

## A 股十倍股群像

2020 年 10 月 14 日

### ——十倍股系列（1）

#### 报告要点：

证券分析师 姚佩

执业证号：S0600520090005

yaopei@dwzq.com.cn

- ①长周期视角下 A 股创十倍涨幅且至今优秀的股票 120 只，从涨跌、公司、业绩、估值、行业五大视角寻找十倍股特殊基因。②涨跌：十倍股最大涨幅均值 45 倍，创十倍用时 8 年，熊市回撤小，可追涨，中期上涨最快。③公司：大股东控股低、质押少；管理层薪酬高，占利润比重低；研发专利高。④业绩：净利润年化增速 23%，业绩稳定高增，高毛利 30%；ROE13%，净利率、高周转是主因；现金流充裕。⑤估值：十倍股起步低市值 17 亿元高估值 47 倍 PE，长期业绩消化估值，高  $\alpha$  低  $\beta$  高股息。⑥行业：十倍股集中于科技消费，消费十倍股无需择时，科技择时明显。⑦展望：按以上发现，筛选出 20 只未来可能十倍股。

#### 正文摘要

- **A 股涌现的十倍股。**①长周期视角下，筛选 2000 年至今曾创十倍涨幅且至今表现优秀的十倍股 120 只，占全 A3.3%，作为 A 股十倍股样本。②涨幅：十倍股自起始日以来最大涨幅均值 45 倍，至今涨幅均值 32 倍。③牛熊：十倍股牛市中涨幅更高，熊市中回撤更小，具备足够安全垫。④用时：创十倍股价用时均值 8 年，60%十倍股用时在 30-120 个月。⑤可追涨：每涨 50%成为十倍股概率提升，五倍股成为十倍股概率 43%。⑥用时：十倍股前后期每涨 50%用时 18 个月，中期涨 50% 14 个月。
- **公司：属性、控股权、管理层、研发。**①属性：民企国企平分秋色，民企 53 只（44%），国企 47 只（39%）；集中于东部沿海和长江经济带。②股东：第一大股东控股比例略低 37%，波动更大，质押占比更低 33%。③管理层：十倍股管理层薪酬更高 637 万元，但占净利润比重更低 1.5%。④研发专利：科技创新是十倍股重要标签，十倍股研发支出占营收比重 3.3%，显著高于全 A，专利覆盖率 23%，专利数量 61 个也均高于全 A。
- **业绩：稳定增长、高 ROE 高毛利、现金流充裕。**①业绩增长：十倍股净利润年化 23%，EPS0.5 元，均显著高于全 A，业绩高增稳定持久，核心是高营收 24%和高毛利 30%。高销售费用率 6%积累渠道和品牌效应。②ROE：十倍股 ROE13%高于全 A，净利率 10%&高周转 0.7 次是主因。③现金流：十倍股经营活动产生的现金流占营收比例 9%高于全 A。
- **估值：起步小市值高估值、长期高  $\alpha$  低  $\beta$ 、高股息。**①市值：十倍股上市日市值 17 亿元，低于全 A27 亿元，其中 30 亿元以下占比达到 78%。②估值：十倍股起步 47 倍 PE 高估值，往后随业绩增长消化为低估值。拉长时间看十倍股整体 PE34 倍，略低于全 A（剔除金融石化）44 倍。③十倍股高  $\alpha$  低  $\beta$ ，符合自下而上择股审美，高超额收益，低系统风险。④股息：十倍股股息率 1.0%，明显高于全 A0.7%。
- **行业：科技、消费主阵营。**①十倍股主要分布于消费&科技，共 75 只。前五医药 26 只、电子 10 只、食品饮料 10 只、计算机 9 只、地产 7 只。②十倍股行业轮动服从产业更迭规律，集中于产业周期中的主导产业。③十倍股行业属性差异较大，消费、科技、周期十倍股上涨形态迥异。消费十倍股无需择时，科技择时明显，周期多数时间在等待。
- **展望：20 只未来可能十倍股。**从涨跌、股权、财务、估值、行业五个角度寻找十倍股特殊基因，以此审美标准筛选出 20 只未来可能十倍股。
- **风险提示：**中美关系恶化；疫情二次爆发；宏观经济不及预期；十倍股特征是历史数据统计结果，不代表其未来表现；未来十倍股不代表投资建议。

#### 相关研究

- 1、《策略点评——振幅扩宽，短期积极》2020-10-12
- 2、《策略点评——复盘：外汇风险准备金率调整下的股市表现》2020-10-12
- 3、《策略周聚焦——靴子难落地》2020-10-08
- 4、《市场仍将维持弱势震荡格局：市场仍将维持弱势震荡格局》2020-09-30
- 5、《东吴策略·行业风火轮——Q4 银行地产能否归来？》2020-09-25

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. A 股涌现的十倍股</b>  | <b>5</b>  |
| 1.1. 20 年 120 只 A 股十倍股   | 5         |
| 1.2. 十倍股群像：涨幅高、回撤小、时间久、可追涨   | 6         |
| <b>2. 公司：属性、控股权、管理层、研发</b>   | <b>10</b> |
| 2.1. 民企国企平分秋色、大股东控股低、质押少   | 10        |
| 2.2. 管理层薪酬更高，但占利润比重更小  | 11        |
| 2.3. 高研发投入、高专利产出   | 12        |
| <b>3. 业绩：稳定增长、高 ROE 高毛利、现金流充裕</b>                                      | <b>13</b> |
| 3.1. 净利润年化增速 23%，EPS0.5 元，毛利率 30%                                      | 13        |
| 3.2. 十倍股 ROE13%，净利率&高周转是主因   | 16        |
| 3.3. 十倍股现金流充裕  | 18        |
| <b>4. 估值：起步小市值高估值、长期高 <math>\alpha</math> 低 <math>\beta</math>、高股息</b> | <b>19</b> |
| 4.1. 起步小市值高估值，长期业绩消化为低估值   | 19        |
| 4.2. 高 $\alpha$ 低 $\beta$ 、高股息   | 21        |
| <b>5. 行业：科技、消费主阵营</b>  | <b>22</b> |
| 5.1. 科技、消费是主阵营，行业轮动服从产业更迭  | 22        |
| 5.2. 消费、科技、周期十倍股上涨形态迥异   | 23        |
| <b>6. 展望：20 只未来可能的十倍股</b>  | <b>24</b> |
| <b>7. 风险提示</b>   | <b>29</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2000 年以来共筛选出 120 只十倍牛股.....          | 6  |
| 图 2: 不同起点及涨幅十倍股与股票池重合度比较.....             | 6  |
| 图 3: 不同截止日十倍股与股票池重合度比较.....               | 6  |
| 图 4: 十倍股自起始日最大涨幅均值 45 倍&至今涨幅均值 32 倍 ..... | 7  |
| 图 5: 十倍股在牛市区间涨幅更大.....                    | 7  |
| 图 6: 十倍股在熊市区间跌幅较小.....                    | 7  |
| 图 7: 十倍股换手率更低.....                        | 8  |
| 图 8: 十倍股年振幅无明显特征.....                     | 8  |
| 图 9: 十倍股达到十倍股价用时主要集中在 3-10 年 .....        | 8  |
| 图 10: 股价已涨 N 倍后能成为十倍股概率 .....             | 9  |
| 图 11: 股价每涨 50%后能成为十倍股概率 .....             | 9  |
| 图 12: 股价从 N 倍涨到 N+1 倍用时逐渐减少 .....         | 9  |
| 图 13: 每涨 50%用时前期&后期较长 .....               | 9  |
| 图 14: 十倍股中民企国企平分秋色.....                   | 10 |
| 图 15: 十倍股主要分布在东部沿海+长江经济带 .....            | 10 |
| 图 16: 十倍股第一大股东持股比例略低于全部 A 股.....          | 11 |
| 图 17: 十倍股第一大股东持股波动性更大.....                | 11 |
| 图 18: 十倍股大股东质押占比更低.....                   | 11 |
| 图 19: 十倍股中经历过定增重组的公司占比更高.....             | 11 |
| 图 20: 十倍股管理层薪酬更高.....                     | 12 |
| 图 21: 十倍股管理层薪酬占净利润比重更低.....               | 12 |
| 图 22: 十倍股研发支出占营业收入比例更高.....               | 12 |
| 图 23: 十倍股专利覆盖率更高.....                     | 13 |
| 图 24: 十倍股平均新增专利数量高于全部 A 股.....            | 13 |
| 图 25: 十倍股研发投入占比高于同行业水平.....               | 13 |
| 图 26: 十倍股平均新增专利数高于同行业水平.....              | 13 |
| 图 27: 十倍股净利润复合增速显著高于全部 A 股.....           | 14 |
| 图 28: 十倍股净利润同比增速显著高于全部 A 股.....           | 14 |
| 图 29: 十倍股 EPS 明显高于全部 A 股.....             | 14 |
| 图 30: 十倍股营业收入同比增速高于全部 A 股.....            | 14 |
| 图 31: 十倍股毛利率显著高于全部 A 股.....               | 15 |
| 图 32: 十倍股销售费用率明显高于全部 A 股.....             | 15 |
| 图 33: 十倍股财务费用率明显低于全部 A 股.....             | 15 |
| 图 34: 十倍股管理费用率与全部 A 股差别不大.....            | 15 |
| 图 35: 十倍股净利润增速高于同行业水平.....                | 16 |
| 图 36: 十倍股营业收入增速高于同行业水平.....               | 16 |
| 图 37: 十倍股毛利率显著高于同行业水平.....                | 16 |
| 图 38: 十倍股不同行业销售费率相比全 A 高低各异.....          | 16 |
| 图 39: 十倍股 ROE 均值明显高于全部 A 股.....           | 17 |
| 图 40: 十倍股 ROE 显著高于全部 A 股.....             | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 41: 十倍股销售净利率明显高于全部 A 股.....               | 17 |
| 图 42: 十倍股资产周转率显著高于全部 A 股.....               | 17 |
| 图 43: 十倍股 ROE 高于同行业水平.....                  | 18 |
| 图 44: 十倍股净利率高于同行业水平.....                    | 18 |
| 图 45: 十倍股资产周转率高于同行业水平.....                  | 18 |
| 图 46: 十倍股资产负债率与同行业差别不大.....                 | 18 |
| 图 47: 十倍股现金流占营收比例高于全部 A 股.....              | 19 |
| 图 48: 十倍股现金流占营收比例高于同行业水平.....               | 19 |
| 图 49: 十倍股起步市值低于全部 A 股.....                  | 19 |
| 图 50: 十倍股上市初期市值集中 30 亿元以下.....              | 19 |
| 图 51: 十倍股估值低于全 A (剔除金融石化).....              | 20 |
| 图 52: 十倍股起步高估值, 往后被业绩消化.....                | 20 |
| 图 53: 多数行业十倍股上市日 PE 高于同行业水平.....            | 20 |
| 图 54: 多数行业十倍股起始日 PE 低于同行业水平.....            | 20 |
| 图 55: 多数行业十倍股最高价日 PE 低于同行业水平.....           | 21 |
| 图 56: 多数行业十倍股当前 PE 低于同行业水平.....             | 21 |
| 图 57: 十倍股股息率高于全部 A 股.....                   | 21 |
| 图 58: 十倍股具有高阿尔法值&低贝塔值.....                  | 21 |
| 图 59: 十倍股行业主要集中于消费&TMT.....                 | 22 |
| 图 60: 十倍股行业轮动服从产业更迭.....                    | 22 |
| 图 61: 医药行业不需择时持续稳定扩张.....                   | 23 |
| 图 62: 食品饮料行业不需择时持续稳定扩张.....                 | 23 |
| 图 63: 电子行业服从科技行业 3-5 年产业周期.....             | 23 |
| 图 64: 计算机行业服从科技行业 3-5 年产业周期.....            | 23 |
| 图 65: 有色行业存在明显天花板上涨区间少.....                 | 24 |
| 图 66: 房地产行业存在天花板上涨时间少.....                  | 24 |
| 表 1: 筛选标准.....                              | 24 |
| 表 2: 20 只未来可能的十倍股 (当前数据截至 2020/9/30).....   | 25 |
| 表 3: A 股 120 只十倍股名单 (当前数据截至 2020/9/30)..... | 26 |



随着 A 股逐渐成熟化，越来越多的机构投资者放弃自上而下的择时，转向自下而上的择股策略。上证综指长期围绕 3000 点波动已成调侃之说，但 A 股实际上涌现过一大批十倍股。东吴策略十倍股系列围绕 A 股优质公司多视角剖析，作为开篇报告，本文从涨跌、股权、财务、估值、行业五个角度分析 A 股十倍股有什么共同特征，什么样的股票具备成为十倍股的潜质，进而筛选出 20 只未来可能的十倍股。

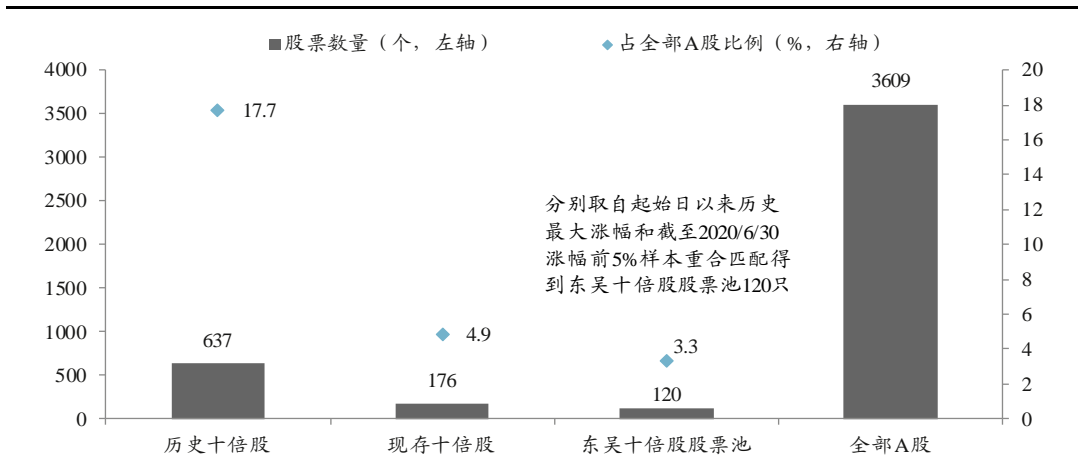
## 1. A 股涌现的十倍股

### 1.1. 20 年 120 只 A 股十倍股

**十倍股标准：历史表现优异且存活下来的公司。**十倍股的首要问题是确定样本，我们认为具备研究价值的十倍股是历史上表现优异且存活下来的公司，且计算十倍涨幅区间应尽量避免择时。所以从“上市一年后最大涨幅”和“上市一年至今累计涨幅”两个维度筛选 A 股十倍股。考虑到 A 股上市后股价波动较大，故将起始日设为股票上市后一年，且由于 2000 年之前市场成熟度有限，选择总时间区间为 2000/1/1-2020/6/30。针对 2000 年前已上市股票，起始日期选为 2000/1/1。按照第一标准“上市一年后最大涨幅” A 股涌现出 637 只涨幅超十倍个股，占全部 A 股 17.7%。第二标准“上市一年至今累计涨幅”即到 2020/6/30 仍创十倍涨幅的个股，共计 176 只，占全部 A 股 4.9%。

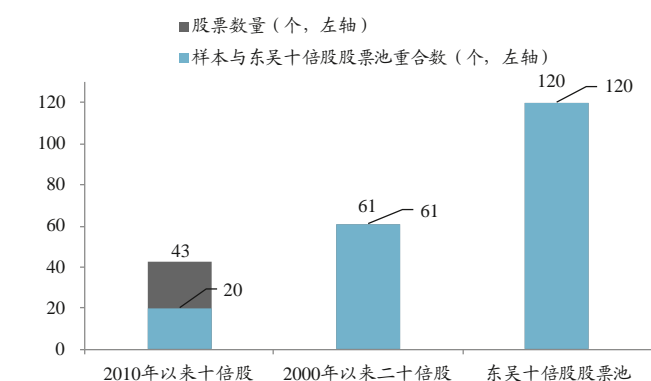
**长周期视角下，A 股 20 年涌现出 120 只十倍牛股。**由于以上两个标准下筛选出的十倍股样本量差异过大，因此我们进行样本重合：将“上市一年后最大涨幅”和“上市一年至今累计涨幅”两个标准，各取涨幅居前 5% 个股，选择重合样本构建十倍股股票池，样本共计 120 只，占全部 A 股 3.3%，这一样本即是历史曾创十倍涨幅且至今依然表现优秀的个股。考虑到筛选标准造成的样本差异，选择另外四个样本进行重合度比对：1、2000 年以来二十倍股 61 只，均在我们十倍股样本中，重合度 100%；2、2000-2018/6/30 十倍股 124 只，其中 90 只存在我们的十倍股样本，重合度 73%；3、2000-2015/6/30 十倍股 283 只，其中 100 只存在我们的十倍股样本，重合度 35%；4、2010 年以来十倍股 43 只，其中 20 只存在我们十倍股样本，重合度 47%。对比发现这 120 只十倍股稳定性较强，视为长周期 A 股表现最佳的个股集合，展开下文研究。

图 1：2000 年以来共筛选出 120 只十倍牛股



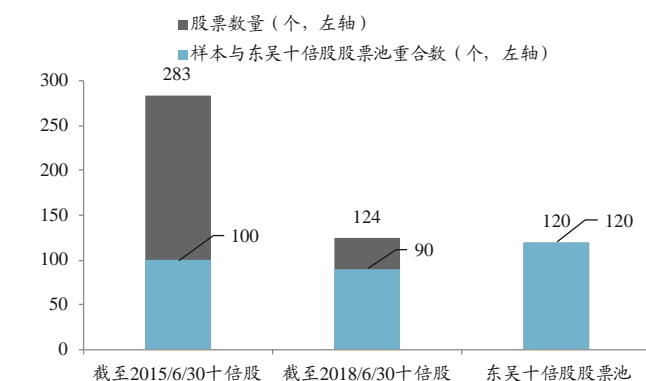
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：不同起点及涨幅十倍股与股票池重合度比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：不同截止日十倍股与股票池重合度比较

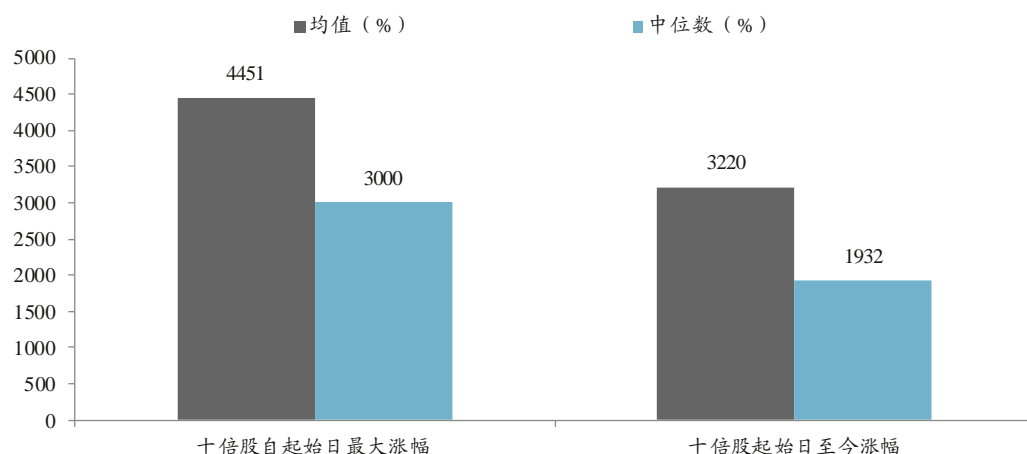


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 十倍股群像：涨幅高、回撤小、时间久、可追涨

十倍股样本自起始日以来最大涨幅均值 45 倍，至今涨幅均值 32 倍。作为长周期视角下 A 股表现最佳的个股集合，我们筛选出的十倍股有着辉煌的历史战绩且到目前依旧表现优秀。统计发现，十倍股样本从起始日至今（2020/6/30，下同）最大涨幅均值 4451%，中位数 3000%；从起始日至今涨幅均值 3220%，中位数 1932%。

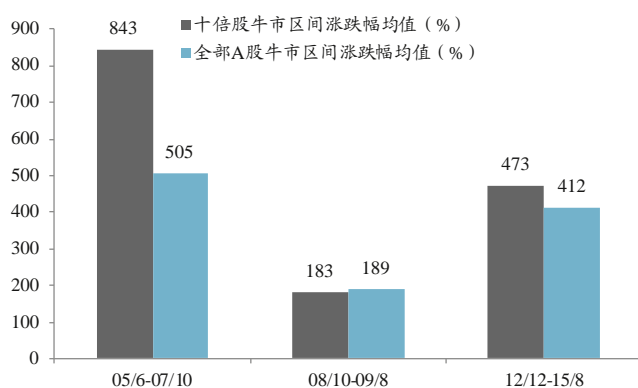
图 4：十倍股自起始日最大涨幅均值 45 倍&amp;至今涨幅均值 32 倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

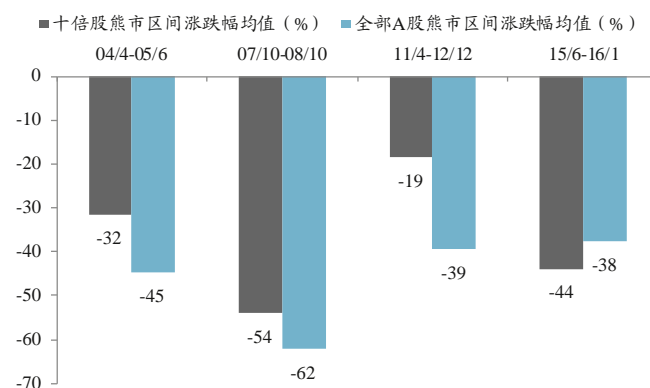
**牛熊表现：十倍股牛市中涨幅更高，熊市中回撤更小，安全垫足够。**十倍股的股价走势与市场整体呈现出较高的关联性，比较十倍股和全部 A 股在四轮牛熊市中的涨跌幅发现，十倍股不止在牛市区间涨幅更高，在熊市区间也有足够的安全垫，跌幅明显更小。三轮牛市中十倍股和全部 A 股涨跌幅均值分别为 843vs505% (05/6-07/10)，183vs189% (08/10-09/8)，473vs412% (12/12-15/8)。四轮熊市中十倍股和全部 A 股的涨跌幅均值分别为 -32vs-45% (04/4-05/6)，-54vs-62% (07/10-08/10)，-19vs-39% (11/4-12/12)，-44vs-38% (15/6-16/1)。

图 5：十倍股在牛市区间涨幅更大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

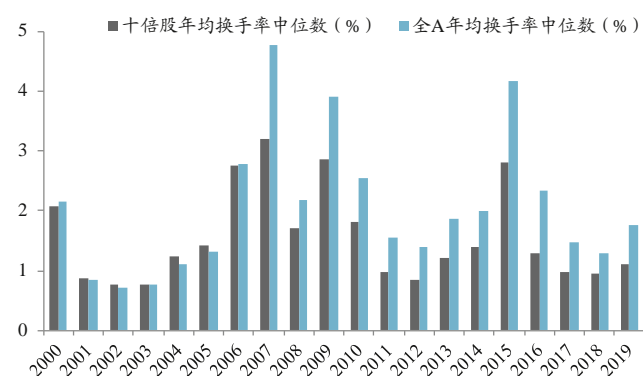
图 6：十倍股在熊市区间跌幅较小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

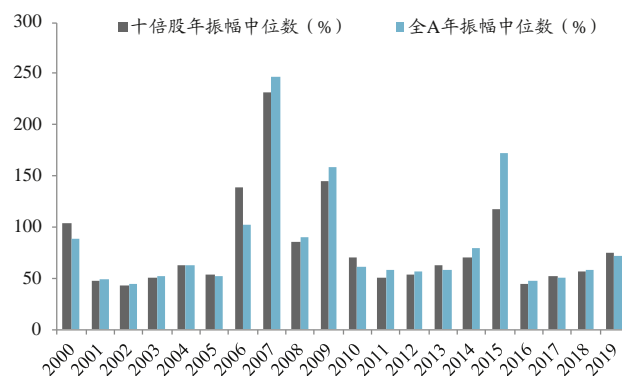
**交易特征：低换手率。**十倍股换手率更低，2000-19 年十倍股和全部 A 股年均换手率中位数的均值分别为 1.6vs2.0%，但振幅上与全部 A 股无太大差异，2000-19 年十倍股和全部 A 股年振幅中位数的均值分别为 81vs83%。

图 7：十倍股换手率更低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

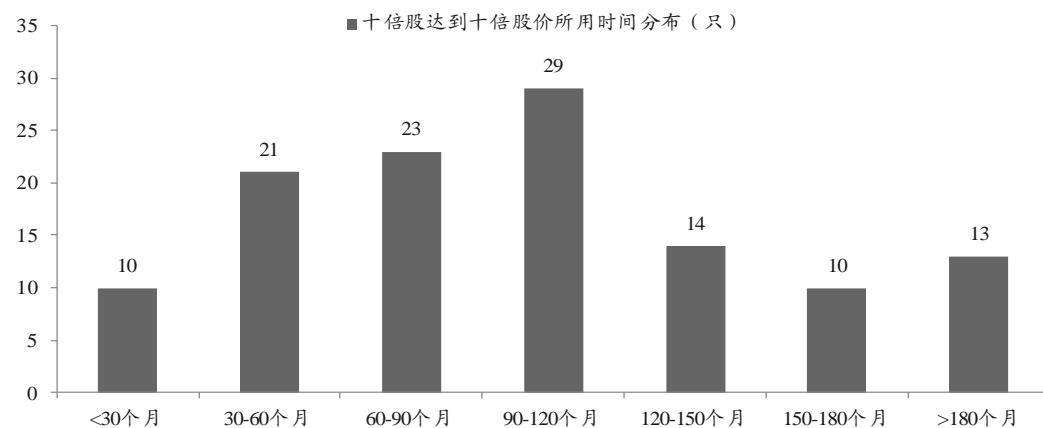
图 8：十倍股年振幅无明显特征



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**8 年成就一只十倍股，年化收益 33%。**以十倍股上市后一年作为起始日，以股价涨幅达到十倍作为终点，其中所用时间定义为成就一只十倍股所需时间。我们的十倍股样本创十倍股价用时均值 100 个月，即 8 年左右，从分布看 60% 的十倍股股价创十倍用时集中在 30-120 个月，即 3-10 年。十倍股成长是一个长期过程，8 年时间意味着成就一只十倍股至少要穿越 A 股一轮牛熊，8 年十倍对应十倍股年化收益率 33.4%，且十倍股在熊市中回撤更小，因此对于十倍股，长期持有及波段择时更优。

图 9：十倍股达到十倍股价用时主要集中在 3-10 年



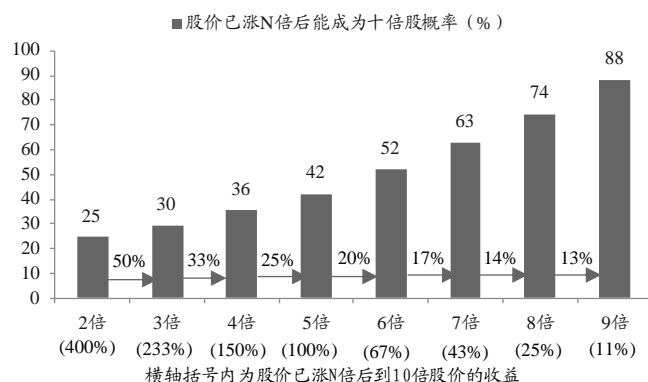
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**十倍股追涨：已经涨了 N 倍还可以买吗？**从买方视角看，多数情况下面对的优质股是股价已经有不错表现，能否继续追加的问题，即已经涨了 N 倍还可以买吗？这个问题类似于一个已经就读重点初中的学生未来能否进入重点大学。我们统计全部 A 股自起始日达到 N 倍股价后继续上涨为十倍股的概率，结果显示股价已涨到 2 倍往后能达到十倍的概率为 25%、3 倍 (30%)、4 倍 (36%)、5 倍 (42%)、6 倍 (52%)、7 倍 (63%)、8 倍 (74%)、9 倍 (88%)。这里需要提示的是股价从 N 倍到 N+1 倍之间涨幅实际是在



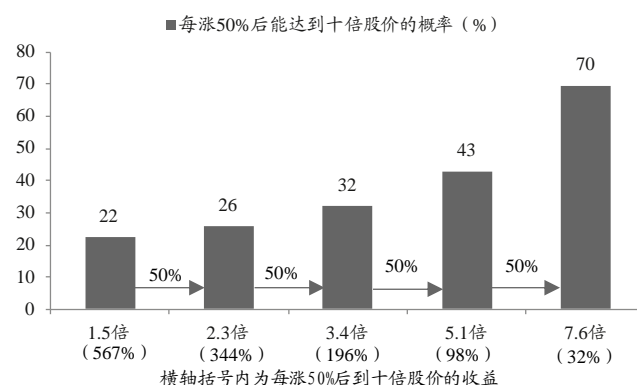
收窄的，2 倍股价上涨了 100%，而从 9 倍到 10 倍仅上涨了 11%。因此我们采用了另一种更为合理的维度统计：全 A 自起始日每涨 50% 后能成为十倍股的概率，结果显示第 1 次涨 50% 后能达到十倍股价的概率为 22.3%、第 2 次（25.9%）、第 3 次（31.9%）、第 4 次（42.8%）、第 5 次（69.5%）。两个视角下都能看出，在股价不断上涨的过程中，行业地位和市场认知度持续提升，且到十倍股的距离在不断缩短，因此十倍股是可以追涨的。

图 10：股价已涨 N 倍后能成为十倍股概率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

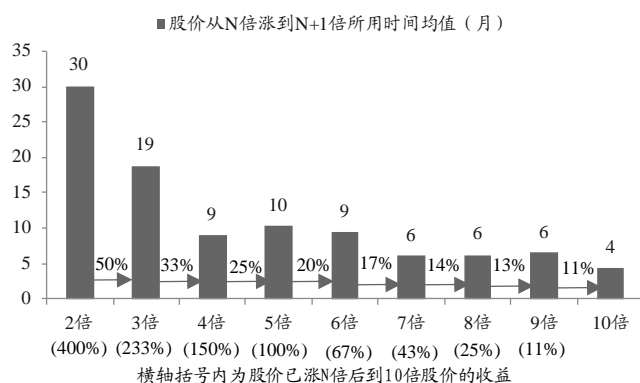
图 11：股价每涨 50% 后能成为十倍股概率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

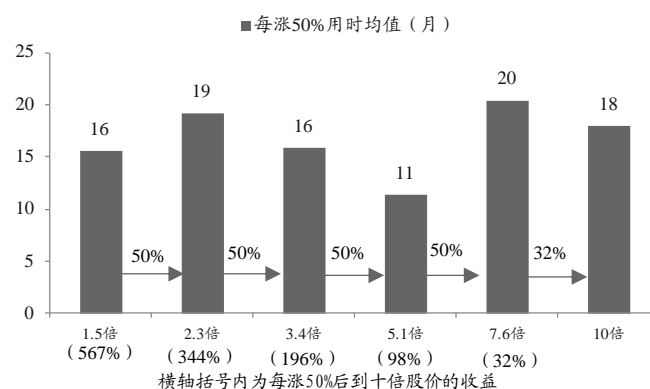
十倍股前期每涨 50% 用时 18 个月，中期涨 50% 用时 14 个月。我们进一步统计十倍股在每阶段上涨所用时间，这背后是市场对十倍股的认知波动。十倍股自起始日到 2 倍股价用时均值为 30.0 个月，而 9 倍到 10 倍仅用 4.4 个月，当然这背后是涨幅缩窄。从更合理的每涨 50% 视角看，十倍股第 1 次上涨 50%（1.5 倍）用时 16 个月，2 次涨 50%（2.3 倍）用时 19 个月，随后同时缩短，3 次涨 50%（3.4 倍）用 16 个月，4 次涨 50%（5.1 倍）用 11 个月，在这之后又出现扩大，5 次涨 50%（7.6 倍）用 20 个月。认识时间波动背后，我们认为十倍股前期股价上涨来自于业绩的持续增长，用时较长。而中期在涨幅已达 3-5 倍后，市场关注度增加，投资者进入使得估值快速提升，这时股价上涨明显加快，如第 4 次涨 50%（5.1 倍）仅用时 11.4 个月，在后期由于股价高位时市场要求的确定性更强，需要业绩逐步兑现，上涨用时再次被拉长，虽然从第 5 次涨 50%（7.6 倍）到最后股价创十倍，期间涨幅已缩窄为 32%，但用时也高达到 18 个月。

图 12：股价从 N 倍涨到 N+1 倍用时逐渐减少



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：每涨 50% 用时前期 &amp; 后期较长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

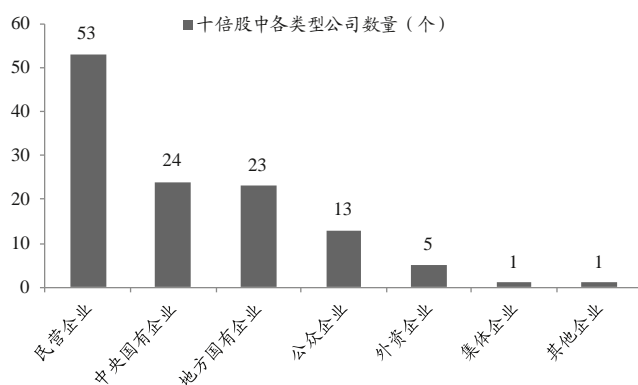
## 2. 公司：属性、控股权、管理层、研发

### 2.1. 民企国企平分秋色、大股东控股低、质押少

**公司属性：民企国企平分秋色。**十倍股样本中民营企业 53 只，占比 44%，国企 47 只，占比 39%，其央企和地方国有分别 24、23 只，占比分别为 20%、19%。

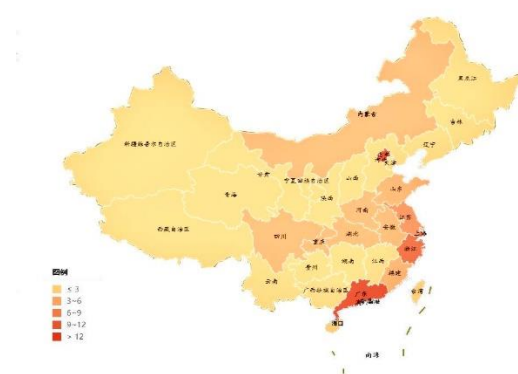
**地区分布：东部沿海+长江经济带。**十倍股公司所在省份，主要集中于东部沿海经济发达区，其中广东 16 家、北京 14 家、浙江 12 家、上海 12 家、江苏 8 家。此外长江经济带中四川 6 家、湖北 5 家、重庆 4 家、安徽 4 家。

图 14：十倍股中民企国企平分秋色



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：十倍股主要分布在东部沿海+长江经济带

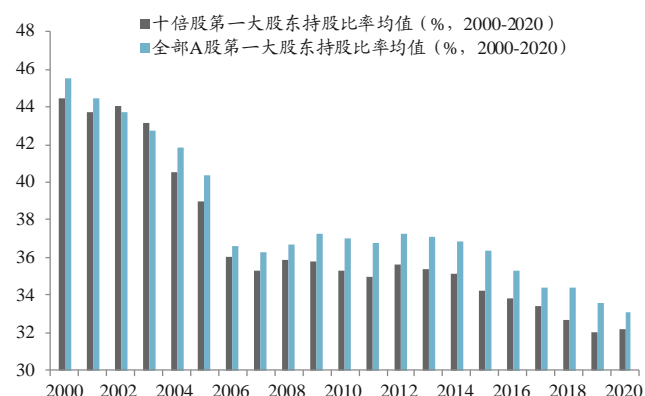


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**股东：第一大股东控股比例略低，波动性更大，股权质押更小。**过去 20 年十倍股第一大股东持股比例略低于全部 A 股（图 13），2000-19 年十倍股和全部 A 股第一大股东持股比例均值分别为 37.0vs38.2%。但十倍股的大股东持股波动更大，稳定性更低。以过去 20 年第一大股东持股比例的标准差作为波动率的衡量指标，十倍股的第一大股东持股波动率中位数为 6.1%，高于全部 A 股的 5.8%。对于市场关注的股权质押：截至 2020/6/30，十倍股第一大股东累计质押数占持股数比例中位数为 32.6%，明显低于全部 A 股的 47.4%，说明十倍股大股东资金诉求及压力更小。

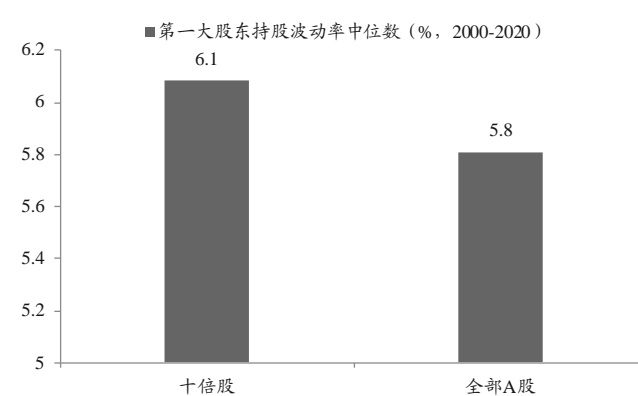
**外延并购：十倍股定增重组更多。**除了内生增长外，外延式并购扩张也是十倍股成长路径，通过外延并购推升业绩增长，扩大市值。统计发现 2000 年以来十倍股发生过定增重组的公司数量占样本总数比例为 35.8%，明显高于全部 A 股的 28.2%。

图 16: 十倍股第一大股东持股比例略低于全部 A 股



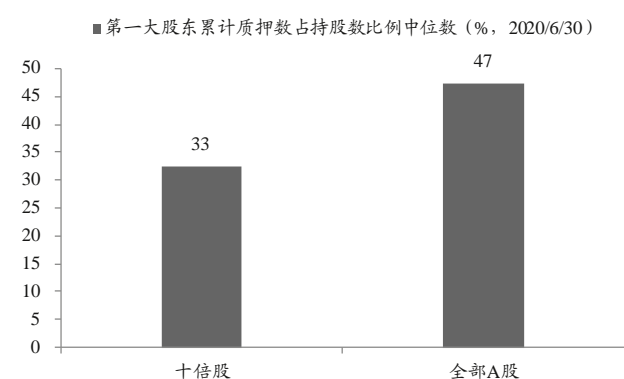
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 十倍股第一大股东持股波动性更大



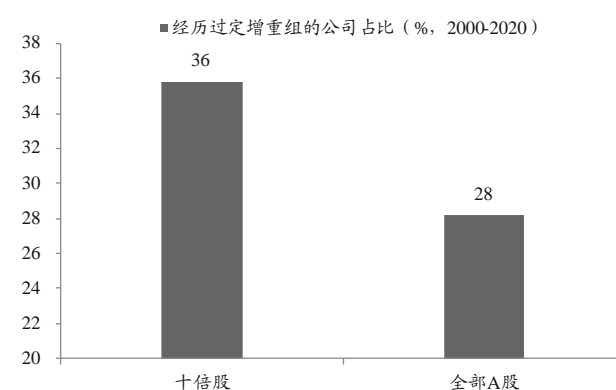
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 十倍股大股东质押占比更低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 十倍股中经历过定增重组的公司占比更高

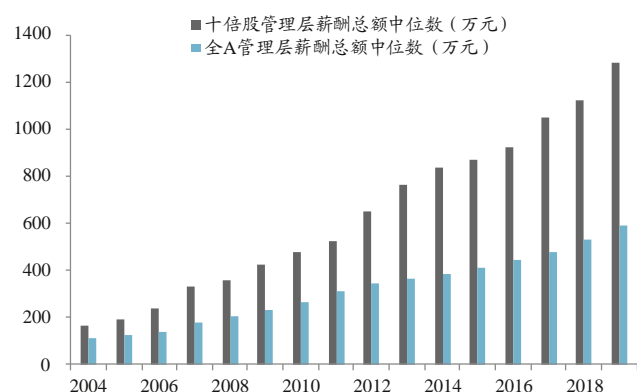


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 管理层薪酬更高，但占利润比重更小

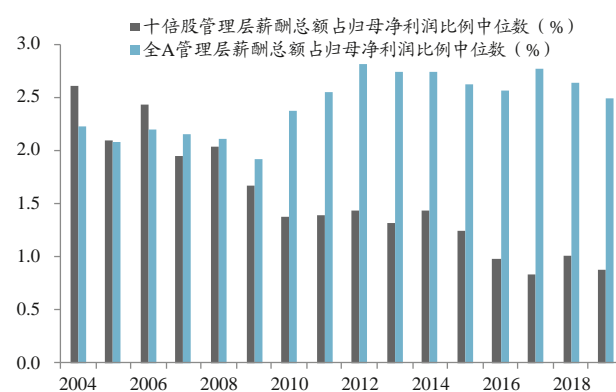
**管理层薪酬:** 十倍股薪酬更高，但占利润比重更小。2004-19 年十倍股管理层薪酬绝对值每年都明显高于全 A 水平，以 2017-19 年为例，十倍股和全部 A 股管理层薪酬总额中位数分别为 1047vs476 万、1125vs534 万、1281vs590 万。优秀公司的可贵之处在于尽管管理层薪酬明显高，但管理层薪酬占净利润比例反而更低，同样以 2017-19 年为例，十倍股和全部 A 股管理层薪酬总额占归母净利润比例中位数分别为 0.8vs2.8%、1.0vs2.6%、0.9vs2.5%。因此直观来看十倍股管理层薪酬高，但并不存在明显的代理人问题，十倍股管理层薪酬占净利润比重反而更低。

图 20: 十倍股管理层薪酬更高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 十倍股管理层薪酬占净利润比重更低

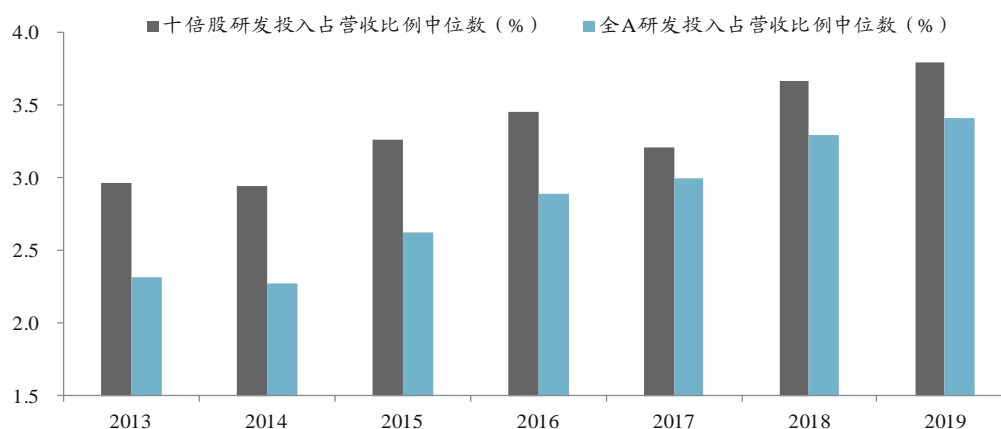


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 高研发投入、高专利产出

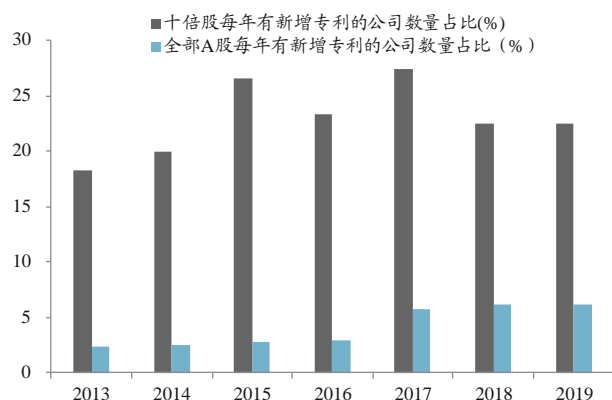
**从研发到专利: 十倍股持久增长的重要推动力。**科技创新是十倍股成长的重要推动力, 具体表现为研发投入和专利技术产出为其提供扎实的竞争优势。十倍股研发支出占比显著高于其他股票 (图 19), 2013-19 年十倍股和全部 A 股研发支出占营收比例中位数的均值分别为 3.3vs2.8%, 而大量研发投入伴随的是后期专利产出, 从覆盖率看, 2013-19 年, 每年拥有新增专利的十倍股数量占总样本数量的比例均值为 23.0%, 明显高于全部 A 股的 4.1%。而在新增专利数量方面十倍股也遥遥领先 (图 21), 2000-19 年十倍股平均新增专利数量均值为 61 个, 远高于全部 A 股的 18 个。

图 22: 十倍股研发投入占营业收入比例更高



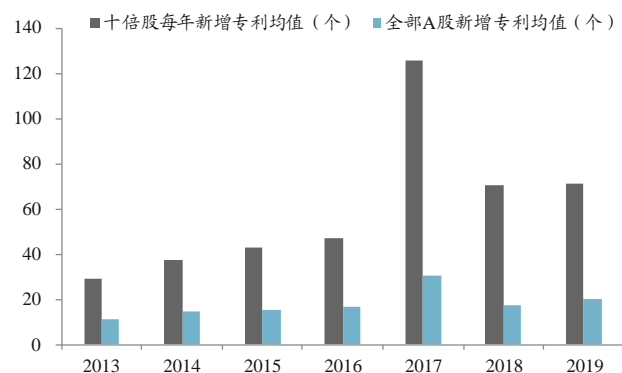
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 十倍股专利覆盖率更高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

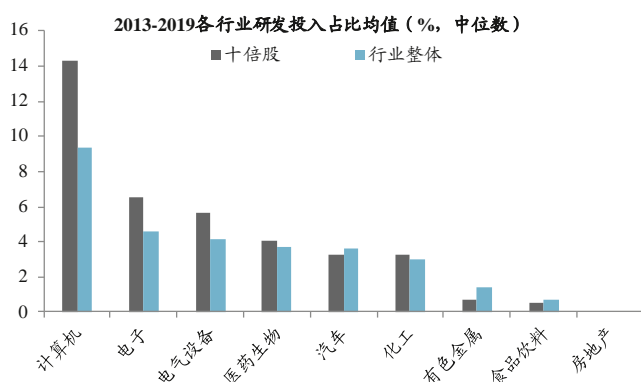
图 24: 十倍股平均新增专利数量高于全部 A 股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

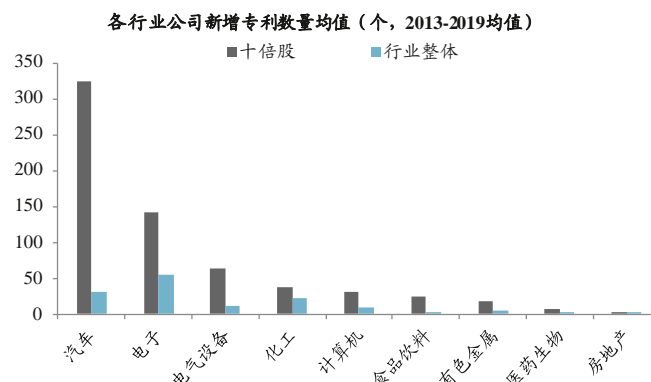
分行业看，十倍股研发和专利还是明显高于同行业水平。考虑到较高的研发占比和专利数量可能与十倍股行业分布有关，因此我们落地到行业层面，将十倍股与所在行业水平进行比较，看真实差异。研发投入看，十倍股分布最多的9个行业中有5个行业十倍股高于同行业水平，其中计算机、电子、电气设备三大行业2013-19年十倍股与所属行业研发投入占营收比重中位数的均值分别为14vs9%、7vs5%、6vs4%。专利数量看，9个行业十倍股全部高于同行业水平，其中汽车、电子、电气设备三大行业2013-19年十倍股与所属行业新增专利数量均值分别为324vs31个、142vs55个、63vs12个。这说明十倍股的研发投入与专利产出明显高于所属行业及全部A股整体水平，科技创新是十倍股重要标签。

图 25: 十倍股研发投入占比高于同行业水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 十倍股平均新增专利数高于同行业水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 业绩：稳定增长、高 ROE 高毛利、现金流充裕

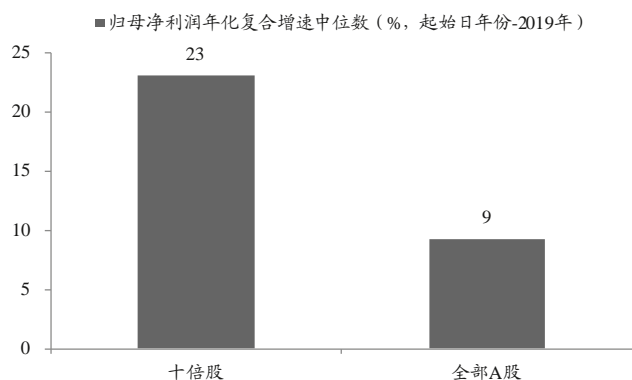
#### 3.1. 净利润年化增速 23%，EPS0.5 元，毛利率 30%

十倍股净利润年化增速 23%，EPS 均值 0.5 元，高增稳定持久。股市从短期来看是“投票机”，从长期来看则是“称重机”，业绩是十倍股上涨的核心动力，采用中位数进



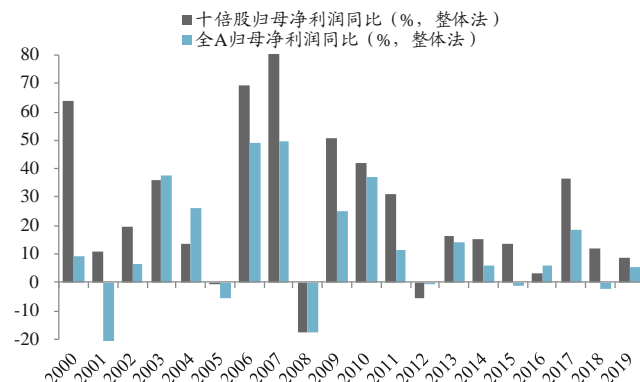
行对比，十倍股从起始日至 2019 年归母净利润年化复合增速的中位数为 23.1%，明显高于全部 A 股的 9.3%，且绝大多数年份十倍股业绩增速都要高于全部 A 股。从 EPS 看，十倍股 2000-19 年 EPS 中位数的均值 0.5 元，明显高于全部 A 股的 0.2 元，且过去 20 年 EPS 中位数均高于全部 A 股，即十倍股有稳定持久的业绩高增。

图 27：十倍股净利润复合增速显著高于全部 A 股



数据来源：Wind，东吴证券研究所

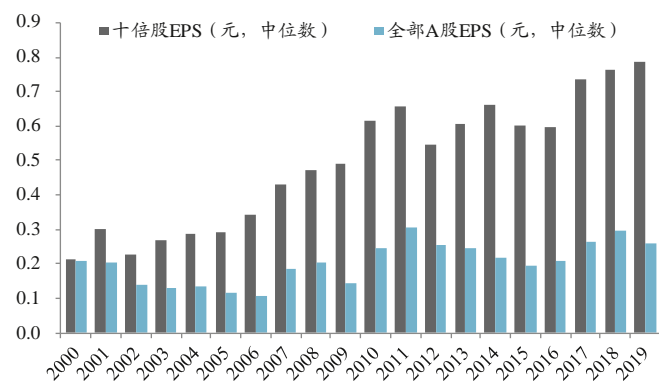
图 28：十倍股净利润同比增速显著高于全部 A 股



数据来源：Wind，东吴证券研究所

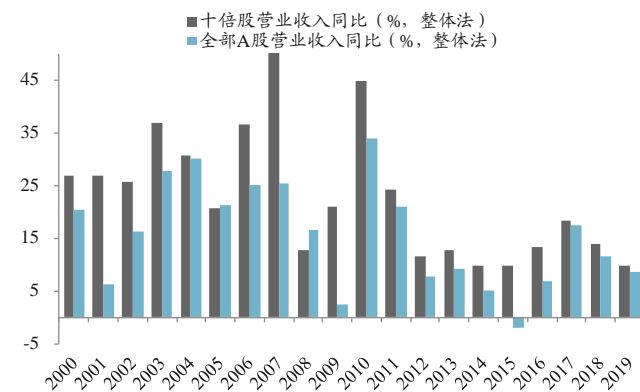
**十倍股高业绩增速的核心是高营收和高毛利率。**按利润表拆分净利润贡献，我们发现十倍股高业绩增速的核心是高营收和高毛利率，其中营业收入看，十倍股 2000-19 年营业收入同比增速均值 24.0%，明显高于全部 A 股的 15.5%。毛利率看，十倍股毛利率中位数的均值为 30.0%，明显高于全部 A 股的 22.6%。三费率中，十倍股销售费用占营收比重中位数均值 5.8%，明显高于全部 A 股的 3.9%。为何十倍股销售费率会更高？我们认为这是十倍股无形资产的一个佐证，十倍股在渠道和品牌效应中做了长期投入，积累品牌影响力后，通过品牌溢价获得高营收和高毛利率，支持业绩增长。此外，十倍股财务费用率更低，2000-19 年十倍股财务费用占营收比重中位数的均值为 0.7%，明显低于全部 A 股的 1.4%。而管理费用上十倍股与全部 A 股差别不大，均值分别为 8.1%、8.2%。

图 29：十倍股 EPS 明显高于全部 A 股



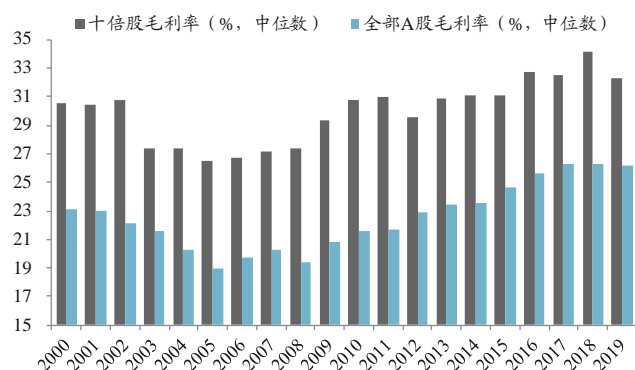
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：十倍股营业收入同比增速高于全部 A 股



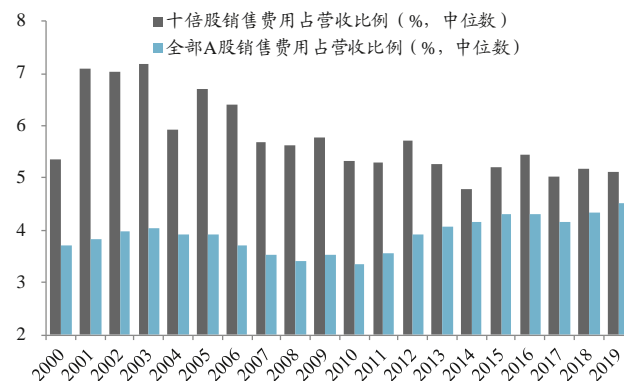
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31: 十倍股毛利率显著高于全部 A 股



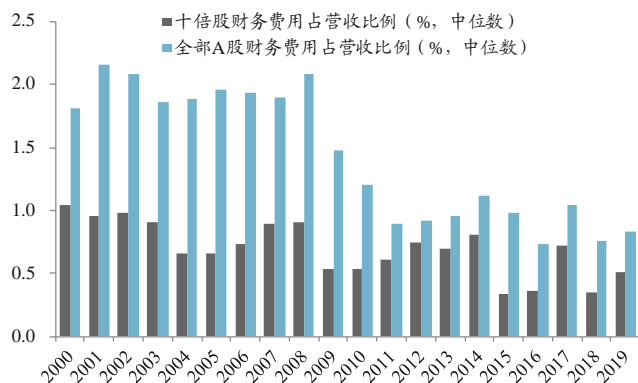
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 32: 十倍股销售费用率明显高于全部 A 股



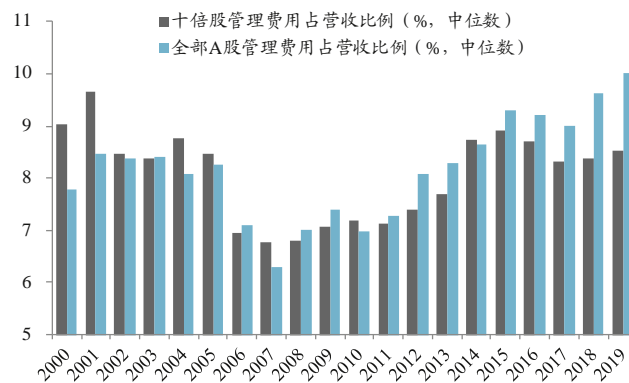
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 33: 十倍股财务费用率明显低于全部 A 股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 34: 十倍股管理费用率与全部 A 股差别不大



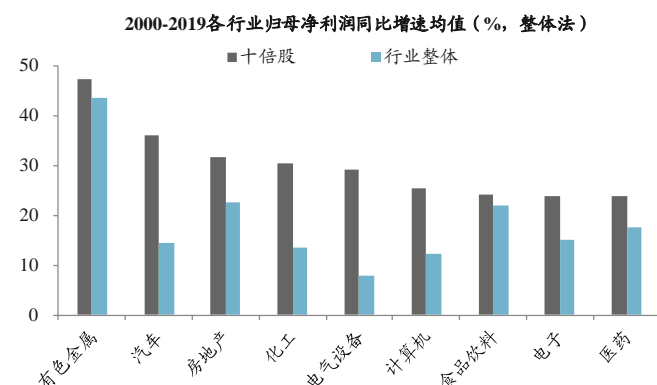
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**分行业看: 十倍股业绩表现同样明显高于行业整体。**与之前类似, 考虑到高业绩增长可能与十倍股行业分布有关, 继续落地到行业层面比较十倍股与所在行业, 看真实差异。十倍股分布最多的 9 个行业净利润增速全部高于同行业水平, 其中有色金属、汽车、房地产是十倍股归母净利润同比增速最高的三个行业, 2000-19 年十倍股与所属行业均值分别为 48vs44%、36vs14%、32vs23%。

**按利润表拆解净利润, 营收是电子、计算机、电气设备等行业高盈利的主要原因, 毛利率对食品饮料、医药、化工等行业业绩增速贡献较多。**营业收入看, 9 个行业十倍股营收同比增速均高于同行业水平, 其中汽车、电子、房地产三大行业 2000-19 年十倍股与所属行业均值分别为 30vs13%、29vs16%、28vs18%。毛利率看, 9 个行业十倍股也均高于同行业水平, 其中食品饮料、医药、化工三大行业十倍股与所属行业毛利率中位数的均值分别为 49vs36%、44vs37%、32vs18%。三费率看, 9 个行业中有 4 个行业十倍股的销售费用率高于同行业水平, 分别是医药、汽车、房地产和化工, 十倍股与所属

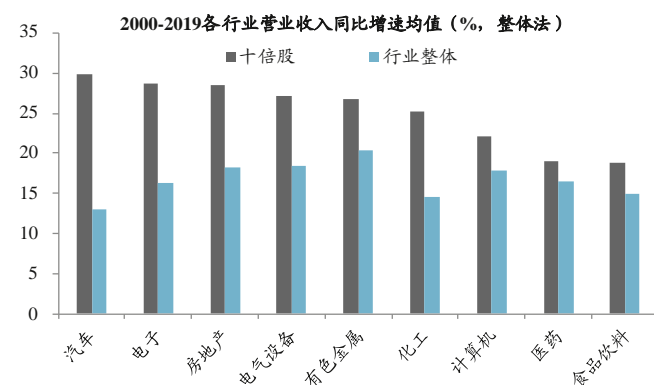
行业销售费用占营收比例中位数的均值分别为 14vs12%、6vs4%、4vs3%、3vs3%。

图 35: 十倍股净利润增速高于同行业水平



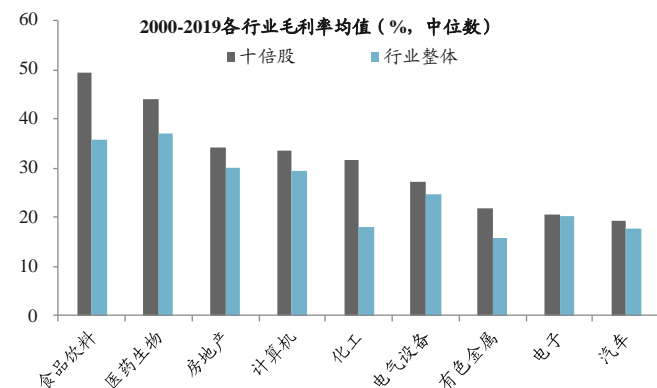
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 36: 十倍股营业收入增速高于同行业水平



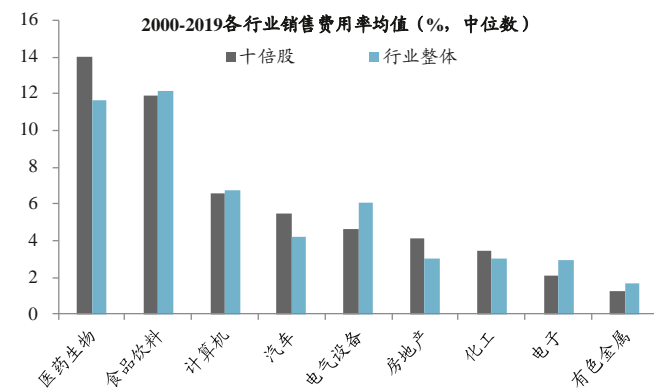
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 37: 十倍股毛利率显著高于同行业水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 38: 十倍股不同行业销售费率相比全 A 高低各异

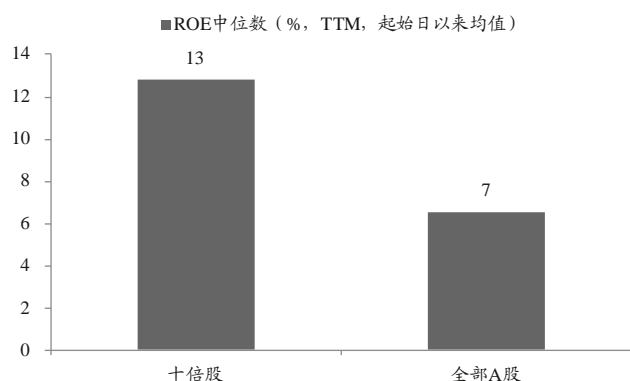


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 十倍股 ROE13%，净利率&高周转是主因

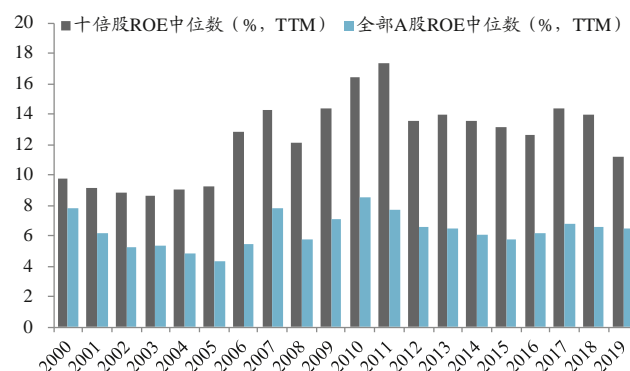
**ROE: 十倍股 ROE13%，净利率和资产周转率是主因。**我们从净利润推进到十倍股净资产收益率(ROE)也得到同样的结论。十倍股 ROE 过去 20 年均值的中位数 12.8%，明显高于全部 A 股的 6.6%。杜邦拆解发现，净利率是十倍股高 ROE 的主因，资产周转率亦有较大贡献。2000-19 年十倍股销售净利率中位数的均值 9.8%，明显高于全部 A 股的 6.0%。十倍股资产周转率中位数均值 0.66 次，明显高于全部 A 股的 0.54 次。

图 39: 十倍股 ROE 均值明显高于全部 A 股



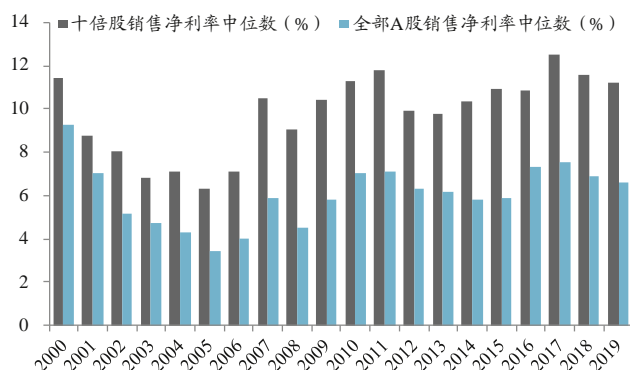
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 40: 十倍股 ROE 显著高于全部 A 股



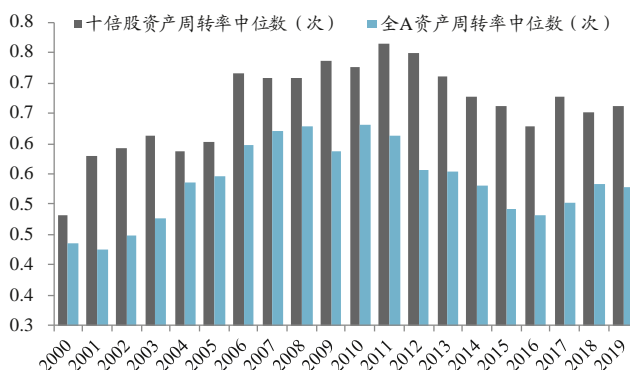
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 十倍股销售净利率明显高于全部 A 股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 42: 十倍股资产周转率显著高于全部 A 股

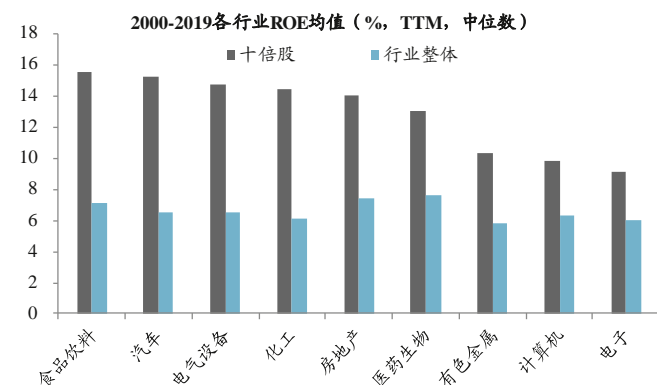


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分行业看十倍股 ROE 仍明显高于同业水平。我们继续落地到行业层面, 将十倍股与行业整体水平进行比较, 看真实差异。9 个行业十倍股 ROE 全部高于同行业水平, 其中食品饮料、汽车、电气设备是十倍股 ROE 最高的三个行业, 2000-19 年这三大行业十倍股和所属行业 ROE 中位数的均值分别为 16vs7%、15vs7%、15vs7%。

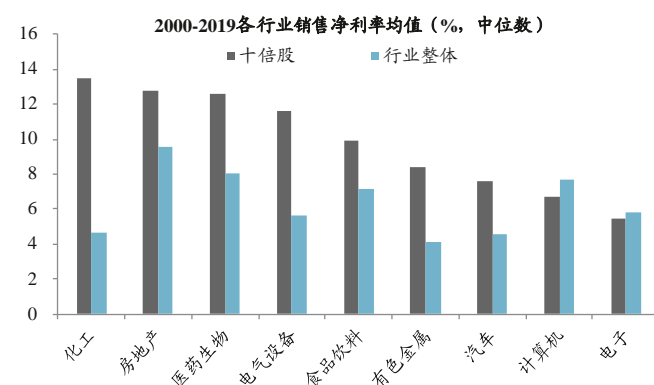
根据杜邦拆解 ROE, 净利率是化工、房地产、医药等行业高 ROE 的主要原因, 资产周转率对汽车、计算机、电气设备等行业贡献较大。净利率看, 9 个行业中有 7 个行业十倍股高于同行业水平, 其中化工、房地产、医药三大行业 2000-19 年十倍股和所属行业销售净利率中位数的均值分别为 13vs5%、13vs10%、13vs8%。资产周转率看, 9 个行业中有 8 个行业十倍股高于同行业水平, 其中汽车、计算机、电气设备三大行业十倍股和所属行业资产周转率中位数的均值分别为 1.0vs0.7 次、0.8vs0.6 次、0.8vs0.5 次。资产负债率看, 9 个行业中有 5 个行业十倍股高于同行业水平, 其中房地产、汽车、化工三个行业十倍股和所属行业资产负债率中位数的均值分别为 69vs63%、54vs49%、51vs47%。

图 43: 十倍股 ROE 高于同行业水平



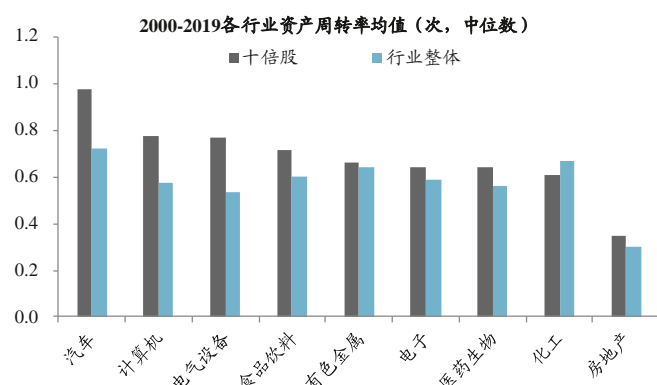
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 44: 十倍股净利率高于同行业水平



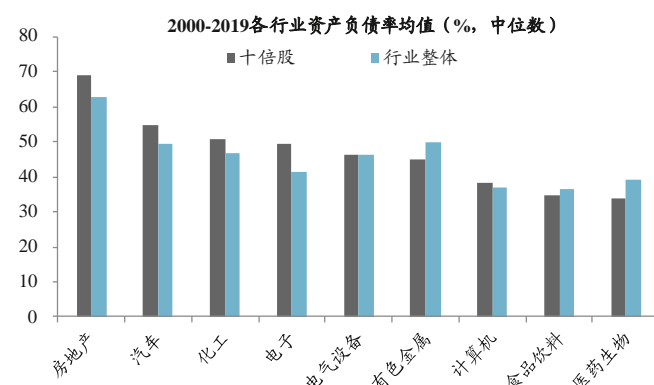
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 45: 十倍股资产周转率高于同行业水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 46: 十倍股资产负债率与同行业差别不大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

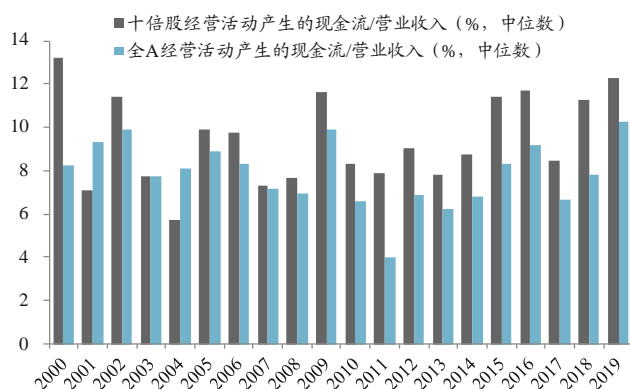
### 3.3. 十倍股现金流充裕

**现金流: 十倍股现金流更充裕。**作为企业业务发展的重要支撑,十倍股的现金流更加充裕,2000-19年十倍股经营活动产生的现金流占营收比例中位数的均值为9.4%,明显高于全部A股的7.9%。充裕的现金流可以更好地支持十倍股的业务发展,为十倍股的成长的扩展提供了扎实的推动力。

**分行业来看,十倍股现金流占营收比例也均高于同行业水平。**我们继续落地到行业层面,将十倍股与行业整体水平进行比较,看真实差异。9个行业中有8个行业十倍股现金流占营收比例高于同行业水平,其中化工、食品饮料、医药是最高的三个行业,2000-19年十倍股和所属行业经营产生现金流/营收中位数的均值分别为16vs8%、13vs11%、11vs9%。

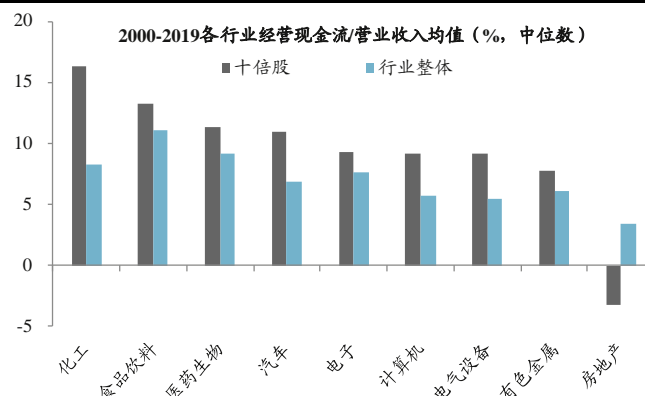


图 47: 十倍股现金流占营收比例高于全部 A 股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 48: 十倍股现金流占营收比例高于同行业水平



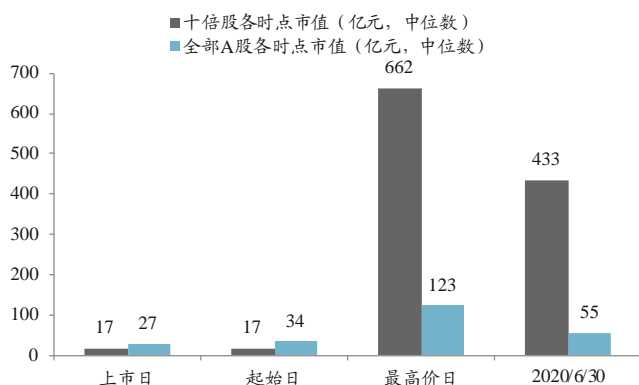
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4. 估值: 起步小市值高估值、长期高 $\alpha$ 低 $\beta$ 、高股息

### 4.1. 起步小市值高估值，长期业绩消化为低估值

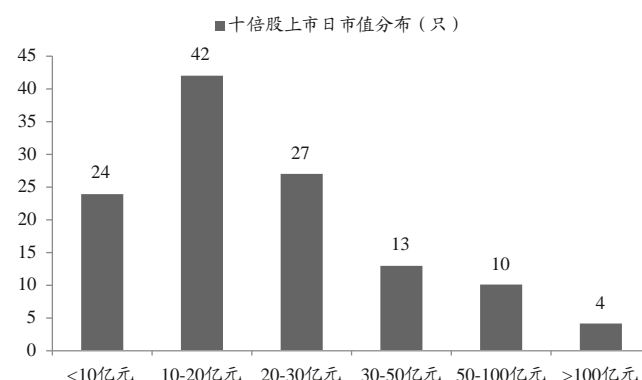
十倍股起步主要集中于 30 亿元以下小市值。毫无疑问十倍股普遍都是大市值公司，但它们大多是小市值起步，十倍股上市日市值中位数 17 亿元，低于全部 A 股的 27 亿元，30 亿元以下占比达到 78%。十倍股起始日（上市一年后）市值中位数 17 亿元，同样低于全部 A 股 34 亿元。起步低市值给了更大增长空间，在股价最高价日，十倍股市值中位数 662 亿元，远超全部 A 股 123 亿元。截至目前（2020/6/30，下同），十倍股的市值中位数 433 亿元，是全部 A 股（55 亿元）的近 8 倍。

图 49: 十倍股起步市值低于全部 A 股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 50: 十倍股上市初期市值集中 30 亿元以下

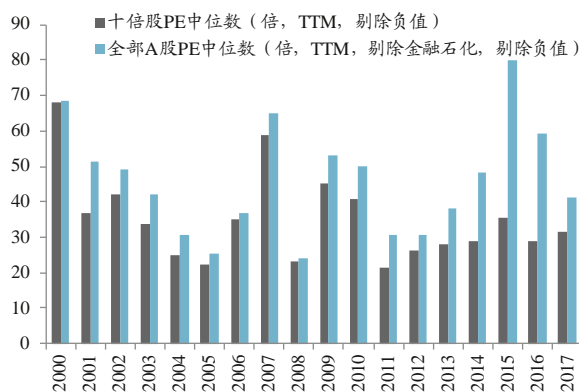


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

十倍股起步 47 倍 PE 高估值，往后逐步消化为低估值。十倍股起步市值偏小，但估值不低，上市日十倍股 PE 中位数（TTM，下同）46.6 倍，明显高于全部 A 股的 37.7 倍，这说明在上市时市场就已经给十倍股以高估值，但上市一年后，十倍股起始日 PE

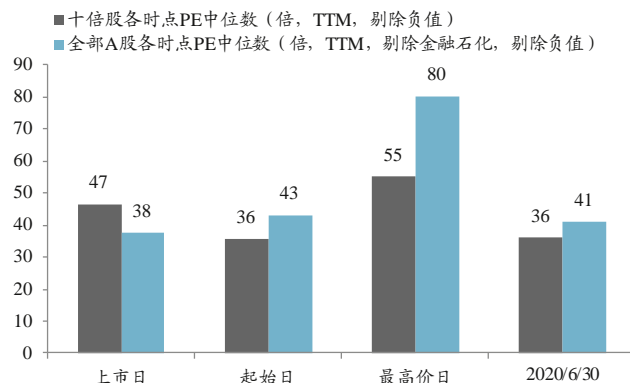
中位数为 35.8 倍，已低于全部 A 股的 43.2 倍，拉长时间看，十倍股估值整体略低于全部 A 股（剔除金融石油石化），2000-19 年十倍股 PE（TTM，中位数）均值 33.8 倍，低于全部 A 股（剔除金融石油石化）44.1 倍。起步估值高隐含市场一开始就对十倍股有期待，但后续稳定的业绩增长逐步消化估值，使得十倍股的估值并没有一飞冲天。

图 51：十倍股估值低于全 A（剔除金融石化）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

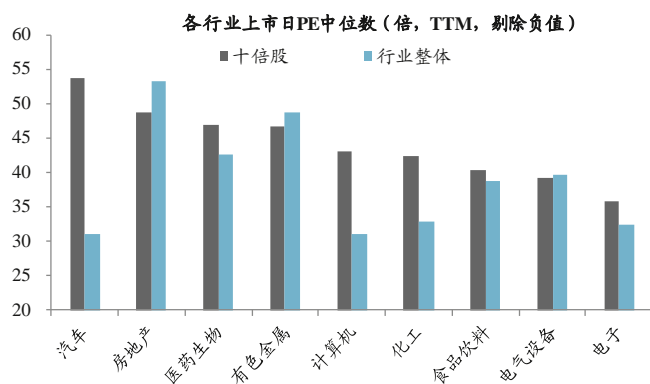
图 52：十倍股起步高估值，往后被业绩消化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

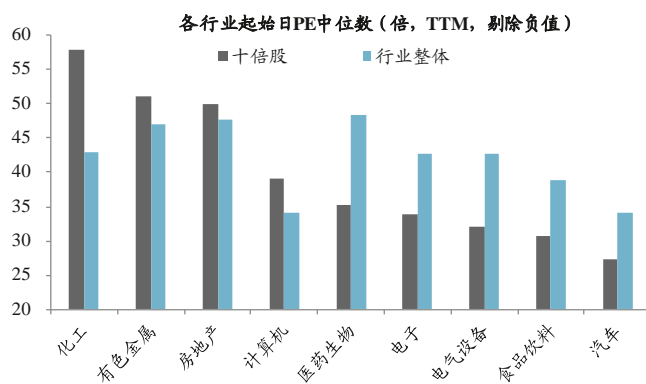
分行业看，十倍股起步估值高于同行业水平，逐步消化估值后低于同行业。我们继续落地到行业层面，将十倍股与行业整体水平进行比较，看真实差异。在上市日，9 个行业中有 6 个行业十倍股 PE 高于同行业水平，其中汽车、医药、计算机十倍股和所属行业上市日 PE 分别为 54vs31 倍、47vs43 倍、43vs31 倍。但上市一年后的起始日，9 个行业中有 5 个行业十倍股 PE 低于同行业水平，其中医药、电子、电气设备十倍股和所属行业起始日 PE 分别为 35vs48 倍、34vs43 倍、32vs43 倍。而在最高价日，9 个行业中 8 个行业十倍股 PE 低于同行业水平，其中汽车、化工、电气设备十倍股和所属行业起始日 PE 分别为 16vs63 倍、21vs70 倍、30vs90 倍。

图 53：多数行业十倍股上市日 PE 高于同行业水平



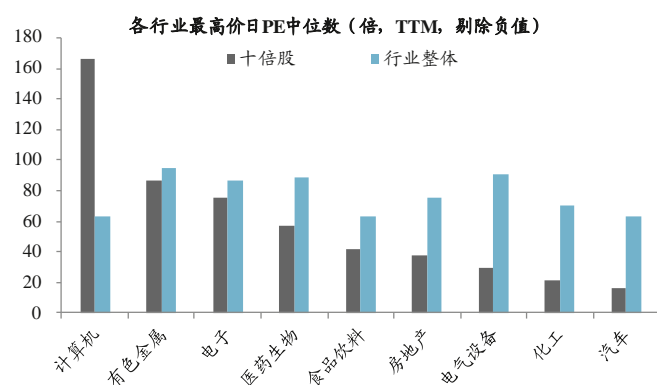
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 54：多数行业十倍股起始日 PE 低于同行业水平



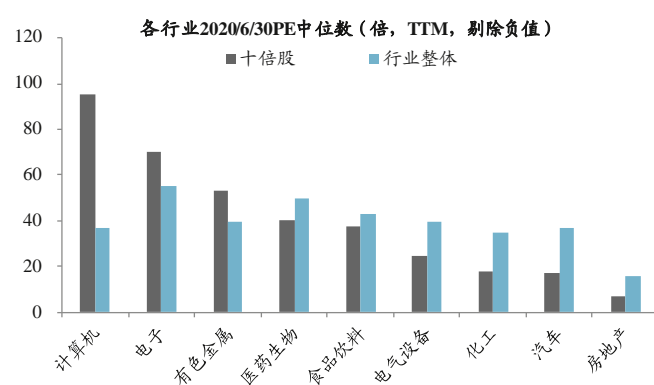
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 55: 多数行业十倍股最高价日 PE 低于同行业水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 56: 多数行业十倍股当前 PE 低于同行业水平

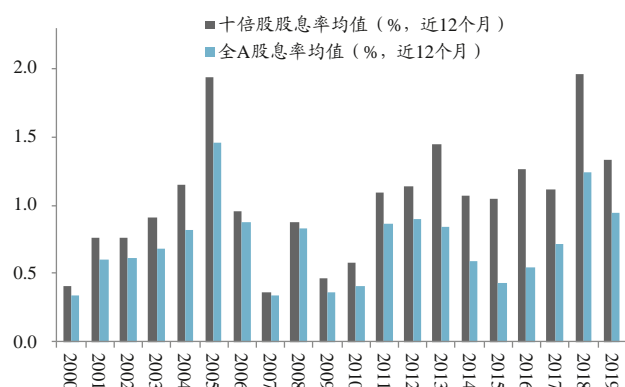


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 高 $\alpha$ 低 $\beta$ 、高股息

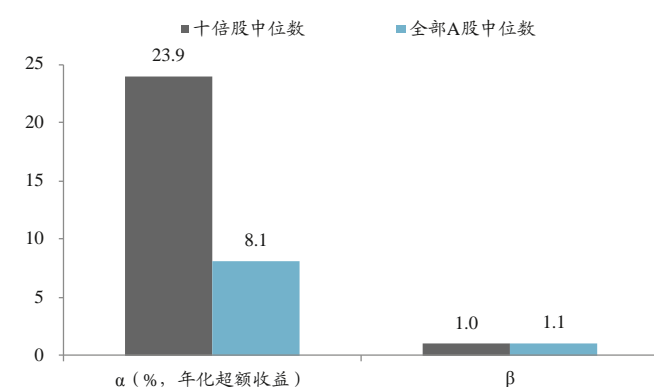
**十倍股高 $\alpha$ 低 $\beta$ 、高股息。**在估值的最后一部分, 我们研究十倍股的超额收益水平和系统风险, 从 2000/1/1-2020/6/30, 个股收益率选取周频数据, benchmark 选择上证综指。结果显示, 十倍股年化 $\alpha$ 中位数 23.9%, 显著高于全部 A 股的 8.1%, 而十倍股 $\beta$ 中位数为 0.99, 低于全部 A 股的 1.09, 即十倍股是典型的高 $\alpha$ 低 $\beta$ 个股, 这自然符合自下而上的择股审美, 长期持有获得稳定增长, 避免择时造成的波动。此外, 十倍股也是高股息股, 稳定持久股息率是公司实际支付能力的代表, 也从侧面印证了前面对于十倍股业绩稳定持久增长的判断, 过去二十年十倍股股息率均值为 1.03%, 明显高于全部 A 股的 0.72%。

图 57: 十倍股股息率高于全部 A 股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 58: 十倍股具有高阿尔法值&amp;低贝塔值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

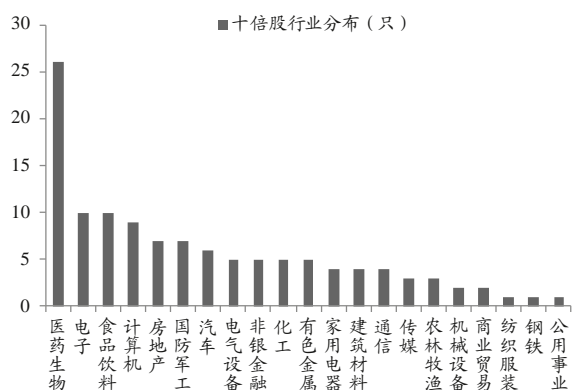
## 5. 行业：科技、消费主阵营

### 5.1. 科技、消费是主阵营，行业轮动服从产业更迭

十倍股主要分布于消费和科技行业。75 只十倍股涌现于消费和科技行业，占比 63%。前五大行业医药 26 只（22%）、电子 10 只（8%）、食品饮料 10 只（8%）、计算机 9 只（8%）、房地产 7 只（6%）。此外，周期性行业中也涌现出大批十倍股，其中国防军工有 7 只（5.8%），电气设备、化工、有色金属均有 5 只（4.2%）。

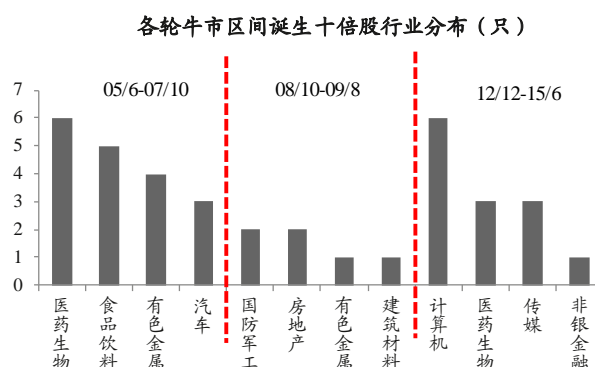
十倍股行业分布服从产业周期轮动规律。受政策方向和产业升级影响，我国经济增长存在着明显的产业周期，例如 1990-2000 年的消费制造时代，2000-2010 年的工业制造时代和 2010 年至今的智能制造时代，十倍股行业往往集中于产业周期中的主导产业，而各个阶段的主导产业则依托于背后的宏观背景。2000 年中国进入工业制造时代，加入 WTO 和一系列房地产新政等为经济注入新动力，房地产行业成为本轮产业周期的主导产业，在 05/6-07/10 和 08/10-09/8 两轮牛市中，大量十倍股涌现在地产产业链上。2010 年进入智能制造时代，受益于美国开启新一轮科技周期，中国信息技术与新兴消费开始崛起，其中硬件设施作为科技股行情传导的第一棒，TMT 行业成为了 12/12-15/6 牛市中的主导产业，是本轮牛市中十倍股诞生最多的行业。而在各轮产业周期中有一个共性，就是医药行业在每个阶段都涌现出了大量的十倍股，尤其在 05/6-07/10 这轮牛市中实际上医药是十倍股诞生最多的行业。这主要是由于医改贯穿了 05 年以来的三轮牛市，其中 06 年国务院成立医药卫生体制改革工作小组，开启新一轮医改，09 年开始政府加大对医疗的投入，基层医疗强化，基本药物制度得到推进，18 年更提出医改新要求：公立医院改革、医保控费、药价改革等新政，医药行业整体从中受益。

图 59：十倍股行业主要集中于消费&TMT



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 60：十倍股行业轮动服从产业更迭



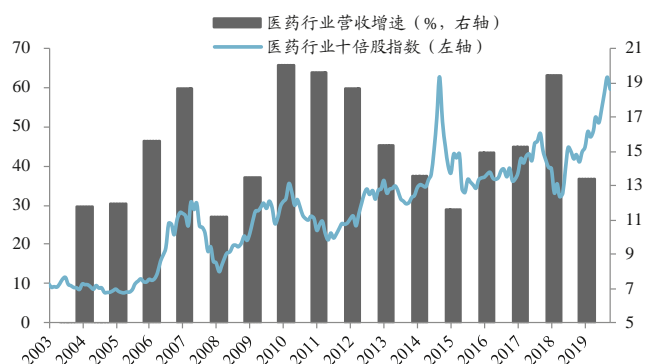
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5.2. 消费、科技、周期十倍股上涨形态迥异

十倍股行业属性差异较大，行业增速与股价也呈现截然不同的表现。选取十倍股占比居前的行业，根据行业属性分为以下几大类：消费（医药、食品饮料）、周期（房地产、有色金属）、科技（电子、计算机）。以我们股票池中的该行业十倍股，构建行业十倍股股价指数，我们发现消费、科技、周期十倍股上涨形态迥异。

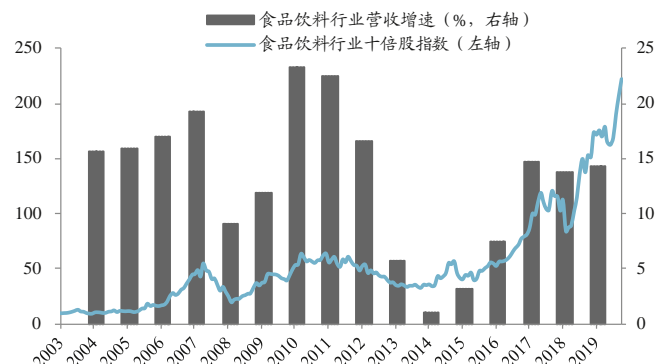
**消费行业十倍股不需要择时，行业规模持续稳定扩展。**医药、食品饮料十倍股指数在过去近二十年一直处于上升区间，基本不需要择时，这背后是消费行业确定性较强、受宏观经济影响波动较小，以医药、食品饮料行业为例，其营业收入长期保持 15%-20% 增速，持续稳定扩张的行业，其十倍股股价指数也保持稳定上行。

图 61：医药行业不需择时持续稳定扩张



数据来源：Wind，东吴证券研究所

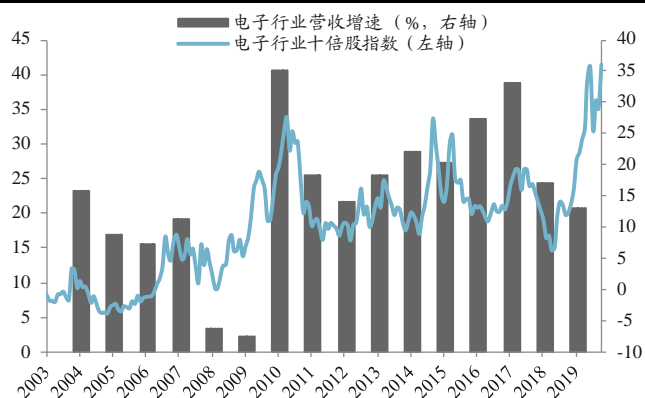
图 62：食品饮料行业不需择时持续稳定扩张



数据来源：Wind，东吴证券研究所

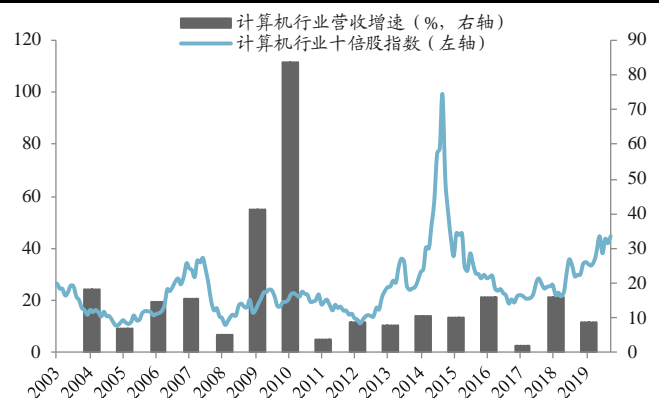
**科技类行业十倍股需择时，服从科技行业 3-5 年左右产业周期。**与消费行业十倍股表现不同，科技十倍股股价存在明显的波动周期，需要择时。科技行业无疑是好赛道，但科技行业存在 3-5 年的创新产业周期，体现在股价上，计算机、电子行业十倍股波动明显，2012-15 年连续三年上行，2016-2018 年连续三年回调，实际上电子、计算机行业收入增速波动就很大，上行周期中有 25-40% 的增速，但回落阶段增速普遍在 20% 以内，科技类行业十倍股需要对产业周期用比较充分的把握。

图 63：电子行业服从科技行业 3-5 年产业周期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 64：计算机行业服从科技行业 3-5 年产业周期

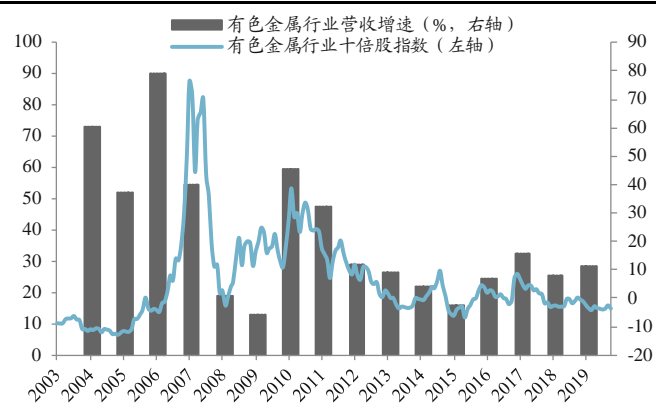


数据来源：Wind，东吴证券研究所



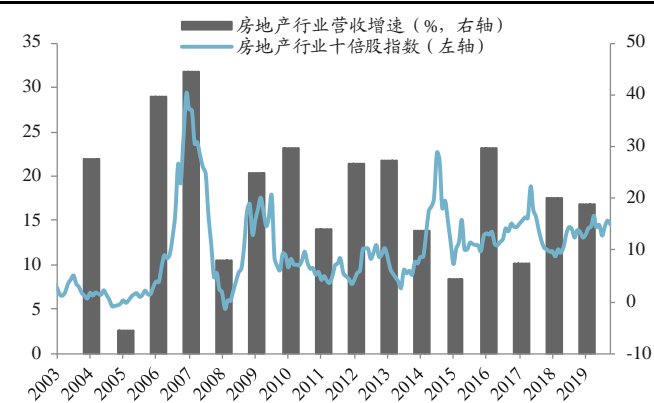
周期类十倍股上涨区间较少，上行区间主要集中于行业天花板出现之前。消费十倍股基本不需择时，科技十倍股需择时，但周期十倍股多数时间是在等待。本身周期行业受宏观经济影响波动较大，且存在明显的行业天花板，十倍股的主要上涨阶段往往集中于行业快速扩张时期。以有色金属行业为例，十倍股股价整体大幅上涨的区间集中在2005-07年、2009-10年，最近十年也只有2016-17年有较好表现，这背后一个明显特征是2011年之前经济高速增长，有色行业可以获得每年30%以上的收入增速，但2012年经济开始增速换挡后，有色行业收入增速就落入到10%以内，传统行业遭遇天花板后，无论是诞生的十倍股数量以及股价表现，都大打折扣。

图 65：有色行业存在明显天花板上漲区间少



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 66：房地产行业存在天花板上漲时间少



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 6. 展望：20 只未来可能的十倍股

十倍股系列一侧重于数据挖掘的视角，从涨跌、股权、财务、估值、行业五个角度寻找 A 股十倍股特殊基因，我们以这些特殊基因作为审美标准，我们筛选出 20 只未来的十倍股。

表 1：筛选标准

| 筛选指标 |                            | 筛选条件              |
|------|----------------------------|-------------------|
| 涨跌   | 起始日                        | 2010 年 1 月 1 日以后  |
|      | 自起始日以来历史最大涨幅               | 大于 300% & 小于 900% |
|      | 起始日至 2020/6/30 涨幅          | 小于 900%           |
| 公司自身 | 管理层薪酬总额均值（起始日-2019 年，下同）   | 大于 200 万元         |
|      | 管理层薪酬占营收比例均值               | 小于 2%             |
|      | 第一大股东累计质押占比（截至 2020/6/30）  | 小于 40%            |
|      | 研发支出占营收比例均值                | 大于 2%             |
| 业绩   | 归母净利润年化复合增速（起始日-2019 年，下同） | 大于 10%            |
|      | 毛利率均值                      | 大于 20%            |
|      | 销售费用率均值                    | 大于 2%             |

|    |                  |          |
|----|------------------|----------|
| 估值 | ROE 均值           | 大于 8%    |
|    | 销售净利率均值          | 大于 7%    |
|    | 资产周转率均值          | 大于 0.4 次 |
|    | 经营活动产生现金流/营业收入均值 | 大于 8%    |
|    | 上市日市值            | 小于 80 亿元 |
|    | 2020/6/30 市值     | 大于 90 亿元 |
|    | 年化 $\alpha$      | 大于 10%   |
|    | 股息率均值            | 大于 0.3%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

附录：

表 2：20 只未来可能的十倍股（当前数据截至 2020/9/30）

| 代码        | 股票简称 | 所属行业 | 起始日期<br>(上市后<br>一年) | 起始日以来最<br>大涨幅 (%) | 起始日至今<br>涨幅 (%) | 当前市值<br>(亿元) | 当前 PE<br>(TTM) | 净利润复合增<br>速 (%，起始日-<br>2019) | ROE 均值<br>(%，起始日-<br>2019) |
|-----------|------|------|---------------------|-------------------|-----------------|--------------|----------------|------------------------------|----------------------------|
| 002821.SZ | 凯莱英  | 医药生物 | 2017/11             | 305               | 305             | 612          | 96             | 27                           | 17                         |
| 300529.SZ | 健帆生物 | 医药生物 | 2017/08             | 401               | 401             | 568          | 80             | 42                           | 24                         |
| 002901.SZ | 大博医疗 | 医药生物 | 2018/09             | 318               | 318             | 367          | 70             | 25                           | 26                         |
| 300357.SZ | 我武生物 | 医药生物 | 2015/01             | 463               | 460             | 294          | 107            | 26                           | 22                         |
| 300009.SZ | 安科生物 | 医药生物 | 2010/10             | 536               | 536             | 221          | 159            | 10                           | 12                         |
| 300702.SZ | 天宇股份 | 医药生物 | 2018/09             | 712               | 657             | 166          | 23             | 258                          | 20                         |
| 002690.SZ | 美亚光电 | 机械设备 | 2013/07             | 468               | 433             | 324          | 67             | 17                           | 17                         |
| 603638.SH | 艾迪精密 | 机械设备 | 2018/01             | 459               | 459             | 352          | 77             | 52                           | 20                         |
| 002595.SZ | 豪迈科技 | 机械设备 | 2012/06             | 590               | 377             | 214          | 21             | 23                           | 17                         |
| 300188.SZ | 美亚柏科 | 计算机  | 2012/03             | 896               | 536             | 160          | 55             | 21                           | 10                         |
| 300036.SZ | 超图软件 | 计算机  | 2010/12             | 399               | 294             | 90           | 41             | 19                           | 8                          |
| 300037.SZ | 新宙邦  | 化工   | 2011/01             | 335               | 335             | 235          | 55             | 13                           | 10                         |
| 002643.SZ | 万润股份 | 化工   | 2012/12             | 520               | 375             | 165          | 33             | 25                           | 9                          |
| 002916.SZ | 深南电路 | 电子   | 2018/12             | 312               | 275             | 570          | 38             | 77                           | 22                         |
| 300661.SZ | 圣邦股份 | 电子   | 2018/06             | 623               | 623             | 467          | 212            | 70                           | 14                         |
| 601222.SH | 林洋能源 | 电气设备 | 2012/08             | 420               | 101             | 124          | 15             | 13                           | 10                         |
| 601567.SH | 三星医疗 | 电气设备 | 2012/06             | 610               | 141             | 91           | 9              | 22                           | 13                         |
| 002396.SZ | 星网锐捷 | 通信   | 2011/06             | 504               | 363             | 148          | 28             | 17                           | 12                         |
| 603208.SH | 江山欧派 | 轻工制造 | 2018/02             | 405               | 287             | 124          | 39             | 71                           | 17                         |
| 002372.SZ | 伟星新材 | 建筑材料 | 2011/03             | 558               | 341             | 252          | 28             | 21                           | 20                         |

数据来源：Wind，东吴证券研究所，未来十倍股由表 1 条件筛选，不代表投资建议

表 3: A 股 120 只十倍股名单 (当前数据截至 2020/9/30)

| 代码        | 股票简称 | 所属行业 | 起始日期<br>(上市后<br>一年) | 起始日以来最<br>大涨幅 (%) | 起始日至今<br>涨幅 (%) | 当前市值<br>(亿元) | 当前 PE<br>(TTM) | 净利润复合增<br>速 (% 起始日-<br>2019) | ROE 均值<br>(%, 起始日-<br>2019) |
|-----------|------|------|---------------------|-------------------|-----------------|--------------|----------------|------------------------------|-----------------------------|
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 医药生物 | 2001/10             | 18280             | 17852           | 4767         | 85             | 26                           | 19                          |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 医药生物 | 2005/06             | 14753             | 14753           | 1040         | 81             | 26                           | 18                          |
| 000661.SZ | 长春高新 | 医药生物 | 2000/01             | 12546             | 12546           | 1496         | 63             | 24                           | 9                           |
| 600436.SH | 片仔癀  | 医药生物 | 2004/06             | 9606              | 9606            | 1468         | 98             | 26                           | 17                          |
| 002001.SZ | 新和成  | 医药生物 | 2005/06             | 7279              | 7279            | 640          | 20             | 29                           | 19                          |
| 000538.SZ | 云南白药 | 医药生物 | 2000/01             | 7610              | 6478            | 1302         | 30             | 26                           | 20                          |
| 600763.SH | 通策医疗 | 医药生物 | 2000/01             | 4287              | 4287            | 685          | 171            | -                            | -9                          |
| 002030.SZ | 达安基因 | 医药生物 | 2005/08             | 6379              | 3464            | 307          | 38             | 9                            | 11                          |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 医药生物 | 2000/01             | 3057              | 2987            | 464          | 30             | 29                           | 13                          |
| 600511.SH | 国药股份 | 医药生物 | 2003/11             | 3348              | 2577            | 329          | 22             | 28                           | 16                          |
| 600529.SH | 山东药玻 | 医药生物 | 2003/06             | 2316              | 2316            | 268          | 53             | 12                           | 8                           |
| 002044.SZ | 美年健康 | 医药生物 | 2006/05             | 3407              | 2300            | 555          | -33            | -                            | 8                           |
| 600521.SH | 华海药业 | 医药生物 | 2004/03             | 2221              | 2221            | 466          | 57             | 11                           | 12                          |
| 600867.SH | 通化东宝 | 医药生物 | 2000/01             | 2993              | 1975            | 277          | 34             | 16                           | 8                           |
| 600079.SH | 人福医药 | 医药生物 | 2000/01             | 1964              | 1964            | 436          | 49             | 18                           | 8                           |
| 002038.SZ | 双鹭药业 | 医药生物 | 2005/09             | 4733              | 1835            | 120          | 37             | 21                           | 19                          |
| 600196.SH | 复星医药 | 医药生物 | 2000/01             | 2313              | 1645            | 1259         | 36             | 19                           | 13                          |
| 002022.SZ | 科华生物 | 医药生物 | 2005/07             | 4971              | 1451            | 93           | 36             | 10                           | 19                          |
| 000963.SZ | 华东医药 | 医药生物 | 2001/01             | 2392              | 1414            | 432          | 15             | 24                           | 21                          |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 医药生物 | 2000/01             | 2627              | 1328            | 260          | -36            | -                            | 17                          |
| 600572.SH | 康恩贝  | 医药生物 | 2005/04             | 2592              | 1187            | 139          | -55            | -                            | 12                          |
| 600739.SH | 辽宁成大 | 医药生物 | 2000/01             | 2396              | 1038            | 356          | 26             | 11                           | 13                          |
| 000028.SZ | 国药一致 | 医药生物 | 2000/01             | 2050              | 979             | 198          | 16             | -                            | 15                          |
| 600055.SH | 万东医疗 | 医药生物 | 2000/01             | 2218              | 965             | 74           | 32             | 9                            | 7                           |
| 600535.SH | 天士力  | 医药生物 | 2003/08             | 2292              | 930             | 255          | 32             | 13                           | 16                          |
| 000623.SZ | 吉林敖东 | 医药生物 | 2000/01             | 2300              | 820             | 195          | 13             | 16                           | 13                          |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 食品饮料 | 2002/08             | 31425             | 31418           | 20960        | 48             | 32                           | 28                          |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 食品饮料 | 2000/01             | 8066              | 8066            | 1727         | 73             | 30                           | 17                          |
| 000858.SZ | 五粮液  | 食品饮料 | 2000/01             | 6503              | 6503            | 8578         | 45             | 18                           | 18                          |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 食品饮料 | 2000/01             | 5778              | 5361            | 2103         | 41             | 19                           | 20                          |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 食品饮料 | 2000/01             | 5264              | 5264            | 1757         | 29             | 21                           | 26                          |
| 600887.SH | 伊利股份 | 食品饮料 | 2000/01             | 4741              | 4391            | 2342         | 34             | 25                           | 14                          |

| 代码        | 股票简称  | 所属行业 | 起始日期<br>(上市后<br>一年) | 起始日以来最<br>大涨幅 (%) | 起始日至今<br>涨幅 (%) | 当前市值<br>(亿元) | 当前 PE<br>(TTM) | 净利润复合增<br>速 (% , 起始日 -<br>2019) | ROE 均值<br>(%, 起始日 -<br>2019) |
|-----------|-------|------|---------------------|-------------------|-----------------|--------------|----------------|---------------------------------|------------------------------|
| 000596.SZ | 古井贡酒  | 食品饮料 | 2000/01             | 3346              | 3225            | 1092         | 58             | 15                              | 10                           |
| 600872.SH | 中炬高新  | 食品饮料 | 2000/01             | 2229              | 2229            | 522          | 65             | 9                               | 8                            |
| 000860.SZ | 顺鑫农业  | 食品饮料 | 2000/01             | 1995              | 1749            | 446          | 63             | 13                              | 8                            |
| 600559.SH | 老白干酒  | 食品饮料 | 2003/10             | 1970              | 1165            | 100          | 30             | 23                              | 9                            |
| 600703.SH | 三安光电  | 电子   | 2000/01             | 7136              | 5666            | 1094         | 104            | -                               | 8                            |
| 002008.SZ | 大族激光  | 电子   | 2005/06             | 5053              | 3012            | 351          | 40             | 18                              | 15                           |
| 002475.SZ | 立讯精密  | 电子   | 2011/09             | 2709              | 2709            | 3990         | 69             | 44                              | 15                           |
| 600183.SH | 生益科技  | 电子   | 2000/01             | 2920              | 2543            | 533          | 32             | 11                              | 15                           |
| 002241.SZ | 歌尔股份  | 电子   | 2009/05             | 2180              | 2180            | 1312         | 85             | 29                              | 15                           |
| 002049.SZ | 紫光国微  | 电子   | 2006/06             | 2226              | 2144            | 721          | 117            | 23                              | 9                            |
| 002185.SZ | 华天科技  | 电子   | 2008/11             | 2490              | 1947            | 375          | 80             | 14                              | 8                            |
| 002236.SZ | 大华股份  | 电子   | 2009/05             | 2823              | 1790            | 616          | 19             | 39                              | 23                           |
| 600745.SH | 闻泰科技  | 电子   | 2000/01             | 2029              | 1512            | 1455         | 53             | -                               | -670                         |
| 002036.SZ | 联创电子  | 电子   | 2005/09             | 1884              | 1124            | 101          | 43             | 19                              | 8                            |
| 600570.SH | 恒生电子  | 计算机  | 2004/12             | 23986             | 23986           | 1029         | 95             | 32                              | 17                           |
| 600588.SH | 用友网络  | 计算机  | 2002/05             | 4723              | 4723            | 1250         | 172            | 16                              | 12                           |
| 600446.SH | 金证股份  | 计算机  | 2004/12             | 14216             | 3139            | 155          | 48             | 31                              | 9                            |
| 600845.SH | 宝信软件  | 计算机  | 2000/01             | 2823              | 2758            | 836          | 74             | -                               | 12                           |
| 300253.SZ | 卫宁健康  | 计算机  | 2012/08             | 2237              | 1826            | 415          | 133            | 33                              | 13                           |
| 600536.SH | 中国软件  | 计算机  | 2003/05             | 2132              | 1765            | 411          | -296           | 3                               | 6                            |
| 002180.SZ | 纳思达   | 计算机  | 2008/11             | 1932              | 1295            | 303          | 41             | 35                              | 12                           |
| 600271.SH | 航天信息  | 计算机  | 2004/07             | 3868              | 1255            | 293          | 36             | 13                              | 17                           |
| 300168.SZ | 万达信息  | 计算机  | 2012/01             | 3150              | 835             | 284          | -17            | -                               | 3                            |
| 002013.SZ | 中航机电  | 国防军工 | 2005/07             | 4951              | 3647            | 446          | 45             | 39                              | 8                            |
| 002179.SZ | 中航光电  | 国防军工 | 2008/11             | 3198              | 2926            | 510          | 44             | 23                              | 14                           |
| 600118.SH | 中国卫星  | 国防军工 | 2000/01             | 7315              | 2882            | 393          | 133            | 17                              | 8                            |
| 600990.SH | 四创电子  | 国防军工 | 2005/05             | 5638              | 1555            | 68           | 51             | 14                              | 9                            |
| 600967.SH | 内蒙一机  | 国防军工 | 2005/05             | 3033              | 1339            | 188          | 31             | -                               | 6                            |
| 600435.SH | 北方导航  | 国防军工 | 2004/07             | 4528              | 1018            | 134          | 483            | 7                               | 3                            |
| 600562.SH | 国睿科技  | 国防军工 | 2004/01             | 2169              | 1012            | 233          | 120            | 5                               | 5                            |
| 600340.SH | 华夏幸福  | 房地产  | 2004/12             | 13450             | 7131            | 594          | 5              | 61                              | 18                           |
| 000002.SZ | 万科 A  | 房地产  | 2000/01             | 6704              | 4574            | 3255         | 8              | 29                              | 16                           |
| 001914.SZ | 招商积余  | 房地产  | 2000/01             | 1995              | 1689            | 279          | 74             | 16                              | 7                            |
| 000069.SZ | 华侨城 A | 房地产  | 2000/01             | 3416              | 1618            | 556          | 5              | 30                              | 17                           |

| 代码        | 股票简称 | 所属行业 | 起始日期<br>(上市后<br>一年) | 起始日以来最<br>大涨幅 (%) | 起始日至今<br>涨幅 (%) | 当前市值<br>(亿元) | 当前 PE<br>(TTM) | 净利润复合增<br>速 (% , 起始日 -<br>2019) | ROE 均值<br>(%, 起始日 -<br>2019) |
|-----------|------|------|---------------------|-------------------|-----------------|--------------|----------------|---------------------------------|------------------------------|
| 000540.SZ | 中天金融 | 房地产  | 2000/01             | 4295              | 1225            | 235          | 43             | 9                               | 10                           |
| 000671.SZ | 阳光城  | 房地产  | 2000/01             | 1958              | 1159            | 299          | 7              | 32                              | 12                           |
| 000402.SZ | 金融街  | 房地产  | 2000/01             | 2229              | 962             | 195          | 7              | 26                              | 14                           |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 汽车   | 2000/01             | 4488              | 3358            | 813          | 34             | 17                              | 22                           |
| 600066.SH | 宇通客车 | 汽车   | 2000/01             | 4725              | 2435            | 348          | 26             | 18                              | 20                           |
| 600741.SH | 华域汽车 | 汽车   | 2000/01             | 2478              | 1684            | 785          | 18             | 21                              | 12                           |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 汽车   | 2000/01             | 2990              | 1440            | 645          | 29             | -                               | 13                           |
| 600104.SH | 上汽集团 | 汽车   | 2000/01             | 2216              | 1131            | 2235         | 11             | 20                              | 14                           |
| 001696.SZ | 宗申动力 | 汽车   | 2000/01             | 4601              | 1070            | 92           | 17             | -                               | 12                           |
| 600547.SH | 山东黄金 | 有色金属 | 2004/08             | 5902              | 4699            | 1107         | 62             | 23                              | 17                           |
| 600489.SH | 中金黄金 | 有色金属 | 2004/08             | 3735              | 1499            | 487          | 78             | 11                              | 10                           |
| 600111.SH | 北方稀土 | 有色金属 | 2000/01             | 4368              | 1301            | 390          | 58             | 10                              | 12                           |
| 600549.SH | 厦门钨业 | 有色金属 | 2003/11             | 3006              | 965             | 188          | 45             | 10                              | 11                           |
| 600516.SH | 方大炭素 | 有色金属 | 2003/08             | 2687              | 950             | 232          | 30             | 31                              | 9                            |
| 600309.SH | 万华化学 | 化工   | 2002/01             | 4318              | 3892            | 2176         | 30             | 28                              | 28                           |
| 600486.SH | 扬农化工 | 化工   | 2003/04             | 2234              | 2076            | 272          | 20             | 26                              | 13                           |
| 600352.SH | 浙江龙盛 | 化工   | 2004/08             | 3113              | 1549            | 442          | 9              | 26                              | 16                           |
| 600176.SH | 中国巨石 | 化工   | 2000/04             | 2280              | 1413            | 506          | 28             | 22                              | 11                           |
| 002004.SZ | 华邦健康 | 化工   | 2005/06             | 3088              | 923             | 99           | 15             | 19                              | 11                           |
| 600837.SH | 海通证券 | 非银金融 | 2000/01             | 8822              | 3934            | 1849         | 19             | -                               | 11                           |
| 300059.SZ | 东方财富 | 非银金融 | 2011/03             | 2613              | 1927            | 2066         | 75             | 43                              | 7                            |
| 600030.SH | 中信证券 | 非银金融 | 2004/01             | 2161              | 1497            | 3882         | 26             | 33                              | 11                           |
| 600705.SH | 中航资本 | 非银金融 | 2000/01             | 3905              | 928             | 392          | 13             | 20                              | 18                           |
| 600109.SH | 国金证券 | 非银金融 | 2000/01             | 2639              | 866             | 462          | 28             | -                               | 6                            |
| 601012.SH | 隆基股份 | 电气设备 | 2013/04             | 2624              | 2624            | 2829         | 38             | 105                             | 14                           |
| 600438.SH | 通威股份 | 电气设备 | 2005/03             | 2611              | 2303            | 1140         | 52             | 24                              | 13                           |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 电气设备 | 2004/10             | 3078              | 2285            | 911          | 20             | 30                              | 18                           |
| 002028.SZ | 思源电气 | 电气设备 | 2005/08             | 2047              | 1960            | 181          | 22             | 14                              | 14                           |
| 600517.SH | 国网英大 | 电气设备 | 2004/10             | 4415              | 1370            | 381          | 68             | 0                               | 14                           |
| 600487.SH | 亨通光电 | 通信   | 2004/08             | 4087              | 2048            | 282          | 26             | 26                              | 12                           |
| 300308.SZ | 中际旭创 | 通信   | 2013/04             | 2133              | 1841            | 359          | 53             | 82                              | 5                            |
| 000063.SZ | 中兴通讯 | 通信   | 2000/01             | 2141              | 1532            | 1527         | 28             | 15                              | 8                            |
| 600522.SH | 中天科技 | 通信   | 2003/10             | 1903              | 1384            | 321          | 16             | 58                              | 10                           |
| 600585.SH | 海螺水泥 | 建筑材料 | 2003/02             | 3949              | 3486            | 2928         | 9              | 27                              | 17                           |



| 代码        | 股票简称 | 所属行业 | 起始日期<br>(上市后<br>一年) | 起始日以来最<br>大涨幅(%) | 起始日至今<br>涨幅(%) | 当前市值<br>(亿元) | 当前 PE<br>(TTM) | 净利润复合增<br>速(%,起始日-<br>2019) | ROE 均值<br>(%, 起始日-<br>2019) |
|-----------|------|------|---------------------|------------------|----------------|--------------|----------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 600801.SH | 华新水泥 | 建筑材料 | 2000/01             | 3320             | 2718           | 527          | 10             | 37                          | 11                          |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 建筑材料 | 2009/09             | 1998             | 1936           | 846          | 38             | 40                          | 17                          |
| 000786.SZ | 北新建材 | 建筑材料 | 2000/01             | 2335             | 1618           | 522          | 26             | 9                           | 12                          |
| 000651.SZ | 格力电器 | 家用电器 | 2000/01             | 16977            | 14000          | 3206         | 19             | 27                          | 25                          |
| 002032.SZ | 苏泊尔  | 家用电器 | 2005/08             | 4608             | 4141           | 649          | 37             | 27                          | 18                          |
| 002050.SZ | 三花智控 | 家用电器 | 2006/06             | 2758             | 2737           | 797          | 58             | 30                          | 14                          |
| 002035.SZ | 华帝股份 | 家用电器 | 2005/09             | 3676             | 1662           | 84           | 16             | 25                          | 16                          |
| 000876.SZ | 新希望  | 农林牧渔 | 2000/01             | 3871             | 3302           | 1192         | 18             | 27                          | 12                          |
| 600201.SH | 生物股份 | 农林牧渔 | 2000/01             | 2916             | 2916           | 304          | 130            | 12                          | 12                          |
| 600975.SH | 新五丰  | 农林牧渔 | 2005/06             | 1969             | 1116           | 55           | 27             | 6                           | 4                           |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 传媒   | 2012/03             | 2107             | 2107           | 838          | 30             | 107                         | 14                          |
| 300226.SZ | 上海钢联 | 传媒   | 2012/06             | 2188             | 1295           | 125          | 68             | 26                          | -33                         |
| 002174.SZ | 游族网络 | 传媒   | 2008/09             | 2572             | 1288           | 160          | 47             | 36                          | 12                          |
| 002024.SZ | 苏宁易购 | 商业贸易 | 2005/07             | 2837             | 1065           | 847          | 11             | 27                          | 15                          |
| 600415.SH | 小商品城 | 商业贸易 | 2003/05             | 3920             | 985            | 305          | 23             | 20                          | 13                          |
| 600031.SH | 三一重工 | 机械设备 | 2004/07             | 3956             | 3601           | 2109         | 16             | 27                          | 20                          |
| 000157.SZ | 中联重科 | 机械设备 | 2001/10             | 2634             | 1670           | 642          | 11             | 23                          | 16                          |
| 600674.SH | 川投能源 | 公用事业 | 2000/01             | 2398             | 1586           | 432          | 14             | 18                          | 11                          |
| 600507.SH | 方大特钢 | 钢铁   | 2004/09             | 1999             | 941            | 117          | 8              | 23                          | 18                          |
| 600987.SH | 航民股份 | 纺织服装 | 2005/08             | 2040             | 842            | 58           | 9              | 25                          | 14                          |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 7. 风险提示

中美关系恶化; 疫情二次爆发; 宏观经济不及预期; 十倍股特征是历史数据统计结果, 不代表其未来表现; 未来十倍股不代表投资建议。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>