

# 通信行业 2024 年 2 月投资策略

## 布局高股息，掘金成长股

超配

### 核心观点

**2024 年 1 月行情回顾：板块表现弱于市场。**1 月沪深 300 指数全月下跌 5.1%，通信（申万）指数全月下跌 13.9%，跑输大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 19 名。各细分领域普遍下跌，运营商板块表现较优。

估值方面，截至 1 月底，通信板块估值回调，以申万通信为统计对象，1 月底 PE 估值为 18.2 倍，PB 估值为 1.7 倍，高于近十年估值 10 分位数水平，通信板块估值接近历史底部区间水平。

**2023 年四季度通信行业基金持仓分析。**根据申万通信分类，通信行业基金配置占比环比下降 0.6pct 至 3.0%。公募基金前十大通信重仓股的集中度有一定降低，重仓子版块包括光器件光模块、5G、运营商等。其中，海格通信、臻镭科技等卫星互联网板块公司持仓增加，而中兴通讯、中国移动、紫光股份、恒为科技等持仓规模下降明显。

**国资委全面推开央企市值管理考核。**运营商传统业务 ARPU 稳中有升、新兴业务快速发展，在资本开支精准投放、费用管控加强背景下，整体增长稳健。同时，运营商持续重视股东回报，2023 年分红比例有望提升，具备高分红属性。在此基础上，作为数据要素的核心环节，结合国央企重估背景，运营商估值具有上行空间。

**AI 多环节公司披露良好业绩，产业景气持续。**AI 产业链公司陆续披露业绩情况，从上游芯片代工，到中游光模块、服务器等多个算力产业链环节相关公司业绩表现良好，产业维持高景气度。全球 AI 投入和建设持续推进，光模块等算力基础设施环节有望持续受益。

### 投资建议：布局高股息，掘金成长股

**(1) 短期视角，国资委全面推进市值管理，具备稳增长、高分红属性的运营商具备估值上行空间，建议关注三大运营商及具备相似属性的运营商相关央企如中国铁塔等。**

**同时，当前部分细分板块估值水平已达历史底部水平，优质公司的长期投资价值凸显，如移远通信、拓邦股份、华测导航、中天科技等。**

**(2) 中长期视角，全球 AI 算力建设持续，产业趋势确定，持续关注算力基础设施：光器件光模块（中际旭创、天孚通信等），液冷（英维克、申菱环境等）。**

**2024 年 2 月份的重点推荐组合为：中国移动、中国铁塔、中际旭创、中天科技、华测导航、拓邦股份。**

**风险提示：**宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600941	中国移动	买入	102.43	2,191,263	6.36	6.93	16.1	14.8
600522	中天科技	买入	11.56	39,454	1.17	1.39	9.9	8.3
300627	华测导航	买入	23.50	12,782	0.84	1.05	27.9	22.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（截至 2024 年 1 月 31 日）

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 行业研究 · 行业月报

#### 通信

#### 超配 · 维持评级

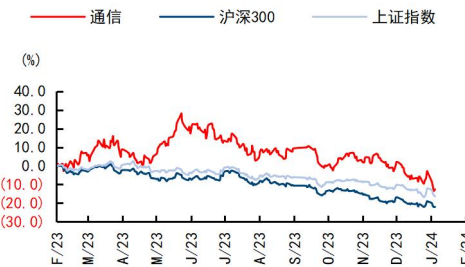
证券分析师：马成龙  
021-60933150  
machenglong@guosen.com.cn  
S0980518100002

证券分析师：袁文翀  
021-60375411  
yuanwenchong@guosen.com.cn  
S0980523110003

证券分析师：朱锟旭  
021-60375456  
zhukunxu@guosen.com.cn  
S0980523060003

联系人：钱嘉隆  
021-60375445  
qianjialong@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《通信行业周报 2024 年第 3 期-AI 芯片需求快速增长，算力军备竞赛持续》——2024-01-21
- 《通信行业周报 2024 年第 2 期-HPE 收购瞻博网络，CES 展端侧 AI 应用成亮点》——2024-01-14
- 《通信行业周报 2024 年第 1 期-星链手机直连卫星，数据要素行动计划发布》——2024-01-07
- 《通信行业 2024 年 1 月投资策略-关注算力与卫星主线，兼顾运营商与低估值板块》——2024-01-03
- 《通信行业周报 2023 年第 39 期-液冷数据中心应用加速，增发国债利好北斗产业》——2023-12-24

## 内容目录

<b>1 月行情回顾：板块表现弱于大市</b> .....	<b>5</b>
1 月通信板块下跌 13.9%，跑输大盘 .....	5
1 月通信板块估值回调 .....	5
1 月通信板块重点推荐组合表现 .....	7
2024 年 2 月通信板块重点推荐组合 .....	8
<b>通信行业 2023 年四季度基金持仓情况分析</b> .....	<b>9</b>
<b>国资委全面推开央企市值管理考核</b> .....	<b>12</b>
市值管理纳入央企考核，运营商有望迎估值重塑 .....	12
传统业务稳中有进，新兴业务快速发展 .....	12
资本开支精准投放，加强费用管控，ROE 稳步提升 .....	18
分红提升下关注高股息属性 .....	19
<b>AI 产业链公司披露良好业绩，产业趋势持续</b> .....	<b>21</b>
AI 产业链多环节公司披露良好业绩 .....	21
科技巨头算力军备竞赛持续，算力基础设施受益 .....	24
<b>投资建议：布局高股息，掘金成长股</b> .....	<b>28</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 通信行业指数 12 月走势 (截至 2024 年 1 月 31 日)	5
图 2: 申万各一级行业 10 月涨跌幅 (截至 2024 年 1 月 31 日)	5
图 3: 通信行业近 10 年 PE (TTM, 整体法) 估值情况	5
图 4: 通信行业近 10 年 PB (MRQ, 整体法) 估值情况	5
图 5: 通信行业 (国信通信股票池) 近 10 年 PE/PB	6
图 6: 通信行业 (国信通信股票池) 近 1 年 PE/PB	6
图 7: 申万一级行业市盈率 (TTM, 整体法) 对比	6
图 8: 申万一级行业市净率 (整体法, MRQ) 对比	6
图 9: 通信行业各细分板块分类	7
图 10: 通信板块细分领域 12 月涨跌幅	7
图 11: 通信行业 1 月涨跌幅前后十名	7
图 12: 2023Q4 申万一级行业基金重仓市值规模占比	9
图 13: TMT 板块基金重仓市值规模占比变动情况	9
图 14: 2023Q4 基金重仓通信个股的细分板块分布情况	10
图 15: 国资委研究市值管理纳入央企考核	12
图 16: 2023 年我国电信业务增长情况 (%)	13
图 17: 2023 年我国电新业务中新兴业务增长情况 (%)	13
图 18: 2019-23Q3 三大运营商收入情况 (亿元)	13
图 19: 2019-23Q3 三大运营商归母净利润情况 (亿元)	13
图 20: 三大运营商 5G 套餐客户数 (万户)	14
图 21: 移动电话用户数 (亿户) 及 5G 渗透率	14
图 22: 三大运营商移动业务 ARPU 值 (元)	14
图 23: 三大运营商移动业务收入 (亿元) 及增速	14
图 24: 中国移动和中国电信宽带综合 ARPU 值 (元)	15
图 25: 中国电信固网及智慧家庭服务收入 (亿元) 及增速	15
图 26: 中国移动 DICT 业务收入 (亿元)	15
图 27: 中国电信产业数字化业务收入 (亿元)	15
图 28: 2022 年中国公有云 IaaS 市场竞争格局	16
图 29: 23H1 运营商与阿里、华为云业务情况 (亿元)	16
图 30: 中国移动发布九天·众擎基座大模型	17
图 31: 上海移动 AI 服务器招标	17
图 32: 中国联通大数据业务收入 (亿元)	17
图 33: 中国电信成立数据要素产业联盟	17
图 34: 2018-23H1 三大运营商折旧与摊销情况 (亿元)	18
图 35: 2018-23H1 三大运营商折旧与摊销占比	18
图 36: 2018-23Q3 运营商销售费用率	19
图 37: 2018-23Q3 运营商研发费用率	19

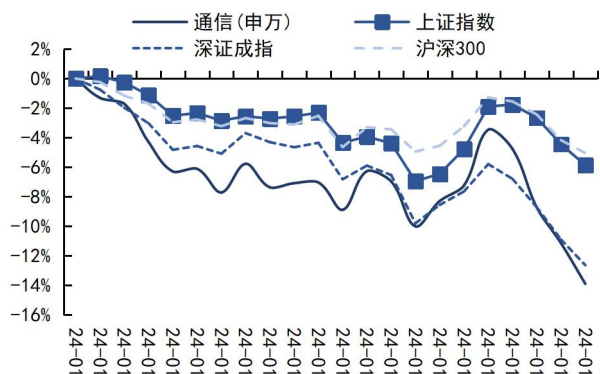
图 38: 三大运营商前三季度 ROE (摊薄)	19
图 39: 台积电单季度营收 (百万新台币) 及增速	21
图 40: 台积电单季度净利润 (百万新台币) 及增速	21
图 41: 台积电单季度营收拆分 (按应用领域, 百万新台币)	21
图 42: 台积电 HPC 领域单季度营收 (百万新台币) 及增速	21
图 43: 中际旭创单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)	22
图 44: 天孚通信单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)	22
图 45: 超微电脑单季度营业收入 (百万美元) 及增速	23
图 46: 超微电脑 OEM 和大型数据中心板块收入 (百万美元)	23
图 47: 微软单季度营业收入 (亿美元) 及增速	23
图 48: 微软单季度资本开支 (亿美元) 及增速	23
图 49: 谷歌单季度营业收入 (亿美元) 及增速	24
图 50: 谷歌单季度资本开支 (亿美元) 及增速	24
图 51: 大模型进展梳理 (2019-2023)	24
图 52: ChatGPT 用户数快速增长	25
图 53: AI 应用下载年量趋势	25
图 54: 海外三大云厂商及 Meta 资本开支 (百万美元)	25
图 55: 海外三大云厂商及 Meta 资本开支 yoy (%)	25
图 56: 扎克伯格宣布 Meta 将在 2024 年底取得 35 万张 H100 计算卡	26
图 57: 国内三大云厂商资本开支 (百万元)	26
图 58: 英伟达 H100 4SU 方案展示 (采用 800G 光模块)	27
图 59: UEC 部分成员	27
图 60: 谷歌自研 Falcon 协议	27
图 61: 中际旭创 PE Band	28
图 62: 中天科技 PE Band	28
图 63: 华测导航 PE Band	28
图 64: 拓邦股份 PE Band	28
表 1: 国信通信 1 月组合收益情况 (截至 2024 年 1 月 31 日)	8
表 2: 国信通信 2024 年 2 月推荐组合	8
表 3: 前十大基金重仓通信个股市值规模在行业重仓市值规模的占比情况	9
表 4: 2023Q4 基金重仓通信个股持股市值规模增减居前的个股	10
表 5: 陆股通持股市值规模前十的个股 (截至 2023. 12. 31)	10
表 6: 2023 年陆股通持股市值规模增减居前的个股	11
表 7: 运营商 A 股估值情况	12
表 8: 三大运营商新兴业务发展情况 (亿元, %)	16
表 9: 三大运营商资本开支情况 (亿元)	18
表 10: 运营商分红及股息率对比	20
表 11: 重点公司盈利预测及估值	29

# 1月行情回顾：板块表现弱于大市

## 1月通信板块下跌13.9%，跑输大盘

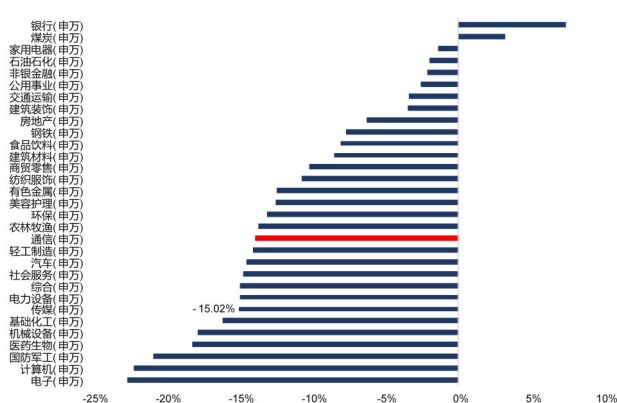
截至2024年1月31日，1月沪深300指数全月下跌5.1%，通信（申万）指数全月下跌13.9%，跑输大盘，在申万31个一级行业中排名第19名。

图1：通信行业指数12月走势（截至2024年1月31日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：申万各一级行业10月涨跌幅（截至2024年1月31日）

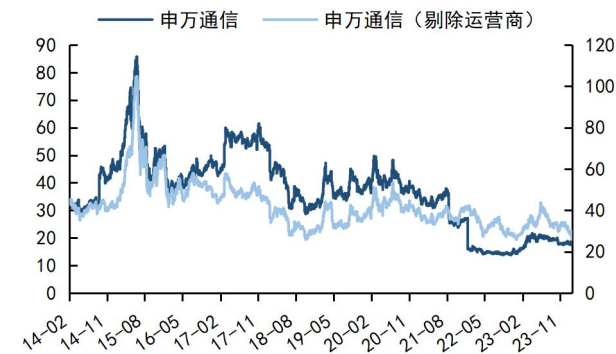


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 1月通信板块估值回调

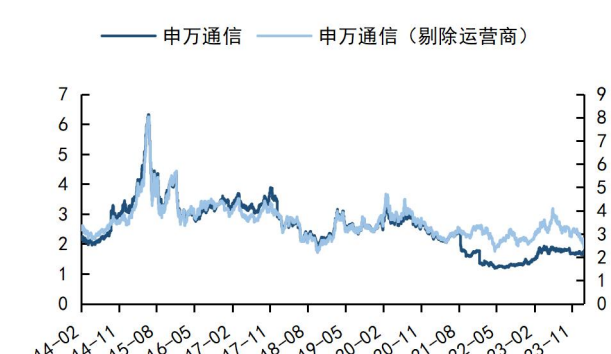
按照申万一级行业分类，以申万通信为统计基础，近10年行业PE（TTM，整体法，剔除负值）最低达到过13.9倍，最高达到过85.7倍，中位数37.6倍，1月底PE估值为18.2倍，高于近十年10分位数水平。

图3：通信行业近10年PE（TTM，整体法）估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至2024年1月31日）

图4：通信行业近10年PB（MRQ，整体法）估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至2024年1月31日）

以我们构建的通信股票池（176家公司，不包含三大运营商）为统计基础，近10年，通信行业PE（TTM，整体法，剔除负值）最低达到过15.9倍，最高达到过93.0倍，中位数41.0倍，1月底PE估值为19.3倍，处于近十年10分位数水平。通信行业PB（MRQ）最低达到过1.4倍，最高达到7.1倍，中位数3.1倍，1月底



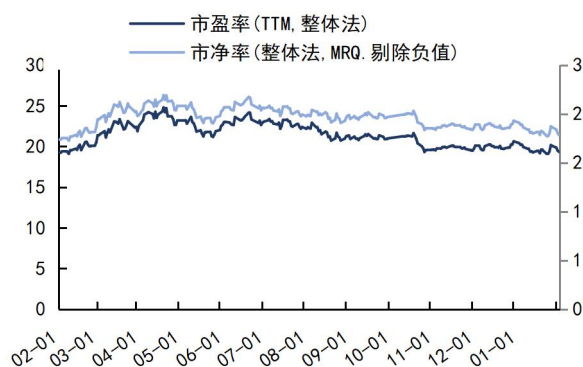
估值为 1.8 倍，低于历史 10 分位数水平。

图5: 通信行业（国信通信股票池）近 10 年 PE/PB



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年 1 月 31 日)

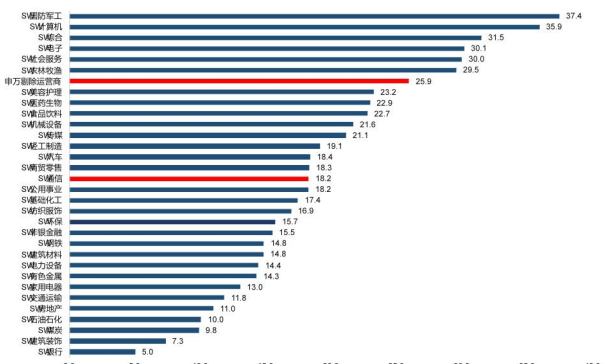
图6: 通信行业（国信通信股票池）近 1 年 PE/PB



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年 1 月 31 日)

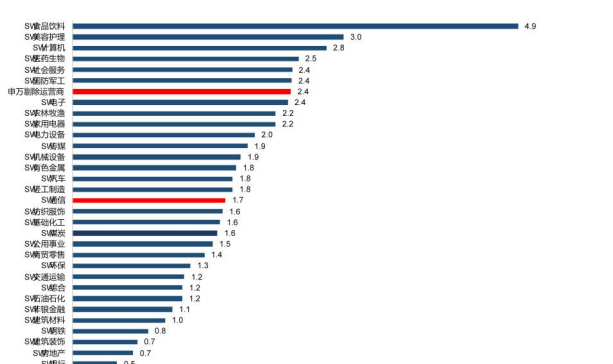
按照申万一级行业分类，申万通信行业的市盈率为 18.2 倍，市净率为 1.7 倍，分别位居 31 个行业分类中的 17 名和 16 名。若剔除中国移动、中国电信、中国联通三个对指标影响较大的标的，通信行业市盈率为 25.9 倍，市净率为 2.4 倍，处于全行业偏上水平。

图7: 申万一级行业市盈率（TTM, 整体法）对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年 1 月 31 日)

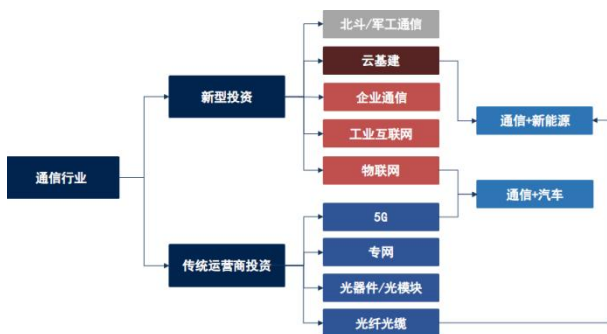
图8: 申万一级行业市净率（整体法, MRQ）对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2024 年 1 月 31 日)

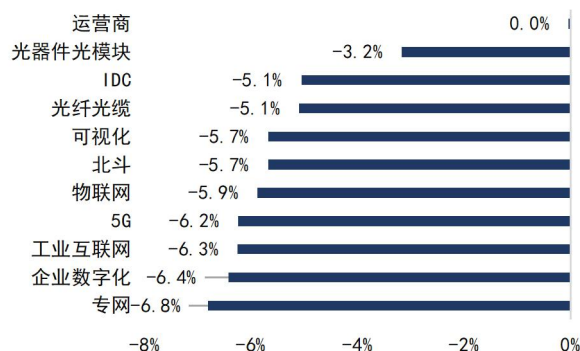
在我们构建的通信股票池里有 176 家公司（不包含三大运营商），1 月份平均涨幅-5.5%。1 月份通信行业中，细分板块普遍下跌，运营商、光器件光模块、IDC、光纤光缆、可视化、北斗、物联网、5G、工业互联网、企业数字化和专网跌幅分别为 0.0%、3.2%、5.1%、5.1%、5.7%、5.7%、5.9%、6.2%、6.3%、6.4%和 6.8%。

图9：通信行业各细分板块分类



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

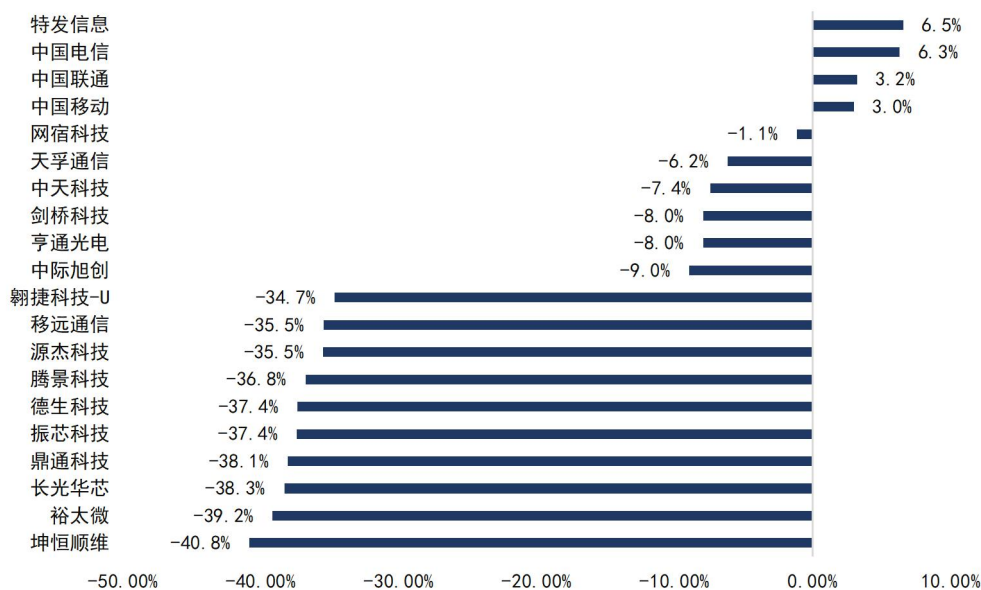
图10：通信板块细分领域 12 月涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 1 月 31 日）

从个股表现来看，2024 年 1 月份上涨的个股包括：特发信息（6.6%）、中国电信（6.3%）、中国联通（3.2%）和中国移动（3.0%）。

图11：通信行业 1 月涨跌幅前后十名



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 1 月 31 日）

### 1 月通信板块重点推荐组合表现

2024 年 1 月份的重点推荐组合为：中国移动、海格通信、英维克、拓邦股份、中际旭创、中天科技、移远通信。组合收益率跑输沪深 300 指数，跑输通信（申万）指数。

**表1: 国信通信 1 月组合收益情况 (截至 2024 年 1 月 31 日)**

年月	月度组合	月度收益率	组合收益率	沪深 300 指数收益率	通信板块指数收益率
2024 年 1 月	中国移动	3.0%			
	海格通信	-25.1%			
	英维克	-30.1%			
	拓邦股份	-25.7%	-18.55%	-4.17%	-11.16%
	中际旭创	-9.0%			
	中天科技	-7.4%			
	移远通信	-35.5%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 2024 年 2 月通信板块重点推荐组合

2024 年 2 月份的重点推荐组合为: 中国移动、中国铁塔、中际旭创、中天科技、华测导航、拓邦股份。

**表2: 国信通信 2024 年 2 月推荐组合**

上市公司名称	核心推荐逻辑
中国移动	国内电信运营商龙头, 具备稳增长、高分红属性, 估值具备上行空间
中国铁塔	全球龙头铁塔服务提供商, 折旧压力减轻、利润加速释放, 具备高分红属性
中际旭创	全球光模块龙头企业, 持续受益 AI 快速进展
中天科技	国内线缆龙头企业, 海风景气度迎拐点, 能源领域公司在手订单充足
华测导航	国内北斗应用龙头, 海外业务加速发展
拓邦股份	国内控制器双龙头之一, 下游库存逐步出清, 有望受益需求复苏

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

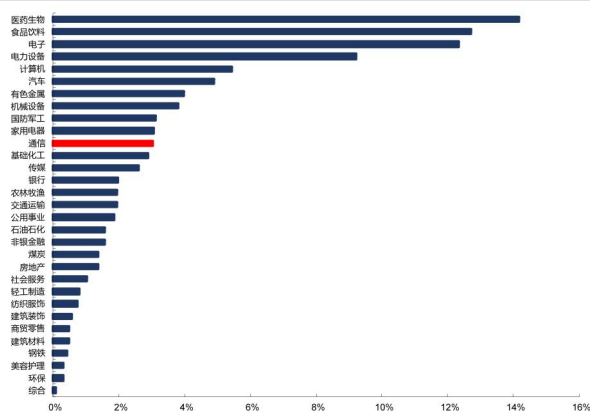


## 通信行业 2023 年四季度基金持仓情况分析

通信行业基金重仓股市值规模环比下降，配置占比环比提升，低于标准行业配置比例。我们选取股票型基金（不含指数型）、混合型基金（不含偏债混合型）的前十大重仓股（剔除港股）作为研究对象，基金重仓 A 股持股总市值为 1.87 万亿元。其中，按照申万一级行业分类，23Q4 基金重仓通信行业的市值规模为 568 亿元，占比 3.0%，环比-0.6pct，在 31 个行业中排名第 11 名，高于 23Q4 通信行业标准行业配置比例 2.6%（通信行业自由流通市值/万得全 A 自由流通市值）。

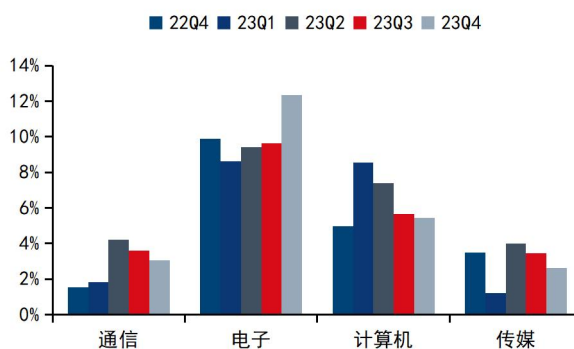
以我们构建的通信行业股票池里的上市公司为研究对象，则 23Q4 基金重仓通信行业的市值规模为 744 亿元，占比为 4.0%，高于 23Q4 通信行业股票池标准行业配置比例 2.6%。

图 12: 2023Q4 申万一级行业基金重仓市值规模占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: TMT 板块基金重仓市值规模占比变动情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公募基金重仓通信行业个股集中度环比下降，子板块分布总体较为分散。重仓配置个股来看，基于国信通信股票池，23Q4 基金重仓通信前十大个股市值合计为 558 亿元，占同期基金重仓通信行业市值规模的 75.0%，环比减少 2.3pct，23Q4 公募基金重仓通信行业个股集中度较高，环比略有下降。

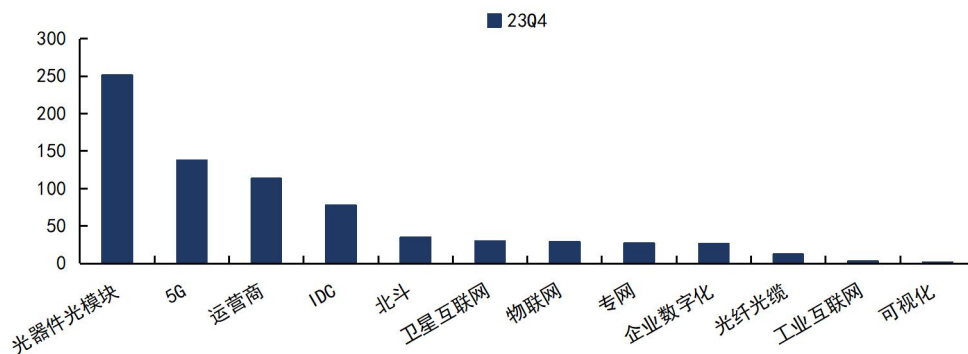
表 3: 前十大基金重仓通信个股市值规模在行业重仓市值规模的占比情况

		23Q4		23Q3		23Q2		23Q1		22Q4
1	中际旭创	17.0%	中兴通讯	16.2%	中兴通讯	22.6%	中兴通讯	12.4%	中天科技	10.2%
2	中国移动	12.9%	中际旭创	15.4%	中际旭创	16.7%	中国移动	10.3%	宝信软件	9.8%
3	沪电股份	10.2%	中国移动	13.1%	中国移动	8.2%	宝信软件	9.1%	中国移动	9.3%
4	宝信软件	8.6%	沪电股份	7.9%	天孚通信	6.8%	中际旭创	8.9%	中兴通讯	9.3%
5	天孚通信	7.2%	天孚通信	7.1%	新易盛	5.9%	沪电股份	6.4%	科士达	8.1%
6	新易盛	6.7%	宝信软件	5.8%	宝信软件	5.7%	亿联网络	6.4%	科华数据	7.4%
7	中兴通讯	5.8%	新易盛	4.5%	紫光股份	5.6%	振芯科技	5.0%	亿联网络	7.2%
8	七一二	2.8%	中国电信	3.0%	沪电股份	2.7%	中国电信	4.8%	亨通光电	6.3%
9	臻镭科技	2.0%	七一二	2.3%	七一二	1.7%	紫光股份	4.2%	意华股份	4.3%
10	中国电信	1.8%	亿联网络	2.0%	瑞芯微	1.5%	天孚通信	3.2%	瑞芯微	3.8%
	合计	75.0%		77.3%		77.6%		70.8%		75.9%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从子板块分布来看，23Q4 基金重仓个股更偏好光器件光模块、5G、运营商等板块。季度变化来看，重仓板块多数普遍减持，5G、企业数字化、运营商等减持持仓市值跌幅靠前，北斗、IDC 等板块持仓市值增加。

图 14: 2023Q4 基金重仓通信个股的细分板块分布情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股持仓规模增减情况来看，海格通信、臻镭科技、宝信软件等公司持仓增加；中兴通讯、中国移动、紫光股份、恒为科技等个股持仓规模下降。

表 4: 2023Q4 基金重仓通信个股持股市值规模增减居前的个股

序号	持仓市值规模增加居前个股	持仓市值规模增加金额 (亿元)	序号	持仓市值规模下降居前个股	持仓市值规模下降金额 (亿元)
1	海格通信	10.5	1	中兴通讯	-69.5
2	臻镭科技	9.8	2	中国移动	-19.1
3	宝信软件	9.7	3	紫光股份	-15.8
4	沪电股份	9.2	4	恒为科技	-8.7
5	新易盛	8.2	5	亿联网络	-6.7
6	振芯科技	7.8	6	天孚通信	-5.5
7	视源股份	5.3	7	上海瀚讯	-5.1
8	信维通信	4.8	8	中国电信	-4.9
9	网宿科技	4.2	9	烽火通信	-3.6
10	超讯通信	2.1	10	中际旭创	-2.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从陆股通配置通信行业个股的情况和增减仓情况来看，2023 年陆股通配置通信行业的持股市值增加 115 亿元。持股市值规模较大的个股行业涉及光器件光模块、运营商、通信设备、IDC 等领域。

表 5: 陆股通持股市值规模前十的个股 (截至 2023. 12. 31)

证券简称	截止日持股市值 (亿元, 人民币)	占自由流通股比 (%)	所属子版块
中际旭创	58.0	8.5%	光器件光模块
中国联通	41.2	7.3%	运营商
宝信软件	34.8	12.7%	IDC
中兴通讯	32.7	4.0%	5G
中天科技	31.7	9.6%	光纤光缆
中国移动	27.4	3.6%	运营商
中国电信	21.4	3.0%	运营商
英维克	19.1	21.7%	IDC
沪电股份	18.8	7.1%	5G
紫光股份	16.2	4.1%	企业数字化

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表6: 2023年陆股通持股市值规模增减居前的个股

序号	持仓市值规模增加居前个股	持仓市值规模增加金额 (亿元)	序号	持仓市值规模下降居前个股	持仓市值规模下降金额 (亿元)
1	中际旭创	44.9	1	科士达	-11.9
2	中国移动	19.6	2	中国联通	-8.7
3	英维克	17.2	3	中天科技	-8.1
4	中国电信	11.6	4	亿联网络	-5.7
5	天孚通信	10.8	5	网宿科技	-4.4
6	紫光股份	6.1	6	亨通光电	-1.9
7	华测导航	4.0	7	拓邦股份	-1.7
8	中兴通讯	3.6	8	科华数据	-1.2
9	华工科技	2.9	9	中颖电子	-0.9
10	新易盛	2.6	10	长飞光纤	-0.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

整体来看, 根据申万通信分类, 通信行业基金配置占比环比下降, 仍高于标准行业配置比例。公募基金前十大通信重仓股的集中度有一定降低, 重仓子版块包括光器件光模块、5G、运营商等, 其中, 海格通信、臻镭科技、宝信软件等公司持仓增加, 而中兴通讯、中国移动、紫光股份、恒为科技等持仓规模下降明显。2023年初至今陆股通配置通信行业的持股市值增加明显, 行业分布也较为分散。

## 国资委全面推开央企市值管理考核

### 市值管理纳入央企考核，运营商有望迎估值重塑

**国资委全面推开央企市值管理考核。**2024年1月24日，国新办举行新闻发布会，国务院国资委产权管理局负责人谢小兵介绍，国务院国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。1月29日，国务院国资委举行中央企业、地方国资委考核分配工作会议，会上表示将在前期试点探索、积累经验的基础上，**全面推开上市公司市值管理考核**，坚持过程和结果并重、激励和约束对等，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效，同时对踩红线、越底线的违规事项加强惩戒，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。

图 15: 国资委研究市值管理纳入央企考核

### 国资委：研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核

2024年01月24日12:17 | 来源：人民网

T+ 小字号

人民网北京1月24日电（记者王仁宏）今日，国务院国有资产监督管理委员会产权管理局负责人谢小兵在国新办新闻发布会上表示，国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。在前期推动央企把价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系基础上，**将把市值管理成效纳入对中央企业负责人考核**，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好回报投资者。

据悉，2023年，央企控股上市公司持续聚焦主业，整体规模持续提升，经营质量稳步提升。2023年三季度报告显示，383家央企控股的境内上市公司总资产、净资产规模分别达53万亿元、17万亿元，实现营业收入和归母净利润分别为18.63万亿元和1.06万亿元，整体净资产收益率达7.53%。

资料来源：人民网，国信证券经济研究所整理

**运营商估值具有上行空间。**运营商具有稳增长、高分红属性，在此基础之上，作为数据要素的核心环节，结合国企重估背景，运营商估值具有上行空间。

表 7: 运营商 A 股估值情况

公司代码	公司名称	PB			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600941.SH	中国移动	1.7	1.6	1.5	16.2	15.0	13.9
601728.SH	中国电信	1.2	1.1	1.1	17.3	15.6	14.1
600050.SH	中国联通	0.9	0.9	0.8	17.4	15.3	13.6

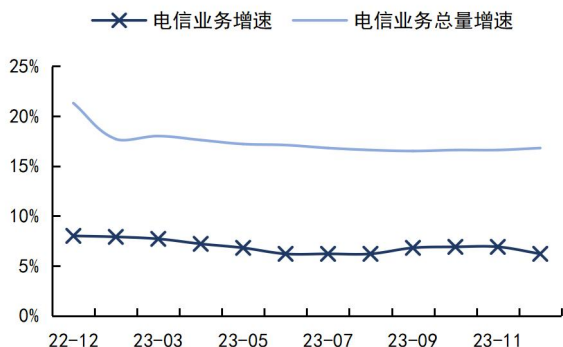
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理；注：中国移动、中国电信、中国联通盈利预测取Wind一致预期

### 传统业务稳中有进，新兴业务快速发展

**2023年我国电信业维持平稳发展。**根据工信部数据，2023年国内电信业务完成收入1.68万亿元，同比增长6.2%，其中新兴业务实现收入3564亿元，同比增长

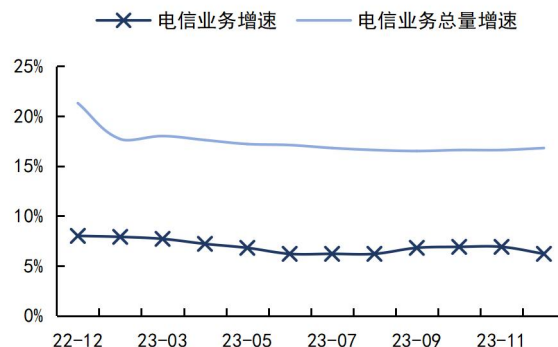
19.1%，在电信业务收入中占比由上年的 19.4% 提升至 21.2%，拉动电信业务收入增长 3.6 个百分点。

图 16: 2023 年我国电信业务增长情况 (%)



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

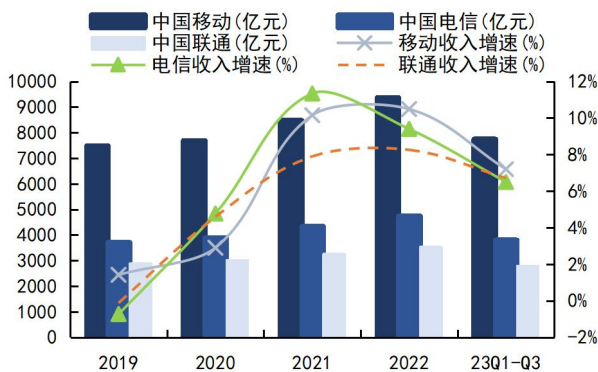
图 17: 2023 年我国电新业务中新兴业务增长情况 (%)



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

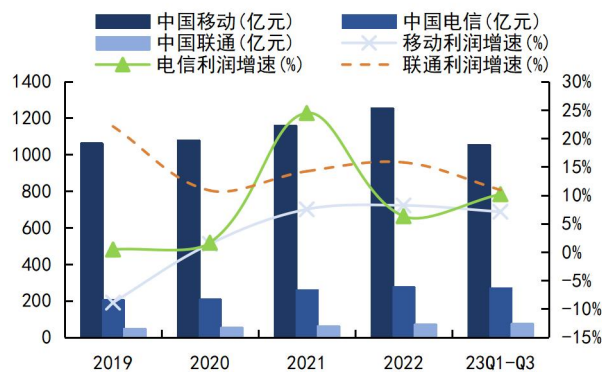
**三大运营商维度, 2023 年前三季度总体增长稳健。**据公司公告, 2023 年前三季度, 中国移动、中国电信和中国联通实现营业收入 7756 亿元 (同比+7.2%)、3811 亿元 (同比+6.5%) 和 2817 亿元 (同比+6.7%), 延续稳健增长态势。利润端, 中国移动、中国电信和中国联通分别实现归母净利润 1055 亿元 (同比+7.1%)、271 亿元 (同比+10.2%) 和 76 亿元 (同比+10.9%)。

图 18: 2019-23Q3 三大运营商收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2019-23Q3 三大运营商归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

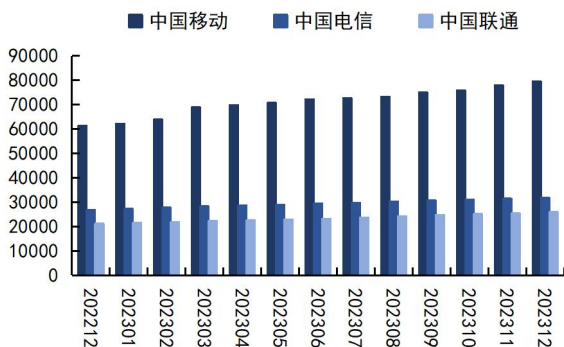
➤ 传统业务层面, 持续稳中有进, ARPU 仍有提升空间

(1) 移动业务: 稳中有进, 受益 5G 和增值业务

整体来看, 运营商移动业务受益于 5G 移动用户数提升。套餐用户维度, 2023 年, 运营商 5G 套餐用户数渗透率已提升至接近 80% 左右水平。后续随着更多套餐用户切换为 5G 手机 (即 5G 移动电话用户), 有望继续平缓 5G ARPU 值下降趋势, 带动整体 ARPU 提升, 驱动传统业务增长。具体来看, 根据工信部数据, 截至 2023 年, 三家基础电信企业的移动电话用户总数达 17.27 亿户, 比上年末净增 4315 万户。其中, 5G 移动电话用户达 8.05 亿户, 占移动电话用户的 46.6%。

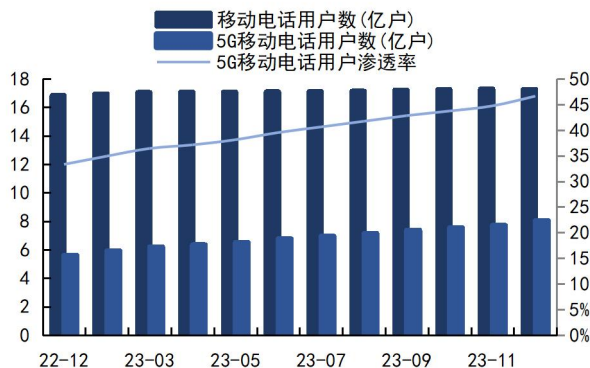


图20: 三大运营商 5G 套餐客户数 (万户)



资料来源: 运营商官网, 国信证券经济研究所整理

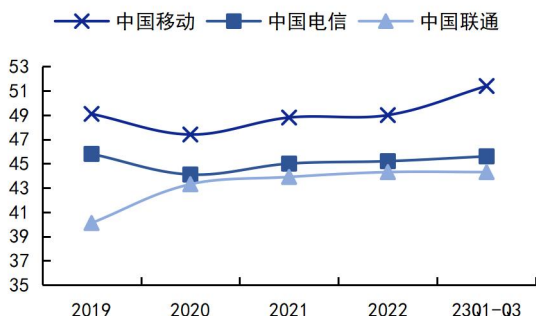
图21: 移动电话用户数 (亿户) 及 5G 渗透率



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

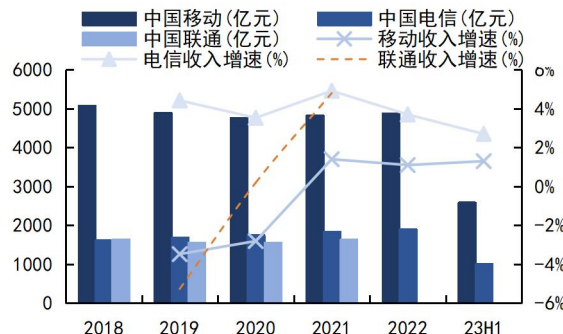
具体来看, 三大运营商移动业务取得稳健增长。**中国移动**: 前三季度, 个人市场移动用户数达 9.90 亿户, 其中 5G 套餐客户达 7.50 亿户; 移动 ARPU 51.4 元 (同比+1.0%)。**中国电信**: 2023 年前三季度, 移动通信服务收入为人民币 1519.16 亿元 (同比+2.4%), 移动用户净增 1,463 万户, 达到约 4.06 亿户, 5G 套餐用户净增 3965 万户, 达到约 3.08 亿户, 渗透率达到 75.8%, 移动用户 ARPU 为人民币 45.6 元, (同比+0.2%)。**中国联通**: 前三季度移动用户净增突破 783 万户, 移动 ARPU 提升至 44.3 元

图22: 三大运营商移动业务 ARPU 值 (元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 三大运营商移动业务收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## (2) 家庭宽带业务: 千兆宽带与智慧家庭推动增长

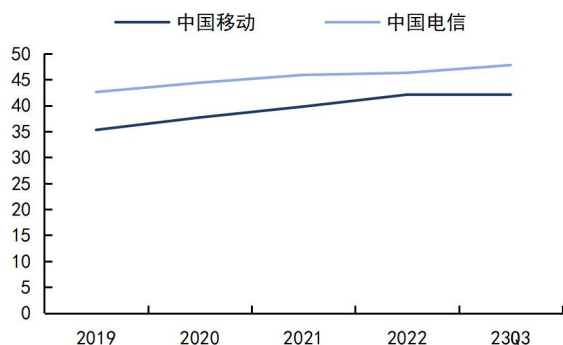
**中国移动**: 千兆宽带提速与智慧家庭业务持续推进。前三季度, 家庭宽带客户达 2.62 亿户, 家庭客户综合 ARPU 达到人民币 42.1 元 (同比+2.4%)。

**中国电信**: 2023 年前三季度, 公司固网及智慧家庭服务收入达到人民币 929.05 亿元, 同比增长 3.9%, 有线宽带用户达到 1.89 亿户, 智慧家庭收入保持快速增长, 拉动宽带综合 ARPU 达到人民币 47.8 元, 智慧家庭价值贡献持续提升。

**中国联通**: “双千兆”升级与 FTTR 加快推进, 推动为宽带业务可持续增长和价值提升。前三季度, 宽带接入及应用收入同比增长 8.7%达到人民币 460.4 亿元, 宽带综合 ARPU 达到 47.9 元, 用户价值稳中有升。

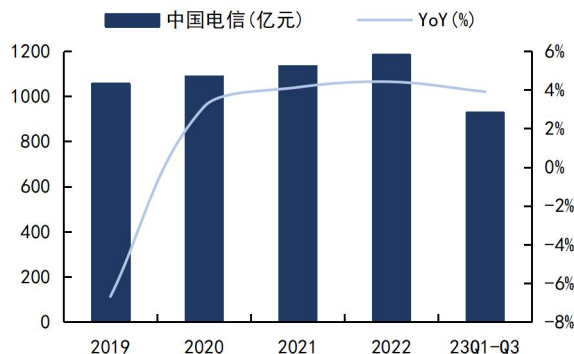


图24: 中国移动和中国电信宽带综合 ARPU 值 (元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 中国电信固网及智慧家庭服务收入 (亿元) 及增速

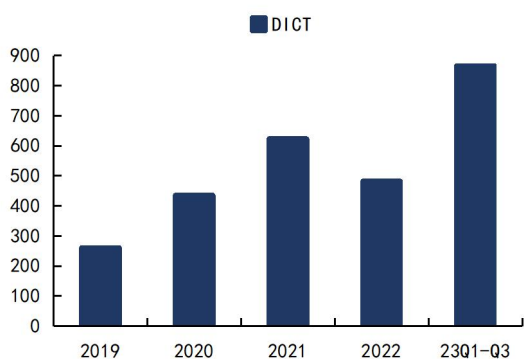


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ➤ 新兴业务维持较快增长动能

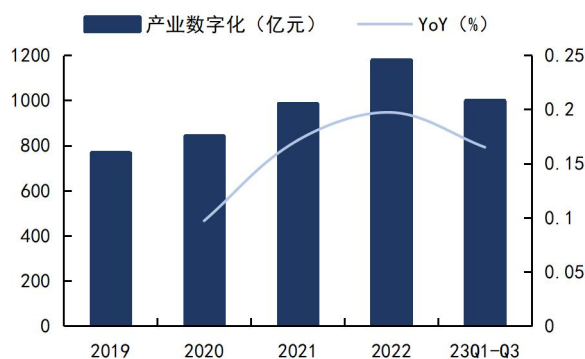
**三大运营商新兴业务维持较快增长:** **中国移动:** 前三季度, 公司 DICT 业务收入 866 亿元, 同比+26.4%; **中国电信:** 前三季度, 公司产业数字化业务收入达到 997 亿元, 同比+16.5%; **中国联通:** 前三季度“联通云”保持良好增长, 实现收入 367.0 亿元, 同比+36.6%。

图26: 中国移动 DICT 业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 中国电信产业数字化业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表8: 三大运营商新兴业务发展情况 (亿元, %)

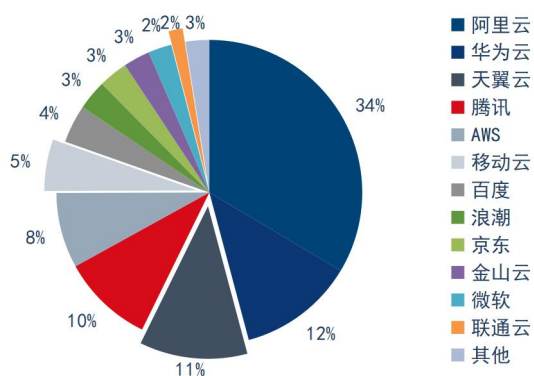
	2019	2020	2021	2022	23H1
<b>中国移动</b>					
政企业务 (亿元)	897	1129	1371	1682	1044
YoY (%)		26%	21%	23%	15%
占服务收入比重 (%)	13%	16%	18%	21%	23%
DICT	261	435	623	482	602
移动云	20	92	242	503	422
<b>中国电信</b>					
产业数字化 (亿元)	765	840	984	1178	688
YoY (%)		10%	17%	20%	17%
占服务收入比重 (%)	21%	22%	24%	27%	29%
天翼云	71	112	279	579	459
IDC	254	280	316	333	163
<b>中国联通</b>					
产业互联网 (亿元)	329	427	548	705	430
YoY (%)		30%	28%	29%	17%
占服务收入比重 (%)	12%	15%	18%	22%	25%
联通云	24	38	163	361	255
大数据	12	17	26	40	29
物联网	30	42	60	86	54

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### (1) 云业务: 持续发展, 市场份额稳步提升

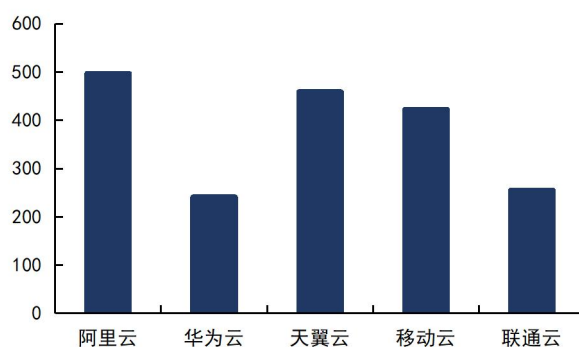
**运营商云业务持续发展, 市场份额稳步提升。**三大运营商云业务持续发展, 中国移动目标3年内移动云收入突破1500亿元; 电信和联通维持23年1000亿和500亿的云业务收入目标。从市占率角度来看, 根据IDC数据, 2022年国内公有云市场中, IaaS厂商中天翼云、移动云和联通云分列第三、第六和第十二, 市场份额分别为11%、5%和2%。根据目前已披露数据, 阿里云23H1实现收入497亿元, 华为云计算业务实现收入241亿元, 运营商云业务份额有望进一步提升。

图28: 2022年中国公有云IaaS市场竞争格局



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图29: 23H1 运营商与阿里、华为云业务情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### (2) 加强 AI 与算力布局, 增强科技创新能力

**围绕 AI 与智算方向, 运营商不断加强布局。**近期, 中国移动、中国电信先后展开 AI 服务器招标采购, 例如, 中国电信 AI 服务器采购招标落地, 共采购 4175 台训练型服务器; 中国移动稳步推进亚洲最大智算中心建设, 预计将有万片级 AI 加速芯片, 算力规模达 5EFLOPS。AI 大模型方面, 例如中国移动今年以来陆续发布“九

天·海算政务大模型”、“九天·客服大模型”和“九天·众擎基座大模型”，持续推进大模型布局和应用；2023 数字科技生态大会举办期间，中国电信在主论坛发布千亿参数星辰大模型以及一站式智算服务平台“慧聚”，通过构建一站式全链路的大模型流水线，为加速大模型的生产应用提供强劲动能。

图30：中国移动发布九天·众擎基座大模型



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图31：上海移动 AI 服务器招标

中国移动上海公司上海公司某重要客户智能算力建设工程GPU服务器 招标公告

本招标项目为中国移动上海公司上海公司某重要客户智能算力建设工程GPU服务器，招标编号：SHYD20230503907，招标人为中国移动通信集团上海有限公司，招标代理机构为 公诚管理咨询有限公司。项目资金由招标人自筹，资金已落实。项目已具备招标条件，现进行公开招标。有意参加的投标人（以下简称投标人）可前来投标。

1、项目概况与招标内容

1.1 项目概况

根据客户算力建设需求，本工程新建千卡级4800智算中心，为客户提供智能算力服务能力，项目预算41722.22万元。（含税，税率13%）

1.2 招标内容

招标货物的规格：41722.22万元（含税，税率13%）

货物名称：关于某重要客户智能算力建设工程GPU服务器等产品采购。

数量：采购127台GPU服务器、4套UFM智算管理设备、AI基础设施及组件和相关集成服务等内容。

主要技术参数详见第五项技术规范。

到货时间要求：中标通知书发出后15个自然日内。

安装及集成完成时间要求：中标通知书发出后30个自然日内。

交货地点：上海市松江文汇路1399号。

1.3 本项目不分标包。

1.4 本项目设有最高限价，最高限价为含税总价36922.2240.47元，税率13%，超出此最高限价的报价将做无效处理。

包段	产品名称	产品单位	需求数量
包1	人工智能通用计算设备（非标产品）	套	127,000
包1	一体机	套	4,000

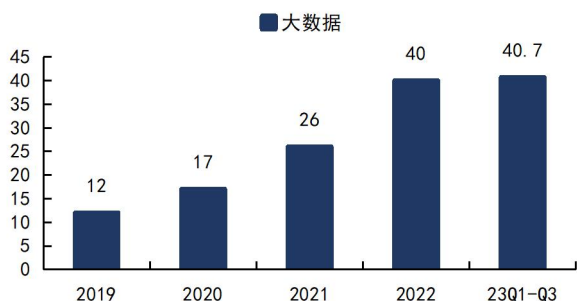
资料来源：中国移动采购与招标网，国信证券经济研究所整理

### （3）数据要素深度参与，加强数据要素资本化落地

数据要素政策催化持续，运营商大数据业务高速增长。国家数据局已正式挂牌成立，数据要素顶层设计持续完善。地方层面，自“数据二十条”发布以来，多地已开始数据要素市场的政策规划与探讨，围绕确权、定价、流通、监管等数字要素发展关键点积极推进。

运营商是数据要素产业链中的重要参与者，基于企业自身资源禀赋，多方位参与数据要素市场各环节的建设。例如：**中国联通**在大数据方面，公司深耕数字政府、数字金融、智慧文旅、工业互联网等领域，大数据业务收入实现人民币 40.7 亿元，同比增幅达到 46.7%；**中国电信**构建“数据要素交易+可信流通计算与共享+运营管理支撑”三大模块，提供全流程数据交易服务，并携手海南省大数据管理局等共 12 个合作单位和企业发起数据要素生态联盟。

图32：中国联通大数据业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：中国电信成立数据要素产业联盟



资料来源：中国电信，国信证券经济研究所整理

## 资本开支精准投放，加强费用管控，ROE 稳步提升

**资本开支精准投放，加大新兴业务投入。**运营商全年资本开支计划稳步推进，三根据工信部数据，2023 年，三家基础电信企业和中国铁塔共完成电信固定资产投资 4205 亿元，比上年增长 0.3%。其中，5G 投资额达 1905 亿元，同比增长 5.7%，占全部投资的 45.3%。

表9：三大运营商资本开支情况（亿元）

中国移动	连接	算力	能力	基础	总计
2022	1171	335	134	212	1852
2023E	1029	452	141	210	1832
YoY	-1%	35%	5%	-0%	-1%

中国电信	移动网 (5G+4G)	产业数字化	宽带网	运营系统	基础设施	总计
2021	398	173	161	46.0	89.3	867.2
2022	320	271	186	148		925.3
2023E	314.8	380	155	139.6		990.0
YoY	-2%	40%	-16%	-6%		7%

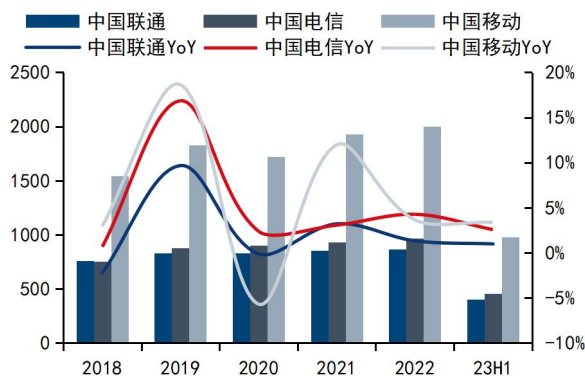
  

中国联通	基础设施、传输网及其他	固网宽带及数据	移动网络	算网投资	总计
2021	338.1	131.1	220.8		690
2022				142	742
2023E				149	769
YoY				5%	4%

资料来源：运营商官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

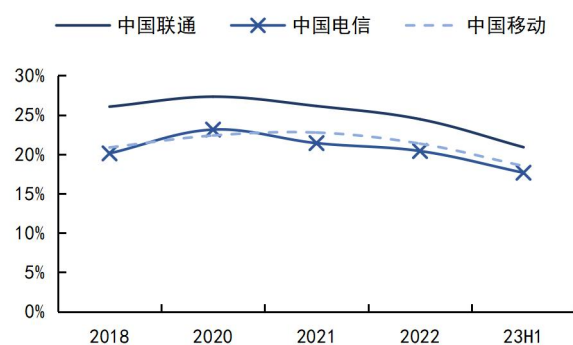
**受益于精准投资，运营商折旧占收比下行。**运营商折旧与摊销占收比持续下降，2023 年上半年，中国移动、中国电信及中国联通折旧与摊销占收比分别为 19%/18%/21%（基于中国企业会计准则），呈持续下降态势。

图34：2018-23H1 三大运营商折旧与摊销情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

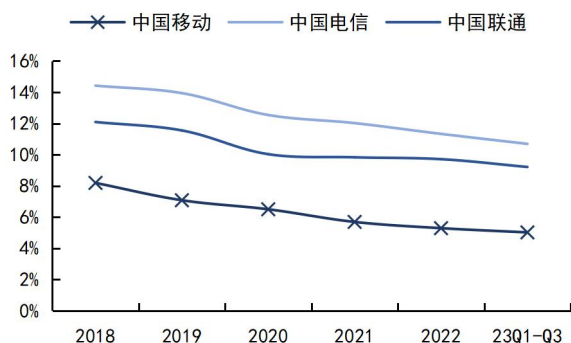
图35：2018-23H1 三大运营商折旧与摊销占收比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

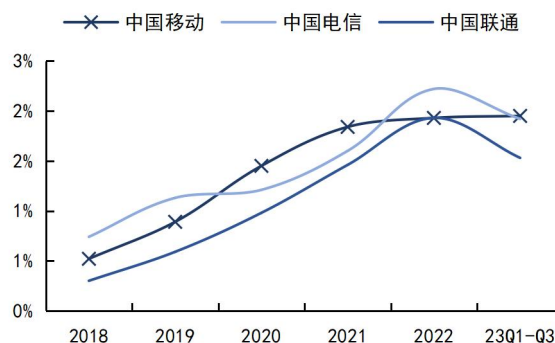
**费用端，有效管控销售费用，加大研发投入。**总体来看，近年来运营商竞争局势缓和，有效控制渠道门店经营，销售费用得到良好管控。围绕创新业务支持，运营商加大研发费用投入，2023 年前三季度，中国移动、中国电信和中国联通分别投入研发费用 151/73/43 亿元，分别同比增长 29%/24%/8%。

图36: 2018-23Q3 运营商销售费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

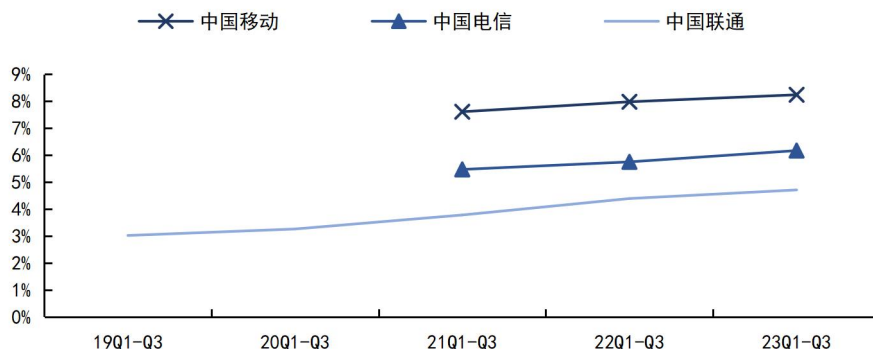
图37: 2018-23Q3 运营商研发费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**三大运营商 ROE 目前仍有提升空间。**运营商经过多年的投资建设,目前固定资产已经达到比较大的规模,每年的折旧摊销规模水涨船高。随着运营商资本开支精准投放,折旧与摊销规模或将超越当年资本开支,对应资产规模将停止攀升,甚至稳中有降。叠加运营商盈利能力提升,在杠杆率不变的情况下,运营商的 ROE 将稳步提升。从 2023 年前三季度情况来看,据 Wind 数据,2023 年前三季度,中国移动、中国电信和中国联通 ROE (摊薄)分别为 8.2%/6.2%/4.7%,同比提升 0.3/0.4/0.3pct,处于上升通道。

图38: 三大运营商前三季度 ROE (摊薄)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 分红提升下关注高股息属性

**运营商分红派息稳定提升,关注高股息属性。**中国移动、中国电信和中国联通拟分别中期派息每股 2.43 港元(折合人民币 2.2247 元)、每股 0.1432 元和每股 0.203 元,中期派息率分别为 62%/65%/50%。中国移动和中国电信派息率有望在 2023 年提升至 70%,结合业绩增长稳定属性,分红有望持续提升。

表 10: 运营商分红及股息率对比

公司代码	公司名称	派息率		股息率	
		2022	2023E	2022	2023E
601728.SH	中国电信	65%	70%	4.7%	4.1%
600941.SH	中国移动	66%	70%	5.7%	4.3%
600050.SH	中国联通	46%	-	2.4%	-
0728.HK	中国电信	65%	70%	7.3%	6.4%
0941.HK	中国移动	66%	70%	8.5%	7.2%
0762.HK	中国联通	46%	-	6.5%	-

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023 年股息率基于 Wind 一致预期归母净利润值和 2024 年 1 月 29 日收盘价计算, 人民币兑港币汇率取 1:1.092



## AI 产业链公司披露良好业绩，产业趋势持续

### AI 产业链多环节公司披露良好业绩

#### (1) 芯片代工环节：

**台积电四季度业绩超预期。**23Q4，台积电实现营收 6255.3 亿元新台币，环比增长 14.4%；折合美元 196.2 亿美元，超出管理层 188-192 亿美元的业绩指引。利润方面，23Q4 台积电实现净利润 2387.1 亿新台币，同比下降 19.3%。

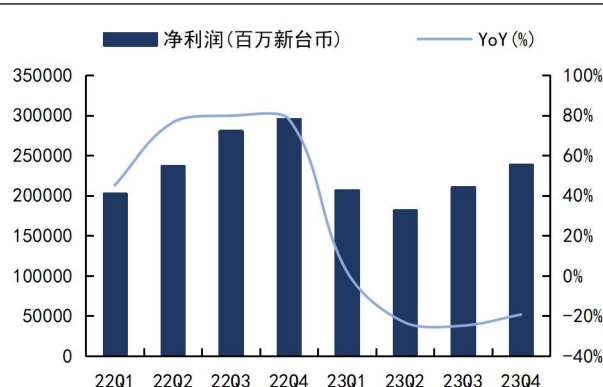
台积电预计 24Q1 实现收入 180-188 亿美元（按中位值计算环比下降 6.2%），智能手机收入的季节性波动将被 HPC 业务平滑。

图39：台积电单季度营收（百万新台币）及增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

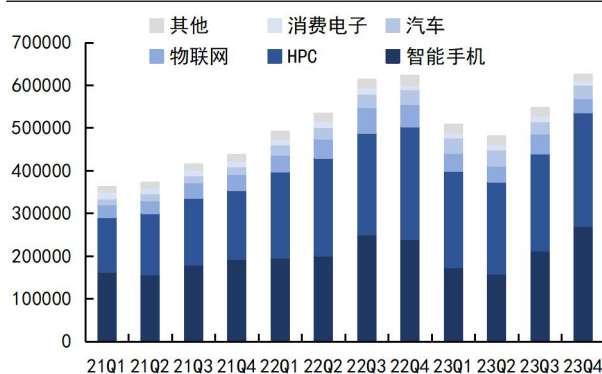
图40：台积电单季度净利润（百万新台币）及增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

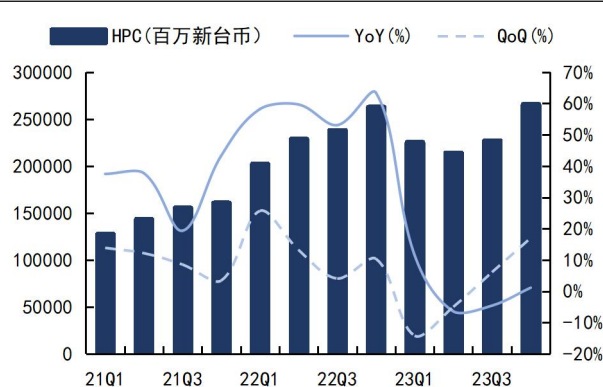
**以收入结构拆分，HPC 和智能手机环比显著增长。**按应用领域拆分收入结构，23Q4 台积电智能手机、HPC、物联网、汽车和消费电子板块分别实现收入 2703/2659/335/319/88 亿新台币，其中智能手机和 HPC 环比显著增长，增速分别达到 27%和 17%。

图41：台积电单季度营收拆分（按应用领域，百万新台币）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图42：台积电 HPC 领域单季度营收（百万新台币）及增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

**HPC 领域环比大幅增长主要受益于 AI 需求持续爆发。**根据台积电法说会资料，台积电管理层预计 AI 加速发展未来几年复合增长率 50%以上，AI 芯片营收占比将在 2027 年提高至 15%-20%，持续 AI 芯片领域旺盛需求。

## (2) 光模块环节：

### 天孚通信、中际旭创先后发布 2023 年业绩预告：

**中际旭创**发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 20.0–23.0 亿元，同比增长 63.4–87.9%；实现扣非归母净利润 19.0–23.0 亿元，同比增长 83.2–121.7%。单四季度来看，预计公司实现归母净利润 7.0–10.0 亿元，以中值计算，归母净利润同比增长 129.9%、环比增长 25.2%，单季度净利润延续环比增长趋势。

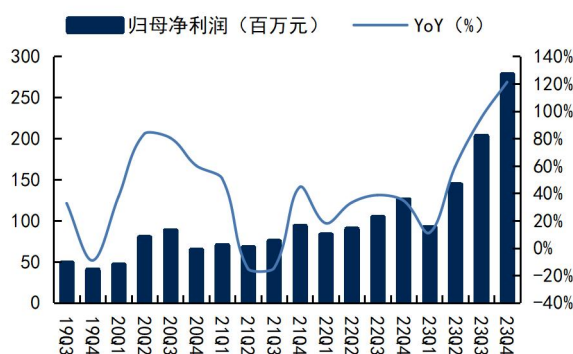
**天孚通信**发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 6.8–7.6 亿元，同比增长 68.0–88.0%；实现扣非归母净利润 6.5–7.4 亿元，同比增长 77.5–102.3%。单四季度来看，预计公司实现归母净利润 2.4–3.2 亿元，以中值计算，归母净利润同比增速为 121.1%，单季度净利润再创历史新高。

图 43：中际旭创单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理；注：2023 年四季度归母净利润基于业绩预告中值计算

图 44：天孚通信单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



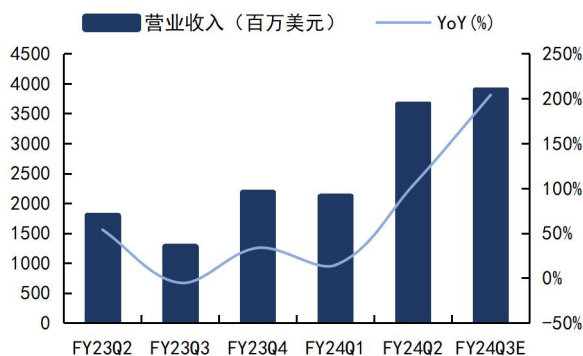
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理；注：2023 年四季度归母净利润基于业绩预告中值计算

## (3) 服务器环节：

**超微电脑 (Super Micro)**：公司目前为英伟达提供 A100/H100 的服务器及集群产品，聚焦服务器解决方案赛道。近期公司发布 2024 财年第二财季业绩，受益于全球 AI 算力需求的增长，2024 年第二季度公司营收为 36.65 亿美元，同比增长 103.25%，环比增长 72.91%，超出此前业绩指引；净利润为 2.96 亿美元，同比增长 68%，环比增长 88.54%。

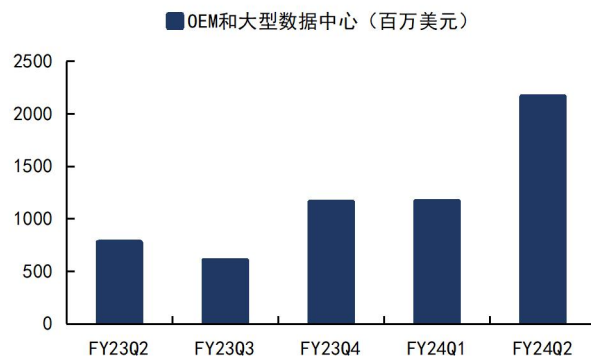
公司预计，FY24Q3 公司收入将在 37 亿美元至 41 亿美元之间，中值为 39 亿美元，同比将大幅增长 2.04 倍，环比增长 6.7%。另外，公司预计 2024 财年全年收入将在 143 亿美元至 147 亿美元之间，中值为 145 亿美元，同比增长 1.04 倍。

图45: 超微电脑单季度营业收入（百万美元）及增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图46: 超微电脑 OEM 和大型数据中心板块收入（百万美元）



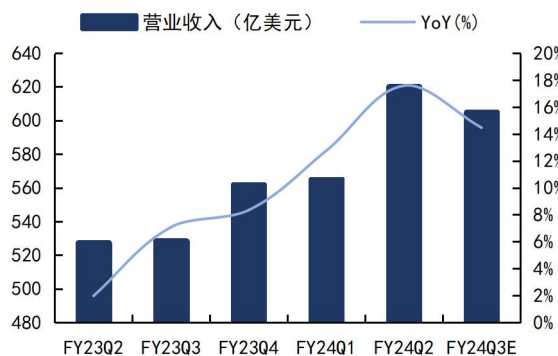
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

#### (4) 云厂商:

**微软:** FY24Q2 实现营业收入 620.2 亿美元，同比增长 17.6%，FY24Q3 收入指引为 600-610 亿美元；实现净利润 218.7 亿美元，同比增长 33.1%。AI 贡献加速，微软智能云部门单季度实现收入 258.8 亿美元，同比增长 20.3%；Azure 收入同比增长 30%，高于公司指引 26%-27%，其中 AI 驱动 6pct 的增长；生产力和企业流程部门收入 192.5 亿美元，同比增长 13.2%，Copilot 产品生态蓬勃发展。

资本开支方面，FY24Q2 微软 Capex 规模为 115 亿美元，同比增长 69.1%，数据中心、GPU 等 AI 相关前期部署成本增加，公司预计 2024 年资本支出将继续增长。

图47: 微软单季度营业收入（亿美元）及增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

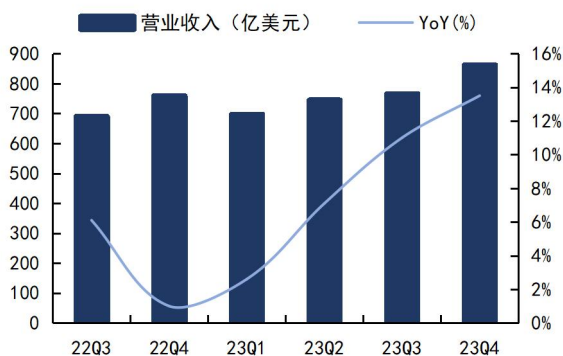
图48: 微软单季度资本开支（亿美元）及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

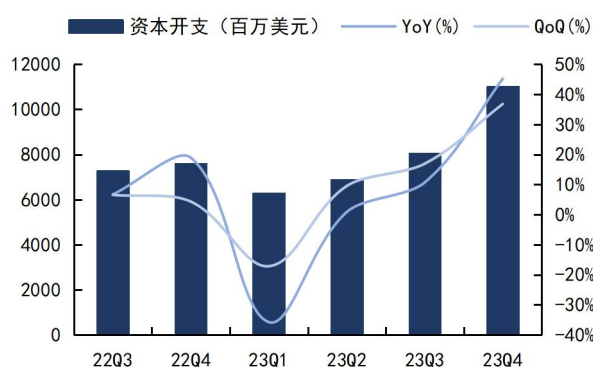
**谷歌:** 23Q4 谷歌实现营业收入 863 亿，同比增长 13.5%；23Q4 资本开支 110.2 亿美元，同比+45.2%、环比 36.8%，2024 年全年资本开支有望继续增长。

图49: 谷歌单季度营业收入（亿美元）及增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图50: 谷歌单季度资本开支（亿美元）及增速

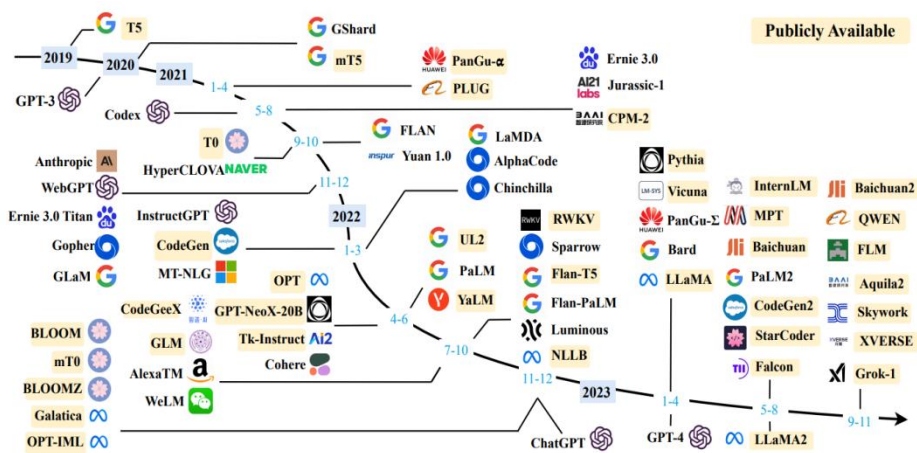


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 科技巨头算力军备竞赛持续，算力基础设施受益

**AI 大模型已有明确进展，应用端多点开花是趋势。大模型进展方面：**2023 年一季度以 OPEN AI 为代表开发的大语言模型成为现象级产品，标志着 AI 商业化落地有了明确进展。此后海外微软、谷歌、Meta 等公司均发布自己的大模型产品，国内百度、阿里、科大讯飞等众多公司也在很快的时间内推出了自己的大模型。

图51: 大模型进展梳理（2019-2023）



资料来源: RUC AI Box, 国信证券经济研究所整理

**应用端：ChatGPT 是首个现象级产品，当前各类应用进展加速。**2023 年 2 月智能聊天程序 ChatGPT 仅推出两个月，月活跃用户数已经破亿，成为目前最快实现用户数破亿的消费级应用，标志着 AI 应用有望进入商业化落地的加速阶段。除了 chatGPT 外，AI 应用也在不断出现新的变化，例如 Midjourney、DallE、Adobe 生成式 AI 工具“Firefly”等在用户规模上取得明确进展。

据 SensorTower《2023 年 AI 应用市场洞察》报告显示，AI 应用下载量同比增长 114%，突破 3 亿次，超过 2022 年全年水平。同时，AI 应用内购收入同比增长 175%，接近 4 亿美元。

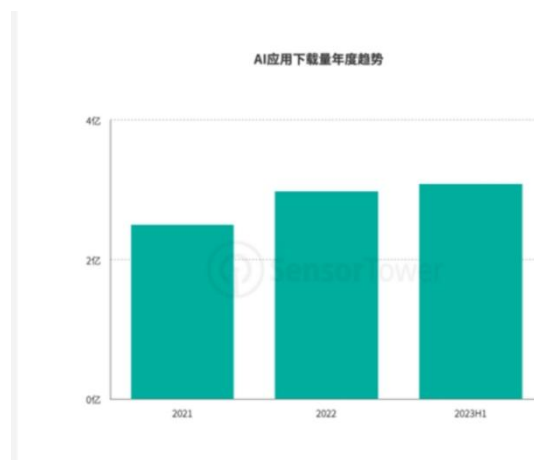


图52: ChatGPT 用户数快速增长



资料来源: 搜狐, 国信证券经济研究所整理

图53: AI 应用下载量趋势

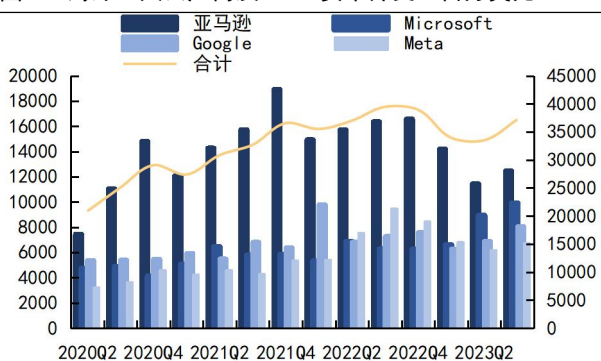


资料来源: SensorTower, 国信证券经济研究所整理

大模型带来第一波训练需求释放, 应用进展推动对于硬件环节需求长期增长。2023 年作为 AI 大模型商业化进展的开始, 全球大厂纷纷加大投入推动进展, 尤其是加大对于 AI 硬件基础设施的前期投入, 推动模型训练需求释放。

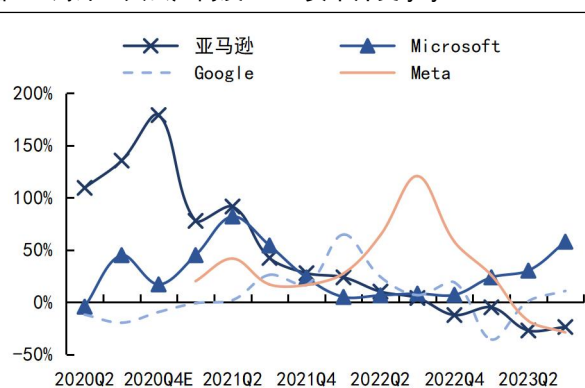
(1) 海外视角: 23Q3 海外云厂商资本开支环比回升。2023 年三季度, 海外三大云厂商及 Meta 资本开支 (非净额口径) 合计 372.1 亿美元 (同比-6%, 环比+11%)。其中: 亚马逊 (Amazon) 23Q3 资本开支 124.8 亿美元 (同比-24%, 环比+9%); 微软 (Microsoft) 23Q3 资本开支 99.2 亿美元 (同比+58%, 环比+11%); 谷歌 (Google) 23Q3 资本开支 80.6 亿美元 (同比+11%, 环比+17%); Meta (Facebook) 23Q3 资本开支 67.6 亿美元 (同比-29%, 环比+9%)。

图54: 海外三大云厂商及 Meta 资本开支 (百万美元)



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

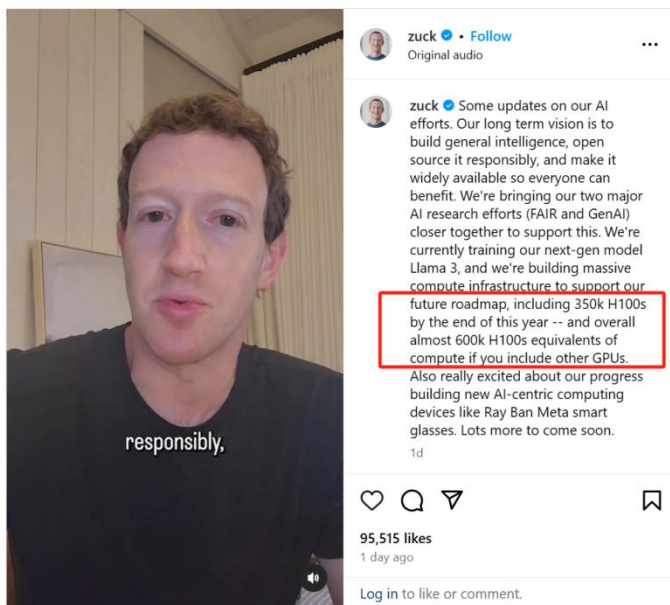
图55: 海外三大云厂商及 Meta 资本开支 yoy (%)



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

Meta 近期宣布将在 2024 年持续加大 AI 芯片采购。马克·扎克伯格近期宣布 Meta 通过投资英伟达的 H100 显卡, 承诺致力于人工智能, 目标是到 2024 年底总共拥有 35 万台 H100 显卡。

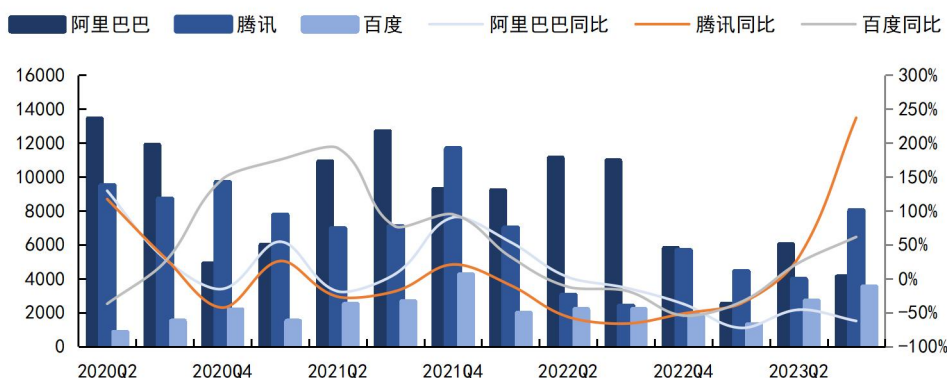
图56: 扎克伯格宣布 Meta 将在 2024 年底取得 35 万张 H100 计算卡



资料来源: Instagram Reels, 国信证券经济研究所整理

**(2) 国内视角: 23Q3 国内三大云厂商资本开支同比提升, 腾讯、百度同比大增。**根据 BAT 三大云厂商数据, 整体来看, 23Q3 BAT 资本开支合计 156.5 亿元 (同比+1%, 环比+24%)。其中: **阿里巴巴** 23Q3 资本开支 41.1 亿元 (同比-62%); **腾讯** 23Q3 资本开支 80.1 亿元 (同比+237%); **百度** 23Q3 资本开支 35.3 亿元 (同比+61%)。

图57: 国内三大云厂商资本开支 (百万元)



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

**带宽和算力提升是网络配置演进趋势。**以英伟达的方案为例, 从 A100 到 H100 再到 GH200 超级芯片, 单卡算力和网络互联带宽保持了快速提升。

A100: 40GB 的高速 HBM 显存, NVLINK 互联带宽为 600GBps, 支持 8 卡互联, 网卡和交换机配置为 200G, 采用 200G 光模块。

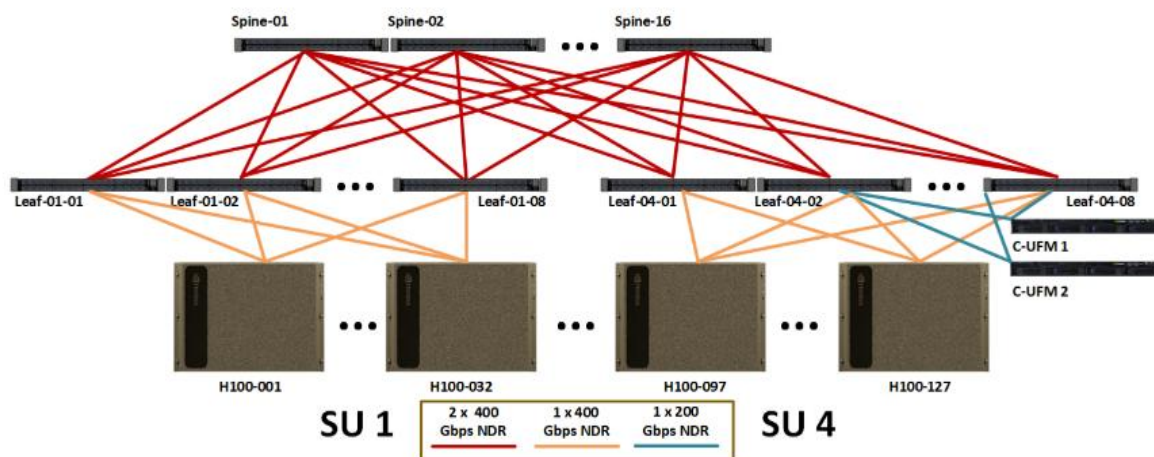
H100: 和 A100 相比, 显存提升到 160GB, NVLINK 互联带宽提升到 900GBps, 网卡和交换机升级为 400G, 采用 400G 和 800G 光模块。



GH200: 1) 大内存: 256 个超级芯片互联得到的 GH200 超级计算机拥有 144TB 的内存, 可以存储更大规模的模型和数据。

高带宽互联方面, 在 A100 和 H100 方案中, NVLINK 技术只用于服务器内部 8 张 GPU 卡之间的互联, 其中 A100 的芯片互联带宽为 600GBps, H100 为 900GBps。在 GH200 系统中, 每张 SuperChip 可以视为一个服务器, 同时芯片之间的互联变为通过 NVLINK SWITCH 来完成, 使得系统中的每个 GPU 都可以用 900GBps 的速度访问其他 GPU, 带宽得到明显提升, 推动通信侧速度快速提升。

图58: 英伟达 H100 4SU 方案展示 (采用 800G 光模块)



资料来源: 英伟达, 国信证券经济研究所整理

**以太网技术加速革新, 推动在 AI 领域与 IB 展开竞争。**超以太网联盟 (Ultra Ethernet Consortium, UEC) 集结了 AMD、Intel、博通、思科、Arista、HPE、Meta、微软等云厂商, 为 AI 领域提供基于以太网的开放、可互操作、高性能的全通信堆栈架构。UEC 将推出新传输协议, 提供更灵活的传输, 不需要无损网络, 允许 many-to-many 人工智能工作负载所需的多路径和无序数据包传输等功能。

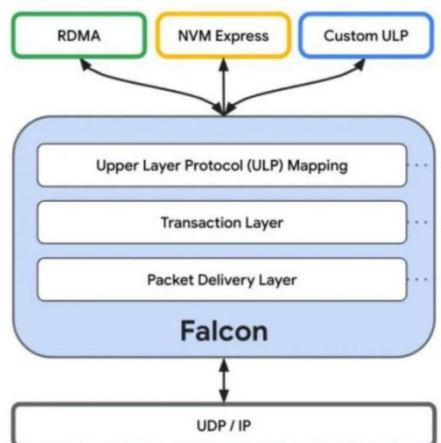
无独有偶, 谷歌也自研了 Falcon 传输协议, 支持 RDMA 和 NVMe 以及扩展的上层协议 ULP, 通过映射层它还兼任传统 IB 的 Verbs。

图59: UEC 部分成员



资料来源: UEC 官网, 国信证券经济研究所整理

图60: 谷歌自研 Falcon 协议



资料来源: 谷歌, 国信证券经济研究所整理

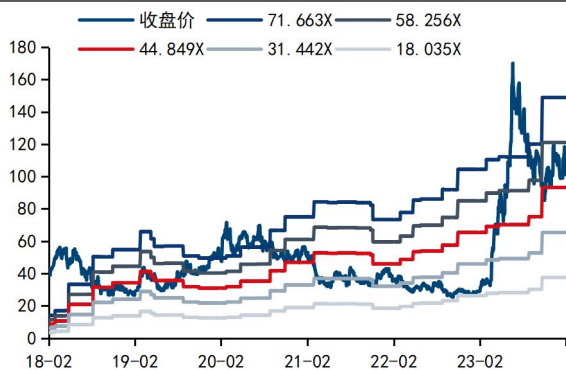
## 投资建议：布局高股息，掘金成长股

(1) 短期视角，国资委全面推进市值管理，具备稳增长、高分红属性的运营商具备估值上行空间，建议关注三大运营商及具备相似属性的运营商相关央企如中国铁塔等。

同时，当前部分细分板块估值水平已达历史底部水平，优质公司的长期投资价值凸显，如移远通信、拓邦股份、华测导航、中天科技等。

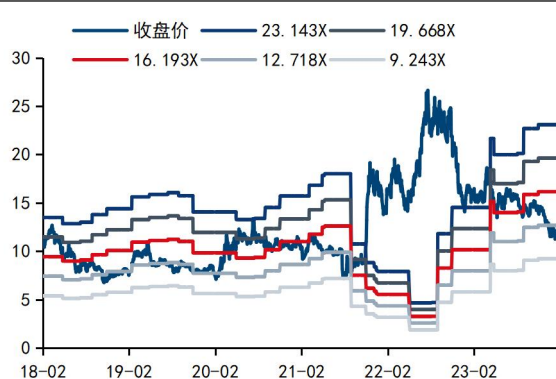
(2) 中长期视角，全球 AI 算力建设持续，产业趋势确定，持续关注算力基础设施：光器件光模块（中际旭创、天孚通信等），液冷（英维克、申菱环境等）。

图 61：中际旭创 PE Band



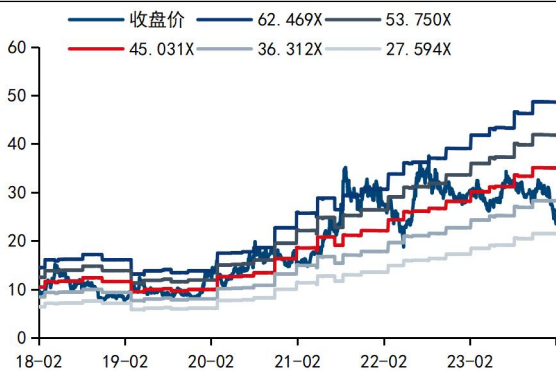
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 1 月 31 日）

图 62：中天科技 PE Band



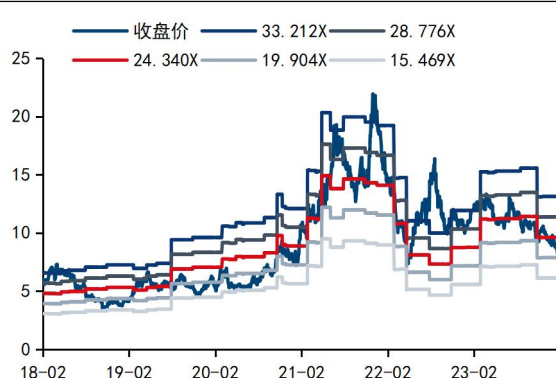
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 1 月 31 日）

图 63：华测导航 PE Band



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 1 月 31 日）

图 64：拓邦股份 PE Band



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 1 月 31 日）

**表 11: 重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E
300628.SZ	亿联网络	买入	24.37	1.63	1.89	2.24	15.0	12.9	10.9	3.4
603236.SH	移远通信	买入	34.68	0.32	2.61	3.46	108.4	13.3	10.0	2.3
300638.SZ	广和通	买入	13.77	0.78	0.99	1.18	17.7	13.9	11.7	3.4
002139.SZ	拓邦股份	买入	7.25	0.48	0.65	0.79	15.1	11.2	9.2	1.5
603893.SH	瑞芯微	增持	46.35	0.36	0.89	1.43	128.8	52.1	32.4	6.4
688800.SH	瑞可达	增持	26.55	3.05	4.29	4.29	8.7	6.2	6.2	2.0
300627.SZ	华测导航	买入	23.50	0.86	1.09	1.37	27.3	21.6	17.2	4.4
300308.SZ	中际旭创	买入	102.80	2.60	5.69	7.48	39.5	18.1	13.7	5.9
300394.SZ	天孚通信	买入	85.87	1.78	3.19	4.16	48.2	26.9	20.6	10.9
300620.SZ	光库科技	增持	34.59	0.41	0.51	0.66	84.4	67.8	52.4	4.8
688167.SH	炬光科技	增持	78.76	1.01	1.43	1.89	78.0	55.1	41.7	2.8
000063.SZ	中兴通讯	买入	21.96	2.00	2.18	2.34	11.0	10.1	9.4	1.6
300442.SZ	润泽科技	增持	19.88	1.05	1.37	2.08	18.9	14.5	9.6	4.5
301018.SZ	申菱环境	买入	18.68	0.90	1.18	1.50	20.8	15.8	12.5	2.2
002837.SZ	英维克	增持	19.20	0.68	0.92	1.20	28.2	20.9	16.0	4.4
000938.SZ	紫光股份	买入	15.56	0.86	1.04	1.24	18.1	15.0	12.5	1.3
301165.SZ	锐捷网络	增持	29.08	1.31	1.68	2.08	22.2	17.3	14.0	3.7
301191.SZ	菲菱科思	买入	68.18	3.25	3.83	4.48	21.0	17.8	15.2	2.6
600522.SH	中天科技	买入	11.56	1.07	1.17	1.39	10.8	9.9	8.3	1.2
600487.SH	亨通光电	买入	10.99	1.08	1.32	1.49	10.2	8.3	7.4	1.1
600941.SH	中国移动	买入	102.43	6.36	6.93	7.62	16.1	14.8	13.4	1.7
601728.SH	中国电信	买入	5.75	0.34	0.37	0.41	16.9	15.5	14.0	1.2
600050.SH	中国联通	买入	4.52	0.26	0.29	0.32	17.4	15.6	14.1	0.9
688618.SH	三旺通信	买入	39.18	1.69	2.55	3.67	23.2	15.4	10.7	3.3
688080.SH	映翰通	买入	29.63	1.99	2.54	3.24	14.9	11.7	9.1	2.3
688375.SH	国博电子	增持	59.88	1.50	1.96	2.54	39.9	30.6	23.6	3.9
001270.SZ	铖昌科技	无评级	44.96	1.19	1.63	2.21	37.8	27.6	20.3	4.3
002465.SZ	海格通信	增持	9.63	0.29	0.36	0.44	33.2	26.8	21.9	2.1
688100.SH	威胜信息	增持	24.39	1.03	1.29	1.60	23.6	18.9	15.2	4.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2024 年 1 月 31 日)

## 风险提示

宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032