

## 从 2019 年报和 2020 一季报挖掘科技和成长行业机会

### 核心要点:

在中国股市，除非估值极低或极高，否则估值偏低或偏高不会构成上涨或下跌的主要因素。

有品质的高成长比单纯估值低能实现更高的投资回报率。

有的行业仅仅十几年，就实现了突飞猛进的进步，实现了巨大品牌效应、网络效应和规模效应，比如贵州茅台、互联网零售的亚马逊、阿里巴巴；有些行业难以做大。

未来，物业服务、信息服务业、资产管理、精密仪器、信息技术产业中的软件和服务、半导体和数据存储、创新药、生命科学、生物技术、基因芯片等行业的成长潜力很大。

2019 年，净资产收益率排名靠前且成长性较好的行业是食品饮料（白酒）、建材、农林牧渔、休闲服务、医药生物和电子。盈利能力的惯性比成长的惯性更强，行业逆袭是困难的。

建筑材料是容易被忽视的盈利能力较高的行业，水泥、五金、防水等细分行业是不错的。

呈现增速下降趋势的行业。汽车、机场、白色家电、汽车零部件等行业出现了不少高成长公司，未来，相关的公司面临越来越大的增长压力。2020 年一季度遭受新冠疫情冲击的航空运输、贸易、酒店、旅游等行业，在 2019 年就出现了增长压力。

**配置：**1、受疫情冲击较小和外围经济衰退影响小的行业，包括疫苗、创新药和医疗器械、刚需较强的有定价权的调味品、食品饮料等，安全边际较大的部分核心资产公司。

2、半导体、云计算、5G 等相关的成长空间大的科技品种。

**风险：**中美关系波折、热门行业无法兑现基本面。

### 分析师

曾 万 平



zengwanping\_yj@chinastock.com.cn

☎：135 2048 9973

执业证书编号：S0130519110001

付 延 平

✉ fuyanping@chinastock.com.cn

☎：135 5016 4159

执业证书编号：S0130519060001

中国银河证券策略团队

（曾万平、付延平、蔡芳媛、李卓睿、洪亮、丁文）

### 近期报告

2020/4/30 “两会”日期落地，抓住阶

段性做多机会

2020/4/21 中美股市的行业比较，

兼谈具备成长潜力的行业

2020/3/16 股市大跌是“正常”的补

跌，大型金融危机之说证据不足

2020/2/27 美国股市大跌对中国股

市的影响几何？

## 目 录

一、单纯的低估值策略难以实现超额收益 .....	4
二、中国股市财报分析：一级行业 .....	5
三、中国股市财报分析：二级细分行业 .....	8
四、中美股市行业比较：成长潜力大的细分行业 .....	14
五、中国企业的未来：多数行业靠做强、少数具备做大潜力 .....	44
图 表 目 录 .....	46

## 一、单纯的低估值策略难以实现超额收益

在讨论 2019 年报和 2020 一季报 Q1 之前，我们先解释一下，为什么本文的标题不是挖掘“低估值”的机会，因为我们研究发现：单纯的低市盈率、市净率等指标无法带来超额收益！

市场有一种看法是：上证指数或沪深 300 的市盈率低、中国 GDP 增速全球领先等数据可以支撑牛市。但是，过去十年，上证指数主要是 2200-3700 点震荡，过去五年上证指数主要是在 2500-3500 点附近震荡。数据显示，中国股市估值低从而会长期大涨的看法没有成为现实。

单纯的低估值、高股息率策略在大陆股市的回报率不是很高。按照认为中国股市“市盈率低”的一些人的看法，就应买入市盈率或市净率低的行业，比如银行煤炭地产。银行、煤炭、地产等一些公司的估值比较低，但是按照市盈率低策略，至少最近两三年，并不能带来很高的回报率。以工商银行、中国神华、万科等代表性公司为例，市盈率不高、股息率不低，中国神华的股息率高达 7% 以上，风险显著低于相关的较高收益公司债券。最近三年，简单持有这些公司的回报率是很一般的，显著低于持有市盈率更高的优质公司组合。（如果是针对一些无排名要求的绝对收益产品，高股息率策略还是匹配需求的，可以配置。）

涨幅大的公司层出不穷，给买对了高市盈率公司的投资者带来丰厚的回报。尽管指数在过去十年或过去五年的上涨并不突出，但是不少公司的回报率很突出，抛开贵州茅台、恒瑞医药、立讯精密、海天味业、爱尔眼科、泰格医药等高市盈率 P/E 公司在过去几年的高回报率。即使是市场竞争力一般的公司，如果你站在 2 年或 3 年的中期时间维度看，1-3 年涨幅上涨超过两三倍的公司很多。

因此，简单地根据上证指数估值低（市盈率或市净率低），从而买入所谓估值低的行业或公司的策略，并不会给投资者带来很好的投资回报率，某种程度上是有误导性的。

## 二、中国股市财报分析：一级行业

尽管净资产收益率 ROE 有一定的缺陷，比如不能反映杠杆的风险，但是总体来说，净资产收益率是相对较好的指标，在市场低迷时，对于估值类似的公司，ROE 较高的公司相对跌幅会更小。

### 2019 年报

2019 年，净资产收益率**排名靠前**的行业是食品饮料、家用电器、建筑材料、农林牧渔、房地产、非银金融、银行、建筑装饰、休闲服务、交通运输、医药生物和电子。

盈利能力是有“粘性”的，优秀是一种习惯。除了农林牧渔，排名靠前的其他行业都是过去几年盈利能力较高的行业。

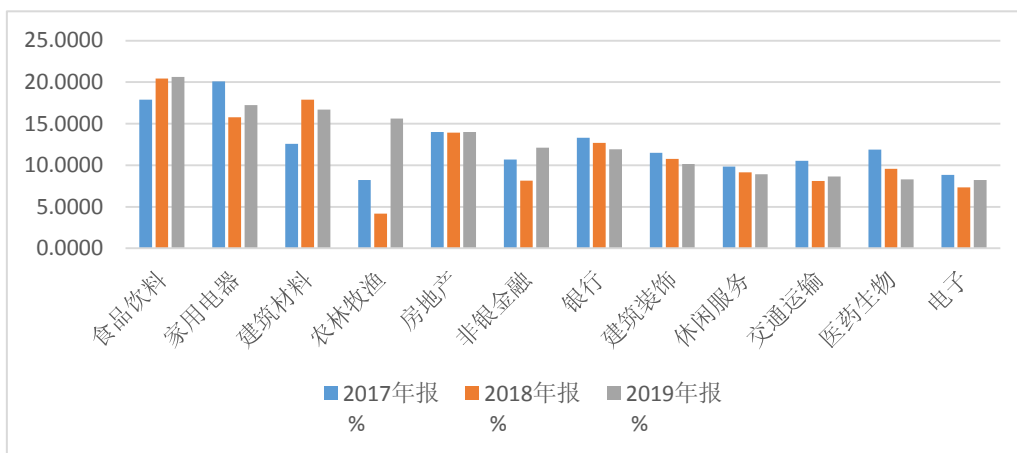
食品饮料是中国过去十几年收益率最高、最稳定的行业，诞生了贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等一批牛股，最强行业的名气是靠硬实力的。

建筑材料是容易被忽视的盈利能力较高的行业，水泥、五金、防水等细分行业的盈利能力还是不错的。

农林牧渔是 2019 年咸鱼翻身的行业，历史上是相对惨淡的行业，主要是非洲猪瘟带来的养猪龙头公司的繁荣。

地产、银行的盈利能力较高，但是由于成长性不如医药生物和电子，最近两三年的股价表现，整体还是有显著差距的。

图 1：年报净资产收益率排名靠前的行业



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

净资产收益率排名靠后的行业是通信、传媒、有色金属、国防军工、综合、计算机、纺织服装、机械设备、电气设备、汽车。

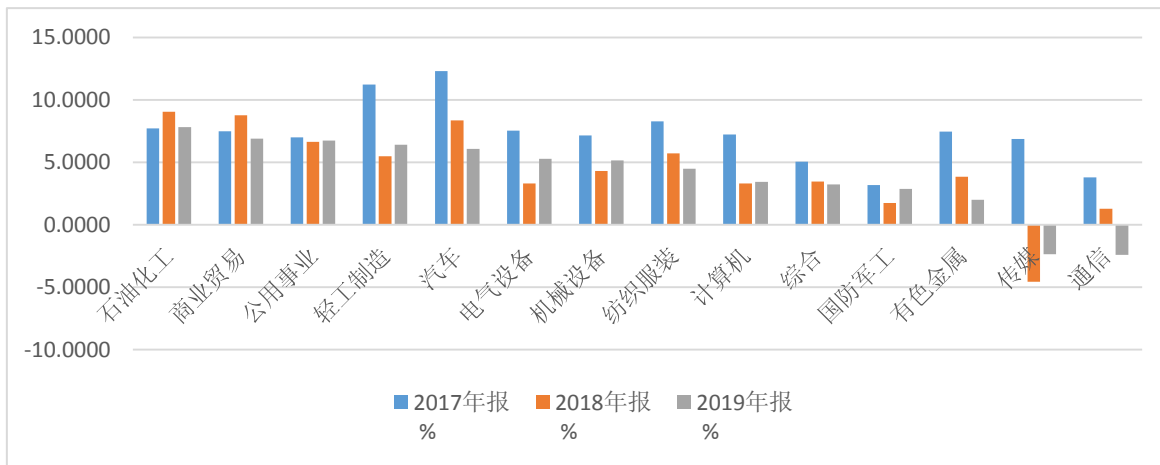
汽车曾经是盈利能力较高的行业, 2018 年后逐步饱和, 行业的整体大机会已经远去, 未来需要挖掘新能源汽车和零部件等细分领域。

通信和计算机是热门领域, 主要是看好其成长性, 但是就盈利能力而言, 整体不如人意, 尤其是计算机行业, 和美国公司的差距较大。

传媒、有色金属、纺织服装等行业的盈利能力也较差, 有的是存在商业模式的一些问题, 有的是行业结束了高增长、成了强周期, 和信息化时代的需求逐步脱节。

机械、军工等行业, 核心技术突破有待加强。我们对比过美国的相关行业, 国防军工、机械设备等行业是可以做的很大的、也可以做到较高的盈利能力。我国企业任重道远。

图 2: 年报净资产收益率排名靠后的行业

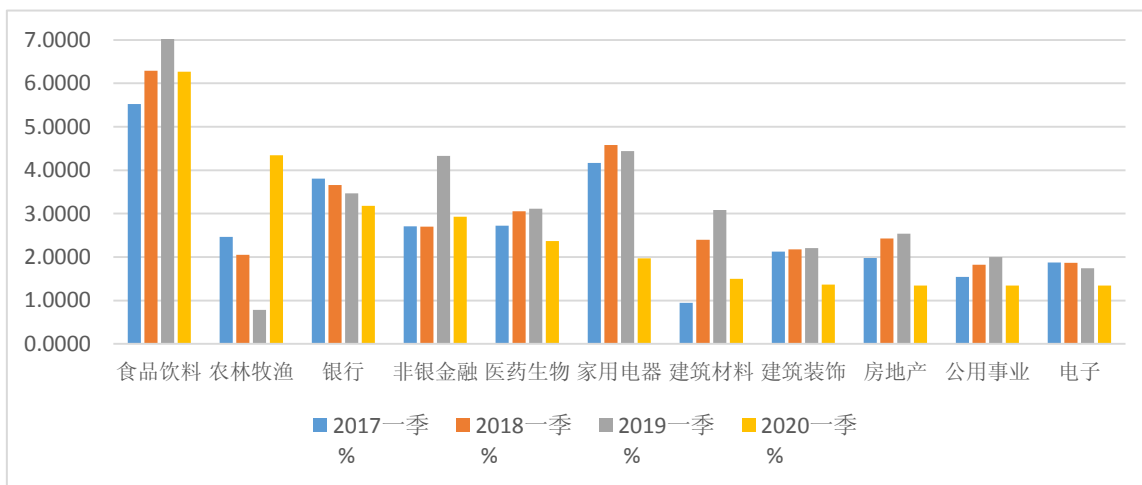


数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2020 年一季报

2020 年一季度, 受到新冠疫情的冲击, 不少行业受到较大的负面冲击, 但是尽管如此, 盈利能力依然体现了很高的粘性。2020 年一季度, 净资产收益率排名靠前的行业是食品饮料、农林牧渔、银行、非银金融、医药生物、家用电器、建筑材料、建筑装饰、房地产、公共事业、电子等行业, 对比 2019 年, 休闲服务、交通运输受到的打击较大, 排名出现断崖式下跌。

图 3: 一季报净资产收益率排名靠前的行业

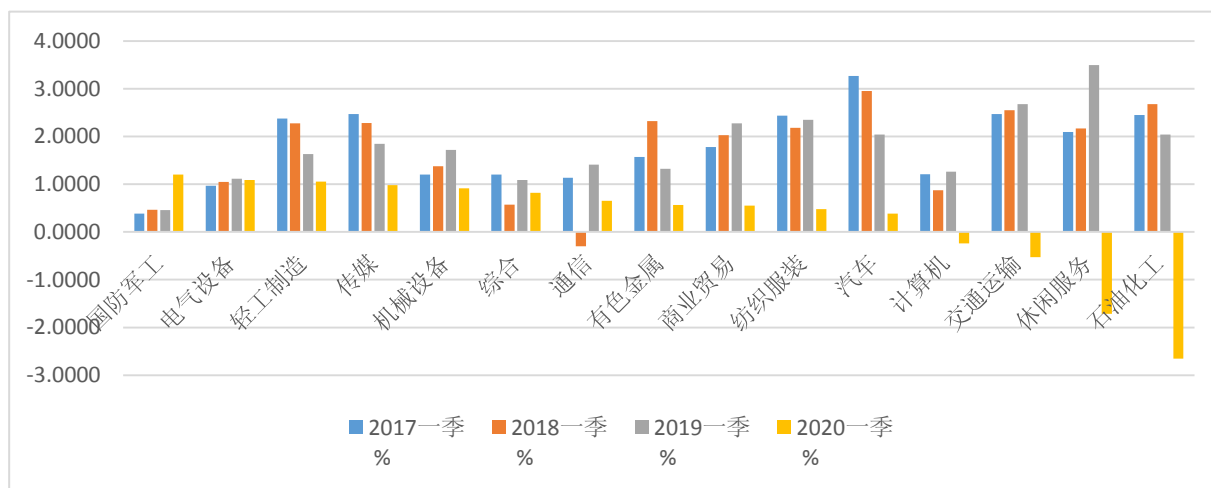


数据来源: Wind, 中国银河证券研究院



2020 年一季报排名靠后的行业，除了交通运输和休闲服务是新增的，其他行业大致不变。国防军工有显著改善，电气设备没有下滑，石油化工是跌幅最大的，这和一季度原油价格创纪录暴跌有直接的关系。

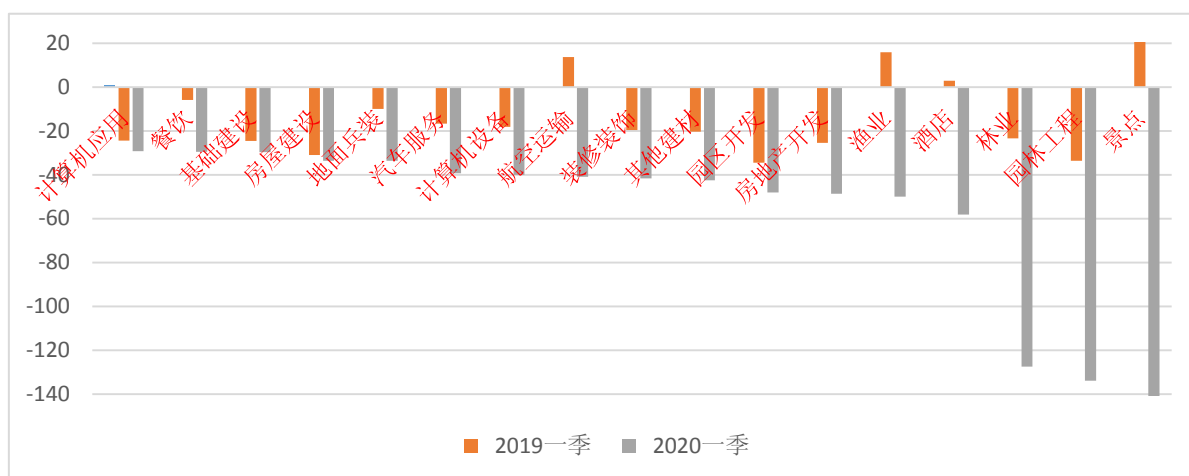
图 4：一季报净资产收益率排名靠后的行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

为了更清楚地探究新冠疫情对相关细分行业的冲击，我们看一下细分行业的现金流指标。排名以 2020 年一季报数据为准。旅游景点、园林工程、林业、酒店、餐饮、汽车服务、航空运输等细分行业的现金流压力显著上升。

图 5：经营活动产生的现金流量净额/营业收入排名靠后的行业



### 三、中国股市财报分析：二级细分行业



为了更好地挖掘投资机会，大颗粒度的整体 a 股和一级行业分析依然是不够的，难以看清楚具体的细分行业从而指导投资。

## 净资产收益率

2020 年一季度净资产收益率排名靠前的细分行业是饮料制造（白酒）、禽畜养殖、饲料、食品加工、保险、医疗器械等。

白酒的盈利能力下降很少，依然高居榜首，

禽畜养殖、饲料的盈利能力提升很快，

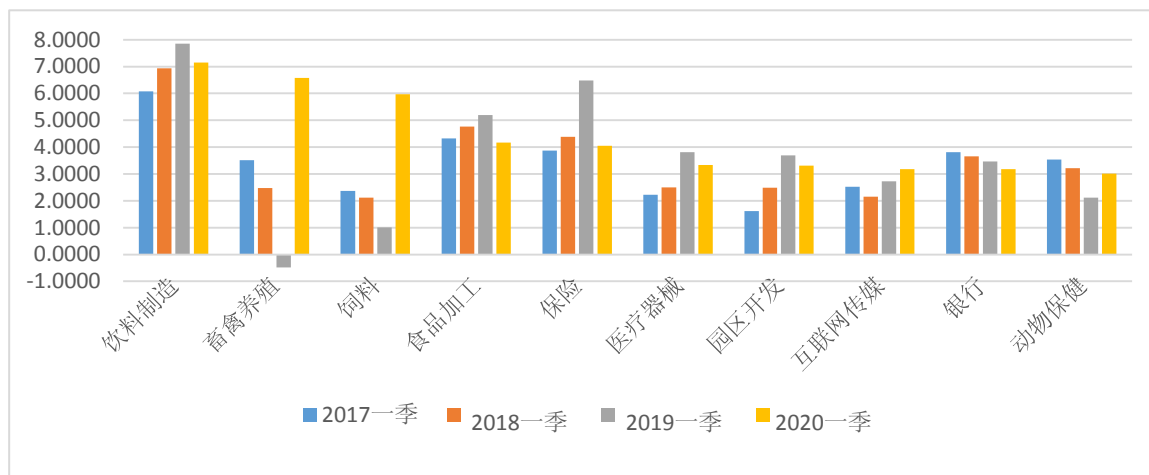
动物保健、航运、半导体、船舶制造和黄金盈利能力改善，

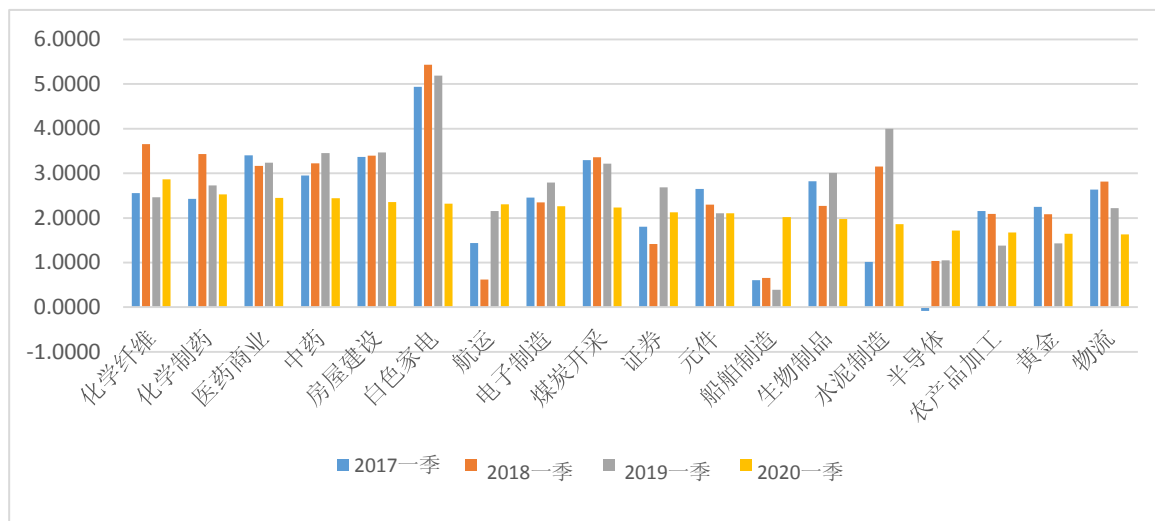
互联网传媒持续改善，

白色家电、保险的盈利能力依然不错，但是下降幅度较大，

电子制造、元件、生物制药等科技细分领域的盈利能力保持较好。

图 6：2020 年 Q1 净资产收益率排名靠前的细分行业





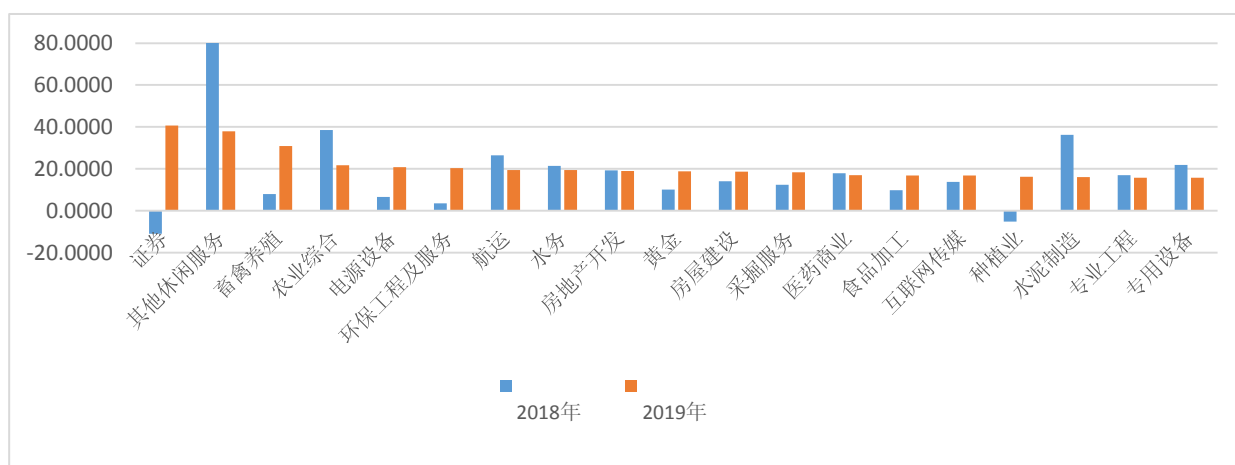
数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 收入增速

2019 年收入增速排名靠前的细分行业中，综合考虑盈利能力和收入增速的稳定性，**下列细分行业有更好的投资研究价值**：其他休闲服务、畜禽养殖、医药商业、互联网传媒、水泥制造、专用设备、生物制品、元件、医疗器械、饮料制造（白酒）、其他建材、半导体、电子制造、医疗服务等。

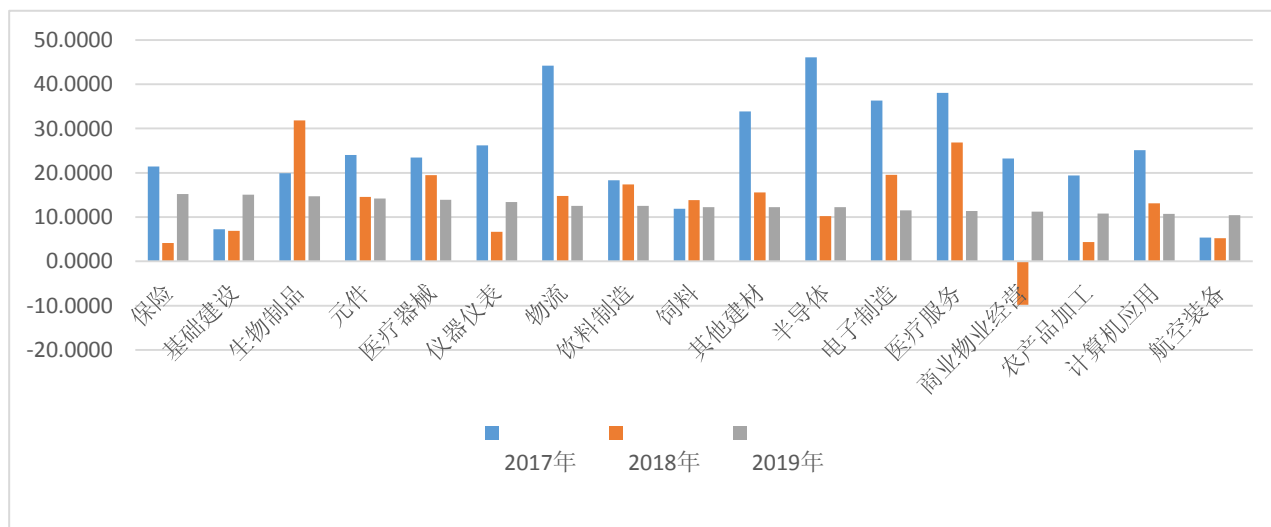
下列行业收入增速周期性较强：电源设备、环保工程、黄金、航运（2017 年变动大）、种植业、保险、仪器仪表、物流、商业物业经营、农产品加工等。

图 7：2019 年收入增速排名靠前的细分行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

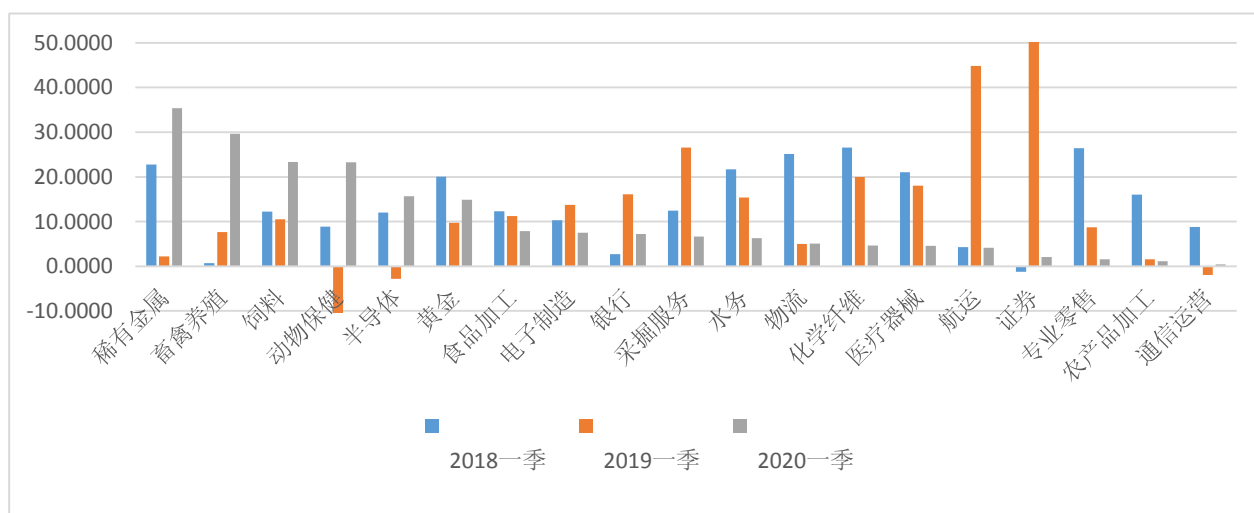
图 8：2019 年收入增速排名相对靠前的细分行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

2020 一季度，受到新冠疫情影响，细分行业收入增速波动较大，排名靠前且相比较往年相对稳定的细分行业包括：畜禽养殖、饲料、黄金、食品加工、电子制造、物流、医疗器械等。

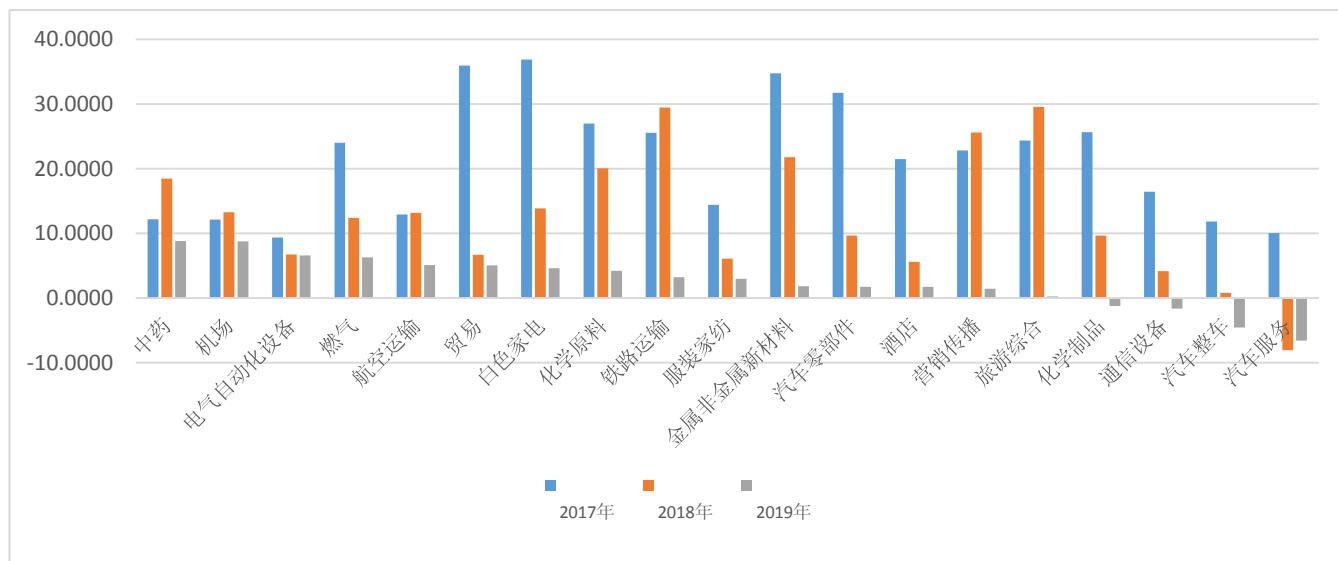
图 9：2020Q1 年收入增速排名相对靠前的细分行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

**呈现增速下降趋势的行业。**在过去十几年，中药、汽车、机场、白色家电、汽车零部件等行业出现了不少高成长公司，比如云南白药、上汽集团、上海机场、格力电器、华域汽车等公司是较为优质的白马股。随着相关行业进入饱和期，相关的公司面临越来越大的增长压力。2020 年一季度遭受新冠疫情冲击的航空运输、贸易、酒店、旅游等行业，在 2019 年就出现了不小的增长压力。

图 10：2017-2019 年收入增速呈现下降态势的细分行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 归母净利润增速

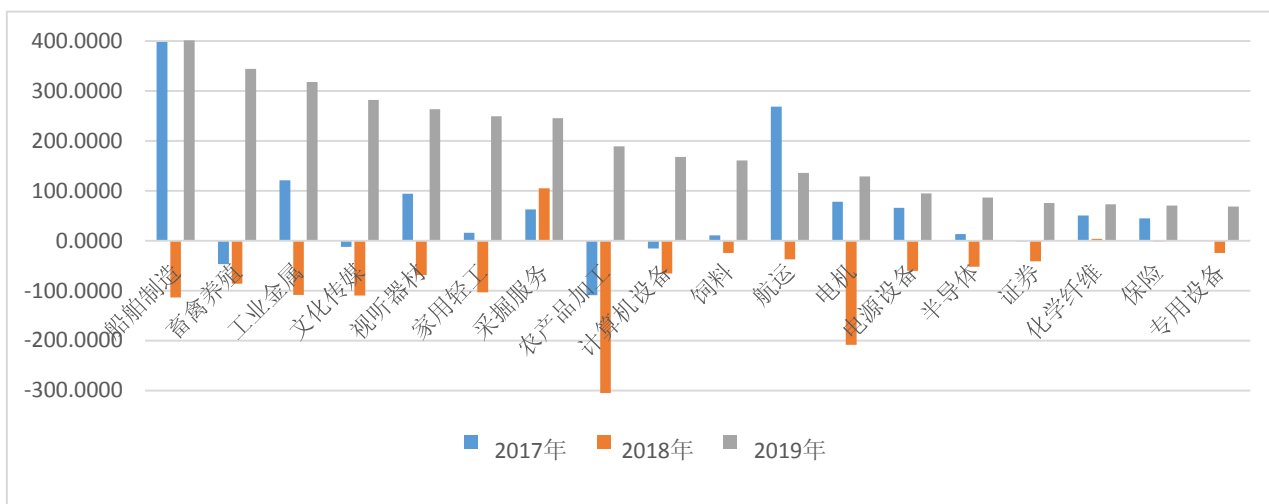
归母净利润增速相比较净资产收益率、收入增速而言，波动更大、稳定性更差。

饲料、禽畜养殖和半导体行业 2020 年一季度 Q1 净利润增速排名前 3，分别是 1467%、985% 和 96%。

2017-2019 年利润增速相对较高且稳定性较高的细分行业包括专用设备、生物制品、电子制造、运输设备、其他休闲服务、水务、水泥制造、饮料制造、医疗器械、食品加工、物流等。

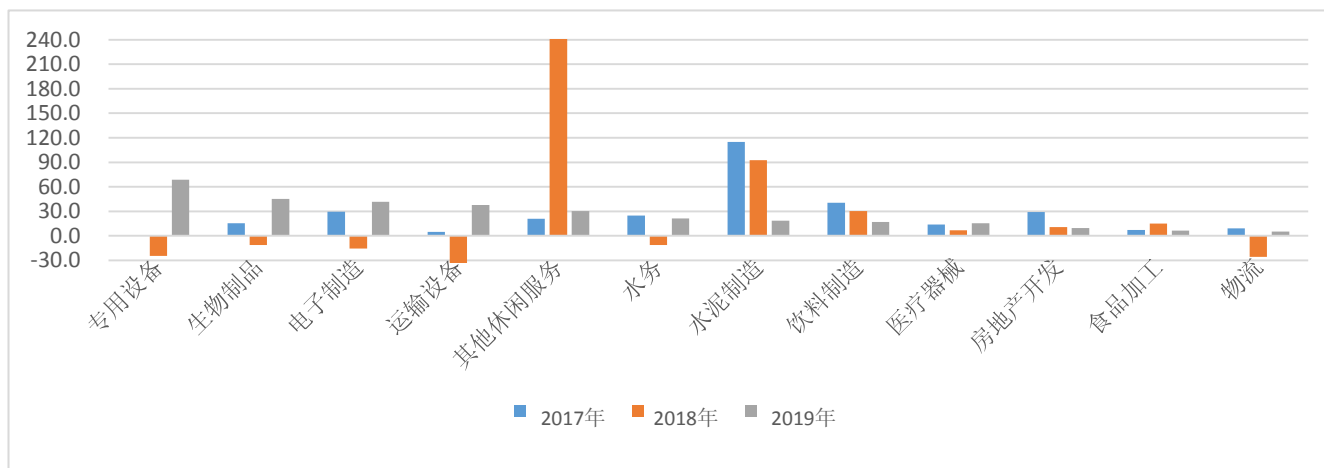
互联网传媒、环保工程与服务等行业利润波动很大，2018 年跌幅很大。

图 11：2019 净利润增速排名靠前的细分行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

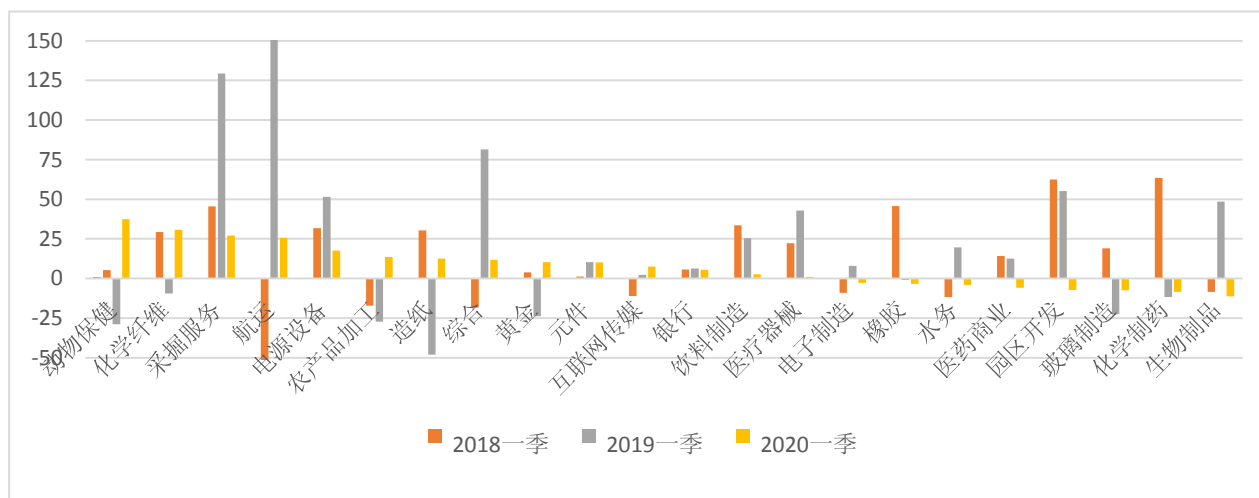
图 12：2017-19 年净利润增速排名相对靠前且相对稳定的部分细分行业



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

2020 年前四个月股价表现相对较好的动物保健、航运、电源设备、农产品加工、黄金、电子元件、饮料制造、医疗器械、电子制造、医药商业、生物制品等行业一季度净利润增速排名相对靠前。

图 13: 2020Q1 净利润增速排名相对靠前的部分细分行业



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、中美股市行业比较: 成长潜力大的细分行业

中国股市和美国股市的行业结构差异很大。美国股市最重要的三大行业是信息技术、可选消费、医疗保健, 其次是金融、日常消费品, 中国股市最重要的行业特点是“金融独大”, 利润占比 53%, 市值占比 24.6%, 其次是工业、信息技术。中国股市的行业结构更类似于 2007 年的美国股市, 而不是现在的美国股市。相对来说, 标普 500 指数和深证综指以及创业板的行业结构更接近。

简言之, 美国股市现在的行业结构可能是中国股市未来的转型方向, 尤其是信息技术、医疗保健等行业的发展壮大。

表 1: 中国大陆的市值、净利润占比

一级行业	二级行业	总市值 (亿元)	市值占比	净利润 (亿元)	净利润占比
金融		156,767	24.60%	20,106	53.20%
	银行	98,649		16,109	42.60%
	保险	27,312		2,716	7.20%

工业		99,050	15.60%	4,371	11.60%
信息技术		91,549	14.40%	1,412	3.70%
日常消费品		57,272	9.00%	1,472	3.90%
材料		57,016	9.00%	2,658	7.00%
可选消费		56,786	8.90%	1,980	5.20%
医疗保健		52,734	8.30%	1,087	2.90%
能源		25,295	4.00%	2,071	5.50%
房地产		19,417	3.10%	1,715	4.50%
公用事业		17,519	2.80%	856	2.30%
电信业务		2,594	0.40%	55	0.10%
总计		636,000		37,783	

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2：美股行业净利润和市值占比

一级行业	二级行业	总市值 ( 亿元 )	市值占比	净利润 ( 亿元 )	净利润占比
信息技术		752,883	27.70%	18,493	14.00%
可选消费		387,391	14.30%	16,878	12.70%
医疗保健		363,061	13.40%	10,766	8.10%



金融		336,183	12.40%	43,654	32.90%
	银行	154,153	5.70%	19,367	6.60%
	保险	71,531	2.60%	11,421	7.30%
日常消费 品		199,758	7.40%	8,758	7.10%
工业		195,806	7.20%	9,699	3.30%
能源		154,082	5.70%	9,365	3.20%
材料		90,704	3.30%	4,384	2.70%
电信业务		80,241	3.00%	4,285	2.10%
公用事业		78,082	2.90%	3,516	2.90%
房地产		77,405	2.90%	2,724	2.20%
总计		2,715,596	100.00%	132,523	100.00%

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 金融业

金融业是中国落后美国相对较少的领域，美国的优势主要在资产管理、金融交易所、资产评估、特殊金融服务等细分行业，具有全球强大的影响力和竞争力，中国大陆在这方面还有较长的路要走，也是未来的增长潜力所在。

表 3：美国在资产管理和理财等细分行业领先

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润
------	------	---------	-----

特殊金融服务	23954.46	787.86
标普全球	4690.07	148.10
芝加哥交易所集团(CME)	4667.50	147.65
洲际交易所	3360.64	134.85
穆迪公司(MOODYS)	3032.22	99.20
香港交易所	2831.38	84.12
消费信贷	10982.11	1950.64
美国运通	4766.62	471.52
第一资本金融(CAPITAL ONE)	1692.79	386.90
资产管理与托 管银行	25933.77	1988.16
贝莱德(BLACKROCK)	4829.54	312.25
纽约梅隆银行(BNY MELLON)	2170.35	297
黑石集团	2157.77	142.99
普信金融(PRICE T ROWE)	1644.83	148.68
道富公司(STATE STREET)	1423.69	156.41
经纪业	60324.10	2332.99
嘉信理财(SCHWAB)	3139.44	246

CHARLES)

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

表 4：中国的投资银行（券商）市盈率比美国高很多

证券简称	总市值（亿元）	净利润
高盛集团(GOLDMAN SACHS)	4,344	551
摩根士丹利	4,324	594
中信证券	3,060	122
中信建投	2,768	55

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

中国和美国在保险业整体规模上差不多，但是中国的保险经纪商业、财产与意外伤害保险业务的上市公司市值显著小于美国。

表 5：中国和美国在保险业结构上差异较大

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	总资产（亿元）	净利润
保险经纪商		11308.83	36776.43	421.59
	威达信	3416.28	2187.53	121.53
	怡安保险(AON)	2998.93	2051.35	106.88
	韦莱韬悦	1682.37	2471.39	72.83
	亚瑟加拉格尔	1108.61	1369.76	46.66
	布朗保险经纪	751.65	531.78	27.80
人寿与健康保险		43517.05	561702.71	4590.81
	友邦保险	7659.22	19821.62	463.78
	中国人寿	7492.97	37267.34	582.87
	中国人寿（港股）	3981.21	37267.34	582.87
	保诚	2272.88	31686.88	54.62
多元化保险		38940.67	284849.00	4668.94
	中国平安	12865.63	82229.29	1494.07
	中国平安（港股）	12699.17	82229.29	1494.07
	中国人保	2777.27	11332.29	221.35
	中国太保	2525.58	15283.33	277.41
	中国太保（港股）	1955.14	15283.33	277.41
财产与意外伤害保险		35357.70	124790.31	7699.42
	伯克希尔哈撒韦	13991.51	57046.41	5679.81

	丘博保险 (CHUBB)	3706.47	12343.90	310.72
	前进保险	3265.34	3986.45	275
	好事达保险 (ALLSTATE)	2185.17	8367.95	338.14
	旅行者集团 (TRAVELERS)	1834.43	7682.33	182.92
再保险		2771.87	18172.33	394.13
	艾弗再保险	548.90	1906.18	70.42
	美国再保险	430.82	5352.91	60.69
	中国再保险	348.78	3966.38	60.49

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 日常消费品

日常消费品是美国市值第五的大类行业,是中国市值第四的行业,在宏观经济走弱的这几年,我们持续看好日常消费品的成长投资机会。由于日常消费品业绩相对比较稳定,更适合现金流 DCF 和市盈率估值法。整体看,中国的日常消费品市盈率比美国更高,但是成长性相对更好一些。

中国的药品和食品零售公司市盈率比美国高 1-7 倍不等,投资者对其成长预期很高。

表 6: 中国和美国日常消费零售业对比

细分行业	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金流 净额 (亿元)
药品零售		9879.01	603.56	1076.44
	西维斯健康	5560.34	462.80	896.30
	沃尔格林联合博姿	2682.77	282	175.65
	益丰药房	382.45	5.44	9.63
	大参林	357.38	5.56	10.85
	九州通	334.04	10.19	-27.11
食品零售		3304.18	150.95	401.55
	克罗格 (KROGER)	1754.13	115.74	325.37
	CASEYS GENERAL STORES	372.75	14.27	28.27
	三只松鼠	311.18	2.96	3.21

大卖场与超市		38503.21	1241.07	2048.28
	沃尔玛	25674.48	1038.13	1761.84
	好市多(COSTCO)	9645.71	259	451
	高鑫零售(港股)	1035.63	28.34	46.05
	永辉超市	1002.03	15.38	22.83
	家家悦	197.18	3.51	7.46

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

食品饮料行业的品牌价值很大，相对来说，汽车、电子等可选消费的品牌给投资者的实际好处更少。

食品饮料是过去二十年中国大陆股市最好的赛道，可能没有之一。贵州茅台公司是中国大陆股市的“股王”，五粮液、泸州老窖和古井贡酒等二线公司给投资者的回报是 20 倍或更高。

白酒是中国社交特色消费，美国不具备可比性，美国人更喜欢啤酒、软饮料和功能饮料。

烟草业的市场空间很大、盈利能力很强，美国菲利普莫里斯公司给投资者带来了几千倍的超高回报。中国烟草公司主业暂未上市。

农产品和肉类加工市场空间也很大，中国的海天味业、牧原股份、新希望给投资者带来了很好的回报。

消费品投资并非高枕无忧，随着时间的推移，品牌老化和消费者口味的改变也会带来投资风险，过去几年，巴菲特在卡夫亨氏公司的投资出现了较大的亏损。

表 7：中国和美国日常食品饮料和烟草公司对比

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
啤酒		15140.27	1022.09	1681.30
	百威英博	5235.89	639.79	934.53
	百威亚太	2567.33	62.65	96.20
	安贝夫	2536.00	204.71	319.43
	华润啤酒	1063.96	13.12	
白酒与葡萄酒		40641.84	1039.42	1291.63

	贵州茅台	15037.94	304.55	273.15
	帝亚吉欧	5466.68	289.14	297.20
	五粮液	4894.71	125.44	161.91
软饮料		37328.68	1495.11	1970.79
	可口可乐	14380.32	622.28	730.48
	百事公司	13209.54	510.24	673.13
	KEURIG DR PEPPER	2658.63	87.48	172.59
	怪物饮料	2354.47	77.28	77.70
农产品		10511.95	129.05	-107.10
	阿彻丹尼尔史密斯	1393.92	96.20	-380.34
	新希望	1362.62	50.42	44.37
	海大集团	661.85	14.12	20.01
食品加工与肉类		54091.23	2522.66	2913.98
	亿滋国际 (MONDELEZ INTL)	5418.38	269.98	276.61
	海天味业	3384.10	53.53	65.68
	牧原股份	2629.44	61.14	99.89
	通用磨坊	2519.86	110.02	152.76
	卡夫亨氏	2411.99	134.99	247.79
烟草		19879.33	948.09	2054.50
	菲利普莫里斯国际	8263.65	501.24	703.90
	英美烟草	5926.81	521.92	823.14
	中烟香港	99.95	2.86	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

中国日常家庭和个人用品公司离美国差距很大,也是未来的潜力所在。目前,宝洁公司、高露洁、联合利华、雅诗兰黛等龙头公司占据了中高端市场。

表 8: 中国日常用品公司离美国的差距较大

细分行业	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金流净额 (亿元)
家庭用品		33503.63	941.40	1155.78
	宝洁公司	21074.63	516.92	603.40
	高露洁 (COLGATE)	4373.23	165.13	218.56
	金佰利	3312.77	150.48	190.87
	高乐氏 (CLOROX)	1723.05	27.44	35.22

个人用品		11533.26	617.01	833.82
	联合利华(US)	4278.70	439.62	633.76
	雅诗兰黛	3994.04	81.46	88.75
	恒安国际	714.67	39.08	
	HERBALIFE NUTRITION	320.41	21.70	31.92
	科蒂集团	309.49	2.21	32.67

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 可选消费品

可选消费品是美国股市第二重要的大类行业,但是在大陆股市的市值和利润占比较低,原因包括国内汽车的利润大头被外资汽车占有、阿里巴巴在香港和美国上市等。

可选消费品分为汽车和汽车零配件、家庭耐用消费品、纺织服装、酒店餐饮和休闲、教育、媒体、零售业等。(药品和食品零售、大卖场和超市行业归类于日常消费品大类行业)

汽车制造是非常大的赛道,中国公司在发动机、变速箱等技术领域存在差距,中国在汽车零配件业有一定的优势,不过中美玻璃和轮胎等零部件公司的市值都不算很大,持续增长空间相对较小。

表 9: 中国汽车制造的实力较弱

细分行业	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金 流净额 (亿元)	市盈率 PE
汽车制造		46576.89	2464.29	5995.77	
	丰田汽车	14126.73	813.64	1319.44	11.37
	特斯拉	9439.40	-60.13	167.78	
	本田汽车	2730.38	318.83	397.74	8.94
	法拉利	2636.11	54.38	102.08	48.03
	上汽集团	2216.35	256.03	462.72	8.48
机动车零配 件与设备		14866.28	679.92	1146.66	
	安波福	1094.00	69.06	113.29	15.70



	(APTIV)				
	曼格纳国际	742.53	93.72	160.13	5.92
	华域汽车	640.95	64.63	96.56	9.92
	福耀玻璃	470.62	23.47	35.37	16.41
轮胎与橡胶		1077.08	38.22	194.31	
	玲珑轮胎	256.80	16.68	28.00	15.29
	固特异轮胎橡胶 (GOODYEAR)	118.26	-21.70	84.20	
	赛轮轮胎	106.66	9.51	17.87	10.00

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

互联网零售是过去二十年的增长奇迹之一，无论是中国的阿里巴巴，还是美国的亚马逊，都是当代最杰出的创新公司之一。该赛道的规模效应非常突出，强者恒强的特点很明显。后来的美团点评，仅仅数年时间就成为了互联网的第三大龙头上市公司，仅次于阿里和腾讯。

表 10：互联网零售是过去二十年的增长奇迹

代码	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
		200409.61	4371.30	7605.33
AMZN.O	亚马逊 (AMAZON)	80876.92	808.40	2686.81
9988.HK	阿里巴巴-SW	39706.09	1462.13	1784.43
BABA.N	阿里巴巴	39316.87	1462.13	1784.43
NFLX.O	奈飞公司	13183.53	130.24	-201.43
3690.HK	美团点评-W	5248.22	22.39	55.74

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

表 11：可选消费之百货商店和综合货品商店业

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
		13049.10	708.97	1342.97
百货商店		3498.30	241.90	458.00
	居然之家	497.84	1.36	-0.02
	BJ'S WHOLESALE CLUB	244.21	10.28	15.67
	诺德斯特龙 (NORDSTROM)	199.78	34.60	86.23
	梅西百货 (MACY'S)	124.91	39.35	112.18
综合货品商店		9550.80	467.06	884.97
	塔吉特 (TARGET)	3746.95	228.89	496.50

	达乐 (DOLLAR GENERAL)	3123.69	119.47	156.13
--	---------------------	---------	--------	--------

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

专营零售业在美国是较大的一个细分行业, 家庭装潢零售中的家得宝公司市值高达 1.5 万亿元, 中国股市目前类似的上市公司, 这可能和中国消费者习惯、商业模式等因素有关系, 家得宝在中国的发展也不顺利。

表 12: 可选消费之专营零售业

细分行业	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金流净额 (亿元)
		44524.21	2347.48	2937.15
服装零售		7802.72	404.67	801.06
	TJX 公司 (TJX)	4071.83	228.27	283.69
	罗斯百货 (ROSS STORES)	2218.95	115.87	151.49
	盖普公司 (GAP)	201.54	24.49	98.43
电脑与电子产品零售		2399.71	179.33	-61.58
	百思买 (BEST BUY)	1171.59	107.50	178.94
	苏宁易购	822.08	119.03	-199.64
	国美零售	143.56	-25.90	
家庭装潢零售		20054.91	1084.19	1257.61
	家得宝 (HOME DEPOT)	15017.78	784.26	957.34
	劳氏公司 (LOWES)	5014.16	298.65	299.70
专卖店		4400.49	172.55	390.83
	蒂芙尼 (TIFFANY)	1098.59	37.75	46.80
	ULTA 美妆	798.89	49.25	76.83
	周大福	558.31	13.48	28.52
家庭装饰零售		1218.29	84.42	191.86
	美凯龙	343.64	37.83	29.25
	WILLIAMS SONOMA	267.67	24.84	42.37
	RH	166.42	10.75	14.92
	红星美凯龙	158.37	44.80	40.94

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

纺织品、服装与奢侈品业中, 鞋类是赛道较好的, 在美国诞生了市值高达 9300 亿元的耐克公司, 在中国诞生了市值 1500 亿的安踏体育。纺织品的空间较小。

表 13: 可选消费之纺织品、服装与奢侈品

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
服装、服饰与奢侈品		14101.16	591.31	668.50
	露露柠檬	1905.63	45.04	46.69
	威富公司 (VF)	1552.02	82.27	59.53
	申洲国际	1220.50	50.95	
	普拉达	604.59	19.99	63.30
	李宁	545.66	14.99	
鞋类		13039.83	392.15	376.05
	耐克公司	9309.97	235.46	175.83
	安踏体育	1555.36	53.44	74.85
	滔搏	550.44	14.71	22.11
	斯凯奇	276.05	24.18	29.76
纺织品		1852.58	78.90	190.78
	百宏实业	95.83	8.53	42.68
	华孚时尚	77.79	4.07	15.57
	鲁泰 A	73.54	5.88	4.82
	罗莱生活	73.34	3.58	4.12

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

赌博业在美国和中国香港股市都出现了市值 2000 亿的大公司。

餐饮业是可以做的很大的行业，麦当劳市值高达 9000 亿元，星巴克市值 6000 亿元，中国的海底捞市值 1500 亿元，相对来说，可以标准化的西餐更容易做大，产品差异化大的中餐做大的难度很高。

休闲设施公司，在美国做大的难度较高。

表 14：可选消费之酒店、餐馆与休闲

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
		54160.83	2534.16	4339.14
赌场与赌博		12058.24	639.46	1173.42
	金沙集团	2532.33	188.22	211.94
	银河娱乐	1928.01	116.82	174.16
	永利澳门	606.86	45.30	60.48

休闲设施		2206.44	48.82	152.88
	宋城演艺	378.26	12.70	14.92
餐馆		27674.20	931.73	1489.29
	麦当劳	9333.21	420.34	566.61
	星巴克	5994.87	255	357
	百胜餐饮 (YUM BRANDS)	1644.30	90.27	91.74
	墨式烧 (CHIPOTLE)	1505.48	24.43	50.34
	海底捞	1491.61	23.45	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

K12 中小学教育培训辅导是有东亚特色的行业 (中国大陆、中国香港和韩国等地区的升学压力都非常大), 超级激烈的升学压力给教育培训带来了商机, 个别明星培训老师转会盛况几乎堪比欧美国家的大牌球星。公务员培训也带了商机, 这个是美国股市没有的特色细分行业。

表 15: 可选消费之教育服务

证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金流净额 (亿元)	市盈率 PE (TTM)
	10094.42	160.78	228.94	
好未来	2174.43	0.46		
中公教育	1478.94	18.05	24.74	80.32
新东方	1279.65	18.04		45.09
BRIGHT HORIZONS FAMILY SOLUTIONS	472.59	12.58	23.05	37.39

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

媒体业做大的难度其实很高。

目前娱乐市值很大的主要是迪士尼娱乐公司, 该公司的特点很难复制。发展潜力较大的是音乐产业, 包括 spotify 音乐和腾讯音乐。

电影业的盈利难度较大, 商业模式急需转型。Fox 发展近百年, 市值和盈利依然不是很理想。

广告业, 外国的宏盟集团和 WPP 市值都不大, 广告业的分众传媒刚回归 a 股时市值一度很高, 但是由于缺乏业绩支撑, 最近两三年市值严重缩水。

出版业, 汤森路透已经转型为大数据公司, 晨星、新闻集团和纽约时报等

传统出版公司的经营都面临很大挑战。

表 16: 可选消费之媒体业

细分行业	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金流净额 (亿元)
		79406.39	5423.73	7631.75
广告		5058.26	228.11	532.87
	宏盟集团	793.32	93.42	129.48
	分众传媒	625.28	13.60	20.84
	WPP	573.67	92.22	146.96
	恒大健康	487.90	-44.26	
电影与娱乐		23892.15	280.98	451.47
	迪士尼	13139.00	782	467
	SPOTIFY TECHNOLOGY	1800.94	-14.54	44.78
	腾讯音乐	1279.04	39.82	62.00
	FOX-A	1097.96	56.50	-18.10
出版		7119.59	162.51	197.95
	汤森路透	2464.16	16.97	24.54
	晨星信息	394.01	10.60	23.33
	新闻集团 (NEWS)	377.71	-10.04	13.58
	纽约时报	364.45	9.76	13.25

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 工业

中国股市的工业市值占比高于美国, 主要是运输、建筑等细分行业的市值规模较大, 在航空航天国防、精密仪器和设备等领域, 差距还是较大的, 核心技术亟待突破。未来中国工业 GDP 增速将走低, 但是中国工业做强的空间是非常大的、提高技术和利润的空间很大。

工业可以分为航空航天国防、综合仪器设备、机械、建筑、商业和专业服务、运输等行业。

美国航天航空与国防行业的优势明显。有人曾经认为：贵州茅台市值超过中国所有的航天航空与国防军工股票市值总和是不理性的，贵州茅台股价会大跌，这种看法的错误至少有三处。但是，它从一个侧面反映出中国航天航空与国防领域的实力还是不够的，急需提高核心技术实力。（中国军工资产证券化不足是市值偏低的一个重要原因，但不是主要原因。）

表 17：美国航天航空与国防的优势明显

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
	45726.69	2025.52	2291.33
洛克希德马丁	7431.05	434.62	510.03
霍尼韦尔国际	6764.71	428.55	481.15
波音(BOEING)	5787.68	-44.37	-170.64
诺斯罗普-格鲁曼	4063.31	156.82	299.77
雷神技术	3797.11	386.27	619.70

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

美国的工业科技优势并不只是在航天航空和国防，在工业仪器和设备方面的技术优势也是很突出的，比如全球仪器公司第一名的丹纳赫公司，在电子和测试业务、环境保护业务、医疗技术业务、运动控制等方面的优势是很明显的。

通用电气公司，尽管由于过度依赖于金融业务和短期 KPI 考核等因素拖累它，依然是中国公司目前难以超越的。通用电气可生产军用雷达、导航系统及火箭，拥有尖端的飞机发动机业务，号称“工业皇冠上的明珠”，也提供核电设备，可再生能源，石油与天然气，医疗设备等在内的十几种产品。目前，在航空发动机、发电设备、CT 磁共振医疗设备等多个领域，其实力超过西门子等竞争对手，更是中国企业需要至少十年以上才能赶上的。

表 18：综合工业科技公司，美国优势很大

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
	31274.48	1667.28	2305.56
丹纳赫(DANAHER)	7487.76	209.86	275.67
3M 公司(3M)	5882.38	318.81	493.22
通用电气	3999.64	-347.34	611.95

飞利浦	2540.42	91.21	158.73
儒博科技 ROPER	2346.36	123.33	101.98

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑产品行业，五金门锁和热水器等细分市场，外国公司是有优势的。不过市场成长空间并不是很大。

**表 19：建筑产品**

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
	7271.15	433.29	622.66
马斯可木业(MASCO)	747.52	65.23	58.11
安朗杰(ALLEGION)	615.81	28.03	34.06
雷诺士国际	521.15	28.51	27.63
A.O. 史密斯	457.04	25.81	31.83

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑工程方面，上市公司数据似乎体现了传说中的中国是基建狂魔的特点，除了表格中的中国建筑、中国铁建，前几家公司还包括中国交建、中国中铁等中国公司。除非找到新的增长业务，未来的增长空间有限。

**表 20：建筑工程公司，中国霸榜**

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）	市盈率 PE
	21360.13	2244.65	753.22	
中国建筑	2182.18	299.80	-1066.75	5.36
中国铁建	1283.27	201.97	400.06	6.38
中国铁建（港股）	1039.37	201.97	400.06	5.43

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

电气设备行业，中国的宁德时代近些年发展较快、市值不低。整体看，从核心技术、市场收入和利润等指标看，瑞士的 ABB、伊顿公司、艾默生电气等龙头公司的优势还是很明显的。中国公司的国产替代潜力很大，难度也不小。

**表 21：电气设备行业**

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）	市盈率 PE
电气部件与设备		30038.94	880.82	1126.02	



	宁德时代	2936.07	34.64	103.25	<b>64.89</b>
	伊顿公司 (EATON)	2204.35	154.24	240.75	14.16
	艾默生电气	2063.72	23.10	30.04	13.53
	罗克韦尔自动化 (ROCKWELL)	1300.22	22.01	16.37	19.96
	阿美特克 (AMETEK)	1226.75	60.09	77.74	20.23
重型电气设备		6624.83	311.49	328.78	
	阿西布朗勃法瑞 ABB	2598.51	100.39	162.20	25.65
	上海电气	731.86	37.20		19.91

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

建筑机械和重卡是中国过去十几年进步较大的行业，但是在农业机械、工业机械方面和美国的差距依然很大。

表 22：机械行业

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
建筑机械与重型卡车		22748.40	1651.16	1940.33
	卡特彼勒	4319.21	425.06	482.19
	中国中车	1790.81	117.95	225.31
	三一重工	1616.25	91.59	94.45
	帕卡公司 (PACCAR)	1594.22	166.58	199.54
	康明斯 (CUMMINS)	1538.86	157.66	221.91
农用农业机械		3797.04	133.43	94.26
	迪尔 (DEERE)	2987.57	36.63	-35.99
	一拖股份	60.63	0.70	1.22
工业机械		34361.50	1307.07	1612.63
	伊利诺伊工具	3427.91	175.87	208.94
	TRANE TECHNOLOGIES	1455.50	98.43	133.91
	派克汉尼汾	1183.85	38.42	58.41
	史丹利百得	1162.34	66.68	105.04

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

工业品经销零售方面，中国股市目前缺乏快扣、固安捷这样的公司。

表 23：工业品经销商

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
	8557.05	580.95	1021.56

快扣 (FASTENAL)	1397.15	14.35	17.08
固安捷 (GRAINGER)	1055.55	59.23	72.69
美国联合租赁	543.46	81.90	210.96

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

美国在商业服务、企业服务、调查和咨询服务、环境设施服务等行业比较发达，在未来的中国应该是很有发展潜力的。

**表 24：商业服务和用品、专业服务**

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生 现金流净额（亿元）
<b>环境与设施服务</b>		13759.68	405.78	662.41
	美国废物管理	2889.27	116.50	270.26
<b>综合支持服务</b>		5043.75	152.08	347.67
	信达思 (CINTAS)	1370.35	51.73	66.10
	科帕特	1153.21	27.36	25.24
	铁山公司 (IRON MOUNTAIN)	497.85	18.65	67.44
	里奇兄弟拍卖	298.26	6.89	21.86
<b>安全和报警服务</b>		2103.29	-14.74	166.55
	江森自控国际 (JOHNSON)	1565.30	11.27	22.46
<b>调查和咨询服务</b>		11918.16	263.76	515.12
	RELX	2926.46	137.71	191.15
	VERISK ANALYTICS	1689.18	31.39	66.71
	科斯塔	1654.29	21.97	31.94
	艾可菲 (EQUIFAX)	1060.59	-27.82	21.89
<b>办公服务与用品</b>		1377.51	83.51	125.66
	晨光文具	482.08	10.60	10.82
	MSA SAFETY	287.50	9.52	11.51
<b>人力资源与就业服务</b>		2274.69	147.19	212.39
	PAYLOCITY	366.40	1.37	2.55
	罗伯特哈夫国际 (ROBERT HALF)	333.75	31.70	36.25
	前程无忧	319.06	5.32	

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

运输业包括航空货运与物流、铁路、公路、港口等。中国在这方面和美国

的差距较小，各有特色。航空业护城河不宽，中美相关公司做大的难度很高。  
港口、高速公路的成长空间业相对有限。

表 25: 运输业

细分行业	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动产生现金流净额 (亿元)
航空货运与物流		17526.37	857.82	1482.59
	联合包裹服务	6039.09	309.74	602.67
	联邦快递 (FEDEX)	2205.26	114.58	231.85
	顺丰控股	2105.63	57.97	91.21
航空		12654.53	1442.47	2767.75
	西南航空	1195.26	160.45	278.14
	达美航空 (DELTA)	1097.31	332.56	587.74
	中国国航	973.16	64.20	
海运		3848.79	358.65	398.36
	中远海控	451.15	66.90	
	招商轮船	443.50	7.23	31.04
铁路运输		27181.60	1605.23	2267.20
	联合太平洋 (UNION PACIFIC)	7127.06	412.92	600.58
	加拿大国家铁路	3928.82	225.22	316.41
	京沪高铁	3069.16	119.37	167.23
公路运输		4950.15	195.96	964.50
	OLD DOMINION FREIGHT LINE	1117.34	42.94	68.64
	JB 亨特运输服务	754.22	7.43	
机场服务		2721.80	147.76	180.34
	上海机场	1256.76	50.30	48.85
	北京首都机场股份	223.91	24.19	
	太平洋航空	217.07	17.55	25.21
	墨西哥坎昆国际机场	199.04	17.38	26.81
公路与铁路		3897.49	447.17	458.46
	宁沪高速	507.30	35.59	43.77
	招商公路	426.30	33.21	21.65
	江苏宁沪高速公路	386.97	42.00	57.63
海港与服务		4783.21	462.49	339.74
	上港集团	1001.10	90.62	61.73
	招商港口	286.24	28.98	55.02
	招商局港口 (港股)	279.40	74.91	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 医疗保健业

医疗保健业是美国过去十几年增长最稳定的举足轻重的大类行业，也是中国高成长公司出现频率高的大类行业。大致可分为医疗保健设备与服务，以及制药、生物科技和生命科学，各个细分行业的差异很大，无论是技术、商业模式还是现金流风险等方面都显著不同，有较高的技术门槛，估值方法也各不相同，尤其是创新药、生物科技和生命科学，需要结合管线研发估值等方法，研发周期长、风险高，不能简单看市盈率或市净率或现金流指标。

欧美国家的雅培、美敦力、强生、联合健康集团等龙头公司在医疗保健设备、医疗保健用品、管理型保健护理等领域均占据了中高端市场和最丰厚的利润，中国企业在这方面还有很大的潜力可挖。

过去十年，中国企业爱尔眼科、通策医疗等企业成长较快，享受了很高的估值，目前相比较国际龙头公司依然有差距。

医疗保健技术行业，中国企业阿里健康和平安好医生处于发展期，盈利能力较弱，但是市值已经不小，体现了投资者很乐观的高成长预期。

**表 26：医疗保健设备与服务**

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
		108751.99	2769.34	3805.71
<b>医疗保健设备</b>		70694.49	1582.87	1974.17
	雅培制药 (ABBOTT)	11290.13	257.21	428.06
	美敦力 (MEDTRONIC)	9182.18	293.03	409.10
	碧迪	4821.08	19.70	50.52
	史赛克 (STRYKER)	4550.02	145.31	152.85
	直觉外科手术 (INTUITIVE)	4172.57	96.22	111.49
<b>医疗保健用品</b>		38057.50	1186.47	1831.54
	强生公司	27389.40	1054.73	1633.55
	爱尔康	1754.37		
	库珀医疗	1121.49	6.41	9.19
	艾利科技	1019.22	30.89	52.13
	WEST PHARMACEUTICAL	857.77	16.86	25.62

	SERVICES			
保健护理产品经销商		8284.37	-35.31	193.86
	麦克森	1718.71	-8.56	-19.80
	美源伯根	1280.36	13.29	10.12
	国药控股	568.24	62.53	
<b>保健护理服务</b>		9343.43	133.23	665.88
	费森尤斯医疗	1434.50	93.76	200.62
	美国控股实验室	969.15	57.47	100.79
	TELADOC HEALTH	882.89	-6.90	2.08
	奎斯特诊疗	836.67	59.86	86.71
<b>保健护理设施</b>		7088.22	289.42	926.81
	HCA HEALTHCARE	2608.47	244.52	530.33
	<b>爱尔眼科</b>	1333.92	12.31	18.53
	环球健康服务	629.47	56.85	100.35
	ENCOMPASS HEALTH	483.43	25.02	44.32
	<b>通策医疗</b>	367.29	4.00	4.90
<b>管理型保健护理</b>		35309.25	1276.43	1808.61
	联合健康集团	18811.00	239.62	208.51
	信诺保险(CIGNA)	4782.76	356.07	661.69
	ANTHEM	4449.48	335.35	422.83
	哈门那(HUMANA)	3288.12	188.85	368.62
	CENTENE	2851.20	92.16	103.46
<b>医疗保健技术</b>		7843.37	7.75	156.99
	阿里健康	1987.26	-0.01	4.76
	VEEVA SYSTEMS	1835.53	21.01	30.51
	塞纳(CERNER)	1497.96	36.94	91.60
	平安好医生	960.03	-7.34	-5.04
	全细胞医护科技	211.55	4.28	10.12

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

生物技术领域，美国公司的技术优势非常明显，中国企业的实力较弱。治疗新冠病毒关注度很高的吉利德科学就是生物技术公司。这个领域是中国企业未来需要重点突破的。

表 27：生物技术

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）
	80199.26	884.93	2179.00
安进(AMGEN)	9209.93	547.07	638.32
吉利德科学	6639.27	375.74	637.90

福泰制药 (VERTEX)	4658.72	82.10	109.48
生物基因 (BIOGEN)	4006.47	410.79	493.82

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

制药业（国内主要指创新药）是中国的严重科技和工艺短板。中国企业在制药领域的差距，不比媒体关注度高的芯片半导体差距小。目前，日本的武田制药在制药企业排行第 16 名，中国的制药科技离日本的差距很大，离欧美发达国家的差距更大。

过去十几年给投资者带来高额回报的恒瑞医药公司，尽管市值高达 4000 亿元（享受高估值），但是无论是研发能力还是收入、净利润等综合指标都无法进入世界前 40 名，2019 年中国生物制药和恒瑞医药首次进入前 50 名。

制药业一个很重要的特点是研发投入大、风险高、现金流差，除了龙头公司可以盈利，中小型研发型公司多数是亏损的，严重依赖股权或债券融资（“烧钱”是必要条件，不是充分条件），投资风险较大。

云南白药、片仔癀、白云山等中药公司在过去十几年给投资者带来很高的回报率，但是这些都可能是过去时了，由于中药的市场主要是国内，属于小众市场。要想拓展成长空间，提高研发能力、增强其在全球范围的市场认可度是必不可少的。

表 28：制药业

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）	市盈率 PE (TTM)
	156755.19	-44889.06	-30702.96	
默克集团 (MERCK)	14654.29	686.67	937.60	21.15
辉瑞制药 (PFIZER)	14048.62	1135.24	878.16	12.26
诺华制药	13651.47	818.45	950.51	16.53
礼来公司 (LILLY ELI)	10179.13	580.31	337.41	17.38
诺和诺德	10112.54	105.79	100.17	25.56

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

生命科学工具和服务也是欧美国家的优势领域，赛默飞世尔科技公司在分析仪器、实验室设备、试剂耗材等方面有显著的优势，Illumina 公司在基因芯片及基因测序是领先企业，中国的华大基因公司离先进水平有较大的差距。凭

借中国的工程师工资相对低廉的优势，中国在 CRO（CDMO）方面有一些本土优势，代表性公司泰格医药在过去五年给投资者的回报率也是很可观的。但是综合看，药明康德、泰格医药等中国公司还需要不断提高自己的技术实力。

**表 29：生命科学工具和服务**

证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）	市盈率 PE
	30713.30	782.14	830.42	
赛默飞世尔科技	9148.76	257.84	346.93	35.16
ILLUMINA	3045.63	69.90	73.32	43.17
安捷伦科技	1679.70	13.96	-4.18	31.23
艾坤纬 IQVIA	1679.36	13.32	98.85	124.89
药明康德	1619.26	18.55		88.36

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 信息技术产业

信息技术产业是美国最重要的优势产业，也是过去二十年中国发展最迅猛、给社会带来巨大变革的产业。

信息技术产业分为软件与服务、技术硬件与设备、半导体与生产设备三大领域，我们先从媒体关注度很高的半导体与生产设备看起，尽管中国大陆在软件和技术硬件方面距离美国的差距并不比半导体更小。

除了中国大陆的海思半导体和国际水平较为接近，在光刻机和相关半导体材料等细分领域的差距也是很明显的。

半导体和生产设备行业是中国公司在未来 10 年有望做到很大的行业，相关的国内公司包括中芯国际、北方华创、中微公司等。

**表 30：半导体与生产设备**

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生现金流净额（亿元）	市盈率 PE
		138954.76	5559.83	9413.90	
半导体设备		24323.52	537.11	736.70	



	阿斯麦	8349.14	202.60	256.07	40.83
	应用材料	3256.45	63.20	69.93	16.36
	拉姆研究 (LAM RESEARCH)	2692.99	69.32	54.59	18.48
	科天半导体 (KLA CORP)	1691.10	51.41	62.51	21.11
<b>半导体产品</b>		114631.24	5022.71	8677.19	
	台积电	18131.37	823.99	1432.04	21.82
	英特尔 (INTEL)	17726.31	1468.35	2312.26	11.96
	英伟达 (NVIDIA)	12100.28	195.05	332.14	61.47
	博通 (BROADCOM)	7245.93	27.28	164.52	40.60

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

软件与服务的市场规模是半导体的 4-5 倍,美国在互联网软件、系统软件、应用软件、数据等方面的优势比半导体更为突出(在中国通常归类为计算机业)。人工智能、大数据、云计算等重要细分领域都是美国公司领先。

除了腾讯、网易、世纪华通、三七互娱等公司在微信运用、游戏等方面有一定的本土优势,在全球范围看,中国在软件和服务业的差距是很大的。

表 31: 软件和服务业的几大主要子行业, 中国差距很大, 潜力也很大

证券简称	总市值 (亿元)	净利润(亿元)	经营活动产生 现金流净额(亿元)
<b>软件和服务业</b>	<b>617577.50</b>	<b>14608.03</b>	<b>23412.38</b>
<b>互联网软件与服务 业</b>	<b>249126.18</b>	<b>6211.53</b>	<b>12637.77</b>
谷歌	60836.11	2395.84	3803.42
FACEBOOK	35513.88	1289.55	2533.34
腾讯控股	35452.93	933.10	1485.90
SHOPIFY	4075.22	-3.63	3.26
<b>信息科技咨询与其 它服务业</b>	<b>34995.50</b>	<b>1418.61</b>	<b>1647.74</b>
埃森哲	7606.51	183.27	163.88
IBM	7423.55	657.93	1030.38
印孚瑟斯技术	2542.81	150.92	
高知特科技	2006.19	128.50	174.34
WIPRO-ADR	1304.14	81.66	85.89
<b>数据处理与外包服 务</b>	<b>81016.92</b>	<b>1547.48</b>	<b>2509.39</b>
VISA	22929.77	231.82	274.55
万事达卡	18195.66	566.33	570.86

PAYPAL	8914.34	171.54	318.18
富达国民信息服务 (FIDELITY)	5213.78	20.79	168.13
费哲金融服务 (FISERV)	4477.88	62.30	194.98
<b>应用软件业</b>	<b>87462.93</b>	<b>620.94</b>	<b>1484.21</b>
奥多比	11280.01	67.66	93.88
思爱普	10261.94	259.47	273.23
赛富时 (SALESFORCE)	9806.21	8.79	302.14
财捷公司(INTUIT)	4620.69	21.00	13.44
ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS	2976.98	1.77	10.60
<b>系统软件业</b>	<b>152685.41</b>	<b>4373.47</b>	<b>4748.27</b>
微软公司	92038.46	1578.83	1732.35
甲骨文	11802.51	496.45	673.69
SERVICENOW	3954.17	43.72	86.22
威睿	3929.91	447.31	270.12
<b>家庭娱乐软件业</b>	<b>12290.56</b>	<b>435.99</b>	<b>385.00</b>
动视暴雪	3558.51	104.85	127.73
艺电	2314.88	185.38	91.88
TAKE-TWO互动软件	986.18	19.93	31.12
世纪华通	903.49	20.09	8.80
三七互娱	783.01	21.15	32.58

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

技术硬件与设备行业是信息技术细分产业中，中国距离美国差距相对较小的，尤其是中国在通信设备、电子元件等细分行业最近十几年进步明显，立讯精密、舜宇光学科技、海康威视等电子公司过去十年的股价涨幅很大。

在电脑硬件、数据存储等方面，美国公司的技术和盈利的优势依然明显。

表 32：技术硬件与设备

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	经营活动产生 现金流净额（亿元）
通信设备		66229.24	1059.83	1977.68
	思科	12396.48	410.42	522.36
	高通公司 (QUALCOMM)	6115.11	65.54	79.21
	L3HARRIS	2977.64	30.40	5.74

	TECHNOLOGIES			
		100112.21	2140.52	3187.99
<b>电脑硬件</b>		93985.29	1751.68	2361.59
	<b>苹果公司 (APPLE)</b>	87616.54	1575.44	2162.09
	惠普公司 (HP)	1513.66	48.04	91.04
	慧与 (HEWLETT PACKARD)	863.48	23.59	-5.60
	紫光股份	746.89	12.42	-28.65
	浪潮信息	531.20	5.18	-37.77
<b>电脑存储与外围 设备</b>		6126.92	388.84	826.40
	戴尔科技	2105.84	322.02	648.16
	希捷科技 (SEAGATE)	922.82	36.63	66.19
	西部数据	897.59	-29.35	36.06
	美国网存 (NETAPP)	629.55	44.06	47.88
	罗技	534.98	16.68	22.93
		56987.37	1490.77	2347.85
<b>电子元件</b>		27583.98	589.16	1240.51
	立讯精密	2208.07	28.88	61.11
	FORTIVE	1361.61	51.55	88.70
	京东方 A	1325.82	18.52	165.27
	是德科技	1226.55	11.55	13.96
	舜宇光学科技	1097.68	39.91	
<b>电子设备和仪器</b>		17355.92	463.52	637.44
	海康威视	2812.85	80.27	1.24
	佳能	1955.93	80.17	229.72
	安费诺 (AMPHENOL)	1686.72	80.58	83.03
	康宁公司 (CORNING)	1074.68	66.97	141.69
<b>电子制造服务</b>		7558.60	290.86	271.19
	工业富联	2789.60	186.06	64.39
	泰科电子	1538.72	1.84	29.12
	TRIMBLE	566.94	35.88	40.81
	IPG 光电	427.48	12.57	22.57
	环旭电子	368.18	12.62	24.26
<b>技术产品经销商</b>		4488.87	147.23	198.70
	CDW	1042.13	51.40	71.66
	LUMENTUM	405.16	3.37	6.20
	美国技术数据	344.89	15.94	29.18
	艾睿电子	308.11	-14.24	59.86
	伟创力	284.21	2.78	-120.19

办公电子设备		755.62	38.18	47.98
	斑马技术	748.33	37.95	47.79

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 房地产业

中美房地产业差异很大，中国上市公司主要是房地产开发，美国主要是房地产投资信托公司（REITS）。随着中国房地产开发逐步走向饱和，未来的潜力很可能是房产物业服务服务和 REITS，实现更高的估值和更稳定的业绩。

表 33：中国房地产业主要是房地产开发公司

细分行业	代码	证券简称	总市值（亿元）	总资产（亿元）	净利润（亿元）
房地产经营公司			7875.65	26317.85	546.71
	6098.HK	碧桂园服务	828.46	122.69	16.71
	1997.HK	九龙仓置业	817.11	2547.07	35.19
	001914.SZ	招商积余	271.45	165.02	2.86
房地产开发			44244.83	292514.32	6014.52
	000002.SZ	万科 A	3004.11	17300.03	388.72
	0688.HK	中国海外发展	2563.72	7238.96	416.18
	0960.HK	龙湖集团	2049.22	6522.45	183.37
	1109.HK	华润置地	2049.18	7621.08	286.72

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

表 34：美国房地产业主要是 REITS

细分行业	证券简称	总市值（亿元）	总资产（亿元）	净利润（亿元）
多样化房地产投资信托		4617.27	9051.53	49.46
	杜克房地产	873.91	587.44	29.93
工业房地产投资信托		6582.27	4502.87	150.05
	安博	4500.86	2792.70	109.73
酒店及度假村房地产投资信托		2118.97	6137.27	323.51
	沃那多房产信托	570.64	1275.74	219.61
办公房地产投资信托		8730.18	11244.19	256.01
	数字房地产信托	2073.59	1609.28	40.45
	亚历山大房地产	1313.11	1282.96	25.34
医疗保健地产投资信托		1624.94	2178.47	55.64
	MEDICAL PROPERTIES	621.63	1009.27	26.14

	医疗保健房地产信托	286.11	248.62	2.73
住宅房地产投资信托		9973.28	9218.09	318.29
	公平住屋	1728.15	1477.05	67.70
	艾芙隆海湾社区	1594.93	1333.92	54.83
	埃塞克斯信托	1143.23	886.35	30.65
零售业房地产投资信托		6619.24	12664.34	403.68
	西蒙地产	1381.11	2178.78	146.61
特种房地产投资信托		29084.97	21457.35	712.28
	美国电塔	7717.20	2985.93	131.70
	冠城国际	4766.54	2682.84	60.00
	易昆尼克斯	4063.60	1671.89	35.40

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 材料业

中国材料行业的利润和市值占比显著高于美国。

大陆的铝、基础化工、水泥、钢铁、造纸等行业，中国和美国逐步趋同，成长空间有限。

中国的基础化工业进步明显，比如 MDI 的万华化学和化纤相关公司，但是成长速度也逐步在下降。

中国的水泥行业利润是美国无法比拟的，这和中国在铁公基和房地产方面的巨大投资有关系。

中国材料行业的主要差距不是上市公司市值，而是体现在精细化工材料（比如半导体用的化工材料）、特钢等领域的技术和工艺，美国、日本、以色列和西欧等国家地区领先。高精尖材料是中国的薄弱环节，也是未来潜力。

表 35：中美材料细分行业和代表性公司

细分行业	代码	证券简称	总市值（亿元）	总资产（亿元）	净利润（亿元）
基础化工			13887.37	16596.34	751.13
	600309.SH	万华化学	1324.97	968.65	101.30
	LYB.N	利安德巴塞尔工业	1237.55	2123.21	236.98

多元化工			3987.93	9412.53	174.17
	DD.N	杜邦	1851.58	4841.20	34.74
	FMC.N	FMC	763.97	688.74	33.30
	EMN.N	伊士曼化工	497.67	1116.75	52.95
	HUN.N	亨斯曼材料	233.75	580.42	39.21
建材			19625.47	32823.65	1566.30
	600585.SH	海螺水泥	3035.44	1787.77	336.30
	0914.HK	海螺水泥	2755.61	1787.77	336.30
	CRH.N	CRH 水泥	1442.09	2915.96	150.76
铝			3890.46	16113.91	213.53
	601600.SH	中国铝业	495.36	2030.71	8.51
	0486.HK	俄铝	361.75	1242.74	66.97
	1378.HK	中国宏桥	273.66	1796.04	60.95
黄金			18980.88	16906.39	599.62
	GOLD.N	巴里克黄金	3062.90	3096.87	276.89
	600547.SH	山东黄金	1162.04	588.96	13.22
	601899.SH	紫金矿业	1078.53	1238.31	42.84
钢铁			14693.08	48515.28	1108.10
	600019.SH	宝钢股份	1091.29	3445.71	88.74
	PKX.N	浦项钢铁	817.35	4726.98	43.94

	NUE.N	纽柯公司(NUCOR)	752.92	1279.76	88.68
纸制品			3940.35	9491.51	268.95
	IP.N	国际纸业	877.88	2335.00	85.46
	2689.HK	玖龙纸业	328.32	792.28	22.79
	002078.SZ	太阳纸业	237.15	310.65	14.85

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 能源业

无论是中国还是美国，能源业在股市的地位都在下降，美国的下降更为明显，已经不是最重要的行业前 5 名。

能源业在中国的地位依然偏高，中国的优势是煤炭资源，劣势是石油开采成本较高，在石油天然气开采相关的设备、技术与服务方面以及石油天然气的运输和存储方面，和美国有差距。

中国石油、煤炭等相关行业的成长空间有限。

表 36：中美能源细分行业和代表性公司

细分行业	代码	证券简称	总市值(亿元)	净利润（亿元）	经营活动产生 现金流净额 (亿元)
石油天然气钻井			1250.06	-288.52	263.27
	601808.SH	中海油服	585.00	25.02	69.66
	2883.HK	中海油田服务	261.18	25.02	69.66
石油天然气设备与服务			6539.83	-1474.21	999.29
	SLB.N	斯伦贝谢	1435.77	-707.18	378.88
	BKR.N	贝克休斯	937.01	8.93	148.31
	600871.SH	石化油服	389.18	9.87	
综合性石油天然气			118366.32	9458.13	25549.10
	RDS_A.N	壳牌石油-A	18915.78	1105.17	2942.42
	XOM.N	埃克森美孚	12061.21	1000.39	2073.05
	601857.SH	中国石油	8290.85	456.82	
石油天然气勘探与生产			18619.75	1671.70	7940.48

0883.HK	中国海洋石油	3405.07	610.45	1235.21
CEO.N	中海油	3306.41	610.45	1235.21
COP.N	康菲石油	2450.87	501.52	774.64
石油与天然气炼制和销售		7338.78	767.06	1808.52
PSX.N	PHILLIPS 66	1747.06	214.59	335.42
VLO.N	瓦莱罗能源	1345.81	168.96	385.85
MPC.N	马拉松原油	1096.52	183.96	658.62
600688.SH	上海石化	449.19	22.16	
石油与天然气储存和运输		24329.46	2030.85	4470.24
ENB.N	安桥	4045.60	304.77	502.05
TRP.N	TC ENERGY	3044.29	160.28	281.65
煤炭与消费用燃料		11919.75	1592.82	2888.77
601088.SH	中国神华	3182.34	417.07	631.06
1088.HK	中国神华	2562.03	417.07	631.06

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、中国企业的未来：多数行业靠做强、少数具备做大潜力

随着中国经济的增速逐步下降，过去二十年依靠 GDP 6% 以上增速来扩张规模的公司，其成长空间将逐步收缩，甚至面临衰退风险，代表性行业是钢铁、电力、煤炭、铜、石油、房地产开发、建筑工程、水泥、铝、贸易、铁路运输等。

依靠技术进步、商业创新、管理优化等效率提高做“强”的细分行业，其成长空间是很大的，比如物业服务、信息服务业、资产管理、精密仪器、信息技术产业中的软件和服务、半导体、电脑硬件和数据存储、创新药、生命科学、生物技术、基因芯片、自动化、新材料、航空和汽车发动机等。

对于逐步走向饱和的行业，包括银行、家用电器、水泥、五金建材、机械设备、鞋类、轻工、汽车、农业等，要想实现超额回报，未来的潜力公司



需要不断地实现优化风险管理、技术突破、商业模式转型、降低成本或提升品牌力的一个或多个必要环节，从而给公司的股东带来好的投资回报率，为社会创造财富。

**风险提示：**新材料、半导体、生物技术、大数据、基因、创新药、5G、云计算、新能源汽车、人工智能等细分行业的部分热门公司的估值包含了很高的预期，如果 2021-2022 年不能实现技术突破、逐步兑现盈利，可能出现戴维斯双杀风险。

## 图 表 目 录

图 1: 年报净资产收益率排名靠前的行业.....	5
图 2: 年报净资产收益率排名靠后的行业.....	6
图 3: 一季报净资产收益率排名靠前的行业.....	7
图 4: 一季报净资产收益率排名靠后的行业.....	8
图 5: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入排名靠后的行业.....	8
图 6: 2020 年 Q1 净资产收益率排名靠前的细分行业.....	9
图 7: 2019 年收入增速排名靠前的细分行业.....	10
图 8: 2019 年收入增速排名相对靠前的细分行业.....	11
图 9: 2020Q1 年收入增速排名相对靠前的细分行业.....	11
图 10: 2017-2019 年收入增速呈现下降态势的细分行业.....	12
图 11: 2019 净利润增速排名靠前的细分行业.....	13
图 12: 2017-19 年净利润增速排名相对靠前且相对稳定的部分细分行业.....	13
图 13: 2020Q1 净利润增速排名相对靠前的部分细分行业.....	14
表 1: 中国大陆的市值、净利润占比.....	14
表 2: 美股行业净利润和市值占比.....	15
表 3: 美国在资产管理和理财等细分行业领先.....	16
表 4: 中国的投资银行（券商）市盈率比美国高很多.....	18
表 5: 中国和美国在保险业结构上差异较大.....	18
表 6: 中国和美国日常消费零售业对比.....	19
表 7: 中国和美国日常食品饮料和烟草公司对比.....	20
表 8: 中国日常用品公司离美国的差距较大.....	21
表 9: 中国汽车制造的实力较弱.....	22
表 10: 互联网零售是过去二十年的增长奇迹.....	23
表 11: 可选消费之百货商店和综合货品商店业.....	23
表 12: 可选消费之专营零售业.....	24
表 13: 可选消费之纺织品、服装与奢侈品.....	24
表 14: 可选消费之酒店、餐馆与休闲.....	25
表 15: 可选消费之教育服务.....	26
表 16: 可选消费之媒体业.....	27
表 17: 美国航天航空与国防的优势明显.....	28
表 18: 综合工业科技公司，美国优势很大.....	28
表 19: 建筑产品.....	29
表 20: 建筑工程公司，中国霸榜.....	29
表 21: 电气设备行业.....	29
表 22: 机械行业.....	30
表 23: 工业品经销商.....	30
表 24: 商业服务和用品、专业服务.....	31
表 25: 运输业.....	32

表 26: 医疗保健设备与服务 .....	33
表 27: 生物技术.....	34
表 28: 制药业.....	35
表 29: 生命科学工具和服务 .....	36
表 30: 半导体与生产设备.....	36
表 31: 软件和服务业的几大主要子行业，中国差距很大，潜力很大 .....	37
表 32: 技术硬件与设备 .....	38
表 33: 中国房地产业主要是房地产开发公司 .....	40
表 34: 美国房地产业主要是 REITS.....	40
表 35: 中美材料细分行业和代表性公司 .....	41
表 36: 中美能源细分行业和代表性公司 .....	43

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**曾万平、付延平，策略证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券,银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户(以下简称客户)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正,但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断,银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户,本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接,银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任何部份,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者,为保证服务质量、控制投资风险,应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理,完成投资者适当性匹配,并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失,在此之前,请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外,银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电:

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区:崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区:何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区:耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn

公司网址:www.chinastock.com.cn

