

台積電 (2330.TW/2330 TT)

獲利上修循環將驅動評價提升

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 重啓評等

| | |
|--------------------|-------|
| 收盤價 July 15 (NT\$) | 1,040 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 1,270 |
| 前次目標價 (NT\$) | N/A |
| 維持 / 調升 / 調降 (%) | N/A |
| 上漲空間 (%) | 22.1 |

焦點內容

- 2Q24 營收優於預期；2024 年營收展望具上檔空間。
- ASP 攀升將助益 2025 年利潤率擴張。
- 2025 年資本支出具上檔空間，惟資本密集度仍低。

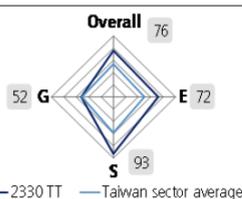
交易資料表

| | |
|------------------------|--------------------------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 26,971/828,397 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 25,934 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 19,276 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 33.17 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 519 -1,080 |
| 股價表現 | 3M 6M 12M |
| 絕對表現 (%) | 29 77.5 76 |
| 相對表現 (%) | 12.2 41.4 37.8 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 2023 | 7.98A | 7.01A | 8.14A | 9.21A |
| 2024 | 8.70A | 9.07F | 10.75F | 11.62F |
| 2025 | 10.92F | 11.14F | 13.45F | 15.03F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

我們重啟對台積電之評等。台積電將於 7 月 18 日召開 2Q24 法說會。我們正向看待公司展望，係因：(1)鑑於公司之產業領導地位，市場共識獲利預估將持續上修；(2) N3 製程需求較預期強勁；與(3)晶圓代工與 CoWoS 服務定價調漲將助益 2025 年利潤率擴張。

評論及分析

2Q24 營收優於預期；2024 年營收展望具上檔空間。 2Q24 營收為 6,735 億元，季增 13.6%，年增 40.1%，優於公司展望高緣 2.2%，主因 N3 需求強勁，以及 N4 與 N5 製程需求優於預期，主要係來自於 Nvidia (美)與比特大陸(中)。展望 3Q24，我們認為管理層將釋出 10-13%之營收季增展望，對比我們預估季增 13%。利潤率將因電費調漲及 N3 放量略微下滑。鑑於 2Q-3Q24 營收強勁，我們認為公司將高機率上修 2024 年營收展望，自年增 20-25%至年增 25-30%，上檔來自於 Apple (美)需求上修、CoWoS-L 放量與 2H24 N3 製程(Fab18)放量較預期快速。

ASP 攀升將助益 2025 年利潤率擴張。 在 Nvidia 支持下，我們認為多數客戶將接受公司先進製程晶圓與先進封裝明年之價格調漲。鑑於電價上揚、通膨與海外擴廠推升營運成本等因素，我們預期公司將調升 2025 年 N3、N4 與 N5 晶圓代工價格 3-7% (佔 2025 年整體營收逾 70%)。在 ASP 上揚的帶動下，我們預估公司毛利率將自 2024 年的 51.7%成長至 2025 年的 53.7%。

2025 年資本支出具上檔空間，惟資本密集度仍低。 我們預期台積電 2025 年資本支出將從 2024 年之 310 億美元攀升至 350-360 億美元，年增 15%，主因 Intel (美)、比特大陸與 Qualcomm (美) N3 製程需求較預期強勁，及 CoWoS 與 SoIC 產能進一步擴張。然基於漲價預期，我們預估公司 2025 年營收將年增 20%，超過其資本支出年增率，使其 2025 年資本密集度將維持於偏低之 34%，符合管理層認為未來數年資本密集度逐漸降低。

投資建議

我們重啟對台積電之追蹤，給予「增加持股」評等與目標價 1,270 元，係基於 25 倍 2025 年每股盈餘預估換算得出，並建議投資人於股價回檔之際加碼，係因：(1)鑑於公司之產業領導地位，我們認為市場共識獲利預估將持續上修；(2)晶圓代工定價上漲與產品組合轉佳將推升 ASP；及(3) Intel 逐漸增加外包比重、行動 AP 升級至 N3 製程及 AI 大趨勢。我們認為 25 倍之目標本益比(循環峰值)在訂單能見度延長與當前費城半導體指數交易於 25-26 倍本益比之下實屬合理。

投資風險

全球總經與地緣政治之不確定性；庫存修正時間延長。

主要財務數據及估值

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入 (NT\$百萬) | 1,587,415 | 2,263,891 | 2,161,736 | 2,812,596 | 3,380,724 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 819,537 | 1,348,355 | 1,175,111 | 1,455,194 | 1,814,141 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 649,981 | 1,121,279 | 921,088 | 1,157,176 | 1,475,617 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,040,615 | 1,310,390 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 23.01 | 39.20 | 32.34 | 40.13 | 50.54 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 11.00 | 11.00 | 13.00 | 16.00 | 18.00 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 15.2 | 70.4 | (17.5) | 24.1 | 25.9 |
| 本益比 (x) | 45.2 | 26.5 | 32.2 | 25.9 | 20.6 |
| 股價淨值比 (x) | 12.4 | 9.2 | 7.8 | 6.4 | 5.3 |
| EV/EBITDA (x) | 24.5 | 16.7 | 17.6 | 13.6 | 11.1 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash |
| 殖利率 (%) | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| 股東權益報酬率 (%) | 29.7 | 39.8 | 26.2 | 27.2 | 28.2 |

資料來源：公司資料，凱基預估

2Q24 營收優於預期隱含 2024 年營收展望具上檔空間。2Q24 營收為 674 億元，季增 13.6%，年增 40.1%，優於公司展望高緣 2.2%，主因 N3 需求強勁，以及 N4 與 N5 製程需求優於預期，主要係來自於 Nvidia (美)與比特大陸(中)。展望 3Q24，我們認為管理層將釋出 10-13%之營收季增展望，對比我們預估季增 13%。利潤率則將略微下滑，主因電費調漲、N3 放量稀釋利潤率，加上部分 N5 設備移轉至 N3 所衍生之成本。

鑑於 2Q-3Q24 營收強勁，我們認為公司將高機率上修 2024 年營收展望，自年增 20-25%至年增 25-30%，上檔來自於 Apple (美)需求上修、CoWoS-L 放量與 2H24 N3 製程(Fab18)放量較預期快速。我們預估 2024 年營收為 2.81 兆元，年增 30%。

圖 1：2Q-3Q24 財測暨市場共識比較

| 百萬元 | 2Q24F | | | | | 3Q24F | | | | |
|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|
| | 凱基預估 | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 凱基預估 | QoQ (%) | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 673,537 | 13.6 | 40.1 | 654,631 | 2.9 | 763,116 | 13.3 | 39.6 | 730,698 | 4.4 |
| 毛利 | 348,127 | 10.7 | 33.8 | 344,971 | 0.9 | 386,419 | 11.0 | 30.3 | 384,303 | 0.6 |
| 營業利益 | 272,085 | 9.1 | 34.7 | 272,753 | (0.2) | 305,911 | 12.4 | 34.3 | 306,440 | (0.2) |
| 稅後淨利 | 235,119 | 4.3 | 29.3 | 234,384 | 0.3 | 278,707 | 18.5 | 32.1 | 276,672 | 0.7 |
| 每股盈餘(元) | 9.07 | 4.3 | 29.3 | 9.07 | (0.0) | 10.75 | 18.5 | 32.1 | 10.70 | 0.5 |
| 毛利率(%) | 51.7 | (1.4)ppts | (2.4)ppts | 52.7 | (1.0)ppts | 50.6 | (1.0)ppts | (3.6)ppts | 52.6 | (2.0)ppts |
| 營利率(%) | 40.4 | (1.7)ppts | (1.6)ppts | 41.7 | (1.3)ppts | 40.1 | (0.3)ppts | (1.6)ppts | 41.9 | (1.9)ppts |
| 淨利率(%) | 34.9 | (3.1)ppts | (2.9)ppts | 35.8 | (0.9)ppts | 36.5 | 1.6 ppts | (2.1)ppts | 37.9 | (1.3)ppts |

資料來源：Bloomberg，凱基預估

ASP 攀升將助益 2025 年利潤率擴張。 Computex 2024 上，Nvidia CEO 表示將支持台積電漲價，反映其價值與成本上揚。據此，我們認為多數客戶最終將接受公司先進製程晶圓與先進封裝明年之價格調漲。

策略面而言，我們認為較高之晶圓代工定價對 Nvidia 之獲利能力影響有限，惟 Nvidia 此舉將使競爭同業之利潤率承壓，亦將使同業於產能分配協議中居於劣勢。

鑑於電價上漲與海外擴廠推升營運成本，我們預期公司將調升 2025 年 N3、N4 與 N5 晶圓代工價格 3-7% (佔 2025 年整體營收逾 70%)。在 ASP 上揚的帶動下，我們預估公司毛利率將自 2024 年的 51.7%成長至 2025 年的 53.7%。

此外，鑑於複雜性提高，B100(即將推出)所採用 CoWoS-L 之報價將高於 CoWoS-S 60-65%。我們預估 CoWoS-L 將佔 2024 年 CoWoS 出貨量 15%，而該佔比將於 2025 年上揚至 33-36%。

圖 2：2024-25 年財測暨市場共識比較

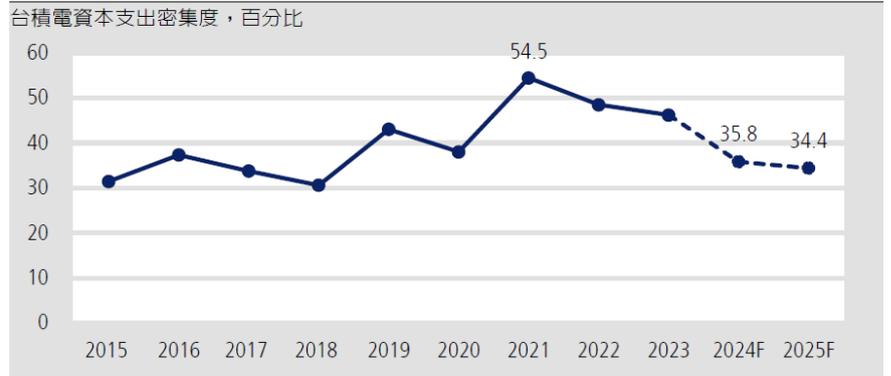
| 百萬元 | 2024F | | | | 2025F | | | |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| | 凱基預估 | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) | 凱基預估 | YoY (%) | 市場共識 | 差異(%) |
| 營收 | 2,812,596 | 30.1 | 2,763,152 | 1.8 | 3,380,724 | 20.2 | 3,389,259 | (0.3) |
| 毛利 | 1,455,194 | 23.8 | 1,457,038 | (0.1) | 1,814,141 | 24.7 | 1,840,978 | (1.5) |
| 營業利益 | 1,157,176 | 25.6 | 1,160,441 | (0.3) | 1,475,617 | 27.5 | 1,499,656 | (1.6) |
| 稅後淨利 | 1,040,615 | 24.1 | 1,034,311 | 0.6 | 1,310,390 | 25.9 | 1,328,863 | (1.4) |
| 每股盈餘 (元) | 40.13 | 24.1 | 39.92 | 0.5 | 50.54 | 25.9 | 50.76 | (0.4) |
| 毛利率 (%) | 51.7 | (2.6)ppts | 52.7 | (1.0)ppts | 53.7 | 1.9 ppts | 54.3 | (0.7)ppts |
| 營利率 (%) | 41.1 | (1.5)ppts | 42.0 | (0.9)ppts | 43.6 | 2.5 ppts | 44.2 | (0.6)ppts |
| 淨利率 (%) | 37.0 | (1.8)ppts | 37.4 | (0.4)ppts | 38.8 | 1.8 ppts | 39.2 | (0.4)ppts |

資料來源：Bloomberg，凱基預估

2025 年資本支出具上檔空間，惟資本密集度仍低。我們預期台積電 2025 年資本支出將從 2024 年之 310 億美元攀升至 350-360 億美元，年增 15%，主因 Intel、比特大陸與 Qualcomm N3 製程需求較預期強勁，及 CoWoS 與 SolC 產能進一步擴張。我們預估 2025 年台積電將擴充其 N3 製程、CoWoS 與 SolC 產能，分別年增 50%、75%與 100%。

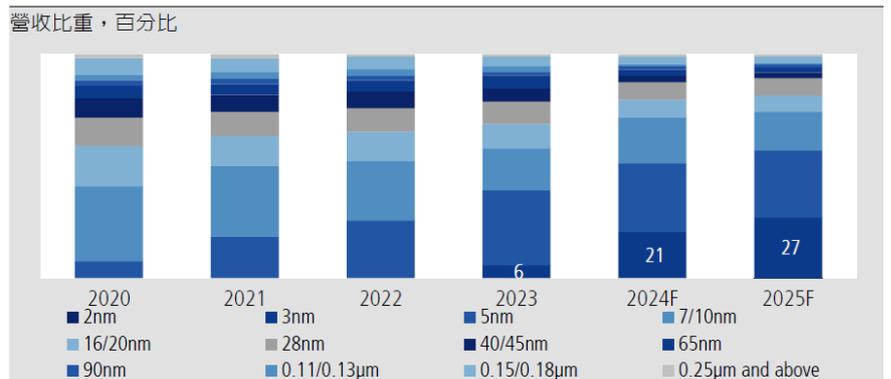
然基於漲價預期，我們預估公司 2025 年營收將年增 20%，超過其資本支出年增率，使其 2025 年資本密集度將維持於偏低之 34%，符合管理層認為未來數年資本密集度逐漸降低。此亦隱含管理層於未來將有更多空間提升現金股利發放率。

圖 3：2025 年台積電資本支出密集度仍低



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 4：營收(依製程)

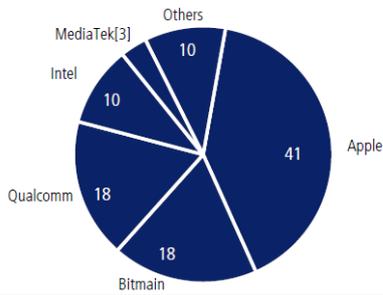


資料來源：公司資料，凱基預估

N3 強大之客戶群將成為 2025 年之關鍵營收成長動能。展望 2025 年，我們認為數項動能將致使 N3 製程供給維持緊縮。首先，我們預計 Intel 持續提升其 x86 CPU 之外包比重(自 2H24 之 Lunar Lake 開始)。其次，繼 Apple 之後，Qualcomm (SDM8750)與聯發科(2454 TT, NT\$1,355, 未評等；天璣 9400)均將於 2H24 推出 3nm 旗艦 AP。我們認為行動 AP (Android 陣營)之製程升級將推升 N3 製程需求。最後，我們認為市場低估來自比特大陸之需求。儘管此需求將隨加密貨幣需求波動，但我們仍預計需求將於 2024-25 年自 N4 升級至 N3。

圖 5：2025 年 3 奈米客戶組合

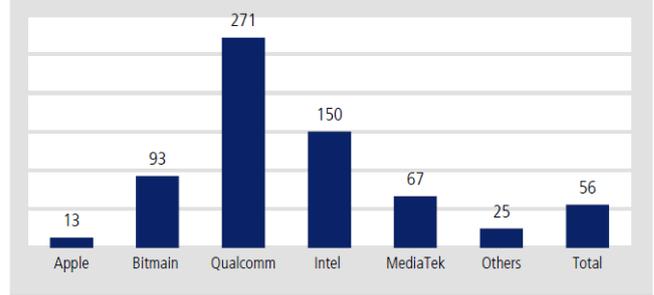
營收佔比(按客戶)，百分比



資料來源：凱基預估

圖 6：2025 年 3nm 營收年增率預估(按客戶)

3nm 營收年增率，百分比



資料來源：凱基預估

圖 7：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。

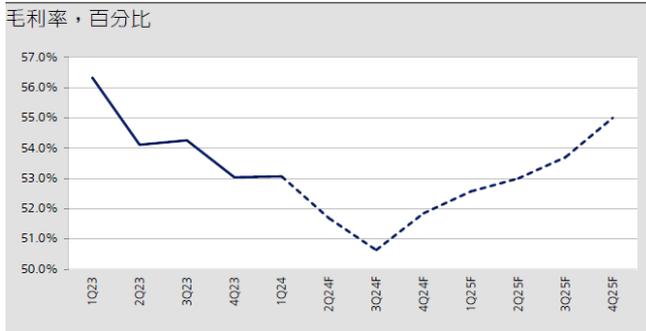
資料來源：公司資料，凱基

圖 9：季營業收入



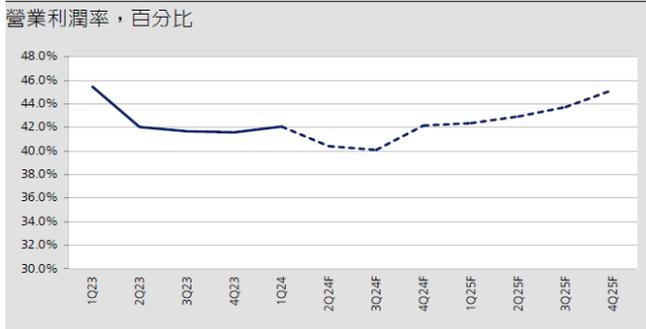
資料來源：凱基

圖 11：毛利率



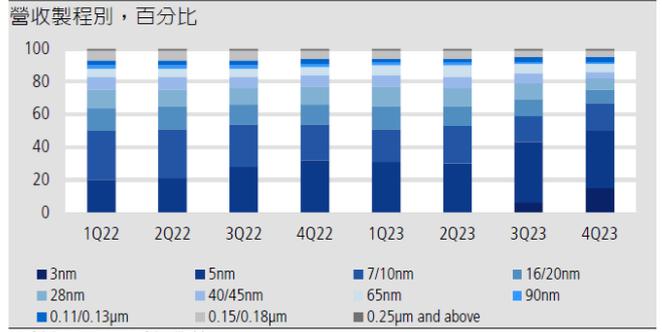
資料來源：凱基

圖 13：營業利潤率



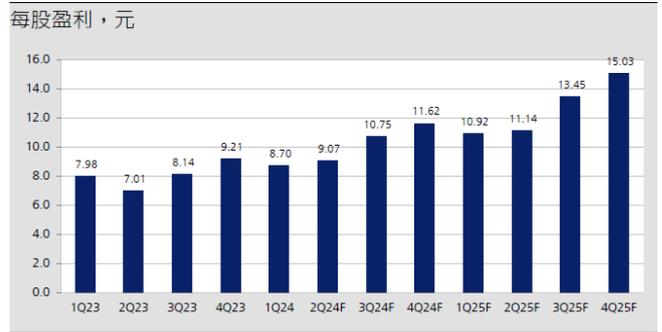
資料來源：凱基

圖 8：台積電各製程晶圓營收比重



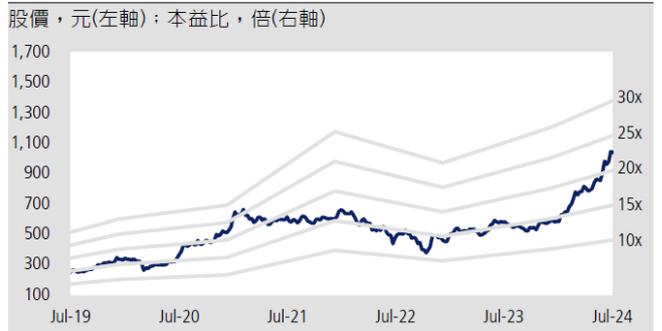
資料來源：公司資料，凱基

圖 10：每股盈利



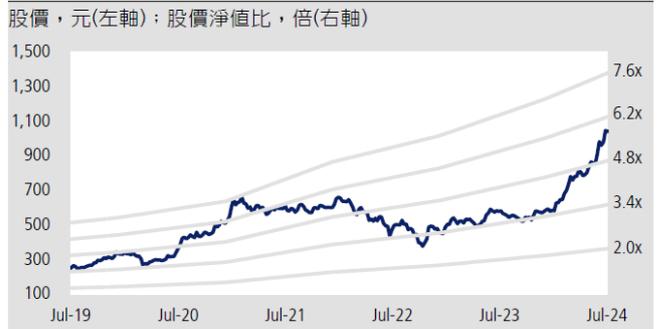
資料來源：凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 14：未來 12 個月預估股價淨值比



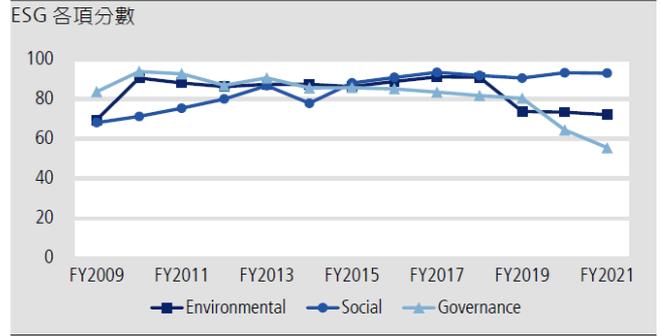
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 15：ESG 整體分數



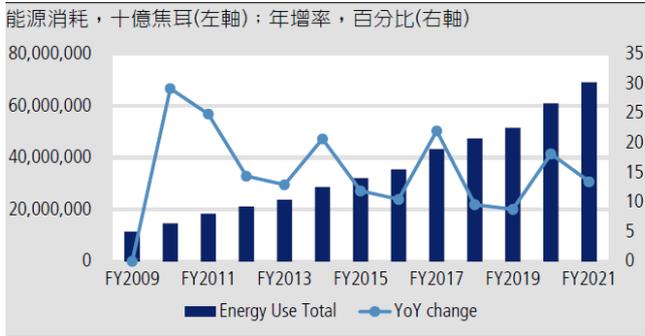
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：能源消耗



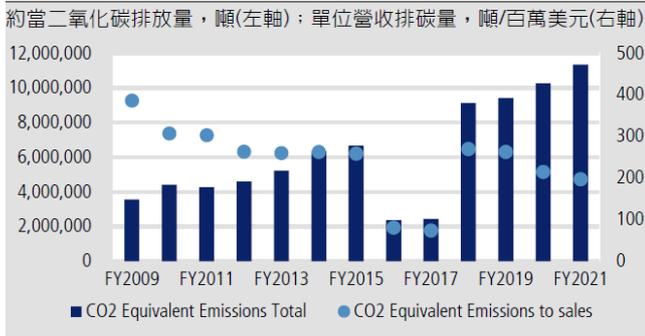
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：再生能源使用



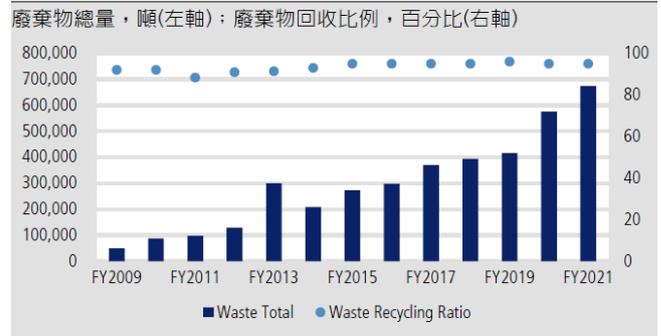
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：碳排放量



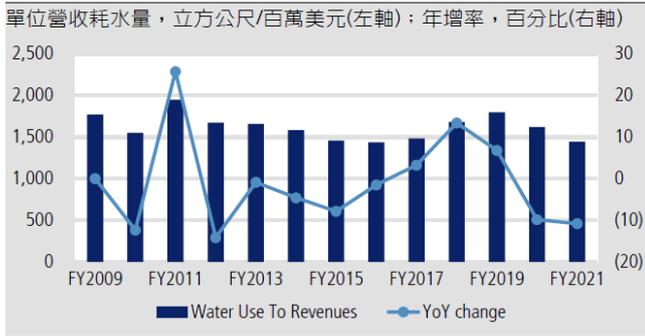
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：廢棄物總量



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：耗水量



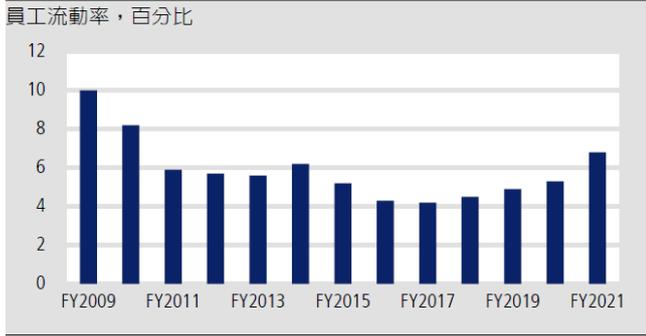
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：環境支出



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：員工流動率



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：員工訓練



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 26：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 | 季度 | | | | | | | | 年度 | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| | Mar-24A | Jun-24F | Sep-24F | Dec-24F | Mar-25F | Jun-25F | Sep-25F | Dec-25F | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
| 損益表 (NT\$百萬) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 592,644 | 673,537 | 763,116 | 783,299 | 743,746 | 788,185 | 885,710 | 963,082 | 2,161,736 | 2,812,596 | 3,380,724 |
| 營業成本 | (278,139) | (325,410) | (376,697) | (377,156) | (352,748) | (370,435) | (410,064) | (433,335) | (986,625) | (1,357,402) | (1,566,582) |
| 營業毛利 | 314,505 | 348,127 | 386,419 | 406,143 | 390,998 | 417,750 | 475,647 | 529,747 | 1,175,111 | 1,455,194 | 1,814,141 |
| 營業費用 | (65,228) | (76,042) | (80,509) | (75,980) | (76,011) | (79,449) | (88,394) | (94,671) | (254,022) | (298,018) | (338,525) |
| 營業利益 | 249,278 | 272,085 | 305,911 | 330,163 | 314,987 | 338,301 | 387,253 | 435,076 | 921,088 | 1,157,176 | 1,475,617 |
| 折舊 | (156,697) | (171,795) | (194,724) | (173,890) | (182,756) | (190,164) | (197,571) | (192,016) | (522,933) | (697,107) | (762,507) |
| 攤提 | (2,326) | (3,379) | (4,150) | (3,321) | (3,637) | (3,740) | (4,211) | (3,667) | (9,258) | (13,176) | (15,255) |
| EBITDA | 408,301 | 447,259 | 504,785 | 507,374 | 501,380 | 532,205 | 589,035 | 630,759 | 1,453,279 | 1,867,459 | 2,253,378 |
| 利息收入 | 19,359 | 19,359 | 19,359 | 19,359 | 19,359 | 19,359 | 19,359 | 19,359 | 60,294 | 77,437 | 77,437 |
| 投資利益淨額 | 950 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 5,119 | 4,550 | 4,800 |
| 其他營業外收入 | 0 | - | - | - | - | - | - | - | 16 | 0 | - |
| 總營業外收入 | 20,309 | 20,559 | 20,559 | 20,559 | 20,559 | 20,559 | 20,559 | 20,559 | 65,429 | 81,987 | 82,237 |
| 利息費用 | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (11,999) | (10,793) | (10,793) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | (86) | - | - | - | - | - | - | - | 4,276 | (86) | - |
| 總營業外費用 | (2,784) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (2,698) | (7,723) | (10,879) | (10,793) |
| 稅前純益 | 266,803 | 289,946 | 323,771 | 348,023 | 332,848 | 356,162 | 405,114 | 452,937 | 978,794 | 1,228,284 | 1,547,060 |
| 所得稅費用[利益] | (41,322) | (55,090) | (45,328) | (46,983) | (49,927) | (67,671) | (56,716) | (63,411) | (141,404) | (188,723) | (237,725) |
| 少數股東損益 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 | 264 | 730 | 1,054 | 1,054 |
| 非常項目稅後純益 | 225,744 | 235,119 | 278,707 | 301,304 | 283,184 | 288,755 | 348,661 | 389,789 | 838,120 | 1,040,615 | 1,310,390 |
| 非常項目 | (259) | - | - | - | - | - | - | - | 377 | - | - |
| 稅後淨利 | 225,485 | 235,119 | 278,707 | 301,304 | 283,184 | 288,755 | 348,661 | 389,789 | 838,498 | 1,040,615 | 1,310,390 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 8.70 | 9.07 | 10.75 | 11.62 | 10.92 | 11.14 | 13.45 | 15.03 | 32.34 | 40.13 | 50.54 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 53.1 | 51.7 | 50.6 | 51.9 | 52.6 | 53.0 | 53.7 | 55.0 | 54.4 | 51.7 | 53.7 |
| 營業利益率 | 42.1 | 40.4 | 40.1 | 42.2 | 42.4 | 42.9 | 43.7 | 45.2 | 42.6 | 41.1 | 43.6 |
| EBITDA Margin | 68.9 | 66.4 | 66.1 | 64.8 | 67.4 | 67.5 | 66.5 | 65.5 | 67.2 | 66.4 | 66.7 |
| 稅前純益率 | 45.0 | 43.0 | 42.4 | 44.4 | 44.8 | 45.2 | 45.7 | 47.0 | 45.3 | 43.7 | 45.8 |
| 稅後純益率 | 38.0 | 34.9 | 36.5 | 38.5 | 38.1 | 36.6 | 39.4 | 40.5 | 38.8 | 37.0 | 38.8 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (5.3) | 13.6 | 13.3 | 2.6 | (5.0) | 6.0 | 12.4 | 8.7 | | | |
| 營業毛利 | (5.2) | 10.7 | 11.0 | 5.1 | (3.7) | 6.8 | 13.9 | 11.4 | | | |
| 營業收益增長 | (4.2) | 9.1 | 12.4 | 7.9 | (4.6) | 7.4 | 14.5 | 12.3 | | | |
| EBITDA | (0.6) | 9.5 | 12.9 | 0.5 | (1.2) | 6.1 | 10.7 | 7.1 | | | |
| 稅前純益 | (4.1) | 8.7 | 11.7 | 7.5 | (4.4) | 7.0 | 13.7 | 11.8 | | | |
| 稅後純益 | (5.5) | 4.3 | 18.5 | 8.1 | (6.0) | 2.0 | 20.7 | 11.8 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 16.5 | 40.1 | 39.6 | 25.2 | 25.5 | 17.0 | 16.1 | 23.0 | (4.5) | 30.1 | 20.2 |
| 營業毛利 | 9.8 | 33.8 | 30.3 | 22.4 | 24.3 | 20.0 | 23.1 | 30.4 | (12.8) | 23.8 | 24.7 |
| 營業收益 | 7.8 | 34.7 | 34.3 | 26.9 | 26.4 | 24.3 | 26.6 | 31.8 | (17.9) | 25.6 | 27.5 |
| EBITDA | 19.5 | 37.2 | 34.6 | 23.5 | 22.8 | 19.0 | 16.7 | 24.3 | (6.8) | 28.5 | 20.7 |
| 稅前純益 | 9.2 | 35.0 | 34.0 | 25.1 | 24.8 | 22.8 | 25.1 | 30.1 | (14.5) | 25.5 | 26.0 |
| 稅後純益 | 8.9 | 29.3 | 32.1 | 26.2 | 25.6 | 22.8 | 25.1 | 29.4 | (17.5) | 24.1 | 25.9 |

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 資產總額 | 3,725,503 | 4,964,779 | 5,532,371 | 6,476,448 | 7,400,318 |
| 流動資產 | 1,607,073 | 2,052,897 | 2,194,033 | 2,824,304 | 3,358,606 |
| 現金及短期投資 | 1,188,456 | 1,561,486 | 1,687,644 | 2,117,487 | 2,530,774 |
| 存貨 | 193,102 | 221,149 | 250,997 | 337,747 | 388,056 |
| 應收帳款及票據 | 198,301 | 231,340 | 201,938 | 308,062 | 378,768 |
| 其他流動資產 | 27,214 | 38,922 | 53,453 | 61,008 | 61,008 |
| 非流動資產 | 2,118,431 | 2,911,882 | 3,338,338 | 3,652,144 | 4,041,713 |
| 長期投資 | 29,385 | 68,928 | 129,442 | 142,069 | 146,869 |
| 固定資產 | 1,975,119 | 2,693,837 | 3,064,475 | 3,365,268 | 3,750,037 |
| 什項資產 | 113,927 | 149,117 | 144,421 | 144,807 | 144,807 |
| 負債總額 | 1,554,770 | 2,004,290 | 2,049,108 | 2,254,885 | 2,283,234 |
| 流動負債 | 739,503 | 944,227 | 913,583 | 1,158,890 | 1,187,239 |
| 應付帳款及票據 | 48,723 | 56,522 | 57,293 | 94,689 | 108,793 |
| 短期借款 | 119,488 | 19,314 | 9,293 | 12,500 | 12,500 |
| 什項負債 | 571,293 | 868,391 | 846,997 | 1,051,701 | 1,065,946 |
| 長期負債 | 815,267 | 1,060,063 | 1,135,525 | 1,095,995 | 1,095,995 |
| 長期借款 | 613,380 | 839,096 | 918,283 | 944,230 | 944,230 |
| 其他負債及準備 | 181,123 | 191,203 | 188,560 | 130,434 | 130,434 |
| 股東權益總額 | 2,170,733 | 2,960,489 | 3,483,263 | 4,221,563 | 5,117,085 |
| 普通股股本 | 259,304 | 259,304 | 259,321 | 259,336 | 259,336 |
| 保留盈餘 | 1,536,379 | 2,323,223 | 2,846,884 | 3,861,302 | 4,756,823 |
| 少數股東權益 | 2,447 | 14,836 | 24,349 | 29,984 | 29,984 |
| 優先股股東資金 | - | - | - | - | - |

主要財務比率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 年成長率 | | | | | |
| 營業收入 | 18.5% | 42.6% | (4.5%) | 30.1% | 20.2% |
| 營業收益增長 | 14.7% | 72.5% | (17.9%) | 25.6% | 27.5% |
| EBITDA | 19.4% | 45.3% | (6.8%) | 28.5% | 20.7% |
| 稅後純益 | 15.2% | 70.4% | (17.5%) | 24.1% | 25.9% |
| 每股盈餘成長率 | 15.2% | 70.4% | (17.5%) | 24.1% | 25.9% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 51.6% | 59.6% | 54.4% | 51.7% | 53.7% |
| 營業利益率 | 40.9% | 49.5% | 42.6% | 41.1% | 43.6% |
| EBITDA Margin | 67.6% | 68.8% | 67.2% | 66.4% | 66.7% |
| 稅後純益率 | 37.6% | 44.9% | 38.8% | 37.0% | 38.8% |
| 平均資產報酬率 | 18.4% | 23.4% | 16.0% | 17.3% | 18.9% |
| 股東權益報酬率 | 29.7% | 39.8% | 26.2% | 27.2% | 28.2% |
| 槓桿 \ 償債能力分析 | | | | | |
| 毛負債比率 (%) | 33.8% | 29.0% | 26.6% | 22.7% | 18.7% |
| 淨負債比率 | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 123.5 | 98.4 | 82.6 | 114.8 | 144.3 |
| 利息及短期債保障倍數 (x) | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Cash Flow Int. Coverage (x) | 205.4 | 137.1 | 103.5 | 162.6 | 184.4 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 8.9 | 51.8 | 58.3 | 75.3 | 85.5 |
| 流動比率 (x) | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 2.4 | 2.8 |
| 速動比率 (x) | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.5 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (332,122) | (484,404) | (537,852) | (936,296) | (1,349,583) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 23.01 | 39.20 | 32.34 | 40.13 | 50.54 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 42.89 | 62.12 | 47.90 | 67.69 | 76.77 |
| 每股淨值 (NT\$) | 83.62 | 113.60 | 133.38 | 161.65 | 196.19 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 83.62 | 113.60 | 133.40 | 161.65 | 196.19 |
| 每股營收 (NT\$) | 61.22 | 87.31 | 83.37 | 108.47 | 130.38 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 41.36 | 60.11 | 56.05 | 72.02 | 86.90 |
| 每股現金股利 (NT\$) | 11.00 | 11.00 | 13.00 | 16.00 | 18.00 |
| 資產運用狀況 | | | | | |
| 資產周轉率 (x) | 0.49 | 0.52 | 0.41 | 0.47 | 0.49 |
| 應收帳款周轉天數 | 45.6 | 37.3 | 34.1 | 40.1 | 40.9 |
| 存貨周轉天數 | 91.8 | 88.2 | 92.9 | 91.1 | 90.4 |
| 應付帳款周轉天數 | 23.2 | 22.5 | 21.2 | 25.5 | 25.3 |
| 現金轉換周轉天數 | 114.2 | 102.9 | 105.8 | 105.6 | 106.0 |

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 營業收入 | 1,587,415 | 2,263,891 | 2,161,736 | 2,812,596 | 3,380,724 |
| 營業成本 | (767,878) | (915,536) | (986,625) | (1,357,402) | (1,566,582) |
| 營業毛利 | 819,537 | 1,348,355 | 1,175,111 | 1,455,194 | 1,814,141 |
| 營業費用 | (169,556) | (227,076) | (254,022) | (298,018) | (338,525) |
| 營業利益 | 649,981 | 1,121,279 | 921,088 | 1,157,176 | 1,475,617 |
| 總營業外收入 | 12,285 | 31,168 | 65,429 | 81,987 | 82,237 |
| 利息收入 | 5,709 | 22,422 | 60,294 | 77,437 | 77,437 |
| 投資利益淨額 | 5,965 | 8,065 | 5,119 | 4,550 | 4,800 |
| 其他營業外收入 | 611 | 681 | 16 | 0 | - |
| 總營業外費用 | 860 | (8,256) | (7,723) | (10,879) | (10,793) |
| 利息費用 | (5,414) | (11,750) | (11,999) | (10,793) | (10,793) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 6,275 | 3,494 | 4,276 | (86) | - |
| 稅前純益 | 663,126 | 1,144,191 | 978,794 | 1,228,284 | 1,547,060 |
| 所得稅費用[利益] | (66,053) | (127,290) | (141,404) | (188,723) | (237,725) |
| 少數股東損益 | (533) | (370) | 730 | 1,054 | 1,054 |
| 非常項目 | - | 0 | 377 | - | - |
| 投資淨利 | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,040,615 | 1,310,390 |
| EBITDA | 1,072,376 | 1,558,533 | 1,453,279 | 1,867,459 | 2,253,378 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 23.01 | 39.20 | 32.34 | 40.13 | 50.54 |

現金流量

| NT\$百萬 | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| 營運活動之現金流量 | 1,112,161 | 1,610,599 | 1,241,967 | 1,755,106 | 1,990,686 |
| 本期純益 | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,040,615 | 1,310,390 |
| 折舊及攤提 | 422,395 | 437,254 | 532,191 | 710,283 | 777,762 |
| 本期運用資金變動 | (100,384) | (53,286) | 324 | (155,478) | (106,911) |
| 其他營業資產及負債變動 | 193,610 | 210,100 | (129,046) | 159,685 | 9,445 |
| 投資活動之現金流量 | (836,366) | (1,190,928) | (906,121) | (1,024,487) | (1,162,530) |
| 投資用短期投資出售[新購] | 4,676 | (128,838) | (55,781) | (12,782) | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (839,196) | (1,082,672) | (949,817) | (1,045,985) | (1,162,530) |
| 其他資產變動 | (1,846) | 20,582 | 99,478 | 34,280 | - |
| 自由現金流 | 59,845 | 289,078 | 361,461 | 475,023 | 741,936 |
| 融資活動之現金流量 | 136,608 | (200,244) | (204,894) | (330,969) | (414,868) |
| 短期借款變動 | 35,668 | (111,960) | - | - | - |
| 長期借款變動 | 362,765 | 195,983 | 68,204 | 29,154 | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (265,786) | (285,234) | (291,722) | (337,080) | (414,868) |
| 其他融資現金流 | 3,961 | 1,839 | 18,623 | (23,044) | - |
| 匯率影響數 | (7,584) | 58,397 | (8,339) | 27,949 | - |
| 本期產生現金流量 | 404,820 | 277,824 | 122,614 | 427,599 | 413,287 |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷售費用/營業收入 | 10.7% | 10.0% | 11.8% | 10.6% | 10.0% |
| = 營業利益率 | 40.9% | 49.5% | 42.6% | 41.1% | 43.6% |
| 1 / (營業運用資金/營業收入) | (0.1) | (0.2) | (0.2) | (0.2) | (0.1) |
| + 淨固定資產/營業收入 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| + 什項資產/營業收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| = 資本周轉率 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 營業利益率 | 40.9% | 49.5% | 42.6% | 41.1% | 43.6% |
| x 資本周轉率 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| x (1 - 有效現金稅率) | 90.0% | 88.9% | 85.6% | 84.6% | 84.6% |
| = 稅後 ROIC | 32.9% | 43.9% | 29.4% | 31.9% | 35.2% |

資料來源：公司資料，凱基預估

台積電 – 以往評級及目標價



| 日期 | 評級 | 目標價 | 收盤價 |
|------------|------|-----|-----|
| 2024-01-18 | 增加持股 | 688 | 588 |
| 2024-01-10 | 增加持股 | 688 | 584 |
| 2023-10-19 | 增加持股 | 703 | 546 |
| 2023-10-06 | 增加持股 | 703 | 532 |
| 2023-07-20 | 增加持股 | 658 | 579 |
| 2023-07-04 | 增加持股 | 716 | 585 |
| 2023-04-14 | 增加持股 | 591 | 516 |
| 2023-03-29 | 增加持股 | 603 | 530 |
| 2023-03-29 | 增加持股 | 603 | 530 |
| 2022-10-31 | 增加持股 | 575 | 390 |

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。