

## 增加持股・維持

收盤價 October 6 (NT\$)	532
12 個月目標價 (NT\$)	703
前次目標價 (NT\$)	658
調升 (%)	6.8
上漲空間 (%)	32.1

## 焦點內容

展望 2024 年，我們預期將有強勁復甦，係因：(1) 補庫存需求；(2) 終端需求復甦；(3) 市佔率提升與(4) HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。我們認為近期股價修正為良好之進場點。

## 交易資料表

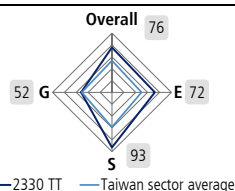
市值：(NT\$bn/US\$m)	13,796 / 427,519
流通在外股數 (百萬股)：	25,932
外資持有股數 (百萬股)：	18,666
3M 平均成交量 (百萬股)：	16.60
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	371.0 - 593

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-5.9	0.4	18
相對表現 (%)	-4.4	-4.1	-0.9

## 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	7.82A	9.14A	10.83A	11.41A
2023	7.98A	7.01A	7.24F	7.76F
2024	7.12F	8.34F	10.57F	13.04F

## ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

## 凱基投顧

劉明龍, CFA  
886.2.2181.8741  
michaelliu@kgi.com

黃韋中  
886.2.2181.8749  
josh.huang@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 台積電

(2330.TW/2330 TT)



## 2023 年營收展望如預期，2024 年復甦愈發明朗

### 重要訊息

台積電將於 10 月 19 日召開 3Q23 法說會。我們預期公司將維持 2023 年全年營收下滑 10% 之財測。展望 2024 年，我們預期將有強勁復甦，係因：(1) 補庫存需求；(2) 終端需求復甦；(3) 市佔率提升與(4) HPC 與 5G 應用之矽含量持續成長。

### 評論及分析

**2023 年營收與財測一致。**我們預期台積電將維持 2023 年營收年減 10% 之展望，與近期市場擔憂公司將再度下修財測有所不同。我們據此預估 4Q23 營收將季增 10% 或 10% 以上至 189 億美元，並預估毛利率為 51-53%，對比市場共識為 52%。我們預估 3Q23 EPS 將季增 3.2%，但年減 33.2% 至 7.24 元，毛利率與營業率分別達 53.2% 與 40.1%，對比市場共識為 7.23 元，52.7% 與 40.0%。

**2024 年復甦愈發明朗。**我們將 2024 年營收與每股盈餘預估分別上調 6.9% 與 6.8% 至 2.70 兆元，年增 26.4% (以美元計價為年增 24%) 與 39.06 元 (年增 30.2%)，對比市場共識為 2.57 兆元與 36.71 元。歷經過去幾季之庫存修正後，我們預期進入 2024 年後庫存將恢復至健康水位，而補庫存需求，加上 PC 及智慧型手機終端需求復甦將驅動 2024 年顯著之週期性復甦。此外，PC 及 5G 智慧型手機之 AI 採用率雙雙上揚，且於資料中心加速運算之滲透率上升，將持續挹注多項應用之矽含量成長，並進一步推升台積電晶圓營收。我們推估 2024 年 N3 晶圓出貨量將達 2023 年總量的 3-4 倍。

**雲端 AI 至邊緣 AI。**由於目前邊緣 AI 應用仍有限，我們預期邊緣 AI 運算平台 (目前由 Microsoft (美)、Intel (美)、AMD (美) 和 PC OEM 業者所定義) 將帶動 PC 升級循環，而矽含量亦將持續成長，使台積電受惠。Intel 與 AMD 皆強調現有與未來之 CPU 將整合神經處理單元 (NPU)，使 CPU 能夠於設備上運行 AI 工作負載。伴隨 Windows 12 將於 2024 年末推出，我們認為 2025 年 AI 電腦將被更廣泛地發布，以滿足 Microsoft 對於 AI PC 運算能力之要求，並加速裝置 AI 應用之發展。此外，我們認為智慧型手機產業將跟進，係因 Qualcomm (美) 與聯發科 (2454 TT, NT\$786, 增加持股) 皆強調未來之 SoC 將整合效能更強勁之 AI 引擎以運行裝置上之 AI 應用，此外，他們即將推出基於 ARM 之運算解決方案，係用於 Windows 和 Chromebook。

### 投資建議

台積電自 8 月起股價表現落後大盤 2%，並已從 7 月高點下滑 10%。我們相信獲利下修已結束，並預期未來幾個月獲利將向上修正。我們分別上修 2024 年營收與 EPS 預估至 2.70 兆元 (年增 26.4%) 與 39.06 元 (年增 30.2%)，對比市場共識為 2.57 兆元與 36.71 元。公司目前股價分別為 2023 年與 2024 年本益比 18 與 14 倍，對比五年平均為 16-17 倍。我們維持「增加持股」評等，並將目標價自 658 元上調至 703 元，係根據 2024 年每股盈餘預估 18 倍推估而得。我們認為近期股價修正為良好之進場點。

### 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-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
營業收入 (NT\$百萬)	1,339,255	1,587,415	2,263,891	2,136,439	2,699,401
營業毛利 (NT\$百萬)	711,130	819,537	1,348,355	1,149,610	1,481,651
營業利益 (NT\$百萬)	566,784	649,981	1,121,279	887,082	1,167,978
稅後淨利 (NT\$百萬)	517,885	596,540	1,016,530	777,643	1,012,830
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	29.99	39.06
每股現金股利 (NT\$)	10.00	11.00	11.00	12.00	13.00
每股盈餘成長率 (%)	50.0	15.2	70.4	(23.5)	30.2
本益比 (x)	26.6	23.1	13.6	17.7	13.6
股價淨值比 (x)	7.5	6.4	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA (x)	14.8	12.4	8.4	9.0	7.0
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.9	2.1	2.1	2.3	2.4
股東權益報酬率 (%)	29.8	29.7	39.8	24.4	26.8

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：台積電 2024 年主要成長動能

客戶	主要成長動能
Apple	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年之下一代iPhone系列將全面採用台積電3奈米製程，顯著刺激矽含量成長</li> <li>預計於2024年發布之新iPad和MacBook系列將採用M3/M3 Pro/M3 Max晶片 (採用台積電3奈米製程)</li> <li>M1 300將於2024年進入量產</li> </ul>
AMD	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bergamo和Genoa將持續於2024年ramp up</li> <li>Zen 5C架構將採用4和3奈米製程，顯著刺激矽含量成長</li> <li>下一代筆電APU Strix point將於2H24發布，而每單位晶片矽含量將高於前一代(係因較大之裸晶尺寸)</li> <li>PC/NB需求將於2024年復甦，刺激桌電CPU/GPU和NB APU需求</li> <li>H100將於2024年持續ramp up</li> </ul>
Nvidia	<ul style="list-style-type: none"> <li>GH200將於2024年進入量產</li> <li>B100 GPU (預計將於4Q24 ramp up)將採用chiplet架構和N4製程，進一步刺激矽含量成長</li> <li>新一代旗艦智慧型手機SoC (天璣 9400?)採用3奈米製程，並將於2H24進入量產</li> </ul>
MediaTek	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024年聯發科大部分智慧型手機SoC出貨將以第二代智慧型手機5G SoC (Dimensity 7200、8000、9000和9200)為主</li> <li>聯發科第二代5G SoC之矽含量較第一代成長2-3倍</li> <li>新一代旗艦智慧型手機SoC (Snapdragon Gen 3)將採用4奈米製程，並將於4Q23進入量產</li> </ul>
Qualcomm	<ul style="list-style-type: none"> <li>Snapdragon 8 Gen 3之每單位插槽矽含量較8 Gen 2成長25%</li> <li>iPhone之Modem X75將於2024年採用台積電4奈米製程(X70係採用三星4奈米製程)</li> <li>Meteor Lake將於2024年進入量產，我們預期Meteor Lake每單位插槽矽含量約為35-40美元</li> </ul>
Intel	<ul style="list-style-type: none"> <li>Arrow Lake將於2024年末進入量產，而Graphic tile將採用台積電3奈米製程，SoC/I/O tile將採用台積電N6製程</li> <li>Google TPU v5將於2024年持續ramp up</li> </ul>
Broadcom	<ul style="list-style-type: none"> <li>大部分HPC/ASIC客戶持續升級製程，刺激矽含量成長</li> </ul>
Others	

資料來源：凱基預估

## HPC 應用之矽含量分析 – 桌電及筆電 CPU

**Apple M2 至 M3 系列 CPU 每單位插槽矽含量平均成長 20%。** Apple (美)，台積電之 HPC 大客戶，將發表最新之 MacBook 系列，其中 CPU 將從 M2 升級至 M3 系列。此外，我們預期 Apple 亦將為 iPad 系列產品之 CPU 從 M2 升級至 M3 系列。根據我們預估，由 M2 至 M3 系列，每單位插槽矽含量將成長 5-35%，係因較高之電晶體數量及製程由 N5 升級至 N3 製程。更重要的是，我們注意到 iPhone 15/ 15+採用 A16 晶片(係透過台積電 N4 製程生產)，而 iPhone 15 Pro/ Pro Max 採用 A17 晶片，但我們預期下一代 iPhone 系列將全面採用台積電 N3 製程，將進一步刺激矽含量成長。據此，我們預期 M2 升級至 M3 系列，加上 2024 年之下一代 iPhone 系列產品全面採用 N3 製程，將成為台積電營收之顯著成長動能。

圖 2：Apple M 系列 CPU M2 至 M3 系列每單位插槽矽含量平均成長 20%

	M1	M2	M3	M1 Pro	M2 Pro	M3 Pro	M1 Max	M2 Max	M3 Max
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
Node	N5	N5+	N3	N5	N5+	N3	N5	N5+	N3
Silicon content per socket (US\$)	40-45	50-55	70-75	100-105	120-125	120-125	200-205	265-270	330-335
Incremental wafer revenue per socket (%)		20-25%	30-35%		15-20%	0-5%		30-35%	20-25%

資料來源：公司資料，凱基預估

**AMD 筆電 APU 每單位插槽矽含量將成長超過 35%。** 台積電之 HPC 業務中另一大客戶 AMD 將於 2H24 發表下一代 APU Ryzen 8000 (Zen 5)。我們預期每單位插槽營收貢獻將由 Ryzen 7000 (Zen 4)之 65-70 美元提升至 Ryzen 8000 (Zen 5)之 90-95 美元，成長 35-40%，係因其裸晶尺寸較大(因較高之 NPU 運算能力)。

圖 3：AMD Zen 5 筆電 APU 每單位插槽矽含量較 Zen 4 成長約 40%

	Ryzen 7000 (Zen 4)	Ryzen 8000 (Zen 5)
Foundry	TSMC	TSMC
Node	N4	N4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	65-70	90-95
Incremental wafer revenue per socket (%)		35-40

資料來源：公司資料，凱基預估

## HPC 應用之矽含量分析 – 資料中心 CPU &amp; AI 加速器

資料中心 CPU 矽含量成長最為強勁。X86 伺服器方面，2023 年 AMD 之伺服器 CPU 出貨主要以 Milan (採用台積電 N7 製程)為主。然而，我們預期 2024 年 AMD 之伺服器 CPU 出貨將以 Genoa (採用台積電 N5 製程)為主。此外，我們預期 2024 年將有遠超過 50%之伺服器產品出貨係由 N5 和 N4 製程所生產，而部分產品將由 N3 製程所生產，進一步刺激矽含量成長。

圖 4：AMD Genoa (Genoa-X) CPU 每單位插槽矽含量成長相較 Milan (Milan-X)成長約 90%

	Milan	Genoa	Milan-X	Genoa-X
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
CCD numbers (units)	8	12	8	12
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	220-225	415-420	305-310	575-580
Incremental wafer revenue per socket (%)		85-90		85-90

資料來源：公司資料，凱基預估

AMD & Nvidia 之 AI 加速器亦將顯著刺激矽含量成長。自五月以來，AI 伺服器需求已大幅上升，並帶動效能更強大之 AI 加速器之佈署，例如 H100、MI 300 和 Google (美)之 TPU，而這些 AI 加速器將刺激矽含量成長。我們認為 Nvidia H100 生產將於 2024 年持續 ramp-up，並預期 2024 年 H100 GPU 出貨量將年增 200%以上。此外，GH200 將於 2024 年進入量產，且 Nvidia 預計於 2H24 發佈 B100 GPU。根據我們了解，B100 GPU 採用 chiplet 架構和 N4 製程，我們認為這將進一步帶動矽含量成長。整體而言，伴隨 MI 300 和 H100 持續 ramp-up，及效能更強大之產品預計於 2024 年末 ramp-up，我們預期 2024 年 HPC 和 AI 將為台積電矽含量成長之顯著動能。

圖 5：MI 300 之每單位插槽晶圓營收貢獻較 MI 250 高出約 20%

	MI 250 (CDNA 2)	MI 300 (CDNA 3)		
	GCD	CCD	XCD	AID
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC	TSMC
Node	N5	N5	N5	N6
Die count (unit)	25	3	6	4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	700-750		850-900	
Incremental sales per socket (%)			~20	

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 6：GA100 至 GB100 之每單位插槽矽含量平均成長約 20%

	GA100 (Ampere)	GH100 (Hopper)	GB100 (Blackwell)
Foundry	TSMC	TSMC	TSMC
Node	N7	N4	N4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	460-465	570-600	650-700
Incremental wafer revenue per socket (%)		25-30	10-15

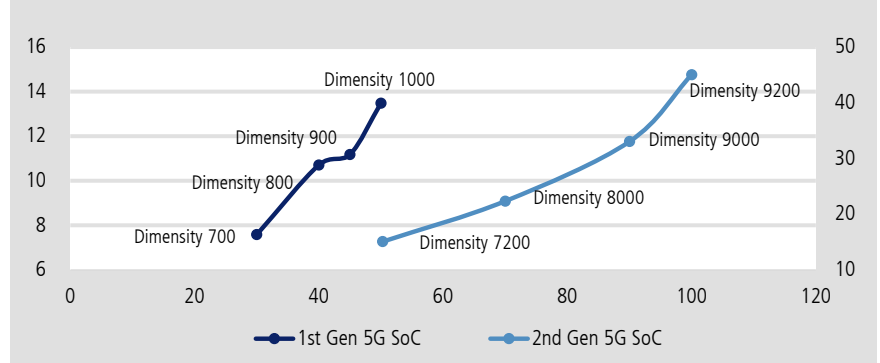
資料來源：公司資料，凱基預估

## 5G 智慧型手機 SoC 之製程升級仍為矽含量成長動能

聯發科宣布其旗艦 5G 智慧型手機 SoC (採用台積電 N3 製程)已 tape-out，且將於 2H24 進入量產。更重要的是，我們認為 2023 年聯發科大部分之智慧型手機 SoC 出貨係利用台積電 N7 和 N6 製程所生產(Dimensity 700、800、900 和 1000)，然而我們認為 2024 年聯發科大部分之智慧型手機 SoC 出貨將係由台積電 N5 和 N4 製程所生產(Dimensity 7200、8000、9000 和 9200)，進一步帶動矽含量成長。高通之 Snapdragon Gen 3 係由台積電 N4 製程所生產，並將於 4Q23 進入量產。根據我們計算，Snapdragon Gen 3 每單位插槽矽含量相較於 Gen 2 將成長 25-30%，係因較大之裸晶尺寸。因此，我們認為手機驅動之矽含量成長，加上 2024 年智慧型手機需求復甦，將持續為台積電晶圓營收貢獻之強勁動能。

圖 7：聯發科第二代 5G SoC 之矽含量較第一代成長 2-3 倍

MediaTek SoC sales price, US\$ (x-axis); silicon dollar per socket, US\$ (y-axis)



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 8：高通 Snapdragon Gen 3 矽含量較 Gen 2 成長 25%

	Snapdragon 8 Gen 2	Snapdragon 8 Gen 3
Foundry	TSMC	TSMC
Node	N4	N4
Wafer sales contribution per socket to TSMC (US\$)	40-45	50-55
Incremental sales per generation (%)		25-30

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 9：3Q-4Q23 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q23F							4Q23F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	546,303	530,793	2.9	13.6	(10.9)	531,445	2.8	600,662	580,036	3.6	10.0	(4.0)	581,590	3.3
毛利	290,817	280,690	3.6	11.8	(21.5)	280,162	3.8	312,093	289,728	7.7	7.3	(19.8)	302,514	3.2
營業利益	218,979	213,014	2.8	8.4	(29.4)	212,564	3.0	234,908	217,224	8.1	7.3	(27.7)	230,175	2.1
稅後淨利	187,659	182,589	2.8	3.2	(33.2)	187,717	(0.0)	201,199	186,167	8.1	7.2	(32.0)	202,150	(0.5)
每股盈餘(元)	7.24	7.04	2.8	3.2	(33.2)	7.23	0.0	7.76	7.18	8.1	7.2	(32.0)	7.81	(0.6)
毛利率(%)	53.2	52.9	0.4 ppts	(0.9)ppts	(7.2)ppts	52.7	0.5 ppts	52.0	50.0	2.0 ppts	(1.3)ppts	(10.3)ppts	52.0	(0.1)ppts
營利率(%)	40.1	40.1	(0.0)ppts	(1.9)ppts	(10.5)ppts	40.0	0.1 ppts	39.1	37.5	1.7 ppts	(1.0)ppts	(12.9)ppts	39.6	(0.5)ppts
淨利率(%)	34.4	34.4	(0.0)ppts	(3.5)ppts	(11.5)ppts	35.3	(1.0)ppts	33.5	32.1	1.4 ppts	(0.9)ppts	(13.8)ppts	34.8	(1.3)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 10：2023-24 年財測修正暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F					
	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	2,136,439	2,100,303	1.7	(5.6)	2,099,221	1.8	2,699,401	2,524,641	6.9	26.4	2,565,336	5.2
毛利	1,149,610	1,117,119	2.9	(14.7)	1,131,333	1.6	1,481,651	1,356,128	9.3	28.9	1,377,047	7.6
營業利益	887,082	863,434	2.7	(20.9)	876,168	1.2	1,167,978	1,092,406	6.9	31.7	1,083,856	7.8
稅後淨利	777,643	757,542	2.7	(23.5)	776,818	0.1	1,012,830	948,593	6.8	30.2	950,108	6.6
每股盈餘(元)	29.99	29.22	2.7	(23.5)	29.99	0.0	39.06	36.58	6.8	30.2	36.71	6.4
毛利率(%)	53.8	53.2	0.6 ppts	(5.7)ppts	53.9	(0.1)ppts	54.9	53.7	1.2 ppts	1.1 ppts	53.7	1.2 ppts
營利率(%)	41.5	41.1	0.4 ppts	(8.0)ppts	41.7	(0.2)ppts	43.3	43.3	(0.0)ppts	1.7 ppts	42.3	1.0 ppts
淨利率(%)	36.4	36.1	0.3 ppts	(8.5)ppts	37.0	(0.6)ppts	37.5	37.6	(0.1)ppts	1.1 ppts	37.0	0.5 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

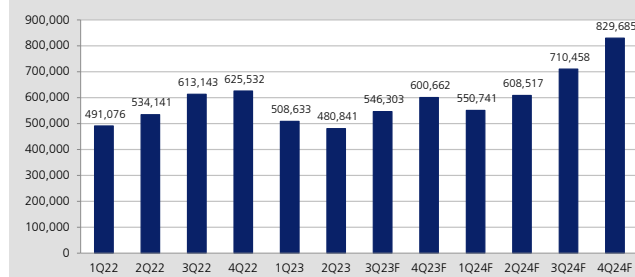
圖 11：公司概況

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

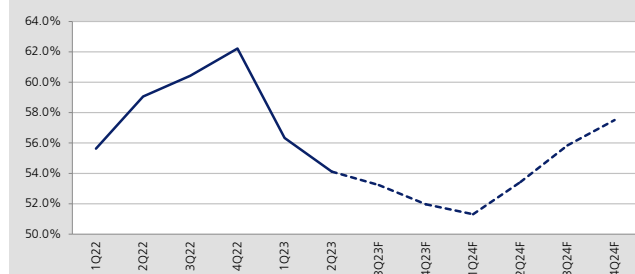
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 15：毛利率

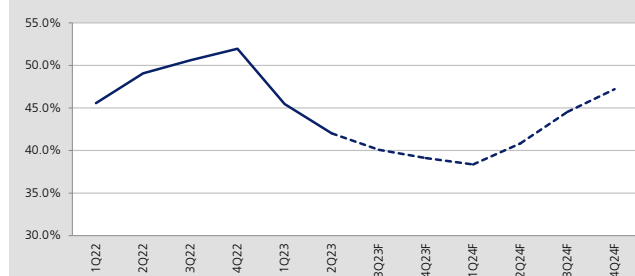
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 17：營業利潤率

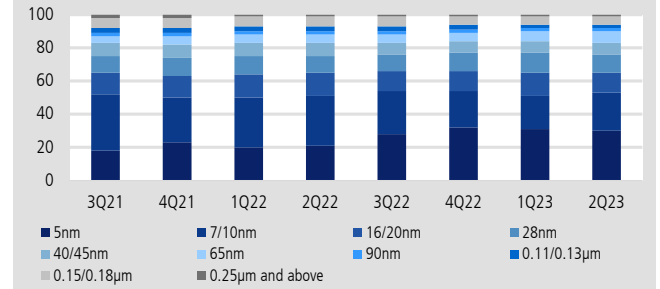
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：台積電各製程晶圓營收比重

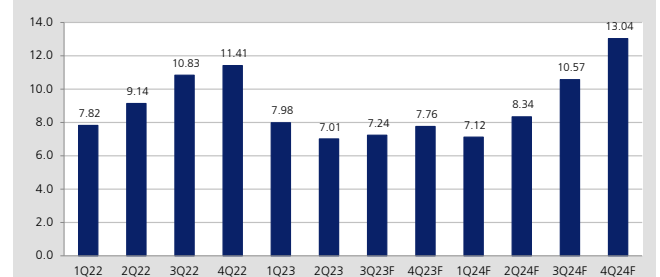
營收製程別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 14：每股盈利

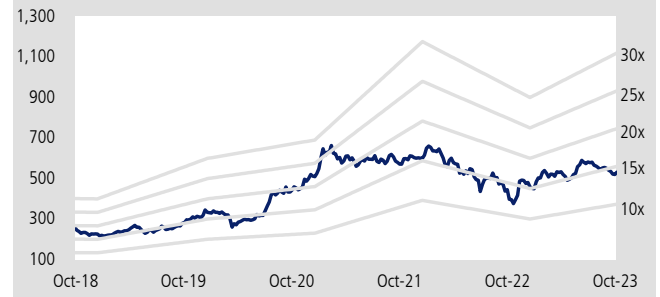
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 16：未來 12 個月預估本益比

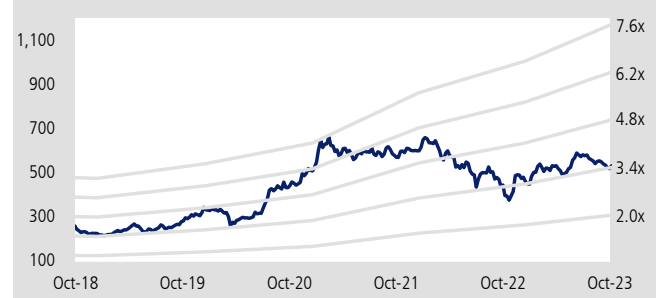
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 18：未來 12 個月預估股價淨值比

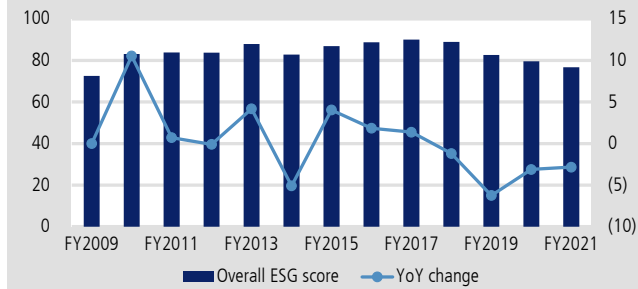
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 19：ESG 整體分數

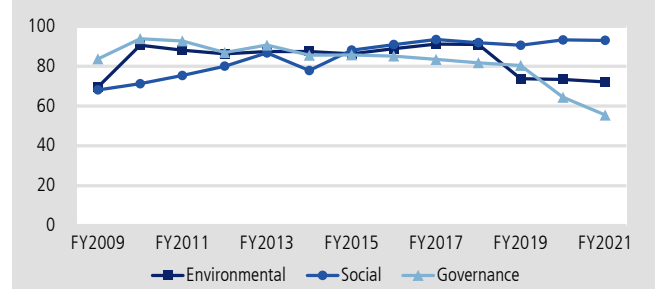
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：ESG 各項分數

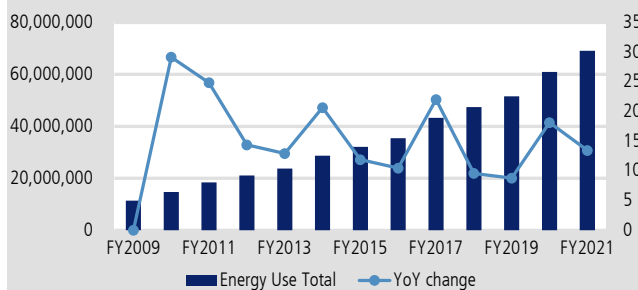
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：能源消耗

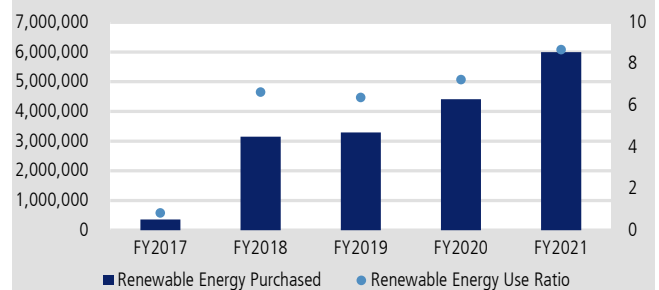
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：再生能源使用

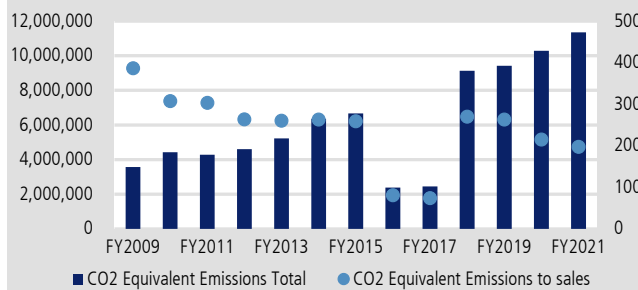
再生能源使用，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：碳排放量

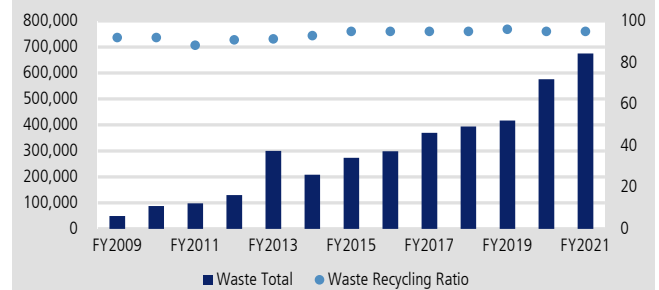
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：廢棄物總量

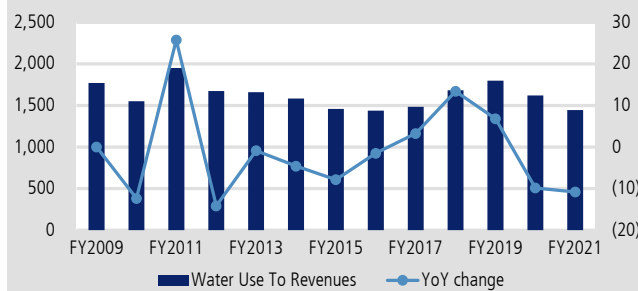
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：耗水量

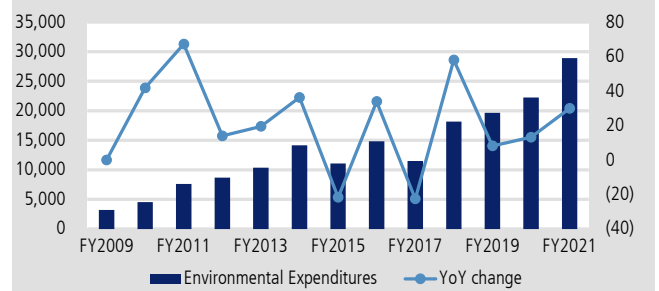
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 26：環境支出

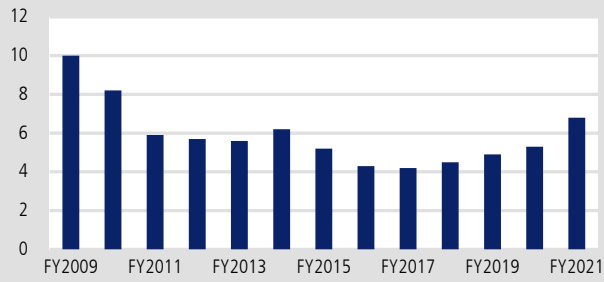
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 27：員工流動率**

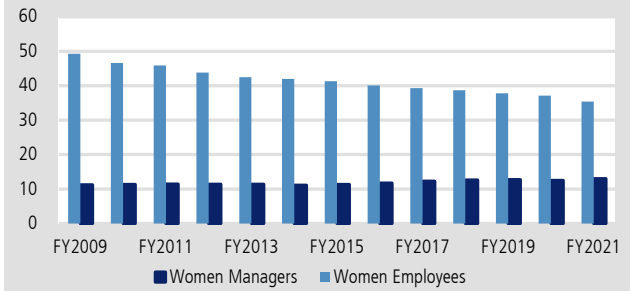
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 28：性別多樣性**

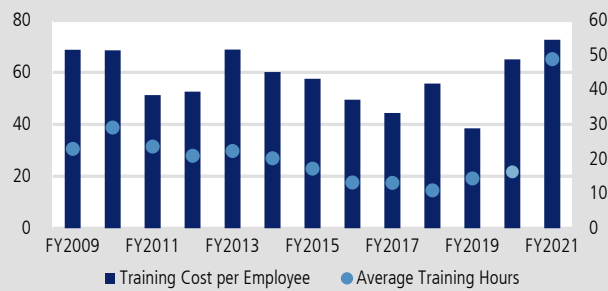
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 29：員工訓練**

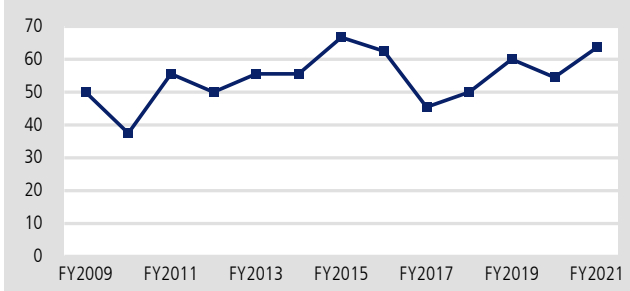
員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

**圖 30：獨立董事**

獨立董事佔比，百分比



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

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>損益表 (NT\$百萬)</b>											
營業收入	508,633	480,841	546,303	600,662	550,741	608,517	710,458	829,685	2,263,891	2,136,439	2,699,401
營業成本	(222,133)	(220,641)	(255,485)	(288,570)	(268,167)	(283,388)	(313,704)	(352,492)	(915,536)	(986,829)	(1,217,751)
營業毛利	286,500	260,200	290,817	312,093	282,575	325,129	396,754	477,194	1,348,355	1,149,610	1,481,651
營業費用	(55,262)	(58,147)	(71,839)	(77,185)	(71,321)	(76,612)	(80,282)	(85,458)	(227,076)	(262,528)	(313,673)
營業利益	231,238	202,053	218,979	234,908	211,254	248,516	316,472	391,736	1,121,279	887,082	1,167,978
折舊	(108,083)	(121,644)	(175,447)	(146,764)	(152,328)	(156,387)	(160,476)	(154,923)	(428,498)	(551,939)	(624,113)
攤提	(2,239)	(2,296)	(3,739)	(2,803)	(3,031)	(3,076)	(3,420)	(2,959)	(8,756)	(11,077)	(12,486)
EBITDA	341,561	325,992	398,165	384,475	366,613	407,979	480,368	549,617	1,558,533	1,450,099	1,804,578
利息收入	13,618	13,672	1,000	1,000	4,100	4,100	4,100	4,100	22,422	29,290	16,400
投資利益淨額	1,111	1,062	1,500	1,500	2,500	2,500	2,500	2,500	8,065	5,173	10,000
其他營業外收入	16	310	-	-	-	-	-	-	681	326	-
總營業外收入	14,745	15,044	2,500	2,500	6,600	6,600	6,600	6,600	31,168	34,788	26,400
利息費用	(2,964)	(3,005)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(11,750)	(7,569)	(3,200)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	1,256	678	-	-	-	-	-	-	3,494	1,934	-
總營業外費用	(1,708)	(2,327)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)	(8,256)	(5,635)	(3,200)
稅前純益	244,275	214,769	220,679	236,608	217,054	254,316	322,272	397,536	1,144,191	916,236	1,191,178
所得稅費用[利益]	(37,326)	(32,958)	(33,102)	(35,491)	(32,558)	(38,147)	(48,341)	(59,630)	(127,290)	(138,877)	(178,677)
少數股東損益	38	82	82	82	82	82	82	82	(370)	284	328
非常項目前稅後純益	206,986	181,894	187,659	201,199	184,578	216,251	274,013	337,988	1,016,530	777,643	1,012,830
非常項目	0	(94)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	206,987	181,799	187,659	201,199	184,578	216,251	274,013	337,988	1,016,530	777,643	1,012,830
每股盈餘 (NT\$)	7.98	7.01	7.24	7.76	7.12	8.34	10.57	13.04	39.20	29.99	39.06
<b>獲利率 (%)</b>											
營業毛利率	56.3	54.1	53.2	52.0	51.3	53.4	55.8	57.5	59.6	53.8	54.9
營業利益率	45.5	42.0	40.1	39.1	38.4	40.8	44.5	47.2	49.5	41.5	43.3
EBITDA Margin	67.2	67.8	72.9	64.0	66.6	67.0	67.6	66.2	68.8	67.9	66.9
稅前純益率	48.0	44.7	40.4	39.4	39.4	41.8	45.4	47.9	50.5	42.9	44.1
稅後純益率	40.7	37.8	34.4	33.5	33.5	35.5	38.6	40.7	44.9	36.4	37.5
<b>季成長率 (%)</b>											
營業收入	(18.7)	(5.5)	13.6	10.0	(8.3)	10.5	16.8	16.8			
營業毛利	(26.4)	(9.2)	11.8	7.3	(9.5)	15.1	22.0	20.3			
營業收益增長	(28.9)	(12.6)	8.4	7.3	(10.1)	17.6	27.3	23.8			
EBITDA	(21.0)	(4.6)	22.1	(3.4)	(4.6)	11.3	17.7	14.4			
稅前純益	(27.0)	(12.1)	2.8	7.2	(8.3)	17.2	26.7	23.4			
稅後純益	(30.0)	(12.2)	3.2	7.2	(8.3)	17.2	26.7	23.3			
<b>年成長率 (%)</b>											
營業收入	3.6	(10.0)	(10.9)	(4.0)	8.3	26.6	30.0	38.1	42.6	(5.6)	26.4
營業毛利	4.9	(17.5)	(21.5)	(19.8)	(1.4)	25.0	36.4	52.9	64.5	(14.7)	28.9
營業收益	3.3	(22.9)	(29.4)	(27.7)	(8.6)	23.0	44.5	66.8	72.5	(20.9)	31.7
EBITDA	2.0	(13.1)	(4.2)	(11.1)	7.3	25.1	20.6	43.0	45.3	(7.0)	24.4
稅前純益	7.7	(19.3)	(30.3)	(29.3)	(11.1)	18.4	46.0	68.0	72.5	(19.9)	30.0
稅後純益	2.1	(23.3)	(33.2)	(32.0)	(10.8)	19.0	46.0	68.0	70.4	(23.5)	30.2

資料來源：公司資料，凱基預估

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>資產總額</b>	<b>2,760,711</b>	<b>3,725,503</b>	<b>4,964,779</b>	<b>5,394,177</b>	<b>6,128,113</b>
<b>流動資產</b>	<b>1,092,185</b>	<b>1,607,073</b>	<b>2,052,897</b>	<b>2,074,143</b>	<b>2,601,826</b>
現金及短期投資	791,477	1,188,456	1,561,486	1,534,845	1,915,214
存貨	137,353	193,102	221,149	258,417	315,660
應收帳款及票據	146,038	198,301	231,340	236,233	326,305
其他流動資產	17,317	27,214	38,922	44,648	44,648
<b>非流動資產</b>	<b>1,668,526</b>	<b>2,118,431</b>	<b>2,911,882</b>	<b>3,320,034</b>	<b>3,526,287</b>
長期投資	27,728	29,385	68,928	97,610	107,610
固定資產	1,555,589	1,975,119	2,693,837	2,821,370	3,017,623
什項資產	85,209	113,927	149,117	401,054	401,054
<b>負債總額</b>	<b>910,089</b>	<b>1,554,770</b>	<b>2,004,290</b>	<b>1,942,458</b>	<b>1,974,714</b>
<b>流動負債</b>	<b>617,151</b>	<b>739,503</b>	<b>944,227</b>	<b>809,290</b>	<b>841,546</b>
應付帳款及票據	41,095	48,723	56,522	72,448	88,497
短期借款	91,159	119,488	19,314	8,126	8,126
什項負債	484,897	571,293	868,391	728,716	744,924
<b>長期負債</b>	<b>292,938</b>	<b>815,267</b>	<b>1,060,063</b>	<b>1,133,168</b>	<b>1,133,168</b>
長期借款	256,073	613,380	839,096	899,886	899,886
其他負債及準備	16,305	181,123	191,203	225,846	225,846
<b>股東權益總額</b>	<b>1,850,622</b>	<b>2,170,733</b>	<b>2,960,489</b>	<b>3,451,719</b>	<b>4,153,399</b>
普通股本	259,304	259,304	259,304	259,321	259,321
保留盈餘	1,235,380	1,536,379	2,323,223	3,105,785	3,807,465
少數股東權益	965	2,447	14,836	16,718	16,718
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>年成長率</b>					
營業收入	25.2%	18.5%	42.6%	(5.6%)	26.4%
營業收益增長	52.1%	14.7%	72.5%	(20.9%)	31.7%
EBITDA	36.2%	19.4%	45.3%	(7.0%)	24.4%
稅後純益	50.0%	15.2%	70.4%	(23.5%)	30.2%
每股盈餘成長率	50.0%	15.2%	70.4%	(23.5%)	30.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	53.1%	51.6%	59.6%	53.8%	54.9%
營業利率	42.3%	40.9%	49.5%	41.5%	43.3%
EBITDA Margin	67.1%	67.6%	68.8%	67.9%	66.9%
稅後純益率	38.7%	37.6%	44.9%	36.4%	37.5%
平均資產報酬率	20.6%	18.4%	23.4%	15.0%	17.6%
股東權益報酬率	29.8%	29.7%	39.8%	24.4%	26.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	18.8%	33.8%	29.0%	26.3%	21.9%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	281.9	123.5	98.4	122.1	373.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	395.2	205.4	137.1	158.1	476.4
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	8.8	8.9	51.8	76.2	134.6
流動比率 (x)	1.8	2.2	2.2	2.6	3.1
速動比率 (x)	1.5	1.9	1.9	2.2	2.7
淨負債 (NT\$百萬)	(312,939)	(332,122)	(484,404)	(413,601)	(793,970)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	29.99	39.06
每股現金盈餘 (NT\$)	31.73	42.89	62.12	46.14	58.79
每股淨值 (NT\$)	71.33	83.62	113.60	132.48	159.54
調整後每股淨值 (NT\$)	71.33	83.62	113.60	132.48	159.54
每股營收 (NT\$)	51.65	61.22	87.31	82.40	104.11
EBITDA/Share (NT\$)	34.65	41.36	60.11	55.93	69.60
每股現金股利 (NT\$)	10.00	11.00	11.00	12.00	13.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.53	0.49	0.52	0.41	0.47
應收帳款周轉天數	39.9	45.6	37.3	40.4	44.2
存貨周轉天數	80.0	91.8	88.2	95.6	94.9
應付帳款周轉天數	23.9	23.2	22.5	26.8	26.6
現金轉換周轉天數	96.0	114.2	102.9	109.1	112.5

資料來源：公司資料，凱基預估

**損益表**

NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營業收入</b>	<b>1,339,255</b>	<b>1,587,415</b>	<b>2,263,891</b>	<b>2,136,439</b>	<b>2,699,401</b>
營業成本	(628,125)	(767,878)	(915,536)	(986,829)	(1,217,751)
<b>營業毛利</b>	<b>711,130</b>	<b>819,537</b>	<b>1,348,355</b>	<b>1,149,610</b>	<b>1,481,651</b>
營業費用	(144,346)	(169,556)	(227,076)	(262,528)	(313,673)
<b>營業利益</b>	<b>566,784</b>	<b>649,981</b>	<b>1,121,279</b>	<b>887,082</b>	<b>1,167,978</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>13,272</b>	<b>12,285</b>	<b>31,168</b>	<b>34,788</b>	<b>26,400</b>
利息收入	9,018	5,709	22,422	29,290	16,400
投資利益淨額	4,230	5,965	8,065	5,173	10,000
其他營業外收入	23	611	681	326	-
<b>總營業外費用</b>	<b>4,722</b>	<b>860</b>	<b>(8,256)</b>	<b>(5,635)</b>	<b>(3,200)</b>
利息費用	(2,081)	(5,414)	(11,750)	(7,569)	(3,200)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	6,803	6,275	3,494	1,934	-
<b>稅前純益</b>	<b>584,777</b>	<b>663,126</b>	<b>1,144,191</b>	<b>916,236</b>	<b>1,191,178</b>
所得稅費用[利益]	(66,619)	(66,053)	(127,290)	(138,877)	(178,677)
少數股東損益	(273)	(533)	(370)	284	328
非常項目	-	0	0	777	-
<b>稅後淨利</b>	<b>517,885</b>	<b>596,540</b>	<b>1,016,530</b>	<b>777,643</b>	<b>1,012,830</b>
<b>EBITDA</b>	<b>898,508</b>	<b>1,072,376</b>	<b>1,558,533</b>	<b>1,450,099</b>	<b>1,804,578</b>
每股盈餘 (NT\$)	19.97	23.01	39.20	29.99	39.06

**現金流量**

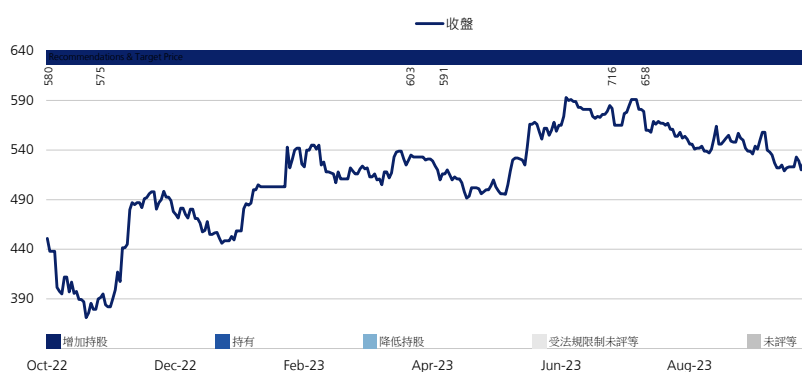
NT\$百萬	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>822,666</b>	<b>1,112,161</b>	<b>1,610,599</b>	<b>1,196,275</b>	<b>1,524,370</b>
本期純益	517,885	596,540	1,016,530	777,643	1,012,830
折舊及攤提	331,725	422,395	437,254	563,016	636,599
本期運用資金變動	(61,074)	(100,384)	(53,286)	(26,235)	(131,267)
其他營業資產及負債變動	34,130	193,610	210,100	(118,149)	6,208
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(505,782)</b>	<b>(836,366)</b>	<b>(1,190,928)</b>	<b>(987,845)</b>	<b>(832,852)</b>
投資用短期投資出售[新購]	49	4,676	(128,838)	(13,567)	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(507,239)	(839,196)	(1,082,672)	(1,009,320)	(832,852)
其他資產變動	1,408	(1,846)	20,582	35,042	-
<b>自由現金流</b>	<b>258,441</b>	<b>59,845</b>	<b>289,078</b>	<b>269,009</b>	<b>652,777</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(88,615)</b>	<b>136,608</b>	<b>(200,244)</b>	<b>(233,682)</b>	<b>(311,150)</b>
短期借款變動	(31,572)	35,668	(111,960)	-	-
長期借款變動	206,535	362,765	195,983	49,601	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(259,304)	(265,786)	(285,234)	(285,223)	(311,150)
其他融資現金流	(4,275)	3,961	1,839	1,940	-
<b>匯率影響數</b>	<b>(23,498)</b>	<b>(7,584)</b>	<b>58,397</b>	<b>4,051</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>204,771</b>	<b>404,820</b>	<b>277,824</b>	<b>(21,202)</b>	<b>380,369</b>

**投資回報率**

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	10.8%	10.7%	10.0%	12.3%	11.6%
<b>= 營業利率</b>	<b>42.3%</b>	<b>40.9%</b>	<b>49.5%</b>	<b>41.5%</b>	<b>43.3%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>
營業利率	42.3%	40.9%	49.5%	41.5%	43.3%
x 資本周轉率	1.0	0.9	1.0	0.7	0.8
x (1 - 有效現金稅率)	88.6%	90.0%	88.9%	84.8%	85.0%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>37.6%</b>	<b>32.9%</b>	<b>43.9%</b>	<b>25.4%</b>	<b>30.3%</b>

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
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
2022-09-27	增加持股	580	448
2022-08-19	增加持股	598	519
2022-07-14	增加持股	600	475
2022-07-05	增加持股	580	446

資料來源：TEJ，凱基

## 凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

## 股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

## 免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。