

2023年海外中期策略

把握科技主旋律，挖掘价值着力点

西南证券研究发展中心
海外研究团队
2023年7月

核心观点

- **海外市场：1) 港股投资性价比凸显，注重优质资产的配置价值。**2023年2月以来，恒生AH股溢价指数一直保持在135以上的高位水平，港股相对A股价格水平较低，港股配置价值显现，建议关注优质资产的深度价值。**2) 美股AI板块涨势强劲，建议关注市场结构性机会。**2023年上半年ChatGPT引爆AI相关产业链，纳斯达克指数涨幅超30%，标普500指数涨幅超14%，其中标普500通信服务和标普500信息技术板块自2022年11月30日ChatGPT推出至2023年6月30日分别上涨27.7%和28.5%，科技主旋律明显。
- **细分板块：1) 互联网平台：基本面向好，AIGC助力降本增效。**短视频、游戏、移动社交、电商等赛道用户规模稳中有升，用户生态保持活跃，以拼多多和阿里巴巴为代表的互联网平台在实现用户增长的同时保证盈利空间，提升自我造血能力，基本面向好；此外，互联网平台有望借助AIGC实现降本、提效、增质，赋能动漫画、影视、有声书制作、游戏开发、文字内容创作、用户交互等多个环节。**2) 人工智能板块：**AI产业链主要数据层、算力层、模型层、应用层四层架构，建议关注AI应用的用户基础、转化留存率和定价水平三大要素，而模型算法的性能将影响用户体验，数据数量及质量影响模型精度，各种应用的支持也离不开AI芯片的算力支持，从而催生算力的海量需求，建议把握以上四层架构的受益主体。**3) 半导体：**随着头部厂商主动减产和库存去化，23H1业绩有望触底，23H2基本面边际改善，DRAM和NAND现货价格处于底部，头部存储企业不再接受降价需求，且三星和海力士计划提高NAND价格，建议关注实际需求的回升程度，且在AI推动下，数据存储和DDR5/HBM技术等有望迎来新一轮的成长。**4) 新能源汽车：**关注车企基本面改善以及端到端自动驾驶新技术路径的应用与发展。
- **建议关注：1) 互联网平台：**京东集团-SW (9618.HK)、阅文集团 (0772.HK)、拼多多 (PDD.O)；**2) AI产业链：**英伟达 (NVDA.O)、Meta (META.O)；**3) 新能源汽车：**特斯拉 (TSLA.O)。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；技术和应用发展不及预期风险；商业变现和业绩兑现不及预期风险等。

目 录

1 港股市场：估值处于历史低位，投资性价比凸显

2 美股市场：核心指数涨势强劲，AI板块表现亮眼

3 细分板块：基本面向好，AI持续赋能

3.1 互联网平台板块：持续优化生态体系，AIGC助力降本增效

3.2 人工智能板块：迈向AGI时代，把握四层架构及海内外受益主体

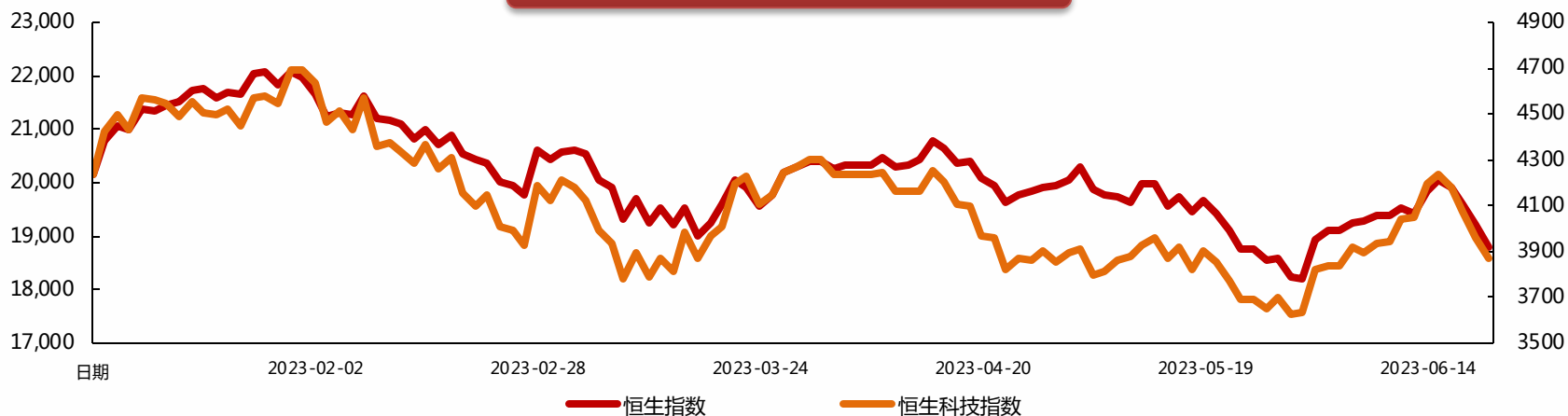
3.3 半导体板块：AI算力引领成长，建议关注周期拐点

3.4 新能源车板块：自动驾驶技术加速迭代，基本面有望边际改善

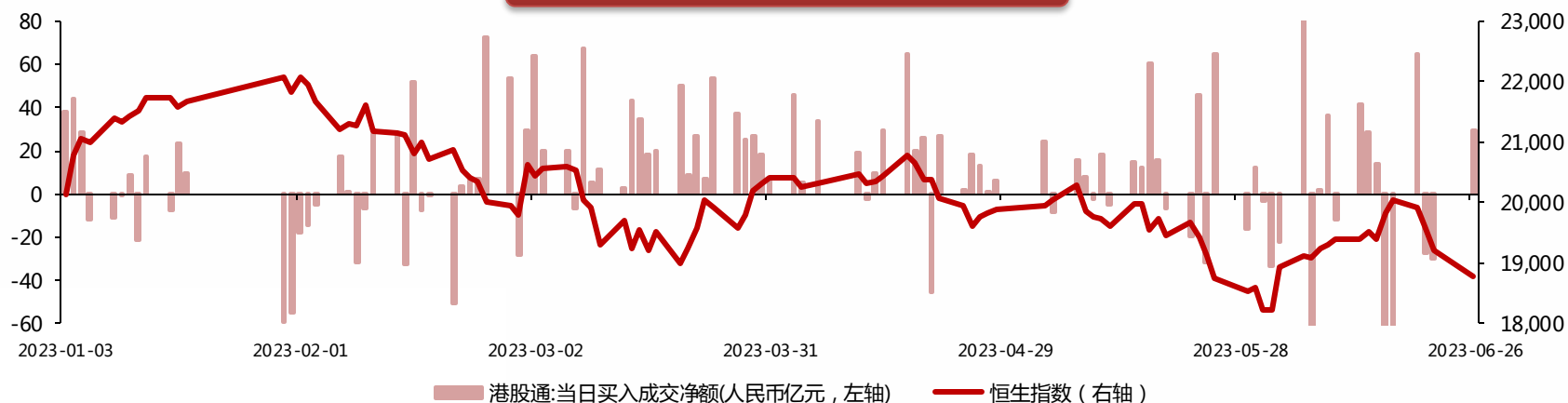
1.1 港股主要指数表现

□ 年内港股经历震荡，而南下资金成交净额增加，表明港股仍受资本青睐。

年初至今港股主要股票指数走势



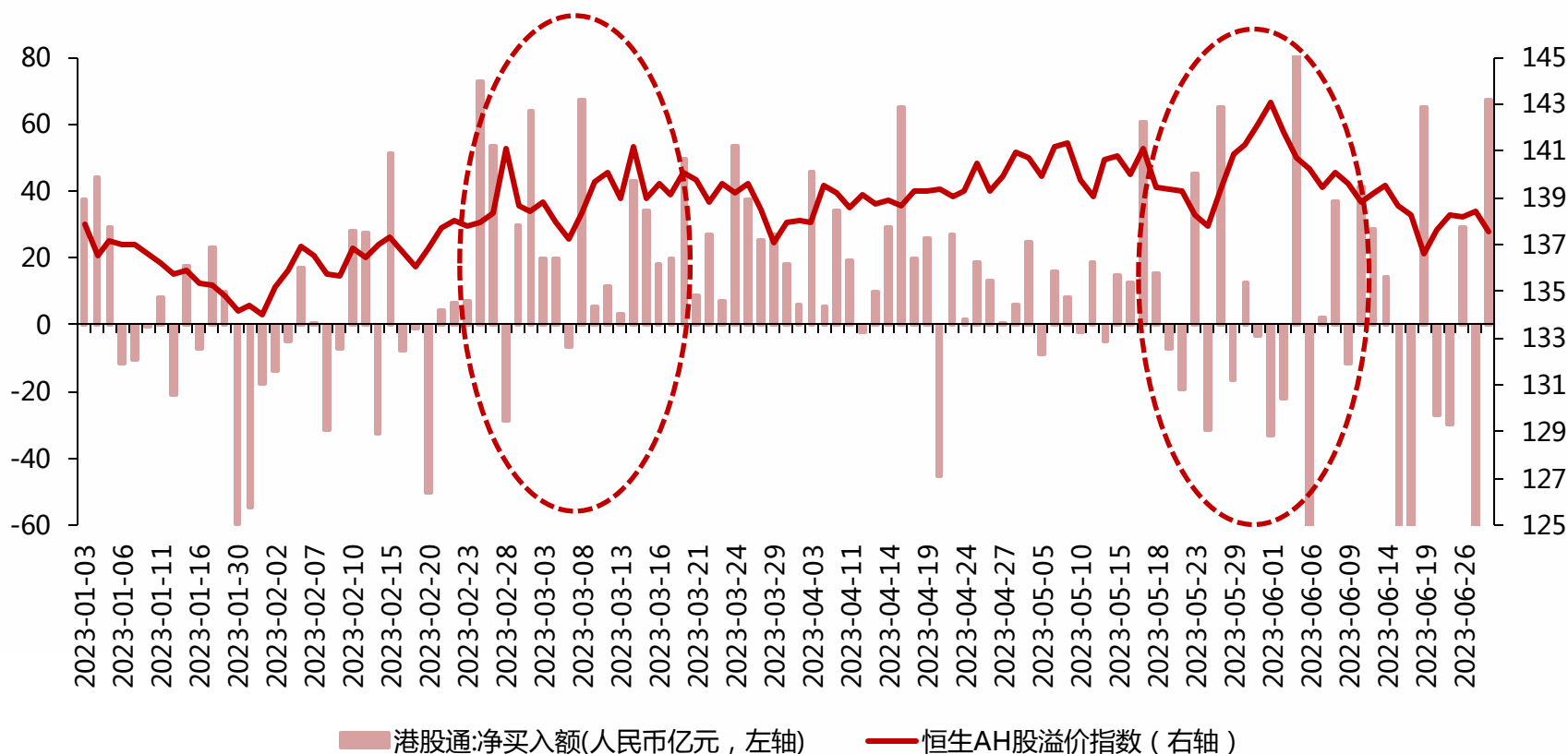
港股通成交额及恒生指数表现



1.2 AH股溢价指数

- **AH股溢价指数位于高位，港股具备较高投资性价比。** 2023年2月以来，恒生AH股溢价指数呈震荡上行趋势，保持在135以上的较高水平，港股相对A股价格水平较低，港股中长期配置价值逐步显现，有利于吸引南向资金流入，挖掘优质资产的深度价值。

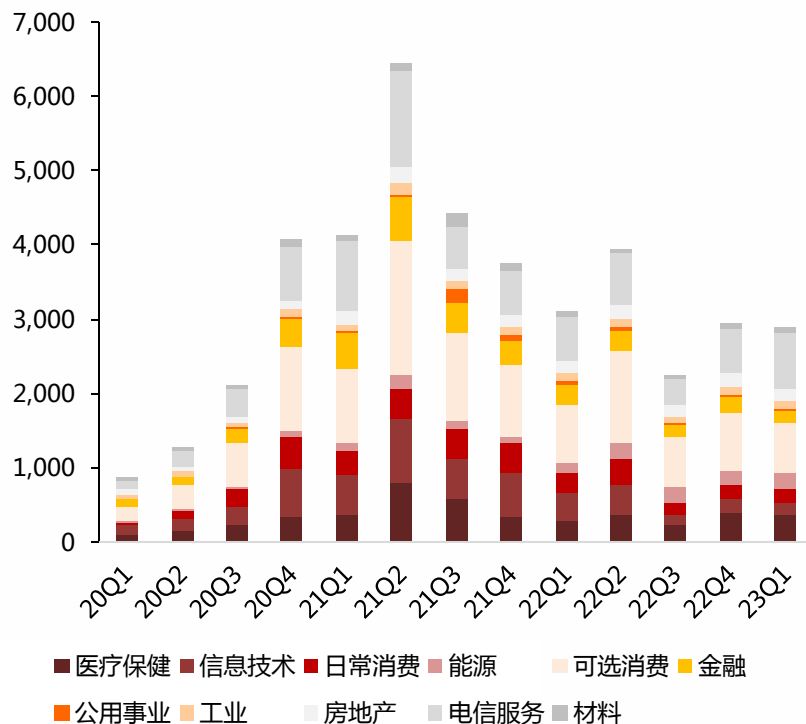
港股通成交额及恒生AH股溢价指数



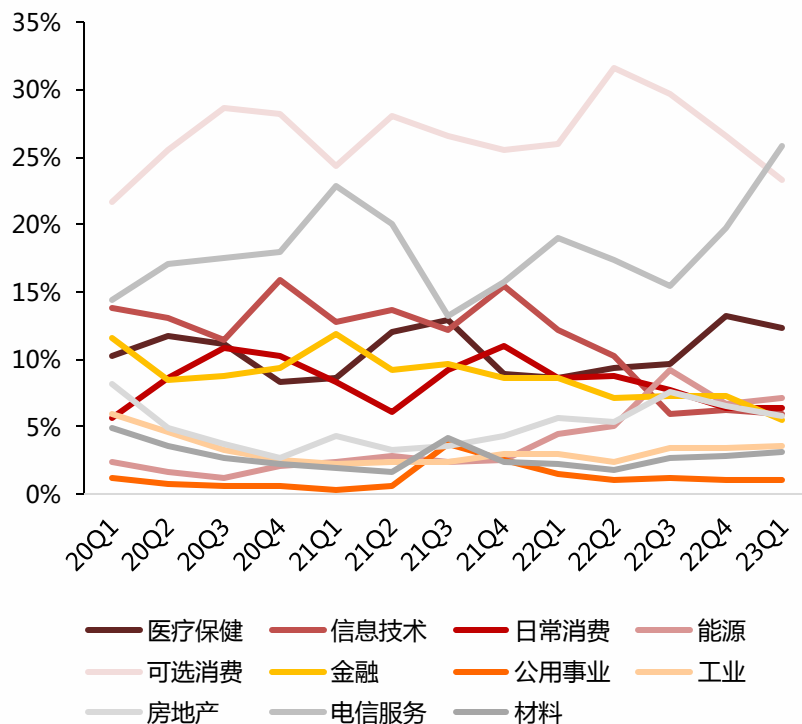
1.3 基金港股持仓情况

- **可选消费、电信服务、医疗保健行业持仓占比较高。** 2022年三季度以来，基金投资港股的市值呈现回升趋势，从22Q3的2257.7亿元提升至23Q1的2892.3亿元。根据GICS一级行业分布情况来看，沪港深基金在可选消费、电信服务、医疗保健行业投资占比较大，其中，22Q3-23Q1电信服务和医疗保健行业投资占比提升明显，分别从15.5%和9.3%增长至25.9%和12.3%。

沪港深基金投资港股GICS行业的市值（亿元）



沪港深基金投资港股GICS行业的占比



1.4 基金港股个股持仓

□ 三季度基金港股个股持仓情况：腾讯、美团、快手等互联网科技股以及中国海洋石油、中国移动等“中特估”概念优质央企居前。

23Q1基金港股个股持仓排名TOP30

代码	名称	持有基金数(个)	持股总量(万股)	23Q1较22Q4持仓增减数量(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	所属行业
0700.HK	腾讯控股	794	18175.8	2,956.7	1.9	613.9	信息技术
3690.HK	美团-W	356	19220.8	-2,539.9	3.4	241.5	可选消费
0883.HK	中国海洋石油	170	148100.1	29,672.3	3.3	151.2	能源
0941.HK	中国移动	187	21589.0	4,983.9	1.1	120.2	电信服务
1024.HK	快手-W	141	20307.3	2,987.3	5.7	107.5	信息技术
0388.HK	香港交易所	98	2735.3	-1,199.3	2.2	83.4	金融
2331.HK	李宁	75	14664.3	-4,054.4	5.6	79.5	可选消费
0291.HK	华润啤酒	73	14310.7	-81.5	4.4	78.9	日常消费
2269.HK	药明生物	124	14936.0	-9,406.3	3.5	63.5	医疗保健
1211.HK	比亚迪股份	53	2542.1	-568.9	2.3	51.1	可选消费
0168.HK	青岛啤酒股份	75	6642.9	1,726.8	10.1	49.8	日常消费
1171.HK	兖矿能源	48	15306.7	-1,000.1	8.1	37.7	能源
0836.HK	华润电力	21	22777.2	414.7	4.7	33.3	公用事业
0902.HK	华能国际电力股份	41	91447.7	6,186.3	19.5	33.0	公用事业
2380.HK	中国电力	20	113264.1	6,967.5	9.2	30.9	公用事业
0688.HK	中国海外发展	55	17649.3	-3,902.1	1.6	29.3	房地产
2015.HK	理想汽车-W	45	3077.3	330.8	1.8	26.4	可选消费
6078.HK	海吉亚医疗	44	5040.8	-634.3	8.0	24.6	医疗保健
0268.HK	金蝶国际	37	20530.7	-7,001.6	5.9	22.9	信息技术
2333.HK	长城汽车	40	25641.7	5,914.3	11.1	21.8	可选消费
3888.HK	金山软件	58	6415.5	4,172.6	4.7	21.7	信息技术
0123.HK	越秀地产	25	20066.1	7,400.2	6.5	20.8	房地产
1810.HK	小米集团-W	48	19159.7	5,441.9	0.9	20.3	信息技术
1378.HK	中国宏桥	15	29628.2	-7,367.1	3.1	19.5	材料
2020.HK	安踏体育	26	1891.0	384.6	0.7	18.9	可选消费
2382.HK	舜宇光学科技	25	1973.8	-1,148.6	1.8	16.4	信息技术
2669.HK	中海物业	22	19345.3	-522.1	5.9	16.2	房地产
2899.HK	紫金矿业	31	13453.8	4,294.2	2.4	15.5	材料
1055.HK	中国南方航空股份	22	29173.1	8,680.5	6.3	14.3	工业
1299.HK	友邦保险	33	1956.0	-497.2	0.2	14.2	金融

1.5 双柜台模式利好港股市场活跃度

- 香港交易所于2023年6月19日在中国香港证券市场推出“港币-人民币双柜台模式”及双柜台庄家机制(DCMM)，**以提升流动性并收窄两个柜台之间的价差**，双柜台模式同时提供港币柜台及人民币柜台的证券供投资者交易，**有望吸引更多内地投资者参与港股通交易，从而提升港股市场的活跃度，增强金融市场的流动性，加强香港与内地金融市场的联系。**

“双柜台模式”发展历程

时间	事件	事件细节
2021年10月	香港特区2021年《施政报告》中提出进一步扩大跨境人民币资金双向流通管道	组织香港证监会、港交所及金管局成立工作小组研究港股通南向交易股票以人民币计价可行性，并提出详细实施建议， 把人民币柜台纳入股票市场交易互联互通机制下的“港股通”内
2022年4月	香港财经事务及库务局局长表示将就“港股通”展开筹备工作	已完成在股票通南向通引入人民币计价的可行性研究，将展开筹备工作并与内地监管部门协商《 港股通人民币计价影响初探 》
2022年12月13日	港交所发布了有关旗下证券市场将引入港币-人民币双柜台模式的通告	推出“港币-人民币双柜台模式”及双柜台庄家机制， 进一步支持人民币柜台在香港上市、交易及结算 。待监管机构批准及市场准备就绪后，各项新措施的登记程序预计可于 2023年上半年开始推行
2023年3月15日	港交所宣布就股份新增人民币柜台交易提交申请	根据双柜台模式新增人民币柜台交易后，投资者能够无缝转换以港币和人民币上市的股份，双柜台安排将 为人民币柜台提供持续的流动量，香港证券市场在“双柜台模式”制度的带动下交易量及活跃度有望提升
2023年6月19日	港交所正式推出“港币-人民币双柜台模式”	双柜台模式推出当日共有24家香港上市公司同时提供港币柜台及人民币柜台的证券供投资者交易。双柜台模式将丰富人民币产品，为投资者提供更多交易选择， 也为企业提供了一个利用香港离岸人民币资金池的渠道，促进离岸人民币更高效地流动，香港资本市场的资金吸纳能力将得到提升。

1.6 人工智能政策助力港股科技

- ❑ **国家密集出台人工智能相关政策，利好科技互联网行业发展。**2022年，《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》、《关于支持建设新一代人工智能示范应用场景的通知》两大政策相继出台；2023年2月，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，指出建设数字中国要整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造，释放商业数据价值潜能，加快建立数据产权制度；2023年4月国家互联网信息办公室发布了《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，对生成式人工智能服务应用行为进行了方向性指引。人工智能相关政策的出台旨在规范应用以及促进人工智能产业健康发展，显示出了国家层面对于人工智能技术的支持与重视，利好科技互联网行业发展。

人工智能相关政策

时间	人工智能相关政策
2022年7月29日	科技部等六部门联合发布《关于 加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展 的指导意见》的通知。《指导意见提出》提出，着力打造人工智能重大场景，提升人工智能场景创新能力，加快推动人工智能场景开放。鼓励常态化发布人工智能场景清单，支持举办高水平人工智能场景活动，拓展人工智能场景创新合作对接渠道。加强人工智能场景创新要素供给。推动场景算力设施开放，集聚人工智能场景数据资源，多渠道开展场景创新人才培养，加强场景创新市场资源供给。
2022年8月15日	科技部发布《关于 支持建设新一代人工智能示范应用场景 的通知》，公布了首批人工智能示范应用的10大场景，其中包括智慧家居、自动驾驶、智能诊疗等。强调要充分发挥人工智能赋能经济社会发展的作用，打造形成一批可复制、可推广的标杆型示范应用场景。
2023年2月27日	数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，即 夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础” ，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。
2023年4月11日	国家互联网信息办公室发布了《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，首次 明确了生成式人工智能“提供者”内容生产、数据保护、隐私安全等方面的法定责任及法律依据，确立了人工智能产品的安全评估规定及管理办法。

1.7 互联互通机制促进双向扩容

- ❑ **资本市场深化双向开放，互联互通品种日益丰富。**自2014年11月17日沪港通正式开通以来，内地与香港股票市场交易互联互通机制运行平稳，至今已经历数次扩容。2023年7月4日，ETF纳入互联互通机制，将有助于内地与香港市场进一步融合，完善互联互通品种，拓展市场广度与深度，更好地满足内地投资者配置港股优质标的需求。

互联互通机制发展历程

时间	事件
2014年	沪港通正式开通，沪股通总额度为3000亿人民币，港股通总额度为2500亿人民币，沪股通单日额度为130亿元人民币，港股通单日额度为1.105亿元人民币
2016年	年底深港通正式运行，并取消总额度限制
2018年	沪股通与深股通单日额度调整为520亿元人民币，港股通单日额度调整为420亿元人民币
2019年	港股通纳入同股不同权公司
2020年	在港上市的生物科技公司纳入港股通标的范围
2021年	科创板股票纳入沪港通股票范围
2022年	沪深交易所将符合条件的ETF纳入互联互通；不同投票权架构公司由二次上市转为主要上市后，考察后纳入港股通；12月进一步扩大股票互联互通的范围
2023年	沪深港股通纳入范围扩容，港股通首次纳入外国外国公司；7月4日交易型开放式基金（ETF）正式纳入内地与香港股票市场交易互联互通机制，53只沪股通ETF、30只深股通ETF及4只港股通ETF首批“尝鲜”

目 录

 **1 港股市场：估值处于历史低位，投资性价比凸显**

 **2 美股市场：核心指数涨势强劲，AI板块表现亮眼**

 **3 细分板块：基本面向好，AI持续赋能**

3.1 互联网平台板块：持续优化生态体系，AIGC助力降本增效

3.2 人工智能板块：迈向AGI时代，把握四层架构及海内外受益主体

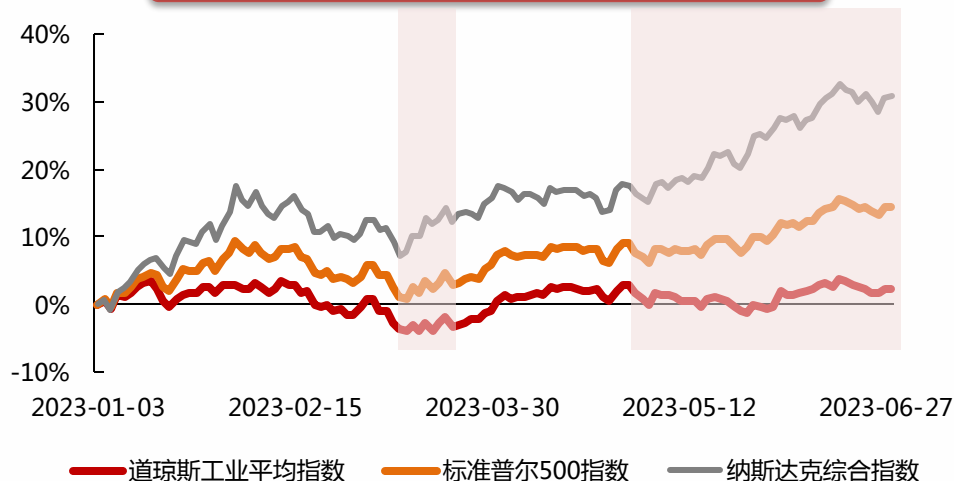
3.3 半导体板块：AI算力引领成长，建议关注周期拐点

3.4 新能源车板块：自动驾驶技术加速迭代，基本面有望边际改善

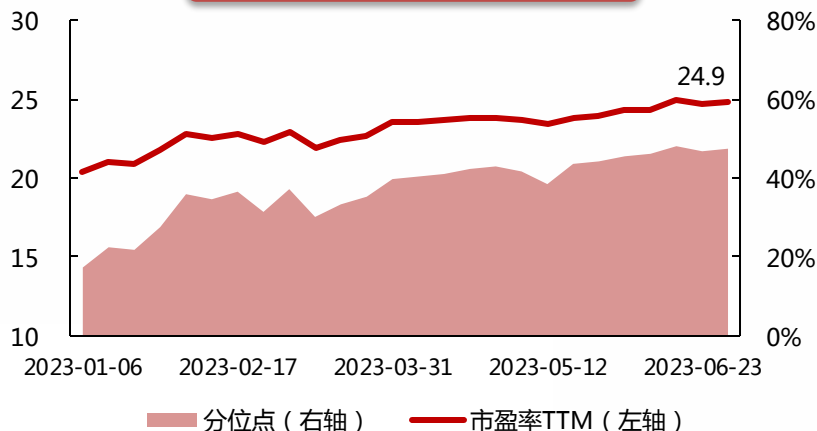
2.1 美股主要指数表现

- **美股主要指数23H1呈现上涨态势，估值处于近三年中位水平。** 23H1美股三大指数均呈上涨态势，纳斯达克指数涨幅超30%，标普500指数涨幅超14%，道琼斯工业平均指数小幅上涨。其中，ChatGPT引爆AI产业链，人工智能相关板块和标的实现大涨，纳斯达克指数表现强势。截至6月28日，标普500指数市盈率为24.9倍，位于近三年历史47.44%分位；纳斯达克指数市盈率为37.4倍，位于近三年历史的47.4分位。

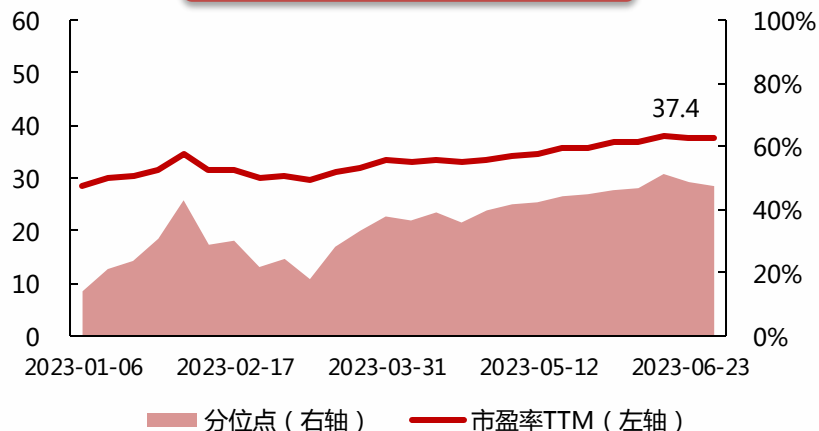
2023年年初至今美股主要股票指数走势



标普500指数估值水平



纳斯达克指数估值水平



2.2 美股市场AI板块和个股表现

- **从美股标普500成分指数表现来看，通信服务和信息技术板块涨幅居前。**自ChatGPT推出（2022年11月30日）至2023年6月30日，标普500通信服务和标普500信息技术板块分别上涨46.2%和41.1%；自GPT-4（2023年3月14日）推出至23年6月30日，标普500通信服务和标普500信息技术板块分别上涨27.7%和28.5%。
- **从个股表现来看，算法、算力及应用概念股涨势强劲。**模型层：自22年11月30日ChatGPT推出至23年6月30日，微软/谷歌/脸书/亚马逊分别上涨40.1%/25.1%/157.2%/38.4%。算力层：自22年11月30日ChatGPT推出至23年6月30日，英伟达/超威半导体/高通分别上涨161.2%/51.6%/1.7%。应用层：C3.AI/赛富时/奥多比/snap/Shopify自22年11月30日ChatGPT推出至23年6月30日分别上涨193.1%/38.7%/48.0%/18.9%/71.6%。

美股标普指数及AI相关标的涨跌幅

板块	ChatGPT推出至GPT-4推出	ChatGPT推出至2023年6月30日	GPT-4推出至2023年6月30日
标普500通讯服务	12.4%	46.2%	27.7%
标普500信息技术	9.5%	41.1%	28.5%
标普500可选消费	1.4%	25.1%	25.9%
标普500工业	0.5%	9.5%	9.2%
标普500材料	-0.9%	7.1%	9.3%
标普500医疗保健	-4.6%	2.8%	9.0%
标普500房地产	-1.8%	1.3%	4.0%
标普500日常消费	-5.0%	-0.3%	5.8%
标普500金融	-7.1%	-1.5%	7.8%
标普500公用事业	-3.6%	-4.1%	0.9%
标普500能源	-8.4%	-7.9%	1.8%

类别	证券简称	ChatGPT推出至GPT-4推出	ChatGPT推出至2023年6月30日	GPT-4推出至2023年6月30日
模型层	微软	8.8%	40.1%	32.2%
	谷歌	-1.3%	25.1%	30.7%
	脸书	77.3%	157.2%	55.6%
	亚马逊	2.7%	38.4%	38.4%
算力层	英伟达	53.9%	161.2%	77.8%
	超威半导体	19.2%	51.6%	35.6%
	高通	-0.3%	1.7%	3.9%
应用层	C3.AI	72.2%	193.1%	65.0%
	赛富时	20.6%	38.7%	19.9%
	奥多比	2.0%	48.0%	49.2%
	SNAP	5.6%	18.9%	14.2%
	SHOPIFY	17.9%	71.6%	52.6%

2.3 美国CPI增速持续回落

- **美国CPI增速持续回落，较美联储通胀目标2%尚有距离。**根据美国5月宏观数据，5月美国**CPI**同比增长4%，低于4月的4.9%，CPI实现连续11个月下降，创2021年3月以来新低；**核心CPI**同比增长5.3%，低于4月的5.5%；**失业率**提升至3.7%，为2022年10月以来最高水平；**制造业PMI**为46.9，处于荣枯线下方，环比下降0.42%；**非制造业PMI**为50.3，环比下降3.08%。

美国宏观数据

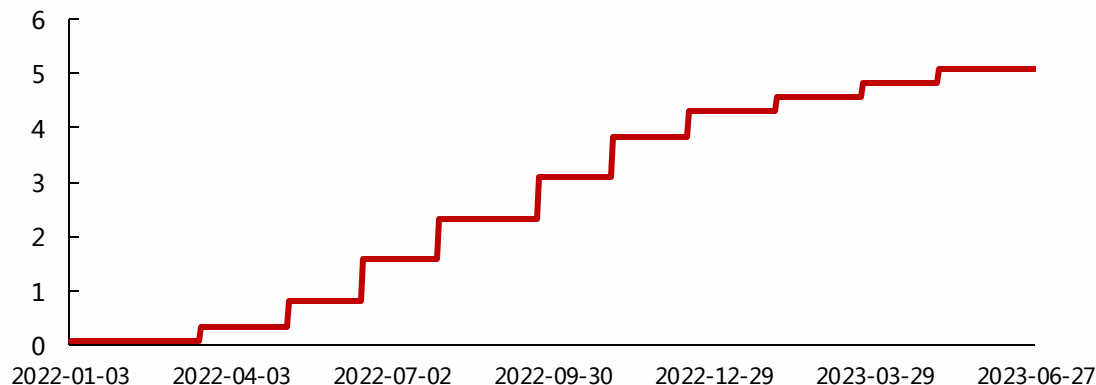
	指标名称	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月	2022年12月	2022年11月	2022年10月
经济增长	实际GDP环比	-		2.00%			2.60%		
个人消费	消费者信心指数	59.2	63.5	62	67	64.9	59.7	56.8	59.9
经济活动	制造业PMI	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49	50.2
	制造业PMI环比	-0.42%	1.73%	-2.94%	0.63%	-2.07%	-1.22%	-2.39%	-1.38%
	非制造业PMI	50.3	51.9	51.2	59.1	55.2	49.6	56.5	54.4
	非制造业PMI环比	-3.08%	1.37%	-13.37%	7.07%	11.29%	-12.21%	3.86%	-4.05%
就业市场	失业率	3.7%	3.4%	3.5%	3.6%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
通胀情况	CPI当月同比	4.0%	4.9%	5.0%	6.0%	6.4%	6.5%	7.1%	7.7%
	CPI环比	0.3%	0.5%	0.3%	0.6%	0.8%	-0.3%	-0.1%	0.4%
	核心CPI当月同比	5.3%	5.5%	5.6%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%	6.3%
	核心CPI环比	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.2%	0.1%	0.3%
	PCE当月同比	3.85%	4.34%	4.17%	5.04%	5.36%	5.30%	5.66%	6.13%
	核心PCE当月同比	4.62%	4.68%	4.61%	4.65%	4.69%	4.62%	4.80%	5.10%
	PPI同比	1.2%	2.3%	2.7%	4.7%	5.7%	6.4%	7.4%	8.2%
	PPI环比	-0.3%	0.2%	-0.4%	-0.1%	0.4%	-0.3%	0.4%	0.3%

2.4 美联储加息接近终点

- 面对高通胀，美联储2023年已进行三次加息，分别在2月2日加息25个bp、3月22日加息25个bp、5月4日加息25个bp。2023年6月15日，美联储15个月以来首次暂停加息。6月，联邦公开市场委员会一致投票决定放弃加息，将美国联邦基金利率保持在5%至5.25%的目标区间。美联储主席鲍威尔表示“利率上升速度过快，有必要采取谨慎的措施，但几乎所有美联储官员都认为，**有必要在2023年晚些时候进一步加息**，以降低美国的通货膨胀水平”。

- 根据CME数据，2023年7月26日议息会议加息25个bp的概率达82%，且后续仍有进一步加息的可能，2023年11月1日再次加息25bp的概率为27%。

美国联邦基金利率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

美联储加息会议加息节奏预测

会议日期	400-425 bps	425-450 bps	450-475 bps	475-500 bps	500-525 bps	525-550 bps	550-575 bps
2023-7-26	0%	0%	0%	0%	18%	82%	0%
2023-9-20	0%	0%	0%	0%	14%	68%	18%
2023-11-1	0%	0%	0%	0%	12%	59%	27%
2023-12-13	0%	0%	0%	3%	22%	52%	22%
2024-1-31	0%	0%	1%	13%	37%	36%	12%
2024-3-20	0%	1%	8%	28%	37%	21%	5%
2024-5-1	1%	8%	27%	36%	22%	6%	1%
2024-6-19	4%	18%	32%	29%	14%	3%	0%

数据来源：CME，西南证券整理

目 录

◆ 1 港股市场：估值处于历史低位，投资性价比凸显

◆ 2 美股市场：核心指数涨势强劲，AI板块表现亮眼

◆ 3 细分板块：基本面向好，AI持续赋能

3.1 互联网平台板块：持续优化生态体系，AIGC助力降本增效

3.2 人工智能板块：迈向AGI时代，把握四层架构及海内外受益主体

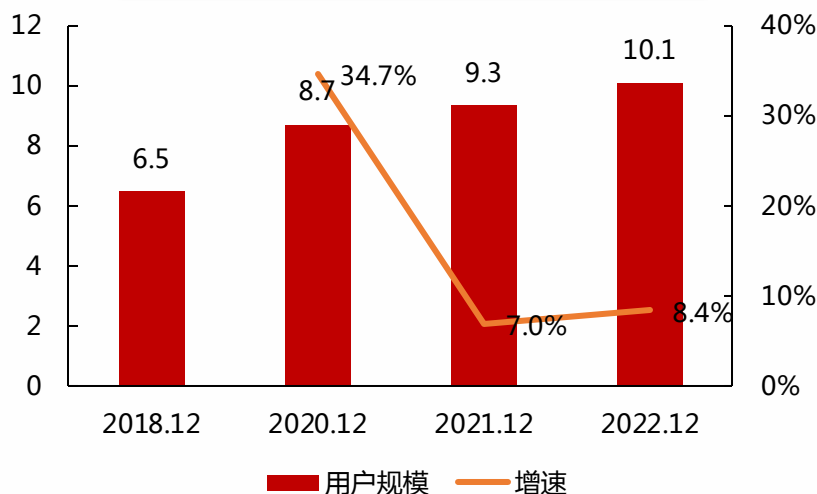
3.3 半导体板块：AI算力引领成长，建议关注周期拐点

3.4 新能源车板块：自动驾驶技术加速迭代，基本面有望边际改善

3.1.1 细分赛道-短视频：用户规模持续增长，头部平台表现优异

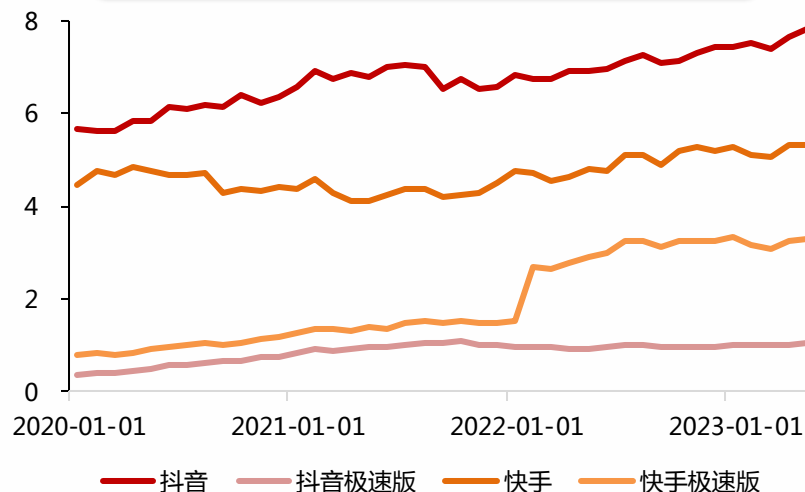
- 短视频用户规模呈现持续增长态势。从头部短视频平台表现来看，快手发布公司公告表示23Q1平均DAU同比增长8.3%达3.74亿，平均MAU同比增长9.4%达6.54亿；腾讯财报显示，微信视频号23Q1日活跃创作者数及日均视频上传量是上年同期的两倍多，拥有超万个粉丝的创作者数是上年同期的三倍多，2023年3-5月图文投稿量增长4倍，交易规模增长达15倍以上。

短视频用户规模（亿人）及增速



数据来源：Questmobile，西南证券整理

短视频平台月活用户数量（亿人）



数据来源：易观千帆，西南证券整理

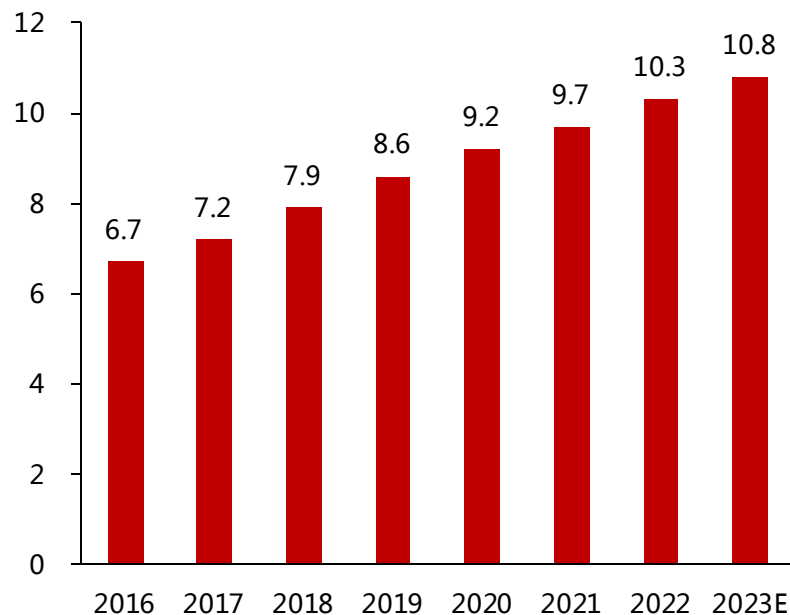
平台	表现
抖音	抖音电商第三届生态大会公布抖音平台2023年3-5月图文投稿量增长4倍，交易规模增长达15倍以上
快手	根据公司公告，23Q1平均DAU同比增长8.3%达3.74亿，平均MAU同比增长9.4%达6.54亿
微信视频号	腾讯财报显示，23Q1日活跃创作者数及日均视频上传量是22年同期的两倍多，拥有超万名粉丝的创作者数是22年同期的三倍多

数据来源：抖音电商第三届生态大会，快手公司公告，腾讯财报，西南证券整理

3.1.1 细分赛道-移动社交：用户数量稳中有升，社交生态活繁荣

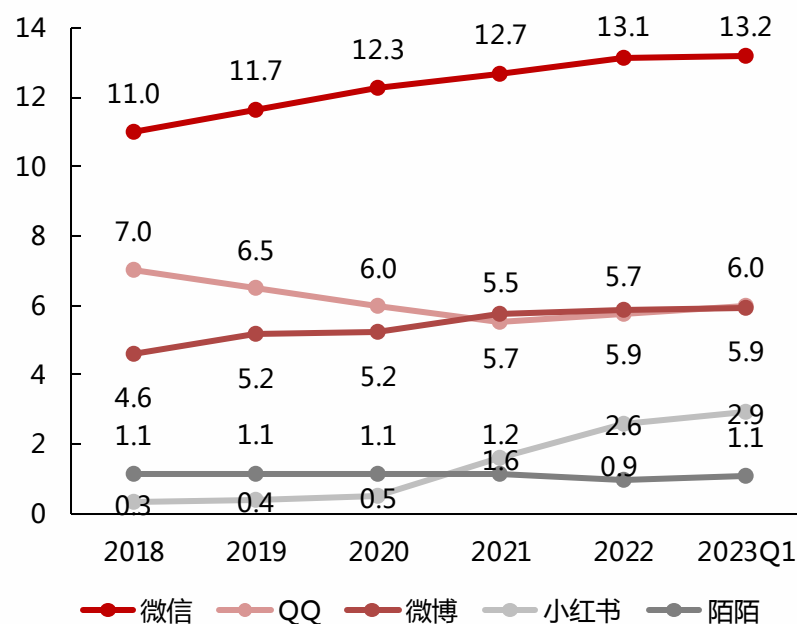
- ❑ **移动社交用户规模持续增长，微信处于领先地位。**根据中商情报网数据，中国移动社交用户规模持续增长，2022年超过10亿人，预计2023年将达到10.8亿人。
- ❑ **移动社交TOP5应用MAU均实现增长。**腾讯财报显示，2023年第一季度，微信及Wechat的合并MAU达到13.19亿，实现高基数下的持续增长，QQMAU达到5.97亿，实现同比增长；根据微博公司公告，微博月活用户数量实现稳中有升；根据36氪，近年来，小红书活跃用户实现快速增长；挚文集团公司公告显示，陌陌MAU较2022年均有增长，移动社交活跃度提升。

中国移动社交用户规模（亿人）



数据来源：中商情报网，西南证券整理

移动社交TOP5应用月活跃用户数（亿人）

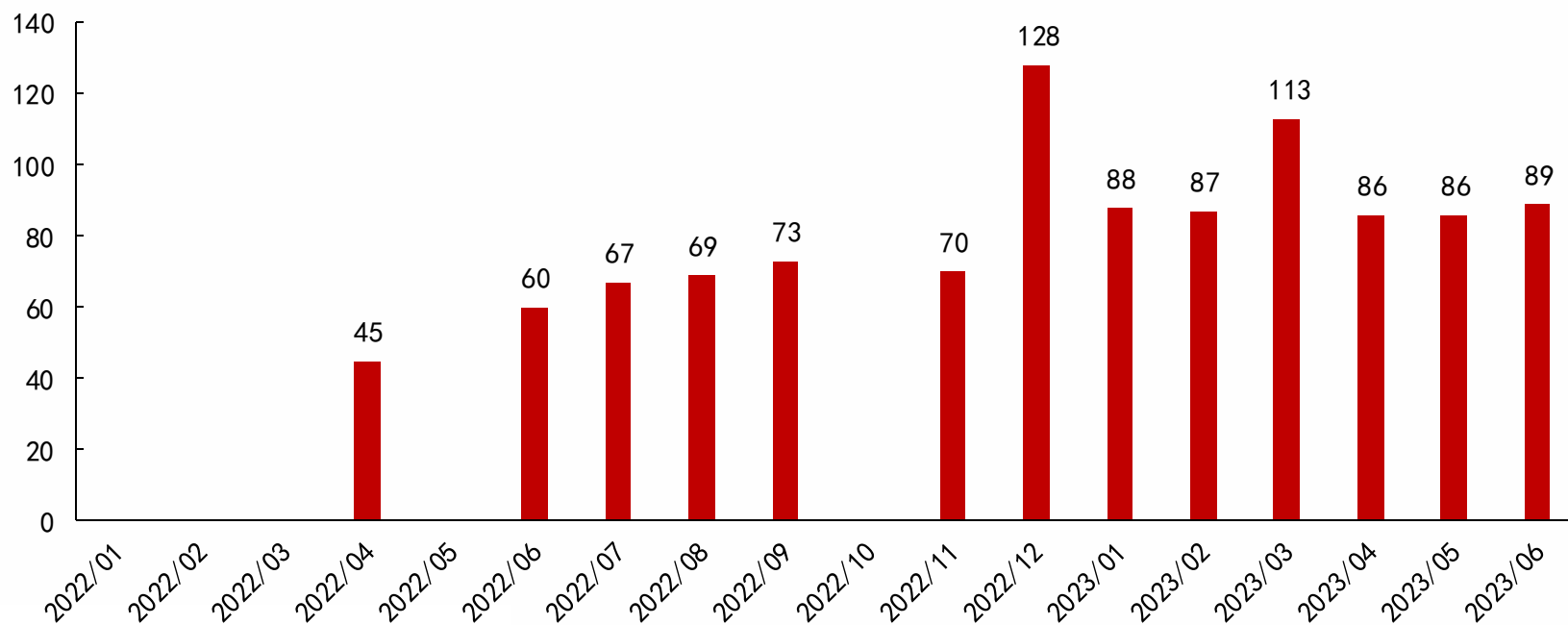


数据来源：腾讯公司公告，微博公司公告，36氪，挚文集团公司公告，西南证券整理

3.1.1 细分赛道-游戏：版号发放常态化，推动产业健康发展

- **游戏版号发放稳定，游戏行业增长可期。**自22年4月开始，游戏版号恢复发放，22年全年发放384个。2023年，国产游戏版号下发时间和数量常态化，每月下发的国产游戏版号数量较为稳定，3月至今发放时间段基本稳定在每月20日。23年前6个月下发版号共549个，超过22年全年总额。

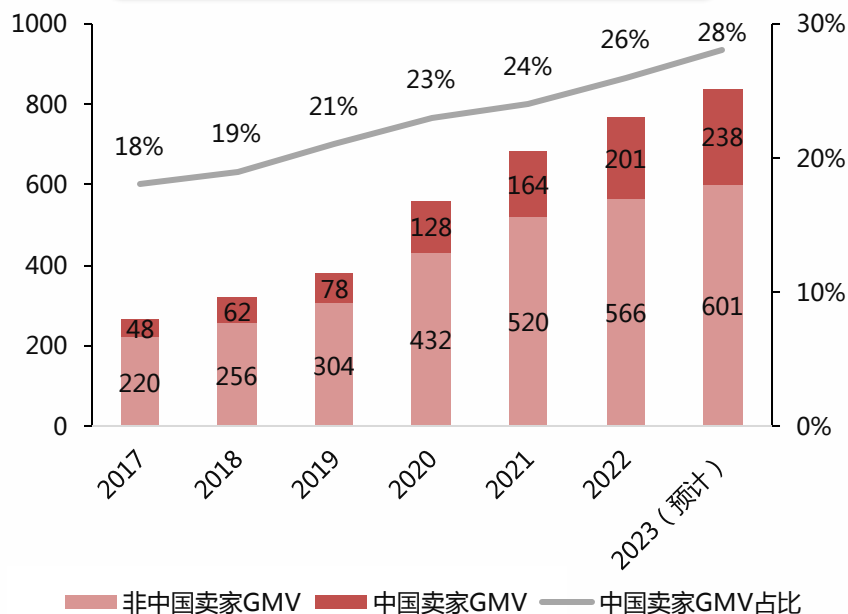
2022年至今游戏版号发放情况（个）



3.1.1 细分赛道-跨境电商：电商平台积极出海，供应链搭建加速进行

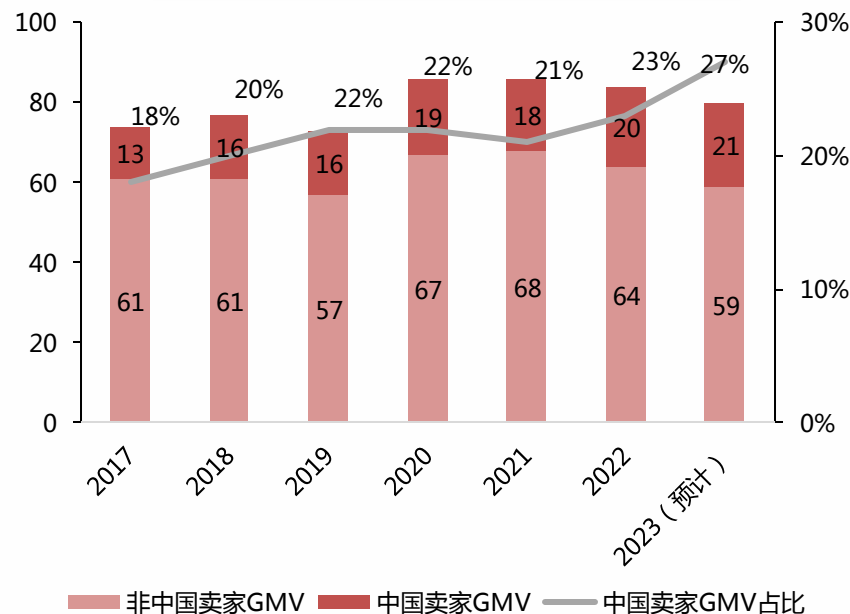
- **中国卖家是亚马逊、eBay平台的重要构成，商品供应链丰富。**根据2021年10月底发布的《十四五电商发展规划》，2025年跨境电商交易额目标为2.5万亿（5年CAGR8.1%），超过国内全国网上零售额20-25年7.6%的CAGR增速。根据eCommerceDB的数据，2017-2022年，中国卖家在亚马逊平台的GMV从480亿美元增至2010亿美元，占比从18%增至26%，预计2023年继续提升至28%。2017-2022年，中国卖家在eBay平台的GMV从130亿美元增至200亿美元，占比从18%增至23%，预计2023年继续提升至27%。根据Marketplace Pulse的数据，2021年1月，亚马逊平台上75%的新卖家来自中国，高于2020年1月的47%和2019年的41%。

Amazon卖家GMV占比（十亿美元）



数据来源：eCommerceDB、西南证券整理

eBay卖家GMV占比（十亿美元）



数据来源：Marketplace Pulse、西南证券整理

3.1.1 细分赛道-跨境电商：电商平台积极出海，供应链搭建加速进行

- **电商平台积极搭建海外供应链，加速地区覆盖。** 阿里巴巴旗下速卖通、Lazada、Miravia等多平台深耕韩国、东南亚、欧洲等地区，同时收购支付服务商、开通多个跨境仓、全球中心仓，积极搭建供应链；SHEIN开放三方商家入驻，平台化+线下快闪店，融资加码基建&应对竞争；TEMU于23年4-5月在多国密集上线，保持低价优势。

电商平台近期出海动作

	23年2月	23年3月	23年4月	23年5月	23年6月
拼多多	- TEMU上线加拿大 - TEMU美国“超级碗”广告首秀，花费1400万美金	TEMU在澳大利亚、新西兰上线	- 联合创始人赵佳臻将出任执行董事和联席CEO，陈磊专注全球化业务掌控 - TEMU上线英国站、德国站、荷兰站、意大利站、法国站、西班牙站等	- 开通奥地利、墨西哥站点 - 实施竞价规则，每周进行一次同款商品竞价，同款中价低者胜出	- Temu开启海外仓建设，计划在美国东部和西部各建一个仓库。伴随着两大海外仓的落地。 - 计划开日本站
阿里巴巴	阿里国际站物流服务近日上线义乌中心仓，每天可流转货物3000单以上，最快可实现2小时入库发货全流程	- 阿里以48亿美金（约340亿人民币）收购全球领先的支付服务提供商WorldFirst - 全球速卖通宣布23年将在韩国市场投资1000亿韩元（约人民币5.3亿元）	- 阿里向子公司Lazada注资3.529亿美元 3月中，西班牙电商App下载量排行榜内，阿里的两大海外业务Miravia和速卖通，分别位于第一和第三名	- CY23Q1，阿里巴巴国际零售（包括Lazada、速卖通、Trendyol、Daraz）收入同比增41% - 菜鸟宣布将在一个月内开设5座跨境仓库，并将联手速卖通启用首个全球中心仓，优化国际快递时效	- 阿里国际数字商业集团总裁称，计划将天猫扩展到欧洲，在欧洲建立本地业务和在线平台，目前已在西班牙启动试点项目 - 菜鸟国际加速在北美大区组网运营，美国、加拿大和墨西哥核心城市区域已实现“跨境10日达” - IGA Works数据显示，韩国速卖通人均使用时间2.69小时，超过韩国本土电商Coupang（2.3小时）
SHEIN	22年盈利7亿美元（21年为11亿美元），22年GMV为300亿美元+，公司预计2025年GMV将增至806亿美元，3年CAGR约39%。	新一轮融资中，投后估值约640亿美元	计划5年内投资7000万美金来帮助工厂更新设备和改善工作环境，将在未来三年投资1.5亿美金，培训2000个巴西当地的工厂，让巴西成为拓展拉丁美洲市场的大本营	- 将在全球市场推进平台模式 - 启动爱尔兰都柏林市中心的EMEA总部，将承载SHEIN的EMEA战略IT中心，作为SHEIN在该地区运营的核心 - 在新一轮融资中筹集20亿美元，主要用于建设面向全球市场的基础设施、应对竞争	- SHEIN与印度信实工业（Reliance Industries）达成许可协议，获准重新进入印度市场 - 在墨西哥正式启动第三方平台模式的运营

3.1.2 AI赋能内容创作多环节，促进降本提效增质

- AIGC在内容领域的动漫画&影视&有声书制作、游戏开发、辅助文字内容创作、用户交互等多环节有降本提效增质的作用，头部公司积极布局探索AIGC的应用，提升平台优质内容的产出能力。

内容公司加码AI

公司名称	潜在应用方向	AI布局
快手	- 拓展搜索边界，带来更好的摘要和问答 - 辅助生成图文视频 - 优化推荐算法，提升内容推荐ROI	已 组建大模型研发团队 ，依托过去AIGC算法和大语言模型的技术积累，按计划推进大模型的开发和训练。 落地场景包括 ：1) 类ChatGPT模型可拓展搜索边界，从站内短视频拓到全网搜索，通过内容生成方式带来更好的摘要和问答；2) 辅助生成图文视频，降低创作门槛，包括辅助生产故事剧本、电商广告文案等；3) 提升对短视频和直播内容的理解，在推荐算法侧更好的匹配，提升内容推荐ROI。
哔哩哔哩	- 提升内容创作效率 - 提升广告&转化效率	探索 将人工智能应用整合到内容生态系统中 ，利用AIGC可提高内容创作效率和用户体验，由AIGC支持的新功能，以进一步增强用户体验。在AIGC方面，持续关注对广告运营以及转化效率的提升。
阅文集团	- 文生文，辅助撰写文字内容 - 文生图：辅助生成漫画/插画 - 用户互动：角色与用户互动	23年6月启动新一轮组织升级，构建四大事业部，包括智能与平台研发事业部，主要负责研发AI大模型等核心技并将AIGC赋能内容创作生态，中长期业务蓝图是升级 AIGC赋能原创的多模态多品类内容大平台 ，构建新的IP上下游一体化生态体系
猫眼娱乐	提升宣发内容创作效率	公司在23Q1业绩会上表示，考虑把AIGC一部分能力 嵌入公司流程中 ，探索是否会带来效率提升、成本下降，帮助行业 and 伙伴更好成长。
创梦天地	- 社区场景、服务场景、用户体验场景的升级改造 - 美术资源设计上的降本增效	通过AIGC技术进行 社区、服务、用户体验场景的升级改造 ，目前已接通Open AI，并自主搭建基于GPT-4的AIGC服务框架，涵盖图文内容创作、社区内容总结与提炼、AI游戏客服等场景。《卡拉彼丘》的工作室和 美术资源设计 上已大量使用AIGC技术，内部搭建的AI出图提升产品研发效率，降低成本。
知乎	- 辅助创作，提升创作效率 - 辅助识别劣质内容	上线 AI创作辅助功能 ，并呼吁创作者为自己创作的作品负责，使用大模型AI技术来对AI产生的 劣质内容进行识别 。
阿里影业	- 文生图：实现营销的视频和平面物料全面AI化 - 动画、虚拟拍摄、数字领域的应用（数字人厘里）	公司在23Q1业绩会上表示，将重视AI列为最首要的战略，希望未来的12个月能够 发布1-2款数字化、营销领域重量级的产品 ，在人工智能时代AIGC领域，完全地将业务链路、营销、数字化产品AI化，目前营销团队已经采用了AI技术制作和发布海报&预告片。

3.1.3 京东集团-SW (9618.HK)：低价策略&架构调整，核心品类持续复苏

- ❑ **投资逻辑**：1) 架构调整，缩减层级&提升业务针对性，提升生态活跃度。根据36氪信息，23年4月，京东零售开启5年来最大的组织变革：①取消事业群层级，变成事业部制，②首次打通自营和POP，经营单元不再区分自营和POP，由统一品类负责人管理，实现流量平权，提升生态活跃度。23年6月，京东集团新成立创新零售部、汽车事业部，按消费场景划分，提升业务针对性。2) 核心品类持续复苏，根据京东业绩会信息，京东的3C数码、家电品类在23年4月增速有回暖趋势。根据京东官微，京东618开门红4小时，家电家居成交额同比增长50%。
- ❑ **业绩预测与投资建议**：预计2023-2025年Non-GAAP净利润分别为302/340/392亿元，对应PE分别为12.9/11.4/9.9倍。考虑到公司23年以来持续变革，围绕低价策略升级平台，23Q2核心的家电家居品类需求提升，维持“买入”评级，持续推荐。
- ❑ **风险提示**：电商行业竞争对手增加投入风险；供应链扩展不及预期风险；宏观经济下行风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1046236.00	1102102.77	1215871.48	1350616.81
营业收入增长率	9.95%	5.34%	10.32%	11.08%
Non-GAAP净利润（百万元）	28220	30198	34044	39168
Non-GAAP净利润增长率	64.00%	7.01%	12.74%	15.05%
EPS（元）	6.60	9.02	11.25	14.50
P/E（Non-GAAP）	13.8	12.9	11.4	9.9

相对指数表现



3.1.3 阅文集团（0772.HK）：23H2影视片单丰富，构建全新IP生态体系

- ❑ **投资逻辑**：1) 组织架构调整，构建新的IP上下游一体化生态体系。根据公司官微，23年6月19日，阅文启动新一轮组织升级，将打造四大事业部平台，设置智能与平台研发事业部，负责研发AI大模型等核心技并将AIGC赋能内容创作生态，同时提出中长期业务蓝图升级为AIGC赋能原创的多模态多品类内容大平台。2) 根据公司业绩会、官微信息，新丽传媒2023下半年片单丰富，包括《斗破苍穹2》《与凤行》《潜伏者》《骄阳伴我》，电影《海关战线》《异人之下》等，另有大IP剧集《庆余年2》《玫瑰故事》《大奉打更人》等在拍中。
- ❑ **业绩预测与投资建议**：预计公司2023-2025年Non-IFRS净利润分别为17.1/19.0/21.2亿元，对应PE分别为18/17/15倍。考虑到：AIGC有望提升公司内容生产、IP运营能力，阅文旗下新丽传媒待播大IP片单丰富，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：竞争对手增加投入风险；影视项目、AI应用进展不及预期风险；传媒政策趋严风险；海外业务拓展风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7625.62	8398.37	9186.21	10028.42
营业收入增长率	-12.03%	10.13%	9.38%	9.17%
Non-IFRS净利润（百万元）	1348.22	1711.62	1900.35	2117.04
Non-IFRS净利润增长率	9.64%	26.95%	11.03%	11.40%
EPS（元）	0.60	1.22	1.40	1.62
P/E（Non-IFRS）	23.3	18.3	16.5	14.8

相对指数表现



3.1.3 拼多多（PDD.O）：百亿生态、TEMU出海，凸显平台成长性

- **拉升用户心智，人均GMV有望提升**：22年4月以来，拼多多先后启动首届百亿补贴“数码家电超级加补”活动、“家电超级加补”活动，对手机、电脑、空调等数码家电产品额外补贴，并提出“天天都是618”的活动理念，拉动用户进行高价产品的消费。根据新民晚报数据，“数码家电超级加补”活动期间，手机销量环比翻倍增长，家电全品类销量增300%。
- **百亿生态战略下，白牌品牌化+品牌新入驻有望持续提升广告系统活跃度，推动广告业务升级**。2023年5月26日，公司联席CEO赵佳臻在23Q1财报业绩会上提出百亿生态战略，用更主动的商家生态管理方式，扶持平台上的优质商家，使其更快实现品牌化和规模化。
- **TEMU加速海外覆盖，有望开辟第二增长曲线**：23年2月以来，TEMU先后在加拿大、澳大利亚、英法德等十余个国家/地区上线，根据data.ai的数据，在英美德等国的IOS购物应用榜中，TEMU下载量稳居前列。
- **投资建议**：多多直播等流量入口效应日趋显著，客单价、广告填充率有望上升，TEMU出海快速起量，建议关注。
- **风险提示**：电商行业竞争对手增加投入风险；供应链建设不及预期风险；宏观经济下行风险；出海业务政策收紧风险等。

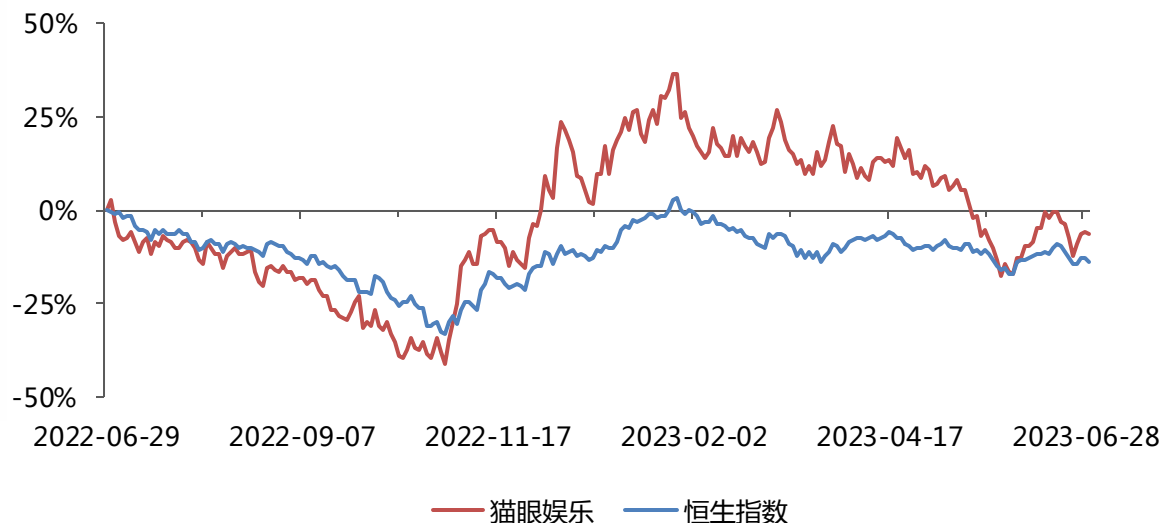
相对指数表现



3.1.3 猫眼娱乐 (1896.HK) : 暑期档催化, AIGC有望扩产能

- ❑ **暑期档票房&线下演出持续恢复, 带动公司票务&内容投资业务修复。**根据猫眼电影数据, 23年1-5月含手续费票房为221亿元, 已恢复至19年的82%, 根据拓普咨询CEO采访, 2023年暑期档的预判票房约140-150亿。结合猫眼数据, 预计恢复至19年的79%-84%, 较22年暑期档同比提升约53%-64%。与此同时, 暑期档期间, 猫眼主控发行影片包括《八角笼中》、《封神第一部》、《学爸》等, 票房可期。
- ❑ **AIGC有望提高宣发内容创作效率, 从而提升猫眼主控&参与宣发的电影数量。**根据公司公告, 22年公司参与发行/出品的已上映国产影片总票房相较国产电影大盘的覆盖率保持在五成以上, AIGC助力下, 公司参与影片的覆盖率有望进一步提升。
- ❑ **投资建议:**根据猫眼数据, 23年6月含手续费票房超39亿, 票房已恢复至19年6月的94%, 是22年6月的2倍以上, 猫眼作为电影/线下娱乐票务龙头, 股东包括腾讯、美团、光线, 拥有丰富的泛娱乐资源, 建议关注。
- ❑ **风险提示:**公司参与的影视项目进展&票房不及预期风险; 电影大盘不及预期风险。

相对指数表现



3.1.3 创梦天地（1119.HK）：核心游戏保持稳定，新游具备爆款潜质

- ❑ **核心游戏表现稳定，夯实公司基本盘**：公司核心游戏《梦幻花园》《梦幻家园》表现稳定；《地铁跑酷》自22年8月二创出圈以来，活跃用户保持高位；《荣耀全明星》广告投放谨慎，进入收获期；
- ❑ **公司自研游戏《卡拉彼丘》有望23年内上线，贡献业绩增量**。23年公司游戏项目《卡拉彼丘》、《二之国：交错世界》均具爆款品相，截至23年6月29日，《卡拉彼丘》位居B站预约榜第三名，预约人数超78万，评分8.9；在TapTap预约人数超51万，评分8.7，均处于头部水平。
- ❑ **投资建议**：看好公司Fanbook+AIGC的破圈能力和商业化潜力，《卡拉彼丘》&《二之国：交错世界》等自研游戏的盈利能力，建议关注。
- ❑ **风险提示**：流水不及预期风险、游戏行业竞争加剧风险、游戏行业政策趋严风险。



哔哩哔哩-W (9626.HK)：调整外显数据巩固内容生态，探索更多商业化路径

- **以播放分钟数作为外显数字，有望巩固B站高质量的内容生态，提升差异化竞争能力。**根据B站官微，23年6月底，B站宣布将进行外显数据调整，未来将以播放分钟数代替播放次数，作为B站视频的主要外显数字。播放分钟数更有利于筛选优质内容，且对于长内容的创作有正向作用，有望优化B站平台内容生态。
- **探索更多商业化路径，保障UP主&平台收入的多样性。**①根据B站官微，除广告外，B站正内测充电计划升级版（用户可用包月充电方式，支持喜爱的UP主）、哔哩哔哩课堂（UP主课程内容售卖）、哔哩哔哩工房（UP主可出售绘画\手工等作品）等，保障UP主收入。②带货逐渐成为UP主增收的新支点。根据B站官微数据，23年618期间，带货UP主数量同比增长超3倍。其中，6月10日，B站UP主“宝剑嫂”第一场直播带货的成交额超2800万，拥有170万粉丝的UP主“王师傅和小毛毛”，4月-6月带货GMV近1000万。
- **降本增效，亏损持续收窄。**23Q1，B站经调整净亏损为10.3亿元，经调整亏损率20.3%，而22Q1为32.7%，亏损优化明显。根据公司23Q1业绩会信息，23年公司的首要任务为提升商业化效率并减少亏损。



目 录

◆ 1 港股市场：估值处于历史低位，投资性价比凸显

◆ 2 美股市场：核心指数涨势强劲，AI板块表现亮眼

◆ 3 细分板块：基本面向好，AI持续赋能

3.1 互联网平台板块：持续优化生态体系，AIGC助力降本增效

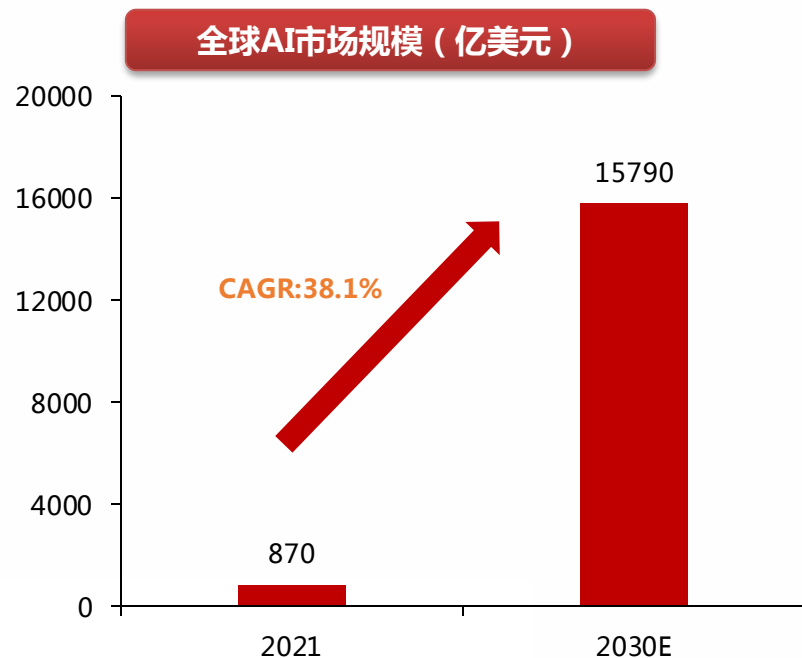
3.2 人工智能板块：迈向AGI时代，把握四层架构及海内外受益主体

3.3 半导体板块：AI算力引领成长，建议关注周期拐点

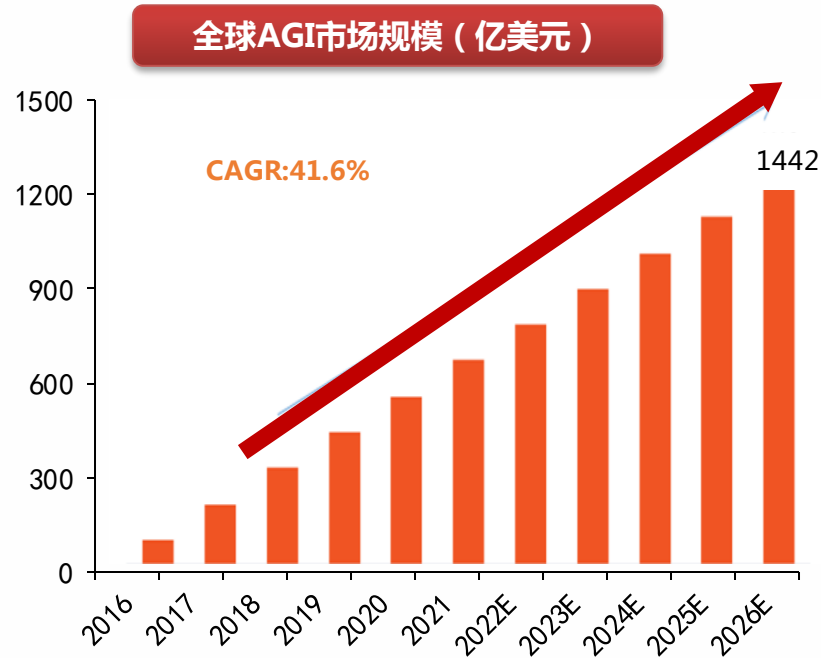
3.4 新能源车板块：自动驾驶技术加速迭代，基本面有望边际改善

3.2 AGI成为重点发展方向，市场规模有望快速增长

- ❑ **通用人工智能(Artificial General Intelligence-AGI)**：是指具有一般人类智慧，可以执行人类能够执行的任何智力任务的机器智能，也称强人工智能(Strong AI)。与弱人工智能(Weak AI)相比，通用人工智能可以尝试执行全方位的人类认知能力，不仅可以完成特定任务，还可以学习和执行其他任务，具备自主自我控制能力。当前，人工智能系统尚未达到通用人工智能水平，但全球出现了很多公司，正努力使其成为现实。
- ❑ **通用人工智能市场规模**：根据新思科技数据，全球AI市场规模有望由2021年的870亿美元增长至2030年的15970亿美元，2021-2030年复合增速达38.1%。根据All The Research数据，预计2026年全球AGI市场规模将达到1442亿美元，2016-2026年复合增速达到41.6%。



资料来源：新思科技，西南证券整理



资料来源：All The Research，西南证券整理

3.2 AI产业链完善，把握四层架构及海内外受益标的

□ **AI产业链主要包括四层架构：数据层、算力层、算法/模型层、商业化应用层。**其中，数据的数量和质量决定模型的准确性和稳健性；算法决定模型性能和效果；算力提供计算资源的支撑，GPU等硬件被广泛应用于AI训练和推理，云计算服务为AI提供了强大的计算能力。

1) **数据层—AI的粮食**：数据产业有望受益，包括数据采集、预处理、存储等各个生产加工环节。

2) **算力层—AI的身体**：IDC为算力设备代表，服务器为算力载体，芯片为算力核心。

3) **模型层—AI的大脑**：大模型+多模态加速成长，重点关注国内外大厂在AGI大模型上的进程。

4) **应用层—AI的变现**：AIGC逐步应用于各场景，文本、声学、图像和视频生成日益成熟。

AIGC产业链四层架构



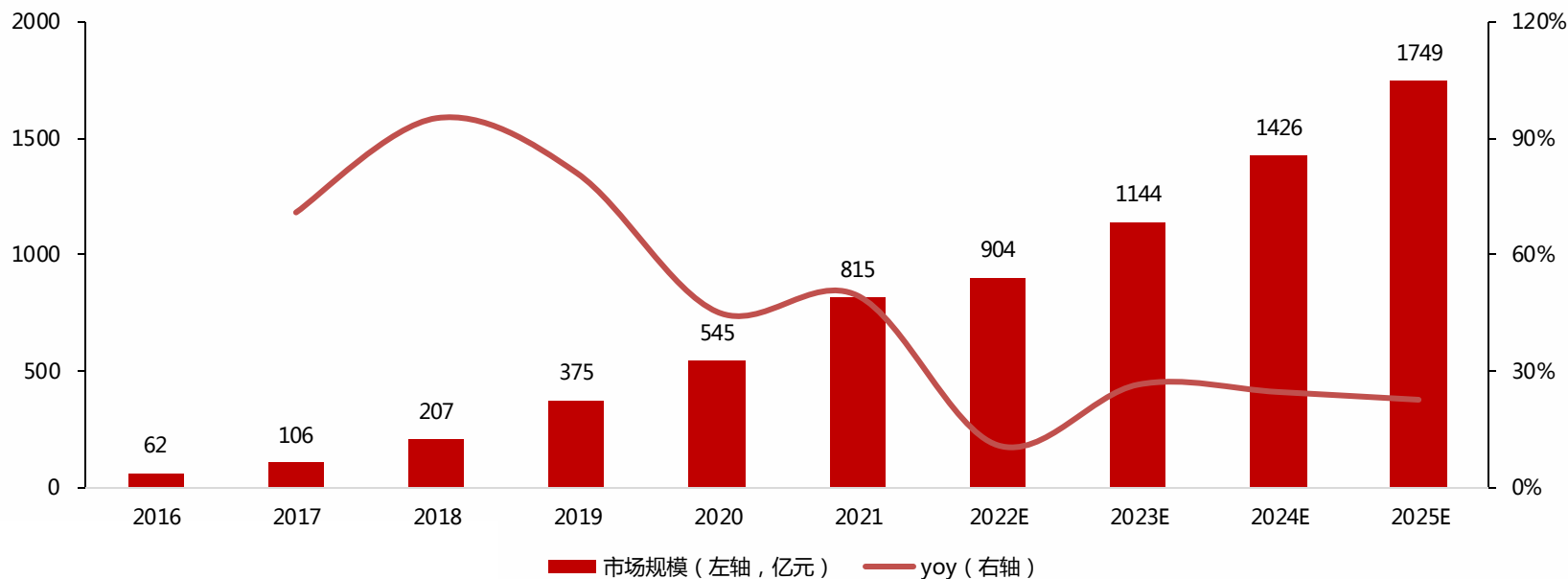
3.2.1 数据层

□ 大模型训练需要**海量且优质**数据，数据和数量和质量决定了AI算法的性能、泛化能力和应用效果。数据要素和步骤主要包括获取、标注、清洗、存储、质量检验等环节。

1) 全球市场：根据GRAND VIEW RESEARCH，2022年全球AI训练数据市场规模约17.3亿美元，预计2023-2030年CAGR为22.1%。

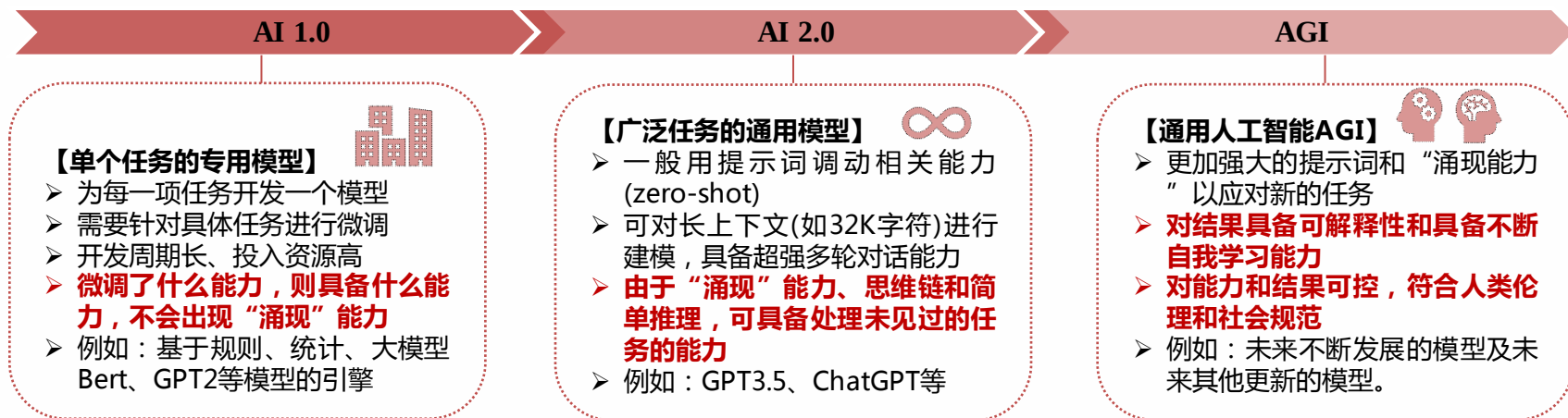
2) 中国市场：据国家工信安全发展研究中心，2021年我国数据要素市场规模达815亿元，预计十四五期间CAGR将超过25%，2025年市场规模有望达到1749亿元。

中国数据要素行业市场规模及增速

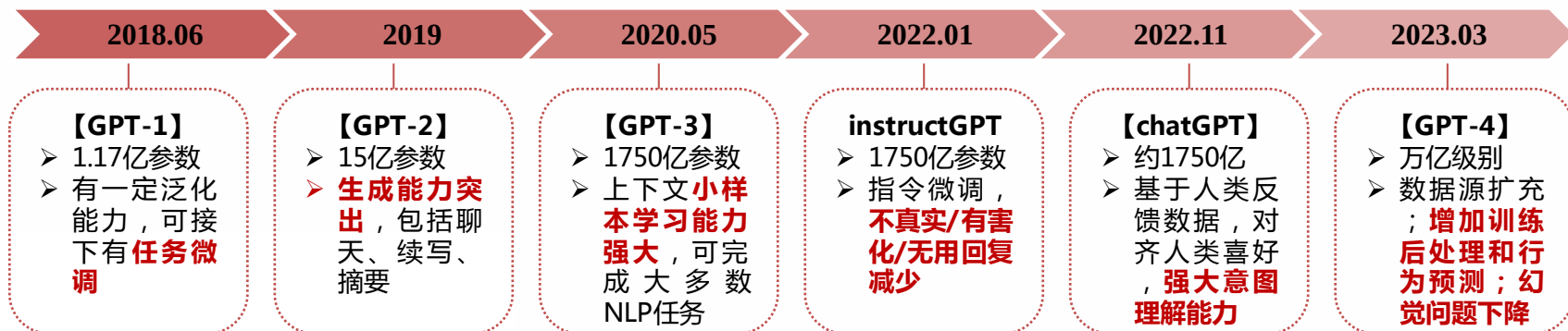


3.2.2 模型层

□ **AI之路**：从AI 1.0到AI 2.0再到AGI，能力越来越强，使用越来越简单，结果越来越可控。



□ **GPT系列模型演进**：GPT-4是OpenAI发布的最新GPT系列模型，作为大规模多模态模型，它可以接受图像和文本输入，产生文本输出，是目前最强的文本生成模型。



3.2.2 模型层

- **单一预训练模型向多模态模型演变，跨模态/多模态内容成为关键的发展节点。**目前AIGC生成正在完成从简单的降本增效向创造额外价值转移。AIGC有望以GPT-4和未来其他多模态大模型为基础，形成多模态x多场景，其中，跨模态生成和多模态的理解结合将成为未来的发展重点。
- 单一预训练模型包括自然语言处理(NLP)、计算机视觉(CV)领域。如自然语言处理模型GPT-3。多模态模型涉及文字、图片、音视频等多种内容形态。如Stable Diffusion，能够实现文本到图片的转换；2023年3月15日Open AI推出GPT-4，能够实现输入文本和图像，并输出文本。

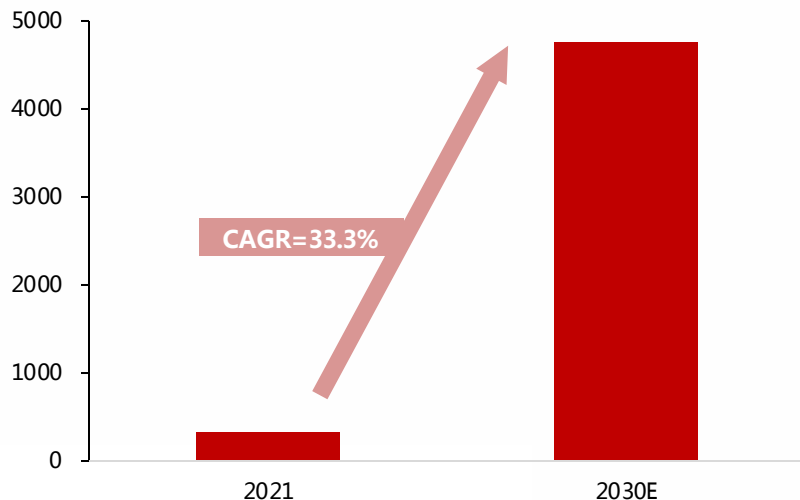
海内外主要模型厂商布局

	公司	单一预训练模型 (NLP/CV)	多模态模型
海外	谷歌	BERT , LaMDA , PaLM	Imagen , Parti , PaLM-E
	微软	Florence , Turing-NLG	Visual ChatGPT
	OpenAI	GPT-3 , Codex , ChatGPT	CLIP&DALL-E , GPT-4
	Facebook	OPT-175B , M2M-100	/
	Stability AI	/	Stable Diffusion
	DeepMind	Gopher , AlphaCode	Gato
国内	百度	VIMER	ERNIE 3.0 (文心)
	腾讯	HunYun-NLP , HunYun-cvr	HunYun-tvr
	阿里	通义-AliceMind , 通义-CV	通义-M6
	华为	盘古	
	字节跳动	自研大模型	

3.2.3 算力层

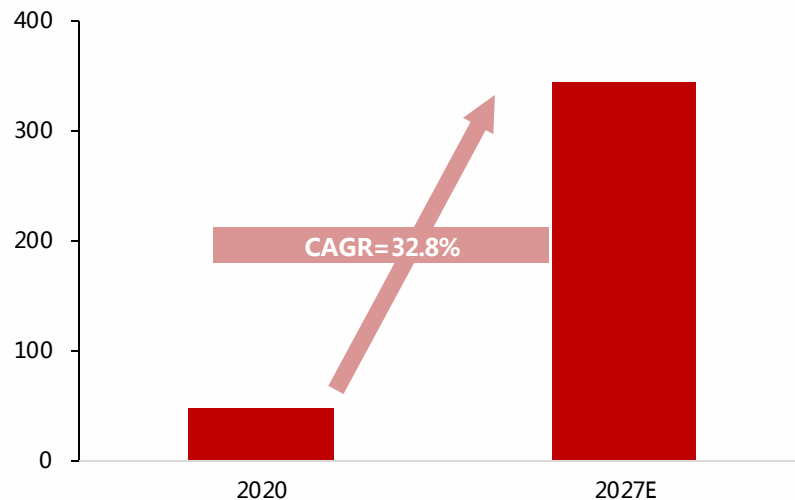
- ❑ 人工智能发展离不开算力的支撑，随着模型的参数量和复杂程度不断增长趋势，算力基础设施的供给水平将直接影响应用落地及其迭代的进程。
- ❑ **服务器**：AI服务器是AI基础设施的主体。根据华经产业研究院数据，2023年全球AI服务器市场规模为211亿美元，预计2025年达317.9亿美元，2023-2025年CAGR为22.7%。
- ❑ **GPU**：根据Verified Market Research，2021年全球GPU芯片市场规模为334.7亿美元，预计2030年约4773.7亿美元，CAGR达33.3%；根据华经产业研究院数据，2020年中国GPU市场规模47.39亿美元，预计2027年市场规模达345.57亿美元，2021-2027年CAGR为32.8%，国内外GPU市场前景广阔。

全球GPU市场规模（亿美元）



资料来源：Verified Market Research，西南证券整理

中国GPU市场规模（亿美元）



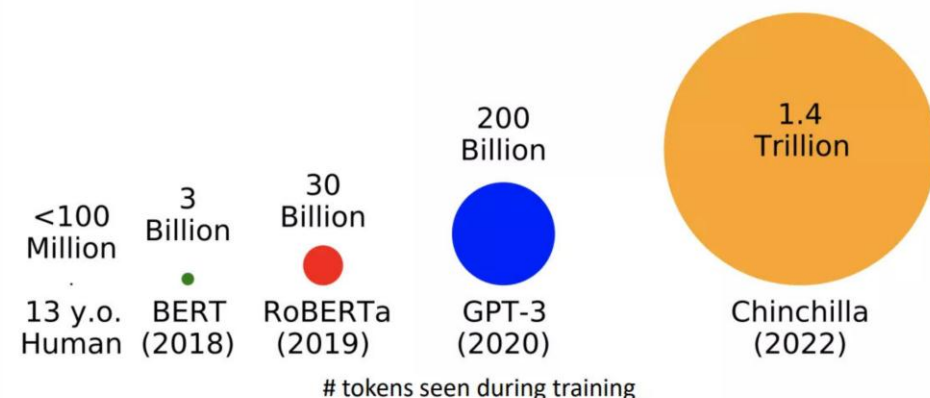
资料来源：华经产业研究院，西南证券整理

3.2.3 AI芯片需求提升背后的驱动力-AIGC

- ChatGPT的火爆带来AIGC（AI生成内容）的繁荣，背后的力量是大模型技术的快速发展。全球范围内AI模型参数大小不断递增，2011-2021年间从千万级增至千亿级。2020年OpenAI发布的GPT-3深度学习模型使用云计算分析学习海量数据后，凭借1750亿个参数，在文本分析、机器翻译、机器写作等自然语言处理应用领域表现出色。2022年11月，基于GPT-3.5的ChatGPT发布，其参数并未公开。同时期更大的LLM模型中，Google的PaLM有5400亿个参数，其子公司DeepMind的Gopher有2800亿个参数。根据量子位数据，将一个LLM模型训练到GPT-3级的成本达460万美元；支撑ChatGPT算力的基础设施，一次模型训练成本超过1200万美元。

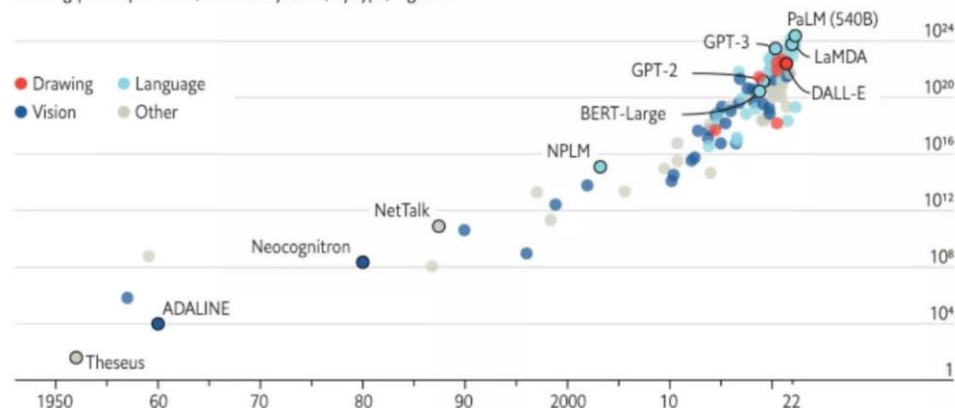
AI大模型训练参数数量

AI训练所需的计算资源



The blessings of scale

AI training runs, estimated computing resources used
Floating-point operations, selected systems, by type, log scale



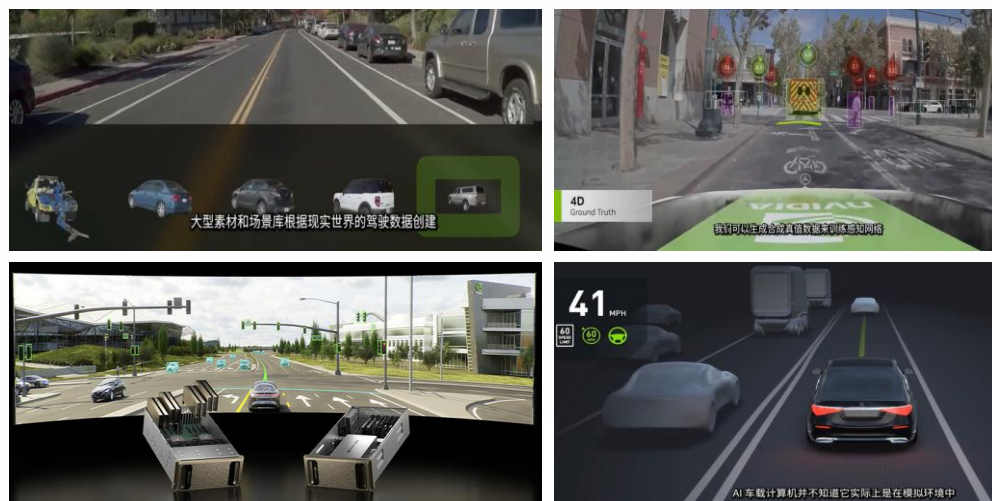
资料来源：GitHub，西南证券整理

资料来源：The Economist，西南证券整理

3.2.3 AI芯片需求提升背后的驱动力-自动驾驶

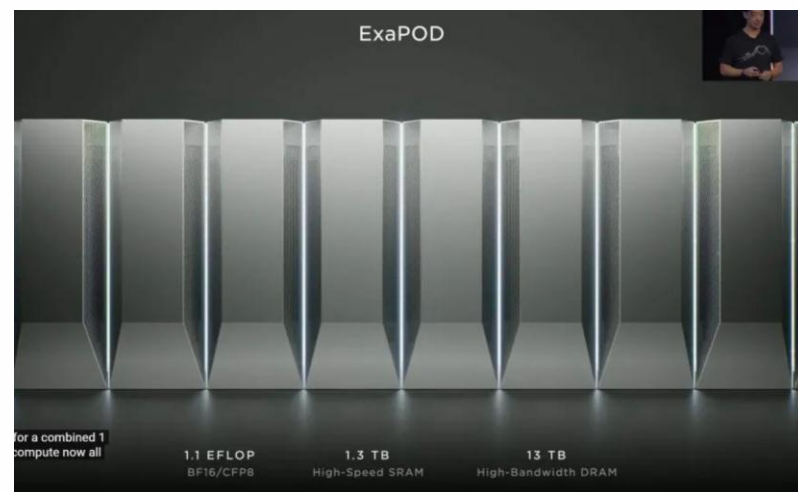
- ❑ 智能汽车和Robotaxi催生了自动驾驶需求，自动驾驶需要大量的算力和海量的生产软件专业知识。自动驾驶的能力构建和技术创新涉及从汽车到云端的每个环节，包括原始数据采集/验证、场景库构建、地图构建、神经网络构建/训练、仿真等多个模块。
- ❑ 开发自动驾驶汽车需要高性能、节能高效的AI计算基础架构。成功的关键是优化数据加载，以便在不影响安全的情况下训练和操作这些车辆。汽车收集和处理的的信息越多，AI就可以更快速、更出色地学习和做出决策。此外，通过模拟汽车在各个场景中进行仿真驾驶，可以涵盖从常规驾驶到罕见乃至危险情况下的各种交通状况，相比现实世界中的驾驶测试更高效经济安全。
- ❑ 上述场景均需要海量数据和云端AI训练作为支撑。作为业界标杆，特斯拉和英伟达均建立了涵盖车端-云端的自动驾驶网络平台。

自动驾驶网络需要云端大量的训练支撑



资料来源：英伟达GTC 2022，西南证券整理

特斯拉ExaPOD打造云端机柜集群

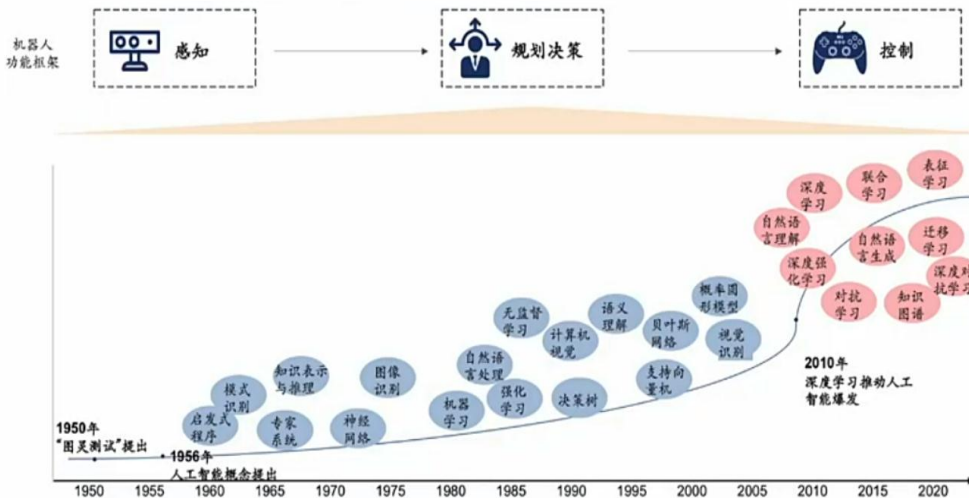


资料来源：特斯拉AI Day 2022，西南证券整理

3.2.3 AI芯片需求提升背后的驱动力-机器人

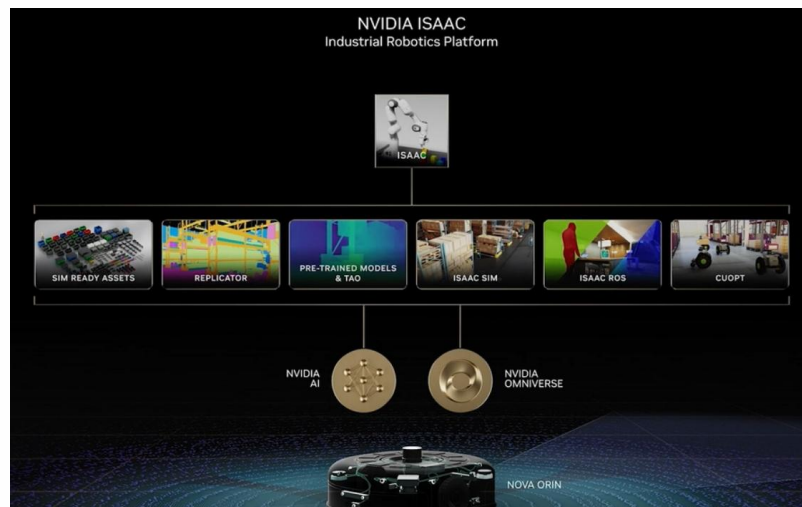
- ❑ 从特斯拉在机器人采用终端FSD+云端Dojo方案来看，未来人形机器人若要在复杂应用场景下的功能，本地大算力芯片和高性能云端AI训练的融合方案或成为未来趋势。机器人在感知决策方面，与自动驾驶系统经典的三个步骤“感知-规划-执行”具有类似的过程。这个过程需要海量数据和庞大的云端AI训练作为支撑，人工智能将成为机器人的内在核心。
- ❑ 英伟达推出了Isaac平台为AMR（自主移动机器人）的开发提供服务，Isaac平台包含了SIM Ready素材库、Isaac Replicator（生成合成数据，训练深度神经网络）、ROS引擎（内含AI和机器视觉算法）、cuOpt引擎（任务分配和路径规划）等模块。

AI将成为机器人的内在核心



资料来源：Gartner，西南证券整理

英伟达Isaac平台



资料来源：英伟达GTC 2022，西南证券整理

3.2.4 应用层

- ❑ **文本生成**：AIGC最早发展的场景技术，已在新闻报道、商业营销、客服机器人等领域广泛落地。
- ❑ **音频生成**：短视频等内容媒体配音成为重要应用场景，AI编曲有望成为音频生成的快速发展赛道。
- ❑ **图像生成**：Diffusion在底层技术上逐渐取代GAN并成为图像生成主流模型，推动AIGC图像发展。
- ❑ **视频生成**：目前，画质修复、删除特定主体、自动跟踪主题剪辑、生成特效和美颜等较为常见。
- ❑ **跨模态生成**：文本生成图像或视频仍处于技术尝试阶段，视频生成是跨模态生成中的高潜力场景。

重点关注 AIGC 文本、音频、图像和视频生成应用场景

1 文本生成	1.1 非交互式文本	1.1.1 结构化写作（新闻播报等，有比较强的规律）
		1.1.2 非结构化写作（剧情续写、营销文本等，需要一定创意和个性化）
		1.1.3 辅助性写作（推荐相关内容、帮助润色，不属于严格AIGC）
	1.2 交互性文本	1.2.1 闲聊机器人（虚拟男/女友、心理咨询等）
		1.2.2 文本交互游戏等（AI dungeon等）
2 音频生成	2.1 语音克隆	
	2.2 文本生成特定语音（生成虚拟人歌声、播报等）	
	2.3 乐曲/歌曲生成（包含作曲及编曲，在实际应用中常包含自动作词）	
3 图像生成	3.1 图像编辑工具（去除水印、提高分辨率、特定滤镜等）	
	3.2 图像自主生成	3.2.1 创意图像生成（随机或按照特定属性生成画作等）
		3.2.2 功能性图像生成（根据指定要求生成营销类海报、模特图、logo等）
4 视频生成	4.1 视频属性编辑（删除特定主体、生成特效、跟踪剪辑等）	
	4.2 视频自动剪辑（对特定片段进行检测及合成）	
	4.3 视频部分剪辑（视频换脸等）	
5 图像/视频/文本间跨模态生成	5.1 文字生成图像（根据文字prompt生成创意图像）	
	5.2 文字生成演示视频（拼接图片素材生成视频）	
	5.3 文字生成创意视频（完全从头生成特定主题视频）	
	5.4 图像/视频到文本（视觉问答系统、自动配字幕/标题等）	

高

成熟度

低

红色字体：较为广泛地实际应用、技术细节仍待进一步提升；橙色字体：底层技术原理基本明确，预计1-2年内将规模化应用；灰色字体：底层技术原理仍待完善，增长可期

红色字体：较为广泛地实际应用、技术细节仍待进一步提升；橙色字体：底层技术原理基本明确，预计1-2年内将规模化应用；灰色字体：底层技术原理仍待完善，增长可期

3.2.4 应用层

- ❑ **受益主体-个人**：大模型将使得内容创作、办公、搜索和人机交互等方面将被深深变革。
- ❑ **受益主体-企业**：提升人力/财务/营销/获客/调研/报告生成等**生产效率**，改善**客户满意度**、实现**智能决策**、提高**工作效率**、提升**企业形象**和**市场竞争力**。

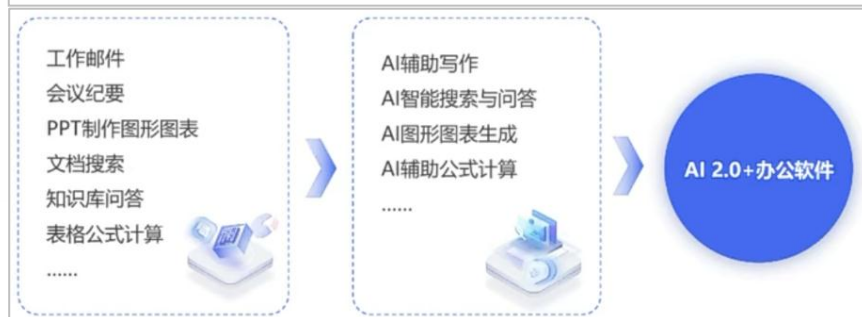
- ① **创作内容的革新**：AIGC从**文化创意**领域已经开始拓展到**大文娱**、**影视传媒**等多个产业。



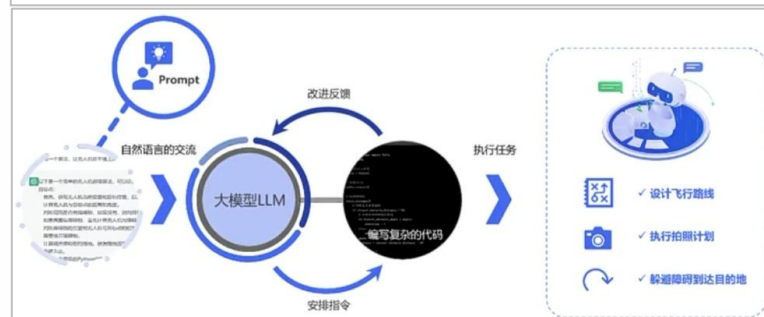
- ② **搜索引擎的革新**：搜索引擎基于新的搜索范式重新定义。



- ③ **办公方式的革新**：生成式AI让用户更专注自身业务领域，把繁琐的生成工作交给A1，工作成果展现更高效。



- ④ **人机交互界面HCI的革新**：AI将超越文本思考，对物理世界进行推理来帮助完成机器人任务。



3.2.4 应用层

- ❑ **受益主体-垂直行业：AIGC前景广阔，多领域有望实现商业化落地。**我们认为AIGC将在搜索引擎、办公软件、智能汽车、娱乐和电商等领域变现，催生行业发展新模式。

AI赋能多场景和多行业



3.2.5 重点公司-微软（MSFT.O）

□ 公司要点：

- 微软通过投资OpenAI，将其GPT大模型集成到微软的商业和消费级产品中，加速微软在AI领域的突破和云业务的升级，或成为微软未来新的核心增长点。
- 受益用户续签、以及添置安全软件和Teams会议软件等新产品，微软Azure业绩和AI用户数快速增长。在AI加持下，Azure或成为AWS行业龙头地位的有力竞争者。
- AI赋能或重构工具软件和搜索引擎的价值。微软推出了集成GPT-4技术的Microsoft 365 Copilot，Copilot可大幅提升办公效率，或重构其作为生产力工具的价值。集成了GPT技术的搜索引擎New Bing性能大幅提升，或向Google的搜索龙头地位发起挑战。
- 预计2023-2024财年净利润分别为718亿美元和842亿美元，对应PE为34倍、29倍。

□ **风险提示：**消费市场复苏或不及预期；AI业务进展或不及预期；云计算市场竞争加剧的风险；反垄断的政策风险。

指标/年度↴	2021A↴	2022A↴	2023E↴	2024E↴
营业收入(百万美元)↴	168088.00	198270.00	211140.63	240442.35
增长率↴	17.53%↴	17.96%↴	6.49%↴	13.88%↴
归属母公司净利润(百万美元)↴	61271.00	72738.00	71775.06	84189.03
增长率↴	38.37%↴	18.72%↴	-1.32%↴	17.30%↴
每股收益 EPS↴	8.24	9.78	9.65	11.32
净资产收益率↴	43.15%↴	43.68%↴	32.22%↴	29.84%↴

3.2.5 重点公司-Meta (META.O)

□ 公司要点：

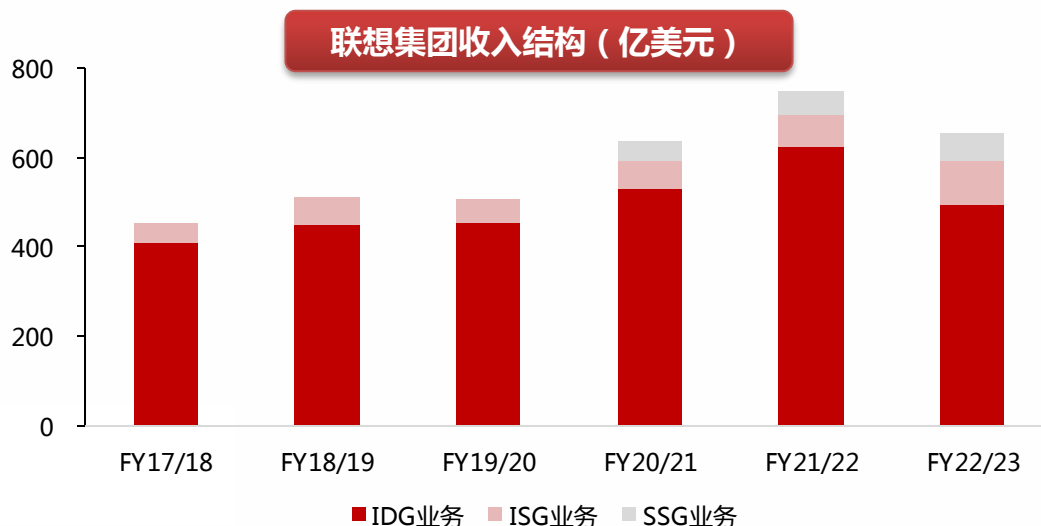
- 广告业务止跌回升，日活好于预期。Meta 23Q1广告收入281亿美元，同比增长4%，止住了三个季度的连降之势。考虑到Google和Meta北美两大广告巨头23Q1业绩均反弹超预期，广告市场最悲观的时刻或已过去，这将有力稳固Meta的基本盘。
 - 布局生成式AI，开源大模型前景可期。Meta基于机器视觉的通用图像大模型SAM采用开源形式。SAM模型将NLP领域的Prompt范式延展到计算机视觉(CV)领域，有望进一步推动跨视觉模态的发展，并作为效率提升工具赋能相关应用场景。
 - 费用端持续优化，盈利能力有望改善。Meta下调23年费用支出指引，从890~950亿美元收窄至860~920亿美元。Meta近几个月采取了多种削减成本的行动，盈利能力或得到改善。
 - 预计2023-2024财年净利润272亿美元和325亿美元，对应PE为28倍、24倍。
- **风险提示：**海外经济衰退的风险；广告业务复苏或不及预期；元宇宙业务大幅亏损的风险；AI进展或不及预期。

指标/年度↴	2021A↴	2022A↴	2023E↴	2024E↴
营业收入(百万元美元)↴	117929.00	116609.00	122260.09	134544.53
增长率↴	37.18%↴	-1.12%↴	4.85%↴	10.05%↴
归属母公司净利润(百万元美元)↴	39370.00	23200.00	27182.52	32518.48
增长率↴	35.08%↴	-41.07%↴	17.17%↴	19.63%↴
每股收益 EPS↴	15.36	9.05	10.61	12.69
净资产收益率↴	31.53%↴	18.45%↴	17.78%↴	17.54%↴

3.2.5 重点公司-联想集团 (0992.HK)

□ 公司要点：

- **AI服务器高速增长，ISG业务前景可期。**联想是全球第三大服务器厂商，市场份额7.7%。依托“端-边-云-网-智”新IT架构，完成从硬件厂商到3S全栈全周期服务提供商的转型。在AI产业爆发的推动下，公司AI及服务器相关业务有望迎来高增长。
 - **消电去库存接近尾声，IDG业务明年或重回增长。**全球PC、平板、手机等产业经历三个多季度去库存后，有望在23H2企稳回升。智能协作、智能家居、游戏娱乐等需求将拉动相关智能终端长期出货，产品高端化将推动IDG盈利能力提升，IDG业务明年或重回增长。
 - **SSG业务聚焦支持服务、管理服务、行业解决方案和维护服务四大垂直领域，整合硬件、软件、设计、建设、运维等，覆盖DaaS（设备即服务）、IaaS、PaaS及SaaS的可订阅一站式服务，有助于为公司带来稳定现金流、提升盈利水平和综合竞争力。**
- **风险提示：**PC等消费电子终端需求复苏不及预期；ISG业务发展不及预期；行业竞争加剧等风险。

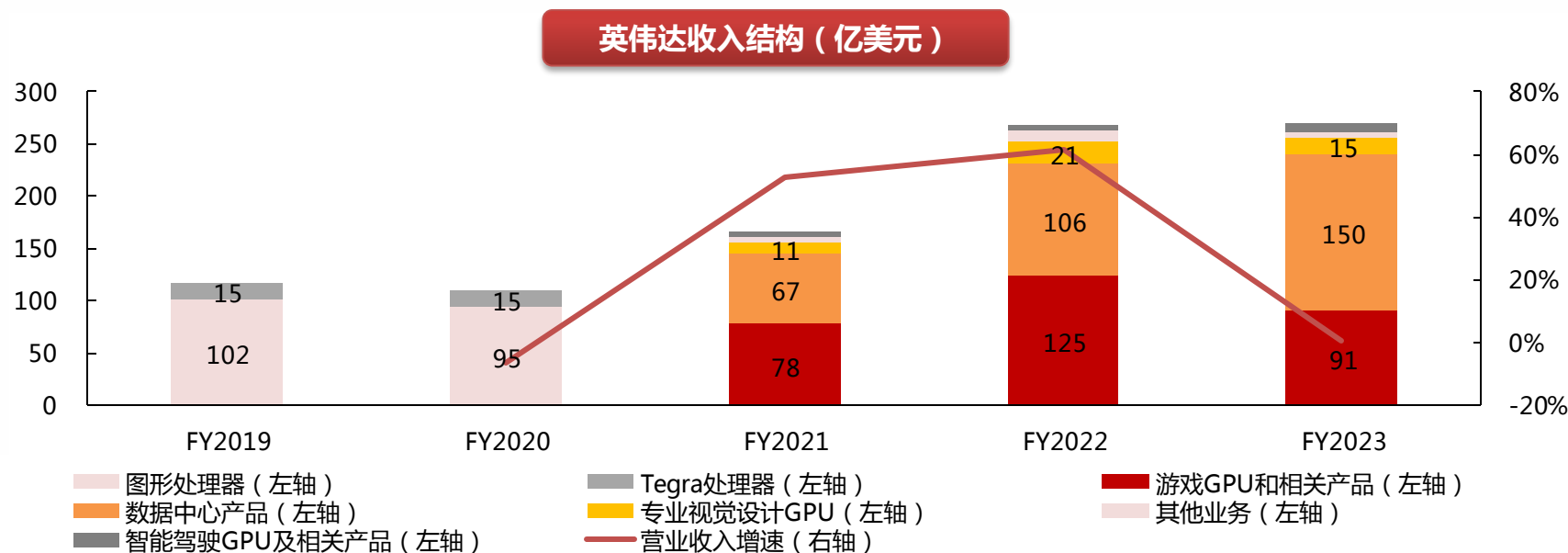


3.2.5 重点公司-英伟达（NVDA.O）

□ 公司要点：

- 大模型和生成式AI带动数据中心AI芯片需求快速增长，英伟达数据中心GPU目前市占率超80%，掌握行业定价权，超强硬件算力&通信性能+CUDA生态+DGX Cloud AI云服务构筑公司宽广的护城河。
- 游戏业务自FY23Q2以来收入连跌四个季度，23Q1收入降幅收窄正逐步筑底。随着加密货币矿卡出清，23年3A游戏大作发布，显卡需求有望反弹，带动游戏业务回升。
- Orin量产拉动汽车业务成长曲线，与MTK合作拓展智能座舱市场。

□ **风险提示：** AI芯片需求不及预期的风险；竞争加剧的风险；互联网大厂客户自研芯片压缩需求的风险；游戏业务复苏或不及预期。

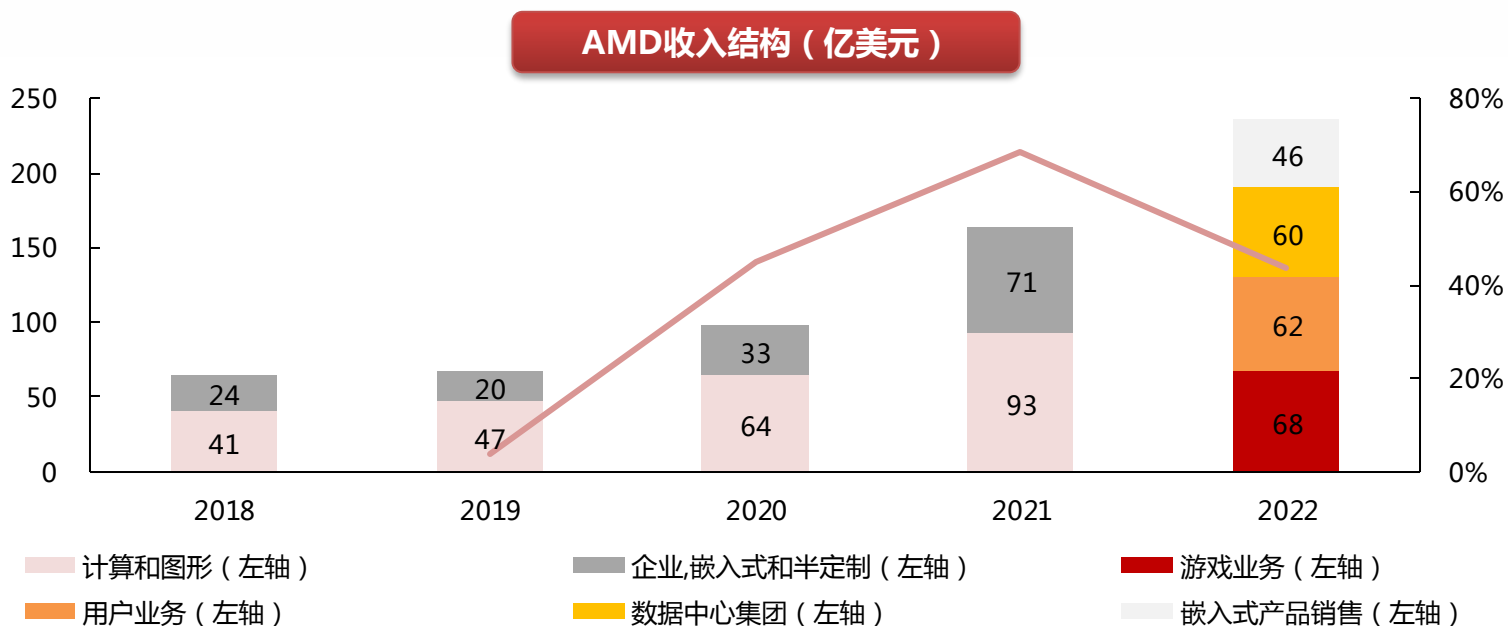


3.2.5 重点公司-AMD (AMD.O)

□ 公司要点：

- 大模型和生成式AI带动数据中心AI芯片需求快速增长，AMD数据中心GPU加速发力，在微软等客户合作加持下，MI300的上市有望对英伟达相关产品形成一定的竞争。
- 企业客户业务和游戏业务受需求疲软影响下行，23Q1游戏业务收入降幅收窄正逐步筑底。随着23年3A游戏大作发布，显卡需求有望反弹，带动游戏业务回升。
- 收购Xilinx整合顺畅，依托Xilinx在FPGA行业的领先优势，与公司原有业务的协同效应逐步显现。

□ **风险提示：** AI芯片需求不及预期的风险；竞争加剧的风险；互联网大厂客户自研芯片压缩需求的风险；游戏业务复苏或不及预期。



目 录

◆ 1 港股市场：估值处于历史低位，投资性价比凸显

◆ 2 美股市场：核心指数涨势强劲，AI板块表现亮眼

◆ 3 细分板块：基本面向好，AI持续赋能

3.1 互联网平台板块：持续优化生态体系，AIGC助力降本增效

3.2 人工智能板块：迈向AGI时代，把握四层架构及海内外受益主体

3.3 半导体板块：AI算力引领成长，建议关注周期拐点

3.4 新能源车板块：自动驾驶技术加速迭代，基本面有望边际改善

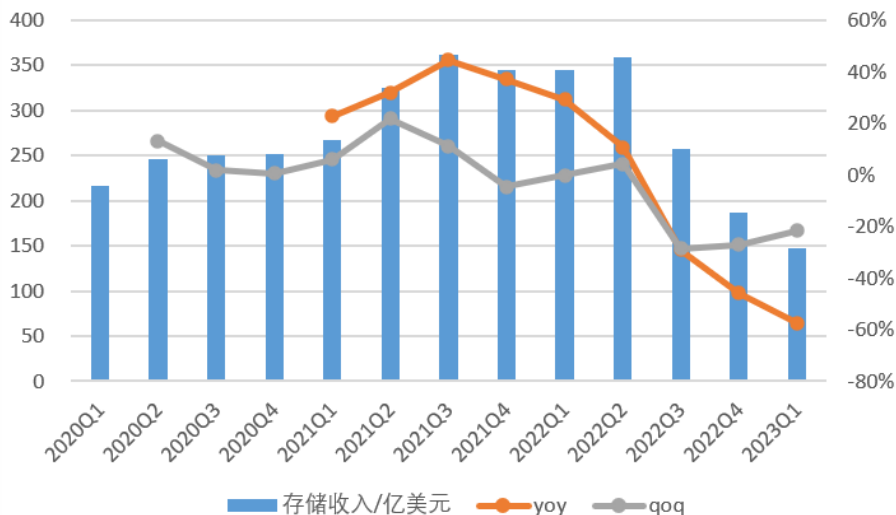
3.3 关注存储周期拐点

❑ 存储作为半导体周期的重要风向标之一，23H2有望迎来基本面拐点。

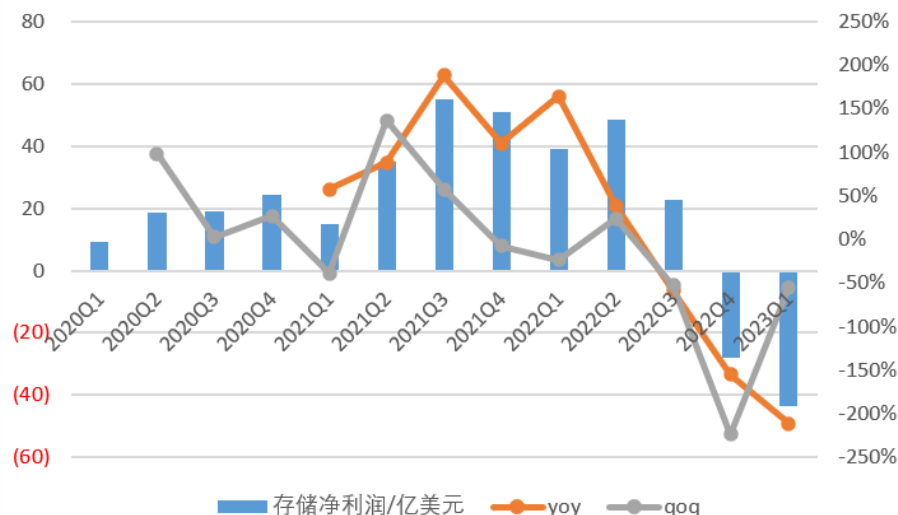
- 随着头部厂商主动减产和库存去化，23H1业绩有望触底，23H2基本面边际改善。
- DRAM和NAND现货价格处于底部，头部存储企业不再接受降价需求。三星和海力士计划提高NAND价格。后续产业链是否有策略性备货，关键在于实际需求的回升程度。
- 在AI算力和大模型应用需求等推动下，更大的数据存储量、DDR5/HBM技术等有望带动存储新一轮的成长。

❑ 风险提示：存储周期反转或不及预期；下游需求不及预期的风险。

存储大厂收入（三星、海力士、美光）



存储大厂净利润（三星、海力士、美光）

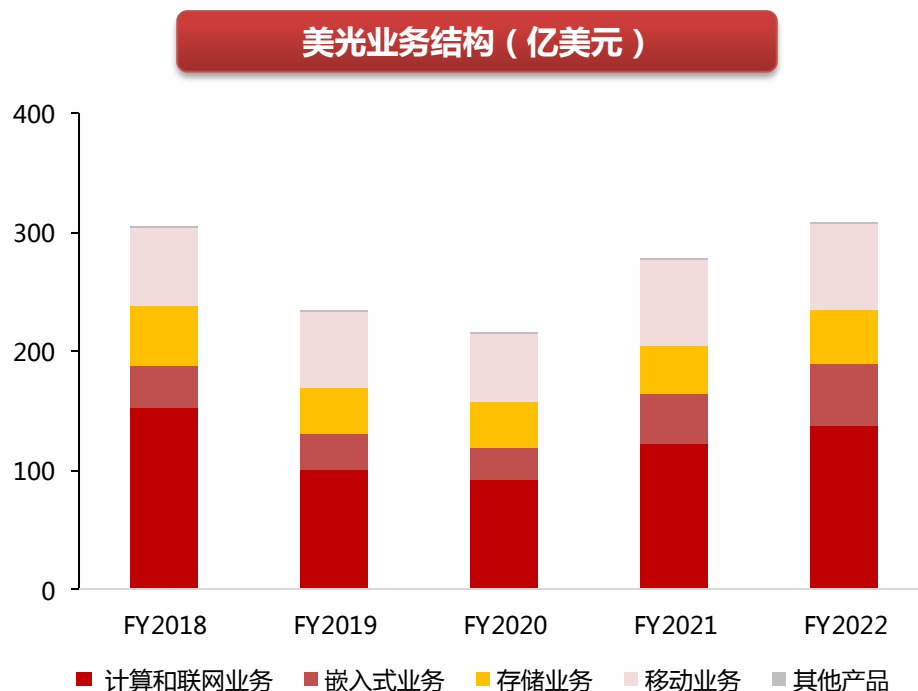


3.3 相关公司-美光 (MU.O)

□ 公司要点：

- 随着主动减产和库存去化，存储价格有望企稳，23H1业绩或触底。
- 根据美光最新指引，行业供需平衡逐渐恢复，预计利润率将会改善，23H2业绩回升可期。
- AI推动数据中心存储用量提升，美光近45%的收入来自于计算与网络应用，有望受益于本轮AI对存储需求的成长。

□ **风险提示：**存储周期反转或不及预期；下游需求复苏或不及预期；制裁的风险。



目 录

◆ 1 港股市场：估值处于历史低位，投资性价比凸显

◆ 2 美股市场：核心指数涨势强劲，AI板块表现亮眼

◆ 3 细分板块：基本面向好，AI持续赋能

3.1 互联网平台板块：持续优化生态体系，AIGC助力降本增效

3.2 人工智能板块：迈向AGI时代，把握四层架构及海内外受益主体

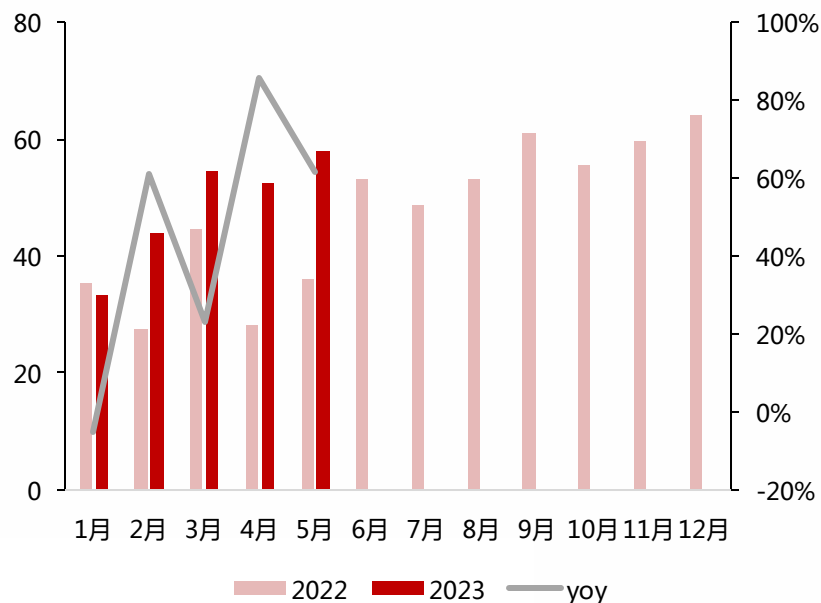
3.3 半导体板块：AI算力引领成长，建议关注周期拐点

3.4 新能源车板块：自动驾驶技术加速迭代，基本面有望边际改善

3.4 新能源车——需求端

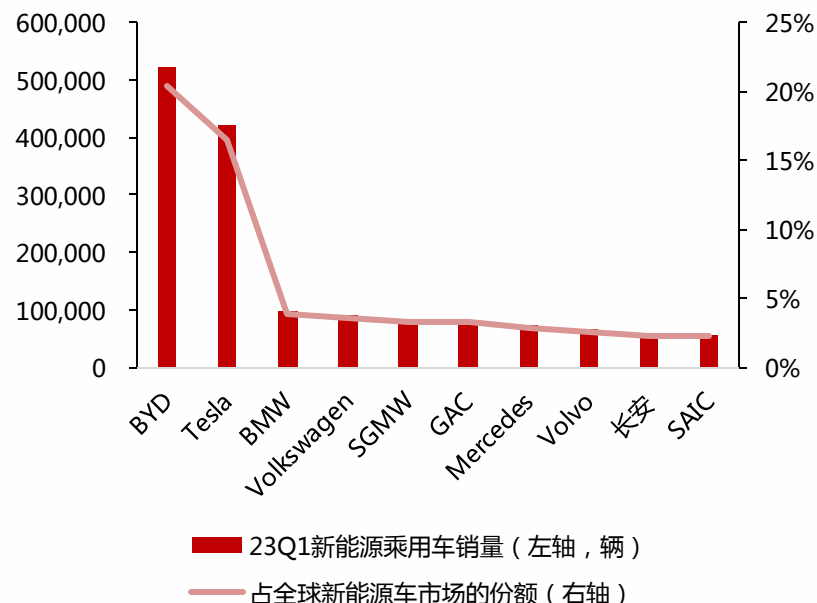
- 根据乘联会数据，国内新能源车2023年1-5月累计销量达242.2万辆，同比增长41.5%。2023年除了1月份外，其他月份均获得增长。其中4-5月份单月维持60%以上的销量同比增速。2023年5月，新能源车销量58万辆，环比增长10.5%，为今年至今的最高销量月份。
- 根据Clean Technica数据，2023Q1全球新能源乘用车销量为256.9万辆，同比增长28.5%。其中，23Q1比亚迪新能源车销量排名第一，为52.4万辆，市场份额约20.4%；特斯拉新能源车销量位列第二，为42.3万辆，市占率约16.5%。

国内新能源车整体市场销量（万辆）及增速



资料来源：乘联会，西南证券整理

23Q1车企新能源车销量Top10及市场份额



资料来源：乘联会，西南证券整理

3.4 新能源车——政策端

- 高端新能源车在补贴取消后仍保持销售势头。最高12600元的补贴额度相当于特斯拉Model Y、比亚迪汉EV和蔚来ET5等起步价不到6%。对其利润率影响较小。
- 面向低端大众市场的新能源车厂将面临更大压力，因为其利润更依赖补贴，而且该车型的客户属于价格敏感型，因此车企很难在不影响需求的情况下提高价格。
- 5月5日，国务院常务会议审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见，部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见。国常会指出，农村新能源汽车市场空间广阔，加快推进充电基础设施建设，不仅有利于促进新能源汽车购买使用、释放农村消费潜力，而且有利于发展乡村旅游等新业态，为乡村振兴增添新动力。

全国性的新能源汽车补贴（元人民币）

2023 All subsidies cancelled.						
2022	300≤R<400km	R≥400km			R≥50km	
BEV	9,100	12,600				
PHEV					4,800	
2021	300≤R<400km	R≥400km			R≥50km	
BEV	13,000	18,000				
PHEV					6,800	
2020	300≤R<400km	R≥400km			R≥50km	
BEV	16,200	22,500				
PHEV					8,500	
2019	250≤R<400km	R≥400km			R≥50km	
BEV	18,000	25,000				
PHEV					10,000	
2018	150≤R<200km	200≤R<250km	250≤R<300km	300≤R<400km	R≥400km	R≥50km
BEV	15,000	24,000	34,000	45,000	50,000	
PHEV						22,000
2017	100≤R<150km	150≤R<250km	R≥250km		R≥50km	
BEV	20,000	36,000	44,000			
PHEV					24,000	
2016	100≤R<150km	150≤R<250km	R≥250km		R≥50km	
BEV	25,000	45,000	55,000			
PHEV					30,000	

3.4 新能源车——技术端

- 在技术端，主流车企当前正加速自动驾驶技术的研发与迭代，我们认为**自动驾驶方案的基本范式为：传感器+计算芯片+算法+数据**。
- **传感器**：实现自动驾驶的关键在于全面感知，传感器是感知的硬件基础，基于传感器硬件配置的不同，主流车企的自动驾驶感知方案可分为“**纯视觉方案**”和“**多传感器融合**”两大方案。
 - **计算芯片**：数据存储、算法的升级及其需求的增加将对算力提出更高要求，多数厂商主要采取“**自研芯片+与第三方芯片厂商合作**”的模式。
 - **算法**：主流厂商基本采用“**BEV+Transformer**”的基本架构，其中，特斯拉FSD系统偏向于“感知决策一体化”，致力于打造**端到端**自动驾驶。
 - **数据**：算法的优化离不开**海量、优质、且包含长尾场景**的智能驾驶数据，当前，特斯拉FSD Beta版用户已累计行驶1.9亿英里（约3.06亿公里），理想随着销量爬坡也将积累更多驾驶数据，小鹏汽车销量也有望边际改善，各厂商通过数据积累从而形成相应壁垒，反哺自动驾驶算法。

新能源代表车企自动驾驶技术对比

	特斯拉	小鹏XNGP	理想城市NOA	蔚来NOP+
传感器	8个摄像头+1个毫米波雷达+12个超声波雷达	11个摄像头+5个毫米波雷达+12个超声波雷达+2个激光雷达	11个摄像头+1个毫米波雷达+12个超声波雷达+1个激光雷达	11个摄像头+5个毫米波雷达+12个超声波雷达+1个激光雷达
芯片	HW4.0； 整车算力144TOPS	双英伟达Orin； 整车算力508TOPS	双英伟达Orin； 整车算力508TOPS	四颗英伟达Orin； 整车算力1016TOPS
算法	Occupancy+Transformer+ 时序融合	Xnet (BEV+Transformer+时序融合)	Occupancy+Transformer+时序 融合	BEV+Transformer
数据	截至2023年6月，FSD Beta用户累积行驶辅助驾驶累积行驶里程超3亿公里	截至2023年6月，高速NGP功能里程渗透率超60%	截至2023年3月23日，辅助驾驶里程5.5亿公里，NOA公里超1亿公里	截至23年4月25日，用户累计行驶里程超100亿公里，智能驾驶功能总里程达8.2亿公里，NOP里程3.1亿公里，NOP+里程2730万公里

3.4 新能源车——技术端

- ❑ “感知”是自动驾驶的重要前提环节，即感受周围环境，对相关事物具备一定认知。
- ❑ 感知的实现离不开传感器，自动驾驶传感器配置可分为三大类别：1) 摄像头类：以特斯拉为代表，主要通过视觉摄像头模拟人眼视力；2) 激光雷达类：增加多颗激光雷达的配置，价格较为昂贵；3) 毫米波雷达类：如蔚来、小鹏、比亚迪、宝马、奔驰，采用“多颗毫米波雷达+摄像头”的硬件配置。
- ❑ 传感器配置差异对应不同感知路径。1) 纯视觉技术路线：以特斯拉为代表。马斯克认为：“人利用视觉就能驾驶，那么机器也一定可以”，人类驾驶通过视觉感官识别周围环境，依靠的是一种近乎无意识的感知，因此，**从第一性原理出发，摄像头同样可以通过人眼功能实现自动驾驶。**2) 多传感器融合技术路线：多传感器融合方案是通过摄像头、毫米波雷达、激光雷达等**多个传感器设备**一起收集车辆周边信息，然后将来自多传感器或多源的信息和数据，在一定的准则下加以自动分析和综合，以完成所需要的决策和估计而进行的信息处理过程。

四类自动驾驶传感器性能对比

传感器	精度				环境适应性		成本
	探测距离	分辨率	方向性	响应时间	温度稳定性	湿度稳定性	
摄像头	<50m	差	由镜头决定	一般(100ms)	一般	差	一般
激光雷达	<150m	>1mm	能达到1度	快(10ms)	好	差	高
毫米波雷达	>150m	10mm	最小2度	快(1ms)	好	好	较高
超声波雷达	<10m	差	90度	慢(1s左右)	一般	差	低
	摄像头		激光雷达		毫米波雷达		超声波雷达
功能	车道偏离预警、前向碰撞预警、交通标志识别、全景泊车、驾驶员注意力监测		实时建立周边环境的三维模型		自适应巡航、自动紧急制动		倒车提醒，自动泊车
优点	成本低、可识别行人和交通标志		精度极高，扫描周边环境实施建立三维模型的功能强大		不受天气影响，探测距离远，精度高		成本低，近距离测量精度高
缺点	依赖光线、极端天气可能失效、难以精确测距		成本高，精度受恶劣天气影响		成本高，难以识别行人		只可探测近距

3.4 新能源车——技术端

- ❑ **纯视觉 VS 多传感器融合 → 安全 VS 降本。**1) **众多厂商基于安全考虑采用多传感器融合方案**：在行业发展前期，车企为**尽快完成自动驾驶布局**，依靠硬件堆料以实现更多功能，当前，尽管自动驾驶技术取得明显进展，但在不能完全**保证安全**的情况下，多数汽车厂商在设计系统时仍采用冗余传感器策略。2) **降本助推车企转向纯视觉方案**：在多传感器融合方案中，硬件堆料并不意味着性能的提升，此外，随着行业发展加速，车企价格战愈发激烈，为**降低主机及零部件开支**，众多车企纷纷采取精简硬件配置的策略，由于摄像头成本较低，价格在百元人民币水平，而激光雷达价格昂贵，单颗售价高达数千元人民币甚至上万元水平，因此，纯视觉方案逐渐成为主流趋势。
- ❑ **纯视觉方案成本低，但对数据和算法的要求高。**多传感器融合方案**通过多种传感器提升对不同场景的感知精度**，同时在某传感器失效时，其他传感器可以作为相互补充，但多个传感器的“**融合**”成为**主要技术挑战**，如果融合能力不够，反而会影响感知精度，此外，还需优化算法、增加样本空间、充实正负逻辑，以提升目标识别能力。

纯视觉感知与多传感器融合感知对比

感知策略	纯视觉方案	多传感器融合方案
信息丰富度	仅有图像语义	包含图像语义+三维点云
三维深度	无	有稀疏的点云深度信息
测距精度	低	高
相对场景可靠性	低可视场景下性能下降	抗干扰能力强
相对成本	低	高
多模态数据融合	无需	数据融合复杂，可能存在冲突
通用模型开发	视觉通用大模型	不同模态数据的模型，算法尚未统一
技术难点	从2D图像重建3D场景	多模态数据融合和对齐

3.4 重点公司-特斯拉 (TSLA.O)

□ 公司要点：

- 改款Model 3、Cybertruck车型23H2即将量产，下一代入门级轿车或于24~25年推出，将打造新能源车全产品线。预计23-24年汽车销量180万、270万辆。长期来看，上游原材料成本下降和公司的各项降本增效措施或驱动单车盈利水平企稳。
 - 受益于加州工厂的爬坡，储能业务连续两季翻倍增长。23Q1储能容量3.9GWh(yoy+360%)。上海储能超级工厂计划23Q3开工、24Q2投产，规划年产能40GWh。储能作为未来“秘密宏图”第三篇章的重要组成部分，或为特斯拉带来新的成长动力。
 - 未来随着FSD的迭代完善、机器人的量产，或为特斯拉带来新的成长曲线。
 - 预计公司2023-2025年归母净利润分别为111亿美元、197亿美元和281亿美元，对应PE为77倍、43倍、30倍。
- **风险提示：**需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；产能爬坡进展或不及预期；新车量产节奏或不及预期。

指标/年度↴	2021A↴	2022A↴	2023E↴	2024E↴	2025E↴
营业收入(百万元美元)↴	53823.00	81462.00	101799.55	138301.52	180876.81
增长率↴	70.67%↴	51.35%↴	24.97%↴	35.86%↴	30.78%↴
归属母公司净利润(百万元美元)↴	5519.00	12556.00	11094.61	19692.06	28057.96
增长率↴	665.46%↴	127.50%↴	-11.64%↴	77.49%↴	42.48%↴
每股收益 EPS↴	1.74	3.96	3.50	6.21	8.85
净资产收益率↴	18.28%↴	28.09%↴	27.57%↴	28.09%↴	29.44%↴

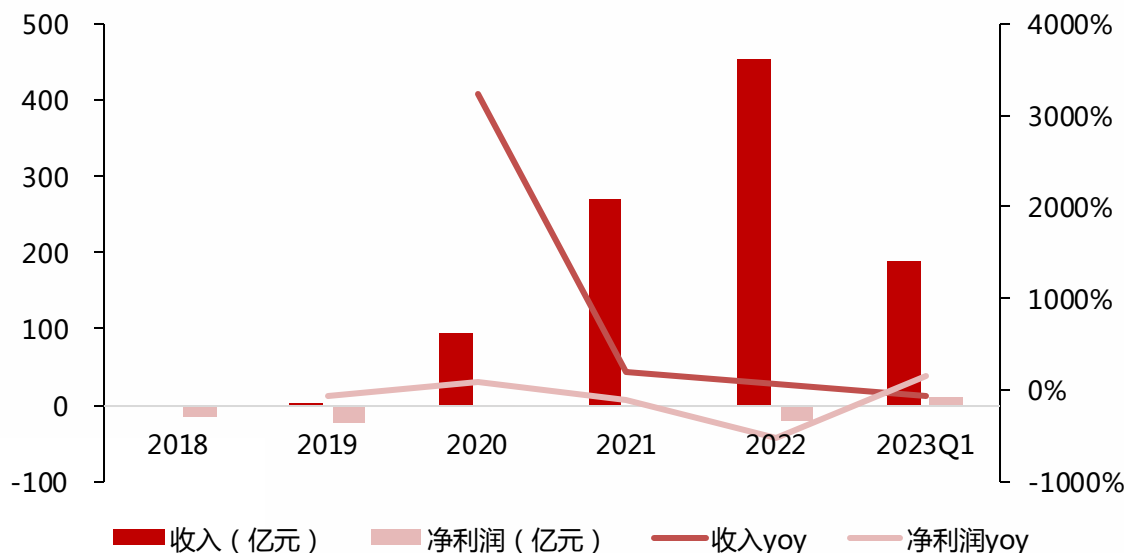
3.4 相关公司-理想汽车（2015.HK/LI.O）

□ 公司要点：

- 在对用户需求的精准把控、强劲的产品力、优秀的组织管理能力等加持下，理想已成为当前国产造车新势力的领头羊。汽车交付量持续超预期，预计今年整体交付量或超越30万辆。
- “双能”战略标志公司迈入了城市NOA智能驾驶3.0时代和增程+高压纯电车并行的新篇章。23年底和24年的纯电车型值得期待。
- 公司23Q1实现GAAP净利润9.3亿元，non-GAAP净利润14亿元，大超市场预期。建议关注后续盈利能力的持续性。

□ **风险提示：**需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；新车推出和量产节奏或不及预期。

理想汽车收入和净利润情况



风险提示

- ❑ 下游需求不及预期风险
- ❑ 市场竞争加剧风险
- ❑ 技术及应用发展不及预期风险
- ❑ 商业变现不及预期风险



分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：杨镇宇
执业证号：S1250517090003
电话：023-67563924
邮箱：yzyu@swsc.com.cn

分析师：张闻宇
执业证号：S1250520080002
电话：021-58351917
邮箱：zwy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卞黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				