



FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index stock

## 增加持股 · 維持

收盤價 March 31 (NT\$)	910
12 個月目標價 (NT\$)	1,350
前次目標價 (NT\$)	1,350
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	48.4

## 焦點內容

- 1Q25 將符合公司展望。
- N4 產能利用率將於 2Q25 達到高峰；3Q25 後不確定性升高。
- 預期 2026 年後資本密集度上升。

## 交易資料表

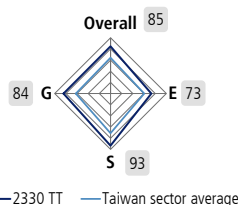
市值：(NT\$bn/US\$mn)	23,599/710,083
流通在外股數 (百萬股)：	25,933
外資持有股數 (百萬股)：	18,860
3M 平均成交量 (百萬股)：	27.82
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	742 - 1,135

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-15.4	-4.9	16.8
相對表現 (%)	-5.2	2	14.8

## 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	14.02F	14.12F	15.58F	16.46F

## 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

李靖涵  
886.2.2181.8741  
megan.li@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

# 台積電

(2330.TW/2330 TT)



## 1Q25 財報預覽：上修週期接近尾聲

### 重要訊息

台積電將於 4 月 17 日舉行 1Q25 法說會。我們預期 1Q25 營收仍有望達公司展望之上緣，但受地震影響，毛利率則將略低於展望中位數。

### 評論及分析

**1Q25 將符合公司展望。**我們先前預期台積電 1Q25 營收將再次超越公司展望，但 1 月份地震將導致 1Q25 營收與毛利率僅符合展望。我們預期 1Q25 營收將季減 2.5%，達展望區間之上緣，受惠於 N3/N4 強勁的需求。不過由於地震損失約新台幣 53 億元，我們預期毛利率為 57.5%，略低於展望中位數。

**N4 產能利用率將於 2Q25 達到高峰；3Q25 後不確定性升高。**我們預估 2Q25 N4 產能利用率將達 115-120%，主要由強勁 AI GPU 需求(Nvidia 佔 N4 一半之產能)和新 ADAS 晶片驅動。隨著 N3 產能利用率提高和 CoWoS 擴充，我們預期台積電 2Q25 營收將季增中個位數百分比，且利潤率小幅回升。儘管少了地震損失且營業槓桿提高，但 4 月起電價將再次上漲 5% (2023 年漲 17%，1H24 漲 25%，2H24 漲 14%)，且海外擴張可能抵消因營運規模擴大帶來的毛利率改善。我們預期 2H25 N4 產能利用率仍保持 100%以上，但 4Q25 能見度較低，加上對 AI 需求的擔憂，我們預估 2Q25 將為 N4 產能利用率的高峰。

**預期 2026 年後資本密集度上升。**台積電資本密集度 2025 年將保持在 33-35% 的低水位，然而，由於在美國新增 1,000 億美元投資，我們認為其資本支出在 2026 年後將維持 400-600 億美元的高檔，雖上述追加之投資尚未有具體時間表，我們預期公司資本密集度將從 2026 年回升至 40%，這可能限制現金股利成長空間。因此，我們預期 2025-26 年每股股利將持平於 18 元，因營運現金流上升被更高的資本支出所抵消，使 2025-26 年期末現金水平可能持平。

### 投資建議

隨著地緣政治問題和對 AI 需求成長放緩的擔憂，我們預計自 2023 年以來的獲利上修週期將在 1Q25 接近尾聲，此將限制近期股價表現。我們認為追加投資的 1,000 億美元並非一次性事件，台積電仍有被迫介入英特爾的營運的潛在疑慮。我們相信台積電在技術上仍將保持領先地位且純晶圓代工模式具有商業優勢。我們維持「增加持股」評等，目標價 1,350 元不變，建議投資人待 3Q25 對 2026 年 AI 需求和地緣政治發展的能見度較高時布局個股。

### 投資風險

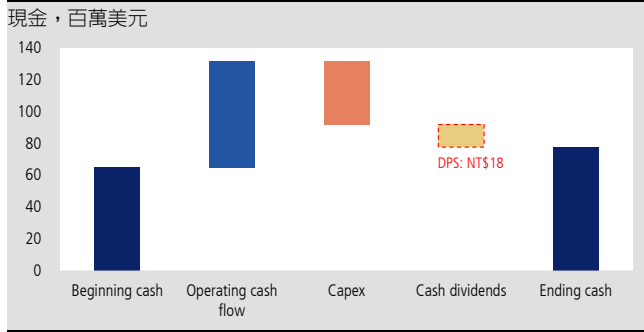
全球經濟與地緣政治不確定性；潛在介入英特爾營運的投資風險。

### 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	3,730,549	4,265,294
營業毛利 (NT\$百萬)	1,348,355	1,175,111	1,624,354	2,138,829	2,435,939
營業利益 (NT\$百萬)	1,121,279	921,088	1,324,513	1,763,812	2,006,596
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,016,530	838,498	1,173,268	1,560,351	1,765,293
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.25	60.18	68.09
每股現金股利 (NT\$)	11.00	13.00	17.00	18.00	18.00
每股盈餘成長率 (%)	70.4	(17.5)	39.9	33.0	13.1
本益比 (x)	23.2	28.1	20.1	15.1	13.4
股價淨值比 (x)	8.0	6.8	5.5	4.4	3.5
EV/EBITDA (x)	14.5	15.3	11.0	8.6	7.6
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	1.2	1.4	1.9	2.0	2.0
股東權益報酬率 (%)	39.8	26.2	30.3	32.3	29.3

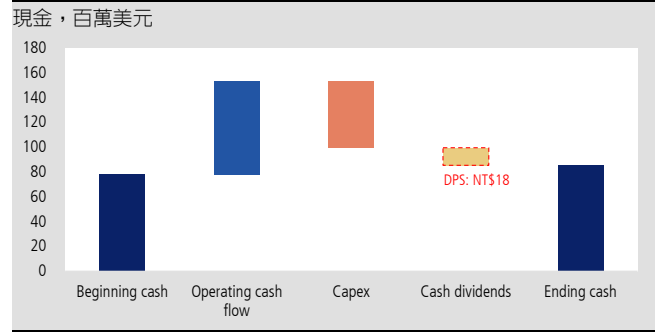
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：2025 年現金流分析



資料來源：凱基預估

圖 2：2026 年現金流分析



資料來源：凱基預估

圖 3：1Q-2Q25 財測修正 vs. 市場共識

百萬元	1Q25F								2Q25F							
	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	847,088	850,242	(0.4)	(2.5)	42.9	833,148	1.7		893,717	883,849	1.1	5.5	32.7	877,918	1.8	
毛利	486,918	486,660	0.1	(5.0)	54.8	484,775	0.4		519,529	500,107	3.9	6.7	45.1	510,290	1.8	
營業利益	404,327	403,761	0.1	(5.2)	62.4	397,476	1.7		428,548	410,131	4.5	6.0	48.2	420,440	1.9	
稅後淨利	363,471	362,991	0.1	(3.0)	61.2	350,993	3.6		365,996	351,078	4.2	0.7	47.7	366,872	(0.2)	
每股盈餘 (元)	14.02	14.00	0.1	(3.0)	61.2	13.53	3.6		14.12	13.54	4.2	0.7	47.7	14.17	(0.4)	
毛利率 (%)	57.5	57.2	0.2 ppts	(1.5)ppts	4.4 ppts	58.2	(0.7)ppts		58.1	56.6	1.5 ppts	0.6 ppts	5.0 ppts	58.1	0.0 ppts	
營利率 (%)	47.7	47.5	0.2 ppts	(1.4)ppts	5.7 ppts	47.7	0.0 ppts		48.0	46.4	1.5 ppts	0.2 ppts	5.0 ppts	47.9	0.1 ppts	
淨利率 (%)	42.9	42.7	0.2 ppts	(0.2)ppts	4.9 ppts	42.1	0.8 ppts		41.0	39.7	1.2 ppts	(2.0)ppts	4.2 ppts	41.8	(0.8)ppts	

資料來源：Bloomberg：凱基

圖 4：2025-26 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	3,730,549	3,702,096	0.8	28.9	3,686,933	1.2		4,265,294	4,218,272	1.1	14.3	4,393,255	(2.9)	
毛利	2,138,829	2,092,560	2.2	31.7	2,155,234	(0.8)		2,435,939	2,410,316	1.1	13.9	2,553,931	(4.6)	
營業利益	1,763,812	1,720,442	2.5	33.2	1,777,134	(0.7)		2,006,596	1,985,706	1.1	13.8	2,113,879	(5.1)	
稅後淨利	1,560,351	1,524,223	2.4	33.0	1,556,313	0.3		1,765,293	1,748,006	1.0	13.1	1,851,959	(4.7)	
每股盈餘 (元)	60.18	58.79	2.4	33.0	59.81	0.6		68.09	67.42	1.0	13.1	71.26	(4.4)	
毛利率 (%)	57.3	56.5	0.8 ppts	1.2 ppts	58.5	(1.1)ppts		57.1	57.1	(0.0)ppts	(0.2)ppts	58.1	(1.0)ppts	
營利率 (%)	47.3	46.5	0.8 ppts	1.5 ppts	48.2	(0.9)ppts		47.0	47.1	(0.0)ppts	(0.2)ppts	48.1	(1.1)ppts	
淨利率 (%)	41.8	41.2	0.7 ppts	1.3 ppts	42.2	(0.4)ppts		41.4	41.4	(0.1)ppts	(0.4)ppts	42.2	(0.8)ppts	

資料來源：Bloomberg：凱基

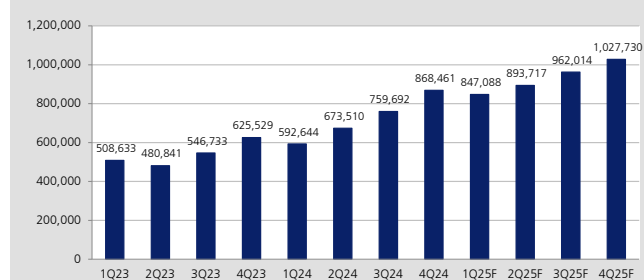
圖 5：公司概况

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：季營業收入

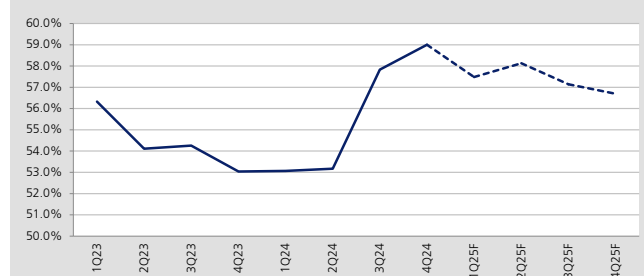
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9：毛利率

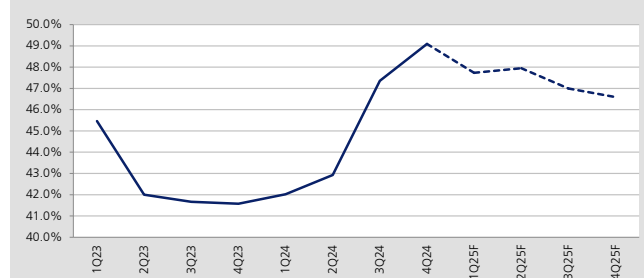
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11：營業利潤率

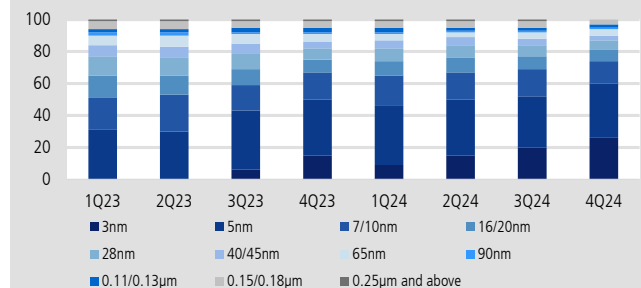
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6：台積電各製程晶圓營收比重

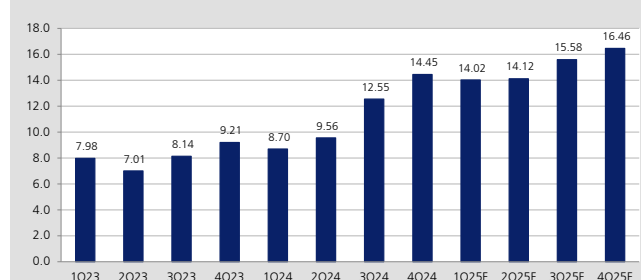
營收製程別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：每股盈利

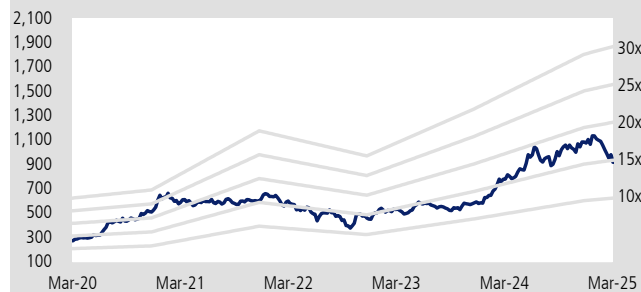
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10：未來 12 個月預估本益比

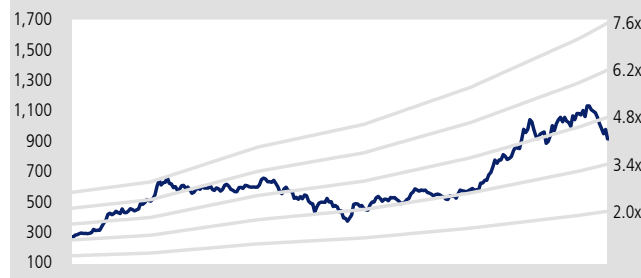
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 12：未來 12 個月預估股價淨值比

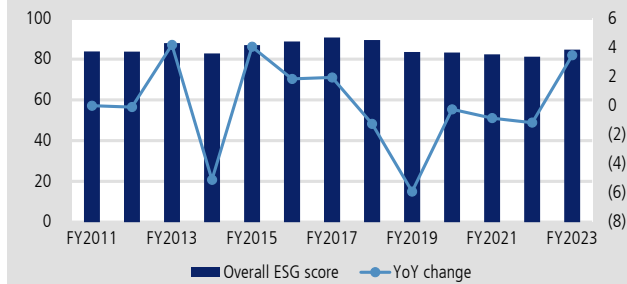
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 13：ESG 整體分數

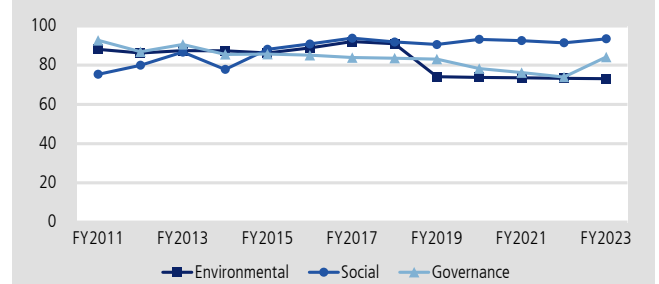
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：ESG 各項分數

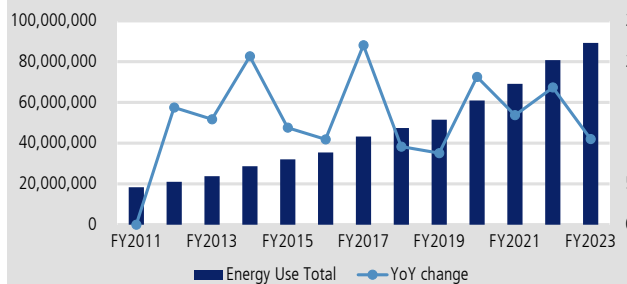
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：能源消耗

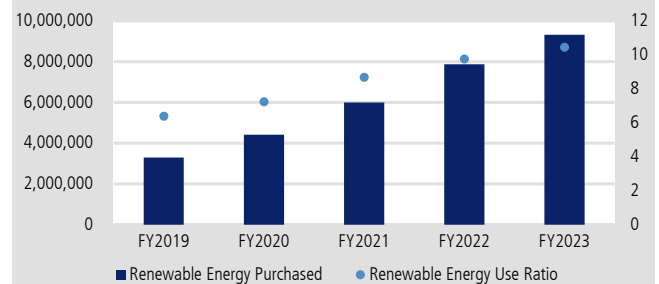
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：再生能源使用

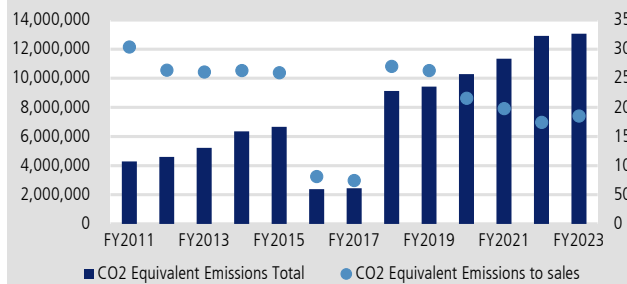
再生能源使用，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：碳排量

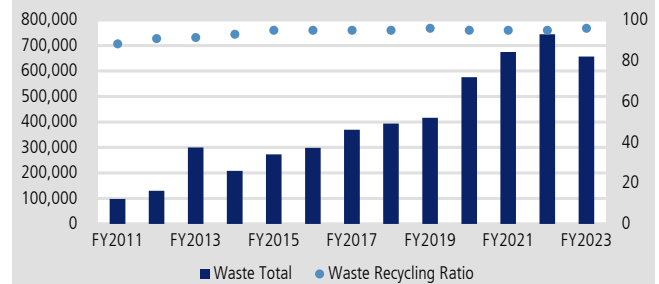
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：廢棄物總量

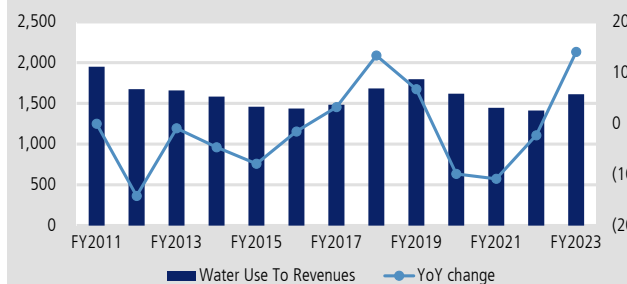
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：耗水量

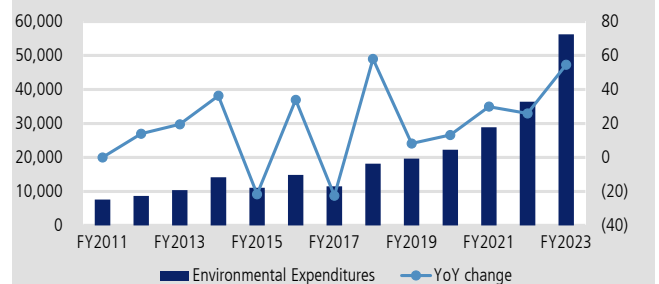
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：環境支出

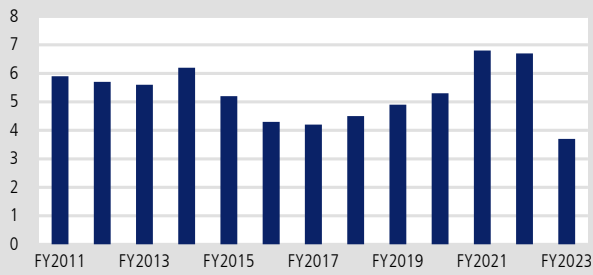
環境支出，百萬元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 21：員工流動率

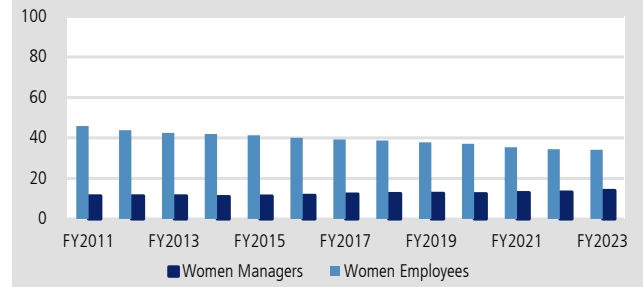
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 22：性別多樣性

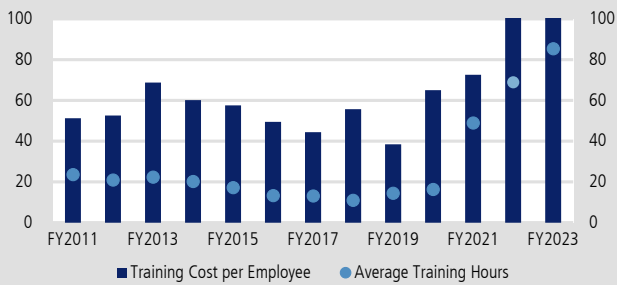
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 23：員工訓練

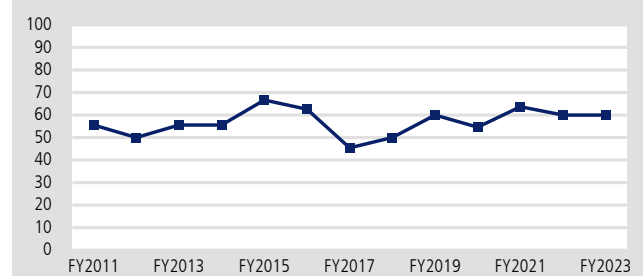
員工人均訓練成本，美元(左軸)；人均年訓練時數，小時(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 24：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-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	592,644	673,510	759,692	868,461	847,088	893,717	962,014	1,027,730	2,894,308	3,730,549	4,265,294
營業成本	(278,139)	(315,386)	(320,346)	(356,083)	(360,171)	(374,188)	(412,284)	(445,078)	(1,269,954)	(1,591,720)	(1,829,354)
營業毛利	314,505	358,124	439,346	512,378	486,918	519,529	549,730	582,652	1,624,354	2,138,829	2,435,939
營業費用	(65,487)	(69,022)	(79,578)	(86,012)	(82,591)	(90,980)	(97,644)	(103,801)	(299,840)	(375,017)	(429,343)
營業利益	249,018	289,103	359,767	426,366	404,327	428,548	452,086	478,851	1,324,513	1,763,812	2,006,596
折舊	(156,697)	(162,929)	(165,915)	(168,069)	(168,980)	(175,954)	(181,840)	(188,694)	(653,610)	(715,468)	(799,239)
攤提	(2,326)	(2,237)	(2,313)	(2,309)	(3,363)	(3,461)	(3,876)	(3,603)	(9,186)	(14,302)	(15,962)
EBITDA	408,041	454,269	527,996	596,744	576,669	607,963	637,802	671,149	1,987,310	2,493,583	2,821,797
利息收入	19,359	20,979	22,602	24,273	24,273	24,273	24,273	24,273	87,213	97,093	97,093
投資利益淨額	950	1,355	1,286	1,288	1,288	1,288	1,288	1,288	4,879	5,154	5,154
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	25,562	25,562	25,562	25,562	92,660	102,247	102,247
利息費用	(2,698)	(2,638)	(2,636)	(2,523)	(2,523)	(2,523)	(2,523)	(2,523)	(10,495)	(10,093)	(10,093)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(86)	58	1,853	(204)	-	-	-	-	1,621	-	-
總營業外費用	(2,784)	(2,580)	(783)	(2,727)	(2,523)	(2,523)	(2,523)	(2,523)	(8,874)	(10,093)	(10,093)
稅前純益	266,543	308,858	383,188	449,451	427,365	451,587	475,125	501,890	1,408,299	1,855,967	2,098,751
所得稅費用[利益]	(41,322)	(58,649)	(59,107)	(74,329)	(64,105)	(85,801)	(71,269)	(75,283)	(233,407)	(296,458)	(334,301)
少數股東損益	264	184	177	211	211	211	211	211	836	843	843
非常項目前稅後純益	225,485	250,393	324,259	375,333	363,471	365,996	404,067	426,817	1,175,728	1,560,351	1,765,293
非常項目	(0)	(2,547)	999	(653)	-	-	-	-	(2,460)	-	-
稅後淨利	225,485	247,846	325,258	374,680	363,471	365,996	404,067	426,817	1,173,268	1,560,351	1,765,293
每股盈餘 (NT\$)	8.70	9.56	12.55	14.45	14.02	14.12	15.58	16.46	45.25	60.18	68.09
獲利率 (%)											
營業毛利率	53.1	53.2	57.8	59.0	57.5	58.1	57.1	56.7	56.1	57.3	57.1
營業利益率	42.0	42.9	47.4	49.1	47.7	48.0	47.0	46.6	45.8	47.3	47.0
EBITDA Margin	68.9	67.4	69.5	68.7	68.1	68.0	66.3	65.3	68.7	66.8	66.2
稅前純益率	45.0	45.9	50.4	51.8	50.5	50.5	49.4	48.8	48.7	49.8	49.2
稅後純益率	38.0	36.8	42.8	43.1	42.9	41.0	42.0	41.5	40.5	41.8	41.4
季成長率 (%)											
營業收入	(5.3)	13.6	12.8	14.3	(2.5)	5.5	7.6	6.8			
營業毛利	(5.2)	13.9	22.7	16.6	(5.0)	6.7	5.8	6.0			
營業收益增長	(4.3)	16.1	24.4	18.5	(5.2)	6.0	5.5	5.9			
EBITDA	(0.7)	11.3	16.2	13.0	(3.4)	5.4	4.9	5.2			
稅前純益	(4.2)	15.9	24.1	17.3	(4.9)	5.7	5.2	5.6			
稅後純益	(5.5)	9.9	31.2	15.2	(3.0)	0.7	10.4	5.6			
年成長率 (%)											
營業收入	16.5	40.1	39.0	38.8	42.9	32.7	26.6	18.3	33.9	28.9	14.3
營業毛利	9.8	37.6	48.1	54.4	54.8	45.1	25.1	13.7	38.2	31.7	13.9
營業收益	7.7	43.1	57.9	63.9	62.4	48.2	25.7	12.3	43.8	33.2	13.8
EBITDA	19.5	39.4	40.8	45.3	41.3	33.8	20.8	12.5	36.7	25.5	13.2
稅前純益	9.1	43.9	58.6	61.6	60.3	46.2	24.0	11.7	43.9	31.8	13.1
稅後純益	8.9	36.3	54.2	57.0	61.2	47.7	24.2	13.9	39.9	33.0	13.1

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
<b>資產總額</b>	<b>4,964,779</b>	<b>5,532,371</b>	<b>6,691,938</b>	<b>7,935,962</b>	<b>9,273,512</b>
<b>流動資產</b>	<b>2,052,897</b>	<b>2,194,033</b>	<b>3,088,352</b>	<b>3,756,257</b>	<b>4,151,306</b>
現金及短期投資	1,561,486	1,687,644	2,422,020	2,847,117	3,097,662
存貨	221,149	250,997	287,869	398,571	467,698
應收帳款及票據	231,340	201,938	272,088	404,193	479,570
其他流動資產	38,922	53,453	106,376	106,376	106,376
<b>非流動資產</b>	<b>2,911,882</b>	<b>3,338,338</b>	<b>3,603,586</b>	<b>4,179,704</b>	<b>5,122,206</b>
長期投資	68,928	129,442	149,040	154,194	159,348
固定資產	2,693,837	3,064,475	3,234,980	3,805,945	4,743,293
什項資產	149,117	144,421	219,565	219,565	219,565
<b>負債總額</b>	<b>2,004,290</b>	<b>2,049,108</b>	<b>2,368,362</b>	<b>2,518,730</b>	<b>2,557,683</b>
<b>流動負債</b>	<b>944,227</b>	<b>913,583</b>	<b>1,264,525</b>	<b>1,414,893</b>	<b>1,453,846</b>
應付帳款及票據	56,522	57,293	74,227	111,741	131,121
短期借款	19,314	9,293	59,858	59,858	59,858
什項負債	868,391	846,997	1,130,441	1,243,294	1,262,867
<b>長期負債</b>	<b>1,060,063</b>	<b>1,135,525</b>	<b>1,103,837</b>	<b>1,103,837</b>	<b>1,103,837</b>
長期借款	839,096	918,283	958,429	958,429	958,429
其他負債及準備	191,203	188,560	116,653	145,408	145,408
<b>股東權益總額</b>	<b>2,960,489</b>	<b>3,483,263</b>	<b>4,323,576</b>	<b>5,417,231</b>	<b>6,715,829</b>
普通股股本	259,304	259,321	259,327	259,327	259,327
保留盈餘	2,323,223	2,846,884	3,606,105	5,049,613	6,348,210
少數股東權益	14,836	24,349	35,031	35,031	35,031
優先股股東資金	-	-	-	-	-

### 主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	42.6%	(4.5%)	33.9%	28.9%	14.3%
營業收益增長	72.5%	(17.9%)	43.8%	33.2%	13.8%
EBITDA	45.3%	(6.8%)	36.7%	25.5%	13.2%
稅後純益	70.4%	(17.5%)	39.9%	33.0%	13.1%
每股盈餘成長率	70.4%	(17.5%)	39.9%	33.0%	13.1%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	59.6%	54.4%	56.1%	57.3%	57.1%
營業利益率	49.5%	42.6%	45.8%	47.3%	47.0%
EBITDA Margin	68.8%	67.2%	68.7%	66.8%	66.2%
稅後純益率	44.9%	38.8%	40.5%	41.8%	41.4%
平均資產報酬率	23.4%	16.0%	19.2%	21.3%	20.5%
股東權益報酬率	39.8%	26.2%	30.3%	32.3%	29.3%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	29.0%	26.6%	23.6%	18.8%	15.2%
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	184.9	209.0
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	217.2	244.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	51.8	58.3	26.0	31.3	35.3
流動比率 (x)	2.2	2.4	2.4	2.7	2.9
速動比率 (x)	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5
淨負債 (NT\$百萬)	(484,404)	(537,852)	(1,109,340)	(1,534,437)	(1,784,983)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.25	60.18	68.09
每股現金盈餘 (NT\$)	62.12	47.90	70.43	84.56	95.26
每股淨值 (NT\$)	113.60	133.38	165.37	207.59	257.67
調整後每股淨值 (NT\$)	113.60	133.40	165.40	207.59	257.67
每股營收 (NT\$)	87.31	83.37	111.63	143.88	164.51
EBITDA/Share (NT\$)	60.11	56.05	76.65	96.18	108.83
每股現金股利 (NT\$)	11.00	13.00	17.00	18.00	18.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.52	0.41	0.47	0.51	0.50
應收帳款周轉天數	37.3	34.1	34.4	39.5	41.0
存貨周轉天數	88.2	92.9	83.0	91.4	93.3
應付帳款周轉天數	22.5	21.2	21.4	25.6	26.2
現金轉換周轉天數	102.9	105.8	96.0	105.3	108.2

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
<b>營業收入</b>	<b>2,263,891</b>	<b>2,161,736</b>	<b>2,894,308</b>	<b>3,730,549</b>	<b>4,265,294</b>
營業成本	(915,536)	(986,625)	(1,269,954)	(1,591,720)	(1,829,354)
<b>營業毛利</b>	<b>1,348,355</b>	<b>1,175,111</b>	<b>1,624,354</b>	<b>2,138,829</b>	<b>2,435,939</b>
營業費用	(227,076)	(254,022)	(299,840)	(375,017)	(429,343)
<b>營業利益</b>	<b>1,121,279</b>	<b>921,088</b>	<b>1,324,513</b>	<b>1,763,812</b>	<b>2,006,596</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>31,168</b>	<b>65,429</b>	<b>92,660</b>	<b>102,247</b>	<b>102,247</b>
利息收入	22,422	60,294	87,213	97,093	97,093
投資利益淨額	8,065	5,119	4,879	5,154	5,154
其他營業外收入	681	16	567	(0)	(0)
<b>總營業外費用</b>	<b>(8,256)</b>	<b>(7,723)</b>	<b>(8,874)</b>	<b>(10,093)</b>	<b>(10,093)</b>
利息費用	(11,750)	(11,999)	(10,495)	(10,093)	(10,093)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	3,494	4,276	1,621	-	-
<b>稅前純益</b>	<b>1,144,191</b>	<b>978,794</b>	<b>1,408,299</b>	<b>1,855,967</b>	<b>2,098,751</b>
所得稅費用[利益]	(127,290)	(141,404)	(233,407)	(296,458)	(334,301)
少數股東損益	(370)	730	836	843	843
非常項目	-	377	(2,460)	-	-
<b>稅後淨利</b>	<b>1,016,530</b>	<b>838,498</b>	<b>1,173,268</b>	<b>1,560,351</b>	<b>1,765,293</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,558,533</b>	<b>1,453,279</b>	<b>1,987,310</b>	<b>2,493,583</b>	<b>2,821,797</b>
每股盈餘 (NT\$)	39.20	32.34	45.25	60.18	68.09

### 現金流量

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>1,610,599</b>	<b>1,241,967</b>	<b>1,826,177</b>	<b>2,192,529</b>	<b>2,469,790</b>
本期純益	1,016,530	838,498	1,173,268	1,560,351	1,765,293
折舊及攤提	437,254	532,191	662,797	729,771	815,201
其他營業資產及負債變動	(53,286)	324	(90,088)	(205,293)	(125,123)
本期運用資金變動	210,100	(129,046)	80,200	107,700	14,419
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(1,190,928)</b>	<b>(109,121)</b>	<b>(864,843)</b>	<b>(1,300,736)</b>	<b>(1,752,549)</b>
投資用短期投資出售[新購]	(128,838)	(55,781)	(54,143)	-	-
本期長期投資變動	-	-	(3,739)	-	-
資本支出淨額	(1,082,672)	(949,817)	(956,007)	(1,300,736)	(1,752,549)
其他資產變動	20,582	99,478	149,045	-	-
<b>自由現金流</b>	<b>289,078</b>	<b>361,461</b>	<b>712,509</b>	<b>691,513</b>	<b>608,541</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>(200,244)</b>	<b>(204,894)</b>	<b>(346,301)</b>	<b>(466,696)</b>	<b>(466,696)</b>
短期借款變動	(111,960)	-	-	-	-
長期借款變動	195,983	68,204	55,866	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(285,234)	(291,722)	(363,055)	(466,696)	(466,696)
其他融資現金流	1,839	18,623	(36,022)	-	-
<b>匯率影響數</b>	<b>58,397</b>	<b>(8,339)</b>	<b>47,166</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>本期產生現金流量</b>	<b>277,824</b>	<b>122,614</b>	<b>662,199</b>	<b>425,097</b>	<b>250,545</b>

### 投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷售費用/營業收入	10.0%	11.8%	10.4%	10.1%	10.1%
<b>= 營業利益率</b>	<b>49.5%</b>	<b>42.6%</b>	<b>45.8%</b>	<b>47.3%</b>	<b>47.0%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	1.2	1.4	1.1	1.0	1.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
<b>= 資本周轉率</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
營業利益率	49.5%	42.6%	45.8%	47.3%	47.0%
x 資本周轉率	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
x (1 - 有效現金稅率)	88.9%	85.6%	83.4%	84.0%	84.1%
<b>= 稅後 ROIC</b>	<b>43.9%</b>	<b>29.4%</b>	<b>39.7%</b>	<b>41.4%</b>	<b>36.5%</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
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
2024-07-15	增加持股	1,270	1,040
2024-01-18	增加持股	688	588

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）為凱基金控集團之成員。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。