

# 半导体估值已低于美股 (PB、PS)

何立中 首席分析师

SAC执证编号：S0110522110002

helizhong@sczq.com.cn

电话：010-81152682

# 核心观点

## ◆ A股半导体估值或已筑底：

- 1、从A股半导体指数的PB、PS的估值分位数看，估值接近底部。
- 2、从PB、PS看，A股半导体指数估值低于美股半导体指数，A股半导体估值有提升空间。PB方面A股半导体指数、美股半导体指数分别为3.2倍、10.5倍。PS方面A股半导体指数、美股半导体指数分别为5.5倍、13.4倍。
- 3、根据公式 $PS=PE \times \text{净利润率}$ ， $PB=PE \times ROE$ ，造成PE和PB、PS分化的原因是盈利能力差距导致。假设未来A股半导体公司盈利能力提升，PB、PS的估值有望提升，且向美股看齐。

## ◆ 投资建议：

我们维持行业“买入”的投资评级。A股半导体公司自2020~2021年估值高位回调之后，目前的估值或均已回落到底部。

## ◆ 风险提示：

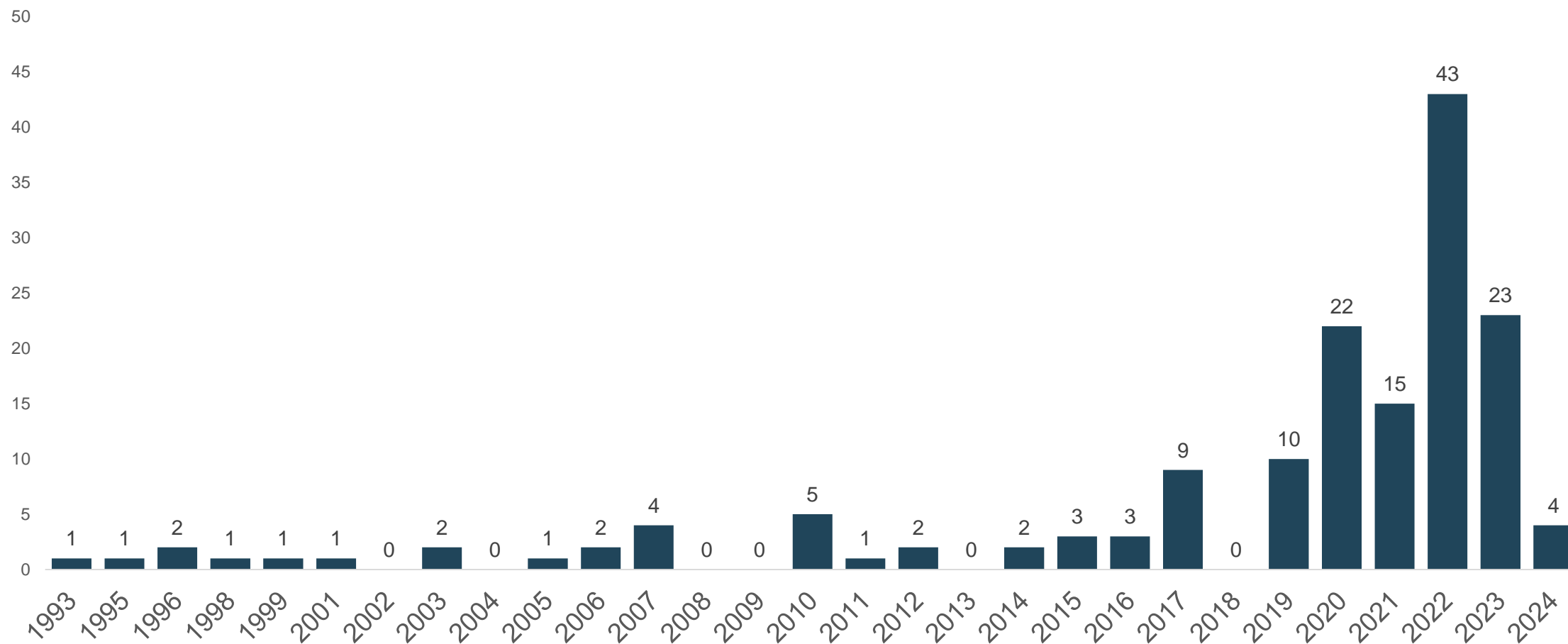
**基本面触底不反弹：**半导体公司业绩虽然不再下降，但也难以大幅上升，维持较长的“L型”底部。

**估值持续恶化：**假设业绩反弹低于市场预期，有可能对估值造成负面影响，估值难以提升甚至继续下降。

# A股半导体行业估值

# 2020~2023年是半导体公司上市高峰期

A股当年上市半导体公司数（家）

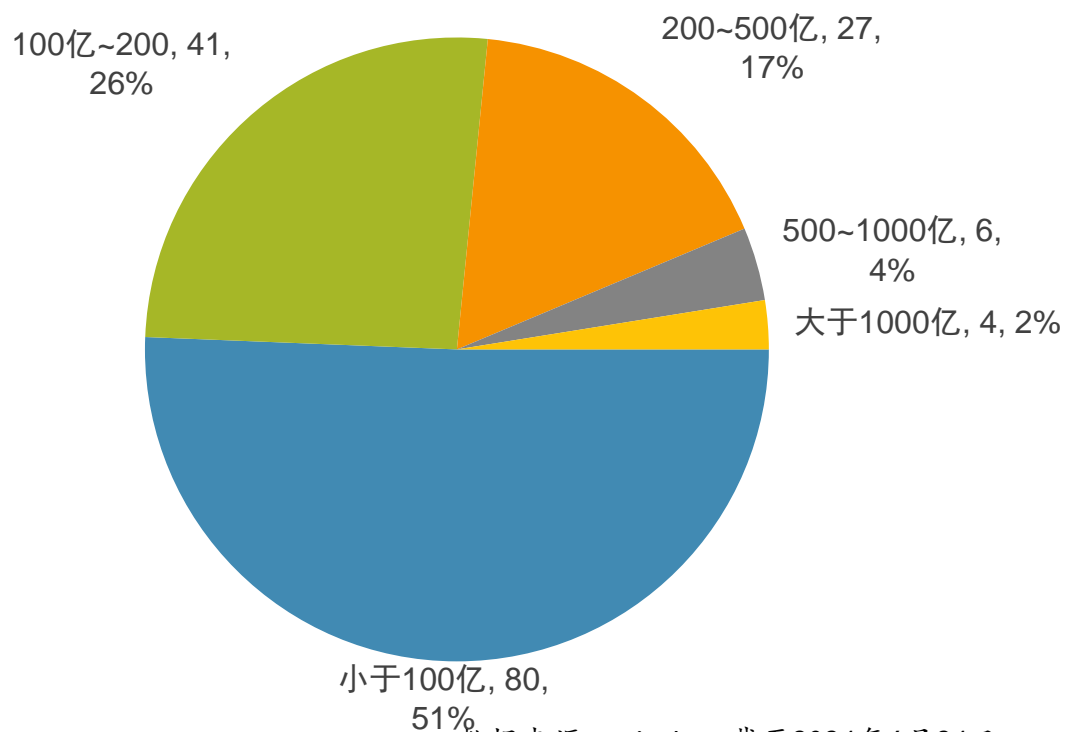


数据来源：wind 截至2024年6月24日

# 半导体公司市值分布

- 截至2024年6月24日，A股半导体上市公司共有158家
- 超过一半的公司市值小于100亿元

半导体公司市值范围公司数量（家）及占比

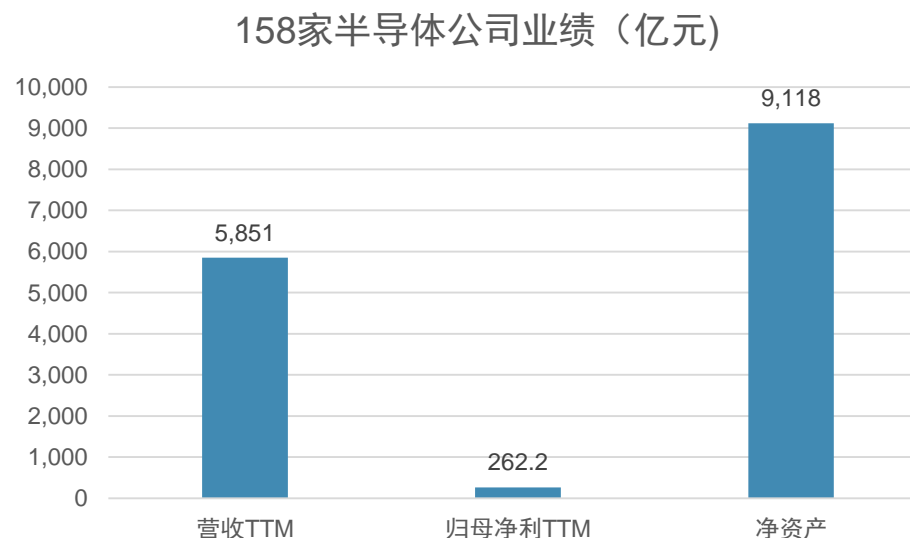


数据来源: wind 截至2024年6月24日

# 半导体公司PB估值低于创业板和科创50指数

- 158家半导体公司市值合计2.9万亿元，PSTTM为5倍，PB为3.2倍数
- 从PB看，半导体公司整体估值低于与创业板指数、科创50指数估值

	市值（亿）	PETTM	PSTTM	PB
万得全A	846,736	16	1.2	1.4
上证指数	559,492	13	1.1	1.2
沪深300	507,353	12	1.2	1.2
电子(中信)	64,666	61	2.3	2.8
创业板指	46,554	27	2.7	3.5
科创50	24,654	46	3.2	3.3
158家半导体公司整体估值	29,093	111.0	5.0	3.2

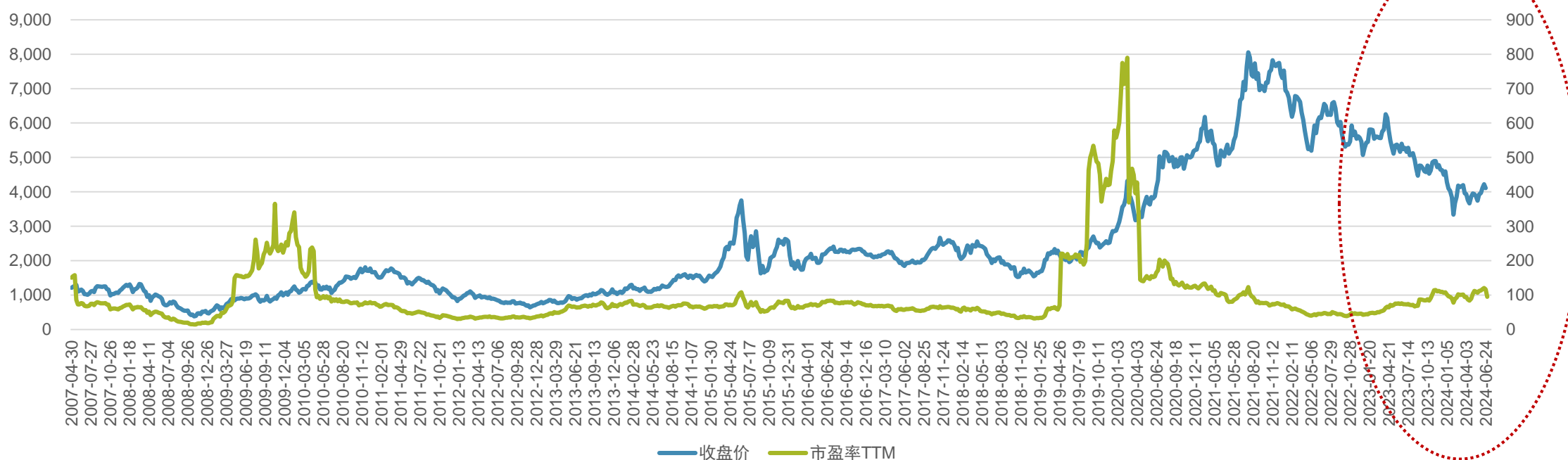


数据来源：wind 截至2024年6月24日

# 半导体指数估值PETTM

- 半导体指数走势与PETTM相关性为0.09，2023年以来甚至呈现反向关系
- 20070430~20240624半导体指数PETTM均值94.7倍
- 20240624半导体指数PETTM为116.6倍

半导体指数（886063）与PETTM

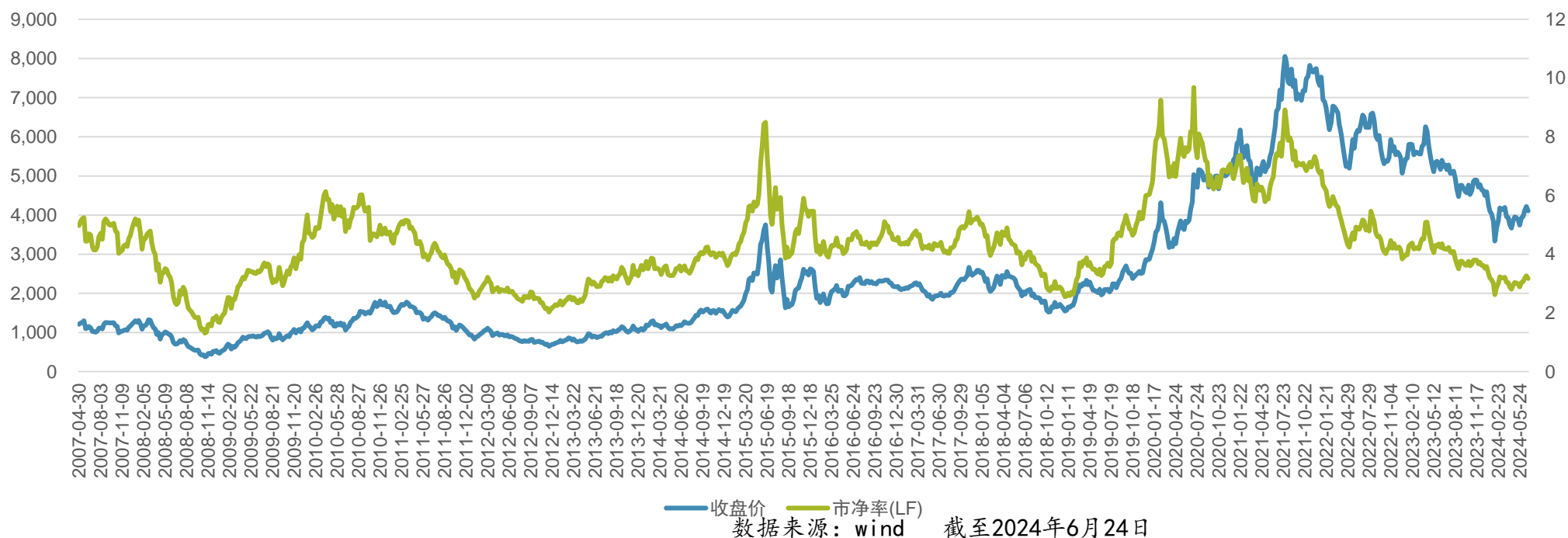


数据来源: wind 截至2024年6月24日

# 半导体指数估值PB

- 半导体指数走势与PB相关性为0.62
- 20070430~20240624半导体指数PB均值4.4倍
- 20240624费城半导体指数PETTM为3.2倍

半导体指数（886063）与PB（LF）





# 半导体指数估值PS

- 半导体指数走势与PS相关性为0.77
- 20070430~20240624半导体指数PS均值5.7倍
- 20240624费城半导体指数PETTM为5.5倍

半导体指数（886063）与PS（LYR）



数据来源：wind 截至2024年6月24日

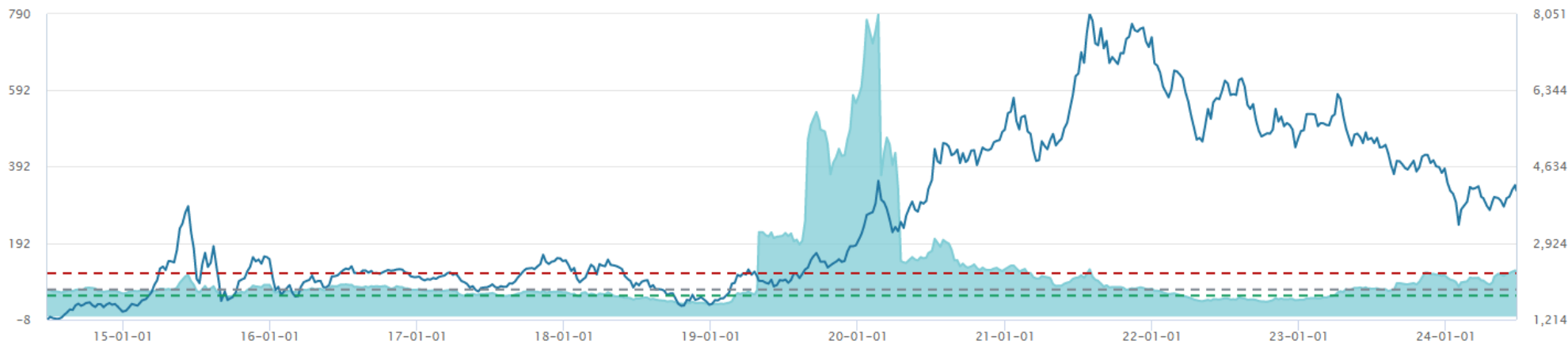
# 半导体指数估值分位数——PETTM处于较高分位数

半导体指数 (886063.WI) - 历史PE/PB

市盈率TTM

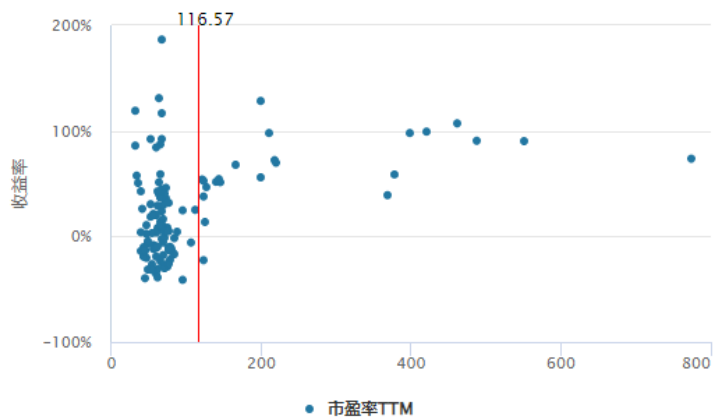
当前值 **116.57**  
 分位点 **81.02%**  
 危险值 **113.18**  
 中位数 **70.52**  
 机会值 **54.65**  
 指数点位 **4,106.14**

最大值 **789.39**  
 平均值 **106.84**  
 最小值 **32.04**  
 标准差(+1) **220.82**  
 标准差(-1) **-7.13**  
 z分数 **0.09**

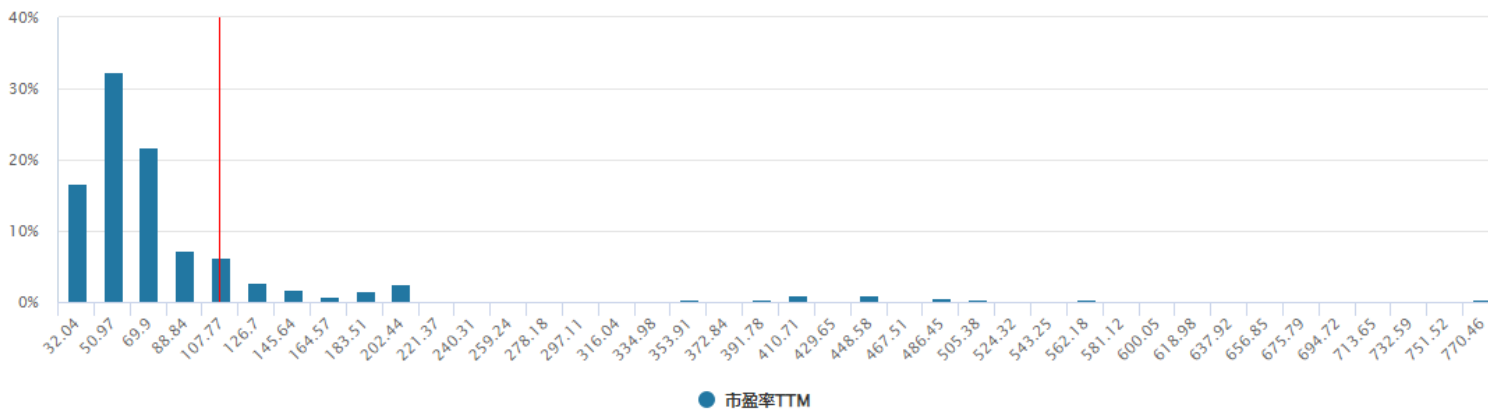


● 市盈率TTM    — 指数点位    ▲ 调仓标志    ● 分位点    - - 危险值    - - 中位数    - - 机会值    - - 标准差(+1)    - - 平均值    - - 标准差(-1)

历史估值对应未来1年收益率统计



频率分布直方图

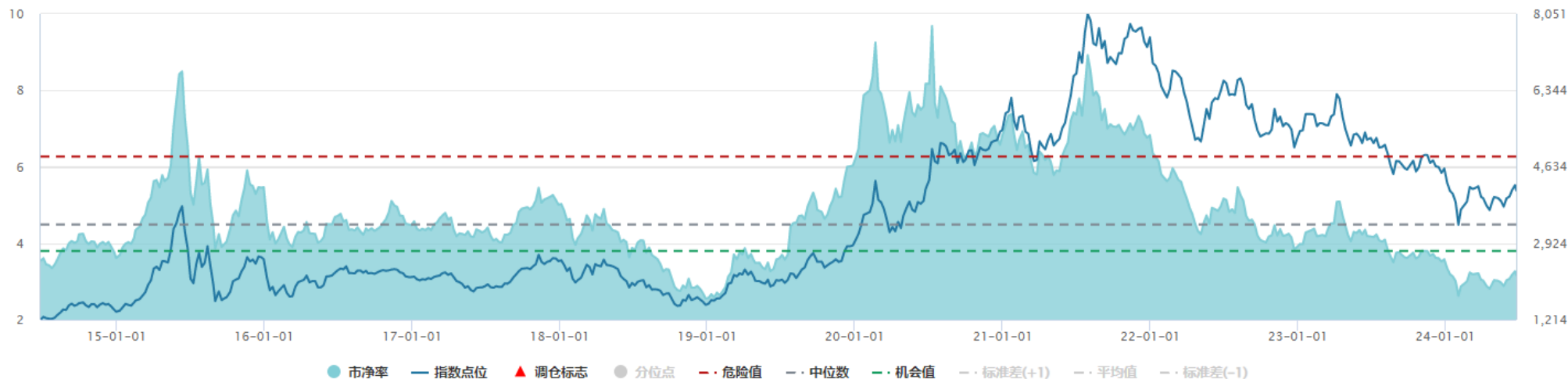


# 半导体指数估值分位数——PB处于低分位数

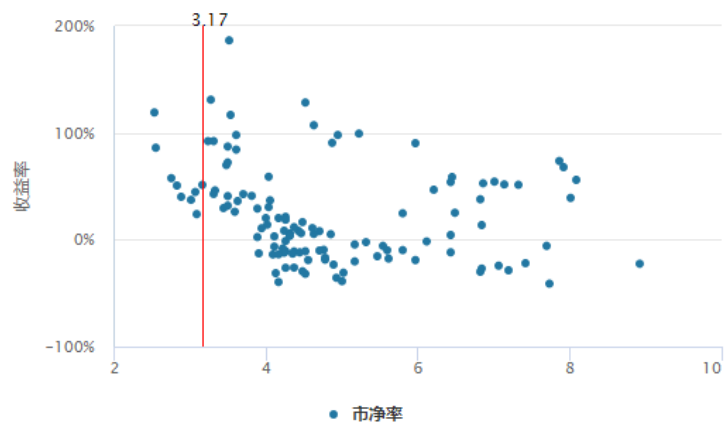
半导体指数 (886063.WI) - 历史PE/PB

市净率

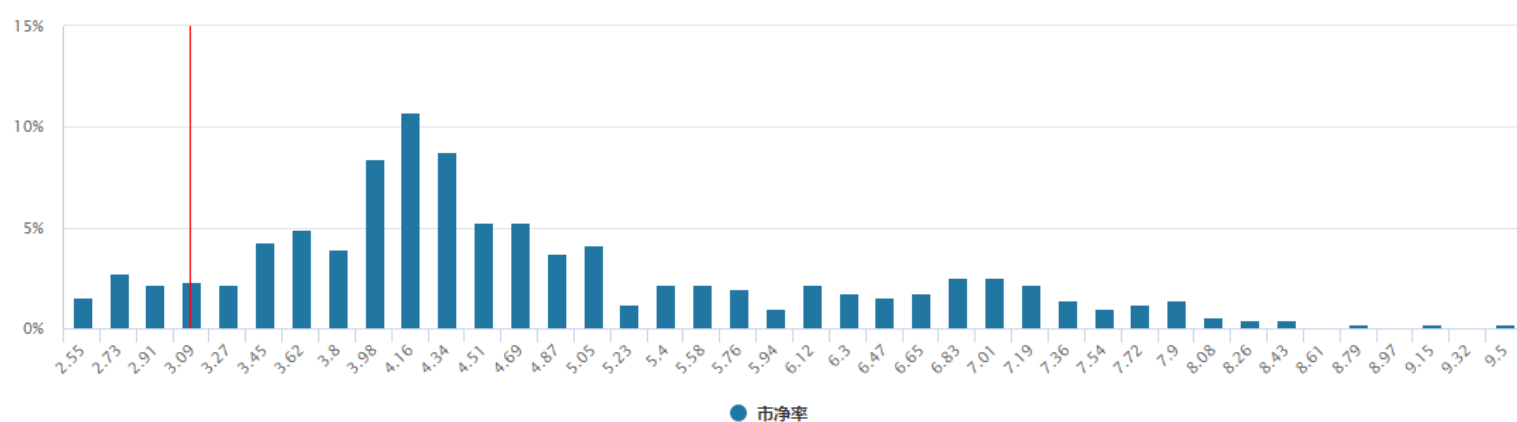
当前值	3.17
分位点	6.85%
危险值	6.27
中位数	4.49
机会值	3.80
指数点位	4,106.14
最大值	9.68
平均值	4.89
最小值	2.55
标准差(+1)	6.29
标准差(-1)	3.49
z 分数	-1.23



历史估值对应未来1年收益率统计



频率分布直方图



# 半导体指数估值分位数——PS处于较低分位数

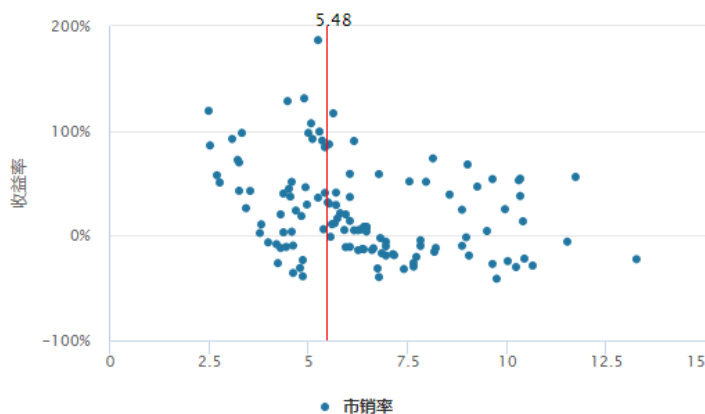
半导体指数 (886063.WI) - 历史PE/PB

市销率

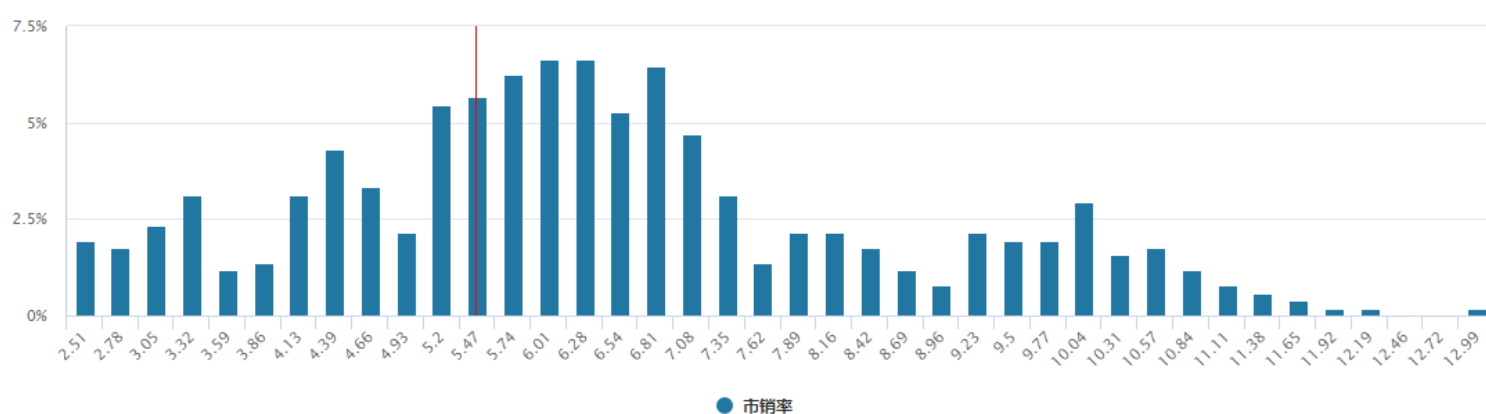
市销率 分位点 标准差



历史估值对应未来1年收益率统计



频率分布直方图



# 费城半导体指数估值

# 费城半导体指数主要由估值驱动——PE

- 费城半导体指数走势与PETTM相关性为0.82
- 20190628~20240624费城半导体指数PETTM均值29.2倍
- 20240624费城半导体指数PETTM为52.8倍

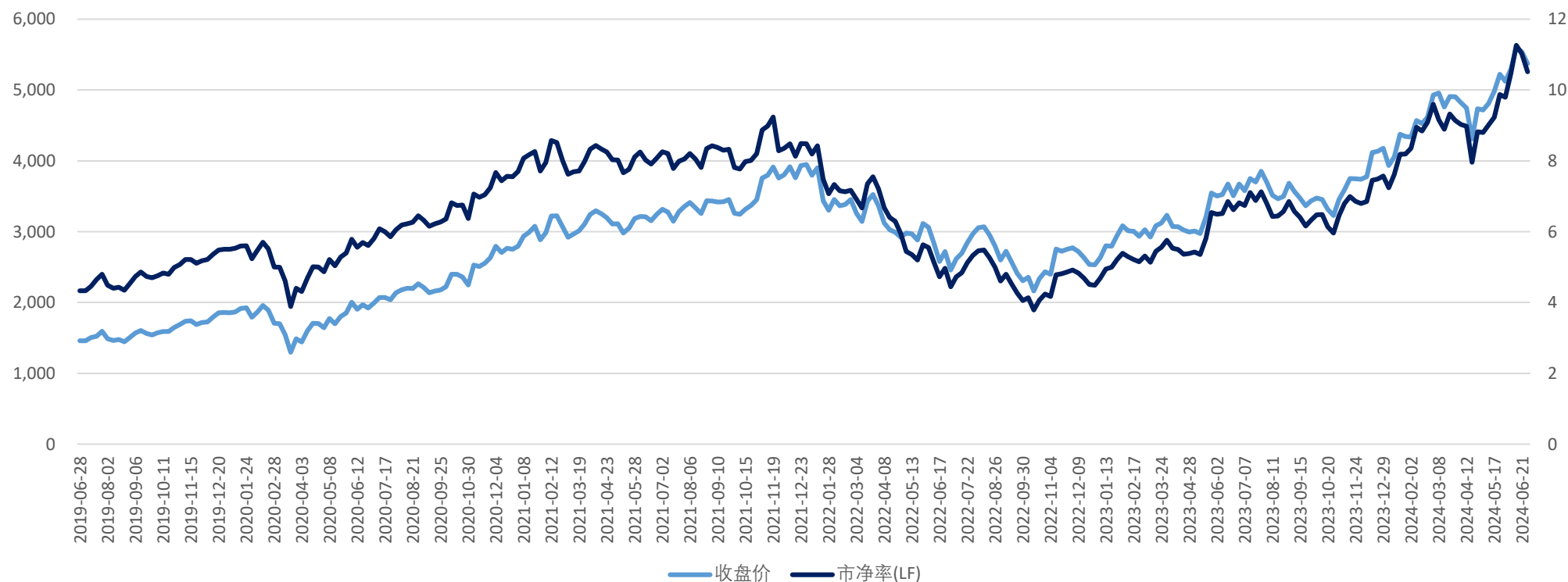
费城半导体指数及PETTM



# 费城半导体指数主要由估值驱动——PB

- 费城半导体指数走势与PB相关性为0.81
- 20190628~20240624费城半导体指数PB (LF) 均值6.6倍
- 20240624费城半导体指数PETTM为10.5倍

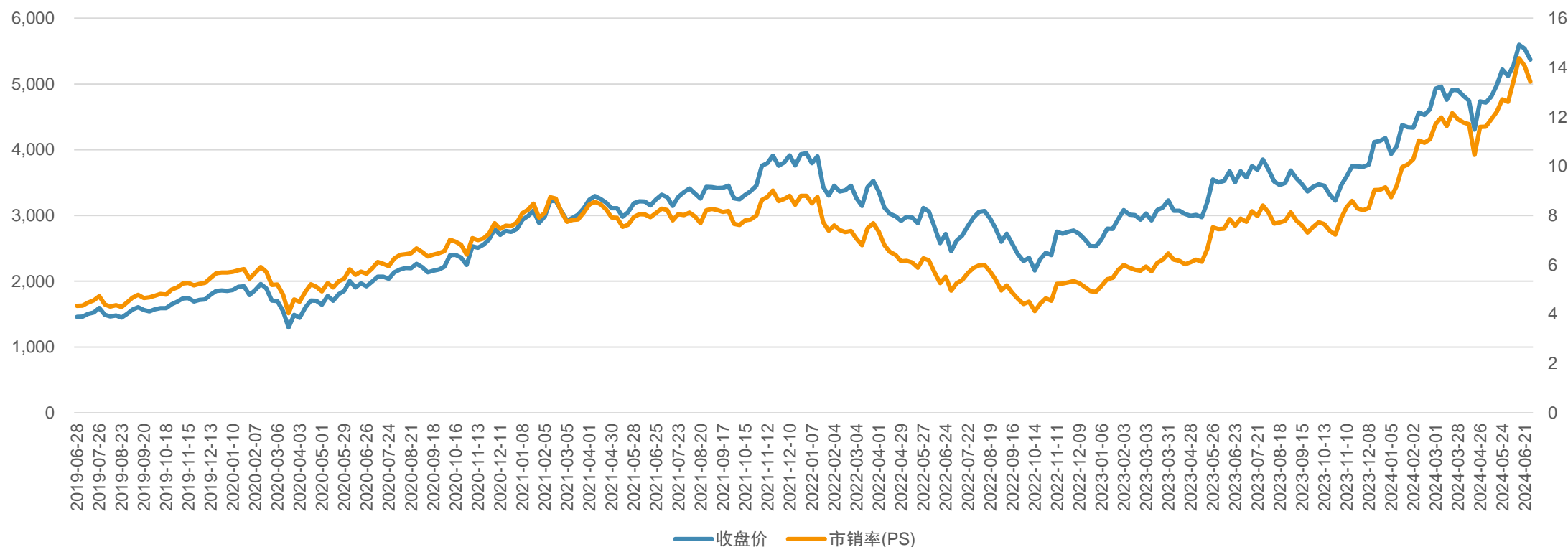
费城半导体指数及PB



# 费城半导体指数主要由估值驱动——PS

- 费城半导体指数走势与PS相关性为0.91
- 20190628~20240624费城半导体指数PS均值7.1倍
- 20240624费城半导体指数PETTM为13.4倍

费城半导体指数及PS

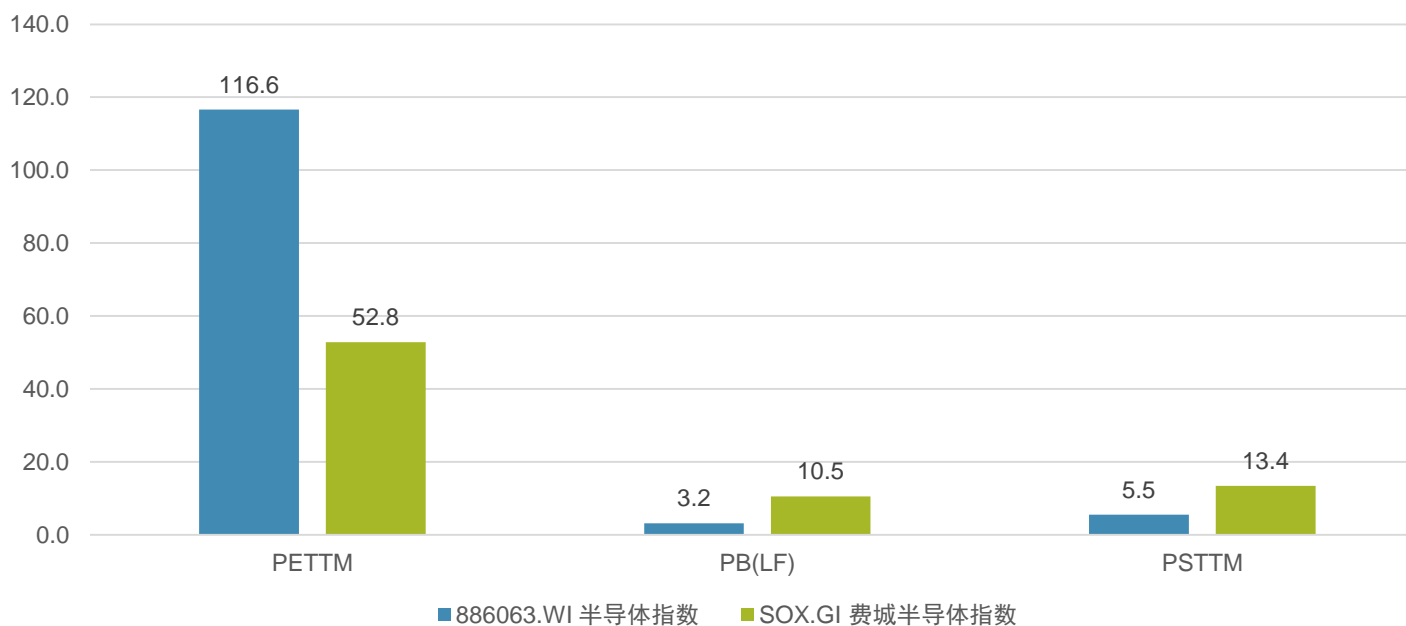




# A股美股半导体指数估值比较

- 从PETTM看，A股半导体指数估值**高于**美股半导体指数 (116.6 VS 52.8)
- 从PB、PS看，A股半导体指数估值**低于**美股半导体指数 (3.2 VS 10.5; 5.5 VS 13.4)
- 根据公式 $PS=PE*净利润率$ ， $PB=PE*ROE$ ，造成PE和PB、PS分化的原因是盈利能力差距导致
- 假设未来A股半导体公司盈利能力提升，PB、PS的估值有望提升，且向美股看齐

A股美股半导体指数估值

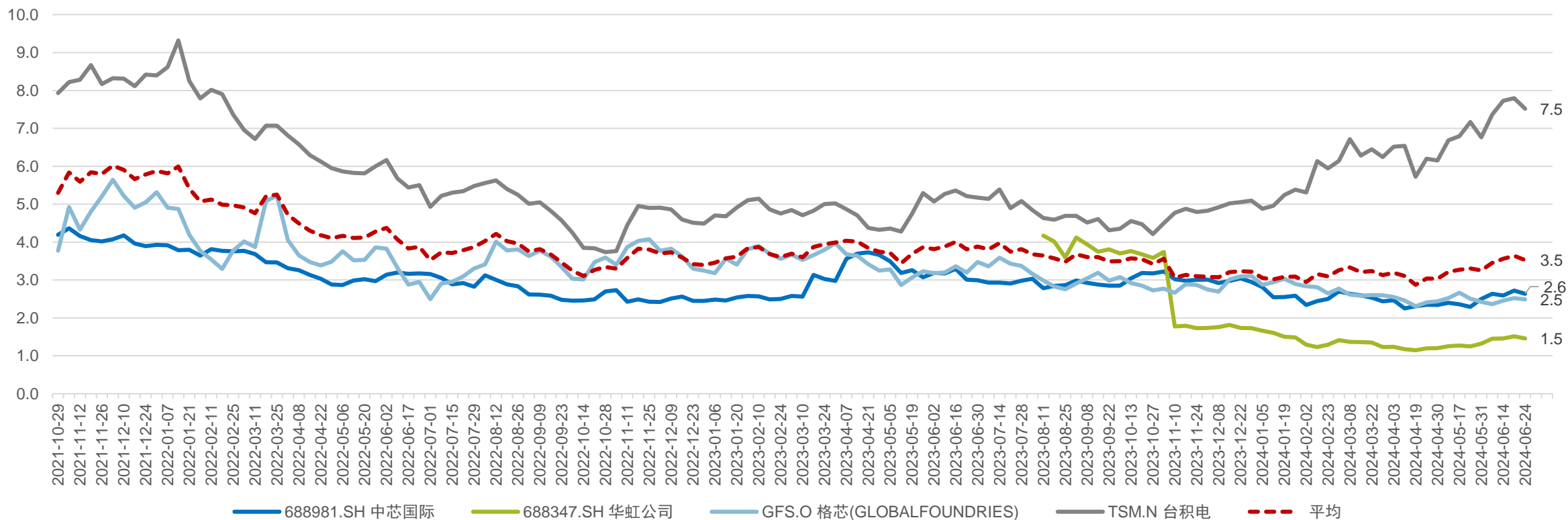


# 半导体公司个股估值

# 半导体代工厂估值分化，台积电估值提升

- 四家半导体代工厂平均PB为3.5倍 (20240624)
- 2023年11月开始，台积电估值提升，估值差距拉升

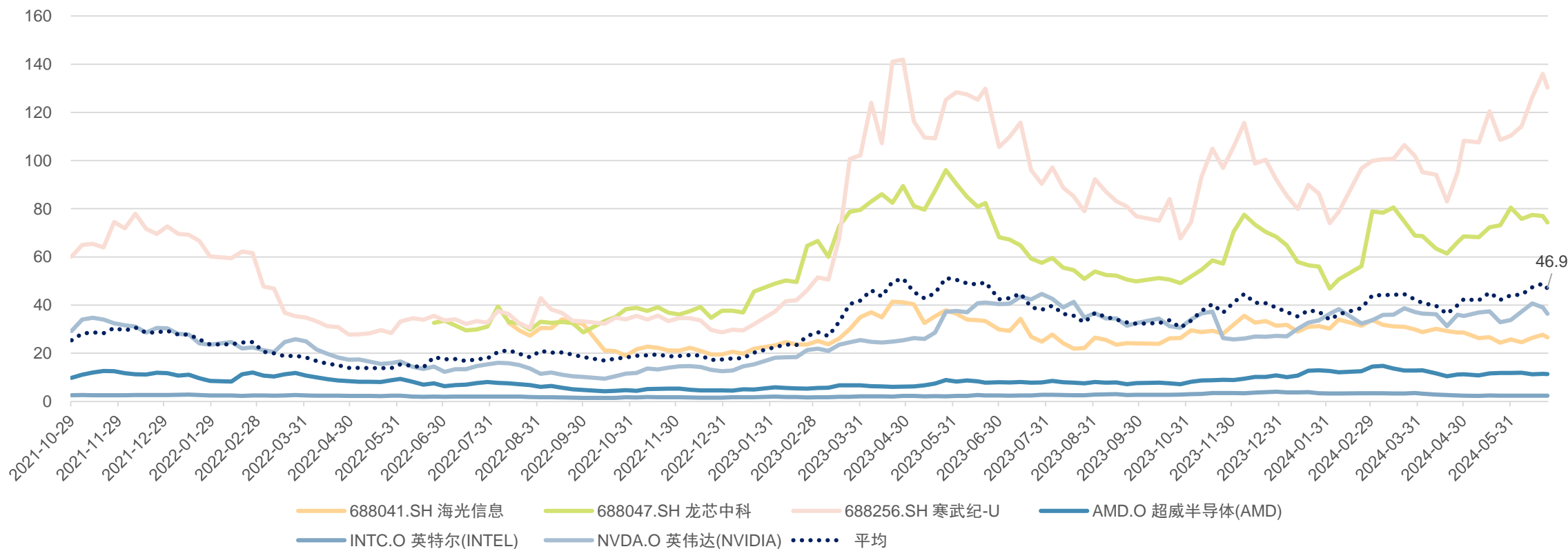
主要代工厂估值比较：PB



# 算力芯片公司估值有较大提升

- 算力芯片公司平均估值从2023年开始有较大提升，最新平均PS为46.9倍（20240624）
- 我们认为是人工智能产业发展推动算力芯片公司估值提升

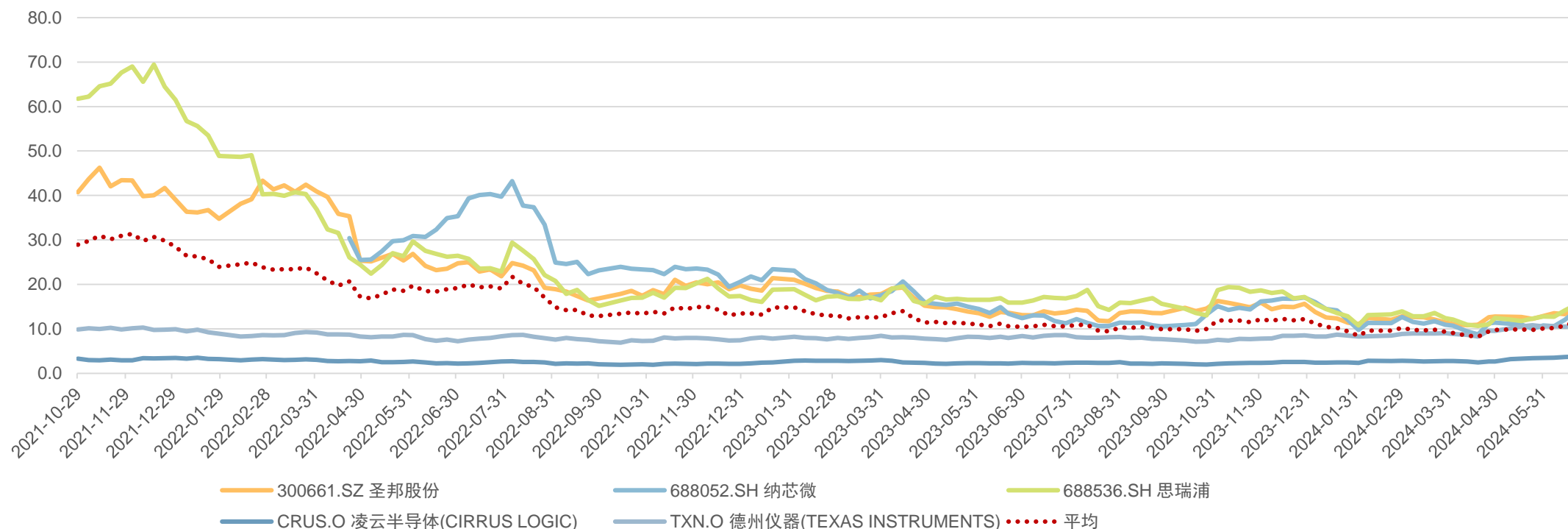
算力公司估值比较：PS



# 模拟芯片公司估值或筑底

- A股三家模拟芯片公司估值从2021年开始至今有较大回落，PS或已筑底
- 美股两家公司的PS波动较小
- 20211029~20240624德州仪器PS的均值为8.4倍，凌云半导体PS的均值为2.6倍

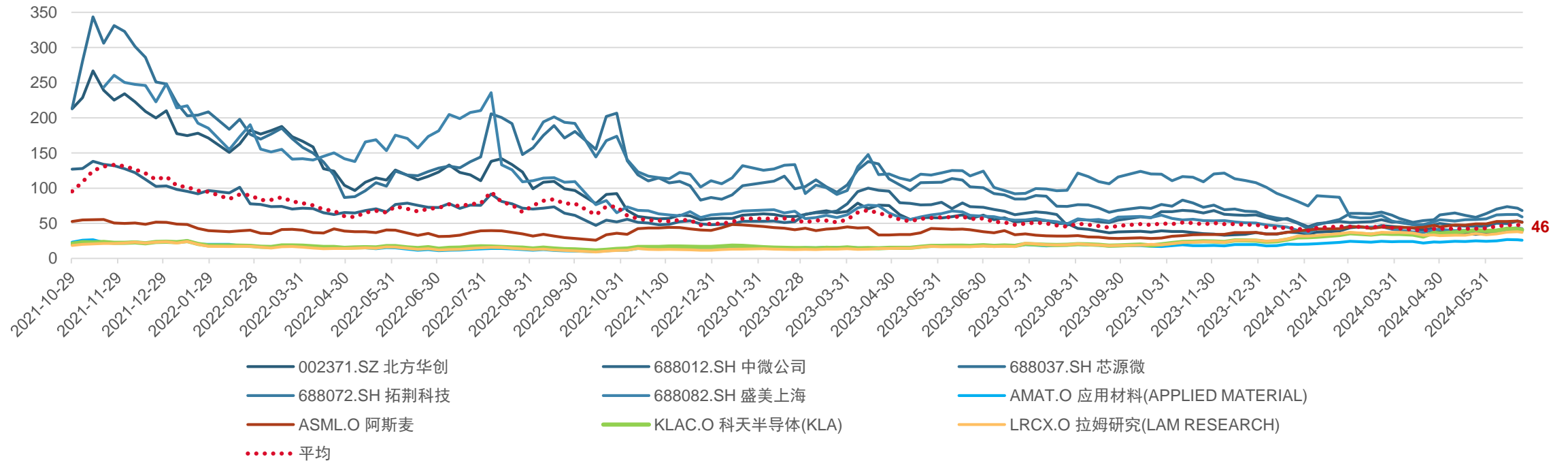
模拟芯片公司估值比较：PS



# 半导体设备公司估值或筑底

- 设备公司的估值从2021年至今呈现下降趋势，或已筑底
- PETTM平均为46.3倍 (20240624)
- 美股的ASML、KLAC、LRCX、AMAT四家公司估值波动较小
- A股的北方华创、中微公司、拓荆科技、盛美上海、芯源微估值波动较大

半导体设备公司估值：PETTM



46

## 投资建议

**投资建议：**我们维持行业“买入”的投资评级。A股半导体公司自2020~2021年估值高位回调之后，目前的估值或均已回落到底部。

## 风险提示

**基本面触底不反弹：**半导体公司业绩虽然不再下降，但也难以大幅上升，维持较长的“L型”底部。

**估值持续恶化：**假设业绩反弹低于市场预期，有可能对估值造成负面影响，估值难以提升甚至继续下降。

## 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。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，分析师将对报告的内容和观点负责。分析师薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。

，首创证券不因收件人收到本报告而视其为首创证券的客户。

本报告所载的全部内容仅供客户做参考之用，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。客户需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经首创证券书面许可，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。

## 投资评级说明

### 1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2.投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅 - 5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现



# 谢谢!

何立中 首席分析师

(SAC执证编号: S0110522110002)

sczq.com.cn