



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

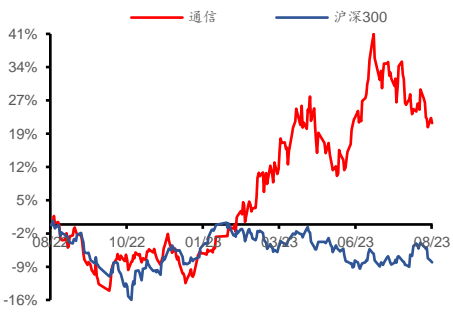
运营商业绩稳步前行，新兴业务构筑成长曲线

增持（维持）

行业： 通信
日期： 2023年08月23日

分析师： 刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号: S0870523040005

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《三大运营商云业务稳中有进，新兴业务产品日臻完善》

——2023年08月15日

《英伟达发布 L40S GPU，中高速光模块或将受益》

——2023年08月11日

《海外云厂商收支稳健，支持 AI 基础设施建设长期向好》

——2023年08月02日

主要观点

事件描述

8月8日至8月10日，三大运营商分别公布了2023年半年度报告：中国移动、中国联通、中国电信上半年营业收入分为达到5307亿元、1918亿元、2587亿元，同比增长分别为6.8%、8.83%、7.68%；同期归母净利润为762亿元、54亿元、202亿元，同比增长8.39%、13.73%、10.18%。

分析与判断

我们认为运营商成长主要依靠三方面的带动作用：

(1) 云计算IaaS领域，三大运营商具有较为强大的数据与用户协同优势，云服务业务有望得到进一步发展；

(2) 算力与IDC建设领域，三大运营商优化算力布局，完善多级架构，在AI发展带来潜在算力增长空间的背景下，相关业务有望稳步前行；

(3) 新兴业务领域，随着数据要素产品趋于完善，生成式人工智能的研发日益精进，新兴业务发展或成为加速运营商未来发展的重要引擎。

投资建议

建议关注：

中国移动：根据iFinD机构一致预期，截至2023年8月16日，公司2023/2024年的预测PE分别为15/14倍，位于近五年的67%分位。

中国电信：根据iFinD机构一致预期，截至2023年8月16日，公司2023/2024年的预测PE分别为17/15倍，位于近五年的46%分位。

中国联通：根据iFinD机构一致预期，截至2023年8月16日，公司2023/2024年的预测PE分别为19/17倍，位于近五年的26%分位。

风险提示

下游需求不及预期；新技术落地和商业化不及预期；产业政策转变；宏观经济不及预期等。

目录

1 三大运营商营收保持增长，新兴业务持续发力	3
1.1 运营商整体业绩平稳推进，彰显强大盈利能力	3
1.2 资本开支暂时性下滑，投资结构调整优化.....	3
1.3 新兴业务持续发力，产品协同创新发展	5
2 风险提示	7

图

图 1：三大运营商营业总收入情况（单位：亿元）	3
图 2：三大运营商归母净利润情况（单位：亿元）	3
图 3：中国移动 2023 年度资本开支预估拆解.....	4
图 4：中国电信 2023 年半年度资本开支情况拆解.....	4
图 5：中国联通 2023 年度资本开支预估拆解.....	5
图 6：2023 年 H1 三大运营商资本开支占比.....	5

表

表 1：三大运营商资本开支拆分估算.....	4
表 2：三大运营商部分数据要素产品.....	6
表 3：三大运营商今年陆续推出多款生成式人工智能模型.....	6
表 4：通信运营商相关公司对比（截至 8 月 16 日，单位：亿元）	7

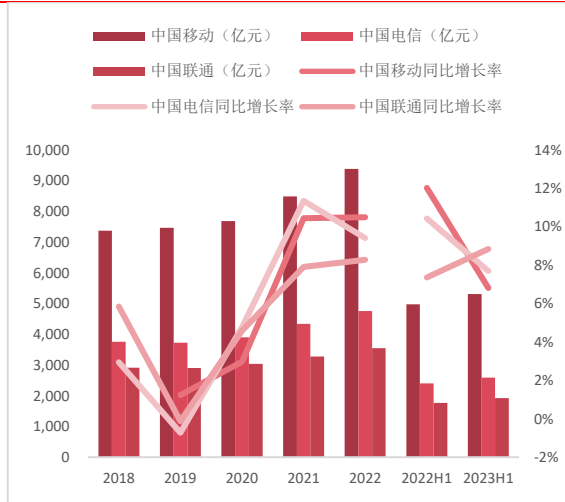
1 三大运营商营收保持增长，新兴业务持续发力

1.1 运营商整体业绩平稳推进，彰显强大盈利能力

8月8日至8月10日，三大运营商分别公布了2023年半年度报告，业绩稳步增长，盈利水平持续稳健。

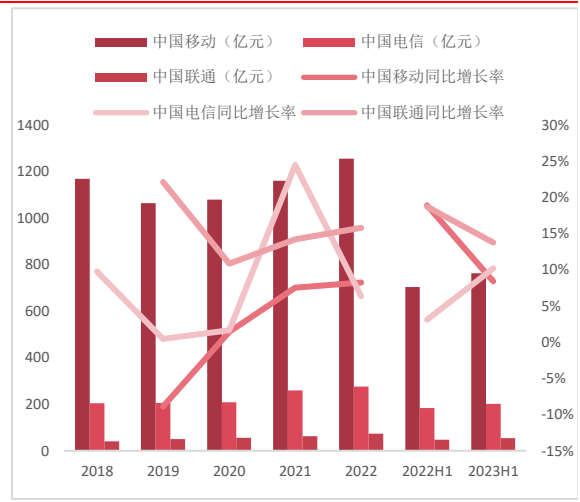
中国移动2023年上半年营业收入达5307亿元，同比增长6.8%；同期归母净利润为762亿元，同比增长8.39%。中国联通2023年上半年营业收入达1918亿元，同比增长8.83%；同期归母净利润达54亿元，增长幅度为13.73%。中国电信2023年上半年营业收入达2587亿元，同比增长7.68%；同期归母净利润为202亿元，同比增长10.18%。

图 1：三大运营商营业总收入情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 2：三大运营商归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

1.2 资本开支暂时性下滑，投资结构调整优化

数据方面来看，继2020-2022年5G基建发展的浪潮消退后，资本开支出现短暂的下滑：中国移动2023年上半年资本开支814亿元，同比下降11.5%；中国联通2023年上半年资本开支275.9亿元，同比下降2.68%；中国电信2023年上半年资本开支416亿元，同比下降0.24%。

从资本开支结构角度讲，由于5G基础设施建设初步完善以及国内5G基站部署趋于成熟，各大运营商减少了在5G网络方面计划的投资额，并加大对算力侧资源的倾斜力度。在ChatGPT等AI产品受到广泛关注的背景下，算力网络成为运营商的开支风向标：

中国移动推进“5G+算力网络+智慧中台”的基础设施投资布局方案，计划于23年新增云服务器超过24万台，增加对外可用

IDC 机架 40.7 万架。预计 23 年中国移动在 5G 方面的投资额将降低至 830 亿元，而 2021 年 5G 方面的资本开支达到 1140 亿元，下降幅度超过 27%。假设算力网络建设与智慧中台业务的投资额与 21 年持平(大概率增加)，保守估计这两部分业务的开支比例将上升至 40%左右。

中国联通基础设施及传输网建设的资本开支也于近年呈现扩张的趋势，从 2020 年 29% 上升至 2021 年 32%，同期移动网络建设开支比例从 56% 降至 49%。未来中国联通将继续加大对新型数字中心基础设施的建设工作。

在共计 416 亿元的资本开支中，中国电信移动网、产业数字化投资额分别为 173 亿元、118 亿元，数字化业务投入日益扩大。

表 1：三大运营商资本开支拆分估算

运营商	时间	估算假设/成立依据	资本开支规模	资本开支拆分
中国移动	2021	新浪科技——高管对话	1836 亿元	5G 开支 1140 亿元，占比 62%；算力部署资本开支 480 亿元，占比 26.14%；智慧中台及其它开支为 217 亿元，占比 11.86%
	2022	假设算力部署与智慧中台资本开支相对比例保持不变，近似 2.2: 1	1852 亿元	5G 开支 1100 亿元，占比 59.3%；算力部署资本开支 518 亿元，占比 27.98%；智慧中台及其它开支为 235 亿元，占比 12.72%
	2023H1	假设三部分资本开支比例同 22 年相同	814 亿元	5G 开支 482 亿元，占比 59.3%；算力部署资本开支 227 亿元，占比 27.98%；智慧中台及其它开支为 99 亿元，占比 12.72%
中国联通	2021	iFinD	689 亿元	移动网络开支 338 亿元，占比 49%；宽带及数据开支 129 亿元，占比 18.7%；基础设施及传输网开支 110 亿元，占比 16%；其他部分开支 110 亿元，占比 16%
	2022	假设三部分资本开支比例同 21 年相同	742 亿元	移动网络开支 363 亿元，占比 49%；宽带及数据开支 138 亿元，占比 18.7%；基础设施及传输网开支 118 亿元，占比 16%；其他部分开支 118 亿元，占比 16%
	2023H1	假设三部分资本开支比例同 22 年相同	276 亿元	移动网络开支 135 亿元，占比 49%；宽带及数据开支 51 亿元，占比 18.7%；基础设施及传输网开支 44 亿元，占比 16%；其他部分开支 44 亿元，占比 16%
中国电信	2021	C114 通信网	867 亿元	5G 网络投资、4G 网络投资、宽带互联网、产业数字化、运营系统及业务平台、基础设施及其它分别占比 43.8%、2.1%、18.6%、19.9%、5.3%、10.3%
	2022	公司年报、C114 通信网	925 亿元	5G 网络投资、4G 网络投资、宽带互联网、产业数字化、运营系统及业务平台、基础设施及其它分别占比 36.6%、1.1%、17.2%、30%、5.4%、9.7%
	2023H1	公司半年报	416 亿元	中国电信移动网、产业数字化投资额分别为 173 亿元、118 亿元，占比 41.5%、28.3%。

资料来源：新浪科技，中国基金报，C114 通信网，上海证券研究所

图 3：中国移动 2023 年度资本开支预估拆解

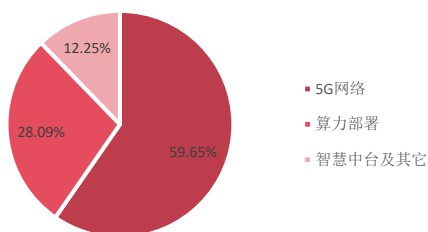
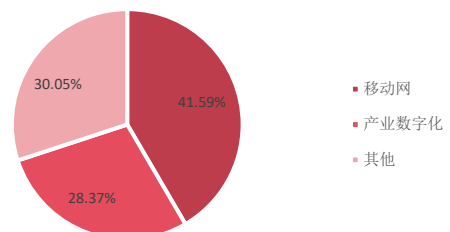


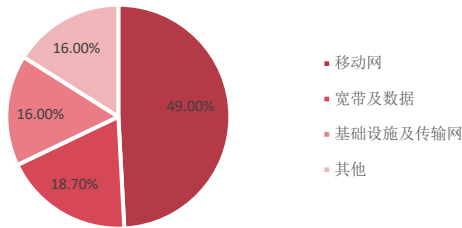
图 4：中国电信 2023 年半年度资本开支情况拆解



资料来源：新浪科技，上海证券研究所

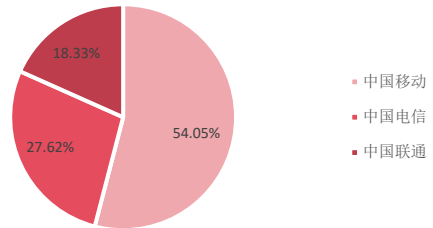
资料来源：中国电信半年报，上海证券研究所

图 5：中国联通 2023 年度资本开支预估拆解



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 6：2023 年 H1 三大运营商资本开支占比



资料来源：运营商半年报，上海证券研究所

1.3 新兴业务持续发力，产品协同创新发展

近年来，三大运营商除了在固定互联网以及移动数据流量业务领域稳步前进外，新兴业务广泛开拓，构筑运营商发展的第二成长曲线。根据工业和信息化部发布的《2023 年上半年通信业经济运行情况》，三大运营商上半年共计完成新兴业务收入 1880 亿元，同比增长 19.2%，其中云计算和大数据收入同比分别增长 38.1%、45.3%，物联网业务同比增长 25.7%。

细分领域来看：

在云业务 IaaS 领域，三大运营商营收增速十分显著：天翼云 2023 年上半年营收 459 亿元，同比增长 63.4%；移动云 2023 年上半年营收 422 亿元，同比增长 80.5%；联通云 2023 年上半年营收 255 亿元，同比增长 36%。

在算力网络发展方面，运营商加快数据中心规模建设：中国移动继续优化“4+N+31+X”的集约化布局，累计投产算力服务器净增超过 9.1 万台，算力总规模达到 9.4EFLOPS，并推出“3+2+1”的算力终端产品体系，以及面向 B 端 G 端的算网融合服务；中国联通布局算力精品网，完善“5+4+31+X”多级架构；中国电信围绕“2+4+31+X+O”的算力布局，23 年上半年智算规模新增 1.8EFLOPS，同比增幅 62%，通用算力新增 0.6EFLOPS，同比增幅 19%。

在物联网方面，中国联通以智连平台和格物平台为基座，提供安全运营服务，推进“端网云智安”融通发展；中国电信自研 AIoT 物联网平台升级为云原生 3AZ 架构，连接数超过 4.7 亿户。

在数据要素方面，三大运营商持续推出相关产品，大数据领域营收保持增长：中国移动 2023 年上半年大数据业务营收 25.6 亿元，同比增长 56.6%；中国联通 2023 年上半年大数据业务营收 29 亿元，同比增长 54.0%。

表 2：三大运营商部分数据要素产品

运营商	交易平台	产品	功能
中国移动	上海数据交易所	中移洞察	人流统计服务
	北京国际大数据交易所	文旅大数据平台等	客情分析（实时客流统计、游客画像）等
	贵阳大数据交易所	中移梧桐风控大数据	通过定制模型分评估，有效实现对金融机构风险运营支撑。
中国电信	上海数据交易所	翼知时空	可反馈该区域内人群画像标签
	上海数据交易所	联通数盾风控	近六个月平均通话时长查询等
中国联通	北京国际大数据交易所	智慧商圈等	职住类人口、瞬时类、日活类人口数据分析
	贵阳大数据交易所	中国联通舆情通	及时发现网络舆情信息，智能过滤、自动聚类、统计分析

资料来源：上海数据交易所，北京国际大数据交易所，贵阳大数据交易所，上海证券研究所

AI 层面，三大运营商凭借自身在数据规模、用户规模方面的优势，正积极参与生成式人工智能模型的研发和应用。中国联通在 6 月 28 日的上海 MWC2023 大会上对外公布“鸿湖图文大模型 1.0”。7 月 6 日，中国电信发布大语言模型 TeleChat。7 月 8 日，中国移动发布九天·海算政务大模型和九天·客服大模型，主要面向政务和客服领域。

表 3：三大运营商今年陆续推出多款生成式人工智能模型

运营商	模型名称	类型	参数量	功能
中国移动	九天·客服大模型	NLP	--	提升传统人工客服的工作效率
	九天·海算政务大模型	多模态	--	工作人员动态管理、公文写作
中国电信	TeleChat	NLP	--	输出代码、写演讲稿等
中国联通	鸿湖图文 AI 大模型 1.0	多模态	0.8B/2B	以文生图、视频剪辑、以图生图

资料来源：IT 之家资讯，电子信息产业网，上海证券研究所

然而，在传统业务方面，收入增速下滑严重，业务转型则亟需推进：中国电信 23 年上半年度移动通信服务业务、固网及智慧家庭服务业务收入规模达 1016 亿元、620 亿元，同比仅增长 2.68%、3.6%；中国移动无线上网业务、有线宽带业务分别为 2118 亿元、581 亿元，同比增长为 1.72%、7.19%；中国联通 2023 年上半年度宽带、数据及互联网收入达 780 亿元，同比下降 0.43%。

我们认为运营商成长主要依靠三方面的带动作用：

(1) 云计算 IaaS 领域，三大运营商具有较为强大的数据与用户协同优势，云服务业务有望得到进一步发展；(2) 算力与 IDC 建设领域，三大运营商优化算力布局，完善多级架构，在 AI 发展带来潜在算力增长空间的背景下，相关业务有望稳步前行；(3) 新兴业务领域，随着数据要素产品趋于完善，生成式人工智能的

研发日益精进，新兴业务发展或成为加速运营商未来发展的重要引擎。

表 4：通信运营商相关公司对比（截至 8 月 16 日，单位：亿元）

细分板块	股票简称	22 营业收入	22 净利润	23E 营业收入	23E 净利润	PE 23E	24E 营业收入	24E 净利润	PE 24E	近五年 PE 分位数 (%)
通信设备商	中兴通讯	1229.54	80.8	1,409.63	100.02	17	1,553.34	116.35	15	27
	烽火通信	309.18	4.06	314.53	5.91	34	427.9	7.2	28	46
	星网锐捷	157.41	5.76	202.85	9.42	13	241.32	10.5	11	33
	共进股份	109.74	2.27	130.76	4.99	17	156.81	6.26	14	77
	锐捷网络	113.26	5.5	142.94	7.54	35	181.45	10.17	26	30
	菲菱科思	23.52	1.95	30.45	2.4	24	39.46	3.19	17	69
服务器	中科曙光	130.08	15.44	153.13	20.18	30	177.21	25.84	23	18
	紫光股份	740.58	21.58	867.73	26.86	26	996.01	34.14	22	47
	浪潮信息	695.25	20.8	829.85	26.01	23	948.91	32.36	19	42
	工业富联	5118.5	200.73	5,712.56	238.25	17	6,617.50	284.88	15	92
通信运营商	中国电信	4749.67	275.93	5,264.52	311.12	17	5,764.58	346.59	15	46
	中国移动	9372.59	1254.59	10,261.10	1360	15	11,237.38	1,486.74	14	67
	中国联通	3549.44	72.99	3,822.30	84.45	19	4,155.98	96.65	17	26

资料来源：iFinD，乌色量化，上海证券研究所

*盈利预测来自 iFinD 机构一致预期；仅列举各板块部分标的

2 风险提示

下游需求不及预期：下游客户分布在多个行业，需求的影响因素多。若下游客户的需求量不及预期，将影响行业的收入和利润。

新技术落地和商业化不及预期：从长期看，以云计算、数据加工处理、人工智能等技术为支撑的公司需要以事实证明其现阶段的成长潜力，若不能及时将技术转化为长期壁垒和现金流回报，可能影响后续市场对相关领域的关注和信心。

产业政策转变：云计算、数据加工处理、人工智能等技术前期投入较大，需要相关产业政策予以倾斜，若产业政策方向发生转变，可能影响关键领域的技术突破。

宏观经济不及预期：宏观经济影响居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受到抑制，消费端相关业务承压。

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。

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。