

1Q 毛利率与 2026 年收入指引上修超预期

华泰研究

2026 年 4 月 17 日 | 美国

季报点评

科技

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

500.00

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

1Q26 台积电收入 NT\$1.134 万亿 (约 US\$35.9bn), 环比+6.4% (美元计), 同比+40.6%, 超指引上限 (指引 US\$34.6 - 35.8bn)。毛利率 66.2%, 环比+3.9pct, 超指引上限 (指引 63% - 65%)。公司上修 2026 年全年收入增速到 30%以上 (上季度增速指引: 接近 30%), 并指引 2Q26 收入 US\$39.0 - 40.2bn (中值环比约+10%), 毛利率 65.5% - 67.5%, 中枢进一步上行。业绩会三大亮点: 1) 2026 年资本开支指引区间维持 US\$52 - 56bn, 但管理层明确表态 towards the high end, 反映 AI 需求持续增长; 2) 详细披露 N3 全球扩产蓝图, 包括台南/亚利桑那/日本三地量产时间表; 3) 中东局势影响可控, 当前指引涵盖已知风险。我们认为资本开支中枢上移验证 AI 需求远未见顶。上调目标价至 500 美元 (前值: 440 美元), 维持买入。

HPC 相关需求强劲, 推动资本开支指引偏上沿

公司表示 2026 年资本开支指引范围维持 US\$52 - 56bn, 但偏向区间上端。我们认为资本开支指引上移的核心驱动力是 AI 客户需求持续强劲, 公司已在各节点和封装环节尽力扩充产能, 但客户需求仍在迅速增长。产能方面, 公司详细介绍了全球 N3 扩产蓝图: 台南新厂 1H27 量产、亚利桑那 Fab 5 2H27 量产、日本 Fab 2 2028 量产, 同时中国台湾厂区持续推进 N5 向 N3 转换。此外, 公司预计 2026 - 2028 资本开支总额将显著高于过去三年的 US\$101bn。我们认为全方位扩产印证 AI 需求远未见顶, N3 在手机/HPC/AI/汽车/IoT 的广泛客户基础或使其成为继 N5/N7 之后又一长寿命节点。

毛利率继续超预期, 全年有望维持 65%左右

1Q26 毛利率 66.2%, 再超指引上限 (指引 63% - 65%), 主要得益于高产能利用率、成本改善及有利汇率。公司指引 2Q26 毛利率 65.5% - 67.5%, 中枢环比继续上行。展望 2H26, 公司认为 N2 初期爬坡对全年毛利率稀释约 2 - 3pct, 海外厂稀释初期 2 - 3pct、后期 3 - 4pct, 但 N3 毛利率有望在 2H26 追平公司平均水平。叠加先进制程涨价及高稼动率, 我们预计 2026 全年毛利率 64.5%。公司重申跨周期毛利率 56%以上、ROE 维持高 20%区间的长期目标, 我们看好公司通过定价能力及产品组合优化消化折旧压力。

中东局势对运营影响较小, 高毛利水平提供较强成本吸收能力

公司在本次法说会中表示, 1) 公司已建立多元化全球采购体系并备有安全库存, 短期内不认为材料供应及能源对运营产生影响, 公司看到中国台湾 LNG 供应保障至少到 5 月。2) 成本端, 管理层坦言特种化学品及气体价格可能上涨, 但"现阶段难以量化影响"。3) 公司高度关注元器件涨价对消费类及价格敏感型终端市场的影响, 将以审慎态度进行业务规划。我们认为: 1) 短期供应风险已被多元采购及安全库存充分对冲; 2) 当前 66%+毛利率水平提供了较强的成本吸收能力, 3) 消费类营收占比已处低位, AI 结构性需求不改。

盈利预测与估值

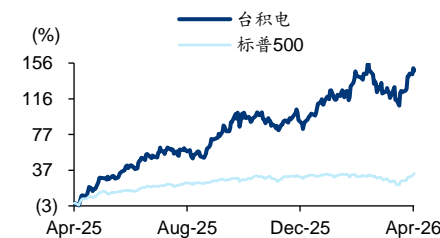
考虑 AI 需求持续驱动先进节点放量及资本开支中枢上移带来的收入可见度提升, 我们上调公司 2026 - 2028 年收入预测 1.9%/3.6%/4.0%, 上调归母净利润预测 3.4%/5.5%/7.0%至 2,493/3,119/3,728 十亿新台币。作为全球半导体代工龙头, 公司在 AI 时代领导地位进一步强化。给予 2026 年 33x PE (前值 30x, 可比公司中位数 59x), 基于 2026E EPS NT\$96.15 (汇率假设 31.7), 上调目标价至 500 美元 (前值: 440 美元), 维持买入评级。

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

收盘价 (美元 截至 4 月 15 日)	375.10
市值 (美元百万)	1,945,458
6 个月平均日成交额 (美元百万)	4,193
52 周价格范围 (美元)	144.45-389.35

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	5,129	6,547	7,604
+/-%	31.60	34.60	27.70	16.10
归属母公司净利润 (十亿)	1,718	2,493	3,119	3,728
+/-%	46.42	45.13	25.10	19.54
EPS (最新摊薄)	66.25	96.15	120.29	143.79
ROE (%)	35.24	38.48	35.45	31.86
PE (倍)	36.00	24.81	19.83	16.59
PB (倍)	11.33	8.25	6.12	4.65
EV EBITDA (倍)	23.27	16.46	12.88	10.42
股息率 (%)	0.14	0.16	0.17	0.17

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

台积电 1Q26 业绩及 2Q26 指引

1Q26 业绩回顾

台积电 1Q26 收入 USD 35.90bn, 环比+6.4%, 同比+40.6%, 略超指引上限 (USD 34.6-35.8bn), 主要受先进制程技术的强劲需求支撑。毛利率 66.2%, 环比+3.9pct, 超指引上限的 65.0%。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 61% (环比+6pct), 智能手机占 26% (环比-6pct), IoT 占 6%, 汽车占 4%, DCE 占 1%, 其他占 2%。营收环比增速方面: DCE/HPC/IoT/其他营收环比分别+28%/+20%/+12%/+17%, 智能手机和汽车营收环比分别-11%/-7%。

按制程收入拆分, 5nm 收入占比最高: 5nm 占 36% (环比+1pct), 3nm 占 25% (环比-3pct), 7nm 占 13%, 16/20nm 占 7%, 28nm 占 7%, 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为 74%。资本开支: 1Q26 资本开支为 USD11.10bn。

2Q26 与 2026 全年展望

展望 2Q26 与 2026 全年: 公司预计 2Q26 收入 USD 39.0-40.2bn, 中位数对应环比增长约 10%, 同比增长约 32%。公司预计 2Q26 毛利率 65.5%-67.5%, 中位数 (66.5%) 环比提升约 30bps。公司展望 2026 年美元收入增长超过 30% (above 30%)。公司指引 2026 年资本开支预算趋向 520-560 亿美元区间上限 (2025 年实际值: 409 亿美元), 中位数同比增长约 32%。

图表1: 台积电本次业绩会较前次变化

项目	4Q25电话会 (2026/1)	1Q26电话会 (2026/4)	本次变化
2026全年收入增长 (USD)	close to 30%	above 30%	本次再上修
2026 CapEx	US\$52-56bn	US\$52-56bn接近区间上限	本次明确偏高端
未来3年CapEx	显著高于USD 101bn	重申显著高于过去三年	○重申
AI处理器5yr CAGR	mid-to-high 50%	mid-to-high 50%	○维持
长期收入CAGR	25%	未重申/未提及	○维持 (未讨论)
长期毛利率	56%+ through cycle	56%+ through cycle	○维持
长期ROE	high 20s%	high 20s%	○维持
N3毛利率crossover	2H26	2H26	○维持
1Q26毛利率指引	63-65% (64%中值)	实际66.2%, 超指引上限120bp	超预期
2Q26指引	-	US\$39.0-40.2bn / GM 66.5%中值	本次首次
中东化学品/气体涨价风险	未提及	新增: 定性风险提示	本次新增
N3全球扩产 (台南新fab/AZ F. AZ Fab21 P2提前到2H27)		新增: 台南Giga Fab新fab/AZ Fab5用N3/日F2用N3	本次重大新增
Fab2/Fab5.5 wind down	未提及	新增: 聚焦GaN	本次新增

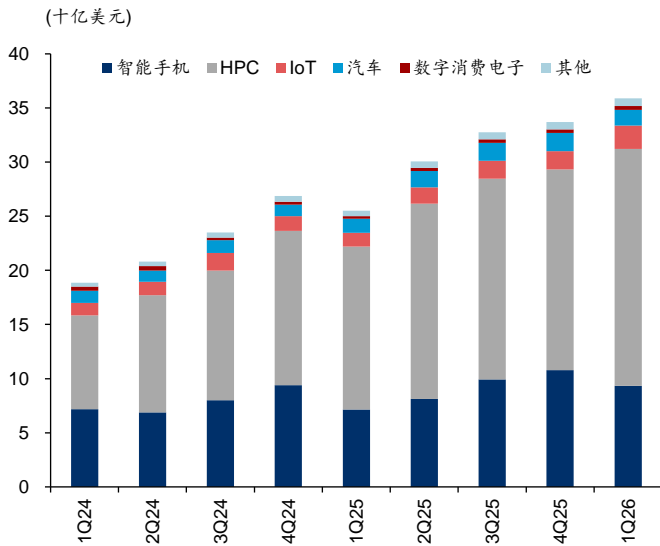
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 台积电业绩回顾及指引

(十亿美元)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	QoQ	YoY	1Q26指引	1Q26一致预期	2Q26指引	2Q26一致预期	2026指引	YoY	2026一致预期	YoY
营业总收入	25.5	30.1	33.1	33.7	35.9	6.4%	40.6%	34.6-35.8	35.5	39-40.2	38.3		30%以上	160.1	33.5%
营业成本	(10.5)	(12.4)	(13.4)	(12.7)	(12.1)										
ASP (12 inch)	6,664	6,889	7,047	7,344	7,730	5.2%	16.0%								
QoQ	-2%	3%	2%	4%	5%										
晶圆出货量 (12 inch)	3,259	3,718	4,085	3,961	4,044	2.1%	24.1%								
QoQ	-5%	14%	10%	-3%	2%										
毛利	15.0	17.6	19.7	21.0	23.8	13.2%	58.6%	22.9		22.8					
营业费用	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(2.8)	(3.2)										
营业利润	12.4	14.9	16.7	18.2	20.8	14.2%	68.0%	19.7		21.3					
非经营性损益	0.7	1.0	0.8	0.9	1.0										
税前利润	13.1	15.9	17.6	19.1	21.8										
企业所得税	(2.1)	(3.1)	(2.5)	(2.8)	(3.6)										
净利润	11.0	12.8	15.1	16.3	18.1	11.0%	65.0%	17.1		18.3				76.18	
每股净利润	0.42	0.49	0.58	0.63	0.7			0.66		0.71					
资本开支 (十亿美元)	10.06	9.63	9.7	11.51	13			12.5					接近52-56区间上限	53.19	36.1%
毛利率	58.8%	58.6%	59.4%	62.3%	66.2%			59%-61%	64.5%	65.5%-67.5%	59.6%				
经营利润率	48.5%	49.6%	50.6%	54.0%	58.0%			49%-51%	55.6%	56.5%-58.5%	55.7%				
净利率	43.1%	42.7%	45.7%	45.7%	50.5%			48.1%			47.8%				

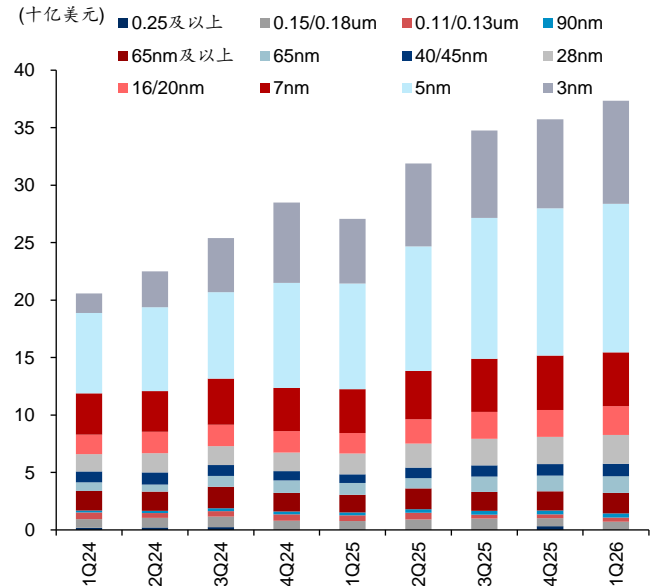
注: 晶圆出货量及单价按 12 inch 计算
资料来源: 彭博, 华泰研究

图表3: 收入按应用拆分情况 (绝对值)



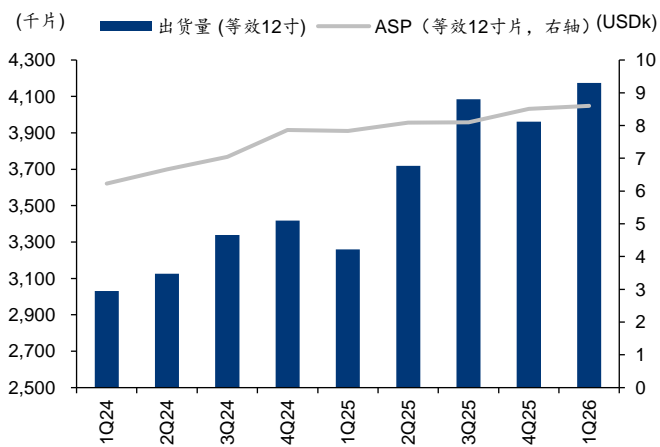
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 收入按制程节点拆分情况 (绝对值)



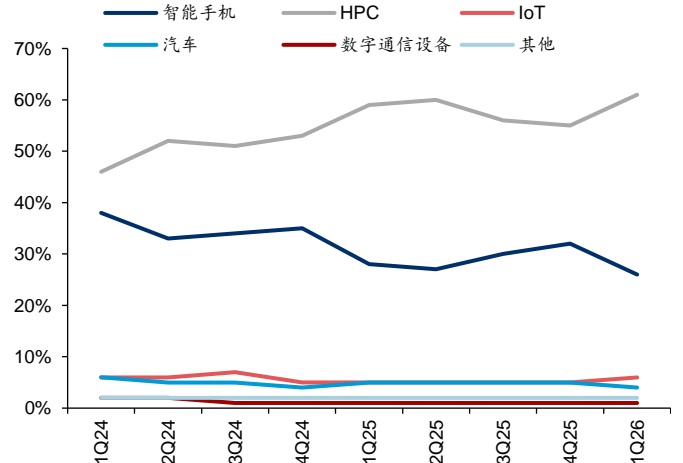
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 晶圆出货量及 ASP 情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6: 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 AI 需求持续驱动先进节点放量及 CapEx 中枢上移带来的收入可见度提升，我们上调公司 2026 - 2028 年收入预测 1.9%/3.6%/4.0%，上调归母净利润预测 3.4%/5.5%/7.0%至 2,493/3,119/3,728 十亿新台币。作为全球半导体代工龙头，公司在 AI 时代领导地位进一步强化。给予 2026 年 33x PE (前值 30x, 可比公司中位数 59x)，基于 2026E EPS NT\$96.15 (汇率假设 31.7)，上调目标价至 500 美元 (前值: 440 美元)，维持买入评级。

图表7: 台积电盈利预测

新台币 十亿	历史数据					2022-2028E 预测							2026E-2028E 差异		
	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	A	A	E	E	E	A	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	Diff.	Diff.	Diff.
收入	1,046	1,134	1,257	1,347	1,390	2,264	2,162	2,894	3,809.1	5,129	6,547	7,604	1.9%	3.6%	4.0%
收入 (百万美元)	33,734	35,901	39,806	42,645	44,001	75,881	69,298	90,083	122,427	162,352	207,256	240,714			
环比增长	5.7%	8.4%	10.9%	7.1%	3.2%	43%	-5%	34%	32%	35%	28%	16%			
晶圆单价 (12" eq., 美元)	7,344	7,467	8,228	8,665	8,757	4,380	5,029	6,062	7,003	8,286	9,756	10,288			
环比增长	4.2%	1.7%	10.2%	5.3%	1.1%	23%	15%	21%	16%	18%	18%	5%			
晶圆出货量 (kpcs 12" eq.)	3,961	4,174	4,245	4,302	4,320	15,253	12,002	12,911	15,023	17,041	18,722	20,527			
环比增长	-3.0%	5.4%	1.7%	1.3%	0.4%	8%	-21%	8%	16%	13%	10%	10%			
营业成本	-394	-383	-430	-480	-530	-916	-987	-1,270	-1,528	-1,823	-2,410	-2,683			
毛利	652	751	827	867	860	1,348	1,175	1,624	2,281	3,306	4,137	4,921	4.7%	7.2%	9.1%
期间费用	-88	-102	-114	-123	-126	-227	-254	-301	-346	-465	-589	-706			
资本支出	287	287	410	510	510	1,082	949	955	1,203	1,717	2,200	2,800			
折旧摊销	162	165	207	221	233	437	532	663	688	827	1,053	1,322			
环比增长	-0.4%	2.1%	25.3%	6.7%	5.4%	4%	22%	25%	4%	20%	27%	26%			
营业利润	564	657	713	745	734	1,121	921	1,323	1,936	2,849	3,548	4,215			
环比增长	13%	17%	8%	5%	-2%	73%	-18%	44%	46%	47%	25%	19%			
税前收益	592	688	748	784	775	1,144	979	1,406	2,042	2,995	3,747	4,479			
所得税	87	115	125	131	130	127	141	233	326	501	627	750			
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-2	1	1	1			
归属母公司净利润	506	572	623	652	645	1,017	838	1,173	1,718	2,493	3,119	3,728	3.4%	5.5%	7.0%
环比增长	11.8%	13.2%	8.8%	4.8%	-1.1%	70%	-18%	40%	46%	45%	25%	20%			
比率 (%)															
毛利率	62.3%	66.2%	65.8%	64.4%	61.9%	59.6%	54.4%	56.1%	59.9%	64.5%	63.2%	64.7%	1.7	2.1	3.0
营业利润率	53.9%	58.0%	56.7%	55.3%	52.8%	49.5%	42.6%	45.7%	50.8%	55.5%	54.2%	55.4%	1.8	2.1	3.0
税前收益率	56.6%	60.6%	59.5%	58.2%	55.8%	50.5%	45.3%	48.6%	53.6%	58.4%	57.2%	58.9%			
净利率	48.3%	50.5%	49.5%	48.4%	46.4%	44.9%	38.8%	40.5%	45.1%	48.6%	47.6%	49.0%	0.7	0.8	1.3
每股收益	19.50	22.08	24.02	25.16	24.89	39.20	32.34	45.25	66.26	96.15	120.29	143.79			

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表8: 台积电可比公司估值表 (截至 2026 年 4 月 16 日)

公司名称	收盘价 (当地货币)	PE		PB		股价变动 (%)					
		2026E	2027E	2026E	2027E	1W	30D	90D	180D	YTD	
A股晶圆代工											
688981 CH	中芯国际	104	117.1	89.5	5.3	5.8	4.5	-4.1	-18.0	-18.2	-15.2
688347 CH	华虹公司	125	168.1	121.5	4.7	6.3	4.6	-6.4	-10.6	3.3	16.0
688249 CH	晶合集成	30	67.8	53.3	1.9	1.8	-1.2	-8.5	-23.4	-21.6	-10.1
688469 CH	芯联集成	7	na	na	na	2.9	1.5	-5.9	-6.5	0.9	-0.6
平均			117.7	88.1	3.9	4.2	2.3	-6.2	-14.6	-8.9	-2.5
中位数			117.1	89.5	4.7	4.3	3.0	-6.2	-14.3	-8.6	-5.3
海外晶圆代工											
981 HK	中芯国际	60	59.3	45.3	2.7	5.9	7.4	-4.3	-24.5	-19.1	-16.3
1347 HK	华虹半导体	92	107.8	76.6	3.0	6.4	0.9	-3.0	-14.2	12.5	23.4
INTC US	英特尔	65	119.1	63.6	2.6	5.6	5.2	41.9	38.3	76.3	76.0
2303 TT	联电	68	17.9	14.9	2.2	3.0	13.8	12.9	16.8	52.1	38.7
5347 TT	世界先进	133	27.0	24.2	3.5	3.7	0.8	14.2	-5.0	32.5	43.9
TOW US	高塔半导体	216	72.3	44.1	na	na	5.8	55.7	66.1	188.2	83.6
GFS US	格罗方德	48	26.3	20.1	2.1	3.4	-0.8	10.4	17.1	39.7	38.3
平均			61.4	41.3	2.7	4.7	4.7	18.3	13.5	54.6	41.1
中位数			59.3	44.1	2.6	4.6	5.2	12.9	16.8	39.7	38.7
平均值			78.3	55.3	3.1	4.5	3.9	9.4	3.3	31.5	25.2
中位数			70.1	49.3	2.7	4.6	4.5	-3.0	-6.5	12.5	23.4

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：

1Q26 毛利率 66.2%，超指引上限（63%-65%）120bp，环比提升 390bp，得益于成本改善、产能利用率提升及汇率。2Q26 指引毛利率 65.5%-67.5%，中位数 66.5%环比再升 30bp，由利用率和成本改善驱动，部分被海外厂稀释抵消。2026 全年 N2 下半年开始稀释毛利率 2-3%，海外厂稀释维持初期 2-3%、后期 3-4%的判断，N3 预计 2H26 赶上公司平均水平。中东局势或推升部分化学品和气体价格，对盈利有潜在影响但尚难量化。公司重申 2024-2029 跨周期毛利率 56%及以上、ROE 高 20%区间的长期目标。

AI：

HPC 平台收入占比升至 61%、环比增长 20%，继续是主要增长引擎；Smartphone 环比下滑 11%至 26%。管理层描述 AI 需求“extremely robust”，行业从生成式 AI 的 query 模式向 agentic AI 的 command and action 模式演进，token 消耗显著提升，客户及其下游（主要为 CSP）持续释放正面信号。2026 年美元收入增速指引由“接近 30%”上修至“30%以上”，具体幅度或将在 7 月 2Q 业绩会明确。存储涨价对消费电子和 PC 有冲击，但高端智能手机稳健，对台积电构成利好。

全球化布局：

2026 年 Capex 维持 520-560 亿美元但明确指向高端，背后是 HPC/AI 需求持续超预期、公司努力拉动设备商加快交付。过去三年累计 Capex 约 1010 亿美元，2026 单年已达过去三年一半以上，未来三年 Capex 将显著高于过去三年，但资本密集度不会大幅跳升，收入增速仍将跑赢 Capex 增速。产能布局上 N3 执行全球扩产：台南新增一座 3nm 厂 1H27 投产，亚利桑那二厂 2H27 导入 3nm 量产（已购入第二块大型土地），日本二厂改为 2028 年导入 3nm；同时将部分 N5 设备转为 N3 产能。公司判断供给紧张将延续到 2027 年。

先进制程：

N2 已于 4Q25 量产，在新竹和高雄多阶段顺利爬坡，需求来自智能手机和 HPC/AI 两端；叠加 N2P 和 A16，N2 家族将成为又一个大而持久的节点。A14 作为第二代 nanosheet 节点，相对 N2 同功耗下性能提升 10-15%、同性能下功耗降低 25-30%、密度提升约 20%，客户兴趣浓厚，计划 2028 年量产。面对客户自建产能和 Intel、Samsung 等竞争，管理层强调 foundry 没有捷径——新厂需 2-3 年建设、1-2 年爬坡，技术领先、制造卓越、客户信任与服务仍是护城河，不会因产能紧张而挑客户。

其他：

1) 材料与能源：公司已建立多区域、多供应商的材料和气体（含氦气、氢气）体系并备有安全库存；中国台湾已确保至少到 5 月的 LNG 供应，公司正推进气源多元化及备援，短期运营预计不受实质影响。

2) 先进封装：当前主力仍是大尺寸 CoWoS，整体产能紧张；CoPoS pilot line 正在建设、预计几年后投产，公司对自身在 SolC/system-on-wafer 的机械应力和翘曲等工程难题上的积累有信心，认为“难度越大对台积电越有利”。

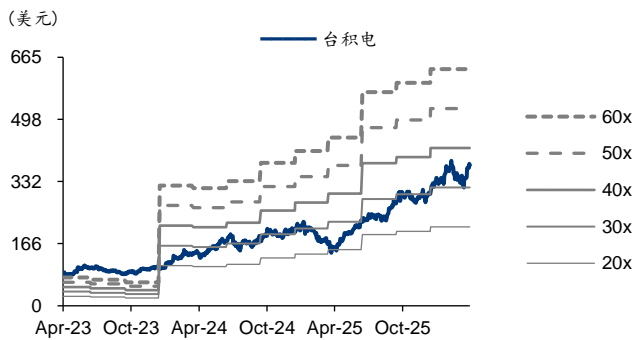
风险提示

半导体周期下行的风险。半导体为周期性行业，若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。

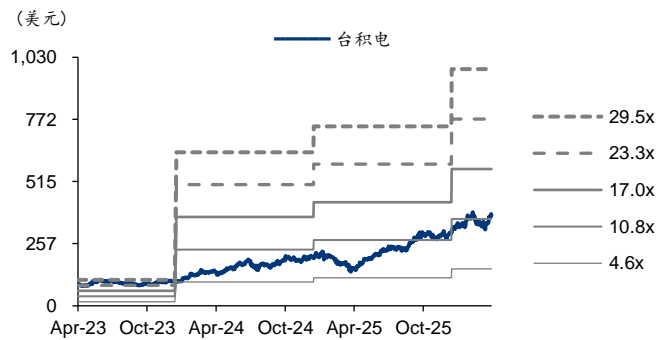
先进制程及特色工艺技术开发、海外工厂投产不及预期的风险。台积电目前正在积极进行 2nm 先进制程和特色工艺平台的技术研发工作，作为巩固行业地位、促进未来业绩增长的主要发展路径，若台积电技术研发进展不及预期，有可能影响台积电市场地位、创收和盈利能力。此外，台积电加大投资海外工厂，若由于地缘政治、建厂成本等要素影响海外工厂投产及获利能力，也可能给台积电业绩增长带来风险。

图表9: 台积电 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表10: 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	5,128,713	6,547,227	7,604,161
销售成本	(1,269,953)	(1,527,760)	(1,822,594)	(2,409,979)	(2,682,884)
毛利润	1,624,354	2,281,294	3,306,119	4,137,247	4,921,277
销售及分销成本	(13,144)	(16,918)	(20,515)	(26,189)	(30,417)
管理费用	(83,745)	(82,304)	(133,347)	(170,228)	(197,708)
其他收入/支出	(204,182)	(246,427)	(311,428)	(392,834)	(477,769)
财务成本净额	67,781	86,206	132,459	183,266	247,986
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	2,995,319	3,747,263	4,479,370
税费开支	(233,407)	(326,266)	(500,931)	(627,022)	(749,786)
少数股东损益	836.00	2,486	(1,284)	(1,284)	(1,284)
归母净利润	1,173,268	1,717,883	2,493,104	3,118,957	3,728,300
折旧和摊销	(662,796)	(688,096)	(827,001)	(1,052,790)	(1,322,493)
EBITDA	2,000,854	2,643,553	3,689,861	4,616,787	5,553,877
EPS (新台币, 基本)	45.25	66.25	96.15	120.29	143.79

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	449,451	551,003	575,439
应收账款和票据	272,088	281,791	404,037	519,033	596,867
现金及现金等价物	2,127,627	2,767,856	4,012,636	5,869,067	7,498,623
其他流动资产	400,768	178,636	207,456	207,456	207,456
总流动资产	3,088,352	3,817,131	5,421,539	7,494,520	9,226,346
固定资产	3,234,980	3,691,841	4,638,734	5,785,944	7,263,451
无形资产	26,282	26,282	26,282	26,282	26,282
其他长期资产	614,412	679,561	776,702	899,699	985,532
总长期资产	3,603,586	4,115,893	5,037,681	6,192,892	7,678,398
总资产	6,691,938	7,933,024	10,459,220	13,687,411	16,904,744
应付账款	74,227	84,330	117,735	144,337	150,738
短期借款	59,858	136,926	156,242	156,242	156,242
其他负债	1,130,440	1,236,763	1,398,156	1,148,156	1,148,156
总流动负债	1,264,525	1,458,019	1,672,133	1,448,735	1,455,136
长期债务	926,604	856,228	1,145,812	1,995,812	1,995,812
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	1,290,688	2,140,688	2,140,688
股本	259,327	259,327	259,327	259,327	259,327
储备/其他项目	4,029,218	5,103,501	7,052,123	9,652,428	12,862,075
股东权益	4,288,545	5,460,795	7,496,400	10,097,989	13,308,920
少数股东权益	35,031	41,199	42,392	43,676	44,960
总权益	4,323,576	5,501,994	7,538,792	10,141,665	13,353,880

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	52.71	36.00	24.81	19.83	16.59
PB	14.42	11.33	8.25	6.12	4.65
EV EBITDA	31.02	23.27	16.46	12.88	10.42
股息率 (%)	0.11	0.14	0.16	0.17	0.17
自由现金流收益率 (%)	0.49	0.64	0.08	0.30	0.27

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	2,643,553	3,689,861	4,616,787	5,553,877
融资成本	(67,781)	(86,206)	(132,459)	(183,266)	(247,986)
营运资本变动	(90,088)	159.00	(250,182)	(189,946)	(95,869)
税费	(233,407)	(326,266)	(500,931)	(627,022)	(749,786)
其他	216,599	(404,527)	(1,103,045)	(1,731,977)	(1,626,173)
经营活动现金流	1,826,177	1,826,713	1,703,244	1,884,576	2,834,063
CAPEX	(955,112)	(1,202,572)	(1,717,382)	(2,200,000)	(2,800,000)
其他投资活动	90,269	(92,008)	(89,141)	(114,997)	(77,833)
投资活动现金流	(864,843)	(1,294,580)	(1,806,523)	(2,314,997)	(2,877,833)
债务增加量	(26,496)	6,692	308,900	850,000	0.00
权益增加量	(3,089)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(363,055)	(346,302)	(440,345)	(508,899)	(518,652)
其他融资活动现金流	46,339	86,206	132,459	183,266	247,986
融资活动现金流	(346,301)	640,230	1,244,780	1,856,432	1,629,556
现金变动	615,033	2,767,856	1,244,780	1,856,432	1,629,556
年初现金	1,465,428	2,127,627	2,767,856	4,012,636	5,869,068
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,127,627	2,767,856	4,012,636	5,869,068	7,498,624

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	34.60	27.70	16.10
毛利润	38.23	40.44	44.92	25.14	18.95
营业利润	43.59	46.29	47.17	24.55	18.81
净利润	39.93	46.42	45.13	25.10	19.54
EPS	39.93	46.42	45.13	25.10	19.54
盈利能力比率 (%)					
毛利率	56.10	59.90	64.50	63.20	64.70
EBITDA	69.13	69.40	71.95	70.52	73.04
净利润率	40.54	45.10	48.61	47.64	49.03
ROE	30.29	35.24	38.48	35.45	31.86
ROA	19.20	23.49	27.11	25.83	24.37
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(26.61)	(32.50)	(36.16)	(36.81)	(40.17)
流动比率	2.44	2.62	3.24	5.17	6.34
速动比率	2.21	2.42	2.97	4.79	5.95
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.47	0.52	0.56	0.54	0.50
应收账款周转天数	29.48	26.17	24.07	25.38	26.41
应付账款周转天数	18.64	18.68	19.96	19.57	19.80
存货周转天数	76.38	67.86	72.84	74.72	75.58
现金转换周期	87.22	75.35	76.96	80.53	82.19
每股指标 (新台币)					
EPS	45.25	66.25	96.15	120.29	143.79
每股净资产	165.39	210.60	289.11	389.44	513.28

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