

2024年03月21日
 中国联通(600050.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

电信运营 III

利润保持双位数增长，算网数智业务快速发展

事件：

2024年3月20日，公司发布2023年年度报告。2023年度，公司实现营业收入3,726.0亿元，同比增长5.0%；实现归母净利润81.7亿元，同比增长12.0%；实现扣非归母净利润74.93亿元，同比增长12.2%；实现基本每股收益0.261元，同比增长11.5%。

归母净利润保持双位数增长，现金分红水平达到历史新高：

2023年，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。2023年，公司实现营业收入3,726.0亿元，同比提升5.0%；实现归母净利润82.0亿元，同比增长12.0%，连续7年实现双位数提升，支撑企业高质量发展的网络基础更加坚实。公司高度重视股东回报，预计派发每股末期股息人民币0.0524元（含税），连同已派发的中期股息每股人民币0.0796元，全年股息合计每股人民币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。公司全面增强价值创造能力，自由现金流同比增长10.8%，达304亿元。2023年，公司净资产收益率达到5.1%，实现近年最好水平。

联网通信业务稳中有进，算网数智业务是新的增长点：

分业务看：

联网通信业务稳中有进：2023年联网通信业务实现收入2,446亿元，联网通信用户规模突破10亿。移动联网方面，2023年移动净增用户达到1,060万户，净增用户同比大幅提升90%；宽带联网方面，固网宽带用户达到1.13亿户，同比净增979万户，净增规模创近十年新高；信息业务方面，公司持续完善“平台+云网+应用”发展模式，不断提升信息应用，收入规模突破百亿元。

算网数智业务是新的增长点：2023年公司算网数智业务实现收入752亿元，为公司带来超过一半的新增收入。联通云方面，2023年实现收入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；数据服务方面，数据处理能力持续提升，日采集数据增量同比翻倍达1.2PB，以历史最高分通过DCMM5最高等级认证；数智应用方面，5G行业应用项目累计达3万个，覆盖国民经济71个大类，服务超8,500个5G专网客户，在工业互联网、数字政府、车联网等重点行业领域形成领先优势；网信安全方面，收入实现120%的快速增长，落地50余个标杆项目。

网络能力持续增强，人工智能是重要战略方向：

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

5.51元

股价(2024-03-21)

4.72元

交易数据

总市值(百万元)	150,098.74
流通市值(百万元)	146,157.88
总股本(百万股)	31,800.58
流通股本(百万股)	30,965.65
12个月价格区间	3.97/6.07元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.8	3.0	-5.3
绝对收益	-0.2	10.5	-15.4

张真楨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

路璐

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122050020

lulu2@essence.com.cn

相关报告

业绩稳中有进，数字化相关业务蓬勃发展	2023-10-25
盈利能力不断提升，积极拥抱数字经济新蓝海	2023-08-11
利润规模再创上市以来同期新高，现金流与EBITDA同比改善	2023-04-20
传统业务稳健发展，数字科	2023-03-09

公司加快建设数字信息基础设施，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；宽带网络北方保持行业优势，南方基础能力显著增强；政企网络覆盖规模及多云连接不断扩大，推进千行百业“上云用数赋智”。公司全面落实国家东数西算战略，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；已在国家枢纽节点间形成超 100G 高速传输通道，筑牢面向算力网络全光传送底座，公众骨干 IP 网时延具备行业优势。同时，公司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，结合中国联通在算网基础设施、丰富业务场景、广泛客户触点的优势，着力打造联通特色的大模型开发应用范式。在刚刚过去的世界移动通信大会上，公司推出“元景”大模型体系，根据不同功能需求布局多参数版本，推动大模型更好赋能实体经济应用场景。以 AI+大数据全面提升客户服务水平，相关成果入选行业权威奖项“吴文俊人工智能科学技术奖”。

技加速转型

 营收利润持续提升，产业互 2022-08-11
联网引领业绩高增

目 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年营业收入分别为 3949.53/4166.75/4375.09 亿元，归母净利润分别为 91.96/102.41/115.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.32/0.36 元。我们给予公司 2024 年 19 倍 PE，对应目标价 5.51 元，维持“买入-A”投资评级。

目 风险提示：5G 发展不及预期；数智化新基建不及预期；行业竞争加剧；AIGC 发展不及预期的风险

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	354,943.9	372,596.8	394,952.6	416,675.0	437,508.7
净利润	7,299.5	8,172.7	9,195.6	10,241.3	11,559.5
每股收益(元)	0.23	0.26	0.29	0.32	0.36
每股净资产(元)	4.85	5.01	5.38	5.54	5.71

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	20.6	18.4	16.3	14.7	13.0
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
净利润率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%
净资产收益率	4.7%	5.1%	5.4%	5.8%	6.4%
股息收益率	2.2%	1.7%	2.9%	3.4%	4.1%
ROIC	6.0%	8.4%	8.7%	5.5%	4.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	354,943.9	372,596.8	394,952.6	416,675.0	437,508.7	成长性					
减: 营业成本	268,880.8	281,230.6	298,189.2	314,589.6	329,444.1	营业收入增长率	8.3%	5.0%	6.0%	5.5%	5.0%
营业税费	1,397.0	1,542.2	1,636.1	1,696.9	1,750.0	营业利润增长率	15.3%	12.0%	13.7%	10.5%	12.9%
销售费用	34,455.3	35,832.6	38,375.5	40,335.1	41,563.3	净利润增长率	15.8%	12.0%	12.5%	11.4%	12.9%
管理费用	22,981.1	23,997.9	26,953.4	27,416.9	28,744.3	EBITDA 增长率	3.1%	-2.2%	15.8%	21.6%	23.9%
研发费用	6,836.1	8,099.1	8,689.0	8,749.7	8,750.2	EBIT 增长率	13.6%	7.6%	-3.2%	9.0%	12.4%
财务费用	-747.6	-258.7	180.0	-200.0	-380.0	NOPLAT 增长率	11.6%	15.8%	14.8%	9.3%	12.5%
资产减值损失	-366.1	-215.0	-200.0	-180.0	-190.0	投资资本增长率	-16.8%	11.2%	72.9%	43.5%	41.1%
加: 公允价值变动收益	23.7	113.6	342.2	-112.4	-39.2	净资产增长率	3.3%	3.1%	6.5%	4.7%	5.0%
投资和汇兑收益	4,328.3	4,805.7	4,503.6	4,545.8	4,618.4						
营业利润	20,401.5	22,843.0	25,975.1	28,700.3	32,406.0	利润率					
加: 营业外净收支	-34.0	-133.5	-250.0	-139.2	-174.2	毛利率	24.2%	24.5%	24.5%	24.5%	24.7%
利润总额	20,367.5	22,709.5	25,725.1	28,561.1	32,231.8	营业利润率	5.7%	6.1%	6.6%	6.9%	7.4%
减: 所得税	3,716.2	3,996.9	4,706.8	5,154.5	5,795.6	净利润率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%
净利润	7,299.5	8,172.7	9,195.6	10,241.3	11,559.5	EBITDA/营业收入	26.7%	24.9%	27.2%	31.4%	37.0%
						EBIT/营业收入	7.1%	7.3%	6.6%	6.8%	7.3%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资本周转天数	311	294	286	301	349
货币资金	70,035.5	58,815.8	11,848.6	12,500.2	13,125.3	流动营业资本周转天数	-156	-152	-148	-149	-147
交易性金融资产	2,954.9	2,607.6	2,949.8	2,837.4	2,798.3	流动资产周转天数	138	147	109	86	85
应收帐款	27,970.7	39,983.4	10,373.1	51,184.2	15,552.5	应收帐款周转天数	24	33	23	27	27
应收票据	260.3	957.0	121.9	1,016.4	256.8	存货周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	7,841.8	5,867.1	10,386.9	6,428.1	10,780.6	总资产周转天数	628	632	654	766	921
存货	1,882.1	2,216.9	2,023.6	2,450.1	2,273.7	投资资本周转天数	247	226	306	448	606
其他流动资产	35,323.6	47,580.7	43,456.2	42,120.2	44,385.7						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.7%	5.1%	5.4%	5.8%	6.4%
长期股权投资	51,051.3	54,427.8	54,427.8	54,427.8	54,427.8	ROA	2.6%	2.8%	2.7%	2.3%	2.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	6.0%	8.4%	8.7%	5.5%	4.3%
固定资产	303,280.2	304,908.7	322,009.5	375,073.7	472,812.7	费用率					
在建工程	44,511.9	46,422.9	198,376.1	313,866.8	464,711.7	销售费用率	9.7%	9.6%	9.7%	9.7%	9.5%
无形资产	32,600.0	34,344.1	60,659.5	81,709.7	97,034.1	管理费用率	6.5%	6.4%	6.8%	6.6%	6.6%
其他非流动资产	66,974.6	64,712.9	54,554.9	59,068.3	57,698.7	研发费用率	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
资产总额	644,687.0	662,844.8	771,187.8	1,002,682.9	1,235,857.8	财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
短期债务	502.1	680.6	68,943.4	192,101.4	355,220.4	四费/营业收入	17.9%	18.2%	18.8%	18.3%	18.0%
应付帐款	154,884.1	167,141.9	164,660.4	186,827.3	183,805.5	偿债能力					
应付票据	10,175.2	15,615.5	4,342.3	18,727.2	6,746.4	资产负债率	46.1%	46.0%	50.6%	60.2%	66.1%
其他流动负债	82,422.6	76,847.5	82,868.0	80,714.9	80,214.8	负债权益比	85.6%	85.2%	102.4%	151.2%	194.9%
长期借款	1,827.6	2,133.1	32,567.3	82,895.9	150,251.1	流动比率	0.59	0.61	0.25	0.25	0.14
其他非流动负债	47,601.0	42,491.0	36,731.1	42,274.4	40,498.8	速动比率	0.58	0.60	0.25	0.24	0.14
负债总额	297,412.6	304,909.7	390,112.5	603,541.0	816,737.0	利息保障倍数	-33.59	-104.48	145.31	-142.50	-84.28
少数股东权益	192,904.0	198,694.5	209,926.2	222,872.0	237,418.0	分红指标					
股本	31,804.4	31,804.0	31,800.6	31,800.6	31,800.6	DPS(元)	0.11	0.08	0.14	0.16	0.19
留存收益	129,756.1	134,474.9	139,348.6	144,469.2	149,902.2	分红比率	46.0%	30.5%	47.0%	50.0%	53.0%
股东权益	347,274.5	357,935.1	381,075.4	399,141.9	419,120.8	股息收益率	2.2%	1.7%	2.9%	3.4%	4.1%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	16,651.3	18,712.7	9,195.6	10,241.3	11,559.5	EPS(元)	0.23	0.26	0.29	0.32	0.36
加: 折旧和摊销	70,725.9	67,311.1	81,316.8	102,221.0	129,957.3	BVPS(元)	4.85	5.01	5.38	5.54	5.71
资产减值准备	366.1	215.0	-	-	-	PE(X)	20.6	18.4	16.3	14.7	13.0
公允价值变动损失	-23.7	-113.6	342.2	-112.4	-39.2	PB(X)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
财务费用	992.1	1,847.1	180.0	-200.0	-380.0	P/FCF	3.0	-9.4	-2.1	-64.3	-16.4
投资收益	-4,328.3	-4,805.7	-4,503.6	-4,545.8	-4,618.4	P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	9,351.8	10,540.0	11,822.8	13,165.3	14,876.6	EV/EBITDA	2.2	2.4	3.8	4.5	5.1
营运资金的变动	4,805.3	-19,586.1	25,503.9	-692.7	13,748.2	CAGR(%)	12.0%	12.2%	13.4%	12.0%	12.2%
经营活动产生现金流量	101,708.3	104,341.6	123,857.7	120,076.7	165,104.1	PEG	1.7	1.5	1.2	1.2	1.1
投资活动产生现金流量	-56,126.9	-85,539.3	272,272.0	287,187.1	388,996.3	ROIC/WACC	0.7	1.0	1.0	0.7	0.5
融资活动产生现金流量	-24,949.2	-26,507.0	101,447.1	167,762.1	224,517.2	REP	1.3	0.9	0.9	1.4	1.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心**深圳市****地 址：** 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼**邮 编：** 518026**上海市****地 址：** 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层**邮 编：** 200080**北京市****地 址：** 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：** 100034