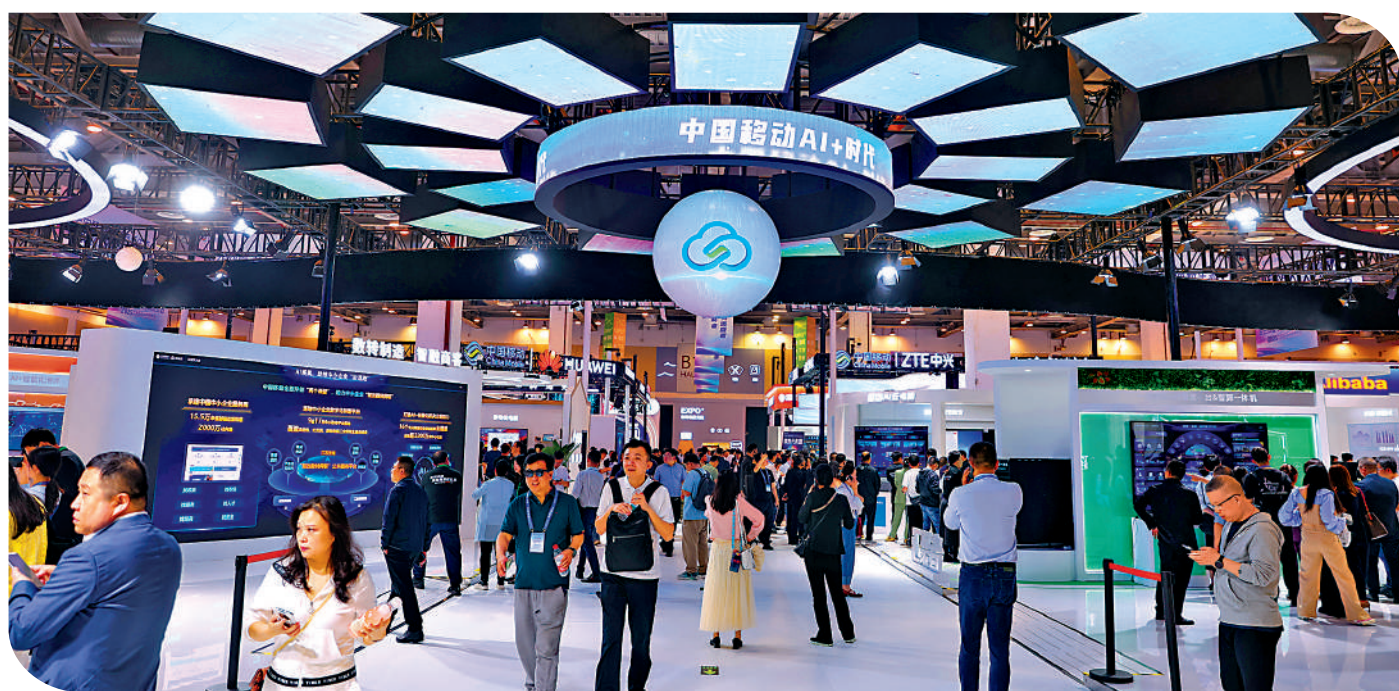


# 電訊商發力雲與AI 突破收入瓶頸

## 專家：中移動收息之選 中電信雲業務看俏

望可創造新的增長動力。



### 悠閒理財

儘管全國有14億人口，但內地傳統通訊在面對市場趨於飽和，人口紅利逐漸消退，以及行業遵循周期性發展規律的前提下，電訊營運商正處於收入增長瓶頸。為此，三大電訊營運商近年積極把業務重心轉移至新興產業，配合人工智能（AI）等技術，希望可創造新的增長動力。證券分析師建議，投資者長揸收息可首選中移動（00941），短線投資優先考慮雲端業務較強的中電信（00728）。

大公報記者 李潔儀

國家工信部數據顯示，今年首7個月，內地電訊業務收入累計約1.04萬億元（人民幣，下同），按年僅增0.7%，增速明顯放緩；三大中資電訊商及廣電的移動電話用戶總數達18.15億戶，較去年底僅增2508萬戶，反映內地電訊行業已然進入存量博弈階段。

### 傳統電訊業務近飽和

光大證券國際證券策略師伍禮賢表示，三大中資電訊商近年的增長動力，已由傳統電訊網絡營運，更多轉移依靠新興產業、數字經濟，相關業務佔電訊商的收入比重持續上升。以中電信為例，旗下天翼雲今年上半年貢獻收入比重約21%，反映集團有五分之一收入來自雲業務，基數較大

的中移動，雲業務收入佔比達10.3%，聯通（00762）則有18.8%，可見新經濟是電訊營運商未來的增長動力。

伍禮賢直言，散戶投資者選股未必只看增長潛力，即使業務表現相對平穩，但如果派息較高，亦能吸引投資者的注意。他指出，目前，中移動的股息收益率對應為6.5%，即每投入100元，可收息6.5元，中電信及聯通分別為5.5%和5.4%。因此，投資者或着重中移動的收息價值，但論增長動力和股價上升空間，則較多選擇中電信或聯通。

以2024年派息為例，中移動及中電信的派息率為74%，聯通則只有62%。

### 留意6G開發 資本開支添壓

目前，內地的5G基站總數超過450萬

個，用戶普及率約八成，工信部表明，下一步將持續提升5G覆蓋深度與廣度，加快部署5G-A，深入推進「訊號升格」專項行動，同時還將促進6G技術研發，前瞻布局和培育面向6G的應用產業生態。隨着各國積極推進6G技術標準化工作，預期2029年完成標準化制定，2030年全球將進入6G商用時代，6G投資新基建令開發成本支出增加，成為電訊營運商未來數年的風險因素之一，而且要注意5G紅利減少，移動通訊服務增長放慢是不爭的事實。

具體投資策略方面，伍禮賢認為，中資電訊股基本面較強，配合業務架構轉型、股息增長顯著，仍然是收息股首選。他建議，長揸收息選中移動，短線優先關注中電信，因其雲端業務發展潛力較強。



## 資產折舊短期達峰 鐵塔料增派息

除了三大營運商，電訊基礎設施股中國鐵塔（00788）亦值得留意，皆因隨着存量鐵塔資產折舊將於今年第四季完成，配合新建資產折舊時間延長及資本開支減少，在利潤釋放的前提下，理論上鐵塔明年的股息將有所增加。

鐵塔的背景要追溯到2013年，內地開始發放4G牌照，為避免大規模重複建設，國務院在2014年推動成立鐵塔公司，實現電訊基礎設施共建共享。鐵塔成為內地規模最大的通訊鐵塔基礎設施服務商，為中移動（00941）、中電信（00728）、聯通（00762）三大營運商提供基站配套服務，從而獲得租金收入。

不過，光大證券國際證券策略師伍禮賢指出，由於鐵塔客戶主要是內地三大電訊營運商，反而令公司的話語權較弱，一般租金的定價機制均要通過與營運商

簽訂合作協議進行商議。

鐵塔在2015年成立之初，向三大營運商收購鐵塔資產，相關存量鐵塔資產的折舊年期為10年，即2025年存量鐵塔將完成折舊。後來鐵塔在2018年修改折舊規則，新建基站折舊年期由10年延長至20年。

伍禮賢指出，雖然存量鐵塔在攤銷期過後仍會產生一定的維護修理費，但



▲中國鐵塔於2015年向三大營運商收購的資產，將於今年完成折舊。

肯定不攤銷費高。以2025年上半年計算，鐵塔的折舊及攤銷約256億元（人民幣，下同），按年增長2.8%，維護修理費則減少6.2%至近32億元。他認為，受惠折舊及攤銷將減少，在賬面盈利乘以派息比率的前提下，鐵塔明年的股息有所增加。

### 發展智能能源 加速收入增長

此外，伍禮賢表示，鐵塔提出「一體兩翼」策略，「一體」為向營運商出租塔類業務，惟租賃費用受三大客戶兼主要股東所影響，「兩翼」則為智聯業務及能源業務，某程度彌補一體核心業務的困局。

今年上半年，鐵塔來自營運商業務收入約424.6億元，按年僅微升0.8%，智聯業務及能源業務分別增長18.7%及9.2%，在基數相對較小下，收入增幅明顯高於營運商業務。

### 三大電訊營運商業績比拚

（截至2025年6月底止上半年）

分項	中移動	中電信	聯通
營運收入	5437.7億(-0.5%)	2714.7億(+1.3%)	2002.0億(+1.5%)
• 通信服務	4669.9億(+0.7%)	2491.1億(+1.2%)	1783.6億(+1.5%)
營運利潤	905.5億(+5.6%)	285.5億(+4.7%)	178億(+5.1%)
EBITDA	1859.6億(+2.0%)	805.9億(+4.9%)	542.4(-1.4%)
淨利潤	842.4億(+5.0%)	230.2億(+5.5%)	144.8億(+5.0%)
每股盈利	3.9元(+4.0%)	0.25元(+5.5%)	0.47元(+4.4%)
中期息	2.508元(+5.8%)	0.1812元(+8.4%)	0.2841元(+14.5%)
派息率*	74%	74%	62%

註：貨幣單位為人民幣；\*按2024年派息計算

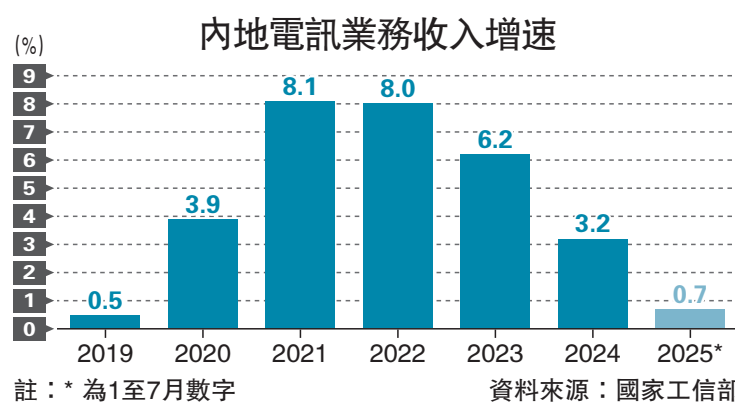
### 三大電訊營運商雲業務表現

電訊商	業務	收入(元人民幣)	按年變動	佔收入比重
中移動	移動雲	561億	+11.3%	10.3%
中電信	天翼雲	573億	+3.8%	21.0%
聯通	聯通雲	376億	+4.6%	18.8%

大公報記者整理



▲中電信的雲業務收入已佔其總收入的21%。



註：\*為1至7月數字 資料來源：國家工信部

## 擁抱AI 培育新質生產力

新聞分析  
李潔儀

在「人人都有智能手機」的年代，語音通話、收發短訊等傳統通訊功能已無法滿足大眾的需求，電訊營運商亦轉型開拓更多新興業務，包括雲計算、大數據、物聯網、數據中心等，無疑成為電訊營運的第二增長曲線。

雖然新興業務在內地電訊營運商的收入佔比仍小，暫時未成為主要動力，但發展新興業務是電訊營運商實現高質量發展、培育新質生產力的必經之路。

### 大模型提供多元服務

隨着新一輪AI（人工智能）的商用，三大電訊營運商相繼成立專責公司，強化AI布局，例如中移動（00941）早於2013年組建「九天」

AI團隊，進行AI技術的研發，目前九大模型已實現文本、圖像、語音、視頻等全模態，靈犀智能體亦持續增加新功能。

中電信（00728）在3年前成立中電信數字智能科技分公司，負責推進大數據和AI能力建設，旗下星辰大模型是首個基於國產化萬卡集群訓練的萬億參數大模型，具備視覺、語義、多模態等多類模型能力。至於聯通（00762），亦於2024年初成立了人工智能創新中心，自研元景大模型，涵蓋語音、視覺、多模態等多種模態。

由此可見，內地三大營運商已步入AI主戰場，形成完善的技術架構，除了向用戶提供硬件產品，亦提供整體解決方案，從賣設備轉向賣服務，造就新的增長動力。

## 美重啟減息周期 支持港股牛市

滄海桑田  
倪相仁

周四凌晨，美聯儲如預期降息25個基點，由於市場對此降幅已有強烈反應，當最後結果達不到超預期的50個基點時，港股和A股均出現衝高回落。港股周四成交高達4133億元，是近期的新高，徒增後市的短期回吐壓力。這是今年美聯儲第一次降息，跟以往很不同的是，核心通脹依然維持在2.9%高位，美股也處於歷史頂峰。這到底是美聯儲基於基本面獨立作出的判斷，還是政治壓力下不得不作出的妥協，相信投資者心中有數。對於港股，肯定樂觀其成，因流動性的持續改善，可支持牛市走得更健康、更遠。

今年以來中資股兩大主要市場

（港股和A股）總市值增加了3萬億美元，兩家市值最大的互聯網龍頭股，期內分別升98%、56%。中資股回勇，關鍵原因有兩個：一是大家覺得經濟要「回暖通脹」（即「再通脹」預期）；二是中國在AI自主可控上有進展（比如DeepSeek發布新版本）。近期市場聚焦的芯片技術、光刻機突破，也是科網股股價急升的猛藥。此外，中美關係緩和、港股IPO翻身、資金從債市流向股市等，也推高了行情。

這次牛市不像以往般，由基本面帶動，因此即使有很多人從股市獲利，心裏也不踏實。但是平視全世界的股市，靠增加流動性、靠估值抬升敘事的牛市不只是中國獨有。根據統計，佔全球90%市值的主要股票市場

中，有8個都漲到了歷史高點，而港股還比2021年的高點低17.47%。況且，中企上市公司盈利已出現改善，今年上半年港股、A股公司盈利分別上漲了3%和6%，未來幾年的盈利增速也不錯。

過去20年，A股、港股共經歷了47次牛市，其中80%的升幅都來自估值的抬升，盈利只是輔助。高盛認為中資股走成「慢牛」的條件比以前好：一是政策改革讓股市更規範（如保護股東收益），二是更多「長期資金」（如社保、保險）進場穩波動，三是槓桿監管更嚴，不像以前般大起大落。

從歷史經驗看，美聯儲預防式降息模式開啟後，對股票資產總體利好，而港股彈性尤為值得重點留意。

以降息後半年收益率觀察，主要股市的表現分別為美股9.4%、歐股9.2%、日股21.1%、新興市場股票整體7.8%、港股32.2%。美聯儲降息，美股受益於估值擴張加經濟韌性，而非市場尤其是港股，則受益流動性寬鬆。

### 港科技龍頭升浪未完

港股兩大互聯網龍頭股，現時PE（市盈率）分別為20、27倍，雖然年內漲幅看似很高，但在美元貶值和降息預期的寬鬆環境下，有AI敘事加持，若對標美股十巨頭，港股這些科技龍頭的上升潛力頗大。

對於美聯儲此次降息對市場帶來的影響，中金的看法比較到位。中金

認為議息結果中規中矩，對未來的降息路徑，不但沒有超預期而且存有分歧，而當前市場和各類資產計入的降息預期已經不少，因此預計在短期內，持續了近一個月的「寬鬆交易」可能暫緩一段時間。

對中資股市場而言，短期受流動性提振，小盤和成長股或佔優；如果內地政策不能配合強化這一表現的話，則應該更加關注基本面支撐的結構和中美映射機會。中美映射鏈條，如科技方面的算力、機器人和果鏈，以及降息後美國地產鏈相關的家具裝修家電等、與投資相關的機械和有色；基本面景氣改善的板塊，如互聯網，科技硬件、消費電子、創新藥、有色、非銀等。