

运营商 2023 年报总结

经营稳健、资产质量提升，大比例分红回报股东

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 通信

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 执证编码：S0980518100002
联系人： 钱嘉隆 021-60375445 qianjialong@guosen.com.cn

事项：

三大运营商已全部披露 2023 年报。2023 年，中国移动、中国电信和中国联通分别实现营业收入 10093 亿元（同比+7.7%）、5078 亿元（同比+6.9%）和 3726 亿元（同比+5.0%），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 1318 亿元（同比+5.0%）、304 亿元（同比+10.3%）和 82 亿元（同比+12.0%）。

国信通信观点：三大运营商 2023 年业绩实现良好增长。2023 年，运营商传统业务受益于 5G、千兆宽带与增值业务推动，ARPU 值总体仍有提升动能，推动传统业务稳健增长；新兴业务维持较快增长速度，三大运营商数字化转型收入占服务收入最高提升到 30%左右区间，数字化转型成效显著。其中云业务增速亮眼，全年移动云/天翼云/联通云分别增长 66%/68%/41%，市场份额有望继续提升。成本费用方面，折旧与摊销占收比持续下行，费用端合理管控，加强盈利能力，中国移动/中国电信/中国联通全年 ROE 分别为（摊薄）分别为 10.1%/6.9%/5.1%，同比提升 0.2/0.5/0.4pct，处于上升通道。

运营商维持 2024 年良好增长指引，更加注重经营质量。从运营商指引来看，展望 2024 年行业有望保持良好增长趋势：中国移动指引收入和利润实现良好增长；中国电信指引未来三年实现服务收入良好增长，净利润增速高于收入增速；中国联通指引 2024 年收入实现稳健增长，利润保持双位数增长。运营商传统业务具有一定必选消费品属性，新兴业务贡献增长动能；结合成本费用的持续优化（例如折旧摊销、销售费用），净利润增长趋势向好。资本结构持续稳健，资产负债率稳定，带息债务/全部投入资本比率下行，资产质量提升。2023 年中国移动、中国电信和中国联通经营性净现金流分别为 3038/1386/1043 亿元，分别同比增长 8.2%/1.0%/2.6%。随着资本开支显现拐点，后续运营商现金流有望持续好转。

资本开支迎向下拐点，算力等新兴业务是重点方向。资本开支层面，三大运营商 5G 网络投资均显现拐点，推动整体资本开支下行，2024 年中国移动/中国电信/中国联通分别规划资本开支 1730/960/650 亿元，分别同比下降 4%/3%/12%。算力领域成为投资重心，支撑新兴业务发展势能——中国移动/中国电信面向算力领域投资分别为 475/180 亿元，智算能力显著增强；中国联通投资重点转向高增长的算网数智业务。

分红比例有望继续提升，股息率较高。2023 年，中国移动/中国电信/中国联通分红比例分别为 71%/70%/55%，分红比例稳步提升。根据公司指引，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75%以上。经测算，中国移动、中国电信和中国联通当前股价对应 2024 年 A 股股息率分别为 4.5%/4.3%/3.4%，H 股股息率分别为 7.2%/6.2%/6.7%。三大运营商长期关注股东回报，具备高股息属性。

投资建议：三大运营商传统业务增长稳健；云业务、算力布局等新兴业务保持相对快速成长，2024 年维持稳健增长趋势。运营商折旧摊销占收比持续下行，销售费用等管控合理，有望带动 ROE 水平继续提升。分红派息比例稳步提升，考虑到资本开支下行趋势，运营商自由现金流状况有望持续向好。估值层面，数据要素、算力布局等有望驱动运营商估值上修。当前股价对应 2024 年中国移动/中国电信/中国联通 A 股 PE 估值分别为 16.0/16.8/16.1 倍，PB 估值分别为 1.7/1.2/0.9 倍；H 股 PE 估值分别为 10.2/11.6/8.2 倍，PB 估值分别为 1.0/0.8/0.5 倍。持续重点推荐三大运营商——中国移动、中国电信、中国联通。

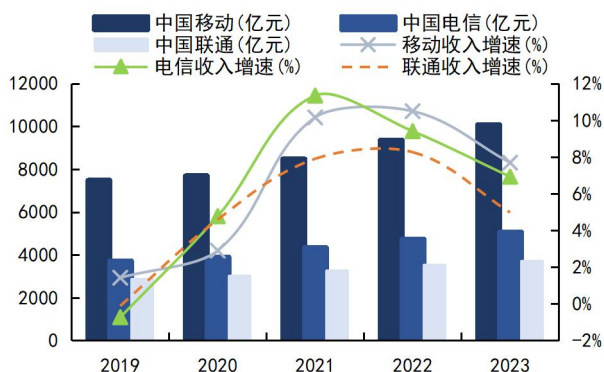
评论：

◆ 2023 年业绩实现良好增长，经营质量持续提升

2023 年三大运营商总体增长稳健。据公司公告，2023 年，中国移动、中国电信和中国联通分别实现营业收入 10093 亿元（同比+7.7%）、5078 亿元（同比+6.9%）和 3726 亿元（同比+5.0%），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 1318 亿元（同比+5.0%）、304 亿元（同比+10.3%）和 82 亿元（同比+12.0%）。

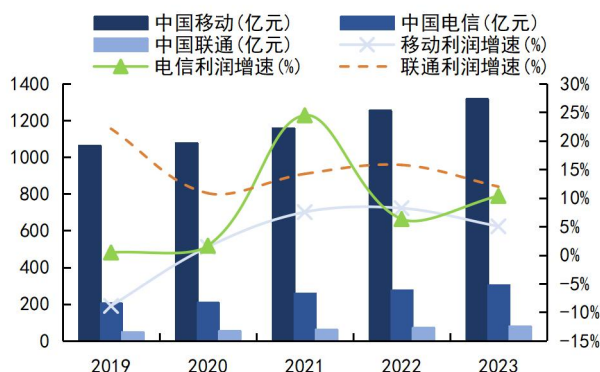
单季度来看，四季度业绩整体趋缓。单四季度来看，中国移动实现营业收入 2338 亿元（同比+9.3%），实现归母净利润 263 亿元（同比-2.5%）；中国电信实现收入 1267 亿元（同比+8.2%），实现归母净利润 33 亿元（同比+8.3%）；中国联通实现收入 909 亿元（同比-0.1%），实现归母净利润 5.9 亿元（同比+27.1%）。从利润增速来看，移动和电信出现环比放缓，联通由于基数较低，增长显著；收入增速方面，移动和电信环比增长，联通收入同比略降，环比下滑。

图1：2019-2023 三大运营商收入情况（亿元）



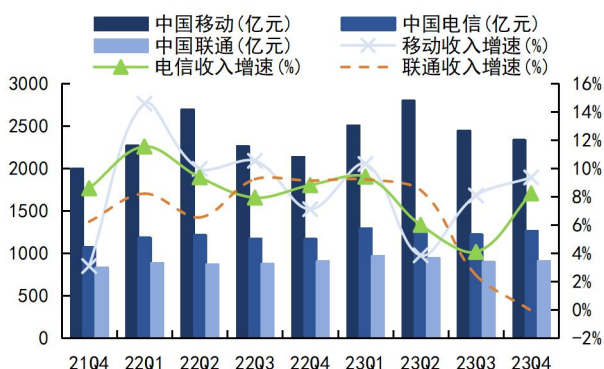
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2019-2023 三大运营商归母净利润情况（亿元）



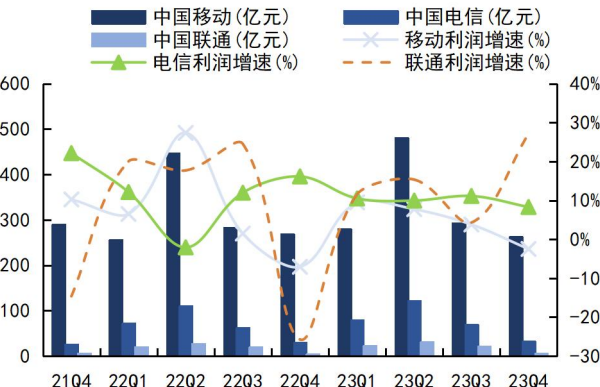
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：单季度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4：单季度三大运营商归母净利润情况（亿元）

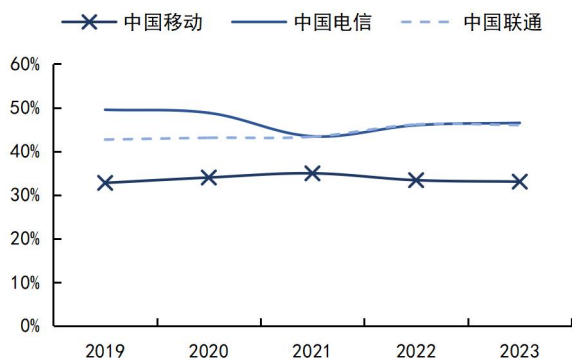


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资本结构持续稳健，带息负债下行。三大运营商资本结构均保持稳健，资产负债率维持在合理区间。2023 年中国移动资产负债率为 33.0%，带息债务/全部投入资本比率为 7.3%，同比-0.9pct；中国电信资产负债率为 46.5%，带息债务/全部投入资本比率为 12.7%，同比-2.4pct；中国联通带息债务同比下降 18%至 464 亿元，

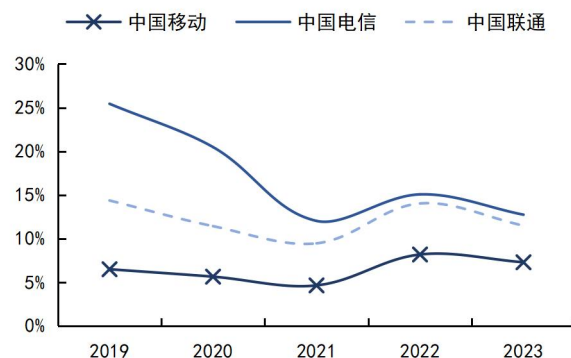
资产负债率 46.0% 维持在合理区间。

图5：2018-2023 年运营商资产负债率（%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

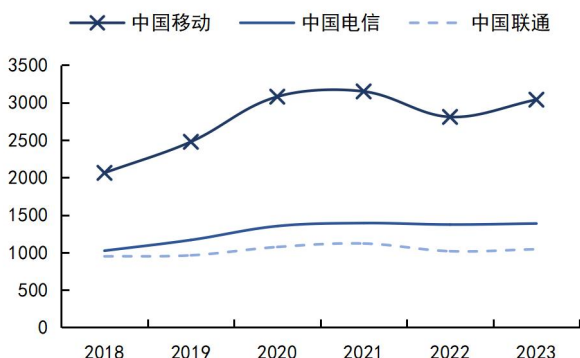
图6：2018-2023 年运营商带息债务/全部投入资本（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

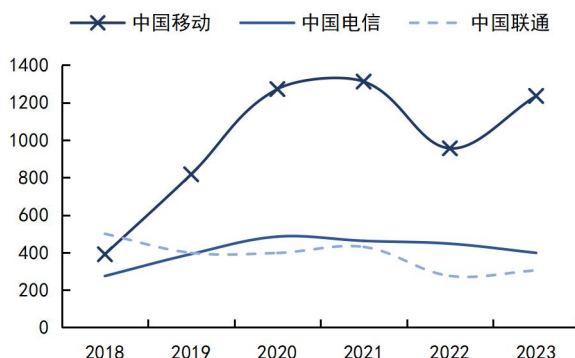
受益于资产质量提升和运营稳健，运营商现金流状况良好。2023 年，中国移动、中国电信和中国联通经营性净现金流分别为 3038 亿元/1386 亿元/1043 亿元，分别同比增长 8.2%/1.0%/2.6%，现金流表现稳健。自由现金流方面（基于 A 股经营性净现金流减资本开支计算），2023 年中国移动、中国电信和中国联通分别为 1235/398/304 亿元，同比变动分别为+29%/-11%/+11%。随着资本开支显现拐点，后续运营商自由现金流有望持续好转。

图7：2018-2023 年运营商经营性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：2018-2023 年三大运营商自由现金流（亿元）



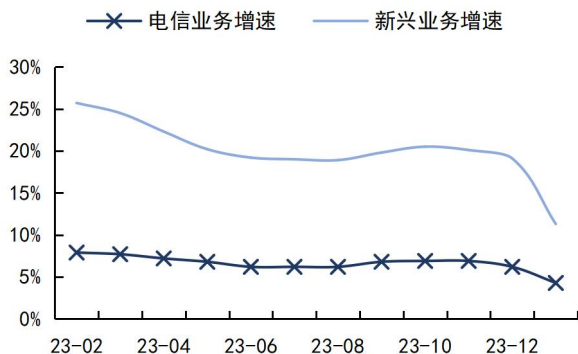
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

从行业整体趋势来看，2024 年 1-2 月增速放缓。根据工信部数据，2024 年 1-2 月我国电信业务收入累计完成 2923 亿元，同比增长 4.3%（增速同比-3.6pct）；新兴业务完成收入 757.6 亿元，同比增长 11.3%，其中云计算和大数据收入分别同比增长 17.3%和 30.3%，物联网业务收入同比增长 8.5%。

展望 2024 年，三大运营商总体指引稳健：

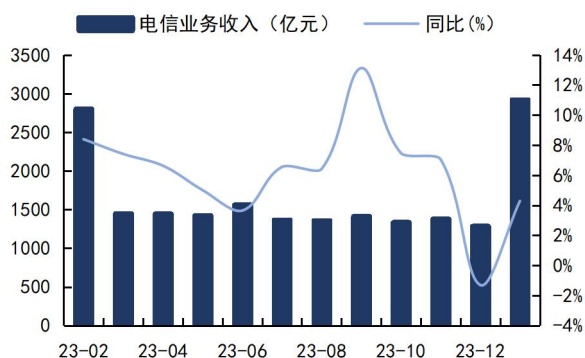
- **中国移动：**公司指引收入和利润实现良好增长。2024 年个人市场目标实现移动 ARPU 稳健增长，5G 网络客户净增 0.8 亿户；家庭市场实现综合 ARPU 稳健增长，宽带客户净增 1800 万户；政企市场实现收入良好增长，客户净增 400 万家；新兴市场实现收入快速增长。
- **中国电信：**公司指引未来三年实现服务收入良好增长，净利润增速高于收入增速。
- **中国联通：**公司指引 2024 年收入实现稳健增长，利润保持双位数增长。

图9：我国电信业务和新兴业务增长情况（%）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图10：我国电信业务月度收入与增长情况（亿元，%）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

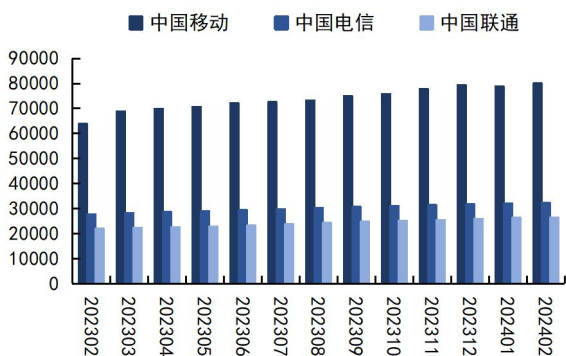
◆ 收入端：传统业务稳健增长，新兴业务维持较快增长

➢ 传统业务稳中有进，ARPU 呈提升趋势

(1) 移动业务：5G 和增值业务驱动 ARPU 提升

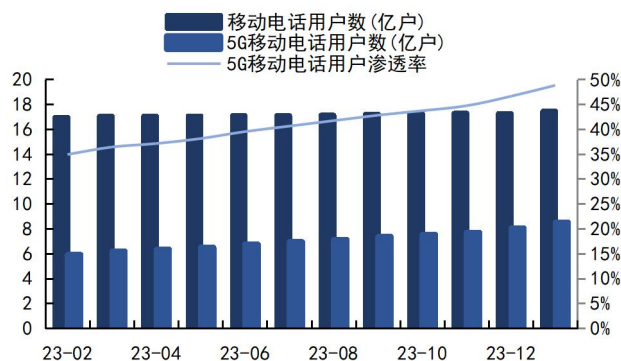
5G 套餐用户渗透率较高，关注后续 5G 网络用户 ARPU 拉动作用。套餐用户维度，2023 年运营商 5G 套餐用户数渗透率已提升至接近 80%左右水平。随着更多套餐用户切换为 5G 网络客户，有望继续平缓 5G ARPU 值下降趋势，带动整体 ARPU 提升，驱动传统业务增长。具体来看，根据工信部数据，截至 2024 年 2 月，三家基础电信企业的移动电话用户总数达 17.46 亿户，比上年末净增 240.9 万户。其中，5G 移动电话用户达 8.51 亿户，占移动电话用户的 48.8%。

图11：三大运营商 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12：移动电话用户数（亿户）及 5G 渗透率



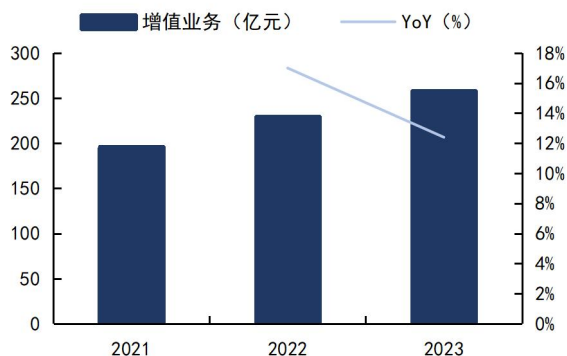
资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

增值业务贡献显著，驱动整体 ARPU 提升：

- **中国移动**：公司权益融合客户达到 3.30 亿户，净增 4276 万户；5G 新通话高清视频使用客户达到 1.33 亿户，净增 4,132 万户，其中 AI 应用订购客户数超 307 万。
- **中国电信**：移动增值及应用收入达到 258 亿元，同比增长 12.4%，移动增值及应用贡献移动 ARPU 5.4 元（同比+8.0%）。

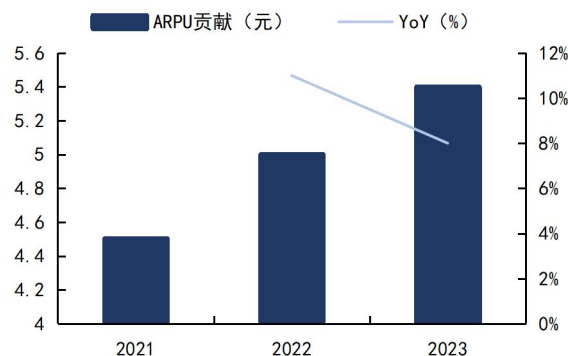
- **中国联通**：个人数智生活付费用户数达到 9923 万，整体信息业务（包括联通智家业务）实现收入 107 亿元，同比增长 16.3%。

图 13: 中国电信增值业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 中国电信增值业务 ARPU 贡献

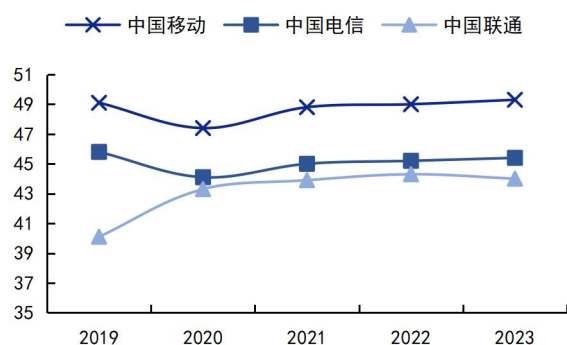


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，三大运营商移动业务取得稳健增长：

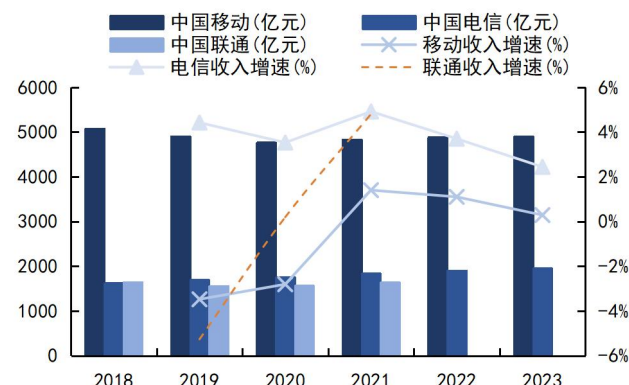
- **中国移动**：2023 年公司 5G 套餐客户数达到 7.95 亿户，5G 网络客户数达到 4.65 亿户；移动 ARPU 为 49.3 元，同比增长 0.6%。
- **中国电信**：2023 年公司实现收入 1957 亿元（同比+2.4%），移动用户达 4.08 亿户（净增 1659 万户），5G 套餐用户渗透率达 78.1%，移动用户 ARPU 值为 45.4 元（同比+0.4%）。
- **中国联通**：2023 年公司移动用户规模达到 3.33 亿户，净增 1060 万户，5G 套餐用户渗透率 77.9%；移动 ARPU 44.0 元，同比略有下滑。

图 15: 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 16: 三大运营商移动业务收入（亿元）及增速



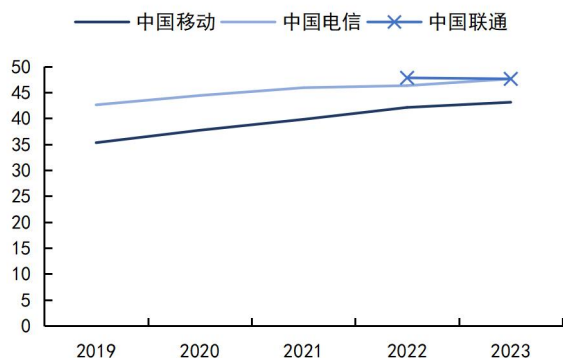
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(2) 家庭宽带业务：千兆宽带与智慧家庭推动增长

- **中国移动**：2023 年家庭市场实现收入 1319 亿元（同比+13.1%）。公司有线宽带客户达 2.98 亿户，其中家庭宽带客户 2.64 亿户，千兆宽带客户 7913 万户，渗透率达到 30%；智慧家庭增值业务实现收入 336 亿元，同比增长 13.1%；千兆宽带与智慧家庭驱动下，家庭客户综合 ARPU 为 43.1 元，同比增长 2.4%。

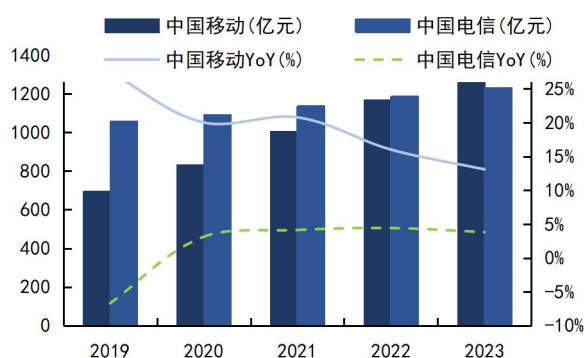
- **中国电信**：2023 年实现收入 1231 亿元（同比+3.8%），宽带用户数达 1.9 亿户，千兆宽带渗透率达 24.6%。公司智慧家庭收入同比增长 12.8%至 189.5 亿元，贡献宽带综合 ARPU 8.5 元（同比+6.3%），宽带综合 ARPU 提升至 47.6 元。
- **中国联通**：公司固网宽带用户达到 1.13 亿户，同比净增 979 万户，联通智家业务付费用户突破 1.0 亿户，宽带综合 ARPU 值 47.6 元，同比略有下滑。

图 17: 三大运营商宽带综合 ARPU 值（元）



资料来源：运营商推介材料，国信证券经济研究所整理

图 18: 中国移动和中国电信固网业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 新兴业务：云业务快速增长，显著增强算力布局

三大运营商新兴业务维持较快增长：

中国移动：公司实现数字化转型收入 2538 亿元（同比+22.2%），占通服收入比提升 3.8pct 至 29.4%。政企市场实现收入 1921 亿元（同比+14.2%），政企客户达 2837 万家。其中，移动云实现收入 833 亿元（同比+65.6%），指引 2024 年延续 30%以上增速；

中国电信：2023 年公司产业数字化业务收入达到 1389 亿元，同比增长 17.9%。天翼云实现收入 972 亿元，同比增长 67.9%。天翼云正加速向智能云转型，2023 年智算新增 8.1EFLOPS 算力，达到 11.0EFLOPS，在京沪苏贵宁和内蒙等节点已具备千卡以上训练资源；

中国联通：2023 年算网数智业务实现收入 752 亿元，包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全六大板块，收入规模约占两类主营业务总收入的四分之一。其中，联通云实现收入 510 亿元，同比增长 41.6%；数据服务业务实现收入 53 亿元，同比增长 32%，连续 5 年行业份额超过 50%；数智应用实现收入 56 亿元（同比+17.5%），5G 专网服务客户数达到 8563 家；网信安全实现收入 17 亿元（同比+120%）。

表1: 三大运营商新兴业务发展情况 (亿元, %)

	2019	2020	2021	2022	2023
中国移动					
政企业务 (亿元)	897	1129	1371	1682	1921
YoY (%)		26%	21%	23%	14%
占服务收入比重 (%)	13%	16%	18%	21%	22%
DIGT	261	435	623	482	1070
移动云	20	92	242	503	833
中国电信					
产业数字化 (亿元)	765	840	984	1178	1388.9
YoY (%)		10%	17%	20%	18%
占服务收入比重 (%)	21%	22%	24%	27%	30%
天翼云	71	112	279	579	972
IDC	254	280	316	333	-
中国联通					
产业互联网 (亿元-旧口径)	329	427	548	705	-
算网数智 (亿元-新口径)					752
YoY (%)		30%	28%	29%	-
占服务收入比重 (%)	12%	15%	18%	22%	22%
联通云	24	38	163	361	510
数据服务 (原大数据)	12	17	26	40	53
数智应用					56
网信安全					17
物联网	30	42	60	86	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

运营商云业务快速发展, 积极布局算力, 发力“智能云”。三大运营商云业务持续发展, 2023年中国移动、中国电信和中国联通云业务分别实现收入 833/972/510 亿元, 分别同比增长 66%/68%/41%, 运营商云业务份额有望进一步提升。

同时三大运营商积极布局算力, 加速云业务向“智能云”转型。**中国移动**已形成 8.0 EFLOPS 通算算力(FP32)、10.1 EFLOPS 智算算力(FP16), 规划 2024 年底实现通算算力累积达 9 EFLOPS (同比提升 1 EFLOPS)、智算算力>17 EFLOPS (同比提升约 7 EFLOPS); **中国电信**已具备 11 EFLOPS 智算算力、4.1 EFLOPS 通算算力布局, 2024 年计划新增>10EFLOPS 智算算力, 总算力规模>21EFLOPS。

图19: 中国移动 2024 年算力增长规划



资料来源: 运营商推介材料, 国信证券经济研究所整理

图20: 中国电信 2024 年算力增长规划



资料来源: 公司推介材料, 国信证券经济研究所整理

从招标来看，三大运营商已先后展开 AI 服务器总部集采：

- **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。本次采购分为 4 个标包，分别为训练型风冷服务器（I 系列）、训练型液冷服务器（I 系列）、训练型风冷服务器（G 系列）、训练型液冷服务器（G 系列），I 系列配套 InfiniBand 交换机 1182 台。根据中标人投标报价，预估本次集采对应采购金额约 84 亿元。
- **中国移动** 2024 年 1 月发布 2023 年至 2024 年新型智算中心(试验网)采购(标包 12)项目，采购内容为 1250 台人工智能服务器及配套产品。其中扣卡风冷型特定场景 AI 训练服务器 106 台；扣卡液冷型特定场景 AI 训练服务器 1144 台。
- **中国联通** 首次总部集采 AI 服务器。2024 年 3 月 23 日，中国联通发布《2024 年中国联通人工智能服务器集中采购项目资格预审公告》。从中国联通发布的预审公告显示，本次中国联通人工智能服务器集采，共将采购 2503 台人工智能服务器，688 台关键组网设备 RoCE 交换机。本次采购是中国联通总部第一次采购 AI 服务器，参考此前中国电信 AI 服务器集采报价，预估采购金额达 40 亿元。

表2: 中国电信 AI 算力服务器（2023-2024 年）集采及中标候选人

标包	产品品类	产品名称	规格	数量（台）	中标候选人	投标报价（亿元）
标包一	I 系列服务器	主设备-训练型风冷服务器（I 系列）	CPU: Intel 至强可扩展处理器*2 GPU>=8 片,单卡 FP16 算力不低于 300TFLOPS (H800)	2073	超聚变	53.4
					浪潮信息	53.4
		配套设备-IB 交换机	64 个 NDR 400G 端口; 32 个 OSFP 光模块	1129	紫光华山	53.7
					宁畅	53.8
标包二	I 系列服务器	主设备-训练型液冷服务器（I 系列）	CPU: Intel 至强可扩展处理器*2 GPU>=8 片,单卡 FP16 算力不低于 300TFLOPS (H800)	125	中兴通讯	52.9
					烽火通信	50.4
		配套设备- Infiniband 交换机	64 个 NDR 400G 端口; 32 个 OSFP 光模块	53	联想	52.1
					超聚变	3.4
标包三	G 系列服务器	训练型风冷服务器（G 系列）	CPU: 鲲鹏 920 系列*4 GPU>=8 片,单卡 FP16 算力不低于 280TFLOPS	1048	浪潮信息	3.4
					紫光华三	3.4
					宁畅	3.4
					华鲲振宇	13.0
					昆仑技术	13.0
					烽火通信	13.0
					宝德	13.0
					新华三	13.0
					湘江鲲鹏	13.0
					神州数码	13.0
					黄河科技	13.1
					华鲲振宇	14.8
					昆仑技术	14.8
烽火通信	14.8					
标包四	G 系列服务器	训练型液冷服务器（G 系列）	CPU: 鲲鹏 920 系列*4 GPU>=8 片,单卡 FP16 算力不低于 280TFLOPS	929	新华三	14.8
					宝德	14.8
					湘江鲲鹏	14.8
					神州数码	14.8
					黄河科技	14.8
					超聚变	53.4

资料来源：中国电信，国信证券经济研究所整理

表3: 中国移动 2023 年至 2024 年新型智算中心(试验网)采购(标包 12)及中标候选人

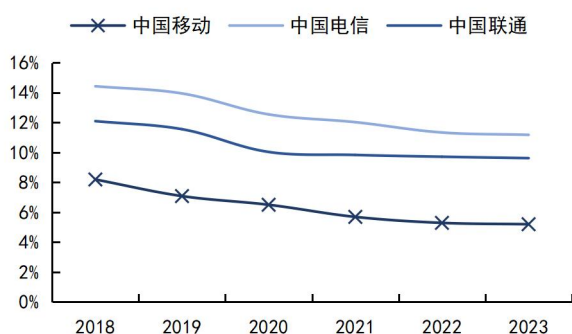
标包	产品名称	数量(台)	中标候选人	份额	投标报价(亿元)
标包一	特定场景 AI 训练服务器(扣卡风冷)	106	昆仑技术	40.96%	24.74
			华鲲振宇	30.08%	24.74
标包二	特定场景 AI 训练服务器(扣卡液冷)	1144	烽火通信	20.48%	24.74
			神州数码	8.48%	24.74
合计		1250		100%	24.74

资料来源: 中国移动, 国信证券经济研究所整理

◆ 折旧摊销占收比持续下行, 成本费用管控稳健

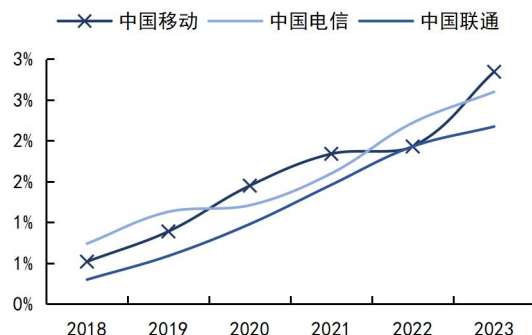
费用端, 有效管控销售费用, 加大研发投入。总体来看, 近年来运营商竞争局势缓和, 有效控制渠道门店经营, 销售费用得到良好管控。围绕创新业务支持, 运营商加大研发费用投入, 2023 年, 中国移动、中国电信和中国联通分别投入研发费用 287/132/81 亿元, 分别同比增长 59%/24%/18%。

图 21: 2018-2023 年运营商销售费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2018-2023 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

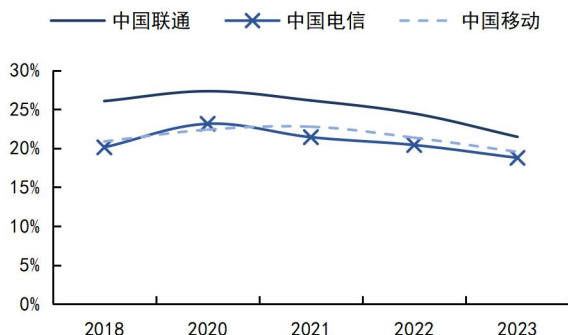
折旧摊销比持续下行, 移动更改 5G 设备折旧政策。2023 年, 中国移动、中国电信及中国联通折旧与摊销占收比分别为 20%/19%/21% (基于中国企业会计准则), 占收比呈持续下降态势。中国移动调整 5G 设备折旧政策, 从 2024 年 1 月 1 日起, 将 5G 无线及相关传输设备的折旧年限由 7 年调整为 10 年, 预计减少 2024 年折旧与摊销金额约 180 亿元。

图 23: 2018-2023 年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 24: 2018-2023 年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

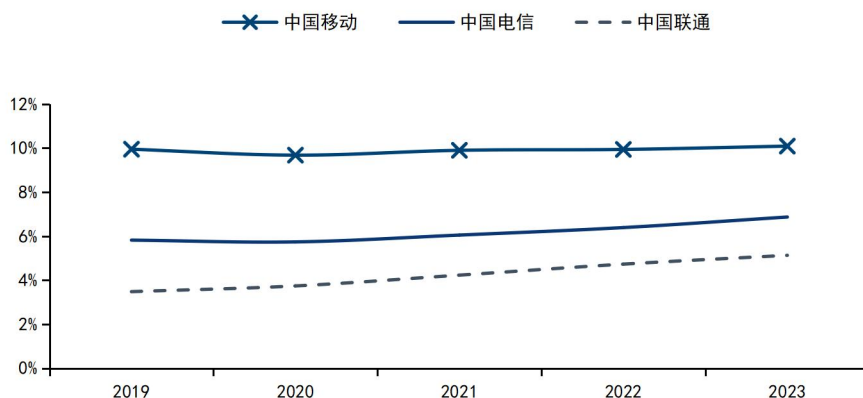
表4：2023年三大运营商利润表拆分（亿元，%）

项目	中国移动			中国电信			中国联通		
	绝对值	收入占比	YoY	绝对值	收入占比	YoY	绝对值	收入占比	YoY
通信服务收入	8635	86%	6%	4650	92%	7%	3352	90%	5%
销售产品收入	1458	14%	16%	429	8%	7%	374	10%	5%
收入合计	10093	100%	8%	5078	100%	7%	3726	100%	5%
网络运营支撑成本	2609	26%	6%	1508	30%	12%	600	16%	6%
折旧及摊销	1970	20%	3%	953	19%	3%	800	21%	-3%
员工薪酬	951	9%	4%	551	11%	3%	426	11%	0%
网间结算支出	249	2%	11%	139	3%	7%	113	3%	3%
销售产品成本	1428	14%	16%	408	8%	3%	364	10%	5%
技术服务成本	-	-	-	-	-	-	188	5%	5%
其他	37	0%	-2%	56	1%	-16%	321	9%	34%
成本合计	7244	72%	7%	3614	71%	6%	2812	75%	5%
销售费用	525	5%	6%	567	11%	4%	358	10%	4%
管理费用	560	6%	3%	361	7%	6%	240	6%	4%
研发费用	287	3%	59%	132	3%	24%	81	2%	18%
财务费用	-35	0%	-60%	3	0%	4462%	-3	0%	65%
期间费用合计	1338	13%	18%	1064	21%	7%	677	18%	7%
营业利润	1681	17%	4%	426	8%	3%	228	6%	12%
净利润	1318	13%	5%	304	6%	10%	187	5%	12%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三大运营商 ROE 处于上行通道。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 年情况来看，据 Wind 数据，中国移动、中国电信和中国联通 ROE（摊薄）分别为 10.1%/6.9%/5.1%，同比提升 0.2/0.5/0.4pct，处于上行通道。

图 25：三大运营商 ROE（摊薄）情况

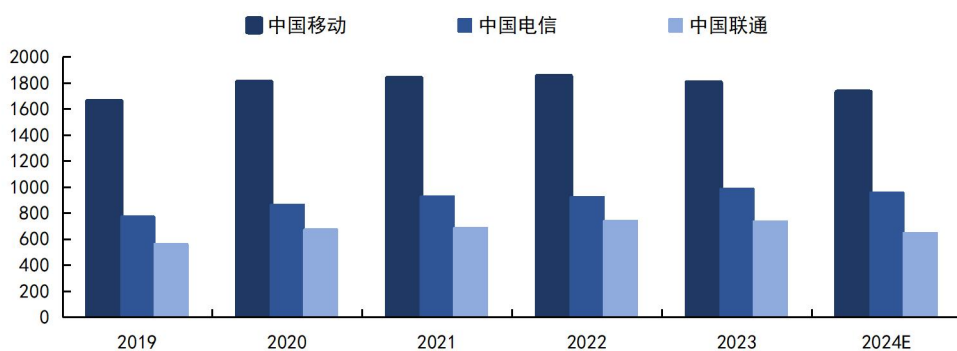


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 网络投资显现拐点，资本开支精准投放加强算力领域投资

- **中国移动** 2023 年公司完成投资 1803 亿元（略低于此前 1832 亿元指引），规划 2024 年投资 1730 亿元。其中，5G 网络投资规划 690 亿元（同比-21.6%），算力规划投资 475 亿元（同比+21.5%）。
- **中国电信** 2023 年实现资本开支 988 亿元，预计 2024 年实现资本开支 960 亿元（同比-3%）。结构来看，2024 年移动网计划投资 295 亿元（同比-15%），占比下降 4.5pct 至 30.7%；产业数字化资本开支 369.6 亿元（占 38.5%，提升 2.5pct），其中云/算力投资 180 亿元。
- **中国联通** 2023 年公司资本开支为 738.7 亿元（同比-0.4%），略低于此前指引（769 亿元），其中 5G 完成投资 373.7 亿元（同比+13.1%）。2024 年规划资本开支 650 亿元（预计同比-12%），网络投资显现拐点，投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。

图 26: 三大运营商资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 5: 三大运营商资本开支明细情况（亿元）

中国移动	连接	算力	能力	基础	总计
2022	1171	335	134	212	1852
2023	1090 (其中 5G:880)	391	134	188	1803
2024E	874 (其中 5G:690)	475	163	218	1730
YoY	-20%	21%	22%	16%	-4%

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
2022	320	271	186	148		867.2
2023	348	355	168	117		988.4
2024E	295	370	160	135		960
YoY	-15%	4%	-4%	15%		-3%

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	5G	算网投资	总计
2021	338.1	131.1	220.8			690
2022				331	142	742
2023				374	-	739
2024E						650
YoY						-12%

资料来源：运营商官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 分红比例稳步提升，持续关注股东回报

三大运营商稳步提升派息比率，持续关注股东回报：

- **中国移动：**董事会建议 2023 年全年派息率为 71%，对应末期股息每股 2.40 港元，连同已派发的中期股息，2023 年全年股息合计每股 4.83 港元，较 2022 年增长 9.5%。公司规划从 2024 年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75%以上。
- **中国电信：**公司计划派发 2023 年末期股息每股 0.09 元，全年合计派息 0.2332 元，年度派息率超 70%。公司规划从 2024 年起三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75%以上。
- **中国联通：**2023 年计划派息率达 55%，2023 年末期股利规划每股派发股利 0.1336 元，考虑中期派息 0.203 元，全年累计每股派息 0.3366 元。

表 6：三大运营商分红及股息率情况（含预测，截至 3 月 29 日）

公司代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	归母净利润(亿元)			分红比例			股息率(基于当前股价测算)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600941.SH	中国移动	105.76	1428	1513	1598	72%	74%	76%	4.54%	4.95%	5.37%
601728.SH	中国电信	6.08	331	357	378	72%	74%	76%	4.29%	4.74%	5.17%
600050.SH	中国联通	4.67	92	101	108	55%	55%	55%	3.41%	3.73%	4.00%
0941.HK	中国移动	66.90	1428	1513	1598	72%	74%	76%	7.18%	7.82%	8.48%
0728.HK	中国电信	4.19	331	357	378	72%	74%	76%	6.22%	6.89%	7.50%
0762.HK	中国联通	5.65	210	229	246	55%	55%	55%	6.66%	7.29%	7.83%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理和预测；

注：中国联通 A 股、H 股归母净利润差异主要为股权结构影响，A 股上市平台通过中国联通（BVI）有限公司间接持有 H 股上市平台 43.92% 股权；中国联通未给出未来 3 年分红比例指引，目前假设维持 55% 分红比例。

◆ 投资建议

三大运营商 2023 年业绩实现良好增长。2023 年，运营商传统业务受益于 5G、千兆宽带与增值业务推动，ARPU 值总体仍有提升动能，推动传统业务稳健增长；新兴业务维持较快增长速度，三大运营商数字化转型收入占服务收入比重提升到 25-30% 左右区间，数字化转型成效显著。其中云业务增速亮眼，全年移动云/天翼云/联通云分别增长 66%/68%/41%，市场份额有望继续提升。成本费用方面，折旧与摊销占收比持续下行，费用端合理管控，加强盈利能力，中国移动/中国电信/中国联通全年 ROE 分别为（摊薄）分别为 10.1%/6.9%/5.1%，同比提升 0.2/0.5/0.4pct，处于上升通道。资本结构持续稳健，资产负债率稳定，带息债务/全部投入资本比率下行，资产质量提升。2023 年中国移动、中国电信和中国联通经营性净现金流分别为 3038/1386/1043 亿元，分别同比增长 8.2%/1.0%/2.6%，现金流表现稳健。

运营商维持 2024 年良好增长指引，更加注重经营质量。从运营商指引来看，展望 2024 年行业有望保持良好增长趋势：中国移动指引收入和利润实现良好增长；中国电信指引未来三年实现服务收入良好增长，净利润增速高于收入增速；中国联通指引 2024 年收入实现稳健增长，利润保持双位数增长。运营商传统业务具有一定必选消费品属性，新兴业务贡献增长动能；结合成本费用的持续优化（例如折旧摊销、销售费用），净利润增长趋势向好。现金流层面，随着资本开支显现拐点，后续运营商自由现金流有望持续好转。

资本开支迎向下拐点，算力等新兴业务是重点方向。资本开支层面，三大运营商 5G 网络投资均显现拐点，推动整体资本开支下行，2024 年中国移动/中国电信/中国联通分别规划资本开支 1730/960/650 亿元，分别同比下降 4%/3%/12%。算力领域成为投资重心，支撑新兴业务发展势能——中国移动/中国电信面向算力领域投资分别为 475/180 亿元，智算能力显著增强；中国联通投资重点转向高增长的算网数智业务。

分红比例有望继续提升，股息率较高。2023 年，中国移动/中国电信/中国联通分红比例分别为 71%/70%/55%，分红比例稳步提升。根据公司指引，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75% 以上。经测算，中国移动、中国电信和中国联通当前股价对应 2024 年 A 股股息率分别为 4.5%/4.4%/3.5%，H 股股息率分别为 7.2%/6.2%/6.7%。三大运营商长期关注股东回报，具备高股息属性。

投资建议：三大运营商传统业务增长稳健；云业务、算力布局等新兴业务保持相对快速成长，2024 年维持稳健增长趋势。运营商折旧摊销占收比持续下行，销售费用等管控合理，有望带动 ROE 水平持续提升。分红派息比例稳步提升，考虑到资本开支下行趋势，运营商自由现金流状况有望持续向好。估值层面，数据要素、算力布局等有望驱动运营商估值上修。当前股价对应 2024 年中国移动/中国电信/中国联通 A 股 PE 估值分别为 16.0/16.8/16.1 倍，PB 估值分别为 1.7/1.2/0.9 倍；H 股 PE 估值分别为 10.2/11.6/8.2 倍，PB 估值分别为 1.0/0.8/0.5 倍。持续重点推荐三大运营商——中国移动、中国电信、中国联通。

表 7：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2024 年 3 月 29 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元/港元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E
600941.SH	中国移动	买入	105.76	22629	6.16	6.58	6.93	17.1	16.0	15.2	1.7
601728.SH	中国电信	买入	6.08	5564	0.33	0.36	0.39	18.3	16.8	15.5	1.2
600050.SH	中国联通	买入	4.67	1485	0.26	0.29	0.32	18.2	16.1	14.8	0.9
0941.HK	中国移动	无评级	66.90	14314	6.16	6.58	6.93	10.9	10.2	9.7	1.0
0728.HK	中国电信	无评级	4.19	3834	0.33	0.36	0.39	12.6	11.6	10.7	0.8
0762.HK	中国联通	无评级	5.65	1729	0.61	0.69	0.76	9.3	8.2	7.4	0.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；

注：中国联通 A 股、H 股 EPS 差异主要为股权结构影响，A 股上市平台通过中国联通（BVI）有限公司间接持有 H 股上市平台 43.92% 股权，故归母净利润不同；总市值采用当前股价乘以总股本计算

◆ 风险提示：

数据要素市场发展不及预期，AI 发展不及预期，运营商资本开支不及预期。

相关研究报告：

- 《国产算力行业点评-联通开展 AI 服务器采购，运营商加大算力投资》 ——2024-03-26
- 《通信行业周报 2024 年第 10 期-英伟达发布新架构新产品，展望下周 OFC 展会》 ——2024-03-24
- 《通信行业周报 2024 年第 9 期-展望英伟达 GTC，星舰第三次试飞再突破》 ——2024-03-17
- 《【国信通信·光模块专题】AI 驱动网络变革，光摩尔定律加速》 ——2024-03-14
- 《通信行业周报 2024 年第 8 期-数字经济是新质生产力重要部分，运营商降本增效重回报》 ——
2024-03-10

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.GSI）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