行业供需弱平衡，关注AI与国产化机会

电子行业2025年中期投资策略

证券分析师：方霁 执业证书编号：S0630523060001
联系人：董经纬 联系方式：djwei@longone.com.cn

2025年7月9日

摘要

- 从中国半导体产业周期性来看，目前处于供需弱平衡阶段，2025H2或继续弱平衡趋势；从成长性角度看，面对海外管制，国产化动力充足，长期发展机遇较大。半导体产业首先是一个周期行业，具备周期产业的价格、库存、产能供给、终端需求等基本要素，价格与库存是反映短期周期属性的高频关键指标，终端需求是驱动行业创新发展的关键，而产能供给与产能利用率是供给中长期指标。半导体经过长期发展，已经成为一个全球化的产业，以美欧日韩等发达国家在整个产业链上占据主导地位，我国产业发展相对缓慢，国产化需求长期较高。根据最新的数据跟踪，全球半导体需求弱复苏，供给端相对充裕，部分存储产品价格由于产能控制快速回升。整体产业弱平衡，但国产化进程不断加速，我国半导体企业长期发展机遇可观。
- 当前存储模组价格有所回暖，存储芯片价格继续回升；2025H1年全球销量相对低迷，终端需求表现较弱，企业库存依然较高，2025H2或继续保持底部弱复苏的趋势。全球半导体产品销售额2025年1-4月份累计同比为18.93%，硅片出货面积2025Q1同比为2.19%，硅片销量从2024年底部来看已经有所回暖。从产品价格看，多数产品底部震荡，对终端需求更为敏感的存储模组价格2024Q4以来涨幅0-135%不等，存储芯片价格涨幅在10-220%之间不等。从库存来看，CPU、存储、模拟、MCU的全球龙头标的库存水平普遍处于历史高位，国内企业库存水平也保持相对高位。供给端来看，短期晶圆厂稼动率有所提升，整体在八成左右；半导体设备采购额快速增长，1-2年内的产能扩张保持平稳。整体看，我们认为当前芯片价格在触底缓慢反弹，存储价格大幅上涨；库存依然较高，但减值损失或降低；供给端扩产平稳，产能利用率较充裕，关键要看需求端是否持续改善，大概率在2025H2全球保持弱平衡的阶段。
- 结合全球半导体随着AI发展出现，全球终端需求出现弱复苏；AI眼镜等新产品或将大幅增长，上游零组件或将受益量价齐升。全球随着ChatGPT的问世，AI进入到一个全新的发展阶段。AI 产业快速增长，带动了诸多例如算力芯片、光模块、高端存储等多个上游产业快速发展，我国部分企业充分享受AI时代高速发展与国产替代高速发展的红利。AI云端的高速发展，同时也带动了端侧的创新，AI赋能新产品，带动了零组件的升级，AIOT进入到一个可以持续创新迭代的阶段。我们认为长期来看，AI不仅给我们的生产、生活带来降本增效的功能，而且还给我们的生活带来新的感受、体验、便捷，开创了诸多新的需求。AI产业的发展，给云端与端侧均带来了发展机遇。
- 面对全球半导体管制的压力，我国半导体产业加速发展的决心不可动摇，国产化进程的加速更离不开上游设备、零组件、材料的升级换代，国产化机遇长期较大。我国半导体产业发展关系到长期核心科技进步的速度，特别是在AI时代快速发展的同时，我们遭受到了全球的管制，客观来讲我们在上游核心产业链环节与海外存在较大差距，国产化程度还有较大发展空间。但我国半导体进步的步伐毫不动摇，随着时间积累，我们上游设备、零组件、材料的国产化程度会不断提升，相关的企业也将受益我国半导体产业不断进步发展。

投资建议—聚焦三大主线

➢ 主线一：AI创新—算力芯片+光模块+光芯片

理由：（1）AI大模型引入后实现云端AI的巨大进步，AI服务器高速增长；（2）数据中心建设驱动算力芯片与光模块大量受益，国内外企业长期受益行业量价齐升；（3）长期看光模块产业升级与核心芯片国产化加速发展趋势不变。

关注：寒武纪、海光信息、龙芯中科、源杰科技、中际旭创、光迅科技、新易盛、天孚通信

➢ 主线二：AI端侧—AIOT相关的SOC、蓝牙、WiFi等芯片

理由：（1）AI由云端到消费端的产品陆续推出，AI PC与AI 手机在云端接入大模型，端侧实现部分本地AI运算，驱动算力芯片等组件增长；（2）AI加持TWS耳机、智能手表、智能家居，带动新的产品消费，零组件量价齐升；（3）AI端侧应用下的AI眼镜、AI机器人等产品陆续问世，未来随着AI科技不断渗透，更多创新科技产品走进生活，整个上游产业链将继续受益。

关注：乐鑫科技、恒玄科技、瑞芯微、中科蓝讯、炬芯科技、全志科技、晶晨股份、翱捷科技、泰凌微

➢ 主线三：国产供应链—设备+材料+零组件

理由：（1）海外对中国大陆的半导体全面管制集中在先进逻辑与存储产业，上游供应链国产化紧迫性急剧上升；（2）我国自主可控企业在设备、设备零组件、材料、EDA多个领域全球供给占比较低，国产空间巨大；（3）国内部分企业在一些细分市场完成0-1突破，多数细分市场已经量产到部分28nm产品，甚至部分企业量产到5nm制程产品，国内大型存储与代工厂新建晶圆厂对国产供应链的比例或有较大幅度提升，国内相关企业受益国产化加速与产业长期增长的红利。

关注：中微公司、北方华创、华海清科、拓荆科技、芯源微、中船特气、华特气体、安集科技、晶瑞电材、富创精密、新莱应材

➢ 风险提示：国际供应链风险，消费需求不及预期风险，产能过度扩张风险。

CONTENTS

一、半导体指数表现与估值

二、半导体周期弱复苏

三、关注AI与国产化

四、风险提示

1.11、半导体产业链—半导体发展离不开全球化合作

半导体全球产业链简图

东海证券电子团队作

半导体材料

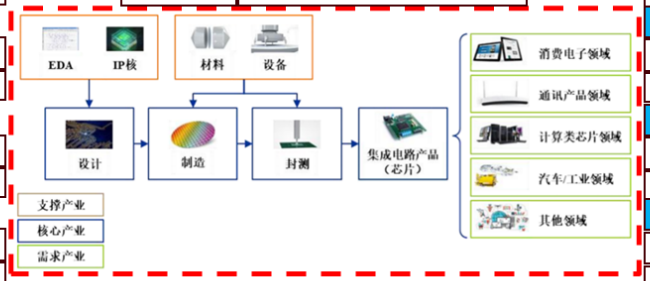
半导体硅片	
全球龙头	日本信越/日本胜高
中国龙头	沪硅产业/奕斯伟/上海超硅/立昂微
光刻胶	
全球龙头	日本东京应化/日本JSR/美国杜邦
中国龙头	江化微/晶瑞电材/彤程新材/南大
特种气体	
全球龙头	美国空化/法国液化/日本日酸
中国龙头	中船特气/华特气体/金宏气体
掩膜版	
全球龙头	美国Photronics/日本DNP
中国龙头	路维光电/清溢光电
CMP垫/液	
全球龙头	美陶氏/美杜邦/美卡博特/日Fujimi
中国龙头	安集科技/鼎龙股份
湿化学品	
全球龙头	德巴斯夫/美亚士兰/日关东化学
中国龙头	晶瑞电材/江化微/巨化股份
靶材	
全球龙头	日日矿/美霍尼韦尔/日东曹/美普莱
中国龙头	江丰电子/隆华科技/阿石创

制造/封测

制造	
全球龙头	韩三星/美格芯
中国龙头	台积电/台联电 中芯国际/华虹/中芯集成/晶合
封测	
全球龙头	美安靠
中国龙头	日月光/力成科技 长电/通富/华天/甬矽

EDA/IP

EDA	
全球龙头	美新思/美楷登电子/德西门子EDA
中国龙头	华大九天/概伦/广立微/芯和/芯华章
IP	
全球龙头	日本ARM/美楷登电子/美新思科技
中国龙头	芯原股份



IC设计（含IDM）

微处理器	
全球龙头	美英特尔/美AMD/美高通
中国龙头	龙芯/兆芯/海光/飞腾/海思/申威
逻辑芯片	
全球龙头	美英伟达/美博通/美微芯/日瑞萨
中国龙头	紫光/复旦微电/安路科技/寒武纪
存储芯片	
全球龙头	韩三星/韩海力士/美美光/美西部数
中国龙头	长存/长鑫/晋华/兆易创新/东芯/君正
模拟芯片	
全球龙头	美TI/美ADI/美国思佳讯/德英飞凌
中国龙头	圣邦股份/艾为电子/思瑞浦/纳芯微
功率器件	
全球龙头	德英飞凌/美安森美/欧意法/日三菱
中国龙头	安世/斯达/扬杰/比亚迪半导/宏微

半导体设备

光刻机	
全球龙头	荷兰ASML/日本尼康/日本佳能
中国龙头	上海微电子
刻蚀机	
全球龙头	美国LAM/美国AMAT/日本TEL
中国龙头	中微公司/北方华创/芯源微
沉积设备	
全球龙头	美国AMAT/美国LAM/日本TEL
中国龙头	北方华创/拓荆科技
离子注入机	
全球龙头	美国AMAT/美国Axcelis
中国龙头	凯世通/烁科中信科
涂胶显影机	
全球龙头	日本TEL/日本SCREEN
中国龙头	芯源微
CMP设备	
全球龙头	美国AMAT/日本Ebara
中国龙头	华海清科/烁科
前道量测	
全球龙头	美国KLA/美国AMAT/日本Hitachi
中国龙头	精测电子/中科飞测/睿励科学
清洗设备	
全球龙头	日本Screen/日本TEL/美国LAM
中国龙头	盛美/至纯科技/北方华创/芯源微

半导体全球产业链特征：

（1）产业链布局全球：半导体的上下游产业分布在全球各个经济体，专业分工细化复杂；半导体产业发展离不开全球之间的贸易合作；

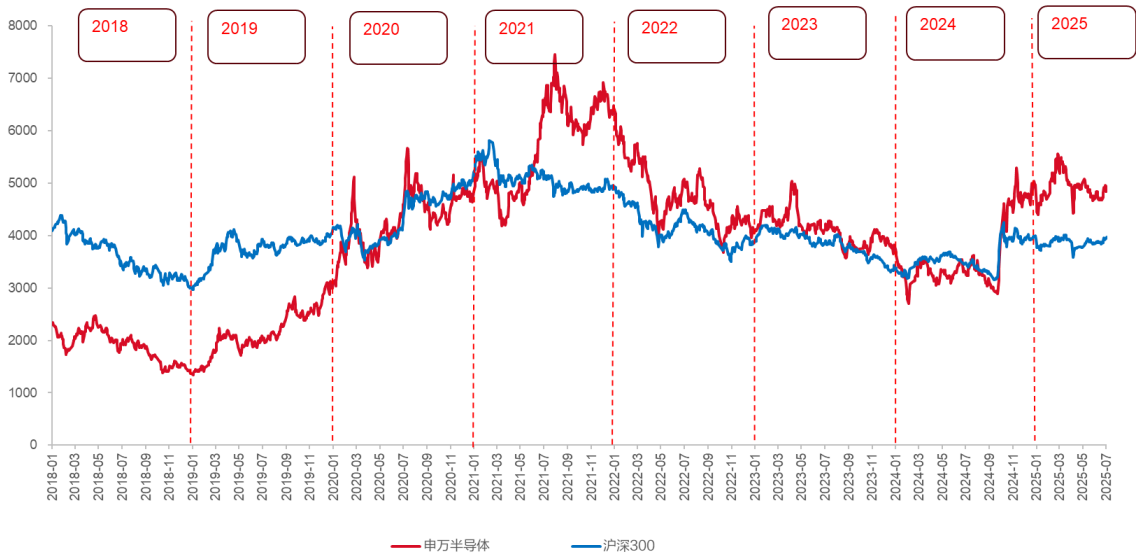
（2）美国占据多个产业的核心地位：绿色企业名称为各个细分行业中所属美国的企业，美国在先进技术领域具备长时间的积累，相对来说具备较强的话语权；

（3）中国与海外巨头的生态差距多样：主要体现在供应链全面性、技术积累的时间与深度、汽车工业等品牌巨头依然以海外企业为主。

资料来源：中芯国际，东海证券研究所

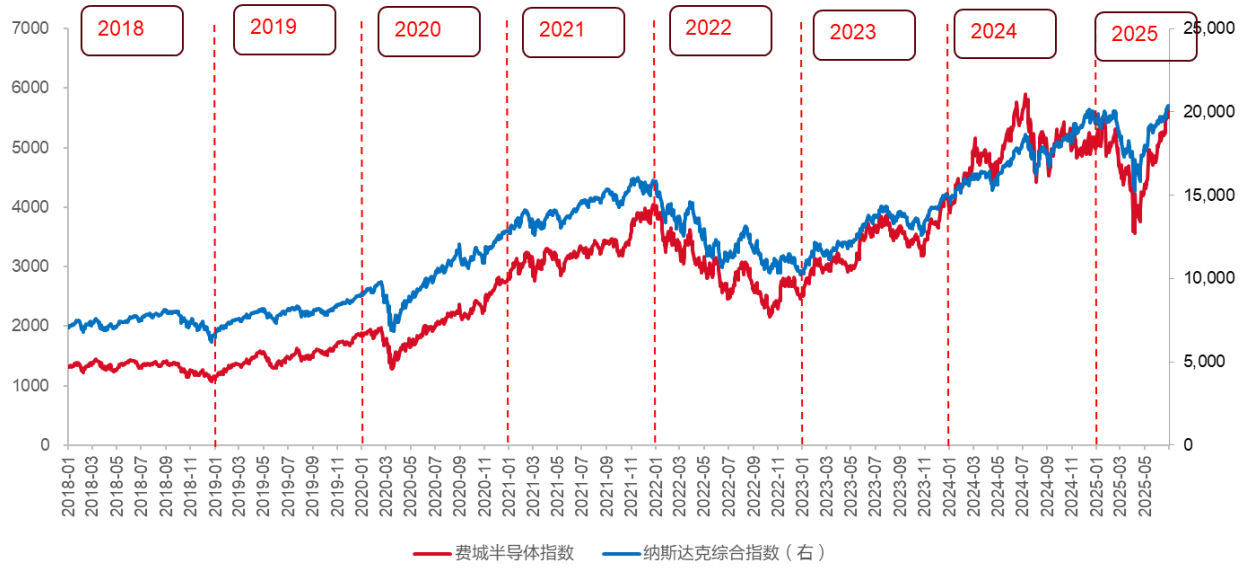
1.12、二级市场表现—费城半导体与我国半导体指数历年波动图

申万半导体行业指数波动图



资料来源：iFind，东海证券研究所

美国费城半导体行业指数波动图

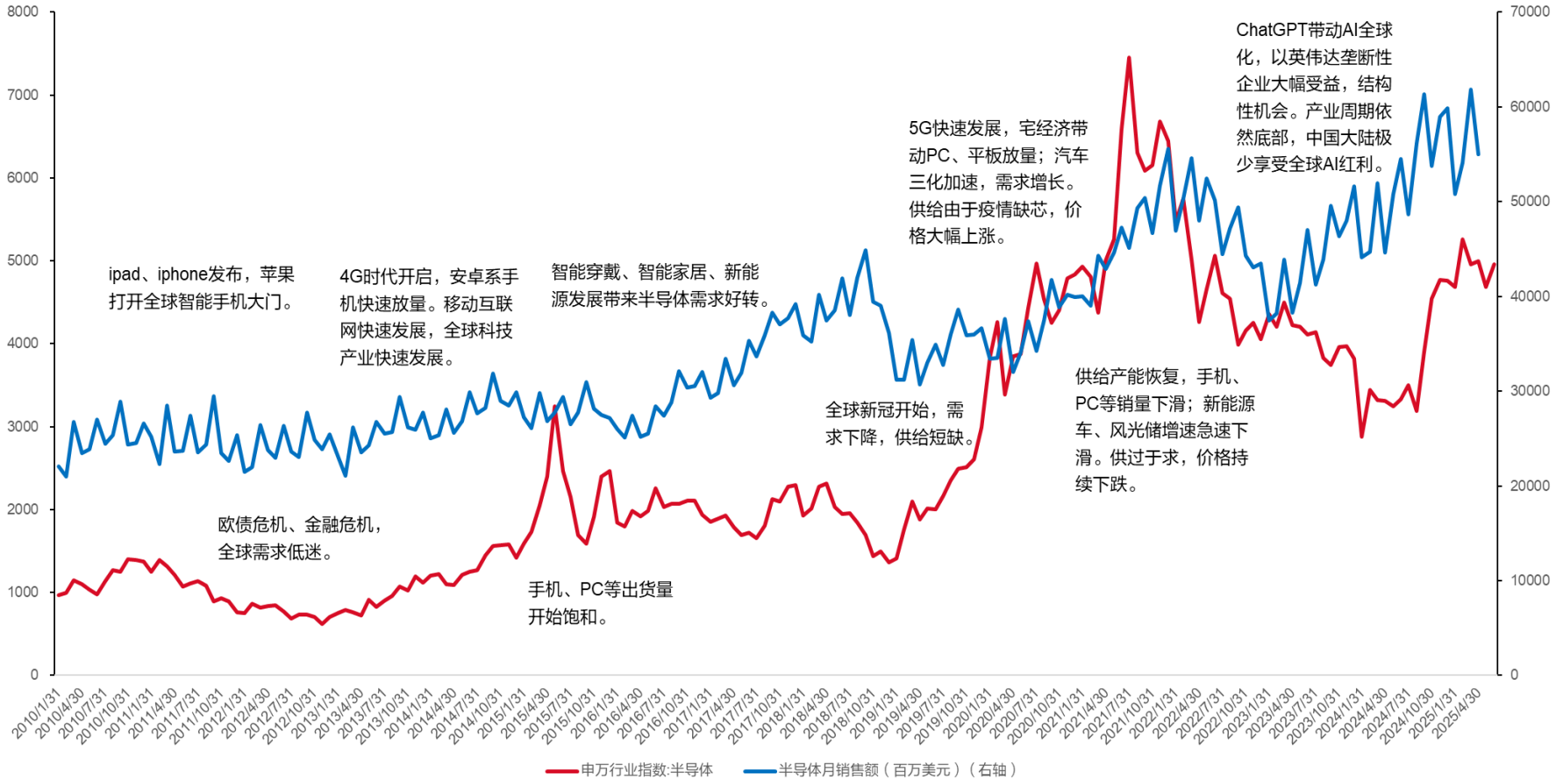


资料来源：iFind，东海证券研究所

- 全球半导体指数走势的一致性：大部分年限内中国半导体与美国费城半导体指数走势相似，全球表现较强的周期一致性。
- 中国与美国半导体指数差异性：2023-2024年，费城指数上涨，中国半导体指数下跌，主要是享受AI结构机遇的企业龙头大量分布海外。
- 2025年分析与展望：美国费城指数受关税、AI利空下行后又快速恢复，申万半导体指数整体宽幅震荡，供需弱平衡，以AI等结构性机会为主，2025H2大概率或继续以AI及国产化设备等机会为主。

1.13、二级市场表现—半导体指数通常领先半导体周期1-6个月变化

申万半导体指数与全球半导体周期走势

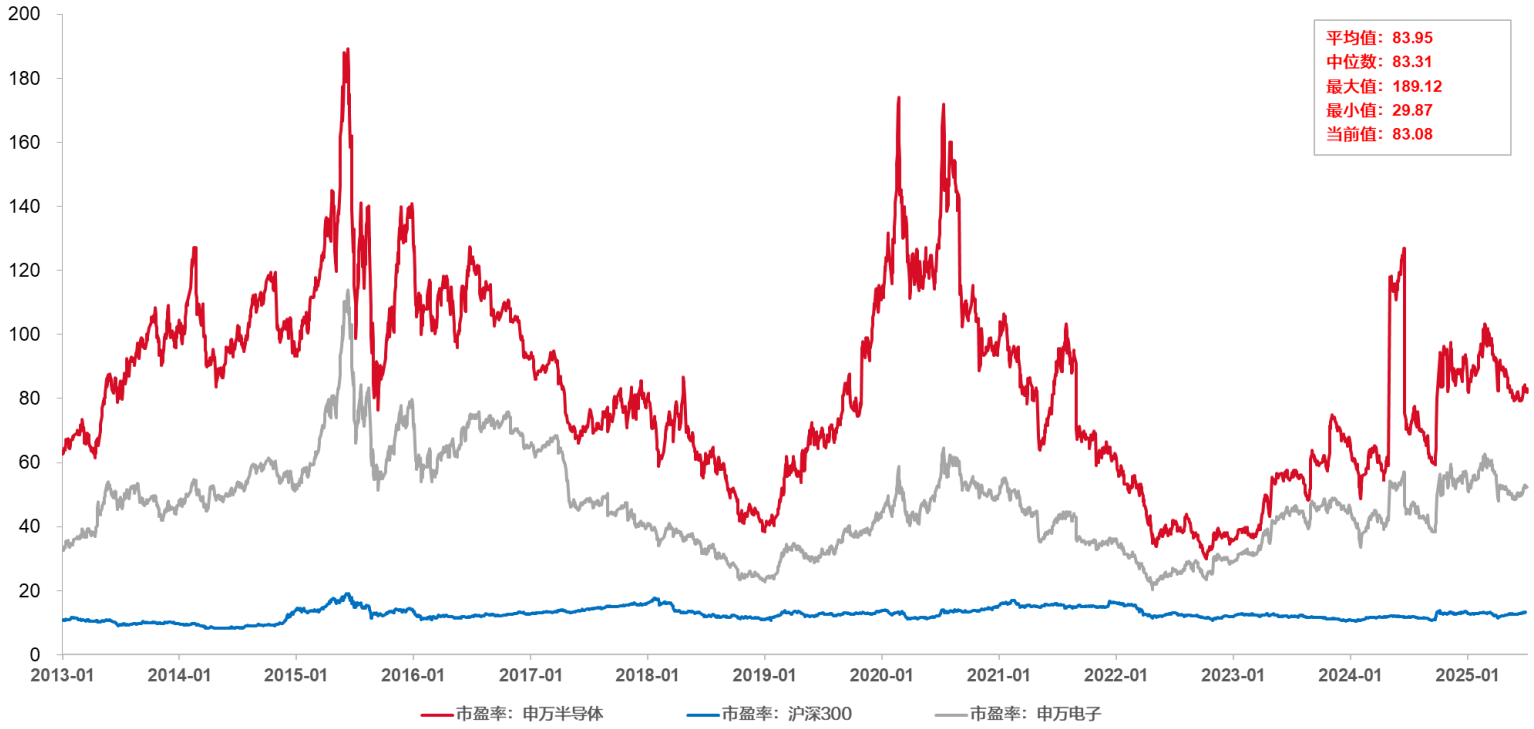


- 指数与基本面整体正相关，长期趋势向上：全球半导体销售额与申万半导体指数也呈现周期波动；并且长期趋势向上，说明了半导体成长性特征。
- 指数领先基本面变化：基本上半导体指数波动通常快于基本面变化1-6个月时间。
- 全球半导体周期波动与全球宏观周期密切相关：半导体是一个全球化行业，下游需求涉及各行各业，半导体周期与全球经济周期密切相关。

资料来源：iFind， 东海证券研究所

1.21、半导体行业估值—市场相对价值波动大于基本面的波动

申万半导体行业市盈率（PE）2013年以来波动图



资料来源：wind，东海证券研究所（截止到2025年7月8日）

- 波动幅度大：申万半导体近10年市盈率波动幅度巨大，市盈率数值在30-190之间波动，相对价值波动幅度大于基本面。
- 戴维斯双击与双杀：在半导体顺周期里，企业盈利好转，同时估值也更高；半导体逆周期里，企业盈利恶化，同时估值更低。
- 未来展望：短期内估值提升幅度较大，建议关注国内半导体企业长期发展机遇与短期的市场催化机遇，比如AI行业与国产化。

1.22、半导体行业估值—当前5年与10年估值分位

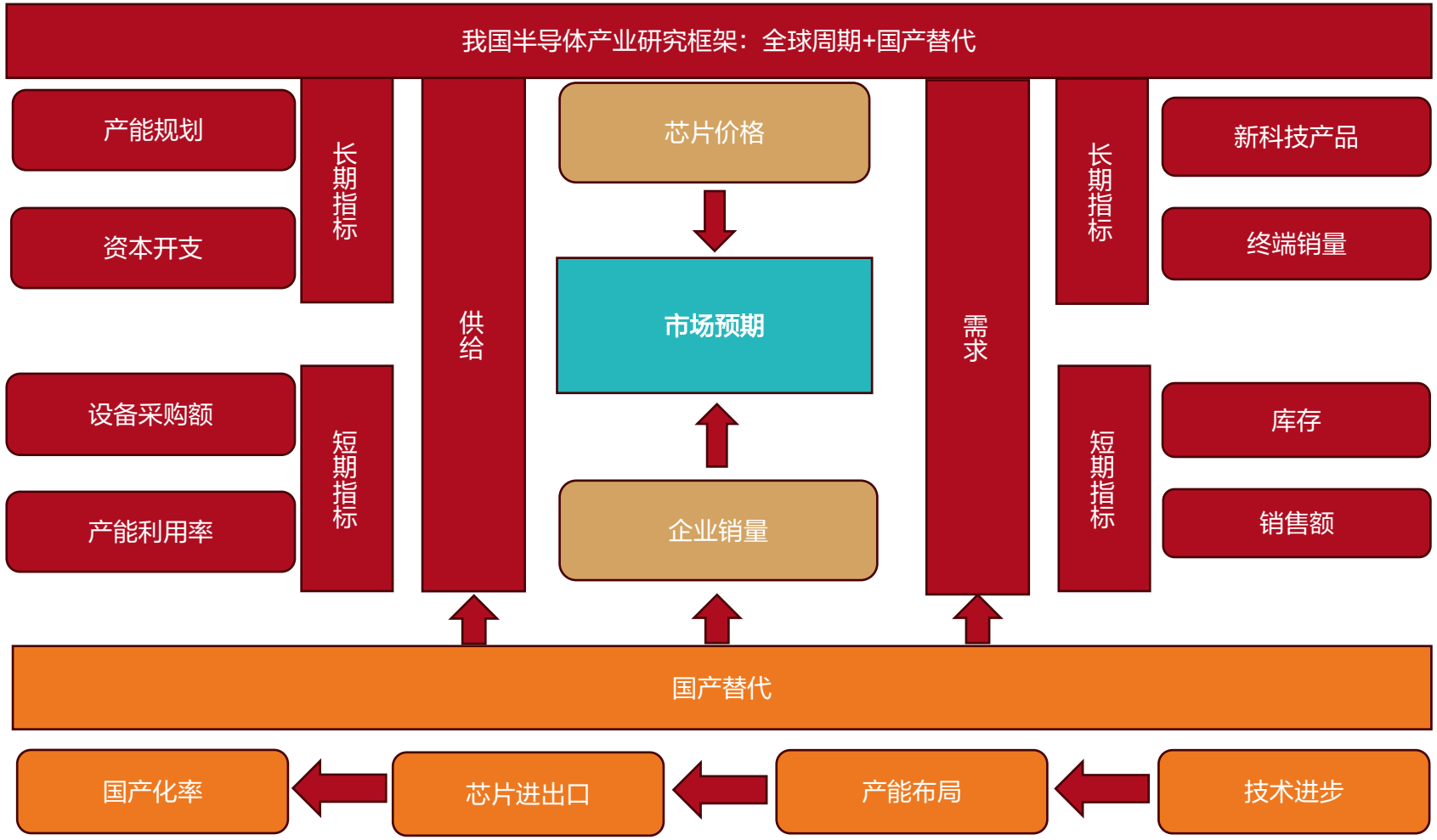
申万电子细分行业历史估值分位

2025/7/8			PE估值			PS估值			PB估值		
指数	代码	板块	PE（TTM）	历史分位数（5y）	历史分位数（10y）	PS（TTM）	历史分位数（5y）	历史分位数（10y）	PB（MRQ）	历史分位数（5y）	历史分位数（10y）
申万电子二级指数	801081.SI	半导体	83.08	66.42%	58.30%	7.36	54.54%	69.99%	7.93	46.82%	63.52%
	801083.SI	电子元器件	45.10	92.90%	74.02%	3.85	100.00%	96.87%	5.82	73.43%	79.52%
	801084.SI	光学光电子	49.61	52.81%	60.52%	1.40	58.91%	33.35%	4.22	61.43%	45.74%
	801085.SI	消费电子	28.92	38.78%	24.50%	1.18	51.32%	26.27%	3.77	52.85%	27.73%
	801086.SI	电子化学品	58.00	70.30%	64.48%	5.35	75.50%	54.34%	4.55	27.39%	26.02%
	801082.SI	其他电子	66.13	100.00%	85.80%	1.52	96.04%	67.68%	10.24	87.79%	69.56%
大盘指数	000001.SH	上证指数	15.24	87.38%	75.01%	1.33	98.02%	77.42%	3.20	61.30%	40.84%
	399001.SZ	深证成指	26.94	63.20%	53.77%	1.69	39.11%	26.22%	2.36	36.72%	24.17%
	399006.SZ	创业板指	32.66	34.65%	21.08%	3.41	31.11%	19.43%	4.10	29.87%	22.73%
	000300.SH	沪深300	13.26	71.70%	70.65%	1.42	76.65%	78.59%	3.55	49.50%	32.77%
行业指数	801080.SI	电子(申万)	53.49	85.15%	73.98%	2.60	89.77%	65.25%	6.36	62.67%	60.37%
	SOX.GI	费城半导体指数	50.89	88.76%	92.11%	13.19	94.50%	96.14%	11.79	99.92%	99.94%

资料来源：wind，东海证券研究所（截止到2025年7月8日）

- 半导体估值：截止2025年7月8日，5年估值分位来看，PB/PE/PS分别是46.82%/66.42%/54.54%，近期上涨后估值分位数快速提升。
- 海内外市场对比：中国半导体与美国费城半导体对比来看，美国指数处于历史高分位，中国市场在近期大涨后，估值分位已经上升较多。
- 中国半导体发展预期：市场预期波动较大，最终反映在估值水平上；我们看好长期发展机遇，建议在估值相对低分位时布局长线投资。

1.23、半导体行业分析框架—我国半导体产业:全球周期+国产替代



半导体全球化周期：
（1）供给侧：长期看产能规划、资本开支，短期看设备采购、产能稼动率。
（2）需求侧：长期看新科技新产品驱动；短期看终端库存、企业库存、日销售额订单。
（3）芯片价格：反映周期波动的高频指标。

中国半导体发展：
（1）技术0-1的积累：政策、金融、信创等频繁刺激下，各个细分市场逐步完成；
（2）产能布局受限：逻辑与存储进步减缓；功率与模拟在积极推进；
（3）进口替代：中低端为主，高端缺口；

中国资本市场：
（1）全球价格的接收端：由全球大厂控制价格锚，我国价格多数折扣；
（2）销售量边际影响加倍：龙头掌握渠道，剩余市场国内企业内卷；
（3）资本市场受量价预期影响：短期看全球价格波动，中期看需求好转，长期看内生增长的竞争力。

资料来源：东海证券研究所整理

CONTENTS

一、半导体指数表现与估值

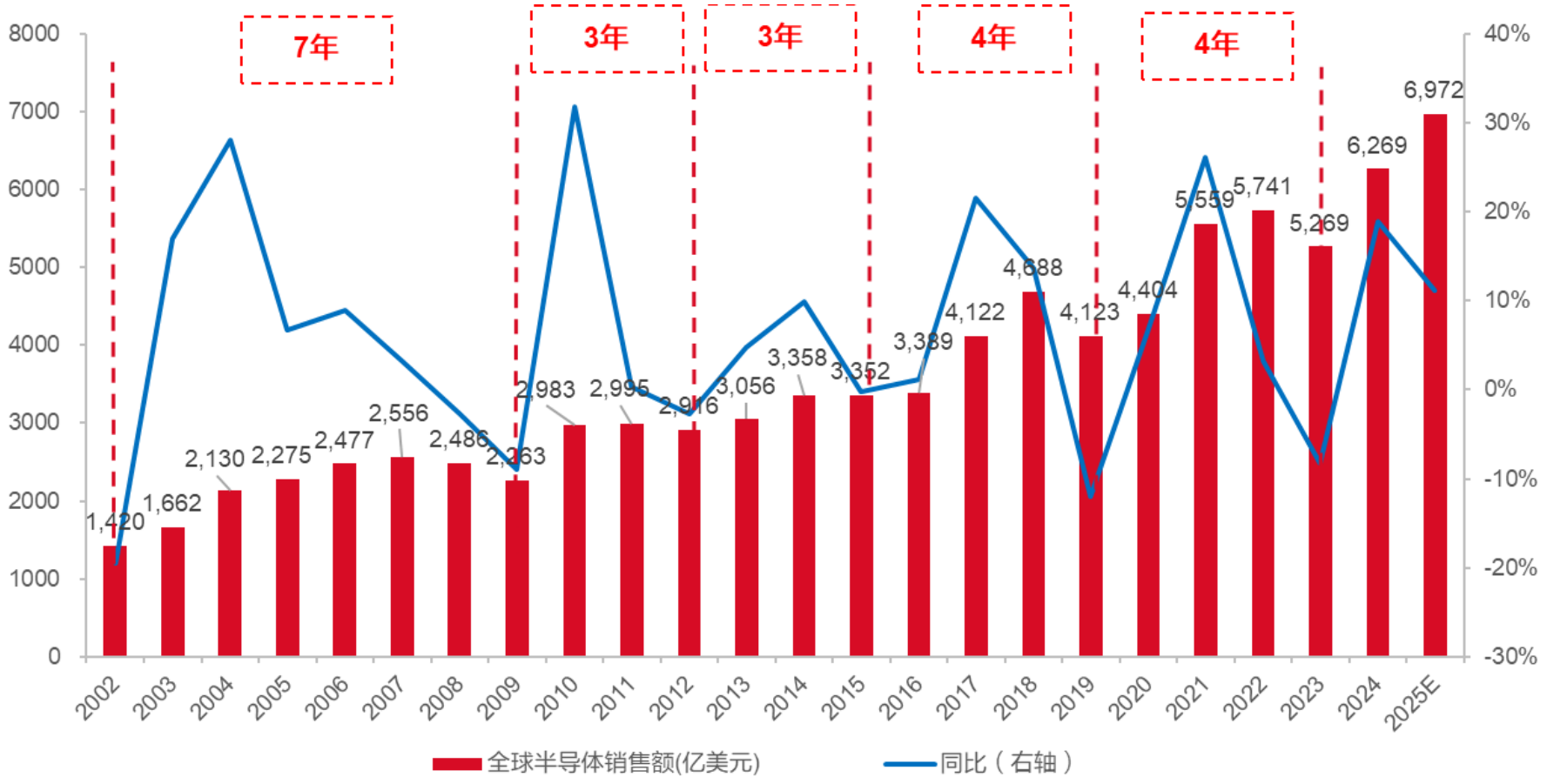
二、半导体周期弱复苏

三、关注AI与国产化

四、风险提示

2.11、半导体的价格与销量—半导体销量长期的周期性

全球半导体历年销售额呈现3-7年的周期变化



全球半导体周期：
（1）3-7年周期：本轮周期底部是2023年，2024年已经有初步回暖趋势，2025年大概率继续回暖。

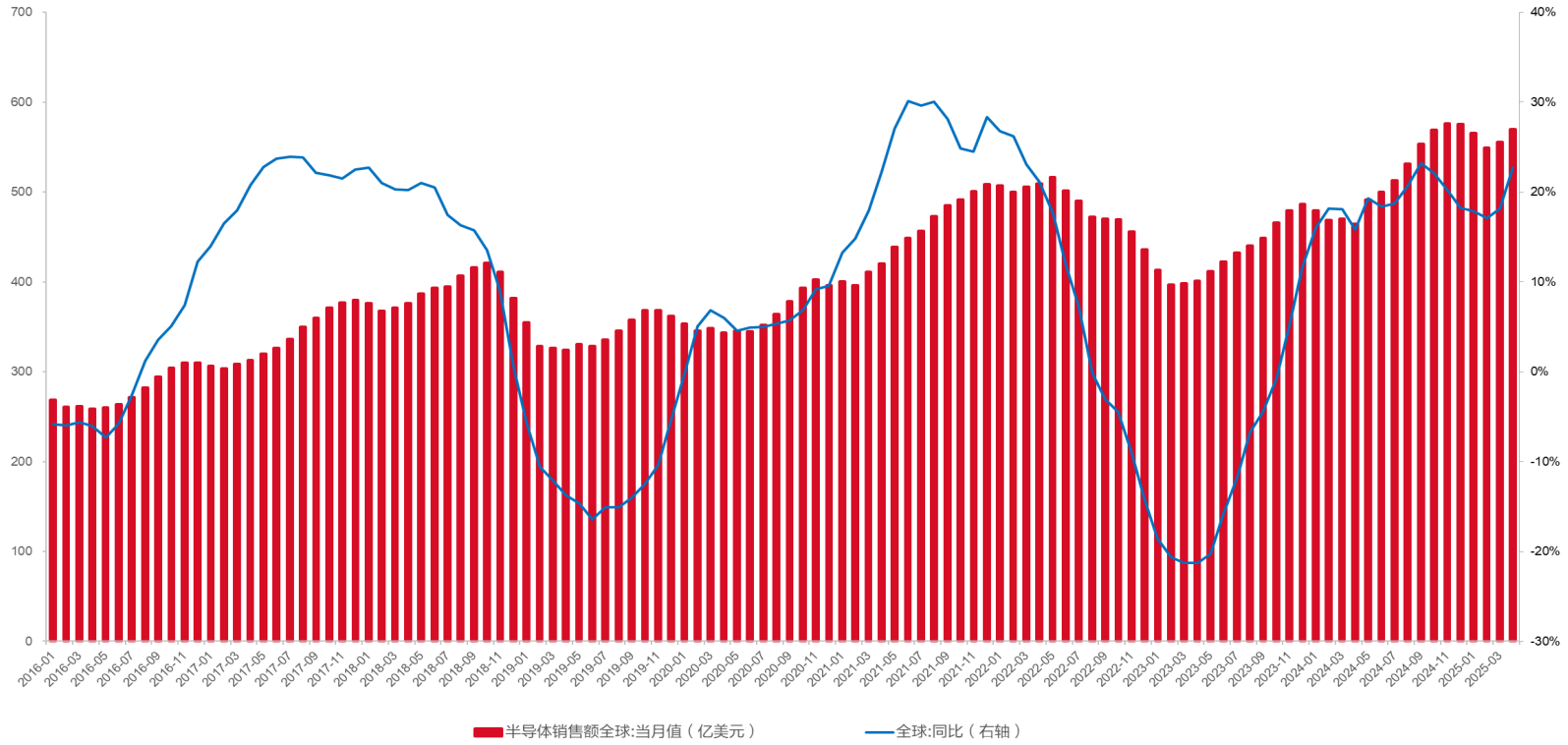
（2）底部判断的依据：供给侧是否持续，需求侧是否量增，价格端回升的幅度如何。

（3）2025年H2展望：2024年受益AI快速发展崛起，2025年或继续受益AI全球高增长。

资料来源：iFind，东海证券研究所

2.12、半导体的价格与销量—全球半导体月销售及同比增速

全球半导体月销售额（亿美元）以及同比增速

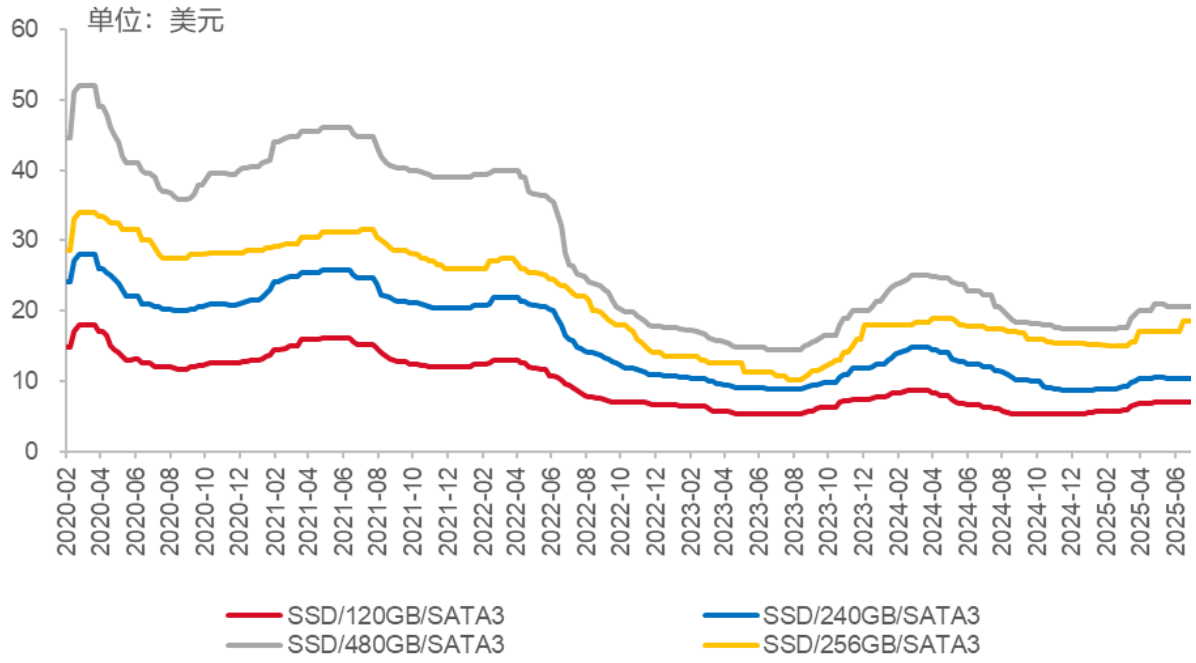


资料来源：iFind，东海证券研究所

- 半导体销售额：全球半导体销售额是价格与销量的综合体现，销售额呈现显著的周期变化，销售额增速拐点通常是周期拐点。
- 销售额的重要影响要素：芯片价格波动、芯片销量、库存水平、电子终端产品下游需求、新型科技产品需求。
- 2025年H2展望：销售额1-4月份累计同比18.93%，需求呈现弱复苏趋势，预计2025H2继续保持弱复苏趋势。

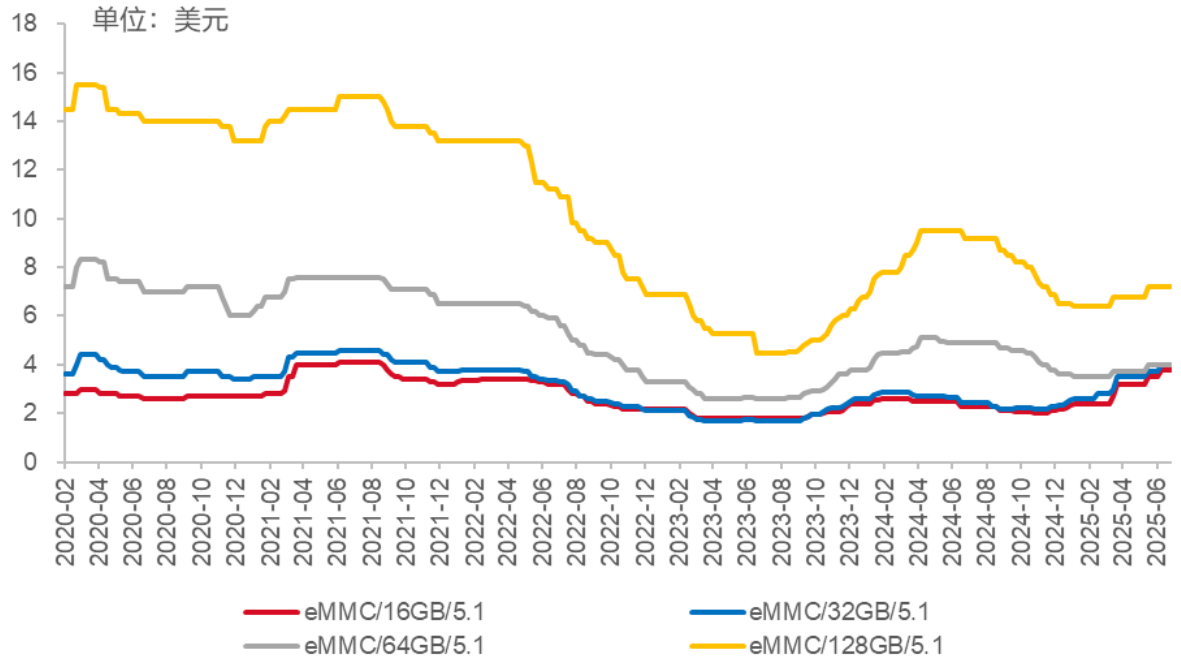
2.13、半导体的价格与销量—全球存储模组价格2025年保持上涨趋势

部分SSD模组长期价格周波动图



资料来源：iFind，东海证券研究所

部分eMMC模组长期价格周波动图

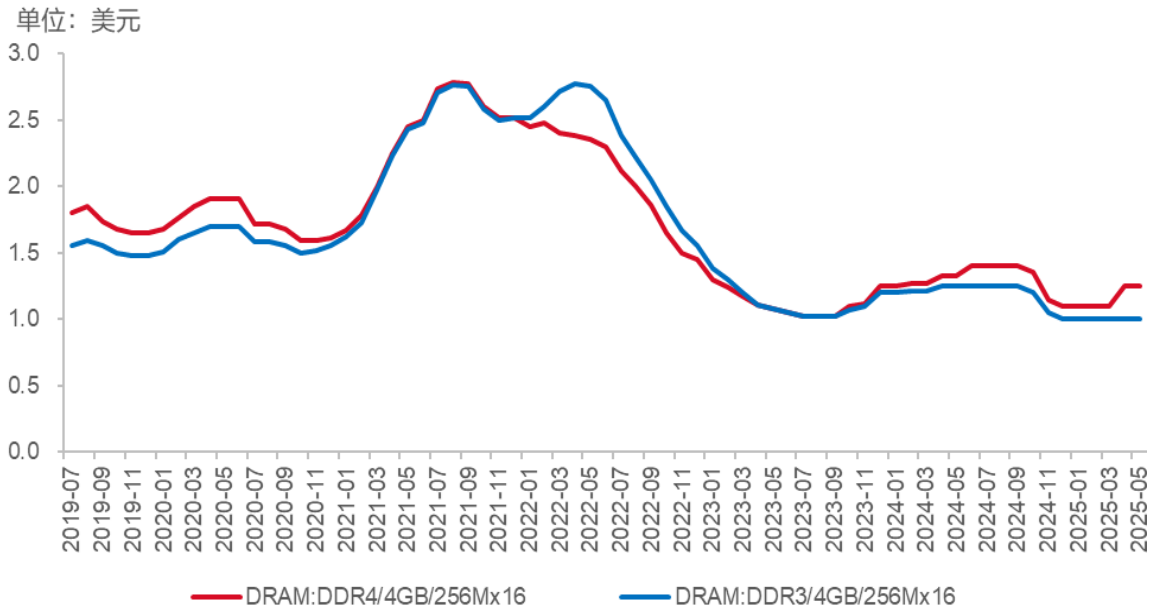


资料来源：iFind，东海证券研究所

- 模组价格呈现周期波动：模组价格对下游需求变化较为敏感，价格波动幅度较大，反映下游需求变化的高频指标。
- 2025年H2展望：2025年以来，模组价格由于下游需求逐步复苏，全球供给端收缩，价格有所回升，预计后期或继续保持增长趋势。

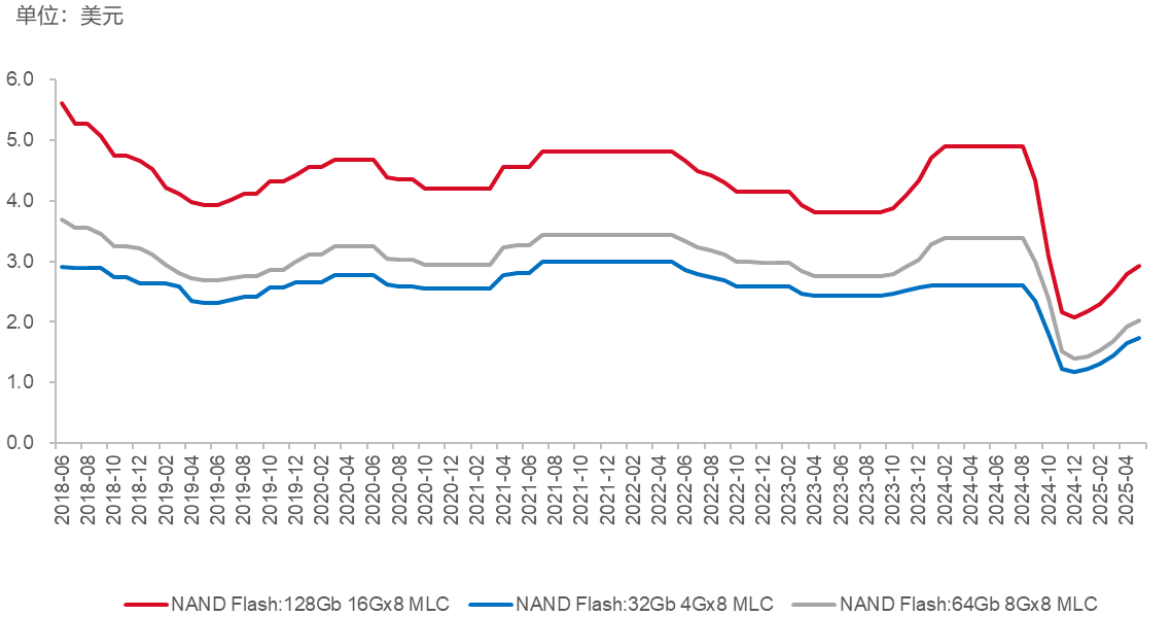
2.14、半导体的价格与销量—全球存储芯片价格2025年保持上涨趋势

部分DRAM芯片价格波动图



资料来源：iFind，东海证券研究所

部分NAND芯片价格波动图

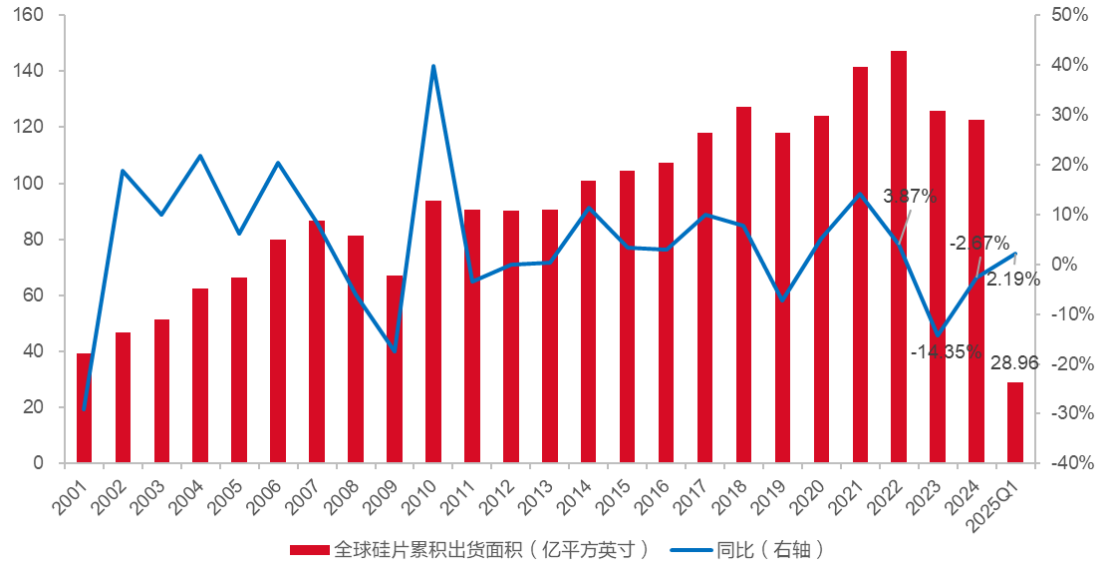


资料来源：iFind，东海证券研究所

- 存储芯片价格更多反映晶圆产能供需指标：存储芯片是存储模组上游，存储颗粒价格由晶圆厂与模组厂报价决定，存储芯片价格更多的是由晶圆生产供需关系决定，反映了芯片生产的供需状态，由于存储芯片的寡头垄断供应，原厂具备相对更大的话语权。
- 存储芯片价格周期波动、波动幅度巨大：由于供给寡头垄断，需求频繁变化，存储芯片的价格波动剧烈，尤其在行业周期向上，需求旺盛阶段，原厂通常控制晶圆厂稼动率提升产品价格。
- 2025H2价格展望：2025年以来存储芯片价格上涨，主要是需求结构性复苏，供给端有出清，价格保持上涨趋势。

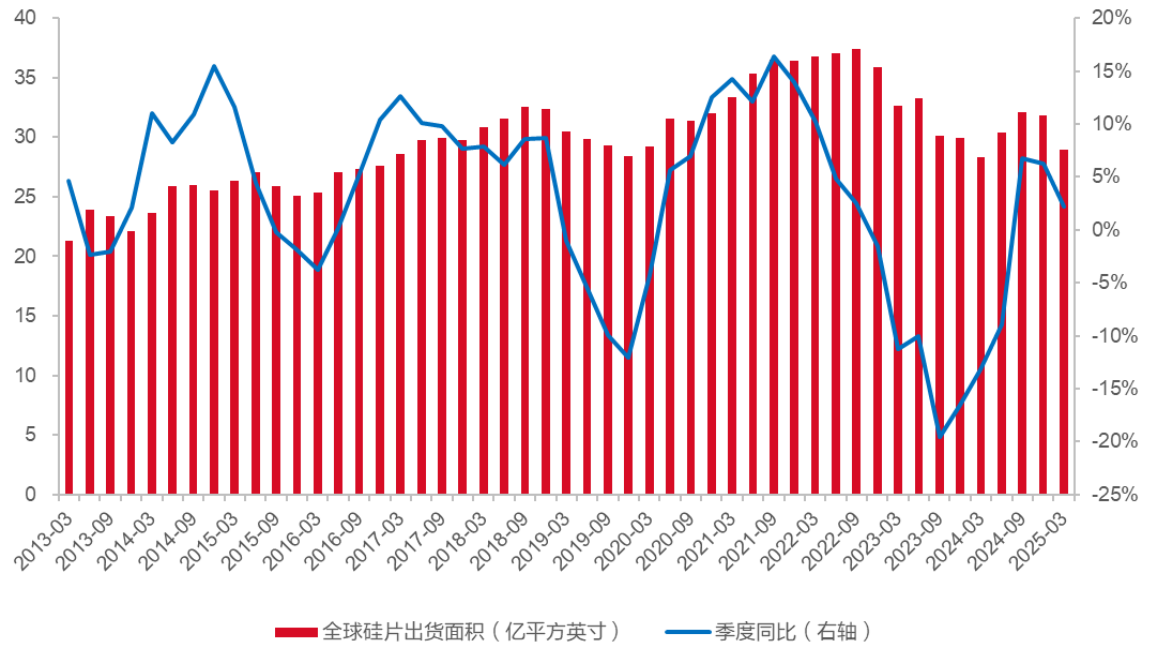
2.15、半导体的价格与销量—全球硅片出货面积底部反弹

全球硅片历年出货面积及增速



资料来源：SEMI，iFind，东海证券研究所

全球硅片季度出货面积及增速

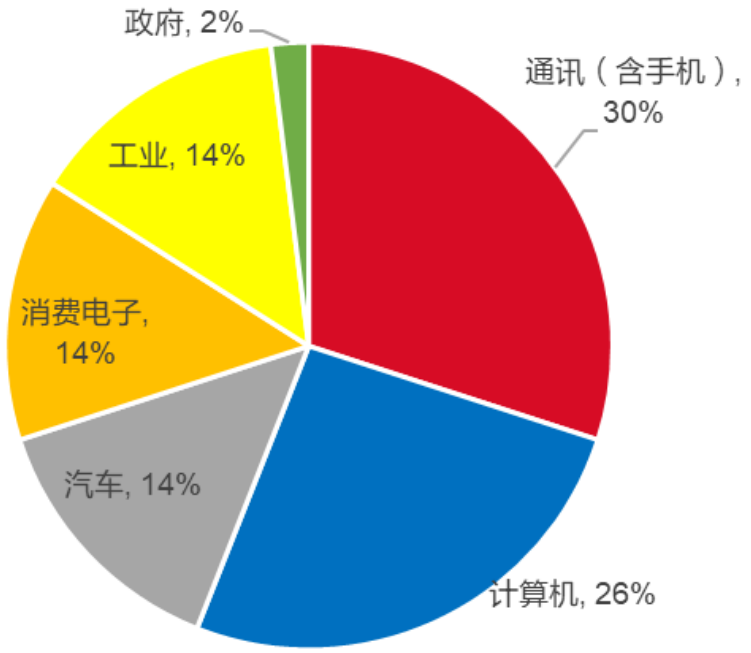


资料来源：SEMI，iFind，东海证券研究所

- 硅片出货面积初步反映全球芯片需求量：单个晶圆可以切割几百到上万不等芯片，乘以良品率后就是功能完整的芯片。
- 2025H2硅片出货面积或继续增长：硅片出货面积一定程度上反映晶圆制造商下游产品需求，2022年高峰期后，2023-2024大幅下滑。硅片面积在2024年大幅下滑后，2024Q3开始逐步回暖，2025Q1同比微弱增长2.19%，随着需求弱复苏，硅片出货或保持弱增长趋势。

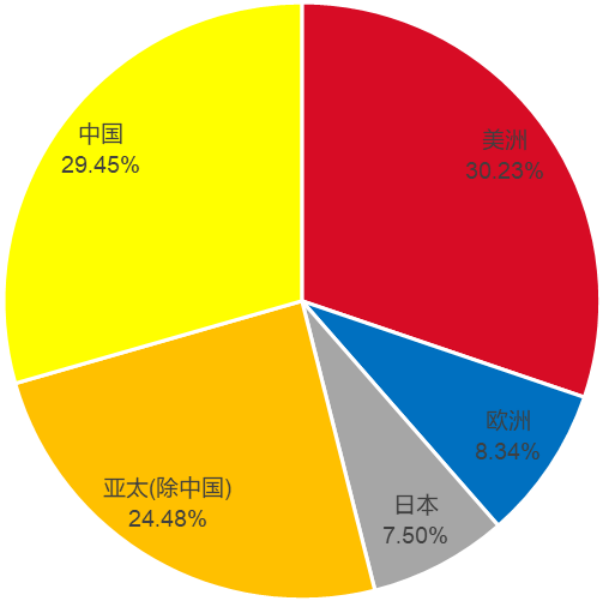
2.21、中长期需求—全球半导体下游需求分布

全球半导体下游应用分布占比



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

全球半导体最终消费在各个经济体占比



资料来源：SIA，东海证券研究所

- 全球半导体最终消费八成主要分布在亚洲：全球半导体最终消费来看，中国占据29.45%的比例，亚洲经济体占据约60%比例。
- 半导体终端应用来看七成分布在消费电子：通讯、计算机、消费电子合计占据半导体应用的70%比例。
- 各个经济体的电子消费对半导体需求驱动最关键：主要经济体的宏观经济与消费电子需求对半导体影响较大。

2.22、中长期需求—全球半导体下游终端需求预测

半导体下游需求数据及预测

智能终端		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
手机	手机出货量（亿台）	14.07	13.71	12.94	13.58	12.04	11.62	12.34	12.60
	yoy	-3.66%	-2.54%	-5.62%	4.95%	-11.34%	-3.49%	6.17%	2.30%
PC	PC出货量（亿台）	2.59	2.68	3.03	3.50	2.91	2.54	2.63	2.74
	yoy	-0.39%	3.47%	13.06%	15.51%	-16.86%	-12.71%	3.55%	4.23%
平板	平板出货量（亿台）	1.55	1.50	1.64	1.68	1.63	1.29	1.48	1.70
	yoy	-11.49%	-3.23%	9.33%	2.44%	-2.98%	-20.86%	14.42%	15.37%
汽车	全球汽车销量（万台）	9506	9207	7967	8364	8299	9285	9531	9846
	yoy	-0.63%	-3.15%	-13.47%	4.98%	-0.78%	11.88%	2.65%	3.30%
服务器	服务器出货量（万台）	1179	1174	1220	1354	1496	1528	1609	1690
	yoy	15.82%	-0.42%	3.92%	10.98%	10.49%	2.14%	5.30%	5.03%
智能穿戴	智能穿戴（亿件）	1.72	3.36	4.45	5.31	4.90	4.99	5.45	6.30
	yoy	27.50%	64.41%	32.44%	19.33%	-7.72%	1.84%	9.22%	15.63%

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

- 手机、PC、平板长期相对饱和：这类较为传统的电子产品，长期出货量达到饱和值，宏观周期影响对销量的影响较大。
- 汽车：汽车全球出货量相对饱和，但新能源车的快速渗透对半导体需求驱动更显著。
- 服务器：总体出货量较为缓慢，但AI服务器的高速增长对半导体的驱动更显著。
- 智能穿戴：这类新型电子产品还有渗透空间，产品增长对半导体驱动依然较为显著。
- 2025H2：全球消费电子整体出货量保持弱复苏趋势，结构上AI相关的AI服务器、智能穿戴、AI智能产品等出货或高增长。

2.31、短期供给—晶圆代工厂稼动率维持相对高位、代工价格震荡

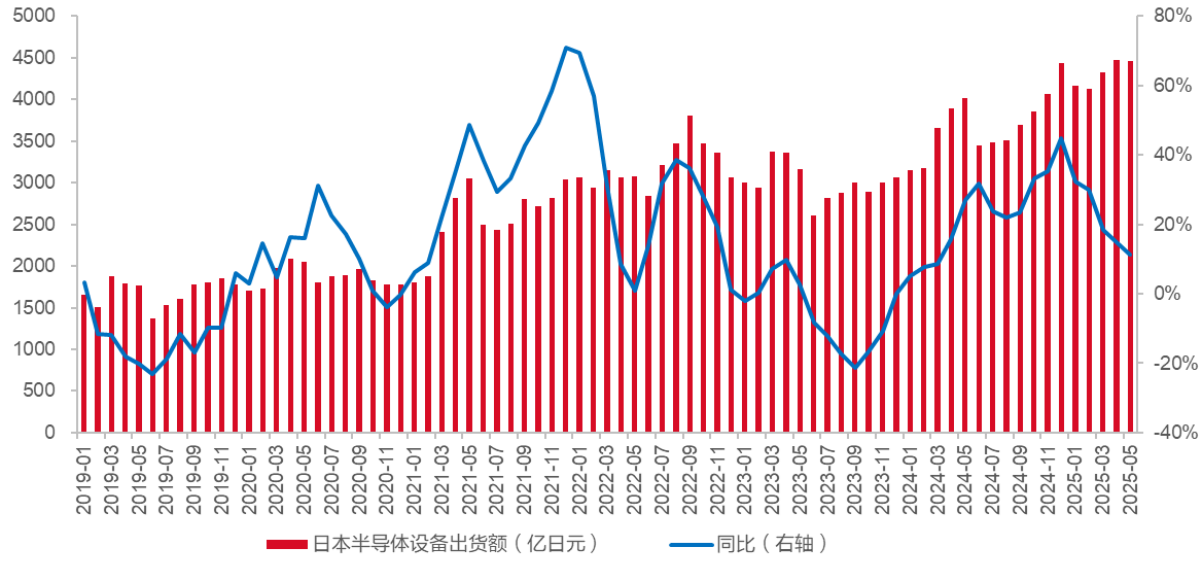
全球主要晶圆代工厂各季度关键信息一览

公司	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
产能利用率													
台积电	80.0%	90.0%	95.0%	97.0%	75.0%	80.0%	80.0%	80.0%	74.6%	75.0%	75.0%		
台联电	104.0%	103.7%	100.0%	90.0%	70.0%	71.0%	67.0%	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	70.0%	69.0%
中芯国际	100.4%	97.1%	92.1%	79.5%	68.1%	78.3%	77.1%	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	85.5%	89.6%
华虹半导体	106.0%	109.7%	110.8%	103.2%	103.5%	102.7%	86.8%	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	103.2%	102.7%
毛利率													
台积电	55.6%	59.1%	60.4%	62.2%	56.3%	54.1%	54.3%	53.04%	53.07%	53.17%	57.83%	59.00%	58.80%
台联电	43.4%	46.5%	47.3%	42.9%	35.5%	36.0%	34.7%	32.40%	30.93%	35.18%	33.78%	30.37%	26.70%
中芯国际	40.7%	39.4%	38.9%	32.0%	20.8%	20.3%	20.3%	16.40%	13.70%	13.90%	20.50%	22.60%	22.50%
华虹半导体	26.9%	33.6%	37.2%	38.2%	32.1%	27.7%	16.1%	4.00%	6.40%	10.50%	12.20%	11.40%	9.20%
ASP（美元）（台积电与台联电为等效12英寸，中芯国际与华虹为等效8英寸）													
台积电	4550	4718	4853	5515	5179	5324	5957	6911	6197	6756	7207	7879	7832
台联电	2747	2747	2902	2607	2071	2065	1959	2164	1854	1857	2059	2026	1916
中芯国际	1001	1009	1061	1030	1168	1112	1054	1002	975	900	1023	1108	980
华虹半导体	563	599	628	635	630	588	528	479	448	433	439	445	439
季度出货量（片）（台积电与台联电为等效12英寸，中芯国际与华虹为等效8英寸）													
台积电	3778000	3799000	3974000	3702000	3227000	2916000	2902000	2957000	3045000	3125000	3338000	3418000	3259000
台联电	806667	842667	846333	847667	840667	875333	886333	775000	909000	942750	896000	909000	910000
中芯国际	1840189	1886530	1797671	1574068	1251715	1403121	1536845	1675002	1794891	2111880	2122266	1991761	2292153
华虹半导体	1057000	1036000	1003000	992000	1001000	1074000	1077000	951000	1026000	1106000	1200000	1213000	1231000
季度产能（片）（台积电与台联电为等效12英寸，中芯国际与华虹为等效8英寸）													
台积电	4722500	4221111	4183158	3816495	4302667	3645000	3627500	3696250	4080129	4166667	4450667		
台联电	775641	812600	846333	941852	1200952	1232864	1322886	1174242	1398462	1386397	1261972	1298571	1318841
中芯国际	1832858	1942873	1951869	1979960	1838054	1791981	1993314	2180992	2221400	2478732	2347639	2329545	2558206
华虹半导体	997170	944394	905235	961240	967150	1045764	1240783	1130797	1118866	1129724	1139601	1175388	1198637
营收增速（单季度同比）													
台积电	35.50%	43.53%	47.86%	42.75%	3.58%	-9.98%	-10.83%	0.00%	16.52%	40.07%	38.95%	38.84%	41.60%
台联电	34.72%	39.69%	34.12%	16.10%	-14.09%	-20.16%	-27.39%	-17.00%	-1.06%	-0.75%	5.22%	9.88%	5.90%
中芯国际	66.90%	41.60%	34.74%	2.61%	-20.61%	-18.01%	-15.02%	3.52%	19.69%	21.85%	33.98%	31.52%	28.39%
华虹半导体	95.08%	79.37%	39.51%	19.27%	6.09%	1.71%	-9.75%	-27.73%	-27.08%	-24.22%	-7.42%	18.40%	17.59%

资料来源：iFind，各公司公告，东海证券研究所（注：台积电现不公开披露产能利用率数据）

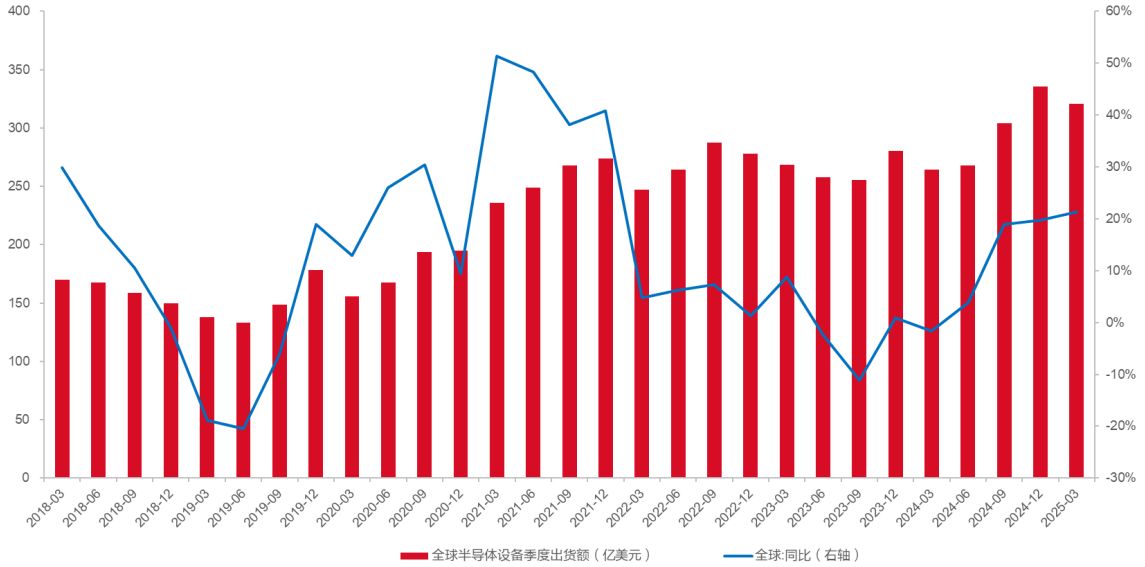
2.32、中长期供给—短期1-2年内产能或增长

日本半导体设备月出货额及同比



资料来源：iFind，东海证券研究所

全球半导体设备季度出货额及同比



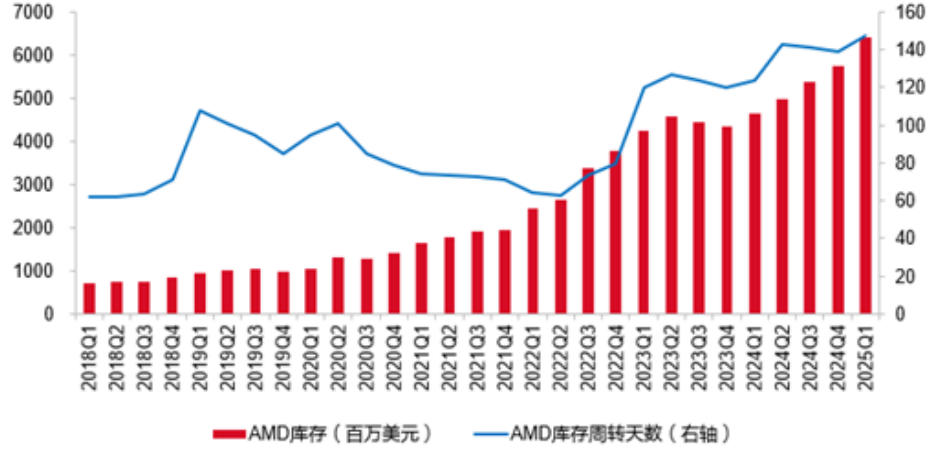
资料来源：iFind，东海证券研究所

- 全球半导体设备出货额：设备采购一般提前产能布局1-2年时间，全球半导体设备采购额2025Q1同比为21.31%，全球的半导体采购意愿依然相对积极，全球的晶圆厂投资预期保持相对较高增长。
- 日本半导体设备出货额：日本占据全球半导体设备出货额的30-40%比例，月出货额反映了市场对设备的采购意愿。2025年1-5月日本半导体设备月出货额累计同比为20.50%，一定程度表示全球对日本设备的采购意愿较强，这或许是随着北美、欧洲加强对亚洲的设备出口管制，亚洲国家更加倾向于向日本采购半导体设备。
- 2025H2展望：整体来看，2024年设备采购意愿触底回升，2025年全球半导体设备采购相对积极，对未来1-2年的产能扩张速度或将逐步增长，供给端的中长期增长速度或逐步回升。

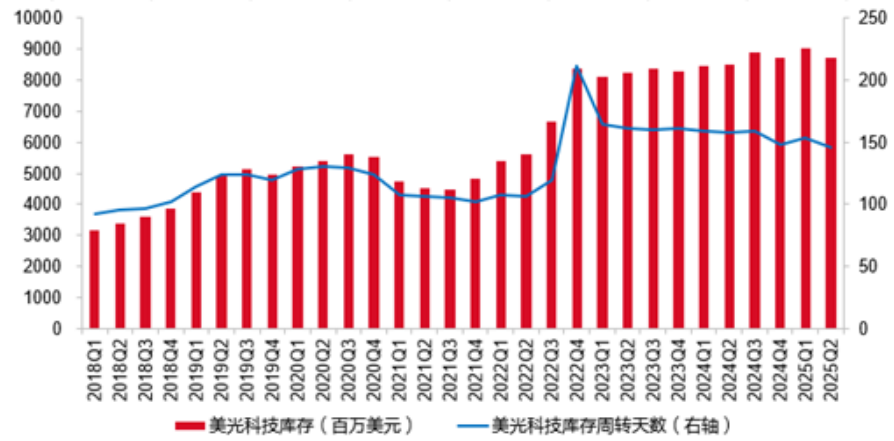
2.41、半导体库存—全球CPU与存储龙头企业库存维持相对高位

英特尔各季度库存水平与周转天数

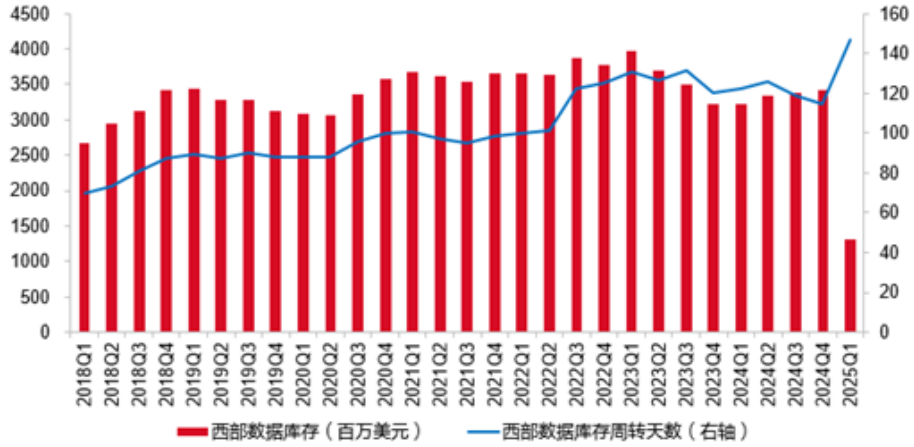
AMD各季度库存水平与周转天数



美光科技各季度库存水平与周转天数



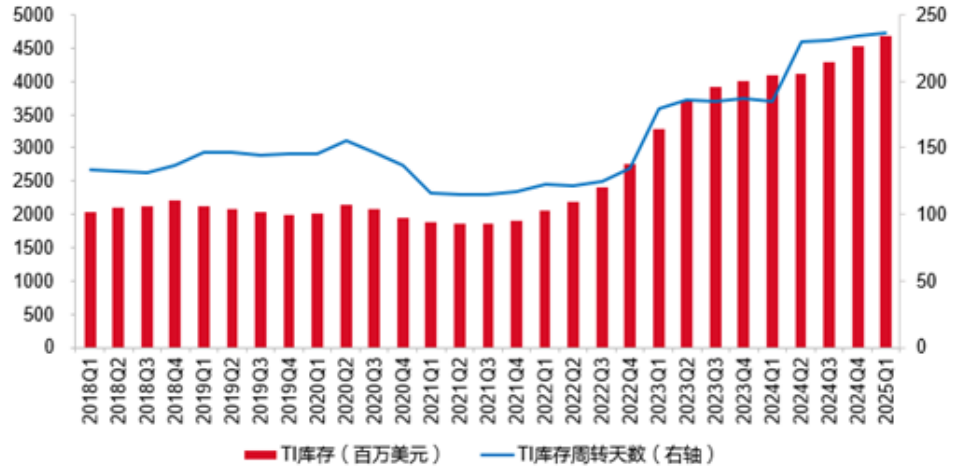
西部数据各季度库存水平与周转天数



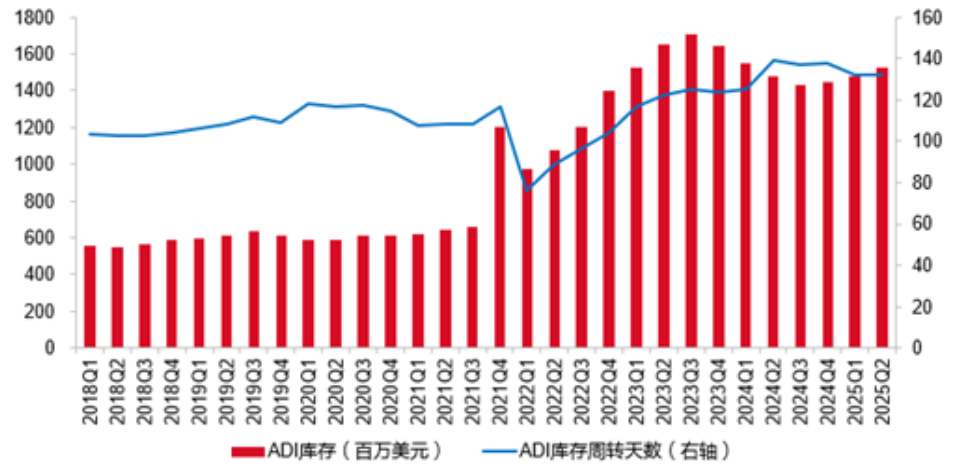
资料来源：wind，东海证券研究所

2.41、半导体库存—全球模拟与MCU企业库存维持相对高位

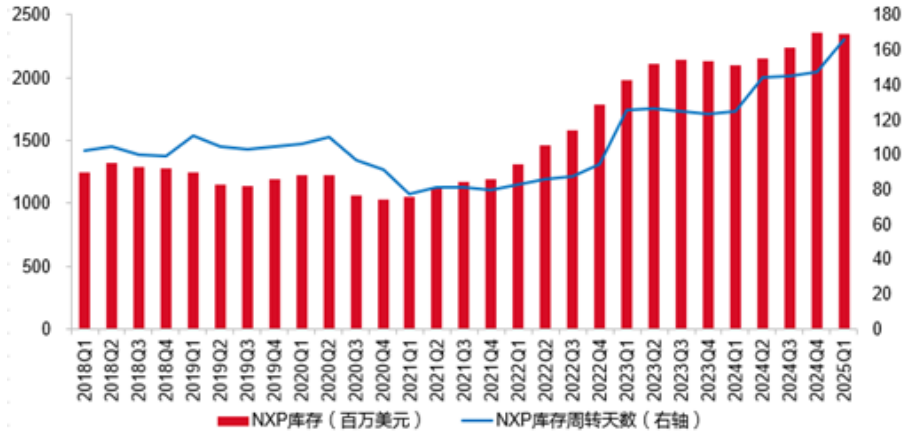
TI各季度库存水平与周转天数



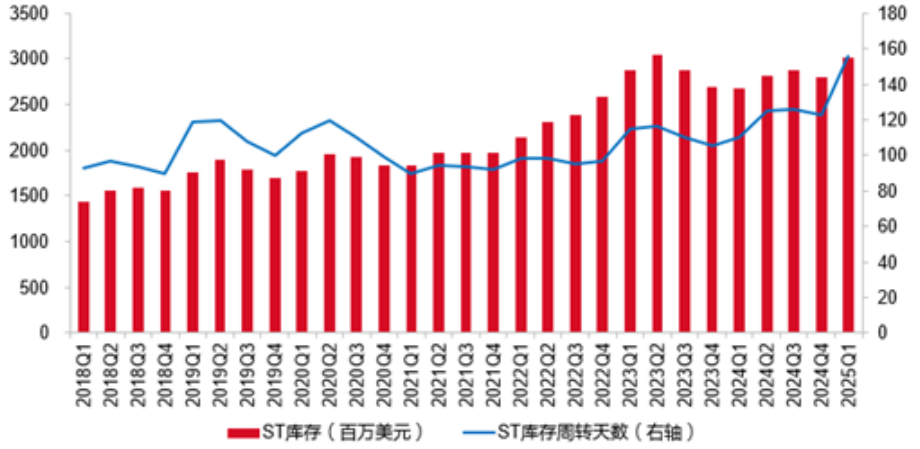
ADI各季度库存水平与周转天数



NXP各季度库存水平与周转天数



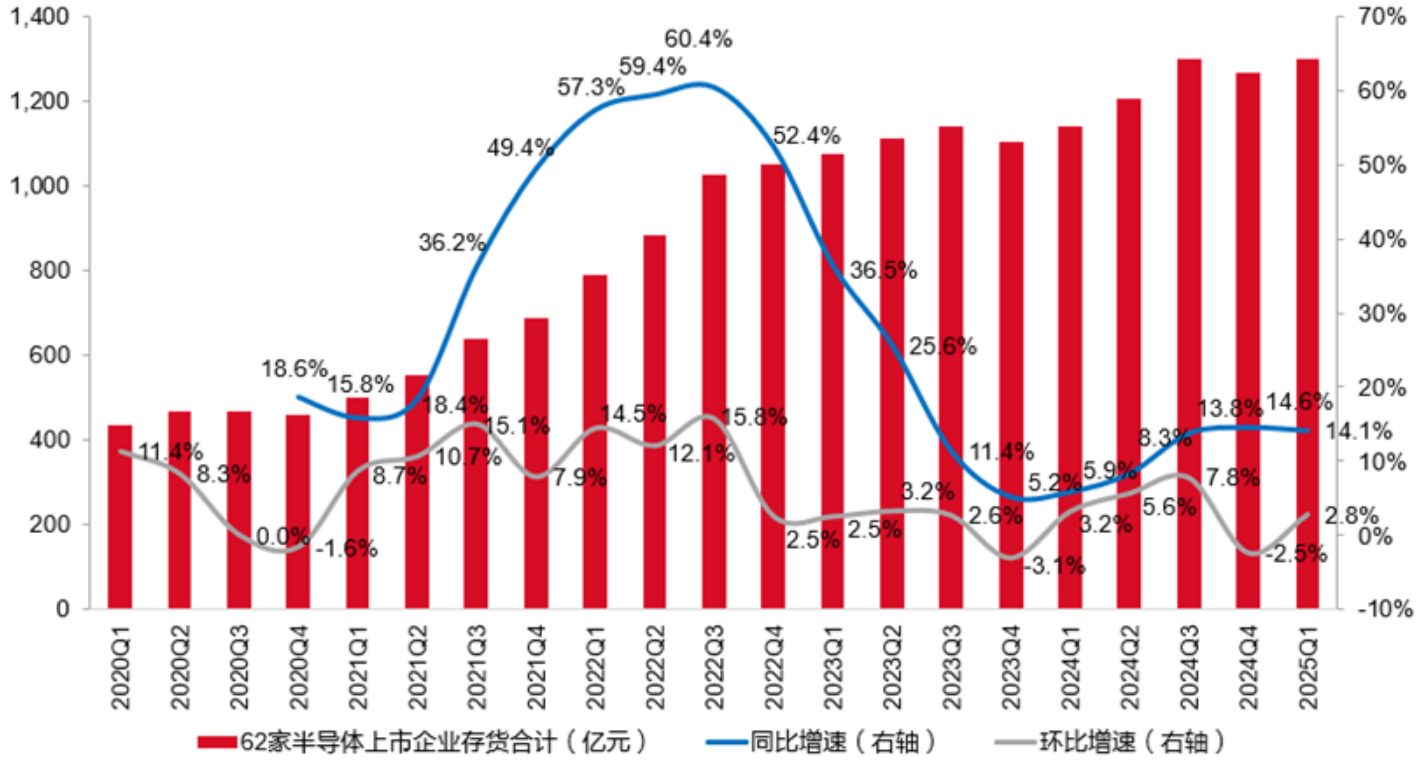
ST各季度库存水平与周转天数



资料来源：wind，东海证券研究所

2.42、库存去化—62家半导体企业库存水平整体微增长

2020年之前上市的62家半导体代表企业各季度库存水平合计及增速

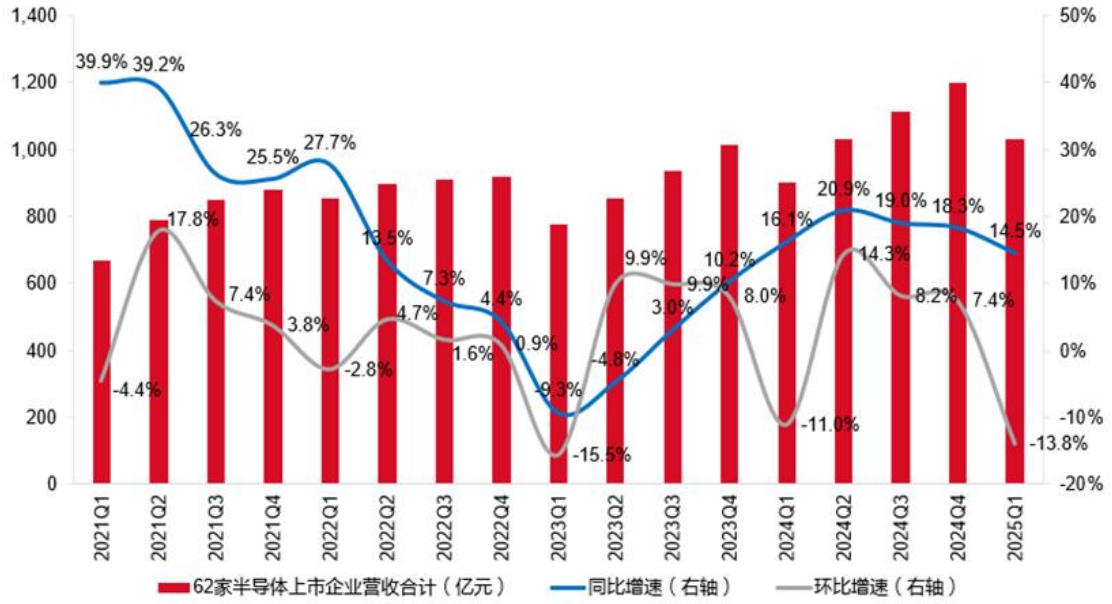


资料来源：iFind，东海证券研究所

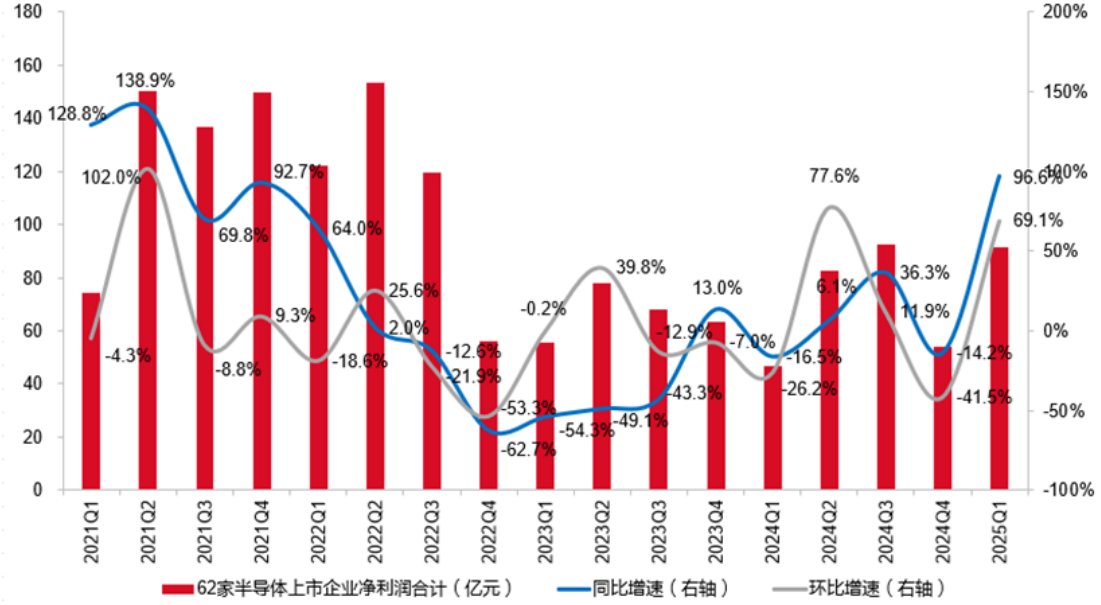
- 62家半导体企业库存水平合计：2025Q1同比分别是14.1%，环比是2.8%，半导体库存水平整体维持相对较高水平。
- 2025年H2企业端库存展望：全球终端库存去化有一定的效果，国内企业库存水平累积到相对高位，库存有效去化有待需求回暖持续性；绝对库存值已经相对较高，整体保持微增长趋势，预计2025年H2国内企业库存水平或将继续维持较高的水平。

2.43、库存去化—62家半导体企业营收与净利润逐步缓和

62家半导体代表企业各季度营收



62家半导体代表企业各季度净利润



资料来源：iFind，东海证券研究所

- 62家半导体企业营收与净利润增速：2025Q1营收、净利润同比分别是14.5%、96.6%；环比分别是-13.8%，69.10%，我国企业的营收在2024年开始有所复苏，在2024Q4复苏力度较大，2025年Q1有小幅度调整；但净利润得到较高改善。
- 2025年H2展望：营收或随着需求缓慢复苏以及国产化进程不断进行而有所回升，净利润或继续延续弱改善趋势。

CONTENTS

一、半导体指数表现与估值

二、半导体周期弱复苏

三、关注AI与国产化

四、风险提示

3.11、主线一：AI创新—AI服务器产业链拆分

- AI服务器产业链的上游厂商主要为电子元件厂商，中游为服务器厂商，下游客户则包括数据中心、政府、各类企业等。
- 核心零部件如算力芯片、DRAM、SSD、RAID芯片市场集中度较高，主要由美、日、韩企业主导，头部厂商市占率仍处于垄断地位，国产厂商整体实力与国外龙头相比尚有差距，但近年来正在加速国产替代步伐。

产业链上游

AI算力及零部件

CPU/GPU/AI加速芯

英伟达、AMD、 Intel、寒武纪、海光信息、昆仑芯、华为鲲鹏、壁仞科技

DRAM内存及模组

三星、SK海力士、美光、长鑫存储、长江存储、深科技

HDD/SSD

西部数据、希捷科技、东芝、三星、SK海力士、美光，江波龙，佰维存储、德明利、朗科科技

PCB

深南电路、沪电股份、生益科技、华正新材、胜宏科技、兴森科技

散热

台达电子、工业富联、聚力、英维克、曙光数创、飞荣达

光模块

中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技

互联网接口

英伟达、英特尔、德州仪器、ADI、Rambus、瑞萨、谱瑞、澜起科技、裕太微

电源

台达电子、艾默生、光宝科技、中国长城、新雷能、欧陆通

RAID芯片/板卡

LSI，国芯科技

产业链中游

主板/系统集成商(ODM)厂商

- 工业富联
- Inventec
- Wistron
- Quanta
- Wiwynn
- Mitac
- Gigabyte
- Pegatron

服务器品牌厂商

- 浪潮信息
- 中科曙光
- 新华三
- 华为
- 联想
- HPE
- 戴尔

产业链下游

互联网/云计算服务商

- 谷歌
- 亚马逊
- 微软
- 脸书
- IBM
- 阿里巴巴
- 百度
- 腾讯

运营商

- 中国移动
- 中国电信
- 中国联通
- 广电国网

企业市场

- 政府市场
- 工业/金融/医疗/能源等大客户
- 中小企业客户
- 科研机构和教育机构

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

3.12、主线一：AI创新—AI产业链上游涉及到多个半导体产品量价齐升

上游：基础层

AI算力芯片
寒武纪、海光信息、龙芯中科、景嘉微

存储芯片
兆易创新、东芯股份、佰维存储、普冉股份、北京君正、恒烁股份、聚辰股份、澜起科技、德明利、江波龙、朗科科技、深科技

边缘计算芯片
国芯科技、瑞芯微、全志科技、晶晨股份、恒久科技、乐鑫科技、翱捷科技、罗普特

EDA（芯片设计工具）
华大九天

Chiplet
芯原股份、通富微电、晶方科技、甬矽电子、联动科技、气派科技、耐科装备、光力科技、易天股份

CPO
华工科技、新易盛、剑桥科技、紫光股份、飞利信、联特科技、光峰科技

光模块
剑桥科技、华工科技、新易盛、中际旭创、光迅科技、太辰光、天孚通信、联特科技、仕佳光子、源杰科技

AI 服务器
工业富联、拓维信息、中科曙光、浪潮信息

液冷
英维克、高澜股份、申菱环境、同为股份

数据中心
光环新网、依米康、佳力图、奥飞数据、云赛智联、数据港、优刻得、开普云、青云科技、南凌科技

中游：技术层

数字安全、信息安全
安恒信息、永信至诚、美亚柏科、绿盟科技、深信服、左江科技、科创信息、电科网安、中新赛克、奇安信

智能设备制造
全志科技、国科微、恒久科技、瑞芯微，雅克科技、北方华创、中微公司、盛美上海、芯源微、奋达科技。网络设备：紫光股份、锐捷网络、菲菱科思

AI大模型
百度（文心一言）、抖音（云雀大模型）、华为（盘古大模型）、智谱 AI（GLM 大模型）、中科院（紫东太初大模型）、百川智能（百川大模型）、商汤（日日新大模型）、MiniMax（ABAB 大模型）、上海人工智能实验室（书生通用大模型）

下游：应用层

AI+金融
恒生电子、长亮科技、同花顺、财富趋势、指南针、顶点软件、税友股份、金财互联

AI+医疗
嘉和美康、久远银海、朗玛信息、卫宁健康、创业惠康、思创医惠、润达医疗、麦克奥迪、杰创智能

AI+教育
好未来、新东方在线、南山控股、希望教育、鸿合科技、国新文化、盛通股份、传智教育、佳发教育、世纪天鸿

AI+游戏
完美世界、掌趣科技、冰川网络、顺网科技、天娱数科、昆仑万维、神州泰岳、盛天网络、姚记科技、游族网络、恺英网络、掌趣科技、三七互娱、巨人网络

AI+物流
顺丰控股、德邦股份、华鑫股份

AI+影视传媒
光线传媒、引力传媒、丝路视觉、百纳千成、上海电影、国脉文化、三人行、奥飞娱乐

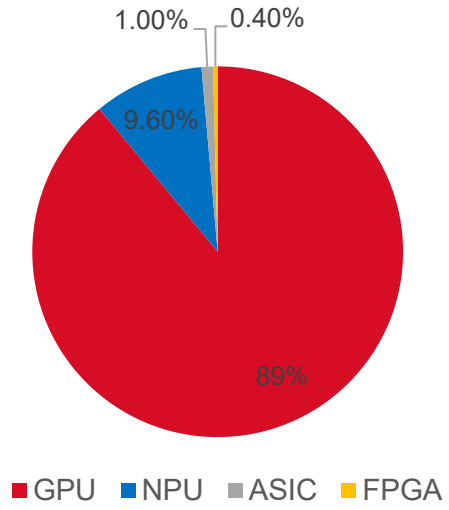
……

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所整理

3.13、主线一：AI创新—GPU占AI服务器成本约70-75%

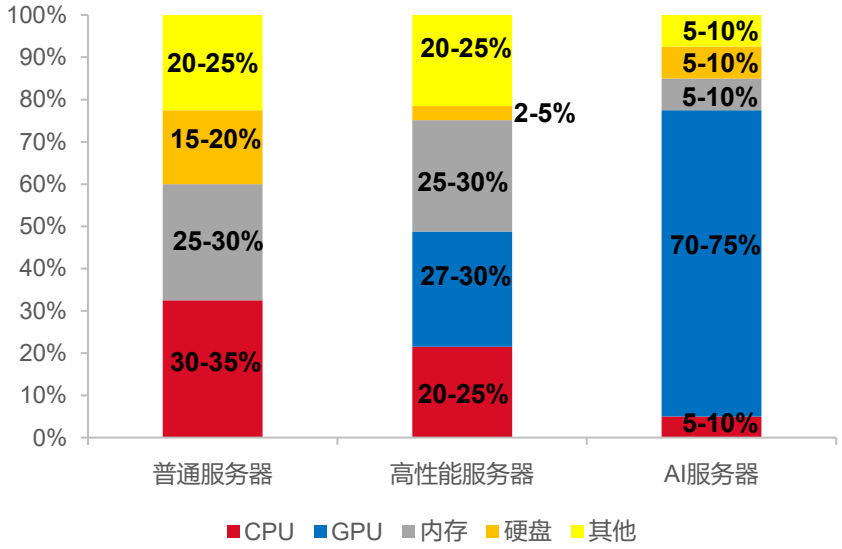
- **GPU是AI服务器的核心，约占近90%AI芯片市场份额，其价值量占AI服务器高达70-75%。**与传统服务器相比，AI服务器采用异构架构，能够搭载多个GPU、CPU及其他算力芯片来应对大规模并行计算的需求。传统服务器的CPU一般最多只有数十个核心，主要用来处理运算量较为复杂的数据。而GPU的具有数以千计的算术逻辑单元(ALU)和深度流水线，控制逻辑简单，省去了Cache的复杂性。因此在处理类型统一、相互无依赖的大规模数据时，GPU能够在一个无需中断的计算环境中高效运行。
- **GPU是机器学习的主流之选。**CPU由于受Cache和复杂的控制逻辑掣肘，导致在处理不同类型的数据时，需要引入分支和中断，增加了运算的复杂性和功耗。意味着在同等功耗下，GPU能效比显著高于CPU，能够加快AI模型训练和推理时间，从而减少机器学习模型从训练到部署的总时间。不仅如此，高性能GPU的制造工艺在英伟达和台积电等企业的领导下已趋向成熟，成本在AI芯片中具有优势，因此成为了市场主流之选。

中国AI芯片市场结构占比情况



资料来源：IDC，东海证券研究所

不同类型服务器成本构成示意图



资料来源：行行查研究中心，东海证券研究所

AI服务器与通用服务器的成本构成对比

	通用服务器成本构成		AI服务器成本构成	
	以2x Intel Sapphire Rapids Server为例		以Nvidia DGX H100 为例	
零件类型	价格(美元)	BOM占比	价格（美元）	BOM占比
CPU	1850	17.66%	5200	1.93%
8GPU + 4 NVSwitch Baseboard	-	-	195000	72.49%
内存DRAM	3930	37.52%	7860	2.92%
硬盘NAND	1536	14.66%	3456	1.28%
网卡SmartNIC	654	6.24%	10908	4.05%
机箱(外壳、背板、电缆)	395	3.77%	563	0.21%
主板	350	3.34%	875	0.33%
散热(散热器+风扇)	275	2.63%	463	0.17%
电源	300	2.86%	1200	0.45%
组装测试	495	4.73%	1485	0.55%
Markup	689	6.58%	42000	15.61%
总成本	10474	100.00%	269010	100.00%

资料来源：Semianalysis， 东海证券研究所

3.14、主线一： AI创新—光模块产业链上游分散、下游高度集中

➢ **光模块位于光通信产业链的中游。**主要厂商包括中际旭创、上游主要为光芯片、光器件、PCB、结构件、外壳、电芯片等零部件，下游主要面向电信运营商、数据中心运营商、通讯设备厂商等。光模块行业的上游原材料供应充足，产业发展成熟，供应商议价能力适中。

光通信产业链

上游

PCB 结构件 外壳
臻鼎科技
欣兴电子
东山精密

光芯片
激光器芯片、探测器芯片
光迅科技、海思半导体、源杰科技

光电子器件
1）**光有源器件**：光探测器、激光器、光调制器、光放大器
2）**光无源器件**：光隔离器、光分路器、光开关、光连接器

光迅科技、天孚通信
昇升光电、华工科技

电芯片
亿芯源

中游

光模块制造商
中际旭创
Hisense
HGTECH
Accelink
LUXSHARE ICT 立讯精密
Linktel TECHNOLOGIES
Taclink

下游

电信运营商
移动
联通
电信

数据中心运营商
阿里巴巴
腾讯
谷歌

通讯设备厂商
华为
中兴
诺基亚

资料来源：工信部，中商情报网，前瞻经济学人， 东海证券研究所

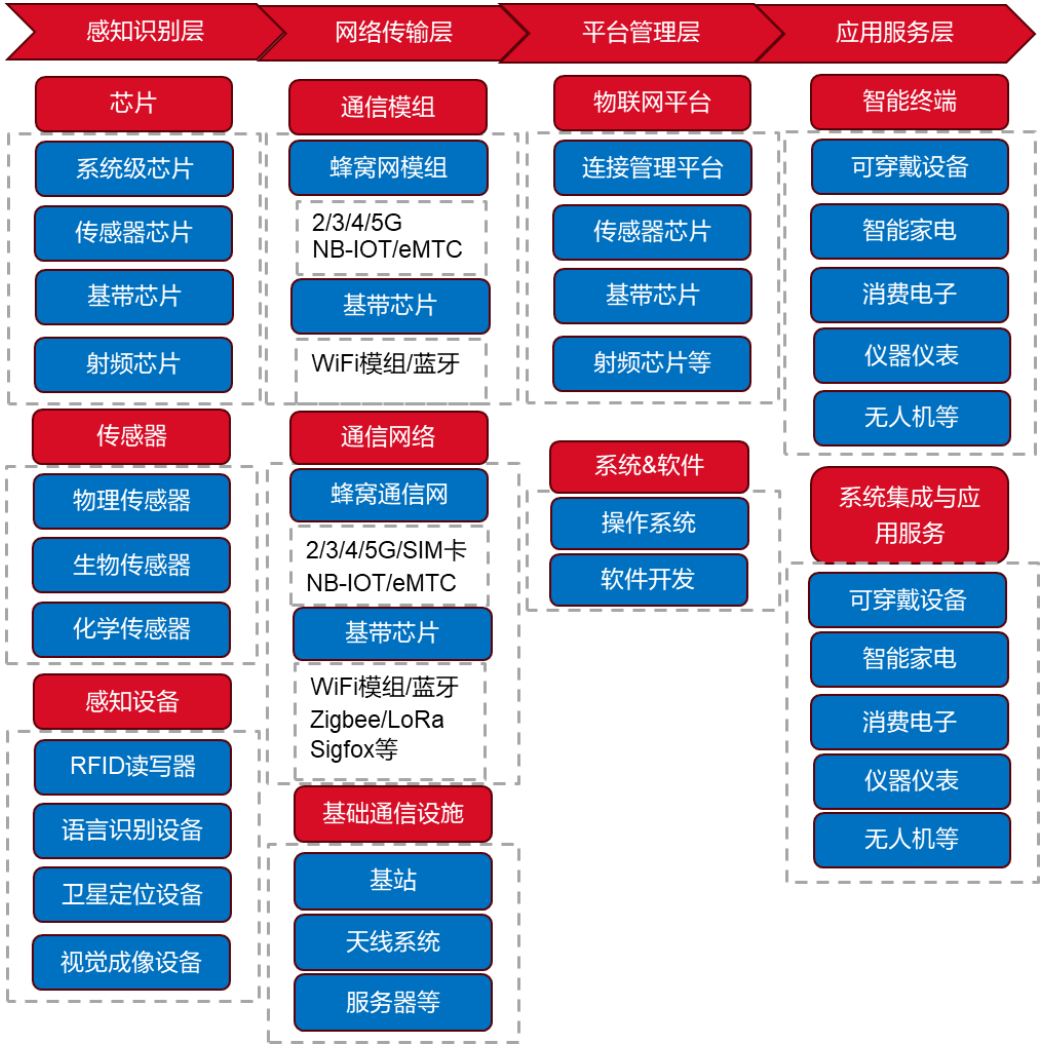
3.15、主线一： AI创新—AI产业链相关标的梳理

2025H2展望：ChatGPT火热拉动AI芯片需求快速增长，英伟达GPU供需紧张，同时带动AI服务器需求，服务器成本包括算力芯片、存储器等，算力需求的激增推动对数据存储容量的提升，存储芯片受益。建议关注AI产业链的主题投资机会，尤其是算力芯片、存储芯片、光模块、CPO、数据要素、大模型以及下游AI+应用领域的相关标的。

AI产业链	潜在受益标的
存储芯片	佰维存储、北京君正、澜起科技、德明利、兆易创新、东芯股份、江波龙、聚辰股份
AI算力芯片	寒武纪（CPU）、海光信息（GPU）、龙芯中科、景嘉微（GPU）
边缘计算芯片	国芯科技、瑞芯微、全志科技、晶晨股份、恒久科技、乐鑫科技、国芯科技、翱捷科技、罗普特
EDA	华大九天
Chiplet	芯原股份、通富微电、晶方科技、甬矽电子、联动科技、气派科技、耐科装备、光力科技
半导体	光刻胶（容大感光、上海新阳、南大光电、晶瑞电材、彤程新材），半导体设备（芯源微、北方华创、拓荆科技、华海清科、盛美上海、华峰测控、长川科技、中微公司），国产光刻机（张江高科、福晶科技、茂莱光学），硅片（沪硅产业、中晶科技、神工股份、立昂微、力芯微）
光模块	光芯片（源杰科技、仕佳光子，博创科技，聚飞光电、长光华芯），光器件（太辰光、天孚通信、博创科技、联特科技）
CPO	华工科技、新易盛、光迅科技、剑桥科技、紫光股份、飞利信、联特科技、光峰科技、南京云海
MLOps	绿盟科技、星环科技、启明信息、万达信息、传音控股
数据中心	光环新网、依米康、佳力图、奥飞数据、云赛智联、数据港
液冷/散热	英维克、高澜股份、申菱环境、同为股份
数据要素	同方股份、中国科传、视觉中国、卓创资讯、上海钢联、中远海科、金桥信息、石基信息、人民网、新华网、中信出版、中国出版、中国科传、读课文化、果麦文化、浙数文化、中文传媒
网络安全	安恒信息、美亚柏科、绿盟科技、科创信息、电科网安、中新赛克、奇安信
AI大模型	百度（文心一言）、抖音（云雀大模型）、华为（盘古大模型）、智谱AI（GLM 大模型）、中科院（紫东太初大模型）、百川智能（百川大模型）、商汤（日日新大模型）、MiniMax（ABAB 大模型）、上海人工智能实验室（书生通用大模型）
AI+应用	AI+金融（恒生电子、长亮科技、同花顺、财富趋势、指南针、顶点软件、金财互联），AI+医疗（嘉和美康、久远银海、朗玛信息、卫宁健康、创业慧康），AI+教育（好未来、新东方在线、国新文化、传智教育、佳发教育、世纪天鸿），AI+游戏（完美世界、掌趣科技、冰川网络、天娱数科、姚记科技、游族网络、恺英网络、掌趣科技、三七互娱、巨人网络）

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

3.21、主线二：AI端侧—物联网产业链结构图



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

物联网主流的通信协议方式

资料来源：电子纸产业联盟，东海证券研究所

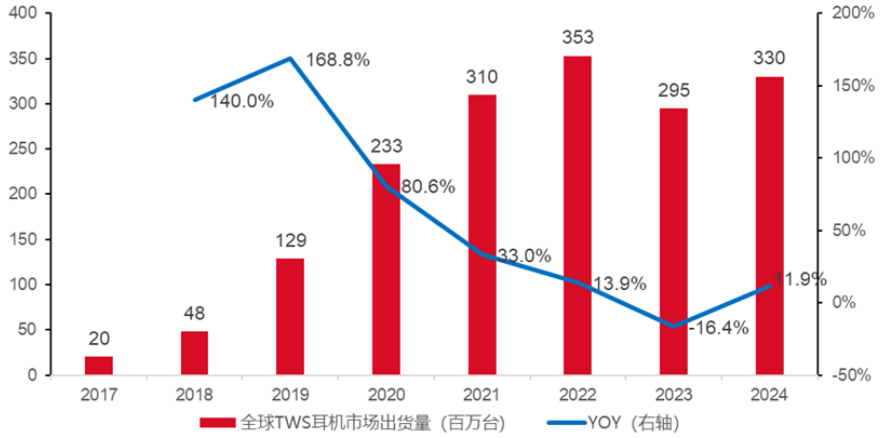
Wi-Fi、蓝牙、ZigBee相关参数及优缺点对比

技术	Wi-Fi	Bluetooth	ZigBee
带宽	<10Gbit/s	1-24Mbps	250kbps
传输距离	50-200m	50m	10-100m
频段	2.4GHz，5GHz	2.4GHz	2.4GHz
优点	速率高，部署简单，成本低	功耗低，组网简单，成本低	功耗低，自组网，成本低
缺点	5G 射频穿透性差	距离近，组网设备数量少，安全性差	速率低，稳定性差
应用场景	企业，园区自建网络，高密场景	各类数据/语音近距离传输，如耳机、手机	家庭自动化，工业现场控制，环境控制，医疗护理等传感器

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

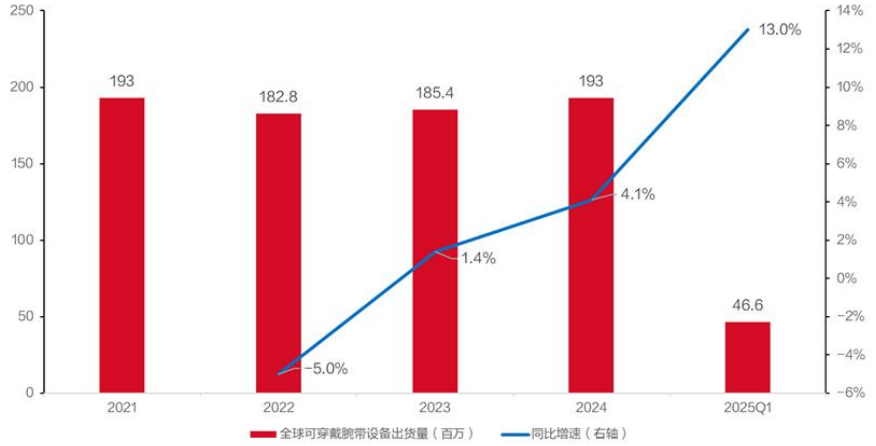
3.22、主线二：AI端侧—TWS耳机与智能手表高增长

全球TWS耳机年度出货量及同比增速



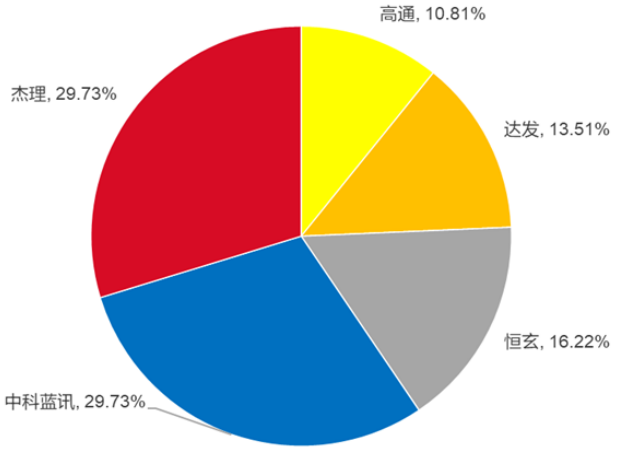
资料来源：Canalys，东海证券研究所

全球可穿戴腕带设备历年出货量和增长率



资料来源：Canalys，东海证券研究所

2024年H1主流TWS耳机采用主控蓝牙芯片占比情况



资料来源：我爱音频网，东海证券研究所

2025Q1全球可穿戴腕式设备出货量及占有率

2025 年第一季度全球可穿戴腕带设备市场出货量和增长率

厂商	2025 年第一季度出货量（百万台）	2025 年第一季度市场份额	2024 年第一季度出货量（百万台）	2024 年第一季度市场份额	年增长率
小米	8.7	18.7%	6.1	14.7%	44%
苹果	7.6	16.3%	7.2	17.5%	5%
华为	7.1	15.1%	5.2	12.6%	36%
三星	4.9	10.6%	2.8	6.9%	74%
佳明	1.8	3.9%	1.7	4.0%	10%
其他	16.5	35.4%	18.3	44.3%	-10%
合计	46.6	100.0%	41.3	100.0%	13%

注：由于四舍五入，百分比可能无法达到 100%

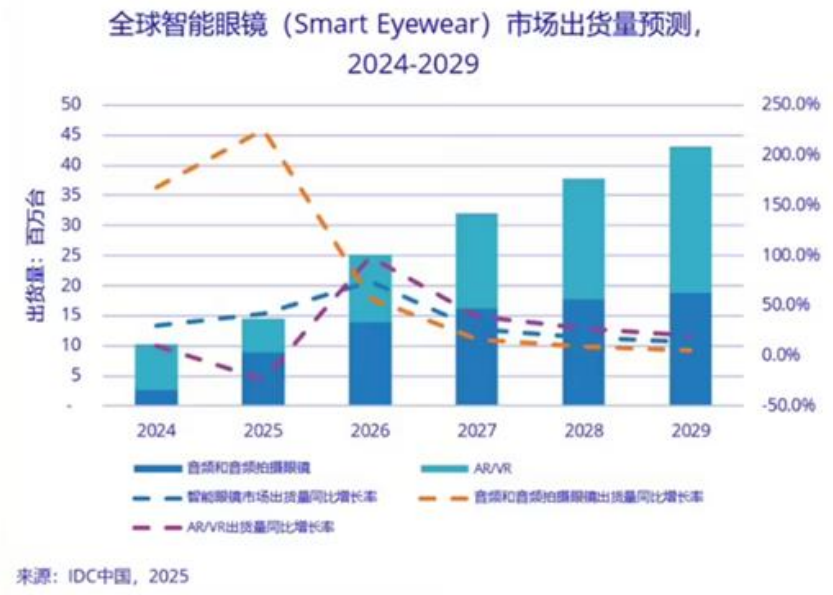
来源：Canalys 可穿戴腕带设备市场分析统计数据（出货量），2025 年 5 月

Omdia canalys

资料来源：Canalys，东海证券研究所

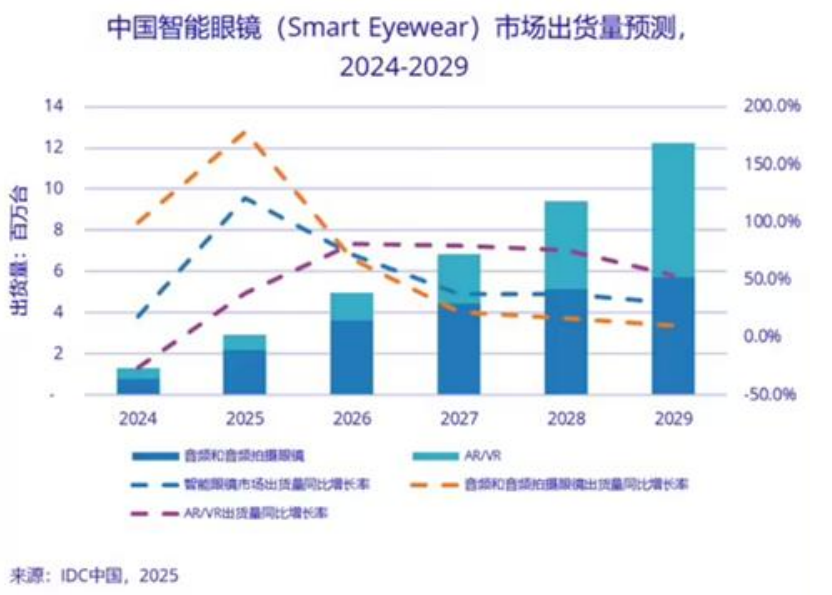
3.23、主线二：AI端侧—AI眼镜或将高速增长

全球智能眼镜出货量及增速预测



资料来源：IDC中国，东海证券研究所

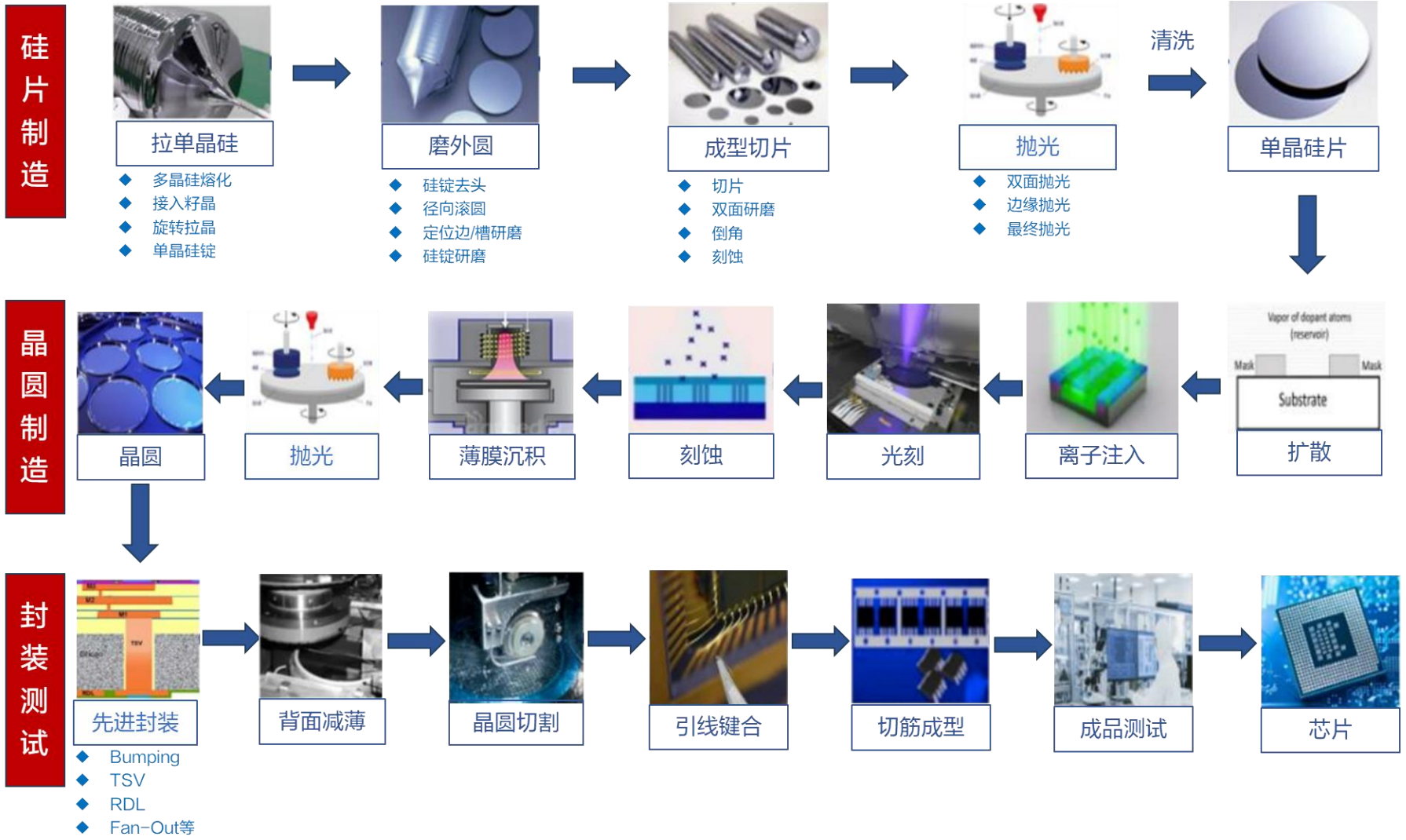
中国智能眼镜出货量及增速预测



资料来源：IDC中国，东海证券研究所

- **全球智能眼镜与国内智能眼镜出货量均保持高速增长，预期未来或继续高速增长，相关品牌产业链公司或受益行业红利。**2025 年Q1全球智能眼镜市场出货量 148.7 万台，同比增长 82.3%。2025 年Q1中国智能眼镜市场出货量 49.4 万台，同比增长 116.1%。IDC 预测，2025 年全球智能眼镜市场出货量预计达到 1,451.8 万台，同比增长 42.5%。2025 年中国智能眼镜市场出货量预计达到 290.7 万台，同比增长 121.1%。
- 2025H2展望：随着全球AI技术日新月异的进步与发展，AI应用端也在不断创新，新的电子科技产品层出不穷，以AI眼镜为例，是继AI耳机、AI手表升级后，针对AR/VR产品的升级。我们建议关注AIOT背景下的国产供应链机遇，特别是与SOC、MCU、蓝牙、WiFi、射频等芯片相关的企业发展机遇。建议关注：乐鑫科技、恒玄科技、瑞芯微、中科蓝讯、炬芯科技、全志科技、翱捷科技等相关企业。

3.31、主线三：供应链国产化—半导体生产工艺环节涉及多种设备与材料



资料来源：安集科技招股书、华海清科招股书，东海证券研究所

3.32、主线三：供应链国产化—半导体设备

中国在半导体细分设备中多个板块国产化率低于20%

领域	2023年全球市场规模（亿美元）	2023年中国市场规模（亿美元）	国产化率（%）	国内实现制程	主要国内厂商	主要国际厂商
光刻机	271	约90	低于3%	90nm/65nm	上海微电子	ASML、Nikon、Canon
刻蚀机	148	76	约25%	硅刻蚀:65/45/28/14/7/5nm	硅刻蚀：中微公司、北方华创	应用材料、泛林半导体、东京电子
				介质刻蚀：65/45/28/14nm	介质刻蚀：中微公司	
薄膜沉积	211	61	低于20%	65/45/28/14nm	拓荆科技、北方华创	应用材料、泛林、日本TEL、荷兰ASMI
离子注入机	16	6	低于10%	65/45/28nm	中科信、凯世通	应用材料、Axcelis
CMP（化学机械抛光）抛光设备	28.4	6.8	低于3%	28/14nm	华海清科、北京烁科精微电子	应用材料、Ebara
清洗设备	50	18	约30%	65/45/28/14nm	北方华创、盛美半导体、至纯科技、芯源微	迪恩士、泛林半导体、东京电子
涂胶显影设备	34	2	0.01	90/65/28nm	芯源微	东京电子、迪恩士
去胶设备	6.7	2	大于80%	非技术衡量指标	屹唐半导体、北方华创	PSK、泛林半导体、日立高科技
量测检测设备	128.3	40.5	低于5%	65/28/14nm	中科飞测、上海精测、上海睿励（中微公司持股）、东方晶源	美国科磊KLA、美国应用材料、日本日立

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

- 设备国产化率：设备种类繁多，多种细分设备国产化程度不足20%，结构上高端产品缺乏技术、客户、生态。
- 国产企业发展路径：完成技术0-1突破，中低端导入，增大国产供应比例，逐步开发高端产品线。
- 2025年H2展望：关注逻辑类中芯国际、华虹公司招标；关注存储类长鑫、长存的招标，新晶圆厂大陆设备厂中标或有大幅比例提升。

3.33、主线三：供应链国产化—半导体设备零部件

半导体设备上游零组件中整体国产化率较低

分类	占设备成本比例	零部件具体类别	国际主要企业	国内主要企业
机械类	20%~40%	金属工艺件：反应腔、传输腔、过渡腔、内衬、匀气盘等；金属结构件：托盘、冷却板、底座、铸钢平台等；非金属机械件：石英、陶瓷件、硅部件、静电卡盘、橡胶密封件等	金属类：京鼎精密、Ferrortec等；非金属类：Ferrotec、Hana、台湾新鹤、美国杜邦等	金属类：富创精密、靖江先锋、托伦斯、江丰电子（少量产品）等非金属类：菲利华（石英零部件）、神工股份（硅部件）等
电气类	10%~20%	射频电源、射频匹配器、远程等离子源、供电系统、工控电脑等	Advanced Energy、MKS等	英杰电气、北方华创（旗下的北广科技）等
机电一体类	10%~25%	EFEM、机械手、加热带、腔体模组、阀体模组、双工机台、浸液系统、温控系统等	京鼎精密、Brooks Automation、Rorze、ASML（自产双工机台和浸液系统）等	富创精密、华卓精科（双工机台）、新松机器人（机械手）、京仪自动化（温控系统）等
气体/液体/真空系统	10%~30%	气体输送系统类：气柜、气体管路、管路焊接件等；真空系统类：干泵、分子泵、真空阀门等；气动液压系统类：阀门、接头、过滤器、液体管路等满足	超科林、Edwards、Ebara、MKS等	富创精密、万业企业（收购的Compart System）、新莱应材、沈阳科仪、北京中科仪等
仪器仪表类	1%~3%	气体流量计、真空压力计等	MKS、Horiba等	北方华创（旗下的七星流量计）、万业企业（收购的Compart System）等
光学类	55%	光学元件、光栅、激光源、物镜等	Zeiss、Cymer、ASML	北京国望光学科技有限公司、长春国科精密光学技术有限公司等
其他	3%~5%	定制装置、耗材等	/	/

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

- 全球半导体设备的零组件分类：整体上分为6大类别，光学类的零组件价值量占比相对较高。
- 半导体零组件国产化空间较大：国产企业陆续在各领域形成0-1的技术积累，长期放量空间较大。

3.34、主线三：供应链国产化—半导体材料

半导体材料各个细分板块的国产化空间依然较大

领域	占半导体材料市场比重（2023）	作用	2023年全球市场规模（亿美元）	2023年中国市场规模（亿美元）	国产化率（%）	国内代表企业	国外代表企业
硅片	35%	晶圆制造的基底材料	276.08	50.4	8寸：33% 12寸：10%	沪硅产业、立昂微、TCL中环、中欣晶圆、西安奕斯伟	信越、住友、环球晶圆、SK、世创
光刻胶	8%	将掩膜版上的图形转移到硅片上的关键材料	63.10	11.52	<5%	彤程新材、华懋科技、晶瑞电材、上海新阳、南大光电、武汉太紫微	TOK、富士胶片、JSR、信越、杜邦、住友、旭化成
特种气体	13%	氧化、还原、除杂	102.54	18.72	<5%	中船特气、华特气体、中巨芯、雅克科技、金宏科技	德国林德、法国液空
掩膜板	12%	产品制造过程中的图形“底片”转移用的高精密工具	94.66	17.28	30%	路维光电、清溢光电、中芯国际、华虹公司、菲利华	Toppan、DNP
CMP抛光垫 CMP抛光液	6%	通过化学反映和物理研磨实现大面积平坦化	47.33	8.64	20%	鼎龙股份、安集科技	DOW、Cabot、Dupont
湿电子化学品	7%	为微电子、光电子湿法工艺(主要包括湿法刻蚀、湿法清洗)制程中使用的各种电子化工材料	55.22	10.08	3%	兴福电子、凯圣氟、晶瑞、江化微	BASF、Dupont、Kanto
溅射靶材	2%	芯片中制备的薄膜的元素级材料通过磁控进行精准放置	15.78	2.88	20%	江丰电子、鼎龙股份、有研亿金	日矿金属、霍尼韦尔

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

- 半导体材料总量上国产化空间依然较大：我们看到材料各个细分市场国产化率有较大提升空间，国内企业发展机遇较大。
- 国产材料企业规模化与技术升级：材料企业从产品质量、产品种类、产能规模上不断提升，国产化才能加速发展。
- 2025H2展望：国内逻辑厂如中芯国际、华虹公司；存储厂如长鑫、长存扩产，新建晶圆厂将对材料国产比例或将不断提升。

CONTENTS

一、半导体指数表现与估值

二、半导体周期弱复苏

三、关注AI与国产化

四、风险提示

4.1、风险提示—国际供应链风险为主要风险

- **国际供应链风险。**科技产业是全球产业链，各国比较优势参与全球竞争，相互依存、唇亡齿寒。各国在科技产业的贸易政策、关税政策、技术专利、人才流动、并购融资、反垄断等各不相同，可能存在关键产业链贸易政策变化风险。
- **消费需求不及预期风险。**科技产业的供给周期一般较长，特别是硬件的产能扩张。但是需求端的变化几乎每个月波动剧烈，消费电子需求受到全球经济政治等多因素影响波动较大，变化较快，可能存在经济复苏增长不及预期风险。
- **产能过度扩张风险。**随着国内政策的大量支持，我国的半导体投资建设进入到快速增长阶段，但产能多数集中在成熟制程市场，高端市场相对稀缺，过度扩张在中低端芯片市场容易造成产能过剩，最终形成价格竞争风险、企业经营风险。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8621）20333275

手机： 18221959689

传真：（8621）50585608

邮编： 200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

座机：（8610）59707105

手机： 18221959689

传真：（8610）59707100

邮编： 100089

东海证券
DONGHAI SECURITIES

Thanks For Watching

感 谢 聆 听

务 实 创 新

规 范 协 同

东海证券

东海研究

www.longone.com.cn

400-8888-588