

## 科技产业

## 底部已现，不要悲观，静待反转

## ——2022 年下半年科技产业投资策略

✉：程兵 执业证书编号：S1230522020002  
✉：chenbing@stocke.com.cn

## 报告导读

市场已过度悲观，科技股已杀穿历史估值水平，股价底部已现。不要悲观，已到左侧买入时，静待反转。政策强化已现，下半年互联网公司大幅跑赢市场。“互联网拐点已现，硬科技先看手机反转，再看创新高增长”是我们的投资策略

## 投资要点

## □ 底部已现，市场对科技产业过度悲观，左侧买入时机已到，静待下半年反转

4 月份科技股下跌因素可归结为：1、疫情对手机市场需求过分悲观；2、担心供应链外迁；3、民营企业信心不足；我们认为这些因素的反映过分悲观。

手机是刚需，海外市场已不受疫情影响，全年手机市场将是前低后高的走势，下半年反转概率大。中国大陆已拥有全产业链生态的供应链，转移时间成本较高，短期较难；而 4 月 29 日中央会议提振了企业信心，特别是互联网企业，这都有助于科技股股价上涨。这些年中国大陆不断涌现许多具备体系创新的公司，他们能够充分引领中国科技产业发展。目前，这些公司估值已杀穿历史最低，已到左侧买入时，中长期来看有望获得超额回报。

互联网政策已转向，相信下半年互联网公司大幅跑赢市场；硬科技先看手机反转，再看创新高增长；数字经济选择市场化最显著的工业互联网。继续重视半导体国产化。

## □ 估值扩张是科技股大行情显著特征，寻找估值演化趋势与体系创新公司是根本

颠覆性创新是导致科技股估值扩张的重要因素，感知估值演化趋势就是感知科技创新强弱。我们建议围绕资本、技术/服务、企业与概念性产品四个维度来感知科技创新强弱，以此来判断科技股投资周期。

体系创新公司经营持续性确定，股价空间大，是投资的最佳选择。

## □ 全球进入以智能化为代表的全新科技创新周期，关注智能驾驶/智能化、数字经济/工业互联网、新型互联网、元宇宙与半导体国产化；

- 1) 智能驾驶/智能化最大的变化是域控制及中央计算的发展，它不仅颠覆了车，更让电子产业链有机会进入汽车产业链。智能化也带来更多软件与芯片的需求；
- 2) 数字经济最市场化环节就是工业互联网，它服务于工厂智能化、商业智能等；这一领域也出现了具备国际竞争力的公司，如海康、中控技术等；
- 3) 以社区团购、本地生活服务线上化为表征的新型互联网正处在用户习惯加速渗透阶段，未来成长空间大；而疫情有望加速消费习惯形成，行业受益疫情。
- 4) 在中国，元宇宙还需静待互联网平台的技术与服务导入，投资看海外需求。

□ 围绕着体系创新标准，建议关注智能驾驶：韦尔股份、舜宇光学（光学）；时代电气、斯达半导（功率半导体）；立讯精密（总线）、和而泰（域控制）；法拉电子、江海股份、宏发股份（功率元器件）；互联网：美团、腾讯控股、京东集团；元宇宙：歌尔股份（VR）；工业互联网：海康威视、中控技术；恒生电子（金融 IT）；半导体：北方华创、中微公司、兆易创新等；

## □ 风险提示

疫情风险，政策落地不及预期，国产化进程不及预期等

## 行业评级

行业名称	科技
评级	看好

## 相关报告

- 1 《迎接新科技革命浪潮到来，3 月将是科技上涨开始》2022.2.27

报告撰写人：程兵

## 正文目录

<b>1. 底部已现，市场对科技产业过度悲观</b>	<b>4</b>
1.1. 手机市场并不像市场预期那么悲观，全年走势前低后高	4
1.2. 底部已现，不要悲观，静待市场反转	6
1.3. 在 2025 年之前以手机为代表的消费电子依然是需求主题	7
1.4. 投资策略：先看手机反转，再看创新领域高增长；互联网拐点已现	8
<b>2. 全球进入以人工智能驱动智能化为表征的全新创新周期</b>	<b>11</b>
2.1. 全球进入新一轮科技创新周期	11
2.2. 智能驾驶/智能化、数字经济、新型互联网与元宇宙是主流方向	12
<b>3. 站在创新动力强弱预判估值趋势，寻找体系创新公司</b>	<b>13</b>
3.1. 估值扩张助推科技股大行情，基本面+估值水平可成为预判指标	13
3.2. 创新动力强弱来预判科技产业周期	16
3.3. 体系创新公司经营持续性确定，投资空间与体验更好	17
<b>4. 围绕着“科技创新突破”来寻找科技产业投资机会</b>	<b>19</b>
4.1. 智能驾驶/智能化不仅颠覆了车，更重塑了产业链	19
4.2. 疫情加速了新型互联网服务渗透，政策转向提升了行业估值	23
4.3. 数字经济推动工业互联网快速发展	23
4.4. 元宇宙互联网产业发展的必然趋势	24
<b>5. 相关受益标的</b>	<b>26</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 从科技板块的估值水平看，已杀穿历史最低	6
图 2: 对穿戴式设备的出货量预估	7
图 3: 全球汽车智能化市场预测	8
图 4: 折叠屏放量将是 2022 年手机市场亮点	9
图 5: 苹果介入 VR 眼镜将是穿戴式设备最大期待	9
图 6: 对穿戴式设备的出货量预估	9
图 7: 2020-2025 年中国乘用车辅助驾驶渗透率	10
图 8: 2020-2025 年中国乘用车辅助驾驶系统占比情况	10
图 9: 全球科技产业发展历史	11
图 10: 数字经济体现了这轮科技创新的全面性	12
图 11: 全球进入以人工智能为基础的智能化为表征的全新创新周期	13
图 12: A 股科技股经历了两轮大行情	14
图 13: 每一轮行情上涨都伴随着估值的扩张，下跌也伴随着估值的下跌	14
图 14: 感知科技创新力量强弱去预判产业周期更加前瞻	17

图 15: 触摸屏技术变迁影响着莱宝高科的股价走势 .....	18
图 16: 莱宝高科 2008-2012 年营收 .....	18
图 17: 莱宝高科 2008-2012 年净利润 .....	18
图 18: 立讯精密发展体现了其体系创新的能力 .....	19
图 19: 智能驾驶/智能化不仅颠覆了车, 还重塑了产业链 .....	20
图 20: 智能驾驶/智能化更重塑了产业链 .....	21
图 21: 域控制+中央计算成为汽车智能化最大的变化 .....	21
图 22: 汽车智能化带来算力增加非常显著 .....	21
图 23: 汽车车域控制器上的典型软件架构 .....	22
图 24: 2018-2025 年全球汽车域控制器市场出货量预测 (万) .....	22
图 25: 本地生活服务、社团团购等新型互联网受益疫情崛起 .....	23
图 26: 工业互联网是数字经济领域最市场化方向 .....	24
图 27: 中美元宇宙产业发展对比 .....	25
图 28: 元宇宙缓解传媒企业过去经营持续性“不确定”的困境, 估值将被修复 .....	26
表 1: 舜宇光学手机镜头出货量数据 .....	4
表 2: 舜宇光学手机镜头模组出货量数据 .....	4
表 3: 2022 年一季度全球手机出货量数据统计 .....	4
表 4: 我们对全球各大手机品牌今年出货量的预估 .....	5
表 5: 全球新能源汽车出货量的预估 .....	8
表 6: 过去受政策打压, 互联网企业已大幅下跌, 但企业依然保持活力 .....	10
表 7: 政策是影响互联网公司股价表现最核心因素, 目前政策已积极转向 .....	11
表 8: 我们对全球各大手机品牌今年出货量的预估 .....	15
表 9: 2019-2021 年科技股大行情个股表现分析 .....	16
表 10: 各大互联网平台获客成本不断上升 .....	25
表 11: 相关受益公司及盈利预测表 .....	27

## 1. 底部已现，市场对科技产业过度悲观

### 1.1. 手机市场并不像市场预期那么悲观，全年走势前低后高

- 由于 2021 年年底海外疫情影响，海外圣诞节销售较差，从而影响了今年 1、2 月份供应链的表现。但我们跟踪的数据来看，3 月份数据已经拉回，一季度全球手机出货量同比下滑 6%，并未出现两位数下滑态势！
- 虽然疫情有一定影响，但 4 月份情况依然较 3 月份类似。5 月份 iPhone14 将开始下单，尽管 Q2 是淡季，我们认为整体出货量或同比下滑 5%，继续保持收敛态势。

表 1：舜宇光学手机镜头出货量数据

	2021 年	2022 年	同比	环比
Jan	147,747	131,508	-10.99%	8.72%
Feb	129,683	109,017	-15.94%	-17.10%
March	130,689	120,110	-8.09%	10.18%

资料来源：公司月度数据公告，浙商证券研究所整理

表 2：舜宇光学手机镜头模组出货量数据

	2021 年	2022 年	同比	环比
Jan	65,148	49,995	-23.26%	-3.66%
Feb	65,947	49,716	-24.61%	-0.56%
March	59,995	47,921	-20.13%	-3.61%

资料来源：公司月度数据公告，浙商证券研究所整理

表 3：2022 年一季度全球手机出货量数据统计

Brands	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	CY2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	CY2021	2022Q1
Samsung	59.50	54.70	80.10	62.30	256.60	77.80	57.60	69.80	70.20	275.40	70.70
Apple	40.10	39.20	39.20	84.90	203.50	61.00	54.90	50.60	92.80	259.20	64.00
HTC	0.10	0.10	0.10	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	0.00	0.30	
LG	7.00	6.70	7.00	7.00	27.70	8.10	6.30	3.20	2.30	20.00	
Sony	0.40	0.80	0.60	1.00	2.80	0.40	0.70	0.90	1.30	3.30	
Lenovo	0.2	0.1	0.2	0.2	0.70	0.1	0.1	0.2	0.2	0.7	
Motorola	4.70	6.70	11.90	11.80	35.00	8.00	10.00	13.90	11.80	43.70	
Huawei	32.80	45.20	41.60	27.00	146.60	18.70	9.20	6.70	6.10	40.70	8.00
Honor	12.50	14.50	11.60	8.00	46.60	4.30	7.30	13.50	14.70	39.80	15.00
Xiaomi	29.20	28.30	46.60	42.30	146.40	49.40	52.90	44.90	44.10	191.30	41.60
Nokia	3.90	3.40	3.50	4.0	14.80	4.10	3.30	3.90	4.40	15.60	
Oppo	26.50	24.00	31.40	33.90	115.70	38.50	32.00	34.30	32.10	136.90	45.00
Vivo	24.50	23.80	30.90	33.60	112.90	37.10	31.40	33.90	32.90	135.30	31.30
ASUS	1.10	0.80	0.80	0.70	3.40	0.60	0.40	0.20	0.20	1.40	
Meizu	0.40	0.30	0.10	0.10	1.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.30	
ZTE	1.30	1.60	1.80	1.90	6.60	1.10	1.70	1.60	1.50	6.00	
C1H	C2H		C1H		C2H		C1H		C2H		C1H
Google	2.5		3.7		6.30	4.00		4.10		8.10	
Realme	14		28.4		42.50	27.90		29.60		57.50	
OnePlus	2.2		4.6		6.80	5.40		6.40		11.80	
Total	255.22	257.58	323.72	334.79	1176.00	331.68	282.82	295.65	336.56	1247.00	311.5

资料来源：Counterpoint，各公司官网，根据供应链公司公开数据推算整理，浙商证券研究所整理

- 我们跟踪了各大品牌的供应链情况，对其全年出货量数据做了预估。可以看到，供应链对全年手机市场的判断明显比资本市场乐观，认为 2022 年全球手机出货量将下滑 2%，而不是大幅下滑。

从各大品牌跟踪来看，三星 Q1 低预期，主要是零售端库存较多。目前这个情况已显著改善，Q2 出货量将会拉回 Q1 部分不足量，推动其 Q2 数据好转。

华为因为缺芯是国内手机品牌数据下滑最大的，目前 Q2 依然没有改善。但从余承东最近表态，可以对下半年华为手机出货量做乐观预期，成为手机市场超预期增量。

小米 Q1 数据一般主要因为其旗舰机的发布推迟，若该旗舰机 Q2 表现较好，则小米 Q2 数据有望拉回。

表 4：我们对全球各大手机品牌今年出货量的预估

Brands	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	CY2022E
Samsung	76.10	64.00	77.00	69.50	286.60
Apple	64.30	51.10	51.20	84.50	251.10
HTC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
LG	0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
Sony	0.40	0.80	0.80	1.00	3.00
Lenovo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
Motorola	10.70	11.90	14.10	12.40	49.10
Huawei	4.40	3.30	2.60	2.20	12.60
Honor	15.50	15.40	14.70	15.80	61.40
Xiaomi	42.90	46.60	48.70	47.40	185.70
Nokia	4.40	4.60	4.30	4.50	17.80
Oppo	32.10	34.00	33.80	32.00	131.90
Vivo	31.80	32.70	33.00	30.40	127.90
ASUS	0.30	0.30	0.20	0.20	1.00
Meizu	0.10	0.10	0.10	0.10	0.30
ZTE	0.80	1.00	1.00	1.00	3.70
C1H		C2H			
Google	4.00		4.10		8.10
Realme	34.70		32.80		67.50
OnePlus	6.50		6.30		12.80
Total	306.50	288.40	303.10	322.60	1221.00

资料来源：根据供应链公司公开数据推算整理，浙商证券研究所整理

- 因此，全球手机出货量在 2022 年将会出现前低后高态势，下半年情况将显著改善，成为提振市场对科技股投资信心的重要因素。

我们认为全球手机出货量在 Q3 将会有显著的好转，同比将会持平；而 Q4 则有望出现同比增长态势。全年手机出货量同比下滑 2%。

因此，6、7 月份数据跟踪很重要，数据可以预判下半年情况，届时会让市场修正悲观预期。

## 1.2. 底部已现，不要悲观，静待市场反转

- 4 月份科技股下跌因素我们可归结为：1、疫情对手机市场需求过分悲观；2、担心供应链外迁；3、民营企业信心不足；我们认为这些因素的反映过分悲观。

再次强调手机是刚需，海外市场已不受影响，市场需求温和，不要过度悲观。中国已是全产业全生态的高质量供应链，没有 3~5 年培育，根本无法转移！

估值本质上还是反映了投资者的信心，这次中央工作会议对平台经济的表态显示已对互联网企业转向鼓励支持，相信随着后续具体政策的落地，将显然提振投资者对科技股的信心以及科技产业企业家的信心。

**中央工作会议内容：要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。**

- 而从科技股的估值水平来看，自 4 月份加速下跌，早已杀穿历史估值水平，这显示市场对科技股已极度悲观。我们认为科技股股价已提前见底，不要再悲观。

图 1：从科技板块的估值水平看，已杀穿历史最低



资料来源：公开市场资料，浙商证券研究所

- 疫情与产业政策是影响企业家信心的主要因素，目前这些因素都在逐渐好转。4 月 29 日政治局会议的决议更为市场强化了政策底，有利于提振企业家信心，特别是对平台经济的论述，更提振了科技企业的信心。

复工复产目前是企业家最大的诉求，随着“动态清零”政策更加科学，防疫与生产达到良性平衡，实现“以最小的社会成本投入获得最大的社会效果”，企业家对疫情担心会慢慢修复。



4月29日中央政治局会议召开。会议强调，疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求。要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。

### 1.3. 在 2025 年之前以手机为代表的消费电子依然是需求主题

- 我们可以看到未来科技产业需求主要创新领域在于穿戴式设备、汽车电动化与智能化以及智能家电。从总量角度来看，要在 2025 年后才看到对科技产业需求结构出现显著的改变。

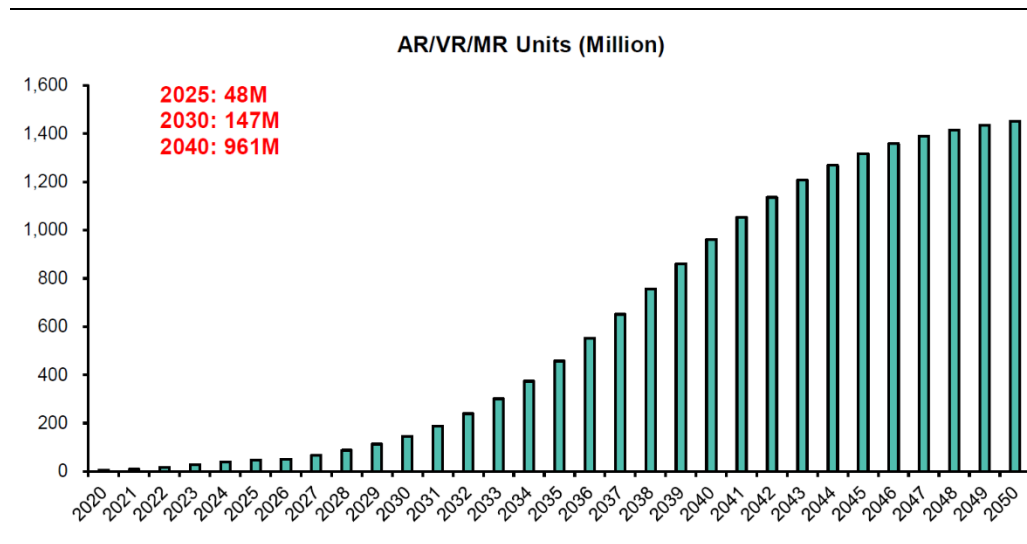
从海外的预估数据来看，市场认为 2025 年全球穿戴式设备出货量才能达到 4800 万部，以均价 2000 元价格作比较，相当于 7200 万部手机增量。

汽车智能化领域，据佐思产研的预测，2025 年全球汽车 DCU（座舱+自动驾驶）出货量将超过 1400 万套，2019-2025 期间年平均增长高达 50.7%。以单价 5000 元/套预估，相当于 5600 万部手机增量。

在汽车电动化领域，根据浙商电新团队预测，2025 年全球电动车出货量将达到 2340 万部，按对功率半导体需求量 4000 元/辆估算，相当于 7000 万部手机增量。

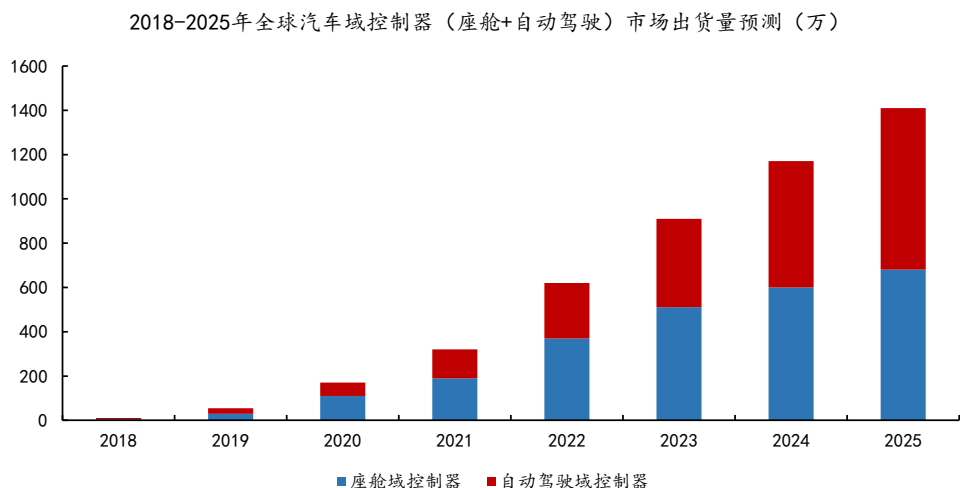
假设智能机 2025 年市场需求维持 2021 年水平，全球出货量在 12.47 亿部计算，这些新兴应用领域需求相对于手机比重将达 15.87%，从而对整个科技产业需求带来重大变化。

图 2：对穿戴式设备的出货量预估



资料来源：公开信息，浙商证券研究所

图 3：全球汽车智能化市场预测



资料来源：佐思产研，浙商证券研究所

表 5：全球新能源汽车出货量的预估

全球新能源汽车出货量预估

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
欧洲	36.3	57.0	126.1	221.2	298.6	394.2	512.4	666.2	1,072.9
美国	35.3	32.2	32.3	62.7	125.4	200.7	281.0	393.3	826.1
日本	4.6	3.6	2.4	3.9	6.2	8.9	12.5	17.5	53.5
加拿大	2.3	3.3	3.2	5.5	10.0	14.0	18.2	23.7	72.2
韩国	3.4	4.0	4.2	9.3	14.5	20.3	28.4	39.8	99.0
其它	2.4	1.2	2.2	3.2	9.0	16.2	25.9	38.9	144.4
海外	84.4	101.4	170.4	305.8	463.7	654.3	878.4	1,179.3	2,268.0
yoy	55%	20%	68%	80%	52%	41%	34%	34%	30%
中国	124.7	120.5	136.7	352.1	525.0	719.3	931.0	1160.4	2578.1
yoy	60%	-3%	13%	158%	49%	37%	29%	25%	17%
全球	209.1	221.9	307.1	657.9	988.7	1373.6	1809.4	2339.7	4846.1
yoy	58%	6%	38%	114%	50%	39%	32%	29%	16%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

- 因此，市场目前最大的预期差就是对手机市场的认识。当然，我们也可以认为 4 月份成长股的下跌还包含了系统性风险的因素，特别是最后一周甚至出现了小市值股票的大幅下跌。但，一旦市场恢复信心，叠加手机数据验证了前低后高的走势，科技股上涨将是必然的趋势！

#### 1.4. 投资策略：先看手机反转，再看创新领域高增长；互联网拐点已现

- 我们认为 4 月份科技股的下跌，已不仅仅是对行业趋势的悲观，更是对整个市场的悲观。也正是因此，市场对科技产业预期过度悲观。



- 因此，我们对 2022 年下半年科技股投资策略体现为：**先看手机市场反转**，在手机领域寻找创新点；**再看穿戴式设备、汽车智能化和电动化等创新领域的高增长**。

根据我们目前的跟踪，再次强调 2022 年手机市场呈现前低后高走势，下半年手机出货量大概率好转。而折叠屏手机今年将会放量，成为手机市场最大亮点。

图 4：折叠屏放量将是 2022 年手机市场亮点



资料来源：浙商证券研究所整理

图 5：苹果介入 VR 眼镜将是穿戴式设备最大期待

单位: 万	备注	2021年	2022年E	2023年E
Meta		920	1250	2000
Pico	字节跳动推广		220	400
Apple	2022年底发布			500
合计		920	1470	2900

资料来源：浙商证券研究所整理

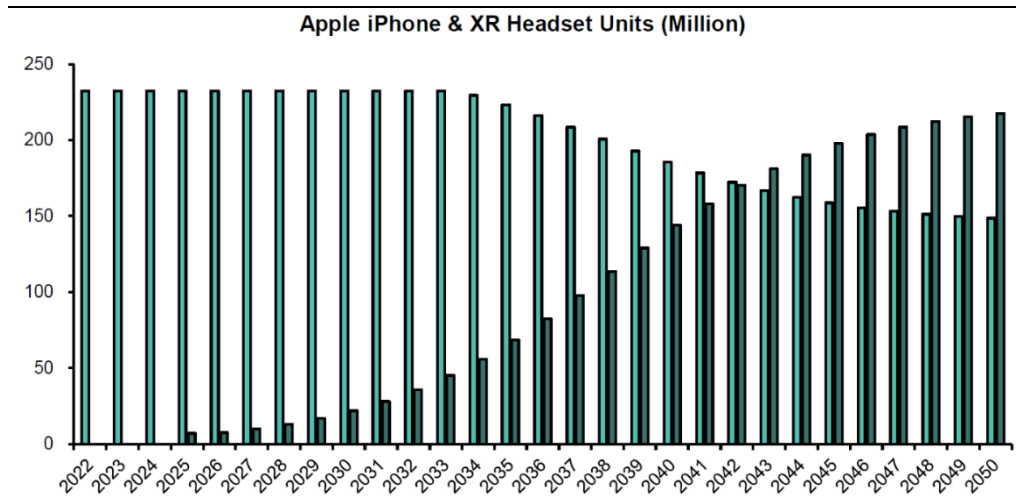
- 我们认为穿戴式设备未来保持高速增长态势，Meta 一季报已经显示了其加速推广 Quest2 的信心；而年底苹果推出全新的 VR 眼镜也将成为行业催化剂。

字节旗下的 Pico 上修了穿戴式设备的出货量，由 180 万部上修至 220 万部。

苹果短期并不担心穿戴式设备引发对手机市场需求影响。从高盛研究的预测来看，穿戴式设备将在 2033 年开始影响手机销量。

尽管，我们并不认为 VR 设备是元宇宙硬件创新的最佳形态，但大型科技公司来推动这一技术进步，因此，技术升级并不会影响产业链相关公司。

图 6：对穿戴式设备的出货量预估



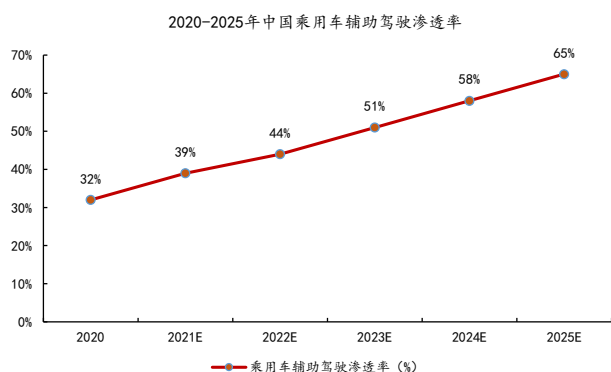
资料来源：公开信息，浙商证券研究所

■ 相比汽车电动化，我们认为汽车智能化发展空间更大。这是因为：

汽车智能化渗透率低增速更快：据佐思产研的预测，2025 年全球汽车 DCU（座舱+自动驾驶）出货量将超过 1400 万套，2019-2025 期间年平均增长高达 50.7%。

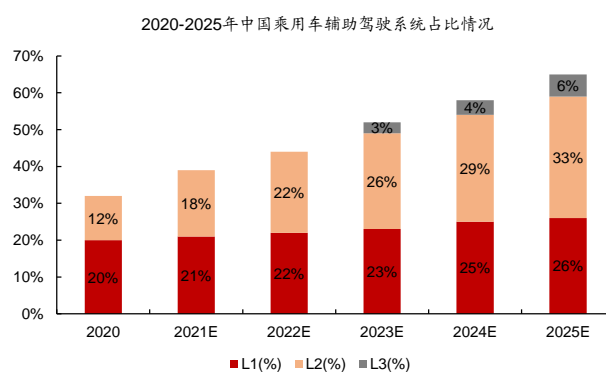
电动车短期收到成本等诸多因素影响，增速或有波动，但长期发展趋势不变。同时电车对功率半导体的技术要求也不断提升，从而推动功率半导体市场技术与需求同比增长。

图 7：2020-2025 年中国乘用车辅助驾驶渗透率



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所整理

图 8：2020-2025 年中国乘用车辅助驾驶系统占比情况



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所整理

■ 互联网行业拐点已现。过去监管政策是导致互联网公司股价持续下跌的核心因素，随着政策转向鼓励与扶持，加之这些互联网公司股价已经超跌，因此，下半年互联网公司有望大幅跑赢市场，建议投资者积极参与。

中央政治局会议内容：要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

根据我们认为政策受益的公司顺序为美团、京东、拼多多、叮咚买菜与腾讯。

表 6：过去受政策打压，互联网企业已大幅下跌，但企业依然保持活力

证券简称	区间最高收盘价 (元)	区间最低收盘价 (元)	最新收盘价 04/29 (元)	区间最大涨幅 (%)	区间涨幅 (%)	区间营收增长 (%)
腾讯控股	601.74	242.72	318.29	-59.66%	-47.10%	16.19%
快手-W	265.78	45.73	56.30	-82.79%	-78.82%	37.94%
美团-W	460.00	103.50	172.00	-77.50%	-62.61%	56.04%
京东集团-SW	314.78	131.87	224.00	-58.11%	-28.84%	27.59%
哔哩哔哩-SW	814.58	103.93	171.71	-87.24%	-78.92%	61.53%
微博-SW	221.73	126.90	155.52	-42.77%	-29.86%	33.56%
拼多多	1205.40	162.13	295.55	-86.55%	-75.48%	57.92%

资料来源：wind，浙商证券研究所整理；注：股价区间为 2021/03/01 至 2022/04/29；营收与净利润增长是 2021 年比 2020 年；区间最高股价比最新收盘价

表 7：政策是影响互联网公司股价表现最核心因素，目前政策已积极转向

时间	发布单位及人员规格	政策及会议名称	核心要点
2022/4/29	中央政治局	中央政治局会议	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
2022/4/8	中共中央政治局常委、国务院总理李克强	经济形势专家和企业座谈会	推动平台经济健康持续发展，稳定和带动就业
2022/3/17	市场监管总局、国家反垄断局	全国市场监管系统反垄断工作会议	平台经济竞争生态明显优化，市场竞争环境稳步向好；深入认识和尊重市场规律，更加注重推动资本健康有序发展的制度供给
2022/3/16	中共中央政治局常委、国务院副总理刘鹤	国务院金融稳定发展委员会专题会议	关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。
2022/1/28	中央网信办、国家发改委、工业和信息化部、市场监管总局	促进互联网企业健康持续发展工作座谈会	互联网企业发展前景广阔，大有可为；我国互联网领域法治不断健全、监管不断完善是客观要求、大势所趋，这为互联网企业加强管理、规范运营提供了有力保障
2020/12/11	中央政治局	中央政治局会议	强化反垄断和防止资本无序扩张，要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为

资料来源：新闻资讯，浙商证券研究所整理；

## 2. 全球进入以人工智能驱动智能化为表征的全新创新周期

### 2.1. 全球进入新一轮科技创新周期

■ 回顾历史，全球科技产业已完成了典型的三次科技创新周期。

第一次以 PC+半导体为代表的信息技术革命，它引领人类进入了信息时代；第二次则以手机+互联网为代表的互联网时代；第三次以智能机+移动互联网为代表的移动互联网时代；这三次技术革命不断提升了人类的生活质量与生产效率，也涌现了诸多优秀的公司。

图 9：全球科技产业发展历史



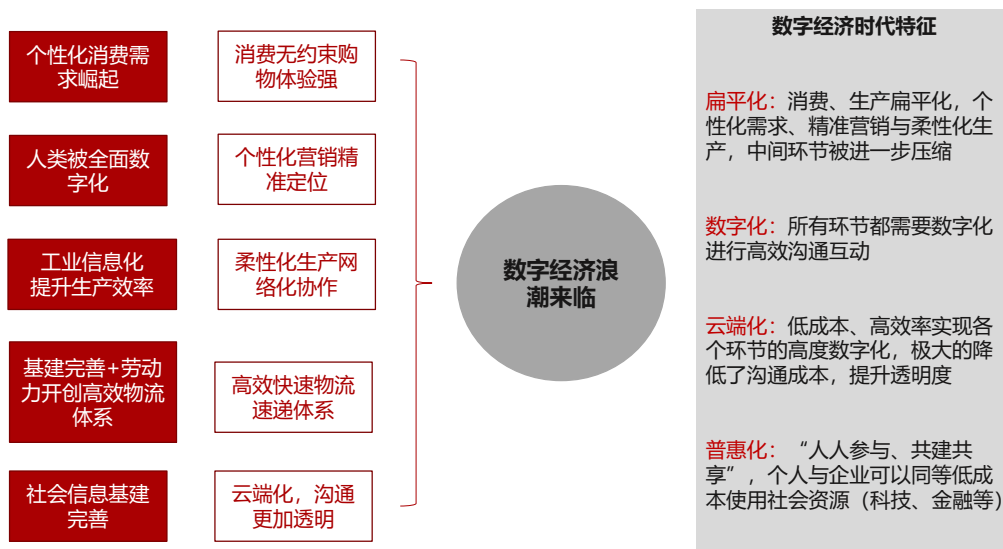
资料来源：wind、浙商证券研究所整理

■ 我们认为全球将进入以人工智能为基础，以智能化、无人化为表征的第四次科技创新周期。这次创新比以往更加全面，产业规模更加庞大。而多元互联的产生为信息产

业带来更多耦合裂变，孕育更多的创新机会。

- 1、这一轮科技创新的基础是人类生活被全面信息化。过去的互联网大部分服务于信息获取与社交娱乐，而未来则通过人工智能技术解决人类出行、吃喝玩乐甚至工作等行为的线上化信息化。
- 2、快速便捷的服务势必引发更多环节的智能化改造，如车、商品等。而让用户体验更好也推动着全新智能硬件出现，因此，这一次科技创新在硬件创新上，将会在再造硬件、车智能化、商品智能化多元发力，深刻改变科技市场需求。
- 3、个性化差异化需求推动着制造环节的柔性化、协同化，降本增效也推动生产智能化、无人化；快速便捷的服务也催生高效快速物流体系的改造。从而最终推动着全产业链的信息化、云端化与扁平化发展。
- 4、而在这些方面，人工智能作用将更加显著与迫切。本质上，人工智能是推动这轮科技创新往智能化、无人化发展的重要手段。

图 10：数字经济体现了这轮科技创新的全面性



资料来源：浙商证券研究所整理

## 2.2. 智能驾驶/智能化、数字经济、新型互联网与元宇宙是主流方向

- 我们可以从产业数字化和数字产业化两个维度来理解这轮科技创新周期的全面性与多元性。产业数字化的根本就是要消除信息鸿沟，建立透明、扁平的信息社会，从而让社会发展更加公平，普惠。而数字产业化则让信息转化为价值，降低成本，提升社会生产活动效率。平台完成了人类生活与社会活动的全面数字化，更多商品服务智能化，从而让这轮科技创新无处不在，无所不能。
- 因此，智能驾驶/智能化、数字经济、新型互联网与元宇宙是这轮科技周期主要的承载方向，这些方向最终又互相促进，推动世界多元互联。

智能驾驶/智能化加速了汽车智能化与信息化，赋予车更多的消费属性，满足了消费者差异化定制化的需求。而智能驾驶的终极是走向无人化，这将颠覆车的商品属性，由投资品转向为生产工具，从而提升社会资产周转率。

“扁平化、数字化、云端化和普惠化”是这轮数字经济浪潮的主要特征。它改造了传统的商品交易流通方式，提高了社会交易透明度，极大的丰富了商品品类与消费需求，完善了各环节的快速应答沟通能力，降低了生产成本。

新型互联网通过快速送达服务体系，完成人类本地生活服务线上化，从而实现人类社会活动全面线上化。而快速送达的服务体系也加速了平台对供应链的信息化改造与赋能，以及加速无人送达的技术改造，产生更多科技创新。

元宇宙重塑虚拟世界接入方式，增加更多互动，重建互联网用户强粘性。它再造了内容生态，提出了全新的硬件接入方式，是在硬件与软件应用等多层面的科技创新。随着服务的全面推广，也提出了更多基础网络服务需求，推动相关技术进步。

而这些创新又互相耦合聚变，加速推进各自创新的进程。智能驾驶实现无人化将极大降低出行与商品送达成本，让新型互联网商业模式更加成功。数字经济提升供应链与物流链的响应能力也为新型互联网提供更多商品服务。元宇宙提供了虚拟与现实生活的融合，也为数字经济、互联网等提供更方便的接入方式。

图 11：全球进入以人工智能为基础的智能化为表征的全新创新周期



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

### 3. 站在创新动力强弱预判估值趋势，寻找体系创新公司

#### 3.1. 估值扩张助推科技股大行情，基本面+估值水平可成为预判指标

■ 回顾 A 股科技股行情，自 2012 年，A 股出现两波科技股大行情。估值扩张和收敛都是推动这两波大行情上涨与下跌的重要因素。因此，科技产业基本面判断+历史估值位置可以做科技股大行情的判断指标。

我们主要以电子、计算机与互联网指数做统计样本。

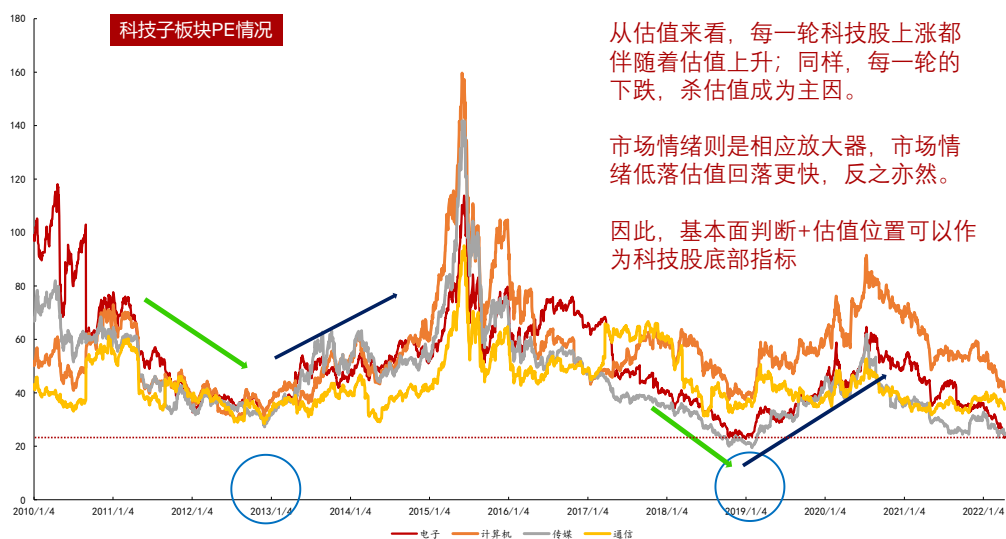


图 12: A 股科技股经历了两轮大行情



资料来源：公开市场资料，浙商证券研究所

图 13: 每一轮行情上涨都伴随着估值的扩张，下跌也伴随着估值的下跌



资料来源：公开市场资料，浙商证券研究所

■ 我们站在“颠覆性创新”、A 股投资偏好以及过去中国科技企业经营高波动三个角度来解释科技股大行情伴随着估值的扩张这一特征。

“颠覆性创新”不仅带来增量需求，更颠覆了存量市场，这使得在该创新出现时极具爆发性，因此，相关的企业收入与净利润增速也极具爆发性。估值扩张本质上是企业经营爆发性的映射。

A 股投资者的投资偏好。从过去的科技股行情来看，追逐“业绩爆发性”是 A 股投资者投资科技的最重要立足点。因此，估值的扩张也隐含着投资者根据当下业绩增速对未来的乐观预期。



过去中国科技创新更多来自于美国的创新牵引，科技创新受益更多来自于硬件制造等环节，而大科技创新周期是不断叠加小的产品创新周期。我们发现过去中国大多数科技制造企业都是以单品类产品为主，成长周期较短，这给对周期的判断带来很大的困难，也造成了市场博弈带来的估值扩张。

- 2013-2014 年的科技股大行情主要是游戏传媒板块，以并购重组为主。由于当时的并购重组要求对赌业绩，使得并购往往以对赌 15 倍 PE 进行，因此市场愿意给相关个股高估值。此轮行情本质上，市场还是追求业绩的高爆发性（并购方式最佳）。

然而，这一轮行情被并购企业业绩基本无法兑现，第二年后业绩出现下滑，对赌期结束后业绩都出问题。

表 8：我们对全球各大手机品牌今年出货量的预估

证券代码	证券简称	区间最高收盘价 (元)	区间最低收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	上涨原因分析
300226.SZ	上海钢联	79.30	11.62	582.44%	钢材电商（我的钢铁网）
300287.SZ	飞利信	133.26	17.00	683.88%	
300017.SZ	网宿科技	139.20	16.00	770.00%	CDN
300253.SZ	卫宁健康	130.50	21.36	510.96%	医保信息化，并购
300315.SZ	掌趣科技	164.74	22.58	629.57%	手游并购，并购玩蟹科技、上游信息
002681.SZ	奋达科技	71.80	9.69	640.97%	可穿戴式设备
002174.SZ	游族网络	85.32	14.46	490.04%	游族网络借壳梅花伞
300052.SZ	中青宝	96.30	10.15	848.77%	官媒游戏，并购美峰数码、中科奥及名通信息（手游）
300167.SZ	迪威迅	49.96	10.72	366.04%	
300269.SZ	联建光电	65.54	12.33	431.52%	收购分时广告（户外广告）
002195.SZ	二三四五	55.91	9.07	516.43%	二三四五借壳海隆软件
300071.SZ	华谊嘉信	40.20	7.26	453.72%	并购君御广告、东汐广告、上海新澳等多家公司
002555.SZ	三七互娱	51.47	9.45	444.66%	三七互娱借壳顺荣股份
600536.SH	中国软件	50.56	10.82	367.28%	去 IOE、操作软件
000977.SZ	浪潮信息	58.01	14.35	304.25%	去 IOE、服务器
300085.SZ	银之杰	31.30	7.27	330.54%	
002602.SZ	世纪华通	29.25	6.30	364.29%	世纪华通借壳
300027.SZ	华谊兄弟	79.50	14.37	453.24%	影视内容+并购（冯小刚工作室等）
002148.SZ	北纬通信	69.71	12.70	448.90%	动漫
300148.SZ	天舟文化	59.89	11.21	434.27%	定增收购神奇时代网络（手游、作品三国时代）
600446.SH	金证股份	27.93	6.56	325.76%	互联网券商
002605.SZ	姚记科技	73.46	20.83	252.66%	互联网彩票
300002.SZ	神州泰岳	61.46	14.96	310.80%	中国移动飞信业务
002400.SZ	省广集团	92.32	22.10	317.74%	业绩好转，收购雅润文化（广告分销）
002502.SZ	鼎龙文化	33.51	7.29	359.67%	动漫

资料来源：wind，浙商证券研究所整理；注：股价区间为 2013/01/04 至 2014/03/14；最低价为区间真实股价，最高价做了复权

- 2019-2021 年的科技股大行情则不同，更多是企业通过自身实力提升完成了企业经营的高增长。在这个周期中，较多的中国大陆企业已跨过单产品依赖的困境，逐步走向多应用领域多产品的持续增长经营模式（在下节我们定义为体系创新公司）。

**表 9：2019-2021 年科技股大行情个股表现分析**

证券代码	证券简称	区间最高收盘价（元）	区间最低收盘价（元）	区间涨跌幅（%）	区间营收增长（%）	区间净利润增长（%）
300782.SZ	卓胜微	972.36	139.70	596.03%	727.50%	1234.38%
603290.SH	斯达半导	497.35	135.87	266.05%	152.89%	315.63%
605358.SH	立昂微	188.07	55.58	238.38%	107.77%	197.61%
603501.SH	韦尔股份	322.50	28.16	1045.24%	508.07%	3818.97%
300661.SZ	圣邦股份	394.10	68.70	473.65%	291.26%	562.50%
002920.SZ	德赛西威	125.70	18.03	597.17%	76.91%	100.00%
603005.SH	晶方科技	135.70	14.41	841.71%	149.29%	715.49%
300496.SZ	中科创达	153.90	23.41	557.41%	181.71%	277.25%
002475.SZ	立讯精密	62.11	13.21	370.17%	329.42%	178.03%
605111.SH	新洁能	242.00	28.67	744.09%	109.22%	190.78%
600745.SH	闻泰科技	166.33	18.43	802.50%	204.18%	3390.28%
300390.SZ	天华超净	31.16	4.98	525.70%	336.76%	2260.38%
002371.SZ	北方华创	233.98	39.21	496.74%	191.31%	321.55%
600584.SH	长电科技	51.15	8.28	517.75%	27.86%	419.31%
300433.SZ	蓝思科技	40.51	5.83	594.85%	63.32%	252.75%
002409.SZ	雅克科技	72.05	13.51	433.31%	144.47%	140.14%
603236.SH	移远通信	268.00	63.26	323.65%	316.96%	98.89%
002241.SZ	歌尔股份	48.39	6.60	633.18%	229.34%	410.31%
300346.SZ	南大光电	49.72	8.47	487.01%	331.58%	232.73%
300846.SZ	首都在线	40.72	4.85	739.59%	102.32%	-58.62%
603893.SH	瑞芯微	111.00	13.94	696.27%	113.93%	213.54%
603986.SH	兆易创新	426.16	58.48	628.73%	278.90%	478.47%
300598.SZ	诚迈科技	342.50	18.60	1741.40%	166.67%	100.00%
002600.SZ	领益智造	14.40	2.53	469.17%	35.04%	258.71%
300552.SZ	万集科技	111.63	13.52	725.67%	36.56%	583.33%
300623.SZ	捷捷微电	56.50	17.72	218.85%	230.17%	196.39%
300033.SZ	同花顺	178.61	41.35	331.95%	153.06%	201.42%
03690.HK	美团-W	460.00	44.60	931.39%	174.62%	79.62%

资料来源：注：股价区间为 2019/01/04 至 2021/11/18；营收与净利润增长是 2021 年比 2018 年；wind，浙商证券研究所整理；

### 3.2. 创新动力强弱来预判科技产业周期

- 判断产业周期是科技产业投资中最重要的问题，如何去感知周期？我们认为科技产业的核心动力在于其颠覆性创新，因此，我们建议感知科技创新动力强弱就是感知科技产业周期。

过去投资者喜欢用“杀手级应用”来感知产业周期位置，这是因为在过去的科技产业周期中，这些产品需求都成为市场需求主体。“杀手级应用”的感知本质上还是对科技创新动力的感知。

- 我们认为新一轮科技创新周期将更加全方位，因此需要寻找更前瞻的方法来感知产业周期。我们围绕着“创新力”来思考，构建了以资本、技术/服务、企业以及产品等四个维度来感知产业创新力强弱，由此来判断科技产业周期。

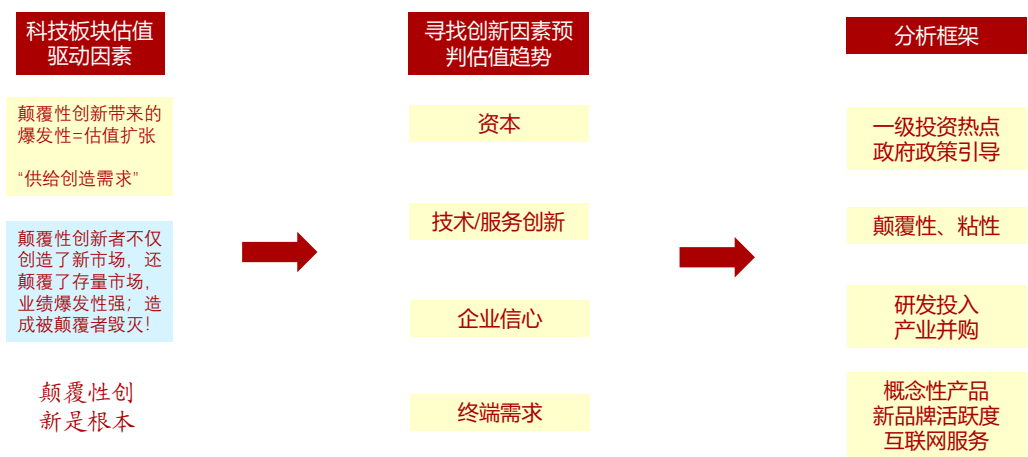
资本，特别是一级市场资本对科技创新力的感知最为敏感，而强大的资本力量又能够为科技创新力赋能，加速科技创新进程。

技术/服务，本身就是创新力的体现。在这个层面，我们更愿意去看基础技术的颠覆性与创造性，再通过思考产业实现路径来判断该颠覆性技术的出现时间点。

企业是科技创新的核心推动者，资本投入与并购是企业完善自身技术创新实力的重要手段，我们可以通过公司研发投入与前沿性技术并购来感知科技创新活力。

产品，特别是概念性产品不仅可以判断企业创新力强弱，也是感知未来科技创新爆发点的重要指标。概念性产品的颠覆性（类似于杀手级产品）与活跃度也可以感知科技产业的创新活跃度。

图 14：感知科技创新力量强弱去预判产业周期更加前瞻



资料来源：浙商证券研究所整理

### 3.3. 体系创新公司经营持续性确定，投资空间与体验更好

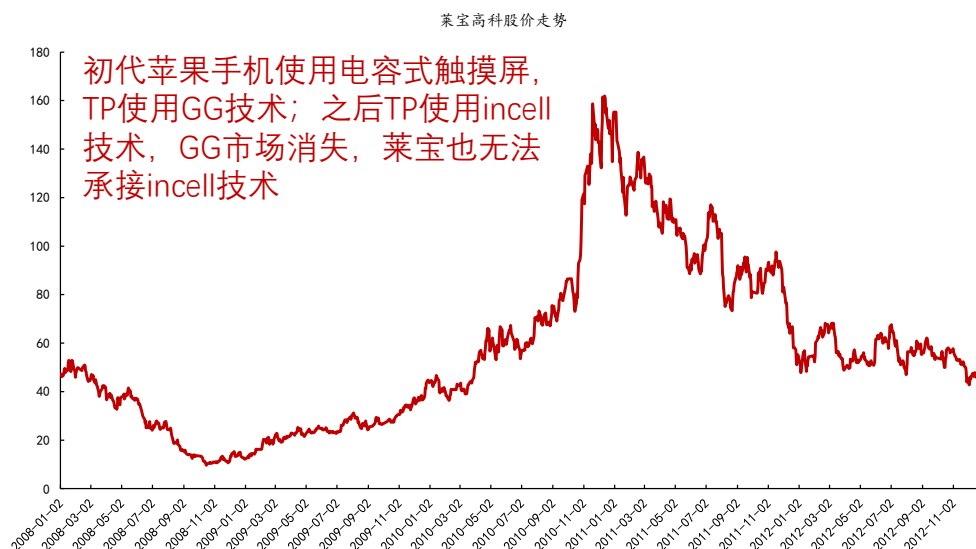
- 中国科技制造企业大多数以产品创新为表征，这些公司在该产品成功时，业绩极具爆发力，一旦该产品技术出现迁移或者竞争格局发生变化，企业若无法完成自我迭代，业绩无法保证较强的持续性。

苹果推出第一代 iPhone 宣告了电容式触摸屏技术在手机上的垄断地位。莱宝高科通过自身的技术实力成功切入了苹果产业链，成为 GG 触摸屏的核心供应商，也成就了公司 2010 年的业绩巅峰。

但由于手机更轻薄趋势出现，苹果选择了 In-cell 的触摸屏技术路径，莱宝因为其自身技术积累不够，无法短期内实现该技术的突破，而推出的 OGS 技术又因为成本过高原因无法开拓非苹果手机市场，从而导致了公司走下巅峰。

与此同时，欧菲光经过两年的努力，特别是解决了丝印技术，让 GF 触摸屏技术成本迅速下降，成功挤占了非苹果手机市场，成就了其 5 年的高增长。

图 15：触摸屏技术变迁影响着莱宝高科的股价走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 16：莱宝高科 2008-2012 年营收



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 17：莱宝高科 2008-2012 年净利润



资料来源：wind，浙商证券研究所

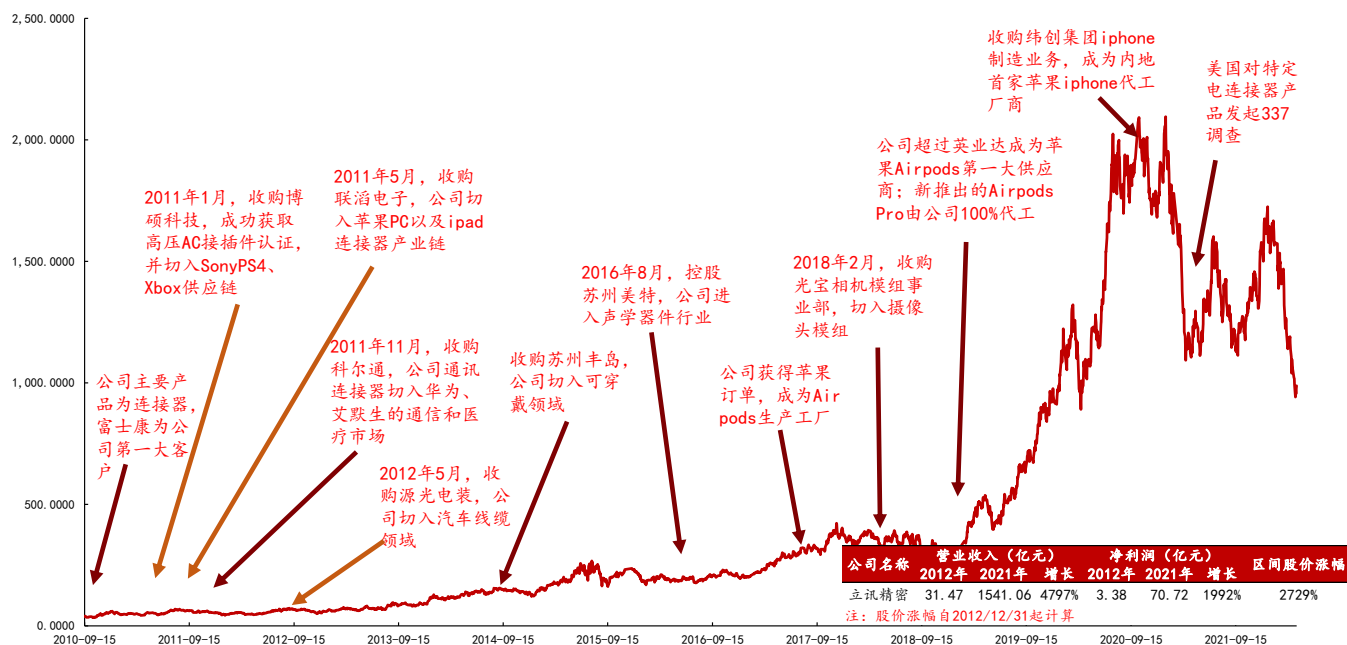
- 中国大陆是否有企业可以通过自身的能力，实现该产品在不同应用领域的开拓以及拓展不同种类产品来摆脱单品类带来的波动性？答案是肯定的，我们称之为“体系创新”公司。这类公司经营持续性更强，是我们公司研究的最佳选择。

我们从公司技术迭代能力、同类产品在其他领域扩张能力与能否实现不同产品种类扩张三个维度来评价公司是否具备体系创新能力。

以立讯精密为例，公司就是典型的“体系创新”公司。公司先以富士康为依托产品以结构件为主，后续通过并购方式进入游戏机、苹果 PC 与 iPad、华为/艾默生通信医疗领域。之后又通过并购拓展了穿戴式、声学与光学等产品。

更为重要的是，尽管是通过并购的方式切入新的应用领域或是新的产品，公司最终都能通过自身的整合能力将产品规模最大做好，最终实现公司最优的成本管控力与最快的客户服务能力，从而形成了自身的竞争体系。

图 18：立讯精密发展体现了其体系创新的能力



资料来源：wind、浙商证券研究所整理

- 我们认为中国大陆出现很多的体系创新公司，本质上是顺应了中国大陆科技制造业由低成本制造转向高质量制造的趋势。而这种体系创新公司还出现在互联网领域。体系创新公司的股价空间巨大，投资体验好，是我们投资的最佳选择。

美团的“无边界，无所不能”不仅把本地生活服务线上化做到极致，更通过“科技+新零售”实现线上便利店的新零售业态。

这些公司，如立讯精密、美团等，其体系创新能力一旦被市场认可，股价上涨空间大，股价上涨持续性好。

## 4. 围绕着“科技创新突破”来寻找科技产业投资机会

### 4.1. 智能驾驶/智能化不仅颠覆了车，更重塑了产业链

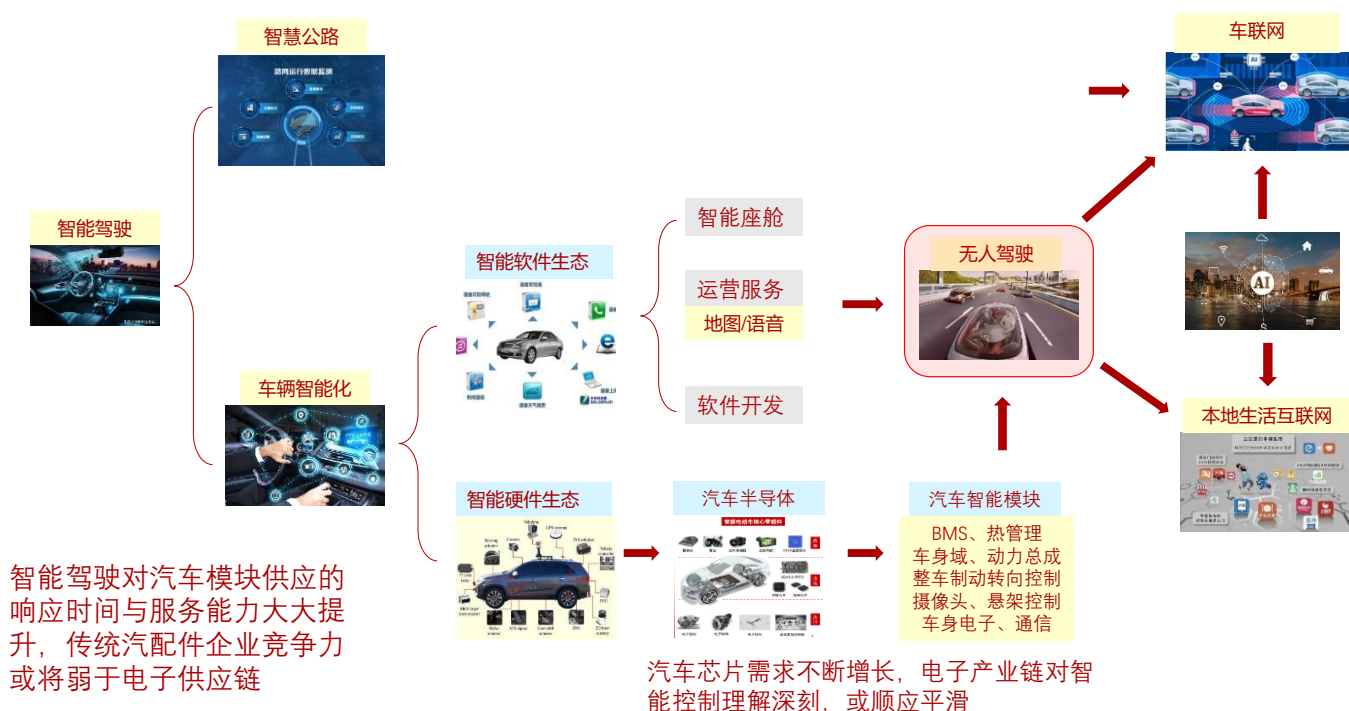
- 智能驾驶/智能化颠覆了车，它赋予车更多的性能，让车成为信息化工具，为消费者带来更多更好的体验，也为车厂获得更多的竞争力与产品盈利空间。



■ 智能驾驶/智能化终极目标将是无人驾驶，这一目标的实现还将改变车的商品属性，让整车具备了生产工具的可能，为购车者带来便利同时还创造收益。

■ 当然,要实现这些目标,还需要人工智能技术、智慧公路改造以及网络传输技术等协同,最终实现车联网。这也说明智能驾驶/智能化未来发展空间巨大,将不断推动汽车产业技术升级迭代。

**图 19：智能驾驶/智能化不仅颠覆了车，还重塑了产业链**



资料来源：浙商证券研究所整理

- 智能驾驶/智能化还重塑了汽车产业链。它创造了软件、硬件与半导体更多的需求，推动了人工智能等技术进步以及智慧公路，智慧城市等相关行业的发展。

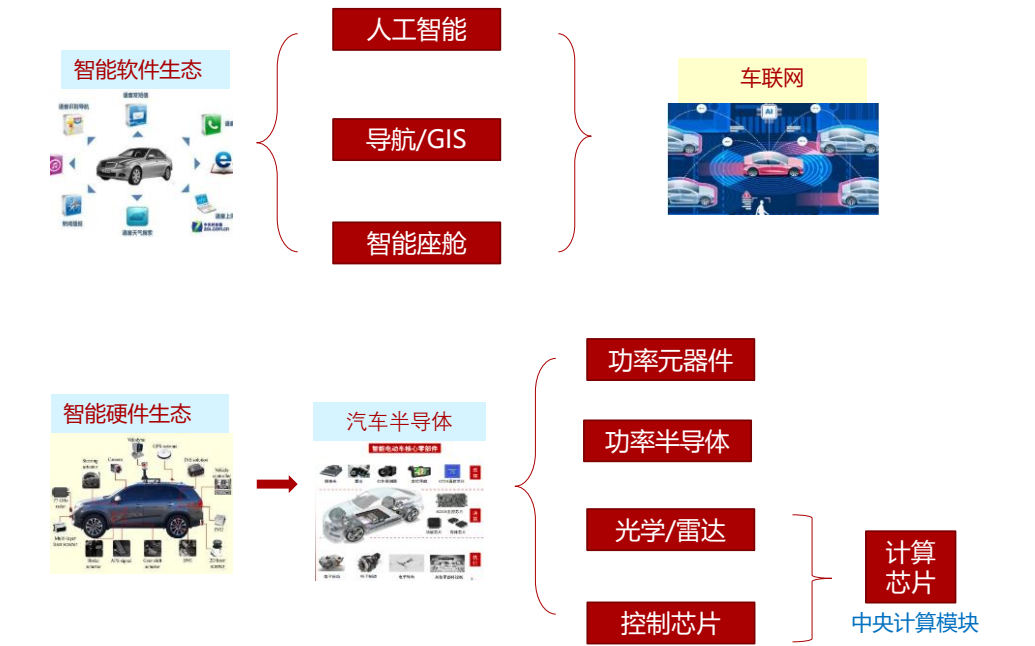
就车的应用层面，人工智能支持对车的运营服务，GIS 信息服务、语音服务等诸多功能不断丰富，带来更多市场需求；而域控制也带来更多的软件中间层与应用层的开发需求。这些都体现在智能软件生态领域。

在智能硬件方面，域控制（集成化控制）+中央计算模块（算力提升）成为未来智能化重要的发展趋势。

智能化电动化又带来了更多的电子元器件需求,如功率元器件、功率半导体、控制芯片以及光学/雷达等。随着车辆性能不断提升,这些需求的单车附加值还会提升。



图 20：智能驾驶/智能化更重塑了产业链



资料来源：浙商证券研究所整理

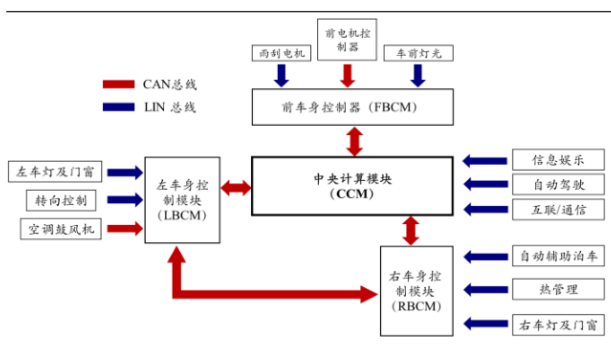
- 汽车 E/E 架构由分布式逐渐向域控制 E/E 架构及中央计算机 E/E 架构发展，逐步提高集成化程度，减少 ECU 数量，简化整车零部件装配复杂度，降低整车线束长度及整车重量；软硬件也逐步分离，基础软件标准化，达到软件定义汽车的架构要求。

域控制器（Domain Control Unit, DCU）本质上是为了把很多功能相似、分离的 ECU（电子控制单元）功能集成到更强的处理器模块上。这是汽车 EE 架构从 ECU 分布式 EE 架构演进到域集中式 EE 架构的一个重要标志。

更多更好的 ADAS 功能和智能座舱与信息娱乐功能是推动域控制器市场快速增长的主要因素，这些新功能能明显提高整车的科技感和用户体验，因此也是主机厂开发新车型时的投入重点。

域控制器能更加节省功能域里所需的 ECU 用量和其它硬件资源。更高的集成度可以更主机厂供应链管理实现 ADAS 域控和相关零部件平台化和标准化的要求。

图 21：域控制+中央计算成为汽车智能化最大的变化



资料来源：博世官网，浙商证券研究所整理

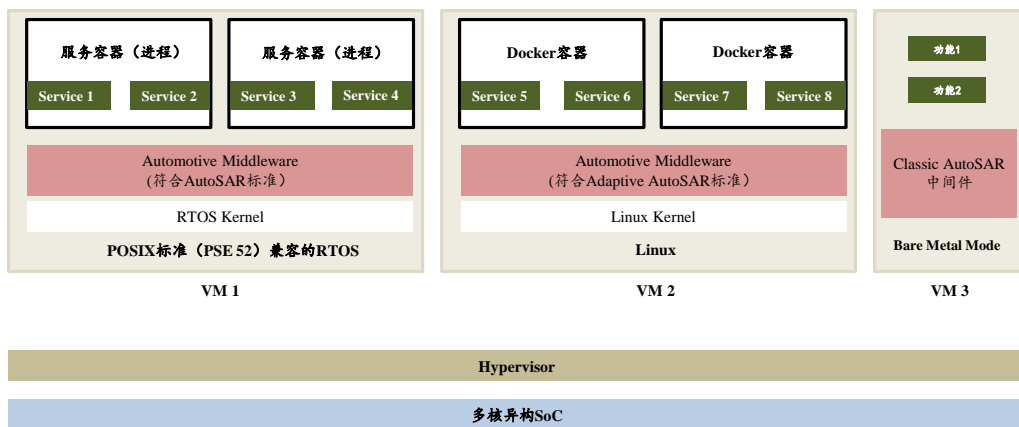
图 22：汽车智能化带来算力增加非常显著



资料来源：腾讯网，浙商证券研究所整理

- 域控制 E/E 架构与主要由域主控处理器、操作系统和应用软件及算法等三部分组成。平台化、高集成度、高性能和良好的兼容性是域控制器的主要核心设计思想。相应的软件也会从分散向集中、从简单向复杂、从静态向动态进化。

图 23：汽车车域控制器上的典型软件架构



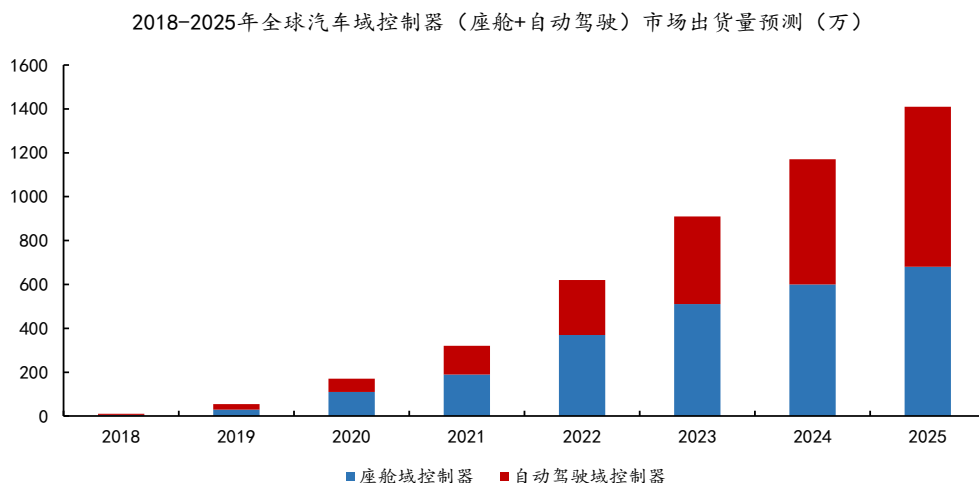
资料来源：浙商证券研究所整理

- 域控制 E/E 构架也深刻影响了主机厂和汽车电子供应商的供应关系。主机厂的核心竞争力从以前的机械制造为主，全面转向软件和算法为重点。预计未来整车厂与 Tier 1 供应商之间将可能有两种合作模式：

其一，Tier 1 负责域控制器硬件设计和生产，以及中间层软件部分。整车厂负责自动驾驶软件部分。这种模式下，在项目立项时，整车厂又可能跨过 Tier 1 直接与芯片厂商确定方案的芯片选型。

其二，Tier 1 自己与芯片商合作，做方案整合后研发中央域控制器并向整车厂销售，例如大陆 ADCU、采埃孚 ProAI、麦格纳 MAX4 等。

图 24：2018-2025 年全球汽车域控制器市场出货量预测（万）



资料来源：佐思产研，浙商证券研究所整理

- 因此，智能驾驶/智能化过程中，域控制 E/E 构架及中央计算 E/E 构架成为智能硬件环节最重要的投资方向。更重要的是，未来电子产业链公司通过自身优势来导入汽车产业链会更加顺其自然。

平台化、高集成度、高性能和良好的兼容性是域控制器的主要核心设计思想。相应的软件也会从分散向集中、从简单向复杂、从静态向动态进化。信息娱乐功能增加等，这些都是电子产业链所擅长的。

## 4.2. 疫情加速了新型互联网服务渗透，政策转向提升了行业估值

- 本地生活服务线上化的核心就是基于地理位置信息通过人工智能算法实现最优化的快速送达（半小时内）服务能力。这种商业模式容易形成“马太效应”，AI 算法+平台 SKU 丰富强化了骑手的效率与收入，快速送达让消费者本地生活更加便捷，从而让骑手、用户和商家都对平台产生了强粘性。

图 25：本地生活服务、社群团购等新型互联网受益疫情崛起



资料来源：浙商证券研究所整理

- 以本地生活服务为代表的新型互联网其发展空间很大。而疫情更是加速了本地生活服务线上化的渗透，从而推动这些平台受益于疫情。建议积极关注相关互联网平台，如美团、拼多多与叮咚买菜等。

5月2日消息，美团外卖相关数据显示，自4月30日，北京市宣布“五一”期间北京餐饮经营单位暂停堂食服务，5月1日北京市餐饮外卖订单量有所上升，与去年同期相比增长约三成，其中全城送订单量环比前一天上涨超过四成。

疫情期间，叮咚买菜方面则表示，其金亮大仓吞吐量已达到日均70万件，近期在岗人数最高达到450人，保持24小时不间断生产。目前叮咚买菜配送员平均每人每天要送100多单，需要从早上6点忙到深夜10点。

## 4.3. 数字经济推动工业互联网快速发展

- 为了更好的提升平台的竞争力，“高效的服务体验，性价比追求”成为平台发展的方向。因此，平台主动承担了各环节的信息化改造，实现了各环节的“云端化、数字

化”，从而实现了“扁平化、普惠化”的平台价值，成为了数字经济的领导者。而柔性化生产、网络化协作与高效的物流体系共同完善了整个生态链，共同成就了数字经济浪潮。

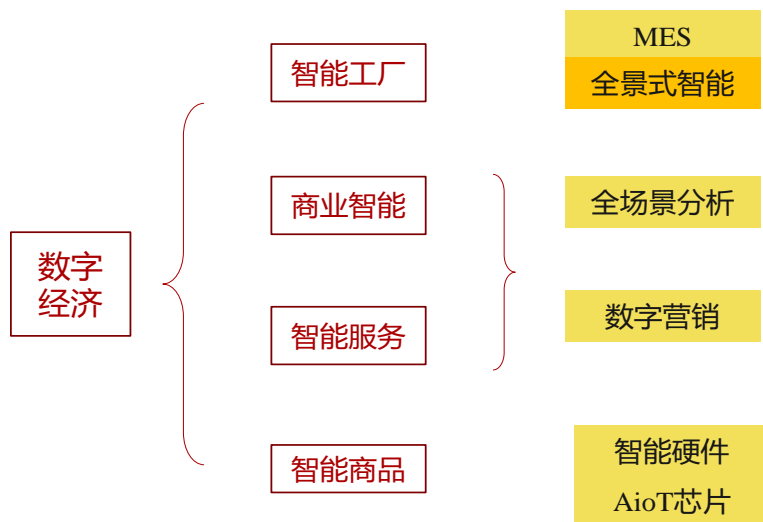
平台作为新生代个性化需求的聚散地，在完成了人类生活被数字化的使命外，更实现了精准营销，从而进一步满足了个性化需求。“云端化、数字化”是平台强化这些服务功能的根本，并且还会通过对场景的理解不断开发新的技术。

平台改了传统的商品流通模式，无需备货，平台通过传播效率可以短期获取足够量的订单与预付款，这极大的优化了供应方的产品周期，成为商品提供方最佳的选择。供应方为了实现更快速的对接这些订单，也愿意接受平台所提供的信息化改造服务，从而完成了整个生态闭环。

工业互联网也为工厂提供柔性化生产能力，从而更完美的承接了定制化的订单需求，为整个生态提供了性价比最优的产品与服务。高效的物流体系也为快速送达提高消费体验成为现实。

- 我们更愿意站在充分市场化角度来投资数字经济，因此，工业互联网是数字经济领域最好的投资方向。更重要的这一方向也出现了具备国际竞争力的公司，如海康威视与中控技术等。

图 26：工业互联网是数字经济领域最市场化方向



资料来源：科技云，浙商证券研究所整理

#### 4.4. 元宇宙互联网产业发展的必然趋势

- 元宇宙发展的是互联网企业延续公司技术与生命周期的必然诉求。它将重构全新的硬件，再造互联网新入口，通过实现三屏融合来提升用户粘性以及使用时长。

手机、电脑与电视是人类生活接受信息的三屏，移动互联网以手机为唯一入口。获客成本高是互联网企业重构硬件夺回互联网入口定价权的重要手段。

2021 年 Meta 的用户增长也迅速放缓，月活 35 亿，这意味着互联网企业用户渗透率已经达到瓶颈，企业从“卡人头”转向“卡时长”，三屏融合是挤占用户时长的重要手段。

表 10：各大互联网平台获客成本不断上升

获客成本	2017	2018	2019	2020	2021
哔哩哔哩	8.59	29.30	39.97	51.35	67.38
微博	22.78	51.71	60.11	56.09	72.54
美团		174.59	375.65	347.42	226.14
京东	226.03	1603.08	390.05	246.87	395.34
拼多多			159.88	206.00	560.03
快手		31	88	139	189

资料来源：各公司年报，浙商证券研究所整理

- 目前，中美元宇宙发展有着截然不同的选择，但从中长期角度来看，最终中美元宇宙的发展路径将会趋同。
  - 美国元宇宙产业发展是由互联网平台推动的，Meta 积极推动 Quest2 的推广，微软积极通过收购生态内容来构建元宇宙，今年年底 Apple 也将推出 VR 眼镜。因此，在互联网平台强大实力的支持下，美国元宇宙产业发展更为确定。
  - 中国互联网平台因为应对政策监管的问题，其在元宇宙发力较弱。目前，阿里巴巴达摩院与生态合作开发虚拟人，字节跳动收购 Pico 开始涉足硬件的布局。但生态却积极拥抱元宇宙，针对虚拟人和 NFT，诸多内容生态公司都积极布局。
- 因此，中国元宇宙产业还需静待互联网平台的技术与服务导入，才能进入爆发式增长时期。

图 27：中美元宇宙产业发展对比



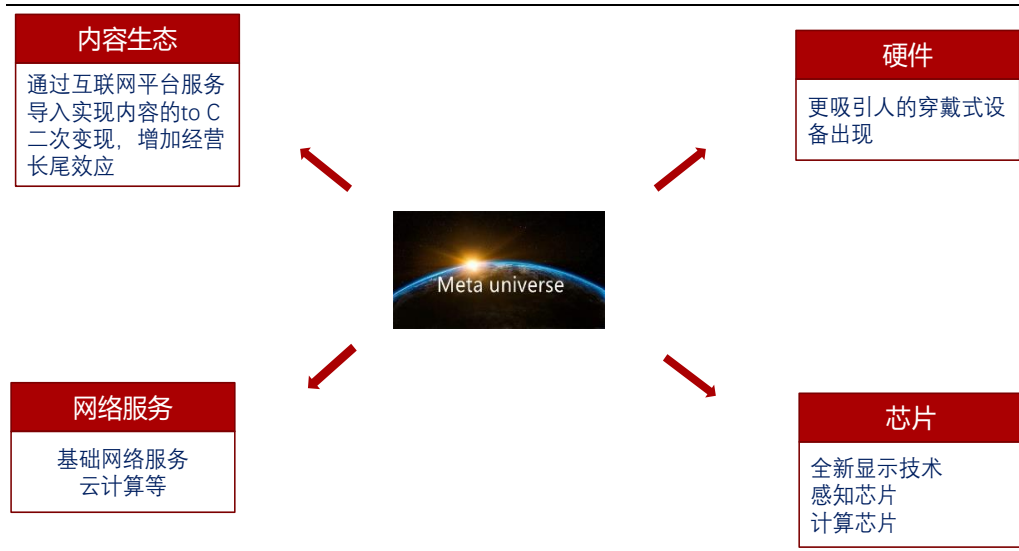
资料来源：wind 数据、浙商证券研究所整理

- 我们从四个方面来理解元宇宙的科技创新，这也是元宇宙投资的主要方向。
  - 1、硬件创新，随着更多互联网平台介入，穿戴式设备需求依然维持高速增长态势。2022 年年底苹果的新产品推出成为行业最好催化剂。
  - 2、芯片是推动元宇宙硬件创新的重要环节。我们认为未来全新实现技术、感知芯片



- 与计算芯片等方向会是推动硬件创新的重要突破口。
- 3、内容生态的估值修复。虚拟人、NFT 等业务本质上是内容公司 IP 的二次变现，这种长尾业务有助于提升这些公司的经营持续性与确定性，从而提升这些公司的估值水平。
  - 4、网络服务。一旦互联网企业的技术与服务导入实现元宇宙落地，必将产生海量的数据服务需求，从而带来基础网络服务以及云计算等环节的增量业务。

图 28：元宇宙缓解传媒企业过去经营持续性“不确定”的困境，估值将被修复



资料来源：浙商证券研究所整理

## 5. 相关受益标的

- 再次强调科技股股价已见底，4月29日中央政治局会议关于平台经济论述更提振对互联网公司的信心。短期股价或有回调，但估值已杀穿历史低位，拥有长期竞争力的公司“黄金坑”已现，不要悲观，已是左侧买入时，静待下半年行业景气反转。
- 围绕着体系创新选股标准，建议关注智能驾驶/智能化、新型互联网、数字经济/工业互联网、元宇宙与半导体国产化等投资方向。再次强调，这些公司已到左侧买入时机，中长期有望大幅跑赢市场！

智能驾驶：韦尔股份、舜宇光学（光学）；时代电气、斯达半导（功率半导体）；立讯精密（总线）、和而泰（域控制）；法拉电子、江海股份、宏发股份（功率元器件）；

互联网：美团、腾讯控股、京东集团；

元宇宙：歌尔股份（VR）；

数字经济/工业互联网：海康威视、中控技术；恒生电子（金融IT）；

半导体国产化：北方华创、中微公司、兆易创新等；



**表 11：相关受益公司及盈利预测表**

创新专题	细分领域	公司名称	收入预测（单位：亿）			净利润（单位：亿）			估值水平		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
元宇宙	穿戴式	歌尔股份	1034.33	1293.46	1563.48	55.87	71.60	86.64	21	17	14
	互联网	腾讯控股	6079.31	6828.50	7687.72	1363.62	1613.71	2188.54	27	22	17
智能驾驶	功率元器件	法拉电子	38.52	50.12	64.70	10.58	13.87	18.16	31	24	18
		江海股份	44.78	55.83	68.13	5.94	7.72	9.79	27	21	16
	继电器	宏发股份	125.19	157.31	200.79	13.90	18.27	24.76	26	20	15
	功率半导体	时代电气	173.20	196.41	222.59	24.27	28.38	31.20	29	25	22
	体	斯达半导	27.37	39.72	56.76	6.35	8.87	12.53	93	66	47
	域控制/	立讯精密	1820.79	2234.99	2005.92	101.84	135.12	160.65	21	16	14
	总控	和而泰	78.59	101.51	128.52	7.31	9.75	12.71	17	13	10
	光学/雷达	韦尔股份	322.30	400.84	466.66	51.91	64.24	84.81	25	21	16
		舜宇光学	426.90	491.85	553.30	56.48	67.68	81.31	23	19	16
	控制芯片	兆易创新	122.11	155.96	150.10	29.88	37.72	42.29	28	22	20
数字经济	GIS	四维图新	40.84	52.42	50.01	3.77	6.16	6.03	78	48	49
	金融 IT	恒生电子	67.98	83.49	103.83	17.24	20.86	25.14	32	27	22
	工业互联	中控技术	60.42	79.50	103.64	7.68	10.02	13.07	41	31	24
	网	海康威视	958.95	1131.95	1338.26	196.90	234.26	274.68	20	17	15
	基础网络	中国移动	9270.44	10034.54	10825.4	1248.74	1355.68	1464.50	11	10	9
新互联网		中国电信	4827.97	5294.72	5778.48	292.21	330.08	370.54	12	11	10
	本地生活	美团	2455.78	3287.62	4093.30	(227.38)	(119.09)	183.79	(47)	(89)	58
国产化	买手电商	京东集团	11361.73	13345.06	15396.8	90.22	168.94	254.19	92	49	33
	半导体	北方华创	141.75	201.24	N/A	14.51	20.72	N/A	87	61	N/A
	设备	中微公司	45.26	61.15	79.56	10.88	13.66	17.04	59	47	38
	士兰微		100.63	127.19	154.65	14.90	18.89	24.51	40	31	24
	半导体制造	中芯国际	460.10	522.72	574.36	114.41	127.93	142.95	27	25	22
		华润微	111.98	131.79	156.19	26.26	29.83	34.04	24	22	19

资料来源：Wind、浙商证券研究所整理

## 6. 风险提示

- 疫情持续带来对经济压力的风险。后续政策落地不及预期；特别是互联网行业。
- 国产替代不及预期风险：国内厂商在技术上落后于国外，虽然目前在国产替代大背景下，国内科技行业发展日新月异，但新技术的研发仍存不确定性，因此存在国产替代进程不达预期风险。
- 地缘冲突风险：地缘政治冲突日益加剧，科技产业部分原材料高度依赖国外厂商，一旦局势僵持，下游终端厂商存在原材料短缺风险。

感谢实习生陈龙沧对本文的支持与贡献。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn