

# 歌华有线(600037)深度报告

把握电视主业结构性机遇，发力通信业务奋楫迎新

传媒 股票投资评级：买入|首次覆盖

证券分析师 王晓萱

证书编号 S1340522080005

**中邮证券**

发布时间：2025-08-13

- **北京市广电网络核心运营商，基本面实现阶段性改善。**歌华有线电视网络股份有限公司成立于1999年，是北京市有线广播电视网络运营商，主要承担全市广电网络的规划、建设、运营与维护职能。公司控股股东为中国广电，中国广电由国务院全资所有。作为首都信息基础设施的重要组成部分，公司以有线电视网络为基础，持续推进数字化、智能化升级，积极布局超高清电视、智慧城市、宽带接入、视频内容等融合业务。2024/2025Q1，公司分别实现营业收入23.14/4.56亿元，同比下降4.92%/13.95%；2024/2025Q1，公司分别实现归母净利润-0.70/+0.34亿元，同比增长59.68%/470.15%。
- **传统电视行业发展趋缓，宽带与5G打开结构性成长空间。**随着新兴媒体平台加速崛起，传统广播电视行业增长趋于温和，整体进入转型调整期。2024年，全国广播电视行业总收入达1.49万亿元，同比+5.34%。行业早期由各地有线电视公司分散运营，当前“全国一张网”整合进入尾声，广电网络体系正向统一主体架构演进。广电系作为国家第四大基础电信运营商，具备独立开展宽带和5G通信业务的资质与频谱资源。其主导建设的700MHz 5G频段具备大覆盖、低成本等优势，适用于农村、工业互联网、应急通信等场景。2024年，我国农村互联网普及率为65.6%，显著低于全国平均水平，相关区域仍处于网络基础设施扩容阶段。蜂窝物联网终端设备数亦延续高增长态势，截至2024年6月达25.29亿，同比+32.78%。在“媒体融合+数字基建”双轮驱动下，广电网络在宽带、5G等新兴通信业务领域具备结构性发展空间。
- **歌华有线：持续推进“有线传输商”向“智慧广电服务平台”转型，围绕传统有线与宽带、5G新业务多线并进。**C端方面，公司依托超高清机顶盒构建“硬件+内容”双轮驱动体系，2024年新增4K用户33万户，“重温经典”频道全年去重观众规模达2.4亿人次；B端方面，公司聚焦酒店、养老等行业数字化改造需求，2024年新增签约酒店超1300家，终端11.9万台；签约养老机构214家，终端1.1万台，实现广电资源在特定人群和封闭场景中的再激活。面向通信业务，公司持续优化宽带运营策略，通过融合套餐与“亮剑行动”强化基层执行。同时积极加快5G行业应用落地，重点围绕700MHz低频优势，布局政务、文旅、应急等低时延场景，初步形成示范效应。展望未来，公司有望依托广电一体化平台与区域资源协同优势，持续夯实“电视+通信”融合服务能力，在业务拓展与盈利结构优化上形成双轮驱动。

- **重视股东回报，稳步推进《估值提升计划》彰显发展信心。** 2025年2月，公司发布《估值提升计划》，从提升经营质量、探索并购重组、稳定分红回报、优化投资者关系、强化信息披露、推动股东增持等六大方面着手，系统构建中长期市值管理机制。该计划的实施体现了公司对股东投资回报的高度重视，通过多元举措回应市场关切，努力实现企业发展与股东价值的双向增益。
- **盈利预测及投资建议：** 我们预计公司2025–2027年营业收入分别为22.30/22.54/23.67亿元，对应同比增速-3.65%/+1.10%/+5.00%；归母净利润分别为-0.15/+0.09/+0.19亿元，对应同比增速+78.49%/+163.26%/+104.52%；对应EPS为-0.01/+0.01/+0.01元，PS为5.5/5.5/5.2倍。我们选取了与公司主营业务相似的A股上市公司电广传媒、海看股份、新媒股份作为可比公司。可比公司2025–2027年平均PS估值分别为6.7/6.4/6.1倍。歌华有线作为北京市核心广电网络运营商，近年来持续推进5G、宽带等业务布局，并通过《估值提升计划》稳步提升运营效率，未来盈利修复与成长空间仍具潜力。当前估值处于相对低位，首次覆盖，给予“买入”投资评级。
- **风险提示：** 5G/宽带类业务拓展不及预期、有线电视用户下滑风险、“全国一网”整合进度不及预期、盈利预测不达预期风险。

## 盈利预测（人民币）（截至2025年8月11日）

项目\年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2314.14	2229.78	2254.31	2367.02
增长率(%)	-4.92%	-3.65%	1.10%	5.00%
EBITDA(百万元)	454.40	602.52	637.40	612.87
归属母公司净利润(百万元)	-69.52	-14.96	9.46	19.35
增长率(%)	59.68%	78.49%	163.26%	104.52%
EPS(元/股)	-0.05	-0.01	0.01	0.01
市销率 (P/S)	5.3	5.5	5.5	5.2
市盈率 (P/E)	-177.2	-824.5	1303.3	637.3
市净率 (P/B)	0.97	0.97	0.97	0.97
EV/EBITDA	4.40	5.95	4.37	3.10

# 目录

1. **北京市广电网络核心运营商，把握智慧广电发展机遇**
2. **行业概况：传统电视业务温和发展，5G、宽带新兴业务仍有增量空间**
3. **歌华有线：积极把握传统主业结构新机，持续发力通信奋楫迎新**
4. **盈利预测与投资建议**
5. **风险提示**

1

# 北京市广电网络核心运营商，把握智慧广电发展机遇

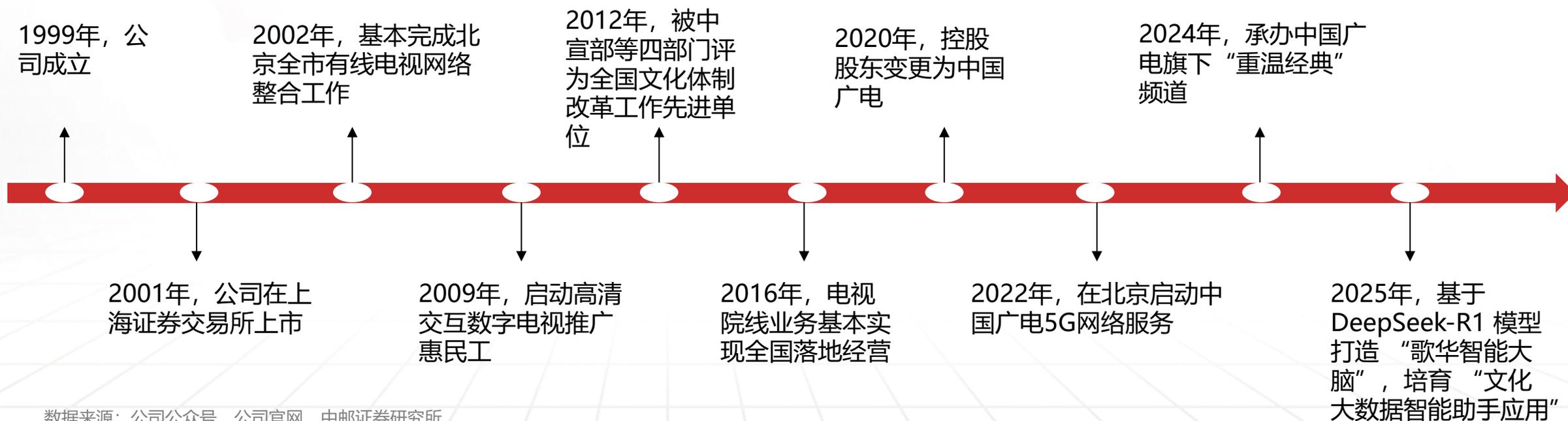
1.1 深耕广播电视领域二十余载，推进《估值提升计划》彰显发展信心

1.2 行业调整压制业绩表现，短期实现阶段性改善

# 1.1 深耕广播电视领域二十余载，推进《估值提升计划》彰显发展信心

- **深耕广播电视领域二十余载，把握智慧广电发展机遇。**歌华有线电视网络股份有限公司成立于1999年，是北京市核心的信息基础设施运营商。公司以有线电视网络为基础，持续推进数字化、智能化升级，积极布局智慧城市、超高清互动电视、宽带接入与视频内容服务等领域，致力于实现广播电视与互联网的深度融合。作为北京市范围内唯一的有线电视网络运营主体，截至2024年底，公司已建成覆盖全市16个行政区、可承载视频、数据、语音等多元业务的超大型融合信息基础网络，全面支撑新一代信息服务体系发展。

图表1：公司发展历程



数据来源：公司公众号，公司官网，中邮证券研究所

# 1.1 深耕广播电视领域二十余载，推进《估值提升计划》彰显发展信心

- 作为北京市广播电视网络的核心运营商，公司承担着全市广播电视网络的开发、管理与维护任务。近年来，公司积极推动广电网络从“模拟向数字、单向向双向、标清向高清、看电视向用电视”的转型，持续深化由“有线电视传输商”向“高品质文化服务运营商”和“智慧广电服务提供商”的战略升级，着力构建高速、泛在、智慧、安全的新型广电网络体系，在广电5G、三网融合等方向加快布局，已逐步成为首都信息化与智慧城市建设的重要基础平台。
- 从构成来看，公司目前业务主要可分为有线电视业务、宽带业务、政企业务及广告业务四大板块。其中，电视业务主要负责北京全市广播电视网络的开发、经营管理和维护，并从事广播电视节目收转传送、网络信息服务；宽带业务主要面向家庭与个人用户，提供基于有线网络的互联网接入服务；政企业务包括“歌华云服务”“中国广电5G通信”“歌华IDC业务”“互联网专线”“专网专线”等，为政府及大型企事业单位提供数据通信与定制化网络解决方案；广告业务则聚焦开机广告、导航广告、贴片广告、主菜单广告等互动媒体资源的招商运营等服务。

图表2：公司业务介绍

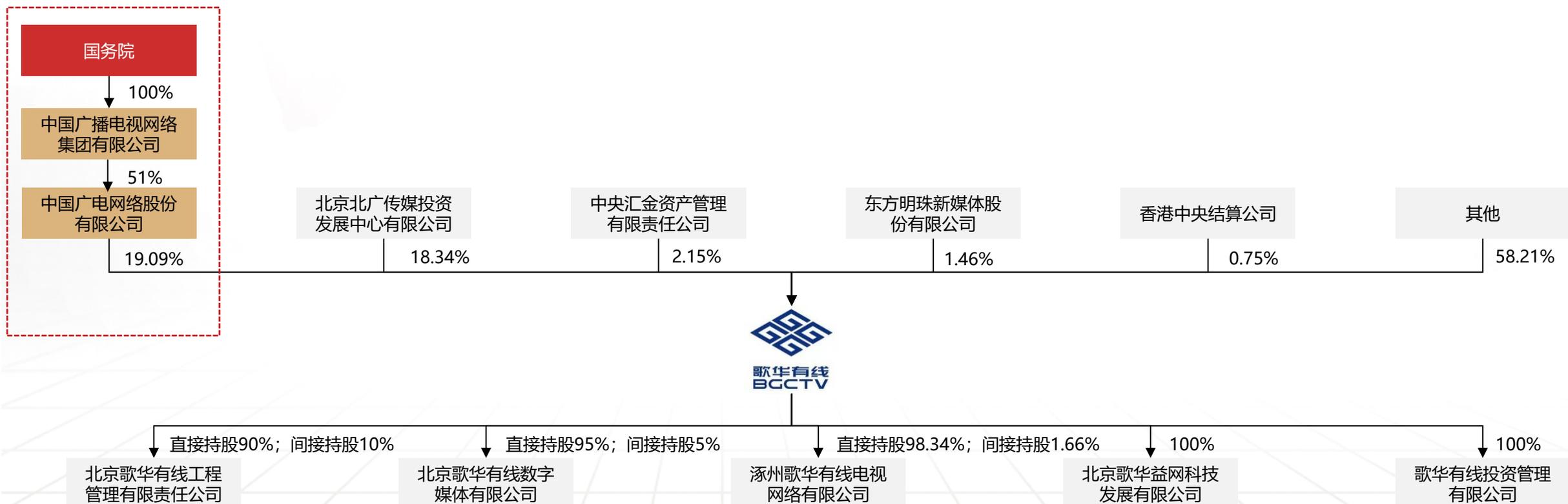
业务分类	主要服务
有线电视业务	主要负责北京市广播电视网络的开发、经营管理和维护，并从事广播电视节目收转传送、网络信息服务、视频点播业务。
宽带业务	基于有线电视网络，为用户提供的互联网接入服务。北京市所有高清交互数字电视小区的用户，均可申请开通歌华宽带。
政企业务	主要业务为：1) 歌华云：主要为政企客户提供按需定制、安全一体的专业云服务；2) 5G网络通信：为政企客户提供融合通信、数据传输与内容服务在内的广电5G综合解决方案；3) IDC：依托歌华有线多媒体数据中心，给北京的政企客户提供主机托管、网络接入和相关增值服务；4) 互联网专线：通过静态路由协议或BGP协议接入，为客户提供2M-10Gbps的互联网服务；5) 专网专线：自主建设运营全北京市范围的大规模城域网络，为北京政企客户提供高速光纤网络。
广告业务	公司广告业务主要涵盖开机、导航、贴片、主菜单等互动广告资源的招商运营，并提供宣传设计与会展策划等服务。

数据来源：iFind，公司官网，公司公告，中邮证券研究所

# 1.1 深耕广播电视领域二十余载，推进《估值提升计划》彰显发展信心

- 公司控股股东为中国广电，中国广电由国务院全资所有。**截至2024年底，中国广电持有公司19.09%股份，为公司第一大股东。向上穿透股权结构，中国广电由中国广播电视网络集团有限公司控股，后者为国务院全资所有。公司其他主要股东包括：北京北广传媒投资发展中心有限公司，持股18.34%；中央汇金资产管理有限责任公司，持股2.15%；东方明珠新媒体股份有限公司，持股1.46%。公司股东结构多元，涵盖中央、地方及产业资本，为公司展业提供了丰富资源支持。

图表3：公司前五大股东持股情况（截至2024年12月）



数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.1 深耕广播电视领域二十余载，推进《估值提升计划》彰显发展信心

- **核心管理层具备广电与政府双重背景，在政策响应、行业联动与业务执行等方面形成多元优势。**公司董事长现任中国广电集团、中国广电股份副总经理，曾任中共北京市委宣传部办公室主任，兼具广电管理与政府系统履历，其他核心管理人员亦多来自政府或广电体系。
- **公司持续加强技术能力建设，技术人员占比较高。**截至2024年底，公司技术人员占比达41.73%。在广电网络体系持续数字化演进背景下，体现出公司以技术为导向的发展战略，为后续业务创新持续推进提供了关键支撑。

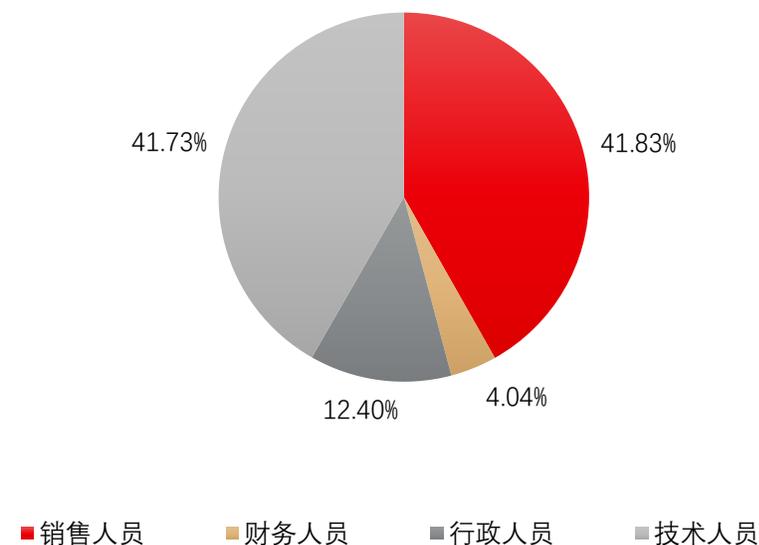
图表4：公司核心管理层技术及管理经验丰富

姓名	职务	主要经历
郭章鹏	董事、董事长	现任公司董事、董事长，中国广播电视网络集团有限公司副总经理、中国广电网络股份有限公司副总经理。曾任中共北京市委办公厅副处级、正处级秘书，中共北京市委宣传部办公室主任。
韩霁凯	董事、副董事长、总经理	现任公司董事、副董事长、总经理，嘉影电视院线控股有限公司董事长。曾任本公司媒资部主任、战略发展部主任、市场营销部主任、总经理助理、董事会秘书、副总经理，中国广电网络股份有限公司总经理助理，人民视听科技有限公司董事，北京国际云转播科技有限公司董事，北京歌华移动电视有限公司董事。
王国宏	董事、党委副书记	现任公司董事、党委副书记，曾任中国铝业公司新闻中心综合处处长，中国广播电视网络集团有限公司党纪群部部长、工会副主席，中国广电网络股份有限公司监事、工会主席。
傅力军	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理。曾任中国广播电视网络集团有限公司技术部经理兼5G部（筹）、工程建设部（筹）负责人，中国国际电视总公司中视技术事业部经理，北京中电高科技电视发展公司技术部经理，广电总局卫星直播中心运行维护处负责人、副处长等职务，中广融合智能终端科技有限公司董事长。
丁颖磊	董事、副总经理、董事会秘书	现任公司董事、董事会秘书、副总经理，人民视听科技有限公司董事。曾任北京歌华有线电视网络股份有限公司办公室主任助理、办公室主任，中国广电网络股份有限公司党群工作部（党委办公室）副总监。
康朝晖	副总经理	现任公司副总经理。曾任中共北京市委宣传部干部处副处长，本公司人力资源部主任、总经理助理。
姜宏志	副总经理	现任公司副总经理，嘉影电视院线控股有限公司董事、总经理，华政融媒（北京）科技有限公司董事长，东方嘉影电视院线传媒股份公司董事长，北京歌华移动电视有限公司董事。曾任北京电视台新闻部副主任，北京歌华城市电视有限公司总经理，本公司媒资运营部主任、新媒体中心主任、大样本数据中心主任、融媒体运营中心主任、总经理助理，嘉影电视院线控股有限公司董事长。
陈慕风	副总经理	现任公司副总经理，贵州省广播电视信息网络股份有限公司监事。曾任职于北京市纪律检查委员会，曾任公司总经理办公室主任、综合管理部主任、石景山分公司总经理、物资管理部主任、市场营销部主任。
董原	副总经理	现任公司副总经理。曾任公司传送部、网管中心工程师，总工办主任助理、副主任、主任，技术部主任，副总工程师，上海异瀚数码科技股份有限公司董事，江苏视博云信息技术有限公司监事。
吴春燕	总会计师	现任公司总会计师。曾任公司财务部主任助理、营帐中心副主任、战略投资部常务副总经理、财务部主任、企业管理部总经理。

数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表5：公司人员架构（截至2024年12月）



数据来源：iFind，中邮证券研究所

# 1.1 深耕广播电视领域二十余载，推进《估值提升计划》彰显发展信心

- **重视股东回报，稳步推进《估值提升计划》。**2025年2月，公司发布《估值提升计划》，从提升经营质量、探索并购重组、稳定分红回报、优化投资者关系、强化信息披露、推动股东增持等六大方面着手，系统构建中长期市值管理机制。该计划的实施体现了公司对股东投资回报的高度重视，通过多元举措回应市场关切，努力实现企业发展与股东价值的双向增益。

图表6：公司《估值提升计划》主要举措

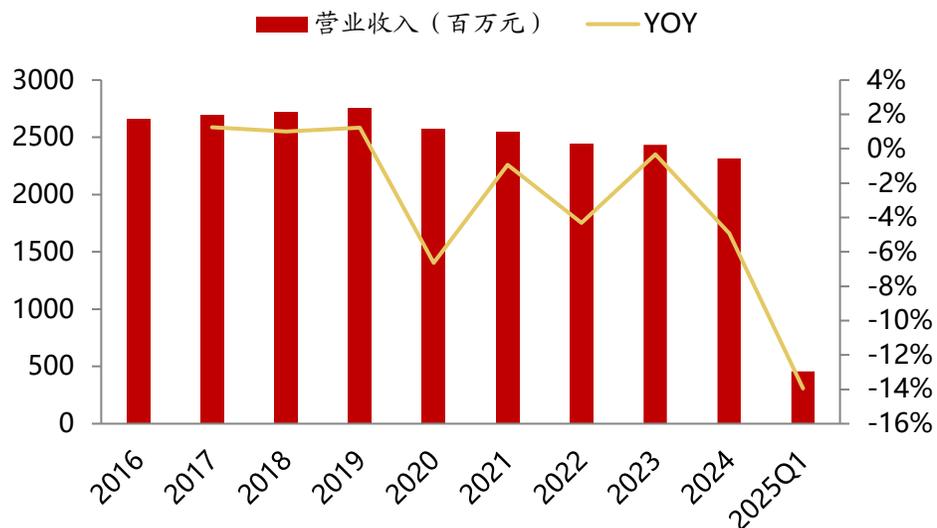
举措	主要内容
提升经营质量，强化运营管理效能	公司将夯实主营业务基础，推动新兴业务加快发展，同时不断健全运营管理体系、提升公司治理水平，并加强技术研发与创新能力建设，协同形成推动高质量发展的合力。
探索并购重组，优化资产结构	公司将聚焦主业竞争优势提升与第二增长曲线培育，持续探索多元化并购重组路径，优化资源配置与业务结构。同时强化投后管理，推进被投企业协同合作，提升存量股权价值，推动低效资产有序剥离，增强资产回报与运营效率，夯实公司可持续发展基础。
稳定投资回报，保障股东权益	2025年及以后，公司将在满足条件的前提下，结合经营状况和战略规划，持续稳妥开展利润分配，兼顾股东短期回报与长期收益，提升分红的稳定性、及时性与可预期性，稳步推进中长期回报机制建设。
加强投资者交流，优化投资者关系	未来公司将在定期报告披露后，常态化召开业绩说明会，与投资者就公司所处行业、业务发展、财务情况等方面进行深入交流，促进公司与投资者建立长期、稳定的关系。
注重信披质量，传递公司价值	将持续以投资者需求为导向，以展示、传递公司投资价值为目标，不断优化信息披露内容，高质量开展信息披露相关工作。
重视股份增持，加强市值管理	公司将加强与控股股东的沟通协作，鼓励其在符合条件时制定并实施增持计划或承诺不减持，提振市场信心；同时积极协助其办理增持贷款，配合推进增持相关信息披露与履约监督。

数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 行业调整压制业绩表现，短期实现阶段性改善

- **受行业结构性调整影响，公司业绩承压，积极转型有望逐步改善。**公司核心业务以有线电视为主，近年来受新媒体分流、用户流失等因素影响，主营业务承压明显。2024/2025Q1，公司分别实现营业收入23.14/4.56亿元，同比下降4.92%/13.95%。当前，随着宽带及5G融合业务的稳步推进，以及政企集团客户订单的持续拓展，公司在传统业务之外的转型路径逐步清晰，未来收入结构有望趋于优化。
- **2025Q1实现短期扭亏，长期经营压力仍待释放。**2024/2025Q1，公司分别实现归母净利润-0.70/+0.34亿元，同比增长59.68%/470.15%。尽管盈利表现边际改善，但考虑到行业仍面临用户基数下滑、内容与网络运维成本上升等多重压力，叠加公司创新业务尚处于投入期，短期盈利持续性仍不稳定。后续伴随创新业务占比提升，盈利能力或有望进一步修复。

图表7：公司营业收入（百万元）及增速



数据来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司归母净利润（百万元）及增速

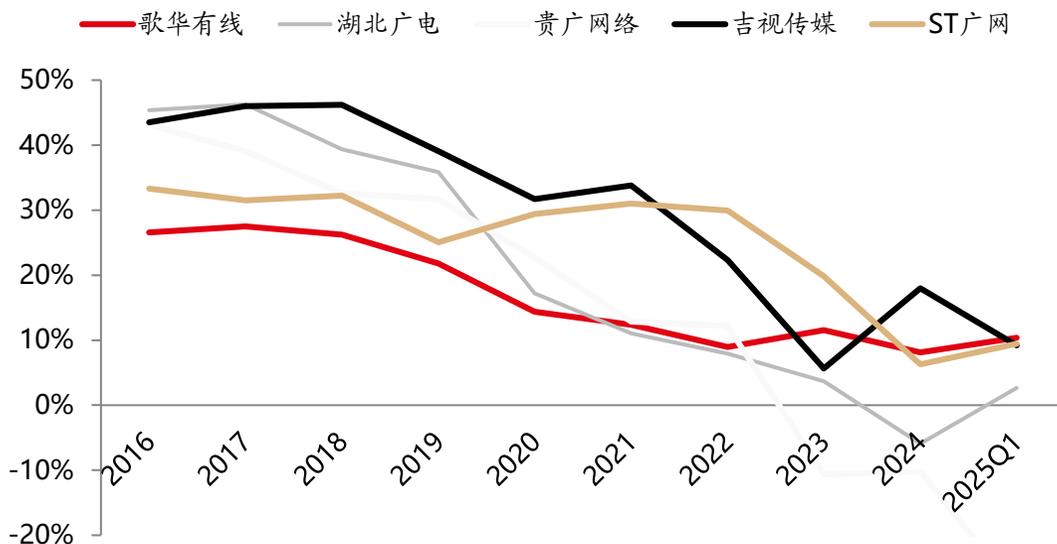


数据来源：iFind，中邮证券研究所

## 1.2 行业调整压制业绩表现，短期实现阶段性改善

- **行业整体进入下行周期、盈利能力普遍承压的背景下，公司毛利率表现相对稳健。**2024年及2025Q1，公司毛利率分别为8.12%和10.36%，虽同比下降3.4%/3.7%，但降幅相对缓和，整体趋势与行业一致但波动较小。
- **公司整体期间费用率控制良好，费用结构相对优化。**2024年，公司销售、管理、研发费用率分别为5.73%、5.17%、2.99%；2025年一季度分别为5.58%、4.94%、1.23%。公司销售与管理费用率维持稳定水平，研发费用因项目进度存在一定波动。尽管当前整体费用率处于较低水平，但随着新业务拓展推进，费用率存在温和上行趋势。

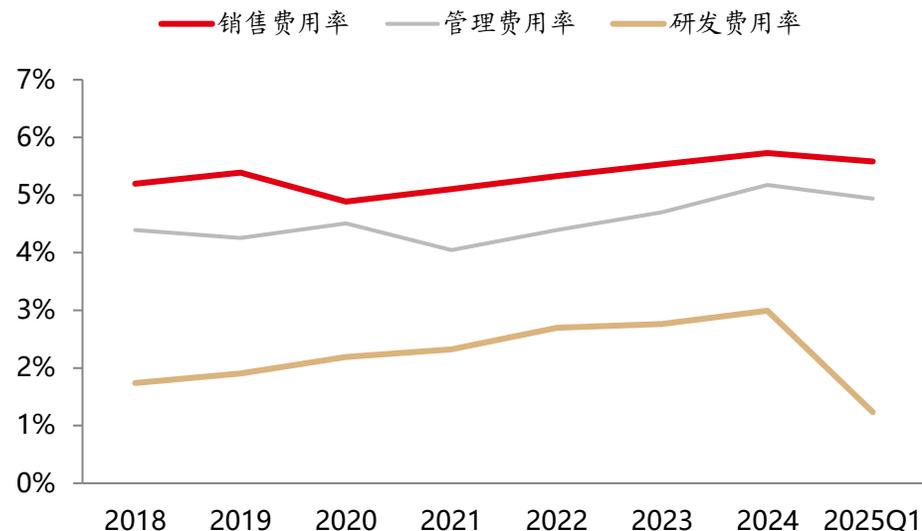
图表9：公司毛利率对比同业降幅相对温和



数据来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表10：2018-2025Q1公司费用率

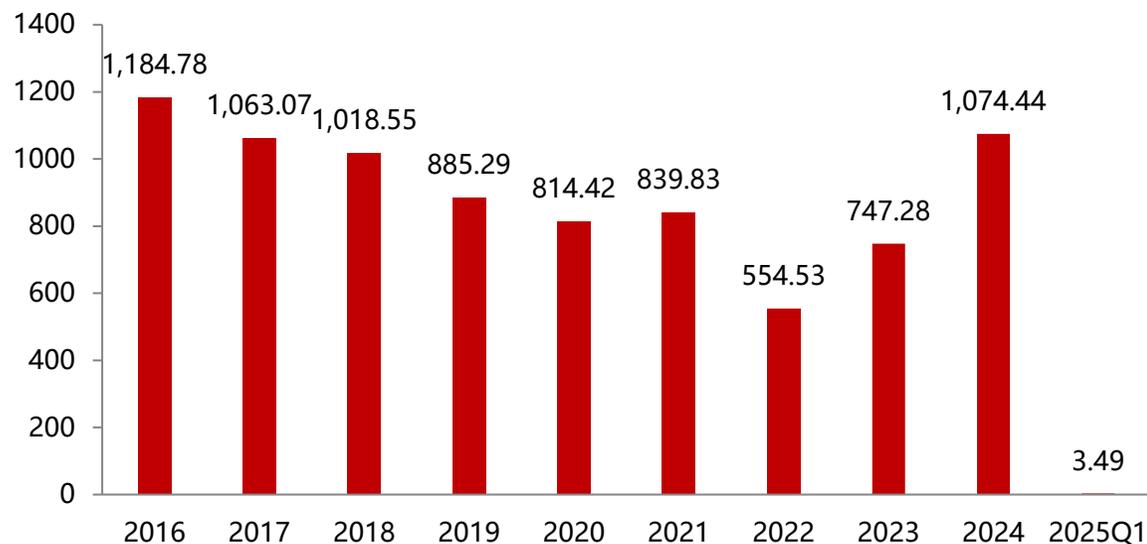


数据来源：iFind，中邮证券研究所

## 1.2 行业调整压制业绩表现，短期实现阶段性改善

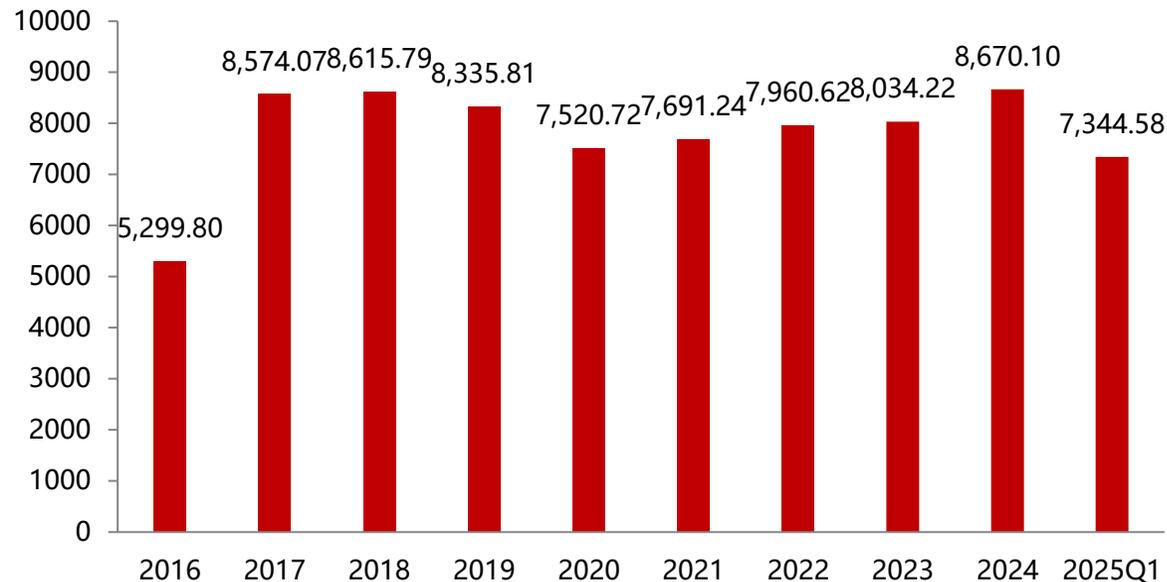
- **公司现金流储备充裕，2025Q1账面货币资金达73.45亿元，具备较强财务安全边际。**公司自2022年经营性现金流入降至阶段低点后，经营现金流持续改善。
- **资金储备方面，公司现金流覆盖能力较强。**2025Q1货币资金余额为73.45亿元，可为后续资本开支、业务拓展及外延投资提供有力保障，有助于提升公司在行业调整期的抗风险能力与战略执行韧性。

**图表11：公司经营活动产生的现金流量净额（百万元）**



数据来源：iFind，中邮证券研究所

**图表12：公司货币资金储备充足（百万元）**



数据来源：iFind，中邮证券研究所

# 2

## 行业概况：传统电视业务温和发展，5G、宽带 新兴业务仍有增量空间

- 2.1 行业规模稳中有升，广电系是核心参与方
- 2.2 传统行业C端发展瓶颈显现，B端仍具一定发展动能
- 2.3 稀缺频段资源加持，5G、宽带是行业未来重要增长极

## 2.1 行业规模稳中有升，广电系是核心参与方

- **电视广播是一种通过无线电波或有线网络传输图像、声音和文字等多种信息的大众传播方式。**其产业链上游主要包括内容制作与提供商、原材料供应商和设备制造商等，其中内容方负责电视剧、电影、综艺、新闻、纪录片等节目的创作与版权输出，是产业价值的核心源头；中游为广播电视平台的建设与运营；下游则为电视受众与广告主。
- **近年我国广播电视行业整体增速放缓，正处于从传统媒体向融合传播、平台化运营的结构转型阶段。**根据工信部及国家广电总局数据，2024年我国广播电视行业总收入达1.49万亿元，同比+5.34%，整体增速持续放缓。当下伴随媒体融合、技术创新和消费升级的多重驱动，叠加传统广播电视与网络视频平台的持续合作，行业正在由单一内容分发向多平台协同、多元化变现模式演进，当前已处于行业结构重塑的关键阶段。

图表13：电视广播行业产业链



资料来源：智研产业研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：中国广播电视行业总收入（亿元）



资料来源：iFind，广电总局，工信部，央广网等，中邮证券研究所

## 2.1 行业规模稳中有升，广电系是核心参与方

- **早期全国广电网络由地方政府主导建设、独立运营。当前伴随全国“一张网”工程收尾在即，行业竞争主体已基本收敛至广电体系内。**自2014年国家设立中国广电以来，广电系统围绕“全国一网”战略，持续推进有线电视网络公司整合。根据“一张网”规划，其核心是以中国广电为牵头主体，先实现各省“省内一张网”，再逐步推进全国范围内的技术融合、内容共享和统一运营。根据《南都湾财经》报道，截至2025年初，全国仅剩9个省份尚未完成“一省一网”整合，整合工作已进入“最后一公里”阶段。2025年1月，中国广电在年度工作会议中明确提出，要在年内全面完成各省整合任务。随着整合工作的加速推进，广电行业供给端将高度集中，全国有线电视网络体系也将逐步演变为实质上的“统一主体”。

图表15：广电行业发展历程



资料来源：南都湾财经，C114通信网，中邮证券研究所

## 2.2 传统行业C端发展瓶颈显现，B端仍具一定发展动能

- 目前，C端用户主要通过有线电视、IPTV 和 OTT TV 三种方式观看电视内容。有线电视是传统的广播电视传输方式；IPTV通过宽带网络传输电视信号；OTT TV则完全脱离传统广播信号，通过互联网向用户提供内容。

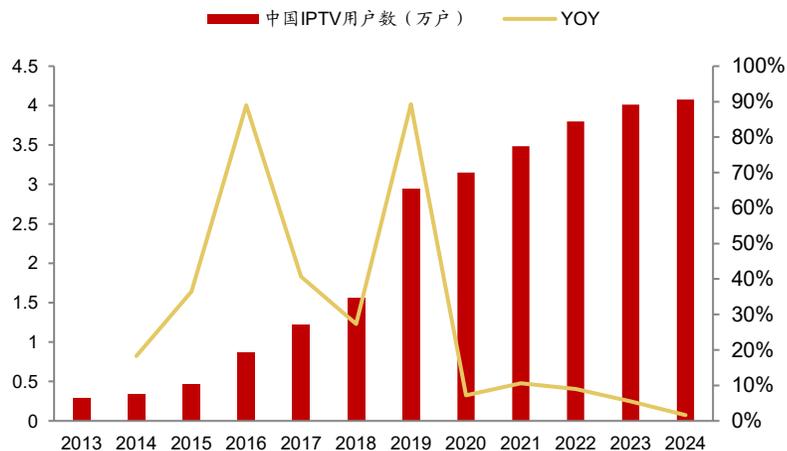
- 从用户规模来看，根据国家广电总局数据，2024年我国有线电视、IPTV 和 OTT TV、用户数分别为 2.08 亿户、4.08 亿户和 2.85 亿户。当下随着三类形态用户渗透率普遍走高，增量空间逐步收窄，整体C端市场趋于饱和，行业整体增长动能趋弱，长期用户规模增速放缓趋势较为明确。

图表16：中国有线广播电视用户数（亿户）



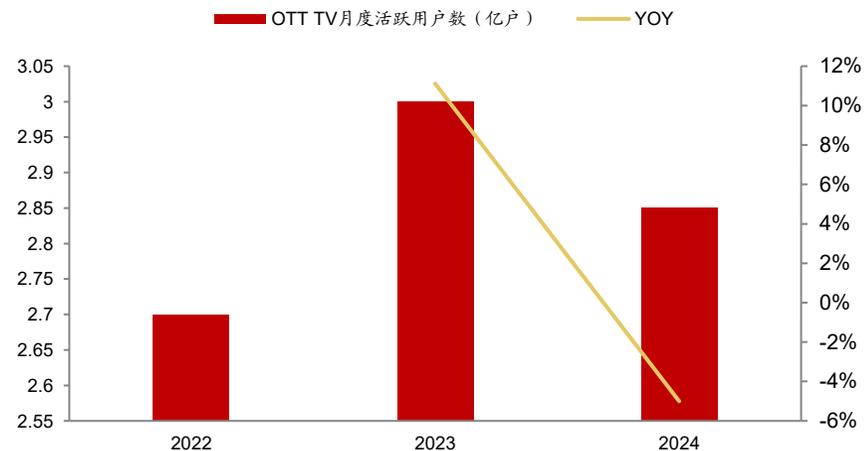
资料来源：iFind，广电总局，中邮证券研究所

图表17：中国IPTV用户数（亿户）



资料来源：iFind，广电总局，中邮证券研究所

图表18：中国OTT TV月度活跃用户数（亿户）

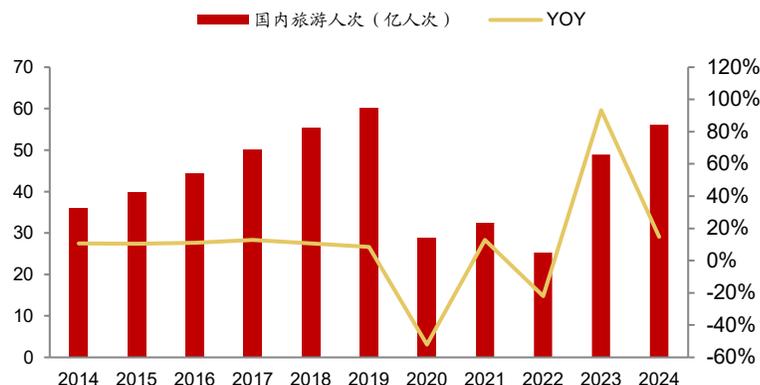


资料来源：iFind，广电总局，中邮证券研究所

## 2.2 传统行业C端发展瓶颈显现，B端仍具一定发展动能

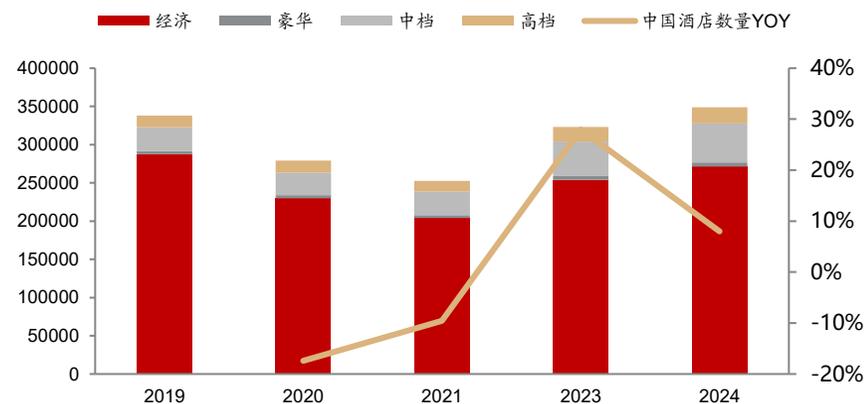
- **疫后出行意愿持续释放，国内文旅产业持续复苏，整体已接近疫情前水平。**根据国家统计局数据，2024年中国国内旅游人次达56.15亿，同比+14.80%；国内旅游收入达5.75万亿元，同比+17.12%。旅游人次与旅游收入双双实现恢复性增长，已基本恢复至2019年峰值水平，显示文旅市场恢复势头稳健。

图表19：中国国内旅游人次（亿人次）



资料来源：iFind，国家统计局，中邮证券研究所

图表20：中国酒店数量（家）



资料来源：iFind，中国饭店协会，中邮证券研究所

- **旅游活跃度提升带动酒店业持续扩张，为广电信号入户提供新增空间。**根据中国饭店协会数据，2024年全国酒店总数达34.87万家，同比+7.96%。新增酒店在开业装修过程中普遍需要安装有线电视或IPTV信号系统，提升客房入住体验，满足客户对新闻、娱乐、影视等内容的基础性需求。在此背景下，电视网络作为酒店场景中重要的基础服务之一，需求有望同步增长。

图表21：全国平均文旅事业费（元/人）



资料来源：中国旅游报，中邮证券研究所

图表22：中国国内旅游收入（亿元）



资料来源：iFind，国家统计局，中邮证券研究所

## 2.3 稀缺频段资源加持，5G、宽带是行业未来重要增长极

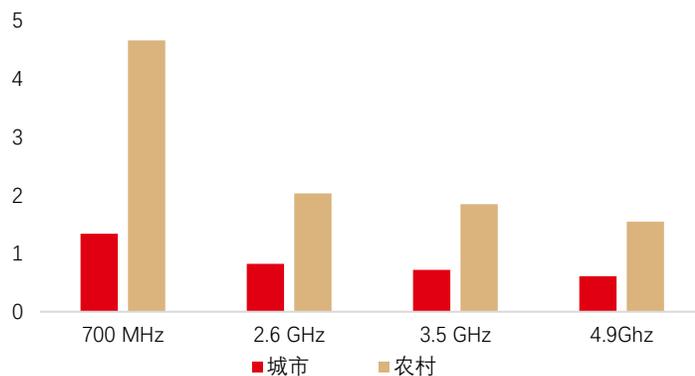
- 除传统有线电视业务外，中国广电亦是全国第四大基础电信运营商，具备独立开展宽带与移动通信业务的能力。2019年，中国广播电视网络有限公司与三大基础通信运营商共同获得工信部颁发的5G商用牌照；2022年中广电移动网络有限公司成立，专责广电5G业务的全国统筹与落地工作。从频段看，广电主导拥有的700MHz 5G频段被誉为“黄金频谱”，具备覆盖范围广、传播损耗低、空中时延小等多重优势，尤其适用于农村、工业互联网、车联网等对连续覆盖和低成本部署要求较高的场景。
- 当前农村宽带渗透率仍存在结构性缺口，广电体系在下沉市场具备进一步拓展的资源禀赋。根据中国互联网网络信息中心数据，2024年我国农村互联网普及率仅为65.6%，低于城市及全国平均水平，市场仍处于扩容阶段。头豹研究院测算显示，在农村及郊区环境下，700MHz信号覆盖半径为4.9GHz的近三倍，能够有效降低布网密度与建网成本。广电有望依托700MHz频段的技术特性，进一步提升农村区域宽带与通信服务覆盖率，实现用户拓展与收入增长的双轮驱动。

图表23：5G 700 MHz频段特色

业务分类	主要服务
<b>覆盖范围广</b> 可实现室外连续覆盖	700MHz是5G低频频谱,具有覆盖范围广的优势。在农村及郊区环境下,700MHz覆盖半径是4.9G的近3倍。据头豹研究院测算,只需要建设50~60万个基站就可覆盖全国。
<b>传播损耗低</b> 可实现室内深度覆盖	700MHz的传播损耗较低,绕射能力和室内覆盖力更强,可实现普通楼宇的深度覆盖。室外环境下,700MHz系统的平均信号强度比2.6GHz系统强约20dB,比1.8GHz平均信强12dB。在光纤难以到达的地区,700MHz可以充分发挥广覆盖和室内覆盖优势,打通偏远地区网络“最后一公里”。
<b>空中时延低</b> 移动信号稳定性好	700MHz单向空口时延为2~4ms,仅为中频段网络时延的30%~60%。700MHz网络时延低的优势,将明显提升视频类业务的用户体验,同时 <b>有助于发展5G工业互联网、车联网等可靠低时延(URLLC)业务。</b>

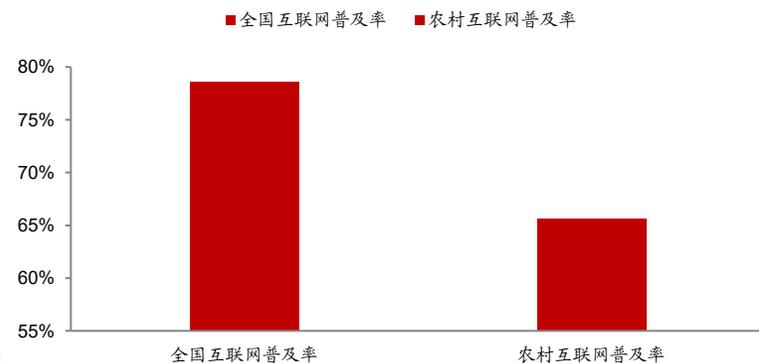
资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

图表24：不同5G频段覆盖距离 (Km)



资料来源：青海广电公众号，中邮证券研究所

图表25：中国互联网普及率 (2024)



资料来源：中国互联网信息中心，中邮证券研究所

## 2.3 稀缺频段资源加持，5G、宽带是行业未来重要增长极

- 物联网蓬勃发展背景下，端侧通信需求有望持续扩大。亦有望为广电体系宽带类业务带来增量空间。根据工信部数据，截至2024年6月，我国蜂窝物联网终端设备数达25.29亿，同比+32.78%。当前随着AI、边缘计算、终端智能芯片等技术快速演进，终端智能化趋势愈发明显。5G是物联网发展的核心底座，已广泛应用于智慧医疗、智能制造、车联网、远程监控等多个典型场景。5G网络技术体系下涵盖从高速率的5G NR到低速率的NB-IoT在内的多种连接方式，能够灵活匹配不同应用对带宽、功耗与连接密度的差异化需求。

图表26：中国蜂窝物联网终端连接数（亿）



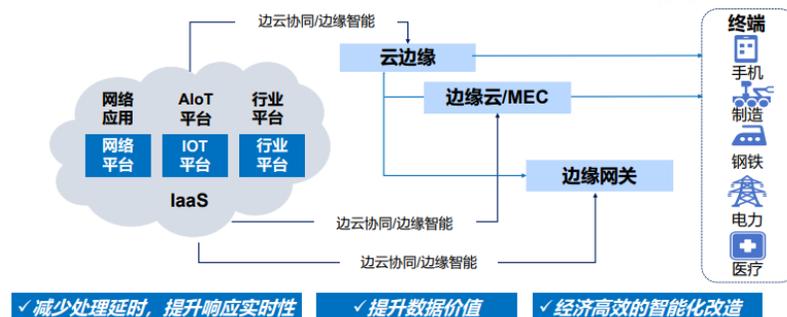
资料来源：iFind，工信部，中邮证券研究所

图表27：5G技术在物联网中的应用

技术分类	连接分布	典型应用
5G NR	高速率	智慧医疗、智慧教育、智慧城市
5G RedCap	中高速率	智慧生活、视频监控、工业传感
4G CAT1	中速率	智慧金融、智慧民生、共享经济
NB-IoT	低速率	智慧环保、智慧农业、绿色节能

资料来源：信通院，中邮证券研究所

图表28：终端通信是云边端一体化中的关键因素之一



资料来源：信通院，中邮证券研究所

3

## 歌华有线：紧抓传统主业结构新机，发力通信 奋楫迎新

3.1 传统有线：技术迭代+内容建设双端发力，紧抓集团型增量需求机遇

3.2 通信业务：拓展融合通信版图，5G与宽带业务持续推进

### 3.1 传统有线：技术迭代+内容建设双端发力，紧抓集团型增量需求机遇

- **政策驱动明确，超高清化有望重构广电价值链。**超高清视频已成为全球视听技术演进的重要方向，正逐步重构内容制作、传输、终端呈现等广电价值链环节。广电总局将超高清发展列为重大战略任务，联合工信部、中央广电总台实施“超高清先锋行动计划”，并获得发改委、财政部等多部门资金与政策支持，正式纳入“两重两新”国家战略工程。当前我国已形成以北京、广东、上海为引领的“3+X”发展格局，推动央地协同建设全链条超高清产业体系。据新型工业研究中心介绍，预计到2025年全国超高清频道将达20个以上，2027年突破50个，平台端新播节目超高清占比将超65%，产业链有望进入加速释放期。
- **公司积极布局超高清赛道，构建“硬件+服务”双轮驱动体系。**一方面，公司在硬件端持续推进4K智能机顶盒、IP/网关机顶盒、USB-CAM大卡等产品研发与市场投放，配套宽带电视APP及智能家居系统打造家庭多场景融合入口。另一方面，用户端紧抓“北京4K先锋计划”窗口期，2024年推广超高清机顶盒用户达33万户，实现从产品交付向用户渗透转化。公司在政策引导+场景落地双重催化下，有望充分受益于超高清产业加速升级所带来的硬件替换与服务增值双重红利。

图表29：公司早于2021年即基于4K用户端打造了交互平台



数据来源：公司公众号，中邮证券研究所

图表30：公司4K机顶盒产品展示



数据来源：公司公众号，中邮证券研究所

### 3.1 传统有线：技术迭代+内容建设双端发力，紧抓集团型增量需求机遇

- 持续加强媒资体系建设，夯实内容资源储备，为传统电视业务提供稳定支撑。截至2024年底，公司平台累计免费内容储量已超15万小时，智能推荐内容库年更新3万小时，内容可用性与更新效率持续提升；自制内容方面，《歌华导视》累计制作1130期、约5700分钟；4K专区全年新增内容2010小时，总时长达5446小时，同时，公司完成104部“光明影院”无障碍影片制作，持续拓展文化服务边界。
- 承办“重温经典”频道，进一步展现其在传统广电领域的资源整合与内容运营能力。2024年2月，由广电总局指导，中国广电主办，公司承办的“重温经典”频道正式开播。截至2024年底，该频道全天收视率在全国卫视频道中最高排名第9，剔除央视后位列第1，去重观众规模达2.4亿。项目作为广电总局重点工程之一，亦有望为公司后续参与全国广电体系内容业务奠定基础。

图表31：公司重温经典频道展示



数据来源：公司公众号，中邮证券研究所

### 3.1 传统有线：技术迭代+内容建设双端发力，紧抓集团型增量需求机遇

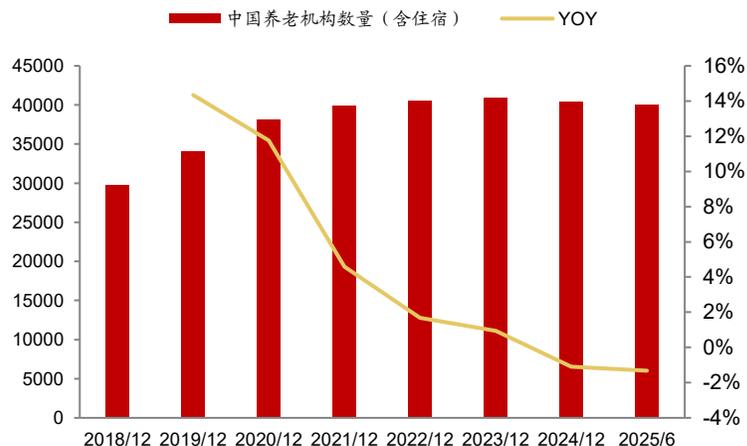
- **积极把握酒店治理与场景数字化改造契机，持续拓展商用终端用户。**一方面，随着酒店行业对合规化内容服务与多媒体运营能力的要求提升，有线电视在客房信息发布、直播内容合规保障等方面具备天然优势；另一方面，公司在渠道覆盖、服务响应及终端集成等方面形成长期服务基础，为在酒店等商用场景中的用户拓展奠定规模基础。2024年，公司新签约酒店超1300家，新增有线电视终端11.9万余台。
- **借助“重温经典”频道内容优势，加速养老机构端布局。**2024年7月，国家广播电视总局与民政部联合发文，推动“重温经典”频道进驻养老机构，公司作为频道承建方，同步推进部署工作。截至2024年底，该频道已覆盖全国超2万家养老机构，累计部署机顶盒超57万台；公司全年新增签约机构214家，新增终端1.1万余台。目前我国60岁以上人口占比已达22%，养老服务体系仍将加快建设，公司在内容适老化供给、场景化服务推进等方面具备先发优势，有望长期受益于养老机构带来的结构性新增量。

图表32：公司产品在养老机构场景展示



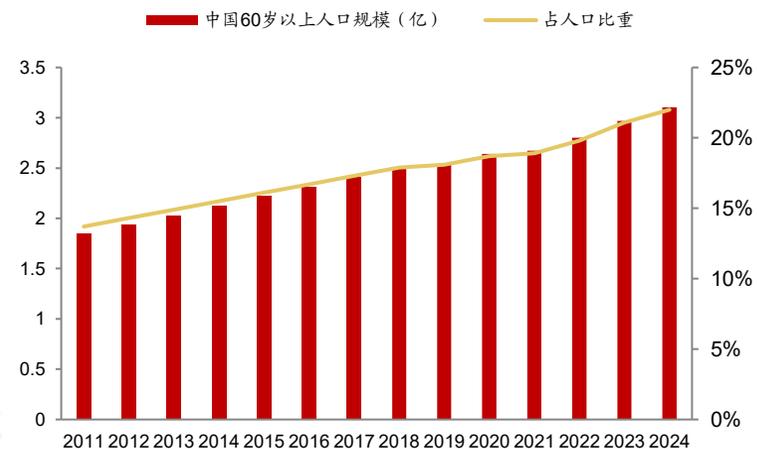
数据来源：公司公众号，中邮证券研究所

图表33：中国养老机构数量（含住宿/家）



数据来源：iFind，民政部，中邮证券研究所

图表34：中国60岁以上人口规模



数据来源：iFind，国家统计局，中邮证券研究所

## 3.2 通信业务：拓展融合通信版图，5G与宽带业务持续推进

- **依托北京区域广电一体化运营主体优势，公司具备以有线电视为基础向宽带业务延伸的天然协同能力。**一方面，公司长期深耕本地市场，拥有稳定的家庭用户基础与成熟的线下服务网络，能够实现通信业务与电视服务的高效融合；另一方面，随着全国广电“一张网”整合持续推进，以及700MHz黄金频谱的优势逐步释放，公司在宽带业务拓展中具备本地化落地能力与差异化竞争优势，为融合业务发展提供有力支撑。
- **持续推动宽带产品与运营体系创新，夯实宽带业务第二增长支点。**2024年，公司加快产品体系与运营策略优化，推出“一天N块钱”等融合套餐，提升价格竞争力与用户转化效率；通过“亮剑行动”强化一线执行力，叠加生命周期精细化管理与营维服协同机制，持续提升存量用户续存率与服务质量。我们认为，随着宽带业务与有线电视主业的融合深化、捆绑策略日趋成熟，公司有望稳步提升ARPU与用户粘性，宽带业务正成为其在传统视听主业之外的重要增长极，为“家庭入口+融合通信”战略体系提供持续支撑。

图表35：公司宽带业务套餐概览

套餐种类	网速	适用场景	费率（元/年）	套餐附带内容
100M	下载：100Mbps；上传：20Mbps	网课、短视频等	365	宽带+收视费
200M	下载：200Mbps；上传：40Mbps	智能家居、直播等	730	宽带+收视费+4K机顶盒
300M	下载：300Mbps；上传：40Mbps	视频播放、多人游戏等	1095	宽带+收视费+4K机顶盒+“快点”点播+路由器
500M	下载：500Mbps；上传：41Mbps	4K/8K超高清视频、多设备智能互联等	-	-

数据来源：公司公众号，中邮证券研究所

## 3.2 通信业务：拓展融合通信版图，5G与宽带业务持续推进

- **公司是广电体系内5G业务的核心参与单位，深度参与全国广电5G基础设施与运营体系建设，是北京区域广电5G业务的主要支撑平台。**公司先后承担中国广电北方大区核心网、北京大区省级UPF、全国IT资源池及承载网的建设与运维任务，并建成北京城市副中心、门头沟等核心通信枢纽机房，为广电网络提供关键的信息基础设施支撑。同时，公司完成广电核心网至北京地区三大运营商的12条互联互通线路建设，全面实现移动通信业务的互联互通，支撑5G服务顺利落地。
- **基础设施持续完善背景下，5G能力有望构建第三增长曲线。**在业务拓展方面，公司积极推进携号转网试点、代理结算体系建设、“吉祥号”营销推广及反诈宣传，推动5G用户规模稳步增长，截至2024年3月，公司移动通信用户已突破百万。面向垂直行业，公司聚焦广电700MHz大带宽频段优势，持续与电力、教育、医疗、文旅等重点行业开展融合应用创新，尤其在公共安全、应急通信、政务专网等低频场景中形成示范效应。我们认为，伴随700MHz相关产业链成熟度提升（已覆盖基站设备、终端、基带芯片等关键环节），公司有望加速释放广电5G能力，构建起继有线电视与宽带业务之后的第三增长曲线。

**图表36：公司参与建设中国广电北大区通信机房**



数据来源：北京通信业公众号，中邮证券研究所

**图表37：公司开展广电5G服务进社区活动展示**



数据来源：北京通信业公众号，中邮证券研究所

4

## 盈利预测及投资建议

## 4. 盈利预测及投资建议

- 收入假设：**考虑到有线电视行业整体仍处承压阶段，预计2025年公司收入将延续小幅下滑趋势。但在积极推广4K技术、拓展集团类客户的同时，叠加宽带及5G业务的持续推进，公司有望在2026–2027年实现收入恢复性增长。毛利率方面，随着广电“全国一张网”整合临近完成，一体化运营有望推动行业竞争格局趋于良性，加之5G、宽带等增量业务逐步成熟，毛利率预计将稳步修复。
- 综上所述，**我们预计公司2025–2027年营业收入分别为22.30/22.54/23.67亿元，对应同比增速-3.65%/+1.10%/+5.00%；毛利率分别为9.13%/9.20%/9.30%，对应同比增长1.01/0.07/0.10pct。

**图表38：公司营业收入及毛利率预测**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入 (亿元)</b>	<b>24.34</b>	<b>23.14</b>	<b>22.30</b>	<b>22.54</b>	<b>23.67</b>
YOY	-0.32%	-4.92%	-3.65%	1.10%	5.00%
<b>毛利率</b>	<b>11.52%</b>	<b>8.12%</b>	<b>9.13%</b>	<b>9.20%</b>	<b>9.30%</b>
YOY	2.57%	-3.41%	1.01%	0.07%	0.10%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

- **费用率假设：**公司在增量业务拓展中仍需一定销售费用支出，预计伴随规模扩张，销售费用率有望逐步收窄。研发方面，公司持续推进业务创新与转型，预计研发费用率将保持温和上行。管理费用方面，随着《估值提升计划》的稳步实施，降本增效效果有望在2026–2027年逐步体现，管理费用率预计将有所下降。
- 在上述假设下，我们预计公司2025–2027年营业收入分别为22.30/22.54/23.67亿元，对应同比增速-3.65%/+1.10%/+5.00%；归母净利润分别为-0.15/+0.09/+0.19亿元，对应同比增速+78.49%/+163.26%/+104.52%；对应EPS为-0.01/+0.01/+0.01元，PS为5.5/5.5/5.2倍。

图表39：公司费用率及归母净利润预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.53%	5.73%	6.02%	6.22%	6.32%
管理费用率	4.70%	5.17%	5.66%	5.46%	5.26%
研发费用率	2.76%	2.99%	2.50%	2.60%	2.70%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>-172.42</b>	<b>-69.52</b>	<b>-14.96</b>	<b>9.46</b>	<b>19.35</b>
YOY	-151.95%	59.68%	78.49%	163.26%	104.52%
EPS	-0.12	-0.05	-0.01	0.01	0.01
P/S	5.1	5.3	5.5	5.5	5.2
P/E	-73.8	-177.2	-824.5	1303.3	637.3

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

- 我们选取了与公司主营业务相似的A股上市公司电广传媒、海看股份、新媒股份作为可比公司。可比公司2025–2027年平均PS估值分别为6.7/6.4/6.1倍。歌华有线作为北京市核心广电网络运营商，近年来持续推进5G、宽带等业务布局，并通过《估值提升计划》稳步提升运营效率，未来盈利修复与成长空间仍具潜力。当前估值处于相对低位，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

图表40：可比公司估值对比（截至2025年8月11日）

代码	股票名称	2025/8/11收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				P/S			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
000917.SZ	电广传媒	7.64	108.30	39.02	43.31	47.86	52.64	2.8	2.5	2.3	2.1
301262.SZ	海看股份	26.81	111.80	9.79	10.17	10.55	10.92	11.4	11.0	10.6	10.2
300770.SZ	新媒股份	40.61	93.05	15.79	16.03	16.54	17.09	5.9	5.8	5.6	5.4
可比公司平均PS估值								7.1	6.7	6.4	6.1
600037.SH	歌华有线	8.86	123.31	23.14	22.30	22.54	23.67	5.3	5.5	5.5	5.2

资料来源：iFind，中邮证券研究所

# 5

## 风险提示

- 5G、宽带类业务拓展不及预期
- 有线电视用户下滑风险
- “全国一网”整合进度不及预期
- 盈利预测不达预期风险

## 附录：公司财务预测表（单位：百万元人民币）

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,314.14	2,229.78	2,254.31	2,367.02
营业成本	2,126.30	2,026.25	2,046.91	2,146.89
税金及附加	20.63	17.61	18.73	19.82
销售费用	132.55	134.22	129.86	138.14
管理费用	119.75	126.25	123.13	124.55
研发费用	69.26	55.76	58.63	63.93
财务费用	-161.89	-149.63	-156.73	-171.81
资产减值损失	-41.45	-16.00	-17.71	-18.81
营业利润	-63.20	-8.64	4.82	14.14
营业外收入	5.57	4.43	5.76	5.26
营业外支出	1.90	10.00	1.80	1.80
利润总额	-59.53	-14.20	8.78	17.60
所得税	9.99	0.75	-0.68	-1.75
净利润	-69.52	-14.96	9.46	19.35
归母净利润	-69.52	-14.96	9.46	19.35
每股收益（元）	-0.05	-0.01	0.01	0.01

资料来源：iFind，中邮证券研究所

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-69.52	-14.96	9.46	19.35
折旧和摊销	651.59	766.35	785.35	767.08
营运资本变动	385.98	-262.17	93.77	190.55
其他	106.39	60.48	49.42	50.42
经营活动现金流净额	1,074.44	549.71	938.00	1,027.39
资本开支	-544.29	-210.82	-278.20	-217.99
其他	268.38	35.28	148.09	79.07
投资活动现金流净额	-275.91	-175.55	-130.10	-138.92
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务融资	0.00	-21.56	-20.00	-20.00
其他	-162.54	-13.86	-5.90	-5.40
筹资活动现金流净额	-162.54	-35.42	-25.90	-25.40
现金及现金等价物净增加额	635.99	338.74	782.00	863.08

资料来源：iFind，中邮证券研究所

# 附录：公司财务预测表 (单位：百万元人民币)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,670.10	9,008.85	9,790.84	10,653.92
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	589.81	450.54	400.46	370.24
预付款项	41.34	47.81	51.00	48.63
存货	142.21	113.92	99.94	62.84
流动资产合计	9,650.05	9,804.47	10,538.41	11,311.89
固定资产	3,832.42	3,667.11	3,370.59	2,930.93
在建工程	688.31	348.77	196.63	109.59
无形资产	244.41	207.79	173.35	150.65
非流动资产合计	6,386.96	5,791.18	5,139.72	4,511.66
资产总计	16,037.01	15,595.65	15,678.13	15,823.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	792.84	635.46	686.93	731.43
其他流动负债	1,506.11	1,264.52	1,306.54	1,409.07
流动负债合计	2,298.95	1,899.98	1,993.48	2,140.50
其他	1,027.53	1,001.59	981.59	961.59
非流动负债合计	1,027.53	1,001.59	981.59	961.59
负债合计	3,326.48	2,901.57	2,975.07	3,102.09
股本	1,391.78	1,391.78	1,391.78	1,391.78
资本公积金	6,555.50	6,555.50	6,555.50	6,555.50
未分配利润	3,776.96	3,760.51	3,768.08	3,783.56
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	986.29	986.29	987.71	990.61
所有者权益合计	12,710.53	12,694.08	12,703.07	12,721.45
负债和所有者权益总计	16,037.01	15,595.65	15,678.13	15,823.54

资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-4.92%	-3.65%	1.10%	5.00%
营业利润	47.46%	86.33%	155.77%	193.53%
归属于母公司净利润	59.68%	78.49%	163.26%	104.52%
获利能力				
毛利率	8.12%	9.13%	9.20%	9.30%
净利率	-3.00%	-0.67%	0.42%	0.82%
ROE	-0.55%	-0.12%	0.07%	0.15%
ROIC	-1.77%	-1.33%	-1.23%	-1.31%
偿债能力				
资产负债率	20.74%	18.61%	18.98%	19.60%
流动比率	4.20	5.16	5.29	5.28
营运能力				
应收账款周转率	4.30	4.33	5.38	6.24
存货周转率	11.47	15.82	19.14	26.38
总资产周转率	0.14	0.14	0.14	0.15
每股指标 (元)				
每股收益	-0.05	-0.01	0.01	0.01
每股净资产	9.13	9.12	9.13	9.14
估值比率				
PE	-177.37	-824.49	1,303.35	637.28
PB	0.97	0.97	0.97	0.97

资料来源：iFind，中邮证券研究所

# 感谢您的信任与支持!

## THANK YOU

证券分析师 王晓萱

E-MAIL wangxiaoxuan@cnpsec.com

证书编号 S1340522080005

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES