

证券研究报告

行业研究

点评报告

通信

投资评级 看好

上次评级 看好

蒋颖 通信行业首席分析师
执业编号: S1500521010002
联系电话: +86 15510689144
邮箱: jiangying@cindasc.com

石瑜捷 通信行业研究助理
联系电话: +86 17801043822
邮箱: shiyujie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

2B 端创新业务引领估值重塑，把握运营商长期投资价值

——运营商追踪系列（一）

2023 年 2 月 17 日

行业变化: 运营商行业迎来三大边际变化，有望重塑估值体系，长期投资价值彰显：**（1）5G 时代**，运营商大力发展创新业务，新业务有望成为业绩增长“第一引擎”；**（2）中国特色估值体系**重塑运营商估值逻辑，国企数字经济排头兵有望迎来估值回归；**（3）共建共享**带动成本端下降，叠加 **ARPU** 有望提升，运营商盈利能力有望逐步提高。

点评:

一、5G 时代，运营商大力投入 2B 端新兴业务，创新业务积厚成势

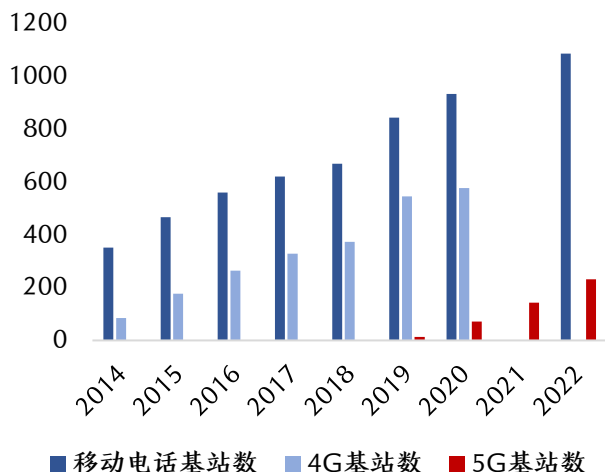
5G 基站建设稳步推进，5G 用户群体不断扩大，夯实运营商 2B 端创新业务发展基础，运营商新兴业务收入快速增长，拉动电信业务整体收入提升，创新业务有望成为业绩增长“第一引擎”。

根据工信部数据，截至 2022 年 12 月，我国 5G 基站总数达 231.2 万，比上年末净增 88.7 万个。根据三大运营商公布月度客户数，截至 2022 年 12 月，三大运营商 5G 用户总数达 10.95 亿户，环比增长 2.52%；其中，移动 5G 用户数 6.14 亿户，环比增长 3.1%，同比增长 58.7%，电信 5G 用户数 2.68 亿户，环比增长 1.9%，同比增长 42.7%，联通 5G 用户数 2.13 亿户，环比增长 1.6%，同比增长 37.3%。从用户数来看，5G 用户数持续稳健增加，新兴业务用户群体不断扩大。

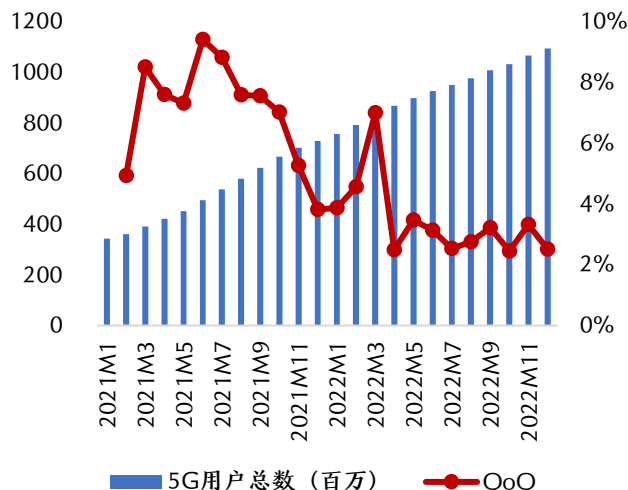
重点公司主要财务指标

公司名称	股价	PE			PB		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
中国移动(A)	77.80	/	13.1	12.1	1.4	1.4	1.3
中国联通(A)	5.21	25.2	20.6	18.3	1.1	0.9	0.9
中国电信(A)	5.70	20.5	18.3	16.4	1.2	1.2	1.1
中国移动(H)	57.75	10.6	9.8	9.1	1.0	1.0	/
中国联通(H)	5.92	12.4	/	/	0.5	/	/
中国电信(H)	4.01	14.4	12.3	10.9	0.9	/	/

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (预期为 wind 一致预期, 其中港股每股盈利取一致预期中位数, 股价为 2023 年 2 月 16 日收盘价)

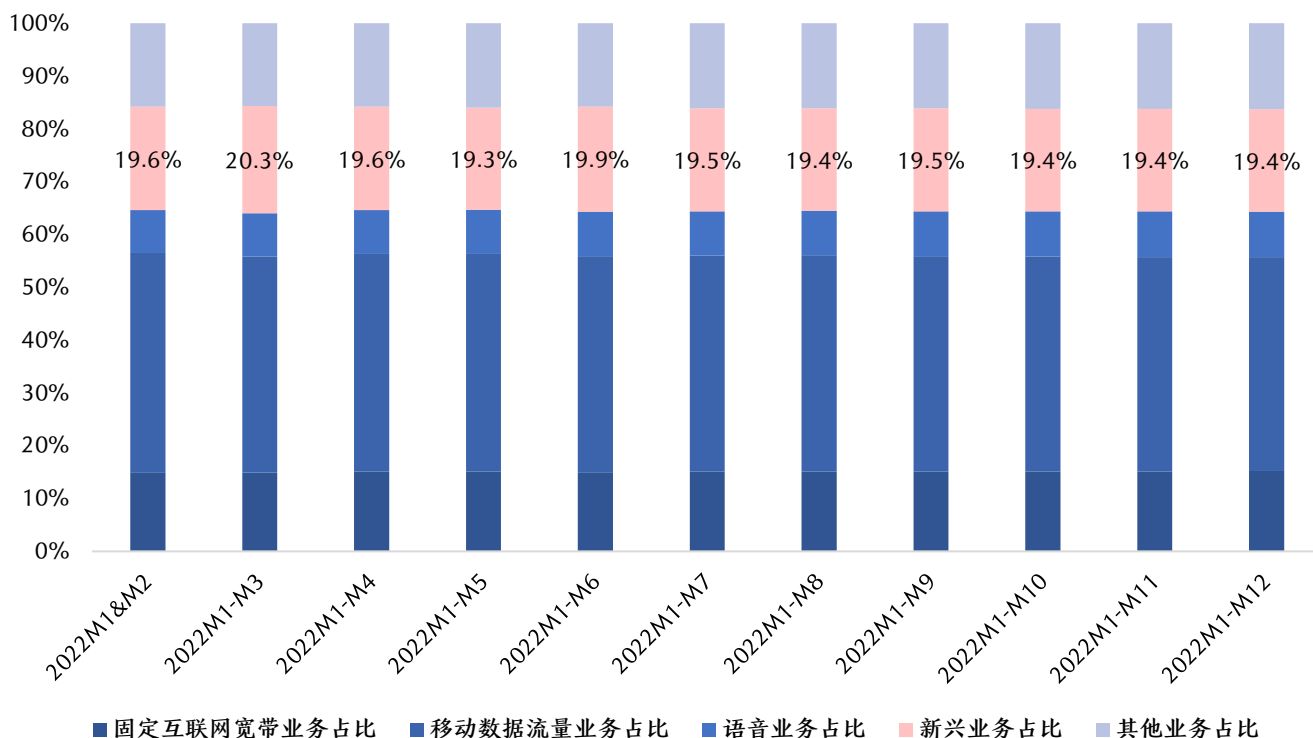
图 1: 5G 基站建设稳步推进 (万站)


资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

图 2: 三大运营商 5G 用户数持续增加 (百万户)


资料来源: 三大运营商公告, 信达证券研发中心

新兴业务收入快速增长, 持续拉动电信业务整体收入, 运营商业务结构得到优化。从业务结构来看, 三大运营商的移动数据流量业务仍占主要, 新兴业务收入贡献增长较快, 占比排名第二。根据工信部数据, 2022 年三大运营商全年移动数据流量业务/新兴业务/固网宽带接入业务/语音业务在电信收入中占比分别达到 40.5%/19.4%/15.2%/8.6%, 其中以数据中心、云计算、大数据、物联网等为主的新兴业务对收入的贡献作用不断增强, 占比由 2021 年的 16.1% 提升至 19.4%。

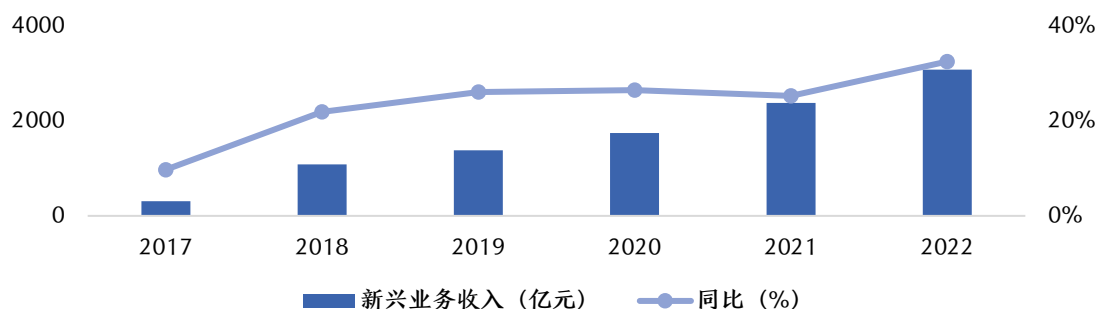
图 3: 新兴业务收入占比排名第二


资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

从细分板块增速来看, 三大运营商新兴业务收入同比增速是各业务条线中最高的, 维持在 30% 以上的增速, 同时新兴业务拉动电信业务收入增长最多, 维持在 5 个百分点以上。根据工信部数据, 2022 全年三大运营商新兴业务营收达到 3072 亿元, 同比增长 32.4%, 拉动

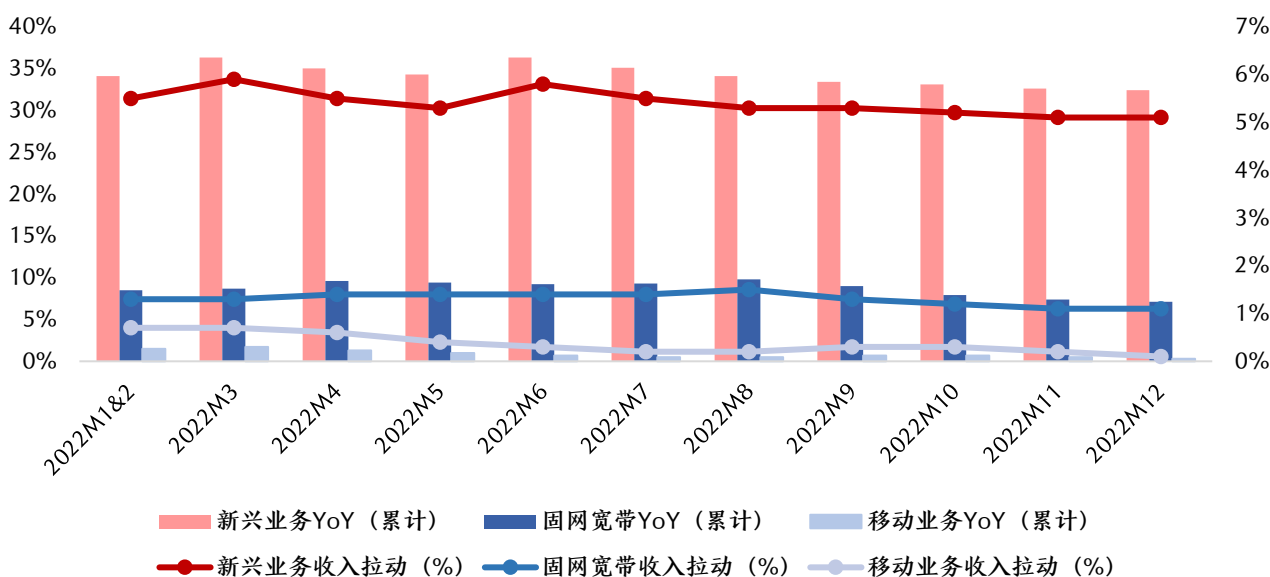
电信业务收入增长 5.1 个百分点。

图 4：新兴业务收入快速增长



资料来源：工信部，信达证券研发中心

图 5：新兴业务收入同比增速最高，且拉动电信业务收入增长最多



资料来源：工信部，信达证券研发中心

二、中国特色估值体系重塑运营商估值逻辑，国企数字经济排头兵有望迎来估值回归

运营商作为国企数字经济担纲，积极布局云计算、IDC、工业互联网等创新业务，算力网络的进一步发展将拉动底层云计算业务的需求，运营商具备较强的 IDC/云计算业务能力，在中国特色社会主义估值体系下有望迎来估值重塑。

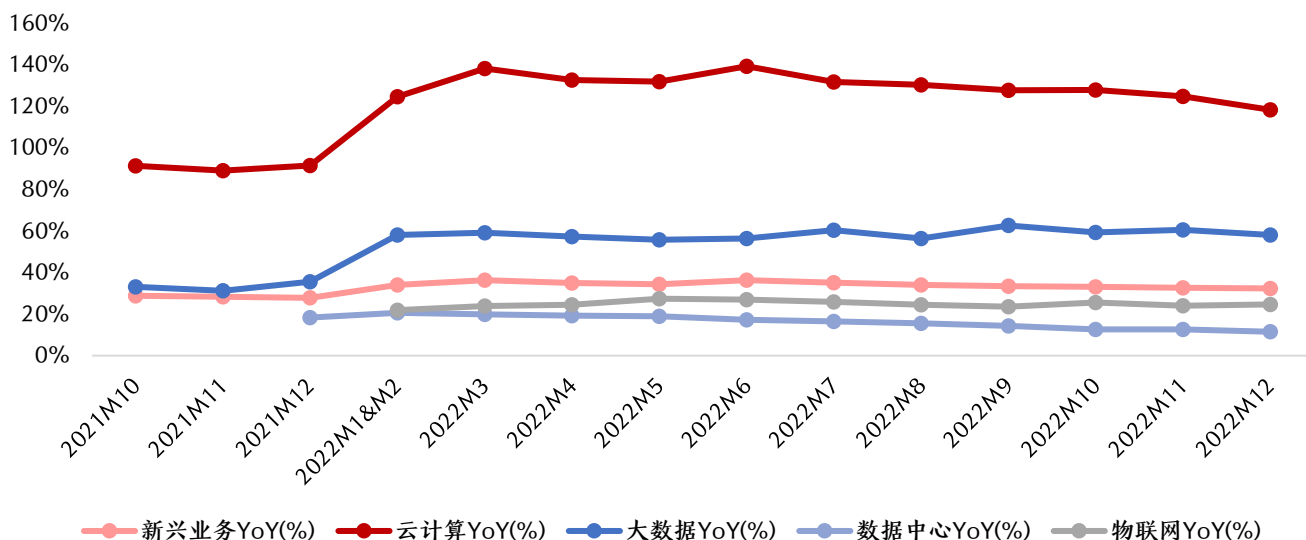
证监会主席易会满提出，要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。三大电信运营商作为国企数字经济担纲，积极布局云计算、数据中心、工业互联网等新兴业务，有望在中国特色估值体系下获得估值重塑的机会。

算力网络进一步发展，运营商云业务作为创新业务的贡献主力军有望首先迎来估值重塑机遇。运营商新兴业务主要由数据中心、云计算、大数据、物联网四大线条构成，其中云计算加速成长，未来或成为运营商新兴业务收入增长新引擎。根据工信部数据，截至 2022 年 12 月，运营商整体新兴业务同比增长（累计）达到 32.4%，其中云计算业务增速达到 118%，超过整体新兴业务增速，且成长速度远高于其他三项创新业务，在新兴业务细分领域增速排名第一；大数据、数据中心、物联网业务增速分别为 58%、12%、25%。未来 AIGC 加速发

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 3

展、算力需求持续增强的大背景下，运营商作为云计算国家队有望率先把握发展机遇，进一步完善自身云业务能力的同时，有望迎来云计算业务的重新估值机遇。

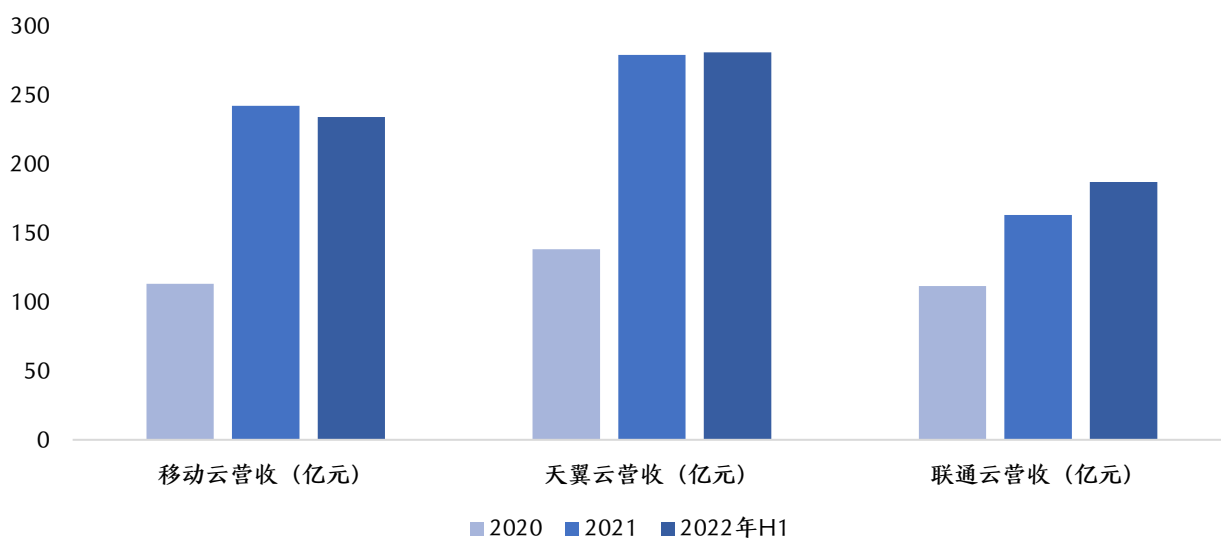
图 6：云计算业务增速在创新业务中排名第一（累计）



资料来源：工信部，信达证券研发中心

三大运营商积极发展云业务，天翼云和移动云营收体量领先，联通云营收增速明显。云作为数字化转型和融合创新的底座，在运营商创新业务板块中占据重要地位，三大运营商纷纷发力云业务，截至 2022 年半年报，天翼云市场影响力业内领先，收入体量最大，达到 281 亿元，同比增长 100.8%；移动云收入体量排名第二，达到 234 亿元，同比增长 103.6%；联通云增速较为明显，22 年上半年营收达到 187 亿元，同比增长 143%。

图 7：三大运营商云业务进一步发展



资料来源：三大运营商财报，信达证券研发中心

三、共建共享持续推进，成本端下降助力运营商板块盈利能力逐步提高

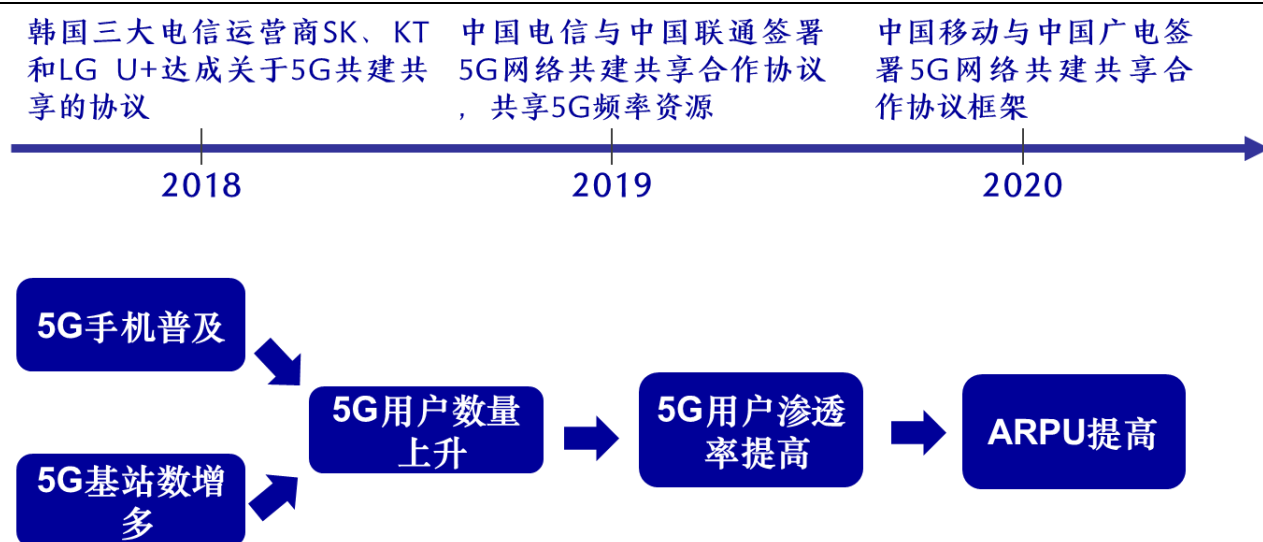
一方面，运营商已经度过前期投入高峰期，未来伴随共享共建的继续推进，成本端有望逐步改善；另一方面，伴随 5G 高价值用户数量变现逻辑的逐步落地，运营商整体 ARPU 有望获得修复，成本端叠加收入端的利好，运营商板块盈利能力有望逐步提升。

运营商在成本端的投资已经度过投入高峰期，未来伴随共享共建持续推进，成本端压力有望

逐步改善。运营商共建共享在全世界范围内已成为趋势，从国际来看，2018 年韩国三大电信运营商 SK、KT 和 LG U+达成了关于 5G 共建共享的协议，2019 年日本运营商 KDDI 和软银宣布将共同推进 5G 网络建设；从国内来看，2019 年中国电信与中国联通签署共建共享协议，2020 年中国移动与中国广电也相继达成合作协议框架，此后基站的共享共建进程持续稳定推进，进一步提升了基站投资效率，有效降低成本端支出。此外，5G 发展已经度过了前期高峰期，运营商 5G 网络建设节奏逐渐平缓，基站建设持续稳定进行。运营商在共享共建持续进行，叠加 5G 建设节奏稳定的大趋势下，成本端压力有望逐步释放。

5G 时代，高价值用户数量变现逻辑落地，ARPU 逐步提高。4G 时代的“价格战”策略在 5G 时代无法长久，三大运营商致力于引领行业协同，主动维护行业价值，在 5G 时代，重在比拼 5G 用户数及 5G 业务能力，伴随 5G 手机的进一步普及 5G 套餐用户数持续上升，高价值 5G 用户数比例的提高有助于拉动平均用户 ARPU 的回升。整体来看，运营商业务在成本端压力释放叠加收入端高价值用户增加的大背景下，盈利能力有望进一步提高。

图 8：运营商“收入端+成本端”双改善



资料来源：人民网、中国电信官网、国家广播电视总局官网，信达证券研发中心

➤ 投资建议与风险提示

三大运营商作为中国算力的核心底座支撑，是通信网络基础设施、云计算、IDC 的主力，2B 创新业务发展有望打开长期空间。重点关注：【中国联通】、【中国电信】、【中国移动】。

风险提示：行业竞争加剧；5G 建设不及预期；云计算需求不及预期；新冠疫情蔓延影响

研究团队简介

蒋颖，通信行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020 年，先后就职于华创证券、招商证券，2021 年 1 月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖智能制造&云计算 IDC 产业链、海缆&通信新能源产业链、智能汽车&智能电网产业链、5G 产业链等。曾获 2022 年 wind “金牌分析师”通信第 4 名；2020 年 wind “金牌分析师”通信第 1 名；2020 年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第 1 名；2020 年 21 世纪“金牌分析师”通信第 3 名；2019 年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第 5 名。

石瑜捷，通信行业研究助理，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联 MRI 研究中心，负责汽车板块研究。2020 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖物联网、车载导航、智能电网、运营商、5G 应用等领域。

陈光毅，通信组成员，北京大学物理学博士，凝聚态物理专业。2021 年 12 月加入信达证券研究开发中心，从事通信行业研究工作，主要覆盖海缆&通信新能源、激光雷达、车载控制器、云计算&5G 等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。