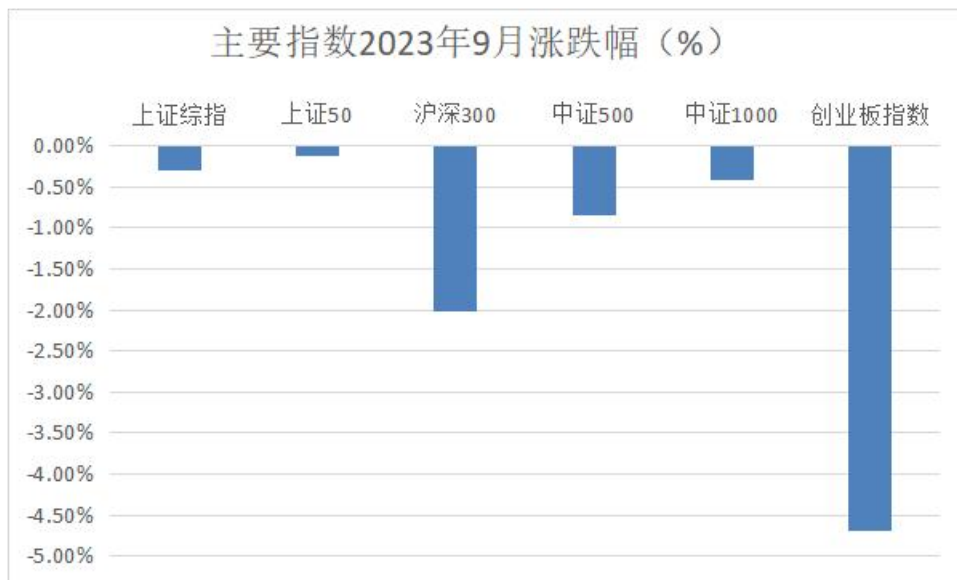


2023年 十月

机构：四季度市场大概率迎来一轮反弹

9月海外权益市场波动加大，美股高位调整。美国经济韧性与油价持续走升的背景下，通胀担忧再起，美联储虽在9月暂停加息，但对未来展望超预期偏鹰，美债收益率上行至4.4%以上，美股纳斯达克指数月跌幅达5.81%。A股边际改善，周期消费领涨。随着活跃资本市场政策以及房地产优化政策的陆续发布，叠加8月经济数据有边际改善迹象，A股市场筑底震荡，9月上证指数和上证50指数微跌，分别跌0.3%和0.13%，创业板指数走势较弱，跌幅达到4.69%，沪深300指数跌2.01%。

图1：2023年9月A股主要指数涨跌幅



来源：大智慧

回顾9月A股市场，周期与TMT概念领涨，非银金融成交活跃。第一，开采辅助、煤炭石油、医疗卫生等行业涨幅较大，月涨幅分别为9.73%、8.33%、5.24%。一方面，全球资源品价格上行带动国内周期板块情绪，煤炭、石油石化行业受益上行；另一方面，受益于华为新品发布，国内AI大模型取得进展等产业积极动态催化，通信、电子行业表现占优，光模块等概念领涨。

第二，积极政策持续落地带动非银金融继续回暖。第三，跌幅居前的板块主要为房地产、文体传媒以及互联网；跌幅分别为6.41%、5.6%和4.93%。

图2：2023年9月行业板块指数涨跌幅



来源：大智慧

资金面来看，北上资金月度累计净流出规模创历史记录后开始收敛，9月22日单日净流入近75亿元，为近30日最大净流入。截止9月28日，北向资金当月净流出374.60亿元，其中沪股通资金净流出176.15亿元，深股通资金净流出198.45亿元。9月北向资金较8月近900亿元的净卖出额明显收敛。

9月北向资金主要买入前10大行业为：汽车整车、家电行业、工程机械、银行、化学制药、消费电子、光学光电子、采掘行业、电网设备和纺织服装；其中，消费电子和电网设备在9月最后一周也大幅买入。9月主要卖出前10大行业为：酿酒行业、证券、电池、光伏设备、房地产开发、食品饮料、工程建设、能源金属、互联网服务和文化传媒；其中，酿酒行业、证券、电池是主要持续卖出方向。

9月北向资金对1552只股票的持股数增加，减仓了1255只股票。买入最多的个股为：比亚迪、江苏银行、格力电器、药明康德、美的集团等；卖出最多的个股为：宁德时代、贵州茅台、五粮液、隆基绿能、中国建筑等。

图3：9月北向资金每日净流入流出情况



来源：大智慧

图 4：近 20 个交易日北向资金净流入前十：

统计周期		当日	近5日	近10日	近20日
序号	板块名称	持有市值 (亿元)	净买入额 (万元)↓	占流通A股 比例(%)	
1	汽车制造	691.604	275003.07		1.93%
2	银行类	1531.735	267459.44		2.88%
3	医疗卫生	982.821	161397.16		1.65%
4	互联网	234.482	129404.28		2.23%
5	技术服务	356.347	117744		2.22%
6	开采辅助	79.564	69936.67		2.41%
7	服装	51.201	52520.47		2.05%
8	零售业	170.34	27664.57		1.62%
9	建材家具	76.51	22861.55		2.47%
10	建筑装饰	10.29	13398.06		0.65%

来源：大智慧

基本面：

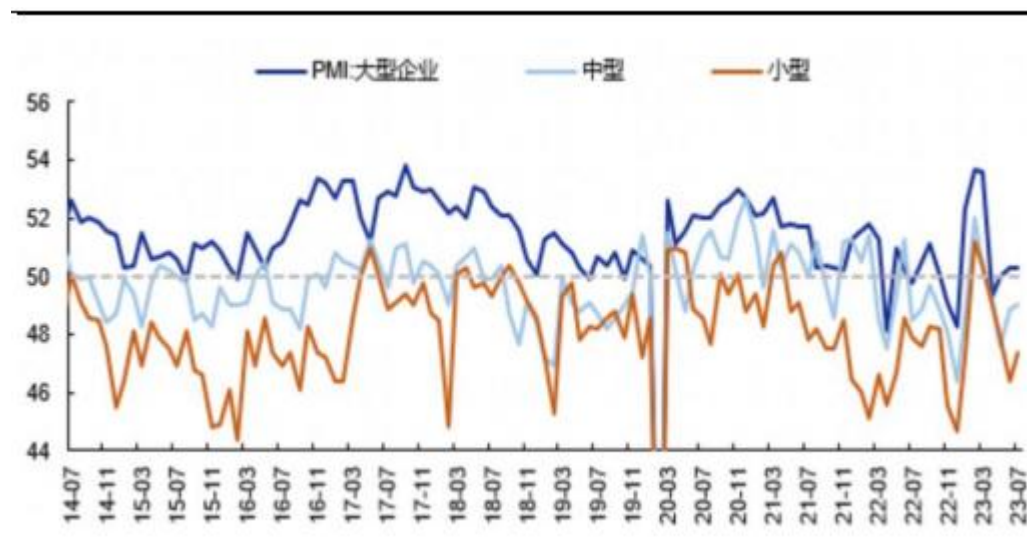
美国经济仍显韧性，通胀回落出现波折。经济方面，8月美国新增非农就业 18.7 万人，高于预期 17 万人。通胀方面，美国 8 月 CPI 同比在能源价格支撑下从 3.2% 反弹至 3.7%，核心 CPI 同比则仍然延续回落趋势从 4.7% 降至 4.3%。此外，9 月 FOMC 会议上调美国全年 GDP 增速预期中值 1.1pct 至 2.1%，下调全年通胀预期 0.2pct 至 3.7% (与 6 月相比)。

欧洲经济增长已经出现比较明显的放缓迹象，8 月制造业与服务业 PMI 均处荣枯线下，通胀延续回落，8 月欧元区调和 CPI 和核心 CPI 当月同比分别较前值回落 0.1pct 和 0.2pct，分别达到 5.2% 和 5.3%。

国内方面，8 月以来，经济在政策呵护支持下出现了边际回暖的迹象。8 月制造业 PMI 为 49.7，前值 49.3，在荣枯线以下略有回升；8 月非制造业 PMI 为 50.5，前值 51.5，从高点继续回落。从制造业分项来看，PMI 新订单指数为 50.2，前值 49.5，PMI 生产指数为 51.9，前值 50.2，需求和供给均略有回升，PMI 原材料库存为 48.4，前值 48.2，低于 50，显示制造业仍处于去库存阶段。分企业规模来看，大中小型企业的景气度均回落，大型企业 PMI 为 50.8，前值为 50.3，

略微上升；中型企业 PMI 略有回升，从 49 回升至 49.6；小型企业 PMI 略有回升，从 47.4 升至 47.6。制造业压力稍有缓解迹象。8 月制造业 PMI 有所反弹，且生产与新订单分项均回到了荣枯线上；通胀也有所改善，8 月 CPI 同比回正，PPI 同比跌幅进一步收窄；此外，出口、物价、金融和生产数据均有不同程度改善。但固定资产投资增速延续回落，高频地产销售仍未明显企稳，截至 9 月 22 日，9 月 30 大中城市商品房成交面积月均值同比增速为-31.8%，环比增速为-2.3%，经济修复的持续性和幅度仍待耐心观察。

图 5：大型企业 PMI 回升至荣枯线以上

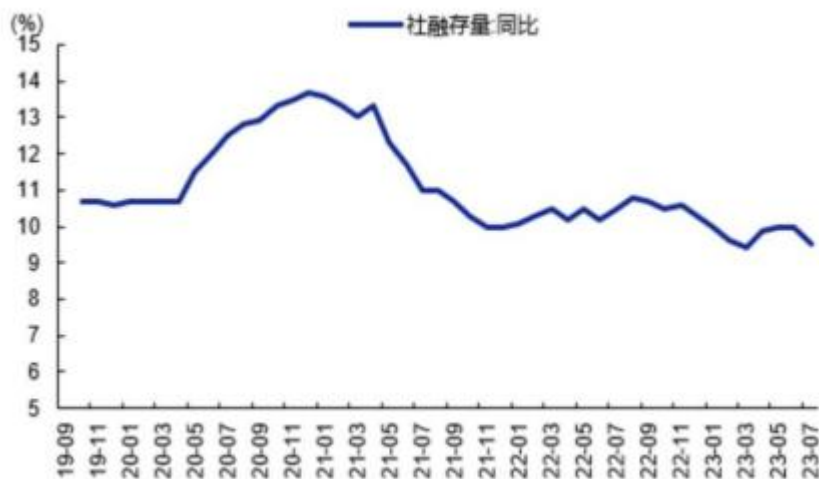


来源：安信证券

2023 年 8 月社会融资规模增量为 3.12 万亿元，比上年同期多 6316 亿元。8 月末社会融资规模存量为 368.61 万亿元，同比增长 9%。2023 年前八个月，社会融资规模增量累计为 25.2 万亿元，比上年同期多 1.0626 万亿元，8 月新增社融延续了去年 12 月以来的扩张态势。8 月末，广义货币 (M2) 余额 285.4 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 1.6 个百分点。

从结构看，对实体经济发放的人民币贷款余额为 230.24 万亿元，同比增长 10.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.82 万亿元，同比下降 16.8%；委托贷款余额为 11.33 万亿元，同比下降 2.9%；信托贷款余额为 3.77 万亿元，同比下降 2.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.67 万亿元，同比低 8.2%；企业债券余额为 31.46 万亿元，同比下降 0.2%；政府债券余额为 65.15 万亿元，同比增长 11.5%；非金融企业境内股票余额为 11.28 万亿元，同比增长 10.2%。

图 6：8 月社融存量同比回落



来源：安信证券

政策面：

1) 货币政策

中国银河证券表示，三季度，央行货币政策持续宽松，呵护流动性市场合理充裕。8月15日，央行先后下调三大关键政策利率，利率央行通过调降利率走廊上限SLF，引导市场利率中枢下移并传导至实体经济，有效调节资金供求和资金资源配置，有效降低实体经济融资成本。8月21日，央行下调1年起贷款市场报价利率，将进一步打开贷款利率下行空间，降低实体经济融资成本。5年期以上LPR保持稳定，有助于商业银行保持息差水平，以增强支持服务实体经济的可持续性。各地因城施策的稳楼市政策措施力度持续增大，配合下调首付比例等调整优化，也有望刺激刚需和改善性住房需求释放，助力房地产复苏。9月15日，央行年内第二次降准，不仅可以释放长期流动性，还可以降低银行的资金成本，缓解银行因存量房贷利率下降等带来息差和利润下滑的压力，保持向实体经济减费让利的持续性，推动实体经济融资成本稳中有降。此外，当日央行时隔8个月重启14天期逆回购，应对季末缴税、监管考核及国庆长假等短期因素对资金面的扰动，有利于优化市场流动性期限结构，有效满足市场多方面的流动性需求。央行同时加量续作MLF，以满足市场增长的中长期流动性需求。

图7：三季度重要货币政策

时间	货币政策工具	政策
2023.08.15	中期借贷便利 (MLF)	中标利率下调 15 个基点至 2.50%
2023.08.15	7 天期逆回购操作利率	利率下调 10 个基点至 1.9%
2023.08.15	常备借贷便利利率 (SLF)	隔夜期下调 10 个基点至 2.65%，7 天期下调 10 个基点至 2.80%；1 个月期下调 10 个基点至 3.15%
2023.08.21	贷款市场报价利率 (LPR)	1 年期 LPR 为 3.45%，较上月下降 10 个基点
2023.09.15	金融机构存款准备金率	年内第二次降准，下调 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）；下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%
2023.09.15	重启 14 天期逆回购操作	时隔 8 个月重启 14 天期逆回购，进行 340 亿元 14 天期逆回购操作，中标利率从 2.15% 降至 1.95%，下降 20 个基点
2023.09.15	加量续作 MLF	续做加量 1910 亿元，加量幅度较此前 4 个月百亿元及以下显著上升
2023.09.25	存量首套住房贷款利率	此次调整范围是 2023 年 8 月 31 日前已发放的和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款；四大行明确了调整规则，下调的利率水平与贷款发放时间、所在城市首套住房贷款利率政策下限情况相关

来源：中国银河证券

2) 财政政策

三季度财政政策更加积极，8月主要聚焦小微企业、农户、个体工商户和创业群体，出台多个文件以减免赋税，降低企业相关成本，促进企业高质量发展。9月多聚焦于研发机构、科技企业、污染防治企业、煤炭企业等的税收优惠政策延续，持续促进科技进步，鼓励创业创新，推动污染防治规模化发展和煤炭资源集约开采利用。

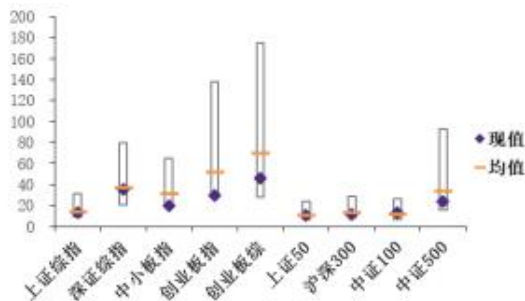
3) 行业政策

三季度，各类行业政策密集出台，消费板块和房地产板块利好政策较多。7月中央政治局会议提出扩大内需，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。而后，商务部、财政部、工信部先后出台促消费政策。国家发改委发布恢复和扩大消费的20条措施，中国银河证券认为对汽车、家居和电子消费等细分领域均有较大利好。

估值层面：

截止到9月22日，上证综指的PE(TTM)为13.16倍、深证综指的PE(TTM)为35.22倍、创业板指的PE(TTM)为29.53倍。

图8：主要指数估值（截止9月22日）



	上证综指	深证综指	中小板指	创业板指	创业板综	上证50	沪深300	中证100	中证500
现值	13.16	35.22	19.40	29.53	46.17	10.30	11.68	13.14	23.48
均值	14.15	37.31	31.05	52.06	69.40	10.72	12.94	11.72	33.40
极大值	30.92	79.22	64.61	137.86	174.93	23.84	28.86	26.26	92.75
极小值	8.90	20.16	18.53	27.04	28.10	6.94	8.01	6.85	15.58
估值分位	44.80%	45.30%	0.60%	2.00%	18.50%	55.80%	33.50%	79.00%	19.70%

来源：华鑫证券

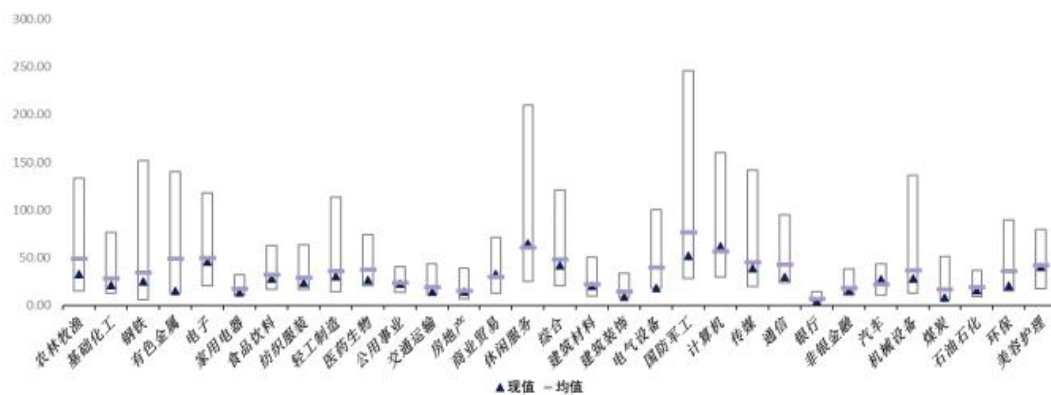
图9：全部A股估值情况（截止9月22日）



来源：华鑫证券

从PE角度来看，申万一级行业中，计算机、汽车、商业贸易的行业估值明显高于历史均值，行业估值分位分别为72.9%、71.0%、65.5%。建筑装饰、环保的行业估值明显低于历史均值，行业估值分位分别为9.6%、10.5%；电气设备、有色金属、银行、国防军工、通信处于行业估值分位底部，行业估值分位分别为0.0%、6.4%、6.6%、8.8%、9.0%。

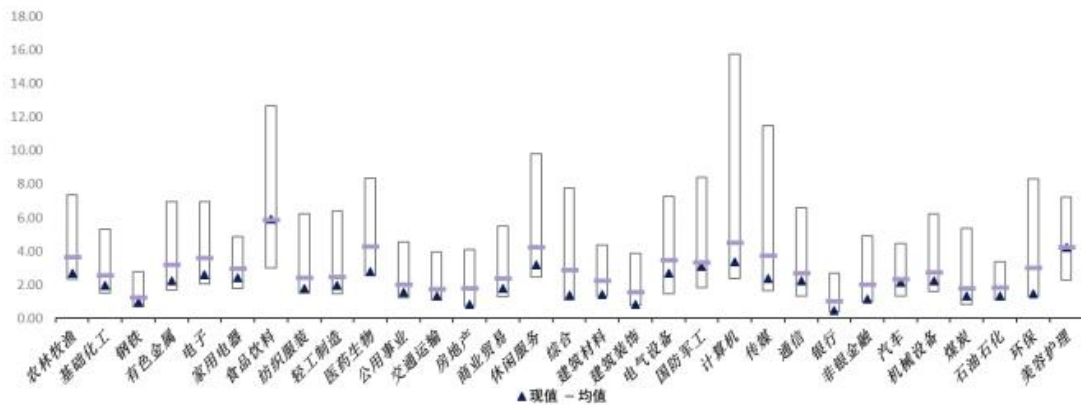
图 10：全部行业估值情况（截止 9 月 22 日）



来源：华鑫证券

从PB角度来看，申万一级行业中，食品饮料、汽车、美容护理、的行业估值稍高于历史均值，行业估值分位分别为54%、44%、44%。建筑材料、医药生物、银行的行业估值明显低于历史均值，行业估值分位分别为1%、1%、2%；环保、建筑装饰处于行业估值分位底部，行业估值分位分别为0%、0%。

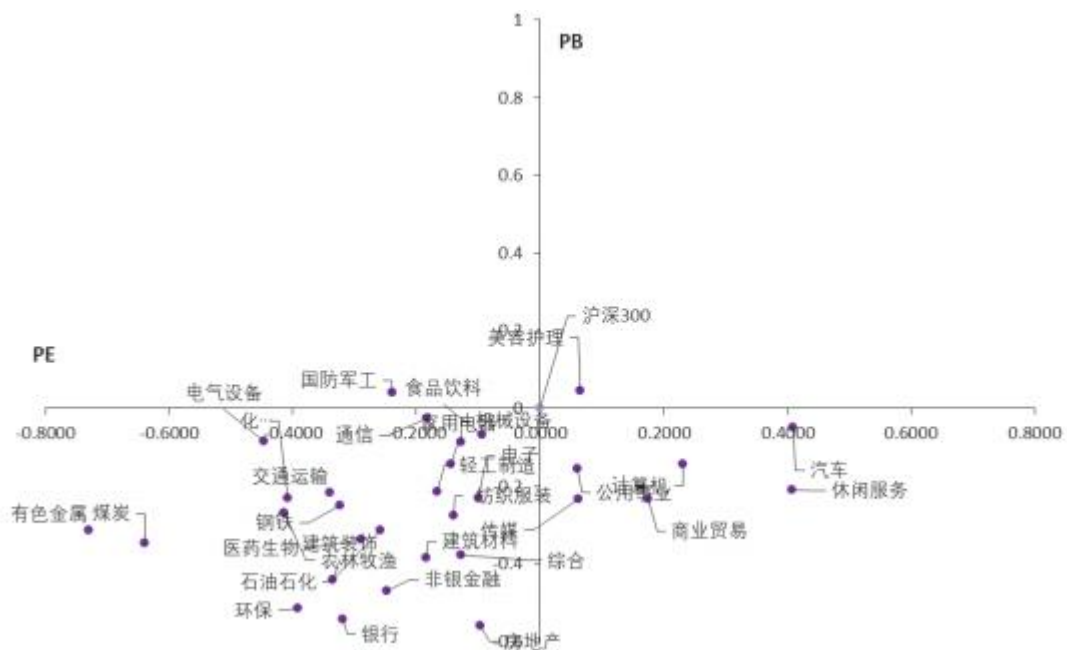
图 11：全部行业 PB 情况（截止 9 月 22 日）



来源：华鑫证券

从PE、PB 偏离度的角度看，当前美容护理估值位于第一象限，国防军工位于第二象限，其他行业均为负向偏离，即估值最便宜的行业集中于第三象限，而估值水平最高的行业则集中于第一象限。

图 12：行业估值偏离情况截止 9 月 22 日



来源：华鑫证券

展望后市

复盘 2010 年以来的数据，国庆假期之前，长假期间的不确定性往往会压制投资者风险偏好，行情大多以缩量震荡为主，而假期之后，指数仅有 2018 年录得负收益。从结构上看，中小盘指数在节前收益率下跌最明显，但节后往往有较强的反转效应，尤其体现在行业层面，节前表现较差的往往在节后出现反转。

图 13：国庆假期前后市场表现

指数（2010年至今）	节前5个交易日		节后5个交易日	
	上涨概率	平均涨跌幅	上涨概率	平均涨跌幅
创业板指	46.2%	-0.4%	92.3%	2.3%
上证50	38.5%	0.0%	69.2%	2.7%
沪深300	38.5%	-0.1%	92.3%	2.5%
中证500	38.5%	-1.4%	84.6%	1.9%
上证综指	30.8%	-0.6%	92.3%	2.3%
中证1000	30.8%	-1.7%	76.9%	2.1%
行业（2010年至今）				
农林牧渔	46.2%	0.0%	92.3%	3.6%
纺织服装	23.1%	-1.9%	92.3%	3.0%
钢铁	38.5%	-2.3%	84.6%	2.6%
电子	30.8%	-1.5%	84.6%	1.5%
交通运输	23.1%	-1.4%	84.6%	2.8%
建筑材料	30.8%	-1.5%	84.6%	2.4%
汽车	46.2%	-0.4%	84.6%	2.6%
机械设备	30.8%	-1.5%	84.6%	3.4%
化工	30.8%	-2.1%	76.9%	3.0%
家用电器	61.5%	0.1%	76.9%	2.7%
轻工制造	38.5%	-1.2%	76.9%	1.7%
医药生物	61.5%	0.6%	76.9%	2.3%
公用事业	23.1%	-1.5%	76.9%	1.7%
商业贸易	46.2%	-0.4%	76.9%	1.6%
综合	30.8%	-1.7%	76.9%	2.2%
建筑装饰	30.8%	-2.1%	76.9%	1.9%
电气设备	46.2%	-0.5%	76.9%	2.6%
国防军工	23.1%	-2.3%	76.9%	2.3%
传媒	30.8%	-0.6%	76.9%	1.1%
通信	30.8%	-0.6%	76.9%	1.8%
有色金属	30.8%	-2.1%	69.2%	2.7%
食品饮料	69.2%	2.2%	69.2%	0.7%
计算机	15.4%	-1.1%	69.2%	2.0%
非银金融	30.8%	-0.9%	69.2%	3.6%
银行	38.5%	-0.2%	61.5%	2.6%
采掘	53.8%	-0.1%	53.8%	2.7%
房地产	30.8%	-1.7%	53.8%	1.3%
休闲服务	38.5%	-0.6%	53.8%	0.0%

来源：首创证券

爱建证券表示，宏观预期逐渐乐观。2023 年前期，为应对复杂的国际环境以及稳定国内经济恢复态势，政府积极在货币、财政等政策上支持消费、产业发展。前期的政策效果预计将在随后的

时间里逐渐显现。在经过前期的反复之后，预计经济增速有望逐渐乐观，相较全球而言，我国经济仍能保持相对的优势，只是受制于全球经济环境以及国内经济结构调整，增速也难以太快。随着宏观预期的逐渐乐观，只也将为市场提供信心和资金吸引力，有助于市场的恢复，这也是市场的稳定向上的有力支撑。

安信证券认为，当前市场处于政策定价量变-质变的过程中，大方向比较明确，没有什么能够阻挡，最后一跌-市场底-走出反弹的过程存在波折。在这个过程中，“最后一跌”的关键交易特征是对利多因素极度钝化而对利空因素极度敏感，高股息策略明显占优；当市场核心矛盾缓解，市场底逐渐形成的过程中虽然对利多因素依然钝化，但同时也对利空因素开始钝化；而后续步入反转或反弹行情，市场将开始对利多因素愈发敏感，同时对利空因素显得极度钝化，低位弹性板块明显占优。在经历9月上半月经济数据披露、房地产基本面以及汇率层面考验后，值得高度重视的一个好消息是：初步明确当前市场已经对利空因素逐渐钝化，这是市场底逐渐清晰，反弹即将到来的重大交易特征。A股大概率在四季度市场迎来一轮反弹。

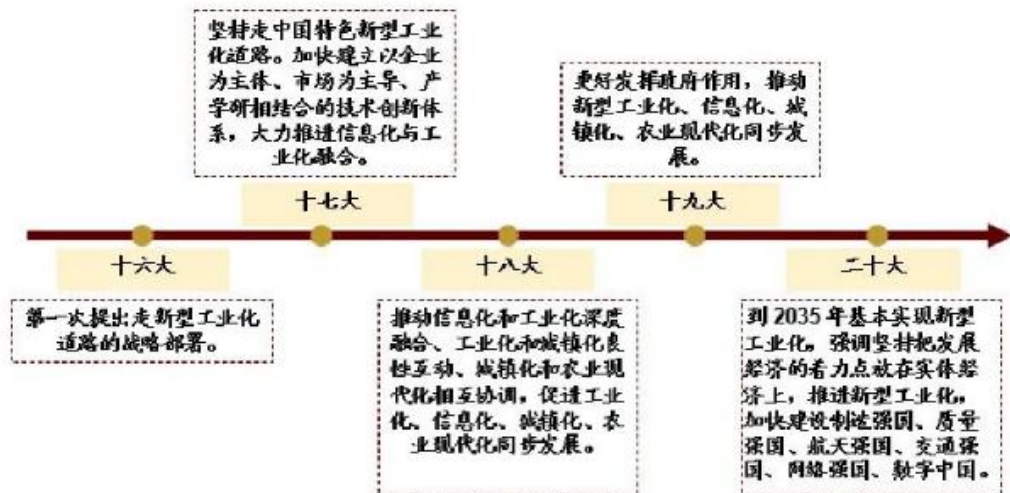
中国银河证券表示，展望四季度，利好因素包括：一是国内经济增速企稳回升，通胀由跌转涨，经济周期步入上升期，尤其是在众多利好政策刺激下，稳增长实现可能性较大。众多政策效应存在时滞，四季度或逐渐显现，利好A股盈利增速上行。二是国内货币政策继续宽松的预期较强，而美联储四季度鹰派加息预期已被计入，四季度实际加息幅度较难超预期，因此，A股估值上升可能性较大。在利好因素催化下，资金入场将更积极，尤其是北向资金。此外，风险因素包括：一是经济复苏方向确定，但反弹幅度不确定，中秋国庆双节对于消费的带动有一定作用，但在就业、收入预期尚未好转的背景下，消费潜力的释放空间有限，磨底阶段或经历较长时间。二是房地产好转幅度不确定，近期“认房不认贷”、降低存量房贷利率、放松限售限购条件等对房地产行业的刺激政策，重在提振改善性需求和刚性需求，而当前房价仍然处于较高水平，居民房价收入比仍然较高。三是在原油价格上涨影响下，海外通胀上行，欧美经济体限制性政策利率或将更高，且维持更长时间，对于我国出口、资产估值都将产生不利影响。总体上，四季度A股大盘收涨可能性较大，但涨幅可能较为有限。需要持续关注经济数据与政策会议信息，重要的时间节点及事件包括：美联储11月1日、12月13日的议息会议；中国12月的中央经济工作会议。

（一）新型工业化

新型工业化政策历程

招商证券表示，十六大报告中第一次提出走新型工业化道路的战略部署，提出“走新型工业化道路，必须发挥科学技术作为第一生产力的重要作用，注重依靠科技进步和提高劳动者素质，改善经济增长质量和效益。加强基础研究和高技术研究，推进关键技术创新和系统集成，实现技术跨越式发展。”此后的历届党代会都肯定了新型工业化的重要地位。二十大报告继续指出到2035年“基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化。”

图 14：我国新型工业化的政策历程



来源：招商证券

得益于政策端的前瞻指引，当前我国制造业产业规模世界第一，产业类别齐全，拥有全球近三分之一的制造业增加值和多元化的产业结构，传统产业与新兴产业在多个领域加速发展，多种产品产量世界领先。此外，我国制造业内部结构持续优化，高技术产业或高端制造业增长明显加快。对比整体规模以上工业企业和高技术产业工业增加值增速可知，后者在2014年之后增速明显加快，传统产业和新兴产业的差距开始拉大。

图 15：中国制造业增加值占比持续提升



来源：招商证券

今年3月，工信部发言人在国新办“加快推进新型工业化，做强做优做大实体经济”新闻发布会上表示：新一轮科技革命和产业变革突飞猛进，全球产业结构和布局深度调整，我国处于制造大国向制造强国迈进的重要关口期。据工信部相关数据，2022年，我国全部工业增加值突破了40万亿元大关，占GDP比重达到了33.2%；其中制造业增加值占GDP比重为27.7%，制造业规模已经连续13年居世界首位。

近期，多个重要会议频繁提到“新型工业化”。9月20日国务院召开的常务会议，会议指出：深刻分析把握国内外形势变化和我国新型工业化的阶段性特征，扎实做好各项重点工作，全面提高工业发展质量、效益和国际竞争力。9月22日至23日，全国新型工业化推进大会在北京召开，会议就加快推进新型工业化作出多项部署。9月26日，求是网发布文章《聚力实现新型工业化

这个关键任务》，文章指出：工业化是现代化的前提和基础，是一个国家和民族繁荣富强的必由之路；越是宏观环境复杂，越要保持战略定力，深入推进新型工业化，发挥工业在宏观经济大盘中的“压舱石”作用。近年来，世界主要工业大国纷纷制定发布高端制造业发展战略，强化政府引导和政策支持，持续抢占竞争制高点，重要性不言而喻。

招商证券表示，新型工业化是新质生产力的诠释与落脚点。配合此前高端制造相应政策，后续的演绎值得关注。从整体框架来看，覆盖此前 45 个先进制造业集群。从先进制造业集群分类中看，45 个国家级集群中，新一代信息技术领域 13 个、高端装备领域 13 个、新材料领域 7 个、生物医药及高端医疗器械领域 5 个、消费品领域 4 个、新能源及智能网联汽车领域 3 个。结合当前市场来看，招商证券建议关注信息技术、高端装备、智能网联汽车领域投资机会，细分来看，重视近期产业趋势上有所突破的机器人，数据要素，汽车智能化。

天风证券认为，在新型工业化的浪潮中，工业软件有望成为引领企业数字化转型和迈向新型工业化的重要部分。推动工业转型升级，坚守实体经济命脉，需要以智能制造为主攻方向，推进信息化和工业化深度融合。数字经济是新一轮科技革命和产业变革最活跃的领域，数字技术已成为推动工业领域提升效率、质量及核心竞争力的重要力量，数字经济大量颠覆性技术的出现和应用是工业化呈现新特征的关键因素；不仅如此，中国工业软件存在高端市场被国外企业垄断、软件生态环境不健全、市场占有率低等弱点，需要发展。因此，认为工业软件作为新型工业化的重要环节，包括 MES、ERP、工业互联网、研发类软件 CAx、工业自动化等在内的领域有望伴随政策红利加速发展。

（二）算力

9 月 20 日-22 日，华为全联接大会 2023 在上海举行，大会期间，华为发布《数据中心 2030》报告。华为预测，到 2030 年全球 AI 计算算力将超过 105 ZFLOPS (FP16)：AI 计算算力成为数据中心发展的最大驱动力和决定性因素。未来 5 到 10 年通用大模型的发展有可能使 AI 对文字、音乐、绘画、语音、图像、视频等领域的理解力超过人类平均水平，并与互联网和智能设备深度融合，深度改变全社会的消费模式和行为。

华为推出全新架构的昇腾 AI 计算集群——Atlas 900 SuperCluster，可支持超万亿参数的大模型训练。新集群采用了全新的华为星河 AI 智算交换机 CloudEngine XH16800，借助其高密的 800GE 端口能力，两层交换网络即可实现 2250 节点（等效于 18000 张卡）超大规模无收敛集群组网。

华为云全球生态部总裁康宁宣布，华为云将以昇腾 AI 云服务为算力底座，以盘古大模型联合创新为基础，以模型社区和全面升级的云学堂为双引擎，携手伙伴、开发者合作共建“百模千态”，让 AI 重塑千行万业。目前，华为云全球开发者数量已超过 500 万，合作伙伴 42000 多家，云商店应用已达 10000 多个，超过 21000 家客户、伙伴申请盘古测试。

华为面向全球发布 L4 数据中心自动驾驶网络方案，全面阐述 L4 数据中心自动驾驶网络方案的目标架构、主要特征、关键技术和应用实践。华为云发布盘古气象平台，并宣布盘古气象大模型将新增降水预测能力。盘古气象平台将于 9 月 30 日正式启动邀测。华为方面表示，盘古气象大模型可实现对未来 6 小时、24 小时的短期和中期降水预报，模型的降雨量预报精度提升了 20%以上。

招商证券表示，根据华为《加速行业智能化白皮书》，算法、数据与算力为人工智能三大核心要素。据预测，人类将迎来 YB 数据时代，2030 年数据量是 2020 年的 23 倍、全球联接总数达 2000 亿，全球通用计算算力 2030 年将达到 3.3ZFLOPS (FP32)，AI 计算算力将超过 105 ZFLOPS (FP16)，增长 500 倍。同时，AI 计算算力成为数据中心发展的最大驱动力和决定性因素。同时，AI 算力向上支撑平台与大模型发展，向下赋能智能链接，建议持续关注算力端的投资机会。

图 16：华为行业智能化需求



来源：招商证券

AIOT 网络是以大模型为代表的人工智能加速进化，云端计算和边缘计算相辅相成，与互联网、移动互联网、物联网等组成一个完整的网络体系。招商证券表示，这个超级网络的构建和完善就是本次信息科技革命的核心。未来，AIoT 不光能够为人工智能提供大量的优质训练数据，解决语料问题，也能够通过强化连接，推动人工智能在工业领域的应用，完成数字基础底座构建。站在本次信息科技革命起点，建议关注 AIoT 网络的云、边、端、管、应用五大方向投资机会。

图 17：AIOT 产业链



来源：招商证券

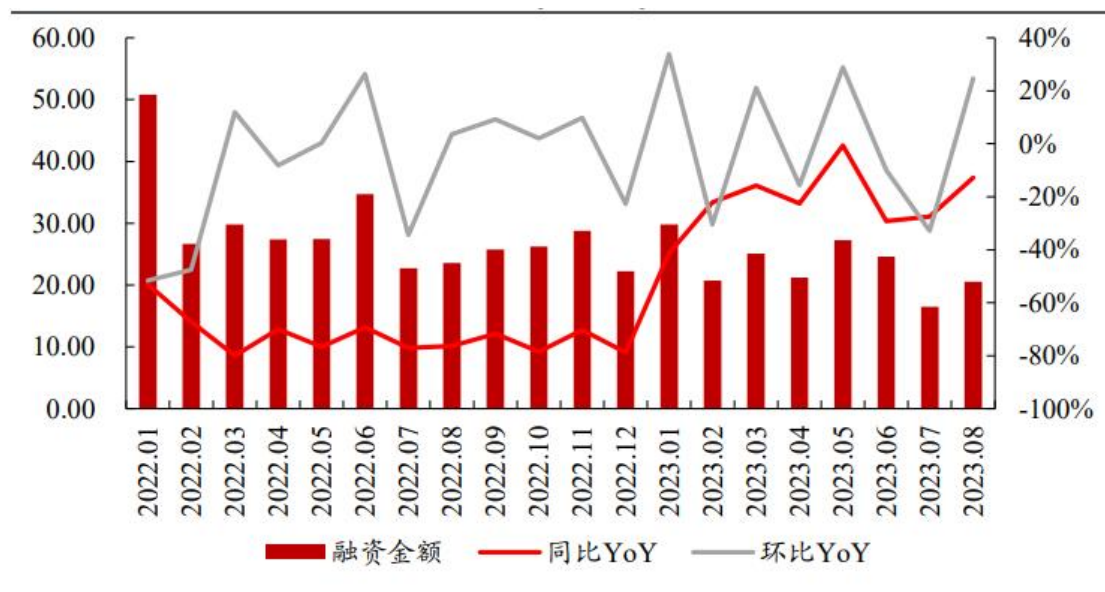
9月22日微软发文称，从9月26日开始 Copilot 将作为 Windows 11 免费更新的一部分以早期形式推出，并将于今年秋季在必应、Edge 和 Microsoft 365 Copilot 上推出。Windows 11 更新拥有 150 多项新功能，画图、照片、剪贴板等应用程序获人工智能功能加强；必应将增加对 OpenAI 最新 DALL.E 3 模型的支持，可根据搜索历史提供更加个性化答案，并提供全新的人工智能购物体验，更新必应聊天企业版，更具移动性和可视化；Microsoft 365 Copilot 将于 2023 年 11 月 1 日与 Microsoft 365 Chat 一起面向企业客户全面推出，在 Outlook、Word、Excel、Loop、OneNote 和 OneDrive 中为 Copilot 引入新功能。信达证券认为 Microsoft Copilot 作为应用端的落地有望进一步催化 AI 算力市场，重视相关板块新一轮投资机会。

(三) CRO

民生证券表示，CRO 投融资有望企稳向上，看好下半年常规业务快速增长、新签订单环比改善，同时关注 AI+药物发现领域和多肽产业链相关订单落地带来的投资机遇。看好全球投融资在下半年逐渐改善，药企和 biotech 的创新研发需求有望保持恢复。核心观点：（1）CRO 板块目前处于估值底部，新冠业务快速退坡，常规业务高速增长，看好今年下半年常规业务保持高增长节奏、新签订单逐渐改善；（2）GLP-1 药物放量为多肽产业链带来新成长机遇，上游 CDMO/CRO、原料药制剂和试剂耗材的市场需求有望持续扩张。（3）医疗反腐促进行业改革加速，对药企院端销售的合规性提出严格要求，CRO 作为创新研发的上游行业，基本不参与下游企业的产品销售，是目前医药行业的优质板块；（4）AI 深度赋能药物发现，机器学习+深度学习可挖掘大量的结构-活性关系数据，促使新药发现增效降本，看好 AI+药物研发持续高景气。

全球生物医药融资规模环比改善，CRO 融资总额环比上升 454%。2023 年 8 月全球生物医药领域共发生 90 件融资事件，融资金额为 20.54 亿美元，环比上升 24.56%，同比下降 12.78%。从细分领域看，8 月 CRO 领域共发生 23 起融资事件，融资总额约为 4.57 亿美元，环比上升约 454%。

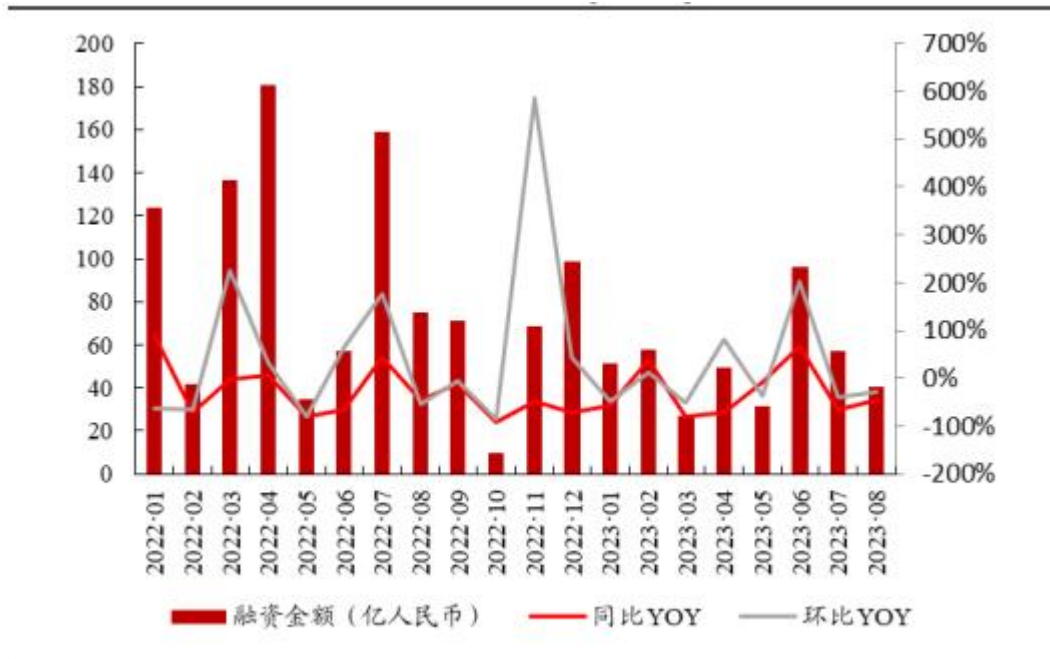
图 8：分月度全球生物医药融资情况（亿美元）



来源：民生证券

国内投融资短期内市场仍然保持谨慎。2023年8月国内创新药融资金额大幅下降，融资金额为40.3亿元，同比下降46.48%，环比下降29.17%。剔除IPO、增发及并购后，2023年8月国内创新药融资金额为20亿元，同比下降53.92%，环比下降36.10%。

图 19：分月度国内创新药融资（亿元）



来源：民生证券

国盛证券表示，过去一段时间内，宏观流动性收紧环境下，全球包括国内医药融资遇冷，且国内创新药环境本就在经历从“堆量野蛮增长”到“优选以质取胜”的去泡沫化过程，叠加前期新冠高基数影响，CRO 板块今年一季度的营收利润增速出现明显下降，板块增长阶段性承压。但长期来看，仍是长坡厚雪。CXO 行业增长动力源于全球创新药研发持续投入与渗透率的提升（长期增长趋势），多肽、寡核苷酸、CGT 等新分子新疗法更加速 CRO 行业发展，本土 CRO 标的的规模体量与全球市占率远未到达成长天花板，伴随宏观环境的逐步改善，CRO 板块仍具备长期成长性。

国盛证券认为，CRO 高位估值充分消化，核心资产进入布局区间，反腐免疫属性有望加快布局节奏。近两年 CRO 指数显著跑输医药整体及大盘，大热板块抽水与 CRO 景气度担忧是助跌剂，而核心在于前期高位估值消化诉求。调整至当前位置，CRO 板块进入双低状态（估值&仓位均处历史低位），大幅下行风险不大；创新药环境变化等因素对于 CRO 估值的影响也已基本体现在当下估值里；而对于 CRO 业绩的影响虽正在经历，中长期已经进入底部布局区间，且反腐免疫属性有望加快板块布局节奏，平台型龙头与特色标的值得关注。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求信息的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本信息为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本信息可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本信息不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本信息中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

本信息所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

投资者在使用研究信息时，应注意甄别、慎重、正确使用研究信息，独立进行投资决策，防止被误导。