

2024 年 10 月 18 日

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

| | |
|-------|------------|
| 前日收盤價 | 1,035.00 元 |
| 目標價 | |
| 3 個月 | 1,380.00 元 |
| 12 個月 | 1,380.00 元 |

台積電(2330 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

| | | |
|------------|-------------|--------|
| 07/26/2024 | Trading Buy | 979.0 |
| 07/19/2024 | Buy | 1050.0 |
| 06/20/2024 | Buy | 981.0 |
| 05/23/2024 | Buy | 875.0 |
| 04/19/2024 | Buy | 804.0 |

公司基本資訊

| | |
|------------|---------|
| 目前股本(百萬元) | 259,328 |
| 市值(億元) | 268,405 |
| 目前每股淨值(元) | 146.20 |
| 外資持股比(%) | 73.69 |
| 投信持股比(%) | 1.76 |
| 董監持股比(%) | 6.52 |
| 融資餘額(張) | 36,212 |
| 現金股息配發率(%) | 40.20 |

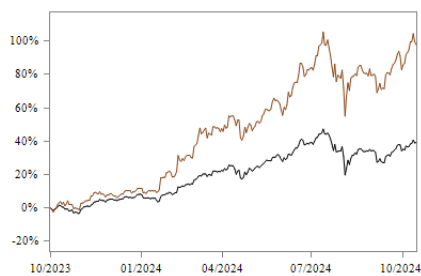
產品組合



晶圓: 100.00%

股價相對大盤走勢

— 2330 — TWSE



受惠 AI，獲利優於預期，維持 Buy，目標價 1,380 元。

投資建議：台積電定義「晶圓代工 2.0」，包括封裝、測試、光罩製造等，及所有 IDM，但不含記憶體製造。在這個新定義下，2023 年晶圓代工產業的規模接近 2,500 億美元，預期 2024 年晶圓代工產業 YoY+10%。客戶強勁 AI 和智慧手機相關需求，台積電 2024 年美元營收上修近 YoY+30%。AI 相關處理器將持續帶動台積電 2024~2026 年業績成長，不管是在伺服器端或是邊緣運算出貨量將會增加。台積電成長動能來自 HPC 及 N5/N3 製程和先進營收貢獻上揚，預估台積電 2024 年和 2025 年稅後 EPS 分別為 44.97 元和 57.65 元。台積電受惠 AI 需求成長，競爭力優於同業，維持 Buy，目標價 1,380 元(2025 年 PER24X)。

3Q24 稅後 EPS 12.54 元：3Q24 營收為 7,596.92 億元，QoQ+12.80%，略優於公司原本的預期。3Q24 出貨量為 333.8 萬片約當 12 吋晶圓，QoQ+6.82%。毛利率方面，產能利用率維持高檔，台積電 3Q24 增加 4.66 個百分點至 57.83%，主要因為公司改善成本和台幣貶值，營業利益率 47.49%。毛利率和營業利益率皆略優於原先 53.5~55.5%、42.5~43.5% 預估。3Q24 稅後 EPS 12.54 元。台積電累計 1Q24~3Q24 稅後 EPS 30.80 元。

資本支出將略高於 300 億美元：台積電 2024 年資本支出將略高於 300 億美元，YoY-1.47%，為 07/2024 提出 300~320 億美元的下緣。其中先進製程 N5、N3 和 N2 製程產能的增加將佔總資本支出比重 70~80%。2023 年折舊費用則為 5,321.91 億元，YoY+21.71%，較之前預期 YoY+25~30% 少，因為控制資本支出，折舊費用主要來自 N3 量產。預估 2024 年折舊費用 YoY+30%。

預估 4Q24 稅後 EPS 14.18 元：4Q24 營收將受惠高速運算 HPC 相關需求上揚，N3 和 N5 的需求強。毛利率方面，4Q24 毛利率將較 3Q24 約增加 0.5 個百分點，主要是產能利用率提升和成本的改善，可抵銷電費和 N3 量產增加的不利因素。預估台積電 4Q24 稅後 EPS 14.18 元。預估 2024 年台積電 EPS 44.97 元。

| (百萬元) | 2023 | 2024F | 2025F | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入淨額 | 2,161,736 | 2,879,623 | 3,603,323 | 546,733 | 625,529 | 592,644 | 673,510 | 759,692 | 853,777 | 788,498 | 882,057 | 932,618 |
| 營業毛利淨額 | 1,175,111 | 1,614,106 | 2,054,856 | 296,642 | 331,768 | 314,505 | 358,124 | 439,345 | 502,131 | 439,622 | 507,019 | 534,297 |
| 營業利益 | 921,466 | 1,303,275 | 1,656,689 | 228,065 | 260,205 | 249,018 | 286,556 | 360,766 | 406,935 | 352,493 | 409,552 | 431,242 |
| 稅後純益 | 838,498 | 1,166,223 | 1,494,996 | 211,000 | 238,712 | 225,485 | 247,846 | 325,258 | 367,635 | 325,322 | 343,058 | 398,100 |
| 稅後 EPS(元) | 32.33 | 44.97 | 57.65 | 8.14 | 9.21 | 8.69 | 9.56 | 12.54 | 14.18 | 12.54 | 13.23 | 15.35 |
| 毛利率(%) | 54.36% | 56.05% | 57.03% | 54.26% | 53.04% | 53.07% | 53.17% | 57.83% | 58.81% | 55.75% | 57.48% | 57.29% |
| 營業利益率(%) | 42.63% | 45.26% | 45.98% | 41.71% | 41.60% | 42.02% | 42.55% | 47.49% | 47.66% | 44.70% | 46.43% | 46.24% |
| 稅後純益率(%) | 38.79% | 40.50% | 41.49% | 38.59% | 38.16% | 38.05% | 36.80% | 42.81% | 43.06% | 41.26% | 38.89% | 42.69% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -4.51% | 33.21% | 25.13% | 13.70% | 14.41% | -5.26% | 13.64% | 12.80% | 12.38% | -7.65% | 11.87% | 5.73% |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | -17.51% | 39.08% | 28.19% | 16.06% | 13.13% | -5.54% | 9.92% | 31.23% | 13.03% | -11.51% | 5.45% | 16.04% |

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 2,593.28 億元計算。

2024 年 10 月 18 日

台積電 ESG 治理：

台積電依相關組織於「氣候變遷風險與機會工作坊」中針對政策、法規、市場、技術、聲譽、實體風險等議題鑑別出的風險與機會進行排序，並透過「治理、策略、風險管理、指標與目標」四大方向，推動低碳轉型與氣候調適，包括承諾淨零排放、使用再生能源與碳中和天然氣、興建「台積電南科再生水廠」、規畫並興建綠建築、執行節能減碳與省水相關專案、積極投入節能產品開發，以及提升建築物基地高度等，進一步驅動綠色半導體產業鏈發展，實現環境永續。台積電於 09/2021 發布第一本氣候相關財務揭露報告(TCFD Report)，針對「淨零排放趨勢、早災對自身營運衝擊、企業聲譽衝擊」前三大風險，考量內部與外在環境變化，參考國內外各企業揭露的方法學進行衝擊財務量化評估，以減緩、調適、供應鏈減碳、低碳產品與服務四大主要管理策略因應，希望降低因氣候變遷帶來的營運與財務衝擊，提升組織氣候韌性。詳細內容請參閱台積公司永續報告書中，以及氣候相關財務揭露報告。鑑於溫室氣體二大主要排放源—製程用含氟溫室氣體的直接排放、電力使用所造成的間接排放，台積電持續推動領先業界的溫室氣體減量標竿作為，2021 年共汰換、新設約 3,400 台的含氟溫室氣體與氧化亞氮製程現址式處理設備；同時持續建造綠色廠房、新增 3 座取得綠建築認證之廠房，執行機台與廠務節能專案，搭配逐步擴大使用再生能源，有效降低單位產品的溫室氣體排放。

企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果：1)更先進、功能更強大、更具能源效率的電子產品；2)協助客戶生產有助全球節能的永續產品：台積電實踐內外兼具的綠色創新一對內，建立清潔生產的晶圓廠，2021 年透過執行 499 項節能措施，有效節電 7 億度；對外，透過開發領先全球的高效節能半導體技術，協助客戶生產更具能源效益的產品。2020 年經由工研院產業科技國際策略發展所(Industry, Science and Technology International Strategy Center, ISTI)模型推導分析結果—台積電 2020 年，每使用 1 度生產用電，能為全球減省 4 度電，由內而外實現綠色製造的承諾。參酌美國節能經濟委員會(American Council for an Energy-Efficient Economy, ACEEE)的研究成果，ISTI 發現經濟發展與電力使用同步成長的趨勢，可因電子產品的導入與智慧產品的應用而產生脫勾，亦即透過資訊與通信科技(Information and Communication Technology, 簡稱 ICT)加值各行業的生產力，讓相同的資源(電力等)投入獲得更多產出。

台積電「打造多元包容職場」，以《人權政策》及《多元與共融宣言》為本，發展員工資源團體 Women@tsmc 實現職場性別平權，未來將定期透過「員工意見調查(Engagement Survey)」及多元意見反映管道，即時回應員工需求與建議，支持員工家庭與工作平衡。「培育人才」層面，採用「70-20-10」法則賦能員工、儲備未來人才能力，並持續擴展半導體學程、前瞻 IC 設計學程、大學研究中心等大學合作計畫，以及女高中生專屬「台積電女科學家之旅」，積極培育新世代 STEAM 人才。「關懷弱勢」部分，透過「台積電文教基金會」與「台積電慈善基金會」長期耕耘，結合員工志工服務的力量，並參考倫敦標竿集團(London Benchmark Group, LBG)的影響原則，從深度與類型二大面向評析每個社會參與專案的影響力，為社會進步打下穩健的共好基樁。

2024 年 10 月 18 日

毛利率優於預期，台積電 3Q24 營收 7,596.92 億元，QoQ+12.80%，稅後淨利 3,252.58 億元，QoQ+31.23%，稅後 EPS 12.54 元：

台積電 3Q24 營收為 7,596.92 億元，QoQ+12.80%，略優於公司原本的預期，台積電原本預估 3Q24 營收將約 224~232 億美元，以中間值計 QoQ+9.50%，以美元兌新台幣匯率 1 比 32.5 元推算，3Q24 營收 7,280~7,540 億元，QoQ+8.09~11.95%。台積電 3Q24 季底匯率以 32.3227 元兌換 1 美元計算，和 3Q24 的 32.35 元，相近。台積電 3Q24 出貨量為 333.8 萬片約當 12 吋晶圓，較 2Q24 的 312.5 萬片約當 12 吋晶圓出貨量 QoQ+6.82%。

3Q24 在製程方面，N3 佔營收比重較 2Q24 的 15%增加為 20%，N5 佔營收比重較 2Q24 的 35%減少，為 32%(HPC)，N7 佔營收比重維持 17%，N16 製程佔營收比 8%，N28 貢獻營收佔 7%。N7 製程及更先進的製程已佔台積電 wafer 營收 69%。3Q24 各產品線皆呈現成長，應用端以 Internet of Things 相關產品成長最多，QoQ+35%，佔營收比重為 7%；其次為 Smartphone 相關產品，QoQ+16%，佔營收比重為 34%。High-performance computing 相關產品，QoQ+11%，佔營收比重為 51%；Automotive 相關產品，QoQ+6%，佔營收比重 5%；Digital Consumer Electronics 相關產品，QoQ-19%，佔營收比重為 1%；others 佔營收比重 8%，QoQ+2%。

毛利率方面，3Q24 產能利用率維持高檔，雖然有電力上漲和 N3 稀釋不利毛利率，但公司持續改善成本，使台積電 3Q24 毛利率較 2Q24 增加 4.66 個百分點至 57.83%，大幅優於預期，營業費用較 2Q24 增加 87.8 億元達 790.8 億元，不過整體營業利益率上揚至 47.49%。毛利率和營業利益率皆略優於原先 53.5~55.5%、42.5~44.5%預估，業外主要是來自利息的增加，利息利益約 199.7 億元，台積電 3Q24 稅後淨利 3,252.58 億元，QoQ+31.23%，稅後 EPS 12.54 元。

台積電累計 1Q24~3Q24 營收為 2.03 兆元，YoY+31.9%，毛利率 54.9%、營益率 44.2%，歸屬母公司稅後淨利 7,985.88 億元，YoY+33.1%，稅後 EPS 30.80 元。

表一、台積電對各平台營收比重

| 項目 | 3Q24 | 2Q24 | 1Q24 | 4Q23 |
|------------------------------|------|------|------|------|
| High Performance Computing | 51% | 52% | 46% | 43% |
| Smartphone | 34% | 33% | 38% | 43% |
| Internet of Things | 7% | 6% | 6% | 5% |
| Automotive | 5% | 5% | 6% | 5% |
| Digital Consumer Electronics | 1% | 2% | 2% | 2% |
| Others | 2% | 2% | 2% | 2% |

資料來源：台積電，群益預估彙整

台積電預估 2024 年資本支出將會略高於 300 億美元，YoY-1.47%：

AI 需求很強，07/2024 台積電收斂資本支出預測區間，從原先 280-320 億美元，YoY-8.20%~+4.92%，改為 300~320 億美元，YoY-1.47%~+4.92%。目前來看，台積電 2024 年資本支出將略高於 300 億美元，YoY-1.47%，和 2023

2024 年 10 月 18 日

年相近。其中先進製程 N5、N3 和 N2 製程產能的增加將佔總資本支出比重 70~80%。除先進製程新產能持續投資外，10~20% 左右將會使用在特殊製程的部份，10% 將投資在後段封裝、測試、光罩 mask 製作及其他項目。台積電 3Q24 資本支出 64.0 億美元，略高於 2Q24 的 63.6 億美元，QoQ+0.63%。累計 1Q24~3Q24 資本支出約 185.3 億美元。預期 2025 年資本支出會持續增加。

台積電自 2019 年使用 EUV 以來，2019~2023 年 EUV 機台數量成長 10 倍，佔全球整體 EUV 數量 56%。台積電技術論壇指出 2020~2024 年先進製程產能年複合成長率(CAGR)25%，其中，受惠 HPC 與手機需求強勁，2024 年 N3 產能是 2023 年的 3 倍，且除先進製程，台積電也積極擴充特殊製程，預估 2020~2024 年特殊製程 CAGR 達 10%，佔 N16 以上製程的比重從 61% 提升至 67%。

台積電 2019 年至 2023 年資本支出 1,288 億美元，主要是因應 5G、高效能運算、Smartphone 與車用電子等應用，長期動能強勁，將支持客戶需求。台積電表示資本支出的規畫，是由多元產業的大客戶與大趨勢因素所帶動，台積電投入的年度資本支出是基於對未來數年的成長預期所規劃，主要考量四大原則，包括技術領先、彈性並反應需求的製造能力、保有客戶信任，以及獲取適當的報酬。台積電為保持先進製程技術領先，亦積極衝刺先進封裝。台積電預期 5G 與高效能運算 HPC 應用市場為長期成長動能，將驅動台積電 2021 年至 2026 年營收年複合成長率將達 15%~20% 的目標不變(01/2022 提出)。台積電也預期長期毛利率和 ROE 目標為 53% 和 25% 以上。台積電這 2 年增加海外廠，大都是合資，且要看當地政府補助的金額，人員和廠房工程進度掌握度低於台灣，相關變數大，因此未來資本支出的變化將會增加。以資本密集度來看，過去三年中最高的是 2021 年超過 50% 接下來是 47% 和 43%，2024 年將會是 34~36%。預計未來幾年，資本密集度將維持在 30% 左右。

台積電國內擴產計畫及進度方面，目前先進製程正聚焦擴充 N3 產能、興建 N2 產能，同時針對特殊應用也會增加些許成熟製程產能。都會留在台灣，未來包括 A16 等先進製程的大量產能，也會在台灣，不過目前尚在研發階段。N2 生產基地落腳竹科寶山二期 Fab 20 超大型晶圓廠，為台積電 N2 製程的主要重鎮，Fab20 2024 年開始風險性試產，2025 年量產，同時第二期正在興建中，預期將在第一期量產後逐步開始進入風險性試產及量產。該廠區為四期規畫，後續將擴至中科，共計有六期的工程。2025/2026 年後也會加入高雄廠 Fab22 生產，擴充 N2，高雄在原本兩座廠的一期規劃基礎上，考慮再增加一個據點，最快 2026 年量產。和南科廠互相支援，南科 Fab 18 廠 N3 邁入量產及後續擴充。中科二期則視需求狀況，預定在 2027 年評估 N2 或 A16 製程規劃。台中 AP5 與嘉義 AP7 兩個封裝廠，則分別生產 CoWoS、SoIC 與 CoWoS。

台積電 2023 年折舊費用則為 5321.91 億元，YoY+21.71%，較之前預期 YoY+25~30% 少，因為控制資本支出，折舊費用主要來自 N3 量產。預估 2024 年折舊費用 YoY+30%，折舊費用主要來自 N3 量產及海外廠的量產。折舊增加雖會影響毛利率，但毛利率決定的因素很複雜，包括成本、價格、匯率、產能利用率以及先進製程的量產等。在 2023 年客戶庫存調整完成後，2024 年產能利用率將會提高，但 N3 量產增加將會影響 2024 年 3~4 個百分點，因為營收貢獻將會是 2023 年的 3 倍，佔 2024 年營收 14~16%。N3 製

2024 年 10 月 18 日

程部份可以用 N5 製程 tools 支援，可提高台積電的資本運用效率，因此 2H24 在產能轉換下，將會影響部份毛利率 1~2 個百分點。不過，台積電積極改善成本，抵銷所有不利的因素。

台積電拓展全球生產據點，以維持競爭力和服務客戶，目前海外廠皆照原先進度進行中：

過去追求全球化布局，如今為安全戰略考量轉為區域化，美國、日本、歐洲及中國大陸等各國政府都歡迎廠商前往當地設廠，一個全球化、有效率供應系統時代已經過去，全球化轉變為地區化，讓供應鏈管理益形重要，成本也會急速增加。台積電將與客戶緊密合作，降低風險。

台積電日本熊本 Fab 23 廠在 02/24/2024 舉行開工典禮，主要製程為 N22/28 和 N12/N16，JASM 晶圓廠初期採用 22/28nm 製程提供專業積體電路製造服務，索尼半導體解決方案公司計畫投資約 5 億美金，取得 JASM 不超過 20% 之股權，日本 JASM 晶圓廠 2023 年完工，設備在 10/2023 移入，04/2024 投產並自 12/2024 起出貨。資本支出共 86 億美元，月產能 55K 片 12 吋晶圓。JASM 第二座晶圓廠的土地準備工作已經開始，計畫於 2025 年底開始興建，計畫在 2027 年底開始營運，此兩座晶圓廠在日本政府的大力支持下，JASM 的總投資金額將超過 200 億美元。JASM 兩座晶圓廠每月總產能預計超過 100K 片 12 吋晶圓，為汽車、工業、消費性和高效能運算 HPC 相關應用提供 N40、N22/28、N12/16 和 N6/7 的製程技術。產能規劃可能會依據客戶需求進一步調整，熊本晶圓廠預計將直接創造總計超過 3,400 個高科技專業工作機會。透過這項投資，台積電、索尼半導體解決方案公司 (Sony Semiconductor Solutions Corporation, SSS)、電裝株式會社 (DENSO Corporation)，以及豐田汽車公司 (Toyota Motor Corporation) 將分別持有約 86.5%、6.0%、5.5% 和 2.0% 的 JASM 股權。

美國商務部和 TSMC Arizona 已簽署一份不具約束力的初步備忘錄 (preliminary memorandum of terms, PMT)，基於《晶片與科學法》(CHIPS and Science Act)，TSMC Arizona 將獲得最高可達 66 億美元的直接補助。台積電亦宣布計畫在 TSMC Arizona 設立第 3 座晶圓廠，以透過在美國最先進的半導體製程技術來滿足強勁的客戶需求。除 66 億美元直接補助，初步備忘錄 (PMT) 亦提議向台積電提供最高可達 50 億美元的貸款。台積電亦計劃向美國財政部就 TSMC Arizona 資本支出中符合條件的部分，申請最高可達 25% 的投資稅收抵免。所以台積電同意擴大美國廠規劃中的投資額，再加碼 250 億美元，總額攀抵 650 億美元，2030 年前將在亞利桑那興建第 3 座晶圓廠。

台積電美國目前第一座廠，N4 製程工程晶圓生產，結果令人非常滿意，量產時間為 1H25。第一期產能為 20K/月，預計有望在 2026 年開始生產 N3 製程技術。兩期工程完工後將合計年產超過 600K 片晶圓 (50K 片/月)。第二座晶圓廠將生產採下一世代奈米片 (Nanosheet) 電晶體結構的 N2 製程，預計於 2028 年開始生產；第 3 座晶圓廠則預計將在 2030 年採用 N2 或更先進的製程技術進行晶片生產。台積電於美國提供最先進的半導體技術量產，每一座晶圓廠的潔淨室面積，大約為一般標準型邏輯工廠的 2 倍。

08/20/2024 台積電德國-歐洲半導體製造公司 (European Semiconductor

2024 年 10 月 18 日

Manufacturing Company, ESMC)廠於德勒斯登舉行動土典禮。2023 年台積電、羅伯特博世(Robert Bosch GmbH)、英飛凌(Infineon Technologies AG)和恩智浦半導體(NXP Semiconductors N.V.)宣布將共同投資位於德國德勒斯登的歐洲半導體製造公司(European Semiconductor Manufacturing Company, ESMC)。此計畫依據《歐洲晶片法案》(European Chips Act)的框架制，合資公司將由台積電持有 70%股權，博世、英飛凌和恩智浦則各持有 10%股權。透過股權注資、借債，以及在歐盟和德國政府的大力支持下，總計投資金額預估超過 100 億歐元，該晶圓廠將由台積電營運。計畫興建的晶圓廠預計採用台積電 N28/22 平面互補金屬氧化物半導體(CMOS)，以及 N16/12 鰭式場效電晶體(FinFET)製程技術，月產能約 40K 片 12 吋晶圓，將支援汽車和工業市場中快速成長的未來產能需求。藉由先進的 FinFET 技術，將能進一步強化歐洲半導體製造生態系統，且創造約 2,000 個直接的高科技專業工作機會。ESMC 在 4Q24 開始興建晶圓廠，並於 2027 年底開始生產。ESMC 建設的無塵室面積約 4.5 萬平方公尺。台積電赴德國設廠，除提高歐洲半導體製造全球市佔率，未來台積電德國廠每年將生產約 480K 片 12 吋晶圓。

05/23/2024 台積電宣布，美國商務部近日已核發「經認證終端用戶」(VEU)授權予台積電(南京)有限公司。這項正式的 VEU 授權取代之前商務部自 10/2022 以來核發的臨時書面授權。確認美國出口管制法規涉及的物品和服務得以長期持續提供予台積電南京廠，供應商不需取得個別許可證，南京廠可望維持現狀。台積電中國南京 16 廠也持續擴充 N28 產能，滿足客戶需求。

海外晶圓廠的起始成本高於台積電在台灣晶圓廠，因海外晶圓廠規模較小，整體供應鏈的成本較高，且與台灣成熟的半導體生態系相比，海外半導體生態系仍處於早期階段。台積電在美國亞利桑那州和日本熊本都將分階段建設多座晶圓廠，因此當第一階段晶圓廠的獲利能力開始提高時，第二階段晶圓廠就會開始建設，進而導致未來 3~5 年內每年持續稀釋 2~3%毛利率。

但公司目標是透過管理達最小化成本差距，彈性定價策略，和客戶分擔成本，及利用地域上的靈活性，繼續與各國政府密切溝通合作，以降低成本。因此，即便在台灣以外增加產能，相信長期毛利率達 53%以上仍是可實現，具持續性且健全的股東權益報酬率(ROE)能優於 25%，同時為股東帶來盈利增長。目前來看，各廠都符合原先規劃的進度。台積電勢必會增加海外廠的投資，雖然成本高於台灣，除地緣政治的因素外，台灣本身的土地和水電等基礎條件也受到限制。

表二、台積電新廠規劃

| 晶圓廠 | 期數 | 製程 | 備註 |
|-----------|-------|-------------|----------|
| 南科 Fab 14 | P8 | 特殊製程 | |
| 南科 Fab 18 | P4~P9 | N5/N4、N3 | |
| 竹科 Fab 20 | P1~P6 | N2 | 2025 年量產 |
| 高雄 Fab 22 | P1~P2 | N2 | 2026 年量產 |
| 美國 Fab 21 | P1~P2 | N5/N4、N3/N2 | 1H25 年量產 |

2024 年 10 月 18 日

| | | | |
|-------------------|-------|------------------|----------|
| 日本熊本廠 JASM Fab 23 | P1~P2 | N28//N22、N16/N12 | 4Q24 量產 |
| 德國 | P1~P2 | N28//N22 | 2027 年量產 |

資料來源：台積電，群益預估彙整

台積電 N3 家族將貢獻 2024 年營收 14~16%，N2 製程將採用 GAA 架構，預計 4Q25 量產，2026 年貢獻營收：

台積電 N3 和 N3E 製程技術採用 TSMC FinFlex™ 架構，2H23 明顯營收貢獻，貢獻 2023 年 wafer 營收 6%。N3 家族中 N3P 則會在 2H24 量產。相較於 N3E，N3P 在相同 power 下，速度增快 5%；在相同速度下，功耗降低 5~10%，晶片密度增加 4%。另外，N3X 則著重於效能與最大時脈頻率以支援高效能運算應用，相較於 N3P，在驅動電壓 1.2 伏特下，速度增快 5%，並擁有相同的晶片密度提升幅度，預計 2025 年進入量產，此一製程相當於 Intel 的 18A 製程。而 N3AE 是提供以 N3E 為基礎的汽車製程設計套件，在 2023 年推出，讓車用客戶能提早採用 N3 技術設計汽車應用產品，希望能在 2025 年即時採用屆時已全面通過驗證的 N3A 製程。預估 N3 家族將貢獻 2024 年營收 14~16%。台積電也宣佈推出先進 N4C 技術以因應更廣泛的應用，N4C 延續 N4P 技術，晶粒成本降低高達 8.5% 且採用門檻低，預計於 2025 年量產。N4C 提供具有面積效益的基礎 矽智財及設計法則，皆與廣被採用的 N4P 完全相容，因此客戶可以輕鬆移轉到 N4C，晶粒尺寸縮小亦提高良率，為強調價值為主的產品提供具有成本效益的選擇，以升級到下一個先進技術。

台積電 N2 計畫 4Q25 量產，Tape-out 數量更勝 N3；不過因複雜度提高、Cycle Time 長，因此 2026 年才有較明顯營收貢獻。N2P 和 N2X 則計畫 2026 年推出。台積電 N2 採用採用 GAAsheet 奈米片 (Nanosheet) 架構，奈米片電晶體效能已超過台積電技術目標 80%，同時具優異的能源效率和更低的工作電壓 (Vmin)。N2 製程技術平台也會導入背面電軌 (backside power rail) 設計，可為其基線技術提供額外的速度和密度提升。背面電軌設計最適合用於 HPC 產品，將於 2H25 推出，2026 年量產。透過減少壓降 (IR drop) 和訊號電阻-電容延遲 (signal RC delays)，使速度提升超過 10~12%。且晶圓正面擁有更多的布線空間，使邏輯面積可減少 10~15%。相較 N3E，在相同功率下，速度提升 10~15%；在相同速度下，功耗降低 25~30%。此外，最重要的就是 N2 以下，打得是材料戰。台積電將繼續在 N2 以下探索電晶體 transistor 架構，並利用 2D 材料和碳奈米管等新材料。在 2D 材料中，鈾接觸二硫化鉬 (MoS2) 裝置實現創紀錄的低接觸電阻，比過去 2D 材料提報的數據好上 5 倍，並產生高通態電流。目前 HPC 和 Smartphone 客戶皆有，除行動運算基準版本之外，N2 技術平台還包括一個高效能變體，以及完整的小晶片整合解決方案。日前富士通首席技術長 (CTO) Vivek Mahajan 表示，計劃自行設計 N2 先進晶片，且將委託台積電進行生產。

台積電 A16™ 是採奈米片 (Nanosheet) 電晶體技術，並採用超級電軌技術 (Super Power Rail, SPR)。台積電 SPR 是具有獨創性、領先業界的背面供電解決方案。SPR 將供電線路移到晶圓背面，以在晶圓正面釋放出更多訊號線路佈局空間，來提升邏輯密度和效能。SPR 也能大幅度降低 IR drop，進而提升供電效率。更重要公司獨特 backside contact 技術能夠維持與傳統正面供電下相同的 閘極密度 (Gate Density)、布局版框尺寸 (Layout Footprint) 和元件寬度調節的彈性，因此可以提供最佳的密度和速度上的優勢，這也是業界首創的技術。A16 特別適用於具有複雜訊號線路和高密度供電線路的高效能運算 HPC 產品。相對 N2P，A16 在相同電壓 Vdd 下，速度增快 8~10%，

2024 年 10 月 18 日

或在相同速度下，功耗降低 15~20%，晶片密度(Chip Density)提升高達 1.07~1.10 倍，以支援資料中心產品，預計 2H26 量產。

台積電在 2023 年國際電子元件會議(IEEE International Electron Devices Meeting, IEDM)的「Future of Logic」(Future of Logic)未來邏輯專題研討會透露 1.4nm(A14)製程早已在研發之中，N2 則將如期於 2025 年量產，目前台積電尚未透露 A14 的量產(HVM)時間和具體參數。台積電預告到 2030 年將提供封裝超過一兆個電晶體的下一代晶片封裝的工藝藍圖。巨大的電晶體數量將透過先進的多晶片組 3D 封裝實現。但台積電認為封裝密度和原始電晶體密度必須同步提升，因此台積電的目標還包括提高單片晶片的複雜性，最終在單個晶片上實現 2000 億個電晶體的設計。台積電正致力於 2nm 級 N2 和 N2P 生產，而 1.4nm 級 A14 和 1nm 級 A10 預計將於 2030 年完成。

表三、各製程比較

| Node | N3 vs N5 | N3E vs N5 | N3P vs N3E | N3X vs N3P | N2 vs N3E | N2P vs N3E | N2P vs N2 | A16 vs N2P |
|-------------|----------------|-----------------|------------------|----------------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| Power | -25% -30% | -34% | -5% -10% | -7%*** * | -25% -30% | -30% -40% | -5% -10% | -15% -20% |
| Performance | +10% +15% | +18% | +5% | +5% Fmax @1.2V ** | +10% +15% | +15% +20% | +5 +10% | +8% +10% |
| Density* | - | 1.3x | 1.04x | 1.10x* ** | 1.15x | 1.15x | | 1.07x 1.10x |
| HVM | 4Q22 | 4Q23 | 2H24 | 2H25 | 2H25 | 2H26 | 2H26 | 2H26 |

資料來源：台積電，群益預估彙整

CoWoS 需求還是很強，佔 2024 年營收 7~9%，預估台積電 2025 年 CoWoS 產能將達 600K 以上：

台積電 2.5D CoWoS 可以分成 CoWoS-S、CoWoS-R、CoWoS-L，主要差別在於中介層使用的材料以及可封裝的 HBM 數。目前市面上主流為 CoWoS-S，是用 Si interposer。CoWoS-R 則是利用 InFO 中的 RDL 技術將小晶片互連，特別應用在 HBM 和 SoC 異質整合中。RDL 中介層由聚合物和銅線組成，具有相對機械柔性。封裝擴大其尺寸以滿足更複雜的功能需求。CoWoS-L 是在矽中介層中加入主動元件 LSI，可堆疊多達 12 顆 HBM3，由於加入 Si bridge，設計較為複雜，價格當然相對較高。

進入 N3 以後，客戶皆用 Chiplet 設計，就必須使用先進封裝，台積電先前預期 2022~2026 年 CoWoS 產能年複合成長率超過 60%。2024 年 CoWoS 產能可望較原先預期倍增再增加，預估 2025 年相關產能增加幅度也會超過倍增，台積電也有與後段專業封測代工廠 OSAT 持續合作布局先進封裝，因應客戶強勁需求，這樣可以銷售更多台積電的 wafer。

台積電先進封裝產能主要客戶 NVIDIA 約佔 50%產能，AMD(AMD US)緊追其後，博通(AVGO US)、亞馬遜(AWS US)、Marvell(MRVL US)均表態積極

2024 年 10 月 18 日

採用先進封裝製程。

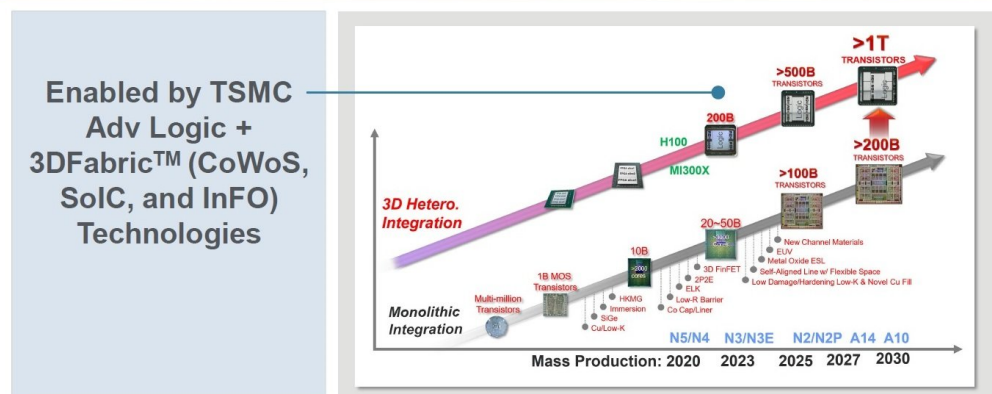
台積電竹南先進封裝廠(AP6)啟用至今一年，隨 AP6C 機台陸續到位，已成為全台最大 CoWoS 基地，台積電增添 CoWoS 相關設備預計 3Q24 到位，並要求設備廠增派工程師全面進駐龍潭 AP3、竹南 AP6、中科 AP5 等廠，除竹南廠 AP6C，中科廠原只進行後段 oS，也將陸續轉成 CoW 製程，嘉義則在整地階段，進度將超前銅鑼。3Q24 CoWoS 月產能有望自 17K 增至 33K，倍數翻揚，2024 年底將達到近 40K/月。先進封裝產能供不應求更將延續至 2025 年，預估台積電 2025 年年產能將達 600~700K 以上，希望 2025 年吃緊狀況可逐步緩解，2026 年供給需求可達到平衡。

後段封測的毛利率在過去 2 年改善，除達到經濟規模，公司也努力降低成本，已接近公司的平均。預估先進封裝佔 2024 年營收 7~9%。

FOPLP 封裝台積電正在研究，但目前尚未成熟，認為至少要 3 年後才有機會。目前台積電客戶最大是 die size 是 5 x reticle size，當 die size >10x reticle size 才有機會引入 FOPLP，台積電屆時也會準備好。

圖一、TSMC 系統整合晶片 Roadmap

System Scaling Innovation



資料來源：Applied Materials，群益預估彙整

2025 年完成支援小型插拔式連接器的 COUPE 驗證，2026 年整合 CPO 至 CoWoS：

台積電表示單靠電晶體驅動技術效能提升已經不夠，需靠 3D IC 先進封裝提升晶片效能。台積電成立 3D Fabric 先進封裝平台，即是繼提升，密度、提升效片運算，因應高效能運算 HPC 晶片需求透過先進封裝的解決方案提升晶片運算效能。為滿足客戶對 SoIC 和其他 TSMC 3DFabric™系統整合服務的需求，SOIC 第一個產品將為 HPC，AI 需求增加確實使公司接獲許多訂單，且均需要先進封裝，在市場需求遠大於現有產能下，使台積電必須急遽擴增先進封裝相關產能因應。台積電 CoWoS 產能吃緊，2023 年 CoWoS 全年總產能約 12 萬片/年，預計 2024 年將增加至 40 萬片/年以上。3DIC 及先進封裝為台積電研發重要的兩隻腳之一，未來拓展至少是 5~10 年、甚至 10 年後，包括光學運算(CPO)是很重要的一部分，台積電研發經費約 4 分之 3 在先進製程及封裝，4 分之 1 在特殊製程，未來有多少案子就會投入多少，毛利率低於晶圓代工，不過未來成長將優於公司整體的成長。2024 年北美技術論壇揭示最新先進封裝及 3D IC 技術，除推出系統級晶圓(SoW)技術，

2024 年 10 月 18 日

也預計 2026 年整合 CoWoS 封裝成為共同封裝光學元件(CPO)，將光連結直接導入封裝中。

台積電針對系統級晶圓技術(System in Package, SiP)提供新選項，讓 12 吋晶圓能夠容納大量的晶粒，提供更多的運算能力，大幅減少資料中心的使用空間，並將每瓦效能提升好幾個數量級。台積電已量產的首款 SoW 產品採用以邏輯晶片為主的整合型扇出(InFO) 技術，而採用 CoWoS 技術的晶片堆疊版本預計於 2027 年準備就緒，能夠整合 SoIC、HBM 及其他元件，打造一個強大且運算能力媲美資料中心伺服器機架或甚至整台伺服器的晶圓級系統。

為支援 AI 熱潮帶來的數據傳輸爆炸性成長，台積電正研發緊湊型通用光子引擎 (COUPE) 技術，使用 SoIC-X 晶片堆疊技術，將電子裸晶(die)堆疊在光子裸晶之上，相較傳統的堆疊方式，能夠為裸晶對裸晶介面，提供最低的電阻及更高的能源效率。台積電預計 2025 年完成支援小型插拔式連接器的 COUPE 驗證，2026 年將光連結直接導入封裝中，整合共同封裝光學元件(CPO)和 CoWoS 封裝。

車用先進封裝方面，台積電繼 2023 年推出支援車用客戶及早採用的 N3AE 製程後，也藉由整合先進晶片與封裝來持續滿足車用客戶對更高運算能力的需求。台積電正在研發 InFO-oS 及 CoWoS-R 解決方案，支援先進駕駛輔助系統(ADAS)、車輛控制及中控電腦等應用，預計 4Q25 完成 AEC-Q100 第二級驗證。

AI 佔營收比重提高至 14~16%，預估台積電 4Q24 營收 8,537.77 億元，QoQ+12.38%，稅後淨利 6,676.35 億元，QoQ+13.03%，稅後 EPS 14.18 元：

台積電 3Q24 Days of inventory(DOI)較 3Q24 增加 4 天達 87 天，主要是因為 N3/N5 wafer 備貨增加，這將在 4Q24 出貨。台積電 4Q24 營收受惠領先製程技術的需求支持，2H24 客戶在 AI 相關產品強勁需求維持，導致 N3 和 N5 製程技術的整體產能利用率提高。

CPU、GPU 和 AI 加速器等執行訓練(training)和推論(inference)功能的 AI 處理器的相關晶片，不包括網路邊緣或裝置內。AI 營收貢獻將在 2024 年增加兩倍以上，2023 年佔台積電營收 6%，約 1,200 億元，預估 2024 年佔營收比重從原先預期 11~13%，調升至 14~16%，在未來五年，台積電預計伺服器 AI 處理器將以 50%的年複合成長率增加，到 2028 年將佔台積電營收超過 20%。毛利率方面，4Q24 毛利率將較 3Q24 約增加 0.5 個百分點，主要是產能利用率提升、產品組合和成本的改善，可抵銷電費和 N3 量產增加的不利因素。預估台積電 4Q24 營收 8,537.77 億元，QoQ+12.38%，稅後淨利 6,676.35 億元，QoQ+13.03%，稅後 EPS 14.18 元。

來自客戶強勁 AI 和智慧手機相關需求，2H24 N3 和 N5 製程技術的整體產能利用率提高。因此預期 2024 年將是台積電強勁增長的一年。台積電原預期 2024 年美元營收 YoY+24~26%，現在再度上修略 YoY~+30%，台積電憑技術領先及差異化，和 AI 客戶訂單需求佳，營運優於產業平均。

原本預期先進製程 N3 在經過 8 季後，毛利率會達到公司平均。但現在台積電公司整體平均毛利率優於以往，而先進製程越來越複雜，加上通膨等因素，成本增加很快，因此 N3 或更先進製程要達到公司平均毛利率困難度增加，預計要 10~12 季。N3 量產增加將會影響 2024 年毛利率，且 2H24 將比

2024 年 10 月 18 日

1H24 更強勁，N3 營收貢獻也預計會增加，這影響 2H24 毛利率 3~4 個百分點，N3 則影響 1H24 2~3 個百分點。2024 年 N3 營收貢獻將會是 2023 年的 3 倍，佔 2024 年營收 14~16%。此外，N3 製程部份可以用 N5 製程 tools 支援，可提高台積電的資本運用效率，且 N5/N4 客戶在 2024 年都開始轉進 N3。台積電 2H24 在 N5/N4 產能轉換 N3 下，N3 營收增加將會影響毛利率 1~2 個百分點。公司還是維持長期毛利率 53% 以上的目標不變。預估台積電 2024 年營收 2.88 兆元，YoY+33.21%，稅後淨利 1.16 兆元，YoY+39.08%，稅後 EPS 44.98 元。

由於 2Q24 保留盈餘課稅的影響，2Q24 的稅率將達到 19%，預期 4Q24 稅率回到 13~14%，台積電 2024 年全年的稅率約 15~16%。

預估台積電 2025 年營收 3.63 兆元，YoY+25.13%，稅後淨利 1.49 兆元，YoY+28.19%，稅後 EPS 57.65 元：

台積電 N3 和 N5 需求強勁，2024 年因為 AI、智慧手機對於先進製程需求大，預期 2024 年不包含記憶體在內的所有半導體市場將 YoY+10%，維持不變。值得注意的是，台積電將晶圓代工 Foundry 產業重新定義為「晶圓代工 2.0」，包括封裝、測試、光罩製造等，以及所有 IDM，但不包括記憶體製造。新定義能更好地反映台積電晶圓代工和封測營收的未來成長，但強調台積電將只專注於最先進的後端封測技術，先進封測技術是幫助客戶在 leading edge 產品上領先。在這個新定義下，2023 年晶圓代工產業的規模接近 2,500 億美元，若用之前定義約 1,150 億美元。在新定義下，台積電 2023 年市佔率為 28%(原定義下台積電市佔率>60%)，預期 2024 年晶圓代工產業 YoY+10%。

台積電 2024 年技術論壇指出，2024 年半導體(含記憶體)產值會達 6,500 億美元，其中，晶圓代工產值 1,500 億美元，支持電子裝置產業 2 兆美元以及資訊科技 9 兆美元，支撐全球 GDP 110 兆美元。2030 年整體半導體(含記憶體)產值會達 1 兆美元，其中，晶圓代工產值 2,500 億美元，支持電子裝置產業從 2 兆美元提升至 3 兆美元，也帶動資訊科技產值從 9 兆美元提升至 12 兆美元，推升全球 GDP 達 145 兆美元。半導體正逐步往 1 兆美元邁進，但需要供應鏈廠商一起合作共同實現，包含合作客戶、生態鏈夥伴等，台積電公司持續擴張生態系統夥伴，已把記憶體、載板、封測夥伴納入生態系統。

台積電 2023 年 HPC 需求成長率已超越手機，隨著 AI 發展更加明確，AI 相關處理器將持續帶動台積電 2024~2026 年業績成長。雖 PC 和 Smartphone 的單位增長仍維持低個位數，但由於 AI 技術的應用，晶片面積的增長速度快於單位增長，此增長將持續到 2025 年。因此在 AI 紅利的帶動，不管是在伺服器端或是邊緣運算出貨量將會增加。

台積電毛利率仍低於客戶，尤其很難達到全球最大 AI 晶片供應商的毛利率水準，晶圓代工是資本密集型企業，需要非常高的毛利率才能生存並持續健康的成長，這也是公司的定價策略之一。2025 年毛利率影響因素，1) 海外晶圓廠由於初期規模較小，放量和成本較高，海外晶圓廠的獲利能力預計將低於台灣的晶圓廠。隨著時間推移，海外晶圓廠的獲利能力將逐漸提高。台積電預計海外晶圓廠將稀釋毛利率約 2~3%。2) 電費方面，台積電在 2022 年、2023 年和 2024 年分別面臨 15%、17% 和 25% 的電價漲幅。換句話說，過去幾年電價幾乎翻倍。台積電預計 2024 年上漲電價和其他通貨

2024 年 10 月 18 日

膨脹成本將影響台積電至少 1% 的毛利率。3)N3 製程放量的稀釋效應將逐漸降低，但 N2 製程的準備成本將會增加。不過價值銷售策略將持續進行，同一個製程，HPC、手機不同客戶，價格會不一樣。各製程價格也不同。製程升級或優化，價格也會提高，如 N3E 售價高過 N3B，先進製程增加，台積電 ASP 隨之提升，產能利用率提高和改善成本將會抵消不利的因素。

台積電 2025 年成長動能來自 AI 及 N5/N3 製程和先進封裝 CoWoS 等營收貢獻上揚，預估台積電 2025 年營收 3.63 兆元，YoY+25.13%，稅後淨利 1.49 兆元，YoY+28.19%，稅後 EPS 57.65 元。

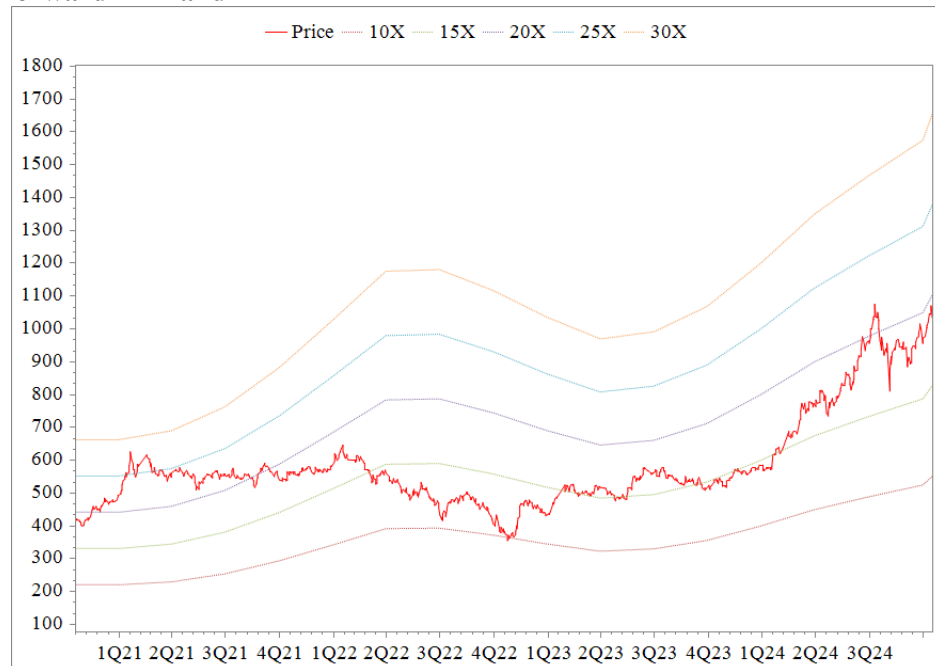
表四、台積電對半導體市場成長預測(美元計價)

| 項目 | 2024 年 (01/18/2024) | 2024 年 (04/18/2024) | 2024 年(07/18/2024) 改變晶圓代工的定義 |
|------------------|------------------------|------------------------|---------------------------------|
| 半導體產業 (不含記憶體) | >+10% | ~10% | ~10% |
| 晶圓代工 | +20% | +14~19% | ~10%(含封測) |
| 台積電(美元營收) | 21~26% | 21~26% | ~30% |

資料來源：台積電，群益預估彙整

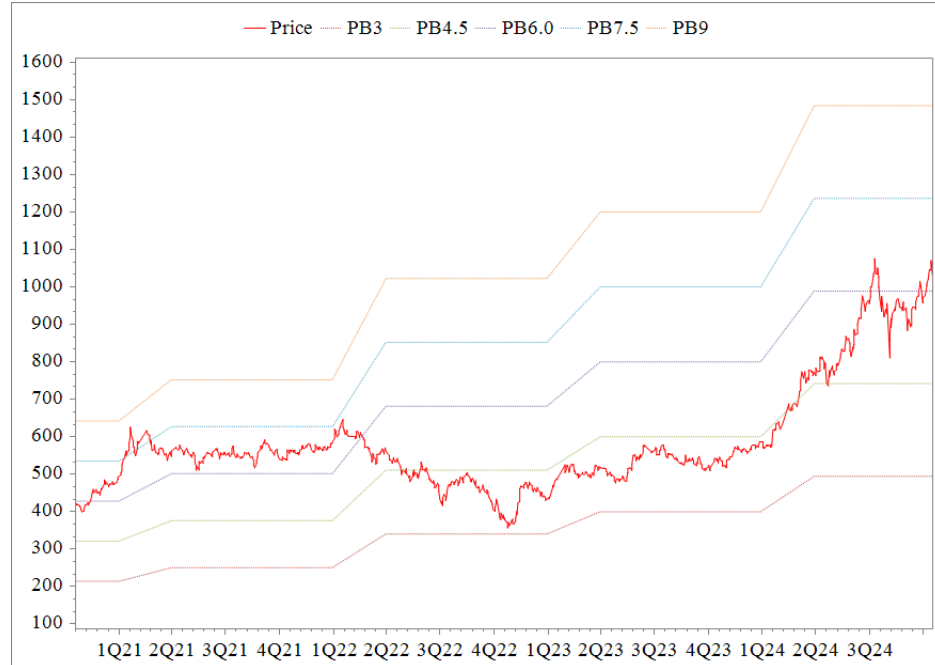
2024 年 10 月 18 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 18 日

資產負債表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 資產總計 | 3,725,503 | 4,964,779 | 5,532,371 | 7,546,543 | 9,278,926 |
| 流動資產 | 1,607,073 | 2,052,897 | 2,194,033 | 2,630,375 | 3,602,278 |
| 現金及約當現金 | 1,064,990 | 1,342,814 | 1,465,428 | 1,739,310 | 2,392,907 |
| 應收帳款與票據 | 198,301 | 231,340 | 201,938 | 365,051 | 340,129 |
| 存貨 | 193,102 | 221,149 | 250,997 | 323,280 | 391,494 |
| 採權益法之投資 | 21,963 | 27,642 | 29,617 | 223,274 | 333,307 |
| 不動產、廠房設備 | 1,975,119 | 2,693,837 | 3,064,475 | 2,851,567 | 2,594,571 |
| 負債總計 | 1,554,770 | 2,004,290 | 2,049,108 | 3,247,766 | 3,848,202 |
| 流動負債 | 739,503 | 944,227 | 913,583 | 1,195,823 | 1,595,020 |
| 應付帳款及票據 | 48,723 | 56,522 | 57,293 | 89,204 | 89,424 |
| 非流動負債 | 815,267 | 1,060,063 | 1,135,525 | 2,020,032 | 2,221,051 |
| 權益總計 | 2,170,733 | 2,960,489 | 3,483,263 | 4,298,777 | 5,430,724 |
| 普通股股本 | 259,304 | 259,304 | 259,321 | 259,321 | 259,327 |
| 保留盈餘 | 1,906,830 | 2,637,525 | 3,158,031 | 3,973,545 | 5,105,492 |
| 母公司業主權益 | 2,168,287 | 2,945,653 | 3,458,914 | 4,275,053 | 5,406,993 |
| 負債及權益總計 | 3,725,503 | 4,964,779 | 5,532,371 | 7,546,543 | 9,278,926 |

現金流量表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|
| 營業活動現金 | 1,112,161 | 1,610,599 | 1,241,967 | 2,075,379 | 2,548,660 |
| 稅前純益 | 663,126 | 1,144,191 | 979,171 | 1,382,052 | 1,717,840 |
| 折舊及攤銷 | 422,395 | 437,254 | 532,191 | 573,546 | 749,930 |
| 營運資金變動 | -100,384 | -53,286 | 324 | -203,484 | -43,073 |
| 其他營運現金 | 127,024 | 82,440 | -269,719 | 323,265 | 123,963 |
| 投資活動現金 | -836,366 | -1,190,928 | -906,121 | -2,635,142 | -2,024,700 |
| 資本支出淨額 | -838,805 | -1,081,689 | -949,113 | -975,000 | -1,056,000 |
| 長期投資變動 | 4,400 | -130,522 | -55,850 | -63,061 | -61,258 |
| 其他投資現金 | -1,961 | 21,283 | 98,842 | -1,597,081 | -907,442 |
| 籌資活動現金 | 136,608 | -200,244 | -204,894 | 833,646 | 129,636 |
| 長借/公司債變動 | 362,765 | 195,983 | 68,204 | 884,506 | 201,019 |
| 現金增資 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 發放現金股利 | -265,786 | -285,234 | -291,722 | -350,083 | -363,049 |
| 其他籌資現金 | 39,630 | -110,992 | 18,623 | 299,222 | 291,665 |
| 淨現金流量 | 404,820 | 277,824 | 122,614 | 273,882 | 653,597 |
| 期初現金 | 660,171 | 1,064,990 | 1,342,814 | 1,465,428 | 1,739,310 |
| 期末現金 | 1,064,990 | 1,342,814 | 1,465,428 | 1,739,310 | 2,392,907 |

資料來源：CMoney、群益

損益表

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 營業收入淨額 | 1,587,415 | 2,263,891 | 2,161,736 | 2,879,623 | 3,603,323 |
| 營業成本 | 767,878 | 915,536 | 986,625 | 1,265,517 | 1,548,467 |
| 營業毛利淨額 | 819,537 | 1,348,355 | 1,175,111 | 1,614,106 | 2,054,856 |
| 營業費用 | 169,223 | 226,708 | 253,834 | 309,428 | 398,167 |
| 營業利益 | 649,981 | 1,121,279 | 921,466 | 1,303,275 | 1,656,689 |
| EBITDA | 1,085,227 | 1,570,773 | 1,463,068 | 1,644,691 | 1,497,171 |
| 業外收入及支出 | 13,143 | 542 | -2,552 | 78,777 | 61,152 |
| 稅前純益 | 663,126 | 1,144,191 | 979,171 | 1,382,052 | 1,717,840 |
| 所得稅 | 66,053 | 127,290 | 141,404 | 216,455 | 222,845 |
| 稅後純益 | 596,540 | 1,016,530 | 838,498 | 1,166,223 | 1,494,996 |
| 稅後 EPS(元) | 23.00 | 39.20 | 32.33 | 44.97 | 57.65 |
| 完全稀釋 EPS** | 23.00 | 39.20 | 32.33 | 44.97 | 57.65 |

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 2,593.28【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 2,593.27 億元計算

比率分析

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成長力分析(%) | | | | | |
| 營業收入淨額 | 18.53% | 42.61% | -4.51% | 33.21% | 25.13% |
| 營業毛利淨額 | 15.24% | 64.53% | -12.85% | 37.36% | 27.31% |
| 營業利益 | 14.68% | 72.51% | -17.82% | 41.44% | 27.12% |
| 稅後純益 | 15.19% | 70.40% | -17.51% | 39.08% | 28.19% |
| 獲利能力分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 51.63% | 59.56% | 54.36% | 56.05% | 57.03% |
| EBITDA(%) | 68.36% | 69.38% | 67.68% | 57.11% | 41.55% |
| 營益率 | 40.95% | 49.53% | 42.63% | 45.26% | 45.98% |
| 稅後純益率 | 37.58% | 44.90% | 38.79% | 40.50% | 41.49% |
| 總資產報酬率 | 16.01% | 20.47% | 15.16% | 15.45% | 16.11% |
| 股東權益報酬率 | 27.48% | 34.34% | 24.07% | 27.13% | 27.53% |
| 償債能力檢視 | | | | | |
| 負債比率(%) | 41.73% | 40.37% | 37.04% | 43.04% | 41.47% |
| 負債/淨值比(%) | 71.62% | 67.70% | 58.83% | 75.55% | 70.86% |
| 流動比率(%) | 217.32% | 217.42% | 240.16% | 219.96% | 225.85% |
| 其他比率分析 | | | | | |
| 存貨天數 | 78.54 | 82.58 | 87.33 | 82.82 | 84.24 |
| 應收帳款天數 | 39.59 | 34.63 | 36.58 | 35.93 | 35.72 |

2024 年 10 月 18 日

季度損益表

| (百萬元) | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 營業收入淨額 | 480,841 | 546,733 | 625,529 | 592,644 | 673,510 | 759,692 | 853,777 | 788,498 | 882,057 | 932,618 | 1,000,150 | 938,739 |
| 營業成本 | 220,641 | 250,090 | 293,761 | 278,139 | 315,386 | 320,347 | 351,646 | 348,876 | 375,038 | 398,321 | 426,232 | 402,165 |
| 營業毛利淨額 | 260,200 | 296,642 | 331,768 | 314,505 | 358,124 | 439,345 | 502,131 | 439,622 | 507,019 | 534,297 | 573,919 | 536,574 |
| 營業費用 | 58,195 | 68,709 | 71,621 | 65,357 | 70,295 | 78,579 | 95,196 | 87,129 | 97,467 | 103,054 | 110,517 | 103,731 |
| 營業利益 | 201,958 | 228,065 | 260,205 | 249,018 | 286,556 | 360,766 | 406,935 | 352,493 | 409,552 | 431,242 | 463,402 | 432,843 |
| 業外收入及支出 | 12,717 | 13,876 | 18,076 | 17,525 | 19,755 | 23,421 | 18,076 | 13,037 | 13,977 | 16,061 | 18,076 | 13,037 |
| 稅前純益 | 214,675 | 241,940 | 278,281 | 266,543 | 306,311 | 384,187 | 425,011 | 365,530 | 423,528 | 447,304 | 481,478 | 445,880 |
| 所得稅 | 32,958 | 31,145 | 39,975 | 41,322 | 58,649 | 59,107 | 57,377 | 40,208 | 80,470 | 49,203 | 52,963 | 49,047 |
| 稅後純益 | 181,799 | 211,000 | 238,712 | 225,485 | 247,846 | 325,258 | 367,635 | 325,322 | 343,058 | 398,100 | 428,516 | 396,833 |
| 最新股本 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 | 259,328 |
| 稅後EPS(元) | 7.01 | 8.14 | 9.21 | 8.69 | 9.56 | 12.54 | 14.18 | 12.54 | 13.23 | 15.35 | 16.52 | 15.30 |

獲利能力(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率(%) | 54.11% | 54.26% | 53.04% | 53.07% | 53.17% | 57.83% | 58.81% | 55.75% | 57.48% | 57.29% | 57.38% | 57.16% |
| 營業利益率(%) | 42.00% | 41.71% | 41.60% | 42.02% | 42.55% | 47.49% | 47.66% | 44.70% | 46.43% | 46.24% | 46.33% | 46.11% |
| 稅後純益率(%) | 37.81% | 38.59% | 38.16% | 38.05% | 36.80% | 42.81% | 43.06% | 41.26% | 38.89% | 42.69% | 42.85% | 42.27% |

QoQ(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|--------|
| 營業收入淨額 | -5.46% | 13.70% | 14.41% | -5.26% | 13.64% | 12.80% | 12.38% | -7.65% | 11.87% | 5.73% | 7.24% | -6.14% |
| 營業利益 | -12.66% | 12.93% | 14.09% | -4.30% | 15.07% | 25.90% | 12.80% | -13.38% | 16.19% | 5.30% | 7.46% | -6.59% |
| 稅前純益 | -12.12% | 12.70% | 15.02% | -4.22% | 14.92% | 25.42% | 10.63% | -14.00% | 15.87% | 5.61% | 7.64% | -7.39% |
| 稅後純益 | -12.17% | 16.06% | 13.13% | -5.54% | 9.92% | 31.23% | 13.03% | -11.51% | 5.45% | 16.04% | 7.64% | -7.39% |

YoY(%)

| | | | | | | | | | | | | |
|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入淨額 | -9.98% | -10.83% | 0.00% | 16.52% | 40.07% | 38.95% | 36.49% | 33.05% | 30.96% | 22.76% | 17.14% | 19.05% |
| 營業利益 | -22.95% | -26.51% | -19.95% | 7.69% | 41.89% | 58.19% | 56.39% | 41.55% | 42.92% | 19.54% | 13.88% | 22.79% |
| 稅前純益 | -19.29% | -23.60% | -16.85% | 9.12% | 42.69% | 58.79% | 52.73% | 37.14% | 38.27% | 16.43% | 13.29% | 21.98% |
| 稅後純益 | -23.30% | -24.88% | -19.33% | 8.94% | 36.33% | 54.15% | 54.01% | 44.28% | 38.42% | 22.40% | 16.56% | 21.98% |

註1：稅後EPS以股本2,593.28億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

| 評等 | 定義 |
|-------------------|---------------------------------|
| 強力買進(Strong Buy) | 首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$ |
| 買進(Buy) | $15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$ |
| 區間操作(Trading Buy) | $5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$ |
| | 無法由基本面給予投資評等 |
| 中立(Neutral) | 預期近期股價將處於盤整 |
| | 建議降低持股 |

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。