



电信运营商行业深度研究：收入与成本端持续改善 重视运营商估值修复机会



【投资要点】

三大运营商重回增长，前三季度业绩表现亮眼。今年前三季度中国移动、电信、联通的营收分别同比增长 12.9%、12.5%、8.5%，归母净利润分别同比增长 6.9%、24.7%、19.4%，均取得较好表现。运营商业绩持续改善并且业务未来发展的趋势继续向好的背景下，我们认为运营商当前估值水平从绝对和相对方面来看均处于底部水平，和基本面出现了背离，配置的性价比凸显，建议关注三大运营商投资机会。

5G 商用渗透率提升，为电信运营商移动通信业务带来复苏。在运营商的持续推动下，5G 商用渗透率快速提升，为运营商多项业务带来正向影响。移动通信业务方面，提速降费的边际影响减弱，流量单价降幅见底，5G 推动数据流量用量上行，移动业务 ARPU 连续反弹，运营商 2C 业务迎来复苏。5G 应用 80% 的场景在 B 端，物联网已成为运营商移动终端连接数增长的主要来源，5G 网络的特性为蜂窝物联网的扩容奠定技术基础；5G 专网对比传统的专网方案优势显著，为传统行业实现智能化和数字化转型提供了条件，成为高速成长的赛道，运营商在其中扮演重要角色。

数字化浪潮来临，政企业务成为运营商业绩成长新引擎。我国数字经济占 GDP 比重远低于发达国家水平，数字产业化和产业数字化市场规模均有极大提升空间，作为数字经济基底的 IDC 和云计算将持续收益。

运营商在 IDC 市场规模优势显著，在云计算市场也具备较强竞争力，近年来收入增速亮眼，带动政企业务的营收占比逐步提升，我们认为该业

务未来将继续受益于国内政企客户数字化转型的浪潮，成为运营商业绩增长新引擎。

运营商行业转为合作竞争局面下，企业成本端压力逐步减轻。运营商在 3G、4G 时代由于大规模的网络建设每年需要担负庞大的资本开支，业务层面也受到市场份额指标的压力，各大运营商均投入了大量的销售费用和补贴，多重因素导致过去运营商成本端承压。5G 时代，各大运营商之间的关系由充分竞争转换为合作竞争，基站共享共建的模式大大减轻了资本开支负担和运维支出，套餐价格和内容也趋于一致，销售端竞争缓和，发展的目标从市场份额转为提质增效，预计未来收入端和成本端的剪刀差将逐步扩大。

与海外运营商横向对比，国内运营商估值性价比凸显。通过与美国三大运营商的多方位对比，我们认为国内运营商在业绩成长潜力、盈利能力、现金流、股息率等方面和美国运营商处于同等甚至领先水平，但从估值层面来看却远低于美国和其他主要经济体的电信运营商，我们认为在国内运营商基本面持续改善下，估值性价比凸显，未来有望迎来价值回归机会。

【配置建议】

国内电信运营商收入端、成本端均迎来改善，公司估值与基本面趋势相背离，配置性价比凸显。收入端来看，随着运营商 5G 商用的持续推进，“提速降费”的阴霾逐渐散去，移动业务 ARPU 进入回暖趋势，带动运营商个人业务收入重回较好增长，物联网产业高景气度持续，5G 将为物联网

的大规模扩容提供技术基础，5G 专网也将成为 ICT 行业的新战场，将带来增量收入；政企业务方面，运营商的 IDC 和云计算业务具备规模和渠道优势，在国内产业数字化转型加速的大背景下将充分受益。成本方面，5G 时代共享共建模式大大降低了运营商的资本开支和运维成本，竞争格局也转变为合作竞争，停止了非理性的价格战，销售费用得到良好控制，各大运营商的营业成本压力均得到显著降低，推动盈利水平提升。总体而言，国内运营商收入和成本的变动趋势将呈现剪刀差，从今年前三季度的业绩表现来看，中国移动、电信、联通的收入同比增速为 12.9%、12.3%、8.5%，归母净利润同比增长 6.9%、24.7%、18.6%，印证了国内运营商业绩已重回增长。

从各项业务的发展前景和公司成本端的改善预期来看，国内运营商未来 3 年收入和利润均有望持续较高增速，显现出良好的成长性。

中国电信和移动相继回 A，募集资金将为未来发展奠定基础。中国电信于 2021 年 8 月 20 日正式回 A 上市，共募集资金近 470 亿元，将投向 5G 产业互联网建设、云网融合新型信息基础设施和科技创新研发。2021 年 12 月 13 日，中国移动已获得中国证监会核准人民币股份发行，发行规模为，募集资金将投向 5G 精品网络建设、云资源新型基础设施建设和千兆智家建设等项目，中国移动和电信两家运营商相继回 A 上市并募集到大规模资金投入主营业务，预计将对公司的个人、政企和家庭业务均将起到较大推动作用，为未来的发展奠定更坚实基础。

基本面持续转好的情况下，各大运营商的估值却呈现反向变动，相对估值水平处于自身历史低位和全球同行业低位，我们认为主要反映了市场对 5G 商用和业绩成长性的担忧，对运营商的长期投资价值存在较大分歧。我们认为市场的表现过于悲观，当前估值显著低估，结合运营商港股的高股息率水平，配置性价比凸显。我们看好当前时点下国内运营商行业的投资机会，建议关注三大运营商中国移动(00941.HK)、中国电信(00728.HK)和中国联通 (00762.HK)。

【风险提示】

行业重回价格竞争模式；

5G 商用推进不及预期；

政企业务拓展进度不及预期；

国内数字经济推进不及预期；

资本开支规模控制不及预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31641

