

# 台积电 (2330.TW) / (TSM.N)

## 行业地位不受威胁

### 核心观点:

- **1Q20 业绩会前瞻。**台积电将于 4 月 15 日召开 1Q21 业绩会。我们预期 5 奈米的产能利用率在 1H21 虽受 iPhone 12 Mini 的订单修正而有所滑落,然在比特币相关业者的订单投注以及晶圆价格调涨之下 (详见我们在 4 月 1 日出具的报告“价格涨势再起将驱动市场预期上修”),公司预计将释出 2Q21 营收环比微幅增长的指引 (广发预期+3% QoQ)。
- **2021-23E 共 1,000 亿美元资本支出可望支撑长期成长。**Intel CEO 于 3 月 23 日公布 IDM 2.0 策略,主要内容包括: (1) 2021 年资本支出上看 190-200 亿美元; (2) 成立晶圆代工业务之余,扩大与代工厂 (台积电、三星及联电等) 的合作关系,并保持核心产品自产自制的基调; (3) 2023 年推出 7 奈米平台的 Metro Lake。针对第二及第三点,我们不承担 Intel 将对台积电的晶圆代工业务造成太大冲击,主因 Intel 如同三星为 IDM 厂,在诸多产品上皆与 IC 设计商为竞争对手,在利益冲突下,难以像台积电拥有多元客群。此外,Intel 虽对 2023 年推出导入 EUV 的 7nm 产品 (对标台积电的 5nm) 深具信心,然其技术仍落后台积电约 2 年。而在 Intel 之后,台积电于 4 月 1 日公告在 5G 及 HPC 的行业趋势下,将在未来三年投入 1,000 亿美元资本支出。对应公司于上次业绩会上指引 2021 年资本支出 250-280 亿美元,2022/2023 年都将超过 300 亿美元,持续创新高。我们预期在此积极资本支出之下,台积电 2021-23 营收 CAGR 将达公司指引 10-15% 的上缘。
- **估值与投资建议。**我们预期台积电的多元客户将可支撑其长期营收增长,因此上修 2021/22 年归母净利润预估 1%/3%。依据 2021 年每股盈余 30 倍给予合理价值 680.0 台币/股。对应美国发行 ADR (TSM.N),合理价值为 121.4 美元/ADR。重申“买入”评级。
- **风险提示。**库存调整; 同业竞争。

### 盈利预测:

单位: 百万台币

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,069,985	1,339,255	1,541,784	1,764,386	2,031,732
增长率 (%)	4	25	15	14	15
归母净利润	345,264	517,885	587,351	673,672	740,360
增长率 (%)	(2)	50	13	15	10
EPS (元)	13.32	19.97	22.65	25.98	28.55
市盈率 (P/E)	46.0	30.7	27.1	23.6	21.5
市净率 (P/B)	9.8	8.6	7.3	6.2	5.3
ROE (%)	20.9	29.8	29.2	28.3	26.5

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (备注: 台币/美元汇率: 28.0)

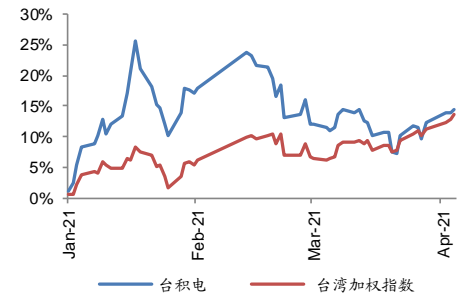
识别风险, 发现价值

### 公司评级

买入-TW/买入-US

当前价格	613.0 台币/119.9 美元
合理价值	680.0 台币/121.4 美元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-04-09

### 相对市场表现



### 分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002



SFC CE No. BNO719



852-37602085

jeffpu@gfgroup.com.hk

### 相关研究:

台积电 (2330.TW) / (TSM.N): 积极资本支出将	2021-01-14
稳固长期成长	
台积电 (2330.TW) / (TSM.N): 2021 年展望稳	2021-01-07
健无虞	
台积电 (2330.TW) / (TSM.N): 5G + HPC 引领	2020-10-15
2021 年续创佳绩	

请务必阅读末页的免责声明

## 图表索引

图 1: 台积电资本密集度料将提高 .....	4
图 2: Intel 资本支出走势 .....	5
图 3: 全球六大晶圆厂制程节点量产时程表 .....	5
图 4: Intel vs AMD PC CPU 推出时间表 .....	6
图 5: Intel vs AMD sever CPU 推出时间表 .....	6
图 6: Intel vs AMD 整体 x86 CPU 市占变化 .....	6
图 7: Intel vs AMD 服务器 CPU 市占变化 .....	6
图 8: Intel vs AMD 笔电 CPU 市占变化 .....	7
图 9: Intel vs AMD 桌机 CPU 市占变化 .....	7
图 10: 12 个月远期 P/E .....	8
图 11: 12 个月远期 P/B .....	8
表 1: 1Q21 & 2Q21 盈利预测调整表 .....	3
表 2: 2021 & 2022 盈利预测调整表 .....	3
表 3: 季度/年度利润表 .....	7
表 4: 可比同业估值 .....	8

## 一、公司经营数据及盈利预测

我们上修2022年归母净利润3%，主要反映：(1) 公司积极的资本开支；(2) 5奈米毛利率的改善；(3) 晶圆代工价格上升。

表 1: 1Q21 & 2Q21 盈利预测调整表

百万台币	公司指引	1Q21E			2Q21E			
		广发预期	彭博一致预期	差异	广发预期	调幅	彭博一致预期	差异
营业收入	354,965-363,350	361,174	360,140	0%	371,950	1%	362,567	3%
毛利润		186,289	187,579	-1%	191,588	1%	188,549	2%
营业利润		148,180	149,219	-1%	152,534	1%	149,312	2%
税前利润		153,299	152,541	0%	153,299	-2%	152,829	0%
归母净利润		136,373	135,590	1%	140,372	1%	136,198	3%
每股盈余 (台币)		5.26	5.23	1%	5.41	1%	5.25	3%
<b>获利率</b>								
毛利率	50.5-52.5%	51.6%	52.1%	(0.5)ppts	51.5%	(0.2)ppts	52.0%	(0.5)ppts
营业利润率	39.5-41.5%	41.0%	41.4%	(0.4)ppts	41.0%	(0.2)ppts	41.2%	(0.2)ppts
税前利润率		42.4%	42.4%	0.1 ppts	42.4%	(0.2)ppts	42.2%	0.3 ppts
归母净利润		37.8%	37.6%	0.1 ppts	37.7%	(0.2)ppts	37.6%	0.2 ppts

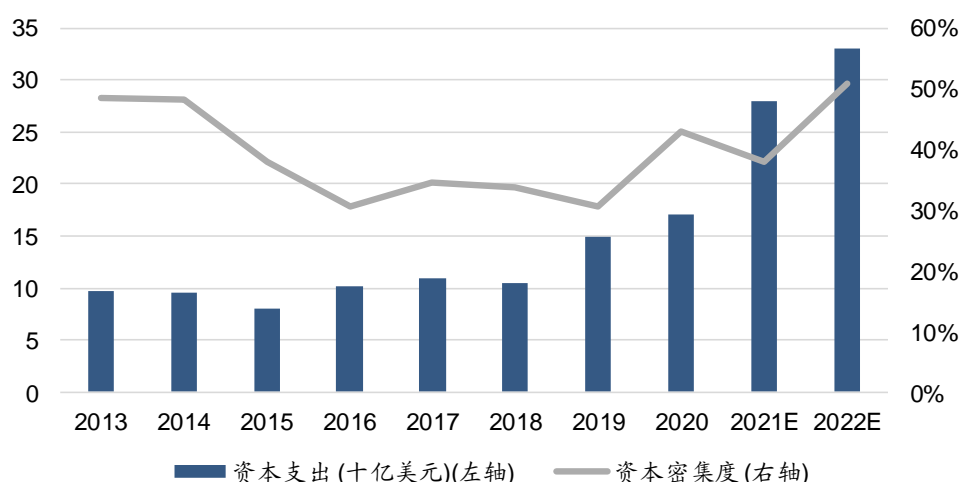
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

表 2: 2021 & 2022 盈利预测调整表

百万台币	2021E				2022E			
	广发预期	调幅	彭博一致预期	差异	广发预期	调幅	彭博一致预期	差异
营业收入	1,541,784	1%	1,535,723	0%	1,764,386	3%	1,764,680	0%
毛利润	800,816	1%	803,966	0%	920,698	3%	919,346	0%
营业利润	638,743	1%	640,779	0%	736,379	3%	731,182	1%
税前利润	660,238	1%	655,035	1%	757,224	3%	751,857	1%
归母净利润	587,351	1%	581,867	1%	673,672	3%	667,438	1%
每股盈余 (台币)	22.65	1%	22.44	1%	25.98	3%	25.74	1%
<b>获利率</b>								
毛利率	51.9%	0.1 ppts	52.4%	(0.4)ppts	52.2%	0.3 ppts	52.1%	0.1 ppts
营业利润率	41.4%	0.1 ppts	41.7%	(0.3)ppts	41.7%	0.2 ppts	41.4%	0.3 ppts
税前利润率	42.8%	0.1 ppts	42.7%	0.2 ppts	42.9%	0.3 ppts	42.6%	0.3 ppts
归母净利润	38.1%	0.1 ppts	37.9%	0.2 ppts	38.2%	0.3 ppts	37.8%	0.4 ppts

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 1：台积电资本密集度料将提高



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

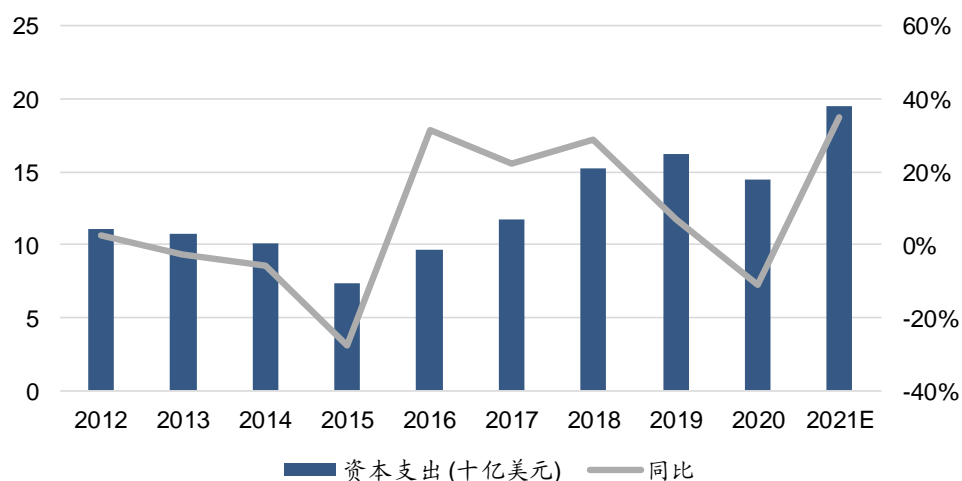
Intel CEO在3月23日的Intel Unlashed: Engineering the Future线上会议上宣布IDM 2.0策略，表示核心产品维持自产自制的同时，将强化与台积电、三星、联电及格芯等晶圆代工的合作关系，预计2023年让这些合作伙伴生产PC及数据中心相关产品。另外，公司将成立晶圆代工业务 (IFS: Intel Foundry Service)，客户囊括Amazon、Google、IBM、Cisco、Microsoft及高通等。

针对Intel将核心产品留于自家生产的策略方向，我们认为对台积电的负面影响在于少了一个全新的营收贡献来源（我们估算若Intel将其PC CPU全部委托台积电代工，将为台积电营收带来30-35%的向上空间）。但台积电仍于4月1日公告未来三年的资本支出上看1,000亿美元，显现即便少了Intel的委外大单，公司对5G及HPC的行业需求在长期营收动能的支撑上深具信心。

另外，虽Intel成立晶圆代工业务，我们认为对台积电造成的威胁并不大。主因Intel本身为IDM厂，与多数fabless公司在产品上有竞争关系，在客源拓展上较有难度。以同为IDM厂的三星为例，尽管三星亦有成立晶圆代工业务，在5奈米制程节点上，目前除自用，主要客户仅有高通。而台积电在5奈米除拥有苹果、博通的订单，预料联发科、AMD及NXP等客户亦将逐步加入此节点投产。

而以先进制程进度来看，在台积电规划于2H22年量产3nm芯片之下，Intel最快将于2023年推出7奈米产品（对标台积电的5nm），制程上落后台积电约两年。故未来三年在先进制程的进展上，Intel仍难以超越台积电。

图 2: Intel 资本支出走势



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 3: 全球六大晶圆厂制程节点量产时间表

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
							1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H
TSMC	28nm			20nm	16nm FinFET	10nm FinFET			7nm FinFET		7+nm FinFET EUV		5nm FinFET EUV	6nm FinFET EUV	5+nm FinFET EUV	4nm FinFET EUV	3nm FinFET EUV	
Samsung		28nm		20nm	14nm FinFET	10nm FinFET			8nm FinFET		7nm FinFET EUV		6nm FinFET EUV	5nm FinFET EUV	4nm FinFET EUV		3nm GAA EUV	
Intel	22nm FinFET			14nm FinFET							10nm FinFET			10+nm FinFET	10++nm FinFET			7nm FinFET EUV
UMC		28nm					14nm FinFET											
GF		28nm			14nm FinFET						12nm FinFET							
SMIC				28nm							14nm FinFET							

数据来源：公司业绩会, DIGITIMES, IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 4: Intel vs AMD PC CPU推出时间表

		2020		2021		2022		2023	
		1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H
Intel	Desktop	Comet Lake (14nm)		Rocket Lake (14nm)		Alder Lake (10nm)		Meteor Lake (7nm)	
	Notebook			Tiger Lake (10nm)		Alder Lake (10nm)			
AMD Ryzen	Desktop			Vermeer (7nm)		Warhol (6nm)		Raphael (5nm)	
	Notebook			Renoir (7nm)		Cezanne (7nm)		Rembrandt (6nm)	
								Phoenix (5nm)	

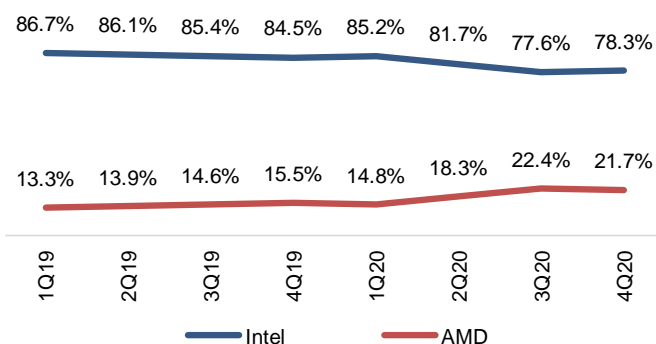
数据来源: 公司业绩会简报, 广发证券发展研究中心

图 5: Intel vs AMD sever CPU推出时间表

		2020				2021				2022	2023
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
Intel	Xeon SP	Cooper Lake (14nm)				Ice Lake (10nm)				Sapphire Rapids (10nm)	
										Granite Rapids (7nm)	
AMD	Epyc	Rome (7nm)				Milan (7nm)				Genoa (5nm)	

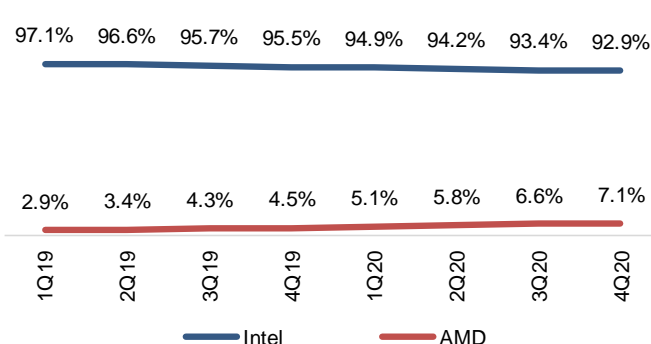
数据来源: 公司业绩会简报, 广发证券发展研究中心

图 6: Intel vs AMD整体x86 CPU市占变化



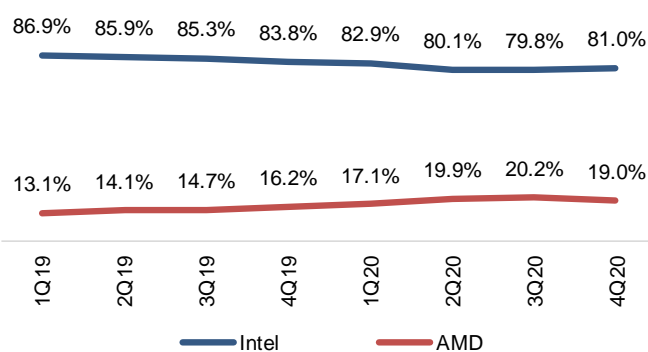
数据来源: Mercury Research, 广发证券发展研究中心

图 7: Intel vs AMD服务器CPU市占变化



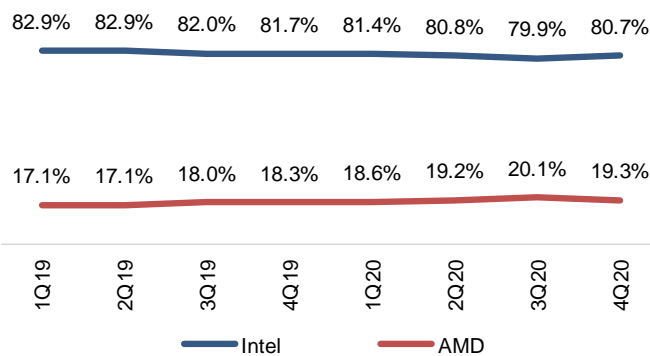
数据来源: Mercury Research, 广发证券发展研究中心

图 8: Intel vs AMD 笔电 CPU 市占变化



数据来源: Mercury Research, 广发证券发展研究中心

图 9: Intel vs AMD 台式机 CPU 市占变化



数据来源: Mercury Research, 广发证券发展研究中心

表 3: 季度/年度利润表

百万台币	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E
营业收入	1,339,255	361,174	371,950	398,472	410,189	1,541,784	398,762	423,307	459,761	482,555	1,764,386
营业成本	-628,125	-174,885	-180,361	-190,153	-195,568	-740,968	-196,700	-205,579	-216,783	-224,626	-843,688
营业毛率	711,130	186,289	191,588	208,319	214,621	800,816	202,062	217,729	242,978	257,929	920,698
营业费用	-144,346	-38,109	-39,055	-41,840	-43,070	-162,073	-41,870	-44,447	-47,815	-50,186	-184,318
营业利润	566,784	148,180	152,534	166,479	171,551	638,743	160,192	173,281	195,163	207,744	736,379
营业外收入	17,993	5,119	5,263	5,575	5,536	21,494	5,208	5,165	5,218	5,253	20,845
税前利润	584,777	153,299	157,797	172,054	177,087	660,238	165,399	178,447	200,381	212,997	757,224
少数股东损益	-273	-63	-67	-65	-64	-260	-64	-65	-65	-65	-258
所得税	-66,619	-16,863	-17,358	-18,926	-19,480	-72,626	-18,194	-19,629	-22,042	-23,430	-83,295
归母净利润	517,885	136,373	140,372	153,063	157,543	587,351	147,142	158,753	178,274	189,503	673,672
EPS (台币)	19.97	5.26	5.41	5.90	6.08	22.65	5.67	6.12	6.88	7.31	25.98
获利能力(%)											
毛利率	53.1%	51.6%	51.5%	52.3%	52.3%	51.9%	50.7%	51.4%	52.8%	53.5%	52.2%
营业利润率	42.3%	41.0%	41.0%	41.8%	41.8%	41.4%	40.2%	40.9%	42.4%	43.1%	41.7%
税前利润率	43.7%	42.4%	42.4%	43.2%	43.2%	42.8%	41.5%	42.2%	43.6%	44.1%	42.9%
归母净利润率	38.7%	37.8%	37.7%	38.4%	38.4%	38.1%	36.9%	37.5%	38.8%	39.3%	38.2%
成长能力(同比)											
营业收入	25%	16%	20%	12%	13%	15%	10%	14%	15%	18%	14%
营业利润	52%	15%	16%	11%	9%	13%	8%	14%	17%	21%	15%
归母净利润	50%	17%	16%	11%	10%	13%	8%	13%	16%	20%	15%
摊薄每股收益	50%	17%	16%	11%	10%	13%	8%	13%	16%	20%	15%
营收拆分(%)											
晶圆代工	88%	88%	88%	87%	86%	87%	87%	86%	86%	85%	86%
其他	12%	12%	12%	13%	14%	13%	13%	14%	14%	15%	14%

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

\*1Q21E-4Q22E 为广发预估



## 二、估值与投资建议

我们使用市盈率 (P/E) 估值法, 因为我们认为台积电的获利表现较不会受稼动率影响而有巨幅波动, 盈利足以反映其股票价质。我们看好台积电在2021至2023年积极的资本支出将稳固其在先进制程及先进封装的行业地位, 并支撑长期营收增长。因此, 我们维持“买入”评级, 并上修合理价值至680.0台币/股。对应台积电在美国发行之ADR (TSM. N), 合理价值为121.4美元/ADR。

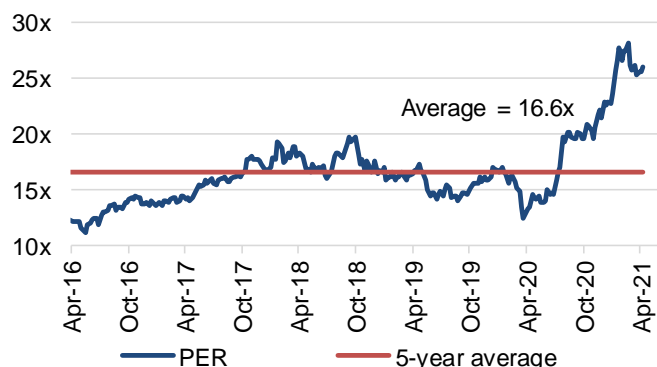
表 4: 可比同业估值

	股号	货币单位	股价单位	股价	市值 百万美金	EPS		EPS YoY (%)		P/E (倍)		P/B (倍)		ROE (%)	
						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
台积电	2330 TT	台币	台币	613.00	559,045	25.98	28.55	13.4	14.7	23.6	21.5	7.3	6.2	29.2	28.3
<b>同业</b>															
三星电子	005930 KS	韩元	韩元	84,700	452,584	5,446	7,112	41.8	30.6	15.6	11.9	2.0	1.7	12.8	15.2
英特尔	INTC US	美元	美元	66.25	269,793	4.57	4.68	-13.8	2.5	14.5	14.1	3.0	2.7	23.7	22.5
中芯国际	00981 HK	美元	港币	26.60	37,198	0.03	0.04	-61.1	19.3	104.0	85.8	1.8	1.8	21.8	9.8
联电	2303 TT	台币	台币	54.00	23,593	2.54	2.95	4.8	16.2	21.3	18.3	2.7	2.6	13.0	12.5
世界先进	5347 TT	台币	台币	112.50	6,485	5.42	5.99	40.7	10.6	20.8	18.8	5.6	5.2	28.5	28.5
华虹	01347 HK	美元	港币	51.00	8,526	0.08	0.05	3.5	-43.6	82.3	146.2	3.5	3.4	4.3	2.3
平均								22.7	-5.6	21.0	18.6	4.1	3.9	20.8	20.5

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 \*股价为 2021/4/8 收盘价

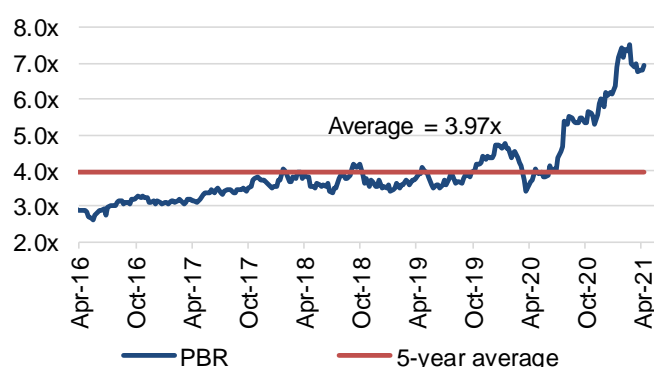
注: 其中台积电、中芯及华虹预测来自于广发证券发展研究中心, 其余均来自彭博一致预期

图 10: 12个月远期 P/E



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 11: 12个月远期 P/B



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

## 三、风险提示

**库存调整。**客户若因过高的库存水位而放缓在台积电下单的力道, 将影响台积电的产能利用率, 进而对营收及获利造成负面影响。

**同业竞争:** 若三星及Intel在先进制程领先台积电, 都将威胁到台积电的接单状况。



## 资产负债表

单位: 百万台币

至12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>822,614</b>	<b>1,092,185</b>	<b>1,062,436</b>	<b>1,059,205</b>	<b>1,062,914</b>
货币资金	455,399	660,171	616,009	575,003	527,969
应收及预付	139,771	146,038	182,091	206,137	231,374
存货	82,981	137,353	115,713	129,443	154,948
其他流动资产	144,463	148,623	148,623	148,623	148,623
<b>非流动资产</b>	<b>1,442,191</b>	<b>1,668,526</b>	<b>2,032,619</b>	<b>2,442,118</b>	<b>2,877,284</b>
长期股权投资	30,172	27,728	31,430	35,300	39,161
固定资产	1,352,314	1,554,586	1,923,567	2,334,922	2,770,044
无形资产	20,653	25,768	17,179	11,453	7,635
其他长期资产	39,052	60,444	60,444	60,444	60,444
<b>资产总计</b>	<b>2,264,805</b>	<b>2,760,711</b>	<b>3,095,055</b>	<b>3,501,323</b>	<b>3,940,198</b>
<b>流动负债</b>	<b>590,736</b>	<b>617,151</b>	<b>624,777</b>	<b>630,910</b>	<b>641,865</b>
短期借款	118,522	88,559	88,559	88,559	88,559
应付及预收	40,206	41,095	48,721	54,854	65,809
其他流动负债	432,007	487,497	487,497	487,497	487,497
<b>非流动负债</b>	<b>51,974</b>	<b>292,938</b>	<b>292,938</b>	<b>292,938</b>	<b>292,938</b>
长期借款	25,100	254,105	254,105	254,105	254,105
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	26,874	38,833	38,833	38,833	38,833
<b>负债合计</b>	<b>642,710</b>	<b>910,089</b>	<b>917,716</b>	<b>923,849</b>	<b>934,804</b>
股本	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304
资本公积	56,340	56,347	56,347	56,347	56,347
留存收益	1,305,767	1,534,006	1,860,724	2,260,859	2,688,779
库藏股	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,621,410	1,849,657	2,176,375	2,576,510	3,004,430
少数股东权益	685	965	965	965	965
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,264,805</b>	<b>2,760,711</b>	<b>3,095,055</b>	<b>3,501,323</b>	<b>3,940,198</b>

## 利润表

单位: 百万台币

至12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,069,985</b>	<b>1,339,255</b>	<b>1,541,784</b>	<b>1,764,386</b>	<b>2,031,732</b>
营业成本	-577,284	-628,125	-740,968	-843,688	-1,009,926
<b>营业毛利</b>	<b>492,702</b>	<b>711,130</b>	<b>800,816</b>	<b>920,698</b>	<b>1,021,806</b>
研发费用	-91,419	-109,486	-123,704	-141,151	-162,539
销售费用	-6,349	-7,113	-7,895	-8,822	-10,159
管理费用	-22,233	-27,747	-30,475	-34,345	-37,034
<b>营业利润</b>	<b>372,701</b>	<b>566,784</b>	<b>638,743</b>	<b>736,379</b>	<b>812,075</b>
财务费用	-3,251	-2,081	-2,933	-2,933	-2,933
利息收入	16,189	9,018	13,074	12,199	11,387
处分投资收益	533	1,439	1,330	1,267	1,275
投资净收益	2,844	3,593	3,702	3,870	3,861
汇兑收益	2,095	-3,303	-3,727	-4,707	-4,854
其它营业外收入	-1,267	9,328	10,049	11,149	11,345
<b>税前利润</b>	<b>389,845</b>	<b>584,777</b>	<b>660,238</b>	<b>757,224</b>	<b>832,155</b>
所得税	-44,502	-66,619	-72,626	-83,295	-91,537
少数股东损益	-80	-273	-260	-258	-258
<b>归属母公司净利润</b>	<b>345,264</b>	<b>517,885</b>	<b>587,351</b>	<b>673,672</b>	<b>740,360</b>
EBITDA	659,585	898,508	1,060,952	1,253,101	1,470,819
EPS (元)	13.32	19.97	22.65	25.98	28.55

## 现金流量表

单位: 百万台币

至12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>615,139</b>	<b>822,666</b>	<b>997,742</b>	<b>1,153,613</b>	<b>1,354,181</b>
净利润	345,264	517,885	587,351	673,672	740,360
折旧摊销	286,884	331,725	422,209	516,721	658,745
营运资金变动	15,525	-59,751	-6,786	-31,642	-39,787
其它	-32,535	32,807	-5,032	-5,138	-5,136
<b>投资活动现金流</b>	<b>-458,802</b>	<b>-505,782</b>	<b>-782,600</b>	<b>-922,350</b>	<b>-1,090,050</b>
资本支出	-460,422	-507,239	-782,600	-922,350	-1,090,050
其他	1,621	1,457	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-269,638</b>	<b>-88,615</b>	<b>-259,304</b>	<b>-272,269</b>	<b>-311,165</b>
银行借款	29,768	-27,963	0	0	0
债券融资	-34,900	204,926	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-264,506	-265,577	-259,304	-272,269	-311,165
<b>汇率影响数</b>	<b>-9114</b>	<b>-23498</b>	<b>-15937</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>(122,415)</b>	<b>204,771</b>	<b>(60,098)</b>	<b>(41,006)</b>	<b>(47,033)</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>577,815</b>	<b>455,399</b>	<b>660,171</b>	<b>616,009</b>	<b>575,003</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>455,399</b>	<b>660,171</b>	<b>600,072</b>	<b>575,003</b>	<b>527,969</b>

## 主要财务比率

至12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	3.7	25.2	15.1	14.4	15.2
营业利润增长	(2.8)	52.1	12.7	15.3	10.3
归属母公司净利润增长	(1.7)	50.0	13.4	14.7	9.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	46.0	53.1	51.9	52.2	50.3
营业利润率	34.8	42.3	41.4	41.7	40.0
ROE	20.9	29.8	29.2	28.3	26.5
ROIC	21.0	24.6	24.2	23.8	22.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.4	33.0	29.7	26.4	23.7
净负债比率(%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
流动比率(x)	1.4	1.8	1.7	1.7	1.7
速动比率(x)	1.3	1.5	1.5	1.5	1.4
<b>营运能力(x)</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.7	9.2	8.5	8.6	8.8
存货周转率	7.0	4.6	6.4	6.5	6.5
<b>每股指标(台币)</b>					
每股收益	13.32	19.97	22.65	25.98	28.55
每股经营现金流	23.72	31.73	38.48	44.49	52.22
每股净资产	62.53	71.33	83.93	99.36	115.87
<b>估值比率(x)</b>					
P/E	46.0	30.7	27.1	23.6	21.5
P/B	9.8	8.6	7.3	6.2	5.3
EV/EBITDA	23.5	17.2	14.6	12.4	10.5

## 广发海外研究小组简介

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。