

# 中国电信 (601728.SH)

## 全面实施云改数转, 2023年云业务收入目标千亿

**买入**

### 核心观点

**2022年可比净利润增长12.5%**。公司22年收入4750亿元,同比增长9.4%,其中服务收入4349亿元,同比增长8.0%;EBITDA为1304亿元,同比增长5.2%;净利润为276亿元,同比增长6.3%,若剔除21年出售子公司收益,可比净利润同比增长12.5%;ROE(平均)6.4%,同比增加0.1pct。22年Q4营收1171亿元,同比增长8.8%。归母净利润30.5亿元,同比增加16.2%。

**收入端: 1)基础业务稳步发展,同比增长4%**。5G用户渗透率同比提升18.1pct达到68.5%,成为移动通信服务主要增长驱动力,移动通信服务收入1910亿元,同比增长3.7%。智慧家庭收入同比增长21%,成为固网收入增长(同比增长4.4%)主要驱动力。**2)产业数字化业务同比增长19.7%;云业务收入持续翻番**。产业数字化业务拉动服务增长贡献4.7pct(服务增长8pct),22年占通服收入比达27%;其中天翼云营收同比增长108%,且市占率持续提升排名前三,截止22Q3的IDC数据, IaaS份额11.6%, IaaS+Paas份额10%。公司IDC机架数已达到51.3万架,算力达3.8EFLOPS,同比提升81%。

**成本端: 持续加大研发投入, 22年资本开支符合预期**。公司22年研发投入105亿元,同比增长52%,同时销售和管理费用率持续优化,同比分别减少0.7pct/0.4pct。22年资本开支925.3亿元,低于原规划930亿元。

**23年加大产业数字化投入, 提升云、AI、安全等业务增长动能**。公司规划32年产业数字化投资同比增长40%至380亿元。公司积极打造“云网能力底座+行业应用平台”深度融合的产业数字化服务大平台,为千行百业提供数字化整体解决方案。**23年公司规划实现云业务收入超千亿元**,并已携手中国电子、中国电科、中国诚通和中国国新等央企共同打造首个国资监管云服务,天翼云进入4.0全面商用阶段。23年公司规划算力(云资源池)投入195亿元(达6.2EFLOPS),建设集约AI算力中台,覆盖超千万2C/2H/2B客户,服务百余应用场景,AI与大数据实现公司化运作,快速提升市场化水平。

**分红率持续提升**。22年每股派息0.076元,公司预计23年分红提升至70%,公司在22年业绩说明会表示23年目标利润保持双位数增长。

**风险提示: 5G发展不及预期; 产业数字化业务发展不及预期; 行业竞争加剧**。

**投资建议: 公司全面实施云改数转战略, 产业数字化发展空间广阔**。持续加大产业数字化投入,下调盈利预测,预计公司23-25年归母净利润分别为307/341/377亿元(原预测为334/371/409亿元),对应PE分别为20/18/16X,对应PB分别为1.39/1.36/1.29X,维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	434,159	474,967	518,912	558,928	593,947
(+/-%)	11.3%	9.4%	9.3%	7.7%	6.3%
净利润(百万元)	25952	27593	30744	34102	37715
(+/-%)	24.4%	6.3%	11.4%	10.9%	10.6%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.34	0.37	0.41
EBIT Margin	7.7%	7.5%	8.0%	8.2%	8.4%
净资产收益率(ROE)	6.1%	6.4%	7.0%	7.6%	8.1%
市盈率(PE)	23.6	22.2	19.9	18.0	16.3
EV/EBITDA	8.4	8.5	9.7	8.7	8.0
市净率(PB)	1.43	1.42	1.39	1.36	1.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

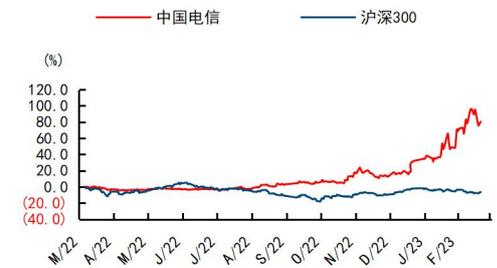
#### 通信·通信服务

**证券分析师: 马成龙**      **联系人: 袁文翀**  
 021-60933150                      021-60375411  
 machenglong@guosen.com.cn      yuanwenchong@guosen.com.cn  
 S0980518100002

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		6.70元
总市值/流通市值		613098/224234百万元
52周最高价/最低价		7.51/3.65元
近3个月日均成交额		2319.62百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

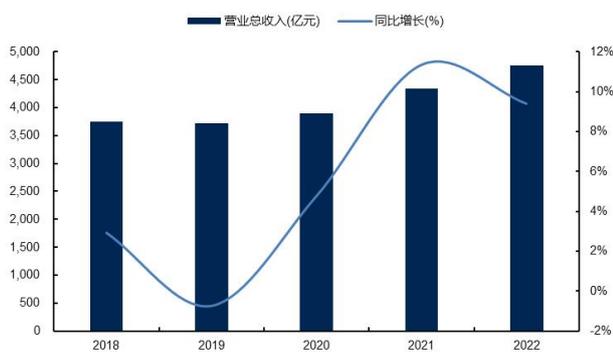
#### 相关研究报告

- 《中国电信(601728.SH)-云网龙头,价值重估》——2023-03-12
- 《中国电信(601728.SH)-移动及固网业务稳健增长,云业务翻倍增长》——2022-10-24
- 《中国电信(601728.SH)-一季度收入利润双位数增长,产业数字化发展势头良好》——2022-04-21
- 《中国电信(601728.SH)-移动业务稳增长,产业数字化迎发展》——2022-03-21
- 《中国电信-601728-2021年三季度业绩点评:收入和利润双位数增长,业务结构持续优化》——2021-10-26

2022 年可比净利润增长 12.5%。公司 22 年收入 4750 亿元，同比增长 9.4%，其中服务收入 4349 亿元，同比增长 8.0%；EBITDA 为 1304 亿元，同比增长 5.2%；净利润为 276 亿元，同比增长 6.3%，若剔除 21 年出售子公司收益，可比净利润同比增长 12.5%；ROE 为 6.4%，同比增加 0.1pct。

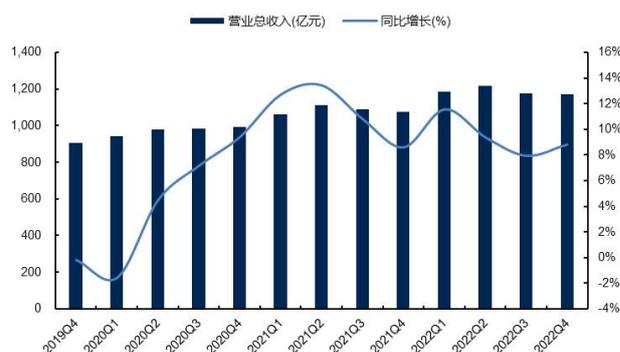
22 年 Q4 营收 1171 亿元，同比增长 8.8%。归母净利润 30.5 亿元，同比增长 16.2%。

图1: 中国电信营收及增速 (单位: 亿元、%)



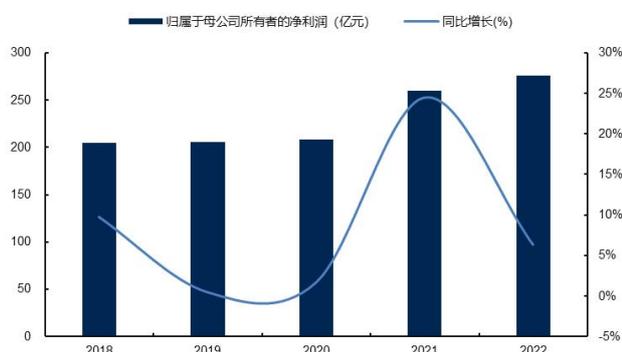
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中国电信单季营收及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中国电信归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

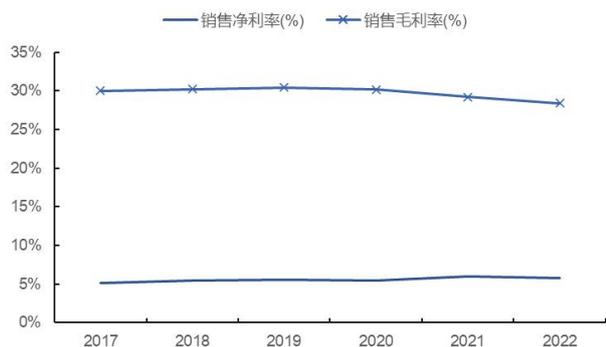
图4: 中国电信单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



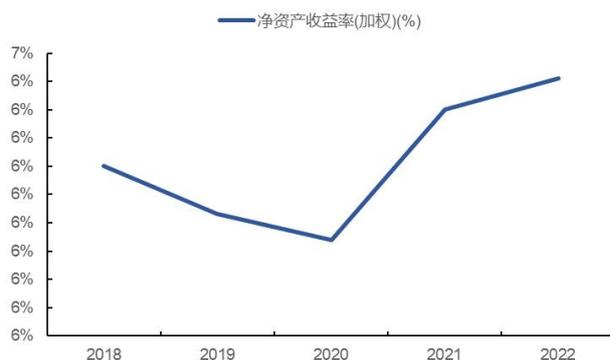
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中国电信毛利率和净利率 (单位: %)

图6: 中国电信 ROE (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 收入端基础业务与产业数字化业务双轮驱动:

- 基础业务稳步发展, 同比增长 4%。5G 用户渗透率同比提升 18.1pct 达到 68.5%, 成为移动通信服务主要增长驱动力, 移动通信服务收入 1910 亿元, 同比增长 3.7%。智慧家庭收入同比增长 21%, 成为固网收入增长 (同比增长 4.4%) 主要驱动力。

图7: 基础业务稳步增长

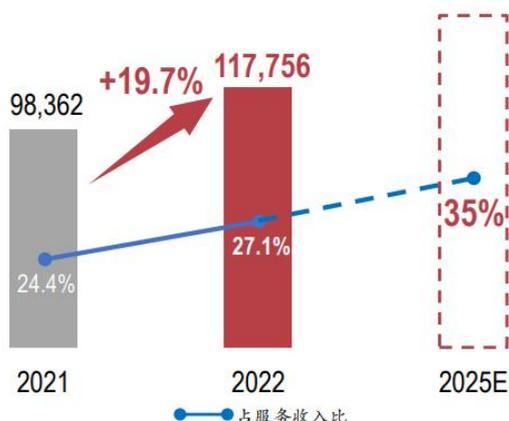


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- 产业数字化业务快速增长, 同比增长 19.7%。产业数字化业务拉动服务增长贡献 4.7pct, 22 年占通服收入比达 27%; 其中天翼云营收同比增长 108%, 且市占率持续提升排名前三, 截止 22Q3 的 IDC 数据, IaaS 份额 11.6%, IaaS+Paas 份额 10%。公司 IDC 机架数已达到 51.3 万架, 算力达 3.8EFLOPS, 同比提升 81%。

图8: 中国电信产业数字化业务快速增长 (单位: 百万元、%)

图9: 中国电信云业务发展 (单位: 百万元、%)



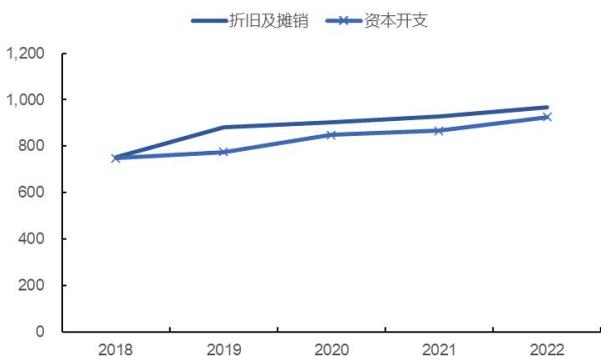
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

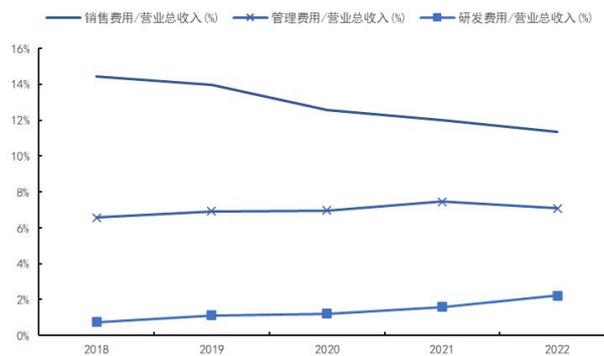
**成本端：持续加大研发投入，22年资本开支符合预期。**公司22年研发投入105亿元，同比增长52%，同时销售和管理费用率持续优化，同比分别减少0.7pct/0.4pct。22年资本开支925.3亿元，低于原规划930亿元。

图10：中国电信资本开支与折旧及摊销（单位：亿元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

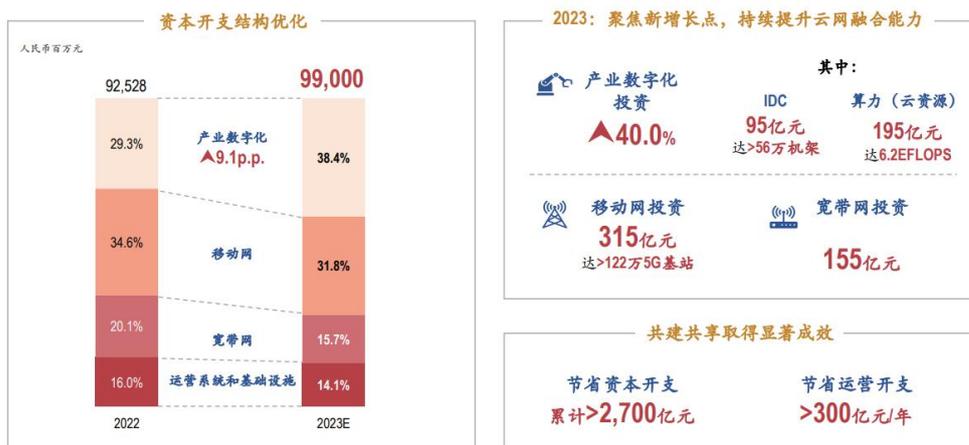
图11：中国电信三项费用率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

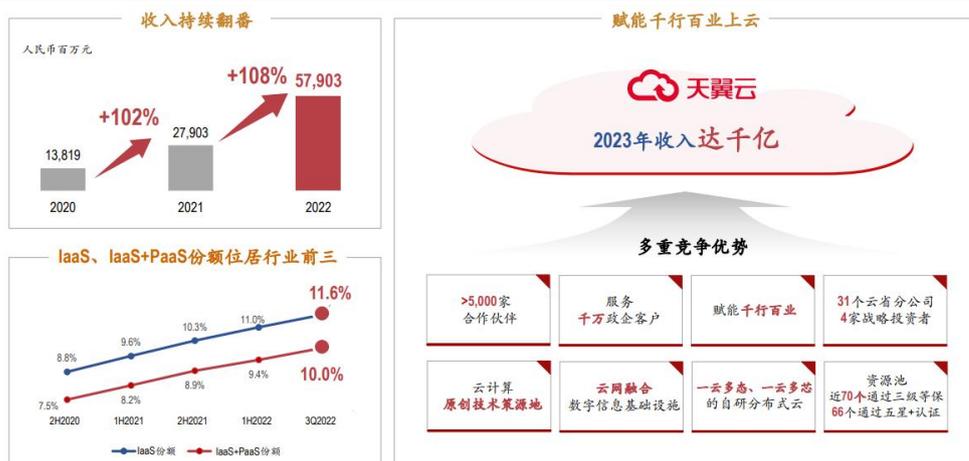
**23年加大产业数字化投入，提升云、AI、安全等业务增长动能。**公司规划32年产业数字化投资同比增长40%至380亿元。公司积极打造“云网能力底座+行业应用平台”深度融合的产业数字化服务大平台，为千行百业提供数字化整体解决方案。23年公司规划实现云业务收入超千亿元，并已携手中国电子、中国电科、中国诚通和中国国新等央企共同打造首个国资监管云服务，天翼云进入4.0全面商用阶段。23年公司规划算力（云资源池）投入195亿元（达6.2EFLOPS），建设集约AI算力中台，覆盖超千万2C/2H/2B客户，服务百余应用场景，AI与大数据实现公司化运作，快速提升市场化水平。

图12：加大产业数字化投入



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图13: 23年云业务目标千亿元



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**分红率持续提升。**22年每股派息0.076元, 公司预计23年分红提升至70%, 同时公司在22年业绩说明会表示23年目标利润保持双位数增长。

图14: 提升派息回馈股东



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**盈利预测：**

表1：中国电信收入分拆（单位：亿元、%）

收入分类预测（亿元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
服务收入	4022.43	4347.32	4708.07	5042.68	5345.47
同比增速	7.6%	8.1%	8.3%	7.1%	6.0%
1、移动通信业务	1841.57	1910.26	1957.59	1971.77	1985.42
同比增速	4.9%	3.7%	2.5%	0.7%	0.7%
2、固网及智慧家庭服务	1135.21	1185.34	1238.60	1276.79	1307.46
同比增速	4.1%	4.4%	4.5%	3.1%	2.4%
3、产业数字化	983.62	1175.72	1435.88	1716.12	1973.59
同比增速	17.1%	19.5%	22.1%	19.5%	15.0%
占通服收比	24.5%	27.0%	30.5%	34.0%	36.9%
4、其他主营业务	62.03	76	76	78	79
5、出售商品收入	313.32	396.97	475.18	540.27	587.28
同比增速	94.1%	26.7%	19.7%	13.7%	8.7%
营业总收入	4335.7	4744.3	5183.2	5582.9	5932.7
同比增速	11.2%	9.4%	9.3%	7.7%	6.3%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**投资建议：**公司全面实施云改数转战略，产业数字化发展空间广阔。持续加大产业数字化投入，下调盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 307/341/377 亿元（原预测为 334/371/409 亿元），对应 PE 分别为 20/18/16X，对应 PB 分别为 1.39/1.36/1.29X，维持“买入”评级。

表2：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 3 月 22 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE			PB MRQ
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600941.SH	中国移动	买入	91.6	12198.9	5.9	6.4	7.0	15.2	14.0	12.8	1.6
601728.SH	中国电信	买入	6.6	5712.8	0.3	0.4	0.4	19.9	18.0	16.3	1.4
600050.SH	中国联通	买入	5.6	1803.3	0.2	0.3	0.3	24.7	19.7	17.1	1.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中国移动、中国联通估值取自 Wind 一致预期

**风险提示：**1、5G 发展不及预期；2、产业数字化业务发展不及预期；3、行业竞争加剧。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	75210	76300	122579	131284	157009	<b>营业收入</b>	<b>434159</b>	<b>474967</b>	<b>518912</b>	<b>558928</b>	<b>593947</b>
应收款项	22389	24312	29673	29798	32010	营业成本	307337	339940	369475	398644	423576
存货净额	3827	3513	4652	4825	4917	营业税金及附加	1730	1643	2076	2236	2376
其他流动资产	24753	35308	30927	35576	39119	销售费用	52172	53803	56250	58352	60226
<b>流动资产合计</b>	<b>127361</b>	<b>141072</b>	<b>189470</b>	<b>203121</b>	<b>234694</b>	管理费用	32362	33578	37121	39294	41056
固定资产	466837	471848	490554	497563	494023	研发费用	6933	10560	12588	14676	16784
无形资产及其他	39914	42239	40550	38862	37173	财务费用	1294	7	(621)	(1116)	(1512)
投资性房地产	86964	110319	110319	110319	110319	投资收益	4193	2265	3000	3000	3000
长期股权投资	41166	42220	43229	44204	45217	资产减值及公允价值变动	168	10	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>762242</b>	<b>807698</b>	<b>874122</b>	<b>894070</b>	<b>921426</b>	其他收入	(3962)	(6967)	(12588)	(14676)	(16784)
短期借款及交易性金融负债	22922	20505	24691	22706	22634	营业利润	39665	41304	45073	49892	54491
应付款项	114895	127260	147296	156705	164625	营业外净收支	(5794)	(5590)	(5025)	(5470)	(5361)
其他流动负债	122480	130109	162758	164821	172880	<b>利润总额</b>	<b>33871</b>	<b>35714</b>	<b>40049</b>	<b>44422</b>	<b>49129</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>260297</b>	<b>277874</b>	<b>334746</b>	<b>344232</b>	<b>360140</b>	所得税费用	7716	8038	9211	10217	11300
长期借款及应付债券	7395	4484	4484	4484	4484	少数股东损益	202	83	93	103	114
其他长期负债	63373	88913	89213	89413	89513	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>25952</b>	<b>27593</b>	<b>30744</b>	<b>34102</b>	<b>37715</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>70768</b>	<b>93397</b>	<b>93697</b>	<b>93897</b>	<b>93997</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>331066</b>	<b>371271</b>	<b>428443</b>	<b>438129</b>	<b>454137</b>	<b>净利润</b>	25952	27593	30744	34102	37715
少数股东权益	2494	4338	4366	4397	4431	资产减值准备	(4843)	(134)	10	4	(0)
股东权益	428681	432089	441313	451543	462858	折旧摊销	78307	80164	66022	75727	84280
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>762242</b>	<b>807698</b>	<b>874122</b>	<b>894070</b>	<b>921426</b>	公允价值变动损失	(168)	(10)	(50)	(50)	(50)
						财务费用	1294	7	(621)	(1116)	(1512)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(1858)	9878	50879	6728	10232
每股收益	0.28	0.30	0.34	0.37	0.41	其它	4959	131	18	27	34
每股红利	0.12	0.31	0.24	0.26	0.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>102349</b>	<b>117622</b>	<b>147623</b>	<b>116538</b>	<b>132212</b>
每股净资产	4.68	4.72	4.82	4.93	5.06	资本开支	0	(77397)	(83001)	(81001)	(79001)
ROIC	9%	10%	11%	13%	14%	其它投资现金流	1098	(457)	0	0	0
ROE	6%	6%	7%	8%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>235</b>	<b>(78908)</b>	<b>(84010)</b>	<b>(81976)</b>	<b>(80014)</b>
毛利率	29%	28%	29%	29%	29%	权益性融资	(127)	3674	0	0	0
EBIT Margin	8%	7%	8%	8%	8%	负债净变化	(11878)	(864)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	24%	21%	22%	23%	支付股利、利息	(11073)	(28620)	(21521)	(23871)	(26401)
收入增长	11%	9%	9%	8%	6%	其它融资现金流	(14437)	17669	4187	(1985)	(72)
净利润增长率	24%	6%	11%	11%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(60466)</b>	<b>(37625)</b>	<b>(17334)</b>	<b>(25856)</b>	<b>(26473)</b>
资产负债率	44%	47%	50%	49%	50%	<b>现金净变动</b>	<b>42118</b>	<b>1090</b>	<b>46279</b>	<b>8705</b>	<b>25725</b>
息率	1.8%	4.7%	3.5%	3.9%	4.3%	货币资金的期初余额	33092	75210	76300	122579	131284
P/E	23.6	22.2	19.9	18.0	16.3	货币资金的期末余额	75210	76300	122579	131284	157009
P/B	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	40111	65780	36663	53956
EV/EBITDA	8.4	8.5	9.7	8.7	8.0	权益自由现金流	0	56917	70445	35537	55048

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032