

Fubon Research

2023 年 4 月 11 日

買進

股價 NT\$524.00	目標價 NT\$580.00
○ 訪談摘要	○ 初次評論
● 公司動態	● 獲利調整
● 獲利預覽	○ 評等調整
流通在外股數 (百萬)	25,930.4
市值 (百萬台幣)	13,587,530
市值 (百萬美元)	445,770
外資持股率 (%)	72.10
投信持股率 (%)	0.68
董監持股率 (%)	6.57
52 週高價 (元)	586.77
52 週低價 (元)	366.89
當沖比率	3.08

ESG 評等 9 產業排名 2/175



資料來源：CMoney

盈餘預估及評等修正

	新	舊	%
評等	買進	買進	
目標價	580	550	5%
EPS 預估	39.28 *	33.27**	18%
目標 PE	15	17	-

註：* FY24 EPS 新估 / ** FY23 EPS 原估

主要財務報表分析

	至 12 月 31 日		
百萬元	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	2,263,891	2,146,544	2,726,319
年成長率(%)	42.6	-5.2	27.0
營業利益	1,121,279	900,954	1,178,607
年成長率(%)	72.5	-19.6	30.8
稅後淨利	1,016,530	779,046	1,018,625
年成長率(%)	70.4	-23.4	30.8
每股淨利(NT\$)	39.20	30.04	39.28
每股現金股利	11.0	12.0	12.0
本益比(x)	13.4	17.4	13.3
本淨比(x)	4.6	4.4	3.8
現金股利殖利率	2.1	2.3	2.3
淨值報酬率(%)	39.8	25.7	30.3

資料來源：CMoney · 富邦投顧

 尚子玉
02-66068060
sherman.shang@fubon.com

 董嫻君
02-66065965
rita.tung@fubon.com

台積電 (2330 TT)
獲利縮減/評價調整過程持續進行
維持買進評等，目標價調高至 580 元，潛在上漲空間 11%

- ◆ 因匯率、7 奈米需求因素，1Q23 營收低於市場預期與財測目標
- ◆ 2Q23 營收恐再逐季衰退 10%
- ◆ 獲利縮減/評價調整過程持續進行；維持買進評等

因匯率、7 奈米需求因素，1Q23 營收低於市場預期與財測目標

台積電先前公佈 2023 年 3 月營收僅有 1,454 億元，MoM-15.4%、YoY-10.8%，1Q23 累計營收 5,086 億元，QoQ-19%、YoY-4%。整體而言，1Q23 營收比市場預期和富邦先前預測的 5,280 億元都來得低。近年來台積電財測很少未達標，我們認為本次匯率波動可能是影響 1Q23 營收預估的重要因素。之前台積電法說會中釋出的營收目標以 30.7 元匯率計價，而 1Q23 落在 30.4 元。另外我們認為 7 奈米產能利用率極低是另一負面因素，1Q23 產能利用率僅有 35-37%，反映大客戶對低階智慧手機和 PC 相關晶片進行庫存修正。然而 1Q23 預料是 7 奈米產能利用率最低一季，2Q23 即稍有改善。在利潤率方面，我們估計 1Q23 毛利率將下滑至 52.2%，EPS 為 6.99 元，QoQ -39%、YoY-11%。

2Q23 營收恐再季衰退 10%

據訪查結果，2Q23 5 奈米產能利用率續降至 65%，預料台積電將展望 2Q23 營收再逐季衰退 10%。近期我們也注意部分車用半導體出現砍單，可能影響台積電 28 奈米和成熟製程產線，2Q23 整體產能利用率將降到 80% 以下。2Q23 看到的利多美國出口管制後中國對 A800 的 AI GPU 需求成長強勁，nVidia 的 A800 要滿足中國需求，台積電 7 奈米產線應能好轉。由於新需求浮現，7 奈米產能利用率在 2Q23 將稍有回升並重返 40% 水準。然而整體產能利用率進一步下滑，估計 2Q23 毛利率再降到 50.9%，EPS 為 6.14 元。

獲利縮減/重新評價過程持續進行；維持買進評等

我們將 FY23 EPS 預測從 33.27 元再下修至 30.04 元，因 1H23 修正更深，2H23 復甦較溫和，預料台積電 FY23 全年營收財測會從微升調成微降。我們預估在周期底部經常出現的獲利縮減/評價升級過程將持續進行。另一方面預期市場會把焦點轉向 FY24 展望。儘管台積電到 4Q23 訂單能見度好轉前短期股價恐暫無發酵行情，但基於周期觀點和台積電在先進製程技術領先地位，我們維持買進評等。PE 倍數反映為 FY24 EPS 預估值 39.28 元的 15 倍，目標價從 550 元微調至 580 元。

富邦不同之處

FY23 和 FY24 EPS 分別預測 30.04 元和 39.28 元，市場同業普遍估 33.43 元和 41.04 元。

評價與風險

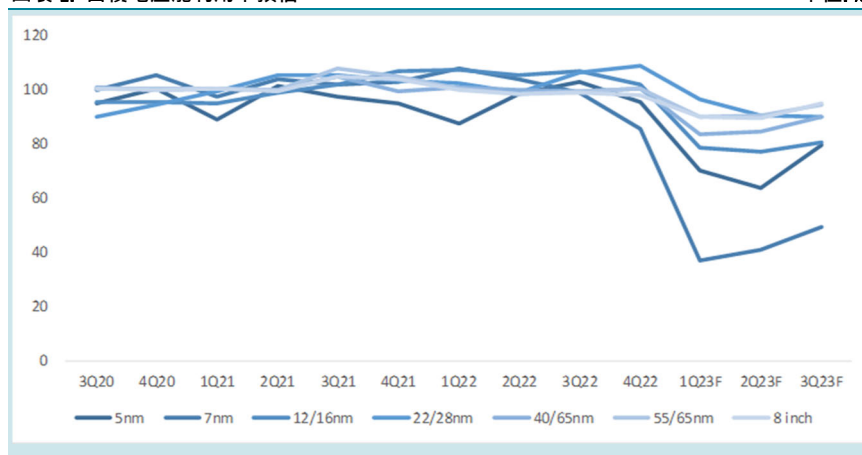
綜合考量台積電在晶圓代工工業持續領先以及 2023 年展望可能走緩，採 15 倍目標 PE 倍數，位於台積電歷史走勢中緣。

2H23 回溫速度較慢

以近期初製晶圓情況觀察，我們認為 2Q23 台積電整體產能利用率就會有所改善，促使 3Q23 營收回溫。惟回溫速度可能比預期慢。主要製程產能利用率可見改善，如 3Q23 5 奈米回到 80% 和 7 奈米回到 50%，可能轉化促使當季營收逐季成長 15%~17%。不過更重要的是我們認為總體環境不確定因素之下，大多數客戶在打造庫存上仍偏保守，4Q23 訂單能見度仍相當不明朗。因此我們認為 3Q23 開始有庫存拉貨，但迎來需求回溫轉折點仍需時日。

圖表 1: 台積電產能利用率預估

單位: %



資料來源：富邦投顧

FY23 財測目標下修似無法避免

由於 2H23 回溫偏慢，我們認為台積電可能會下修 FY23 財測目標。先前管理層表示 FY23 營收可望小幅成長，而此次預料會下修預測至微降。因此我們將 FY23 EPS 預測從 33.27 元下修至 30.04 元，並將 FY24 EPS 預測從 40.75 元稍微調降至 39.28 元。儘管我們再度下修 EPS 預測，但在周期底部經常出現獲利縮減/重新評價過程，對台積電的看法大致維持不變。

圖表 2: 獲利預估修正

單位: 新台幣百萬元

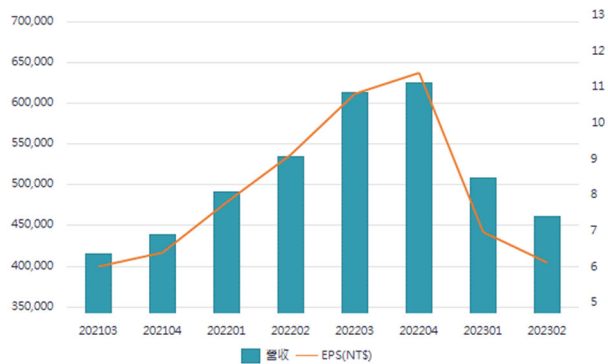
	FY22		FY23F			FY24F		
	原估	新估	原估	新估	差異	原估	新估	差異
營業收入	2,263,891	2,320,147	2,146,544	-7.5%	2,834,060	2,726,319	-3.8%	
銷貨毛利	1,348,355	1,253,380	1,137,074	-9.3%	1,534,199	1,478,502	-3.6%	
營業利益	1,121,279	998,164	900,954	-9.7%	1,222,453	1,178,607	-3.6%	
稅後淨利	1,016,901	862,744	779,046	-9.7%	1,056,559	1,018,625	-3.6%	
EPS (元)	39.20	33.27	30.04	-9.7%	40.75	39.28	-3.6%	
重要比率								
毛利率	59.6%	54.0%	53.0%		54.1%	54.2%		
營益率	49.5%	43.0%	42.0%		43.1%	43.2%		
淨利率	44.9%	37.2%	36.3%		37.3%	37.4%		

資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

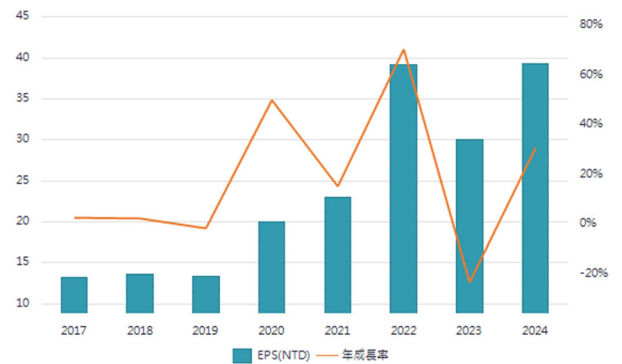
圖表 3: 單季預測

單位: 百萬元	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
損益模型											
營業收入	508,633	461,526	534,055	642,330	611,906	648,278	721,325	744,810	2,263,891	2,146,544	2,726,319
銷貨成本	243,222	226,798	248,523	290,926	284,969	300,488	324,452	337,907	915,536	1,009,470	1,247,817
銷貨毛利	265,411	234,728	285,532	351,404	326,937	347,789	396,873	406,903	1,348,355	1,137,074	1,478,502
營業費用	55,950	50,768	58,746	70,656	67,310	71,311	79,346	81,929	226,708	236,120	299,895
營業利益	209,461	183,960	226,786	280,747	259,627	276,478	317,527	324,974	1,121,279	900,954	1,178,607
業外收支淨額	3,690	3,348	3,874	4,659	4,439	4,702	5,232	5,403	22,912	15,571	19,776
稅前淨利	213,151	187,308	230,659	285,407	264,066	281,181	322,759	330,377	1,144,191	916,525	1,198,383
稅後淨利	181,178	159,211	196,061	242,596	224,456	239,004	274,345	280,820	1,016,530	779,046	1,018,625
EPS	6.99	6.14	7.56	9.36	8.66	9.22	10.58	10.83	39.20	30.04	39.28
獲利能力(%)											
毛利率	52.2%	50.9%	53.5%	54.7%	53.4%	53.6%	55.0%	54.6%	59.6%	53.0%	54.2%
營益率	41.2%	39.9%	42.5%	43.7%	42.4%	42.6%	44.0%	43.6%	49.5%	42.0%	43.2%
淨利率	35.6%	34.5%	36.7%	37.8%	36.7%	36.9%	38.0%	37.7%	44.9%	36.3%	37.4%
年成長率(%)											
營業收入	3.6%	-13.6%	-12.9%	2.7%	20.3%	40.5%	35.1%	16.0%	42.6%	-5.2%	27.0%
銷貨毛利	-2.9%	-25.6%	-22.9%	-9.7%	23.2%	48.2%	39.0%	15.8%	64.5%	-15.7%	30.0%
營業利益	-6.4%	-29.8%	-26.9%	-13.6%	24.0%	50.3%	40.0%	15.8%	72.5%	-19.6%	30.8%
稅後淨利	-10.6%	-32.8%	-30.2%	-18.0%	23.9%	50.1%	39.9%	15.8%	70.4%	-23.4%	30.8%
EPS	-10.7%	-32.8%	-30.2%	-18.0%	23.9%	50.1%	39.9%	15.8%	70.4%	-23.4%	30.8%
季成長率(%)											
營業收入	-18.7%	-9.3%	15.7%	20.3%	-4.7%	5.9%	11.3%	3.3%			
銷貨毛利	-31.8%	-11.6%	21.6%	23.1%	-7.0%	6.4%	14.1%	2.5%			
營業利益	-35.6%	-12.2%	23.3%	23.8%	-7.5%	6.5%	14.8%	2.3%			
稅後淨利	-38.8%	-12.1%	23.1%	23.7%	-7.5%	6.5%	14.8%	2.4%			
EPS	-38.8%	-12.1%	23.1%	23.7%	-7.5%	6.5%	14.8%	2.4%			

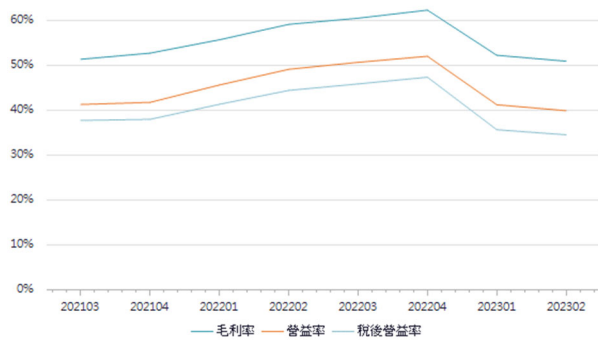
資料來源：公司、CMoney、富邦投顧

圖表 4: 季營收、EPS 表現 單位: 百萬元/元


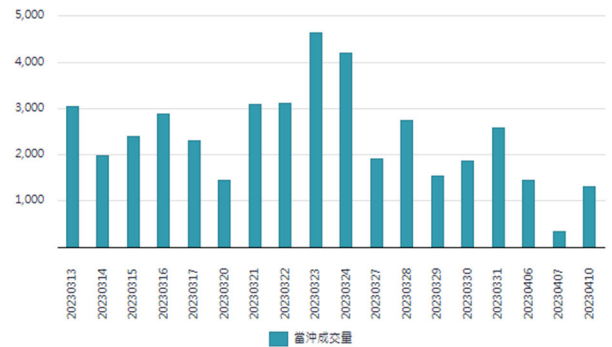
資料來源: CMoney、富邦投顧

圖表 7: EPS 與年成長趨勢 單位: 元/%


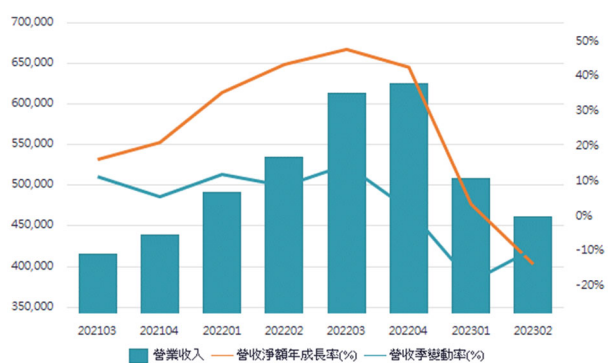
資料來源: CMoney、富邦投顧

圖表 5: 毛利率、營益率、稅後營益率 單位: %


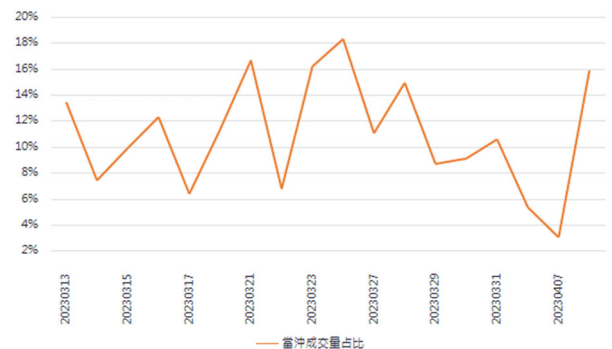
資料來源: CMoney、富邦投顧

圖表 8: 當沖成交量 單位: 張


資料來源: CMoney、富邦投顧

圖表 6: 季營收變化 單位: 百萬元/%


資料來源: CMoney、富邦投顧

圖表 9: 當沖成交量佔比 單位: %


資料來源: CMoney、富邦投顧

ESG永續發展專區

CMoney Taiwan ESG Rating

CMoney ESG Rating	E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)
9/10	8 /10	6 /10	10 /10

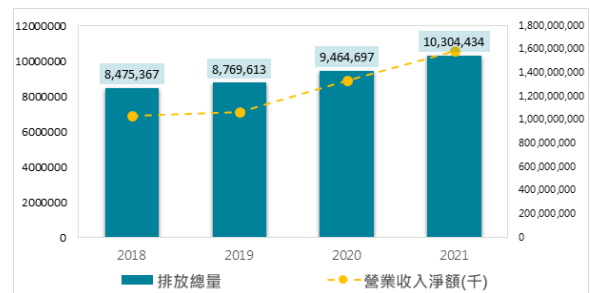
交易所產業類別	產業排名	交易所公司治理評鑑
電子-半導體	2 /175	前 5%



環境保護 Environment

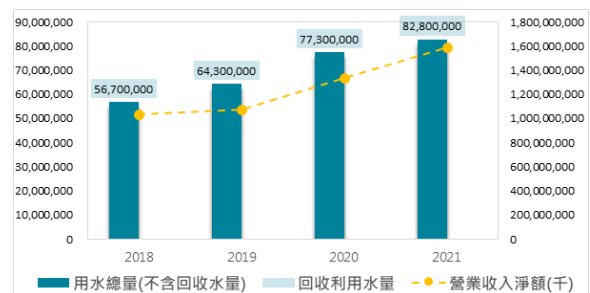
溫室氣體排放與營收

摘要			
溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	直接排放(公噸)	間接排放(公噸)
2021	10,304,434	2,151,937	8,152,497
2020	9,464,697	2,004,841	7,459,856
2019	8,769,613	2,008,742	6,697,871
2018	8,475,367	2,125,725	6,349,642



企業用水量與營收

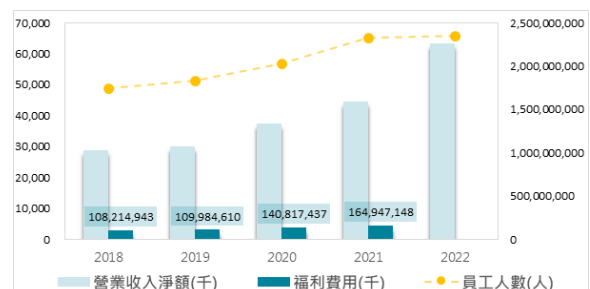
摘要			
企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	82,800,000	--	55,050,000
2020	77,300,000	--	51,810,000
2019	64,300,000	--	43,110,000
2018	56,700,000	--	37,830,000



社會責任 Social Responsibility

員工人數與福利費用

摘要			
員工人數與福利費用統計			
年度	員工人數(人)	員工人數增減(人)	福利費用
2023	--	--	--
2022	65,931	779	--
2021	65,152	8,321	164,947,148
2020	56,831	5,534	140,817,437
2019	51,297	2,545	109,984,610



公司治理 Corporate Governance

公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			構面一	構面二	構面三	構面四
2021	前 5%	A+	0.20	0.33	0.26	0.21
2020	前 5%	A+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	前 5%	A+	0.20	0.35	0.24	0.21
2018	前 5%	A+	0.20	0.35	0.24	0.21

[註]等級轉換：前 5%：「A+」；6%至 20%：「A」；21%至 35%：「B+」；36%至 50%：「B」；51%至 65%：「C+」；66%至 80%：「C」；81%至 100%：「D」

資料來源：交易所、公司、CMoney、富邦投顧



損益表					
	百萬元幣				
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
營收淨額	1,339,255	1,587,415	2,263,891	2,146,544	2,726,319
銷貨成本	628,125	767,878	915,536	1,009,470	1,247,817
銷貨毛利	711,130	819,537	1,348,355	1,137,074	1,478,502
營業費用	145,057	169,223	226,708	236,120	299,895
營業利益	566,784	649,981	1,121,279	900,954	1,178,607
EBITDA	918,583	1,090,935	1,593,195	1,442,883	1,835,433
利息淨收支	6,937	295	8,005	27,922	35,463
投資淨損益	0	0	0	(419)	(533)
匯兌淨損益	(3,303)	13,663	4,506	31,606	40,143
其他收支	14,360	(812)	10,401	(43,538)	(55,297)
業外收支淨額	17,993	13,145	22,912	15,571	19,776
稅前淨利	584,777	663,126	1,144,191	916,525	1,198,383
所得稅	66,619	66,053	127,290	137,479	179,757
少數股權	273	533	370	0	1
稅後淨利	517,885	596,540	1,016,530	779,046	1,018,625
基本 EPS(NT\$)	19.97	23.01	39.20	30.04	39.28
完全稀釋 EPS(NT\$)	19.97	23.01	39.20	30.04	39.28
股票股利(NT\$)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
現金股利(NT\$)	10.00	11.00	11.00	12.00	12.00

年成長率(%)					
營收淨額	25.2	18.5	42.6	(5.2)	27.0
銷貨毛利	44.3	15.2	64.5	(15.7)	30.0
營業利益	52.1	14.7	72.5	(19.6)	30.8
稅後淨利	50.0	15.2	70.4	(23.4)	30.8
基本 EPS	49.9	15.2	70.4	(23.4)	30.8

獲利能力(%)					
毛利率	53.1	51.6	59.6	53.0	54.2
營益率	42.3	41.0	49.5	42.0	43.2
稅後淨利率	38.7	37.6	44.9	36.3	37.4
EBITDA 率	68.6	68.7	70.4	67.2	67.3

財務比率					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
流動比率(%)	177	217	217	215	243
速動比率(%)	155	191	194	194	218
淨負債股權比率(%)	(31)	(44)	(45)	(46)	(48)
稅後淨利率(%)	38.7	37.6	44.9	36.3	37.4
資產周轉率(x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
財務槓桿(x)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6
已動用資本/淨值(x)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
總資產報酬率(%)	18.8	16.0	20.5	15.1	17.7
淨值報酬率(%)	29.8	29.7	39.8	25.7	30.3
資本報酬率(%)	33.3	32.9	44.2	29.2	34.6

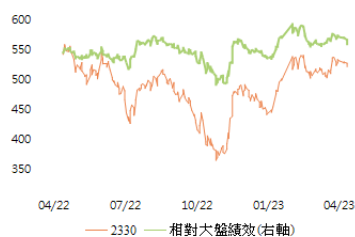
財務比率					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
股息保障倍數(x)	1.2	1.0	1.9	1.9	2.4
所得稅保障倍數(x)	4.7	4.1	4.2	3.9	4.2
資本支出保障倍數(x)	0.6	0.3	0.5	0.5	0.7
應收帳款週轉率(x)	9.2	8.0	9.8	9.8	9.8
存貨週轉率(x)	4.6	4.0	4.1	4.8	4.7
應付帳款週轉率(x)	15.3	15.8	16.2	18.8	18.3
應收帳款週轉天數	40	46	37	37	37
存貨週轉天數	80	92	88	76	78
應付帳款週轉天數	24	23	23	19	20
現金循環週期(天)	96	114	103	94	95

資產負債表					
	百萬元幣				
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
現金及約當現金	660,171	1,064,990	1,342,814	1,428,543	1,731,290
應收款項	146,038	198,301	231,340	219,348	278,594
存貨	137,353	193,102	221,149	209,686	266,322
其他流動資產	148,623	150,679	257,594	260,170	262,771
流動資產	1,092,185	1,607,073	2,052,897	2,117,747	2,538,977
長期投資	27,728	29,385	68,928	69,617	70,313
固定資產	1,555,589	1,975,119	2,693,837	2,828,529	2,969,955
其他長期資產	85,209	113,927	149,117	155,533	162,260
總資產	2,760,711	3,725,503	4,964,779	5,171,426	5,741,505
短期借款	88,559	114,921	0	0	0
商業本票	0	0	0	0	0
應付款項	41,095	48,723	56,522	53,593	68,068
其他流動負債	487,497	575,859	887,704	930,158	974,831
流動負債	617,151	739,503	944,227	983,751	1,042,899
長期借款	1,968	3,309	4,760	3	4
其他長期負債	87,683	162,268	293,171	1,065,850	1,087,167
總負債	910,089	1,554,770	2,004,290	2,059,749	2,140,012
普通股股本	259,304	259,304	259,304	259,307	259,308
公積	56,347	64,762	69,330	72,797	76,437
保留盈餘	1,588,686	1,906,830	2,637,525	3,033,153	3,488,126
其他	(53,715)	(60,162)	(5,670)	(253,580)	(222,378)
股東權益	1,850,622	2,170,733	2,960,489	3,111,677	3,601,493
負債加股東權益	2,760,711	3,725,503	4,964,779	5,171,426	5,741,505

現金流量表					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
稅後淨利	517,885	596,540	1,016,530	779,046	1,018,625
折舊與攤提	331,725	422,395	437,254	541,929	656,826
投資收入	(189)	274	(99)	419	533
營運資金增減	(59,751)	(100,384)	(53,286)	20,526	(101,407)
其他	32,996	193,336	210,199	214,908	252,711
來自營運之現金流量	822,666	1,112,161	1,610,599	1,556,828	1,827,288
資本支出	(506,632)	(838,805)	(1,081,689)	(1,023,000)	(1,080,000)
長投增減	(2,444)	1,656	39,543	(53,930)	(26,614)
其他	(503,945)	(838,413)	(1,231,455)	0	0
來自投資之現金流量	(505,782)	(836,366)	(1,190,928)	(1,076,930)	(1,106,614)
自由現金流量	316,884	275,795	419,671	479,898	720,674
借款增(減)	2,000	1,510	2,670	0	0
現金股利支出	(259,304)	(265,786)	(285,234)	(285,233)	(311,170)
發行公司債	236,335	363,855	197,879	0	0
償還公司債	(31,800)	(2,600)	(4,400)	0	0
現金增資	0	0	0	0	0
其他	(35,846)	39,630	(111,159)	(108,936)	(106,757)
來自融資之現金流量	(88,615)	136,608	(200,244)	(394,169)	(417,927)
匯率調整	(23,498)	(7,584)	58,397	0	0
本期產生之現金流量	204,771	404,820	277,824	85,729	302,747

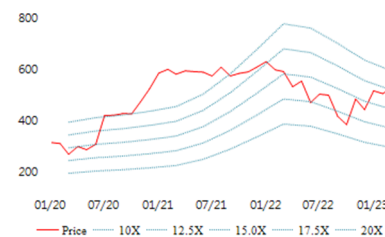
比率分析					
	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F
本益比(x)	26.2	22.8	13.4	17.4	13.3
本營比(x)	10.1	8.6	6.0	6.3	5.0
本淨比(x)	7.4	6.3	4.6	4.4	3.8
P/CFPS(x)	16.5	12.2	8.4	8.7	7.4
PE/growth(x)	0.5	1.5	0.2	(0.7)	0.4
P/FCFPS(x)	43.0	49.7	25.7	25.5	18.2
EV/EBITDA(x)	0	0	0	8.4	6.5
現金股利殖利率(%)	1.9	2.1	2.1	2.3	2.3

股價及相對大盤績效圖



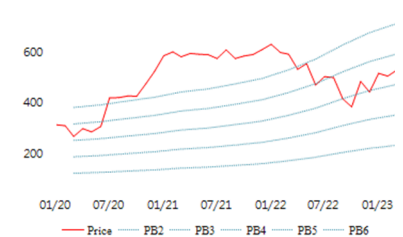
資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本益比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

未來 12 個月本淨比區間圖



資料來源：CMoney、富邦投顧

免責宣言

分析師認證

負責分析師（或者負責參與的分析師）確認：

1. 本研究報告的內容係反映分析師對於相關證券的個人看法。
2. 分析師的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

免責聲明

本研究報告所載資料僅供參考，並不構成要約、招攬、邀請、宣傳、誘使，或任何不論種類或形式之表示、建議或推薦買賣本研究報告所述的任何證券。所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。然而，有關內容及看法並未考慮個別投資人之投資目標、財務狀況及特別需求。本研究報告所載述的意見可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司及任何關係企業等，皆有可能持有報告中提及的證券。本公司或任何關係企業會提供或嘗試提供投資銀行或其他形式的服務給報告中提及的公司。富邦投顧保留報告內容之一切著作權，禁止以任何形式之抄襲及轉寄他人。

本研究報告原文為英文，如對中譯版之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來6個月內的絕對報酬超過15%
中立	預估未來6個月內有絕對報酬介於15%與負15%之間
賣出	預估未來6個月內的絕對報酬高於負15%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於3到6個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來6個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來6個月內會比大盤指數表現較差