

运营商半年报专题：持续推动算力投资，分红派息稳定提升

通信行业

1、运营商专题：2C基础业务平稳，产业数字化业务扩展见效

运营商 2C 基础电信业务稳定，2B&2G 第二增长曲线成长扩张见效，移动及家庭价值稳定增长，to B 等创新业务保持高速增长水平。资本开支方面，上半年投资节奏有所放缓，但重心持续向算力相关领域转移，整体行业转型发展成效显著。

当前时点，我们认为：整体行业增速显著高于 GDP 增长水平，业绩稳健，业务转型初见成效，在当前市场板块热点轮动下，运营商均持续提升分红派息，高股息、稳增长特征仍是部分长线资金在低风险偏好选择下的优质标的。

此外，算力网络方面将是长线投资热点和方向，运营商持续云化、智能化升级，以及“东数西算”战略推进，有望带来更多的 IDC 和服务器采购和建设需求，运营商 IDC、服务器、光模块产业链有望受益，相关标的：英维克（液冷基数）、科华数据、紫光股份、中兴通讯、高澜股份等。

2、近期通信板块观点及推荐逻辑

结合业绩确定性及估值两方面因素考虑，我们建议关注包括电信运营商、军工通信、面板以及低估的算力基础设施及工业互联网个股：

- 1) 电信运营商估值提升：中国移动、中国电信、中国联通等；
- 2) 持续推荐算力&通信基础设施
无线通信&服务器等设备商：中兴通讯、紫光股份（华西通信&计算机联合覆盖）等；
算力中心：光环新网；
算力硬科技产业链：新雷能（服务器电源）；
- 3) 军工通信：烽火电子（华西通信&军工联合覆盖）、海格通信（华西通信&军工联合覆盖）、七一二等；
- 4) 工业互联：金卡智能（华西通信&机械联合覆盖）等；
- 5) 液晶面板拐点：TCL 科技（华西通信&电子联合覆盖）等。

3、风险提示

2C 业务竞争激烈，用户价值下滑；2B2G 业务应收账款规模扩大；云业务竞争加大导致毛利率下降。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

盈利预测与估值

| 重点公司 | | | | | | | | | | | |
|-----------|----------|------------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票 代码 | 股票 名称 | 收盘价 (元) | 投资 评级 | EPS (元) | | | | P/E | | | |
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600941.SH | 中国移动 | 98.00 | 增持 | 5.88 | 6.24 | 6.62 | 7.02 | 16.67 | 15.71 | 14.80 | 13.96 |
| 601728.SH | 中国电信 | 5.85 | 增持 | 0.30 | 0.32 | 0.35 | 0.38 | 19.50 | 18.28 | 16.71 | 15.39 |
| 600050.SH | 中国联通 | 5.26 | 增持 | 0.23 | 0.26 | 0.30 | 0.34 | 22.48 | 20.23 | 17.53 | 15.47 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

1. 运营商 2C 基础电信业务稳定，2B&2G 第二增长曲线成长扩张见效

三大电信运营商新兴业务和固网业务拉动收入平稳增长，收入增速依旧持续高于 GDP 增长：根据三大运营商半年报，2022 年三大运营商的营业收入、净利润主要业绩指标均呈现稳定增长势头。

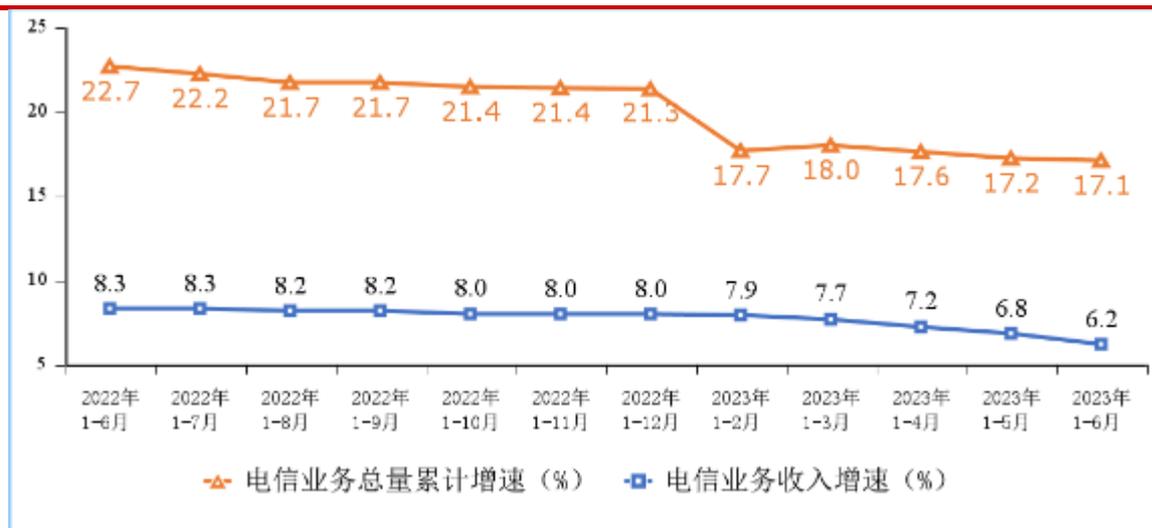
中国电信营收 2586.8 亿元，同比增长 7.7%；中国移动营收 5307.2 亿元，同比增长 6.8%；中国联通营收 1918.3 亿元，同比增长 8.8%。

中国电信归母净利润为 201.5 亿元，同比增长 10.2%；中国移动归母净利润为 761.7 亿元，同比增长 8.4%；中国联通归母净利润为 54.4 亿元，同比增长 13.7%。

根据工信部统计数据，电信业务收入稳步提升，上半年，电信业务收入累计完成 8688 亿元，同比增长 6.2%，增速持续高于当期 GDP 增速。

其中，新兴业务和固网业务拉动业绩增长，语音业务小幅下滑。固网宽带业务营收共计 1301 亿元，同比增长 6.3%，移动流量业务 3356 亿元，同比增长 0.2%，新兴业务 1880 亿元，同比增长 19.2%，其中云计算、大数据和物联网业务收入同比分别增长 38.1%/45.3%/25.7%。固定和移动语音业务分别为 96/572.4 亿元，同比分别下滑 7.5%/2.5%。

图 1 中国电信业务量及收入增速（单位：%）



资料来源：工信部，华西证券研究所

1.1. 移动及家庭价值稳定提升，基础业务稳健

移动&固网 ARPU 稳定增长，奠定运营商基础业务稳健的基本盘：

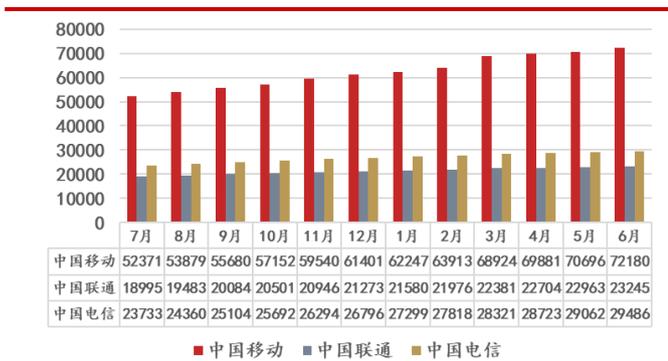
移动通信业务方面，中国移动的 ARPU 值持续领先，用户价值最高：中国移动、中国电信 5G 渗透率分别达到 73.3%和 73.4%，随着 5G 渗透率的快速提升，三大运营商个人用户价值均实现增长。

据半年报，截至2023年6月，中国移动移动用户累计达9.85亿户，上半年净增1038万户，其中5G套餐用户为7.21亿户，上半年净增9900万户，5G套餐用户渗透率达73%。有线宽带上半年累计用户2.86亿户，上半年净增1423万户。

中国电信移动用户累计达4.02亿户，上半年净增0.1亿户。其中5G套餐用户达2.95亿户，净增0.27亿户，5G套餐用户渗透率达73%。有线宽带上半年累计用户达0.19亿户，当年累计增加500万户。固定电话累计用户达0.1亿户，当年累计减少170万户。

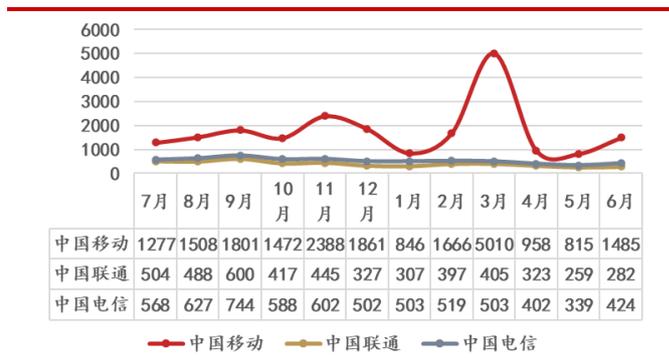
中国联通“大联接”用户上半年累计达9.28亿户，上半年净增5518万户。其中5G套餐用户达2.32亿户，5G套餐用户渗透率达25%。5G行业虚拟专网服务客户数累计5816个。“智慧服务”上半年客户问题解决率为97%，智能服务占比为83.4%。“科技创新”上半年授权专利数量累计1326个。

图2 累计5G套餐用户数（万户）



资料来源：三大运营商官网，华西证券研究所

图3 5G套餐用户净增（万户）

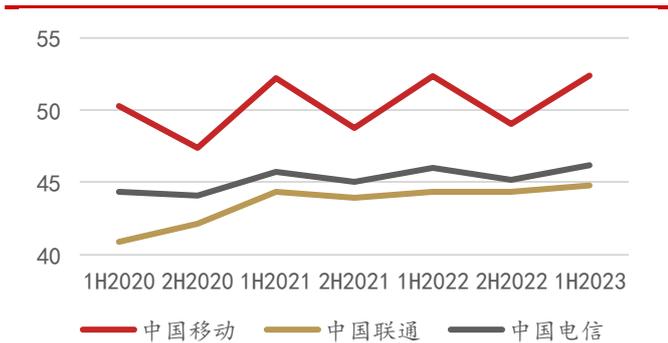


资料来源：三大运营商官网，华西证券研究所

固网家宽业务方面，三大运营商在智慧家庭业务板块亮眼：

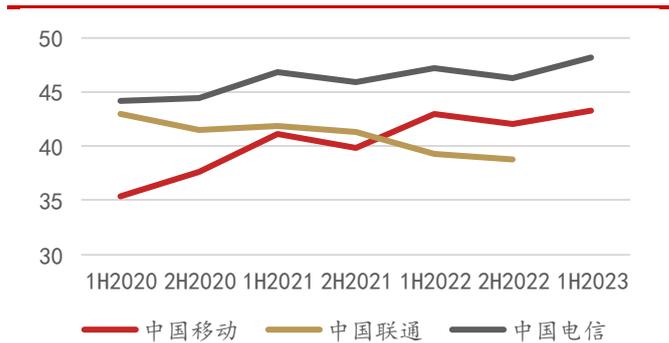
截至23年中报，中国电信固网宽带用户达1.86亿户，同比净增1082万户，固网宽带综合接入ARPU为48.2元；中国联通固网宽带接入用户达1.08亿户，同比净增836万户；中国移动固网宽带接入用户达2.86亿户，同比净增3034万户，其中家庭客户综合ARPU为43.3元，同比增长0.3元。

图4 三大运营商移动出账用户 ARPU（元/月/户）



资料来源：三大运营商官网，华西证券研究所

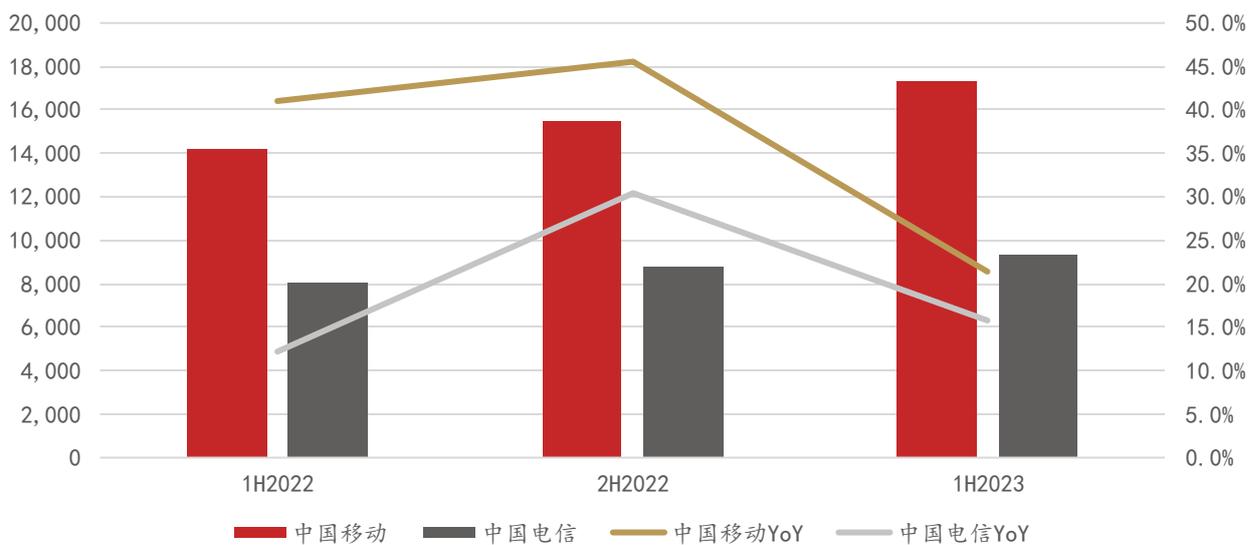
图5 三大运营商固网宽带用户 ARPU（元/月/户）



资料来源：三大运营商官网，华西证券研究所

宽带用户的增长支撑智慧家庭业务持续上扬。据半年报，中国电信智慧家庭业务收入达93亿元，同比增长15.7%；中国联通智家业务主要产品收入同比增长49%；中国移动智慧家庭增值业务收入达173亿元，同比增长21.4%。

图 6 中国移动和中国电信智慧家庭业务相关营收及同比增速情况（百万元，%）



资料来源：中国移动和中国电信官网推介材料，华西证券研究所

从三大运营商家庭宽带业务收入结构来看，宽带接入收入仍占较高比例，不过随着全屋 Wi-Fi、高清电视、家庭安全监控等增值业务的市场需要增多，智家业务的营收占比不断提升，成为运营商家庭宽带业务新的增长引擎。

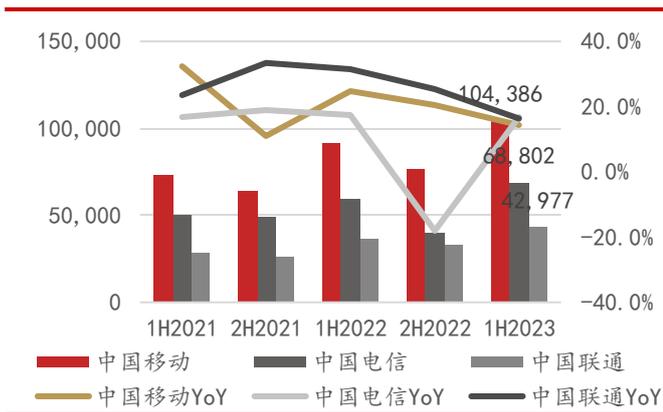
1.2.第二增长曲线持续高增，云计算市场占比逐渐加强

三大运营商业务结构持续改善，to B 业务集体呈现增长快速、占比提升的明显特征：

据半年报，中国移动政企业务收入达 1043.9 亿元，同比增长 14.6%。中国电信产业数字化收入达 688.0 亿元，同比增长 16.7%。中国联通产业互联网达 429.8 亿元，同比增长 16.3%。

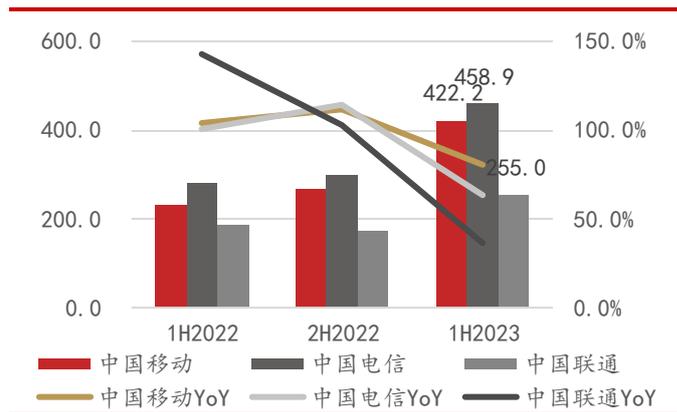
在三大运营商“第二曲线”业务中，云业务持续保持高速增长，其中移动云同比增速最快，同比增长 80.5%达到 422.2 亿元；电信天翼云同比增长 63.4%达到 458.9 亿元，2023 年全年目标千亿元；联通云同比增长 36.4%达到 255 亿元，2023 年全年目标超过 500 亿元。

图7 三大运营商第二曲线业务情况（百万元）



资料来源：三大运营商官网，华西证券研究所

图8 三大运营商云计算业务情况（亿元）



资料来源：三大运营商官网，华西证券研究所

运营商公有云延续高增长态势，市场占比进一步提升。据 IDC 最新跟踪报告，2022 年下半年，天翼云 IaaS、IaaS+PaaS 市场份额分别为 11.8% 和 10.3%，均位居行业前三，在政企、医疗、5G+云+AI 等领域厚积薄发，成功孵化“海南数据产品超市”等项目案例；移动云不断提升自身云化影响力，打造“入网即入云”的全场景服务触达能力；联通云加大在操作系统、数据库和 PaaS 层相关产品的自研力度，在智慧城市、交通、教育、下沉地市场场景创新等方面加速发力。

2. 投资节奏放缓，资本开支重心转移

半年报中，中国移动和中国电信上半年资本开支占全年计划达到 40% 以上，相比中国联通资本开支计划进度较慢。

运营商资本开支结构重心转移，持续推动算力发展。

2023 年上半年，中国电信资本开支 416.2 亿元，与去年基本持平，但结构中向产业数字化重心偏移，达到 118.2 亿元，占上半年资本开支 28.4%，同比增长 4.1pct，主要系来自宽带网投入的相对减少，宽带网投入 70.4 亿元，占比 16.9%，同比减少 3.6pct。

中国联通资本开支总额约 276 亿元，同比略下滑 8 亿元，其中家庭互联网及固话、政企及创新业务和承载网、基础设施及其他三项占比分别为 16%、23%、33%，同比分别增加 4pct/4pct/1pct，移动网络占比同比降低 9pct 至 28%。

中国移动资本开支总额约 814 亿元，同比减少 11.5%，投资进度较慢于去年同期。再 2022 年年度推介材料的全年预计数据中，2023 年计划资本开支 1832 亿元，同比下降 1.1%，下降幅度最大的是连接方面的投资，全年计划约 1029 亿元，较 2022 年减少 12.1%。5G 方面的投资约 830 亿元，较 2022 年减少 13.5%，而算力、能力方面的投资额度均有不同程度的增加。

表 1 三大运营商资本开支（未特殊标注单位均为亿元）

| 单位：（亿元） | 中国移动 | 中国电信 | 中国联通 |
|----------------|-------|--------|-------|
| 2022 资本开支 | 1852 | 925.28 | 742 |
| 2023 年资本开支（预计） | 1832 | 990 | 769 |
| 2023 5G 网络投资 | 830 | / | / |
| 2023 算力投资（预计） | 452 | 195 | 149 |
| 2023 算力投资增速（%） | 35.0% | 41.0% | 19.0% |

| | | | |
|-------------------------|-------|-------|-------|
| 2023H1 资本开支 | 814 | 416 | 276 |
| 2023H1 资本开支占全年计划比 | 44.4% | 42.0% | 35.9% |
| 2023H1 对外可用 IDC 机架 (万架) | 47.8 | 53.4 | 38 |
| 2023H1 累计开通 5G 基站 (万站) | 176.1 | 超 115 | |
| 2023H1 算力规模 (EFLOPS) | 9.4 | 8.4 | / |

资料来源：三大运营商推介材料，华西证券研究所

3. 持续提升分红派息，加强股东回报

三大运营商高度重视股东回报，派息率持续提升：根据推介材料，中国移动和中国电信计划 2023 年全年派息率提升至 70% 以上。

表 2 三大运营商分红派息情况

| 每股派息 (元) | 2021 | 2022H1 | 2022H2 | 2023H1 | 2023H1 同比增长 |
|-----------|-------|--------|--------|--------|-------------|
| 中国移动 (港元) | 4.060 | 2.200 | 2.210 | 2.430 | 10.5% |
| 中国电信 | 0.170 | 0.120 | 0.076 | 0.143 | 19.3% |
| 中国联通 | 0.216 | 0.165 | 0.109 | 0.203 | 23.0% |

资料来源：三大运营商推介材料，华西证券研究所

4. 相关投资建议

我们认为，三大运营商整体业绩保持稳定增长，移动及家庭价值稳定提升，同时对于 to B 等创新业务加速增长，并加大对算力相关的投资，整体行业转型发展成效显著。维持盈利预测，对应当前收盘价，三大运营商对应 PE 如下表所示。

表 3 盈利预测与估值

| 重点公司 | | | | | | | | | | | |
|-----------|------|---------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | 投资评级 | EPS (元) | | | | P/E | | | |
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600941.SH | 中国移动 | 98.00 | 增持 | 5.88 | 6.24 | 6.62 | 7.02 | 16.67 | 15.71 | 14.80 | 13.96 |
| 601728.SH | 中国电信 | 5.85 | 增持 | 0.30 | 0.32 | 0.35 | 0.38 | 19.50 | 18.28 | 16.71 | 15.39 |
| 600050.SH | 中国联通 | 5.26 | 增持 | 0.23 | 0.26 | 0.30 | 0.34 | 22.48 | 20.23 | 17.53 | 15.47 |

资料来源：wind，华西证券研究所

当前时点，我们认为：1) 整体行业增速显著高于 GDP 增长水平，业绩稳健，业务转型初见成效，在当前市场板块热点轮动下，运营商均持续提升分红派息，高股息、稳增长特征仍是部分长线资金在低风险偏好选择下的优质标的。

2) 算力网络方面将是长线投资热点和方向，运营商持续云化、智慧化升级，以及“东数西算”战略推进，有望带来更多的 IDC 和服务器采购和建设需求，运营商 IDC、服务器、光模块产业链有望受益，相关标的：英维克 (液冷基数)、科华数据、紫光股份、中兴通讯、高澜股份等。

5. 近期通信板块观点及推荐逻辑

5.1. 本周持续推荐：

结合业绩确定性及估值两方面因素考虑，我们建议关注包括电信运营商、军工通信、面板以及低估的算力基础设施及工业互联网个股：

1) 电信运营商估值提升：中国移动、中国电信、中国联通等；

2) 持续推荐算力&通信基础设施

无线通信&服务器等设备商：中兴通讯、紫光股份（华西通信&计算机联合覆盖）等；

算力中心：光环新网；

算力硬科技产业链：新雷能（服务器电源）；

3) 军工通信：烽火电子（华西通信&军工联合覆盖）、海格通信（华西通信&军工联合覆盖）、七一二等；

4) 工业互联：金卡智能（华西通信&机械联合覆盖）等；

5) 液晶面板拐点：TCL 科技（华西通信&电子联合覆盖）等。

5.2. 中长期产业相关受益公司

1) 设备商：中兴通讯、烽火通信、海能达、紫光股份、星网锐捷等；

2) 军工通信：新雷能、七一二、上海瀚迅、海格通信等；

3) 光通信：中天科技、亨通光电、中际旭创、天孚通信、新易盛、光迅科技等；

4) 卫星互联网：雷科防务、震有科技、康拓红外等；

5) 5G 应用层面：高鸿股份、光环新网、亿联网络、会畅通讯、东方国信、天源迪科等；

6) 其他低估值标的：平治信息、航天信息等。

6. 风险提示

2C 业务竞争激烈，用户价值下滑；2B2G 业务应收账款规模扩大；云业务竞争加大导致毛利率下降。

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年证券研究经验，主要关注5G和云相关产业链研究。

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。

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。