

台積電 (2330.TW/2330 TT)

N2 展望樂觀

FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

收盤價 June 9 (NT\$)	1,005
12 個月目標價 (NT\$)	1,105
前次目標價 (NT\$)	1,000
調升 (%)	10.5
上漲空間 (%)	10.0

焦點內容

1. N2 採用時程以及營收規模遠大於 N3。
2. 預估 N3 2026 年之出貨量將年增 10%。
3. CoWoS 擴張面臨下修。

交易資料表

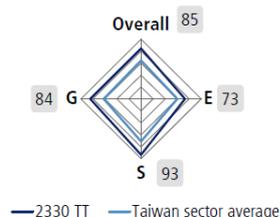
市值：(NT\$/US\$mn)	26,062/872,377
流通在外股數 (百萬股)：	25,933
外資持有股數 (百萬股)：	18,833
3M 平均成交量 (百萬股)：	28.11
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	785 - 1,135

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0	-6.5	14.3
相對表現 (%)	3.5	-0.1	14.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	7.98A	7.01A	8.14A	9.21A
2024	8.70A	9.56A	12.55A	14.45A
2025	13.95A	14.03F	14.22F	15.04F

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

我們更新台積電 N2/N3 以及 CoWoS 2026 年的展望。

評論及分析

N2 採用時程以及營收規模遠大於 N3。台積電 N2 預計在 4Q25 投片，2026 年產生營收貢獻，我們預期 N2 月產能將從今年底的 2.5 萬片擴張到明年底的 7-7.5 萬片。明年 N2 可望佔整體營收比重 15%，大幅超越 N3 第一年的營收貢獻(6%)。對比過去 Apple (美)是主要最先進製程節點的採用者，AMD (美)此次將取代過去 Apple 成為首發客戶，另外，所有 N3 客戶，包括比特大陸(中)、Intel (美)、聯發科(2454 TT, NT\$1,285，增加持股)和 Qualcomm (美)都將同步採用 N2。N2 前六大客戶即佔據 95%之訂單。

預估 N3 2026 年之出貨量將年增 10%。即使 N3 客戶持續將製程演進到 N2，我們預估台積電 N3 2026 年之出貨量將年增 10%，主要受惠 Nvidia (美) Rubin 晶片演進到 N3 製程，填補了其他 N3 客戶的下滑。聯發科是前幾大 N3 客戶中唯一明年 N3 訂單仍成長的，主因基期較低加上 AI ASIC 放量(Google (美) TPUv7e)。因 N2 需求暢旺，我們預期 N2/3 將佔據 45-46%明年台積電的營收。

CoWoS 擴張面臨下修。在市場預期高度擴張之下，加上 GB200 初期出貨低於預期，上游晶片的生產遠遠大於下游出貨，因此我們預期之前 overbooked 的產能將面臨下修。我們預期 CoWoS 月產能將由今年底的 7 萬片擴張到明年底的 9 萬片(對比市場共識的 10-12 萬片)。以客戶區分，Nvidia 的下修幅度應是最大，我們預估其 2025-26 年需求將分別從 40 萬和 65 萬片下修至 35 萬和 50 萬片，但我們認為下修主要來自 overbooking 的調整，而非需求轉弱。展望明年，除了 Nvidia 之外的客戶變動不大，僅 Broadcom (美)有明顯上修。

投資建議

我們微調每股盈餘預估以反映：(1)新台幣升值；(2) N2 需求強勁；及(3)較弱的 CoWoS 產能擴張。同時，為反映台積電的產業領導地位，我們將本益比自 15 倍(2008 年以來的均值)小幅上調至 16.5 倍(2018 年以來的均值)，目標價上調至 1,105 元。值得注意的是，我們的每股盈餘預估係基於新台幣兌美元 30-31 元的基礎，尚未納入新台幣進一步升值至 30 元以下的潛在風險。維持「增加持股」。

投資風險

全球經濟與地緣政治不確定性；潛在介入英特爾營運的投資風險。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	2,263,891	2,161,736	2,894,308	3,567,816	4,133,933
營業毛利 (NT\$百萬)	1,348,355	1,175,111	1,624,354	2,042,222	2,362,169
營業利益 (NT\$百萬)	1,121,279	921,088	1,324,513	1,680,505	1,966,141
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,016,530	838,498	1,173,268	1,483,846	1,736,330
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.25	57.23	66.97
每股現金股利 (NT\$)	11.00	13.00	17.00	20.00	20.00
每股盈餘成長率 (%)	70.4	(17.5)	39.9	26.5	17.0
本益比 (x)	25.6	31.1	22.2	17.6	15.0
股價淨值比 (x)	8.8	7.5	6.1	4.9	4.0
EV/EBITDA (x)	16.1	17.0	12.2	9.8	8.8
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.1	1.3	1.7	2.0	2.0
股東權益報酬率 (%)	39.8	26.2	30.3	31.0	29.5

資料來源：公司資料，凱基預估

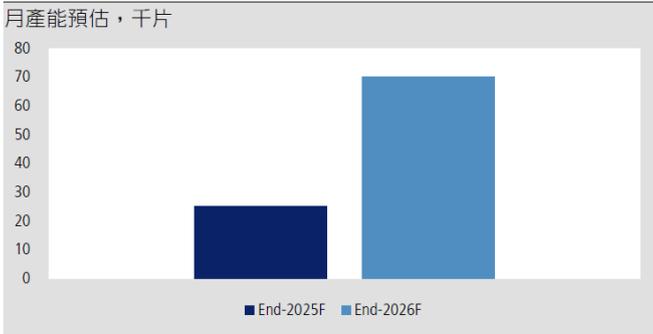
N2 採用時程以及營收規模遠大於 N3

台積電 N2 預計在 4Q25 底投片，2026 年產生營收貢獻，我們預期 N2 月產能將從今年底的 2.5 萬片擴張到明年底的 7-7.5 萬片。明年 N2 可望佔到整體營收比重達 15%，大幅超越 N3 第一年的營收貢獻(6%)，開案是過去的 3-4 倍。對比過去 Apple 是主要最先進製程節點的採用者，AMD 此次將取代過去 Apple 成為首發客戶(伺服器處理器 Venice，同時採用 SoIC 和 CoWoS-L 兩大先進封裝製程)，不過 AMD 貢獻度是六大客戶裡最小的。Apple (A20)仍是 N2 最大客戶佔比超過五成。此外，對比過去非蘋陣營落後 Apple 約一個世代，本次聯發科天璣 9600 和 Qualcomm 的驍龍 8950 都將和 Apple 同步採用最新 N2 的製程節點。加計比特大陸的挖礦晶片以及 Intel 的 Nova Lake，前六大客戶即已佔據 N2 95%之訂單。

即使 N3 客戶持續將製程演進到 N2，我們預估台積電 N3 2026 年之出貨量將有望年增 10%，主要受惠 Nvidia 之 Rubin 晶片演進到 N3 製程，填補了其他 N3 客戶的下滑。而聯發科是前幾大 N3 客戶中唯一上升的，主因基期較低再加上 AI ASIC 放量 (Google TPU v7e)。

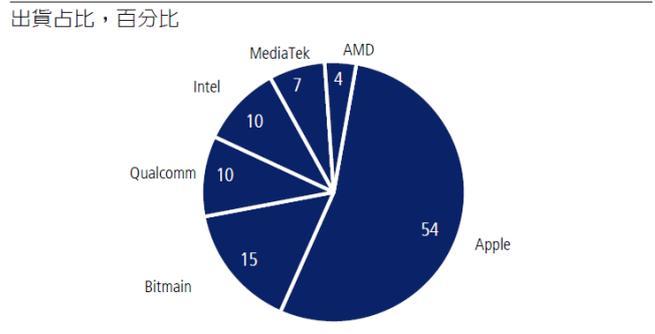
我們先前預 N2 估的報價約為 2.5 萬美元一片，隨著關稅不確定性以及優於預期的需求，我們預期 N2 2026 年的報價將落在 2.8-3 萬美元之間，除了 Apple 以量制價可望略低於其他客戶。因此，我們認為 N2/N3 之營收占比將超過 45%台積電明年的營收。

圖 1：N2 月產能預估



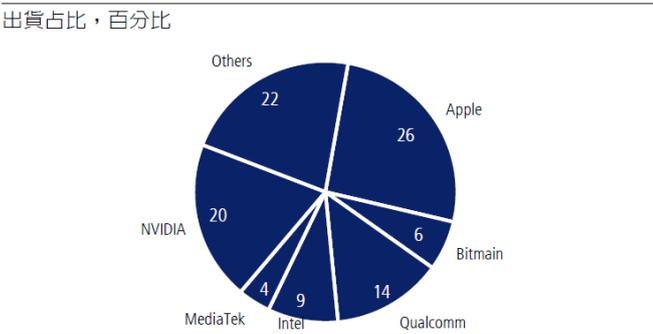
資料來源：凱基預估

圖 2：2026 年 N2 客戶出貨比重預估



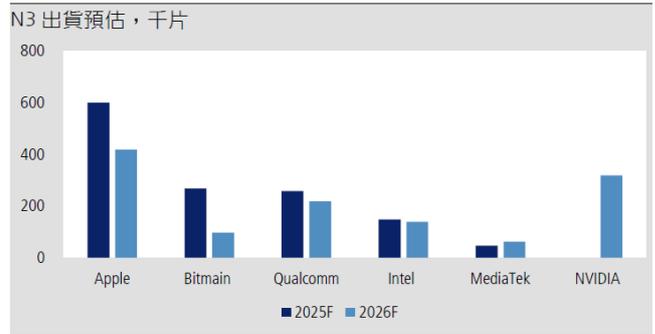
資料來源：凱基預估

圖 3：2026 年 N3 客戶出貨比重預估



資料來源：凱基預估

圖 4：2025-26 年 N3 客戶出貨預估



資料來源：凱基預估

新台幣匯率為影響盈餘的重大變數

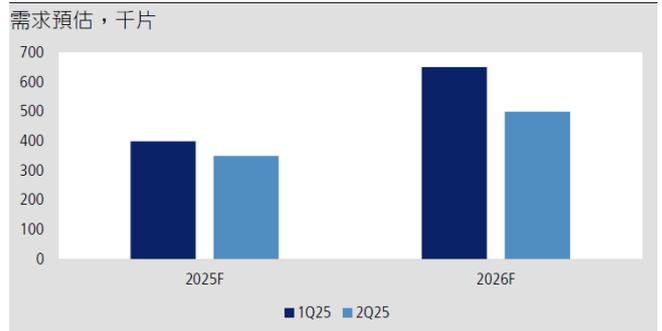
我們分別小幅上調 2026 年營收 2.3%與每股盈餘預估 1.4%，以反映：(1) 新台幣升值幅度高於預期(最新假設新台幣兌美元 30-31 元，先前為 32-32.5 元)；(2) N2 製程需求強勁；及(3) CoWoS 成長動能下修。根據台積電的說法，每 1%的新台幣升值將對營益率造成 0.4%的負面影響。此外，儘管 N2 起量對營收有正面幫助，但初期毛利率可能低於 50%，因此對獲利率的貢獻有限，不過營業槓桿效果可望在營益率層面抵銷部份影響。

圖 5：CoWoS 產能預估調整



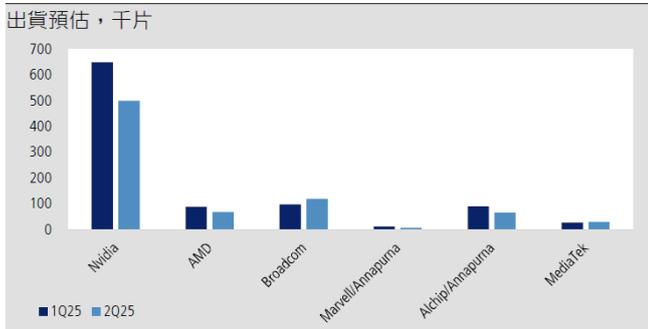
資料來源：凱基預估

圖 6：Nvidia 2025-26 年需求預估調整



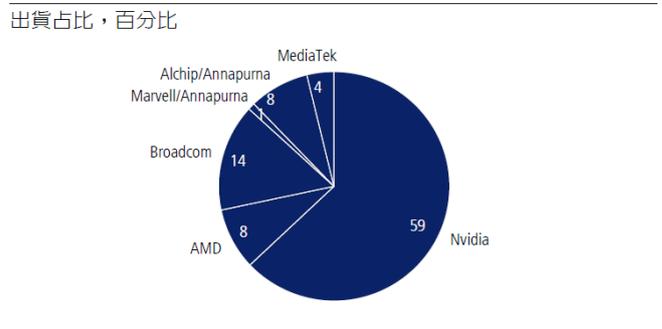
資料來源：凱基預估

圖 7：2026 年客戶 CoWoS 出貨預估調整



資料來源：凱基預估

圖 8：2026 年客戶 CoWoS 出貨比重預估



資料來源：凱基預估

新台幣匯率為影響盈餘的重大變數

我們分別小幅上調 2026 年營收 2.3%與每股盈餘預估 1.4%，以反映：(1)新台幣升值幅度高於預期(最新假設新台幣兌美元 30-31 元，先前為 32-32.5 元)；(2)N2 製程需求強勁；及(3) CoWoS 成長動能下修。根據台積電的說法，每 1%的新台幣升值將對營益率造成 0.4%的負面影響。此外，儘管 N2 起量對營收有正面幫助，但初期毛利率可能低於 50%，因此對獲利率的貢獻有限，不過營業槓桿效果可望在營益率層面抵銷部份影響。

我們預期 2H25F 動能趨緩，將導致年增率明顯下滑，可能限縮評價之上檔空間，並且我們預估循環底部將落在 2Q26F。因我們認為台積電的領先地位與 AI 需求展望無虞，並且預期股價將提前兩季反應，我們建議投資人於 4Q25 尋找投資機會。

為反映台積電的競爭力，我們將目標本益比由 15 倍(2008 年以來的均值)微調至 16.5 倍(2018 年以來的均值)，並將目標價上調至 1,105 元。值得注意的是，我們的每股盈餘預估是基於新台幣兌美元 30-31 元的假設，尚未納入若新台幣進一步升值至 30 元以下的潛在風險。

圖 9：2025-26 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2025F						2026F					
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	3,567,816	3,652,022	(2.3)	23.3	3,669,364	(2.8)	4,133,933	4,039,983	2.3	15.9	4,268,106	(3.1)
毛利	2,042,222	2,100,291	(2.8)	25.7	2,133,038	(4.3)	2,362,169	2,337,978	1.0	15.7	2,452,027	(3.7)
營業利益	1,680,505	1,730,061	(2.9)	26.9	1,753,250	(4.1)	1,966,141	1,937,727	1.5	17.0	2,011,321	(2.2)
稅後淨利	1,483,846	1,524,369	(2.7)	26.5	1,532,848	(3.2)	1,736,330	1,711,841	1.4	17.0	1,762,681	(1.5)
每股盈餘(元)	57.23	58.79	(2.7)	26.5	59.26	(3.4)	66.97	66.02	1.4	17.0	68.37	(2.0)
毛利率(%)	57.2	57.5	(0.3)ppts	1.1 ppts	58.1	(0.9)ppts	57.1	57.9	(0.7)ppts	(0.1)ppts	57.5	(0.3)ppts
營利率(%)	47.1	47.4	(0.3)ppts	1.3 ppts	47.8	(0.7)ppts	47.6	48.0	(0.4)ppts	0.5 ppts	47.1	0.4 ppts
淨利率(%)	41.6	41.7	(0.2)ppts	1.1 ppts	41.8	(0.2)ppts	42.0	42.4	(0.4)ppts	0.4 ppts	41.3	0.7 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 10：台積電與 SOX 營收年增率將於 1Q-2Q26 觸底

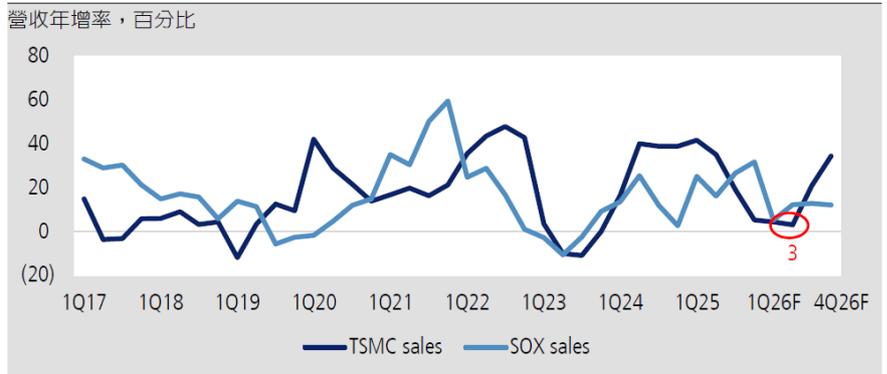
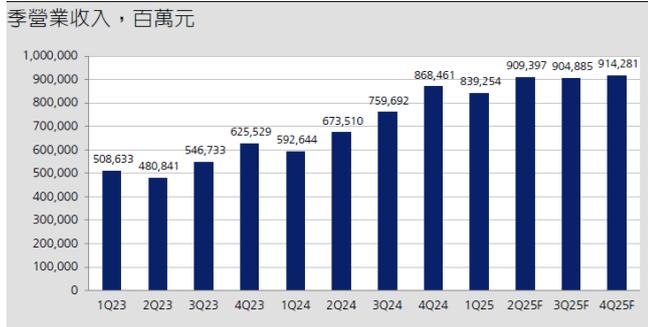


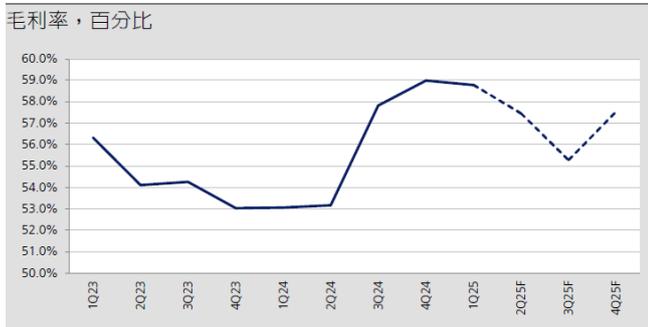
圖 11：公司概況

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。

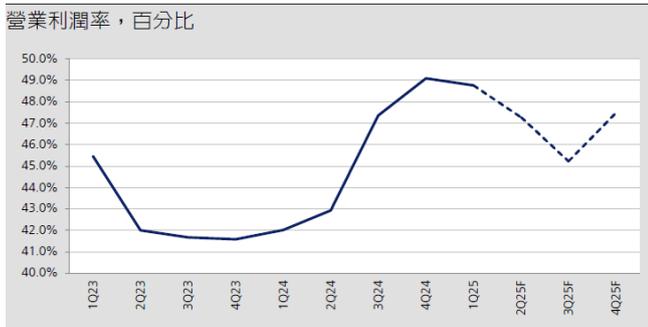
資料來源：公司資料，凱基

圖 13：季營業收入


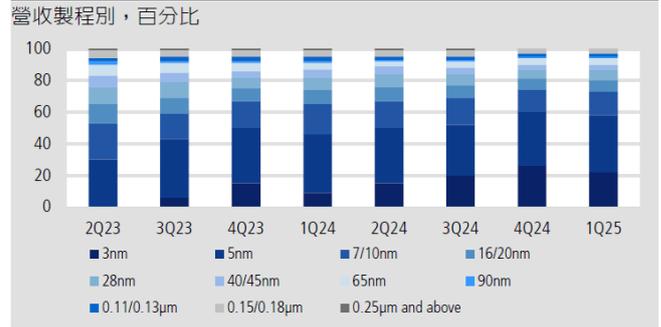
資料來源：凱基

圖 15：毛利率


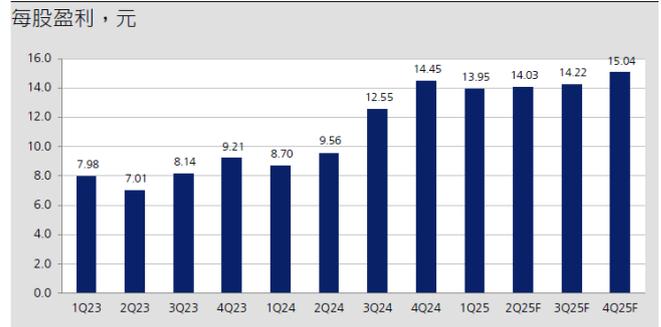
資料來源：凱基

圖 17：營業利潤率


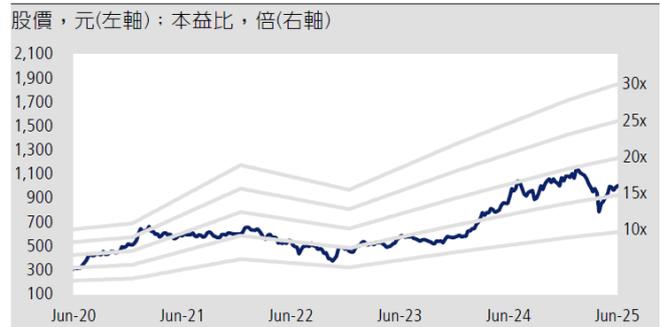
資料來源：凱基

圖 12：台積電各製程晶圓營收比重


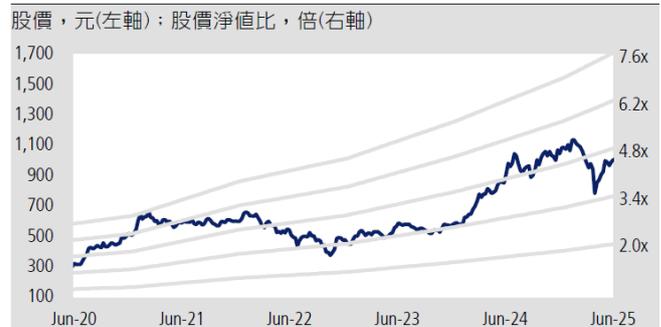
資料來源：公司資料，凱基

圖 14：每股盈利


資料來源：凱基

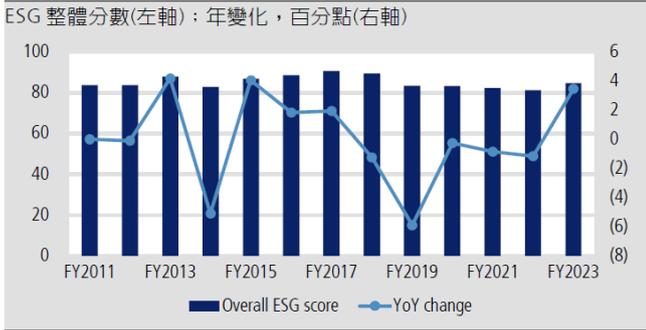
圖 16：未來 12 個月預估本益比


資料來源：TEJ，凱基預估

圖 18：未來 12 個月預估股價淨值比


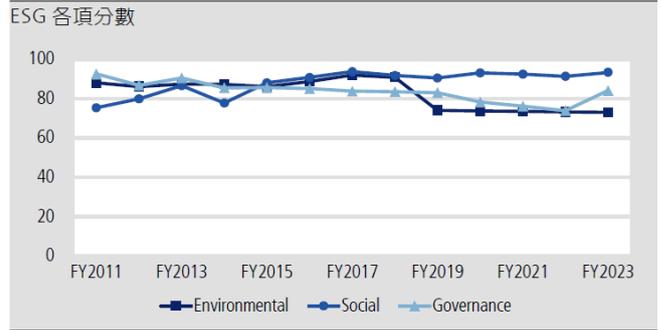
資料來源：TEJ，凱基預估

圖 19 : ESG 整體分數



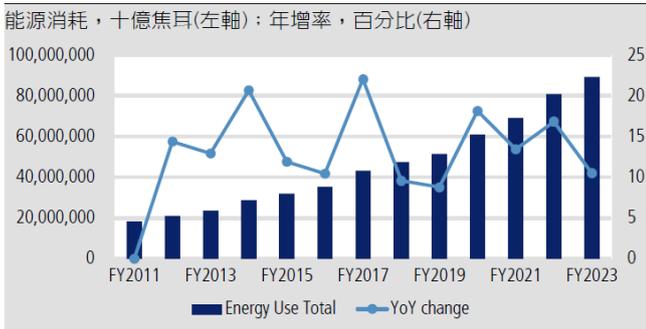
資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 20 : ESG 各項分數



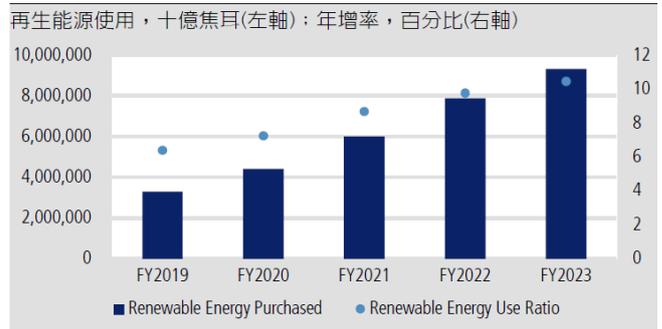
資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 21 : 能源消耗



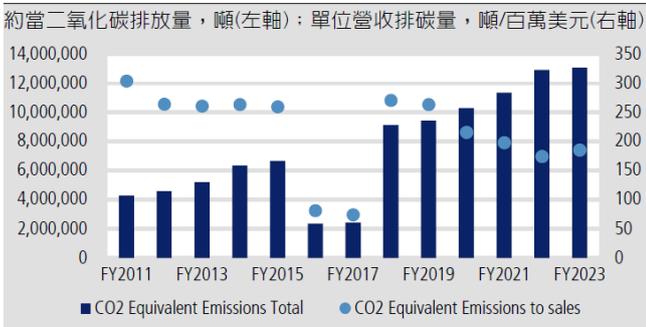
資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 22 : 再生能源使用



資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 23 : 碳排放量



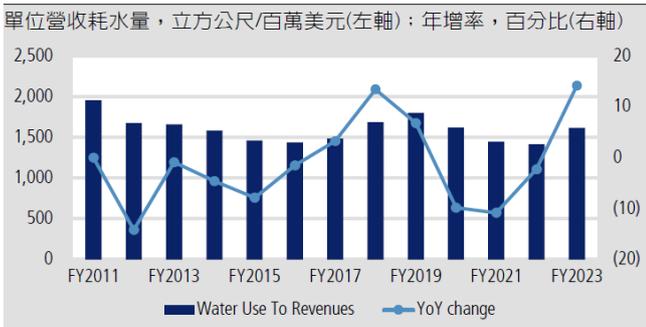
資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 24 : 廢棄物總量



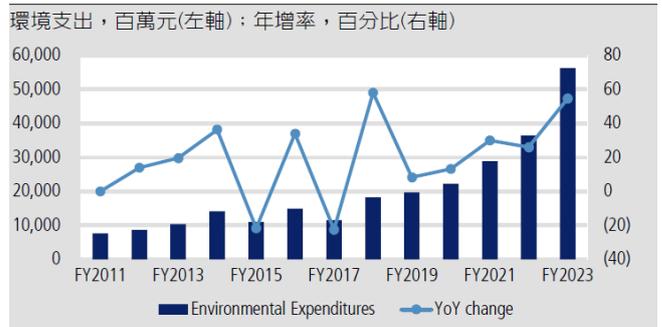
資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 25 : 耗水量

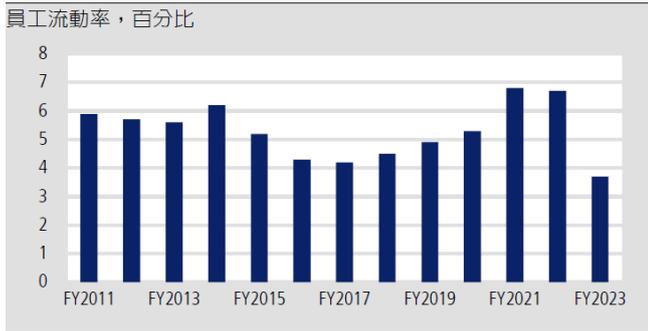


資料來源: Refinitiv, 公司資料

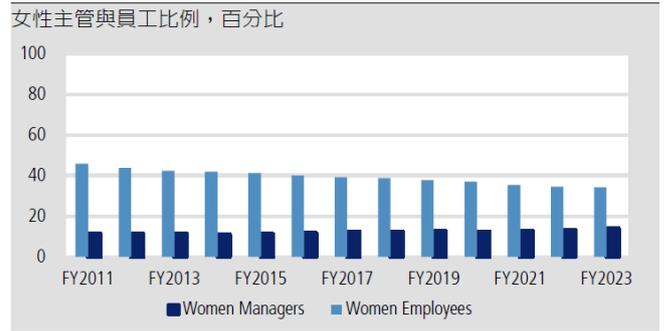
圖 26 : 環境支出



資料來源: Refinitiv, 公司資料

圖 27：員工流動率


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 28：性別多樣性


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 29：員工訓練


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 30：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-24A	Dec-24A	Mar-25A	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	592,644	673,510	759,692	868,461	839,254	909,397	904,885	914,281	2,894,308	3,567,816	4,133,933
營業成本	(278,139)	(315,386)	(320,346)	(356,083)	(345,859)	(386,837)	(404,682)	(388,216)	(1,269,954)	(1,525,594)	(1,771,763)
營業毛利	314,505	358,124	439,346	512,378	493,395	522,560	500,203	526,064	1,624,354	2,042,222	2,362,169
營業費用	(65,487)	(69,022)	(79,578)	(86,012)	(84,058)	(92,577)	(90,941)	(91,885)	(299,840)	(361,717)	(396,028)
營業利益	249,018	289,103	359,767	426,366	409,337	429,983	409,262	434,179	1,324,513	1,680,505	1,966,141
折舊	(156,697)	(162,929)	(165,915)	(168,069)	(173,005)	(182,994)	(189,320)	(189,169)	(653,610)	(734,487)	(915,986)
攤提	(2,326)	(2,237)	(2,313)	(2,309)	(2,134)	(3,599)	(4,035)	(3,613)	(9,186)	(13,381)	(18,278)
EBITDA	408,041	454,269	527,996	596,744	584,476	616,576	602,617	626,961	1,987,310	2,428,373	2,900,405
利息收入	19,359	20,979	22,602	24,273	24,859	24,859	24,859	24,859	87,213	99,437	99,437
投資利益淨額	950	1,355	1,286	1,288	1,420	1,368	1,368	1,368	4,879	5,525	5,473
其他營業外收入	0	(0)	316	251	(0)	0	0	0	567	(0)	0
總營業外收入	20,309	22,335	24,203	25,813	26,279	26,228	26,228	26,228	92,660	104,962	104,910
利息費用	(2,698)	(2,638)	(2,636)	(2,523)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(10,495)	(10,709)	(10,709)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(86)	58	1,853	(204)	213	-	-	-	1,621	213	-
總營業外費用	(2,784)	(2,580)	(783)	(2,727)	(2,465)	(2,677)	(2,677)	(2,677)	(8,874)	(10,496)	(10,709)
稅前純益	266,543	308,858	383,188	449,451	433,152	453,533	432,813	457,729	1,408,299	1,774,971	2,060,343
所得稅費用[利益]	(41,322)	(58,649)	(59,107)	(74,329)	(70,163)	(90,707)	(64,922)	(68,659)	(233,407)	(294,451)	(327,338)
少數股東損益	264	184	177	211	831	831	831	831	836	3,326	3,326
非常項目前稅後純益	225,485	250,393	324,259	375,333	363,821	363,658	368,722	389,901	1,175,728	1,483,846	1,736,330
非常項目	(0)	(2,547)	999	(653)	(2,256)	-	-	-	(2,460)	-	-
稅後淨利	225,485	247,846	325,258	374,680	361,564	363,658	368,722	389,901	1,173,268	1,483,846	1,736,330
每股盈餘 (NT\$)	8.70	9.56	12.55	14.45	13.95	14.03	14.22	15.04	45.25	57.23	66.97
獲利率 (%)											
營業毛利率	53.1	53.2	57.8	59.0	58.8	57.5	55.3	57.5	56.1	57.2	57.1
營業利益率	42.0	42.9	47.4	49.1	48.8	47.3	45.2	47.5	45.8	47.1	47.6
EBITDA Margin	68.9	67.4	69.5	68.7	69.6	67.8	66.6	68.6	68.7	68.1	70.2
稅前純益率	45.0	45.9	50.4	51.8	51.6	49.9	47.8	50.1	48.7	49.7	49.8
稅後純益率	38.0	36.8	42.8	43.1	43.1	40.0	40.7	42.6	40.5	41.6	42.0
季成長率 (%)											
營業收入	(5.3)	13.6	12.8	14.3	(3.4)	8.4	(0.5)	1.0			
營業毛利	(5.2)	13.9	22.7	16.6	(3.7)	5.9	(4.3)	5.2			
營業收益增長	(4.3)	16.1	24.4	18.5	(4.0)	5.0	(4.8)	6.1			
EBITDA	(0.7)	11.3	16.2	13.0	(2.1)	5.5	(2.3)	4.0			
稅前純益	(4.2)	15.9	24.1	17.3	(3.6)	4.7	(4.6)	5.8			
稅後純益	(5.5)	9.9	31.2	15.2	(3.5)	0.6	1.4	5.7			
年成長率 (%)											
營業收入	16.5	40.1	39.0	38.8	41.6	35.0	19.1	5.3	33.9	23.3	15.9
營業毛利	9.8	37.6	48.1	54.4	56.9	45.9	13.9	2.7	38.2	25.7	15.7
營業收益	7.7	43.1	57.9	63.9	64.4	48.7	13.8	1.8	43.8	26.9	17.0
EBITDA	19.5	39.4	40.8	45.3	43.2	35.7	14.1	5.1	36.7	22.2	19.4
稅前純益	9.1	43.9	58.6	61.6	62.5	46.8	13.0	1.8	43.9	26.0	16.1
稅後純益	8.9	36.3	54.2	57.0	60.3	46.7	13.4	4.1	39.9	26.5	17.0

資料來源：公司資料，凱基預估

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	4,964,779	5,532,371	6,691,938	7,959,803	9,246,152
流動資產	2,052,897	2,194,033	3,088,352	3,720,179	2,536,949
現金及短期投資	1,561,486	1,687,644	2,422,020	2,907,711	1,479,409
存貨	221,149	250,997	287,869	347,651	469,311
應收帳款及票據	231,340	201,938	272,088	359,575	482,988
其他流動資產	38,922	53,453	106,376	105,242	105,242
非流動資產	2,911,882	3,338,338	3,603,586	4,239,624	6,709,203
長期投資	68,928	129,442	149,040	164,898	170,371
固定資產	2,693,837	3,064,475	3,234,980	3,848,702	6,312,808
什項資產	149,117	144,421	219,565	226,024	226,024
負債總額	2,004,220	2,049,108	2,368,362	2,650,711	2,719,266
流動負債	944,227	913,583	1,264,525	1,518,851	1,587,406
應付帳款及票據	56,522	57,293	74,227	97,466	131,573
短期借款	19,314	9,293	59,858	61,772	61,772
什項負債	868,391	846,997	1,130,441	1,359,614	1,394,061
長期負債	1,060,063	1,135,525	1,103,837	1,131,860	1,131,860
長期借款	839,096	918,283	958,429	978,090	978,090
其他負債及準備	191,203	188,560	116,653	144,876	144,876
股東權益總額	2,960,489	3,483,263	4,323,576	5,309,092	6,526,887
普通股股本	259,304	259,321	259,327	259,326	259,326
保留盈餘	2,323,223	2,846,884	3,606,105	4,938,997	6,156,791
少數股東權益	14,836	24,349	35,031	37,462	37,462
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	42.6%	(4.5%)	33.9%	23.3%	15.9%
營業收益增長	72.5%	(17.9%)	43.8%	26.9%	17.0%
EBITDA	45.3%	(6.8%)	36.7%	22.2%	19.4%
稅後純益	70.4%	(17.5%)	39.9%	26.5%	17.0%
每股盈餘成長率	70.4%	(17.5%)	39.9%	26.5%	17.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	59.6%	54.4%	56.1%	57.2%	57.1%
營業利益率	49.5%	42.6%	45.8%	47.1%	47.6%
EBITDA Margin	68.8%	67.2%	68.7%	68.1%	70.2%
稅後純益率	44.9%	38.8%	40.5%	41.6%	42.0%
平均資產報酬率	23.4%	16.0%	19.2%	20.3%	20.2%
股東權益報酬率	39.8%	26.2%	30.3%	31.0%	29.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	29.0%	26.6%	23.6%	19.6%	15.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	98.4	82.6	135.2	166.7	193.4
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	137.1	103.5	174.0	211.6	232.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	51.8	58.3	26.0	31.3	34.3
流動比率 (x)	2.2	2.4	2.4	2.4	1.6
速動比率 (x)	1.9	2.1	2.2	2.2	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(484,404)	(537,852)	(1,109,340)	(1,559,568)	(131,266)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.25	57.23	66.97
每股現金盈餘 (NT\$)	62.12	47.90	70.43	87.39	95.99
每股淨值 (NT\$)	113.60	133.38	165.37	203.33	250.30
調整後每股淨值 (NT\$)	113.60	133.40	165.40	203.33	250.30
每股營收 (NT\$)	87.31	83.37	111.63	137.61	159.45
EBITDA/Share (NT\$)	60.11	56.05	76.65	93.66	111.87
每股現金股利 (NT\$)	11.00	13.00	17.00	20.00	20.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.52	0.41	0.47	0.49	0.48
應收帳款周轉天數	37.3	34.1	34.4	36.8	42.6
存貨周轉天數	88.2	92.9	83.0	83.2	96.7
應付帳款周轉天數	22.5	21.2	21.4	23.3	27.1
現金轉換周轉天數	102.9	105.8	96.0	96.6	112.2

資料來源：公司資料，凱基預估

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	2,263,891	2,161,736	2,894,308	3,567,816	4,133,933
營業成本	(915,536)	(986,625)	(1,269,954)	(1,525,594)	(1,771,763)
營業毛利	1,348,355	1,175,111	1,624,354	2,042,222	2,362,169
營業費用	(227,076)	(254,022)	(299,840)	(361,717)	(396,028)
營業利益	1,121,279	921,088	1,324,513	1,680,505	1,966,141
總營業外收入	31,168	65,429	92,660	104,962	104,910
利息收入	22,422	60,294	87,213	99,437	99,437
投資利益淨額	8,065	5,119	4,879	5,525	5,473
其他營業外收入	681	16	567	(0)	0
總營業外費用	(8,256)	(7,723)	(8,874)	(10,496)	(10,709)
利息費用	(11,750)	(11,999)	(10,495)	(10,709)	(10,709)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	3,494	4,276	1,621	213	-
稅前純益	1,144,191	978,794	1,408,299	1,774,971	2,060,343
所得稅費用[利益]	(127,290)	(141,404)	(233,407)	(294,451)	(327,338)
少數股東損益	(370)	730	836	3,326	3,326
非常項目	-	377	(2,460)	-	-
稅後淨利	1,016,530	838,498	1,173,268	1,483,846	1,736,330
EBITDA	1,558,533	1,453,279	1,987,310	2,428,373	2,900,405
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.25	57.23	66.97

現金流量

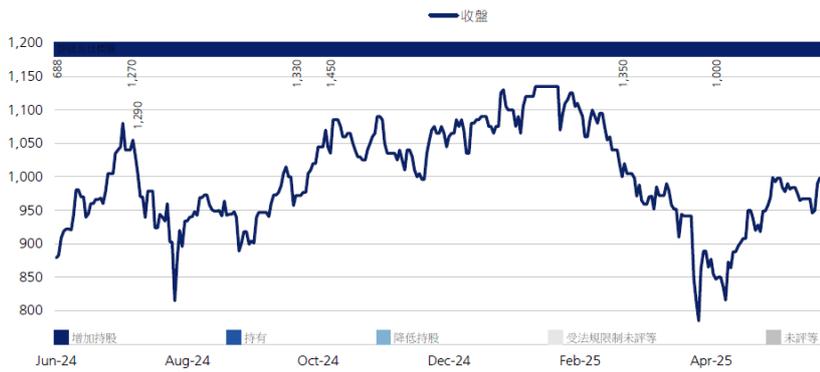
NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	1,610,599	1,241,967	1,826,177	2,265,638	2,488,604
本期純益	1,016,530	838,498	1,173,268	1,483,846	1,736,330
折舊及攤提	437,254	532,191	662,797	747,868	934,264
本期運用資金變動	(53,286)	324	(90,088)	(124,031)	(210,965)
其他營業資產及負債變動	210,100	(129,046)	80,200	157,955	28,974
投資活動之現金流量	(1,190,928)	(906,121)	(864,843)	(1,310,817)	(3,398,370)
投資用短期投資出售[新購]	(128,838)	(55,781)	(54,143)	5,647	-
本期長期投資變動	-	-	(3,739)	-	-
資本支出淨額	(1,082,672)	(949,817)	(956,007)	(1,351,451)	(3,398,370)
其他資產變動	20,582	99,478	149,045	34,987	-
自由現金流	289,078	361,461	712,509	660,730	1,039,579
融資活動之現金流量	(200,244)	(204,894)	(346,301)	(499,480)	(518,536)
長期借款變動	(111,960)	-	-	-	-
短期借款變動	195,983	68,204	55,866	21,575	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(285,234)	(291,722)	(363,055)	(518,536)	(518,536)
其他融資現金流	1,839	18,623	(36,022)	(2,519)	-
匯率影響數	58,397	(8,339)	47,166	16,462	-
本期產生現金流量	277,824	122,614	662,199	471,803	(1,428,302)

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	10.0%	11.8%	10.4%	10.1%	9.6%
- 稍管費用/營業收入					
= 營業利益率	49.5%	42.6%	45.8%	47.1%	47.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	1.4	1.1	1.1	1.5
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
= 資本周轉率	1.0	0.8	1.0	1.0	0.7
營業利益率	49.5%	42.6%	45.8%	47.1%	47.6%
x 資本周轉率	1.0	0.8	1.0	1.0	0.7
x (1 - 有效現金稅率)	88.9%	85.6%	83.4%	83.4%	84.1%
= 稅後 ROIC	43.9%	29.4%	39.7%	40.9%	27.2%

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
2025-04-17	增加持股	1,000	847
2025-03-31	增加持股	1,350	910
2025-03-04	增加持股	1,350	1,000
2025-01-16	增加持股	1,450	1,105
2025-01-06	增加持股	1,450	1,125
2024-11-08	增加持股	1,450	1,090
2024-10-17	增加持股	1,450	1,035
2024-10-01	增加持股	1,330	972
2024-08-21	增加持股	1,290	958
2024-07-18	增加持股	1,290	1,005

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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。