

中国联通 (600050. SH)

三季度净利润增长 4%，云业务保持良好增长

买入

核心观点

三季度净利润增长 4.3%。公司 2023 年前三季度实现收入 2817 亿元（同比 +6.7%），实现归母净利润 76 亿元（同比+10.9%）；EBITDA 为 787 亿元，同比提升 2.7%。单三季度方面，公司实现收入 899 亿元（同比+2.4%），实现归母净利润 21 亿元（同比+4.3%）。

收入结构优化，云业务保持良好增长。公司收入结构持续优化，前三季度产业互联网业务实现收入 607 亿元，占主营业务收入比达到 24%，同比+1.8pct。大计算方面，“联通云”保持良好增长，实现收入 367 亿元，同比提升 36.6%。大数据方面，公司深耕数字政府、数字金融、智慧文旅、工业互联网等领域，大数据业务收入实现人民币 40.7 亿元，同比增幅达到 46.7%。大应用方面，5G 虚拟专网服务客户数达到 6897 家，较去年底增长超过 3000 家。

基础业务稳健增长，增值服务持续突破。移动业务方面，前三季度移动用户规模达到 3.32 亿户，移动用户净增达到 967 万户，推动公司移动主营业务收入实现 1307 亿元，同比增长 2.6%，移动 ARPU 达到 44.3 元。固网宽带方面，用户规模达到 1.11 亿户，年内净增用户突破 783 万户，宽带接入及应用收入同比增长 8.7% 达到 460 亿元，宽带综合 ARPU 达到 47.9 元。公司基础业务相关的增值服务持续突破，个人数智生活、联通智家业务主要产品付费用户达到近 2 亿户，年内净增近 6000 万户。物联网方面，物联网终端连接数达到 4.67 亿个，推动物联网业务收入实现人民币 75.2 亿元，同比增幅达到 21.9%。

费用管控加强，研发投入布局战略性新兴产业。费用端，前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 9.2%/6.5%/1.5%，三项费用率合计同比-0.9pct，持续强化费用管控。研发上，公司持续投入加快布局战略性新兴产业，年内授权专利数量达到 1888 个，同比提升 38.2%。

风险提示：5G 发展不及预期；产业互联网业务发展不及预期；算力网络部署不及预期。

投资建议：考虑到整体宏观经济环境影响，部分政企端需求有所延缓，基于此略下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 82/92/101 亿元（原为 85/98/110 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18/16/15x，对应 PB 分别为 0.9/0.9/0.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	327,854	354,944	382,248	410,132	438,677
(+/-%)	7.9%	8.3%	7.7%	7.3%	7.0%
净利润(百万元)	6305	7299	8207	9169	10135
(+/-%)	14.2%	15.8%	12.4%	11.7%	10.5%
每股收益(元)	0.20	0.23	0.26	0.29	0.32
EBIT Margin	5.3%	5.7%	5.1%	5.5%	5.9%
净资产收益率(ROE)	4.2%	4.7%	5.2%	5.7%	6.1%
市盈率(PE)	23.0	20.4	18.1	16.2	14.7
EV/EBITDA	4.6	5.0	7.3	6.6	6.0
市净率(PB)	0.97	0.96	0.94	0.92	0.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

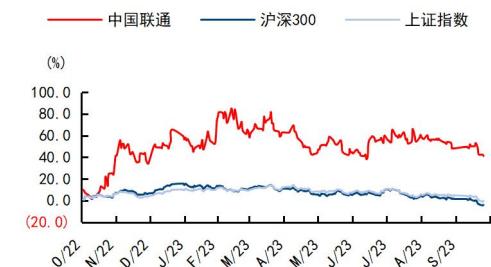
通信·通信服务

证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen. com. cn qianjialong@guosen. com. cn
S0980518100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	4.68 元
收盘价	148843/144919 百万元
总市值/流通市值	6.45/3.32 元
52 周最高价/最低价	1405.86 百万元
近 3 个月日均成交额	

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国联通 (600050. SH) - 上半年净利润增长 14%，ROE 持续提升》——2023-08-10
- 《中国联通 (600050. SH) - 产业互联网业务占比达 26%，归母净利润创新高》——2023-04-20
- 《中国联通 (600050. SH) - 产业互联网增长提速，分红率持续提升》——2023-03-10
- 《中国联通 (600050. SH) - 经营稳健，三季度净利润同比增长 24.5%》——2022-10-30
- 《中国联通 (600050. SH) - 创新业务厚积成势，收入利润提速增长》——2022-08-09

三季度净利润增长 4.3%。公司 2023 年前三季度实现收入 2817 亿元（同比+6.7%），实现归母净利润 76 亿元（同比+10.9%）；EBITDA 为 787 亿元，同比提升 2.7%。单三季度方面，公司实现收入 899 亿元（同比+2.4%），实现归母净利润 21 亿元（同比+4.3%）。

图1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



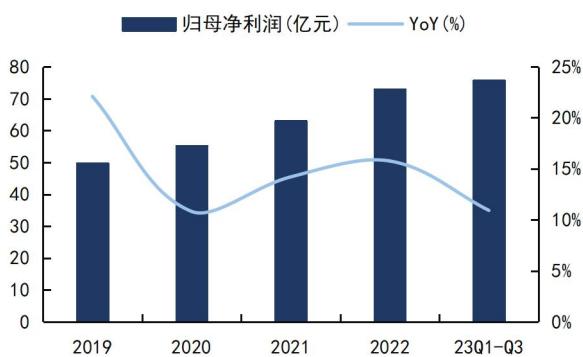
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



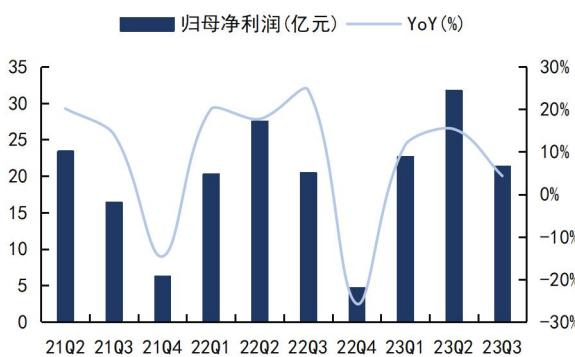
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国联通归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

收入结构优化，云业务保持良好增长。公司收入结构持续优化，前三季度产业互联网业务实现收入 607 亿元，占主营业务收入比达到 24%，同比+1.8pct。大计算方面，“联通云”保持良好增长，实现收入 367 亿元，同比提升 36.6%。大数据方面，深耕数字政府、数字金融、智慧文旅、工业互联网等领域，大数据业务收入实现人民币 40.7 亿元，同比增幅达到 46.7%。大应用方面，5G 虚拟专网服务客户数达到 6897 家，较去年底增长超过 3000 家。

基础业务稳健增长，增值服务持续突破：

移动业务方面，前三季度移动用户规模达到 3.32 亿户，移动用户净增达到 967 万户，推动公司移动主营业务收入实现 1307 亿元，同比增长 2.6%，移动 ARPU 达到 44.3 元。

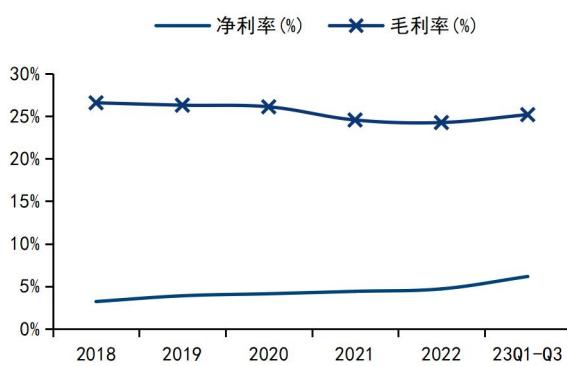
固网宽带方面，用户规模达到 1.11 亿户，年内净增用户突破 783 万户，宽带接入及应用收入同比增长 8.7% 达到 460 亿元，宽带综合 ARPU 达到 47.9 元。公司基础

业务相关的增值服务持续突破，个人数智生活、联通智家业务主要产品付费用户达到近 2 亿户，年内净增近 6000 万户。

物联网方面，物联网终端连接数达到 4.67 亿个，推动物联网业务收入实现人民币 75.2 亿元，同比增幅达到 21.9%。

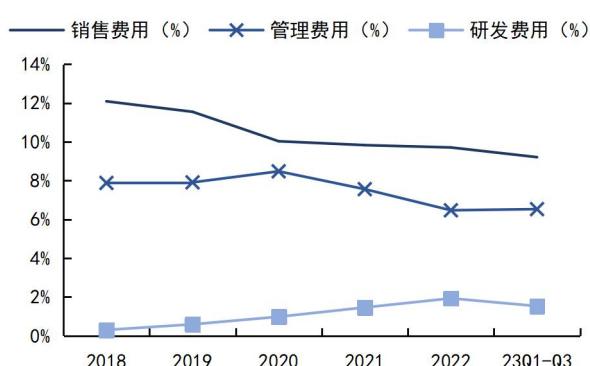
费用管控加强，研发投入布局战略性新兴产业。费用端，前三季度公司销售/管理/研发费用率分别为 9.2%/6.5%/1.5%，三项费用率合计同比-0.9pct，持续强化费用管控。研发上，公司持续投入加快布局战略性新兴产业，年内授权专利数量达到 1888 个，同比提升 38.2%。

图5: 中国联通毛利率和净利率 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 三项费用率 (单位: %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到整体宏观经济环境影响，部分政企端需求有所延缓，基于此略下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 82/92/101 亿元（原为 85/98/110 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18/16/15x，对应 PB 分别为 0.9/0.9/0.9x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2023 年 10 月 24 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2022A	EPS 2023E	EPS 2024E	PE 2022A	PE 2023E	PE 2024E	PB 2023E
600050.SH	中国联通	买入	4.68	1488	0.23	0.26	0.29	20.4	18.1	16.2	0.9
601728.SH	中国电信	买入	5.59	5115	0.30	0.34	0.37	13.9	16.6	15.0	1.2
600941.SH	中国移动	买入	96.00	20532	5.87	6.38	6.94	11.5	15.1	13.8	1.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测；中国电信、中国移动估值取自 Wind 一致预期

风险提示：1、5G 发展不及预期；2、产业互联网业务发展不及预期；3、算力网络部署不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	46273	70036	81364	82500	90750	营业收入	327854	354944	382248	410132	438677
应收款项	19871	28231	27644	29046	32561	营业成本	247361	268881	286918	306588	326609
存货净额	1846	1882	2500	2490	2596	营业税金及附加	1427	1397	1720	1846	1974
其他流动资产	54223	41079	55357	58230	58860	销售费用	32212	34455	36729	38998	41273
流动资产合计	126252	146269	171906	177308	189809	管理费用	24780	22981	29098	30255	31714
固定资产	352107	348995	373582	390008	397947	研发费用	4792	6836	8409	10048	11406
无形资产及其他	27173	29846	38652	47106	55222	财务费用	97	(748)	(415)	(123)	358
投资性房地产	39336	68526	68526	68526	68526	投资收益	4377	4328	4000	4000	4000
长期股权投资	48416	51051	54330	57620	60688	资产减值及公允价值变动	453	390	360	380	390
资产总计	593284	644687	706995	740568	772192	其他收入	(9112)	(12294)	(8409)	(10048)	(11406)
短期借款及交易性金融负债	15947	13365	14349	30509	38825	营业利润	17696	20401	24149	26900	29734
应付款项	129764	149340	174120	181432	191459	营业外净收支	112	(34)	(70)	0	0
其他流动负债	89428	85279	114118	115611	119376	利润总额	17807	20367	24079	26900	29734
流动负债合计	235138	247984	302586	327552	349660	所得税费用	3391	3716	4816	5380	5947
长期借款及应付债券	1835	1828	1828	1828	1828	少数股东损益	8111	9352	11056	12351	13652
其他长期负债	20101	47601	47601	47601	47601	归属于母公司净利润	6305	7299	8207	9169	10135
长期负债合计	21936	49429	49429	49429	49429	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	257074	297413	352015	376980	399089	净利润	6305	7299	8207	9169	10135
少数股东权益	186993	192904	197327	202267	207728	资产减值准备	204	(126)	48	26	12
股东权益	149217	154370	157653	161321	165375	折旧摊销	69890	69715	48920	57474	65323
负债和股东权益总计	593284	644687	706995	740568	772192	公允价值变动损失	(453)	(390)	(360)	(380)	(390)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	97	(748)	(415)	(123)	358
每股收益	0.20	0.23	0.26	0.29	0.32	营运资本变动	6233	18371	39358	4565	9553
每股红利	0.31	0.27	0.15	0.17	0.19	其它	(4551)	(1727)	4375	4915	5449
每股净资产	4.81	4.85	4.96	5.07	5.20	经营活动现金流	77629	93144	100548	75768	90082
ROIC	7%	9%	8%	9%	9%	资本开支	0	(61457)	(82000)	(82000)	(81000)
ROE	4%	5%	5%	6%	6%	其它投资现金流	(2478)	(1004)	0	0	0
毛利率	25%	24%	25%	25%	26%	投资活动现金流	(6436)	(65095)	(85278)	(85290)	(84068)
EBIT Margin	5%	6%	5%	5%	6%	权益性融资	(78)	2946	0	0	0
EBITDA Margin	27%	25%	18%	19%	21%	负债净变化	(647)	(7)	0	0	0
收入增长	8%	8%	8%	7%	7%	支付股利、利息	(9685)	(8745)	(4924)	(5501)	(6081)
净利润增长率	14%	16%	12%	12%	11%	其它融资现金流	(39393)	10273	983	16160	8316
资产负债率	75%	76%	78%	78%	79%	融资活动现金流	(60135)	(4286)	(3941)	10659	2236
息率	6.5%	5.9%	3.3%	3.7%	4.1%	现金净变动	11058	23762	11328	1136	8250
P/E	23.0	20.4	18.1	16.2	14.7	货币资金的期初余额	35215	46273	70036	81364	82500
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	货币资金的期末余额	46273	70036	81364	82500	90750
EV/EBITDA	4.6	5.0	7.3	6.6	6.0	企业自由现金流	0	43302	21777	(2044)	14438
						权益自由现金流	0	53568	23093	14215	22468

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032