

# 持续发力数字经济，加快跃迁升级

## 中国联通(600050)

评级:	增持	股票代码:	600050
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	6.45/3.3
目标价格:		总市值(亿)	1,930.53
最新收盘价:	6.07	自由流通市值(亿)	1,879.62
		自由流通股数(百万)	30,965.65

### 事件:

2023年Q1实现营业收入972.2亿元，同比增长9.2%，增速达到近十年来同期的高位水平。EBITDA 256.8亿元，同比提升2.8%；归母净利润达到22.7亿元，同比增长11.6%，利润规模再创公司上市以来同期新高。

**1、收入结构持续优化，产业互联网业务全新引擎推动业绩增长。**产业互联网业务实现收入223.9亿元，同比增长15.3%，占主营收比达到26.0%，同比提升2.1pct。

### 2、深耕数字经济建设，五大主责主业实现良好发展

分业务看，公司五大主业中，

(1) “大联接”方面加快拓展新融合。“大联接”用户规模达到9.0亿户，其中5G套餐用户达到2.24亿户，移动主营业务收入438.2亿元，同比提升4.4%，移动用户ARPU达到44.9元，同比提升0.9元；固网宽带接入收入同比提升3.1%，达到118.6亿元。公司加速推进人机物泛在互联，加快发展物联网和工业互联网，物联网终端连接数达到4.16亿个。

(2) “大计算”方面业绩快速增长。积极落实东数西算战略，不断深化“5+4+31+X”新型数据中心体系，IDC机架数达到37.2万架。持续丰富云资源储备，优化一市一池算力布局，全面满足客户全场景上云需求，支撑数字政府、智慧城市建设，积极参与央企数字化转型，“联通云”保持良好增长，实现收入127.9亿元，同比提升40.2%。

(3) “大数据”方面巩固先发优势。“大数据”方面，实现收入14.98亿元，较去年同期提升54.2%。公司聚焦数智链融合创新，聚合数据治理、数据安全、数据可视化服务等关键能力，完善产品体系，在数字政府、数字金融、智慧文旅、数据安全等领域规模复制标杆项目。

(4) “大应用”方面锤炼专精特新能力，深化面向个人和家庭市场的产品供给侧结构性改革，基础业务创新产品增势强劲，个人数智生活、联通智家业务主要产品付费用户突破1.6亿户。在数字政府、智慧城市、工业互联网、医疗健康等重点行业领域形成领先优势，打造超过19,000个5G规模应用的“商品房”项目，5G虚拟专网服务客户数达到4,562家。发布全球首款5G RedCap4商用模组，率先完成全国最大规模RedCap预商用验证，助力5G应用“轻装上阵”。

(5) “大安全”方面开辟新发展空间。发挥基础网络资源和四级运营体系优势，打造“云网数服”一体化安全产品和运营服务体系，持续升级联通云盾抗D先锋大网态势感知等优势产品，推出安全云市场，着力优化产业安全生态，不断满足政府、大型企业的多样化、场景化安全需求。

### 3、经营质量改善，政企、智慧家庭业务快速发展

2023Q1实现经营现金流173.6亿元，同比大幅增长21.6%，经营现金流占营业收入比达到17.9%，同比改善1.9pct，资产负债率45.9%维持在合理水平。

公司应收账款与存货变动比例较大，分别同比增长45.4%/69.7%，前者主要系政企业务收入占比持续提升，受宏观经济影响回款周期有所拉长；后者主要系智慧家庭和5G业务加大备货，我们预计在双千兆持续推进下智慧家庭业务有望保持高速增长。

### 4、建立AI智算中心，继续开拓数字经济新高地

中国联通研究院、广东联通携手华为建成全栈自主创新AI智算中心，并完成全国首个OSU（光业务单元，Optical Service Unit）灵活入多云的现网验证，实现算网融合发展新突破。我们认为在“东数西算”战略大

背景下，公司核心节点之一的大湾区积极完成算力网络新规划，有望对公司未来数字经济基础设施中占据有利位置，在算力需求爆发增长过程中持续受益。

### 6、投资建议：

公司业务结构持续优化，5G加速落地阶段产业互联网业务加速发展，维持盈利预测，预计2023-2025年营收为3794/4064/4364亿元，每股收益为0.26/0.30/0.34元，对应2023年4月18日6.07元/股收盘价，PE分别为23.0/20.1/17.9倍，维持“增持”评级。

### 7、风险提示：

应收账款回款不及预期；市场竞争风险；行业政策变化风险；创新业务推动不及预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	327,854	354,944	379,435	406,375	436,447
YoY (%)	7.9%	8.3%	6.9%	7.1%	7.4%
归母净利润(百万元)	6,305	7,299	8,397	9,610	10,759
YoY (%)	14.2%	15.8%	15.0%	14.4%	12.0%
毛利率 (%)	24.6%	24.2%	24.2%	24.2%	24.5%
每股收益 (元)	0.21	0.23	0.26	0.30	0.34
ROE	4.2%	4.7%	5.3%	5.8%	6.3%
市盈率	29.47	25.94	22.99	20.09	17.94

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520040002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	354,944	379,435	406,375	436,447	净利润	16,651	19,151	21,928	24,546
YoY (%)	8.3%	6.9%	7.1%	7.4%	折旧和摊销	83,862	64,646	64,965	67,331
营业成本	268,881	287,460	307,992	329,386	营运资金变动	-2,666	12,983	18,492	8,647
营业税金及附加	1,397	1,579	1,674	1,790	经营活动现金流	101,708	94,611	102,851	97,699
销售费用	34,455	37,374	39,012	42,341	资本开支	-70,776	-75,076	-73,025	-73,908
管理费用	22,981	26,940	28,316	30,244	投资	9,725	-3,177	-3,127	-3,061
财务费用	-748	25	25	25	投资活动现金流	-56,127	-73,659	-71,135	-71,627
研发费用	6,836	7,551	8,168	8,816	股权募资	2,946	0	0	0
资产减值损失	-366	145	146	156	债务募资	-4,803	-50	-30	-30
投资收益	4,328	4,594	5,016	5,342	筹资活动现金流	-24,949	-3,608	-4,255	-4,755
营业利润	20,401	23,660	27,000	30,223	现金净流量	21,031	17,344	27,461	21,317
营业外收支	-34	0	0	0					
利润总额	20,367	23,660	27,000	30,223	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	3,716	4,509	5,072	5,678	<b>成长能力</b>				
净利润	16,651	19,151	21,928	24,546	营业收入增长率	8.3%	6.9%	7.1%	7.4%
归属于母公司净利润	7,299	8,397	9,610	10,759	净利润增长率	15.8%	15.0%	14.4%	12.0%
YoY (%)	15.8%	15.0%	14.4%	12.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.23	0.26	0.30	0.34	毛利率	24.2%	24.2%	24.2%	24.5%
					净利率	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%
					总资产收益率 ROA	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%
					净资产收益率 ROE	4.7%	5.3%	5.8%	6.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	70,036	87,380	114,841	136,158	流动比率	0.59	0.62	0.69	0.74
预付款项	7,842	8,543	9,129	9,746	速动比率	<b>0.42</b>	<b>0.45</b>	<b>0.54</b>	<b>0.58</b>
存货	1,882	2,502	2,058	2,816	现金比率	0.28	0.34	0.40	0.47
其他流动资产	66,509	59,044	71,087	63,836	资产负债率	46.1%	45.6%	46.8%	45.7%
流动资产合计	146,269	157,469	197,115	212,556	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	51,051	54,228	57,355	60,416	总资产周转率	0.57	0.58	0.59	0.60
固定资产	303,280	292,693	279,197	261,893	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	29,846	31,792	34,028	36,240	每股收益	0.23	0.26	0.30	0.34
非流动资产合计	498,418	509,625	518,354	525,500	每股净资产	4.85	5.01	5.18	5.37
资产合计	644,687	667,094	715,470	738,056	每股经营现金流	3.20	2.97	3.23	3.07
短期借款	502	452	422	392	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	149,340	145,218	171,054	167,559	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	98,142	109,103	113,945	120,211	PE	25.94	22.99	20.09	17.94
流动负债合计	247,984	254,773	285,421	288,161	PB	0.92	1.21	1.17	1.13
长期借款	1,828	1,828	1,828	1,828					
其他长期负债	47,601	47,601	47,601	47,601					
非流动负债合计	49,429	49,429	49,429	49,429					
负债合计	297,413	304,202	334,849	337,590					
股本	31,804	31,804	31,804	31,804					
少数股东权益	192,904	203,658	215,976	229,763					
股东权益合计	347,274	362,892	380,620	400,466					
负债和股东权益合计	644,687	667,094	715,470	738,056					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年券商研究经验，主要关注5G及云相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。