

## Texas Instruments (TXN.US/TXN US)

### 短期營運難見改善，長期獲利能力面臨挑戰

#### 持有・重啓

收盤價 July 22 (US\$)	194.4
3 個月目標價 (US\$)	193
12 個月目標價 (US\$)	188
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	-3.3

#### 焦點內容

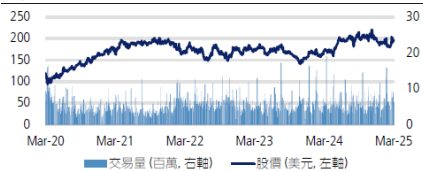
1. 需求持續疲弱使短期內營運無法改善。
2. 毛利率難以恢復過往水準。
3. 中國競爭加劇恐影響長期獲利能力。

#### 交易資料表

市值 (US\$bn):	177.0
流通在外股數 (百萬股):	910
機構持有比例 (百分比):	91.7
3M 平均成交量 (百萬股):	6.1
52 週股價 (低\高) (US\$):	1591.1-220.4

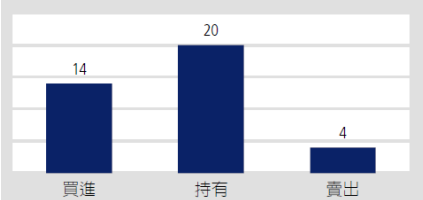
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(1.1)	(4.7)	12.7
相對表現 (%)	2.7	(10.7)	(1.3)

#### 股價圖



#### 市場綜合評等

機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	130	205	284
潛在報酬 (%)	(33.1)	5.4	46.1

資料來源：Bloomberg

#### 重要訊息

我們重啟對 Texas Instruments (TI) 的評等。TI 為全球類比 IDM 龍頭，其營運表現及展望顯示全球類比 IC 市場狀況短期內仍低迷，復甦充滿不確定性。

#### 評論及分析

**需求持續疲弱使短期內營運無法改善。** TI 的主要市場為工業與車用(合計占比約 70%)，其中工業領域仍處於下行趨勢，而車用市場雖然中國需求健康，但無法抵銷歐美及日本市場的疲弱。此外，4Q24 庫存天數攀升至 241 天，季增 10 天，對比過去 5 年平均為 164 天。公司預期短期內庫存仍將持續上升，並計劃 1Q25 進一步降低工廠負載以管理存貨，導致產能利用率持續下降。整體而言，多項指標顯示短期需求疲弱且庫存過剩的情況難以改善，公司亦對 2H25 的需求復甦持保守態度，因此我們認為 TI 短期內營運表現將無法改善。

**毛利率難以恢復過往水準。** 4Q24 毛利率降至 57.7%，QoQ 下滑 1.9 個百分點，主要受折舊成本上升與產能利用率下降影響。管理層預計 2025 年折舊成本將年增約 20% 至 18-20 億美元，2026 年再增 20% 至 23-25 億美元。

這意味著即使市場需求回暖，TI 仍將面臨高額固定成本壓力，影響獲利能力。在庫存去化緩慢、產能利用率持續下降及折舊成本上升的情況下，我們認為 TI 毛利率難以回升至過往 60% 以上的水準。

**中國競爭加劇恐影響長期獲利能力。** TI 正面臨中國本土供應商競爭加劇的挑戰，雖然目前尚未出現市占率大規模流失，但中國市場的營收占比已從 2021 年的 25% 降至 2024 年的 19%，顯示市場份額逐步受到影響。此外，中國政府補貼導致的價格競爭壓力可能使 TI 長期獲利能力受到挑戰。

#### 投資建議

股價目前交易於 2025-26 年每股盈餘預估之 35 及 28 倍，對比同業平均分別為 33 及 26 倍，我們認為評價大致合理。我們重啟 TI 評等，給予「持有」評等及目標價 188 美元，基於 2025-26 年每股盈餘預估之平均，以及近五年 20-40 倍本益比的中間值 30 倍。

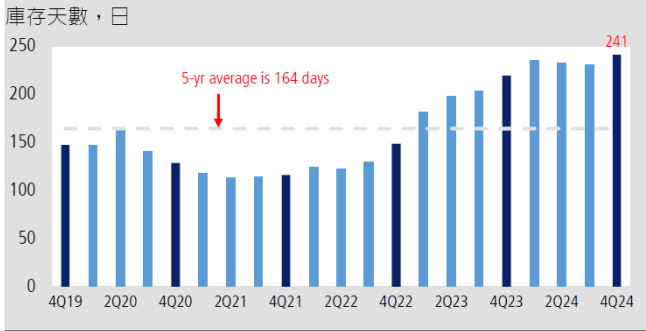
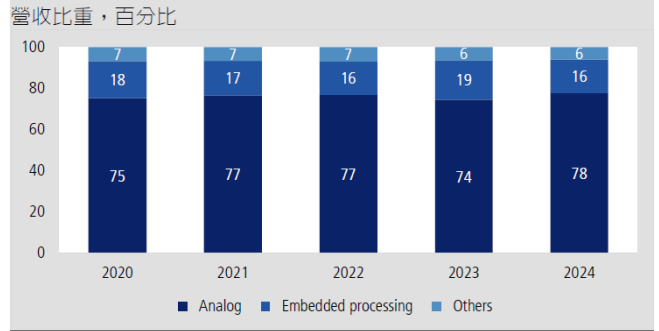
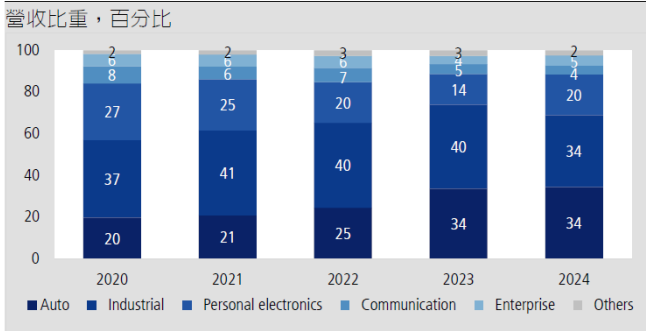
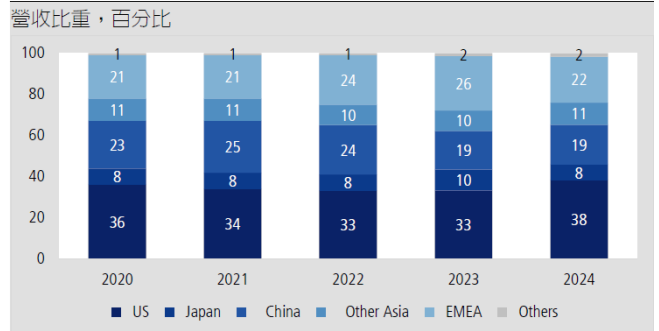
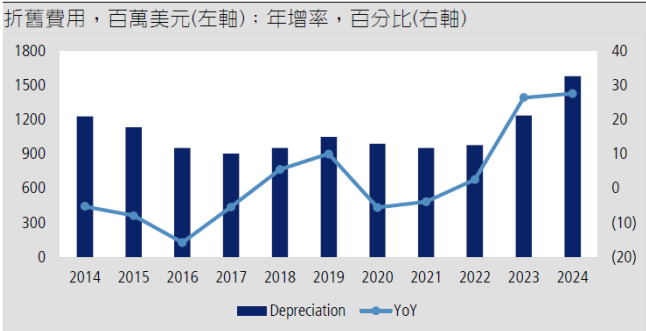
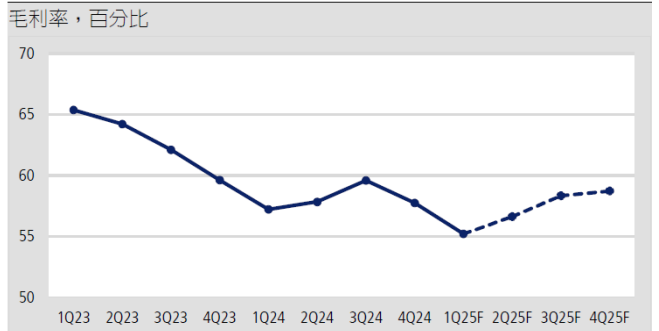
#### 投資風險

需求快速回溫。

#### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$百萬)	18,344	20,028	17,519	15,641	17,119	18,924
營業毛利 (US\$百萬)	12,376	13,771	11,019	9,094	9,818	11,303
營業利益 (US\$百萬)	8,960	10,140	7,331	5,465	6,183	7,421
EBITDA (US\$百萬)	9,999	11,065	8,569	7,045	7,939	9,440
稅後淨利 (US\$百萬)	7,999	8,749	6,510	4,799	5,095	6,578
每股盈餘 (US\$)	8.51	9.41	7.07	5.20	5.56	6.97
營業收入成長率 (%)	27.5	9.2	(12.5)	(10.7)	9.5	10.5
每股盈餘成長率 (%)	55.5	10.6	(24.9)	(26.4)	6.8	25.4
毛利率 (%)	67.5	68.8	62.9	58.1	57.4	59.7
營業利益率 (%)	48.8	50.6	41.8	34.9	36.1	39.2
EBITDA margin (%)	54.5	55.2	48.9	45.0	46.4	49.9
淨負債比率 (%)	22.4	37.9	48.2	61.0	49.9	45.3
股東權益報酬率 (%)	60.0	60.0	38.5	28.4	29.5	33.2

資料來源：公司資料；凱基

**圖 1: 庫存天數**

**圖 2: 營收比重(按產品)**

**圖 3: 營收比重(按終端應用)**

**圖 4: 營收比重(按地區)**

**圖 5: 折舊費用與年增率**

**圖 6: 毛利率**

**圖 7: 公司概況**

成立於 1930 年, Texas Instruments (TI) 從事設計、製造、測試和銷售類比和嵌入式半導體, 客戶遍佈工業、汽車、個人電子、通信設備和企業系統等市場。TI 在全球擁有 14 個製造基地, 包括 10 家晶圓製造廠、7 家封裝及測試工廠以及多家凸塊和針測工廠。公司在類比 IC、數位訊號處理器及電源管理產品市場已樹立領導地位。

資料來源: 公司資料; 凱基

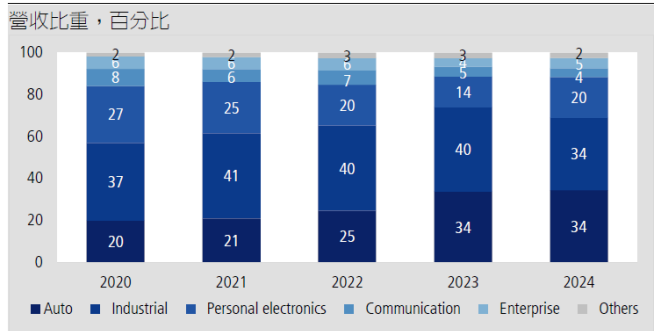
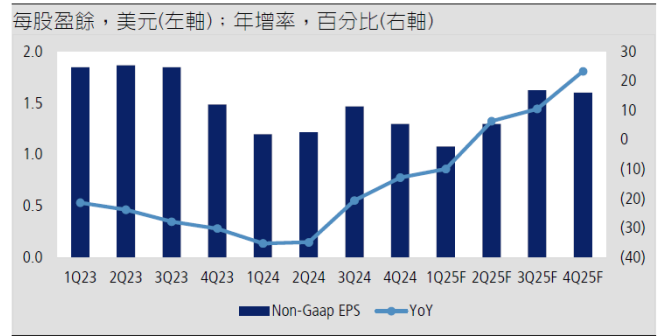
**圖 8: 營收比重(按終端應用)**


圖 9: 季營收與年增率



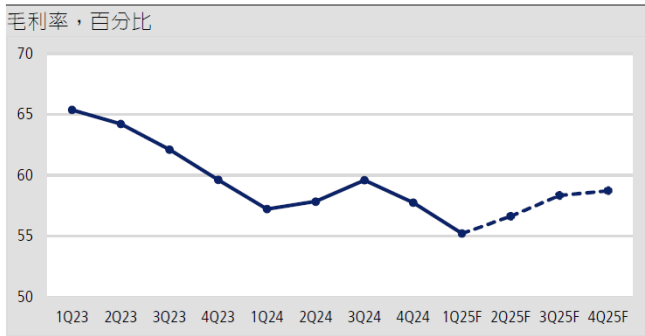
資料來源：公司資料；彭博；凱基

圖 10: 每股盈餘與年增率



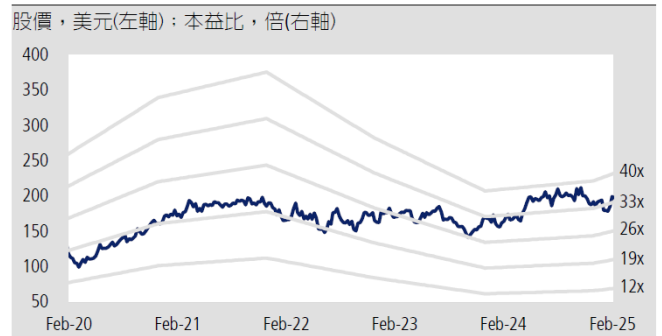
資料來源：公司資料；彭博；凱基

圖 11: 毛利率



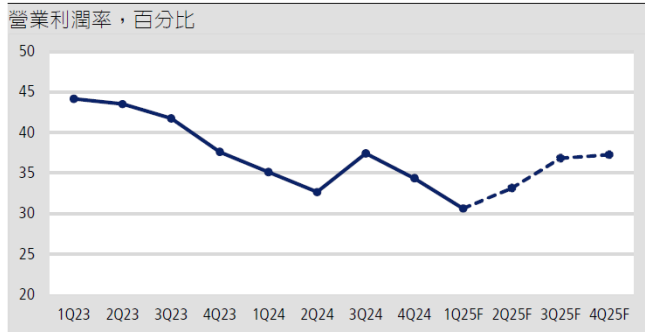
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比



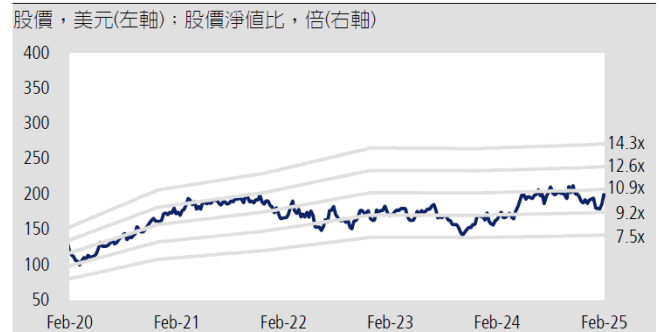
資料來源：彭博；凱基

圖 13: 營業利潤率



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估股價淨值比



資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明**

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。