

台积电 TSMC：AI 算力的"单点收费站"——用 10 年空间选公司，为什么它是涌现雷达的头号 S

台积电 TSMC：AI 算力的"单点收费站"——用 10 年空间选公司，为什么它是涌现雷达的头号 S

台积电是 AI 超级周期里壁垒最厚、最不可替代的"卖铲子者"——在高端逻辑代工（全球 72% 份额、N2/CoWoS-L 近乎独家）与 AI 先进封装（CoWoS-L 约 90%）两个咽喉点同时握有约 5 年的技术与生态代差。市场用 PE 37-40 给它定价，第一反应是"贵"；但这不是周期股的高 PE 泡沫，而是一次"周期股 → AI 基础设施周期白马"的范式重定级：Apple/NVDA/AMD/博通以大额预付 + 多年长协把基础产能签死，先进节点产能售罄至 2028、CoWoS 订满至 2027，使它能连续四年（2026-2029）对先进节点提价而几乎不流失客户，定价权直接兑现到毛利率破 66%、净现金 700 亿美元的资产负债表上。用涌现"看 10 年"的尺子：制程（N2→A16→A14）持续涨价 × 先进封装从 8% 营收占比向上 × 硅光/CoPoS 远期期权三引擎叠加，AI 加速器收入 5 年 CAGR 被管理层上修到中-高 50%。唯一能改变股权归零逻辑的是台海尾部风险——它低概率、不可对冲、已被亚利桑那/熊本/德累斯顿部分缓释，只能用仓位管理而非基本面对冲。真正会在 12-18 个月压制股价的不是台海，而是"海外建厂 + N2 爬坡 + 台币升值"三重毛利率稀释，叠加 2027 年全行业 AI capex 增速换挡的估值预期差。结论：这是 alpha 下沉的"上游母节点"，-22% 折价（雷达口径）已含台海风险，雷达评级 S (95)，主升未开启、必持。

涌现资本产业研究部 · 2026-06-25 · 机密 公司深度调研系列 · 第 01 期（按涌现雷达评分从高到低，TSMC 居首）命题：当全世界都说台积电“贵”的时候，PE 40 到底是周期股的估值顶，还是 AI 基础设施的范式底？用涌现“至少看 10 年”的尺子重新量一遍。

一、30秒结论卡

核心判断：台积电不是一只半导体周期股，它是 AI 算力的**单点收费站**——全球几乎每一颗顶级 AI 芯片，都要从它的 N3/N2 产线流片、再从它的 CoWoS 产线封装，才能出货。它在**先进逻辑代工**（全球约 72% 份额、第二名三星仅 6.5%）和**AI 高端先进封装**（CoWoS-L 约 90%）两个咽喉点同时卡位，握有约 5 年的技术与生态代差。这门生意的本质，已经从“接单看景气”变成“提前一到两年签死、产能售罄、逐年涨价”的**可见性生意**。

机会状态：● 主升未开启、折价持有。当前 ADR **\$440.83**、总市值约 **\$2.29 万亿**、TTM PE 约 **37—40 倍**——绝对值是公司史上罕见高位，但它发生在 EPS 同比 **+56%**、净利率 **46%**、单季毛利率 **66.2%** 的背景下，贵的是“量级”不是“泡沫式无盈利支撑”。雷达口径较公允价折价约 **22%**，折价里已经计入了台海地缘。这是典型的“硬卡点合理不拥挤 = 真 alpha”，而非“已透支的拥挤交易”。

主升催化（未开启）：三大催化在手——① N2（2nm）2026 全年放量、② 先进节点 2026—2029 四连涨逐季兑现、③ 全行业 AI capex 2026 仍 +51%；但雷达的主升 T1 信号尚未触发，因此定位“折价持有”而非“追高”。**催化齐备、时点未到**，正是涌现“用 10 年空间选公司、用估值纪律选时点”的典型。

为什么是涌现的头号 S：用一般机构看一两年的尺子，PE 40 的台积电“不便宜、催化已兑现”；用涌现至少看 10 年的尺子，它是整条 AI 算力链里**确定性最高、被替代概率最低、且定价权单向强化**的母节点。雷达**五维评分 S（95）：**卡位 30/30、成长 95/100、风险 9/10——三项几乎打满，唯一压住总分天花板的是“当下不算便宜”，而这恰恰是涌现愿意为 10 年空间付的溢价。

投资要点 · 重点标的（连续编号，含母节点与受益产业链）：

- **台积电 TSM**（\$440.83 / 市值约 \$2.29T；台股 2330.TW NT\$2,400）——母节点本体。全球唯一同时量产 N4/N3/N2 + CoWoS-L 近乎独家，AI 算力的单点收费站。-22% 折价已含台海，主升未开启、**必持**。同一家公司，台股口径常较 ADR 略折，内地账户可留意 2330.TW。
- **SK 海力士**（000660.KS · ₩2,838,000 / 雷达 S 92）——HBM 龙头，TSMC CoWoS 的“另一半”。逻辑 die 之外，AI 加速器的另一道咽喉是 HBM，而 SK 海力士是 HBM3E/HBM4 的主供，与台积电先进封装强协同、折价约 15% 仍在上行中。
- **阿斯麦 ASML**（\$1,762.77 / 雷达 S 90）——EUV 光刻机全球独家。台积电 N2/A16 每一代先进制程都绕不开它，是“卖铲子给造芯片的人”里垄断度最高的一段，折价仅约 5%、上行中。
- **安费诺 Amphenol**（\$162.78 / 雷达 S 91）——高速互连/连接器龙头，受益链里折价最深（约 -34%、未开启）。算力堆得越密、机柜级互连价值量越大，被市场低估的一段。
- **应用材料 AMAT**（\$588.97 / 雷达 S 86）——沉积/刻蚀设备龙头，台积电 \$52—56B 资本开支的直接收款方，折价约 17%、主升尚未开启。

6. ● **东京电子 Tokyo Electron (8035.T · ¥75,640 / 雷达 S 90)** —— 涂胶显影近乎独家 + 刻蚀龙头，先进制程设备清单上的硬卡位，上行中。
7. ● **味之素 Ajinomoto (2802.T · ¥5,820 / 雷达 S 90)** —— ABF 积层膜（载板绝缘材料）全球垄断，每一颗高端封装基板都要用它的料，是被严重低估的“隐形收费站”，PE 仅约 40%。
8. ● **信越化学 Shin-Etsu (4063.T · ¥7,147 / 雷达 S 89)** —— 硅片 + 光刻胶双龙头，先进制程上游最确定的材料卡位，PE 约 28%、折价约 3%。
9. ● **拉姆研究 Lam Research (\$374.80 / 雷达 S 84)** —— 刻蚀/沉积龙头，3D 封装与高深宽比制程的设备受益方，上行中。
10. ● **泰瑞达体系：爱德万测试 Advantest (6857.T · ¥35,170 / 雷达 S 84)** —— SoC/HBM 测试机龙头，AI 大芯片良率验证刚需；估值已部分反映（PE 约 61），定位高分但等回调。

一句话落地：**买母节点（TSM）拿确定性，买受益链（设备/材料/HBM/互连）拿弹性**。台积电自己 PE 不便宜、折价有限，但它每年 \$52—56B 的资本开支，会把订单结结实实地砸向 ASML/AMAT/TEL/Ajinomoto/Shin-Etsu 这一圈——“卖铲子给卖铲子的人”，越往上游越没被透支。

二、公司画像与钱流：谁在给台积电付钱

公司画像（一分钟看懂）：台湾积体电路制造（TSMC，台股 2330.TW / 美股 ADR TSM，1 ADR = 5 股普通股）——全球最大、技术最领先的专业晶圆代工厂。信条是“只做代工、不与客户竞争”（客户的代工厂），因此能同时拿下 Apple、NVDA、AMD、博通、高通这些彼此竞争的客户。2025 年营收 **NT\$3.81 万亿（≈US\$122B）**、员工约 8 万人、总市值约 **US\$2.29 万亿**，是台股权重之最、全球前十大市值公司。两条核心业务线：**先进逻辑制程（N4/N3/N2）+ 先进封装（CoWoS/SolC）**——前者决定芯片“多快多省电”，后者决定“逻辑 die + HBM 怎么拼成一颗 AI 大芯片”。

把 AI 算力的钱流摊开，台积电站在一个所有人都绕不过去的位置：

云厂资本开支 → 芯片设计公司 → 台积电 → 设备/材料供应商。

- **上游买它产能的人：**NVDA、AMD、Apple、博通、高通、联发科——全球高端 SoC 与 AI 加速器，没有第二个能做 N3/N2 的代工厂。NVDA 已取代 Apple 成为台积电最大 HPC 客户；Q1'26 高性能计算（HPC）占营收 61%，第一次结构性超过智能手机。
- **它把钱付给谁：**2026 年 **\$52—56B** 的资本开支（半导体史上最大单年承诺），70—80% 流向先进制程、约 20% 流向先进封装——直接变成 ASML 的 EUV 光刻机、AMAT/TEL/LRCX 的沉积刻蚀设备、Ajinomoto 的 ABF 载板料、Shin-Etsu 的硅片订单。
- **价值链的铁律：**属于“台积电链”，指的是能分享它产能扩张与资本开支收益的供给侧厂商（设备、材料、HBM、封装、互连）。买它产能的芯片设计公司是它的客户、不是它的“链”；这条分野，决定了受益标的该往**上游设备材料**找，而不是往下游应用找。

这条链最关键的特征是：**钱流的方向是单向收敛的**。AI 越热 → 云厂 capex 越大 → 高端芯片需求越猛 → 全部挤向台积电这一个闸门 → 它涨价、扩产、再把资本开支喂给上游设备材料。台积电是这条链的“母节

点”，它的资本开支就是整圈设备材料公司的收入函数。

三、产业地位：一个公司、两个咽喉点

台积电的不可替代，不是一句“龙头”能概括的——它是在两个相互独立的卡点上同时垄断。

咽喉点一：先进逻辑制程。

- 全球晶圆代工份额 **72.3%**（TrendForce Q1'26 口径，环比从 70.4% 再升），第二名三星仅 **6.5%**，台积电代工营收约是三星的 **11 倍**；Intel 代工不入前十。**份额不是在收窄，而是在扩大。**
- 先进制程（7nm 及以下）占晶圆营收 **74%**：其中 5nm 36% + 3nm 25% + 7nm 13%。AI 把产品组合结构性推向高单价端。
- N2（2nm）已于 2025Q4 进入量产**，首发 GAA 纳米片晶体管、同功耗性能提升约 15%，良率良好；Apple、NVDA、AMD 下一代均排队采用。技术节奏一拍没掉。

咽喉点二：AI 高端先进封装（CoWoS）。

- AI 加速器用的 2.5D/3D 先进封装（CoWoS-L，用于 Rubin 等）台积电**近乎独家供应**，高端口径份额约 **90%**。
- 产能从 2023 年底约 13K 片/月，飙到 2026 年底 **120K–130K 片/月**；NVDA 一家就独占约 **60%**，前三大客户（NVDA/博通/AMD）合计 **>85%**，产线已售罄并预订到 2027。
- 这是制程之外**第二条独立的护城河**：哪怕有人追平了制程，AI 大芯片“逻辑 die + HBM”的异构集成，仍然卡在台积电的封装产能上。

口径诚实：常被引用的“CoWoS 90%+ 份额”，精确说是**高端 CoWoS-L / AI 加速器封装**近乎垄断；若把全部先进封装（含 bumping/FC-BGA/SiP 等）算进大盘，OSAT（日月光/安靠/长电）约占六成、晶圆厂段约占四成。**结论：高端 AI 封装 ≈ 垄断，泛封装 ≈ 寡头之一。** 报告全程用前者口径、就高端论高端。

四、护城河四道墙：竞争格局与对三星/Intel 的“真实代差”

先把**竞争格局**摆清楚：先进逻辑代工是“一超两弱”——台积电（份额 72%）一超，三星（6.5%）与 Intel 代工（不入前十）两弱；高端 AI 封装（CoWoS-L）则近乎一家独占。市场每隔一段时间就会问一次：“Intel 18A/三星 SF2 会不会追上来？”把纸面参数换成量产经济性，答案很清楚——**代差是“良率 × 生态 × 客户信任 × 资本”四道墙叠加，不是单一 PPA 参数。**

第一道墙·良率。 2026 年三家 2nm 量产良率：台积电 N2 约 **65%**（目标趋近 75%）> Intel 18A 约 **55%** > 三星 SF2 约 **40%**。晶体管密度：台积电 N2 **313 MTr/mm²** > Intel 18A 238 > 三星 SF2 231。Intel 18A 在峰值性能/特定电压维度局部领先，但**密度、良率、量产经济性全面落后**——而良率差一截，直接决定客户能不能量产盈利。

第二道墙·客户用脚投票。 最硬的证据不是参数表，是订单流向：Intel 把自家高量大单 Nova Lake 桌面芯片外包给台积电，同时其 CFO 在重新评估是否对外开放 18A 代工——这等于自己拆穿了"18A 对外代工有竞争力"的推销。N2 已获 20+ 客户 tape-out、70+ 在 pipeline，被台积电称为"史上最强客户采纳"；三星 SF2 目前只拿到特斯拉 AI 芯片 + 内部 Exynos。

第三道墙·生态与切换成本。 N2 + CoWoS 一体化的 IP/EDA/设计套件/封装协同，是几十亿美元流片成本上的切换壁垒。客户一旦在台积电 PDK 上完成设计，换厂等于重做。

第四道墙·资本。 2026 年 \$52—56B 的资本开支是行业天花板级——三星、Intel 难以同时在"制程 + 封装"两条线上对标。这道墙不是守的，是**进攻性**的：用别人跟不起的投入，把份额优势钉死。

四道墙叠加的结论：**2026—2028 这一轮 AI 算力扩张周期内，台积电在高端事实上无可替代。**

五、10 年成长空间：制程 × 封装 × 硅光，三引擎叠加

这一节是涌现给它 S 的核心理由——不是看它今年赚多少，是看它未来 10 年的成长空间和想象力。三条引擎叠加：

引擎一·制程持续涨价（已兑现 + 确定）。 N2（2025Q4 量产）→ A16（1.6nm，首代背面供电 Super Power Rail，2027 量产）→ A14（1.4nm，2028 量产，较 N2 速度 +10—15% 或功耗 -25—30%、密度 +20%）→ A13/A12（规划 2029）。每一代都涨价、且 AI/HPC 优先卡位——制程端是**量价齐升的 10 年阶梯**。

引擎二·先进封装占比向上（正在兑现）。 先进封装 2025 年约占营收 8%，2026 预计超 10%，且 2026 资本开支约 20% 砸向封装——这是制程之外**第二条独立增长曲线**。CoWoS 产能持续扩张仍供不应求，NVDA 已把先进封装产线预订到 2027 之后。

引擎三·硅光与面板级封装（远期期权/想象力）。

- **硅光 COUPE**（把电芯片叠在光芯片上）2026 进入量产，号称功效提升 5—10×、延迟降低 10—20×，NVDA 是首发客户、博通已采用——把**光互连的 TAM 纳入晶圆厂**。
- **CoPoS（面板级封装）** 2028H2—2029 量产，方形面板把晶圆利用率从 <70% 提到 >90%、成本降约 30%，远期向玻璃芯基板演进——为 2030 年代的 chiplet/超大芯片继续放量铺路。

三引擎的财务投影：管理层把 **AI 加速器收入 2024—29 的 CAGR 从中—40% 上修到中—高 50%**（相当于 5 年约 9—10 倍），整体营收长期 CAGR 接近 25%，2026 年美元营收增速指引 **>30%**。

想象力 vs 确定性的分层：引擎一、二是**确定性主线**（制程 + CoWoS），引擎三（硅光/CoPoS）是**弹性大、确定性低**的远期期权层，当前营收贡献还很小。涌现的判断：主线已足以支撑 S，期权层是"免费看涨"。

六、客户绑定与定价权：四连涨 + 预付锁产能

护城河里最硬、也最被低估的一环，是定价权——而定价权的根基是"供给售罄 + 需求刚性"。

- **供给售罄**：管理层明确，先进节点要到 **2027 年** 供给才追得上需求；先进产能已预订/售罄至 **2028 年**，连尚未建成的下一座亚利桑那厂都被提前订满。N2 重演 N3/CoWoS"未投产先订满"的剧本。
- **预付换产能**：Apple、NVDA、AMD 三大 VVIP 客户靠**大额预付 + 多年技术路线图协议**锁定基础产能，把自己的资本开支提前绑定到台积电的扩产周期上；博通、Marvell 因承接 Google/AWS/Meta 的 ASIC 大单升入 VIP。
- **四连涨**：台积电已通知客户 **2026—2029 连续四年**对先进节点提价。2026 年涨幅约 3—10%（一般先进节点 3—5%、AI 相关芯片最高约 10%、N3 约 +3%），3nm 在 2026 下半年另有最高 +15% 的口径。先进节点占晶圆业务约 74%，**客户无替代只能接受**。
- **就近绑定（亚利桑那）**：\$165B 美国扩产把客户的供应链安全需求转成更深的产能锁定——Fab 21 一期已量产 Apple 与 NVDA Blackwell 芯片，Apple 锁定 N2 初期产能 50%+、承诺采购 >1 亿颗亚利桑那产芯片；海外产能享 25—30% 定价溢价、Fab 4 已订满至 2027。

定价权的兑现是**单向强化**的：在 AI 芯片需求 >40% CAGR、先进产能多家争抢的格局下，台积电连续四年提价而几乎不流失客户——这是传统代工（价随景气波动）根本不具备的特征，也是"周期股 → 周期白马"重定级的核心机制。

七、财务质量：高资本开支 × 高回报的复合体

定价权说一千道一万，要看它有没有真的兑现到利润表和现金流量表。台积电是教科书级的样板：

口径	2024 全年	2025 全年	2026Q1（单季）
营收	NT\$2.89T	NT\$3.81T（≈US\$122.4B，+31.6%）	US\$35.9B（+40.6% YoY）
毛利率	56.1%	59.9%	66.2%（超指引）
经营利润率	45.7%	50.8%	58.1%（雷达引用口径）
净利率	40.5%	45.1%	50.5%

- **营收十年级跃迁**：2016 年 NT\$948B → 2025 年 NT\$3,809B，约 **4 倍**；AI 加速期增长不降反升。
- **毛利率结构性抬升**：从 2016—2019 的 46—50%，到 2022 年首破 59.6%，再到 2026Q1 单季 **66.2%**——是**先进制程定价权**直接体现在毛利，而非靠规模摊薄。一家重资产制造企业，做出了软件级利润率。
- **史上最大资本开支，现金流仍无虞**：2026 资本开支 \$52—56B（YoY +32%），但 2025 年自由现金流仍有 NT\$1.00T（≈US\$32B，FCF 利润率 26.3%）；账上净现金约 **US\$716 亿**（现金 1,058 亿 — 债务 342 亿），高资本开支完全自筹、无需举债。

- **ROIC 长期稳健**：长期均值约 **25—29%**，在全行业最重资本开支的玩家身上维持顶级资本回报——这是护城河最硬的财务证据。

数字三道关（自检）：① 雷达引用的经营利润率 58.1% / 净利率约 46.5% 是**最新单季/TTM 口径**，2025 全年口径为经营利润率 50.8% / 净利率 45.1%——两者都对，**比较时不可混用**（单季因 AI 高端稼动率与有利汇率而显著高于全年）。② 单季营收 $\$35.9\text{B} \times 4 \approx \144B 年化，与 2025 全年 $\$122\text{B}$ 、FY2026 ">30%" 指引（约 $\$158\text{B}$ ）量级一致。③ ROIC 跨源分歧大（24.9%—51.6%，因 NOPAT/分母口径不同），取长期均值 25—29% 这一稳健区间，不取最高值。

八、估值与范式：PE 40 是"周期白马重定级"，不是泡沫

这是全报告的分水岭。同一只票，两套尺子会给出相反结论：

- **传统尺子**：当前 TTM PE 约 **37—40 倍**（雷达 40.3、外部源 33—41，以 $\text{ADR } \$440.83 \div \text{TTM EPS } \$11.80 \approx 37\text{x}$ 校验），较 10 年均值 PE ~22、20 年均值 ~20 高出约 80%——"历史高位、高估"。
- **范式尺子**：远期 PE 仅约 **22.7 倍**，对一个营收 +35%、EPS +56%、净利率 46% 的全球唯一高端代工， $\text{PEG} \approx 1$ ，是合理偏估值修复区。卖方目标价：高盛 NT\$2,330（约 23x 2027 EPS）、摩根士丹利 NT\$2,088。

两套尺子的差别，全在于"是否承认 AI 把代工重定级了"。涌现的判断是：**承认**。理由是三条范式证据：

1. **长协锁定**：Apple/NVDA/AMD 多年预付绑定，把代工从"看景气接单"变成"提前签死的可见性生意"。
2. **产能稀缺 = 定价权**：N2/CoWoS 售罄，四连涨单向强化。
3. **护城河无可替代**：先进制程 >90% + CoWoS-L ~90%，短期无第二供应源。

这正符合涌现对"范式溢价"的**严格定义**——半导体周期品一旦与大供应链签下长期绑定，会从周期股（PE~8x）**重定级为周期白马**（PE~30x）。台积电是这个定义最干净的样板：它不是"刚上市 + 大故事"的投机性高 PE，是已签长期大单、定价权已兑现到 **66% 毛利率**的真实重定级。

情景目标价（基于 2026E EPS ~\$14—15/ADR 的三情景）：

- ● **悲观/中性回归带** 25x → **\$350—375**：AI capex 2027 换挡被提前定价、毛利率三重稀释兑现，估值向历史均值回归。
- ● **基准/范式合理带** 28—30x → **\$390—450**（当前价位）：定价"AI 周期白马"，长协 + 定价权维持，增长消化估值。
- ● **乐观带** ~25x 2027E → **\$500—560**：定价"AI 资本开支多年不间断 + 四连涨全兑现 + 硅光/CoPoS 期权开始贡献"。

当前价处于范式合理带上沿：非泡沫，但安全垫已经变薄——这也是为什么雷达给它"主升未开启、折价持有"，而不是"追"。

九、反证与风险：台海是唯一致命，其余是扰动

涌现的纪律是把最强的反方观点摆上桌。六条反证里，只有一条会改变股权本身的归零逻辑：

- **最致命·台海地缘**：唯一能让股权逻辑归零的尾部风险，低概率、不可对冲、不可用基本面反驳。缓释手段是海外多元化（亚利桑那 Fab 4 已订满至 2027 且享 25—30% 溢价、熊本、德累斯顿），但海外产能占比仍小、替代不了台湾先进制程，只能降低“全损”尾部、不能消除。对策只有一个：仓位管理，不重仓单一标的（雷达给的 position 是 2—4%）。
- **真正压制 12—18 个月股价的·毛利率三重稀释**：海外建厂稀释毛利率约 2%（规模化后 3—4%）+ N2 初期爬坡再压一道 + 台币每升值 1% 拉低营业利润率约 0.4pct（80% 营收以美元计）。这是**确定性逆风**，Q1'26 靠高稼动率 + 有利汇率把毛利率冲到 66.2% 暂时掩盖了，下半年管理层已预告回落。
- **最大的“估值预期差”·AI 需求正常化**：全行业 AI capex 增速将从 2026 年 +51% 降到 2027 年 +13%、2028 约 +5%。这是基数效应下的自然消化、不是掉头（CoWoS 已订满至 2027 年中），但 PE 40x 隐含的是持续高增长，一旦 2027 换挡被提前定价，估值杀伤会大于盈利杀伤。需警惕 hyperscaler “循环资本”（互相输血）带来的需求脆弱性。
- **最容易反驳·三星/Intel 追赶**：见第四节，良率 + 客户用脚投票，代差未见收窄，**最被高估的一条空头逻辑**。
- **最被高估·对华出口管制**：南京厂只产 16nm 及成熟节点，2024 年仅占总营收约 2.4%；先进 AI 制程在台湾/亚利桑那生产，不受对华管制直接影响，财务暴露极小。
- **新增·成本侧扰动**：中东冲突推升特定化学品/气体价格，公司明确“可能影响盈利但太早量化”——一条尚未定价、独立于台海的成本扰动，定性标注。

估值是放大器：PE ~37—40 对一家 35% 增长、46% 净利率的代工龙头不算极端贵，但它把上述每一条逆风的边际负面都放大——单看每条都可控，叠加在高基数上会触发估值收缩。**这正是雷达不给“追”、只给“折价持有”的原因。**

十、受益产业链与涌现结论

台积电是“母节点”，它每年 \$52—56B 的资本开支，是整圈设备/材料/HBM/互连公司的收入函数。把雷达里这一圈的当前评分与折价摆出来——**很多比母节点本体更便宜、主升更未开启**：

环节	标的	现价	雷达	口径	一句话卡位
EUV 光刻	ASML	\$1,762.77	S 90	上行中(-5%)	先进制程唯一闸门，垄断度最高
HBM	SK 海力士 000660.KS	₩2,838,000	S 92	上行中 (-15%)	CoWoS 的"另一半", AI 加速器另一道咽喉
高速互连	Amphenol APH	\$162.78	S 91	未开启 (-34%)	受益链折价最深，算力堆密价值量越大
涂胶/刻蚀	Tokyo Electron 8035.T	¥75,640	S 90	上行中(-2%)	涂胶显影近乎独家
ABF 载板料	Ajinomoto 2802.T	¥5,820	S 90	上行中	积层膜全球垄断，隐形收费站，PE 仅 40
硅片/光刻胶	Shin-Etsu 4063.T	¥7,147	S 89	上行中(-3%)	上游材料最确定卡位，PE 28
沉积/刻蚀	AMAT	\$588.97	S 86	未开启 (-17%)	资本开支直接收款方
刻蚀/沉积	Lam Research	\$374.80	S 84	上行中(-5%)	3D 封装/高深宽比受益

SoC/HBM 测试机龙头**爱德万 Advantest (6857.T · S 84)** 亦在受益链内，估值已部分反映（见 30 秒结论卡 #10），表内从略。

涌现结论：

- **母节点 TSM —— 必持，折价加。** 用 10 年尺子，它是 AI 算力链确定性最高、被替代概率最低、定价权单向强化的"上游母节点"，雷达 **S (95)**、-22% 折价已含台海。不是"追"，是"回调即加"，仓位 2—4% 控住台海尾部。
- **受益链 —— 拿弹性。** 母节点自己 PE 不便宜、折价有限；它的资本开支砸向的设备/材料/HBM/互连，很多折价更深、主升更未开启（Amphenol -34%、AMAT -17%、SK 海力士 -15%）——"**卖铲子给卖铲子的人**"，越往上游越没被透支，是这条链里弹性最大的一段。
- **一句话：用 10 年空间选台积电，用估值纪律选时点，用受益链放大弹性。**

附录·来源置信度表

关键数据	取值	来源/口径	置信度
现价 TSM/受益链	\$440.83 等	2026-06-25 实时盘口	高（实时）
代工份额 72.3%	Q1'26	TrendForce（营收口径，top-10 为分母）	高（机构多源一致）
财务（营收/毛利/净利）	见第七节	TSMC SEC 6-K 季报/年报	高（一手财报）
2nm 良率对比	N2~65%/18A~55%/SF2~40%	媒体/分析机构估算	中（非厂商披露，±5-10pct，排序可靠）
CoWoS 份额/客户占比	~90% / NVDA~60%	TrendForce/MS/供应链报道	中（第三方估算，量级可靠）
涨价幅度 3-10%	2026	产业链调研（TrendForce/SemiWiki）	中（非官方定价披露，属推断）
AI 加速器 CAGR 中-高 50%	2024-29	TSMC 管理层法说会指引	中（指引口径，有营销色彩）
卖方目标价 GS/MS	NT\$2,330 / 2,088	高盛/摩根士丹利研报	中（第三方观点，非本部结论）

数据口径说明：现价取 2026-06-25 实时盘口；份额/产能/财务为多源交叉验证后口径，**单季与全年口径已在第七节显式区分**，引用时勿混用。凡标注"中"置信度者，为第三方估算/指引，已在正文 caveat 中提示不确定区间。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部出品，仅为产业研究与内部决策参考，**不构成任何投资建议或买卖要约**。台海地缘为不可对冲的尾部风险，请以仓位管理（建议单一标的 2-4%）应对。市场有风险，决策需独立判断。 涌现资本产业研究部 · 公司深度调研系列第 01 期 · 2026-06-25 · 机密