



# 台积电 (TSM.NYSE)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 毛利率超预期，AI 指引积极

### 业绩简评

2025 年 10 月 16 日公司披露 25Q3 业绩, 25Q3 公司实现营收 331.0 亿美元, 同比增长 40.8%。25Q3 公司毛利率为 59.5%, 环比+0.9pct, 同比+1.7pct。25Q3 公司实现净利润 151.04 亿美元, 同比+50.0%。公司指引 25Q4 营收为 322~334 亿美元, 基于 1 美元=30.6 新台币的汇率下, 公司预计 25Q4 毛利率为 59.0~61.0%, 营业利润率为 49.0~51.0%。同时公司将全年营收增长指引上调至 35%左右。公司预计全年 CAPEX 为 400~420 亿美元。

### 经营分析

公司收入主要来自先进制程, 在 25Q3 晶圆收入当中, 公司 3、5、7nm 制程收入分别占比达到 23%、37%、14%。在下游应用当中, 公司 25Q3 HPC、智能手机、IOT、汽车收入环比分别持平、+19%、+20%、+18%, 营收占比分别为 57%、30%、5%、5%。我们认为公司 HPC 收入环比持平, 主要原因为下游 HPC 客户排产节奏导致。考虑公司对 AI 的积极表态, 无需担心 AI 需求。

公司对于 AI 需求表述积极, 公司之前指引 24~29 年 AI 收入 CAGR 达到 45%左右, 当前公司认为未来 AI 收入的 CAGR 将高于此指引。目前 token 数量的爆发式增长, 体现了 AI 算力的强大真实需求。行业仍然处于紧平衡状态, 公司努力扩产以减小供需之间的差距。公司 Q3 毛利率高于预期, 主要是对公司更有利的汇率导致。由于公司营收以美元计价, 大量费用以新台币计价, 因此新台币升值时会对公司盈利能力造成较大影响。根据公司测算, 新台币较美元升值 1%, 会造成公司 40bp 的毛利率损失。公司指引 Q3 毛利率时, 按照 USD/NTD 为 29 计算, 实际 Q3 汇率为 29.91, 导致公司毛利率高于指引上限。

### 盈利预测、估值与评级

我们认为, 公司作为全球晶圆代工龙头厂商, 有望充分受益 AI 需求高增长, 以及非 AI 半导体需求的温和增长。AI 占半导体市场比例持续提高, 叠加 AI 的持续高景气, 有望降低半导体行业周期性, 公司有望极其受益。公司前道 N2、A16 制程量产进度持续推进, 后道先进封装布局深厚, 竞争壁垒有望持续巩固。我们预计公司 25~27 年净利润分别为 532、659、832 亿美元, 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): 304.71 元

相关报告:

- 1.《台积电公司点评: 毛利率因汇率承压, 全年收入指引上修》, 2025.7.17
- 2.《台积电公司点评: Q2 指引超预期, 关注未来关税影响》, 2025.4.17
- 3.《台积电公司点评: AI 持续高景气, 全年迎来高增长》, 2025.1.16



### 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 | 122,560.7 | 144,403.1 | 172,759.4 |
| 增长率 (%)     | -4.4%    | 27.1%    | 36.6%     | 17.8%     | 19.6%     |
| EBITDA      | 47,804.9 | 61,766.0 | 85,689.0  | 103,346.0 | 125,783.3 |
| 归母净利润       | 27,827.3 | 35,919.4 | 53,193.2  | 65,921.5  | 83,217.9  |
| 增长率 (%)     | -14.1%   | 29.1%    | 48.1%     | 23.9%     | 26.2%     |
| 每股收益-期末股本摊薄 | 5.37     | 6.93     | 10.26     | 12.71     | 16.04     |
| 每股净资产       | 21.60    | 25.38    | 33.22     | 42.36     | 54.44     |
| 市盈率 (P/E)   | 56.79    | 44.00    | 29.71     | 23.97     | 18.99     |
| 市净率 (P/B)   | 14.10    | 12.01    | 9.17      | 7.19      | 5.60      |

来源: 公司年报、国金证券研究所


**附录：利润表预测摘要（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        | 122,561       | 144,403       | 172,759       |
| 营业成本                | 29,880        | 32,234        | 39,379        | 49,094        | 54,770        | 61,018        |
| 毛利                  | 44,006        | 38,392        | 50,368        | 73,467        | 89,633        | 111,741       |
| 其他收入                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 销售费用                | 2,071         | 2,335         | 3,004         | 3,677         | 4,043         | 4,837         |
| 管理费用                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 研发费用                | 5,328         | 5,958         | 6,331         | 8,579         | 10,108        | 12,093        |
| 营业利润                | 36,607        | 30,099        | 41,033        | 61,211        | 75,482        | 94,811        |
| 利息收入                | 732           | 1,970         | 2,704         | 3,068         | 3,949         | 5,212         |
| 利息支出                | 383           | 392           | 325           | 1,153         | 1,153         | 1,153         |
| 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>63,325</b> | <b>78,478</b> | <b>99,069</b> |
| 所得税                 | 4,921         | 4,191         | 7,700         | 10,132        | 12,556        | 15,851        |
| <b>净利润（含少数股东损益）</b> | <b>32,418</b> | <b>27,804</b> | <b>35,893</b> | <b>53,193</b> | <b>65,921</b> | <b>83,218</b> |
| 少数股东损益              | 12            | -23           | -27           | 0             | 0             | 0             |
| <b>净利润</b>          | <b>32,406</b> | <b>27,827</b> | <b>35,919</b> | <b>53,193</b> | <b>65,921</b> | <b>83,218</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        | 35,919        | 53,193        | 65,921        | 83,218        |

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    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

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。

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<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>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<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究