

# 通信行业2021半年报业绩综述： 下半年5G建设加速， 继续看好高景气赛道

## 分析师及联系人

• 于海宁

(8610)57065360

yuhn@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490517110002

• 黄天佑

(8621)61118751

huangty1@cjsc.com.cn

• 祖圣腾

(8621)61118751

zusto@cjsc.com.cn

• 李烨

(8621)61118751

liye2@cjsc.com.cn

## MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2021-09-08
行业研究	深度报告
评级	看好   维持

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

- 《“真视灵眸”系列深度报告之三: Flash 激光雷达——迈向全固态时代》2021-08-20
- 《光模块前瞻系列四: 景气持续回暖, 把握价值洼地》2021-08-12
- 《“真视灵眸”系列深度报告之二: MEMS 激光雷达——商用速度与性能孰为先》2021-08-01

### 通信设备 III

## 通信行业 2021 半年报业绩综述: 下半年 5G 建设加速, 继续看好高景气赛道

### ● 行业概览: 5G 景气周期持续

2021H1 通信行业整体(未统计中国联通、电信)实现营业收入 2,223.29 亿元, 增速较 2020 年全年增长 10.03pct, 归母净利润同比增长 39.56%, 疫情影响不断减弱, 行业营收与业绩持续向好。21Q2, 剔除中国联通、电信, 通信行业营收同比增长 12.33%, 归母净利润同比增长 7.53%。分子板块来看, 大连接产业链营收及业绩成长性更佳, 运营商板块增速明显加快。2021 年作为 5G 规模建设第二年, 5G 景气周期持续。

### ● 5G 产业链: 重视运营商拐点机遇, 设备商盈利大幅改善

**运营商:** 2021H 行业通信服务收入合计增速为 3.8%, 传统及新业务齐发力, 增长再度提速。政策环境改善 & 行业走向竞合, 行业 ARPU 迎来改善。现金流继续保持强劲, 云业务体量已和头部互联网厂商逐步缩小差距, 运营商估值锚或重定义。**设备商:** 中兴中报业绩靓丽, 政企及消费者业务增长强劲, 运营商业务毛利率大幅提升, 和上汽达成战略合作, 汽车电子再度取得突破。

### ● 大连接产业链: 需求长期强劲, 市场空间广阔

**物联网:** 5G 背景下万物互联, 物联网板块下游需求强劲。2021H 物联网板块营收业绩均实现大幅增长, 21Q2 智能控制器、模组、表计和终端分别实现营收增速 52%、55%、18%、183%; 分别实现业绩增速 42%、104%、11%、109%。**北斗:** 截至 2021H, 北斗板块营收和业绩持续提升, 毛利率止住下滑趋势, 在下游解决方案景气驱动以及特殊机构市场需求向好双重驱动下, 预计全年营收与业绩维持高增长。

### ● 大流量产业链: 长期高景气趋势不改, 把握结构性机遇

**光模块:** 21H1 行业处于库存消化阶段, 增长放缓。信骅营收环比改善, 全球服务器拐点将至, 数通市场下半年指引乐观。海外 5G 加速, 国内 700M & 2.1G 建设开启, 带动国内电信市场需求逐步修复。**IDC:** “碳中和”背景下, 政策趋严, 能耗指标稀缺性提升, 长尾客户加速出清带动行业格局向好。**网络设备:** 政企市场逐步修复, 拥抱数字经济。

**投资建议:** 整体来看, 2021 年上半年通信行业营收及业绩向好, 盈利状况改善。自上而下, 伴随 5G 从建设向应用过渡, 5G 景气周期持续; 自下而上, 关注细分领域业绩高增长优质龙头。板块方面, 我们建议关注物联网及运营商。继续重点推荐: 5G 设备及 ICT 巨头中兴通讯; 物联网定位方向的华测导航、海格通信, 物联网模组龙头广和通、移远通信, 智能控制器龙头和而泰、拓邦股份, 商用车监控龙头锐明技术。大流量产业链建议关注光模块、IDC 及网络设备。重点推荐: 光模块, 天孚通信、新易盛、中际旭创, 建议关注光迅科技; IDC, 奥飞数据、光环新网、数据港; 网络设备紫光股份。融合通信, 企业通信龙头亿联网络。

### 风险提示:

1. 5G 应用发展不及预期;
2. 国际贸易摩擦再度加剧。

## 目录

行业概览：5G 景气周期持续 .....	6
运营商：新旧业务齐发力，云业务爆发拉动估值 .....	8
无线设备商：盈利能力大幅改善，静待新业务花开 .....	12
物联网：需求长期强劲，市场空间广阔 .....	15
北斗：军民两开花，行业景气度回升 .....	17
光模块：景气持续回暖，把握价值洼地 .....	19
IDC：“碳中和”背景下，头部厂商有望持续领跑 .....	22
网络设备：政企市场逐步修复，拥抱数字经济 .....	24
企业通信：需求释放，加速增长 .....	28
投资建议 .....	30

## 图表目录

图 1：通信行业上市公司年度营业收入（未统计中国联通、电信） .....	6
图 2：通信行业上市公司年度扣非净利润（未统计中国联通、电信） .....	6
图 3：通信行业上市公司季度营业收入（未统计中国联通、电信） .....	6
图 4：通信行业上市公司季度扣非净利润（未统计中国联通、电信） .....	6
图 5：通信行业上市公司季度营业收入（剔除联通、电信&中兴） .....	7
图 6：通信行业上市公司季度扣非净利润（剔除联通、电信&中兴） .....	7
图 7：通信行业各个子板块 2020 年及 2021H 营收同比增速 .....	7
图 8：通信行业各个子板块 2020 年及 2021H 归母净利润同比增速 .....	7
图 9：年度港股三大运营商合计营收（亿元） .....	9
图 10：年度港股三大运营商合计通信服务收入（亿元） .....	9
图 11：季度港股三大运营商合计营收（亿元） .....	9
图 12：季度港股三大运营商合计通信服务收入（亿元） .....	9
图 13：刨去传统业务后，港股三大运营商“产业互联网”业务收入对比（亿元） .....	9
图 14：21H1 港股三大运营商传统业务及“产业互联网”业务齐发力 .....	9
图 15：港股三大运营商移动业务 ARPU 同比加速改善（元） .....	10
图 16：港股三大运营商固网业务 ARPU 同比改善（元） .....	10
图 17：年度港股三大运营商合计 EBITDA（亿元） .....	10
图 18：年度港股三大运营商合计归母净利润（亿元） .....	10
图 19：季度港股三大运营商合计 EBITDA（亿元） .....	11
图 20：季度港股三大运营商合计归母净利润（亿元） .....	11
图 21：2021H1 港股三大运营商通信服务收入、EBITDA、归母净利润和自由现金流同比增速 .....	11
图 22：互联网厂商及运营商云业务收入及增速（亿元） .....	12
图 23：当前互联网厂商及运营商市值（亿元，截至 2021.9.8） .....	12
图 24：互联网厂商及运营商 PS 估值对比（截至 2021.9.7） .....	12



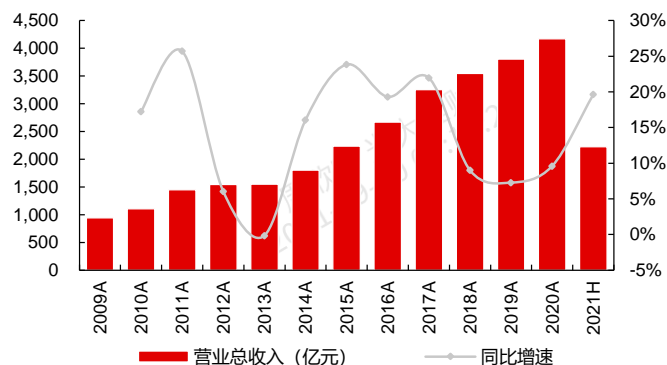
图 25: 中兴通讯年度营收 (亿元)	13
图 26: 中兴通讯年度归母净利润 (亿元)	13
图 27: 中兴通讯季度营收 (亿元)	13
图 28: 中兴通讯季度归母净利润 (亿元)	13
图 29: 中兴通讯年度毛利率	14
图 30: 中兴通讯季度毛利率	14
图 31: 中兴通讯分业务营收 (亿元)	14
图 32: 中兴通讯分业务毛利率	14
图 33: 中兴通讯海外地区营收 (亿元)	15
图 34: 中兴通讯海外地区毛利率	15
图 35: 截至 2021 年 7 月, 三大运营商蜂窝连接数达 13.06 亿户	15
图 36: 国内物联网市场规模 (亿元)	15
图 37: 2021H, 物联网行业营收同比增长 60.08%	16
图 38: 2021H, 物联网行业业绩同比增长 59.75%	16
图 39: 物联网行业单季度营收情况	16
图 40: 物联网行业单季度业绩情况	16
图 41: 2021 上半年, 北斗板块实现营收同比增长 31.51%	17
图 42: 2021 上半年, 北斗板块业绩增速回归正常	17
图 43: 2021 上半年, 北斗板块扣非归母净利润增速回归正常	17
图 44: 2021Q2, 北斗板块营收同比增长 25.22%	18
图 45: 2021Q2, 北斗板块归母净利润同比增长 40.67%	18
图 46: 北斗板块毛利率总体呈现下滑趋势	18
图 47: 各个上市公司毛利率情况	18
图 48: 近年来, 北斗行业研发投入占营收比重稳定在 13% 左右	19
图 49: 各个上市公司研发投入情况 (亿元)	19
图 50: 光模块行业年度营收 (亿元)	20
图 51: 光模块行业年度归母净利润 (亿元)	20
图 52: 光模块行业季度营收 (亿元)	20
图 53: 光模块行业季度归母净利润 (亿元)	20
图 54: 从历史数据来看信骅的营收趋势领先服务器市场约 1-2 个季度	21
图 55: 服务器 BMC 芯片龙头信骅月度营收 (百万台币)	21
图 56: Intel 数据中心业务营收	21
图 57: 过去来看 Intel 数据中心业务营收和全球服务器市场趋势一致	21
图 58: 2020 年 9 月开始, 台湾地区光通信厂商华星光月度营收同比负增长	22
图 59: 光模块行业年度毛利率	22
图 60: 光模块行业季度毛利率	22
图 61: 2021H 第三方 IDC 行业营收增速同比增长 18.56%	23
图 62: 2021Q2 第三方 IDC 服务业营收增速为 29.59%	23
图 63: 2021H 第三方 IDC 业绩同比增长 18.37%	23
图 64: 2021Q2 第三方 IDC 业绩同比增长 20.53%	23

图 65: 第三方 IDC 年度毛利率水平 (%)	24
图 66: 第三方 IDC 行业季度毛利率水平 (%)	24
图 67: 网络设备行业年度营收	24
图 68: 网络设备行业年度归母净利润	24
图 69: 网络设备行业季度营收	25
图 70: 网络设备行业季度归母净利润	25
图 71: 网络设备行业年度毛利率	25
图 72: 网络设备行业季度毛利率	25
图 73: 全球交换机市场规模 (亿美元)	26
图 74: 全球交换机市场规模按速率拆分占比	26
图 75: 100G 交换机市场规模 (百万美元)	26
图 76: 全球交换机市场数通和非数通出货量和收入占比	26
图 77: 中国交换机市场同比增速领跑全球	27
图 78: 中国交换机市场规模及同比增速 (亿美元)	27
图 79: 全球路由器市场规模 (亿美元)	27
图 80: 全球路由器市场拆分占比	27
图 81: 中国路由器市场规模 (亿美元)	28
图 82: 中国 SD-WAN 市场规模 (百万美元)	28
图 83: 亿联网络营业收入	28
图 84: 亿联网络归母净利润	28
图 85: 亿联网络 2021 上半年分业务营收及增速	29
图 86: 亿联网络营业收入 (季度)	29
图 87: 亿联网络归母净利润 (季度)	29
图 88: 亿联网络毛利率 (季度)	30
表 1: 通信行业板块重点公司 2020 年和 2021 半年报营收及业绩增速	8

## 行业概览：5G 景气周期持续

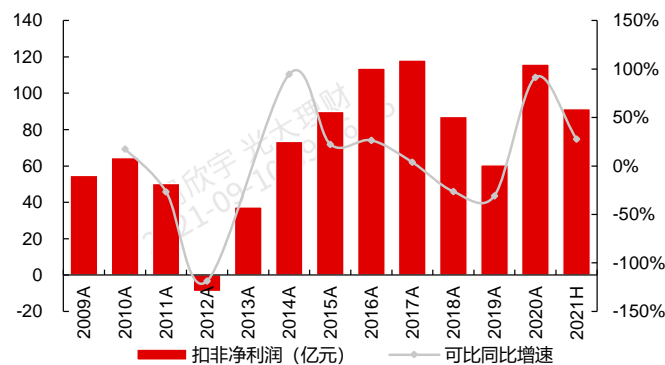
2021H1 通信行业整体（未统计中国联通、电信）实现营业收入 2,223.29 亿元，同比增长 19.63%，增速较 2020 年全年增长 10.03pct，实现归母净利润 129.44 亿元，同比增长 39.56%。整体来看，疫情影响不断减弱，行业营收与业绩持续向好。2021 年作为 5G 规模建设第二年，5G 从建设向应用过渡，景气周期持续。

图 1：通信行业上市公司年度营业收入（未统计中国联通、电信）



资料来源：Wind，长江证券研究所

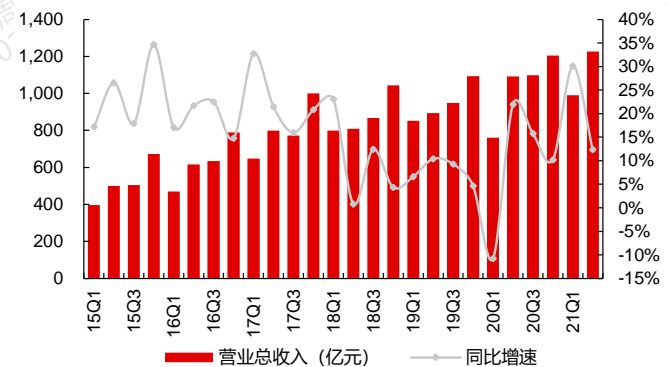
图 2：通信行业上市公司年度扣非净利润（未统计中国联通、电信）



资料来源：Wind，长江证券研究所

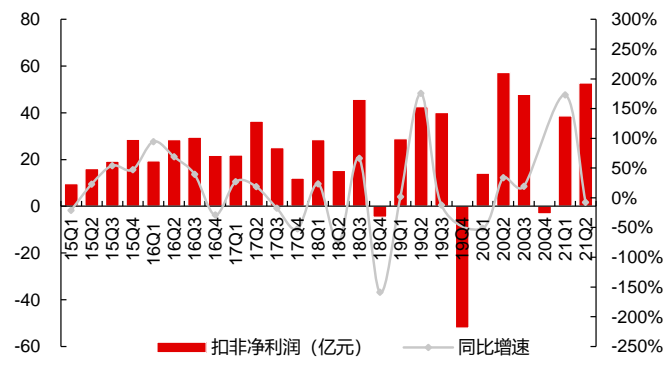
2021Q2，剔除中国联通、电信，通信行业实现营收 1,229.58 亿元，同比增长 12.33%；剔除中国联通、电信和中兴通讯，行业实现营收 961.29 亿元，同比增长 14.79%。利润端，剔除中国联通、电信，通信行业实现归母净利润 71.29 亿元，同比增长 7.53%，扣非净利润 52.78 亿元，同比下滑 7.89%；剔除中国联通、电信和中兴通讯，行业实现归母净利润约 52.33 亿元，同比下滑 5.78%，扣非净利润 39.54 亿元，同比下滑 20.74%。

图 3：通信行业上市公司季度营业收入（未统计中国联通、电信）



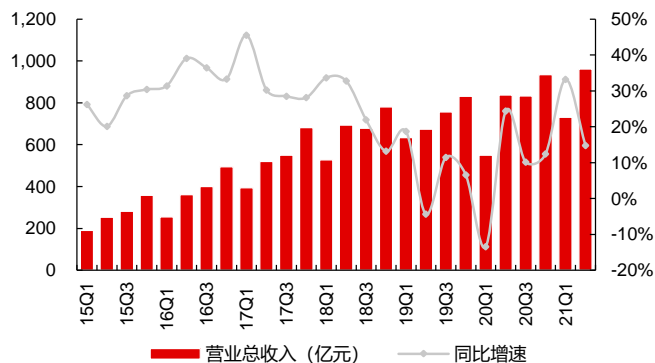
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：通信行业上市公司季度扣非净利润（未统计中国联通、电信）



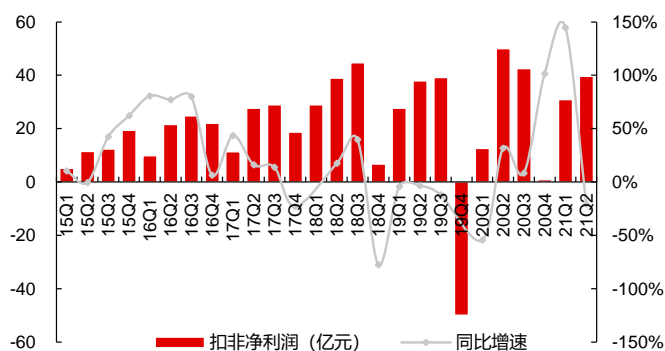
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：通信行业上市公司季度营业收入（剔除联通、电信&amp;中兴）



资料来源：Wind，长江证券研究所

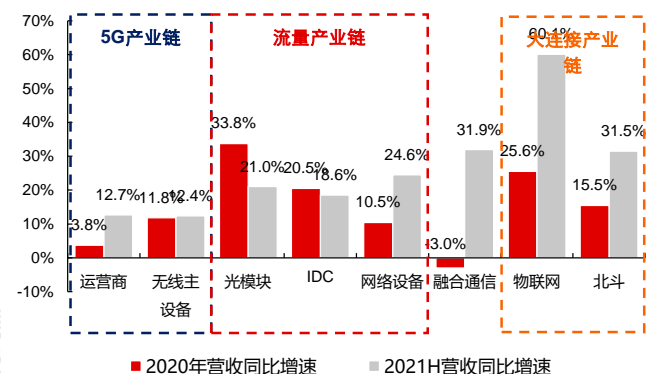
图 6：通信行业上市公司季度扣非净利润（剔除联通、电信&amp;中兴）



资料来源：Wind，长江证券研究所

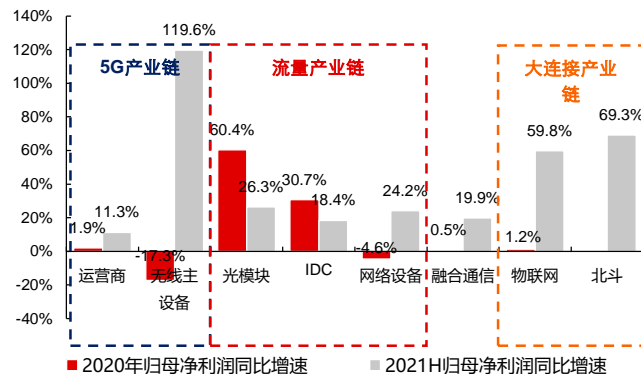
分子板块来看，大连接产业链营收及业绩成长性更佳：2021H，营收端，通信行业各个子板块均有所增长，其中物联网、北斗、融合通信板块同比增速较快；利润端，无线主设备、北斗和物联网同比增速较快。其中运营商板块上半年营收及业绩增速较2020年有明显加快，反映行业经营持续向好。

图 7：通信行业各个子板块 2020 年及 2021H 营收同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：通信行业各个子板块 2020 年及 2021H 归母净利润同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所，注：北斗板块 2019 年存在亏损

表 1：通信行业板块重点公司 2020 年和 2021 半年报营收及业绩增速

板块	证券代码	公司简称	2020 年营收同比 增速	2020 年业绩同比 增速	2021H 营收同比增 速	2021H 业绩同比增 速	预测 2021 年 PE 估值
运营商	0941.HK	中国移动	2.9%	1.1%	13.8%	8.4%	7
	0728.HK	中国电信-H	4.7%	1.6%	13.1%	39.1%	9
	601728.SH	中国电信-A	4.8%	1.6%	13.0%	27.2%	16
	0762.HK	中国联通-H	4.5%	10.3%	9.2%	20.9%	7
	600050.SH	中国联通-A	4.6%	10.8%	9.2%	20.6%	21
无线设备 商	000063.SZ	中兴通讯	11.8%	-17.3%	12.4%	119.6%	24
物联网	300638.SZ	广和通	43.3%	66.8%	43.9%	47.3%	44
	603236.SH	移远通信	47.8%	27.7%	72.8%	91.6%	71
	002402.SZ	和而泰	27.8%	30.5%	56.1%	64.3%	37
	002139.SZ	拓邦股份	35.7%	61.3%	82.4%	105.0%	21
车联网	002970.SZ	锐明技术	2.9%	20.6%	36.8%	-38.4%	32
北斗	300627.SZ	华测导航	23.0%	42.0%	78.2%	104.6%	51
	002465.SZ	海格通信	11.2%	12.7%	16.1%	28.6%	35
	300308.SZ	中际旭创	48.2%	68.6%	1.6%	-6.7%	28
光模块	300502.SZ	新易盛	71.5%	131.0%	72.3%	68.9%	25
	300394.SZ	天孚通信	67.0%	67.5%	24.7%	9.2%	31
	002281.SZ	光迅科技	13.3%	36.3%	22.6%	39.8%	28
IDC	300738.SZ	奥飞数据	-4.8%	50.9%	56.4%	-28.5%	42
	300383.SZ	光环新网	5.3%	10.7%	-0.9%	-0.7%	25
	603881.SH	数据港	25.2%	23.6%	39.7%	0.5%	76
网络设备	000938.SZ	紫光股份	10.4%	2.8%	20.1%	8.1%	30
融合通信	300628.SZ	亿联网络	10.6%	3.5%	37.4%	24.9%	43

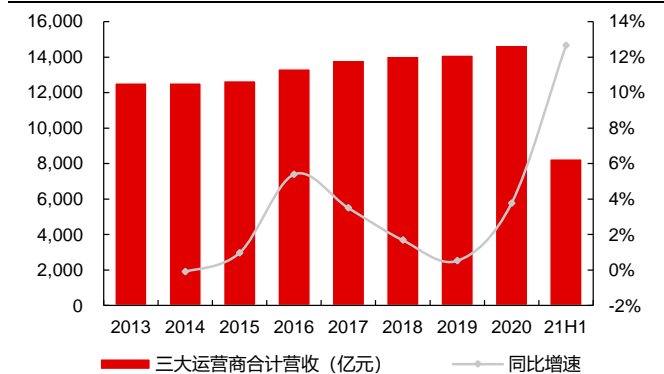
资料来源：Wind，长江证券研究所，注：中国移动、中国电信、中国联通-H、中国联通-A、天孚通信、光迅科技使用 wind 一致预期作为预测 2021 年 PE 估值（截至 2021 年 9 月 8 日）

## 运营商：新旧业务齐发力，云业务爆发拉动估值

**传统及新业务齐发力，21H1 行业整体增长再度提速：**2021H1，中国移动、中国电信-H 和中国联通-H，营收同比增速分别为 13.8%、13.1%、9.2%，合计增速为 12.7%，通信服务收入同比增速分别为 9.8%、8.8%和 7.5%，合计增速为 9.0%。我们将通信服务中刨去移动通信、固网语音、固网宽带三项传统业务之外的收入归为“产业互联网”。21H1 年中国电信、中国移动和中国联通“产业互联网”业务收入同比增速分别为 27.3%、42.6%、12.6%，占营收比例分别达到 30.8%、12.1%、24.4%，为运营商新的增长动能。

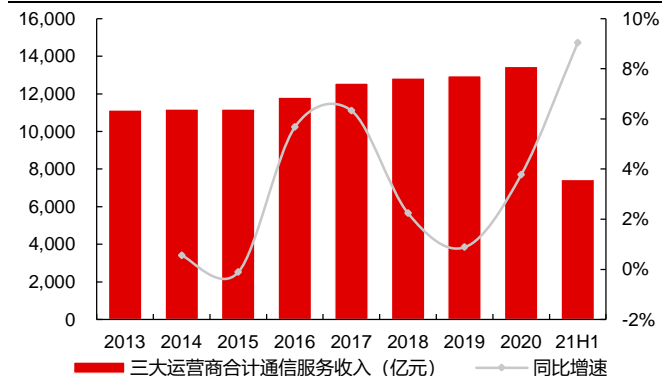


图 9：年度港股三大运营商合计营收（亿元）



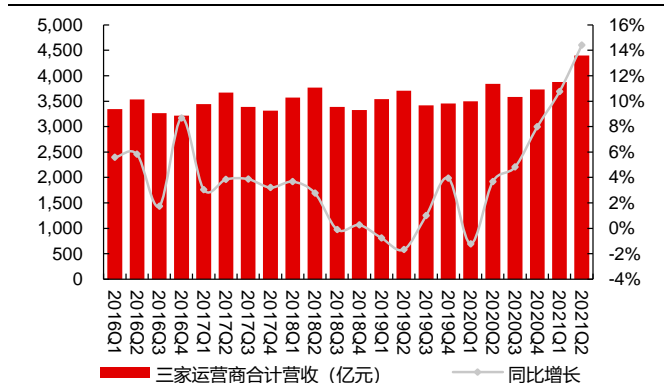
资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 10：年度港股三大运营商合计通信服务收入（亿元）



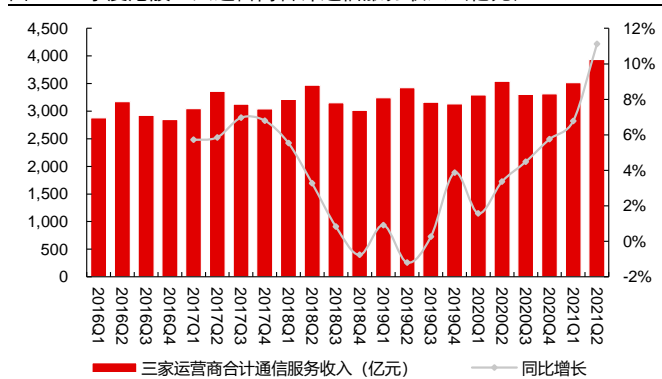
资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 11：季度港股三大运营商合计营收（亿元）



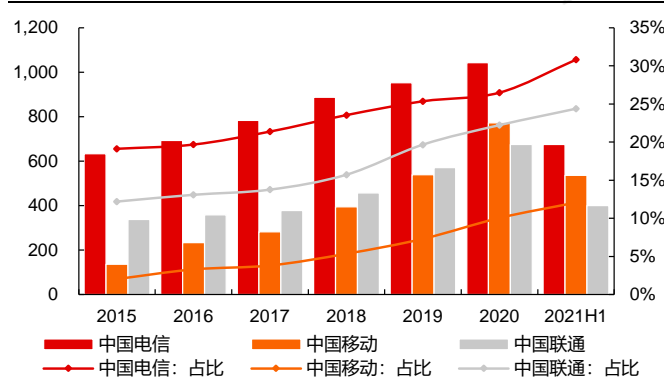
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：季度港股三大运营商合计通信服务收入（亿元）



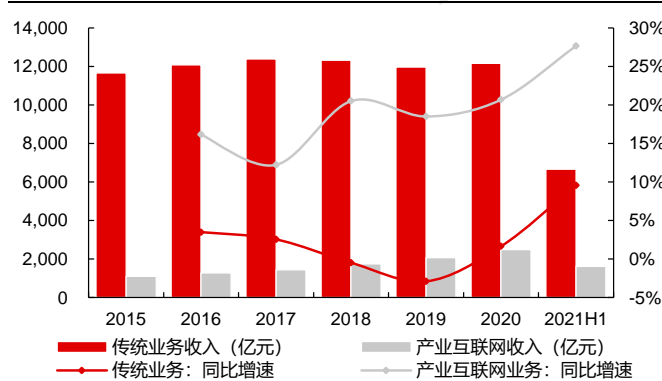
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：刨去传统业务后，港股三大运营商“产业互联网”业务收入对比（亿元）



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

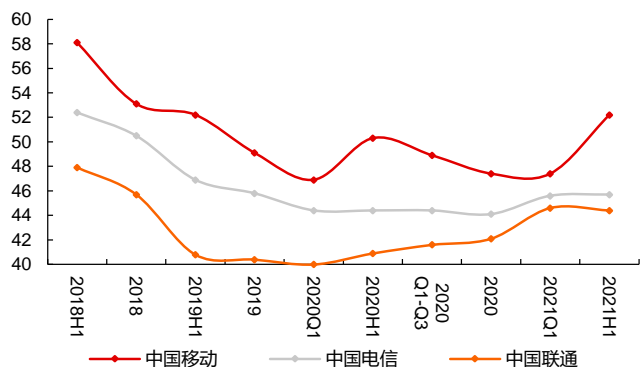
图 14：21H1 港股三大运营商传统业务及“产业互联网”业务齐发力



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

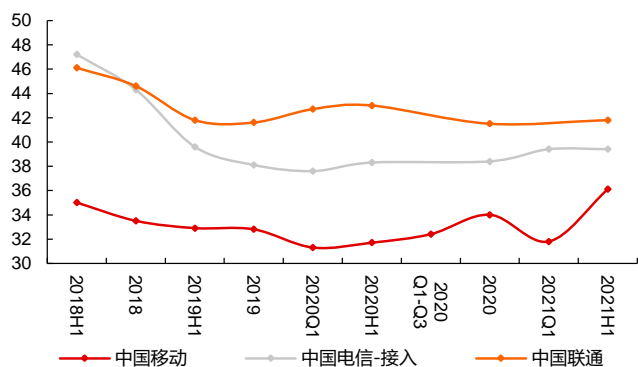
**21H1 三大运营商 ARPU 同比改善显著：**在政策环境改善&行业走向竞合的背景下，行业 ARPU 迎来全面改善。从 2021H1 的情况来看，除联通固网 ARPU 稍有下滑，移动/电信/联通的移动业务 ARPU 分别同比增长 3.8%/2.9%/8.6%，移动/电信的固网接入业务 ARPU 分别同比增长 13.9%/2.9%。我们预计未来几年 ARPU 有望迈入增长新通道，带动业绩持续释放。

图 15：港股三大运营商移动业务 ARPU 同比加速改善（元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

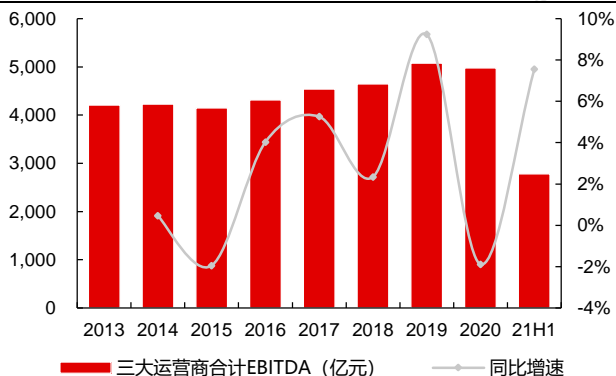
图 16：港股三大运营商固网业务 ARPU 同比改善（元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

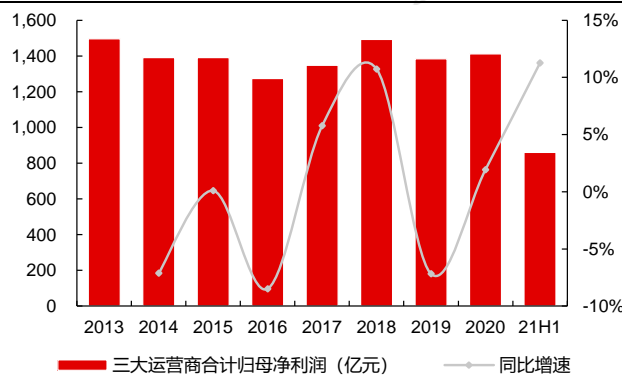
**21H1 运营商业绩表现亮眼，现金流保持强劲：**21H1 中国移动、中国电信-H 和中国联通-H 的 EBITDA 同比增速分别为 11.2%、5.1%、0.1%，合计同比增速为 7.6%；归母净利润同比增速分别为 5.9%、27.2%、21.1%，合计同比增速为 11.3%。21H1 三大运营商现金流继续保持强劲，中国移动、中国电信-H 和中国联通-H 的自由现金流同比增速分别为 28%、182%和 83%。

图 17：年度港股三大运营商合计 EBITDA（亿元）



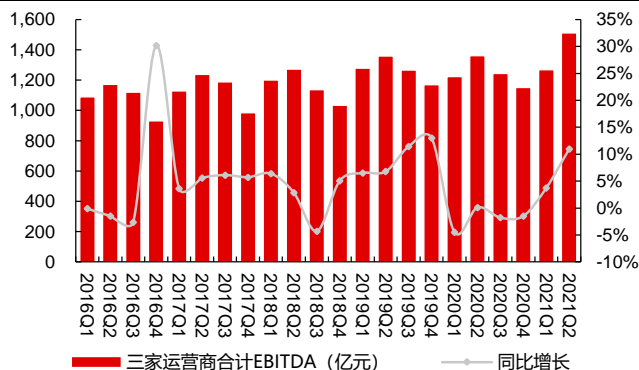
资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 18：年度港股三大运营商合计归母净利润（亿元）



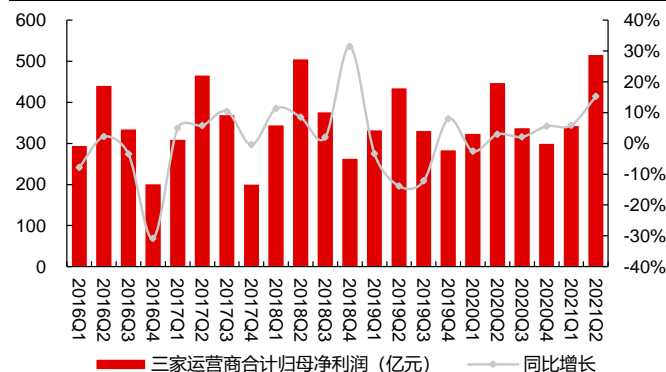
资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 19：季度港股三大运营商合计 EBITDA（亿元）



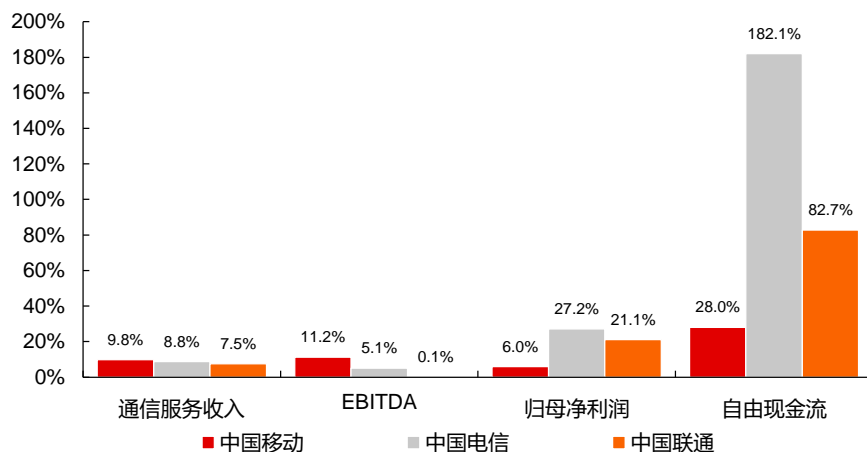
资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 20：季度港股三大运营商合计归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

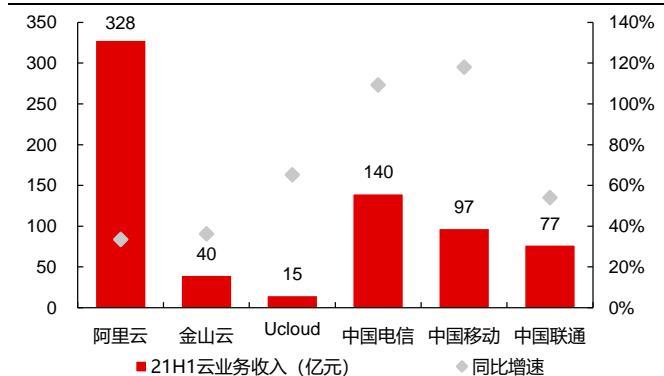
图 21：2021H1 港股三大运营商通信服务收入、EBITDA、归母净利润和自由现金流同比增速



资料来源：公司官网，长江证券研究所

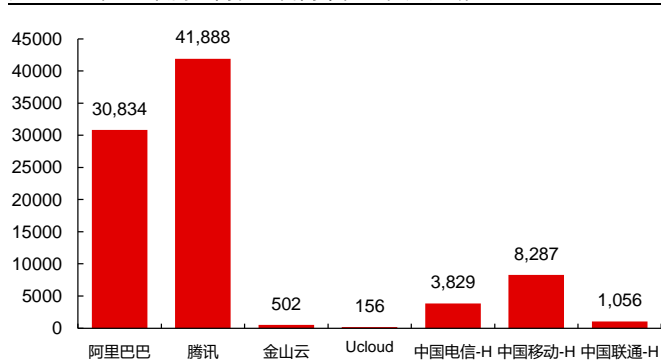
**云业务发展迅猛，运营商估值锚或重定义：**目前运营商云业务体量已和头部互联网厂商逐步缩小差距，从 2021H1 的云业务发展情况来看，中国电信和中国移动云业务分别实现 109% 和 118% 的同比增长，远高于阿里云 34% 的同比增速。运营商在下沉云市场优势显著，凭借云网融合的优势和能够覆盖到基层，一些其他云服务商难以触及的一些下沉式的市场；借助独有的渠道和资质优势，运营商在政务云市场份额领先互联网大厂等其他云玩家；从市值来看，互联网大厂的市值仍远高于运营商，PS 估值倍数也更高。

图 22：互联网厂商及运营商云业务收入及增速（亿元）



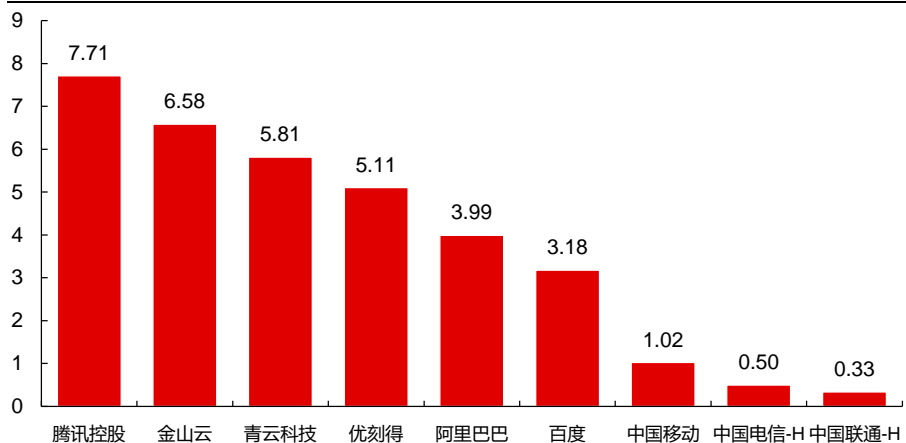
资料来源：Wind, Bloomberg, 公司官网, 长江证券研究所

图 23：当前互联网厂商及运营商市值（亿元，截至 2021.9.8）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 24：互联网厂商及运营商 PS 估值对比（截至 2021.9.7）

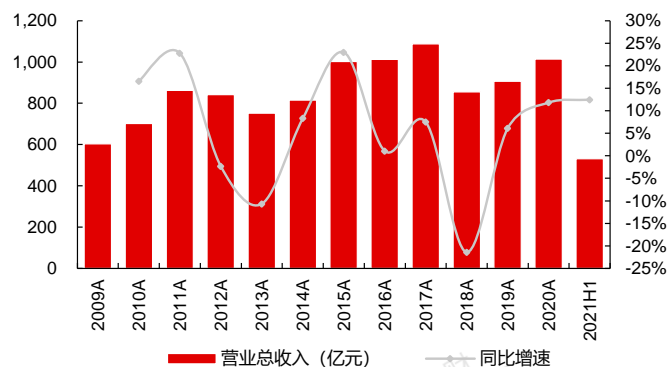


资料来源：Wind, 长江证券研究所

## 无线设备商：盈利能力大幅改善，静待新业务花开

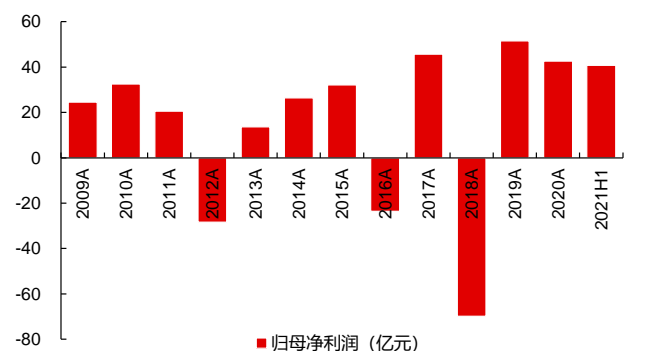
21H1 无线设备商中兴通讯实现营收 530.7 亿元，同比增长 12.44%，在 5G 建设同比放缓的背景，政企和消费者业务增长强劲；21H1 中兴实现归母净利润 40.8 亿元，同比增长 119.60%，扣非净利润 21.1 亿元，同比增长 134.16%，业绩表现亮眼，主要得益于毛利率大幅提升、费用率改善、以及资产质量的提升，此外转让高达通信股权的投资收益对利润也有一定增厚。

图 25：中兴通讯年度营收（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

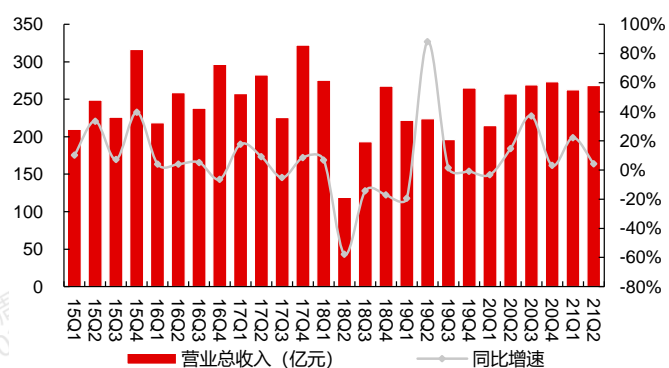
图 26：中兴通讯年度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2021Q2 中兴实现营收 268.29 亿元，同比增长 4.33%；归母净利润 18.97 亿元，同比增长 76.08%；扣非净利润 13.24 亿元，同比增长 78.49%，整体表现亮眼，主要得益于毛利率和费用率环比改善。

图 27：中兴通讯季度营收（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：中兴通讯季度归母净利润（亿元）

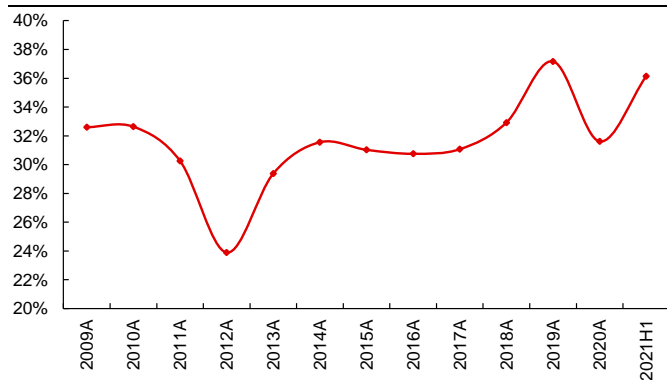


资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利率方面，2021H1 中兴毛利率同比大幅提升 2.70pct 至 36.14%，2020Q2 毛利率达到 36.82%，同比大幅改善 8.32pct，环比大幅改善 1.39pct，主要由于去年同期国内 5G 首次规模招标，设备销售存在商务折让。

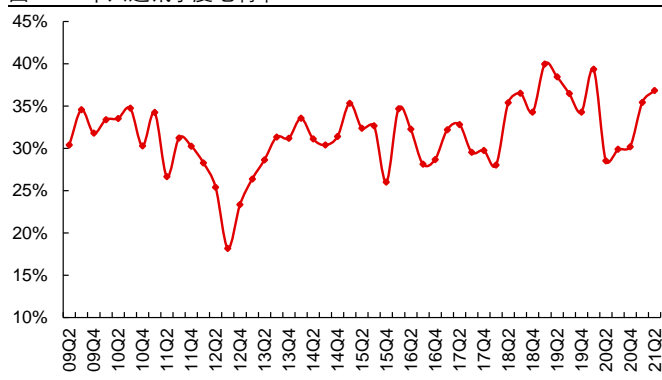


图 29：中兴通讯年度毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

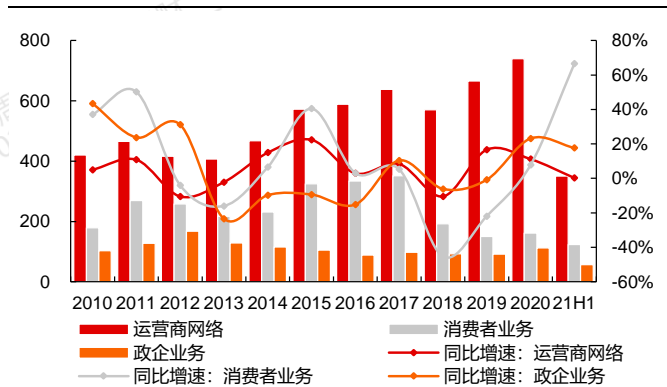
图 30：中兴通讯季度毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

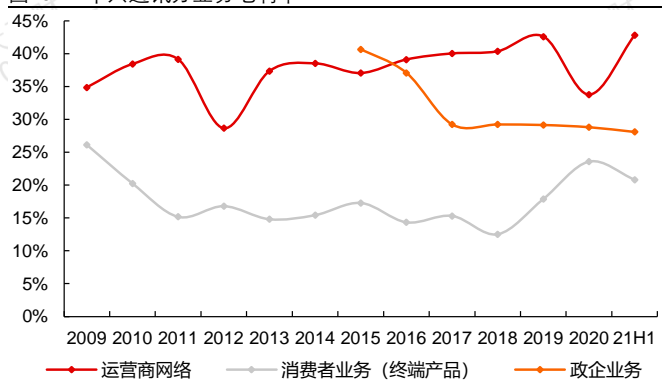
**21H1 政企及消费者业务增长强劲，运营商业毛利率大幅提升：**拆分来看，21H1 运营商业收入 351 亿元，同比基本持平，公司近期运营商集采表现亮眼，伴随 H2 国内 5G 规模建设开启，收入增长有望提速；政企业务营收 56.67 亿元，同比增长 17.65%，主要由服务器业务增长驱动；消费者业务营收 123.52 亿元，同比增长 66.63%，品牌及渠道投入初见成效。21H1 公司综合毛利率同比增长 2.70pct，分业务来看，运营商毛利率同比显著提升 6.49pct，或主要因为：1) 进入扩容期商务折让大幅减少；2) 毛利率更高的软件销售占比或提升；3) 伴随技术/设计迭代，成本端仍有下降空间。政企毛利率同比基本持平；消费者毛利率同比下降 2.26pct，主要由国际业务毛利率下降所致。

图 31：中兴通讯分业务营收（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

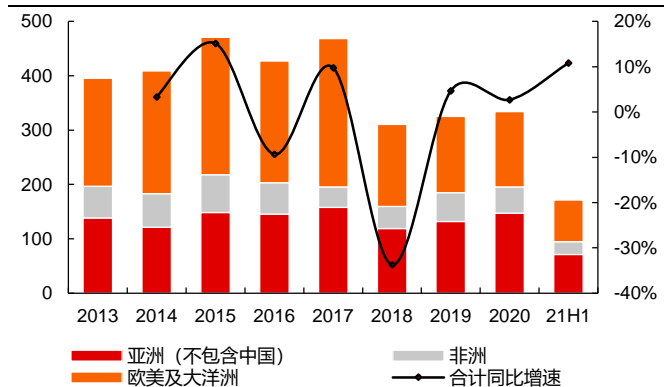
图 32：中兴通讯分业务毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

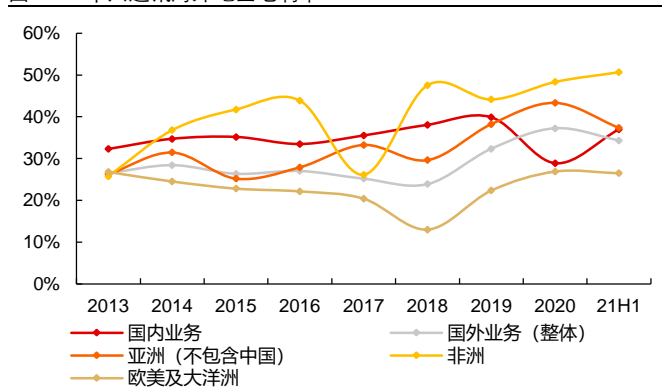
**21H1 海外业务恢复高增长：**21H1 中兴国内营收为 360 亿元，同比增长 13.24%，海外营收达 171 亿元，同比增长 10.80%。海外分地区来看，21H1 中兴来自亚洲（不含中国）/非洲/欧美及大洋洲地区的营收同比增速分别为 3.14%/-6.8%/27.03%。

图 33：中兴通讯海外地区营收（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：中兴通讯海外地区毛利率



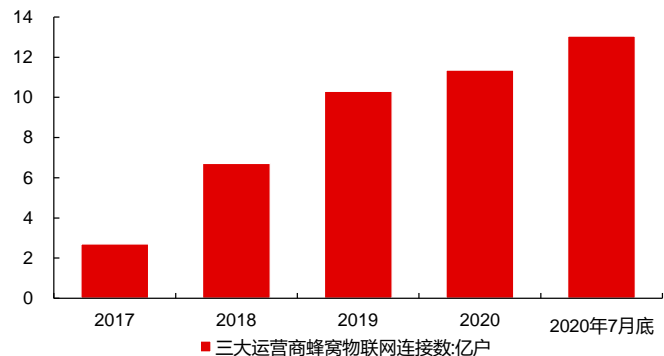
资料来源：Wind，长江证券研究所

**20 余年 ICT 投入沉淀，静待新业务驱动成长：**2021 年 8 月，中兴和上汽达成战略合作，汽车电子业务再度取得突破。过去 20 年在 IT 和 CT 领域的研发投入，使得公司在芯片、操作系统、算法积累位于行业前列：截至 21H1 芯片专利申请近 4400 件；操作系统产品广泛用于通信、汽车、电力、轨交等行业，全球累积发货超 2 亿套；数据中心推进定制化数据中心解决方案，全球部署超过 10 万个机架。

## 物联网：需求长期强劲，市场空间广阔

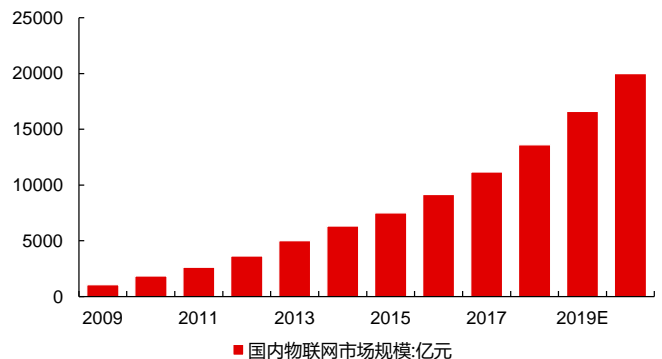
**5G 背景下万物互联，物联网板块维持高景气。**在国家政策支持和三大运营商积极布局之下，我国物联网产业高速增长。2017 年至 2019 年三大运营商蜂窝连接数从 2.71 亿提升至 10.30 亿，期间 CAGR 高达 94.95%。2020 年受疫情的影响需求放缓以及 2G、3G 退网，物联网存量连接数增速有所放缓，截至 2020 年底，三大运营商蜂窝连接数达 11.36 亿户，较 2019 年底净增 1.06 亿户。2021 年，物联网存量连接数较 2020 年明显加速，截至 2021 年 7 月底，三大运营商蜂窝连接数达 13.06 亿户，较 2020 年底增长 1.70 亿户。我们认为物联网行业长期增长趋势不变。根据智研咨询统计，国内物联网行业规模有望从 2017 年的 1.1 万亿元增长至 2020 年的 2.0 万亿元，CAGR 达 21%。

图 35：截至 2021 年 7 月，三大运营商蜂窝连接数达 13.06 亿户



资料来源：工信部官网，长江证券研究所

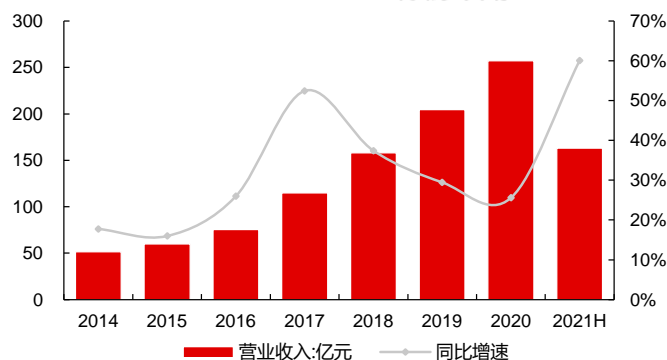
图 36：国内物联网市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

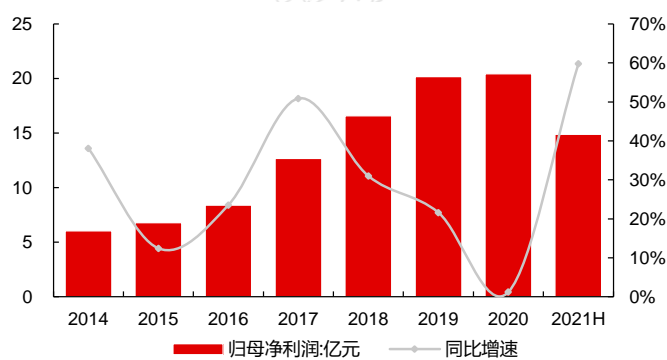
上半年物联网板块营收业绩均实现大幅增长。物联网行业主要上市公司<sup>1</sup>2021 上半年实现营收 163.06 亿元，同比增长 60.08%。同期，板块实现归母净利润 14.88 亿元，同比大幅增长 59.75%。2021 年物联网板块上半年营收增速较同期有大幅增长，我们认为这或是因为万物互联背景下，物联网连接数迈入高速增长期，下游应用多点开花，自动驾驶、智能家居、智慧工厂等需求日益增加。另外在上半年原材料涨价及缺芯的影响下，龙头厂商展现出优秀供应链管理能力和能向下游传导涨价压力，产品的规模效应将进一步推动行业集中度提升。以营收为例，龙头模组厂商移远通信、广和通在 2021 年上半年分别实现 73%和 44%的营收增长；智能控制器厂商受益于订单向国内转移大趋势，上半年和而泰和拓邦股份营收增速分别为 56%、82%。

图 37：2021H，物联网行业营收同比增长 60.08%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：2021H，物联网行业业绩同比增长 59.75%



资料来源：Wind，长江证券研究所

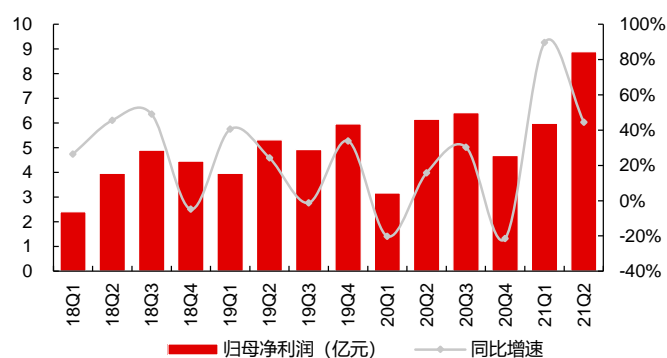
**2021Q2 营收业绩大幅回升。**分季度来看，2021Q2 物联网行业重点上市公司实现营收 92.02 亿元，较去年同期同比增长 48.99%，实现归母净利润 8.89 亿元，同比增长 44.43%。分细分板块看，智能控制器、模组、表计和终端分别实现营收增速 52%、55%、18%、183%；分别实现业绩增速 42%、104%、11%、109%。我们认为物联网高景气不改，预计行业或将维持高增长。

图 39：物联网行业单季度营收情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：物联网行业单季度业绩情况



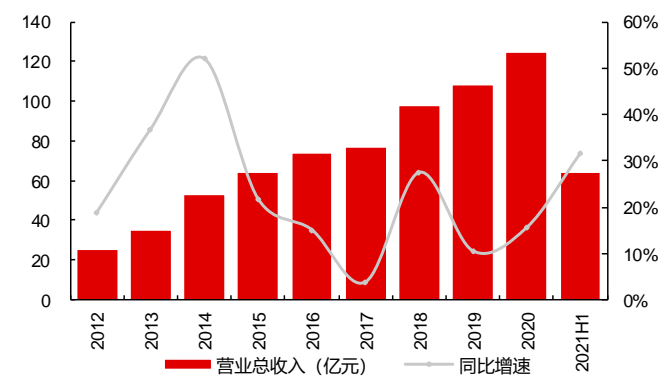
资料来源：Wind，长江证券研究所

<sup>1</sup> 取物联网行业主要上市公司移远通信、广和通、有方科技、美格智能、和而泰、拓邦股份、金卡智能、三川智慧、宁水集团、移为通信等 10 家公司合计数据

## 北斗：军民两开花，行业景气度回升

**2021 上半年北斗板块营收和业绩均实现同比正增长。**北三全球组网，北斗对于军用市场和民用市场都是从 0 到 1 的突破，包括灾害监测、自动农机在内的下游应用解决方案均实现高增长，因此即使在疫情的影响下，北斗板块营收和业绩已经有所体现。2021 上半年北斗行业重点上市公司<sup>2</sup>实现营业收入 64.55 亿元，同比增长 31.51%，同期录得归母净利润和扣非归母净利润增速放缓。主要上市公司中，振芯科技、北斗星通、华测导航、中海达均实现 20% 以上营收增速。业绩方面，振芯科技、北斗星通、华测导航、中海达增长较快。

图 41：2021 上半年，北斗板块实现营收同比增长 31.51%



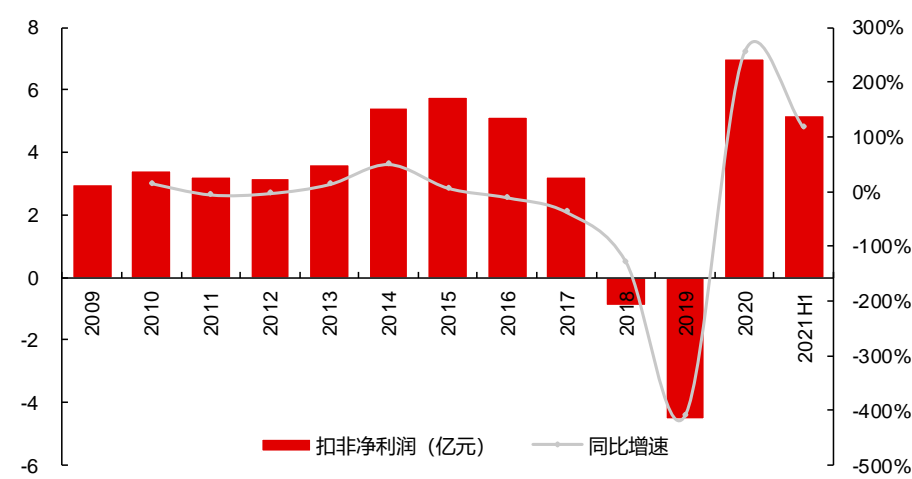
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：2021 上半年，北斗板块业绩增速回归正常



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 43：2021 上半年，北斗板块扣非归母净利润增速回归正常

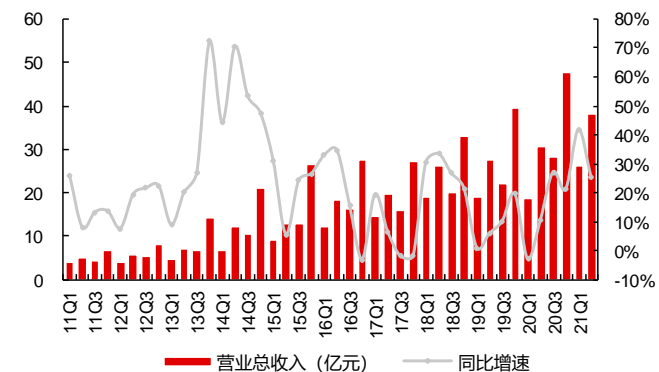


资料来源：Wind，长江证券研究所

**单季度来看，板块业绩增速逐季提升。2021Q2 北斗行业重点上市公司实现营收 38.26 亿元，同比增长 25.22%，实现归母净利润 4.61 亿元，同比增长 40.67%。**其中，华测导航 2021 上半年实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长 104.64%，为板块业绩主要增长点。公司业绩确认主要集中在下半年，预计下半年将继续带动整体板块业绩向好。

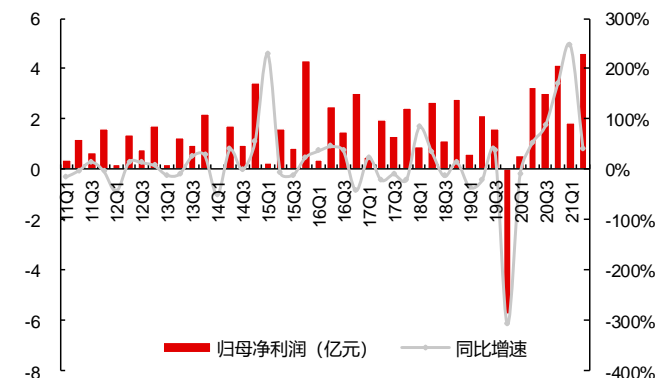
<sup>2</sup> 取主要上市北斗公司海格通信、振芯科技、北斗星通、华测导航、中海达等五家公司合计数据

图 44：2021Q2，北斗板块营收同比增长 25.22%



资料来源：Wind，长江证券研究所

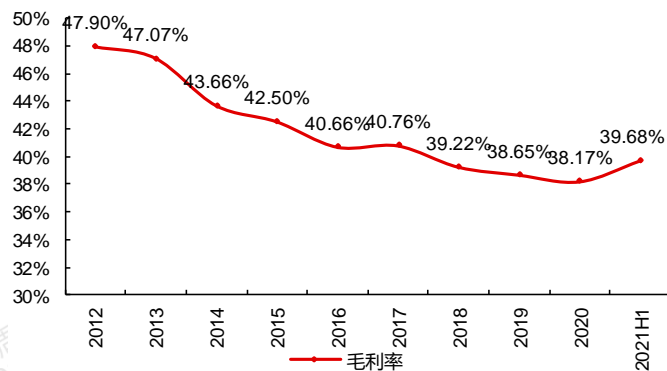
图 45：2021Q2，北斗板块归母净利润同比增长 40.67%



资料来源：Wind，长江证券研究所

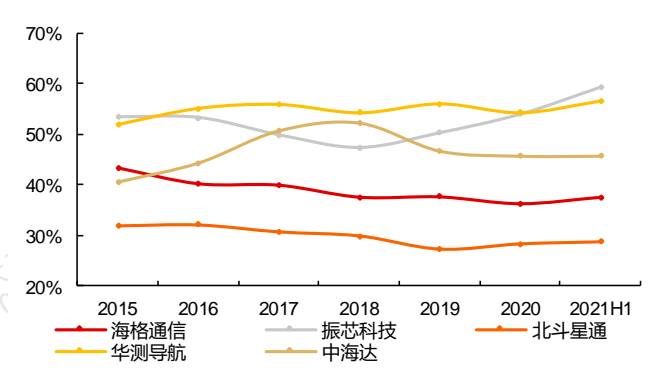
伴随下游应用解决方案以及特殊机构需求向好，北斗行业毛利率提高。近几年随着北斗市场不断成熟以及民用收入占比提升，北斗行业毛利率总体呈现下滑趋势。2020 北斗行业的毛利率为 38.17%。2021H1 行业毛利率为 39.68%，较上年同期同比提升 3.87pct，我们认为这一方面由于疫情负面影响因素缓解，另一方面受毛利率较高的特殊机构和下游综合解决方案需求推动，下游综合解决方案的影响力逐渐增强。

图 46：北斗板块毛利率总体呈现下滑趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：各个上市公司毛利率情况

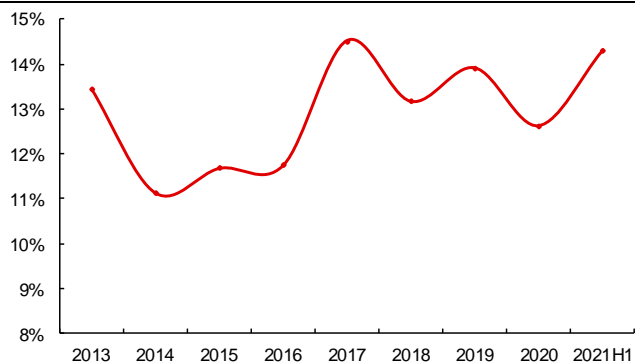


资料来源：Wind，长江证券研究所

近年来，北斗行业研发投入占营收比重稳定在 13% 左右。北斗行业主要为技术密集型产业，研发投入为核心驱动力。2021 上半年北斗行业重点上市公司研发投入达 9.22 亿元，占总营收的比重为 14.29%。从各大北斗厂商研发投入占比情况来看，除北斗星通占比较低外，其余均在 12% 以上，其中华测导航、海格通信、中海达 2021 上半年研发投入占比分别达 18.11%、16.93%、13.45%。

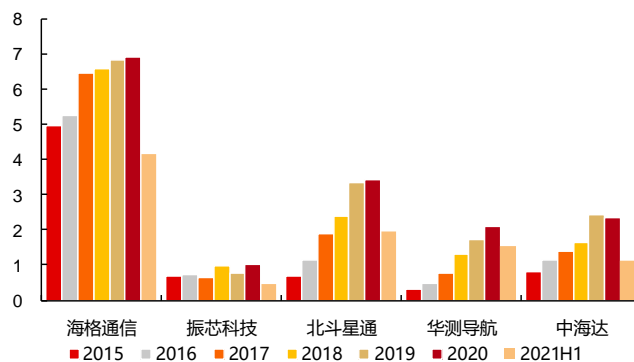


图 48：近年来，北斗行业研发投入占营收比重稳定在 13%左右



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 49：各个上市公司研发投入情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

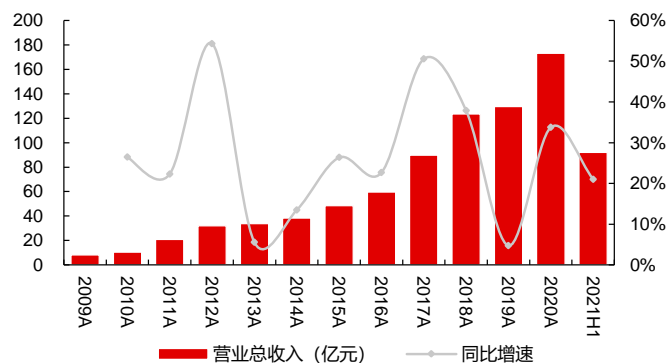
展望全年，在下游解决方案景气驱动以及特殊机构市场需求向好双重驱动下，北斗板块全年营收与业绩维持高增长。民用市场方面，伴随北斗技术成熟，包括灾害监测和自动农机在内的下游解决方案逐渐成熟落地，驱动板块景气度向上。我们认为北斗作为一种定位技术运用在生活的各个方面，未来包括边坡监测、桥梁监测、高楼监测等等在内的下游行业应有有望陆续爆发，高景气有望持续。另外北斗有望凭借其性能和成本优势，率先突破“一带一路”沿线国家和地区，未来成长空间广阔。军用市场方面，今年为十四五规划第一年，北斗三号系统完成全球组网有望驱动特殊机构市场订单加速落地。当前北斗渗透率仍较低，军队信息化建设为大势所趋，特殊机构需求确定性强，预计今年将有小批量采购落地。展望未来，我们认为北三完成组网，将有望推动北斗全球标配化。另外为摆脱单一依赖 GPS 以及提升性能，双模或者多模形式将成全球主流。

## 光模块：景气持续回暖，把握价值洼地

**21H1 行业处于库存消化阶段，整体增长有所放缓：**21H1 光模块行业<sup>3</sup>实现营收 91.98 亿元，同比增长 21.04%；实现归母净利润 12.10 亿元，同比增长 26.32%，营收及业绩增速较 2020 年有明显放缓。21Q2 光模块行业合计实现营收 49.59 亿元，同比增长 1.61%，归母净利润 7.05 亿元，同比增长 1.97%，增长放缓主要由于 5G 和数据中心建设活动较去年同期大幅放缓，同时渠道库存仍处于消化过程中。

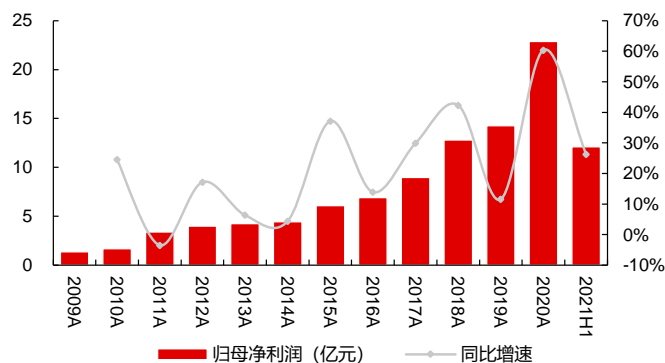
<sup>3</sup> 取中际旭创、光迅科技、新易盛、天孚通信、博创科技和太辰光的营收总和，其他财务指标类似。

图 50：光模块行业年度营收（亿元）



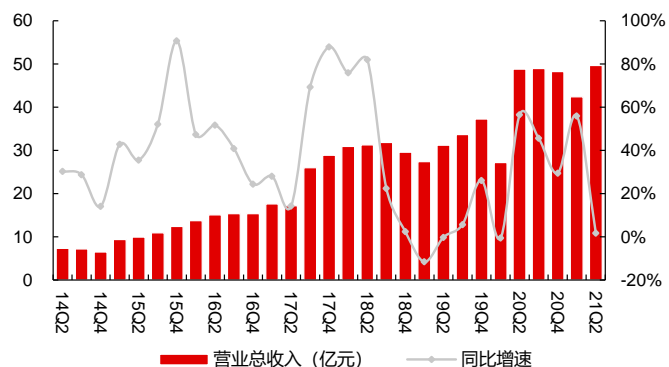
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 51：光模块行业年度归母净利润（亿元）



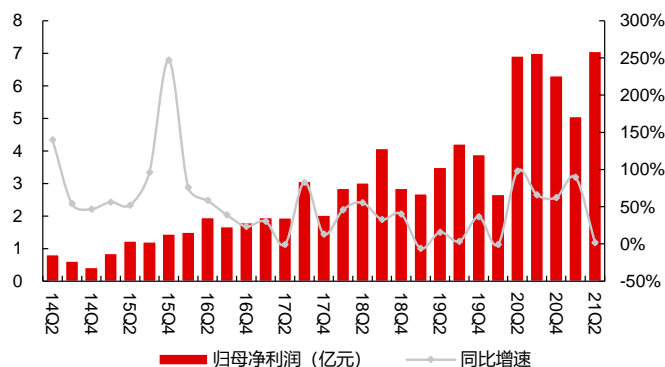
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：光模块行业季度营收（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

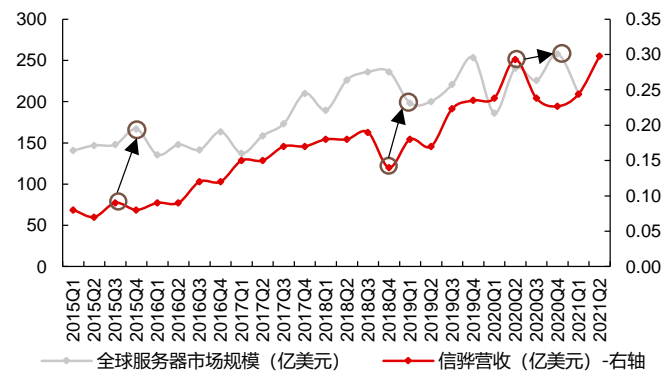
图 53：光模块行业季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

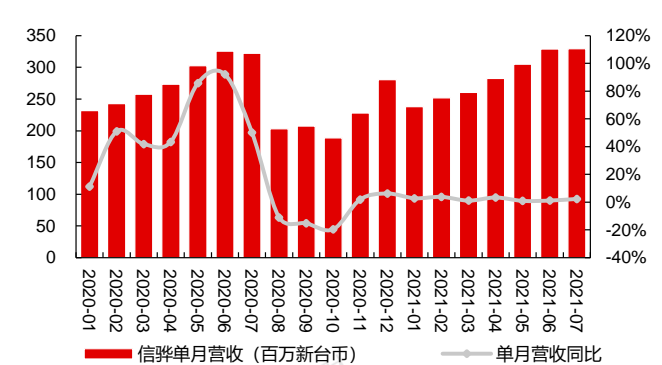
**信骅营收环比改善，全球服务器拐点将至：**服务器产业链上游来看，信骅是全球服务器 BMC 芯片龙头，近年市占率亦超过 60%。因而信骅的营收增速指标可以作为服务器市场景气度的先行指标，从历史来看信骅的营收趋势领先服务器市场约 1-2 个季度。从月度趋势来看，**2021 年 1 月起信骅营收呈现环比改善趋势明显**，信骅与服务器市场的高相关性，我们判断全球服务器市场有望重新进入新一轮上行周期。

图 54：从历史数据来看信骅的营收趋势领先服务器市场约 1-2 个季度



资料来源：IDC, Wind, 长江证券研究所

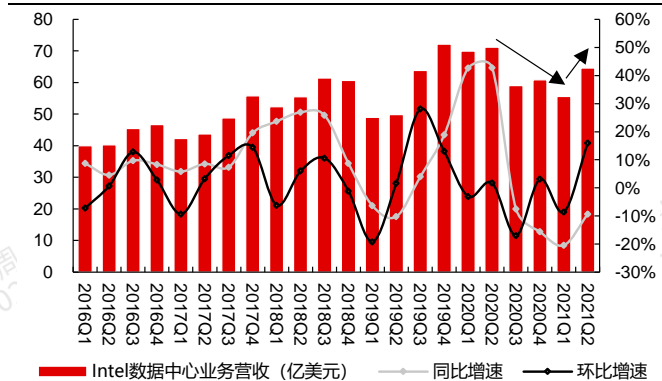
图 55：服务器 BMC 芯片龙头信骅月度营收（百万台币）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

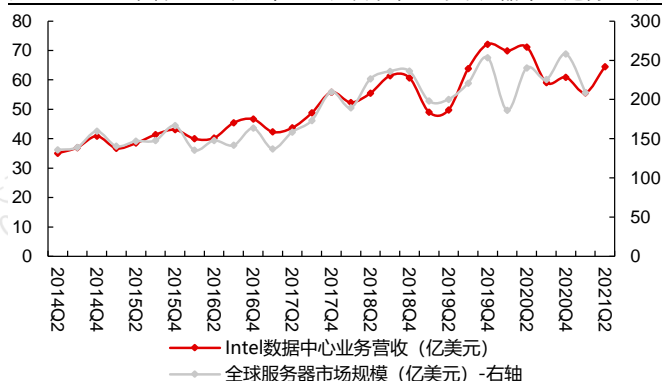
**Intel 数通业务下半年指引乐观，新平台快速爬坡带动新一轮扩建潮：**2021Q2 Intel 的数据中心业务实现营收 64.55 亿美元，同比下滑 9.3%，但环比增长 16%，Q2 Intel 在 X86 市场份额略有下滑，在竞争压力下 Intel 下半年指引依旧乐观，预计下半年环比仍有可观增长，考虑去年下半年基数较低，同比增速或更快。据 TrendForce 预测，服务器品牌厂相较于 Q1 的淡季，Q2 出货同比增速将有望达 20%，同时受益于英特尔 10nm Ice Lake 与 AMD 7nm Milan 双平台导入市场，2021H2 行业或迎来新一轮换机潮与数据中心建设。

图 56：Intel 数据中心业务营收



资料来源：Wind, 长江证券研究所

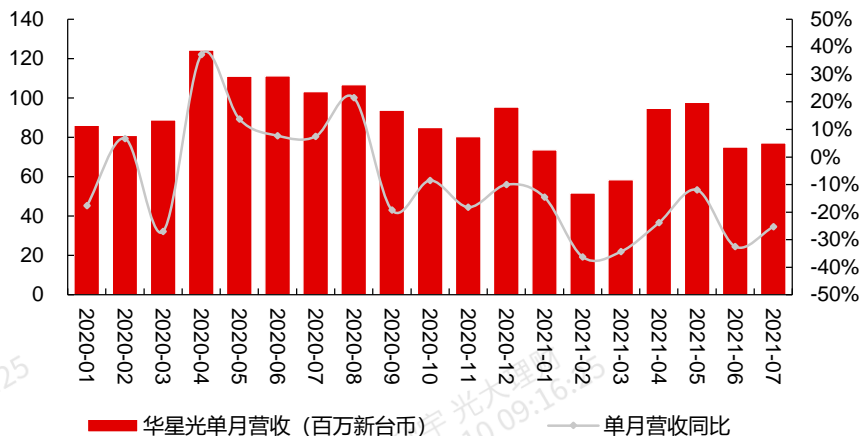
图 57：过去来看 Intel 数据中心业务营收和全球服务器市场趋势一致



资料来源：Wind, IDC, 长江证券研究所

**海外 5G 加速，国内 700M&2.1G 建设开启，电信市场或迎改善：**2020 年受疫情影响，海外 5G 建设暂缓，伴随海外 5G 频谱拍卖陆续落地，5G 建设有望于 2021 年迎来加速，驱动海外电信市场高增长。国内市场，从 2020Q3 起，国内 5G 基站建设进入放缓阶段，从中国台湾地区光通信厂商华星光（主营 10G-25G 光芯片产品）月度营收持续同比负增长或有所反映。2021 年 6-7 月，国内 700M & 2.1G 建设开启，带动国内电信市场需求逐步修复。

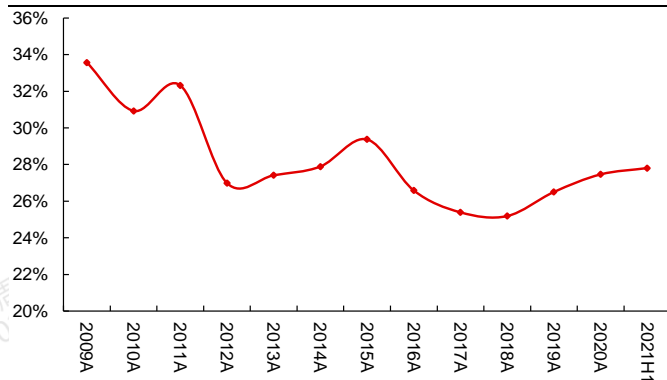
图 58：2020 年 9 月开始，台湾地区光通信厂商华星光月度营收同比负增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

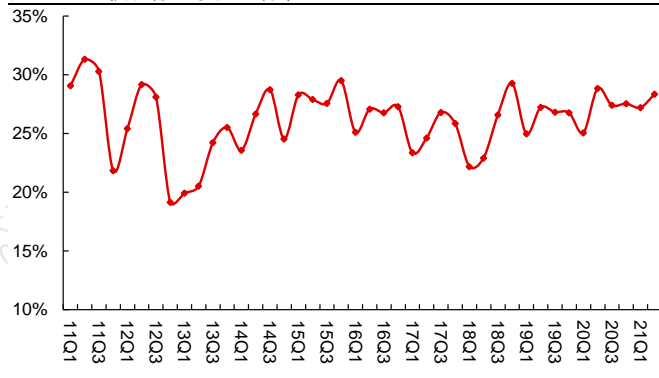
2021H1 受厂商调价及产品结构变化影响，模块厂商毛利率有所下滑，相比之下器件侧厂商毛利率稳中有升，行业整体毛利率为 27.81%，较 2020 年微增 0.35pct。单季度变化来看，21Q2 行业毛利率为 28.34%，环比改善 1.14pct。

图 59：光模块行业年度毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 60：光模块行业季度毛利率



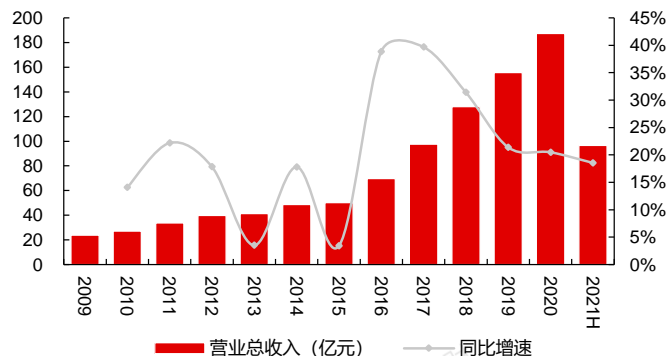
资料来源：Wind，长江证券研究所

## IDC：“碳中和”背景下，头部厂商有望持续领跑

**H1 营收与业绩维持高增长。**2021 年上半年第三方 IDC 服务业<sup>4</sup>实现总营收 96.72 亿元，同比增长 18.56%；从季度角度看，2021Q2 上架率明显提升，第三方 IDC 服务业实现营收 53.06 亿元，同比大幅增长 29.59%，与 2021Q1 相比，增速大幅提升，为 22.14pct。2021Q1，行业实现营收 43.66 亿元，同比增长 7.45%，环比有所下滑。整体来看，5G、AI、IoT 等新技术和应用场景带动下的流量爆发仍是未来行业发展核心，云厂商是下游主要需求来源，另外随着新应用普及，以字节、快手为主的内容服务提供商强势崛起，业绩有望持续爆发。

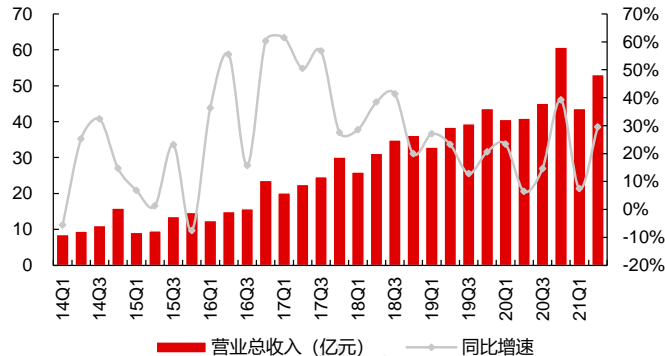
<sup>4</sup> 取主要上市第三方 IDC 服务商光环新网、数据港、宝信软件和奥飞数据四家的合计数据。

图 61：2021H 第三方 IDC 行业营收增速同比增长 18.56%



资料来源：Wind，长江证券研究所

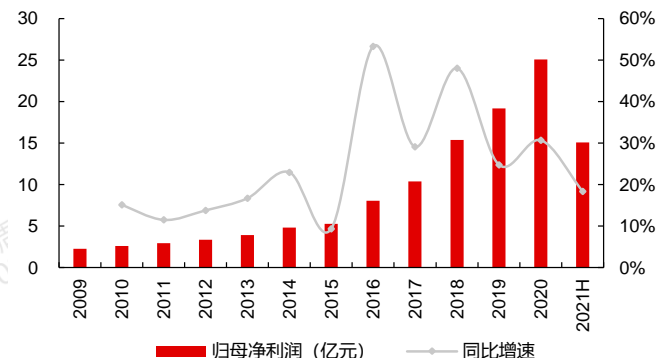
图 62：2021Q2 第三方 IDC 服务业营收增速为 29.59%



资料来源：Wind，长江证券研究所

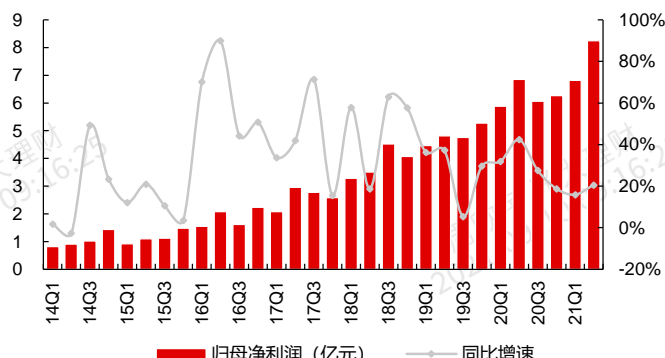
2021H，第三方 IDC 服务业实现归母净利润 15.07 亿元，同比增长 18.37%；季度角度来看，2021Q2，第三方 IDC 服务业实现归母净利润 8.25 亿元，同比增长 20.53%。2021Q1，行业实现归母净利润 6.82 亿元，同比增长 15.87%，环比小幅提升。尽管自新基建以来行业供给快速增长，在“碳中和”背景下，数据中心作为高能耗行业，政策层面对 IDC 的建设及规模提出更严格的要求，能耗指标稀缺性进一步提升，核心一线城市 IDC 机柜将更为稀缺，长尾企业将快速出清，头部厂商地位稳固，盈利能力有望维持。

图 63：2021H 第三方 IDC 业绩同比增长 18.37%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 64：2021Q2 第三方 IDC 业绩同比增长 20.53%

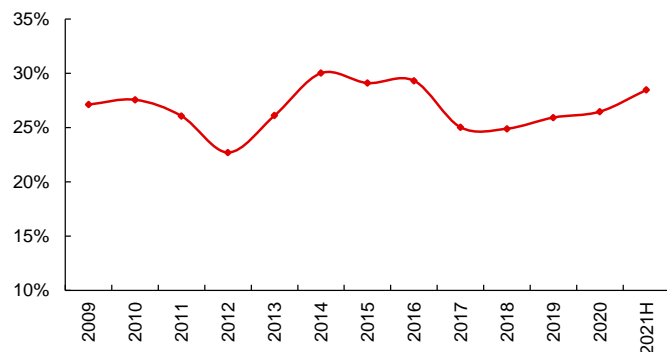


资料来源：Wind，长江证券研究所

**毛利率走高。**整体来看，供需紧缺态势下，第三方 IDC 服务业毛利率保持在相对稳定水平。受到机柜上架进程影响，相对较小的第三方 IDC 服务商毛利率季度波动较大，2021Q1/2021Q2，行业毛利率分别为 28.92%/28.09%。

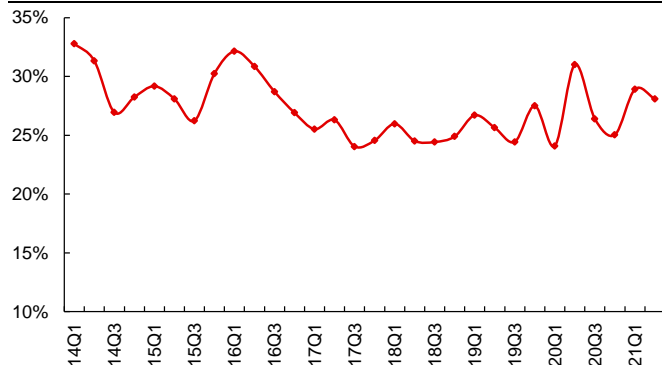


图 65：第三方 IDC 年度毛利率水平（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 66：第三方 IDC 行业季度毛利率水平（%）

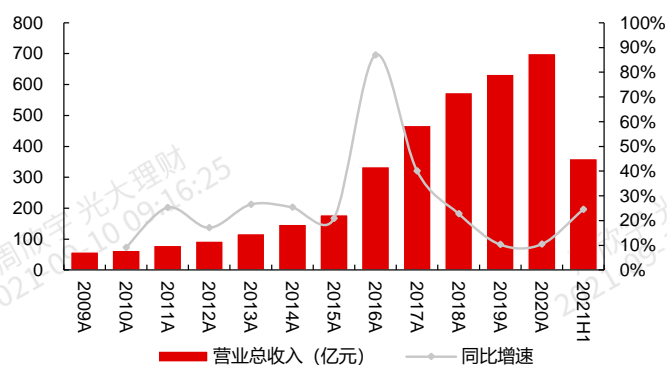


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 网络设备：政企市场逐步修复，拥抱数字经济

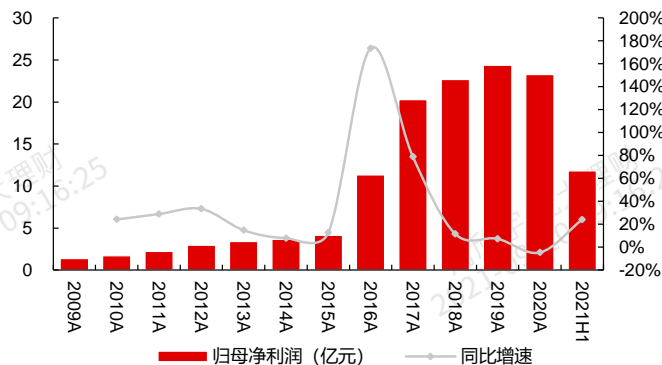
21H1 伴随疫情好转，政企市场的需求呈现持续修复，互联网客户需求持续增长。21H1 网络设备行业<sup>5</sup>实现营收 360.37 亿元，同比增长 24.55%；实现归母净利润 11.79 亿元，同比增长 24.18%。21Q2，网络设备行业实现营收 206.10 亿元，同比增长 15.23%；实现归母净利润 8.65 亿元，同比增长 15.13%。

图 67：网络设备行业年度营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

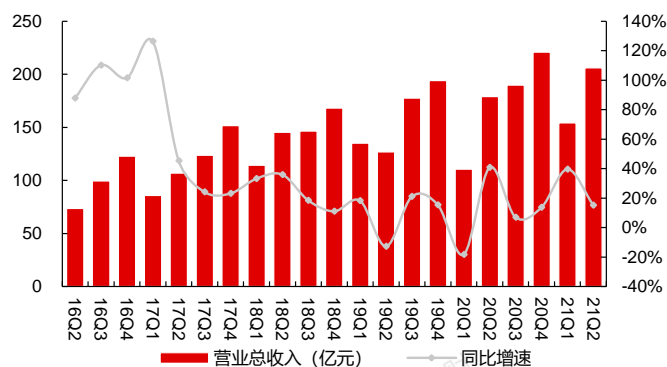
图 68：网络设备行业年度归母净利润



资料来源：Wind，长江证券研究所

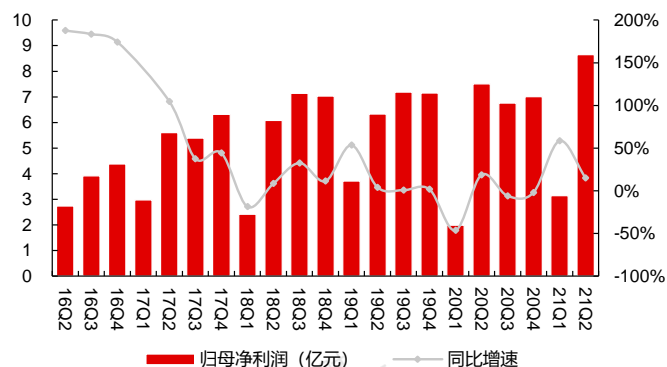
<sup>5</sup> 取主要上市网络设备公司紫光股份、星网锐捷两家的合计数据。

图 69：网络设备行业季度营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

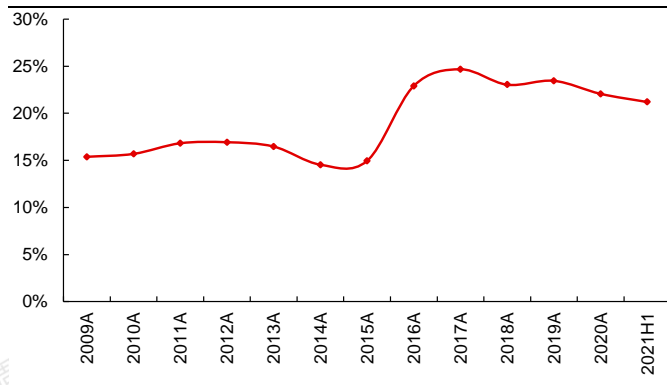
图 70：网络设备行业季度归母净利润



资料来源：Wind，长江证券研究所

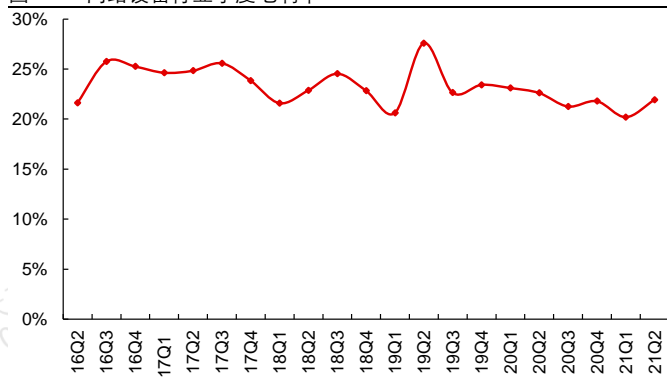
2021H1 网络设备行业毛利率为 21.20%，同比下滑 1.61pct，主要由于行业营收结构向服务器等低毛利率产品倾斜，同时原材料价格有所上升所致；2021Q2 网络设备行业毛利率为 21.94%，同比下滑 0.67pct，环比增长 1.74pct。

图 71：网络设备行业年度毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 72：网络设备行业季度毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

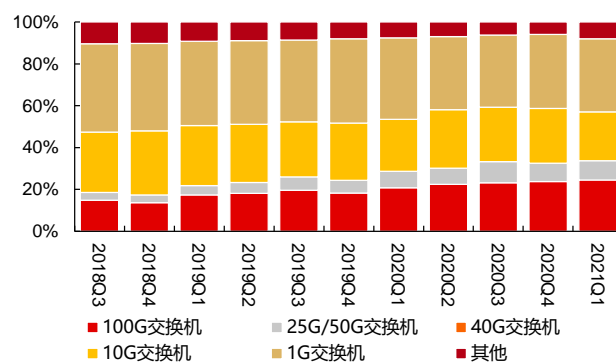
**交换机：全球市场延续结构性增长，云数据中心网络升级为主要驱动力：**2021Q1 全球交换机市场规模 67 亿美元，同比增长 7.6%；从结构来看，目前 1G 和 10G 交换机占比较大但主要用于企业级市场，因 ASP 持续下滑，1G 和 10G 交换机占比持续下滑，而 100G 交换机主要用于云数据中心，受益于网络升级，占比由 2016Q1 的 1.7% 上升至 2021Q1 的 24.5%。2020 年数通交换机出货量占比为 14.1%，但贡献了 43.6% 的收入。同比增速方面，2021Q1 100G/25G/10G/1G 交换机市场同比增速分别为 27.2%/28.0%/-0.4%/2.4%，100G 和 25G/50G 交换机市场同比增速高于低速率交换机。

图 73：全球交换机市场规模（亿美元）



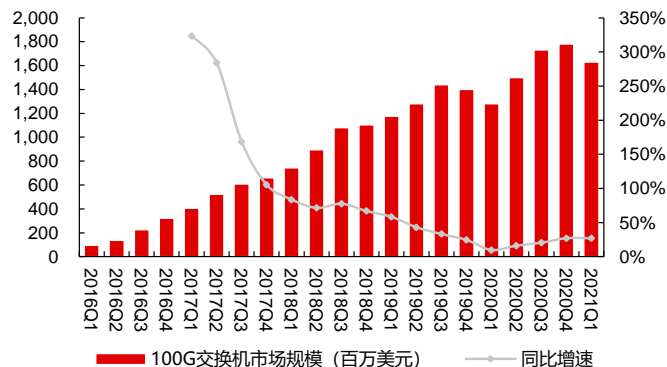
资料来源：IDC，长江证券研究所

图 74：全球交换机市场规模按速率拆分占比



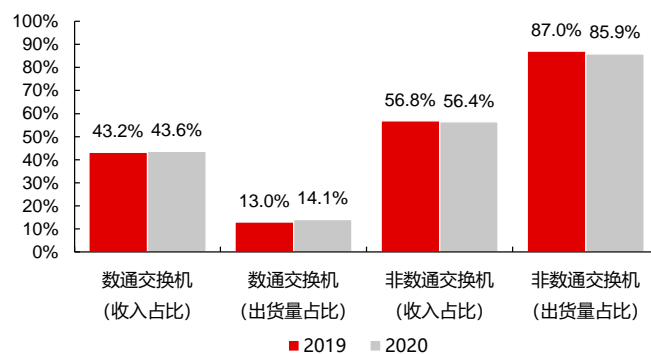
资料来源：IDC，长江证券研究所

图 75：100G 交换机市场规模（百万美元）



资料来源：IDC，长江证券研究所

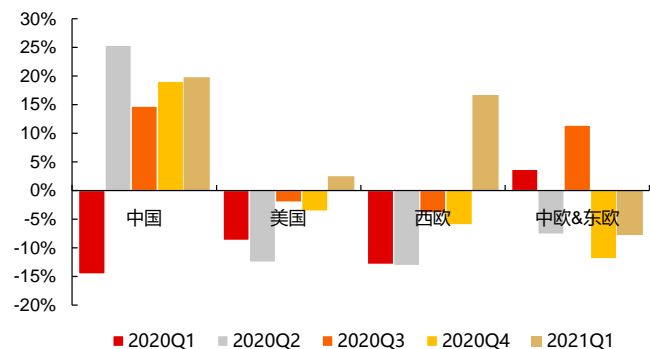
图 76：全球交换机市场数通和非数通出货量和收入占比



资料来源：IDC，长江证券研究所

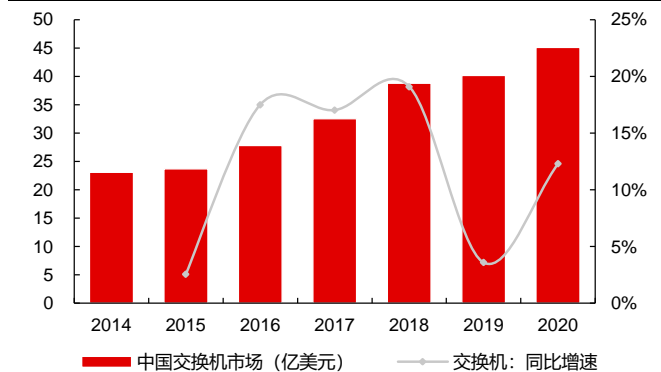
**交换机：中国市场增速领跑全球，数据中心市场增长迅猛。**2020 年中国交换机市场全年同比增长 12.3%，市场规模达到约 45 亿美金，其中互联网、金融、政府、制造和电力行业建设较多。**交换机投资仍集中在数据中心，2020 年同比增长 24.5%，其中 25G 和 100G 速率产品得到大规模部署，合计占比超过 60%，400G 产品也开始有小范围试点应用。**园区网受疫情和投资节奏影响较大，2020 年同比增长 2.7%。IDC 预计，在新基建等政策红利加持下，数据中心交换机投资仍有较快增长。

图 77：中国交换机市场同比增速领跑全球



资料来源：IDC，长江证券研究所

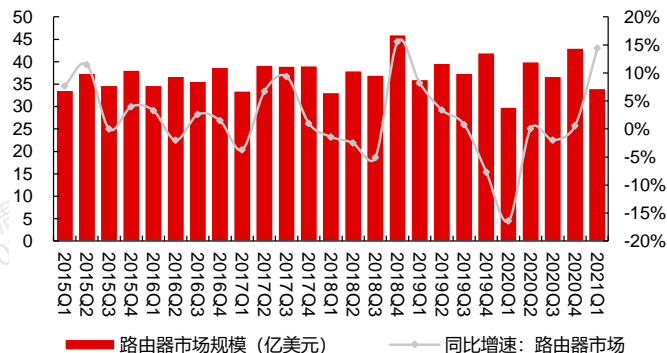
图 78：中国交换机市场规模及同比增速（亿美元）



资料来源：IDC 中国，长江证券研究所

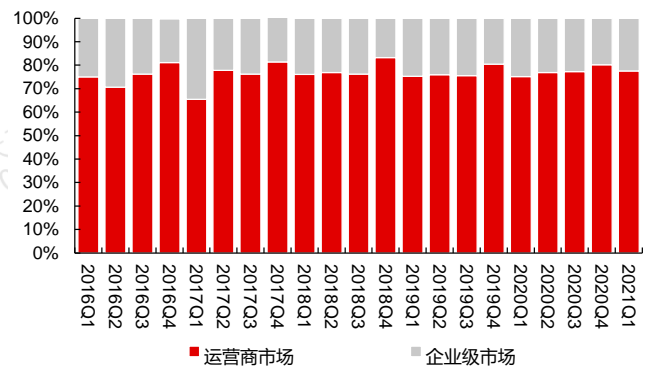
**路由器：全球市场增速呈现波动。**据 IDC 数据，2020 年全球路由器市场规模在 150 亿美元左右，同比下滑 3.5%；2021Q1 全球路由器市场规模在 34 亿美金，同比增长 14.4%，得益于亚太（不含中国和日本）以及 EMEA 地区的强劲增长。路由器市场主要由运营商主导，从细分市场来看，企业级和运营商级占比基本在 1:3 左右的比例，由于全球运营商开支呈现周期性，行业整体同比增速呈现波动。

图 79：全球路由器市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，长江证券研究所

图 80：全球路由器市场拆分占比



资料来源：IDC，长江证券研究所

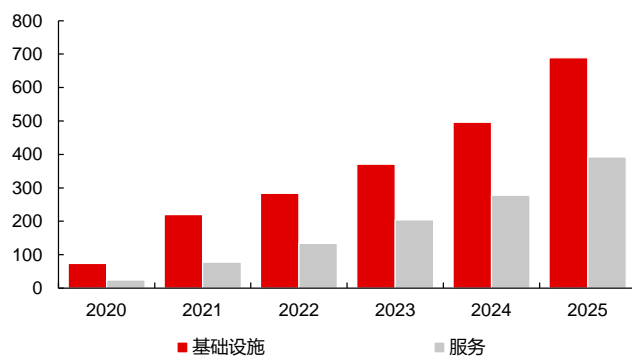
**路由器：中国市场运营商采购占比更高，企业市场增长空间更大。**2020 年中国路由器市场同比增长 3.3%至约 40 亿美元，其中运营商市场占了绝大部分采购。未来 SD-WAN 的普及将成为路由器的主要驱动力，IDC 预计未来五年中国 SD-WAN 市场将以 61%的 CAGR 增长，成为运营商路由器市场增长的核心驱动力之一。企业路由器市场增长主要集中在政府、金融、电力和制造行业。在构建数字中国的要求下，政府正逐步深化信息公开，增强工作透明，电子政务网加速建设，预计开支仍有增长空间。

图 81：中国路由器市场规模（亿美元）



资料来源：IDC 中国，长江证券研究所

图 82：中国 SD-WAN 市场规模（百万美元）



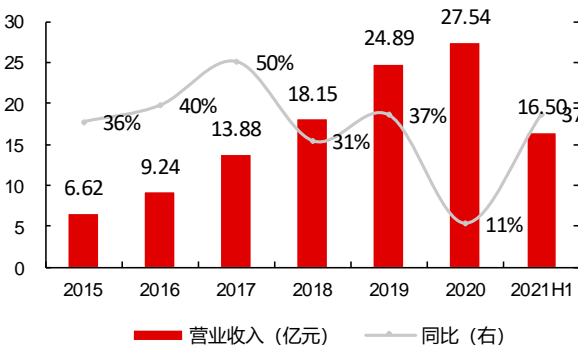
资料来源：IDC 中国，长江证券研究所

## 企业通信：需求释放，加速增长

企业通信产品凭借自身对企业有着降费增效的特点持续推动渗透率的提升，我们认为在推广过程中用户习惯是较大的阻碍。疫情对传统企业协作方式形成了阻碍，迫使企业员工采用线上的方式进行协作交流，对企业通信产品的用户使用习惯完成了强制培养，有望全面提升企业通信板块景气度，行业增速加快。

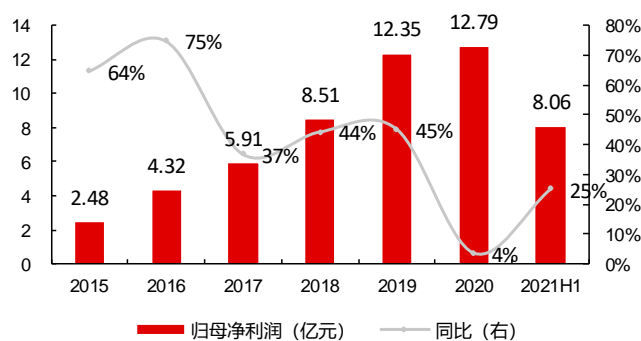
企业通信产品凭借自身强大通信性能，以线上视频会议的方式替代传统线下会议，可在降低企业通讯、差旅等费用的同时，简化企业运行流程，提高企业运行效率，有望借助疫情在企业端实现迅速普及。我们以企业通信硬件龙头亿联网络为例：2021 上半年公司实现营业收入 16.50 亿元，同比增长 37.42%，归母净利润 8.06 亿元，同比增长 24.92%，营收和归母净利润增速明显回升。

图 83：亿联网络营业收入



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 84：亿联网络归母净利润

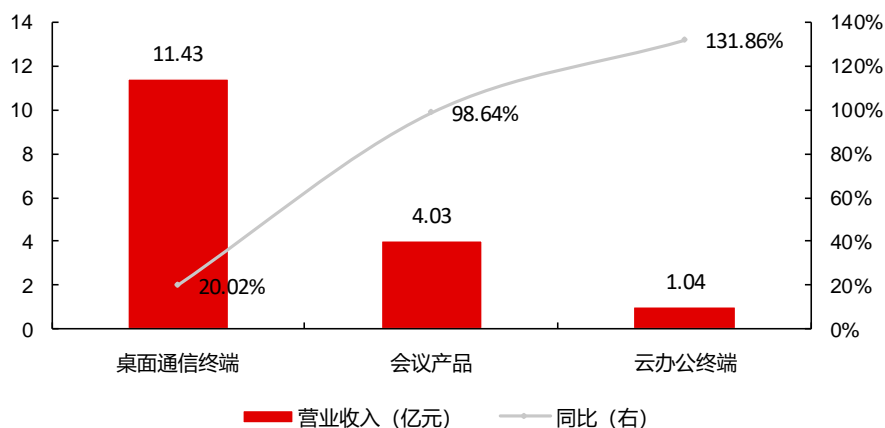


资料来源：Wind，长江证券研究所

通信行业整体需求在疫情期间实现了快速增长，随着疫情对经济影响减弱，公司三大业务线实现全面增长。企业混合式办公将会形成新常态，对云办公终端及云视频服务的需求有望提升。公司 2021 上半年云办公终端产品实现营业收入 1.04 亿元，同比增长 131.86%，会议产品实现营业收入 4.03 亿元，同比增长 98.64%。桌面通信终端产品主要受益于企业通信行业整体发展水平，公司 2021 年上半年桌面通信终端产品实现营业收入 11.43 亿元，同比增长 20.02%。



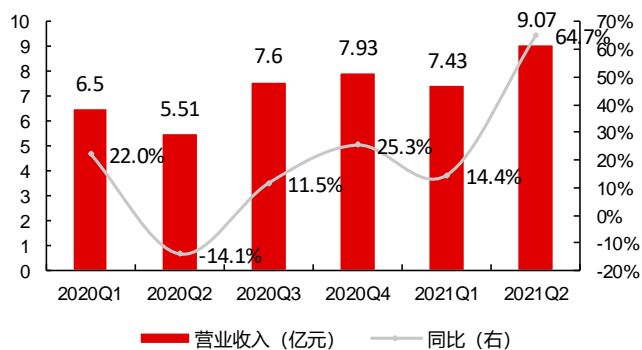
图 85：亿联网络 2021 上半年分业务营收及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

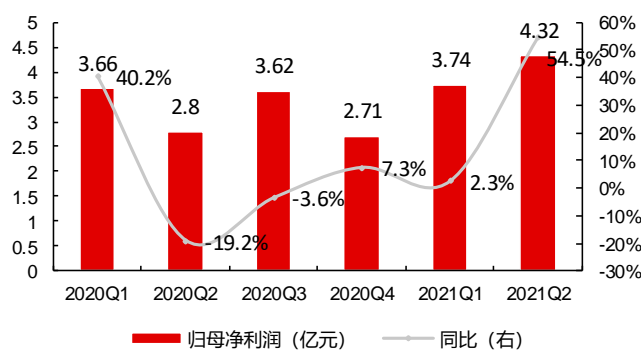
2021 年第二季度，疫情对公司业绩影响渐弱，营业收入与归母净利润均同比大幅增长。随着全球新冠疫情的逐渐缓和，市场需求自 2020 年下半年以来逐渐呈现复苏趋势，营业收入和归母净利润在 2021 年 Q2 实现大幅增长，录得营业收入 9.07 亿元，同比增长 64.7%，归母净利润 4.32 亿元，同比增长 54.5%。但受到美元汇率波动同比增加、原材料价格上涨的影响，公司毛利率下降。

图 86：亿联网络营业收入（季度）



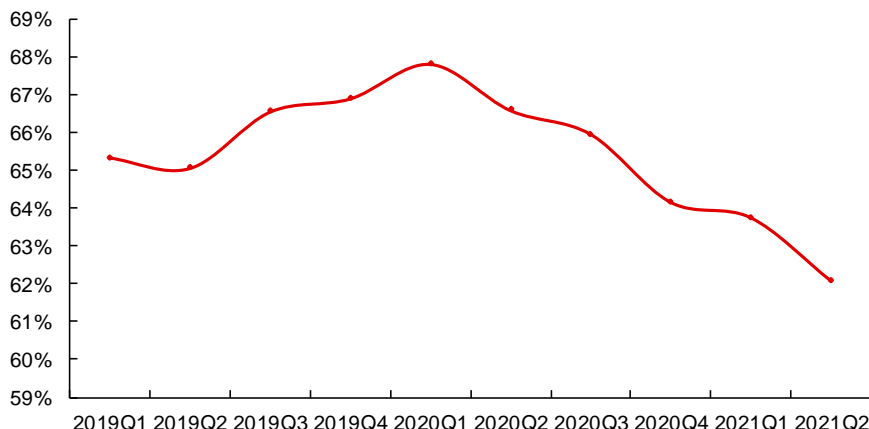
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 87：亿联网络归母净利润（季度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 88：亿联网络毛利率（季度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

**市场需求持续恢复，业绩陆续释放。**疫情催化了企业通信板块整体需求的高速增长，强化了企业用户在视频会议、混合办公等方面的需求。我们预计随着疫情管控的有效进行，行业需求将持续释放，推动板块整体景气度回升。

## 投资建议

整体来看，2021 年上半年通信行业营收及业绩向好，盈利状况改善。自上而下，伴随 5G 从建设向应用过渡，5G 景气周期持续；自下而上，关注细分领域业绩高增长优质龙头。板块方面，我们建议关注物联网及运营商。继续重点推荐：5G 设备及 ICT 巨头中兴通讯；物联网定位方向的华测导航、海格通信，物联网模组龙头广和通、移远通信，智能控制器龙头和而泰、拓邦股份，商用车监控龙头锐明技术。大流量产业链建议关注光模块、IDC 及网络设备。重点推荐：光模块，天孚通信、新易盛、中际旭创，建议关注光迅科技；IDC，奥飞数据、光环新网、数据港；网络设备紫光股份。融合通信，企业通信龙头亿联网络。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  
中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平  
看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%  
增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间  
中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间  
减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。