

看好先进制程定价力和先进封装需求

华泰研究

2025年9月14日 | 美国

更新报告

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

320.00

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

研究员

leping.huang@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

9/8-9/10, 我们在台北参加 2025 SEMICON Taiwan, 并与台积电深入交流。会场上, 台积电分享了先进工艺及先进封装的技术路线。公司业务方面, 我们认为: 1) 台积电的盈利能力和 ASP 在过去五年迅速提升, 一方面, 步入 N3 节点后, 台积电和竞争对手的差距显著; 另一方面, 领先制程的定价能力与客户盈利能力间具备共生关系, 公司受益于以英伟达为代表的客户盈利能力快速提升; 2) 先进封装正在成为台积电继先进制程后的又一核心增长引擎, 看好先进封装收入增速和利润水平; 3) 美国业务方面, 看好公司定价权, 海外工厂毛利率稀释或有限; 4) 中国大陆业务尽管受到美国政策因素影响, 但需求依然旺盛, 看好收入稳健增长。维持 2025-2027E 归母净利润预测同比+30.2%/+19.1%/+18.5%至 1528/1820/2156 十亿新台币, 上调目标价至 320 美元(前值 300 美元, 对应 2026E PE 25x), 维持买入评级。

代工业务: 受益于技术领先地位和客户盈利能力提升

过去五年来, 台积电毛利率(2019年46%/2024年56%)和ASP(2019年约3000美金/2024年约6000美金)持续增长。我们认为主要原因包括: 1) 市场领导地位的强化转化为了盈利能力与ASP的持续增长。据TrendForce, 2Q25台积电市场份额继续环比增长2.6pct达到70.2%(2Q23: 56.4%), 而三星的市场份额环比继续下滑0.4pct至7.3%; 2) 领先制程的定价能力与客户盈利能力之间具备共生关系。苹果的毛利率从2020财年的38%稳步提升至2024财年的46%。英伟达的毛利率从2020年的62%显著扩张至2024年的74%, 客户利用台积电的先进芯片实现高利润率, 从而有能力支付更高的晶圆成本, 这笔收入继而为下一代技术研发提供了资金。

先进封装: 继先进制程后的又一核心增长引擎

台积电封装相关业务营收增长迅猛, 公司已将先进封装整合为3DFabric平台, 包括TSMC-SolC、CoWoS和InFO家族, 其先进封装平台已经成为AI芯片的主流方案, 包括先进封装收入在内的其他业务收入2Q25接近15%。展望未来: 1) 摩尔定律接近物理极限和算力需求高速增长的双重驱动下, 先进封装技术正成为推动半导体产业持续演进的核心动力; 2) 台积电已经成为全球同时能提供先进逻辑代工和先进封装业务的稀缺资产, 先进封装正在成为台积电继先进制程后的又一核心增长引擎。

全球布局: 看好公司在美国市场定价能力, 中国大陆需求或持续旺盛

美国业务方面, 市场担忧海外工厂爬坡对毛利率稀释。公司业绩会上表示, 短期毛利率存在稀释, 但长期毛利率目标维持53%及以上。我们认为公司资本开支艰难期已过, 2021-2023年, 资本开支占收入比例53%/48%/44%, 达到高峰, 2024年回落到33%。基于持续的技术领先、强大的定价能力、以及向高利润先进节点倾斜的产品组合, 看好公司转嫁成本压力, 维持较高的毛利率水平。中国大陆业务方面, 受到美国限制政策的影响, 台积电来自中国大陆的收入占比从2019年的峰值19%开始下降。2021-2024年, 中国大陆市场对台积电的营收贡献逐步企稳, 约为总营收的10%至12%之间。尽管为响应美国法规, 台积电已暂停向部分中国大陆客户出货采用7nm及以下工艺的先进AI芯片, 但中国大陆市场需求依然维持稳健。

盈利预测与估值

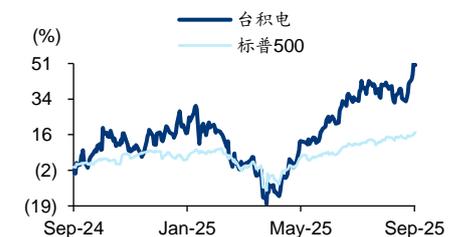
维持 2025-2027E 归母净利润预测同比+30.2%/+19.1%/+18.5%至 1528/1820/2156 十亿新台币。考虑公司半导体代工龙头地位, 给予 2026 年 27.5x PE (可比公司中位数 23x), 基于 2026E EPS 70.2 新台币, 上调目标价至 320 美元(前值 300 美元, 对应 2026E PE 25x), 维持买入评级。

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) | 320.00 |
| 收盘价(美元 截至9月12日) | 259.33 |
| 市值(美元百万) | 1,345,021 |
| 6个月平均日成交额(美元百万) | 2,649 |
| 52周价格范围(美元) | 133.86-264.58 |
| BVPS(美元) | 4.99 |

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) | 34.60 | 26.57 | 22.30 | 0.00 |
| PB(倍) | 9.46 | 7.43 | 5.94 | 0.00 |
| EV EBITDA(倍) | 20.51 | 15.97 | 13.33 | 11.17 |
| 股息率(%) | 0.17 | 0.22 | 0.22 | 0.22 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

过去五年中，台积电显著强化了其市场领导地位，成功地将其技术主导优势转化为了盈利能力与 ASP 的持续增长。公司毛利率从 2019 年的 46% 一度攀升至 2022 年约 60% 的历史高点，近两年稳定在 55% 附近的高位。与此同时，其 ASP 因产品组合的高端化与战略性提价而上涨，从 2019 年的不到 3000 美金增长至 2024 年的 6000 美金以上。7 纳米及以下收入占总营收的比例也从 2019 年的约 29% 增长至 2024 年的接近 70%。

图表1：台积电晶圆收入及 ASP

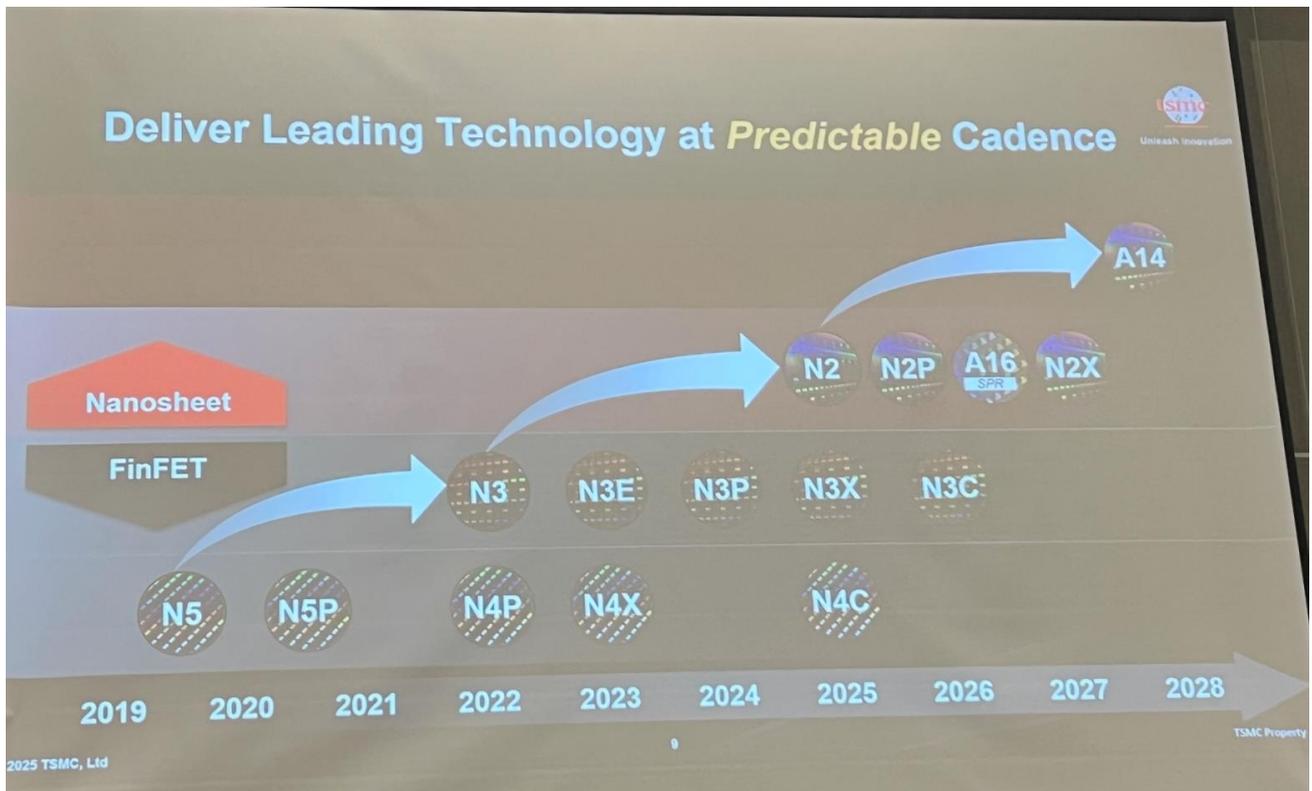


资料来源：公司财报，华泰研究

代工业务“一家独大” 技术优势拉开差距

台积电的关键优势在于其能够以高良率大规模量产最先进的工艺节点。据 TrendForce，2Q25 台积电市场份额环比增长 2.6pct 达到 70.2% (2Q23: 56.4%)，而三星的市场份额环比继续下滑 0.4pct 至 7.3%。技术路线方面，台积电 3nm 家族良率稳定且高，获苹果等大客户订单。N2 按计划推进，预计 2025 年量产。在 1.4nm 先进制程的竞争中，台积电技术稳健发展，预计 2028 年量产。

图表2：台积电先进工艺技术路线



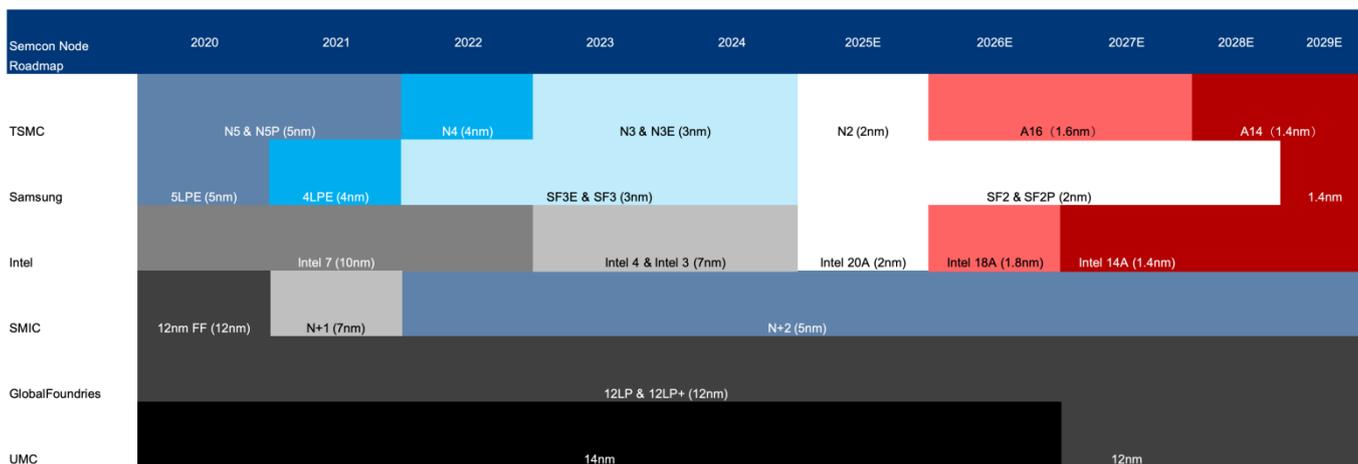
资料来源：SEMICON TAIWAN 2025，华泰研究

步入 2nm 后，台积电和三星、英特尔逐步拉开差距：

三星宣布 14A 延后两年。2025 年 6 月，在“SAFE Forum 2025”上，三星宣布将 1.4 纳米（14A）工艺的量产目标推迟至 2029 年，较原计划延后两年，且 1.4 纳米测试线建设亦已暂缓。此举表明三星在评估当前市场与自身产能/良率优化压力后，采取了更为审慎的策略，可能优先集中资源确保 2 纳米节点的成功。

英特尔 18A 停止供给外部客户，转而聚焦 14A。英特尔代工服务（IFS）近日宣布重大战略调整，原计划用于外部客户的 Intel 18A 及改进版 18A-P 工艺节点将于 2025 年 7 月停止支持。此前，该节点因技术挑战导致良率不足，客户如博通、英伟达等已缩减投入。IFS 建议客户转向基于 14A-E PDK 的代工方案，预计 2026 年第一季度推出。

图表3：台积电、三星、英特尔技术路线

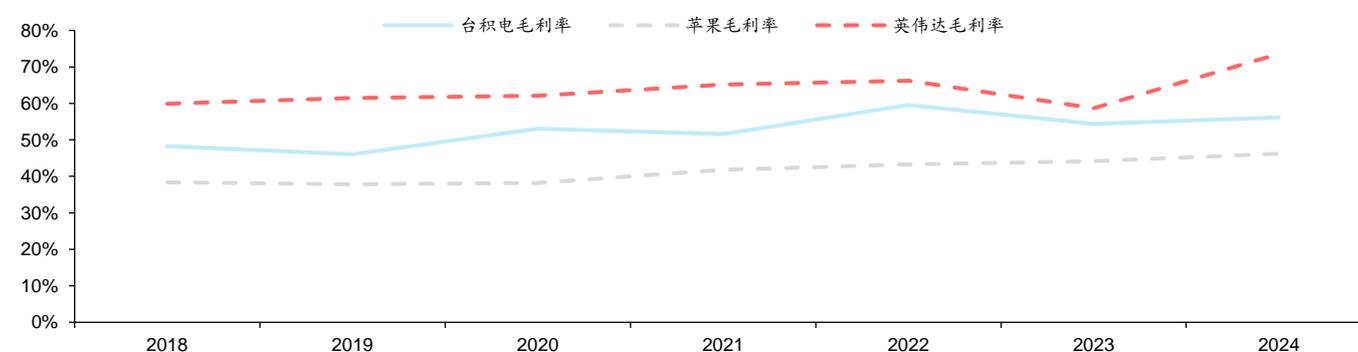


资料来源：各公司公告，华泰研究

领先制程的定价能力与客户盈利能力之间具备共生关系

台积电的定价能力与其核心客户的强大盈利能力密切相关，即客户利用台积电的先进芯片实现高利润率，从而有能力支付更高的晶圆成本，这笔收入继而为台积电的下一代技术研发提供了资金。以台积电的重要客户为例，苹果的毛利率从 2020 年的 38% 稳步提升至 2024 财年的 46%。这使其有能力作为 N3 等新工艺的首发客户，承担初期高成本以换取市场性能优势。英伟达的毛利率从 2020 年的 62% 显著扩张至 2024 年的 74%，使其能将获取台积电最先进制造和封装技术视为战略投资，而非单纯的生产成本。

图表4：台积电、苹果、英伟达毛利率



注：英伟达财年 1 月结束，苹果财年 9 月结束，台积电财年 12 月结束

资料来源：各公司财报，华泰研究

先进封装正在成为台积电继先进制程后的又一核心增长引擎

台积电封装相关业务营收增长迅猛,包括先进封装收入在内的其他业务收入 2Q25 接近 15%。展望未来: 1) 摩尔定律接近物理极限和算力需求爆发的双重驱动下,先进封装技术正成为推动半导体产业持续演进的核心动力; 2) 台积电已经成为全球同时能提供先进逻辑代工和先进封装业务的稀缺资产,先进封装正在成为台积电继先进制程后的又一核心增长引擎。

台积电目前已运作的先进封装厂共 6 座,聚焦 CoWoS、SoIC 等先进封装业务。此外, AP7/AP8 以及亚利桑那的先进封装工厂未来将依次投入生产。公司已将先进封装整合为 3DFabric 平台,包括 TSMC-SoIC、CoWoS 和 InFO 家族,其先进封装平台已经成为 AI 芯片的主流方案。以英伟达为例,其大量 AI 芯片的封装主要基于 CoWoS-S 平台,后续有望将部分产能迁移至 CoWoS-L。此外,CoPoS 也有望成为 Rubin Ultra 的解决方案之一。在工艺原理上,CoPoS 与 CoWoS 相似,但封装平台由圆形向方形的转变,在成本方面具备优势。

此外,台积电在 2025 年北美技术论坛上正式宣布,其 COUPE 平台已经 Ready for Design,客户可以正式开始基于 COUPE 平台设计下一代产品。第一代 COUPE 已能实现每秒 1.6T 的光学 I/O,而下一代平台的目标是在 2026 年将带宽翻倍至 3.2T,并在 2027 年进一步提升至 6.4T,同时每一代产品的能源效率都将提升约 30%-40%。预计首批搭载 COUPE 技术的商用产品最早可能在 2026 年底至 2027 年问世,将首先应用于数据中心内部的交换机和 AI 服务器的光学互联模块。

图表5: 台积电封装厂布局

| 厂区 | 进展 | 地点 | 介绍 |
|--------|----|------|--|
| AP1 | 运营 | 新竹 | R&D |
| AP2 | 运营 | 台南 | Bumping |
| AP3 | 运营 | 桃园 | CoW/InFo |
| AP5 | 运营 | 台中 | CoWoS |
| AP6 | 运营 | 竹南 | CoWoS |
| AP7 | 在建 | 嘉义 | WMCM/CoWoS/SoIC/CoPoS;2027/2028 expansion |
| AP8 | 在建 | 台南 | for CoWoS/SoIC/CPO/CoPoS;2026/2027 expansion |
| AP9/10 | 在建 | 亚利桑那 | SoIC/CoPoS; 2028 or later expansion |

资料来源: 公司官网, 华泰研究

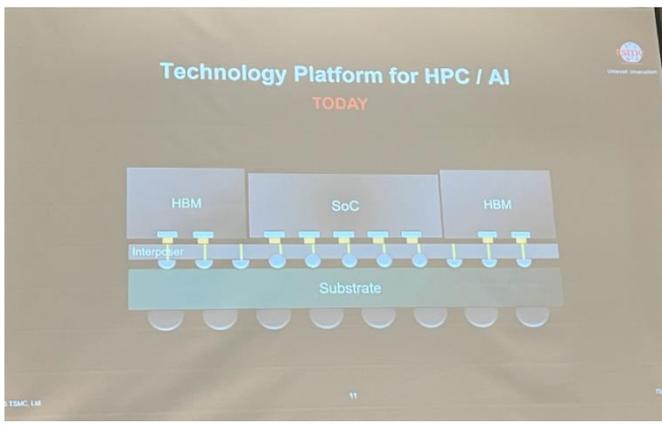
图表6: 台积电其他收入



注: 其他收入包括先进封装、光罩等

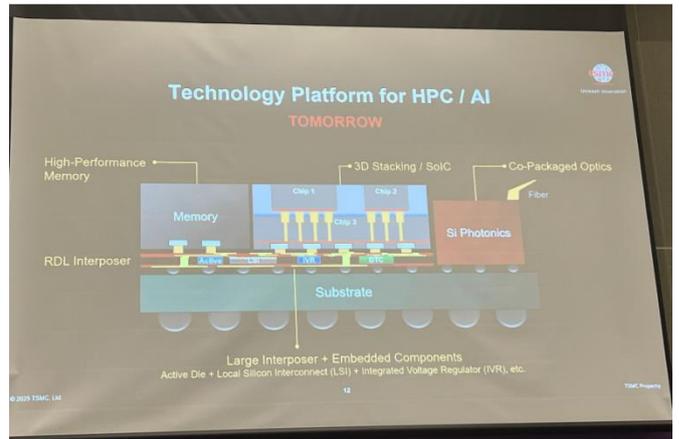
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表7: 当前 HPC 技术平台



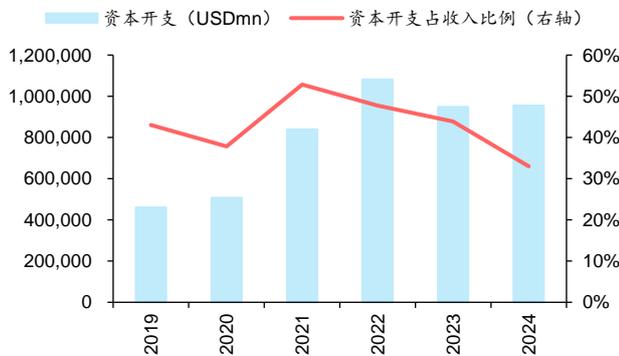
资料来源: SEMICON TAIWAN 2025, 华泰研究

图表8: 未来 HPC 技术平台



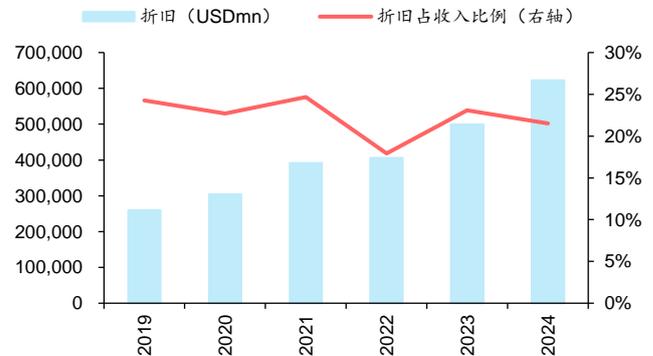
资料来源: SEMICON TAIWAN 2025, 华泰研究

图表9: 资本开支及资本开支占收入比例



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表10: 折旧及折旧占收入比例

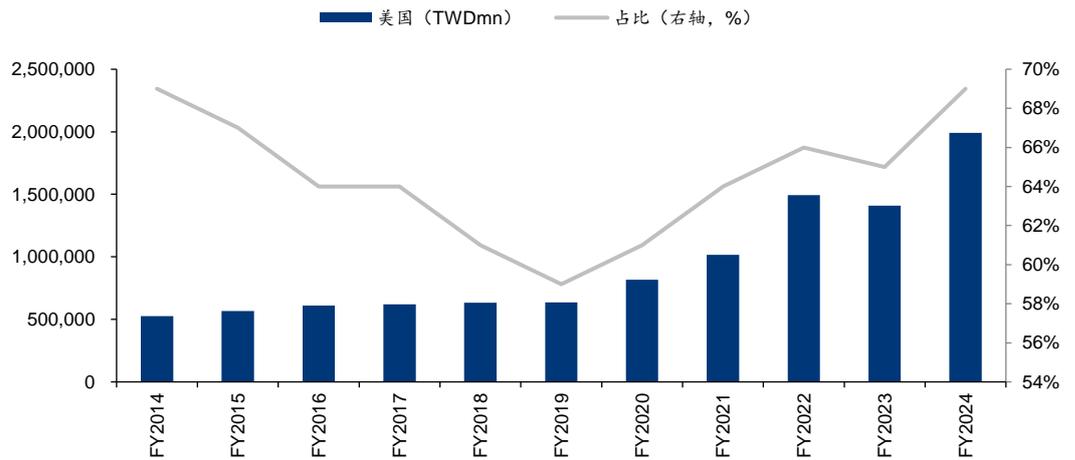


资料来源: 公司财报, 华泰研究

全球业务布局: 看好公司在美国市场定价能力, 中国大陆需求旺盛

美国业务: 看好公司定价权, 海外工厂毛利率稀释或有限

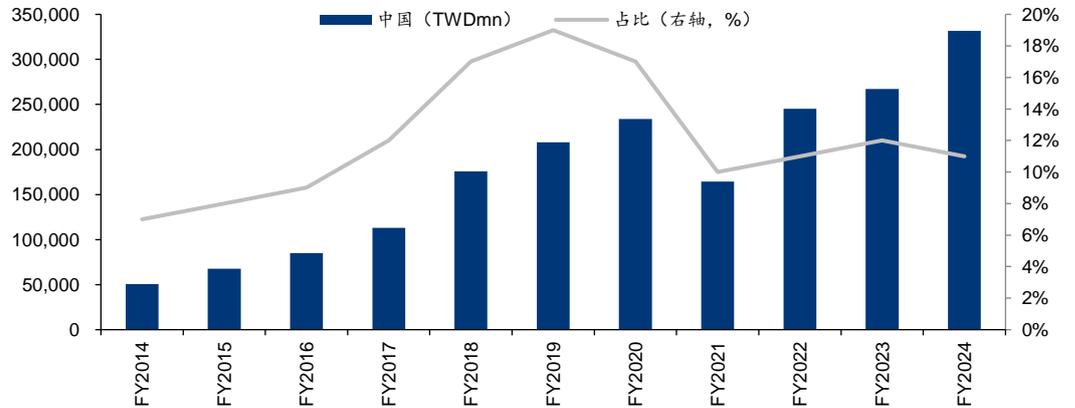
台积电在美总投资规划金额达 1650 亿美元, 市场担忧海外工厂爬坡对毛利率带来的稀释。公司业绩会上表示, 2025 年的稀释效应可能扩大至 2-3 个百分点, 并在未来几年进一步增至 3-4 个百分点, 但长期毛利率目标继续维持 53% 及以上。我们认为, 得益于公司强大的定价能力, 毛利率稀释影响或将非常有限: 1) 公司的市场主导地位日益巩固, 全球市场份额于 2Q25 达到创纪录的 70.2% (2Q23: 56.4%), 而主要竞争对手三星的市场份额已降至个位数, 看好公司的领导地位和技术优势直接转化为定价权; 2) 资本开支艰难时期已过, 2021-2023 年, 公司资本开支占收入比例分别 53%/48%/44%, 达到高峰, 2024 年回落到 33%。基于持续的技术领先、强大的定价能力、高产能利用率以及向高利润先进节点倾斜的产品组合, 看好公司转嫁成本压力, 维持较高的毛利率水平。

图表11：台积电美国收入及占比


资料来源：公司财报，华泰研究

中国大陆业务：占比从峰值下滑后逐步企稳，先进制程需求旺盛

受到美国限制政策的影响，台积电来自中国大陆的收入占比从 2019 年的峰值 19% 开始下降。2021-2024 年，中国大陆市场对台积电的营收贡献逐步企稳，约为总营收的 10% 至 12% 之间。尽管为响应美国法规，台积电已暂停向部分中国大陆客户出货采用 7nm 及以下工艺的先进 AI 芯片，但中国大陆市场需求依然维持稳健增长。近期美国终止台积电南京工厂“验证最终用户”（VEU）资格，南京工厂主要以成熟制程为主，我们认为占中国大陆客户需求比例较小，对台积电影响有限。

图表12：台积电中国大陆收入及占比


资料来源：公司财报，华泰研究

估值：过去三年以来，美股/台股溢价率均值达到 17%

台积电 1 股美股 ADR 相当于 5 股台股普通股，目前大约有 20% 的股份以 ADR 的形式在美国市场流通，其余约 80% 则以普通股的形式主要在台湾市场流通。

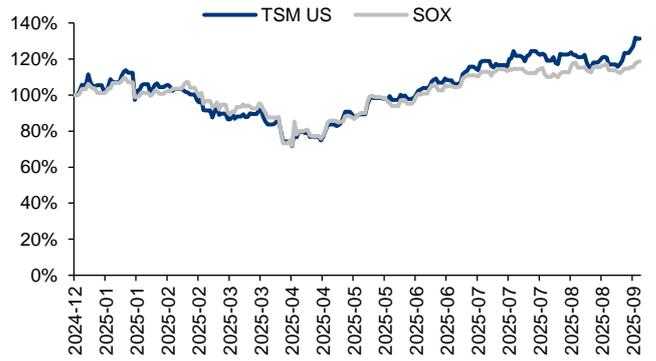
台积电美股对台股存在明显溢价，十年以来美股/台股溢价率均值达到 7%，三年以来溢价率达到 17%。一方面，我们认为溢价率主要受到台股市场资本流动限制的影响，套利机制无法完美运作。另一方面，也受到资金类型和投资偏好的影响。我们认为台积电的投资人主要包括美股科技投资人、台股投资人、新兴市场投资人等几类。年初以来，台积电美股股价+31%，大幅跑赢 SOX (+17%)，而台股股价+27%，小幅跑赢台湾证交所加权股票指数 TAIEX (+20%) 和 MSCI Emerging market index (+23%)。

图表13: 台积电美股/台股溢价率



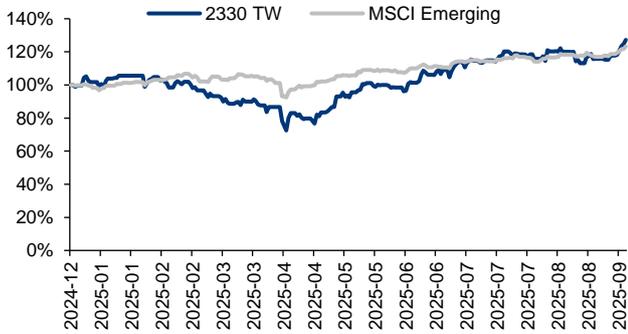
资料来源: Factset, 华泰研究

图表14: 台积电美股股价 vs SOX



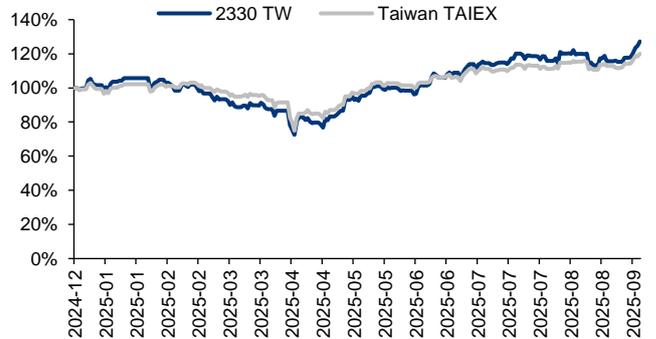
资料来源: Factset, 华泰研究

图表15: 台积电台股股价 vs MSCI Emerging market



资料来源: Factset, 华泰研究

图表16: 台积电台股股价 vs SOX



资料来源: Factset, 华泰研究

图表17: 台积电可比公司估值表 (截至 2025/9/12)

| 公司名称 | 市值 (百万美元) | 收盘价 (当地货币) | PE | | PB | | ROE | | 股价变动 (%) | | | |
|----------------|--------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|------|------|-------|
| | | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 1D | 1W | 30D | YTD |
| 主要指数 | | | | | | | | | | | | |
| SOX | | 256 | 28.7 | 22.8 | 5.2 | 4.7 | | | 0.2 | 3.5 | 0.7 | 18.6 |
| MSCI EM | 81,437 | | 15.0 | 13.1 | 1.9 | 1.7 | | | 1.2 | 3.9 | 5.4 | 23.3 |
| Taiwan TAIEX | 25,475 | | 20.0 | 17.0 | 2.9 | 2.7 | | | 1.0 | 4.0 | 4.5 | 10.6 |
| 海外晶圆代工 | | | | | | | | | | | | |
| 981 HK 中芯国际 | 78,643 | 63 | 87.9 | 63.9 | 3.0 | 2.8 | 3.2 | 4.5 | -0.9 | 6.9 | 20.6 | 97.3 |
| 1347 HK 华虹半导体 | 12,954 | 51 | 135.8 | 60.2 | 1.8 | 1.7 | 1.1 | 2.6 | 1.4 | 7.0 | 7.6 | 135.1 |
| INTC US 英特尔 | 112,460 | 24 | 183.4 | 34.9 | 1.0 | 0.9 | -1.1 | 1.9 | -2.2 | -1.7 | 8.4 | 20.1 |
| 2303 TT 联电 | 17,105 | 41 | 14.5 | 12.1 | 1.4 | 1.3 | 10.3 | 12.0 | 0.6 | -0.1 | 1.0 | -4.4 |
| 5347 TT 世界先进 | 5,607 | 91 | 20.9 | 20.7 | 2.5 | 2.5 | 11.9 | 12.3 | 1.5 | -1.1 | -4.0 | -9.2 |
| TOW US 高塔半导体 | 7,380 | 66 | 30.4 | 23.0 | na | na | na | na | 0.0 | 4.5 | 40.7 | 28.2 |
| GFS US 格罗方德 | 17,511 | 32 | 19.6 | 15.9 | 1.5 | 1.4 | 7.9 | 9.4 | -1.6 | -4.9 | -5.3 | -26.2 |
| 平均 | | | 70.4 | 33.0 | 1.8 | 1.8 | 5.6 | 7.1 | -0.2 | 1.5 | 9.8 | 34.4 |
| 中位数 | | | 30.4 | 23.0 | 1.6 | 1.6 | 5.6 | 6.9 | 0.0 | -0.1 | 7.6 | 20.1 |
| A股晶圆代工 | | | | | | | | | | | | |
| 688981 SH 中芯国际 | 78,643 | 108 | 165.4 | 119.6 | 5.6 | 5.3 | 3.2 | 4.5 | -1.7 | -5.5 | 22.3 | 14.6 |
| 688347 SH 华虹公司 | 12,954 | 75 | 208.1 | 94.0 | 2.8 | 2.8 | 1.1 | 2.6 | 2.5 | 3.7 | 9.9 | 61.0 |
| 688249 SH 晶合集成 | 3,884 | 24 | 50.7 | 37.5 | 2.2 | 2.1 | 4.0 | 5.1 | 0.4 | 2.2 | 6.8 | 0.7 |
| 688469 SH 芯联集成 | 3,495 | 6 | na | 273.3 | 3.2 | 3.5 | -3.7 | 1.2 | -1.1 | -1.2 | 8.3 | 9.6 |
| 平均 | | | 141.4 | 131.1 | 3.4 | 3.4 | 1.2 | 3.3 | 0.0 | -0.2 | 11.8 | 21.5 |
| 中位数 | | | 165.4 | 106.8 | 3.0 | 3.1 | 2.2 | 3.5 | -0.3 | 0.5 | 9.1 | 12.1 |
| TSM US 台积电 | 1,081,724 | 259 | 26.0 | 22.9 | 7.5 | 6.4 | 30.6 | 26.5 | 0.2 | 6.5 | 7.4 | 31.3 |
| 2330 TW 台积电 | 1,081,724 | 1,260 | 21.3 | 18.7 | 6.2 | 5.2 | 30.6 | 26.5 | 1.6 | 6.8 | 5.0 | 17.2 |

注: 预测数据来自 Factset 一致预期, 新台币美元汇率按 30.2 计算

资料来源: Factset, 华泰研究

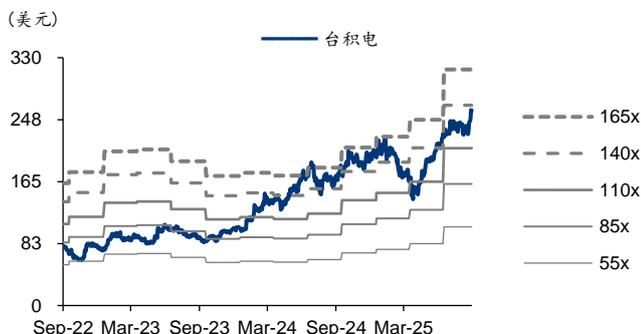
风险提示

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。

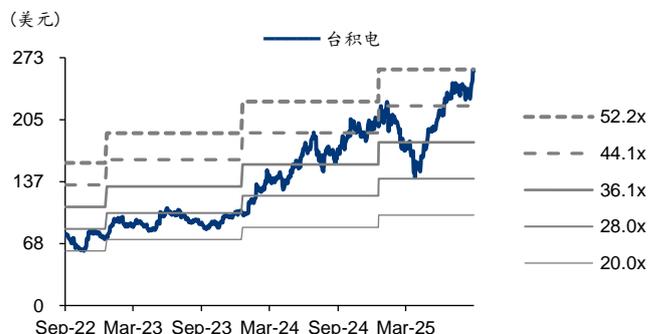
先进制程及特色工艺技术开发、海外工厂投产不及预期的风险。台积电目前正在积极进行 2nm 先进制程和特色工艺平台的技术研发工作，作为巩固行业地位、促进未来业绩增长的主要发展路径，若台积电技术研发进展不及预期，有可能影响台积电市场地位、创收和盈利能力。此外，台积电加大投资海外工厂，若由于地缘政治、建厂成本等要素影响海外工厂投产及获利能力，也可能给台积电业绩增长带来风险。

图表 18: 台积电 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表 19: 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) |
| 毛利润 | 1,175,111 | 1,624,354 | 2,121,689 | 2,546,728 | 2,986,388 |
| 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 |
| 税前利润 | 979,171 | 1,405,839 | 1,874,287 | 2,253,138 | 2,670,408 |
| 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) |
| 归母净利润 | 838,498 | 1,173,268 | 1,527,908 | 1,820,103 | 2,156,312 |
| 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 |
| 总流动资产 | 2,194,033 | 3,088,352 | 3,730,503 | 4,512,355 | 5,561,574 |
| 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 |
| 总长期资产 | 3,338,338 | 3,603,586 | 4,164,564 | 4,781,152 | 5,458,911 |
| 总资产 | 5,532,371 | 6,691,938 | 7,895,067 | 9,293,507 | 11,020,485 |
| 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 |
| 总流动负债 | 913,583 | 1,264,525 | 1,278,213 | 1,300,458 | 1,314,981 |
| 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 |
| 总长期负债 | 1,135,525 | 1,103,837 | 1,116,541 | 1,129,245 | 1,141,949 |
| 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 |
| 总权益 | 3,483,263 | 4,323,576 | 5,500,313 | 6,863,804 | 8,563,555 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 48.41 | 34.60 | 26.57 | 22.30 | 0.00 |
| PB | 11.74 | 9.46 | 7.43 | 5.94 | 0.00 |
| EV EBITDA | 28.12 | 20.51 | 15.97 | 13.33 | 11.17 |
| 股息率 (%) | 0.14 | 0.17 | 0.22 | 0.22 | 0.22 |
| 自由现金流收益率 (%) | 0.93 | 1.79 | 1.90 | 2.56 | 3.15 |

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 |
| 经营活动现金流 | 1,241,967 | 1,826,177 | 2,040,001 | 2,436,549 | 2,814,992 |
| 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 |
| 投资活动现金流 | (906,120) | (864,843) | (1,285,174) | (1,413,691) | (1,555,060) |
| 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 |
| 融资活动现金流 | (204,894) | (346,301) | (261,000) | (366,347) | (366,169) |
| 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 |
| 年末现金 | 1,465,428 | 2,080,461 | 2,574,288 | 3,230,799 | 4,124,562 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 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 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 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 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 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 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 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 |
| 每股指标 (新台币) | | | | | |
| 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或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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 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证券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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司