

忘掉库存周期，走上微笑曲线两端

——2024年中国产业升级趋势展望

核心要点:

新冠疫情以来，中国的产业结构出现了剧烈变化。对比2019年与2023年现价GDP的构成，制造业占比回落了0.6个百分点，但相比此前回落速度有所放缓，表明“保持制造业比重基本稳定”的政策目标取得进展。工业内部结构变化剧烈，电子行业占比稳中有升，但增幅最显著的行业其实都是能源，既包括煤炭、石油、天然气等传统能源，也包括了新能源产业链（涉及电气机械、有色金属、化工、电子等行业）。服务业的结构变化更为剧烈，其中房地产业占GDP比重下降1.3个百分点，是降幅最大的行业；信息技术服务和软件占比上升1.0个百分点，是升幅最大的行业。这一升一降充分体现了“数字经济”取代“房地产”的发展趋势。此外，建筑业占比下降0.4个百分点，金融业占比上升0.3个百分点；农林牧渔占比维持7.5%；刚性消费行业（交通运输仓储邮政、批发零售、住宿餐饮）、科教文卫与公共服务业（公共管理与社会组织、教育、卫生和社会保障、科研和技术服务、居民服务、文化体育和娱乐、水利环境和公共设施管理业共7个行业）的占比则出现逆周期上升。

面对产业结构的剧烈变化，库存周期会出现“这次不一样”的形态。当前工业产成品加库存与批发零售业加库存意愿分别受制于PPI与CPI的低位运行，背后的根源其实都是“有效需求不足”。居民、企业、政策的支出都面临着堵点或约束。尤其是房地产的转型更是形成了持续的增长缺口。作为工业品库存周期的核心引擎熄火之后，出口就成为工业品库存周期的唯一驱动力。下一阶段，工业产成品库存与批发零售业库存是否会增加，最终都取决于需求的恢复、产品价格回升进而企业盈利预期的修复。本轮经济增长动力的排序预计首先是扩大内需政策发力与见效，同时全球货币政策转向带动出口回升；之后才是房地产销售与投资、民营企业投资修复；最后才是居民就业、财富增值与消费意愿的修复。由于逆周期政策与出口驱动位于前周期的阶段，因此工业产成品库存增加会领先于批发零售业。

从中长期的视角来看，当前中国的工业化与城镇化已进入尾声，房地产、建筑业、制造业都接近上限，产业结构向微笑曲线两端发展是必然趋势。向上主要是数字经济、新能源新材料、生物医药等引领性科技；向下则是文化、教育、卫生、商务服务等高端服务业。在这一过程中，自动化替代将加速，工资成本不再是分工的决定因素；技术专利、品牌、软件、标准等无形资产的重要性持续上升，服务贸易的重要性持续上升，市场空间的重要性持续上升，新兴市场（尤其东盟地区、金砖国家等）的重要性持续上升。同时效率逻辑权重下降，安全原则权重上升，保护主义强化，产业政策回归。但生产力决定生产关系，引领性的技术进步能够“升维”解决一切传统问题，因此颠覆性技术和前沿技术的国际竞争也就更为激烈。

对于中国，经济结构的质变，决定了经济周期形态会出现“弹性不足”的情况，也决定了宏观政策必然会遵循中央经济工作会议所要求的“适度”且“有效”，过快会出现效率问题，过慢则会有增长压力。对应到2024年的投资，需要忘掉库存周期，走上微笑曲线两端，关注技术、数据等新的生产要素。技术的背后是人才与制度，数据的背后是人口规模与市场空间。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

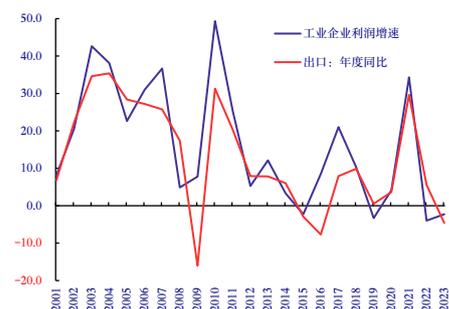
分析师登记编码: S0130522120001

图：过去房地产周期是库存周期的核心驱动力：%



来源: Wind, 中国银河证券研究院

图：未来全球贸易周期是库存周期的主驱动力：%



来源: Wind, 中国银河证券研究院

风险提示:

1. 地缘政治冲击的风险
2. 能源价格冲击的风险

目 录

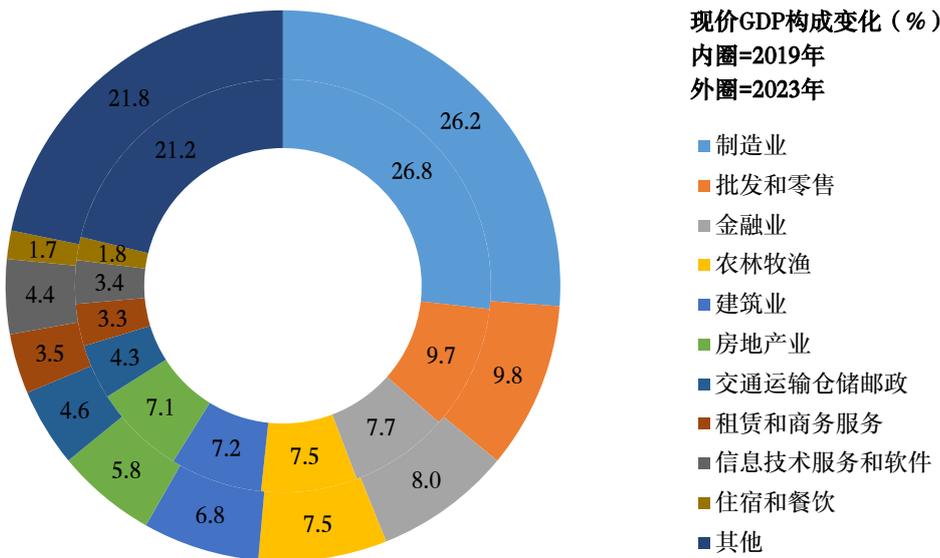
一、新冠疫情以来中国经济结构的剧变.....	3
二、短周期视角：复苏动力有先后之分.....	5
二、中长期视角：微笑曲线两端是必然趋势.....	8

一、新冠疫情以来中国经济结构的剧变

新冠疫情以来，中国制造业占 GDP 比重基本稳定，但服务业结构变化剧烈，“数字经济”取代“房地产”是最显著的特征。对比 2019 年与 2023 年现价 GDP 的构成（图 1），可以看到房地产业下降 1.3 个百分点，是降幅最大的行业；信息技术服务和软件占比上升 1.0 个百分点，是升幅最大的行业。这一升一降充分体现了“数字经济”取代“房地产”的大趋势。此外，制造业占比回落 0.6 个百分点，批发与零售业占比上升 0.1 个百分点，金融业占比上升 0.3 个百分点，农林牧渔占比保持 7.5%，建筑业占比下降 0.4 个百分点，住宿和餐营占比下降 0.1 个百分点，其他行业占比上升 0.6 个百分点。

其他行业主要是行政和事业单位，占现价 GDP 的比重超过 1/5，是稳定经济周期的力量。包括公共管理与社会组织、教育、卫生和社会保障、科研和技术服务、居民服务、文化体育和娱乐、水利环境和公共设施管理业共 7 个行业，2020 年占现价 GDP 比重分别为 4.86%、3.96%、2.41%、2.38%、1.61%、0.69%、0.58%。

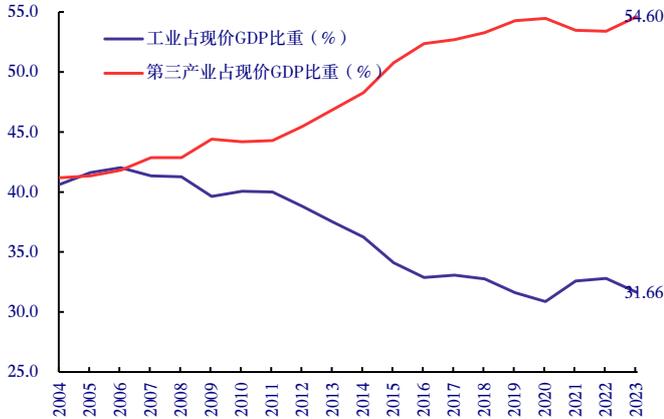
图1：对比 2023 年与 2019 年中国现价 GDP 的行业结构：数字经济取代房地产是主要特征



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

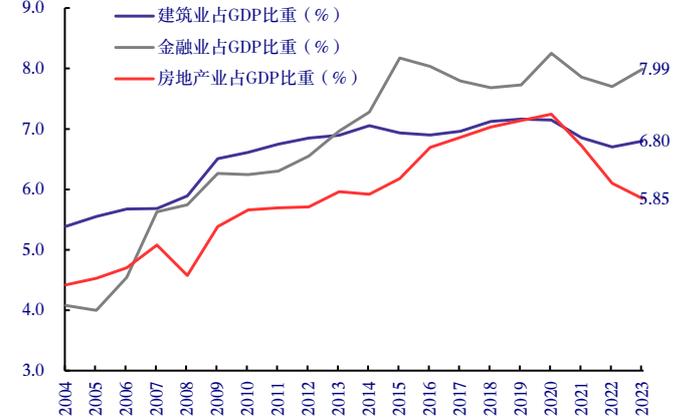
从长期趋势来看，2012 年以来工业占 GDP 比重持续下行同时第三产业占比持续上升的情况自新冠疫情以来有所放缓。如图 2 所示，工业占现价 GDP 比重从 2011 年的 40% 持续下降至 2019 年的 31.6%，2023 年为 31.66%，主要原因是全球疫情爆发之后中国率先稳定产业链，中国出口占全球比重从疫情前的 13% 左右上升至疫情以来的接近 15% 左右（2020 年至 2022 年中国出口占全球的份额分别为 14.86%、15.25%、14.2%；2023 年前三季度为 14.7%），同时国内产业政策重点支持高端制造业，并对房地产、平台经济、教育培训等行业进行了调控。第三产业占 GDP 比重从 2011 年的 44.3% 上升至 2019 年的 54.3%，但 2020 年至 2022 年因疫情影响出现回落，2023 年又恢复至 54.6%，从结构来看（图 3 至图 5），房地产与建筑业占比明显下降；金融业以及刚性消费行业（交通运输仓储邮政、批发和零售、住宿和餐饮等）相对稳定；仅信息技术与商务服务占比保持上升。第三产业总体比重与结构的变化也都充分反映了疫情冲击与行业调控政策的影响。

图2: 新冠疫情以来, 此前工业占比持续下行、服务业占比持续上升的趋势有所缓解



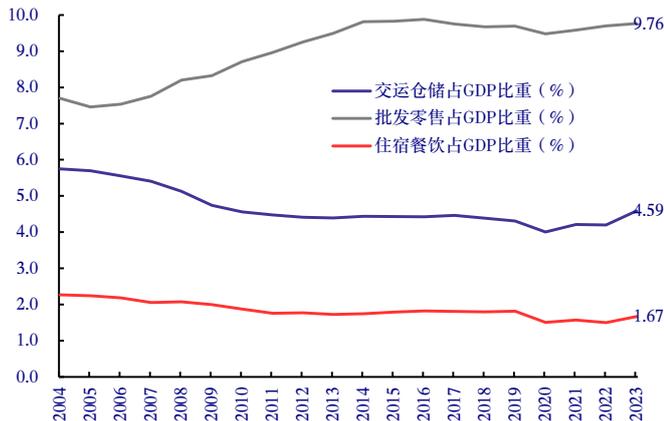
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 新冠疫情以来房地产业与建筑业占 GDP 比重出现下降, 金融业占比有一定波动但总体稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 新冠疫情期间传统服务业 (刚性消费) 占 GDP 比重稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 新冠疫情以来信息技术、商务服务占 GDP 比重持续上升



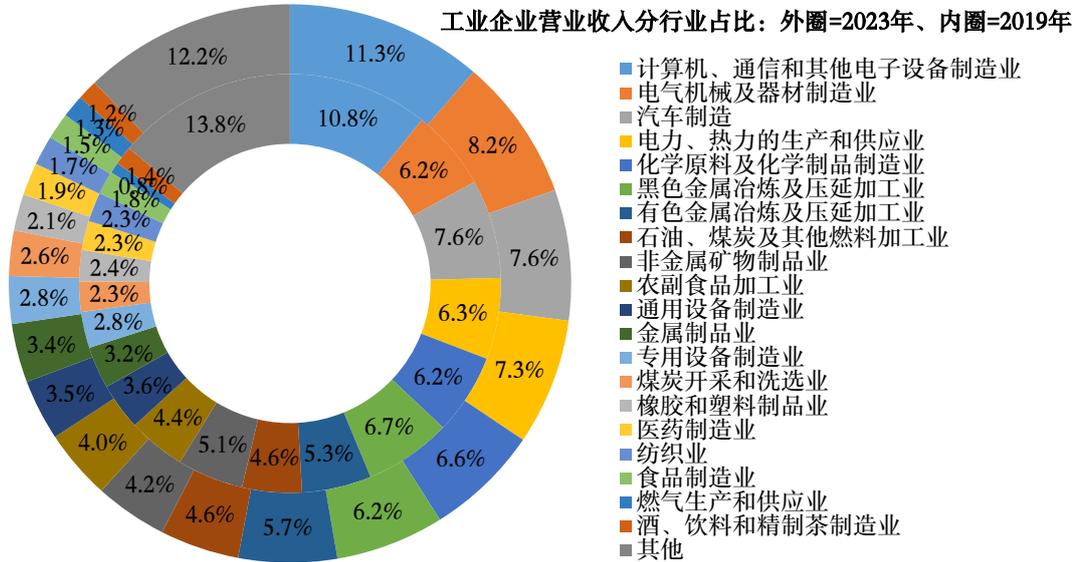
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

新冠疫情期间工业占 GDP 比重虽然基本稳定, 但结构变化也极其剧烈。从营业收入数据来看, 电子、电气机械、能源等行业占比明显上升, 但房地产产业链与消费品制造业占比都显著下降。如图 6 显示, 2019 年至 2023 年工业子行业中营收占比增幅最大的依次是电气机械及器材制造、电力热力供应、计算机通信和电子设备制造、燃气供应、废弃资源利用、化工、有色金属冶炼加工、煤炭开采, 营收占比增幅分别为 2.1、1.0、0.6、0.5、0.4、0.4、0.3、0.3 个百分点; 汽车制造、燃料加工、通用设备制造、专用设备制造等占比保持稳定; 降幅最大的子行业则主要包括房地产产业链与消费品制造业两类, 前者主要是非金属矿物制品 (建材)、黑色金属冶炼加工、家具制造等, 后者主要包括纺织服装、食品饮料、医药制造等。

总体而言, 工业子行业中营收占比增幅最显著的都与能源相关, 这包括煤炭、石油、天然气等传统能源, 以及新能源产业链 (涉及电气机械、有色金属、化工、电子等行业)。这体现了 2020Q2 全球实施超常规货币政策、2021 年全球碳中和行动加速、2022 年俄乌冲突爆发冲击全球能源供应等连续冲击的结果。但更深层次而言, 也体现了百年变局之下全球金融国、能源国、制造国 “三足鼎立” 格局的变化。能源与原材料定价权上升、美元定价权受到了一定挑战但依然相对稳固, 但制造业经济体则经历了上游能源供应与下游

货币政策波动所形成的双重冲击，在新冠疫情期间受损最明显。欧元区、中日韩、东南亚等都出现了不同程度的贸易逆差。

图6：对比 2023 年与 2019 年规模以上工业企业营业收入结构：电子、电气机械、能源供应明显上升



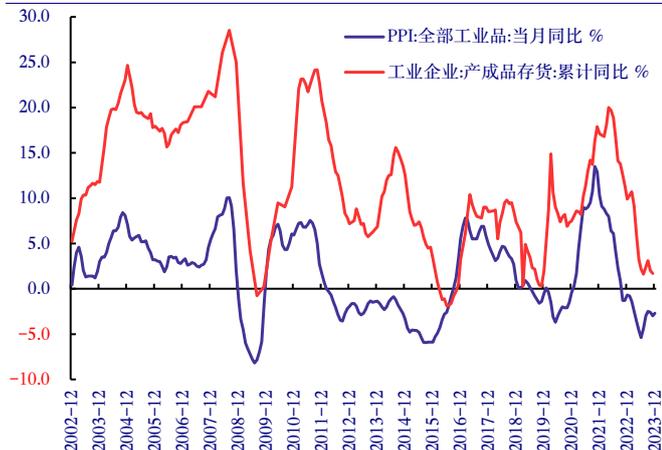
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

经历了新冠疫情影响期间的结构剧变，未来中国产业升级会是什么趋势？我们需要从多周期叠加的视角来进一步分析。

二、短周期视角：复苏动力有先后之分

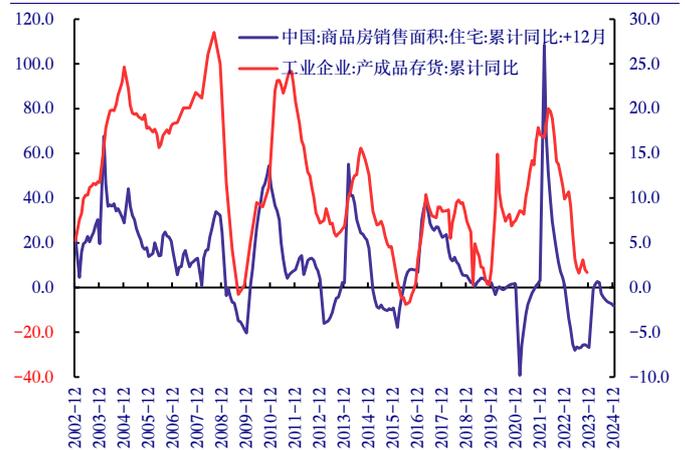
从库存周期的视角来看，当前工业产成品库存与批发零售业库存分别受制于 PPI 与 CPI 的低位运行，背后的根源都是“有效需求不足”。工业占现价 GDP 的 26%，批发和零售业占现价 GDP 的 10%，库存规模之比应为 2:5。尽管工业产成品库存增速按经验已经到了应该见底的时间，但 PPI 连续 15 个月为负值，工业企业盈利预期偏弱，因此加库存的动力明显不足。2023Q2 之后 CPI 也进入负值区间，特别是核心 CPI 也在低位运行，这也影响了批发零售业的盈利预期与加库存意愿。

图7：工业产成品库存周期影响因素之一：PPI 持续负值



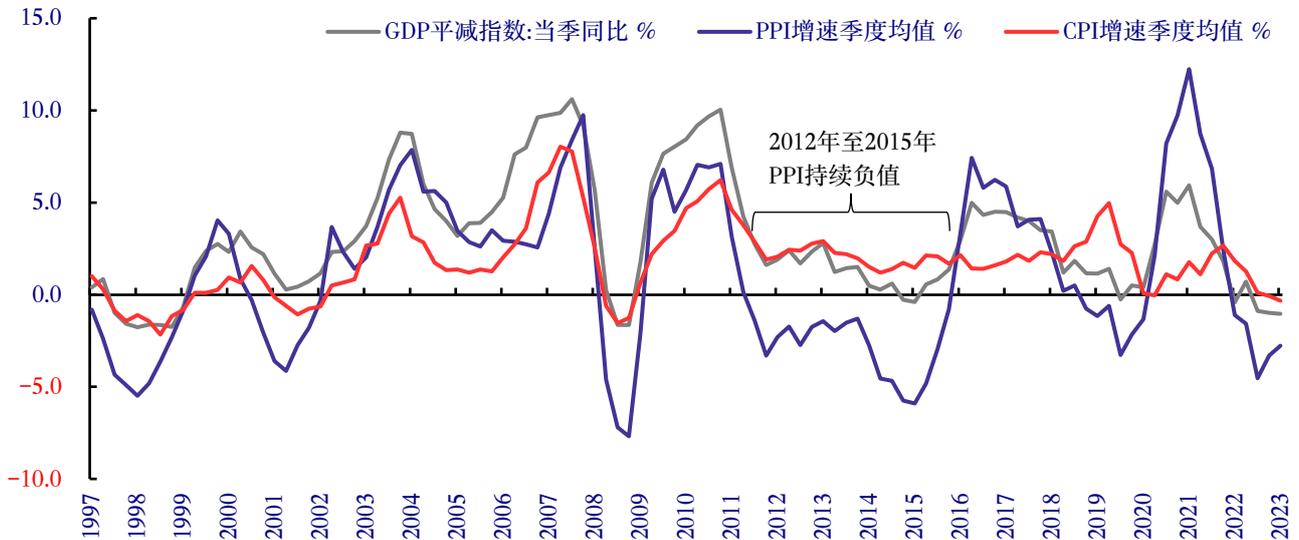
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：工业品库存周期影响因素之二：房地产销售负增长 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：周期永不眠，但结构变化会影响周期形态：2012年至2015年美联储退出宽松加国内经济进入新常态导致PPI持续负值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

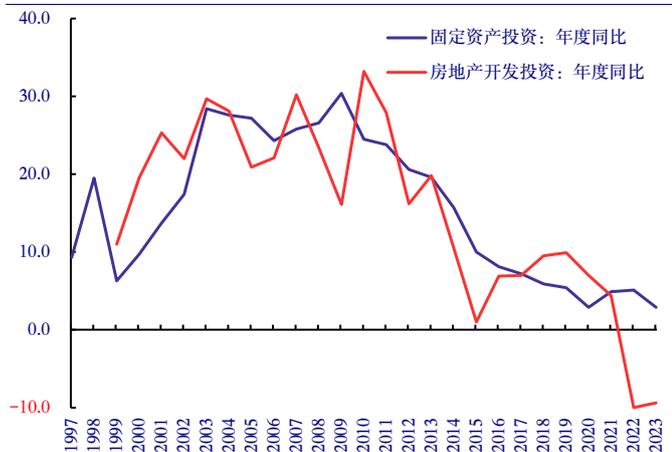
有效需求不足的表现在于，居民、民营企业、地方政府的支出都面临着堵点或约束。

对于居民消费，当前问题主要是在房地产行业转型的过程中，居民就业与收入预期受一定影响，不确定性上升引发预防性储蓄，降低消费意愿；同时房价与股价调整形成负向财富效应；远期问题主要是人口年龄结构与社会分配结构等问题。

对于企业投资，尽管2023年基建投资与制造业投资保持了相对高速，但首先房地产开发投资连续负增长，形成了一个持续且规模明显的增长缺口；其次民间投资增速也降至负值，占固定资产投资的比重从2018年的60%降至2023年的50.4%。房地产开发投资与民营企业投资所形成的缺口还需要一定时间才能修复。

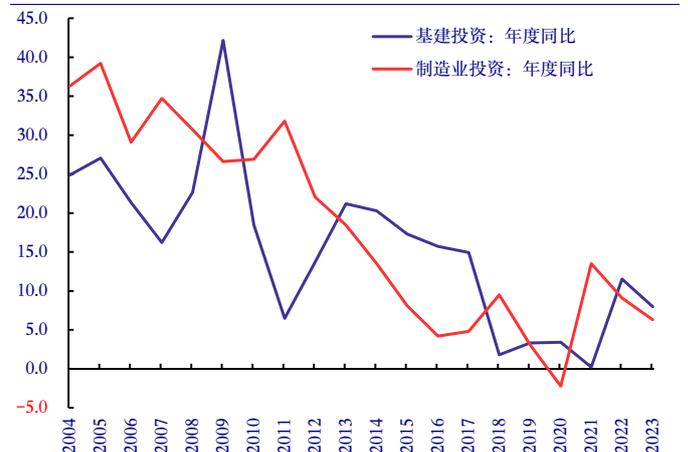
对于政府支出，2018年以来广义财政收支出现连续实际赤字，债务逐年积累。加之2023年通胀率持续为负，债务压力显著上升。在中央金融工作会议、中央经济工作会议之后，货币政策进一步配合财政政策、金融支持化债等措施正在逐步落地。

图10：房地产开发投资在2022年至2023年连续负增长（%）



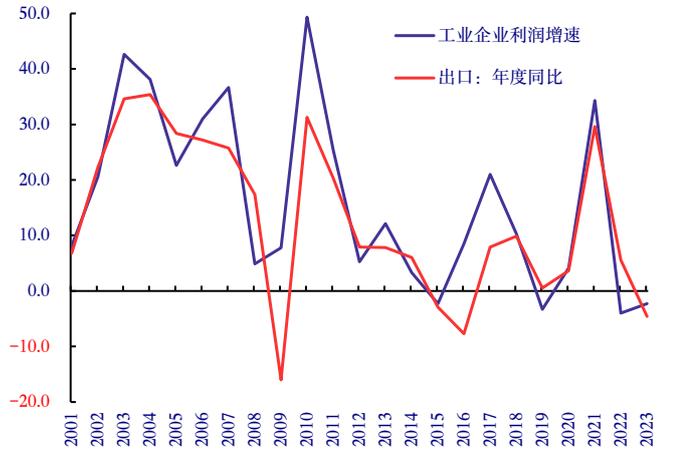
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：基建投资与制造业投资已经整体进入低速增长长期（%）



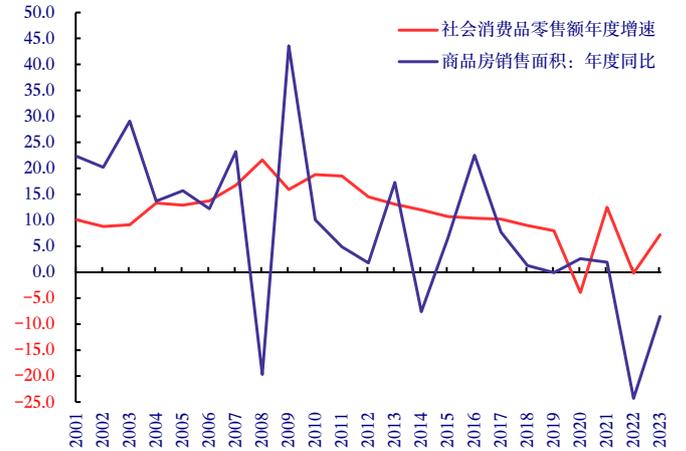
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12: 房地产转型期, 出口对工业品库存周期的决定性作用将进一步凸显 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 居民部门: 消费增速的下行始于 2012 年, 商品房销售 2022 至 2023 年连续两年负增长 (%)

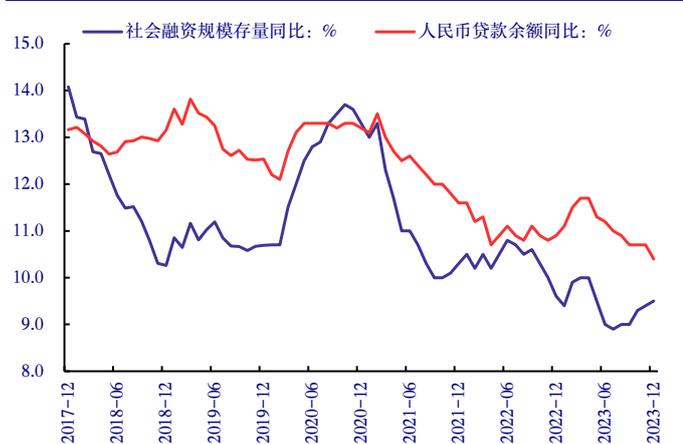


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

库存出清只能使企业对需求的变化更为敏感, 但不能决定加库存的时间和斜率。工业产成品库存与批发零售业库存增加与否, 最终取决于未来的总需求增长、产品价格回升进而企业盈利预期的修复。**本轮经济增长驱动力的排序预计是:** 逆周期政策率先发力并见效、同时全球货币政策转向之后出口回升; 之后才是房地产销售与投资的恢复、民营企业投资的恢复、以及居民就业、财富增值与消费的修复。由于前期驱动力主要是逆周期政策与出口, 因此工业产成品库存增加可能会领先于批发零售业库存增加。

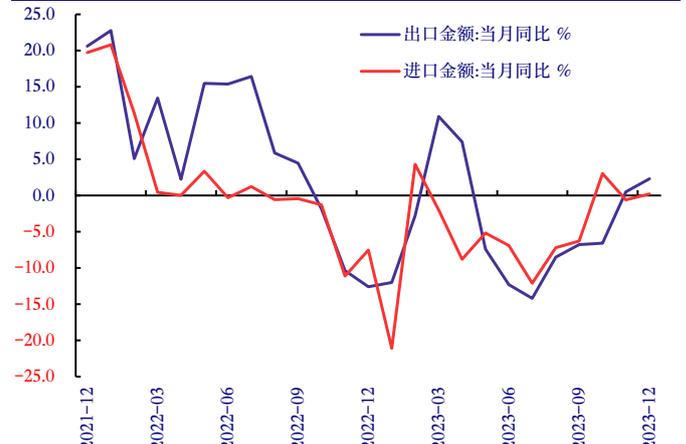
从最新的变化来看, 2023 年下半年以来国内逆周期政策已经陆续出台; 同时 2023 年四季度美元指数开始见顶回落, 中国出口增速已经开始回升。国内方面, 房地产政策优化尚未驱动住宅成交面积回升, 但政府债发行加速已经驱动社会融资增速从 2023 年 7 月的 8.9% 回升至 12 月的 9.5%, 同时配合降息降准, 10 年期国债收益率第三次向下冲击 2.5% 的低位。全球层面, 随着美国劳动力市场缺口的闭合、美国财政扩张力度放缓、以及美国利率回落之后本土原油产能的恢复, 预计美国 CPI 会在 2024Q3 降至 2% 左右, 对应美国 10 年期国债收益率降至 3.5% 左右, 美元指数相应下行至 100 以下, 这将缓解其他经济体的金融账户流出与汇率压力, 释放货币政策空间, 驱动全球贸易回升。事实上, 随着美元指数从 2023 年 10 月的 107 开始回落, 中国出口增速已经在 2023 年 11 月实现了转正。

图14: 贷款增速仍在下行但政府债发行加速驱动社融增速回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 2023Q4 随着美债收益率见顶出口增速已经由负转正



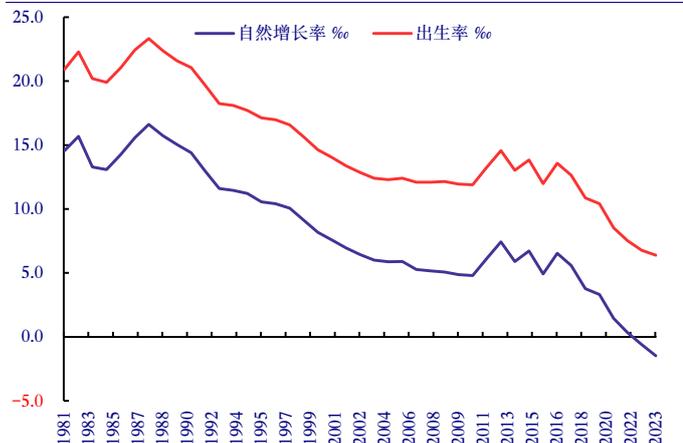
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、中长期视角：微笑曲线两端是必然趋势

从长周期视角来看，随着中国人口年龄结构的演变，中国的城镇化和工业化已经接近尾声，以制造业、房地产、建筑业为主体的经济结构即将面临发展上限，产业结构向微笑曲线两端发展是必然趋势。上游主要包括数字经济、新能源新材料、生物医药等引领性的科技；下游则主要是文化、教育、卫生、商务服务等中高端服务业。

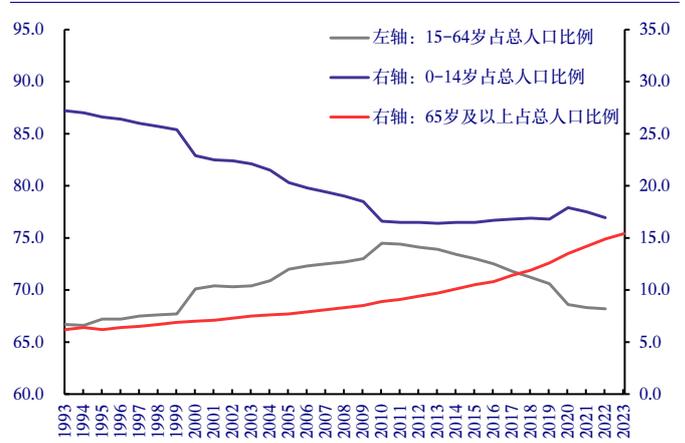
但数字经济、科教文卫、金融等都是高门槛行业，同时面临激烈的国际竞争。短期内的经济调整会以低门槛行业为主，这是 2023 年旅游住宿餐饮领域热点频出的原因，当然也将会是 2024 年增长与就业增量的主要方向。中国经济的这种结构性变化，决定了经济周期形态会出现“弹性不足”的情况，也决定了当前的宏观政策必然会遵循中央经济工作会议所要求的“适度”且“有效”，过快会出现低效率问题，过慢则会有稳增长压力。

图16：2022 年至 2023 年中国人口自然增长率连续为负



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：老龄化率上升，劳动年龄人口占比下降（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

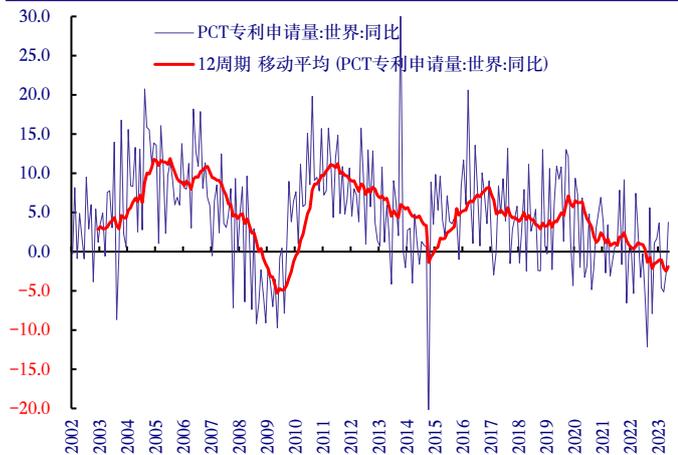
从全球价值链重构的趋势来看，国际金融危机之后价值创造重心就开始向微笑曲线上游的研发、设计环节（以及能源供应）和下游的市场营销、售后服务、文化传播等活动转移，而商品生产环节的价值份额持续下降。在这一过程之中，劳动力的自动化替代持续加速，劳动成本不再是产业链分工的决定因素；技术专利、品牌、软件、标准等无形资产的重要性持续上升，服务贸易的重要性持续上升，市场空间的重要性持续上升，新兴市场（以东盟地区、金砖国家为代表）的重要性持续上升。

图18：新冠疫情以来中国出口结构变化：对东盟地区、金砖国家出口占总体比重趋于上升，对欧盟、美国等的出口占比下降

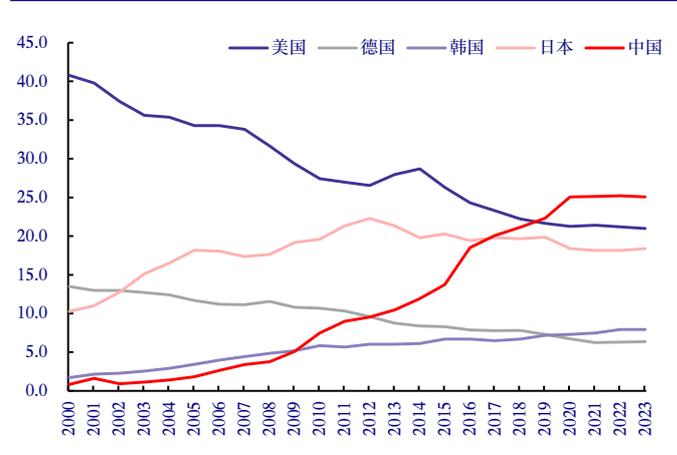
出口目的地	年度	美国	欧盟	东盟	中国香港	日本	韩国	印度	俄罗斯	巴西	其他
占总体比重 (人民币计价)	2023年	14.8%	14.8%	15.5%	8.1%	4.7%	4.4%	3.5%	3.3%	1.7%	29.2%
	2022年	16.2%	15.6%	15.8%	8.3%	4.8%	4.5%	3.3%	2.1%	1.7%	27.6%
	2021年	17.1%	15.4%	14.4%	10.4%	4.9%	4.4%	2.9%	2.0%	1.6%	26.8%
	2020年	17.4%	15.1%	14.8%	10.5%	5.5%	4.3%	2.6%	2.0%	1.3%	26.4%
	2019年	16.7%	17.2%	14.4%	11.2%	5.7%	4.4%	3.0%	2.0%	1.4%	24.0%

资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

2020 年以来全球百年变局加速演进，新冠疫情爆发、大国竞争加剧、能源供应冲击等进一步改变了全球产业链的底层逻辑。效率逻辑依然发挥着基础性作用，但效率优先原则的权重下降，安全原则的权重上升，美国“去风险”与中国“自主创新”都是典型；意识形态差异形成阵营之后，多边主义面临威胁，产业政策与保护主义也就持续强化，“特朗普新政”与“拜登经济学”也都是如此；在区域层面，供应链半径缩短区域化特征强化，北美、欧洲、亚洲三大区域相互交织又相互竞争，政府层面推行“友岸外包”理念，企业层面也只能实施“离岸备份”对策。但生产力决定生产关系，引领性的技术进步能够“升维”解决一切传统问题，因此颠覆性技术和前沿技术的国际竞争也更为激烈。

图19：从 PCT 专利增速来看全球技术周期整体仍在下行（%）


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：2020 年以来 PCT 专利申请量国别占比趋于稳定（%）


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于中国，走向微笑曲线的两端，需要的是新的生产要素、新的生产函数（模式）、新的市场空间。其中技术、数据等新生产要素是决定性因素。技术的背后是人才与制度，数据的背后是人口规模与市场空间。因此 2023 年 5 月 5 日二十届中央财经委第一次会议研究以人口高质量发展支撑中国式现代化问题，部署了人口质量、人口规模与结构双方面的举措。质量方面，要把握人工智能等新科技革命浪潮，加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑，建设世界一流企业，珍惜爱护优秀企业家，培养大国工匠；着力提高人口整体素质，建设教育强国；规模和结构方面，保持适度生育水平和人口规模，稳定劳动参与率，提高人力资源利用效率，实施积极应对人口老龄化国家战略等。制度层面，2023 年中央科技委员会组建，科技部、数据局、知识产权局等机构改革落实；中央金融工作会议提出做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。即将召开的二十届三中全会上，预计还会进一步推动财税体制改革、金融与财政协同、房地产新模式、国有企业改革与民营企业发展、人口和民生、高水平对外开放等方面的政策。

图表目录

图 1: 对比 2023 年与 2019 年中国现价 GDP 的行业结构: 数字经济取代房地产是主要特征	3
图 2: 新冠疫情以来, 此前工业占比持续下行、服务业占比持续上升的趋势有所缓解	4
图 3: 新冠疫情以来房地产业与建筑业占 GDP 比重出现下降, 金融业占比有一定波动但总体稳定	4
图 4: 新冠疫情期间传统服务业 (刚性消费) 占 GDP 比重稳定	4
图 5: 新冠疫情以来信息技术、商务服务占 GDP 比重持续上升	4
图 6: 对比 2023 年与 2019 年规模以上工业企业营业收入结构: 电子、电气机械、能源供应明显上升	5
图 7: 工业产成品库存周期影响因素之一: PPI 持续负值	5
图 8: 工业品库存周期影响因素之二: 房地产销售负增长 (%)	5
图 9: 周期永不眠, 但结构变化会影响周期形态: 2012 年至 2015 年美联储退出宽松加国内经济进入新常态导致 PPI 持续负值	6
图 10: 房地产开发投资在 2022 年至 2023 年连续负增长 (%)	6
图 11: 基建投资与制造业投资已经整体进入低速增长期 (%)	6
图 12: 房地产转型期, 出口对工业品库存周期的决定性作用将进一步凸显 (%)	7
图 13: 居民部门: 消费增速的下行始于 2012 年, 商品房销售 2022 至 2023 年连续两年负增长	7
图 14: 贷款增速仍在下行但政府债发行加速驱动社融增速回升	7
图 15: 2023Q4 随着美债收益率见顶出口增速已经由负转正	7
图 16: 2022 年至 2023 年中国人口自然增长率连续为负	8
图 17: 老龄化率上升, 劳动年龄人口占比下降 (单位: %)	8
图 18: 新冠疫情以来中国出口结构变化: 对东盟地区、金砖国家出口占总体比重趋于上升, 对欧盟、美国等的出口占比下降	8
图 19: 从 PCT 专利增速来看全球技术周期整体仍在下行 (%)	9
图 20: 2020 年以来 PCT 专利申请量国别占比趋于稳定 (%)	9

分析师承诺及简介

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。

高明：宏观经济分析师，宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn