

台積電 (2330.TW/2330 TT)

科技領先地位完好無損

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 November 27 (NT\$)	1,000
12 個月目標價 (NT\$)	1,450
前次目標價 (NT\$)	1,450
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	45.0

焦點內容

1. CoWoS 與 N3/4/5 供給緊俏。
2. Apple modem 晶片有望成為 2025 年新成長動能。
3. 上升週期延續。

交易資料表

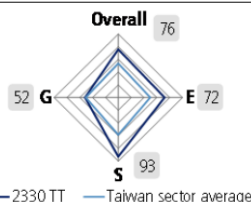
市值：(NT\$bn/US\$mn)	25,933/799,780
流通在外股數 (百萬股)：	25,933
外資持有股數 (百萬股)：	19,128
3M 平均成交量 (百萬股)：	29.21
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	566 - 1,090

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6.2	15.1	76.1
相對表現 (%)	5.5	12.7	45.8

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	7.98A	7.01A	8.14A	9.21A
2024	8.70A	9.56A	12.54F	14.43F
2025	12.43F	12.84F	15.62F	16.98F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

我們認為台積電 2025 年成長動能將保持強勁，並預期營收將繼 2024 年大幅年增 33% 後，再次年增 25%，主因：(1) AI 需求暢旺；(2) Apple (美) 自研 modem 晶片的機會；及(3) 市占率持續擴大，尤其在 Intel (美) 方面。

評論及分析

CoWoS 與 N3/4/5 供給緊俏。我們預期 CoWoS 與 N3/4/5 產能利用率將全年維持高檔，係受惠於：(1) AI 帶動 N4 之強勁需求；(2) Intel Lunar Lake 與 Arrow Lake 處理器之 N3 需求強勁；及(3) Apple 與手機旗艦 SoC 製程升級至 N3。與此同時，AI 需求大幅提升推動前後端 CoWoS 業務成長，並且價格也在因供給短缺調整數輪後，帶動 CoWoS 毛利率靠近台積電公司平均值。展望 2025 年，我們預估台積電 CoWoS 營收將再度成長 100% 以上，主要貢獻者為 Nvidia，不僅帶來大量需求，亦為價格抬升的主要支撐者。

Apple modem 晶片有望成為 2025 年新成長動能。目前 Qualcomm 為 Apple iPhone 5G modem 之獨家供應商，供貨合約至 1Q27。Apple 持續研發自家 modem 與 RF 晶片，凱基預期於 1H25 發表的 iPhone SE4 將開始採用，因此台積電有望自 Apple 獲取 5G modem (N5) 與射頻晶片 (N6) 之訂單。若此次採用順利，Apple 亦將於 2H25 推出的 iPhone Slim 中採用自家 modem 與 RF 晶片，我們預估此將貢獻台積電 2025 年營收 15-20 億美元。

上升週期延續。公司對 AI 需求保持樂觀，並認為週期才剛開始。考量非 AI 需求平淡與半導體週期走勢，兩年擴張伴隨兩年衰退，我們預期此週期將於 2025 年達循環頂點。惟台積電仍受惠於市占率提升，因 Intel 之委外訂單、主要客戶 N3 製程升級及 AI 需求強勁，進而減輕循環週期對業績之影響。

投資建議

台積電仍為我們半導體產業的投資首選。儘管地緣政治緊張情勢升高可能導致股價波動，但不會改變台積電在先進製程的技術領導地位。目前股價相當於 2024-25 年預估本益比 22 倍與 17 倍，對比五年平均 16 倍。給予「增加持股」與目標價 1,450 元，由 2025 年每股盈餘預估 25 倍計算而得。

投資風險

全球經濟與地緣政治不確定性；庫存修正時間延長。

主要財務數據及估值

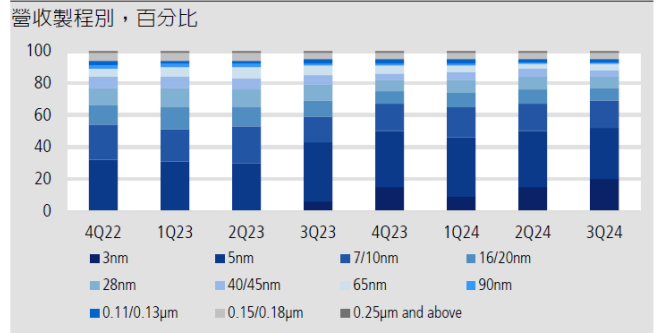
	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	2,263,891	2,161,736	2,886,268	3,608,048	4,342,768
營業毛利 (NT\$百萬)	1,348,355	1,175,111	1,615,141	2,071,848	2,534,416
營業利益 (NT\$百萬)	1,121,279	921,088	1,309,162	1,705,659	2,097,274
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,016,530	838,498	1,172,761	1,500,525	1,829,804
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.23	57.87	70.57
每股現金股利 (NT\$)	11.00	13.00	16.00	18.00	18.00
每股盈餘成長率 (%)	70.4	(17.5)	39.9	27.9	21.9
本益比 (x)	25.5	30.9	22.1	17.3	14.2
股價淨值比 (x)	8.8	7.5	6.1	4.9	3.9
EV/EBITDA (x)	16.0	16.9	12.3	10.0	8.3
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.1	1.3	1.6	1.8	1.8
股東權益報酬率 (%)	39.8	26.2	30.4	31.5	30.7

資料來源：公司資料，凱基預估

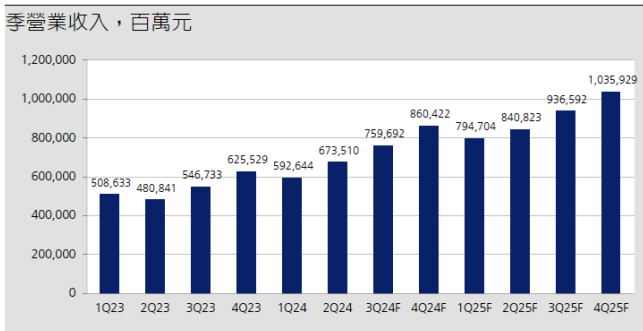
圖 1：公司概况

台積電是全球最大的專業半導體晶圓代工廠，近年來其市占率持續有所增加。2013 年的八吋約當產能超越一千六百萬片。台積電現有六座先進十二吋晶圓廠、六座八吋廠、一座六吋廠，外加正在興建的一座十二吋廠。台積電提供以下服務：晶圓製造，晶圓探測，組裝和測試，光罩生產和設計服務。

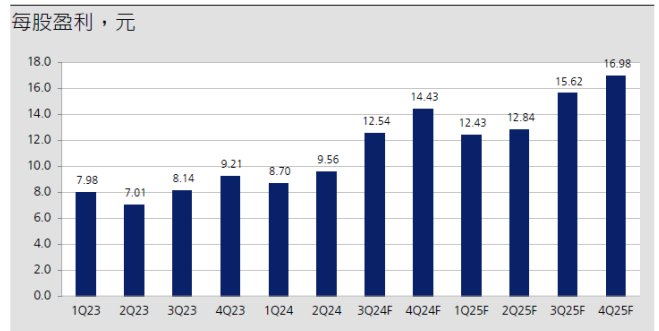
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：台積電各製程晶圓營收比重


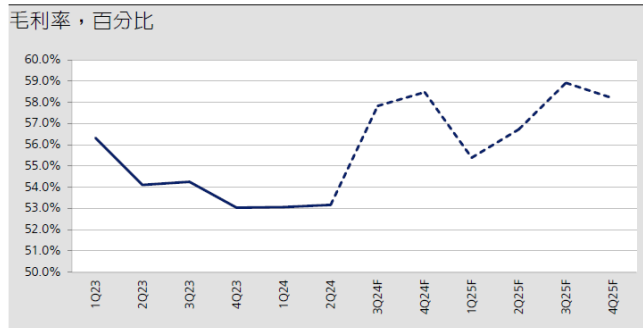
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入


資料來源：凱基

圖 4：每股盈利


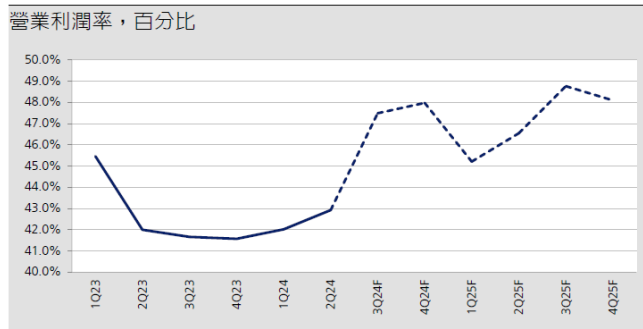
資料來源：凱基

圖 5：毛利率


資料來源：凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比

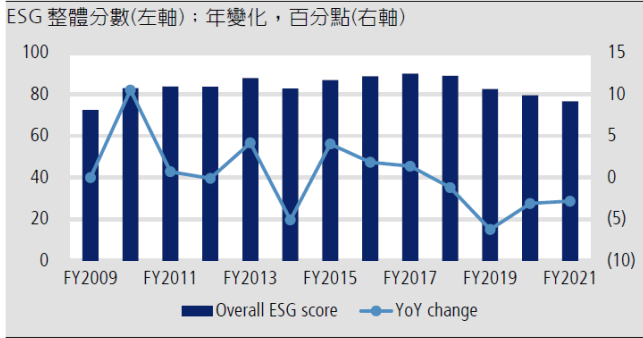

資料來源：TEJ，凱基預估

圖 7：營業利潤率


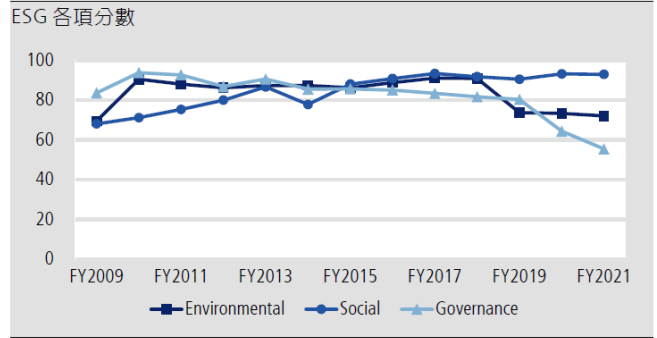
資料來源：凱基

圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比

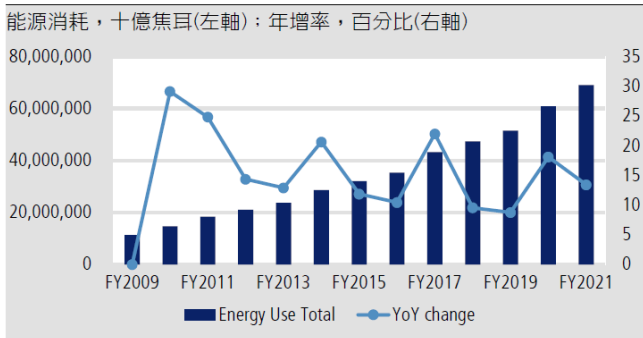

資料來源：TEJ，凱基預估

圖 9：ESG 整體分數


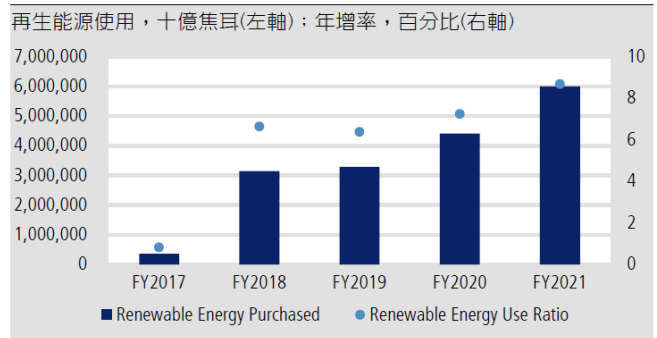
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 10：ESG 各項分數


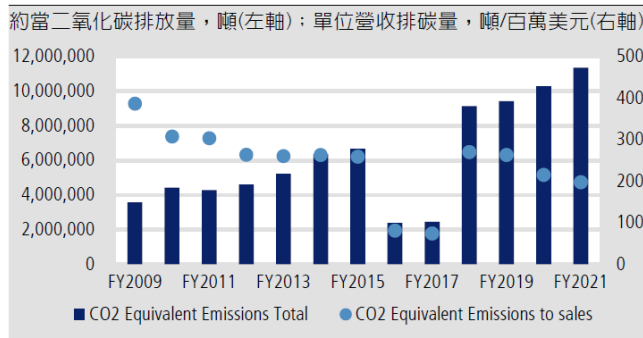
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：能源消耗


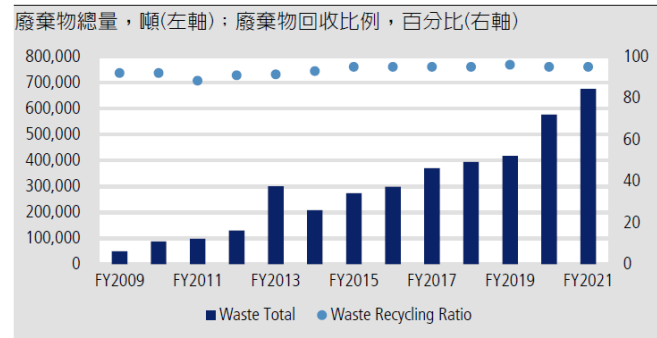
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：再生能源使用


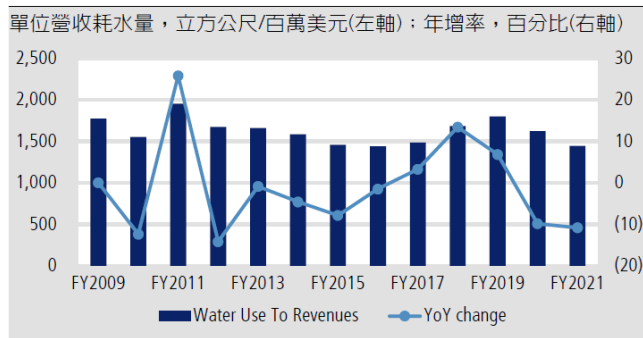
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：碳排放量


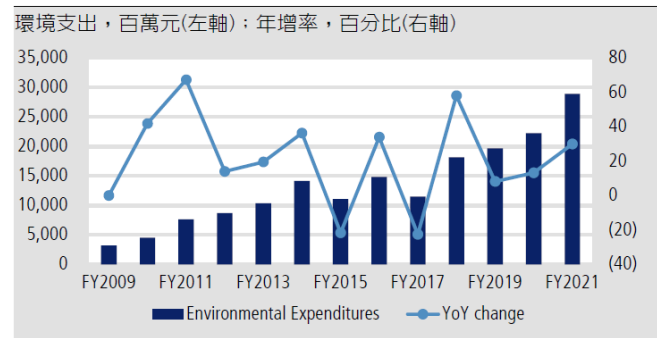
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：廢棄物總量


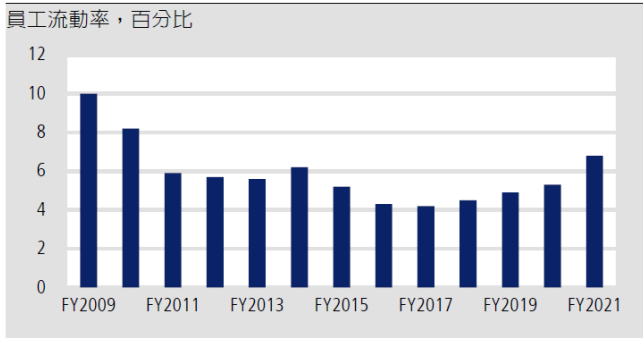
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：耗水量


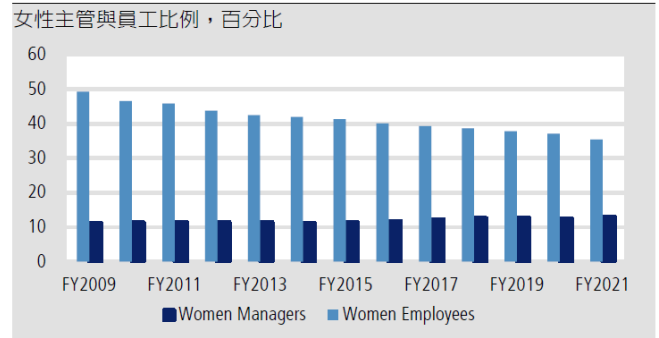
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：環境支出


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：員工流動率


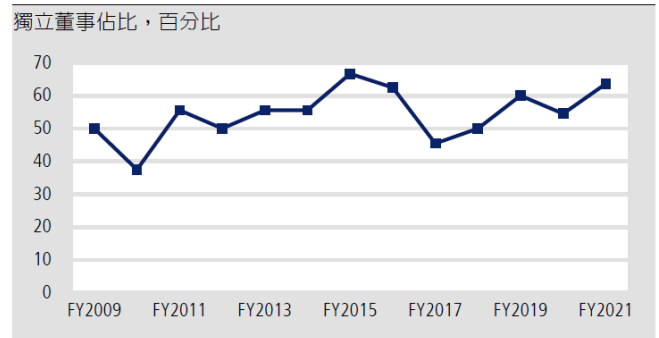
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：員工訓練


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：獨立董事


資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言, 輸電/電網損耗為其業務活動之一部分, 被視為總能源消耗, 數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言, 用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產, 則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體: 二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體: 二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物, 但如液體廢棄物以公噸為單位呈報, 則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業, tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護, 或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出, 亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工, 如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比, 如最高階、高階、中階、初階, 則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位, 則乘以 8, 係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源: Refinitiv, 凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	592,644	673,510	759,692	860,422	794,704	840,823	936,592	1,035,929	2,886,268	3,608,048	4,342,768
營業成本	(278,139)	(315,386)	(320,347)	(357,255)	(354,492)	(363,845)	(384,799)	(433,063)	(1,271,127)	(1,536,199)	(1,808,353)
營業毛利	314,505	358,124	439,345	503,167	440,212	476,978	551,793	602,865	1,615,141	2,071,848	2,534,416
營業費用	(65,487)	(69,022)	(78,579)	(90,344)	(80,901)	(85,596)	(95,064)	(104,629)	(305,979)	(366,190)	(437,141)
營業利益	249,018	289,103	360,766	412,822	359,311	391,382	456,729	498,237	1,309,162	1,705,659	2,097,274
折舊	(156,697)	(162,929)	(175,358)	(154,524)	(163,437)	(170,884)	(178,331)	(172,746)	(649,509)	(685,398)	(690,983)
攤提	(2,326)	(2,237)	(3,738)	(2,951)	(3,252)	(3,361)	(3,801)	(3,299)	(11,252)	(13,713)	(13,816)
EBITDA	408,041	454,269	539,862	570,297	526,000	565,627	638,861	674,281	1,969,923	2,404,770	2,802,074
利息收入	19,359	20,979	22,604	20,979	20,979	20,979	20,979	20,979	83,922	83,917	83,917
投資利益淨額	950	1,355	1,561	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	5,066	4,800	4,800
其他營業外收入	0	(0)	1,894	-	-	-	-	-	1,894	-	-
總營業外收入	20,309	22,335	26,059	22,179	22,179	22,179	22,179	22,179	90,882	88,717	88,717
利息費用	(2,698)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(10,613)	(10,553)	(10,553)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(86)	58	-	-	-	-	-	-	(27)	-	-
總營業外費用	(2,784)	(2,580)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(2,638)	(10,640)	(10,553)	(10,553)
稅前純益	266,543	308,858	384,187	432,363	378,852	410,923	476,270	517,778	1,389,404	1,783,823	2,175,439
所得稅費用[利益]	(41,322)	(58,649)	(59,107)	(58,369)	(56,828)	(78,075)	(71,441)	(77,667)	(217,447)	(284,010)	(346,346)
少數股東損益	264	184	178	178	178	178	178	178	804	712	712
非常項目稅後純益	225,485	250,393	325,258	374,172	322,202	333,026	405,008	440,289	1,172,761	1,500,525	1,829,804
非常項目	(0)	(2,547)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	225,485	247,846	325,258	374,172	322,202	333,026	405,008	440,289	1,172,761	1,500,525	1,829,804
每股盈餘 (NT\$)	8.70	9.56	12.54	14.43	12.43	12.84	15.62	16.98	45.23	57.87	70.57
獲利率 (%)											
營業毛利率	53.1	53.2	57.8	58.5	55.4	56.7	58.9	58.2	56.0	57.4	58.4
營業利益率	42.0	42.9	47.5	48.0	45.2	46.5	48.8	48.1	45.4	47.3	48.3
EBITDA Margin	68.9	67.4	71.1	66.3	66.2	67.3	68.2	65.1	68.3	66.7	64.5
稅前純益率	45.0	45.9	50.6	50.3	47.7	48.9	50.9	50.0	48.1	49.4	50.1
稅後純益率	38.0	36.8	42.8	43.5	40.5	39.6	43.2	42.5	40.6	41.6	42.1
季成長率 (%)											
營業收入	(5.3)	13.6	12.8	13.3	(7.6)	5.8	11.4	10.6			
營業毛利	(5.2)	13.9	22.7	14.5	(12.5)	8.4	15.7	9.3			
營業收益增長	(4.3)	16.1	24.8	14.4	(13.0)	8.9	16.7	9.1			
EBITDA	(0.7)	11.3	18.8	5.6	(7.8)	7.5	12.9	5.5			
稅前純益	(4.2)	15.9	24.4	12.5	(12.4)	8.5	15.9	8.7			
稅後純益	(5.5)	9.9	31.2	15.0	(13.9)	3.4	21.6	8.7			
年成長率 (%)											
營業收入	16.5	40.1	39.0	37.6	34.1	24.8	23.3	20.4	33.5	25.0	20.4
營業毛利	9.8	37.6	48.1	51.7	40.0	33.2	25.6	19.8	37.4	28.3	22.3
營業收益	7.7	43.1	58.4	58.7	44.3	35.4	26.6	20.7	42.1	30.3	23.0
EBITDA	19.5	39.4	43.9	38.8	28.9	24.5	18.3	18.2	35.6	22.1	16.5
稅前純益	9.1	43.9	59.0	55.4	42.1	33.0	24.0	19.8	42.0	28.4	22.0
稅後純益	8.9	36.3	54.2	56.7	42.9	34.4	24.5	17.7	39.9	27.9	21.9

資料來源：公司資料，凱基預估

