

## 可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注致胜 ——兼顾选股策略

### 核心要点：

- **高质量发展与专注主业：**（1）**新供求稳态下的鞍点路径。**新常态下，发展方式从规模速度型转向质量效率型，发展动力从主要依靠资源和低成本劳动力等要素投入转向创新驱动。（2）**外部压力。**“卡脖子”问题掣肘高质量发展，倒逼高质量发展紧迫推进。（3）**政策面**大力推进中国式现代化，高质量发展是首要任务。（4）**借鉴海外历史经验。**专注主业存诸多优势，提高创新能力、研发能力，增强核心竞争力。（5）较2015年供给侧结构性改革之前，经营模式有所转变，但近三年受疫情影响，多元经营模式有所反复。
- **专注主业的机会在何处？**（1）**专注主业与业绩指标。**专注主业为企业业绩（ROIC、ROE、ROA等）带来积极效用，回归结果显示，该结论对于民营企业 and 国有企业无差别。（2）**专注主业与企业价值增长。**聚焦主业对估值指标市净率（PB）的正向影响较为显著，尤其是对于民营企业的正影响远高于国有企业。（3）**风险兼顾收益。**专注主业对收益兼顾风险（Sharpe比率）影响显著，对企业高质量、可持续发展非常重要，该结论对民营企业的正影响更显著。（4）**主题风格。**专注主业在大小盘中均有显著正影响，尤其是业绩与收益风险方面更为显著；同样，专注主业对成长和价值风格均存在显著影响，但成长风格在企业价值可持续性提升及收益风险控制方面表现更好。（5）**结构性机会。**聚焦主业对包括轻工制造、社会服务、美容护理、基础化工、机械设备、国防军工、房地产、建筑材料、建筑装饰及计算机等行业存正向影响，煤炭及传媒行业对主业经营呈负相关，聚焦主业对ROIC、ROE和ROA影响略有差异。专注主业与Sharpe比率的相关关系亦有差异，如专注主业对食品饮料、商贸零售和有色金属等行业的正向影响更为显著。
- **构造指数复盘与投资策略建议：**选取2015-2022年作为回测样本，以年为验证周期，对专注主业构造指数，回测结果显示，专注主业对A股市场收益率存在一定程度的影响，基本与回归模型结论一致。加之A股市场投资环境的分析，有助于在专注主业前提下择时选股。（1）**全A指数。**专注主业更高的公司，其股市表现总体上更好，但这一特征与全A指数涨跌情况无直接关系；（2）**主题风格。大盘VS小盘：**专注主业较高的成分股，其股市表现相对更好，且这一特征在大盘风格中更明显，小盘风格中，专注主业较高的成分股在股市表现上的领先性并不十分显著；**成长VS价值：**在成长风格的股票中，总体上，专注主业高的股票，在股市上表现更好，而在价值风格的股票中，专注主业与股市表现的相关性相对较弱；（3）**结构性机会。**与业绩、估值及Sharpe比率分析结论基本一致，在医药生物、基础化工、机械设备、电子、计算机等行业的成分股中，专注主业高的股票，其股市表现相对较好，建议关注。
- **风险提示：**模型假设的系统风险，选取解释变量偏差风险，控制变量缺失的内生性风险，样本选择偏差风险。

### 分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

特别鸣谢：周美丽、孟繁欣、吴佳文

### 相关研究

2023-05-04, 2023年4月中央政治局会议再次明晰A股市场投资主线

2023-04-17, A股市场投资环境逐渐改善

2023-04-08, 二季度A股市场投资策略展望：把握主线投资机会

2023-03-27, 全球视角：美联储进退与全球权益市场走势

2023-03-20, A股市场颠簸行情是否存改善的条件？

2023-03-08, 机构改革剑指高质量发展：中长期利好A股上市公司

2023-03-06 年政府工作报告重点内容：利好A股市场哪些行业和主题？

2023-02-15, A股市场面临多方博弈，结构性机会占优

2023-02-03, 全面注册制对A股市场的影响：新时代资本市场迎来新局面

2023-01-15, 多重驱动，势在途中——2023年港股市场投资策略展望

2022-12-17, 2023年A股市场投资策略展望：时蕴新生，布局之年

## 目 录

<b>一、高质量发展的迫切性</b> .....	<b>3</b>
(一) 宏观视角：新供求稳态下的鞍点路径 .....	3
(二) 行业视角：要素市场化配置亟待优化 .....	5
(三) 外部压力：“卡脖子”问题掣肘高质量发展 .....	8
<b>二、2018 年以来有关“高质量发展”政策梳理</b> .....	<b>12</b>
(一) “十四五”规划和 2035 年远景目标纲要 .....	12
(二) 时蕴新生：“二十大”战略布局，革故鼎新 .....	13
(三) 其他重要会议梳理 .....	14
<b>三、高质量发展与主业经营的关系：海外经验借鉴</b> .....	<b>14</b>
(一) 日本 .....	15
(二) 美国 .....	16
(三) 中国企业多元化 VS 聚焦主业的过程阶段 .....	17
<b>四、专注主业的机会在何处？</b> .....	<b>18</b>
(一) 可持续高质量发展是否需要“专注主业”？ .....	18
(二) 专注主业与企业价值增长的可持续性 .....	24
(三) 风险兼顾收益：Sharpe 比率 .....	28
(四) 专注主业的主题风格选择 .....	31
(五) 专注主业的行业结构选择 .....	34
<b>五、专注主业对 A 股市场的回测验证</b> .....	<b>37</b>
(一) 全 A 指数复盘检验 .....	37
(二) 主题风格复盘检验：大盘 VS 小盘&成长 VS 价值 .....	39
(三) 结构性机会复盘检验 .....	41
<b>六、模型存在的缺憾与不足</b> .....	<b>43</b>
<b>七、风险提示</b> .....	<b>43</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>44</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>45</b>

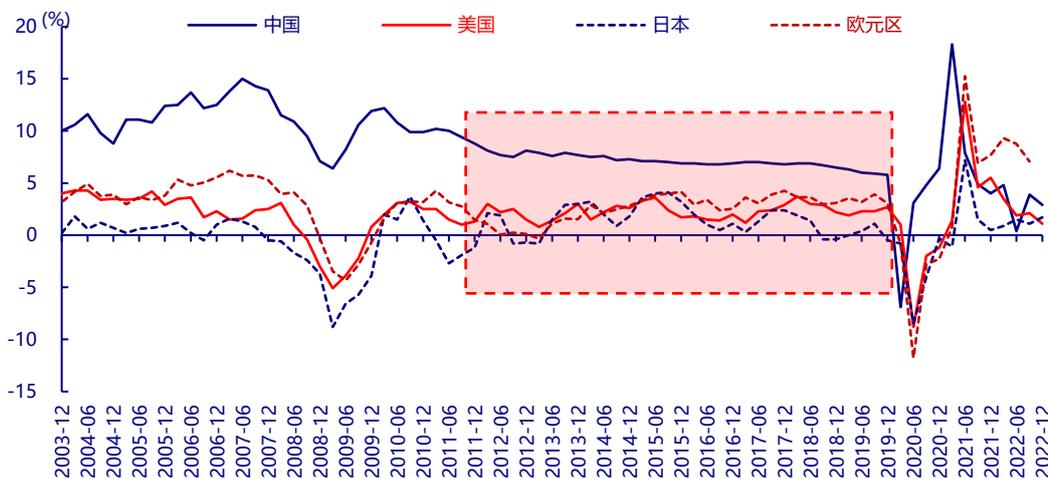
## 一、高质量发展的迫切性

### (一) 宏观视角：新供求稳态下的鞍点路径

根据十八大以来我党对中国经济发展的新定调，中国经济发展进入新常态。2014年12月9日的中央经济工作会议上，习近平总书记首次从消费需求、投资需求、出口和国际收支等九大方面阐释新常态所呈现出的特征。2016年1月，习近平总书记进一步概括了新常态的基本特征：**增长速度要从高速转向中高速，发展方式要从规模速度型转向质量效率型，经济结构调整要从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并举，发展动力要从主要依靠资源和低成本劳动力等要素投入转向创新驱动。**

一般而言，追赶型经济发展大致会经历三个阶段。第一阶段为快速发展阶段，由于产业空间大，劳动力较为充足，GDP基数小，表现在数据上即为增速超出主要发达国家。2003-2011年中，我国GDP季度增速显著高于美、欧和日，平均增速超10%，具有明显的快速发展阶段特征。进入第二阶段，产业空间相对饱和，劳动力成本也逐渐增大，资源的稀缺性逐渐显露，经济增长速度必将放缓。进入2012年，我国GDP增速虽仍高于美欧日三大经济体，但已开始呈逐年下降态势。2013年12月的中央经济工作会议上，“新常态”被首次提出，在此后几年不断完善，为我国经济发展定调。疫情前，我国GDP季度增速在6%左右且相对稳定，**新常态特征更加明显**。第三阶段为接近或达到发达国家水平，经济发展速度减缓且基本稳定。如图1所示。

图 1. 2003 年以来各国 GDP 当季同比

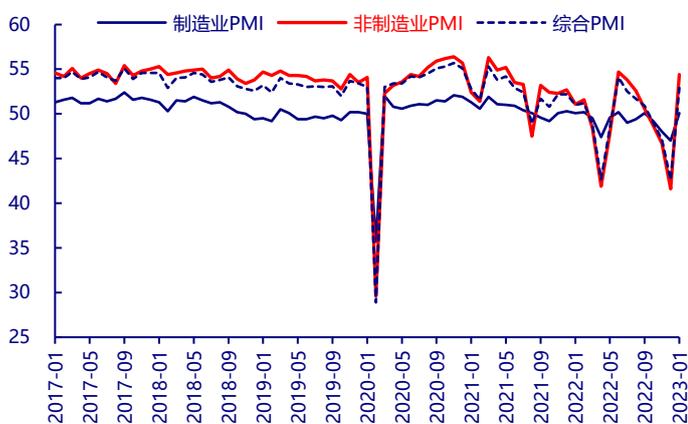


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2022年我国非制造业及综合PMI波幅较大，12月制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI产出指数分别为47.0%、41.6%和42.6%，低于上月1, 0, 5.1和4.5个百分点，经济景气水平相对处在低位。

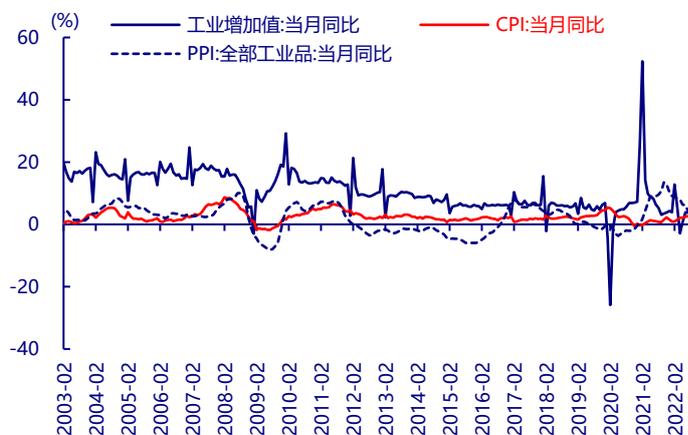
从通胀来看，2022年12月我国CPI同比上涨1.8%，较上月略有增长，但整体处在较低水平。PPI同比下跌0.7%，已连续三月下行。从通胀周期来看，PPI走势多次领先CPI，随着PPI涨幅下跌，未来CPI涨幅有限，工业增加值上涨亦将承压。如图2、3所示。

图 2. 中国 PMI 指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

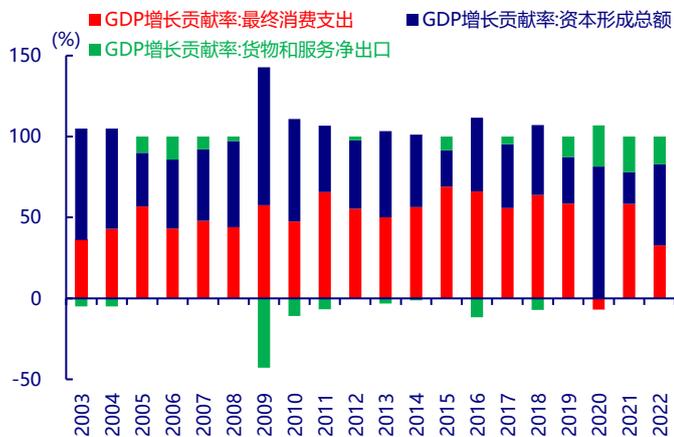
图 3. 2003 年以来中国 CPI 与 PPI 同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

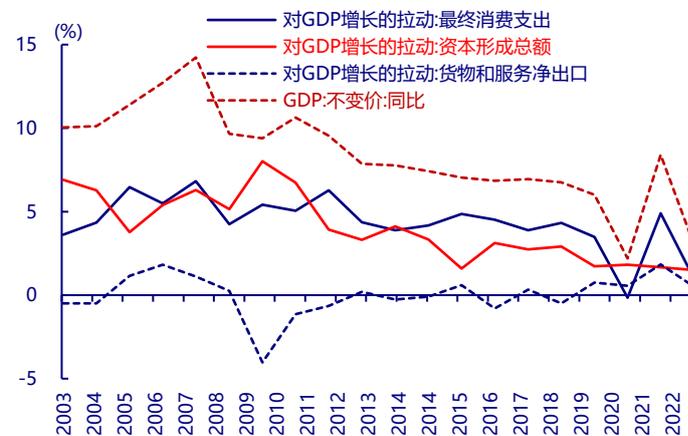
从三驾马车对 GDP 的拉动上看, 投资对 GDP 增长贡献率长期居于高位, 2011 年后逐渐有所下降, 消费支出占比呈上升趋势, 净出口贸易则不太稳定, 受国际因素影响较大。2020 年受疫情影响, 消费对 GDP 的贡献率降为负值, 投资则表现出较强的韧性, 发挥了稳增长的重要作用。截至 2022 年, 投资对 GDP 的贡献率超 50%, 消费降至 33%, 经济发展对投资的依赖程度仍较大。如图 4、5 所示。

图 4. 三驾马车对 GDP 增长的贡献率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5. 三驾马车对 GDP 增长的拉动



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

投资层面上看, 我国固定资产及房地产开发投资增速逐年趋缓, 投资面临较大压力。分行业而言, 近年我国基础设施建设逐步完善, 制造业市场也相对饱和, 未来投资的上涨空间可能受限, 加之疫情和房地产行业动荡影响, 近年投资增速整体处于下行区间, 如图 6、7 所示。出口层面上看, 随着 2023 年海外经济衰退可能性增大, 海外对中国出口的拉动效应可能弱化, 出口端可能承压。结合当前形势下, 二十大强调拉动内需, 刺激消费, 使得中国经济更多转向内循环为主, 但多年来消费对 GDP 的贡献相对稳定, 加之疫情导致国人消费观念的变化等因素无法准确预测, 国内消费潜力释放仍存挑战, 未来需求对经济的拉动效应尚不明确。

图 6. 固定资产及房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7. 制造业、建筑业及基建固定资产投资完成额累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

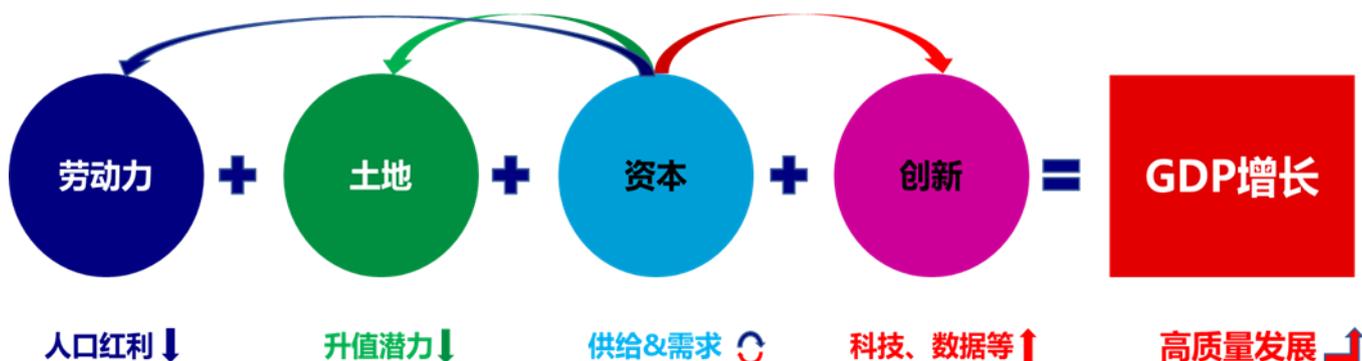
长周期分析，经济“L”型迫使催生新供求稳态下的鞍点路径。当前，我国 GDP 基数已相对较大，GDP 增速已不适宜作为评价经济发展的唯一指标，更应聚焦在提高质量发展上。二十大报告中提出，高质量发展是国家建设的首要任务，是兴国的第一要务，没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国，也是中国式现代化的本质要求之一。必须坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。因此，当前阶段的关键任务是通过鼓励创新探寻新的经济增长点，着重提高质量和效益。

## （二）行业视角：要素市场化配置亟待优化

2020 年 4 月，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置机制体制的意见》，意见充分体现了问题导向、全面深化改革的务实精神。推进要素市场化机制改革，有利于提升要素流动性，有利于各类要素协同向先进生产力聚集。文件重点提及了 5 个方面的要素：土地、劳动力、资本、技术和数据，如图 8 所示。优化生产要素市场化配置亦是客观周期规律的，这里着重分析三个周期：房地产周期（库兹涅茨周期）、设备更新（投资）周期（朱格拉周期）、库存周期（基钦周期）。

- **土地要素。**意见指出，优化土地资源配置，加快城镇化进程。但政策面行政化手段过多，市场化配置不足。
- **劳动力要素。**延长和释放潜在的人口红利。
- **资本要素。**提升供给侧结构性改革，提升资本运行效率，防范资源配置功能弱化及投入产出（边际）递减压力。
- **创新要素：技术+数据等。**培养训练有素的技术转移机构和科技人才是建设创新型国家关键一环，是高质量发展的必经之路。中央多次强调，要制定数据隐私保护制度和审查制度，推动人工智能、计算机设备、云计算、数据互联互通等要素市场化配置，推进数字经济标准化发展。

图 8. 高质量发展的生产要素分解



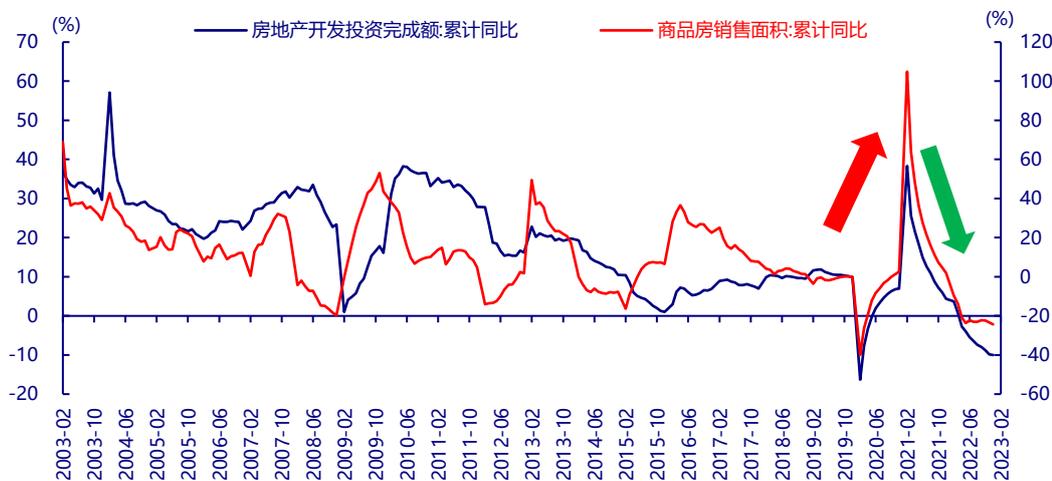
资料来源：中国银河证券研究院

### 1. 房地产周期——库兹涅茨周期

中国经济发展前 20 年，房地产和基建占据大量生产资料，对投资和 GDP 的贡献均很大，对我国经济发展起到了关键的支撑作用。房地产开发投资完成额与商品房销售面积累计同比趋势相似度较高，2010-2012 年，房价高速上涨，房地产行业成为最热门的行业之一，我国处在明显的房地产上行周期，而后增速逐渐减缓。2018-2021 年房地产增速开始有所回升，2021 年下半年恒大事件冲击，叠加疫情因素影响，房地产需求整体受挫，增速断崖式下滑。

目前，我国处于房地产下行周期，中国房地产市场已步入缓释泡沫风险阶段。如图 9 所示。未来房地产产业链可能存在一定机会，但将不再作为主要推升力量，因此，为保证我国经济的稳步发展，构建新的稳定性强、发展质量高的行业对经济进行支撑是目前的重点，要素市场化配置亟待优化。同时，房地产行业也应深化供给侧改革，通过“三去一降一补”改善房地产产业结构，充分发挥产业作用，为实现高质量发展奠定良好基础。这同样也符合经济发展新常态的第二个基本特点，即发展方式要从规模速度型转向质量效率型。

图 9. 2003 年以来房地产开发投资完成额及商品房销售面积同比



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

## 2. 设备更新（投资）周期——朱格拉周期

设备更新（投资）周期为中周期，一般 8-10 年构成一个周期。朱格拉周期的经济运行波动主要受各种资本投资和厂房重建以及设备更换影响。因此，企业的设备投资增速、设备投资占 GDP 的比重均可作为观测朱格拉周期的指标。

设备投资驱动主要分为两类，一是由设备使用寿命驱动对存量设备的更新，二是由产业升级需求驱动对增量设备的添置更新。设备工器具购置投资是固定资产投资的重要组成部分，由图 9 可知，设备工器具购置投资增速与制造业投资增速在趋势上具有很强的相关性，因此设备更新周期在一定程度上反映了制造业的发展情况。2020 年受疫情停工停产影响，制造业出现负增长，2021-2022 年初，国内经济率先复苏，国外形势仍不稳定，我国出口获得较大增长，拉动制造业投资增速上行。2022 年，国内经济下行压力大，随着国外从疫情中复苏，我国外贸优势逐渐减弱，制造业增速回落。如图 10、11 所示。

从我国固定资本形成总额占 GDP 的比例来看，20 世纪 90 年代初至今，我国大致经历了 4 个朱格拉周期，每个周期的长度在 7-11 年。此外，朱格拉周期的不对称性逐渐增强，周期内上升期逐渐缩短，下降期逐渐拉长，且降幅相对趋缓。固定资本形成总额占 GDP 的比例与其同比增速的变动趋势大致吻合，一定程度上也显示了投资对 GDP 的重要贡献。最近一轮周期约始于 2016 年，固定资本形成总额占 GDP 的比例在 41%-43% 区间窄幅徘徊，资本形成总额同比增速则持续低于 7%，2019 年至今均处于下行周期。

根据上述分析，结合周期长度推算可知，当前我国设备投资的朱格拉周期处于下行趋缓时期，预计 2023-2024 年开启新一轮设备更新周期。届时，制造业也将迎来较大的发展机会，在此之前，应合理配置要素资源，推动实现高质量发展，推进供给侧结构性改革，用增量改革促存量调整，在增加投资过程中优化投资结构、产业结构开源疏流，在经济可持续高速增长的基础上实现经济可持续发展与人民生活水平不断提高。这也印证了经济发展新常态的第三个基本特点，经济结构调整要从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并举。

图 10. 制造业及设备工器具购置投资额累计同比

图 11. 固定资本形成总额同比增速与占 GDP 的比例



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

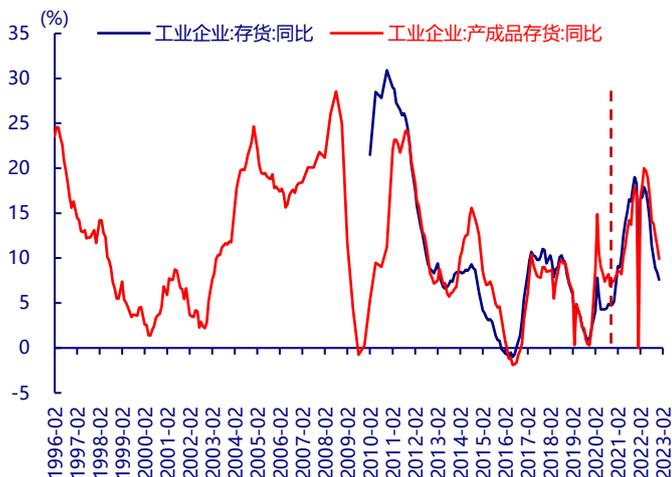
### 3. 库存周期——基钦周期

库存周期为短周期，一般3年半左右为一个周期。库存周期的度量可从供给和需求两个方面的指标共同体现，供给端采用产成品存货同比，需求端采用工业增加值同比及PPI同比。如图9、图10所示，约2021年初开启新一轮库存周期，工业企业存货、产成品存货、工业增加值及PPP当月同比均上行，2021年末至今为库存周期下行阶段。根据周期预测，2023年仍处于下行或趋缓期。

当前，我国企业正处在主动去库存的阶段，供给端工业企业产成品存货同比下降，需求端的PPI和工业增加值同比指标也下降，企业投资意愿减少，致使未来经济下行压力较大。因此，目前仍应大力推动供给侧结构性改革，改善钢铁、煤炭等工业企业产能过剩、库存积压和债务高企问题，优化产业结构、提高产业质量，同时优化产品结构、提升产品质量，而高质量发展离不开市场结构和市场要素配置的调整，要素市场化配置亟待优化。

图 12. 工业企业存货与产成品存货同比增速

图 13. PPI 与工业增加值当月同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

因此，从行业周期视角进行分析，要素市场优化配置势在必行，周期更迭倒逼高质量发展奋力前行，从生产要素对经济增长的贡献分析，劳动力和土地的贡献率（边际）递减，技术创新催生我国经济迈向新稳态下的鞍点路径。

### （三）外部压力：“卡脖子”问题掣肘高质量发展

企业的高质量发展离不开技术因素的支持，二十大明确指出，科技科创仍是发展主线，“科教兴国”首次被独立成章，强调科技的自主性，加快实现高水平科技自立自强，坚决打赢关键核心技术攻坚战。然而，2018年以来，美国为抑制我国经济发展，对我国进行了多项核心技术封锁，“卡脖子”问题掣肘高质量发展的同时，也倒逼着高质量发展的紧迫推进。

2018年开始，美对华科技政策内容从单点对高科技企业的封锁制裁，扩大到涵盖技术管控、交流阻断、人才封锁等多手段组合，且在政策设计上越来越精准。目的在于阻断中国高科技尤其是前沿科技的研发根基、成长空间以及国际交流与合作渠道。

表 1. 2018 年以来我国实体被列入美国出口管制实体清单情况

时间	出口管制实体清单	涉及企业类型
2018.08.01	美国商务部工业安全局 (BIS) 以国家安全和外交利益为由, 将 44 家中国企业 (8 个实体和 36 个附属机构) 列入出口管制实体清单, <b>美国正式开始对中国进行技术封锁</b> 。	航天科技、电子科技、高新技术、通信等多家研究所及企业共 44 家
2019.05.15	美国商务部以“国家安全方面担忧”为由, 将 <b>华为</b> 及其 68 家非美国关联企业列入“实体清单”。若无美国政府批准, 华为将无法购买美国企业 <b>元器件</b> 。	华为及其 68 家非美国关联企业
2019.08.15	美国商务部将五家中国实体列入了出口管制“实体名单”, 禁止美国供应商采购这五家中国实体的 <b>部件</b> , 称这五家实体“参与了旨在违背美国国家安全和外交政策利益的活动”, 构成了国家安全关切。	信息技术、电子技术、集成电路等零部件供应企业共 5 家
2019.08.19	美国商务部宣布对中国公司开展新一轮制裁, 目标直指 <b>核电行业</b> , 将中广核集团及其关联公司共 4 家公司加入“实体清单”。	中广核集团及其 4 家关联公司
2019.08.19	美国商务部宣布将把华为购买美国产品的临时通用许可证 (TGL) 再次延长 90 天, 截止日期大约是 11 月 19 日。同时新增 46 家与华为有关联的企业, 列入“实体清单”。	华为 46 家关联企业
2019.10.07	美国商务部将 28 家中国的机构和公司列入了美国出口管制“实体名单”, 原因是“参与或有能力对美国政府的海外政策利益相左”。	科技企业、新疆多地公安局及警察学院共 28 家
2020.05.23	美国商务部宣布将 33 家中国科技公司及机构列入出口管制名单, 是对 BIS 于 2019 年 10 月宣布的 28 家实体名单的补充。	科技公司及机构、大学等共 33 家
2020.07.20	美国商务部工业安全局 (BIS) 宣布, 因为所谓的新疆人权问题, 将 11 家中国企业列入到“实体清单”; 被列入之后, 这 11 家公司将无法购买美国原创产品, 包括 <b>商品和技术</b> 。	纺织、服饰、信息技术、科技等 11 家相关公司
2020.08.17	美国商务部工业安全局 (BIS) 进一步升级了对华为及其在“实体清单”上的非美国分支机构使用美国 <b>技术和软件</b> 在国内外生产的产品的限制。此外, 美国还将华为在全球 21 个国家/地区的 38 家华为分支机构加入了“实体清单”, 对所有受出口管理条例 (EAR) 约束的项目都规定了许可证要求。	全球 21 个国家/地区的 38 家华为分支机构
2020.08.26	美国商务部工业安全局 (BIS) 宣布将 24 家中国企业列入制裁名单, 限制其获取 <b>美国技术</b> , 原因是这些企业“帮助中国军方在南海修建人工岛”。美国商务部长罗斯表示: “美国、中国的邻国以及国际社会指责中国对南海的主权主张, 以及为中国军方修建‘人工岛’。今天被指定的这些实体在‘人工岛’建设中发挥了重要作用, 必须被追究责任。”	交通、工程、航道局、通信、科等 24 家相关企业
2021.04.08	美国商务部工业和安全局 (BIS) 将 7 家中国超级计算实体列入实体清单。	7 家中国超级计算、集成电路实体
2021.06.23	美国商务部宣布将 5 家所谓“涉及强迫劳动”的中国实体列入出口管制“实体清单”, 企业均位于新疆。	新疆 5 家企业
2021.07.09	美国商务部对《出口管制条例》(EAR) 作出修改, 将 23 家中国实体 (包括 22 个中国大陆实体和 1 名中国大陆个人) 列入“实体清单”, 并对“实体清单”现有的 1 个中国大陆实体的条目进行修订, 本次修改于 7 月 12 日生效。	科技、电子、信息技术、智能制造等 22 家企业和 1 名总经理
2021.11.24	美国商务部工业和安全局 (BIS) 以“从事违反美国国家安全或外交政策利益的活动”为由将位于中国、日本、巴基斯坦和新加坡的 27 个实体和个人加入到了实体清单当中, 其中包括 12 家中国企业。	科技、微电子、半导体、信息技术等 12 家公司
2021.12.16	美国商务部产业与安全局 (BIS) 以威胁国家安全或外交利益为由, 在出口管制“实体清单”中新增列入 40 个实体, 其中含 34 个中国实体。	军事医学科学院、附属的 11 家研究机构及半导体相关的中国企业, 共计 34 家
2022.08.23	美国商务部通过工业和安全局 (BIS) 发布通知称, 美国以国家安全和外交政策方面的担忧为由, 将 7 家中国主要和 <b>航空航天</b> 相关的单位列入的出口管制名单, 于 8 月 24 日生效。	航空航天相关的 7 家单位
2022.12.15	美国政府将长江存储、寒武纪、上海微电子装备等在内的 36 家中国科技公司列入“实体清单”, 阻挠和打压中国 <b>科技行业</b> 的发展。这意味着上述任何公司如果对名单上企业提供的产品涉及美国技术, 必须获得华盛顿方面的许可。	科技、信息技术、电子设备、航空工业、机械工业等 36 家公司和研究所被列入实体清单
2023.02.10	美国商务部发布公告, 以“支持中国军方飞艇等 <b>航空航天</b> 项目”为由, 将 6 家中国实体列入美出口管制“实体清单”。	航空航天相关的 6 家单位

资料来源: 中央部委网站, 中国银河证券研究院整理

表 2. 2020 年以来美国在出口管制领域针对中国的政策法规

时间	针对中国的相关政策法规
2020.01.06	2020 年 1 月 6 日, BIS 通过瓦森纳安排将“用于自动分析地理空间图像的软件”列入管控范围, <b>首次针对新兴技术的具体领域发起管制。</b>
2020.04.28	BIS 对《出口管理条例》(EAR) 做出修订以 <b>加强对中国出口两用物项的管制。</b> 此修订取消了民事最终用途许可例外, 并规定因国家安全原因受到管制的物项在被出口或再出口到中国所在的国家分组时(即 D:1 列), <b>需要向 BIS 申请出口许可证</b> , 而审查规则为逐案审查。另外, BIS 还通过本次修订对额外的再出口许可例外进行调整。
2020.04.28	BIS 对 EAR 的条款进行修改, 扩展了对中国、俄罗斯和委内瑞拉的军事最终用途和军事最终用户在出口、再出口和(国内)转移上的管制。此次修订 <b>增加了对中国的“军事最终用户”的出口管制</b> , 显著拓展了“军事最终用户”的定义, 同时, 增加了 17 个受到“军事最终用户和最终用途”出口管制的 ECCN 编码。
2020.05.15	BIS 修改 EAR 下的“外国直接产品规则”和实体清单, <b>遏制华为获取受制于 EAR 的产品、技术和相关软件。</b>
2020.08.17	BIS 针对华为再次发布规则, 在增列 38 家华为的非美国关联公司进入实体清单的同时, 进一步修改了外国直接产品规则, <b>再次收紧华为获取半导体产品、技术和相关软件的可能。</b> 此次修改规定, 在没有许可证或者许可证例外的情况下, 被列入实体清单的华为实体将无法以当事方(购买者、中间收货人、最终收货人或最终用户)的身份获取属于 EAR 项下涉及 16 个特定 ECCN 编码的外国直接产品。
2020.11.18	BIS <b>新增海外调查权</b> 规定: BIS 有权根据《2018 年出口管制改革法案》(ECRA) 规定, 在美国境外开展调查活动。
2020.12.21	58 个中国实体被列入第一批“军事最终用户”清单 (MEU List), 多为航空航天产业方面的中国企业与公司, 在实务中将 <b>难以获得“军事最终用户和最终用途”项下的特定物项</b> , 研究和生产过程中会面临一定困难。
2021.01	BIS 发布最终规则, <b>修改管制原因为导弹技术的某些无人机系统的出口许可审查政策。</b> 射程和有效载荷能力等于或大于 300 公里/500 公斤的无人机系统在导弹技术控制机制附件中被认定为第 1 类物项, 通常情况下, 其出口许可的审查政策为推定拒绝。本次修订后, BIS 将对符合上述定义且最大空速低于 800 公里/小时的无人机系统出口许可采取更为灵活的逐案审查政策。同时, BIS 还将对用于设计、开发、生产或使用此类无人机系统的、管制原因为 MT 的物项也采取逐案审查政策。
2021.01	BIS 发布临时最终规则, 在《出口管理条例》中增订第 744.22 节, <b>对美国人士向某些军事情报最终用途和最终用户的出口活动进行管制。</b> 除非经 BIS 许可, 美国人士被禁止在明知的情况下向某些国家和地区(最初为中、俄、委内瑞拉等国家, 后增缅甸和柬埔寨)的军事情报最终用途和最终用户出口、再出口或转让(境内)所有受 EAR 管辖的物项。
2022.08.09	《2022 年芯片与科学法》由美国总统拜登签署生效, 该法以 <b>联邦拨款的方式促使半导体制造企业(即晶圆制造厂商)选择在美国建厂, 并放弃在中国建厂或撤资, 以限制中国制造先进半导体。</b>
2022.08.12	BIS 发布公告将 <b>四项新兴和基础技术纳入出口管制范围</b> , 分别是: 氧化镓及金刚石(用于制造更先进的如军事领域的设备)、专为开发具有栅极环绕场效应晶体管(GAAFET)结构的集成电路而设计的电子计算机辅助设计(ECAD)软件(用于在军事、航空航天等领域设计复杂的集成电路设计、分析、优化和验证集成电路或印刷电路板性能的软件工具)、压力增益燃烧(PGC)技术(用于火箭和高超音速系统的技术)。 <b>前述四项物项用于支持生产先进半导体及燃气涡轮发动机, 若向中国出口、再出口、转让(国内)前述物项均需获得许可证。</b>
2022.08.31	<b>美国政府已通知英伟达及超微(AMD)限制对中国(包括香港地区)、俄罗斯出口特定高端芯片产品</b> , 该举措旨在解决芯片产品及技术可能用于/转移至中国及俄罗斯的“军事最终用户”或“军事最终用途”的相关风险, 前述两家半导体设计公司需取得许可证才可对中国及俄罗斯供应受限制的产品及技术。
2022.10.07	BIS 发布临时最终规则, <b>针对中国半导体制造、先进芯片及超级计算领域进行出口管制。</b> (1) 在《出口管制清单》 <b>新增管制特定先进计算芯片、含有该等芯片的计算机产品及相关软件及技术、特定半导体制造设备及相关软件和技术、及特定半导体制造设备;</b> (2) <b>针对先进计算及超级计算机新增两个外国直接产品规则(FDPR)规则:</b> 未经 BIS 许可, 出口方不得在知悉的情况下将特定直接产品出口、被并入特定物项出口至中国, 或用于总部位于中国的实体生产特定产品; 出口方不得在知晓特定的直接产品将用于中国超级计算机的设计、开发等活动或用于或被合入位于或者运往中国的超级计算机的部件、组件等情况下实施出口行为;(3) <b>针对中国境内的超级计算机以及半导体制造“设施”开发生产特定参数集成电路的任何物项设置最终用途管制;</b> 若在出口、再出口或转让(境内)时, 知悉特定物项将直接或间接用于前述最终用途, 则出口、再出口、境内转让该物项需要申请许可证;(4) <b>未经许可, 禁止向脚注 4 实体再出口、从国外出口或转让(境内) EAR 管制的任何外国生产物项</b> , 目前, 我国多家高新技术企业均被标注;(5) <b>限制“美国人”直接或间接参与或帮助中国境内的半导体制造“设施”开发、生产特定集成电路或获得用于开发该等集成电路的任何物项。</b>
2022.12.01	美国国会研究处(CRS)发布报告《 <b>中国海军现代化: 对美国海军能力的影响——国会的背景和问题</b> 》, 提出对中国海军造舰速度及由此产生的中美海军规模对比、中国对南海控制或支配及台海问题的担忧。2023 年度美国将持续加大针对中国涉军制裁力度, 并将制裁重点指向台海问题、中国企业支持军民融合政策等方面。

资料来源: 中央部委网站, 中国银河证券研究院整理

美国商务部工业与安全局（BIS）设立了三个独立的黑名单，包括被拒绝人名单、实体名单和未经核实危险名单。被列入实体清单将遭到美国的技术封锁和国际供应链隔离，相当于失去了在美国的贸易机会。而被列入未经核实危险名单的企业和学校，虽然不意味着被全面禁运，单合作会更加麻烦。表 1 梳理了 2018 年以来我国实体被列入美国出口管制实体清单的情况，2018 年至今我国已有超 400 家企业被列入实体清单，涉及航天、电子科技、通信、核电、超算、智能制造、半导体、纺织、交通、生物及医学技术等多个方面，**尤其是半导体、航空航天、生物科技等行业，对我国高新技术发展非常不利。**

除上述管制清单外，美国在出口管制领域还出台了针对中国的相关政策法规，如表 2 所示。美国政府通过政策法规的不断修订，确保自身出口管制体系与国家政策挂钩，维护其在科学技术方面的领先优势，巩固其世界经济霸主的地位。行业方面，美国主要针对中国的半导体制造、芯片、超级计算及军事等领域，对中国的企业进行出口限制的同时还以联邦拨款方式吸引高新技术企业入驻美国而非中国。2018 年，我国被“卡脖子”的核心技术主要有 35 项，主要集中在半导体、芯片、航空航天等领域，截至 2022 年我国已有过半技术实现国产自研，但有些技术目前仅突破了其中的某个细分领域，或尚未实现规模性应用，如表 3 所示。

表 3. 我国被“卡脖子”35 项关键技术概况

序号	卡脖子技术 (2018 年)	进展	序号	卡脖子技术 (2018 年)	进展
1	芯片 (28nm)	部分突破 (14nm)	19	高压柱塞泵	突破
2	高端电容电阻	突破	20	高压共轨系统	突破
3	核心算法	部分突破	21	燃料电池关键材料	
4	高端轴承钢	突破	22	超精密抛光工艺	
5	掘进机主轴承	突破	23	扫描电镜	
6	微球	突破	24	光刻机	
7	铣刀	部分突破	25	航空发动机短舱	
8	水下连接器	突破	26	iCLP 技术	
9	锂电池隔膜	突破	27	适航标准	
10	数据库管理系统	部分突破	28	核心工业软件	
11	环氧树脂	突破	29	航空钢材	
12	自研操作系统	部分突破	30	航空设计软件	
13	触觉传感器	突破	31	光刻胶	
14	真空蒸镀机	突破	32	透射式电镜	
15	手机射频器件	部分突破	33	高端焊接电源	
16	重型燃气轮机	部分突破	34	医学影像设备元器件	
17	激光雷达	突破	35	高强度不锈钢	
18	ITO 靶材	突破			

资料来源：科技日报, 中国银河证券研究院整理

预计 2023 年美国对中国的技术封锁仍将持续，我国高质量发展仍将面临较大的外部压力。在半导体领域，美国或在持续出台针对中国的半导体限制措施的基础上，重点联合其盟国协同实行针对中国的出口管制限制措施。2022 年 12 月，为和美国限制中国获得高端技术措施保持一致，荷兰计划对对华芯片制造设备出口实施新的管制措施，限制协议于 2023 年 1 月确定，

新的管制措施可能会禁止对华销售能够制造 14 纳米或更先进芯片的设备。继荷兰同意制定法律对向中国出售的芯片制造设备实施出口管制后，日本也同意管制向中国出售芯片制造设备，并且将在几周内宣布相关的限制措施。基于 2 月美国白宫更新的《关键和新兴技术清单》，将相关管制手段炮制涉及中国人工智能、先进计算、量子等领域，未来我国“卡脖子”的压力仍然较大，高质量发展更显重要。

## 二、2018 年以来有关“高质量发展”政策梳理

### （一）“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要

2020 年 10 月 26-29 日，十九届五中全会于在北京举行，会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，11 月 3 日，“十四五”规划全文正式发布。“十四五”规划中关于高质量发展的主要内容：（1）坚持创新驱动发展；（2）加快发展现代产业体系；（3）形成国内强大市场，提高对外开放水平；（4）加快数字化发展；（5）全面推进乡村振兴，完善新型城镇化，促进区域协调发展；（6）推动绿色发展；（7）加大民生保障和国家安全。

表 4. “十四五”规划关于现代产业体系建设的主要内容

现代化产业体系建设	具体要求	主要内容
深入实施制造强国战略	<b>加强产业基础能力建设</b>	实施产业基础再造工程，加快补齐基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板。依托行业龙头企业，加大重要产品和关键核心技术攻关力度与突破。
	<b>提升产业链供应链现代化水平</b>	巩固提升高铁、电力装备、新能源、船舶等领域全产业链竞争力，从符合未来产业变革方向的整机产品入手打造战略性全局性产业链。培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业。
	<b>推动制造业优化升级</b>	深入实施智能制造，培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展。改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等原材料产业布局优化和结构调整，扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造升级。
	<b>实施制造业降本减负行动</b>	巩固拓展减税降费成果，降低企业生产经营成本，提升制造业根植性和竞争力。扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜。
发展壮大战略性新兴产业	<b>构筑产业体系新支柱</b>	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力。
	<b>前瞻谋划未来产业</b>	在类脑智能、量子信息、基因技术、未来网络、深海空天开发、氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。
促进服务业繁荣发展	<b>推动生产性服务业融合发展</b>	以服务制造业高质量发展为导向，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸。推动现代服务业与先进制造业、现代农业深度融合。培育具有国际竞争力的服务企业。
	<b>加快生活性服务业品质化发展</b>	加快发展健康、养老、托育、文化、旅游、体育、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给，扩大覆盖全生命期的各类服务供给。
	<b>深化服务领域改革开放</b>	扩大服务业对内对外开放，进一步放宽市场准入，全面清理不合理的限制条件，鼓励社会力量扩大多元化多层次服务供给。
建设现代化基础设施体系	<b>加快建设新型基础设施</b>	围绕强化数字转型、智能升级、融合创新支撑，布局建设信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施等新型基础设施。
	<b>加快建设交通强国</b>	建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应和运营效率。
	<b>构建现代能源体系</b>	推进能源革命，建设清洁低碳、安全高效的能源体系，提高能源供给保障能力。加快发展非化石能源，大力提升风电、光伏发电规模，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20% 左右。
	<b>加强水利基础设施建设</b>	提升水资源优化配置和水旱灾害防御能力。完善水资源配置体系。全面推进堤防和蓄滞洪区建设。加强水源涵养区保护修复。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院整理

其中，加快发展现代产业体系，巩固壮大实体经济根基，要求坚持把发展经济着力点放在实体经济上，加快推进制造强国、质量强国建设，促进先进制造业和现代服务业深度融合，强化基础设施支撑引领作用，构建实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的现代产业体系。如表 4 所示。

## （二）时蕴新生：“二十大”战略布局，革故鼎新

2022 年 10 月 16 日，二十大报告提出，中国式现代化的本质要求是：坚持中国共产党领导，坚持中国特色社会主义，**实现高质量发展**，发展全过程人民民主，丰富人民精神世界，实现全体人民共同富裕，促进人与自然和谐共生，推动构建人类命运共同体，创造人类文明新形态。如表 5 所示。

二十大报告提出，要加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。**高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务**。发展是党执政兴国的第一要务。没有坚实的物质技术基础，就不可能全面建成社会主义现代化强国。必须完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

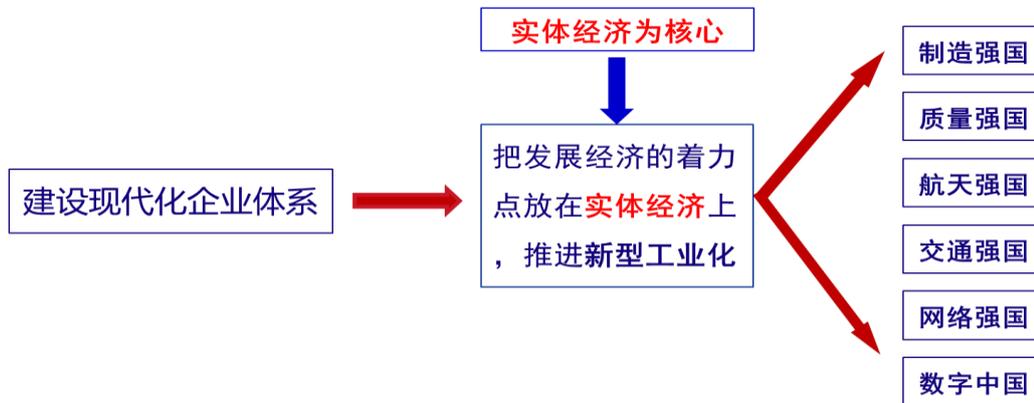
我们要坚持以**推动高质量发展为主题**，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平，着力推进城乡融合和区域协调发展，**推动经济实现质的有效提升和量的合理增长**。

表 5. 二十大报告关于高质量发展的主要内容

二十大报告中高质量发展的主要内容	
<b>（一）构建高水平社会主义市场经济体制</b>	坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。
<b>（二）建设现代化产业体系</b>	坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设 <b>制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国</b> 。
<b>（三）全面推进乡村振兴</b>	坚持农业农村优先发展，加快建设农业强国，全方位夯实粮食安全根基，牢牢守住十八亿亩耕地红线，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。
<b>（四）促进区域协调发展</b>	深入实施区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略、新型城镇化战略，优化重大生产力布局，构建优势互补、高质量发展的区域经济布局和国土空间体系。
<b>（五）推进高水平对外开放</b>	稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，推动共建“一带一路”高质量发展，优化区域开放布局，维护多元稳定的国际经济格局和经贸关系。

资料来源：新华社，中国银河证券研究院整理

图 14. “二十大”行业发展总基调



资料来源：新华社，中国银河证券研究院整理

### （三）其他重要会议梳理

2017 年，十九大报告首次提出高质量发展这一表述，表明中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段。党的十九大报告中提出的“建立健全绿色低碳循环发展的经济体系”为新时代下高质量发展指明了方向，绿色发展是我国从速度经济转向高质量发展的重要标志。

习近平总书记多次发表重要论述，强调要着力推动高质量发展。2018 年 4 月 24 日至 28 日，习近平在湖北考察时说，高质量发展就是体现新发展理念的发展，是经济发展从“有没有”转向“好不好”。2021 年 3 月 7 日，习近平参加十三届全国人大四次会议青海代表团审议时说，走高质量发展之路，就要坚持以人民为中心的发展思想，坚持创新、协调、绿色、开放、共享发展。高质量发展不只是一个经济要求，而是对经济社会发展方方面面的总要求；不是只对经济发达地区的要求，而是所有地区发展都必须贯彻的要求；不是一时一事的要求，而是必须长期坚持的要求。2022 年 4 月 21 日，习近平在博鳌亚洲论坛 2022 年年会开幕式上的主旨演讲提到，中国将全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。

## 三、高质量发展与主业经营的关系：海外经验借鉴

商务部网站数据显示，截至 2023 年 2 月，我国有中华老字号 1128 家、地方老字号 3277 家，其中有 701 家中华老字号创立至今超过 100 年，历史最悠久的北京便宜坊从创立到今天已经走过 607 年的岁月。《中国百年企业蓝皮书》调查显示，截至 2022 年，中国百年企业有 1281 家，位居世界第八位。中国百年企业平均年龄 179 年，千年企业 3 家，500 年以上企业 34 家；分属 14 个行业门类，54 个行业大类；民资、国资、上市、外资分别占 60.9%、25.8%、10.2%、3.1%，大中小规模分别占 35%、32%、33%。中国最大的百年企业是中国银行股份有限公司；最多的行业是食品行业，包括制造业和餐饮业两个门类；最多的省域是江苏省，最多的城市是上海市。

总体上，中国百年企业相对较少，在近现代全球工业化进程中，发达经济体的经验值得借鉴，比如日本、美国等。

## (一) 日本

日本是全世界百年企业数量最多的国家。根据东京商工调查公司的“全国老铺企业调查”统计，2017年全日本创业100年以上的老字号企业的数量为33069家。其中，2017年日本创立1000年以上的企业有7家，400至1000年的企业有460家，200至400年的企业有1461家，而100至200年的企业，则高达31136家。

日本多数企业之所以能屹立百年、长盛不衰，主要有以下几点原因：**第一，在日本，最重要的经营理念是讲信用，打造金字招牌。**日本企业70%以上有明确的家训或社训，以规定企业经营的目标和底线，其中关于诚信经营的家训最多。**第二，日本企业专注主业。**企业讲究工匠精神，要把产品做到极致，用一代人甚至几代人的时间去专注研究。日本的家族企业很少跨界经营，不冒险经营，不冒险发展，把生存、稳定放在首位。例如，日本株式会社增田德兵卫商店专注于酿酒，家训是“一升的瓶只能装一升酒”，不做超出自身能力的事情。在日本企业中，制造业占比最高。作为一个制造业立国的社会，技术传承对于日本的百年企业至关重要。很多企业认为技术的发展有连续性，先进制造业里的很多核心技术，不是跳跃式产生的，而是来自传统行业里的长期积累，因此长期专注于一个领域才能有创新性的成果。**第三，日本家族企业重视的是组织血缘，而不是个体血缘的传承。**日本家族企业多具有“终身雇佣制”和“年功序列制”的特点，超越血缘来选定继承人，例如，采用招赘女婿、收养养子等做法来选择合适的继承人，以企业的持续经营为目标。

**总结日本企业的经验，可知专注主业有很多优势，能够突出主业，提高创新能力、研发能力，增强核心竞争力。**

企业经营战略中，与专注主业相对立的是多元化经营。现有文献中，多元化动因理论主要有资源富余理论、市场势力理论、代理理论、内部资本市场理论、债务互保假说、防御假说、过度自信理论等。从20世纪90年代开始，我国企业倾向于采取多元化战略以扩张其规模。受时代背景影响，我国企业多元化战略的主要动因包括传统产业受限、新业务增长潜力大、国家产业政策支持等。

多元化经营的优势包括，分散经营风险，降低公司收益的波动性；拓展市场，抢占市场份额；充分利用剩余资源投资，开展新业务，创造新的收入增长点等。同时，多元化经营的劣势则是资源分散、专注度不够，削弱核心竞争力。因此，在关于多元化经营与企业绩效的实证研究中，学者们得出了不同的结论。有的文献认为存在多元化溢价，适度多元化经营公司的生产率更高（Rumelt, 1974）；部分文献发现存在多元化折价，企业托宾Q值与公司多元化之间呈负相关关系（Lang, Stulz, 1994），就同样规模企业而言，多元化企业的生产率低于非多元化企业，多元化折价的原因在于多元化的低效率（Maksimovic Phillips, 2002）；或者元化程度与企业绩效成倒U型关系，即在一定界限内，公司业绩和经营业务的数目正相关，超过这一界限后，随着经营业务越来越多，公司业绩呈下降趋势（Grant、Jammine 和 Thomas, 1988）；也有文献认为企业多元化与投资报酬率之间基本不存在相关性（Gort, 1962），多元化程度与绩效无显著相关关系（刘力，1997；金晓斌等，2002）。

注：报告中引用的文献仅作参考，不具体列出。

那么，企业如何在专注主业与多元化经营战略之间做选择？多元化经营的企业由于涉猎

范围广，容易抓住新出现的机会，适合新产品大量涌现且竞争不激烈的市场。专注主业的企业在深度研发、创新方面占优，适合高度专业化以及竞争激烈的市场。

## （二）美国

19 世纪中叶，美国很多大企业逐步崛起，大规模生产与分配过程逐步集中于单一公司内部，绝大多数企业垂直一体化、专业化经营模式逐渐形成，1920 年左右，美国超过 90% 的企业属于单一产品的专业化经营，1920 年以后，多元化经营逐步成为企业成长战略，30 年代以后，多元化经营模式逐步增加，经济发展、经营规模扩大、竞争压力促使企业采取多元竞争战略模式，当时，事业部制也是企业经营管理的流行模式。二战结束后，美国企业多元化经营趋势迅猛，60-70 年代达到多元经营模式的高潮，外部兼并也成为企业多元化经营主要的途径。期间，美国经历了较为严重的大通胀，进入 90 年代，美国企业的多元化扩张开始收缩，由于企业受到了滞胀的冲击，业务开始收缩，清理非核心业务，开始业务专业化模式，提升核心竞争能力，截至目前，美国多数企业奉行专业化经营战略。如图 15 所示。

图 15. 美国多元化与专业化经营模式演变

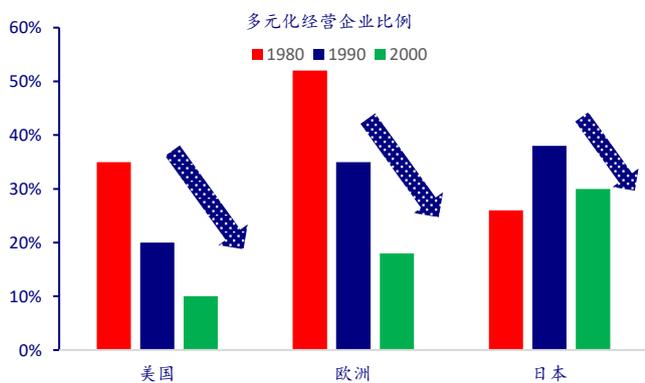


资料来源：Ran, Duchin, Lawrence Franco, 中国银河证券研究院整理

那么，对于美国的企业经营模式的转变，我们的问题是：（1）多元化到底好不好？（2）按照“不要把鸡蛋放在一个篮子里”的逻辑，在上世纪 80 年代以后美国多数企业开始聚焦主业经营，为什么美国的企业大多数也度过了金融危机？

对于第一个问题，需要分析时代背景。当前背景下，以发达经济体为例，聚焦主业的经营模式占优，在全球工业化进程中，细分逐步成为趋势，相对优势竞争是企业生存的关键。1920 年以前，工业化起步阶段，专注主业促进全球经济快速增长，二战后，全球经济百废待兴，亟待发展，多元化经营开始盛行，后期，竞争愈发激烈，多元化模式达到高潮，随后美国进入大通胀时期，很多企业无法扛过经济滞胀的寒冬，进入 80 年代，经营层面和学术界颇仍有争议，由于多元化经营效果不理想，聚焦主业经营模式重新被审视，1990 年开始，西方企业又出现了一个“回归主业”的高潮，一些多元化经营的企业纷纷将不相关的业务剥离出去，专心经营自己的核心业务。很多学者与企业家认为，面临经济“新常态”背景下，相较于多元化经营，企业集中优势力量发展主营业务会是一个更好的策略。从多元化经营到聚焦主业是过去四十年世界大公司的主要趋势。如图 16、17 所示。

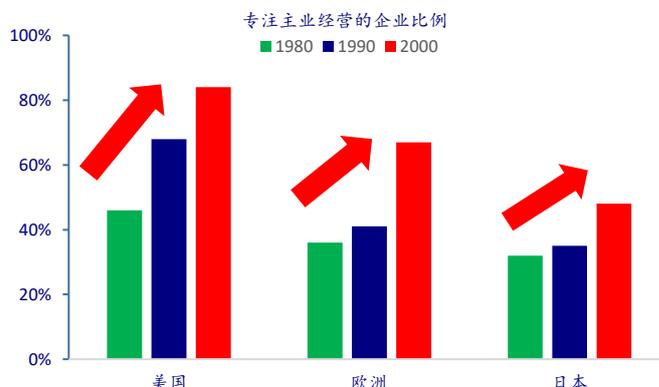
图 16. 1980-2000 年发达经济体多元化经营企业比例



资料来源: Ran, Duchin, Lawrence Franco, 中国银河证券研究院

注: 多元化经营: 销售收入只有不到 60% 来自于主业; 聚焦主业经营: 销售收入有至少 95% 来自于主业。

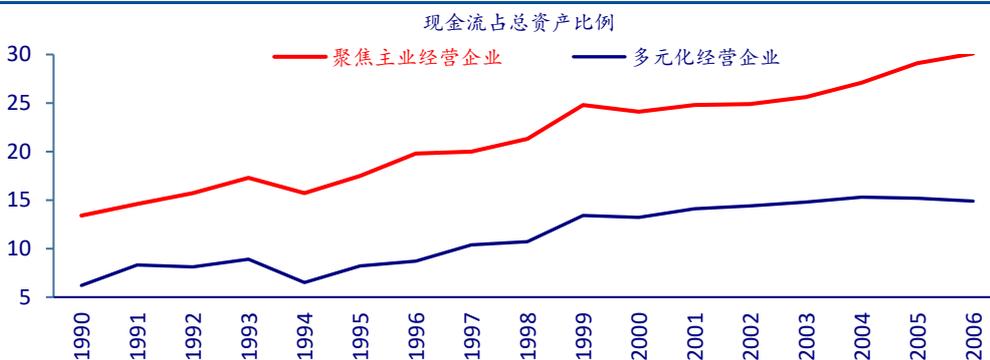
图 17. 1980-2000 年发达经济体聚焦主业经营企业比例



资料来源: Ran, Duchin, Lawrence Franco, 中国银河证券研究院

对于第二个问题, 首先回答为什么全球很多大公司都开始越来越“去多元化”? 关于企业能够安然度过次贷危机的原因, 也许不同行业的人会有不同的解释角度。但如图 18 所示, 聚焦主业的公司往往比多元化经营的公司拥有更高的现金比重。金融危机时期, 银行和其他的金融机构都不愿放贷, 很多企业破产于流动性断裂。

图 18. 美国多元化与专业化经营模式的现金流占总资产比例 (%)



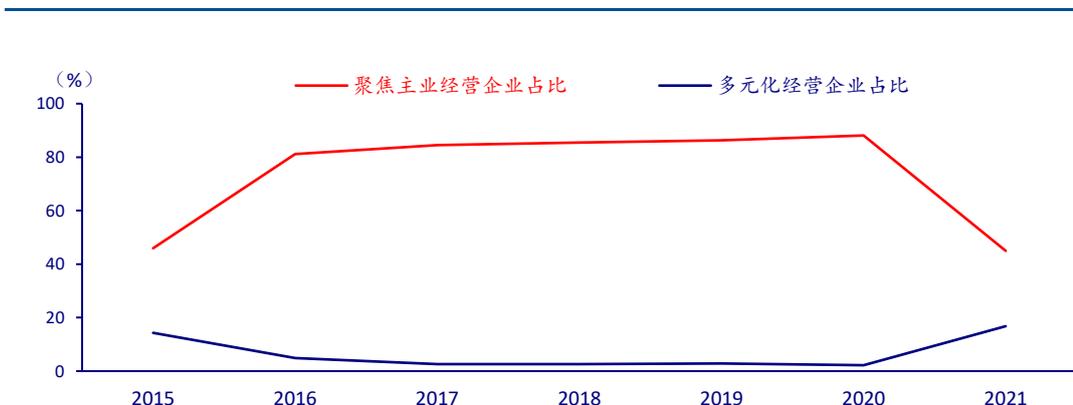
资料来源: Ran, Duchin, Lawrence Franco, 中国银河证券研究院整理

### (三) 中国企业多元化 VS 聚焦主业的过程阶段

2000 年以来, 中国企业出现了多元化经营热潮, 尤其是在 2015 年供给侧结构性改革与去杠杆之前, 之后有所转变。但近三年受疫情影响, 主业经营模式有所转变, 当前, 中国企业多元化经营模式原因诸多。

- **宏观经济周期视角:** 中国在逾 20 年经济处于高速发展期, 企业规模不断扩张, 多元化经营可以赚取更多的利润; 面临经济下行风险时, 越是收缩业务, 聚焦主业;
- **流动性视角:** 规模大的企业固定资产往往较多, 即使贷款违约, 银行的损失也会相对较低, 所以银行偏向给大公司借贷;
- **政策视角:** 2015 年之前, 我国经济以增长为导向, 2018 年以后以高质量发展为目标。

图 19. 中国 A 股主板市场多元化与专业化经营模式的企业比例 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

注: 多元化经营: 主营业务比率不到 60% 来自于主业; 聚焦主业经营: 主营业务比率有至少 95% 来自于主业。

## 四、专注主业的机会在何处?

### (一) 高质量发展是否需要“专注主业”?

从前述海外历史经验分析, 企业可持续高质量发展与聚焦主业紧密相关: 实现高质量发展的一个基本前提, 必须要聚焦主业。“二十大”报告明确提出“建设现代化产业体系”, 加快建设“六个强国”战略, 其中, 中国式现代化的一项本质要求就是高质量发展。当前, 我国还面临诸多“卡脖子”技术问题, 长期来看, 分散经营不利于技术革新。本部分从回归分析出发, 为了减少内生性, 影响回归的有效性, 选取自 2015 年至 2022 年末的上市公司面板数据样本。由于受经济周期的影响, 企业经营 (回归系统) 状况可能随时间变动, 首先做混合回归与固定效应的 F 检验, 检验结果显示, 固定效应模型有效性更高。

事实上, 从逻辑视角出发, 实现高质量发展离不开专注主业, 企业只有专注于自己最擅长也最有优势的业务, 持之以恒地进行创新和改进, 才能保持较优的业绩, 实现企业的可持续发展。为使结果具有更高的可信度, 报告首先聚焦重要宽基指数, 以统计学的视角进行分析, 通过回归分析探究常见宽基指数下公司的主营业务比率与其业绩指标之间的关系。

本模型以全 A 指数、上证指数、深证成指、上证 50、沪深 300、创业板指、科创 50 和中证 1000 这 8 个极具代表性的指数成分分别作为研究主体, 选取的数据节点为 2015 年至 2022 年末, 选取投入资本回报率 (ROIC)、净资产收益率 (ROE) 与资产收益率 (ROA) 等业绩指标分别作为因变量, 主营业务比率 (mb\_ratio) 为自变量, 同时引入营业总收入增长率 (s\_yoy)、归属母公司净利润增长率 (np\_yoy)、总资产规模 (ln\_asset)、资产负债率 (debt)、最大股东持股比例 (share) 和公司成立年限 (ln\_age) 等作为控制变量组, 构建面板数据的线性回归模型, 模型的回归结果及业绩指标与主营业务比率散点图关系汇总, 如表 6 所示。

根据回归结果, 所有模型均顺利通过 F 检验, 且投入资本回报率 ROIC、净资产收益率 ROE、总资产收益率 ROA 与主营业务比率均呈显著正相关, 同时也说明模型通过稳健性检验。此外, 所有模型均不存在多重共线性, 进一步说明了模型的合理性。**因此得出结论, 在指数层面, 专注主业将为企业业绩带来积极效用。**未来发展阶段, 实现高质量发展应注意专注主业,

着力提升主营业务比率，警惕过度投资等有悖于专注主业的现象。

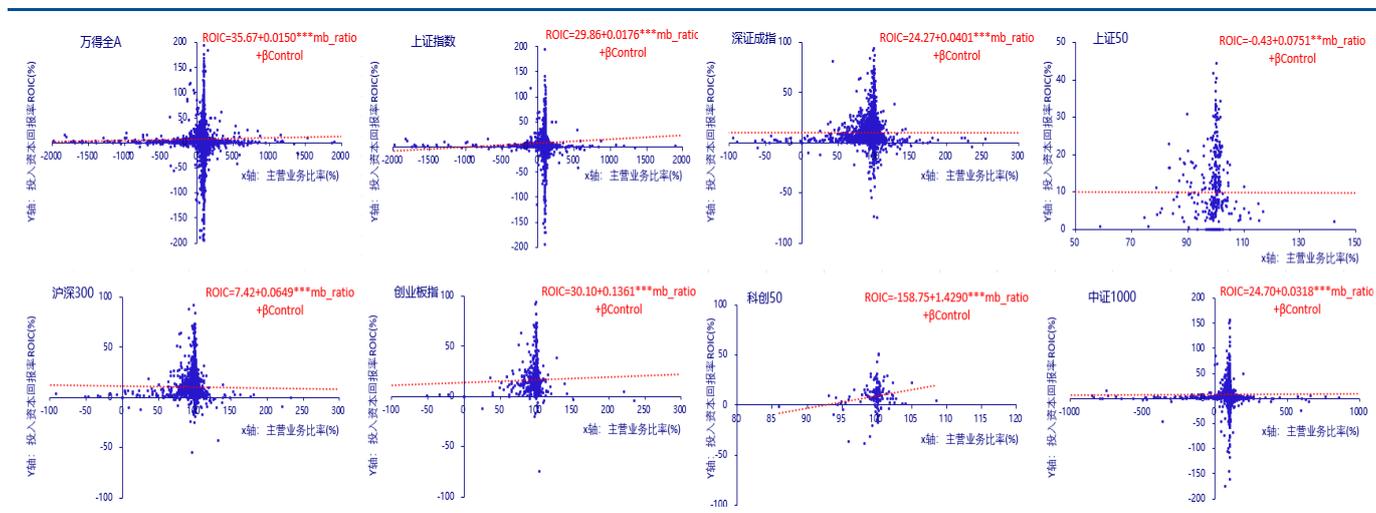
表 6. 主要业绩指标与主营业务比率回归结果

回归	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	剔除控制变量后的混合回归模型	系数
主营业务比率与 ROIC	万得全A	0.0150	+	显著	$y=0.0027x+6.7682$	0.0027
	上证指数	0.0176	+	显著	$y=0.0078x+7.1509$	0.0078
	深证成指	0.0401	+	显著	$y=-0.0004x+10.47$	-0.0004
	上证50	0.0751	+	显著	$y=-0.0027x+10.132$	-0.0027
	沪深300	0.0649	+	显著	$y=-0.0104x+11.721$	-0.0104
	创业板指	0.1361	+	显著	$y=0.0281x+13.856$	0.0281
	科创50	1.4290	+	显著	$y=1.2427x-114.97$	1.2427
	中证1000	0.0318	+	显著	$y=0.0014x+8.4934$	0.0014
主营业务比率与 ROE	万得全A	0.0153	+	显著	$y=0.0002x+6.525$	0.0002
	上证指数	0.0192	+	显著	$y=-0.0017x+8.2898$	-0.0017
	深证成指	0.0554	+	显著	$y=0.0011x+12.821$	0.0011
	上证50	0.0958	+	显著	$y=-0.005x+15.938$	-0.005
	沪深300	0.0684	+	显著	$y=-9E-05x+14.894$	-9E-05
	创业板指	0.1237	+	显著	$y=0.0301x+15.935$	0.0301
	科创50	1.7457	+	显著	$y=1.5242x-141.57$	1.5242
	中证1000	0.0406	+	显著	$y=0.0008x+6.5302$	0.0008
主营业务比率与 ROA	万得全A	0.0113	+	显著	$y=0.0002x+5.206$	0.0002
	上证指数	0.0136	+	显著	$y=0.0012x+5.1681$	0.0012
	深证成指	0.2477	+	显著	$y=0.0006x+7.3787$	0.0006
	上证50	0.0593	+	显著	$y=-0.0023x+7.2767$	-0.0023
	沪深300	0.0510	+	显著	$y=-6E-05x+7.4142$	-6E-05
	创业板指	0.1054	+	显著	$y=0.0224x+9.7951$	0.0224
	科创50	1.0167	+	显著	$y=0.8463x-77.798$	0.8463
	中证1000	0.0224	+	显著	$y=0.0005x+5.8813$	0.0005

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

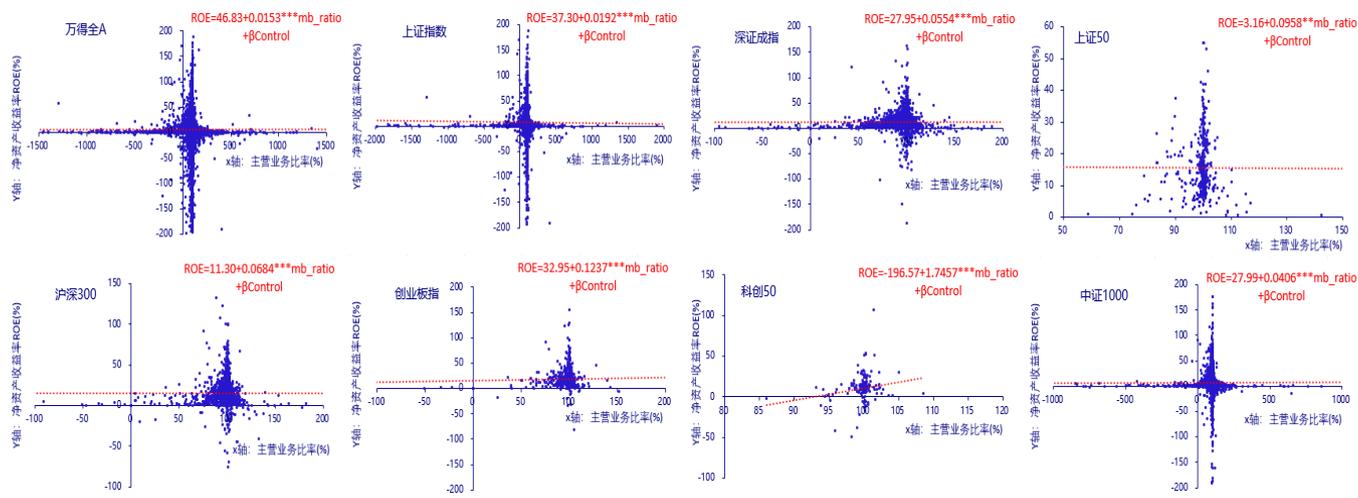
图 20、图 21 和图 22 展示了主要宽基指数成分下各因变量与主营业务比率的散点图及回归方程，可看出**主要宽基指数主体的业绩指标 ROIC、ROE 与 ROA 与主营业务比率的散点趋势与回归结果较为相似，均为显著正相关，说明该结论在各个市场具有普遍性。**部分市场的业绩指标与主营业务比率散点图线性趋势线显示为略负相关，但通过构建回归模型，合理加入控制变量，剔除诸多干扰因素，最终同样得出了正相关结果，回归结论更加可靠。这同样也显示出我国现有市场上的要素配置可能存在一定问题，市场有效性有待进一步优化和完善。

图 20. ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果



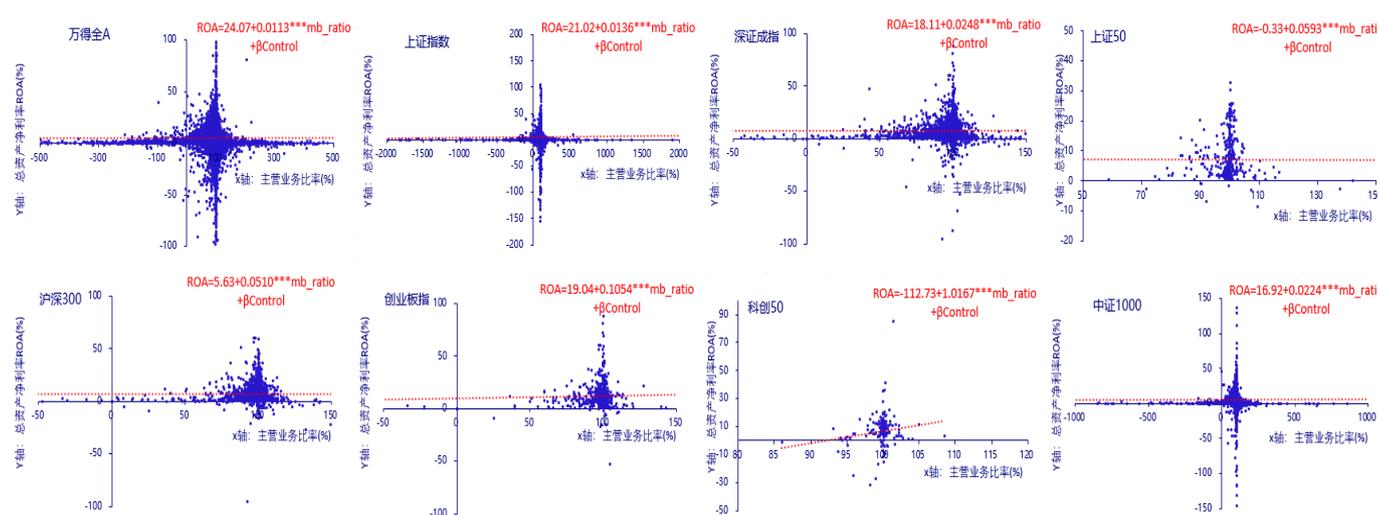
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 21. ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 22. ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

上述分析主体主要是从主要宽基指数层面划分, 考虑到不同的企业属性下专注主业产生的业绩提升效果可能存在差异。因此, 同样选取 2015 年初至 2022 年末 A 股市场上市企业, 将主要宽基指数成分中的国有企业和民营企业分别作为研究样本, 探究专注主业在国有和民营企业之于业绩的相关关系。

模型仍以上述主要宽基指数成分为主体, 分别提取国有企业和民营企业加以研究。选取的数据节点、业绩指标和自变量均同上, 部分模型控制变量加入流动比率 current 等, 构建面板数据的线性回归模型, 仍然首先考虑模型选择, 在混合回归、随机模型与固定效应模型中选取无偏的、有效的估计模型, 模型的回归结果及业绩指标与主营业务比率散点图线性关系汇总表 7 所示。

表 7. 业绩指标与主营业务比率回归结果

回归	企业属性	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	业绩(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数
主营业务比率与 ROIC	国有企业	万得全A	0.0068	+	显著	$y=0.0008x+5.0321$	0.0008
		上证指数	0.0050	+	显著	$y=0.0222x+3.2811$	0.0222
		深证成指	0.0290	+	显著	$y=0.0017x+6.3355$	0.0017
		上证50	0.0521	+	显著	$y=0.0382x+5.1326$	0.0382
		沪深300	0.0335	+	显著	$y=-0.0005x+6.5537$	-0.0005
		创业板指	0.3029	+	显著	$y=0.1349x-2.1865$	0.1349
		科创50	/		不显著		
	中证1000	0.0242	+	显著	$y=0.0023x+6.1396$	0.0023	
	民营企业	万得全A	0.0199	+	显著	$y=0.0002x+4.3385$	0.0002
		上证指数	0.0277	+	显著	$y=0.0017x+10.078$	0.0017
		深证成指	0.0290	+	显著	$y=-0.0007x+12.539$	-0.0007
		上证50	/		不显著	$y=-0.0062x+14.404$	-0.0062
		沪深300	0.0988	+	显著	$y=-0.0265x+17.938$	-0.0265
		创业板指	0.0584	+	显著	$y=0.0123x+15.88$	0.0123
科创50		/		不显著			
中证1000	0.0275	+	显著	$y=0.0006x+10.109$	0.0006		
主营业务比率与 ROE	国有企业	万得全A	0.0051	+	显著	$y=-8E-05x+4.3222$	-8E-05
		上证指数	/		不显著	$y=-0.0067x+5.8312$	-0.0067
		深证成指	0.0205	+	显著	$y=0.003x+9.1274$	0.003
		上证50	0.0883	+	显著	$y=0.0711x+7.3074$	0.0711
		沪深300	0.0237	+	显著	$y=-0.0002x+11.26$	-0.0002
		创业板指	0.3461	+	显著	$y=0.1159x+1.1307$	0.1159
		科创50	/		不显著		
	中证1000	0.0280	+	显著	$y=0.0006x+7.3946$	0.0006	
	民营企业	万得全A	0.0229	+	显著	$y=0.0003x+5.4609$	0.0003
		上证指数	0.2978	+	显著	$y=0.0002x+10.357$	0.0002
		深证成指	0.0408	+	显著	$y=0.0008x+14.512$	0.0008
		上证50	/		不显著	$y=-0.0088x+18.18$	-0.0088
		沪深300	0.0927	+	显著	$y=-0.0036x+18.966$	-0.0036
		创业板指	/		不显著	$y=0.0119x+18.294$	0.0119
科创50		1.0835	+	显著	$y=2.2178x-207.79$	2.2178	
中证1000	0.0470	+	显著	$y=-6E-05x+9.3432$	-6E-05		
主营业务比率与 ROA	国有企业	万得全A	0.0040	+	显著	$y=8E-05x+3.1262$	8E-05
		上证指数	0.0036	+	显著	$y=0.0007x+3.1201$	0.0007
		深证成指	0.0145	+	显著	$y=0.0016x+4.5671$	0.0016
		上证50	0.0393	+	显著	$y=0.0322x+3.4008$	0.0322
		沪深300	0.0236	+	显著	$y=2E-05x+4.6847$	2E-05
		创业板指	0.1997	+	显著	$y=0.1062x-2.4982$	0.1062
		科创50	/		不显著		
	中证1000	0.0151	+	显著	$y=0.0004x+3.938$	0.0004	
	民营企业	万得全A	0.0167	+	显著	$y=5E-05x+5.2569$	5E-05
		上证指数	0.0207	+	显著	$y=0.0014x+6.9939$	0.0014
		深证成指	0.0199	+	显著	$y=0.0005x+8.8588$	0.0005
		上证50	/		不显著	$y=-0.0047x+9.8316$	-0.0047
		沪深300	0.0700	+	显著	$y=-0.0021x+10.755$	-0.0021
		创业板指	0.0573	+	显著	$y=0.0118x+11.306$	0.0118
科创50		/		不显著			
中证1000	0.0237	+	显著	$y=0.0005x+7.0602$	0.0005		

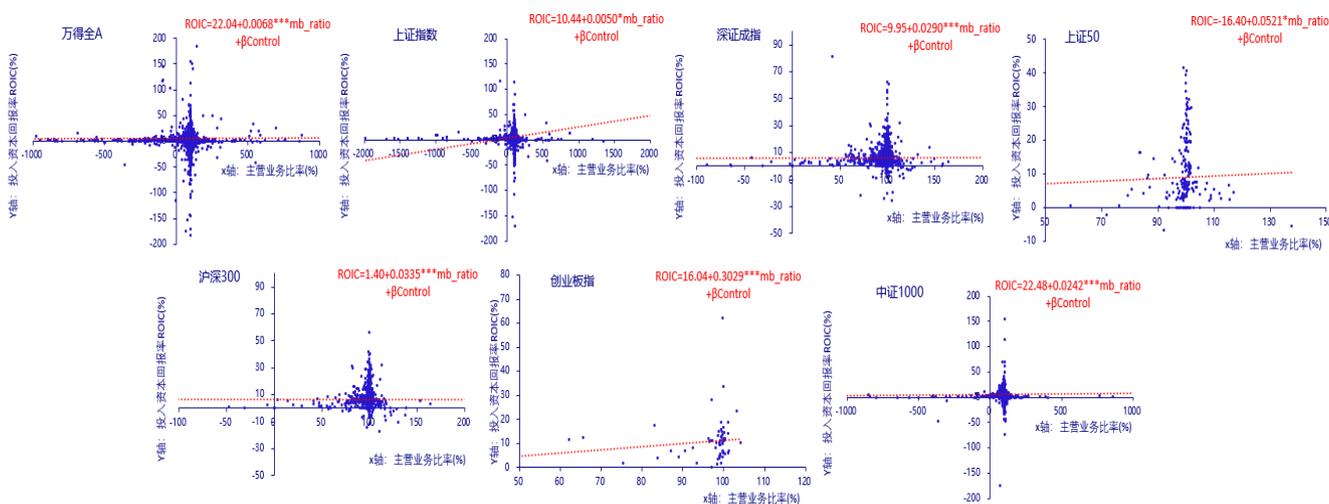
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据回归结果, 各模型几乎均可通过 F 检验, 各宽基指数下的国有企业和民营企业的主营业务占比与三项业绩指标大部分均为显著正相关, 与整体结论一致。此外, 所有显著模型均不存在多重共线性, 进一步说明了模型的合理性。因此可认为, 在一般情况下, 无论是国有企业还是民营企业, 主营业务占比的增加均能对其业绩指标有显著的正向影响, 即专注主业对

于国有企业和民营企业实现业绩层面的高质量发展均有显著的积极效应。

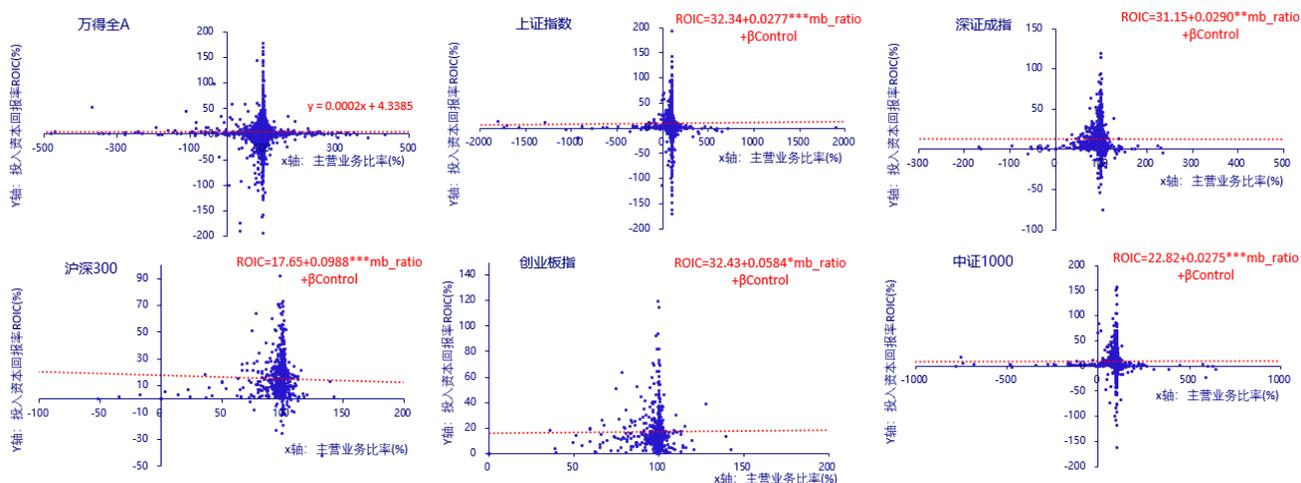
图 23-图 28 展示了主要宽基指数成分中国有企业和民营企业各因变量与主营业务比率的散点图及回归方程式，可看出主要宽基指数主体的业绩指标 ROIC、ROE 与 ROA 与主营业务比率的散点趋势与回归结果较为相似，均为显著正相关，说明该结论在不同企业属性和不同市场上均具有普遍性。部分市场如上证 50 和科创 50 等在分国有企业和民营企业回归下结果不显著，部分原因可能是数据量不足导致相关性不明显，也可能是市场要素配置存在一定不合理性。但整体而言，专注主业对国有企业和民营企业的业绩抬升均具有显著的积极效应，在推动可持续的高质量发展过程中起到举足轻重的作用。

图 23. 国有企业 ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果



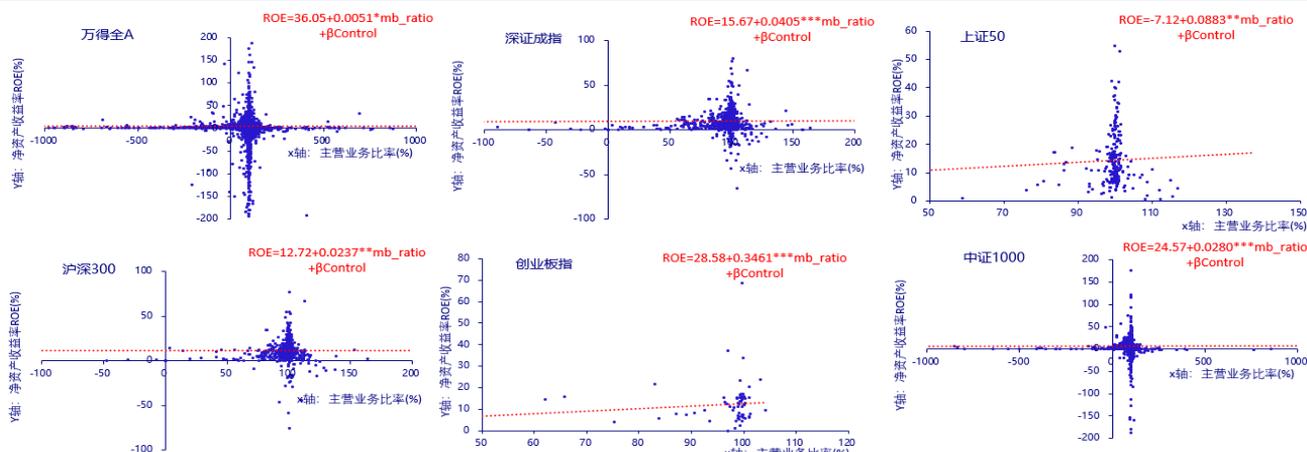
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 24. 民营企业 ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果



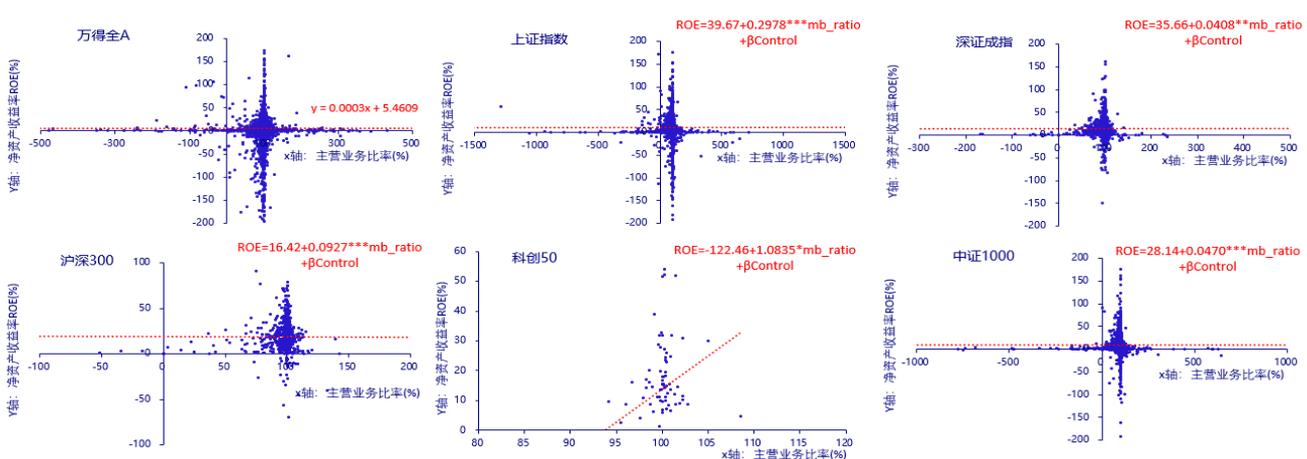
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 25. 国有企业 ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果



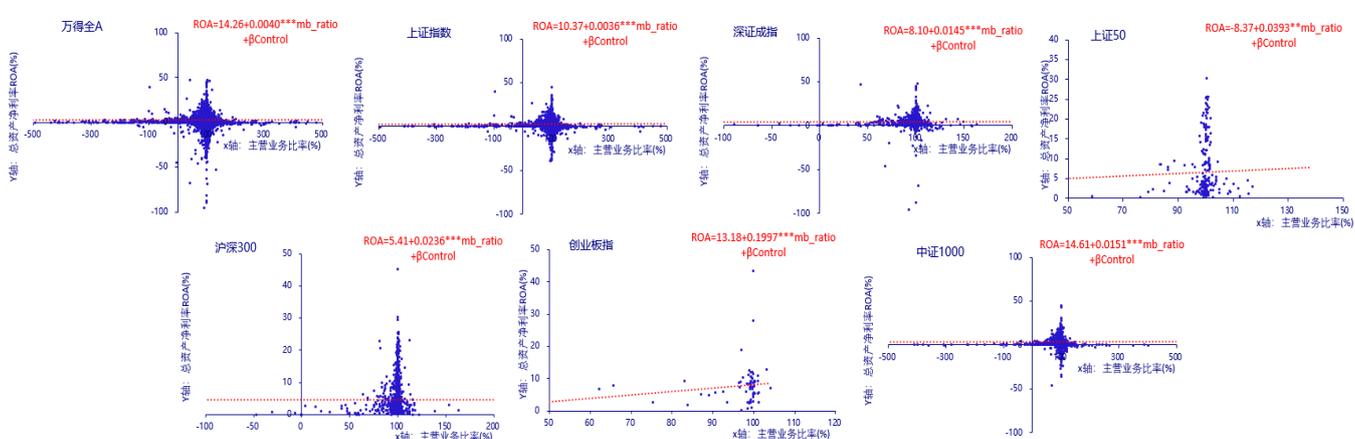
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 26. 民营企业 ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果



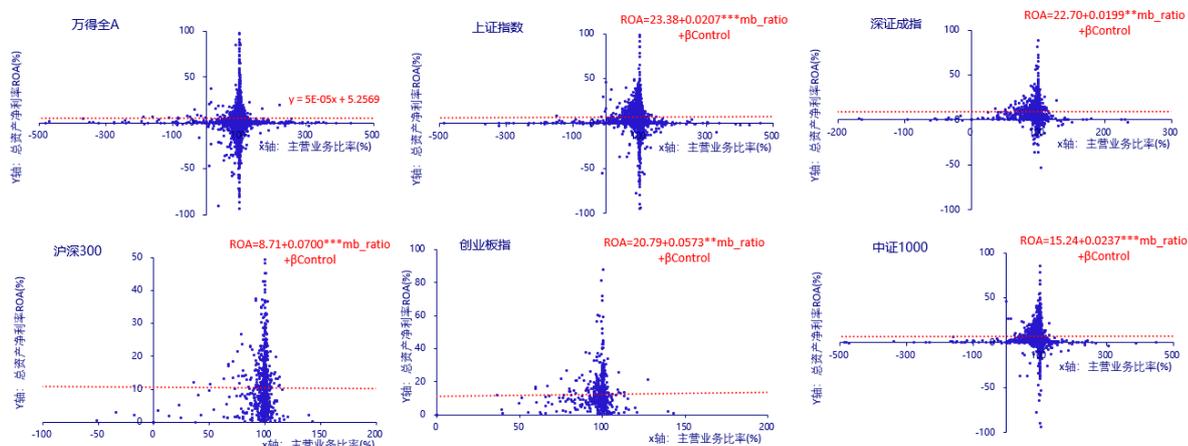
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 27. 国有企业 ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 28. 民营企业 ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 专注主业与企业价值增长的可持续性

企业价值的重要度量指标是估值水平，估值指标在一定程度上体现了企业价值增长的可持续性和目前的投资价值，对长期的价值投资者而言非常重要。估值一般根据市盈率和市净率衡量，市盈率为每股市值与每股收益的比值，市净率为每股股价与每股净资产的比值。当市盈率、市净率较高时，意味着目前市场对股票的收益预期看好，公司市值较高，但也意味着个股可能被高估，较大的投资风险也随之并存。表 8 显示了自 2018 年初至 2023 年一季度末 8 个重要宽基指数市盈率和市净率的各分位数及历史分位数指标。从市盈率指标可知，万得全 A、深证成指和科创 50 均处在历史分位数超 50% 水平，上证指数处于次高位，受疫情及技术封锁等因素影响，创业板指目前估值处于较低水平。从市净率指标来看，上证 50 和科创 50 历史分位数较高。整体而言，市场估值水平处于中等水平，市场可能存在一定投资获利空间。市盈率和市净率也与公司所处行业相关，创业板指和科创 50 指数成分相较其他指数成分的市盈率和市净率水平相对更高，上证 50、沪深 300 等大盘市盈率和市净率相对较低。

表 8. 业绩指标与主营业务比率回归结果

指数	PE-TTM					PB				
	20%分位数	中位数	80%分位数	最新值	历史分位数	20%分位数	中位数	80%分位数	最新值	历史分位数
万得全A	16.52	17.78	20.41	17.94	53.87%	1.62	1.74	1.99	1.69	40.04%
上证指数	12.40	13.16	14.70	13.16	49.84%	1.32	1.43	1.53	1.35	25.30%
深证成指	23.45	26.17	29.11	26.43	52.58%	2.48	2.78	3.41	2.70	41.33%
上证50	9.47	10.10	11.77	9.67	31.30%	1.17	1.26	1.39	1.28	58.05%
沪深300	11.65	12.42	14.35	11.87	27.50%	1.37	1.49	1.65	1.40	23.86%
创业板指	40.80	53.09	61.58	38.37	12.53%	4.39	5.66	7.86	5.06	40.19%
科创50	42.43	62.79	77.62	43.25	61.47%	4.72	6.46	7.42	4.41	56.91%
中证1000	29.34	36.23	41.68	30.91	30.16%	2.17	2.49	2.76	2.43	46.42%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

为进一步探寻专注主业与估值水平的关系，同样通过构建回归模型分析。模型以上述 8 个宽基指数下的成分为研究主体，同样选取 2015 年至 2022 年末数据，因变量选取滚动市盈率

PE-TTM 和市净率 PB 两个估值指标，自变量仍为主营业务比率  $mb\_ratio$ ，同时引入营业总收入增长率  $s\_yoy$ 、归属母公司净利润增长率  $np\_yoy$ 、资产负债率  $debt$ 、经营活动产生的现金流量净额增长率  $yoycf$ 、总资产周转率  $turnover$  及流动比率  $current$  等作为控制变量，构建 OLS 线性回归模型并控制时间固定效应，各模型的回归结果及估值指标与主营业务比率散点图关系汇总如表 9 所示。

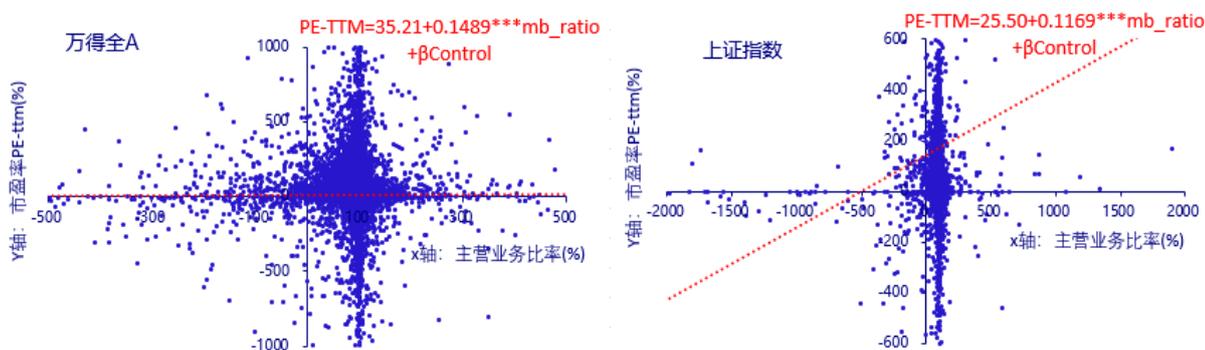
表 9. 估值指标与主营业务比率回归结果

回归	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	剔除控制变量后的混合回归模型	系数
主营业务比率与 PE-TTM	万得全A	0.1489	+	显著	$y=0.0103x+12.636$	0.0103
	上证指数	0.1489	+	显著	$y=0.2855x+145.87$	0.2855
	深证成指			不显著	$y=0.0008x+72.205$	0.0008
	上证50			不显著	$y=0.0573x-4.5975$	0.0573
	沪深300			不显著	$y=-0.0037x+69.601$	-0.0037
	创业板指			不显著	$y=-0.4668x+94.981$	-0.4668
	科创50			不显著	$y=9.1776x-859.81$	9.1776
主营业务比率与 PB	中证1000			不显著	$y=-0.0374x-310.81$	-0.0374
	万得全A	0.0021	+	显著	$y=-8E-06x+4.8253$	-8E-06
	上证指数			不显著	$y=-0.0083x+5.1395$	-0.0083
	深证成指	0.0096	+	显著	$y=-0.0002x+4.1019$	-0.0002
	上证50			不显著	$y=-0.0007x+4.3169$	-0.0007
	沪深300	0.0151	+	显著	$y=-0.0001x+4.4242$	-0.0001
	创业板指	0.0373	+	显著	$y=0.008x+5.7335$	0.008
	科创50			不显著	$y=-0.0763x+15.349$	-0.0763
	中证1000	0.0065	+	显著	$y=0.0001x+3.9233$	0.0001

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据回归结果，市盈率层面，全 A 指数和上证指数下可得到显著结论，且两模型均通过 F 检验，市盈率 PE-TTM 与主营业务比率呈显著正相关。此外，两模型同样不存在多重共线性，进一步说明了模型的合理性。推测在整体股票市场上，提升主营业务占比有利于企业价值的持续性增长。市净率层面，除上证指数、上证 50 和科创 50 外，其他指数成分的模型均可顺利通过 F 检验，且市净率 PB 与主营业务比率呈显著正相关，与市盈率模型结论相同。两者互相印证，也可通过稳健性检验，进一步体现了模型合理性。一方面，专注主业有利于公司提升经营管理，有利于专业创新，有利于公司未来的可持续和高质量发展，也将成为公司迈入新一轮稳定发展阶段的重要标志，这样的公司也更具有成长空间和投资价值。另一方面，专注主业能在较大程度上提升公司整体收益，从而使其市盈率（市净率）获得一定抬升。因此，长期的企业价值增长的可持续性离不开专注主业。

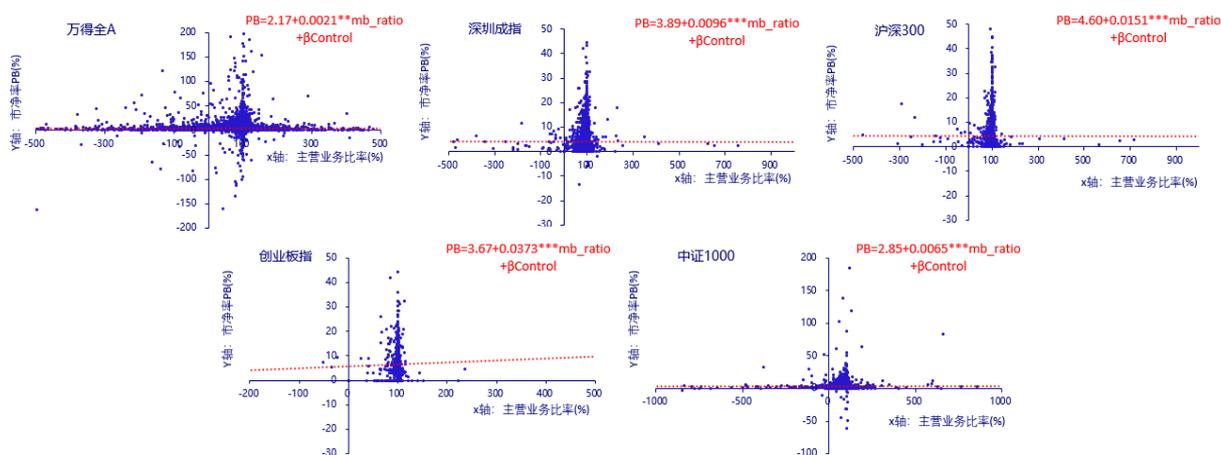
图 29. PE-TTM 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

结合图 29、图 30 展示的各指数成分估值指标与主营业务比率散点图及回归方程可知，估值指标：市盈率 PE-TTM、市净率 PB 与主营业务比率均呈现正相关关系，与回归结果趋势相同，进一步验证了结论的合理性。此外，从散点图分布上可以看到，主营业务比率较高的部分企业可能存在市盈率较低的情况，但主营业务比率较低时，市盈率一定也处在较低水平，显示出较为明显的相关性。因此，公司要想提升科学可持续的估值水平，实现高质量发展，持续提升公司价值，须长期专注主业，努力提升主营业务比率。

图 30. PB 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

考虑到不同的企业属性下专注主业对估值指标影响也可能存在差异，同样将国有企业和民营企业单独作为研究主体，分别探究专注主业对企业估值的影响。模型仍以上述八个宽基指数成分为主体，分别提取国有企业和民营企业研究。选取的数据节点、业绩指标、自变量和控制变量均同上，部分模型控制时间固定效应，线性回归结果及业绩指标与主营业务比率散点图线性关系汇总如表 10 所示。

根据上述回归结果可知，市盈率层面的显著模型较少，国有企业层面仅创业板指主营业务比率与市盈率显著正相关，民营企业层面万得全 A 和上证指数回归结果为正相关。说明整体市场上，民营企业的主营业务比率与市盈率存在显著正相关，国有企业中主营业务比率与市盈率的相关性较弱，结合前述的整体结论，实现企业的高质量持续性发展，应着力提升企业，特别是民营企业的主营业务比率，提倡企业专注主业，以期更高效地培养企业价值的持续增长能力。市净率层面，各宽基指数下国有企业的回归结果均不显著，民营企业除科创 50 外，其主营业务占比与市净率均存在显著的正相关关系，更明显地体现出主营业务比率的提高将对民营企业价值可持续发展的明显拉升作用。因此，专注主业对于 A 股市场企业，特别是民营企业具有重要意义。

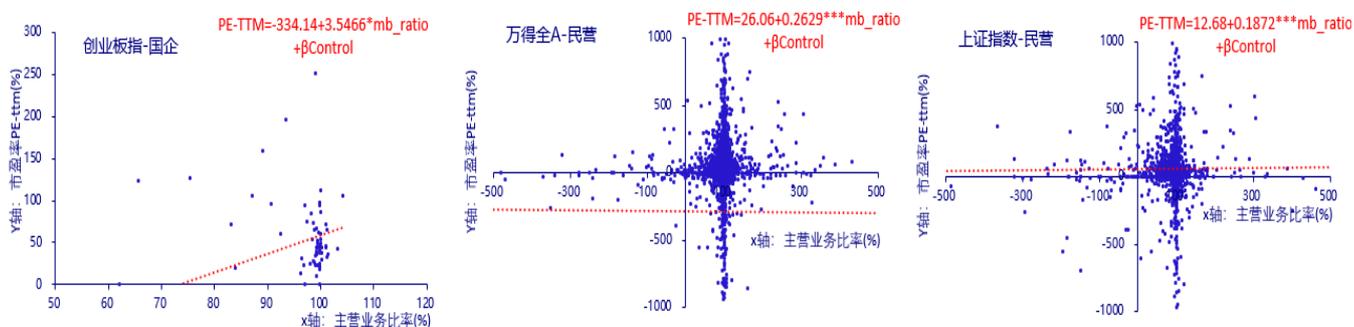
结合图 31、图 32 展示的各指数成分估值指标与主营业务比率散点图及回归方程可知，显著模型下估值指标市盈率 PE-TTM 与市净率 PB 与主营业务比率的散点趋势均为正相关，与回归结果趋势相同，进一步验证了结论的合理性。

表 10. 估值指标与主营业务比率回归结果

回归	企业属性	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	估值(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数
主营业务比率与 PE-TTM	国有企业	万得全A	/		不显著	$y=0.0227x+233.44$	0.0227
		上证指数	/		不显著	$y=0.8887x+293.02$	0.8887
		深证成指	/		不显著	$y=0.0033x+32.183$	0.0033
		上证50	/		不显著	$y=-0.2535x+51.251$	-0.2535
		沪深300	/		不显著	$y=0.0165x+33.049$	0.0165
		创业板指	3.5466	+	显著	$y=2.1893x-160.39$	2.1893
		科创50	/		不显著		
	中证1000	/		不显著	$y=0.0229x+132.06$	0.0229	
	民营企业	万得全A	0.2629	+	显著	$y=-0.0265x-288.65$	-0.0265
		上证指数	0.1872	+	显著	$y=0.0289x+57.058$	0.0289
		深证成指	/		不显著	$y=-0.0001x+73.953$	-0.0001
		上证50	/		不显著	$y=0.1005x-64.489$	0.1005
		沪深300	/		不显著	$y=-0.0094x+61.506$	-0.0094
		创业板指	/		不显著	$y=-0.9845x+147.08$	-0.9845
科创50		/		不显著			
中证1000	/		不显著	$y=-0.0795x-602.89$	-0.0795		
主营业务比率与 PB	国有企业	万得全A	/		不显著	$y=-0.0007x+5.5082$	-0.0007
		上证指数	/		不显著	$y=-0.0277x+8.1283$	-0.0277
		深证成指	/		不显著	$y=-0.0026x+3.246$	-0.0026
		上证50	/		不显著	$y=0.0029x+3.1668$	0.0029
		沪深300	/		不显著	$y=-0.0006x+2.7552$	-0.0006
		创业板指	/		不显著	$y=-0.0389x+8.8329$	-0.0389
		科创50	/		不显著		
	中证1000	/		不显著	$y=0.0001x+4.9672$	0.0001	
	民营企业	万得全A	0.0108	+	显著	$y=-5E-05x+4.224$	-5E-05
		上证指数	0.0091	+	显著	$y=-1E-04x+3.7757$	-1E-04
		深证成指	0.0193	+	显著	$y=4E-05x+4.6869$	4E-05
		上证50	0.1040	+	显著	$y=-0.0021x+6.6823$	-0.0021
		沪深300	0.0297	+	显著	$y=-0.0005x+6.4072$	-0.0005
		创业板指	0.0408	+	显著	$y=0.0077x+6.0925$	0.0077
科创50		/		不显著			
中证1000	0.0132	+	显著	$y=0.0001x+3.3548$	0.0001		

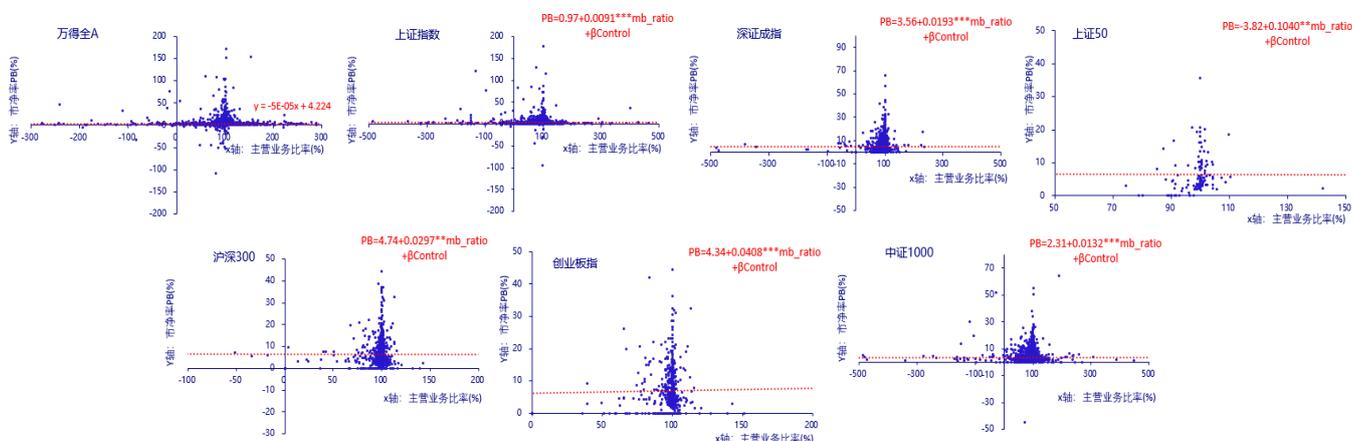
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31. PE-TTM 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 32. 民营企业 PB 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### (三) 风险兼顾收益: Sharpe 比率

企业在关注收益最大化的同时, 也应进行风险控制, 以求收益稳健且可持续发展。市场通常采用 Sharpe 比率作为衡量公司收益及风险的指标。Sharpe 比率实际上是经风险调整后的收益率, 分子为投资组合报酬率与无风险收益率的差值, 分母为报酬率的标准差, 该比率越高越好, 代表波动更低的资产组合反而能获得较高的超额收益。专注主业能否使在提升企业收益的同时兼顾风险, 对公司的高质量、持续性发展非常重要。

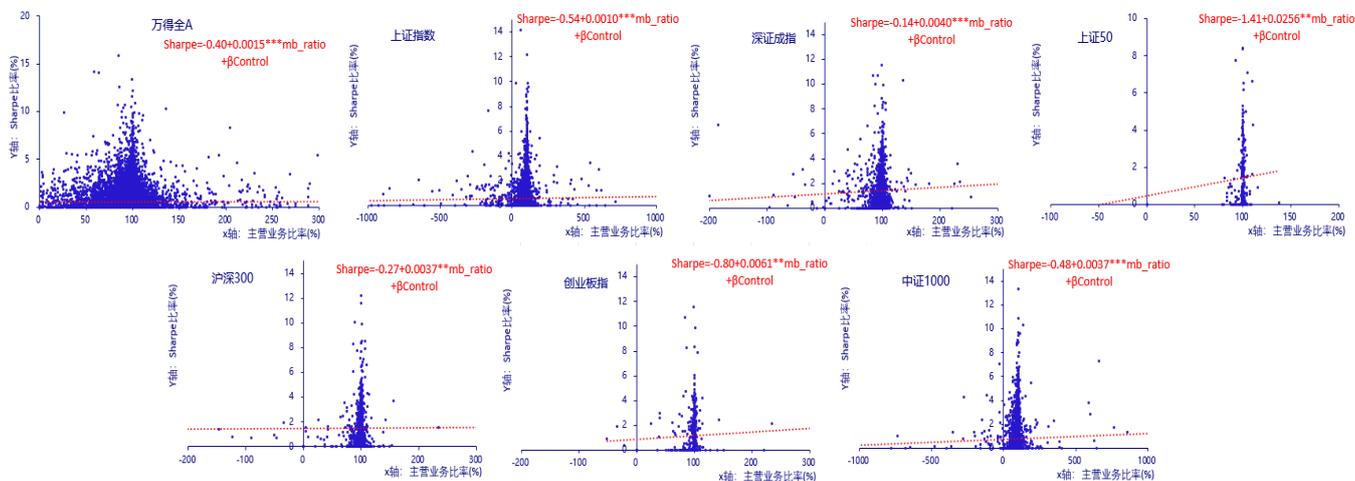
为探寻专注主业与企业平衡收益风险的关系, 同样通过构建回归模型分析。本模型同样以上述 8 个宽基指数下的成分为研究主体, 选取 2015 年至 2022 年三季度末数据, 因变量选取 Sharpe 比率作为衡量收益风险兼顾的指标, 自变量仍为主营业务比率  $mb\_ratio$ , 同时引入营业总收入增长率  $s\_yoy$ 、归属母公司净利润增长率  $np\_yoy$ 、资产负债率  $debt$ 、公司成立年限  $ln\_age$ 、最大股东持股比例  $share$ 、总资产周转率  $turnover$  及流动比率  $current$  等作为控制变量, 构建 OLS 线性回归模型并控制时间固定效应, 各模型的回归结果及 Sharpe 比率与主营业务比率散点图关系汇总如表 11 所示。

表 11. 估值指标与主营业务比率回归结果

回归	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	sharp比率(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数
Sharpe比率与主营业务比率	万得全A	0.0015	+	显著	$y=0.0002x+0.5802$	0.0002
	上证指数	0.0010	+	显著	$y=0.0002x+0.5455$	0.0002
	深证成指	0.0040	+	显著	$y=0.0026x+1.133$	0.0026
	上证50	0.0256	+	显著	$y=0.0097x+0.4704$	0.0097
	沪深300	0.0037	+	显著	$y=0.0003x+1.5132$	0.0003
	创业板指	0.0061	+	显著	$y=0.0029x+0.8535$	0.0029
	科创50				$y=0.0317x-2.446$	0.0317
	中证1000	0.0037	+	显著	$y=0.0005x+0.7676$	0.0005

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 33. Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据回归结果,除科创50外,其他指数的回归模型均通过F检验,sharp比率与主营业务比率呈显著正相关。此外,模型同样不存在多重共线性,进一步说明了模型的合理性。对股票市场整体而言,提升主营业务占比均有利于企业在提升收益时兼顾风险,该结论具有普适性。因此,专注主业将为企业收益兼顾风险方面带来积极效用,有助于企业稳步发展,符合高质量发展的内在要求。

结合图33的各指数成分夏普比率与主营业务比率散点图及回归方程可知,夏普比率与主营业务比率的散点趋势均呈正相关,与回归结果趋势基本相同,进一步验证了结论的合理性。综上,公司要想实现稳健的收益,专注主业利于企业盈利创新,理论上,分散经营有利于降低风险,但事实上“摊子越大,风险越多”,尤其在逆周期阶段的高杠杆企业,资金链及其容易断裂。因此,着力提升主营业务比率,努力专注主业创新,深耕细作,降低经营风险,增长营业利润。

同样地,不同的企业属性专注主业对收益风险指标的影响也可能不同,将国有企业和民营企业单独作为回归样本分析。回归模型中,选取的样本、收益风险指标、自变量和控制变量均同上,模型控制时间固定效应,回归结果及业绩指标与主营业务比率散点图线性关系汇总如表12所示。

根据回归结果可知,民营企业的八个模型中,除科创50外均可通过F检验,且系数均为正,表明Sharpe比率与主营业务比率是显著正相关,与上述的整体结论相吻合。国有企业层面,仅全A指数和中证1000得出了显著结论。因此,提升主营业务占比有利于企业在提升收益时兼顾风险的结论在民营企业中更具有普适性,在国有企业中对小盘股成分更为有利。整体而言,提升主营业务占比有助于企业有效控制风险,有助于企业的稳步发展,应大力推进。

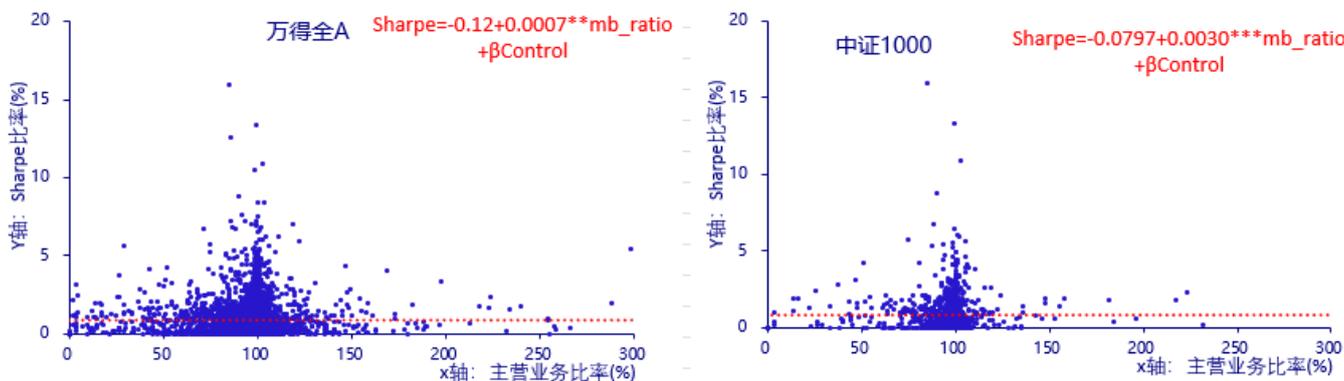
结合图34、图35展示的各指数成分估值指标与主营业务比率散点图及回归方程可知,显著模型下估值指标市盈率PE-TTM与市净率PB与主营业务比率的散点趋势均为正相关,与回归结果趋势相同,进一步验证了结论的合理性。

表 12. Sharpe 比率与主营业务比率回归结果

回归	企业属性	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	sharp比率(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数
主营业务比率与 Sharpe 比率	国有企业	万得全A	0.0007	+	显著	$y = -3E-06x + 0.8828$	-3E-06
		上证指数	/		不显著	$y = -5E-05x + 0.762$	-5E-05
		深证成指	/		不显著	$y = 0.0007x + 1.8214$	0.0007
		上证50	/		不显著	$y = 0.0032x + 0.9231$	0.0032
		沪深300	/		不显著	$y = 0.0002x + 1.8464$	0.0002
		创业板指	/		不显著	$y = 0.0016x + 0.7741$	0.0016
		科创50	/		不显著		
	中证1000	0.0030	+	显著	$y = 2E-05x + 0.8382$	2E-05	
	民营企业	万得全A	0.0022	+	显著	$y = -2E-05x + 0.5896$	-2E-05
		上证指数	0.0013	+	显著	$y = 8E-05x + 0.4494$	8E-05
		深证成指	0.0051	+	显著	$y = 5E-05x + 1.221$	5E-05
		上证50	0.1072	+	显著	$y = 0.0439x - 2.4539$	0.0439
		沪深300	0.0091	+	显著	$y = 0.0002x + 1.3918$	0.0002
		创业板指	0.0059	+	显著	$y = 0.0027x + 0.9609$	0.0027
科创50		/		不显著			
中证1000	0.0047	+	显著	$y = 0.0003x + 0.7447$	0.0003		

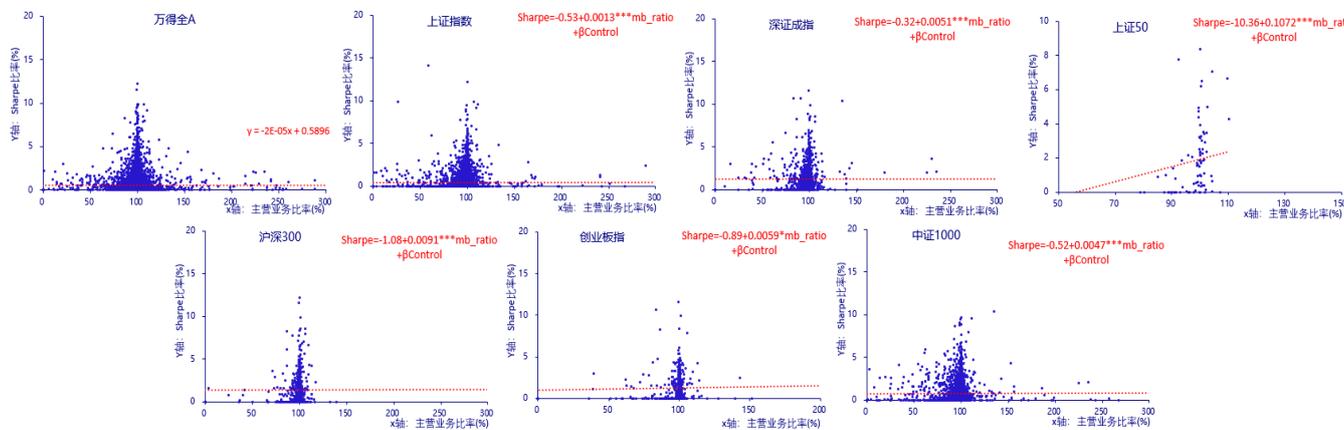
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34. 国有企业 Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 35. 民营企业 Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (四) 专注主业的主题风格选择

### 1. 大盘 VS 小盘

从大小盘角度细分来看，大盘以沪深 300 为代表，小盘则以中证 1000 为代表，同样通过回归分析揭示专注主业与业绩、估值和 Sharpe 比率的关系。

根据表 13 的回归结果可知，沪深 300 与中证 1000 指数成分的主营业务比率与业绩、估值和收益风险指标的回归结果均有极大的一致性。业绩指标层面，大小盘股均显示出一致的正相关效应，即无论是大盘股还是小盘股，主营业务比率与业绩指标 ROIC、ROE 和 ROA 均呈显著正相关，表明专注主业在大小盘股中均有显著影响。估值指标层面，大小盘股的主营业务比率与市盈率的相关性均不显著，但对市净率均呈显著正相关。因此，大小盘中主营业务比率的提升均有助于增加企业价值增长的可持续性。收益风险层面，大小盘回归模型均显示为显著正相关，说明专注主业有利于大小盘股的风险控制，显著增强企业收益的稳定性。

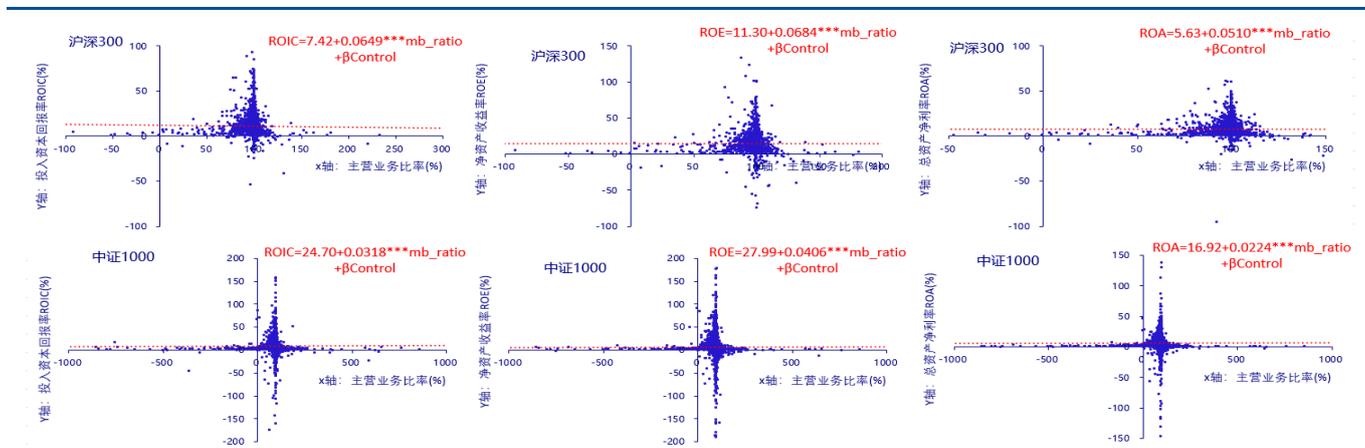
表 13. 大小盘业绩、估值及 Sharpe 比率与主营业务比率的回归结果

回归	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	混合回归模型	系数
主营业务比率与 ROIC	沪深300	0.0649	+	显著	$y = -0.0104x + 11.721$	-0.0104
	中证1000	0.0318	+	显著	$y = 0.0014x + 8.4934$	0.0014
主营业务比率与 ROE	沪深300	0.0684	+	显著	$y = -9E-05x + 14.894$	-9E-05
	中证1000	0.0406	+	显著	$y = 0.0008x + 6.5302$	0.0008
主营业务比率与 ROA	沪深300	0.0510	+	显著	$y = -6E-05x + 7.4142$	-6E-05
	中证1000	0.0224	+	显著	$y = 0.0005x + 5.8813$	0.0005
主营业务比率与 PE-TTM	沪深300			不显著	$y = -0.0037x + 69.601$	-0.0037
	中证1000			不显著	$y = -0.0374x - 310.81$	-0.0374
主营业务比率与 PB	沪深300	0.0151	+	显著	$y = -0.0001x + 4.4242$	-0.0001
	中证1000	0.0065	+	显著	$y = 0.0001x + 3.9233$	0.0001
主营业务比率与 Sharpe比率	沪深300	0.0037	+	显著	$y = 0.0003x + 1.5132$	0.0003
	中证1000	0.0037	+	显著	$y = 0.0005x + 0.7676$	0.0005

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

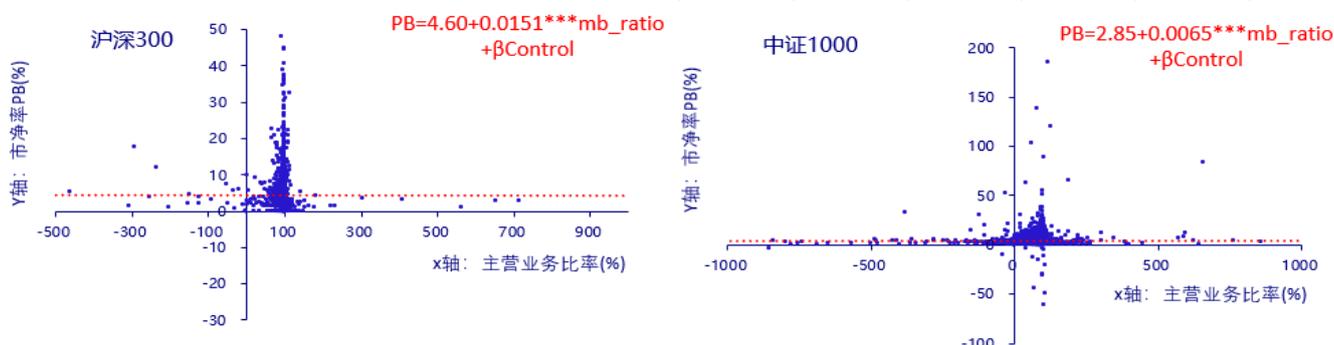
结合图 36-图 38 的散点图可知，主营业务比率与业绩、估值和收益风险指标的整体趋势与回归结果相同，但由于前述已解释过回归模型之于散点图线性关系的合理性和准确性，仍可作为大小盘中均存在专注主业的机会，需进一步辨别机会所在。

图 36. 大小盘业绩指标与主营业务比率散点图及模型回归结果



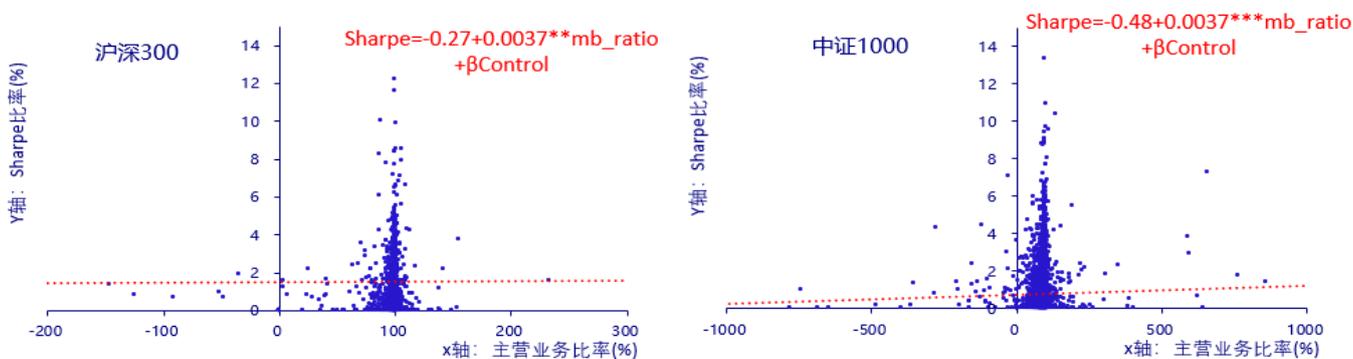
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 37. 大小盘估值指标与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 38. 大小盘收益风险指标与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 2. 成长 VS 价值

从成长和价值风格上看, 成长风格以国证成长为代表, 价值风格以国证价值表示。国证成长是由国证 1000 指数样本股中成长风格较突出的 332 只股票编制而成, 国证价值则是价值风格较为突出的 332 只股票, 覆盖股票数量相对于其他风格指数占优。同样通过回归分析揭示专注主业与业绩、估值和 Sharpe 比率的关系。

根据表 14 的回归结果可知, 国证成长与国证价值指数成分的主营业务比率与业绩、估值和收益风险指标的回归结果也有极大的一致性。业绩指标层面, 成长和价值风格的股票均显示出一致的正相关效应, 国证成长和国证价值成分下, 主营业务比率与业绩指标 ROIC、ROE 和 ROA 均为显著正相关, 表明在成长和价值股中均存在专注主业的机会。估值指标层面, 国证成长和国证价值的主营业务比率与滚动市盈率的相关性均不显著, 但对市净率均呈显著正相关。因此, 无论是成长风格股票还是价值风格股票, 其主营业务比率的提升均有助于增加企业价值增长的可持续性。收益风险层面, 两者回归模型均为显著正相关, 说明专注主业有利于于成长和价值股的风险控制, 显著增强企业收益的稳定性。

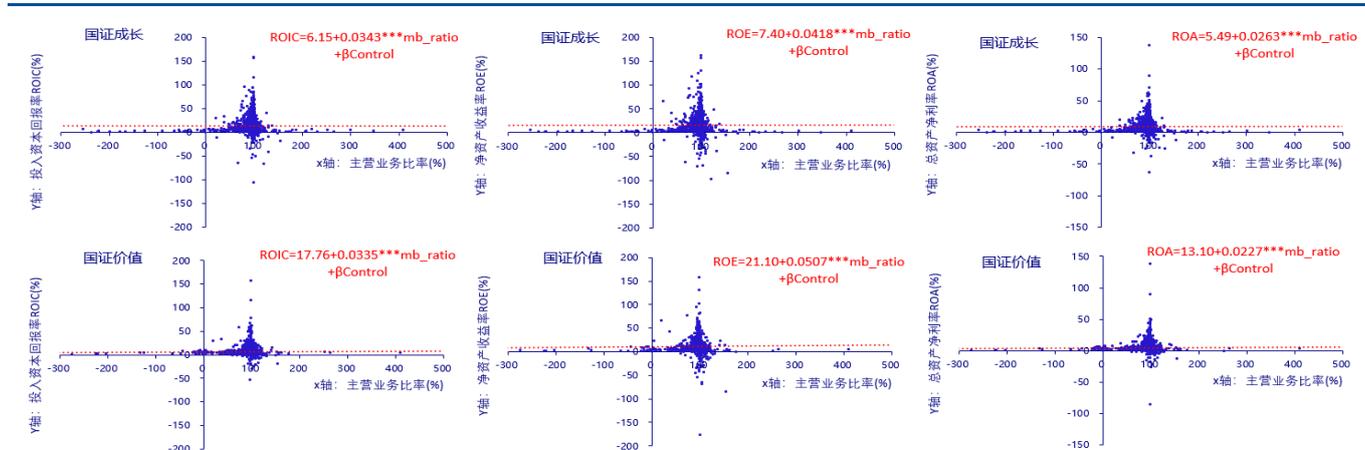
表 14. 国证成长和国证价值业绩、估值及 Sharpe 比率与主营业务比率的回归结果

回归	指数	面板数据回归系数	系数正负	是否显著	混合回归	系数
主营业务比率与 ROIC	国证成长	0.0343	+	显著	$y = -0.0005x + 13.188$	-0.0005
	国证价值	0.0335	+	显著	$y = 0.0038x + 6.8611$	0.0038
主营业务比率与 ROE	国证成长	0.0418	+	显著	$y = 0.0009x + 15.782$	0.0009
	国证价值	0.0507	+	显著	$y = 0.0067x + 10.76$	0.0067
主营业务比率与 ROA	国证成长	0.0263	+	显著	$y = 0.0006x + 9.1142$	0.0006
	国证价值	0.0227	+	显著	$y = 0.0033x + 4.7291$	0.0033
主营业务比率与 PE-TTM	国证成长	/		不显著	$y = -0.0026x + 41.56$	-0.0026
	国证价值	/		不显著	$y = 0.0242x + 23.244$	0.0242
主营业务比率与 PB	国证成长	0.0180	+	显著	$y = 0.0003x + 6.267$	0.0003
	国证价值	0.0044	+	显著	$y = 0.0016x + 1.6892$	0.0016
主营业务比率与 Sharpe比率	国证成长	0.0027	+	显著	$y = 5E-05x + 1.1231$	5E-05
	国证价值	0.0017	+	显著	$y = 0.0005x + 0.7834$	0.0005

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

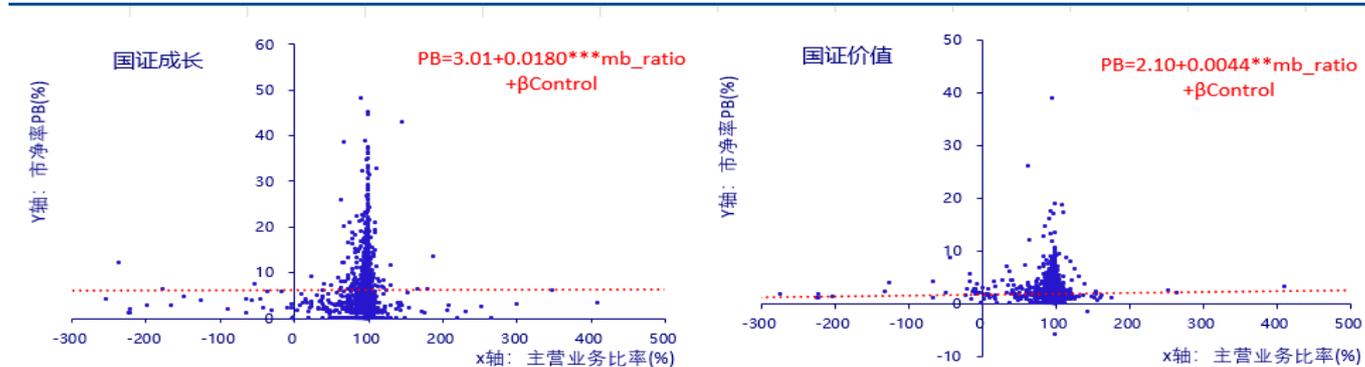
结合图 39-图 41 的散点图可知, 主营业务比率与业绩、估值和收益风险指标的整体趋势与回归结果相同, 均为正相关。业绩层面成长价值风格均有较强的显著性, 估值和收益风险层面, 两者回归模型也均显著, 但国证成长回归模型的整体显著性略高于国证价值。因此, 可认为专注主业对成长和价值风格均存在显著影响, 但成长风格专注主业在企业价值可持续性提升和收益风险控制方面会有更好表现。

图 39. 成长价值业绩指标与主营业务比率散点图及模型回归结果



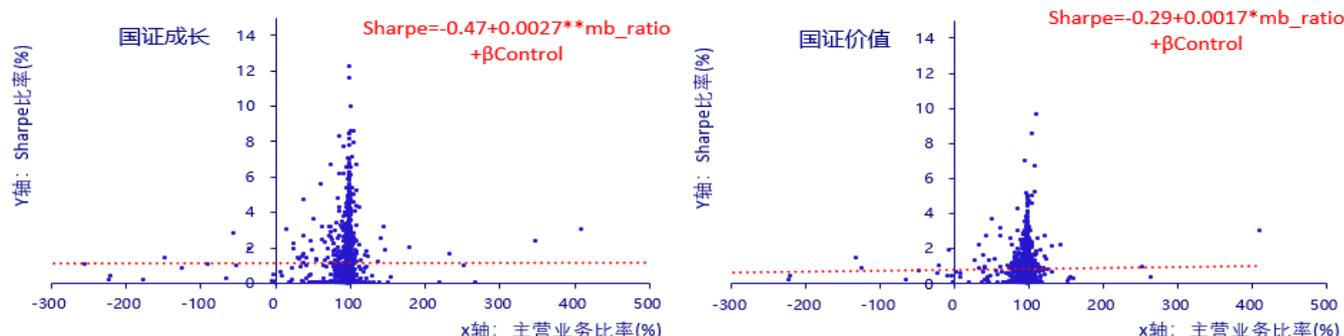
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 40. 成长价值估值指标与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 41. 成长价值收益风险指标与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### (五) 专注主业的行业结构选择

为探究专注主业的结构性机会，行业分类选取申万一级行业分类，共 31 个行业，又将这 31 个行业大致归纳为大消费类行业、周期类行业和 TMT 及金融行业三大类。并重新将主营业务比率与业绩指标、估值指标和收益风险指标分别进行回归分析加以分析。选取 2015 年至 2022 年末数据，因变量和控制变量选择均与前述模型相同，构建线性回归模型。

业绩层面的回归结果如表 14-16 所示。从行业视角分析，主营业务比率与投入资本回报率 ROIC、净资产收益率 ROE 和总资产收益率 ROA 的相关关系略有差异。共有 12 个行业主营业务比率与投入资本回报率 ROIC 显著相关，其中 10 个均为正相关，包括大消费类的轻工制造、社会服务和美容护理行业，周期类的基础化工、机械设备、国防军工、房地产、建筑材料及建筑装饰行业，以及 TMT&金融的计算机行业。煤炭及传媒两行业主营业务比率与 ROIC 均呈负相关，可能因某些外部因素及宏观环境影响。主营业务比率与净资产收益率 ROE 显著相关的行业中，传媒与银行业下均呈显著负相关，其余行业均为正相关关系，与 ROIC 的回归结果有很好地统一性。主营业务比率与 ROA 的回归结果中，大消费类的医药生物行业的主营业务比率与 ROA 也呈现出较强的正相关关系，其余结果均与 ROIC 和 ROE 的回归模型结果相同。在印证结论的同时，上述提及行业中存在专注主业的结构性机会，主要为医药生物、轻工制造和美容护理等大消费类行业，基础化工、国防军工、建筑装饰等周期性行业及计算机行业。

表 15. 分行业下 ROIC 与主营业务比率的回归结果

行业	面板数据回归系数	系数	系数正负	是否显著	ROIC(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数	
大消费类	轻工制造	0.0127**	0.0127	正	显著	y=0.0019x+10.879	0.0019
	社会服务	0.0283*	0.0283	正	显著	y=0.0136x+4.8519	0.0136
	美容护理	0.0547*	0.0547	正	显著	y=0.064x+8.5744	0.064
周期类行业	煤炭	-0.0156*	-0.0156	负	显著	y=-0.0122x+6.8223	-0.0122
	基础化工	0.0340***	0.0340	正	显著	y=-0.0003x+9.3417	-0.0003
	机械设备	0.0105**	0.0105	正	显著	y=0.0027x+7.926	0.0027
	国防军工	0.0158**	0.0158	正	显著	y=0.0042x+7.5221	0.0042
	房地产	0.0219**	0.0219	正	显著	y=0.0064x+4.2051	0.0064
	建筑材料	0.0292***	0.0292	正	显著	y=0.2172x-9.3618	0.2172
	建筑装饰	0.0805***	0.0805	正	显著	y=-0.032x+10.688	-0.032
TMT&金融	计算机	0.0199**	0.0199	正	显著	y=-0.0006x+8.4679	-0.0006
	传媒	-0.0584***	-0.0584	负	显著	y=-0.0004x+6.153	-0.0004

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 16. 分行业下 ROE 与主营业务比率的回归结果

行业	面板数据回归系数	系数	系数正负	是否显著	ROE(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数	
大消费类	轻工制造	0.0228***	0.0228	正	显著	$y=0.0016x+12.521$	0.0016
	美容护理	0.0534*	0.0534	正	显著	$y=0.0658x+10.745$	0.0658
周期类行业	基础化工	0.0240**	0.0240	正	显著	$y=-0.0034x+10.151$	-0.0034
	国防军工	0.0155*	0.0155	正	显著	$y=0.004x+8.0075$	0.004
	建筑装饰	0.1302***	0.1302	正	显著	$y=-0.0156x+9.3371$	-0.0156
TMT&金融	计算机	0.0243**	0.0243	正	显著	$y=-7E-06x+8.3393$	-7.00E-06
	传媒	-0.0967***	-0.0967	负	显著	$y=-0.0087x+7.678$	-0.0087
	银行	-0.1335***	-0.1335	负	显著	$y=-0.3037x+42.669$	-0.3037

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

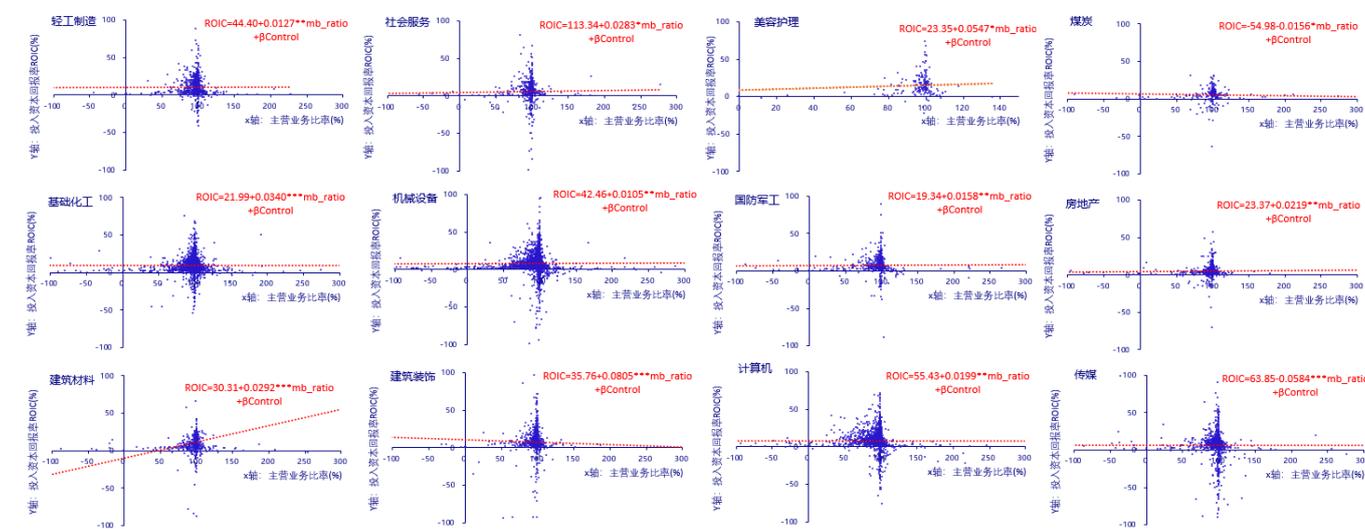
表 17. 分行业下 ROA 与主营业务比率的回归结果

行业	面板数据回归系数	系数	系数正负	是否显著	ROA(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数	
大消费类	医药生物	0.0146**	0.0146	正	显著	$y=0.0023x+7.4563$	0.0023
	轻工制造	0.0059*	0.0059	正	显著	$y=0.001x+7.1706$	0.001
周期类行业	煤炭	-0.0111*	-0.0111	负	显著	$y=-0.0012x+3.0356$	-0.0012
	基础化工	0.0259***	0.0259	正	显著	$y=-0.0003x+6.5913$	-0.0003
	机械设备	0.0051**	0.0051	正	显著	$y=0.0007x+5.5413$	0.0007
	国防军工	0.0114**	0.0114	正	显著	$y=0.0031x+5.4517$	0.0031
	建筑装饰	0.0306***	0.0306	正	显著	$y=-0.0065x+4.894$	-0.0065
TMT&金融	通信	0.0350***	0.0350	正	显著	$y=0.0022x+4.2508$	2.20E-03
	传媒	-0.0368**	-0.0368	负	显著	$y=-0.0006x+3.9306$	-0.0006
	银行	-0.0093***	-0.0093	负	显著	$y=-0.0202x+2.8911$	-0.0202

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

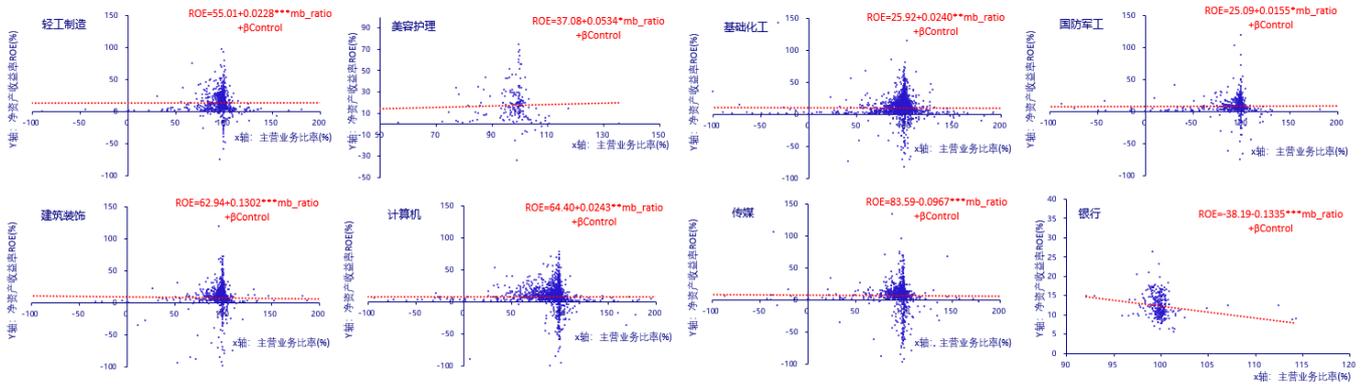
结合图 42- 44 的散点图及模型回归方程可知, 显著行业的主营业务比率与各业绩指标的整体趋势与回归结果大致相同, 也彰显了回归结果的可靠性。基础化工、建筑装饰和计算机行业的散点图趋势与回归结果符号相反, 但由于回归结果相较两变量简单的线性相关更加可靠, 因此认为该类行业仍具有专注主业的结构性机会, 即主营业务比率的提升有助于企业业绩的整体优化, 也为选择投资标的提供了一定的参考价值。

图 42. 各行业 ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果



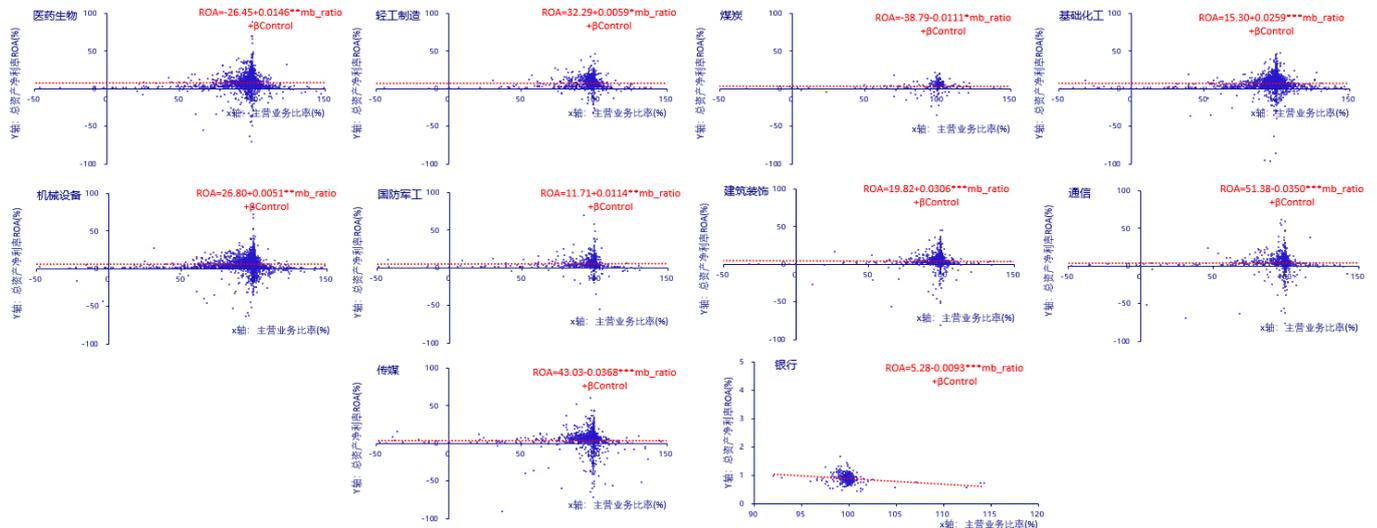
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 43. 各行业 ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 44. 各行业 ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

收益风险层面的回归结果如表 18 所示。从行业视角分析, 主营业务比率与 Sharpe 比率的相关关系也各有差异, 两者显著相关的行业共计 7 个, 其中 6 个为正相关, 包括大消费类的食品饮料、生物医药、轻工制造和商贸零售行业, 周期类的有色金属和基础化工行业, 以及 TMT 的传媒行业。除轻工制造行业为负相关, 其他行业中主营业务比率与 Sharpe 比率均有显著的正相关性。因此, 食品饮料、商贸零售和有色金属行业也可能存在专注主业的结构性机会。

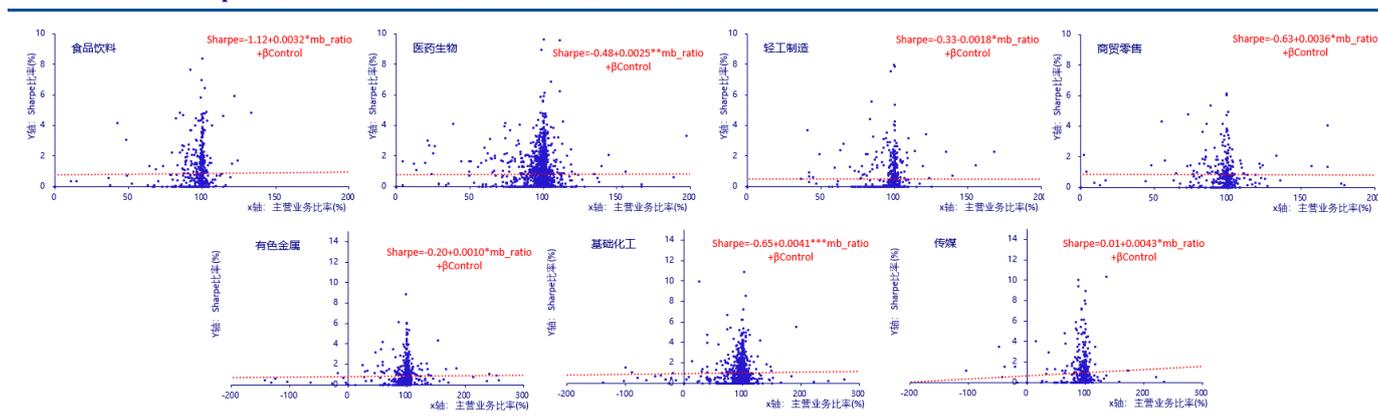
表 18. 分行业下 Sharpe 比率与主营业务比率的回归结果

行业	面板数据回归系数	系数	系数正负	是否显著	Sharpe(y)与主营业务比率(x)混合回归	系数	
大消费类	食品饮料	0.0032*	0.0032	正	显著	$y=0.0009x+0.7817$	0.0009
	医药生物	0.0025**	0.0025	正	显著	$y=0.0002x+0.7824$	0.0002
	轻工制造	-0.0018*	-0.0018	负	显著	$y=-8E-05x+0.514$	-8E-05
	商贸零售	0.0036*	0.0036	正	显著	$y=-0.0002x+0.8594$	-0.0002
周期类行业	有色金属	0.0010*	0.0010	正	显著	$y=0.0005x+0.8124$	0.0005
	基础化工	0.0041***	0.0041	正	显著	$y=0.0007x+0.9111$	0.0007
TMT&金融	传媒	0.0043*	0.0043	正	显著	$y=0.003x+0.6185$	0.003

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

结合图 45 的散点图及模型回归方程可知，除商贸零售行业外，其他显著行业的主营业务比率与收益风险指标 Sharpe 比率的整体趋势与回归结果均相同，同样显示出回归结果的可靠性。整体而言，仍认为上述行业具有专注主业的结构性机会，即主营业务比率的提升有助于企业业绩风险的均衡，有助于企业后续的稳定发展。

图 45. 各行业 Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 五、专注主业对 A 股市场的回测验证

### (一) 全 A 指数复盘检验

2015-2022 年，将全 A 成分股按年报披露的主营业务比率从高到底排序，用前 100 只成分股构造新的指数“全 A（前 100）”，用后 100 只成分股构造新的指数“全 A（后 100）”，并计算新指数每年的累计收益率。数据显示，2016-2020 年，“全 A（前 100）”年度累计收益率均高于“全 A（后 100）”；期间全 A 指数有涨有跌，且表现均好于两类指数。上述事实表明，主营业务比率更高的公司，其股市表现总体上更好，但这一特征与全 A 指数涨跌情况无直接关系；且主营业务比率偏高或偏低的两类股指其股市表现均不如全 A。如表 19 所示。

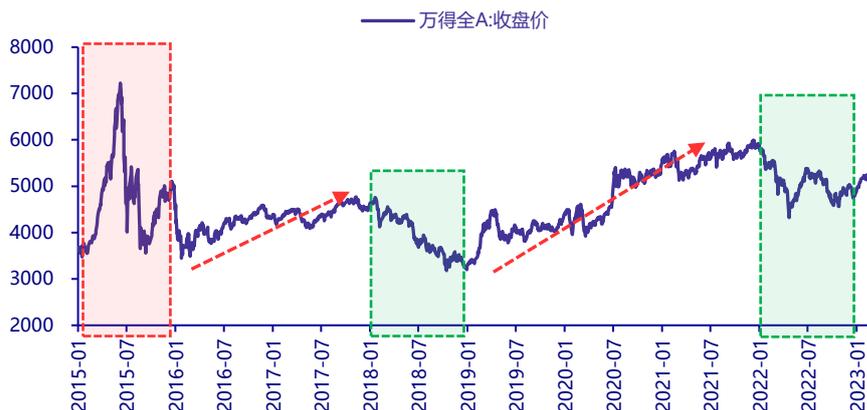
表 19. 2015-2022 年全 A 主营业务比率前 100 与后 100 的成分股股指表现

年初至年末 累计收益率	全 A	全 A(前 100)	全 A(后 100)	全 A (前 100-后 100)
2015 年	35.42%	20.04%	23.25%	-3.21%
2016 年	-4.94%	-7.29%	-8.54%	1.25%
2017 年	3.93%	-9.81%	-23.25%	13.44%
2018 年	-29.15%	-40.77%	-41.51%	0.75%
2019 年	34.29%	23.03%	12.80%	10.23%
2020 年	23.65%	9.01%	4.20%	4.81%
2021 年	7.47%	2.27%	14.25%	-11.98%
2022 年	-18.49%	-22.05%	-16.93%	-5.13%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2015年，全A指数先涨后跌。2016年前半段延续上年末的跌势，随后开启上涨趋势，从而全年累计小幅下跌。2017年，全年震荡上行，小幅收涨。2018年，在中美贸易摩擦等利空消息影响下，全A指数全年延续下行态势。2019-2021年，总体维持上涨行情。2022年，受俄乌冲突、通货膨胀、欧美加息等利空因素影响，以及受国内疫情防控、增长预期弱等因素影响，全A指数震荡下行。如图46所示。

图 46. 2015-2022 年万得全 A 收盘价



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

根据主营业务比率前 100 名、后 100 名成分股构造的新股指年度累计收益率的差值，选取差值较大的年份和差值最小的年份进行对比，例如，全 A 指数分别选取 2017 年、2021 年。其中，2017 年、2021 年均是全 A 指数上涨的年份，但不同主营业务比率的指数表现差异较大。

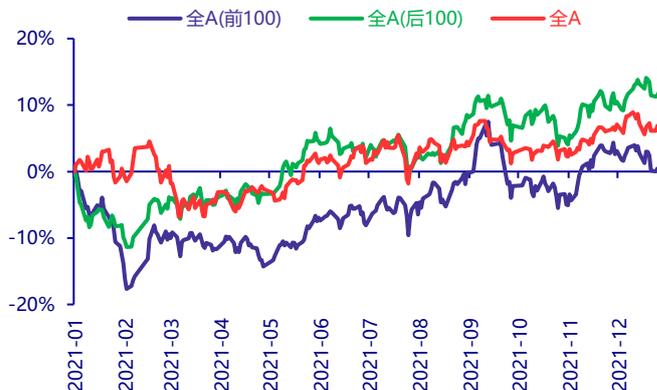
2017 年，全 A 指数震荡上行，年末较年初累计上涨 3.93%，而“全 A（前 100）”指数累计下跌 9.81%，“全 A（后 100）”指数累计下跌 23.25%，两者累计收益率差值达到 13.44%。但 1-11 月，前 100 指数与后 100 指数走势始终较为接近，在 12 月差距才拉大。2021 年，全 A 指数累计年末较年初累计上涨 7.47%，而“全 A（前 100）”指数累计上涨 2.27%，“全 A（后 100）”指数累计上涨 14.25%，两者累计收益率差值达到 -11.98%，全年来看，后 100 指数表现始终领先于前 100 指数。如图 47、48 所示。

图 47. 2017 年全 A 成分股按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 48. 2021 年全 A 成分股按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 主题风格复盘检验：大盘 VS 小盘&成长 VS 价值

2015-2022 年，按年报中成分股的主营业务比率从高到底排序，并构造新的股指。以沪深 300 为代表的大盘股中，2016-2020 年、2022 年，“沪深 300（前 100）”股指的累计收益率均高于“沪深 300（后 100）”股指。以中证 1000 为代表的小盘股中，2016 年、2019 年、2021-2022 年，“中证 1000（前 100）”股指的累计收益率均高于“中证 1000（后 100）”；2015-2018 年、2020 年、2022 年，中证 1000 指数表现均好于两类指数。如表 20 所示。

上述事实表明，主营业务比率较高的成分股，其股市表现相对更好，且这一特征在大盘风格中更明显；小盘风格中，主营业务比率较高的成分股在股市表现上的领先性并不显著。

表 20. 大小盘股指中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现

年初至年末 累计收益率	沪深 300	沪深 300 (前 100)	沪深 300 (后 100)	沪深 300 (前 100-后 100)	中证 1000	中证 1000 (前 100)	中证 1000 (后 100)	中证 1000 (前 100-后 100)
2015 年	2.46%	-6.01%	13.32%	-19.33%	75.45%	60.75%	75.82%	-15.07%
2016 年	-4.58%	5.00%	-15.35%	20.35%	-12.42%	-13.51%	-15.69%	2.18%
2017 年	20.60%	43.16%	4.66%	38.51%	-18.07%	-23.94%	-20.81%	-3.13%
2018 年	-26.34%	-20.12%	-26.27%	6.15%	-37.54%	-39.05%	-38.53%	-0.52%
2019 年	37.95%	37.77%	33.93%	3.84%	26.28%	29.46%	18.92%	10.54%
2020 年	25.51%	16.67%	5.34%	11.33%	17.09%	9.46%	16.22%	-6.75%
2021 年	-6.21%	-2.75%	2.25%	-5.00%	17.82%	23.41%	9.79%	13.62%
2022 年	-21.27%	-7.32%	-12.13%	4.81%	-21.31%	-21.93%	-22.73%	0.79%

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

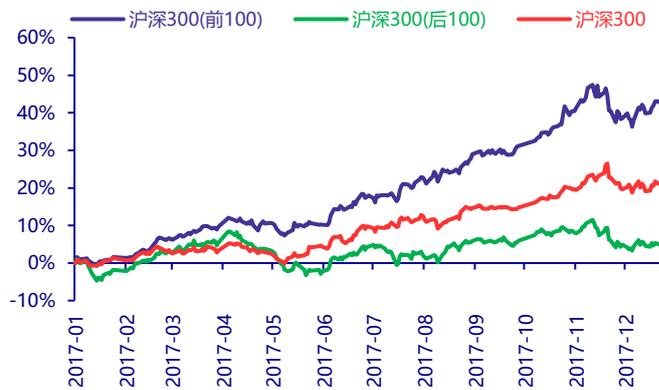
大盘风格股票中，2015 年，沪深 300 指数年末较年初上涨了 2.46%，全年先涨后跌。前 100 指数年末较年初累计下跌 6.01%，后 100 指数年末较年初累计上涨 13.32%，两者差值达到 -19.33%；2017 年，沪深 300 指数年末较年初上涨了 20.60%，全年总体呈现持续上涨行情，主营业务比率高的公司其股票上涨幅度更大。其中，前 100 指数年末较年初累计上涨 43.16%，后 100 指数年末较年初累计上涨 4.66%，两者收益率差值达到 38.51%。如图 49、50 所示。

图 49. 2015 年沪深 300 按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 50. 2017 年沪深 300 按主营业务比率分类的累计收益率

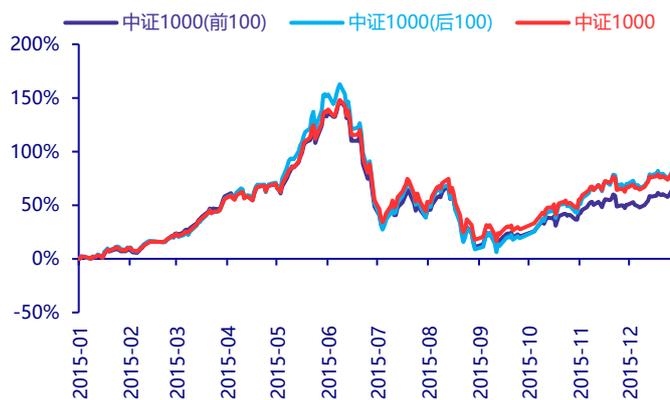


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

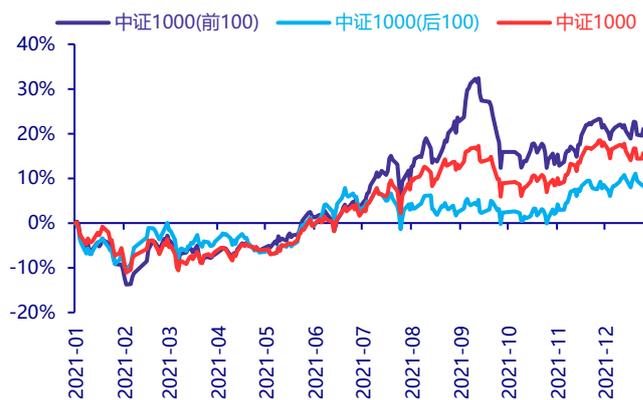
小盘风格股票中，2015 年，中证 1000 指数先涨后跌再涨，呈现 N 型走势，主营业务比率不同的股票走势相近，但前 100 指数与后 100 指数累计收益率差值达到-15.07%。2021 年，中证 1000 指数总体上涨，自 7 月以后，前 100 指数与后 100 指数累计收益率出现明显分化，至年末，两者累计收益率差值达到 13.62%。如图 51、52 所示。

图 51. 2015 年中证 1000 按主营业务比率分类的累计收益率

图 52. 2021 年中证 1000 按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从成长与价值风格来看，2016-2020 年，“国证成长（前 100）”股指累计收益率均高于“国证成长（后 100）”股指，与全 A 情形相似。价值风格中，2016 年、2018 年，2021-2022 年，“国证价值（前 100）”股指累计收益率均高于“国证价值（后 100）”股指，其余年份前者低于后者。如表 21 所示。

上述事实表明，在成长风格的股票中，总体上，主营业务比率高的股票，在股市上表现更好。而在价值风格的股票中，主营业务比率与股市表现的相关性相对较弱。

表 21. 成长、价值股指中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现

年初至年末 累计收益率	国证成长	国证成长 (前 100)	国证成长 (后 100)	国证成长 (前 100-后 100)	国证价值	国证价值 (前 100)	国证价值 (后 100)	国证价值 (前 100-后 100)
2015 年	23.45%	12.76%	42.52%	-29.76%	4.82%	-7.00%	24.59%	-31.60%
2016 年	-8.63%	0.32%	-6.89%	7.21%	-1.86%	2.61%	-5.76%	8.38%
2017 年	5.96%	13.98%	9.70%	4.28%	19.41%	10.77%	25.54%	-14.78%
2018 年	-34.72%	-28.32%	-30.65%	2.33%	-23.21%	-16.80%	-35.11%	18.31%
2019 年	46.70%	40.63%	19.54%	21.09%	25.52%	-2.98%	8.42%	-11.40%
2020 年	46.58%	33.81%	27.34%	6.47%	3.24%	-10.87%	-8.58%	-2.29%
2021 年	3.07%	-12.21%	13.88%	-26.09%	-1.37%	7.47%	7.20%	0.28%
2022 年	-26.74%	-23.05%	-25.44%	-5.11%	-14.49%	6.67%	-10.02%	8.99%

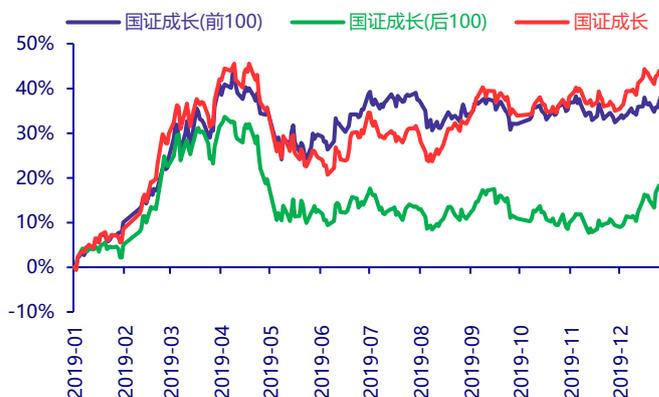
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2015 年，国证成长指数先涨后跌，总体小幅上涨，期间后 100 指数波动幅度大于前 100 指数。至年末，“国证成长（前 100）”指数与“国证成长（后 100）”指数累计收益率差值为-29.67%。2019 年，国证成长指数先上涨、后震荡，期间后 100 指数波动幅度仍然更大，前 100

指数与后 100 指数劣迹收益率差值达到 21.09%。如图 53、54 所示。

图 53. 2015 年国证成长按主营业务比率分类的累计收益率

图 54. 2019 年国证成长按主营业务比率分类的累计收益率



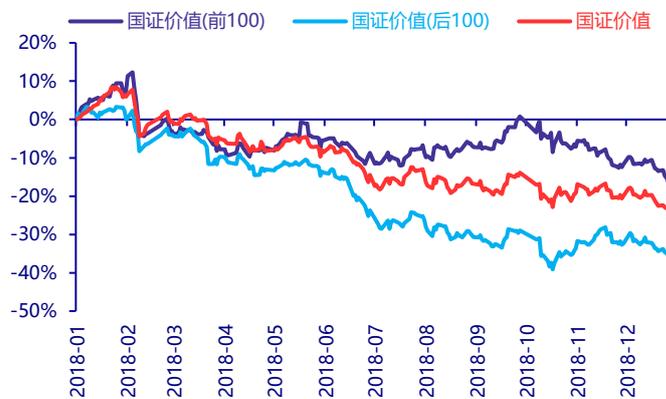
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2015 年, 国证价值先涨后跌, 在上涨阶段中, 主营业务比率较低的后 100 指数上涨幅度更大, 从而在全年涨跌幅中取得领先优势。2018 年, 国证价值指数全年呈下跌态势, 而主营业务比率较高的前 100 指数跌幅相对较小, 从而获得超额收益。如图 55、56 所示。

图 55. 2015 年国证价值按主营业务比率分类的累计收益率

图 56. 2018 年国证成长按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### (三) 结构性机会复盘检验

从行业来看, 医药生物行业中, 2015-2020 年、2022 年, “医药生物(前 100)” 股指年度收益率均高于“医药生物(后 100)” 股指, 仅 2021 年例外; 基础化工行业中, 2015-2018 年、2021-2022 年, “基础化工(前 100)” 股指年度累计收益率均高于“基础化工(后 100)” ; 机械设备行业中, 8 年中有 5 年“机械设备(前 100)” 年度累计收益率高于“机械设备(后 100)” 。电子、计算机等行业也符合上述规律。如表 22、23 所示。

总体上, 医药生物、基础化工、机械设备、电子、计算机等行业的成分股中, 主营业务比

率高的股票，其股市表现相对较好。

表 22. 医药生物等行业中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现

年初至年末 累计收益率	医药生物	医药生物 (前100)	医药生物 (后100)	医药生物 (前100-后100)	基础化工	基础化工 (前100)	基础化工 (后100)	基础化工 (前100-后100)	机械设备	机械设备 (前100)	机械设备 (后100)	机械设备 (前100-后100)
2015年	55.58%	61.66%	56.47%	5.19%	50.94%	51.60%	48.36%	3.24%	45.48%	49.48%	35.79%	13.69%
2016年	-5.57%	4.81%	-5.71%	10.52%	1.19%	11.40%	-2.51%	13.91%	-8.91%	-7.42%	-7.30%	-0.12%
2017年	2.88%	25.27%	-5.51%	30.78%	-4.85%	10.25%	-16.05%	26.30%	-11.08%	-20.24%	-21.59%	1.35%
2018年	-28.00%	-19.42%	-29.32%	9.89%	-33.41%	-19.27%	-33.25%	13.98%	-36.15%	-31.79%	-35.64%	3.85%
2019年	40.92%	57.48%	25.67%	31.81%	25.21%	19.24%	27.96%	-8.71%	24.73%	40.54%	7.12%	33.42%
2020年	50.68%	53.10%	36.60%	16.50%	32.96%	-3.59%	23.88%	-27.46%	28.39%	9.79%	12.76%	-2.97%
2021年	-5.65%	-20.07%	6.10%	-26.17%	33.86%	90.72%	32.21%	58.51%	13.38%	33.06%	21.74%	11.32%
2022年	-19.29%	-15.16%	-22.98%	7.82%	-18.42%	-18.13%	-20.67%	2.54%	-20.67%	-23.39%	-21.23%	-2.16%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 23. 电子与计算机行业中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现

年初至年末 累计收益率	电子	电子 (前 100)	电子 (后 100)	电子 (前 100-后 100)	计算机	计算机 (前 100)	计算机 (后 100)	计算机 (前 100-后 100)
2017 年	12.61%	30.47%	14.32%	16.15%				
2018 年	-42.59%	-35.04%	-39.37%	4.32%	-25.29%	-17.32%	-45.00%	27.68%
2019 年	74.60%	105.71%	54.47%	51.25%	48.29%	57.62%	42.58%	15.04%
2020 年	31.47%	44.29%	27.33%	16.96%	6.78%	3.74%	1.66%	2.09%
2021 年	14.31%	12.23%	27.23%	-15.00%	-0.57%	-1.07%	8.54%	-9.60%
2022 年	-36.58%	-37.13%	-35.57%	-1.56%	-26.48%	-21.77%	-25.69%	3.92%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

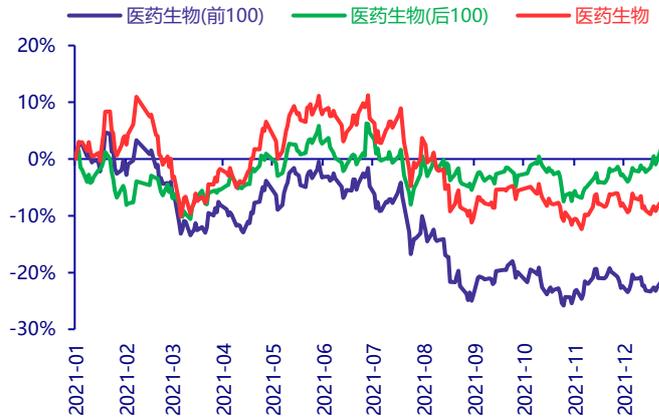
以医药生物行业为例, 选取前 100 指数与后 100 指数累计收益率差值最大、最小的年份进行对比。在 2017 年的上涨行情中, “医药生物 (前 100)” 指数涨幅更高, 相较于后 100 指数取得 30.78% 的超额收益。在 2021 年的下跌行情中 “医药生物 (前 100)” 指数跌幅更大, 年末累计收益率较后 100 指数低 26.17%。如图 57、58 所示。

图 57. 2017 年医药生物按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 58. 2021 年医药生物按主营业务比率分类的累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 六、模型存在的缺憾与不足

本报告的结论是基于专注主业因素的 A 股市场上市公司业绩、估值、sharp 比率、收益率等变动，模型尽可能考虑控制变量的完备性，以保证回归的有效性、无偏性，尤其是大样本条件下，解释变量序列的平稳性与渐进独立性。模型本身从逻辑、归因视角出发，结论也是比较新颖的，统计学上较为显著。但是，模型亦存在以下缺憾与不足。

一是经济计量模型本身的评判效应是存在严重缺憾的。以凯恩斯主义为基础的经济计量模型的预测性和解释力有一定局限性，原因在于模型中控制结构方程的参数容易发生变化。于是这种局面使经济计量模型的建立者面临多元困境，因为本质上它的任务是从假设出发得到回归分析中的系数值，事实上模拟操作的目的，在于参照不变参数来比较可供选择的结果，然而，这种理论受到理性预期理论的挑战，因为它认为假设本身也在不断改变，同时改变了的回归系统，使很多经济计量模型变得无效。这就是著名的卢卡斯批判。

二是模型结论部分是基于逻辑与推演，理论层面的验证，尤其是政策层面的引导与案例研究，属于定性研究，一定程度上缺乏因果判断。

三是从数据出发，数据是会“骗人”的，模型无论的解释变量与被解释变量是否存在逻辑归因，回归结果极有可能“说谎”。

四是模型假设的问题与不足。由于本报告样本属于短面板数据，样本足够大，但是，模型构造时仍然存在假设的缺憾，比如，线性的假定是基于正态分布，虽然根据中心极限定理可知，样本足够大时，随机变量近似服从正态分布，但是，该结论也仅是理论层面的，进而，模型本身亦会存在内生性问题（计量模型的内生性问题实践中是无法克服的，只是程度的问题），影响回归模型的有效性。

五是解释变量选择偏差。使用主营业务比率作为解释变量来刻画专注主业的程度，有一定的局限性。

## 七、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

## 插图目录

图 1. 2003 年以来各国 GDP 当季同比 .....	3
图 2. 中国 PMI 指数 .....	3
图 3. 2003 年以来中国 CPI 与 PPI 同比增速 .....	4
图 4. 三架马车对 GDP 增长的贡献率 .....	4
图 5. 三驾马车对 GDP 增长的拉动 .....	4
图 6. 固定资产及房地产开发投资完成额累计同比 .....	4
图 7. 制造业、建筑业及基建固定资产投资完成额累计同比 .....	5
图 8. 高质量发展的生产要素分解 .....	6
图 9. 2003 年以来房地产开发投资完成额及商品房销售面积同比 .....	6
图 10. 制造业及设备工具器购置投资额累计同比 .....	6
图 11. 固定资本形成总额同比增速与占 GDP 的比例 .....	7
图 12. 工业企业存货与产成品存货同比增速 .....	7
图 13. PPI 与工业增加值当月同比 .....	8
图 14. “二十大”行业发展总基调 .....	14
图 15. 美国多元化与专业化经营模式演变 .....	16
图 16. 1980-2000 年发达经济体多元化经营企业比例 .....	16
图 17. 1980-2000 年发达经济体聚焦主业经营企业比例 .....	17
图 18. 美国多元化与专业化经营模式的现金流占总资产比例 (%) .....	17
图 19. 中国 A 股主板市场多元化与专业化经营模式的企业比例 (%) .....	18
图 20. ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	19
图 21. ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	20
图 22. ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	20
图 23. 国有企业 ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	22
图 24. 民营企业 ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	22
图 25. 国有企业 ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	23
图 26. 民营企业 ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	23
图 27. 国有企业 ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	23
图 28. 民营企业 ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	24
图 29. PE-TTM 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	25
图 30. PB 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	26
图 31. PE-TTM 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	27
图 32. 民营企业 PB 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	28
图 33. Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	29
图 34. 国有企业 Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	30
图 35. 民营企业 Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	30
图 36. 大小盘业绩指标与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	31
图 37. 大小盘估值指标与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	32
图 38. 大小盘收益风险指标与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	32
图 39. 成长价值业绩指标与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	33
图 40. 成长价值估值指标与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	33

图 41. 成长价值收益风险指标与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	34
图 42. 各行业 ROIC 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	35
图 43. 各行业 ROE 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	36
图 44. 各行业 ROA 与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	36
图 45. 各行业 Sharpe 比率与主营业务比率散点图及模型回归结果 .....	37
图 46. 2015-2022 年万得全 A 收盘价 .....	38
图 47. 2017 年全 A 成分股按主营业务比率分类的累计收益率 .....	38
图 48. 2021 年全 A 成分股按主营业务比率分类的累计收益率 .....	38
图 49. 2015 年沪深 300 按主营业务比率分类的累计收益率 .....	38
图 50. 2017 年沪深 300 按主营业务比率分类的累计收益率 .....	39
图 51. 2015 年中证 1000 按主营业务比率分类的累计收益率 .....	39
图 52. 2021 年中证 1000 按主营业务比率分类的累计收益率 .....	40
图 53. 2015 年国证成长按主营业务比率分类的累计收益率 .....	40
图 54. 2019 年国证成长按主营业务比率分类的累计收益率 .....	41
图 55. 2015 年国证价值按主营业务比率分类的累计收益率 .....	41
图 56. 2018 年国证成长按主营业务比率分类的累计收益率 .....	41
图 57. 2017 年医药生物按主营业务比率分类的累计收益率 .....	41
图 58. 2021 年医药生物按主营业务比率分类的累计收益率 .....	42

## 表格目录

表 1. 2018 年以来我国实体被列入美国出口管制实体清单情况 .....	9
表 2. 2020 年以来美国在出口管制领域针对中国的政策法规 .....	10
表 3. 我国被“卡脖子”35 项关键技术概况 .....	11
表 4. “十四五”规划关于现代产业体系建设的主要内容 .....	12
表 5. 二十大报告关于高质量发展的主要内容 .....	13
表 6. 主要业绩指标与主营业务比率回归结果 .....	19
表 7. 业绩指标与主营业务比率回归结果 .....	21
表 8. 业绩指标与主营业务比率回归结果 .....	24
表 9. 估值指标与主营业务比率回归结果 .....	25
表 10. 估值指标与主营业务比率回归结果 .....	27
表 11. 估值指标与主营业务比率回归结果 .....	28
表 12. Sharpe 比率与主营业务比率回归结果 .....	30
表 13. 大小盘业绩、估值及 Sharpe 比率与主营业务比率的回归结果 .....	31
表 14. 国证成长和国证价值业绩、估值及 Sharpe 比率与主营业务比率的回归结果 .....	33
表 15. 分行业下 ROIC 与主营业务比率的回归结果 .....	34
表 16. 分行业下 ROE 与主营业务比率的回归结果 .....	35
表 17. 分行业下 ROA 与主营业务比率的回归结果 .....	35
表 18. 分行业下 Sharpe 比率与主营业务比率的回归结果 .....	36
表 19. 2015-2022 年全 A 主营业务比率前 100 与后 100 的成分股股指表现 .....	37

---

表 20. 大小盘股指中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现 .....	39
表 21. 成长、价值股指中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现 .....	40
表 22. 医药生物等行业中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现 .....	42
表 23. 电子与计算机行业中主营业务比率前 100、后 100 的股指表现 .....	42

### 分析师简介及承诺

杨超，策略分析师、团队负责人，清华大学经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

### 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）向其客户提供。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。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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。

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。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐媛玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)