港股科技

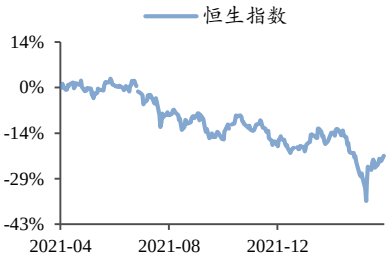
2024 年 02 月 26 日

拥抱创新升级、新兴应用及出口市场

——港股行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据　　：聚源

相关研究报告

● **自上而下精选优质个股，拥抱创新升级、增量应用及出口市场**

分子端决定中期方向，港股市场中资股盈利前景背靠中国经济体。中国经济正在筑底，补库存最大制约为居民部门和企业部门上杠杆意愿弱，复苏力度仍需要观察。分母端由于海外及本港投资者占据香港市场的主流，港股市场估值定价整体跟踪美联储加息节奏。美国通胀下行有望放缓，经济韧性可能超预期。当前政策下的 5.25%-5.5%利率区间可能继续维持，我们预计 2024 年内开启降息周期。

● **互联网存量竞争下布局出海及 AI 应用，计算机延续 AI 及　　鸿蒙主线**

（1）互联网行业基本面兑现稳健，决定互联网板块行情的首要变量仍是宏观环境。流量见顶背景下，线上广告、电商、本地生活等场景受益顺周期复苏，叠加降本增效释放利润空间。存量竞争下格局稳定和壁垒较强的公司业绩确定性更强，中长期增量来自出海及 AI 应用。推荐拼多多；受益标的腾讯控股。（2）SaaS 作为长久期资产，有望受益于美债利率下行、享受板块性估值显著扩张。AI 及　　鸿蒙生态有望延续主线行情，以 AI 办公工具为代表的 AI 应用生态逐步繁荣，AI 办公工具进入商业化初期，有望提升付费用户渗透率及 ARPU。推荐金山软件、浪潮数字企业；受益标的金蝶国际、中国软件国际、美图公司、阜博集团。

● **汽车销售回暖叠加新车周期驱动板块估值修复，拥抱汽车智能化及汽车出口**

2023Q4 各家车企陆续发布无图 ADAS，2024 年由小鹏汽车率先实现国内城市 NGP 更新，有望带来 ADAS 在用户端形成正向反馈，从而驱动智驾版车型销量提升、以及软件订阅利润提升。2024 年中国新能源汽车销量增速或放缓，竞争格局持续胶着，各家车企加速汽车出口战略，零跑汽车和 Stellantis 合作的海外出口轻资产模式较佳，有望复用 Stellantis 渠道资源及品牌影响力助其加速海外拓展。2024 年 3 月国内汽车销售有望逐步回暖、配合新车产品周期启动，驱动整车板块整体估值修复，推荐理想汽车、小鹏汽车；受益标的零跑汽车。

● **电子：半导体关注格局更优环节，消费电子布局 AI、XR、钛合金等创新升级**

（1）半导体行业仍处在基本面复苏的起点，下游 IC 设计客户处在低库存状态，晶圆厂产能稼动率有望逐步企稳。先进制程产能具备稀缺性，成熟制程业务或呈现量增价减趋势。建议关注　　、华虹半导体。（2）手机及 PC 行业目前已基本完成去库存，后续有赖于 AI、钛合金及 XR 等创新升级驱动更大业绩弹性。PC 和手机终端下一个创新周期集中于 AI，AI 手机短期内缺乏创新切实应用，我们预计苹果 iOS 生态的 AI 交互体验有望更优；而 AI PC 创新应用关注办公软件及 AI PC 本地化 AI 模型进展能否激活 PC 换机周期。推荐联想集团、比亚迪电子、高伟电子，建议关注小米集团。

● **风险提示：**软件及产品推出不及预期、产能及供应链风险、监管政策变动、宏观经济增长放缓。

目 录

1、 港股市场估值普遍便宜，恒生科技受益美债利率下行及产业新趋势 5
1.1、 港股市场：短期震荡，估值普遍便宜，大拐点可能要等到 2024Q2 以后 5
1.1.1、 分子端：中国经济筑底中，复苏力度尚不明朗 5
1.1.2、 分母端：美债收益率顶部震荡，降息周期有望于 2024 年内开启 5
1.2、 自上而下，恒生科技对中国经济及美债利率敏感度优于恒生指数 6
1.3、 自下而上，汽车智能化及 AI 产业趋势下恒生科技不会缺席 7
2、 互联网：行业基本面稳定，决定因素仍是宏观环境 8
2.1、 行业：具备稳健配置价值，中长期增量来自出海及 AI 应用落地 8
2.1.1、 复盘：估值处于低位，多重因素导致板块修复较慢 8
2.1.2、 展望：流量规模趋于稳定，短期降本增效释放利润空间，长期增量来自海外市场及 AI 应用 9
2.2、 拼多多：国内受益消费分层趋势，海外 TEMU 驱动二次增长 10
2.3、 美团：外卖业务增速平稳，待到店格局及利润率企稳驱动估值修复 11
2.4、 百度：关注 AI 商业化潜力以及前期投入逐步确认对利润率影响 12
2.5、 阿里巴巴：战略及组织调整下资本回报率有望提升 12
2.6、 京东集团：战略调整成效待观察，有望受益家电及 3C 消费复苏 13
3、 智能汽车：BEV+Transformer 推动智能驾驶加速落地 13
3.1、 三电系统及域控制器：汽车智能化背景下自研成为行业趋势 14
3.2、 特斯拉：单车利润不复从前，待 FSD 和机器人放量 15
3.2.1、 单车利润不复从前，待 FSD 全球化、机器人放量驱动利润增速加快 15
3.2.2、 2023Q3 调整后净利润环比显著下滑，源自毛利率下降及营业费用增加 15
3.2.3、 Cybertruck 产品爬坡节奏低于预期，我们预计 2025 年实现 25 万年产能 15
3.3、 理想汽车：Mega 强化品牌力，待格局明朗驱动单车利润企稳 16
3.3.1、 Mega 强化品牌力，重点等待竞争格局明朗驱动单车利润企稳 16
3.3.2、 2023Q3 单车净利提升至 3.3 万元，主要源自毛利率提升 17
3.3.3、 市场竞争加剧下单车净利面临压力，2024 车型储备丰富驱动销量高增 17
3.4、 小鹏汽车：渠道供应链改革及新车周期有望于 2024 年集中释放 17
3.4.1、 渠道供应链改革及新车周期有望于 2024 年集中释放 17
3.4.2、 2023Q3 亏损未如期收窄，源自老车型折扣下毛利率利于预期 18
3.4.3、 渠道及供应链改革效益以及新车产品周期有望于 2024 年集中释放 18
3.5、 蔚来：短期缺乏爆款车型，等待 2024 年平价子品牌推出 18
4、 计算机：恒生科技在 AI 产业浪潮中不会缺席 19
4.1、 联想集团：PC 底部明确，景气上行叠加 AI 主线有望提振估值 20
4.1.1、 跟踪 PC 行业复苏力度及利润率兑现，AI PC 密集发布仍是正向催化 20
4.1.2、 FY2024Q3 营收利润略超预期，源自 IDG 业务集团超市场良好表现 20
4.1.3、 维持 PC 行业 2024 年弱复苏判断，持续跟踪 PC 业务利润率兑现 20
4.2、 金山软件：期待 2024 年《剑网 3》手游及 WPS AI 商业化 20
4.2.1、 重点期待 2024 年《剑网 3》全平台互通及 WPS AI 商业化落地 20
4.2.2、 2023Q3 游戏增速符合预期，《剑网 3》手游版号落地有望驱动 2024 年增长 20
4.2.3、 2023Q3 WPS 收入增速放缓，AI 开启公测有望提升付费率 21
4.3、 SaaS：长久期资产受益美债利率下行享受估值显著扩张 21
4.4、 明源云：博弈地产政策+流动性敏感导致估值弹性显著 22
5、 半导体：库存周期逐步见底，需求复苏力度待跟踪 22

5.1、 需求侧：数据处理、通信各占 1/3，汽车、消费、工业合计 1/3 22
5.2、 供给侧：全球半导体周期分制程扩产范围及幅度显著大于上一轮 22
5.3、 ：延续温和复苏趋势，产能稀缺性价值凸显 23
5.3.1、 行业景气回升、产能稀缺性有望驱动 PB 估值阶段性上升 23
5.3.2、 2023Q3 业绩符合预期，2023Q4 业绩指引低于预期 23
5.3.3、 2024 年需求预期弱复苏，价格及产能利用率承压或将导致利润下行压力 24
5.4、 华虹半导体：PB 估值创历史新低，行业景气回升有望驱动估值修复 24
5.4.1、 PB 估值创历史低位，2024 年有望逐季改善，维持“增持”评级 24
5.4.2、 2023Q3 业绩显著下滑源自 ASP 降幅显著，我们预计 2023Q4 出现经营亏损 24
5.4.3、 伴随行业需求若超预期复苏，2024Q3 有望实现盈亏平衡 24
6、 消费电子：手机库存见底，跟踪 AI 手机能否驱动换机周期 24
6.1、 舜宇光学科技：手机光学底部回升，观察 AI 手机能否驱动强劲复苏 25
6.1.1、 手机光学边际改善，汽车光学成为利润主力，维持“增持”评级。 25
6.1.2、 2023 年公司手机模组/镜头出货量有望超出此前指引 25
6.1.3、 维持 2023 年车载镜头出货量预期 25
6.2、 高伟电子：少有的利润高增长标的，切入后摄驱动利润放量 26
6.2.1、 受益大客户光学供应链多元化趋势，切入后摄模组驱动利润显著放量机会 26
6.2.2、 我们预计利润 2023H2 环比改善，有望于 2024-2025 年显著放量 26
6.2.3、 苹果 MR 发售在即，公司有望成为重要光学模组供应商，打开未来成长空间 26
6.3、 比亚迪电子： 2023Q4 业绩盈喜，重视汽车电子、钛合金利润潜力 26
6.3.1、 2023Q4 业绩符合预期，维持看好汽车电子、钛合金业务利润潜力 26
6.3.2、 受益母公司智能化及高端化升级趋势，维持看好汽车电子利润放量 27
6.3.3、 公司为钛合金主力供应商，2024 年利润全年并表且 2025 年预计更快速放量 27
7、 投资建议 27
8、 风险提示 28

图表目录

图 1： 我国 2023 年四季度 GDP 增速为 5.2% 5
图 2： 我国 2023 年 12 月制造业 PMI 为 49 5
图 3： 近期十年期美债收益率仍处于 4%左右 6
图 4： 恒生科技指数相对恒生指数对中国宏观经济景气指数更为敏感 6
图 5： 恒生科技指数对美国国债收益率下行更为敏感 7
图 6： 恒生互联网指数较纳斯达克 100 指数修复较慢 9
图 7： 中国移动互联网用户规模及市场趋于稳定 9
图 8： 我们预计拼多多 2023 年收入同比增长 82% 10
图 9： 我们预计拼多多 2023 年 non-GAAP 净利润同比增长 53% 10
图 10： 美团更有利于低频高客单价品类及腰尾部商家 11
图 11： 我们预计百度 2023 年收入同比增长 9.2% 12
图 12： 我们预计百度 2023 年调整后净利润同比增长 29.5% 12
图 13： 我们预计阿里巴巴 FY2024 收入同比增长 7.7% 13
图 14： 我们预计阿里巴巴 FY2024 调整后利润同比增长 16.2% 13
图 15： 2023Q3 公司收入同比增长 1.7% 13
图 16： 特斯拉年度交付量稳定提升(单位：辆) 16
图 17： 理想汽车月度交付量逐月提升 17

图 18：小鹏汽车月度交付量于 2023H2 实现大幅提升 18
图 19：蔚来月度交付量于 7 月突破 2 万辆，而后滑落至 1.6 万辆水平 19
图 20：港股 AIGC 产业链相关上市公司大致可以分为三类（截至 2024 年 1 月 16 日） 19
图 21：2023Q3 小米集团库存回到健康水位 25
图 22：IDC 预计全球手机出货量 2023 年下滑放缓 25
图 23：汽车电子业务有望成为比亚迪电子收入增长新驱动力(单位：百万元) 27

表 1：恒生科技指数成分股权重 TOP23 变化 7
表 2：参考彭博一致预期，2023-2025 年大部分互联网公司调整后利润 CAGR 可达双位数 10
表 3：各家车企智能驾驶规划于 2023 年皆有突破性进展 14
表 4：特斯拉智能驾驶能力仍有较大的领先优势 14
表 5：三电系统及域控制器自研为行业趋势 15
表 6：港股 SaaS 公司 PS 估值相对可比 SaaS 行业上市公司而言并不高（单位为百万人民币） 21
表 7：半导体终端下游需求以数据处理和通信为主 22
表 8：全球范围内半导体周期分制程扩产范围及幅度显著大于上一轮 23
表 9：受益标的盈利预测与估值一览 28

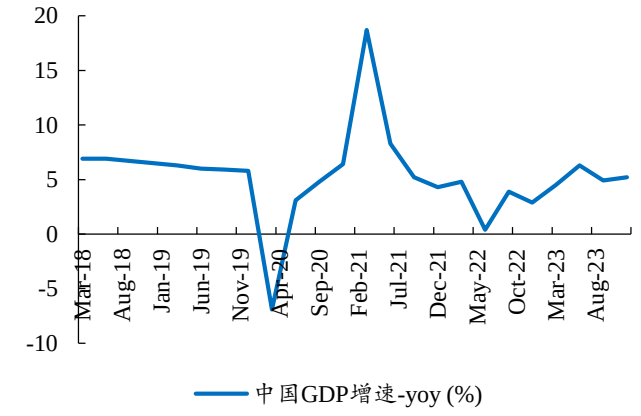
1、 港股市场估值普遍便宜，恒生科技受益美债利率下行及产业新趋势

1.1、 港股市场：短期震荡，估值普遍便宜，大拐点可能要等到 2024Q2 以后

1.1.1、 分子端：中国经济筑底中，复苏力度尚不明朗

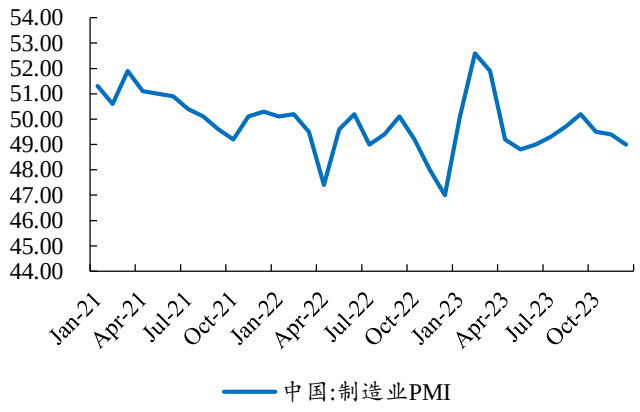
从分子端看，港股市场由中资股贡献了主要业绩及估值，其盈利前景背靠中国经济体；资产构成与内地 GDP 构成不同导致错配周期，新旧经济交织，重金融/地产，存在互联网、生物科技、 等特色行业。2023 年 4 季度我国 GDP 增速为 5.2%，全年增速超过 5%。从 PMI 数据角度看，我国 2023 年 12 月制造业 PMI 为 49，仍处于收缩区间。综合来看，我国经济正在坚实筑底的信号愈发明显。而从库存周期角度来看，这一轮补库的最大制约为居民部门和企业部门上杠杆意愿弱，复苏力度仍需观察。

图1：我国 2023 年四季度 GDP 增速为 5.2%



数据 ：Wind、开源证券研究所

图2：我国 2023 年 12 月制造业 PMI 为 49

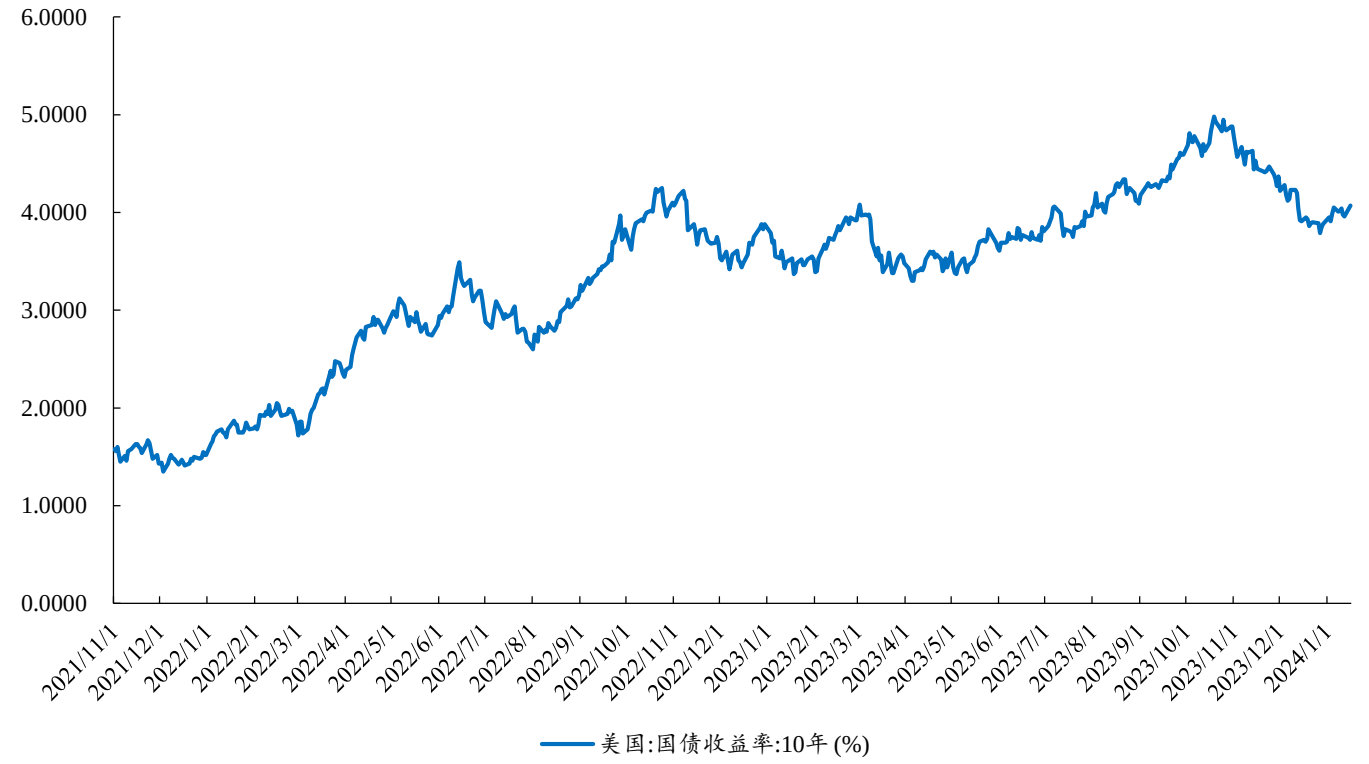


数据 ：Wind、开源证券研究所

1.1.2、 分母端：美债收益率顶部震荡，降息周期有望于 2024 年内开启

分母端，港股市场参与者来自多个国家，不同 地的投资者的无风险利率不同。美联储加息节奏主导除了中国以外的全球主要市场利率水平，趋势方向一致性较强，HIBOR、LIBOR 等基本都跟随美联储利率走势变动。由于海外及本港投资者占据香港市场的主流，港股市场估值定价整体跟踪美联储加息节奏。美国经济数据较为复杂，但是通胀下行的斜率有望放缓，同时经济韧性超出预期，这意味着美债利率短期仍将维持在 4%左右的高位。

图3：近期十年期美债收益率仍处于 4%左右

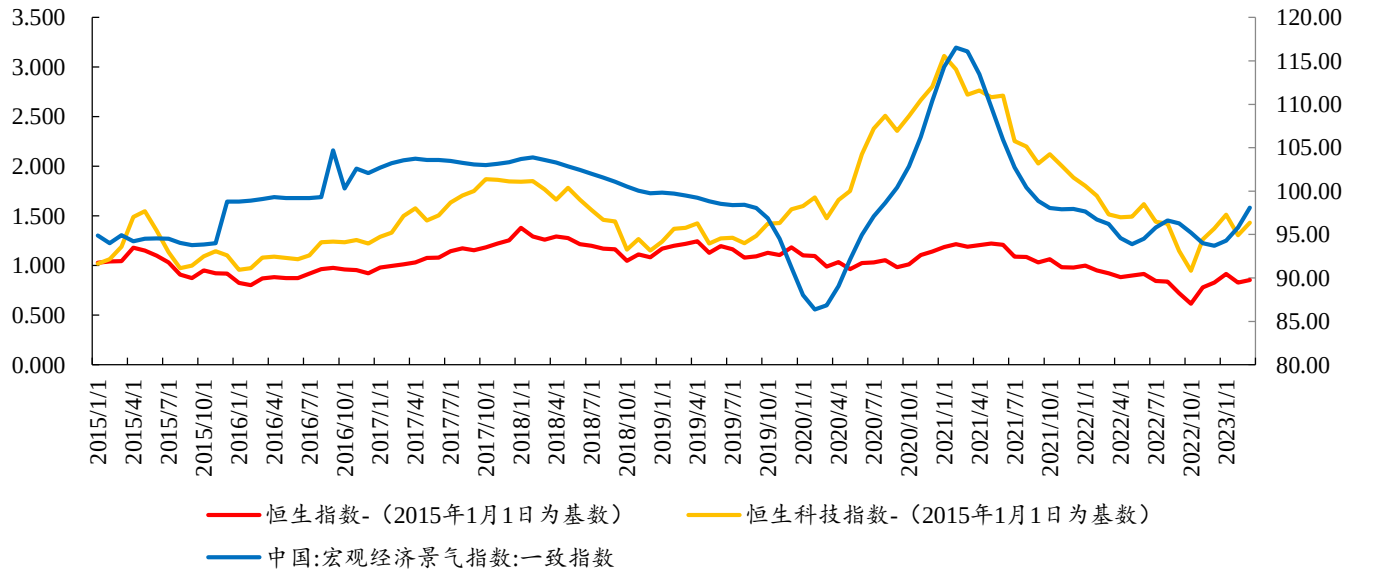


数据 ：Wind、开源证券研究所

1.2、 自上而下，恒生科技对中国经济及美债利率敏感度优于恒生指数

恒生科技指数对中国宏观经济景气指数较为敏感，有望受益国内经济顺周期复苏。恒生科技板块以成熟科技公司居多，包括互联网（广告、游戏、电商、本地生活）、电子、造车新势力等细分领域龙头，消费属性愈发凸显，其收入主要来自内需。

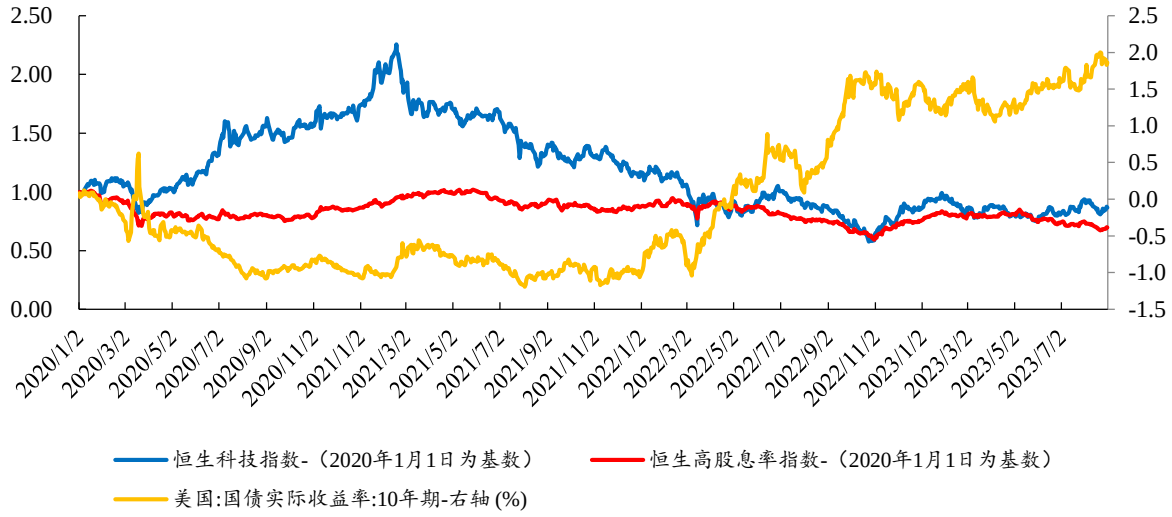
图4：恒生科技指数相对恒生指数对中国宏观经济景气指数更为敏感



数据 ：Wind、开源证券研究所

恒生科技指数对美债利率下行更为敏感。2016 年以来出现过 6 轮美债实际利率快速下行的情况，分别是 2016 年 1 月 21 日至 2016 年 7 月 8 日下行 80bp，2016 年 12 月 16 日至 2017 年 2 月 24 日下行 43bp，2017 年 7 月 10 日至 2017 年 9 月 8 日下行 41bp，2018 年 11 月 9 日至 2020 年 3 月 6 日下行 172bp，2021 年 3 月 19 日至 2021 年 11 月 9 日下行 60bp。在此 6 轮下行周期中，恒生科技指数平均回报率为 33.9%，整体表现好于恒生指数、MSCI 香港成长指数及 MSCI 香港价值指数。

图5：恒生科技指数对美国国债收益率下行更为敏感



数据　　：Wind、开源证券研究所

1.3、 自下而上，汽车智能化及 AI 产业趋势下恒生科技不会缺席

恒生科技指数成分股构成积极顺应中国产业结构升级方向。截至 2023 年 12 月 31 日：(1)汽车智能化龙头占比提升：理想汽车、小鹏汽车权重分别达 7.93%、3.34%；(2)AI 硬件龙头公司占比提升：AI 手机小米集团、AI PC 联想集团权重分别达 8.55%、4.5%；(3) 互联网及软件龙头仍为主要权重股，积极推进 AI 大模型、以及在游戏、办公等应用领域落地。

表1：恒生科技指数成分股权重 TOP23 变化

代码	简称	当前权重排名	权重（%）							20231231 市值（亿 HKD）	20231231 成交额（万 HKD）
			20231231	20230930	20230331	20220930	20220331	20210930	20210331		
1810.HK	京东集团-SW	1	8.84	7.43	7.1	7.88	7.37	7.99	6.82	3,577	81,310
9988.HK	阿里巴巴-SW	2	8.65	8.13	8.72	8.03	9.79	7.43	7.71	15,403	198,869
0700.HK	小米集团-W	3	8.55	8.61	7.43	7.75	8.61	7.38	9.21	3,911	288,070
2015.HK	快手-W	4	8.00	7.91	7.94	7.35	7.59	7.8	7.79	2,301	62,928
3690.HK	理想汽车-W	5	7.93	7.4	6.24	2.67	1.91	-	-	3,121	113,503

代码	简称	当前	权重（%）							20231231	20231231
9618.HK	腾讯控股	6	7.82	8.03	8.31	8.07	7.87	8.29	7.43	27,842	574,896
1024.HK	美团-W	7	6.77	7.21	8.01	8.78	8.14	8.56	7.75	5,114	202,795
9999.HK	网易-S	8	5.1	5.76	4.85	6.56	5.89	2.29	2.42	4,532	120,752
0981.HK	联想集团	9	4.50	3.32	3.15	3.05	4.1	3.43	3.98	1,340	34,781
9888.HK		10	4.34	4.38	3.94	5.52	5.11	5.59	5.32	1,578	63,100
9868.HK	百度集团-SW	11	4.30	4.93	4.28	5.15	2.21	1.52	-	3,247	50,203
0992.HK	小鹏汽车-W	12	3.34	4.43	2.69	0.75	0.95	-	-	1,070	54,755
6690.HK	海尔智家	13	2.80	3.13	3.07	4.52	4.06	3.74	3.03	2,081	11,058
2382.HK	舜宇光学科技	14	2.6	2.04	3.44	4.14	5.99	7.53	6.29	777	36,815
6618.HK	京东健康	15	2.28	2.36	3.31	3.87	3.58	4.74	6.19	1,247	10,060
9961.HK	携程集团-S	16	1.99	1.99	1.53	1.44	0.52	0.3	-	1,897	24,135
0268.HK	金蝶国际	17	1.66	1.4	1.8	2.21	2.82	3.59	2.91	413	13,375
9626.HK	比亚迪电子	18	1.51	1.47	0.98	1.15	0.83	1.23	1.78	825	14,644
0285.HK	哔哩哔哩-W	19	1.32	1.53	2.51	1.26	1.32	1.31	-	389	24,553
0020.HK	商汤-W	20	1.22	1.38	2.27	1.66	0.27	-	-	388	10,236
3888.HK	金山软件	21	1.21	1.42	1.87	1.55	1.51	1.57	2.29	329	7,569
0241.HK	阿里健康	22	1.20	1.38	1.56	1.5	1.6	3	4.42	574	8,251
6060.HK	众安在线	23	0.80	1.03	1.07	1.16	1.26	1.29	-	262	2,534

数据　　：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2023 年 12 月 31 日）

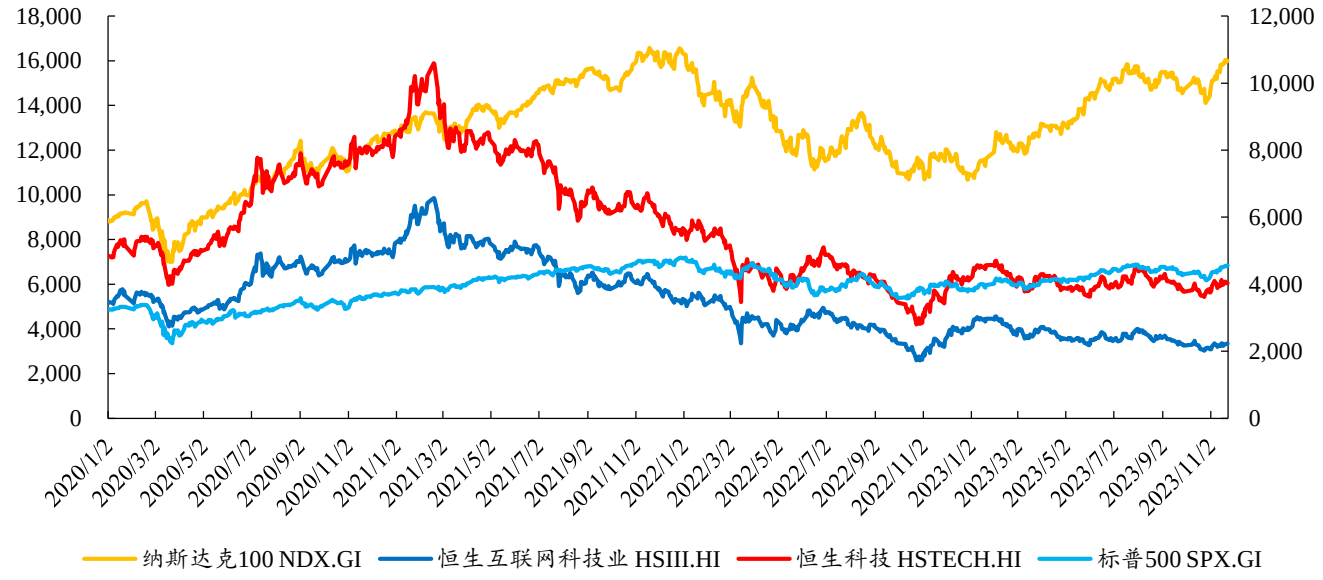
2、 互联网：行业基本面稳定，决定因素仍是宏观环境

2.1、 行业：具备稳健配置价值，中长期增量来自出海及 AI 应用落地

2.1.1、 复盘：估值处于低位，多重因素导致板块修复较慢

港股互联网估值仍处于低位，多重因素导致板块估值修复较慢。（1）2020 年 11 月-2022 年互联网进入强监管周期（蚂蚁金服暂停上市+阿里巴巴&美团反垄断调查+滴滴安全审查+版号暂停发放）；（2）2022 年初-10 月，中美审计跨境监管+俄乌战争+美联储加息+国内疫情影响下，互联网公司业绩估值双杀；（3）2022 年 10 月底-23 年 1 月，国内疫情管控优化、中美审计监管合作，叠加互联网公司降本增效下业绩乐观预期迎来估值修复；（4）2023 年 2 月至今，互联网监管进入常态化阶段，但受中美关系、美元指数、国内经济复苏及政策落地预期持续影响，互联网板块估值低位震荡。

图6：恒生互联网指数较纳斯达克 100 指数修复较慢



数据　：Wind、开源证券研究所（注：纳斯达克 100 对应左轴，其余对应右轴）

2.1.2、 展望：流量规模趋于稳定，短期降本增效释放利润空间，长期增量来自海外市场及 AI 应用

平台规模=用户时间*单位时间价值。其中，用户时间=总人口*人口渗透率*单用户使用时长；单位时间价值=需求多样性*智能化程度。目前移动互联网用户规模及粘性趋于稳定，根据 QuestMobile 数据，截至 2023 年 9 月，全网活跃用户规模达 12.24 亿，近一年增速在 2.0%-2.7%区间，月人均使用为 157.9 小时。

图7：中国移动互联网用户规模及市场趋于稳定



数据　：QuestMobile

流量见顶下短期顺周期复苏叠加降本增效释放利润空间，中长期增量来自出海及 AI 应用。（1）短期：顺周期复苏+降本增效释放利润。短期随宏观复苏，线上广告、本地生活等场景修复叠加裁员等降本增效举措，经营杠杆效应带动利润能力持续释放，参考彭博一致预期，2023 年全年大部分互联网公司收入增速可达双位数区间，利润增速更高。（2）中长期：出海及 AI 应用创造增量，存量竞争下格局稳定和壁垒较强的公司业绩确定性更强。收入端，出海及 AI 应用创造新增量；利润端，聚

焦核心业务，降本增效叠加公司积极回购有望带来 ROE 提升。

表2：参考彭博一致预期，2023-2025 年大部分互联网公司调整后利润 CAGR 可达双位数

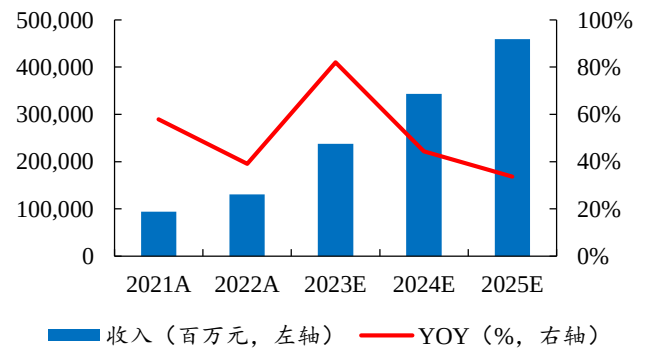
证券名称	收入（百万元）				调整后净利润（百万元）				FY2023-FY2025E 调整后净利润
	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2,022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	CAGR
美团-W	219,955	275,470	330,192	389,441	2,827	21,552	31,142	46,649	47.1%
阿里巴巴-SW	853,062	871,436	954,840	1,042,690	62,249	135,551	165,817	178,036	14.6%
京东集团-SW	1,046,236	1,078,905	1,153,633	1,230,108	28,220	33,497	36,764	41,601	11.4%
快手-W	94,183	113,608	131,102	146,993	-5,751	8,751	14,416	21,489	56.7%
腾讯控股	554,552	614,366	681,175	752,329	115,649	155,983	185,025	209,253	21.9%
网易-S	96,496	105,043	117,039	129,044	22,808	32,430	33,364	36,995	17.5%
百度集团-SW	123,675	135,304	146,933	159,202	18,830	26,879	27,300	30,631	17.6%
哔哩哔哩-W	21,899	22,505	25,807	29,152	-6,692	-3,473	-843	790	-
拼多多	130,558	234,772	327,938	414,622	39,530	58,961	76,794	101,690	31.3%

数据　：Bloomberg、开源证券研究所（注：截至 2024 年 2 月 23 日）

2.2、 拼多多：国内受益消费分层趋势，海外 TEMU 驱动二次增长

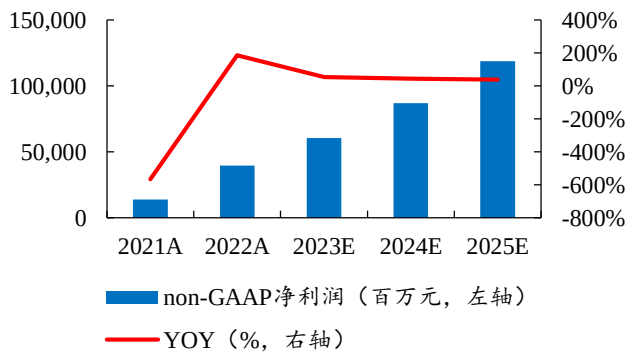
国内电商份额仍有提升空间，海外 TEMU 驱动第二增长曲线。（1）宏观弱复苏及消费分层趋势下，国内电商主站份额有望持续提升；多多买菜巩固流量规模同时高运营效率下有望盈亏平衡；（2）海外 TEMU 加速扩张，强组织效率、低价商品、高效流量分配模式叠加供应链优势，有望复制国内电商路径。据晚点 Latepost 报道，2023 年 9 月 TEMU 日均包裹数 160 万，2023 年全年 GMV 预计为 140 亿美元，2024 年 GMV 目标 300 亿美元。

图8：我们预计拼多多 2023 年收入同比增长 82%



数据　：公司公告、开源证券研究所预测

图9：我们预计拼多多 2023 年 non-GAAP 净利润同比增长 53%

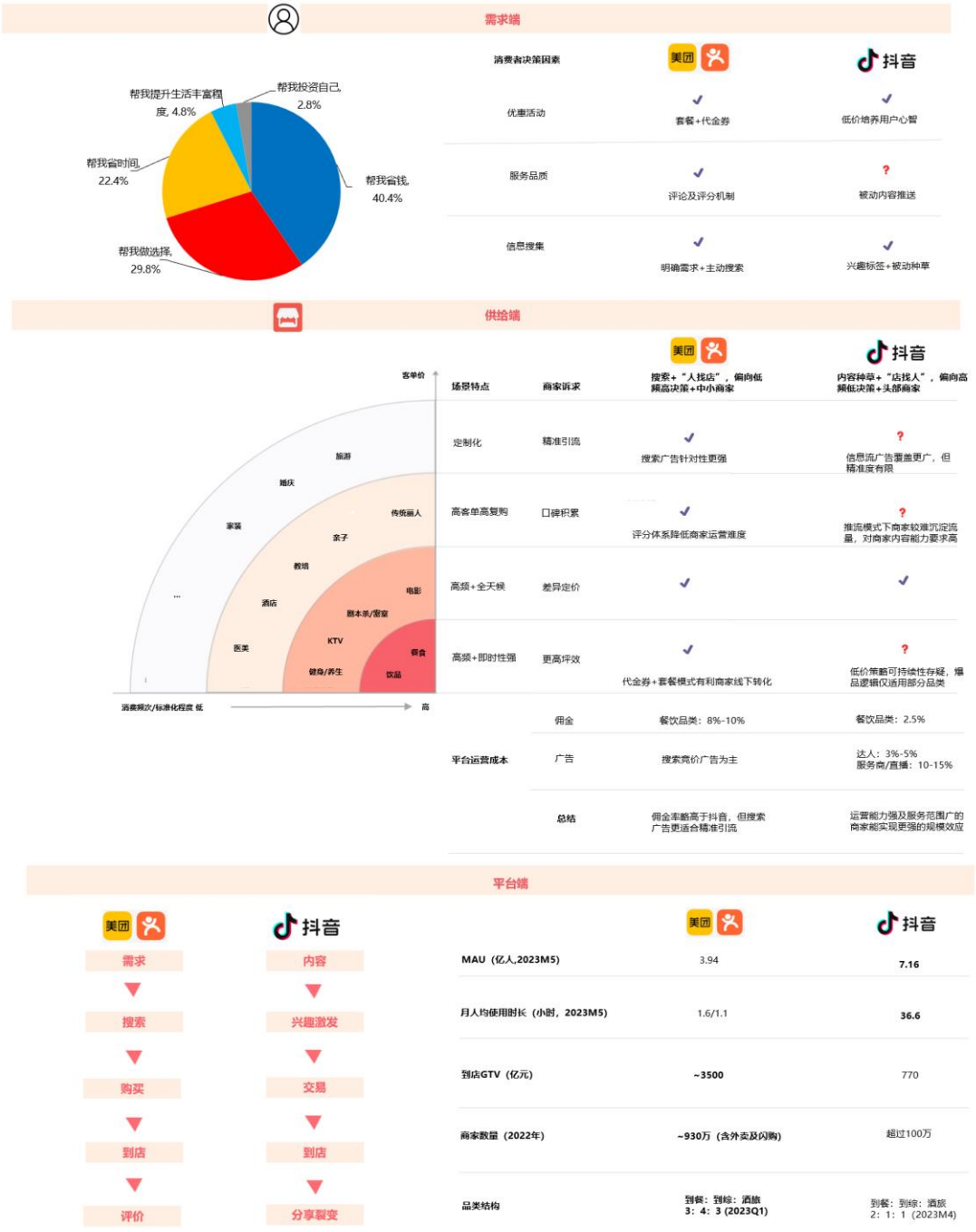


数据　：公司公告、开源证券研究所预测

2.3、 美团：外卖业务增速平稳，待到店格局及利润率企稳驱动估值修复

外卖业务壁垒稳固，受宏观环境、同期高基数及消费回归线下影响，增速表现较为稳健，受益运力供给充足，盈利能力持续提升支撑利润增长，后续关注消费复苏情况能否驱动外卖业务预期增速上修。到店业务仍处在高投入优先保证 GTV 规模高成长的阶段，短期经营利润率或有所回落，待 2025 年格局更加明朗有望驱动经营利润率企稳回升、带来市场信心修复。长期来看，公司在闪购、买菜、优选等新业务巩固用户心智、稳定市场份额，有望打开整体利润空间。

图10：美团更有利于低频高客单价品类及腰尾部商家

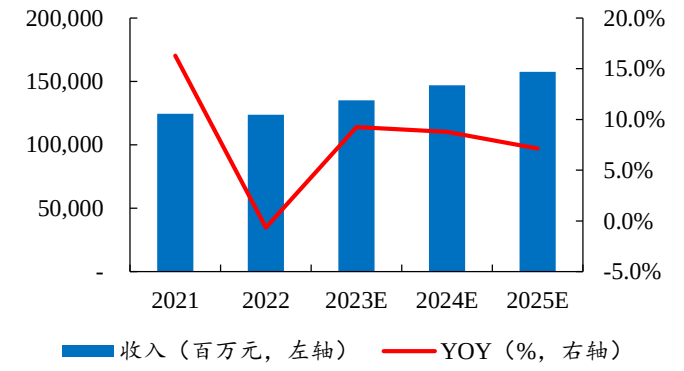


资料 ：QuestMobile、亿邦动力、晚点 Latepost 公众号、公司公告、开源证券研究所

2.4、 百度：关注 AI 商业化潜力以及前期投入逐步确认对利润率影响

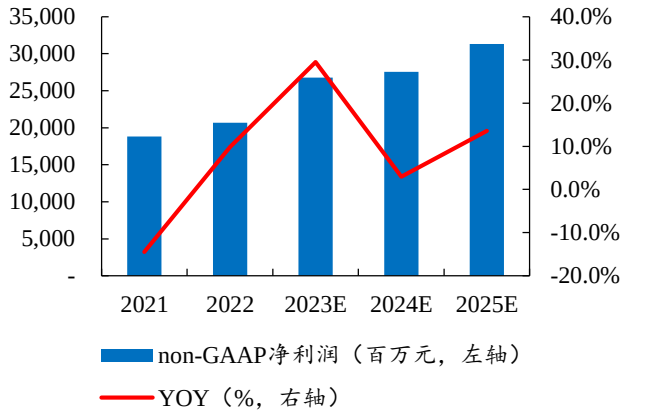
短期广告及云回暖，关注 AI 投入及降本增效对于利润率影响；长期关注 AI 商业化空间及潜力。短期看，收入端，2023Q4 电商旺季、智能云业务受益同期低基数及 AI 推动下有望重回正增长；利润端，仍需观察 AI 投入逐步确认（-）及 AI 带来的降本增效（+）对于利润率的影响；中长期看，流量生态基本稳定，关注 AI 商业化潜力。文心大模型具备先发优势，AI 原生应用有望提升变现效率、MaaS 模式构筑长期增长潜力。（1）C 端：搜索及广告结合 AI 改进后有助于客户转化及收费方式转变；2023 年 11 月，文心一言用户规模达 7,000 万，2023 年 11 月 1 日开始，文心一言推出收费版，订阅费为 59.9 元/月，连续包月 49.9 元。（2）B 端：文心大模型 API 调用量指数级增长，截至 2023 年 11 月智能云千帆大模型平台服务企业超 2 万家。

图11：我们预计百度 2023 年收入同比增长 9.2%



数据　：公司公告、开源证券研究所预测

图12：我们预计百度 2023 年调整后净利润同比增长 29.5%

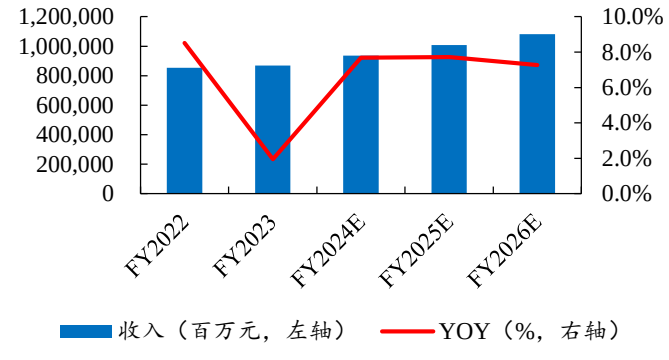


数据　：公司公告、开源证券研究所预测

2.5、 阿里巴巴：战略及组织调整下资本回报率有望提升

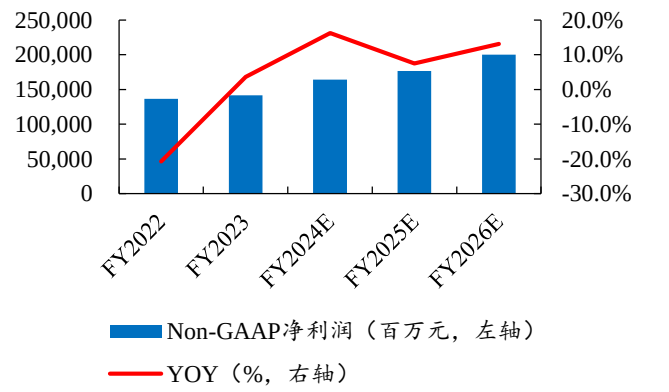
短期核心电商投入或影响利润率，扩大回购规模提升股东回报。短期看，集团最高优先级目标为电商及云计算重拾增长，短期将在改善用户体验上加大投入，用户获取及留存投入增加及流量向中小商家倾斜下，变现率及利润率或承压；总计划回购规模扩大 250 亿美元至 650 亿美元，2023 年考虑员工激励下回购带来流通股数量减少 3.3%，未来 3 年每年目标不低于 3%的股本减少。长期看，公司战略及组织变革调整逐渐明晰，未来核心业务保持投入及协同性增强、非核心业务通过尽快盈利及其他多种资本化方式下资本回报率有望提升。

图13：我们预计阿里巴巴 FY2024 收入同比增长 7.7%



数据　　：公司公告、开源证券研究所预测

图14：我们预计阿里巴巴 FY2024 调整后利润同比增长 16.2%

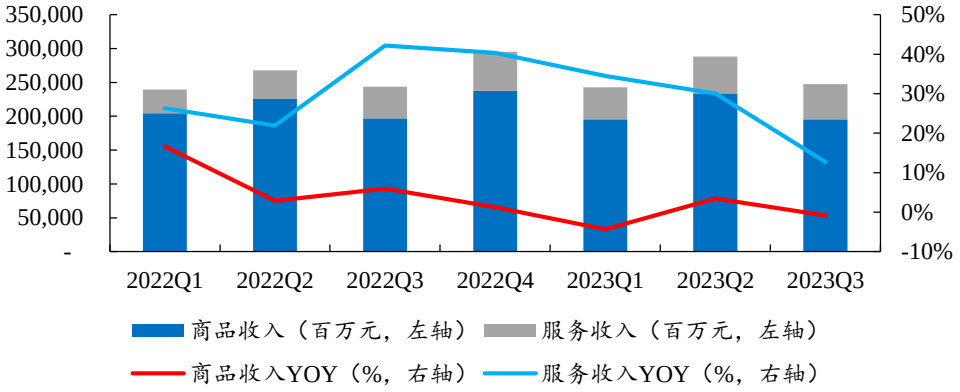


数据　　：公司公告、开源证券研究所预测

2.6、 京东集团：战略调整成效待观察，有望受益家电及 3C 消费复苏

短期增长仍承压，待宏观复苏及业务调整完成重回增长。短期仍受宏观环境及同期基数影响增长仍承压，未来随业务调整结束、3P 订单占比提升整体盈利能力有望稳步提升。短期看 2023 年双十一期间京东订单数量增长达双位数，但考虑到同期高基数影响及营销投入，我们预计 2023Q4 收入及利润率承压。未来随宏观环境复苏带动家电及 3C 消费复苏及业务调整影响消退，有望重回稳健增长。

图15：2023Q3 公司收入同比增长 1.7%



数据　　：公司公告、开源证券研究所

3、 智能汽车：BEV+Transformer 推动智能驾驶加速落地

问界 M7 爆款引发市场对理想汽车、小鹏汽车的担忧，但实际订单影响并不明显，两家车企于 2023Q4 交付量呈现逐月上升趋势，整体用户重叠度相对较低。受益汽车 ADAS 智能化行情，重点推荐小鹏汽车，短期内无图 XGNP、纯电 MPV X9 或是正向催化，中期维度公司产品、渠道、供应链变革有望于 2024H2 驱动经营效益释放。

当前自动驾驶主流技术路径为 BEV+Transformer，整体技术架构由有图转变为无图的具体原因如下：（1）高精地图授权费用高，成本压力较大。（2）高精地图更新频率低、覆盖面窄，此外自动驾驶和高精地图绑定，仅能在局部城市推行，不利于车企大规模商业化普及。当自动驾驶不再依赖于图商，就可以实现全国泛化，推动自动驾驶落地进程。

各家车企智能驾驶进展及规划于 2023-2024 年皆有突破性进展，特斯拉当前以实现全场景辅助驾驶，并有望于 2024 年初，推出 FSD V12 版本实现大幅度体验优化；小鹏汽车及 皆于 2023 年底推出基于无图算法的城市导航辅助驾驶；理想汽车则规划于 2024 年实现通勤 NOA 落地；蔚来于 2023 年 7 月正式发布 NOP+(有高精地图)，并开启订阅收费；比亚迪则于 2023 年组建大规模智驾研发团队，开始聚焦发力智能驾驶。

表3：各家车企智能驾驶规划于 2023 年皆有突破性进展

	智能驾驶进展&规划
特斯拉	当前已实现全场景辅助驾驶，但驾驶员仍需时刻注意路况；2024 年初有望推出 FSD V12 版本实现大幅度体验优化
小鹏	2023 年 10 月 24 日 XNGP 开始公测， 11 月底实现 25 城正式落地，12 月底实现 52 城正式落地。
	阿维塔于 2023 年底实现不依赖高精地图的城市 NCA 落地
理想	2024 年有望发布通勤 NOA
蔚来	2023 年 7 月 NOP+正式发布并开始订阅，目前尚无公开后续无图算法规划
比亚迪	2023 年，已组建 4000-5000 人软件团队，开始发力智能驾驶，当前仍以供应商方案为主

资料 ：爱卡汽车、搜狐、路透社、中国经济新闻网、开源证券研究所

当前特斯拉智能驾驶能力仍有较大的领先优势，其中智能驾驶能力主要取决于算法、算力、数据。（1）算法：特斯拉> =小鹏>理想>蔚来>比亚迪，全栈自研为算法领先与否的关键。（2）算力：特斯拉> >小鹏，特斯拉自研自动驾驶专用超级计算机，自研 D1 芯片在自动驾驶训练及预测上优于英伟达 A100。（3）数据：特斯拉>理想>小鹏=蔚来> ，主要取决于搭载智能驾驶硬件的汽车保有量及销量。

表4：特斯拉智能驾驶能力仍有较大的领先优势

	特斯拉	小鹏		理想
算法	全栈自研 行业引领者	感知、规控、决策 软件全栈自研	自研深度和广度更具优势(具有硬件研发优势)	未实现全栈自研，和高校合作感知、规控、决策算法
算力	自研 DOJO 全球最强的自动驾驶专用超级计算机	600PFLOPS 阿里云合作自建，满足 1-2 年需求	450PFLOPS，不受英伟达禁令限制	理想当前 1200PFLOPS(百度云租用)，后续与火山引擎合作建立智算中心
数据(排名)	1	3	4	2

资料 ：各公司公告、中国基金报、搜狐、雷锋网、中国证券网、开源证券研究所

3.1、 三电系统及域控制器：汽车智能化背景下自研成为行业趋势

汽车智能化背景下，当前三电系统及域控制器自研为行业趋势，三电系统及域控制器自研有助于智能驾驶能力提升，并对成本控制有正面影响。（1）三电系统：除

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/507153023113006044