

中国联通 (600050)

证券研究报告
2024年03月24日

业绩稳步增长，投资回报显著增厚

事件：公司发布 2023 年度业绩，实现营业收入 3726 亿元，同比增长 5.0%；EBITDA 达到 996 亿元；归母净利润 82 亿元，同比增长 12.0%，连续 7 年实现双位数提升。净资产收益率达到 5.1%，实现近年最好水平。

我们的点评如下：

着力推进两大主业协调发展，实现质的有效提升和量的合理增长

联网通信业务稳中有进，为稳健经营守好基本盘。23 年联网通信业务（移动联网、宽带联网、电视联网、专线联网、信息业务、通信业务）实现收入 2446 亿元，达两类主营业务收入 3/4。其中 1) 移动联网量质提升，23 年底移动用户数达 3.33 亿户，全年净增 1060 万，净增用户同比增长 90%，其中 5G 套餐用户达 2.5964 亿，占比 78%，同比提升 12 个百分点。2) 宽带联网方面，23 年底固网宽带用户达到 1.13 亿户，全年净增 979 万，净增规模创十年新高，宽带用户融合渗透率达 76%，千兆宽带用户渗透率达 22%，同比提升 6 个百分点。3) 23 年信息业务收入 107 亿元，同比增长 16.2%，收费用户中个人数智生活达 9923 万，联通智家业务 10296 万。

算网数智业务进中向好，为创新转型拓宽增长极。23 年算网数智业务（联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用、网信安全）实现收入 752 亿元，约占两类主营业务收入 1/4。其中 1) 联通云实现收入 510 亿元，同比增长 41.6%；着力发挥算网一体差异化优势，算力资源储备显著增厚，公司云资源销售超过百万核，同比增长 186%，云资源覆盖突破 230 个城市。2) 数据服务方面，公司抢抓“数字中国”建设、“数据要素 x”三年行动计划等政策机遇，着力强化数据产品和能力供给，赋能经济社会全方位数字化转型，实现收入 53 亿元，同比增长 32%。3) 数智应用收入 56 亿元，同比增长 17.5%；4) 网信安全收入 17 亿元，同比增长 120%。

网络能力持续增强，着力以科技创新推动产业创新加快发展新质生产力

5G 中频基站超过 121 万站，900M 基站达到 68 万站，移动网络覆盖水平持续提升；5G 中频基站新增 22 万站，4G 共享基站超过 200 万站。通过“5+4+31+X”新型数据中心布局，着力构建绿色集约、安全可靠的算力基础设施；主动应对智算算力需求转型升级，推动“1+N+X”总体智算规划布局，围绕东部智算产业发达区域和西部资源充沛区域推进梯次布局和落地建设。将人工智能作为重要战略方向，加快布局人工智能新兴产业。进一步加快卫星通信统筹布局，积极推动天地一体通信产业化、体系化发展。

持续加大回馈股东，资本开支网络投资显现拐点，24 年经营目标积极

经充分考虑公司的良好经营发展，董事会建议派发每股末期股息 0.0524 元（含税），连同已派发的中期股息全年股息合计每股 0.132 元，同比增长 21.1%，显著高于每股基本盈利 11.5% 的增长，现金分红水平达到历史新高。随着 5G 网络覆盖日臻完善，公司投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务，2023 年资本开支为 739 亿元，网络投资显现拐点。展望未来，24 年公司有信心继续保持营业收入稳健增长、利润总额双位数增长；24 年固定资产投资控制在约 650 亿元，其中算网数智投资将坚持适度超前、加快布局。

盈利预测与投资建议：公司聚焦联网通信和算网数智两大主业，经营发展稳中有进，基础能力快速补强，特色优势持续放大，创新转型走深走实，为企业长远发展奠定了更为坚实的基础，看好公司未来发展。考虑创新业务盈利能力存在不确定性，预计 24-26 年公司归母净利润为 90.93、100.49、110.75 亿元（24-25 年原值为 94.39/104.74 亿元），维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、创新业务进展不及预期、成本增长超预期等

投资评级

行业	通信/通信服务
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	4.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	31,800.58
流通 A 股股本(百万股)	30,965.65
A 股总市值(百万元)	148,190.71
流通 A 股市值(百万元)	144,299.94
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	46.00
一年内最高/最低(元)	6.13/3.90

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

陈汇丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070001
chenhui Feng@tfzq.com

康志毅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120002
kangzhiyi@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国联通-季报点评:业绩稳中有进,盈利能力持续提升》 2023-10-25
- 《中国联通-半年报点评:净利润持续双位数增长,盈利能力不断提升》 2023-08-10
- 《中国联通-季报点评:23Q1 增速达十年同期高位水平,产业互联网占比持续提升》 2023-04-19

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	354,943.88	372,596.79	403,657.72	435,260.03	465,288.54
增长率(%)	8.26	4.97	8.34	7.83	6.90
EBITDA(百万元)	101,663.04	100,875.59	97,014.79	102,997.07	109,184.12
归属母公司净利润(百万元)	7,299.49	8,172.68	9,092.54	10,048.60	11,075.29
增长率(%)	15.76	11.96	11.26	10.51	10.22
EPS(元/股)	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35
市盈率(P/E)	20.30	18.13	16.30	14.75	13.38
市净率(P/B)	0.96	0.93	0.90	0.88	0.85
市销率(P/S)	0.42	0.40	0.37	0.34	0.32
EV/EBITDA	2.06	2.24	2.00	1.66	1.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	70,035.54	58,815.76	106,612.75	137,633.88	180,794.51
应收票据及应收账款	28,230.94	40,940.40	3,910.46	43,242.71	5,871.08
预付账款	7,841.84	5,867.14	11,034.45	6,248.43	11,223.73
存货	1,882.08	2,216.86	2,515.58	2,942.17	3,270.16
其他	37,953.04	49,886.32	51,949.06	51,341.97	53,285.52
流动资产合计	145,943.45	157,726.47	176,022.31	241,409.17	254,445.00
长期股权投资	51,051.27	54,427.79	54,427.79	54,427.79	54,427.79
固定资产	303,280.25	304,908.66	289,355.07	298,852.75	304,331.56
在建工程	45,714.85	47,154.57	60,439.11	49,895.20	47,605.68
无形资产	32,600.02	34,344.09	28,213.88	22,083.68	15,953.47
其他	65,771.73	63,981.27	62,504.02	61,047.33	61,047.33
非流动资产合计	498,418.13	504,816.38	494,939.88	486,306.75	483,365.83
资产总计	644,687.03	662,844.80	670,962.19	727,715.91	737,810.83
短期借款	502.11	680.63	390.00	390.00	390.00
应付票据及应付账款	149,340.05	167,613.59	139,995.23	191,108.33	162,217.70
其他	53,410.39	45,779.21	117,675.45	112,053.04	138,302.31
流动负债合计	203,252.55	214,073.43	258,060.69	303,551.38	300,910.01
长期借款	1,827.60	2,133.12	1,800.00	1,800.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47,600.97	42,491.01	42,491.01	42,491.01	42,491.01
非流动负债合计	49,428.57	44,624.12	44,291.01	44,291.01	44,291.01
负债合计	297,412.55	304,909.72	302,351.69	347,842.38	345,201.02
少数股东权益	192,904.04	198,694.53	204,551.63	211,024.58	218,158.89
股本	31,804.44	31,803.99	31,800.58	31,800.58	31,800.58
资本公积	81,824.31	82,197.30	82,197.30	82,197.30	82,197.30
留存收益	47,931.77	52,277.62	56,823.89	61,848.19	67,385.84
其他	(7,190.09)	(7,038.37)	(6,762.90)	(6,997.12)	(6,932.80)
股东权益合计	347,274.47	357,935.07	368,610.50	379,873.53	392,609.81
负债和股东权益总计	644,687.03	662,844.80	670,962.19	727,715.91	737,810.83

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	16,651.30	18,712.66	9,092.54	10,048.60	11,075.29
折旧摊销	70,725.88	67,311.07	68,399.25	72,176.44	75,940.92
财务费用	992.11	1,847.10	(500.00)	(500.00)	(500.00)
投资损失	(4,328.27)	(4,805.67)	(4,500.00)	(4,500.00)	(4,000.00)
营运资金变动	6,286.48	(21,239.20)	29,312.63	12,754.49	27,379.35
其它	11,380.83	42,515.68	12,056.36	12,833.55	14,229.47
经营活动现金流	101,708.33	104,341.63	113,860.78	102,813.08	124,125.03
资本支出	45,094.25	79,046.46	60,000.00	65,000.00	73,000.00
长期投资	2,634.88	3,376.52	0.00	0.00	0.00
其他	(103,856.00)	(167,962.25)	(115,808.74)	(125,560.48)	(141,856.77)
投资活动现金流	(56,126.87)	(85,539.28)	(55,808.74)	(60,560.48)	(68,856.77)
债权融资	(1,841.07)	875.47	(123.74)	500.00	500.00
股权融资	(2,290.78)	(1,966.48)	(10,131.31)	(11,731.47)	(12,607.64)
其他	(20,817.30)	(25,415.95)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(24,949.16)	(26,506.95)	(10,255.05)	(11,231.47)	(12,107.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	20,632.31	(7,704.60)	47,796.99	31,021.13	43,160.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	354,943.88	372,596.79	403,657.72	435,260.03	465,288.54
营业成本	268,880.82	281,230.56	304,228.51	327,465.06	349,443.33
营业税金及附加	1,396.97	1,542.16	1,588.73	1,713.11	1,831.30
销售费用	34,455.26	35,832.60	39,000.00	42,000.00	44,500.00
管理费用	22,981.14	23,997.92	26,000.00	27,500.00	29,300.00
研发费用	6,836.08	8,099.05	9,300.00	10,400.00	11,200.00
财务费用	(747.63)	(258.71)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
资产/信用减值损失	(6,918.41)	(6,356.23)	(4,232.89)	(3,751.12)	(3,268.45)
公允价值变动收益	23.67	113.61	342.17	(112.36)	(39.15)
投资净收益	4,328.27	4,805.67	4,500.00	4,500.00	4,000.00
其他	3,306.20	747.12	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营业利润	20,401.49	22,843.04	25,649.76	28,318.38	31,206.30
营业外收入	778.27	672.06	725.82	783.89	823.09
营业外支出	812.31	805.58	845.86	888.15	932.56
利润总额	20,367.45	22,709.52	25,529.73	28,214.11	31,096.83
所得税	3,716.15	3,996.86	4,723.00	5,219.61	5,752.91
净利润	16,651.30	18,712.66	20,806.73	22,994.50	25,343.92
少数股东损益	9,351.81	10,539.99	11,714.19	12,945.91	14,268.63
归属于母公司净利润	7,299.49	8,172.68	9,092.54	10,048.60	11,075.29
每股收益(元)	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.26%	4.97%	8.34%	7.83%	6.90%
营业利润	15.29%	11.97%	12.29%	10.40%	10.20%
归属于母公司净利润	15.76%	11.96%	11.26%	10.51%	10.22%
获利能力					
毛利率	24.25%	24.52%	24.63%	24.77%	24.90%
净利率	2.06%	2.19%	2.25%	2.31%	2.38%
ROE	4.73%	5.13%	5.54%	5.95%	6.35%
ROIC	6.03%	8.40%	8.32%	10.79%	13.06%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	46.13%	46.00%	45.06%	47.80%	46.79%
净负债率	-15.79%	-12.02%	-24.80%	-32.23%	-42.18%
流动比率	0.59	0.61	0.68	0.80	0.85
速动比率	0.58	0.60	0.67	0.79	0.83
营运能力					
应收账款周转率	14.76	10.77	18.00	18.46	18.95
存货周转率	190.40	181.80	170.59	159.50	149.80
总资产周转率	0.57	0.57	0.61	0.62	0.63

每股指标(元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.23	0.26	0.29	0.32	0.35
每股经营现金流	3.20	3.28	3.58	3.23	3.90
每股净资产	4.85	5.01	5.16	5.31	5.49

估值比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率	20.30	18.13	16.30	14.75	13.38
市净率	0.96	0.93	0.90	0.88	0.85
EV/EBITDA	2.06	2.24	2.00	1.66	1.24
EV/EBIT	6.56	6.45	6.79	5.55	4.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com