

孔雀东南飞：关于企业出海的一切(下)

核心观点：

● 我国出口和对外直接投资都存在结构性问题：

(1) 出口表现为总量增长有韧性，结构特征里虽然仍以中低附加值的纺织、电气零件，贱金属为主，但汽车，运输设备等先进制造占比增长明显，正在改善我国的出口结构。贸易伙伴方面仍以美欧为主，但随着发达国家积极投资东南亚以及一些低附加值的劳动密集型产业转移至东南亚，我国对东南亚出口比例明显上升。

(2) 对外直接投资现状不大乐观，主要存在两方面问题：第一是存量远落后发达国家，第二是结构需要调整。在对外投资的地区结构中，香港是我国对外直投的重中之重，而对发达国家地区，东盟新兴市场，乃至“一带一路”国家占比均极低。在产业结构中，我国没有像德国，日本等国在制造业方面进行投资，而是大笔投入租赁服务和零售批发。此外，我国对海外矿产资源投资亦不足，在争夺核心资源战略方面缺乏雄心与魄力。

● 从我国经济现状看，人口供给的拐点，过剩的产能使得产业有“走出去”的动力。但根据赤松要的雁形理论，后起国意欲成为领头雁，形成“进口—国内生产(国产替代)—出口”的发展形态，至少在“走出去”时对他国要形成产业梯度差。而“走出去”是和全球各国最优秀的产业进行竞争，因此我们横向比较中美上市产业的核心竞争力：

(1) 我国绝大多数行业毛利率落后美国：差距特别大的行业有，航空Ⅲ(-64.26%，毛利率差距)，互联网软件与服务Ⅲ(-36.08%)，电气设备(-13.94%)，生物科技Ⅲ(-14.69%)，媒体Ⅲ(-15.31%)，电脑与外围设备(-17.22%)，家庭耐用消费品(-17.85%)，半导体产品与半导体设备(-20.74%)，制药(-21.57%)，通信设备Ⅲ(-22.54%)。

(2) 毛利率领先美国的行业有：电力Ⅲ，饮料，多元化零售，电子设备、仪器和元件，汽车及汽车零配件。其中电力和饮料在毛利率方面遥遥领先，分别超出30.19%和27.98%。

(3) 我国绝大多数行业在节省销售、财务、管理费用开支方面领先美国：由于费用方面的管理较为出色，我国平均净利率较美国差距只有-2.43%，较毛利率差距提升了9.83%。

(4) 我国绝大多数行业人力成本占销售收入比重极低，部分不及1%。

● 推断有竞争力的行业或许为电力，饮料，零售，电子设备元件与汽车及零部件行业。

● 从产业转移看，东盟或许是我国产业“出海”的优选：

- (1) 可在“中国-东盟”的框架下，充分发挥免税优势；
- (2) 在比较PCI的基础上，泰国或许是承接我国部分制造业的不错选择。
- (3) 但整体看东南亚的普遍的工业生产能力及配套设施建设不足，低人工成本无法弥补劳动力素质较差的劣势，无法大规模承接制造业。

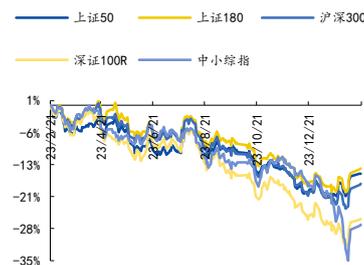
● 在产业竞争力基础上，我们判断“出海”可能对新能源汽车产业带来显著影响，对零售消费的提振可能一般：

(1) “出海”可能为新能源汽车带来较为显著的影响：根据各国/组织规划的新能源保有量目标推算，截止2030年各市场CAGR预估为：欧盟22.88%；

主要数据：

上证综指：	2922.73
深圳成指：	8905.96
沪深300：	3410.85
中小盘指：	3309.70
创业板指：	1746.18

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《企业出海的他山之石：关于企业出海的一切(上)》2024.02.19

《剩余流动性问题日益凸显：2023年12月金融数据印象》2024.01.13

报告作者

分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	黄海
邮箱	huanghai@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

东南亚泰国 26.29%；美国 27.76%；大洋洲澳大利亚 44.78%。在假定中国占当地市场份额静态的情况下，我国新能源汽车出口的 CAGR 保守估计至少为 **23.23%**，

(2) “出海”能为我国零售行业带来利润增长，但影响十分有限：从增量看，保守估计，东南亚地区 2022 年至 2030 年预计将有 616.464 亿美元的家庭消费增长空间，8 年复合平均增速仅为 3.49%，与美欧消费为主导的经济增速 1-2% 增速差距不大，而东南亚消费体量远远小于美欧，影响十分有限。因此零售业将更聚焦于存量竞争。

● “出海”的本质内涵是**掌控产业核心竞争力**。

风险提示：

中美产业比较不合理，贸易投资保护主义加剧，我国地缘政治环境恶化，海外新能源计划不及预期，东南亚经济增速不及预期，线性递推模型偏差较大

内容目录

1. 我国对外出口现状.....	5
2. 我国对外直接投资现状.....	9
3. “出海”胜负几何?	14
4. 行业拓展空间.....	24
(1) 新能源汽车.....	24
(2) 零售消费规模.....	27
5. 总结.....	28

图表目录

图 1: 2023 年 12 月我国出口增速企稳回升	5
图 2: 长期看我国出口增速降档但凸显韧性	5
图 3: 我国出口占世界出口比重维持在 14%左右水平.....	5
图 4: 大陆出口占我国总出口比重的三分之二.....	5
图 5: 2022 年我国各商品出口占总出口比重.....	6
图 6: 2022 年我国各商品出口占世界出口比重	7
图 7: 对东南亚国家出口占比持续上升.....	7
图 8: 对一带一路国家出口占比上升	7
图 9: 对越南出口商品细分表	8
图 10: 与发达国家比我国 OFDI 存量占 GDP 比例较低.....	9
图 11: 我国对外直投流中金融类占比不大	9
图 12: 我国分行业对外直接投资存量中租赁与服务业占比较大	9
图 13: 我国分行业对外直接投资流量(亿美元)	10
图 14: 我国对外直接投资流量(含金融)分地区合计(亿美元)	11
图 15: 我国对亚洲各国或地区直接投资流量(亿美元).....	11
图 16: 2021 年我国对香港各行业投资占比细分中租赁和服务业占比第一.....	12
图 17: 对一带一路沿线国家非金直投占比稳步上升.....	12
图 18: 我国海外要素净收入边际上开始好转	12
图 19: 我国对东盟各行业直投存量结构与香港极为类似(亿美元)	13
图 20: 当前我国产能可能又进入到了一个过剩阶段.....	14

图 21: 产业核心竞争力比较所用指标	15
图 22: 综合 21-22 年数据我国上市行业竞争力数据一览图(Wind 分类).....	16
图 23: 综合 21-22 年数据我国上市行业与美国上市行业横向比较下仅有部分行业领先	17
图 24: 综合 21-22 年数据我国上市行业与美国上市行业横向比较下费用管理方面占有明显优势.....	19
图 25: 我国有效专利数已经超越美日德.....	20
图 26: 我国 PCT 专利申请全球占比已达第一位	20
图 27: 2023 年我国 PCT 电子通信专利申请量稳居第一	20
图 28: 中国 PCT 计算机专利申请方面已反超美国	20
图 29: 中国 PCT 半导体专利申请方面仍然落后	20
图 30: 美国仍然在制药领域领先.....	20
图 31: 东南亚直投流量按来源区分	21
图 32: 东南亚城市化率仍有提高空间	21
图 33: 2022 年我国与东南亚主要国家 PCI 综合对比	22
图 34: 东南亚发电能力远不及我国	22
图 35: 各国平均每月税后收入 (美元)	22
图 36: PCI 人力资源: 东南亚劳动力素质不如我国.....	22
图 37: PCI 能源项: 东南亚各国能源利用力方面不均衡.....	23
图 38: PCI 运输项: 东南亚运输力整体逊于我国	23
图 39: 全球电动汽车销量渗透率仍待提升	24
图 40: 德国市场未来增长空间广阔.....	24
图 41: 美国新能源汽车成长前景较好	25
图 42: 东南亚地区 2022 年市场销售份额.....	25
图 43: 泰国新能源汽车市场增长强劲	25
图 44: 2023 年中国新能源汽车出口去向分布.....	25
图 45: 澳大利亚与我国 17 年销售渗透率相仿	26
图 46: 推断澳洲未来 7 年增速应与我国 18-23 年接近	26
图 47: 理想状态下新能源出口保守复合增速估计以及可能的 S 型增速估计 .	26
图 48: 东南亚家庭消费规模与平均城镇化率强正相关.....	27
图 49: 东南亚家庭消费与城镇化率回归结果	27
图 50: 东南亚各国家庭消费与城镇化率回归系数 β 结果	27

在《企业出海的他山之石：关于企业出海的一切(上)》中我们详细介绍了日本和德国的“出海”经验，本篇将探讨一下我国具体产业的“出海”策略。

1. 我国对外出口现状

2023年12月，我国对外出口贸易额度为3036.18亿美元，同比增长2.26%，自2023年7月增速触底来持续回暖。从改革开放到2023年，我国每10年几何平均出口增速降档明显，2013年至2023年每10年几何平均出口增速为5.29%，仍然凸显韧性。

图 1：2023 年 12 月我国出口增速企稳回升

图 2：长期看我国出口增速降档但凸显韧性



资料来源：iFinD，国元证券研究所



资料来源：iFinD，国元证券研究所

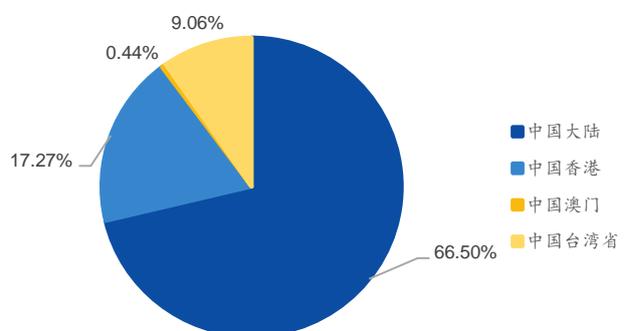
从对外出口的占比看，我国仍然是对世界重要的出口国，占世界全部出口 14% 左右的水平。从地区结构看，中国香港、中国澳门、中国台湾占我国出口比重分别为 17.27%、0.44% 和 9.06%，大陆出口占比 66.50%。也就说我国大陆地区占世界出口比重大概在 9.31% 左右。

图 3：我国出口占世界出口比重维持在 14% 左右水平

图 4：大陆出口占我国总出口比重的三分之二

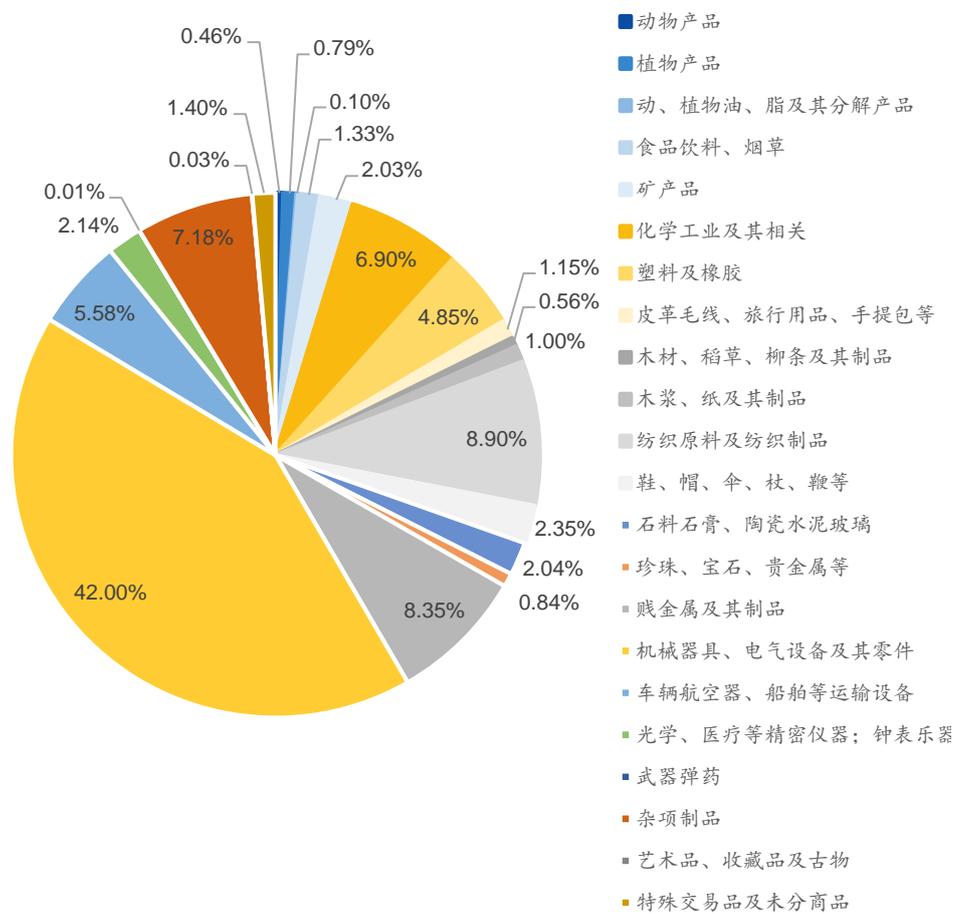


资料来源：Choice，国元证券研究所



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 5：2022 年我国各商品出口占总出口比重

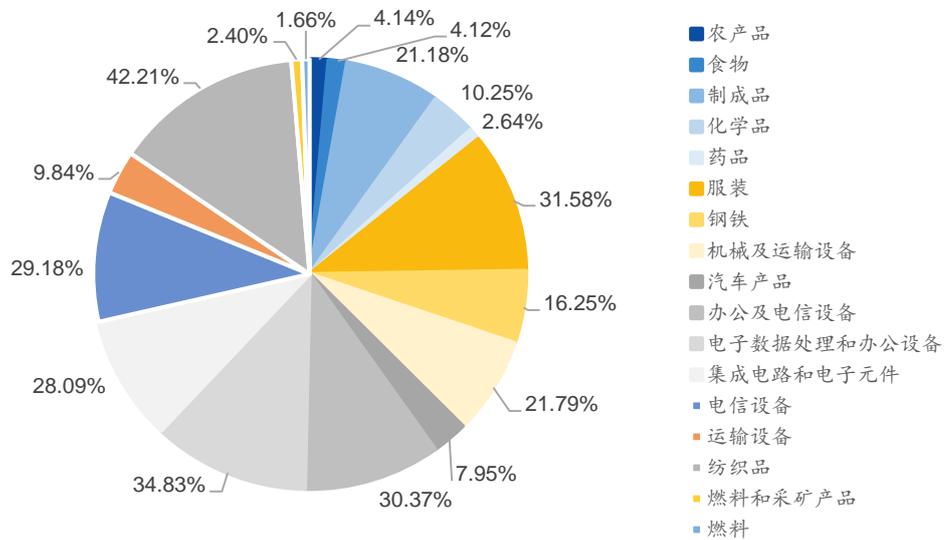


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

从对外出口看，我国对外出口主力为机械器具、电气设备及其零件(42.00%)，其次为纺织原料及纺织制品(8.90%)，贱金属及其制品(8.35%)、化学工业及其相关(6.90%)、车辆航空器、船舶等运输设备(5.58%)。出口商品数据表明，我国仍然是以制造成品为主的产品输出国，主要仍以低附加值产品，劳动密集的电气零件，纺织，贱金属，粗放化工等为主。高端产品如精密仪器，运输设备等占比不足 10%，整体出口产品技术水平中等偏落后。

从出口占全世界出口比重看，我国是当之无愧的“世界工厂”，纺织品和服装分别占世界出口 42.21%和 31.58%，电信设备、办公设备、电子数据处理设备等均达到了 30%左右。集成电路和电子元件占比达 28.09%，汽车和运输设备等占比较低，分别为 9.84%和 7.95%，高端产品的竞争力有限。

图 6：2022 年我国各商品出口占世界出口比重

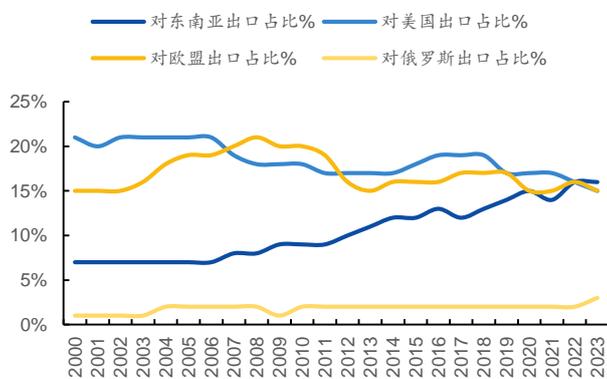


资料来源：iFinD，国元证券研究所

从对外贸易伙伴来看，东盟正日益成为我国的重要的贸易伙伴，我国对东南亚国家的出口占比持续上升，从 2007 年的 7% 上升至 16%，对美直接出口从 21% 下降至 15%，对欧盟出口基本不变。因俄罗斯与西方关系恶化，发展重心开始向东倾斜，与我国经贸来往日益密切，从 2% 上升至 3%。

受“一带一路”大战略的指引，近年来我国对一带一路国家的出口占比显著上升，从 2017 年 28.48% 上升至 2023 年 11 月 44.91%。尽管受疫情影响对一带一路国家出口减弱，但 2022 年 12 月疫情防控常态化以后，对一带一路国家出口与日俱增。

图 7：对东南亚国家出口占比持续上升



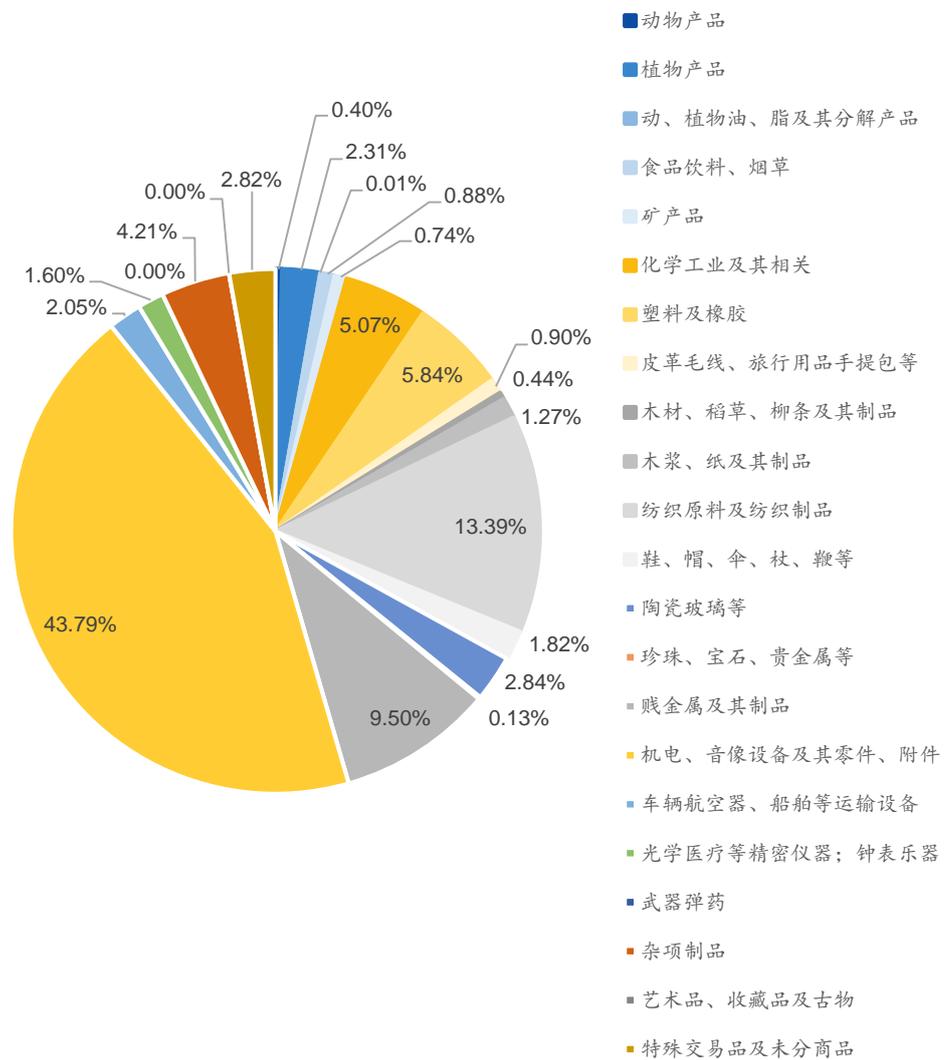
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 8：对一带一路国家出口占比上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：对越南出口商品细分表



资料来源：Wind，国元证券研究所

以典型东南亚国家越南为例，我国对越南出口的主要商品为机电、音像设备及其零件、附件(43.79%)，其次为纺织原料及纺织(13.39%)和贱金属及其制品(9.50%)塑料及橡胶(5.84%)和化学工业及其相关(5.07%)。越南大量进口我国零部件，从生产环节看，应该是做组装在加工的生产活动。

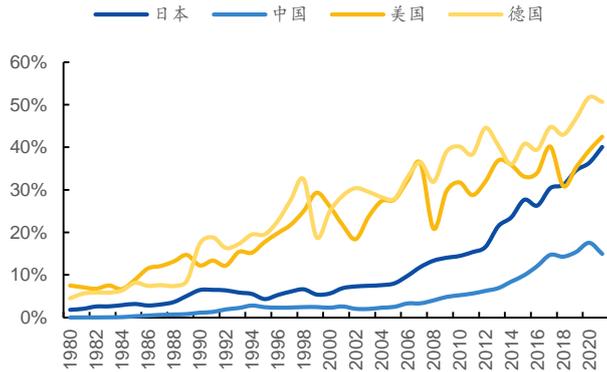
总结来看，我国对外出口现状表现为总量上增长有韧性，仍然是世界生产中不可或缺的一环。结构特征里虽然仍以中低附加值的纺织、电气零件，贱金属为主，但汽车，运输设备等增长明显，正在改善我国的出口结构。对外贸易伙伴仍以美欧为主，但随着他国积极投资东南亚以及一些低附加值的劳动密集型产业转移至东南亚，我国对东南亚出口比例明显上升，形成“中国-东南亚-美欧”的产品生产路径。除此外，需要特别重视政策在我国出口中的指导作用。

2. 我国对外直接投资现状

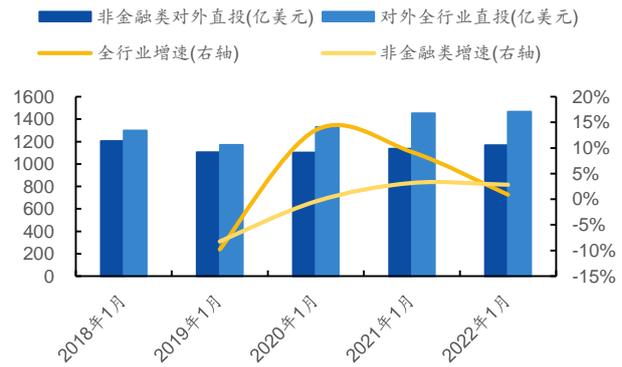
我国对外直接投资总体体现为两类特点：**第一是总量不足，第二是结构亟待改善**。2022年，我国对外投资流量为1631.20亿美元，2021年存量为27851.50亿美元，占GDP总量14.92%，而同期美国42.46%，德国为50.65%，日本为40.05%，远远落后发达国家。

图 10：与发达国家比我国 OFDI 存量占 GDP 比例较低

图 11：我国对外直投流中金融类占比不大

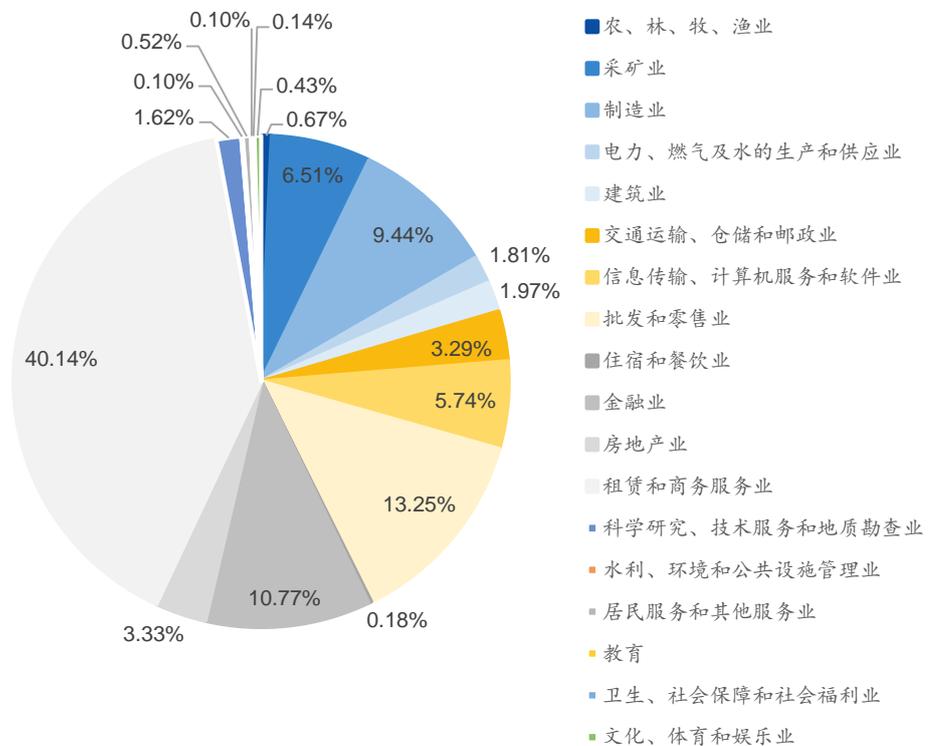


资料来源：Wind，国元证券研究所



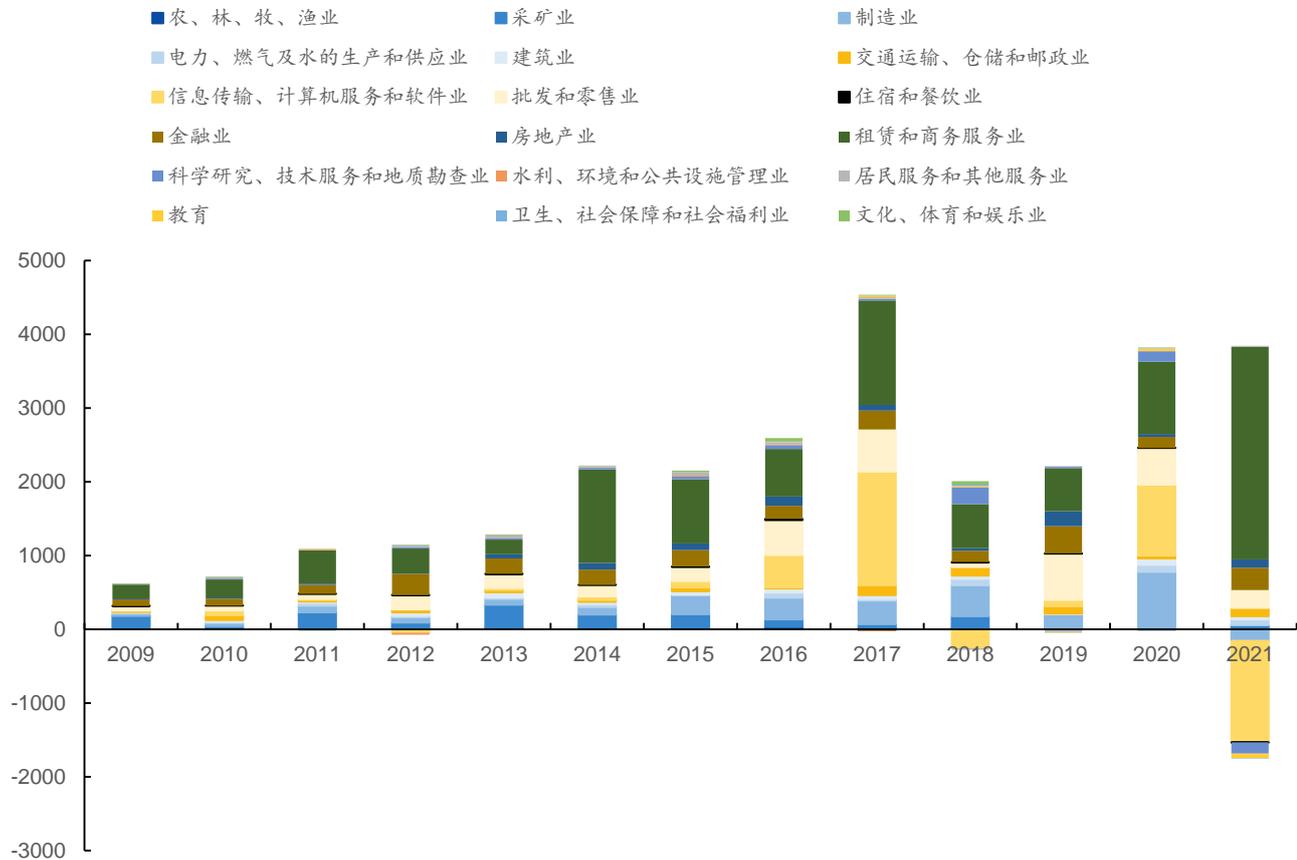
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：我国分行业对外直接投资存量中租赁与服务业占比较大



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：我国分行业对外直接投资流量（亿美元）

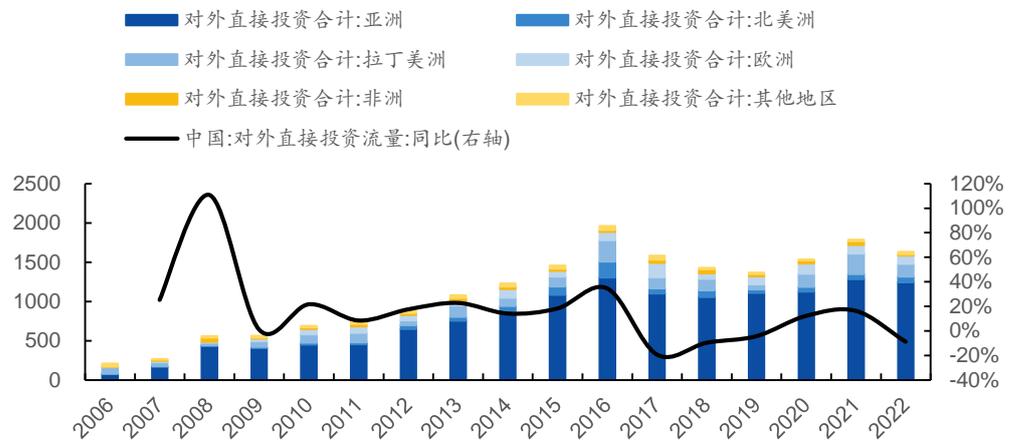


资料来源：Wind，国元证券研究所

从对外直接投资的行业结构上看，如果比较对外非金融行业和全行业的比例，似乎我国更青睐实体行业。但从存量结构上看，我国对外直接投资排名第一的是**租赁和商务服务业(40.14%)**，其次为**批发和零售业(13.25%)**，三、四、五名分别为**金融业(10.77%)**，**制造业(9.44%)**，**采矿业(6.51%)**。从量上看，租赁服务业 11200.00 亿元，制造业 2632.6333 亿元，采矿业 1815.08 亿元，**制造业和采矿业存量甚至不如日、德一年的流量**。尽管信息传输、计算机服务和软件业于 2017 年对外投出 1540.96 亿美元，但 2018 年，2021 年撤资额几乎平了 2017 年的投出。

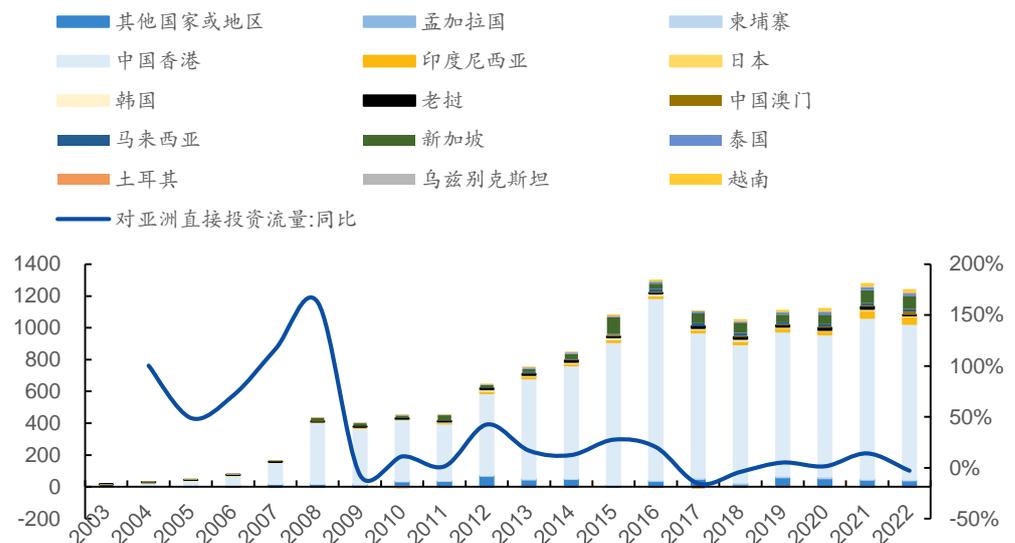
从对外直投的行业结构可以很清楚的看出，我国制造业相较于日本，德国，在**产业技术水平上仍然落后**，在**对外资本扩张方面成果不突出**，也没有积极开拓海外矿产资源的意愿。

图 14：我国对外直接投资流量(含金融)分地区合计(亿美元)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：我国对亚洲各国或地区直接投资流量(亿美元)

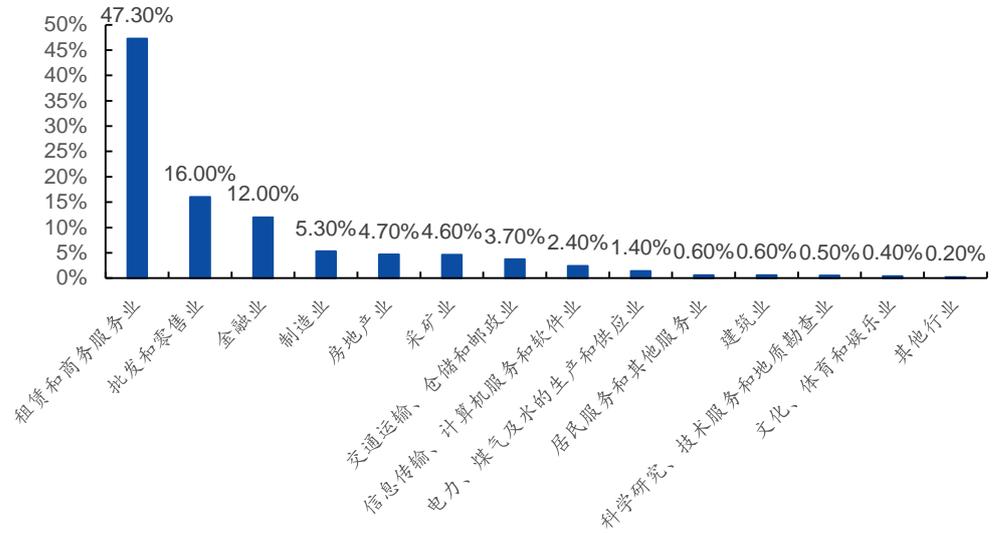


资料来源：Wind，国元证券研究所

从对外投资区域看，亚洲是我国对外直接投资的主力，占比为 70%左右，其次为拉丁美洲，对发达国家地区和非洲投资金额极少。在亚洲区域范围内，中国香港是大陆对外直接投资的重要窗口，其次为新加坡，而对于其他欠发达地区诸如柬埔寨，越南等，投资流量极少。

从大陆对香港的投资细分看，不出意外的是，租赁和服务业占比第一，为 47.30%，其次为租赁服务业 16.00%。中国对香港的直接投资基本可以堪称对世界投资的缩影。

图 16：2021 年我国对香港各行业投资占比细分中租赁和服务业占比第一



资料来源：Wind，国元证券研究所

除香港外，我国对其他地区的直接投资边际上有略微好转。在一带一路的战略下，我国对一带一路沿线国家投资占比稳健上升。截止 2022 年，我国对一带一路沿线国家投资额度为 209.70 亿美元，较 2015 年增加 61.5 亿美元，占对外直接投资比例为 17.95%。对新兴东盟国家投资方面，2022 年存量为 1395.35 亿美元，占比增速达 9.75%。从结构看，与香港大体类似。

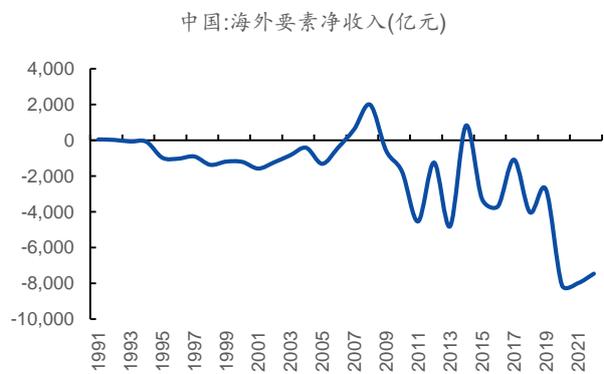
由于我国是一个投资净流入国，海外净要素收入难免为负。随着我国对海外直接投资的上升，海外要素净收入边际上有好转迹象。但要真正对国民收入带来贡献，需要在总量上加大投入，在结构上优化行业类型，逐步减少对租赁服务和零售的投资，大力发展制造业技术，输出制造业投资。

图 17：对一带一路沿线国家非金直投占比稳步上升



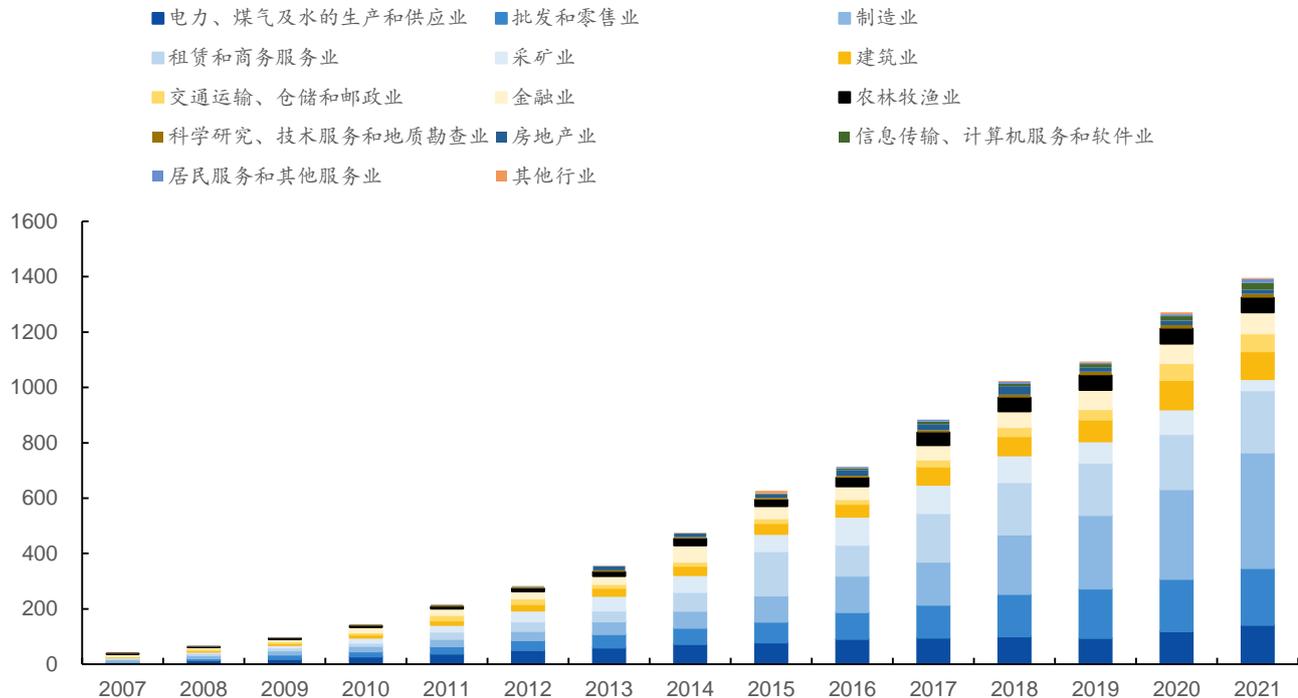
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：我国海外要素净收入边际上开始好转



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 19：我国对东盟各行业直投存量结构与香港极为类似（亿美元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

总结看，我国对外直接投资现状不大乐观，主要存在两方面问题，第一是存量远落后发达国家，第二是结构需要调整。在对外投资的地区结构中，香港是我国对外直投的重中之重，而对发达国家地区，东盟新兴市场，乃至一带一路国家占比均极低。在产业结构中，我国没有像德国，日本等国在制造业方面进行投资，而是大笔投入租赁服务和零售批发，这反映了我国在尖端生产领域技术的不足，无法对外输出成熟技术，缺乏转移中低端制造业的实力。此外，我国对海外矿产资源投资不足，在争夺核心资源战略方面缺乏雄心与魄力。

3. “出海”胜负几何？

按照日本学者赤松要在《我国经济发展的综合原理》的理论阐述，雁形理论下后起国产业一般经历：进口—“国内生产（国产替代）”—“出口”的发展形态。从区域经济看，日本能成为领头雁的重要原因之一便是相对他国有产业梯度差。通过输出产业，日本对东亚地区的经济腾飞起到了独特的作用。再结合《企业出海的他山之石：关于企业出海的一切（上）》中中德汽车合作先例，我们总结如下：一国在产业大面积迁出时，通常伴随本国市场内较为低端落后产业技术的输出，而迁入国通常具有该方面的需求。进一步分析后，本人认为：当迁出国在考虑前迁入某国时，一来要考虑迁出后是否实际降低了实际生产成本，如果成本过高甚至会考虑产业回流（例如日本制造业）；二来要考虑迁入国的潜在市场规模，税收政策；三来要考虑本国经济状况，如生产要素方面人口是否发生结构性变化，经济产能是否过剩等等。

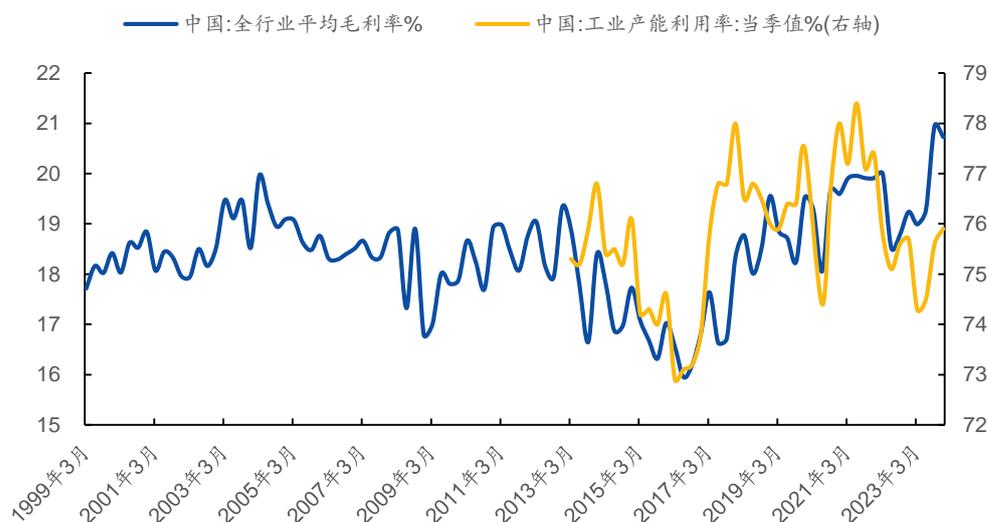
根据以上分析，本人认为我国产业能否出海的主要逻辑分为：国内经济现状因素，核心竞争力因素，迁入国（地区）成本因素三方面。

1. 国内经济现状

当下的一个讨论热点在于我国人口问题（在《企业出海的他山之石：关于企业出海的一切（上）》中已有详细阐述）人口总量的负增长标志着我国劳动力供给开始收缩，但短期内由于人口基数足够大，并不会给予经济较大的波动。但从产能利用率来看，当前我国产能利用率又开始进入到一个下行期的阶段，或许又进入到一个过剩阶段。结合历史数据，产能利用率最低的时间点为2016年3月，值为72.9%。当时为了清出过剩产能，开展了供给侧改革。随着过剩产能的出清，我国产能利用率重新回升，行业成本下降，行业的竞争力又再度增强，毛利率也随之回升。

类似的，在德国的出海分析中，我们提到在1970年代，德国的人口进入负增长区间，产品亟需开拓新市场，这与我国当前的经济状况极为类似。

图 20：当前我国产能可能又进入到了一个过剩阶段



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 核心竞争力

2.1 产品出海意味着要与全世界最优秀的企业进行竞争，这涉及到一个产业的方方面面，包括产业的核心竞争力，所在产业的企业管理能力等等。在产品竞争力方面，我们固然可以采用贸易竞争优势指数 TCI (Trade Competitive Index) 来衡量，但出口相对进口优势高并不意味着产品在贸易竞争中强。一国产品的输出不仅包含本国生产产品对外出口，也包含对外直接投资在本地直接进行生产。考虑到以上因素，我们认为产业的核心竞争能力在于**产品的盈利能力**。

根据 Wind 所能提供的数据库指标，我们尝试比较**毛利率、净利率、人力成本占销售收入的比重以及研发费用占销售收入的比重**

图 21：产业核心竞争力比较所用指标

$$\begin{aligned} \text{毛利率} &= \frac{\text{销售收入} - \text{销售成本}}{\text{销售收入}} \\ \text{净利率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} = \frac{\left[(\text{主营} + \text{其他})\text{业务收入} - (\text{主营} + \text{其他})\text{业务成本} - \text{营业税金及附加} - (\text{销售} + \text{管理} + \text{财务})\text{费用} + (\text{公允价值变动} + \text{投资收益}) - \text{所得税} \right]}{\text{销售收入}} \\ \text{人力成本费用率} &= \frac{1}{\text{人力资本投资回报率}} * \text{净利率} = \frac{\text{员工薪酬福利总额}}{\text{净利润}} * \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} = \frac{\text{员工薪酬福利总额}}{\text{销售收入}} \\ \text{研发支出占销售收入比重} &= \frac{\text{研发支出}}{\text{销售收入}} \end{aligned}$$

资料来源：国元证券研究所（注：人力成本费用率仅在 ROP 和净利率同号情况下计算，否则记“—”）

由于 Wind 人力资本投资回报率 (ROP) 没有板块数据,只有个股数据,我们根据板块 j 中个股 i 的 ROP 依照最新市值 V_{ij} 加权计算出最终板块 j 的平均两年 ROP。并设定满足人力资本投资回报率大于 50%, 人力成本费用率 < 2% 的为**人力廉价行业**

$$ROP_j = \sum_{i=1}^n \omega_{ij} * ROP_{ij}, \omega_{ij} = \frac{V_{ij}}{\sum_{i=1}^n V_{ij}}$$

从上游到下游,行业整体毛利率和净利率提升明显,费用上升也比较明显。作为劳动力供给大国,我们更关注人力成本在总收入的比重,从数据看,细分行业排名靠前的有**公路与铁路运输(7466.00%, 主要是京沪高铁)**, **个人用品 III(1224.23%)**, **电力 III(554.90%)**, **饮料(534.60%)**, **独立电力生产商与能源贸易商 III(459.25%)**, **海运 III(455.74%)**, **房地产管理和开发(364.59%)**。主要为**公共基础设施类交通运输、公用事业, 下游消费类个人用品, 饮料以及房地产**。

同时我们注意到,部分行业里人力成本占总销售收入比重极低,人力成本费用率低于 1% 的行业高达 9 个, 1~2% 的行业个数为 6 个,从行业分布来看,除了上述的**公共基础设施类交通运输、公用事业, 下游消费类个人用品, 饮料以及房地产外**,还有**上游石油, 金属和非金属采矿类, 下游技术服务类和食品类**。细分行业排名靠后的有**酒店、餐馆与休闲 III(0.05%)**, **互联网软件与服务 III(0.06%)**, **公路与铁路运输(0.11%)**, **房地产管理和开发(0.25%)**, **电力 III(0.22%)**。尖端领域人力费用率占比其实不低,比如**软件(13.05%左右)**, **汽车(15.43%)**等。

图 22：综合 21-22 年数据我国上市行业竞争力数据一览表(Wind 分类)

Wind分类	毛利率	净利率	三科费用/销售收入				研发/销收	人力资本回报率	人力成本费用率	人力廉价
			总费用	财务	管理	销售				
能源设备与服务	11.23%	2.28%	4.78%	0.53%	3.61%	0.63%	2.98%	49.93%	4.57%	×
石油、天然气与供消费用燃料	22.43%	6.84%	4.70%	0.67%	2.24%	1.80%	1.08%	348.29%	1.96%	√
化工	18.94%	9.00%	5.29%	1.13%	2.84%	1.32%	2.46%	313.61%	2.87%	√
建材Ⅲ	22.92%	9.56%	9.06%	1.44%	5.25%	2.36%	2.10%	221.05%	4.32%	×
容器与包装	15.87%	4.15%	7.98%	1.12%	4.83%	2.03%	2.40%	64.46%	6.44%	×
金属、非金属与采矿	10.66%	4.79%	2.84%	0.81%	1.66%	0.38%	2.22%	335.21%	1.43%	√
纸与林木产品	15.55%	4.53%	6.97%	2.12%	3.45%	1.40%	2.84%	139.17%	3.26%	×
航空航天与国防Ⅲ	17.06%	4.39%	7.18%	-0.34%	6.13%	1.39%	5.13%	80.68%	5.44%	×
建筑产品Ⅲ	22.98%	1.74%	13.35%	0.85%	6.04%	6.46%	3.39%	54.37%	3.20%	×
建筑与工程Ⅲ	10.89%	2.74%	3.50%	0.75%	2.31%	0.43%	2.57%	59.31%	4.63%	×
电气设备	20.86%	6.65%	8.57%	0.65%	4.07%	3.86%	4.93%	129.95%	5.12%	×
综合类Ⅲ	27.23%	12.41%	11.02%	2.00%	5.44%	3.58%	2.98%	217.11%	5.72%	×
机械	20.56%	5.80%	8.98%	0.26%	4.78%	3.93%	4.97%	81.85%	7.09%	×
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	3.20%	1.18%	1.47%	0.28%	0.47%	0.72%	0.12%	297.67%	0.40%	√
商业服务与用品	18.96%	3.19%	11.07%	3.31%	5.35%	2.40%	2.55%	168.63%	1.89%	√
专业服务	29.91%	6.99%	13.95%	1.10%	8.56%	4.29%	4.86%	50.47%	13.84%	×
航空货运与物流Ⅲ	9.49%	3.32%	5.62%	0.57%	3.94%	1.11%	0.78%	109.47%	3.03%	×
航空Ⅲ	-26.92%	-39.32%	21.97%	11.65%	5.36%	4.96%	0.63%	-79.47%	49.48%	×
海运Ⅲ	38.19%	27.33%	4.09%	0.66%	3.33%	0.10%	0.32%	455.74%	6.00%	×
公路与铁路运输	14.30%	8.43%	5.31%	2.10%	2.38%	0.84%	0.11%	7466.00%	0.11%	√
交通基础设施	28.00%	21.07%	11.94%	4.95%	6.51%	0.49%	0.72%	265.83%	7.93%	×
汽车零配件	16.81%	4.38%	7.66%	0.52%	5.19%	1.95%	4.48%	68.15%	6.43%	×
汽车	12.26%	2.98%	7.22%	-0.18%	3.34%	4.06%	4.31%	19.31%	15.43%	×
家庭耐用消费品	24.28%	6.91%	12.68%	-0.32%	3.49%	9.51%	3.58%	108.55%	6.37%	×
休闲设备与用品	19.79%	0.08%	13.05%	-0.01%	6.55%	6.51%	3.51%	1.76%	4.36%	×
纺织品、服装与奢侈品	25.01%	4.47%	15.87%	0.98%	4.30%	10.60%	1.41%	113.58%	3.94%	×
酒店、餐馆与休闲Ⅲ	26.22%	0.08%	14.81%	2.45%	6.74%	5.62%	0.72%	160.70%	0.05%	√
综合消费者服务Ⅲ	38.63%	-17.88%	42.22%	4.04%	18.82%	19.36%	8.18%	-31.08%	57.52%	×
媒体Ⅲ	23.31%	3.53%	15.85%	0.27%	7.36%	8.22%	1.51%	83.83%	4.21%	×
消费品经销商Ⅲ	6.23%	2.04%	4.94%	0.89%	1.92%	2.14%	0.33%	256.36%	0.80%	√
互联网与售货目录零售	23.62%	2.65%	19.13%	0.24%	4.29%	14.60%	0.76%	89.38%	2.97%	√
多元化零售	38.35%	4.64%	30.23%	3.84%	9.94%	16.45%	0.99%	56.46%	8.21%	×
专营零售	10.24%	-7.79%	12.72%	2.72%	2.99%	7.01%	1.23%	13.69%	—	—
食品与主要用品零售Ⅲ	24.66%	0.65%	22.85%	1.16%	3.60%	18.09%	0.48%	39.11%	1.66%	×
饮料	70.61%	31.58%	16.36%	-1.15%	6.19%	11.32%	0.67%	534.60%	5.91%	×
食品	13.39%	1.63%	9.29%	0.93%	3.65%	4.72%	0.89%	106.69%	1.53%	√
烟草Ⅲ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
家庭用品Ⅲ	25.41%	6.84%	16.86%	0.13%	5.00%	11.73%	2.95%	307.04%	2.23%	√
个人用品Ⅲ	54.69%	10.10%	39.70%	-0.08%	6.27%	33.51%	2.95%	1224.23%	0.82%	×
医疗保健设备与用品	50.60%	21.90%	18.53%	-0.32%	6.10%	12.76%	7.23%	167.58%	13.07%	×
医疗保健提供商与服务	13.96%	2.79%	9.24%	0.91%	2.78%	5.54%	0.78%	91.99%	3.03%	×
医疗保健技术Ⅲ	59.69%	18.17%	27.19%	-1.18%	26.47%	1.89%	30.71%	175.68%	10.34%	×
生物科技Ⅲ	62.15%	26.66%	22.05%	-0.71%	5.66%	17.09%	8.89%	159.55%	16.71%	×
制药	47.03%	7.42%	30.66%	0.75%	7.21%	22.70%	8.07%	109.79%	6.76%	×
生命科学工具和服务Ⅲ	39.09%	24.68%	12.89%	-0.41%	10.27%	3.02%	4.49%	99.05%	24.92%	×
商业银行	—	34.52%	29.71%	—	29.71%	—	0.23%	253.37%	13.63%	×
互助储蓄银行与抵押贷款Ⅲ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
多元金融服务	30.51%	-7.69%	25.01%	14.46%	8.73%	1.82%	12.90%	316.93%	—	—
消费信贷Ⅲ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
资本市场	31.78%	30.43%	44.38%	2.91%	37.13%	4.34%	2.09%	152.16%	20.00%	×
保险Ⅲ	—	6.92%	—	0.32%	11.06%	—	—	133.05%	5.20%	×
互联网软件与服务Ⅲ	17.45%	0.04%	9.53%	0.06%	3.95%	5.52%	5.37%	66.32%	0.06%	√
信息技术服务	26.65%	0.40%	13.74%	0.62%	6.83%	6.29%	7.95%	32.80%	1.23%	×
软件	48.51%	6.02%	25.44%	0.16%	8.45%	16.84%	17.27%	46.13%	13.05%	×
通信设备Ⅲ	23.92%	3.38%	9.30%	0.53%	3.99%	4.78%	9.37%	78.86%	4.29%	×
电脑与外围设备	19.37%	3.65%	8.75%	0.50%	2.81%	5.45%	6.93%	58.14%	6.28%	×
电子设备、仪器和元件	16.17%	5.15%	5.89%	0.55%	3.03%	2.30%	4.73%	86.84%	5.93%	×
办公电子设备Ⅲ	19.40%	10.82%	2.92%	-0.96%	2.49%	1.39%	4.52%	105.36%	10.27%	×
半导体产品与半导体设备	25.21%	12.27%	6.62%	0.43%	3.89%	2.29%	7.35%	192.04%	6.39%	×
多元电信服务	27.26%	7.38%	16.20%	-0.14%	6.92%	9.42%	2.47%	96.97%	7.61%	×
无线电信业务Ⅲ	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
电力Ⅲ	9.63%	1.22%	7.87%	5.19%	2.49%	0.19%	0.84%	554.90%	0.22%	√
燃气Ⅲ	16.28%	7.17%	6.92%	1.78%	3.05%	2.09%	1.04%	292.06%	2.46%	√
复合型公用事业Ⅲ	16.21%	6.22%	10.08%	4.25%	5.15%	0.68%	0.59%	246.01%	2.53%	√
水务Ⅲ	32.14%	16.92%	14.89%	6.00%	7.47%	1.42%	0.93%	167.05%	10.13%	×
独立电力生产商与能源贸易商Ⅲ	34.65%	17.76%	13.88%	9.62%	4.05%	0.22%	2.72%	459.25%	3.87%	×
房地产管理和开发	18.95%	0.91%	9.08%	3.09%	3.15%	2.84%	0.22%	364.59%	0.25%	√

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 23：综合 21-22 年数据我国上市行业与美国上市行业横向比较下仅有部分行业领先

Wind分类指标	毛利率%		是否优于美股	中美差距	净利率%		是否优于美股	中美差距
	美股市场	中国股市			美股市场	中国股市		
能源设备与服务	19.99%	11.23%	×	-8.76%	1.88%	2.28%	√	0.40%
石油、天然气与供消费用燃料	41.45%	22.43%	×	-19.02%	20.19%	6.84%	×	-13.36%
化工	29.10%	18.94%	×	-10.16%	11.79%	9.00%	×	-2.79%
建材Ⅲ	25.78%	22.92%	×	-2.87%	7.48%	9.56%	√	2.08%
容器与包装	20.02%	15.87%	×	-4.14%	5.15%	4.15%	×	-1.00%
金属、非金属与采矿	12.58%	10.66%	×	-1.91%	6.97%	4.79%	×	-2.18%
纸与林木产品	38.83%	15.55%	×	-23.28%	21.19%	4.53%	×	-16.66%
航空航天与国防Ⅲ	18.00%	17.06%	×	-0.94%	6.10%	4.39%	×	-1.71%
建筑产品Ⅲ	33.11%	22.98%	×	-10.13%	8.80%	1.74%	×	-7.05%
建筑与工程Ⅲ	11.94%	10.89%	×	-1.05%	2.21%	2.74%	√	0.53%
电气设备	34.80%	20.86%	×	-13.94%	6.22%	6.65%	√	0.44%
综合类Ⅲ	39.94%	27.23%	×	-12.71%	8.18%	12.41%	√	4.23%
机械	28.02%	20.56%	×	-7.46%	9.55%	5.80%	×	-3.75%
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	31.26%	3.20%	×	-28.06%	6.83%	1.18%	×	-5.65%
商业服务与用品	36.49%	18.96%	×	-17.53%	7.04%	3.19%	×	-3.85%
专业服务	37.31%	29.91%	×	-7.40%	7.66%	6.99%	×	-0.68%
航空货运与物流Ⅲ	19.12%	9.49%	×	-9.62%	8.48%	3.32%	×	-5.16%
航空Ⅲ	37.34%	-26.92%	×	-64.26%	-2.81%	-39.32%	×	-36.50%
海运Ⅲ	57.24%	38.19%	×	-19.06%	34.00%	27.33%	×	-6.67%
公路与铁路运输	42.97%	14.30%	×	-28.67%	17.32%	8.43%	×	-8.89%
交通基础设施	70.00%	28.00%	×	-42.00%	36.26%	21.07%	×	-15.19%
汽车零配件	14.28%	16.81%	√	2.53%	-0.10%	4.38%	√	4.48%
汽车	22.90%	12.26%	×	-10.63%	6.95%	2.98%	×	-3.97%
家庭耐用消费品	42.13%	24.28%	×	-17.85%	11.02%	6.91%	×	-4.11%
休闲设备与用品	38.06%	19.79%	×	-18.27%	4.84%	0.08%	×	-4.76%
纺织品、服装与奢侈品	49.19%	25.01%	×	-24.19%	8.48%	4.47%	×	-4.00%
酒店、餐馆与休闲Ⅲ	39.30%	26.22%	×	-13.08%	-0.99%	0.08%	√	1.08%
综合消费者服务Ⅲ	49.50%	38.63%	×	-10.87%	-8.61%	-17.88%	×	-9.27%
媒体Ⅲ	38.63%	23.31%	×	-15.31%	11.45%	3.53%	×	-7.92%
消费品经销商Ⅲ	35.02%	6.23%	×	-28.79%	6.75%	2.04%	×	-4.72%
互联网与售货目录零售	31.12%	23.62%	×	-7.51%	5.07%	2.65%	×	-2.42%
多元化零售	30.11%	38.35%	√	8.24%	3.25%	4.64%	√	1.39%
专营零售	29.21%	10.24%	×	-18.97%	6.25%	-7.79%	×	-14.04%
食品与主要用品零售Ⅲ	24.57%	24.66%	√	0.09%	2.08%	0.65%	×	-1.43%
饮料	42.63%	70.61%	√	27.98%	6.32%	31.58%	√	25.26%
食品	19.39%	13.39%	×	-6.00%	5.36%	1.63%	×	-3.73%
烟草Ⅲ	57.51%	--	--	--	23.94%	--	--	--
家庭用品Ⅲ	45.10%	25.41%	×	-19.69%	14.02%	6.84%	×	-7.18%
个人用品Ⅲ	52.20%	54.69%	√	2.49%	6.75%	10.10%	√	3.35%
医疗保健设备与用品	60.98%	50.60%	×	-10.38%	13.08%	21.90%	√	8.82%
医疗保健提供商与服务	14.99%	13.96%	×	-1.04%	2.23%	2.79%	√	0.55%
医疗保健技术Ⅲ	59.73%	59.69%	×	-0.04%	-5.09%	18.17%	√	23.26%
生物科技Ⅲ	76.83%	62.15%	×	-14.69%	4.13%	26.66%	√	22.53%
制药	68.60%	47.03%	×	-21.57%	11.12%	7.42%	×	-3.70%
生命科学工具和服务Ⅲ	46.08%	39.09%	×	-6.99%	9.99%	24.68%	√	14.70%
商业银行	100.00%	--	--	--	32.32%	34.52%	√	2.20%
互助储蓄银行与抵押贷款Ⅲ	94.46%	--	--	--	31.20%	--	--	--
多元金融服务	52.59%	30.51%	×	-22.08%	23.69%	-7.69%	×	-31.38%
消费信贷Ⅲ	53.67%	--	--	--	11.18%	--	--	--
资本市场	20.43%	31.78%	√	11.35%	10.96%	30.43%	√	19.47%
保险Ⅲ	46.00%	--	--	--	16.21%	6.92%	×	-9.29%
互联网软件与服务Ⅲ	53.53%	17.45%	×	-36.08%	9.78%	0.04%	×	-9.74%
信息技术服务	33.71%	26.65%	×	-7.06%	13.81%	0.40%	×	-13.41%
软件	55.98%	48.51%	×	-7.47%	14.54%	6.02%	×	-8.52%
通信设备Ⅲ	46.46%	23.92%	×	-22.54%	10.88%	3.38%	×	-7.50%
电脑与外围设备	36.59%	19.37%	×	-17.22%	17.82%	3.65%	×	-14.16%
电子设备、仪器和元件	11.14%	16.17%	√	5.03%	-3.76%	5.15%	√	8.90%
办公电子设备Ⅲ	--	19.40%	--	--	--	--	--	--
半导体产品与半导体设备	45.95%	25.21%	×	-20.74%	30.96%	12.27%	×	-18.70%
多元电信业务	42.61%	27.26%	×	-15.35%	13.39%	7.38%	×	-6.01%
无线电信业务Ⅲ	85.49%	--	--	--	10.04%	--	--	--
电力Ⅲ	-20.57%	9.63%	√	30.19%	-19.18%	1.22%	√	20.39%
燃气Ⅲ	47.43%	16.28%	×	-31.15%	11.23%	7.17%	×	-4.06%
复合型公用事业Ⅲ	57.21%	16.21%	×	-41.00%	10.18%	6.22%	×	-3.96%
水务Ⅲ	38.79%	32.14%	×	-6.65%	14.96%	16.92%	√	1.96%
独立电力生产商与能源贸易商Ⅲ	38.87%	34.65%	×	-4.22%	2.25%	17.76%	√	15.51%
房地产管理和开发	32.12%	18.95%	×	-13.16%	4.17%	0.91%	×	-3.26%

资料来源：Wind，国元证券研究所

总结看，我国绝大多数上市行业的人力成本端被压缩的很严重。由于“出海”需要跟全世界各个国家行业竞争，我们以美股市场为例，对比中美各个行业的毛利率和净利率。在净利率方面，我们假设行业内以主营业务为主，不存在其他业务，没有公允价值变动和投资行为。

令人遗憾的是，尽管有低人力成本的支持，我国绝大多数行业的竞争力仍不及美国，整体产业竞争力有待提升。毛利率落后 10% 以上的有 34 个，差距特别大的典型行业有航空Ⅲ(-64.26%, 毛利率差距)，互联网软件与服务Ⅲ(-36.08%)，电气设备(-13.94%)，生物科技Ⅲ(-14.69%)，媒体Ⅲ(-15.31%)，电脑与外围设备(-17.22%)，家庭耐用消费品(-17.85%)，半导体产品与半导体设备(-20.74%)，制药(-21.57%)，通信设备Ⅲ(-22.54%)。

毛利率落后在 3% 以内的行业其实并不算差距特别大，分别是医疗保健技术Ⅲ，航空航天与国防Ⅲ，医疗保健提供商与服务，建筑与工程Ⅲ，金属、非金属与采矿，建材Ⅲ，容器与包装，独立电力生产商与能源贸易商Ⅲ。

我国在毛利率领先的五个行业分别是**电力Ⅲ，饮料，多元化零售，电子设备、仪器和元件，汽车及汽车零配件**。其中电力和饮料在毛利率方面遥遥领先，分别超出 30.19% 和 27.98%。

在净利率方面，我国总计在 21 个领域占优，多数为稍稍领先。除原有 5 个行业外，另有生物科技在净利率方面逆转反超 22.53%，其次医疗保健设备与用品行业领先也十分明显。结合图 68，由于在费用方面的管理较为出色，我国平均净利率差距只有 2.43%，较毛利率差距提升了 9.83%。因此，在毛利率和净利率的视角下，真正走出去有核心竞争力的行业暂时为**电力，食品饮料，零售，电子设备元件，汽车及零部件行业**。

从科技专利申请看，我国产业核心竞争力正在不断增强。2022 年我国专利申请量在总量上排名第一，全球占比约为 25.22%，有效专利数量 3758289 个，超越美日德排名第一。在强势电子通信领域，2023 年我国专利申请 2132 个，占世界比重达三分之一，在计算机技术领域专利申请也已与 2019 年超过美国。

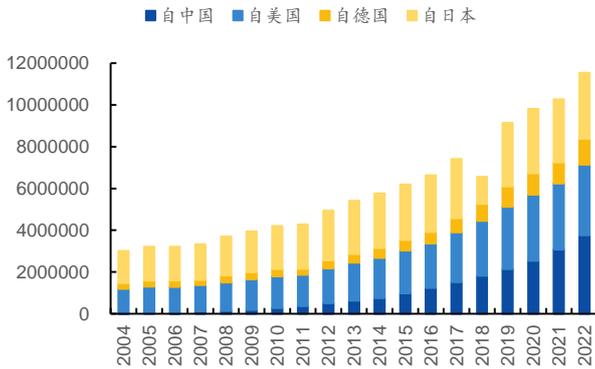
尽管在制药，半导体，生物科技等领域仍落后美国，我国正在努力弥补差距。在半导体方面，2023 年我国专利申请量为 3474 个，美日韩荷芯片联盟申请数量 5033 个，我国仅占其申请总量的 69.02%。但 2023 年专利申请量增长速率 14.09%，专利申请节奏持续加快。在制药领域，我国与美国差距更大一些。2023 年申请总量仅为 2444 个，不及美国申请量的一半。无论是半导体还是制药，尽管现状仍为落后，但从产业趋势看，均正在奋起直追，补弱短板。因此笔者对我国产业整体发展趋势持积极乐观的态度。

图 24：综合 21-22 年数据我国上市行业与美国上市行业横向比较下费用管理方面占有明显优势

Wind 分类指标	管理费用/收入		是否胜出	中美差距	财务费用/收入		是否胜出	中美差距	销售费用/收入		是否胜出	中美差距	综合费用/收入		是否胜出	中美差距
	美股市场	中国股市			美股市场	中国股市			美股市场	中国股市			美股市场	中国股市		
能源设备与服务	4.80%	3.61%	✓	-1.19%	2.75%	0.53%	✓	-2.22%	7.61%	0.63%	✓	-6.98%	15.16%	4.78%	✓	-10.39%
石油、天然气与供消费用燃料	7.11%	2.24%	✓	-4.88%	3.85%	0.67%	✓	-3.18%	13.91%	1.80%	✓	-12.11%	24.87%	4.70%	✓	-20.17%
化工	4.01%	2.84%	✓	-1.16%	2.13%	1.13%	✓	-0.99%	4.25%	1.32%	✓	-2.94%	10.39%	5.29%	✓	-5.09%
建材Ⅲ	8.78%	5.25%	✓	-3.53%	5.70%	1.44%	✓	-4.25%	9.90%	2.36%	✓	-7.54%	24.38%	9.06%	✓	-15.32%
容器与包装	—	4.83%	—	—	1.89%	1.12%	✓	-0.77%	21.47%	2.03%	✓	-19.44%	—	7.98%	—	—
金属、非金属与采矿	6.64%	1.66%	✓	-4.98%	5.20%	0.81%	✓	-4.39%	0.43%	0.38%	✓	-0.05%	12.26%	2.84%	✓	-9.42%
纸与林木产品	5.31%	3.45%	✓	-1.87%	4.31%	2.12%	✓	-2.18%	5.75%	1.40%	✓	-4.35%	15.37%	6.97%	✓	-8.40%
航空航天与国防Ⅲ	7.80%	6.13%	✓	-1.67%	2.21%	-0.34%	✓	-2.55%	6.43%	1.39%	✓	-5.04%	16.45%	7.18%	✓	-9.27%
建筑产品Ⅲ	10.08%	6.04%	✓	-4.04%	1.08%	0.85%	✓	-0.23%	7.57%	6.46%	✓	-1.11%	18.73%	13.35%	✓	-5.38%
建筑与工程Ⅲ	3.45%	2.31%	✓	-1.13%	1.49%	0.75%	✓	-0.73%	—	0.43%	—	—	—	3.50%	—	—
电气设备	18.59%	4.07%	✓	-14.52%	1.93%	0.65%	✓	-1.28%	20.90%	3.86%	✓	-17.04%	41.42%	8.57%	✓	-32.84%
综合类Ⅲ	3.63%	5.44%	×	1.81%	1.74%	2.00%	×	0.26%	25.34%	3.58%	✓	-21.75%	30.71%	11.02%	✓	-19.68%
机械	11.18%	4.78%	✓	-6.40%	1.48%	0.26%	✓	-1.22%	9.26%	3.93%	✓	-5.33%	21.92%	8.98%	✓	-12.94%
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	15.63%	0.47%	✓	-15.16%	2.68%	0.28%	✓	-2.40%	6.37%	0.72%	✓	-5.65%	24.69%	1.47%	✓	-23.22%
商业服务与用品	12.85%	5.35%	✓	-7.50%	2.61%	3.31%	×	0.70%	24.44%	2.40%	✓	-22.03%	39.90%	11.07%	✓	-28.83%
专业服务	10.75%	8.56%	✓	-2.19%	1.58%	1.10%	✓	-0.48%	20.05%	4.29%	✓	-15.76%	32.38%	13.95%	✓	-18.43%
航空货运与物流Ⅲ	7.26%	3.94%	✓	-3.33%	0.75%	0.57%	✓	-0.18%	2.70%	1.11%	✓	-1.60%	10.72%	5.62%	✓	-5.11%
航空Ⅲ	23.96%	5.36%	✓	-18.60%	4.17%	11.65%	×	7.48%	3.58%	4.96%	×	1.38%	31.71%	21.97%	✓	-9.74%
海运Ⅲ	4.34%	3.33%	✓	-1.01%	4.46%	0.66%	✓	-3.80%	14.71%	0.10%	✓	-14.61%	23.51%	4.09%	✓	-19.42%
公路与铁路运输	18.62%	2.38%	✓	-16.25%	3.06%	2.10%	✓	-0.96%	10.96%	0.84%	✓	-10.13%	32.65%	5.31%	✓	-27.34%
交通基础设施	5.97%	6.51%	×	0.53%	5.78%	4.95%	✓	-0.83%	7.18%	0.49%	✓	-6.69%	18.93%	11.94%	✓	-6.99%
汽车零部件	6.42%	5.19%	✓	-1.23%	1.41%	0.52%	✓	-0.89%	9.41%	1.95%	✓	-7.45%	17.23%	7.66%	✓	-9.57%
汽车	10.81%	3.34%	✓	-7.47%	0.34%	-0.18%	✓	-0.52%	8.25%	4.06%	✓	-4.18%	19.39%	7.22%	✓	-12.17%
家庭耐用消费品	4.41%	3.49%	✓	-0.92%	0.60%	-0.32%	✓	-0.92%	11.21%	9.51%	✓	-1.69%	16.22%	12.68%	✓	-3.54%
休闲设备与用品	9.32%	6.55%	✓	-2.77%	1.52%	-0.01%	✓	-1.52%	10.23%	6.51%	✓	-3.72%	21.07%	13.05%	✓	-8.02%
纺织品、服装与奢侈品	24.67%	4.30%	✓	-20.37%	1.02%	0.98%	✓	-0.05%	8.56%	10.60%	×	2.03%	34.26%	15.87%	✓	-18.39%
酒店、餐馆与休闲Ⅲ	12.62%	6.74%	✓	-5.88%	6.46%	2.45%	✓	-4.02%	8.53%	5.62%	✓	-2.91%	27.61%	14.81%	✓	-12.80%
综合消费者服务Ⅲ	23.68%	18.82%	✓	-4.86%	3.49%	4.04%	×	0.54%	41.07%	19.36%	✓	-21.71%	68.24%	42.22%	✓	-26.03%
媒体Ⅲ	15.65%	7.36%	✓	-8.28%	4.82%	0.27%	✓	-4.55%	10.98%	8.22%	✓	-2.77%	31.45%	15.85%	✓	-15.59%
消费品经销商Ⅲ	12.47%	1.92%	✓	-10.55%	0.41%	0.89%	×	0.48%	7.37%	2.14%	✓	-5.23%	20.25%	4.94%	✓	-15.30%
互联网与零售目录零售	3.28%	4.29%	×	1.01%	0.77%	0.24%	✓	-0.53%	9.81%	14.60%	×	4.79%	13.86%	19.13%	×	5.27%
多元化零售	5.71%	9.94%	×	4.23%	1.04%	3.84%	×	2.80%	11.16%	16.45%	×	5.29%	17.91%	30.23%	×	12.32%
专营零售	6.89%	2.99%	✓	-3.90%	1.21%	2.72%	×	1.51%	7.28%	7.01%	✓	-0.28%	15.39%	12.72%	✓	-2.66%
食品与主要用品零售Ⅲ	3.04%	3.60%	×	0.56%	0.51%	1.16%	×	0.66%	7.56%	18.09%	×	10.52%	11.11%	22.85%	×	11.74%
饮料	17.37%	6.19%	✓	-11.18%	1.96%	-1.15%	✓	-3.11%	18.34%	11.32%	✓	-7.02%	37.66%	16.36%	✓	-21.30%
食品	8.23%	3.65%	✓	-4.58%	1.74%	0.93%	✓	-0.82%	10.13%	4.72%	✓	-5.41%	20.10%	9.29%	✓	-10.81%
烟草Ⅲ	9.38%	—	×	—	4.22%	—	—	—	6.32%	—	—	—	19.91%	—	—	—
家庭用品Ⅲ	11.30%	5.00%	✓	-6.30%	1.11%	0.13%	✓	-0.98%	10.54%	11.73%	×	1.19%	22.95%	16.86%	✓	-6.08%
个人用品Ⅲ	22.09%	6.27%	✓	-15.82%	5.59%	-0.08%	✓	-5.67%	39.57%	33.51%	✓	-6.06%	67.25%	39.70%	✓	-27.55%
医疗保健设备与用品	17.94%	6.10%	✓	-11.85%	1.39%	-0.32%	✓	-1.71%	22.72%	12.76%	✓	-9.96%	42.05%	18.53%	✓	-23.52%
医疗保健提供商与服务	11.21%	2.78%	✓	-8.43%	0.70%	0.91%	×	0.21%	15.57%	5.54%	✓	-10.02%	27.48%	9.24%	✓	-18.24%
医疗保健技术Ⅲ	17.80%	26.47%	×	8.66%	2.76%	-1.18%	✓	-3.94%	12.13%	1.89%	✓	-10.24%	32.70%	27.19%	✓	-5.51%
生物科技Ⅲ	57.03%	5.66%	✓	-51.36%	2.97%	-0.71%	✓	-3.68%	37.87%	17.09%	✓	-20.78%	97.87%	22.05%	✓	-75.82%
制药	28.09%	7.21%	✓	-20.89%	5.37%	0.75%	✓	-4.63%	5.35%	22.70%	×	17.36%	38.81%	30.66%	✓	-8.16%
生命科学工具和服务Ⅲ	34.05%	10.27%	✓	-23.78%	1.90%	-0.41%	✓	-2.31%	18.62%	3.02%	✓	-15.59%	54.57%	12.89%	✓	-41.68%
商业银行	48.23%	29.71%	✓	-18.51%	29.43%	—	×	—	1.86%	—	—	—	79.52%	29.71%	✓	-49.80%
互助储蓄银行与抵押贷款Ⅲ	11.94%	—	×	—	12.80%	—	×	—	36.45%	—	×	—	61.19%	—	×	—
多元金融服务	9.58%	8.73%	✓	-0.85%	3.70%	14.46%	×	10.76%	27.09%	1.82%	✓	-25.28%	40.37%	25.01%	✓	-15.36%
消费信贷Ⅲ	9.89%	—	—	—	11.28%	—	—	—	13.29%	—	—	—	34.46%	—	—	—
资本市场	38.21%	37.13%	✓	-1.08%	65.28%	2.91%	✓	-62.37%	8.21%	4.34%	✓	-3.86%	111.70%	44.38%	✓	-67.32%
保险Ⅲ	14.39%	11.06%	✓	-3.33%	1.61%	0.32%	✓	-1.29%	22.12%	—	×	—	38.12%	—	—	—
互联网软件与服务Ⅲ	12.39%	3.95%	✓	-8.44%	1.19%	0.06%	✓	-1.13%	13.35%	5.52%	✓	-7.84%	26.94%	9.53%	✓	-17.41%
信息技术服务	16.61%	6.83%	✓	-9.78%	1.32%	0.62%	✓	-0.69%	11.68%	6.29%	✓	-5.40%	29.61%	13.74%	✓	-15.87%
软件	11.21%	8.45%	✓	-2.76%	1.95%	0.16%	✓	-1.79%	21.97%	16.84%	✓	-5.13%	35.13%	25.44%	✓	-9.68%
通信设备Ⅲ	6.52%	3.99%	✓	-2.53%	1.20%	0.53%	✓	-0.67%	19.63%	4.78%	✓	-14.85%	27.34%	9.30%	✓	-18.04%
电脑与外围设备	5.89%	2.81%	✓	-3.08%	0.99%	0.50%	✓	-0.50%	16.13%	5.45%	✓	-10.68%	23.01%	8.75%	✓	-14.26%
电子设备、仪器和元件	3.33%	3.03%	✓	-0.30%	3.35%	0.55%	✓	-2.80%	3.28%	2.30%	✓	-0.98%	9.96%	5.89%	✓	-4.07%
办公电子设备Ⅲ	—	2.49%	—	—	—	-0.96%	—	—	—	1.39%	✓	—	—	2.92%	—	—
半导体产品与半导体设备	4.98%	3.89%	✓	-1.08%	0.62%	0.43%	✓	-0.19%	0.75%	2.29%	×	1.54%	6.35%	6.62%	×	0.27%
多元电信业务	10.44%	6.92%	✓	-3.52%	1.35%	-0.14%	✓	-1.49%	16.57%	9.42%	✓	-7.15%	28.37%	16.20%	✓	-12.16%
无线电信业务Ⅲ	14.67%	—	—	—	2.42%	—	—	—	12.10%	—	—	—	29.18%	—	—	—
电力Ⅲ	12.21%	2.49%	✓	-9.72%	3.67%	5.19%	×	1.52%	22.59%	0.19%	✓	-22.40%	38.47%	7.87%	✓	-30.60%
燃气Ⅲ	18.23%	3.05%	✓	-15.18%	3.84%	1.78%	✓	-2.06%	—	2.09%	—	—	—	6.92%	—	—
复合型公用事业Ⅲ	7.56%	5.15%	✓	-2.41%	6.35%	4.25%	✓	-2.10%	—	0.68%	—	—	—	—	—	—
水务Ⅲ	12.75%	7.47%	✓	-5.27%	6.48%	6.00%	✓	-0.48%	7.14%	1.42%	✓	-5.73%	26.37%	14.89%	✓	-11.48%
独立电力生产商与能源贸易商Ⅲ	6.30%	4.05%	✓	-2.26%	6.11%	9.62%	×	3.50%	2.09%	0.22%	✓	-1.87%	14.51%	13.88%	✓	-0.63%
房地产管理和开发	14.94%	3.15%	✓	-11.78%	8.72%	3.09%	✓	-5.64%	7.07%	2.84%	✓	-4.22%	30.73%	9.08%	✓	-21.64%

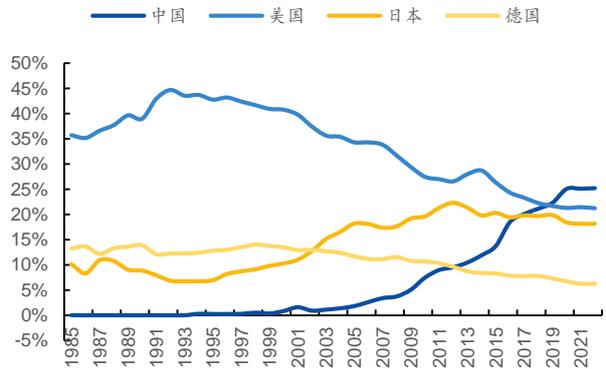
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 25：我国有效专利数已经超越美日德



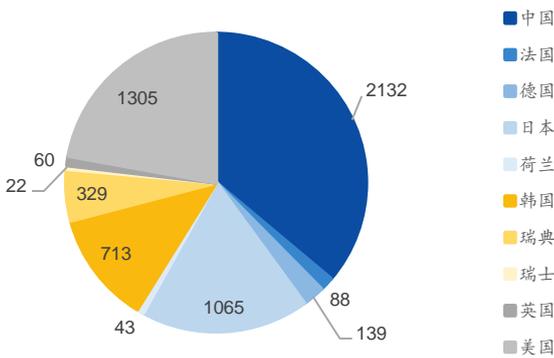
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 26：我国 PCT 专利申请全球占比已达第一位



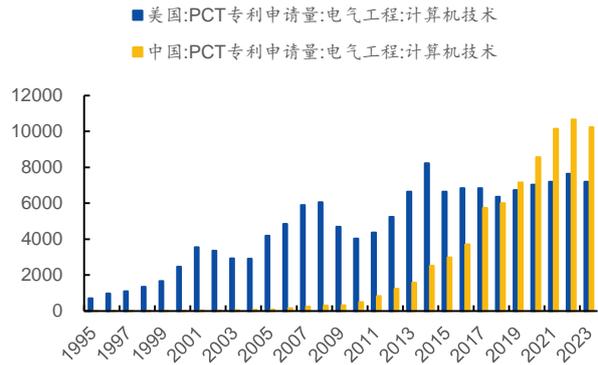
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 27：2023 年我国 PCT 电子通信专利申请量稳居第一



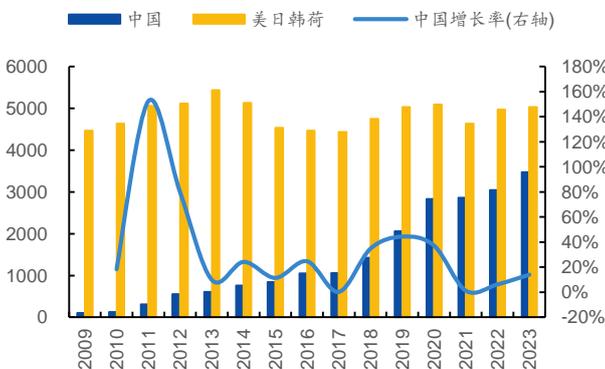
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：中国 PCT 计算机专利申请方面已反超美国



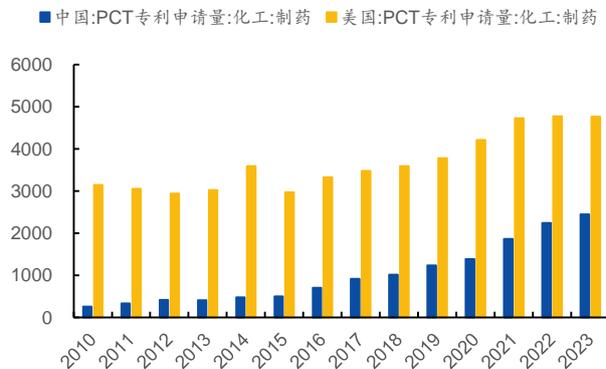
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 29：中国 PCT 半导体专利申请方面仍然落后



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：美国仍然在制药领域领先



资料来源：Wind，国元证券研究所

总结来看，低廉的劳动力价格，压缩的人工成本并不能从根本上提升行业竞争力。从毛利率和净利率的角度看，我国整体产业竞争力较美国偏弱，但在财务、管理、销售费用管理，压缩费用率方面略有优势。在笔者看来目前能真正“走出去”的行业暂时为电力，食品饮料，零售，电子设备元件，汽车及零部件行业。在落后领域方面也不必过度消极，我国正在积极努力弥补产业差距。

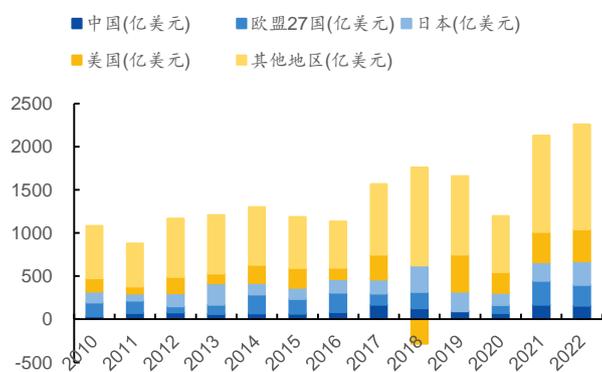
3. 迁入国（地区）成本因素

除了自身产业要能打，迁入地还要能承受住新产业的迁入，有意愿并能够充分利用自身生产要素优势，降低迁出国产业成本。历史看，第一次产业大规模迁出是从英国迁往美国，德国；第二次从美国，德国迁往日本，韩国等区域；第三次是从日本等上世纪 70、80 新发达国家迁移至我国。当前似乎又到了一个产业迁移口：各个发达国家正加大对东南亚地区的投资；从环境看，中东长期战乱，非洲贫瘠落后。我国是否应该加入对东南亚的投资大军呢？

3.1. 东南亚的优势

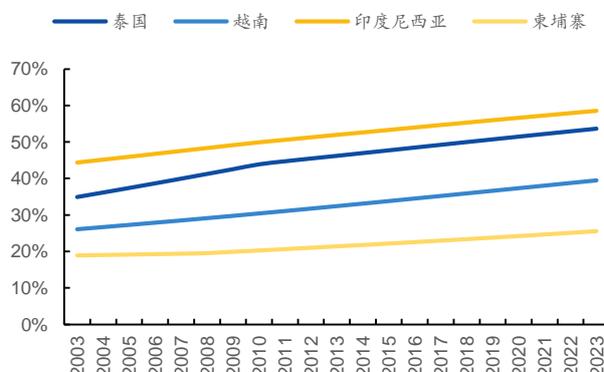
潜在的市场规模。从东南亚城市化进程看，各个国家的城市化进程不一，整体仍有非常大的城市化率空间，以 70% 作为一国城市化率标尺，四个代表性国家泰国、越南、印度尼西亚、柬埔寨 2023 年的城市化率仅分别有 53.61%、39.48%、58.57%、25.57%，城市化率的他整体提升空间巨大，而城市化下带动的消费市场规模是十分可观的。

图 31：东南亚直投流量按来源区分



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 32：东南亚城市化率仍有提高空间



资料来源：iFinD，国元证券研究所

3.2 政策框架与税收优惠

2000 年 11 月，我国时任总理朱镕基提出建立中国—东盟自贸区的设想，得到了东盟各国领导人的积极响应。经过双方的共同努力，2002 年 11 月 4 日，我国与东盟签署了《中国—东盟全面经济合作框架协议》，决定在 2010 年建成中国—东盟自贸区，并正式启动了自贸区建设的进程。2004 年 11 月，双方签署自贸区《货物贸易协议》，并于 2005 年 7 月开 3 始相互实施全面降税。2007 年 1 月，双方又签署了自贸区《服务贸易协议》，2009 年签署《投资协议》，2010 年全面建成“中国—东盟自贸区” 1.0 版本。

2019 年，中国—东盟自贸区升级至 2.0 版，双方进一步开放市场。2022 年 11 月，中国与东盟启动中国—东盟自贸区 3.0 版升级谈判，并于 2023 年 2 月、4 月相

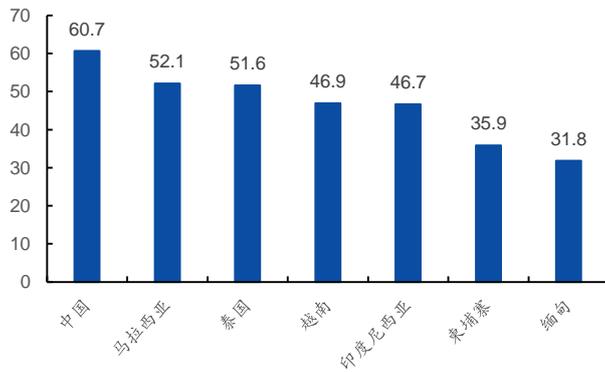
继开展两轮磋商，谈判涵盖货物贸易、投资、数字经济和绿色经济等领域，将自贸区升级为 3.0 版本，加强“软联通”。

从税收政策看，《框架协议》于 2003 年 7 月 1 日生效，根据该协议，中国—东盟自贸区早期收获计划于 2004 年 1 月 1 日开始实施，各国部分农产品关税取消。根据《货物贸易协议》，中国和东盟六国已实现 91.9% 以上产品零关税，其余东盟国家也根据协定承诺正稳步实现零关税。

3. 生产能力尚可，部分成本要素较为低廉

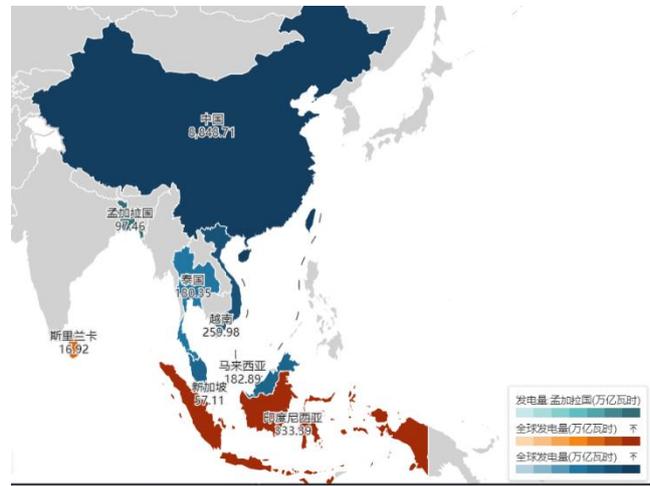
生产者能力指数(PCI)是联合国贸易和发展会议 (UNCTAD) 为衡量各国经济进步于 2023 年 6 月 20 日提出的新指数，涵盖自然资本、人力资本、能源 (电力)、信息和通信技术、结构性变革、运输、私营部门以及机构设置。我们使用 PCI 指数来比较东南亚各国与我国在各个方面的优劣势。

图 33：2022 年我国与东南亚主要国家 PCI 综合对比



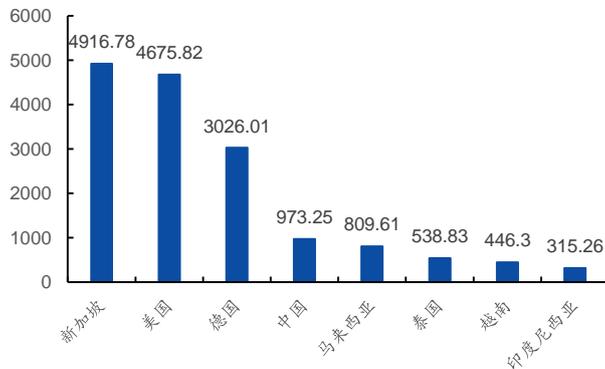
资料来源：UNCTAD，国元证券研究所

图 34：东南亚发电能力远不及我国



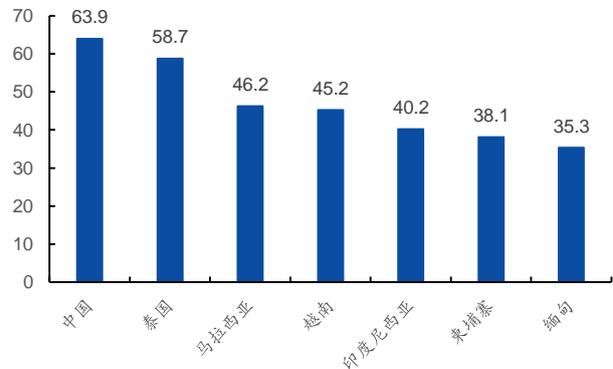
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：各国平均每月税后收入 (美元)



资料来源：Numbeo，国元证券研究所

图 36：PCI 人力资源：东南亚劳动力素质不如我国



资料来源：UNCTAD，国元证券研究所

比较 PCI 综合指数，我国 PCI 指数 60.7，生产能力均高于东南亚各国，比东盟第一名马来西亚 52.1 领先 8.6，比最后一名缅甸 31.8 高 28.9。在工业发电能力看，我国发电 8848.71 万亿千瓦时，远超东盟各国总和，工业生产能力和东盟各国无法比拟的。

从人力资本要素看，尽管马来西亚的人均工资水平 809.61 美元/月与我国接近 973.25 美元/月，但人力资本(这一类别包括人口所拥有的教育、技能和健康条件，以及通过研究人员数量和研究活动支出在社会结构中的整体研究和发展一体化。性别方面反映在生育率上，每增加一次，人力资本得分就会降低)项目得分只有 46.2，劳动力素质较差，泰国工资水平仅有 538.83 美元/月，但人力资本得分与我国接近。其余东盟各国的劳动力成本和人力资本得分均比较低。在能源利用力和运输力看，东南亚各国能源利用能力不均衡，泰国、越南得分与我国接近，运输项看，得益于我国道路交通基础设施建设，我国运输力远超东南亚各国。

综合来看，根据 PCI 的指数得分，在“中国-东盟”框架下，泰国应该算是比较理想的直接投资地。

图 37: PCI 能源项: 东南亚各国能源利用力方面不均衡

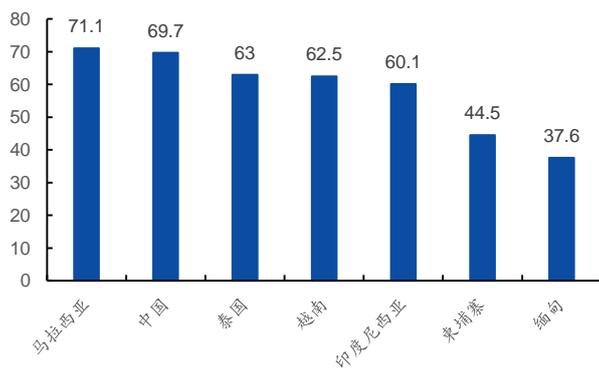
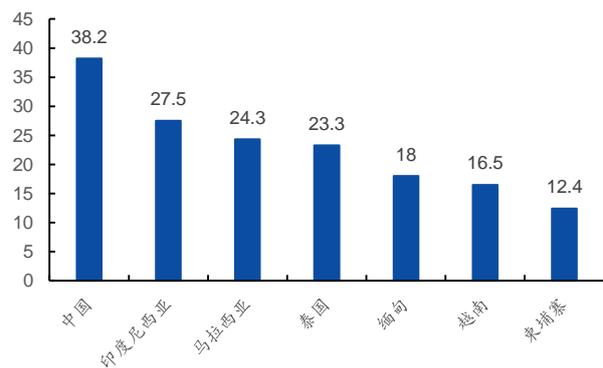


图 38: PCI 运输项: 东南亚运输力整体逊于我国



资料来源: UNCTAD, 国元证券研究所

资料来源: UNCTAD, 国元证券研究所

总结看，我国在东南亚地区的投资总量虽然不足，结构偏向租赁和服务业，但可以在“中国-东盟”的框架下，充分发挥自贸区的免税优势。在比较各国 PCI 细分的基础上，我们认为东南亚的工业生产能力及配套基础设施建设不足，低廉的人工成本无法弥补劳动力素质的劣势，因此无法大规模承接我国制造业。在综合比较的基础上，泰国或许是承接部分制造业的不错选择。

4. 行业拓展空间

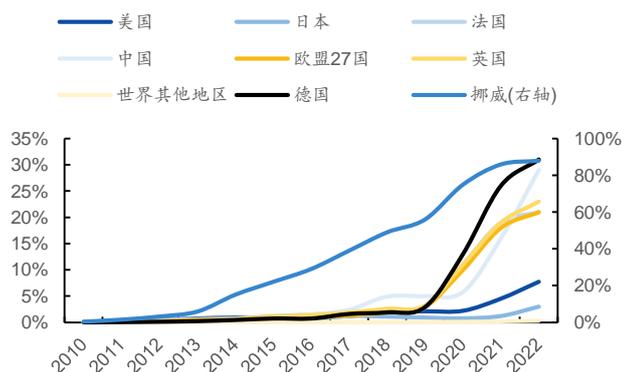
在第三节，本人比较后认为电力，食品饮料，零售，电子设备元件，汽车及零部件行业在世界范围内有较大竞争力。这里我们在一个理想的环境下，浅析新能源汽车产品的出海空间及海外消费规模。

(1) 新能源汽车

目前欧、美为主要市场，东南亚为新兴待开拓市场。我们分欧盟，美国，东南亚三个主要市场讨论估计未来新能源车的市场空间。

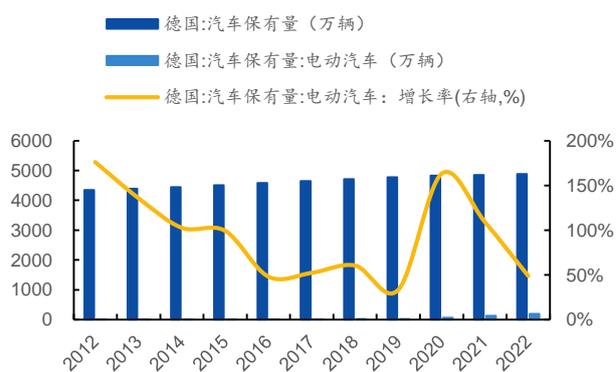
欧盟：根据 IEA，ACEA 以及欧盟议会等数据，欧盟将在 2030 年时期将新能源的销售渗透率提升至 60%，并将新能源汽车的保有量提升至 3000 万辆。截止 2023 年中欧盟新能源汽车保有量约为 710 万辆。在欧盟内部，德国政府已经制定了保有量达 700 至 1000 万辆的目标。按照 wind 数据，截止 2022 年德国电动汽车保有量为 195.22 万辆，距离保守估计 700 万辆仍有接近 505 万的差距。那么至 2030，欧盟 7 年新能源保有量复合平均增速至少为 22.88%，德国 8 年新能源保有量复合平均增速为 17.32%-22.67%。

图 39：全球电动汽车销量渗透率仍待提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 40：德国市场未来增长空间广阔



资料来源：Wind，国元证券研究所

在销量方面，根据 Wind 数据，截止 2022 年欧盟纯电和混电销售总计 198 万台，要完成 7 年累计增长 2290 万辆的目标，如果销售增速恒定（线性加速），利用牛顿迭代法，那么预计 7 年平均销量增速 y 仅需 12.57%。

$$\sum_{i=1}^7 198(1+y)^i = 2290$$

美国：2022 年美国新能源汽车的渗透率仅为 7.7%，而拜登计划于 2030 年提升至 50%，空间巨大。从新能源保有量看，根据 EEI 的数据，美国将计划将保有量增加到 2640 万辆，如果按照销量累计来估计保有量，截止 2022 年为美国新能源保有量为 371.78 万辆。欲达成目标美国 8 年新能源保有量复合平均增速至少为 27.76%。

从销量增速方面看，类比欧盟的平均销量增速计算方法，如果假定销售增速恒定（线性加速），则 8 年平均销量增速至少为 24.35%。

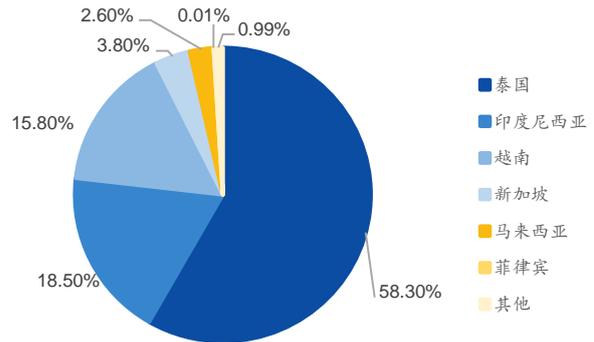
东南亚:新兴东南亚市场中，泰国是新能源汽车的领跑者。根据 Counterpointresearch 的数据，截止 2022 年，泰国占东南亚新能源的销售份额达 58.3%。如果根据汽车注册数据估计，截止 2023 年，泰国新能源汽车保有量大约为 40 万辆，较去年同期激增 19 万辆，年均增速达 80%。根据 Thailand Automotive institute 的数据，截止至 2030 年，泰国新能源汽车保有量应达到 205 万。则未来 7 年新能源保有量复合平均增速为 26.29%。

图 41：美国新能源汽车成长前景较好



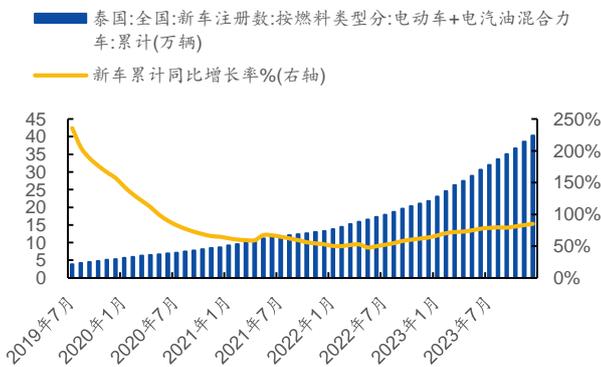
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 42：东南亚地区 2022 年市场销售份额



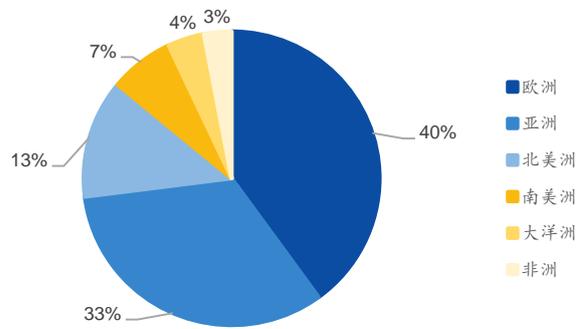
资料来源：Counterpointresearch，国元证券研究所

图 43：泰国新能源汽车市场增长强劲



资料来源：Wind，国元证券研究所

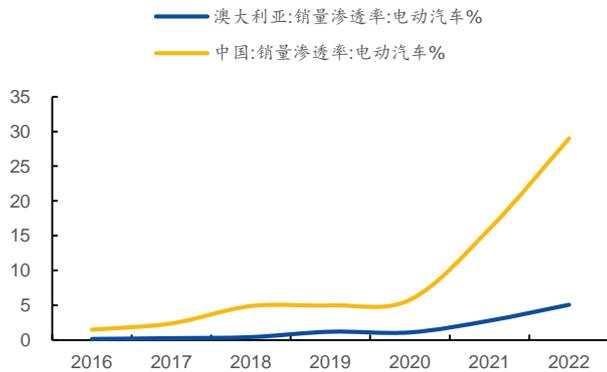
图 44：2023 年中国新能源汽车出口去向分布



资料来源：中国汽车流通协会，国元证券研究所

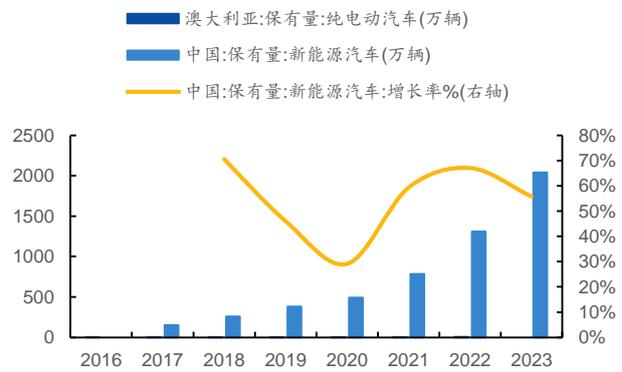
如果按照中国汽车流通协会发布的《2023 年 7 月中国汽车出口市场分析》来计算，亚洲和欧洲，美洲实际上已经包揽了我国绝大部分的出口市场（86%）。除此外，我国积极开拓的南美洲占比 7%，大洋洲占比达 4%。从历史数据看，当前大洋洲销售渗透率 5.0% 与我国 18 年 4.9% 相仿。根据澳大利亚总理莫里森的表述，到 2030 年要达到保有量为 170 万辆，则 8 年新能源保有量复合平均增速至少为 49.81%。而我国 2018 年至 2023 年的 6 年复合平均增速为 44.78%，两者市场相仿。考虑到我国在新能源计划方面的实际行动力要优于澳政府，我们做保守估计，将我国复合平均增速代替澳洲增速。

图 45: 澳大利亚与中国 17 年销售渗透率相仿



资料来源: Wind, 国元证券研究所

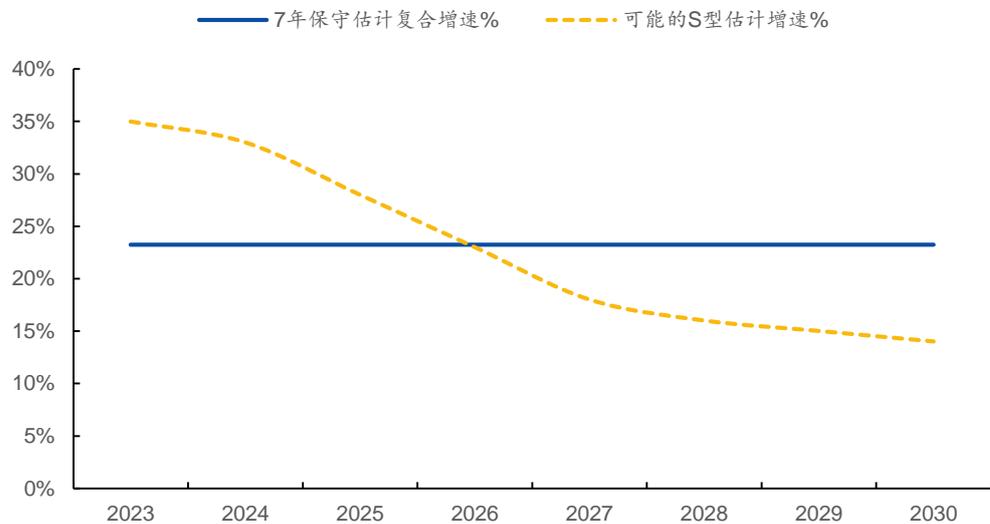
图 46: 推断澳洲未来 7 年增速应与我国 18-23 年接近



资料来源: Wind, 国元证券研究所

在市场份额静态情况下,将欧洲,美国,东南亚地区的保有量增长水平带入,其余地区大洋洲以我国市场前 7 年复合平均增速代替,非洲和南美忽略不计,那么未来我国新能源汽车出口的 7 年平均复合增速保守估计至少为 **23.23%**,如果增长速率曲线非线性呈 S 形状,那么在最近几年内的增长高于该平均值。

图 47: 理想状态下新能源出口保守复合增速估计以及可能的 S 型增速估计



资料来源: 国元证券研究所

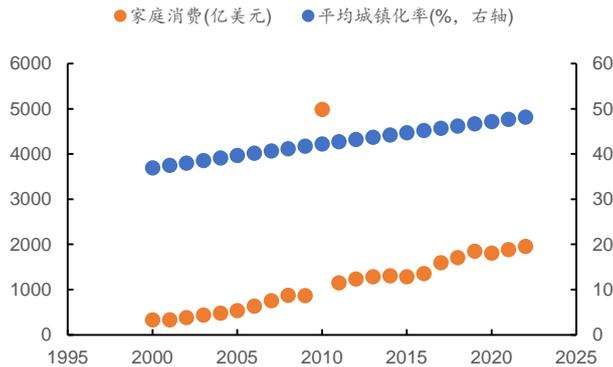
(2) 零售消费规模

我们在第三节中提到了东南亚国家城市化率仍待提高。通过将城镇化率对消费做回归，我们发现东南亚家庭消费规模与平均城镇化水平呈高度正相关。图 49 中 U 代表城镇化率，C 代表消费规模。对各个国家做同类型回归：

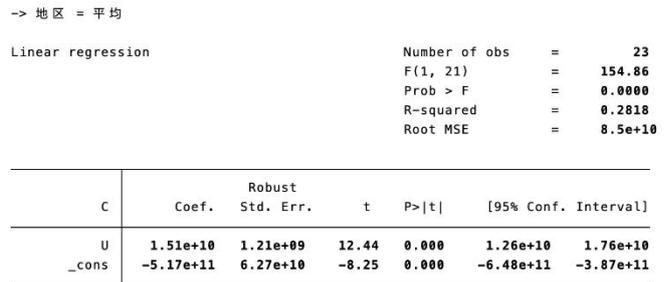
$$Y = \alpha + X\beta + \varepsilon$$

图 48: 东南亚家庭消费规模与平均城镇化率强正相关

图 49: 东南亚家庭消费与城镇化率回归结果



资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, Stata, 国元证券研究所

图 50: 东南亚各国家家庭消费与城镇化率回归系数β结果

地区	系数	t值	P值
文莱	212000000	7.1	0
柬埔寨	2540000000	16.37	0
泰国	10300000000	31.36	0
缅甸	-49800000000	-1.12	0
老挝	868000000	7.48	0
越南	14700000000	32.97	0
东帝汶	126000000	16.94	0
马来西亚	12700000000	21.49	0
菲律宾	84600000000	10	0
印度尼西亚	40100000000	40.36	0
平均	15100000000	12.44	0

资料来源: Wind, Stata, 国元证券研究所

总体看除了缅甸之外其余各国城镇化率对消费的正向作用均显著。马来西亚、印尼的系数结果和平均结果比较接近。城镇化率对家庭消费影响最陡峭的菲律宾。平均的结果表明城镇化率每提高 1%，家庭消费提高 151 亿美元；大概至 2030 年时，东南亚地区的城镇化率提升 4.08%，家庭消费有 616.464 亿美元的增长空间。平均 8 年复合增长率 3.49%。考虑到与美欧消费为主导的经济增速 1-2% 增速差距不大，而东南亚消费体量远远小于美欧，影响十分有限。

5. 总结

综合《关于企业出海的一切》(上)(下)两篇：

在我国人口形势发生改变的情形下，提振国内需求，向消费型经济的转变的压力正在变大。但参考我国国情和国际经验，以消费促经济的模式与人口数量关联度并不高，更多与一国经济情况，国民收入情况相关，因此在我国投资、消费需求长期趋势向下的情况下，我们将目光投向了“出海”。

但细看我国当下“出海”情况，无论是对外出口和对外直接投资现状其实并不太乐观，出口主要是结构问题，对外直接投资的总量和结构均有问题。出口方面在总量上表现为增长有韧性，在结构特征里仍以中低附加值的纺织、电气零件、贱金属为主，但汽车、运输设备的出口占比增长明显。对外直投的问题表现在存量远落后发达国家，结构上集中**亚洲香港的租赁服务业和零售业**。

这其实是我国产业附加值低、竞争力低的表现，也从产业层面解释了我国为何无法复刻日德的“出海”策略。比较中美最优质的上市公司，我国上市公司极大的压缩了人力成本，在核心竞争力方面整体落后，在管理、销售、财务费用管理方面具有整体优势。如果以核心竞争力来论的话，**电力，食品饮料，零售，电子设备元件，汽车及零部件行业**在世界或能顺利“出海”。虽然很难复刻德国在欧盟的优势，但参照德国的经验，构建“中国-东盟”、“一带一路”的政策框架将有助于产品出海。在产业迁入国的选择上，泰国或是一个不错的选择。

我国无法复刻日德的“出海”，既有产业原因，也有政治原因和客观环境变化的原因。“出海”本身并不是单纯关于产品出口或者低端产业转移亦或与海外高端产业国合作的问题，而事关政治与国际经贸形势，国家战略与国家核心利益。无论我国国家战略如何调整，周遭政经环境如何变化，积极发展高附加值，高科技产业，掌控产业核心竞争力，才是产业“出海”的本质内涵。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188