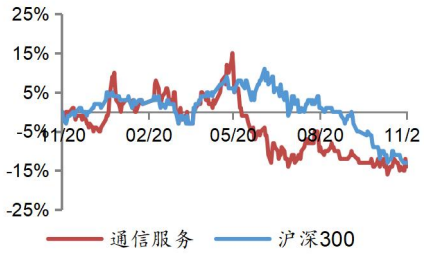
运营商基础业务承压但稳健，算力和 Token 业务成为第二成长曲线，板块优质红利标的

行业评级： 增持

报告日期： 2026-11-20

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：杨东谕

执业证书号：S0010526080001

邮箱：yangdongyu@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **国内电信业务收入平稳但小幅缩减，固网宽带和移动流量保持增长趋势。**截至 2026 年 9 月，国内电信业务收入累计完成 1.3 万亿元，同比下降 2.5%，按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 7.3%。网络宽带接入用户数和 5G 移动电话用户数保持增长趋势，移动互联网流量依然保持较快增长。固话和移动通话时长和短信业务量下滑。
- **增值税改制以及传统业务放缓影响营收和利润增速，算力开支建设前置的同时现金流改善证明经营韧性。**受到原增值电信服务增值税（6%）转为基础电信服务增值税（9%），部分产业数字化业务回款周期拉长导致计提减值，传统高毛利的增值电信业务收缩，以及建设数据中心的刚性成本支出影响，运营商在账面收入利润承压。同时，三家现金创造能力保持稳健，说明传统连接业务的基本盘并未失速，经营实质并未恶化。当前算力业务已经是运营商增长的核心业务环节，但是当前算力业务增长尚未成长为利润环节的核心增量。
- **算力业务是运营商增长的核心贡献，各家布局 Token 运营体系。**运营商云业务保持稳健增长，算力（AIDC/智算业务）增长较为突出。在资本开支上，三家同样采取降低传统通信网络建设，增加或前置算力网络建设的战略，体现为增加 GW 级数据中心建设，提升算力网络的高带宽、低时延等传输性能。同时，运营商的角色正从算力和基础设施建设者向融合算力建设与 Token 工厂的角色转移。中国移动组建 Token 办公室，打造了覆盖 Token 生产、分发、应用的全流程核心能力体系。中国电信以算力、平台、数据、模型、应用“五位一体”智能云体系作为 Token 经营体系。中国联通构建词元基础设施，运营平台和行业开放生态等 Token 经营模式。
- **主营业务稳健，股息率具备优势，运营商是板块优质红利标的。**我们选取了中证红利 100 指数中的标的与运营商进行对比，在股息率（TTM）结果显示港股的中国移动和中国铁塔、中国电信股息率（TTM）处于中证红利 100 指数的前二十，分别排名为 11、12、14 名，说明港股的运营商标的依然具备较高的红利属性。A 股的中国移动、中国电信和 H 股的中国联通分别位于 39、65 和 80 名。
- **投资建议**

  当前市场环境下，海外 AI 链受到地缘逆风、产品升级迭代带动的供应链重构以及拥挤持仓下的流动性影响处于高波动状态，虽然产业链未来两年的盈利能力尚未下调，但是市场对于估值倍数存在一些分歧。当前运营商板块，中国移动和中国电信（尤其港股）具备较高股息率，主业经营有支撑，属于红利防御板块的优质标的。中国联通主业经营同样稳健，主要由于算力资本开支前置影响现金流，公司决定中期不分红，2026 年股息率预计受到影响。
- **风险提示**

传统电信业务量下滑加快，ARPU 值下跌幅度超预期；运营商算力投资资本开支前置，导致现金流流出，影响现金分红政策和派息率；算力和 Token 业务发展不及预期。

正文目录

1 前三季度，电信业务量增收入小幅缩减 5
2 传统业务承压，运营商发力算力平台建设 6
2.1 三季度业绩简述：增值税和传统业务放缓影响营收增速，运营商利润率下降，现金流改善 6
2.2 AI 算力和运营业务构筑第二收入增长曲线 8
2.3 传统网络建设支出下滑，算力网络建设逆势增加 8
3 运营商突破流量渠道标签，布局 Token 分发业务 10
4 运营商股息率在红利行业依然具备优势 13
5 投资建议 14
6 风险提示 15

图表目录

图表 1 国内电信产业业务收入和同比增速 5
图表 2 互联网千兆宽带接入用户（百万户） 5
图表 3 移动互联网接入流量累计值 6
图表 4 户均移动互联网月接入流量（DOU）当月值 6
图表 5 移动短信业务、固定电话和移动电话业务通话时长增速变化 6
图表 6 2010-2026H1 三大运营商移动业务 ARPU 值（元/月/户） 8
图表 7 2004-2026E 三大运营商资本开支趋势 9
图表 8 2026H1 三大运营商 Capex 9
图表 9 2025-2026 年中国移动 Capex 分布和占比 10
图表 10 2025-2026 年中国电信 Capex 分布和占比 10
图表 11 2025-2026 年中国联通 Capex 分布 10
图表 12 中国电信“五位一体”智能云体系 11
图表 13 IDC 预测中国未来 Token 使用量 11
图表 14 Token 工厂的产业链环节 12
图表 15 2025 年中国 MaaS 市场按 Token 份额划分 12
图表 16 2025 年中国大模型平台私有化市场按营收份额划分 12
图表 17 天翼云“Token Hub”为开发者和中小企业版推出的产品线 13
图表 18 股息率 TTM 14
图表 19 ROE TTM 14
图表 20 PE TTM 14

1 前三季度，电信业务量增收入小幅缩减

前三季度国内电信业务收入总体平稳，同比增速下降。根据工信部披露数据，截至 2026 年 9 月，国内电信业务收入累计完成 1.3 万亿元，同比下降 2.5%，按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 7.3%。

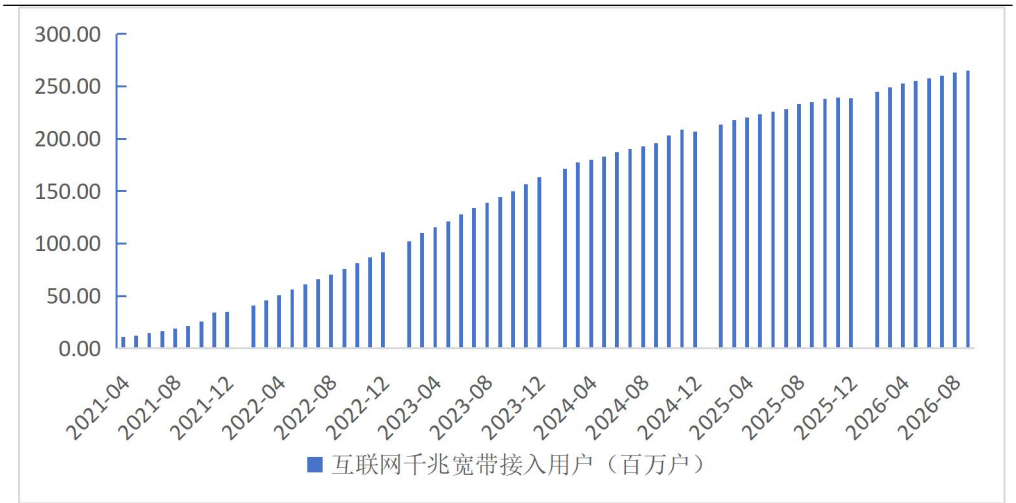
图表 1 国内电信产业业务收入和同比增速



资料来源：工信部，华安证券研究所

网络宽带接入用户数和 5G 移动电话用户数保持增长趋势。截至 2026 年 9 月末，固网宽带接入用户总数达 7.09 亿户，相比上年末净增 1825 万户，千兆及以上速率的固网宽带接入用户达 2.65 亿户，相比上年末净增 2645 万户，占比较上年末提升 2.9 个百分点。5G 移动电话用户达到 13.2 亿户，相比上年末净增 1.16 亿户，移动互联网用户数达 16.38 亿户，相比上年末净增 2799 万户。

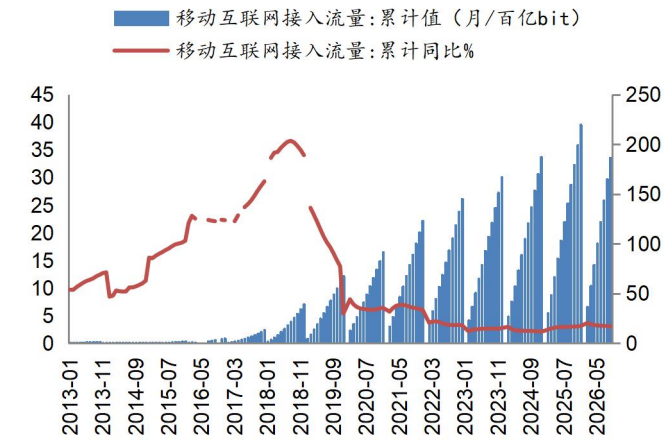
图表 2 互联网千兆宽带接入用户（百万户）



资料来源：工信部，华安证券研究所

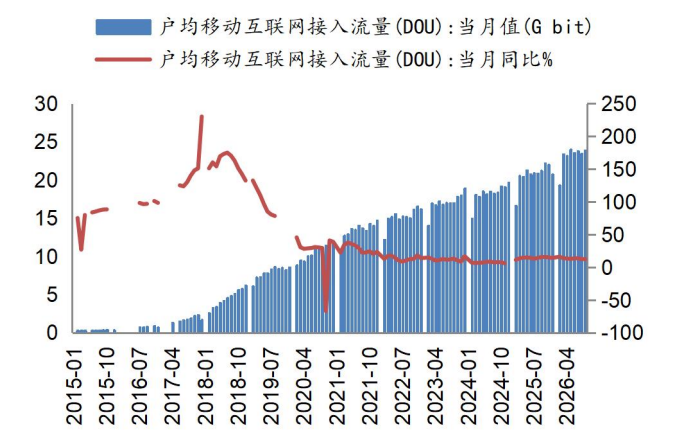
移动互联网流量依然保持较快增长。前三季度，移动互联网累计接入流量达 3362 亿 GB，同比增长 17%。2026 年 9 月，当月户均移动互联网接入流量（DOU 值）达到 23.89GB/户/月，同比增长 12.5%。

图表 3 移动互联网接入流量累计值



资料来源：iFind，华安证券研究所

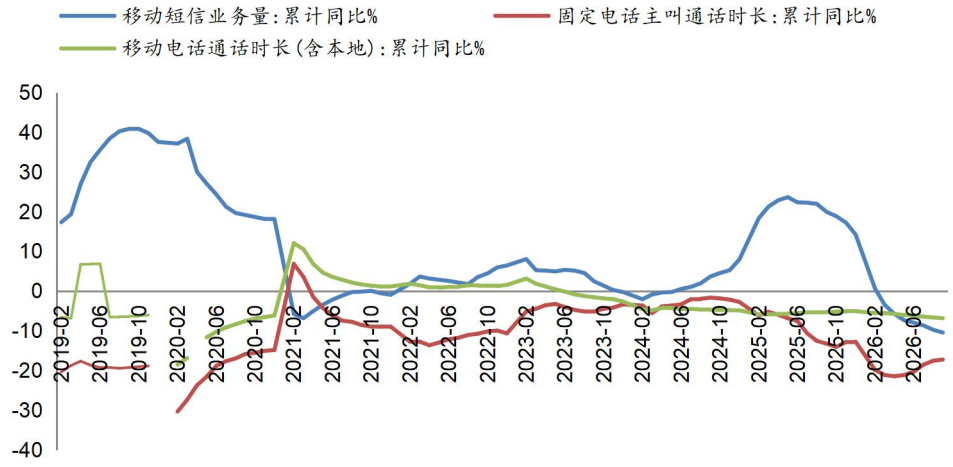
图表 4 户均移动互联网月接入流量（DOU）当月值



资料来源：iFind，华安证券研究所

固话和移动通话时长和短信业务量下滑。前三季度，移动电话去话通话时长完成 1.4 万亿分钟，同比下降 6.9%；固定电话主叫通话时长完成 420.2 亿分钟，同比下降 17.3%。前三季度，全国移动短信业务量同比下降 10.5%，移动短信业务收入同比下降 11.8%。通话和短信业务量相比移动流量和固网通信的扩张趋势已进入较明显下降趋势。

图表 5 移动短信业务、固定电话和移动电话业务通话时长增速变化



资料来源：iFind，华安证券研究所

2 传统业务承压，运营商发力算力平台建设

2.1 三季度业绩简述：增值税和传统业务放缓影响营收增速，运营商利润率下降，现金流改善

受新旧业务切换、增值税税目调整影响，中国移动前三季度实现营业收入 7,802.95 亿元，同比下降 1.81%；Q3 单季实现收入 2,422.60 亿元，同比下降 3.44%，降幅相比 26H1 小幅增加。同期实现归母净利润 1,061.98 亿元，同比下降 7.88%；

实现扣非净利润 984.00 亿元，同比下降 8.12%。营收和利润下降主要受原增值电信服务增值税（6%）转为基础电信服务增值税（9%）影响，中国移动表示剔除税改影响后营收和利润“同口径实现正增长”，主营业务依然稳健。截至 Q3 末，中国移动的移动端客户达到 10.14 亿户、5G 客户 7.02 亿户、宽带客户 3.42 亿户；前三季度移动、宽带客户分别净增 889 万户、1,305 万户，宽带 Q3 单季净增 535 万户，高于上半年月均水平。

Q3 实现归母净利润 272.64 亿元，同比下降 12.39%，与扣非 286.67 亿元（同比下降 0.23%）差额约 14 亿元，主要来自理财及股权投资公允价值变动浮亏，不影响当期现金流，剔除这部分影响后 Q3 归母同比基本持平，Q1\Q2 的利润下滑在 Q3 收窄，主业盈利能力边际企稳。中国移动前三季度毛利率 29.10%，毛利率下降主要系低毛利算力、云及 ICT 集成业务占比提升，高毛利语音、短彩信增值业务收缩。销售/管理/研发费用率 5.23%/5.12%/2.63%，相比去年同期增加 0.07/0.03/0.06 个百分点，费用绝对额小幅下降但降幅低于收入降幅，费用率提升。

中国电信传统业务稳健，新业务处于放量前期。前三季度，公司实现营业收入 3801 亿元，同比下降 3.59%，实现归母净利润 262.07 亿元，同比下降 14.84%，实现扣非净利润 232.77 亿元，同比下降 18.89%，单三季度中国电信实现营业收入 1210.89 亿元，同比下降 3.01%，实现归母净利润 66.20 亿元，同比下降 14.65%，实现扣非净利润 57.88 亿元，同比下降 17.04%。截至 2026 年 Q3 末期，中国电信的移动用户数达到 4.45 亿户，前三季净增 662 万户，较上年同期 1267 万户明显放缓。有线宽带用户 2.01 亿户，前三季仅净增 37 万户（Q3 单季仅增 21 万），公司在传统业务表现稳健，同时业务渗透率增速变缓。

公司前三季度基础业务收入增长放缓，税务改革和计提多重压力影响盈利。除受增值电信服务增值税制改革影响外，营业成本下降速率小于营收增速，系网络运维成本属于必须性支出，产业数字化项目的回款周期拉长，导致前三季度信用减值损失 82.65 亿元，相比去年同期多计提 7.6 亿元，算力基础设施转固导致折旧摊销费用前置影响，公司前三季度毛利率达到 29.4%，相比去年同期下降约 0.9pct，单三季度毛利率 28.6%，相比去年同期下降约 0.9pct。公司前三季度销售费用同比下降 4.56%，研发费用同比下降 5.76%，费用下降较难抵消毛利润的缺口。

2026 年前三季度，**中国联通**实现营业收入 2946.67 亿元，同比增长 0.57%，实现归母净利润 58.03 亿元，同比下降 33.85%，扣非净利润 48.66 亿元，同比下降 36.16%。单季度 Q3 公司实现营业收入 932.83 亿元，同比增长 0.54%，实现归母净利润 16.64 亿元，同比下降 31.33%，实现扣非净利润 13.32 亿元，同比下降 34.77%。受原手机流量、短信彩信、互联网宽带接入等“增值电信业务”划入 9%的“基础电信服务”影响，公司前三季度公司不含税营业收入下降，主要影响服务收入。中国联通前三季度移动和固网宽带用户累计净增长 1240 万户，相比去年 1927 万户增长放缓。

算力收入保持较快增速，中期分红让位于现金流和算力基建。前三季度算力收入同比增长 12.2%，智算中心收入同比增长 10.4%，是公司业务结构中保持较快收入增长的部分，前三季度公司实现折旧摊销 597.95 亿元，相比去年同期 604.69 亿元下滑。公司前三季度实现毛利率 24.01%，同比下降 2.96pct，同时算力基建扩张导致网络运营和能耗成本上升，前三季度 Q3 单季实现毛利率 24.44%，环比回升 0.53pct。

现金流回升同样验证运营商主营业务的韧性。中国移动前三季度经营性现金流净额 1852.9 亿，同比增长 15.05%；中国电信经营性现金流净额 977.17 亿，同比增长 11.92%；中国联通前三季度 EBITDA 达 702 亿，同比增长 11.8%，经营活动现金流 596.86 亿元，同比+2.3%。在账面收入利润承压的同时，三家现金创造能力保持稳健，说明传统连接业务的基本盘并未失速，经营实质并未恶化。

2.2 AI 算力和运营业务构筑第二收入增长曲线

当前三大运营商 ARPU 值尚未扭转下降趋势。2021-2023 年运营商移动业务 ARPU 值处于增长爬坡阶段，中国移动和中国电信的移动 ARPU 值分别于 2024 年和 2025 年进入下降通道（中国联通 2024 年后未公布移动业务 ARPU 值）。2026H1 中国移动/中国电信的 ARPU 值分别为 45.1/43.5 元/月/户，相比于各自五年内高点分别下降 4.2/2.1 元/月/户。

图表 6 2010-2026H1 三大运营商移动业务 ARPU 值（元/月/户）

运营商	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中国移动	73.0	71.0	68.0	67.0	61.0	56.3	57.5	57.7	53.1	49.1	47.4	48.8	49.0	49.3	48.5	46.8	45.1
中国电信	54.2	52.4	53.9	54.8	54.0	54.1	55.5	55.1	50.5	45.8	44.1	45.0	45.2	45.4	45.6	45.1	43.5
中国联通	43.7	47.3	47.9	48.2	44.1	46.3	46.4	48.0	45.7	40.4	42.1	43.9	44.3	44.0	——	——	——

资料来源：iFind，华安证券研究所

当前算力业务已经是运营商增长的核心业务环节，但是当前算力业务增长尚未成长为利润环节的核心增量。2026H1，中国移动算力服务收入实现 529 亿元，同比增长 14%。数据中心收入实现 190 亿元，同比增长 13.2%，其中 AIDC 收入同比增长 486.1%，智算服务收入实现 53 亿元，同比增速 130.1%，贡献算力服务收入增量的 46.1%，移动云公有云收入规模首次进入国内业界前三。算力与智能服务合计约 1,022 亿元，占主营收入比重约 22.6%。

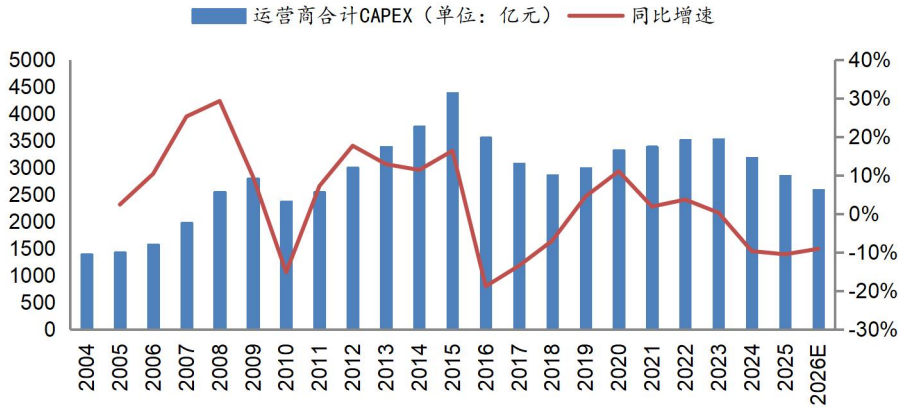
2026H1，中国电信智能业务收入实现 311 亿元，同比增长 7.1%。天翼云收入实现 618 亿元，同比增长 7.8%，云业务是算力服务收入的核心贡献业务。AIDC 业务收入同比增长 9.3%，智算收入同比增长 95%，是算力业务中增速最快的细分板块。2026 年中国电信将公司拆分为通信和智能两部分业务构成，智能收入占比单季度小幅提升，公司新增业务处于爬坡期，增量不能抵扣传统业务的缺口。

同期中国联通算力收入实现 419 亿元，同比增长 13%，其中智算中心收入同比增长 11%，智能计算收入同比增长 9%（算力收入是智算中心收入、智能计算业务收入、数智应用收入和云智服务收入的总和）。

2.3 传统网络建设支出下滑，算力网络建设逆势增加

2023 年以来，中国三大运营商合计 Capex 支出呈现下滑趋势。根据中国电信董事长中期业绩会交流，中国电信 2026 年资本开支占主营业务收入比例将会持续下降，同时会根据业务需要保持一定的灵活性。在新一代的通信网络建设之前，运营商资本开支将会逐年下降，同时会根据国内人工智能行业发展需要，增加对算力建设的开支。

图表 7 2004-2026E 三大运营商资本开支趋势



资料来源：iFind，华安证券研究所

2026H1 中国联通资本开支完成率最高，中国电信的算力开支占整体资本开支的比例最高。2026H1 中国移动 Capex 落地金额 610 亿元，相比全年的资本开支计划完成 44.7%，其中算力投资 156 亿元，占比 25.6%，同比增长 71.3%；中国电信 Capex 落地金额 324 亿元，相比全年资本开支计划完成 44.4%，其中算力投资 154 亿元，占比 47.5%，同比增长 97%；中国联通 Capex 落地金额 241 亿元，相比全年资本开支完成 48.2%，其中算力投资 89.2 亿元，算力占比 37%，算力投资同比增长 80%。资本开支下滑主要体现在传统通信网络建设上，三家运营商的算力投资同比均保持 70%以上的高速增长。

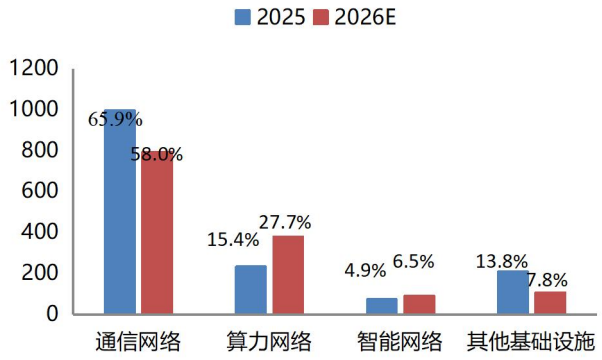
图表 8 2026H1 三大运营商 Capex

运营商	2025H1Capex（亿元）	2026 全年 Capex（亿元）	2026H1 落地（亿元）	完成率	算力投资（亿元）	算力占比	算力投资同比+
中国移动	584	1366	610	44.70%	156	25.60%	71.30%
中国电信	342	730	324	44.40%	154	47.50%	97%
中国联通	241	500	241	48.20%	89.2	37%	80%
合计	1167	2596	1175	45.30%	399.2	34%	-

资料来源：iFind，华安证券研究所

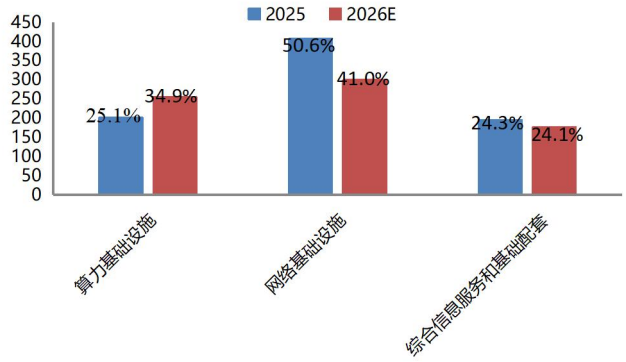
2026 年三家运营商资本开支计划均保持算力资本开支上行，基础通信网络下行的趋势。2026 年，中国移动计划算力网络投资占比达到 27.7%，相比去年 15.4%投资占比进一步提升，智能网络预计占比 6.5%，相比 4.9%进一步提升；通信网络和其他基础设施占比分别达到 58.0%/7.8%，相比此前 65.9%/13.8%均实现下降。同年，中国电信计划投资 34.9%到算力基础设施，相比去年 25.1%的投资占比增加约 9.8pct；同年网络基础设施、综合信息服务和基础配套设施占比分别约为 41.0%、24.1%，分别相比 2025 年减少 9.6pct、0.2pct。2026 年中国联通预计 35%资本开支投入到算力基础设施，其他基础设施预计占比 65.0%，2025 年两项分别为 34.9%和 65.1%，在资本开支下降的基础上，三家运营商算力资本开支均保持占比提升。

图表 9 2025-2026 年中国移动 Capex 分布和占比



资料来源：iFind，华安证券研究所

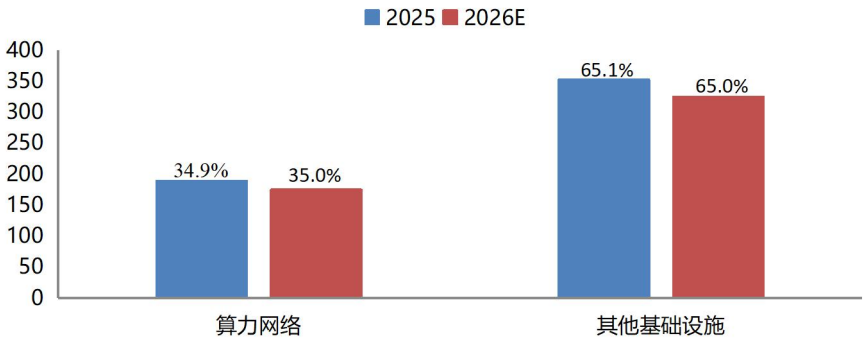
图表 10 2025-2026 年中国电信 Capex 分布和占比



资料来源：iFind，华安证券研究所

在 2026 年 11 月的中国移动大会上董事长陈忠岳表示，中国移动近期最大的投资增量是算力，正在布局建设多个超大规模智算集群，未来两年智算能力将连续翻番。2026 年中国移动开工新建 3 个 GW 级智算园区，预计交付 1.5GW，明年将再建 2 个，总数达到 7 个 GW 级数据中心园区，并且将采用模块化设计，采用高密液冷技术，实现性能提升和快速交付。联建算力专网，支撑客户化 Token 工厂部署；升级移动云服务，拓展政务云、工业云等行业标杆，支撑模型训推、算力定制、智能体构建等多元需求，实现“算力设施部署在云上、智能应用成长在云上。

图表 11 2025-2026 年中国联通 Capex 分布



资料来源：iFind，华安证券研究所

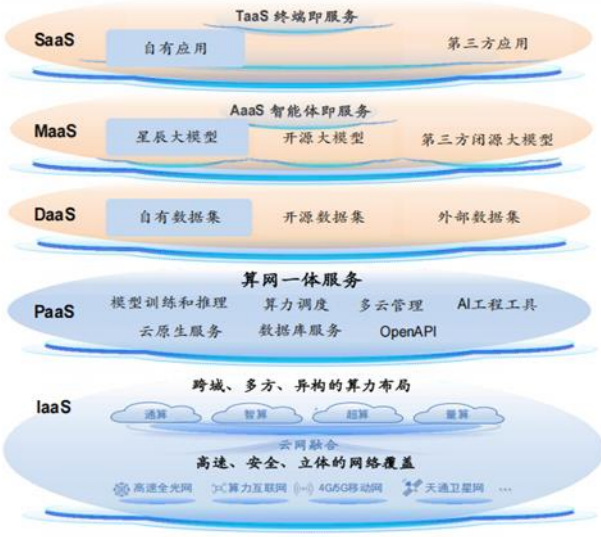
当前运营商在数据中心的市场占有率依然可以达到 30%以上。截至 2025 年底，我国智算规模达到 1590EFLOPS，其中运营商 AIDC 总规模超过 228EFLOPS，中国电信约 91EFLOPS，中国移动 92.5EFLOPS，中国联通 45EFLOPS，数据中心总体容量上，国内运营商市场份额占有率更多，大概占 1/3 的规模。

3 运营商突破流量渠道标签，布局 Token 分发业务

2026 年 Open Claw 和 Claude Code 等系列热门 agent 应用大幅推高国内用户日均 Token 调用量。IDC 预测，2026E 中国 Token 使用量约为 4 万万亿次，2025—2026—2027 年是数十倍和十几倍的需求增长。根据国家信息中心，到 2026 年 6 月，我国日均 Token 调用量超过 175 万亿，相比 2024 年年初增长 1000 多倍。

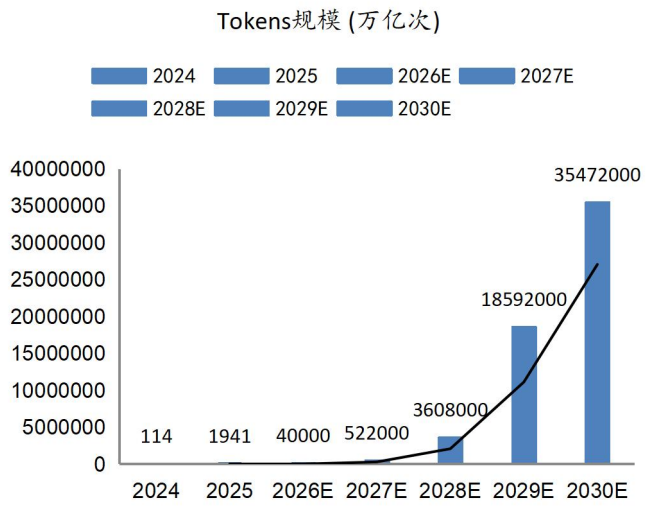
根据 IDC 研究，2025 年到 2027 年 AI 相关支出预计达到约 380 亿美元，生成式 AI 推理支出占比快速提升，成为企业数字化投资中增长最快的项目之一。目前已有超过 60%的中国头部企业将生成式 AI 纳入核心业务流程，并且 30%的企业表示 AI 调用的成本不可控制，Token 使用越来越成为企业必要的一项成本支出。

图表 12 中国电信“五位一体”智能云体系



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 13 IDC 预测中国未来 Token 使用量

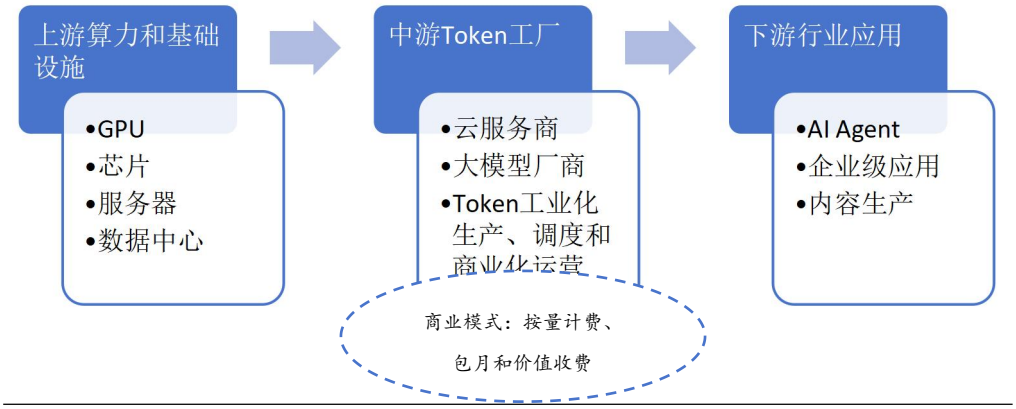


资料来源：iFind，华安证券研究所

运营商是数字中国建设的主力军，在传统流量时代，运营商是网络基础设施建设和流量传输管道的基石。在 Token 时代，运营商凭借其遍布全国的算力基础设施和“云-网-边缘节点”的一体化优势，在提供低时延和复杂任务调度分发上具备优势，同时自身大模型作为底座和多家国产大模型接入之后，用户可以按需选择不同性能的模型。在对接 B 端客户时，运营商具备可信身份、安全基因与合规能力以及政企客户渠道，在政企客户的主权 AI 平台建设上，可以为打造可信、安全以及合规的 AI 服务平台。

运营商的角色从上游算力和基础设施建设者向融合算力建设与 Token 工厂的角色转移。Token 业务当前的商业模式包括按量计费、包月和价值收费等多种模式。在 Token 时代，运营商将更多融合上游和中游的角色，同时兼任算力基础设施的建设者与 Token 工业化生成、调度和商业化运营的 Token 工厂。

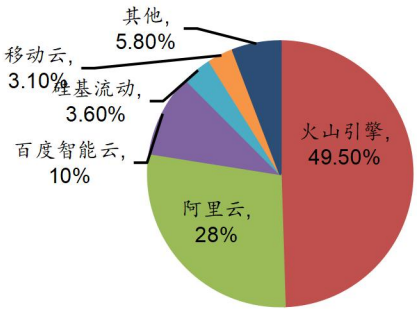
图表 14 Token 工厂的产业链环节



资料来源：C114 通信网，国家信息发展中心，华安证券研究所

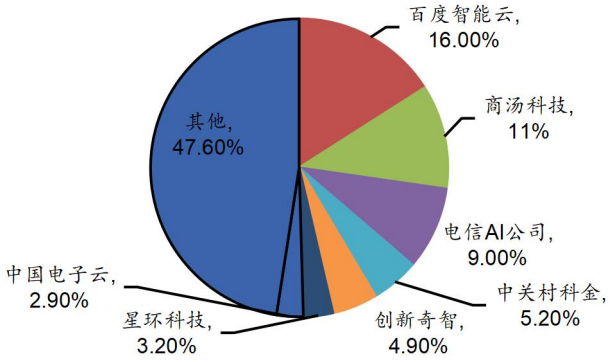
在 Token 业务上，运营商具备一定以往积累，2025 年中国 MaaS 市场按照 Token 份额划分，前三分别为火山引擎、阿里云和百度智能云，移动云进入市场前五市场占比约 3.1%，同年中国大模型平台私有化市场按照营收份额划分，百度智能云、商汤科技、电信 AI 公司分别占前三，其中电信 AI 公司占比约 9.0%。

图表 15 2025 年中国 MaaS 市场按 Token 份额划分



资料来源：iFind，华安证券研究所

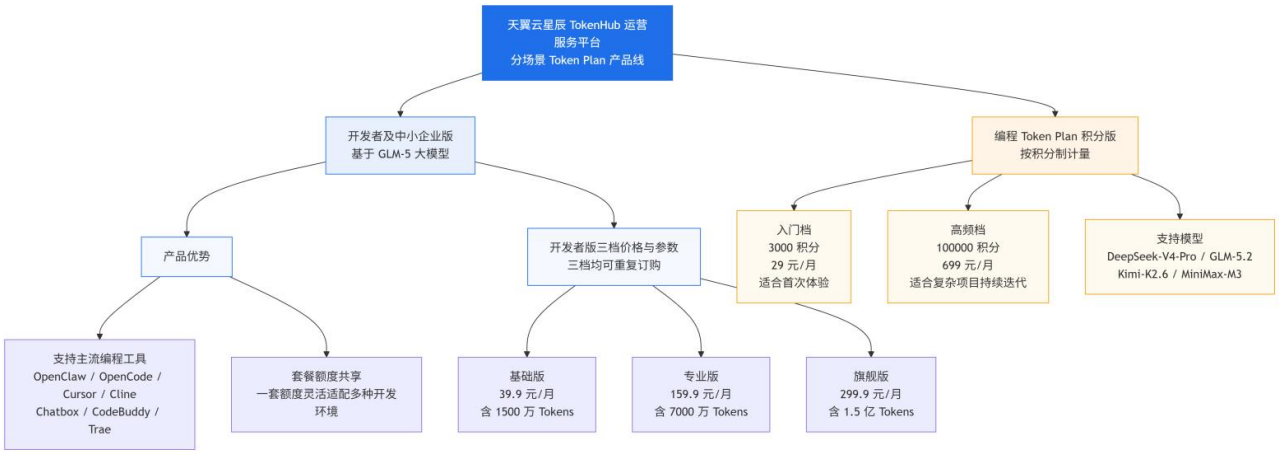
图表 16 2025 年中国大模型平台私有化市场按营收份额划分



资料来源：iFind，华安证券研究所

中国电信以算力、平台、数据、模型、应用“五位一体”智能云体系作为 Token 经营体系。中国电信打造的星辰 TokenHub 平台具备多模型接入、推理加速、精细化运营、安全合规能力。天翼云自身具备较丰富的算力资源，“自有+接入”智算规模达 118.8 EFLOPS（利用率高达 94%，非闲置资产），算力网投资占资本开支比重升至 48%。Token Hub 平台调用量高增与 AI Flow 技术落地，标志着公司正从“卖带宽”向“卖 Token/智能服务”切换，资本开支的结构性倾斜为未来商业化变现打下底座。

图表 17 天翼云“Token Hub”为开发者和中小企业版推出的产品线



资料来源：C114 通信网，华安证券研究所

中国移动组建 Token 办公室，打造了覆盖 Token 生产、分发、应用的全流程核心能力体系。在 Token 生产方面，中国移动打造“芯合”异构超融合平台，屏蔽底层异构硬件差异，实现主流模型在 10 多款主流国产芯片上跨架构迁移和部署优化。推出国内首个 GPU 卡间互联开放协议 OISA（全向智感互联），推动智算产业加速向超节点演进。创新机间互联协议 GSE（全调度以太网），提升智算集群算力效率。在 Token 分发方面，中国移动打造 MoMA 模型服务平台，以及推理算力网络和算力池，使单位算卡 Token 产出的效能更高、性能更佳。在 Token 应用方面，中国移动创新 TraaS（Trust as a service）可信服务机制，以安全可信，构建开放生态。

中国联通构建词元基础设施，运营平台和行业开放生态等 Token 经营模式。发布联通智算云 8.0，打造 GW 级数据中心，通过算电、算网、算芯、算模、算安、算数的深度协同，构建 AI 时代可信词元基础设施。升级元景 MaaS 平台，为元景词元运营平台建设中国联通词元运营体系。发布了元景数字员工，全面覆盖日常办公、代码开发、学习、生活等多元场景需求。中国联通深化政、产、学、研、用协同创新，拓展合作生态圈，构建能力共助、平台共建、产品共创、客户共享的价值共同体。全面开放 Agent+Token+AI 云的运营体系，把算力供给、模型调用、场景回报、统筹算成一本账，推动运营运流量向供 token、传比特向赋智能、连接力向生产力的全面转型。

4 运营商股息率在红利行业依然具备优势

我们选取了中证红利 100 指数中的标的，与三家运营商（A+H 股标的）和中国铁塔港股和指数中标的的股息率、ROE 和 PE 对比(因此是 107 个标的进行对比)。股息率（TTM）结果显示港股的中国移动和中国铁塔、中国电信股息率（TTM）处于中证红利 100 指数的前二十，分别排名为 9、11、13 名，说明港股的运营商标的依然具备较高的红利属性。A 股的中国移动、中国电信和 H 股的中国联通分别位于 41、68 和 86 名，中国联通 2026 年股息率主要受到中期不分红影响。

图表 18 股息率 TTM

排名	证券代码	证券简称	股息率（TTM）	ROE（TTM）	PE（TTM）
9	0941.HK	中国移动 H	6.7	9.3	11.3
11	0788.HK	中国铁塔	6.5	6.7	9.7
13	0728.HK	中国电信 H	6.5	6.2	11.8
41	600941.SH	中国移动 A	4.4	9.3	17.2
68	601728.SH	中国电信 A	3.6	6.2	22.4
86	0762.HK	中国联通 H	2.8	3.6	9.9
103	600050.SH	中国联通 A	1.2	3.6	23.0

资料来源：iFind，华安证券研究所，收盘时间为 2026 年 11 月 18 日

ROE（TTM）对比结果显示，中国移动 A 股和港股的 ROE(TTM) 9.3 分别位于中证 100 红利指数的 50（51）位，中国铁塔 ROE（TTM）6.7 位于 71 位，中国电信 H 股和 A 股的 ROE（TTM）6.2 位于 75（76）位，中国联通 A 股 ROE（TTM）3.6 位于 93 位。在市占率领先、基础业务稳健的基础上，中国移动的盈利能力相对较强。

图表 19 ROE TTM

排名	证券代码	证券简称	股息率（TTM）	ROE（TTM）	PE（TTM）
50	0941.HK	中国移动 H	6.7	9.3	11.3
51	600941.SH	中国移动 A	4.4	9.3	17.2
71	0788.HK	中国铁塔	6.5	6.7	9.7
75	0728.HK	中国电信 H	6.5	6.2	11.8
76	601728.SH	中国电信 A	3.6	6.2	22.4
93	600050.SH	中国联通 A	1.2	3.6	23.0
94	0762.HK	中国联通 H	2.8	3.6	9.9

资料来源：iFind，华安证券研究所，收盘时间为 2026 年 11 月 18 日

图表 20 PE TTM

排名	证券代码	证券简称	股息率（TTM）	ROE（TTM）	PE（TTM）
	601728.SH	中国电信 A	3.6	6.2	22.4
	600050.SH	中国联通 A	1.2	3.6	23.0
	600941.SH	中国移动 A	4.4	9.3	17.2
	0728.HK	中国电信 H	6.5	6.2	11.8
	0941.HK	中国移动 H	6.7	9.3	11.3
	0788.HK	中国铁塔	6.5	6.7	9.7
	0762.HK	中国联通 H	2.8	3.6	9.9

资料来源：iFind，华安证券研究所，收盘时间为 2026 年 11 月 18 日

PE（TTM）对比结果显示，港股的运营商 PE 估值相对较低，具备一定折价效应。中国联通 H 股、中国铁塔、中国移动 H 股和中国电信 H 股 PE 分别为 9.9、9.7、11.3、11.8，A 股的中国移动、中国联通和中国电信分别为 17.2、23.0、22.4，相比港股估值，A 股的估值给予运营商算力业务的成长倍数估值。

5 投资建议

当前市场环境下，海外 AI 链受到地缘逆风、产品升级迭代带动的供应链重构

以及拥挤持仓下的流动性影响处于高波动状态，虽然产业链未来两年的盈利能力尚未下调，但是市场对于估值倍数存在一些分歧。当前运营商板块，中国移动和中国电信（尤其港股）具备较高股息率，主业经营有支撑，属于红利防御板块的优质标的。中国联通主业经营同样稳健，主要由于算力资本开支前置影响现金流，公司决定中期不分红，2026 年股息率预计受到影响。

6 风险提示

1、传统电信业务量下滑加快，ARPU 值下跌幅度超预期；

2、运营商算力投资资本开支前置，导致现金流流出，影响现金分红政策和派息率；

3、算力和 Token 业务发展不及预期。

分析师与研究助理简介

分析师：杨东谕，硕士毕业于帝国理工学院，曾就职于德邦证券和民生证券，具备数据中心产业经验，2026 年加入华安证券任通信行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。