



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

增加持股 · 維持

| | |
|----------------------|-------|
| 收盤價 August 21 (NT\$) | 958 |
| 12 個月目標價 (NT\$) | 1,290 |
| 前次目標價 (NT\$) | 1,290 |
| 維持 (%) | 0.0 |
| 上漲空間 (%) | 34.7 |

焦點內容

- 2025-26 年擴產瓶頸之一已解除。
- 我們將 2025 年底的 CoWoS 產能預估由 60-62 仟片/月上調至 70 仟片/月。
- 台積電上檔空間將排擠非台積電 CoWoS 相關供應商。

交易資料表

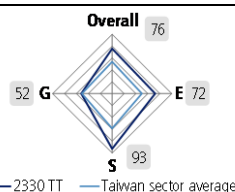
| | |
|------------------------|----------------|
| 市值：(NT\$bn/US\$mn) | 24,844/762,354 |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 25,934 |
| 外資持有股數 (百萬股)： | 19,125 |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 35.59 |
| 52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)： | 519 - 1,080 |

| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|------|------|
| 絕對表現 (%) | 13.9 | 40.7 | 78.4 |
| 相對表現 (%) | 9.2 | 21.6 | 42.6 |

每股盈餘

| NT\$ | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 2023 | 7.98A | 7.01A | 8.14A | 9.21A |
| 2024 | 8.70A | 9.56A | 11.61F | 11.81F |
| 2025 | 10.85F | 11.55F | 14.23F | 15.10F |

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

凱基投顧

潘俊宏
886.2.2181.8706
Felix.Pan@kgi.com

黃章中
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)



台積電 CoWoS 產能擴張可延續至何時？

重要訊息

台積電於上週宣布以新台幣 171 億元買下群創南科 5.5 代廠。我們認為此舉將短期有助於 CoWoS 之產能擴充以及長期 FOPLP 發展潛力。在本報告中，我們將更新 CoWoS 狀況，並預估到 2026 年底台積電的 CoWoS 產能。

評論及分析

2025-26 年擴產瓶頸之一已解除。我們了解到除了設備的 Lead time，土地和廠房空間吃緊亦為目前 CoWoS 擴產的瓶頸。台積電目前之 CoWoS 產能擴充主要集中在竹南之先進封裝廠 AP6，和 4Q24 加入的 AP5 (台中)。此外，AP7 (嘉義)第一期工程預計於 2026 年完工，並於 2027 年底至 2028 年投產。台積電收購群創(3481 TT, NT\$14.55, 持有)之 5.5 代廠將加速 CoWoS 產能擴充，以滿足 NVIDIA (美)強勁的 AI 需求，且若 AP7 第一期因地下歷史遺址而延期(但我們認為此影響將被解決)，此新廠可作為備選方案。我們估計群創之 5.5 代廠可貢獻每月至多 30 仟片之 CoW 產能。

我們將 2025 年底的 CoWoS 產能預估由 60-62 仟片/月上調至 70 仟片/月。根據調查，我們將台積電 2025 年底 CoWoS 每月產能預估上調至 70 仟片。4Q25 增加之 10 仟片/月的 CoW 產能(oS 將外包)將提高我們 2025 年營收預估 0.3%，及 2026 年營收 1.0-1.3%。此外，我們預估擴充的產能初期將用以生產 CoW-S 而非 CoW-L，因 NVIDIA B200A 時程提前所致。我們預期群創廠最高可為台積電的營收貢獻 3.0-3.5%。根據我們的計算，每 10 仟片/月的 CoWoS 產能將為挹注台積電營收 1.0-1.2%，取決於其中 CoW-S 和 CoW-L 的定價和占比。

台積電上檔空間將排擠非台積電 CoWoS 相關供應商。日月光(3711 TT, NT\$152.5, 未評等)為台積電 CoWoS 生產的主要 oS 合作夥伴，市場認為其有望於 2H25 建立每月 10 仟片的 CoW 產能。然而，隨著台積電 CoWoS 瓶頸解除，我們認為台積電外包 CoW 可能性將降低，因為 CoW 具有較高的毛利率。由於非台積電的供應商缺乏 CoWoS-L 能力及 CoWoS-S 良率較低，台積電訂單滿足率的提高可能排擠其他廠商自 NVIDIA 的訂單。我們預期台積電 2024-26 年每月 CoWoS 產能分別可達 34 仟片/月、70 仟片/月、110-120 仟片/月，相比先前預估之 34 仟片/月、60 仟片/月和 85-90 仟片/月。

投資建議

考量 CoWoS 產能預估上修，我們上調 2025 年每股盈餘預估 0.3%至 51.73 元。我們維持「增加持股」評級並給予目標價 1,290 元，基於 2025 年每股盈餘預估之 25 倍不變。我們建議投資人買進因公司產業領導地位不變。

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-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 | 2,797,827 | 3,366,101 |
| 營業毛利 (NT\$百萬) | 819,537 | 1,348,355 | 1,175,111 | 1,492,123 | 1,842,969 |
| 營業利益 (NT\$百萬) | 649,981 | 1,121,279 | 921,088 | 1,200,084 | 1,505,929 |
| 稅後淨利 (NT\$百萬) | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,080,555 | 1,341,272 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 23.01 | 39.20 | 32.34 | 41.67 | 51.73 |
| 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) | 28.9 | 24.1 |
| 本益比 (x) | 41.6 | 24.4 | 29.6 | 23.0 | 18.5 |
| 股價淨值比 (x) | 11.5 | 8.4 | 7.2 | 5.9 | 4.8 |
| EV/EBITDA (x) | 22.6 | 15.3 | 16.2 | 12.2 | 10.0 |
| 淨負債比率 (%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 殖利率 (%) | 1.1 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 1.9 |
| 股東權益報酬率 (%) | 29.7 | 39.8 | 26.2 | 28.1 | 28.6 |

資料來源：公司資料，凱基預估

CoWoS 產能擴展的上檔空間。儘管台積電正積極擴展產能，但其 CoWoS 產能仍無法滿足 AI 的強勁需求。根據我們的渠道調查，設備交期是主要為瓶頸，但土地和空間亦不足以支撐產能擴展計劃。此外，台積電的 AP7 第一期工程(預計 2026 年完工)可能因發現地下歷史遺址而延誤，不過我們認為此問題將被解決。因此，收購群創之 5.5 代廠將加速台積電的 CoWoS 擴展計劃，並有助於緩解當前產能短缺的影響。

圖 1：台積電先進封裝廠總覽

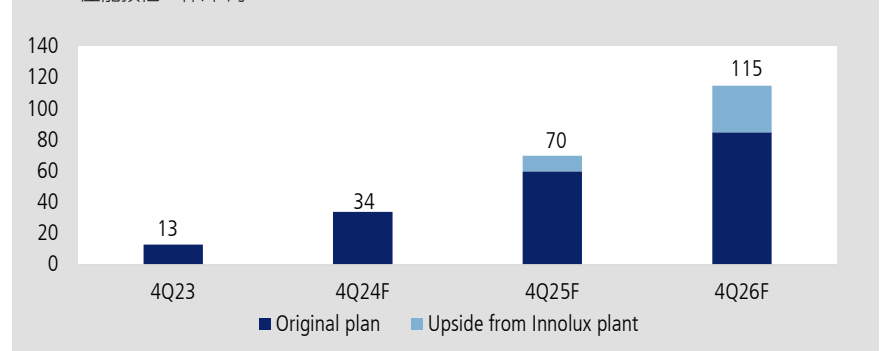
| TSMC AP fab | Location | Bumping | InFO | CoW-S | CoW-L | oS | SoIC | Status |
|-------------|------------------|---------|------|-------|-------|----|------|---|
| AP1 (RD) | Hsinchu | V | | V | V | V | V | Online |
| AP2 | Tainan | V | | | | | | Online |
| AP3 | Longtan | | V | V | V | | | Online |
| AP5 | Taichung | | V | V | V | V | | To come online in 4Q24 |
| AP6 | Zhunan | | V | V | V | | V | Online |
| AP7 (P1) | Chiayi | | | V | V | | | P1 potentially delayed due to discovery of buried historical site |
| AP7 (P2) | Chiayi | | V | | | | | P2 on track, with construction to be completed in 2026F |
| AP8 | Tainan (Innolux) | | | V | V | | V | Initially 10kwpm for CoW-S for B200A in 4Q25 |

資料來源：凱基預估

我們將台積電 2025 年底的 CoWoS 每月產能預估由 60-62 仟片上調至的 70 仟片。4Q25 額外增加的 10 仟片/月的 CoW 產能(oS 將外包)將提高我們 2025 年營收預估 0.3%，及 2026 年營收 1.0-1.3%。並且我們預估此產能將用以生產 CoW-S 而非 CoW-L，因 NVIDIA B200A 時程提前所致。雖我們尚未完全了解 2026 年 CoWoS 的擴充計劃，但我們預估群創 5.5 代廠最高可為台積電的營收貢獻 3.0-3.5%。根據我們的計算，每 10 仟片/月的 CoWoS 產能將挹注台積電營收 1.0-1.2%，並取決於其中 CoW-S 和 CoW-L 的定價和占比。

圖 2：CoWoS 產能預估(含群創廠之產能貢獻)

CoWoS 產能預估，仟片/月

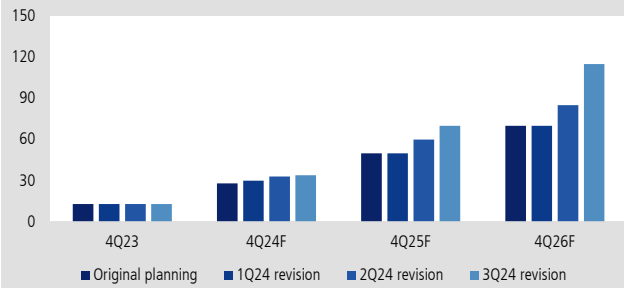


資料來源：凱基預估

我們預期台積電的 CoWoS 年產能有望自 2024 年之 31 萬片增長到 2025 年之 66 萬片，年增 112%，並且我們預期台積電將向 NVIDIA 供應 39 萬片 CoWoS，滿足率達 80%以上。

圖 3：CoWoS 產能預估修正

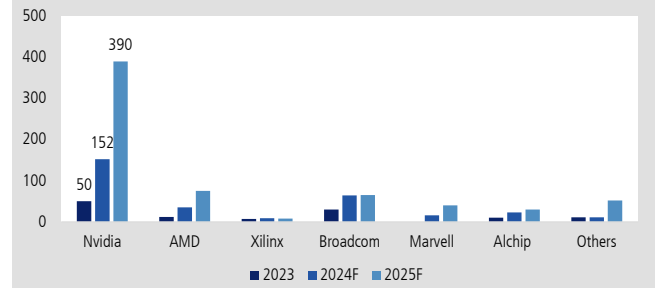
CoWoS 產能預估，仟片/月



資料來源：凱基預估

圖 4：2023-25 年 CoWoS 客戶需求預估

CoWoS 出貨量，仟片



資料來源：凱基預估

圖 5：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

| 百萬元 | 2024F | | | | | | 2025F | | | | | |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| | 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 | 2,797,827 | 2,797,827 | 0.0 | 29.4 | 2,814,132 | (0.6) | 3,366,101 | 3,354,954 | 0.3 | 20.3 | 3,472,076 | (3.1) |
| 毛利 | 1,492,123 | 1,492,123 | (0.0) | 27.0 | 1,514,200 | (1.5) | 1,842,969 | 1,836,672 | 0.3 | 23.5 | 1,913,704 | (3.7) |
| 營業利益 | 1,200,084 | 1,200,084 | (0.0) | 30.3 | 1,215,166 | (1.2) | 1,505,929 | 1,500,727 | 0.3 | 25.5 | 1,558,997 | (3.4) |
| 稅後淨利 | 1,080,555 | 1,080,554 | 0.0 | 28.9 | 1,086,115 | (0.5) | 1,341,272 | 1,336,796 | 0.3 | 24.1 | 1,386,770 | (3.3) |
| 每股盈餘(元) | 41.67 | 41.67 | 0.0 | 28.9 | 41.98 | (0.7) | 51.73 | 51.56 | 0.3 | 24.1 | 53.37 | (3.1) |
| 毛利率(%) | 53.3 | 53.3 | (0.0)ppts | (1.0)ppts | 53.8 | (0.5)ppts | 54.8 | 54.7 | 0.0 ppts | 1.4 ppts | 55.1 | (0.4)ppts |
| 營利率(%) | 42.9 | 42.9 | (0.0)ppts | 0.3 ppts | 43.2 | (0.3)ppts | 44.7 | 44.7 | 0.0 ppts | 1.8 ppts | 44.9 | (0.2)ppts |
| 淨利率(%) | 38.6 | 38.6 | 0.0 ppts | (0.2)ppts | 38.6 | 0.0 ppts | 39.8 | 39.8 | 0.0 ppts | 1.2 ppts | 39.9 | (0.1)ppts |

資料來源：Bloomberg，凱基預估

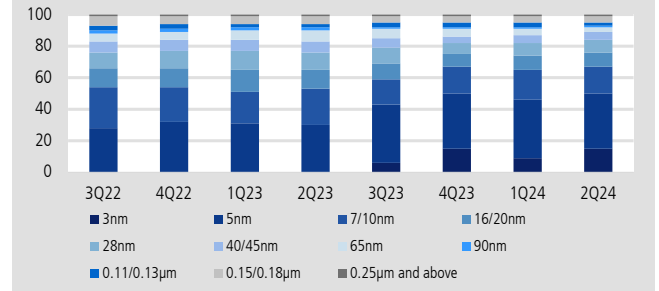
圖 6：公司概况

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 7：台積電各製程晶圓營收比重

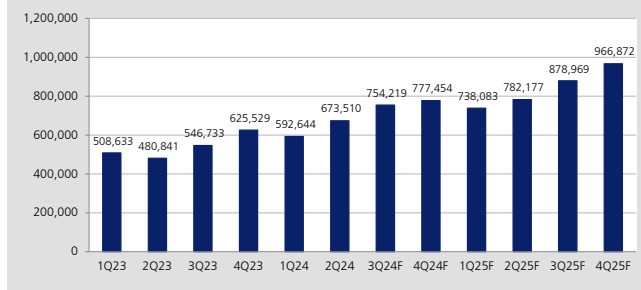
營收製程別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：季營業收入

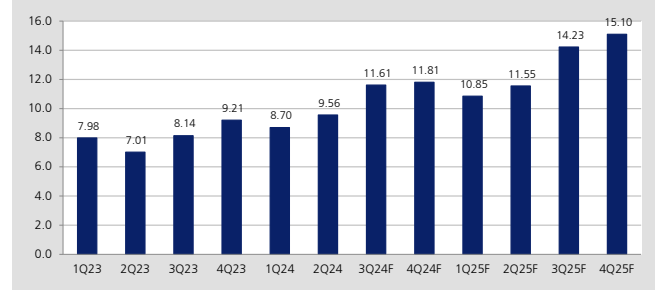
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：每股盈利

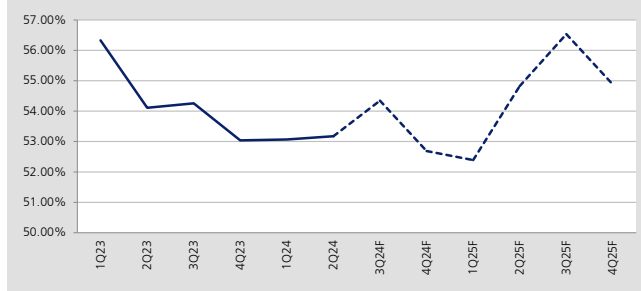
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：毛利率

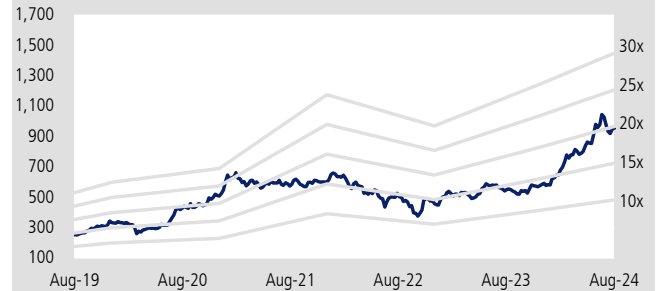
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：未來 12 個月預估本益比

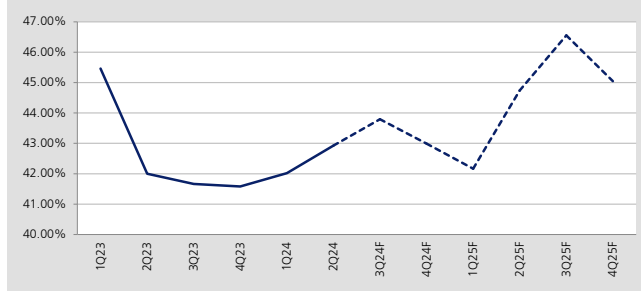
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：營業利潤率

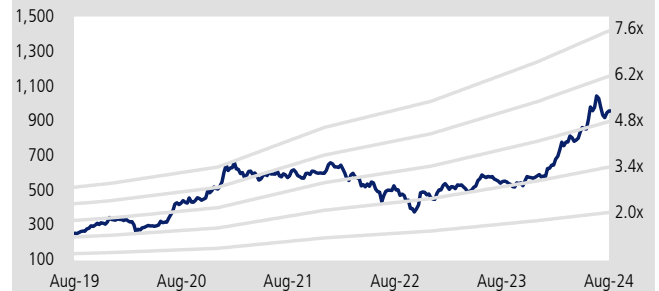
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 13：未來 12 個月預估股價淨值比

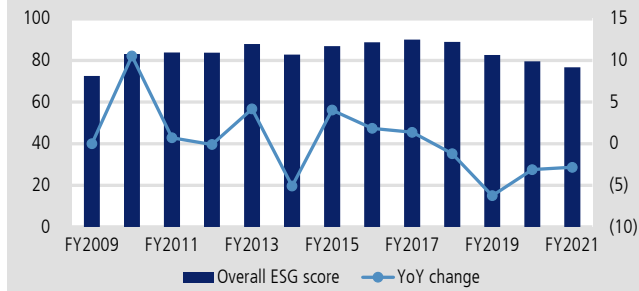
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 14：ESG 整體分數

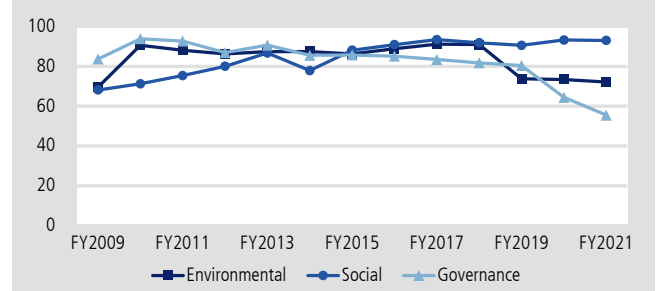
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：ESG 各項分數

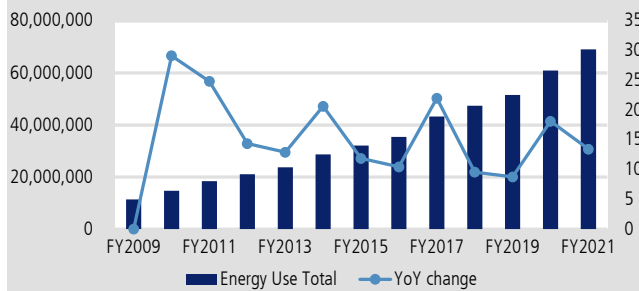
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：能源消耗

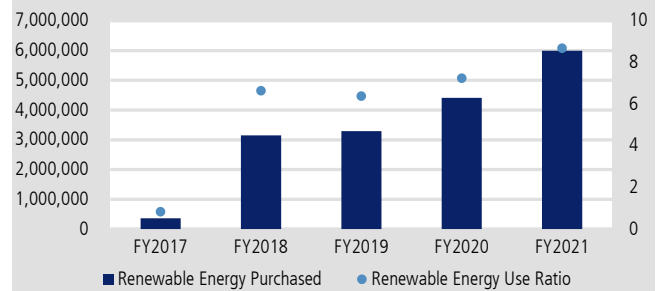
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：再生能源使用

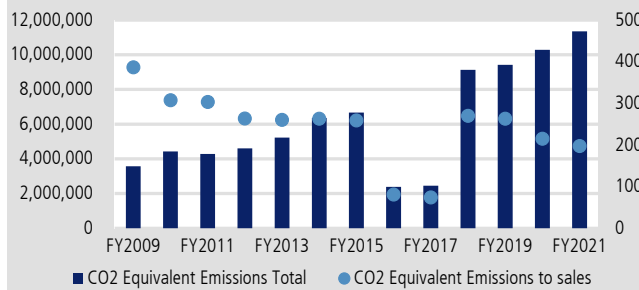
再生能源使用，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：碳排放量

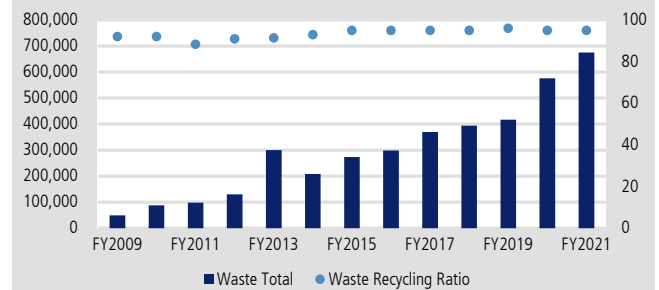
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：廢棄物總量

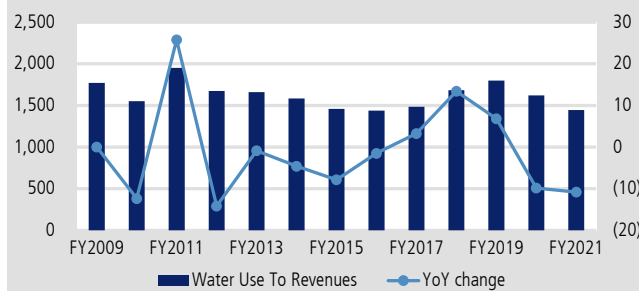
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：耗水量

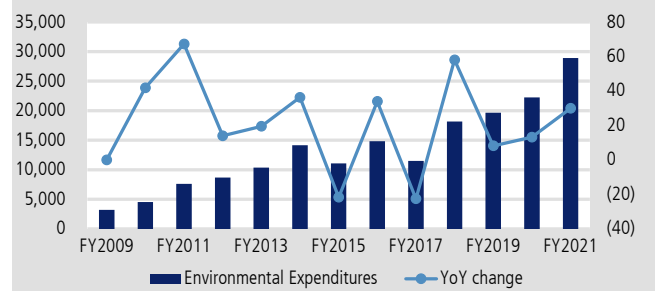
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：環境支出

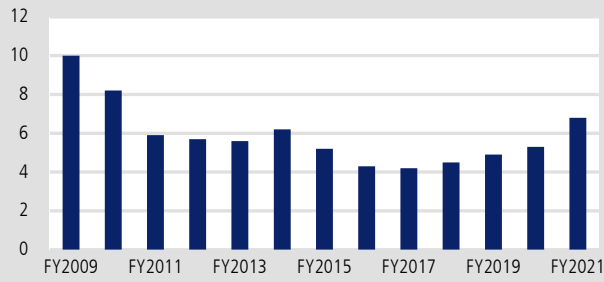
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：員工流動率

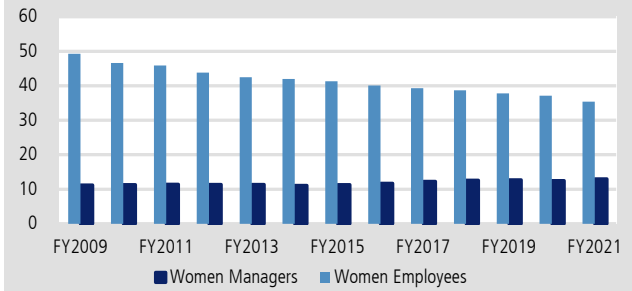
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：性別多樣性

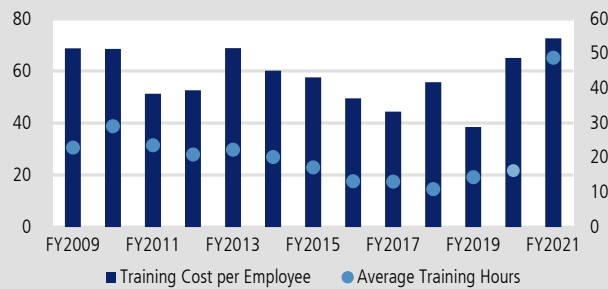
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：員工訓練

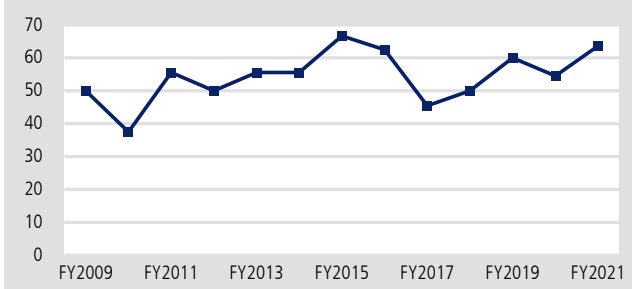
員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工人數 - 離開之員工人數 | |
| 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-24A | Jun-24A | 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 | 673,510 | 754,219 | 777,454 | 738,083 | 782,177 | 878,969 | 966,872 | 2,161,736 | 2,797,827 | 3,366,101 |
| 營業成本 | (278,139) | (315,386) | (344,349) | (367,832) | (351,417) | (353,378) | (382,037) | (436,300) | (986,625) | (1,305,705) | (1,523,132) |
| 營業毛利 | 314,505 | 358,124 | 409,870 | 409,622 | 386,666 | 428,800 | 496,932 | 530,572 | 1,175,111 | 1,492,123 | 1,842,969 |
| 營業費用 | (65,487) | (69,022) | (79,570) | (75,413) | (75,432) | (78,843) | (87,721) | (95,044) | (254,022) | (292,039) | (337,040) |
| 營業利益 | 249,018 | 289,103 | 330,300 | 334,209 | 311,234 | 349,956 | 409,211 | 435,529 | 921,088 | 1,200,084 | 1,505,929 |
| 折舊 | (156,697) | (162,929) | (194,771) | (182,809) | (182,785) | (190,193) | (197,601) | (192,045) | (522,933) | (697,207) | (762,624) |
| 攤提 | (2,326) | (2,237) | (4,151) | (4,463) | (3,637) | (3,741) | (4,212) | (3,667) | (9,258) | (13,178) | (15,257) |
| EBITDA | 408,041 | 454,269 | 529,223 | 521,482 | 497,656 | 543,890 | 611,023 | 631,241 | 1,453,279 | 1,910,468 | 2,283,810 |
| 利息收入 | 19,359 | 20,979 | 20,979 | 20,979 | 20,979 | 20,979 | 20,979 | 20,979 | 60,294 | 82,296 | 83,915 |
| 投資利益淨額 | 950 | 1,355 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 5,119 | 4,705 | 4,800 |
| 其他營業外收入 | 0 | (0) | 0 | - | - | - | - | - | 16 | 0 | - |
| 總營業外收入 | 20,309 | 22,335 | 22,179 | 22,179 | 22,179 | 22,179 | 22,179 | 22,179 | 65,429 | 87,001 | 88,715 |
| 利息費用 | (2,698) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (11,999) | (10,613) | (10,554) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | (86) | 58 | - | - | - | - | - | - | 4,276 | (27) | - |
| 總營業外費用 | (2,784) | (2,580) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (2,638) | (7,723) | (10,641) | (10,554) |
| 稅前純益 | 266,543 | 308,858 | 349,840 | 353,750 | 330,774 | 369,497 | 428,751 | 455,069 | 978,794 | 1,276,444 | 1,584,091 |
| 所得稅費用[利益] | (41,322) | (58,649) | (48,978) | (47,756) | (49,616) | (70,204) | (60,025) | (63,710) | (141,404) | (196,705) | (243,555) |
| 少數股東損益 | 264 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 184 | 730 | 816 | 736 |
| 非常項目稅後純益 | 225,485 | 250,393 | 301,047 | 306,178 | 281,342 | 299,476 | 368,910 | 391,543 | 838,120 | 1,080,555 | 1,341,272 |
| 非常項目 | (0) | (2,547) | - | - | - | - | - | - | 377 | - | - |
| 稅後淨利 | 225,485 | 247,846 | 301,047 | 306,178 | 281,342 | 299,476 | 368,910 | 391,543 | 838,498 | 1,080,555 | 1,341,272 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 8.70 | 9.56 | 11.61 | 11.81 | 10.85 | 11.55 | 14.23 | 15.10 | 32.34 | 41.67 | 51.73 |
| 獲利率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業毛利率 | 53.1 | 53.2 | 54.3 | 52.7 | 52.4 | 54.8 | 56.5 | 54.9 | 54.4 | 53.3 | 54.8 |
| 營業利益率 | 42.0 | 42.9 | 43.8 | 43.0 | 42.2 | 44.7 | 46.6 | 45.0 | 42.6 | 42.9 | 44.7 |
| EBITDA Margin | 68.9 | 67.4 | 70.2 | 67.1 | 67.4 | 69.5 | 69.5 | 65.3 | 67.2 | 68.3 | 67.8 |
| 稅前純益率 | 45.0 | 45.9 | 46.4 | 45.5 | 44.8 | 47.2 | 48.8 | 47.1 | 45.3 | 45.6 | 47.1 |
| 稅後純益率 | 38.0 | 36.8 | 39.9 | 39.4 | 38.1 | 38.3 | 42.0 | 40.5 | 38.8 | 38.6 | 39.8 |
| 季成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | (5.3) | 13.6 | 12.0 | 3.1 | (5.1) | 6.0 | 12.4 | 10.0 | | | |
| 營業毛利 | (5.2) | 13.9 | 14.4 | (0.1) | (5.6) | 10.9 | 15.9 | 6.8 | | | |
| 營業收益增長 | (4.3) | 16.1 | 14.3 | 1.2 | (6.9) | 12.4 | 16.9 | 6.4 | | | |
| EBITDA | (0.7) | 11.3 | 16.5 | (1.5) | (4.6) | 9.3 | 12.3 | 3.3 | | | |
| 稅前純益 | (4.2) | 15.9 | 13.3 | 1.1 | (6.5) | 11.7 | 16.0 | 6.1 | | | |
| 稅後純益 | (5.5) | 9.9 | 21.5 | 1.7 | (8.1) | 6.4 | 23.2 | 6.1 | | | |
| 年成長率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 營業收入 | 16.5 | 40.1 | 38.0 | 24.3 | 24.5 | 16.1 | 16.5 | 24.4 | (4.5) | 29.4 | 20.3 |
| 營業毛利 | 9.8 | 37.6 | 38.2 | 23.5 | 22.9 | 19.7 | 21.2 | 29.5 | (12.8) | 27.0 | 23.5 |
| 營業收益 | 7.7 | 43.1 | 45.0 | 28.5 | 25.0 | 21.0 | 23.9 | 30.3 | (17.9) | 30.3 | 25.5 |
| EBITDA | 19.5 | 39.4 | 41.1 | 27.0 | 22.0 | 19.7 | 15.5 | 21.0 | (6.8) | 31.5 | 19.5 |
| 稅前純益 | 9.1 | 43.9 | 44.8 | 27.2 | 24.1 | 19.6 | 22.6 | 28.6 | (14.5) | 30.4 | 24.1 |
| 稅後純益 | 8.9 | 36.3 | 42.7 | 28.3 | 24.8 | 20.8 | 22.5 | 27.9 | (17.5) | 28.9 | 24.1 |

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 | 6,545,824 | 7,506,781 |
| 流動資產 | 1,607,073 | 2,052,897 | 2,194,033 | 2,863,513 | 3,435,021 |
| 現金及短期投資 | 1,188,456 | 1,561,486 | 1,687,644 | 2,168,032 | 2,603,730 |
| 存貨 | 193,102 | 221,149 | 250,997 | 329,397 | 390,711 |
| 應收帳款及票據 | 198,301 | 231,340 | 201,938 | 305,763 | 380,259 |
| 其他流動資產 | 27,214 | 38,922 | 53,453 | 60,321 | 60,321 |
| 非流動資產 | 2,118,431 | 2,911,882 | 3,338,338 | 3,682,311 | 4,071,761 |
| 長期投資 | 29,385 | 68,928 | 129,442 | 142,619 | 147,419 |
| 固定資產 | 1,975,119 | 2,693,837 | 3,064,475 | 3,395,066 | 3,779,715 |
| 什項資產 | 113,927 | 149,117 | 144,421 | 144,626 | 144,626 |
| 負債總額 | 1,554,770 | 2,004,290 | 2,049,108 | 2,283,884 | 2,318,434 |
| 流動負債 | 739,503 | 944,227 | 913,583 | 1,170,583 | 1,205,134 |
| 應付帳款及票據 | 48,723 | 56,522 | 57,293 | 92,348 | 109,537 |
| 短期借款 | 119,488 | 19,314 | 9,293 | 23,075 | 23,075 |
| 什項負債 | 571,293 | 868,391 | 846,997 | 1,055,160 | 1,072,521 |
| 長期負債 | 815,267 | 1,060,063 | 1,135,525 | 1,113,300 | 1,113,300 |
| 長期借款 | 613,380 | 839,096 | 918,283 | 945,143 | 945,143 |
| 其他負債及準備 | 181,123 | 191,203 | 188,560 | 138,956 | 138,956 |
| 股東權益總額 | 2,170,733 | 2,960,489 | 3,483,263 | 4,261,941 | 5,188,348 |
| 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 | 3,902,918 | 4,829,325 |
| 少數股東權益 | 2,447 | 14,836 | 24,349 | 28,745 | 28,745 |
| 優先股東資金 | - | - | - | - | - |

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%) | 29.4% | 20.3% |
| 營業收益增長 | 14.7% | 72.5% | (17.9%) | 30.3% | 25.5% |
| EBITDA | 19.4% | 45.3% | (6.8%) | 31.5% | 19.5% |
| 稅後純益 | 15.2% | 70.4% | (17.5%) | 28.9% | 24.1% |
| 每股盈餘成長率 | 15.2% | 70.4% | (17.5%) | 28.9% | 24.1% |
| 獲利能力分析 | | | | | |
| 營業毛利率 | 51.6% | 59.6% | 54.4% | 53.3% | 54.8% |
| 營業利益率 | 40.9% | 49.5% | 42.6% | 42.9% | 44.7% |
| EBITDA Margin | 67.6% | 68.8% | 67.2% | 68.3% | 67.8% |
| 稅後純益率 | 37.6% | 44.9% | 38.8% | 38.6% | 39.8% |
| 平均資產報酬率 | 18.4% | 23.4% | 16.0% | 17.9% | 19.1% |
| 股東權益報酬率 | 29.7% | 39.8% | 26.2% | 28.1% | 28.6% |
| 穩定 \ 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 | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |
| 利息保障倍數 (x) | 123.5 | 98.4 | 82.6 | 121.3 | 151.1 |
| 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 | 166.2 | 190.7 |
| Cash Flow/Int. & ST Debt (x) | 8.9 | 51.8 | 58.3 | 52.4 | 59.9 |
| 流動比率 (x) | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 2.4 | 2.9 |
| 速動比率 (x) | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 2.5 |
| 淨負債 (NT\$百萬) | (332,122) | (484,404) | (537,852) | (950,305) | (1,386,004) |
| 每股資料分析 | | | | | |
| 每股盈餘 (NT\$) | 23.01 | 39.20 | 32.34 | 41.67 | 51.73 |
| 每股現金盈餘 (NT\$) | 42.89 | 62.12 | 47.90 | 68.04 | 77.64 |
| 每股淨值 (NT\$) | 83.62 | 113.60 | 133.38 | 163.26 | 198.99 |
| 調整後每股淨值 (NT\$) | 83.62 | 113.60 | 133.40 | 163.26 | 198.99 |
| 每股營收 (NT\$) | 61.22 | 87.31 | 83.37 | 107.90 | 129.82 |
| EBITDA/Share (NT\$) | 41.36 | 60.11 | 56.05 | 73.68 | 88.08 |
| 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 | 0.46 | 0.48 |
| 應收帳款周轉天數 | 45.6 | 37.3 | 34.1 | 40.0 | 41.2 |
| 存貨周轉天數 | 91.8 | 88.2 | 92.9 | 92.3 | 93.6 |
| 應付帳款周轉天數 | 23.2 | 22.5 | 21.2 | 25.9 | 26.2 |
| 現金轉換周轉天數 | 114.2 | 102.9 | 105.8 | 106.4 | 108.6 |

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 | 2,797,827 | 3,366,101 |
| 營業成本 | (767,878) | (915,536) | (986,625) | (1,305,705) | (1,523,132) |
| 營業毛利 | 819,537 | 1,348,355 | 1,175,111 | 1,492,123 | 1,842,969 |
| 營業費用 | (169,556) | (227,076) | (254,022) | (292,039) | (337,040) |
| 營業利益 | 649,981 | 1,121,279 | 921,088 | 1,200,084 | 1,505,929 |
| 總營業外收入 | 12,285 | 31,168 | 65,429 | 87,001 | 88,715 |
| 利息收入 | 5,709 | 22,422 | 60,294 | 82,296 | 83,915 |
| 投資利益淨額 | 5,965 | 8,065 | 5,119 | 4,705 | 4,800 |
| 其他營業外收入 | 611 | 681 | 16 | 0 | - |
| 總營業外費用 | 860 | (8,256) | (7,723) | (10,641) | (10,554) |
| 利息費用 | (5,414) | (11,750) | (11,999) | (10,613) | (10,554) |
| 投資損失 | - | - | - | - | - |
| 其他營業外費用 | 6,275 | 3,494 | 4,276 | (27) | - |
| 稅前純益 | 663,126 | 1,144,191 | 978,794 | 1,276,444 | 1,584,091 |
| 所得稅費用[利益] | (66,053) | (127,290) | (141,404) | (196,705) | (243,555) |
| 少數股東損益 | (533) | (370) | 730 | 816 | 736 |
| 非常項目 | - | 0 | 377 | - | - |
| 稅後淨利 | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,080,555 | 1,341,272 |
| EBITDA | 1,072,376 | 1,558,533 | 1,453,279 | 1,910,468 | 2,283,810 |
| 每股盈餘 (NT\$) | 23.01 | 39.20 | 32.34 | 41.67 | 51.73 |

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 | 1,764,177 | 2,013,094 |
| 本期純益 | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,080,555 | 1,341,272 |
| 折舊及攤提 | 422,395 | 437,254 | 532,191 | 710,385 | 777,881 |
| 其他營業資產及負債變動 | (100,384) | (53,286) | 324 | (147,170) | (118,620) |
| 投資活動之現金流量 | (836,366) | (1,190,928) | (906,121) | (1,022,784) | (1,162,530) |
| 投資用短期投資出售[新購] | 4,676 | (128,838) | (55,781) | (15,707) | - |
| 本期長期投資變動 | - | - | - | - | - |
| 資本支出淨額 | (839,196) | (1,082,672) | (949,817) | (1,052,349) | (1,162,530) |
| 其他資產變動 | (1,846) | 20,582 | 99,478 | 45,272 | - |
| 自由現金流 | 59,845 | 289,078 | 361,461 | 512,834 | 755,865 |
| 融資活動之現金流量 | 136,608 | (200,244) | (204,894) | (327,362) | (414,865) |
| 短期借款變動 | 35,668 | (111,960) | - | - | - |
| 長期借款變動 | 362,765 | 195,983 | 68,204 | 40,642 | - |
| 現金增資 | - | - | - | - | - |
| 已支付普通股股息 | (265,786) | (285,234) | (291,722) | (337,080) | (414,865) |
| 其他融資現金流 | 3,961 | 1,839 | 18,623 | (30,925) | - |
| 匯率影響數 | (7,584) | 58,397 | (8,339) | 39,065 | - |
| 本期產生現金流量 | 404,820 | 277,824 | 122,614 | 453,096 | 435,699 |

投資回報率

| | Dec-21A | Dec-22A | Dec-23A | Dec-24F | Dec-25F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 - 營業成本/營業收入 | | | | | |
| - 銷管費用/營業收入 | 10.7% | 10.0% | 11.8% | 10.4% | 10.0% |
| = 營業利益率 | 40.9% | 49.5% | 42.6% | 42.9% | 44.7% |
| 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 | 0.9 |
| 營業利益率 | 40.9% | 49.5% | 42.6% | 42.9% | 44.7% |
| x 資本周轉率 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 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% | 32.9% | 35.7% |

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 |
|------------|------|-------|-------|
| 2024-07-18 | 增加持股 | 1,290 | 1,005 |
| 2024-07-15 | 增加持股 | 1,270 | 1,040 |
| 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 |

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 未評等 (R) | 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。 |
| *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，過後若有變更時，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。