

评级：买入（首次）

市场价格：4.43 港元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email: chenney@zts.com.cn

分析师：杨雷

执业证书编号：S0740524060005

Email: yanglei01@zts.com.cn

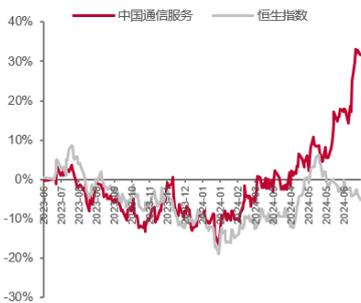
研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6,926
流通股本(百万股)	2,391
市价(港元)	4.43
市值(百万港元)	30,682
流通市值(百万港元)	10,592

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	141,208	149,139	156,800	165,218	174,407
增长率 yoy%	5.00%	5.62%	5.14%	5.37%	5.56%
净利润 (百万元)	3,358	3,584	3,809	4,060	4,335
增长率 yoy%	6.36%	6.74%	6.26%	6.59%	6.79%
每股收益 (元)	0.48	0.52	0.55	0.59	0.63
每股现金流量	0.71	0.77	1.08	1.36	1.30
净资产收益率	9%	9%	9%	8%	8%
P/E	8.3	7.8	7.4	6.9	6.5
PEG	1.7	1.4	1.4	1.3	1.2
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

备注：以 2024 年 7 月 8 日收盘价计算

报告摘要

- 国内算网新基建龙头，目标新一代智慧服务商。** 中国通信服务公司拥有超过 70 年的通信信息行业经验，其上市于 2006 年，最终实控人为国资委。目前，公司主营业务分为三部分，分别为 TIS（电信基建服务）、BPO（业务流程外判）、ACO（应用、内容及其他服务）。其中，TIS 为主要创收业务，占比总营收过半；ACO 为主要增长驱动业务；BPO 收入相对平稳。电信运营商、非运营商集团客户以及海外客户为公司的三大客户群体，且 2019 年非运营商集团客户首次成为公司第一大客户群体。近年来，公司营收净利润均呈稳步增长态势，2021-2023 年，公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 5.30%/6.55%。此外，公司毛利率/净利率亦稳步提升，2021/2022/2023 年，公司毛利率分别为 11.03%/11.35%/11.61%，净利率分别为 2.38%/2.47%/2.51%。2021 年，公司推出 10 年期股票增值激励计划，并对首次授予生效条件制定了业绩指标。以 2022 年为基准，2022-2024 年，ROE 分别不低于 8.25%/8.40%/8.65%；收入增长率分别不低于 15.0%/25.4%/37.9%；总资产周转率不低于 1.15/1.15/1.15 次。公司股票增值激励计划的制定，彰显长期发展信心。
- 算力基础设施带来新弹性，TIS 有望迎来稳步增长长期。** 过往，行业分析主要基于 3G/4G/5G 基站的建设节奏以及运营商 CAPEX 来判断行业上下行。事实上，5G 宏站建站是在放缓、运营商亦在压缩无线侧 CAPEX。但是我们认为不必过于悲观，主要基于以下几个因素：1) 5G 基站建设未来将从广覆盖走向深覆盖/厚覆盖，根据信通院相关数据，2022-2025 年，我国 5G 小基站建设规模将达到 600 万个。2) 企业级 5G 基站需求日益增多，并将于 2025 年后首次超越运营商投入而成为主力。3) 2024 年，我国 5G-A 商用元年开启，随着低空经济等应用场景发展，5G-A 建站需求有望释放。因此，我们需要重视当前行业发生的主要转变以及对未来的趋势判断。随着算力基础设施建设的起量，我们更应该关注算力设施给公司带来的新弹性。主要影响因素有：1) 运营商资本开支在向算力侧倾斜，其 AI 相关数据中心建设需求旺盛。2) 智算中心市场空间大，基于 IDC 数据，2021-2026 年，我国智算规模将以 CAGR 为 52.3% 增速增至 127 1.4EFLOPS。3) 公司从传统通信网络建设运维转向算力基础设施建设运维，其主要客户群体未变，过往项目/技术经验仍适用。当前，公司数字基建业务亦获得快速发展，云业务 40%+、数据中心业务 35%+。同时，公司取得了包括前海某人工智能算力中心（EPC）项目、某国有银行某大数据中心及某集团智算中心建设项目等多个行业标杆项目范例。未来算力基础设施的快速扩建，公司 TIS 业务有望持续增长。
- 运营商 OPEX 相对平稳，供应链改革持续推进。** 宏观 OPEX 支出方面，根据 Analysys Mason 数据显示，全球运营商与网络相关的 OPEX 在 5200 万亿美元左右，其 OPEX 的比例会从 2020 年的 49% 提升到 2027 年的 51%；并预计网络及 IT 相关 OPEX 总数亦有所提升。国内运营商 OPEX 方面，三大运营商过去 5 年的网络运营相关支出是增加的，且我们认为在运营商大规模出现 5G-A/6G 建设前，运营商或许会重点以运营当前网络/算力设备为主，OPEX 将有望保持相对平稳。行业变革方面，随着我国智算中心规模的增长，智能化运维需求在快速提升；公司因其长期从事运营商数据中心运维管理，具备丰富的数据中心运维资料，未来向智能化运维转型过程中，有望充分发挥其优势。此外，公司还是通信行业主要的物流企业，主要承接运营商的第三方物流。2

2021年6月，公司引入战略投资者实施供应链公司混改，战略投资者合计向供应链公司注资人民币9亿元，持有股权26.02%。公司仍为供应链公司母公司，具备其控股权，股权占比为73.99%。随着混改的持续深入推进，供应链公司有望提升运营效率并扩大行业影响力。

- **数字中国未来已来，ACO成最主要增长驱动力。**2023年2月，党中央、国务院发布了数字中国顶层设计规划，明确了“2522”整体框架布局。且根据中国信息通信研究院发布的《数字中国发展报告（2023年）》显示：2023年，我国数字经济规模超过55万亿元，市场空间大。公司近年不断发展战略新兴业务，发力数字政府/双碳/网络安全等领域。未来有望带来新的增长重点。数字政府方面：2024年中国数字政府IT投资中各项细分业务占比，基础架构层/平台层/应用解决方案/安全/其他占比将分别为47%/23%/20%/6%/4%；公司具备了从咨询、建设到运营的一体化服务能力，未来有望充分受益。双碳方面：2020年，我国节能服务业总产值为5916亿元，同比增长13.3%，预计到2025年将达到1万亿元，CAGR达到11.07%；公司亦致力于聚焦“4+1”领域、打造“双碳5大能力”。行业网络安全方面：2026年，我国网络安全IT支出规模将达到318.6亿美元，5年内增长超2.5倍，五年CAGR约为21.2%。公司建立了“通服网安”子品牌，且可向市场提供安全整体解决方案和综合安全服务。2023年，公司ACO业务收入同比增长16.8%；其中，软件开发及系统支撑保持快速增长，同比增长25.1%。且过去10年，公司ACO占收比从10.8%提升至19.5%，ACO已成为公司业务增长的最主要驱动力。
- **投资建议：**公司是国内算网新基建龙头，其业务包括TIS、BPO及ACO。随着AIGC快速发展，传统通信网络将全面转型为算网建设，公司有望持续受益。2022至2023年，公司分红率从40%提高至42%；每股股息从0.19元/股提高至0.22元/股，同比增长12.1%。我们预计2024-2026年净利润分别为38.09亿/40.60亿/43.35亿元，EPS分别为0.55元/0.59元/0.63元，对应2024-2026年PE分别为7.4/6.9/6.5倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**运营商资本开支/运营开支进一步下滑风险；小微基站及5G-A发展不及预期风险；数字经济及行业数字化发展不及预期风险；供应链改革不及预期风险；市场竞争加剧风险；技术研发及供应链不稳定风险；研报信息更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

(1) 结合算网新趋势分析行业当前存在的预期差以及公司发力 TIS 业务的优势。随着 AIGC 的快速发展，传统的通信网络正向智算/算网转型。我们认为当前市场主要的认知预期差在于：1) 运营商无线侧 CAPEX 趋势下滑的前提下，5G 小微基站以及 5G/A 的建设将会在一定程度上弥补消除下滑带来的影响；此外，企业侧基站支出也将于 2025 年首次超过运营商成为建设主力；通信网络建设不悲观。2) 运营商算力网络侧 CAPEX 未来将保持快速增长，AI 算力/智算中心的建设有望成为主要的驱动力。公司基于过往传统通信网络建设运维经验，在承接算力新基建项目中，其主要客户群体未变、过往项目/技术经验仍适用。因此，公司作为国内算网基建龙头企业，其 TIS 业务有望充分受益于算网新趋势下的大发展。

(2) 结合运营商运营开支及智能化运维趋势下，公司 BPO 业务如何实现快速发展。1) 我们从全球运营商 OPEX 支出方面分析：全球运营商与网络相关的 OPEX 未来的占比会逐步提高。同时，我们亦分析国内运营商近些年 OPEX 支出变化得出国内未来支出亦有望保持平稳。随着 5G 宏站建设放缓，运营商基于当前设备运维将尤为为重要。因此，公司 BPO 业务基本盘相对稳定。2) 展望未来，随着传统运维向智能化运维转型，智能化运维需求在快速提升。公司长期从事运营商数据中心运维管理，具备丰富的数据中心运维资料，在向智能化运维转型过程中具备先发优势。此外，公司还引入战略投资者实施供应链改革，通过整合产业链上下游资源，亦有望快速提升运营效率并扩大行业影响力。

投资逻辑

公司聚焦 TIS、BPO 及 ACO 三大主业，未来有望发力算网新基建打造新优势新成长。短中期来看，公司作为国内算网新基建龙头企业，在从传统通信网络建设、运维向算力新基建转型过程中，其具备丰富的业务、流程、项目等优势，有望充分受益于算网新基建浪潮。数字中国顶层规划下，数字经济未来已来，其市场空间大、发展潜力足。公司通过在数字政府/双碳/网络安全等重点领域有效发力，使得其 ACO 业务有望快速发展，并成为当前最主要的增长驱动力。展望未来，公司三大主业基本盘稳固，运营商、非运营商集团客户及海外客户三大客户群体黏性充足，在 AI 算力网络/数字化大浪潮中，公司亦有望持续受益，业绩有望实现稳定增长。

关键假设、估值与盈利预测

核心假设：TIS 业务：假设传统通信网络建设不过于悲观，且公司面向 AI 算力新基建有效发力，未来将有望获得相对平稳增长，预计 2024-2026 年实现收入 783.83/811.26/842.09 亿元，同比增长 3.00%/3.50%/3.80%。BPO 业务：全球运营商 OPEX 支出与网络相关预计持续增长，且国内运营商 OPEX 相对平稳。公司在智能化运维趋势及供应链改革下，有望充分受益。预计 2024-2026 年实现收入 446.90/460.31/476.42 亿元，同比增长 2.50%/3.00%/3.50%。ACO 业务：数字中国顶层规划设计下，数字经济未来已来。公司不断发力数字政府、双碳、网络安全等领域，有望实现快速发展。预计 2024-2026 年实现收入 332.35/375.56/420.62 亿元，同比增长 15.00%/13.00%/12.00%。

估值与盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司分别实现营收 1568.00 亿/1652.18 亿/1744.07 亿元，同比增长 5.14%/5.37%/5.56%，归母净利润 38.09 亿/40.60 亿/43.35 亿元，同比增长 6.26%/6.59%/6.79%，对应 EPS 分别为 0.55 元/0.59 元/0.63 元，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 7.4/6.9/6.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

公司概况	- 7 -
国内通信建设运维龙头，目标新一代智慧服务商	- 7 -
营收净利润均稳步增长，盈利能力有望逐步提升	- 11 -
效益质量双双提升向好，股息分红有望持续递增	- 13 -
TIS：算力新基建带来新弹性	- 15 -
通信网建设不悲观，小站/5G-A 新变量	- 15 -
传统网络转算力网，发力算力基础设施	- 17 -
领先的算网服务商，数字基建快速增长	- 20 -
BPO：智能化运维优势明显	- 23 -
运营商 OPEX 提升，智能化运维优势明显	- 23 -
通信行业物流回暖，供应链改革持续推进	- 26 -
ACO：增长最主要驱动力	- 29 -
数字中国未来已来，数字经济规模广阔	- 29 -
发力战略新兴业务，新签合同占比较高	- 30 -
创新引领产数发展，ACO 贡献占比提升	- 33 -
盈利预测与投资建议	- 36 -
风险提示	- 39 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 7 -
图表 2: 公司三大业务格局.....	- 8 -
图表 3: 公司三大客户主体结构.....	- 8 -
图表 4: 公司股权结构.....	- 9 -
图表 5: 公司高管团队介绍.....	- 10 -
图表 6: 公司 10 年期股票增值激励计划首次授予生效条件.....	- 10 -
图表 7: 2019-2023, 公司营业收入及增速 (亿元, %)	- 11 -
图表 8: 2019-2023, 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	- 11 -
图表 9: 公司细分业务收入及增速 (亿元, %)	- 11 -
图表 10: 公司细分业务收入占比 (%)	- 11 -
图表 11: 公司细分市场收入情况 (亿元)	- 12 -
图表 12: 公司细分市场收入占比 (%)	- 12 -
图表 13: 公司销售净利率、销售毛利率 (%)	- 12 -
图表 14: 公司研发支出 (亿元, %)	- 12 -
图表 15: 公司“构建新一代综合智慧服务商”战略体系	- 13 -
图表 16: 公司成本结构.....	- 14 -
图表 17: SG&A 费用占收比.....	- 14 -
图表 18: 持续增长、稳步提升的股息政策 (元, %)	- 14 -
图表 19: 公司每股盈利及每股股息(元, %)	- 14 -
图表 20: 我国基站建设总量及增速 (万站, %)	- 15 -
图表 21: 2019-2025 年, 我国宏/小基站新建数量预测 (万站)	- 15 -
图表 22: 来自于各行业的 5G 网络设备收入将成为主力 (亿元)	- 16 -
图表 23: 全球及我国 5G-A 主要进展	- 17 -
图表 24: AIGC 对智能算力具备强需求	- 18 -
图表 25: 我国数据中心机架规模.....	- 18 -
图表 26: 人工智能核心产业规模与带动相关产业规模.....	- 18 -
图表 27: 我国智能算力发展情况	- 18 -
图表 28: 2013-2024E, 三大运营商资本开支及算网投资占比 (亿元, %)	- 19 -
图表 29: 算力/算力网络建设产业链.....	- 20 -
图表 30: TIS 业务介绍.....	- 21 -
图表 31: 公司支撑国内 5G 基站建设.....	- 21 -
图表 32: 全球最大 5G 商用网络设施的建设者.....	- 21 -
图表 33: 数据中心业务成功案例介绍.....	- 22 -

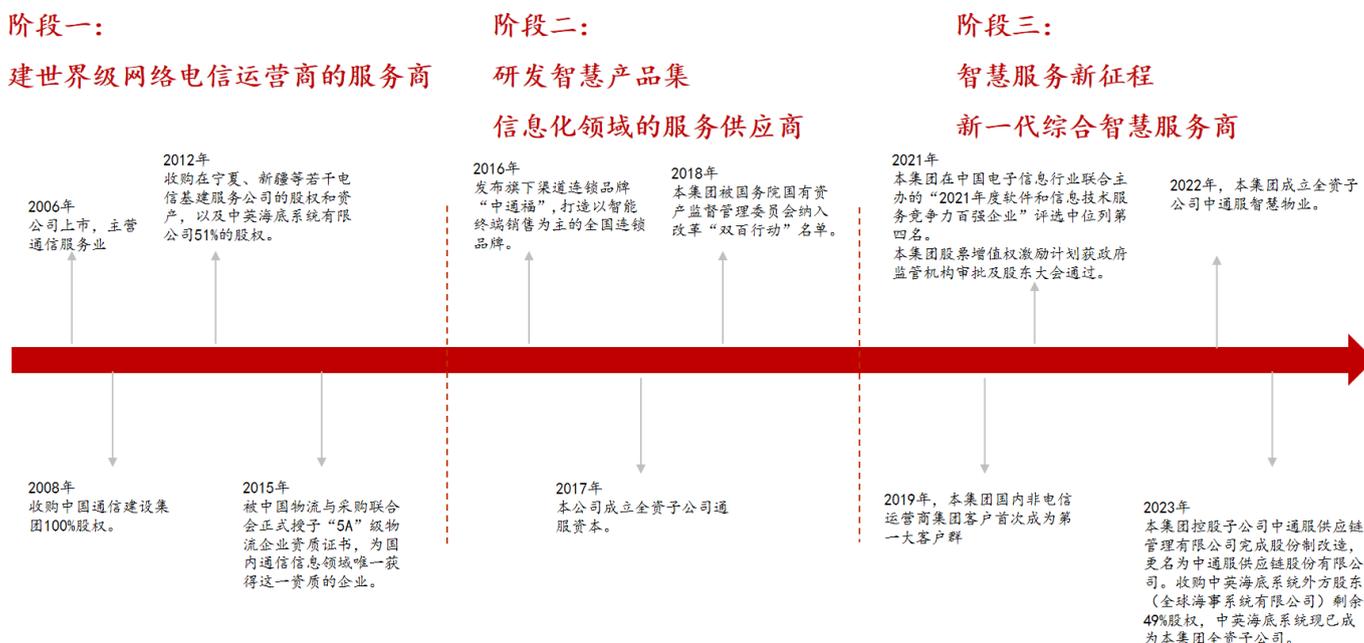
图表 34: 公司数字基建业务获得快速增长.....	22 -
图表 35: 2020-2027 年, 全球运营商 OPEX 支出及网络相关占比.....	23 -
图表 36: 2018-2023 年, 三大运营商 OPEX 支出及增速 (亿元, %)	24 -
图表 37: 我国算力规模及增速 (EFlops, %)	24 -
图表 38: 我国算力内部结构.....	24 -
图表 39: 数据中心智能化运维框架结构.....	25 -
图表 40: 业务流程外判服务主要部分介绍.....	26 -
图表 41: 2016-2022E, 中国通信物流行业市场规模情况.....	27 -
图表 42: 公司提供供应链一体化、全生命周期服务.....	27 -
图表 43: 供应链公司股权架构.....	28 -
图表 44: 四家战投方介绍.....	28 -
图表 45: “2522”数字中国建设框架.....	29 -
图表 46: 2017-2023 年中国数字经济总体规模及增速.....	30 -
图表 47: 2017-2022 年, 产数和数产规模及增速.....	30 -
图表 48: 中国数字政府市场预测 2023-2028 (亿元/%)	30 -
图表 49: 中国数字政府 IT 投资预测, 2024	30 -
图表 50: 公司数字政府技术构架图.....	31 -
图表 51: 2017-2025 年中国节能服务业产业产值及预测.....	31 -
图表 52: 公司双碳五大能力, 聚焦“4+1”领域.....	32 -
图表 53: 2021-2026 年中国网络安全市场总投资规模预测.....	33 -
图表 54: 中国网络安全产品细分市场占比情况.....	33 -
图表 55: 公司网安中心架构.....	33 -
图表 56: 公司网信安全与应急合同签署.....	33 -
图表 57: ACO 业务内容.....	34 -
图表 58: 公司提供各类智慧应用.....	34 -
图表 59: ACO 业务收入十年间增长近 4 倍, 占收比持续提升.....	35 -
图表 60: 公司分业务盈利预测 (亿元)	37 -
图表 61: 可比公司估值 (截止 2024 年 7 月 8 日)	38 -
图表 62: 三大报表预测值 (截止 2024 年 6 月 28 日)	40 -

公司概况

国内通信建设运维龙头，目标新一代智慧服务商

- **公司长期深耕通信网络建设及运维领域，未来有望成为新一代综合智慧服务商。**公司拥有超过 70 年的通信信息领域行业经验，其上市于 2006 年，上市至今已历经 3 个阶段。2006-2015 为上市后发展的一阶段，主要为电信运营商提供通信网络建设和运维服务，并逐步将业务扩展至物流、网络科技等领域。2016-2018 为发展的二阶段，公司进入研发智慧产品集信息化领域。2019 至今为发展的第三阶段。随着非运营商客户接替运营商成为公司第一大客户群，公司正走向综合智慧服务商新征程。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **公司业务包括 TIS/BPO/ACO 三大主营业务。**电信基建服务（TIS）：主要包括通信网络咨询、规划、设计、施工、监理等全流程服务。主要实施对象为云网建设、数据中心、老旧机楼绿色改造等业务。业务流程外判服务业务（BPO）：包括网络维护、通用设施管理、供应链和商品分销服务。此外，公司还积极拓展综合代维（代理维护光缆基站设备等）、实现工维优（施工维护优化）合一服务模式。应用、内容及其他服务业务（ACO）：包括系统集成、软件开发及系统支撑、增值服务及其他服务。

图表 2: 公司三大业务格局



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 客户结构方面, 公司主要面向运营商、非电信运营商集团客户, 以及海外市场客户三大主体。其中, 运营商市场包括国内的中国电信、中国移动、中国联通及铁塔公司。非运营商集团客户包括政府机构、交通、电力、互联网与 IT、建筑等行业客户。海外市场主要集中在非洲、中东及东南亚地区为代表的新兴市场, 包括海外运营商、海外集团客户与政企客户。

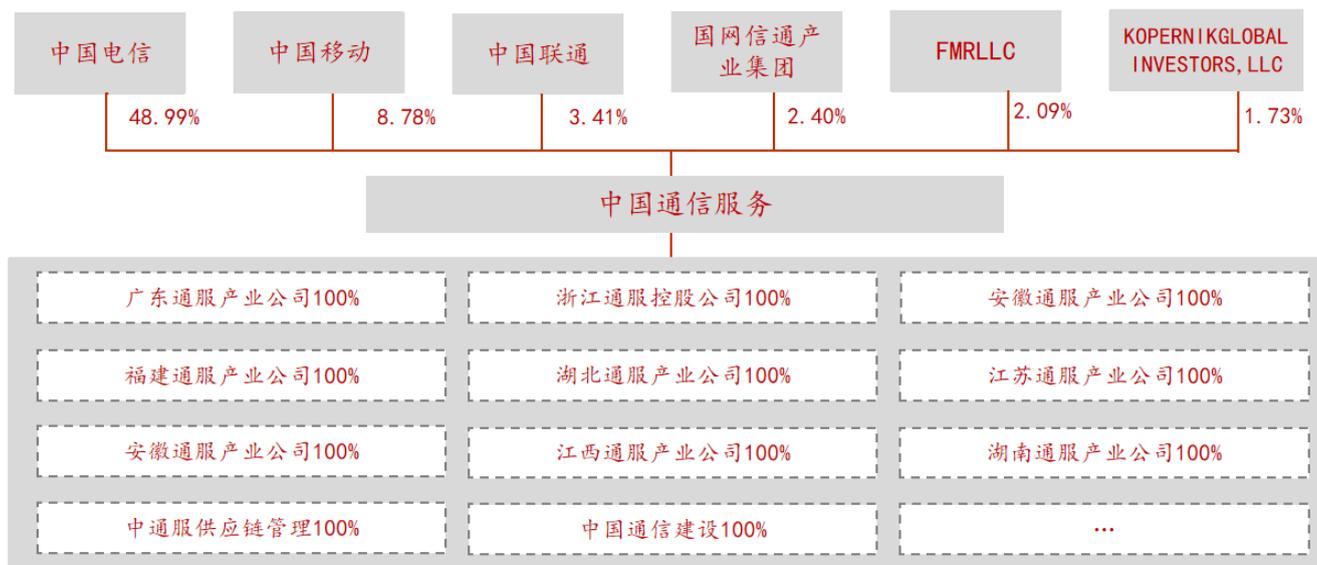
图表 3: 公司三大客户主体结构



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 实控人为国资委，三大运营商合计持股占比 **61.18%**。公司由中国电信、中国移动及中国联通共同出资，电信/移动/联通股权占比分别为 48.99%/8.78%/3.41%。控股子公司方面，公司成立了如中通服国际、中通服智慧物业、中国通信建设、通服资本等面向专业领域子公司；并面向全国 29 个省市分别建立了子公司，以更好的对各省区域进行服务。

图表 4：公司股权结构



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司高管团队均深耕通信运营行业 **20 余年**，具备丰富的从业履历。公司董事长为栾晓维，现任中国电信副总经理。总裁为闫栋，主要负责企业的日常运营管理。公司执行副总裁包括徐世光、沈阿强、赵旭及张浩，均具备丰富的管理经验。公司秘书及副财务总监钟伟祥，是香港会计师公会及澳洲会计师公会会员；其在上市公司审计、公司秘书及财务管理等方面亦拥有超过 20 年的丰富经验。

图表 5: 公司高管团队介绍

公司高管	职务	简介
栾晓维	董事长	现任中国电信副总经理。曾任中国移动山西有限公司副总经理、中国移动终端有限公司总经理、中国移动福建有限公司总经理。在电信行业拥有超过 28 年经营及管理经验。
闫栋	总裁	负责公司日常运营管理。曾任本公司执行副总裁、中通服智慧物业发展有限公司董事，以及中国电信集团实业管理部副总经理等职务。拥有丰富的公司运营、企业管理、财务管理及上市公司运作经验。
徐世光	执行副总裁	曾任中国电信集团有限公司审计部副总经理、中国电信股份有限公司审计部副总经理。拥有 20 年的电信行业管理经验。
沈阿强	执行副总裁兼财务总监	曾任中国电信集团有限公司财务部综合财务处处长、中国电信（香港）国际有限公司董事兼副总经理和中国电信集团公司财务部总部财会处处长等职务。拥有超过 30 年的电信和财务管理经验。
赵旭	执行副总裁	兼任集团下属子公司浙江省通信服务控股集团有限公司董事、总经理。曾任集客事业部业务创新处处长。拥有超过 20 年的电信和 IT 行业经验。
李栋	高级管理人员	曾任职于中国联合网络通信有限公司人力资源部、综合部，中国电信集团有限公司办公厅、纪检组监察局。拥有超过 20 年的电信行业管理经验。
张浩	执行副总裁	兼任集团下属子公司中国通信服务国际有限公司董事、总经理、中通服智慧物业发展有限公司董事长。曾担任集团下属子公司陕西省通信服务有限公司董事、总经理。拥有超过 20 年的电信行业管理经验。
钟伟祥	公司秘书及财务总监	香港会计师公会及澳洲会计师公会会员。曾先后在国际会计师事务所、中国移动有限公司及中国电信股份有限公司工作，在上市公司审计、公司秘书及财务管理等方面拥有超过 20 年的丰富经验。

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司制定 10 年期股票增值激励计划，彰显长期发展信心。2021 年 12 月，公司推出股票增值权计划，共授予 981 名激励对象，总数约 20727 万股。该激励计划分 3 批次生效，且需两年期限后，每年约三分之一生效。同时，为了保障激励效果，公司制定了首次授予生效条件的业绩指标，包括 ROE、收入增长率及总资产周转率等。

图表 6: 公司 10 年期股票增值激励计划首次授予生效条件

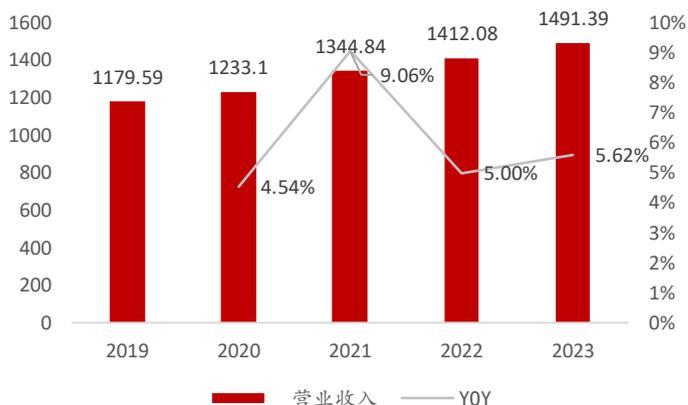
业绩指标	生效条件之公司业绩条件		
	ROE	收入增长率	总资产周转率（次）
2022 年	不低于 8.25%，且不低于对标企业同期的 75 分位值。	相较 2020 年增长率不低于 15.0%，且不低于对标企业同期的 75 分位值，同时年度增长率为正。	不低于 1.15，且不低于对标企业同期的 75 分位值。
2023 年	不低于 8.40%，且不低于对标企业同期的 75 分位值。	相较 2020 年增长率不低于 25.4%，且不低于对标企业同期的 75 分位值，同时年度增长率为正。	不低于 1.15，且不低于对标企业同期的 75 分位值。
2024 年	不低于 8.65%，且不低于对标企业同期的 75 分位值。	相较 2020 年增长率不低于 37.9%，且不低于对标企业同期的 75 分位值，同时年度增长率为正。	不低于 1.15，且不低于对标企业同期的 75 分位值。

来源：公司公告，中泰证券研究所

营收净利润均稳步增长，盈利能力有望逐步提升

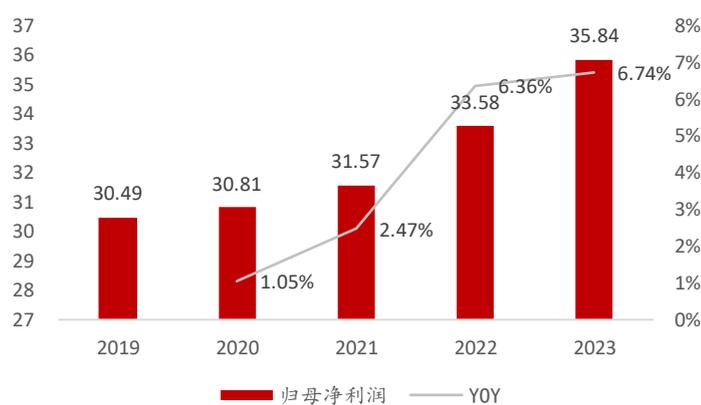
- 公司营收增速逐步恢复，归母净利润逐年稳步提升。营业收入方面，2021/2022/2023 年公司实现收入 1344.84/1412.08/1491.39 亿元，同比增速 9.06%/5.00%/5.62%。2022 年增速有所下滑，主要是由于疫情反复对于项目施工等业务影响较大。2023 年，公司营收逐步有所恢复。净利润方面：2021/2022/2023 年公司实现归母净利润 31.57/33.58/35.84 亿元，同比增速 2.47%/6.36%/6.74%，呈稳步增长态势。

图表 7：2019-2023，公司营业收入及增速（亿元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

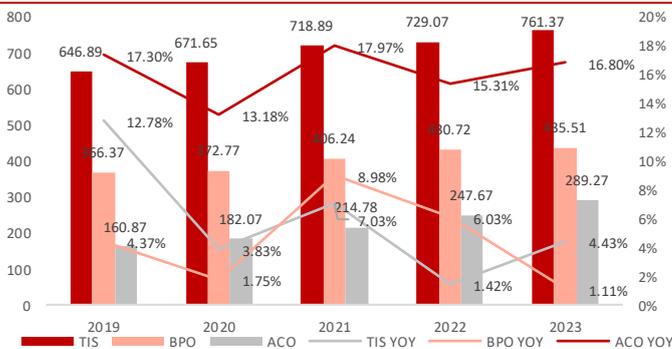
图表 8：2019-2023，公司归母净利润及增速（亿元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

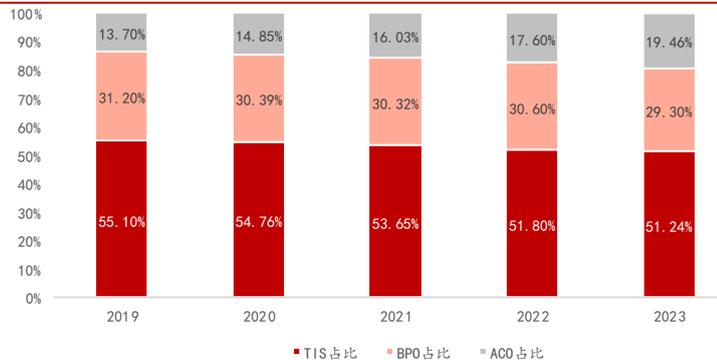
- TIS 业务占比过半，ACO 业务占比逐步提升。细分业务结构方面：2021/2022/2023 年，TIS 收入 718.89/729.07/761.37 亿元，同比增长 7.03%/1.42%/4.43%，占比 53.65%/51.80%/51.24%。BPO 业务收入 406.24/430.72/435.51 亿元，同比增长 8.98%/6.03%/1.11%，占比 30.32%/30.60%/29.30%。ACO 业务收入 214.78/247.67/289.27 亿元，同比增长 17.97%/15.31%/16.80%，占比 16.03%/17.60%/19.46%。TIS 业务占比过半，是公司主要收入来源；ACO 业务占比逐步提升，主要得益于数字经济时代，公司大力发展产业数字化相关业务。

图表 9：公司细分业务收入及增速（亿元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

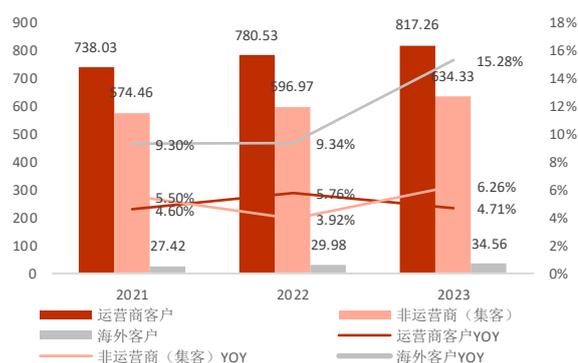
图表 10：公司细分业务收入占比（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

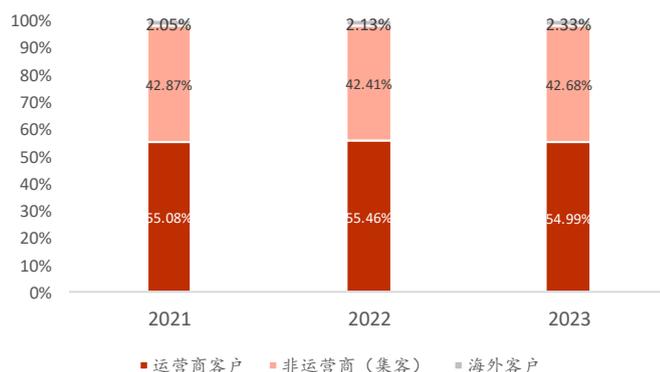
■ 运营商及集客市场为基本盘，海外收入有望贡献新增量。细分市场结构方面：2021/2022/2023 年，运营商市场收入 738.03/780.53/817.26 亿元，同比增长 4.60%/5.76%/4.71%，占比 55.08%/55.46%/54.99%；集客市场收入 574.46/596.97/634.33 亿元，同比增长 5.50%/3.92%/6.26%，占比 42.87%/42.41%/42.68%；海外市场收入 27.42/29.98/34.56 亿元，同比增长 9.20%/9.34%/15.28%，占比 2.05%/2.13%/2.33%。海外方面，公司未来将通过“一带一路”倡议，构建外部合作生态圈，推动海外市场不断发展。

图表 11: 公司细分市场收入情况 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

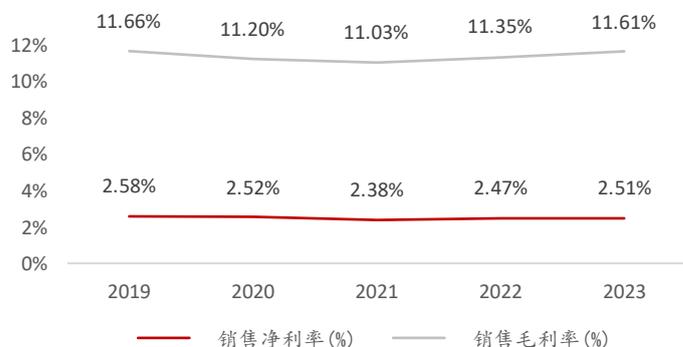
图表 12: 公司细分市场收入占比 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 盈利能力有望持续提升，研发投入逐步加大。盈利能力方面，2021/2022/2023 年，公司毛利率为 11.03%/11.35%/11.61%，净利率为 2.38%/2.47%/2.51%，公司综合毛利率及净利率近 3 年逐年稳步提升。研发投入方面，2021/2022/2023 年，研发费用为 42.33/49.52/55.52 亿元，同比增速 11.92%/16.99%/12.12%。公司持续加强科技创新投入，智慧产品亦显成效。

图表 13: 公司销售净利率、销售毛利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 公司研发支出 (亿元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

效益质量双双提升向好，股息分红有望持续递增

- 公司加快建设“一流智慧服务创新型企业”，构建“新一代综合智慧服务商”战略体系。为加快一流企业建设，促进企业高质量发展，公司加快实现转换动能，包括有科创动能、市场动能及生态动能；并不断夯实基石，包括有人才基石、数字基石及治理基石；以及有效做好统筹，包括规模和质量统筹、发展和安全统筹、短期和长期统筹。在三大客户领域，运营商侧公司有望保持市场领先；非运营商集客市场侧蓄力新增长动力；海外市场侧实现高质量发展。公司战略体系完整，目标清晰，未来有望实现效益质量双提升并持续向好。

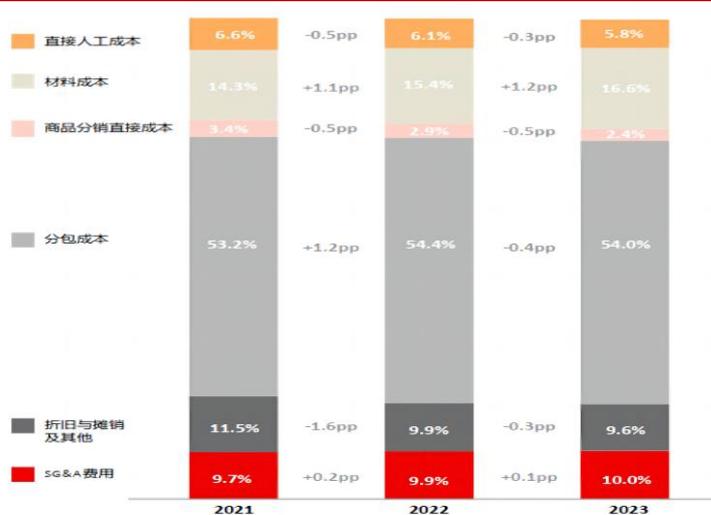
图表 15：公司“构建新一代综合智慧服务商”战略体系



来源：公司官网，中泰证券研究所

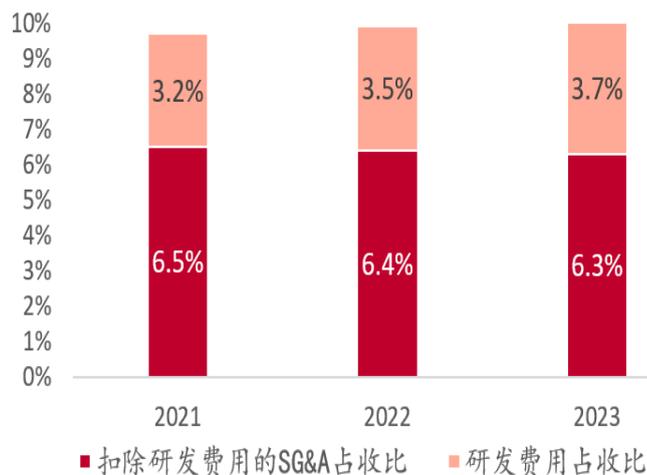
- 公司强管控成本结构，扣除研发费用的 SG&A 占收比稳步下降。在成本结构方面，公司通过控制员工总量，提高劳动生产率，使得直接人工成本占收比持续下降。随着总包模式项目增加带动材料费上升，公司通过集中采购、完善集采管理来加强管控材料成本。此外，公司还加大自主交付能力，利用 IT 系统和加强制度建设与分析，强化分包全流程管理来有效控制分包成本。除研发投入逐步提升外，公司还积极控制行政管理开支，其费用占收比稳步下降。

图表 16: 公司成本结构



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

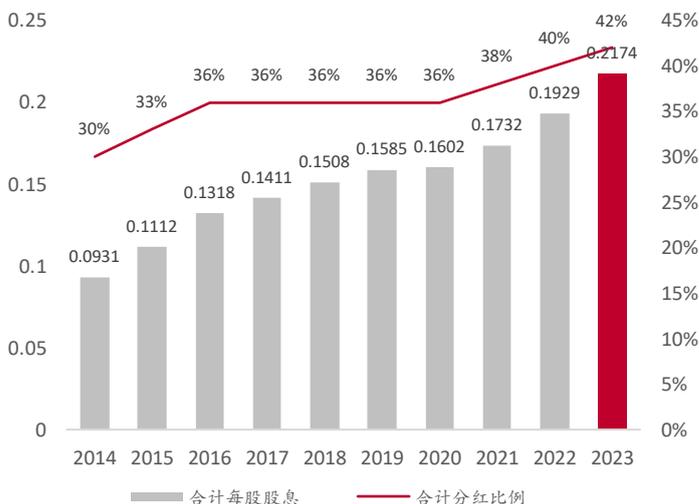
图表 17: SG&A 费用占收比



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

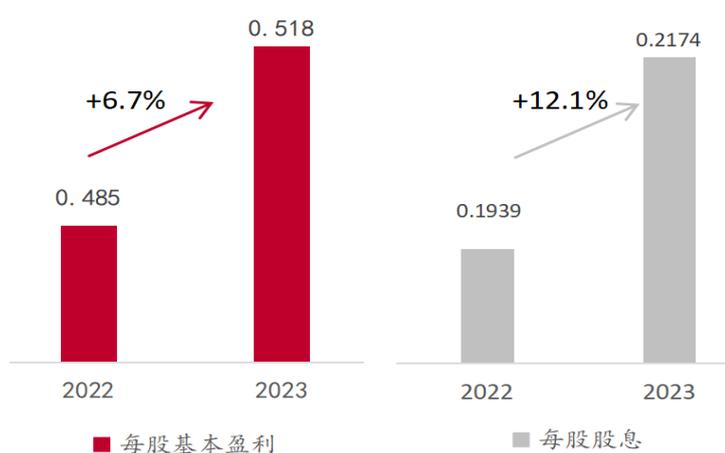
- **积极回馈股东, 股息逐年递增。**过去 10 年, 公司按照“持续增长、稳步提升”分红政策, 股息分红逐年递增。2014/2023 年, 公司分红比例分别为 30%/42%。每股股息从 2014 年的 0.09 元/股提升至 2023 年的 0.22 元/股。2022 至 2023 年, 公司每股盈利从 2022 年的 0.49 元提升至 2023 年的 0.52 元, 提升比例 6.7pct; 公司每股股息从 2022 年的 0.19 元/股提升至 2023 年的 0.22 元/股, 提升比例 12.1pct。

图表 18: 持续增长、稳步提升的股息政策(元, %)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 19: 公司每股盈利及每股股息(元, %)



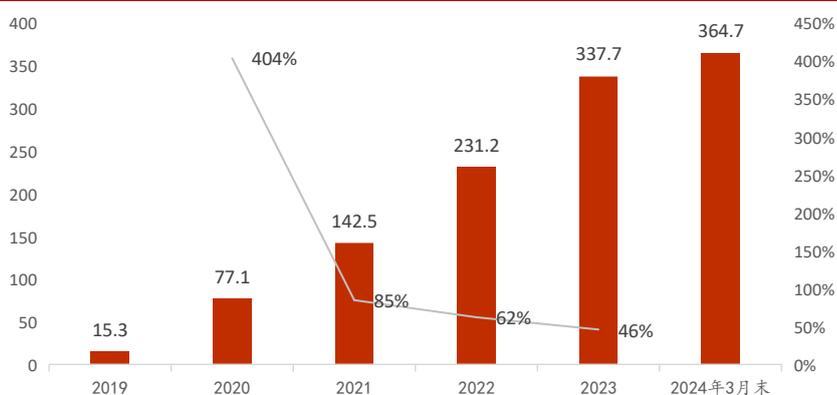
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

TIS: 算力新基建带来新弹性

通信网建设不悲观，小站/5G-A 新变量

- 无线通信已进入后 5G 时代，单看 5G 宏站建设节奏有所放缓。截止 2024 年 3 月，我国无线基站总数达 1190 万个，其中 5G 基站数达到 364.7 万站，5G 基站占比 30.64%。2023 年全年基站建设新增数 106.5 万站，达到自 2019 年来，5G 基站年度新增量的高峰。随着 5G 网络覆盖至全国所有地级市及县城城区，未来 5G 网络建设有望向深覆盖及企业侧网络蔓延。

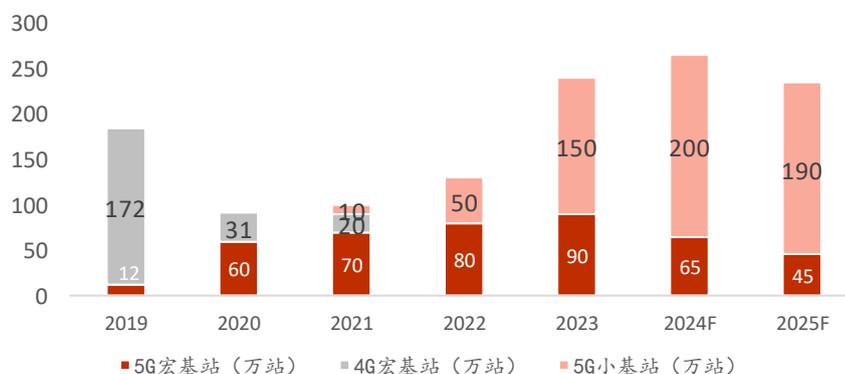
图表 20: 我国基站建设总量及增速 (万站, %)



来源: 工信部信通院, 中泰证券研究所

- 5G 基站建设有望从广覆盖走向深覆盖及厚覆盖。根据工信部信通院相关数据显示，2022—2025 年，我国 5G 小基站建设规模将达到 600 万个，年度新建数量分别为 50 万站、150 万站、200 万站和 190 万站。2022 年，5G 小基站市场空间为 20 亿美元，到 2025 年将增长到 58.4 亿美元。目前，国内三大运营商均已开启 5G 小基站的自研或者招标，未来 5G 网络覆盖深度、厚度和广度的要求会进一步提高，也将明显拉动 5G 小基站市场增长。

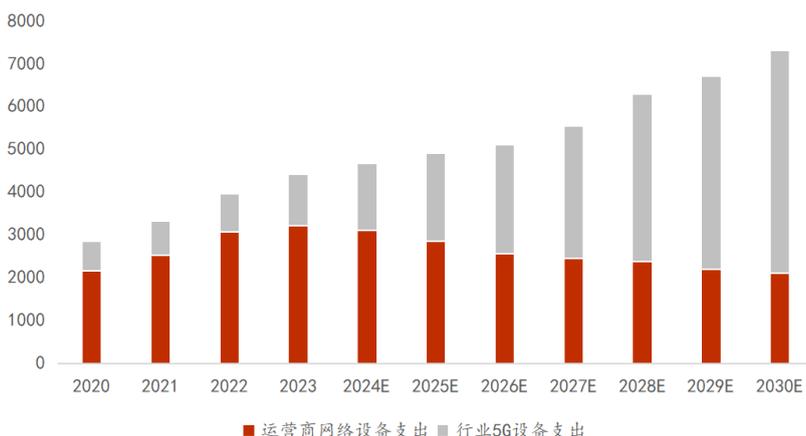
图表 21: 2019-2025 年，我国宏/小基站新建数量预测 (万站)



来源: 工信部, 中泰证券研究所

- **企业侧 5G 基站建设需求日益增加，有望成为基站建设的新增长极。**工信部信通院预计 2025 年之后非运营商各行业 5G 投资将超越电信运营商。一方面在于目前 5G 应用较多聚焦于垂直领域，比如交通、医疗、航空制造、智慧工厂、矿山、港口、电力、国防行业等行业。另外一方面，随着 AI、大数据、云计算等新型技术兴起，企业自建专网需求较为旺盛。展望未来，企业 5G 专网投资有望成为基站建设的重要驱动。

图表 22：来自于各行业的 5G 网络设备收入将成为主力（亿元）



来源：智研咨询，中泰证券研究所

- **5G-A 产业进展迅速，我国 5G-A 商用元年正式开启。**2024 年 3 月工信部表示年内将强化 5G 演进，支持 5G-A 发展。3 月 28 日，中国移动在杭州全球首发 5G-A 商用部署，并公布首批 100 个 5G-A 网络商用城市名单，且宣布计划于年内扩展至全国超 300 个城市，以建成全球最大规模的 5G-A 商用网络。此外，行业内 ITU、3GPP、GSMA、IMT-2020（5G）等国际国内组织机构均积极推动相关技术和标准研发，产业未来有望持续向好。

图表 23：全球及我国 5G-A 主要进展

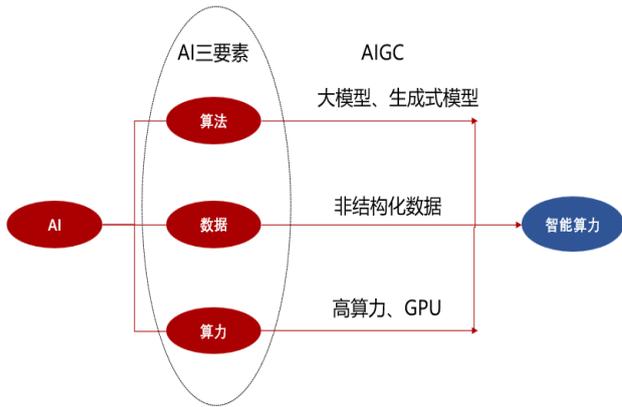
分类	5G-A 进展
全球	美国：23年11月发布《国家频谱战略》，释放总计2786MHz的无线频谱以满足国内无线需求；24年3月NTIA发布《国家频谱战略实施计划》，制定频谱工作完成时间表。为5G-A升级提供保证 韩国：22年将5G-A确定为国家关键技术
政策	中央：23年7月新版《中华人民共和国无线电频率划分规定》率先在全球将6GHz频段划分用于5G系统，为5G发展保证中频段频率资源，23年8月工信部等提出研制面向垂直行业的非地面网络、新型无源物联、通信感知一体化等5G演进（5G-A）技术标准。24年2月工信部提出加大5G-A、万兆光网研发建设 地方：23年10月上海提出2026年初步建成以5G-A和万兆光网为标志的全球“双万兆”城市；23年12月广东印发《关于推动广东省信息通信业高质量发展的指导意见》指出，打造10个5G-A创新应用示范场景，深圳印发《深圳市支持低空经济高质量发展的若干措施》，推进5G-A应用示范
国际组织机构	全球 ITU：2023年世界无线电通信大会上同意修订《无线电规则》，制定到2030年代末的频谱规划，新频谱包括各个国家和地区的3300MHz—3400MHz、3600MHz—3800MHz、4800MHz—4990MHz和6425MHz—7125MHz频段 3GPP：预计2024H1完成R18 5G-A标准冻结，5G-A技术规范和性能要求将得以明确，为后续商用部署奠定基础 GSMA：23年成立“5G Futures Community”，19家运营商和产业伙伴加入共同推进5G-A关键技术研发；发起5G-Advanced First Adopters，中国电信、中国移动、中国联通、沙特电信等9家运营商加入，承诺在5G-A标准冻结后，加速实现5G-A商用 中国 IMT-2020(5G)推进组：发布《面向5G-A的移动算力网络需求及潜在关键技术白皮书》、《5G-Advanced核心网演进白皮书》、《5G-Advanced通感融合场景需求研究报告（第二版）》等5G-A相关研究文件
关键技术测试	2023年，高通与诺基亚贝尔验证上下行超宽带Sub-6GHz和毫米波频段组合关键技术；联发科与诺基亚贝尔验证上下行超宽带Sub-6GHz频段上行三载波2Tx Switching关键技术，以及宽带实时交互基于L4S的端到端协同关键技术；阿联酋电信和数字政府监管局宣布完成“5G-A”第二阶段试验项目，使用6GHz频段的宽带频谱实现高达10Gbit/s传输速率 中国移动规划3期5G-A技术试验，2023年6月已完成一期，计划2024年6月完成二期；华为23年10月宣布完成5G-A全部功能测试，首次将端到端跨层协同技术应用在5G-A宽带实时交互
产业界	场景验证 2023年7月，沙特Zain宣布完成P-IoT仓库场景验证；10月阿联酋du发布全球首个“5G-A智能家居”示范别墅，通过10Gbit/s网速提供裸眼3D和XR等应用丰富的智能家居体验 我国已经启动物联、车联、港口、通感等多样化5G-A试点项目。2023年，四川移动与华为通过5G-A通感一体技术成功对道路人员和车辆完成实时定位、速度感知和轨迹感知。中兴通讯完成了5G-A通感融合演示验证测试。2024年，天津联通携手华为在天津港完成了全国首个港口场景通感一体能力验证，上海电信与中兴在黄浦江航道率先完成5G-A通感试验
网络测试部署	2023年T-Mobile推出5G-A网络解决方案，多行业探索开发5G-A服务；Zain、du等中东运营商联合设备商针对下行万兆、XR、P-IoT等关键能力与场景完成网络能力验证；诺基亚与阿联酋du完成阿联酋首个5G-A RedCap商用网络试验；10月阿联酋du、阿曼电信、沙特Zain、科威特Zain、科威特Ooredoo等运营商发布全球首批5G-A网络 24年2月华为发布5.5G智能核心网解决方案；中移动近期宣布5G-A正式商用，将在2024年促进5G-A在国内300个以上城市应用；中国电信提出“三层四面”5G-A核心网络架构，推进ToB/H/C端业务应用商业化
终端产品开发	芯片厂商和设备制造商推出支持新频谱的5G-A芯片、物联网模组和终端产品，高通、联发科等芯片厂商发布支持5G-A芯片，美格智能2024年发布具备5G-A功能的CPE，苹果、华为、OPPO、vivo等手机厂商在手机中引入3CC，预计到2024年下半年越来越多的手机将支持5G-A的新能力。NReal AIR、华为等终端厂家公布支持8K分辨率的VR眼镜，以支持8K的混合现实（MR）类业务需求。

来源：各政府部门、国际组织、产业机构等，中泰证券研究所

传统网络转算力网，发力算力基础设施

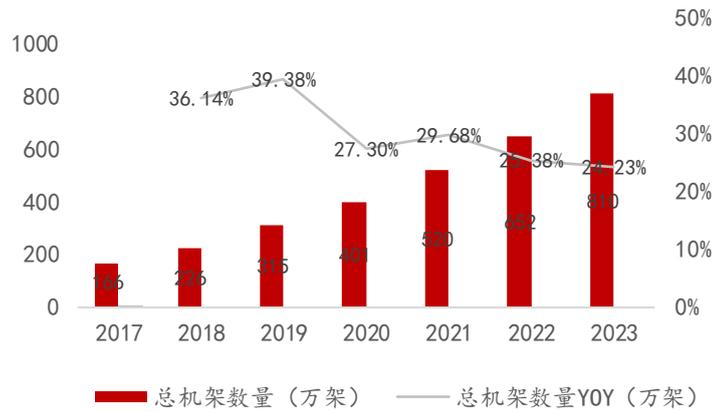
- **AIGC 将拉动算力高增长，大中型数据中心建设有望规模增长。**算力按照需求匹配，可分为基础算力、智能算力及超算算力。根据 IDC 数据，未来全球扩增的数据中 80%以上都是非结构化数据（文本、图片、语音、视频等）。AIGC 中的生成式模型/多模态，主要为对智能算力的需求。AIGC 大模型训练仍采用集中式算力方式，对大中型规模以上数据中心建设拉动较为明显。截止到 2023 年年底，我国在用数据中心机架规模达到 810 万架，且 2019-2023 年增速均保持在 20%以上；未来有望进一步保持稳定增长。

图表 24: AIGC 对智能算力具备强需求



来源: 中泰证券研究所

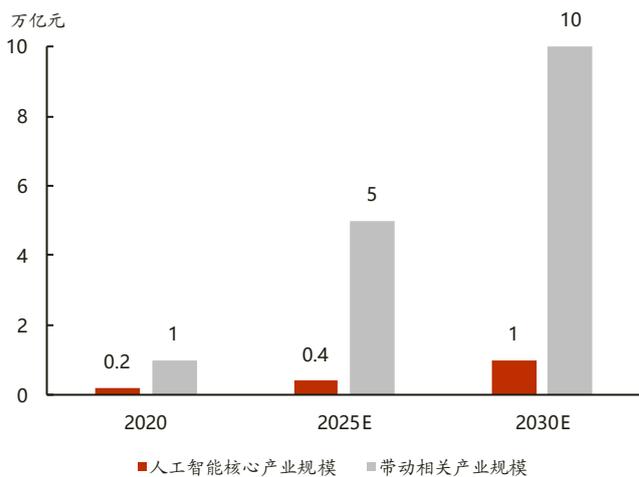
图表 25: 我国数据中心机架规模



来源: 工信部信通院, 中泰证券研究所

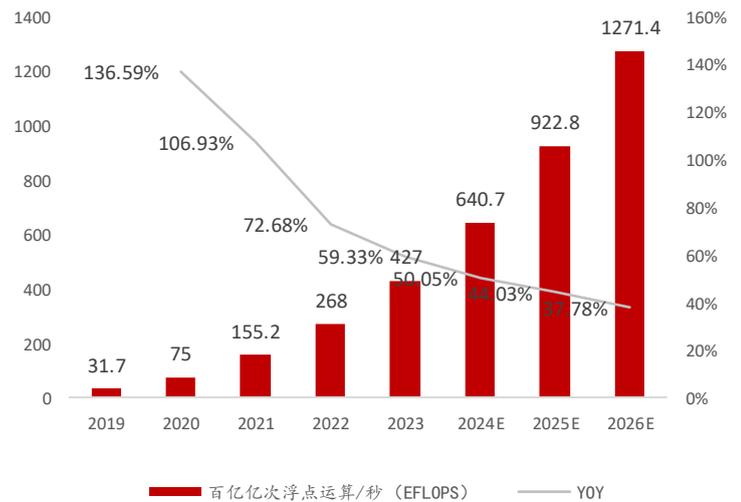
- **AI 将带动相关产业规模发展, 智算中心建设有望充分受益。**根据国家信息中心数据, 到 2025/2030 年, 人工智能核心产业规模超过 4000/10000 亿元, 带动相关产业规模超过 5/10 万亿元。“十四五”期间, 在智算中心实现 80%应用水平下, 智算中心投资可带动 AI 核心产业增长约 2.9-3.4 倍。
- **我国智能算力有望迎来蓬勃发展。**根据国际数据公司 (IDC) 等发布的数据, 未来 80%场景都将基于 AI, 其算力资源主要由智算中心承载。2021 年我国智能算力规模已达到 155.2EFLOPS, 预计将以 GAGR 为 52.3%的增速增至 2026 年的 1271.4EFLOPS, 未来算力增长空间大、增速快。

图表 26: 人工智能核心产业规模与带动相关产业规模



来源: 国务院《新一代人工智能发展规划》, 中泰证券研究所

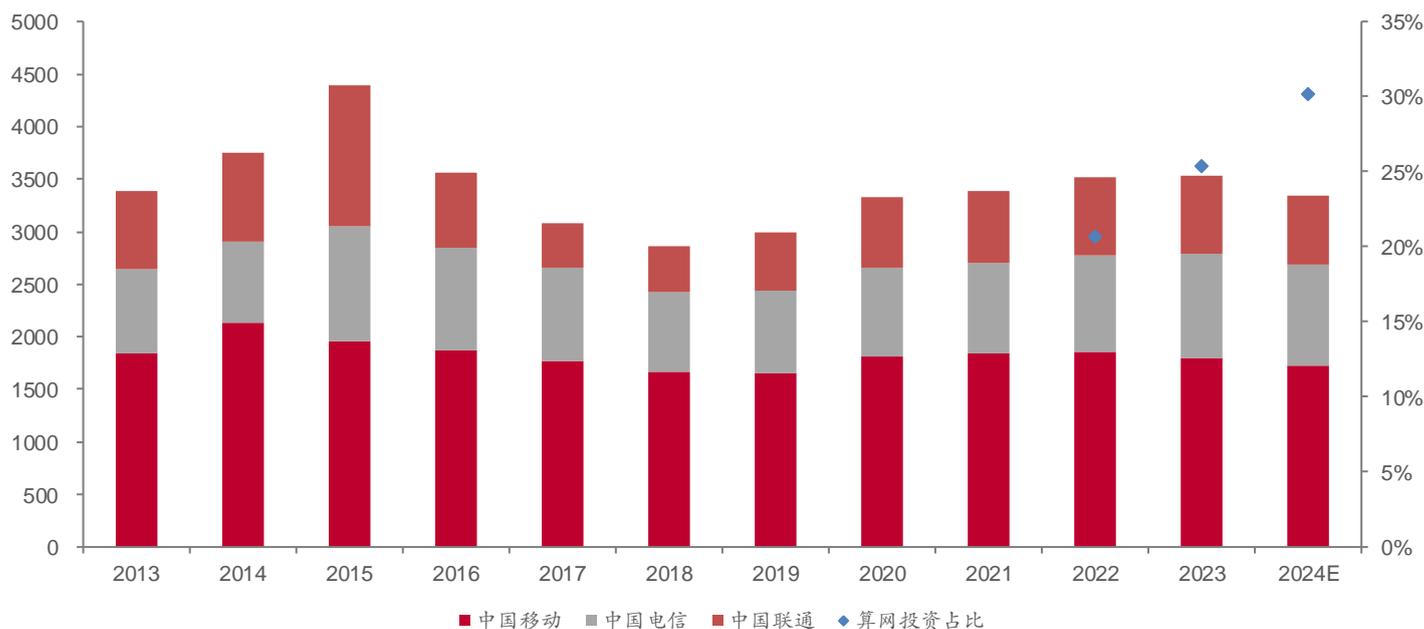
图表 27: 我国智能算力发展情况



来源: IDC, 中泰证券研究所

- 运营商资本开支向算力侧倾斜，数据中心互联网络建设需求凸显。**中国移动/电信/联通 2024 年预计资本开支分别为 1730/960/650 亿元，同比-4.0%/-2.9%/-12.0%。运营商基于自身业务拓展及经营目标，后续 2 年资本开支重点将转向算力领域，因此带来算力/数据中心互联间的网络建设扩张。此外，我们认为即使运营商在无线侧投入有所收缩，但下降幅度相对有限，且运营商在算力领域内的数据中心、互联网络等方面仍会进行重点投入。

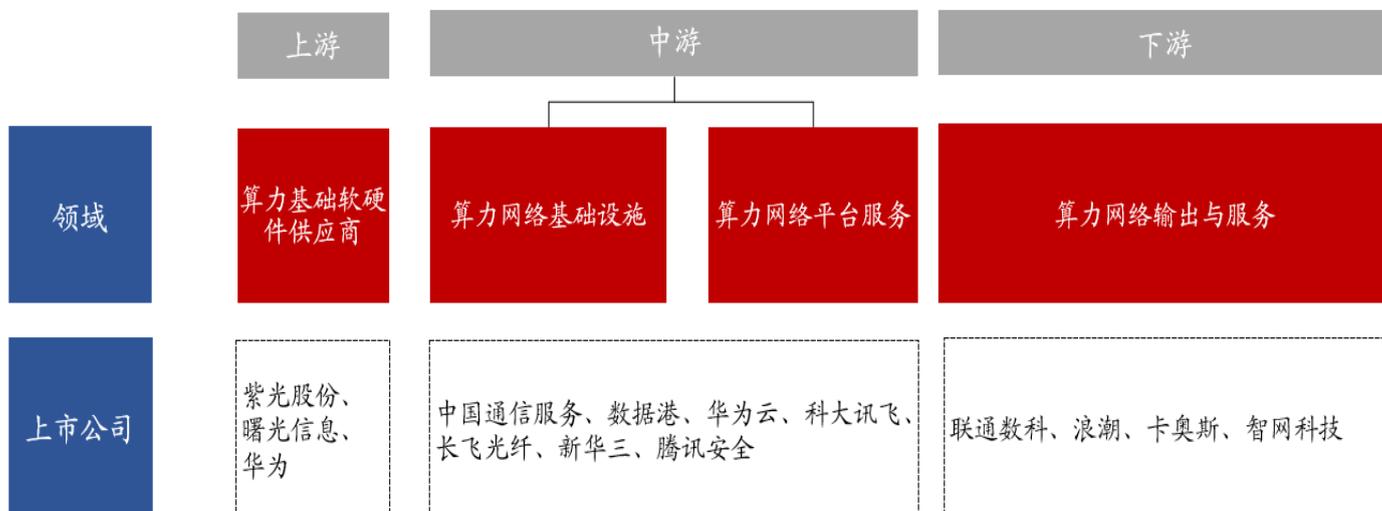
图表 28：2013-2024E，三大运营商资本开支及算网投资占比（亿元，%）



来源：中国移动，中国电信，中国联通，中泰证券研究所

- 算力中心/数据中心产业链可分为上游、中游及下游。**上游：包括芯片/器件、服务器、交换机、路由器、操作系统、数据库、中间件等软、硬件供应商。中游：算网基础设施、平台服务、数字化能力等算力网络与平台服务商。包括有算网基础设施商和算网平台服务商。算网设施商可提供包括 IDC 服务、边缘计算、AI 计算、网络设备、光传输等算力网络基础设施建设相关服务。算网平台服务商可提供网络平台、调度编排、算力安全等算网平台相关建设和运维服务。下游：面向数字化转型的各垂直行业的政务、工业、教育等行业应用，如云服务、智慧城市、工业互联网等。公司处于算力网产业链中游，主要为客户提供算网基础设施建设和平台服务能力等服务。

图表 29：算力/算力网络建设产业链



来源：塔坚研究，中泰证券研究所

领先的算网服务商，数字基建快速增长

- 公司在国内通信网络建设服务领域处于市场主导地位。其是中国最大的电信基建服务集团，且拥有中国通信建设行业所有的最高等级资质，以及超过 100 家专业子公司。具体业务划分在 TIS (Telecommunications Infrastructure Services)，即电信基建服务，主要包括通信网络咨询、规划、设计、工程施工以及工程监理。
 - **咨询设计规划：**为客户提供通信网、计算机网、广播电视网的勘察设计、网络规划、网络优化、技术咨询等网络设计咨询服务；以及为客户提供企业运营支撑系统设计咨询、计算机网络方案设计和信息化解决方案等企业信息化建设咨询服务等。
 - **工程施工服务：**为客户提供通信网、计算机网、广播电视网等网络的设备安装调测、网络优化、通信线路和通信管道施工、土建及配套系统工程施工等服务；以及为政府和企业客户提供楼宇智能化的弱电系统集成等服务和其他项目总包服务等。
 - **工程监理服务：**为客户提供通信工程监理、土建工程监理、项目管理及招投标代理等高智能、高技术含量的工程项目监理咨询服务。服务范围覆盖了工程项目的所有阶段，可有效协助客户控制相关项目的质量、进度、成本及安全。

图表 30: TIS 业务介绍

业务	案例图片	业务简介
工程设计服务		为客户提供通信网、计算机网、广播电视网的勘察设计、网络规划、网络优化、技术咨询等网络设计咨询服务；为客户提供企业中长期发展规划、运营咨询及管理咨询等企业运营咨询服务；为客户提供企业运营支撑系统设计咨询、计算机网络方案设计和信息化解决方案等企业信息化建设咨询服务。
工程施工服务		为客户提供通信网、计算机网、广播电视网等网络的设备安装调试、网络优化、通信线路和通信管道施工、土建及配套系统工程施工等服务；为政府和企业客户提供楼宇智能化的弱电系统集成等服务和其他项目总包服务。
工程监理服务		为客户提供通信工程监理、土建工程监理、项目管理及招投标代理等高智能、高技术含量的工程项目监理咨询服务。服务范围覆盖了工程项目的所有阶段,可有效协助客户控制相关项目的质量、进度、成本及安全。公司主要客户为通信运营商和大型通信设备制造企业。

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 公司支撑国内 5G 基站建设, 是全球最大的 5G 商用网络设施的建设者。公司全力支撑国内电信运营商客户的业务需求, 支撑国内 5G 网络建设, 承接了国家发改委 5G 规模现场试点, 并建成了中国电信首个 5G 基站、全球首张 SA 精品网、全球首个 2.1GHz 动态频谱共享基站等。在规模组网方面, 公司建设 5G 基站 30 万+, 全国占比 40%。

图表 31: 公司支撑国内 5G 基站建设



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 32: 全球最大 5G 商用网络设施的建设者



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

■ 公司逐步从网络建设转向算力建设，并面向客户提供一揽子总包解决方案。在数据中心建设方面，公司提供囊括咨询设计、BIM/工程管理、项目管理/施工、EPC 总包、运维/评测等各阶段的解决方案。目前，公司在全国已拥有 3000+客户，累计建设 100 万+机架数，且建设的数据中心创造了多项国内之最。随着 AIGC 带来的高算力需求，公司有望在算力领域充分受益。

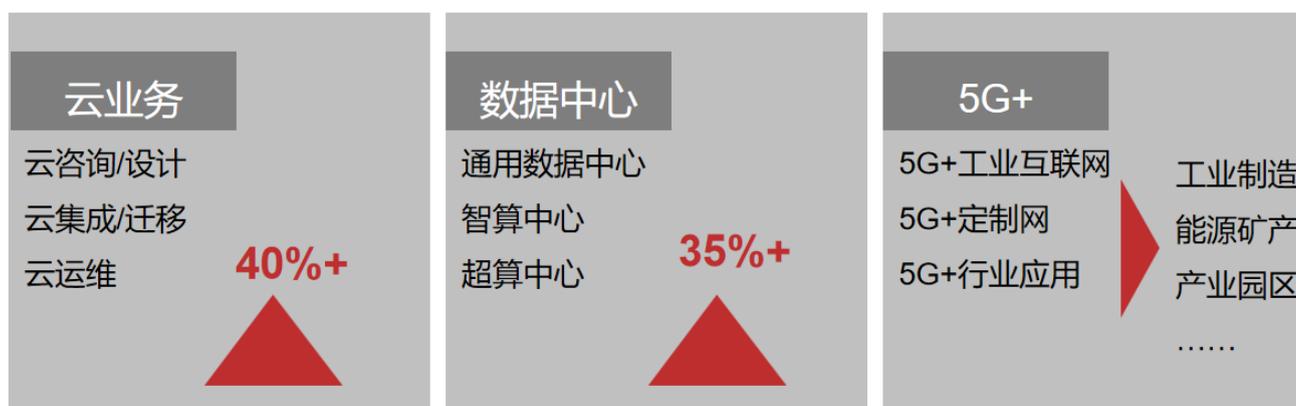
图表 33: 数据中心业务成功案例介绍



来源：公司官网，中泰证券研究所

■ 公司积极把握大模型及云计算需求，数字基建业务获得快速增长。公司依托全过程咨询、设计/总包、建设维护一体化服务能力，聚焦智算、超算、云业务需求，大力攻坚数据中心、云业务、5G+三大领域。2023 年，云业务及数据中心分别取得同比 40%/35%+业绩。2023 年，公司新签合同增长约 30%。公司在算力领域取得包括前海某人工智能算力中心（EPC）项目、某国有银行某大数据中心及大数据应用示范基地项目及某集团智算中心建设项目等多个行业标杆项目范例。

图表 34: 公司数字基建业务获得快速增长



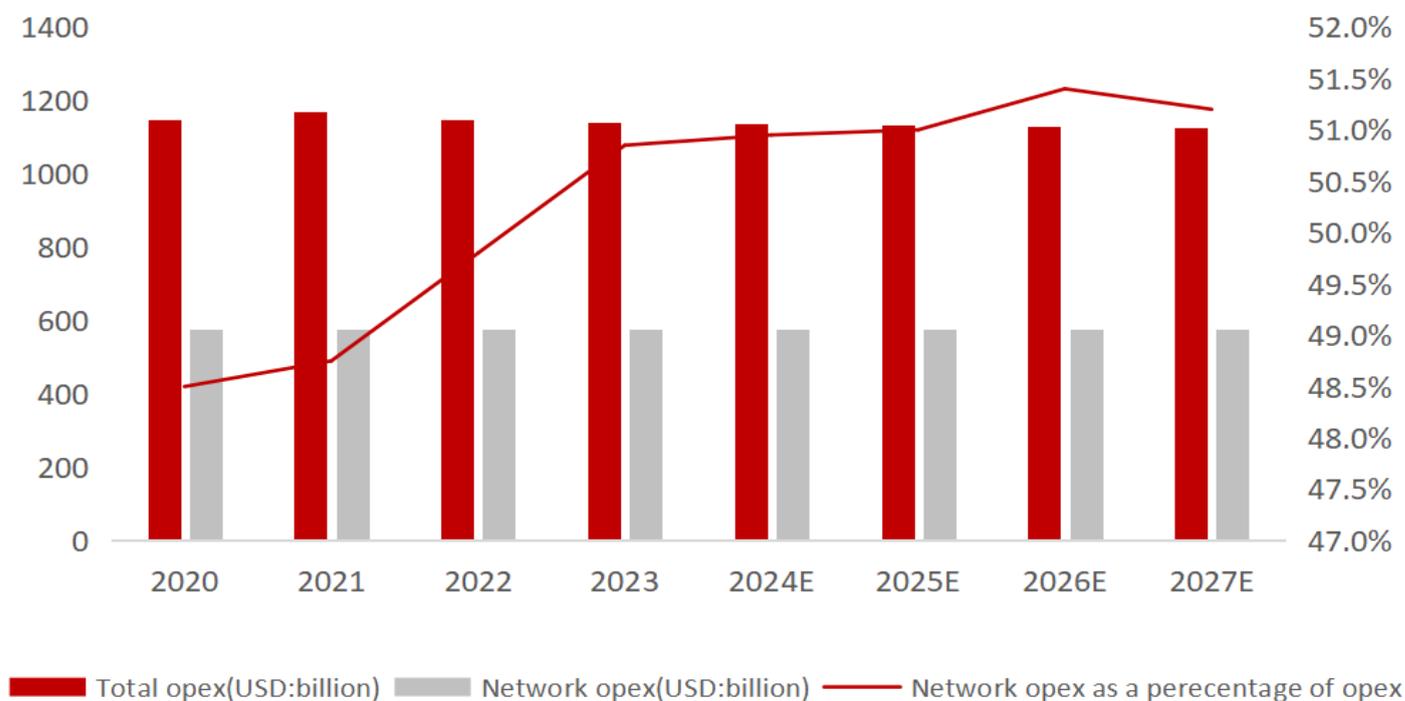
来源：公司官网，中泰证券研究所

BPO: 智能化运维优势明显

运营商 OPEX 提升，智能化运维优势明显

- 全球运营商 OPEX 总量趋势相对平稳，与网络相关 OPEX 占比提升。根据 Analysys Mason 数据显示，全球运营商的 OPEX 总盘子在 1.4~1.6 万亿美元区间。其中，与网络相关的 OPEX 在 5200 万亿美元左右，且占 OPEX 的比例会从 2020 年的 49% 提升到 2027 的 51%。同时，与云计算相关支出（云服务、云服务相关的数据中心、相关连接费用）亦会持续增加。因此，预计网络及 IT 相关 OPEX 总数有所提升。

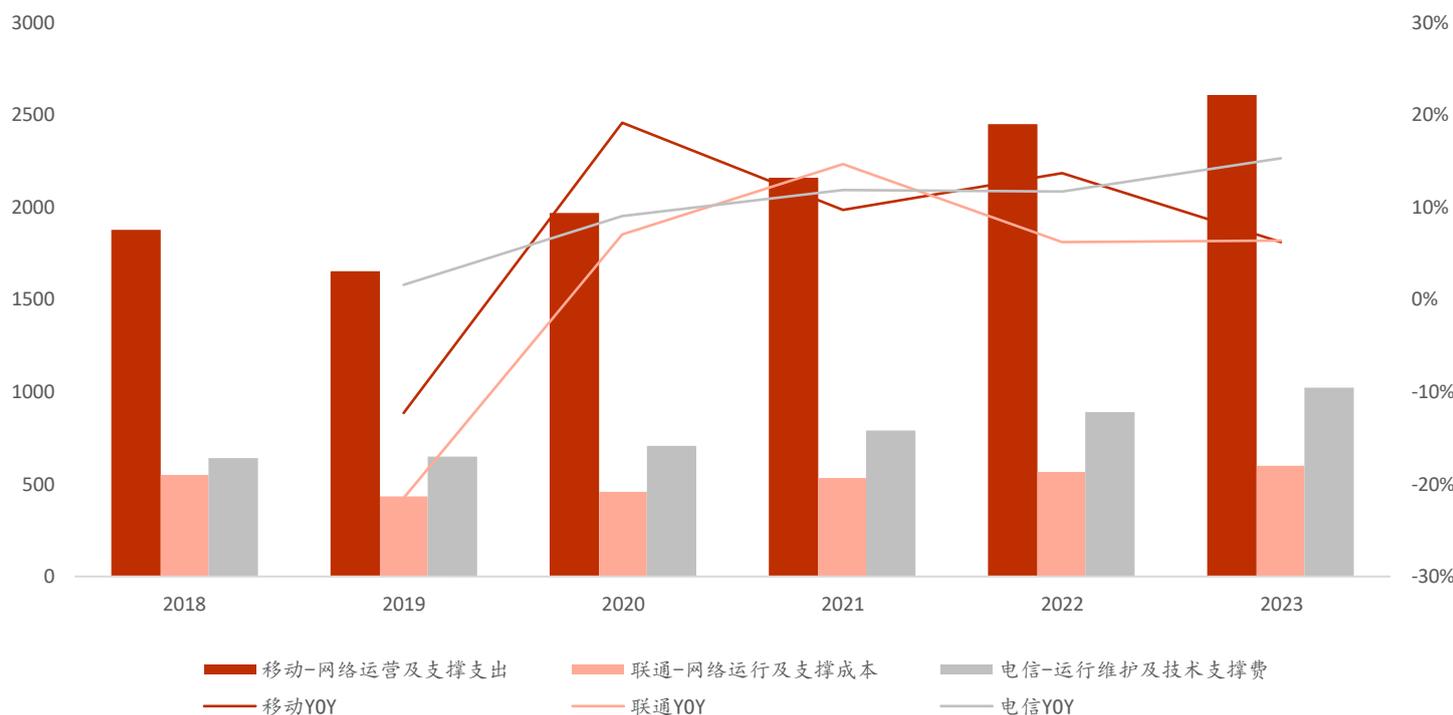
图表 35: 2020-2027 年，全球运营商 OPEX 支出及网络相关占比



来源: Analysys Mason, 中泰证券研究所

- 国内三大运营商网络相关的 OPEX 支出相对平稳。从三大运营商披露的 OPEX 中与网络维护相关的费用可以得出：1) 三大运营商过去 5 年的网络运营相关支出是增加的。2) 过去的 2023 年，中国电信增速为 15.32%，最高；中国联通增速为 6.29%，相对平稳；中国移动增速为 6.38%，有所下滑。我们认为，随着运营商 5G 宏站建设放缓，在大规模出现 5G-A/6G 建设前，运营商或许会重点以运营当前网络/算力设备为主，三大运营商基于已有存量业务以及未来新技术演进，OPEX 将保持相对平稳。

图表 36: 2018-2023 年, 三大运营商 OPEX 支出及增速 (亿元, %)



来源: 中国移动, 中国联通, 中国电信, 中泰证券研究所

- 我国智算中心规模增速迅速, 其占总算力比有望持续提升。**根据信通院数据显示, 2022 年我国算力总规模达到 302EFlops, 连续两年增速超过 50%。其中, 基础算力增长稳定, 规模为 120EFlops, 增速 26%; 智能算力增长迅速, 规模为 178.5EFlops, 增速为 72%; 超算算力持续提升, 规模 3.9EFlops, 增速超过 30%。随着生成式 AI 持续演进, 我国智能算力占总算力规模比有望提高, 从而带来智能运维需求提升。

图表 37: 我国算力规模及增速 (EFlops, %)



来源: 工信部信通院, 中泰证券研究所

图表 38: 我国算力内部结构



来源: 工信部信通院, 中泰证券研究所

- **数据中心未来向智能化运维演进，公司具备丰富的运维数据资料及经验。** 数据中心智能化运维是集人工智能、大数据等新一代信息技术应用管理平台和数据中心自动化运行设施等深度融合的新运维模式。从数据要素流转过程看，数据中心在整体运行状态中，由数据经过传感器采集、DCIM 监控管理，到转化为业务可识别数据，最后以数据来驱动管理。因此，数据中心智能化运维高度依赖数据要素的流通性。公司长期从事运营商数据中心运维管理，具备丰富的数据中心运维资料，未来有望充分发挥其优势。

图表 39：数据中心智能化运维框架结构



来源：工信部信通院，中泰证券研究所

- **公司是我国通信领域最大的 BPO 综合提供商，且网络及数据中心等领域运维业务优势明显。** 公司围绕通信业务价值链，从核心网到接入网不断延展，已可为客户提供网络维护、通用设施管理（物业管理）、供应链、商品分销等服务。其中，两大核心部分主要为网络维护和供应链服务。BPO 主要包括以下几类业务：
 - **网络维护：** 主要为通信运营商及企业客户提供通信网、计算机网、广播电视网等网络的维护服务，包括通信管线维护服务、基站维护、宽带网络维护、网络设备维护服务、终端维护服务、网络优化服务等。
 - **供应链：** 主要为国内电信运营商提供仓储物流配送等供应链服务，并向智慧供应链服务转型。目前，公司已参与相关知名电商 IT 分销，并提供细分行业产品的集平台运营、客服、物流配送、营销推广等供应链一体化服务。
 - **物业管理：** 主要为运营商、政府、企业和社会客户等提供物业全生命周期的一系列服务。服务范围包括通信枢纽、设备机房及其他电信设施的管理、维护及安保服务，在智能大厦的维护以及高端商务楼宇管理等方面具备丰富的经验。
 - **商品分销：** 主要从事通信信息类产品分销。拥有“中通福”通信终端连锁服务品牌，主营终端产品销售、维修和运营商代理业务。

图表 40：业务流程外判服务主要部分介绍

业务分类	业务图片	简介
信息技术基础设施管理（网络维护）		公司可为通信运营商及企业客户提供通信网、计算机网、广播电视网等网络的维护服务，当中包括通信管线维护服务、基站维护、宽带网络维护、网络设备维护服务、终端维护服务、网络优化服务等。
通用设施管理（物业管理）		主要从事通信运营商、信息等物业管理服务，服务范围包括通信枢纽、设备机房及其他电信设施的管理、维护及安保服务，在智能大厦的维护以及高端商务楼宇管理等方面具备丰富的经验。
供应链		公司旗下拥有多家具有AAAAA资质认证的物流和采购公司，为行业客户提供仓储托管、物流配送、采购代理、渠道分销、进出口代理等供应链各个环节的服务。公司拥有一支具备国内外供应链管理实务专业资格的高素质专业队伍。
商品分销		主要从事通信信息类产品分销。在国内电信运营商市场业务中，相关的商品分销业务包括通信设备、终端、以及非通信设备类物资等；在国内非电信运营商集团客户市场业务中，主要是通信信息类设备等方面商品的分销。

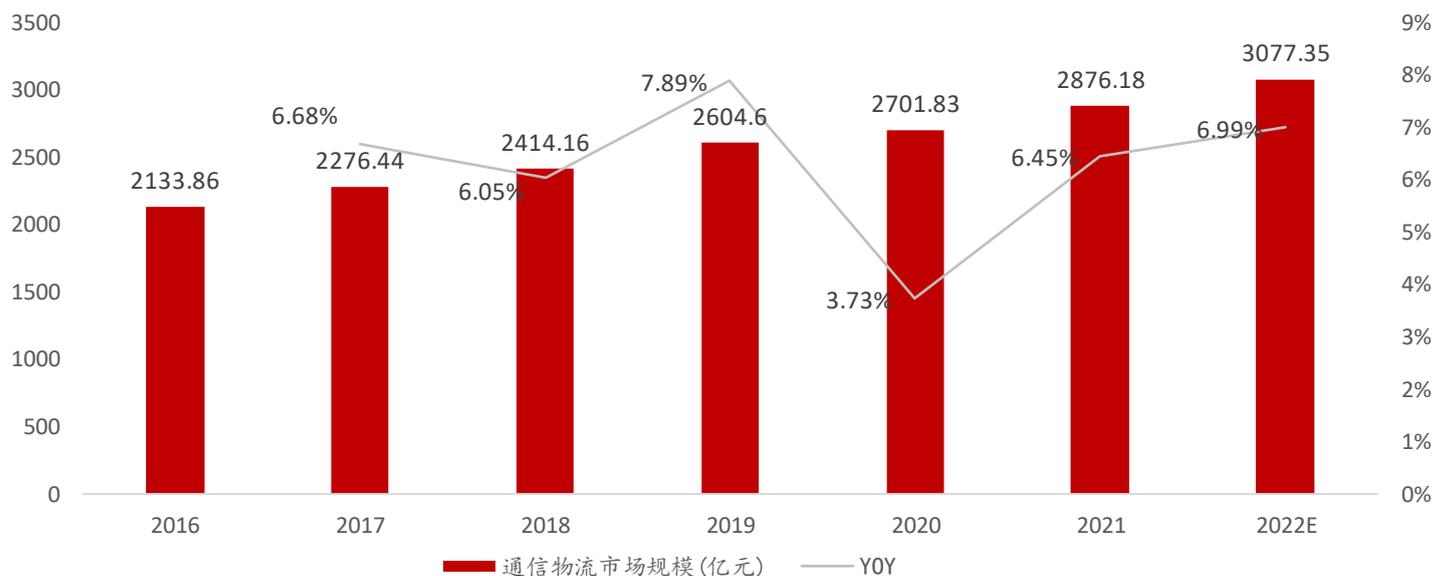
来源：公司年报，中泰证券研究所

通信行业物流回暖，供应链改革持续推进

- **通信行业物流市场规模逐步提升，公司为主要的通信物流企业。**通信行业物流主要是承接通信运营商的第三方物流行业，负责供应链物流相关事务，包括基础物流、增值物流、物流规划及信息系统建设等。随着互联网技术进步与网络的大规模使用，通信行业内部物流资源已无法满足实际需求。因此，通信行业物流市场将获得更广阔的发展机遇。

■ 共研网数据显示，2021年，我国通信物流行业市场规模2876.18亿元，同比增长6.45%，并预测2022年规模突破3000亿元。目前，我国通信物流行业重点企业有中国通信服务股份有限公司、中国外运股份有限公司、中铁物流集团有限公司、中国物资储运集团有限公司等。三家通信运营商均为公司股东，在物流领域亦有望将需求倾斜于公司。

图表 41: 2016-2022E, 中国通信物流行业市场规模情况



来源: 共研网, 中泰证券研究所

- 公司可为三大客户群体, 整合产业链上下游资源提供供应链一体化服务。公司聚焦数字基建领域供应链集成服务, 以运营商客户为基础, 持续拓展其他行业客户。围绕产业链上下游客户, 充分发挥供应链全程全网集约化运营优势, 为运营商、政府和企业客户提供综合物流、采购招标、质量检测、维修、处置等供应链一体化、全生命周期服务。

图表 42: 公司提供供应链一体化、全生命周期服务



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

■ 引入战略投资实施供应链公司混改，有望提升运营效率及扩大影响力。

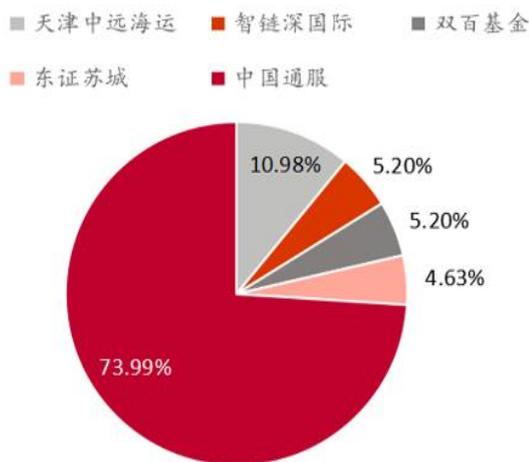
➢ 供应链公司是国内通信行业唯一的【5A级】综合型物流企业，其具备招标代理、物流、检测、维修等多项行业顶级资质。供应链公司以运营商、设备制造商为重点客户，主要从事 ICT 产业供应链集成服务。

➢ 2021 年 6 月，供应链公司与天津中远海运、智链深国际、双百基金和东证苏城订立增资协议，引入 4 家公司为战投方，合计向供应链公司注资人民币 9 亿元，持有股权 26.02%。公司仍为供应链公司母公司，具备控股权，股权占比为 73.99%。

➢ 战投方中 2 家同为物流行业公司，有望优势互补。包括天津中远海运和智链深国际公司。天津中远海运为中远海运集团全资子公司，在合同物流、综合货运、航运服务等方面具备较强实力和完整产业链布局。智链深国际公司为深圳国际全资子公司，其以物流、收费公路、港口及环保等为主业，主要致力于物流基础设施的投资、建设及运营。

➢ 战投方中另外 2 家为股权投资机构，背景实力雄厚。包括双百基金及东证苏城，双百基金是由国改双百发展基金作为基金管理人和执行事务合伙人的股权投资基金。中国国新控股为其间接第一大股东。东证苏城由东证资本作为基金管理人，是为投资供应链公司而成立的专项基金，东方证券为东证资本控股方。

图表 43：供应链公司股权架构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：四家战投方介绍

战略投资者	股权归属	简介
天津中远海运	中远海运集团	在合同物流、综合货运、航运服务、船舶管理、船舶物资供应、船舶技术服务等海事服务产业等方面有较强的实力和完整的产业链布局，并着力发展新能源、物联网等新兴产业。
智链深国际	深圳国际	以物流、收费公路、港口及环保为主业。在物流领域，深圳国际主要致力于物流基础设施的投资、建设、运营，并积极探索布局智慧物流和冷链物流，为客户提供各类物流基础及增值服务。
双百基金	国改双百发展基金管理有限公司	中国国新控股有限责任公司为国改双百发展基金管理有限公司间接第一大股东，中国国新控股有限责任公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。
东证苏城	东证资本作为基金管理人	为投资供应链公司而成立的专项基金。东证资本为东方证券(其股份在联交所主板上市)的全资子公司，是作为东方证券重要资本运作平台，提供股权投资、并购重组、跨境投资等全方位服务。

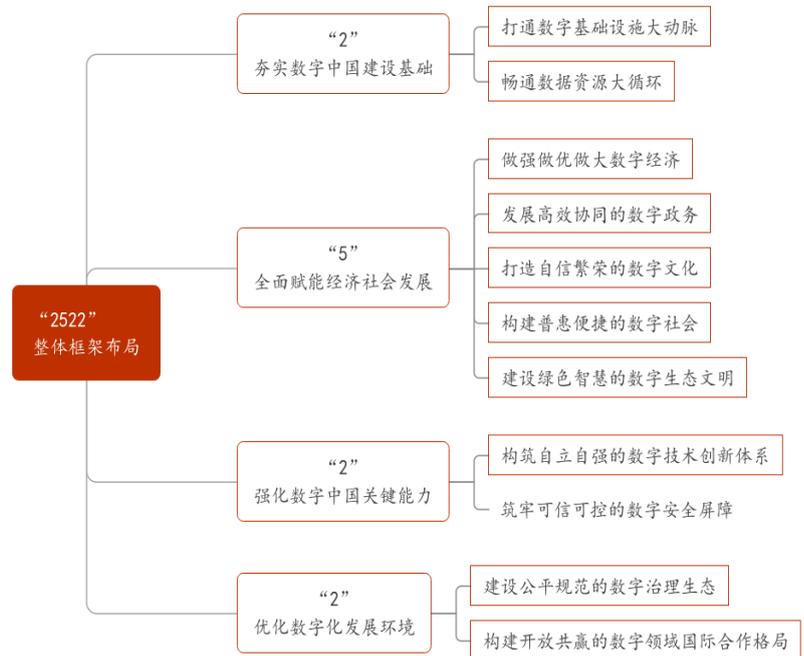
来源：公司公告，中泰证券研究所

ACO: 增长最主要驱动力

数字中国未来已来，数字经济规模广阔

- 《数字中国建设整体布局规划》引领数字经济建设。2023年2月，党中央、国务院发布了数字中国顶层设计规划，明确了“2522”整体框架布局。其中，第一个“2”即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，是数字经济发展的基石。

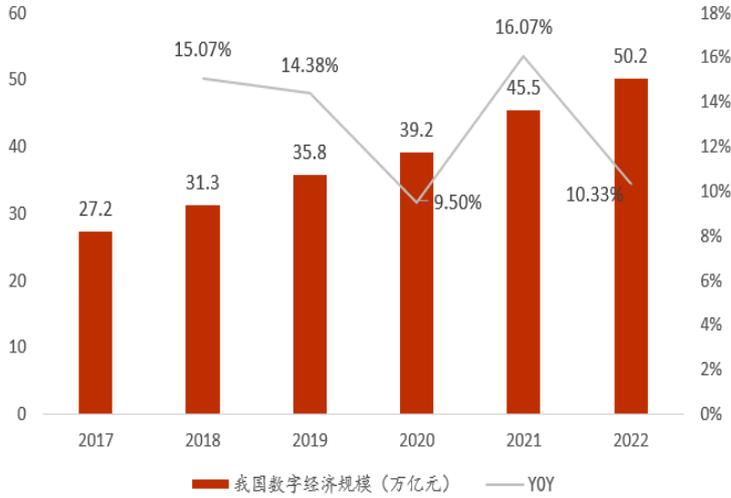
图表 45: “2522” 数字中国建设框架



来源:《数字中国建设整体布局规划》，中泰证券研究所

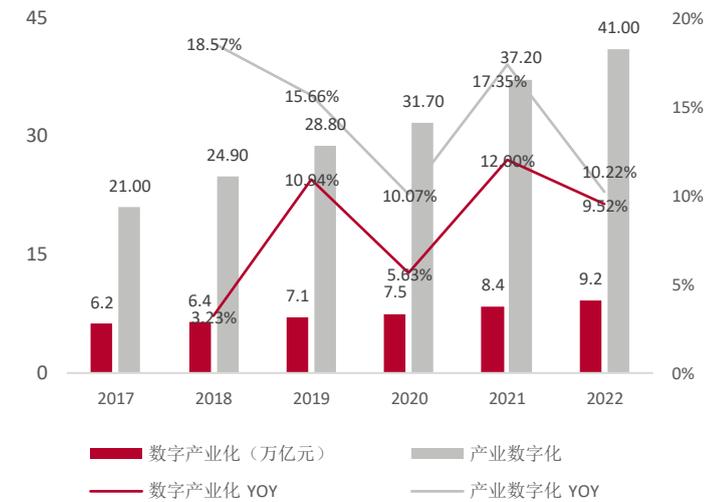
- 我国数字经济发展迅速，未来市场空间广阔。根据中国信息通信研究院发布的《中国数字经济发展报告》指出，2021年我国数字经济规模达到45.5万亿元，同比名义增长16.07%；其中产业数字化规模达到37.20万亿元，占数字经济比重为81.7%。根据《数字中国发展报告（2023年）》显示，2023年我国数字经济规模超过55万亿元，市场空间较大。

图表 46: 2017-2022 年中国数字经济总体规模及增速



来源: 中国信通院, 中商产业研究院, 中泰证券研究所

图表 47: 2017-2022 年, 产数和数产规模及增速

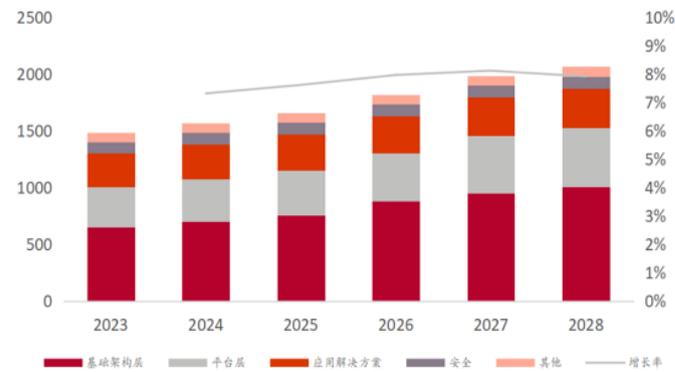


来源: 中国信通院, 中商产业研究院, 中泰证券研究所

发力战略新兴业务, 新签合同占比较高

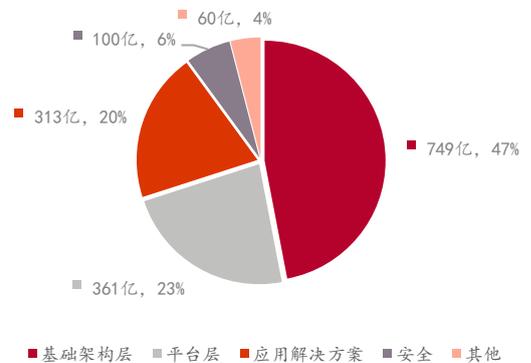
- 公司发力新型战略业务: 数字政府/双碳/网络安全等领域。未来有望带来新的增长重点。
- 行业数字政府方面:
数字政府市场规模需求刺激下迅速增长, ACO 的市场份额有望进一步扩大。根据 IDC 最新《中国数字政府整体市场预测, 2023-2028》报告, 未来 5 年中国数字政府整体市场规模预测复合增长率为 9.4%, 且 2028 年将达到 2000 亿元人民币市场规模目标。同时, 根据其预测的 2024 年中国数字政府 IT 投资中各项细分业务占比, 基础架构层/平台层/应用解决方案/安全/其他占比将分别为 47%/23%/20%/6%/4%。随着我国数字政府需求逐步扩大, 以基础架构及平台层为代表 ACO 相关业务市场份额亦会逐步扩大。

图表 48: 中国数字政府市场预测 2023-2028 (亿元/%)



来源: IDC, 中泰证券研究所

图表 49: 中国数字政府 IT 投资预测, 2024



来源: IDC, 中泰证券研究所

- 公司数字政府方面：**公司具备从咨询、建设到运营的一体化服务能力，为各级政府部门提供总体规划、项目立项/设计/评估/管理、EPC 总包、APP 应用开发、数据治理、云平台建设运营等综合信息服务，打造了如广州市数字政府总体规划、深圳“雪亮工程”、“穗好办”政务 app、东莞市政务数据大脑暨智慧城市 IOC 运行中心的项目。

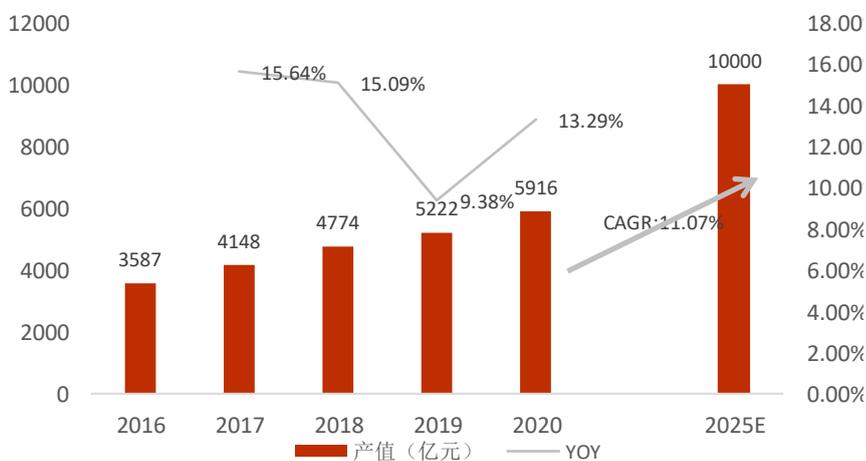
图表 50：公司数字政府技术构架图



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 行业双碳方面：**
ACO 的节能降碳未来空间广阔，发展势头迅猛。节能服务产业作为国家战略性新兴产业，近年来整体发展迅速。根据中国节能协会数据，2020 年我国节能服务业总产值为 5916 亿元，同比增长 13.29%，且预计到 2025 年将达到 1 万亿元。2020-2025 年，其年复合增速 (CAGR) 将达到 11.07%。

图表 51：2017-2025 年中国节能服务业产业产值及预测



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- 公司在双碳方面：致力于聚焦“4+1”领域、打造“双碳5大能力”。公司运用大数据、物联网、5G 技术、人工智能、区块链等先进技术，通过智能控制、数据采集、统计计量等手段数字化赋能低碳，打造双碳5大能力。服务领域聚焦于能源电力、地产建造、工业制造、交通运输和信息交通。

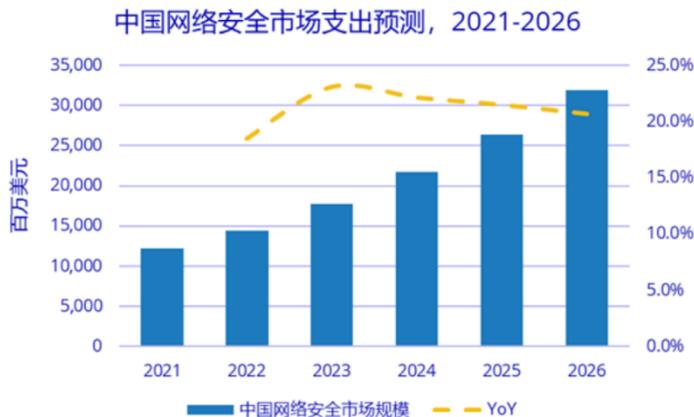
图表 52：公司双碳五大能力，聚焦“4+1”领域



来源：公司官网，中泰证券研究所

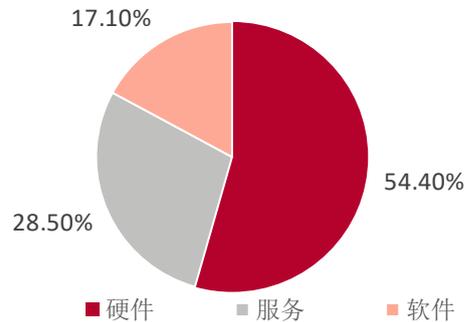
- 行业网络安全方面
ACO 在网络安全的市场份额领跑且有望进一步扩大，整体规模将随行业发展快速增加。根据 IDC 数据，2021 年全球网络安全 IT 总投资规模为 1687.7 亿美元，并有望在 2026 年增至 2875.7 亿美元，五年复合增长率（CAGR）为 11.3%。聚焦中国市场，预计 2026 年中国网络安全 IT 支出规模将达到 318.6 亿美元，全球占比约为 11.1%，五年 CAGR 约为 21.2%。中国网络安全市场增速预计持续领跑全球，五年 CAGR 近全球两倍，市场前景广阔。从产品结构来看，网络安全市场可以划分为安全硬件市场、安全软件市场、安全服务市场。目前，中国网络安全市场以硬件为主，硬件占市场 54.4%，其后为服务（28.5%）和软件（17.1%）。

图表 53: 2021-2026 年中国网络安全市场总投资规模预测



来源: IDC, 中泰证券研究所

图表 54: 中国网络安全产品细分市场占比情况



来源: Frost&Sullivan, 中商产业研究院, 中泰证券研究所

- **公司网络安全方面, 公司以科创驱动网络信息安全业务发展。**公司秉承“科技创新、自主可控”理念, 发布并启用研发创新中台等自主可控的研发和技术中台, 建立“通服网安”子品牌, 可提供安全整体解决方案和综合安全服务。并在网信安全方面发布企业资产安全管理平台、互联网暴露面测绘运营平台、通服众测及安全漏洞管理平台等平台。逐步建立了自主可控、有特色的网络安全产品及服务体系, 成为守护方阵的参与者。

图表 55: 公司网安中心架构



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 56: 公司网信安全与应急合同签署

网信安全	应急																							
2023年新签合同超27亿元	2023年新签合同超43亿元																							
规模推广政企行业, 实现监管、金融、烟草、应急、政务、交通等行业盖	以应急、消防、生态环境、水利、气象、自然资源、林草、人防等八大行业领域为业务主线, 打造面向政府、园区、企业等客户的40+数产品																							
政策合规求>数字化发展需求>运营实战求	自然灾害应急>航空应急>水利防洪																							
<table border="1"> <tr><th>安全运营产品</th></tr> <tr><td>网络空间测绘</td></tr> <tr><td>智能安全运营</td></tr> <tr><td>漏洞检测管理</td></tr> <tr><td>安全实训靶场</td></tr> <tr><td>.....</td></tr> </table>	安全运营产品	网络空间测绘	智能安全运营	漏洞检测管理	安全实训靶场	<table border="1"> <tr><th>数据安全产品</th></tr> <tr><td>数据安全监测</td></tr> <tr><td>商密应用改造</td></tr> <tr><td>内容安全治理</td></tr> <tr><td>统一身份认证</td></tr> <tr><td>.....</td></tr> </table>	数据安全产品	数据安全监测	商密应用改造	内容安全治理	统一身份认证	<table border="1"> <tr><th>行业应用产品</th></tr> <tr><td>矿山安全、化工安全、工贸安全、水利安全、林草安全、消防安全</td></tr> <tr><td>.....</td></tr> </table>	行业应用产品	矿山安全、化工安全、工贸安全、水利安全、林草安全、消防安全	<table border="1"> <tr><th>装备应用产品</th></tr> <tr><td>应急指挥一体机</td></tr> <tr><td>特殊作业布控球</td></tr> <tr><td>物联网安全接入网关</td></tr> <tr><td>视频智能分析服务器</td></tr> <tr><td>.....</td></tr> </table>	装备应用产品	应急指挥一体机	特殊作业布控球	物联网安全接入网关	视频智能分析服务器
安全运营产品																								
网络空间测绘																								
智能安全运营																								
漏洞检测管理																								
安全实训靶场																								
.....																								
数据安全产品																								
数据安全监测																								
商密应用改造																								
内容安全治理																								
统一身份认证																								
.....																								
行业应用产品																								
矿山安全、化工安全、工贸安全、水利安全、林草安全、消防安全																								
.....																								
装备应用产品																								
应急指挥一体机																								
特殊作业布控球																								
物联网安全接入网关																								
视频智能分析服务器																								
.....																								

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

创新引领产数发展, ACO 贡献占比提升

- **公司 ACO (Applications, Content& Other) 业务即应用、内容及其他服务。**主要为客户提供系统集成、软件开发及系统支撑、增值及其他服务, 并推广智慧城市、视频监控、业务与运营支撑系统、移动信息化、信息安全等优势产品及解决方案。
- **系统集成:** 为客户提供网络系统、弱电系统、信息系统、智能化系统、

计算机系统集成服务，即以搭建组织机构内的信息化管理支持平台为目的，利用综合布线、通信、网络互联、网络安全等技术将相关设备、软件进行集成设计、安装调试、界面定制开发和应用支持。

- **软件开发及系统支撑：**为客户提供电子商务、移动支付、安防、定位、视讯等业务平台软件等各类软件开发服务，同时也提供业务运营支撑系统、企业管理支撑系统等支撑系统开发和 IT 系统维护支撑、技术支持服务。
- **增值及其他服务：**其中，增值服务为电信运营商和商业客户提供呼叫中心外包、ISP 接入和 ICP 内容等业务，服务范围包括视频电话和视频会议接入、互联网资讯、电子商务认证等。

图表 57: ACO 业务内容

	系统集成	网络系统、弱电系统、信息系统、智能化系统、计算机系统集成
ACO 业务	软件开发	电子商务、移动支付、安防、定位、视讯等业务平台软件
	软件开发及系统支撑	支撑系统开发 业务运营支撑系统、企业管理支撑系统
	系统维护支撑	IT 系统维护支撑、技术支持
	增值及其他服务	呼叫中心外包、ISP 接入和 ICP 内容等，服务范围包括视频电话和视频会议接入、互联网资讯、电子商务认证等

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **公司作为数字生产服务者，在多个领域打造标杆。**公司大力推广智慧园区、智慧建筑、智慧高速、智慧机场等智慧产品和解决方案，如南京城市生命线安全工程项目、某头部肿瘤医院一期智慧医院项目、杭州亚运会、成都大运会智慧赛事项目等。

图表 58: 公司提供各类智慧应用

产品	产品图片	简介
南京城市生命线安全工程项目		<p>本项目采用了“空、天、地”感知体系、城市天眼、城市脉搏、城市细胞、基于动态组件的可配置技术、自适应自成长的多模态耦合模型、Unity3D 数字孪生等新技术应用。</p> <p>项目有效提升城市安全数字治理水平。实现城市生命线安全管理由“以治为主”向“以防为主”转变、“被动应对”向“主动监管”转变。</p>

某头部肿瘤医院一期
智慧医院项目



某头部肿瘤医院是一家国内知名的三甲医院,按照三级甲等医院智能化系统标准和设计规范,以信息化基础设施建设为龙头,以信息资源建设为核心,以应用系统建设为重点,最终将医院打造成为国内领先的数字化智慧医院。具备医疗、服务、管理“三位一体”特质,提升医院现代化治理水平。

杭州亚运会、成都大
运会智慧赛事项目



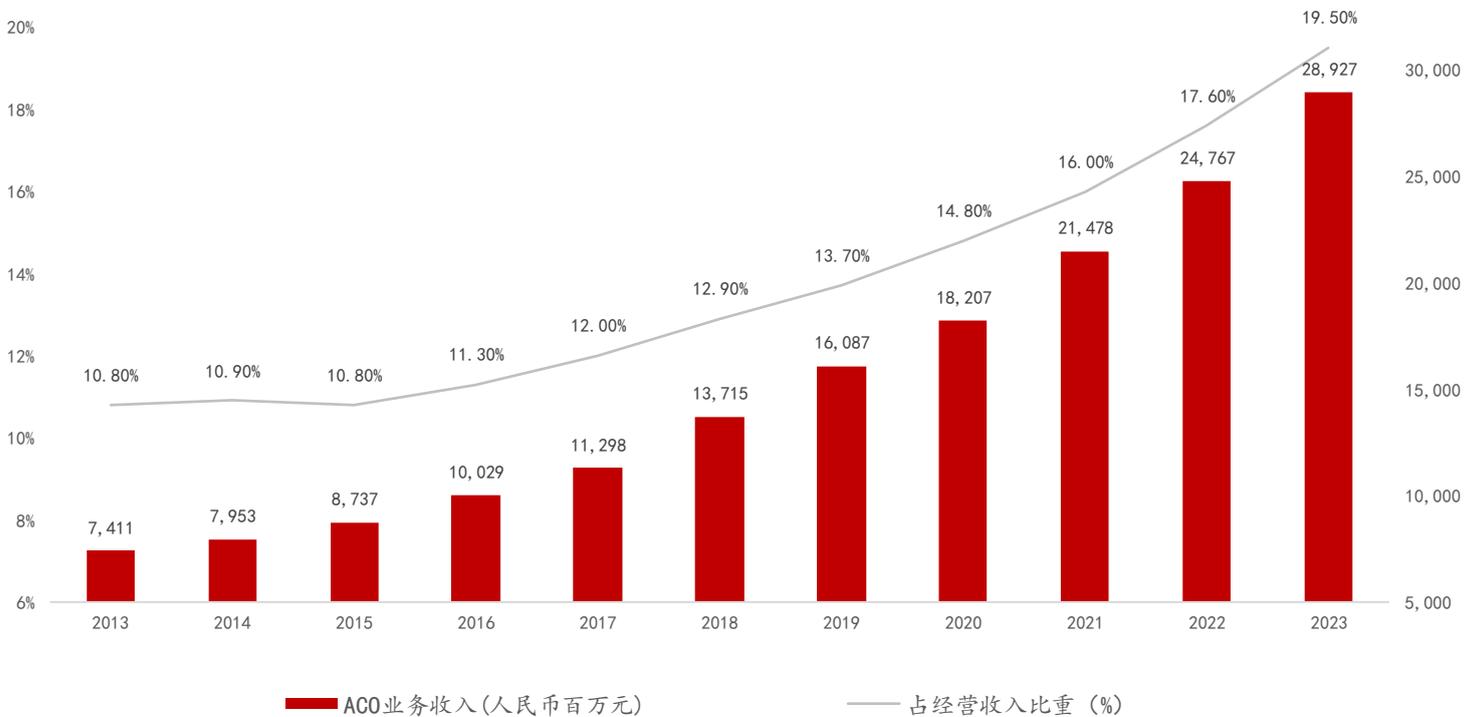
杭州亚运会: 规划引领,完成通信保障顶层规划、设计;完成杭州亚运会棒(垒)球体育文化中心智能化等项目、策划特许商品营销方案、投入超千人参与亚运现场通信技术服务保障。

成都大运会: 项目涵盖核心赛事系统、信息化基础设施建设、智慧场馆、泛大运智慧应用等部分的建设。同时投入近千人参与赛事期间服务保障工作。

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **科技创新引领产业数字化业务快速发展, ACO 占营收比持续提升。**在数字化方面,公司连续三年位列“中国软件百强”第四名。2023年,ACO 业务收入同比增长 16.8%; 其中,软件开发及系统支撑保持快速增长,同比增长 25.1%。过去 10 年,公司 ACO 占收比从 10.8%提升至 19.5%, ACO 正成为公司业务增长的最主要驱动力。

图表 59: ACO 业务收入十年间增长近 4 倍, 占收比持续提升



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- **TIS 业务:** 我们认为当前市场主要的认知预期差在于: 1) 运营商无线侧 CAPEX 趋势确定下, 5G 小微基站以及 5G/A 建设将会一定程度上弥补相应的影响; 此外, 企业侧基站支出也将于 2025 年首次超过运营商成为建设主力; 通信网络建设不悲观。2) 运营商算力网络侧 CAPEX 未来保持快速增长, AI 算力/智算中心的建设成为未来主要的驱动力。公司基于过往传统通信网络建设运维经验, 在承接算力新基建项目中, 其主要客户群体未变、过往项目/技术经验仍适用。因此, 公司作为国内算网基建龙头企业, 其 TIS 业务有望充分受益于算网新趋势下的大发展。预计 2024-2026 年, TIS 实现收入 783.83/811.26/842.09 亿元, 同比增长 3.00%/3.50%/3.80%。
- **BPO 业务:** 我们从全球运营商 OPEX 支出方面分析: 全球运营商与网络相关的 OPEX 未来的占比会逐步提高。同时, 我们亦分析国内运营商近些年 OPEX 支出变化得出总体支出相对平稳。随着 5G 宏站建设放缓, 运营商基于当前设备运维将尤为重要。因此, 公司 BPO 业务基本盘相对稳定。2) 展望未来, 随着传统运维向智能化运维转型, 智能化运维需求在快速提升。公司长期从事运营商数据中心运维管理, 具备丰富的数据中心运维资料, 在向智能化运维转型过程中具备先发优势。此外, 公司还引入战略投资者实施供应链改革, 通过整合产业链上下游资源, 有望快速提升运营效率并扩大行业影响力。预计 2024-2026 年, BPO 实现收入 446.90/460.31/476.42 亿元, 同比增长 2.50%/3.00%/3.50%。
- **ACO 业务:** 数字中国顶层规划下, 数字经济未来已来, 其市场空间大、发展潜力足。公司通过在数字政府/双碳/网络安全等重点领域有效发力, 使得 ACO 业务快速发展, 并成为当前最主要的增长驱动力。公司不断发力数字政府、双碳、网络安全等领域。此外, 随着混改的持续深入推进, 供应链公司有望提升运营效率并扩大行业影响力。整体来看, ACO 业务有望实现快速发展。预计 2024-2026 年, ACO 实现收入 332.35/375.56/420.62 亿元, 同比增长 15.00%/13.00%/12.00%。
- **其他业务:** 公司其他类型业务体量相对较小, 预计未来增速将有所保持, 预计 2024-2026 年, 其他业务实现收入 5.50/5.78/6.07 亿元, 同比增长 5.00%/5.00%/5.00%。
- **综上,** 预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 1568.00 亿/1652.18 亿/1744.07 亿元, 同比增长 5.14%/5.37%/5.56%。
- **毛利率方面,** 过去 2 年, 毛利率持续向好连续上升。随着公司不断夯实发展质量, 优化业务结构, 管控较低毛利率业务发展, 且聚焦战略性新兴业务的拓展。公司整体毛利率未来有望逐步提升, 预计 2024-2026 年, 公司毛利率分别为 11.70%/11.75%/11.80%。

图表 60: 公司分业务盈利预测 (亿元)

单位: 亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	1,412.08	1,491.39	1,568.00	1,652.18	1,744.07
YoY	4.99%	5.62%	5.14%	5.37%	5.56%
毛利率	11.35%	11.61%	11.70%	11.75%	11.80%
TIS	729	761	783.83	811.26	842.09
YoY	1.39%	4.39%	3.00%	3.50%	3.80%
BPO	431	436	446.90	460.31	476.42
YoY	6.16%	1.16%	2.50%	3.00%	3.50%
ACO	248	289	332.35	375.56	420.62
YoY	15.35%	16.53%	15.00%	13.00%	12.00%
其他	4.62	5.24	5.50	5.78	6.07
YoY	-6.29%	13.42%	5%	5%	5%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司作为港股上市企业, 其估值应参考同市场同类可比公司估值给与比较。但鉴于主营业务为通信网络建设与维护相关企业较多分部于 A 股市场。因此我们通过 A 股通信行业与港股通信行业估值折价方式给与公司估值参考。截止 2024 年 7 月 8 日, A 股通信行业估值 (TTM) 相较于港股通信行业估值 (TTM) 溢价因子为 2.45。

图表 61: A 股与港股通信行业估值比较 (TTM, 截止 2024 年 7 月 8 日)

	代码	PE估值 (TTM)	A股/H股溢价
A股通信行业估值	801770.00	29.34	2.45
港股通信行业估值	HSCITC.HI	11.99	

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 根据公司已有业务类型, 选取与公司业务类似构成的主要从事通信网络建设与运维服务的 A 股上市公司作为可比 (一定折价情况下)。我们选取润建股份、中贝通信及普天科技作为可比公司。截至 2024 年 7 月 8 日, 同业可比公司 24/25/26 年 PE 均值为 33.60/25.95/21.57 倍, 按照 A 股/港股通信行业溢价 2.45 倍折价后为 13.71/10.59/8.80 倍。公司 24/25/26 年 PE 估值分别为 7.4/6.9/6.5 倍。公司估值低于折价后的 A 股通信可比行业均值。公司为国内算力基建龙头服务商, 折价后估值相对仍较低, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 61: 可比公司估值 (单位亿为亿元, 截止 2024 年 7 月 8 日, 汇率人民币: 港币=0.9130:1)

公司	市值 (亿)	PE				净利润 (亿)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
润建股份	76.16	17.35	12.59	9.79	8.02	4.39	6.05	7.78	9.49
中贝通信	86.09	59.78	33.63	27.50	/	1.44	2.56	3.13	/
普天科技	120.07	333.53	54.58	40.56	35.11	0.36	2.20	2.96	3.42
平均值	94.11	136.89	33.60	25.95	21.57	2.06	3.60	4.62	6.46
折价后 (除以 2.45)	38.41	55.87	13.71	10.59	8.80	/			
中通服	279.94	7.81	7.35	6.90	6.46	35.84	38.09	40.60	43.35

来源: Wind 一致预测, 中泰证券研究所

风险提示

- **运营商资本开支/运营开支进一步下滑风险：**公司主要客户为中国三大电信网络运营商及全球最大的电信塔基础设施服务提供商，其业务类型包括电信基础设施建设与维护等，如若三大运营商资本开支/运营开支进一步下滑，将影响行业整体需求侧总量，也将对公司相关业务产生一定影响。
- **小微基站及 5G-A 发展不及预期风险：**5G 覆盖将逐步加深加厚，5G 技术演进至 5G-A 将成为下一个主要应用技术，5G 小微基站及 5G-A 将有效弥补 5G 宏站带来的下滑，如若发展不及预期，将影响整体行业及公司基站建设方面需求。
- **数字经济及行业数字化发展不及预期风险：**数字经济与宏观经济具有一定关联关系，如若宏观经济波动影响到企业信息化支出，则可能影响到公司 ACO 业务发展。
- **供应链改革不及预期风险：**公司供应链混改给公司带来助力外，在和股权投资方以及供应链上下游资源整合方面如若不及预期，则可能影响到公司 BPO 业务相关发展。
- **市场竞争加剧风险：**市场竞标常态化，呈现全方位、全要素、全放开竞争格局，公司在江西省内市场份额较低，如若公司不能在技术和产品质量上与头部竞对相当或超越，市场份额扩展动力将不足。
- **技术研发及供应链不稳定风险：**公司在行业数字化方面保持自主研发投入的同时也通过供应链采购三方服务，如若公司自主研发不及预期同时三方供应链有所影响，将对公司数字化业务产生影响。
- **研报信息更新不及时的风险。**

图表 62: 三大报表预测值 (截止 2024 年 7 月 8 日)

资产负债表					利润表				
单位: 百万人民币					单位: 百万人民币				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	22,915	26,794	30,539	35,019	营业总收入	149,139	156,800	165,218	174,407
应收款项合计	37,590	38,108	40,909	42,796	主营业务收入	148,615	156,307	164,709	173,906
存货	1,197	1,385	1,392	1,504	其他营业收入	524	493	508	501
其他流动资产	35,251	33,825	37,115	38,227	营业总支出	146,289	153,637	161,859	170,786
流动资产合计	96,953	100,112	109,955	117,546	营业成本	131,357	138,019	145,356	153,385
固定资产净额	6,966	7,515	8,225	8,561	营业开支	14,932	15,618	16,503	17,401
权益性投资	1,344	1,326	1,335	1,330	营业利润	2,849	3,163	3,358	3,621
其他长期投资	11,405	12,192	11,798	11,995	净利息支出	-579	-540	-559	-550
商誉及无形资产	2,245	2,546	2,340	2,461	权益性投资损益	116	100	100	106
土地使用权	849	851	837	832	其他非经营性损益	68	68	90	140
其他非流动资产	2,028	1,938	1,984	1,963	非经常项目前利润	3,613	3,871	4,108	4,416
非流动资产合计	24,837	26,368	26,519	27,142	非经常项目损益	496	496	543	550
资产总计	121,790	126,480	136,474	144,688	除税前利润	4,109	4,367	4,652	4,966
应付账款及票据	53,426	52,743	57,333	59,558	所得税	378	403	429	458
短期借贷及长期借贷当期到期	807	850	892	941	少数股东损益	147	155	163	172
其他流动负债	22,012	23,314	24,459	25,862	持续经营净利润	3,584	3,809	4,060	4,335
流动负债合计	76,245	76,907	82,684	86,361	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	54	71	89	107	净利润	3,584	3,809	4,060	4,335
其他非流动负债	1,823	1,871	1,847	1,859	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	1,877	1,942	1,936	1,966	归属普通股股东净利润	3,584	3,809	4,060	4,335
负债总计	78,122	78,849	84,620	88,327	EPS (按最新股本摊薄)	0.52	0.55	0.59	0.63
归属母公司所有者权益	42,577	46,386	50,445	54,780					
少数股东权益	1,091	1,246	1,409	1,581					
股东权益总计	43,668	47,631	51,854	56,362					
负债及股东权益总计	121,790	126,480	136,474	144,688					
现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万人民币					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	5,356	7,470	9,419	9,019	成长能力				
净利润	3,584	3,809	4,060	4,335	营业收入增长率	5.6%	5.2%	5.4%	5.6%
折旧和摊销	1,672	4,643	5,642	5,361	归属普通股股东净利润增长率	6.7%	6.3%	6.6%	6.8%
营运资本变动	716	-427	305	-55	获利能力				
其他非现金调整	-617	-555	-587	-623	毛利率	11.6%	11.7%	11.8%	11.8%
投资活动现金流	-2,116	-6,234	-5,848	-6,041	净利率	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%
资本支出	-1,218	-5,580	-6,176	-5,878	ROE	8.6%	8.6%	8.4%	8.2%
长期投资减少	1,539	-769	385	-192	ROA	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
少数股东权益增加	-320	0	0	0	偿债能力				
其他长期资产的减少/(增加)	-2,117	115	-57	29	资产负债率	64.1%	62.3%	62.0%	61.0%
融资活动现金流	-2,402	2,643	174	1,502	流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
借款增加	-20	60	60	67	速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
股利分配	-1,509	-1,509	-1,509	-1,509	每股指标 (元)				
普通股增加	0	0	0	0	每股收益	0.52	0.55	0.59	0.63
其他融资活动产生的现金流量	-873	4,091	1,622	2,944	每股经营现金流	0.77	1.08	1.36	1.30
					每股净资产	6.15	6.70	7.28	7.91
					估值比率				
					P/E	7.8	7.4	6.9	6.5
					P/B	0.7	0.6	0.6	0.5

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。