

# 通信

证券研究报告  
2019年05月26日

## 华为事件或现转机，坚定看好5G大趋势

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 本周行业重要趋势：

美国对华为极限施压，要坚信风雨后的彩虹。5月20日，美国给予华为90天临时许可证，但仅限维护和支持已有华为设备。2019年5月23日，美国总统特朗普表示，中美仍有可能达成协议，并指出华为可以是协议的一部分。当前中美两国处于科技、贸易等多领域竞争的大背景之下，美国对中国发展的限制是长期目标，双方博弈是一个长期过程。但是，在大的趋势下，中国乃至全球5G网络建设的推进趋势不变，美国对于华为的打击，只会成为大趋势下的阶段性波折，同时也将进一步推动中国信息产业的自主可控发展，相关领域值得期待。

**第十届中国卫星导航年会召开，北斗自主可控再催化：**2018年我国卫星导航与位置服务产业总产值达3016亿元，较2017年增长18.3%。其中，北斗对产业的核心产值贡献率达80%，由卫星导航衍生带动形成的关联产值达1947亿元。我们认为，在美国明确抑制中国科技发展的背景下，中国北斗可实现技术自主可控，同时随着产品成本下降、精度/性能提升、产业链完善，北斗产业尤其应用端有望迎来加速发展。

### 本周投资观点：

一、在新一轮科技浪潮呼之欲出以及全球分工的趋势下，我们认为对中国乃至全球5G网络建设的推进趋势不变，美国对于华为的打击，只会成为大趋势下的阶段性波折，同时由于美国对于本国技术的封闭，将进一步推动中国信息产业的自主可控发展，相关领域值得期待。

中国的5G网络建设，目前仍按照既定计划前行：19年运营商5G投资启动，整体资本开支计划触底回升，产业链有望迎来景气向上周期。结合近期中美贸易战的演变，我们仍旧维持板块震荡向上的判断：

(1) **重点关注设备商：中兴通讯**（禁令解除后业务迅速恢复，预计19年54.03亿利润，18倍）、**烽火通信**；

(2) **关注天线射频：沪电股份**（天风电子联合覆盖）、**世嘉科技**、**深南电路**、**生益科技**、**通宇通讯**（A股天线龙头）、**华正新材**。**建议关注：**武汉凡谷、**东山精密**（电子团队覆盖）等；

(3) **关注基础设施：中国铁塔**（港股）、**华体科技**（5G智慧路灯）、**三维通信**（微信生态圈与5G小基站）、**中嘉博创**（站址运营）、**中通服**（港股）等；

(4) **关注光模块：中际旭创**（全球数通光模块龙头，5G重要突破）、**剑桥科技**、**天孚通信**（上游器件龙头）、**光迅科技**（全产业链龙头，高端芯片有望自主化）、**博创科技**、**新易盛**、**太辰光**等；

二、非5G板块受贸易战影响有限，建议重点关注低估值、高成长、符合新经济大方向标的的投资机会：

(1) 统一通信龙头：**亿联网络**（预计19年10.95亿利润，24倍）；

(2) IDC龙头：**光环新网**（预计19年9.6亿利润，24倍）；

(3) 物联网龙头：**移为通信**（预计19年1.76亿利润，30倍）、**广和通**、**拓邦股份**（预计19年3.1亿利润，18倍）、**和而泰**等；

(4) 专网通信：**海能达**（预计19年7.2亿利润，22倍）；

(5) 二线设备龙头：**星网锐捷**（预计19年6.9亿利润，17倍）；(6) 云通信龙头：**梦网集团**。

**风险提示：**5G产业和商用进度低于预期，贸易战超预期风险。

### 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**王俊贤** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080002  
wangjunxian@tfzq.com

**姜佳汛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050001  
jiangjiaxun@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《通信-行业研究周报:华为被美国加入产品管制的实体清单，不改5G长期成长趋势》2019-05-19
- 2 《通信-行业研究周报:贸易战对通信行业影响有限，短期情绪压制不改长期大逻辑》2019-05-12
- 3 《通信-行业专题研究:18Q4释放压力19Q1开始复苏，受益4G扩容与5G建设，未来有望持续上升》2019-05-09

## 本周推荐组合

代码	名称	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
		2019-05-24	评级	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
代码	名称	2019-05-24	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000063.SZ	中兴通讯	28.25	买入	-1.67	1.29	1.57	2.01	-16.92	21.90	17.99	14.05
000889.SZ	中嘉博创	10.5	增持	0.34	0.39	0.60	0.76	30.88	26.92	17.50	13.82
002115.SZ	三维通信	11.02	增持	0.39	0.55	0.68	0.79	28.26	20.04	16.21	13.95
002123.SZ	梦网集团	10.69	增持	0.10	0.50	0.75	0.93	106.90	21.38	14.25	11.49
002139.SZ	拓邦股份	5.65	买入	0.22	0.31	0.41	0.53	25.68	18.23	13.78	10.66
002396.SZ	星网锐捷	20.72	增持	1.00	1.19	1.38	1.56	20.72	17.41	15.01	13.28
002463.SZ	沪电股份	9.14	买入	0.33	0.43	0.57	0.70	27.70	21.26	16.04	13.06
300047.SZ	天源迪科	14.52	买入	0.54	0.72	0.93	1.20	26.89	20.17	15.61	12.10
300383.SZ	光环新网	15.15	增持	0.43	0.62	0.83	1.06	35.23	24.44	18.25	14.29
300427.SZ	红相股份	14.77	增持	0.33	0.65	0.79	0.95	44.76	22.72	18.70	15.55
300590.SZ	移为通信	33.16	增持	0.77	1.09	1.41	1.83	43.06	30.42	23.52	18.12
300628.SZ	亿联网络	85.9	买入	2.84	3.61	4.57	5.75	30.25	23.80	18.80	14.94
600050.SH	中国联通	5.72	增持	0.13	0.20	0.28	0.33	44.00	28.60	20.43	17.33
603083.SH	剑桥科技	27.25	增持	0.60	1.10	1.65	2.35	45.42	24.77	16.52	11.60
603679.SH	华体科技	43.4	买入	0.70	1.40	1.92	2.48	62.00	31.00	22.60	17.50

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 本周（05.12.-05.19）行业观点

### 1.1. 行业重要趋势

#### 1.1.1. 华为获美国 90 天临时许可，特朗普提出中美仍有可能达成协议，并且协议里可包含华为

2019 年 5 月 15 日，美国商务部产业安全局（BIS）将华为及其 68 家子公司列入实体清单。根据美国出口管制条例（EAR），对实体清单内公司或个人出口限制清单内的产品需要向 BIS 申请许可证。之后，美国甚至

2019 年 5 月 20 日，美国给予华为 90 天临时许可证：2019 年 5 月 20 日 BIS 向华为发放临时许可证（TGL），允许供应商 90 天内不需要许可证向华为出售限制类产品。90 天后再行决定临时许可证是否续期。

此次临时许可证限定范围仅限维护和支持已有华为设备：此次临时许可证限定范围仅限于已有的运营商采购的华为设备的维护、升级；手机的系统升级；网络设备的安全漏洞防护所需各种产品和服务。并且不包含美国限制清单内的国家和地区的相关业务（古巴、伊朗、朝鲜、苏丹、叙利亚）。

2019 年 5 月 23 日，美国总统特朗普表示，中美仍有可能达成协议，并指出华为可以是协议的一部分。

对于美国制裁华为，我们跟去年中兴受制裁的观点一致，认为华为成为了美国贸易谈判的筹码，美国进一步遏制中国科技发展的意图明显。当前中美两国处于科技、贸易等多领域竞争的大背景之下，美国对中国发展的限制是长期目标，双方博弈是一个长期过程。但是，在大的趋势下，中国乃至全球 5G 网络建设的推进趋势不变，美国对于华为的打击，只会成为大趋势下的阶段性波折，同时也将进一步推动中国信息产业的自主可控发展，相关领域值得期待。

随着我国 5G 试点工作逐步完成，地方 5G 行动规划的陆续出台，5G 网络设备、终端硬件等产业链快速成熟，逐步达到商用部署的条件，5G 网络规模建设有望逐步启动。2019 年 5G 规模建设将正式拉开帷幕，2020 年有望进入规模建设周期，对产业链各环节形成全面拉动，具体来看：

1) 重点关注设备商：中兴通讯（禁令解除，罚款计提导致短期业绩承压，20 年 5G 需求有望兑现，重点关注）、烽火通信；

其他产业链受益环节建议关注：

2) 上游射频器件及材料：世嘉科技、沪电股份（PCB 龙头，天风电子团队联合覆盖）、生益科技、华正新材、通宇通讯（A 股天线龙头）、硕贝德、京信通信、武汉凡谷、摩比发展、东山精密（电子团队覆盖）等；

3) 通信基础设施及支撑系统：天源迪科、中国铁塔、华体科技、中嘉博创、中国通信服务、三维通信、佳力图、英维克等；

4) 光模块：中际旭创（数通光模块龙头，切入 5G 市场）、天孚通信（上游器件龙头）、光迅科技（光模块/器件龙头，高端芯片有望突破）、剑桥科技、博创科技、新易盛、太辰光等；

#### 1.1.2. 第十届中国卫星导航年会召开，北斗自主可控再催化

2018 年通过 10 箭 19 星完成北斗三号基本系统建设，并可提供全球服务，经过半年的稳定运行与全球监测评估，北斗全球定位精度 3.6 米，亚太区域定位精度 2.6 米。北斗全球系统还将提供星基增强、国际搜救、精密单点定位、全球短报文等特色服务。为了北斗系

统性能更加稳健，功能更齐全，中国还将持续进行高密度发射，19年计划发射8-10颗卫星，其中还将发射2-4颗北斗三号卫星，至2020年底全面完成北斗三号系统建设。

2018年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达3016亿元，较2017年增长18.3%。其中，北斗对产业的核心产值贡献率达80%，由卫星导航衍生带动形成的关联产值达1947亿元。我们认为，在美国明确抑制中国科技发展的背景下，中国北斗可实现技术自主可控，同时随着产品成本下降、精度/性能提升、产业链完善，北斗产业尤其应用端有望迎来加速发展。建议关注：海格通信，华测导航等。

## 1.2. 投资观点

在新一轮科技浪潮呼之欲出以及全球分工的趋势下，我们认为对中国乃至全球5G网络建设的推进趋势不变，美国对于华为的打击，只会成为大趋势下的阶段性波折，同时由于美国对于本国技术的封闭，将进一步推动中国信息产业的自主可控发展，相关领域值得期待。

中国的5G网络建设，目前仍按照既定计划前行：19年运营商5G投资启动，整体资本开支计划触底回升，产业链有望迎来景气向上周期。结合近期中美贸易战的演变，我们仍旧维持板块震荡向上的判断。

重点关注各领域龙头公司(5G受益有望最显著)以及绩优低估值品种(受益5G弹性大)：

1) **设备商**：5G基站数量和技术指标均大幅提升，主设备有望大幅受益，重点关注：主设备龙头**中兴通讯**，罚款对短期业绩有较大影响，5G需求拉动有望在2020年兑现，重点推荐。传输网配套无线设备建设，传输网设备厂商也将迎来需求量和价值量的双重提升，建议重点关注传输网设备龙头：**烽火通信**。

2) **光通信板块**：

**光器件子行业**：国内厂商OFC参展数量再创新高，同时纷纷推出400G高端产品，未来中国厂商有望实现质与量的新突破。**贸易战并未包含光模块，市场担忧有望逐步解除**。按具体产品看，数通市场受益海外大型数据中心建设提速，以及国内大数据、人工智能等新技术高速发展推动国内大型数据中心需求逐步出现，数通产品有望持续快速增长，**拥有核心技术壁垒的行业龙头业绩增长前景更明朗**：**中际旭创**；电信市场三大运营商WDM/OTN设备集采陆续落地，端口数创历史新高，400G组网有望年内启动，高速电信光模块需求逐步显现，推动电信光模块/器件需求持续回暖，2019年后5G光模块需求也将开始体现，**择机关注估值逐步消化、高端芯片有望国产化的电信光模块龙头**：**光迅科技、新易盛**等。

**光纤光缆**：未来FTTx对光纤拉动力未来将持续减弱，而流量持续高增驱动网络扩容，会带动城域网光纤需求持续增长。但是2018年需求端受运营商高库存影响，而供给端光棒产能在持续释放，导致短期供需紧张格局缓解，同时大幅降价对行业短期造成一定压力。未来5G建设角度来看，基站组网连接以及流量激增会带来较大光纤需求增量，具备规模的自主光棒厂商有望分享5G红利。**建议关注**：中天科技、亨通光电、通鼎互联、长飞光纤、等；

3) **天馈射频板块**：

短期业绩改善，5G弹性大。**短期来看**：1) 天线/滤波器：行业低迷时期，随着海外市场需求走强，以及国内开始进入5G建设，行业有望持续向好；2) PCB/覆铜板：行业需求稳定增长，国内公司产能利用率和良率提升，以及产品结构优化驱动短期业绩高增长。**中长期看**：5G基站数量有望达4G的1.5-2倍，其上游的天线/滤波器/PCB/覆铜板的数量也成比例增长，同时叠加高频特性带来的产品价值量提升，弹性大。并且市场对该领域的认知还存在有较大预期差，而且部分公司业绩不断超预期、低估值，属于率先受益5G的子领域。**重点关注**：沪电股份、世嘉科技、通宇通讯，建议关注：深南电路、生益科技等。

2、政策重点关注先进制造、新经济、支持独角兽A轮融资，成长性、符合经济发展新方向的成长龙头有望获得更多关注，板块压制因素解除后短期有望反弹，重点关注高成长标

的投资机会。

1) **统一通信龙头：亿联网络**（SIP 电话全球份额持续提升，叠加渗透率提升，预计维持 25% 左右复合增长，中长期关注 VCS 业务海内外拓展情况）；

2) **IDC 龙头建议关注：光环新网**；

3) **符合经济大方向的低估值成长标的：梦网集团**（中国云通信龙头，持续突破推进富媒体信息落地值得期待）、**三维通信**（微信互联网龙头，三年 50% 复合增长）、**天源迪科**（云计算大数据业务持续放量）、**网宿科技**（CDN 龙头受益流量持续高增长，价格竞争趋缓）等；

4) **物联网龙头**：移为通信、拓邦股份（智能控制器龙头）、广和通、高新兴、和尔泰、日海智能等；

5) **专网通信**：重点抓龙头，建议关注：海能达（专网小华为走向全球）；

6) **二线设备白马龙头同时建议关注**：星网锐捷（企业网设备龙头，新业务布局全面发展顺利）。

### 1.3. 通信行业观点

1、**5G**：中国 5G 商用进程符合预期，19 年试商用、20 年商用的时间节点下，我们反复强调 5G 投资节奏，2019 年牌照发放前一年行业有望在密集催化剂推动下迎来主题投资机会，2020 年后业绩兑现推动业绩投资机会。中国移动第三阶段试验网年内完成、设备商产品验证等催化剂有望密集落地，在众多催化剂推动下，未来 5G 有望迎来新一轮投资机会。

国务院发布《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》，其中明确指出重点推进 5G 标准研究、技术试验和产业推进，力争 2020 年启动商用。5G 不同于以往 2/3/4G 是单纯的移动通信技术，5G 将带来颠覆性变革，覆盖移动通信、物联网和车联网三大应用场景，将支撑大量创新商业模式和终端应用，作为新经济的核心基础设施，受到国家的高度关注和大力推动。

国家将 5G 作为技术实力的名片和新经济重要基础设施之一，多次发文力推，因此我们判断投资周期将控制在 3-5 年之内，将对通信产业各细分领域带来显著投资增量：1) 5G 基站数量增多，同时配套的传输设备也相应增长，设备商在 5G 将显著受益；2) 5G 大规模天线阵列对基站天线和基站射频器件有更高需求，天馈射频数量和性能都将大幅提升；3) 由于 5G 高频信号穿透能力较弱，必须通过小基站的模式增强局部覆盖，小基站有望实现从 0 到 1 的跨越式发展，针对区域覆盖进行的网络优化和维护也将在 5G 建设的后周期进入投资高峰期；4) 5G 基站的密集互联需求，以及 5G 流量激增驱动网络持续扩容升级，将大幅提振光纤需求。

5G 时代最直接受益标的建议关注：

1) **设备商龙头：中兴通讯**（2019 年业绩改善，2020 年有望业绩兑现）、烽火通信；

2) **天线及射频龙头**：世嘉科技、通宇通讯、沪电股份（天风电子团队联合覆盖）、生益科技、深南电路、硕贝德、飞荣达（天风电子团队联合覆盖）；

3) **小基站及基础设施运营建议关注**：中国铁塔、华体科技、三维通信、中嘉博创、英维克、佳力图、京信通信、邦讯技术等；

4) **光器件/模块龙头**：中际旭创、天孚通信、光迅科技、博创科技、新易盛、太辰光；

5) **网络优化龙头**：三维通信、宜通世纪；

6) **光纤光缆龙头**：中天科技、亨通光电、通鼎互联、长飞光纤；

2、**成长行业龙头**：政策面开始大力支持先进制造、新经济、独角兽 A 股融资，符合新经济发展大方向的成长龙头标的有望获得市场更高关注，通信行业是与新经济结合最紧密的行业之一，重点关注行业趋势持续向上、具备核心竞争优势的高成长龙头标的：亿联网络（统一通信龙头，SIP 电话全球份额持续提升，叠加渗透率提升，预计维持 30-40% 复合增长，中长期关注 VCS 高端产品放量）；三维通信（微信互联网标的，充分享受微信流量加

速变现红利，预计未来 3 年 50%复合增速)；网宿科技 (CDN 龙头受益流量持续高增长，价格竞争趋缓)；天源迪科 (政企云计算、公安大数据业务持续放量)；数知科技 (梅泰诺收购 BBHI，全球数字营销持续推进)；星网锐捷 (企业网设备龙头，新业务布局全面发展顺利)；梦网集团 (企业短信龙头地位稳固，布局云通信面向 5G 大视频时代新机遇)等。

**3、物联网：**物联网是通信产业未来的重大趋势之一，是实现工业 4.0 和互联网+的重要技术支撑手段，受到政府、运营商及产业链各环节的高度重视，在各方合作推动下，终端应用快速落地，芯片/模组出货量快速增长带动成本持续下降，行业有望进入规模效应正循环。

**从网络覆盖看，**2018 年，中国电信基于 800MHz 的全网 NB-IoT 覆盖已基本完成。网络覆盖完成成为下游终端应用打下坚实基础。

**从芯片和模组看，**海思 Icen1 芯片、Hi2110 及高通 9206 芯片均于 2018 上半年投入量产，海思 Boudica、中星微 7100、Altair 1250 等芯片逐步量产。移远、U-Blox、展讯、广和通等的物联网模组也于 17 年 Q2-Q3 密集推出。

未来芯片模组成本进一步下降、网络覆盖持续完善后，智能水表、电表、气表、智慧照明、物流、智能医疗、工业 4.0 等终端应用将大面积落地，物联网有望进入高速成长期，重点关注从模组、网络管理平台到终端应用等产业链各环节龙头企业。

**平台厂商择机关注：**日海通讯 (平台+模组全面布局)、宜通世纪 (管理平台龙头)；智能控制器龙头建议关注：拓邦股份；**模组厂商建议关注：**高新兴、广和通、盛路通信等；**终端应用厂商建议关注：**移为通信、和而泰、新天科技、东软载波 (电子组联合覆盖)等。

**4、专网通信：**国内公安、地铁项目持续落地，国内龙头加速拓张海外，全球市场份额不断提升，收入快速增长，规模效应体现，利润率持续提升。长期看，海外专网大订单有望逐步落地，业绩有望高增长。建议关注：海能达 (专网小华为走向全球，费用波动影响短期业绩，以及国内公安市场短期承压)；投资机会及催化剂：公司业预期较低，市场调整幅度较大，管理层增持体现对公司长期发展信心，关注大订单结算进度。

**5、军工通信：**随着新军改逐步调整完成，军工订单有望迎来密集落地期，建议重点关注。受益国防信息化、武器系统化、地缘政治形势紧张，预计军工通信领域将迎来快速增长。建议关注：盛路通信、通光线缆、中天科技、海格通信等；

第一次提出专栏陆海空天一体化信息网络工程，其中海基网络设施建设，加强大型海洋岛屿海底光电缆连接建设，积极研究推动海洋综合观测网络由近岸向近海和中远海拓展，由水面向水下和海底延伸。推进海上公用宽带无线网络部署，发展中远距水声通信装备。

择机关注：海格通信、中天科技、银河电子 (电子组覆盖)、通光线缆、盛路通信

**6、国企改革：**中国联通混改最终落地，为通信行业国企改革起到标杆模范的作用，大唐和烽火集团层面推进合并，后续关注上市平台层面重组动作。国企改革有望成为年内一个重要热点，通信方面国企改革主要思路有：

武汉邮科院系统，建议关注长江通信，40 多亿市值，大股东承诺解决与烽火通信的同业竞争问题。大唐和烽火集团合并，整合双方移动和传输网技术优势，关注后续上市平台层面业务调整方案。建议关注：

- 1) 基本面相对优质的混改标的，特发信息，军工+光通信，深圳特发集团旗下。
- 2) 央企改革代表中国联通，前期涨幅较大，多关注技术面。
- 3) 央企改革代表之普天系，东方通信，上海普天。
- 4) 军工集团系统，航天科工旗下航天通信/航天发展，中国电子旗下深桑达 A/中电广通/南京熊猫，中国电科旗下杰赛科技 (电子组覆盖)/国睿科技 (机械组覆盖)/四创电子 (机

械组覆盖)，陕西省地方国企烽火电子。

### 7、主题方面建议择机关注——量子通信：

量子通信是安全性最领先的加密通信解决方案，随着量子计算机商用临近，量子通信得到国家高度重视，全国环网建设逐步启动，干线商用迅速落地，市场空间有望打开。

量子通信部分核心企业：

科大国盾（未上市）、九州量子（新三板）、问天量子（未上市）

A股相关标的：

浙江东方（持股科大国盾与神州量子）、银轮股份（持股科大国盾与神州量子，汽车组覆盖）、亨通光电（运营+工程+光纤光缆和光通信设备）、科华恒盛（与科大国盾战略合作）、盛洋科技（与九州量子合作/持股九州量子）。

## 2. 周专题：ZOOM 未来的增长动力在哪里

美国云视频会议 SaaS 巨头 ZOOM 近期上市，累计涨幅超过 100%，市值达到 200 亿美金。目前市值对应 2019 财年 PS 将近 60 倍，显示美股本市场对其未来发展空间巨大的强烈预期。

Zoom 在 2017-2019 会计年度期间，收入和净利润均保持高速增长的趋势。2017-2019 分别实现收入 0.61、1.52 和 3.31 亿美元，2018、2019 年分别同比 149% 和 118%。和很多 SaaS 公司普遍亏损不同，公司在收入体量不大时即实现了盈利，2017-2019 年分别实现净利润 -1.4、382.2 和 758.4 万美元。2018 年跨过盈亏平衡点后，2019 年实现净利润同比 98.4% 的增长。

Zoom 未来的发展动力在哪里？我们认为大客户和国际化是其战略的重要部分。

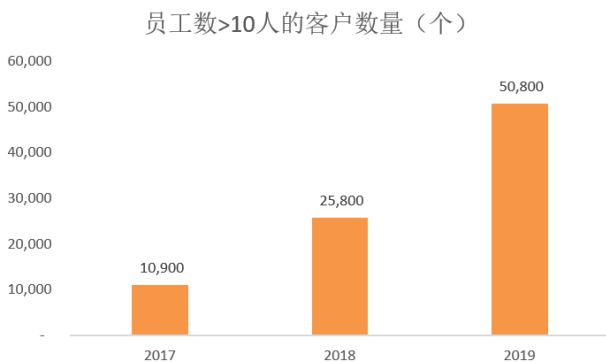
### 2.1. 大客户是未来发展重点

zoom 上市的目标也是拓展大客户市场。

公司发展初期，主要定位几个人的小型企业和团队，获得了迅速的发展，但是单个客户的价值量终究有限。在 2017-2019 年三个会计年度内，前十大客户贡献收入比例均不超过 10%。从长期来看，中大型客户对 ZOOM 的发展至关重要，公司近两年取得了持续突破。

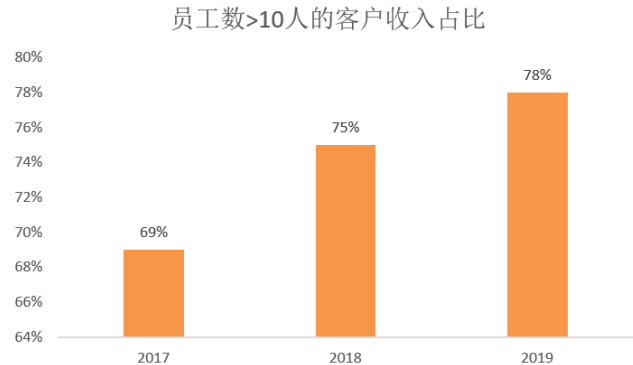
从近两年的发展来看，公司中型客户数量快速增长，收入占比持续提升。超过 10 个员工数的企业客户数量持续提升，从 2017 年的 10900 个增长到 2019 年 50800 个。从收入贡献来看，超过 10 个员工的客户数量占公司整体客户数量不到 10%，但是收入比例 2017-2019 年分别为 69%、75% 和 78%，是公司客户价值量较高的群体。

图 1：zoom 客户员工数超过 10 人的客户数量



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 2：zoom 客户员工数超过 10 人的客户收入占比



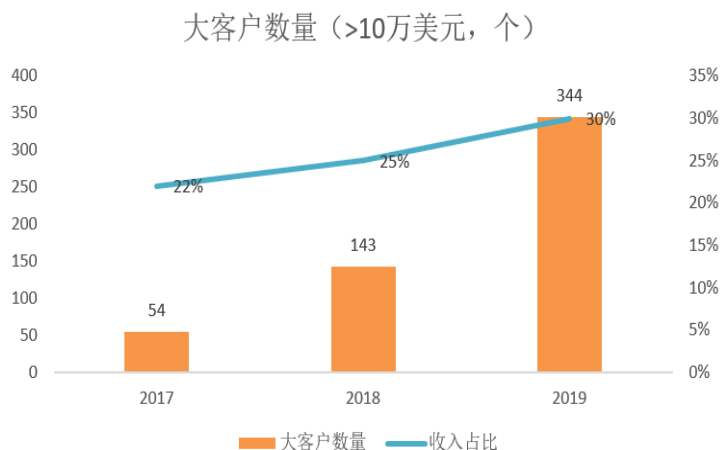
资料来源：招股书，天风证券研究所

从更大型的客户来看，公司同样取得了很好的突破。ZOOM 将客单价超过 10 万美元的称为大客户，2017 年客户数 54 个，2018 年客户数 143 个，2019 年达到 344 个，同比增速均在 100% 以上。

从大客户占整体收入比例来看，2017-2018 年分别为 22%、25%，2019 年已经达到了 30%。可以看到 ZOOM 在大客户上面的拓展非常成功，不仅仅是局限于小型创业团队了，打破了市场之前的固有印象。



图 3：ZOOM 大客户数量及收入占比



资料来源：招股书，天风证券研究所

## 2.2. 继续拓展国际市场，国内仍然政策限制

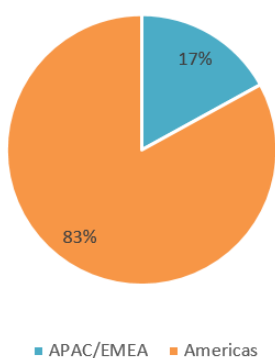
ZOOM 不仅局限于美国本土市场，目前公司在全球 180 个国家实现客户拓展。

2018 年 APAC/EMEA 地区收入占比 17%，2019 年 APAC/EMEA 地区收入占比达到了 18%，其中新拓展了加拿大、法国、日本、荷兰和新加坡的新市场。中国由于政策限制，ZOOM 寻求战略合作伙伴和代理的方式来拓展国内市场。

未来公司仍然希望拓展更多的市场，美国本土以外的市场占比有望持续提升。

图 4：zoom 客户分地区收入占比

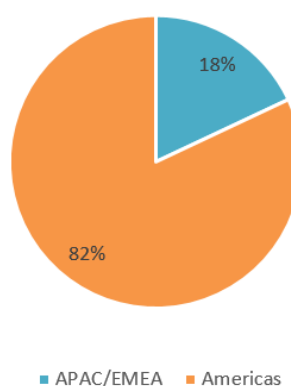
2018年Zoom收入地区分布



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 5：zoom 客户分地区收入占比

2019年Zoom收入地区分布



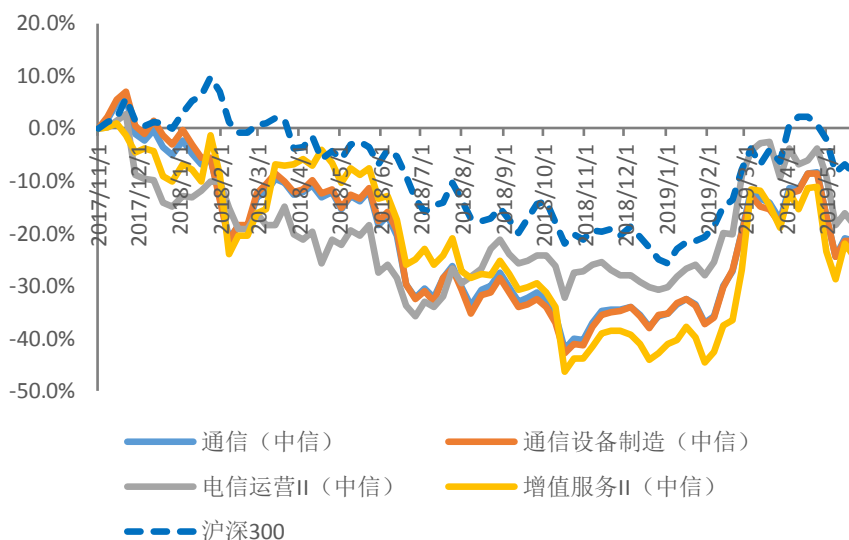
资料来源：招股书，天风证券研究所

### 3. 上周（5.20-5.25）通信板块走势回顾

#### 3.1 上周（5.20-5.25）通信板块走势

上周（5.20-5.25）通信板块下跌 1.93%，跑输沪深 300 指数 0.43 个百分点，跑赢创业板指数 0.43 个百分点。其中通信设备制造下跌 1.89%，增值服务下跌 1.78%，电信运营下跌 2.37%，同期沪深 300 下跌 1.50%，创业板指数下跌 2.37%。

图 6：上周（5.20-5.25）板块涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 2.2 上周市场个股表现

上周通信板块涨幅靠前的个股有创意信息（5G+电力物联网）、东方通信（5G 主题）、福晶科技（国产替代）；跌幅靠前的个股有深南股份、ST 北讯、富春股份。

表 1：上周（5.20-5.25）通信板块个股涨跌幅前十

涨幅前十			跌幅前十		
证券代码	证券简称	周涨幅（%）	证券代码	证券简称	周涨幅（%）
300366	创意信息	22.92%	300555	路通视信	-13.76%
600776	东方通信	21.06%	300167	迪威迅	-14.37%
002222	福晶科技	12.56%	002224	三力士	-15.19%
002017	东信和平	9.93%	600289	*ST 信通	-15.69%
002383	合众思壮	8.80%	600462	*ST 九有	-16.58%
002261	拓维信息	7.95%	002467	二六三	-17.41%
600797	浙大网新	7.42%	300292	吴通控股	-17.50%
300183	东软载波	7.37%	300299	富春股份	-21.05%
300265	通光线缆	7.32%	002359	*ST 北讯	-22.64%
002465	海格通信	7.00%	002417	深南股份	-23.36%

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4.本周（05.27-05.31）上市公司重点公告提醒

表 2：本周（05.27-05.31）通信板块上市公司重点公告提醒

星期	日期	公司	标题
周一	5月27日	国睿科技、ST 信威、神州泰岳	股东大会召开
		东土科技	限售股份上市流通
		中光防雷、博创科技	分红除权
周二	5月28日	长飞光纤、通宇通讯、京信通信 深信服	股东大会召开 分红除权
周三	5月29日	中际旭创、中国电信	股东大会召开
		北斗星通、硕贝德	分红除权
周四	5月30日	中兴通讯、众应互联、亨通光电	股东大会召开
		恒实科技	限售股份上市流通
周五	5月31日	科华恒盛、海格通信、中海达	分红除权

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5.重要股东增减持

表 3：最近一周公告通信股重要股东增减持

名称	变动截止日期	股东类型	方向	变动数量 (万股)	占总股本比 例(%)	交易 平均价	5月25日 收盘价	本周股价变动
超讯通信	2019-05-17	高管	减持	64.41	0.41%	21.15	19.28	-5.54%
超讯通信	2019-05-21	高管	减持	49.00	0.31%	21.14	19.28	-5.54%
超讯通信	2019-05-20	高管	减持	0.50	0.00%	20.61	19.28	-5.54%
超讯通信	2019-05-22	高管	减持	5.99	0.04%	20.91	19.28	-5.54%
春兴精工	2019-05-24	公司	减持	876.41	0.78%	12.10	11.81	-2.56%
共进股份	2019-05-20	高管	减持	47.50	0.06%	9.91	9.58	-2.04%
共进股份	2019-05-17	高管	减持	459.91	0.59%	10.14	9.58	-2.04%
共进股份	2019-05-16	高管	减持	262.04	0.34%	10.47	9.58	-2.04%
光迅科技	2019-05-20	高管	减持	5.52	0.01%	26.50	25.75	1.70%
光迅科技	2019-05-20	高管	减持	7.33	0.01%	26.52	25.75	1.70%
光迅科技	2019-05-21	高管	减持	7.69	0.01%	26.89	25.75	1.70%
光迅科技	2019-05-21	高管	减持	3.58	0.01%	26.81	25.75	1.70%
光迅科技	2019-05-22	高管	减持	3.79	0.01%	27.39	25.75	1.70%
光迅科技	2019-05-22	高管	减持	2.00	0.00%	27.56	25.75	1.70%
数知科技	2019-05-21	高管	减持	368.18	0.31%	9.31	9.57	-1.14%
数知科技	2019-05-22	高管	减持	232.51	0.20%	9.46	9.57	-1.14%
数知科技	2019-05-23	高管	减持	155.42	0.13%	9.58	9.57	-1.14%
*ST 荣联	2019-05-17	高管	减持	59.07	0.09%	4.88	4.40	-8.14%
*ST 荣联	2019-05-20	高管	减持	58.74	0.09%	4.56	4.40	-8.14%
*ST 荣联	2019-05-21	高管	减持	0.31	0.00%	4.60	4.40	-8.14%
*ST 荣联	2019-05-20	高管	减持	58.74	0.09%	4.56	4.40	-8.14%
*ST 凡谷	2019-05-17	高管	增持	0.20	0.00%	14.38	13.07	-11.33%
旋极信息	2019-05-21	高管	减持	182.00	0.11%	5.18	5.64	-3.42%
旋极信息	2019-05-22	高管	减持	107.50	0.06%	6.04	5.64	-3.42%
旋极信息	2019-05-23	高管	减持	10.75	0.01%	5.96	5.64	-3.42%
旋极信息	2019-05-23	高管	减持	144.00	0.08%	5.95	5.64	-3.42%

中威电子	2019-05-17	高管	减持	15.73	0.05%	8.13	7.67	-3.64%
------	------------	----	----	-------	-------	------	------	--------

资料来源: Wind、天风证券研究所

## 6.大宗交易

表 4: 最近 3 个月通信股大宗交易

公司名称	交易日期	成交量 (万股)	成交量 占流通股本 比例(%)	成交额 (万元)	成交价	2019/5/25 收盘价	股价变动
<b>*ST 荣联</b>		<b>100.00</b>	<b>0.27%</b>	<b>579.00</b>	<b>5.79</b>	<b>4.40</b>	<b>31.6%</b>
	4 月 29 日	100.00	0.27%	579.00	5.79	4.40	31.6%
<b>烽火通信</b>		<b>24.00</b>	<b>0.04%</b>	<b>645.94</b>	<b>26.88</b>	<b>26.27</b>	<b>2.3%</b>
	5 月 22 日	13.00	0.02%	354.77	27.29	26.27	3.9%
	5 月 23 日	11.00	0.02%	291.17	26.47	26.27	0.8%
<b>富春股份</b>		<b>720.00</b>	<b>1.72%</b>	<b>3844.80</b>	<b>5.34</b>	<b>5.89</b>	<b>-9.3%</b>
	3 月 19 日	720.00	1.72%	3844.80	5.34	5.89	-9.3%
<b>高新兴</b>		<b>957.48</b>	<b>0.87%</b>	<b>8735.77</b>	<b>9.79</b>	<b>8.00</b>	<b>22.3%</b>
	3 月 11 日	957.48	0.87%	8735.77	9.79	8.00	22.3%
<b>光环新网</b>		<b>1679.79</b>	<b>1.85%</b>	<b>25000.0</b>	<b>14.89</b>	<b>15.15</b>	<b>-1.7%</b>
	5 月 15 日	864.17	0.95%	12798.3	14.81	15.15	-2.2%
	5 月 16 日	815.62	0.90%	12201.6	14.96	15.15	-1.3%
<b>国脉科技</b>		<b>1226.58</b>	<b>2.70%</b>	<b>11632.4</b>	<b>9.63</b>	<b>8.02</b>	<b>20.0%</b>
	3 月 4 日	778.42	1.71%	7083.62	9.10	8.02	13.5%
	3 月 6 日	448.16	0.99%	4548.78	10.15	8.02	26.6%
<b>国睿科技</b>		<b>91.00</b>	<b>0.29%</b>	<b>1278.94</b>	<b>14.05</b>	<b>15.10</b>	<b>-7.0%</b>
	3 月 1 日	49.40	0.16%	696.54	14.10	15.10	-6.6%
	3 月 4 日	41.60	0.13%	582.40	14.00	15.10	-7.3%
<b>海格通信</b>		<b>54.50</b>	<b>0.04%</b>	<b>520.81</b>	<b>9.57</b>	<b>9.32</b>	<b>2.7%</b>
	5 月 21 日	22.50	0.01%	217.13	9.65	9.32	3.5%
	5 月 23 日	32.00	0.02%	303.68	9.49	9.32	1.8%
<b>海兰信</b>		<b>423.60</b>	<b>1.87%</b>	<b>5739.78</b>	<b>13.55</b>	<b>13.51</b>	<b>0.3%</b>
	5 月 10 日	423.60	1.87%	5739.78	13.55	13.51	0.3%
<b>海联金汇</b>		<b>3411.75</b>	<b>6.36%</b>	<b>38613.3</b>	<b>11.04</b>	<b>8.37</b>	<b>31.8%</b>
	3 月 19 日	570.00	1.06%	6783.00	11.90	8.37	42.2%
	4 月 9 日	152.35	0.28%	1858.61	12.20	8.37	45.8%
	4 月 16 日	2167.00	4.04%	24985.5	11.53	8.37	37.8%
	5 月 7 日	322.40	0.60%	3098.26	9.61	8.37	14.8%
	5 月 8 日	200.00	0.37%	1888.00	9.44	8.37	12.8%
<b>亨通光电</b>		<b>25.00</b>	<b>0.02%</b>	<b>577.25</b>	<b>23.09</b>	<b>15.50</b>	<b>49.0%</b>
	3 月 13 日	25.00	0.02%	577.25	23.09	15.50	49.0%
<b>汇源通信</b>		<b>917.93</b>	<b>6.85%</b>	<b>9821.85</b>	<b>10.70</b>	<b>10.89</b>	<b>-1.7%</b>
	5 月 13 日	917.93	6.85%	9821.85	10.70	10.89	-1.7%
<b>佳创视讯</b>		<b>520.00</b>	<b>1.77%</b>	<b>3172.00</b>	<b>6.10</b>	<b>5.24</b>	<b>16.4%</b>
	3 月 12 日	520.00	1.77%	3172.00	6.10	5.24	16.4%
<b>佳都科技</b>		<b>4239.57</b>	<b>3.35%</b>	<b>42604.7</b>	<b>10.42</b>	<b>9.91</b>	<b>5.2%</b>

	3月13日	600.00	0.47%	6630.00	11.05	9.91	11.5%
	3月22日	402.00	0.32%	4482.30	11.15	9.91	12.5%
	4月24日	1471.00	1.16%	14621.7	9.94	9.91	0.3%
	5月6日	1766.57	1.39%	16870.7	9.55	9.91	-3.6%
<b>梦网集团</b>		<b>72.22</b>	<b>0.14%</b>	<b>902.71</b>	<b>12.50</b>	<b>10.69</b>	<b>16.9%</b>
	4月10日	72.22	0.14%	902.71	12.50	10.69	16.9%
<b>日海智能</b>		<b>8.00</b>	<b>0.04%</b>	<b>201.60</b>	<b>25.20</b>	<b>18.74</b>	<b>34.5%</b>
	4月26日	8.00	0.04%	201.60	25.20	18.74	34.5%
<b>三维通信</b>		<b>40.00</b>	<b>0.12%</b>	<b>458.40</b>	<b>11.46</b>	<b>11.02</b>	<b>4.0%</b>
	4月16日	40.00	0.12%	458.40	11.46	11.02	4.0%
<b>神州泰岳</b>		<b>2854.16</b>	<b>2.11%</b>	<b>12180.1</b>	<b>4.47</b>	<b>4.06</b>	<b>10.1%</b>
	3月21日	130.00	0.10%	676.00	5.20	4.06	28.1%
	3月25日	600.00	0.44%	3084.00	5.14	4.06	26.6%
	4月30日	1888.00	1.39%	7552.00	4.00	4.06	-1.5%
	5月7日	116.16	0.09%	419.33	3.61	4.06	-11.1%
	5月10日	120.00	0.09%	448.80	3.74	4.06	-7.9%
<b>盛路通信</b>		<b>1163.00</b>	<b>2.05%</b>	<b>10883.6</b>	<b>9.82</b>	<b>9.70</b>	<b>1.2%</b>
	3月14日	490.00	0.86%	4405.10	8.99	9.70	-7.3%
	3月22日	104.00	0.18%	1008.80	9.70	9.70	0.0%
	3月26日	496.00	0.87%	4692.66	9.47	9.70	-2.4%
	4月22日	40.00	0.07%	427.60	10.69	9.70	10.2%
	4月23日	33.00	0.06%	349.47	10.59	9.70	9.2%
<b>世嘉科技</b>		<b>87.46</b>	<b>1.39%</b>	<b>3362.39</b>	<b>38.37</b>	<b>31.70</b>	<b>21.0%</b>
	2月26日	8.55	0.14%	387.05	45.29	31.70	42.9%
	3月28日	15.00	0.24%	649.20	43.28	31.70	36.5%
	4月19日	29.31	0.47%	1080.96	36.88	31.70	16.3%
	4月23日	24.60	0.39%	897.58	36.49	31.70	15.1%
	4月24日	10.00	0.16%	347.60	34.76	31.70	9.7%
<b>数知科技</b>		<b>1937.67</b>	<b>3.38%</b>	<b>18740.1</b>	<b>9.61</b>	<b>9.57</b>	<b>0.4%</b>
	5月13日	542.58	0.95%	5425.80	10.00	9.57	4.5%
	5月16日	638.97	1.12%	6198.04	9.70	9.57	1.4%
	5月21日	368.19	0.64%	3427.81	9.31	9.57	-2.7%
	5月22日	232.51	0.41%	2199.55	9.46	9.57	-1.1%
	5月23日	155.42	0.27%	1488.96	9.58	9.57	0.1%
<b>网宿科技</b>		<b>405.11</b>	<b>0.23%</b>	<b>5995.02</b>	<b>14.22</b>	<b>10.67</b>	<b>33.2%</b>
	3月21日	64.30	0.04%	859.05	13.36	10.67	25.2%
	3月22日	340.81	0.19%	5135.97	15.07	10.67	41.2%
<b>新易盛</b>		<b>109.15</b>	<b>0.83%</b>	<b>2886.07</b>	<b>26.27</b>	<b>22.47</b>	<b>16.9%</b>
	3月20日	73.90	0.56%	1965.74	26.60	22.47	18.4%
	3月21日	18.00	0.14%	477.00	26.50	22.47	17.9%
	4月26日	17.25	0.13%	443.33	25.70	22.47	14.4%
<b>旋极信息</b>		<b>182.00</b>	<b>0.21%</b>	<b>942.76</b>	<b>5.18</b>	<b>5.64</b>	<b>-8.2%</b>
	5月21日	182.00	0.21%	942.76	5.18	5.64	-8.2%
<b>银河电子</b>		<b>83.00</b>	<b>0.15%</b>	<b>297.97</b>	<b>3.59</b>	<b>4.39</b>	<b>-18.2%</b>
	2月26日	83.00	0.15%	297.97	3.59	4.39	-18.2%
<b>永鼎股份</b>		<b>2060.00</b>	<b>2.64%</b>	<b>9836.20</b>	<b>4.78</b>	<b>5.08</b>	<b>-6.0%</b>
	3月27日	1000.00	1.28%	4780.00	4.78	5.08	-5.9%

	3月29日	1060.00	1.36%	5056.20	4.77	5.08	-6.1%
<b>中国联通</b>		<b>240.00</b>	<b>0.03%</b>	<b>1416.00</b>	<b>5.90</b>	<b>5.72</b>	<b>3.1%</b>
	3月11日	240.00	0.03%	1416.00	5.90	5.72	3.1%
<b>中恒电气</b>		<b>119.28</b>	<b>0.41%</b>	<b>1097.38</b>	<b>9.20</b>	<b>10.13</b>	<b>-9.2%</b>
	2月25日	119.28	0.41%	1097.38	9.20	10.13	-9.2%
<b>中嘉博创</b>		<b>838.80</b>	<b>3.99%</b>	<b>10046.9</b>	<b>12.07</b>	<b>10.50</b>	<b>15.0%</b>
	3月1日	150.00	0.71%	1680.00	11.20	10.50	6.7%
	3月4日	32.00	0.15%	389.76	12.18	10.50	16.0%
	3月11日	150.00	0.71%	1881.00	12.54	10.50	19.4%
	3月21日	268.00	1.28%	3350.00	12.50	10.50	19.0%
	3月28日	238.80	1.14%	2746.20	11.50	10.50	9.5%
<b>中兴通讯</b>		<b>8062.83</b>	<b>3.53%</b>	<b>193830</b>	<b>24.24</b>	<b>28.25</b>	<b>-14.2%</b>
	2月28日	9.00	0.00%	268.20	29.80	28.25	5.5%
	3月28日	8053.83	3.52%	193562	24.01	28.25	-15.0%
<b>众应互联</b>		<b>302.32</b>	<b>1.46%</b>	<b>2811.57</b>	<b>9.30</b>	<b>11.40</b>	<b>-18.4%</b>
	3月11日	302.32	1.46%	2811.57	9.30	11.40	-18.4%
<b>卓翼科技</b>		<b>1155.27</b>	<b>2.81%</b>	<b>11194.60</b>	<b>9.69</b>	<b>7.55</b>	<b>28.3%</b>
	3月13日	1155.27	2.81%	11194.60	9.69	7.55	28.3%

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 7.限售解禁

未来三个月限售解禁通信股共 13 家，解禁股份数量占总股本比例超过 15%的有恒实科技、超讯通信。

表 5：未来三个月通信股限售解禁

公司名称	解禁日期	解禁数量 (万股)	占总股本比	5月25日 收盘价(元)	解禁市值 (万元)	解禁股份类型
东土科技	2019-05-27	697.95	1.35%	14.15	9,875.97	定向增发机构配售股份
恒实科技	2019-05-30	4,932.48	28.30%	22.82	112,559.19	首发原股东限售股份
佳都科技	2019-05-30	200.00	0.12%	9.91	1,982.00	股权激励限售股份
东土科技	2019-06-10	635.64	1.23%	14.15	8,994.35	定向增发机构配售股份
英维克	2019-06-10	1,134.63	5.28%	16.22	18,403.75	定向增发机构配售股份
中威电子	2019-06-20	3,030.30	10.01%	7.67	23,242.42	定向增发机构配售股份
国睿科技	2019-06-27	2,082.67	3.35%	15.10	31,448.25	定向增发机构配售股份
北斗星通	2019-07-01	6,580.49	13.41%	23.99	157,866.04	定向增发机构配售股份
海格通信	2019-07-03	1,730.69	0.75%	9.32	16,130.08	定向增发机构配售股份
东土科技	2019-07-11	1,071.43	2.07%	14.15	15,160.71	定向增发机构配售股份
中际旭创	2019-07-15	2,870.50	5.63%	41.80	119,986.85	定向增发机构配售股份
爱施德	2019-07-22	4,962.00	4.00%	5.13	25,455.06	定向增发机构配售股份
超讯通信	2019-07-29	9,329.75	59.61%	19.28	179,877.56	首发原股东限售股份
天孚通信	2019-08-06	1,210.19	6.08%	24.09	29,153.50	定向增发机构配售股份
天源迪科	2019-08-12	241.90	0.61%	14.52	3,512.34	定向增发机构配售股份

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com