



# 科技行业 2025 年中期展望：AI、国补、智驾推动科技行业增长

- **展望 2025 年下半年，DeepSeek、国补、智能辅助驾驶将持续推动科技行业成长，美关税不确定性将得以消化：**2025 年上半年的这三条投资主线以及一个不确定性因素有望在 2025 年下半年延续。其中，DeepSeek 持续推动 AI 算力芯片行业需求成长。中国的智能手机等数码产品国补刺激作用减弱，而高端智能手机占比提升会延续。智能辅助驾驶渗透率有望在下半年加速上扬。最后，美关税不确定性将被市场更好消化。
- **DeepSeek 持续推动 AI 大模型行业发展，带动产业需求成长：**今年年初 DeepSeek 的出现给 AI 大模型行业带来了变革，推动其性能的提升以及使用成本的下降，尤其是算力成本。我们预期 DeepSeek 带来的性能成本优化、AI 算力增长的趋势有望在今年下半年延续。在美国市场充分消化此前认为 DeepSeek 会带来 AI 算力需求下降的认知偏差后，行业看到有 3 个 scaling law 带动的 AI 算力芯片的需求。同时，AI 大模型向手机等端侧落地过程中，为消费电子行业注入增量和确定性。
- **虽然国补刺激的智能手机等消费电子需求或将减弱，但是智能手机高端成长趋势有望延续：**中国在年初发布“两新”政策，其中智能手机等数码产品受益明显，例如小米。整体来看，一季度中国区智能手机出货量略微低于年初时的预期，但是出货结构有明显改善，高端出货量增长显著。展望今年下半年，国补带来的刺激作用可能会减弱，而高端智能手机的需求动能有望保持。这其中有市场份额成长空间的消费电子产业链更加有投资机会。
- **智能辅助驾驶渗透率加速上扬，带动汽车电子业务高速增长：**今年 2 月，比亚迪发布高阶智能辅助驾驶，显著推动自身乃至新能源车行业智能辅助驾驶渗透率提升。根据 NE 时代，2025 年 3 月中国乘用车 NOA 的搭载率达到 18.9%，同比和环比均有显著大幅提升。展望下半年，我们预计随着新车型的陆续上市，智能辅助驾驶渗透率有望持续加速上扬。这将带动消费电子供应链中的汽车电子业务高速增长。
- **美关税政策不确定性导致的市场波动或将减弱：**特朗普政府的关税政策确实给消费电子供应链带来基本面的不确定性，但随着估值的下挫，以及美政府政策落地时可能缓和，我们认为短期内消费电子基本面剧烈变动可能性较小。而且外部关税摩擦的不确定性凸显国产替代机会，有望带动中国半导体，尤其是晶圆代工，在地化需求持续提升。
- **投资风险：**全球，包括中国和美国，经济增长面临压力，服务器、智能手机、新能源车等需求不及预期；半导体行业下行，或细分行业上行动能不足；生成式 AI 需求爆发持续性弱于预期，AI 算力芯片迭代不及预期；美国关税压力超预期导致需求及利润受损；行业竞争加剧；投入或费用过大，拖累利润表现。

沈岱

首席科技分析师  
tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师  
ivy\_ma@spdbi.com  
(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师  
sia\_huang@spdbi.com  
(852) 2809 0355

2025 年 6 月 5 日

## MSCI 中国 IT 指数表现

注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

# 目录

<b>AI 大模型行业：技术创新推动行业高速增长，下游需求爆发</b> .....	<b>4</b>
DeepSeek 催化，AI 大模型性能提升，成本下行 .....	4
云服务厂商保持资本支出，AI 数据中心需求持续增长 .....	7
全球 AI 算力芯片行业具备较大成长空间 .....	13
<b>消费电子行业：国补刺激需求逐步放缓，智能辅助驾驶接棒走强</b> .....	<b>15</b>
智能手机：略微下调全球出货量预测，但高端需求有望保持更高增速 .....	17
消费电子产业链：美关税政策打压情绪，智驾需求提升基本面增长确定性 .....	25
<b>中国半导体行业：AI 算力和国产替代</b> .....	<b>31</b>
全球半导体行业或将在下半年进入下行周期 .....	31
中国半导体晶圆代工：新增产能逐步满足国产替代需求 .....	35
中国功率半导体：新能源车需求持续往上，AI 算力逐步贡献增量 .....	41
<b>2025 年下半年科技行业配置策略</b> .....	<b>45</b>
<b>科技硬件行业估值及回报</b> .....	<b>48</b>
科技硬件行业指数及估值表现 .....	48

# 科技行业 2025 年中期展望：AI、国补、智驾推动科技行业增长

在 2025 年上半年，科技行业呈现三条投资主线，分别为 DeepSeek、国补和智能辅助驾驶，以及一项重要不确定性因素，即美关税政策给科技行业带来的风险。

第一，今年年初 DeepSeek 的出现，给 AI 大模型行业带来了变革，再次推动了 AI 行业的投资热情。这种热情主要集中体现在推动 AI 大模型性能的提升以及使用成本的下降，尤其是算力成本。这导致美股 AI 算力芯片股价承压，而大中华区的 AI 标的则估值上行。

我们预期 DeepSeek 带来的性能成本优化、模型和应用需求提升推动 AI 算力增长的趋势有望在今年下半年延续。在美国市场充分消化此前认为 DeepSeek 会带来 AI 算力需求下降的认知偏差后，行业看到有 3 个 scaling law 带动的 AI 算力芯片的需求。因此，美股 AI 算力芯片，例如台积电、英伟达，将有成长空间。同时，AI 大模型向手机等端侧落地的过程有望对智能手机及消费电子行业需求构成支撑，为消费电子行业注入增量和确定性。小米、舜宇光学、蓝思科技等受益于端侧 AI 为智能手机行业带来的增量机会。

第二，中国在年初发布“两新”政策，其中智能手机等数码产品将会受益，消费电子供应链直接受益。从目前的情况来看，国补确实带动部分品牌智能手机需求，例如小米。整体来看，一季度中国区智能手机出货量略微低于年初时的预期，但是出货结构有明显改善。

展望今年下半年，国补带来的刺激作用可能会减弱，而高端智能手机的需求动能有望保持。这其中有份额成长空间的消费电子产业链更加有投资机会，包括小米、舜宇光学等。

第三，比亚迪发布高阶智能辅助驾驶，显著推动自身乃至新能源车行业智能辅助驾驶渗透率提升。展望 2025 年下半年，我们预计随着新车型的陆续上市，智能辅助驾驶渗透率有望持续加速上扬。这将带动消费电子供应链中的汽车电子业务高速增长。其中，比亚迪电子、舜宇光学等的业绩增长能见度都比较高。

最后，特朗普政府的关税政策确实给消费电子供应链带来基本面的不确定性。但是，随着估值的下挫，以及美关税政策落地时可能缓和，我们认为短期内的消费电子基本面剧烈变动的可能性较小，小米、舜宇等受到美关税影响较小。而且，外部关税摩擦的不确定性凸显国产替代机会，有望带动半导体在地化需求持续提升，华虹、中芯等公司有望受益。

# AI 大模型行业：技术创新推动行业高速增长，下游需求爆发

## DeepSeek 催化，AI 大模型性能提升，成本下行

在今年 1 月 20 日，深度求索（DeepSeek）正式发布 DeepSeek R1 模型。其在较短时间内获得巨大流量和关注（图表 1），再次引燃 AI 大模型行业的市场关注。自 2022 年年底 ChatGPT 3.5 发布以来，DeepSeek 可能是对 AI 大模型行业最重要的推动力量之一。

首先，DeepSeek 的通用模型 V3 和推理模型 R1 均具备比肩头部 AI 大模型的性能。根据 DeepSeek，其 V3 在数学、编程等能力测试上超过 GPT-4o 的能力（图表 4），在多语言多任务、研究生能力测试、软件等能力方面也与头部模型能力接近，好于优秀的其他开源模型。今年年初以来，其大幅吸引流量的 DeepSeek-R1 的模型能力与 V3 比较类似，在数学、编程的能力超过 OpenAI-o1，而其余能力也接近最强模型的能力，优于中部排名的模型能力。

其次，DeepSeek 的成本也大幅低于其性能可比的 AI 大模型。OpenAI、字节、阿里等 AI 大模型这两年的价格符合这一基本趋势（图表 5）。DeepSeek 的出现大大加速了行业成本下行的速度。例如，DeepSeek-R1 的 API 定价，每百万 token 的输出价格为 2.19 美元，比起 OpenAI o1 的 60 美元低了 90% 以上，比 OpenAI o3-mini 性价比模型的价格的 4.40 美元也便宜了一半。

所以，我们看到 DeepSeek 通过其自身的技术路径可以实现更低的使用成本，低于 OpenAI、谷歌、Meta 等海外竞争模型。新的技术路径在实现单位算力使用量/价格下降的同时，也带动真正的需求端，尤其是企业需求端的成本下降，从而大幅促进 AI 大模型需求的扩张。因此，在较短的时间，较多厂商就将 DeepSeek 引入到自己的平台中，包括云服务平台、搜索、手机、汽车等行业（图表 2）。甚至于，腾讯等通用 AI 大模型厂商也将 DeepSeek 作为选项之一接入到自身平台中（图表 3）。

性能飞速提升以及成本大幅下降，这符合新兴技术行业发展初期的特性。从下半年展望来看，AI 大模型行业仍然会见到通用 AI 大模型或底层 AI 大模型不断涌现，在性能和成本两个维度在持续推动行业进步。例如，今年 3 月发布的 Grok-3.0 则在部分指标的表现上优于面世不久的 DeepSeek V3。近期，小米推出的自研推理大模型 MiMo-VL 在多个能力维度也有较好体现。

从更长期的维度看，AI 大模型行业将带动科技产业发展。AI 大模型的算力、模型、下游应用都将迎来更加蓬勃的发展。

图表 1: DeepSeek 爆火时间线梳理 (2025 年)

日期	时间节点	内容进展
1 月 11 日	“正式发布”	DeepSeek 正式发布官方 APP，并上线 iOS 与安卓应用市场
1 月 20 日	“同步开源”	DeepSeek 正式发布 DeepSeek-R1，同步开源模型权重；R1 是更成熟、更实用的版本，R1-Zero 是一个探索性的“纯强化学习”模型
1 月 26 日	“登顶时刻”	DeepSeek 应用登陆全球 140 个市场，同时登顶 App Store 和谷歌 Play Store 全球下载榜首，成为首个实现中美双榜首的中国 AI 应用
1 月 28 日	“华府震惊”	美国总统特朗普表示，DeepSeek 崛起应当为美企敲响警钟，同时也可能传递一种积极信号
1 月 30 日	“微软接入”	微软将 DeepSeek-R1 整合至其云平台，并很快在 Copilot+ 电脑上运行
1 月 31 日	“巨擘认可”	英伟达和亚马逊等宣布将 DeepSeek-R1 整合至其云平台。同日，美国国会办公室警告不要使用 DeepSeek
2 月 1 日	“牵手华为”	华为云和硅基流动联合发布了基于昇腾云服务的 DeepSeek-R1 和 DeepSeek-V3 推理服务
2 月 2 日	“腾讯力挺”	腾讯支持 DeepSeek-R1 大模型一键部署
2 月 4 日	“阿里支持”	阿里云和字节跳动火山引擎宣布支持 DeepSeek 模型的部署
2 月 5 日	“连结超算”	京东云上线 DeepSeek-R1 和 DeepSeek-V3，国家超算互联网平台上线 DeepSeek-R1 国内部分头部云服务供应商已正式支持 DeepSeek

资料来源：大公报、公开信息整理、浦银国际

图表 2: 各大应用接 DeepSeek 模型

类型	接入厂商
云服务	阿里云、腾讯云、腾讯元宝、华为云、百度云等
搜索	百度、微信、抖音、知乎等
手机	华为、荣耀、OPPO、vivo、魅族、努比亚等
汽车	比亚迪、上汽智己、广汽集团、宝马等

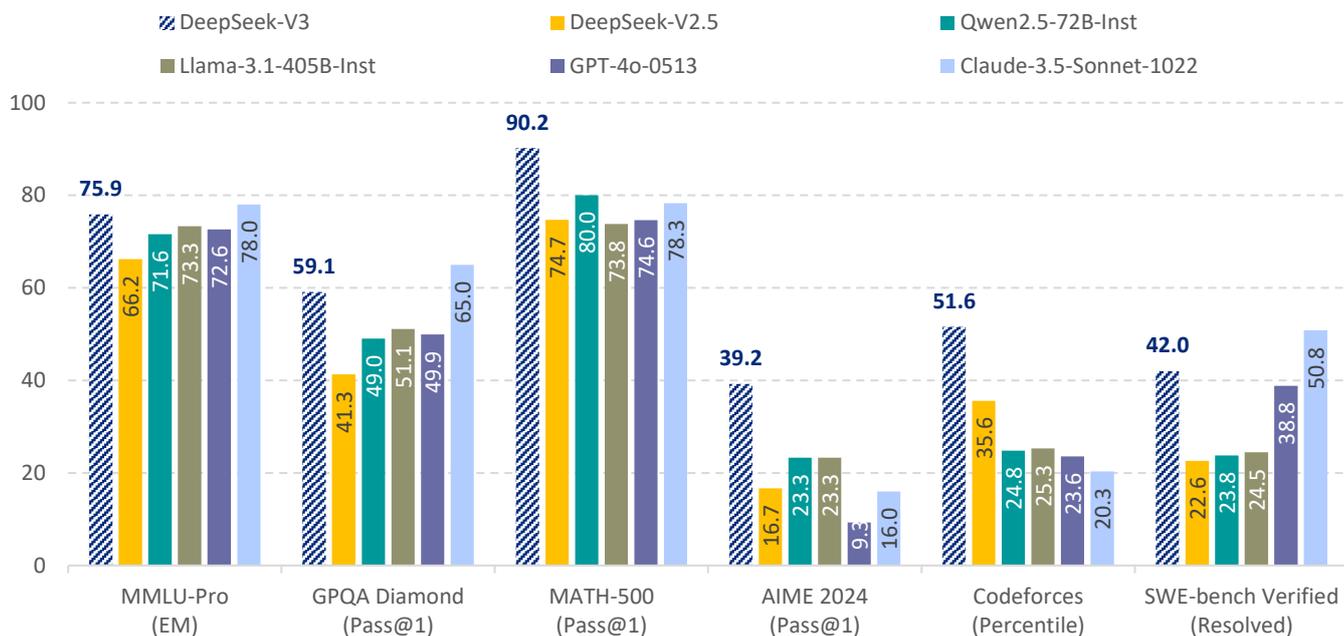
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 3: 多家厂商快速接入 DeepSeek 模型

合作公司	接入时间	合作内容
腾讯	2025 年 2 月	腾讯 AI 助手元宝、微信搜一搜、腾讯云等十余款腾讯系产品相继接入 Deepseek
百度	2025 年 2 月	百度搜索和文心一言等平台接入 DeepSeek 深度搜索功能
华为	2025 年 2 月	华为鸿蒙系统小艺助手、DevEco Studio 开发工具、华为云接入 Deepseek
OPPO	2025 年 2 月	OPPO 小布语音助手接入 DeepSeek，支持语音提问、将生成结果导出为本地文件等功能
宝马	2025 年 4 月	宝马中国宣布将 BMW 智能助手接入 DeepSeek，车主可通过 OTA 升级获得该新功能

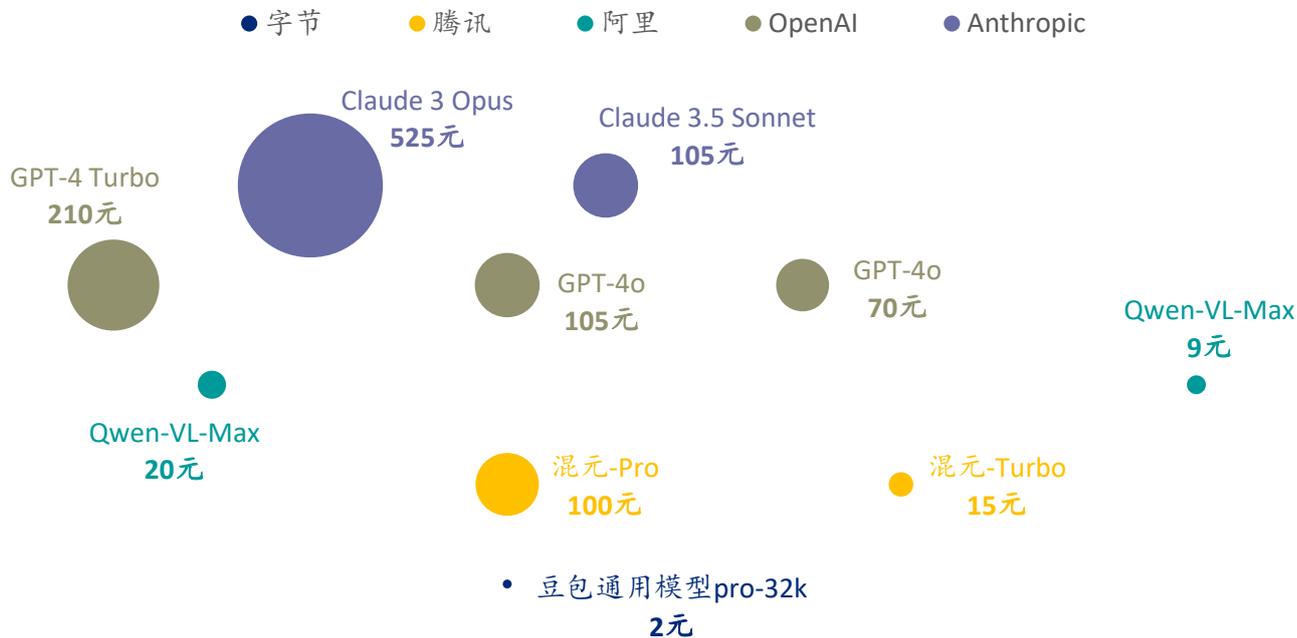
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 4: DeepSeek-V3 与不同模型性能对比



资料来源:《DeepSeek-V3 Technical Report》、浦银国际

图表 5: AI 大模型降本趋势明确



注: 气泡大小代表成本;

资料来源: 中国工业互联网研究院、浦银国际

## 云服务厂商保持资本支出，AI 数据中心需求持续增长

美国四家头部云服务厂商仍然保持较高的资本开支增速。在今年一季度，这四家厂商合计资本开支同比增长达 62%（图表 8），与去年四季度的高位类似。这是继 2023 年二季度以来连续 5-6 个季度保持资本开支上行的状态。

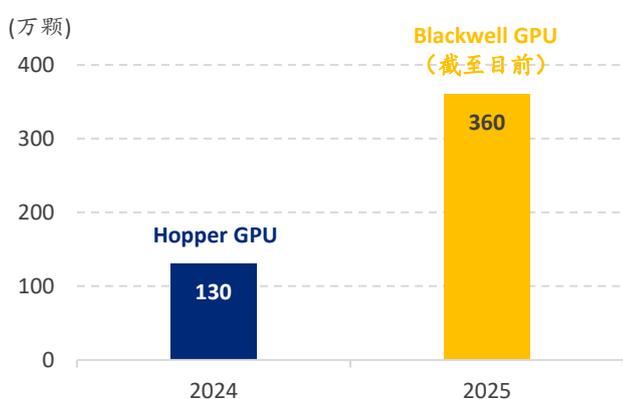
根据 TrendForce，2025 年 AI 服务器出货量渗透率将达到 15%，渗透率依然跟着头部云服务厂商资本开支上行而增加。而且，去年四季度 DeepSeek 推出其 V3 大模型之后，虽然推动了 AI 大模型训练成本下行，尤其是算力成本的下行，但是也让行业中的 AI 大模型厂商看到了更高投入产出比的加速提升模型性能的方式。这又再次推动行业对于算力芯片的需求。

根据英伟达的分享，当前行业中的有三种扩张法则（scaling law），分别为预训练扩展（Pre-training Scaling）、后训练扩展（Post-training Scaling）、推理扩展（Test-time Scaling）。这是在此前 AI 大模型厂商快速推升参数级以提升模型性能的方式基础之上，新的推动模型能力提升的方式。

因此，我们预期海外和国内的通用 AI 大模型厂商对于 AI 算力基建仍有较高的需求。AI 算力芯片有着与 AI 大模型类似的升级路线类似，即性能表现螺旋上升，而其成本大幅下降。这一点在英伟达从 Hopper 升级到 Blackwell 平台的时候表现较为明显。

综上，AI 大模型行业仍然处于行业发展的初期阶段。国内和海外对于 AI 基建需求仍然较为旺盛。英伟达预期到 2028 年数据中心资本开支将到万亿美元规模（图表 7），当前阶段仍然处于算力需求爆发的拐点处。

**图表 6：美国前四大云服务提供商对英伟达新一代 Blackwell 平台的 GPU 芯片销量需求大幅增长**



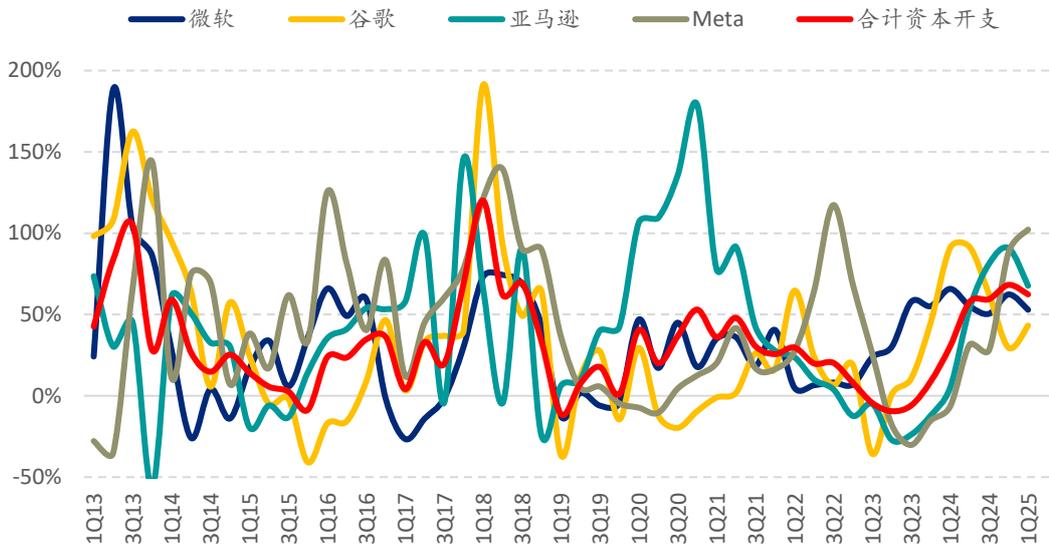
注：Blackwell 平台一颗芯片有两颗 GPU；资料来源：英伟达 2025 年 GTC、浦银国际

**图表 7：英伟达数据中心收入 vs 数据中心资本开支：算力需求处于爆发点**



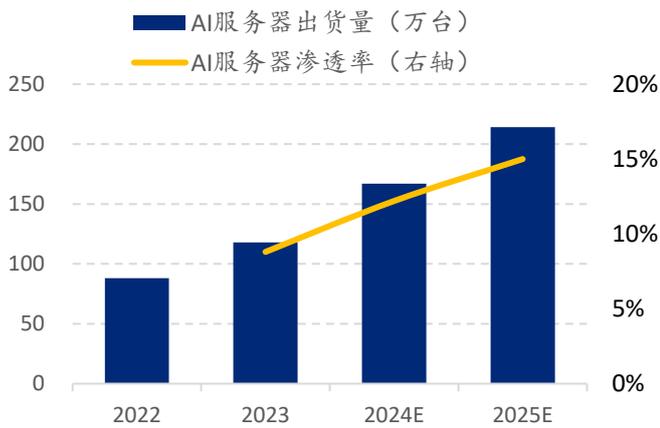
注：E=Dell'Oro 预测；资料来源：英伟达 2025 年 GTC、Dell'Oro、浦银国际

图表 8: 美国四家头部云服务厂商资本开支: 同比增速维持上行高位



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: AI 服务器出货量渗透率



注: E=TrendForce 预测

资料来源: TrendForce、浦银国际

图表 10: 全球服务器收入



资料来源: IDC、浦银国际

图表 11: 各大海外 AI 厂商看好 AI 长期投资

厂商	关于 AI 的表述
苹果	苹果在 CY1Q25 业绩会表示已经在 iOS18.4 中将 Apple Intelligence 拓展至法语、德语、意大利语、葡萄牙语、西班牙语、韩语、简体中文等多种语言，欧盟及中国香港用户可以启用 Apple Intelligence 功能，但是中国大陆用户仍然尚未开启。
高通	在 2025 年 3 月世界移动通信大会，公司发布 AI Powered X85 5G 调制解调器，并宣布收购 Edge Impulse，其到端边缘 AI 平台有超过 170,000 名开发人员使用。高通在 CY1Q25 业绩会上表示端侧 AI 小模型性能快速提升，并适配于高通骁龙平台。公司计划将 AI 能力带到汽车、XR 等多种端侧设备。2025 年 5 月，公司表示计划进军 AI 数据中心 CPU，可连接英伟达 GPU 和软件。
台积电	公司在 1Q25 业绩会中表示，预计 AI 需求将会持续稳健增长，未来 5 年的 AI 加速卡收入复合增速达到 45%；预计 2025 年来自 AI 加速卡的营收将会较 2024 年翻倍达到 30%。
英伟达	来自长思考模型的推理需求正在快速增长，Blackwell 的推理 token 生产速度最高可达 H100 的 25x。英伟达的客户正在加速投资于 AI 基础设施以解锁更强大的 AI 能力。
AMD	AMD 1Q25 数据中心收入同比增长强双位数，公司表示 AI 基建将会持续，预期其数据中心 AI 业务将在未来几年实现显著增长。
英特尔	由于数据中心建设节奏提前，1Q25 数据中心及 AI (DCAI) 业务增长超预期，预计 2Q25 将会自然回落。由于 AI PC 1Q25 业绩低于预期，公司预计 AI PC 今年的增速将略低于预期，但看好 AI PC 的长期需求并持续投资。公司为 AI 工作负载需求重新优化产品组合。

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 12: 主流 AI 算力训练用芯片性能比较

公司名称	英伟达			AMD		
产品型号	A100 PCIe SXM	H100 PCIe SXM	B100	MI250X	MI300X	MI325X
芯片类型	GPU	GPU	GPU	GPU	GPU	GPU
发布时间	2020.6	2022.9	2024.4	2021.11	2023.6	2024.10
工艺制程	TSMC 7nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 6nm	TSMC 5nm	TSMC 3nm
峰值算力	FP16: 312 624 FP32: 19.5 FP64: 19.5	FP8: 3026 3958 FP16: 1513 1979 FP32: 51 67 FP64: 51 67 4	FP8: 7000 FP16: 3500 FP32: 1800 FP64: 30	FP16: 312 FP32: 47.9 FP64: 47.9	FP8: 2615 FP16: 1307 FP32(Matrix): 653.7	FP8: 20.8PF FP16:10.4PF
内存容量 (GB)	80 (HBM2e)	188 (HBM3)	192 (HBM3e)	128 (HBM2e)	192 (HBM3)	256 (HBM3)
内存带宽	1935 2039 GB/s	2 3.35TB/s	8TB/s	3.3TB/s	5.2TB/s	6TB/s
典型应用场景	AI 训练	AI 训练	AI 训练	AI 训练	AI 训练	AI 训练

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 13: 拜登政府 2025 年 1 月《人工智能扩散出口管制框架》

类别	定位	国家及地区	具体条例
第一类	盟友，可以不受限制地获取美国先进计算芯片	法国、德国、意大利、西班牙、瑞典、爱尔兰、丹麦、芬兰、挪威、荷兰、比利时、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、韩国、中国台湾等 18 个国家和地区	1. 不限制先进计算芯片获得数量；2. 总部设在这些地区的公司可以申请美国政府的 UVEU (Universal Validated End User) 许可，向全世界除第三类的国家数据中心供应芯片。同时需要满足 (1) 不可以向第一类以外的任何单一国家部署超过 7% 的先进计算芯片；(2) 该 UVEU 购买的 75% 的先进计算芯片需要部署在美国及其他第一类盟友处；(3) 如果该 UVEU 总部位于美国，需要将 50% 的先进计算芯片部署在美国本土
第二类	除第一类和第三类的国家和地区，面临以国为单位的总算力限制	除第一类和第三类的国家和地区	2025-2027 年期间：1. 每个第二类国家或地区最多可以获得 7.9 亿 TPP (Total Processing Performance) 总计算能力，约合 5 万块先进 GPU，如果政府和美国政府签订国际生态共建条例，上限可以增加至 10 万块先进 GPU；2. 如果申请到 NVEU (National Validated End User) 资质，可以最多购买 32 万块先进 GPU
第三类	武器禁运国家，全面禁止先进计算芯片出口	中国大陆、俄罗斯、朝鲜、伊朗等国家和地区	全面禁止获得美国先进计算芯片及闭源 AI 模型

资料来源：BIS、公开资料整理、浦银国际

图表 14: 美国 2025 年 1 月 AI 算力芯片出口限制豁免情况

豁免情况	具体条例
小批量订单	集群能力低于 1,700 个先进 GPU 的订单，特别是面向大学和研究机构的明显无害订单，不计入国家或地区芯片供应上限。但第三类的国家及地区不在豁免范围内。
供应链	供应链获得 ACM 牌照后，可以无需授权的生产、运输及储存先进计算芯片。第三类的国家及地区不在授权范围内。

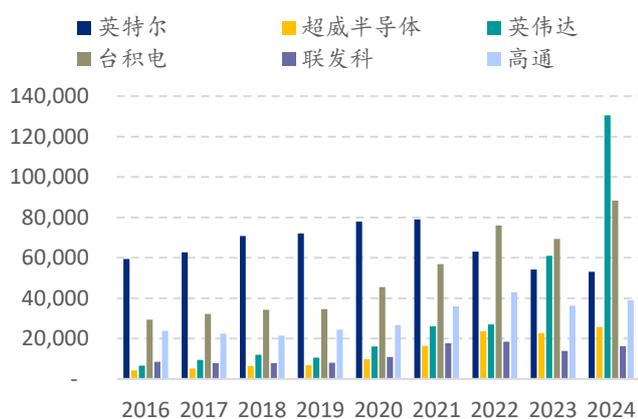
资料来源：BIS、公开资料整理、浦银国际

根据 TrendForce，2025 年 AI 服务器出货量渗透率将达到 15%，渗透率依然跟着头部云服务厂商资本开支上行而增加（图表 9）。而且，IDC 的数据显示去年四季度，全球服务器行业收入保持在 83% 的较高增速上。虽然往后，服务器行业整体收入同比增速面临高基数带来的下行，但是，AI 服务器的规模增速仍将高于服务器行业整体。这将带动 AI 算力需求的持续高增长。

从今年上半年美国科技龙头的业绩会和新闻表述中可以看到，海外龙头对于 AI 行业投入依然比较坚定，对于 AI 行业未来展望仍然比较乐观（图表 11）。例如，英伟达预计推理需求快速增长，AMD 预期 AI 基建持续强劲，台积电则预计其 AI 相关业务今年将翻倍。同时，这些头部 AI 算力芯片公司数据中心相关业绩保持增长动能（图表 20）。

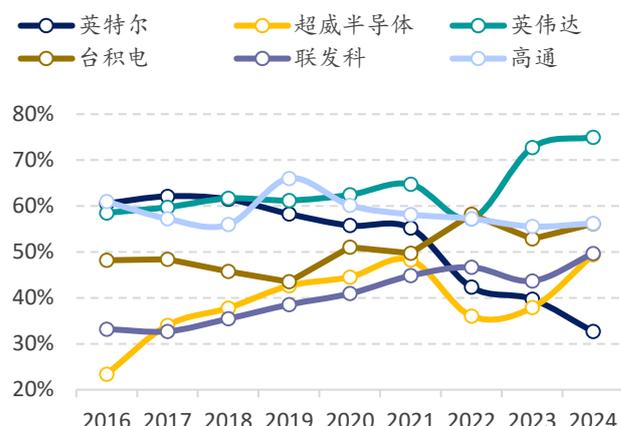
另外，从美国对中国限制高端 AI 算力出口（图表 13）这个角度看，中短期内，美头部 AI 算力芯片厂商有较大机会维持技术领先优势。这为美国厂商在其本土以及中国以外的地区保持技术和份额领先奠定基础。

图表 15：头部 AI 算力芯片公司年度营收对比（百万美元）



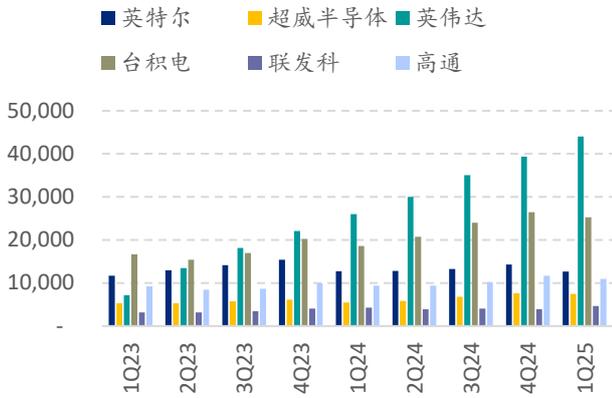
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 16：头部 AI 算力芯片公司年度毛利率对比



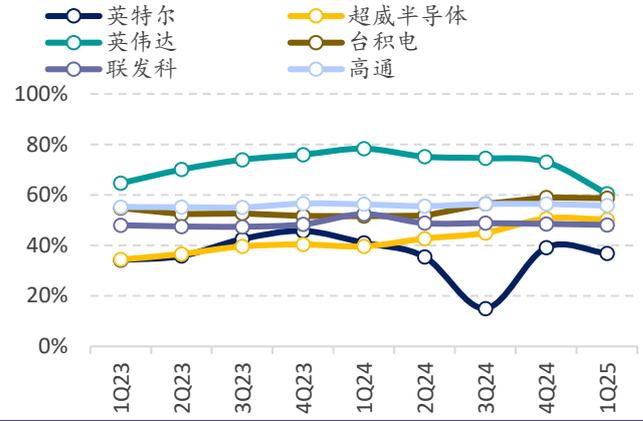
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 17: 头部 AI 算力芯片公司季度营收对比 (百万美元)



资料来源: iFinD、浦银国际

图表 18: 头部 AI 算力芯片公司季度毛利率对比



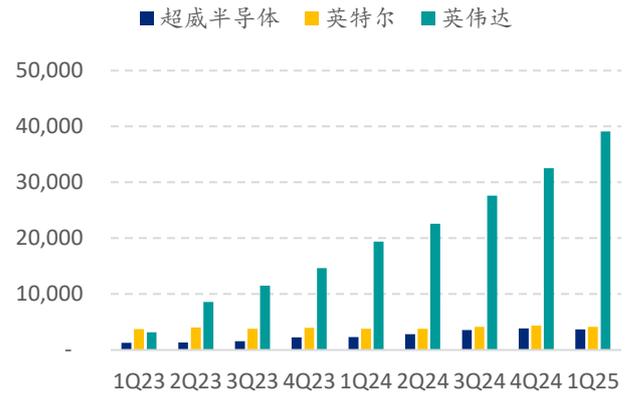
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 19: 头部 AI 算力芯片公司数据中心年度收入对比 (百万美元)



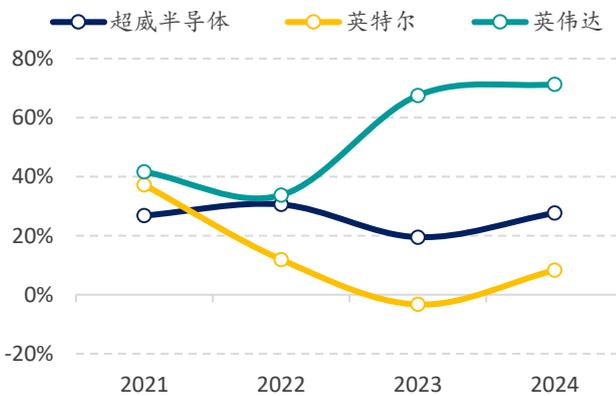
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 20: 头部 AI 算力芯片公司数据中心季度收入对比 (百万美元)



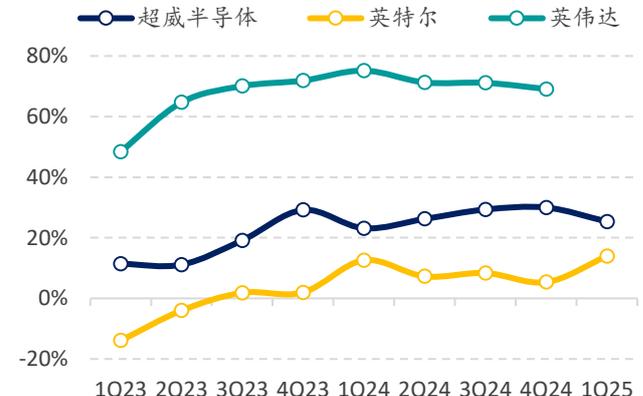
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 21: 头部 AI 算力芯片公司数据中心年度营业利润率



资料来源: iFinD、浦银国际

图表 22: 头部 AI 算力芯片公司数据中心季度营业利润率



资料来源: iFinD、浦银国际

## 全球 AI 算力芯片行业具备较大成长空间

AI 算力芯片行业处于发展的初期阶段，具备较大的成长空间。

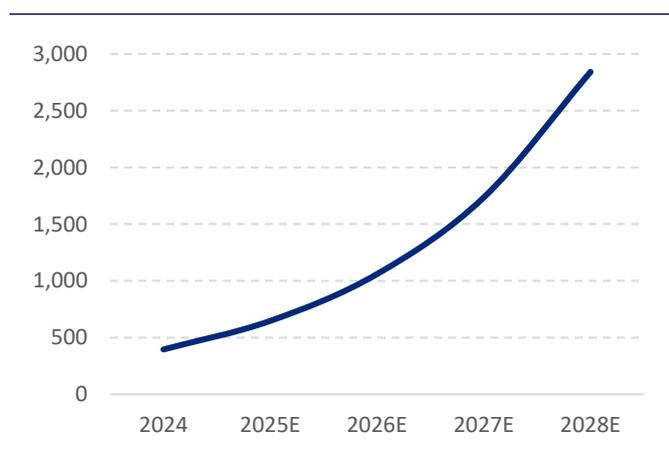
一方面，从供应端来看，AI 大模型厂商持续大力推动 AI 大模型技术的成长。这里既包括国内外 OpenAI、谷歌、DeepSeek、阿里等 AI 通用模型厂商，也包括英伟达、AMD 等 AI 算力芯片厂商（图表 12）。例如，从单个 Pre-training Scaling 的算力需求，增加到 Pre-training、Post-training、Test-time 三个 scaling low 的需求（图表 24），AI 算力芯片的成长空间依然巨大。

另一方面，从需求端来看，由于 AI 大模型的开源趋势以及成本的快速下行，企业级的需求也有望快速放量。AI 行业正在从供应端驱动逐步向需求端驱动过渡。零售业、制造业、医疗业等对于 AI 大模型带来的生产力或效率提升有较大的需求。

根据 IDC 预测，全球生成式 AI 市场规模将从 2024 年的 395 亿美元增长到 2028 年的 2,842 亿美元，2024 年至 2028 年复合增长率为 64%，预计 2025 年将会增长到 647 亿美元。

海外 AI 芯片龙头今年的估值经历了年初的下行之后，目前已经进入恢复阶段。年初下行主要来自市场对于 DeepSeek 冲击行业导致的 AI 算力芯片需求的下降以及部分来自美关税政策的波动。我们预期随着行业对于这些风险的消化，AI 算力芯片行业将跟随 AI 大模型行业持续的成长而重回增长。例如，英伟达估值从年初的 31.4x 下行到 4 月低点的 19.7x，并再次回升到当前的 29.2x（图表 26）。同时，今年以来 Open AI 等初创企业仍然获得市场认可的估值，显示出 AI 行业仍然具备较高的投资价值（图表 25）。

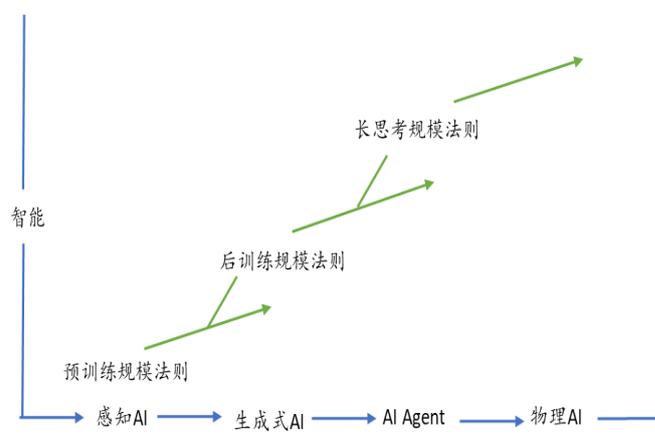
图表 23：全球生成式 AI 市场空间及预测（亿美元）



注：E=IDC 预测

资料来源：IDC、浦银国际

图表 24：从生成式 AI 到物理 AI 的发展拉动算力需求提升



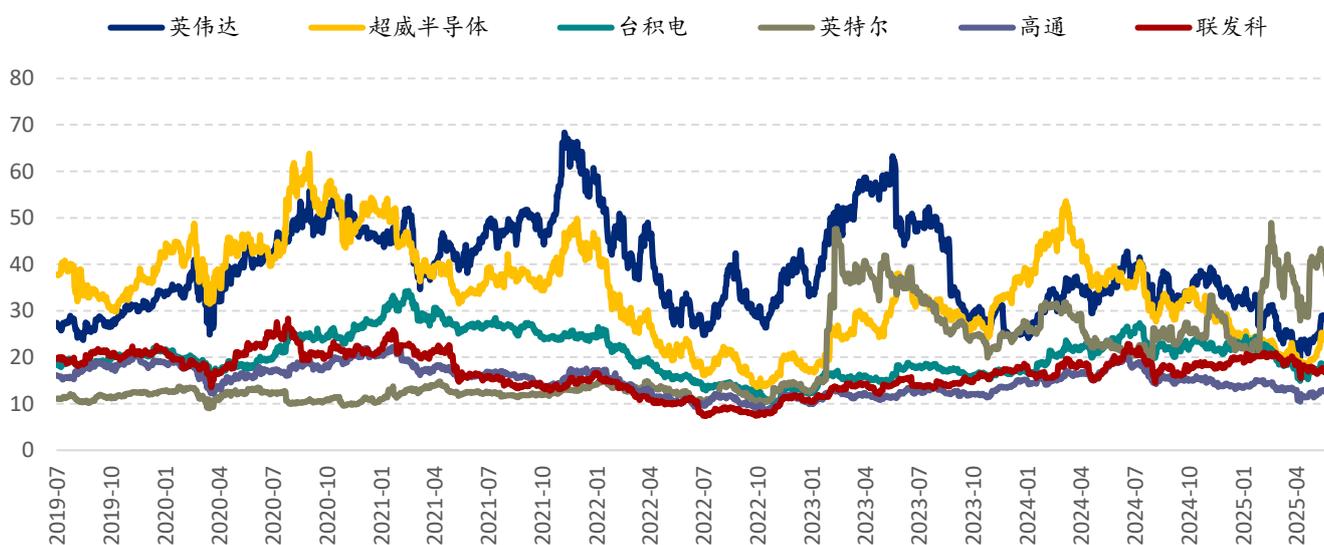
资料来源：英伟达 2025GTC、浦银国际

图表 25: 海内外头部初创 AI 企业融资情况

时间	公司	募资	估值
2025 年 4 月	SSI	完成 20 亿美元融资, Greenoaks 领投, 谷歌母公司及英伟达均有参与	320 亿美元
2025 年 4 月	OpenAI	宣布从软银及其他投资者筹得 400 亿美元融资	3,000 亿美元
2025 年 3 月	Anthropic	完成 35 亿美元的 E 轮融资	615 亿美元
2024 年 9 月	SSI	由 Open AI 的前首席科学家创立, 红杉领投完成 10 亿美元的融资	40 亿美元
2024 年 9 月	OpenAI	计划向投资者筹集 65 亿美元	1,570 亿美元
2024 年 5 月	智谱 AI	智谱 AI 获 Prosperity7 Ventures 4 亿美元 C 轮投资	200 亿人民币
2024 年 5 月	Scale AI	AI 数据标注公司 Scale AI 完成 10 亿美元的募资	138 亿美元
2024 年 5 月	xAI	马斯克为 xAI 投入 60 亿美元的融资	180 亿美元
2024 年 5 月	Kimi 月之暗面	截至 5 月, 于阿里巴巴 2024 财年合计获得阿里巴巴投入 8 亿美元	25 亿美元
2024 年 4 月	Anthropic	亚马逊宣布完成了对 Anthropic (Claude) 总计 40 亿美元的融资。2023 年 9 月亚马逊提供了一笔 12.5 亿美元的投资, 之后又追加了 27.5 亿美元	184 亿美元
2023 年 11 月	零一万物	完成 10 亿美元的新一轮融资, 由阿里云领投	NA
2023 年 10 月	Anthropic	谷歌领投了 Anthropic 的 5 亿美元融资, 此后又追加了 20 亿美元的投资	NA
2023 年 4 月	OpenAI	微软领投了约 100 亿美元, 多家 PE 投资超 3 亿美元	800 亿美元

资料来源: 公开资料整理、浦银国际

图表 26: 主要 AI 算力芯片公司市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 消费电子行业：国补刺激需求逐步放缓，智能辅助驾驶接棒走强

在消费电子行业中，今年有两条基本面增量的投资逻辑。一条来自于中国为刺激消费，在今年年初出台的数码产品补贴。另一条来自于比亚迪带动下新能源车行业智能辅助驾驶渗透率的提升。

首先，在今年1月初，国家发改委和财政部发布政策（图表 28），提振消费电子产品的终端需求。以旧换新政策延伸至手机、平板电脑和智能手表等数码产品。按照产品售价的 15% 给予予补贴，每件补贴不超过 500 元，单件销售价格不超过 6,000 元（图表 27），这对智能手机及其供应链的需求形成支撑。同时，小米等国内手机品牌在向 IoT、家电等品类扩张时，也同样受益于以旧换新政策的支持。

其次，在今年 2 月上旬，比亚迪发布“天神之眼”系列高阶智驾以及 21 款首批搭载该配置的车辆。以天神之眼 C 为例，这系列在传感器配备 12 颗摄像头、5 颗毫米波雷达、12 颗超声波雷达。因此，这带动智驾产业链的基本面上行，包括 Tier 1、智能座舱、智驾芯片、激光雷达、摄像头等。

展望 2025 年下半年，我们预期随着智驾渗透率提升，智能辅助驾驶渗透率提升带动消费电子需求增量的这条逻辑会被验证走强，而国补相对的基本面动能会随着高基数的影响而相对走弱。

图表 27：消费品以旧换新补贴政策扩围前后内容比较

项目	扩围后（2025 年 1 月）	扩围前（2024 年 8 月）
<b>家电产品</b>		
补贴范围	继续支持原有的 8 类家电产品以旧换新，同时新纳入 <b>微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲</b> ，补贴范围共涵盖 <b>12 类</b> 家电产品	二级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 <b>8 类</b> 家电产品
补贴标准	标准保持不变	按照产品最终销售价格计算，一级能效或水效的产品补贴 <b>20%</b> ，二级则补贴 <b>15%</b>
补贴力度	新增 <b>空调产品</b> 每位消费者最多可补贴 <b>3 件</b> ，其余力度不变。2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者， <b>2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴</b>	每位消费者 <b>每类产品可补贴 1 件</b> ，每件补贴 <b>不超过 2,000 元</b>
<b>数码产品</b>		
补贴范围	<b>手机、平板、智能手表手环</b> 等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6,000 元）	未纳入补贴范围，鼓励各地根据产业和财政情况，延伸补贴品类范围
补贴标准	按产品销售价格的 <b>15%</b> 给予补贴	/
补贴力度	每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件 <b>不超过 500 元</b>	/

资料来源：政府网站、浦银国际整理

图表 28：2024 年以来国家推动消费品以旧换新，2025 年进一步扩围至“小家电”和手机等数码产品

提出时间	政策出处	文件名称	具体内容
2024-02-23	中央财经委员会	中央财经委员会第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新， <b>鼓励家电等传统消费品以旧换新</b> 。对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动，统筹支持全链条各环节，更多惠及消费者。
2024-03-07	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	开展家电产品以旧换新， <b>对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠</b> 。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。
2024-03-27	商务部等 14 部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	对家电以旧换新工作做了细致的工作安排。统筹“2024 消费促进年”活动安排和消费品以旧换新工作， <b>开展“全国家电消费季”</b> 。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。
2024-07-25	国家发改委 财政部	《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排 3,000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中， <b>家电以旧换新与乘用车、自行车、公交车、农业机械等合计享有 1,500 亿元补贴规模</b> 。
2024-08-24	商务部等 4 部门	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》	对个人消费者购买二级及以上能效或水效标准的 <b>冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机</b> 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 <b>15%</b> ；对购买一级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。 <b>每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2,000 元</b> 。
2025-01-08	国家发改委 财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	扩围支持消费品以旧换新，将 <b>微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲</b> 等 4 类家电产品纳入补贴范围。同时，实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买 <b>手机、平板、智能手表手环</b> 等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6,000 元），按产品销售价格的 15% 给予补贴， <b>每件补贴不超过 500 元</b> 。

资料来源：政府网站、浦银国际整理

## 智能手机：略微下调全球出货量预测，但高端需求有望保持更高增速

预计 2025 年全球智能手机出货量将同比增长 1.3%

根据 IDC，今年一季度全球智能手机出货量达 30.49 亿部，同比增长 1.5%。其中，中国和印度的出货量略微低于我们此前的预期。虽然中国有来自于智能手机的购新补贴政策支持，但是其带来的出货量增长，低于我们此前判断。中国一季度智能手机出货量为 7,160 万部，同比增长 3.3%。同时，印度等新兴市场表现也低于我们预期，IDC 统计一季度出货量 3,200 万部，同比下降 5.5%。

基于一季度的情况以及美关税政策可能的影响，我们略微下调 2025 年全球智能手机出货量预测至 12.5 亿部，同比增长 1.3%（图表 29）。虽然我们调低了整体的出货量预期，但是安卓智能手机的出货结构在改善（图表 35），高端智能手机的出货量增速高于大盘均值（图表 37）。这与我们在高通手机 SoC 看到的高端出货量情况类似。

从一季度的数据来看，小米的表现相对优异。小米今年一季度智能手机出货量为 4,180 万部，同比增长 2.5%；小米中国出货量为 1,330 万部，同比增长接近 40%，重回中国市场第一。这主要得益于中国智能手机的国补政策，带动小米高端手机出货量和总出货量增长较为明显。小米今年上半年发布了小米 15 Ultra（图表 38）以及搭载自研玄戒 O1 芯片的小米 15S Pro，为小米高端智能手机下半年的销量表现奠定基础。

另外，今年一季度，北美市场和其中苹果手机的出货量有明显的增长。这主要处于为应对特朗普政府潜在的美关税政策不确定做的提前出货。从中国地区来看，由于苹果高端机型价格在人民币 6,000 元以上，因此不享受国补。但是，受益于新款廉价机型 iPhone 16e（图表 39）的发布，苹果的终端销售保持稳定。而且，iPhone 16e 搭载 A18 芯片，支持 Apple Intelligence。

展望 2025 年下半年，我们预期今年三四季度全球智能手机出货量同比增速在 1%-2% 之间，保持微弱增长。这主要考虑苹果及美国智能手机提前拉货效应导致下半年出货量放缓。同时，高端的智能手机出货量或将保持更高增长。

图表 29：全球智能手机出货：新预测 vs 前预测

出货量 百万部	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
中国	295	302	(2%)	296	303	(2%)	280	286	(2%)
印度	152	158	(4%)	162	169	(4%)	174	181	(4%)
亚洲其他	179	180	(0%)	178	179	(0%)	177	178	(0%)
EMEA	355	355	(0%)	367	368	(0%)	364	364	(0%)
北美	136	140	(3%)	134	137	(2%)	131	134	(2%)
拉美	135	136	(1%)	135	136	(1%)	135	136	(1%)
总计	1,252	1,271	(2%)	1,273	1,292	(1%)	1,260	1,279	(1%)

E=浦银国际预测

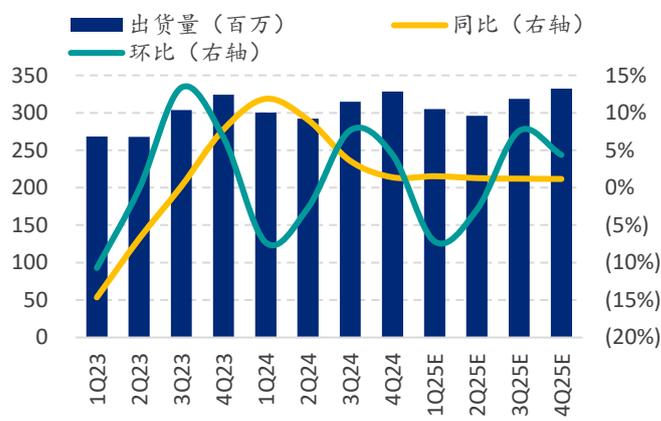
资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 30：全球智能手机出货量及预测（2018-2026E）



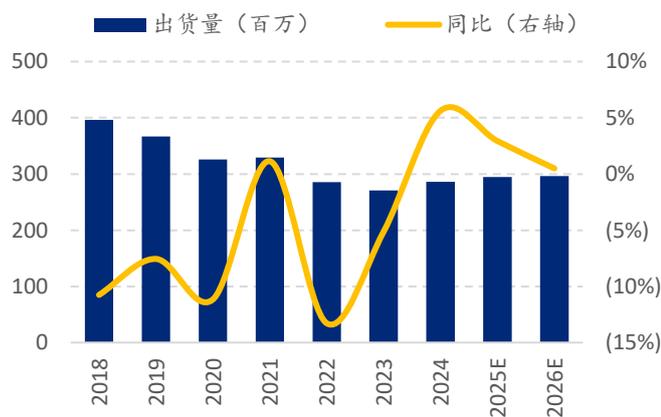
注：E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 31：全球智能手机季度出货量及预测



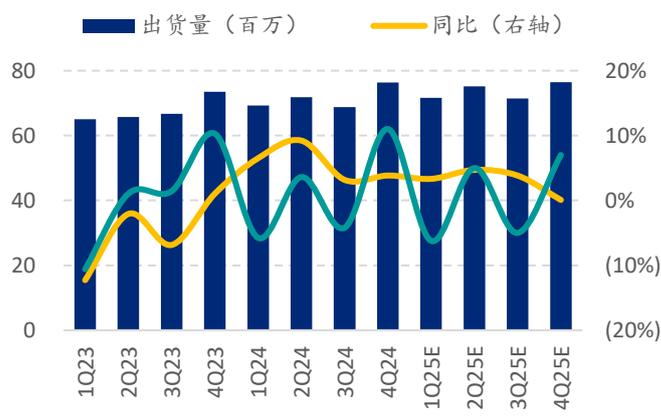
注：E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 32：中国智能手机出货量及预测（2018-2026E）



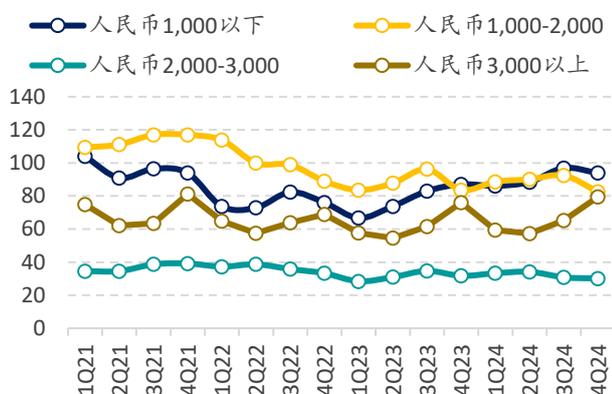
注：E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 33：中国智能手机出货量季度预测



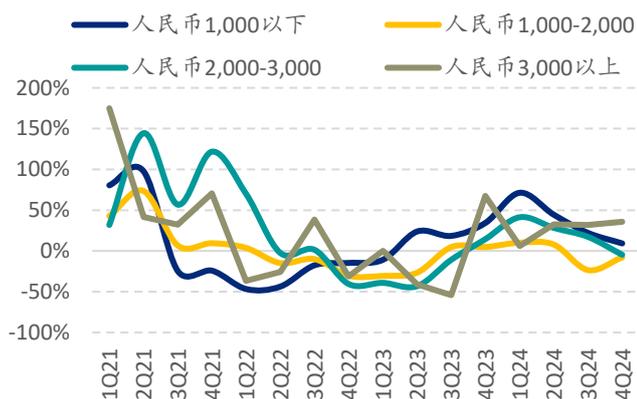
注：E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、IDC、浦银国际

**图表 34: 全球智能手机出货量出货量按价格带拆分 (1Q21-4Q24)**



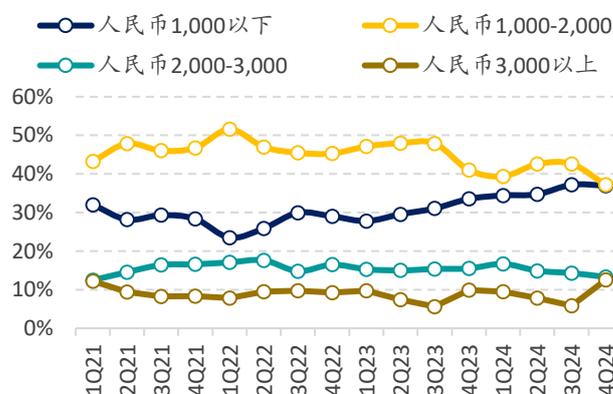
资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

**图表 36: 全球智能手机出货量同比增速按价格带拆分 (1Q21-4Q24)**



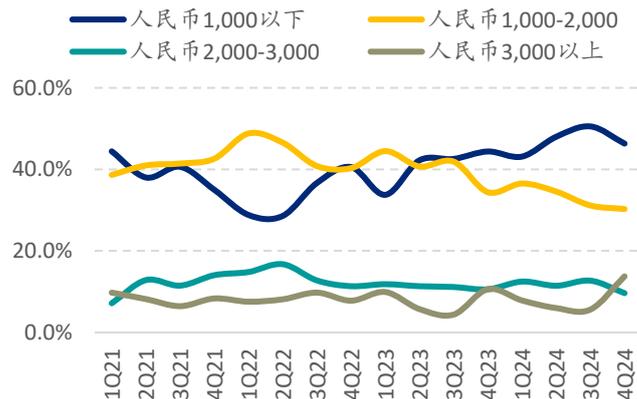
资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

**图表 35: 小米、OPPO、vivo、荣耀智能手机出货量份额按价格带拆分 (1Q21-4Q24)**



资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

**图表 37: 全球智能手机出货量份额按价格带拆分 (1Q21-4Q24)**



资料来源: Bloomberg、IDC、浦银国际

图表 38：智能手机品牌旗舰机型配置比较

品牌	苹果	华为	荣耀	OPPO	小米	vivo
型号	iPhone 16 Pro Max	Mate 70 Pro+	Magic7 Pro	OPPO Find X8 Pro	小米 15 Ultra	vivo X200 Ultra
发布日期	9/2024	12/2024	10/2024	10/2024	2/2025	4/2025
售价 (人民币)	9,999/11,999/ 13,999	8,499/9,499	5,699/6,199/ 6,699	5,299/5,699/5,999 /6,499/6,799	6,499/6,999/ 7,799	6,499/6,999/ 7,999/9,699
存储	256GB/512GB/ 1TB	512GB/1TB	256GB/512GB/ 1TB	256GB/512GB/ 1TB	256GB/512GB/ 1TB	256GB/512GB/ 1TB
运行内存	8GB	16GB	12GB/16GB	12GB/16GB	12GB/16GB	12GB/16GB
处理器	A18 Pro	麒麟 9020	骁龙 8 至尊版	天玑 9400	骁龙 8 至尊版	骁龙 8 至尊版
主频	4.04GHz	2.5GHz	4.32GH	3.626GHz	4.32GH	4.32GH
制程	3nm	7nm	3nm	3nm	3nm	3nm
屏幕	OLED	OLED	OLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED
尺寸	6.9"	6.9"	6.8"	6.78"	6.73"	6.82"
分辨率	2622 x 1206	2832 x 1316	2800 x 1280	2780 x 1264	3200 x 1440	3168 x 1440
刷新率	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz
摄像头						
后置	三摄	四摄	三摄	四摄	四摄	三摄
像素	48MP, 48MP, 12MP	50MP, 40MP, 48MP, 1.5MP	50MP, 50MP, 200MP (潜望)	均为 50MP (双潜望)	50MP, 200MP, 50MP, 10MP	50MP, 200MP, 50M
光学变焦	5 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	4 倍	3 倍	6 倍	5 倍	3.7 倍
防抖	第二代 传感器位移式	OIS 光学防抖	OIS 光学防抖	OIS 光学防抖	UIS 光学防抖	OIS 光学防抖
前置	12MP	13MP	50MP	32MP	32MP	50MP
电池容量	4,676mAh	5200mAh	5850mAh	5910mAh	6000mAh	6000mAh

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际

图表 39: iPhone 16e 配置比较

	iPhone 16e	iPhone 16	iPhone SE (第三代)
发布日期	19/2/2025	10/9/2024	9/3/2022
开售日期	28/2/2025	20/9/2024	18/3/2022
售价 (美元)	599/699/899	799/899/1,099	429/479/579
售价 (人民币)	4,499/5,499/7,499	5,999/6,999/8,999	3,499/3,899/4,699
存储	128GB/256GB/512GB	128GB/256GB/512GB	64GB/128GB/256GB
运行内存	8GB	8GB	4GB
处理器	A18	A18	A15
主频	4.04GHz	4.04GHz	3.23GHz
制程	3nm	3nm	5nm
屏幕	OLED	OLED	OLED
尺寸	6.1"	6.1"	4.7"
分辨率	2532 x 1170	2556 x 1179	2532 x 1170
刷新率	60Hz	60Hz	60Hz
摄像头			
后置	单摄 (二合一摄像头)	双摄	单摄
像素	48MP (12MP)	48MP, 12MP	12MP
光圈	f/1.6 (f/1.6)	f/1.6, f/2.2	f/1.8
光学变焦	2 倍 (放大)	2 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	1 倍
防抖	光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖	光学图像防抖
前置	12MP	12MP	7MP
电池容量	3,455mAh	3,561mAh	2,018mAh
视频播放 (小时)	26	22	15
有线充电	20w	20w	20w
无线充电	7.5w	15w	7.5w
尺寸 (mm)	146.7x71.5x7.8	147.6x71.6x7.8	138.4x67.3x7.3
重量	167g	170g	144g
颜色	黑色、白色	黑色、白色、粉色、深青色、 群青色	黑色、白色、红色
通信技术	5G	5G	5G
5G 频段	Sub-6 GHz 4x4 MIMO	Sub-6 GHz 和毫米波 4x4 MIMO	Sub-6 GHz 2x2 MIMO
Wifi	Wifi 6	Wifi 7	Wifi 6

机型图



资料来源: 公司官网、geneonline、mrmad、浦银国际

## AI 智能手机渗透率快速提升，改善行业结构

随着搭载高通骁龙 8 Elite 以及联发科天玑 9400 等旗舰 SoC 的机型上市，全球具备端侧 AI 能力的智能手机出货量预计也会大幅提升。根据 Counterpoint 的预测，2025 年 AI 智能手机的渗透率有望达到 29%（图表 40），较 2024 年显著提升。

同时，各家手机品牌开始落地端侧 AI 模型的功能，包括如文案生成、修图、实时翻译、语音助手等（图表 41）。一方面，随着旗舰 SoC 的 NPU 性能的提升，手机厂商有更多的算力来使用端侧 AI 大模型。例如，高通骁龙 8 Elite NPU 算力达 80 TOPS，而小米最近发布的玄戒 O1 的 NPU 也达到 44 TOPS（图表 42）。

同时，上文提到的 AI 大模型本身性能提升，包括蒸馏技术的大幅提升，从通用 AI 大模型蒸馏下来的端侧的本地化小模型性能表现也有长足提升。我们预期这些通用 AI 大模型以及端侧 AI 大模型性能的提升，配合手机厂商对于用户体验/用户需求的理解，C 端消费者在端侧 AI 大模型的体验将显著提升。

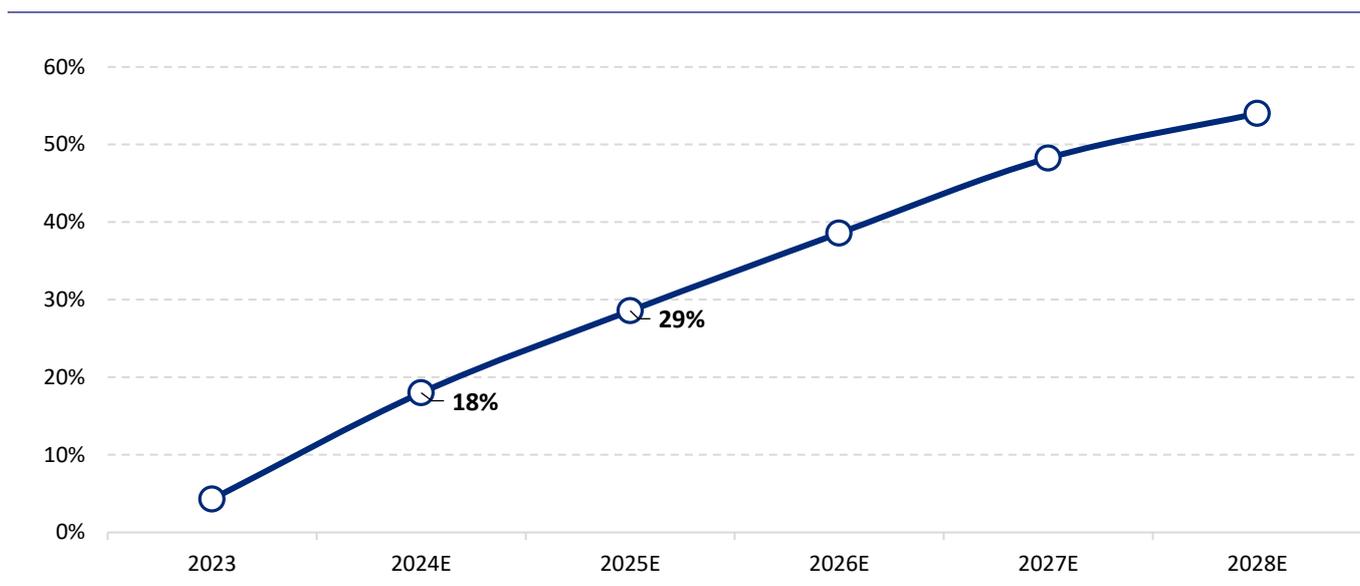
**展望下半年，我们预期高通、联发科等厂商可能发布新一代旗舰 SoC，这将进一步提升端侧 AI 算力，助力手机厂商提升用户体验。而且，部分手机厂商推出自研端侧 AI 大模型，例如小米发布 MiMo 推理模型，其自身模型配合更大算力的 SoC 将大幅提升端侧 AI 大模型的体验。**

在未来几年端侧 AI 大模型的性能预计将持续提升，对于用户体验的改善将更为显著。因此，全球智能手机的需求有新技术新体验带来的基本支撑，基本面下行风险比较小。

从更长的时间维度来看，具备端侧 AI 大模型能力的终端设备出货量大幅提升，将带动具备更高 AI 算力的芯片的出货量提升。无论是智能手机品牌、笔记本电脑品牌，还是新能源车企都在发布具备端侧 AI 能力的终端产品。生成式 AI 正在快速渗透到各种电子终端中。因此，AI 算力芯片在端侧的需求也在大幅增长。

从大方向来看，虽然智能手机行业已经是比较成熟的行业，整体行业出货量增速幅度并不是很大，但是智能手机依然是触达 C 端用户最广的电子产品。因此，类似 AI 大模型等前沿技术仍然会在智能手机端应用和落地，智能手机依然是前沿技术落地最重要的载体。从智能手机到智能座舱/智能驾驶，技术有明显的协同性和迁移性。

图表 40: AI 手机渗透率: 预计 2024 年、2025 年大幅提升



注: E= Counterpoint 预测; 资料来源: Counterpoint、浦银国际

图表 41: 手机品牌端侧 AI 模型

手机品牌	端侧模型	端侧参数 (亿)	自研/合作	端侧 AI 大模型功能
苹果	AFM	30	自研	Apple Intelligence 支持 AI 文字修改、信息摘要总结、照片 AI 修图、AI 场景识别等
三星	Gemini Nano	50/80	合作	Galaxy AI 支持 AI 文字输入、文案生成或总结, 支持视觉、语音、文本、图片交互
谷歌	Gemini Nano	50/80	自研	Gemini 被集成至谷歌照片以及即时通讯应用等产品中; 允许用户创建个性化 AI 助手
OPPO	AndesGPT	70	自研	AI 图片优化和消除、通话摘要、内容创作
vivo	BlueLM	30	自研	AI 修图, 允许用户移动图片人物位置及焦点
小米	MiMo	70	自研	AI 影像处理美化、摄像头 AI 翻译、语音助手
华为	盘古	15	自研	AI 影像优化、AI 文本生成、语音助手
荣耀	魔法大模型	70	自研	AI 影像优化、AI 实时翻译、AI 智慧识图

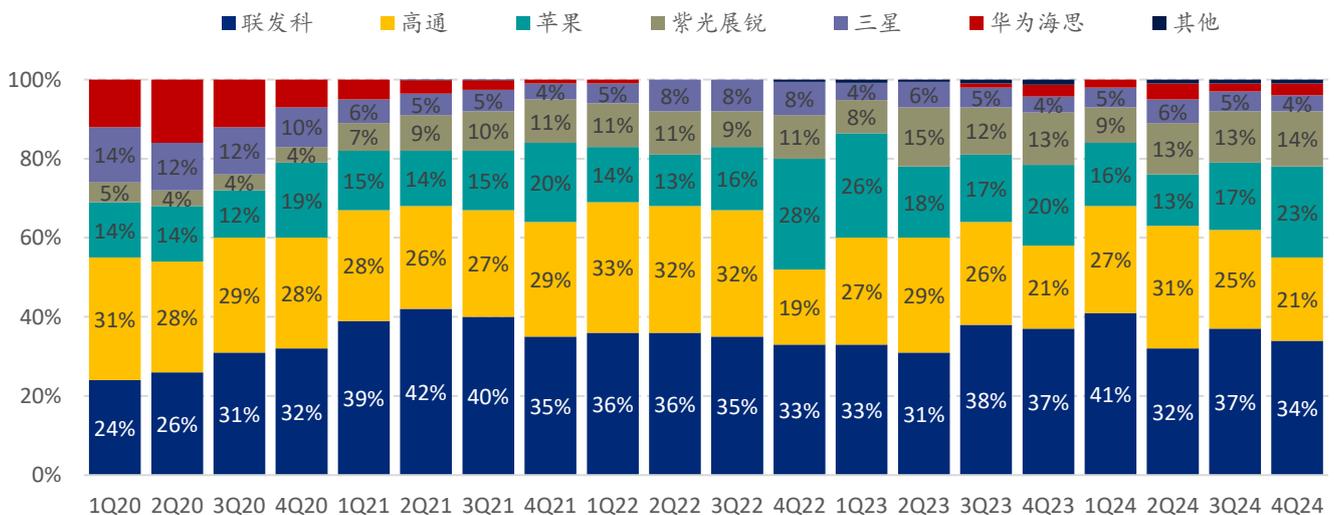
资料来源: 公开资料、浦银国际

图表 42：联发科、高通、苹果之旗舰 SoC 性能对比

	联发科天玑 9400	高通骁龙 8 Elite	苹果 A18 Pro	小米玄戒 O1
发布时间	2024 年 10 月	2024 年 10 月	2024 年 9 月	2025 年 5 月
制程 (nm)	3	3	3	3
代工	台积电	台积电	台积电	台积电
芯片面积 (mm <sup>2</sup> )	150	150	109	109
晶体管数量 (亿)	291	291	190	190
NPU 算力 (TOPS)	67	80	35	44
CPU L2 缓存 (MB)	7	12	-	13
<b>CPU 架构</b>				
CPU 超大核	1 颗 3.62GHz	2 颗 4.32GHz	2 颗 4.04 GHz	2 颗 3.9GHz
CPU 大核	3 颗 3.3GHz	-	-	4 颗 3.4GHz
CPU 能效核	4 颗 2.4Ghz	6 颗 3.52GHz	4 颗 2.42GHz	2 颗 1.9GHz 2 颗 1.8GHz
<b>性能及跑分</b>				
Greekbench6 CPU 单核跑分	2870	3217	3409	2709
Greekbench6 CPU 多核跑分	8980	10305	8492	8125
GPU 性能 (帧)	132	129	72	110
<b>功耗</b>				
CPU 中频功耗 (W)	4.8	4.6	-	4.4
CPU 高频功耗 (W)	14.2	10.3	-	10.2
GPU 中频功耗 (W)	4	3.8	-	5.1
GPU 高频功耗 (W)	10.5	9.2	-	12.4
<b>基带芯片</b>				
基带芯片	联发科 Helio M70 5G	高通骁龙 X80 5G	高通 SDX71M 5G	联发科 T800 5G
内置/外挂	内置	内置	外挂	外挂
制程 (nm)	3	3	4	4
下行 (Gbps)	7.0	10.0	-	7.9
上行 (Gbps)	3.2	3.5	-	2.5
GPS/北斗	三频 GPS+四频北斗 AI 优化能效	三频 GPS+三频北斗 AI 优化能效	-	双频 GPS+三频北斗

资料来源：小伊评科技、Greekbench、公开资料、浦银国际

图表 43：智能手机 SoC 出货量占比按品牌划分



资料来源：Counterpoint、浦银国际

## 消费电子产业链：美关税政策打压情绪，智驾需求提升基

### 本面增长确定性

#### 美关税政策短期压制市场情绪和公司估值，寻找中长期机会

包括智能手机在内的消费电子及供应链在今年上半年受到全球关税及关税变动预期的影响比较大。今年上半年，来自美国的主要限制和关税政策有三项。

第一，今年1月上旬，美国拜登政府公布了《人工智能扩散出口管制框架》，旨在通过限制高端算力芯片出口来限制海外实体获得最为先进的算力集群及AI计算模型。

第二，今年1月中旬，美国商务部再次发布新的出口管制条例，旨在维护其先进集成电路芯片（IC）的领导地位，保障国家安全，协助晶圆制造和封测（OSAT）两个行业的公司遵循相关管制条例。

第三，今年4月，美国特朗普政府宣布“对等关税”政策。美对所有国家设立10%的“最低基准关税”。对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。其中，从中国进口商品的关税税率将再上升34%，对越南、泰国、印尼、印度等国家亦分别加征46%、36%、32%、26%的关税。

其中，1月份关于AI算力和芯片限制的政策对于中国的影响相对较小。但是，这在一定程度影响了对中国有销售的头部AI算力芯片公司，包括英伟达和AMD。受此影响，AMD预计2025年销售额将减少约15亿美元，英伟达表示销售额将减少150亿美元（图表 45）。

特朗普政府4月的关税政策对中国消费电子供应链潜在的影响比较大。与AI数据中心这样的新兴技术产业不同，以苹果为典型的iPhone等消费电子产业链，已经深度参与到全球供应链体系中。但是，美政府在实施落地关税政策时，对相关产业链采取相对缓和的措施（图表 44）。

因此，未来美国关税政策依然具有不确定性。但是，我们预期该政策的落地影响会更加趋向于以较为缓和的方式释放。当前关税带来的基本面影响已经较为充分地反映到股价之中。

图表 44：中美贸易战及反制时间表

美国关税政策		中国关税反制	
时间	具体内容	时间	具体内容
2025 年 2 月 1 日	美国总统特朗普签署行政命令，以“芬太尼”为理由对所有进口自中国的商品加征 10% 关税，并取消 800 美元以下包裹免税政策（T86），于 2 月 4 日生效。	2025 年 2 月 4 日	中方反制，对美煤炭、液化天然气加征 15% 关税，原油、农机等加征 10%。
2025 年 2 月 7 日	由于海关系统过载，临时恢复 T86 政策		
2025 年 2 月 10 日	美国宣布 3 月 12 日起对所有进口钢铁和铝产品全面征收 25% 关税		
2025 年 2 月 27 日	美方以“芬太尼问题”为由，宣布将于 3 月 4 日对华关税从 10% 上调至 20%	2025 年 3 月 3 日	中方对美农产品加征 10%-15% 关税，并启动稀土出口管制。
2025 年 3 月 26 日	宣布 4 月 2 日起对进口汽车增加 25% 关税，零部件关税延长至 5 月 3 号生效		
2025 年 4 月 2 日	美方推出“基准关税+对等关税”，对全球所有贸易伙伴增收 10% 的基准关税，对中国加征 34% 的对等关税，对华税率升至 54%。同时，正式宣布取消 T86 政策，5 月 2 日生效，税率 30%	2025 年 4 月 4 日	中方宣布对美商品加征 34% 关税。
2025 年 4 月 8 日	美方将对华关税上调至 84%，叠加芬太尼关税合计关税 104%。并将 800 美金以下的小包税率由 30% 提高到了 90%。	2025 年 4 月 8 日	中方反制至 84%
2025 年 4 月 10 日	特朗普进一步宣布对华关税加征至 125%，叠加芬太尼关税合计关税 145%。特朗普表示其他与美国进行关税谈判的国家将会暂停加征 90 天	2025 年 4 月 10 日	中方反制至 125%
2025 年 4 月 11 日	手机、电脑、服务器及主板等电子产品被放入“对等关税”的豁免清单		
2025 年 5 月 12 日	中美签署《联合声明》，美方将对华商品关税降至 30%，其中包括以芬太尼为由对华加征 20% 的关税。中方将在初始 90 天内将对美商品关税从 125% 降至 10%，保留对于芬太尼关税的反制		
2025 年 5 月 14 日	T86 政策调整生效，小额包裹税降至 54%		

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 45：各大海外 AI 厂商认为关税带来的影响可控

关税影响	
苹果	公司预计 CY2Q25 受关税影响成本将增加 9 亿美金，CY1Q25 没有看到关税带来的明显提前拉货。
高通	公司在 1Q25 业绩会中表示，从业务的直接影响看，由于全球供应链布局，未看到明显影响，对公司指引或预测没有产生差异。由于难以判断关税是否会导致需求破坏及程度，给出指引时基本假设情况不变。
台积电	公司在 1Q25 业绩会中表示没有明确影响。公司 5nm 和 3nm 产线满负荷运行，公司业绩继续高速增长。
英伟达	2025 年 4 月，公司表示由于出口禁令，在 CY1Q25 计提了 55 亿美金的库存减值损失，并表示整体销售额将因此减少 150 亿美金。2025 年 5 月，公司在 CY1Q25 业绩会中将计提金额减少至 45 亿美金，CY1Q25 收入受禁令影响减少 25 亿美金，指引 CY2Q25 营收因此减少 80 亿美金。
AMD	公司在 1Q25 业绩会中表示，预计出口禁令导致 2025 年全年营收减少 15 亿美金，其中 8 亿美金营收减少体现在 2Q25，剩余将主要体现在 3Q25。
英特尔	1Q25 营收受关税带来的提前拉货的正面影响，公司预计 2Q25 会略有压力环比下滑，客户端计算事业部（CCG）下滑幅度大于数据中心及 AI（DCAI）。由于关税和贸易的不确定，公司调宽了 2Q25 的指引区间。

资料来源：公开资料、浦银国际

**图表 46：美国对中国半导体行业的制裁持续加码**

时间	政策概况
2018-04	禁止中兴通讯在未来 7 年内向美国企业购买敏感商品
2018-07	美国与中兴通讯和解，但需要支付 14 亿美元罚金
2019-05	美国将华为及其 70 个分支机构纳入“实体清单”，美国产品及美国技术含量>25%的外国产品受到限制
2019-06	华为被列为美国和其盟邦国家的安全威胁
2019-08	白宫宣布禁止美国政府部门购买华为的设备和服务
2019-10	28 家中国实体纳入出口管制清单
2020-05	美国商务部 BIS 发布公告对华为管制升级，限制其采购美国产品及采用美国技术 (>0%) 的外国商品、代工服务
2020-08	增加 38 家华为附属公司进入实体清单
2020-12	美国商务部发布公告，将中芯国际及附属公司加入实体清单，采购含美技术设备需美国批准，14nm 及以下原则上不批准
2021-11	将多家中国半导体企业，如飞腾信息、申威、国科微、中科微、云芯微、新华三半导体等列入实体清单
2022-07	美国半导体设备企业 (AMAT、LRCX 等) 收到美商务部函件，要求向中国大陆禁售用于 14nm 及以下先进制程的设备
2022-08	美国芯片法案颁布，对在美国建厂给予补贴，获得补贴的企业禁止到中国大陆建设先进制程产线
2022-10	美国商务部 BIS 公布了《对向中国出口的先进计算和半导体制造物项实施新的出口管制》，美国对中国半导体产业制裁的再次升级。
2023-03	日本、荷兰同意美国针对中国的半导体制裁，并修改相关法规
2023-10	美国商务部 BIS 更新了芯片出口禁令新规，进一步限制中国购买高端计算芯片及先进半导体设备，并将 13 家中国 GPU 企业列入实体清单
2024-4	美国 4 月 4 日开始实施对华芯片出口管制的新规定，装载人工智能芯片的电脑出口也将受到限制
2024-5	英特尔和高通被停止了向华为供货的许可，这可能意味着华为将无法使用高通跟英特尔的芯片
2024-11	美国商务部给台积电发函，要求暂停中国大陆 AI 芯片企业的 7nm 及以下先进制程芯片的代工服务，重新审核认证客户身份 (KYC) 流程。三星也采取了类似的行动，向大陆客户发出了类似的通知。根据公开报道，目前最新的管控仅限于 AI/GPU 相关，手机、汽车等芯片不在管控范围内。
2024-12	美国商务部工业和安全局 (BIS) 发布了出口管制的“强化版”新规，进一步限制中国人工智能和先进半导体的发展。
2025-01	美国发布《人工智能扩散规则》，将中国纳入全面禁运国，禁止中国获得先进的 AI 芯片及模型。随后 BIS 修改《出口管理条例》，要求先进制程芯片需要在 BIS 批准的封测厂完成封测，并要求审核非白名单企业的订单。对中国 28nm 以上芯片加征 50% 的关税
2025-03	召开对于中国 14nm 以上的反倾销听证会，希望进一步提高关税。
2025-05	美国 BIS 要求所有国家禁用华为昇腾 AI 芯片，随后要求美国 EDA 公司对华禁售。

资料来源：公开资料收集、浦银国际

## 智能辅助驾驶推动汽车电子业务在消费电子产业链占比提升

今年 2 月，比亚迪举办智能化战略发布会，发布天神之眼 C 高阶智能辅助驾驶以及 21 款首批搭载车型。比亚迪全系搭载高阶智能辅助驾驶。比亚迪自身智能辅助驾驶采用率的大幅提升，带动汽车行业同行在智能辅助驾驶上的快速跟进。

跟我们此前预期接近，这将显著推动 L2+智能辅助驾驶在 10 万元-20 万元的车型的渗透率大幅成长。根据 NE 时代，2025 年 3 月中国乘用车 NOA 的搭载率达到 18.9%（图表 49），同比和环比均有显著大幅提升，渗透率上行速度加快。

从细分价格段来看，10 万元以下以及 10 万元-20 万元这两个价格段的 L2++ 的智能辅助驾驶渗透率在今年一季度显著抬头。其中，10 万元以下价格段的渗透率在今年一季度实现 0 突破。

**我们预计今年下半年中国新能源车的智能辅助驾驶的渗透率有望继续保持加速上扬，与此前新能源车渗透率表现类似。这将带动消费电子供应链的汽车电子业务在下半年保持大幅增长。**

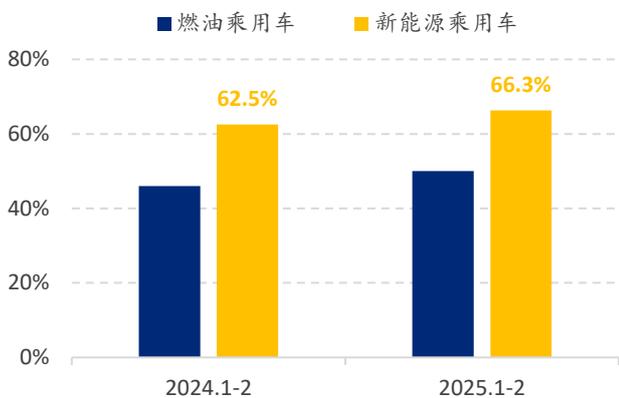
首先，智驾及智能座舱 Tier1 将充分受益于比亚迪带动的智驾在大众市场的普及。根据我们调研，入门基础智驾域控价格低至 400-500 元，中高阶智驾域控价格在 1,000 元以上。多家车企也将采取与比亚迪类似动作，将智驾功能向 20 万元以下车型市场渗透。

比亚迪电子（285.HK）将充分受益于比亚迪智驾方案的大规模普及，增长显著。我们预期比亚迪电子今年汽车电子业务收入有望较 2024 年增加近百亿元的体量（图表 53）。

其次，智驾增量传感器零部件将迎来降本之后的大规模普及。比亚迪的天神之眼 C 搭载 12 颗摄像头，结合其自身新能源车体量，将给行业带来巨大增量。舜宇光学（2382.HK）、丘钛科技（1478.HK）、韦尔股份（603501.CH）会受益于比亚迪以及新能源车行业整体对于车载摄像头需求的增长。

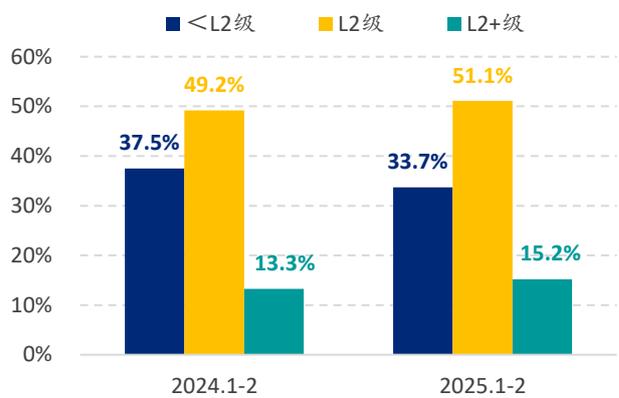
舜宇 4 月车载镜头出货量达到 1,157 万颗，同比增长 29%，环比增长 18%。今年舜宇车载镜头总出货量将有望增长 15%-20%，成长动能强劲。韦尔股份也表示今年车载业务有望大幅增长，其收入规模有望接近手机业务规模。

图表 47: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)



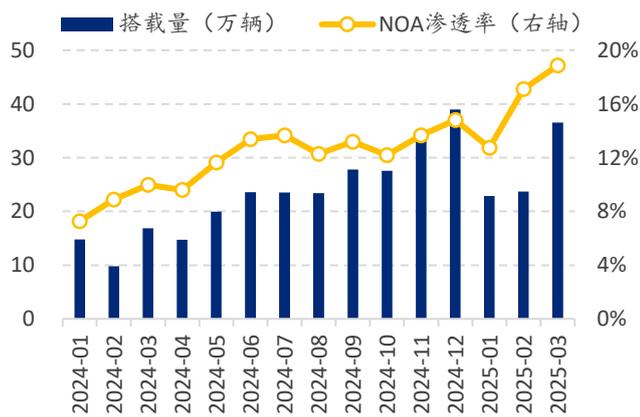
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 48: 中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况



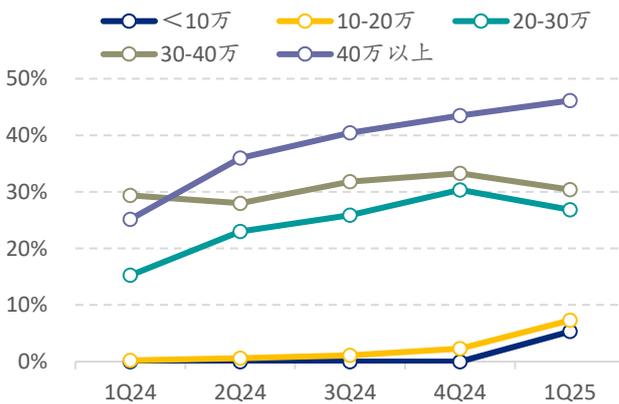
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 49: 中国乘用车市场 NOA 功能 (高速 NOA + 城市 NOA) 搭载量及搭载率月度表现



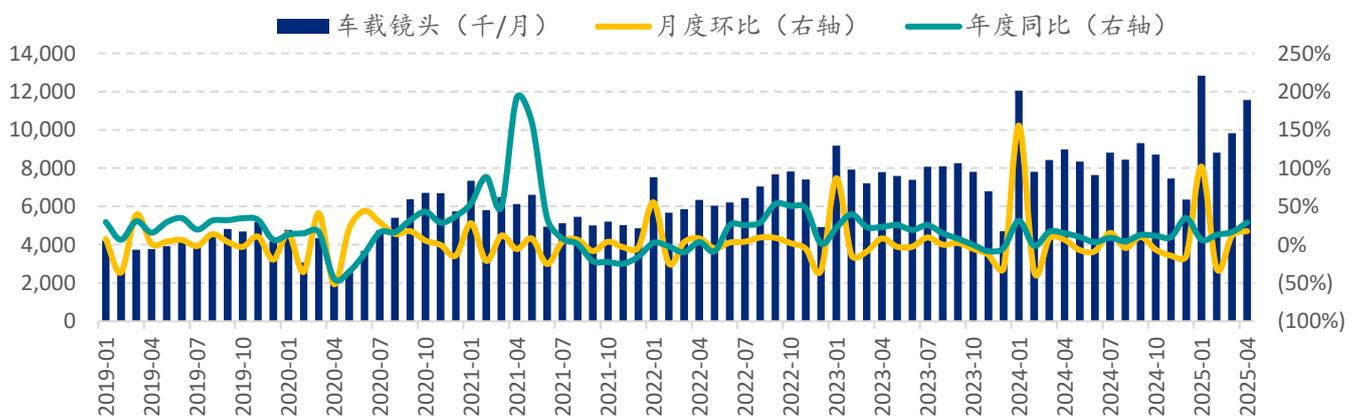
资料来源: NE 时代、乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 50: 中国乘用车 L2++ 及以上级别智能辅助驾驶渗透率, 10 万元以下价格段 1Q25 实现 0 突破



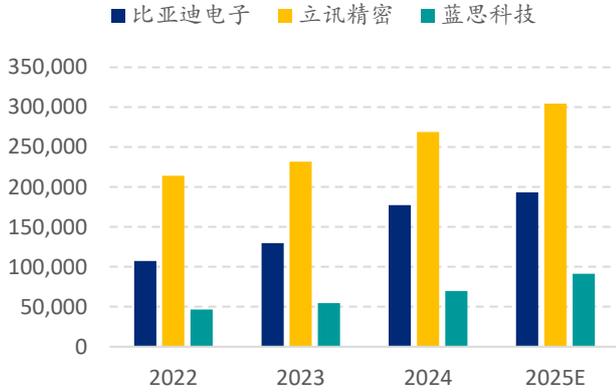
注: 图中所列计价货币均为人民币; L2++级及以上包含高速 NOA 及以上功能; 资料来源: NE 时代、浦银国际

图表 51: 舜宇车载镜头出货量



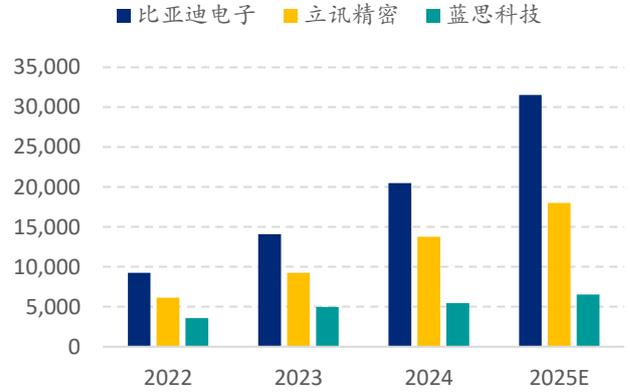
资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 52: 比亚迪电子、立讯精密、蓝思科技营业收入 (百万元)



E=浦银国际预测; 资料来源: iFinD、浦银国际

图表 53: 比亚迪电子、立讯精密、蓝思科技汽车电子业务收入 (百万元)



E=浦银国际预测; 资料来源: iFinD、浦银国际

图表 54: 中国市场智能手机旗舰机型“超大杯”摄像头配置比较

	vivo X200 Ultra	小米 15 Ultra	华为 Mate 70 Pro	荣耀 Magic7 Pro
发布年份	2025 年 4 月	2025 年 3 月	2024 年 11 月	2024 年 10 月
<b>后置摄像头</b>				
摄像头数量	3	4	4	3
镜片数		8P		
像素	50MP, 50MP, 200MP	50MP, 50MP, 50MP, 200MP	50MP, 40MP, 48MP, 1.5MP	50MP, 50MP, 200M
主摄单像素尺寸	1.22μm	1.6μm	1.2μm	1.2μm
光圈	f/1.69 - f/2.27	f/1.63 - f/2.6	f/1.4 - f/4.0	f/1.4 - f/2.6
主摄 CMOS 类型	Sony LYT-818	Sony LYT-900	OV50H	OV50K
CMOS 供应商	索尼	索尼	豪威	豪威
主摄传感器尺寸	1/1.28"	1/0.98"	1/1.31"	1/1.31"
光学变焦	3.7x	4.3x	4x	3x
数字变焦	105x	200x	100x	100x
主摄防抖	OIS 光学防抖	UIS 光学防抖	OIS 光学防抖	OIS 光学防抖
<b>前置摄像头</b>				
摄像头数量	1	1	1	1
像素	50MP	32MP	13MP	50MP
光圈	f/2.0	f/2.0	f/2.4	f/2.0

资料来源: 公司官网、公开资料、浦银国际

# 中国半导体行业：AI算力和国产替代

## 全球半导体行业或将在下半年进入下行周期

全球半导体行业有可能在 2025 年一季度到达本轮周期上行的顶部，今年下半年或将进入下行周期。

本轮半导体基本面的上行周期则是自 2023 年 4 月为起点，月度销售额同比下降 21%，持续上行到 2024 年 9 月当前高点，同比增长 44%，（图表 57）。在今年 3 月，全球半导体月度销售额同比增速为 34%，接近但低于去年的高点。展望今年下半年，我们预期全球半导体基本面有可能进入下行周期。

在 2024 年，全球半导体行业销售额同比增速持续上行，主要得益于生成式 AI 带来的 AI 算力需求持续大幅增长、存储等半导体需求大幅上扬以及智能手机和电脑等电子终端需求的复苏。

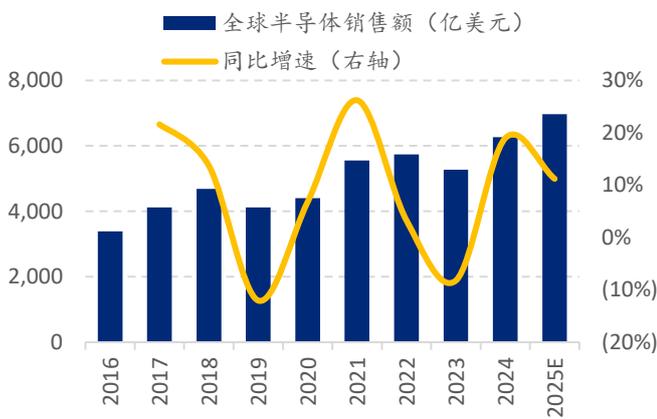
其一，进去 2025 年，全球存储行业的销售增速将从 2024 年的高点往下。这主要是因为半导体存储价格进入下行期。虽然有少量的存储价格略有上升，但是从整体来看，价格保持下行趋势。根据彭博一致预期，三星电子存储及半导体业务收入增速将从 2024 年的 67% 下行到 2025 年的 9%（图表 56）。

其二，虽然 AI 大模型给半导体行业带来增量，但是 AI 半导体收入同比增速在今年一季度出现下滑。英伟达的数据中心收入就从 2024 年的三位数的增长，下降到今年一季度的 73%。

展望 2025 年，全球半导体行业规模相较于 2024 年依然将保持增长，而增速会较 2024 年低一些。根据 Gartner 的预测，今年全球半导体行业规模将同比增长 11%，虽然增速不及 2024 年的 19%，但是仍然保持较高增长动能。其中，AI 带来的增量依然巨大。

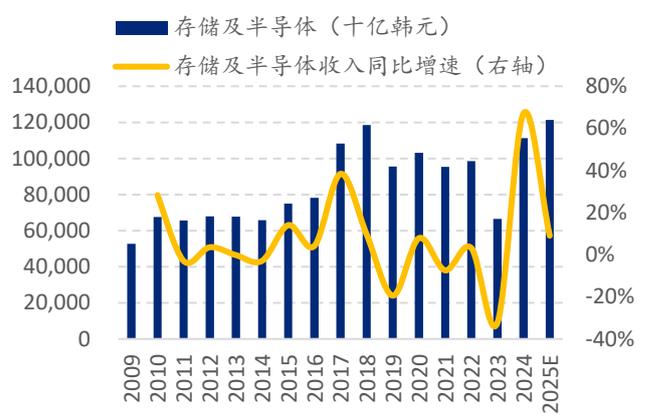
半导体行业的估值面周期，领先于基本面周期 6-12 个月。费城半导体指数市盈率在今年 1 月到达高点的 51.5x，从 2022 年 9 月至今年 1 月已经上行 28 个月，随后开启下行，且本轮下行速度较快。一方面是由于年初 DeepSeek 带来的 AI 算力芯片需求的冲击，另一方面来自于美特朗普政府关税政策的不确定性。因此，从估值周期下行趋势来看，半导体行业中短期下行的空间有限。

**图表 55: 全球半导体行业规模及预测: 预计 2025 年增长 11%**



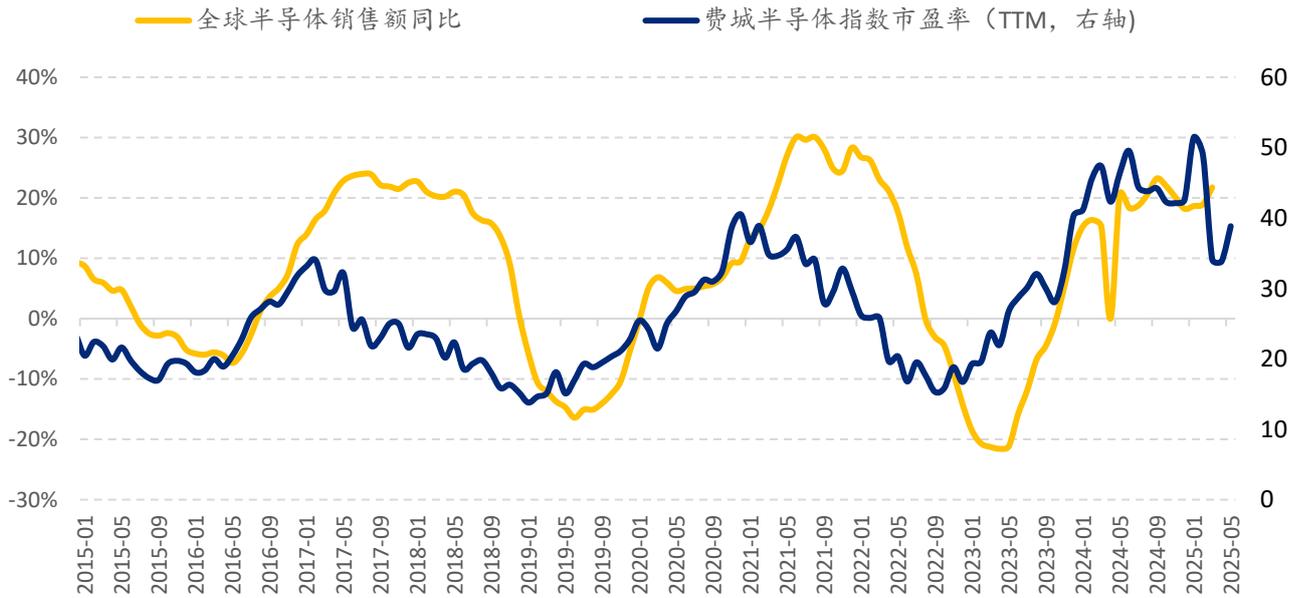
E= Gartner 预测; 资料来源: Gartner、浦银国际

**图表 56: 三星电子存储及半导体收入与同比增速**



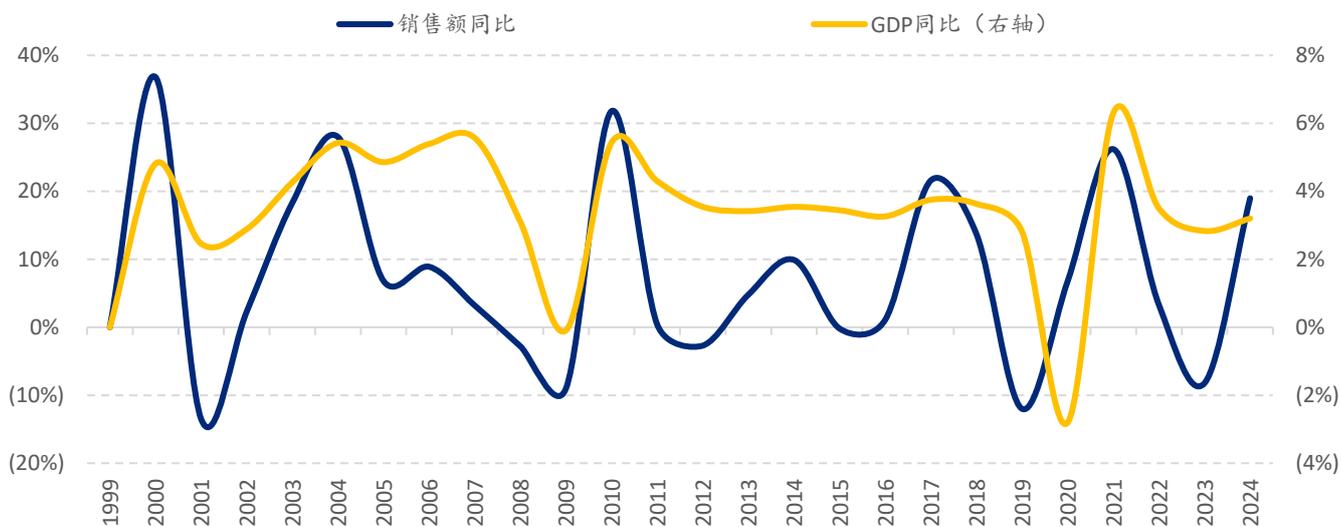
E=Bloomberg 一致预测; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 57: 全球半导体三个月移动平均值销售额同比增速与费城半导体指数市盈率**



注: TTM = Trailing Twelve Months, 过去 12 个月  
资料来源: iFinD、美国半导体行业协会、费城证券交易所、浦银国际

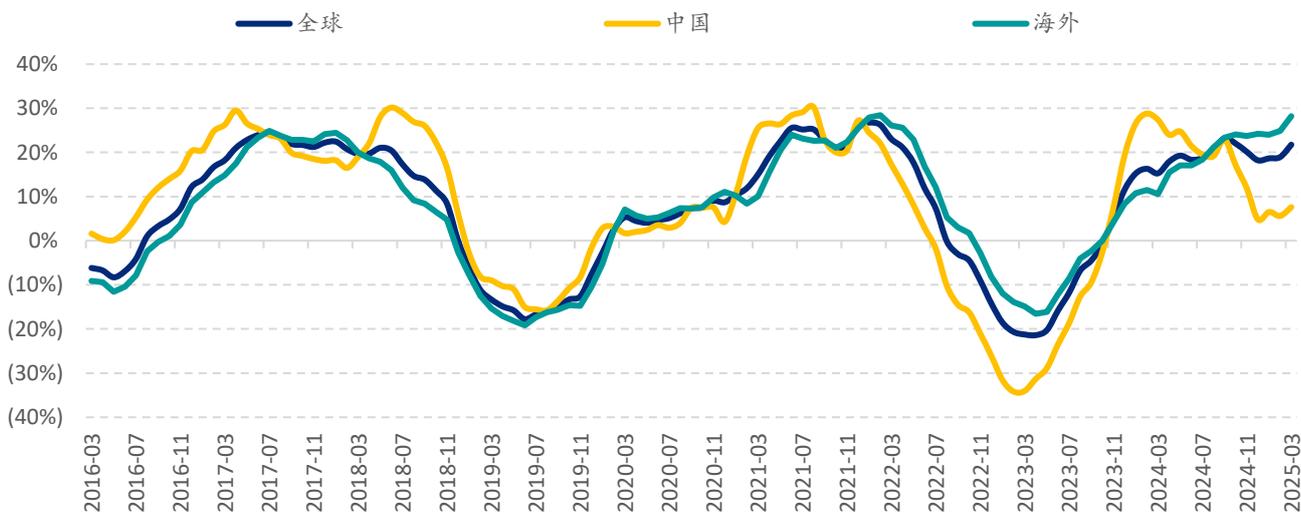
图表 58: 全球半导体销售额同比增速 vs 全球 GDP 同比增速



注: E=全球半导体贸易组织 (WSTS) 预测

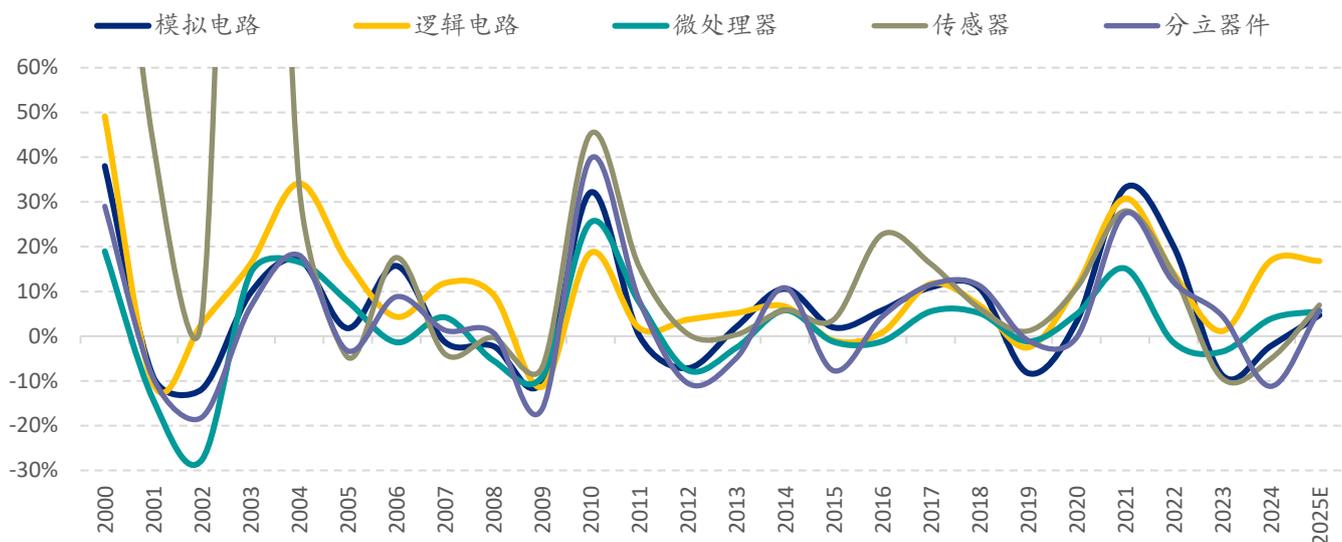
资料来源: iFinD、美国半导体行业协会、世界银行、全球半导体贸易组织、浦银国际

图表 59: 半导体三个月移动平均值销售额同比增速: 全球 vs 中国 vs 海外



资料来源: iFinD、美国半导体行业协会、浦银国际

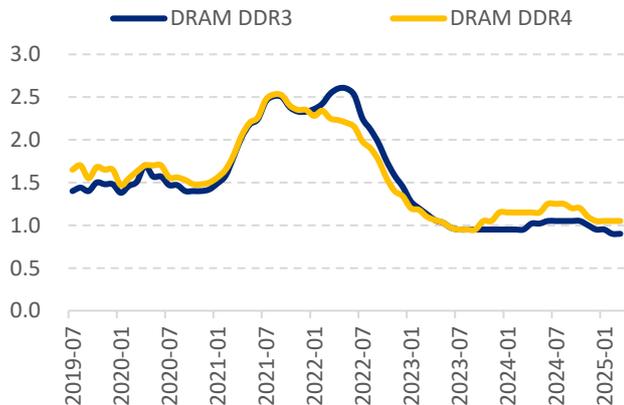
图表 60: 全球半导体销售额同比增速



注: E=全球半导体贸易统计组织预测

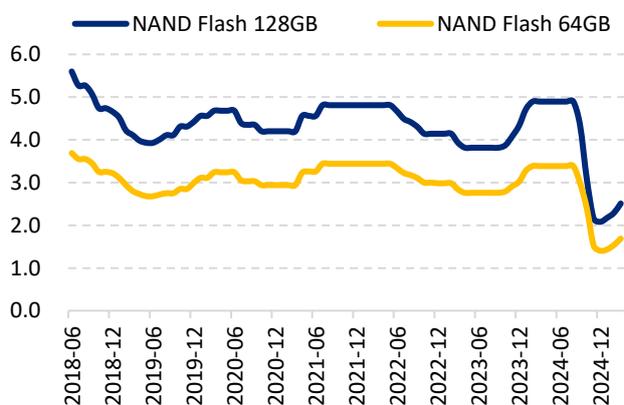
资料来源: iFinD、全球半导体贸易统计组织、浦银国际

图表 61: DRAM 价格周期 (美元)



资料来源: iFinD、DRAMeXchange、浦银国际

图表 62: NAND 价格周期 (美元)



资料来源: iFinD、DRAMeXchange、浦银国际

## 中国半导体晶圆代工：新增产能逐步满足国产替代需求

中国半导体晶圆代工行业今年上半年下行特征不明显，国产替代有望拉动下半年上行动能。

根据我们的统计，半导体晶圆代工行业（不含台积电）收入同比增速在 2023 年 4 月实现触底，同比下行 28.8%，并经历了较长时间的磨底，在触底之后的 7 个月仍然处于同比 20% 以上的降幅。在 2023 年 11 月，半导体晶圆代工开始展现相对明确的基本面拐点上行走势，月度营收同比降幅开始收窄，并在 2024 年全年维持上行态势。2024 年中国台湾半导体晶圆代工（不含台积电）月度营收同比增速从年初的-10% 上行至 10 月的+8%（图表 64），之后增速开始放缓。2025 年 1 月-3 月，中国台湾半导体晶圆代工（不含台积电）月度营收同比增速回落至 1% 附近。2025 年 4 月，受特朗普关税政策带来的提前拉货影响，同比营收增速回升至 5%。

虽然中国台湾半导体晶圆代工厂商（不含台积电）周期上行趋势比较明显，趋势也与全球半导体的表现类似，但是同比正增长的幅度比较有限。中国台湾半导体晶圆代工厂商（不含台积电）上行动能比较偏弱。

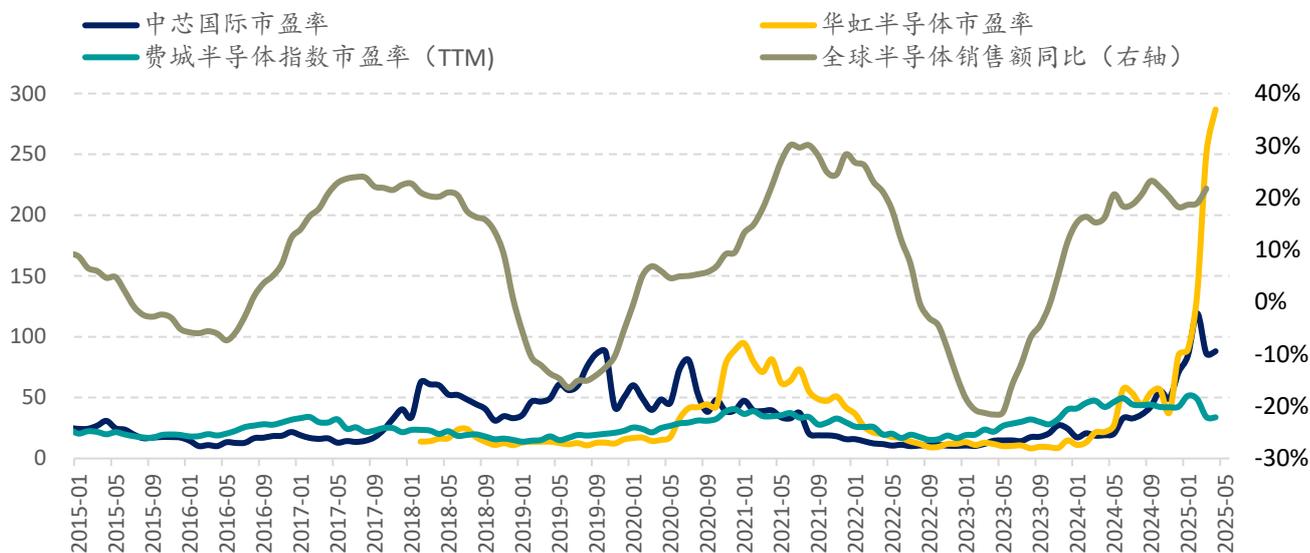
但是，台积电、中芯国际、华虹半导体等半导体晶圆代工厂在本轮上行周期的表现明显更加强劲。这其中的原因存在差异。

台积电是本轮半导体周期上行的最大受益者之一。因为本轮半导体周期上行的最大动能之一来自 AI 算力的需求，其中大部分的 AI 算力需求的新增增量，尤其是直接增量，都是由台积电所贡献。今年 4 月，台积电月度营同比增速为 48%，其上行趋势依然明显（图表 65）。

中芯国际和华虹半导体的收入增速的上行动能也优于中国台湾（不含台积电）的晶圆代工厂。这主要由于美制裁和限制下，中国半导体制造在地化需求大幅提升。因此，中芯和华虹的新增产能都有相对充裕的订单。同时，由于新增产能带来的折旧的影响，中芯和华虹的毛利率都处于相对偏低的位置。我们预期这个趋势将在今年下半年延续，即新增产能和订单推动收入增长，毛利率维持相对微小的提升。

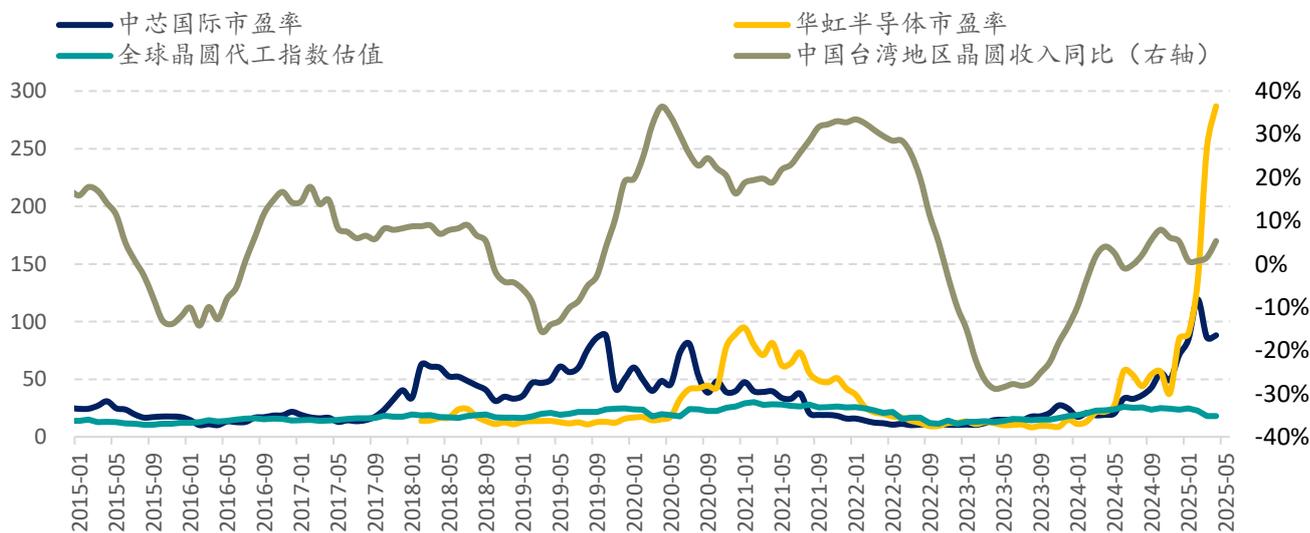
从估值看，台积电的市盈率走势与费指市盈率大体一致，今年年初下行以来，近期有所反弹。目前市盈率为 19.1x（图表 76），略微高于均值，具备性价比。华虹港股的市净率为 1.09x，在 1.0x 市净率附近，估值具备吸引力。

图表 63: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



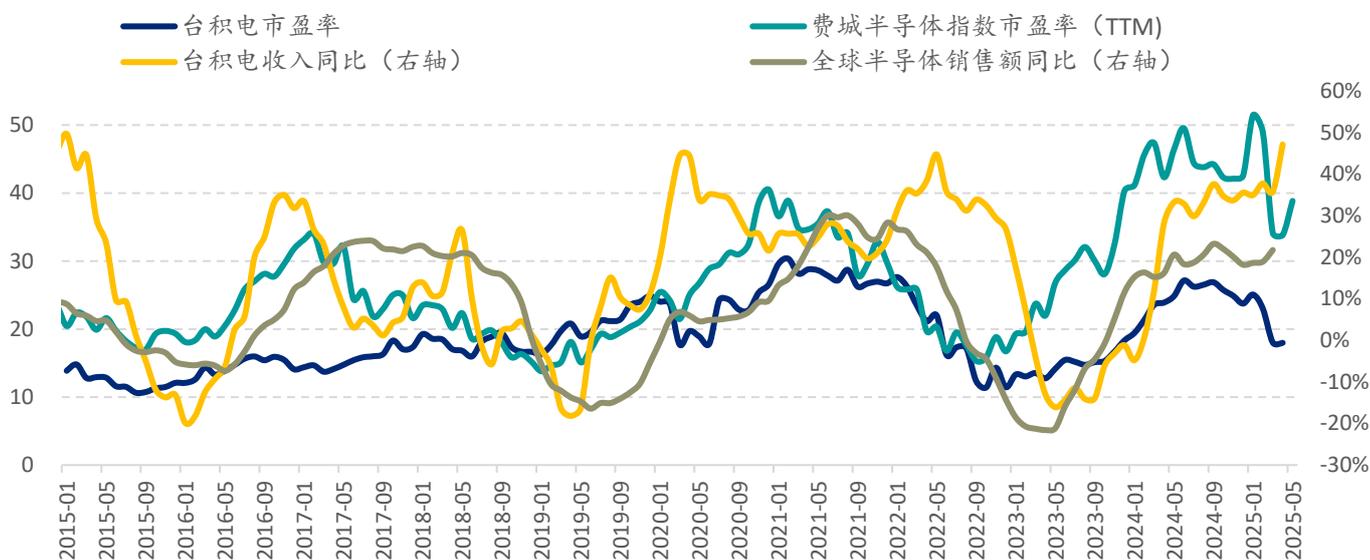
注: 全球半导体销售额以美元计, 采用过去三个月滚动平均  
资料来源: Bloomberg、iFinD、美国半导体协会、浦银国际

图表 64: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 全球晶圆代工指数估值 vs 中国台湾地区晶圆代工收入 (不含台积电) 同比



注: 全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔; 中国台湾地区晶圆代工收入以美元计, 采用三个月移动平均值  
资料来源: Bloomberg、iFinD、美国半导体协会、浦银国际

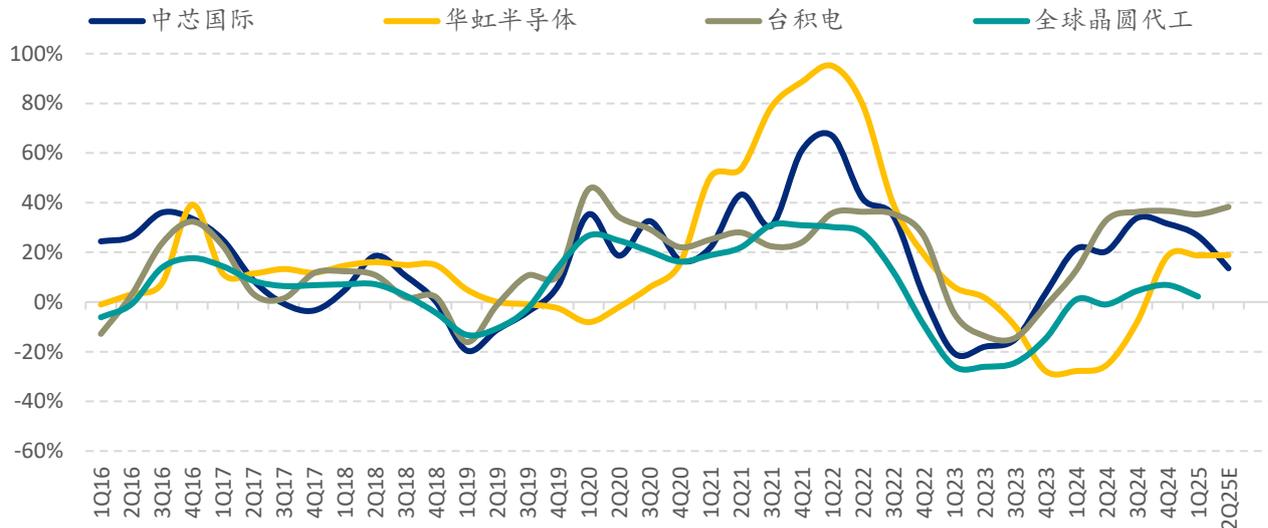
图表 65：台积电市盈率 vs 台积电月度营收同比 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同



注：台积电收入、全球半导体销售额采用过去三个月滚动平均；台积电及全球半导体收入均以美元计

资料来源：Bloomberg、iFinD、美国半导体协会、浦银国际

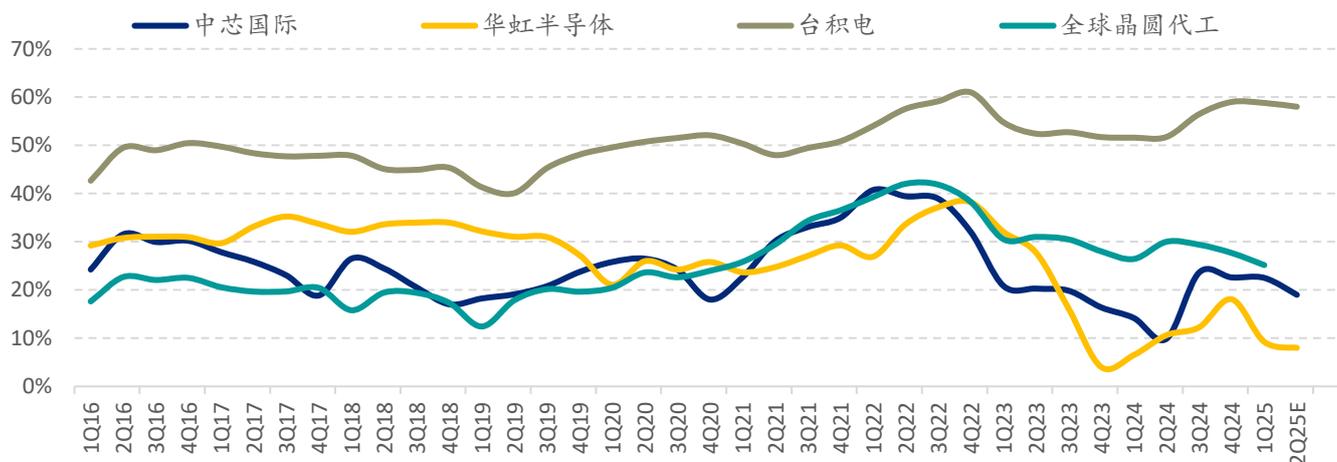
图表 66：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：营收同比增速



注：E=浦银国际预测，全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔。营收增速均以美元计

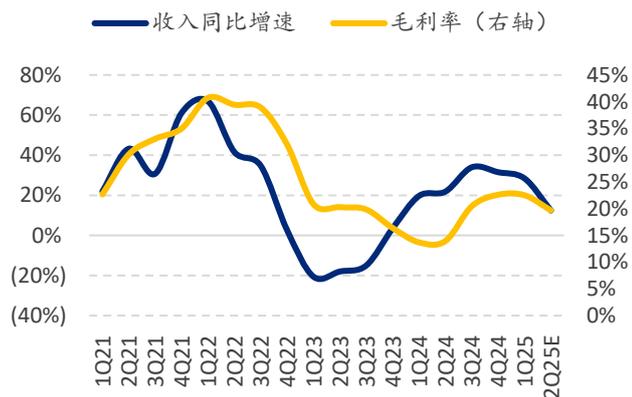
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 67：中芯国际、华虹半导体、台积电、全球晶圆代工：毛利率走势



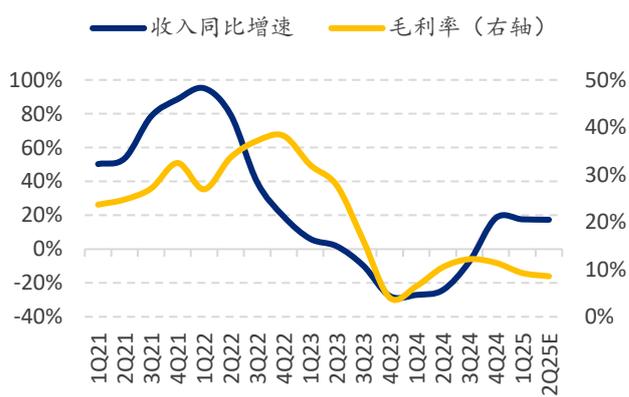
注：2Q25E=浦银国际预测；全球晶圆代工指数包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆、高塔  
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 68：中芯国际：收入同比增速及毛利率



注：E=浦银国际预测  
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 69：华虹半导体：收入同比增速及毛利率



注：E=浦银国际预测  
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 70: A股半导体指数市值及市盈率(x)



注: 截至 2025 年 5 月 30 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;  
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 71: 费城半导体指数及市盈率(x)



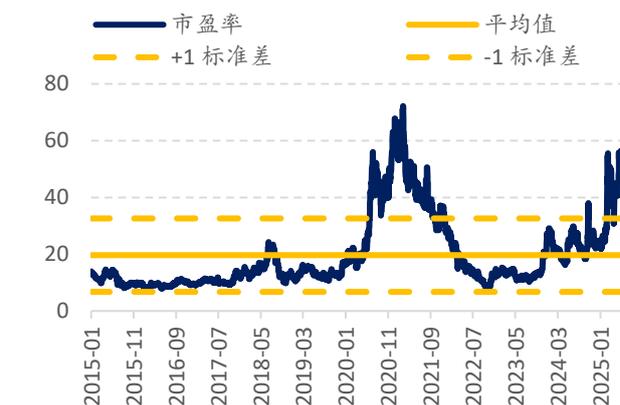
注: 截至 2025 年 5 月 29 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 72: 中芯国际: 港股市盈率(x)



注: 数据截至 2025 年 5 月 30 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 73: 华虹半导体: 港股市盈率(x)



注: 数据截至 2025 年 5 月 30 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 74: 中芯国际: 港股市净率 (x)



注: 数据截至 2025 年 5 月 30 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 75: 华虹半导体: 港股市净率 (x)



注: 数据截至 2025 年 5 月 30 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 76: 台积电: 美股市盈率 (x)



注: 数据截至 2025 年 5 月 29 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 77: 台积电: 美股市净率 (x)



注: 数据截至 2025 年 5 月 29 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 中国功率半导体：新能源车需求持续往上，AI 算力逐步

### 贡献增量

**2025 年中国功率半导体行业仍将缓慢复苏势。**

从收入增速看，中国功率半导体厂商今年一季度收入同比增长 21%，较 2022 年四季度低点的-14%增速上行明显（图表 78），与 2024 年三四季度的 20% 和 24% 大体在类似的较高的位置。其一，中国功率产能逐步开出和消化。其二，AI 服务器带来电源管理相关需求的增长。其三，中国新能源车、家电等的消费需求增加。

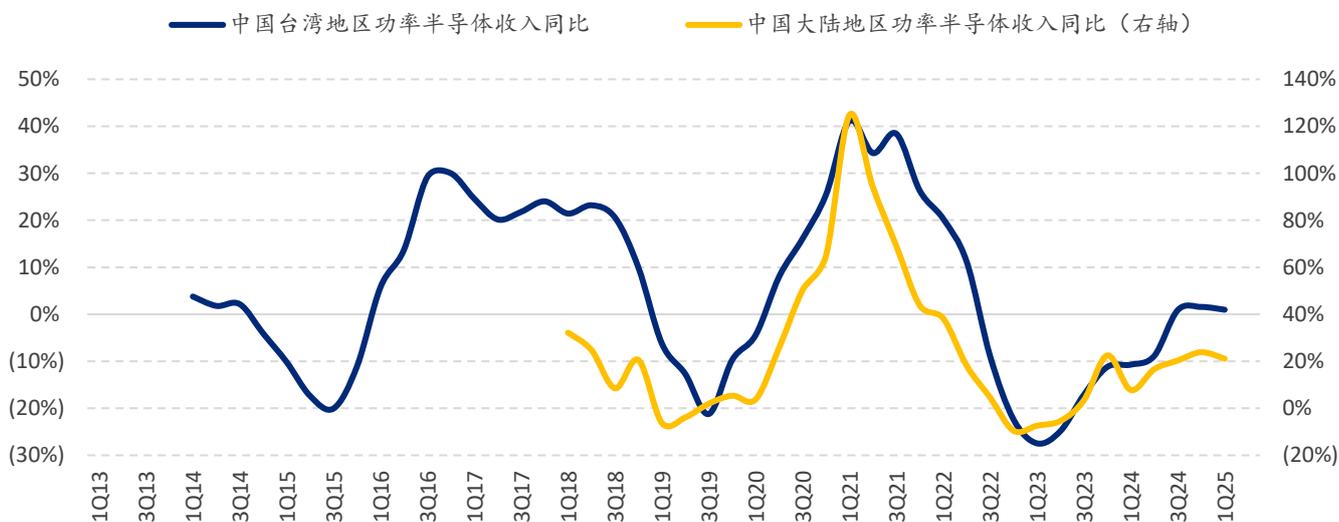
整体来看，中国功率半导体公司毛利率表现存在明显的分化。新洁能和扬杰科技的毛利率维持在 35% 左右的高位，季度之间存在波动（图表 79）。斯达半导体从此前 35%-40% 的高位下行至 30% 左右，但是稳定在 30% 的毛利率区间。士兰微经历了明显的底部上行的趋势，目前毛利率在 25% 左右。华润微和宏微科技的毛利率正在处于上行改善通道中。

我们认为功率半导体行业利润在今年整体处于改善趋势中。首先，虽然供给端功率半导体行业的产能仍然较为充裕，但是产能已经开始消化。这是由消费需求上行以及 AI 服务器、新能源车等增量带来的。其次，在需求端，例如光伏、海外工业等库存都已经恢复到相对健康的位置，后续的需求增长有望有效转换为出货量的增长。

海外功率半导体头部厂商在本轮半导体周期下行中处于较为滞后的位置。根据我们的拟合，今年一季度海外功率半导体营收同比下滑 8%，虽然周期趋势保持上行，但仍然面临同比翻正的压力（图表 78）。

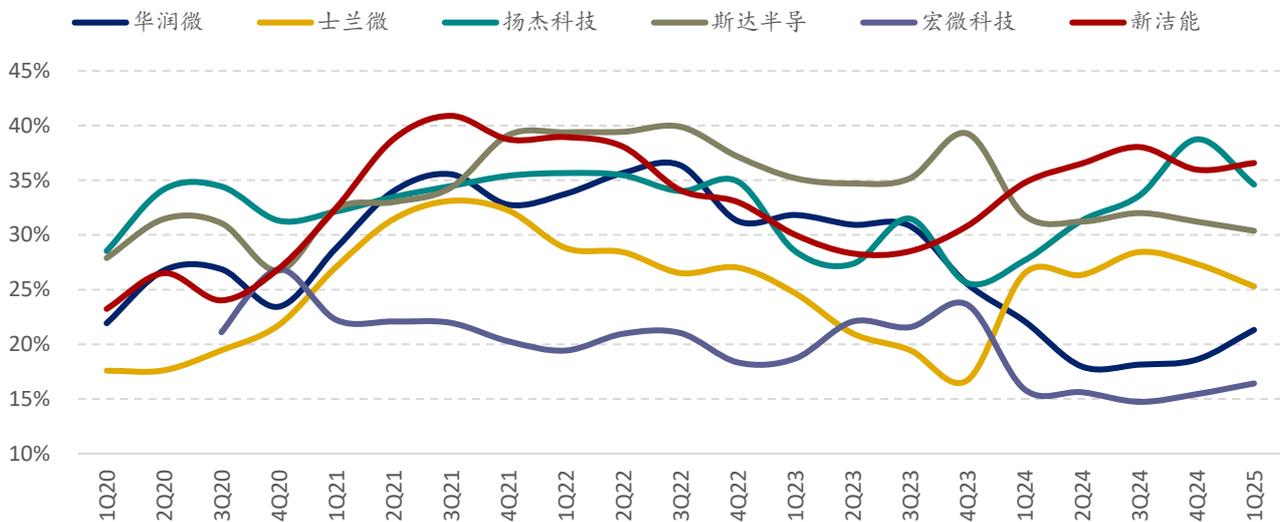
最后，从估值周期来看，我们拟合的中国功率半导体市盈率为 54.9x，相比于 2024 年均值的 49.0x，是上行的，与基本面的上行保持一致。我们拟合的海外功率半导体估值为 21.3x，较 2024 年平均值 15.9x 上行明显，更加贴合半导体周期估值领先基本面的经验趋势。

图表 78: 中国大陆功率半导体营收同比 vs 中国台湾地区功率半导体收入同比



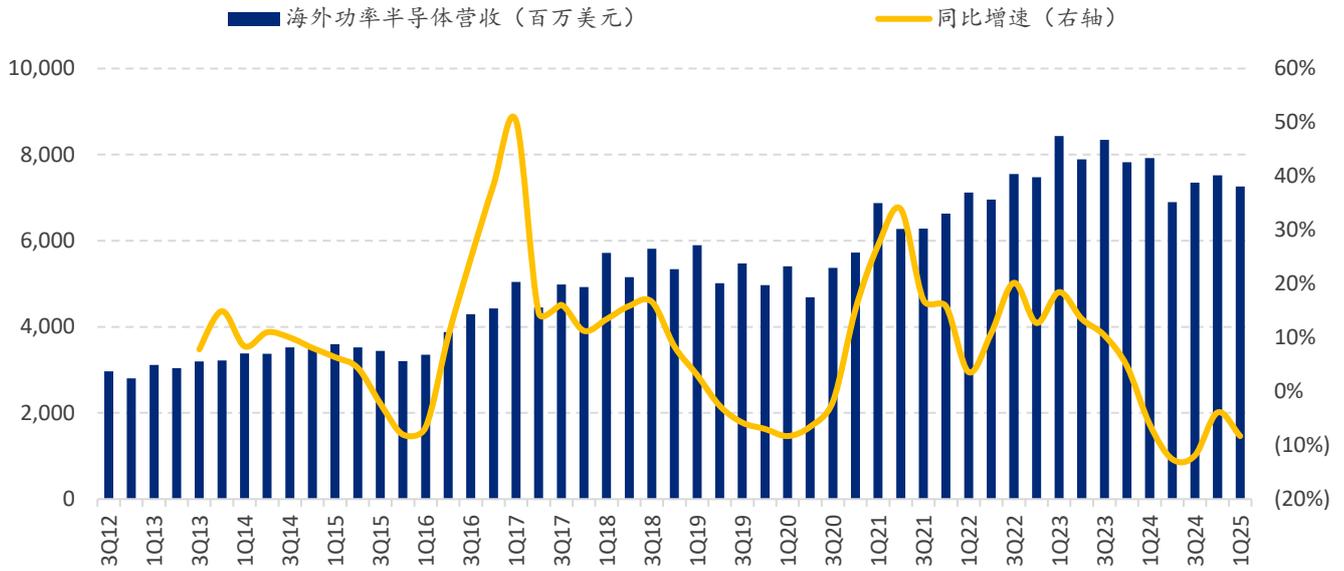
注：中国大陆功率半导体营收取自士兰微、扬杰科技、捷捷微电、台基股份总营收；中国台湾地区功率半导体营收取自顺德、德微、杰力、富鼎、大中、尼克森、丽正、汉磊、嘉晶总营收。营收均以美元计。数据截至 1Q25；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 79: 中国大陆功率半导体毛利率



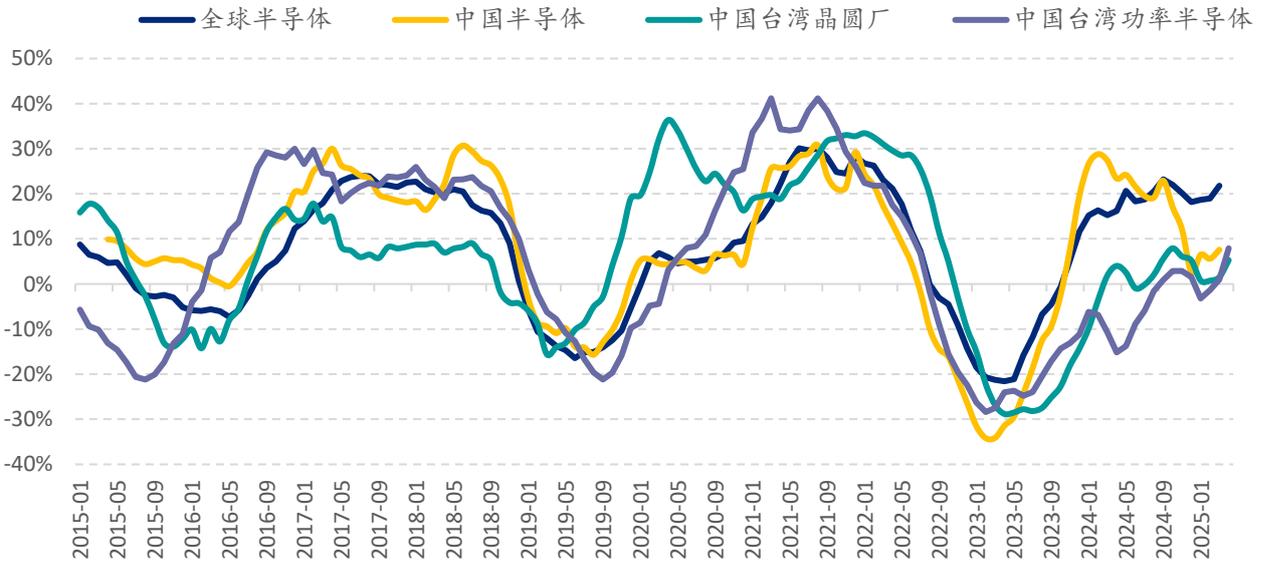
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 80: 海外功率半导体收入及同比



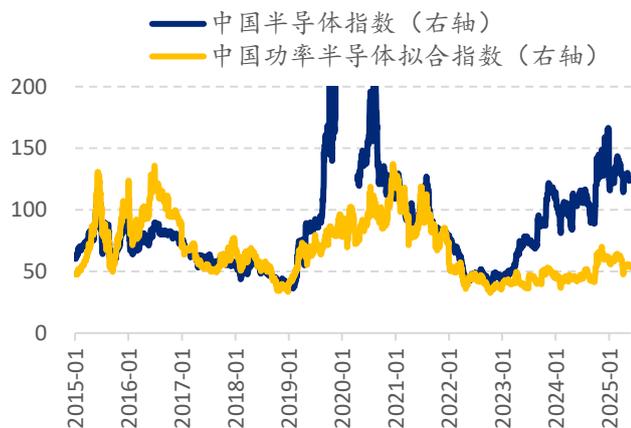
注: 海外功率半导体营收取取自英飞凌、安森美、意法半导体、三菱电机、富士电机、威士科技功率业务营收。数据截至 1Q25;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 81: 半导体细分赛道月度营收增速同比



注: 中国台湾晶圆厂包括联电、世界先进、稳懋、汉磊、宏捷科技、茂硅、元隆; 中国台湾功率半导体取自顺德、德微、杰力、富鼎、大中、尼克森、丽正、汉磊、嘉晶; 营收以美元计, 采用三个月移动平均值  
资料来源: iFinD、Bloomberg、公司财报、浦银国际

**图表 82: 中国功率半导体行业估值 vs 中国半导体行业估值**



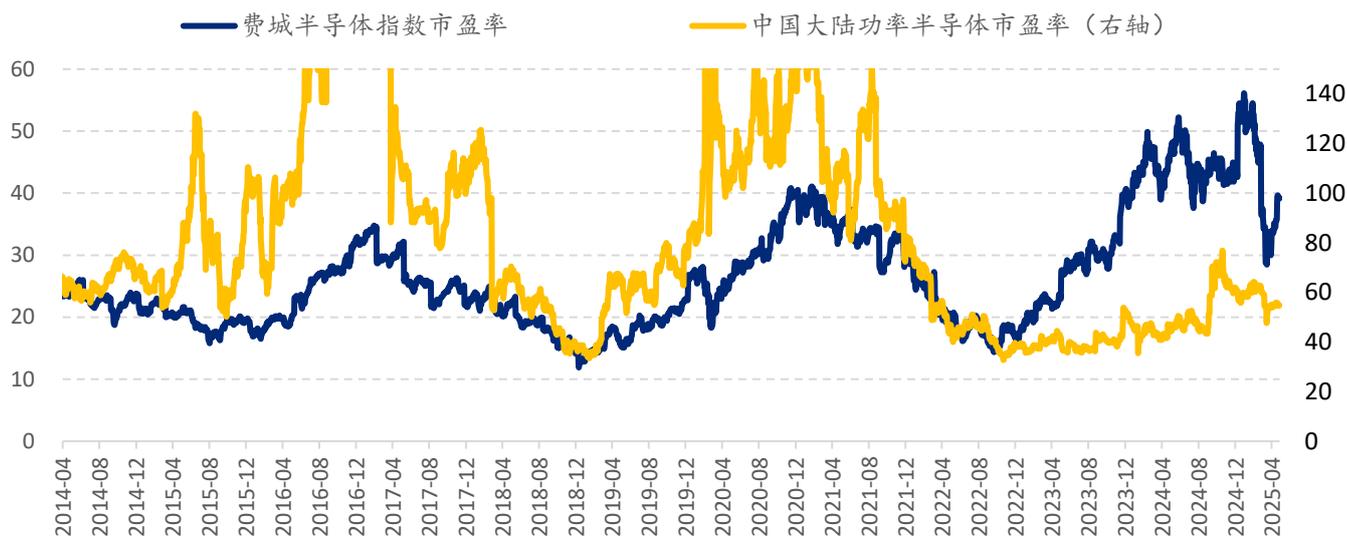
注：中国功率半导体行业估值由浦银国际拟合，数据截至 2025 年 5 月 29 日；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 83: 中国功率半导体行业估值 vs 海外功率半导体行业估值**



注：中国和海外功率半导体行业估值由浦银国际拟合，数据截至 2025 年 5 月 29 日；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 84: 中国大陆功率半导体市盈率 vs 费城半导体市盈率**



注：中国大陆功率半导体营收取自士兰微、扬杰科技、华微电子、捷捷微电、台基股份总营收；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 2025 年下半年科技行业配置策略

从科技板块来看，在美关税政策带来的估值消化之后，我们对于 AI 算力芯片、消费电子保持比较乐观的态度。在中国半导体板块，我们认为在地化需求对晶圆代工的基本面增量会大于功率半导体。

**首先，我们对 AI 算力芯片行业持乐观态度。这是本轮科技行业超级成长周期的基础。**目前，行业仍然处于高速增长初期阶段，基本面成长较为可观。在年初至今的估值消化后，我们建议投资人关注最为受益于生成式 AI 算力芯片的两大玩家台积电（2330.TT/TSM.US）和英伟达（NVDA.US）。台积电是我们在该行业的首选，因为其基本面受益于几乎所有公司 AI 算力芯片需求的增量，且估值更加具备性价比。

**其次，在智能手机供应链中，我们认为部分行业头部玩家和受到美关税潜在不确定性的影响比较小的玩家的基本面的增长确定性更高。**我们建议投资人优先关注小米集团（1810.HK）、舜宇光学（2382.HK），在其手机业务持续增长的同时，汽车业务有望大幅成长。同时，我们也建议投资人留意比亚迪电子（285.HK）、立讯精密（002475.CH）和蓝思科技（300433.CH）。这些优质头部玩家在今年下半年都有望受益于 AI 智能手机增长以及新能源汽车的高速成长。

**最后，在半导体板块中，我们优先推荐半导体晶圆代工行业。**主要原因在于中国晶圆代工行业显著受益于在地化需求，产能扩张有望带来收入端的成长。我们建议投资人关注华虹半导体（1347.HK/688347.CH）、中芯国际（981.HK/688981.CH）。

在晶圆代工行业中，我们优先推荐华虹半导体。我们认为华虹半导体的估值面具备吸引力，其市净率估值依然在 1.0x 附近。华虹的第二个 12 寸厂的产能释放有望带动今明两年收入上行。

在功率半导体行业中，我们比较推荐新洁能（605111.CH）。目前，新洁能的低压功率器件可以较好地享受新能源汽车行业高速增长红利，而且公司有望受益于 AI 服务带来的增量业务。同时建议关注扬杰科技（300373.CH），该标的也有望受益于海外功率半导体需求触底复苏。

图表 85：浦银国际 2025 年中期科技硬件行业配置策略总结

板块	2025 年中期投资策略	主要风险	建议关注
<a href="#">AI 算力芯片</a>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. AI 算力芯片行业处于发展初期阶段，行业规模高速增长。</li> <li>2. 生成式 AI 快速向端侧渗透，有望带动端云协同的需求。</li> <li>3. DeepSeek 推动 AI 大模型性能提升，成本下降，推动行业 3 个 scaling law 的需求成长。</li> </ol>	<p>AI 服务器、智能手机和新能源车等在下游终端的出货不及预期。</p> <p>AI 大模型需求爆发持续性弱于预期。</p> <p>AI 算力芯片迭代不及预期。</p>	<p>*台积电 (2330.TT/TSM.US)</p> <p>*英伟达 (NVDA.US)</p> <p>超威半导体 (AMD.US)</p>
<a href="#">智能手机供应链</a>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 2025 年下半全球智能手机出货量保持小幅增长，AI 手机渗透率提升，带动换机需求和高端机增长。</li> <li>2. 新能源车等业务扩张持续推动部分玩家的成长动能，带来优于智能手机行业厂商的汽车电子业务的增长。</li> <li>3. 费用管控，提供公司利润空间。</li> </ol>	<p>全球智能手机需求边际复苏不如预期。</p> <p>海外宏观经济下行拖累手机出货量和价格增长。</p> <p>AI 智能手机渗透速度较慢，需要较弱。</p> <p>行业竞争加剧，行业玩家利润改善慢于预期。</p>	<p>*小米集团 (1810.HK)</p> <p>*舜宇光学 (2382.HK)</p> <p>*蓝思科技 (300433.CH)</p> <p>比亚迪电子 (285.HK)</p> <p>立讯精密 (002475.CH)</p>
<a href="#">半导体 - 晶圆代工</a>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 中国半导体晶圆代工行业收入增速将维持，产能扩张带动出货量成长。</li> <li>2. 晶圆代工的产能利用率和价格逐步缓和改善。</li> <li>3. 中国晶圆代工厂商市净率估值具备吸引力。</li> </ol>	<p>智能手机等消费电子终端需求复苏受阻，弱于预期。</p> <p>产能扩张较快，导致产能利用率和价格较低。</p> <p>行业竞争加剧，拖累利润改善。</p>	<p>*华虹半导体 (1347.HK/688347.CH)</p> <p>中芯国际 (981.HK/688981.CH)</p>
<a href="#">半导体 - 功率半导体</a>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 消费、工业等需求恢复，推动行业上行。</li> <li>2. AI 服务器以及新能源车带来行业增量。</li> <li>3. 部分玩家利润率仍然处于相对较低的位置。</li> </ol>	<p>经济复苏不及预期，功率器件拉货动能持续不振。</p> <p>功率半导体行业产能扩张，导致供过于求，功率器件价格持续下行，拖累公司毛利率。</p> <p>高端功率器件成长速度慢于预期，新品小批量量产慢于预期。</p>	<p>*新洁能 (605111.CH)</p> <p>扬杰科技 (300373.CH)</p>

注：\*为细分板块首选

资料来源：浦银国际

图表 86: 科技公司当前估值百分位

股票代码	公司	过去5年 估值百分位	市盈率	2024年 股价回报	2023年 股价回报	2022年 股价回报	2021年 股价回报	2020年 股价回报
1810 HK Equity	小米集团-W	85%	26.7	95%	43%	-42%	-43%	208%
688036 CH Equity	传音控股	12%	12.9	0%	81%	-48%	4%	237%
AAPL US Equity	苹果	42%	26.6	29%	49%	-26%	35%	82%
285 HK Equity	比亚迪电子	25%	11.2	16%	47%	-12%	-29%	172%
600745 CH Equity	闻泰科技	44%	17.1	-14%	-20%	-59%	31%	7%
002475 CH Equity	立讯精密	1%	11.9	21%	9%	-35%	-12%	100%
300433 CH Equity	蓝思科技	61%	17.6	73%	28%	-54%	-24%	124%
2018 HK Equity	瑞声科技	38%	15.2	68%	31%	-42%	-28%	-36%
2382 HK Equity	舜宇光学科技	5%	16.5	-8%	-23%	-62%	46%	27%
1478 HK Equity	丘钛科技	71%	11.8	42%	5%	-58%	-23%	3%
603501 CH Equity	韦尔股份	30%	30.0	-6%	39%	-66%	35%	61%
981 HK Equity	中芯国际	75%	45.7	60%	19%	-10%	-16%	85%
688981 CH Equity	中芯国际	72%	109.9	78%	29%	-22%	-8%	
1347 HK Equity	华虹半导体	95%	54.7	15%	-31%	-37%	-2%	148%
688347 CH Equity	华虹公司	NA	NA	9%				
2330 TT Equity	台积电	25%	15.3	81%	32%	-27%	16%	60%
TSM US Equity	台积电	40%	18.6	90%	40%	-38%	10%	88%
688396 CH Equity	华润微	81%	50.7	6%	-15%	-18%	3%	
600460 CH Equity	士兰微	62%	54.2	14%	-30%	-40%	117%	62%
300373 CH Equity	扬杰科技	35%	19.6	19%	-30%	-22%	51%	158%
688187 CH Equity	时代电气A	1%	13.4	32%	-33%	-33%		
3898 HK Equity	时代电气H	23%	9.5	47%	-42%	-14%	34%	20%
603290 CH Equity	斯达半导	29%	25.0	-50%	-45%	-14%	58%	
605111 CH Equity	新洁能	4%	20.9	-10%	-51%	-56%	-9%	
688711 CH Equity	宏微科技	39%	36.9	-58%	-55%	-25%		
NVDA US Equity	英伟达	15%	29.2	-73%	239%	-50%	-44%	122%
AMD US Equity	超威半导体	23%	23.9	-18%	128%	-55%	57%	100%
INTC US Equity	英特尔	92%	37.3	-60%	90%	-49%	3%	-17%
QCOM US Equity	高通	29%	12.5	6%	32%	-40%	20%	73%
2454 TT Equity	联发科	50%	16.1	39%	62%	-47%	59%	68%

注: 数据截至 2025 年 5 月 30 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 科技硬件行业估值及回报

## 科技硬件行业指数及估值表现

回顾 2025 年上半年（截至 5 月 30 日），A 股电子指数、恒生科技指数、MSCI 中国 IT 指数经历了快速上行和快速下行两个阶段。从年初至 3 月，A 股电子指数、恒生科技指数、MSCI 中国 IT 指数分别上行了 15%、37%、36%。但是，在 4 月 2 日，美国特朗普政府宣布关税政策之后，这三个指数，从 4 月 2 日到现在的指数回报分别为 -6%、-5%、1%。

今年上半年，DeepSeek、国补、智驾等多个投资主线都带来科技行业基本面的增量。因此，基本面和估值面共振上行，市场情绪较好。然而，大超市场预期的美关税政策造成市场恐慌，科技行业指数下行明显。我们预期市场对于美关税政策的不确定性已有充分消化，在基本面持续兑现过程中，今年上半年三条投资主线有望继续推动行业上行。

美股纳斯达克指数和美股 Magnificent 7 年初至今的股价回报分别为 0%和 -6%。一方面，年初美股 AI 芯片算力龙头受到 DeepSeek 带来的冲击，另一方面美国对于中国 AI 算力限制以及关税政策导致风险上升。

图表 87：1990 年至今，美联储共开启九轮降息周期，“降息预期”往往提前反映在资产价格上



资料来源：CEIC、Bloomberg、iFinD、浦银国际

图表 88: A股电子指数 vs 沪深300



注: 截至 2025 年 5 月 30 日收盘价;  
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 89: 恒生科技指数 vs 恒生指数



注: 截至 2025 年 5 月 30 日收盘价;  
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 90: MSCI 中国 IT 指数和市盈率



注: 截至 2025 年 5 月 30 日收盘价; 市盈率取自未来 12 个月市盈率  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 91: MSCI 中国 IT 指数历史市盈率



注: 截至 2025 年 5 月 30 日收盘价, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日至今;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 92：恒生科技指数和市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自未来 12 个月市盈率；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 93：恒生科技指数市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自未来 12 个月市盈率，历史均值取自 2020 年 9 月 7 日至今；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 94：A 股电子指数市值和市盈率



注：截至 2025 年 5 月 30 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；  
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 95：A 股电子指数市盈率



注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率，历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今；资料来源：iFinD、浦银国际

图表 96: A 股半导体指数市值和市盈率



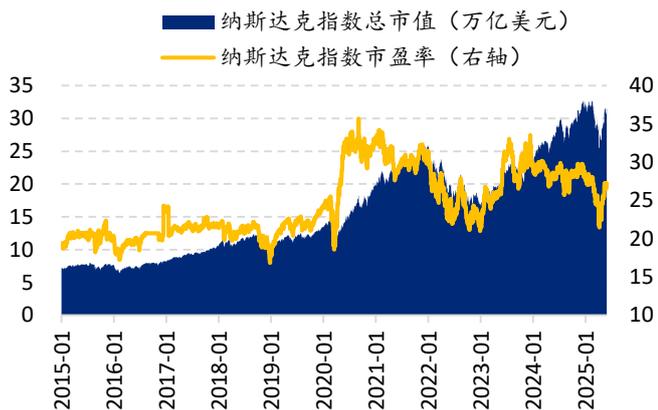
注: 截至 2025 年 5 月 30 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;  
资料来源: iFinD、浦银国际

图表 97: A 股半导体指数市盈率



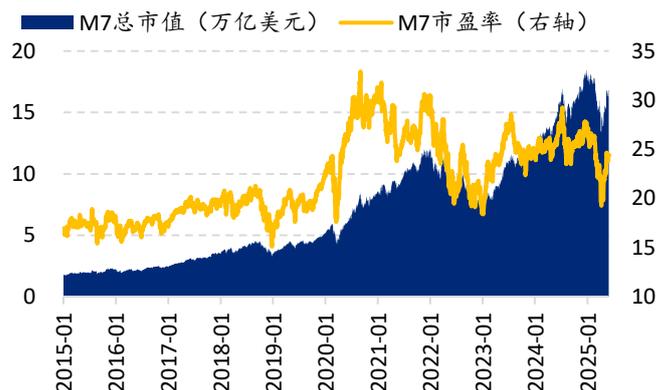
注: 数据截至 2025 年 5 月 30 日, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率, 历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今; 资料来源: iFinD、浦银国际

图表 98: 纳斯达克总市值和市盈率



注: 截至 2025 年 5 月 29 日收盘价, 市盈率取自未来 12 个月市盈率;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 99: 美股 M7 总市值和市盈率



注: 数据截至 2025 年 5 月 29 日, 市盈率取自未来 12 个月市盈率;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 100: 科技可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今 (%)	EPS同比增长		P/E (市盈率)		P/B (市净率)	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
<b>半导体设计-海外</b>										
QCOM US Equity	高通	162,877	148.3	(3%)	17%	2%	3.7	3.7	5.8	5.4
NVDA US Equity	英伟达	3,396,236	139.2	4%	134%	49%	26.2	17.0	37.4	22.7
2454 TT Equity	联发科	2,018,089	1,260.0	(11%)	11%	18%	3.3	2.8	4.8	4.3
AMD US Equity	超威半导体	183,267	113.0	(6%)	21%	45%	5.8	4.9	3.1	2.9
<b>平均</b>										
<b>美国M7</b>										
AAPL US Equity	苹果	2,986,418	200.0	(20%)	7%	7%	7.3	7.0	44.0	35.1
NVDA US Equity	英伟达	3,396,236	139.2	4%	134%	49%	26.2	17.0	37.4	22.7
META US Equity	Meta	1,621,867	645.1	10%	11%	13%	8.7	7.7	7.0	5.5
GOOGL US Equity	谷歌	2,091,997	171.9	(9%)	19%	7%	6.4	5.7	5.2	4.2
TSLA US Equity	特斯拉	1,154,487	358.4	(11%)	(20%)	50%	11.8	9.9	15.0	13.4
AMZN US Equity	亚马逊	2,183,784	205.7	(6%)	1%	17%	3.1	2.9	6.1	4.9
MSFT US Equity	微软	3,409,159	458.7	9%	13%	13%	12.2	10.8	9.9	7.9
<b>平均</b>										
<b>晶圆代工</b>										
INTC US Equity	英特尔	88,331	20.3	1%	NM	168%	1.7	1.7	0.8	0.8
688981 CH Equity	中芯国际	393,447	83.4	(12%)	0%	35%	125.7	93.2	4.3	4.1
981 HK Equity	中芯国际	429,334	41.4	30%	0%	32%	51.6	39.1	1.9	1.8
1347 HK Equity	华虹半导体	64,902	32.6	50%	0%	122%	82.0	36.9	1.1	1.1
2330 TT Equity	台积电	25,076,953	967.0	(10%)	32%	15%	6.8	5.9	4.6	3.7
TSM US Equity	台积电	1,022,528	197.2	(0%)	32%	15%	8.3	7.2	5.6	4.6
<b>平均</b>										
<b>手机品牌</b>										
AAPL US Equity	苹果	2,986,418	200.0	(20%)	7%	7%	7.3	7.0	44.0	35.1
1810 HK Equity	小米	1,341,480	51.7	50%	68%	28%	2.5	2.0	5.1	4.1
005930 KS Equity	三星	332,091,687	56,100.0	5%	(1%)	22%	1.0	1.0	0.9	0.8
688036 CH Equity	传音控股	84,614	74.2	(22%)	9%	17%	1.1	1.0	3.5	2.9
<b>平均</b>										
<b>手机零部件</b>										
002475 CH Equity	立讯精密	227,641	31.4	(23%)	24%	21%	0.7	0.6	2.6	2.1
300433 CH Equity	蓝思科技	104,588	21.0	(4%)	30%	25%	1.1	0.9	1.9	1.8
285 HK Equity	比亚迪电子	74,694	33.2	(21%)	13%	28%	0.3	0.3	1.7	1.5
002241 CH Equity	歌尔股份	75,277	21.6	(16%)	22%	19%	0.7	0.6	2.0	1.8
<b>平均</b>										
<b>光学</b>										
2382 HK Equity	舜宇光学科技	69,356	63.4	(8%)	31%	21%	1.4	1.3	2.2	2.0
1478 HK Equity	丘钛科技	8,398	7.1	9%	86%	21%	0.4	0.3	1.3	1.2
3008 TT Equity	大立光	308,979	2,315.0	(13%)	8%	3%	4.8	4.6	1.5	1.4
002036 CH Equity	联创电子	11,335	10.7	14%	103%	0%	0.9	0.8	4.1	3.7
<b>平均</b>										
<b>半导体设计</b>										
603501 CH Equity	韦尔股份	155,952	128.2	23%	0%	28%	33.4	26.2	5.3	4.4
603290 CH Equity	斯达半导	19,555	81.7	(9%)	0%	23%	27.4	22.3	2.6	2.4
605111 CH Equity	新洁能	12,842	30.9	(9%)	0%	19%	22.5	18.9	2.9	2.6
688711 CH Equity	宏微科技	3,566	16.8	(3%)	0%	103%	52.6	25.9	2.6	2.2
MBLY US Equity	Mobileye	13,301	16.4	(18%)	10%	46%	7.6	6.7	1.1	1.1
2533 HK Equity	黑芝麻智能	12,072	19.1	(34%)	NM	(38%)	12.5	7.6	8.9	15.5
9660 HK Equity	地平线	99,926	7.6	110%	(52%)	(59%)	24.1	14.6	8.0	8.4
<b>平均</b>										
<b>功率半导体IDM-中国</b>										
688396 CH Equity	华润微	63,589	47.9	2%	0%	26%	56.1	44.5	2.7	2.6
600460 CH Equity	士兰微	40,387	24.3	(7%)	0%	58%	67.1	42.6	2.7	2.6
300373 CH Equity	扬杰科技	26,477	48.7	12%	0%	22%	21.3	17.5	2.6	2.3
688187 CH Equity	时代电气A	54,002	44.3	(8%)	0%	14%	14.2	12.4	1.4	1.3
3898 HK Equity	时代电气H	58,928	33.8	3%	0%	12%	10.0	8.9	1.0	0.9
600745 CH Equity	闻泰科技	43,112	34.6	(11%)	0%	46%	20.4	14.0	1.1	1.0

注: E = Bloomberg 一致预测, A 股、港股、美股、台股股价均截至 2025 年 5 月 29 日收盘;

资料来源: Bloomberg、公司公告、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

