

# 消费电子中长期仍面临较大不确定性，半导体看好自主可控+ 代工回流方向 ——关税对港股电子影响分析

付天姿 CFA, FRM，光大证券研究所所长助理，海外组组长

王贇 光大海外TMT分析师

黄铮 光大海外TMT分析师

联系人：董馨悦 光大海外TMT研究员

联系人：沈昱恒 光大海外TMT研究员

2025年4月26日

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

-  消费电子对等关税豁免短期缓解智能手机供应链、终端品牌公司压力，中长期仍面临较大不确定性：
  - 美国商务部长明确表示，消费电子对等关税豁免措施仅是过渡性安排，后续将推出专项关税，预计具体政策将在未来1-2个月内出台，带来不确定性。
  - 消费电子专项关税落地前，产业备货需求旺盛。下半年进入库存消化阶段，警惕智能手机、PC出货量表现转弱风险。
  - 智能手机供应链、终端品牌公司转嫁稀释关税成本的方式主要包括：1) 加快产能从中国大陆向东南亚等关税优惠国家或地区迁移；2) 提高价格。相关公司在产能被迫迁移的早期阶段或将面临当地劳动力素质参差不齐、营商政策等风险，带来额外成本；提高价格则将增加消费者支出，影响终端销量。
-  苹果的业务模式具有显著的“离岸制造-全球销售”特征，成为美国进口关税政策冲击的典型载体。我们假设3种不同情境推演关税对苹果的营收及盈利冲击，悲观情境下：1) 对苹果硬件营收影响程度8%左右；2) 对硬件毛利率影响程度16pct以内，考虑软件服务业务韧性更强，综合对于毛利率影响程度更低。此外，我们认为苹果仍有3种方式减少关税带来的影响：1) 加大印度等低关税地区排产，若印度的产量达到7000-8000万部，则对应30+%iPhone产能；2) 通过“取消 iPhone 的低配存储型号”，将需求导向更高利润的 iPhone 机型减轻关税冲击；3) 利用分期付款计划，以及更高的运营商补贴或以旧换新价值，减轻消费者对于iPhone涨价的直观感受。
-  英伟达AI服务器产业链方面，鉴于英伟达AI成品服务器及基板组件由墨西哥出口至美国因符合USMCA“原产地规则”可实现关税豁免，产业链公司受关税影响可控。
-  考虑到美国推动制造业回流，半导体关税可能更长期、更难以谈判，中国应加快科技自主可控。中国对半导体产品原产地认证明确为“流片地”，将直接导致美国制造的芯片在中国市场上因关税而价格提升、竞争力下降，将扰动美国芯片制造回流战略。推荐1) 华虹半导体：中国关税反制利好成熟制程订单增长，国产芯片订单增长+美系IDM转单，公司基本面增强；2) 中芯国际：高端制程供给能力持续提升，关税摩擦加速自主可控和晶圆制造回流进程；3) 上海复旦：美国关税无影响，业绩触底回升，FPGA快速迭代并积极验证，贸易摩擦或加速MCU、FPGA等国产替代进程。
-  风险提示：中美贸易摩擦进一步加剧风险；消费电子行业景气度不及预期；原材料成本提高的风险

请务必参阅正文之后的重要声明

# 消费电子对等关税豁免，消费电子、半导体专项关税预计未来1-2月内出台

- 1) 消费电子对等关税的豁免，豁免范围：美国海关与边境保护局（CBP）于2025年4月11日宣布，对智能手机、笔记本电脑、芯片及半导体制造设备等20类电子产品豁免所谓的“对等关税”。生效时间：豁免措施适用于2025年4月5日以后进入美国的产品。已支付关税处理：已经支付的“对等关税”可以申请退款。
- 2) 半导体关税将在1~2个月内出台。4月12日美国商务部长表示电子产品及零部件仅为临时豁免，以防半导体行业的额外关税累计在美国全球范围内的关税上，即电子产品的征税从对等关税的关税制度转移到国家安全关税制度。美国政府根据1962年《贸易扩张法》第232条对半导体展开调查，若对美国国家安全构成威胁，则会加征关税或进口管制，具体半导体关税会在一两个月后出台。我们认为，考虑到美国推动制造业回流，半导体关税可能更长期、更难以谈判，中国应加快科技自主可控。
- 3) 中国对半导体产品原产地证明确为“流片地”：中国半导体行业协会于2025年4月11日发布《关于半导体产品“原产地”认定规则的通知》，明确集成电路的原产地以“晶圆流片地”为准，而非封装或测试地。这一规则将直接导致美国制造的芯片在中国市场上因关税而价格提升、竞争力下降，将扰动美国芯片制造回流战略。
- 4) 消费电子、半导体关税计算公式：原产地为中国大陆的智能机**对美出口综合税率=原有税率+针对中国的芬太尼（援引IEEPA）税率+S232条款税率**。S232条款基于《贸易扩张法》第232条款，能展开调查并施以额外关税，具体税率预计将在未来1-2月内出台。

表1：美国对不同国家进口消费电子产品的税率（单位：%）

| 产品领域   | 具体产品       | 美国海关HTS编码  | 对全球的基础税率 |        |            | 中国     |       |           |             | 越南        |        | 印度        |        | 中国台湾      |        | 墨西哥   |                |               |
|--------|------------|------------|----------|--------|------------|--------|-------|-----------|-------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-------|----------------|---------------|
|        |            |            | 基础税率     | S232条款 | 初始对等关税4/5起 | S301条款 | IEEPA | 对等关税4/10起 | 综合税率        | 对等关税4/10起 | 综合税率   | 对等关税4/10起 | 综合税率   | 对等关税4/10起 | 综合税率   | IEEPA | 综合税率(不符合USMCA) | 综合税率(符合USMCA) |
|        |            |            | A        | B      | C          | D      | E1    | F1        | D+E1+F1+A+B | F2        | F2+A+B | F3        | F3+A+B | F4        | F4+A+B | E2    | E2+A+B         | A+B           |
| 消费电子   | 智能手机       | 8517130000 | 0        | 0      | 10         | 0      | 20    | 0         | 20          | 0         | 0      | 0         | 0      | 0         | 0      | 25    | 25             | 0             |
|        | 智能手表       | 8517620090 | 0        | 0      | 10         | 7.5    | 20    | 0         | 27.5        | 0         | 0      | 0         | 0      | 0         | 0      | 25    | 25             | 0             |
|        | 无线耳机       | 8518908100 | 0        | 0      | 10         | 25     | 20    | 125       | 170         | 10        | 10     | 10        | 10     | 10        | 10     | 25    | 25             | 0             |
| 电脑终端产品 | 平板电脑/笔记本电脑 | 8471300100 | 0        | 0      | 10         | 0      | 20    | 0         | 20          | 0         | 0      | 0         | 0      | 0         | 0      | 25    | 25             | 0             |
|        | 微型电脑一体机    | 8471490000 | 0        | 0      | 10         | 7.5    | 20    | 0         | 27.5        | 0         | 0      | 0         | 0      | 0         | 0      | 25    | 25             | 0             |
|        | 微型电脑主机     | 8471500150 | 0        | 0      | 10         | 25     | 20    | 0         | 45          | 0         | 0      | 0         | 0      | 0         | 0      | 25    | 25             | 0             |

资料来源：鸿海科技集团，微信公众号“泛半导体之家”，光大证券研究所  
请务必参阅正文之后的重要声明

# 安卓手机产业链对美敞口主要来自三星和联想，PC整机品牌均受影响

安卓手机产业链下游客户中具备一定对美敞口的主要来自三星和联想（含摩托罗拉，下同），2024年美国地区出货量占比分别为12.7%、21.7%。1) 零部件端：国内零部件厂商来自三星、联想的收入占比普遍不高，受三星、联想对美销售的间接影响较小。2) 组装端：根据Counterpoint，2024年上半年三星、联想（摩托罗拉）手机ODM机型占比分别为22%、90%。

全球排名前六大PC厂商（笔记本电脑+平板+台式机）中，2024年美国地区出货量占比由高到低依次为戴尔（41.1%）、苹果（40.4%）、惠普（33.0%）、华硕（23.5%）、联想（17.5%）、宏碁（16.2%）。对美出口关税影响所有PC整机品牌，PC整机品牌利润率较低，通过：1) 东南亚、美国、墨西哥等地产能布局；2) 产品组合高端化，提升价格，稀释关税成本。

表2：2024年手机出货量

| 品牌   | 2024年全球出货量<br>(百万台) | YoY    | 2024年美国出货量<br>(百万台) | YoY    | 占全球比例 |
|------|---------------------|--------|---------------------|--------|-------|
| 三星   | 223.5               | -2.1%  | 28.4                | -2.9%  | 12.7% |
| 小米   | 168.4               | 15.4%  | 0.0                 | N/A    | 0.0%  |
| Oppo | 104.8               | 1.4%   | 0.3                 | -66.4% | 0.3%  |
| vivo | 101.2               | 15.1%  | 0.0                 | N/A    | 0.0%  |
| 华为   | 50.2                | 44.3%  | 0.0                 | N/A    | 0.0%  |
| 荣耀   | 64.6                | 5.2%   | 0.0                 | N/A    | 0.0%  |
| 联想   | 57.6                | 22.9%  | 12.5                | 19.0%  | 21.7% |
| 苹果   | 232.5               | -0.76% | 66.14               | -2.34% | 28.4% |

表3：2024年全球PC出货量

| 品牌 | 2024年全球出货量<br>(百万台) | YoY   | 2024年美国出货量<br>(百万台) | YoY   | 占全球比例 |
|----|---------------------|-------|---------------------|-------|-------|
| 联想 | 72.4                | 5.9%  | 12.7                | 13.5% | 17.5% |
| 惠普 | 53.0                | 0.1%  | 17.5                | 0.5%  | 33.0% |
| 戴尔 | 39.4                | -2.1% | 16.2                | -2.5% | 41.1% |
| 华硕 | 18.2                | 7.1%  | 4.3                 | 15.2% | 23.5% |
| 宏碁 | 17.8                | 12.3% | 2.9                 | 32.5% | 16.2% |
| 苹果 | 73.6                | 4.5%  | 29.7                | 7.1%  | 40.4% |

资料来源：IDC，光大证券研究所

资料来源：IDC，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

# 25Q1苹果手机、各PC品牌或因关税影响提前备货，警惕下半年出货量表现转弱风险

- 根据IDC数据，25Q1苹果手机出货量同比上升10.0%，超行业增速8.5pct；25Q1全球PC出货量同比上升4.9%，其中联想、苹果、华硕PC出货量同比均实现双位数增长。
- 25Q1苹果手机出货量大幅超越行业增速；联想、苹果、华硕PC出货量同比双位数增长，或由于3月4日起美国对中国芬太尼关税进一步加征至20%，产业备货需求拉高出出货量增速。
- 我们认为在消费电子专项关税落地前，产业备货需求依然旺盛，对应25Q2苹果手机、各PC品牌出货量延续同比上升。伴随下半年进入库存消化阶段，警惕苹果手机、PC相关品牌出货量表现转弱风险。

表4：25Q1全球前五大品牌智能手机出货量

| 公司      | 25Q1出货量<br>(百万台) | 25Q1市场份额 | 24Q1出货量<br>(百万台) | 24Q1市场份额 | YoY   |
|---------|------------------|----------|------------------|----------|-------|
| Samsung | 60.6             | 19.9%    | 60.2             | 20.1%    | 0.6%  |
| Apple   | 57.9             | 19.0%    | 52.6             | 17.5%    | 10.0% |
| Xiaomi  | 41.8             | 13.7%    | 40.8             | 13.6%    | 2.5%  |
| OPPO    | 23.5             | 7.7%     | 25.2             | 8.4%     | -6.8% |
| vivo    | 22.7             | 7.4%     | 21.3             | 7.1%     | 6.3%  |
| 其它      | 98.4             | 32.3%    | 100.1            | 33.3%    | -1.7% |
| 总计      | 304.9            | 100.0%   | 300.3            | 100.0%   | 1.5%  |

资料来源：IDC，光大证券研究所

表5：25Q1全球前五大PC出货量

| 公司 | 25Q1出货量<br>(百万台) | 25Q1市场份额 | 24Q1出货量<br>(百万台) | 24Q1市场份额 | YoY   |
|----|------------------|----------|------------------|----------|-------|
| 联想 | 15.2             | 24.1%    | 13.7             | 22.8%    | 10.8% |
| 惠普 | 12.8             | 20.2%    | 12.0             | 20.0%    | 6.1%  |
| 戴尔 | 9.6              | 15.1%    | 9.3              | 15.4%    | 3.0%  |
| 苹果 | 5.5              | 8.7%     | 4.8              | 8.0%     | 14.1% |
| 华硕 | 4.0              | 6.3%     | 3.6              | 6.0%     | 11.1% |
| 其它 | 16.2             | 25.6%    | 16.8             | 27.9%    | -3.6% |
| 总计 | 63.2             | 100.0%   | 60.2             | 100.0%   | 4.9%  |

资料来源：IDC，光大证券研究所

# 苹果面临对等关税豁免的反转、再反转

- 

苹果多数硬件产品对等关税的豁免：美东时间4月11日，美国海关发布公告，对部分商品不征收14257号行政令下的“对等关税”。苹果主要硬件产品手机、平板、笔记本、手表等均在本次豁免之列，中国同样可以享受该税率豁免，但苹果Airpods耳机未被列入对等关税豁免清单列表。
- 

关税豁免再反转：4月13日，美国商务部长霍华德·卢特尼克在接受ABC采访时提及智能手机、电脑和其他一些电子产品将面临“单独的关税”，细则会在未来1-2月出来，因此苹果硬件长期仍面临关税的不确定性。

表6：免征14257号行政令下“对等关税”的商品及税号

| 产品          | 税号         |
|-------------|------------|
| iPhone      | 8517130000 |
| Macbook     | 8471300100 |
| iPad        | 8471300100 |
| AirPods     | 8518908100 |
| Apple Watch | 8517620090 |

资料来源：美国海关公告，光大证券研究所整理  
请务必参阅正文之后的重要声明

表7：苹果主要硬件产品及对应税号

| HTSUS税号    | 产品名称(英文)                                                                         | 中文名称                  | 所属章节 | 简要说明                    |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|------|-------------------------|
| 8471       | Automatic data processing machines and units                                     | 自动数据处理设备及其部件          | 第84章 | 包括计算机、服务器、笔记本电脑等        |
| 8473.30    | Parts and accessories for machines of heading 8471                               | 第8471项下机器的零件和附件       | 第84章 | 包括键盘、硬盘、内存、主板等计算机配件     |
| 8486       | Machines and apparatus for manufacturing semiconductors                          | 半导体制造设备及装置            | 第84章 | 包括光刻机、蚀刻机、离子注入机等半导体制造设备 |
| 8517.13.00 | Smartphones                                                                      | 智能手机                  | 第85章 | 包括各种品牌和型号的智能手机          |
| 8517.62.00 | Machines for reception,conversion and transmission of voice,images or other data | 接收、转换和传输声音、图像或其他数据的设备 | 第85章 | 包括路由器、调制解调器、网关等通信设备     |
| 8523.51.00 | Solid-state non-volatile storage devices                                         | 固态非易失性存储设备            | 第85章 | 包括USB闪存盘、固态硬盘(SSD)等     |
| 8524       | Records,tapes and other recorded media                                           | 记录的磁带及其他录音录像介质        | 第85章 | 包括磁带、录像带、光盘等            |
| 8528.52.00 | Monitors and projectors,not incorporating television reception apparatus         | 不含电视接收装置的监视器和投影仪      | 第85章 | 包括计算机显示器、投影仪等           |
| 8541.10.00 | Diodes,other than photosensitive or light-emitting diodes                        | 二极管(不包括光敏或发光二极管)      | 第85章 | 包括普通整流二极管、稳压二极管等        |
| 8541.21.00 | Transistors,with a dissipation rate of less than 1W                              | 功率小于1瓦的晶体管            | 第85章 | 包括小功率晶体管，用于各种电子设备       |
| 8541.29.00 | Other transistors                                                                | 其他晶体管                 | 第85章 | 包括功率大于1瓦的晶体管            |
| 8541.30.00 | Thyristors,diacs and triacs                                                      | 可控硅、双向触发二极管和三端双向可控硅   | 第85章 | 用于电力控制和调节的半导体器件         |
| 8541.49.10 | Photosensitive semiconductor devices,including photovoltaic cells                | 光敏半导体器件，包括光伏电池        | 第85章 | 包括太阳能电池、光电探测器等          |
| 8541.49.70 | Light-emitting diodes (LEDs)                                                     | 发光二极管(LED)            | 第85章 | 用于照明、显示等用途的LED器件        |
| 8541.49.80 | Other photosensitive semiconductor devices                                       | 其他光敏半导体器件             | 第85章 | 包括光敏晶体管、光敏二极管等          |
| 8541.49.95 | Other semiconductor devices                                                      | 其他半导体器件               | 第85章 | 包括未特别分类的半导体器件           |
| 8541.51.00 | Semiconductor lasers (laser diodes)                                              | 半导体激光器(激光二极管)         | 第85章 | 用于光通信、激光打印等的激光器件        |
| 8541.59.00 | Other semiconductor devices                                                      | 其他半导体器件               | 第85章 | 包括未特别分类的半导体器件           |
| 8541.90.00 | Parts of diodes,transistors and similar devices                                  | 二极管、晶体管及类似器件的零件       | 第85章 | 包括封装材料、引线框架等            |
| 8542       | Electronic integrated circuits                                                   | 电子集成电路                | 第85章 | 包括微处理器、存储器、逻辑电路等        |

6 资料来源：美国海关公告，光大证券研究所整理

# 我们对苹果受关税影响的基本假设

- 

在中美贸易摩擦持续深化的背景下，苹果公司（AAPL.O）作为全球消费电子产业链的枢纽节点，成为美国进口关税政策冲击的典型承载体。

苹果公司的业务模式具有显著的“离岸制造—全球销售”特征：其核心组件（如A系列芯片、OLED 显示屏）依赖东亚供应链集群，终端产品（如iPhone、MacBook等）的组装高度集中于中国、越南等制造基地，而美国本土市场消化30%左右硬件出货量。这种“生产-消费”的地理分离结构，使其对进口关税的波动异常敏感。
- 

为了测算苹果关税影响下的业绩弹性，我们进行以下基本假设，最终计算得出苹果应承担的进口关税金额为277亿美元。

1) 在消费电子进一步明确关税出台以前，目前对等关税的豁免实际已将多数苹果硬件产品的进口关税降至0-20%；但谨慎原则下，我们仍分别假设中国大陆/越南/印度/中国台湾综合关税税率125%/10%/10%/10%。

2) 目前苹果硬件产品的组装产能基本位于中国大陆、越南、印度、中国台湾，我们假设苹果硬件产品后续出货规则是优先把低关税地区生产的iPhone等硬件产品供应美国；

3) 苹果2024年硬件毛利率是37.16%，谨慎原则下假设组装厂的入关成本是苹果硬件的营业成本并以此为关税税基（实际入关成本会更低，因苹果也会将海关、库存成本等因素加在硬件成本中）。
- 表8：苹果产能分布及对应地区税率
- | 2024产能分布（推测） | 中国大陆 | 越南  | 印度  | 中国台湾 |
|--------------|------|-----|-----|------|
| iPhone       | 80%  | 0   | 20% | 0    |
| Macbook      | 89%  | 9%  | 2%  | 0    |
| iPad         | 80%  | 15% | 3%  | 2%   |
| Airpods      | 35%  | 65% | 0   | 0    |
| Apple Watch  | 80%  | 20% | 0   | 0    |
- 资料来源：网易新闻、搜狐新闻、Omdia、NATIONAL NEWS DESK等，光大证券研究所整理  
请务必参阅正文之后的重要声明
- 表9：苹果2024年主要硬件营收及对应加征税额
- | 产品          | 营收（亿美元） | 苹果硬件成本（亿美元） | 加征关税总金额（亿美元） | 硬件营收占比 |
|-------------|---------|-------------|--------------|--------|
| iPhone      | 2006.19 | 1260.71     | 182.80       | 68%    |
| Macbook     | 311.91  | 196.01      | 53.22        | 11%    |
| iPad        | 277.59  | 174.44      | 25.29        | 9%     |
| AirPods     | 220.00  | 138.25      | 4.15         | 7%     |
| Apple Watch | 117.53  | 73.86       | 10.71        | 4%     |
| 其他硬件        | 30.46   | 19.14       | 0.57         | 1%     |
| 硬件合计        | 2963.68 | 1862.40     | 276.74       |        |
- 资料来源：苹果财报、Ox资讯，光大证券研究所计算
- 7
- 更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

# 情景假设1-增量关税通过美国地区苹果硬件涨价传导给当地消费者

 假设苹果通过美国地区的硬件涨价去传导关税压力：

——涨价将会导致美国销量下滑，我们假设美国地区价格敏感消费者（需求价格弹性系数PED=-2）占比40%，价格不敏感型消费者（PED=-1）占比60%。

——测算出美国地区iPhone销量下滑幅度在42%左右、综合硬件产品销量下滑幅度在38%左右；非美地区由于无涨价，销量假设不变，则全球iPhone销量降至2亿部、下滑幅度13%，Mac系列销量下滑幅度24%，iPad、Watch销量下滑幅度13%，其他产品销量降幅在3%以内，全球苹果硬件销量下滑幅度在11.3%。

——对于苹果硬件营收变动幅度为-8.3%，对于硬件毛利率影响幅度在16pct以内，考虑软件服务业务（毛利率74%左右）对利润率的中和影响，综合毛利率下滑可能在12pct左右。

表10：情景假设1下关税传导结果（基于2024年数据）

| 产品          | 加征关税<br>总金额<br>(亿美元) | 2024年美<br>国营收<br>(亿美元) | 2024年美<br>国销量<br>(亿部) | 价格涨幅   | 美国销量下<br>滑幅度 | 加征关税后<br>美国销量<br>(亿部) | 全球其他地<br>区销量 (亿<br>部) | 合计销量<br>(亿部) | 2024年销<br>量 (亿部) | 全球销量变<br>化 |
|-------------|----------------------|------------------------|-----------------------|--------|--------------|-----------------------|-----------------------|--------------|------------------|------------|
| iPhone      | 182.80               | 601.86                 | 0.696                 | 30.37% | -42.5%       | 0.40                  | 1.62                  | 2.02         | 2.32             | -12.8%     |
| Macbook     | 53.22                | 93.57                  | 0.068                 | 56.87% | -79.6%       | 0.01                  | 0.16                  | 0.17         | 0.23             | -23.9%     |
| iPad        | 25.29                | 83.28                  | 0.171                 | 30.37% | -42.5%       | 0.10                  | 0.40                  | 0.50         | 0.57             | -12.8%     |
| AirPods     | 4.15                 | 66.00                  | 0.228                 | 6.28%  | -8.8%        | 0.21                  | 0.53                  | 0.74         | 0.76             | -2.6%      |
| Apple Watch | 10.71                | 35.26                  | 0.104                 | 30.37% | -42.5%       | 0.06                  | 0.24                  | 0.30         | 0.35             | -12.8%     |
| 其他硬件        | 0.57                 | 9.14                   | 0.030                 | 6.28%  | -8.8%        | 0.03                  | 0.07                  | 0.10         | 0.10             | -2.6%      |
| 合计          | 276.74               | 889.10                 | 1.297                 | 31.13% | -37.8%       | 0.81                  | 3.03                  | 3.83         | 4.32             | -11.3%     |

| 产品          | 加征关税前<br>苹果营收<br>(亿美元) | 加征关税后<br>苹果营收<br>(亿美元) | 硬件营收<br>下滑幅度 | 关税前硬件<br>毛利率 | 关税后硬件<br>毛利率 | 公司硬件毛<br>利率变化 |
|-------------|------------------------|------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| iPhone      | 2006.19                | 1855.34                | -7.5%        | 37.16%       | 22.2%        | -14.96pct     |
| Macbook     | 311.91                 | 248.25                 | -20.4%       | 37.16%       | -0.4%        | -37.55pct     |
| iPad        | 277.59                 | 256.72                 | -7.5%        | 37.16%       | 22.2%        | -14.96pct     |
| AirPods     | 220.00                 | 217.98                 | -0.9%        | 37.16%       | 34.7%        | -2.49pct      |
| Apple Watch | 117.53                 | 108.69                 | -7.5%        | 37.16%       | 22.2%        | -14.96pct     |
| 其他硬件        | 30.46                  | 30.18                  | -0.9%        | 37.16%       | 34.7%        | -2.49pct      |
| 合计          | 2963.68                | 2717.16                | -8.3%        | 37.16%       | 21.3%        | -15.89pct     |

请务必参阅正文之后的重要声明 资料来源：苹果公司公告、Canalys、IDC，光大证券研究所预测

# 情景假设2-增量关税通过美国地区苹果硬件涨价传导给全球消费者

假设苹果通过全球涨价去传导：

——涨价会导致全球销量下滑，我们假设美国、欧洲、日本地区价格敏感消费者（需求价格弹性系数PED=-2）占比40%，价格不敏感型消费者（PED=-1）占比60%；中国大陆的价格敏感消费者占比60%；其他地区（如印度）占比80%。

——则各产品涨幅在2-17%左右，全球iPhone/iPad/Watch销量下滑幅度在14%以内，Mac销量下滑幅度在26%，其他产品销量下滑幅度在3%以内，全球苹果硬件销量下滑幅度在12.3%。

——对于苹果硬件营收变动幅度为-6.33%，对于硬件毛利率影响幅度在14pct左右，考虑软件服务业务（毛利率74%左右）对利润率的中和影响，综合毛利率下滑可能在11pct左右。

表11：假设全球各地消费者PED系数

|      | 2024年苹果<br>营收占比 | 假设硬件拆<br>分占比 | 假设价格敏<br>感占比 | 计算PED |
|------|-----------------|--------------|--------------|-------|
| 美国   | 43%             | 30%          | 40%          | -1.4  |
| 欧洲   | 26%             | 23%          | 40%          | -1.4  |
| 中国   | 17%             | 25%          | 60%          | -1.6  |
| 日本   | 6.4%            | 5%           | 40%          | -1.4  |
| 其他地区 | 7.6%            | 17%          | 80%          | -1.8  |

表12：情景假设2下关税传导结果（基于2024年数据）

| 产品          | 加征关税总<br>金额（亿美元） | 2024营收<br>（亿美元） | 2024年销量<br>（亿部） | 关税前价格<br>（美元） | 价格涨幅   | 销量综合影<br>响 | 加征关税后<br>销量（亿部） |
|-------------|------------------|-----------------|-----------------|---------------|--------|------------|-----------------|
| iPhone      | 182.80           | 2006.19         | 2.32            | 864.36        | 9.11%  | -13.83%    | 2.00            |
| Macbook     | 53.22            | 311.91          | 0.23            | 1380.13       | 17.06% | -25.90%    | 0.17            |
| iPad        | 25.29            | 277.59          | 0.57            | 487.86        | 9.11%  | -13.83%    | 0.49            |
| AirPods     | 4.15             | 220.00          | 0.76            | 289.47        | 1.89%  | -2.86%     | 0.74            |
| Apple Watch | 10.71            | 117.53          | 0.35            | 339.68        | 9.11%  | -13.83%    | 0.30            |
| 其他硬件        | 0.57             | 30.46           | 0.10            | 304.60        | 1.89%  | -2.86%     | 0.10            |
| 硬件合计        | 276.74           | 2963.68         | 4.32            | 685.72        |        | -12.3%     | 3.79            |

资料来源：苹果公司公告，光大证券研究所推测

| 加征关税后<br>营收（亿美元） | 加征关税后<br>成本（亿美元） | 加征关税后<br>毛利（亿美元） | 加征关税后<br>硬件毛利率 | 加征关税前<br>硬件毛利率 | 硬件营收变<br>动 | 硬件毛利率变<br>化 |
|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|------------|-------------|
| 1886.21          | 1443.51          | 442.71           | 23.47%         | 37.16%         | -5.98%     | -13.69pct   |
| 270.56           | 249.22           | 21.34            | 7.89%          | 37.16%         | -13.26%    | -29.27pct   |
| 260.99           | 199.73           | 61.26            | 23.47%         | 37.16%         | -5.98%     | -13.69pct   |
| 217.73           | 142.40           | 75.34            | 34.60%         | 37.16%         | -1.03%     | -2.56pct    |
| 110.50           | 84.57            | 25.94            | 23.47%         | 37.16%         | -5.98%     | -13.69pct   |
| 30.15            | 19.72            | 10.43            | 34.60%         | 37.16%         | -1.03%     | -2.56pct    |
| 2776.14          | 2139.14          | 637.00           | 22.95%         | 37.16%         | -6.33%     | -14.21pct   |

请务必参阅正文之后的重要声明 资料来源：IDC、Canalys、Counterpoint，“其他硬件”2024年出货量为光大证券研究所预测

# 情景假设3-增量关税通过果链降利+苹果硬件全球涨价进行传导

假设苹果硬件的增量关税通过涨价对消费者传导部分，供应链吸收部分：

- 则涨价会影响全球苹果硬件的销量及毛利率
- 苹果供应链一方面会因出货下滑影响收入，另一方面供应链吸收会影响其利润率，对供应链则是双重影响，以下是敏感性测试：

按照测算，不同传导比例下，对应苹果硬件营收下滑4.6%以内，苹果硬件毛利率下滑程度在12.5pct以内，再考虑软件服务的中和作用，情景假设3对苹果毛利率影响显然低于前两类假设，是三类假设中对苹果业绩影响最低的。

表13：情景假设3下关税传导结果（基于2024年数据）

| 供应链吸收关税比例 | 供应链吸收的关税金额（亿美元） | 苹果涨价传导的关税金额（亿美元） | 苹果涨价传导关税比例 | 加征关税后硬件总销量（亿部） | 加征关税后硬件营收（亿美元） | 加征关税前硬件营收（亿美元） | 硬件营收变动 | 加征关税后硬件毛利率（亿美元） | 加征关税前苹果硬件毛利率 | 苹果硬件毛利率变化 |
|-----------|-----------------|------------------|------------|----------------|----------------|----------------|--------|-----------------|--------------|-----------|
| 5%        | 13.8            | 262.9            | 95.0%      | 3.86           | 2827.50        | 2963.68        | -4.6%  | 24.83%          | 37.16%       | -12.32pct |
| 10%       | 27.7            | 249.1            | 90.0%      | 3.88           | 2834.74        |                | -4.4%  | 25.51%          |              | -11.64pct |
| 15%       | 41.5            | 235.2            | 85.0%      | 3.90           | 2841.83        |                | -4.1%  | 26.19%          |              | -10.97pct |
| 20%       | 55.3            | 221.4            | 80.0%      | 3.93           | 2849.07        |                | -3.9%  | 26.86%          |              | -10.30pct |
| 30%       | 83.0            | 193.7            | 70.0%      | 3.97           | 2863.40        |                | -3.4%  | 28.19%          |              | -8.97pct  |
| 40%       | 110.7           | 166.0            | 60.0%      | 4.02           | 2877.72        |                | -2.9%  | 29.51%          |              | -7.65pct  |
| 50%       | 138.4           | 138.4            | 50.0%      | 4.07           | 2892.05        |                | -2.4%  | 30.82%          |              | -6.34pct  |

资料来源：苹果公司公告，光大证券研究所预测  
请务必参阅正文之后的重要声明

# 汽车电子受关税影响主要体现在特斯拉产业链公司

- 

美国时间3月26日，美国总统特朗普在白宫签署公告，对进口乘用车（轿车、运动型多功能汽车等）和轻型卡车，以及关键汽车零部件（发动机、变速箱等）加征25%关税。
- 

2024年，全球汽车销量8,900万辆，yoy+2%；其中新能源汽车销量1,823.6万辆。中国乘用车销量2,327万辆，yoy+7.8%；其中新能源乘用车销量1,074.3万辆，yoy+47%，渗透率46%。分自动驾驶等级来看，2024年中国乘用车L2级渗透率达到57.3%。
- 

关税影响分析：1) 整车角度，2024年中国对美汽车出口仅 11.6万辆，乘联会秘书长崔东树表示“中国自主品牌完全没有在美国销售”，关税对中国车企影响较小。2) 零部件角度，主要考虑特斯拉。2024年特斯拉全球销量178.9万辆，yoy-1.1%；中国市场销量65.7万辆，yoy+8.8%。特斯拉全球工厂布局：中国（上海超级工厂）、美国（弗里蒙特、奥斯汀）、欧洲（柏林超级工厂）。上海超级工厂2024年产能超过95万辆，全球产能占比约40%。特斯拉销往美国地区的整车均在美本土生产，但约65%的零部件依赖海外供应商，特斯拉链零部件供应商受关税间接影响。

表14：特斯拉全球产能布局

| 工厂  | 占地面积<br>(万㎡) | 生产车型       | 规划产能合计<br>(万辆) | 实际产能合计 (万<br>辆) | 初次投产时间 |
|-----|--------------|------------|----------------|-----------------|--------|
| 加州  | 150          | Model 3/Y  | 100            | 55              | 2012   |
|     |              | Model S/X  |                | 10              |        |
| 上海  | 86           | Model 3/Y  | 100            | 95+             | 2019   |
| 柏林  | 300          | Model Y    | 100            | 37.5            | 2022   |
| 德州  | 1000         | Model Y    | 100            | 25+             | 2022   |
|     |              | Cybertruck |                | 12.5+           |        |
| 墨西哥 | 1700         | /          | 100            | /               | 在建     |
| 总计  | 3236         | /          | 500            | 235             | /      |

图1：2023、2024、2030E中国ADAS+AD渗透率

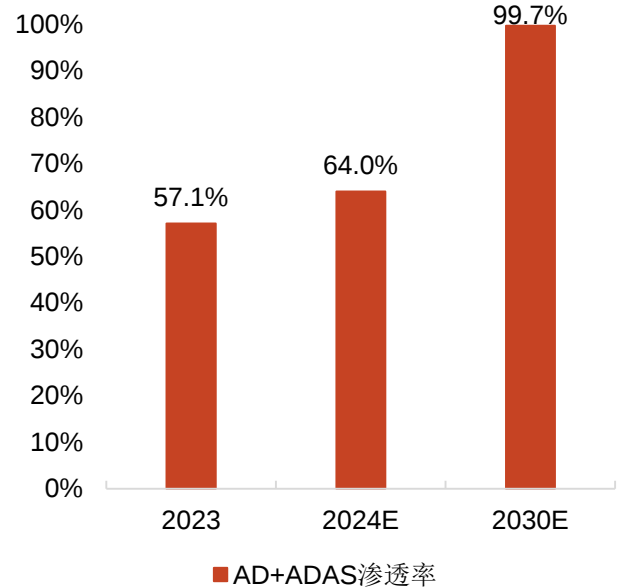
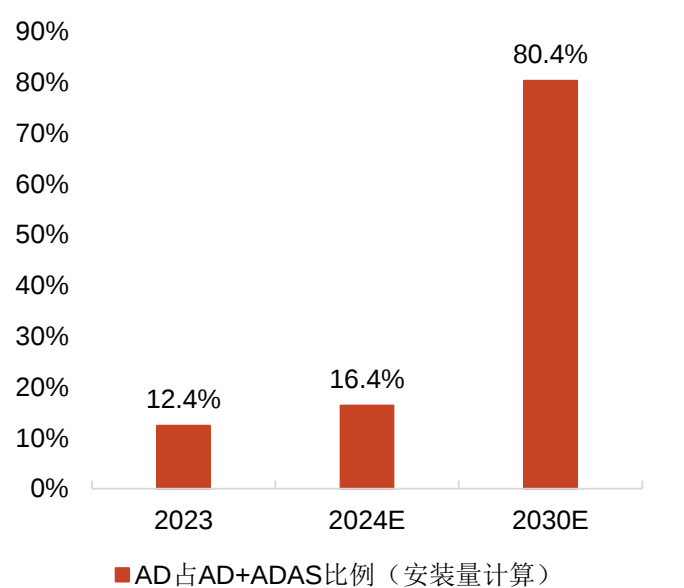


图2：2023、2024、2030E中国高阶智驾（AD）占比



请务必参阅正文之后的重要声明  
资料来源：微信公众号“远川科技评论”，光大证券研  
计时点为2025年1月

资料来源：地平线机器人招股说明书引用灼识咨询的预测数据，光大证券研究所  
资料来源：地平线机器人招股说明书引用灼识咨询的预测数据，光大证券研究所  
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

# 受益于USMCA“原产地规则”，英伟达AI服务器供应链公司受关税影响可控



光大证券  
EVERBRIGHT SECURITIES

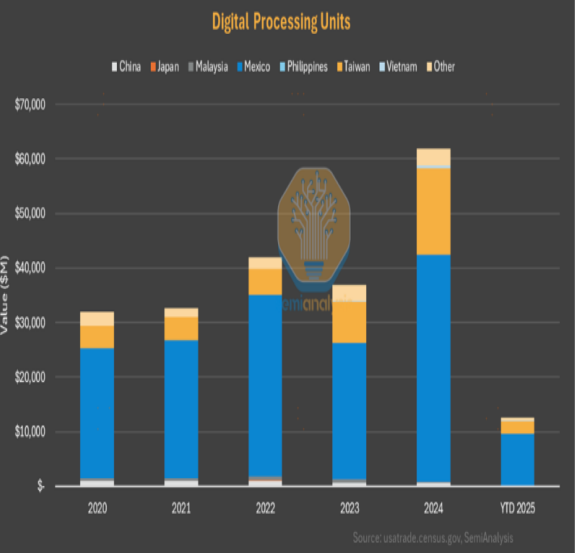
- 美国海关与边境保护局（CBP）于2025年4月11日宣布的对等关税豁免清单不包含GPU以及芯片制造产品和设备。而根据USMCA美国—墨西哥—加拿大协定，从墨西哥出口至美国的数字处理单元（HTS代码：8471.50）、自动数据处理单元（HTS代码：8471.80）、ADP机器和设备的零件及配件（HTS代码：8473.30）符合“原产地规则”，可享受0%关税，包括：成品AI服务器、传统通用服务器；英伟达HGX服务器基板、GB200基板、NVL板和RTX。
- 根据美国人口普查局和Semianalysis 2020至2025年最新数据，1) 数字处理单元类别，墨西哥对美出口金额最高；2) 自动数据处理单元类别，中国台湾对美国出口金额最高，但墨西哥对美出口金额2024年起显著提升；3) ADP机器和设备的零件及配件类别，中国台湾对美国出口金额更高。
- 鉴于英伟达AI成品服务器及基板组件由墨西哥出口至美国因符合USMCA“原产地规则”可实现关税豁免，相关服务器及基板厂商通过加速向墨西哥转移产能，英伟达AI服务器产业链公司受关税影响可控。

表15： USMCA符合“原产地规则”的AI算力相关HS代码及涵盖领域

| HS代码    | 英文名称                                              | 中文名称           | 涵盖领域                     |
|---------|---------------------------------------------------|----------------|--------------------------|
| 8471.50 | Digital Processing Units                          | 数字处理单元         | 包括成品AI服务器、传统通用服务器        |
| 8471.80 | Other Units of Automatic Data Processing Machines | 自动数据处理单元       | 包括英伟达HGX服务器基板            |
| 8473.30 | Parts of ADP machines and unites thereof          | ADP机器和设备的零件及配件 | 包括英伟达GB200 基板、NVL 板和 RTX |

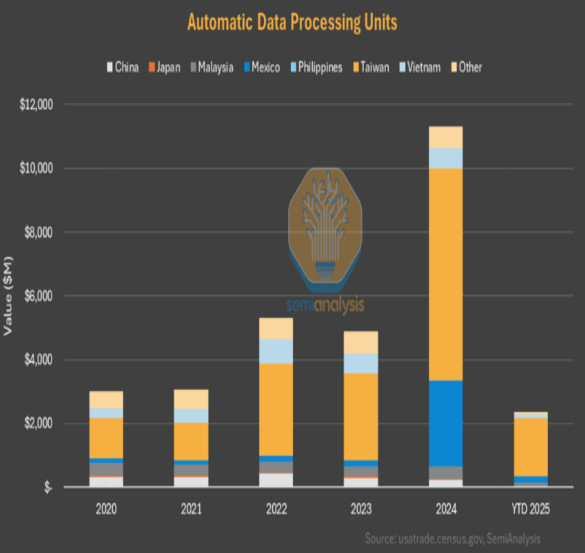
资料来源：Most Favored Nation\_USMCA Informational Fact Sheet，Semianalysis  
请务必参阅正文之后的重要声明

图3： 数字处理单元类别各国家/地区对美出口金额



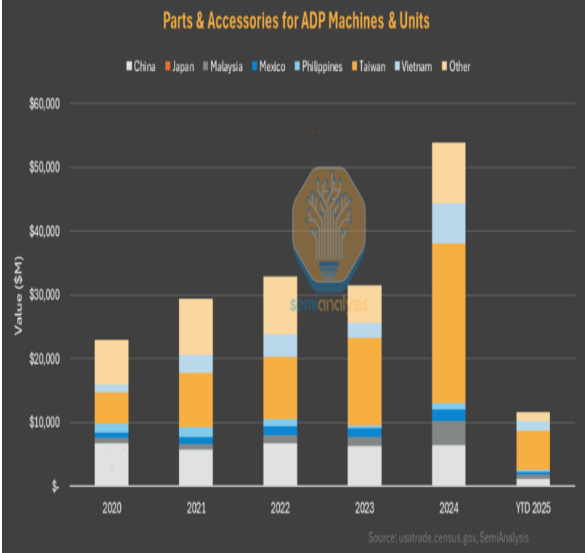
资料来源：美国人口普查局、Semianalysis

图4： 自动数据处理单元类别各国家/地区对美出口金额



资料来源：美国人口普查局、Semianalysis

图5： ADP机器和设备的零件及配件类别类别各国家/地区对美出口金额



资料来源：美国人口普查局、Semianalysis

# 港股消费电子：对等关税豁免缓解短期压力，持续关注关税进展

-  **舜宇光学科技**：对美收入敞口：A客户手机镜头、Meta Quest镜头+模组+pancake显示模块、三星手机镜头&模组；及小部分车载镜头、红外镜头、光学仪器直接销往美国的部分。25年核心投资逻辑：1) 手机光学规格升级，稼动率和ASP提升驱动手机镜头&摄像模组盈利改善；2) “智驾平权”带动车载业务增长提速。
-  **瑞声科技**：对美收入敞口：A客户声学、马达、麦克风、VC散热。25年核心投资逻辑：1) 塑胶镜头、模组毛利率持续改善；2) 受益于AI手机价值量增量环节：MEMS麦克风、VC均热板；3) WLG玻塑混合切入安卓旗舰主摄；4) 机器人业务取得积极进展。
-  **比亚迪电子**：对美收入敞口：A客户ipad组装、手机结构件；及部分新型智能产品组装直接销往美国的部分。25年核心投资逻辑：1) 受益于比亚迪“智驾平权”，智驾相关收入有望大幅增长；2) AI服务器有望取得积极进展。
-  **联想集团**：对美收入敞口：PC、手机、服务器直接销往美国的部分。25年核心投资逻辑：1) PC业务表现稳健；2) ISG服务器业务减亏释放利润空间。待AI PC、AI服务器兑现业绩，估值空间有望进一步打开。
-  **鸿腾精密**：对美收入敞口：A客户手机&平板连接器、服务器相关业务。25年核心投资逻辑：AI服务器计算主板连接器和线缆高速增长；关注声学A客户TWS耳机产线量产爬坡+汽车业务并表Voltaira后利润改善进展。
-  **丘钛科技**：对美收入敞口：三星、联想手机摄像模组。25年核心投资逻辑：1) 手机光学规格升级+竞争趋于缓和，稼动率和ASP提升驱动手机摄像模组盈利继续改善；2) 指纹识别模组盈利改善。
-  **优必选**：稀缺的人形机器人整机标的，产品研发+商业化进展领先。新品方面，最新一代人形机器人Walker S2已正式亮相，并预计于2Q25推出基于Walker S2上半身的轮式底盘人形机器人；商业化方面，工业人形机器人WalkerS系列、全尺寸科研教育人形机器人、仿真人形机器人均将于2025年实现规模化的订单交付。
-  **越疆**：全球协作机器人龙头，总出货全球排名第二、中国排名第一，截至1H24美洲营收占比14%左右。未来核心受益于：1) 自动化设备受益于美国制造业回流+人力成本高逻辑；2) AI发展有望驱动协作机器人从“被动执行”向“主动适应”转型，降低集成难度；3) 25M3公司发布Dobot Atom，入局人形机器人赛道。

-  **苹果：**美国进口关税政策冲击的典型载体，持续关注关税进展。**乐观情况：**短期关税压力暂缓，但长期变动较多，乐观情境下考虑苹果或被再次豁免关税：1) 是美国财政税收的重要支柱型企业；2) 上一轮曾被豁免；3) 苹果投资5000亿美元提升其豁免关税谈判筹码，则维持此前预测；**悲观情况：**若不能豁免，我们设想了前述3种情景（按中国关税125%预测），最悲观情况下：1) 对苹果硬件营收影响程度8%左右；2) 对硬件毛利率影响程度16pct以内，考虑软件服务业务韧性更强，综合对于毛利率影响程度更低。**中性情况：**即使不能豁免，苹果仍有3种方式减少关税带来的影响，导致最终对苹果EPS影响程度较悲观测算更好：1) 加大印度等低关税地区排产，若印度的产量达到7000-8000万部，则对应30+%iPhone产能；2) 不直接涨价，而是通过“取消iPhone的低配存储型号”，将需求导向更高利润的iPhone机型减轻关税冲击；3) 利用分期付款计划，以及更高的运营商补贴或以旧换新价值，减轻消费者对于iPhone涨价的直观感受。
-  **高伟电子：**苹果敞口最大，市场反应过于悲观。**乐观情况：**苹果关税豁免，那么预测不受影响；**悲观情况：**我们综合考虑前述3种假设结果，谨慎假设全球苹果硬件出货下滑12%（三种假设中最悲观的情况），同时谨慎预计美国出货30%这部分业务净利率为0%；**中性假设（最可能情况）：**考虑CCM环节能够承担的关税压力程度，高伟的直接竞争对手LG Innotech 2024年净利率仅2.1%，所以更可能的是CCM环节承担的关税压力 $\leq 2.1\%$ 。
-  **小米集团：**基本面各项业务稳中向好，持续推荐。小米本身基本没有对美敞口。1) 收入侧：小米手机对美基本无出货；2) 成本侧：产业链基本国产替代，芯片环节“生产地”原则，无论手机高通/汽车英伟达均从晶圆（台积电）到OEM厂商。**2025年基本面：小米估值逐步回归合理区间，具备较强安全边际。**1) 我们预计伴随出海推进+渠道布局，25年小米手机全球出货1.8亿部目标有望达成，对应同比增速在6%；2) IoT在国补背景下，大家电&平板等IoT产品仍能贡献营收增量；3) 汽车业务车祸事件舆论压力趋于减弱，预计伴随小米不断优化产品和服务+产能爬坡，小米汽车今年整体销量有望超过目标35万辆。
-  **速腾聚创：**2024年激光雷达出货排名全球第一，充分受益于全球ADAS渗透率提升与具身智能商业化加速。1) ADAS：2024年发布MX售价下探至200美元，有望带动15万元车型搭载率提升，4M25发布新品EMX，实现车载主激光雷达数字化可定制创新；2) 具身智能：推出ACTIVE Camera与灵巧手Papert 2.0，通过硬件+AI模式，构建“手眼协同+移动智能”生态，计划2025年内启动Papert 2.0量产。
-  **禾赛科技：**目前全球首家且唯一实现全年Non-GAAP盈利、全年经营和净现金流为正的上市激光雷达企业，并与一家欧洲顶级主机厂达成了多年独家定点合作，智能驾驶+机器人驱动公司业绩加速兑现。公司指引2025年出货量将增加至120-150万台（其中机器人应用激光雷达交付近20万台），全年维度GAAP净利润将达2-3.5亿元人民币。

# 港股半导体：“自主可控”+“代工回流”，看好晶圆代工板块



推荐华虹半导体、中芯国际：晶圆代工“自主可控”+“代工回流”+“Local for Local战略”；推荐上海复旦：业绩回暖+FPGA订单+国产替代有望加速。

- **华虹半导体：**1) **基本面：**底部逐步回升①下游需求缓慢复苏，消费电子成4Q24主要增长下游，汽车和新能源已完成库存调整、需求预计逐步恢复，MCU和功率半导体需求未恢复；②ASP预计2025年缓慢上升；③华虹制造（Fab9）2025年底释放2~3万片月产能，将承接意法半导体、英飞凌新订单。2) **美国关税影响可控：**24Q4华虹半导体的美国区营收占比8.9%，且海外客户推行在地化生产战略，实际出口比例有限。3) **中国关税反制利好成熟制程订单。**中国针对美国产品加征125%关税，且将半导体原产地认证规则明确为“晶圆流片”所在地，利空美系IDM。国产模拟、功率、射频厂商竞争力增强，叠加美系IDM有望从美国流片转向中国晶圆厂代工，利好国内成熟制程代工需求。华虹代工以功率、模拟、MCU等为主，且具备承接海外客户订单经验，或受益于关税带来的产业链转移，改善产品结构，提升营收和盈利能力。
- **中芯国际：**1) **基本面：**供给能力持续提升，叠加国家消费刺激和制造回流，基本面强劲。2) **美国关税影响可控：**24Q4中芯国际的美国区营收占比8.9%，且出口比例有限。3) **自主可控加速，有望承接更多制造回流：**供应链安全问题将驱动更多中国芯片厂商回流国内晶圆厂代工。
- **上海复旦：**1) **美国关税无影响：**2024年美国直接出口产品产值仅4万美元。2) **基本面：**24Q4业绩触底回升，智能电表业务强劲和非挥发性存储业务回暖。智能电表和RFID业务积极拓展，公司向汽车、物联网等下游延伸。FPGA快速迭代并客户验证、看好后续特种订单。贸易摩擦有望加速MCU、FPGA等产品国产替代进程。
- **地平线机器人：**公司业务聚焦国内市场，我们预计2026年公司和海外Tier 1配合出货J6B，或有小部分销往美国。25年核心投资逻辑：1) SoC出货量将受益于车企“智驾平权”持续增长；2) 和全球头部企业战略合作，出海有望进一步提升公司产品解决方案收入。

表16：部分美系IDM厂商在中国区的营收规模及营收占比

| 中国区营收<br>(百万人民币) | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2024年<br>营收占比 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| TI               | 22943 | 29579 | 66330 | 23334 | 21687 | 19.3%         |
| 安森美（香港）          | 9047  | 11794 | 15604 | 15367 | 12811 | 25.1%         |
| Skyworks         | 4909  | 6466  | 3932  | 2529  | 2186  | 7.3%          |
| Qorvo            | 7708  | 10705 | 9618  | 5086  | 5211  | 19.3%         |
| Microchip（亚洲）    | 19130 | 20379 | 24196 | 30826 | 25575 | 46.7%         |

资料来源：彭博，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

表17：华虹半导体各类产品技术产品介绍及营收占比

| 产品分类       | 具体产品                | 2024年<br>营收占比 |
|------------|---------------------|---------------|
| 嵌入式非易失性存储器 | MCU、智能卡芯片等          | 26.3%         |
| 独立式非易失性存储器 | 闪存产品（Nor Flash等）    | 6.5%          |
| 分立器件       | 通用MOSFET、IGBT、超级结等  | 31.0%         |
| 逻辑及射频      | 特色逻辑射频芯片、CIS等       | 13.6%         |
| 模拟与电源管理    | 模拟芯片、电源管理芯片（含BCD工艺） | 22.4%         |
| 其他         | -                   | 0.2%          |

资料来源：华虹半导体年报，光大证券研究所整理

# 重点电子公司投资逻辑&估值一览

表18：重点公司盈利预测&估值一览

|                 | 净利润/收入（百万元财报货币） |         |         | 净利润/收入yoy |       | 相对估值 |       |       |
|-----------------|-----------------|---------|---------|-----------|-------|------|-------|-------|
|                 | 2024A           | 2025E   | 2026E   | 2025E     | 2026E | 2024 | 2025E | 2026E |
| 苹果（AAPL.O）      | 93,736          | 108,731 | 117,583 | 16%       | 8%    | 34   | 29    | 27    |
| 小米集团（1810.HK）   | 27,235          | 43,581  | 55,922  | 60%       | 28%   | 43   | 27    | 21    |
| 高伟电子（1415.HK）   | 119             | 196     | 248     | 65%       | 27%   | 22   | 13    | 10    |
| 舜宇光学科技（2382.HK） | 2,709           | 3,506   | 4,562   | 29%       | 30%   | 25   | 19    | 15    |
| 瑞声科技（2018.HK）   | 1,797           | 2,530   | 2,984   | 41%       | 18%   | 23   | 16    | 14    |
| 比亚迪电子（0285.HK）  | 4,266           | 5,296   | 6,195   | 24%       | 17%   | 17   | 14    | 12    |
| 京东方精电（0710.HK）  | 362             | 449     | 528     | 24%       | 18%   | 11   | 9     | 8     |
| 联想集团（0992.HK）   | 1,011           | 1,558   | 1,748   | 54%       | 12%   | 14   | 9     | 8     |
| 鸿腾精密（6088.HK）   | 154             | 242     | 326     | 57%       | 35%   | 12   | 8     | 6     |
| 丘钛科技（1478.HK）   | 279             | 486     | 610     | 74%       | 26%   | 26   | 15    | 12    |
| 地平线机器人（9660.HK） | 2,384           | 3,560   | 5,358   | 49%       | 51%   | 30   | 20    | 13    |
| 华虹半导体（1347.HK）  | 58              | 144     | 207     | 148%      | 44%   | 1    | 1     | 1     |
| 中芯国际（0981.HK）   | 493             | 795     | 1,107   | 61%       | 39%   | 3    | 3     | 3     |
| 上海复旦（1385.HK）   | 573             | 720     | 987     | 26%       | 37%   | 57   | 45    | 33    |
| 优必选（9880.HK）    | 1,305           | 2,185   | 3,336   | 67%       | 53%   | 26   | 15    | 10    |
| 越疆（2432.HK）     | 374             | 502     | 684     | 34%       | 36%   | 73   | 54    | 40    |
| 速腾聚创（2498.HK）   | 1,649           | 2,684   | 3,886   | 63%       | 45%   | 9    | 6     | 4     |
| 禾赛科技（HSAI.O）    | 2,077           | 3,404   | 4,899   | 64%       | 44%   | 7    | 4     | 3     |

资料来源：彭博，光大证券研究所预测；注：股价日期为2025/04/25。苹果时间维度为财年，苹果、高伟电子、联想集团、鸿腾精密、中芯国际、华虹半导体财报货币为美元，京东方精电财报货币为港元，其余公司财报货币为人民币。地平线机器人、优必选、越疆、速腾聚创、禾赛科技预测值为收入，其余公司预测值为净利润，小米集团为Non-IFRS净利润。地平线机器人、优必选、越疆、速腾聚创、禾赛科技估值为P/S，中芯国际、华虹半导体估值为P/B，其余公司估值为P/E。1 USD = 7.2501 HKD, 1 USD = 7.2262 CNY, 1 HKD = 0.9202 CNY。优必选、越疆、速腾聚创、禾赛科技预测数据为彭博一致预期，其余为光大证券研究所预测。

16

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn

- ❑ **中美贸易摩擦进一步加剧风险：**若未来中美贸易摩擦进一步加剧，提高进口限制条件或其他贸易壁垒，将对消费电子产业链公司的业绩产生不利影响。
- ❑ **消费电子行业景气度不及预期：**若消费电子行业景气度不及预期、终端消费者购买需求疲软，将会对消费电子产业链公司业绩产生不利影响。
- ❑ **原材料成本提高的风险：**若大宗商品价格上行，消费电子原材料涨价，将对行业内公司业绩产生不利影响。

# 衷心 感谢

## 光大证券研究所



光大海外TMT  
光大海外&互联网

分析师：付天姿（CFA，FRM）

📄 执业证书编号：S0930517040002

☎ 电话：021-52523692

✉ 邮件：futz@ebscn.com

分析师：赵越

📄 执业证书编号：S0930524020001

☎ 电话：021-52523690

✉ 邮件：zhaoyue1@ebscn.com

分析师：杨朋沛

📄 执业证书编号：S0930524070002

☎ 电话：021-52523878

✉ 邮件：yangpengpei@ebscn.com

联系人：宾特丽亚

☎ 电话：021-52523681

✉ 邮件：binteliya@ebscn.com

分析师：王贇

📄 执业证书编号：S0930522120001

☎ 电话：021-52523862

✉ 邮件：yunwang@ebscn.com

分析师：黄铮

📄 执业证书编号：S0930524070009

☎ 电话：021-52523825

✉ 邮件：huangzheng1@ebscn.com

联系人：董馨悦

☎ 电话：021-52523858

✉ 邮件：dongxinyue@ebscn.com

联系人：沈昱恒

☎ 电话：021-52523686

✉ 邮件：shenyuheng@ebscn.com

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；  
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；  
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；  
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；  
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；  
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。  
基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。