



温故而知新，A 股计算机行业牛市巡礼 ——计算机行业廿四年沉浮回顾

计算机行业首席分析师：吴砚靖



温故而知新，A 股计算机行业牛市巡礼

——计算机行业廿四年沉浮回顾

2024 年 09 月 30 日

核心观点

- 千禧年至今，计算机行业演绎“牛短熊长”，但绝对是市场进攻风格首选：计算机行业是一个多元化的行业，产品维度包括软件、硬件、云服务、系统集成等，行业主要特征“技术更新快”、“下游市场分散”，“产业链条短”，部分细分赛道“业绩弹性大”（例如有 2C 属性的金融科技）。**体现在资本市场的特征则为高贝塔属性，对分母端折现率的敏感度远大于分子端 EPS 增长，牛市乘风破浪，熊市折戟沉沙，板块的“进攻属性”远超“防御属性”。**
- 我们简要复盘计算机行业四轮行业牛市，温故而知新，鉴历史而知未来：
- 第一轮：2005.7~2008.1，历时近两年半，计算机行业指数上涨 455.76%：**2005 年启动的牛市，市场上涨前后顺序大体是先以 S 股为代表的题材股、券商股、有色煤炭及涉矿概念股、银行保险类，计算机行业表现相对大盘偏弱，但也有不俗表现。其间涨幅居前的公司有恒生电子（区间涨幅 1127%）、东软股份（区间涨幅 905%）、用友软件（区间涨幅 716%），受益于牛市行情，恒生电子 2006 年创下了净利润同比增长 830% 历史涨幅最高值。
- 第二轮：2008.11~2010.11，历时两年，计算机行业指数上涨 284.44%：**这轮为时两年的牛市行情，可分为两个阶段，第一阶段从 2008 年 11 月到 2009 年 8 月，上证指数大涨，有称“四万亿”行情，第二阶段从 2009 年 8 月到 2010 年 11 月，上证指数和沪深 300 震荡下调，计算机行业走出独立行情。据不完全统计，当年政府 4 万亿扩张性财政政策中，信息化相关投入约占到 17%，催生了一批国产行业应用软件公司成长起来。其间涨幅居前的公司有华东电脑（区间涨幅 689%）、远光软件（区间涨幅 595%）、川大智胜（区间涨幅 579%）。
- 第三轮：2012.12~2015.6，历时两年半，计算机行业指数上涨 777.63%：**期间货币环境逐渐从紧缩转向宽松，利率水平在这一时期也呈现下降趋势，提供了有利于牛市的货币环境；此外，创业板的双重预期差，即“成长能力预期差”和“解禁诉求预期差”，成为科技股牛市的重要因素之一，互联网金融的流量变现从概念落到现实，进一步推波助澜，并带动各行各业的“互联网+”的热炒行情，随后并购潮开始填充泡沫，并继续助推泡沫行情。其间涨幅居前的公司大部分是互联网金融属性公司，银之杰（区间涨幅 6938%）、同花顺（区间涨幅 3949%）、金证股份（3848%）。
- 第四轮（小牛行情）：2018.10~2020.7，历时 21 月，计算机行业指数上涨 125.69%：**期间在全球宽松的货币环境下，国内货币政策也趋向适度宽松。行业层面的驱动因素主要为“信创国产化”、“新冠疫情催生线上需求”以及“资本市场改革创新”，科创板和创业板注册制改革等一系列政策吸引了大量资金入市，提升了市场活跃度。其间涨幅居前的公司有：诚迈科技（区间涨幅 1415%）、指南针（区间涨幅 642%）、中孚信息（区间涨幅 589%）。
- 投资建议：近期政策催化有望催生新一轮行情，当下数字经济如火如荼，AI 处于新浪潮早期，国产化持续替代，伴随国内外降息，市场流动性有望提升。强烈推荐以 AI+金融、信创、数据要素为首选的行业整体β投资机会。**
- 风险提示：财政货币政策不及预期风险；地缘政治风险；业绩不及预期风险。**

计算机行业

推荐 维持评级

分析师

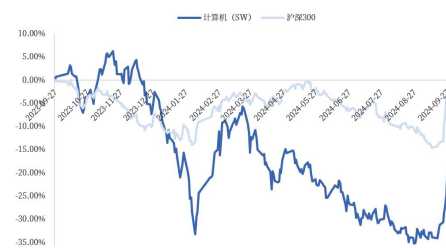
吴砚靖

☎：010-66568589

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519070001

相对沪深 300 表现图 2024-09-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 《【银河计算机】出海行业篇：乘 AI 浪潮，拓数字丝绸之路》
- 《【中国银河研究院】数字经济：引领新质生产力，打造经济新动能》
- 《【银河计算机】科技体制改革全面发力，释放新质生产力》
- 《【中国银河研究】大国经济体系下，人工智能领航数字经济新阶段》

目录

Catalog

一、计算机行业历史牛市中进攻属性尤为显著	3
(一) 计算机行业的产业发展规律及资本市场表现的高 β 属性	3
(二) 千禧年后计算机行业历经四轮牛市，动因各异	3
二、过去十五年计算机当年涨幅靠前牛股巡礼	13
三、投资建议	15
四、风险提示	16

一、计算机行业历史牛市中进攻属性尤为显著

（一）计算机行业的产业发展规律及资本市场表现的高 β 属性

计算机行业是一个多元化的领域，涵盖了硬件、软件、云服务、系统集成等多个维度。其主要特征包括“技术更新快”、“下游市场分散”、“产业链条短”，以及“部分细分赛道业绩弹性大”（如证券 IT），表象看，计算机行业的投资往往受到各种新兴技术概念的影响出现暴涨暴跌，如人工智能、区块链、大数据、云计算等，事实上，行业发展通常受以下产业规律推动：

1. **摩尔定律（Moore's Law）**：这是计算机行业最著名的发展规律之一。摩尔定律预测，集成电路上可容纳的晶体管数量大约每两年翻一番，性能也随之提升。随着物理极限的逼近，摩尔定律的增长速度已经有所放缓，但并未完全失效。并且 AI 时代的算力/智能摩尔定律正在接力，英伟达 CEO 黄仁勋提出的“黄氏定律”预测 GPU 将推动 AI 性能实现逐年翻倍；OpenAI CEO Sam Altman 提出的智能摩尔定律称全球人工智能运算量每隔 18 个月翻一番。这些定律都揭示了计算能力的指数增长趋势，从而不断推动计算机硬件的持续创新和性能提升，技术进步和市场需求的增长使得计算机行业具备整体长期的成长属性。

2. **安迪-比尔定律（Andy and Bill's Law）**：这一规律揭示了计算机行业中软件和硬件之间相互依赖和推动成长的关系，硬件性能的提升往往会被软件的更新所消耗。典型的经典案例，每当硬件制造商如英特尔（Andy）提供更强大的处理器，软件开发商如微软（Bill）就会开发出需要更高性能的软件，从而推动用户升级硬件。软件和硬件厂商之间形成了一种相互依赖的生态链，软件的更新带动硬件的销售，而硬件技术的进步又为软件的创新提供了可能。到了 AI 时代，大模型（软件）的复杂度不断增加，需要更强的计算能力来训练和推理，反之，计算能力的不断提升，也需要大模型厂商开发出更高的性能和开拓更多应用场景，用来消纳算力供给。

3. **缩放定律（Scaling Law），又译规模法则、尺度定律等**：在人工智能时代，Scaling Law 描述了模型规模的扩大（参数增多）、训练数据的扩展以及计算能力的增强，模型的性能会以可预测的方式提升。这表明，通过扩大模型规模和增加训练数据，可以在不进行基础算法创新的情况下显著提升 AI 的性能。

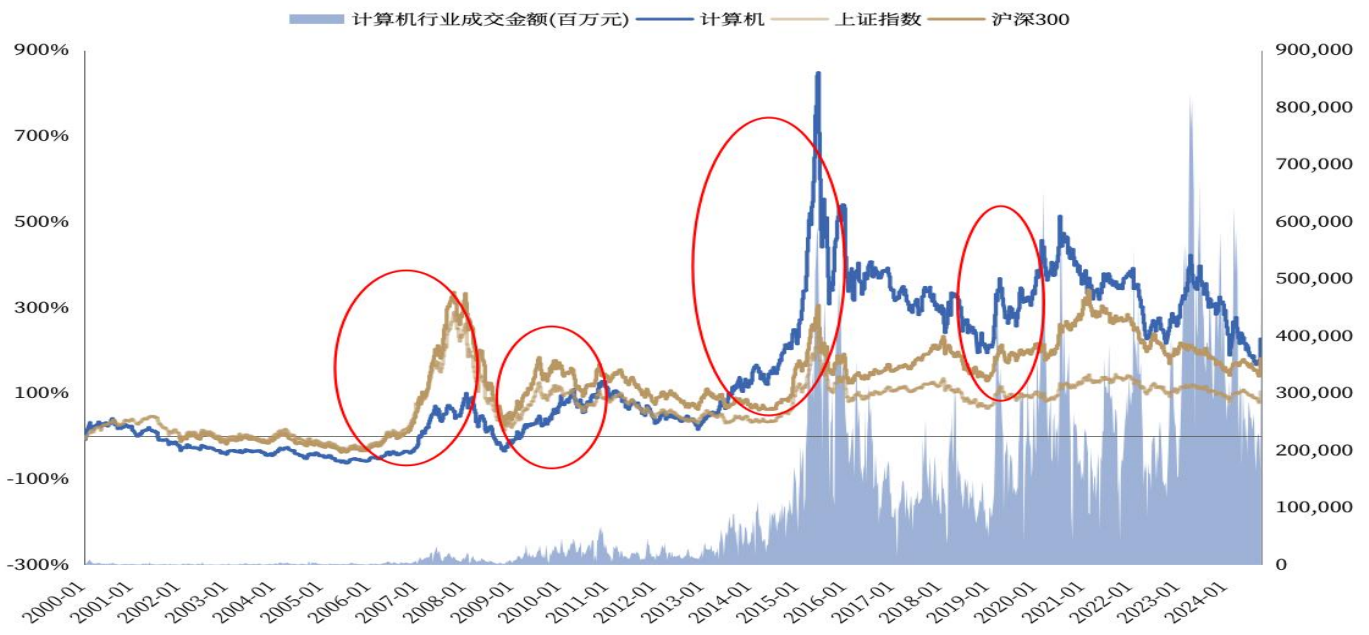
由于行业的以上特征，包括“高增长潜力”和技术更新速度快、研发投入高叠加宏观经济波动而带来的“高不确定性”，计算机行业公司的估值很大程度上依赖于对未来现金流的预测和折现率的变化，导致在资本市场上表现出显著的估值弹性，其股价走势对折现率的敏感度远高于对 EPS（每股收益）增长的敏感度。

从历史数据来看，计算机行业的贝塔系数通常较高，以过去十年数据统计，计算机行业贝塔 β 值为 1.038，位列 31 个一级行业的第三名（仅次于非银金融、电子，略高于电力设备与国防军工）。因此，行业在资本市场上的表现呈现出明显的牛市和熊市周期。在牛市期间，计算机行业的进攻属性显著，常常高歌猛进，而在牛转熊后往往长期消化估值导致行业整体性折戟沉沙。

（二）千禧年后计算机行业历经四轮牛市，动因各异

2000 年之前的狂热的全球互联网科技泡沫也带动了国内科技股行情，市场热点包括电脑、软件、电子、网络等，加之“庄股”横生，诞生了一大批“科技”、“信息”类公司成为 5 倍股、10 倍甚至 20 倍股。当时热点丛生，产业层面也有巨大商机，行业平均净利润水平高。但随着互联网泡沫退去，留下一地鸡毛，千禧年之后，科技类公司面临长达 5 年的漫长熊市。直到 2005 年 7 月到 2008 年跨度两年半的牛市，计算机行业才算“跟风”有了一波，但并非科技股独立行情。千禧年至今，计算机行业经历了四轮行业牛市行情。

图 1: 2000 年至今计算机行业指数涨幅统计



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

以下我们简要复盘一下四轮行业牛市的特征、突出个股、驱动因素等。

1. 第一轮: 2005.7~2008.1, 行业指数上涨 455.76%

从 2005 年 7 月到 2008 年 1 月, 历时两年半, 计算机行业指数上涨 455.76%。

这一轮牛市行情源于 2005 年的股权分置改革以及人民币汇率改革, 股权分置改革是中国证券市场具有里程碑意义的事件, 它启动了中国股市的体制性革命, 为市场注入了活力。而人民币汇率改革, 创造了流动性大宽松的环境, 为股市上涨提供了条件。

政策支持背景: 政府出台了一系列利好政策, 如印花税下调、保险资金直接入市等, 为股市上涨提供了政策支持。

经济运行背景: 这一段时期, 国内经济保持平稳较快的增长, 2005 年, 国内宏观经济运行情况整体良好, 国内生产总值 (GDP) 同比增长 9.9%。其中, 第一产业增加值增长 5.2%, 第二产业增加值增长 11.4%, 第三产业增加值增长 9.6%。随后, 2006 年宏观经济继续高速增长, 直到 2008 年金融危机 GDP 增长率降速到 9.0%。

行情情况: 当时 A 股市场上涨前后顺序大体是, 以 S 股为代表的题材股、券商股、有色煤炭及涉矿概念股、银行保险类。计算机行业公司相对大盘偏弱, 但也有不错的表现。

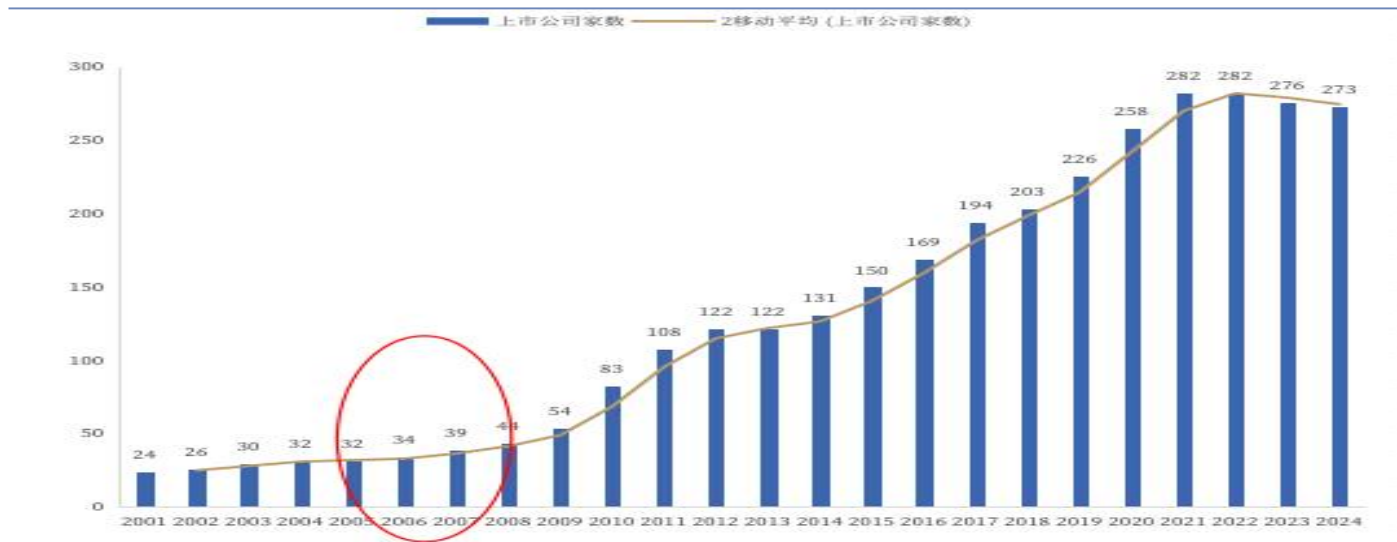
产业情况: 计算机行业在 2005 年的经营情况表现积极。根据工信部公开数据, 2005 年电子信息产业经济运行状况良好, 全年实现销售收入 38411 亿元, 同比增长 24.8%, 其中软件及系统集成收入 3900 亿元, 同比增长 40.3%; 工业增加值 9004 亿元, 同比增长 28.2%; 利税 1742 亿元, 同比增长 6.5%; 进出口 4887 亿美元, 同比增长 25.8%。计算机和电子元件行业以高出全行业平均水平的速度增长, 成为拉动产业增长的主要力量, 全年这两个行业规模以上企业完成销售收入同比增长 29%。软件产业增势明显, 出口继续快速发展。2005 年, 软件产业完成销售收入 3900 亿元, 同比增长 40.3%。其中软件产品收入 2067 亿元, 同比增长 35.2%, 占全部软件产业收入的 53%。系统集成收入 1329 亿元, 同比增长 40.1%; 软件服务收入 505 亿元, 同比增长 66.5%。软件出口额达到 35.9 亿美元, 同比增长 28.2%。

突出个股: 涨幅居前的公司有恒生电子 (区间涨幅 1127%)、东软股份 (区间涨幅 905%)、用

友软件（区间涨幅 716%）、同方股份（区间涨幅 683%）、航天信息（区间涨幅 599%）、华胜天成（区间涨幅 593%）。

驱动因素分析：除了大盘整体上涨的背景因素之外，计算机行业本身经历了 2000 年之后的盈利高峰之后，盈利能力也一路向下，并在 2005 年触底，在宏观经济较快增长背景下，行业净利润快速反弹。受益于牛市行情驱动，恒生电子 2006 年更是创下了净利润同比增长 830% 历史涨幅最高值。

图 2：计算机行业上市公司数量变化（2001~2024）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

行业情况：

- 1、这段时间计算机行业上市公司数量较少，从 2005 年的 32 家到 2008 年 44 家。
- 2、行业从 2006 年开始盈利能力全线反弹，2006、2007 年行业整体净利润增速分别为 78.82%、172.08%。
- 3、国内软件行业开始真正兴起，1) 管理软件行业，以用友、金蝶为代表，经过多年的学习期和培育期，开始释放利润；2) 软件外包行业快速增长，根据 CCID 统计，当时软件外包行业每年以 50% 以上复合增长率增长，A 股行业内当时以东软集团为代表；3) IT 硬件从 2005 年增速开始下滑，但特别领域的 IT 设备，如航天信息的增值税专用发票防伪税控系统及配套设备受垄断优势影响，保持较高利润水平。

图 3：计算机板块整体归母净利润增速对比（2005~2007）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

估值水平：

本轮牛市过后，计算机行业重点公司估值水平从 2008 年高点平均 59 倍一路下跌到年底 22 倍，随后触底，开始第二波行业牛市行情。

表 1：2005~2008 牛市结束后计算机行业重点公司估值回落情况

证券代码	公司名称	2008 年高点动态 PE	2008 年底部动态 PE
600271.SH	航天信息	47	23
600588.SH	用友网络	37	20
600718.SH	东软集团	60	17
600410.SH	华胜天成	59	13
002153.SZ	石基信息	86	34
600536.SH	中国软件	46	19
600797.SH	浙大网新	62	31
600100.SH	同方股份	73	26
002065.SZ	东华软件	59	14
平均		59	22

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2. 第二轮：2008.11~2010.11，行业指数上涨 284.44%

从 2008 年 11 月到 2010 年 11 月，历时两年，计算机行业指数上涨 284.44%。

市场特征：这一轮 2 年的行业牛市行情，可以分为两个阶段，第一阶段从 2008 年 11 月到 2009 年 8 月，上证指数同步上涨行情，也可称为“四万亿”行情，“四万亿计划”是中国政府为应对 2008 年全球金融危机，于 2008 年 11 月 5 日在国务院常务会议上提出的，2008 年 11 月 9 日晚间正式对外公布。第二阶段从 2009 年 8 月到 2010 年 11 月，上证指数和沪深 300 开始震荡下调，计算机行业走出 2010 年的独立行情。

政策支持背景：2008 年全球金融危机后，中国政府实施了四万亿的经济刺激计划，其中信息化相关投入约占 17%。这直接推动了计算机行业的增长，尤其是在国产软件领域。政府的扩张性财政政策不仅促进了基础设施建设，还催生了一批国产行业应用软件公司的成长。

经济运行背景：这段时期，国内经济增速从 2008 年的 9.0% 反弹至 2009 年的 9.4% 和 2010 年的 10.2%。政府的宏观调控政策有效地应对了金融危机带来的冲击，实现了经济的快速反弹。此外，2009 年和 2010 年国内的经常账户顺差与 GDP 之比回落到 2% 左右，显示出经济结构的改善。

行情情况：在这一段牛市中，计算机行业并不是最先启动的板块，最先受益的是与政府刺激计划密切相关的行业，如有色、煤炭、汽车等。随着经济的逐步复苏，计算机行业开始受到市场的关注，尤其是在 2009 年下半年至 2010 年期间，计算机行业走出了独立行情。

产业情况：2008 年受金融危机影响，计算机行业整体净利润增速大幅下降，金融危机后，行业经营情况逐步趋稳，利润率快速提升，企业亏损面明显缩小。软件业务收入呈现前低后高态势，服务化趋势愈发明显。根据工信部统计数据，2008 年，全年累计完成软件业务收入同比增长 29.8%，2009 年，面对国际金融危机的冲击，国内软件产业完成软件业务收入 9513 亿元，同比增长 25.6%，增速比上年低 4.2 个百分点，但软件技术服务增势突出，同比增长 31.4%，导致利润率大幅提升。2010 年，国内软件产业继续保持快速增长，服务化趋势更加突出。全年实现软件业务收入 13364 亿元，同比增长 31%，产业规模比 2001 年扩大了十几倍，年均增长 38%，占电子信息产业的比重由 2001

年的6%上升到18%。在这段时间内，国内软件产业的发展受到了包括财政投入和税收优惠等政策的大力支持。

突出个股：涨幅居前的公司有华东电脑（区间涨幅689%）、远光软件（区间涨幅595%）、川大智胜（区间涨幅579%）、长城电脑（区间涨幅550%）、新大陆（区间涨幅540%）、科大讯飞（区间涨幅452%）、浪潮信息（区间涨幅449%）、大华股份（区间涨幅404%）、恒生电子（区间涨幅397%），长城开发（深科技）、东华软件、启明信息等位列其后。

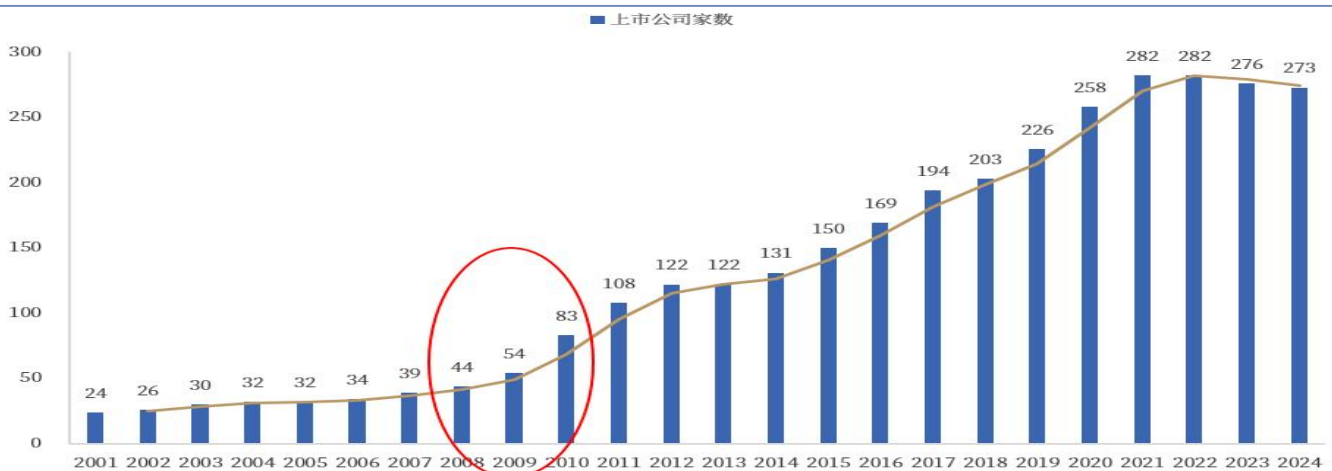
驱动因素分析：

1、政策利好是首因，受金融危机影响，国内出口受阻，国家相继出台4万亿和相关行业振兴计划以拉动经济，与计算机相关的政策文件频发，“核高基”、“电脑下乡”、《电子信息产业调整和振兴规划》等相继推出；

2、据不完全统计，政府4万亿扩张性财政政策中，信息化相关的投入比例约占到17%，即6800亿元，充分拉动了各行各业的信息应用需求，也催生了一批国产行业应用软件公司成长起来，电力、交通、金融、医疗等行业信息化应用明显提升。

行业基本面：1、上市公司数量开始增加，从2008年44家增加到2010年83家；

图4：计算机行业上市公司数量变化（2008~2010）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2、行业盈利能力相比金融危机时期出现明显反弹，2009、2010年行业整体净利润增速分别为95.83%、33.45%，但靠“投资刺激”驱动的盈利能力难以持续，增速从2010年开始下滑。

图5：计算机板块整体归母净利润增速对比（2008~2010）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

估值水平：

这一波牛市行情期间，计算机行业平均估值从动态 PE35 倍涨到 66 倍；涨幅居前的 12 家重点公司估值水平从 2008 年 11 月底平均 41 倍上涨到 2010 年牛市尾声顶部时期的 100 倍。随着盈利能力不达预期，行业利润难以填充过高的估值，从 2010 年底开始，行业进入 2 年的熊市阶段。

表 2：2008.11~2010.11 计算机行业涨幅居前个股动态 PE 对比

证券代码	公司名称	2008 年底动态 PE	2010 年高点动态 PE
600850.SH	华东电脑	93	346
002063.SZ	远光软件	14	38
002253.SZ	川大智胜	21	100
000066.SZ	中国长城	147	50
000997.SZ	新大陆	46	140
002230.SZ	科大讯飞	30	113
000977.SZ	浪潮信息	49	150
002236.SZ	大华股份	23	48
600570.SH	恒生电子	20	58
000021.SZ	深科技	12	44
002065.SZ	东华软件	17	41
002232.SZ	启明信息	22	71
平均值		41	100

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

3. 第三轮：2012.12~2015.6，计算机行业指数上涨 777.63%

从 2012 年 12 月到 2015 年 6 月，历时两年半，计算机行业指数上涨 777.63%。

市场特征：这一轮 2 年半的行业牛市行情，可以分为四个阶段，第一阶段从 2012 年 12 月到 2013 年 6 月，经历了 2 年的市场整体震荡之后，大盘股和中小创双双企稳回升，“智慧城市”因业绩弹性预期较大而引起市场广泛关注和追捧，飞利信、易华录、银江股份等个股延续 2012 年走势继续走强，创业板公司开始吸引更多投资人关注；第二阶段 2013 年 6 月到 2014 年春节前，科技股走出独立行情，创业板代表公司网宿科技开始进入业绩高速增长期，创业板指连创新高，科技股异常活跃，“特一级资质”、“智慧城市”“大数据”、“互联网金融”先后掀起波澜，但市场并未“疯狂”仍显得相对理性；第三阶段从 2014 年春节后到 2014 年 7 月，市场进入休整期，但也是蓄势待发期；第四阶段从 2014 年 7 月到 2015 年 6 月，随着市场交易量增加，互联网金融板块公司开始兑现业绩高增长，东方财富 2014 年中报业绩同比增长 296%，年报更是同比增长到 3213.6%，从互联网金融到各行各业的“互联网+”，加之政府力推双创、产业升级，“改革牛”叠加“杠杆牛”开始全面发力，轰轰烈烈的“互联网+”泡沫行情一直延续到 2015 年 6 月。

政策支持背景：这段时期经济增速持续放缓，但政策从紧缩转向扩张，政府实施了一系列宏观调控政策，包括“营改增”试点扩大、连续降息降准、扶持节能环保政策、稳外需政策、区域发展政策、鼓励民间投资政策、金融改革试验区设立、以及战略性新兴产业发展规划等。这些政策旨在促进经济结构调整、支持企业发展、增强经济活力。2014 年房价和油价下跌后，流动性趋于渐进放松，2015 年流动性大放水。

经济运行背景：这段时期经济增速持续放缓，2012 到 2015 年 GDP 增长率分别为 7.8%、7.7%、7.3%、6.9%。

行情情况：这一轮牛市最初是以创业板的独立行情开始，这一时期创业板指从 585 点上升到 4038 点，随着新兴产业受到政策重视，计算机行业保持良好的增长势头，2014 年，计算机行业在整体市场表现低迷的背景下，走出了结构性独立牛市行情。2014 年 7 月至 10 月，军工、机械、汽车等板块领涨，银行板块相对较弱，随着牛市氛围的形成，券商板块启动，2014 年 10 月至 2015 年 1 月，非银金融和银行业成为市场的领头羊。2015 年 1 月至 6 月，TMT、国防军工等高弹性品种继续领涨市场，以“互联网+”为代表的创业板和题材股表现尤为突出。

产业情况：受经济增速影响，计算机行业增长相对放缓，但受服务占比提升等影响，行业利润增长高于收入增长。2013 年，电子信息产业销售收入总规模达到 12.4 万亿元，同比增长 12.7%，其中软件业务收入 30587 亿元，同比增长 23.4%，2014、2015 年同比增速分别降为 20.2%、15.7%。

突出个股：涨幅居前的公司大部分是互联网金融属性公司，银之杰（区间涨幅 6938%）、同花顺（区间涨幅 3949%）、金证股份（3848%）、长亮科技（3275%）、联络互动（2607%）、信雅达（2454%）、卫士通（2322）、三泰控股（*ST 三泰，2313%）、卫宁健康（2235%）、飞利信（2171%）。

驱动因素分析：这是一轮估值拉升占主要因素的牛市行情，具体驱动因素大致以下几点：

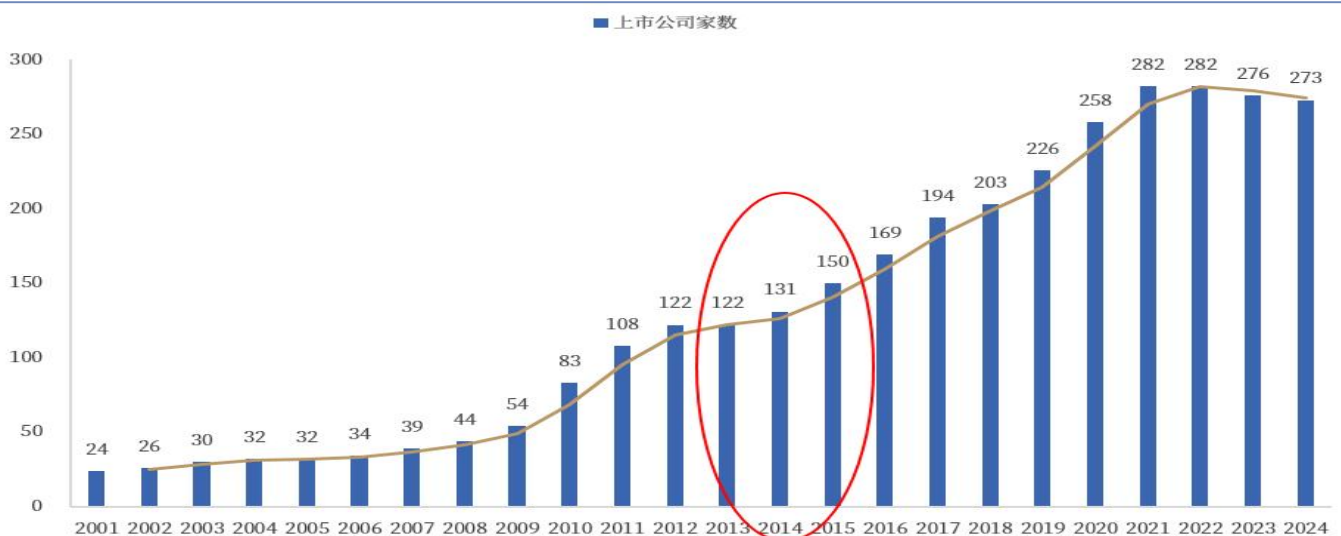
1、创业板的双重预期差，成长能力预期差和解禁诉求预期差，成为科技股牛市的重要因素。创业板公司于 2009 年 10 月 30 日首批 28 家公司股票开始交易，从创业板成立之后，市场相当长一段时间质疑其真正的成长性，同时 2012 年底大批解禁预期成为压制创业板估值的重要因素，而恰恰与市场一致预期相反的是，按照当时新股发行规则，创业板公司获取大量超募资金，上市后大幅度增强其竞争力，其次，创业板公司大部分属于民营企业，大批解禁诉求下，公司业绩增长动力强劲，加之市场资金活跃，解禁量非但未构成巨大抛压，反而成就了交易活跃度；

2、板块内上市公司数量开始增加，题材股开始形成板块效应，互联网金融的流量变现从概念落到现实，进一步推波助澜，并带动各行各业的“互联网+”的热炒行情；

3、2014 年到 2015 年并购潮开始填充泡沫，并继续助推泡沫行情。

行业基本面：1、上市公司数量继续增加，从 2013 年 122 家增加到 2015 年 153 家；

图 6：计算机行业上市公司数量变化（关注 2013~2015）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2、行业整体盈利能力分化，高增长的公司以互联网金融的的东方财富为代表，但行业总体增速

已经不能填充泡沫，因“互联网+”估值体系发生变化，资本市场已经不再把业绩作为重要关注指标，而更多关注公司业务转型带来的巨大预期空间。从 2014 年起，并购外延行情开始填充泡沫。

图 7：计算机板块整体归母净利润增速对比（2013~2015）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 8：计算机板块历年并购数统计



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

估值水平：

这一波牛市行情期间，计算机行业平均估值从动态 PE32 倍涨到 269 倍；涨幅居前的 10 家重点公司估值水平从 2012 年 11 月底平均 41 倍上涨到 2015 年牛市尾声顶部时期的 224.7 倍。

表 3：2012.12~2015.6 计算机行业涨幅居前个股动态 PE 对比

证券代码	公司名称	2012 年底底部点动态 PE	2015 年顶部点动态 PE
300085.SZ	银之杰	44.3	741.3
300033.SZ	同花顺	63.7	54.9
600446.SH	金证股份	22	260.9
300348.SZ	长亮科技	21.4	326.2

002280.SZ	联络互动	196.4	168.5
600571.SH	信雅达	21.6	305.5
002268.SZ	卫士通	69	235.5
002312.SZ	*ST 三泰	29.6	-32.5
300253.SZ	卫宁健康	40.7	95.9
300287.SZ	飞利信	25.5	91
平均值		53.4	224.7

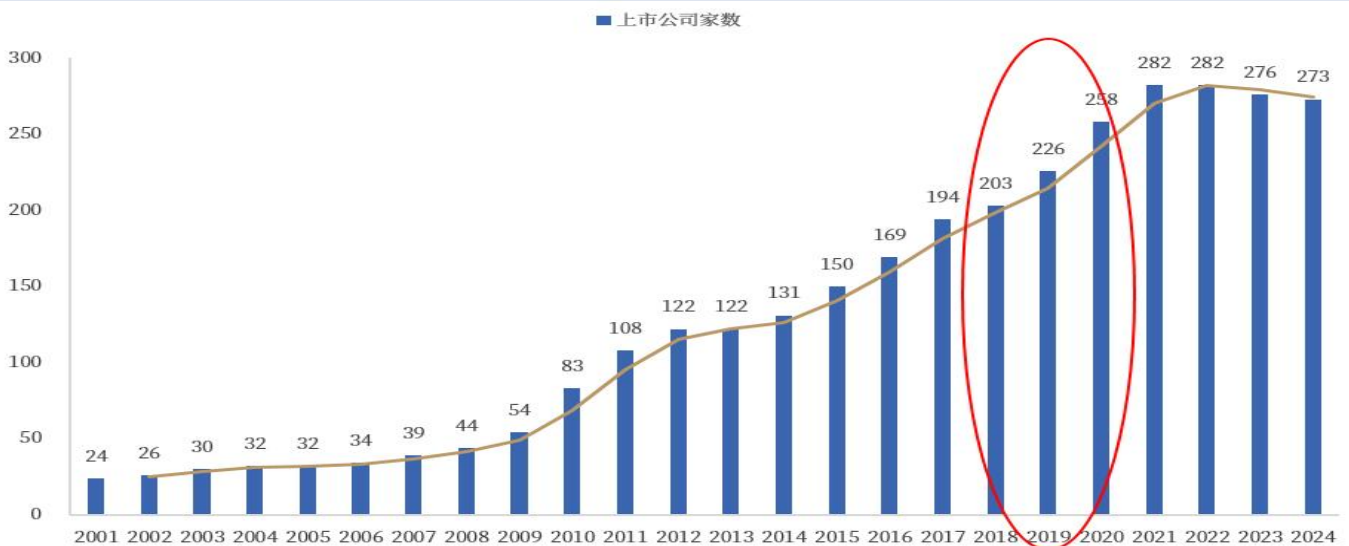
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

4. 第四轮（小牛行情）：2018.10~2020.7，计算机行业指数上涨 125.69%

从 2018 年 10 月至 2020 年 7 月，历时 21 月，计算机行业指数上涨 125.69%。

市场特征：这一期间在全球宽松的货币环境下，国内货币政策也趋向适度宽松。行业层面的驱动因素主要为“信创国产化”以及“新冠疫情催生线上需求”。同时，这段时间资本市场改革加速推进，科创板和创业板注册制改革等政策吸引了大量资金入市，提升了市场活跃度。其间涨幅居前的公司诚迈科技(区间涨幅 1415%)、指南针(区间涨幅 642%)、中孚信息(区间涨幅 589%)。

图 9：计算机行业上市公司数量变化（关注 2018~2020）



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

政策支持背景：这段时期受中美贸易摩擦和国内金融去杠杆政策的影响，资本市场面临压力，政府高层释放积极信号，例如 2018 年 11 月，习近平主席召开民营企业座谈会，提出解决民营企业融资难融资贵问题，以及宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，增强了市场信心。行业政策方面，“信创国产化”相关政策推动了国产软硬件的研发和应用推广。此外，这一期间，政府采取了一系列政策措施应对新冠疫情，实施了更加积极的财政政策，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，以支持抗击疫情和经济社会发展。货币政策采取稳健的货币政策更加灵活适度，通过降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，支持实体经济特别是中小微企业。

经济运行背景：这段时期经济增长但增速放缓，2018、2019 年 GDP 增长率分别为 6.6%、6.1%，2020 年受到新冠疫情的影响，国内 GDP 在一季度出现了负增长，但随着疫情的有效控制，经济逐步恢复增长，全年实现了 2.3% 的增长。

行情情况：这一轮牛市最初是以创业板的独立行情开始，这一时期创业板指从 585 点上升到 4038

点，随着新兴产业受到政策重视，计算机行业保持良好的增长势头，2014年，计算机行业在整体市场表现低迷的背景下，走出了结构性独立牛市行情。2014年7月至10月，军工、机械、汽车等板块领涨，银行板块相对较弱，随着牛市氛围的形成，券商板块启动，2014年10月至2015年1月，非银金融和银行业成为市场的领头羊。2015年1月至6月，TMT、国防军工等高弹性品种继续领涨市场，以“互联网+”为代表的创业板和题材股表现尤为突出。

产业情况：受经济下行影响，计算机行业增长相对放缓，但受服务占比提升等影响，行业利润增长高于收入增长。2013年，电子信息产业销售收入总规模达到12.4万亿元，同比增长12.7%，其中软件业务收入30587亿元，同比增长23.4%，2014、2015年同比增速分别降为20.2%、15.7%。

突出个股：涨幅居前的公司主要是“信创国产化”、“金融IT”以及“智能网联车”相关公司，诚迈科技（区间涨幅1402%）、指南针（区间涨幅647%）、中孚信息（590%）、金溢科技（566%）、万集科技（546%）、同花顺（475%）、中科创达（414%）、宝信软件（386%）、中国软件（363%）、德赛西威（362%）、恒生电子（338%）等。

驱动因素分析：这是一轮A股市场经历了结构性的牛市行情，具体驱动因素大致以下几点：

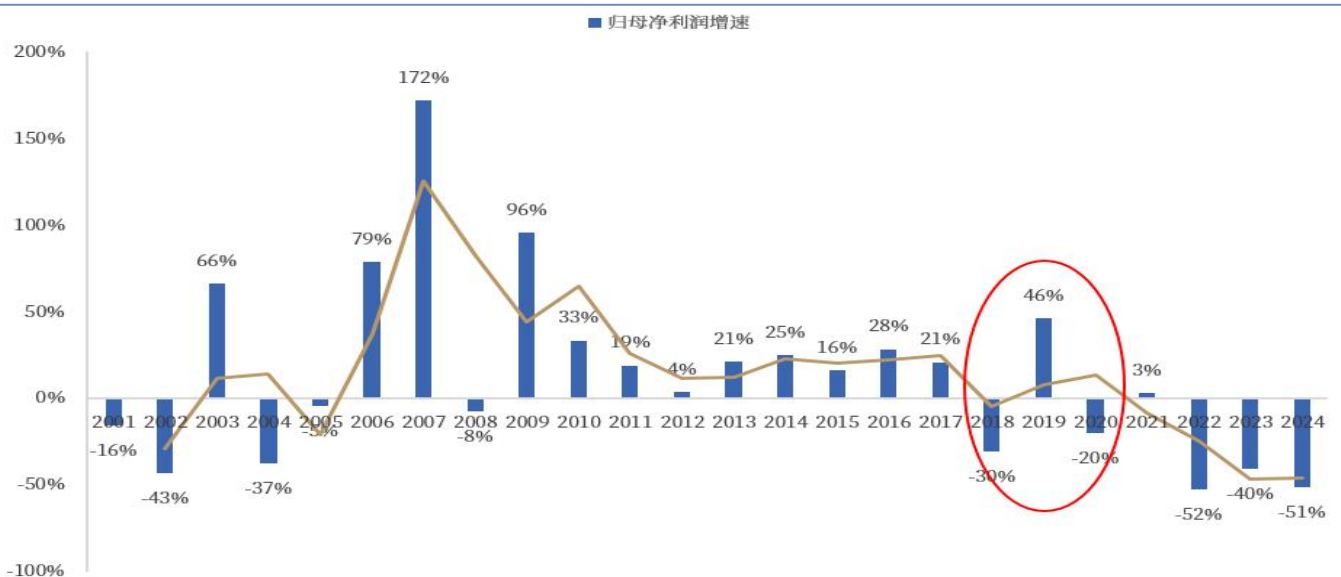
1、分子端，行业出现结构性盈利能力分化：尽管国内经济增速有所放缓，但经济结构持续优化，消费对经济增长的贡献率提升，同时，科技创新和产业升级为经济增长提供了新动力，财政政策更加积极，通过减税降费、增加专项债发行等方式，加大对基础设施建设、科技创新等领域的支持力度；美国对中国高科技加大限制力度，特别是国产基础软件和集成电路产业面临“卡脖子”风险，如芯片供应受限，基于此政府推出了一系列政策支持，促使国产化替代加速，推动了信创产业发展，也催生“信创”主题结构性走牛。此外，新冠疫情催生线上需求，疫情期间，远程办公、在线教育、电子商务等线上服务需求激增，推动了计算机行业的发展。

2、分母端，2019年之后，美联储的货币政策主要是应对新冠疫情带来的经济冲击。在疫情初期，美联储迅速采取了一系列宽松措施。在全球宽松的货币环境下，国内货币政策也趋向适度宽松，央行通过降准、MLF操作等方式释放流动性，保持市场流动性的合理充裕。

3、资本市场改革：科创板的设立和创业板注册制改革等资本市场改革措施，增强了市场的包容性和吸引力，吸引增量资金入市，也提升了市场对估值体系的包容性。

行业基本面：1、上市公司数量继续增加，从2013年122家增加到2015年153家；

图 10：计算机板块整体归母净利润增速对比（2018~2020）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2、行业营业收入增速持续下修，净利润呈现剧烈波动。2018、2019、2020年计算机行业营业收入增速中位数分别为为13.21%、10.12%、6.45%，整体归母净利润增速分别为-30%、46%、-20%。

行业内呈现分化特征，“信创国产化”、“金融 IT”以及“智能网联车”表现相对较优，也体现了市场在“小牛市”行情下对业绩诉求的理性看待。

估值水平：

计算机行业从 2018 年底的整体 36 倍 PE，上涨到 2020 年阶段性高点的 145 倍，随后伴随业绩不达预期，市场后续两年持续回调，估值持续回落。直到 2022 年 9 月后信创政策加码，年底 Chatgpt 横空出世，引发 2023 年上半年的板块行情。

二、过去十五年计算机当年涨幅靠前牛股巡礼

表 4：2009-2023 年计算机当年涨幅靠前牛股一览

	证券代码	证券简称	年内区间涨幅%	年内相对行业指数涨幅(α)%	年内相对沪深 300 涨幅%	次新股	行业年内区间涨幅%	沪深 300 年内区间涨幅%	所属细分赛道
2009 年	000997.SZ	新大陆	404	294	297	否	110	107	金融 IT/电子支付/智慧城市
	600536.SH	中国软件	313	204	206	否	110	107	自主可控（“核高基”）
	002232.SZ	启明信息	275	166	169	否	110	107	汽车行业应用软件
	002063.SZ	远光软件	247	137	140	否	110	107	电力行业应用软件
	600570.SH	恒生电子	245	135	138	否	110	107	金融行业应用软件
2010 年	002236.SZ	大华股份	201	141	157	否	61	45	安防/智慧城市
	002230.SZ	科大讯飞	195	135	151	否	61	45	语音识别/人工智能
	002410.SZ	广联达	169	108	124	是	61	45	建筑行业应用软件
	002073.SZ	软控股份	130	69	85	否	61	45	受益“四万亿”/轮胎行业信息化
	002405.SZ	四维图新	124	64	80	是	61	45	地图厂商/导航数据提供商
2011 年	300229.SZ	拓尔思	111	87	96	是	24	16	大数据/人工智能
2012 年	300212.SZ	易华录	182	151	153	否	31	29	智慧城市
	002421.SZ	达实智能	156	125	127	否	31	29	智慧城市
	002236.SZ	大华股份	139	108	110	否	31	29	智慧城市
	300288.SZ	朗玛信息	124	93	95	是	31	29	医疗大数据
	300202.SZ	聚龙股份	118	87	89	否	31	29	金融（银行）IT
	300188.SZ	美亚柏科	117	85	87	否	31	29	大数据/信息安全
2013 年	300017.SZ	网宿科技	488	398	463	否	90	25	CDN/云计算
	300059.SZ	东方财富	476	387	451	否	90	25	互联网金融
	600536.SH	中国软件	430	340	405	否	90	25	自主可控（特一级资质）
	300085.SZ	银之杰	321	232	296	否	90	25	互联网金融/征信
	002368.SZ	太极股份	249	159	224	否	90	25	自主可控（特一级资质）
	300253.SZ	卫宁健康	248	158	223	否	90	25	医疗信息化/互联网医疗
	300287.SZ	飞利信	226	136	201	否	90	25	智慧城市
2014 年	603019.SH	中科曙光	727	663	649	是	64	78	云计算/IAAS
	300033.SZ	同花顺	574	510	496	否	64	78	互联网金融
	300377.SZ	赢时胜	443	379	366	是	64	78	金融 IT
	300399.SZ	京天利	409	345	331	是	64	78	互联网保险
	300348.SZ	长亮科技	393	329	315	否	64	78	银行 IT/互联网银行

	600410.SH	华胜天成	382	318	304	否	64	78	云计算
	300059.SZ	东方财富	379	315	302	否	64	78	互联网金融
	300288.SZ	朗玛信息	376	312	299	否	64	78	互联网医疗
	600446.SH	金证股份	369	306	292	否	64	78	互联网金融
2015年	600571.SH	信雅达	737	520	673	否	217	64	互联网金融
	002657.SZ	中科金财	727	509	663	否	217	64	互联网金融
	300380.SZ	安硕信息	717	500	654	否	217	64	互联网金融
	300465.SZ	高伟达	703	486	639	是	217	64	互联网金融
	300085.SZ	银之杰	682	464	618	否	217	64	互联网金融/征信
	300302.SZ	同有科技	669	452	606	否	217	64	大数据/存储
	300078.SZ	思创医惠	645	428	581	否	217	64	医疗物联网
2016年	300368.SZ	汇金股份	156	128	124	否	28	32	金融 IT
	300386.SZ	飞天诚信	155	127	123	否	28	32	信息安全/金融 IT
	600797.SH	浙大网新	152	124	120	否	28	32	智慧城市/云计算
	300076.SZ	GQY 视讯	145	117	113	否	28	32	智慧城市/并购预期
	300365.SZ	恒华科技	142	114	110	否	28	32	电力信息化/能源 IT
	300264.SZ	佳创视讯	142	114	110	否	28	32	VR/三网融合
	300496.SZ	中科创达	135	107	103	是	28	32	AIOT 智能物联/智能汽车
2017年	601360.SH	三六零	423	434	401	是	-11	22	网络安全
	300730.SZ	科创信息	245	256	223	是	-11	22	智慧城市
	002908.SZ	德生科技	165	176	143	是	-11	22	社保 IT/数字货币
	002912.SZ	中新赛克	159	170	137	是	-11	22	网络安全/网络可视化
2018年	300634.SZ	彩讯股份	131	145	143	是	-14	-12	运营商软件/5G 消息
	300624.SZ	万兴科技	127	141	139	是	-14	-12	云计算/SAAS/消费类软件
	300674.SZ	宇信科技	118	132	130	是	-14	-12	金融 IT/银行 IT
	300454.SZ	深信服	107	121	119	是	-14	-12	云计算/网络安全
2019年	300552.SZ	万集科技	486	438	450	否	48	36	车联网/ETC/智慧交通
	300598.SZ	诚迈科技	478	430	442	否	48	36	信创/自主可控
	300803.SZ	指南针	321	273	285	是	48	36	金融 IT/互联网券商
	002869.SZ	金溢科技	314	266	278	否	48	36	车联网/ETC/智慧交通
	600536.SH	中国软件	243	195	207	否	48	36	信创/自主可控
	000066.SZ	中国长城	230	182	194	否	48	36	信创/自主可控
	300379.SZ	东方通	229	181	193	否	48	36	信创/自主可控
	600131.SH	国网信通	226	178	190	是	48	36	电网信息化/能源 IT/资产重组
	300659.SZ	中孚信息	224	176	188	否	48	36	信创/自主可控
	603927.SH	中科软	189	141	153	是	48	36	保险 IT/金融 IT
	300468.SZ	四方精创	189	141	153	否	48	36	银行 IT/金融 IT
	300033.SZ	同花顺	187	139	151	否	48	36	券商 IT/金融 IT
	300663.SZ	科蓝软件	176	128	140	否	48	36	银行 IT/金融 IT
	300579.SZ	数字认证	158	110	122	否	48	36	信息安全
	300551.SZ	古鳌科技	149	101	113	否	48	36	银行 IT/券商 IT/金融 IT
	300525.SZ	博思软件	147	99	111	否	48	36	财政信息化
603383.SH	顶点软件	147	99	111	否	48	36	券商 IT/金融 IT	
601519.SH	大智慧	136	88	100	否	48	36	券商 IT/互联网金融	

2020年	300846.SZ	首都在线	358	348	331	是	10	27	IDC/云计算
	002920.SZ	德赛西威	179	169	152	否	10	27	自动驾驶/智能网联车
	300496.SZ	中科创达	160	150	133	否	10	27	AIOT 智能物联/智能汽车
	688111.SH	金山办公	151	141	124	否	10	27	SAAS/信创
	300847.SZ	中船汉光	145	135	118	是	10	27	央国企/办公设备
	603039.SH	泛微网络	142	132	115	否	10	27	SAAS/信创
	002410.SZ	广联达	132	122	105	否	10	27	SAAS/建筑信息化
	900926.SH	宝信 B	118	108	91	否	10	27	IDC/钢铁信息化/工业软件
	300454.SZ	深信服	117	107	90	否	10	27	云计算/网络安全
	600845.SH	宝信软件	111	101	84	否	10	27	IDC/钢铁信息化/工业软件
2021年	002268.SZ	电科网安	235	234	240	否	1	-5	信息安全/央国企
	300264.SZ	佳创视讯	165	164	170	否	1	-5	VR/三网融合
	300682.SZ	朗新集团	155	154	160	否	1	-5	能源互联网/电网信息化
	300790.SZ	宇瞳光学	151	150	156	是	1	-5	视觉智能/智能汽车
	300339.SZ	润和软件	133	132	138	否	1	-5	信创/金融科技
	600225.SH	卓朗科技	132	131	137	否	1	-5	智慧城市
	688078.SH	龙软科技	114	113	119	是	1	-5	煤矿智能化/工业软件
	300687.SZ	赛意信息	105	104	110	否	1	-5	工业软件
2022年	000503.SZ	国新健康	102	101	107	否	1	-5	医保信息化/医疗大数据/央国企
	301153.SZ	中科江南	103	128	125	是	-25	-22	财政信息化
	600225.SH	卓朗科技	102	127	124	否	-25	-22	智慧城市
2023年	000815.SZ	美利云	102	127	124	否	-25	-22	云计算/央国企
	300624.SZ	万兴科技	222	225	229	否	-3	-7	人工智能/AIGC/多模态
	300042.SZ	朗科科技	189	192	196	否	-3	-7	AI 存储
	603496.SH	恒为科技	188	191	195	否	-3	-7	AI 算力
	300678.SZ	中科信息	173	176	180	否	-3	-7	央国企/智慧城市
	603918.SH	金桥信息	154	157	161	否	-3	-7	AI+法律
688590.SH	新致软件	136	139	143	否	-3	-7	保险 IT/AI+保险	

资料来源: WIND、中国银河证券研究院

三、投资建议

伴随美联储降息，全球流动性好转，国内近期政策催化，“924”一揽子金融政策的出台，旨在稳地产、稳股市、稳经济，包括降准降息、稳地产政策、稳股市政策等这些政策的实施，加之证监会提出进一步支持长期资金入市，鼓励并购重组，即将发布《关于推动中长期资金入市的指导意见》和《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，预计将进一步提升市场活跃度，增强投资者信心，我们认为，若后续财政相关政策预期能够落地，A股及港股有望形成新一轮上行趋势。

综上所述，我们不难发现，在牛市中，投资者往往更加偏好那些具有高成长性和技术创新能力的公司，计算机行业公司通常具备这些特点，因此容易获得资本市场的青睐。如前所述，由于行业“高增长潜力”和“高不确定性”，计算机行业公司的估值很大程度上依赖于对未来现金流的预测和折现率的变化，导致在资本市场上表现出显著的估值弹性，其股价走势对折现率的敏感度远高于对EPS（每股收益）增长的敏感度。

计算机行业潜在牛股通常包括“市场空间潜力大”、具备“规模效应”或“梅特卡夫定律-网络效应”、“处于新一轮技术周期早期”、“货币化潜力大”等特征。

基于以上，我们建议积极布局以下细分赛道：

1、AI 上游算力、端侧 AI 或下游货币化能力强的 AI+应用企业：AIGC 处于新一轮浪潮发展早期，全球基础大模型持续迭代，从文本到多模态，从通用到垂直，各家 AI 公司的主流大模型不断进化，正从技术竞赛阶段过渡到应用普及阶段。在 GPT-4o 的发布会前后，国内外基础大模型厂商第一轮价格战拉开帷幕。伴随大模型价格战进入白热化阶段，推理成本的下降将持续推动 AI 应用加速落地。本轮 AI 催化全球数字基建新周期。未来通用大模型趋于收敛，端侧部署加速，推理算力需求有望持续提升。AI+金融有望受益“技术革新”及“市场扩容”双重利好，货币化能力有望率先验证。AI 技术在金融领域的应用越来越广泛，包括智能投顾、风险管理、欺诈检测等，随着技术不断成熟和政策的支持，AI+金融有望成为计算机行业的重要增长点。

2、信创国产化替代：信创产业作为战略性新兴产业，国家不断出台相关政策对行业的发展进行支持。根据前瞻研究院数据，预计到 2029 年，中国信创产业市场规模或将达到 59054 亿元。随着国内外形势的变化，国产软硬件的替代进程有望加速。

3、数据要素：数据要素是数字经济的核心资源，随着数据市场化建设的完善，数据要素的价值有望充分释放。根据工业和信息化部网络安全产业发展中心预计，到 2025 年，中国数据要素市场规模将突破 2000 亿元人民币，五年复合增长率超过 25%。政府对于科技创新和信息技术的重视，为计算机行业提供了强有力的政策支持。例如，国家数据局的组建、《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）（征求意见稿）》的推出等，都是推动行业发展的重要政策。

4、数字化出海和出海数字化企业：从供需视角来看，全球数字化产品与服务需求持续增长，中企数字化出海具备供给优势；从供需视角来看，数字出海全球需求基数庞大：截至 2023 年，全球有 47.6 亿社交媒体用户，51.6 亿互联网用户。全球消费者对于数字化产品和服务的需求日益增长，尤其是在新兴市场，对于移动支付、在线教育、远程医疗等服务的需求激增。中国企业在 AI 云基础设施建和服务、金融科技、供应链管理、智能制造、电子商务等领域展现出强大的供给能力。伴随数字经济发展，“数字原生企业”未来将不断增加，从“数字化企业出海”向“出海企业全面数字化”为 ICT 服务商提供了双重机遇。随着 AIGC 在多领域展现出巨大潜力，数字化出海以及出海数字化面临新一轮机遇，建议关注全球 AI 浪潮下智能硬件新一轮出海潮。

除以上行业层面因素之外，财务指标建议关注：**高毛利率、合同负债较高增长、高研发投入、人效提升、健康的自由现金流、合理的资产负债率。**

根据以上，个股层面我们建议重点关注：**同花顺、财富趋势、恒生电子、深桑达 A、中国软件、金山办公、上海钢联、网宿科技、科大讯飞、海康威视、大华股份、诺瓦星云、拓尔思、彩讯股份、嘉和美康、中科曙光、工业富联、华勤技术、润泽科技、曙光数创、中科创达、锐明技术、万兴科技、国能日新、神州数码、超图软件、萤石网络、柏楚电子、中控技术等公司。**

四、风险提示

技术迭代不及预期风险；法律监管风险；供应链风险；财政货币政策不及预期风险；地缘政治风险；下游需求不及预期风险或业绩不及预期风险等。

图表目录

图 1: 2000 年至今计算机行业指数涨幅统计	4
图 2: 计算机行业上市公司数量变化 (2001~2024)	5
图 3: 计算机板块整体归母净利润增速对比 (2005~2007)	5
图 4: 计算机行业上市公司数量变化 (2008~2010)	7
图 5: 计算机板块整体归母净利润增速对比 (2008~2010)	7
图 6: 计算机行业上市公司数量变化 (关注 2013~2015)	9
图 7: 计算机板块整体归母净利润增速对比 (2013~2015)	10
图 8: 计算机板块历年并购数统计	10
图 9: 计算机行业上市公司数量变化 (关注 2018~2020)	11
图 10: 计算机板块整体归母净利润增速对比 (2018~2020)	12

图表目录

表 1: 2005~2008 牛市结束后计算机行业重点公司估值回落情况	6
表 2: 2008.11~2010.11 计算机行业涨幅居前个股动态 PE 对比	8
表 3: 2012.12~2015.6 计算机行业涨幅居前个股动态 PE 对比	10
表 4: 2009-2023 年计算机当年涨幅靠前牛股一览	13

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。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

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，香港市场以恒生指数为基准。	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 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn