

AI需求真实不虚，晶圆供应仍是瓶颈

华泰研究

2026年1月16日 | 美国

年报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

440.00

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

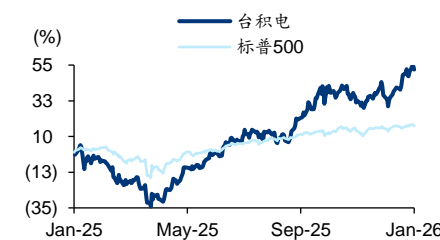
SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938

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

基本数据

收盘价(美元 截至1月14日)	327.11
市值(美元百万)	1,696,558
6个月平均日成交额(美元百万)	3,358
52周价格范围(美元)	133.26-336.42

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	3,809	5,031	6,317	7,310
+/-%	31.60	32.10	25.60	15.70
归属母公司净利润(十亿)	1,718	2,412	2,957	3,486
+/-%	46.42	40.38	22.62	17.89
EPS(最新摊薄)	66.25	93.01	114.05	134.46
ROE(%)	35.24	37.39	34.16	30.69
PE(倍)	31.40	22.37	18.24	15.47
PB(倍)	9.88	7.25	5.46	4.20
EV EBITDA(倍)	20.25	14.59	11.62	9.61
股息率(%)	0.17	0.19	0.19	0.19

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

1月15日,我们在台北线下参加台积电业绩会,管理层传递的整体感受是AI需求“非常真实”(AI demand is real)且“晶圆供应仍是瓶颈”(Silicon is still the bottleneck)。公司指引乐观:1)上调AI服务器处理器收入增速:预计未来五年(2024-2029)收入CAGR从之前的40%区间中段上调至“中高个位数50%”(Mid-to-high 50%);2)2026年资本开支激增:预计2026年CapEx为520-560亿美元(2025年约410亿美元),同比大幅增长;3)2026年收入指引:公司预计美元收入同比增长接近30%;4)上调长期收入目标:将公司整体长期收入CAGR目标从之前的15%-20%上调至25%。管理层指引未来三年的资本开支规模将“显著高于”2023-2025年周期。我们认为:1)资本开支的大幅上调直接验证了AI需求的长期性和可持续性;2)长期收入增速目标的上调体现了公司作为全球算力基座的垄断地位及定价能力;3)2nm及先进封装的强劲爬坡或将成为未来3-5年的核心增长引擎。上调目标价至440美元(前值:370美元),维持买入评级。

AI需求:客户反馈ROI正向, AI收入增速指引上调

4Q25 HPC平台收入占比55%,继续维持公司第一大收入来源。展望未来,公司将AI服务器处理器的长期收入CAGR指引(2024-2029)从“40%区间中段”上调至“中高50%”,显示出强劲的增长信心。先进封装方面,CoWoS产能持续供不应求,公司预计未来5年先进封装相关收入增速将继续超越公司平均水平。从CSP客户反馈来看,公司看到客户在AI基础设施上的投资正在获得正向回报,需求并未放缓,而是因模型迭代对算力提出了“贪婪”(Insatiable)的需求。

资本开支与扩产:2026年CapEx激增至52-56bn,全球布局加速

公司指引2026年资本开支为520-560亿美元,其中70-80%将用于先进制程(特别是2nm及A16),10-20%用于先进封装等。管理层预估未来三年的资本开支将显著高于2023-2025年(三年累计约1000亿美元)的水平,以应对结构性的AI需求增长。全球布局方面,美国亚利桑那厂一厂已量产,二厂投产时间表提前,预计2027年下半年进入量产;日本熊本一厂运营顺利,二厂建设中;德国德累斯顿工厂建设亦按计划推进。我们看好公司全球产能的扩张进一步巩固其作为全球头部晶圆厂的行业地位。

盈利能力:海外工厂及N2短期稀释不改长期信心充足

4Q25毛利率达到62.3%,超越指引上限(61%),主要得益于极高的产能利用率和良率提升。展望1Q26,公司指引毛利率中枢进一步升至64%。公司表示2nm初期爬坡或在2026年下半年造成2-3%的毛利率稀释,但公司重申跨周期的长期毛利率达到56%及以上是可以实现的,且跨周期ROE或可达到20%的高段(High 20s%)。我们看好公司通过强大的定价能力及产品组合优化来抵消折旧和海外成本压力,有望长期维持高盈利水平。

盈利预测与估值

考虑到AI需求持续驱动先进节点收入,上调2026-2027收入预测9.8%/19.7%,上调归母净利润预测22.8%/29.2%。预计2026-2028年归母净利润同比+40%/+23%/+18%。作为行业龙头,台积电已处于盈利成熟期。基于对盈利成熟度和风险定价的审慎考量,给予公司2026年30x PE(可比公司中位数41x),基于2026E EPS 93新台币(美元新台币汇率假设31.7),上调目标价至440美元(前值:370美元,对应30x 2026E PE),维持买入。

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。

台积电 4Q25 业绩及 1Q26 指引

4Q25 业绩回顾

4Q25 业绩回顾：台积电 4Q25 收入 USD33.73bn，环比+1.9%，超过指引上限（USD 32.2-33.4bn），主要受先进制程技术的强劲需求支撑。毛利率 62.3%，环比+2.8pct，超指引上限的 61.0%。毛利率提升主要受益于产能利用率提升、成本改善措施以及有利的汇率因素。

按应用平台收入拆分，HPC 和智能手机合计占比 87%：HPC 占 55%（环比-2pct），智能手机占 32%（环比+2pct），IoT 占 5%，汽车占 5%，DCE 占 1%，其他占 2%。营收环比增速方面：其他/智能手机/HPC/IoT 营收环比分别+14%/+11%/+4%/+3%，汽车和 DCE 营收环比分别-1%/-22%。

按制程收入拆分，3nm 收入占比大幅提升：3nm 占 28%（环比+5pct），5nm 占 35%（环比-2pct），7nm 占 14%，16/20nm 占 6%，28nm 占 6%，40/45nm 占 3%，65nm 占 4%，90nm 占 1%，0.11/0.13um 占 1%，0.15/0.18um 占 2%。7nm 及以下先进制程营收占比达到 77%。

资本开支：4Q25 资本开支为 USD11.51bn。

1Q26 与 2026 全年展望

展望 1Q26 与 2026 全年：公司预计 1Q26 收入 346-358 亿美元，中位数对应环比增长 4%，同比增长 38%。公司预计 1Q26 毛利率 63%-65%，中位数（64%）环比提升 1.7pct。公司展望 2026 年美元收入增长接近 30%（close to 30%）。公司指引 2026 年资本开支预算激增至 520-560 亿美元（2025 年实际值：409 亿美元），中位数（540 亿美元）同比+32%。

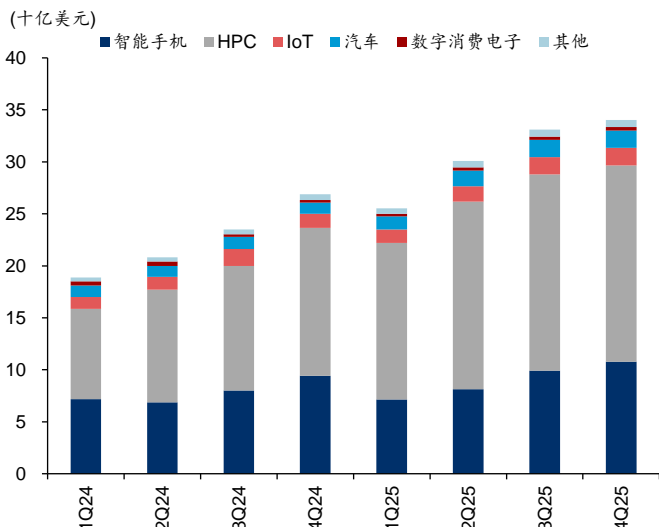
图表 1：台积电业绩回顾及指引

台积电 (2330 TT) (十亿美元)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ	YoY	4Q25指引	4Q25一致预期	1Q26指引	1Q26一致预期	2026指引	YoY	2026一致预期	YoY
营业总收入	25.5	30.1	33.1	33.7	1.9%	25.5%	32.2-33.4	32.6	34.6-35.8	33.2		接近30%	150.4	25.4%
营业成本	(10.5)	(12.4)	(13.4)	(12.7)										
ASP (12 inch)	6,664	6,889	7,047	7,362	4.5%	8.2%								
QoQ	-2%	3%	2%	4%										
晶圆出货量 (12 inch)	3,259	3,718	4,085	3,961	-3.0%	15.9%								
QoQ	-5%	14%	10%	-3%										
毛利	15.0	17.6	19.7	21.0	6.8%	32.8%		19.8		19.8				
营业费用	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(2.8)										
营业利润	12.4	14.9	16.7	18.2	8.8%	38.2%		16.7		16.6				
非经营性损益	0.7	1.0	0.8	0.9										
税前利润	13.1	15.9	17.6	19.1										
企业所得税	(2.1)	(3.1)	(2.5)	(2.8)										
净利润	11.0	12.8	15.1	16.3	8.0%	40.7%		14.8		14.7				
每股净利润	0.42	0.49	0.58	0.63				0.57		0.57				
资本开支 (十亿美元)	10.06	9.63	9.7	11.51							52-56		46.04	17.8%
毛利率	58.8%	58.6%	59.4%	62.3%			59%-61%	60.6%	63%-65%	59.6%				
经营利润率	48.5%	49.6%	50.6%	54.0%			49%-51%	51.1%	54%-56%	50.0%				
净利润率	43.1%	42.7%	45.7%	45.7%				45.3%		44.2%				

注：晶圆出货量及单价按 12 inch 计算

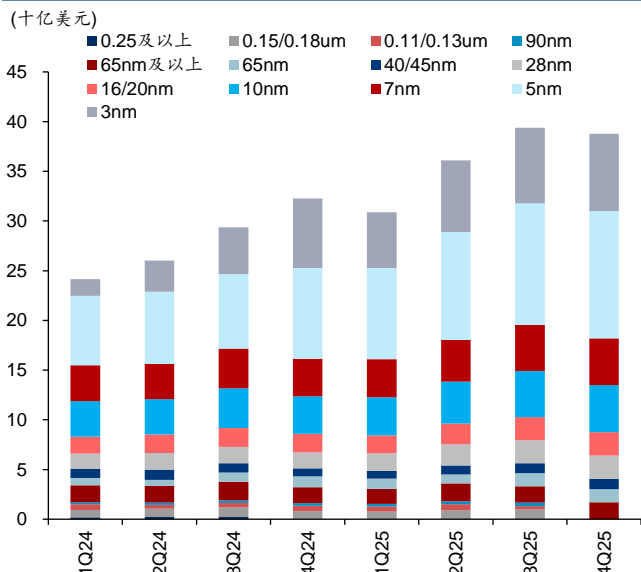
资料来源：彭博，华泰研究

图表2: 收入按应用拆分情况 (绝对值)



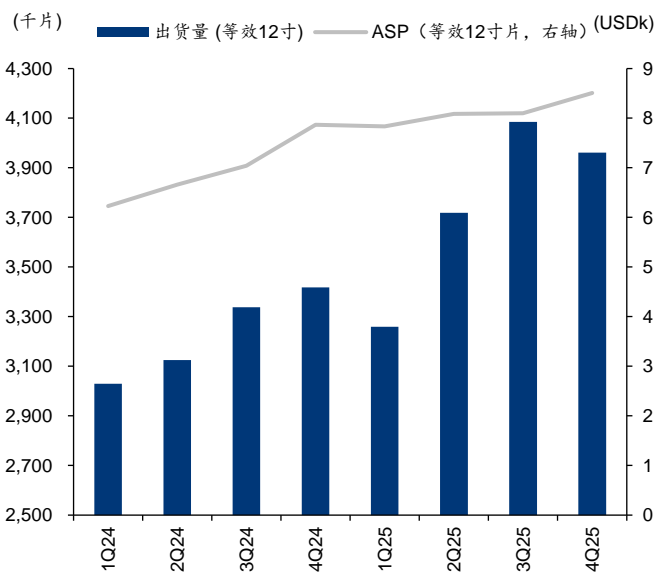
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 收入按制程节点拆分情况 (绝对值)



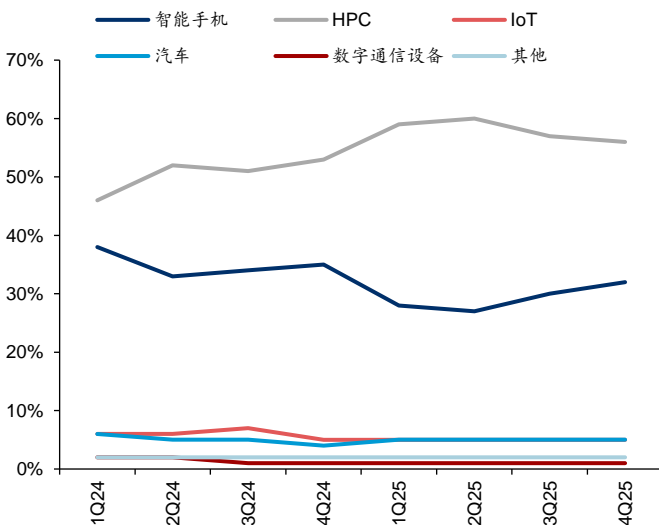
资料来源: 公司公告, 华泰研究

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 2026-2027 收入预测 9.8%/19.7%，看好先进节点放量对盈利能力带来的正向作用，上调归母净利润预测 22.8%/29.2%。调整后，预计 2026-2028 年收入同比+32%/+26%/+16%至 5031/6317/7310 十亿新台币，归母净利润同比+40%/+23%/+18%至 2412/2957/3486 十亿新台币。台积电是半导体代工龙头地位，相比同业而言，相比之下，台积电已处于盈利成熟期，部分可比公司由于仍处于盈利爬坡期或转型期，净利润基数较低，估值相对较高。基于对盈利成熟度和风险定价的审慎考量，我们给予公司 2026 年 30x PE（可比公司中位数 41x），基于 2026E EPS 93 新台币（美元新台币汇率假设 31.7），上调目标价至 440 美元（前值：370 美元，对应 30x 2026E PE），维持买入评级。

图表6：台积电盈利预测

新台币 十亿	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26							2026E		2027E	
	A	A	A	A	E	E	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.
收入	839	934	990	1,046	1,093	1,198	2,162	2,894	3,809.1	5,031	6,317	7,310	4,584	5,277	9.8%	19.7%
收入 (百万美元)	25,526	30,070	33,097	33,731	35,238	38,622	69,298	90,083	122,424	162,243	203,708	235,732				
晶圆单价 (12" eq., 美元)	6,664	6,889	7,047	7,362	7,752	8,345	5,029	6,062	7,007	8,380	9,532	9,922				
晶圆出货量(kpcs 12" eq.)	3,259	3,718	4,085	3,961	4,044	4,139	12,002	12,911	15,023	17,185	19,074	21,110				
营业成本	-346	-386	-401	-394	-396	-421	-987	-1,270	-1,528	-1,874	-2,459	-2,800				
毛利	493	547	589	652	697	777	1,175	1,624	2,281	3,157	3,858	4,510	2,715	3,136	16.3%	23.0%
期间费用	-85	-85	-88	-88	-99	-109	-254	-301	-346	-458	-569	-679				
资本支出	331	297	287	356	410	410	949	955	1,272	1,640	2,000	1,320				
折旧摊销	175	188	163	162	205	215	532	663	688	878	1,039	1,130				
营业利润	408	463	501	564	597	668	921	1,323	1,936	2,699	3,290	3,831				
税前收益	431	493	525	592	625	698	979	1,406	2,042	2,825	3,465	4,085				
所得税	70	96	74	87	92	102	141	233	326	414	509	600				
少数股东权益	-1	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1				
归属母公司净利	362	398	452	506	534	596	838	1,173	1,718	2,412	2,957	3,486	1,964	2,288	22.8%	29.2%
环比增长	-3.5%	10.2%	13.6%	11.8%	5.6%	11.6%	-18%	40%	46%	40%	23%	18%				
比率 (%)																
毛利率	58.79%	58.62%	59.45%	62.3%	63.8%	64.9%	54.4%	56.1%	59.9%	62.8%	61.1%	61.7%	59.2%	59.4%	3.6	1.7
营业利润率	48.6%	49.6%	50.6%	53.9%	54.7%	55.8%	42.6%	45.7%	50.8%	53.7%	52.1%	52.4%	49.8%	50.4%	3.9	1.7
税前收益率	51.3%	52.8%	53.1%	56.6%	57.2%	58.3%	45.3%	48.6%	53.6%	56.1%	54.8%	55.9%				
净利率	43.1%	42.7%	45.7%	48.3%	48.9%	49.7%	38.8%	40.5%	45.1%	47.9%	46.8%	47.7%	43.2%	43.7%	4.7	3.1
净资产收益率	32.6%	34.6%	37.5%	38.5%	37.4%	38.5%	26.3%	30.3%	35.3%	37.4%	34.2%	30.7%				
每股收益	13.95	15.36	17.44	19.50	20.59	22.98	32.34	45.25	66.25	93.00	114.05	134.45				

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 2026 年 1 月 15 日）

公司名称	收盘价 (当地货币)	PE		PB		股价变动 (%)					
		2025E	2026E	2025E	2026E	1W	30D	90D	180D	YTD	
A股晶圆代工											
688981 CH	中芯国际	124	193.0	131.2	6.5	5.2	-4.4	10.1	-4.0	41.6	1.3
688347 CH	华虹公司	131	405.5	164.1	5.0	7.9	3.7	30.3	4.7	142.2	21.4
688249 CH	晶合集成	36	76.7	54.7	1.9	1.8	-1.2	8.7	-3.1	78.1	8.7
688469 CH	芯联集成	7	na	na	na	2.9	0.4	5.2	2.8	43.4	3.3
平均			225.1	116.7	4.5	4.4	-0.4	13.6	0.1	76.3	8.7
中位数			193.0	131.2	5.0	4.0	-0.4	9.4	-0.1	60.7	6.0
海外晶圆代工											
981 HK	中芯国际	77	108.9	74.1	3.7	5.3	3.2	19.6	1.8	69.6	8.3
1347 HK	华虹半导体	99	298.7	113.7	3.4	8.2	8.5	47.8	23.0	182.9	33.8
INTC US	英特尔	49	146.8	80.5	2.1	4.5	18.5	29.9	31.1	112.6	32.0
2303 TT	联电	55	16.2	15.3	1.9	2.8	3.6	12.0	22.9	25.6	11.1
5347 TT	世界先进	127	29.0	27.5	3.6	4.4	16.5	39.1	29.9	35.5	37.9
TOW US	高塔半导体	123	56.4	41.3	na	na	5.0	4.2	66.1	171.4	4.9
GFS US	格罗方德	41	25.2	22.5	1.9	3.2	6.3	11.0	17.8	2.7	18.4
平均			97.3	53.5	2.8	4.7	8.8	23.4	27.5	85.8	20.9
中位数			56.4	41.3	2.8	4.5	6.3	19.6	23.0	69.6	18.4

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

毛利率：

4Q25 毛利率达到 62.3%，超指引上限的 61.0%，主要得益于较高的产能利用率、成本改善及有利汇率。公司指引 1Q26 毛利率将进一步升至 63%-65%。展望未来，N3 的稀释效应将逐渐减弱，预计 N3 毛利率将在 2026 年年内赶上公司平均水平。N2 的稀释效应将在 2026 年下半年开始体现，海外厂稀释效应初期约 2-3%，后期将扩大至 3-4%。尽管面临稀释压力，公司重申跨周期的长期毛利率达到 56% 及以上是可以实现的。

AI：

台积电强调 AI 需求是“真实”（Real）且“贪婪”（Insatiable）的，目前核心瓶颈在于晶圆产能（Silicon）而非电力。公司将 AI 服务器处理器的未来五年（2024-2029）营收 CAGR 指引从之前的 45% 上调至“50% 区间的中高段”（mid-to-high 50%）。为满足客户需求，公司 2026 年资本开支预算激增至 520-560 亿美元（2025 年为 409 亿美元），其中 70-80% 用于先进制程。公司与客户的接洽时间已提前至 2-3 年，并将继续在产能规划中保持严谨纪律。

全球化布局：

公司正在加速美国亚利桑那州的布局，一厂（Fab21 P1）已于 4Q24 量产；因应强劲需求，二厂（Fab21 P2）投产时间表提前，预计将于 2027 年下半年进入量产。公司已购入第二块大型土地，计划打造“千亿级晶圆厂集群”（Giga Fab Cluster）。日本熊本一厂已于 2024 年底量产且良率极佳，二厂已动工。德国 Dresden 工厂建设按计划推进。中国台湾地区的新竹和高雄 2nm 工厂建设也在同步进行中。

先进制程：

N2 制程进展顺利，已在新竹和高雄厂区成功进入量产，良率良好，公司预计 2026 年将快速爬坡。N2P（针对性能和功耗优化的 N2 家族新 IP）计划在 2026 年下半年量产。A16 搭载超级电轨（SPR）技术，专为复杂 HPC 产品设计，同样计划在 2026 年下半年量产。公司确信 N2 家族将成为又一个庞大且持久的核心节点。

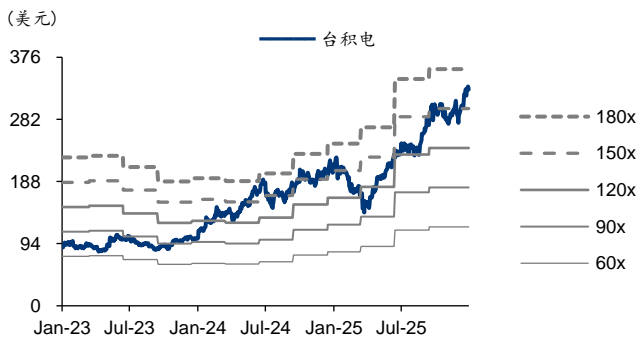
风险提示

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在本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。

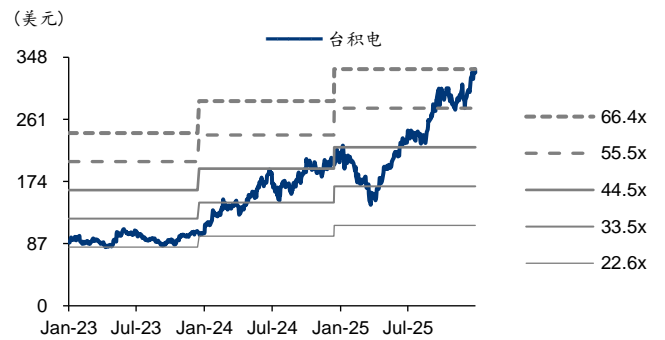
先进制程及特色工艺技术开发、海外工厂投产不及预期的风险。台积电目前正在积极进行 2nm 先进制程和特色工艺平台的技术研发工作，作为巩固行业地位、促进未来业绩增长的主要发展路径，若台积电技术研发进展不及预期，有可能影响台积电市场地位、创收和盈利能力。此外，台积电加大投资海外工厂，若由于地缘政治、建厂成本等要素影响海外工厂投产及获利能力，也可能给台积电业绩增长带来风险。

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,894,308	3,809,054	5,031,150	6,316,974	7,310,047
销售成本	(1,269,953)	(1,527,760)	(1,873,885)	(2,458,644)	(2,800,258)
毛利润	1,624,354	2,281,294	3,157,264	3,858,330	4,509,788
销售及分销成本	(13,144)	(16,682)	(20,125)	(25,268)	(29,240)
管理费用	(83,745)	(82,540)	(130,810)	(164,241)	(190,061)
其他收入/支出	(204,182)	(246,427)	(306,900)	(379,018)	(459,283)
财务成本净额	67,781	82,385	109,358	158,735	237,732
应占联营公司利润及亏损	4,879	5,498	8,000	8,000	8,000
税前利润	1,405,839	2,041,663	2,824,787	3,464,537	4,084,935
税费开支	(233,407)	(326,266)	(414,485)	(508,624)	(599,914)
少数股东损益	836.00	2,486	1,312	1,312	1,312
归母净利润	1,173,268	1,717,883	2,411,614	2,957,225	3,486,333
折旧和摊销	(662,796)	(688,096)	(878,094)	(1,038,622)	(1,129,826)
EBITDA	2,000,854	2,647,374	3,593,523	4,344,424	4,977,029
EPS (新台币, 基本)	45.25	66.25	93.01	114.05	134.46

资产负债表

会计年度 (新台币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	287,869	288,110	477,493	562,406	616,522
应收账款和票据	272,088	281,791	415,959	517,973	572,946
现金及现金等价物	2,080,461	2,767,856	3,846,800	5,550,000	8,223,279
其他流动资产	447,934	178,636	178,636	178,636	178,636
总流动资产	3,088,352	3,817,131	5,219,626	7,109,752	9,892,122
固定资产	3,234,980	3,691,841	4,636,366	5,597,744	5,787,918
无形资产	26,282	26,282	26,282	26,282	26,282
其他长期资产	614,412	679,561	788,624	898,638	961,611
总长期资产	3,603,586	4,115,893	5,035,313	6,004,691	6,202,865
总资产	6,691,938	7,933,024	10,254,939	13,114,443	16,094,988
应付账款	74,227	84,330	125,081	147,324	161,500
短期借款	59,858	136,926	136,926	136,926	136,926
其他负债	1,130,440	1,236,763	1,156,763	906,763	906,763
总流动负债	1,264,525	1,458,019	1,418,770	1,191,013	1,205,189
长期债务	926,604	856,228	856,228	856,228	856,228
其他长期债务	177,233	144,876	144,876	144,876	144,876
总长期负债	1,103,837	1,001,104	1,001,104	1,001,104	1,001,104
股本	259,327	259,327	259,327	259,327	259,327
储备/其他项目	4,029,218	5,103,501	6,996,462	9,435,035	12,402,716
股东权益	4,288,545	5,460,795	7,438,234	9,875,495	12,841,864
少数股东权益	35,031	41,199	39,887	38,575	37,263
总权益	4,323,576	5,501,994	7,478,121	9,914,070	12,879,127

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	45.98	31.40	22.37	18.24	15.47
PB	12.58	9.88	7.25	5.46	4.20
EV EBITDA	27.09	20.25	14.59	11.62	9.61
股息率 (%)	0.13	0.17	0.19	0.19	0.19
自由现金流收益率 (%)	0.57	0.60	0.27	0.68	2.62

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	2,000,854	2,647,374	3,593,523	4,344,424	4,977,029
融资成本	(67,781)	(82,385)	(109,358)	(158,735)	(237,732)
营运资本变动	(90,088)	159.00	(282,800)	(164,684)	(94,913)
税费	(233,407)	(326,266)	(414,485)	(508,624)	(599,914)
其他	216,599	660,963	281,273	258,092	743,771
经营活动现金流	1,826,177	2,899,845	3,068,153	3,770,473	4,788,241
CAPEX	(955,112)	(1,271,614)	(1,640,000)	(2,000,000)	(1,320,000)
其他投资活动	90,269	(92,008)	(101,063)	(102,014)	(54,973)
投资活动现金流	(864,843)	(1,363,622)	(1,741,063)	(2,102,014)	(1,374,973)
债务增加量	(26,496)	6,692	0.00	0.00	0.00
权益增加量	(3,089)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(363,055)	(363,055)	(466,786)	(518,652)	(518,652)
其他融资活动现金流	46,339	82,385	109,358	158,735	237,732
融资活动现金流	(346,301)	(440,345)	(518,652)	(518,652)	(518,652)
现金变动	615,033	640,230	1,078,943	1,703,200	2,673,280
年初现金	1,465,428	2,080,461	2,720,691	3,799,634	5,502,834
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,080,461	2,720,691	3,799,634	5,502,834	8,176,114

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	33.90	31.60	32.10	25.60	15.70
毛利润	38.23	40.44	38.40	22.20	16.88
营业利润	43.59	46.29	39.46	21.87	16.46
净利润	39.93	46.42	40.38	22.62	17.89
EPS	39.93	46.42	40.38	22.62	17.89
盈利能力比率 (%)					
毛利率	56.10	59.90	62.80	61.10	61.70
EBITDA	69.13	69.50	71.43	68.77	68.08
净利率	40.54	45.10	47.93	46.81	47.69
ROE	30.29	35.24	37.39	34.16	30.69
ROA	19.20	23.49	26.52	25.31	23.87
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(25.51)	(32.50)	(38.36)	(46.14)	(56.30)
流动比率	2.44	2.62	3.68	5.97	8.21
速动比率	2.21	2.42	3.34	5.50	7.70
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.47	0.52	0.55	0.54	0.50
应收账款周转天数	29.48	26.17	24.96	26.61	26.86
应付账款周转天数	18.64	18.68	20.12	19.94	19.85
存货周转天数	76.38	67.86	73.54	76.13	75.78
现金转换周期	87.22	75.35	78.39	82.80	82.79
每股指标 (新台币)					
EPS	45.25	66.25	93.01	114.05	134.46
每股净资产	165.39	210.60	286.87	380.86	495.27

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/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2026年华泰证券股份有限公司