

## 移动业务增速引领行业，天翼云持续翻倍增长

2022 年 08 月 19 日

➤ **事件概述：**2022 年 08 月 16 日，公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 2,402.19 亿元，同比增长 10.4%；实现归母净利润 182.91 亿元，同比增长 3.1%；实现扣非归母净利润 183.76 亿元，同比增长 12.1%。

➤ **收入利润双位数增长，盈利能力持续提升。**收入端，22H1 公司实现营收 2,402 亿元，同比增长 10.4%，其中服务收入 2,214 亿元，同比增长 8.8%，高于 8.3% 的全国电信业务收入增速；Q2 公司实现营收 1,216 亿元，同比增长 9.4%，环比增长 2.6%。**成本端**，得益于 A 股发行有效保障重点投资项目资金需求，公司付息债规模有效下降，财务费用同比下降 97.3% 至 3,000 万元；公司与中国联通持续全面深化网络共建共享，上半年共建共享 5G 基站 18 万站，在用 5G 基站达到 87 万站，新增共享 4G 基站 21 万站，双方累计节约投资人民币 2,400 亿元。**利润端**，22H1 公司实现归母净利润 183 亿元，同比增长 3.1%，剔除 2021 年出售附属公司的一次性税后收益约 14.16 亿元，公司 22H1 可比净利润同比增长 12.0%，仍保持较强的盈利能力。

➤ **基础收入稳步提升，移动业务增速亮眼，用户价值稳步增长。**移动业务方面，公司 22H1 实现营收 990 亿元，同比增长 6.0%，增速显著高于同行（中国移动 +0.2%、中国联通 +3.4%），上半年公司移动用户净增 1,179 万户至 3.84 亿户，5G 套餐用户达到 2.32 亿户，渗透率为 60.3%，继续保持行业领先（中国移动 52.7%、中国联通 58%），移动 ARPU 同增 0.3 元至 46.0 元。宽带业务方面，公司 22H1 实现营收 408 亿元，同比增长 7.1%，上半年公司有线宽带用户达到 1.75 亿户，其中千兆宽带用户达到 2,068 万户，渗透率为 11.8%，高于 10.9% 的行业平均水平，宽带 ARPU 同增 0.4 元至 47.2 元。

➤ **产业数字化蓬勃发展，天翼云持续翻倍。**公司积极实施“云改数转”战略，22H1 产业数字化业务实现营收 589 亿元，剔除 21H1 出售子公司前的互联网金融收入，可比口径同比增长 19.0%，产业数字化占服务收入比同比提升 2.2pct 至 26.6%，公司规划至 2024 年该比例进一步提升至 30.0%。其中天翼云优势持续提升，22H1 实现营收 281 亿元，同比增长 100.8%，其中公有云、私有云、IaaS、PaaS+SaaS 收入分别同比增长 115.2%、70.9%、105.0%、149.1%；公司积极贯彻落实“东数西算”战略，IDC 实现营收 179 亿元，同比增长 11.1%。

➤ **投资建议：**期待产业数字化业务规模化后对盈利产生积极贡献，我们微调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 302.59/349.32/401.26 亿元，对应 PE 倍数为 11x/10x/9x，公司上市以来的估值中枢为 15 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产业数字化发展不及预期或 2B 业务增收不增利；行业竞争加剧致移动、固网 ARPU 下滑。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 434,159 | 486,258 | 542,178 | 596,395 |
| 增长率 (%)          | 11.3    | 12.0    | 11.5    | 10.0    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 25,952  | 30,259  | 34,932  | 40,126  |
| 增长率 (%)          | 24.4    | 16.6    | 15.4    | 14.9    |
| 每股收益 (元)         | 0.28    | 0.33    | 0.38    | 0.44    |
| PE               | 13      | 11      | 10      | 9       |
| PB               | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.7     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 18 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

3.77 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理 于一铭

执业证书：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

### 相关研究

1. 中国电信 (601728.SH) 2022 年一季报点评：业绩持续双位数增长，产业数字化未来可期-2022/04/21

2. 中国电信 (601728.SH) 2021 年年度报告点评：产业数字化排头兵，业绩增速引领行业-2022/03/18

3. 中国电信(601728):利润增长引领行业，云网融合加速发展-2021/10/24

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 434,159 | 486,258 | 542,178 | 596,395 |
| 营业成本      | 307,337 | 342,812 | 381,151 | 417,477 |
| 营业税金及附加   | 1,730   | 1,925   | 2,120   | 2,356   |
| 销售费用      | 52,172  | 58,351  | 65,061  | 71,567  |
| 管理费用      | 32,362  | 35,497  | 39,579  | 43,537  |
| 研发费用      | 6,933   | 8,753   | 10,301  | 11,332  |
| EBIT      | 35,410  | 38,921  | 43,965  | 50,126  |
| 财务费用      | 1,294   | 869     | 674     | 459     |
| 资产减值损失    | -235    | -350    | -368    | -321    |
| 投资收益      | 4,193   | 2,431   | 2,711   | 2,982   |
| 营业利润      | 39,665  | 44,512  | 50,513  | 57,695  |
| 营业外收支     | -5,794  | -5,000  | -4,900  | -5,300  |
| 利润总额      | 33,871  | 39,512  | 45,613  | 52,395  |
| 所得税       | 7,716   | 9,009   | 10,400  | 11,946  |
| 净利润       | 26,154  | 30,503  | 35,214  | 40,449  |
| 归属于母公司净利润 | 25,952  | 30,259  | 34,932  | 40,126  |
| EBITDA    | 131,252 | 153,641 | 165,416 | 173,980 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 75,210  | 127,375 | 191,731 | 251,656 |
| 应收账款及票据     | 22,389  | 26,155  | 28,884  | 31,705  |
| 预付款项        | 7,773   | 9,235   | 10,368  | 11,187  |
| 存货          | 3,827   | 4,862   | 5,420   | 5,813   |
| 其他流动资产      | 18,162  | 21,085  | 22,484  | 24,150  |
| 流动资产合计      | 127,361 | 188,712 | 258,887 | 324,511 |
| 长期股权投资      | 41,166  | 41,966  | 42,766  | 43,566  |
| 固定资产        | 415,380 | 421,844 | 431,088 | 443,827 |
| 无形资产        | 39,914  | 41,236  | 42,511  | 43,758  |
| 非流动资产合计     | 634,881 | 609,163 | 578,981 | 553,281 |
| 资产合计        | 762,242 | 797,874 | 837,868 | 877,792 |
| 短期借款        | 2,821   | 4,351   | 5,531   | 7,289   |
| 应付账款及票据     | 114,895 | 128,108 | 142,648 | 156,137 |
| 其他流动负债      | 142,582 | 152,936 | 166,649 | 178,965 |
| 流动负债合计      | 260,297 | 285,396 | 314,828 | 342,391 |
| 长期借款        | 5,348   | 5,348   | 5,348   | 5,348   |
| 其他长期负债      | 65,420  | 65,420  | 65,420  | 65,420  |
| 非流动负债合计     | 70,768  | 70,768  | 70,768  | 70,768  |
| 负债合计        | 331,066 | 356,164 | 385,596 | 413,159 |
| 股本          | 91,507  | 91,507  | 91,507  | 91,507  |
| 少数股东权益      | 2,494   | 2,738   | 3,020   | 3,344   |
| 股东权益合计      | 431,176 | 441,710 | 452,272 | 464,633 |
| 负债和股东权益合计   | 762,242 | 797,874 | 837,868 | 877,792 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 11.34 | 12.00 | 11.50 | 10.00 |
| EBIT 增长率        | -2.07 | 9.92  | 12.96 | 14.01 |
| 净利润增长率          | 24.44 | 16.60 | 15.44 | 14.87 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 29.21 | 29.50 | 29.70 | 30.00 |
| 净利率             | 6.02  | 6.27  | 6.49  | 6.78  |
| 总资产收益率 ROA      | 3.40  | 3.79  | 4.17  | 4.57  |
| 净资产收益率 ROE      | 6.05  | 6.89  | 7.78  | 8.70  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 0.49  | 0.66  | 0.82  | 0.95  |
| 速动比率            | 0.44  | 0.60  | 0.77  | 0.89  |
| 现金比率            | 0.29  | 0.45  | 0.61  | 0.73  |
| 资产负债率 (%)       | 43.43 | 44.64 | 46.02 | 47.07 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 18.77 | 19.58 | 19.40 | 19.36 |
| 存货周转天数          | 4.54  | 4.43  | 4.47  | 4.47  |
| 总资产周转率          | 0.57  | 0.61  | 0.65  | 0.68  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.28  | 0.33  | 0.38  | 0.44  |
| 每股净资产           | 4.68  | 4.80  | 4.91  | 5.04  |
| 每股经营现金流         | 1.52  | 1.78  | 1.99  | 2.05  |
| 每股股利            | 0.17  | 0.21  | 0.27  | 0.31  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 13    | 11    | 10    | 9     |
| PB              | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   |
| EV/EBITDA       | 2.50  | 1.81  | 1.30  | 0.90  |
| 股息收益率 (%)       | 4.51  | 5.70  | 7.09  | 8.14  |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E    |
|-------------|---------|---------|---------|----------|
| 净利润         | 26,154  | 30,503  | 35,214  | 40,449   |
| 折旧和摊销       | 95,843  | 114,720 | 121,451 | 123,853  |
| 营运资金变动      | 7,019   | 15,081  | 23,184  | 20,805   |
| 经营活动现金流     | 139,195 | 163,107 | 182,186 | 187,435  |
| 资本开支        | -83,456 | -93,164 | -95,081 | -101,855 |
| 投资          | 3,399   | -680    | -730    | -780     |
| 投资活动现金流     | -79,427 | -91,462 | -93,150 | -99,703  |
| 股权募资        | 47,615  | 0       | 0       | 0        |
| 债务募资        | -35,563 | 1,531   | 1,179   | 1,758    |
| 筹资活动现金流     | -10,043 | -19,480 | -24,680 | -27,807  |
| 现金净流量       | 49,597  | 52,165  | 64,356  | 59,925   |

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026