



联合研究 | 港股公司深度 | 中国通信服务 (0552.HK)

稳中有进，向新而行

报告要点

得益于运营商和非运营商集客回款质量较好，且公司将大量低毛利承包业务分包，公司在手现金充裕，自由现金流稳中有升。近年来，公司每股派息逐年提升，派息率保持稳中有升，2024年派息率为42%，派息率提升弹性较大。公司依托运营商持续稳固业绩基本盘，乘算力建设的东风，在战略新兴及 ACO 业务的不断发力，扣非增速近三年保持约双位数增长，结合公司稳中向好的派息比例，当前估值具备吸引力。

分析师及联系人



张弛

SAC: S0490520080022

SFC: BUT917



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



张智杰

SAC: S0490522060005



温筱婷

SAC: S0490524100002



袁志芑



龚子逸

中国通信服务 (0552.HK)

2025-04-30

联合研究 | 港股公司深度

投资评级 买入 | 首次

稳中有进，向新而行

背靠中国电信，发力集客市场

背靠中国电信集团，公司实际控制人为国资委。2006 年 8 月，公司获中国电信集团旗下上海、广东、浙江、福建、湖北和海南等 6 省市专门电信支撑业务及相关资产及负债转让，并于同年 12 月 8 日在香港上市。截至 2024 年半年报，中国电信集团有限公司持有公司 48.99% 股份，中国电信集团有限公司由国资委 100% 持有，故公司实际控制人为国资委。

非运营商收入占比稳步提升，ACO 业务注入新动能。近年来，公司收入、利润延续稳健增长。分业务结构来看，公司 TIS 和 BPO 业务一直保持稳健增长，形成公司业绩压舱石；ACO 业务增速较快，常年保持两位数高增长，营收占比持续提升，是公司业绩增长的新动能。分客户结构来看：2024 年，公司及时跟进国内电信运营商新兴业务投资需求，电信运营商市场收入同比增长 2.3%；主动压降低价值业务、严控项目风险，非运营商集客市场收入同比下滑 2.0%。

战略新兴业务贡献增量

培育新动能，新兴业务贡献大部分新签增量。从 2024 年新签订单来看，公司整体新签合同约定 2110 亿元，同比增长约 3%，其中，新兴业务新签合同超 780 亿元，该部分新签合同增量有力对冲了其余订单的承压。四大战略新兴业务及 2024 年新签增速分别为：①数字基建 30%+、②绿色低碳 25%+、③智慧城市 40%+、④应急安全 30%+。

主营业务稳中有进

TIS：集客市场为增长的核心支撑，紧抓算力基础设施建设等新需求。公司可为全球电信运营商、国内集客及海外客户提供电信基建等服务，近年公司在数据中心、智慧城市、绿色低碳等领域不断取得突破。分客户来看，运营商市场为 TIS 业务核心基本盘，占比长期在 50% 以上，近年核心增长支撑来源于集客市场拓展，相关业务占 TIS 业务的比例已逐步提升至 40% 以上。

BPO：结构持续优化，主动压降低价值业务。随着 5G 网络和数据中心规模扩大，国内电信运营商 OPEX 市场将有良好发展空间，非运营商集客市场也存在流程外判服务需求。该服务客户粘性强、应收账款周转率高、现金流好。业务结构持续优化，近年来公司主动压降低价值业务，低毛利的商品分销业务占比持续下降，网络维护、设施管理、供应链业务占比稳步提升。

ACO：营收增长贡献核心，多业务齐发力。公司可为客户提供信息化系统集成、行业数字化应用、自主软件和平台产品开发、数字化业务及 IT 系统支撑、增值业务等服务。过去 10 年，公司 ACO 占收比从 10.9% 提升至 20.9%，ACO 正成为公司业务增长的主要驱动力。

投资观点

核心业务增速较快，现金流优异，分红比例不断提升。得益于运营商和非运营商集客回款质量较好，且公司对整体运营资金积极管控，并减少/分包低毛利业务，公司现金流表现优异。近年来，公司派息率稳中有升，2024 年派息率为 42%，派息率仍有较大提升空间。公司依托运营商持续稳固业绩基本盘，乘算力建设的东风，在战略新兴及 ACO 业务的不断发力，考虑公司扣非增速近三年保持约双位数增长，结合公司稳中向好的派息比例，当前估值具备吸引力。

风险提示

1、运营商 Capex、Opex 不及预期。2、行业竞争加剧。3、原材料价格大幅波动。4、分红率提升不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 4.08

注：股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

背靠中国电信，发力集客市场	6
战略新兴业务贡献增量	12
主营业务稳中有进	17
TIS：集客市场为增长的核心支撑，紧抓算力基础设施建设等新需求	17
BPO：结构持续优化，主动压降低价值业务	19
ACO：营收增长贡献核心，多业务齐发力	22
风险提示	24

图表目录

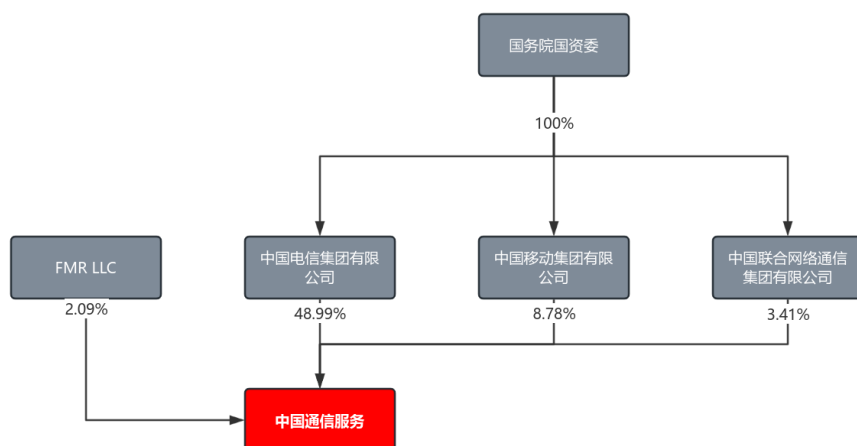
图 1：公司股权结构图（截至 2024H）	6
图 2：公司收入情况（单位：亿元）	7
图 3：公司净利润情况（单位：亿元）	7
图 4：2022 年以来，公司扣非增速显著高于净利润增速（单位：亿元）	7
图 5：2022 年以来，公司补贴收入呈下降趋势（单位：亿元）	7
图 6：公司分客户群体收入占比（注：2023 年以后灰色线新增中国广电）	8
图 7：公司业务概览	9
图 8：公司三大业务收入及同比增速（单位：亿元）	9
图 9：公司三大业务营收占比	9
图 10：公司各项经营成本占经营收入的比例	10
图 11：中国通信服务毛利率、净利率	10
图 12：中国通信服务管理及研发费用率	10
图 13：公司自由现金流（单位：亿元）	11
图 14：公司在手类现金资产充裕	11
图 15：公司净现比	11
图 16：公司每股派息及派息率	11
图 17：公司 2022-2024 年新签合同及战略新签合同金额（单位：亿元）	12
图 18：战略新兴业务新签占比、增量贡献逐年提升	12
图 19：公司数字基建板块业务 2024 年新签情况	12
图 20：“东数西算”某能源集团智慧零碳大数据产业园源网荷储一体化（EPC）项目	13
图 21：某国家级经开区新建云数据中心项目（二期）EPC 总承包	13
图 22：公司具备数字基建全流程服务能力	13
图 23：公司深度参与数字基建	13
图 24：公司绿色低碳板块业务 2024 年新签情况	14
图 25：某省分布式光伏发电 EPC 总承包项目	14
图 26：北京某运营商 IDC 合同能源管理项目	14
图 27：公司智慧城市板块业务 2024 年新签情况	14
图 28：沙特某客户数字化交通项目	15
图 29：重庆南岸区城市更新项目工程	15

图 30: 公司应急安全板块业务 2024 年新签情况	15
图 31: 全国一体化大数据中心体系（某枢纽）云安全一体化建设工程咨询设计服务	16
图 32: 某省煤矿重大灾害风险防控建设	16
图 33: TIS 细分业务收入及增速（单位：亿元）	17
图 34: TIS 业务按市场分类的收入及增速（单位：亿元）	17
图 35: 三大运营商资本开支（单位：亿元）	17
图 36: 三大运营商智算（FP16）规模（单位：EFLOPS）	18
图 37: BAT 资本开支及同比增速（单位：亿元）	18
图 38: 世纪互联、万国数据资本开支（单位：亿元）	18
图 39: BPO 细分业务收入及增速（单位：亿元）	19
图 40: BPO 业务按市场分类的收入及增速（单位：亿元）	19
图 41: 移动电话基站数（单位：万个）	20
图 42: 电信运营商网络运营及支撑成本（单位：亿元，%）	20
图 43: 通信服务行业中的合作关系	21
图 44: 供应链公司增资后股权架构	22
图 45: ACO 细分业务收入及增速（单位：亿元）	23
图 46: ACO 业务按市场分类的收入及增速（单位：亿元）	23
图 47: 中国 2017-2023 年数字经济规模（单位：万亿）	23
表 1: 公司内地业务发展历程	6
表 2: 通信服务行业中各类企业竞争格局	20

背靠中国电信，发力集客市场

公司实际控制人为国资委。截至 2024 年半年报，中国电信集团有限公司持有公司 48.99% 股份，中国电信集团有限公司由国资委 100% 持有，故公司实际控制人为国资委。

图 1：公司股权结构图（截至 2024H）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司背靠于中国电信集团，迈入智慧服务新征程。2006 年 8 月，公司获中国电信集团旗下上海、广东、浙江、福建、湖北和海南省等 6 省市专门电信支撑业务及相关资产及负债转让，并于同年 12 月 8 日在香港上市。自上市以来，公司通过连续的收购与合资，将业务范围快速扩展至通信服务、建设、网络科技、物流等领域。2019 年公司发布【新一代综合智慧服务商】定位，同年集客市场收入，首次超过了中国电信，成为第一大客户群（按中国电信、中电信外其他运营商、集客及海外划分），宣告公司开启智慧服务新征程。

表 1：公司内地业务发展历程

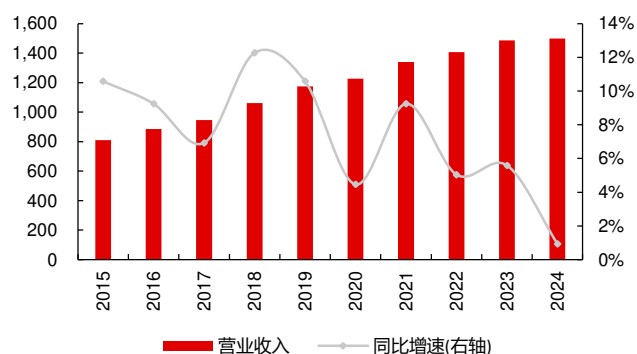
时间	阶段	内容
2006	公司成立	公司主要服务区域包括上海市、浙江、福建、广东及海南省，同年在港交所挂牌上市
2007	快速扩张	以 46.3 亿元代价收购中国电信 13 省（市、自治区）提供专门电信支撑服务的业务
2008	智慧服务新征程	以 5.05 亿元代价收购中国通信建设集团 100% 股权
2009		中国电信集团完成向中国移动通信集团及中国联合网络通信集团转让公司内资股
2012		以 4.16 亿元代价收购在宁夏、新疆等若干电信基建服务公司的股权和资产，以及中英海底系统有限公司 51% 股权
2015		成立全资子公司中通服供应链管理有限公司
2017		成立全资子公司中通服资本控股有限公司
2018		公司发布智慧社会产品集、同合作伙伴成立【智慧服务产业生态联盟】
2019	智慧服务新征程	公司发布【新一代综合智慧服务商】定位&国内非电信运营商集团客户首次成为第一大客户群
2021		中国电信集团将持有的 2.4% 公司股权划转给国网信息通信产业集团有限公司；全资子公司中通服供应链管理有限公司引入 4 家战略投资

		者，合计注资 9 亿元
2022		成立全资子公司中通服智慧物业发展有限公司
2023		公司收购中英海底系统有限公司外方股东持有的 49% 股权

资料来源：公司年报，长江证券研究所

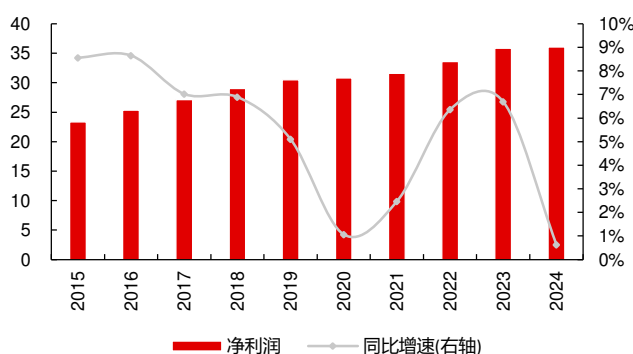
公司收入稳健增长，近两年利润增速略快于收入增长。收入方面，公司 2022-2024 年分别实现营业收入 1407/1486/1500 亿元，同比增长 5.04%/5.59%/0.93%；净利润方面，公司 2022-2024 年分别实现净利润 33.58/35.84/36.07 亿元，同比增长 6.36%/6.69%/0.63%。

图 2：公司收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

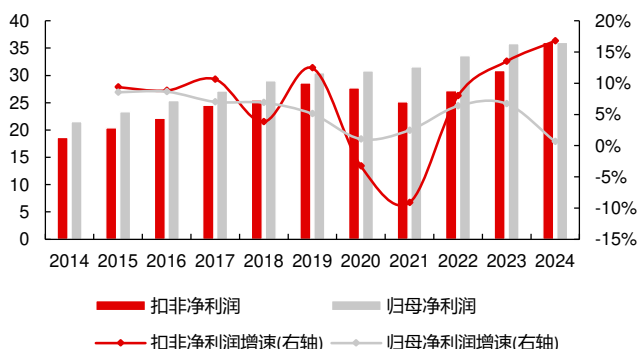
图 3：公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

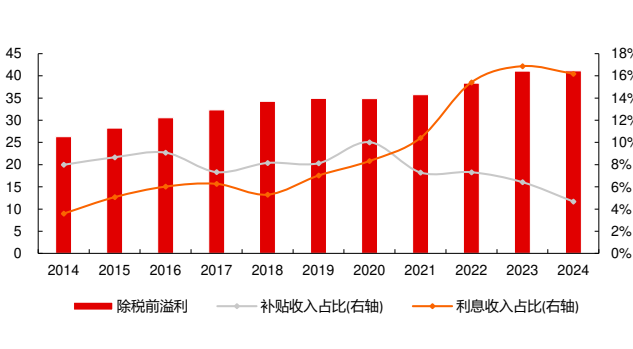
扣非双位数增长，非经损益进一步下滑空间有限。公司近三年扣非增速保持约双位数高增，与净利润增速呈现较大反差，核心在于非经损益承压。公司非经损益主要分为补贴收入+利息收入，其中：补贴收入中部分受到公共卫生事件影响短暂上调，目前已随事件冲击结束而恢复到常态；利息收入得益于公司优异现金流带动现金理财等规模扩大，呈现稳中向好趋势。未来随着非经损益下滑减缓，公司净利润增速有望打开。

图 4：2022 年以来，公司扣非增速显著高于净利润增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2022 年以来，公司补贴收入呈下降趋势（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

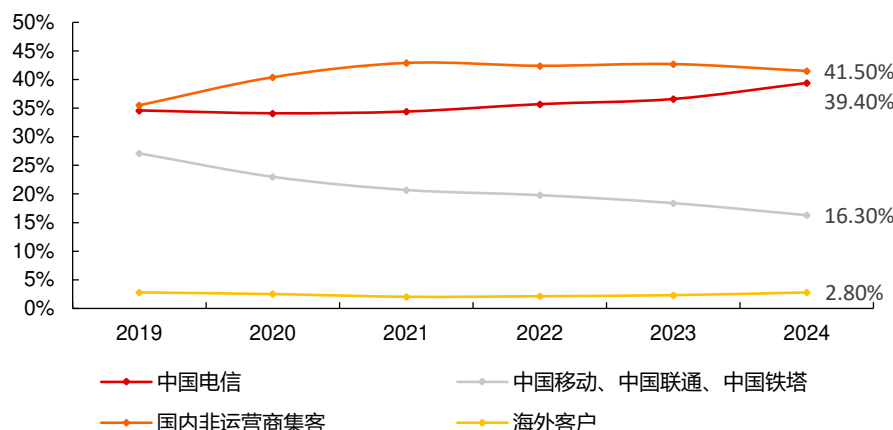
公司主要服务于电信运营商及各行业政企客户，业务范围涵盖网络建设、运维及内容应用、增值服务等，提供贯穿通信网络全生命周期的一体化服务。分客户收入结构来看：

非运营商收入占比稳步提升。2024 年，分客户结构来看：公司及时跟进国内电信运营商客户新兴业务投资需求，收获电信运营商市场收入 836.03 亿元，同比增长 2.3%；聚焦社会数字化变革，同时主动压降低价值业务、严格控制项目风险，全年来自国内非运营商集客市场收入为 621.69 亿元，同比下滑 2.0%。

运营商市场头部效应持续扩大。在通信网络维护、通信网络建设业务领域，通信运营商近年来推动“集中采购”，市场份额日趋向服务质量好、历史业绩突出的全国性通信技术服务企业集中，例如中国移动规定 A 类供应商将适用优先付款、免收履约保证金、突发需求份额优先分配、直接授予中选份额或在采购评审中加分等优惠政策。据统计，在中国移动公布的 2024 年 A、B 级供应商名单中通信工程监理、网络综合代维、通信工程可研勘察设计三大类目中（共 24 家供应商），中国通信服务旗下子公司有 1 家入选 A 级，7 家入选 B 级。

紧抓“一带一路”数字化、智能化和绿色化发展机遇，海外市场快速起量。公司海外市场抓住共建“一带一路”，海外发展中国家数字化、智能化和绿色化发展提速的机遇，加大与“走出去”中资企业协同力度，共同拓展海外市场，在中东、亚太等地区就光伏新能源、数据中心、信息化与智能化项目持续取得突破。2024 年海外实现收入 42.28 亿元，同比增长 22.3%，其中：来自海外市场的 TIS、BPO 和 ACO 业务分别取得超过 17%、22%和 59%的快速增长。

图 6：公司分客户群体收入占比（注：2023 年以后灰色线新增中国广电）



资料来源：Wind，长江证券研究所

分业务来看：

电信基建服务 (TIS)：公司可为客户提供全面的网络建设服务，包括通信网络咨询、规划、设计、工程施工以及工程监理。

业务流程外判服务 (BPO)：公司可为客户提供全面优质的外判服务，包括信息技术基础设施管理(网络维护)、通用设施管理(物业管理)、供应链和商品分销服务。

应用、内容及其他服务 (ACO)：公司主要为国内电信运营商、政府和行业客户提供系统集成、软件开发及系统支撑、增值服务及其他服务。公司持续推广智慧城市、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，加大在信息安全、物联网、云计算等关键领域的研发投入。

图 7：公司业务概览

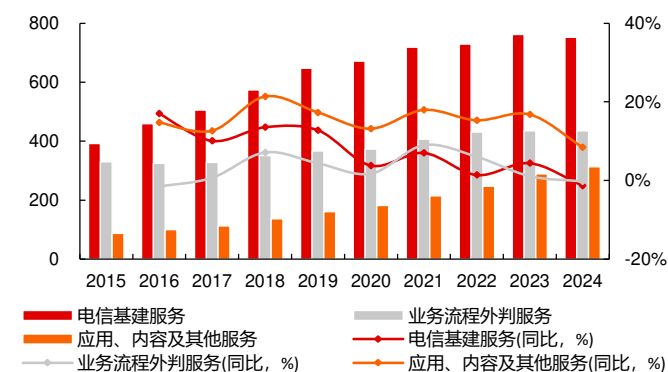
本集團為信息化和數字化領域提供綜合一體化智慧解決方案



资料来源：公司年报，长江证券研究所

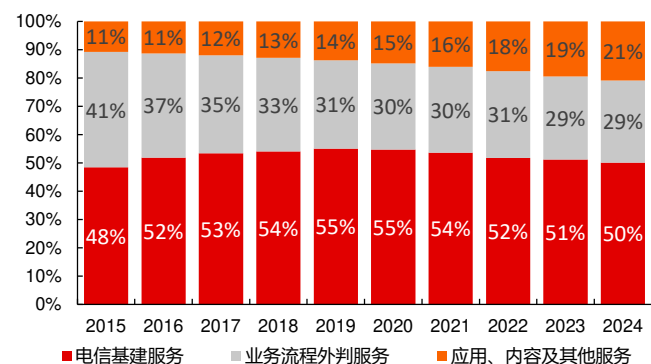
TIS、BPO 业务稳增长，ACO 业务注入新动能。分业务结构来看，TIS 和 BPO 业务一直保持稳定增长，形成公司业绩压舱石；ACO 业务增速较快，常年保持两位数高增长，营收占比持续提升，是公司业绩增长的新动能。2024 年，公司 TIS、BPO、ACO 项目分别实现收入 751.72、434.59、313.69 亿元，同比-1.27%、-0.21%、+8.44%。

图 8：公司三大业务收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

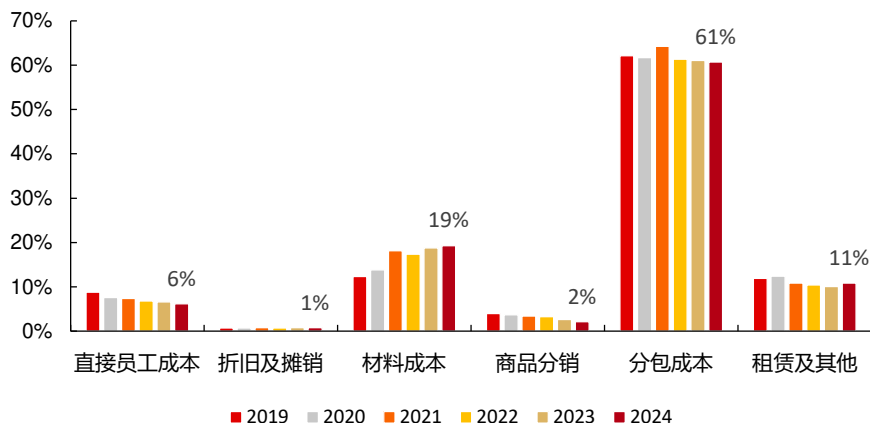
图 9：公司三大业务营收占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

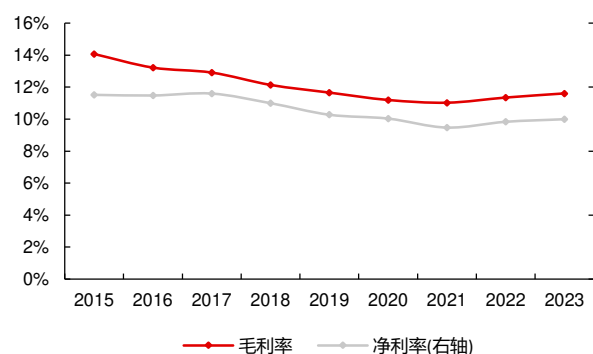
持续成本管控，2022 年公司毛利率、净利率均止跌回升。公司 2022 年以来盈利能力回升，主因在于：①公司关注项目质量，减少承接低毛利率项目如商品分销发展，聚焦战略新兴业务的拓展，有效提振公司利润水平；②公司同时将部分简单工序进行外包，优化公司整体人员结构，直接员工总数从 2011 年的 12.7 万人压减至 2023 年的 8 万人，人均营业收入屡创新高，并通过加强项目管理及分包管理，提升公司效益公司。

图 10：公司各项经营成本占经营收入的比例



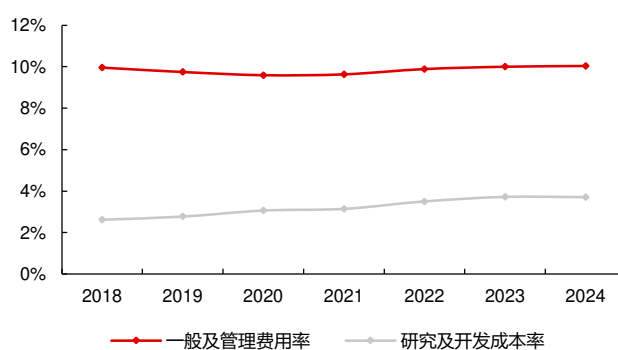
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：中国通信服务毛利率、净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：中国通信服务管理及研发费用率

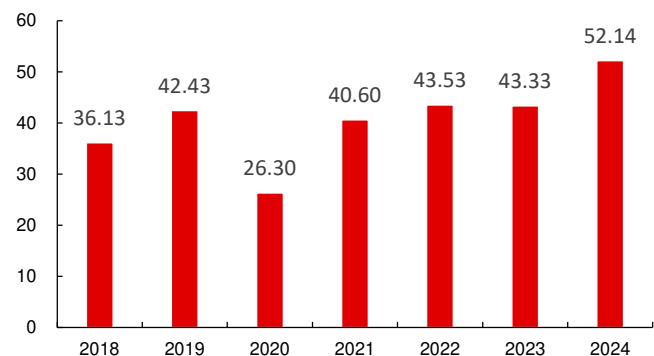


资料来源：Wind，长江证券研究所

在手现金充裕，自由现金流稳中有升，派息率提升弹性较大。得益于运营商和非运营商集客回款质量较好，且公司对整体运营资金积极管控，并减少/分包低毛利业务，公司现金流表现优异，近年来自由现金流稳中有升（2020 年下降主因花费 25.27 亿元购置物业用于集团智慧生产运营研发基地）。此外，公司在手类现金资产¹充裕，即便不考虑经营性净现金流，也已然显著覆盖每年刚性支出（CAPEX+分红）。分红方面，近年来公司每股派息逐年提升，派息率保持稳中有升，2024 年派息率为 42%。因此，综合考虑公司在手现金充裕、自由现金流稳步提升等因素，我们认为公司派息率提升弹性较大。

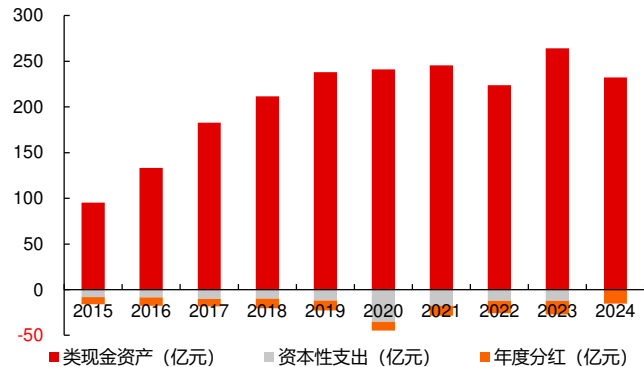
¹ 类现金资产=现金及现金等价物+交易性金融资产+其他短期投资

图 13：公司自由现金流（单位：亿元）



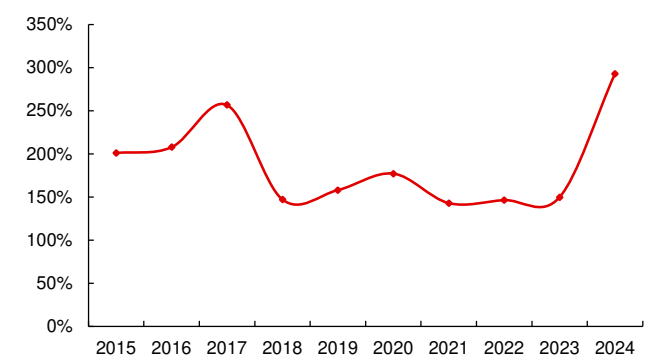
资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

图 14：公司类现金资产充裕



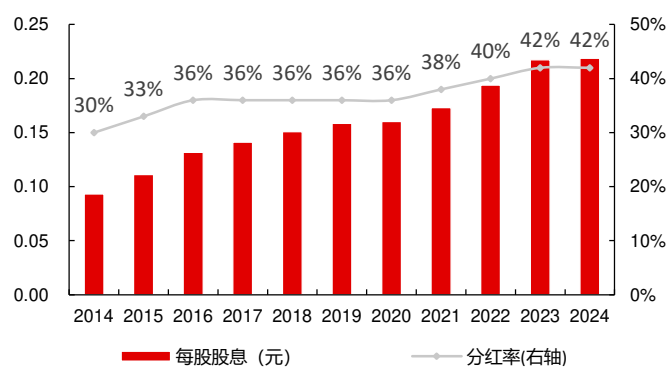
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2024 年资本性支出暂未披露）

图 15：公司净现比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：公司每股派息及派息率

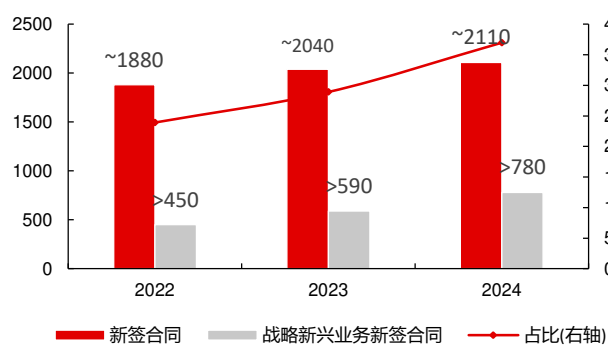


资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

战略新兴业务贡献增量

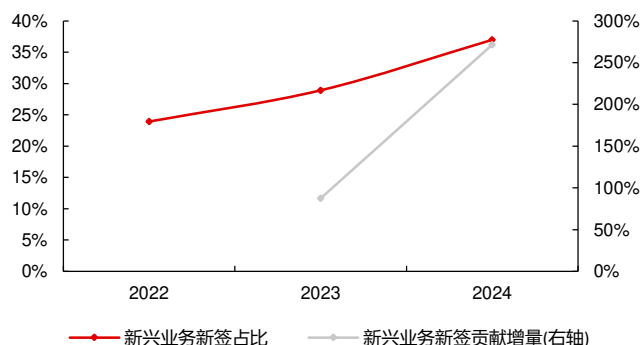
培育新动能，新兴业务贡献大部分新签增量。从 2024 年新签订单来看，公司整体新签合同约 2110 亿元，同比增长约 3%，其中，新兴业务新签合同超 780 亿元。从增量新签合同的结构来看，公司战略新兴业务新签合同增量有力对冲了其余订单的承压。

图 17：公司 2022-2024 年新签合同及战略新签合同金额（单位：亿元）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 18：战略新兴业务新签占比、增量贡献逐年提升



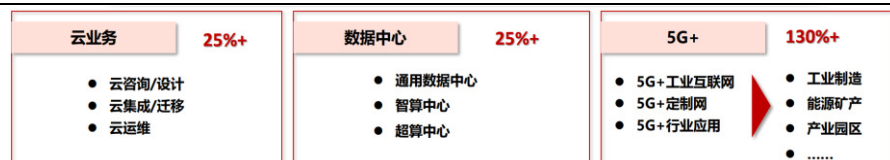
资料来源：公司官网，长江证券研究所

战略新兴业务主要包含四大领域：①数字基建、②绿色低碳、③智慧城市、④应急安全，具体业务情况如下：

数字基建

公司深耕运营商信息化基础设施建设超过 70 年，为国内数字基建建设主力军。公司应用 AI 能效调优以及先进的绿色低碳解决方案，为客户提升能源利用效率并节能降碳，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。公司近年来承接多个东数西算枢纽节点，金融行业、能源、制造业、互联网行业等智算、超算中心、AI 算力项目，持续受益。2024 年，数字基建新签合同金额增长超 30%，其中：云业务、数据中心、5G+业务新签订单增速分别为 25%+、25%+、130%+。

图 19：公司数字基建板块业务 2024 年新签情况



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 20：“东数西算”某能源集团智慧零碳大数据产业园源网荷储一体化（EPC）项目



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 21：某国家级经开区新建云数据中心项目（二期）EPC 总承包



资料来源：公司官网，长江证券研究所

具备全流程服务能力，深度参与 5G、算力网络布局。公司旗下汇聚 20 余家甲级资质设计院，30 余家一级施工企业及专业化运维团队，可承担从咨询设计、工程建设到运维管理的全流程服务能力。公司深度参与了 5G 网络、算力网络等数字基建布局，累计承建 5G 基站 100 万+个，打造数据中心 200 万+平方米。研发方面，公司自主研发了智慧工地管理系统、BIM 等创新工具，推动通信工程效率提升 40%以上。

图 22：公司具备数字基建全流程服务能力



资料来源：中通服公众号，长江证券研究所

图 23：公司深度参与数字基建



资料来源：中通服公众号，长江证券研究所

绿色低碳

在绿色低碳方面，公司已形成“咨询、建设、运维、数字化能力”的全过程绿色低碳解决方案。在国家“双碳”战略指引下，公司基于电信和电力市场的共性要素和数字基建能力的延伸，除主营电力基建及配套服务外，面向 5 大行业客户，提供新能源建设、用能服务、碳管理等升级服务等。2024 年，绿色低碳新签合同金额增长超 25%，其中：电力基建及配套、新能源、用能服务、碳管理新签订单增速分别为 20%+、40%+、50%+、300%+。

图 24：公司绿色低碳板块业务 2024 新签情况



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 25：某省分布式光伏发电 EPC 总承包项目



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 26：北京某运营商 IDC 合同能源管理项目



资料来源：公司官网，长江证券研究所

智慧城市

发挥全过程能力，服务贯穿省市县三级。公司具备超过 10 年的深厚积淀，可充分发挥顶层设计、软件研发、实施交付三大硬核能力，以及全国省市县三级的服务能力的优势。公司聚焦新型城镇化建设和城市更新、城镇老旧小区改造和小区建设，以及智慧交通、平安城市、智慧政务、智慧乡镇、城市大脑、一网通办、数字乡村等重点需求，2024 年在数字政府、智慧交通、智慧建筑、智慧教育等领域中标多个千万级以上的 EPC 总承包项目，部分项目更达到亿元级规模，大项目延申至县域。2024 年，新签合同金额增长超 40%，其中：数字政府、智慧交通、智慧教育、企业数转订单增速分别为 55%+、25%+、30%+、35%+。

图 27：公司智慧城市板块业务 2024 年新签情况



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 28：沙特某客户数字化交通项目



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 29：重庆南岸区城市更新项目工程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

应急安全

布局网信安全与应急管理两大赛道，打造多个标杆项目。在应急方面，公司以应急、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，打造超 40 款行业和装备应用产品，为政府、化工园区、高危企业等客户提供咨询设计、软件开发、系统集成及运维等业务。在网络安全方面，满足客户合规运营、数字化发展和运营实战需求，为客户提供网络安全、数据安全、信息安全等领域的安全产品、安全咨询设计、安全集成、工程实施、安全专项服务、安全监理等业务。2024 年，应急安全板块新签合同金额增长超 30%。

图 30：公司应急安全板块业务 2024 年新签合同情况

网信安全			应急管理		
40+自主可控产品和解决方案，保障关键信息基础设施安全			聚焦防灾减灾救灾和突发公共事件处置保障能力，提供大应急一站式信息化服务保障能力		
承接多个网络安全、数据安全、5G安全、视联网安全等领域安全咨询设计、集成实施、运维运营、攻防实战等网安项目			紧抓国债契机，承接多类安全生产与防灾减灾方面的应急项目		
网络安全产品	数据安全产品	新兴安全产品	城市公共安全业务	工业生产安全业务	自然生态安全业务
攻击面管理/暴露面测绘 智能安全运营与管理 漏洞众测与管理.....	数据安全监测管理 商密应用、数字证书 不良信息监测治理.....	5G安全仿真靶场 区块链安全智能终端 安全可信视频监控.....	消防、住建等	应急、工信、交通等	水利、环境、林草等

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 31：全国一体化大数据中心体系（某枢纽）云安全一体化建设工程咨询设计服务



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 32：某省煤矿重大灾害风险防控建设



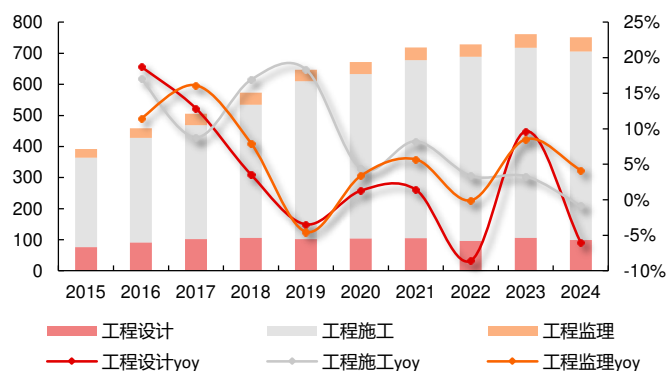
资料来源：公司官网，长江证券研究所

主营业务稳中有进

TIS：集客市场为增长的核心支撑，紧抓算力基础设施建设等新需求

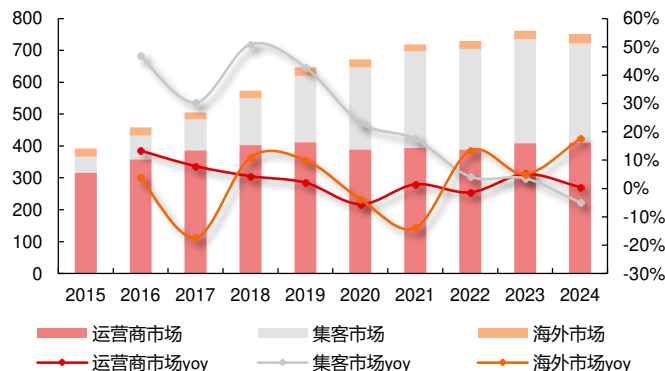
战略新兴业务贡献增量，集客市场收入增速快于运营商市场。公司可为全球电信运营商提供电信基建服务，包括固定、移动、宽带网络、数据中心和运营支撑系统的规划设计、施工和项目监理等，亦面向政府、金融、建筑、交通、应急、电力、医疗等国内非运营商集客以及海外客户提供通信配套网络建设、信息化综合解决方案、行业智慧化解决方案等服务。得益于公司在数据中心、智慧城市、绿色低碳和硬件全等领域不断取得新突破，公司 TIS 业务实现稳健增长。分客户来看，运营商市场为 TIS 业务的核心基本盘，占比长期在 50%以上，近年来的核心增长支撑来源于集客市场拓展，相关业务占 TIS 业务的比例已逐步提升至 40%以上。

图 33：TIS 细分业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：TIS 业务按市场分类的收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

紧抓算力基础设施建设等新需求

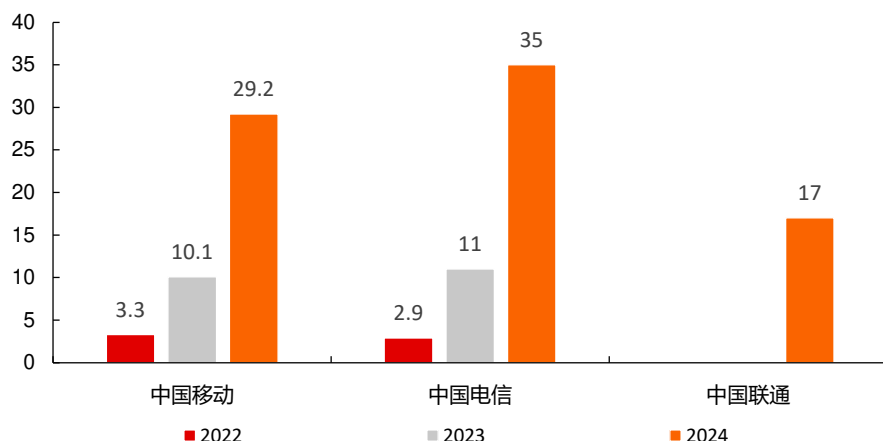
运营商 CAPEX 进入下行周期，结构上向算力倾斜，算力投资热情依旧。从 2024 年三大运营商资本开支来看，由于 5G 建设高峰期已过，6G 发牌预计将在 2030 年左右，时间周期仍较长，预计后续三大运营商资本开支将保持下降态势。在总 CAPEX 下降的情况下，投资结构向算力倾斜，智算规模快速扩大：中国移动 2025 年规划算力投资 373 亿元，同比增长 0.5%；中国电信指引 2025 年算力投资同比增长 22%；中国联通指引 2025 年算力投资同比增长 28%。

图 35：三大运营商资本开支（单位：亿元）

	3G					4G					5G							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	
中国移动	1294	1243	1285	1274	1849	2151	1956	1873	1775	1671	1659	1806	1836	1852	1803	1640	1512	
yoy		-3.9%	3.4%	-0.9%	45.1%	16.3%	-9.1%	-4.2%	-5.2%	-5.9%	-0.7%	8.9%	1.7%	0.9%	-2.6%	-9.0%	-7.8%	
中国电信	380	430	496	725	800	769	1091	968	887	749	776	848	867	925	988	935	836	
yoy		13.1%	15.1%	46.4%	10.3%	-3.9%	41.9%	-11.3%	-8.4%	-15.5%	3.5%	9.3%	2.3%	6.7%	6.8%	-5.4%	-10.6%	
中国联通	1125	702	767	998	735	849	1339	721	421	449	564	676	690	742	739	614	550	
yoy		-37.6%	9.2%	30.2%	-26.4%	15.5%	57.7%	-46.1%	-41.6%	6.5%	25.7%	19.9%	2.0%	7.6%	-0.4%	-17.0%	-10.4%	
合计	2799	2375	2547	2997	3384	3769	4386	3562	3083	2869	2999	3330	3393	3519	3530	3189	2898	
yoy		-15.1%	7.2%	17.7%	12.9%	11.4%	16.4%	-18.8%	-13.4%	-7.0%	4.5%	11.1%	1.9%	3.7%	0.3%	-9.7%	-9.1%	

资料来源：推介材料，长江证券研究所

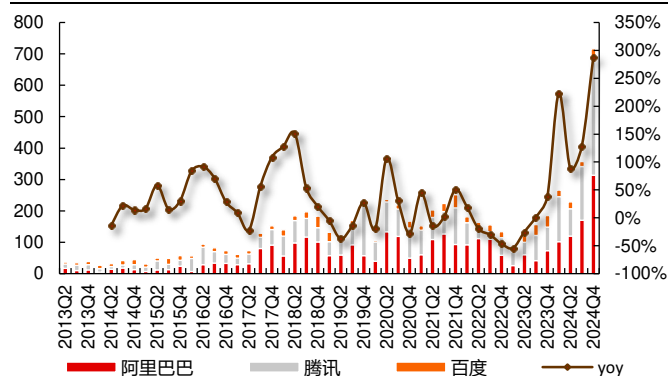
图 36：三大运营商智算（FP16）规模（单位：EFLOPS）



资料来源：推介材料，长江证券研究所

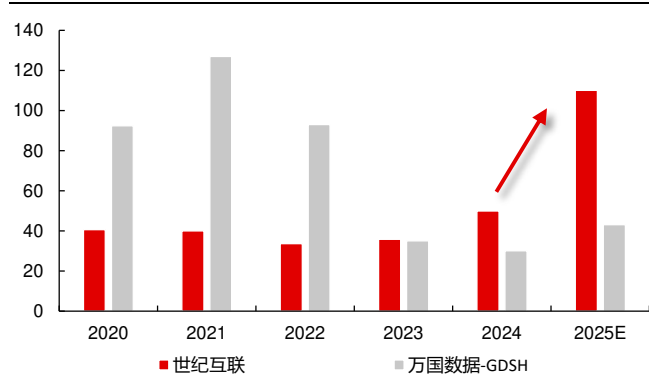
国内互联网大厂资本开支重新抬头，IDC 厂商进入 CAPEX 扩张阶段。2024Q4，阿里/腾讯/百度的资本开支为 314/366/36 亿元，分别同比+331%/+386%/-1%，合计资本开支 716 亿美元，同比+288%。阿里、腾讯从 24Q1 起，已连续四个季度实现三位数左右的 CAPEX 增长，回暖明显，均将重点投资于 AI 领域，购买 GPU、服务器等基础设施设备，将有望显著带动 IDC 格局改善。此外，考虑到 IDC 招标时点，2025 年将是 2024 年招标项目的交付大年，IDC 厂商进入扩张资本开支阶段，IDC 建设加速。

图 37：BAT 资本开支及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：世纪互联、万国数据资本开支（单位：亿元）



资料来源：公司推介材料，长江证券研究所

在通信基站建设需求下降的背景下，公司积极布局算力建设等产数领域。集团积极落实建设网络强国、数字中国国家战略，紧跟人工智能大模型迭代引发的算力需求，加快推进数字信息基础设施智能化、绿色化升级。凭借创新的人工智能能效优化技术，以及领先的绿色低碳咨询设计和解决方案能力，在数据中心、云业务、5G+三大业务领域积累了丰富的项目经验，承接通信、金融、互联网、制造业等行业智算、超算中心项目，投身全国一体化算力网络建设，赋能数字经济高质量发展，夯实中国式现代化数字基座。

BPO：结构持续优化，主动压降低价值业务

公司是中国通信行业主要的业务流程外判服务提供商，可为客户提供全面优质的外判服务。随着 5G 网络和数据中心规模扩大，国内电信运营商 OPEX 市场将有良好发展空间，非运营商集客市场也存在流程外判服务需求。该服务具备客户粘性强、应收账款周转率高、现金流好等特点。细分来看，公司 BPO 业务包括：信息技术基础设施管理(网络维护)、通用设施管理(物业管理)、商品分销服务和供应链集成服务：

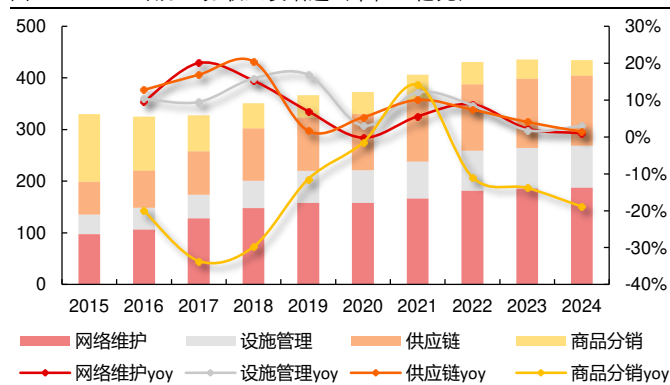
网络维护业务：公司向电信运营商提供光缆、电缆、移动基站、数据中心、网络设备和终端方面的信息技术基础设施管理和网络优化业务，公司依托自主研发的“维护云”专业维护数字化转型平台，助力网络维护业务发展，相关收入平稳增长。2024 年实现收入 187.55 亿元，同比增长 1.0%。

物业管理业务：公司为客户的数据中心、云基地、商务楼宇、高端住宅、高铁车站、机场等提供通用设施管理服务。未来，公司将进一步推进物业专业整合，打造集约化、智慧服务能力。2024 年实现收入 81.22 亿元，同比增长 3.0%。

商品分销业务：主要系分销通信信息类产品。公司为国内电信运营商客户提供终端销售和终端设备分销服务，为国内集客提供 IT 设备、辅材、器材的分销和采购服务。该业务利润率相对较低，近年来公司主动压降相关业务，2024 年实现 30.22 亿收入，同比下滑 18.9%，相关业务营收占 BPO 业务营收的比例从 2015 年的 39.7%持续下降至 2024 年的 7.0%。

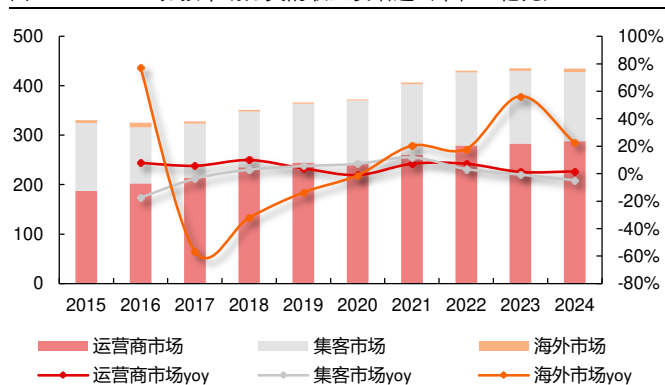
供应链集成服务：公司以运营商客户为基础，持续拓展其他行业客户。公司围绕产业链上下游客户，充分发挥供应链全程全网集约化运营优势，为国内电信运营商、政府和企业客户提供综合物流、采购招标、质量检测、维修、处置等供应链全生命周期服务。2024 年，集团供应链实现收入 135.60 亿元，同比增长 1.4%。

图 39：BPO 细分业务收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：BPO 业务按市场分类的收入及增速（单位：亿元）



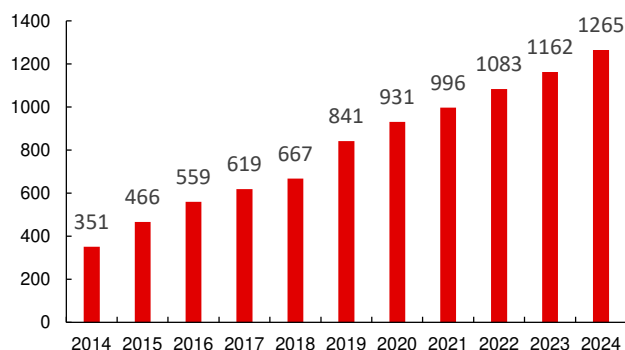
资料来源：Wind，长江证券研究所

通信服务占据先机，市占率领先

基站规模稳中有升，运营商网络运营及支撑成本平稳增长。我国移动电话基站规模保持平稳增长，带动运营商 OPEX 中的网络运营及支撑成本平稳增长，占收比较为稳定。该成本中的占比大项为维护支撑相关成本，业务本质为运维已建设基站，对应公司 BPO

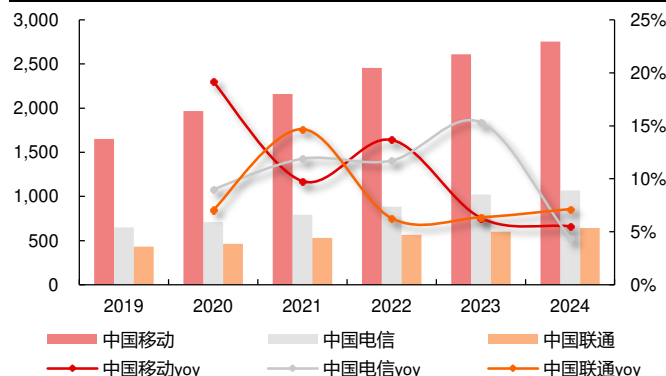
业务中的网络维护业务。由于该部分成本与基站规模成正相关，预计后续将保持平稳增长，支撑公司相关业务的稳健增长。

图 41：移动电话基站数（单位：万个）



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 42：电信运营商网络运营及支撑成本（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司通信服务业务具备最高行业资质。网络维护：公司具备甲级通信线路维护资质、甲级通信基站维护资质和一级通信工程专业承包资质，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，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。物业管理：公司具有一级物业管理企业资质和智能建筑物业管理评估企业资格等行业相关资质，可为通信运营商、信息和媒体运营商提供物业管理服务，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。

通信服务行业主要有三类主体，大型国企占优：一是以**中国通信服务**、中移建设为代表的通信运营商下属的通信技术服务企业，此类企业背靠于运营商原有维护、建设部门，为国有或国有控股企业，在业务规模、市场份额等方面行业领先；二是以华为、爱立信、中兴为代表的通信设备制造商，此类企业一般针对自有品牌设备提供维护、网络优化和技术支持服务；三是第三方通信技术服务企业。该类企业以民营企业为主，既包括服务于特定区域、专注于某项特定业务的区域性企业，也包括服务于全国、专注于通信技术服务领域的全国性综合型行业龙头。

表 2：通信服务行业中各类企业竞争格局

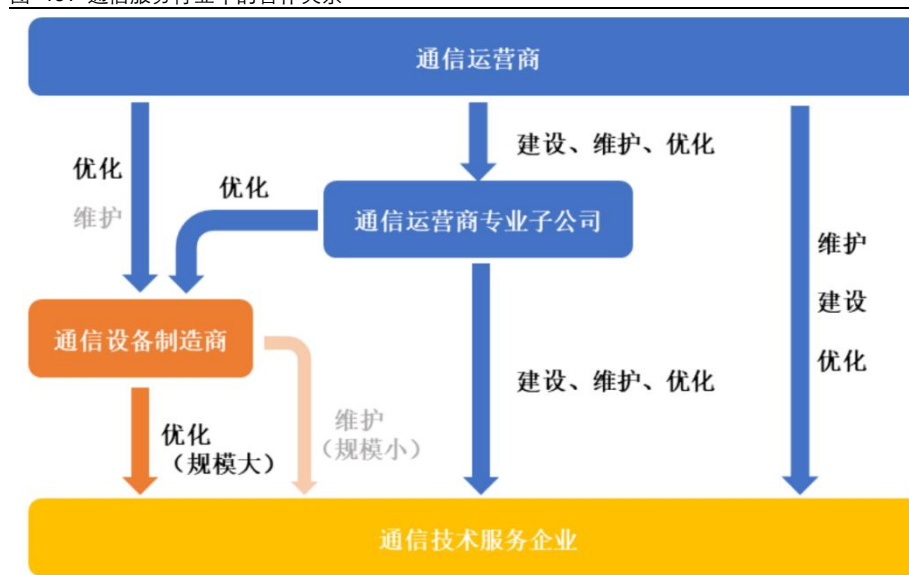
项目	国有大型通信技术服务企业	通信设备制造商	第三方通信技术服务企业		
			全国性企业	区域型企业	小微型企业
市场参与者	中通服、中移建设等具备运营商背景的大型国有企业	华为、中兴、爱立信等通信设备制造企业	元道通信、润建股份、中贝通信等行业领先企业	数百家区域型中小通信技术服务企业、资质较高的劳务公司	数以万计小型服务商、劳务公司、工程队
提供服务	综合型服务	销售通信设备同时提供后期维护、保障以及网络优化服务	综合型服务	提供网络维护、工程建设等单项服务	仅能在小范围内提供技术含量相对较低的单项服务
服务区域	在全国几乎所有市、县均设有分支机构	随设备销售提供服务；目前逐步将此业务外包至专业第三方通信技术服务企业	业务可覆盖全国多数省份，具备专业本地化运营团队和规模化服务网络点	专注于某个省份或临近若干省份，业务规模相对较小	在某一特定区县级区域运营
竞争优势	与通信运营商历史渊源深厚，业务资源广泛，	综合技术实力强、熟悉自身设备性能特点、业	在通信服务业绩优良，经验丰富、资质全面，	集中企业资源在某一特定区域开展业务，具备	特定区域本地化执行能力较强

	规模巨大，人力和技术实力雄厚，业务管理规范	务持续性有保障	人才储备齐全，研发能力强，营运资金充足；部分企业将新技术和管理服务深度融合，信息化程度高	一定本地化客户资源和区域优势，在某一特定业务领域专业能力较强
竞争劣势	历史包袱相对较重、成本不占优、服务价格相对较高；服务质量、服务规模提升速度不及运营商需求和规模增速	通常只针对自有品牌设备提供服务，基本不维持自有团队，人员相对短缺；一般缺乏本地化运营支撑体系	对运营商议价能力相对较弱，客户资源需要逐渐积累，在快速扩张时资金相对短缺	信息化程度较低，难以建立标准化管理，人才储备相对不足；日常运营资金紧张；面临全国性企业竞争压力，难以承接中高端业务

资料来源：元道通信招股书，长江证券研究所

专业子公司地位超然，市占率领先。通信技术服务专业子公司通信运营商以原有维护、建设部门为基础，基于专业分工的需要成立了中通服等通信技术服务专业子公司，这些公司承担网络规划、项目总包的角色，往往占据较大市场份额，并将具体工作专业外包至通信技术服务企业。

图 43：通信服务行业中的合作关系



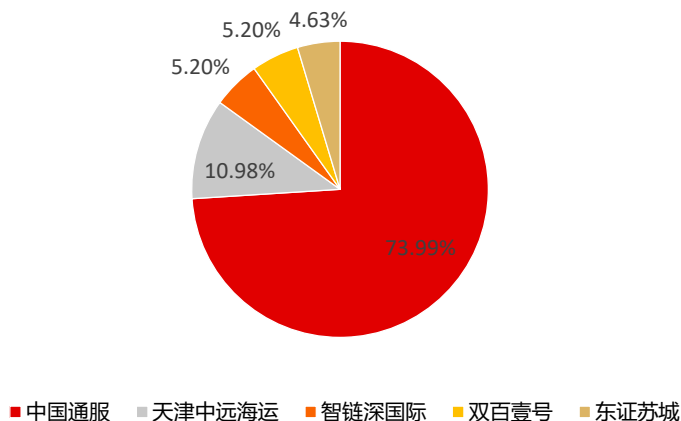
资料来源：元道通信招股书，长江证券研究所

供应链混改注入活力

通信供应链行业市占率第一，混改引入战略性投资者。中通服供应链是中国通信行业唯一一家 5A 级综合型物流企业，为中国电信、中国移动、中国联通、华为、中兴通讯等知名企业提供专业供应链服务，通信物流市场占有率排名第一。2015 年 7 月，中国通服在北京成立了专门从事供应链服务的子公司——中通服供应链管理有限公司（以下简称中通服供应链），后于 2016 年 11 月迁至深圳。供应链公司初始注册资本 5000 万元，由中通服全额货币出资。2017-2018 年，中国通服陆续增资，增资后供应链公司注册资本变更为 9.29 亿元。2021 年，最终引入中远海运（天津）有限公司、智链深国际智慧物流（深圳）有限公司、国新双百壹号（杭州）股权投资合伙企业、共青城东证苏城投

资合伙企业(有限合伙)等 4 家战略投资方,募资金额共计 9 亿元,合计持股 26.015%;本次增资后,中国通服持股比例降至 73.985%。

图 44: 供应链公司增资后股权架构



资料来源: 北京产权交易所, 长江证券研究所

ACO: 营收增长贡献核心, 多业务齐发力

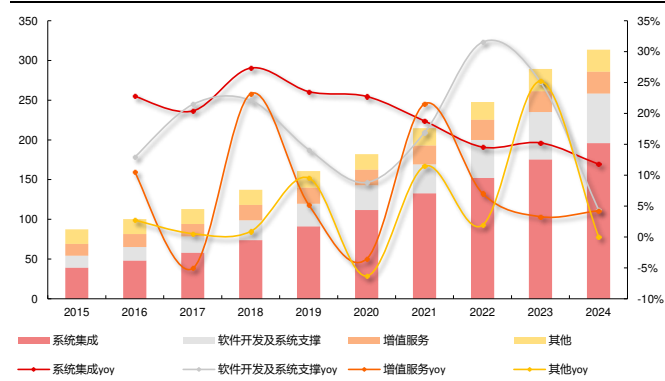
连续跻身国内软件百强企业, ACO 业务持续双位数高增。公司是中国的 ICT 服务供应商之一, 连续 4 年跻身“中国软件百强企业”4 强。公司可为客户提供信息化系统集成、行业数字化应用、自主软件和平台产品开发、数字化业务及 IT 系统支撑、增值业务等服务。过去 10 年, 公司 ACO 占收比从 10.8%提升至 20.9%, ACO 正成为公司业务增长的主要驱动力。

系统集成: 公司的系统集成业务可为通信运营商、信息和媒体运营商、政府及其它企业客户提供网络、弱电、信息系统集成、智能化系统集成以及计算机系统集成服务。公司技术实力雄厚, 拥有诸多持有专业认证的技术工程师, 致力于为行业用户提供相关一体化解决方案, 满足不同客户的深层需求。多年来, 该细分业务持续实现双位数增长, 近 10 年营收 CAGR 达 20%, 是支撑 ACO 快速增长的核心业务之一。2024 年, 公司实现系统集成收入 195.95 亿元, 同比增长 11.8%, 延续双位数增长。

软件开发及系统支撑: 公司的软件开发及系统支撑业务, 可为客户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, 并提供电子商务、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, 本公司提供面向客户集团客户的 IT 系统维护支撑、技术支持服务。本公司拥有优秀的软件研发和项目管理团队, 并跟国内外主流厂商密切合作, 为客户打造从软件、系统开发到 IT 系统维保的专业服务。该细分业务同样为公司 ACO 业务快速增长的核心业务之一, 近 10 年营收 CAGR 达 17%。2024 年, 公司实现软件开发及系统支撑收入 62.41 亿元, 同比增长 4.4%。

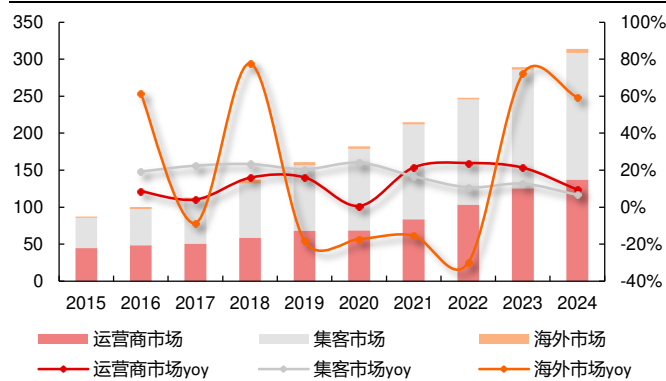
增值服务: 公司的增值服务包括为电信运营商和商业客户提供呼叫中心外包、ISP 接入和 ICP 内容等业务。主要服务范围包括视频电话和视频会议接入、互联网资讯、影音、游戏、电子商务认证等。公司凭藉与通信运营商良好的合作经验, 为客户提供切实可行的解决方案。2024 年, 公司实现增值服务收入 27.50 亿元, 同比增长 4.2%。

图 45: ACO 细分业务收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

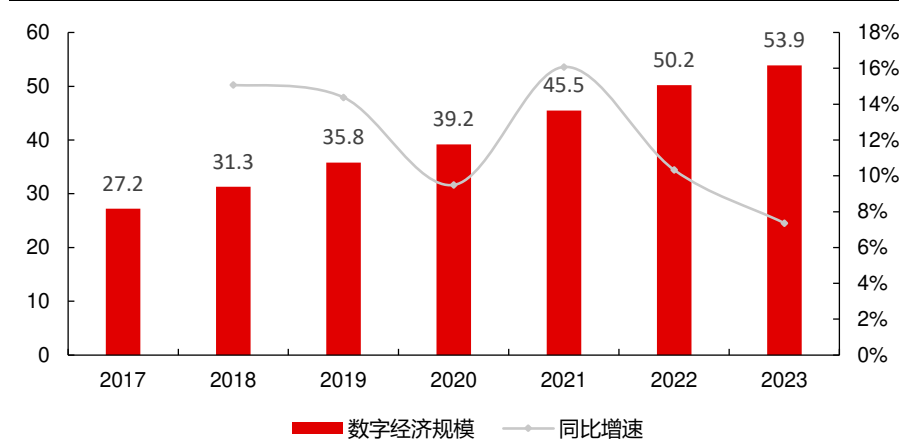
图 46: ACO 业务按市场分类的收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

数字经济是国民经济的重要动力, 近年一直维持近两位数增速。从占比来看, 2023 年, 数字经济在国民经济中的地位进一步提升, 我国数字经济占 GDP 比重达到 42.8%, 较上年提升 1.3 个百分点。从增速来看, 2023 年, 数字经济持续支撑经济稳增长目标实现, 我国数字经济同比名义增长 7.39%, 数字经济增长对 GDP 增长的贡献率为 66.45%, 有效提升我国经济发展的韧性和活力。

图 47: 中国 2017-2023 年数字经济规模 (单位: 万亿)



资料来源: 中国通信信息研究院, 长江证券研究所

风险提示

- 1、运营商 Capex、Opex 不及预期：目前通信服务行业收入受运营商 Capex、Opex 影响较多，若投入力度不及预期，则运营商市场的增长可能会不及预期。
- 2、行业竞争加剧：公司依托中国电信、中国移动等大型运营商股东获取了大量优质订单，若行业竞争进一步加剧，专业通信设备商以及第三方服务商可能会侵蚀公司主营业务收入。
- 3、原材料价格大幅波动：工程业务竞争激烈，毛利率较低，原材料价格的波动会对经营产生显著影响，若未来原材料价格大幅波动，且超出行业企业承受范围，可能会导致利润受损。
- 4、分红率提升不及预期：公司近年来分红率不断提升，若未来分红承诺变更或增加其他相关支出，可能导致公司分红率提升幅度不及预期。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。