



天马微电子股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0132 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2025 年 4 月 16 日

本次跟踪发行人及评级结果	天马微电子股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 天马 01”、“21 天马 02”、“22 天马 04”、“22 天马 05”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”或“公司”）在中小尺寸面板领域市场地位突出、主流技术布局完整且技术领先、跟踪期内产品结构进一步优化、经营获现能力良好及持续获得有力的外部支持等方面的优势；同时中诚信国际也关注到 a-Si 和手机 LTPS 市场需求波动、公司 AMOLED 技术的产业成果转化进展及相关产线扭亏节奏等对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，天马微电子股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：公司行业地位及产品竞争力下降，盈利水平和经营获现能力显著弱化；公司资本支出大幅上升带动债务规模持续攀升、偿债能力明显下降。	
正 面		
■ 公司保持在中小尺寸面板领域突出的行业地位及产能规模优势 ■ 半导体显示主流技术布局完整，技术水平行业领先，跟踪期内，公司产品结构进一步优化 ■ 经营获现能力持续提升且处于良好水平 ■ 公司作为半导体显示领域的重点企业，可持续获得股东和政府层面有力的外部支持		
关 注		
■ a-Si和手机LTPS市场需求波动对公司相关产线产能利用水平及产销量的影响 ■ AMOLED技术的产业成果转化进展及相关产线扭亏节奏有待关注		

项目负责人：贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn

项目组成员：王 都 dwang.anthony@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

深天马（合并口径）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	809.89	819.76	812.35
所有者权益合计（亿元）	302.62	289.94	291.73
负债合计（亿元）	507.27	529.83	520.62
总债务（亿元）	385.91	399.99	368.10
营业总收入（亿元）	314.47	322.71	334.94
净利润（亿元）	1.07	-21.10	-6.91
EBIT（亿元）	8.74	-13.29	7.10
EBITDA（亿元）	49.54	36.47	66.22
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	39.13	39.58	57.52
营业毛利率（%）	12.90	6.78	13.28
总资产收益率（%）	1.12	-1.63	0.87
EBIT 利润率（%）	2.79	-4.12	2.12
资产负债率（%）	62.63	64.63	64.09
总资本化比率（%）	56.05	57.98	55.79
总债务/EBITDA（X）	7.79	10.97	5.56
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.07	3.09	6.32
FFO/总债务（X）	0.11	0.07	0.16

注：1、中诚信国际根据深天马提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告、经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款和其他非流动负债中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	营业总收入 （亿元）	EBITDA （亿元）	经营活动净现金流 （亿元）	总资本化比率 （%）	EBIT 利润率 （%）	EBITDA 利息保 障倍数（X）	FFO/总债务 （X）
TCL 科技	1,744.46	355.7	253.15	54.53	5.73	6.92	0.17
深天马	334.94	66.22	57.52	55.79	2.12	6.32	0.16

中诚信国际认为，深天马在中小尺寸面板领域市场份额领先，技术布局完整且产品种类较丰富，车载及手机类客户覆盖面较广；公司保持良好的经营获现能力，但业务规模和盈利表现相对较弱，财务杠杆均处于行业中等偏高水平。

注：1、TCL 科技为“TCL 科技集团股份有限公司”简称；2、TCL 科技暂未披露 2024 年报，上表使用 2023 年财务数据。

本次跟踪情况

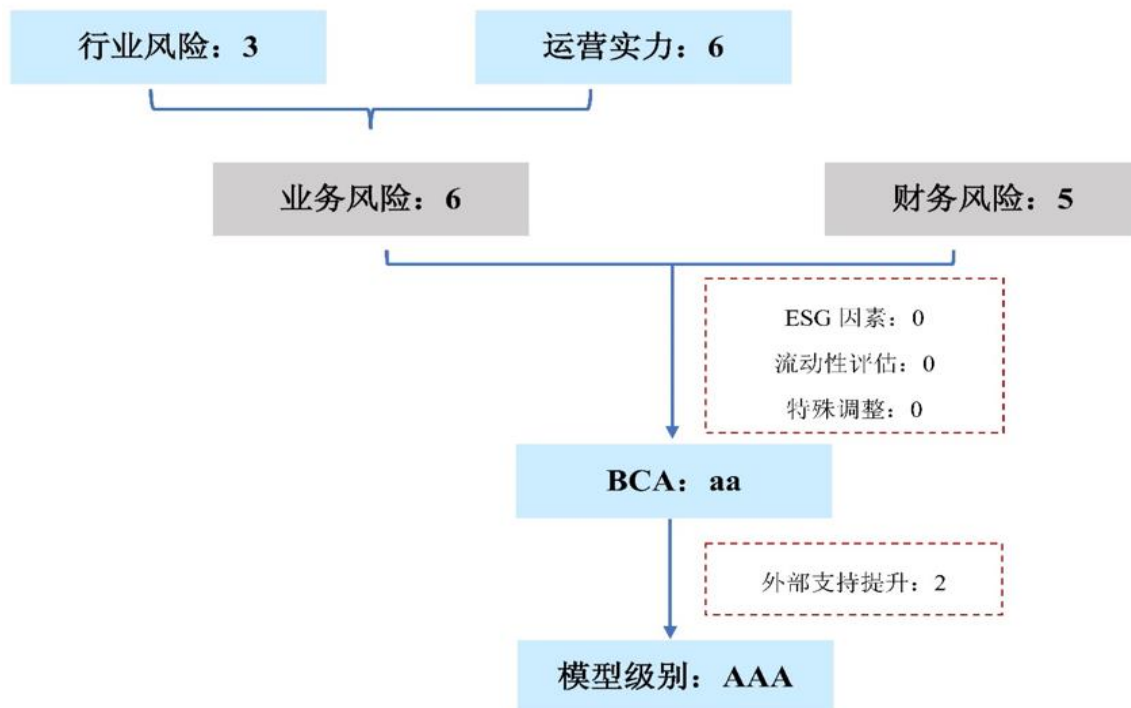
债项简称	本次债 项评级 结果	上次债 项评级 结果	上次评级有效期	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 天马 01	AAA	AAA	2024/4/28 至本 报告出具日	10	10	2021/7/8~2026/7/8	财务指标 承诺
21 天马 02	AAA	AAA	2024/4/28 至本 报告出具日	10	10	2021/12/9~2026/12/9	--
22 天马 04	AAA	AAA	2024/4/28 至本 报告出具日	14	14	2022/4/20~2025/4/20	--
22 天马 05	AAA	AAA	2024/4/28 至本 报告出具日	6	6	2022/4/20~2027/4/20	--

注：债券余额为 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
深天马	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/4/28 至本报告出具日

● 评级模型

天马微电子股份有限公司评级模型打分(C080000_2024_05_2025_01)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

个体信用状况（BCA）：中诚信国际认为，受盈利指标同比改善影响，公司个体信用状况由 aa 调整至 aa。

外部支持：公司作为中航国际控股有限公司（以下简称“中航国际控股”）体系内重要的半导体显示企业，可持续获得股东支持；同时，公司是我国半导体显示行业重点企业，亦可获得国家及地方政府、产业基金提供的有力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际电子行业评级方法与模型 C080000_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年中国经济运行稳中趋缓，一揽子增量政策实施后呈现明显筑底企稳迹象。政策转型释放出更多积极因素，支撑 2025 年中国经济持续回升向好。但中国经济仍然面临多重风险与挑战，稳中求进需要政策更加积极有力，加大超常规逆周期调节力度。

详见《筑底企稳、稳中求进的中国经济—2024 年宏观经济及大类资产配置分析与 2025 年展望》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11667?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，半导体显示行业集中度高且产能进一步向中国集聚，2024 年以来行业周期性波动幅度收窄，各尺寸面板价格受下游需求影响表现有所分化，其中，大尺寸面板价格涨势有望扩大，中尺寸面板韧性较强且价格小幅上涨，手机 LTPS 价格因市场需求下滑而呈下行趋势；中国厂商 AMOLED 出货量在全球占比进一步提升，但随着新增产能持续释放，未来 AMOLED 市场竞争进一步加剧，相关厂商或将面临产线折旧及盈利的双重压力。

半导体显示行业因涉及工艺复杂、关键技术点多且难度高、投资规模大，具有很高的技术壁垒及资本壁垒。产业链上游的玻璃基板、偏光片等核心材料和关键设备厂商主要分布在欧美、日韩和中国台湾，呈寡头垄断格局。产业链下游应用于电视、PC、手机等消费电子及商显、车载等专显产品。中游面板和模组制造产业集中在中国、日韩，行业集中度高。近年来，随着日韩和台湾厂商转变策略关闭及出售生产线，中国大陆高世代产线陆续释放产能及头部企业通过并购拓展业务规模，全球面板产能进一步向中国大陆集聚，目前我国面板产业规模为全球第一。竞争格局方面，京东方和 TCL 华星已在大尺寸 LCD 领域建立起显著竞争优势，在中小尺寸面板领域，三星、京东方、深天马和维信诺排名全球前列。从技术路线来看，国内厂商在 A-Si、LTPS 产品出货量占比更高，三星在 AMOLED 显示领域居领导地位，但中国大陆厂商快速追赶，2024 年中国 AMOLED 面板出货量占全球的比重进一步提升至 45%（omdia）；与此同时，LTPS 受 AMOLED 技术的挤压，在中高端手机市场的使用率下降，并逐渐转向平板、笔电、车载等中尺寸市场，2024 年手机 TFT LCD 出货量同比减少 8%至 7.61 亿台。目前头部厂商的竞争重点在提升 AMOLED 技术标准、提升更高附加值产品及中尺寸市场占有率。

从行业发展趋势来看，中小尺寸面板行业因多样化、客制化等特性，呈现多种显示技术、多类产线、产线多应用等并存态势，如 a-Si TFT LCD /LTPS、TFT LCD/Oxide、TFT LCD /AMOLED 等多种显示技术共存。此外，半导体显示行业周期性特征较明显，但 2024 年面板价格波动幅度同比收窄，具体来看，LCD 大尺寸面板价格在上半年进入上涨周期，但下半年有所回调，2025 年一季度价格重启涨势并有扩大迹象；车载和专显面板产品需求韧性较强，2024 年以来中尺寸面板价格呈小幅增长态势；小尺寸 OLED 价格则相对稳定，但因需求下降，手机 LTPS 价格持续下降。中诚信国际关注到，随着中国大陆厂商 AMOLED 产能不断释放，入门级 AMOLED 领域竞争将进一步加剧，部分厂商或将持续面临较大的产线折旧及盈利压力。

中诚信国际认为，跟踪期内，深天马在中小尺寸面板多个细分领域的市场份额保持领先，产能规模优势突出、

产品应用领域广、客户资源良好，随着在车载及高附加值技术产品领域进一步突破，业务结构更加均衡，但产销量下降、AMOLED 等新技术的产业成果转化、新增产能消化及产线扭亏等方面仍有待观察。

2024 年以来公司产权结构无重大变化，两会一层变动未影响其正常运作，战略目标清晰。

跟踪期内，为融入深圳“双区”建设，进一步优化管理结构，提升企业运营效率，中国航空技术国际控股有限公司与其在深圳设立的全资子公司中航科创有限公司（曾用名：中航国际实业控股有限公司）签署《股份转让协议》，中航国际拟将所持有的 7.3%深天马股份以非公开协议转让方式转让给中航科创有限公司。本次权益变动不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。

截至 2024 年末，中航国际控股有限公司为公司控股股东¹，国务院国资委为公司最终控制人。此外，厦门金财产业发展有限公司、湖北省科技投资集团有限公司和武汉光谷新技术产业投资有限公司分别持有公司 15.85%、6.72%和 4.04%的股权，均为公司除控股股东之外的主要股东。上述股东中，仅武汉光谷新技术产业投资有限公司质押公司 4,967.62 万股股份，其余主要股东均未质押公司股权。此外，跟踪期内，公司业务结构和合并范围无重大变化。

两会一层²方面，2024 年~2025 年 3 月，公司有 2 名董事、1 名监事发生变更，总会计师由王彬变更为卢彦宇，上述变动不影响公司正常运作。战略方面，公司持续坚定“2+1+N”发展战略，以手机显示、车载显示作为核心业务“2”，将 IT 显示作为快速增长的关键业务“1”，将工业品、横向细分市场、非显业务、生态拓展等作为增值业务“N”，总体来看，公司战略规划清晰，有助于指导公司稳健推进各项业务取得突破。

公司在中小尺寸显示领域的技术布局全面、产品应用领域广泛、客户质量高，销售回款率较高；2024 年以来受益于车载行业的快速发展及公司相关领域订单的放量，专业显示类业务收入占比提升，业务结构更加均衡；目前公司对部分 AMOLED 核心进口原材料供应商的议价能力有限。

公司是全球重要的中小尺寸显示面板供应商之一，产品包括显示屏及显示模组，产业链完整度较高，技术布局涵盖无源、a-Si TFT-LCD、LTPS TFT-LCD、IGZO、AMOLED、Micro-LED，产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴等移动智能终端显示领域，以车载、医疗、POS、HMI、智能家居、工控手持、人机交互为主的专业显示领域，其中手机和车载显示为公司核心产品。从业务结构来看，2024 年消费显示类和专业显示类产品的销售收入占营业收入的比重分别约 46.19%和 47.49%。受益于车载行业的快速发展、公司面向国际头部整车厂的汽车电子业务开始进入大批量交付阶段，公司在新能源市场及 Tier-1 客户份额均有所提升，2024 年车载业务营收增速超 40%，带动专业显示类业务占比同比上升。中诚信国际认为，2024 年以来公司 LTPS 产能份额由过去主供手机快速地向车载等其他品类调整，产品结构更加均衡，有助于更好的分散经营风险。同时，车载类业务韧性更强、盈利稳定性更好，其对企业利润水平的贡献作用更强。

从上游采购情况来看，公司主要原材料包括背光板、驱动电路（IC）、玻璃基板、柔性电路板（FPC）和偏光片等，其中核心原材料采购额占比约 49.06%。由于原材料种类繁多，上游供应商集中度较低，2024 年前五大供应商采购额占比为 17.25%，其中应用于 LCD 产品的原材料国产化程度

¹ 截至 2024 年末，中航国际控股直接持有公司 11.86%股权，中航科创有限公司（持有公司 15.79%股份）为中航国际控股的一致行动人。

² 公司董事会由 12 名成员构成，其中独立董事 4 名，非独立董事中，6 名由中航国际控股有限公司提名。

较高，凭借规模效应，公司采购价格具有相对优势，但应用于 AMOLED 产品的材料及 IC 等部分关键原材料尚未完成大规模国产化替代，仍主要采购自日韩等境外厂商。2024 年公司境外采购额占比约 36.47%，境外采购占比随 AMOLED 业务规模扩大而有所上升，相关国外供应商仍拥有较强的话语权，公司议价能力相对有限，但已与多数关键供应商签订长期合作战略协议以保障供货稳定。

公司下游客户包括行业主流手机品牌厂商、国际主流车厂及 Tier-1、中国自主车厂品牌 (Top 10)、专业显示各行业知名品牌，与主要客户的合作关系保持稳定，并对下游客户具有一定议价能力，信用账期一般为 60~90 天，销售回款率较高，能较好地控制运营风险。客户集中度适中，2024 年前五大客户销售金额占比 36.30%，同比下降 1.91 个百分点。在客户拓展方面，跟踪期内，新能源品牌客户及面向国际头部整车厂的汽车电子订单有所放量，首批 IT 显示 Monitor 产品顺利向客户交付，联营产线 TM18 与主流大客户在折叠、HTD 等旗舰产品合作的有所突破。

跟踪期内，公司仍保持较高的研发投入力度，受 a-Si 和手机 LTPS 产品需求下降影响，总产销量同比下降，但公司产品结构向车载等领域倾斜使得其主营收入延续增长态势；公司 AMOLED 产线亏损缺口虽有收窄，但仍需关注后续扭亏节奏及市场竞争环境变化带来的相关影响。

近年来公司持续巩固在中小尺寸领域的产能规模优势，从产能分布来看，公司生产基地分布在深圳、上海、成都、武汉、厦门、芜湖和日本等地，截至 2024 年末，公司通过参控股形式在国内共拥有已投产及在建面板产线合计 13 条。主要产线的运营情况方面，跟踪期内，武汉天马 TM17 关键产能利用率同比提升，持续优化生产工艺。截至 2025 年 3 月末，TM20 产线已释放部分产能，并完成车载和 IT 模组产品量产出货。联营产线方面，TM18 一期满产满销，二期产能利用水平和良率持续提升，并持续加大 HTD、折叠等高附加值技术产品的量产规模；TM19 已部分完成生产区域洁净室交付及核心设备搬入，2025 年将持续提升第一阶段产能爬坡；厦门 Micro-LED 试验线于 2024 年底实现全制程贯通，并预计于 2025 年逐步具备小批量出货能力。

但中诚信国际关注到：根据行业惯例，新产线试运行及产能爬坡阶段所需时间较长，新技术路线的产品突破盈亏平衡、实现规模经济效益需要一定过程，因此，公司参控股 AMOLED 产线的技术成熟度、产能结构、产能利用率及良率水平仍存在提升空间。同时，近年来由于上述产线批量转固，公司面临的折旧摊销压力增大，对整体盈利亦产生一定负担。2024 年公司 AMOLED 产线的运营主体——武汉天马、厦门天马显示科技的净利润虽有改善，但仍有大额亏损，仍需持续关注上述公司的扭亏节奏，以及 AMOLED 市场竞争环境变动对其产生的相关影响。

表 1：公司参控股的国内主要面板生产线情况

控股产线	条数	明细
无源生产线	2	深圳 TN/STN-LCD 和车载 TFT-LCM
a-Si 生产线	4	3 条第 4.5 代生产线（上海、成都、武汉）、1 条第 5 代生产线（上海）
LTPS 生产线	2	厦门天马第 5.5 代生产线和第 6 代生产线
AMOLED 产线	2	第 6 代生产线、第 5.5 代生产线
参股产线	条数	明细
AMOLED 产线	1	厦门第 6 代 AMOLED 产线（简称 TM18）--公司参股 15%

TFT-LCD	1	厦门第 8.6 代 TFT-LCD 产线（含 a-Si 和 IGZO，第 8.6 代新型显示面板生产线项目，简称 TM19）--公司参股 15%
Micro-LED 试验线	1	厦门 Micro-LED 试验线--公司参股 36%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从主要产品竞争力来看，2024 年公司在车规 TFT-LCD 和车载仪表显示、HUD、LTPS 智能手机显示、主流品牌穿戴刚性 OLED、专业显示模组等显示应用市场出货量实现全球第一；柔性 AMOLED 手机主屏幕出货量为全球第三。但 2024 年公司显示屏及显示模组产量和销量分别同比下降 9.29%和 12.48%，下滑主要来自公司 a-Si 和手机 LTPS 产品订单。与此同时，公司 LTPS 业务向车载等中尺寸业务转型，平均产品尺寸增加，以及高附加值产品占比提升等因素在一定程度上抵消了产品销量下降的影响，使得当年公司主营收入同比增长 3.73%，但后续 a-Si 和手机 LTPS 市场需求波动对公司相关产线产能利用水平、产销量等方面的影响仍有待观察。

表 2：近年来公司主要产品生产销售情况（万片）

产品	2022	2023	2024
显示屏及显示模组	销量	28,664	30,768
	产量	29,933	30,099
	库存量	1,420	1,001

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

研发方面，公司设有研发中心，并承担国家发改委、科技部、工信部等部门的多个重大国家级专题项目，自主掌握诸多国际先进、国内领先的面板行业前沿及量产技术。2024 年公司研发投入同比增长 0.06%，当年研发的 U9 器件开发材料体系、四曲技术、OLED 高画质技术、OLED 中尺寸车载技术、柔性穿戴技术等多项技术实现量产及导入，在中小尺寸面板领域的综合技术能力保持行业领先。

表 3：近年来公司研发投入情况（亿元）

	2022	2023	2024
研发投入	29.83	33.45	33.47
占营业总收入比重	9.49%	10.37%	9.99%
资本化研发投入占研发投入的比例	8.42%	9.27%	4.68%

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司仍维持较大的资本开支但规模预计同比下降，资金来源较有保障，但市场环境变化、新增产能消化及投资收益等情况有待关注。

截至 2024 年末，公司资本开支主要包括并表项目 TM20 建设尚需投资 38.77 亿元、参股产线对应的资本金出资部分合计 3.51 亿元。总的来看，公司资金来源较有保障，但仍维持较高的投资规模但金额预计同比减少，且新布局的 AMOLED 折叠、Micro-LED 等新工艺和技术路线较复杂，而市场需求、未来市场竞争情况存在不确定性，需关注未来公司上述项目的产业化成果转化进展及相关产线的运营效益改善情况。

表 4：截至 2024 年末公司主要在建项目情况（亿元）

并表在建项目	建设主体	总投资	已投资	资金来源	项目概况
新型显示模组生产线项目（TM20）	天马（芜湖）微电子有限公司	80.00	41.23	自筹、合作方出资	项目于 2022 年 11 月开工，2023 年 6 月封顶，2023 年 12 月 27 日项目成功点亮。截至 2024 年末，车载模组产品已量产交付，首批 IT 显示

Monitor 产品顺利向客户交付，正稳步推进产能释放与爬坡

参股在建项目	建设主体	建设主体股权结构	总投资/建设进度	公司计划资本金出资	公司已出资	产能规划/技术路线
第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目 (TM18)	厦门天马显示科技有限公司	厦门国贸产业有限公司、厦门市产业投资有限公司、厦门天马、厦门兴马股权投资合伙企业（有限合伙）、厦门象屿集团有限公司分别持股 45%、20%、15%、10%、10%	480.00/68.54%	40.50	40.50	AMOLED 柔性显示基板 4.8 万张/月
第 8.6 代新型显示面板生产线项目 (TM19)	厦门天马光电子有限公司	厦门国贸控股集团有限公司、厦门轨道建设发展集团有限公司、厦门市产业投资有限公司、厦门天马分别持股 45.5%、20.2%、19.3%、15%	330.00/54.39%	29.70	26.55	2250mm×2600mm 玻璃基板 12 万张/月 (a-Si 和 IGZO)
Micro-LED 试验线	天马新型显示技术研究院(厦门)有限公司	深天马、天马显示科技、厦门国贸产业有限公司、厦门火炬高新区招商服务中心有限公司、厦门市翔安投资集团有限公司分别持股 36%、24%、16%、12%、12%	11.00/36.36%	1.80	1.44	Micro-LED 试验线
合计	--	--	821.00	72.00	68.49	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2024 年深天马盈利改善效果明显，保持良好的经营获现水平，资金平衡能力有所提升，对外融资力度下降使得财务杠杆下降，偿债指标有所优化，但资产折旧与摊销对利润侵蚀加剧，总资产收益率仍偏低。

盈利能力

2024 年公司收入规模保持小幅增长，但收入结构有所变化，其中，专业显示类业务规模及占比均明显提升，消费显示类收入规模则受 a-Si 和手机 LTPS 市场需求影响而有所下降。在公司优化产品结构、提升运营效率的作用下，叠加部分应用领域的面板价格环比修复，2024 年营业毛利率同比改善明显。公司期间费用控制能力维持较好水平，研发费用在期间费用中占比逐年提高，2024 年为 60.82%，以产业研发补贴为主的其他收益对利润的贡献仍较大，但资产折旧与摊销对利润侵蚀作用加大。总体来看，得益于毛利率的改善，公司利润总额实现减亏，经营性业务利润和 EBIT 利润率均实现由负转正，未来有望通过进一步提高 AMOLED 产线的运营效率及降本增效措施增强推动利润总额回正。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

分类	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
消费显示类	154.15	--	171.74	--	154.70	--
专业显示类	130.88	--	129.56	--	159.05	--
其他	29.44	--	21.41	--	21.19	--
营业总收入/营业毛利率	314.47	12.90	322.71	6.78	334.94	13.28

注：消费显示类业务主要包括手机业务、IT 业务和智能穿戴业务，专业显示类主要包括车载、医疗、工业品等，其他收入主要包括与显示屏和显示模组相关的技术服务费、开模收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

公司从事行业具有重资产、投资回收期长的特征，非流动资产占比超 70%。跟踪期内，因表内产线投建支出减少叠加折旧压力增加，2024 年末固定资产和在建工程合计数同比下降。但随着公司对厦门天马光电子有限公司（以下简称“厦门光电子”）、天马新型显示技术研究院（厦门）有限公司等联营企业追加投资，长期股权投资规模保持较快增长。流动资产方面，公司为联营企业厦门天马显示科技、厦门光电子集采集销业务过程中提供代收代付资金服务，以及账期相对较长的车载业务收入占比上升，综合影响 2024 年末应收账款增长较快，周转速度放缓，货币资金储备随之减少，截至 2024 年末受限货币资金比例为 1.16%。此外，公司通过数字化、精细化管理手段加强库存管理，近年来存货周转率持续上升。

公司负债主要系有息债务和以应付账款为主的经营性负债。2024 年末公司融资需求下降，债务规模有所收缩，仍保持以长期债务为主的债务结构，应付材料款增长较多。权益方面，2024 年利润亏损在一定程度上削弱了期末权益规模，但随着债务规模的收缩财务杠杆同比小幅下降。

现金流及偿债情况

跟踪期内，公司经营获现水平持续提升，资本开支规模同比减少 31.56%，投资活动净现金流缺口仍较大，但 2024 年公司内生性资金来源对资本开支需求的覆盖能力提升，对外融资需求下降，筹资活动净现金流由正转负。偿债指标方面，2024 年随着盈利改善、经营活动净现金流持续提升及债务规模收缩，公司 EBITDA、FFO 对债务本息的保障能力有所提升，但由于短期债务占比上升及资金储备减少，非受限货币资金对短期债务覆盖能力同比下降。同期末，公司合并口径共获得银行授信、债券发行额度及中航工业集团财务有限责任公司提供授信合计为 875.47 亿元，其中未使用额度为 467.97 亿元，备用流动性较充足。资金管理方面，公司对下属子公司实行资金归集、统一管理，并通过信息化建设打通业务及财务数据，提升资金使用及管理效率。考虑到公司融资渠道畅通，经营获现能力良好，短期偿债风险可控。

表 6：近年来公司财务相关指标情况（亿元）

	2022	2023	2024
期间费用率	14.99	15.88	15.93
经营性业务利润	5.15	-15.21	3.45
资产减值损失	4.44	5.23	5.35
其他收益	14.19	16.46	14.49
利润总额	1.64	-19.32	-4.53
EBIT 利润率（%）	2.79	-4.12	2.12
总资产收益率（%）	1.12	-1.63	0.87
货币资金	90.56	82.87	62.28
存货周转率(X)	6.09	7.06	7.52
应收账款	60.94	78.07	103.94
应收账款周转率(X)	4.91	4.64	3.68
流动资产占比(%)	27.30	26.52	27.82
总资产	809.89	819.76	812.35
总负债	507.27	529.83	520.62
总债务	385.91	399.99	368.10
所有者权益合计	302.62	289.94	291.73

短期债务/总债务(%)	26.28	21.65	31.08
资产负债率(%)	62.63	64.63	64.09
经营活动产生的现金流量净额	39.13	39.58	57.52
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	3.21	3.36	5.49
FFO/总债务(X)	0.11	0.07	0.16
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.07	3.09	6.32
总债务/EBITDA(X)	7.79	10.97	5.56
非受限货币资金/短期债务(X)	0.89	0.95	0.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产账面价值合计 39.05 亿元，占总资产的比重约为 4.81%，主要系为借款抵押的无形资产及质押的股权。同期末，联营公司厦门天马显示科技根据项目建设需要进行银团贷款，子公司厦门天马将持有厦门天马显示科技 15% 的股权质押给银团贷款的担保方，公司实际对外担保余额共计 31.50 亿元，占同期末净资产比重为 10.80%，除此之外，公司无其他对合并范围外的担保。未决诉讼方面，公司应收金立集团账面余额为 6.84 亿元的货款、债权转让对价款、未及时履行提货义务产生的违约金及库存损失已经法院判决确认，目前二审判决生效³。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022~2025 年 3 月，公司本部及主要子公司（厦门天马、武汉天马）借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

——深天马将继续保持在中小尺寸面板领域领先的行业地位及产能规模优势，预计 2025 年收入规模保持小幅增长，盈利进一步改善，仍保持良好的经营获现能力。

——预计 2025 年公司资本开支规模同比下降。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率 (%)	57.98	55.79	53.5~55.5
总债务/EBITDA (X)	10.97	5.56	5~5.5

调整项

ESG⁵表现方面，公司注重可持续发展，环境管理和社会责任履行方面表现较好，内控制度完善，

³ 诉讼基本情况：2020 年 4 月深圳市金立通信设备有限公司的管理人因破产撤销权纠纷向法院提起诉讼，请求撤销公司对深圳市金立通信设备有限公司财产的抵押权，涉案金额 2.21 亿元。

⁴ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

⁵中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小。**流动性评估方面**，公司经营获现水平稳定良好，现金及等价物储备较好，截至 2024 年末非受限货币资金 61.56 亿元，未使用银行授信较充足，融资成本处于行业内较低水平，融资渠道保持畅通。流动性支出需求主要来自对 TM20 建设投资以及向联营企业的剩余资本金出资，综合来看，未来一年流动性来源可以较好覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

股东实力雄厚，公司作为中航国际控股下属显示领域核心主体有望持续获得股东支持；公司为国内中小尺寸面板研发创新及地方产业发展做出较大贡献，能享有国家产业相关政策及地方政府的大力支持。

公司具有央企背景，股东背景实力雄厚，作为中航国际控股下属重要的显示领域公司，可获得控股股东和实际控制人在资源、业务赋能等方面的有力支持。此外，近年来，在国家和地方政府的政策支持下，新型显示产业快速发展，公司作为中小尺寸面板显示领域的优质企业，跟踪期内，公司持续获得了厦门、武汉等地方政府对新型技术产线投资项目的资金支持，2024 年其他收益中政府补助为 13.09 亿元。

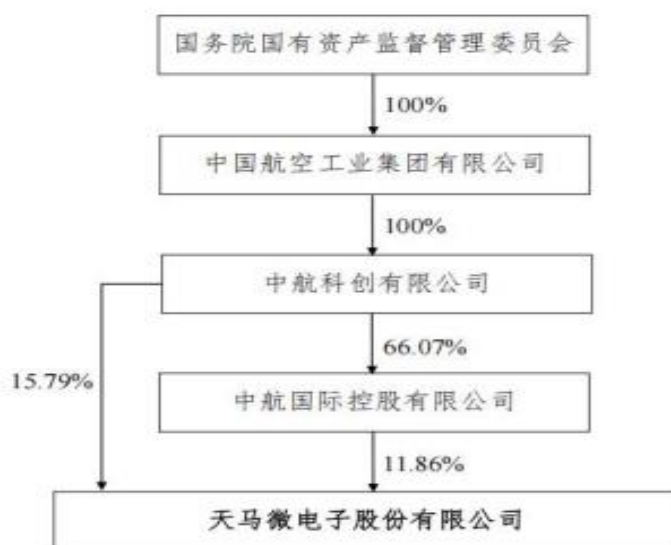
跟踪债券信用分析

“21 天马 01”发行规模为 10 亿元，票面利率分别为 3.95%，附财务指标承诺条款，募集资金用于偿还超短期融资券和银行长期借款。“21 天马 02”、“22 天马 04”和“22 天马 05”发行规模分别为 10 亿元、14 亿元和 6 亿元，票面利率分别为 3.7%、3.35%和 3.98%，上述募集资金计划全部用于偿还有息负债。截至 2024 年末，上述债券募集资金已使用完毕。上述债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关，公司保持在中小尺寸面板领域领先的行业地位，良好的经营获现水平，再融资渠道通畅，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持天马微电子股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 天马 01”、“21 天马 02”、“22 天马 04”和“22 天马 05”的信用等级为 **AAA**。

附一：天马微电子股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



表：截至 2024 年末公司主要参控股公司（亿元）

全称	简称	公司类型	持股比例	2024 年末		2024 年	
				总资产	净资产	营业总收入	净利润
上海天马微电子有限公司	上海天马	子公司	100.00%	70.69	35.47	79.95	3.55
武汉天马微电子有限公司	武汉天马	子公司	100.00%	353.49	65.59	115.72	-10.31
上海中航光电子有限公司	上海光电子	子公司	100.00%	35.67	25.11	21.60	0.81
厦门天马显示科技有限公司	厦门天马显示科技	参股公司	15.00%	335.58	230.38	52.34	-10.96



资料来源：公司提供

附二：天马微电子股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024
货币资金	905,617.77	828,747.78	622,811.89
应收账款	609,438.28	780,695.59	1,039,446.46
其他应收款	20,375.49	14,526.87	10,238.00
存货	485,326.30	366,602.43	405,759.97
长期投资	352,801.03	499,272.18	618,479.92
固定资产	2,302,722.54	4,603,213.71	4,478,397.94
在建工程	2,714,812.82	398,186.37	252,375.62
无形资产	226,356.70	240,152.93	246,445.04
资产总计	8,098,928.32	8,197,631.73	8,123,516.56
其他应付款	351,327.44	367,703.95	348,919.55
短期债务	1,014,106.05	865,850.68	1,144,094.98
长期债务	2,845,028.25	3,134,004.12	2,536,864.41
总债务	3,859,134.30	3,999,854.81	3,680,959.39
净债务	2,961,168.25	3,178,320.86	3,065,383.40
负债合计	5,072,718.87	5,298,257.75	5,206,206.01
所有者权益合计	3,026,209.45	2,899,373.98	2,917,310.55
利息支出	121,774.96	117,871.57	104,730.80
营业总收入	3,144,747.69	3,227,130.59	3,349,429.58
经营性业务利润	51,487.50	-152,100.94	34,464.48
投资收益	-9,279.92	-35,160.92	-24,003.41
净利润	10,696.44	-210,992.89	-69,140.05
EBIT	87,444.37	-132,940.98	70,993.97
EBITDA	495,380.17	364,689.82	662,244.20
经营活动产生的现金流量净额	391,260.02	395,769.83	575,185.69
投资活动产生的现金流量净额	-346,679.32	-542,829.46	-438,053.74
筹资活动产生的现金流量净额	430,184.19	68,376.75	-348,192.58
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	12.90	6.78	13.28
期间费用率（%）	14.99	15.88	15.93
EBIT 利润率（%）	2.79	-4.12	2.12
总资产收益率（%）	1.12	-1.63	0.87
流动比率（X）	1.04	1.05	0.88
速动比率（X）	0.81	0.88	0.72
存货周转率（X）	6.09	7.06	7.52
应收账款周转率（X）	4.91	4.64	3.68
资产负债率（%）	62.63	64.63	64.09
总资本化比率（%）	56.05	57.98	55.79
短期债务/总债务（%）	26.28	21.65	31.08
经调整的经营活动现金流净额/总债务（X）	0.07	0.06	0.12
经调整的经营活动现金流净额/短期债务（X）	0.25	0.29	0.40
经营活动现金流净额利息保障倍数（X）	3.21	3.36	5.49
总债务/EBITDA（X）	7.79	10.97	5.56
EBITDA/短期债务（X）	0.49	0.42	0.58
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.07	3.09	6.32
EBIT 利息保障倍数（X）	0.72	-1.13	0.68
FFO/总债务（X）	0.11	0.07	0.16

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

PostalCode: 100010

Tel:+86（10）66428877

Fax:+86（10）66426100

Web:www.ccxi.com.cn