

中国铁塔（00788）

证券研究报告

2025 年 10 月 17 日

筑通信“压舱石”，启数字“新引擎”

背靠三大运营商，行业龙头地位稳固

中国铁塔于 2014 年由三大运营商发起成立，承担国家战略通信基础设施使命，向通信运营商提供站址空间、配套设施、维修服务及电力服务，同时基于庞大的站址资源，面向不同行业的客户提供智能信息业务与能源业务，目前已发展壮大成为全球最大通信基础设施服务商。截至 2025 年 6 月底，站址规模超过 210 万，总资产规模超过 3300 亿元，净资产规模超过 2000 亿元。

一体两翼战略持续深化，公司业绩稳健增长

公司依托资源优势，积极践行共享发展理念，以运营商业务为基础，积极拓展跨行业业务和能源经营业务，逐步形成了以运营商业务为一体、智联业务和能源业务为“两翼”的“一体两翼”发展战略。公司营业收入稳中有进，营收从 2018 年的 718.19 亿元增至 2024 年的 977.72 亿元，年复合增长率为 5.28%。公司净利润稳定增长，从 2018 年的 26.5 亿元增长到 2024 年的 107.29 亿元，年复合增长率为 26.25%。

塔类业务稳健发展，室分业务赋能多场景覆盖

塔类业务贡献超过七成的收入，是公司最稳定的现金流来源。随着国内 5G 基站大规模的建设基本完成，塔类业务进入存量运营阶段，塔类共享水平进一步提升，截至 2025 年 6 月底，公司塔类站址数 211.9 万个，较上年底增加 2.5 万个，运营商塔类租户达 357.9 万户，较上年底增加 3.5 万户，运营商塔类站均租户数从 2018 年的 1.47 万户增加到 2025 年 H1 的 1.72 户，公司塔类业务共享水平的持续提升。此外，公司室分业务拓展不断加速，保持较高增长。截至 2025 年 6 月，楼宇类室分覆盖面积累计达到 138.5 亿平米，高铁隧道及地铁覆盖里程累计达 30,878 公里。

“两翼”业务发力，创新驱动增长

公司积极推动“两翼”业务发展，打造第二增长曲线。智联业务依托“铁塔智联”等产品，覆盖林草、自然资源等多个领域，收入保持双位数增长，智联业务塔类租户数逐年增加，由 2021 年的 19.9 万个增长至 2025H1 的 26.5 万个。

能源业务以换电为核心，公司已成为国内两轮车换电市场的重要参与者，公司换电业务发展速度快、发展潜力大，截至 2025 年 6 月，全国 320 多个城市开通铁塔换电业务，累计部署换电网点 8.1 万个，付费用户突破 147 万，市场占有率近 50%，日均换电次数超过 200 万次，成为全国规模最大的轻型电动车换电运营商。此外，公司备电、充电业务生态快速扩张。

公司高度重视股东回报，折旧减少加速释放利润

公司分红派息率持续提升，从 2018 年公司的 14.98% 提升至 2024 年的 68.19%。2024 年，公司首次派发中期股息。2025 年，董事会派发中期股息 0.1325 元/股，中期股息同比增长 21.6%。此外，公司长期承担着大规模塔类建设的折旧压力，折旧及摊销成本占 50% 以上，随着部分收购的运营商铁塔折旧在 2025 年底逐步完成，公司利润有望加速释放将迎来改善。

投资建议：公司作为全球最大通信基础设施运营商，背靠三大运营商，塔类业务收入稳定性强；“一体两翼”战略打开新的成长空间。随着室分、智联和能源业务的快速发展，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司在 2025-2027 年归母净利润为 119.9、166.1、175.6 亿元。我们认为公司未来具备增长潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：大客户过于集中的风险；未来租金下降的风险；两翼业务拓展不及预期的风险。

投资评级

行业	电讯业/电讯
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	11.66 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	17,600.85
港股总市值(百万港元)	205,225.88
每股净资产(港元)	
资产负债率(%)	39.55
一年内最高/最低(港元)	12.46/1.00

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
tanghaqing@tfzq.com

张建宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525040002
zhangjianyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中国铁塔：全球最大的通信基础设施服务商	5
1.1. 背靠三大运营商，公司应运而生	5
1.2. 公司主要股东为三大运营商	6
1.3. “一体两翼”战略持续深化	6
1.4. 公司业绩稳健增长，分红比率较高	7
1.4.1. 公司营收稳定增长，盈利能力增强	7
1.4.2. 资本开支结构优化，两翼业务占比提高	9
1.4.3. 现金流保持健康态势	9
1.4.4. 资产负债率呈下降趋势	10
1.4.5. 公司重视股东权益	10
1.5. 全球铁塔行业：格局集中，财务状况分化	11
1.5.1. 全球铁塔行业呈现头部集中、长尾并存的格局	11
1.5.2. 中国铁塔收入第一，美国铁塔净利率与 ROE 居于首位	11
2. 固本强基，“一体”业务稳健增长	12
2.1. “5G 新基建”推进，集约高效发展	12
2.2. 塔类业务保持稳定增长	13
2.3. 室分业务赋能多场景覆盖	17
2.4. 商务定价协议修订，共享优惠力度加大	19
3. 两翼业务打开第二增长曲线	20
3.1. 智联业务助力空间数智化治理	20
3.2. 能源业务推进绿色能源应用	21
3.2.1. 即时配送带动换电业务崛起	21
3.2.2. 备电、充电业务多行业场景运用	24
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1. 盈利预测	25
4.2. 投资建议	26
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：中国铁塔发展历程	5
图 2：公司股权架构图（截至 2025 年 6 月 30 日）	6
图 3：“一体两翼”战略详情	7
图 4：公司 2019 年-2025 年 H1 业务收入占比图	7
图 5：公司 2018 年-2025 年 H1 营业收入及 YOY	8
图 6：公司 2018 年-2025 年 H1 净利润及 YOY	8
图 7：公司 2018 年-2025 年 H1 净利率与 ROE	8
图 8：公司 2019 年-2025 年 H1 成本费用（亿元人民币）及结构	9
图 9：公司 2018 年-2025 年 H1 资本开支及结构	9

图 10: 公司 2018 年-2025 年 H1 经营现金流	10
图 11: 公司 2018 年-2025 年 H1 自由现金流	10
图 12: 公司 2018 年-2025 年 H1 资产负债率	10
图 13: 公司 2018 年-2025 年 H1 股利支付率（注：股利支付率计算的分母取值为公司当年归母净利润）	10
图 14: 世界大中小型铁塔企业个数（个）	11
图 15: 世界大中小型企业拥有铁塔数量占比	11
图 16: 截至 2024Q2 中国铁塔、美国铁塔、印度铁塔的铁塔数量对比（单位：个）	11
图 17: 2018 年-2024 年三家铁塔公司营业收入对比（亿元人民币）	12
图 18: 2018 年-2024 年三家铁塔公司净利润对比（亿元人民币）	12
图 19: 2018 年-2024 年三家铁塔公司净利率对比	12
图 20: 2018 年-2024 年三家铁塔公司 ROE 对比	12
图 21: 公司 5G 基站全国分布热力图	13
图 22: 2020 年-2025 年 H1 全国累计承建 5G 基站数量	13
图 23: 微站业务示意图	14
图 24: 公司 2018-2025H1 塔类业务收入	16
图 25: 公司 2018-2025H1 塔类租户数量与塔类站均租户数	16
图 26: 公司 2018-2025H1 运营商塔类租户数量与站均租户数	16
图 27: 公司 2018-2025H1 公司塔类站址数与平均单站址年收入	17
图 28: 公司 2018 年-2025 年 H1 室分业务收入及 YOY	19
图 29: 公司 2018 年-2025 年 H1 室分业务不同场景拓展情况	19
图 30: 铁塔智联“数字塔”赋能重点行业	20
图 31: 公司 2021-2025H1 智联业务收入	21
图 32: 公司 2021-2025H1 智联业务塔类租户数	21
图 33: 公司 2022-2025H1 智联业务下属业务情况	21
图 34: 中国电动两轮车锂电换电市场仍有较大增长空间	22
图 35: 中国骑手换电市场渗透率仍有较大增长空间	22
图 36: 铁塔换电柜	23
图 37: 公司 2020-2025H1 换电业务收入	24
图 38: 公司 2020-2025H1 换电用户数据	24
图 39: 公司 2022-2025H1 备电业务数据	25
图 40: 公司 2022-2025H1 充电业务数据	25
表 1: 公司主要管理层情况	6
表 2: 宏站具体服务内容	13
表 3: 通信铁塔种类	14
表 4: 室分产品种类介绍	17
表 5: 公司运营商业产品定价公式	19
表 6: 共享折扣	20
表 7: 2024 中国两轮车换电运营商电池投放量 TOP5	22
表 8: 铁塔换电产品介绍	23

表 9：公司备电与充电产品	24
表 10：公司营业收入预测及拆分（亿元）	26

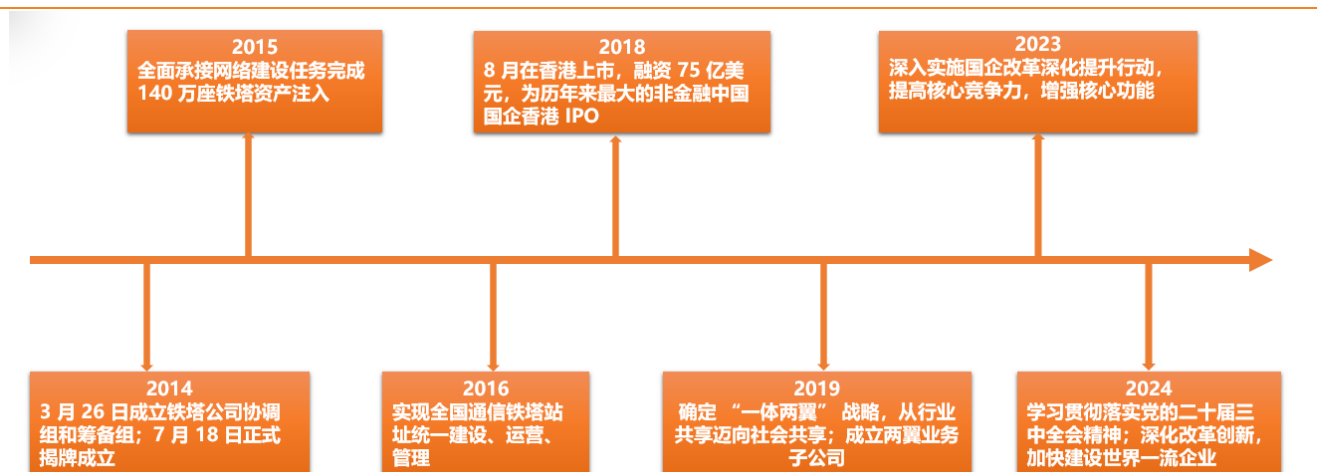
1. 中国铁塔：全球最大的通信基础设施服务商

1.1. 背靠三大运营商，公司应运而生

中国铁塔是由国务院推动成立的国有大型通信基础设施服务企业，是我国移动通信基础设施建设的“国家队”和 5G 新基建的“主力军”。中国铁塔是全球规模最大的通信铁塔基础设施服务提供商，基于庞大的站址资源，向通信运营商提供站址空间、配套设施、维修服务及电力服务，面向不同行业的客户提供包括基础设施、维护服务与电力服务在内的站址资源服务。

- 2014 年，中国通信行业正处在由 3G 向 4G 跨越时期，基站重复建设现象普遍。在此背景下，电信运营商剥离通信铁塔及配套设施，合力打造铁塔资源共享平台成为必然选择，中国铁塔应运而生。
- 2014 年 7 月 18 日，中国铁塔股份有限公司由三大电信运营商发起设立，中国移动、中国联通、中国电信分别出资 40.0 亿元、30.1 亿元和 29.9 亿元，在公司中各持有 40.0%、30.1%和 29.9%的股权。
- 2015 年 10 月，中国铁塔与三大电信运营商完成全部存量铁塔相关资产的注入和收购，估值约计 2314 亿元，同时引入投资机构中国国新。
- 2018 年 8 月 8 日，公司在香港交易所主板成功上市，融资 75 亿美元，为历年来最大的非金融中国国企香港 IPO。
- 2024 年 7 月，国务院国资委公布 2023 年度中央企业改革深化提升行动重点任务考核 A 级名单，中国铁塔首次获评为 A 级。
- 截至 2025 年 6 月底，中国铁塔站址规模超过 210 万，总资产规模超过 3300 亿元，净资产规模超过 2000 亿元，发展壮大成为全球最大通信基础设施服务商。

图 1：中国铁塔发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司管理层行业经验丰富。公司核心高管均长耕通信行业，任职经历覆盖中国移动、中国联通、中国电信三家运营商公司，涉及省级分公司管理、集团职能部门（人力资源、实业管理）等关键环节，对通信行业均有深刻理解。

表 1：公司主要管理层情况

姓名	职位	主要经历
张志勇	董事长，执行董事	任职经历丰富，曾任北京市电信公司副总经理，中国电信实业管理部经理，中通服董事长及执行董事；中国电信副总经理、执行副总裁、总法律顾问 2018 年 5 月至 2021 年 9 月任公司非执行董事，2021 年 9 月起任公司执行董事兼董事长
陈力	总经理，执行董事	曾任中国移动湖北、安徽、青海、辽宁、上海分公司董事长、总经理。2024 年 4 月至今任公司总经理，2024 年 5 月起至今任执行董事
刘国锋	副总经理	曾任中国移动贵州公司董事、副总经理。2014 年 8 月加入公司，历任江西省、河南省分公司总经理。2019 年 6 月至今任公司副总经理，同时自该月起担任铁塔能源有限公司董事长。
尹文凯	副总经理	曾任中国电信集团人事部高级业务经理、综合人事处处长、人力资源部薪酬福利处处长；中国联通集团人力资源部副总经理及总经理；联通融资租赁有限公司董事长。2022 年 11 月加入公司，同月起任公司副总经理
赵敬宝	副总经理	曾任中国移动通信集团省级分公司人力资源部副主任、总经理等职；2014 年 9 月加入公司，历任省级分公司副总经理。2022 年 11 月至今任公司副总经理
徐波	副总经理	曾任中国联通集团分公司总经理等职，2014 年 9 月加入公司，2023 年 8 月执掌集团通信发展部，2024 年 7 月至今任公司副总经理。

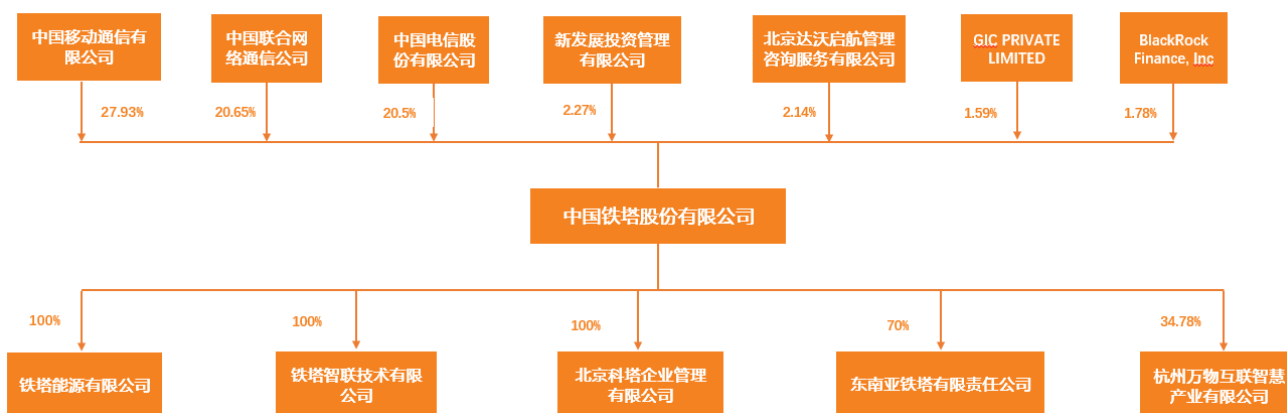
资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 公司主要股东为三大运营商

中国铁塔的股权结构稳定。主要由三大电信运营商——中国移动、中国联通和中国电信共同控股，截至 2025 年 9 月，三大运营商股权占比 69.08%。中国铁塔下属三个全资子公司、一个控股子公司、一个参股子公司。

- 铁塔能源有限公司成立于 2019 年 6 月，聚焦新能源出行服务、电力保障服务、综合能源服务三大业务板块，打造具有核心竞争力的新能源应用服务商。
- 铁塔智联技术有限公司成立于 2019 年 6 月，重点聚焦生态环保、国土农林、卫星定位等领域，开展跨行业站址应用与信息业务。
- 东南亚铁塔有限责任公司由中国铁塔控股、与老挝政府合资设立，2018 年 12 月正式在老挝挂牌营业，这是中国铁塔成立以来的首个海外投资项目，公司为老挝及东南亚国家与中资企业提供通信基础设施配套保障。

图 2：公司股权架构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. “一体两翼”战略持续深化

公司持续深化“一体两翼”战略。2019 年，中国铁塔依托资源优势，积极践行共享发展理念，以运营商业务为基础，积极拓展跨行业业务和能源经营业务，逐步形成了以运营商业

务为一体、智联业务和能源业务为“两翼”的“一体两翼”发展战略。

- 运营业务是公司在各地区的开展站址的建设与维护工作，并向运营商提供服务，满足运营商在城市、乡村、地铁、高铁等不同场景的移动通信覆盖需求，包括塔类业务与室分业务。
- 智联业务是在以遍布全国的超过 210 万铁塔站址资源为支撑，基于互联网、云计算和全国统一的平台能力，变“通信塔”为“数字塔”，为国计民生行业和国家基层治理提供中高点位视频感知、数据采集处理等服务，广泛服务林草、水利、环保、应急、自然资源等领域，为国家治理体系建设和数字经济发展提供有力支撑。
- 能源业务是公司依托丰富的站址资源、成熟的建维能力和可视可管可控的监控平台等资源能力优势，面向社会提供换电、备电、充电、动力电池梯次利用等多元化能源服务，致力于打造具有核心竞争力的新能源应用服务商。

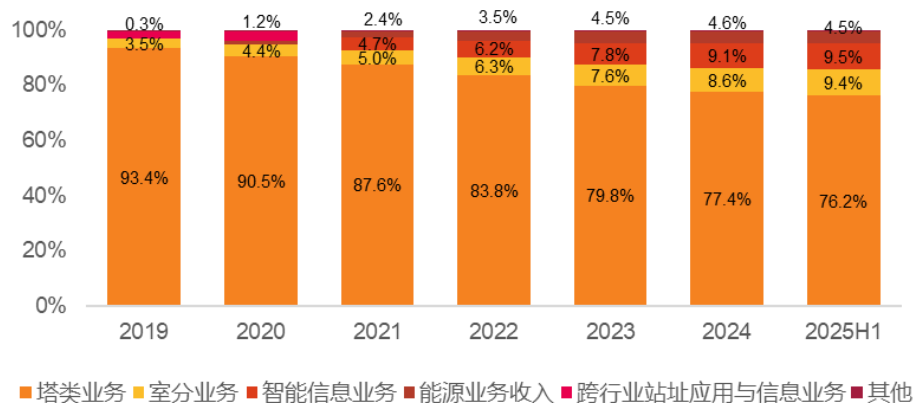
图 3：“一体两翼”战略详情



资料来源：公司业绩报告材料，天风证券研究所

公司营收结构呈现由单一业务逐渐向多元化业务拓展的趋势。塔类业务占比从 2019 年的 93.4% 下降至 2025H1 的 76.2%，室分业务由 2019 年的 3.5% 上升至 2025 年 H1 的 9.4%。两翼业务营收占比逐年增加，截至 2025 年 H1，智联业务占比 9.5%，能源业务占比 4.5%。

图 4：公司 2019 年-2025 年 H1 业务收入占比图



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 公司业绩稳健增长，分红比率较高

1.4.1. 公司营收稳定增长，盈利能力增强

公司整体业绩稳定增长。公司自 2018 年上市以来，营业收入稳中有进，从 2018 年的 718.19 亿元增至 2024 年的 977.72 亿元，年复合增长率为 5.28%，2025 年上半年营收为 496.01 亿

元，同比增长 2.8%。公司净利润稳定增长，从 2018 年的 26.5 亿元增长到 2024 年的 107.29 亿元，年复合增长率为 26.25%，2025 年 H1 净利润为 57.57 亿元，同比增长 8%。

图 5：公司 2018 年-2025 年 H1 营业收入及 YOY

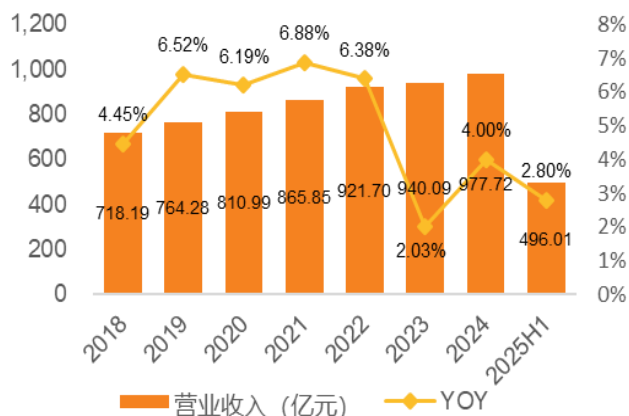


图 6：公司 2018 年-2025 年 H1 净利润及 YOY

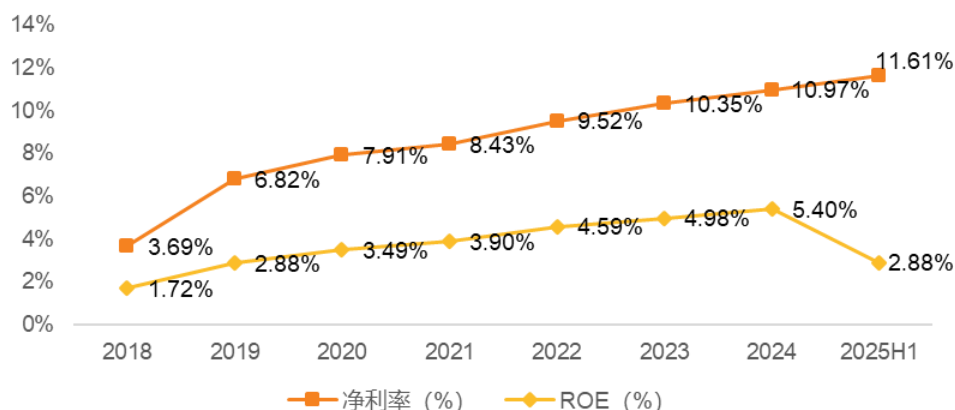


资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

公司盈利能力持续增强，净利率和 ROE 稳步提升。净利率从 2018 年的 3.69% 提升至 2025 年 H1 的 11.61%；ROE 亦由 2018 年的 1.72% 提升至 2024 年的 5.40%，盈利质量稳步改善。

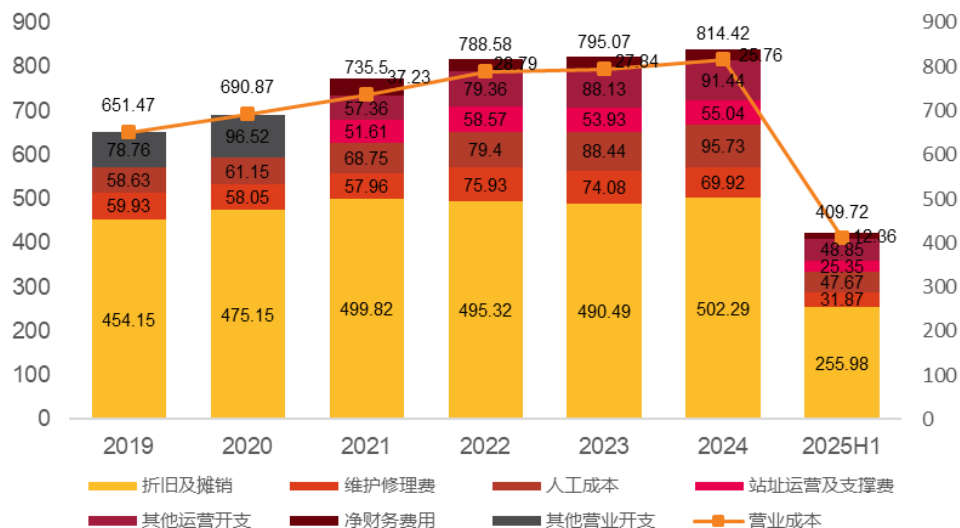
图 7：公司 2018 年-2025 年 H1 净利率与 ROE



资料来源：wind，天风证券研究所

折旧及摊销占营业成本比重较高，若未来折旧减少，利润有望加速释放。公司营业成本呈现逐年递增态势，其中折旧及摊销成本占 50% 以上。2015 年，公司从三大运营商收购了约 2035 亿元的铁塔资产，部分折旧期为 10 年。2025 年底全部完成折旧后，届时折旧摊销规模将大幅减少，公司利润有望加速释放。

图 8：公司 2019 年-2025 年 H1 成本费用（亿元人民币）及结构

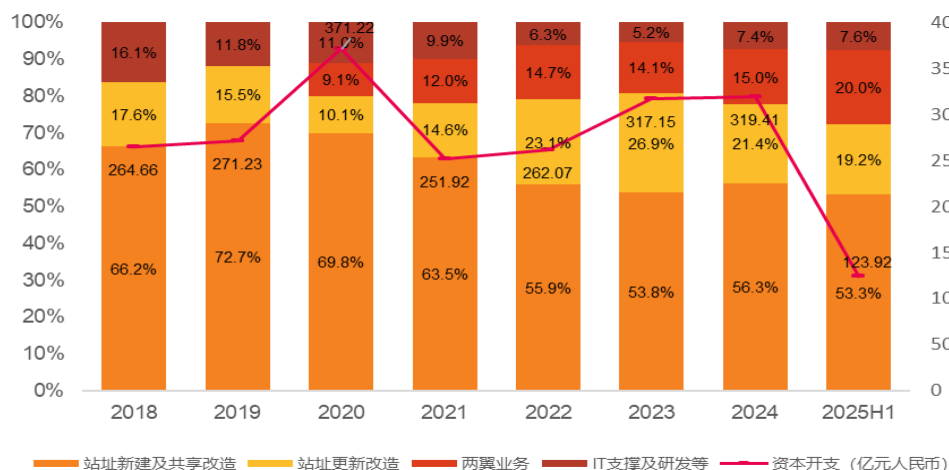


资料来源：公司公告，公司业绩报告材料，天风证券研究所

1.4.2. 资本开支结构优化，两翼业务占比提高

公司按照业务发展和能力建设需要适配有效投资。从 2018 年至 2024 年，公司资本开支总体可控，主要用于站址新建及共享改造、站址更新改造。2025 年 H1 资本开支 123.92 亿元，同比降低 9.7%。从占比数据来看，站址新建及共享改造资本开支占比最高在 2019 年的 72.7%，此后呈下降趋势，2025 年 H1 占比 53.3%；两翼业务资本开支占比呈增加趋势，2025 年 H1 两翼业务占比达到 20%。

图 9：公司 2018 年-2025 年 H1 资本开支及结构

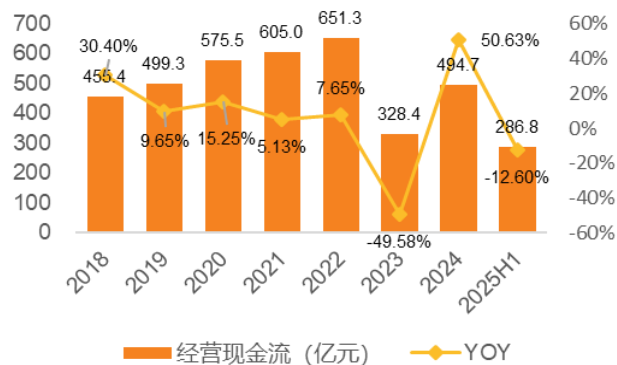


资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

1.4.3. 现金流保持健康态势

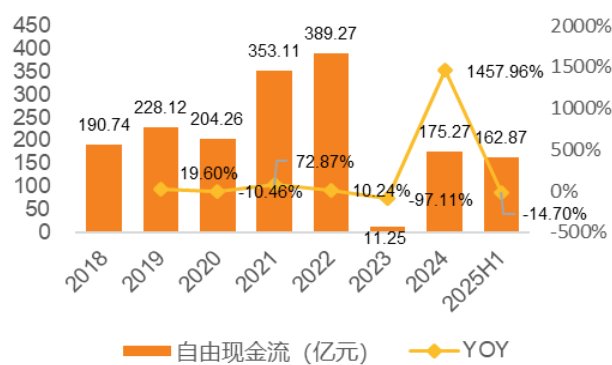
现金流水平持续健康。2023 年公司经营现金流为 328.4 亿元，同比下降 49.58%，自由现金流为 11.25 亿元，同比下降 97.11%，原因是由于新一轮商务定价调整流程中涉及计费系统升级调整等其他事项，公司上半年应收账款回款情况差，但下半年随着市场的全面恢复，现金流持续改善。2024 年随着定价协议涉及各事项落地，现金流水平明显改善。2025 年上半年经营现金流净额为 286.79 亿元，同比下降 12.6%，自由现金流为 162.87 亿元，同比下降 14.7%。

图 10：公司 2018 年-2025 年 H1 经营现金流



资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

图 11：公司 2018 年-2025 年 H1 自由现金流

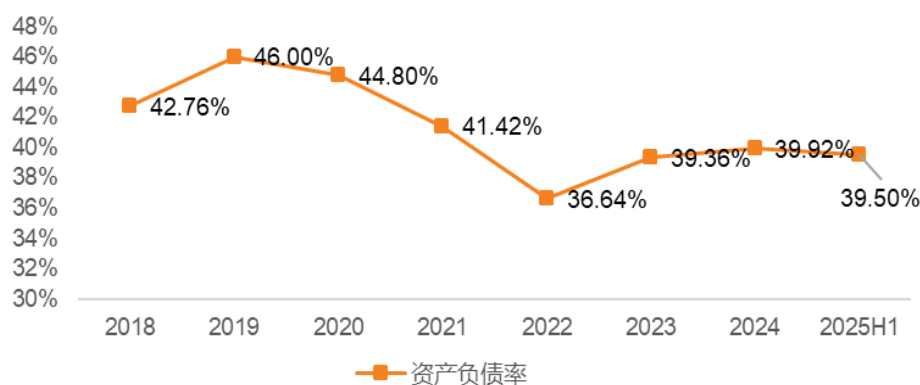


资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

1.4.4. 资产负债率呈下降趋势

公司资产负债率整体呈下降趋势。资产负债率从 2018 年的 42.76% 逐步降至 2025 年 6 月末的 39.5%，反映出公司财务结构的持续优化和稳健发展态势。2025H1 资产负债率为 39.5%，相比 2024 年底下降 0.42 个百分点。

图 12：公司 2018 年-2025 年 H1 资产负债率

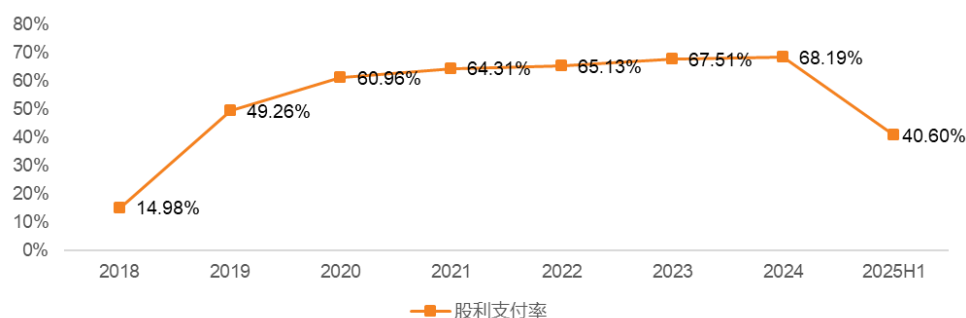


资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

1.4.5. 公司重视股东权益

公司高度重视股东回报，分红派息率持续提升。2018 年公司股利支付率为 14.98%，2024 年提升至 68.19%。2024 年，公司首次派发中期股息。2025 年，董事会派发中期股息 0.1325 元/股，中期股息同比增长 21.6%。公司股利支付率稳定提升，2025H1 股利支付率为 40.6%，同比提升 4.7 个百分点（2024 年 H1 股利支付率约为 36.0%）。

图 13：公司 2018 年-2025 年 H1 股利支付率（注：股利支付率计算的分母取值为公司当年归母净利润）



资料来源：wind，公司业绩报告材料，天风证券研究所

1.5. 全球铁塔行业：格局集中，财务状况分化

1.5.1. 全球铁塔行业呈现头部集中、长尾并存的格局

全球铁塔行业格局集中度高，头部公司占据大部分市场份额。截至 2024 年 Q2，全球拥有铁塔>20,000 座的大型塔企共有 23 家，拥有 5,000–20,000 座之间的中型塔企有 29 家，还有约 292 家拥有少于 5,000 座的小型塔企，其中，大型塔企拥有的铁塔数量占比为 87.4%。

图 14：世界大中小型铁塔企业个数（个）

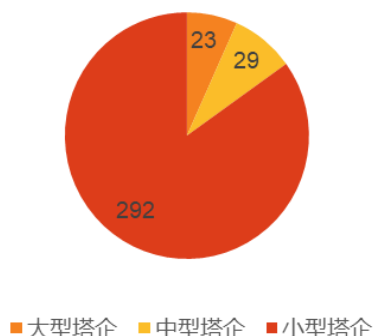
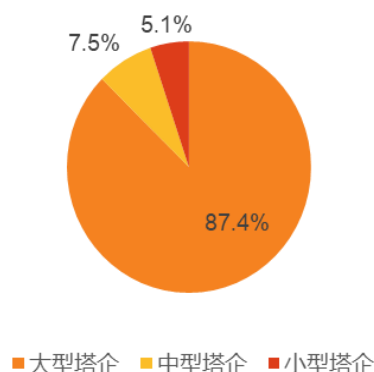


图 15：世界大中小型企业拥有铁塔数量占比



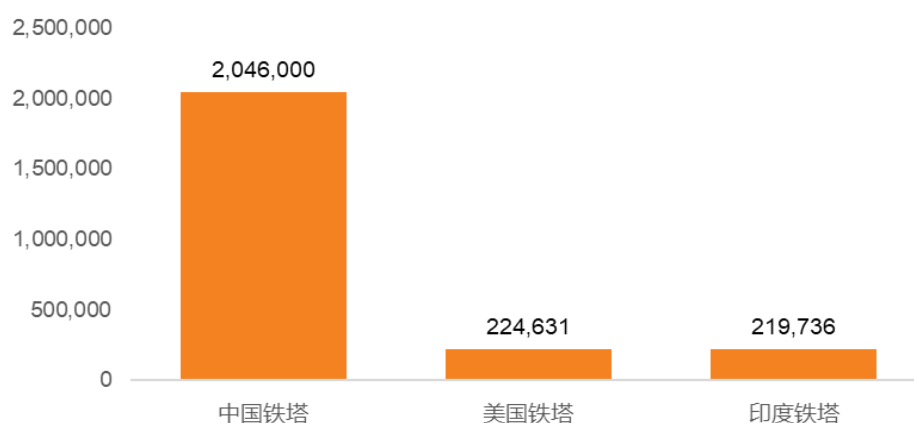
资料来源：towerxchange，天风证券研究所

资料来源：towerxchange，天风证券研究所

截至 2024 年 Q2，中国铁塔、美国铁塔、印度铁塔是拥有铁塔数量最多的三个铁塔公司，分别占全球铁塔总量的 53%、5.8%、5.7%，合计占比为 64.5%。中国铁塔与印度铁塔业务只涉及本国，美国铁塔业务涉及 23 个国家。

- **中国铁塔为国资背景驱动，共享机制稳固。**中国铁塔成立于 2014 年，以国资背景深度绑定国内运营商，公司主要业务有塔类业务、室分业务，以及智能换电、备电、充电等能源应用服务。中国铁塔分别与通信运营商股东订立《商务定价协议》，明确约定有关产品定价。
- **美国铁塔重在 REITs 模式下的全球化扩张。**美国铁塔成立于 1995 年，是全球最大的房地产投资信托基金公司之一，业务遍布美洲、欧洲、非洲、亚太等 22 个国家和地区。美国铁塔将铁塔出租给无线服务提供商、广播电视等公司，提供定制服务，加快网络部署。
- **印度铁塔是印度区域龙头。**印度铁塔成立于 2007 年 11 月，是印度最大的通信塔企业之一，客户主要为 Bharti Airtel 等运营商。公司通过与客户签订长期主服务协议保持收入稳定。核心收入来源包括塔基租金、共址租赁费与能源电力使用费等。

图 16：截至 2024Q2 中国铁塔、美国铁塔、印度铁塔的铁塔数量对比（单位：个）

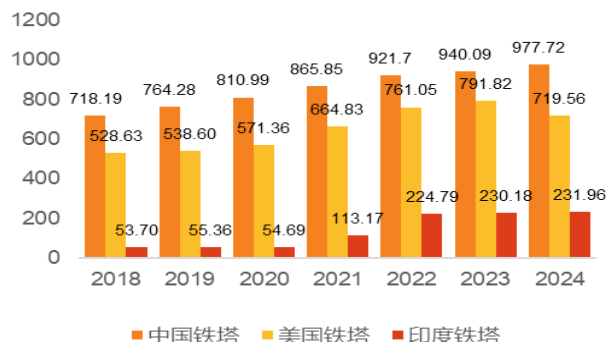


资料来源：towerxchange，天风证券研究所

1.5.2. 中国铁塔收入第一，美国铁塔净利率与 ROE 居于首位

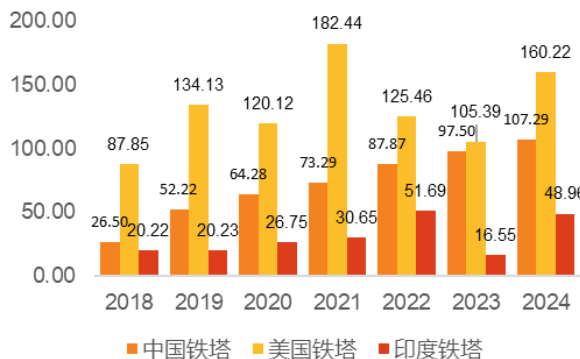
中国铁塔收入稳居第一，但净利润低于美国铁塔。2024 年，中国铁塔收入 977.72 亿元人民币，美国铁塔收入 719.56 亿元人民币，印度铁塔收入 231.96 亿元人民币，差距明显。2024 年中国铁塔净利润 107.29 亿元，美国铁塔净利润 160.22 亿元，印度铁塔净利润 48.96 亿元，美国铁塔利润水平显著领先。

图 17：2018 年-2024 年三家铁塔公司营业收入对比（亿元人民币）



资料来源：wind，天风证券研究所

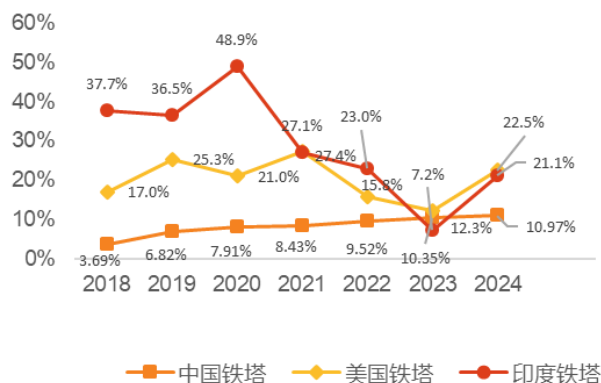
图 18：2018 年-2024 年三家铁塔公司净利润对比（亿元人民币）



资料来源：wind，天风证券研究所

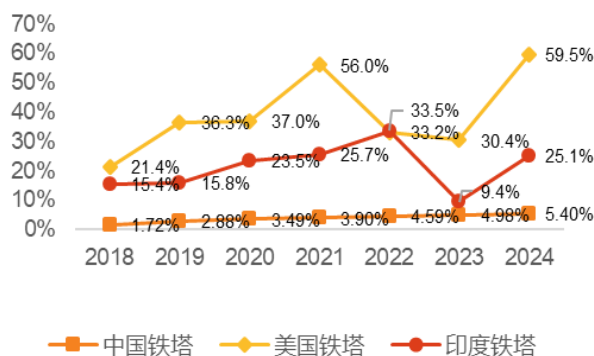
美国铁塔净利率与 ROE 位居三家首位。2024 年中国铁塔净利率为 10.97%，美国铁塔净利率为 22.5%，印度铁塔净利率为 21%，中国铁塔净利率低于美国铁塔与印度铁塔。2024 年美国铁塔 ROE 为 59.5%，其 ROE 领先。

图 19：2018 年-2024 年三家铁塔公司净利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：2018 年-2024 年三家铁塔公司 ROE 对比



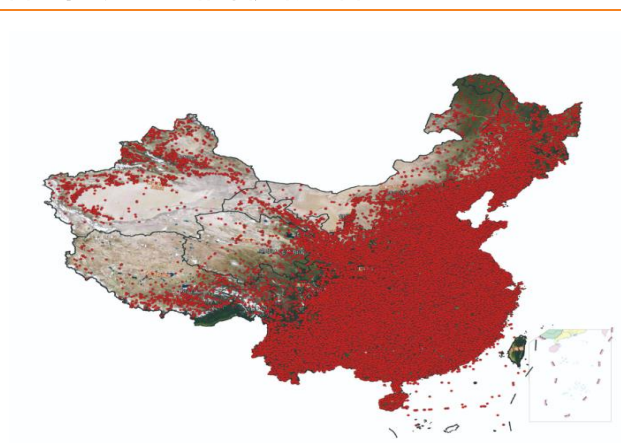
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 固本强基，“一体”业务稳健增长

2.1. “5G 新基建”推进，集约高效发展

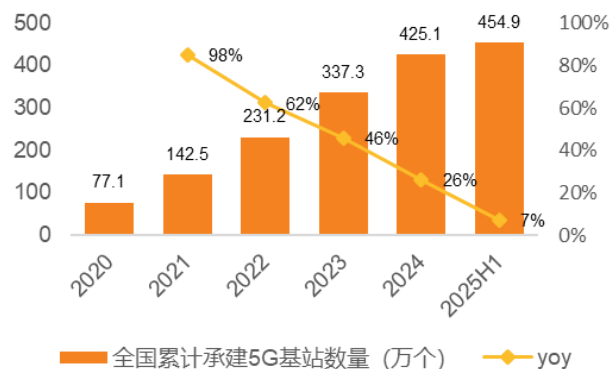
公司助力 5G “新基建”。公司落实网络强国战略，践行新发展理念，助力运营商低成本、快速部署 5G 网络，促进 5G 集约高效发展。全国累计建设基站从 2020 年的 77.1 万个增加到了 2025 年 H1 的 454.9 万个，增速渐缓。

图 21：公司 5G 基站全国分布热力图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 22：2020 年-2025 年 H1 全国累计承建 5G 基站数量



资料来源：工信部，天风证券研究所

2.2. 塔类业务保持稳定增长

塔类业务包括宏站及微站业务。针对通信运营商移动通信网络广泛的室外覆盖需求，公司基于遍布全国的铁塔站址，并结合不同的场景及运营商网络覆盖需求，向客户提供普通地面塔、景观塔、简易塔、楼面塔及不同挂高的多样化产品，同时提供多种电力配套保障服务，确保客户的网络设备持续良好运行。

- **宏站业务：**向通信运营商提供包括铁塔及机房或机柜在内的站址空间，并装载其天线或其他宏站设备。

表 2：宏站具体服务内容

服务类型	具体服务内容
站址空间	将站址中的铁塔、机房或机柜及配套设备提供给运营商，供其安装通信设备。
维护服务	维护服务涵盖设备运行状况监控、日常巡检、故障处理、物业维系、工作环境保障以及运营分析，协助三大运营商维持其通信设备的正常运行。
电力服务	为通信运营商的通信设备提供市电引入、蓄电池供电或后备发电服务。通常情况下，公司为客户设备提供市电；当市电中断时，公司通过蓄电池提供后备电力。此外，公司还使用汽油或柴油发电机为客户设备提供发电服务，以在市电中断且蓄电池电力耗尽时，保障客户设备正常运行。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- **微站业务：**向运营商提供包括杆塔、其他基础设施资源以及机柜在内的站址空间，并装载其微站设备。微站业务被广泛应用于商业区、街道、居民社区、旅游景点及交通枢纽等场景，帮助运营商在人流与建筑物密集的城市区域及特定城市外区域，对其通过宏站建立的移动通信网络进行深度覆盖和流量扩容。

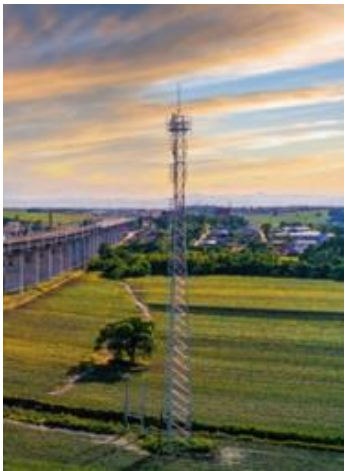
图 23：微站业务示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

不同种类的通信铁塔应用场景不同。中国铁塔所承建的通信铁塔有以下几种：普通地面塔，景观塔，简易塔，普通楼面塔，楼面抱杆。其中，普通地面塔覆盖范围广，主要用于人少开阔地带的移动网络覆盖；普通楼面塔则主要用于实现网络低广覆盖。

表 3：通信铁塔种类

产品种类	特征	应用场景	图示
普通地面塔	共享能力强，覆盖范围广。	广泛适用于城郊、农村、交通干线沿线等人少开阔地带的移动网络覆盖。	
景观塔	让通信塔与环境融为一体，隐蔽性强，实现网络、覆盖与美观性到完美结合。	适用于城市、景区、厂区等人流密集区域及环境友好性要求高等区域的移动网络覆盖。	

简易塔 成本低，易施工，交付快。 适用于道路沿线、绿化带、公园、居民小区等
场地受限、但成本实现小范围移动网络覆盖场
景。



普通楼面塔 共享能力相对较好，依托楼面 通常用于地面场地受限、周围房屋阻挡多、楼
高度实现网络低广覆盖。 面平整开阔多城市楼宇间移动网络覆盖。



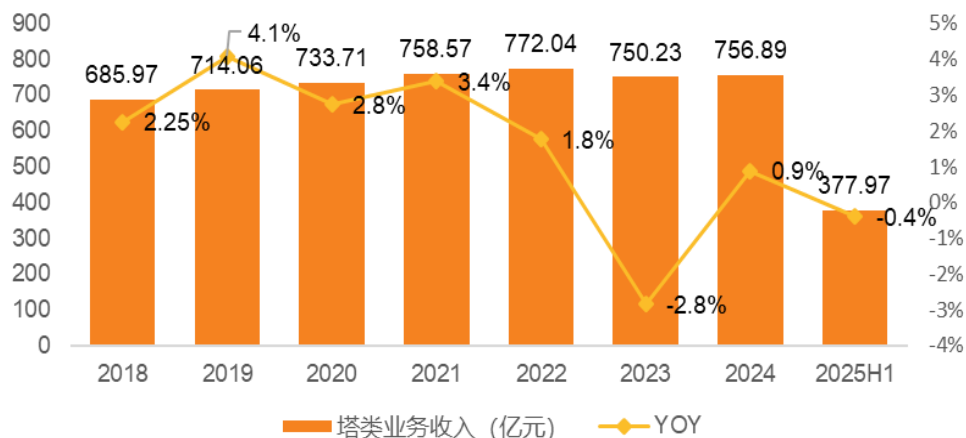
楼面抱杆 易施工、易安装、造价低。 广泛应用于城市室外网络覆盖。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

塔类业务收入稳定增长。公司紧盯运营商网络建设规划，持续开展疑难站址攻坚，赢得客户认可。塔类业务收入从2018年的685.97亿元增长至2024年的756.89亿元，年复合增长率为1.7%。2025年上半年，塔类业务实现收入377.97亿元，同比下滑0.4%。

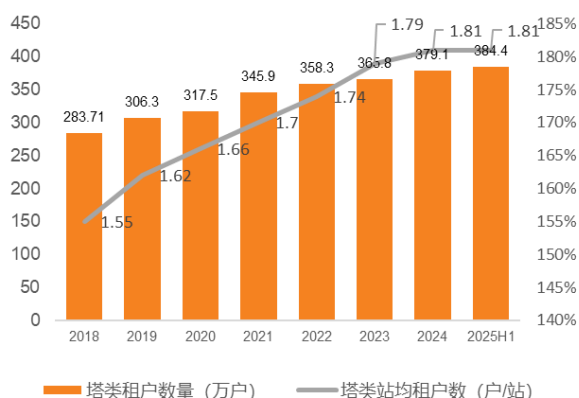
图 24：公司 2018-2025H1 塔类业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

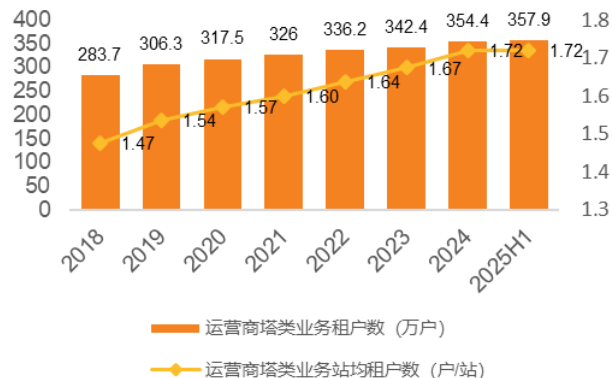
塔类共享水平进一步提升。公司始终以“共享”作为业务发展的立足点，鼓励运营商更多通过共享方式使用站址，促进站址共享。截至 2025 年 6 月底，公司塔类站址数 211.9 万个，较上年底增加 2.5 万个，运营商塔类租户达 357.9 万户，较上年底增加 3.5 万户，塔类站均租户数从 2018 年的 1.55 户增长到 2025 年 H1 的 1.81 户，运营商塔类站均租户数从 2018 年的 1.47 户增加到 2025 年 H1 的 1.72 户，公司塔类业务共享水平持续提升。

图 25：公司 2018-2025H1 塔类租户数量与塔类站均租户数



资料来源：公司公告、公司业绩报告材料，天风证券研究所

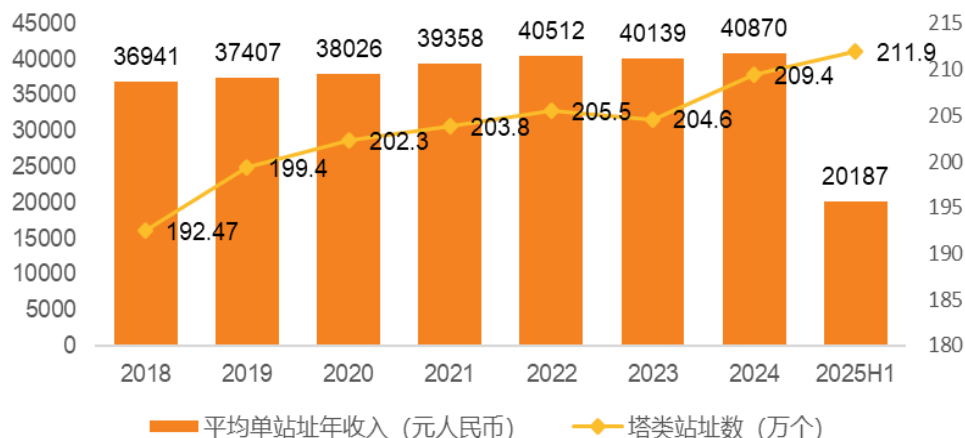
图 26：公司 2018-2025H1 运营商塔类租户数量与站均租户数



资料来源：公司公告、公司业绩报告材料，天风证券研究所

公司站址规模稳步扩张，单站收入整体保持增长趋势。公司塔类站址数量从 2018 年的 192.47 万个提升至 2025H1 的 211.9 万个，整体呈现出平稳增长态势。平均单站址年收入从 2018 年的 3.7 万元增长到 2024 年的 4.1 万元。

图 27：公司 2018-2025H1 公司塔类站址数与平均单站址年收入



资料来源：公司公告、公司业绩报告材料，天风证券研究所

2.3. 室分业务赋能多场景覆盖

公司提供室内移动网络覆盖及配套的室分业务。针对运营商楼宇、场馆、隧道等室内移动网络覆盖需求，公司积极开展面向商务楼宇、大型场馆、住宅小区、地铁隧道、高铁隧道、公路隧道等室内覆盖业务。公司向运营商提供室分站址，将其通信设备连接至室内分布式天线系统，帮助设备接收和发送室内移动通信信号，从而实现建筑物及隧道内部的移动通信信号覆盖。同时，公司还提供配套设备、维护服务与电力服务，保障室内分布式天线系统及电力的正常运行，进而支持客户的通信设备持续运转。

表 4：室分产品种类介绍

产品种类	产品应用	图示
	5G POI:采用一体化产品设计，支持 700~3700MHz 频段范围，支持多家运营商全频段系统共享，三阶互调优于-150dBc，体积小、功率容量大。	
5G 无源室分产品	(1) 全频段 5G 漏缆：采用高频优化技术，大幅降低 5G 高频段综合损耗，支持 700~3700MHz 频段，在地铁隧道断点距离可达 500 米左右。 (2) 低损耗 5G 漏缆：采用分段耦合技术，增强末端信号从而延伸覆盖，支持 1700~3700MHz 频段，在地铁隧道断点距离可达 700 米左右。	

增强型连接器：采用稳定的产品结构，使用专用工具压接方式安装，连接更稳定，提升了动态条件下室分系统的互调性能，可解决多系统共享频率干扰难题。



楼宇类室分应用

通过室内分布系统，实现一家或多家运营商移动网络在室内的深度覆盖。在购物楼宇中心等中高容量楼宇场景，创新采用了 5G 无源分布式 MIMO 技术。



大型园区

交通枢纽--火车站

隧道类室分应用

通过泄漏电缆，实现一家或多家运营商移动网络在高铁隧道、地铁隧道、铁路隧道、公路隧道的深度覆盖。地铁高铁等隧道是高容量场景之一，实现 4T4R 的 5G 覆盖需部署四根漏缆。

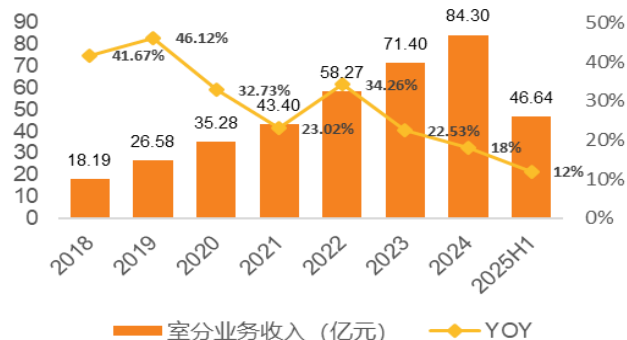


地铁隧道

资料来源：公司官网，天风证券研究所

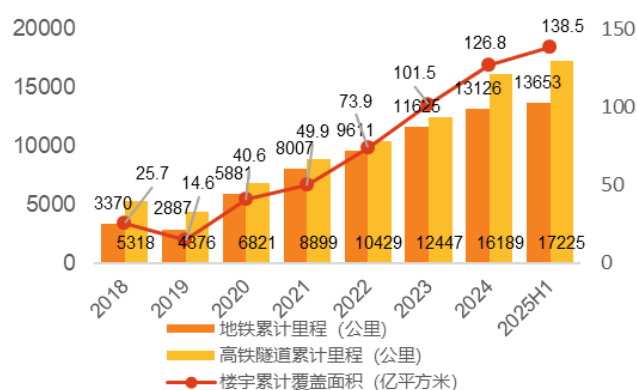
室分业务拓展不断加速。公司聚焦高价值场景，持续强化大型交通枢纽、地铁、等重点场景统筹共享能力，协同运营商加快高铁 5G 改造，提升高价值场景需求占比。室分业务收入从 2018 年的 18.19 亿元增长至 2024 年的 84.3 亿元，年复合增长率为 29%。2025 年上半年，室分业务实现收入人民币 46.64 亿元，同比增长 12.0%，继续保持较高增速。截至 2025 年 6 月，楼宇类室分覆盖面积累计达到 138.5 亿平米，高铁隧道及地铁覆盖里程累计达 30,878 公里。

图 28：公司 2018 年-2025 年 H1 室分业务收入及 YOY



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：公司 2018 年-2025 年 H1 室分业务不同场景拓展情况



资料来源：公司公告、公司业绩报告材料，天风证券研究所

2.4. 商务定价协议修订，共享优惠力度加大

公司参考自身成本、与运营商约定的定价机制及市场价格，对服务进行定价。公司与三大运营商共签订三次商务定价协议，分别于 2016 年、2018 年、2022 年签订，约定商务定价协议及补充协议的期限为 5 年，下次签订或在 2027 年。2022 年底，公司与三大运营商签署新一轮商务定价协议，协议有效期为 2023 年-2027 年共 5 年时间。

根据三版商务定价协议，公司运营商务产品定价公式不变。但成本加成率在 2018 年商务定价协议签订后由 15% 降为 10%。随着成本加成率降低，基准价格降低。

表 5：公司运营商务产品定价公式

产品类型	定价公式
新建塔类产品	基准价格=($\sum$ 标准建造成本+折旧年限 $\times$ (1+折损率)+维护费用) $\times$ (1+成本加成率) 产品价格=基准价格 $\times$ (1-共享折扣 1)+(场地费+电力引入费) $\times$ (1-共享折扣 2)
存量塔类产品	基准价格=($\sum$ 新建折旧年限+新建标准建造成本 $\times$ 折扣比例 $\times$ (1+折损率)+维护费用) $\times$ (1+成本加成率) 产品价格=基准价格 $\times$ (1-共享折扣 1)+场地费 $\times$ (1-共享折扣 2)
商务楼宇类室分产品	基准价格=($\sum$ 标准建造成本 $\div$ 折旧年限 $\times$ (1+折损率)+维护费用) $\times$ (1+成本加成率) 产品价格=(基准价格 $\times$ 覆盖区域建筑面积+场地费) $\times$ (1-共享折扣)
其他室分产品	基准价格=($\sum$ 建造成本+折旧年限 $\times$ (1+折损率)+维护费用) $\times$ (1+成本加成率)。 产品价格=(基准价格+场地费) $\times$ (1-共享折扣)

资料来源：2022 年商务定价协议，天风证券研究所

共享折扣 1 力度递增，产品价格呈现下降趋势。多家电信企业使用同一站址、且相关设施发生共享使用时，可享受共享折扣。2022 年商务定价协议规定，塔类业务共享折扣 1 中，锚定租户两家共享优惠从 25% 至 37.4%，三家共享从 35% 至 47.4%，优惠幅度增大，锚定租户享受更大折扣。塔类业务共享折扣 2 无变化。产品价格由于共享折扣 1 的增大呈现下降趋势。室分业务共享折扣无变化。

表 6：共享折扣

业务名称	共享折扣类型	定价协议时间	租户类型	两家共享	三家共享
塔类业务	共享折扣 1：基准 价格共享折扣	2016	锚定租户	优惠 25%	优惠 35%
			其他租户	优惠 20%	优惠 30%
		2018	锚定租户	优惠 35%	优惠 45%
			其他租户	优惠 30%	优惠 40%
		2022	锚定租户	优惠 37.4%	优惠 47.4%
			其他租户	优惠 32.4%	优惠 42.4%
	共享折扣 2：场地 费、电力引入费共 享折扣	2016	锚定租户	优惠 45%	优惠 55%
			其他租户	优惠 40%	优惠 50%
		2018	锚定租户	优惠 45%	优惠 55%
			其他租户	优惠 40%	优惠 50%
室分业务	共享折扣	2018	所有租户	优惠 40%	优惠 50%
		2022	所有租户	优惠 40%	优惠 50%

资料来源：商务定价协议，天风证券研究所

3. 两翼业务打开第二增长曲线

3.1. 智联业务助力空间数智化治理

铁塔智联业务以“数字塔”赋能重点行业。公司以遍布全国的超过 210 万铁塔站址资源为支撑，基于互联网、云计算和全国统一的平台能力，变“通信塔”为“数字塔”，为国民计民生行业和国家基层治理提供中高点位视频感知等服务，广泛服务林草、自然资源等领域，为国家治理体系建设和数字经济发展提供有力支撑。

公司智联业务发展形成了全国最大的实用物联网+互联网平台，业务优势主要体现在以下四个方面：

- 资源优势：公司依靠 210 万铁塔中高点位，包括通信塔、多功能杆站、机房、室分。
- 技术优势：公司拥有一级架构平台 AI 算法能力。
- 服务优势：公司为客户提供“陪伴式”服务，拥有 8 万属地运维人员。
- 管理优势：公司全国统一运营，拥有完善的创新研发机制。

图 30：铁塔智联“数字塔”赋能重点行业



资料来源：业绩演示报告，天风证券研究所

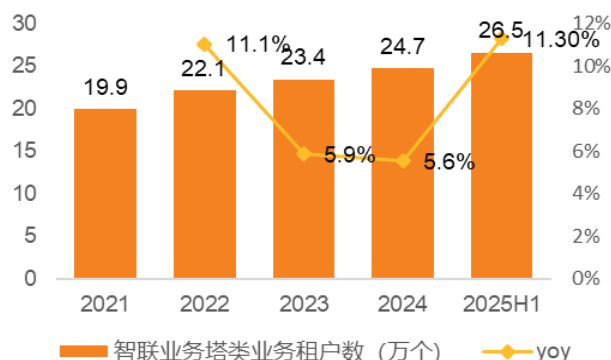
智联业务收入保持双位数增长，智联业务塔类租户数逐年增加。智联业务收入从 2021 年的 40.6 亿元提升至 2024 年的 89.11 亿元，年复合增长率为 30%。2025 年上半年，智联业务实现收入 47.26 亿元，同比增长 18.7%。智联业务塔类租户数逐年增长，由 2021 年的 19.9 万个增长至 2025H1 的 26.5 万个，2025 年 H1 同比增长 11.3%。

图 31：公司 2021-2025H1 智联业务收入



资料来源：公司业绩报告材料，天风证券研究所

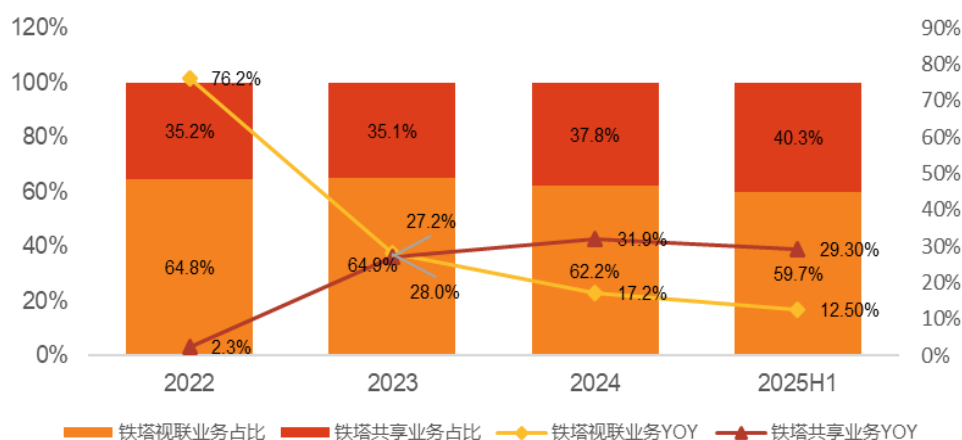
图 32：公司 2021-2025H1 智联业务塔类租户数



资料来源：公司业绩报告材料，天风证券研究所

公司智联业务包含铁塔视联业务与铁塔共享业务，以铁塔视联业务为主。铁塔视联是一款依托无处不在的通信铁塔和通信网络，全国统一平台的多功能视频监控产品，在智联业务的收入占比为 60%左右。

图 33：公司 2022-2025H1 智联业务下属业务情况



资料来源：公司业绩报告材料，天风证券研究所

3.2. 能源业务推进绿色能源应用

公司基于基站的电力保障能力向社会延伸，依托丰富的站址资源、成熟的建维能力和可视可管可控的监控平台等资源能力优势，面向社会提供换电、备电、充电等多元化能源服务，致力于打造具有核心竞争力的新能源应用服务商。

3.2.1. 即时配送带动换电业务崛起

换电市场因即时零售行业而兴起。外卖员、快递员等即时配送行业人群更注重时间，对电动两轮车续航要求长、补能时间要求短；相比充电模式，换电模式补能效率更高，保障用户用电安全，更受此类人群青睐。电动两轮车换电主要包括骑手换电及居民换电。骑手换电运营商有铁塔能源、小哈换电等。居民换电处于发展起步阶段，“换电为主，充电为辅”成为两轮车发展新方向。

表 7：2024 中国两轮车换电运营商电池投放量 TOP5

排名	企业名称	企业 logo
1	小哈换电	
2	铁塔能源	
3	这锂换电	
4	智租换电	
5	光宇出行	

资料来源：起点锂电公众号，天风证券研究所

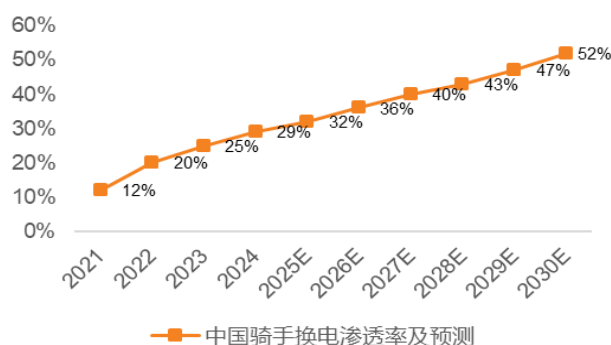
中国电动两轮车锂电换电市场仍处于发展初期，但仍有较大的上升空间。根据起点研究院的预测，预计 2025 年，中国锂电电动两轮车出货量为 544 万辆，同比增长 18%，骑手换电渗透率将上升至 29%，此后呈不断上涨趋势，预计到 2030 年，骑手换电渗透率有望达到 52%。

图 34：中国电动两轮车锂电换电市场仍有较大增长空间



资料来源：起点锂电公众号，天风证券研究所

图 35：中国骑手换电市场渗透率仍有较大增长空间



资料来源：起点锂电公众号，天风证券研究所

中国铁塔换电业务应运而生。目前全国有超过 500 万外卖骑手、快递小哥为社会生活提供配送服务，骑手在配送过程中，车辆充电不安全、充电慢、续航短、成本高等问题凸显。依托中国铁塔丰富的站址资源，规模化部署换电网络，面向外卖骑手及快递小哥推出“铁塔换电”业务，用户只需打开“铁塔换电”APP，扫码换电，就能快速实现电动车满电续航，解决了骑手后顾之忧和安全隐患。

表 8：铁塔换电产品介绍

产品名称	介绍	示意图
智能换电柜	换电柜具备“电控、温控”双重保护，安全可靠性能高，环境适应性强，充电效率提升 15%。同时，换电柜实施 7X24 小时实时监控，具备蓝牙功能，支持离线换电、多种人机交互。	
智能锂电池	智能锂电池采用 IP67 防护等级；精选磷酸铁锂大容量优质电芯，续航里程超过 40 公里；采用高性能 BMS，支持双层熔断保险机制，确保安全运行；换电锂电池退役后可用于通信基站备电，实现循环利用。	
铁塔换电 APP	铁塔换电 APP 体验性强，可随时查看电池电量、查找附近换电站；支持换电提醒、预约换电，可以为用户提前规划换电路径。	
铁塔换电智能运营平台	铁塔换电智能运营平台采用成熟的互联网云化架构，支持海量设备接入管理，可接入电池 500 万组，支持 200 万用户同时换电。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

铁塔换电柜具备“电控、温控”双重保护，每个换电仓均独立安装消防装置，安全可靠性能高；采用优异的热交换设计，环境适应性强；匹配最优充电策略，充电效率提升 15%。同时，换电柜实施 7X24 小时实时监控，具备蓝牙功能，支持离线换电、多种人机交互。

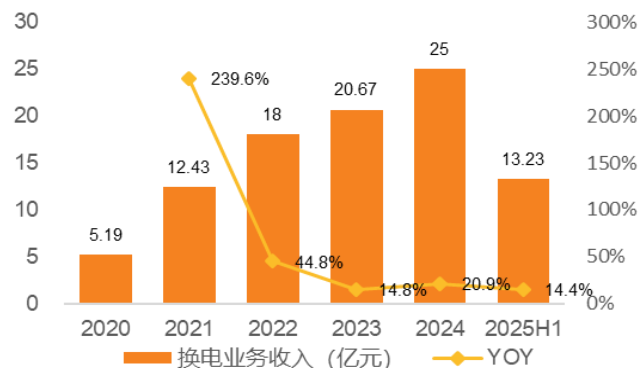
图 36：铁塔换电柜



资料来源：C114 通信网，天风证券研究所

公司换电业务发展速度快、发展潜力大。公司深耕 C 端外卖市场,加快 B 端客户规模拓展,建立 VIP 星级用户运营体系,提升服务能力,增强用户黏性,实现用户规模快速增长。截至 2025 年 6 月,全国 320 多个城市开通铁塔换电业务,累计部署换电网点 8.1 万个,付费用户突破 147 万,市场占有率近 50%,日均换电次数超过 200 万次,成为全国规模最大的轻型电动车换电运营商。

图 37: 公司 2020-2025H1 换电业务收入



资料来源:公司公告、公司业绩报告材料,天风证券研究所

图 38: 公司 2020-2025H1 换电用户数据



资料来源:公司公告、公司业绩报告材料,天风证券研究所

3.2.2. 备电、充电业务多行业场景运用

依托可视、可管、可控的智能监控平台、属地成熟的建维能力,公司提供备电与充电服务。

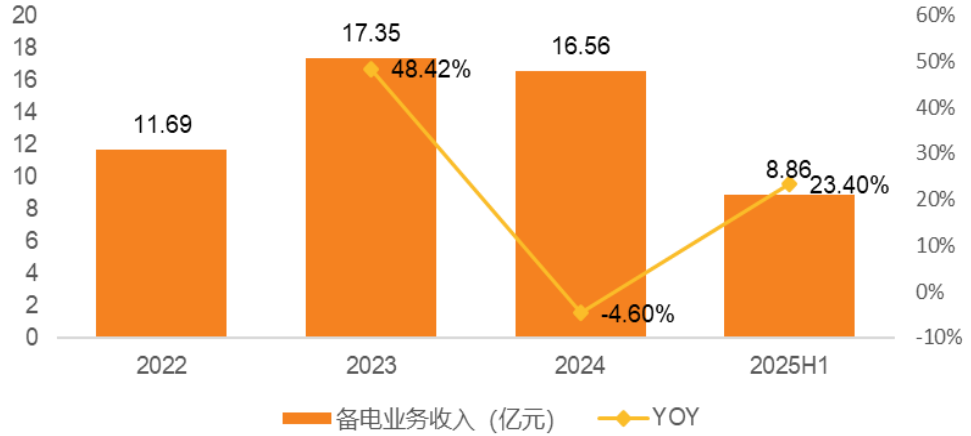
表 9: 公司备电与充电产品

	产品名称	介绍	示意图
备电产品	标准化整体产品	铁塔备电标准化产品集能量转换单元、储能单元等为一体,拥有自主知识产权,具有统一外观、统一尺寸、统一标准、结构紧凑、安全、环保、简单、智能的特点,能够实现免设计、快速施工。	
	模块化机柜	根据客户现场负载及环境情况,量身定制组合产品,配置相应的空调、配电模块、应急风扇、PDU、温湿度、烟雾传感、水浸传感、声光报警、门磁、监控单元、能量转换及储能单元等,满足客户侧动力环境个性化需求。	
	智能插座	提供可控制通断的插座,用户需要自带充电器,对车辆进行充电。	
充电产品	充电桩	用户卸下电动车电池,锁入柜内进行充电。	

资料来源:公司官网,天风证券研究所

- **铁塔备电业务广泛应用于金融网点、交通、医疗、教育等多个领域。**针对市电不稳、突发断电等情况，公司向金融、交通、医疗等有高可靠用电需求的行业客户，提供通信级的备电、发电、监控、维护等四位一体的综合服务解决方案。截至 2025 年 6 月，备电业务收入为 8.86 亿元，同比增长 23.4%。

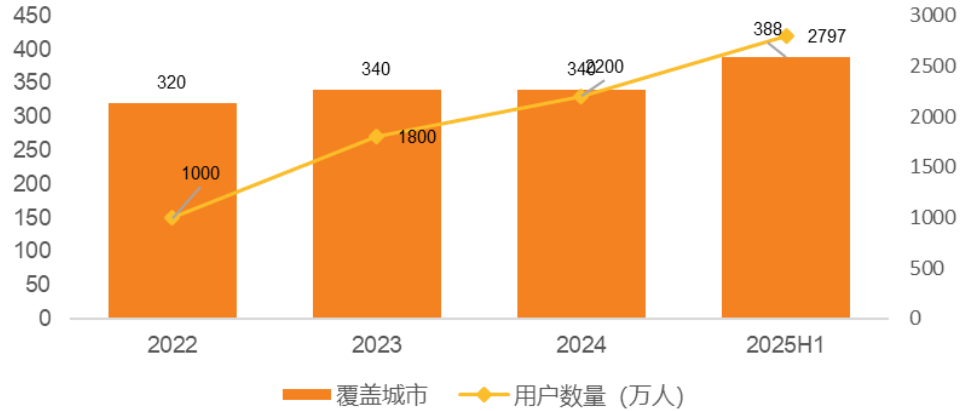
图 39：公司 2022-2025H1 备电业务数据



资料来源：公司业绩报告材料，天风证券研究所

- **铁塔充电业务覆盖广、站点资源密、服务用户多。**公司依托遍布全国的物业资源，在社区集中部署低速电动车充电桩，提供快捷、安全的充电服务。截至 2025 年 6 月，已在全国 388 个城市开通业务，发展用户超 2797 万个。

图 40：公司 2022-2025H1 充电业务数据



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

对公司的业务按照塔类业务、室分业务、智联业务、能源业务、其他业务共五项进行拆分，结合当前实际情况以及公司运营规划，对公司各项业务在未来的营业收入情况进行预测和假设。

（1）塔类业务

考虑到 2022 年新签订的商务定价协议有效期至 2027 年，该协议期间塔类业务租金价格保持不变，但 5G 基站建设高峰期已过，新增需求有限。我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为-0.4%、-0.5%、-0.6%。

（2）室分业务

受益于地铁、高铁、楼宇场景的持续拓展，公司室分业务仍有较大增长空间，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 12%、10%、9%。

（3） 智联业务

数字经济与人工智能驱动需求旺盛，国家层面正大力推进“数字中国”建设，公司“数字塔”具备资源与平台优势。我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 18%、17%、15%。

（4） 能源业务

即时配送行业发展空间仍然较大，两轮车换电业务处于高速发展阶段，备电业务公司依托庞大铁塔资源，有望继续提升需求。我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 9%、8%、7%。

（5） 其他业务

其他业务基本稳定，占总营业收入的 0.3%左右。我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为-2%、-4%、-4%。

表 10：公司营业收入预测及拆分（亿元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	940.09	977.72	1,004.8	1,032.2	1,059.3
	YOY	2.0%	4.0%	2.8%	2.7%	2.6%
塔类业务	营业收入	750.23	756.89	753.9	750.1	745.6
	YOY	-2.8%	0.9%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
室分业务	营业收入	71.40	84.30	94.42	103.86	113.20
	YOY	22.53%	18%	12.0%	10.0%	9.0%
智联业务	营业收入	72.83	89.11	105.1	123.0	141.5
	YOY	27.7%	22.4%	18.0%	17.0%	15.0%
能源业务	营业收入	42.14	44.77	48.8	52.7	56.4
	YOY	31.7%	6.2%	9%	8%	7%
其他业务	营业收入	3.5	2.7	2.6	2.5	2.6
	YOY	48.5%	-24.1%	-2%	-4%	4%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

公司作为全球最大通信基础设施运营商，背靠三大运营商，塔类业务收入稳定性强；“一体两翼”战略打开新的成长空间。随着室分、智联和能源业务的快速发展，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司在 2025-2027 年归母净利润为 119.9、166.1、175.6 亿元。我们认为公司未来具备增长潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- （1） 大客户过于集中的风险。塔类业务收入高度依赖三大运营商，客户集中度过高。
- （2） 未来租金下降的风险。公司与三大运营商在商务谈判中的议价权相对处于弱势，若商务定价协议调整不利，未来可能会存在租金下降的风险。
- （3） 两翼业务拓展不及预期的风险。智联业务、能源业务仍处成长期，若市场拓展不及预期，将影响公司多元化业务兑现。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com