

选择代工伙伴不是“买牛奶”，上调资本开支满足 AI 需求

华泰研究

2026 年 7 月 17 日 | 美国

中报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

540.00

黄乐平, PhD

研究员

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

陈旭东

研究员

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392chenxudong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

于可熠

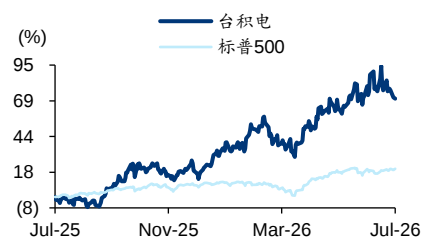
研究员

SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938yukeyi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(美元 截至 7 月 15 日)	419.48
市值(美元百万)	2,175,622
6 个月平均日成交额(美元百万)	5,283
52 周价格范围(美元)	221.80-479.00

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	5,403	7,302	8,512
+/-%	31.60	41.80	35.20	16.60
归属母公司净利润(十亿)	1,718	2,692	3,563	4,214
+/-%	46.42	56.69	32.38	18.26
EPS(最新摊薄)	66.25	103.81	137.43	162.52
ROE(%)	35.24	41.26	39.12	33.77
PE(倍)	40.27	25.70	19.41	16.42
PB(倍)	12.67	9.12	6.51	4.83
EV EBITDA(倍)	26.04	17.69	12.58	10.24
股息率(%)	0.13	0.16	0.15	0.15

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

台积电 2Q26 实现收入 NT\$1.270 万亿元 (US\$40.2bn)，环比+12.0%、同比+36.0% (美元口径同比+33.7%)，位于公司 US\$39.0-40.2bn 指引上限；毛利率 67.7%，环比+1.5pct，略高于 65.5%-67.5% 的指引上限。3Q26 收入指引 US\$44.6-45.8bn，高于彭博一致预期的 43bn，毛利率指引 65%-67%，中值环比下滑 1.7pct，主要反映 2nm 等爬坡带来的毛利率稀释。业绩最大亮点是公司将 2026 年资本开支由 US\$52-56bn 大幅上调至 US\$60-64bn，并将全年美元收入增速指引上调至略高于 40%。我们认为，AI 需求持续超预期的背景下，公司正主动提高资本开支、加快先进制程及先进封装扩产来满足客户需求。针对市场上关于潜在竞争的担忧，管理层在业绩会上以“选择代工伙伴不是去 7-Eleven 买牛奶”作类比，强调先进制程从技术验证、测试芯片到产能准备及量产爬坡约需五年，竞争的根本仍是技术、制造能力和客户信任。我们认为：1) 公司先进制程技术及量产能力继续领先；2) 当前主要短板在于先进制程和先进封装产能不足，本次 CapEx 上调、亚利桑那追加投资及全球扩产表明公司正在加快补齐产能短板。维持“买入”评级，目标价 540 美元。

盈利：上调全年收入增速指引，2nm 爬坡或压制毛利率

2Q26 公司 HPC 收入环比增长 20%，收入占比由 1Q26 的 61% 升至 66%；2nm 首次贡献 3% 的晶圆收入，3/5/7nm 分别贡献 30%/33%/11%，7nm 及以下先进制程合计占 77%。管理层表示 AI 需求仍“extremely robust”，客户及其客户（主要为 CSP）持续给出强劲需求信号；Agentic AI 除拉动 AI 加速器外，也将推动数据中心 CPU 需求，公司因此将 2026 年美元收入增速指引上调至略高于 40%（上季度增速指引：30% 以上）。与此同时，Q3 毛利率指引 65%-67%，中值环比下降 1.7pct，我们认为主要由于 2nm 快速爬坡稀释毛利率，先进制程强劲需求、成本改善、生产效率提升及跨节点产能优化或将部分抵消毛利率影响。

资本开支：CapEx 大幅上调，全球扩产弥补产能短板

公司将 2026 年资本开支指引由上个季度 US\$52 - 56bn 的指引上调至 US\$60 - 64bn。上调主要由于客户需求继续增加、客户推动公司加快扩产，以及设备价格通胀。公司表示未来三年资本开支将“更加显著地高于”过去三年，且已提前与设备供应商协作，预计扩产不会受设备瓶颈制约。公司同时宣布在亚利桑那追加投资 US\$100bn，用于新增 2nm 及以下逻辑晶圆厂和先进封装厂，管理层表示可能新增约 4 座前道及后道工厂。电话会上，部分投资人担心市场竞争，管理层重申先进代工没有捷径，政府补贴无法替代技术、制造能力与客户信任。我们认为台积电本轮扩产不只是跟随需求，也是用更充足的产能巩固客户关系、降低客户因供给不足而导入第二供应商的必要性，有助于将技术领先进一步转化为份额和收入增长。

盈利预测与估值

考虑 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 1.4%/3.0%/3.7%，考虑到 2nm 等爬坡对毛利率的影响，我们下调 2026 - 2028 毛利率预测 1.1/1.8/0.4pct，调整归母净利润预测 +0.1%/-0.7%/+2.3%，预计 2026 - 2028 归母净利润同比+57%/+32%/+18% 至 2,692/3,563/4,214 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。考虑到地缘、海外扩产成本等因素，给予 2027 年 25x PE（可比公司中位数 43x），基于 2027E EPS NT\$137.4（汇率假设 31.8），维持目标价 540 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。

台积电 2Q26 业绩及 3Q26 指引

2Q26 业绩回顾

台积电 2Q26 收入 USD 40.20bn, 环比+12.0%, 同比+33.7%, 位于公司 USD 39.0 - 40.2bn 指引上限。毛利率 67.7%, 环比+1.5pct, 略高于 65.5% - 67.5%指引上限; 营业利润率 60.3%, 环比+2.2pct。

按应用平台收入拆分, HPC 与智能手机合计占比 88%: HPC 占 66% (环比+5pct), 智能手机占 22% (环比-4pct), IoT 占 5%, 汽车占 4%, DCE 占 1%, 其他占 2%。收入环比增速方面, HPC/汽车/DCE/其他/IoT 分别+20%/+15%/+5%/+5%/+4%, 智能手机环比-4%。AI 与 HPC 继续是本季度最主要的增长来源。

按制程收入拆分, 5nm 收入占比 33%, 3nm 占 30%, 2nm 首次贡献 3%, 7nm 占 11%, 16/20nm 占 6%, 28nm 占 6%, 40/45nm 占 2%, 65nm 占 4%, 90nm - 0.13um 占 2%, 0.15um 及以上占 3%。7nm 及以下先进制程收入占比升至 77%, 其中 2nm 已开始快速爬坡。

资本开支: 2Q26 资本开支为 USD 15.7bn, 1H26 累计约 USD 26.8bn。

3Q26 与 2026 全年展望

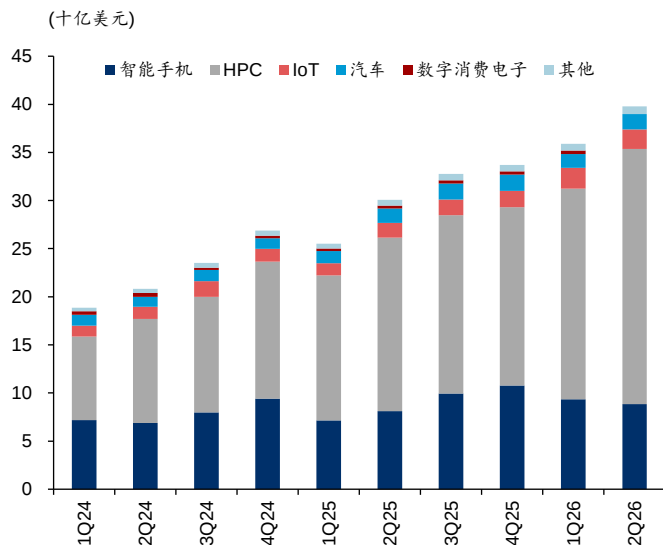
展望 3Q26 与 2026 全年: 公司预计 3Q26 收入 USD 44.6 - 45.8bn, 中位数对应环比+12%、同比+37%, 高于市场预期; 毛利率指引 65% - 67%, 中值环比下降 1.7pct, 低于市场预期。管理层预计 2nm 快速爬坡将稀释 3Q26 毛利率约 3 - 4pct, 先进制程强劲需求、成本改善、生产效率提升及跨节点产能优化将部分抵消。公司将 2026 年美元收入增速指引上调至略高于 40%, 并将全年资本开支从 USD 52 - 56bn 上调至 USD 60 - 64bn。

图表1: 台积电本次业绩会较前次变化

项目	1Q26电话会 (2026/4)	2Q26电话会 (2026/7)	本次变化
2026全年收入增长 (USD)	above 30%	slightly above 40%	大幅上修
2026 CapEx	US\$52-56bn, 接近区间高端	US\$60-64bn	大幅上调
未来3年CapEx	显著高于过去三年	更加显著地高于过去三年	再强化
AI需求	extremely robust	extremely robust; agentic AI拉动CPU	继续上修
先进制程供需	3nm产能紧张	2nm/3nm缺口仍很大, 现有产能规划可能仍需继续增加	扩产加速
长期毛利率	56%+ through cycle	未重申中长期目标	未讨论
N3毛利率crossover	2H26	未重申	未讨论
2Q26毛利率	指引65.5%-67.5%	实际67.7%	略超指引
3Q26指引	—	收入US\$44.6-45.8bn; GM 65%-67%	收入超预期/GM偏低
毛利率主要扰动	3nm海外扩产	2nm爬坡稀释3-4pct; 海外厂持续稀释	2nm影响加大
全球扩产	台湾/AZ/日本新增3nm规划	AZ追加US\$100bn; 台湾未来数年建13座先进厂	资本投入加码
竞争	先进代工没有捷径	选择代工伙伴不是在7-Eleven买牛奶, 导入约需5年	强调客户黏性
先进封装	CoWoS紧缺, 推进CoPoS	仍严重短缺; 欢迎EMIB-T等替代产能	供需仍紧

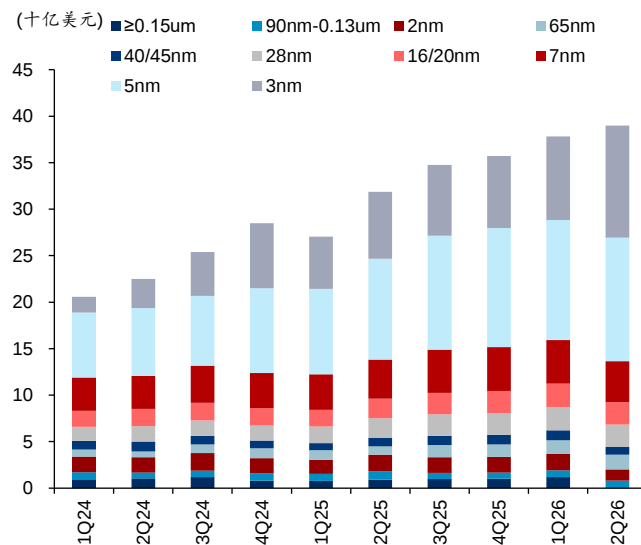
资料来源: 公司公告, 各季度业绩会, 华泰研究

图表2：收入按应用拆分情况（绝对值）



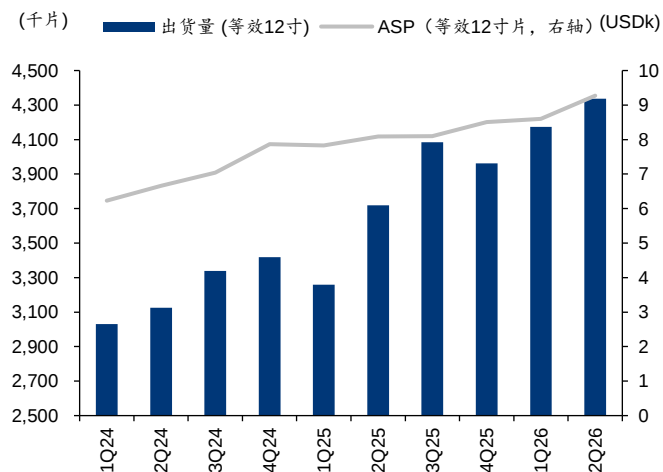
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：收入按制程节点拆分情况（绝对值）



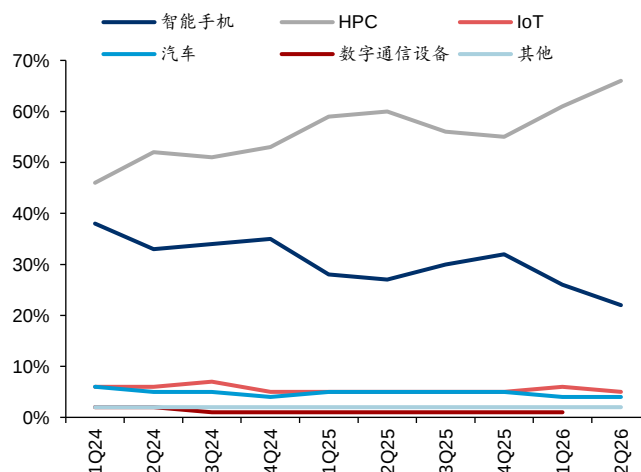
资料来源：公司公告，华泰研究

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 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 1.4%/3.0%/3.7%，考虑到 2nm 等爬坡对毛利率的影响，我们下调 2026 - 2028 毛利率 1.1/1.8/0.4pct，2026 - 2028 归母净利润预测同比+57%/+32%/+18%至 2,692/3,563/4,214 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。考虑到地缘、海外扩产成本等因素，给予 2027 年 25x PE（可比公司中位数 43x），基于 2027E EPS NT\$137.4（汇率假设 31.8），维持目标价 540 美元，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	3Q26	4Q26	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	A	A	A	A	A	A	E	E	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	Diff.	Diff.	Diff.
收入	839	934	990	1,046	1,134	1,270	1,423	1,575	2,162	2,894	3,809	5,403	7,302	8,512	1.4%	3.0%	3.7%
环比增长	-3.4%	11.3%	6.0%	5.7%	8.4%	12.0%	12.0%	10.6%	-5%	34%	32%	42%	35%	17%			
收入（百万美元）	25,526	30,070	33,097	33,734	35,901	40,202	45,046	49,839	69,298	90,083	122,427	170,988	231,084	269,375			
晶圆代工收入	714	795	861	902	985	1,124	1,246	1,371	1,883	2,514	3,273	4,726	6,489	7,536			
其他收入	125	138	129	144	150	154	177	204	279	380	537	685	813	976			
晶圆单价（12" eq., 美元）	6,664	6,889	7,047	7,344	7,467	8,206	8,725	9,262	5,029	6,062	7,003	8,443	10,098	10,759			
环比增长	-2.1%	3.4%	2.3%	4.2%	1.7%	9.9%	6.3%	6.2%	15%	21%	16%	21%	20%	7%			
晶圆出货量(kpcs 12" eq.)	3,259	3,718	4,085	3,961	4,174	4,336	4,520	4,685	12,002	12,911	15,023	17,715	20,337	22,166			
环比增长	-4.7%	14.1%	9.9%	-3.0%	5.4%	3.9%	4.2%	3.6%	-21%	8%	16%	18%	15%	9%			
营业成本	-346	-386	-401	-394	-383	-410	-477	-544	-987	-1,270	-1,528	-1,813	-2,483	-2,839			
毛利	493	547	589	652	751	860	947	1,031	1,175	1,624	2,281	3,589	4,820	5,674	-0.2%	0.2%	3.0%
期间费用	-85	-85	-88	-88	-94	-99	-132	-146	-254	-301	-346	-470	-661	-795			
资本支出	331	297	287	356	349	496	580	600	949	955	1,272	2,025	2,470	2,800			
资本支出（百万美元）	10,058	9,567	9,608	11,494	11,046	15,699	18,354	18,987	30,589	29,715	40,728	64,087	78,165	88,608			
折旧摊销	175	188	163	162	165	199	233	249	532	663	688	846	1,148	1,432			
营业利润	407	463	501	565	659	767	815	886	921	1,322	1,936	3,126	4,159	4,879			
环比增长	-4%	14%	8%	13%	17%	16%	6%	9%	-18%	43%	46%	61%	33%	17%			
税前收益	431	493	525	592	688	862	852	925	979	1,406	2,042	3,327	4,345	5,138			
所得税	70	96	74	87	115	156	170	194	141	233	326	634	781	923			
归属母公司净利润	362	398	452	506	572	707	682	731	838	1,173	1,718	2,692	3,563	4,214	0.1%	-0.7%	2.3%
环比增长	-3.5%	10.2%	13.6%	11.8%	13.2%	23.4%	-3.5%	7.2%	-18%	40%	46%	57%	32%	18%			
比率 (%)															(pct)	(pct)	(pct)
毛利率	58.79%	58.62%	59.45%	62.3%	66.2%	67.7%	66.5%	65.5%	54.4%	56.1%	59.9%	66.4%	66.0%	66.7%	-1.1	-1.8	-0.4
营业利润率	48.5%	49.6%	50.6%	54.0%	58.1%	60.3%	57.3%	56.2%	42.6%	45.7%	50.8%	57.9%	57.0%	57.3%	-0.6	-1.8	-0.5
税前收益率	51.3%	52.8%	53.1%	56.6%	60.6%	67.9%	59.9%	58.7%	45.3%	48.6%	53.6%	61.6%	59.5%	60.4%			
净利率	43.1%	42.7%	45.7%	48.3%	50.5%	55.6%	47.9%	46.4%	38.8%	40.5%	45.1%	49.8%	48.8%	49.5%	-0.6	-1.8	-0.7
每股收益	13.95	15.36	17.44	19.5	22.1	27.2	26.3	28.2	32.3	45.3	66.3	103.8	137.4	162.5			

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 7 月 16 日）

		收盘价	PE		PB		股价变动 (%)				
公司名称	(当地货币)	2026E	2027E	2026E	2027E	1W	30D	90D	180D	YTD	
A股晶圆代工											
688981 CH	中芯国际	152	164.9	122.0	7.9	8.4	-12.3	16.6	45.7	19.5	23.6
688347 CH	华虹公司	328	435.2	299.2	12.1	13.5	-18.1	37.5	162.0	134.2	203.9
688249 CH	晶合集成	49	79.2	55.7	1.9	1.8	-25.3	15.7	63.2	25.1	46.8
688469 CH	芯联集成	7	371.0	148.4	1.9	2.9	-27.1	-6.9	11.6	4.4	10.9
平均			262.6	156.3	5.9	6.7	-20.7	15.7	70.6	45.8	71.3
中位数			267.9	135.2	4.9	5.7	-21.7	16.2	54.5	22.3	35.2
境外可比公司											
981 HK	中芯国际	75	70.4	52.1	3.4	8.5	-10.0	1.6	25.4	-5.1	5.2
1347 HK	华虹半导体	157	179.6	121.8	5.1	12.8	-22.0	7.3	71.8	47.4	111.8
INTC US	英特尔	103	94.3	63.9	4.2	7.9	-8.5	-12.0	50.4	119.3	179.1
2303 TT	联电	160	34.1	27.1	5.0	6.1	2.6	13.5	134.3	173.5	224.9
5347 TT	世界先进	188	32.3	27.4	4.5	4.7	8.4	9.3	41.5	34.4	103.6
TSEM US	高塔半导体	251	75.1	43.0	1.9	2.9	10.8	-6.5	16.9	93.3	113.8
GFS US	格罗方德	61	32.4	24.7	2.8	4.2	-11.9	-23.2	21.9	48.9	75.9
平均			74.0	51.4	3.8	6.7	-4.4	-1.4	51.7	73.1	116.3
中位数			70.4	43.0	4.2	6.1	-8.5	1.6	41.5	48.9	111.8
TSM US	台积电	419	26.0	19.7	9.2	6.6	-4.0	-1.5	15.4	22.5	38.0

注：可比公司预测数据来自 Factset 一致预期，台积电数据来自华泰预测

资料来源：Factset，华泰研究预测

业绩会要点

毛利率：

2Q26 毛利率 67.7%，略高于指引上限，环比提升 1.5pct。3Q26 毛利率指引 65% - 67%，中值环比下降 1.7pct，主要因为 2nm 快速爬坡预计稀释约 3 - 4pct；先进制程强劲需求、成本改善、生产效率和跨节点产能优化将部分抵消。海外晶圆厂在爬坡初期通常也会对毛利率造成 2 - 3pct 稀释，后期可能扩大至 3 - 4pct。

AI：

HPC 平台收入占比进一步升至 66%，环比增长 20%，继续是核心增长引擎。管理层表示 AI 相关需求仍“extremely robust”，客户及其客户（主要为 CSP）继续释放非常强劲的需求信号。Agentic AI 除推升 GPU 及各类 XPU 需求外，也带动数据中心 CPU 重新加速增长；x86、Arm 和 RISC-V 主要参与者几乎均为台积电客户。基于更强的需求，公司将 2026 年美元收入增速指引上调至略高于 40%，并预计未来几年将是非常好的业务年份。

全球化布局：

公司将 2026 年 CapEx 由 USD 52 - 56bn 上调至 USD 60 - 64bn，70% - 80% 用于先进制程、约 10% 用于特殊制程、10% - 20% 用于先进封装、测试、光罩及其他。上调源于客户需求继续增加、客户推动加快扩产及设备价格通胀；未来三年 CapEx 将“更加显著地高于”过去三年。亚利桑那追加投资 USD 100bn，计划总投资额升至 USD 265bn，可能新增约 4 座前道及后道工厂；中国台湾未来几年还将建设 13 座先进制程及先进封装厂，并在中国台湾、亚利桑那和日本分别新增一座 3nm 厂。

先进制程：

N2 已在新竹和高雄顺利量产并快速爬坡，2Q26 首次贡献 3% 的晶圆收入，需求同时来自智能手机和 HPC/AI。公司表示现有 2nm 和 3nm 供需缺口仍然很大，现有产能规划可能仍需继续增加。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%，计划 2028 年量产。对于 Intel、Samsung 及客户自建产能，管理层强调先进代工没有捷径，竞争核心仍是技术、制造能力和客户信任；选择代工伙伴“不是去 7-Eleven 买牛奶”，从技术评估到量产爬坡通常约需五年。

其他：

- 1) 成熟制程与需求结构：管理层表示 AI 和 HPC 需求强劲，但部分消费电子终端仍有价格敏感压力；成熟制程中，AI 相关的电源管理 IC 和 CIS 等局部供给紧张，其他以消费电子为主的商品化成熟制程需求相对偏弱，公司将继续增加高附加值及战略性成熟制程产能。
- 2) 先进封装：先进封装产能仍处于严重短缺状态，公司正加快缩小供需缺口。主流方案仍为 CoWoS；对于 Intel EMIB-T 等替代方案，管理层表示欢迎更多封装产能，因为前道晶圆制造与后道封装竞争并非同一件事，替代方案有助于台积电晶圆及时完成封装。公司也在推进玻璃基板等替代技术试验线，预计仍需约一年成熟并与客户导入生产。

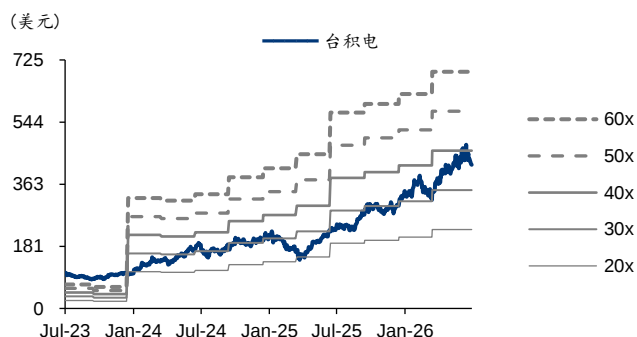
风险提示

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。

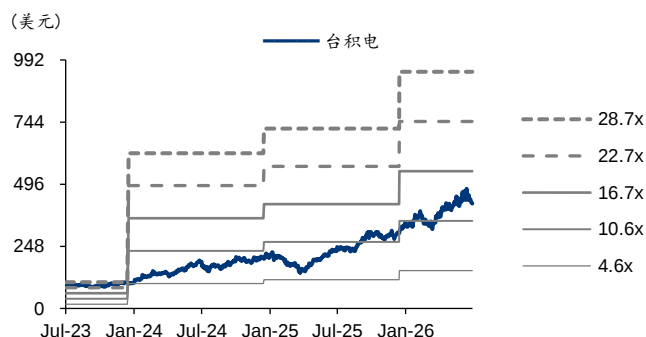
先进制程及特色工艺技术开发、海外工厂投产不及预期的风险。台积电目前正在积极进行 2nm 先进制程和特色工艺平台的技术研发工作，作为巩固行业地位、促进未来业绩增长的主要发展路径，若台积电技术研发进展不及预期，有可能影响台积电市场地位、创收和盈利能力。此外，台积电加大投资海外工厂，若由于地缘政治、建厂成本等要素影响海外工厂投产及获利能力，也可能给台积电业绩增长带来风险。

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	5,402,848	7,302,255	8,512,240
销售成本	(1,269,953)	(1,527,760)	(1,813,359)	(2,482,687)	(2,838,693)
毛利润	1,624,354	2,281,294	3,589,489	4,819,568	5,673,546
销售及分销成本	(13,144)	(16,918)	(22,989)	(32,860)	(38,305)
管理费用	(83,745)	(82,304)	(122,042)	(189,859)	(221,318)
其他收入/支出	(204,182)	(246,427)	(325,302)	(438,135)	(534,927)
财务成本净额	67,781	86,206	128,246	170,206	243,483
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	3,327,235	4,344,920	5,138,479
税费开支	(233,407)	(326,266)	(634,479)	(780,646)	(923,486)
少数股东损益	836.00	2,486	(978.00)	(876.00)	(876.00)
归母净利润	1,173,268	1,717,883	2,691,778	3,563,398	4,214,117
折旧和摊销	(662,796)	(688,096)	(846,460)	(1,147,855)	(1,432,434)
EBITDA	2,000,854	2,643,553	4,045,449	5,322,569	6,327,430
EPS (新台币, 基本)	45.25	66.25	103.81	137.43	162.52

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	461,159	559,423	613,711
应收账款和票据	272,088	281,791	457,790	565,916	674,950
现金及现金等价物	2,127,627	2,767,856	457,790	5,039,041	7,210,714
其他流动资产	400,768	178,636	3,651,458	605,034	605,035
总流动资产	3,088,352	3,817,131	5,028,197	6,769,414	9,104,410
固定资产	3,234,980	3,691,841	5,000,408	6,322,553	7,690,119
无形资产	26,282	26,282	26,282	26,282	26,282
其他长期资产	342,324	397,770	484,792	492,792	500,792
总长期资产	3,603,586	4,115,893	5,511,482	6,841,627	8,217,193
总资产	6,691,938	7,933,024	10,539,679	13,611,041	17,321,603
应付账款	74,227	84,330	120,802	146,542	160,763
短期借款	59,858	136,926	167,410	167,410	167,410
其他负债	1,130,440	1,236,763	1,579,726	1,579,726	1,579,726
总流动负债	1,264,525	1,458,019	1,867,938	1,893,678	1,907,899
长期债务	926,604	856,228	815,037	815,037	815,037
其他长期债务	177,233	157,982	228,385	228,385	228,385
总长期负债	1,103,837	1,014,210	1,043,422	1,043,422	1,043,422
股本	259,327	259,327	259,327	259,327	259,327
储备/其他项目	4,029,218	5,103,501	7,204,523	10,249,269	13,944,734
股东权益	4,288,545	5,460,795	7,585,928	10,630,674	14,326,139
少数股东权益	35,031	41,199	42,391	43,267	44,143
总权益	4,323,576	5,501,994	7,628,319	10,673,941	14,370,282

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	58.96	40.27	25.70	19.41	16.42
PB	16.13	12.67	9.12	6.51	4.83
EV EBITDA	34.68	26.04	17.69	12.58	10.24
股息率 (%)	0.10	0.13	0.16	0.15	0.15
自由现金流收益率 (%)	0.44	0.47	(0.38)	0.27	0.61

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	4,045,449	5,322,569	6,327,430
融资成本	(67,781)	(86,206)	(128,246)	(170,206)	(243,483)
营运资本变动	(90,088)	159.00	(312,576)	(180,650)	(149,101)
税费	(233,407)	(326,266)	(634,479)	(780,646)	(923,486)
其他	216,599	43,736	321,514	332,414	478,966
经营活动现金流	1,826,177	2,274,976	3,291,662	4,523,481	5,490,326
CAPEX	(955,112)	(1,271,614)	(2,025,050)	(2,470,000)	(2,800,000)
其他投资活动	(864,843)	(1,144,394)	(2,029,664)	(2,470,000)	(2,800,000)
投资活动现金流	(864,843)	(1,144,394)	(2,029,664)	(2,470,000)	(2,800,000)
债务增加量	(26,496)	6,692	(10,707)	0.00	0.00
权益增加量	(3,089)	0.00	1.00	0.00	0.00
派发股息	(363,055)	(346,302)	(440,345)	(563,890)	(518,652)
其他融资活动现金流	43,249	(100,735)	(112,838)	45,238	0.00
融资活动现金流	(346,302)	(440,345)	(563,890)	(518,652)	(518,652)
现金变动	662,198	640,230	736,356	1,534,828	2,171,674
年初现金	1,465,428	2,127,627	2,767,856	3,504,212	5,039,040
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	3,504,212	5,039,040	7,210,714

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	41.80	35.20	16.60
毛利润	38.23	40.44	57.34	34.27	17.72
营业利润	43.47	46.45	61.46	33.03	17.32
净利润	39.93	46.42	56.69	32.38	18.26
EPS	39.93	46.42	56.69	32.38	18.26
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	56.10	59.90	66.40	66.00	66.70
EBITDA	69.13	69.40	74.88	72.89	74.33
净利润率	40.54	45.10	49.82	48.80	49.51
ROE	30.29	35.24	41.26	39.12	33.77
ROA	19.20	23.49	29.14	29.51	27.25
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(26.61)	(32.50)	6.92	(38.16)	(43.47)
流动比率	2.44	2.62	2.69	3.57	4.77
速动比率	2.21	2.42	2.44	3.28	4.45
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.47	0.52	0.58	0.60	0.55
应收账款周转天数	29.48	26.17	24.64	25.23	26.24
应付账款周转天数	18.64	18.68	20.36	19.38	19.49
存货周转天数	76.38	67.86	74.37	73.99	74.39
现金转换周期	87.22	75.35	78.65	79.85	81.14
每股指标 (新台币)					
EPS	45.25	66.25	103.81	137.43	162.52
每股净资产	165.39	210.60	292.56	409.99	552.51

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