

重要訊息：我們認為台積電 2025 年成長動能將保持強勁，並預期營收將繼 2024 年大幅年增 33%後，再次年增 25%，主因：(1)AI 需求暢旺；(2)Apple (美)自研 modem 晶片的機會；及(3)市占率持續擴大，尤其在 Intel (美)方面。

評論及分析：CoWoS 與 N3/4/5 供給緊俏。我們預期 CoWoS 與 N3/4/5 產能利用率將全年維持高檔，係受惠於：(1)AI 帶動 N4 之強勁需求；(2)Intel Lunar Lake 與 Arrow Lake 處理器之 N3 需求強勁；及(3)Apple 與手機旗艦 SoC 製程升級至 N3。與此同時，AI 需求大幅提升推動前後端 CoWoS 業務成長，並且價格也在因供給短缺調整數輪後，帶動 CoWoS 毛利率靠近台積電公司平均值。展望 2025 年，我們預估台積電 CoWoS 營收將再度成長 100%以上，主要貢獻者為 Nvidia，不僅帶來大量需求，亦為價格抬升的主要支撐者。

Apple modem 晶片有望成為 2025 年新成長動能。目前 Qualcomm 為 Apple iPhone 5G modem 之獨家供應商，供貨合約至 1Q27。Apple 持續研發自家 modem 與 RF 晶片，凱基預期於 1H25 發表的 iPhone SE4 將開始採用，因此台積電有望自 Apple 獲取 5G modem (N5)與射頻晶片(N6)之訂單。若此次採用順利，Apple 亦將於 2H25 推出的 iPhone Slim 中採用自家 modem 與 RF 晶片，我們預估此將貢獻台積電 2025 年營收 15-20 億美元。

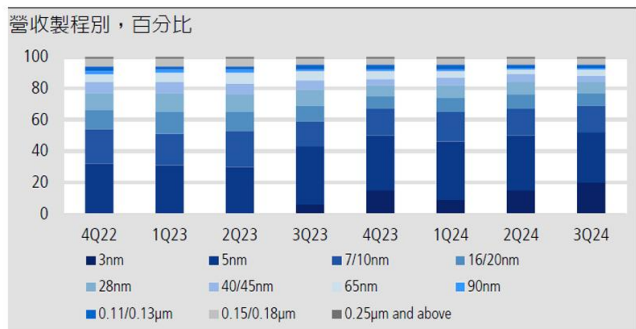
上升週期延續。公司對 AI 需求保持樂觀，並認為週期才剛開始。考量非 AI 需求平淡與半導體週期走勢，兩年擴張伴隨兩年衰退，我們預期此週期將於 2025 年達循環頂點。惟台積電仍受惠於市占率提升，因 Intel 之委外訂單、主要客戶 N3 製程升級及 AI 需求強勁，進而減輕循環週期對業績之影響。

投資建議：台積電仍為我們半導體產業的投資首選。儘管地緣政治緊張情勢升高可能導致股價波動，但不會改變台積電在先進製程的技術領導地位。目前股價相當於 2024-25 年預估本益比 22 倍與 17 倍，對比五年平均 16 倍。給予「增加持股」與目標價 1,450 元，由 2025 年每股盈餘預估

25 倍計算而得。

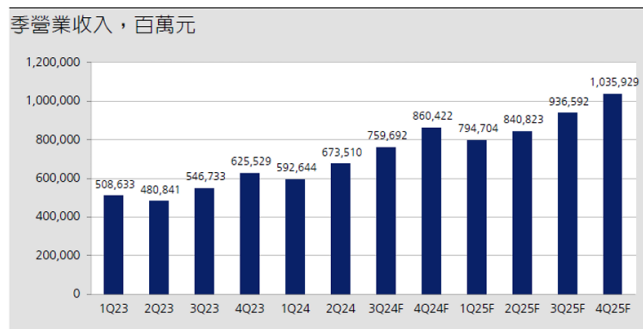
投資風險：全球經濟與地緣政治不確定性；庫存修正時間延長。

圖 2：台積電各製程晶圓營收比重



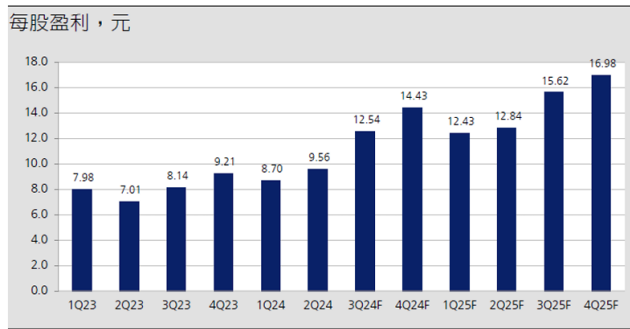
資料來源：公司資料，凱基

圖 3：季營業收入



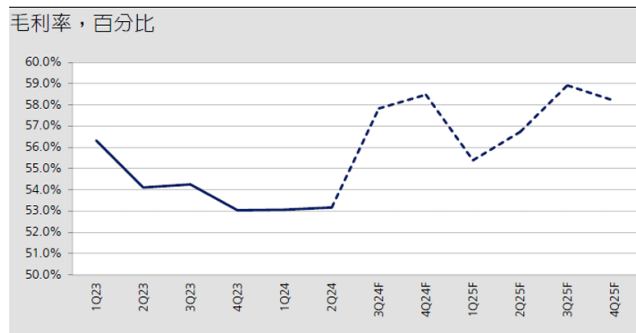
資料來源：凱基

圖 4：每股盈利



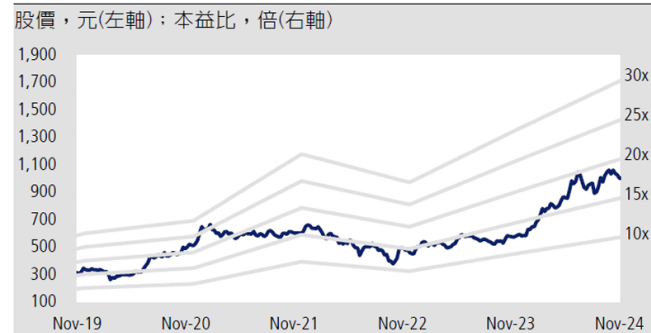
資料來源：凱基

圖 5：毛利率



資料來源：凱基

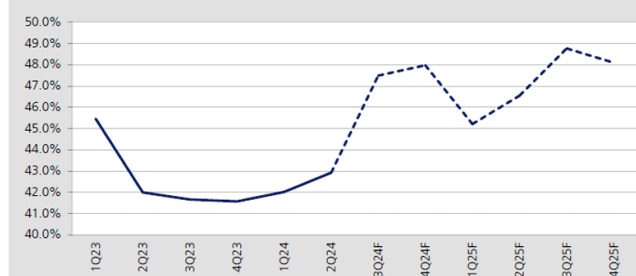
圖 6：未來 12 個月預估本益比



資料來源：TEJ，凱基預估

圖 7：營業利潤率

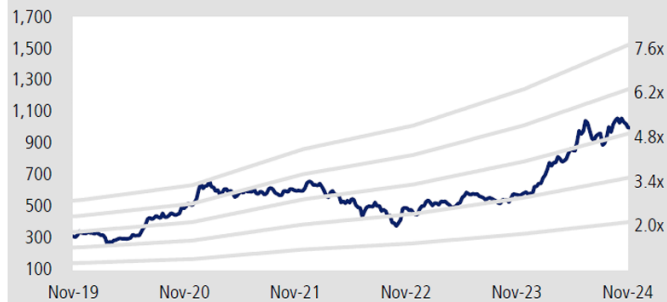
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：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