

## 运营商算与网耦合赋能新经济，提质增效重回回报打开成长新空间

通信行业

推荐 (维持)

### 核心观点:

- 事件:** 近日, 三大电信运营商陆续发布年报, 2023 全年, 中国移动实现营收 10093 亿元/+7.7%, 归母净利润为 1318 亿元/+5.0%; 中国联通实现营收 3726 亿元/+5.0%, 归母净利润为 82 亿元/+12.0%; 中国电信实现营收 5078 亿元/+6.90%, 归母净利润为 304 亿元/+10.3%。
- 基础业务 ARPU 值企稳, 5G 渗透率持续提升, 创新云业务等边际改善。** 基本盘 ToC/H 业务稳定增长, 中国移动 5G 用户渗透率达 80.2% (+17.2pct), 移动 ARPU 值达 49.3 元/+0.6%, 千兆家庭宽带客户渗透率为 30.0%(+14.3pct)。中国联通 5G 套餐渗透率达 78%, 移动 ARPU 值达 44.0 元, 固网综合 ARPU 值达 47.6 元。中国电信 5G 渗透率达到 75.8%, 移动用户 ARPU 为 45.6 元/+0.2%, 宽带综合 ARPU 值达 47.8 元, 运营商客户价值和粘性持续提高。运营商云业务等新兴业务边际改善, 中国移动政企市场全年收入达 1921 亿元/+14.2%, 移动云收入达 833 亿元/+65.6%, IaaS+PaaS 收入份额排名进入业界前五。中国联通网数智业务实现收入 752 亿元/+12.9%, 收入规模占主营业务收入 25%, 其中联通云收入 510 亿元/+41.6%。中国电信产业数字化收入达 1389 亿元/+17.9%, 占服务收入比达到 29.9%, 较上年提高 2.8pct, 对服务收入的增量贡献从 2021 年的 51.6% 提升至 70.4%, 天翼云收入达 972 亿元/+67.9%。三大运营商积极发力云业务, 整体增速维持较高水平, 创造营收贡献新增量。
- CAPEX 全年有效控制, 结构优化保障“AI+”发展动能, CT->ICT 快发展。** 中国移动 2023 年资本开支为 1852 亿元, 占营收比 22.8%, 同比下降 1.6pct。预计 2024 年资本开支约为 1730 亿元, 较 2023 年下降 4.0%, 计划算力相关投资达 475 亿元, 加快算力多元供给。中国联通 2024 年计划固定资产投资控制在 650 亿元 (2023 年为 739 亿元), 投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务, 网络投资显现拐点。中国电信 2023 年资本开支为 988 亿元, 其中移动网投资 348 亿元, 产业数字化投资人民币 355 亿元; 计划 2024 资本开支 960 亿元, 较 2023 年下降 2.9%。运营商资本开支企稳结构化增长, 技术升级驱动算网新一轮投资周期。
- 运营商提质增效重回回报, 高派息带来价值凸显, 国企改革有望估值重构。** 中国移动 2023 年派息率为 71%, 有望在三年内达 75% 以上, 力争为股东创造更大价值。中国电信派息率由 2021 年 60% 提升至 2023 年 70% 以上。中国联通每股分红保持双位数增速增长, 增速远高于每股净利润增幅。整体来说, 运营商进一步提升价值创造和价值实现能力, 多措并举提升股东回报。
- 投资建议:** 运营商经营业绩表现良好, 在营收高基数背景下, 未来仍有望维持高个位数增长, 中长期成长性显现。国家积极推进央企“AI+”行动方案, 促进数字技术和实体经济深度融合, 运营商适度超前的算力新基建赋能新质生产力, 助力 5G-A 及算力网络新基建升级。建议重点关注: 中国移动 (A+H)、中国电信 (A+H)、中国联通 (A+H)。
- 风险提示:** 国内外政策和技术摩擦的不确定性风险; 5G 及算力网络规模化商用推进不及预期的风险; 5G-A 应用推广不及预期的风险等。

### 分析师

赵良毕

☎: 010-80927619

✉: zhaoliangbi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030003

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河通信赵良毕团队】\_行业点评\_华为发布 2023 年年报, 夯实 ICT 业务, 经营质量边际改善明显

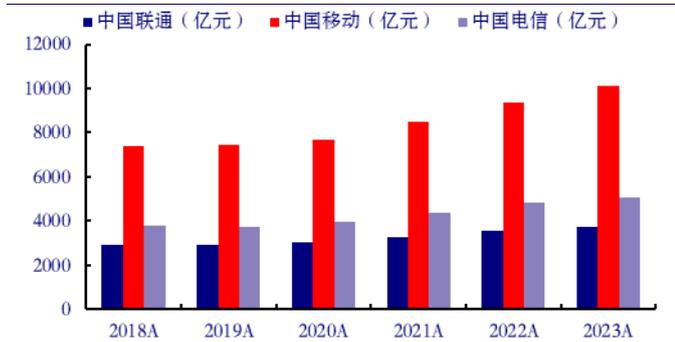
## 目 录

一、2023 年报业绩符合预期，业绩有望维持较快增长 .....	3
二、CAPEX 结构优化保障“AI+”发展动能，CT->ICT 快发展 .....	5
三、基本盘 ARPU 值稳步提升，创新云业务边际改善 .....	7
四、高分红带来企业价值凸显，国企改革有望带来估值重构 .....	8
五、投资建议 .....	9
六、风险提示 .....	10

## 一、2023 年报业绩符合预期，业绩有望维持较快增长

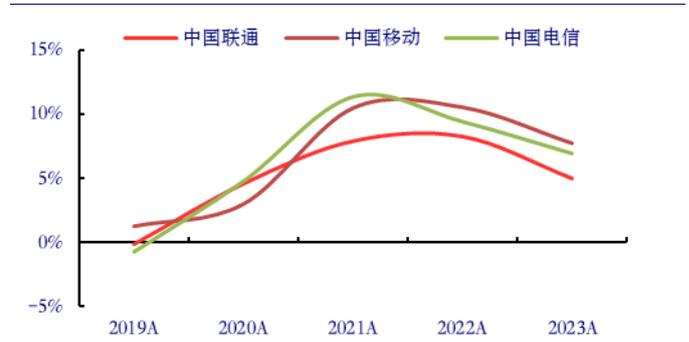
**运营商 23 年业绩符合预期，有望维持高个位数增长。**从运营商通信业收入来看，截至 2023 全年运营商业运行状况良好，营收方面，中国移动实现营收 10093 亿元/+7.7%，高于行业平均增幅。中国联通实现营收 3726 亿元/+5.0%，中国电信实现营收 5078 亿元/+6.90%，三大运营商营收稳中有升。

图1：三大运营商营业收入规模提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2：三大运营商营业收入增速整体向好



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

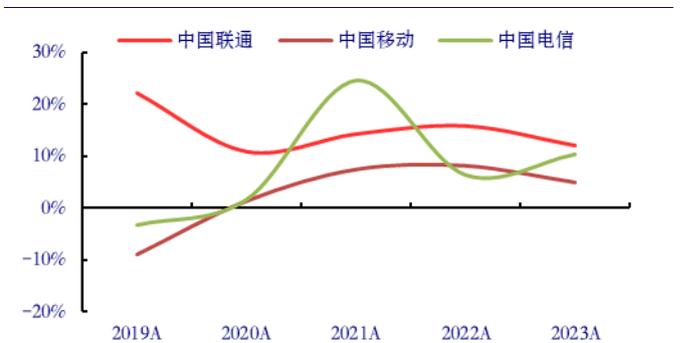
归母净利润方面，截至 2023 全年，中国联通增速较快，实现归母净利润 82 亿元/+12.0%，中国移动实现 1318 亿元/+5.0%，中国电信实现 304 亿元/+10.30%，未来业绩较高增长可期。

图3：三大运营商利润规模提升 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4：三大运营商利润增速向好



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**研发投入持续加大推进“AI+”发展，成本保持良好管控。**三大运营商不断加大对 5G、AICDE 等领域研发投入，加强核心能力建设，为业务发展注智赋能。截止 2023 年，中国移动研发投入 340.62 亿元/+56.61%，中国电信全年研发投入达 164.71 亿元/+23.06%，中国联通全年研发投入达 125.15 亿元/+14.90%，研发投入增速均高于营收增速。中国移动、中国联通、中国电信的研发费用率分别为 2.84% (同比+0.91pct)、2.17% (同比+0.25pct)、2.57% (同比+0.35pct)。其他期间费用保持良好管控，费用率整体稳中有降。

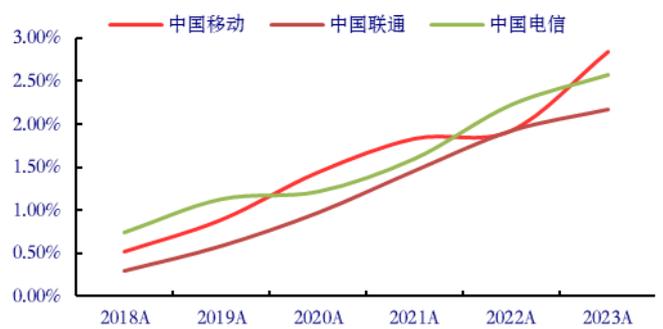
**运营商推进提质增效，盈利能力提升创造股东价值。**截至 2023 年，中国移动全年毛利率达 28.23% (同比+0.45pct)，EBITDA 达 3,415 亿元/+3.7%，EBITDA 占主营业务收入比为 39.5%。中国联通毛利率达 24.52% (同比+0.27pct)，EBITDA 达到 996 亿元，净资产收益率达到 5.1%，实现近年最好水平。中国电信毛利率达 28.83% (同比+0.40pct)，EBITDA 为 1368 亿元/+5.0%，运营商发展稳中有进，经营业绩延续出色表现。

图5：毛利率企稳回升，盈利能力有望提升



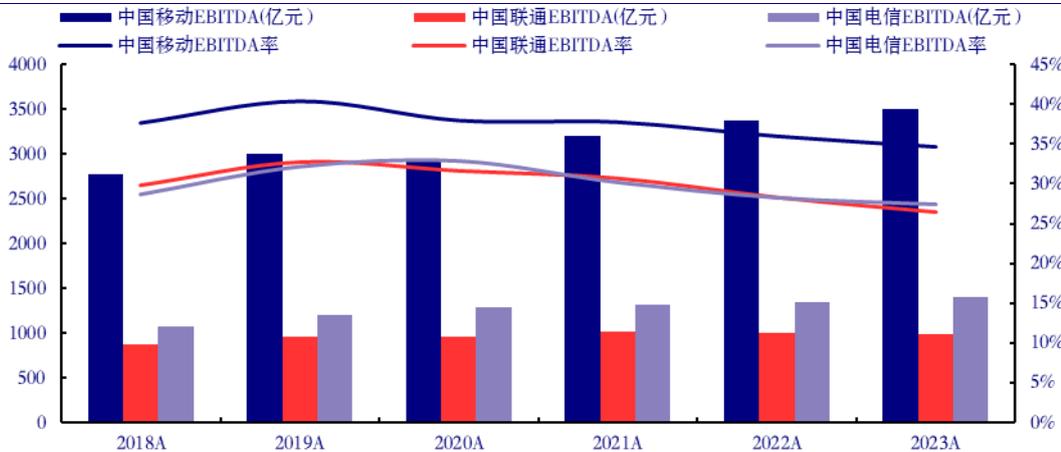
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：研发费用率逐步提升赋能 AI 基建发展



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

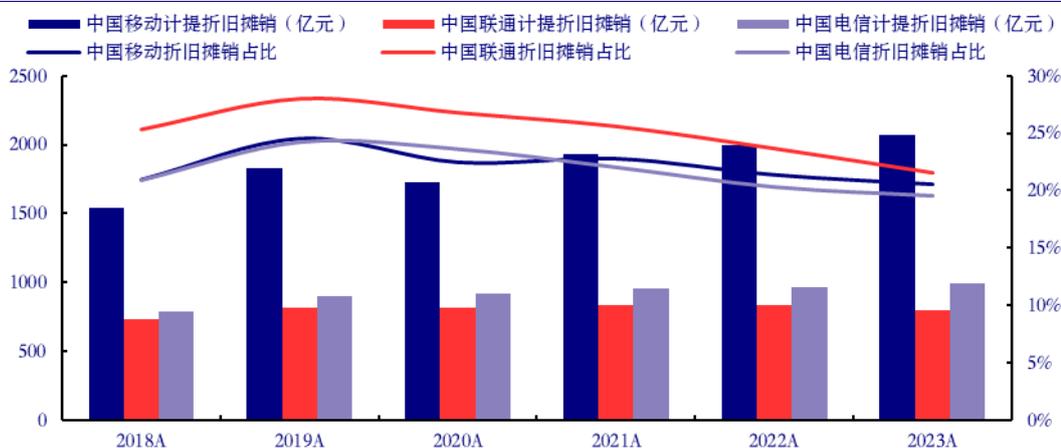
图7：EBITDA 持续提升，占营收比保持平稳，盈利能力有望增强



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**5G 设备折旧时间变化，利润有望稳步提升。**截至 2023 年，中国移动折旧与摊销为 1970 亿元/+3.3%，占营业收入比重为 19.5%（同降 0.9pct），主要由于公司加速网络升级、转型布局，资本开支保持一定规模，推动固定资产折旧增长。中国电信折旧与摊销为 952.63 亿元/+3.1%，本期占总成本比为 26.4%。中国联通 799.57 亿元（同比下降 2.9%），本期占总成本比为 28.4%。伴随运营商近年资本开支的良好管控及网络共建共享，折旧及摊销费用占营收比重有望逐步下降，运营商或将实现利润率稳步提升。

图8：5G 设备折旧时间延长，占营收比有望持续下降



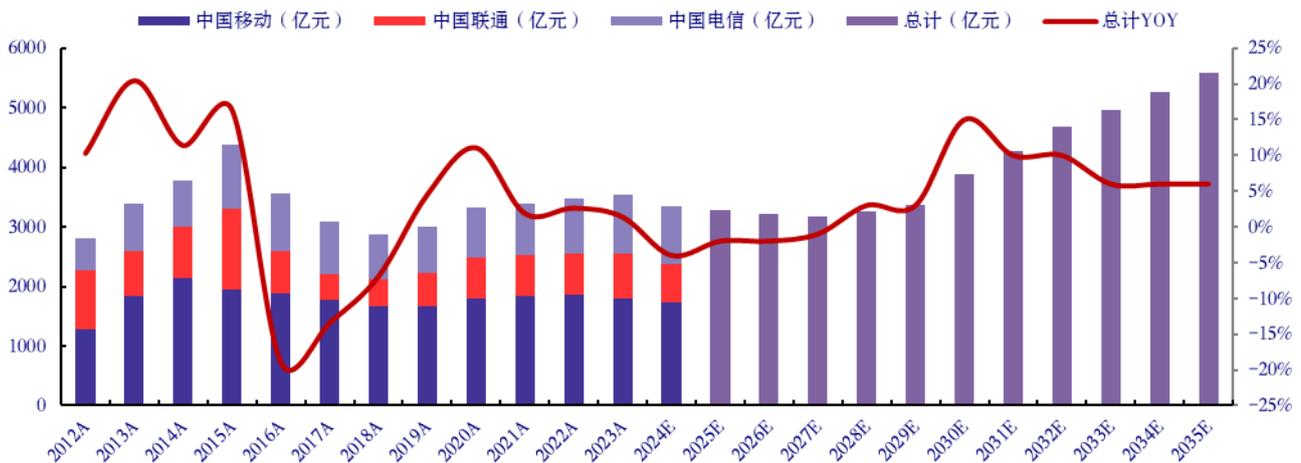
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、CAPEX 结构优化保障 “AI+” 发展动能，CT->ICT 快发展

全年资本开支有效控制，算力结构性增长助力 “AI+” 发展动能。截至 2023 年底，中国移动资本开支为 1852 亿元，资本开支占主营业务收入比为 22.8%，同比下降 1.6pct，资产回报和投资效益不断提高。2024 年中国移动预计资本开支约为 1730 亿元，较 2023 年下降 4.0%，资本开支占收比预计降至 20% 以下。**中国联通** 2023 年资本开支为 739 亿元，公司投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务，网络投资显现拐点。2024 年，公司计划固定资产投资控制在 650 亿元，其中算网数智投资将坚持适度超前、加快布局。**中国电信** 资本开支为 988 亿元，其中移动网投资人民币 348 亿元，产业数字化投资人民币 355 亿元。2024 年，中国电信计划资本开支 960 亿元，较 2023 年下降 2.9%。运营商资本开支企稳结构化增长，技术升级驱动新一轮投资周期。

运营商资本开支结构向 IT 侧转变，运营商云业务发展可期。2024 年，中国移动全年计划算力相关投资达 475 亿元，加快算力多元供给。中国电信在云、算力相关投资 180 亿元，全面打造灵活、弹性、绿色的 AIDC，智算能力提升超 10EFLOPS，达到 21EFLOP 以上，移动网投资占比下降 4.5pct。结合 “东数西算”、“双千兆” 以及通信行业相关政策目标（如 “扬帆计划” 及 2025 年 “十四五” 总体目标等），未来 5 年三大运营商资本开支有望企稳，结构化转向算网建设赋能云业务边际改善，为其创新业务发展保驾护航。

图9：运营商资本开支结构化增长，赋能数字基建产业链新发展



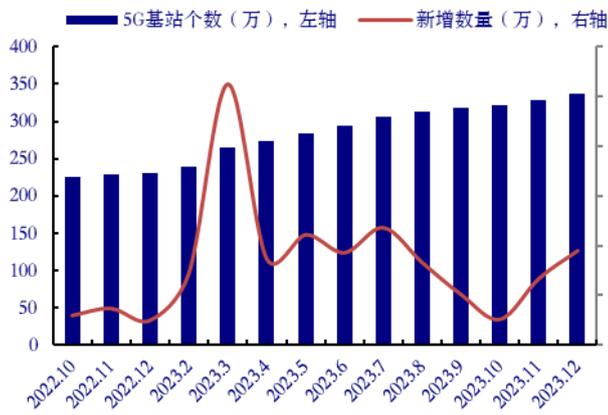
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 CAPEX 电信侧建设来看，运营商坚持以精准投资与共享合作促进网络效能提升，5G->5.5G->6G 基站、千兆光网建设赋能数字经济基建升级。

从电信新基建供给侧来看，截至 2023 全年，全国移动通信基站总数达 1162 万个，其中 5G 基站为 337.7 万个，占移动基站总数的 29.1%，占比较上年末提升 7.8pct。三大运营商全年 5G 投资额达 1905 亿元，同比增长 5.7%，占全部投资的 45.3%。其中中国移动 5G 网络投资共计 880 亿元，累计开通 5G 基站达 235 万个，实现重点城市的三载波聚合商用，全国所有县城以上区域 RedCap 连续覆盖。中国联通 5G 中频基站超过 121 万站，900M 基站达到 68 万站。5G 中频基站新增 22 万站，4G 共享基站超过 200 万站。中国电信年内新建 5G 基站超 22 万站，在用 5G 基站超 121 万站。公司积极推进 800MHz 重耕，截至 2024 年 1 月，已建成 25 万具备 4/5G 融合服务能力的 800MHz 基站，农村地区网络覆盖和用户体验显著提升。

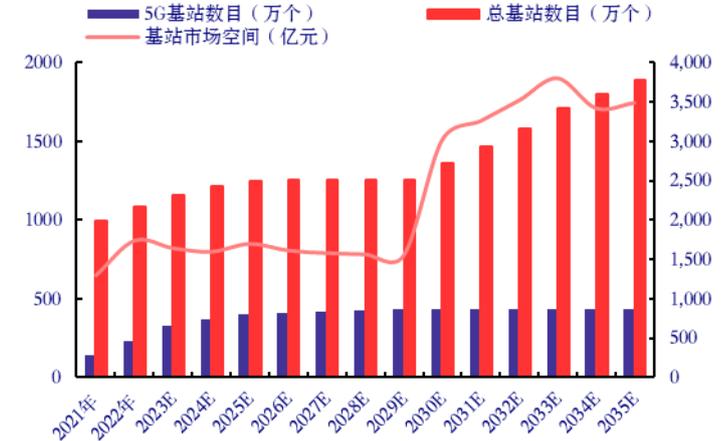
从通信 5G 基建发展来看, 1) 在国家政策推动以及数字化进程加速的大背景下, 5G 发展持续深入, 网络建设、产业发展、应用培育方面均取得较好成绩。展望 2025 年, 5G 基站有望突破 400 万个, 复合增速约为 8%。2) 2030 年有望迎来 6G 基建的新一轮建设周期, 由于低轨卫星同地球距离相对较小, 具备低时延高带宽的优势, 同时平均制造成本、发射成本及重量也相对较小, 6G 低轨卫星通信设备或将成为通信卫星选择。6G 天空一体化建设为通信基建提供新增量, 展望 2030 年通信基建设备数量有望以近 10% 增速增长, 打开相关基站产业链市场新空间。

图10: 近年来国内 5G 基站数量持续攀升



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

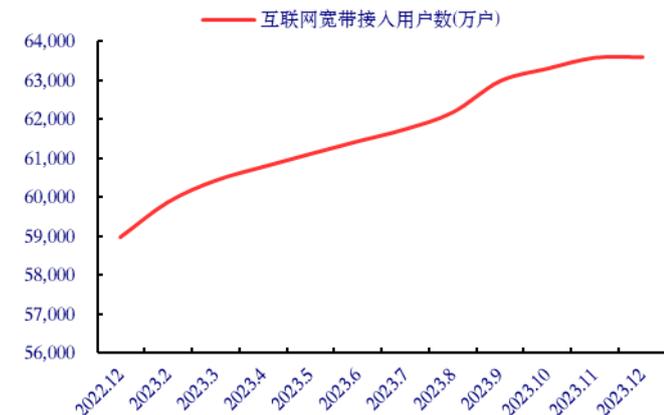
图11: 5G→5.5G 基站市场规模企稳, 6G 通信设备市场规模有望突破



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

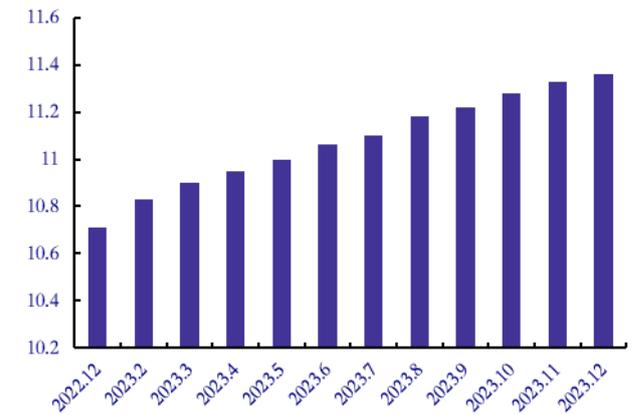
**全光网建设快速推进, 固定网络逐步向千兆跃升。**截至 2023 年底, 新建光缆线路长度 473.8 万公里, 全国光缆线路总长度达 6432 万公里; 其中, 长途光缆线路、本地网中继光缆线路和接入网光缆线路长度分别达 114 万、2310 万和 4008 万公里。互联网宽带接入端口数达到 11.36 亿个, 其中光纤接入 (FTTH/O) 端口达到 10.94 亿个, 占比由上年末的 95.7% 提升至 96.3%。具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 2302 万个, 比上年末净增 779.2 万个, 我国数字经济网络运力不断增强。

图12: 近年来国内固定宽带用户数量持续攀升



资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

图13: 互联网宽带接入端口数稳步增长 (单位: 亿个)



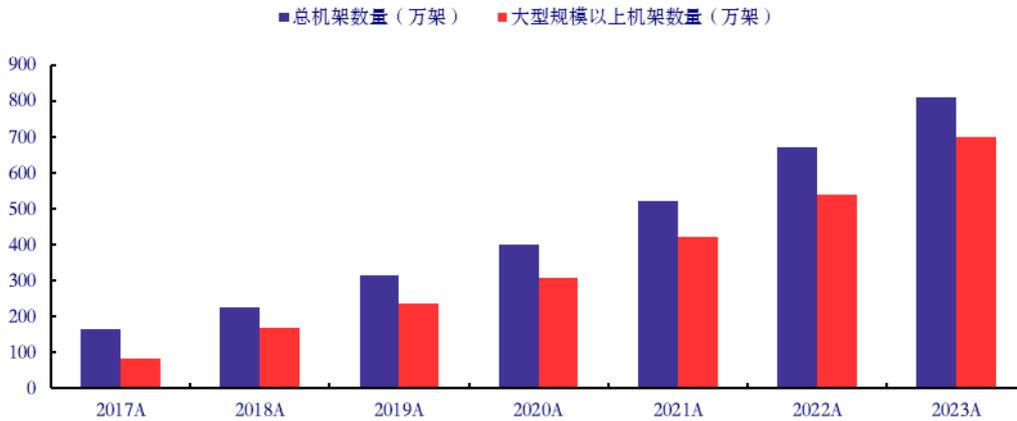
资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院

**从 CAPEX 数通侧建设来看, 运营商加快算力多元供给, 数据中心机架数量大幅增长, 智能算力供给能力持续增强。**

从通信算力产业链供给角度分析, 运营商占据 IDC 市场近 50% 的市场份额。截至 2023 年底, 三家基础电信企业为公众提供服务的互联网数据中心机架数量达 97 万个, 比上年末净增 15.2 万架, 净增量是上年的近两倍, 数据中心机架数量大幅增长。可对外提供的公共基础算力规模超 26EFlops, 请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

适应跨网络算力调度、承载需求多样化等发展趋势，加强算力、能力、运力等协同提升，打造算力网络一体化与云网融合的全光底座；协同部署通用算力与智算算力，启动超大规模智算中心建设，不断优化算力供给结构；围绕国家算力枢纽、数据中心集群布局新建约 130 条干线光缆，启动 400G 全光省际骨干网建设，实现云、算力网络的高效互通。

图14：我国算力网络建设不断增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、基本盘 ARPU 值稳步提升，创新云业务边际改善

**基本盘个人及家庭市场根基坚实，5G 渗透率有望持续提升。**中国移动个人市场 2023 全年收入达到 4902 亿元/+0.3%。移动客户 9.91 亿户，净增 1599 万户，其中 5G 套餐客户达到 7.95 亿户，5G 套餐渗透率达 80.2% (+17.2pet)，移动 ARPU 稳健增长，为 49.3 元/+0.6%。家庭市场收入达到 1319 亿元/+13.1%，家庭宽带客户达到 2.64 亿户，净增 2012 万户，净增规模连续多年领跑行业。千兆家庭宽带客户渗透率为 30.0%，较 2022 年底提升 14.3%。家庭客户综合 ARPU 为 43.1 元/+2.4%。

中国联通基本盘稳中有进，联网通信业务包含移动联网、宽带联网、电视联网、专线联网、通信业务及信息业务六大板块。2023 年实现收入 2446 亿元/+3.1%，收入规模占主营业务总收入 75%。其中移动用户增势强劲，全年净增 1060 万至 3.33 亿户，5G 套餐渗透率 78%，移动 ARPU44.0 元，较 2022 年降低 0.3 元。固网宽带用户净增规模创近十年新高，全年净增 979 万至 1.13 亿户，宽带用户融合渗透率达 76%，固网综合 ARPU 值 47.6 元，较 2022 年降低 0.2 元。信息业务实现收入 107 亿元/+16.2%，实现快速增长。

中国电信基础业务收入稳健增长，移动通信服务收入达到 1,957 亿元/+2.4%，其中，移动增值及应用收入达到 258 亿元/+12.4%，连续六年行业领先，用户规模达到 4.08 亿户，移动用户 ARPU3 达到人民币 45.4 元/+0.4%。固网及智慧家庭服务收入达 1,231 亿元/+3.8%，其中，智慧家庭业务收入达 190 亿元/+12.8%，宽带用户数净增 926 万户，达到 1.90 亿户，宽带综合 ARPU 达 47.6 元/+2.8%，用户规模和价值持续提升。

表1：三大运营商移动业务用户不断增长

	客户总数 (单位: 亿户)	客户数同比增长	5G 套餐客户数 (单位: 亿户)	移动 ARPU 值 (单位: 元)
中国移动 (截至 24 年 1 月)	9.92	1.64%	7.95	49.3
中国电信 (截至 24 年 1 月)	4.09	4.27%	3.22	45.6
中国联通 (物联网终端客户数, 截至 24 年 1 月)	5.06	28.10%	2.64	44.0

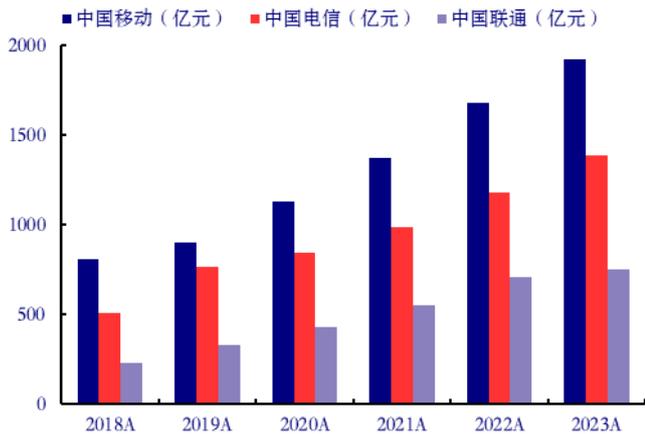
资料来源：运营商公告，中国银河证券研究院

**运营商创新云业务边际改善，夯实能力增收引擎。**中国移动政企市场 23 全年收入达 1921 亿元/+14.2%。政企客户数达到 2,837 万家，净增 517 万家。积极布局信息化蓝海市场，聚焦 9 大行业赛道，加强锻造端到端行业解决方案能力，影响力显著提升，2023 年公开招标市场中标份额达到 14.3%，同比提升 3.0%，在全行业中排名第一。移动云稳居国内云服务商第一阵营，收入达 833 亿元/+65.6%，自有能力收入同比增长超 100%，IaaS+PaaS 收入份额排名进入业界前五，云网、云边、云数、云智、云安“五融”特色优势不断深化，向“业界一流”迈出坚实步伐。

中国联通网数智业务包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全六大板块。2023 年实现收入 752 亿元/+12.9%，收入规模占主营业务收入 25%，贡献超一半新增收入。其中，联通云收入 510 亿元/+41.6%，数据服务收入 53 亿元/+32%，数智应用收入 56 亿元/+17.5%，网信安全收入 17 亿元/+120%。公司加快构建新质生产力，积极拥抱人工智能，不断增强算网数智业务发展能力，助力特色优势持续放大。

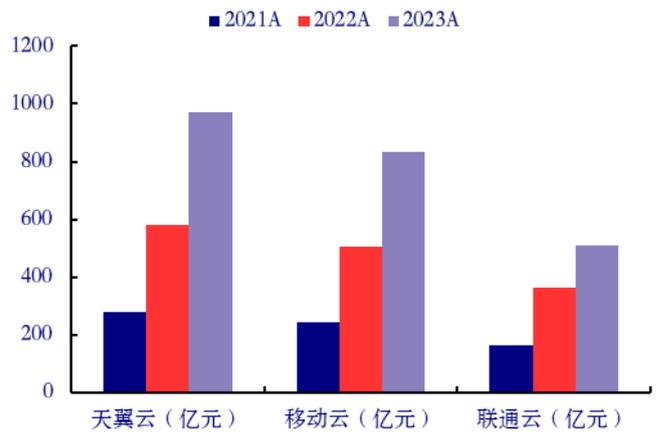
中国电信产业数字化业务保持快速发展趋势，收入达 1,389 亿元/+17.9%，占服务收入比达到 29.9%，较上年提高 2.8pct，对服务收入的增量贡献从 2021 年的 51.6%提升至 70.4%。天翼云收入达 972 亿元/+67.9%。公司不断加大科技创新力度，推动战略新兴业务规模突破形成新动能，产业数字化收入快速增长。

图15：运营商政企市场及产数业务创造增收新引擎



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

图16：运营商创新云业务规模不断增长



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

**新兴业务拉动作用有望进一步加大。**根据工信部数据，2023 年共完成业务收入 3564 亿元，比上年增长 19.1%，在电信业务收入中占比由上年的 19.4%提升至 21.2%，拉动电信业务收入增长 3.6pct。其中，云计算、大数据业务收入比上年均增长 37.5%，物联网业务收入比上年增长 20.3%。三大运营商积极推进云计算发展，夯实自 IaaS 到 SaaS 的全产业链布局，带来运营商持续较高成长。

## 四、高分红带来企业价值凸显，国企改革有望带来估值重构

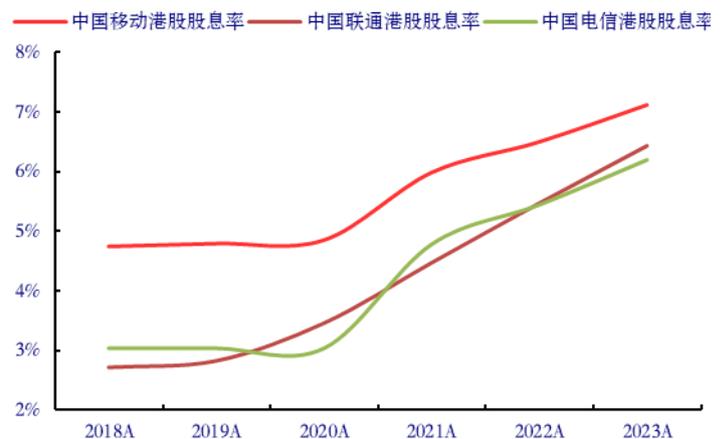
**运营商重视股东回报率，分红派息率有望持续提升。**从分红派息及公司回购情况来看，中国移动 2023 年全年派息率为 71%，向全体股东派发截至 2023 年 12 月底年度末期股息每股 2.40 港元，连同已派发的中期股息，2023 年全年股息合计每股 4.83 港元，较 2022 年增长 9.5%，为更好地回馈股东、共享发展成果，公司充分考虑盈利能力、现金流状况及未来发展需要，从 2024 年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75%以上，力争为股东创造更大价值。中国电信股东回报显著提升，三年内派息率提升至 70%以上，每股派息三年复合增长率 31%。中国联通每股分红保持两位数增速增长，增速远高于每股净利润增幅。整体来说，运营商增加增持、回购等手段稳定行业未来发展预期，成长确定性有望带来估值溢价。

图17：运营商具有较高派息率，未来有望持续增长（A股）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：运营商具有较高股息率，未来有望持续提升（港股）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**央国企改革估值有望持续重构，助力运营商更高质量发展。**为更好实现国央企高质量发展，国资委不断深化国企改革，提高价值创造能力，加大科技创新力度，加快发展战略性新兴产业，推动国有企业更好履行经济责任、政治责任、社会责任，各项工作取得显著成绩，为新征程开好局起好步作出重要贡献等。2023年以来，考核突出“一利五率”目标牵引：“一利”，突出对利润指标的考核，充分体现企业对社会创造价值的能力；“五率”，即净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度、营业现金比率、资产负债率。三大运营商盈利能力、现金流状况进一步改善，公司继续通过高额分红回馈股东。通信作为数字基础设施关键底座，国家队引领算力等新基建进程加快，有望带来通信板块整体估值重构。

**运营商“估值+业绩”双重催化。**三大运营商估值相比全球处于低位，横向比较来看，截至2024年4月2日，中国移动、中国电信和中国联通A股PB分别为1.71/1.24/0.94倍，央国企改革有望助力通信排头兵估值溢价。对比国际运营商上市公司，我国运营商估值整体在较低水平，考虑运营商业绩的持续较高增长的确切性，未来估值（PE或PB或PS结合）有望进一步提升。

图19：三大运营商PE估值有望企稳回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：数据要素有望助力运营商PB估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

运营商经营业绩表现良好，在营收高基数背景下，未来仍有望维持高个位数增长，中长期成长性显现。国家积极推进央企“AI+”行动方案，促进数字技术和实体经济深度融合，运营商适度超前的算力新基建赋能新质生产力，助力 5G-A 及算力网络新基建升级。建议重点关注：中国移动（A+H）、中国电信（A+H）、中国联通（A+H）。

## 六、风险提示

1. 国内外政策和技术摩擦的不确定性风险；
2. 5G 及算力网络规模化商用推进不及预期的风险；
3. 5G-A 应用推广不及预期的风险等。

## 图表目录

图 1: 三大运营商营业收入规模提升 .....	3
图 2: 三大运营商营业收入增速整体向好 .....	3
图 3: 三大运营商利润规模提升 (单位: 亿元) .....	3
图 4: 三大运营商利润增速向好 .....	3
图 5: 毛利率企稳回升, 盈利能力有望提升 .....	4
图 6: 研发费用率逐步提升赋能 AI 基建发展 .....	4
图 7: EBITDA 持续提升, 占营收比保持平稳, 盈利能力有望增强 .....	4
图 8: 5G 设备折旧时间延长, 占营收比有望持续下降 .....	4
图 9: 运营商资本开支结构化增长, 赋能数字基建产业链新发展 .....	5
图 10: 近年来国内 5G 基站数量持续攀升 .....	6
图 11: 5G->5.5G 基站市场规模企稳, 6G 通信设备市场规模有望突破 .....	6
图 12: 近年来国内固定宽带用户数量持续攀升 .....	6
图 13: 互联网宽带接入端口数稳步增长 (单位: 亿个) .....	6
图 14: 我国算力网络建设不断增加 .....	7
图 15: 运营商政企市场及产数业务创造增收新引擎 .....	8
图 16: 运营商创新云业务规模不断增长 .....	8
图 17: 运营商具有较高派息率, 未来有望持续增长 (A 股) .....	9
图 18: 运营商具有较高股息率, 未来有望持续提升 (港股) .....	9
图 19: 三大运营商 PE 估值有望企稳回升 .....	9
图 20: 数据要素有望助力运营商 PB 估值溢价 .....	9

## 表格目录

表 1: 三大运营商移动业务用户不断增长 .....	7
----------------------------	---

## 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。

**赵良毕，通信&中小盘首席分析师。**北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，6年证券从业经验。曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020年获得Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得2022年Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

## 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	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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn