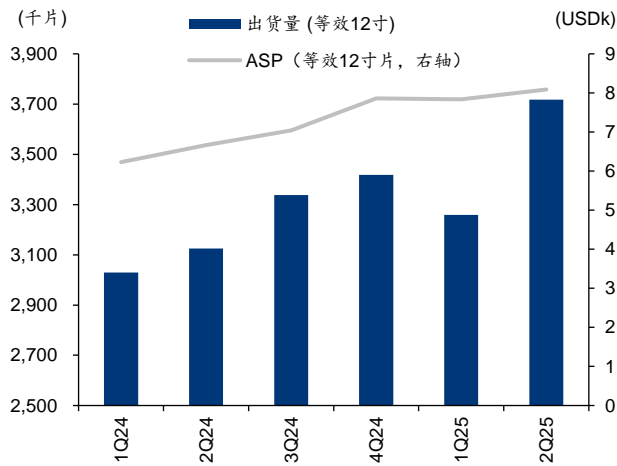
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 收入按制程节点拆分情况 (绝对值)



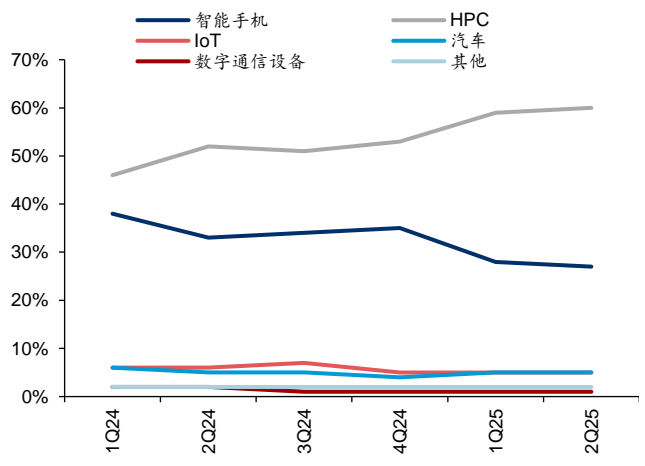
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 晶圆出货量及 ASP 情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 收入按应用拆分情况 (占比)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 盈利预测及估值

考虑到AI需求持续驱动先进节点收入,我们上调公司2025-2027收入预测1.9%/1.7%/1.1%,考虑到汇率影响,调整归母净利润预测0.6%/-1.6%/-1.9%至1528/1820/2156十亿新台币。考虑公司半导体代工龙头地位,给予2026年25x PE(可比公司中位数21x),基于2026E EPS 70.2新台币,上调目标价至300美元(前值:227.98美元,对应25x 2025E PE),维持买入评级。

图表6: 台积电盈利预测

新台币十亿	2024								2025					2026			2027		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	A	A	A	E	E	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.	Diff.
收入	593	674	760	868	839	934	943	972	2,162	2,894	3,687	4,459	5,254	3,618	4,385	5,196	1.9%	1.7%	1.1%
环比增长	-5.3%	13.6%	12.8%	14.3%	-3.4%	11.3%	0.9%	3.1%	-5%	34%	27%	21%	18%						
收入(百万美元)	18,873	20,822	23,504	26,884	25,525	30,074	32,501	31,297	69,298	90,083	119,396	143,618	169,212						
晶圆单价(12寸等效,美元)	5,485	5,899	5,979	6,803	6,663	7,118	7,429	7,592	5,029	6,062	7,213	8,068	8,619						
环比增长	-4.3%	7.5%	1.4%	13.8%	-2.1%	6.8%	4.4%	2.2%	15%	21%	19%	12%	7%						
晶圆出货量(12-inch k wafer/q)	3,030	3,125	3,338	3,418	3,259	3,718	3,806	3,488	12,002	12,911	14,272	15,422	16,958						
环比增长	2.5%	3.1%	6.8%	2.4%	-4.7%	14.1%	2.4%	-8.4%	-21%	8%	11%	8%	10%						
营业成本	-278	-315	-320	-356	-346	-386	-405	-428	-987	-1,270	-1,566	-1,913	-2,268						
毛利	315	358	439	512	493	547	537	543	1,175	1,624	2,122	2,547	2,987	2,098	2,556	3,040	1.1%	-0.4%	-1.7%
期间费用	-65	-70	-79	-86	-85	-85	-91	-94	-254	-301	-355	-419	-473						
EBITDA	411	455	535	600	586	659	635	647	1,469	2,001	2,527	2,990	3,446						
环比增长	-1.3%	10.8%	17.4%	12.2%	-2.3%	12.4%	-3.7%	1.9%	-7%	36%	26%	18%	15%						
资本支出	181	206	207	362	331	297	328	328	949	955	1,284	1,320	1,480						
折旧摊销	159	165	168	170	175	188	184	194	532	663	741	846	917						
营业利润	249	287	361	426	407	463	447	449	921	1,322	1,766	2,128	2,514						
环比增长	-4%	15%	26%	16%	-4%	14%	-4%	0%	-16%	43%	34%	20%	16%						
税前收益	267	306	384	449	431	493	473	477	979	1,406	1,874	2,253	2,670						
所得税	41	59	59	74	70	96	91	92	141	233	350	436	517						
少数股东权益	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-3	-3	-3						
归属母公司净利润	225	248	325	375	362	398	382	386	838	1,173	1,528	1,820	2,156	1,519	1,850	2,199	0.6%	-1.6%	-1.9%
环比增长	-5.5%	9.9%	31.2%	15.2%	-3.5%	10.2%	-4.0%	0.9%	-18%	40%	30%	19%	18%						
比率(%)																			
毛利率	53.1%	53.2%	57.8%	59.0%	58.8%	58.6%	57.0%	55.9%	54.4%	56.1%	57.5%	57.1%	56.8%	58.0%	58.3%	58.5%	-0.46	-1.19	-1.66
EBITDA利润率	69.3%	67.6%	70.4%	69.1%	69.8%	70.6%	67.3%	66.6%	68.0%	69.1%	68.5%	67.0%	65.6%						
营业利润率	42.0%	42.5%	47.5%	49.0%	48.5%	49.6%	47.4%	46.2%	42.6%	45.7%	47.9%	47.7%	47.8%	47.9%	48.5%	49.0%	0.02	-0.83	-1.16
税前收益率	45.0%	45.5%	50.6%	51.7%	51.3%	52.8%	50.2%	49.1%	45.3%	48.6%	50.8%	50.5%	50.8%						
净利率	38.0%	36.8%	42.8%	43.1%	43.1%	42.7%	40.6%	39.7%	38.8%	40.5%	41.4%	40.8%	41.0%	42.0%	42.2%	42.3%	-0.56	-1.37	-1.27
净资产收益率	25%	26%	33%	36%	33%	35%	31%	29%	26%	30%	32%	30%	28%						
每股收益	8.70	9.56	12.55	14.45	13.95	15.36	14.74	14.88	32.34	45.25	58.93	70.20	83.16						

资料来源:公司公告,华泰研究预测

图表7: 台积电可比公司估值表(截至2025年7月17日)

公司名称	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	PE		PB		股价变动(%)					
			2025E	2026E	2025E	2026E	1W	30D	90D	180D	YTD	
<b>A股晶圆代工</b>												
688981.SH	中芯国际	59,971	89	130.9	97.2	4.5	5.4	3.6	7.8	-3.3	-13.5	-6.2
688347.SH	华虹公司	8,946	53	148.4	67.9	2.0	3.1	0.3	9.4	2.4	13.6	14.6
688249.SH	晶合集成	3,337	20	38.9	31.3	1.9	1.8	1.9	1.1	-1.8	-12.1	-12.8
688469.SH	芯联集成	2,951	5	na	na	2.9	2.9	2.1	3.0	4.3	1.0	-6.0
平均				106.1	65.4	2.8	3.3	2.0	5.3	0.4	-2.7	-2.6
中位数				130.9	67.9	2.4	3.0	2.0	5.4	0.3	-5.5	-6.1
<b>海外晶圆代工</b>												
981 HK	中芯国际	59,971	46	62.8	46.6	2.2	5.5	3.0	16.6	0.7	17.4	45.6
1347 HK	华虹半导体	8,946	36	92.1	42.1	1.2	3.2	5.7	16.0	-0.6	47.3	66.1
INTC US	英特尔	98,843	23	75.9	27.1	0.9	1.8	-4.9	8.9	19.7	5.4	13.0
2303 TT	联电	18,595	44	13.2	11.3	1.4	2.1	-0.3	-8.3	-1.2	5.7	1.2
5347 TT	世界先进	5,970	94	21.0	20.8	2.6	3.4	2.5	1.8	4.4	0.3	-5.9
TOW US	高塔半导体	5,171	46	21.8	17.5	na	na	3.2	18.8	30.4	-12.0	-10.2
GFS US	格罗方德	22,183	40	24.7	18.5	1.9	2.9	-2.7	9.6	26.6	-6.9	-6.5
平均				44.5	26.3	1.7	3.2	0.9	9.1	11.4	8.2	14.7
中位数				24.7	20.8	1.6	3.1	2.5	9.6	4.4	5.4	1.2
TSM US	台积电	996,459	245	25.5	22.2	7.3	7.5	6.5	14.4	61.3	15.7	24.0

注:预测数据来自Factset一致预期

资料来源:Factset,华泰研究

## 业绩会要点

### 汇率影响

公司几乎全部收入为美元计价，约 75% 的 COGS 为新台币计价。1% 的新台币对美元升值对公司新台币计价的收入影响敏感度约 1%，对毛利率的影响约为 40 个基点。展望后续，公司认为 53% 甚至更高的毛利率可以期待。

### 行业情况更新

#### 需求更新：AI 驱动持续强劲，主权 AI 需求正在提升

公司持续看好 3nm/5nm 需求，努力增加 CoWoS 产能来满足需求。Edge AI 方面，公司表示客户需要 1-2 年进行产品设计，出货量增长仍然相对温和。

#### H20 解禁：暂未上调相关收入预测

公司看好恢复中国市场销售对客户的积极影响，但暂未上调相关收入预测，公司将持续密切追踪市场，建议关注下季度指引调整。

### 海外产能布局及进展

公司目标在亚利桑那建设 GIGAFAB 支持智能手机、AI 和 HPC 客户需求，建成美国本土的领先制造集群。扩产提速，首座 Fab 已于 4Q24 量产，良率达到台湾工厂标准。二厂采用 3nm 制程建设完成，主要客户需求强劲，正在努力提前数个季度量产。三、四厂将采用 N2 和 A16 制程，三厂已正式开工，同样计划加快量产进度。五、六厂将采用更先进技术，根据客户需求建设。公司会改善成本结构，和客户紧密合作抵消扩产对利润稀释的影响。

日本熊本第二座特色工艺厂计划今年年底开工，视客户需求而定。欧洲方面，德国汽车用品晶圆厂进展顺利。公司承诺海外地区资本支出或投资不会互相影响。

### 工艺节点

公司认为 N5 的产能依然紧张，N3 的供需也将在未来几年持续保持紧张，越来越多的 AI 产品将在未来两年转移至 N3。相比 N3，N2 的盈利能力将会更高。A16 相比 N2，在电源效率方面提升 20%，适合 HPC 相关需求。A14 开发正在进行中，预计将于 2028 年量产。

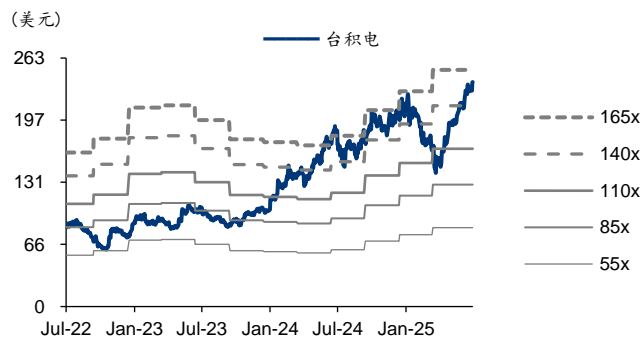
### 风险提示

**半导体周期下行的风险。**半导体为周期性行业，弱出现终端需求较为不足，且供应链库存水位高企的情况，行业将承压。若本轮半导体周期持续下行，或周期复苏慢于我们预期，则公司经营业绩可能将承压。

**AI 等新需求增长不及预期的风险。**AI 新需求给公司带来的机遇是台积电本在轮半导体下行周期保持业绩和股价坚挺的重要原因之一。而若 AI 演进受阻、影响对 AI 芯片的需求，导致台积电 AI 芯片业务不及我们预期，可能影响到公司业绩和股价的风险。

**先进制程及特色工艺技术开发、海外工厂投产不及预期的风险。**台积电目前正在积极进行 2nm 先进制程和特色工艺平台的技术研发工作，作为巩固行业地位、促进未来业绩增长的主要发展路径，若台积电技术研发进展不及预期，有可能影响台积电市场地位、创收和盈利能力。此外，台积电加大投资海外工厂，若由于地缘政治、建厂成本等要素影响海外工厂投产及获利能力，也可能给台积电业绩增长带来风险。

图表8: 台积电 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表9: 台积电 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (新台币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,161,736	2,894,308	3,687,329	4,459,338	5,254,025
销售成本	(986,625)	(1,269,954)	(1,565,640)	(1,912,610)	(2,267,637)
<b>毛利润</b>	<b>1,175,111</b>	<b>1,624,354</b>	<b>2,121,689</b>	<b>2,546,728</b>	<b>2,986,388</b>
销售及分销成本	(10,868)	(14,128)	(16,795)	(18,060)	(21,259)
管理费用	(60,596)	(83,745)	(102,665)	(130,932)	(138,181)
其他收入/支出	(182,370)	(204,182)	(241,643)	(275,409)	(318,878)
财务成本净额	48,295	76,718	76,379	76,266	76,153
应占联营公司利润及亏损	4,655	4,880	4,880	4,880	4,880
<b>税前利润</b>	<b>979,171</b>	<b>1,405,839</b>	<b>1,874,287</b>	<b>2,253,138</b>	<b>2,670,408</b>
税费开支	(141,403)	(233,407)	(348,617)	(437,109)	(518,059)
少数股东损益	(729.21)	(836.00)	(1,088)	(1,295)	(1,535)
<b>归母净利润</b>	<b>838,498</b>	<b>1,173,268</b>	<b>1,527,908</b>	<b>1,820,103</b>	<b>2,156,312</b>
折旧和摊销	(532,190)	(662,796)	(729,076)	(801,983)	(882,181)
EBITDA	1,463,067	1,991,917	2,526,984	2,978,855	3,476,437
EPS (新台币, 基本)	32.34	45.25	58.93	70.20	83.16

### 资产负债表

会计年度 (新台币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	250,997	287,869	376,462	435,095	527,107
应收账款和票据	201,938	272,088	331,818	398,527	461,971
现金及现金等价物	1,465,428	2,080,461	2,574,288	3,230,799	4,124,562
其他流动资产	275,670	447,934	447,934	447,934	447,934
<b>总流动资产</b>	<b>2,194,033</b>	<b>3,088,352</b>	<b>3,730,503</b>	<b>4,512,355</b>	<b>5,561,574</b>
固定资产	3,064,475	3,234,980	3,792,078	4,404,786	5,077,665
无形资产	23,411	25,072	24,072	23,072	23,072
其他长期资产	250,452	343,534	348,414	353,294	358,174
<b>总长期资产</b>	<b>3,338,338</b>	<b>3,603,586</b>	<b>4,164,564</b>	<b>4,781,152</b>	<b>5,458,911</b>
<b>总资产</b>	<b>5,532,371</b>	<b>6,691,938</b>	<b>7,895,067</b>	<b>9,293,507</b>	<b>11,020,485</b>
应付账款	57,293	74,227	87,915	110,160	124,683
短期借款	9,293	59,858	59,858	59,858	59,858
其他负债	846,997	1,130,440	1,130,440	1,130,440	1,130,440
<b>总流动负债</b>	<b>913,583</b>	<b>1,264,525</b>	<b>1,278,213</b>	<b>1,300,458</b>	<b>1,314,981</b>
长期债务	913,900	926,604	939,308	952,012	964,716
其他长期债务	221,625	177,233	177,233	177,233	177,233
<b>总长期负债</b>	<b>1,135,525</b>	<b>1,103,837</b>	<b>1,116,541</b>	<b>1,129,245</b>	<b>1,141,949</b>
股本	259,321	259,327	259,327	259,327	259,327
储备/其他项目	3,199,593	4,029,218	5,207,043	6,571,829	8,273,115
股东权益	3,458,914	4,288,545	5,466,370	6,831,156	8,532,442
少数股东权益	24,349	35,031	33,943	32,648	31,113
<b>总权益</b>	<b>3,483,263</b>	<b>4,323,576</b>	<b>5,500,313</b>	<b>6,863,804</b>	<b>8,563,555</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	42.95	30.69	23.57	19.78	0.00
PB	10.41	8.40	6.59	5.27	0.00
EV EBITDA	24.99	18.21	14.16	11.80	9.85
股息率 (%)	0.16	0.19	0.25	0.25	0.25
自由现金流收益率 (%)	1.05	2.01	2.15	2.89	3.55

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (新台币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,463,067	1,991,917	2,526,984	2,978,855	3,476,437
融资成本	(48,295)	(76,718)	(76,379)	(76,266)	(76,153)
营运资本变动	324.65	(90,088)	(134,635)	(103,096)	(140,934)
税费	(141,403)	(233,407)	(348,617)	(437,109)	(518,059)
其他	(31,727)	234,473	72,649	74,165	73,700
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,241,967</b>	<b>1,826,177</b>	<b>2,040,001</b>	<b>2,436,549</b>	<b>2,814,992</b>
CAPEX	(949,425)	(956,007)	(1,285,174)	(1,413,691)	(1,555,060)
其他投资活动	43,305	91,164	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(906,120)</b>	<b>(864,843)</b>	<b>(1,285,174)</b>	<b>(1,413,691)</b>	<b>(1,555,060)</b>
债务增加量	(17,407)	(26,496)	12,704	12,704	12,704
权益增加量	0.00	(3,089)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(291,722)	(363,055)	(350,083)	(455,317)	(455,026)
其他融资活动现金流	104,235	46,339	76,379	76,266	76,153
<b>融资活动现金流</b>	<b>(204,894)</b>	<b>(346,301)</b>	<b>(261,000)</b>	<b>(366,347)</b>	<b>(366,169)</b>
现金变动	130,953	615,033	493,827	656,511	893,763
年初现金	1,342,814	1,465,428	2,080,461	2,574,288	3,230,799
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>1,465,428</b>	<b>2,080,461</b>	<b>2,574,288</b>	<b>3,230,799</b>	<b>4,124,562</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(4.51)	33.89	27.40	20.94	17.82
毛利润	(12.85)	38.23	30.62	20.03	17.26
营业利润	(17.82)	43.37	33.70	20.46	18.15
净利润	(17.51)	39.93	30.23	19.12	18.47
EPS	(17.51)	39.93	30.23	19.12	18.47
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	54.36	56.12	57.54	57.11	56.84
EBITDA	67.68	68.82	68.53	66.80	66.17
净利率	38.79	40.54	41.44	40.82	41.04
ROE	26.18	30.29	31.33	29.60	28.07
ROA	15.98	19.20	20.95	21.18	21.23
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(15.68)	(25.51)	(28.81)	(32.48)	(36.33)
流动比率	2.40	2.44	2.92	3.47	4.23
速动比率	2.13	2.21	2.62	3.14	3.83
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.41	0.47	0.51	0.52	0.52
应收账款周转天数	36.08	29.48	29.48	29.48	29.48
应付账款周转天数	20.76	18.64	18.64	18.64	18.64
存货周转天数	86.14	76.38	76.38	76.38	76.38
现金转换周期	101.45	87.22	87.22	87.22	87.22
<b>每股指标 (新台币)</b>					
EPS	32.34	45.25	58.93	70.20	83.16
每股净资产	133.40	165.39	210.82	263.45	329.07

## 免责声明

### 分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东、于可熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司