



**数字化转型收入“第二增长曲线”卓有成效。**公司着力打造数字化转型业务，随着5G应用、移动云、智慧家庭、数字内容等业务的快速发展，2022年收入达2076亿元，同比增长30.3%，其对主营业务收入增量贡献达到79.5%，成为公司发展的重要引擎。其中，行业数字化方面DICT收入同比增长38.8%达到864亿元，数字化转型发展使得公司收入结构更加均衡稳健，可持续发展动能强劲。

**精准投资优化资本开支结构，5G商用以来首降。**2022年公司资本开支合计1852亿元，较去年上升0.87%，远低于营业收入的增长，占主营业务收入比重为22.8%，同比下降1.6pct。2023年预计资本开支为1832亿元，是近年首次下降，其中830亿元用于5G网络资本开支（去年与今年同期分别为1100、960亿元）。5G网络资本开支下降，意味着会更多的投向优化算力资源和数字化转型业务。

**每股派息持续提升。**董事会建议年度末期每股配发2.21港元，全年派息率为67%，同比增长8.6%，2023年将提升至股东应占利润的70%以上，持续为股东创造价值。

### ● 投资建议

根据公司2022年表现以及数字经济的发展前景，我们上调了公司2023-2024年收入预测，并新增2025年预测。预计公司2023-2024年营业收入为10421.57亿元、11536.55亿元、12727.83亿元，归母净利润为1383.08亿元、1518.67亿元、1670.39亿元，EPS为6.47元、7.11元、7.82元，对应PE为14倍、12倍、11倍，我们看好公司未来表现，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

5G商用规模化进度不及预期；数字经济建设进程不及预期；云网市场竞争激烈风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	937,259.00	1,042,157.00	1,153,655.00	1,272,783.00
增长率（%）	10.49	11.19	10.70	10.33
EBITDA（百万元）	329,176.00	321,243.74	346,225.01	373,380.66
归属母公司净利润（百万元）	125,459.00	138,307.99	151,866.74	167,039.24
增长率（%）	8.21	10.24	9.80	9.99
EPS(元/股)	5.87	6.47	7.11	7.82
市盈率（P/E）	15.12	13.72	12.49	11.36
市净率（P/B）	1.50	1.35	1.22	1.10
EV/EBITDA	9.69	5.34	4.72	4.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>									
营业收入	937259	1042157	1153655	1272783	营业收入	10.5%	11.2%	10.7%	10.3%
营业成本	676863	752437	832939	918949	营业利润	6.1%	12.7%	9.7%	10.0%
税金及附加	2898	3343	3701	4083	归属于母公司净利润	8.2%	10.2%	9.8%	10.0%
销售费用	49592	55234	61144	67457	获利能力				
管理费用	54533	59924	66335	72549	毛利率	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
研发费用	18091	19801	21919	23928	净利率	13.4%	13.3%	13.2%	13.1%
财务费用	-8605	-7470	-7907	-8544	ROE	9.9%	9.9%	9.8%	9.7%
资产减值损失	-691	1000	1000	1000	ROIC	7.7%	8.0%	8.1%	8.1%
<b>营业利润</b>	<b>161306</b>	<b>181772</b>	<b>199481</b>	<b>219458</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	3127	2600	2500	2500	资产负债率	33.4%	32.5%	30.8%	29.0%
营业外支出	1561	2650	2600	2600	流动比率	0.86	1.04	1.24	1.47
<b>利润总额</b>	<b>162872</b>	<b>181722</b>	<b>199381</b>	<b>219358</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	37278	43162	47261	52031	应收账款周转率	23.45	24.00	24.00	22.50
<b>净利润</b>	<b>125594</b>	<b>138561</b>	<b>152121</b>	<b>167327</b>	存货周转率	85.60	83.10	82.34	82.59
<b>归母净利润</b>	<b>125459</b>	<b>138308</b>	<b>151867</b>	<b>167039</b>	总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.54
<b>每股收益(元)</b>	<b>5.87</b>	<b>6.47</b>	<b>7.11</b>	<b>7.82</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>									
货币资金	223483	295348	377191	463168	每股收益	5.87	6.47	7.11	7.82
交易性金融资产	108303	158303	208303	258303	每股净资产	59.06	65.54	72.64	80.46
应收票据及应收账款	43534	44100	52993	61167	<b>估值比率</b>				
预付款项	7040	10534	10828	11027	PE	15.12	13.72	12.49	11.36
存货	11696	13385	14637	16184	PB	1.50	1.35	1.22	1.10
<b>流动资产合计</b>	<b>456371</b>	<b>597112</b>	<b>734664</b>	<b>887193</b>	<b>现金流量表</b>				
固定资产	716511	719538	715236	703479	净利润	125594	138561	152121	167327
在建工程	69776	70126	70476	70826	折旧和摊销	0	161489	169494	177467
无形资产	46509	47786	49008	50521	营运资本变动	174903	23337	11701	-7249
<b>非流动资产合计</b>	<b>1443867</b>	<b>1483900</b>	<b>1515879</b>	<b>1539980</b>	其他	-19747	-14498	-14744	-14901
<b>资产总计</b>	<b>1900238</b>	<b>2081012</b>	<b>2250542</b>	<b>2427173</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	280750	308889	318572	322645
短期借款	0	0	0	0	资本开支	-189063	-184272	-183973	-183768
应付票据及应付账款	286065	294984	301956	295361	其他	-48990	-52752	-52756	-52899
其他流动负债	247272	280566	291005	306902	<b>投资活动现金流净额</b>	-238053	-237024	-236729	-236668
<b>流动负债合计</b>	<b>533337</b>	<b>575550</b>	<b>592960</b>	<b>602264</b>	股权融资	3335	0	0	0
其他	100778	100778	100778	100778	债务融资	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>100778</b>	<b>100778</b>	<b>100778</b>	<b>100778</b>	其他	-123849	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>634115</b>	<b>676328</b>	<b>693738</b>	<b>703042</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	-120514	0	0	0
股本	453504	453504	453504	453504	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	-76837	71865	81843	85977
资本公积金	-302437	-302437	-302437	-302437					
未分配利润	1109958	1227520	1356607	1498590					
少数股东权益	4075	4328	4581	4869					
其他	1023	21769	44549	69605					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1266123</b>	<b>1404684</b>	<b>1556804</b>	<b>1724131</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1900238</b>	<b>2081012</b>	<b>2250542</b>	<b>2427173</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司的股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话: 010-67017788  
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号  
邮编: 100050

### 上海

电话: 18717767929  
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼  
邮编: 200000

### 深圳

电话: 15800181922  
邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼  
邮编: 518048