



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告

2023年5月8日

行业：通信

增持（维持）

三大运营商资本开支稳健，国企改革云业务先行

分析师：花小伟 SAC编号：S0870522120001

主要观点

三大通信运营商：

◆ 传统电信业务格局稳定，资本开支占比保持平稳

2019年以来，三大运营商提速降费告一段落，三大运营商低费率竞争形势有所缓和。叠加5G基站建设需求企稳，三大运营商CAPEX占比普遍维持在20%以内，有利于改善三大运营商的盈利状况。

◆ 收入结构呈持续优化态势，云业务收入增速明显

三大运营商在云相关业务领域加大资本开支，云计算相关业务逐步摆脱对技术合作方的依赖，由合营向自营转变，云业务收入同比大幅上升。

◆ 人工智能事件催化下，相关基础设施建设备受关注

受到近期人工智能热点催化的作用，以算力、通信为代表的人工智能核心基础设施有望迎来新一轮建设和需求的高峰期。三大运营商云计算相关业务，预期将迎来新一轮的增长。此外，随着数据要素交易的市场化，三大运营商相关的数据类产品也有望获得新的突破。

未来十二个月内，维持通信行业“增持”评级。

风险提示：云计算业务竞争加剧；国有企业业绩考核指标变动；宏观经济复苏不及预期。



目录

Content

- 一、三大运营商财务状况对比
- 二、三大运营商边际变化分析
- 三、投资建议
- 四、风险提示

一、三大运营商财务概况：移动>电信>联通

根据2022年公司年报，对三大运营商财务进行比较：

- ◆ 收入：移动（9373亿）>电信（4750亿）>联通（3549亿）
- ◆ 利润：移动（1255亿）>电信（276亿）+ 联通（73亿）
- ◆ ROE：移动（10%）>电信（6%）>联通（5%）
- ◆ 自由现金流：移动（912亿）>电信（457亿）>联通（292亿）

表1 三大运营商财务概况对比（亿元）

	中国移动			中国电信			中国联通		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
盈利能力									
收入	7701	8511	9373	3899	4342	4750	3042	3280	3549
YoY	3%	11%	10%	5%	11%	9%	5%	8%	8%
归母净利润	1078	1161	1255	209	260	276	125	144	73
YoY	1%	8%	8%	2%	24%	6%	10%	15%	-49%
ROE	10%	10%	10%	6%	7%	6%	4%	4%	5%
净利率	14%	14%	13%	5%	6%	6%	4%	4%	2%
现金流状况									
经营活动净现金流	3078	3148	2808	1352	1392	1372	1073	1120	1017
YoY	24%	2%	-11%	16%	3%	-1%	12%	4%	-9%
资本开支	1904	2073	1896	890	852	915	587	720	725
YoY	-7%	9%	-9%	7%	-4%	7%	-3%	23%	1%
自由现金流	1173	1075	912	462	540	457	487	399	292
资本开支/收入	25%	24%	20%	23%	20%	19%	19%	22%	20%
净现比	2.9	2.7	1.3	6.5	5.4	3.7	19.4	17.8	5.0
负债情况									
资产负债率	33%	34%	33%	49%	43%	46%	43%	43%	46%
有息负债率	1%	1%	5%	13%	8%	7%	7%	5%	7%

资料来源：iFind，上海证券研究所

表2 三大运营商一季度现金流状况稳定（亿元）

	中国移动		中国电信		中国联通	
	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1
盈利能力						
收入	2273	2507	1186	1298	890	972
YoY	15%	10%	12%	9%	8%	9%
归母净利润	256	281	72	80	20	23
YoY	7%	10%	12%	11%	20%	12%
ROE	2%	2%	2%	2%	1%	1%
净利率	11%	11%	7%	7%	6%	6%
现金流状况						
经营活动净现金流	778	752	283	289	143	174
YoY	2%	-3%	0%	0%	2%	2%
资本开支	409	372	157	145	150	168
YoY	21%	-9%	0%	0%	48%	-7%
自由现金流	369	380	126	144	-7	6
资本开支/收入	18%	15%	13%	11%	17%	17%
净现比	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
负债情况						
资产负债率	32%	34%	43%	46%	42%	46%
有息负债率	2%	2%	3%	3%	3%	2%

资料来源：iFind，上海证券研究所

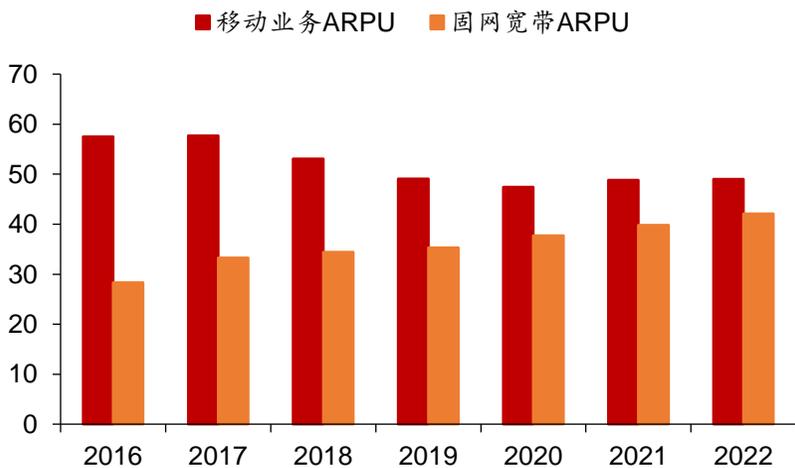


二、三大运营商边际变化分析

- ◆ 边际变化一：竞争格局稳定，利润导向代替份额导向
- ◆ 边际变化二：收入结构改变，云计算业务收入增速高
- ◆ 边际变化三：人工智能催化，云业务数据要素更活跃

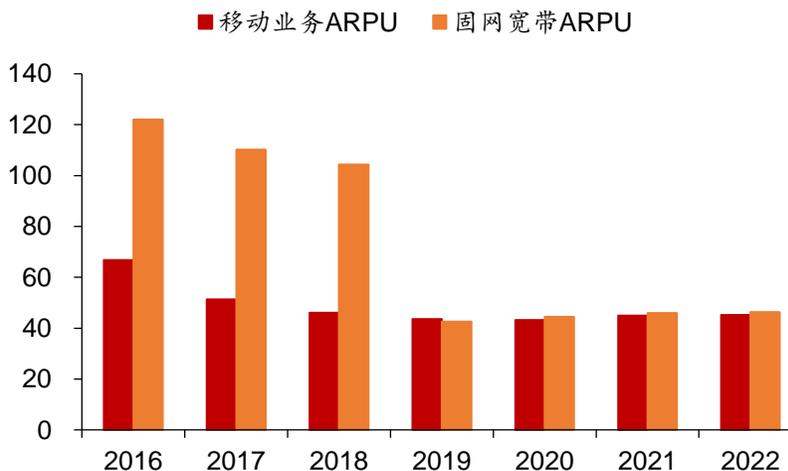
- ◆ 资费降幅收窄+5G开始普及：以中国移动和中国电信为例，运营商移动业务及固网宽带（家宽）业务的ARPU值均在2019-2020年经历了降幅收窄—转正的增长趋势。
- ◆ 运营商江湖格局形成：移动在固网宽带业务上赶超电信的任务已经完成，未来三大运营商在传统电信业务领域预期将很难有激烈的降费促销举措。

图1 中国移动ARPU（元/月/户）



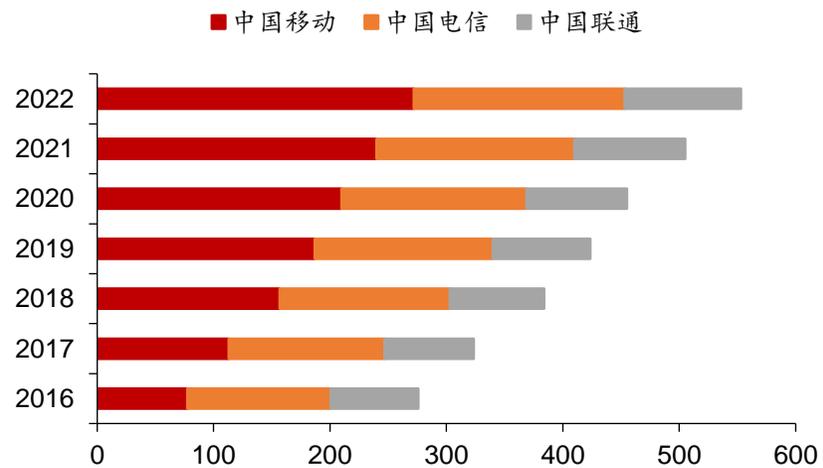
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图2 中国电信ARPU（元/月/户）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图3 三大运营商固定宽带用户数（百万户）

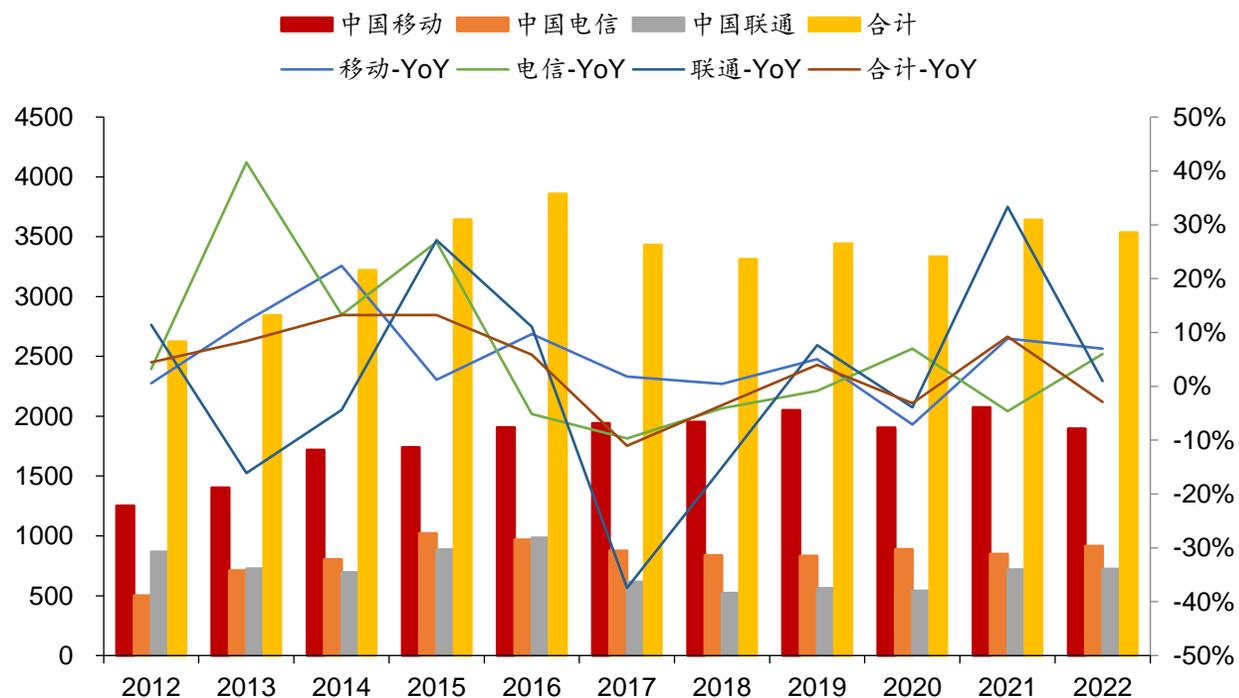


资料来源：各公司公告，上海证券研究所



- ◆ 2019年运营商考核方向转变：重点不再是规模 and 市场份额——此后运营商CAPEX占收入比长期控制在25%以内
- ◆ 共建共享减轻压力：移动 + 广电、电信 + 联通。
- ◆ 资本开支节奏更稳健：考虑到5G基站能耗较高且下游缺乏应用催化，投资将更为平滑。
- ◆ 未来展望：共建共享缓解了运营成本；资本开支稳健避免了折旧摊销快速上升。

图4 近年来三大运营商CAPEX稳健（亿元）



资料来源：各公司公告，上海证券研究所



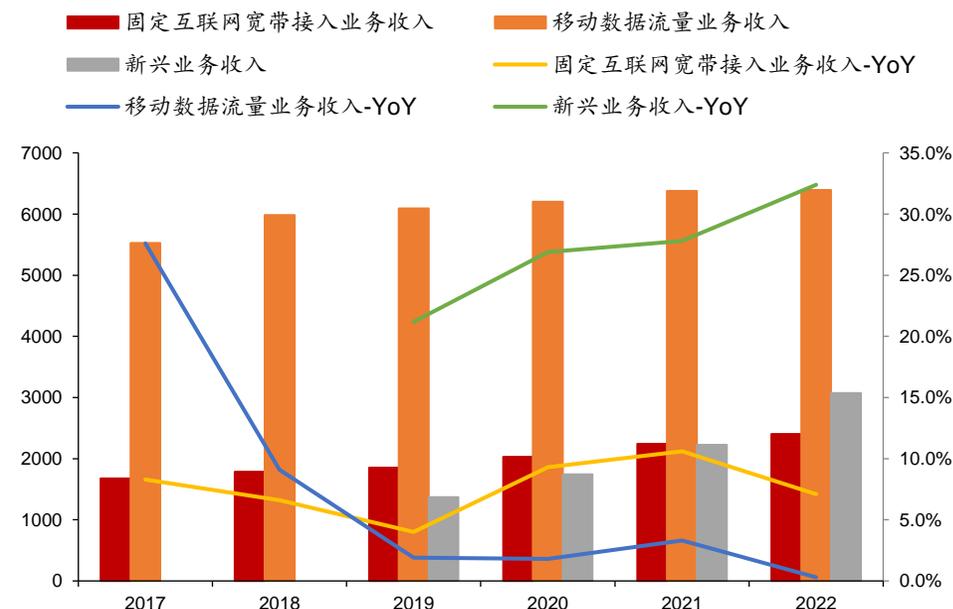
- ◆ 传统业务增速放缓：电信业务收入增速整体放缓至平稳（0-10%），其中，移动数据流量业务收入增速2019年以来保持在5%以下。
- ◆ 根据各公司公告，2022年新兴业务收入增速超过30%，占比提升到15%，其中云业务收入增速+111%。

图5 行业数据：电信业务收入（亿元）



资料来源：各公司公告，上海证券研究所
注：2012、2013年电信业务收入及yoy数据为1-11月统计值

图6 新型业务收入逐年增长（亿元）



资料来源：各公司公告，上海证券研究所



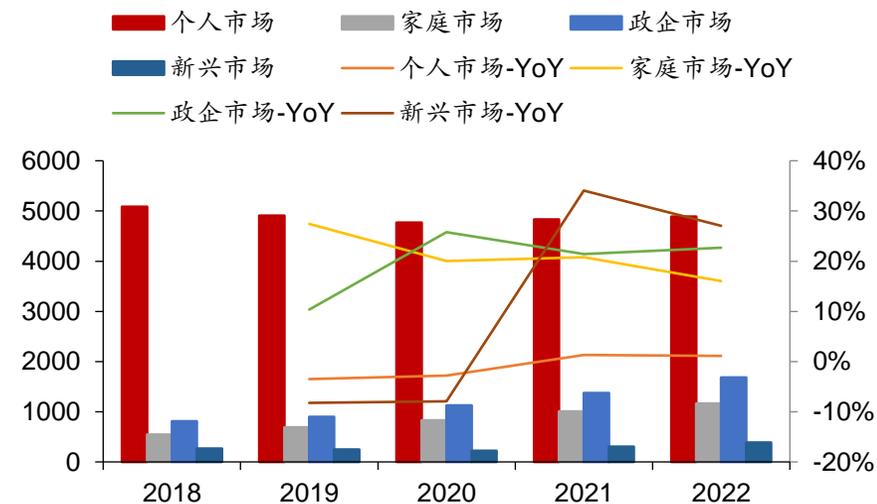
- ◆ 三大运营商收入结构中，传统的语音和移动服务占比下降，非传统业务占比不断提高。以中国移动为例，2022年智慧家庭（家庭市场）、行业数字化（政企市场），以及新兴市场的收入占比合计达到25%以上。
- ◆ 云业务在三大运营商收入中的占比仍然较小（不到15%），但增速最快（2022年同比均超过100%）。

表3 三大运营商云业务对比（亿元）

	中国移动			中国电信			中国联通		
	2021	2022	yoy	2021	2022	yoy	2021	2022	yoy
营运收入	8483	9373	10%	4342	4750	9%	3279	3549	8%
其中：通信服务收入	6371	6848	7%	3352	3572	7%	2625	2724	4%
EBITDA	3368	3545	5%	1278	1325	4%	1016	1035	2%
EBITDA率	40%	38%	-1.9pp	29%	28%	-1.5pp	31%	29%	-1.8pp
EBITDA占通信服务收入比	53%	52%	-1.1pp	38%	37%	-1pp	39%	38%	-0.7pp
净利润	1161	1256	8%	262	277	6%	144	167	16%
净利润率	14%	13%	-0.3pp	6%	6%	-0.2pp	4%	5%	0.3pp
净利润占通信服务收入比	18%	18%	+0.1pp	8%	8%	-0.1pp	5%	6%	0.6pp
自由现金流	1075	912	-15%	540	457	15%	215	292	36%
云业务收入	242	503	108%	279	579	108%	163	361	121%
云业务占通信服务比例	4%	7%	+2.6pp	8%	16%	+5.8pp	6%	13%	+6.4pp
云业务占总营收的比例	3%	5%	+2.1pp	6%	12%	+5.2pp	5%	10%	+5.9pp

资料来源：iFinD，各公司公告，上海证券研究所

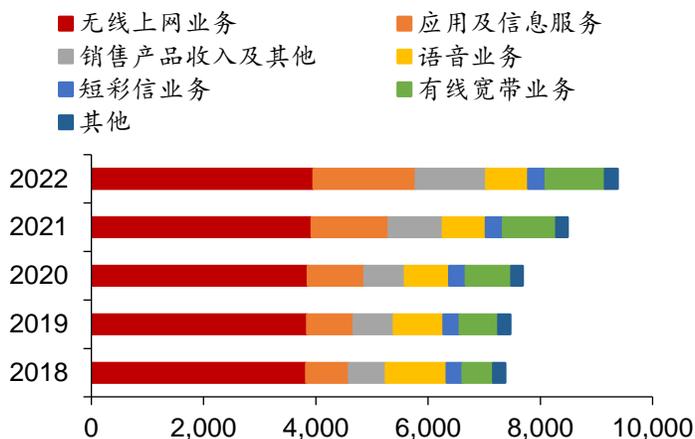
图7 中国移动收入结构拆分（亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

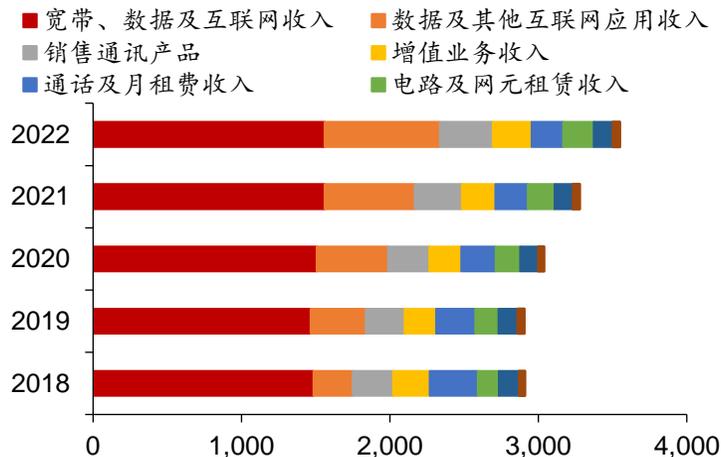


图8 中国移动营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图9 中国电信营业收入构成（亿元）

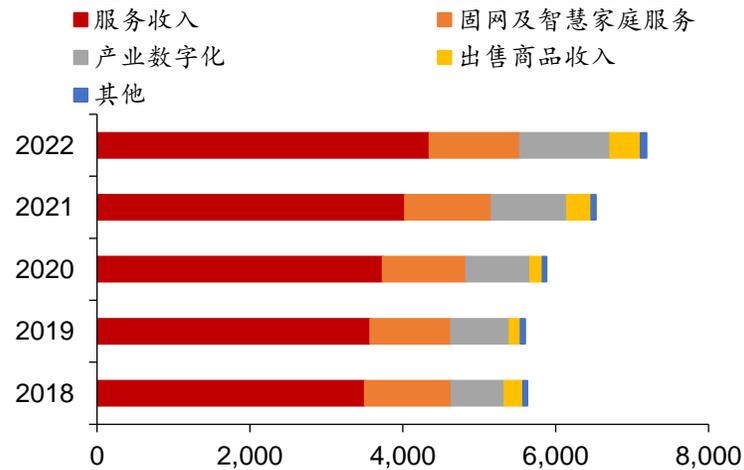


资料来源：公司公告，上海证券研究所

◆ 我们认为，云业务是运营商收入中最受市场关注的部分，云业务收入占比提升能够有效提升运营商收入未来的成长空间。

◆ 云业务虽然占比仍然较小，但可以预见是未来3年运营商各板块中收入增长最迅速的板块，提升了板块估值。

图10 中国联通营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

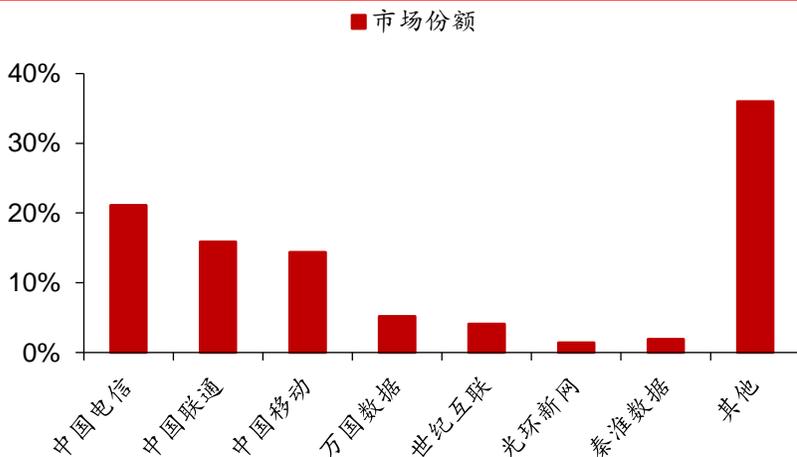


图11 移动云产品说明



资料来源：中国移动官网，上海证券研究所

图12 三大运营商占据国内IDC市场较大份额（2021年）

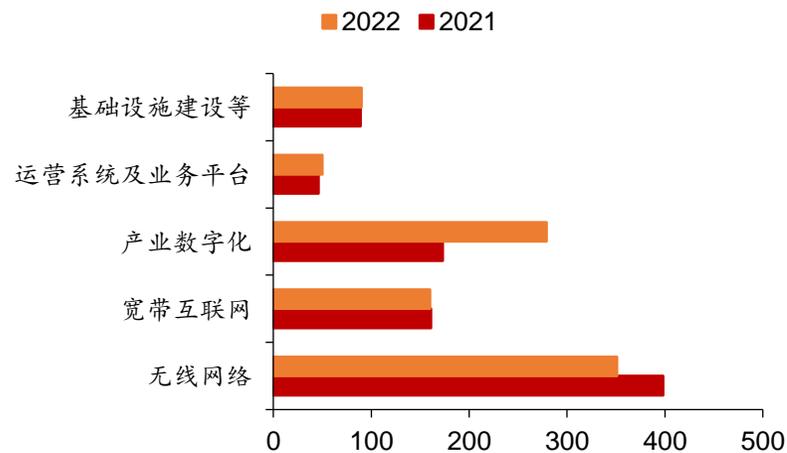


资料来源：联合资信，上海证券研究所

◆ 运营商国资云业务四大优势：

- (1) 央企的资源优势（各地省级数据中心+边缘数据中心和机房）
- (2) 央企的安全优势（更易于满足央企国企在人工智能领域的私有化部署安全要求）
- (3) 属地优势（提供匹配用户需求的属地化服务）
- (4) 客户渠道优势（客户经理数量多+渠道下沉）

图13 中国移动CAPEX结构显示产业数字化投入加大（亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所



- ◆ 受到近期大规模语言模型成功落地的催化，运营商相关的云服务和数据要素作为人工智能发展的基础设施和基本工具也越来越受到关注。
- ◆ 三大运营商云业务从低基数起步，已在2-3年内保持超过100%的同比增长，远超国内其他云服务厂商。相比之下百度云、阿里云、腾讯云的收入增长降速较为明显。
- ◆ 数据要素市场化交易正在逐步推进，在上海等地已有相应的交易场所开展场内交易。其中，运营商数据是目前场内交易中重要的数据产品。随着相关数据要素市场建设逐步完善，将进一步活跃运营商数据资产的价值空间。

表4 2022年运营商云服务收入赶超腾讯（亿元）

云服务	2022		2021	
	营业收入	yoy	营业收入	yoy
阿里云	733	12%	654	25%
腾讯云	326	15%	283	44%
百度云	183	15%	159	52%
华为云	387	22%	318	43%
天翼云	579	108%	279	102%
移动云	503	108%	242	163%
联通云	361	121%	163	324%

资料来源：Canalys，公司公告，上海证券研究所

图14 运营商部分数据要素产品



资料来源：上海数据交易所，上海证券研究所



(1) 三大运营商旗下的云计算业务和数据要素业务作为其传统电信业务的重要补充，在运营商固定互联网宽带业务和移动数据流量业务增长逐步放缓且现金流充沛的情况下，有望成为三大运营商新的盈利增长点。

(2) 受到近期人工智能热点催化的作用，以算力和通信为代表的人工智能核心基础设施有望迎来新一轮建设和需求的高峰期。三大运营商作为通信领域重要的基础服务供应商，预期将迎来相关业务的新增长。

(3) 三大运营商作为央国企，在云计算业务方面有其独特优势。随着三大运营商加大云计算业务投入，对业务合作方的依赖逐步减少，势必形成聚焦，在中特估值下有估值重构的空间。



- 1. 云计算行业竞争加剧：**目前云计算赛道竞争激烈，若三大运营商与国内其他云服务厂商竞争进一步加剧，可能影响云业务的盈利能力。
- 2. 国有企业业绩考核指标变动：**三大运营商作为国有企业，若重视用户数作为考核指标，则三大运营商可能在传统电信业务领域推出相应的降费促销举措，影响个人业务和家庭业务收入。
- 3. 宏观经济复苏不及预期：**宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，个人业务和家庭业务收入承压。



行业评级与免责声明

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

