

DeepSeek 发布后，2025 年美国科技投资八大预测

华泰研究

2025 年 2 月 03 日 | 中国内地

动态点评

核心观点：2025 年关注 Agent AI 落地的产业机会

回顾 2024，纳斯达克涨 29%，S&P500 涨 23%，费城半导体指数涨 19%，科技股跑赢大盘。通过 1 月美国 CES 实地调研和对 DeepSeek-R1 的分析，我们认为 2025 年，全球 AI 进入算力成本下降带动以 Agent AI 为代表的新应用迅速落地的新阶段。对北美科技板块做出以下预测：

#1 科技板块或继续跑赢美股大盘（QQQ > SPY）

复盘过去十年（2015-2024），纳斯达克指数 6 次跑赢 S&P500，其中过去两年，以微软、英伟达、谷歌、Meta 等为代表的七大科技巨头的强劲业绩增长带动纳斯达克指数产生 19%、6%超额收益。展望 2025，我们认为 AI 应用落地是行业主线，科技板块有望继续跑赢美股大盘。

#2 软件有望跑赢硬件（IGV > SOX）

我们认为 2025 年是 AI 发展进入商业化落地的一年。以 Agent AI 为代表的企业软件有望迅速落地，提升企业工作效率，带动软件板块表现好于硬件。

#3 ASIC 公司有望跑赢 GPU 公司（AVGO vs NVDA）

我们认为 DeepSeek 的出现不会改变北美四大 AI 公司通过扩大 GPU 集群规模的方式探索下一代大模型的发展路径，但会大幅降低现有世代模型的训练成本，从而推动推理需求增长，行业进入 2025 年，博通、Marvell、AIChip、联发科等设计的 ASIC 芯片在数据中心内的占比有望稳步提升。

#4 台积电在先进工艺领域继续领先（TSM vs SOX）

2024 年，我们看到台积电在 3nm 等先进工艺上的领先优势日益明显，公司进入量价毛利率齐升的快速增长阶段。我们认为该趋势或在 2025 年持续。

#5 2025 年或为 iPhone 销售小年（APPL vs QQQ）

通过我们在北美的实地调查，我们看到 Apple Intelligence 目前用户活跃度偏低，尚未出现能够刺激 iPhone 销量的迹象。DeepSeek 等低成本方案出现长期利好端侧智能发展，但 2025 年相关效果还很难体现在硬件销售上。

#6 美国有可能建立数字资产战略储备

2024 年，比特币现货 ETF、比特币减半、特朗普当选、联储降息预期等多重催化下，比特币价格全年大幅增长。上任后，特朗普于 1/23 发布行政令，设立了数字资产市场总统工作组，行政令中表示，将评估建立和维护国家数字资产储备的可能性，建议关注后续执行进展。

#7 设备板块或存在反转机会

在 2025 年中国等市场半导体制造端资本开支放缓的拖累下，从 2024 年 7 月开始，以 ASML、AMAT、LAM、KLA、LAM 为代表的全球半导体设备企业的股价显著回调，目前交易在 21.7 倍 2025 年均值 PE。我们认为设备板块格局稳定，市场对 2025 年的担忧已经被充分认知，板块或存在反转机会。

#8 模拟芯片库存调整接近底部，关注下半年周期上行机会（TI、ADI）

受汽车、工控等领域需求放缓和去库存影响，2024 年，TI、ADI、Renesas、STMicro、英飞凌等主要模拟和汽车芯片股价平均下跌 2.3%，目前 25 年平均 PE 22.5x。渠道库存处于正常水平，关注 2025 年下半年周期复苏机会。

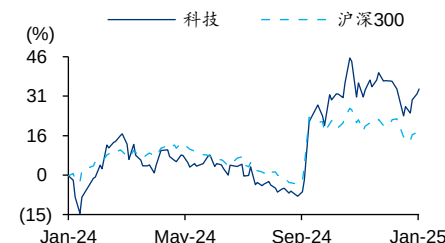
风险提示：中美贸易摩擦升级风险，宏观下行风险，创新品渗透不及预期风险。本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

科技

增持（维持）

研究员	黄乐平，PhD
SAC No. S0570521050001	huangleping@htsc.com
SFC No. AUZ066	+(852) 3658 6000
研究员	陈旭东
SAC No. S0570521070004	chenxudong@htsc.com
SFC No. BPH392	+(86) 21 2897 2228
联系人	于可熠
SAC No. S0570122120079	yukeyi@htsc.com
SFC No. BVF938	+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究



正文目录

2025 年北美科技板块投资框架和 8 个预测3

DeepSeek 是否会改变 AI 投资范式?5

预测#1：科技板块或继续跑赢美股大盘7

预测#2：软件有望跑赢硬件8

预测#3：ASIC 有望跑赢 GPU9

预测#4：台积电在先进工艺领域有望继续领先 11

预测#5：2025 或为 iPhone 销售的小年13

预测#6：美国有可能建立数字资产战略储备14

预测#7：半导体设备板块或存在反转机会15

预测#8：模拟等底部板块下半年存在周期上行机会16

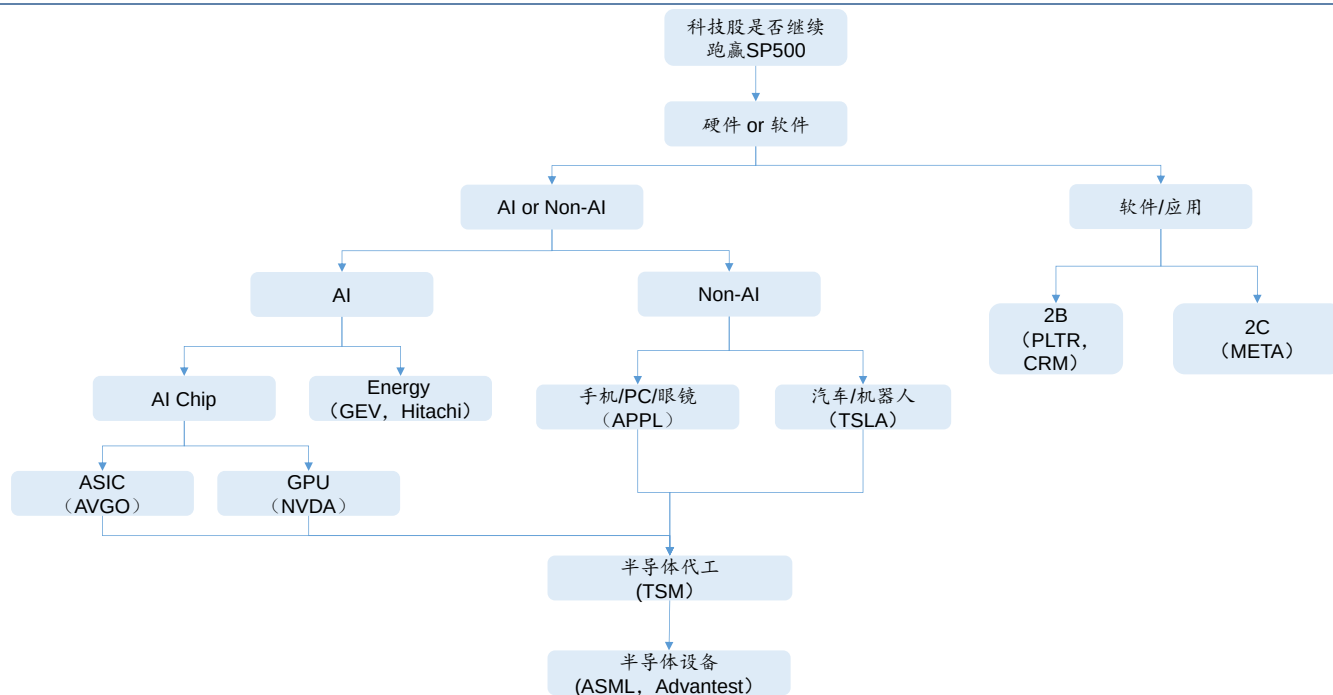
风险提示16

2025 年北美科技板块投资框架和 8 个预测

展望 2025 年，我们提出预测：

- 1) 科技板块有望跑赢美股大盘 (QQQ > SPY)
- 2) 软件有望跑赢硬件 (IGV > SOX)
- 3) ASIC 有望跑赢 GPU (AVGO vs NVDA)
- 4) 台积电在先进工艺领域领先优势或持续 (TSM vs SOX)
- 5) 2025 年或为 iPhone 销售小年
- 6) 美国或把比特币纳入战略储备 (IBIT > GLD)
- 7) 设备板块有望实现反转 (ASML/AMAT/TEL vs SOX)
- 8) 模拟等底部板块，下半年存在周期上行机会 (STM vs SOX)

图表1：2025 年全球科技行业投资框架



资料来源：各公司官网，华泰研究



图表2：主要科技指数及公司估值表

		市值	收盘价	PE		EPS增速	股价变动 (%)				
公司名称		(百万美元)	(当地货币)	2025E	2026E	2025E	1W	30D	90D	180D	YTD
主要指数											
Nasdaq		-	19,311	27.6	23.1	-	-3.6	0.5	7.7	6.2	28.6
S&P500		-	5,882	21.6	19.0	-	-2.6	-2.5	3.0	6.2	23.3
IGV		-	100	-	-	-	-3.8	-4.4	13.5	13.9	23.4
PHLX		-	4,980	28.1	22.8	-	-3.7	1.1	-2.3	-11.9	19.3
IBIT		-	53	-	-	-	-5.7	-3.9	54.9	54.0	na
主要美股科技公司											
AAPL US	Apple	3,785,304	250	34.0	30.3	21%	-3.0	5.5	10.4	13.0	30.1
NVDA US	Nvidia	3,288,762	134	30.3	24.7	50%	-4.2	-2.9	13.0	4.7	171.2
MSFT US	Microsoft	3,133,802	422	32.2	27.9	11%	-4.1	-0.5	1.0	-8.5	12.1
AMZN US	Amazon	2,306,888	219	35.1	28.5	22%	-4.2	5.5	18.7	11.0	44.4
AVGO US	Broadcom	1,086,717	232	36.5	30.4	30%	-3.3	43.0	35.8	34.1	107.7
TSLA US	Tesla	1,296,351	404	120.7	94.9	38%	-12.6	17.0	62.2	63.9	62.5
META US	Meta	1,276,412	586	23.1	20.4	12%	-3.7	1.9	2.2	14.8	65.4
GOOGL US	Google	2,159,975	189	21.1	18.5	12%	-3.5	12.0	14.1	1.9	35.5
AMD US	AMD	196,019	121	23.7	17.1	54%	-4.4	-11.9	-24.4	-26.3	-18.1
Adobe US	Adobe	195,748	445	21.8	19.3	11%	-0.7	-13.8	-12.1	-22.0	-25.5
PLTR US	Palantir	164,923	76	161.1	135.5	23%	-8.2	12.7	101.7	192.6	340.5
CRM US	Salesforce	319,954	334	29.7	26.1	12%	-2.9	1.3	19.6	28.1	27.1
TXN US	Texas instruments	171,050	188	32.3	25.6	14%	-2.6	-6.7	-7.8	-5.7	10.0
ASML NL	ASML	280,826	679	28.6	23.1	24%	-1.4	3.1	-10.4	-31.0	-0.4
6857 JP	Advantest	44,828	9,198	34.4	28.7	37%	2.9	11.6	40.3	35.7	91.7
小计				44.3	36.7	24%	-4.3	6.0	15.0	11.6	62.8

注：预测数据来自 Factset 一致预期，数据截至 2024/12/31

资料来源：Factset，华泰研究

DeepSeek 是否会改变 AI 投资范式？

1/20, DeepSeek 发布 R1 模型及相关应用, 以较低的训练成本达到与现有前沿模型相当的效果, 引发市场对算力投资的担忧。我们认为: 1) DeepSeek 主要创新是通过在预训练阶段加入强化学习, DeepSeek V3 训练成本相当于 Llama3 系列的 7%, 对当前世代 AI 大模型的降本做出了重要贡献, 有望降低现有模型的训练和推理成本; 2) 目前北美四大 AI 公司主要通过扩大 GPU 集群规模的方式探索下一代大模型, DeepSeek 的方式是否在下一代模型研发中有效还有待观察。3) DeepSeek 这次的成功显示, 在 Scaling Law 放缓的大背景下, 中美在大模型技术上的差距有望缩小。

思考#1: DeepSeek R1 对当前世代大模型降本做出重要贡献

据 DeepSeek V3 技术报告, V3 模型的训练总计只需要 278.8 万 GPU 小时, 相当于在 2048 卡的 H800GPU 集群上训练约 2 个月, 合计成本约 557.6 百万美金, 相较而言, Llama 3 系列模型的计算预算则多达 3930 万 H100 GPU 小时, DeepSeek 训练成本约相当于 Llama 3 系列模型的 7%。我们认为: 1) DeepSeek R1 通过在预训练阶段使用强化学习, 在仅有极少标注数据的情况下, 提升了模型推理能力, 能够大幅降低训练成本, 实现和现有大模型(如 o1)相当的效果。如果 Meta 等采用 DeepSeek 的路径, 或降低现有模型的训练成本。

思考#2: DeepSeek 的方法在探索下一代大模型上是否有效尚不可知

根据 Factset 一致预期, 2024 年, 微软、谷歌、亚马逊、Meta、苹果等北美五大科技公司合计资本开支 2253 亿美元, 2025 年有望继续增长 19.6%。其中很大部分投入是用在包括 GPT-5、Llama4 等在内下一代模型的算力投资。目前北美四大 AI 公司主要通过扩大 GPU 集群规模的方式探索下一代大模型。如 1/21 宣布的 The Stargate Project 所显示, 下一代大模型所需的算力可能达到百万卡集群的规模。DeepSeek 的方式是否在下一代模型研发中有效还有待观察。

思考#3: Scaling Law 放缓大背景下, 中美技术差距有望缩小

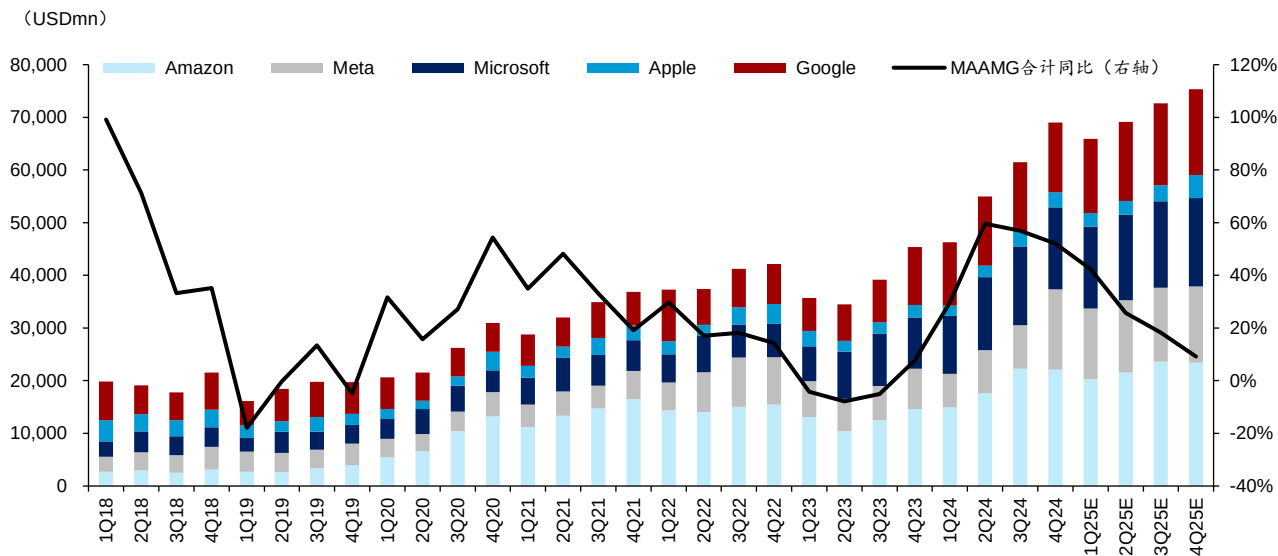
2022 年 11 月, OpenAI 发布 GPT3.5 以来, 中美在大模型技术上的差距出现扩大趋势。进入 2024 年下半年, 随着互联网文本数据的耗尽, 预训练阶段的 Scaling law 面临挑战, 最先进大模型的发展出现放缓趋势。过去两年, 中国涌现了包括智谱、月之暗面、Minimax 等初创企业。这次 DeepSeek R1 受到广泛关注, 显示随着最先进模型发展放缓, 大模型的竞争从探索转向工程创新, 中美技术差距有望缩小。

图表3: 国内外主流 AI 大模型对比

地区	公司	模型	参数量	模态 (输入; 输出)	开源/闭源	发布时间
美国	OpenAI	GPT-o1	300B	文本, 图像; 文本, 图像	闭源	2024 年 12 月
美国	OpenAI	GPT-4o	未公开	文本, 图像, 音频, 视频 (帧); 文本, 图像, 音频	闭源	2024 年 5 月
美国	OpenAI	GPT-4 turbo	未公开	文本, 图像; 文本, 图像	闭源	2023 年 11 月
美国	OpenAI	Sora	未公开	文本, 图像; 图像, 视频	闭源	2024 年 2 月
美国	谷歌	Gemini 1.5	未公开	文本, 图像, 音频, 视频 (帧); 文本, 图像	闭源	2024 年 2 月
美国	谷歌	Gemini	未公开	文本, 图像, 视频; 文本, 图像	闭源	2023 年 12 月
美国	Anthropic	Claude 3	未公开	文本, 图像; 文本	闭源	2024 年 3 月
中国	百度	ERNIE 4.0	未公开	文本, 图像; 文本, 图像, 视频	闭源	2023 年 10 月
中国	商汤	日日新 5.0	600B (MoE)	文本, 图像; 文本, 图像, 视频	闭源	2024 年 4 月
中国	智谱 AI	GLM-4	未公开	文本, 图像; 文本, 图像	闭源	2024 年 1 月
美国	Meta	Llama 3	70B	文本; 文本	开源	2024 年 4 月
美国	微软	Phi-3	3.8B	文本; 文本	开源	2024 年 4 月
中国	阿里巴巴	Qwen 1.5	72B	文本; 文本	开源	2024 年 2 月
中国	零一万物	Yi-VL	34B	文本; 文本	开源	2024 年 1 月
美国	xAI	Grok-1	314B (MoE)	文本; 文本	开源	2023 年 11 月
中国	深度求索	DeepSeek-R1	671B	文本; 文本	开源	2025 年 1 月

资料来源: Stanford ecosystem graphs, 公司官网, 华泰研究

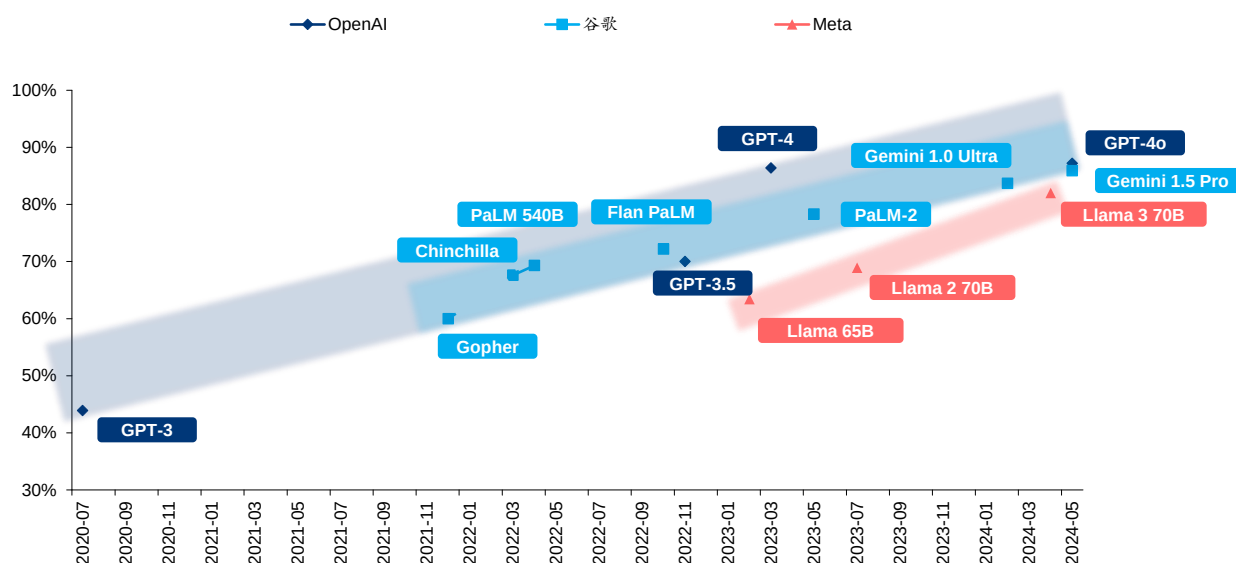
图表4: MAAMG 季度资本开支



注: 预测数据来自 Factset 一致预期

资料来源: Factset, 华泰研究

图表5: 科技巨头目前主要模型的布局



注: MMLU (Multilingual Massively Multilingual Understanding, 大规模多任务语言理解) 是一个包含 57 个多选问答任务的英文评测数据集, 涵盖了初等数学、美国历史、计算机科学、法律等领域, 难度覆盖高中水平到专家水平的人类知识。它是用于评估大模型在跨语言和多领域知识理解方面性能的一个重要基准。

资料来源: 公司官网, 华泰研究



预测#1：科技板块或继续跑赢美股大盘

回顾 2024 年，纳斯达克涨 29%，S&P500 涨 23%，费城半导体指数涨 19%，科技股跑赢大盘。复盘 2015-2024 年，纳斯达克指数在 2015、2017、2019、2020、2023、2024 这 6 年跑赢 S&P500。其中过去两年，以微软、英伟达、谷歌、Meta 等为代表的七大科技巨头的强劲业绩增长带动纳斯达克指数产生 19%/6%超额收益。展望 2025，我们认为 AI 应用落地是行业主线，头部科技公司 2025E EPS 增速一致预期高于 S&P500，科技股有望继续跑赢美股大盘。

图表6：全球主要股指涨跌幅

名称	涨跌幅（%）										10年CAGR
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
全球股指											
Nasdaq	6%	8%	28%	-4%	35%	44%	21%	-33%	43%	29%	15%
S&P500	-1%	10%	19%	-6%	29%	16%	27%	-19%	24%	23%	11%
PHLX	-3%	37%	38%	-8%	60%	51%	41%	-36%	65%	19%	22%
SSE Composite	9%	-12%	7%	-25%	22%	14%	5%	-15%	-4%	13%	0%
Hang Seng	-7%	0%	36%	-14%	9%	-3%	-14%	-15%	-14%	18%	-2%
Japan Nikkei 225	9%	0%	19%	-12%	18%	16%	5%	-9%	28%	19%	9%
India SENSEX	-5%	2%	28%	6%	14%	16%	22%	4%	19%	8%	11%
Taiwan TAIEX	-10%	11%	15%	-9%	23%	23%	24%	-22%	27%	28%	9%

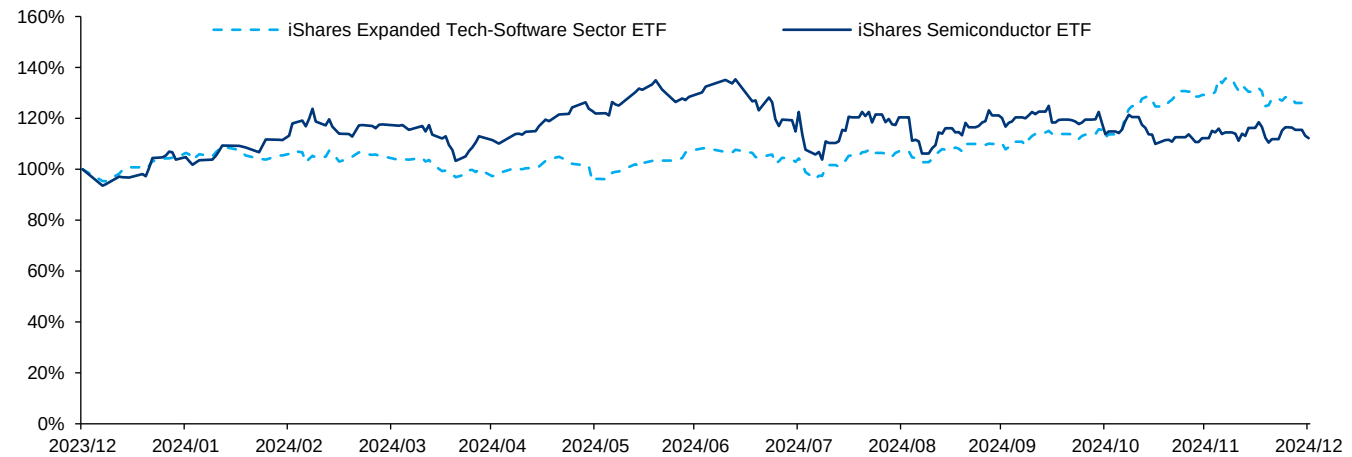
资料来源：Factset，华泰研究

预测#2：软件有望跑赢硬件

回顾 2024 年，美股硬件板块上半年表现较好，下半年开始硬件股价有所回落。从 2024 年三季度开始，美国企业的软件开支出现复苏迹象，生成式 AI 展现出贡献收入增长，驱动利润率改善的效果。全年来看，美股软件板块涨幅超过硬件板块。

展望 2025 年，软件方面，随着选举结束和利率降低，宏观环境相较 2024 年转好，公司软件件领域投资意愿边际提升。我们看好 AI 持续改善软件厂商利润率。但与此同时，建议关注 AI 驱动 SaaS 企业竞争格局的变化。

图表7： 美股软/硬件板块 2024 年股价涨跌幅



注：数据起始点为 2023/12/29，截至 2024/12/31
资料来源：Factset，华泰研究

图表8： IGV 主要成分股估值和股价表现

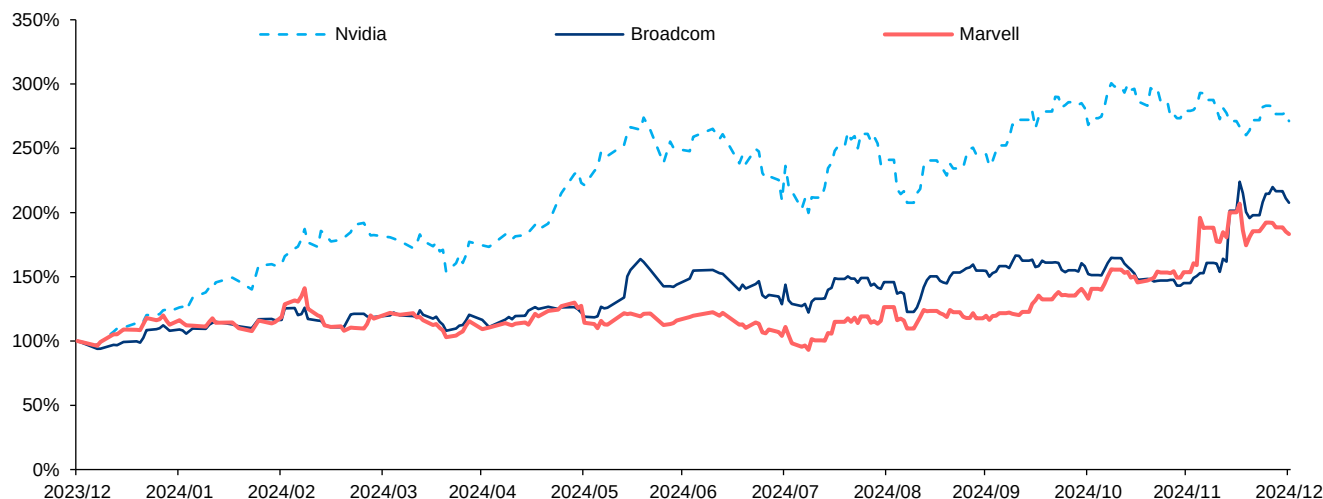
软件	公司名称	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	PE		PB		PS		EPS增速	股价变动 (%)				
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E		1W	30D	90D	180D	1Y
MSFT US	Microsoft	3,133,802	422	32.2	27.9	9.0	7.0	11.2	9.8	11%	-4.1	-0.5	1.0	-8.5	12.1
CRM US	Salesforce	319,954	334	29.7	26.1	4.8	4.4	7.7	7.1	12%	-2.9	1.3	19.6	28.1	27.1
ORCL US	Oracle	466,085	167	23.7	20.3	14.4	8.5	7.2	6.3	15%	-2.8	-9.8	-0.6	15.4	58.1
NOW US	ServiceNow	218,385	1,060	63.9	52.4	16.7	12.8	16.5	13.7	19%	-4.1	1.0	20.4	34.9	50.1
ADBE US	Adobe	195,748	445	21.8	19.3	13.1	11.2	8.3	7.6	11%	-0.7	-13.8	-12.1	-22.0	-25.5
INTU US	Intuit	175,928	629	32.6	28.5	8.7	7.1	9.6	8.6	14%	-2.6	-2.1	3.5	-4.8	0.6
PLTR US	Palantir	164,923	76	161.1	135.5	28.9	24.2	49.2	40.7	23%	-8.2	12.7	101.7	192.6	340.5
PANW US	Palo Alto Networks	119,402	182	57.9	50.9	16.7	12.8	13.1	11.3	11%	-4.0	-6.2	9.6	6.7	23.4
CRWD US	CrowdStrike	80,015	342	78.5	61.5	20.4	14.7	17.7	14.5	16%	-6.5	-1.1	22.1	-11.6	34.0
CDNS US	Cadence	82,405	300	43.9	38.4	13.8	11.2	15.7	14.1	16%	-2.6	-2.1	12.5	-4.8	10.3
SNPS US	Synopsys	75,026	485	32.5	28.1	6.8	5.7	11.1	9.8	13%	-3.0	-13.1	-2.3	-20.0	-5.7
APP US	Applovin	96,718	324	54.5	40.1	36.9	20.3	19.3	16.0	47%	-5.3	-3.8	146.5	272.4	712.6
MSTR US	Microstrategy	65,494	290	na	na	na	na	148.2	135.8	-68%	-19.1	-25.3	75.9	122.4	358.5
ADSK US	Autodesk	63,548	296	32.0	27.9	16.5	11.7	9.2	8.3	11%	-1.9	1.3	9.4	20.0	21.4
FTNT US	Fortinet	72,414	94	39.0	34.4	25.0	15.5	10.9	9.7	8%	-3.4	-0.6	21.8	55.6	61.4
ROP US	Roper Technologies	55,743	520	26.0	24.0	2.8	2.6	7.3	6.8	9%	-1.6	-8.2	-5.7	-7.2	-4.6
WDAY US	Workday	55,218	258	30.7	25.4	6.2	5.0	7.2	6.4	17%	-4.1	3.2	8.8	14.4	-6.5
FICO US	Fair Isaac	48,475	1,991	67.2	54.3	na	na	24.2	21.0	25%	-5.4	-16.2	2.7	30.1	71.0
DDOG US	Datadog	44,755	143	70.7	58.2	13.5	10.2	15.0	12.2	14%	-3.7	-6.5	22.9	8.7	17.7
TEAM US	Atlassian	39,295	243	74.9	60.0	37.1	22.5	12.5	10.4	11%	-5.5	-7.7	51.9	33.5	2.3
小计				51.2	42.8	16.2	11.5	21.1	18.5	12%	-4.0	-2.1	10.3	11.6	43.7

注：预测数据来自 Factset 一致预期，数据截至 2024/12/31
资料来源：Factset，华泰研究

预测#3: ASIC 有望跑赢 GPU

回顾 2024 年,上半年英伟达股价持续上行,下半年经历震荡,市场担忧训练阶段 Scaling law 放缓。而 ASIC 相关公司股价下半年呈现上升趋势,从训练转向推理阶段演进过程中,ASIC 芯片在推理应用中具有显著的性能和功耗优势。博通 CEO 认为未来 50%的 AI Flops 将来自 ASIC,而大规模云计算公司内部自用可能会 100%采用 ASIC,博通、Marvell 股价在四季度大幅上涨。

图表9: Nvidia、Broadcom、Marvell 2024 年涨跌幅



注:数据起始点为 2023/12/29,截至 2024/12/31

资料来源:Factset, 华泰研究

图表10: AI 芯片公司估值表及涨跌幅

	公司名称	市值 (百万美元)	收盘价 当地货币	PE		EPS增速 2025E	股价变动 (%)				
				2025E	2026E		1W	30D	90D	180D	1Y
NVDA US	Nvidia	3,288,762	134	30.3	24.7	50%	-4.2	-2.9	13.0	4.7	171.2
AVGO US	Broadcom	1,086,717	232	36.5	30.4	30%	-3.3	43.0	35.8	34.1	107.7
MRVL US	Marvell	95,572	110	40.0	30.7	78%	-4.7	19.2	53.3	53.0	83.1
2454 TW	MediaTek	69,130	1,415	19.7	16.3	9%	0.7	12.7	16.9	2.9	39.4
6526 JP	Socionext	2,888	2,531	19.8	15.4	-2%	-3.8	4.8	-9.2	-34.5	-1.2
3661 TW	Alchip	7,993	3,280	37.2	24.1	12%	1.2	48.1	70.4	25.4	0.2
小计				30.6	23.6	45%	-3.9	8.9	19.4	12.7	151.8

注:预测数据来自 Factset 一致预期,数据截至 2024/12/31

资料来源:Factset, 华泰研究

图表11: AI 芯片公司相关收入预测

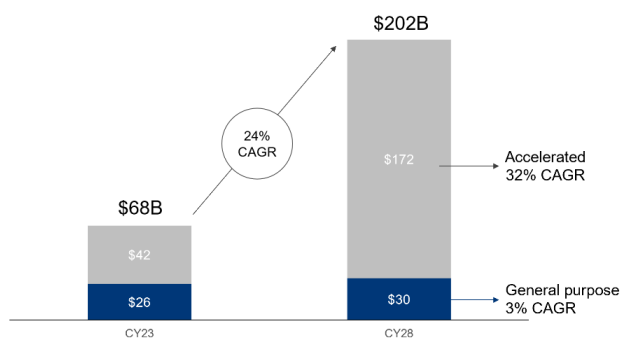
(USDmn)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nvidia data center收入	10,276	14,636	44,741	107,699	171,925	211,160
同比增速		206%	141%	60%	23%	12%
AMD data center收入		6,043	6,496	12,871	18,784	24,878
同比增速			7%	98%	46%	32%
Broadcom semiconductor solutions收入	21,291	26,213	28,488	30,960	36,460	44,540
同比增速			9%	9%	18%	22%
Marvell data center收入			2,233	3,990	6,055	7,355
同比增速				79%	52%	21%
合计			144,916	219,747	272,459	312,486
				52%	24%	15%

注: 预测数据来自 Factset 一致预期

资料来源: Factset, 华泰研究

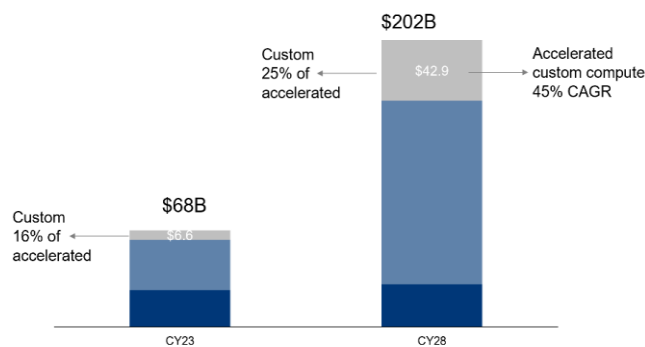
展望 2025 年, 我们看好 ASIC 市场扩容。英伟达凭借高性能的 GPU 产品和高粘性的 CUDA 生态在 AI 算力芯片市场占据主要份额。但伴随大型云服务商对 AI 计算需求日益增多, 将更加追求 AI 加速芯片的成本效益, 微软、谷歌、Meta、亚马逊等越来越多云服务商纷纷加速布局 ASIC 定制化加速卡。据 Marvell, 数据中心定制加速计算芯片市场规模有望从 2023 年 66 亿美元增长至 2028 年 429 亿美元, 2024-2028 年 CAGR=45%。

图表12: 数据中心计算芯片市场规模



资料来源: Marvell AI DAY, 华泰研究

图表13: 数据中心 ASIC 加速芯片市场规模

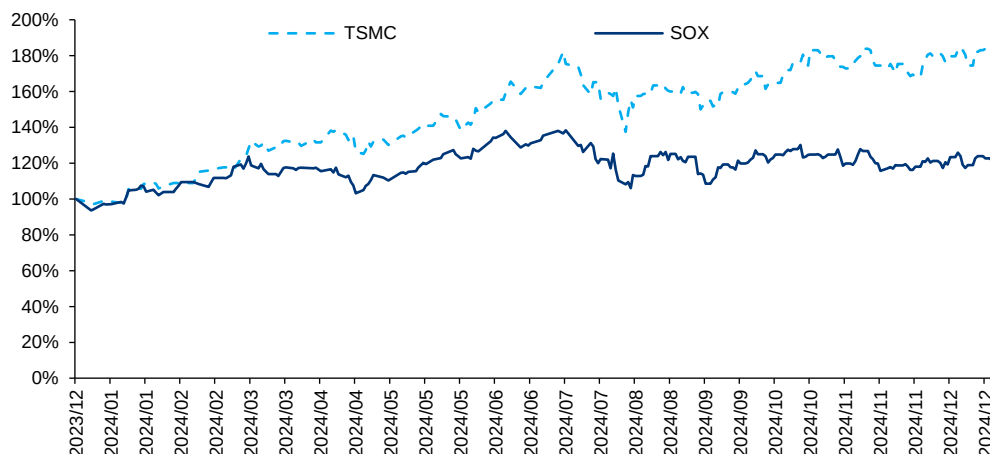


资料来源: Marvell AI DAY, 华泰研究

预测#4：台积电在先进工艺领域有望继续领先

2024 年，我们观察到三星、英特尔逐渐在先进工艺上掉队，台积电在先进工艺上一家独大。英特尔 2024 年 8 月开始了 1.5 万规模的裁员，12/2 CEO 帕特·基辛格退休，三星 2024 年 11 月也宣布裁员。根据 Trend Force，2024Q3 台积电市场占有率为 64.9%，而三星从第二季度的 11.5% 降到 9.3%，差距进一步扩大。2024 年年初至 2024 年 12 月 31 日，台积电/三星/英特尔股价涨跌幅分别为 81%、-32%、-60%。

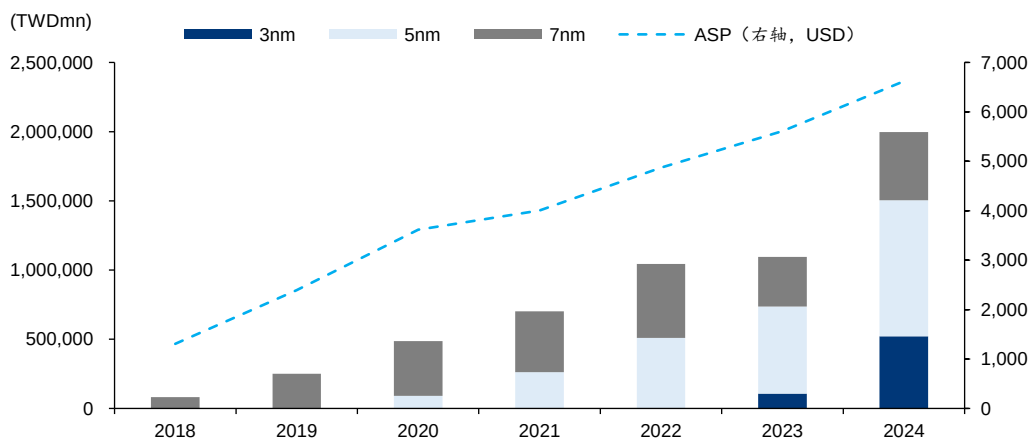
图表14：TSMC vs SOX



注：数据起始点为 2023/12/29，截至 2024/12/31

资料来源：Factset，华泰研究

图表15：TSMC 先进制程收入及 ASP



资料来源：Factset，Bloomberg，华泰研究

图表16：全球主要半导体企业资本开支预测

代码	(百万美元)	2021 A	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2025E yoy
晶圆代工							
2330 TT	台积电	30,411	36,549	29,125	30,700	41,300	35%
981 HK	中芯国际	4,331	6,251	7,631	7,466	5,000	-33%
2303 TT	联电	1,704	2,782	3,018	2,115	1,872	-11%
GFS US	格罗方德	1,766	3,059	1,804	685	723	6%
5347 TT	世界先进	478	660	221	167	248	49%
1347 HK	华虹半导体	938	999	903	2,500	2,100	-16%
	合计	42,648	53,935	47,192	46,801	54,481	16%
IDM							
INTC US	英特尔	20,329	25,050	25,750	24,217	21,258	-12%
TXN US	德州仪器	2,462	2,797	5,071	4,922	4,842	-2%
ADI US	ADI	348	699	1,261	577	591	2%
STM	意法半导体	2,274	3,999	4,536	2,577	2,194	-15%
IFX GF	英飞凌	1,789	2,497	3,193	2,541	2,728	7%
ON UW	安森美	492	1,036	1,539	704	478	-32%
NXPI US	恩智浦	932	1,227	1,006	812	822	1%
	合计	9,116	13,473	18,416	14,940	12,559	-16%
存储							
005930 KS	三星	43,513	41,117	46,326	37,215	37,390	0%
000660 KS	海力士	11,754	15,284	6,719	10,946	13,456	23%
MU US	美光	10,030	12,067	7,676	13,588	14,543	7%
WDC US	西部数据	1,146	1,122	821	759	899	18%
	合计	66,443	69,590	61,542	62,509	66,287	6%
封测							
AMKR US	安靠	780	908	749	750	892	19%
3711 TT	日月光	2,662	2,481	1,761	2,374	2,156	-9%
600584 CH	长电科技	676	583	442	799	858	7%
002156 CH	通富微电	993	1,058	723	343	703	105%
002185 CH	华天科技	858	799	524	284	346	22%
	合计	7,361	7,076	5,189	5,494	5,873	7%
	总计	125,568	144,074	132,339	129,743	139,200	7%
	中国本土制造公司	10,822	13,119	14,070	13,738	11,400	-17%

注：台积电、中芯国际、华虹半导体、长电科技、通富微电预测数据来自华泰研究预测，其他公司预测数据来自 Factset 一致预期；数据截至 2025/1/22，人民币美元汇率按 7.25 计算

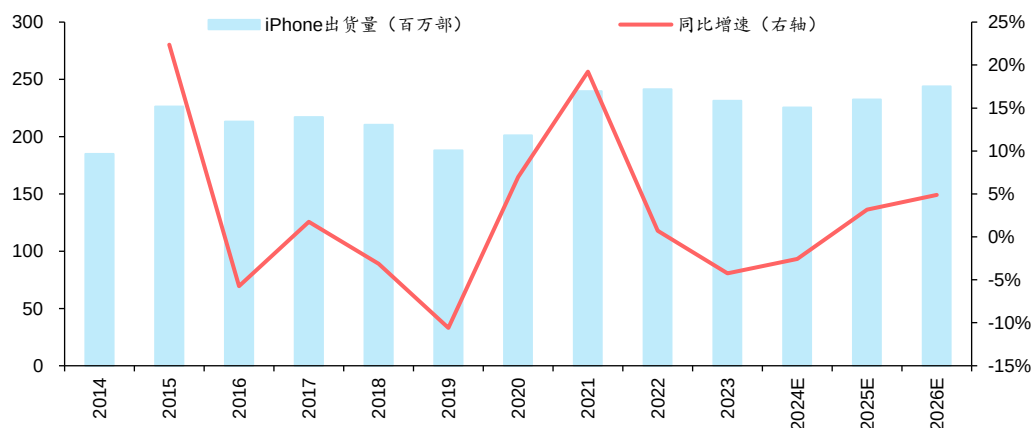
资料来源：Factset，华泰研究

预测#5：2025 或为 iPhone 销售的小年

据 Canalsys，2024 年中国大陆智能手机出货量同比温和增长 4%，iPhone 中国大陆出货量同比减少 17%，份额从 2023 年的 19% 降至 15%。回顾 2024 年，苹果在中国大陆通过季节性促销、旧换新计划、扩大免息分期覆盖等策略提升在中国市场竞争力，但仍面临本土厂商的竞争压力。AI 方面，据 CNET，Sell Cell 调查表明，73% 的 iPhone 用户和 87% 的三星用户表示，新的 AI 功能对他们的手机体验价值有限。

据 Factset 一致预期，iPhone 2025 年出货量有望同比+3.8%至 55mn。我们认为，iPhone16 SE 机型和 iPhone17 Air 机型的发布对 iPhone 出货量有一定支撑作用，但受制于数据监管和合作伙伴等因素，AI 功能在中国等国家和地区落地仍需要时间，且 Apple Intelligence 仍缺少杀手级应用，2025 年苹果销量增速能否超市场预期仍需观察。

图表17：iPhone 年度出货量预测



注：预测数据来自 Factset 一致预期

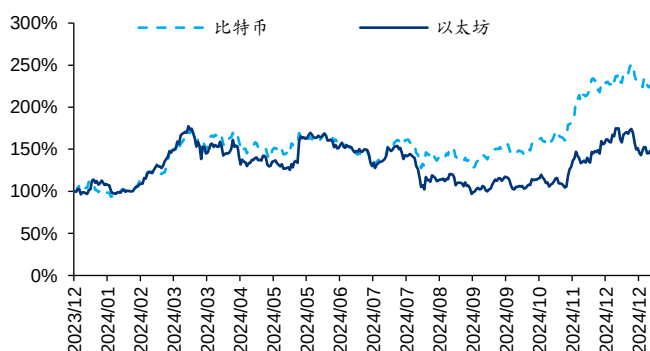
资料来源：Factset，华泰研究

预测#6: 美国有可能建立数字资产战略储备

回顾 2024 年，比特币现货 ETF 上市、比特币减半事件、特朗普当选总统、联储降息预期等多重催化下，比特币价格全年大幅增长。1 月，美国 11 支比特币 ETF 上市，带动资金流入，且 Coinbase 作为 11 家发行方中 8 家的托管人，托管业务受益；4 月，比特币完成第四次减半，减半完成前在预期的催化下，市场情绪热烈；年底，特朗普表现出亲加密货币立场，并成功当选。与此同时，美联储持续降息，市场流动性较 2022-2023 年有所改善。

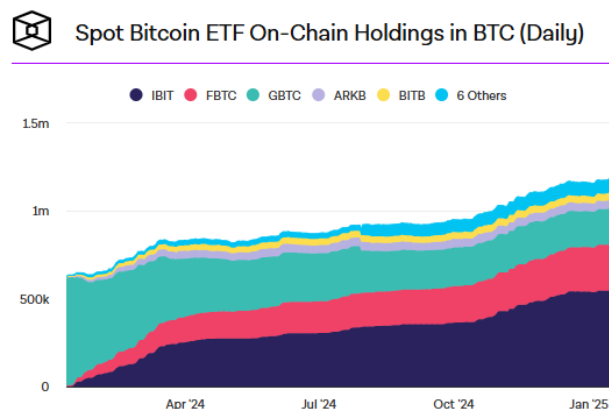
展望 2025 年，特朗普正式上台后的政策框架是市场关注重点。特朗普在竞选期间对加密货币做出了诸多政策承诺，他表示要将美国打造成“全球加密货币之都”和“比特币超级大国”。上任后，特朗普于 1/23 发布行政令，设立了数字资产市场总统工作组，行政令中表示，将评估建立和维护国家数字资产储备的可能性。此外，特朗普曾承诺上任后将解除对加密货币不友好的美国证券交易委员会（SEC）主席 Gary Gensler 的职务，目前 Gary Gensler 已于 1/20 离职。

图表18: 比特币、以太坊涨跌幅



资料来源: CoinGecko, 华泰研究

图表19: 比特币 ETF 持币数量



资料来源: The block, 华泰研究

图表20: Trump 加密货币竞选承诺

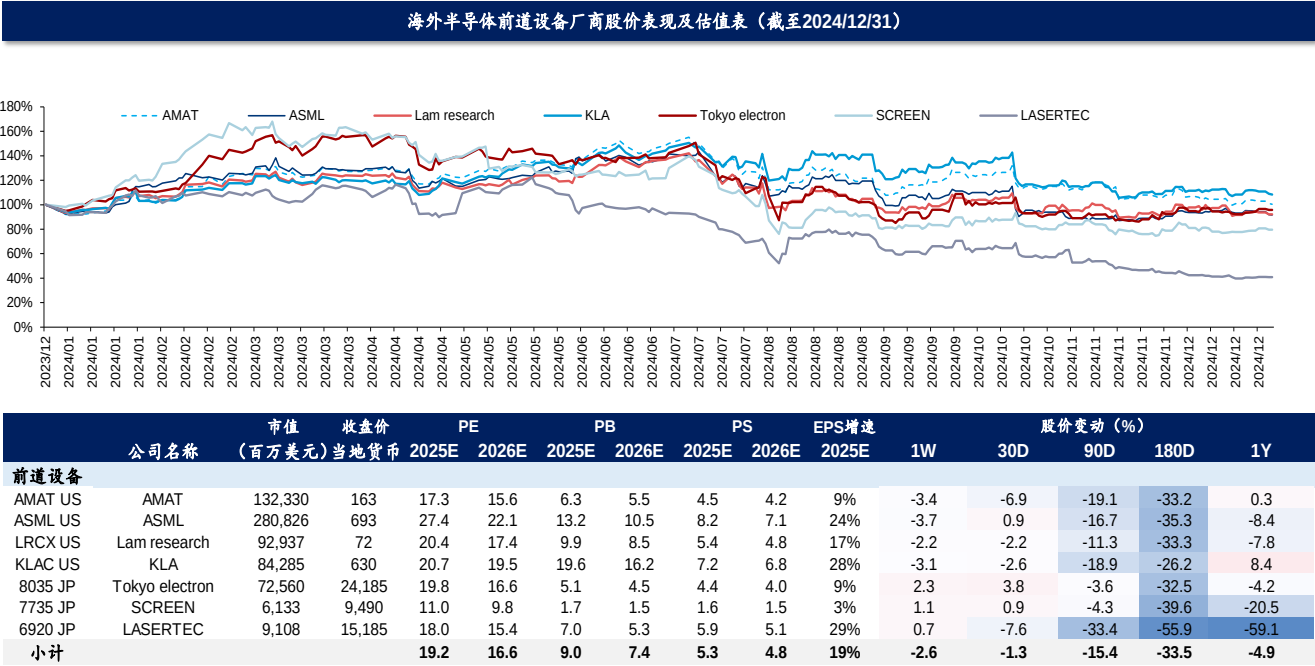
- 1 让美国成为世界加密货币之都
- 2 解雇SEC主席Gary Gensler
- 3 建立战略比特币储备
- 4 阻止美国出售其持有的比特币
- 5 阻止美国政府进一步发展 CBDC
- 6 提出全面的加密货币政策框架
- 7 在上任后一小时内停止对加密货币的敌对行为
- 8 结束美国政府对加密行业的施压
- 9 建议使用加密货币解决美国债务问题

资料来源: Coindesk, 华泰研究

预测#7：半导体设备板块或存在反转机会

回顾 2024 年，东京电子、Lasertec 等前道设备公司受英特尔、三星下调资本开支，以及中国设备投资转弱等影响，股价表现偏弱。展望 2025 年，我们认为管制政策升级、中国市场占比下滑、以及三星/英特尔的利空已经被市场充分认知，市场关注 2025 年日本潜在管制政策更新。估值方面，前道设备估值已大幅回调，截至 2025/1/20，ASML、AMAT、TEL 等全球主要前道设备公司 2025E PE 一致预期均值为 21.7x。建议关注板块反转机会。

图表21： 半导体前道设备股价及估值表

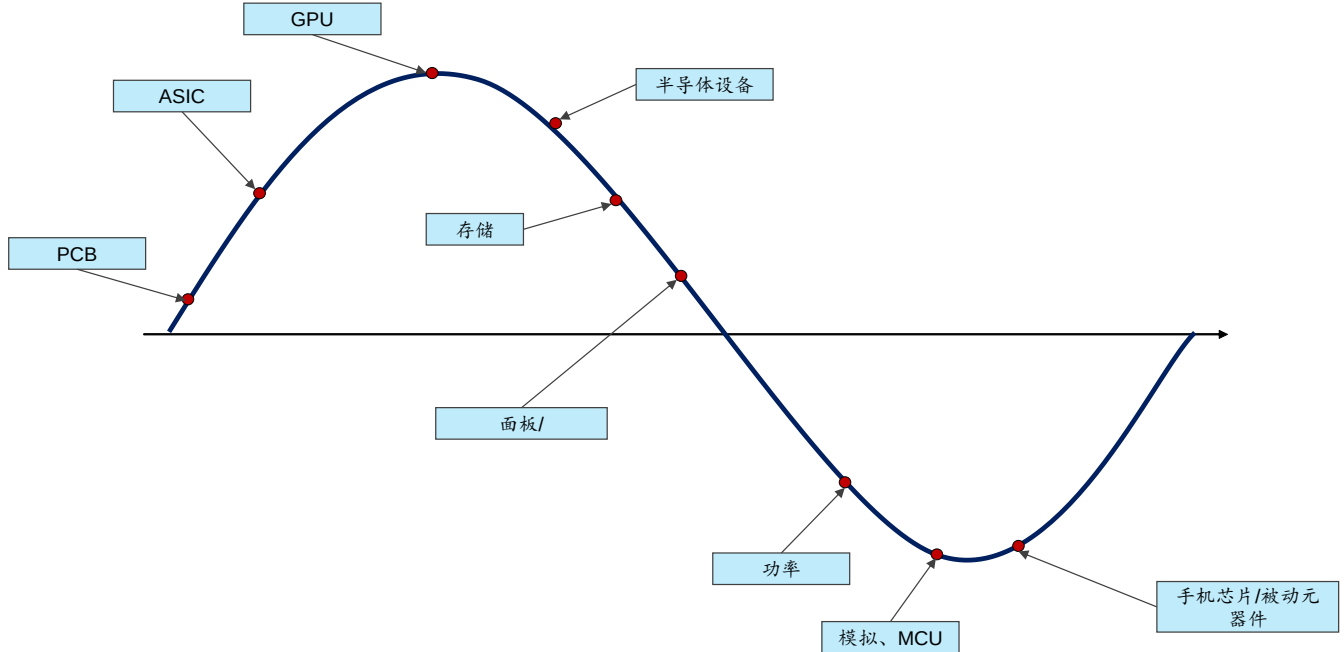


注：数据截至 2024/12/31
资料来源：Factset，华泰研究

预测#8：模拟等底部板块下半年存在周期上行机会

2024 年，市场对 AI 的关注度较高，同时，汽车、工控等领域处于竞争加剧及库存去化进程中。2024 年下半年，英伟达等 AI 相关公司的涨势已经有所放缓，展望 2025 年，市场担心 AI 资本开支增速或逐步放缓。与此同时，非 AI 公司的估值相比 AI 相关公司存在一定差距，建议关注非 AI 领域困境反转的机会。展望 2025 年，模拟经过两年左右的库存调整，渠道库存处于正常水平，板块已经进入磨底阶段，关注下半年周期复苏的机会。

图表22：半导体景气度一览



资料来源：华泰研究

图表23：模拟公司估值表

	公司名称	市值 (百万美元)	收盘价 当地货币	PE		EPS增速 2025E	股价变动 (%)				
				2025E	2026E		1W	30D	90D	180D	1Y
ON US	On semiconductor	26,847	63	14.7	11.5	7%	-7.1	-11.3	-11.8	-13.2	-24.5
TXN US	Texas instruments	171,050	188	32.3	25.6	14%	-2.6	-6.7	-7.8	-5.7	10.0
ADI US	Analog Devices	105,443	212	29.9	24.0	11%	-2.6	-2.6	-6.7	-7.6	7.0
6723 JP	Renesas	24,353	2,047	11.8	10.0	4%	1.6	4.2	-2.2	-37.6	-19.7
IFX DE	Infineon	42,566	31	21.0	14.9	-20%	-0.4	1.9	2.5	-10.2	-16.9
NXPI US	NXP	52,826	208	16.0	13.5	0%	-3.5	-9.4	-11.7	-23.7	-9.5
MCHP US	Microchip	30,798	57	23.7	15.8	51%	-2.1	-15.9	-26.7	-38.7	-36.4
小计				21.3	16.5	10%	-2.5	-5.6	-8.3	-13.1	-2.3

注：预测数字来自 Factset 一致预期，数据截至 2024/12/31

资料来源：Factset，华泰研究

风险提示

- 1) 中美贸易摩擦升级，影响产品供需与公司海外布局风险；
- 2) 宏观经济下行风险；
- 3) 创新品渗透不及预期，导致公司增长不及预期风险。
- 4) 本研报中涉及到未上市公司或未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表本研究团队对该公司、该股票的推荐或覆盖。

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司