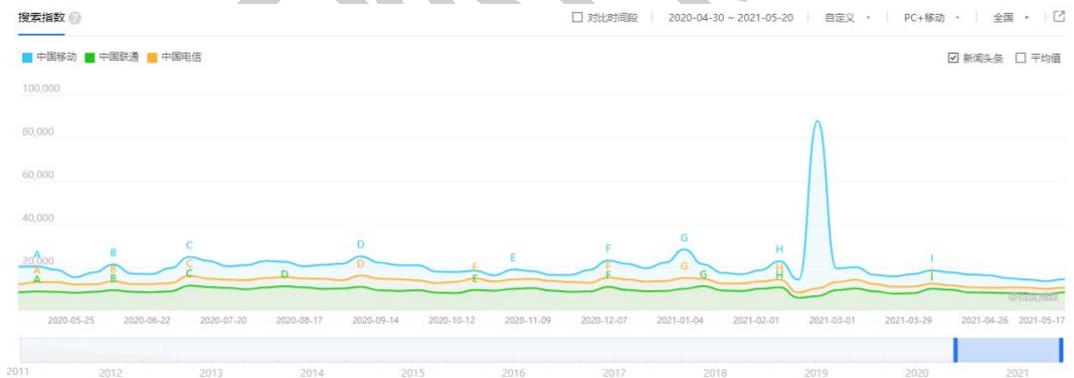


中移动 VS 中国联通 VS 中国电信

2021 年 5 月跟踪，电信运营商产业链深度梳理

5 月 17 日，中国移动港市公司公告称，拟申请 A 股发行上市，拟公开发行人民币股份数量不超过 9.65 亿股。中国电信在 3 月份也发布了回 A 公告。

其实，早在 2020 年底，因纽交所执行禁令影响，启动了中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商的退市程序。这件事情引起广泛关注。



图：三大运营商百度指数

来源：百度指数

截至目前，中国移动港股市值为 1.04 万亿港元（约 8622 亿元人民币），年收入 7701 亿元，归母净利润 1078 亿元，股息率高达 6.79%，市净率仅为 0.75 倍。

很多人可能会问：电信运营商，这个行业有什么好研究的？

没错，对这个行业，我们之前也有偏见。然而，今年一季度，光明总旗下睿远多只基金同时增持中国移动。数据显示，傅鹏博和赵枫旗下两只公募基金一季度合计持仓金额约合 35 亿元人民币。这，就让我们不禁好奇，如此动作背后，这个行业的逻辑，是否可能存在拐点？

根据 Wind 机构一致预期：

中国移动——2021、2022 年，机构一致预测收入规模大约为 7954 亿元、8321 亿元，预期同比增速约为 3.56%、4.61%。根据其历史三年 H1 收入占全年收入的平均比重 52% 计算，2021 年上半年收入需达到 4136 亿元左右，同比增长 6.1%，才能符合市场预期。

中国联通——2021、2022 年，机构一致预测收入规模约为 3205.46 亿元、3397.34 亿元，预期同比增速约为 5.5%、5.99%。根据其历史三年一季报收入占全年收入的平均比重 25.07% 计算，2021 年一

季度收入需达到 803.6 亿元左右，才能符合市场预期。据近期数据，2020 年 Q1 实际收入为 822.72 亿元，略超预期。

中国电信——2021、2022 年，机构一致预测收入规模约为 4134.8 亿元、4353.6 亿元，预期同比增速约为 5.06%、5.29%。根据其历史三年一季报收入占全年收入的平均比重 25.06% 计算，2021 年一季度收入需达到 1035 亿元左右，同比增速 9.29%，才能符合市场预期。

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 三家电信运营商，业绩变动的原因是什么？
- 2) 关键经营数据变动如何？未来重点发展的方向是什么？
- 3) 睿远大幅增持中国移动，背后的原因到底是什么？

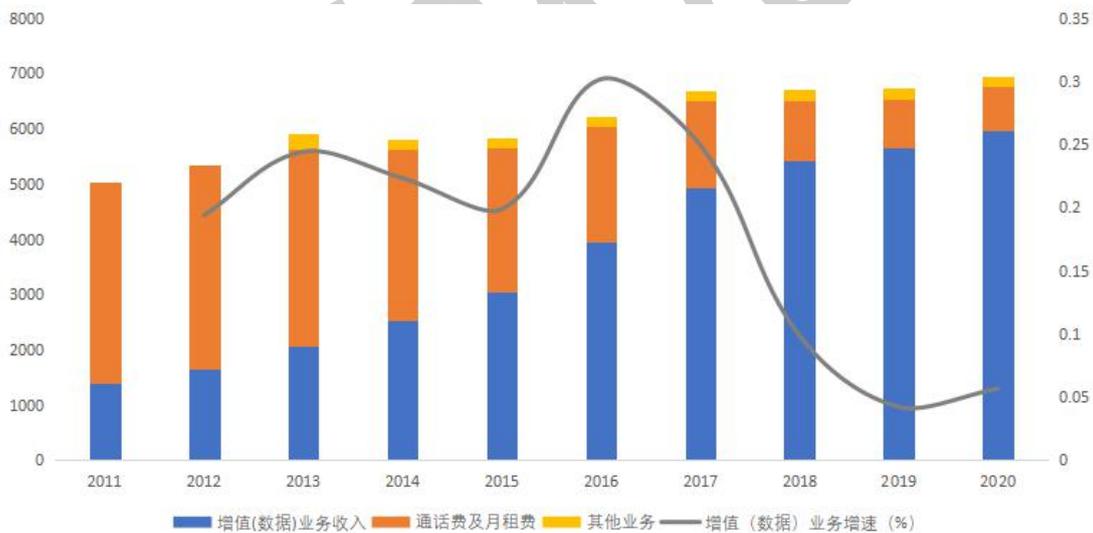
(壹)

在跟踪季报数据变化前，我们先看看各家的收入结构：

中国移动——2020 年年报收入为 7701 亿元，通信主营业务 6957 亿元，ICT 设备及其他终端销售收入 724 亿元。

通信主营业务中，85.82%来自于**数据业务收入**（5970 亿元），同比增长 5.7%；11.32%来自于语音业务（788 亿元），同比下降 6%；剩余 2.86%来自于其他业务（199 亿元）。

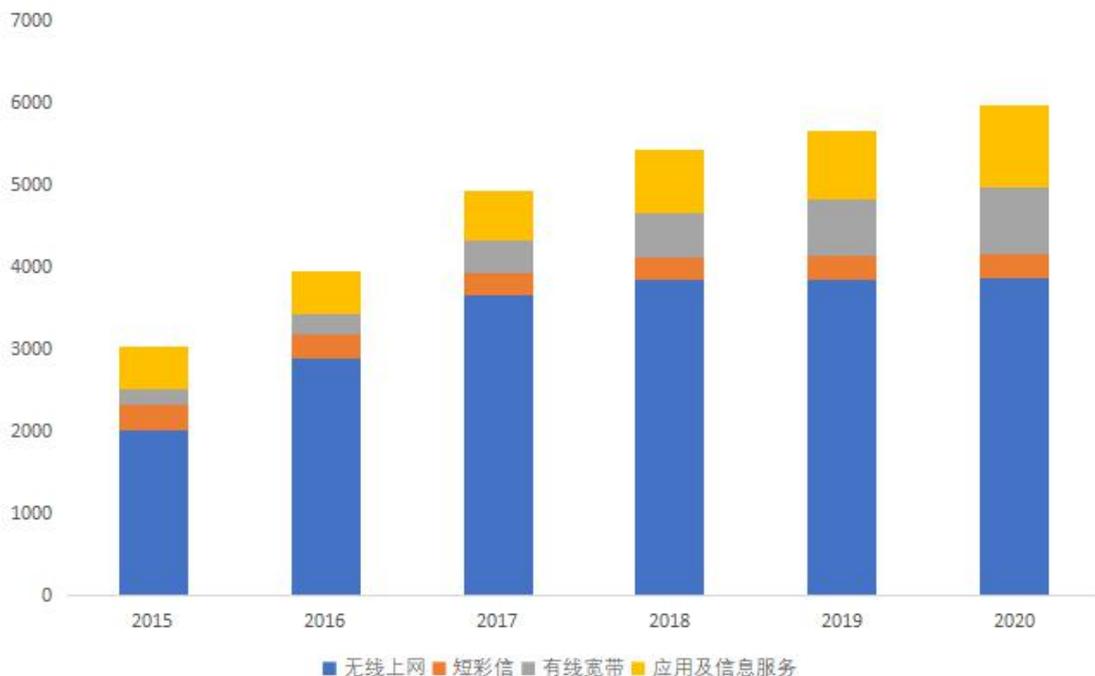
从历史来看，语音业务持续萎缩，而数据（增值）业务是其收入增长的核心驱动力。



图：中国移动细分业务情况

来源：塔坚研究

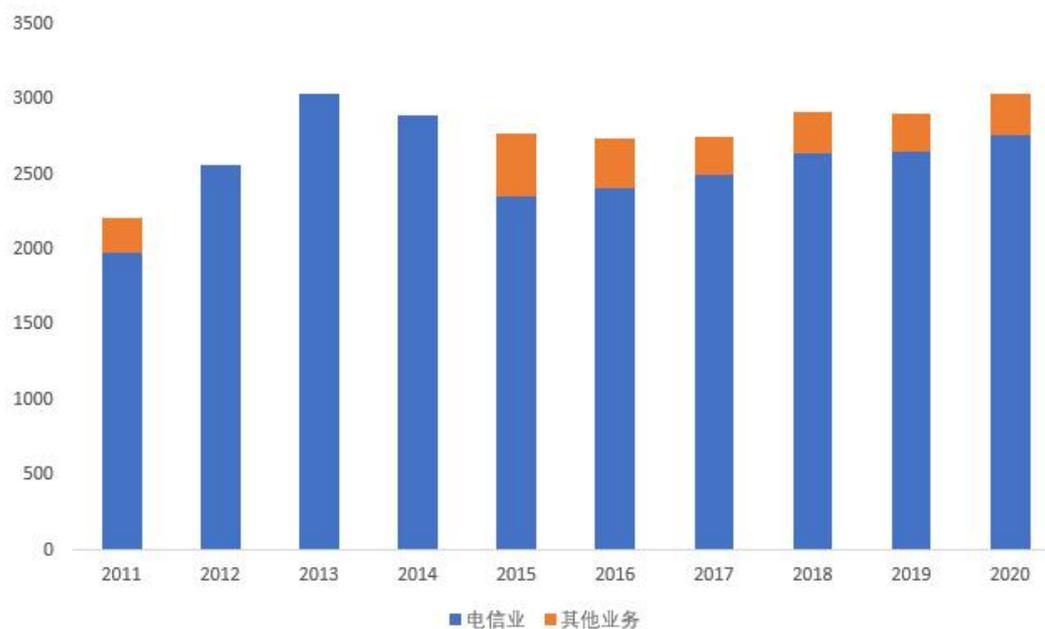
数据（增值）业务包含：无线上网、有线上网、短信彩信和应用及信息服务。应用信息服务，又包括云计算、IDC、物联网、DICT 高清视频监控等政企服务，以及魔百和等个人家庭服务。



图：中国移动数据业务细分业务收入（亿元）

来源：塔坚研究

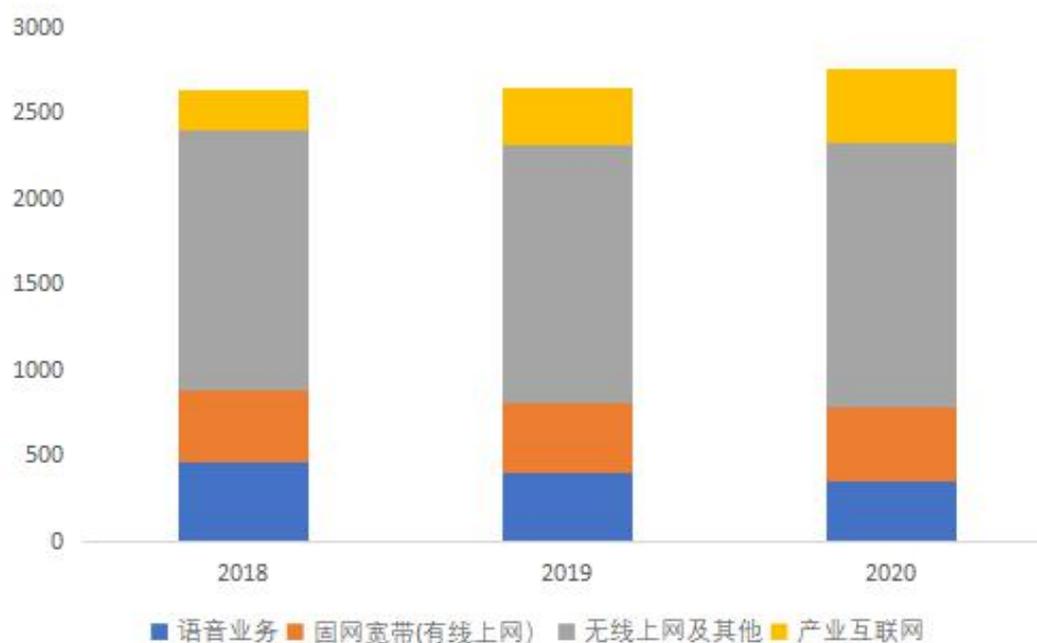
中国联通——2020 年收入为 3038.38 亿元，90.78%来自主营业务 **电信服务**（2758.14 亿元），9.22%来自销售通信产品（280.24 亿元）。



图：中国联通细分业务情况

来源：塔坚研究

其中，电信服务包括语音业务（354.9 亿元，占比 12.87%）和非语音业务（2403.2 亿元，占比 87.13%）。非语音业务主要包括：固网宽带（有线上网）、产业互联网（云计算、IDC、ICT、物联网），其他（其他业务主要是无线上网）。

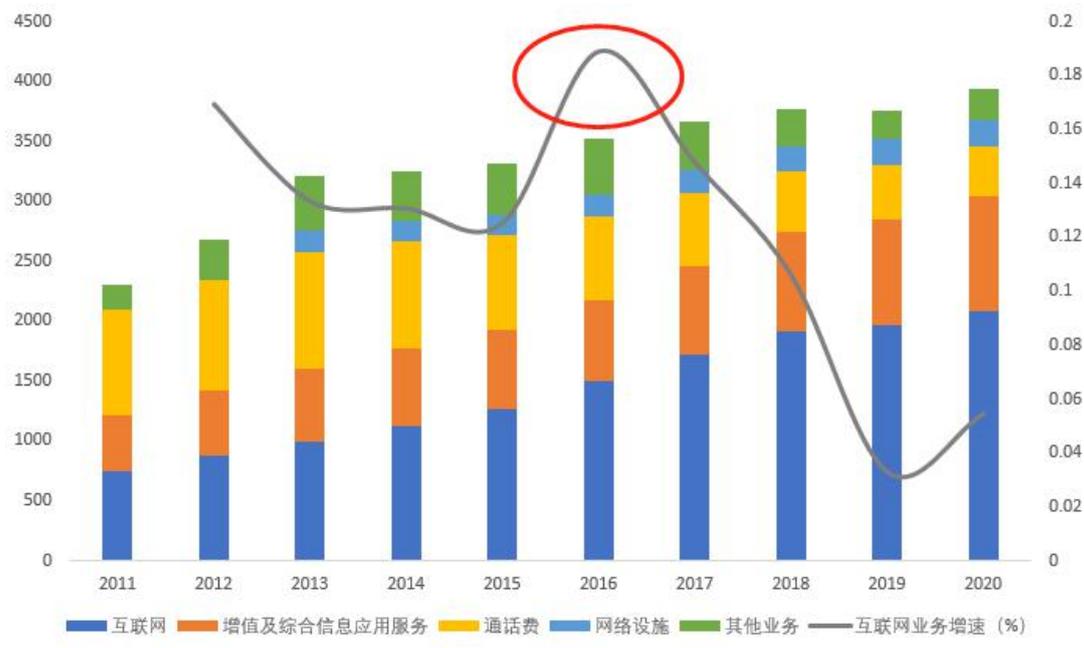


图：中国联通电信服务业务收入细分（只有近三年数据有拆分）

来源：塔坚研究

中国电信——收入为 3936 亿元，52.85%来自于**互联网业务**（2080 亿元），24.62%来自增值及综合信息应用服务（969 亿元），10.38%来自通话费（即语音服务，409 亿元），5.75%来自网络设施（226 亿元），6.39%来自其他业务（252 亿元）。

其中，互联网业务包括有线上网和无线上网；增值及综合信息应用服务包括 IDC、行业云解决方案、高清视频、互联网金融等。



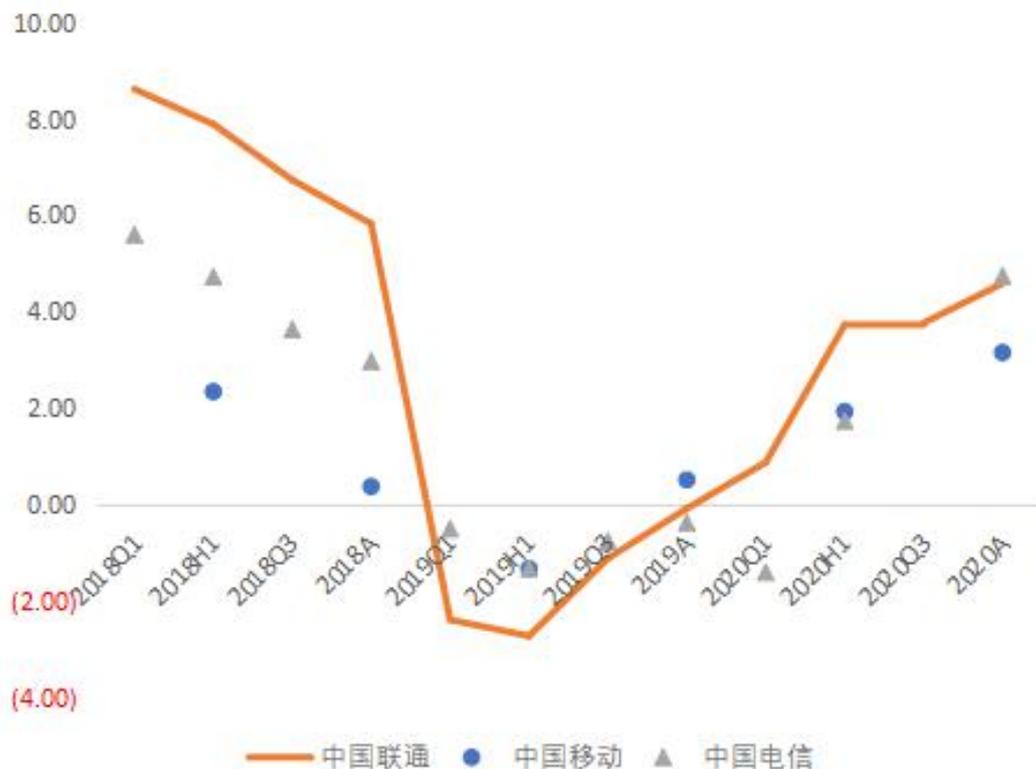
图：中国电信细分业务情况

来源：塔坚研究

总的来说，各家传统语音业务的占比都在萎缩，增长驱动力还是来自数据增值服务（有线、无线上网）或者产业互联网等产业服务，具体增长细节，我们继续往下研究。

(贰)

我们先将近 12 个季度的收入增速和利润增长情况放在一起，来感知整体增长趋势：



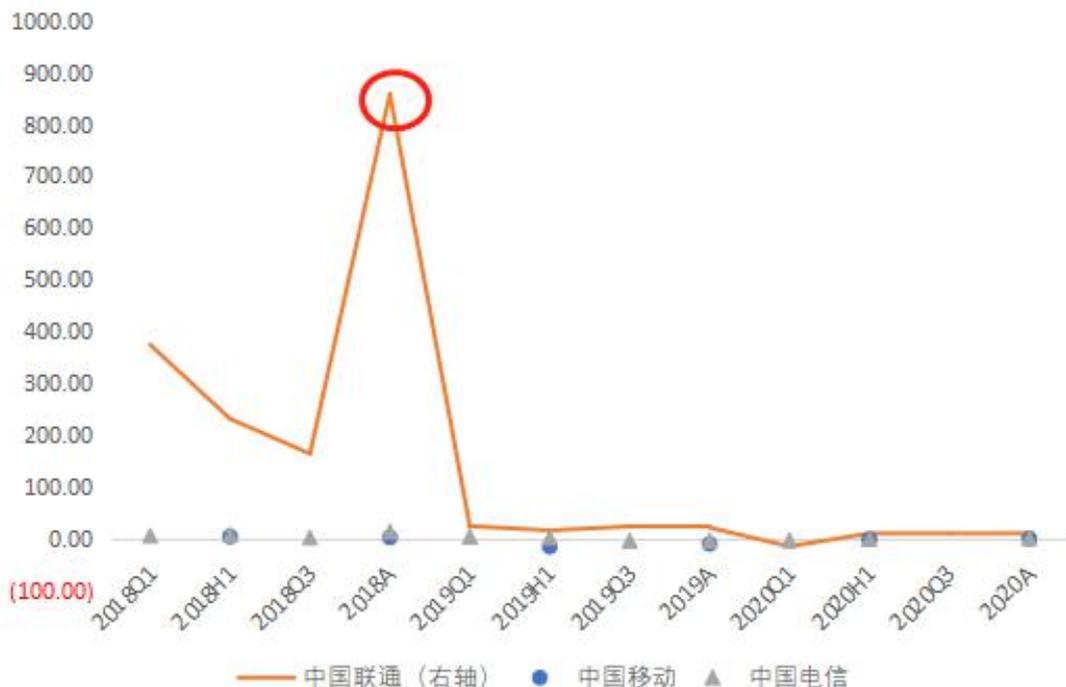
图：收入增速 (%)

来源：塔坚研究

收入增长方面：中国联通 > 中国电信 > 中国移动。

三者的收入增长低点均出现在了 2019 年上半年，主要原因是 4G 网络带来的增量（用户数）在 2018 年左右到达天花板，而 5G 周期及商业模式推广尚未开启。随着 2019 年下半年 5G 增量市场逐渐打开，三者收入增速均实现了稳步抬升。

归母净利润增长方面：中国联通 > 中国电信 > 中国移动。



图：归母净利润增速 (%) (剔除异常值前)

来源：塔坚研究

三大运营商的利润增长，主要受两方面因素制约，一是收入端受通信周期制约，2018 年以来进入 4G 周期尾声(无线上网流量增长见顶)，收入增长放缓；二是成本(费用)端，资本开支产生的折旧摊销，以及日常经营维护成本属于刚性支出。

需要注意的是，中国联通归母净利润增速高点出现在 2018 年年报，归母净利润从 2017 年的 4.26 亿元增加至 2018 年的 40.81 亿元，增幅高达 857%，主要原因是混合所有制改革引入资金，大幅降低了其

财务费用（相比于 2017 年，其财务费用下降 42.17 亿元）。剔除 2018 年异常值后，归母净利润增速如下图所示：



图：归母净利润增速 (%) (剔除异常值后)

来源：塔坚研究

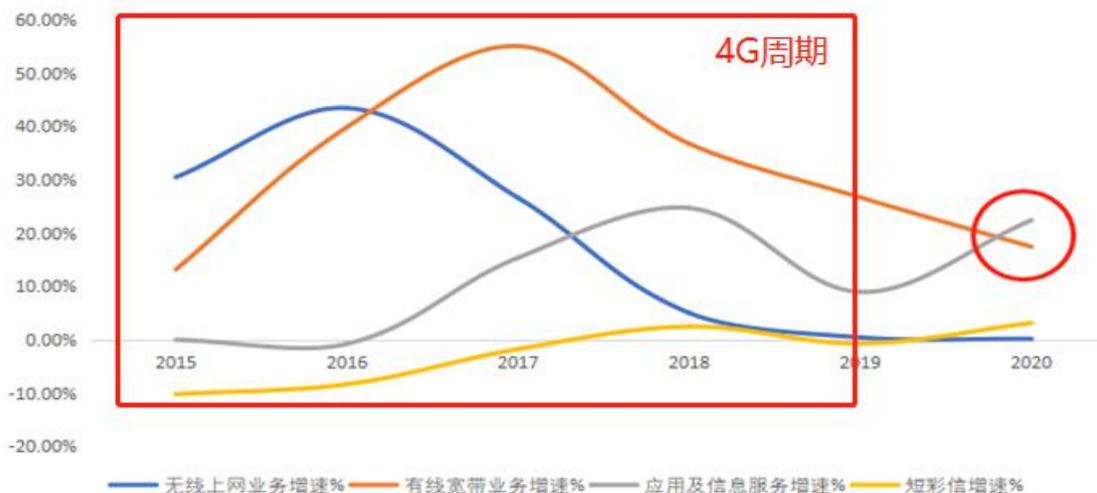
(叁)

由于各家业务名称各不相同，为了弄清楚各家未来高增长的业务是什么，我们把增速高的业务，拆细了再对比：

中国移动——增速高的是**数据增值业务**，其中，有线宽带、应用及信息服务增长较快。其中：

有线宽带业务增速 17.44%，推测是“三网合一”（电信、互联网、电视网）政策之后，中国移动凭借用户高基数优势，通过低价策略（移动有线网 ARPU 值低于同行业），以及加大营销等方式实现。

应用及信息服务，在 2019 年以后增速加快，2020 年增速为 22%，这部分业务除了魔百和等个人家庭增值服务，还包括了 IDC、云计算、DICT 高清视频监控等政企业务。



图：中国移动：数据业务细分业务增速 (%)

来源：塔坚研究

中国联通——增速较高的业务是**非语音业务**。非语音业务中，固网宽带（有线上网）和无线上网均保持稳定，收入规模变化不大，产业

互联网 (IDC、云计算、ICT、大数据、物联网等) 增速较高, 2019、2020 年同比增速分别为 43%、30%。



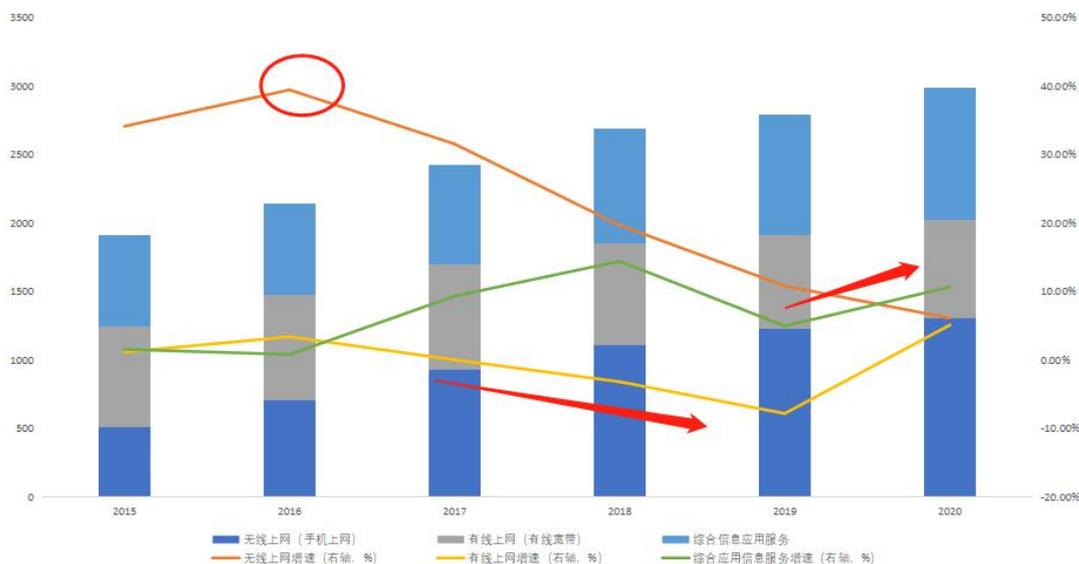
图：中国联通细分业务情况

来源：塔坚研究

中国电信——增速较高的是互联网业务和增值及综合信息应用服务。

互联网业务中，手机无线上网收入占比高，其增速高点出现在 2016 年，之后持续下滑；有线宽带收入占比较低，2019 年之前增速持续下滑（负增长），2020 年增速转正。

增值及综合应用信息服务业务中，面向产业服务（IDC、云计算、物联网等）收入为 840 亿元，同比增长 9.7%。



图：中国电信业务拆分情况

来源：塔坚研究

综上所述，以 2020 年为横截面，将三大运营商主要细分业务增速放到一起对比：

首先，语音通话属于 2/3G 时代传统业务，受微信等社交 APP 冲击，三家该部分收入均呈现下滑态势，持续萎缩。

其次，无线上网业务受益于 4G 周期带来的无线上网流量使用量爆发，增长高点出现在 2016 年，但之后受“提速降费”政策指导（流

量使用量增加，但单位流量价格下滑，导致 ARPU 值下滑)，无线上网业务增速均持续下滑。

然后，有线宽带上网业务，中国移动近些年增长强劲，收入体量也赶超了电信，所以，收入规模和增速看，中国移动 > 中国电信 > 中国联通；

| 2020年增长情况 | 中国移动 | 中国联通 | 中国电信 |
|-----------|--------|-------|---------|
| 语音业务 (亿元) | 788 | 354 | 409 |
| 增速 (%) | -11.06 | -9.92 | -9.31 |
| 无线上网 (亿元) | 3857 | | 1306.55 |
| 增速 (%) | 0.18 | | 6.05 |
| 有线上网 (亿元) | 808 | 425 | 718 |
| 增速 (%) | 17.44 | 2.3 | 5.06 |
| 产业服务 (亿元) | 1010 | 427 | 840 |
| 增速 (%) | 22.42 | 30 | 9.7 |

图：2020 年三大运营商主要业务收入及增长情况

来源：塔坚研究、公司年报

此外，产业服务（产业互联网）是当前各家均增长较快的业务，也是当下 5G 周期内，需要关注的重点。

从产业服务收入规模来看：中国移动 > 中国电信 > 中国联通；收入增速是：中国联通 > 中国移动 > 中国电信。

因此，业务关注度从高到低是：产业服务（云计算、IDC、物联网、ICT、DICT）> 有线宽带上网、无线上网 > 语音通话。目前来看，三家运营商的增长前景为：中国联通 > 中国移动、中国电信。

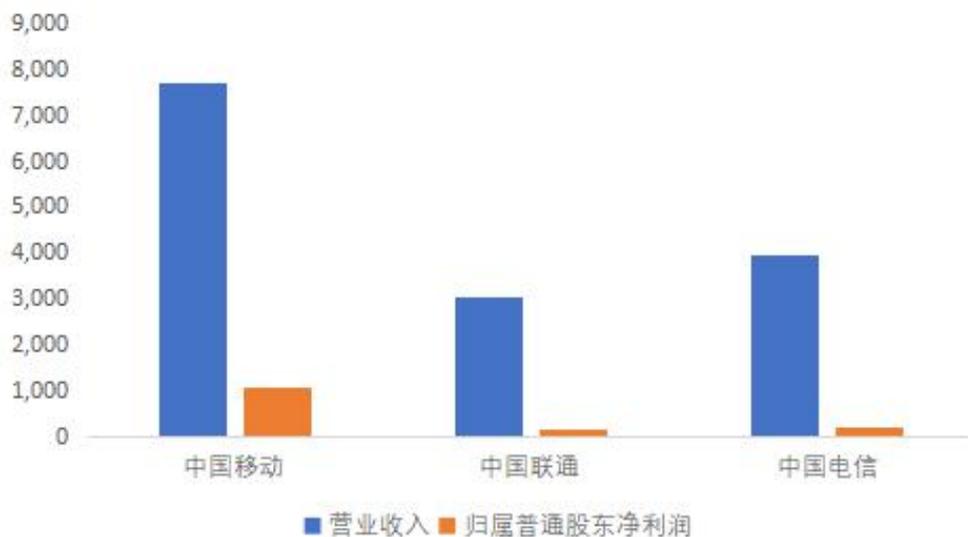
(肆)

近期，三家的经营情况如何，来看下 2020 年年报数据：

| 证券简称 | 总营业收入 [报告期] 2020年 报 [报表类型] 合并 报表 [币种] 人民币 [单位] 亿元 | 营业收入(同比增 长率) [报告期] 2020年 报 [单位] % | 归属普通股东净 利润 [报告期] 2020年 报 [报表类型] 合并 报表 [币种] 人民币 [单位] 亿元 | 归属母公司股东 的净利润(同比增 长率) [报告期] 2020年 报 [单位] % | 销售毛利率 [报告期] 2020年 报 [单位] % | 销售净利率 [报告期] 2020年 报 [单位] % |
|------|---|---|---|--|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 中国移动 | 7,701.01 | 3.16 | 1,078.43 | 1.13 | | 14.04 |
| 中国联通 | 3,041.62 | 4.59 | 124.93 | 10.26 | 26.10 | 4.14 |
| 中国电信 | 3,935.61 | 4.74 | 208.50 | 1.62 | | 5.36 |

图：经营数据

来源：塔坚研究



图：收入、归母净利润

来源：塔坚研究、Wind

具体来看：

1) 中国移动——2020 年收入为 7701 亿元（同比增长 3.16%），归母净利润 1078.43 亿元（同比增长 1.13%）。

其中，2020H2 收入为 3803 亿元，同比增长 5.76%；归母净利润为 520 亿元，同比增长 2.97%。收入增长主要是数据业务驱动，其中，有线宽带业务（808 亿元，同比增长 17.4%）；应用及信息服务（1010 亿元，同比增长 22.4%）增速较高。

根据其 2021Q1 业绩预告显示，营业收入为 1984 亿元，同比增长 9.5%，归母净利润 241 亿元，同比增长 2.3%。



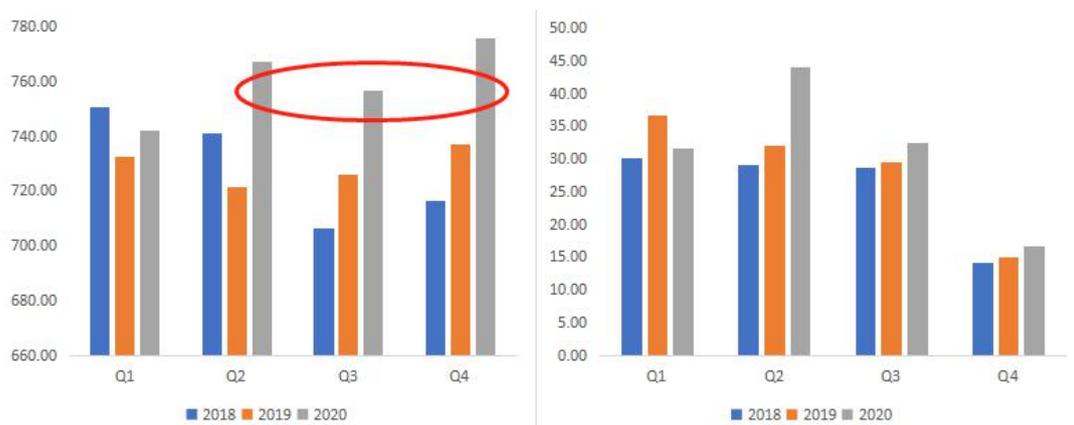
图：收入 (左) 及归母净利润 (右)

来源：塔坚研究、Wind

2) 中国联通——2020 年收入为 3041 亿元 (同比增长 4.59%)，归母净利润 124.93 亿元 (同比增长 10.26%)。

如果看单季度，2021Q1 收入为 822.72 亿元，同比增长 11.44%；
归母净利润为 16.92 亿元，同比增长 21.24%。

从季度数据看，2020 年的各季度收入增长较快，主要原因是无线、有线上网业务复苏，叠加产业互联网 (IDC 业务) 增速较高。



图：收入（左）及归母净利润（右）

来源：塔坚研究、Wind

3) 中国电信——2020 年收入为 3935 亿元（同比增长 4.74%），归母净利润 208 亿元（同比增长 1.62%）。

如果看近期，2020H2 收入为 1997.6 亿元，同比增长 7.77%；归母净利润为 69.1 亿元，同比增长 4.54%。

其收入增长主要来自互联网业务（有线、无线）和信息及应用服务（包括 IDC、行业云解决方案、天翼高清、互联网金融等新兴业务）。

根据其 2021Q1 业绩预告显示，营业收入为 1068.73 亿元，同比增长 12.7%，归母净利润 64.41 亿元，同比增长 10.6%。

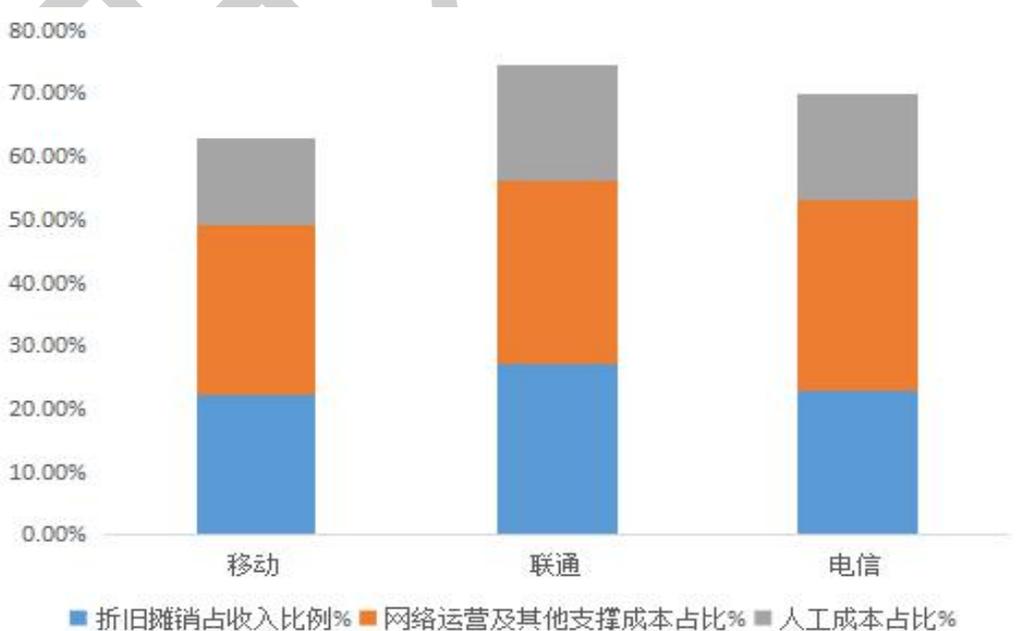


图：收入（左）及归母净利润（右）

来源：塔坚研究、Wind

(伍)

我们再具体看三家公司盈利能力对比。由于三者均受固定资产折旧影响较大，折旧摊销合计占成本比重在 20%以上。



图：运营商成本结构

来源：塔坚研究

同时，中国移动、中国电信均未披露毛利率指标，因此，此处采用 EBITDA 率替代毛利率作分析。

从 EBITDA 率看，三者 EBITDA 变化平稳，中国移动的 EBITDA 率略高于同行业，主要原因是其网络运营成本、人工成本较低。



图：三大运营商 ebitda 率变化情况

来源：塔坚研究，公司年报

费用率方面，中国移动仅披露了销售费用率，而中国电信将销售费用、销售成本和管理费用合计披露，因此比例较高，参考性有限。我们仅

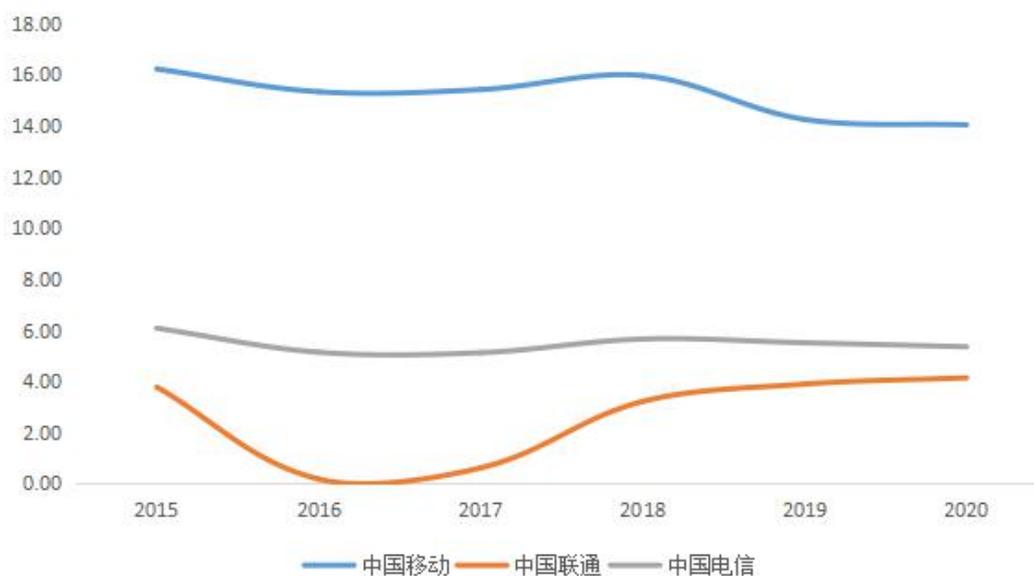
从中国移动和中国联通的比较看，中国移动的销售费用率低于中国联通 3%左右。



图：三大运营商销售费用率变化情况

来源：塔坚研究，公司年报

因此，中国移动的净利率较高。



图：三大运营商净利率变化情况

来源：塔坚研究，公司年报

(陆)

然后，我们再拆开各公司的季度 EBITDA、净利率、费用率数据看：三家运营商，无论是毛利率（中国联通）还是 EBITDA 率，波动都很小。

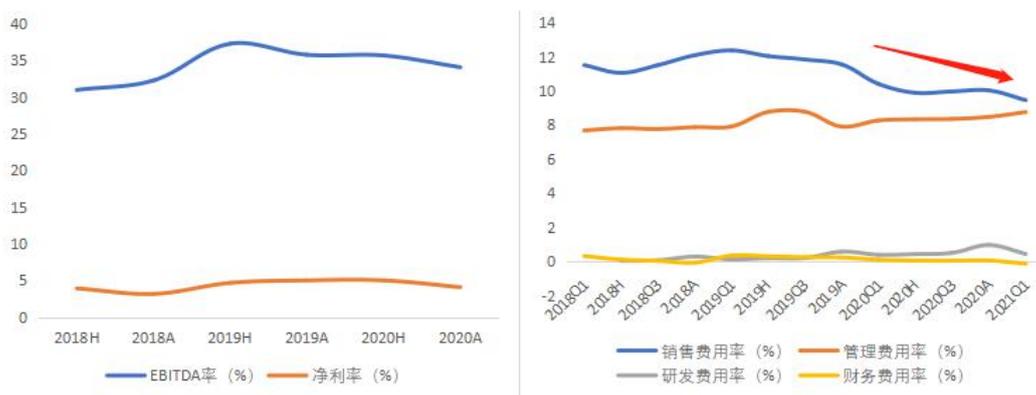
中国移动——2020H2，EBITDA 率为 37.1%，同比下降 6.54%；净利率为 14.04%，同比下降 1.54%。



图：中国移动 Ebitda 率 (左) 和销售费用率 (右) 情况

来源：塔坚研究

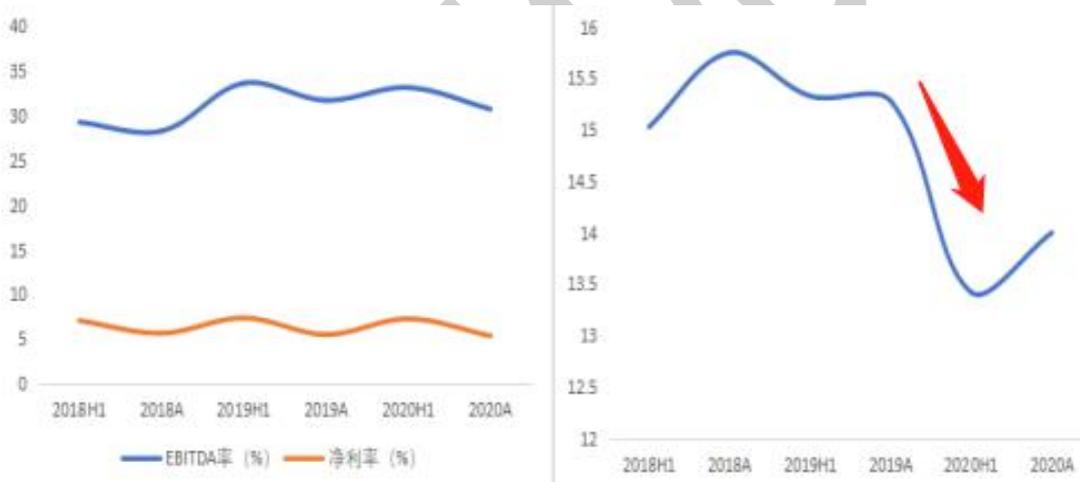
中国联通——2021Q1，EBITDA 率为 26.62%，同比下降 4.55%，净利率为 4.67%，同比上升 8.86%。



图：中国联通利润率（右）和费用率（左）

来源：塔坚研究

中国电信——2020Q4，EBITDA 率为 30.76%，同比下降 3.08%，净利率为 5.36%，同比下降 2.72%。



图：中国电信利润率（右）和销售费用率（左）

来源：塔坚研究

综合来看，三家运营商毛利率（ebitda 率）和净利率波动不大，而销售费用率均有下降的趋势，主要原因是行业已经过了“烧钱抢用户”阶段，各家重点逐渐放在存量用户经营上面。

(柒)

电信运营商，是通信基础设施建设的规划者和主导者，其商业模式的本质是收取通信服务“租金”，即，在完成每一代通信基础设施建设之后，向用户收取通话费、上网数据服务费（包括无线上网和有线上网）、企业服务（云计算、IDC、物联网）等费用。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅科技版报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-科技版报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾