

## 買入

2026年2月3日

### 下游需求驅動資本開支強勁增長，未來5年AI收入CAGR超58%

- 季度業績摘要：** 25Q4 總收入 10460.9 億新臺幣，同比增長 30.3%，折合 337 億美元，高於公司上季度指引中值的 328 億美元，也高於彭博一致預期的 326.1 億美元。其中晶圓收入 8811.1 億新臺幣，同比增長 17.2%。本季度公司總成本 3941.0 億新臺幣，毛利率 62.3%，同比增長 3.3pct。經營利潤 5649.0 億新臺幣，同比增長 32.7%。歸母淨利潤 5054.2 億新臺幣，同比增長 35.0%，折合 163.0 億美元，高於一致預期的 147.6 億美元。攤薄後每 ADR 收益同比增長 35.2% 達 3.14 美元，高於一致預期的 2.86 美元。
- 下游強勁需求驅動資本開支大幅增長，積極擴產先進制程產能：** Q4 公司 7 納米及以下的先進制程貢獻收入 77%，同比增長 3pct，環比增長 4pct，其中 3nm/5nm 制程分別貢獻收入 28%/35%。2026 財年公司指引資本開支有望達到 520-560 億美元，主要由下游強勁先進制程及先進封裝需求驅動。今年公司將積極擴產 N2 及 N3 制程產能，並合理利用跨節點產能優化，根據下游需求靈活調整 N7/N5/N3 制程產能，繼續優化自身盈利能力，指引長期毛利率有望達 56% 及以上（此前為 53%）。下一代制程進展方面，A16 制程將採用背面供電技術，有望在 26H2 量產；A14 制程計畫於 2028 年投產。
- 先進封裝加速擴產背景下市場仍有 15-20% 的需求缺口：** 25Q4 公司封測等其他業務收入 1649.8 億新臺幣，同比增長 40.7%。2025 財年公司先進封裝貢獻營收約為 8%，2026 財年將高於 10%。我們預計 2026/2027/2028 年公司平均 CoWoS 月產能將實現同比 56%/30%/25% 達到 10.9/14.2/17.8 萬片。目前市場預期 2026 年在台積電已經加速先進封裝擴展的情況下，供需之間仍有 15-20% 的缺口。
- 目標價 450 美元，維持買入評級：** 未來 5 年 AI 營收 CAGR 超 58%，長期毛利率有望超 56%。目前從資料中心到邊緣計算的全領域 AI 需求將持續為公司先進制程提供確定性的長期訂單，高效率的晶片製造技術不斷提升公司溢價能力。先進封裝後端工藝及測試需求已溢出至其他 OSAT 廠商。我們調整 2026-2028 年淨利潤預測至 22703/29320/33874 億新臺幣，三年複合增速 25.5%。採用 DCF 法估值，WACC 為 9.0%，長期增長率為 3.0%，調整目標價 450 美元，買入評級。
- 風險：** 半導體週期風險，先進制程投產不及預期；先進封裝產能不及預期；海外工廠投產不及預期。

### 曹凌霄

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

### 韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

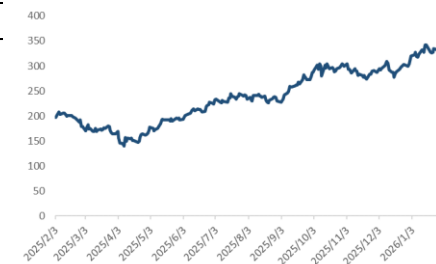
行業	TMT
股價	341.36 美元
目標價	450.00 美元 (+31.83%)
股票代碼	TSM
總股本	51.87 億股
市值	1.59 萬億美元
52 周高/低	351.33 美元/132.99 美元
每股帳面值	33.04 美元
主要股東	臺灣行政院發展基金 6.38%
	Capital Research & Management 5.49%
	The Vanguard Group, Inc 4.05%
	Blackrock 2.45%

### 盈利摘要

截至12月31日止財政年度	24年历史	25年历史	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (百万新台币)	2,894,308	3,809,054	5,044,157	6,370,801	7,360,215
变动	33.9%	31.6%	32.4%	26.3%	15.5%
净利润	1,172,433	1,715,397	2,270,249	2,932,034	3,387,393
变动	37.8%	46.3%	32.3%	29.2%	15.5%
每股盈利 (新台币)	44.7	66.2	77.8	97.3	112.4
变动	36.0%	48.3%	17.5%	25.0%	15.5%
基于341.36美元的市盈率 (估)	48.9	33.0	28.1	22.5	19.4
每股派息 (新台币)	14.0	18.0	23.3	26.6	28.8
股息现价比	4.10%	5.27%	6.81%	7.79%	8.43%

來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



來源：彭博

## 季度業績摘要

25Q4 收入同比+30%，高於彭博一致預期的 326 億美元

25Q4 總收入 10460.9 億新臺幣，同比增長 30.3%，折合 337 億美元，高於公司上季度指引中值的 328 億美元，也高於彭博一致預期的 326.1 億美元。其中晶圓收入 8811.1 億新臺幣，同比增長 17.2%，封測等其他業務收入 1649.8 億新臺幣，同比增長 40.7%。

經營利潤同比+32.7%

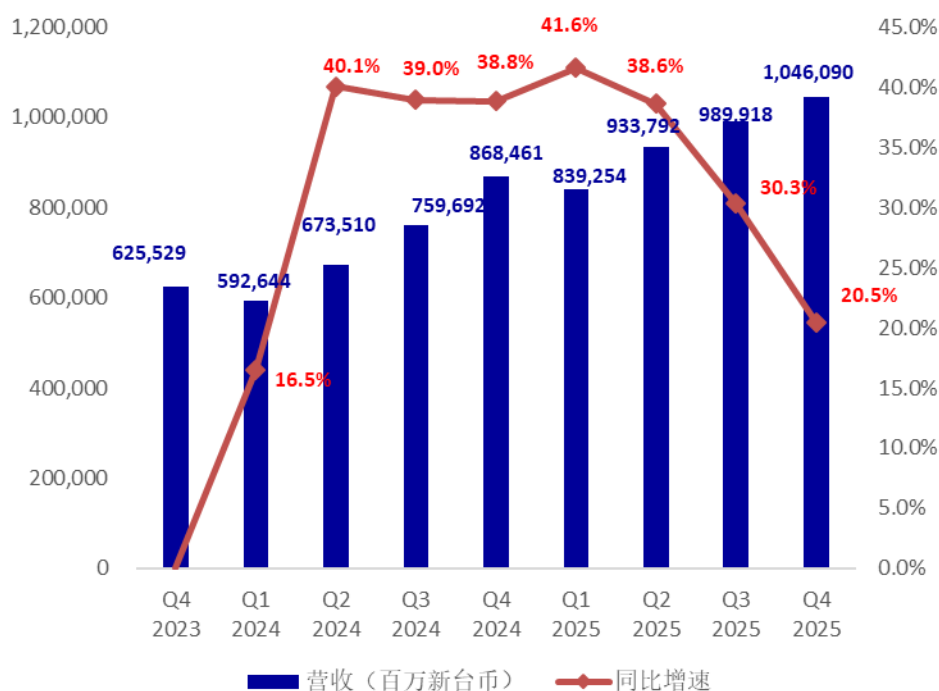
按制程劃分，3nm/5nm/7nm 及以上制程分別貢獻收入 28%/35%/14%。按下游應用劃分，高性能計算/智慧手機/物聯網/自動化/數位消費電子分別貢獻 55%/32%/5%/5%/1%/2%。受蘋果新機發佈影響，智慧手機業務占比季節性增長。按地區劃分，北美/中國/亞太/日本/EMEA 分別貢獻收入 74%/9%/9%/4%/4%。

本季度公司總成本 3941.0 億新臺幣，毛利率 62.3%，同比增長 3.3pct。其中研發費用同比增長 13.3%，銷售及管理費用同比下降 19.8%。經營利潤 5649.0 億新臺幣，同比增長 32.7%，折合 182.1 億美元，高於彭博一致預期的 166.6 億美元，經營利潤率為 54.0%。

每股 ADR 收益同比 +35.2%，高於彭博一致預期的 2.86 美元

歸母淨利潤 5054.2 億新臺幣，同比增長 35.0%，折合 163.0 億美元，高於一致預期的 147.6 億美元。攤薄後每 ADR 收益同比增長 35.2% 達 3.14 美元，高於一致預期的 2.86 美元。資本開支 115.1 億美元，主要用於先進制程及封裝研發和廠房建設所需的基礎設施。自由現金流 3686.0 億新臺幣，現金及等價物 30685.9 億新臺幣。

圖表 1：季度營收及增速（百萬新臺幣）



資料來源：公司資料，第一上海整理

上調 2026 全年資本開支至 520-560 億美元

**下季度指引：**公司預計 26Q1 收入介於 346-358 億美元，收入指引中值為 352 億美元。毛利率介於 63-65%，指引中值同比增長 5.2 個百分點，經營利潤率介於 54%-56%。展望 2026 財年，公司指引全年美元收入增速有望超過 30%。2024-2029 年內，預計整體營收以美元計能實現 25%的複合增長率。

本季度公司上調 2026 財年全年資本開支指引至 520-560 億美元（前值為 480-500 億美元），同比增長 27.1%-36.9%，其中 70%-80%用於先進制程研發及廠房建設，10%用於特殊工藝，10%-20%用於先進封裝及測試。

## 下游強勁需求驅動資本開支大幅增長，積極擴產先進制程產能

3nm/5nm 制程分別貢獻收入 28%/35%

Q4 公司 7 納米及以下的先進制程貢獻收入 77%，同比增長 3pct，環比增長 4pct，其中 3nm/5nm 制程分別貢獻收入 28%/35%。

25Q4 晶圓付運量同比 +15.9%；ASP 同比 +4.9%

Q4 公司等價 12 寸晶圓付運量 396.1 萬片，同比增長 15.9%，環比下滑 3.0%。整體產能利用率達 87.1%。本季度折合 12 寸晶圓 ASP 達 7153 美元/片，同比增長 4.9%，先進制程晶片溢價能力顯著。

下游需求迫切驅動公司資本開支高速增長，2024-2029 年 AI 收入 CAGR 將達 58%

本季度管理層在法說會上積極上調 2026 財年資本開支，並提到資本開支的金額是跟客戶以及客戶的客戶（雲服務商）溝通後的結果，下游的迫切需求驅動台積電今年將積極擴產先進制程。2025 年公司 AI 需求占比營收 16-18%，預計 2024-2029 年 AI 收入複合增長率將達到 58%（前值為 45%）。

N2 制程將成為台積電生命週期最長且需求量最大的制程

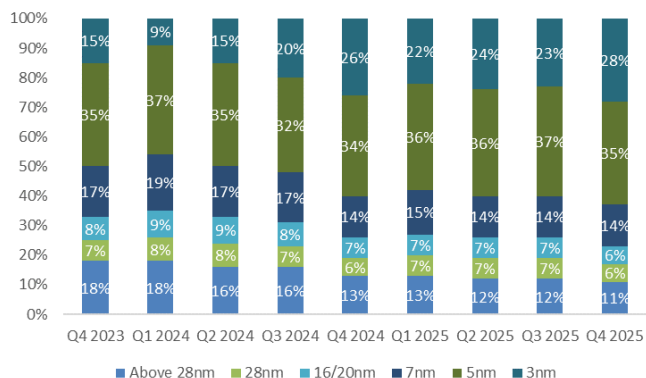
N2 制程已於 2025Q4 在中國臺灣開始量產，目前良率表現較好，預計前兩年的流片量高於 N3 和 N5 制程，量產後的盈利能力將比 N3 制程更強，並將成為台積電生命週期最長且需求量最大的制程。蘋果、高通以及 AMD 下一代產品將陸續採用 2nm 制程，AI 晶片將全面升級至 3 納米制程。預計 2026 財年，公司 2nm 制程月產能將達到 13 萬片；3nm 制程月產能將達到 15-17 萬片。

A16 制程將在 26H2 量產，A14 制程計畫 28 年投產

下一代制程進展方面：A16 制程將採用背面供電技術，有望在 26H2 量產。需求方面，AI 算力晶片及伺服器晶片產品對 N2 制程及 A16 制程產能需求強勁，A14 制程計畫於 2028 年投產。當前各廠商公佈的下一代算力晶片產品的矽片使用面積也保持增長趨勢，預計未來隨著 AI 相關應用增加，端側產品對先進制程需求有望保持健康增長。

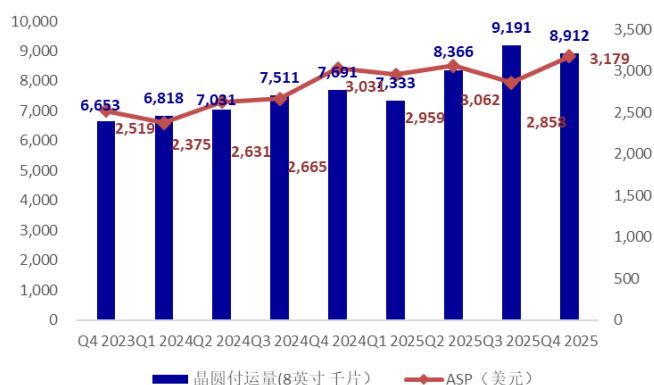
全球產能建設方面，中國臺灣新竹和高雄正在籌備多期 2nm 制程晶圓廠。美國亞利桑那一期廠房已量產 N4 制程晶片，良率已達到臺灣工廠水準，二期廠主體竣工，今年將啟動設備安裝，預計 2027H2 量產 N3 制程；三期廠開建，四期廠和先進封裝廠處於申請許可階段，未來將分別量產 N2 和 A16 制程。所有廠房建設完成後，將有 30%的 N2 及更先進制程的產能來自亞利桑那州。日本熊本一廠已量產成熟制程，良率優異，二廠已開始建設。德國德累斯頓晶圓廠按計劃進行建。海外工廠建設將未來 5 年稀釋 3%-4%的毛利率。公司目前積極推動跨節點產能優化，根據下游需求靈活調整 N7/N5/N3 制程產能，繼續優化自身盈利能力，指引長期毛利率有望達 56%及以上（此前為 53%），綜合所有成本影響，我們預估 2026/2027 年公司毛利率分別為 62%/62.5%。

圖表 2： 按制程劃分季度收入（百萬新臺幣）



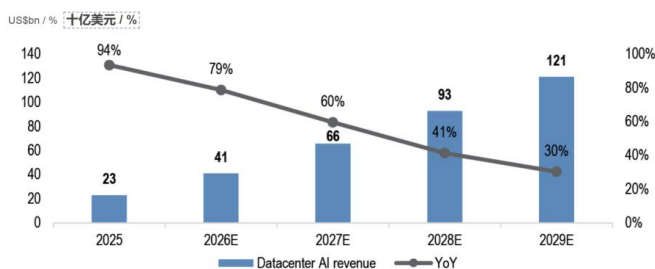
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 3： 等效 8 寸晶圓付運量（千片）及 ASP（美元）



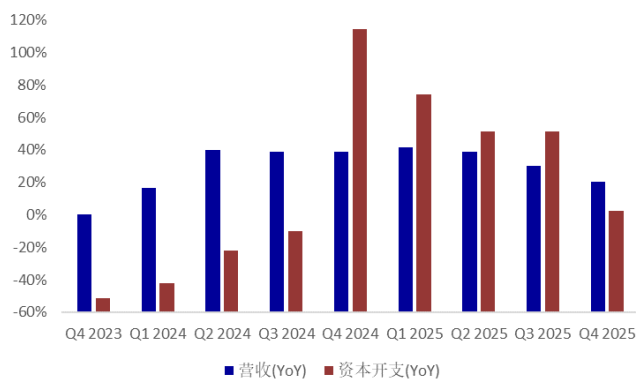
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 4： 台積電 AI 收入拆分



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 5： 2023Q4-2025Q4 營收與 CapEx 同比情況對比



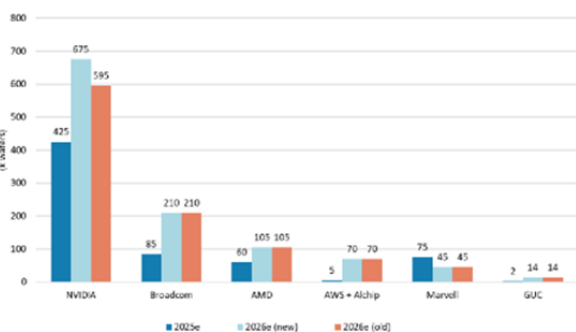
資料來源：公司資料，第一上海整理

### 先進封裝加速擴產背景下市場仍有 15-20%的需求缺口

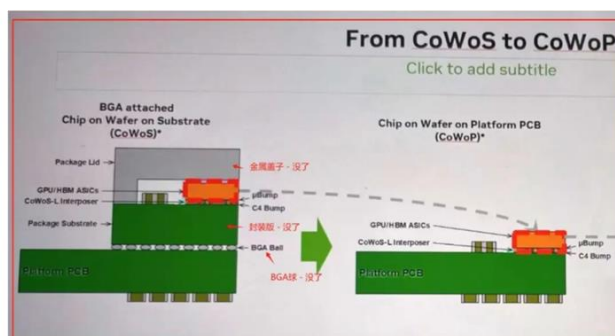
25Q4 公司封測等其他業務收入 1649.8 億新臺幣，同比增長 40.7%。2025 財年公司先進封裝貢獻營收約為 8%，2026 財年將高於 10%。我們預計 2026/2027/2028 年公司平均 CoWoS 月產能將實現同比 56%/30%/25%達到 10.9/14.2/17.8 萬片。今年的先進封裝產能前三大客戶分別是英偉達、博通和 AMD。目前市場預期 2026 年在台積電已經加速先進封裝擴展的情況下，供需之間仍有 15-20%的缺口。公司從 2025 年起逐步將後段封裝及測試的訂單外包給其他 OSAT 廠商，外部封測廠商的產能預計將於 2026H2 開始放量。

此外，公司在 2025 年的北美論壇上提到將在 2027 年量產 9.5 倍光罩尺寸的 CoWoS，將 12 個或更多的 HBM 堆疊整合至同一封裝中來適應高性能計算的晶片需求。未來技術研發方面，目前公司正在積極推進 CoPoS (chip on wafer on PCB) 封裝技術，即將晶片排列在大型方形基板上，取代傳統圓形矽伸介層，不僅能有效提升產能，還能大幅優化面積利用率與成本，預計 2026Q1 建立首條實驗線。

圖表 6: 2026 財年 CoWoS 產能分配預測



圖表 7: CoPoS 技術路線



資料來源：公司資料，第一上海整理

資料來源：公司資料，第一上海整理

### 目標價 450 美元，維持買入評級

預計公司未來三年利潤複合增速為 25.5%

公司指引 2026 年資本開支至 520-560 億美元，未來將積極推進 N2 及以下制程研發及全球晶圓廠建設。2026 全年美元收入同比增加 30% 以上，長期毛利率在 56% 以上：1) 穩步推進下一代先進制程研發，N2、A16 制程上下游需求強勁，A14 制程也將在 28 年投產。今年公司將積極推動跨節點產能優化，根據下游需求靈活調整 N7/N5/N3 制程產能，繼續優化自身盈利能力。目前從資料中心到邊緣計算的全領域 AI 需求將持續為公司先進制程提供確定性的長期訂單，高效率的晶片製造技術不斷提升公司製造和封裝業務的溢價能力，2024-2029 年 AI 營收複合增長率為 58% (前值為 45%)；2) CoWoS 先進封裝產能擴產後仍有 15-20% 的供需缺口，公司正在積極研發下一代 CoPoS 技術，未來將進一步鞏固公司在晶圓代工行業的龍頭地位。

我們調整 2026-2028 年淨利潤預測至 22703/29320/33874 億新臺幣，三年複合增速 25.5%。採用 DCF 法估值，WACC 為 9.0%，長期增長率為 3.0%，調整目標價 450 美元，買入評級。

圖表 8: DCF 估值模型

折現年限	0			穩定成長期						永續期	
	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
假設 (百萬新台币)											
CFO	2,854,758	3,554,237	4,224,873								
CAPEX	(1,196,845)	(1,376,372)	(1,541,537)								
自由現金流量	1,657,913	2,177,865	2,683,337	3,166,337	3,641,288	4,078,243	4,486,067	4,889,813	5,280,998	5,650,668	5,820,188
自由現金流增長率	21.6%	31.4%	23.2%	18.0%	15%	12.0%	10.0%	9.0%	8%	7%	3%
折合至 2025 年的現金流量	1,657,913	1,998,042	2,258,511	2,444,993	2,579,580	2,650,578	2,674,895	2,674,895	2,650,355	2,601,724	47,320,787
永續期折現值											106,205,324

WACC	9%
長期增長率	3%

Valuation	
現金流折現	73,746,274
減：淨金融負債	-1,445,600
減：少數股東權益+合夥人權益	
股本價值	75,191,874
股本數量 (預期)	5,186
DCF 法之每股價值 (新台币)	14,499.01
美元兌台币	32
DCF 法之每股價值 (美元)	450.00

資料來源：第一上海預測

## 主要財務報表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日						单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
主营业务收入	2,894,308	3,809,054	5,044,157	6,370,801	7,360,215						
- 主营业务收入成本	1,269,954	1,527,760	1,916,780	2,389,050	2,760,080	54.4%	56.1%	60.0%	62.0%	62.5%	62.5%
毛利	1,624,354	2,281,294	3,127,377	3,981,750	4,600,134	67.2%	68.3%	69.6%	67.5%	65.5%	64.9%
营业开支	301,070	345,649	524,592	688,046	794,903	39.4%	40.5%	45.0%	45.0%	46.0%	46.0%
- 行政管理费用	83,745	99,222	131,148	178,382	206,086						
- 市场营销费用	13,144	0	25,221	31,854	36,801						
- 研究和开发开支	204,182	246,427	368,223	477,810	552,016	2.8%	2.9%	2.5%	2.6%	2.8%	2.8%
营业利润	1,322,053	1,936,092	2,602,785	3,293,705	3,805,233	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
- 利息支出	0	0	0	1	2	8.4%	7.1%	6.8%	7.3%	7.5%	7.5%
- 营业外亏损净额	83,787	105,571	68,096	76,450	88,323	13.1%	16.6%	16.0%	15.0%	13.0%	13.0%
税前利润	1,405,840	2,041,663	2,670,881	3,370,155	3,893,556	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
- 所得税支出	233,407	326,266	400,632	438,120	506,162	36.59	29.89	26.50	25.00	28.00	29.00
净利润	1,172,433	1,715,397	2,270,249	2,932,034	3,387,393	20.46	18.47	18.80	19.00	18.00	16.00
折旧与摊销	653,611	714,392	800,119	880,130	968,144						
主营业务增长 (%)	34%	32%	32%	26%	16%						
资产负债表						现金流量表					
单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日						单位: 百万新台币, 财务年度: 12月31日					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
+ 现金与现金等同	2,127,627	3,111,456	4,339,369	6,037,235	8,190,571	979,316	1,405,840	2,041,663	2,670,881	3,370,155	3,893,556
+ 短期投资	63,138	63,138	63,138	63,138	63,138	532,191	653,611	714,392	800,119	880,130	968,144
+ 应收账款与票据	272,088	281,008	409,973	567,465	602,103	-52,668	-62,984	0	0	0	0
+ 其他流动资产	625,291	625,498	742,538	848,655	945,346	-56,852	13,351	2,652	-215,609	-257,928	-130,663
总计流动资产	3,088,352	4,081,308	5,555,226	7,516,700	9,801,367	-159,875	-183,640	-326,266	-400,632	-438,120	-506,162
+ 权益性投资	37,248	37,248	37,248	37,248	37,248	1,242,112	1,826,177	2,432,441	2,854,758	3,554,237	4,224,873
+ 厂房及设备	3,234,980	3,589,200	3,985,927	4,482,168	5,055,561	704	895	0	0	0	0
- 累计折旧						-949,817	-956,007	-1,068,612	-1,196,845	-1,376,372	-1,541,537
+ 无形资产	26,283	26,283	26,283	26,283	26,283	-61,493	-67,145	0	0	0	0
+ 其他长期资产	304,902	304,902	304,902	304,902	304,902	3,650	3,833	0	0	0	0
总计长期资产	3,603,413	3,957,633	4,354,359	4,850,601	5,423,994	100,836	153,581	0	0	0	0
总资产	6,691,765	8,038,940	9,909,585	12,367,301	15,225,360	-906,121	-864,843	-1,068,612	-1,196,845	-1,376,372	-1,541,537
+ 应付账款	72,801	84,580	114,976	120,657	121,323	27,909	-26,497	0	0	0	0
+ 其他短期负债	1,235,855	1,235,855	1,235,855	1,235,855	1,235,855	-291,722	-363,055	-380,000	-430,000	-480,000	-530,000
总计流动负债	1,308,656	1,320,435	1,350,831	1,356,512	1,357,178	58,919	43,251	0	0	0	0
+ 其他长期负债	177,233	177,233	177,233	177,233	177,233	-204,894	-346,301	-380,000	-430,000	-480,000	-530,000
总长期负债	1,103,837	1,103,837	1,103,837	1,103,837	1,103,837	-8,339	47,166	0	0	0	0
总负债	2,412,493	2,424,272	2,454,668	2,460,349	2,461,015	122,759	662,199	983,829	1,227,913	1,697,865	2,153,337
总股东权益	4,279,272	5,614,669	7,454,918	9,906,952	12,764,345	1,465,428	2,127,627	3,111,456	4,339,369	6,037,235	8,190,571

資料來源: 公司資料、第一上海預測

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。