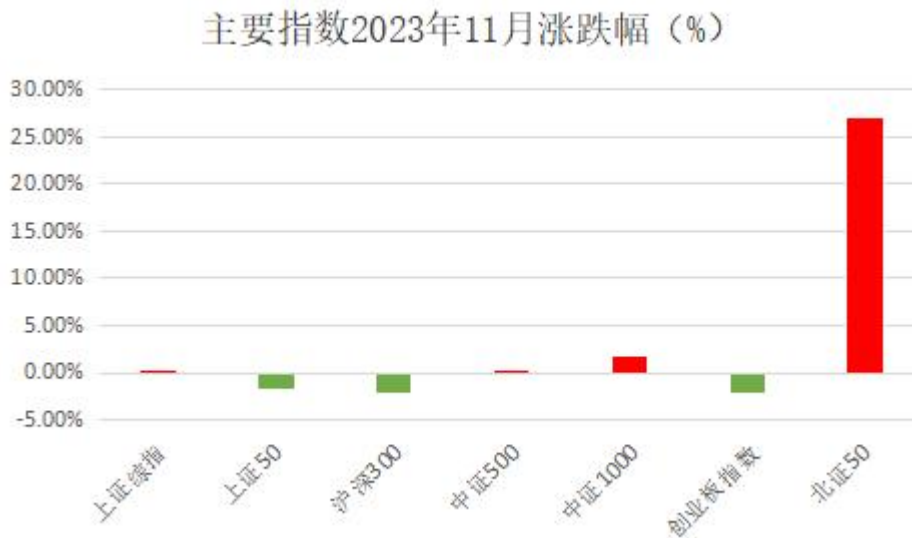


11 月份受益于美联储加息结束预期升温，全球市场风险偏好提振，权益市场普遍回暖。截止 11 月 30 日，标普 500 和纳斯达克指数分别上涨超 8% 和 10%。外部环境边际改善之下，A 股走势较上月略好转，截止 11 月 30 日各大指数月线涨跌分别为，上证指数微涨 0.36%，创业板指跌 2.32%，深成指跌 1.39%，沪深 300 跌 2.14%，上证 50 跌 1.89%；相较于大盘股的弱势，小盘股在本月则显得比较强势，尤其北证 50 指数逆势大涨 27.54%，中证 500 微幅上涨 0.3%，中证 1000 上涨 1.86%。

图 1：2023 年 11 月 A 股主要指数涨跌幅



来源：大智慧

本月表现最亮眼的北证 50 指数，截止 11 月 30 日，月涨幅近 30%，区间最大涨幅超 46%。在 11 月 15 日北交所成立两周年窗口期，伴随“920”代码号段启用、北交所证券逐步纳入中证跨市场指数体系等一系列政策出台彻底点燃北交所赚钱效应，各类增量资金积极入场，在本月第三周板块交易金额达 599.9 亿元，期间换手率达到 60.2%，创历史新高。截止 22 日，北交所合格投资者数量已超 626 万户，较 9 月 1 日“深改 19 条”推出以来提升幅度明显。

对于北交所本月活跃度明显提升，国联证券认为原因主要有：

1) **近期多项政策驱动下，北交所关注度大幅提升。**9 月 25 日，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，对北交所做市商资格门槛进行了下调，旨在进一步增强北交所流动性。11 月 9 日，北交所总经理隋强在 2023 年金融街论坛年会上表示，“北交所将以科技创新支撑市场创新，扎实做好企业首次公开发行并在北交所上市；并不断优化科技创新企业上市融资等关键性的制度安排。”同日，中国证券投资基金业协会发布公募基金行业支持北京证券交易所高质量建设倡议书，倡议公募基金行业支持北交所高质量建设。11 月 15 日，北交所迎来开市两周年；此

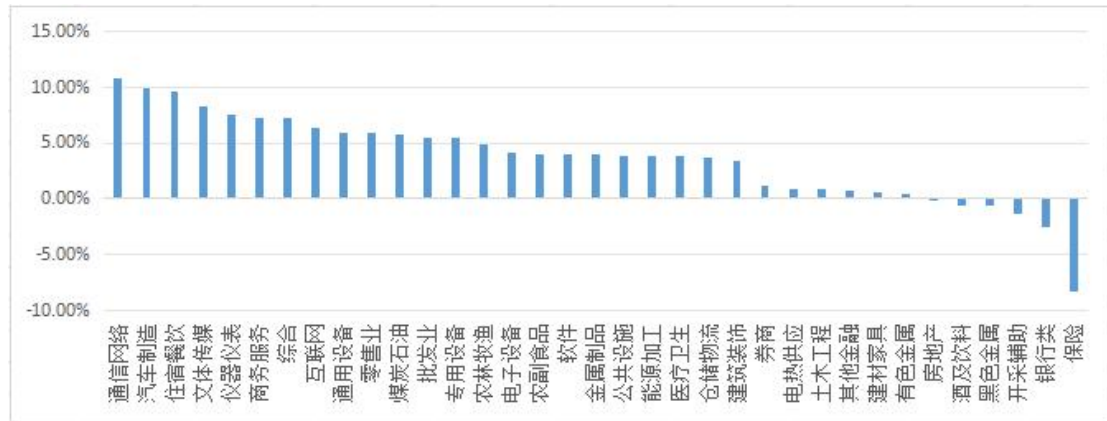
外，中证指数公司宣布北交所证券即将纳入中证跨市场指数体系。11月23日，国务院批复《支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案》，提出“适度放宽对北交所上市企业贷款融资的担保要求。”总体看来，在资金供需等制度建设以及企业基本面改善方面均有积极推动，从而带动北交所关注度大幅提升。

2) 11月以来风格偏向小盘，与北交所整体情况相契合。进入11月，以国证2000为代表的小盘股显著跑赢以上证50为代表的大盘股，风格偏向小盘。从市值情况来看，截至2023年11月24日，北交所整体总市值仅3700亿元左右，中位值仅10亿元，均显著低于主板、创业板和科创板。此外，估值方面，北交所整体个股PE-TTM中位值约21.6倍、PB中位值约2.2倍，均低于创业板和科创板，与主板接近。综合来看，北交所个股在风格上更偏向小盘，与11月以来的市场风格相契合，同时估值也相对较低。

除了北证50指数以外，本月小盘股整体走势也好于大盘股，具体来看，大智慧48个行业分类(图2)，通信网络和汽车制造行业领涨。11月，42个行业上涨，仅6个行业下跌，其中涨幅超过5%的行业有14个。涨幅居前的行业主要是，通信网络、汽车制造、住宿餐饮、文体传媒以及仪器仪表，分别上涨10.73%、9.93%、9.64%、8.22%和7.45%。保险、银行、黑色金属、酒等行业跌幅居前，除了保险跌幅超8%，其他跌度在1%-3%之间。

概念板块方面，广电系概念涨超37%居首，其次电子后视镜、激光雷达、数据确权、CPO及拼多多等概念涨超10%。广电系主要源于AIGC、短剧等产业催化；汽车主要是华为汽车事件带动产业链个股活跃。

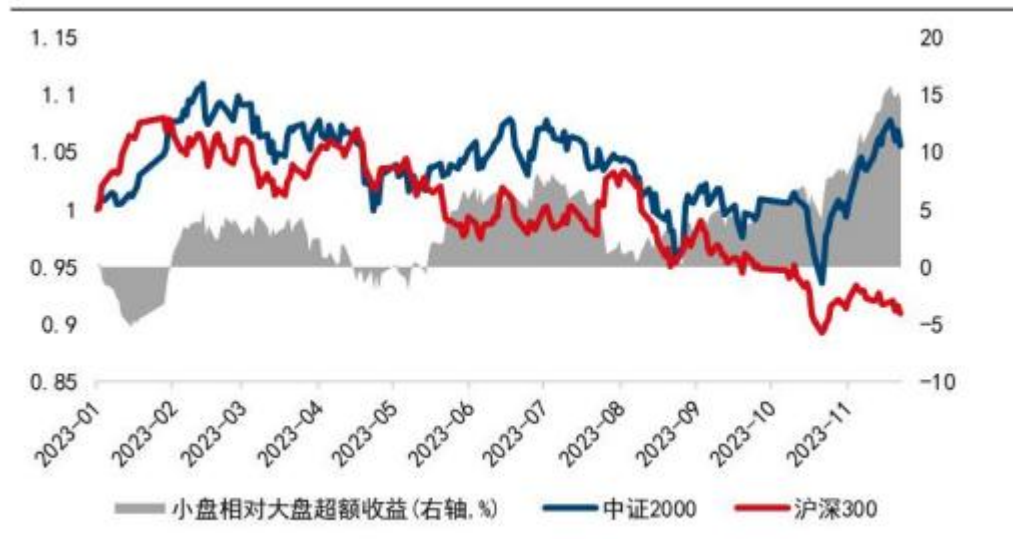
图2：11月行业指数涨跌幅(%)



来源：大智慧

国信证券认为，从盘面来看，本轮反弹期间小盘占优，外资定价一定程度左右并扩大了大小盘的背离。10月24日以来A股小幅反弹，从各类宽基指数的表现看，除了微盘股指数外，中证2000、国证2000领先，科创100、中证1000、小盘指数同样录得相对较好的表现。短期风格上看，8月以来A股受分母端海外流动性影响较大，以宽基指数成分外资持股占流通市值比作为外资定价权的统计口径，前期更抗跌、反弹更有力的中小盘外资定价权普遍偏低，对应到个股层面，外资定价权最高的组别在本轮反弹中的表现同样不及外资定价权较低的组别。

图3：小盘风格的极致占优从8月开始演绎



来源：国信证券

基本面：

平安证券表示，10月国内经济数据延续结构性企稳：消费及生产延续修复、出口转弱、投资受地产拖累延续回落、物价低位徘徊。第一，出口动能转弱。10月出口当月同比增速回落至-6.4%，进口当月同比由负转为正增3.0%。第二，居民消费延续修复。10月社零当月同比增速回升2.1pct至7.6%，其中汽车、体育娱乐等可选消费增速较高。第三，投资受地产拖累继续回落。10月固定资产投资增速进一步回落0.2pct至2.9%，制造业投资增速为6.2%相对韧性，基建投资增速小幅回落至8.3%，房地产开发投资增速为-9.3%是主要拖累，也对应至地产销售、新开工仍偏弱。第四，总需求不足之下，物价低位徘徊，10月CPI同比增速回落至-0.2%，PPI同比降幅收窄至-2.6%。

工业企业利润数据延续改善。9月工业企业利润总额当月同比增长11.9%，增速较8月收窄5.3pct，1-9月累计同比增速为-9%，较8月回升2.7pct。

近四周全部A股2023年全年盈利预期下调2.4%。其中，汽车、石油石化行业的盈利预期小幅上调，分别上调3.5%和1.5%；农林牧渔、基础化工、建筑材料盈利预期下调幅度较大。

流动性：

平安证券称，10月金融数据总量超预期但结构偏弱。10月社融和人民币贷款分别新增1.85万亿元和7384亿元，均高于市场预期，但结构上政府债融资是主要支撑，居民和企业信贷环比均有走弱。国内经济结构性修复之下，货币政策仍有望维持宽松以支持实体经济修复。11月17日，央行、国家金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，关于信贷投放提出“要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长”。

11月北向资金净流出17.77亿元，规模较上月448亿元净流出明显收窄。截止11月30日，11月融资余额进一步增加至1.6万亿元，新成立偏股型基金约180.1亿份。需求端，11月IPO+增发累计规模约208.3亿元，较上月回落，大股东减持规模反弹至102.2亿元。

政策面：

据财新等多方媒体报道，11月17日，三部门金融机构座谈会提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷”，具体对房地产贷款增速提出“三个不低于”；同时，监管正在起草50家中资房企白名单，新城发展、万科和龙湖等重点房企或在列。11月19日，证监会表示将坚持“一司一策”化解大型房企债券违约风险，应对房企集中退市问题。地方层面，一线城市土拍和需求端政策松动，广州拟出台全国首个城中村改造条例。另外，11月20日，融创中国发布公告宣布境外债务重组各项条件已获满足，成为全国首家完成境内外债务重组的大型房企。22日深圳二套首付大幅下调。首创证券表示，短时间内的利好政策频繁出台预示着政策可能出现转向。债市对政策变化较为敏感，但股市风险偏好仍低。如果政策利好持续，风险偏好可能至少在短期出现量变到质变，从而导致股市出现反弹。

展望后市：

国信证券表示，日历效应视角下，年末大盘风格略占优，但年末更大概率发生的是“与长期风格反向的轻度均衡”而非“大级别风格切换”。复盘最近20年年末的日历效应，12月以来沪深300相对中证1000占优的年份数较多，近10年来中小风格明显占优的年份主要是2013、2015、2019年，2018年形成拉锯，2012、2014、2016、2017、2021、2022年大盘相对占优。但年末大盘风格占优仅仅是日历效应下的统计结论，年末往往发生的是与当时所处长期风格反向的轻度均衡，而不是大级别切换的拐点。年末不发生短期风格均衡的年份（如2016、2017）具备较好的经济增长预期。

国信证券表示，短期维度下，小盘占优的长周期内有望出现“大小风格轻度均衡”，成长风格拐点或至。1) 盈利端：在三季报披露完毕后进入年内最长的“真空期”，三季报ROE并未见到更强的反弹趋势，以半导体、医疗器械为代表的强成长板块处于盈利能力磨底，但高频数据向好的过程中，基本面走弱的空间不太大。12月重要会议渐近，来年经济预期或将成为大盘弹性的关键。2) 流动性：美债利率筑顶回落，中美利差收窄一定程度上利好成长板块，分母端边际恶化的空间较小，伴随紧缩周期走向尾声，成长股整体的预期胜率将上升。3) 风险偏好：沪深300指数股债性价比指标触及两倍标准差，并在低位运行近一季，外资流出趋缓，外资定价权较高的大盘成长风格有望在交易型资金趋势性回补流入的过程中迎来反弹。

图4：2015-2021年初长期大盘风格长期贯穿，2021年后长期维度下小盘风格相对占优

最优风格	起始时间	截止时间	大盘 涨跌幅(%)	中盘 涨跌幅(%)	小盘 涨跌幅(%)	最优风格 占优月数	次优风格 占优月数	总月数	月数占比	最优风格相对 次优年化超额(%)
大盘	2001年6月	2003年12月	-26.99	-51.50	-56.94	18	8	31	58.06%	13.31
	2004年6月	2005年7月	-26.11	-39.18	-40.75	7	5	14	50.00%	12.00
	2007年5月	2007年10月	54.35	22.80	10.39	5	1	6	83.33%	91.04
	2010年10月	2013年1月	-5.42	-26.72	-23.37	17	10	28	60.71%	8.63
	2014年10月	2014年12月	47.52	12.87	2.55	3	0	3	100.00%	327.81
	2015年6月	2021年1月	21.20	-28.68	-49.55	41	18	68	60.29%	9.46
中盘	2005年12月	2007年4月	295.61	347.38	226.64	7	6	17	41.18%	25.86
小盘	2000年1月	2000年5月	39.89	45.27	55.41	4	1	5	80.00%	55.50
	2004年1月	2004年5月	0.43	8.70	12.71	4	1	5	80.00%	12.63
	2005年8月	2005年11月	-4.04	9.77	19.13	4	0	4	100.00%	36.99
	2007年11月	2010年9月	-48.68	0.31	49.75	17	11	35	48.57%	15.10
	2013年2月	2014年9月	-12.44	30.24	53.45	13	6	20	65.00%	12.65
	2015年1月	2015年5月	33.55	79.81	103.54	4	1	5	80.00%	166.20
	2021年2月	2023年11月	-34.23	-22.40	2.33	19	14	34	55.88%	9.74

来源：国信证券

平安证券认为，目前市场主要指数估值仍处于历史均值分位以下，截至11月24日，上证指数PE估值为12.7x，位于历史27%分位；创业板指PE估值为28.4x，处于历史1.1%的极低分位水平。当前权益市场的机会大于风险，11月的市场结构性反弹集中在小盘股和受益于产业催化的科技成长板块。尽管从过往历史来看，日历效应提示年末市场易出现风格切换，但是当前小盘与大盘估值比处于历史64%分位水平，且宏观政策发力仍以经济转型与防风险为主，整体信号当前并未显著。综合来看，市场结构仍倾向于有产业催化持续的TMT、医药、先进制造等科技成长板块及相应小票行情上，不过需注重交易；年末红利策略在配置需求及分红改革影响下也具有较好的配置价值。

东海证券表示，10月经济数据多数回踩，季节性回落以及部分需求提前集中释放的影响因素较大，高频数据来看11月生产已有所回暖。三季度货币政策执行报告落实金融工作会议精神，总量适度宽松的情况下，更注重质的提升，加强与财政协同意味着小步伐降准仍有空间，此外结构性工具或进一步充实。关注12月中下旬中央经济工作会议释放更多积极信号。三季报后接近5个月的业绩真空期，短期业绩较难证伪，分母端或主导权益定价。虽然2010年以来历年12月大盘风格跑赢小盘的概率在7成以上，但目前小盘/大盘PE分位数水平仅有40%左右，另一方面美债收益率回落，对利率相对更为敏感的成长风格可能保持强势。12月主线可关注：1.小盘风格可能延续，关注宽基指数。2.即将迎来消费旺季，叠加政策催化预期的农业板块。3.基本面相对稳健，具备成长属性的医药、军工、科技等板块。4.产业链规模化和一体化发展优势明显的化工板块。

（一）汽车及其产业链

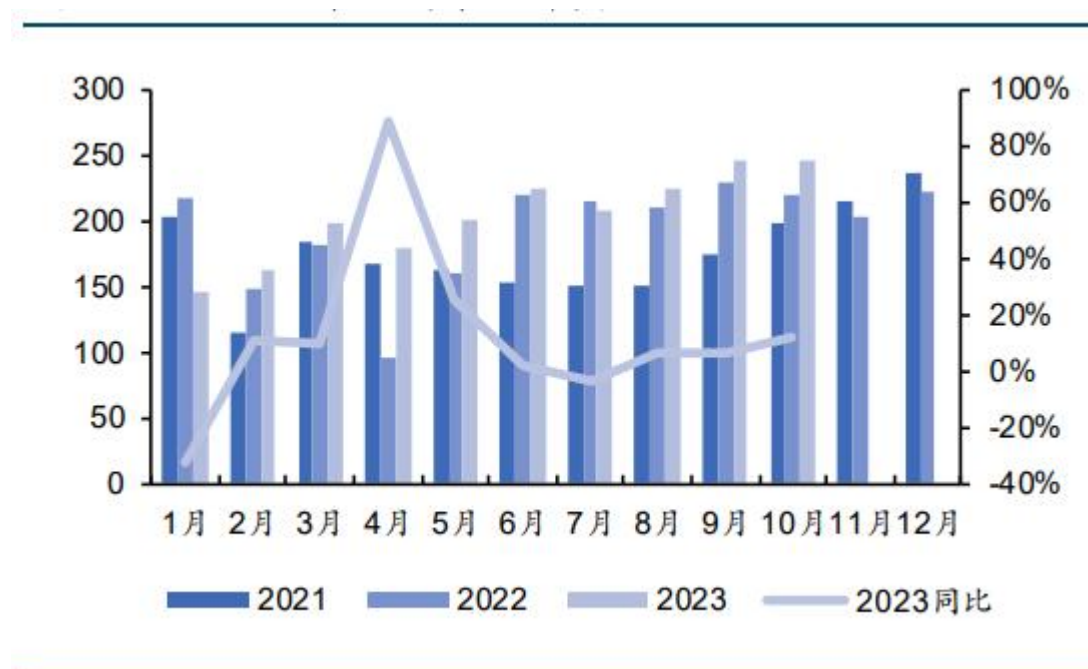
乘用车销量：批售同比保持强势再超预期

乘联会口径，2023年10月乘用车批售244.5万，同/环比+11.5%/-0.2%；1-10月累计2027万辆，同比+7.3%。“金九银十”效应出现，传统消费旺季乘用车批售同比强势，主要系车企降价折扣叠加新车放量贡献同比增量。

10月电车批售88.3万，同/环比+30.8%/+6.1%，渗透率36.1%，同比+1.9pct；1-10月累计679.2万，同比+35.5%；累计渗透率33.5%。10月问界M7掀动电车市场火热，理想/小鹏/零跑/极氪销量4.0/2.0/1.8/1.3万均破新高，M7单款破万下问界10月交付1.27万赛力斯整体1.4万+，政

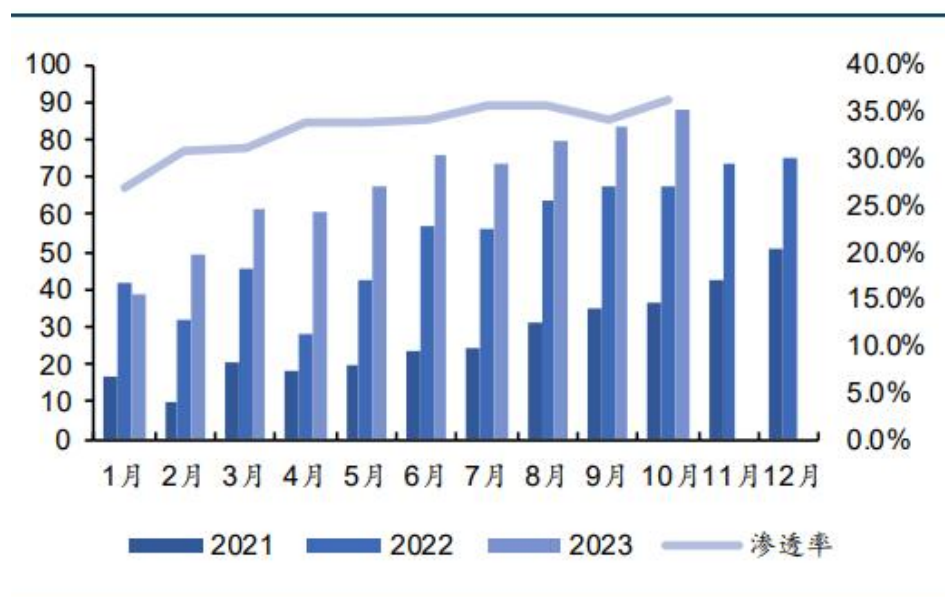
策利好&新车上市带动市场扩容。

图 5：21-23 年国内乘用车月度销量（万辆）



来源：国金证券

图 6：21-23 年国内电车月度销量及渗透率（万辆）



来源：国金证券

国金证券认为超预期的原因：主要在于车企折扣持续甚至扩大，以及新车型放量催化上：

1) 各大车企出台促销折扣。汽车一直是高价格-消费弹性的消费品，今年以来，主流车企的畅销车型降价幅度超过了 15%。10 月，电车价格战仍然在持续，比亚迪、理想等多家车企开启新一轮降价，预计年底冲量下 23 年末车市涨势依旧。油车方面，合资车企 10 月持续促销政策以维持公司市场份额，我们整理的数据合资车企依旧维持 15%-30%的降价幅度，尤其低端价位轩逸等车销量激增，促进油车销量维稳超预期。

2) 23 年 Q2 车企密集投放车型催生 10 月交付增量，累计贡献 30%以上同比增量。海鸥、魏牌蓝山于 4 月开启交付，其中海鸥销量持续上涨，10 月销量 4.3 万辆，获得国内轿车销量冠军。上海车展新车于 5-6 月密集上市并于 Q3 放量，其中如深蓝 S7/银河 L7/小鹏 G6 等均具备月销过万能力，预计未来将持续支撑交付量走强。

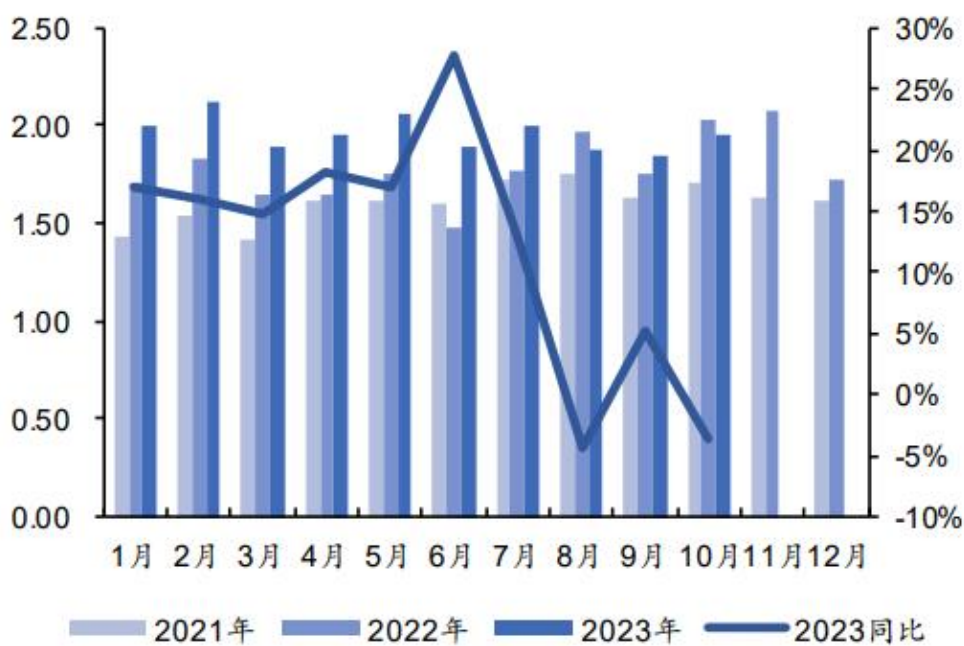
2) 电车补贴持续，中央&地方政策不断出台，电车发展向好。Q2 以来，多地政府接连出台支持新能源汽车发展政策，10 月，多地出台完善充电基础设施建设、新能源汽车下乡等政策，配合购车优惠政策持续，10 月新能源车企景气度高企。系列政策出台或将带来补能换电配套进一步升级，增强市场信心&下沉市场放量加速油电置换，预计 11 月电车渗透将持续加速。

总量：10 月出口强势维持，出口均价 2 万美元附近震荡

总量：乘联会口径，10 月乘用车出口 39.1 万辆（含整车及 CKD），同/环比+58.9%/+9.5%，1-10 月累计 292.3 万辆，同比+70.7%。国金证券认为，10 月国内汽车出口维持强势增长，符合预期。预计 23 年全年出口 400 万辆，24 年有望突破 500 万辆。

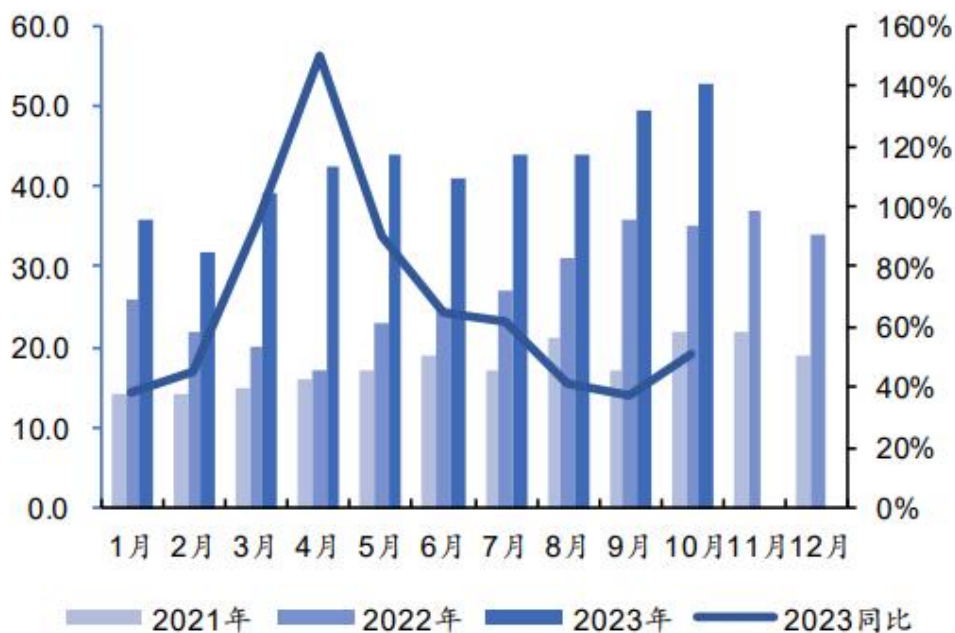
出口均价：海关总署口径，10 月汽车（含底盘）出口 52.7 万，同/环比+51%/+6%；出口金额 102.7 亿美元，同/环比+45%/+12%；10 月出口均价 1.95 万美元/台，同/环比-4%/+5%。出口均价长期在 2 万美元附近震荡，但 21 年 1 月仅 1.47 万美元，凸显国车出海质量提升。

图 7：21-23 年国内乘用车出口均价（万美元）



来源：国金证券

图8：21-23 年国内汽车（含底盘）出口量（万辆）



来源：国金证券

国金证券认为，2023 年出口超预期增长主要系车企布局深入，并由奇瑞/上汽等车企在俄罗斯/欧洲驱动。在俄罗斯市场，国内车企紧抓市场空隙加大供给，其中奇瑞 10 月在俄罗斯销量 21957 辆，旗下品牌奇瑞销售 10859 辆，同比+182.9%，星途销售 4419 辆，同比+280%，Omada/捷途分别销售 4777/1902 辆；长城哈弗销售 12823 辆，同比+197.1%。当前俄市场为国车出海增量的重要来源之一。长期看，国车出海空间依旧广阔：1) 去除中国本土，及美欧日韩印等较难进入市场，中国汽车仍有约 2000 万市场可开拓，空间巨大。虽然目前中国车企在俄罗斯、中亚、中东已有较高市占率，但在东南亚、拉美等大市场渗透率低于 5%，空间广阔，亦为未来国产电车出口的重要目的地。

11 月车市延续“银十”热度

据乘联会数据，11 月第三周乘用车日均零售 6.2 万辆，同比去年 11 月+21%，环比上月同期+9%；批发日均 6.9 万辆，同比去年 11 月+23%，环比上月同期+6%。11 月 1-19 日，乘用车零售 97.4 万辆，同比去年同期+19%，较上月同期-6%，今年以来累计零售 1824.1 万辆，同比+4%；乘用车批发 106.4 万辆，同比去年同期+21%，较上月同期+7%，今年以来累计批发 2133.5 万辆，同比+8%。信达证券认为随着 9、10、11 月车市逐步走强，车企完成年度目标信心增强，年末有望再现“翘尾”行情。

信达证券表示，汽车行业中长期智能电动变革提速，短期有望迎年来年末冲量，看好汽车板块 23Q4 β 继续向上。

信达证券建议整车板块重点关注：1) 处于较好新车周期，受益于行业贝塔修复，以及智能电动技术布局持续推进的自主品牌龙头车企；2) 智能电动技术领先、销量持续爬坡、盈利有望超预期的造车新势力；3) 携手华为，以智能驾驶技术为核心卖点的产业链。零部件板块建议重点关注【华为/理想/小米/特斯拉产业链】、【关键零部件国产替代】、【智能化】等方向，结合【业绩确定性】及【估值安全边际】。建议关注：①华为汽车产业链；②热管理；③线控底盘；④智能座舱；⑤智能驾驶；⑥轻量化；⑦内外饰；⑧汽车线缆线束；⑨其他汽配等。

(二) 半导体

半导体产业链行业新闻回顾：

SK 海力士计划将 HBM4 通过 3D 堆叠直接集成在芯片上：11 月 20 日消息，根据韩国中央日报消息，SK 海力士聘请大量逻辑芯片设计人员，已有多名骨干人员组成团队，开始研究半导体设计。SK 海力士计划将 HBM4 通过 3D 堆叠直接集成在芯片上，发展方向已确定，具体商业模式正在推进。SK 海力士也正与英伟达等多家半导体公司讨论这一新集成方式，英伟达与 SK 海力士或将共同设计芯片，并委托台积电生产。据悉，HBM4 最早将于 2026 年开始量产。

美国公布《芯片法案》首项研发投资 30 亿美元资助先进封装行业:11 月 20 日消息, 根据 NIST 美国国家标准与技术研究所公告, 拜登政府美东时间 11 月 20 日宣布将投入大约 30 亿美元的资金, 专门用于资助美国的芯片封装行业。这是美国《芯片与科学法案》的首项研发投资项目, 这项投资计划的官方名称为“国家先进封装制造计划”。

上海开展射频基带芯片、天线、专用算法、操作系统定制等关键技术研发: 11 月 20 日消息, 上海市人民政府办公厅发布关于印发《上海市促进商业航天发展打造空间信息产业高地行动计划(2023—2025 年)》的通知。开展射频基带芯片、天线、专用算法、操作系统定制等关键技术研发, 形成高性价比终端制造能力。针对地面与卫星融合通信的新场景, 开展场景智能识别、基于业务无感知的高可靠无缝切换等关键技术研究, 研制满足 6G 空天地一体化系统性能需求、低成本、低功耗的终端芯片及模组。

存储现货市场行业备货热度升温, 渠道承接力不足 SSD 行情倒挂: 11 月 21 日消息, 根据 CFM 闪存市场报道, 近期存储现货渠道和行业市场行情有所分化, 渠道需求降温、SSD 出现倒挂行情, 而行业市场近期客户备货意愿较强, 加上部分稀缺资源持续走高, 行业成品端行情继续上扬。

甬兴证券认为, 从渠道市场来看, 随着国内电商促销结束, 以及海外备货旺季过去, 渠道市场备货需求明显降温, 渠道 SSD 和内存价格环比持平。消费复苏力度不足而 Flash Wafer 仍有上涨空间, 渠道 SSD 行情开始出现倒挂, 这种市况下或将加速推动 QLC NAND 的应用, 以缓解渠道 SSD 倒挂并满足部分市场需求。整体来看, 近期渠道行情呈现上热下冷的市况, 渠道备货需求的季节性降温, 令现阶段渠道市场对 NAND 涨价的承接力有限, 市场再度出现供需博弈。而行业市场近期热度有所升温, 行业客户表现出较强的备货意愿, 供需状况也更为明朗。由于原厂制程迭代产能调动, 部分 Flash Wafer 资源持续紧俏, 稀缺 NAND 资源涨价令供应端控货惜售。同时, 前期持观望态度的部分终端, 库存水位下降产生补货需求, 2024 年涨价预期下, 部分行业客户释放提前备货的需求。2023 年四季度国内行业市场需求有所回暖, 终端回补库存以及提前锁货的需求, 推动行业 SSD 和内存价格走高。

半导体估值方面: 截至 2023 年 11 月 24 日, 电子行业估值为 46.86 倍(TTM, 剔除负值), 半导体行业估值 69.91 倍(TTM, 剔除负值), 半导体行业估值溢价率约为近 6 年估值溢价率中位数的 128.9%; 半导体行业进入震荡期。

图 9: 申万电子行业&半导体行业 6 年 PE(TTM)水平变化(截至 2023.11.24)



来源: 湘财证券

图 10：申万半导体行业 6 年估值溢价率变化（截至 2023. 11. 24）



来源：湘财证券

上海证券表示，HBM 通过将多个存储器堆叠在一起，形成高带宽、大容量、低功耗等优势，突破了内存容量与带宽瓶颈。据 Omdia 数据显示，2023-2027 年，DRAM 市场收入年增长率预计为 21%，而 HBM 市场预计将提高至 52%，HBM 在 DRAM 市场收入份额中预计将超过 10%，到 2027 年将接近 20%。市场竞争格局方面，据 TrendForce 数据显示，2022 年 SK 海力士、三星、美光分别占据了 HBM 市场 50%、40%、10% 的份额，其中三星、SK 海力士正计划将 HBM 产量提高至 2.5 倍，SK 海力士预计到 2030 年公司 HBM 出货量将达到每年 1 亿颗，并决定在 2024 年预留约 10 万亿韩元的设施资本支出，相较 23 年 6-7 万亿韩元的预计设施投资相比，增幅高达 43%-67%，超出市场预期。

上海证券认为 2023 年电子半导体产业会持续博弈复苏，目前电子半导体行业市盈率处于 2018 年以来历史较低位置，风险也有望逐步释放。当前重点看好：半导体设计领域部分超跌标的并且具备真实业绩和较低 PE/PEG 的个股机会。

湘财证券认为，供给端，半导体产业库存去化已有显著成效，国内库存调整已基本到位；需求端消费电子、工业领域的回暖迹象渐显。同时晶圆代工行业的竞争加剧，2024 年上半年价格预计持续下调，利好上游 IC 设计企业。建议关注数据中心及数字化建设产业链核心企业，如 CPU、GPU 设计龙头。政府数字化建设投入预计将带动国产计算机、CPU、GPU 等产品的采购量稳步提升，AI 领域的蓬勃发展叠加外部政策限制会推动具备自主安全性及技术壁垒的 CPU、GPU 头部企业发展。

（三）人形机器人

机器人作为新兴技术的重要载体和现代产业的关键装备，市场渗透逐步从美欧日韩等发达国家拓展至中国等新兴发展中国家；机器人品类也由工业机器人延伸至扫地机器人、手术机器人、军用机器人等多领域。机器人潜在需求不断被挖掘，全球机器人市场销售率创新高，2022 年全球机器人市场规模 513 亿美元，同比增长 19.58%，2017-2022 年 CAGR 为 14.0%；我国机器人市场规模 174 亿美元，同比增长 22.54%，2017-2022 年 CAGR 为 22.1%，增速持续领先全球。

图 11：全球机器人市场规模

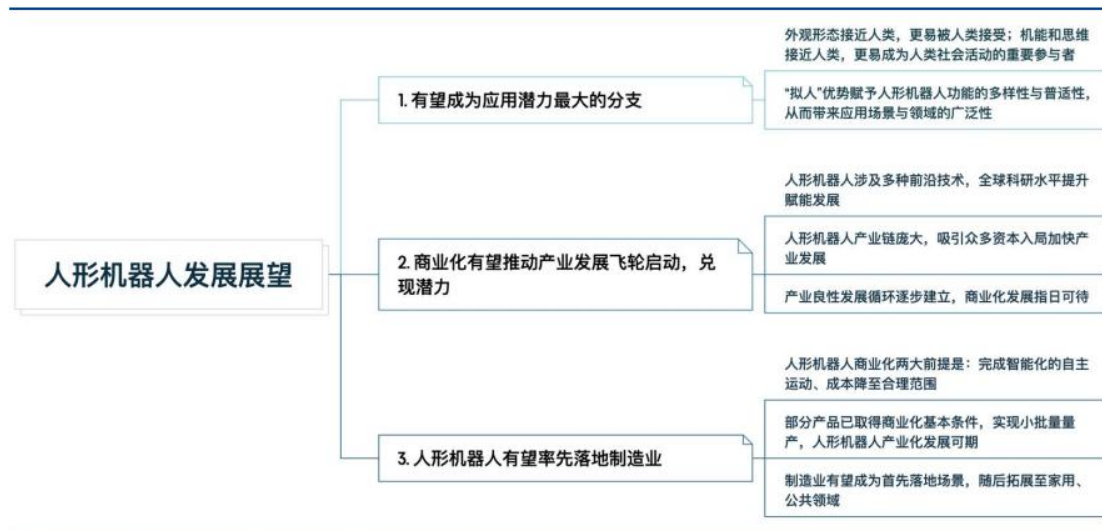


来源：长城证券

长城证券表示，机器人细分领域丰富，市场发展前景广阔。机器人发展至今技术水平上已具备进行复杂的逻辑推理、判断及决策的能力，能够根据内外环境变化，实时作出决策。智能化程度提升推动机器人快速发展，产品在美欧日韩等发达国家已初具规模。我国机器人市场保持高速增长，2022年市场规模174亿美元，同比增长22.54%，2017-2022年CAGR22.1%。

长城证券表示，人形机器人最具潜力，前景广阔。“拟人”优势赋予人形机器人普适性，使其更易融入社会生活，为人类工作、生活、交流提供多样化支持，具备广阔的应用场景，产业蕴含的巨大价值潜力和投资机遇。随着智能化、自主化运动能力提升，成本逐步下探，人形机器人的需求有望在下一个十年出现爆发式增长，率先在制造业率先投入使用，逐步拓展至家用、公共服务领域；建立起研发—生产—销售—产品迭代—进一步刺激需求释放和产业壮大的良性发展循环。

图 12：人形机器人发展展望



来源：长城证券

人形机器人涉及多种前沿技术，全球科研水平提升赋能发展。人形机器人集机械、电子、材料、计算机、传感器、控制技术等多门学科于一体，其技术发展依赖于 AI 模型与大数据、高端制造、新材料等多种前沿技术的发展。根据《人形机器人创新发展指导意见》中给出的技术发展指引，涉及“大脑”技术群（即交互系统）发展的通用大模型、边缘计算等；涉及“小脑”技术群（即控制系统）发展的仿真力学、灵巧操作等；涉及四肢技术群的灵巧手设计、仿生传动等；涉及躯体技术群的轻量化材料、拓扑结构优化等多项先进技术的发展将推动人形机器人产品发展和落地。

人形机器人产业链庞大，吸引了众多资本入局加快产业发展。参考其他机器人，人形机器人产业链可分为上游零部件和软件系统开发、中游本体制造、下游系统集成和销售。

上游：硬件方面，减速器、伺服电机、控制器、传感器是人形机器人四大核心零部件，相关技术发展水平较大程度影响人形机器人的机械性能。软件方面，软件系统开发依赖于仿真软件，其专利壁垒高，技术发展对数据积累要求高，目前国外机器人“四大家族”均有自己私域运营的仿真软件。中游：本体制造商具有较强的总成能力，根据下游集成商需求完成零部件集成。下游：系统集成商一般主导人形机器人技术框架设计，并完成渠道铺设和售后服务等工作。

图 13：人形机器人产业链



来源：长城证券

长城证券认为，庞大产业链使得众多领域的大量企业都可以参与其中，为资本市场带来广阔投资机遇，也为各类相关企业带来更多资金支持助力发展。根据价值量看，电机、减速器、力传感器、丝杠等零部件单品价值量较高且用量大，这类参与者有望率先受益。部分企业凭借技术和生产协同优势，尝试整合机械传动系统零部件，以旋转、线性执行器等产品参与其中，有望获取更高的

增加值，也可能成为产业链发展的一大趋势。此外人形机器人 SoC 芯片相当于人的“大脑”，虽用量小但技术难度大，目前该领域被微软、英伟达等企业垄断。

目前人形机器人软硬件系统初具雏形，产品在工厂内已实现小批量应用。长城证券表示，人形机器人有望先在工商业普及，逐步拓展至家用、公共领域。随着前沿技术不断取得进展带动产品性能不断提升、资本入场助力产业链各环节快速发展壮大，人形机器人有望实现技术研发——产品升级——规模化量产——刺激需求持续释放——推动产业发展壮大的良性循环，带来长周期、多领域的重大投资机遇。

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。