



【中泰电子】AI全视角—科技大厂财报专题 |  
三星、西部数据24Q2季报点评：业绩超预期，  
24H2服务器需求强劲

分析师：王芳 S0740521120002，杨旭S0740521120001

中泰证券研究所  
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

图表：三星 24Q2业绩一张图

	24Q2				
	实际	yoy	qoq	市场预期	较市场预期
营收 (万亿韩元)	<b>74.1</b>	<b>23.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>73.2</b>	<b>1.2%</b>
——DX (终端：移动通讯、网络、影像显示、数位家电、健康医疗)	42.1	4.6%	-11.0%		
——DS (半导体)	28.6	93.9%	23.4%		
——SDC (显示面板)	7.7	18.1%	41.9%		
——Harman (汽车电子、音响、物联网)	3.6	3.4%	13.1%		
净利润 (GAAP, 万亿韩元)	<b>9.6</b>	<b>523.3%</b>	<b>45.6%</b>	<b>8.0</b>	<b>20.4%</b>
EPS (GAAP, 韩元)	<b>1615.3</b>	<b>608.4%</b>	<b>45.6%</b>	<b>1145.2</b>	<b>41.0%</b>

## ■ 三星24Q2收入、净利润均超市场预期。

- 收入(GAAP)74.07 万亿韩元，同比增长23.42%，环比增长2.98%，收入成长良好。
- 毛利率：40.2%，qoq+4pcts，yoy+9.6pcts。
- 营业利润(GAAP)10.44 万亿韩元，同比增长1458.20%，环比增长57.94%，营业利润率14.1%，qoq+4.91pcts，yoy+12.99pcts。成品业务的组件价格上涨带来持续的成本压力，但更有利的内存市场条件和主要 OLED 客户的强劲需求导致平均销售价格上涨。
- 净利润(GAAP)9.64万亿韩元，同比增长523.32%，环比增长45.64%。净利率13.0%，qoq+3.81pcts，yoy+10.44pcts。
- DX/DS/SDC/Harman收入占比51%/35%/9%/4%，DX（终端，包括手机）收入环增-11%，DS（半导体）收入环增23%，SDC（显示面板）收入环增42%，Harman收入环增13%。

## ■ 存储：展望Q3出货量环增个位数，Q3价格继续上涨、不同应用出现分化。

- Q2：半导体中存储收入占比76%，Q2存储收入环增24%，HBM、DDR5 和其他AI 高价值量销售增长，同时整体价格改善，季度收益大幅增加，其中DRAM出货量环增5%左右，ASP环比提升15%-20%，NAND出货量环降5%左右，ASP环比提升10%~15%。
- Q3：因Q2高基数及终端客户库存增加，预计Q3 DRAM、NAND出货量环增个位数，Q3价格继续上涨、但不同应用有分化。
- HBM3：向所有主要GPU客户量产，Q2收入环比增长3倍左右。12层占HBM3收入的2/3。
- 8层HBM3E：24Q2初向客户送样，计划Q3规模量产。
- 12层HBM3E：已送样，并完成量产前准备，计划在H2根据客户要求去出货。HBM3E出货预计Q3占比15%左右，Q4达到60%。HBM4计划25H2推出。
- HBM产能：2024年HBM的位元生产量和承诺产出是2023年的4倍；三星追求产能领先，期望2025年的产能是2024年的2倍。
- 2025年将看到由生成式AI应用带来的非常强劲的需求。随着HBM量产，先进制程的传统DRAM将持续看到供应受限，NAND由于去年减产以及产量增长有限，供应将保持紧张。

## ■ 其他

- 1) 手机 (MX)：Q2 MX (移动通讯) 收入yoy+8%，qoq-19%。Q2智能手机季节性趋势继续下降，特别是高端市场。Q2智能手机出货量为5400万部，平板电脑出货量为700万台。S24系列销售继续强劲，Q2两款出货量均实现两位数的增长。展望H2，高端机需求增加，预计H2手机市场同比增长，非高端手机增长率预计放缓。
- 2) 电视机 (VD)：Q2 VD (影像显示) 收入yoy+4%，qoq+4%。电视市场需求同比增长，尤其是在发达国家，且环比也略有增长，这主要得益于全球体育赛事。预计H2电视市场整体需求将进一步复苏，公司将通过加强针对高端和大型电视的销售计划，提前抢占下半年的旺季需求。
- 3) 半导体设计 (System LSI)：主要做手机用的各类芯片，包括DDIC、PMIC、CMOS等，Q2由于主要客户旗舰手机的SOC、CMOS和DDIC供应增加，推动H1收入同增50%，创同期新高。下半年智能手机零部件的采购需求可能会减弱。
- 4) 半导体代工：Q2由于需求复苏，收益连续增长，5nm以下订单的AI/HPC客户同比增加了1倍，2025年大规模生产2nm。得益于移动需求反弹和AI/HPC需求增加，预计整体晶圆代工市场将会增长，尤其是先进制程。

# 西部数据数据摘要

图表：西部数据FY24Q4业绩一张图

	FY24Q4				
	实际	yoy	qoq	市场预期	较市场预期
营收 (亿美元)	37.6	40.9%	8.9%	37.6	0.2%
按应用分类					
——Cloud	18.8	89.0%	21.0%		
——Client	12.0	16.0%	3.0%		
——Consumer	6.8	5.0%	-7.0%		
按产品分类					
——Flash	17.6	27.9%	3.3%		
——HDD	20.0	54.7%	14.3%		
净利润 (GAAP, 亿美元)	3.3	-	144.4%	3.2	4.1%
净利润 (Non-GAAP, 亿美元)	5.4	-	125.7%	4.0	33.8%
EPS (Non-GAAP, 美元)	1.4	-	128.6%	1.2	23.1%

图表：西部数据FY25Q1业绩指引

西部数据	FY25Q1	
	指引	市场预期
营收(亿美元)	40-42	41.9
毛利率(GAAP)	36.5%-38.5%	-
毛利率(Non-GAAP)	37.0%-39.0%	37.0%
EPS(GAAP, 美元)	-	1.39
EPS(Non-GAAP, 美元)	1.55-1.85	1.71

- **西部数据：FY24Q4收入符合市场预期，利润超预期。**
- 收入为38亿美元，环比增长9%，同比增长41%，收入持续上升，符合市场预期。
- 毛利率(Non-GAAP)为36.3%，yoy+32.4pcts，qoq+7pcts，高于市场预期。主因定价更优、成本降低，销售增加。
- 净利润为3.3亿美元，环比增加144.4%，同比增加了10.6亿美元，高于市场预期。
- Cloud/Client/Consumer收入占比50%/32%/18%，Cloud收入环增21%，Client收入环增3%，Consumer收入环增-7%。
- Flash/HDD收入占比47%/53%，Flash收入环增3%，HDD收入环增14%。
- **下个季度收入和毛利率继续环增，NAND满产能运行，预计24H2 NAND供不应求、企业级SSD需求继续强劲。**
- FY25Q1指引：预计营业收入40亿-42亿美元，毛利率37%-39%。
- Flash FY25Q1展望：企业级SSD的持续拉动和移动端季节性复苏，预计将拉动15%~20%的位元增长，ASP环比提升0%~5%。
- 展望FY25，预计企业级SSD在产品组合中份额达到二位数。
- NAND晶圆厂满载运转。
- 预期24H2企业级SSD需求继续强劲，个人电脑市场在24Q3会出现库存再平衡，这种情况随着全年的发展而有所改善。
- 预计24H2 NAND需求将超过供应。
- HDD FY25Q1展望：预计需求增加和价格更有优势。
- **资本开支占营收比例维持在2%左右，保持纪律性、保障盈利。**
- FY24现金资本开支：2.44亿美元，占营收1.9%，同比下降69%。
- 预计FY25Q1现金资本支出将与FY24Q4大致持平，占营收的2%左右，公司将继续专注于业务的获利能力。



# 目录

## 1、三星：24Q2业绩超预期，展望H2存储继续供不应求

---

### 1.1、24Q2 财务情况

---

### 1.2、DS（半导体）：存储业务

---

### 1.3、DS（半导体）：代工和设计业务

---

### 1.4、SDC（显示面板）

---

### 1.5、DX（终端）

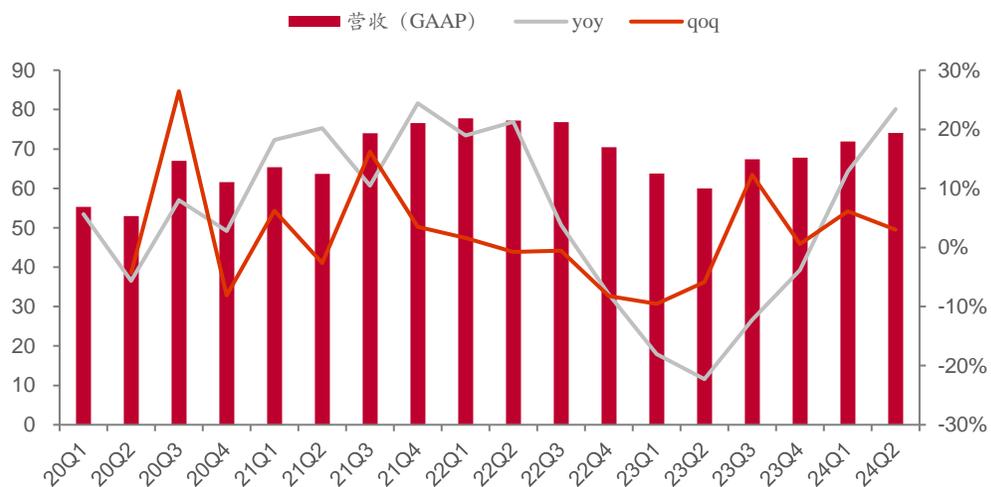
---

# 1.1、24Q2 财务情况：季度收入稳步增长，利润超出预期

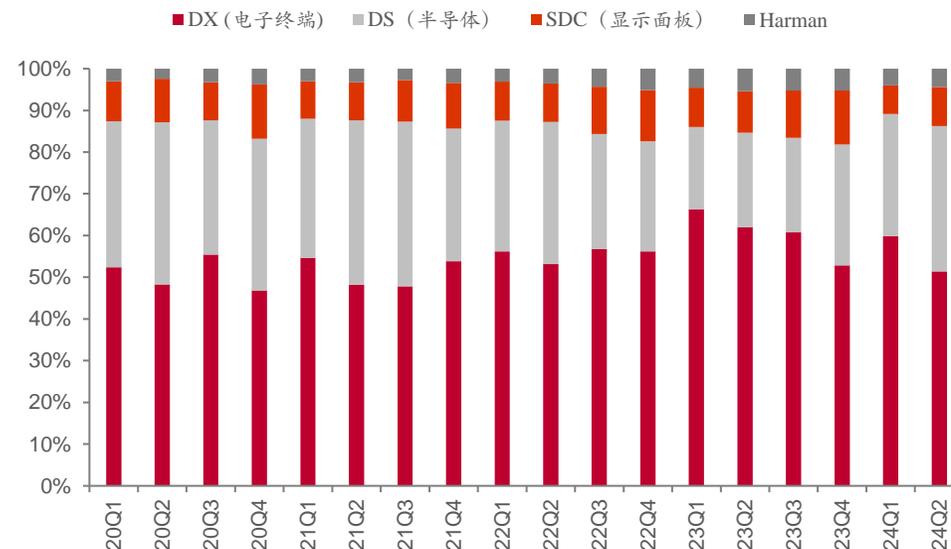
## ■ 24Q2收入表现良好，营收稳步增长。

- 收入(GAAP): 24Q2收入为74.07 万亿韩元，同比增长23.42%，环比增长2.98%，收入成长良好。
- 分业务: DX (智能手机、网络、视觉显示、数字家电、健康和医疗设备) /DS (半导体) /SDC (显示面板) /Harman收入占比51%/35%/9%/4%，DX收入环增-11%，DS收入环增23%，SDC收入环增42%，Harman收入环增13%。

图表：季度收入、yoy和qoq (GAAP, 万亿韩元)



图表：营收构成

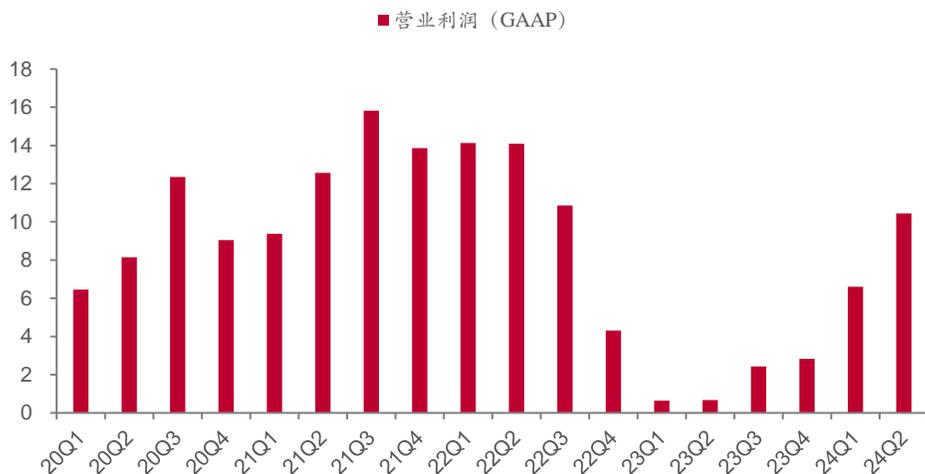


注：DX包括智能手机、音响等终端；DS是半导体部门，包括存储、设计和代工；SDC是显示部门，主要是OLED面板；Harman包括汽车等业务。

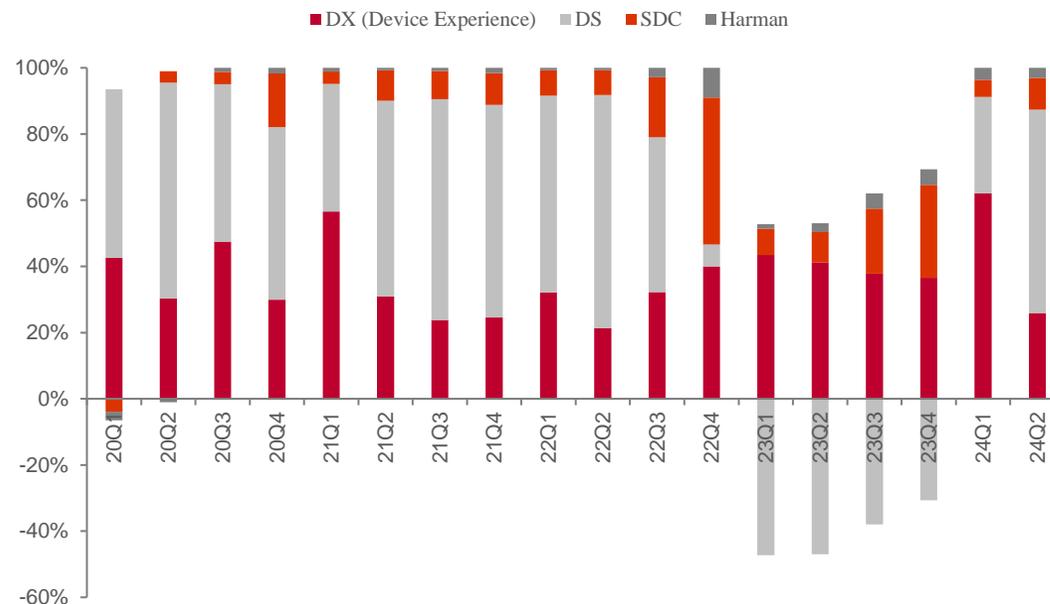
来源：彭博数据、公司公告，中泰证券研究所

- 盈利水平持续增长，利润超出预期。
- 营业利润(GAAP)：24Q2为10.44 万亿韩元，同比增长1458.20%，环比增长57.94%，营业利润率14.1%，qoq+4.91pcts，yoy+12.99pcts。成品业务组件价格上涨带来成本压力，但更有利的内存价格和主要 OLED 客户强劲需求导致平均价格上涨。
- 分业务营业利润：DX/DS/SDC/Harman利润占比26%/61%/10%/3%。

图表：营业利润（GAAP，万亿韩元）



图表：营业利润构成



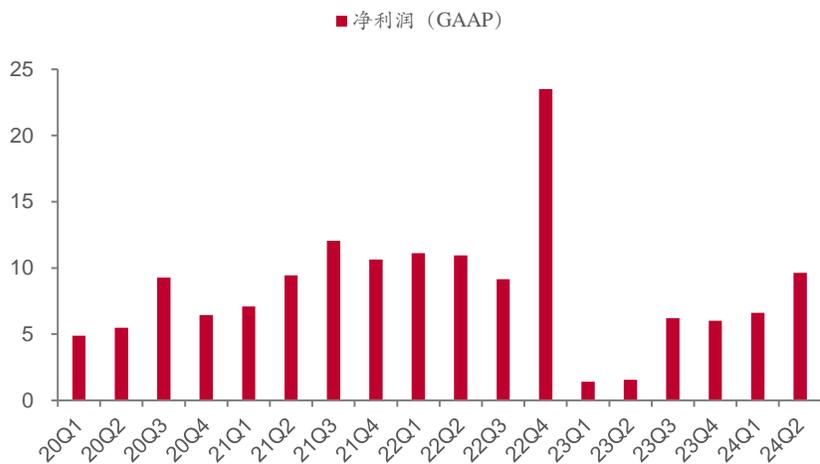
注：DX包括智能手机、

来源：彭博数据、公司公告，中泰证券研究所

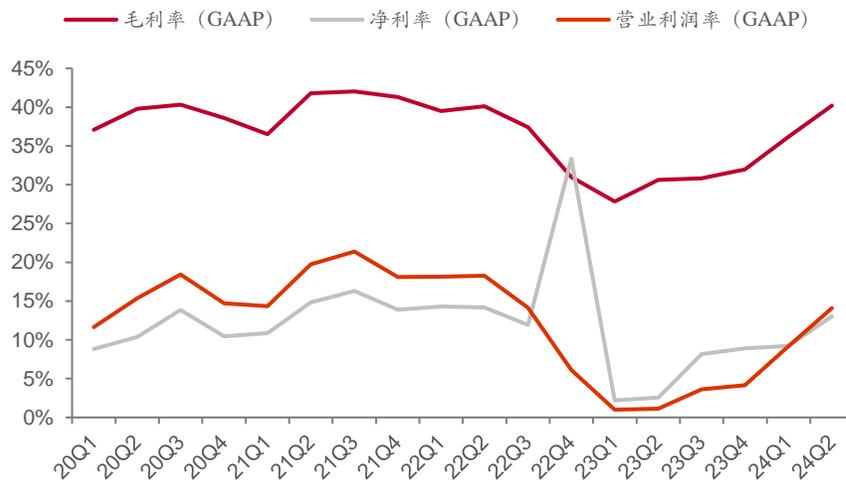
■ 盈利水平持续增长，利润超出预期。

- 毛利率：24Q2为40.2%，qoq+4pcts，yoy+9.6pcts。主要得益于对 DDR5、HBM 和其他高附加值内存产品的强劲需求，包括内存存在内的组件业务表现强劲，有助于提高盈利能力。
- 净利润(GAAP)：24Q2为9.64万亿韩元，同比增长523.32%，环比增长45.64%。净利率13.0%，qoq+3.81pcts，yoy+10.44pcts。
- EPS(GAAP)：24Q2为1615.25韩元。

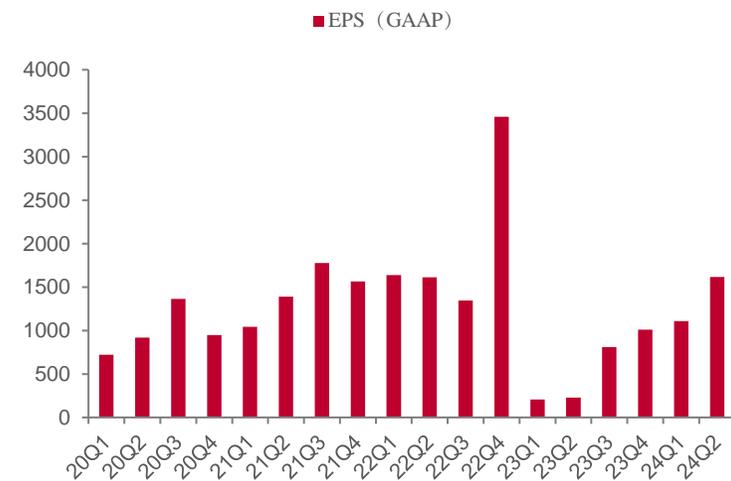
图表：季度净利润（GAAP，万亿韩元）



图表：季度毛利率、净利率、营业利润率（GAAP）



图表：季度EPS（GAAP，韩元）



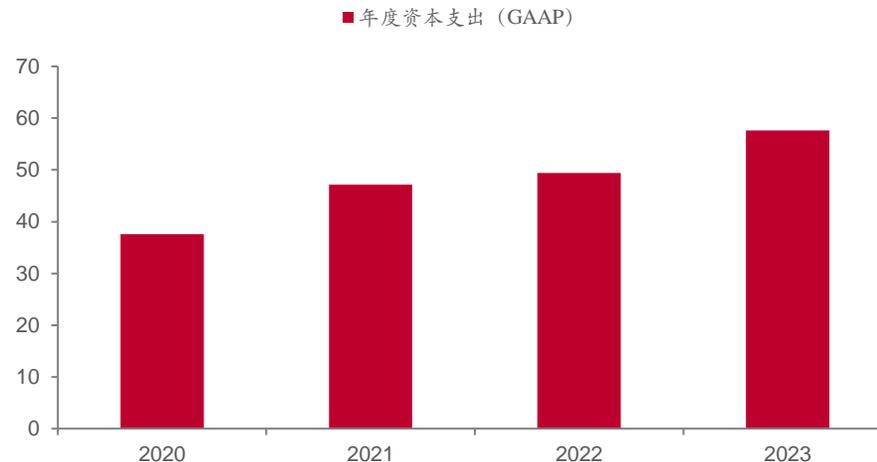
# 1.1、24Q2 财务情况：季度收入稳步增长，利润超出预期

- **Capex(Non-GAAP):** 24Q2 为12.1 万亿韩元，其中9.9 万亿韩元投资于 半导体（DS），1.8 万亿韩元投资于 Display。
- 24Q1 Capex(Non-GAAP) 11.3 万亿韩元，其中9.7 万亿投资半导体（DS），1.1 万亿投资在显示部门（Display）。
- **Memory:** 继续保持积极投资以满足对 HBM 和 DDR5 等高附加值产品的需求，同时持续投资于研发和后道能力。
- **Foundry:** 仍致力于投资研发以增强技术竞争力，24Q2 根据市场情况调整了设施和基础设施投资，资本支出较24Q1 有所下降。
- **Display:** 投资集中在IT OLED 晶圆厂，并额外投资于移动面板生产线以保持技术优势。

图表：季度资本开支（GAAP，万亿韩元）



图表：年度资本开支（GAAP，万亿韩元）



# 1.1、24Q2 财务情况：季度收入稳步增长，利润超出预期

- **DX (终端：移动通讯、网络、影像显示、数位家电、健康医疗)：24Q2收入42.07 万亿韩元，同增5%，环增-11%。**
- **MX/NW：24Q2收入27.38 万亿韩元，同增7%，环增-18%。**其中MX (智能手机)收入26.64 万亿韩元，同增8%，环增-19%，主因智能手机的季节性需求疲软。
- **VD/DA：24Q2收入14.42 万亿韩元，同增0.2%，环增7%。**
- **DS：24Q2收入28.56 万亿韩元，同增94%，环增23%，主因内存业务的复苏。**
- DS即半导体业务，主要包括存储、代工和设计三大分支。
- **存储：24Q2收入21.74 万亿韩元，同增142%，环增24%。**
- **SDC：24Q2收入7.64 万亿韩元，同增18%，环增42%，主因OLED 销售推动强劲。**
- **Harman：24Q2收入3.62 万亿韩元，同增4%，环增13%。**

图表：分业务收入情况 (GAAP, 万亿韩元)

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
<b>DX (智能手机、网络、视觉显示、数字家电、健康和医疗设备)</b>	<b>36.2</b>	<b>31.1</b>	<b>44.6</b>	<b>36.0</b>	<b>42.2</b>	<b>36.1</b>	<b>42.5</b>	<b>44.6</b>	<b>48.1</b>	<b>44.5</b>	<b>47.3</b>	<b>42.7</b>	<b>46.2</b>	<b>40.2</b>	<b>44.0</b>	<b>39.5</b>	<b>47.3</b>	<b>42.1</b>
YoY	-3%	-16%	11%	-5%	17%	16%	-5%	24%	14%	23%	11%	-4%	-4%	-10%	-7%	-7%	2%	5%
QoQ		-14%	43%	-19%	17%	-15%	18%	5%	8%	-8%	6%	-10%	8%	-13%	9%	-10%	20%	-11%
<b>DS (存储、系统LSI、晶圆代工)</b>	<b>24.1</b>	<b>25.0</b>	<b>25.9</b>	<b>27.9</b>	<b>25.8</b>	<b>29.5</b>	<b>35.1</b>	<b>26.3</b>	<b>26.9</b>	<b>28.5</b>	<b>23.0</b>	<b>20.1</b>	<b>13.7</b>	<b>14.7</b>	<b>16.4</b>	<b>21.7</b>	<b>23.1</b>	<b>28.6</b>
YoY	17%	6%	-3%	13%	7%	18%	35%	-6%	4%	-3%	-34%	-24%	-49%	-48%	-29%	8%	69%	94%
QoQ		4%	4%	8%	-8%	14%	19%	-25%	2%	6%	-19%	-13%	-32%	7%	12%	32%	7%	23%
<b>SDC (显示器)</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>7.3</b>	<b>10.0</b>	<b>6.9</b>	<b>6.9</b>	<b>8.9</b>	<b>9.1</b>	<b>8.0</b>	<b>7.7</b>	<b>9.4</b>	<b>9.3</b>	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	<b>8.2</b>	<b>9.7</b>	<b>5.4</b>	<b>7.7</b>
YoY	8%	-12%	-21%	24%	5%	2%	21%	-9%	15%	12%	6%	3%	-17%	-16%	-12%	4%	-18%	18%
QoQ		2%	9%	36%	-30%	-1%	29%	2%	-12%	-3%	22%	-1%	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%
<b>Harman (汽车电子、音响、物联网)</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>
YoY	-4%	-39%	0%	7%	13%	57%	-8%	-3%	13%	23%	51%	38%	19%	17%	5%	0%	1%	4%
QoQ		-27%	70%	12%	-19%	2%	-1%	19%	-6%	12%	22%	9%	-20%	10%	9%	3%	-18%	13%

# 1.1、24Q2 财务情况：季度收入稳步增长，利润超出预期

- DX (终端：移动通讯、网络、影像显示、数位家电、健康医疗)：24Q2营业利润2.72 万亿韩元，同增-29%，环增-33%。
- DS (半导体)：24Q2营业利润6.45 万亿韩元，环增238%。
- SDC (显示面板)：24Q2营业利润1.01 万亿韩元，同增20%，环增197%。
- Harman：24Q2营业利润0.32 万亿韩元，同增28%，环增33%。

图表：分业务营业利润 (GAAP, 万亿韩元)

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
<b>DX (智能手机、网络、视觉显示、数字家电、健康和医疗设备)</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>6.0</b>	<b>3.2</b>	<b>5.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.5</b>	<b>1.6</b>	<b>4.2</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>	<b>2.6</b>	<b>4.1</b>	<b>2.7</b>
YoY	11%	17%	74%	-3%	77%	61%	-31%	4%	-17%	-30%	-14%	-51%	-8%	27%	6%	59%	-3%	-29%
QoQ		-14%	125%	-46%	70%	-22%	-4%	-18%	35%	-34%	17%	-54%	157%	-9%	-3%	-30%	56%	-33%
<b>DS (存储、系统LSI、晶圆代工)</b>	<b>3.7</b>	<b>5.7</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>3.7</b>	<b>8.2</b>	<b>11.6</b>	<b>8.8</b>	<b>8.5</b>	<b>10.0</b>	<b>5.1</b>	<b>0.3</b>	<b>-4.6</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.8</b>	<b>-2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>6.5</b>
YoY	5%	38%	42%	54%	1%	43%	92%	57%	125%	21%	-56%	-97%	-154%	-144%	-173%	-911%	-	-
QoQ		54%	5%	-7%	-33%	120%	41%	-24%	-4%	18%	-49%	-95%	-1796%	-	-	-	-	238%
<b>SDC (显示器)</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>1.8</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>
YoY	49%	-60%	-60%	703%	227%	330%	216%	-25%	199%	-17%	33%	38%	-28%	-21%	-2%	10%	-56%	20%
QoQ		-204%	58%	271%	-79%	252%	16%	-12%	-17%	-3%	87%	-8%	-57%	8%	131%	4%	-83%	197%
<b>Harman (汽车电子、音响、物联网)</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
YoY	-2446%	-201%	54%	53%	160%	214%	2%	19%	-12%	-6%	101%	68%	30%	150%	45%	-8%	85%	28%
QoQ		-50%	-263%	22%	-39%	-6%	45%	42%	-55%	0%	210%	19%	-65%	92%	80%	-24%	-29%	33%

# 1.1、24Q2 财务情况：季度收入稳步增长，利润超出预期

- DX (终端：移动通讯、网络、影像显示、数位家电、健康医疗)：24Q2利润率6.5%，同比-3.06pcts，环比-2.14pcts。
- DS (半导体)：24Q2利润率22.6%，同比+52.18pcts，环比+14.33pcts，存储价格提升。
- SDC (显示面板)：24Q2利润率13.2%，同比+0.24pcts，环比+6.89pcts，OLED价格提升。
- Harman：24Q2利润率8.8%，同比+1.7pcts，环比+1.34pcts。

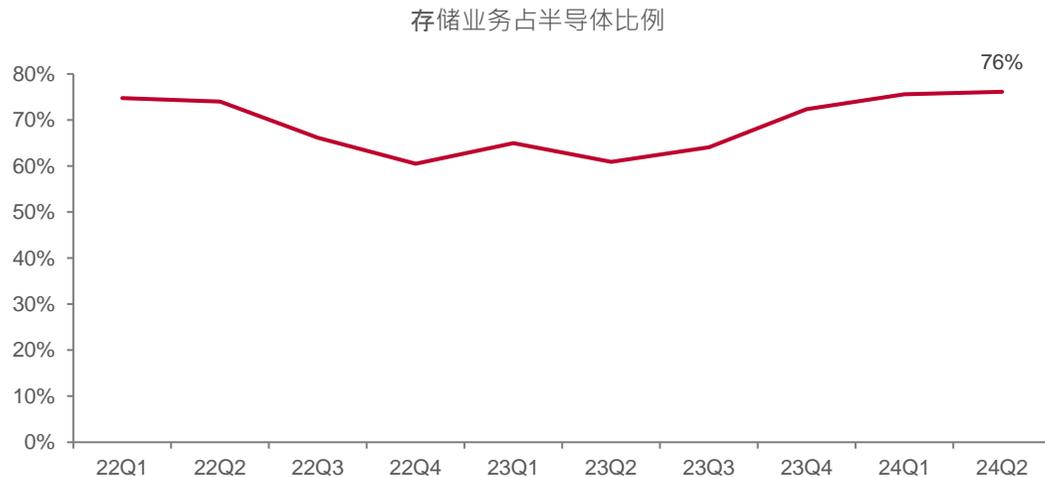
图表：分业务营业利润率

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
<b>DX (智能手机、网络、视觉显示、数字家电、健康和医疗设备)</b>	9%	9%	13%	9%	13%	12%	10%	8%	9%	7%	7%	4%	9%	10%	8%	7%	9%	6%
YoY(pct)					4	3	-4	-1	-4	-5	-2	-4	0	3	1	3	-1	-3
QoQ(pct)		0	5	-4	4	-1	-2	-2	2	-3	1	-4	5	0	-1	-2	2	-2
<b>DS (存储、系统LSI、晶圆代工)</b>	15%	23%	23%	20%	15%	28%	33%	34%	31%	35%	22%	1%	-33%	-30%	-23%	-10%	8%	23%
YoY(pct)					-1	5	10	13	17	7	-11	-32	-65	-65	-45	-11	42	52
QoQ(pct)		7	0	-3	-6	13	5	1	-2	4	-13	-21	-35	4	7	13	18	14
<b>SDC (显示器)</b>	-4%	4%	6%	18%	5%	19%	17%	15%	14%	14%	21%	20%	12%	13%	24%	21%	6%	13%
YoY(pct)					10	14	10	-3	8	-5	4	5	-2	-1	3	1	-5	0
QoQ(pct)		9	2	11	-12	13	-2	-2	-1	0	7	-2	-8	1	11	-3	-14	7
<b>Harman (汽车电子、音响、物联网)</b>	-9%	-6%	6%	6%	5%	4%	6%	8%	4%	3%	9%	9%	4%	7%	12%	9%	8%	9%
YoY(pct)					14	10	1	1	-1	-1	2	2	0	4	3	-1	3	2
QoQ(pct)		3	12	1	-2	0	2	1	-4	0	5	1	-5	3	5	-3	-1	1

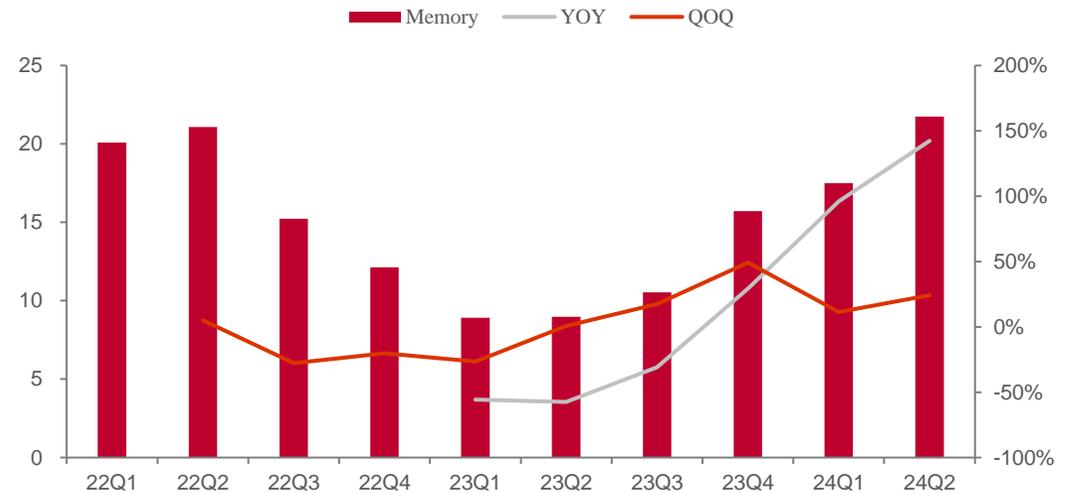
## 1.2、DS（半导体）：存储业务

- Q2 HBM、DDR5、eSSD需求保持旺盛，DRAM、NAND出货量趋势分化。
- Q2行业情况：客户扩大AI投资、HBM的需求强劲，对传统DRAM和SSD的需求也强劲。
- Q2公司情况：HBM、DDR5和其他AI高价值量销售增长，同时整体价格改善，季度收益大幅增加。销售公司率先开发的基于1bnm 32Gb DDR5量产的128GB，扩大公司在DDR5领先地位。HBM销量环增50%，服务器DDR5销量环增80%
- Q2半导体中存储收入占比76%，Q2收入环增24%。
- Q2 DRAM：出货量环增5%左右，ASP环比提升15%-20%。
- Q2 NAND：出货量环降5%左右，ASP环比提升20%-25%。

图表：存储业务占半导体收入比例



图表：存储收入（万亿韩元）



- 预计Q3出货量环增个位数，Q3价格继续上涨、但不同应用有分化，展望HBM、服务器将限制DRAM、NAND传统产品的供应。
- 预期Q3商业环境依然有利，市场价格继续上涨，但不同产品涨幅有差异；预计DRAM、NAND的位元出货量增长低个位数（0~5%），出货量环增幅度收窄，主要是因为Q2高基数及终端客户库存增加。
- H2行业展望：持续投资AI，预计HBM、DDR5和SSD等服务器产品需求仍然强劲。HBM和服务器DRAM产销量增加可能会进一步限制DRAM和NAND的传统供应
- H2公司展望：扩大AI高价值量产品的销售，包括HBM3E和基于1b nano 32Gb DDR5技术的高密度服务器存储模组。通过优化适用于所有应用（包括服务器、PC和移动设备）的QLC产品线并扩大面向AI服务器SSD销售，巩固在QLC的领先地位。
- **HBM3E有望24Q3量产，预计25年HBM产能翻倍。**
- HBM3：向所有主要GPU客户量产，Q2收入环比增长3倍左右。12层占HBM3收入的2/3。
- 8层HBM3E：24Q2初向客户送样，计划Q3规模量产。12层HBM3E：已送样，并完成量产前准备，计划在H2根据客户要求去出货。HBM3E出货预计Q3占比15%左右，Q4达到60%。
- HBM4计划25H2推出。发展定制化HBM去应对客户需求。
- HBM产能：2024年HBM的位元生产量和承诺产出是2023年的4倍；三星追求产能领先，期望2025年的产能是2024年的2倍。
- **大容量SSD需求旺盛。**
- 随着AI发展，服务器SSD需求急剧增长。服务器SSD收入将受益于改善的ASP/出货量增长和更好的产品组合，这将提高H2的表现。服务器SSD销量在24财年可能同比4倍成长。16TB TLC SSD在2024年的销量同比增长10倍，QLC SSD在SSD中占10-15%，QLC SSD是一个潜在的需求来源。16/32TB QLC SSD（占大部分QLC SSD）已量产。64TB SS计划24H2量产。
- **DRAM、NAND供应持续受限，DRAM、NAND向高级制程切换。**
- 2025年将看到由生成式AI应用带来的非常强劲的需求。随着HBM量产，先进制程的传统DRAM将持续看到供应受限。NAND由于去年减产以及产量增长有限，供应将保持紧张。
- 三星早些时候收到了2025年DRAM和NAND（LTA）的年度合同。继续将DRAM（即1xnm/1znm）和NAND（V7/V8）迁移到高级制程，包括1bnm/1cnm DRAM和V9 NAND。

## 1.3、DS（半导体）：代工和设计业务

- 代工业务稳步成长，预计25年量产2nm。
  - 公司Q2情况：由于需求复苏，收益连续增长。5nm以下订单的AI/HPC客户同比增加了1倍。2025年大规模生产2nm。
  - 市场展望：得益于移动需求反弹和AI/HPC需求增加，整体晶圆代工市场将会增长，尤其是先进制程。
  - 公司展望：2024年预计，得益于第二代3nm GAA技术在5nm以下先进技术中的全面量产，公司收入增长将超过市场水平。将扩大AI和HPC应用的订单量，目标是到2028年，公司客户群将比2023年增加4倍，销售额将增加9倍。
  - 三星第一代3nm GAA 2022年量产，第二代3nm GAA预计在24H2进入移动可穿戴设备，2nm GAA预计在2025年量产。
- 设计业务（System LSI）H1收入同增50%。
  - 三星半导体设计部门产品涵盖了处理器、CMOS、显示芯片、PMIC等产品线。
  - 公司Q2情况：由于主要客户旗舰产品SOC、CMOS和DDIC供应增加，收益改善，推动H1收入同增50%，创同期新高。
  - 公司展望：专注Exynos-2500的稳定供应，并将2亿像素CMOS在智能手机相机中的应用从广角扩展到长焦。计划在下半年为一个美国客户的新机型提供DDIC，并在Q4批量生产新的服务器PMIC产品。考虑到和上半年比较，下半年智能手机零部件的采购需求可能会减弱。

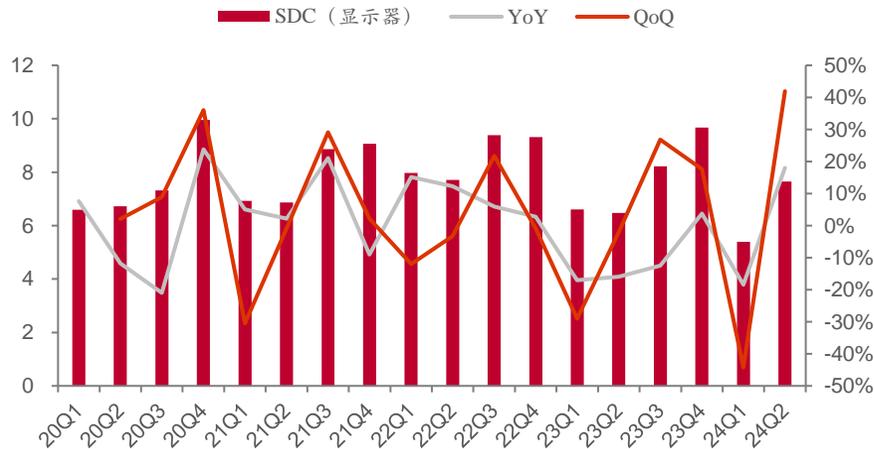
图表：三星System LSI官网列示的产品



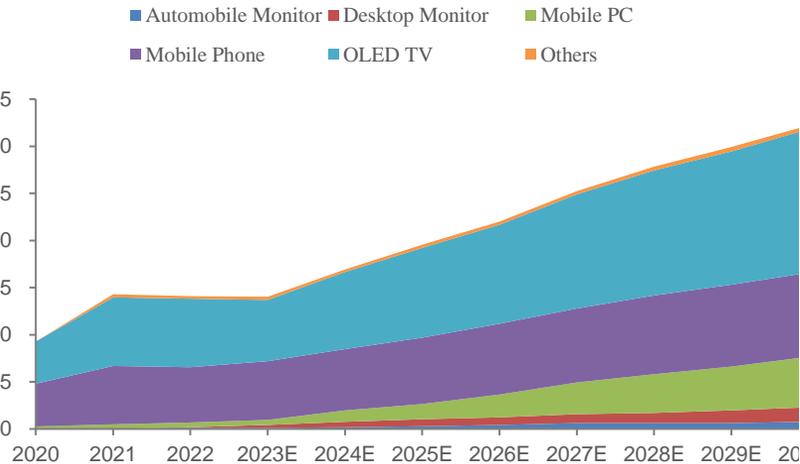
## 1.4、SDC（显示面板）

- **OLED渗透率提升，三星积极布局产能。**
  - 分为移动显示和大面板，24Q2移动显示贡献90%以上收入。
  - **24Q2情况**
    - 1) 移动端：Q2环比改善，由于强劲的旗舰需求和刚性面板销售增加
    - 2) 大面板：扩大了面向游戏显示器市场的新型高分辨率、高刷新率面板的销售。由于高端电视市场对 OLED 面板的需求增加，销售情况稳健。
  - **24H2展望**
    - 1) 移动端：市场层面，由于主要客户推出新手机以及AI手机引发的替代需求，销量将有所改善，但面板制造商之间的竞争可能会加剧。公司层面，建立稳定的供应，提供具有提高能耗、亮度、厚度和耐用性的新产品，希望通过利用质量保证和生产力提高来提高销售和盈利能力。
    - 2) 大面板：通过将生产集中在高利润的QD-OLED面板上，并提供更全面的产品来提高销量。
  - IT用OLED市场（IT用OLED是指适用于平板电脑和笔记本电脑等IT产品的OLED）：OLED的使用正在增加，三星生产5.5代和6代厂IT用OLED，并正在对8.6代厂进行投资。

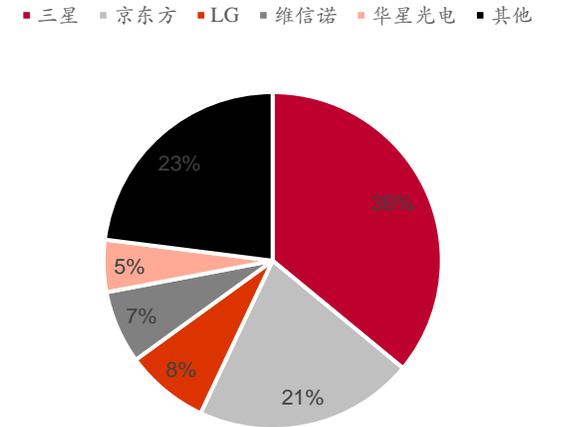
图表：三星面板收入（万亿韩元）



图表：2022-2032 OLED需求预测（亿美元）



图表：全球OLED产能份额



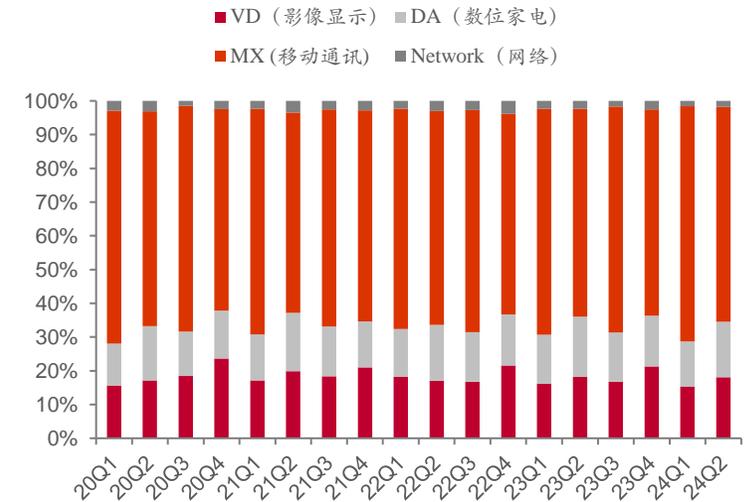
# 1.5、DX (终端)

- DX部门收入环比下降11%，主要系移动通讯部门（手机部门为主）收入季节性环比下降。
- 三星DX（Device Experience）事业群涵盖：影像显示事业部（Visual Display）、数位家电事业部（Digital Appliances）、健康医疗器材事业部（Health & Medical Equipment）、移动通讯事业部（Mobile eXperience）及网络事业部（Networks）。
- 24Q2 DX分部门收入增速：
  - 1) MX（移动通讯）：Q2收入占比63%，收入yoy+8%，qoq-19%。Q2智能手机季节性趋势继续下降，特别是高端市场。MX部门Q2智能手机出货量为5400万部，平板电脑出货量为700万台，智能手机的ASP是279美元。S24系列销售继续强劲，Q2两款出货量都实现了两位数的增长。由于关键零部件价格上涨导致成本增加，Q2盈利能力环比略有下降，24H1盈利依然保持在2位数。
  - 2) VD（影像显示）：Q2收入占比18%，收入yoy+4%，qoq+4%。电视市场需求同比增长，尤其是在发达国家，且环比也略有增长，这主要得益于全球体育赛事。由于面板价格相关成本增加以及市场竞争加剧，公司盈利能力同比下降，凭借2024年新机型的差异化发布，公司专注于Neo QLED/OLED/Lifestyle等战略产品巩固了在高端市场的领导地位。
  - 3) DA（数位家电）：Q2收入占比16%，收入yoy-4%，qoq+10%。成功推出了新的 BESPOKE AI 产品，并在旺季扩大了空调的销量。
  - 4) Network（网络）：Q2收入占比2%，收入yoy-21%，qoq+0%。收入与Q1持平。

图表：三星DX部门收入（万亿韩元）

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
DX	36.2	31.1	44.6	36.0	42.2	36.1	42.5	44.6	48.1	44.5	47.3	42.7	46.2	40.2	44.0	39.5	47.3	42.1
yoy					17%	16%	-5%	24%	14%	23%	11%	-4%	-4%	-10%	-7%	-7%	2%	5%
qoq					17%	-15%	18%	5%	8%	-8%	6%	-10%	8%	-13%	9%	-10%	20%	-11%
VD (影像显示)	5.7	5.3	8.2	8.5	7.2	7.2	7.8	9.3	8.7	7.5	7.9	9.2	7.4	7.3	7.3	8.4	7.2	7.5
yoy					28%	35%	-5%	9%	21%	5%	1%	-1%	-15%	-4%	-7%	-9%	-3%	4%
qoq					-15%	-1%	9%	19%	-6%	-14%	4%	17%	-19%	-2%	1%	14%	-14%	4%
DA (数位家电)	4.5	5.0	5.9	5.1	5.8	6.2	6.3	6.1	6.8	7.3	6.9	6.4	6.7	7.1	6.4	5.9	6.3	6.9
yoy					28%	24%	7%	19%	17%	17%	10%	6%	-1%	-2%	-7%	-8%	-6%	-4%
qoq					13%	8%	1%	-4%	11%	8%	-5%	-7%	4%	7%	-11%	-8%	6%	10%
MX (移动通讯)	25.0	19.8	29.8	21.5	28.2	21.4	27.3	27.7	31.2	28.0	30.9	25.3	30.7	24.6	29.3	24.0	32.8	26.6
yoy					13%	8%	-8%	29%	11%	31%	13%	-9%	-2%	-12%	-5%	-5%	7%	8%
qoq					31%	-24%	28%	1%	13%	-10%	10%	-18%	22%	-20%	19%	-18%	36%	-19%
Network (网络)	1.1	1.0	0.7	0.9	1.0	1.2	1.1	1.3	1.1	1.3	1.3	1.6	1.1	0.9	0.8	1.0	0.7	0.7
yoy					-5%	30%	58%	42%	14%	8%	20%	30%	-5%	-30%	-42%	-38%	-31%	-21%
qoq					14%	24%	-13%	16%	-9%	18%	-4%	26%	-33%	-13%	-20%	35%	-27%	0%

图表：三星DX部门收入占比



- 展望H2手机行业同比增长，其中高端机需求好，非高端机增长率放缓。电视市场H2进入旺季。
- 1) **MX（移动通讯）24H2展望：**手机市场，随着AI需求增长以及配备创新功能新品推出，对高端智能产品需求不断增加，预计H2智能手机市场预计将同比增长，但由于渠道库存积累导致一些供应商在上半年过度销售以及材料成本上升，非高端市场增长率预计将放缓。三星计划通过扩大旗舰智能手机的销售和生态系统产品来推动手机收入增长。平板电脑市场，预计将随着即将到来的产品更换周期和主要供应商的发布而增长。智能手表市场，由于与健康相关的持续需求和升级需求，预计智能手表市场的价值将略有增长。随着大品牌新产品推出，TWS的需求也将增长。智能戒指市场，由于客户对睡眠和健康管理产品的兴趣增加，以及三星新产品发布的影响，市场预计将显著增长。
- 预计Q3手机出货量和ASP均有提升，平板电脑持平。
- 2) **VD（影像显示）24H2展望：**预计由于对QLED、OLED和大型电视需求增长，电视市场整体需求将进一步复苏。公司将通过加强针对高端和大型电视的销售计划，提前抢占下半年的旺季需求。并通过提升公司在人工智能/安全/设计/智能物联等领域的差异化竞争力来引领市场增长。



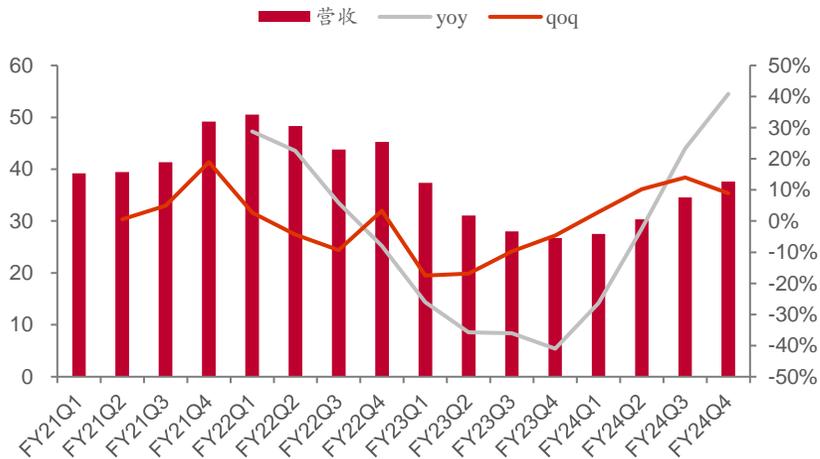


## 2.1 FY24Q4财务数据

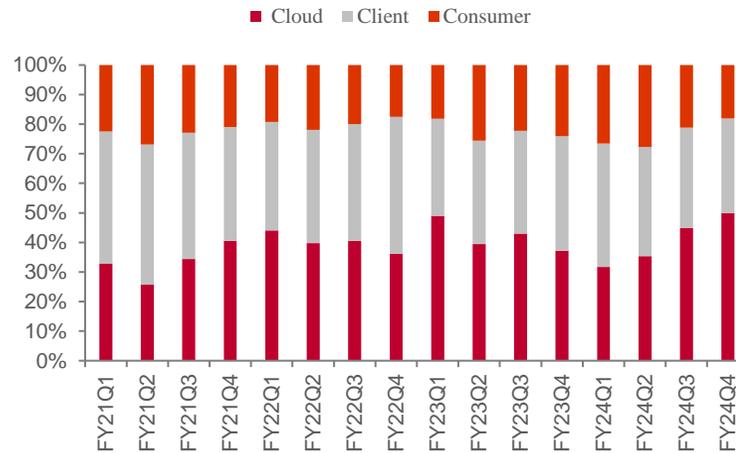
### ■ FY24Q4收入环增9%。

- 收入：FY24Q4收入为38亿美元，环比增长9%，同比增长41%，收入持续上升。
- 分应用：Cloud/Client/Consumer收入占比50%/32%/18%，Cloud收入环增21%，Client收入环增3%，Consumer收入环增-7%。
- 分产品：Flash/HDD收入占比47%/53%，Flash收入环增3%，HDD收入环增14%。

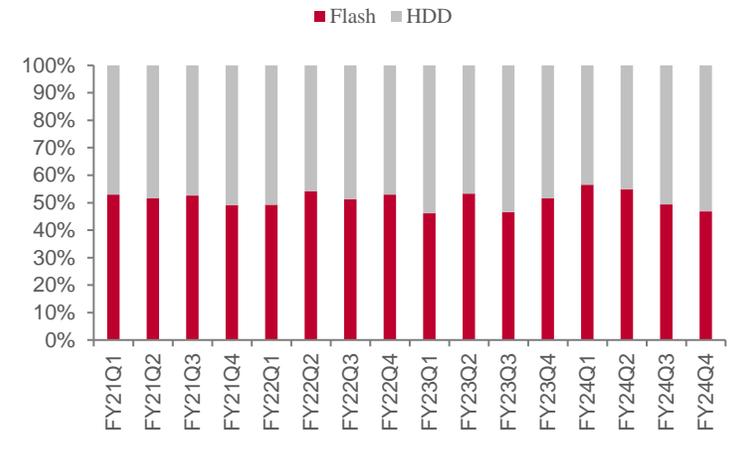
图表：季度收入、yoy和qoq (GAAP, 亿美元)



图表：营收构成 (分应用)



图表：营收构成 (分产品)

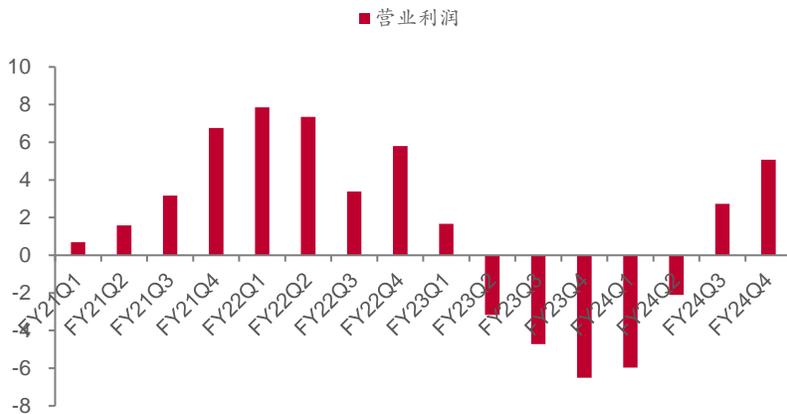


## 2.1 FY24Q4财务数据

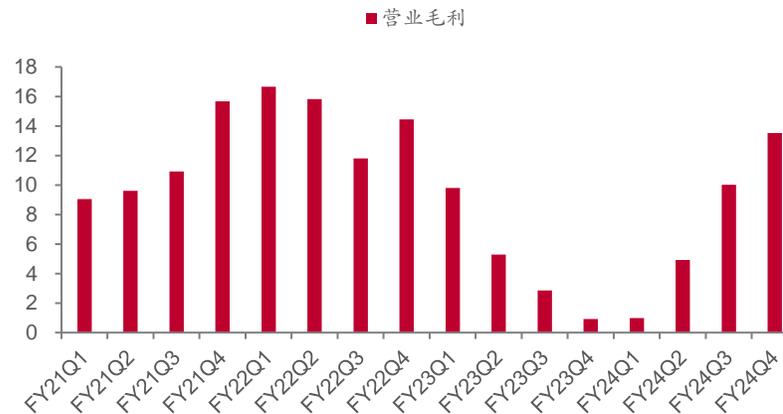
■ 盈利能力改善，利润增长。

- 营业利润：FY24Q4为5.07亿美元，环比增加85.7%。
- 毛利润：FY24Q4为13.53亿美元，环比增加35.2%。
- 净利润：FY24Q4为3.3亿美元，环比增加144.4%。

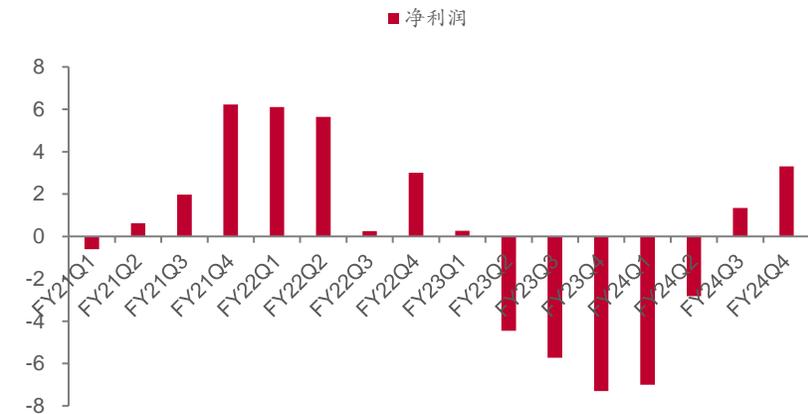
图表：单季度营业利润（GAAP，亿美元）



图表：单季度毛利润（GAAP，亿美元）



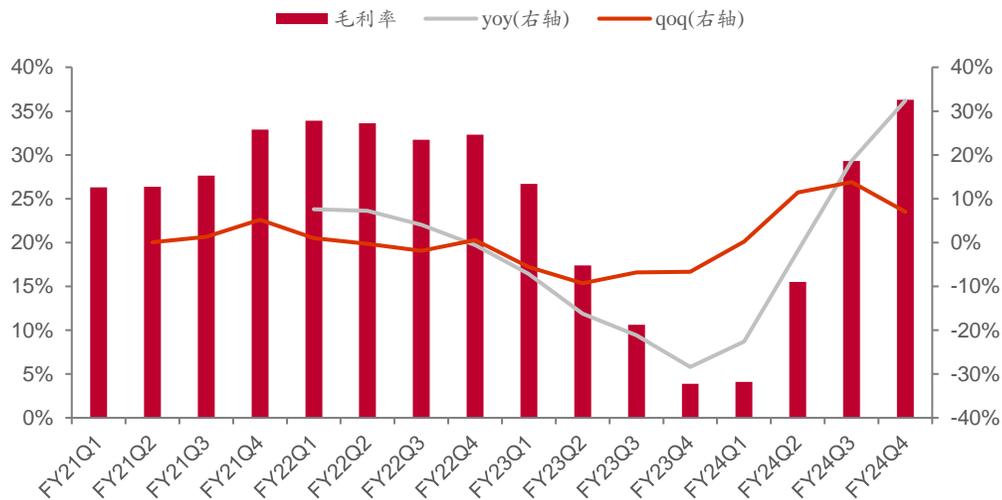
图表：单季度净利润（GAAP）



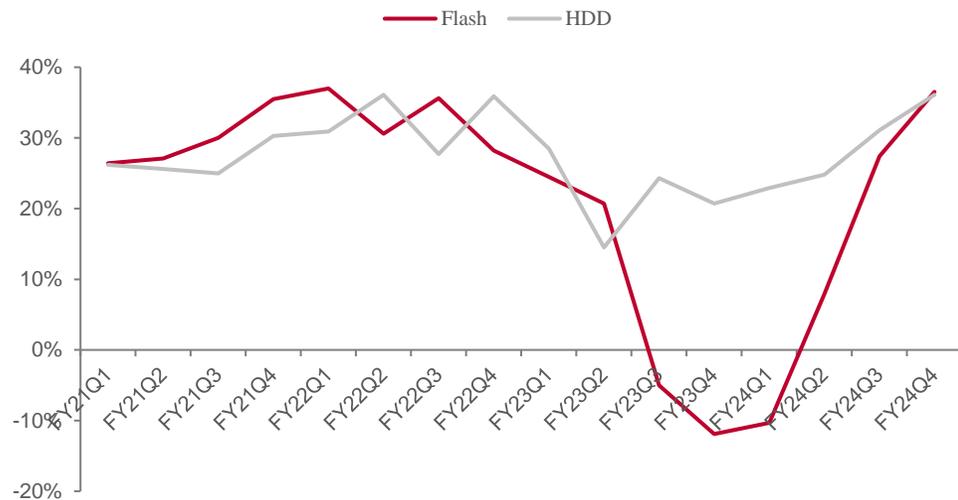
■ 盈利能力改善，毛利率超出预期。

- 毛利率(Non-GAAP): FY24Q4整体毛利率为36.3%，yoy+32.4pcts，qoq+7pcts，远高于指引范围。主因定价更优、成本降低，销售增加。
- Flash: FY24Q4毛利率为36.5%，yoy+48.4pcts，qoq+15.4pcts。
- HDD: FY24Q4毛利率为36.1%，yoy+9.1pcts，qoq+5pcts。

图表：季度毛利率变化 (Non-GAAP)



图表：各产品季度毛利率变化 (Non-GAAP)

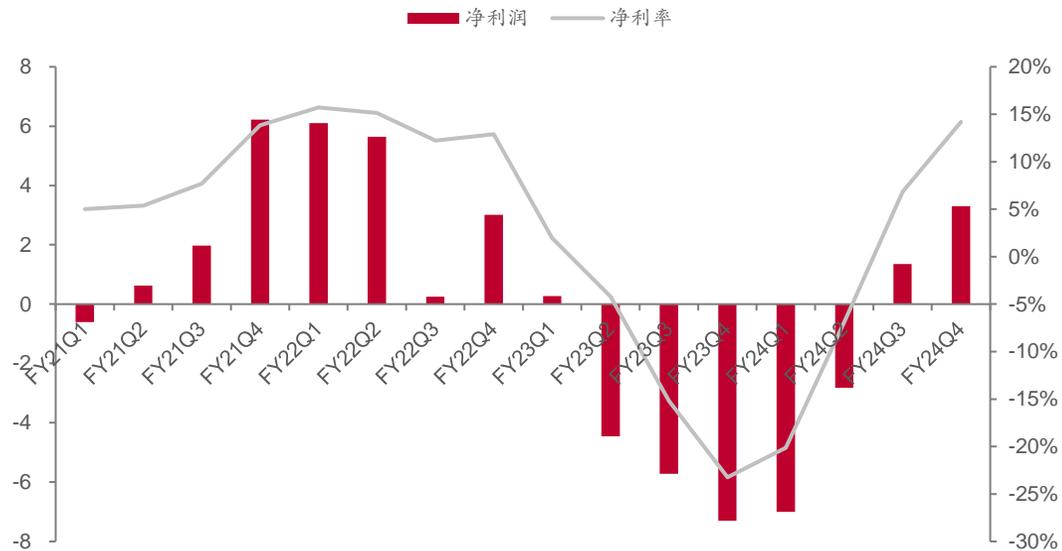


## 2.1 FY24Q4财务数据

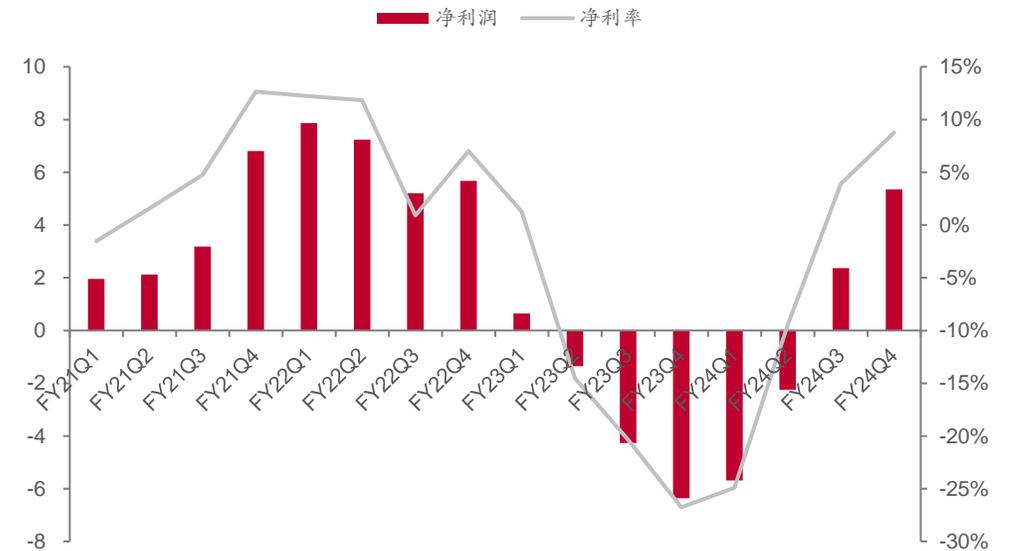
### ■ 净利润&净利率：

- GAAP：净利润为3.3亿美元，环比增加144.4%。净利率为14.2%，yoy+37.5pcts，qoq+7.4pcts。
- Non-GAAP：净利润为5.35亿美元，环比增加125.7%，同比增加了11.71亿美元。净利率为8.8%，yoy+35.5pcts，qoq+4.86pcts。

图表：季度净利润及净利率变化（GAAP, 亿美元）



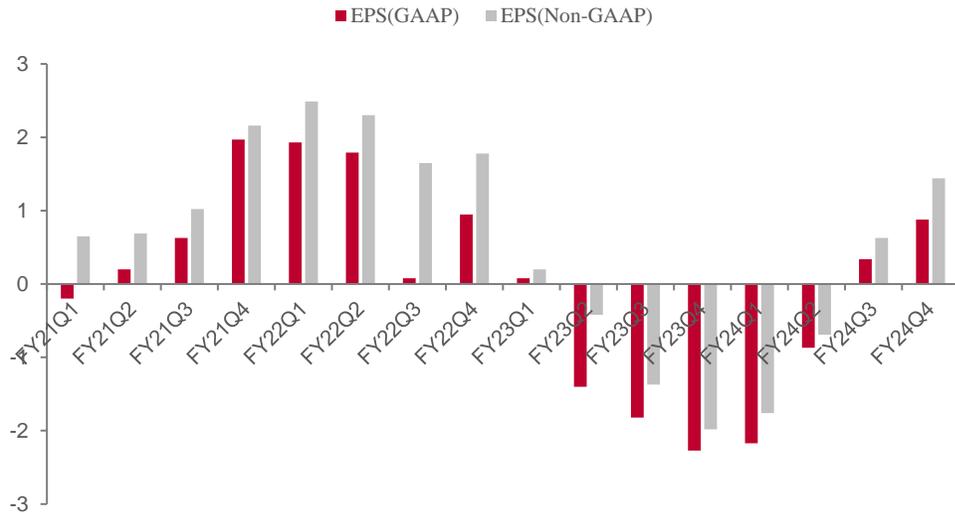
图表：季度净利润及净利率变化（Non-GAAP, 亿美元）



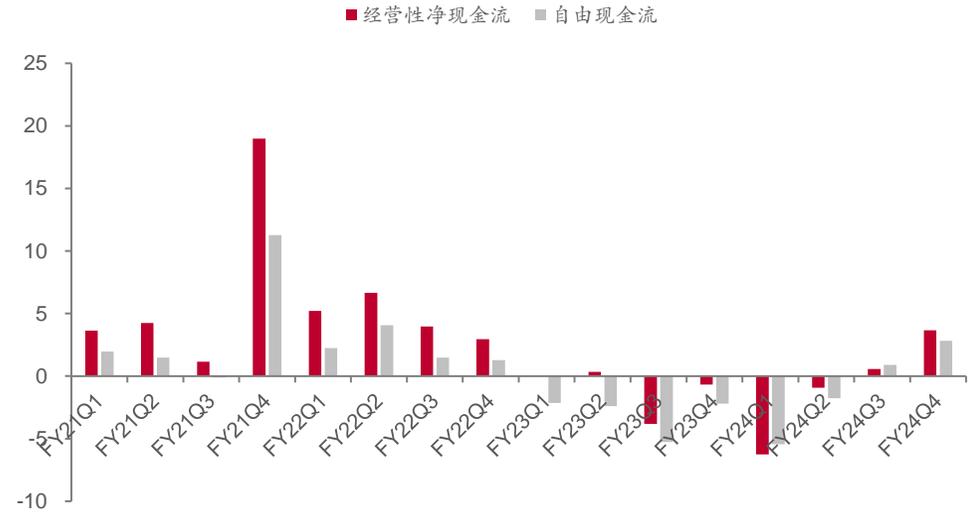
## 2.1 FY24Q4财务数据

- EPS(GAAP)为0.88美元，EPS(Non-GAAP)为1.44美元。高于市场预期。
- 现金流：经营性净现金流为3.66亿美元。自由现金流为2.82亿美元。

图表：季度EPS（美元）



图表：季度现金流（亿美元）



## 2.2、分部分业绩情况

### 分应用：

- **Cloud:** Cloud收入为19亿美元，环增21%，同增89%。HDD 出货量提升和涨价，以及企业级 SSD 出货量和涨价。
- **Client:** Client收入为12亿美元，环增3%，同增16%。Flash售价提升，抵消了Flash位出货量的下降和HDD下降。
- **Consumer:** Consumer收入为7亿美元，环增-7%，同增5%。Flash和 HDD 位元出货量下降，但部分被Flash和 HDD 平均售价上升所抵消。

图表：Cloud/Client/Consumer季度收入、yoy及qoq

	2020/07- 2020/09	2020/10- 2020/12	2021/01- 2021/03	2021/04- 2021/06	2021/07- 2021/09	2021/10- 2021/12	2022/01- 2022/03	2022/04- 2022/06	2022/07- 2022/09	2022/10- 2022/12	2023/01- 2023/03	2023/04- 2023/06	2023/07- 2023/09	2023/10- 2023/12	2024/01- 2024/03	2024/04- 2024/06
	FY21Q1	FY21Q2	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
<b>Cloud (亿美元)</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>19</b>
YoY					72%	89%	25%	-18%	-18%	-36%	-32%	-39%	-52%	-13%	29%	89%
QoQ		-21%	40%	40%	12%	-14%	-8%	-8%	12%	-33%	-2%	-18%	-12%	23%	45%	21%
<b>Client (亿美元)</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
YoY					6%	-1%	-2%	11%	-34%	-41%	-44%	-51%	-7%	3%	20%	16%
QoQ		7%	-5%	7%	-2%	0%	-7%	21%	-41%	-11%	-10%	6%	11%	-2%	5%	3%
<b>Consumer (亿美元)</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
YoY					10%	0%	-8%	-23%	-30%	-25%	-29%	-19%	8%	6%	17%	5%
QoQ		20%	-11%	9%	-6%	9%	-17%	-9%	-15%	17%	-22%	3%	14%	15%	-13%	-7%

## 2.2、分部分业绩情况

### ■ 分产品:

- **Flash:** Flash收入为18亿美元，环增3%，同增28%。Flash收入的成长主要是由于云端的复苏以及客户组合向游戏等转化，同时消费者端有所下降。FY24Q4的产品组合是动态的，以抵消消费和渠道交易市场的疲软。
- **HDD:** HDD收入为20亿美元，环增14%，同增55%。HDD收入增长主要是需求增加和涨价，

图表：Flash/HDD季度收入、yoy及qoq

	2020/07- 2020/09	2020/10- 2020/12	2021/01- 2021/03	2021/04- 2021/06	2021/07- 2021/09	2021/10- 2021/12	2022/01- 2022/03	2022/04- 2022/06	2022/07- 2022/09	2022/10- 2022/12	2023/01- 2023/03	2023/04- 2023/06	2023/07- 2023/09	2023/10- 2023/12	2024/01- 2024/03	2024/04- 2024/06
	FY21Q1	FY21Q2	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
<b>Flash (亿美元)</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
YoY					20%	29%	3%	-1%	-31%	-37%	-42%	-43%	-10%	0%	30%	28%
QoQ		-2%	7%	11%	3%	5%	-14%	7%	-28%	-4%	-21%	5%	13%	7%	2%	3%
<b>HDD (亿美元)</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>20</b>
YoY					39%	16%	9%	-15%	-21%	-34%	-30%	-39%	-41%	-6%	17%	55%
QoQ		4%	3%	27%	2%	-14%	-3%	0%	-5%	-28%	3%	-13%	-8%	14%	28%	14%

- **Flash、HDD ASP上升，Flash出货量下降，HDD出货量上升。**
- Flash: Flash出货量环增-7%，混合ASP环增14%，可比ASP环增11%。
- HDD: HDD出货量环增12%，每件ASP为163美元，环增12.4%。

图表：Flash/Hard Drive出货量入环比和ASP环比趋势

	2021/07- 2021/09	2021/10- 2021/12	2022/01- 2022/03	2022/04- 2022/06	2022/07- 2022/09	2022/10- 2022/12	2023/01- 2023/03	2023/04- 2023/06	2023/07- 2023/09	2023/10- 2023/12	2024/01- 2024/03	2024/04- 2024/06
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
<b>Flash</b>												
出货量qoq	8%	13%	-14%	6%	-10%	20%	-14%	15%	26%	-2%	-15%	-7%
混合ASP qoq	-3%	-6%	-1%	2%	-22%	-20%	-10%	-6%	-10%	10%	18%	14%
可比ASP qoq	0%	-3%	-2%	+0~5%	-17%	-13%	-12%	-9%	-4%	7%	18%	11%
<b>Hard Drive</b>												
出货量qoq	4%	-14%	1%	1%	1%	-35%	15%	-18%	-5%	14%	41%	12%
每件ASP (美元)	102	97	101	120	125	99	109	99	112	122	145	163

- 各应用HDD销售量保持稳定。
- Client: Client HDD货销数量为230万件，环比有所下降。
- Cloud: Cloud HDD货销数量为790万件，环比提升。
- Consumer: Consumer HDD货销数量为190万件，基本环比持平。

图表：Client/Cloud/Consumer HDD销售量

单位：百万件	2021/07-	2021/10-	2022/01-	2022/04-	2022/07-	2022/10-	2023/01-	2023/04-	2023/07-	2023/10-	2024/01-	2024/04-
	2021/09	2021/12	2022/03	2022/06	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09	2023/12	2024/03	2024/06
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
Client	7.8	6.7	5.7	3.9	3.4	4	3.6	3.3	2.6	2.7	2.5	2.3
Cloud	11.4	9.8	9.7	9.3	8.6	5.5	6.3	5.8	5.3	5.9	7.3	7.9
Consumer	4.9	5.1	4.4	3.3	2.7	3.4	2.7	2.7	2.5	2.2	1.9	1.9
总HDD销售量	24.1	21.6	19.8	16.5	14.7	12.9	12.6	11.8	10.4	10.8	11.7	12.1

- **FY25Q1指引：收入和毛利率继续环比改善**
  - 预计Flash和HDD的收入和毛利率将比去年同期改善。
  - 预计营业收入40亿-42亿美元，毛利率37%-39%。
  - 预计营运费用将小幅增加至6.95亿美元至7.15亿美元之间。

图表：FY25Q1指引

	GAAP	Non-GAAP <sup>(2)</sup>
<b>Revenue (\$ B)</b>	\$ 4.00 - \$ 4.20	\$ 4.00 - \$ 4.20
<b>Gross Margin %</b>	36.5% - 38.5%	37.0% - 39.0%
<b>Operating Expenses (\$ M)</b>	\$ 845 - \$ 885	\$ 695 - \$ 715
<b>Interest and Other Expense, net (\$ M)</b>	~ \$ 110	~ \$ 110
<b>Tax Rate %<sup>(3)</sup></b>	N/A	15% - 17%
<b>EPS - Diluted</b>	N/A	\$ 1.55 - \$ 1.85
<b>Share Count - Diluted (in millions)</b>	~ 360	~ 360

- 资本开支占营收比例维持在2%左右，保持纪律性、保障盈利。
  - FY24现金资本开支：2.44亿美元，占营收1.9%，同比下降69%。
  - 预计FY25Q1现金资本支出将与FY24Q4大致持平，占营收的2%左右，公司将继续专注于业务的获利能力。
  
- NAND满产能运行，预计24H2 NAND供不应求、企业级SSD需求继续强劲。
  - Flash FY25Q1展望：企业级SSD的持续拉动和移动端季节性复苏，预计将拉动15%~20%的位元增长，ASP环比提升0%~5%。
  - 展望FY25，预计企业级SSD在产品组合中份额达到二位数。
  - NAND晶圆厂满载运转。
  - 预期24H2企业级SSD需求继续强劲，个人电脑市场在24Q3会出现库存再平衡，这种情况随着全年的发展而有所改善。
  - 预计24H2 NAND需求将超过供应。
  - HDD FY25Q1展望：预计需求增加和价格更有优势。



## 3、风险提示

### ■ 风险提示

- 根据西部数据和三星官网整理和翻译，未经公司确认，请审慎使用
- 研报信息更新不及时等

# 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改