

从台积电看半导体行业：行业基本面周期下行，AI 需求高速增长

台积电二季度业绩略超市场预期。台积电 2Q23 实现营收 4,808 亿新台币，同比下降 10%，环比下降 5%。二季度营收主要受到全球整体经济状况下终端客户库存调整的影响，但处于此前指引区间的上限，大致符合市场预期。二季度毛利率 54.1%，同比下降 4.9 个百分点，环比下降 2.2 个百分点，主要反映了较低的产能利用率和较高的电力成本。台积电二季度毛利率高于市场一致预期，也高于此前指引区间的上限，主要是受益于公司严格的成本管控以及汇率的影响。

台积电三、四季度收入和毛利率指引略低于市场一致预期，基本面周期持续下行。台积电三季度收入指引中位数同比下滑 14%。受到宏观经济和终端需求疲软影响，台积电下调 2023 年全年营收指引至同比下滑 10%，因此，公司三、四季度收入同比降幅可能较二季度进一步扩大（图表 1）。

台积电指引三季度毛利率中位数 52.5%，同比下降 7.9 个百分点，环比下降 0.5 个百分点。虽然三季度公司产能利用率提升，但是 3nm 初期量产会对毛利率有 2-3 个百分点的负面影响。而且，3nm 产品收入占比在四季度持续提升，会进一步影响四季度毛利率 3-4 个百分点。因此，与收入增速趋势类似，公司毛利率预期在今年三四季度也处于周期下行阶段（图表 2）。

公司三四季度收入和毛利率指引都略低于市场一致预期。这主要由于台积电的客户（半导体设计厂商）清库存的需要。我们认为台积电有较多海外客户，因而去库存的速度相对国内客户较慢。我们在 7 月初的[密集调研](#)中也看到类似情况。因此，台积电基本面触底时间落后于国内的晶圆代工厂商中芯国际和华虹半导体。

台积电预计 2023 年半导体晶圆代工行业规模下滑中单位数。根据台积电管理层，今年半导体（不包含存储）行业规模预计下滑中单位数（约 5%）；晶圆代工行业规模预计下滑中双位数（约 15%）。台积电今年收入增速预期好于行业，并预期半导体设计（fabless）厂商在今年四季度末的库存水位比三个月之前更低更健康。主要原因是终端需求疲软，半导体设计客户拉货更加谨慎。

另外，公司也分享其未来几年收入增速有望维持 15%-20% 的复合增长率。其中，台积电 AI 相关收入，即 AI 服务器中 CPU、GPU、AI 加速器等芯片，未来五年有望达到 50% 的复合增速。AI 收入对于台积电的收入贡献有望从当前的 6% 提升至低双位数（10%-15% 之间）。

虽然台积电基本面触底时间与半导体行业触底时间略有差异，但是基本趋势一致，并且触底时间能见度有所提升。我们维持[此前报告](#)中半导体行业基本面二、三季度触底的基本判断（图表 4）。同时，半导体行业以及台积电的估值周期，都已经充分

沈岱

科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技助理分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2023 年 7 月 21 日



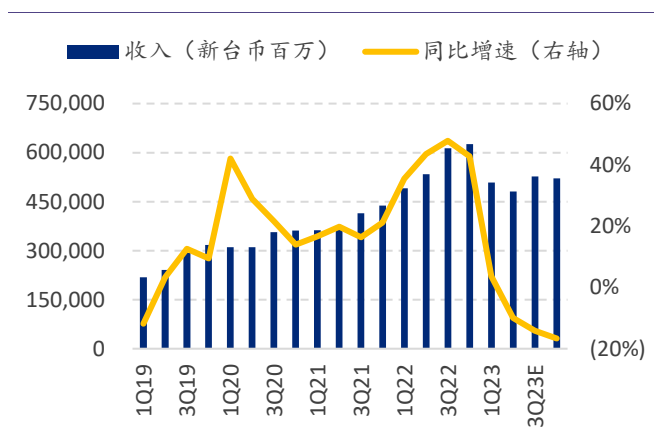
扫码关注浦银国际研究

体现触底抬升的趋势（图表 5）。所以，市场开始认知到于半导体行业基本面周期上行即将到来，而不同环节不同厂商进入上行阶段的时间点和速度存在差异。

投资建议：在我们覆盖的大科技板块的三个子板块中，我们优先推荐半导体板块，看好覆盖标的中的韦尔股份、中芯国际、华虹半导体。半导体行业基本面触底能见度提升中，估值面已经完成触底反弹。同时，我们维持对于华虹半导体在半导体板块中的首选，重申“买入”评级。我们认为华虹估值弹性更高，更具性价比优势。

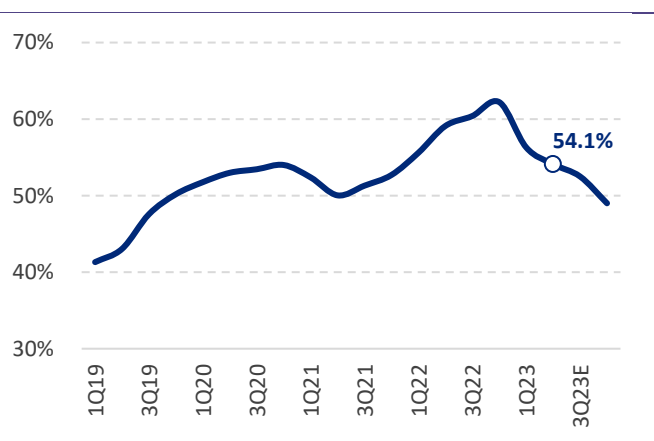
投资风险：半导体行业下游需求（智能手机、新能源车、工业等）复苏速度较慢。行业玩家新增产能较大导致产能利用率较低。行业竞争加剧，拖累产业链利润表现。AI 需求波动，影响估值弹性。

图表 1：台积电：季度营收及同比增速变化趋势（1Q19-4Q23E）



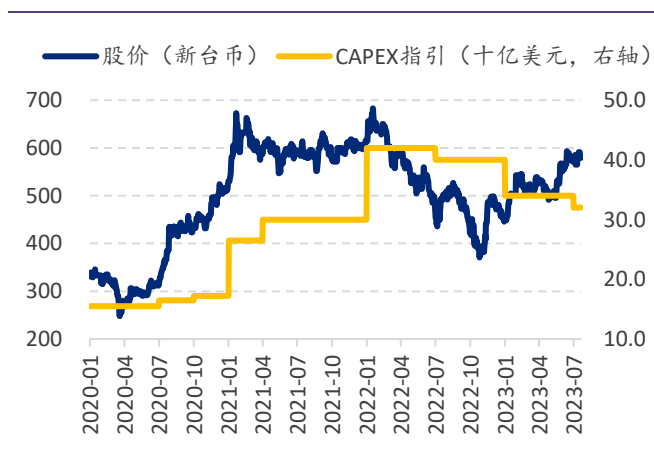
注：E=根据公司公布指引测算结果
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 2：台积电：季度毛利率变化趋势（1Q19-4Q23E）



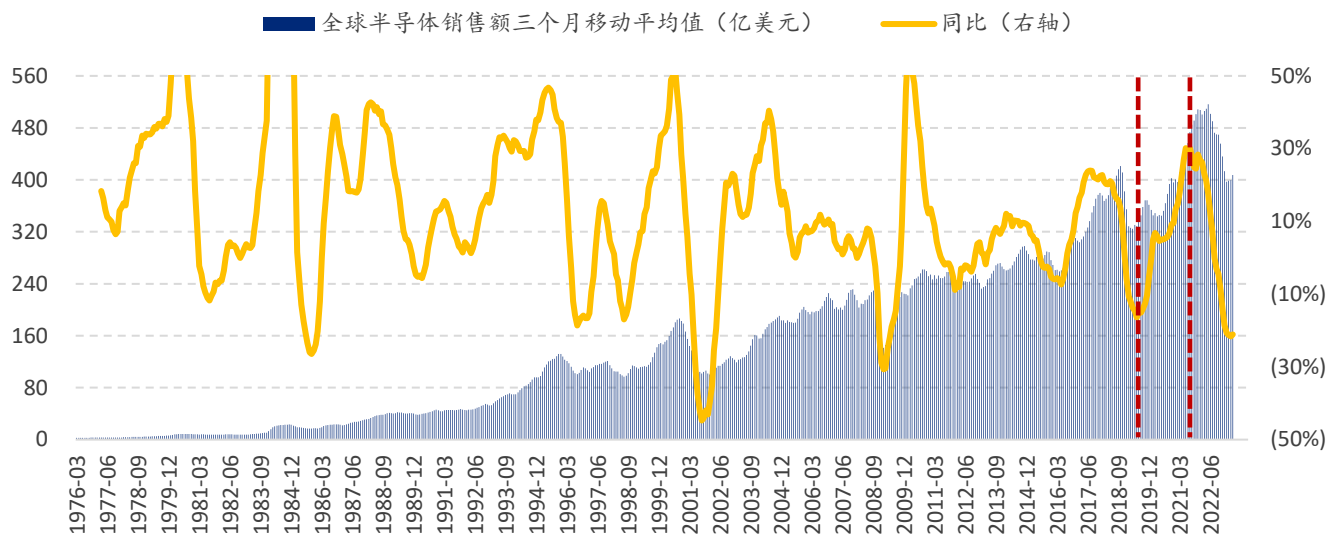
注：E=根据公司公布指引测算结果
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：台积电：股价变化 vs 资本开支指引



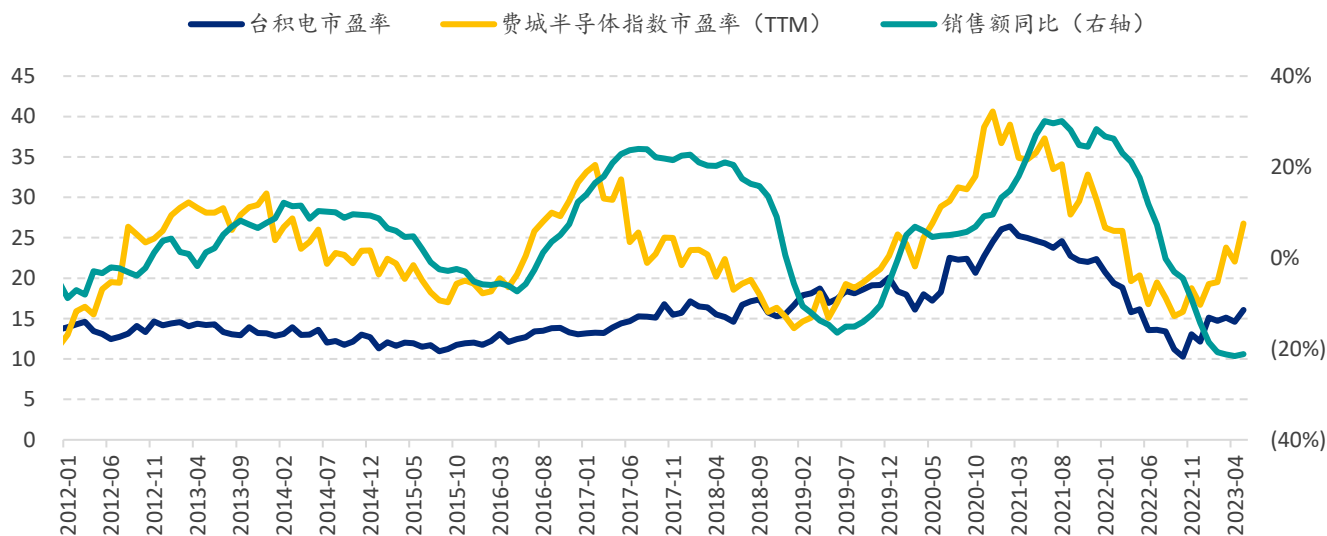
资料来源：Bloomberg、公司公告、浦银国际

图表 4: 全球半导体销售额三个月移动平均值及同比



资料来源: Wind、美国半导体协会、浦银国际

图表 5: 台积电市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



资料来源: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

近期相关报告

[从华为 AI 存储新品发布看大模型时代的存储趋势](#) (2023-07-17)

[科技行业调研: 半导体及新能源车行业趋势逐渐明朗](#) (2023-07-10)

[科技行业 2023 年中期展望: 从上半年等到下半年的行业基本面和估值面共振向上](#) (2023-06-26)

[新能源汽车行业 2023 年中期展望: 行业波动中的加速成长](#) (2023-06-26)

[科技行业调研: 舜宇 2023 年投资者日观察](#) (2023-06-19)

[中国半导体晶圆代工: 估值面先于基本面触底, 迎来 Beta 上行机遇期](#) (2023-06-07)

[科技行业调研: 智能手机、新能源车及晶圆代工行业更新及趋势展望](#) (2023-05-22)

[科技行业调研: 从华为看 ICT 产业趋势](#) (2023-04-26)

[科技行业调研之 2023 年展望: 智能手机维持谨慎, 下半年有望改善; 新能源汽车观望情绪滞留, 新车型有望推动成长](#) (2023-02-28)

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

