



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

AI 驱动叠加政策提振 行业将迎新成长 ——半导体行业策略报告

分析师:

邓垚

执业证书编号: S1380519040001

联系电话: 010-88300849

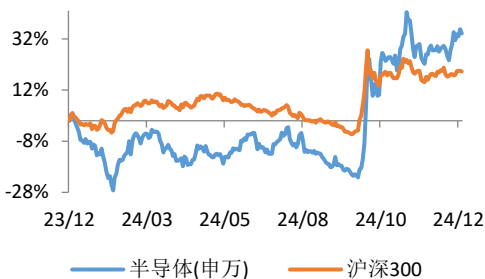
邮箱: dengyao@gkzq.com.cn

2024 年 12 月 27 日

内容提要:

- **全球终端需求温和复苏 AI助力开启新一轮创新周期。**AI赋能下, 智能手机有望进入新一轮创新周期, 继而引发换机潮; 加之国内以旧换新及各地纷纷推出的手机相关补贴政策等因素, 一定程度上亦对刺激终端需求市场回暖起到积极作用。从终端载体来看, 人类接受的信息超过80%来自视觉, 视觉理解将进一步拓展大模型的能力边界, 降低大模型交互门槛, 解锁更多应用场景。AI眼镜作为视觉感知入口, 且具有便携性和可交互性, 是端侧AI理想的落地场景之一。24年12月火山引擎大会发布了豆包视觉理解模型, 有望加速其产业化进程, SoC芯片、存储、算力等领域有望迎来量价齐增。
- **存储市场现结构性分化 HBM驱动产业链持续成长。**DRAM价格24年7月起再度走低, 截至24年12月27日, PC DRAM产品(DDR4 8Gb 1Gx8)现货平均价较7月高点下跌20.44%; NAND(128Gb 16Gx8 MLC)合约价9-10月环比分别下降11.43%、29.26%, 其中企业级市场由于AI增长, 景气情况要优于消费市场。当前来看, 存储行业需求仍集中在消费电子、汽车、工控等领域, 一方面需求复苏不及预期, 另一方面供给端增长较快, 一定程度上带来存储行业周期性波动, 厂商或将再次采取减产策略以应对市场调整。中长期来看, AI规模化商用将为高带宽存储HBM带来爆发式需求。
- **半导体为科技角逐重要领域 政策端持续强化加速国产化进程。**未来围绕科技领域的博弈或将进一步加剧, 实现高水平科技自立自强的需求尤为迫切。国内政策端亦持续强化——一方面, 高层会议明确提出发展新质生产力并强调其重要性; 另一方面, 并购重组等相关政策基调获进一步强化。我们认为, 行业周期复苏趋势下, 现金流和估值将迎来改善提升, 从而提升并购重组的活跃度; 加之当前A股IPO阶段性放缓的背景, 半导体行业并购重组将步入机遇期, 催化板块投资价值提升。
- **展望2025年全年, AI、信创领域等驱动预计持续强劲, 同时消费补贴政策刺激叠加新一轮创新周期下, 终端需求有望迎来逐步改善; 半导体作为新质生产力重要引擎, 预计25年仍将是市场热点主题, 尽管外部环境或将面临大国科技博弈加剧, 但国内政策层面从财政、金融、产业等多维度予以支持, 产业结构、行业格局将通过并购重组等措施不断优化, 建议关注AI驱动下成长空间有望进一步打开的先进封装、存储龙头, 以及充分受益于国产替代、业绩确定性强的半导体设备板块等。**
- 给予行业“中性”评级。
- **风险提示:** 全球宏观经济下行, 贸易摩擦加剧, 技术创新不达预期, 下游需求不达预期, 业绩增长低于预期, 中美关系进一步恶化, 黑天鹅事件, 国内经济复苏低于预期, 国内外二级市场系统性风险等。

半导体(申万)与沪深300走势图



资料来源: Wind, 国开证券研究与市场部

行业评级

中性

相关报告

- 5G 叠加国产替代 半导体设备加速成长——2020 年电子行业策略报告
- 景气与政策共振 半导体国产化空间广阔——2021 年电子行业策略报告
- 短期扰动不改长期成长 关注设备及功率半导体——2022 年一季度半导体行业分析与展望
- 关注汽车电子及新能源等驱动下结构性机会——2022 年半导体行业中期策略报告
- 新能源及信创等驱动强劲 需求有望逐步复苏——2024 年半导体行业策略报告
- AI 驱动行业持续成长——2024 年电子行业策略报告

目 录

1. 年初以来半导体行业市场表现	4
1.1 市场回顾：政策释放提升市场风险偏好 半导体迎来反弹	4
1.2 全球主要市场科技板块走强 半导体仍为热点方向	4
1.3 估值情况：较年初有所提升 设备 PE 低于历史中枢	5
1.4 个股表现：近六成个股累计涨幅为正	7
2. 基本面：设备持续稳健成长 芯片设计利润增幅领先	7
3. 观点展望：AI 驱动叠加国产化进程 产业链迎新成长	11
3.1 全球半导体行业持续复苏 我国市场规模增速居前	11
3.2 全球终端需求温和复苏 AI 助力开启新一轮创新周期	14
3.3 存储市场现结构性分化 HBM 驱动产业链持续成长	15
3.4 半导体为科技角逐重要领域 政策端持续强化加速国产化进程	16
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 年初以来半导体行业涨幅情况 (单位: %)	4
图 2: 年初以来半导体子行业涨跌幅情况 (单位: %)	4
图 3: 近 1 年来费城半导体指数涨跌幅	5
图 4: 近 1 年来台湾半导体及电子指数涨跌幅	5
图 5: 近 1 年来港股恒生科技指数涨跌幅	5
图 6: 近 1 年来 A 股半导体 (申万) 指数涨跌幅	5
图 7: 近五年半导体行业相对全体 A 股 PE (TTM) 估值情况 (倍)	6
图 8: 近五年半导体子行业 PE (TTM) 估值情况 (倍)	6
图 9: 20-24 年 Q1-3 半导体行业营收同比变化	8
图 10: 20-24 年 Q1-3 半导体行业归母净利润同比变化	8
图 11: 单季度半导体行业营收同比和环比变化	8
图 12: 单季度半导体行业归母净利润同比和环比变化	8
图 13: 20-24 年 Q1-3 半导体行业盈利能力变化情况	9
图 14: 单季度半导体行业盈利能力变化情况	9
图 15: 20-24 年 Q1-3 半导体行业营运能力同比变化	9
图 16: 23 年以来半导体行业营运能力逐季变化情况	9
图 17: 20-24 年 Q1-3 半导体分行业业绩增速情况	9
图 18: 20-24 年 Q1-3 半导体分行业盈利能力情况	9
图 19: 近年来全球半导体销售额月度数据	12
图 20: 电子信息制造业和工业增加值累计增速	13
图 21: 电子信息制造业和工业固定资产投资累计增速	13
图 22: 近一年来我国集成电路产量及增速	13
图 23: 近一年来我国集成电路进出口情况	13
图 24: 近年来全球智能手机出货量及增速	14
图 25: DRAM 价格走势 (美元)	16
图 26: NAND 价格走势 (美元)	16
图 27: 全球 HBM 市场规模增长情况 (亿美元)	16
图 28: 近年来我国存储芯片市场规模及增速	16
表 1: 2024 年初以来电子 (申万) 行业个股涨跌幅情况 (截至 2024.12.27)	7
表 2: 2024 年前三季度半导体 (申万) 分行业业绩情况	10
表 3: 2024 年第三季度半导体 (申万) 分行业业绩情况	10
表 4: WSTS 统计预测全球分地区半导体销售情况	12
表 5: 近期我国围绕科技行业出台的相关政策	18
表 6: 重点公司盈利预测情况	18

1. 年初以来半导体行业市场表现

1.1 市场回顾：政策释放提升市场风险偏好 半导体迎来反弹

截至 2024 年 12 月 27 日，半导体（申万）行业自 24 年初起累计上涨 30.29%，跑赢沪深 300 指数 14.26pct，亦领先电子（申万）行业涨幅 6.73pct，主要是在 9 月下旬以来一揽子增量政策释放的刺激下，A 股市场风险偏好升高，半导体作为成长股中弹性较大品种，板块行情相对居前，9-10 月分别上涨 22.51%、19.56%，11 月涨势有所放缓，月涨幅为 2.34%。

图 1：年初以来半导体行业涨幅情况（单位：%）

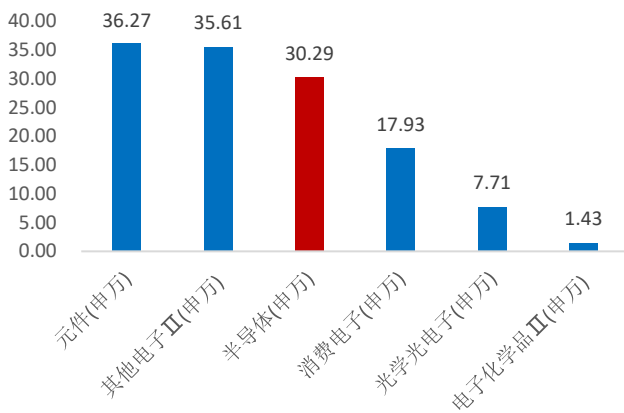
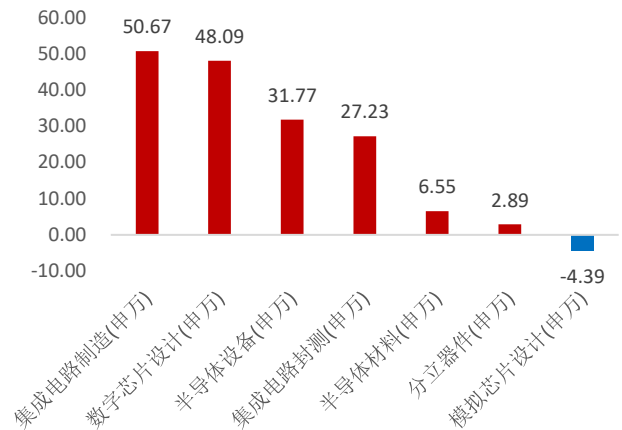


图 2：年初以来半导体子行业涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

子行业除模拟芯片设计之外，年初以来累计涨幅均为正，集成电路制造、数字芯片设计、半导体设备和集成电路封测表现尤为亮眼，年初以来分别累计上涨 50.67%、48.09%、31.77%和 27.23%，半导体材料和分立器件亦分别实现 6.55%和 2.89%的累计涨幅，模拟芯片设计则累计下跌 4.39%。

1.2 全球主要市场科技板块走强 半导体仍为热点方向

2024 年，受 AI 热潮及美联储持续降息等因素催化影响，美股科技板块维持涨势，截至 24 年 12 月 27 日，费城半导体、纳斯达克指数年初以来分别累计上涨 22.69%和 31.38%；个股中英伟达（NVDA.US）、博通（AVGO.US）在 AI 业务贡献下业绩迎来大涨，市场表现领先于市场，年初以来累计涨幅分别达 176.74%和 119.49%。

下半年，费城半导体指数受前期涨幅过大、政治风险上升、降息预期减弱等因素影响，有所回调，三季度跌幅达 5.47%。

台湾半导体和电子指数年初以来累计涨幅分别达 59.97%和 44.79%，均领先台湾加权指数 29.81%的涨幅水平；芯片龙头台积电（2330.TW）、联发科（2454.TW）累计涨幅达 86.88%、47.84%。

港股恒生科技指数年初以来累计上涨 20.57%，领先恒生指数 2.72pct，9 月份在国

内政策预期增强刺激下，月度反弹幅度达 33.45%；芯片龙头中芯国际（HK.0981）表现居前，累计涨幅达 54.33%。

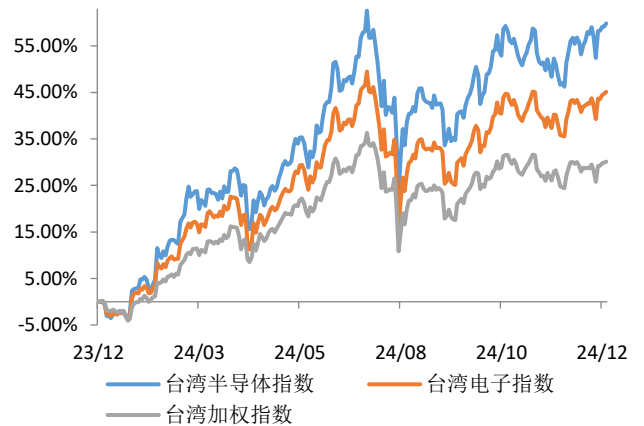
可见，在新一轮创新驱动和产业转型升级背景下，以半导体为首的科技板块依旧为全球市场热点。

图 3：近 1 年来费城半导体指数涨跌幅



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：近 1 年来台湾半导体及电子指数涨跌幅



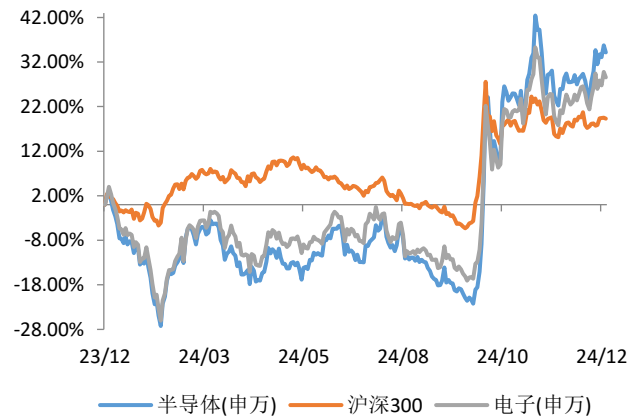
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 5：近 1 年来港股恒生科技指数涨跌幅



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 6：近 1 年来 A 股半导体（申万）指数涨跌幅

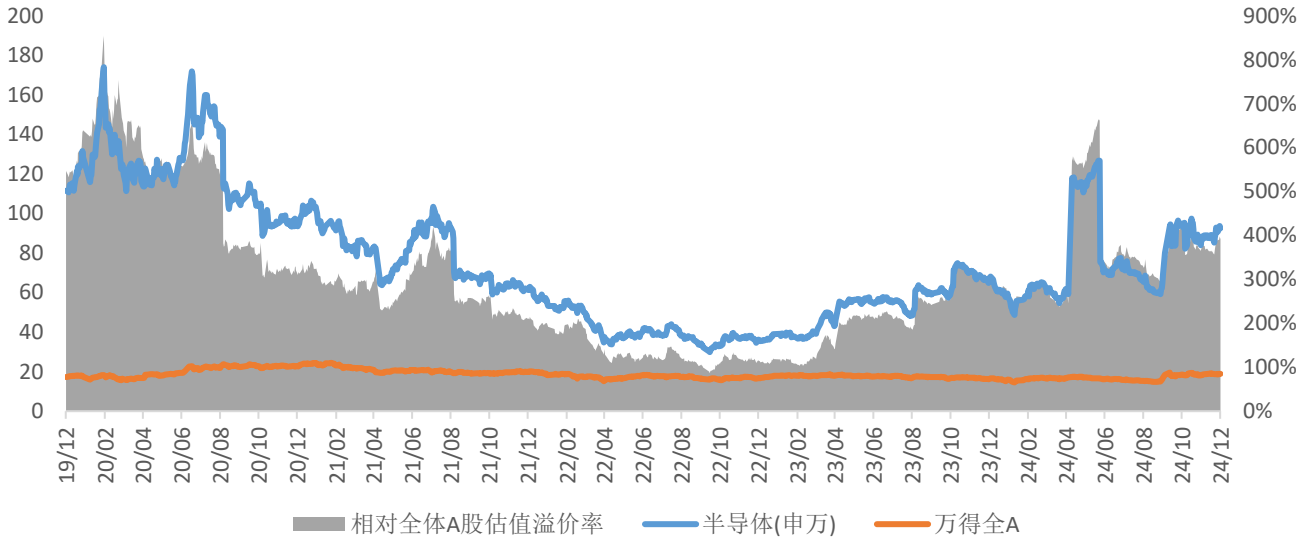


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

1.3 估值情况：较年初有所提升 设备 PE 低于历史中枢

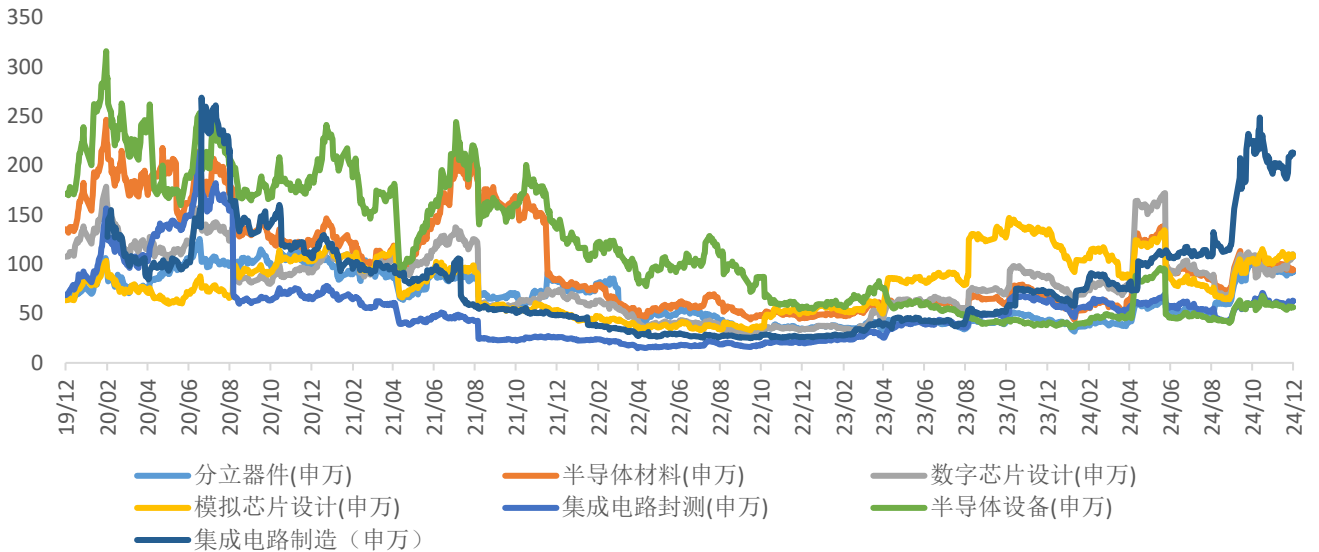
截至 2024 年 12 月 27 日，半导体（申万）板块 PE（TTM）为 92.65 倍，较上年末提升 36.2%，处于近五年 64%分位，相对全体 A 股的估值溢价率为 3.92 倍；

图 7: 近五年半导体行业相对全体 A 股 PE (TTM) 估值情况 (倍)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 近五年半导体子行业 PE (TTM) 估值情况 (倍)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

子行业来看, 集成电路制造行业年初以来的行情走势推高了板块估值, 截至 2024 年 12 月 27 日 PE(TTM)达 213 倍, 相较年初提升了 1.96 倍, 接近 20 年 7-8 月的估值高位。

芯片设计行业方面, 截至 2024 年 12 月 27 日模拟和数字芯片设计行业 PE(TTM) 分别为 107、108 倍, 分别处于近五年 70%和 68%分位, 数字芯片设计估值相较年初提升 24%, 模拟芯片设计板块估值相较年初回落 16%。

半导体材料行业 PE 值达 94 倍，相较年初提升 43%，处于近五年 38%分位。

分立器件行业 PE 值达 92 倍，受业绩影响板块走势相对较弱，上半年累计回落 24.83%，PE 估值亦一度推高至 62 倍，9 月份以来在半导体整体反弹行情下，该板块亦实现了 45%的上涨（截至 12 月 27 日），估值相对年初提升 1.16 倍，处于近五年 72%分位。

集成电路封测行业 PE 为 63 倍，相较年初回落 2%，处于近五年 60%分位。

半导体设备行业 PE 为 56 倍，相较年初提升 42%，处于近五年 13%分位。

综上所述，除模拟芯片设计和封测之外，子板块估值均较年初走高；历史来看，除半导体设备之外，子板块均处于近五年偏高分位。

1.4 个股表现：近六成个股累计涨幅为正

全行业来看，截至 2024 年 12 月 27 日，年初以来半导体（申万）161 中 93 只个股涨幅为正，占比约 58%，其中寒武纪-U（+383.18%）、乐鑫科技（+219.63%）、上海贝岭（+205.28%）、台基股份（+156.38%）、捷捷微电（+132.68%）涨幅领先，慧智微-U（-46.13%）、唯捷创芯（-44.96%）、炬光科技（-44.01%）、晶升股份（-39.85%）和蓝箭电子（-39.75%）跌幅居前，其中数字芯片设计个股表现亮眼，涨幅前 10 中占 70%，跌幅前 10 中主要为模拟芯片设计、分立器件个股。

表 1：2024 年初以来电子（申万）行业个股涨跌幅情况（截至 2024.12.27）

涨幅前 10 名 (%)			跌幅前 10 名 (%)		
数字芯片设计	寒武纪-U	383.18	模拟芯片设计	慧智微-U	-46.13
数字芯片设计	乐鑫科技	219.63	模拟芯片设计	唯捷创芯	-44.96
模拟芯片设计	上海贝岭	205.28	分立器件	炬光科技	-44.01
分立器件	台基股份	156.38	半导体设备	晶升股份	-39.85
分立器件	捷捷微电	132.68	集成电路封测	蓝箭电子	-39.75
数字芯片设计	国民技术	128.26	模拟芯片设计	美芯晟	-39.52
数字芯片设计	海光信息	118.77	分立器件	长光华芯	-37.27
数字芯片设计	恒玄科技	116.49	分立器件	宏微科技	-35.40
数字芯片设计	中科蓝讯	89.38	模拟芯片设计	卓胜微	-33.67
数字芯片设计	全志科技	88.43	分立器件	ST 华微	-33.57

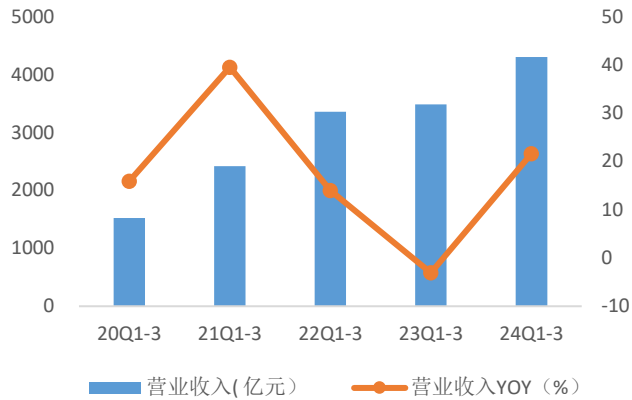
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

2. 基本面：设备持续稳健成长 芯片设计利润增幅领先

2024 年前三季度，半导体（申万）板块实现营收 4304.94 亿元，同比增长 21.63%，实现归母净利润 290.29 亿元，同比提升 8.18%，主要受益于产业链库存去化、AI 驱动、消费电子等终端需求复苏等因素。

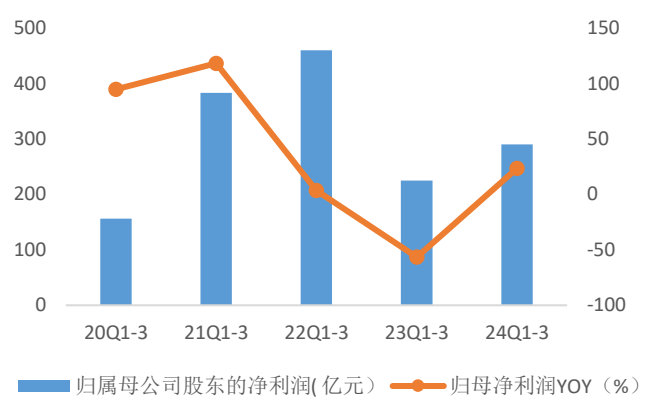
单季度来看，年初以来半导体（申万）行业业绩逐季增长，第三季度半导体行业实现营收 1566.63 亿元，同比和环比分别提升 20.98%和 6.92%，实现归母净利润 111.08 亿元，同比改善 49.24%，但环比略降 0.28%。

图 9: 20-24 年 Q1-3 半导体行业营收同比变化



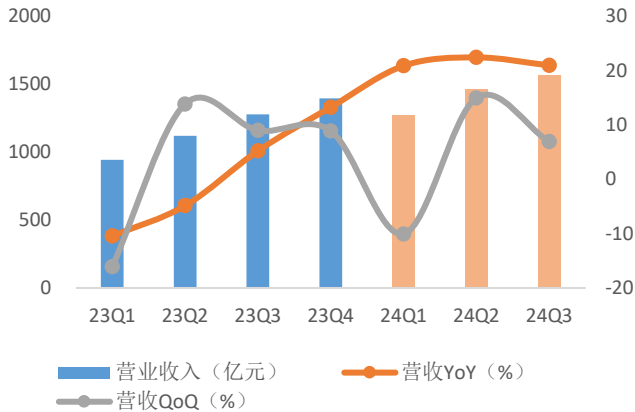
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 10: 20-24 年 Q1-3 半导体行业归母净利润同比变化



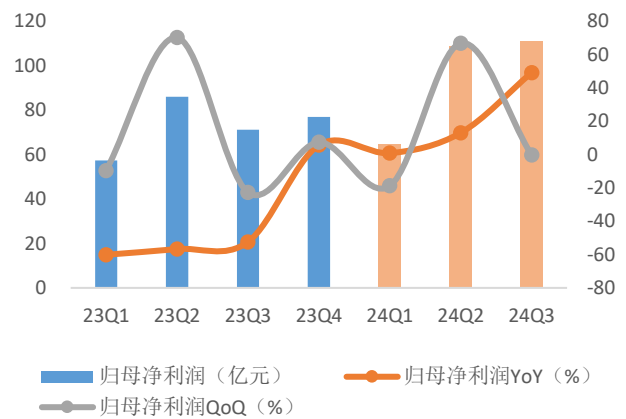
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 11: 单季度半导体行业营收同比和环比变化



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 12: 单季度半导体行业归母净利润同比和环比变化



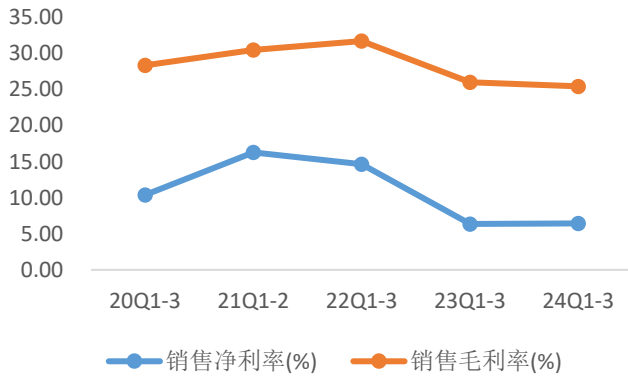
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

盈利能力方面, 半导体(申万)行业 2024 年前三季度销售毛利率 25.44%, 同比下滑 0.56pct, 净利率为 6.42%, 同比略升 0.06pct;

单季度来看, 盈利能力有所改善, 第三季度半导体(申万)行业毛利率为 15.9%, 环比和同比分别提升 0.8pct 和 0.71pct, 净利率为 4.23%, 环比基本持平, 同比提升 1.62pct。

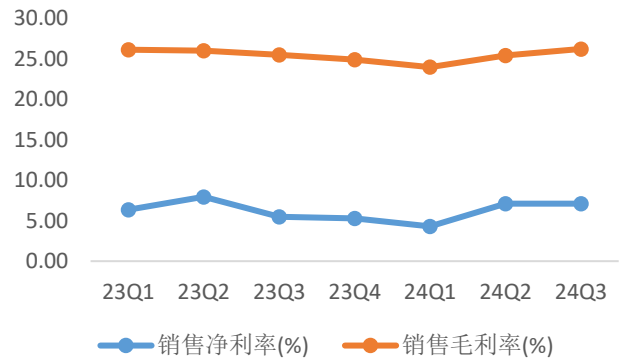
营运能力方面, 半导体(申万)行业前三季度存货和应收账款周转天数相较于去年同期分别同比下降约 7.85 天、0.47 天, 其中存货周转天数从 23 年一季度以来, 整体呈下降态势, 24 年第三季度环比略有回升; 应收账款周转指标有小幅改善, 且自今年初以来逐季下降; 我们认为, 当前行业去库存已临近后期, 预计 2025 年具备补库潜力。

图 13: 20-24 年 Q1-3 半导体行业盈利能力变化情况



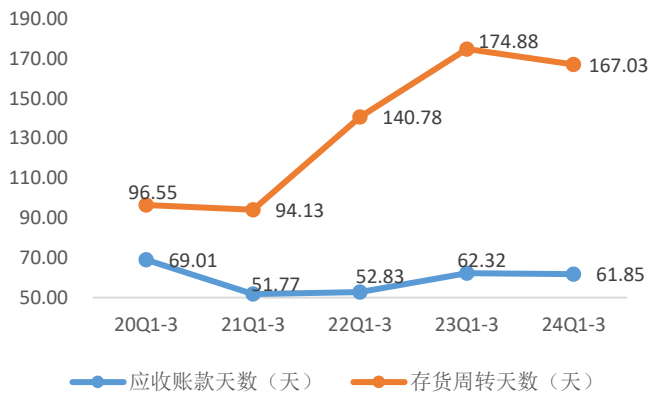
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 单季度半导体行业盈利能力变化情况



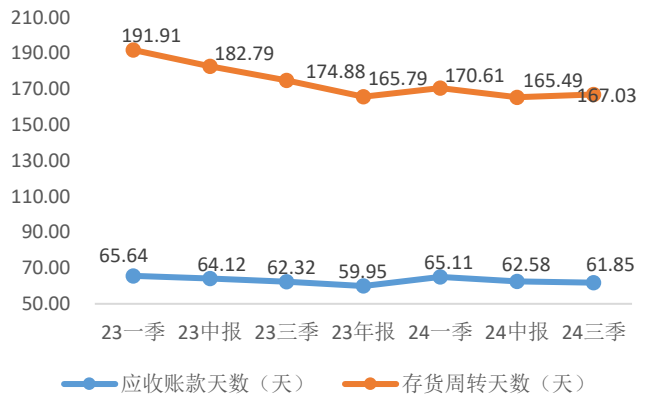
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 20-24 年 Q1-3 半导体行业营运能力同比变化



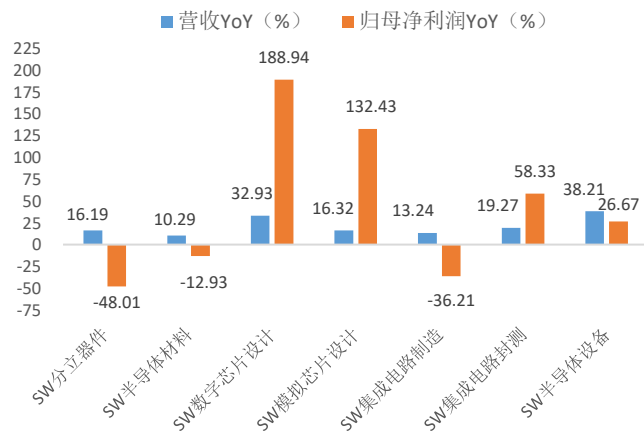
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 16: 23 年以来半导体行业营运能力逐季变化情况



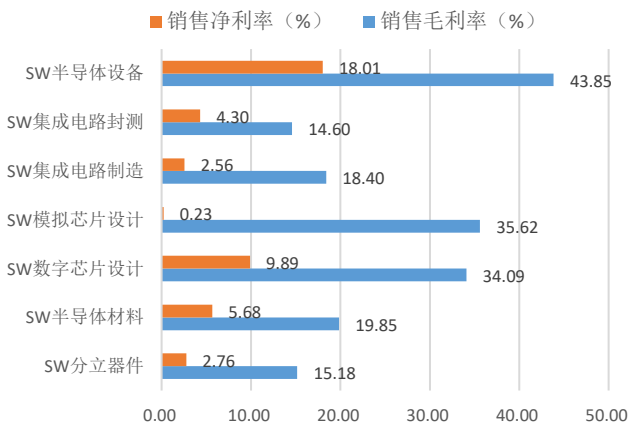
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 17: 20-24 年 Q1-3 半导体分行业业绩增速情况



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 18: 20-24 年 Q1-3 半导体分行业盈利能力情况



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

表 2: 2024 年前三季度半导体（申万）分行业业绩情况

	24Q1-3 营收 (亿元)	24Q1-3 营收 YoY	24Q1-3 归母净利润 (亿元)	24Q1-3 归母净利润 YoY
半导体	4304.94	21.63%	290.29	23.53%
分立器件	779.85	16.19%	22.60	-48.01%
半导体材料	300.58	10.29%	19.66	-12.93%
数字芯片设计	1080.24	32.93%	102.33	188.94%
模拟芯片设计	331.97	16.32%	0.90	132.43%
集成电路制造	728.63	13.24%	33.42	-36.21%
集成电路封测	610.08	19.27%	25.56	58.33%
半导体设备	473.60	38.21%	85.82	26.67%

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

表 3: 2024 年第三季度半导体（申万）分行业业绩情况

	24Q3 营收 (亿元)	24Q3 营收 YoY	24Q3 营收 QoQ	24Q3 归母净利润 (亿元)	24Q3 归母净利润 YoY	24Q3 归母净利润 QoQ
半导体	1566.63	20.98%	6.92%	111.08	49.24%	-0.28%
分立器件	283.54	23.51%	8.97%	8.97	-38.11%	34.01%
半导体材料	104.19	11.30%	1.58%	7.48	9.17%	0.86%
数字芯片设计	386.90	27.75%	1.86%	35.87	244.07%	-9.36%
模拟芯片设计	115.43	4.32%	0.01%	-0.42	-114.84%	-117.28%
集成电路制造	266.79	18.05%	11.22%	13.97	47.56%	7.41%
集成电路封测	223.79	13.39%	6.71%	10.65	27.43%	-2.41%
半导体设备	185.99	37.84%	18.03%	34.57	57.32%	10.34%

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

分行业来看, 2024 年前三季度, 半导体子行业业绩有所分化, 数字芯片设计、模拟芯片设计、集成电路封测和半导体设备业绩实现同比正增长, 但半导体材料、集成电路制造和分立器件的利润端同比有所下滑。

其中半导体设备和数字芯片设计同比增速超 30%, 实现稳健增长; 数字芯片设计、模拟芯片设计归母净利润实现同比大增, 增幅分别达 189%和 132%;

半导体设备和数字芯片设计行业盈利能力亦相对领先, 前三季度毛利率分别为 43.85%和 34.09%, 净利率分别为 18.01%和 9.9%。

具体来看, 1) 半导体设备行业持续稳健增长, 2024 年前三季度实现总营收 473.6 亿元, 同比增长 38.21%; 实现归母净利润 85.82 亿元, 同比增长 26.67%, 主要得益于晶圆扩产叠加国产化进程, 在手订单较为饱满, 盈利能力依旧领先。

2) 集成电路制造行业前三季度营收同比增长 13.24%, 归母净利润同比下滑 36.21%, 在下游需求温和复苏背景下, 年初以来晶圆代工产能利用率逐季回升, 第三季度该行业利润端迎来改善, 实现归母净利润 13.97 亿元, 同比和环比分别增长 47.56%和 7.41%。

3) 数字芯片设计行业得益于消费电子市场回暖等积极因素, 迎来业绩大幅增长,

前三季度净利润增速达 188.94%，但第三季度增势有所放缓，归母净利润环比减少 9.36%；

4) **模拟芯片设计行业**相较去年同期亏损 3.98 亿元有所改善，前三季度实现归母净利润 8968 万元，主要源于终端需求改善下价格有所企稳，但由于行业去库存压力较大，当前业绩依旧承压，第三季度亏损达 4249 万元，归母净利润同比和环比分别下降 114.84% 和 117.28%，且消费电子类业务景气度好于汽车、工业类。

5) **封测行业**受 AI 爆发、高端存储需求大增等因素影响，先进封装市场迎来增长机遇，营收和净利润前三季度分别同比增长 19.27% 和 58.33%。

6) **分立器件行业**前三季度营收同比增长 16.19%，净利润同比减少 48.01%，是利润同比下滑幅度最大的子行业，毛利率和净利率分别为 15.18% 和 2.76%，在半导体行业中相对落后，且分别同比下滑 5.93pct 和 3.55pct，22 年以来随着全球产能释放，供需格局发生变化，行业竞争激烈，产品价格下滑较多，今年以来仍处于库存去化状态，厂商业绩一度承压；第三季度由于需求端有所改善，归母净利润环比提升 34.01%。

3. 观点展望：AI 驱动叠加国产化进程 产业链迎新成长

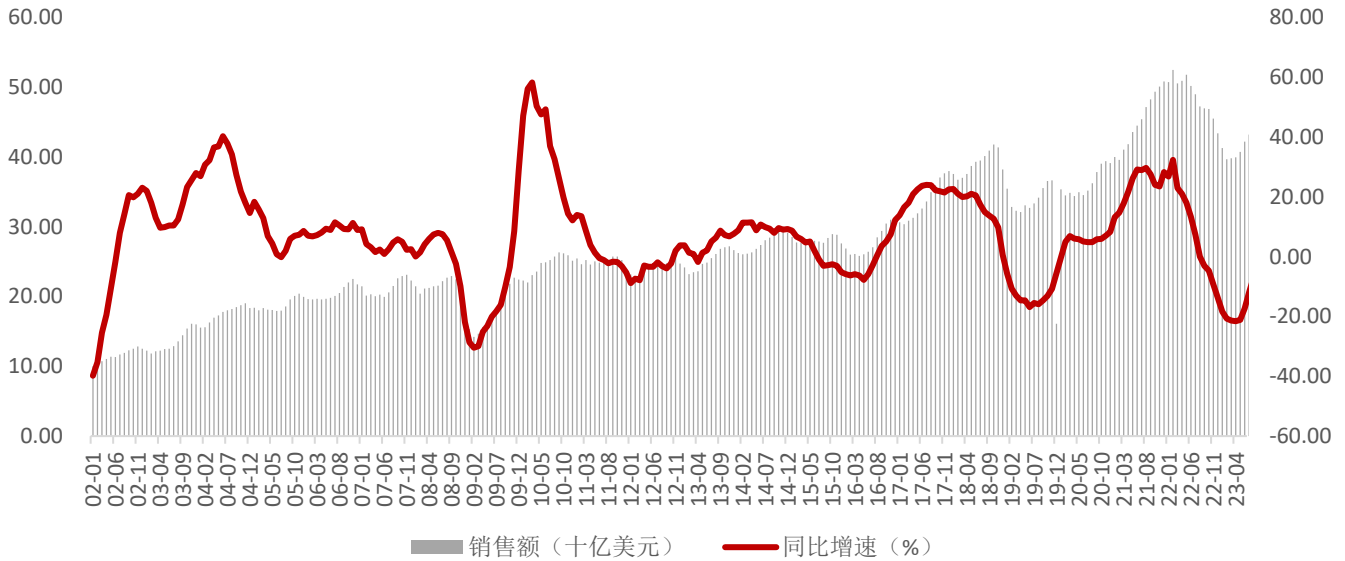
3.1 全球半导体行业持续复苏 我国市场规模增速居前

据美国半导体产业协会 (SIA) 数据，2024 年 10 月全球半导体销售总额为 568.8 亿美元，月度销售额达历史最高水平，同比增长 22.1%，环比增长 2.8%，连续七个月实现增长；按季度来看，第三季度全球半导体销售额相较上一季度增长 10%，为 2016 年以来最高季度环比增速。主要受 AI 等新兴市场需求、全球经济形势企稳及各国纷纷出台半导体产业政策等因素影响。

分地区来看，第三季度除欧洲之外各地区销售额均实现增长，其中美洲和中国市场表现领先，分别同比增长 43.5% 和 20.6%，日本市场同比增长 3%，欧洲市场同比下滑 9.7%，但 7 月以来逐步回升。

WSTS 近期亦上修了 2024 年全球半导体营收的预估，其预计 2024 年全球半导体销售额达 6270 亿美元，同比增长 19%，相对上次 13.1% 的预测值进一步上调；存储和逻辑芯片预计 24 年分别增长 81% 和 16.9%，分立器件、光电子器件、传感器和模拟半导体等其他类别则预计下滑，展望 2025 年，预计在 AI、HPC 等需求推动下，半导体行业整体仍将保持 11.2% 的同比增速，其中存储预计持续增长 13.4%。

图 19: 近年来全球半导体销售额月度数据



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

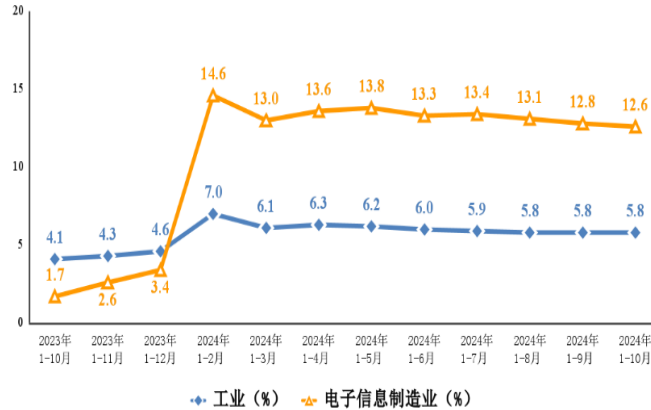
表 4: WSTS 统计预测全球分地区半导体销售情况

Fall 2024	Amounts in US\$M			Year on Year Growth in %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Americas	134,377	186,635	215,309	-4.8	38.9	15.4
Europe	55,763	52,031	53,736	3.5	-6.7	3.3
Japan	46,751	47,410	51,866	-2.9	1.4	9.4
Asia Pacific	289,994	340,792	376,273	-12.4	17.5	10.4
Total World -\$M	526,885	626,869	697,184	-8.2	19.0	11.2
Discrete Semiconductors	35,530	31,546	33,377	4.5	-11.2	5.8
Optoelectronics	43,184	42,092	43,705	-1.6	-2.5	3.8
Sensors	19,730	18,732	20,034	-9.4	-5.1	7.0
Integrated Circuits	428,442	534,499	600,069	-9.7	24.8	12.3
<i>Analog</i>	81,225	79,433	83,157	-8.7	-2.2	4.7
<i>Micro</i>	76,340	79,291	83,723	-3.5	3.9	5.6
<i>Logic</i>	178,589	208,723	243,782	1.1	16.9	16.8
<i>Memory</i>	92,288	167,053	189,407	-29.9	81.0	13.4
Total Products-\$M	526,885	626,869	697,184	-8.2	19.0	11.2

资料来源: WSTS, 国开证券研究与发展部

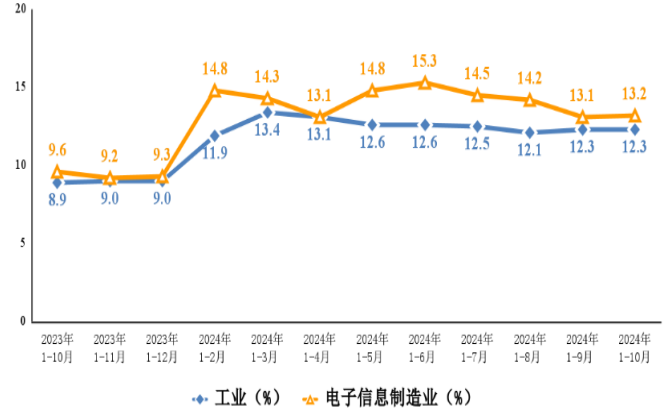
同时从国内产业运行情况来看, 据工信部数据, 2024 年 1-10 月规模以上电子信息制造业增加值同比增长 12.6%, 增幅好于去年同期 10.9pct, 且分别比同期工业、高技术制造业高 6.8 个和 3.5 个百分点; 固定资产投资同比增长 13.2%, 比同期工业和高技术制造业投资增速分别高出 0.9 个和 4.4 个百分点。

图 20: 电子信息制造业和工业增加值累计增速



资料来源: 工信部, 国开证券研究与发展部

图 21: 电子信息制造业和工业固定资产投资累计增速

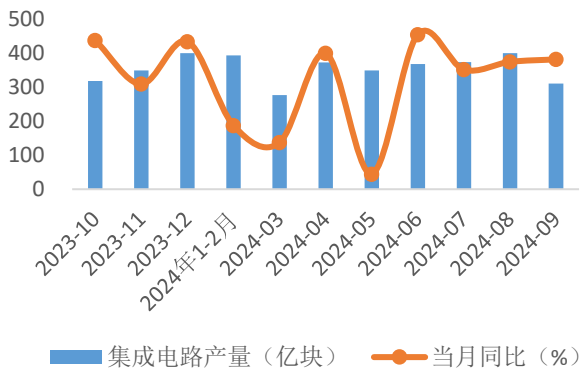


资料来源: 工信部, 国开证券研究与发展部

1-10月, 集成电路产量 3530 亿块, 同比增长 24.8%, 出口量和出口金额分别同比增长 11.3%和 19.6%, 累计出口金额达 1309.92 亿美元; 10 月份单月产量同比增长 11.8%, 出口数量和出口金额同比增长 14.8%和 17.9%;

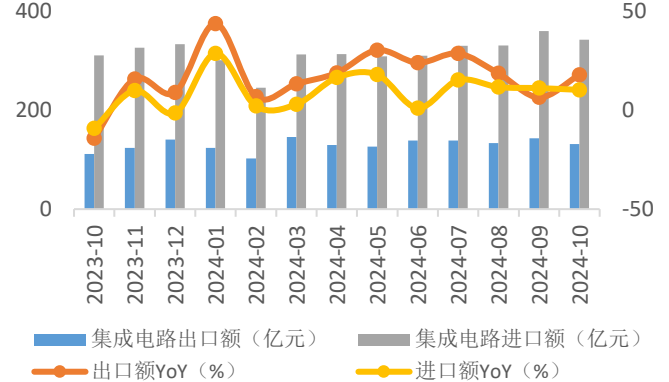
受行业景气回暖和备货等因素影响, 进口亦明显增长, 1-10 月我国集成电路累计进口量和金额分别同比增长 15%和 11.3%, 累计进口金额达 3153.74 亿美元, 10 月份进口数量和金额均同比略增 0.1%。

图 22: 近一年来我国集成电路产量及增速



资料来源: 工信部, 国开证券研究与发展部

图 23: 近一年来我国集成电路进出口情况



资料来源: 海关总署, 国开证券研究与发展部

结合行业龙头公司业绩来看, 受益于 AI 需求爆发, 英伟达 2025 财年第三季度营收同比增长 94%, 环比增长 17%; SK 海力士、美光和三星则因 HBM、DDR5 等业务贡献, 营收分别同比增长 94%、93%和 18%, 在行业中表现亮眼。

相比较而言, 汽车半导体由于汽车行业持续去库存、电动汽车在欧美市场需求低迷等因素, 业绩相对低迷。全球汽车半导体龙头英飞凌 2024 财年营收同比下滑 8%, 恩智浦和意法半导体第三季度营收分别下滑 5%和 26.6%。预计特朗普上台后电动汽车补贴政策将存不确定性, 同时受全球贸易紧张局势下加征关税等因素影响, 短期内或将继续拖累行业增长, 但中长期来看, 随着电动化和智能化趋势, 汽车亦将

是半导体领域成长重要驱动。

3.2 全球终端需求温和复苏 AI 助力开启新一轮创新周期

据 Counterpoint 数据，2024 年第三季度全球智能手机销量同比增长 2%，实现连续四个季度的正增长，也是自 18 年以来首次实现第三季度增长；同时其销售额和平均售价亦分别同比增长 10% 和 7%，其中拉丁美洲、西欧和日本的增长率最高；据 IDC 数据，第三季度我国智能手机出货量同比增速达 3.2%，近四个季度持续复苏。

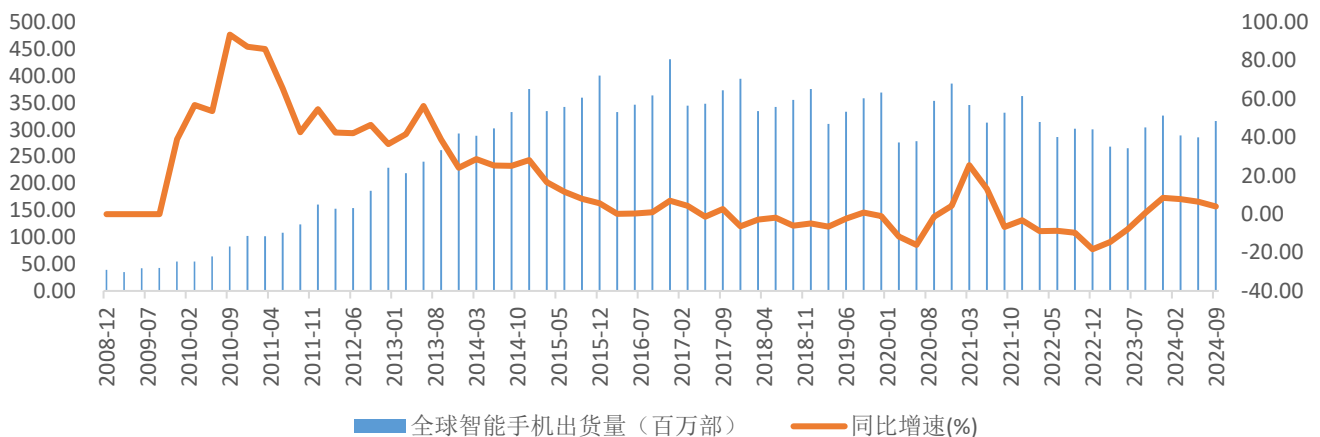
自 2017 年以来智能手机进入存量时代，2022-2023 年全球出货量连续同比下降 11.3% 和 3.2%，且 2023 年全球出货量创下十年以来最低水平；在 AI 赋能下，智能手机有望进入新一轮创新周期，继而开启又一轮换机潮，苹果、三星、Oppo、vivo、荣耀、华为及小米等各大手机厂商已纷纷围绕 AI 展开深度布局；叠加当前全球主要经济体持续复苏，国内以旧换新、以及各地纷纷推出的手机相关补贴政策等因素，一定程度上亦对刺激终端需求市场回暖起到积极作用。

从终端载体来看，除手机之外，AI 眼镜等产品亦值得关注。人类接受的信息超过 80% 来自视觉，视觉理解将进一步拓展大模型的能力边界，降低大模型交互门槛，解锁更多应用场景。AI 眼镜作为视觉感知入口，通过摄像头的嵌入，实现计算机视觉和人类视觉的结合，且具有便携性和可交互性，是端侧 AI 理想的落地场景之一。

2024 年 12 月 18-19 日召开的 2024 冬季火山引擎大会，发布了豆包视觉理解模型，有望进一步提升优化 AI 眼镜的交互性等功能，加速其产业化进程。

据 IDC 统计，截至 2024 年三季度，全球智能眼镜出货量仅为 150 万台，渗透提升空间广阔。2025 年，预计在 AI 应用蓬勃发展趋势下，全球科技类公司将在 AI 端侧产品方面进一步发力，SoC 芯片、存储、算力等领域有望迎来量价齐增。

图 24：近年来全球智能手机出货量及增速



资料来源：Counterpoint，国开证券研究与发展部

从提振消费举措来看，2024 年 12 月 9 日，中共中央政治局召开会议分析研究

2025 年经济工作。会议指出，要实施更加积极的财政政策，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；

今年以来，围绕手机等消费电子行业，亦自上而下陆续释放积极信号。11 月 21 日，工信部部长金壮龙主持召开第七次中小企业圆桌会议，会上强调要大力发展智能产品，加速智能装备研制，推进家电、手机等消费终端换代。与此同时，11 月末江苏、贵州等地纷纷出台消费补贴政策，其中江苏明确对 3C 数码产品进行补贴专项活动，贵州则在此前对家电家居产品支持换新促销的基础上，新增国产手机、平板电脑等纳入以旧换新范围。

综上，预计在积极的宏观政策基调下，消费品以旧换新政策或将进一步扩容，手机等消费电子产品有望纳入国补范围，叠加地方补贴政策接连落地，将刺激终端需求端进一步回暖。

3.3 存储市场现结构性分化 HBM 驱动产业链持续成长

受下游库存高企及需求疲软的影响，23 年上半年存储产品经历了量价持续下跌，而后随着存储厂商主动减产及终端复苏，下游库存水位逐渐回归正常，23 年 9 月 DRAM 价格开始回升，后续期间小幅波动，直至 24 年 7 月再度走低，截至 24 年 12 月 27 日，通用 PC DRAM 产品（DDR4 8Gb 1Gx8）现货平均价为 1.46 美元，较 7 月高点下跌 20.44%；

NAND 方面，以存储卡和 USB 设备通用 NAND 产品（128Gb 16Gx8 MLC）来看，23 年 10 月-24 年 3 月连续上涨，后续期间价格基本稳定，直至 9 月重回跌势，截至 24 年 10 月底，128Gb 16Gx8 MLC 合约价为 3.07 美元，9-10 月环比降幅分别为 11.43%、29.26%；具体来看，企业级市场由于 AI 增长，景气情况要优于消费市场，据 Trend Force 数据，企业级 SSD 平均售价在 24 年第三季度环比增长约 15%。

结合存储芯片龙头美光财报来看，该公司 2025 财年第一季度（2024 年 9 月 1 日至 11 月 30 日）DRAM 业务在 HBM 带动下环比增长 20%，而 NAND 业务却因受传统领域如手机、汽车、工业等需求端拖累环比下滑 5%。

从存储整体市场规模来看，受益于 AI 驱动下的服务器需求拉动，2024 年前三季度全球存储市场同比增幅达 96.8%，市场规模为 1202.25 亿美元，其中第三季度环比增长 8.3%，其中 DRAM 市场规模环比增加 10.4% 至 258.5 亿美元；NAND Flash 市场规模环比增长 5.7% 至 190.2 亿美元；据 WSTS 预测，24 年全年存储市场有望增长 81%。

我国存储行业则受益于新应用驱动、广阔的 IC 应用市场和国产替代进程，23 年市场规模逆势增长 9.3% 至 5400 亿元，明显好于同期全球-29.1% 的增速，且是全球最大的 DRAM 市场，比重达 1/3，其中手机应用占比 23 年约 39%。

图 25: DRAM 价格走势 (美元)

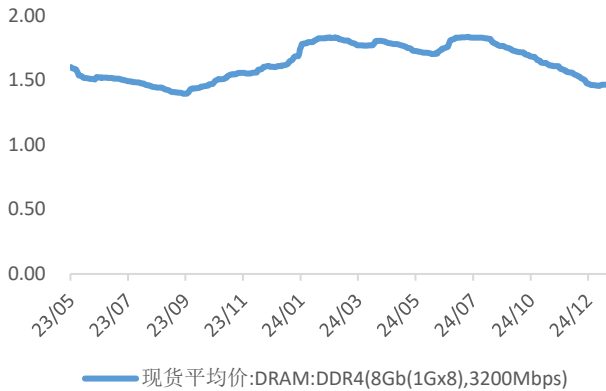
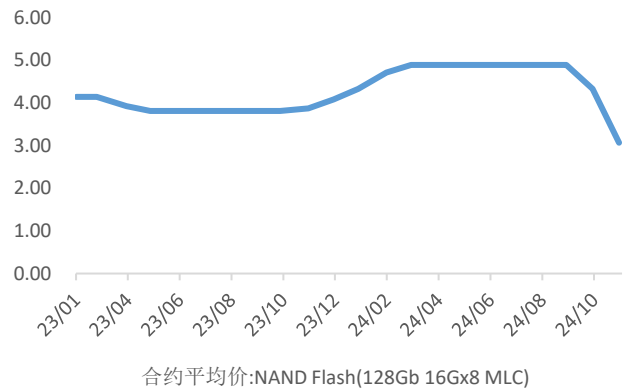


图 26: NAND 价格走势 (美元)



资料来源: DRAM exchange, 国开证券研究与发展部

资料来源: DRAM exchange, 国开证券研究与发展部

我们认为,当前来看存储行业需求仍集中在消费电子、汽车、工控等领域,一方面需求复苏不及预期,另一方面供给端增长较快,一定程度上带来了存储行业周期性波动,厂商或将再次采取减产策略以应对市场调整。

中长期来看,由于 AI 领域规模化商用对存储的容量、数据传输速度、存储的数据安全均提出了更高的要求,因此高带宽存储 HBM 需求迎来爆发式增长,据 Trend Force 测算,24 年全球 HBM 市场规模将达 183 亿美元,同比增幅超 300%,预计 25 年市场规模将进一步增至 300 亿美元,叠加终端有望开启新一轮创新周期,将为存储新一轮成长提供更多的驱动因素;

同时,存储芯片行业因受下游需求影响较为敏感,其价格、库存也是半导体行业景气先行指标,建议关注结构性分化行情下业绩确定性较高如半导体设备、先进封装等细分领域投资机会。

图 27: 全球 HBM 市场规模增长情况 (亿美元)

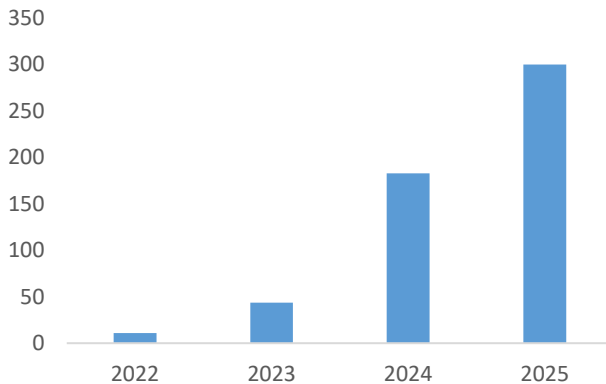
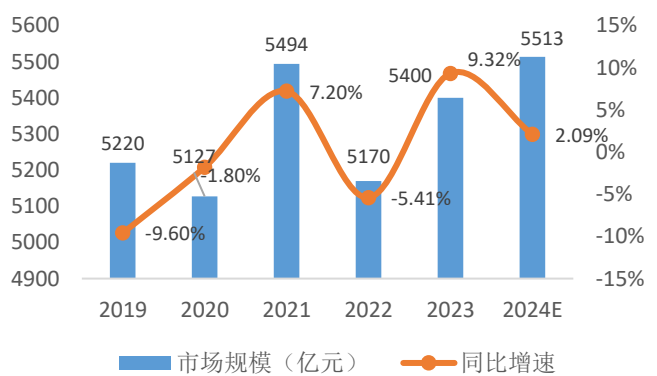


图 28: 近年来我国存储芯片市场规模及增速



资料来源: Gartner, 国开证券研究与发展部

资料来源: 中商产业研究院, 国开证券研究与发展部

3.4 半导体为科技角逐重要领域 政策端持续强化加速国产化进程

从外部环境来看,当前面临的相关技术限制进一步加码,24 年 12 月 2 日 BIS 修订

了《出口管理条例》（EAR），新增限制 HBM 的技术参数，主流 HBM 产品受管制；24 年 12 月 23 日，美国贸易代表办公室（USTR）宣布，根据《1974 年贸易法》第 301 条，针对中国在半导体行业的行为、政策和做法展开调查（简称“301 调查”），此次调查主要聚焦于成熟制程的半导体产品，即 28 纳米及以上的非最先进工艺芯片。

同时美国商务部 12 月 20 日表示，根据芯片激励计划分别向韩国三星电子、德州仪器和安靠科技提供 47.45、16.1 和 4.07 亿美元资助。

可见，半导体领域是当前科技大国之间竞相角逐的重要领域，未来围绕科技领域的博弈或将进一步加剧，因此实现高水平科技自立自强的需求尤为迫切。

国内政策端亦持续强化——一方面，高层会议明确提出发展新质生产力并强调其重要性。23 年中央经济工作会议首次明确提出发展新质生产力，随后从金融支持层面陆续发布政策文件，进一步聚焦支持科技创新等领域；24 年 12 月中央经济工作会议提出，要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。

另一方面，并购重组等相关政策基调获进一步强化。今年以来，新“国九条”、“科创板八条”、“并购六条”等政策陆续发布，北京、深圳、天津、安徽等地亦积极部署支持并购重组，明确支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”、“三创四新”属性。

以集成电路为核心的新一代信息技术，是当前发展新质生产力的重要引擎。**从外部环境来看**，一定程度上受到所谓“小院高墙”等对华科技防御策略的遏制，且预计特朗普上台后或将延续甚至强化科技领域对华的系列限制政策；

从产业自身来看，当前我国集成电路关键核心领域仍存“卡脖子”等挑战，叠加产业链“断链脱钩”的潜在风险，因此亟需加速推进国产替代进程。半导体属于技术、资金壁垒极高的行业，强者恒强的特征尤为显著，并购重组有助于加强市场、技术、资金等资源整合，形成规模效应，促进产业链协同和优势互补，从而提升行业整体竞争力；同时半导体行业企业普遍研发投入大，投资回报周期长，并购新政明确放开未盈利资产并购，将进一步支持行业龙头企业高效并购优质资产。

我们认为，行业周期复苏趋势下，现金流和估值将迎来改善提升，从而提升并购重组的活跃度；加之当前 A 股 IPO 阶段性放缓的背景，半导体行业并购重组将步入机遇期，催化板块投资价值提升。建议关注芯片设计、半导体设备与材料等并购重组密集发生的细分领域。

表 5: 近期我国围绕科技行业出台的相关政策

中央经济工作会议	2023 年 12 月	提出“以科技创新引领现代化产业体系建设”是 2024 年经济工作重点任务之首,“新质生产力”首次写入中央经济工作会议新闻稿。
中共中央政治局会议	2024 年 4 月	强调要因地制宜发展新质生产力,要积极发展风险投资,壮大耐心资本,提出要以耐心资本促进新质生产力发展。
国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(新国九条)	2024 年 4 月	明确要更好服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略实施和中小企业、民营企业发展壮大,促进新质生产力发展。
证监会发布《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	2024 年 6 月	强化科创板“硬科技”定位并表示更大力度支持并购重组。
中国人民银行等七部门发布《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》	2024 年 6 月	强调为各类创新主体的科技创新活动提供全链条全生命周期金融服务,精准支持国家重大科技任务、科技型企业培育发展、战略性新兴产业发展和未来产业布局等重点领域。
证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	2024 年 9 月	明确要支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局,引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。尤其支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产,增强“硬科技”“三创四新”属性。

资料来源: 中国政府网、中国人民银行、证监会、国开证券研究与发展部

展望 2025 年全年, AI、信创领域等驱动预计持续强劲,同时消费补贴政策刺激叠加新一轮创新周期下,终端需求有望迎来逐步改善;半导体作为新质生产力重要引擎,预计 2025 年仍将是市场热点主题,尽管外部环境或将面临大国科技博弈加剧,但国内政策层面从财政、金融、产业等多维度予以支持,产业结构、行业格局将通过并购重组等措施不断优化,建议关注 AI 驱动下成长空间有望进一步打开的先进封装、存储龙头,以及充分受益于国产替代、业绩确定性强的半导体设备板块等。

表 6: 重点公司盈利预测情况

股票代码	公司	EPS (元/股)			PE (倍)			收盘价 (元) 2024.12.27
		2022	2023	2024E	2022	2023	2024E	
688766.SH	普冉股份	1.64	-0.64	2.63	92.69	-153.27	41.18	108.57
002371.SZ	北方华创	4.45	7.35	10.87	50.61	33.41	37.95	412.3
688012.SH	中微公司	1.9	2.88	2.9	51.63	53.26	68.02	197.35
688082.SH	华海清科	4.7	4.55	4.27	47.75	41.22	39.44	168.34
600584.SH	长电科技	1.82	0.82	1.05	12.7	36.31	38.38	40.45
002156.SZ	通富微电	0.33	0.11	0.57	49.68	206.91	54.38	30.8
688256.SH	寒武纪-U	-3.13	-2.04	-1.15	-17.4	-66.27	-568.86	652.1

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

注: 上述公司均系 wind 一致预测

给予行业“中性”评级。

4. 风险提示

全球宏观经济下行，贸易摩擦加剧，技术创新不达预期，下游需求不达预期，业绩增长低于预期，中美关系进一步恶化，黑天鹅事件，国内经济复苏低于预期，国内外二级市场系统性风险等。

分析师简介承诺

邓焱，2012年毕业于吉林大学，经济学博士，曾就职于国家开发银行湖南省分行、工信部华信研究院，2016年至今于国开证券研究部担任行业研究员。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层