

## 电讯盈科：我 5 年分红 270 亿，投资回报率 18%！李泽楷：它市值蒸发 5000 亿，股价躺平 20 年，这感觉谁懂？

导语：都是互联网泡沫惹的祸。

作者：市值风云 App：扶苏

李嘉诚家族，是香港“四大家族”之一，资产遍布房地产、电力、能源、通信、零售等行业。

据公开资料，李嘉诚有两子，次子李泽楷，有商界“小超人”之称。



联交所上市公司电讯盈科 (00008.HK, “公司”), 是李泽楷商业版图的重要一环。

自 1993 年创立公司前身起, 这家公司已经陪伴如今 57 岁的李泽楷, 度过逾 30 年的岁月。从公司的股票代码“8”, 也能看出其港股市场“老兵”地位。

### 一、股价随互联网泡沫破灭, 母子公司市值倒挂多年

公司的前身是李泽楷于 1993 年创立的盈科拓展集团。

*1999 年, 盈科拓展集团借壳得信佳集团在港股上市, 并改名为“盈科数码动力”。*

*2000年，盈科数码动力收购香港电讯，合并后的新公司即“电讯盈科”。*

收购标的香港电讯的前身，可追溯到港英政府时期的大东电报局，乃香港第一家电话公司，并一直是香港最大的电信运营商。

其是如何落入“小超人”口袋的呢？

故事要从上世纪90年代，香港回归之际，一些外资企业寻求撤资说起。当时，香港电讯正在逐渐失去在香港通信市场的长期垄断地位：

*其电话专营权，已于1995年结束，从此开始和其他3家新进入的电信运营商共同竞争。其对外通讯服务牌照，也于1998年被香港特区政府提前收回。*

1999年，英资控制的大东电报局拟出售持有的香港电讯股权。收购竞争随即围绕两大潜在买家展开：一是李泽楷控制的盈科数码动力，二是新加坡电信。

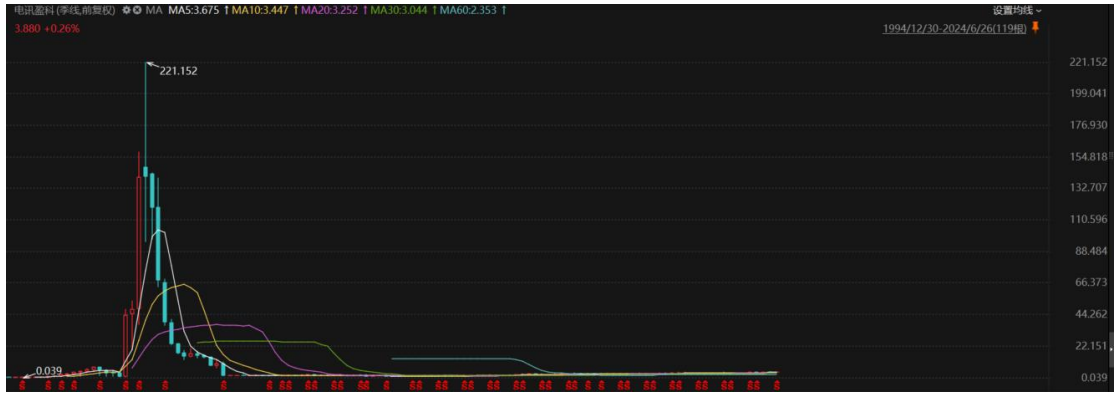
在这场港资和外资的对决中，代表本土港资的李泽楷最终胜出。

2000年8月，盈科数码动力以高达359亿美元、现金加股权的总对价，将香港电讯收归麾下。

作为当时互联网新贵的盈科数码动力，在并购前的市值已高达2000亿港元。合并后，公司市值一度被推高至5800亿港元。

然而，公司合并香港电讯时，正是全球科技股泡沫破裂前的顶峰。随着不久后互联网泡沫破裂，公司股价经历悬崖跳水后，自此倒地不起、长年躺平。

目前，公司的市值约300亿港元。



(来源: Choice 终端)

形成鲜明对比的是，公司于 2011 年分拆上市的子公司香港电讯 (06823.HK)，目前市值超过 660 亿港元，远高于其母公司。



(来源: Choice 终端)

李泽楷一直是公司的第一大股东，通过盈科控股持股 24.92%。

第二大股东中国联通 (600050.SH、00762.HK) 持股 18.41%，其股权“继承”自其在 2008 年合并的中国网通。

### 主要股東的權益及淡倉

於2023年12月31日，根據《證券及期貨條例》第336條須予備存的登記冊所載，下列人士(本公司董事或最高行政人員除外)為本公司主要股東，並於股份及相關股份中擁有權益或淡倉：

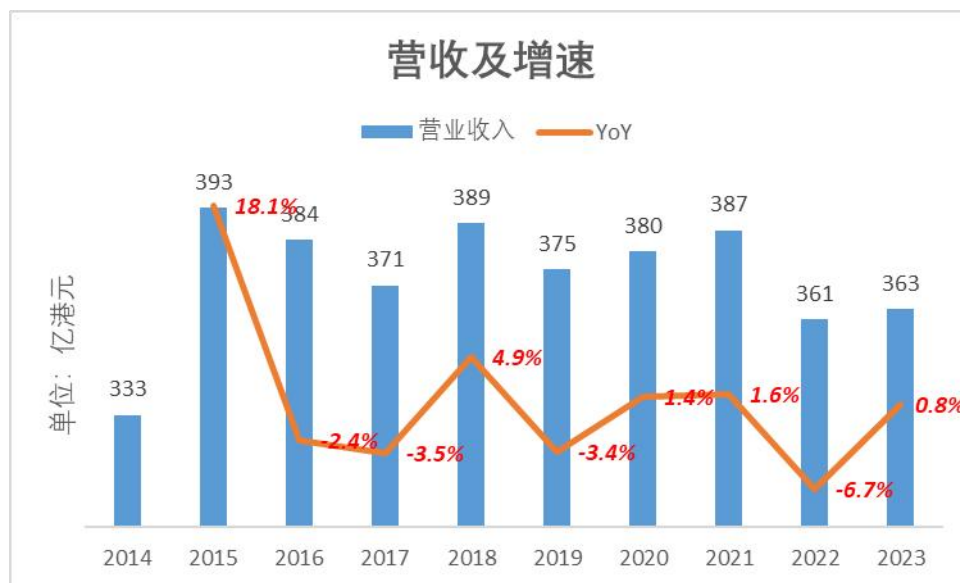
股東名稱	附註	所持有的 股份／相關 股份數目	佔已發行 股份總數的 概約百分比
<b>好倉</b>			
盈科拓展		1,753,529,954	22.66%
盈科控股	1	1,928,842,224	24.92%
Star Ocean Ultimate Limited	2及3	1,928,842,224	24.92%
The Ocean Trust	2	1,928,842,224	24.92%
The Starlite Trust	2	1,928,842,224	24.92%
OS Holdings Limited	2	1,928,842,224	24.92%
Ocean Star Management Limited	2	1,928,842,224	24.92%
The Ocean Unit Trust	2	1,928,842,224	24.92%
The Starlite Unit Trust	2	1,928,842,224	24.92%
Star Ocean Ultimate Holdings Limited	3	1,928,842,224	24.92%
馮慧玲	4	1,928,842,224	24.92%
黃嘉純	4	1,928,842,224	24.92%
中國聯合網絡通信集團有限公司(「中國聯通」)	5	1,424,935,885	18.41%

(来源：公司 2023 年报)

顺便一提，2008 年，李泽楷和合并后的中国联通，曾共同谋求将公司私有化，但遭到香港证监会以保护中小股东权益为由拒绝，最终私有化失败。

## 二、重组后业务单一化，与香港电讯重叠度高

2014-2023 年，公司营收从 333 亿港元整体增至 363 亿港元，期间起伏跌宕，10 年年均复合增长率仅 1%。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 App)

作为一家控股集团, 公司涉足的领域一度较广泛。



(来源: 公司官网)

以 2020 年报为例, 公司并表香港电讯和盈大地产 (00432.HK) 两家子公司, 业务覆盖电信、媒体、IT 和房地产四大行业。

电信: 香港电讯;

媒体: Now TV 业务、OTT 业务、免费电视及相关业务;

IT: 企业方案业务;

房地产: 盈大地产。

#### 分類財務回顧

截至12月31日止年度 港幣百萬元	2019			2020			較佳/ (較差) 與去年 同期比較
	上半年	下半年	全年	上半年	下半年	全年	
<b>收益</b>							
香港電訊 <sup>6</sup>	15,109	17,994	33,103	14,606	17,783	32,389	(2)%
香港電訊(未計流動通訊產品銷售)	13,768	15,935	29,703	13,636	16,144	29,780	0%
流動通訊產品銷售	1,341	2,059	3,400	970	1,639	2,609	(23)%
Now TV業務	1,358	1,327	2,685	1,270	595	1,865	(31)%
OTT業務	441	630	1,071	502	685	1,187	11%
免費電視及相關業務	127	132	259	130	187	317	22%
企業方案業務	1,717	2,501	4,218	1,907	2,829	4,736	12%
抵銷項目	(2,100)	(2,730)	(4,830)	(1,736)	(2,555)	(4,291)	(11)%
<b>核心收益<sup>5</sup></b>	16,652	19,854	36,506	16,679	19,524	36,203	(1)%
盈大地产	207	808	1,015	1,602	241	1,843	82%
<b>綜合收益</b>	16,859	20,662	37,521	18,281	19,765	38,046	1%

(来源：公司 2020 年报)

2020 年，电信、媒体、IT、房地产，分别占公司营收的 85%、9%、12%、5%。  
(注：由于存在内部抵消，各业务营收占比合计大于 100%。下同。)

2020 年起，公司陆续对业务进行剥离和重组。其中影响较大的包括：

2020 年 9 月，公司将 Now TV 业务以 2.5 亿美元 (约 20 亿港元) 出售给香港电讯；

2021 年，公司以 1300 万港元出售盈大地产少数股权，从此不再并表；

2022 年 8 月，公司以 6.1 亿美元 (约 48 亿港元) 出售企业方案业务。

目前，公司尚余业务围绕电信和媒体两大行业。

电信：香港电讯；

媒体：OTT 业务、免费电视及相关业务。

2023 年，电信和媒体，分别占公司营收 94%和 9% (抵消前，故总和超 100%)。

#### 分類財務回顧

截至12月31日止年度 港幣百萬元	2022			2023			較佳/ (較差) 與去年 同期比較
	上半年 <sup>5</sup>	下半年	全年	上半年	下半年	全年	
<b>持續經營業務<sup>5</sup></b>							
<b>收益</b>							
香港電訊	16,157	17,968	34,125	16,400	17,930	34,330	1%
香港電訊(未計流動通訊產品銷售)	14,868	15,633	30,501	15,247	16,123	31,370	3%
流動通訊產品銷售	1,289	2,335	3,624	1,153	1,807	2,960	(18)%
OTT業務	786	1,226	2,012	971	1,481	2,452	22%
免費電視及相關業務	388	522	910	390	562	952	5%
其他業務	400	272	672	369	398	767	14%
抵銷項目	(993)	(661)	(1,654)	(1,280)	(874)	(2,154)	(30)%
<b>綜合收益</b>	16,738	19,327	36,065	16,850	19,497	36,347	1%

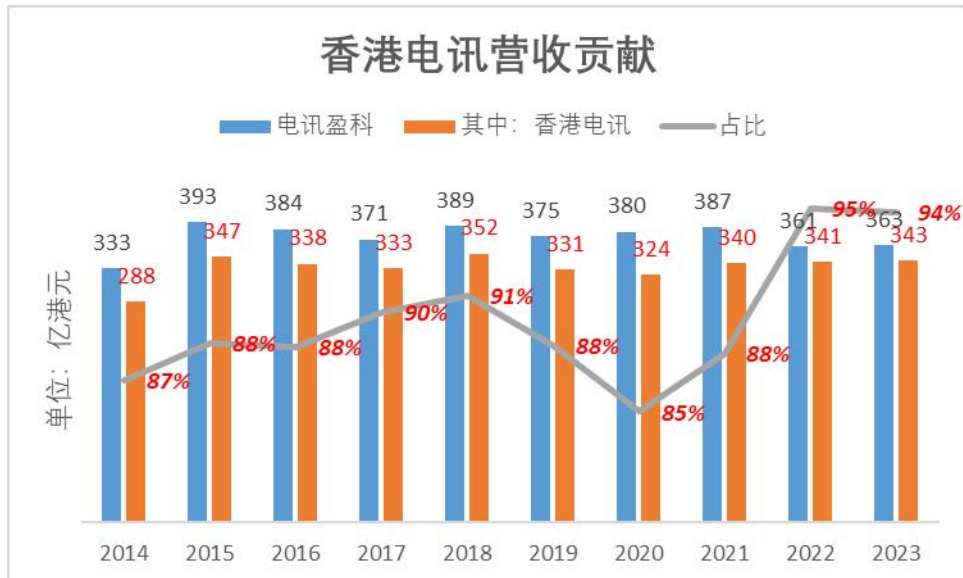
(来源：公司 2023 年报)

## 1、固网：从成熟期向衰退期过渡



在重组后，公司业务更加单一化，子公司香港电讯的业绩核心地位更加凸显。

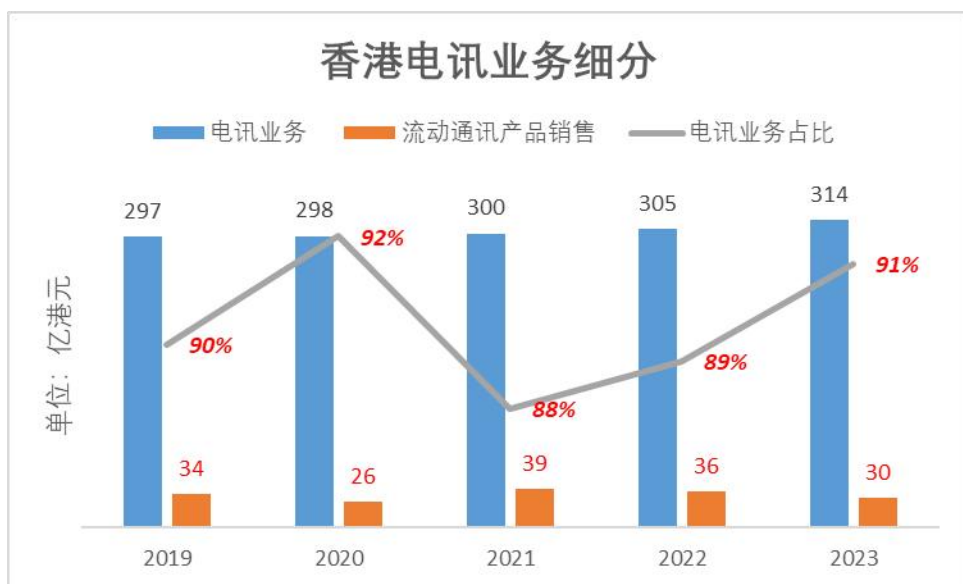
2023 年，公司营收 363 亿港元，其中香港电讯营收 343 亿港元。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 App)

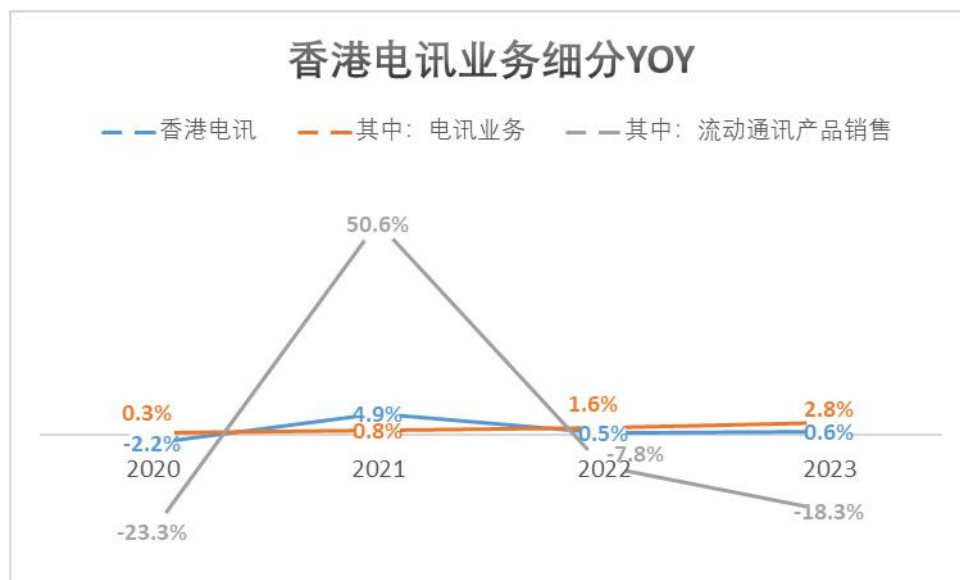
公司对香港电讯处于绝对控股地位，截至 2023 年末持股 52.29%，后者再无其他持股 5%以上的大股东。

公司财报将香港电讯营收细分为两类：(1) 电讯业务；(2) 流动通讯产品销售。电讯业务一直贡献香港电讯营收的大头，占比约 90%。



(制图：市值风云 App)

2023 年，电讯业务营收 314 亿港元，同比增 2.8%；流动通讯产品销售营收 30 亿港元，同比跌 18.3%。



(制图：市值风云 App)

长期以来，作为支柱的香港电讯，核心的电讯业务营收同比增速仅为低个位数，导致公司整体缺乏成长性。

这是为什么呢？

在如今几乎人手一部手机的移动通信时代，风云君相信，在座的诸多老铁，甚至已经不再使用固定电话了。

然而，翻开香港电讯的财报，老铁会惊讶地发现：其业务开展仍然围绕固网通信市场。固网带来的营收规模约是移动通信的 2 倍。

2023 年，香港电讯的电讯服务业务（即固网业务）营收 242 亿港元，同比增 1%；移动通讯业务营收 113 亿港币，同比跌 2%。



## 分類財務回顧

截至12月31日止年度 港幣百萬元	2022			2023			較佳/ (較差) 與去年 同期比較
	上半年	下半年	全年	上半年	下半年	全年	
<b>收益</b>							
<b>電訊服務</b>	11,596	12,376	23,972	11,685	12,485	24,170	1%
— 本地電訊服務	7,968	8,535	16,503	8,159	8,714	16,873	2%
— 國際電訊服務	3,628	3,841	7,469	3,526	3,771	7,297	(2)%
<b>流動通訊</b>	4,936	6,630	11,566	4,968	6,340	11,308	(2)%
— 流動通訊服務	3,647	4,295	7,942	3,815	4,533	8,348	5%
— 流動通訊產品銷售	1,289	2,335	3,624	1,153	1,807	2,960	(18)%
其他業務	567	314	881	596	286	882	—
抵銷項目	(942)	(1,352)	(2,294)	(849)	(1,181)	(2,030)	12%
<b>總收益</b>	16,157	17,968	34,125	16,400	17,930	34,330	1%

(来源: 香港电讯 2023 年报)

而同期的内地电信运营商, 又是什么情况呢?

以中国电信 (601728.SH、00728.HK) 为例, 2023 年, 其移动通信服务收入 1957 亿元, 明显高于固网及智慧家庭服务收入 1231 亿元。

	2023 年度	2022 年度
按商品或服务的种类		
服务收入	464,965,250,245.43	434,928,264,870.59
其中: 移动通信服务收入(i)	195,659,684,635.65	191,026,455,224.41
固网及智慧家庭服务收入(ii)	123,063,018,993.82	118,533,936,461.13
产业数字化服务收入(iii)	138,890,032,963.51	117,755,555,702.88
其他服务收入(iv)	7,352,513,652.45	7,612,317,482.17
出售商品及其他收入(v)	42,877,424,751.97	40,038,978,627.37
合计	507,842,674,997.40	474,967,243,497.96

(来源: 中国电信 2023 年财报)

事实上, 香港自 1870 年代引入电话服务的一百多年以来, 一直是全球电话线密度最高地区之一。时至今日, 使用固话的通信习惯仍未彻底性改变。

据香港通讯局数据, 截至 2024 年 2 月, 香港固话渗透率为 67%, 较 2011 年的 102% 及 2017 年的 92% 明显下跌, 但仍远高于全球其他地区。

电讯服务	数量
流动网络营办商 (截至2024年5月)	5
流动虚拟网络营办商 (截至2024年5月)	24
本地固定网络营办商 (截至2024年5月) (注3)	28
对外固定电讯服务营办商 (截至2024年5月) (注4)	194
- 设施为本的对外固定网络营办商 (截至2024年5月) (注5)	41
- 服务为本的对外电讯服务营办商 (截至2024年5月) (注6)	153
住宅固定电话线渗透率 (截至2024年2月) (注7)	66.8%

(来源: 香港通讯事务管理局)

相比之下,截至 2023 年末,中国内地和美国的固话渗透率,分别为 13%和 29%。





(来源：CEIC 数据库)

对于本地固网通信市场，香港通讯局的态度是全面开放，对牌照申请者没有外资的限制、对牌照发放数量也没有上限。

截至 2023 年末，香港本地固网通信市场共有 28 名持牌机构。内地三大通信巨头中国电信、中国移动（600941.SH、00941.HK）和中国联通，也均在其列。

- 世纪互联集团有限公司
- 中国移动香港有限公司
- 中国移动国际有限公司
- 中国电信国际有限公司
- 中国联通（香港）运营有限公司
- 信通电话（香港）有限公司
- 2易通网络有限公司
- Equinix Hong Kong Limited
- 环球全域电讯有限公司
- 香港宽频企业方案香港有限公司
- 香港宽频企业方案有限公司
- 中港网络有限公司
- 香港宽频网络有限公司
- 香港有线电视有限公司
- Hong Kong Telecommunications (HKT) Limited
- NTT Com Asia Limited
- 电讯盈科环球业务（香港）有限公司
- 香港电话有限公司及Hong Kong Telecommunications (HKT) Limited
- 国际环球通讯网络（香港）有限公司及香港国际电讯有限公司
- SmarTone Communications Limited
- Superloop (Hong Kong) Limited
- Telstra International HK Limited及澳大利亚国际有限公司
- 名气通电讯固网有限公司
- TraxComm Limited
- Verizon Hong Kong Limited
- 乡村电话有限公司
- Vodafone Enterprise Hong Kong Limited

(来源：香港通讯事务管理局)

香港通讯局对持牌机构的网络铺设和投资规模同样不做限制。

不过, 电信行业作为资本密集型的重资产行业, 持牌机构为了存活, 只能不断“跑马圈地”, 进行网络铺设密度的竞赛。

据香港通讯局数据, 截至 2023 年 3 月, 本地 92% 的住户, 有至少两个固网运营商的线路可选择; 81% 的住户, 则有至少 3 个固网运营商的线路可选择。

同时官方预计, 随着持牌机构继续铺设各自的网络, 上述百分比仍将提升。

## 2、移动通信: 5G 用户仍在培育

公司在固网通信市场的现状, 是典型的成熟期行业困境, 而随着行业朝着衰退期过渡, 竞争将愈加白热化。

回顾内地通信巨头的经验, 在过去 10 年, 4G 技术的引入彻底改变了内地通信市场的格局。随着 5G 技术的应用, 公司是否有望在移动通信领域先下一城?

实际上, 相比固网通信市场, 香港移动通信市场的竞争格局更明确, 主要有 4 家运营商, 即公司、中国移动香港、和记电讯和数码通。

**不过, 香港移动通信市场, 同样是一个典型的存量市场。**

首先, 香港移动通信用户的渗透率已经极高。据披露, 截至 2023 年 3 月, 香港移动通信用户数量约 2160 万, 按人口计的渗透率达 282%。

其次, 根据香港通讯局的说法, 移动通信运营商长期进行激烈的价格竞争。

### 流动通讯服务

公共流动通讯服务的竞争一向十分激烈。截至2023年3月, 四家主要流动网络商, 即中国移动香港有限公司、Hong Kong Telecommuni-

流动网络商在香港以非常相宜的价格提供第二代(2G)、3G、4G和5G流动服务。截至2023年3月, 流动通讯服务用户数目约为2 160万, 流动服务用户数目于2023年3月达510万, 相当于68.2%的流动服务用户渗透率。随着5G服务继续发展, 将可支援更高速度的流动通讯。

(来源: 香港通讯局)

在此背景下, 抢夺尚未高渗透的 5G 市场, 似乎是唯一的出路。

香港移动通信行业于 2020 年开启从 4G 向 5G 的过渡，并于 2021 年正式进入 5G 时代。

图9：流动服务用户数目 (2013年至2022年)

年份	2G	3G	4G	4G/5G	5G
	12月的用户数目 (百万)				
2013	5.1	9.9	2.2	0.0	0.0
2014	4.7	8.7	3.9	0.0	0.0
2015	2.6	8.3	5.9	0.0	0.0
2016	1.6	8.2	7.4	0.0	0.0
2017	1.4	4.3	13.3	0.0	0.0
2018	0.7	4.4	16.5	0.0	0.0
2019	0.3	4.6	19.1	0.0	0.0
2020	0.2	2.9	0.0	20.0	0.0
2021	0.1	1.8	20.1	0.0	2.9
2022	0.1	1.0	16.6	0.0	4.6

(来源：香港通讯局)

据香港通讯局披露，截至 2023 年 3 月，香港 5G 用户达 510 万，相当于 68.2% 的移动通信用户渗透率。

如果以后付用户数量计，截至 2022 年末，香港全行业 5G 用户占后付用户人数的渗透率则为 53%。

图10: 后付与预付智能卡的流动服务用户 (2013年至2022年)

年份	后付	预付
	12月的用户数目 (百万)	
2013	7.8	9.3
2014	7.9	9.5
2015	8.0	8.8
2016	8.2	9.1
2017	8.6	10.4
2018	9.2	12.4
2019	9.5	14.5
2020	9.5	13.6
2021	9.8	15.0
2022	9.7	12.6

(来源: 香港通讯局)

从目前来看, 公司的移动通信业务, 仍处于向 5G 转型的用户培育阶段。

据香港电讯披露, 2023 年, 其流动通讯业务约 26% 的营收来自流动通讯产品销售, 表明其在移动通信领域较为依赖硬件获客。

#### 流动通讯

截至12月31日止年度 港币百萬元	2022			2023			較佳/ (較差) 與去年 同期比較
	上半年	下半年	全年	上半年	下半年	全年	
<b>流动通讯收益</b>							
流动通讯服务	3,647	4,295	7,942	3,815	4,533	8,348	5%
流动通讯产品销售	1,289	2,335	3,624	1,153	1,807	2,960	(18)%
<b>流动通讯总收益</b>	4,936	6,630	11,566	4,968	6,340	11,308	(2)%

(来源: 香港电讯 2023 年报)

此外, 截至 2023 年末, 香港电讯的 5G 客户人数为 510 万, 占其后付客户总人数的 41%。该比例甚至低于香港通讯局披露的 2022 年末全行业整体水平。

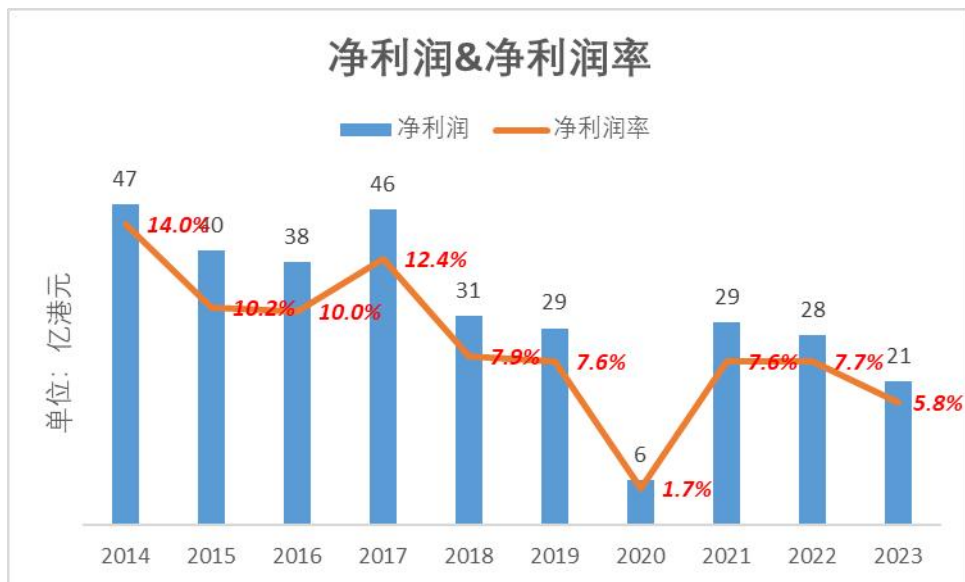


儘管市場競爭激烈，但流動通訊業務的後付客戶人數仍錄得紀錄的10.5萬名或百分之三的淨增長至342.8萬名。值得注意的是，我們1010尊貴客戶基礎亦按年擴大百分之五。於2023年12月底，我們的5G客戶人數進一步增加至139.9萬名，佔後付客戶總人數百分之四十一，以及佔1010及csl客戶人數半數以上。

(来源：香港电讯 2023 年报)

### 三、红利股属性明显

公司的净利润率，自 2018 年起跌破 8%，于 2020 年触底至 1.7%，2023 年为 5.8%。

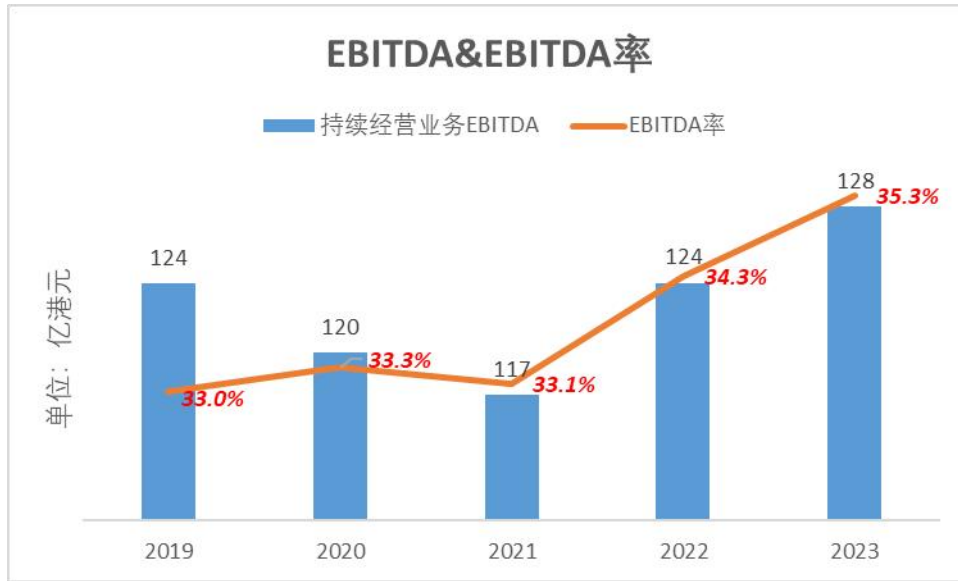


(来源：Choice 终端，制图：市值风云 App)

通信行业是重资产行业，折旧和摊销对利润的影响较大，因此 EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前的利润）这一指标更能反映出公司的真实盈利能力。

公司的 EBITDA 自 2022 年起触底反弹，2023 年为 128 亿港元，对应 EBITDA 利润率为 35.3%，也是过去 5 年首次突破 35%。



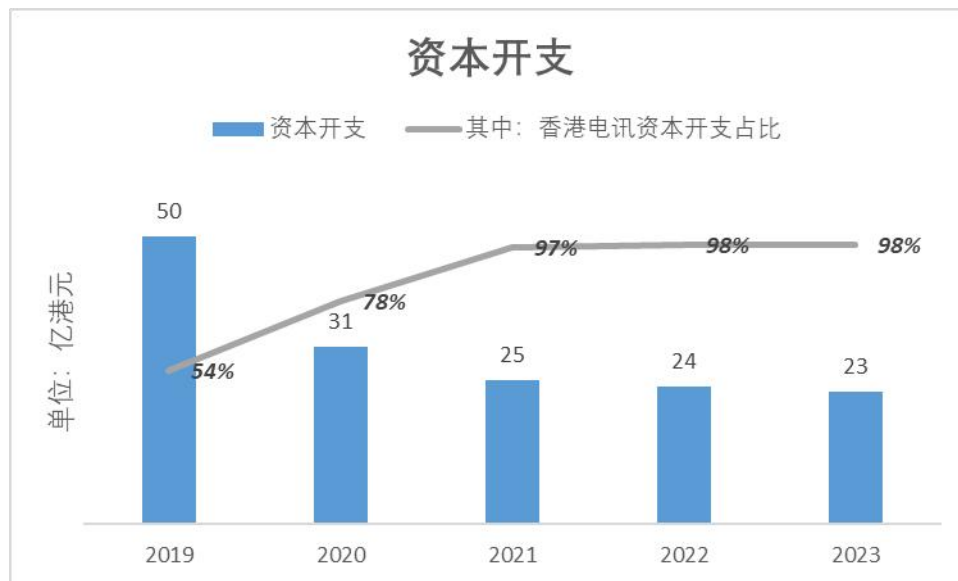


(制图: 市值风云 App)

EBITDA 的改善，得益于资本开支从 2019 年的 50 亿港元，逐年下降至 2023 年的 23 亿港元。究其原因：

首先，开展房地产业务的盈大资产于 2021 年出表，为公司节省大量资本开支。可以佐证的是，香港电讯的资本开支占比从 2019 年的 54% 提升至 2023 年的 98%。

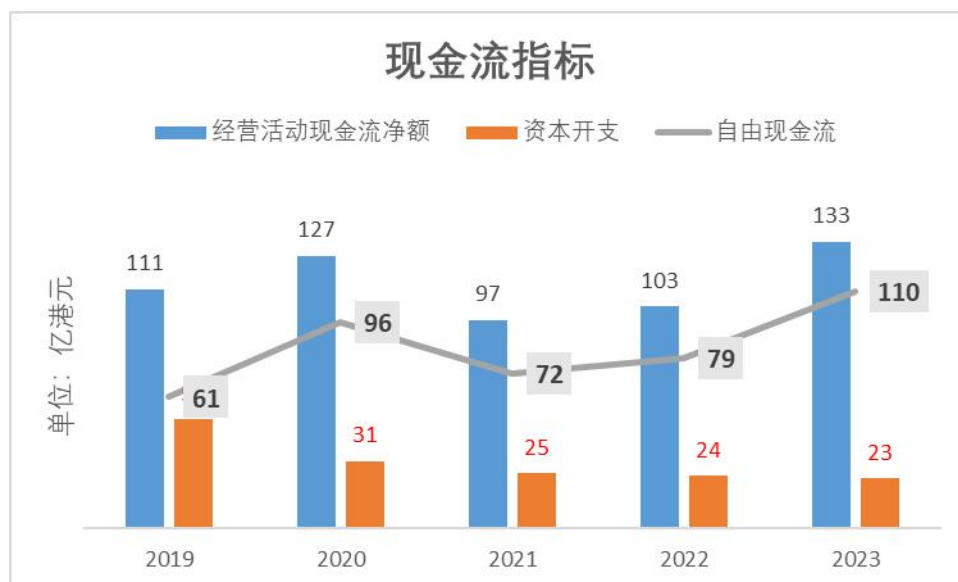
其次，香港电讯的资本开支也在下降。据披露，公司已于 2022 年完成全港的 5G 网络铺设。



(制图: 市值风云 App)

由于剔除了非现金成本，EBITDA 指标也更贴近公司的现金流水平。

同样由于资本开支的下降，公司自由现金流从 2019 年的 61 亿港元，整体增至 2023 年的 110 亿元。

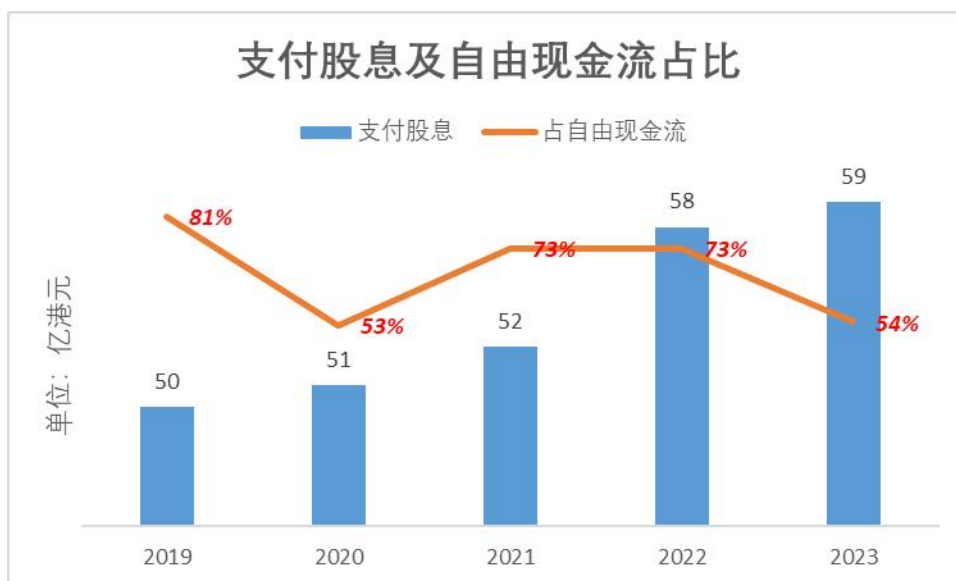


(来源: 东财 Choice, 制图: 市值风云 App)

**值得一提的是, 公司是港股市场一只典型的红利股, 管理层回报股东的意愿较强, 且有着长期支付现金股息的历史。**

过去数年, 尽管期间业绩有所波动, 但公司支付股息金额逐年增长。而保证公司分红能力的前提, 正是较为充足的现金流。

2019-2023 年, 公司合计支付股息 270 亿港元, 占期间合计自由现金流 418 亿港元的 65%。



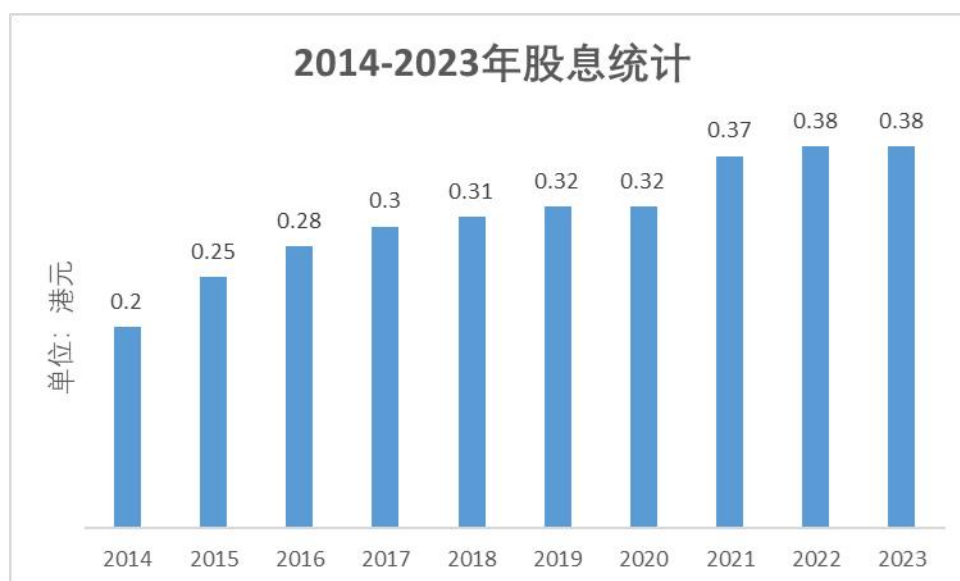
(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 App)

顺便一提, 由于股价长期躺平, 对于过去长期持有公司股票的投资人来说, 股息贡献了投资回报的大头。

以 2014-2023 年为例:

假设投资者在 2014 年的第一个交易日以收盘价买入该股, 此后每年的中期和末期均获得派息, 年度合计的每股股息在 2.0-0.4 港元区间。

按 2023 年最后一个交易日的收盘价 4.16 港元计, 投资者的年化投资回报率 (不考虑货币时间价值) 为 15.75%。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 App)

## 结语

香港作为全球最发达的商业及金融中心之一, 监管机构对于电信行业同样秉承高度开放、自由竞争的态度。

在长期激烈竞争下, 即使公司作为扎根本地逾 150 年的行业龙头, 也无法高枕无忧。

其核心的固网业务, 面临的是一个从成熟期到衰退期过渡的市场。而移动通信业务, 由于 5G 应用的时日尚短, 竞争优势尚不明确。

此外, 从资本市场角度, 在剥离和重组后, 公司与香港电讯的业务重叠度较高。

在风云君看来, 现阶段, 公司对投资者的吸引力, 更取决于能否持续稳定派息、以及通过改善现金流以提升回报股东的水平。