

运营商：赋能数字经济，提高股东回报

核心观点

- 云业务等第二引擎带动三大运营商经营情况显著改善。**2022年前三季度，三大运营商合计实现营收 13453 亿元，同比增长 10.3%，归母净利润合计 1299 亿元，同比增长 12.02%。主要有两点原因：一方面，提速降费影响弱化，且随着 5G 渗透率的提高及智慧家庭业务的占比提升，运营商传统的业务指标移动 ARPU 及家庭 ARPU 持续回升；另一方面，运营商加大云业务投入，云收入增速超行业平均。2022H1，运营商云收入合计 702 亿元，占比提升至 7.67%，同比增长 124%，对比之下中国公有云服务市场同期规模为 165.8 亿美元，同比增长 35%。其中，市占率第一的阿里云增幅仅有不到 12%，2022H1 营收为 366.56 亿元，已被运营商反超。
- 运营商积极推动数字经济赋能工作。**(1) 移动云加强云技术自研：移动云坚持走自主研发可控的发展路线，并自主研发了以一体化的云底座、分布式的云能力、可信云平台为核心的大云操作系统 CloudOS。目前，移动云自主研发知识产权 700+ 项，已上线涵盖云、大数据、人工智能等板块的自研产品超 230 余款，丰富度稳居业内前三；拥有千万级 SaaS 产品数量跻身国内第一阵营。(2) 电信天翼云牵头。今年 7 月，中国电信引入中国电子、中国电科等央企战略投资者，组件天翼云科技公司，此后由中国电信天翼云牵头的国资监管云服务正式宣布上线，不断深化“国家云”概念，助力央企数字化转型、构建健康发展的云生态、加强云安全。(3) 中国联通与腾讯就 CDN 及边缘计算等业务展开合作。今年 10 月，联通创投与腾讯创投的合营企业获得批准，双方将立足自主研发，形成完整的 CDN/MEC 平台能力、运营能力和产品创新能力。通过与腾讯等战投伙伴的持续合作、不断拓宽拓广合作场景及模式，中国联通的创新能力实现显著提升，加速构建内容生态。
- 国内运营商盈利能力优秀。**以中国移动为例，其净利率在国内外运营商中处于领先水平，2022H1 为 14.15%。虽然 ROE 水平与海外运营商 Verizon 有一定差距，但差距主要存在于杠杆率上，侧面反映中国移动经营效率及管理能力优秀。
- 运营商分红率提升，持续加大股东回报。**移动及电信均表示派息率将逐步提升至 70% 以上。假设 2022 年 A 股移动/电信/联通派息率分别为 65%/65%/50%，对应目前 A 股股价的股息率分别为 5.28%/4.58%/2.42%，港股税后股息率分别为 5.43%/5.04%/4.32%，有望带来可观的现金分红。

投资建议与投资标的

- 面对数字经济的新蓝海市场，运营商已前瞻性布局算力网络，不断完善云及 IDC 基础设施布局，同时加强技术研发及产业合作，蓄力支撑数字经济提质提速。建议关注中国移动(600941，未评级)、中国电信(601728，未评级)、中国联通(600050，未评级)。

风险提示

- 产业数字化业务及云业务不及预期，国内云计算市场发展不及预期，5G 建设不及预期，5G 用户推广不及预期。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

通信行业

报告发布日期

2022 年 12 月 13 日



证券分析师

张颖

021-63325888*6085

zhangying1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514090001

香港证监会牌照：BRW773

联系人

王婉婷

wangwanting@orientsec.com.cn

周天恩

zhoutianen@orientsec.com.cn

相关报告

- | | |
|---|------------|
| 网络可视化守卫信息安全，汽车智能化注入通信新需求：——通信行业 2023 年度投资策略 | 2022-11-25 |
| 网络可视化，数据价值的掘金者&信息安全的守卫者 | 2022-11-17 |

目 录

一、第二曲线带动三大运营商经营情况显著改善	4
二、运营商积极推动数字经济赋能工作	8
中国移动加强云技术自研	8
电信天翼云牵头“国家云”	9
联通腾讯就 CDN 及边缘计算业务展开合作	10
三、国内运营商持续加大股东回报力度	11
风险提示	12

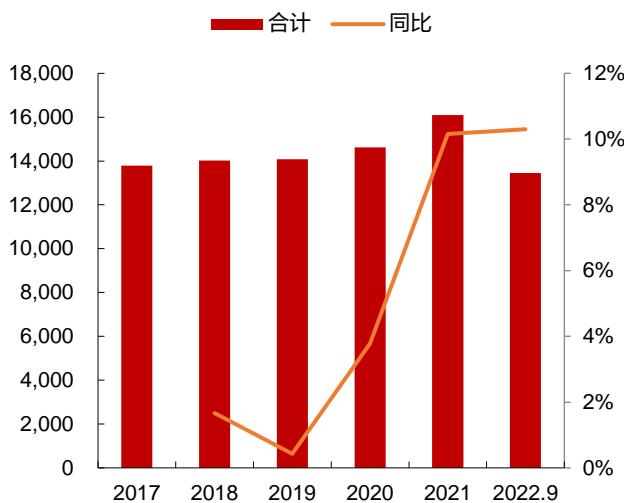
图表目录

图 1：三大运营商营收合计（单位：亿元）	4
图 2：三大运营商归母净利润合计（单位：亿元）	4
图 3：中国移动营收构成	5
图 4：中国电信营收构成	5
图 5：中国联通营收构成	5
图 6：三大运营商 ARPU（元/月/户）	6
图 7：三大运营商 5G 用户数（百万户，左轴）及渗透率（右轴）	6
图 8：智慧家庭收入占固网比例	6
图 9：宽带综合 ARPU（单位：元/月/户）	6
图 10：运营商云收入（亿元，左轴）及各自占收比（右轴）	7
图 11：中国公有云服务市场规模	7
图 12：各公司云业务收入（亿元/亿美元，左轴）及同比增速（右轴）	8
图 13：中国公有云 IaaS 市场份额变化	8
图 14：2022 年上半年，移动云业务表现突出	9
图 15：中国电信打造天翼云硬实力	10
表 1：2021 年中国移动行业云（包括公有云和私有云）收入及排名情况	9
表 2：中国联通与腾讯的历次合作	10
表 3：国内外运营商 ROE 水平及拆解	11
表 4：三大运营商股息率测算（数据截至 2022.12.12）	12

一、第二曲线带动三大运营商经营情况显著改善

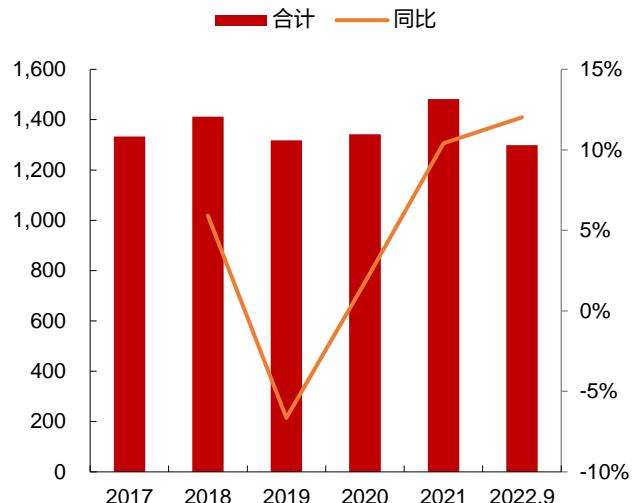
2022 年前三季度，三大运营商经营情况持续改善。1) 营业收入方面，2022 年前三季度三大运营商营收合计 13453 亿元，同比增长 10.3%；2) 归母净利润方面，2022 年前三季度三大运营商归母净利润合计 1299 亿元，同比增长 12.02%。具体业务来看，2022 年上半年，三大运营商移动业务收入合计 8221 亿元，同比增长 10.60%；政企业务收入合计 1869 亿元，同比增长 24.10%；移动及电信固网业务收入合计 1193 亿元，同比增长 11.08%。

图 1：三大运营商营收合计（单位：亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：三大运营商归母净利润合计（单位：亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

运营商转型升级，力求突破。收入结构方面，三家运营商中移动业务占比最高的是中国移动，固网及智慧家庭业务&政企业务占比最高的是中国电信。

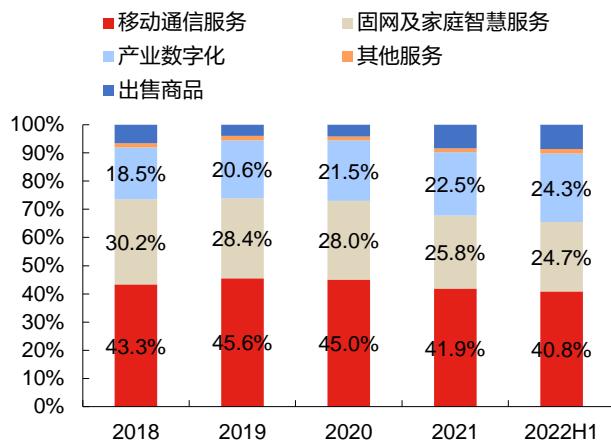
1) **中国移动**：2017 年以来，中国移动大力推动个人+家庭+政企+新业务融合发展，“四轮驱动”结构不断实现优化，个人市场营收占比不断下降，从 2017 年的 70.0% 下降至 2022H1 的 51.5%；家庭市场和政企市场的营收占比则分别从 2017 年的 4.8% 和 9.1% 增加至 2022H1 的 12.0% 和 18.3%。

2) **中国电信**：中国电信作为国内最早提供宽带业务以及较早提供产业数字化服务的运营商，移动通信业务的营收占比相对较低，基本维持在 40%-45% 区间；固网及智慧家庭业务处于业内领先地位，2022H1 收入占比 24.7%；政企业务方面，中国电信于 2020 年提出“云改数转”战略，进一步推动内外部数字化转型，产业数字化营收占比从 2018 年的 18.5% 小幅增加至 2022H1 的 24.3%。

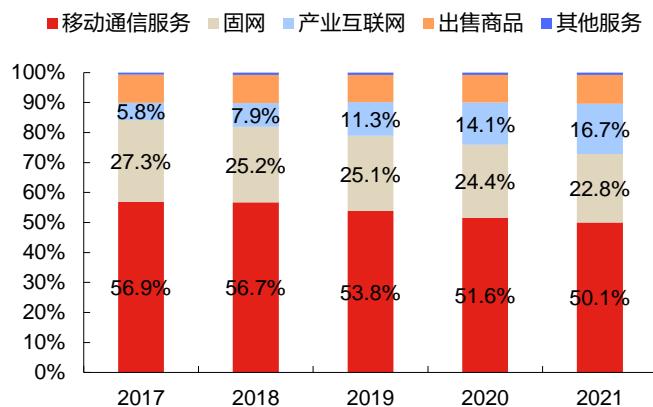
3) **中国联通**：中国联通的移动通信业务占比基本维持在一半以上的水平；固网业务方面，联通紧抓智能化转型需求，2021 年智慧家庭产品营收有所增加，但语音业务的萎缩拉低固网及智家业务整体的营收增速；政企业务方面，联通以数字化创新为引领，推进“云计算+智慧网络+智能应用”融合模式，产业互联网占比逐年稳步攀升。

图 3：中国移动营收构成


数据来源：中国移动推介材料，东方证券研究所

图 4：中国电信营收构成


数据来源：中国电信推介材料，东方证券研究所

图 5：中国联通营收构成


数据来源：中国联通推介材料，东方证券研究所

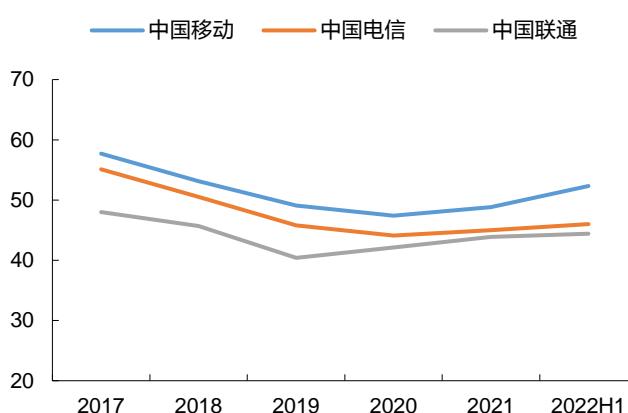
运营商业绩向好主要有两点原因：一方面，提速降费影响逐渐弱化，且随着 5G 渗透率的提高及智慧家庭业务的占收比提升，运营商传统的业务指标移动 ARPU 及宽带综合 ARPU 止跌回升；另一方面，运营商云收入增速超远超行业平均，2022 上半年运营商云收入继续加速增长，增速超 100%。

移动业务平稳增长：5G 用户数持续渗透及 5G ARPU 提升。

1) 用户数：2022 年上半年，三大运营商移动用户数已达 16.74 亿户，相比去年年底净增 2800 万户。同时，5G 套餐用户加速渗透，截至 2022 年 10 月底，三大运营商 5G 套餐用户数已超 10 亿户，5G 渗透率均已超 50%。

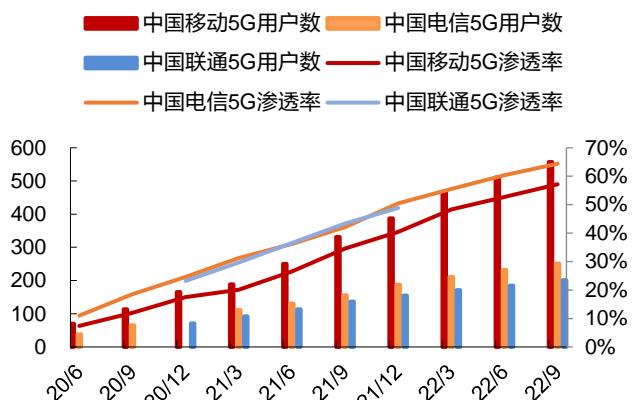
2) ARPU：目前 5G 用户的 ARPU 更高，比如 2021 年中国移动和中国电信的 5G ARPU 分别为 82.8 元和 53.3 元，高于平均移动 ARPU 45 元。因此在 5G 的带动下以及提速降费负面效用出清的情况下，三大运营商移动 ARPU 均出现了不同程度的回升。

图 6：三大运营商 ARPU（元/月/户）



数据来源：运营商推介材料，东方证券研究所

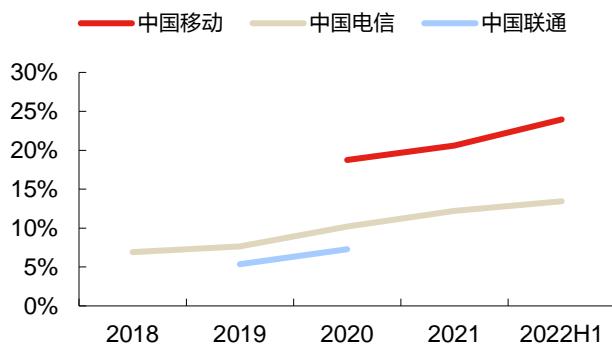
图 7：三大运营商 5G 用户数（百万户，左轴）及渗透率（右轴）



数据来源：运营商推介材料，东方证券研究所

固网业务：智慧家庭业务价值贡献持续提升，带动固网业务量质双升。2022年上半年，移动+电信智慧家庭业务收入223亿元，占固网业务收入比例已达18.68%，相比去年同期提升2.6个百分点，随着家庭客户场景化服务不断丰富，智慧家庭业务有望持续增长，占比有望持续增加，进一步拉动固网业务收入增长。同时，在智慧家庭业务的叠加效应下，运营商宽带综合ARPU持续实现提升，比如中国电信智慧家庭对宽带综合ARPU的贡献已从2020H1的13.3%到2021H1的15.8%，进而提升至2022H1的16.5%。

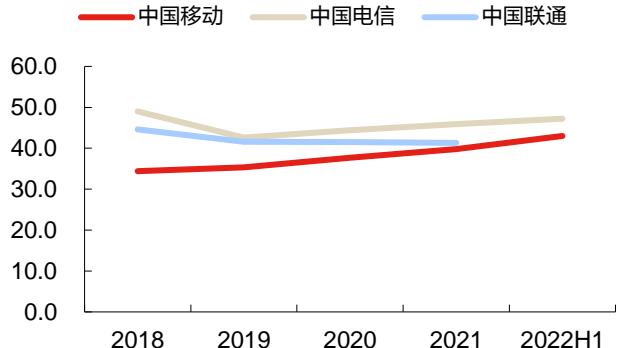
图 8：智慧家庭收入占固网比例



数据来源：运营商推介材料，东方证券研究所

注：中国联通披露口径为宽带接入ARPU。

图 9：宽带综合 ARPU（单位：元/月/户）



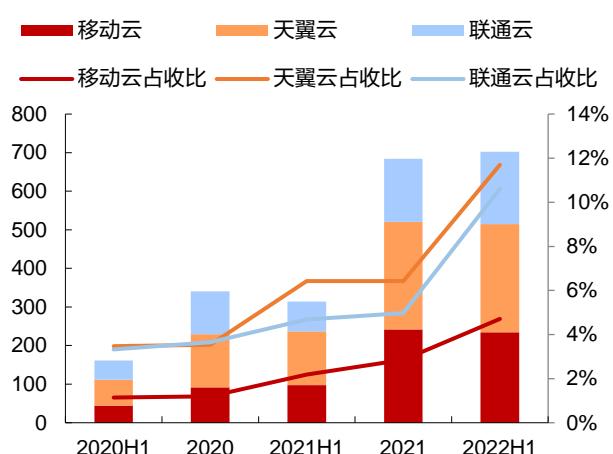
数据来源：运营商推介材料，东方证券研究所

产业数字化业务：政企业务动能强劲，成为运营商增收引擎，云业务收入贡献比例不断攀升。在传统业务增长疲软&互联网新技术快速发展削弱运营商产业链地位的双重压力下，三大运营商纷纷转型，积极推进“网+云+DICT”融合发展，聚焦云网融合。与此同时，在疫情的刺激下，政企的数字化转型意愿被激发，需求日益丰富，给数字化转型带来了历史性的加速发展机遇。2022H1，运营商政企业务的增速显著，其中云业务也迎来高速发展，运营商云收入合计702亿元，对整体营收的贡献比例逐步攀升，2022H1占比达7.67%，相比去年同期提升3.87个百分点，占比翻倍。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

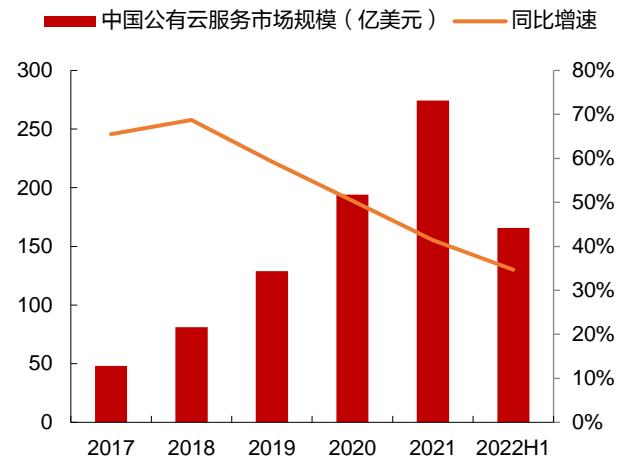
公有云行业或进入稳定增长阶段。根据 IDC 发布的《中国公有云服务市场（2022H1&2022Q2）跟踪》报告，2022年上半年，中国公有云服务市场整体规模达到 165.8 亿美元，其中 IaaS 市场同比增长 27.3%，PaaS 市场同比增速为 45.4%，IaaS+PaaS 市场比增长 30.7%，相比 2021 年上半年市场 48.7% 的增速，市场增速下降了 18 pct。一方面，虽然疫情一定程度上驱动了政府公有云服务的需求，但近期企业 IT 投资和业务创新趋于保守，另一方面，互联网行业对公有云市场的贡献度持续下降，游戏、视频等互联网成熟应用对公有云市场的需求增长放缓，而 AR/VR、物联网、元宇宙等新业务尚处于探索或小规模发展阶段。

图 10：运营商云收入（亿元，左轴）及各自占收比（右轴）



数据来源：运营商官网，东方证券研究所

图 11：中国公有云服务市场规模

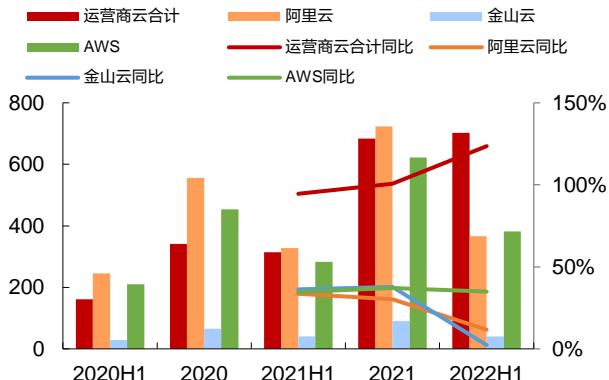


数据来源：IDC，东方证券研究所

运营商积极开拓公有云市场，市占率稳步提升。相比于阿里、腾讯等互联网企业及华为，运营商在公有云的布局较晚，而在这其中，最早明确云战略布局且实现较快业务增长的厂商则是中国电信。1) 天翼云：早在 2018 年上半年，中国电信旗下的天翼云在公有云 IaaS 市场的份额已达 7.4%，仅次于阿里和腾讯。2019 年开始，华为凭借自身在云方面深厚的技术积累，快速提升公有云市场市占率，2020Q4 已超过腾讯和中国电信，跃居第二。在此背景下，电信依旧牢牢把握住已有市场，同时不断拓展新客户，市占率稳步提升。根据 IDC 发布的《中国公有云服务市场（2022 上半年）跟踪》(IaaS)，天翼云市场份额相比 2021H2 提升 0.7 个百分点，达到 11.0%，并且超过腾讯，仅次于阿里、华为，位列第三。2) 移动云：中国移动在 2019 年启动云改之时便定下三年内进入国内云服务商第一阵营的发展目标，经过两年的不断打磨，移动云在公有云市场的份额不断前进，2022Q2 在 IaaS+PaaS 市场份额位列第 6，同比增速高达 102%，位列 Top10 云服务商第一。

运营商云收入维持超高增速，不断缩小与云巨头的差距。2021 年，受政策及监管趋严影响，2022 年，叠加经济下行因素，云计算企业营收同比增速均有所下滑。而运营商方面，在企业数字化转型浪潮的推动下，通过积极开展转型和变革，云业务实现超高增速。根据运营商 2022 年上半年业绩报告，三家云业务合计实现营收 702 亿元，同比增长 124%，单看各家也均实现破 100% 增速。除去腾讯自 2020 年后不披露云收入外，阿里云陷入增收困境，2022H1 营收仅 366.56 亿元，已被运营商反超，增幅也仅有 11.72%。

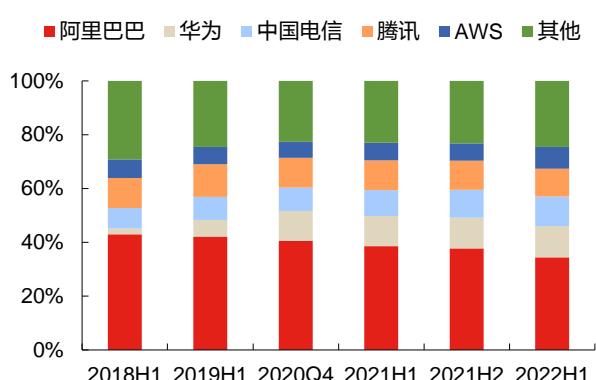
图 12：各公司云业务收入（亿元/亿美元，左轴）及同比增速（右轴）



数据来源：公司官网，东方证券研究所

注：除 AWS 收入的单位为亿美元外，其余云业务收入的单位均为亿元。

图 13：中国公有云 IaaS 市场份额变化



数据来源：IDC，东方证券研究所

二、运营商积极推动数字经济赋能工作

从铺路走向赋能，运营商逐步从“管道”向科技创新公司转变。运营商在数字经济发展中主要是当好“三个角色”、发挥“三大作用”：一是当好“铺路人”，为数字经济筑牢坚实底座、打通经济社会发展的信息“大动脉”；二是当好“赋能者”，根据客户需求提供 5G 专网服务、提供丰富的 5G 规模化应用；三是当好“护航员”，充分发挥网络安全现代产业链链长作用，打造全域全网的“云、管、端、数、用”一体化安全能力体系，护航数字经济健康发展。

中国移动加强云技术自研

在技术层面，移动云坚持走自研可控的发展路线，并自主研发了以一体化的云底座、分布式的云能力、可信云平台为核心的大云操作系统 CloudOS。目前，移动云自主研发知识产权 700+项，已上线涵盖云、大数据、人工智能等板块的自研产品超 230 余款，丰富度稳居业内前三；拥有千万级 SaaS 产品数量跻身国内第一阵营；其中，第四代云主机性能行业前二，整机算力提升 46%。此外，依托全球商用规模最大的高品质云专网底座、云网边端全域调度能力，移动云近期还推出包括“五新”SPN 切片云专线在内的 8 款云网融合新产品，支持算网业务全场景。（1）针对安全领域，在安防方面，移动云可提供五大类数十款安全产品，拥有 2300 万路摄像头的后端存储和样本超 95 亿的国内最大病毒检测库，DDoS 防护能力进入第一阵营。（2）在存储方面，分布式存储综合实力和全栈存储能力位居业界前三，基于全新自研“天权”统一存储引擎打造的极速型云硬盘，全面满足大数据时代下“云上”用户对高 IOPS、高带宽、低时延、高扩展性的极致存储需求；以及新一代对象存储具备多 AZ 冗余能力，业务可用性 99.95%，数据存储持久性高达 12 个 9。

2022 年上半年，公司移动云实现收入 234 亿元，同比增长 103.6%。中国移动构筑云网一体、云数融通、云智融合、云边协同的差异化优势，持续推进移动云产品技术领先。截至 2022 年 6 月底，签约云大单超 3,500 个，拉动收入超 130 亿元，央国企上云项目超 1,100 个，成功打造政务云、教育云、医疗云等一批行业云标杆，移动云向业界第一阵营加速前进。2022 年上半年，移动云资源能力大幅提升，建成 5 个 3AZ9 高品质资源池、超 600 个边缘节点，自主研发核心产品安全可控，云网边一体能力业界领先，公有云收入份额排名第七，专属云排名第四，政务云服务

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

运营排名第三；推出 3 类梧桐系列标准大数据产品，专线卫士等重点安全产品全网试商用；布局 9 one 行业平台 10，汇聚精品能力，下接云网、上承应用，赋能解决方案一体化交付，累计能力调用超 1,000 亿次，累计支撑 5G 项目落地超 1,000 个。

图 14：2022 年上半年，移动云业务表现突出



数据来源：移动云百家号，东方证券研究所

表 1：2021 年中国移动行业云（包括公有云和私有云）收入及排名情况

	公有云	私有云
收入	131.5 亿元	60.8 亿元
排名	业界前七	业界第五，其中政务云排名第三

数据来源：中国移动 2021 年业绩推介材料，东方证券研究所

电信天翼云牵头“国家云”

天翼云领衔云产业国家队。今年 7 月，国资委召开中央企业深化专业化整合工作推进会时首次提及“国家云”概念，中国电信引入中国电子、中国电科、中国诚通和中国国新等中央企业战略投资者，组建股权多元化的天翼云科技有限公司，积极推动中央企业云计算资源整合。同月的第五届数字中国建设峰会云生态大会上，由中国电信天翼云牵头的国资监管云服务正式宣布上线。国资央企上云和监管云上线，将进一步推动央企数字化转型，实现国资监管效能提升，有助于构建健康发展的云生态，加强云安全。

除了牵头组建天翼云公司外，作为国家云的牵头企业，中国电信在布局、建设和发展国家云方面还包括：

- (1) **牵头原创技术策源地，取得技术新突破。**近年来，中国电信陆续突破了云操作系统、弹性计算、云存储、云网络、分布式数据库、CDN 等一系列关键核心技术，具备了自主可控、安全可信、开放合作、业界一流的全栈云能力。目前中国电信新增 IT 系统已实现 100% 云化，存量 IT 系统 99% 完成云化改造，通过自研升级了分布式云架构，全部由天翼分布式云承载。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

(2) **加大资源投入，构建全国算力新布局。**2022年，中国电信计划在算力方面投资140亿元，新增16万云服务器，并计划在2022年将算力提升80%以上，算力规模提升至约3.8 EFLOPS。天翼云自主研发的算力分发平台，让算力能够即取即用。基于全网算力资源，天翼云结合自研的算力调度引擎、算力资源管理平台两大核心平台，提供资源纳管算力度量、算力分发能力，实现算力调度和数据流可控，从而达到灵活的全网算力自定义调度能力，实现算力调度无处不在。

图 15：中国电信打造天翼云硬实力



数据来源：中国电信推介材料，东方证券研究所

联通腾讯就 CDN 及边缘计算业务展开合作

中国联通拟与腾讯成立合营企业。基于公司全面挺进数字经济的战略需要，中国联通下属子公司联通创投拟与腾讯创投新设合营企业，将立足于自主研发，形成完整的CDN/MEC平台能力、运营能力和产品创新能力，为高清视频产业以及人工智能领域提供新一代CDN以及边缘计算服务。目前合营企业已获批准，尚未完成设立登记，预计交易完成后，联通创投、腾讯产投、有关员工持股平台将分别持有合营企业48%、42%、10%的股权，联通创投、腾讯产投共同控制合营企业。中国联通总经理陈忠岳表示，从长远看，合营公司的成立将显著放大双方在产品研发、网络云化以及营销服务的优势，壮大CDN、边缘计算产业链，持续为双方相关业务赋能；通过此次合作可以让联通、腾讯双方的用户大幅减少网络路由次数，提升内容下载速度，缩短文件传输时间。

回顾中国联通和腾讯近年来联合成立的公司以及重要的合作，可以发现在中国联通混改的路上，腾讯从未缺席。2017年以来，腾讯和中国联通便展开合作，此后双方结为战略合作伙伴，并在智慧文旅、5G电竞等领域展开深入合作。

表 2：中国联通与腾讯的历次合作

时间	事件
2017年8月	中国联通披露混改方案，包括腾讯在内的多家互联网公司参与。
2018年	在上海召开的世界移动大会上，中国联通与腾讯签署框架协议，结为战略合作伙伴，双方围绕5G展开联合创新，并建立“5G联合创新实验室”，在边缘计算、网络切片、车联网、高精度定位等领域长期稳定合作。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2019 年 3 月	在中国智慧文旅产业峰会上，中国联通与腾讯公司宣布，由双方共同出资成立的云景文旅科技有限公司（以下称“云景文旅”）正式成立并落地贵阳。
2019 年 8 月	在第九届“成都数字娱乐文化周”暨中国-中东欧国家数字经济发展会议上，中国联通与腾讯电竞签署战略合作协议，共建“5G 电竞联合实验室”。
2021 年 11 月	中国联通与腾讯在北京联合发布了《2021 中国智慧文旅 5G 应用白皮书》。

数据来源：通信世界微信公众号，东方证券研究所

混改红利持续显现。混改以来，中国联通与战投伙伴合作深度、广度不断拓展，取得了一系列令人欣喜的成果，改革红利持续显现。

- **一是创新能力显著提升。**在云计算领域，依托运营商算力网络和互联网企业产品研发的双重优势，联通云在几年时间内实现快速超越。自去年新战略发布以来，中国联通以云计算国家队的责任担当，立足自主创新，全面升级了新一代的云计算平台“联通云”，树立了“安全数智云”的品牌形象，形成了“安全可靠、云网一体、专属定制、经济实用、多云协同”的特色优势。联通云的核心优势主要体现在三个方面：技术创新上，更领先、更安全、更融合；产业赋能上，更懂客户、更易定制、更可信赖；生态共建上，更开放、更深入、更全面。根据 IDC 报告，2022 年上半年中国公有云服务市场中联通云 IaaS、PaaS、IaaS+PaaS 市场分增速位列所有厂商之首，其中 PaaS 排名前进 2 位，连续三个季度保持增速第一。此外，中国联通刘烈宏董事长还预计，到今年年底，联通云将完成 300 亿元左右的收入。
- **二是产品形态不断丰富。**中国联通在业内首创“2I2C”互联网卡产品模式，通过互联网化手段满足客户个性化信息通信服务需求。
- **三是内容生态加速构建。**深度推进产业合作，紧紧围绕价值经营，打造“终端+内容+应用”一体化的 5G 泛智能终端生态，赋能消费互联网。

三、国内运营商持续加大股东回报力度

1. **运营商盈利能力优秀，以中国移动为例，其净利率在国内外运营商中处于较高水平，2022H1 为 14.15%。** ROE 方面，中国移动与 AT&T 水平近似，但低于 verizon。经杜邦分析后，中国移动与 verizon 的差距主要存在于杠杆率上，即 verizon 的高 ROE 水平极大程度归因于其较高的杠杆率，侧面反映中国移动经营效率及管理能力优秀。

表 3：国内外运营商 ROE 水平及拆解

	公司	2018	2019	2020	2021	2022H1
ROE	中国移动	11.5%	10.2%	9.9%	10.1%	5.8%
	中国电信	6.1%	5.9%	5.8%	6.6%	4.3%
	中国联通(H)	3.3%	3.6%	3.9%	4.4%	3.3%
	verizon	32.3%	33.6%	27.5%	29.5%	11.7%
	AT&T	11.9%	7.5%	-3.0%	12.2%	6.3%
总资产周转率	中国移动		0.48	0.47	0.48	0.27
	中国电信	0.57	0.54	0.55	0.59	0.31

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	中国联通(H)	0.52	0.53	0.53	0.56	0.30
	verizon	0.50	0.47	0.42	0.39	0.18
	AT&T	0.35	0.33	0.32	0.31	0.12
净利率	中国移动	15.9%	14.3%	14.1%	13.7%	14.2%
	中国电信	5.5%	5.6%	5.4%	6.0%	7.6%
	中国联通(H)	3.5%	3.9%	4.1%	4.4%	6.2%
	verizon	12.3%	15.0%	14.3%	16.9%	14.9%
	AT&T	11.7%	8.3%	-2.2%	12.7%	16.3%
权益乘数	中国移动		1.48	1.51	1.53	1.52
	中国电信	1.98	1.96	1.98	1.86	1.80
	中国联通(H)	1.80	1.74	1.77	1.78	1.77
	verizon	5.42	4.86	4.71	4.57	4.39
	AT&T	3.00	2.94	3.11	3.28	3.44

数据来源：wind，东方证券研究所

- 运营商分红率提升，持续加大股东回报。中国移动表示，2023 年派息率将逐步提升至 70% 以上；中国电信 2022 年首次派发中期股息，中期派息率达 60%，并表示将积极履行 A 股上市三年内派息率达到 70% 以上的承诺；中国联通 2017-2021 年每股派息 CAGR 超 42%，2022 年每股派发中期股息 0.165 元，同比增长 37.5%。假设 2022 年移动/电信/联通派息率分别为 65%/65%/50%，对应目前 A 股股价的股息率分别为 5.28%/4.58%/2.42%，港股税后股息率分别为 5.43%/5.04%/4.32%，有望带来可观的现金分红。

表 4：三大运营商股息率测算（数据截至 2022.12.12）

代码	公司	股价(港元/元)	EPS(港元/元)		假定的派息率	股息率	
			22E	23E		22E	23E
0941.HK	中国移动	51.65	5.99	6.48	65%	5.43%	5.87%
0728.HK	中国电信	3.2	0.31	0.35	65%	5.04%	5.69%
0762.HK	中国联通	4.58	0.55	0.61	50%	4.32%	4.79%
600941.SH	中国移动	72.89	5.93	6.41	65%	5.28%	5.75%
601728.SH	中国电信	4.4	0.31	0.35	65%	4.58%	5.17%
600050.SH	中国联通	4.95	0.24	0.28	50%	2.42%	2.83%

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所

注：港股运营商数据单位为港元，A 股运营商数据单位为元。EPS 采用 wind、bloomberg 一致预期数据。港股运营商股息率为税后股息率。

风险提示

产业数字化业务及云业务不及预期：产业数字化业务，尤其是云业务是运营商经营业绩增长的来源之一，若运营商产业数字化业务、云业务发展不及预期，则会影响运营商的经营业绩。

国内云计算市场发展不及预期：若国内企业上云节奏减速，可能会导致国内云计算市场发展不及预期。

5G 建设不及预期：5G 网络建设是未来 5G 规模化应用的基础，若 5G 建设不及预期，则会影响 5G 发展的节奏，对运营商的业绩造成影响。

5G 用户推广不及预期：随着 5G 建设的推进，5G 网络用户规模将不断扩大，有助于推动运营商移动业务的量质双升。若 5G 用户数增长不及预期，则会影响运营商的经营业绩及价值。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。