

半导体

美国关税对中国半导体行业影响

美东时间 4 月 2 日，美国政府宣布了“对等关税”政策。4 月 4 日，中国发布了对美的关税反制措施。虽然本次美国的“对等关税”不包括半导体（除半导体设备），但我们认为后续美国有可能针对半导体行业出台额外的关税政策。随着地缘风险加剧，我们认为中国半导体国产替代的趋势有望加速，半导体行业将会受益，建议关注国产替代属性较强的公司：1) 晶圆代工厂，如中芯国际（981 HK）、华虹半导体（1347 HK），2) 半导体设备制造，如北方华创（002371 CH），3) 芯片设计公司，尤其是涉及人工智能方向以及模拟半导体领域的芯片企业，这些细分赛道龙头以美国公司为代表（英伟达、高通、德州仪器等），下游国产替代意愿预期将加强，利好卓胜微（300782 CH）、贝克微（2149 HK）等公司。同时，在全球经济、政策不确定性增加的背景下，我们预期在未来的一两周内（如新关税将于 4 月 9 日生效），全球股市将面临巨大波动。投资者可能会寻求安全港，而高股息防御策略将受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

- **半导体制造**：未在本次关税范围内，但后续关税政策和地缘政治风险可能会影响到海外客户对部分中国企业的代工需求。对于本土晶圆厂来说，下游需求复苏，叠加半导体本地化的趋势加强、回流的订单增加，半导体制造有望随之获益，建议关注龙头标的如华虹半导体（1347 HK，买入）。
- **半导体设备**：在本次关税范围内，但中国相关设备厂商暂未有太大的美国收入风险敞口，预计影响较小。相对而言，欧洲的半导体设备公司受到冲击较大，但考虑到美国旨在强化本土半导体制造行业，后续可关注全球非美设备龙头的产品出口是否有望被豁免。建议关注龙头标的如北方华创（002371 CH，买入）。
- **半导体芯片设计（逻辑芯片）**：未在本次关税范围内，随着半导体本地化的趋势加强，逻辑芯片设计公司有望随之获益，而涉及人工智能方面的自主可控将是重中之重。但部分逻辑芯片可能涉及较先进制程，需要注意代工风险。
- **半导体芯片设计（模拟芯片）**：未在本次关税范围内。细分赛道模拟芯片龙头德州仪器、ADI 均为美国企业，随着半导体本地化的趋势加强，国内企业对于模拟芯片的替代意愿将更为强烈和迫切，相关模拟设计公司有望更加受益，建议关注卓胜微（300782 CH，持有）、贝克微（2149 HK，买入）。其中，卓胜微已加速布局芯卓自建产线，推进供应链自主化趋势。
- **总体看来**，短期内，收入来自美国地区较多的公司因受关税影响，股价或将受到较大冲击。中长期，我们认为关税的影响有可能带来下游需求复苏的推迟、相关订单的取消，以及全球半导体产业供应链的受阻。在此背景下，受益于国产替代、自主可控的有关企业，有望取得更好的业绩表现。

优于大市
(维持)

中国半导体行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

图 1: 预期关税对部分重点标的影响

公司	股票代码	细分赛道	2024 收入 (百万人民币)	海外销售占比 (%)	我们的观点
北方华创	002371 CH	半导体设备	12,335	0%	无海外收入，国产替代核心标的。
贝克微	2149 HK	模拟芯片类	579	0%	无海外收入，细分领域龙头为德州仪器（TXN US，未评级）、亚德诺（ADI US，未评级），均为美国公司，预期下游替代意愿提升。
华虹半导体	1347 HK	晶圆代工	14,388	18%	北美收入占比较小（9%），国产替代核心标的。随着半导体本地化的趋势加强、回流的订单增加，本土半导体制造有望获益。
闻泰科技	600745 CH	功率半导体	61,213 ¹	55% ² (半导体业务)	美洲地区收入贡献 9.5%（1H24），风险敞口有限。下游替代意愿有望提升。
卓胜微	300782 CH	射频前端	4,487	62% (含境外)	下游客户为安卓主流厂商（非美业务）。细分领域龙头为思佳讯（SWKS US，未评级）、Qorvo（QRVO US，未评级），均为美国公司，预期下游替代意愿提升。公司已加速布局芯卓产线推进供应链自主化趋势，部分国际头部企业在中国市场的竞争优势已有所下降。
韦尔股份	603501 CH	图像传感器	21,021 ¹	87% (含境外)	美国地区收入敞口很小。同时，公司有小部分模拟芯片收入（5%）。下游替代意愿有望提升。

资料来源：公司资料、彭博、招银国际环球市场

注：1) 2023 年收入，2) 2024 年上半年数据。

图 2: 国内半导体上市公司估值 - 按板块分类

公司名称	股票代码	市值	收盘价	市盈率 (x)		EPS(美元)		股价表现 (%)	
		(百万美元)	(当地货币)	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	4 月 7 日	年初至今
晶圆代工									
中芯国际	981 HK	53,143	37.7	46.0	37.7	0.1	0.1	(16.3)	18.6
华虹半导体	1347 HK	6,918	25.8	38.0	23.8	0.1	0.1	(16.4)	18.9
			平均值	42.0	30.8	0.1	0.1	(16.4)	18.8
半导体设备									
北方华创	002371 CH	31,205	432.8	29.7	23.5	2.0	2.5	(1.6)	10.7
中微半导体	688012 CH	14,946	176.0	43.9	32.3	0.6	0.7	(5.7)	(7.0)
拓荆科技	688072 CH	5,977	154.0	44.6	32.6	0.5	0.7	(5.9)	0.2
华海清科	688120 CH	5,023	156.5	27.3	21.7	0.8	1.0	(7.8)	(4.0)
盛美半导体	688082 CH	5,627	92.6	26.0	20.6	0.5	0.6	(10.5)	(7.4)
芯源微	688037 CH	2,482	88.3	47.8	33.2	0.3	0.4	(7.9)	5.5
华峰测控	688200 CH	2,461	135.0	38.8	30.8	0.5	0.6	(3.4)	29.2
			平均值	36.9	27.8	0.7	0.9	(6.1)	3.9
模拟芯片									
圣邦股份	300661 CH	5,794	91.0	58.7	42.5	0.2	0.3	(0.9)	11.3
思瑞浦	688536 CH	2,092	124.0	76.4	46.8	0.2	0.3	(1.8)	34.1
贝克微	2149 HK	317	39.6	10.7	8.2	0.5	0.7	(12.1)	45.6
			平均值	48.6	32.5	0.3	0.4	(4.9)	30.3
逻辑芯片									

寒武纪	688256 CH	32,212	565.2	1,466.2	348.7	0.1	0.2	(11.4)	(14.1)
功率半导体									
闻泰科技	600745 CH	4,855	28.8	15.4	10.3	0.3	0.4	(10.0)	(25.7)
扬杰科技	300373 CH	3,042	39.5	18.9	15.2	0.3	0.4	(15.0)	(9.1)
东微半导	688261 CH	586	33.2	35.1	20.7	0.1	0.2	(18.9)	(21.0)
			平均值	23.1	15.4	0.2	0.3	(14.6)	(18.6)
传感器									
韦尔股份	603501 CH	19,105	117.2	30.3	24.1	0.5	0.7	(10.0)	12.2
格科微	688728 CH	4,662	12.7	57.2	32.9	0.0	0.1	(14.6)	(5.4)
思特威	688213 CH	4,649	82.1	41.1	26.9	0.3	0.4	(13.4)	5.6
			平均值	42.9	28.0	0.3	0.4	(12.7)	4.1
射频前端									
卓胜微	300782 CH	5,269	71.3	45.0	31.3	0.2	0.3	(11.1)	(20.6)
唯捷创芯	688153 CH	1,690	28	27.6	22.8	0.1	0.2	(15.2)	(16.3)
			平均值	36.3	27.1	0.2	0.3	(13.2)	(18.5)

数据来源：彭博（截至 2025 年 4 月 8 日）、招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。