

关税影响汽车业务下季表现,指引工业增长延续至 FY25Q3

推荐(维持)

ADI (ADI.O) FY25Q2 跟踪报告

事件:

ADI(亚德诺)近日发布 FY25Q2 季报, FY25Q2 营收 26.4 亿美元, 同比+22.3%/环比+9%; 毛利率 69.4%, 同比+2.7pcts/+0.6pct。综合财报及交流会议信息, 总结要点如下:

评论:

1、FY25Q2 营收超指引中值, 渠道库存周数略下降。

FY25Q2 营收 26.4 亿美元, 同比+22.3%/环比+9%, 超指引中值; 毛利率 69.4%, 同比+2.7pcts/+0.6pct, 环比增长主要系产能利用率提升; 营业利润率 41.2%, 库存环比增加 5000 万美元, DOI 减少至 169 天, 渠道库存周数略有下降。

2、工业各细分领域全面复苏, 汽车业务环比高增。

1) 工业: 营收占比 44%, 同比+17%/环比+8%, 各子行业及地区全面复苏, 航空航天/国防/ATE 领涨; 2) 汽车: 营收占比 32%, 同比+24%/环比+16%, 领先连接方案和功能安全电源需求主导增长, 尤其在中国、欧洲和北美环比增长; 3) 通讯: 营收占比 12%, 同比+32%/环比+5%, 有线和数据中心约占通信业务总量 2/3, AI 建设驱动电源和光学控制产品, 无线收入同比下降/环比增长; 4) 消费: 营收占比 12%, 同比+30%/环比持平, 产品价值量提升。

3、指引 FY25Q3 营收同环比增长, 工业及消费环比引领增长。

FY25Q3 营收指引 26.5-28.5 亿美元, 指引中值同比+19.05%/环比+4.17%; 营业利润率指引中值为 40.5%-42.5%, 同比+0.3pct/环比+0.3pct, EPS 1.91-1.93 美元; 公司指引工业和消费将引领环比增长, 通信环比增长, 汽车环比回落。

4、指引中国汽车市场 FY25Q3 仍增长, 工业部门增长动能延续至下季度。

1) 汽车: FY25Q2 超预期增长, 订单量显著提升, 考虑到存在关税调整前需求前置, 指引 FY25Q3 下降, 中国市场预计仍增长, 需求前置弱于欧美市场, 预计下半年汽车 SAR 需求将走弱, 单车半导体价值量提升部分抵消 SAR 下行压力; 2) 工业: 工业自动化板块持续呈现增长态势, 本季度订单出货比超过 1, 当前增长动能预计延续至 FY25Q3, 所有工业子部门均维持正向订单出货比; 3) AI 与机器人: 公司在大型机械臂系统中单机半导体价值量数百美元, 随着边缘智能的普及, 更复杂机器人系统会植入多模态传感技术, 预计未来 5 到 10 年相关半导体价值量可能增长至少一个数量级。4) 产能: 公司内部产能已扩大两倍以上, 并在外部与内部产能之间建立了灵活调配机制, 覆盖了极其多样化的半导体工艺, 同时继续与关键合作伙伴在 90 纳米及以下节点保持紧密合作。

风险提示: 竞争加剧风险; 贸易摩擦风险; 行业景气度变化风险; 宏观经济及政策风险。

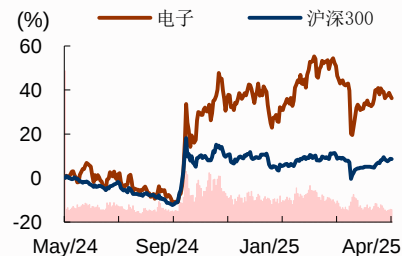
TMT 及中小盘/电子

行业规模

		占比%
股票家数(只)	505	9.9
总市值(十亿元)	8429.4	9.8
流通市值(十亿元)	7174.1	9.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.7	-1.0	33.5
相对表现	-1.7	-2.2	27.3

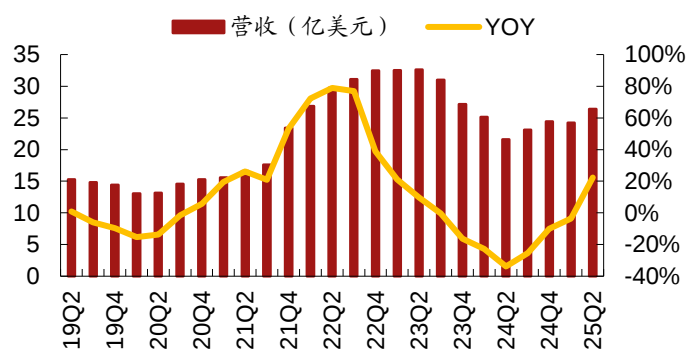


相关报告

- 1、《ADI (ADI.O) FY25Q1 跟踪报告—工业或成 Q2 环比增速最快领域, 中国汽车业务高景气持续》2025-02-20
- 2、《ADI (ADI.O) FY24Q4 跟踪报告—工业市场已逐渐走出底部, 中国市场汽车客户需求强劲》2024-12-01
- 3、《ADI (ADI.O) FY24Q3 跟踪报告—下季消费领域环比增长减速, 汽车市场库存消化将持续》2024-08-22

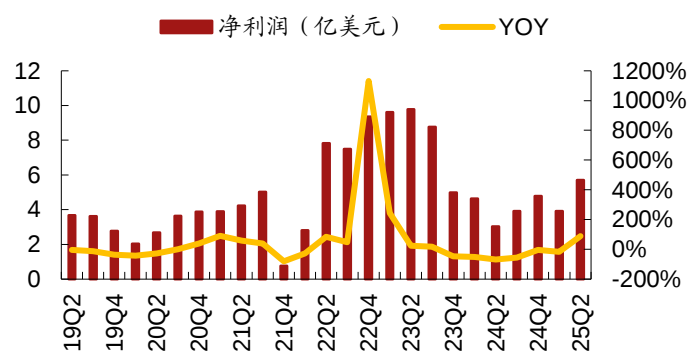
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
谌薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn

图 1: 亚德诺 2019-FY2025Q2 各季度营收及 YOY



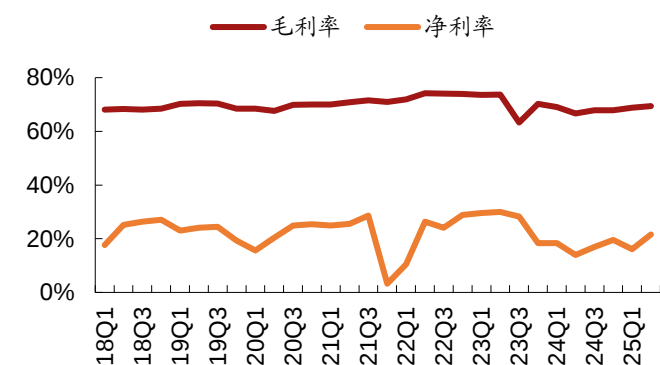
资料来源：亚德诺，招商证券

图 2: 亚德诺 2019-FY2025Q2 各季度净利润及 YOY



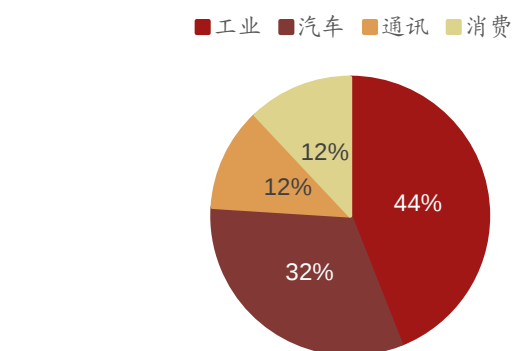
资料来源：亚德诺，招商证券

图 3: 亚德诺 2019-FY2025Q2 各季度利润率情况



资料来源：亚德诺，招商证券

图 4: 亚德诺 FY2025Q2 营收结构情况



资料来源：亚德诺，招商证券

(后附 FY25Q2 业绩说明会纪要全文)

附录：ADI FY25Q2 业绩说明会纪要

出席：

Joshua Buchalter - 投资者关系高级总监

Jeff Ambrosi - 投资者关系及财务规划与分析副总裁：

Richard Puccio - 执行副总裁兼首席财务官

Vincent Roche - 首席执行官兼董事会主席

会议纪要根据公开信息整理如下：

FY25Q2 业绩概览：

尽管第二季度收入和利润均超出预期，但收入增长呈现广泛性，所有终端市场均实现两位数同比增长。在动荡的运营环境下，公司强劲的业绩和积极展望印证了客户对卓越产品组合的需求增长，以及业务模式的弹性和灵活性。

尽管不断变化的关税政策正在影响客户决策，但上季度提及的周期性利好因素和 ADI 特有的优势依然存在。公司进一步确认 2024 年收入触底，并将在 2025 财年恢复增长。ADI 长期的成功关键在于提前识别业务周期转型信号并快速适应，持续将资本集中于能为客户创造最大价值且提升自身价值捕获能力的领域。

近年来，公司通过资本支出（CapEx）强化混合制造模式，帮助客户应对动态的地缘政治和宏观经济环境。我们扩建了美国和欧洲现有工厂的前端产能，增加后端设施的配套产能，深化与台积电日本子公司的合作，获取额外 300 毫米细间距技术产能目前已完成大部分产品组合的跨区域生产交叉认证，使客户获得前所未有的供应链弹性。

在运营费用（OpEx）方面，公司正以创纪录水平投资于世界级技术栈的扩展，并持续优化客户体验和参与度，这些投资旨在最大化终端市场的盈利增长机会，ADI 所处的行业重视超越短期宏观担忧的飞跃式创新。

ADI 专注的五大长期趋势包括：自动化、主动医疗保健、能源转型和可持续性、沉浸式体验以及人工智能驱动的计算和连接。作为物理与数字世界的接口，ADI 在上述领域持续定义高性能模拟、混合信号和电源管理技术的行业标杆。客户需求正从单一产品转向完整解决方案，公司凭借广泛的产品线和专业技术能力，提供竞争对手难以复制的系统性服务。

例如，在**医疗健康方面**，超低功耗临床级生命体征监测技术推动智能穿戴设备增长，尖端成像和患者监护方案助力早期疾病诊断；在**工业市场中**，转向自动化趋势正在为 ADI 带来巨大的机会，机器人形态演进（固定臂到自主移动再到人形）驱动传感、边缘计算、连接和能源管理需求，单台设备价值从数百美元跃升至数千美元；在**汽车领域**，自动驾驶等级提升带动全系车型（燃油车/混动/纯电）对传感连接和功能安全电源方案的需求。在**人工智能驱动的计算和连接趋势方面**，全球对人工智能的迅速采用继续加速我们的自动测试设备（ATE）和数据中心业务的增长。公司在 ATE 领域的领先地位和成功凸显了我们产品组合的质量，因为这个市场的赢家首先由性能决定。

展望未来，我们相信利用额外的混合信号和数字能力进一步减少测试时间和功率要求，将导致每个测试器的内容甚至更多。随着人工智能投资没有放缓的迹象，对 GPU、XPU 和高带宽内存的测试需求继续增加，这让我们对长期增长充满信

心。除了测试，我们的数据中心客户正在向我们寻求解决高性能、始终在线的人工智能计算带来的巨大而复杂的电源和连接挑战。

因此，对创新的系统保护、光学控制和电源传输解决方案的需求持续增长。这些只是我们的解决方案如何利用超越商业周期的持久趋势的几个例子，这些趋势推动平均售价达到行业平均水平的四倍，并为我们的客户和股东带来差异化的结果。

FY25Q2 业绩情况:

营收: 26.4 亿美元，高于预期上限，环比增长 9%，同比增长 22%。

分终端市场营收:

1) 工业: 占 Q2 收入的 44%，环比增长 8%，同比增长 17%。各子行业及地区全面复苏，航空航天/国防/ATE 领涨；

2) 汽车: 占 Q2 收入的 32%，环比增长 16%，同比增长 24%。领先的连接方案和功能安全电源需求主导增长，尤其在中国、欧洲和北美环比增长；

3) 通信: 占 Q2 收入的 12%，环比增长 5%，同比增长 32%。有线和数据中心约占通信业务总量的三分之二，AI 建设驱动电源和光学控制产品。虽然无线收入同比下降，但环比增长；

4) 消费: 占 Q2 收入的 12%，环比持平，同比增长 30%，连续第三个季度增长，份额和产品价值量提升。

毛利率: 69.4%，环比上升 60 个基点，受利用率提高推动。

运营费用: 7.44 亿美元，环比增加 5700 万美元，完全由可变薪酬驱动

营业利润率: 41.2%。

非运营费用: 5400 万美元，本季度税率为 11%。每股收益为 1.85 美元，同比增长 32%，高于我指引上限。

现金和短期投资: 24 亿美元。

净杠杆率: 降至 1%。

库存: 随着公司芯片库存以支持复苏，库存环比增加了 5000 万美元。库存天数减少到 169 天，渠道周数略有下降。在短期内，我们正在维持我们的战略，平衡更精简的渠道库存和资产负债表上更高水平的库存。

经营现金流: 过去 12 个月经营现金流 39 亿美元，资本支出 6 亿美元。预计 2025 财年的资本支出将比 2024 年大幅减少，并在收入的 4%至 6%的长期模型范围内。

自由现金流: 过去 12 个月自由现金流为 33 亿美元，占收入的 34%。通过股息和股票回购向股东返还近 25 亿美元。公司的长期目标是使用 40%至 60%的自由现金流来支付股息，其余用于减少股票数量，实现 100%的自由现金流回报。随着关税公告，购买行为比正常情况更不稳定。这是短暂的，订单已经恢复到更正常的水平。

总体而言，第二季度所有终端市场和所有地区的预订量环比增长，公司进入第三季度的积压订单比一个季度前更高。收入在 2024 年触底，客户库存稀少，我们正处于周期性上升期。

FY25Q3 指引：

营收：收入预计为 27.5 亿美元，上下浮动 1 亿美元。环比中点来看，预计工业和消费者将引领增长，通信部门将增长，汽车部门环比回落。

营业利润率：预计为 41.5%，上下浮动 100 个基点。含年度薪资调整影响。

税率：预计在 11%到 13%之间。

每股收益：预计为 1.92 美元，上下浮动 0.10 美元。

Q&A:

Q: 贵司汽车部门实现 16%的环比增长显著优于同业。驱动因素是否包含关税调整前的需求前置？具体增长动能如何形成？

A: 第二季度明显好于预期。订单量显著提升，周转率超常规水平，我们认为汽车结果存在关税调整前的需求前置效应，估算贡献率达高个位数区间。然而，购买行为已经恢复正常投资，故预计 FY25Q3 会下降。在需求前置效应方面，美洲及欧洲市场受 25%汽车关税政策预期推动，实现约 20%环比增长，显著优于经营计划。行业层面季节性调整后年化销售数据（SAR）超预期，反映消费者对价格上行的提前应对。中国市场预计增长，虽创新高，但需求前置效应弱于欧美市场。

Q: 现在的出货量比需求低多少？是否 10%或 20%？预计正常化时间？预计销售何时开始更多地对应最终需求而不是库存补充？工业部门何时实现供需匹配？

A: 我们处于顺周期，保持渠道精简。工业部门过去两年存在显著供不应求现象，现进入供需正常化阶段。我们维持精简渠道库存，资产负债表端增加库存储备以应对上行周期。在工业方面，企业的核心特许经营，自动化，广泛的客户群正在恢复。我们看到航空航天和国防以及人工智能测试领域的良好前景，在医疗保健和自动化方面占领优势。传统特许经营和新技术正在推动公司发展。因此我们处于周期性顺风。

从消费的角度来看，出货量较终端需求仍存在 10%以上的缺口，但指引中工业约 10%的增长指向最终需求出货。我们将继续平衡渠道库存，但在中点，预计 FY25Q3 将向最终需求出货。

Q: 工业自动化作为贵司工业部门核心子板块（约占 25%营收占比），其复苏节奏与全球制造业活动高度相关。据观察，自动化需求在去年 10 月季度出现拐点，今年 1 月季度实现环比增长。请问 4 月季度是否延续增长趋势？鉴于历史经验显示关税政策不确定性会导致制造商缩减自动化投资，近期中国市场的工业自动化订单是否出现异常波动？

A: 工业自动化板块持续呈现增长态势，本季度订单出货比超过 1，当前增长动能预计延续至第三季度，所有工业子部门均维持正向订单出货比。尽管存在关税政策不确定性，但预订量与营收增长仍保持正向趋势。

自动化技术在各应用领域均展现强劲需求，地理上也显示强劲的订单出货比。关税环境形成压力，引发客户的审慎评估，许多客户都在推迟扩建。但自动化的重要性毋庸置疑。

精密制造流程优化、工业物联网深度渗透及柔性工厂建设，正驱动自动化投资形

成多维度价值增长极,但随着本地化在未来几年扎根,我们将看到资本支出周期。

Q: 能否谈谈 AI 发展下的机器人领域的机遇,以及贵司在机器人领域的一些设计活动?

A: 目前我们正在见证人口结构变化,生产力的自动化将成为全球范围内的常态,并且这个趋势非常稳固。我们将迎来机器人领域的新纪元,系统会向更具触觉感知、更高精度的方向发展,并大量运用边缘智能。我们正与机器人供应商及互补性半导体合作伙伴展开协作,在相关领域进行布局,这些努力都是为了推动高触觉精密机器人新时代的实现。虽然现在人形机器人是焦点,但从重型机械臂到移动式触觉机器人系统的演进还需要经历多个发展阶段。目前我们在大型机械臂系统中的单机半导体价值量通常在数百美元,但随着边缘智能的普及,更复杂的机器人系统会植入多模态传感技术,预计未来 5 到 10 年,相关半导体价值量可能增长一个数量级甚至更高。这是一个长期持续的产业趋势,而我们在边缘计算领域具有显著优势。当然,AI 将不断增强边缘智能水平,我们正在优化解决方案以整合这些能力。

Q: 贵司运营费用增速基本与销售额同步,而指引暗示毛利率仅会微增,能否谈谈原因?未来运营杠杆是否有所改善?还是说运营费用会继续与销售额同步增长,毛利率也将维持类似的趋势?

A: 尽管 FY25Q2 可变薪酬大幅增加,我们的营业利润率仍实现环比提升,实际上,OpEx 与 FY25Q1 基本持平。进入 FY25Q3,我们预计将继续获得运营杠杆效应,但这将被年度调薪以及可变薪酬的持续增长所部分抵消,不过,可变薪酬的环比增幅应该会明显低于 FY25Q2 的水平。我们的可变薪酬机制与营业利润率的同比增长挂钩。2024 年收入增长乏力,而随着 2025 年恢复增长,可变薪酬将显著增加,因此,尽管我们对营业利润率的持续增长持乐观态度,但 2025 年可变薪酬的增加会部分抵消这一优势。展望 2026 年,由于基数较低,如果行业周期性复苏持续,预计将获得更大的运营杠杆。在毛利率方面,我们预计将维持在 70%左右。这一预期基于工业领域的增长,工业是我们利润率最高的业务板块,但也是获取额外杠杆效应的主要挑战之一。近期汽车业务的超预期表现使毛利率承压,但随着工业业务预计在 FY25Q3 实现 10%的增长并成为主要驱动力,我们相信毛利率将回升至 70%左右。

需要补充的是,除了通胀因素外,当前增加的运营费用主要集中在工程研发方面。模拟技术、电源技术以及数字和软件领域都涌现出大量机遇,因此,增加关键领域的人才投入,这当然会推高运营费用,但从长期来看,预期这些投资将带来丰厚回报和增长动力。

Q: 在当前关税不确定性的背景下,贵司对下半年汽车产量和 SAR 需求的预期如何?

A: 预计下半年 SAR 需求将走弱。不过单车半导体价值量的持续提升会部分抵消 SAR 下行压力,但整体来看,下半年 SAR 确实会呈现降幅。

Q: 如何判断当前工业领域的强劲表现是真正的周期性复苏,而非由关税或不确定性导致的需求前置?

A: 我们在评估潜在需求前置时,重点分析订单模式及其预期走势。具体来看, FY25Q2 初订单量如预期般稳步上升,但在 3 月底汽车关税消息传出后,汽车领域订单突然加速增长,并且这种态势持续了几周后恢复正常。而其他终端市场的订单趋势则未现异常,工业等领域订单完全符合预期,季末的订单出货比仍维持在 1 以上。从地域分布看,所有地区的订单量都有所增长。因此除汽车领域外,我们并未观察到其他市场的订单模式出现异常波动。

需要补充的是,从我们与工业领域客户的沟通来看,整体情况基本稳定。目前供应链方面没有出现特别的突发事件或焦虑情绪,订单模式相当正常,我们现在发货量与实际销售正在趋于一致。

Q: 七月季度的汽车业务是否恢复正常,下半年的表现能否真实反映实际需求?如何权衡下半年工业业务的利好与利空因素?

A: FY25Q2 确实受益于部分需求前置,但基于订单趋势,我们不认为 FY25Q3 会有额外的需求前置影响。我们的展望反映了业务复苏的加速,尤其是在工业市场,预计该领域将迎来非常强劲的一个季度,所有应用领域和地区的订单动能都很强劲。就下半年而言,我们曾提到全年增长预期为 7%至 10%。根据 FY25Q2 的表现和当前 FY25Q3 的订单趋势,我们更有信心将达到该区间的高端。当然,考虑到关税政策的不确定性,我们仍将保持谨慎态度。

Q: 工业业务是否存在终端客户补库存的因素?还是说这纯粹是工业市场的真实复苏?

A: 我并不认为存在补库存的迹象。确实,由于我们大多数客户的库存处于低位——这一点可以从新增净订单主要来自工业客户得到印证,因此他们的采购节奏在加快。但过去两年我们在工业领域的实际发货量长期显著低于市场需求。进入 FY25Q3 后,我们预计工业业务将不再出现发货不足的情况。需要补充的是,我们也利用终端销售数据来尽可能贴近真实需求工业领域是我们发货不足情况最严重的板块,现在看到的,其实是发货量与终端销售回归更正常的匹配状态。

Q: 能否谈谈贵司外包与自产策略的规划?虽然关税政策存在变数,但晶圆厂地域多元化似乎更受青睐,能否分享最新的战略思考?

A: 首先,我们在整体产能布局方面处于非常有利的地位,当前产能已达到疫情前的两倍以上。我们主要通过资本支出持续投资,同步扩建前道和后道产能,以支持业务增长并增强供应链韧性与灵活性。关于内部产能部分,在 180 纳米及以上制程节点方面,这些节点承载着 ADI 大部分营收,由于多年来外部对这些节点的投资严重不足,而我们仍在该领域持续开发大量新产品,特别是对工业和汽车业务至关重要的产品线,因此我们决定通过内部投资确保获得足够的增长空间,并充分获取我们创造的价值。目前,我们的内部产能已扩大两倍以上,并在外部与内部产能之间建立了灵活调配机制。从 5 纳米到 90 纳米及以下节点,我们的业务覆盖了极其多样化的半导体工艺。对于能够支持我们广泛业务基础的内部产能,已经建立了稳固的供应保障,同时,我们继续与关键合作伙伴在 90 纳米及以下先进制程节点保持紧密合作。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。仅对中国境内投资者发布，请自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因收到、阅读相关内容而视为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。