



# 拥抱通信长牛：通信特质标签三大投资方向

2024年10月07日

## 核心观点

● “牛市”复盘-市场表现较好时，通信行业跑赢相关指数概率较大。通过对 2002 年至今通信行业指数及沪深 300、上证指数及深证成指对比，我们可以通过四个指数的变化规律总结出三轮指数涨幅较大的“牛市”，以及一个指数涨跌幅超过 50%的“小牛市”：

**2005.7-2008.1: 通信行业指数表现较弱。**主要形成原因为股权分置及汇率改革大背景，我国通信行业 2G 为主，行业发展以跟随欧美等发达国家为主，该轮牛市中我国通信行业指数表现弱于上证指数、沪深 300 及深证成指；

**2008.10-2010.1: 通信行业指数跑赢相关指数。**全球经济危机余波犹在，我国发布“四万亿”计划稳定市场，彼时通信行业经历过 2008 年三大运营商大发展，正式从 2G 时代跟随转到 3G 时代的追赶/突破态势，通信行业的加速发展体现至金融市场上，通信行业涨跌幅在该轮牛市中超过指数涨跌幅；

**2014.6-2015.6: 通信行业涨跌幅大幅超过相关指数表现。**银行降准降息，市场流动性加强，宽松的货币政策加强了场外资金的配置意愿，彼时我国通信行业正经历 3G 向 4G 演变的关键时点，2013 年 12 月工信部发放 TDD-LTE 制式的 4G 牌照，2014 年运营商 4G 建设及 4G DOU 经历较大的提升，成长性初显，通信行业涨跌幅大幅领先相关指数情况；

**2018.11-2021.1: 跑赢上证指数。**国内货币政策适度宽松，科创板带动结构性牛市，通信行业正处于 4G 向 5G 逐步升级的重要时点，通信行业涨跌幅较沪深 300 及深证成指相对较弱，跑赢上证指数。

● **投资建议：市场关注的重点方向我们认为优先是体现通信行业特质的标签方向，包括高成长光通信，核心资产运营商，以及指数高频标的。**

(1) **通信标签光通信：**光通信相关的技术壁垒较高，产品具有较宽的护城河，随着高端 800G 光模块的不断放量及 1.6T 产品的送样量产，高速率光模块迭代周期缩短，具备优势地位的企业有望获得更高的利润率回报，高成长性突出。

(2) **通信标签运营商：**低估值高股息，作为国家队代表，受益算网基建新变革有望超预期，持续稳定的较高成长性有望进一步带来估值提升；同时运营商盈利能力、现金流资产不断改善，资产价值优势凸显，持续增加分红回馈股东，彰显优质核心资产标签。

(3) **通信标签指数高频标的：**通信行业上市公司，纳入相关指数的标的的情况不一，针对纳入多个指数的标的（指数高频标的），其配置情况相对较高，也是市场关注的重点方向之一。

个股方面建议关注中际旭创、新易盛、天孚通信、中国移动、中国电信、中国联通，中兴通讯等。

● **风险提示：**AIGC 应用推广不及预期的风险；国内外政策和技术摩擦不确定性的风险；算力行业竞争加剧的风险等。

## 通信行业

推荐 维持评级

## 分析师

赵良毕

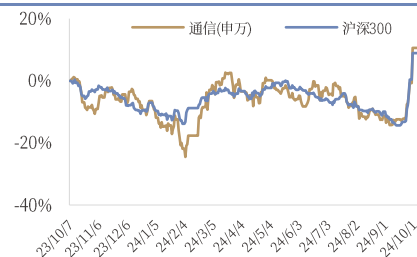
☎：010-8092-7619

✉：zhaoliangbi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

## 相对沪深 300 表现图

2024-10-07



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河通信】光模块行业 2024 中报专题：光模块中期业绩亮眼，AI 驱动市场或超预期
- 【银河通信】光模块行业 2024 中报专题：光模块中期业绩亮眼，AI 驱动市场或超预期
- 【银河通信】出海专题报告：技术+成本优势驱动，市占率持续提升
- 【银河通信】2024 年策略报告\_通信行业：数字经济算力技术大变革，三条主线迎来新机遇大空间
- 【银河通信】行业策略报告：AI 引领，算力随行，元年大势所趋
- 【银河通信】2023 年通信行业投资策略报告：赋能新基建、新能源、新信创

## 目录

### Catalog

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 一、 通信复盘：大盘行情较好时通信跑赢大盘多 ..... | 3 |
| 二、 通信标签高成长光模块，AI 核心产业链 ..... | 5 |
| 三、 通信标签核心资产运营商：攻守兼备创长牛 ..... | 6 |
| 四、 投资建议：通信行业特质的标签方向 .....    | 8 |
| 五、 风险提示 .....                | 8 |

## 一、通信复盘：大盘行情较好时通信跑赢大盘多

“牛市”市场表现较好时，通信行业跑赢相关指数概率较大。通过对 2002 年至今通信行业指数及沪深 300、上证指数及深证成指对比，我们可以通过四个指数的变化规律总结出三轮指数涨幅较大的“牛市”，以及一个指数涨跌幅超过 50%的“小牛市”。三个“牛市”分别为 2005.7-2008.1、2008.10-2010.1 以及 2014.6-2015.6；“小牛市”时间跨度则为 2018.11-2021.1，其中：

**2005.7-2008.1：通信行业指数表现较弱。**主要形成原因为股权分置及汇率改革，彼时我国通信行业仍处 2G 时期为主，行业主要跟随欧美等发达国家为主，该轮牛市中我国通信行业指数表现弱于上证指数、沪深 300 及深证成指；

**2008.10-2010.1:通信行业指数跑赢相关指数。**全球经济危机余波犹在，我国发布“四万亿”计划稳定市场，形成从 2008.10-2010.1 的牛市，彼时通信行业经历过 2008 年三大运营商大变革，到 2009 年 3G 牌照发放，正式从 2G 时代跟随转到 3G 时代的追赶/突破态势，通信行业的加速发展体现至金融市场上，通信行业涨跌幅在该轮牛市中超过指数涨跌幅；

**2014.6-2015.6：通信行业涨跌幅大幅超过相关指数表现。**银行降准降息，市场流动性加强，宽松的货币政策加强了场外资金的配置意愿，彼时我国通信行业正经历 3G 向 4G 演变的关键时点，2013 年 12 月工信部发放 TDD-LTE 制式的 4G 牌照，2014 年运营商 4G 建设及 4G DOU 经历较大的提升，成长性初显，通信行业涨跌幅大幅领先相关指数。

**2018.11-2021.1：跑赢上证指数。**国内货币政策适度宽松，科创板带动结构性牛市，彼时正处于 4G 向 5G 逐步升级的重要时点，应用发展相对缓慢，通信行业涨跌幅较沪深 300 及深证成指相对较弱，跑赢上证指数。

图1：通信行业 2002 年至今指数涨跌幅与主要股指对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表1：不同轮次“牛市”相关指数及通信行业涨跌幅表现

| 开始时间        | 结束时间       | 时间跨度  | 区间最高涨跌幅 | 上证指数涨跌幅 | 沪深 300 涨跌幅 | 深证成指涨跌幅 | 宏观动因       | 行业发展           |
|-------------|------------|-------|---------|---------|------------|---------|------------|----------------|
| 2005 年 7 月  | 2008 年 1 月 | 30 个月 | 389.40% | 502.28% | 618.46%    | 644.89% | 股权分置+汇率改革  | 2G 跟随时代为主      |
| 2008 年 10 月 | 2010 年 1 月 | 16 个月 | 151.24% | 103.40% | 132.65%    | 147.87% | “四万亿”计划    | 运营商变革，进入 3G 时代 |
| 2014 年 6 月  | 2015 年 6 月 | 12 个月 | 223.01% | 151.72% | 155.29%    | 152.78% | 降准降息，货币政策  | 3G 向 4G 逐步升级   |
| 2018 年 11 月 | 2021 年 1 月 | 27 个月 | 63.13%  | 47.07%  | 89.75%     | 121.60% | 科创板带动结构性牛市 | 4G 向 5G 逐步升级   |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

通过对于历次“牛市”中涨幅较好的股票进行复盘，我们可以发现通信行业，历次“牛市”中涨幅靠前的标的同“牛市”中通信行业主线契合度较高。

表2: 历次“牛市”中, 涨幅前十名的标的

| 涨幅排名 | 2005.7-2008.1 |         | 2008.10-2010.1 |         | 2014.6-2015.6 |         | 2018.11-2021.1 |         |
|------|---------------|---------|----------------|---------|---------------|---------|----------------|---------|
|      | 标的            | 涨跌幅     | 标的             | 涨跌幅     | 标的            | 涨跌幅     | 标的             | 涨跌幅     |
| 1    | *ST 鹏博        | 2859%   | 亨通光电           | 299.29% | 通鼎互联          | 629.46% | 富士达            | 521.78% |
| 2    | 东方通信          | 586.77% | 东信和平           | 276.21% | 恒信东方          | 544.76% | 武汉凡谷           | 435.15% |
| 3    | 中天科技          | 579.61% | 恒宝股份           | 265.32% | 东土科技          | 519.53% | 新易盛            | 425.07% |
| 4    | 中国联通          | 558.18% | 烽火通信           | 259.34% | 普天科技          | 482.48% | 广和通            | 422.31% |
| 5    | 中信国安          | 551.32% | 中天科技           | 253.39% | 中光防雷          | 467.78% | 云里物里           | 394.71% |
| 6    | 亨通光电          | 506.58% | 永鼎股份           | 245.51% | 光环新网          | 427.89% | 数据港            | 321.50% |
| 7    | 东信 B 股        | 440.21% | 大唐电信           | 233.77% | 永鼎股份          | 418.79% | 奥飞数据           | 307.14% |
| 8    | *ST 信通        | 417.50% | *ST 鹏博         | 223.44% | ST 中嘉         | 383.19% | 移远通信           | 273.25% |
| 9    | 汇源通信          | 387.26% | 北纬科技           | 203.70% | 梦网科技          | 356.22% | 东方通信           | 268.68% |
| 10   | ST 中嘉         | 363.82% | 三维通信           | 203.00% | 共进股份          | 354.06% | 利尔达            | 252.52% |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

通信行业被包含在指数中的标的主要集中在光通信产业链、运营商产业链及通信主设备产业链。

通信行业 123 个标的中 (除 ST 及 \*ST 标的), 被包含在相关指数中的标的总计 41 支, 其中 8 支标的被包含在 5 个或 5 个以上主要指数中, 9 支标的被包含在 2-5 个主要指数中, 27 支标的被包含在 1 个主要指数中。通信行业相关公司被包含在指数中的比例达 34.14%, 其中光通信产业链、运营商产业链及通信主设备产业链被包含在相关指数中的比例较高。

表3: 通信行业相关公司中, 相关指数关联度较高的企业汇总 (仅统计容量在 1000 及以内的部分相关指数)

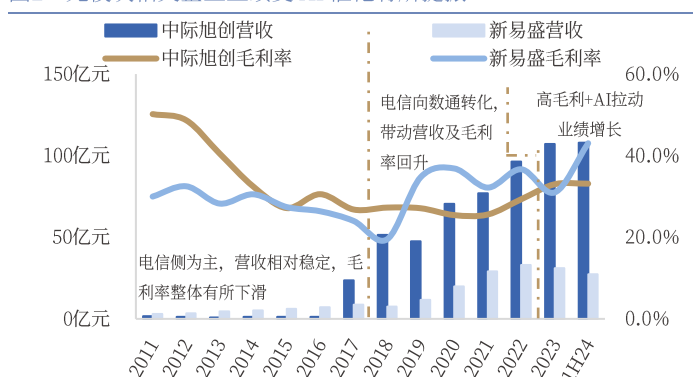
|           |        | 沪深 300 | 深证成指 | 创业板指 | 创业板 50 | 科创创业 50 | 上证 50 | 上证 180 | 中证 100 | 中证 500 | 中证 800 | 中证 1000 |
|-----------|--------|--------|------|------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 300308.SZ | 中际旭创   | 包含     | 包含   | 包含   | 包含     | 包含      | 不包含   | 不包含    | 包含     | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 300394.SZ | 天孚通信   | 不包含    | 包含   | 包含   | 包含     | 包含      | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 300502.SZ | 新易盛    | 不包含    | 包含   | 包含   | 包含     | 包含      | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 300442.SZ | 润泽科技   | 包含     | 包含   | 包含   | 包含     | 包含      | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 300628.SZ | 亿联网络   | 包含     | 包含   | 包含   | 不包含    | 包含      | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 600050.SH | 中国联通   | 包含     | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 包含    | 包含     | 包含     | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 600941.SH | 中国移动   | 包含     | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 包含    | 包含     | 包含     | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 601728.SH | 中国电信   | 包含     | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 包含    | 包含     | 包含     | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 300383.SZ | 光环新网   | 不包含    | 包含   | 包含   | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 000063.SZ | 中兴通讯   | 包含     | 包含   | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 002281.SZ | 光迅科技   | 不包含    | 包含   | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 003031.SZ | 中瓷电子   | 不包含    | 包含   | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 301165.SZ | 锐捷网络   | 不包含    | 包含   | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含     | 不包含     |
| 300638.SZ | 广和通    | 不包含    | 包含   | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含      |
| 600498.SH | 烽火通信   | 不包含    | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 包含     | 包含     | 不包含     |
| 688387.SH | 信科移动-U | 不包含    | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 包含     | 包含     | 不包含     |
| 002396.SZ | 星网锐捷   | 不包含    | 包含   | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含      |
| 002194.SZ | 武汉凡谷   | 不包含    | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含      |
| 002467.SZ | 二六三    | 不包含    | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含      |
| 002544.SZ | 普天科技   | 不包含    | 不包含  | 不包含  | 不包含    | 不包含     | 不包含   | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 不包含    | 包含      |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、通信标签高成长光模块，AI 核心产业链

**2010-2024 年光模块业绩复盘：**我们认为速率的提升将会对光通信相关产业链的市场空间具备较大推进作用。通过回溯光模块 2010 年至今的业绩，可发现光模块主要拉动原因由电信-数通-AI 转换，相关企业营收及利润在 2018 年前主要以低毛利电信侧为主，在国内外互联网短视频兴起等因素催化下，2018 年后行业营收重心从电信侧向数通侧转化，随着 100G 光模块向 200G 光模块迭代，200G 向 400G 迭代机遇，相关企业利润率及营收逐步回升。低速率光模块利润率相对较低，高速率光模块产品竞争相对较为激烈，往往在产品推出后 1-2 年利润率处于相对高位，此后利润率有所降低，直至下一代光模块产品推出后利润率才有所提振，同需求方互联网厂商的换代周期高度重合；2023 年后互联网厂商对于人工智能热情较高，100G 光模块向 200G 光模块迭代周期约为 2-3 年，200G 批量出货到 400G 光模块批量出货迭代周期约为 2 年，而人工智能时代 400G 批量出货向 800G 批量出货的周期则相对较短，约为 1-1.5 年；2022 年年末行业 200G 批量出货后，2023 年下半年相关企业便已经完成 400G 的小批量出货，至 2024 年，400G、800G 出货量快速提升。

图2：光模块相关企业业绩受 AI 催化有所提振



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

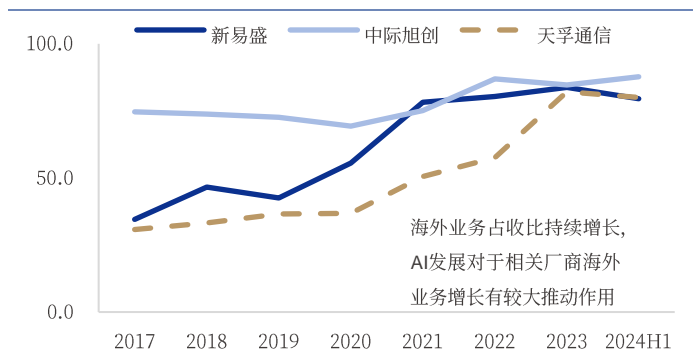
图3：相关代表企业 PE 倍数在数通侧产品更新换代时有所提振



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

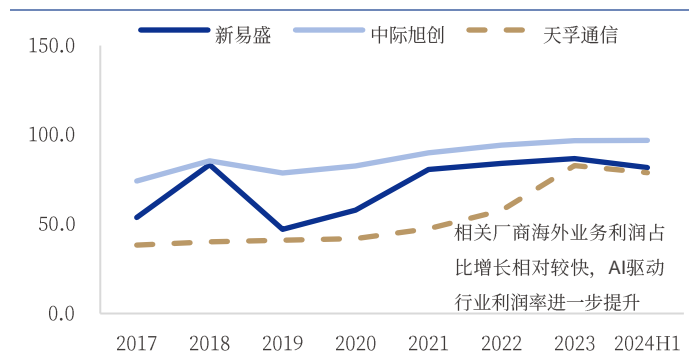
**光模块业绩未来驱动因素分析：**我国光模块企业海外占收比较高，成为营收及利润主要来源。通过对我国光模块企业中际旭创、新易盛及天孚通信进行分析，我们发现我国光模块企业产品主要销售方向为欧美等国家。趋势上看，营收端光通信相关厂家海外业务占收比从2017年66.21%水平提升至2023年的84.17%水平，而利润端则从2017年占比73.23%提升至2023年的92.32%，海外业务营收和利润水平相对较高且占收比持续增长，具备业绩放大器作用。我们认为站在当下800G上量阶段时点看光模块行业，2025年更高端的1.6T产品有望形成小批量规模出货，结合光模块PE倍数在行业更新换代时点有所提振，当下时点光模块仍是值得重点关注的通信主要赛道之一。

图4：光通信厂商海外业务营收占比逐步提升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：相关厂商海外业务为主要利润来源（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

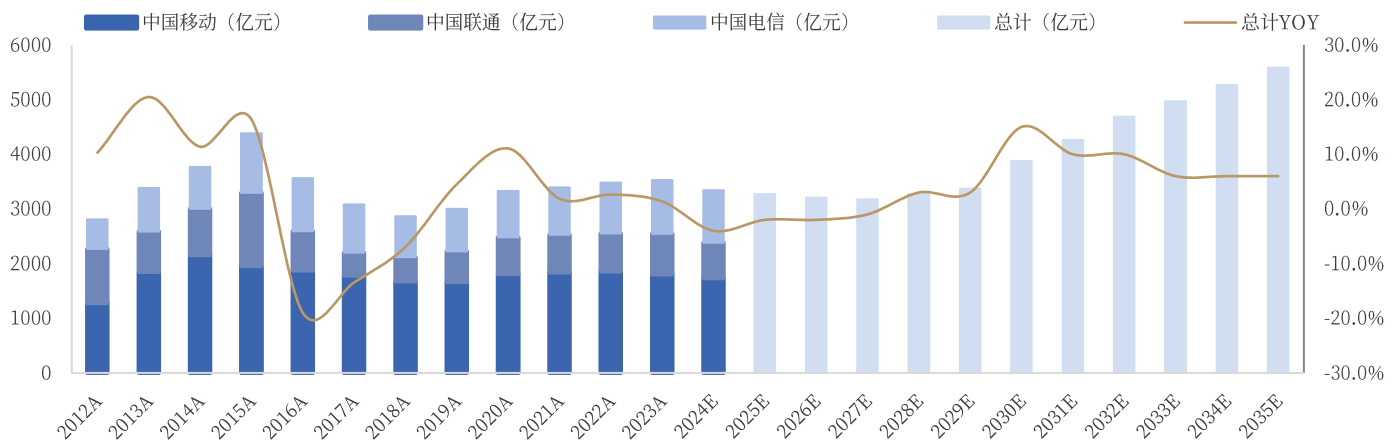
### 三、通信标签核心资产运营商：攻守兼备创长牛

从通信网络建设发展来看，资本开支周期贯穿通信行业历史。1) 2013 年底，运营商正式发放 4G 牌照，通信网络开支及建设进入上行周期，历时近 2 年，通信行业指数上涨 230.20%，中国移动互联网迈入 4G 时代。5G 建设自 2018 年起，至 2019 年 5G 牌照发放以来，历时近 1 年，通信行业指数上涨 48.66%，我国 5G 网络建设全球遥遥领先。2022 年 3 月两会报告中首次未重点提及“提速降费”政策，叠加运营商资本开支向算力网络倾斜，历时近 1 年半，通信行业指数上涨 31.06%，运营商新兴云业务有望边际改善。伴随 5G 收获期应用不断增长，5G 用户数及渗透率持续提升，To C/H 业务 ARPU 值企稳，基本盘有望稳中有升。

2) 运营商新旧动能转化背景下，有望开启新一轮上升周期。资本开支企稳及配置优化，一方面有效降低成本端压力，另一方面将进一步助力运营商 To B 业务发展，带来新的业绩增量，助力公司经营业绩高质量发展。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。中国电信在算力云相关投资 180 亿元，智算能力提升超 10EFLOPS，达到 21EFLOP 以上。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不断稳步下修，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。

3) 2030 年有望迎来 6G 基建的新一轮建设周期，通信产业持续升级背景下，我国新质生产力发展持续推进。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，通信网络基建有望融合 6G 超高速网络及 AI 算力双发展，打开相关产业链市场新空间。

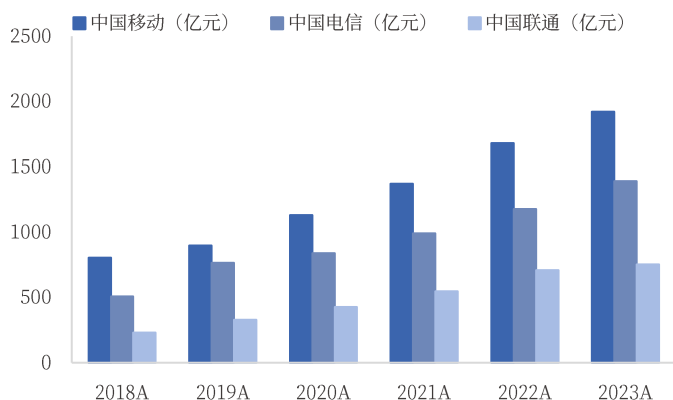
图6：运营商资本开支结构化增长，赋能数字基建产业链新发展



资料来源：中国移动、中国联通、中国电信年报公告，中国银河证券研究院

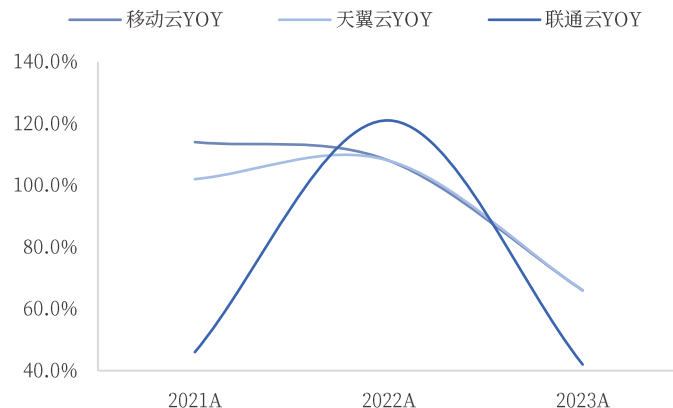
**科技生态格局向国央企引领倾斜，赋能新质生产力作用增强。**为更好实现国央企高质量发展，国资委深化国资国企改革，提高价值创造能力，加大科技创新引领作用，加快发展战略性新兴产业。国资委考核不仅突出“一利五率”目标牵引三大运营商盈利能力有望改善，并且强调国有企业通过高额分红、市值管理等考核回馈股东。通信作为数字基础设施关键底座，国家队引领算力等新基建进程加快，有望带来通信板块龙头估值重构。

图7: 运营商政企市场及产数业务创造增收新引擎



资料来源: 中国移动、中国联通、中国电信年报公告, 中国银河证券研究院

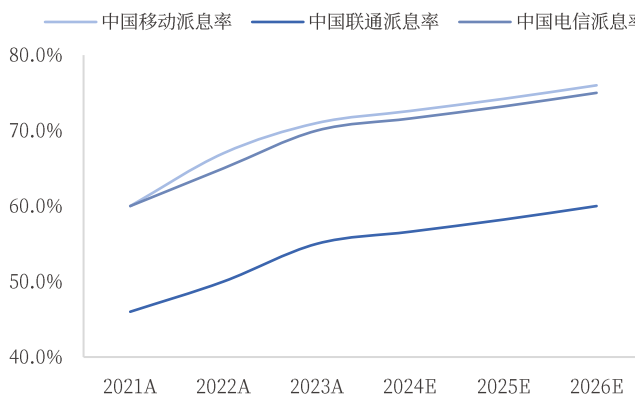
图8: 运营商创新云业务增速 40%+, 云业务保持边际向好态势



资料来源: 中国移动、中国联通、中国电信年报公告, 中国银河证券研究院

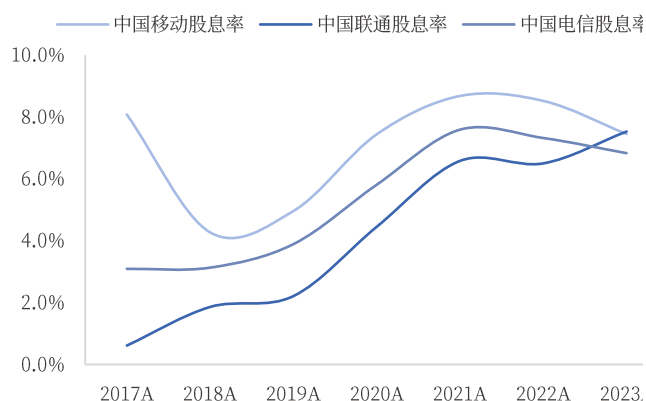
**分红派息率有望持续提升, 业绩与估值有望双升。**从分红派息情况来看, 中国移动 2023 年全年派息率为 71%, 向全体股东派发截至 2023 年 12 月底年度末期股息每股 2.40 港元, 连同已派发的中期股息, 2023 年全年股息合计每股 4.83 港元, 较 2022 年增长 9.5%, 为更好地回馈股东、共享发展成果, 公司充分考虑盈利能力、现金流状况及未来发展需要, 从 2024 年起, 三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75% 以上, 力争为股东创造更大价值。中国电信股东回报显著提升, 三年内派息率提升至 70% 以上, 每股派息三年复合增长率 31%。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, 运营商增加增持、回购等手段稳定行业未来发展预期, 通信核心资产标签特性明显。

图9: 运营商具有较高派息率, 未来有望持续增长 (A 股)



资料来源: 中国移动、中国联通、中国电信年报公告, 中国银河证券研究院

图10: 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

## 四、投资建议：通信行业特质的标签方向

投资建议：市场关注的重点方向我们认为优先是体现通信行业特质的标签方向，包括高成长光通信，核心资产运营商，以及指数高频标的。

(1) 通信标签光通信：光通信相关的技术壁垒较高，产品具有较宽的护城河，随着高端 800G 光模块的不断放量及 1.6T 产品的送样量产，高速率光模块迭代周期缩短，具备优势地位的企业有望获得更高的利润率回报，高成长性突显。

(2) 通信标签运营商：低估值高股息，作为国家队代表，受益算网基建新变革有望超预期，持续稳定的较高成长性有望进一步带来估值提升；同时运营商盈利能力、现金流资产不断改善，资产价值优势凸显，持续增加分红回馈股东，彰显优质核心资产标签。

(3) 通信标签指数高频标的：通信行业上市公司，纳入相关指数的标的情况不一，针对纳入多个指数的标的（指数高频标的），其配置情况相对较高，也是市场关注的重点方向之一。

个股方面建议关注中际旭创、新易盛、天孚通信、中国移动、中国电信、中国联通，中兴通讯等。

## 五、风险提示

- 1、AIGC 应用推广不及预期的风险；
- 2、国内外政策和技术摩擦的不确定性的风险；
- 3、算力行业竞争加剧的风险。



## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1: 通信行业 2002 年至今指数涨跌幅与主要股指对比 .....                          | 3 |
| 图 2: 光模块相关企业业绩受 AI 催化有所提振.....                                | 5 |
| 图 3: 相关代表企业 PE 倍数在数通侧产品更新换代时有所提振.....                         | 5 |
| 图 4: 光通信厂商海外业务营收占比逐步提升 (%) .....                              | 5 |
| 图 5: 相关厂商海外业务为主要利润来源 (%) .....                                | 5 |
| 图 6: 运营商资本开支结构化增长, 赋能数字基建产业链新发展.....                          | 6 |
| 图 7: 运营商政企市场及产数业务创造增收新引擎.....                                 | 7 |
| 图 8: 运营商创新云业务增速 40%+, 云业务保持边际向好态势.....                        | 7 |
| 图 9: 运营商具有较高派息率, 未来有望持续增长 (A 股) .....                         | 7 |
| 图 10: 运营商具有较高股息率, 未来有望持续提升 (港股) .....                         | 7 |
| 表 1: 不同轮次“牛市”相关指数及通信行业涨跌幅表现 .....                             | 3 |
| 表 2: 历次“牛市”中, 涨幅前十名的标的.....                                   | 4 |
| 表 3: 通信行业相关公司中, 相关指数关联度较高的企业汇总 (仅统计容量在 1000 及以内的部分相关指数) ..... | 4 |

## 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 0755-83471683 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

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn