

# 业绩稳健增长，产业数字化持续释放动能

## 中国电信(601728)

**1、事件：**2022年8月16日，公司发布2022年度半年报，2022H1公司实现营业收入2402.19亿元，同比增长10.42%；实现归母净利润182.91亿元，同比增长3.09%。公司2022Q2单季度的营收为1216.43亿元(yoy+9.36%，qoq+2.59%)；Q2归母净利润为110.68亿元(yoy-2.07%，qoq+53.23%)。

### 2、收入端：全面推进，双轮驱动公司发展

2022H1公司服务收入为2214亿元，同比增长8.8%，继续保持高于行业平均的增幅，同时基础业务和产业数字化业务双轮驱动，双轮互促的格局已形成。

其中1)在移动通信服务方面，2022年H1公司移动通信服务收入同比增长6.0%至990亿元，在服务收入中的占比为44.72%。移动用户净增1179万户至3.84亿户，5G套餐用户达到2.32亿户，渗透率达到60.3%，持续保持行业领先水平。同时移动用户ARPU继续保持增长，达到46.0元。

2)在固网及智慧家庭服务方面，2022年H1公司固网及智慧家庭服务收入同比增长4.4%至599亿元，在服务收入中的占比为27.06%。其中宽带接入收入为408亿元，同比增长7.1%；有线宽带用户规模也有所增长，达到1.75亿户，其中千兆宽带用户达到2068万户，渗透率进一步提升至11.8%。智慧家庭业务价值贡献持续提升，宽带综合APRU增长至47.2元。

3)在产业数字方面，2022年H1公司产业数字化收入达到589亿元，可比口径同比增长19.0%，在服务收入中的占比为26.60%。

### 3、成本端：大力加码研发，盈利能力维持平稳

2022年H1，公司加强费用管控，销售/管理/研发费用率为11.62%/7.12%/1.35%，同比变化-1.21/-5.28/67.34个百分点。其中研发费用同比增长84.8%至32.5亿元，主要系公司不断加强科技创新力度，加快建设科技型企业。

### 4、中期派息方案落地，积极回馈广大股东

公司2022年中期每股派发现金股利人民币0.12元(含税)，这是公司首次派发中期股息，中期派息率为60%。同时公司表示A股发行上市三年内，派息率将逐步提升至70%以上，与投资者共享发展成果。

### 5、产业数字化蓬勃发展，着力培育未来增长动能

2022年H1产业数字化收入增长提速，收入贡献提升，预计2024年其在服务业务收入中的占比将进一步提升至30%，有望为公司服务收入增长的第二大引擎。

我们认为公司产业数字化动能显著，2022H1该业务贡献增量收入近50%，各细分赛道表现良好并形成乐观预期，未来将为公司创造强劲的增长动力，落地第二增长曲线。

### 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：3.75

股票代码：601728  
52周最高价/最低价：6.52/3.65  
总市值(亿)：3,431.52  
自由流通市值(亿)：734.64  
自由流通股数(百万)：19,590.43



分析师：宋辉  
邮箱：songhui@hx168.com.cn  
SACNO：S1120519080003  
联系电话：

分析师：柳珺廷  
邮箱：liujt@hx168.com.cn  
SACNO：S1120520040002  
联系电话：

### 相关研究

- 【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
-

## 6、投资建议

公司通过持续的的研发建设，不断丰富产品线并优化产品结构，同时受益于良好的政策面和向好预期的市场基础，有望为公司带来可观的业绩增量。略微调整公司 2023-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年营收为 4863.8/5372.6/5924.3 亿元，预计归母净利润分别由 298.9/341.9/385.7 亿元调整为 298.9/342.6/387.1 亿元，预计每股收益分别为 0.33/0.37/0.42 元，对应 2022 年 8 月 16 日 3.75 元/股收盘价 PE 分别为 11.5/10.0/8.9 倍，维持“增持”评级。

## 7、风险提示

客户集中风险；技术研发不及预期风险；产业数字化进展不及预期风险；疫情加剧风险；系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	389,939	434,159	486,383	537,261	592,428
YoY (%)	4.8%	11.3%	12.0%	10.5%	10.3%
归母净利润(百万元)	20,855	25,952	29,893	34,261	38,707
YoY (%)	1.6%	24.4%	15.2%	14.6%	13.0%
毛利率 (%)	30.2%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
每股收益 (元)	0.26	0.31	0.33	0.37	0.42
ROE	5.7%	6.1%	6.8%	7.5%	8.2%
市盈率	14.42	12.10	11.48	10.02	8.87

资料来源：wind，华西证券研究所

## 1. 事件

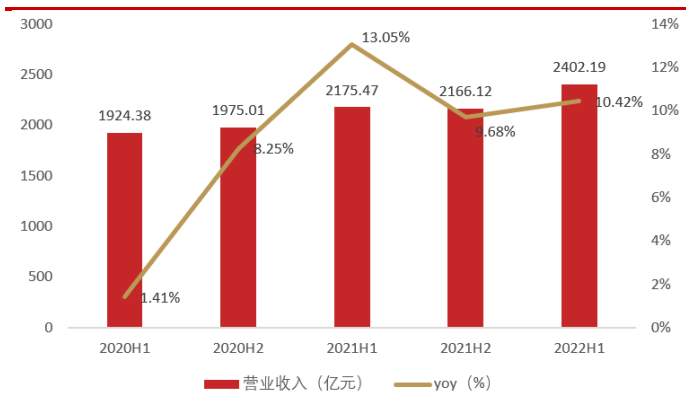
2022年8月16日，中国电信发布2022年度半年报，2022年H1公司实现营业收入2402.19亿元，同比增长10.42%；实现归母净利润182.91亿元，同比增长3.09%；实现扣非净利润183.76亿元，同比增长12.05%。

公司2022年Q2单季度的营业收入为1216.43亿元（yoy+9.36%，qoq+2.59%）；Q2的归母净利润为110.68亿元（yoy-2.07%，qoq53.23%）；Q2的扣非净利润为103.91亿元（yoy+13.35%，qoq+30.13%）。

## 2. 收入端：营收保持双位增长，三轮驱动公司发展

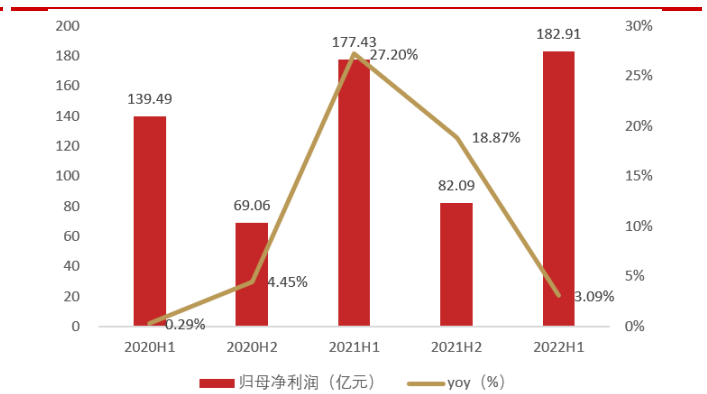
2022年H1公司实现营业收入2402.19亿元，同比增长10.42%；实现归母净利润182.91亿元，同比增长3.09%；其中Q2单季度的营业收入为1216.43亿元（yoy+9.36%，qoq+2.59%）；Q2的归母净利润为110.68亿元（yoy-2.07%，qoq53.23%）；Q2的扣非净利润为103.91亿元（yoy+13.35%，qoq+30.13%）。

图1 公司2020H1-2022H1 营收及增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

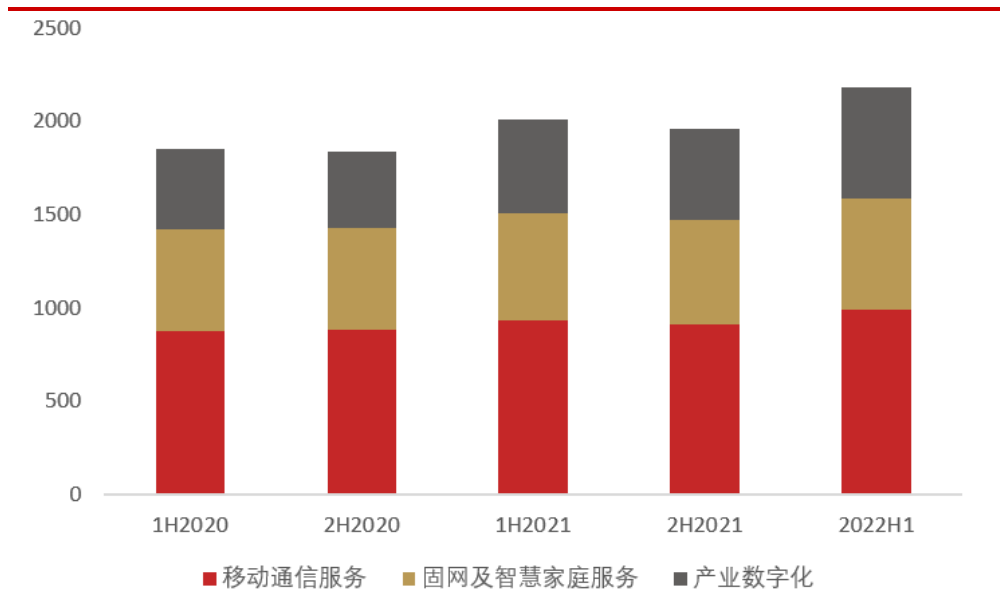
图2 公司2020H1-2022H1 归母净利润及增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

公司基础业务和产业数字化业务双轮驱动，双轮互促。2022H1 公司服务收入为2214亿元，同比增长8.8%，继续保持高于行业平均的增幅，基础业务和产业数字化业务双轮驱动，双轮互促的格局已形成。

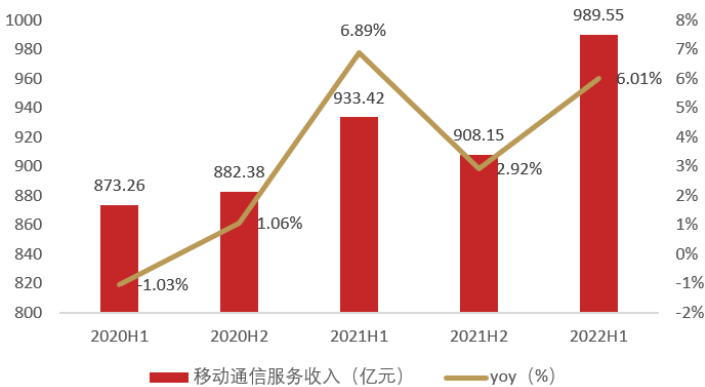
图 3 公司 2020H1-2022H1 服务业务构成情况



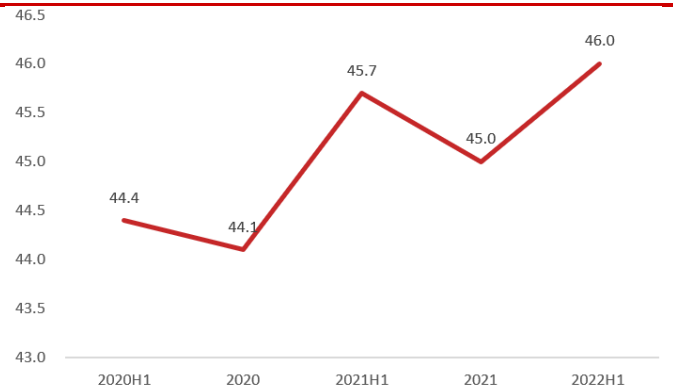
资料来源: wind, 华西证券研究所

**1) 移动通信服务: 坚持 5G 引领, 用户规模和价值双增。**公司持续提升 5G 网络覆盖, 精准促进 5G 用户登网用网, 不断拓展 5G 场景下的产品及服务, 驱动用户规模和价值持续提升。2022 年 H1 公司移动通信服务收入同比增长 6.0%至 990 亿元, 在服务收中的占比为 44.72%。移动用户净增 1179 万户至 3.84 亿户, 5G 套餐用户达到 2.32 亿户, 渗透率达到 60.3%, 持续保持行业领先水平。同时移动用户 ARPU 继续保持增长, 达到 46.0 元。

图 4 公司 2020H1-2022H1 移动通信服务收入及增速情况 图 5 公司 2020H1-2022H1 移动业务 ARPU 值



资料来源: wind, 华西证券研究所

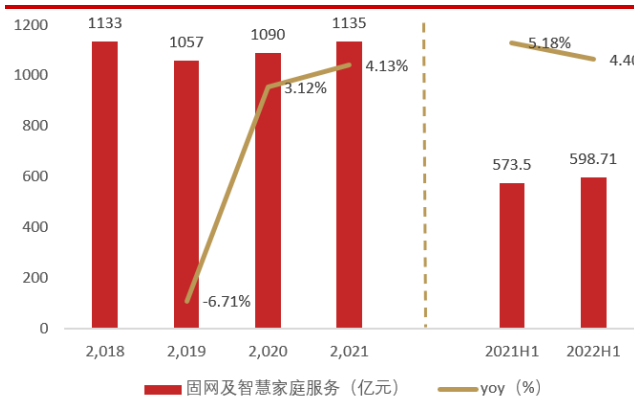


资料来源: wind, 华西证券研究所

**2) 固网及智慧家庭服务: 公司持续推进宽带用户速率升级, 不断丰富数字生活内涵, 推动家庭业务量收稳步增长。**2022 年 H1 公司固网及智慧家庭服务收入同比增长 4.4%至 599 亿元, 在总营收中的占比为 24.94%。其中宽带接入收入为 408 亿元, 同比增长 7.1%; 有线宽带用户规模也有所增长, 达到 1.75 亿户, 其中千兆宽带用户达

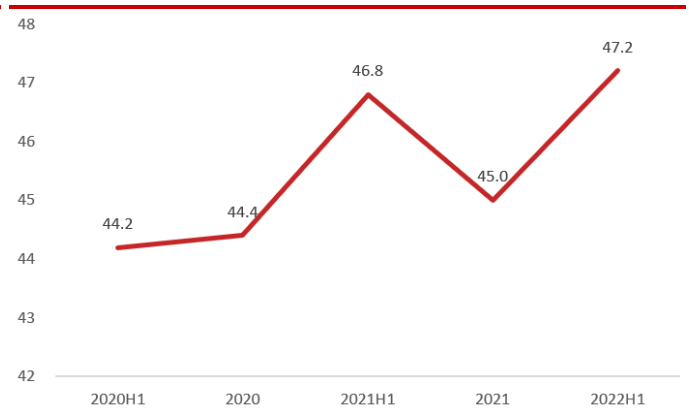
到 2068 万户，渗透率进一步提升至 11.8%。智慧家庭业务价值贡献持续提升，宽带综合 ARPU 增长至 47.2 元。

图 6 2018-2022H1 固网及智慧家庭收入及增速情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

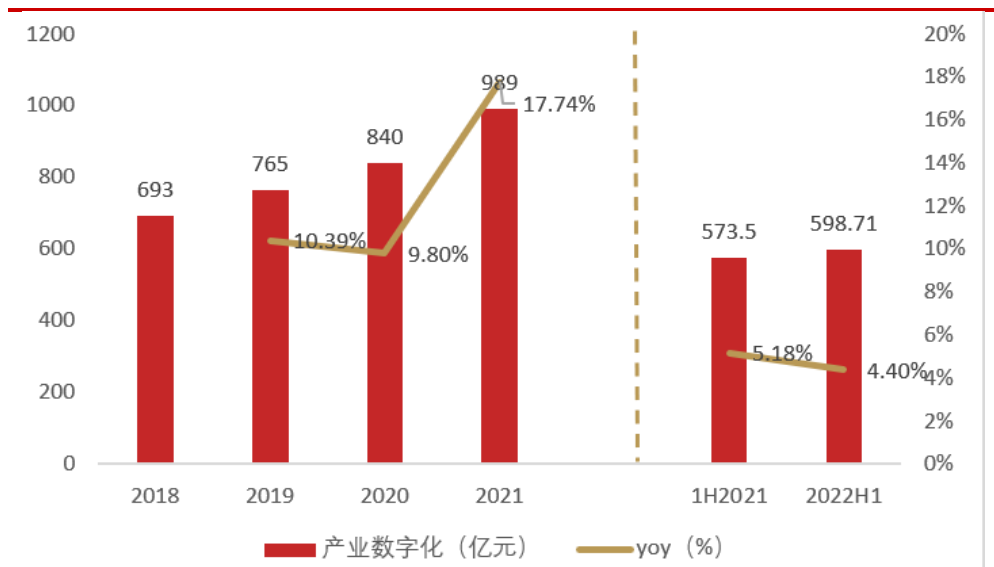
图 7 公司 2020H1-2022H1 宽带综合 ARPU 值



资料来源: wind, 华西证券研究所

**(3) 产业数字化: 积极把握社会综合信息服务需求, 产业数字化蓬勃发展。**公司通过打造差异化融合优势, 积极赋能传统产业转型升级, 助力千行百业“上云用数赋智”。2022 年 H1 公司产业数字化收入达到 589 亿元, 可比口径同比增长 19.0%, 在总营收中的占比为 24.52%。

图 10 公司 2018-2022H1 产业数字化收入及增速情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3. 成本端: 降本增效收获成果, 盈利能力保持领先水平

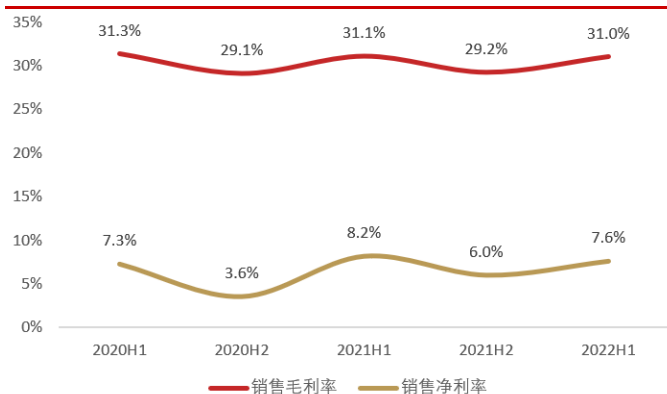
成本有保有压, 支撑公司高质量发展。2022 年 H1, 公司营业成本为 1657.2 亿元, 较去年同期增长 10.5%, 主要原因是公司持续提升云网服务质量和能力, 支撑

5G、产业数字化等业务发展，适度增加能力建设投入，同时 5G 手机等移动终端商品销量增长。

**公司加强费用管控，持续加码研发。**2022 年 H1 公司的销售/管理/研发费用率为 11.62%/7.12%/1.35%，同比变化-1.21/-5.28/67.34 个百分点。其中研发费用同比增长 84.8%至 32.5 亿元，主要系公司打造科技创新核心能力，激发科技人才创新活力，加大云网融合等核心技术研发。受益于公司对研发投入的重视和建设科技型企业的力度，公司取得多项自研成果，例如 1) 完成 CloudOS4.0 商用版本并对外发布；2) 自研量子密话产品实现全国首发，首款自研智能云摄像头上市；3) 加快科技成果转化，自研成果清单达 74 项；4) 2022 年 H1 自研 IT 系统及业务平台占比较去年同期提高 8.9 个百分点，新增专利 1128 件，同比增长 145%；5) 产学研用合作创新进入实质性阶段，与头部高校、科研院等启动基础研究和应用研究领域合作项目 40 余项。

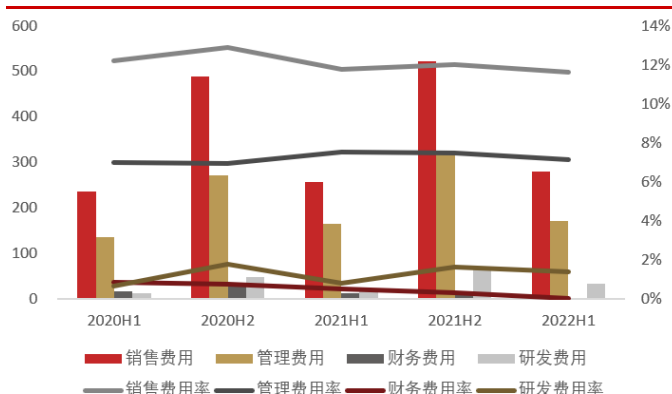
**公司盈利能力基本维持平稳。**2022H1 公司毛利率由去年同期的 31.06%略降至 31.01%，归母净利率由去年同期的 8.16%下滑至 7.61%。按季度看，Q2 的毛利率由去年同期的 30.74%增加至 44.92%，归母净利率由去年同期的 10.16%略有下滑至 9.10%。

图 11 公司 2020H1-2022H1 销售毛利率及净利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 13 公司 2020H1-2022H1 费用（亿元）及费用率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

## 4. 中期派息方案落地，积极回馈广大股东

公司 2022 年中期每股派发现金股利人民币 0.12 元(含税)，这是公司首次派发中期股息，中期派息率为 60%。同时公司表示 A 股发行上市三年内，派息率将逐步提升至 70%以上，与投资者共享发展成果。

## 5. 产业数字化蓬勃发展，着力培育未来增长动能

2022 年 H1 产业数字化收入增长提速，收入贡献提升，预计 2024 年其在服务业务收入中的占比将进一步提升至 30%，有望为公司服务收入增长的第二大引擎。具体来说，公司针对不同用户的个性化，提供多形态、高性能、普惠便捷的公私混合云服务，不仅领跑政务公有云平台，22H1 天翼云收入同比增长 100.8%至 281 亿元；而且私有云收入也实现高速增长，同比提升 70.9%。此外，公司上半年 IDC 发展持续向好，收入同比增长 11.1%至 179 亿元；数字平台服务能力大幅提升，目前公司 31 个数字平台进行全国集约推广，25 个数字平台处于研发进行时，极大助力产业数

数字化转型。5G 2B 业务发展保持良好态势，客户签约数量明显提升，2022H 公司新签约定制网项目 1300+个，新增签约项目收入同比增长 80+%，5G 行业商业项目数累计约 9000 个；行业内领先的标杆效应愈发彰显，有助于持续吸引优质客户；项目价值不断提高，新签约合同额同比增长 80%+，项目整体毛利率提升至 20%~30%。

## 6. 盈利预测及投资建议

公司通过持续的的研发建设，不断丰富产品线并优化产品结构，同时受益于良好的政策面和向好预期的市场基础，有望为公司带来可观的业绩增量。略微调整公司 2023-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年营收为 4863.8/5372.6/5924.3 亿元，预计归母净利润分别由 298.9/341.9/385.7 亿元调整为 298.9/342.6/387.1 亿元，预计每股收益分别为 0.33/0.37/0.42 元，对应 2022 年 8 月 16 日 3.75 元/股收盘价 PE 分别为 11.5/10.0/8.9 倍，维持“增持”评级。

## 7. 风险提示

客户集中风险；技术研发不及预期风险；产业数字化进展不及预期风险；疫情加剧风险；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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	434,159	486,383	537,261	592,428	净利润	26,154	30,170	34,572	39,052
YoY (%)	11.3%	12.0%	10.5%	10.3%	折旧和摊销	95,843	55,981	60,562	60,860
营业成本	307,337	345,283	381,563	420,831	营运资金变动	7,019	25,975	23,587	24,292
营业税金及附加	1,730	1,916	2,111	2,335	经营活动现金流	139,195	112,883	118,804	123,192
销售费用	52,172	59,289	65,181	71,988	资本开支	-83,456	-64,246	-61,773	-62,914
管理费用	32,362	36,381	40,140	44,279	投资	3,399	-972	-949	-939
财务费用	1,294	-305	-702	-1,167	投资活动现金流	-79,427	-61,789	-58,695	-59,287
研发费用	6,933	8,025	8,704	9,634	股权募资	47,615	0	0	0
资产减值损失	-235	-1,350	-1,318	-1,021	债务募资	-35,563	-321	-40	97
投资收益	4,193	3,429	4,027	4,566	筹资活动现金流	-10,043	-19,456	-20,997	-22,692
营业利润	39,665	43,162	48,847	54,655	现金净流量	49,597	31,638	39,112	41,213
营业外收支	-5,794	-4,000	-4,000	-4,000					
利润总额	33,871	39,162	44,847	50,655	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	7,716	8,992	10,275	11,603	<b>成长能力</b>				
净利润	26,154	30,170	34,572	39,052	营业收入增长率	11.3%	12.0%	10.5%	10.3%
归属于母公司净利润	25,952	29,893	34,261	38,707	净利润增长率	24.4%	15.2%	14.6%	13.0%
YoY (%)	24.4%	15.2%	14.6%	13.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.31	0.33	0.37	0.42	毛利率	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
					净利率	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%
					总资产收益率 ROA	3.4%	3.7%	4.0%	4.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净资产收益率 ROE	6.1%	6.8%	7.5%	8.2%
货币资金	75,210	106,848	145,959	187,172	<b>偿债能力</b>				
预付款项	7,773	9,302	10,379	11,277	流动比率	0.49	0.57	0.65	0.73
存货	3,827	4,192	4,675	5,155	速动比率	<b>0.44</b>	<b>0.51</b>	<b>0.60</b>	<b>0.68</b>
其他流动资产	40,551	46,248	49,040	52,591	现金比率	0.29	0.36	0.45	0.53
流动资产合计	127,361	166,590	210,054	256,195	资产负债率	43.4%	45.1%	46.2%	47.0%
长期股权投资	41,166	42,158	43,126	44,085	<b>经营效率</b>				
固定资产	415,380	447,119	479,363	512,205	总资产周转率	0.57	0.60	0.63	0.66
无形资产	39,914	41,236	42,511	43,758	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	634,881	640,766	639,642	639,909	每股收益	0.31	0.33	0.37	0.42
资产合计	762,242	807,356	849,696	896,104	每股净资产	4.68	4.81	4.97	5.15
短期借款	2,821	2,500	2,460	2,557	每股经营现金流	1.52	1.23	1.30	1.35
应付账款及票据	114,895	132,834	146,077	160,742	每股股利	0.00	0.20	0.22	0.24
其他流动负债	142,582	158,209	172,905	187,460	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	260,297	293,543	321,442	350,760	PE	12.10	11.48	10.02	8.87
长期借款	5,348	5,348	5,348	5,348	PB	0.92	0.78	0.76	0.73
其他长期负债	65,420	65,420	65,420	65,420					
非流动负债合计	70,768	70,768	70,768	70,768					
负债合计	331,066	364,312	392,211	421,528					
股本	91,507	91,507	91,507	91,507					
少数股东权益	2,494	2,771	3,082	3,428					
股东权益合计	431,176	443,044	457,485	474,575					
负债和股东权益合计	762,242	807,356	849,696	896,104					

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。