

云改数转，产业数字化加速发展

中国电信(601728)

1. 事件：公司2022年实现营业收入为4,750亿元，同比增长9.4%，其中服务收入为4,349亿元，同比增长8.0%，连续十年保持增长。归母净利润为276亿元，同比增长6.3%。

2. 收入端：产业互联网贡献主要增长动能

(1) 移动通信服务实现量价双升，保持良好增长。

2022年实现营收1910亿元，同比增长3.7%。公司移动用户达到3.91亿户，净增0.19亿户；5G套餐用户达到2.68亿户，渗透率达到68.5%，净增0.80亿户；移动用户ARPU达到45.2元/月/户，同比提升0.2元/月/户，实现用户量与用户价值双增。

(2) 智慧家庭业务快速增长：固网及智慧家庭服务整体收入达到1,185亿元，同比增长4.4%。千兆宽带渗透率达到16.8%，全屋WiFi、天翼看家用户分别增长45.8%、52.7%，智慧家庭业务价值贡献持续提升，实现营收168亿元，同比增长21.0%。

(3) 产业数字化及天翼云成为主要增长动能：公司产业数字化收入达到1,178亿元，同比增长19.7%。

其中天翼云收入达到579亿元，同比增长107.5%，连续两年翻倍增长，已成为全球最大的运营商云和国内最大的混合云，根据IDC报告，2022Q3，公司天翼云在IaaS市场份额达到11.6%，IaaS+PaaS市场份额达到10.0%，位居行业前三，保持专属云市场份额第一。公司预计2023年天翼云收入达到千亿元。

此外，网络安全服务收入达47亿元，同比增长23.5%。IDC收入达到333亿元，同比增长5.4%，2022年公司算力达到3.8EFLOPS，同比增长81%，IDC机架达51.3万架，八大枢纽占比超过80%，边缘DC超过3000个。

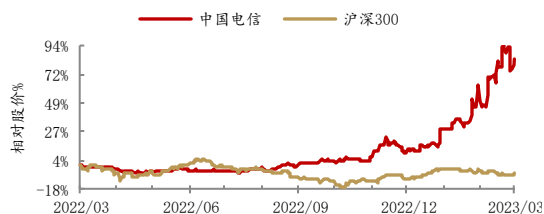
3. 成本端：持续控费增效，加大研发投入

公司2022销售毛利率28.4%，同比减少0.78pct；销售/管理/财务/研发费用率分别为11.3%/7.1%/0.0%/2.2%，整体费用率较去年同期下降0.7pct，研发费用率略有所增长，但持续控费增效，销售/管理费用率分别同比下降0.7pct/0.4pct。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：6.89

股票代码：601728
52周最高价/最低价：7.51/3.65
总市值(亿)6,304.84
自由流通市值(亿)1,349.78
自由流通股数(百万)19,590.43



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003
联系电话：

分析师：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040002
联系电话：

相关研究

- 【华西通信】中国电信(601728)半年报点评：业绩稳健增长，产业数字化持续释放动能
2022.08.17
- 【华西通信】中国电信(601728)：共建共享成效显著，发力产业数字化新增长
2022.04.22
- 【华西通信】中国电信(601728)：共建共享成效显著，发力产业数字化新增长
2022.03.22

4. 持续聚焦产业数字化投资，提升云网融合能力，公司计划 2023 年算力达到 6.2EFLOPS

公司 2022 年完成资本开支 925 亿元，预计 2023 年总资本开支 990 亿元，其中持续加大算力网络投入，2022 年产业互联网 Capex 271 亿元，占总资本开支比例 29.3%，同比增长 57.3%，预计 2023 年产业数字化方面 Capex 持续增加达到 380 亿元，占总资本开支比例将提升至 38.4%。

积极响应国家“东数西算”战略，聚焦八大枢纽节点加大布局。公司持续优化“2+4+31+X+0”的算力布局，2022 年新增天翼云算力 1.7EFLOPS，算力总规模达 3.8 EFLOPS，同比增长 81%；目前拥有 700 多个数据中心和 3,000 多个边缘 DC，IDC 机架达到 51.3 万架，机架利用率超过 70%，IDC 资源在国内数量最多、分布最广。

根据 2022 年报推介材料，公司加大产业互联网资本开支，预计 2023 年 IDC 投资 95 亿元，预计将超过 56 万机架，算力（云资源）投入 195 亿元，预计算力达到 6.2EFLOPS。

5. 利润派息率持续提升，股东回报再次增强

2022 年全年股息为每股人民币 0.196 元（含税），全年派发股息总额为本年度本公司股东应占利润的 65%。公司计划逐步将每年以现金方式分配的利润提升至当年本公司股东应占利润的 70%以上，不断为广大股东创造价值。

6. 盈利预测及投资建议：公司产业互联网持续推动公司业绩向上发展，考虑传统业务增速情况，调整公司 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年营收由 5372.6/5924.3/N/A 亿元调整为 5223.3/5767.2/6400.2 亿元，预计每股收益分别由 0.37/0.42/N/A 元调整为 0.32/0.35/0.38 元，对应 2023 年 3 月 23 日 6.89 元/股收盘价 PE 分别为 21.2/19.7/18.2 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示：市场竞争风险；行业政策变化风险；产业数字化业务推动不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	434,160	474,967	522,333	576,724	640,021
YoY (%)	11.3%	9.4%	10.0%	10.4%	11.0%
归母净利润(百万元)	25,953	27,593	29,696	31,980	34,585
YoY (%)	24.4%	6.3%	7.6%	7.7%	8.1%
毛利率 (%)	29.2%	28.4%	28.0%	27.9%	28.0%
每股收益 (元)	0.31	0.30	0.32	0.35	0.38
ROE	6.1%	6.4%	6.7%	7.0%	7.4%
市盈率	22.23	22.97	21.23	19.72	18.23

资料来源：wind，华西证券研究所

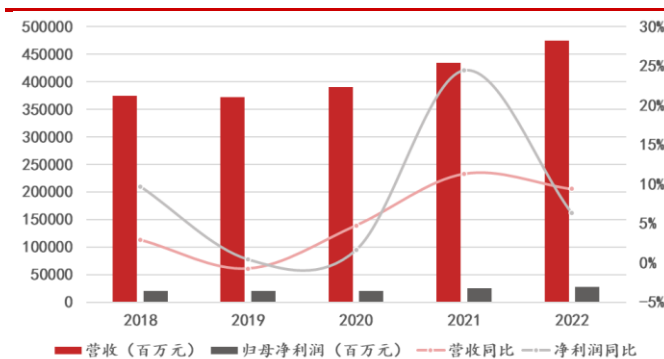
1. 事件

公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入为 4,750 亿元，同比增长 9.4%，其中服务收入为 4,349 亿元，同比增长 8.0%，连续十年保持增长。归母净利润为 276 亿元，同比增长 6.3%。

2. 收入端：产业互联网贡献主要增长动能

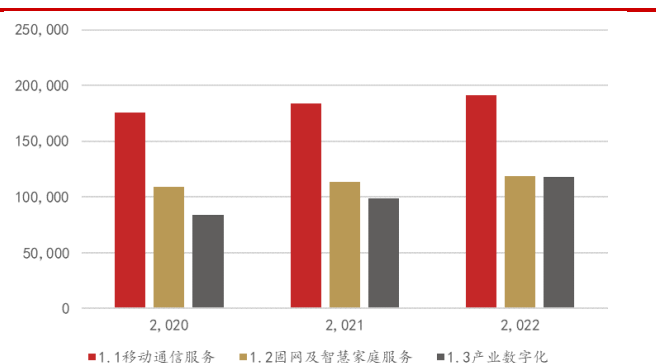
2022 年公司实现营业收入为 4,750 亿元，同比增长 9.4%，其中服务收入为 4,349 亿元，同比增长 8.0%，连续十年保持增长。2022 年实现归母公司净利润 276 亿元，同比增长达到 6.3%，EBITDA 1343 亿元。

图 1 公司年度营收&归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 公司年度服务收入结构情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

分业务来看，移动通信服务实现量价双升，保持良好增长。2022 年实现营收 1910 亿元，同比增长 3.7%。根据公司官网披露的 2022 年报推介材料，公司移动用户达到 3.91 亿户，净增 0.19 亿户；5G 套餐用户达到 2.68 亿户，渗透率达到 68.5%，净增 0.80 亿户；移动用户 ARPU 达到 45.2 元/月/户，同比提升 0.2 元/月/户，实现用户量与用户价值双增，其中 5G 用户 ARPU 50.8 元/月/户，同比下降 2.5 元/月/户。

智慧家庭业务快速增长：固网及智慧家庭服务整体收入达到 1,185 亿元，同比增长 4.4%。2022 年公司有线宽带用户 1.81 亿户，净增 0.11 亿户，千兆宽带渗透率达到 16.8%，全屋 WiFi、天翼看家用户分别增长 45.8%、52.7%，智慧家庭业务价值贡献持续提升，实现营收 168 亿元，同比增长 21.0%，宽带综合 ARPU4 达到 46.3 元/月/户，同比增长 0.4 元/月/户；客户综合满意度持续保持行业领先。

产业数字化及天翼云成为主要增长动能：公司产业数字化收入达到 1,178 亿元，同比增长 19.7%。

其中天翼云收入达到 579 亿元，同比增长 107.5%，连续两年翻倍增长，已成为全球最大的运营商云和国内最大的混合云，根据 IDC 报告，2022Q3，公司天翼云在 IaaS 市场份额达到 11.6%，IaaS+PaaS 市场份额达到 10.0%，位居行业前三，保持专属云市场份额第一。公司预计 2023 年天翼云收入达到千亿元。

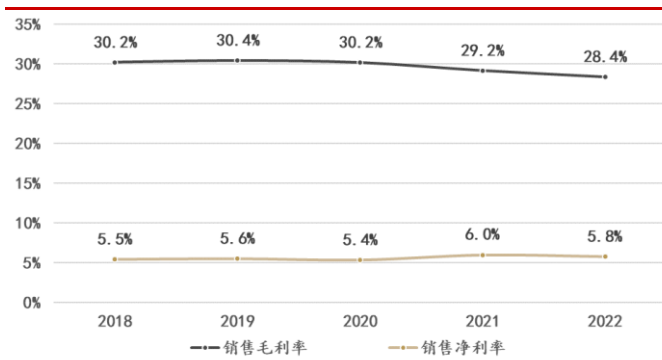
此外，网络安全服务收入达 47 亿元，同比增长 23.5%。IDC 收入达到 333 亿元，同比增长 5.4%，2022 年公司算力达到 3.8EFLOPS，同比增长 81%，IDC 机架达 51.3 万架，八大枢纽占比超过 80%，边缘 DC 超过 3000 个。

3.成本端：持续控费增效，加大研发投入

公司2022年销售/管理/财务/研发费用率分别为11.3%/7.1%/0.0%/2.2%，整体费用率较去年同期下降0.7pct，研发费用率略有所增长，但持续控费增效，销售/管理费用率分别同比下降0.7pct/0.4pct。财务费用下降主要系公司A股上市后，付息债规模下降，利息支出减少。同时公司货币资金余额上升，利息收入较上年有所提升。此外，资本结构稳健，支撑企业健康发展。截至2022年底，公司资产负债率46.0%，总债务105亿元，同比下降36.4%。

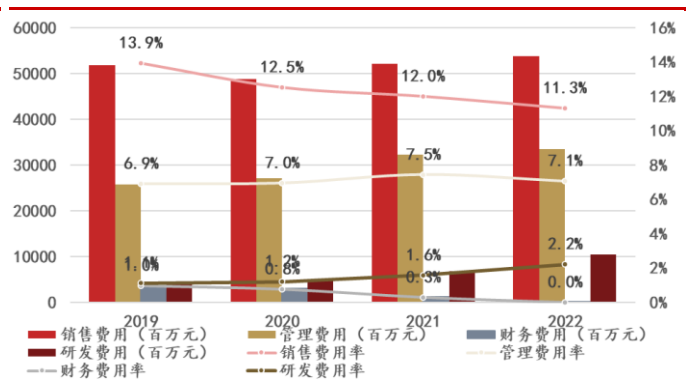
销售毛利率28.4%，同比减少0.78pct；Opex及费用方面，运行维护及支撑费发生887亿元，所占营收比重由上年的25.8%上升至26.1%；折旧及摊销费用924亿元，同比上升4.9%，所占营收比重由上年得28.7%下降至27.2%。人工成本533亿元，同比增长9.8%。

图3 公司年度销售毛利率及净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

图4 公司年度三费及三费率情况



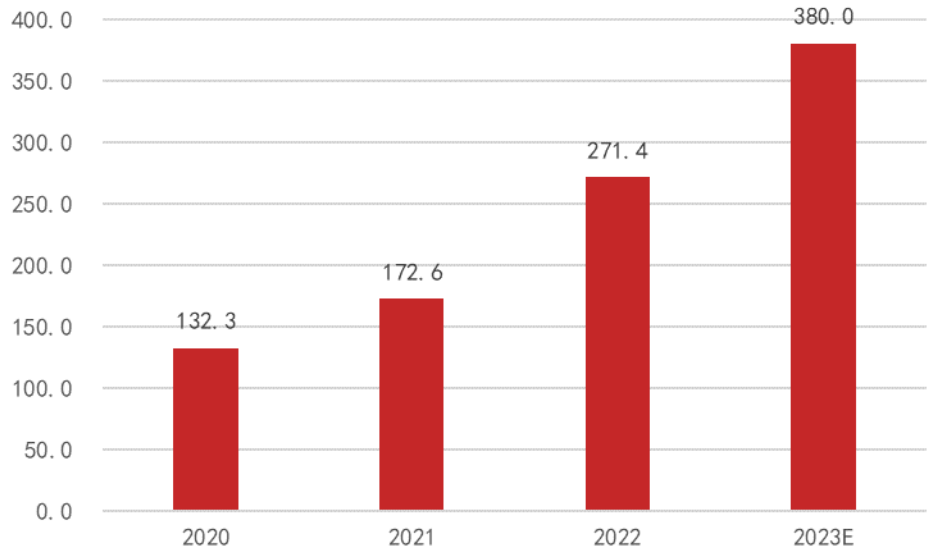
资料来源：wind，华西证券研究所

4.持续聚焦产业数字化投资，提升云网融合能力，公司计划2023年算力达到6.2EFLOPS

公司2022年完成资本开支925亿元，预计2023年总资本开支990亿元，其中持续加大算力网络投入，2022年产业互联网Capex 271亿元，占总资本开支比例29.3%，同比增长57.3%，预计2023年产业数字化方面Capex持续增加达到380亿元，占总资本开支比例将提升至38.4%。

公司积极响应国家“东数西算”战略，聚焦八大枢纽节点加大布局。公司持续优化“2+4+31+X+O”的算力布局，2022年新增天翼云算力1.7EFLOPS，算力总规模达3.8EFLOPS，同比增长81%；建设覆盖全国的“全网-区域-边-端”四级AI算力，打造集约AI能力中台，实现AI算力、算法、数据的统一调度，汇集5,000余个算法和上百个场景化解决方案；目前拥有700多个数据中心和3,000多个边缘DC，IDC机架达到51.3万架，机架利用率超过70%，IDC资源在国内数量最多、分布最广。根据2022年报推介材料，公司加大产业互联网资本开支，预计2023年IDC投资95亿元，预计将超过56万机架，算力（云资源）投入195亿元，预计算力达到6.2EFLOPS。

图5 公司年度产业互联网资本开支情况（亿元）



资料来源：公司官网推介材料，华西证券研究所

5. 利润派息率持续提升，股东回报再次增强

2022 年全年股息为每股人民币 0.196 元（含税），全年派发股息总额为本年度本公司股东应占利润的 65%。公司在 A 股发行上市后三年内，逐步将每年以现金方式分配的利润提升至当年本公司股东应占利润的 70% 以上，不断为广大股东创造价值。

6. 盈利预测及投资建议

公司产业互联网持续推动公司业绩向上发展，考虑传统业务增速情况，调整公司 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年营收由 5372.6/5924.3/N/A 亿元调整为 5223.3/5767.2/6400.2 亿元，预计每股收益分别由 0.37/0.42/N/A 元调整为 0.32/0.35/0.38 元，对应 2023 年 3 月 23 日 6.89 元/股收盘价 PE 分别为 21.2/19.7/18.2 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

市场竞争风险；行业政策变化风险；产业数字化业务推动不及预期；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	474,967	522,333	576,724	640,021	净利润	27,676	29,873	32,149	34,762
YoY (%)	9.4%	10.0%	10.4%	11.0%	折旧和摊销	96,707	70,334	72,360	73,048
营业成本	339,940	376,080	415,876	460,815	营运资金变动	627	28,351	23,047	27,412
营业税金及附加	1,643	1,927	2,112	2,328	经营活动现金流	137,219	128,079	125,926	133,173
销售费用	53,803	61,896	67,765	76,034	资本开支	-89,949	-70,254	-74,416	-75,519
管理费用	33,578	37,504	42,966	48,002	投资	10	-978	-973	-984
财务费用	7	-274	-779	-1,255	投资活动现金流	-95,588	-67,913	-71,711	-72,598
研发费用	10,560	12,536	14,995	17,921	股权募资	3,675	0	0	0
资产减值损失	-101	410	995	985	债务募资	-5,923	-340	-40	97
投资收益	2,265	3,319	3,677	3,905	筹资活动现金流	-42,901	-19,670	-21,192	-22,886
营业利润	41,304	42,637	45,557	48,931	现金净流量	-820	40,496	33,023	37,688
营业外收支	-5,590	-4,000	-4,000	-4,000					
利润总额	35,714	38,637	41,557	44,931	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	8,038	8,764	9,409	10,169	成长能力				
净利润	27,676	29,873	32,149	34,762	营业收入增长率	9.4%	10.0%	10.4%	11.0%
归属于母公司净利润	27,593	29,696	31,980	34,585	净利润增长率	6.3%	7.6%	7.7%	8.1%
YoY (%)	6.3%	7.6%	7.7%	8.1%	盈利能力				
每股收益	0.30	0.32	0.35	0.38	毛利率	28.4%	28.0%	27.9%	28.0%
					净利率	5.8%	5.7%	5.6%	5.4%
					总资产收益率 ROA	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
					净资产收益率 ROE	6.4%	6.7%	7.0%	7.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	76,300	116,796	149,818	187,507	流动比率	0.51	0.60	0.66	0.72
预付款项	9,400	10,364	11,317	12,627	速动比率	0.44	0.54	0.60	0.66
存货	3,513	4,268	4,655	5,116	现金比率	0.27	0.38	0.44	0.50
其他流动资产	51,859	54,404	57,917	62,329	资产负债率	46.0%	47.4%	48.4%	49.6%
流动资产合计	141,072	185,832	223,707	267,578	经营效率				
长期股权投资	42,220	43,219	44,214	45,220	总资产周转率	0.59	0.61	0.65	0.68
固定资产	413,406	446,999	481,649	516,587	每股指标 (元)				
无形资产	42,239	44,015	45,847	47,742	每股收益	0.30	0.32	0.35	0.38
非流动资产合计	666,626	665,713	667,714	670,336	每股净资产	4.72	4.85	4.98	5.11
资产合计	807,698	851,545	891,421	937,914	每股经营现金流	1.50	1.40	1.38	1.46
短期借款	2,840	2,500	2,460	2,557	每股股利	0.00	0.20	0.22	0.24
应付账款及票据	127,260	142,032	156,338	173,379	估值分析				
其他流动负债	147,774	165,617	179,210	195,764	PE	22.97	21.23	19.72	18.23
流动负债合计	277,874	310,148	338,008	371,700	PB	0.89	1.42	1.38	1.35
长期借款	4,484	4,484	4,484	4,484					
其他长期负债	88,913	88,913	88,913	88,913					
非流动负债合计	93,397	93,397	93,397	93,397					
负债合计	371,271	403,546	431,405	465,097					
股本	91,507	91,507	91,507	91,507					
少数股东权益	4,338	4,515	4,684	4,862					
股东权益合计	436,428	447,999	460,016	472,817					
负债和股东权益合计	807,698	851,545	891,421	937,914					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。