



〔投資研究報告〕

2026/7/16

台積電：毛利高點後的成長交換

目錄

- 一、67.7%完成定價權證明，66%建立新基準
- 二、成本曲線重塑：N2 可修復，海外稀釋長期化
- 三、四項對沖：製造效率、產品組合、定價與匯率
- 四、資本支出與估值：盈利上修，倍數進入高檔消化

N2 與海外產能重塑成本曲線， EPS 上修與倍數封頂並行

2026/7/16 新光投顧

台積電第二季毛利率 67.7%，第三季指引中位數降至 66%。製造效率、稼動率與高效能運算產品組合推升毛利率創高，N2 快速放量與海外產能擴張則開啟新一輪成本吸收期。

第三季營收指引中位數 452 億美元，季增 12.4%。依 32 元匯率、66% 毛利率及 57% 營業利益率估算，單季毛利約 9,546 億元、營業利益約 8,244 億元，分別季增 11.0% 與 7.5%。利潤率回落未阻斷絕對獲利增長，Margin-for-Volume Trade-off 仍具正向單位經濟效益。

稀釋來源具有不同修復曲線。N2 承受良率、在製品、設備折舊與初期產出效率，後續可由製造學習與稼動率改善；海外廠承受人工、建廠、在地供應鏈及規模落差，將形成多年期成本基底。2026 年資本支出提高至 600 億至 640 億美元，未來三年支出亦將高於過去三年，結構性稀釋的時間軸同步拉長。

第三季 66% 毛利率已包含匯率支撐。財測假設美元兌新台幣 32 元，較第二季實際 31.60 元提供約 50 個基點毛利率順風。剔除匯率的機械式敏感度推算接近 65.5%，N2 與海外製造對基礎毛利率的壓力高於表面 1.7 個百分點季減。

資本支出增加兼具需求訊號與資本回報要求。短期自由現金流下降屬產能前置投入，長期價值取決於新增產能的稼動率、代工價格與邊際投入資本報酬。EPS 維持上修方向，本益比擴張已受到毛利率與資本密集度約束。

部位戰略維持盈利上修之基本面多頭，本益比進入高檔消化。次一階段超額報酬受制於 N2 良率、海外成本轉嫁與資本報酬率的實質兌現。

目錄

- 一、 67.7%完成定價權證明，66%建立新基準
- 二、 成本曲線重塑：N2 可修復，海外稀釋長期化
- 三、 四項對沖：製造效率、產品組合、定價與匯率
- 四、 資本支出與估值：盈利上修，倍數進入高檔消化

一、 67.7%完成定價權證明，66%建立新基準

第二季營收 1.270 兆元、季增 12.0%、年增 36.0%；毛利率 67.7%、營業利益率 60.3%，均高於原財測上緣。營業利益 7,666 億元、季增 16.3%，核心營運維持高增長。

第二季 EPS 27.25 元包含業外收益放大。世界先進持股處分與評價利益為 632 億元，帶動單季業外收益升至 958.3 億元，占稅前利益約 11%。核心獲利評價應採營業利益與營業利益率，避免將一次性金融資產收益納入常態 EPS。

產品結構延續高階化。高效能運算占營收 66%、季增 20%；智慧型手機占 22%、季減 4%。N3 與 N5 合計占晶圓營收 63%，N2 首次貢獻 3%，7 奈米及以下先進製程合計 77%。

N2 營收認列剛進入加速區。存貨由 3,114.5 億元升至 3,855.3 億元，存貨天數由 80 天增至 87 天，增量主要來自 N2 爬坡。產能投片、製造週期與客戶營收認列之間的時間差，形成第二季 3%的初期占比與第三季更陡峭的放量斜率。

第三季財測揭示損益模型轉換：

項目	2Q26 實際	3Q26 中位數	季變化
美元營收	402 億美元	452 億美元	+12.4%
新台幣營收	1.270 兆元	約 1.446 兆元	+13.9%
毛利率	67.7%	66.0%	-1.7 個百分點
毛利額	8,603 億元	約 9,546 億元	+11.0%
營業利益率	60.3%	57.0%	-3.3 個百分點
營業利益	7,666 億元	約 8,244 億元	+7.5%

營業利益率降幅高於毛利率，研發、全球擴產與營運費用同步增加。絕對營業利益仍續增，成長收益目前足以覆蓋成本稀釋。

二、成本曲線重塑：N2 可修復，海外稀釋長期化

N2：需求放量領先成本成熟

管理層預估 N2 在 2026 全年稀釋毛利率 2 至 3 個百分點，第三季快速量產期間的單季影響約 3 至 4 個百分點。N2 占比將在下半年加速，稀釋強度隨營收貢獻提高而集中。

量產初期成本涵蓋較低良率、工程批次、長生產週期、在製品累積及設備折舊。存貨天數升至 87 天已先行反映成本曲線變化。

N2 具備製造學習與規模修復。良率提高、cycle time 縮短、設備產出增加及稼動率上升，可逐步壓低單位成本。N3 於 2026 年進入量產第三年，毛利率逐步接近或跨越公司平均，提供先進節點由稀釋轉為獲利引擎的參照。

N2 占比提高且毛利率維持 66% 以上，顯示良率、ASP 與利用率同步消化初期成本；占比提高、存貨天數升破 90 天、毛利率落向 65%，則反映產量爬升快於製造效率。

海外廠：全球供應韌性的成本底座

海外廠初期每年稀釋毛利率 2 至 3 個百分點，後期可能擴大至 3 至 4 個百分點。亞利桑那、熊本及德國廠的人力、建築、設備安裝、材料與供應鏈成本均高於台灣。

台積電在美國追加 1,000 億美元投資，總承諾提高至 2,650 億美元，新增設施涵蓋 2 奈米及以下先進製程與先進封裝。海外稀釋由既有產能爬坡擴展至持續新增的資本流量。

單廠規模擴大、供應鏈在地化與稼動率提升可降低成本差距，海外製造的結構溢價仍將保留。台積電已要求指定生產地點的客戶共同承擔增量成本，海外

ASP 與客戶價格分攤成為長期毛利率的核心變數。

管理層重申未來三年資本支出將高於過去三年，未提供具體三年金額。新增產能依市場需求推進，資本密集度與毛利率稀釋均具多年期延續性。

三、四項對沖：製造效率、產品組合、定價與匯率

製造效率

第二季毛利率季增 1.5 個百分點，主要來自成本改善與產能利用率提升，海外廠稀釋抵銷部分增益。跨節點產能優化、生產力提升及設備利用率，仍是近期最確定的毛利率緩衝。

第三季營收季增 12.4%，固定成本分攤條件進一步改善。N2 存貨天數、收入占比與季度毛利率構成製造效率的聯合驗證。

產品組合

高效能運算占比 66%，N3 與 N5 合計 63%。AI 加速器、客製化晶片與高階 CPU 提高晶圓面積、光罩層數、先進封裝與測試價值，支撐單位晶圓收入與毛利額。

高效能運算成長同時伴隨更高的製程、封裝及設備投入。產品組合改善提高絕對毛利，海外製造與新節點折舊壓低公司平均利潤率，兩項作用將長期並存。

製程與設備定價

N2 具備技術領先、供給稀缺及客戶轉換成本，製程報價是消化結構成本的最高槓桿。海外特定產地亦具備收取供應韌性溢價的商業基礎。

ASML 設備漲價呈現雙面效果。短期端，EUV 及 DUV 價格提高將墊高新廠資本成本與未來折舊基礎，N2 及海外產能需要更高晶圓價格與利用率才能維持回報。

均具法律拘束力的包量承諾，需求預測、客戶集中、海外成本與技術遷移仍需納入折現。

第二季淨固定資產季增 8.8%，同期營收季增 12.0%，近期營收成長仍高於產能基礎擴張。後續若固定資產持續快於營收、海外稼動率低於預期或自由現金流長期下降，資本支出將由需求信心轉化為估值負擔。

法說後台積電 ADR 美股盤前一度下跌 4.88%，市場第一個價格反應落在「規模交換」情境：獲利與營收上修獲得認可，毛利率指引回落與資本支出增加先行壓縮估值。該報價屬盤前即時讀數，7 月 16 日美股收盤、7 月 17 日台股及法人盈利預測調整構成後續確認。

估值分為三種狀態：

狀態	財務組合	估值方向
成長增值	毛利率 66%以上、營業利益續增、ROIC 持穩	EPS 上修，本益比維持高檔
規模交換	毛利率 65%至 66%、營業利益增長、FCF 暫時下降	EPS 上修，本益比持平或收斂
資本效率惡化	毛利率跌破 65%、固定資產增速持續高於營收、FCF 長期下降	EPS 與本益比同步下修

目前定價位於成長增值與規模交換之間。第三季營業利益增長支持 EPS，匯率調整後毛利率、N2 效率與海外產能回報尚待驗證。

驗證儀表板

觀察變數	多頭驗證	風險升級	定價含意
第三季毛利率	67%以上	跌破 65%	成本與對沖項的淨結果
匯率調整後毛利率	維持 66%附近	低於 65.5%	製程與海外成本的底層讀數
第三季營業利益	高於 8,244 億元	低於第二季 7,666 億元	毛利交換的絕對增量

N2 收入占比	占比提升、毛利率守穩	占比提升、毛利率落 向下緣	良率、利用率與定價
存貨天數	87 天見頂回落	升破 90 天	N2 爬坡效率
海外廠稀釋	維持 2%至 3%	靠近 3%至 4%上緣	多年期毛利率上限
先進製程 ASP	單位晶圓收入上升	出貨增、ASP 停滯	成本轉嫁能力
ASML 設備價格	漲幅低於晶圓 ASP 增幅	設備漲價快於價格轉 嫁	折舊壓力與進入門檻
美元兌新台幣	平均 32 元以上	平均 31.5 元以下	約 60 個基點毛利率擺 幅
固定資產 / 營收 增速	營收持續快於固定 資產	固定資產連續快於營 收	資產生產力
自由現金流	產能放量後恢復增 長	連續多季下降	投資時差或 ROIC 惡 化
海外稼動率	客戶需求與產能同 步爬坡	產能開出快於需求	全球擴產投報率

結論

台積電的毛利率定價框架已進入高檔消化。第二季 67.7%完成技術領先、製造效率與定價能力的驗證；第三季 66%中位數開始承擔 N2 量產與海外擴張的結構成本。

第三季毛利額與營業利益仍可分別季增約 11.0%與 7.5%，利潤率下降尚未破壞獲利增量。台積電正在以部分毛利率換取更大的 AI 產能、營收與客戶黏著度。

匯率提高了財測表面韌性。32 元假設相對第二季提供約 50 個基點毛利率支撐，匯率調整後的基礎毛利率接近 65.5%。成本改善、產品組合與先進製程漲價必須持續強化，才能把中高 60%毛利率維持為新常態。

ASML 設備漲價同時提高折舊與產業進入門檻。台積電憑藉規模、稼動率及客戶聚合能力，具備更低的單位設備成本；設備資本密度上升將進一步擴大與 Samsung、Intel 的量產經濟差距。短期毛利壓力與長期護城河強化並存。

資本支出上修是需求信心，也是資本效率考試。短期自由現金流下降可視為未來產能的前置投入；ROIC 維持、海外稼動率爬升與現金流回補，才能完成價值創造的閉環。



投資定調維持 EPS 上修、倍數中性。法說後 ADR 盤前下跌顯示市場先交易毛利率與資本支出壓力。N2 良率、海外成本轉嫁、匯率調整後毛利率及固定資產生產力，將決定台積電留在成長增值情境，或滑向單純的規模交換。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告