



“云改数转”练内功，政务公有云领跑者有望迎来估值重塑 — 中国电信（601728.SH）投资价值分析报告

核心观点

● “中国特色估值体系”增信心

中国证监会主席易会满在 11 月表示，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系之后，上交所于 12 月 2 日公告已制定完成新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，其中一项是服务推动央企估值回归合理水平。公司已公告发布《投资者关系管理办法》，借助国家对上市公司尤其是国有企业估值新探索的东风，我们预计今后市场会更好地认识公司内在价值。

● 产业数字化深耕持恒心

在新一代数字科技支撑和引领下，以数据为关键要素，以价值释放为核心，公司把握新一轮科技革命和产业变革带来的战略机遇，借助云网融合核心技术优势，全面实施“云改数转”战略，围绕客户数字生活需求，打造天翼云差异化竞争优势，推进垂直行业的数字化、智能化升级，助力社会数字化转型发展。公司毛利率和 ROE 自 2021 年起已重回上升通道，加快产业数字化业务发展效果已经初显，我们预计产业数字化板块未来 3 年营收仍将保持双位数的较高增速。

● 股票增值权激励显初心

公司于 2018 年和 2021 年分别实施两期股票增值权计划，对核心骨干员工实施中长期激励。公司表示该股票增值权一是“按贡献分”，向高质量发展成效显著的单位倾斜；二是“按潜力分”，向“云改数转”重点领域和“高精尖缺”人才倾斜；三是“凭业绩拿”，行权数量与公司业绩和员工个人业绩紧密挂钩。由此可见公司保持提升核心竞争力初心，增值权激励计划将有利于增强公司凝聚力，上下一条心“练好内功”，我们预期公司未来发展向好。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4,773、5,313、5,765 亿元，YOY 分别为 9.93%、11.31%、8.53%；EPS 分别为 0.33、0.38、0.42 元，YOY 分别为 15.52%、15.68%、10.91%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 4.8 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

行业政策调整，研发创新不及预期，市场竞争加剧。

● 核心业绩数据预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	3,899	4,342	4,773	5,313	5,765
归母净利润(亿元)	209	260	299	347	385
ROE	5.74%	6.05%	6.78%	7.60%	8.19%
摊薄 EPS(元)	0.23	0.28	0.33	0.38	0.42
P/E	18.56	14.92	12.91	11.16	10.06

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2022.12.29

收盘价(元) 4.20

一年中最低/最高(元) 3.68/4.59

总市值(亿元) 3843.30

ROE(TTM) 6.36

PE(TTM) 14.15

股价相对走势





内容目录

一、公司所属主要行业情况分析.....	1
1.1. 传统业务日趋饱和，新兴业务强劲发展.....	1
1.2. 数据及互联网业务是主要收入来源.....	2
1.3. 产业政策推动行业发展.....	3
二、公司分析.....	4
2.1. 公司竞争优势分析.....	5
2.1.1. 云网融合领航数字经济新蓝海.....	5
2.1.2. 深耕政企助力产业赋能惠民生.....	7
2.1.3. 网安体系筑牢安全屏障保万家.....	8
2.1.4. 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业中位数比较分析....	8
2.2. 2022-2024 年公司毛利率预测.....	12
2.3. 结合公司合同负债情况，预测未来公司营收走向.....	12
2.4. 2022-2024 年公司分业务板块收入预测.....	12
三、2022-2024 年公司整体业绩预测.....	13
四、公司估值分析.....	14
4.1. P/E 模型估值.....	14
4.2. PEG 模型.....	15
4.3. 绝对估值模型.....	15
五、公司未来六个月内投资建议.....	16
5.1. 公司股价催化剂分析.....	16
5.2. 公司六个月内的目标价.....	16
六、公司投资评级.....	17



图表目录

图 1: 近五年中国电信业务收入.....	1
图 2: 新兴业务收入增长情况.....	2
图 3: 近五年数据及互联网业务收入情况.....	2
图 4: 公司四年一期业务收入构成.....	5
图 5: 公司信息化服务一览.....	6
图 6: 公司云网融合展示图.....	6
图 7: 近五年移动互联网用户增长情况.....	7
图 8: 公司云堤产品应用场景之一.....	8
图 9: 四年一期应收账款周转率变化趋势和同业比较.....	9
图 10: 四年一期总资产周转率变化趋势和同业比较.....	9
图 11: 四年一期销售费用率变化趋势和同业比较.....	10
图 12: 四年一期管理费用率变化趋势和同业比较.....	10
图 13: 四年一期毛利率变化趋势和同业比较.....	11
图 14: 四年一期销售净利润率变化趋势和同业比较.....	11
图 15: 四年一期 ROE 变化趋势和同业比较.....	11
图 16: 2018-2022Q3 公司合同负债变动趋势.....	12
图 17: 公司近三年 P/E (TTM) 趋势及分位点.....	14
图 18: 各大可比公司 PE (TTM) 比较.....	14
图 19: 2022 年可比公司 PEG 情况.....	15
表 1: 近三年通信行业适用主要产业政策一览.....	3
表 2: 公司天翼云业务发展历程.....	5
表 3: 2022-2024 年公司收入预测 (单位: 百万元).....	13
表 4: 2022-2024 年相对估值模型预测数据.....	14
表 5: DCF 估值模型.....	15

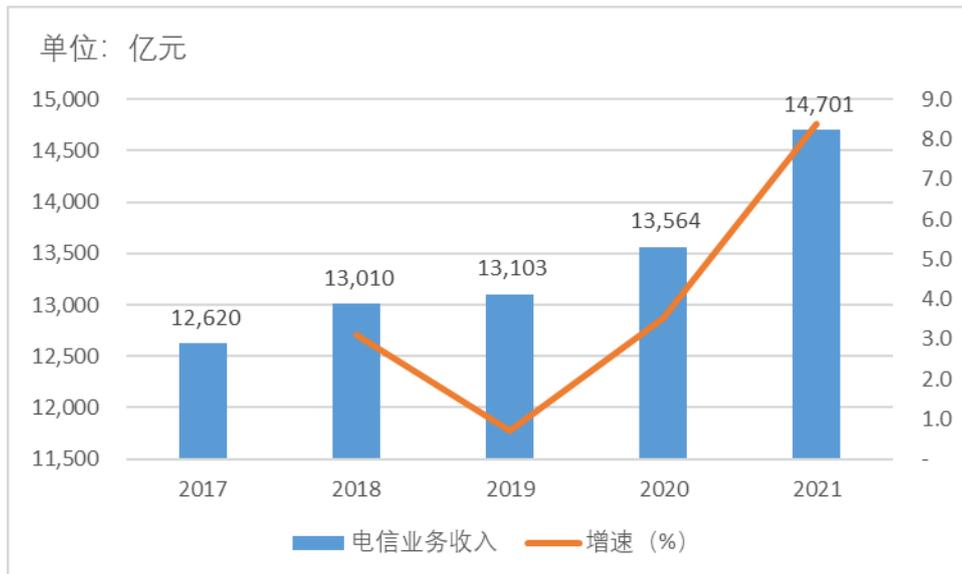
一、公司所属主要行业情况分析

电信运营商是指提供固定电话、移动电话和互联网接入的通信服务公司，在通信产业中和人们的日常生活最为密切。

1.1. 传统业务日趋饱和，新兴业务强劲发展

我国电信运营通信市场普及率较高，但技术上还在不断完善，并向 5G、6G 迈入，与全球渗透率相比目前国内行业整体还处于成长周期。据工信部统计，近五年来电信行业业务总收入保持稳定提升。但随着高速互联网接入服务发展和移动数据流量消费快速上升，话音业务（包括固定话音和移动话音）呈现萎缩态势。2017 年全国移动电话去话通话时长 2.69 万亿分钟，2021 年该时长为 2.27 万亿分钟，下降 15.61%。在互联网应用的替代作用下，移动短信业务大多因网络登录和用户身份认证等安全相关服务带动。

图 1：近五年中国电信业务收入



资料来源：工信部，华通证券国际研究部

运营商电信业务分为固定通信业务和移动通信业务。固定通信业务中的 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等增值业务，受益于 5G 网络、人工智能、智慧城市等重大工程和新型基础设施建设，逐渐成为行业发展新动力，对业务拉动作用增强。2022 年 1-10 月三家基础电信企业完成相关新型业务收入 2563 亿元，同比增长 33.1%，在电信业务收入中占比为 19.4%，拉动电信业务收入增长 5.2 个百分点。

图 2: 新兴业务收入增长情况

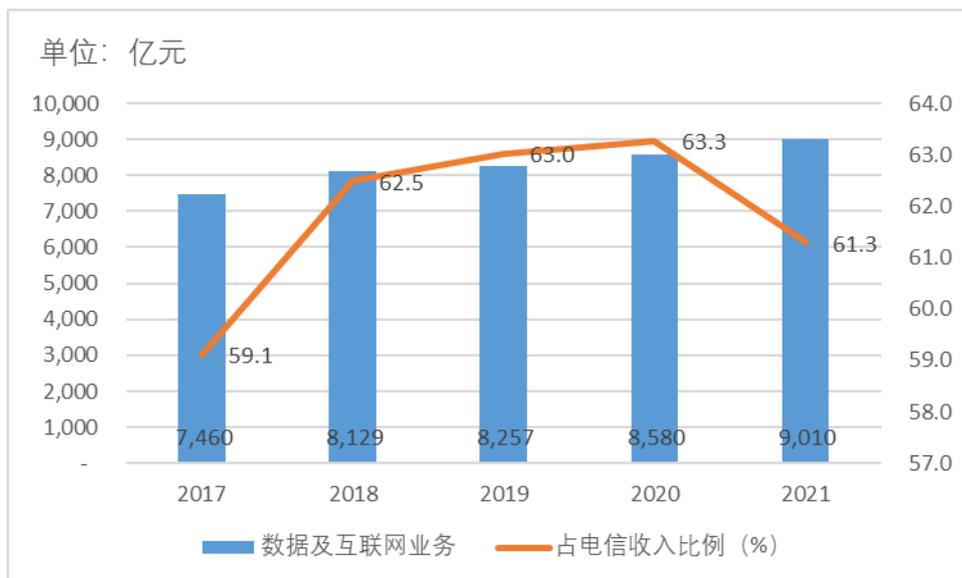


资料来源: 工信部, 华通证券国际研究部

1.2. 数据及互联网业务是主要收入来源

数据及互联网业务占电信业务总收入比例, 近五年保持在 50% 以上。“宽带中国”战略的实施, 各种线上线下服务融合, 以及 4G、5G 移动电话的扩张, 带动移动支付、移动出行、移动视频直播、餐饮外卖等应用加快普及, 推动数据及互联网业务加快发展。受新冠肺炎疫情冲击影响, 进一步刺激移动互联网应用需求激增, 线上消费异常活跃, 月户均流量 (DOU) 在 2020 年底跨上 10GB 区间。截至 2022 年 10 月末, 5G 移动电话用户达 5.24 亿户, 占移动电话用户的 31.1%。

图 3: 近五年数据及互联网业务收入情况



资料来源: 工信部, 华通证券国际研究部



1.3. 产业政策推动行业发展

运营商处于通信产业链中的中游环节，承接下游市场的需求变化与上游电子元器件制造业的运营。国家多个部门陆续出台的一系列相关政策，内容涉及 5G 网络建设、终端 IPv6 升级改造、“双千兆”网络基础设施等内容，间接推动通信行业的整体发展。

表 1：近三年通信行业适用主要产业政策一览

出台时间	部门	政策名称	主要内容
2022-10-28	工信部 教育部 文化和旅游部 国家广播电视总局 国家体育总局	虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）	到 2026 年 ，三维化、虚实融合沉浸影音关键技术重点突破，新一代适人化虚拟现实终端产品不断丰富，产业生态进一步完善，虚拟现实在经济社会重要行业领域实现规模化应用。
2022-7-28	国家发改委	“十四五”新型城镇化实施方案	推进智慧化改造： 推进第五代移动通信（5G）网络规模化部署和基站建设，确保覆盖所有城市及县城，显著提高用户普及率。 推行公共服务一网通享： 促进学校、医院、养老院、图书馆等公共服务机构资源数字化，提供全方位即时性的线上公共服务。
2021-12-12	国务院	“十四五”数字经济发展规划	到 2025 年 ，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%。数据要素市场体系初步建立；产业数字化转型迈上新台阶；数字产业化水平显著提升；数字化公共服务更加普惠均等。
2021-11-1	工信部	“十四五”信息通信行业发展规划	建设新型数字基础设施，拓展数字化发展空间： 到 2035 年，信息通信基础设施累计投资 3.7 万亿元；每万人拥有 5G 基站数 26 个；10G-PON 及以上端口数 1200 万个；移动网络 IPv6 流量占比 70%；数据中心算力每秒 300 百亿亿次浮点运算。
2021-7-5	十部门	5G 应用“扬帆”行动计划（2021-2023 年）	5G 应用关键指标大幅提升： 5G 个人用户普及率超过 40%，用户数超过 5.6 亿。5G 网络接入流量占比超 50%，5G 网络使用效率明显提高。5G 物联网终端用户数年均增长率超 200%。 重点领域 5G 应用成效凸显： 个人消费领域，打造一批“5G+”新型消费的新业务、新模式、新业态；社会民生领域，打造一批 5G+智慧教育、5G+智慧医疗、5G+文化旅游样板项目，5G+智慧城市建设水平进一步提升。 关键基础支撑能力显著增强： 每万人拥有 5G 基站数超过 18 个，建成超过 3000 个 5G 行业虚拟专网；打造 10-20 个 5G 应用安全创新示范中心。



2021-7-4	工信部	新型数据中心发展三年行动计划 (2021-2023年)	用3年时间 ，基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模与数字经济增长相适应的新型数据中心发展格局。算力算效水平显著提升，网络质量明显优化，数网、数云、云边协同发展。
2021-3-24	工信部	“双千兆”网络协同发展行动计划 (2021-2023年)	到2023年底 ：千兆宽带用户突破3000万户；5G网络基本实现乡镇级以上区域和重点行政村覆盖；实现“双百”目标：建成100个千兆城市，打造100个千兆行业虚拟专网标杆工程。
2019-2-28	工信部 国家广播电视总局 中央广播电视总台	超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)	提升网络传输能力 ： 提升通信网络的接入速率及服务质量，推进网络云化和智能化，优化网络结构，增强IPTV网络的承载能力，满足4K和8K视频传输的低时延、高宽带、高可靠、高安全应用需求，推动普及超高清机顶盒。

资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

工信部在《“十四五”信息通信行业发展规划》中提出发展目标之一为“数据与算力设施服务能力显著增强”，形成数网协同、数云协同、云边协同、绿色智能的多层次算力设施体系。易观分析近日发布《2023年中国产业数字化趋势报告》，指出产业数字化下爆炸式增长的数据迫切需要更强的网络数据处理和计算能力。基础通信网络将向算网融合方向发展，5G+云化+边缘计算”将推动多元场景应用。由此可见，产业数字化前景广阔，是未来的大方向，其中政企客户在数字化转型方面需求较多，运营商自身具备的重要推动力量不言而喻。

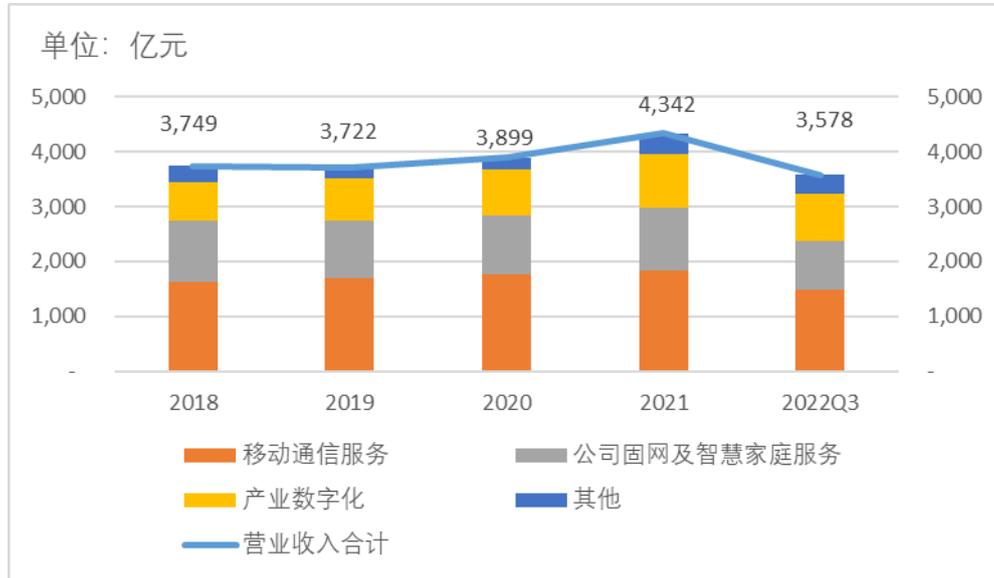
二、公司分析

公司系由中国电信集团有限公司（以下简称“电信集团”）以其核心业务相关的2001年12月31日的资产负债投入公司，于2002年9月独家发起设立的股份有限公司。成立当月电信集团将部分股份转让给广东广晟（8.37%）、浙江财务开发（3.19%）和江苏国信（1.43%）后，持有87.01%比例股权。同月，公司首次公开发行境外上市外资股，在香港上市(00728.HK)（同时也在纽约（美国存托股份形式）上市，目前已退市）。2003年至2012年期间，公司陆续完成对安徽省、湖北省、北京市电信有限公司等十七省（自治区、直辖市）全部股权的收购，以及对CDMA业务的收购。2021年8月公司登陆上交所主板，目前为国内最大的固网电话运营商。

2022前三季度公司营业收入为3,578.43亿元，同比上升9.59%，环比上升1.89%。在收入构成上按照服务对象分为四类：移动通信服务（To C）、固网及智慧家庭服务（To H）、产业数字化（To B/G）和其他。近四年来，公司各类业务收入占比较为稳定，其中：以移动通信服务为主，占比逐年下降但仍然在40%以上。2022年前三年季度移动通信服务收入为1484

亿元, 占比 41.46%。固网及智慧家庭服务、产业数字化和其他收入占比分别为: 24.99%、23.93% 和 9.62%。

图 4: 公司四年一期业务收入构成



资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

2.1. 公司竞争优势分析

2.1.1. 云网融合领航数字经济新蓝海

十年前, “云”的概念在国内刚刚兴起, 现在公司已建立起全球最大的电信运营商云和国内最大的混合云-天翼云。公司在业内率先提出云网融合思路, 聚焦“云改数转”发展战略, 以 5G 和天翼云为核心, 打造数字化应用平台, 丰富应用版图, 已实现从基础通信服务运营商, 向全业务综合智能信息服务运营商转型。

表 2: 公司天翼云业务发展历程

年份	重要事件
2009	开启“翼云计划”布局云计算
2012	天翼云品牌发布, 突破数字边界
2013	打造内蒙古、贵州信息园航母级数据中心
2017	云网资源覆盖全国, 千城万池资源布局, 开启企业上云计划行动
2018	天翼云和云上贵州签署《基础设施协议》, 成就业内最大云计算存储订单
2019	摘取全球运营商云排名桂冠, 混合云排名登顶
2020	营收规模过百亿, 行业客户数突破百万
2021	多家央企战略投资, 打造国家云公司

资料来源: 公司官网, 华通证券国际研究部

图 5: 公司信息化服务一览



资料来源: 招股说明书, 华通证券国际研究部

公司是打造“国家云”的主力军。围绕数字社会发展, 公司于2021年7月设立天翼云科技有限公司, 并引入中国电子、中国电科、中国诚通和中国国新等中央企业战略投资者, 积极推动中央企业云计算资源整合, “国家云”概念及基本框架也由此浮出水面。网络建设方面, 公司加强与中国联通的共建共享和广泛合作, 建成了全球首张、规模最大、网速最快的5G独立组网(SA)共建共享网络, 为全球5G SA部署提供了应用示范, 推动新型信息基础设施建设沿着绿色低碳高效的方向加快发展。

公司“2+4+31+X+O”云为算力铺路。2012年公司启动天翼云计算战略, 为国内首家进军云计算领域的运营商。公司借助互联网骨干网带宽全球领先的优势, 通过内蒙古、贵州两个全国性云基地, 京津冀、长三角、粤港澳、陕川渝4个重点区域节点, 31个省省会级和重点城市属地化专属云, 在广泛分布的边缘节点(X)打造差异化边缘云, 以及布局“一带一路”沿线国家的海外节点(O), 形成了2+4+31+X+O的全国算力布局, 为国家“东数西算”工程铺路。

图 6: 公司云网融合展示图

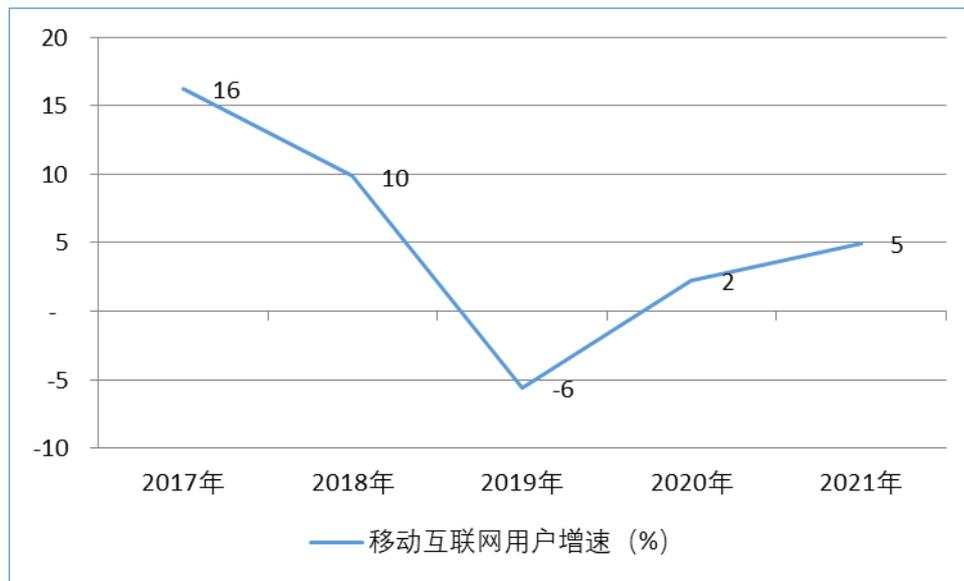


资料来源: 公司官网, 华通证券国际研究部

2.1.2. 深耕政企助力产业赋能惠民生

3G 和 4G 时代运营商业主要业务以 To C 为主，经过十年发展移动互联网红利已落幕，移动互联网用户增长趋缓。2018 年 12 月中央经济工作会议重新定义基础设施建设，随后“加强新一代信息基础设施建设”被列入 2019 年政府工作报告。进入 5G 时代后，运营商大力发展政企业务。

图 7：近五年移动互联网用户增长情况



资料来源：工信部，华通证券国际研究部

1994 年 8 月原邮电部电信总局发行了第一套中国内地通用的公用电话卡，“中国电信”(CHINA TELECOM) 这一称呼首度出现，从此走进人们的生活。虽然我国通信行业后续历经政企分开、邮电分营、电信重组等一系列重大改革，形成今天电信运营商三足鼎立的局面，但“中国电信”四个字深入人心，后续“天翼领航”“天翼 e 家”及“号码百事通”等业务品牌的推出，公司已经建立自己的品牌体系，拥有规模庞大、优质且长期稳定的属地化政企客户，政务云市场国内领先，是赋能千行百业数字化转型的领导者。

助力数字政府建设。公司为各省市区政府搭建数字政府数据中台，为全国 333 个地级行政区划单位设立的 12345 政务服务便民热线，覆盖率达 99.10%。**助力乡村振兴。**2021 年 12 月公司为深处塔克拉玛干沙漠腹地的新疆于田县的达里亚博依乡，开通移动基站；今年上半年公司印发《中国电信 2022 年助力全面推进乡村振兴工作要点》；7 月 1 日，江西省萍乡市高滩村，数字乡村平台正式上线，这是萍乡市首个中国电信平台的村级数字乡村系统。“**通信铁军**”尽显“**中国速度**”。2020 年初武汉抗疫战中，公司在 48 个小时内完成了火神山医院 HIS、PACS 等核心系统部署，成功“激活”火神山医院 50 多套信息化系统，我国第一座建立在“云上的医院”诞生；2021 年河南抗洪战中，在通讯全部中断的紧急时刻，公司天通卫星电话发

挥关键作用，能够及时对外传递信息。**光网建设显露央企担当。**公司全面落实“宽带中国”战略，千兆网络已覆盖 300 多个城市，网络覆盖规模业内领先；拥有业内领先的宽带互联网 ChinaNet 和 CN2-DCI 精品承载网；骨干网已形成覆盖全国的 5 大区域 ROADM 网络。

2.1.3. 网安体系筑牢安全屏障保万家

客户上云最大的诉求即数据和系统安全，公司在业内率先建设安全中台，构建了覆盖 31 省(区、市)的安全能力池，实现安全数据集中化、安全分析智能化、安全运行编排化和安全服务能力化。公司全资子公司天翼安全科技有限公司在 2021 年中国国际信息通信展颁布的《2021 年中国网络安全企业十强排行榜》中荣登榜首。

个人客户方面，公司围绕骚扰信息拦截、恶意程序阻断、用户数据保护等需求，提供天翼防骚扰、隐私哨兵等安全产品，其中天翼防骚扰 APP 截至 2021 年 12 月 31 日，注册用户突破 2 亿，年度拦截骚扰电话次数达 5.7 亿次。家庭客户方面，公司利用天翼网关，为宽带用户提供安全管家产品，具备防欺诈、防入侵、防泄漏三大功能，全方位保护用户上网安全。政企客户方面，公司自主研发的“云堤”平台是国内唯一有全网覆盖能力和全球触达能力的网络攻击防护平台，目前主打 DDoS 攻击防护、网站安全、域名安全和反钓鱼欺诈四个产品，全球分布式部署 36 个防护节点。云堤平台已成功完成阅兵、世界互联网大会等最高规格的安全保障任务，2022 年 4 月，云堤 DDoS 攻击防护服务正式上线亚马逊云科技 Marketplace（中国区）。

图 8：公司云堤产品应用场景之一

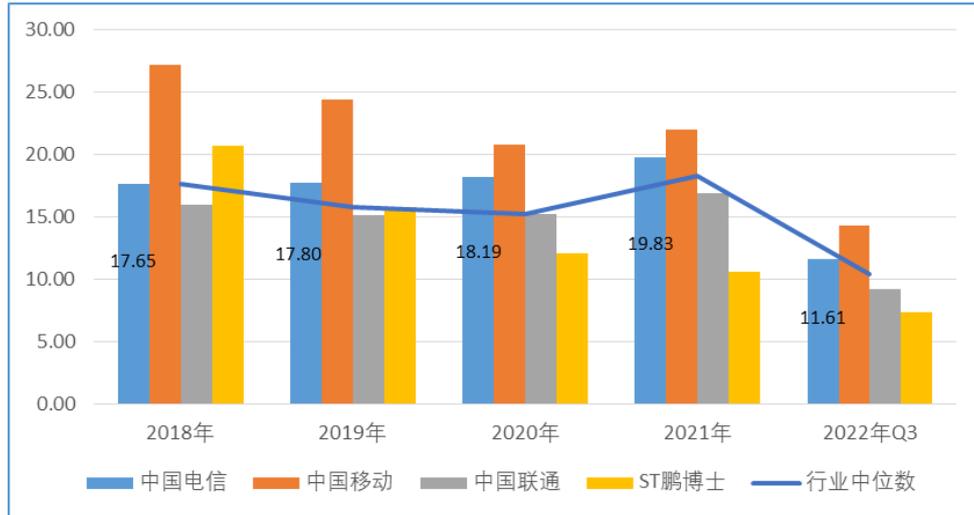


资料来源：公司云堤官网，华通证券国际研究部

2.1.4. 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司及行业中位数比较分析

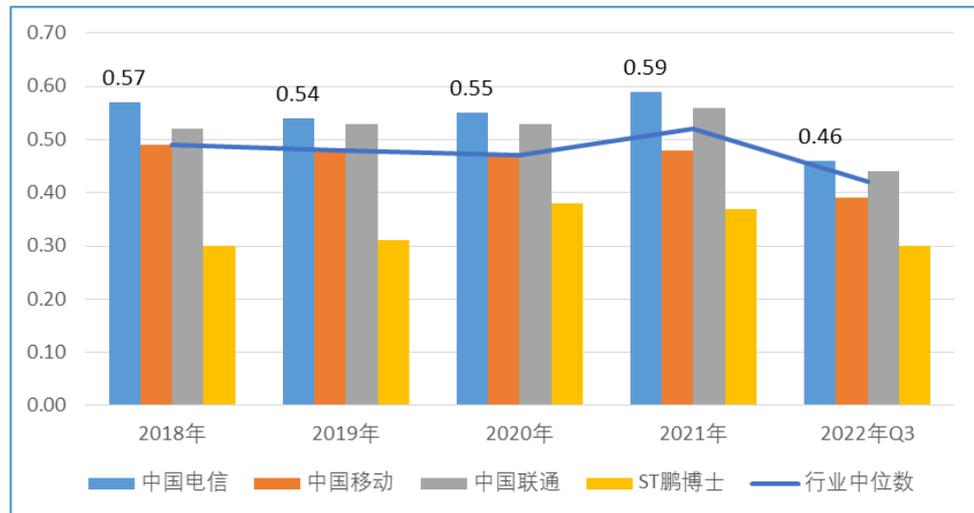
公司运营效率相关指标分析。2022 年三季度公司应收账款周转率（次）为 11.61，低于可比公司中国移动，略高于行业中位数水平。公司根据客户经营财务状况、历史合作及回款等情况，对客户信用开展动态评估，调整优化信用政策，近几年应收账款周转率逐年提升。公司总资产周转率（次）较为稳定，高于可比公司及行业中值，2022 年三季度为 0.46。

图 9：四年一期应收账款周转率变化趋势和同业比较



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

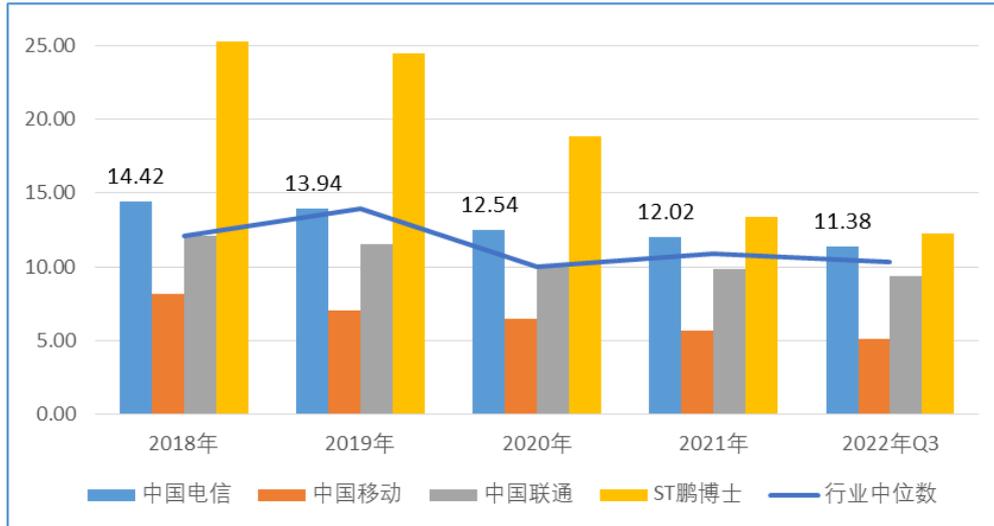
图 10：四年一期总资产周转率变化趋势和同业比较



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

公司管理效率相关指标分析。2022 年前三季度，公司销售费用率为 11.38%，高于可比公司中国移动和中国联通，略高于行业中位数。近年公司及行业整体销售费用率均呈下降趋势，主要是由于随着行业运营模式逐渐成熟，运营商均加强渠道及费用管理，提高资源投放效率，同时受到在线渠道日趋成熟及新冠疫情影响，运营商均大力发展在线渠道，引导用户通过线上营业厅等渠道办理业务，线下渠道相关销售费用减少。公司同期管理费用率为 7.10%，近年来波动不大，略高于行业中位数。与可比公司相比，2021 年公司管理费用率不降反增的原因是因为公司为激发广大员工创新发展活力，建立市场化激励机制，薪酬向科技和产业数字化领域倾斜，向 7900 多名核心骨干员工授予股票增值权，管理费用增加。

图 11：四年一期销售费用率变化趋势和同业比较



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

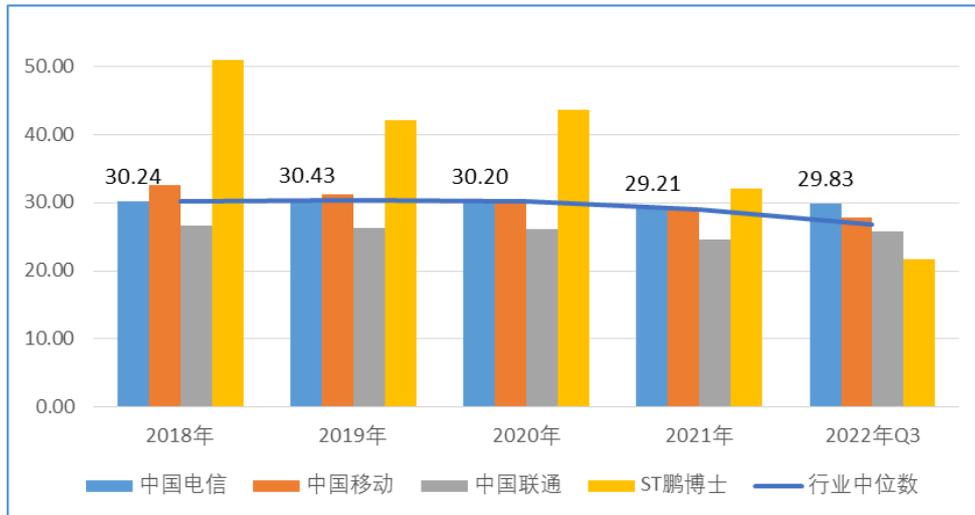
图 12：四年一期管理费用率变化趋势和同业比较



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

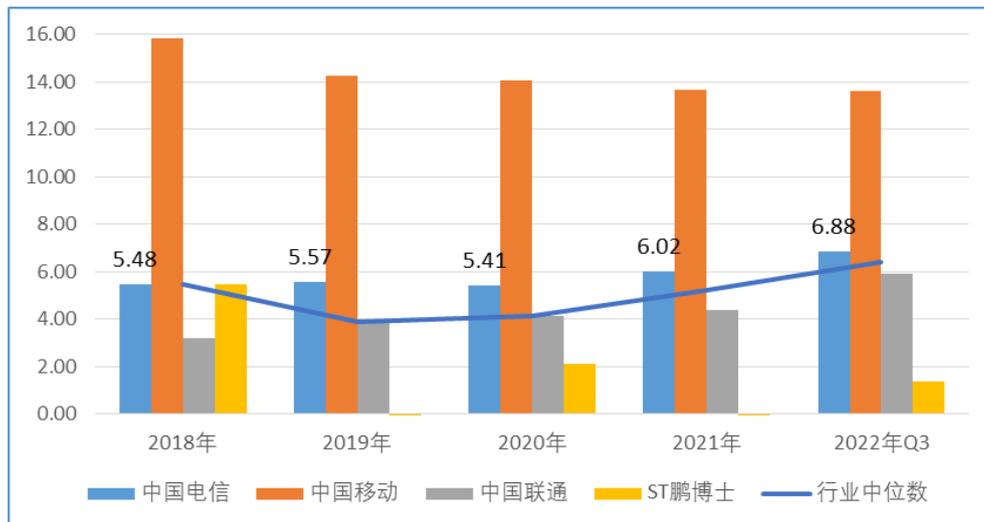
公司盈利能力相关指标分析。公司盈利能力指标近几年较为稳定，均高于行业中值。公司毛利率持续在 30% 上下，2021 年为 29.21%，超过中国移动，2022 前三季度公司毛利率为 29.83%。公司销售净利率低于中国移动但逐年增加，2022 年前三季度为 6.88%，已超过 2021 年比率。公司同期 ROE 为 5.47%，2021 年为 6.55%，扭转了 2018 年-2020 年的逐年下降的局面。上述变化是由于公司发挥云网服务能力优势，加快产业数字化业务发展，收入继续保持良好增长。

图 13: 四年一期毛利率变化趋势和同业比较



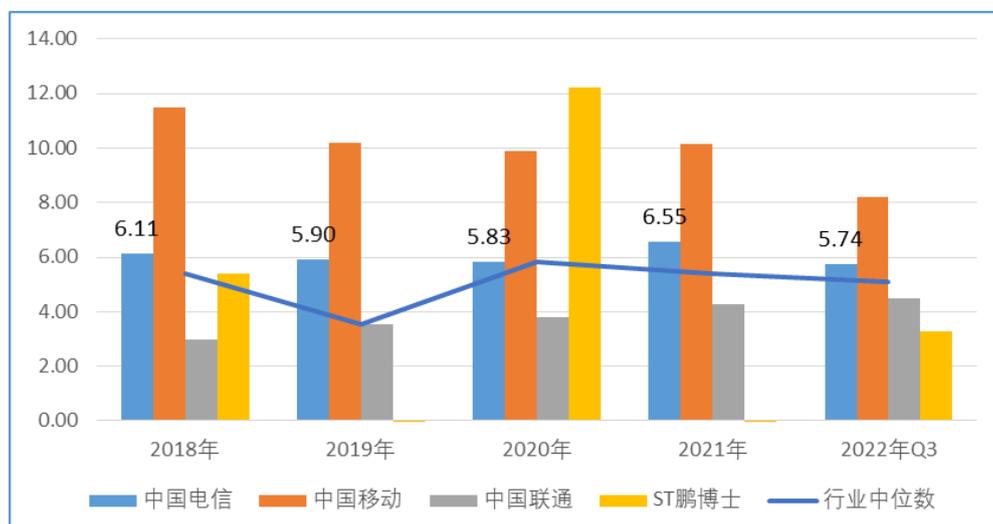
资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

图 14: 四年一期销售净利润率变化趋势和同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

图 15: 四年一期 ROE 变化趋势和同业比较



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

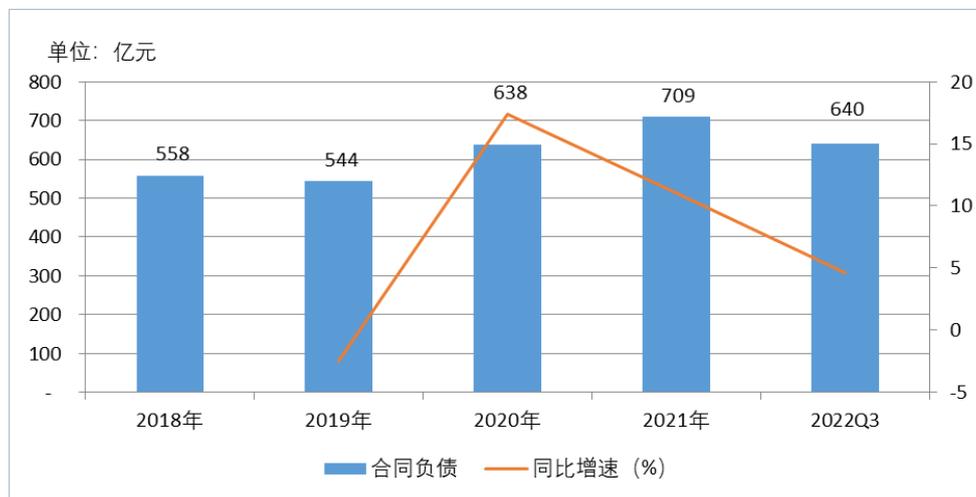
2.2. 2022-2024 年公司毛利率预测

虽然公司业务收入可根据客户类别分类，但由于行业资产全程全网的特点，公司营业成本无法根据收入类别拆分，因此这里我们考虑公司业务整体的毛利率。我们预测 2022 年-2024 年公司毛利率分别为 29.95%、29.79%和 29.65%。

2.3. 结合公司合同负债情况，预测未来公司营收走向

公司合同负债为尚未确认的递延收入，随着时间推移将逐步释放转化为未来收入的重要组成部分，主要为用户预存服务费、预收网络服务及项目款，近几年基本保持稳定，截至 Q3 期末合同负债金额为 640.27 亿元。考虑公司所属行业惯例，结合目前合同负债变动情况，我们预计公司 2022 年-2024 年营业收入仍将保持稳健增长的良好态势。

图 16：2018-2022Q3 公司合同负债变动趋势



资料来源：东财 Choice，华通证券国际研究部

2.4. 2022-2024 年公司分业务板块收入预测

移动通信服务 (To C) 板块：该类服务业务收入占总营收比例有所降低但仍保持在 40%以上，2019 年 12 月工信部印发《携号转网服务管理规定》后，2020 年至 2022 年 10 月公司移动用户净增加 5491 万户。公司持续丰富 5G 特色应用和权益体系，促进移动用户规模进一步提升。我们预测 2022 年-2024 年公司移动通信服务 (To C) 板块收入同比增速分别为 7.4%、8%和 6.03%。

固网及智慧家庭服务 (To H) 板块：公司作为最早开展宽带业务的电信运行商，客户基量大，2022 年 10 月末公司有线宽带用户数已近 1.8 亿户。公司加快千兆产品规模拓展，依托云网融合能力优势，结合目前居家办公、学习等现状，充分考虑娱乐、健康、安全等需求，打造丰富内容体验，进一步推动家庭业务量收稳步增长。我们预测 2022 年-2024 年公司固网及智慧家庭服务 (To H) 板块收入同比增速分别为 6.13%、7%和 5.1%。



产业数字化 (To B/G) 板块: 公司该类业务主要包括行业云、IDC、数字化平台、组网专线、物联网等, 收入规模及占总营收比例逐渐提升, 截至 Q3 末占营收比例已和固网及智慧家庭服务业务持平。公司紧抓经济社会数字化转型机遇, 已全面实施“云改数转”战略, 后续将夯实云、网、安全数字化底座, 提升数字化平台综合解决方案定制能力, 担当政企信息化市场国家队和主力军。我们预测 2022 年-2024 年公司产业数字化 (To B/G) 板块收入同比增速分别为 22%、24%和 17%。

其他业务板块: 公司该类业务占总营收占比较小, 主要为商品出售收入。我们预测 2022 年-2024 年公司其他业务板块收入同比增速分别为 2%、2%和 1%。

表 3: 2022-2024 年公司收入预测 (单位: 百万元)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
移动通信服务	175,564.00	184,157.36	197,785.00	213,607.81	226,488.36
YOY	3.53%	4.89%	7.40%	8.00%	6.03%
固网及智慧家庭服务	109,018.00	113,521.74	120,480.62	128,914.27	135,488.89
YOY	3.13%	4.13%	6.13%	7%	5.10%
产业数字化	83,968.00	98,944.56	120,712.36	149,683.33	175,129.50
YOY	9.71%	17.84%	22%	24%	17%
其他业务	21,389.00	37,535.26	38,285.97	39,051.68	39,442.20
YOY	5.01%	75.49%	2%	2%	1%
合计	389,939.00	434,158.92	477,263.96	531,257.09	576,548.95
YOY	4.77%	11.34%	9.93%	11.31%	8.53%

资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往五年一期的期间费用率趋势, 结合降本增效相关措施收益的逐步释放, 我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 11.38%、10.88%和 10.38%, 管理费用率分别为 7.11%、7.18%和 7.25%, 研发费用率分别为 1.65%、1.70%和 1.75%, 财务费用率分别为 0.11%、0.10%和 0.09%。

进而我们预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 299、347 和 385 亿元; 摊薄 EPS 分别为 0.33、0.38 和 0.42 元/股, 同比增长分别为 15.52%、15.68%和 10.91% (公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表)。

四、公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2022 年公司对应的 P/E 为 12.91。

表 4：2022-2024 年相对估值模型预测数据

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	18.56	14.92	12.91	11.16	10.06

资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

注：相关指标计算以 2022 年 12 月 23 日公司 A 股收盘价为基准。

当前公司 P/E (TTM) 为 14.25，距离近三年以来的最高点 22.64，已经回撤 37.06%。

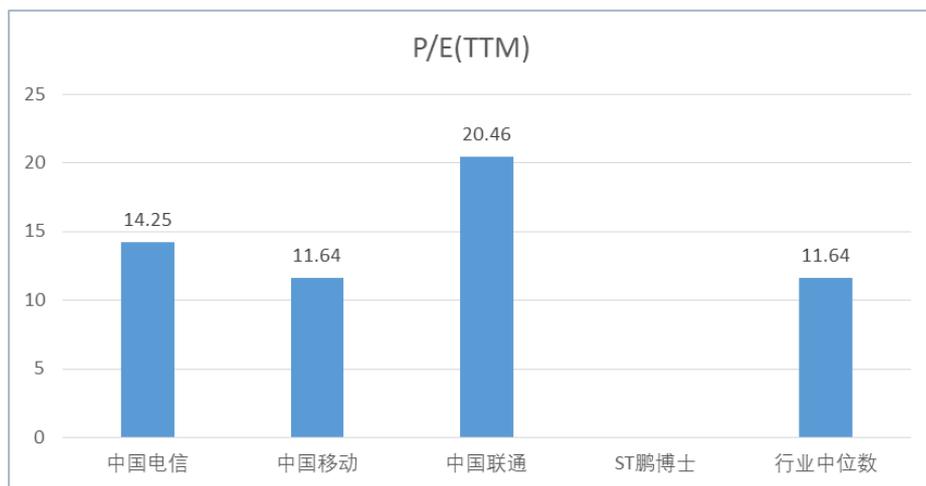
图 17：公司近三年 P/E (TTM) 趋势及分位点



资料来源：东财 Choice，华通证券研究部

从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值水平低于部分可比公司。

图 18：各大可比公司 PE (TTM) 比较



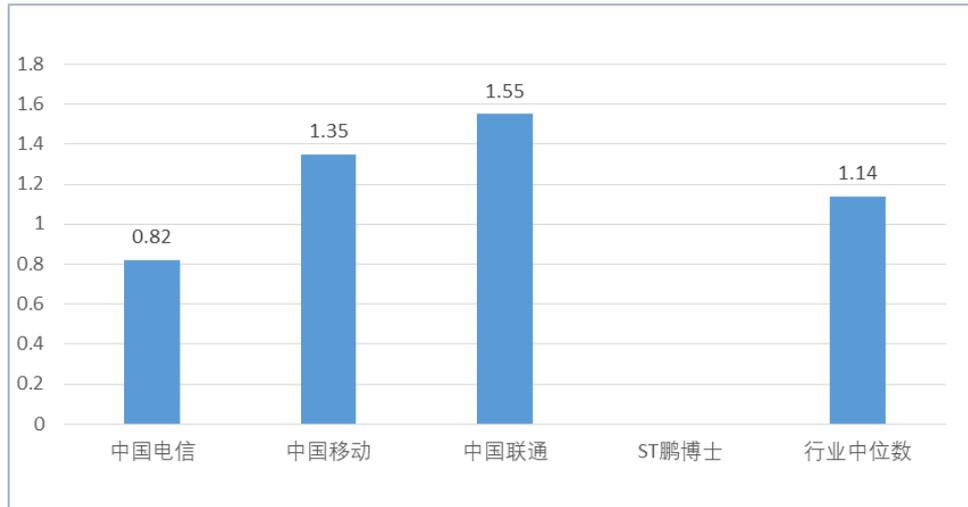
资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

以 A 股申万三级电信运营商行业公司动态 PE 中位数 11.64 为基准，同时考虑可比公司情况以及作为国内行业头部企业的估值溢价，我们给予公司 14-25 倍 PE 估值，结合对应预测 2022 年 EPS (摊薄) 0.33 元/股，从而得到公司合理股价区间为 4.62-8.25 元/股。

4.2. PEG 模型

根据 2022–2024 年业绩预测，以 2022 年 12 月 23 日公司 A 股收盘价为基准（注：计算以预测期（N 年）PE 为分子，预测期对应次年（N+1 年）EPS 预期增长率*100 为分母），计算得到 2022–2024 年公司 PEG 分别为 0.82、1.02 和 0.68。以行业中值测算 2022 年 PEG 为 1.14，公司估值水平目前偏低。

图 19：2022 年可比公司 PEG 情况



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

4.3. 绝对估值模型

我们以预测的 2022–2024 年 EPS 分别是 0.33、0.38 和 0.42 为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 7.95 元。该测算价格落于前述 PE 估值模型的合理股价区间内（4.62–8.25 元/股）。

表 5：DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8%	2%	1.04	6.13	7.17
组合二	8%	3%	1.04	7.42	8.46
组合三	8%	4%	1.04	9.37	10.41
组合四	9%	2%	1.03	5.16	6.18
组合五	9%	3%	1.03	6.07	7.10
组合六	9%	4%	1.03	7.36	8.39
平均					7.95

资料来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

估值说明：

- (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；



- (2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;
- (3) 预测期间为 2022-2024 年, 永续期自 2025 年开始;
- (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

“中国特色估值体系”增信心。中国证监会主席易会满在 11 月表示, 要把握好不同类型上市公司的估值逻辑, 探索建立具有中国特色的估值体系之后, 上交所于 12 月 2 日公告已制定完成新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》, 其中一项是服务推动央企估值回归合理水平。公司目前已公告发布《投资者关系管理办法》, 借助国家对上市公司尤其是国有企业估值新探索的东风, 我们预计今后市场会更好认识公司内在价值。

产业数字化深耕持恒心。在新一代数字科技支撑和引领下, 以数据为关键要素, 以价值释放为核心, 公司把握新一轮科技革命和产业变革带来的战略机遇, 借助云网融合核心技术优势, 全面实施云改数转战略, 围绕客户数字生活需求, 持续提升 5G 网络覆盖, 不断创新 5G 应用, 打造天翼云差异化竞争优势, 推进垂直行业的数字化、智能化升级, 助力社会数字化转型发展。公司毛利率和 ROE 自 2021 年起已重回上升通道, 加快产业数字化业务发展效果已经初显, 我们预计产业数字化板块未来 3 年营收仍将保持双位数的较高增速。

股票增值权激励显初心。公司于 2018 年和 2021 年分别实施两期股票增值权计划, 对核心骨干员工 (不包括本公司的执行董事、非执行董事、独立董事、监事及高级管理人员) 实施中长期激励。公司表示该股票增值权一是“按贡献分”, 向高质量发展成效显著的单位倾斜; 二是“按潜力分”, 向“云改数转”重点领域和“高精尖缺”人才倾斜; 三是“凭业绩拿”, 行权数量与公司业绩和员工个人业绩紧密挂钩。由此可见公司保持提升核心竞争力的初心, 增值权激励计划将有利于增强公司凝聚力, 上下一条心“练好内功”, 我们预期公司未来发展向好。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算, 结合股价催化剂因素, 我们给予公司六个月内的目标价为 4.8 元/股, 对应 2022 年 P/E 为 14.55。以 2022 年 12 月 23 日 A 股收盘价为基准, 公司股价距离六个月内的目标价仍有 13.48% 的上涨空间。



六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。



附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	33,092	75,210	82,741	91,619	115,450	营业收入	389,939	434,159	477,264	531,257	576,549
应收票据及账款	22,106	23,300	26,944	29,541	31,850	营业成本	272,196	307,337	334,323	372,996	405,602
存货	3,317	3,827	3,985	4,545	4,943	销售费用	48,882	52,172	54,313	57,801	59,846
预付账款	8,659	7,773	8,832	10,380	10,752	管理费用	27,155	32,362	33,954	38,130	41,791
其他流动资产	16,842	17,251	22,171	23,937	25,089	研发费用	4,736	6,933	7,875	9,031	10,090
长期股权投资	40,303	41,166	42,566	43,866	45,066	财务费用	3,014	1,294	519	515	503
固定资产	456,899	456,359	469,576	496,849	534,199	信用减值损失	1,511	1,819	3,500	3,800	4,100
在建工程	48,425	51,456	74,304	70,485	43,333	其他项目	-5,049	1,629	-3,442	-3,543	-4,259
无形资产	38,899	39,914	38,420	38,134	37,558	税前利润	27,396	33,871	39,338	45,441	50,358
长期待摊费用	2,278	1,949	1,912	1,799	1,587	减：所得税	6,307	7,716	9,071	10,431	11,548
其他非流动资产	44,283	44,036	44,056	43,834	44,088	净利润	21,089	26,155	30,267	35,010	38,810
资产合计	715,103	762,241	815,507	854,989	893,915	少数股东损益	234	202	287	330	345
短期借款	15,995	2,821	2,921	3,421	4,221	归母净利润	20,855	25,953	29,980	34,680	38,465
应付票据及账款	107,578	114,895	129,869	143,916	155,228						
其他流动负债	141,127	142,582	169,884	178,403	190,221	财务指标					
长期带息债务	51,677	35,989	36,489	37,289	38,289		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	32,544	34,780	31,393	32,806	32,993	成长性					
负债合计	348,921	331,067	370,556	395,835	420,952	营收增长率	4.77%	11.34%	9.93%	11.31%	8.53%
股本	80,932	91,507	91,507	91,507	91,507	经营净利增长率	6.20%	17.31%	33.91%	14.89%	11.63%
资本公积	30,218	67,580	67,580	67,580	67,580	归母净利润增长率	1.63%	24.44%	15.52%	15.68%	10.91%
留存收益	252,313	269,595	283,085	296,957	310,420	盈利能力					
归属于母公司股东权益	363,463	428,682	442,172	456,044	469,507	销售毛利率	30.2%	29.21%	29.95%	29.79%	29.65%
少数股东权益	2,719	2,492	2,779	3,110	3,456	销售费用率	12.54%	12.02%	11.38%	10.88%	10.38%
股东权益合计	366,182	431,174	444,951	459,154	472,963	管理费用率	6.96%	7.45%	7.11%	7.18%	7.25%
						研发费用率	1.21%	1.60%	1.65%	1.70%	1.75%
资本结构						净利率	5.41%	6.02%	6.34%	6.59%	6.73%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE	5.74%	6.05%	6.78%	7.6%	8.19%
资产负债率	48.79%	43.43%	45.44%	46.30%	47.09%	ROA	2.92%	3.4%	3.68%	4.06%	4.3%
流动比率 (倍)	0.32	0.49	0.48	0.49	0.54	ROIC	5.9%	7.26%	8.16%	9%	9.7%
速动比率 (倍)	0.23	0.39	0.38	0.39	0.44	营运能力					
						应收账款周转率	17.67	18.68	17.76	18.02	18.15
现金流量表 (百万元)						应付账款周转率	2.69	2.81	2.75	2.75	2.77
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	存货周转率	82.06	80.31	83.89	82.06	82.06
税后经营利润	34,586	40,488	31,308	35,970	40,152	估值倍数					
折旧与摊销	78,744	78,307	28,093	31,170	34,918	P/E	18.56	14.92	12.91	11.16	10.06
财务费用	3,640	2,427	518	515	503	P/S	0.99	0.89	0.81	0.73	0.67
运营资本变动及其他	18,211	17,973	28,755	12,564	15,591	P/B	1.06	0.9	0.88	0.85	0.82
经营活动现金流	135,181	139,195	88,674	80,219	91,164	每股指标					
投资活动现金流	-86,474	-79,427	-64,736	-51,318	-43,628	每股收益 (摊薄)	0.23	0.28	0.33	0.38	0.42
融资活动现金流	-45,631	-10,043	-16,407	-20,023	-23,705	每股净资产	3.97	4.68	4.83	4.98	5.13
现金净变动	2,893	51,526	7,531	8,878	23,831	每股经营现金流	1.33	1.36	0.97	0.88	1.00
期初现金余额	20,791	23,684	75,210	82,741	91,619						
期末现金余额	23,684	75,210	82,741	91,619	115,450						

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。