

中国联通 (600050.SH)

公司指引利润双位数增长，派息率稳步提升

买入

核心观点

全年净利润实现双位数增长。公司2023年实现营业收入3726亿元，其中主营业务收入3352亿元（同比+5.0%）；净利润实现187.1亿元，归母净利润实现81.7亿元（同比+12.0%）；EBITDA达到996亿元。单四季度，公司实现收入909亿元（同比基本持平），实现归母净利润6亿元（同比+27.1%）。**2024年，公司指引收入稳健增长，利润保持双位数增长。**

移动互联网业务稳中有进。公司联网通信业务包括移动互联网、宽带联网、电视联网、专线联网、通信业务及信息业务六大板块，2023年实现收入2446亿元。**移动互联网方面**，公司移动用户规模达到3.33亿户，净增1060万户，移动ARPU 44.0元，同比略有下滑。**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，宽带综合ARPU值47.6元，同比略有下滑。**信息业务（个人数智生活+联通智家）**实现收入107亿元，同比增长16%，个人数智生活业务、联通智家业务付费用户达到亿户水平。

算网数智业务稳中向好。2023年算网数智业务实现收入752亿元，包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全六大板块，收入规模约占两类主营业务总收入的四分之一。其中，**联通云**实现收入510亿元，同比增长41.6%；**数据服务**业务实现收入53亿元，同比增长32%，连续5年行业份额超过50%；**数智应用**实现收入56亿元（同比+17.5%），5G专网服务客户数达到8563家；**网信安全**实现收入17亿元（同比+120%）。

网络投资显现拐点。2023年公司资本开支为738.7亿元（同比-0.4%），略低于此前指引（769亿元），其中5G完成投资373.7亿元（同比+13.1%）。2024年规划资本开支650亿元（预计同比-12%），网络投资显现拐点，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。

派息率提升至55%。2023年计划派息率达55%，2023年末期股利规划每股派发股利0.1336元，考虑中期派息0.203元，全年累计每股派息0.3366元。

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：维持2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计公司2024-2026年净利润分别为212/234/253亿元，归母净利润分别为92/101/108亿元，当前A股股价对应PE分别为16/15/14x，对应PB分别为0.9/0.9/0.9x；当前H股股价对应PE分别为8/7/7x，对应PB分别为0.5/0.5/0.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	354944	372597	396387	417838	439328
(+/-%)	8.3%	5.0%	6.4%	5.4%	5.1%
净利润(百万元)	7299	8173	9200	10062	10814
(+/-%)	15.8%	12.0%	12.6%	9.4%	7.5%
每股收益(元)	0.23	0.26	0.29	0.32	0.34
EBIT Margin	5.7%	5.9%	5.4%	5.7%	6.1%
净资产收益率 (ROE)	4.7%	5.1%	5.6%	6.0%	6.4%
市盈率 (PE)	20.3	18.1	16.1	14.7	13.7
EV/EBITDA	4.9	5.2	7.0	6.2	5.7
市净率 (PB)	0.96	0.93	0.91	0.89	0.87

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	合理估值	买入(维持)
收盘价		4.58元
总市值/流通市值		145647/141823百万元
52周最高价/最低价		6.13/3.90元
近3个月日均成交额		1172.85百万元

市场走势



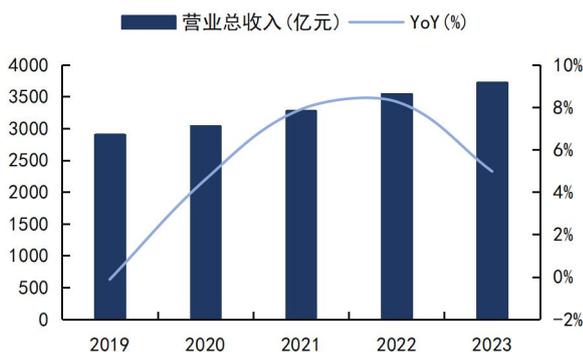
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国联通(600050.SH)-三季度净利润增长4%，云业务保持良好增长》——2023-10-25
- 《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

全年净利润实现双位数增长。公司 2023 年实现营业收入 3726 亿元，其中主营业务收入 3352 亿元（同比+5.0%）；净利润实现 187.1 亿元，归母净利润实现 81.7 亿元（同比+12.0%）；EBITDA 达到 996 亿元。单四季度，公司实现收入 909 亿元（同比基本持平），实现归母净利润 6 亿元（同比+27.1%）。2023 年，公司经营活动现金流量净额为 1043.4 亿元，同比增长 2.6%；自由现金流同比增长 10.8% 到 304 亿元，现金流持续向好。**2024 年，公司指引收入稳健增长，利润维持双位数增长目标。**

图1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



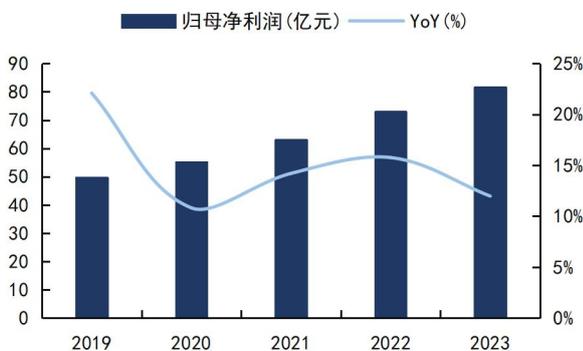
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



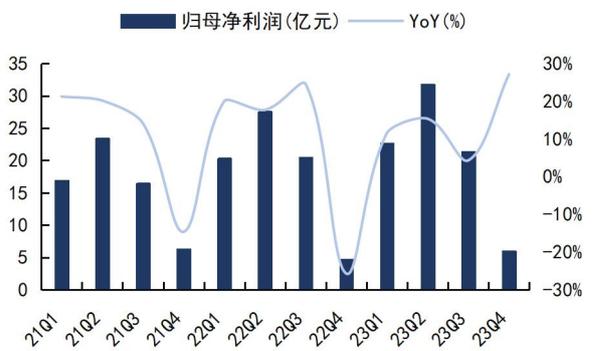
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

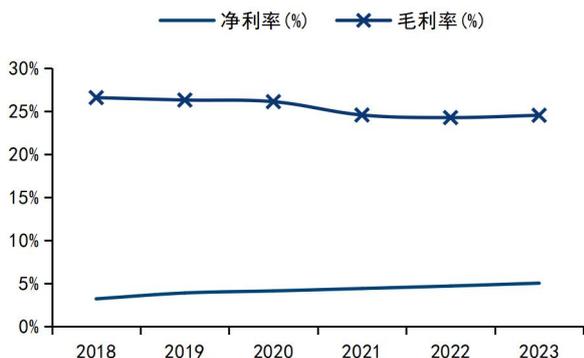
移动联网业务稳中有进。公司联网通信业务包括移动联网、宽带联网、电视联网、专线联网、通信业务及信息业务六大板块，2023 年实现收入 2446 亿元。**移动联网方面**，公司移动用户规模达到 3.33 亿户，净增 1060 万户，移动 ARPU 44.0 元，同比略有下滑。**宽带联网方面**，固网宽带用户达到 1.13 亿户，同比净增 979 万户，宽带综合 ARPU 值 47.6 元，同比略有下滑。**信息业务（个人数智生活+联通智家）**实现收入 107 亿元，同比增长 16%，个人数智生活业务、联通智家业务付费用户达到亿户水平。

算网数智业务稳中向好。2023 年算网数智业务实现收入 752 亿元，包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全六大板块，收入规模约占两类主营业务总收入的四分之一。其中，**联通云**实现收入 510 亿元，同比增长 41.6%；**数据服务**业务实现收入 53 亿元，同比增长 32%，连续 5 年行业份额超过 50%；**数智应用**实现

收入 56 亿元（同比+17.5%），5G 专网服务客户数达到 8563 家；**网信安全**实现收入 17 亿元（同比+120%）。

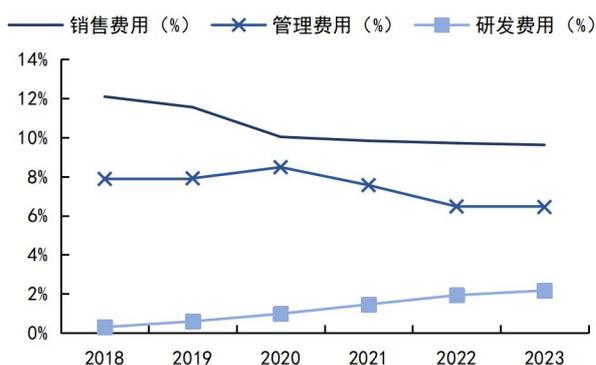
折旧摊销占收比持续下行，成本费用总体可控。成本端，网络运营成本增长 6.4% 至 600 亿元，总体可控；资本开支良好管控以及网络共建共享驱动折旧摊销同比 -2.3% 至 848 亿元，折旧摊销占收比 22.8%，持续下行。销售费用增速慢于收入增速，费用率下降 0.9pct；研发费用同比增长 18.5%，持续加强研发能力积累。

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

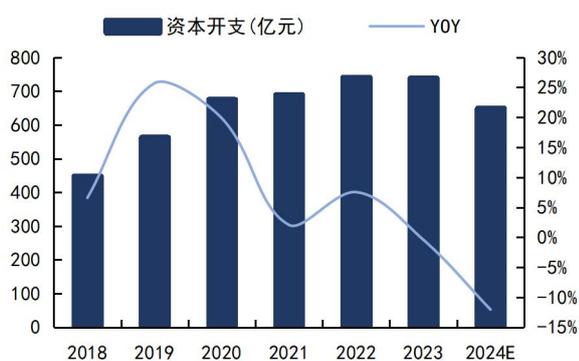
图6：中国联通三项费用率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

网络投资显现拐点。2023 年公司资本开支为 738.7 亿元（同比-0.4%），略低于此前指引（769 亿元），其中 5G 完成投资 373.7 亿元（同比+13.1%）。2024 年规划资本开支 650 亿元（预计同比-12%），网络投资显现拐点，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。

图7：中国联通资本开支（亿元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中国联通折旧与摊销情况（亿元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

派息率提升至 55%。2023 年计划派息率达 55%，2023 年末期股利规划每股派发股利 0.1336 元，考虑中期派息 0.203 元，全年累计每股派息 0.3366 元。

投资建议：维持 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 212/234/253 亿元，归母净利润分别为 92/101/108 亿元，当前 A 股股价对应 PE 分别为 16/15/14x，对应 PB 分别为 0.9/0.9/0.9x；当前 H 股股价对应 PE 分别为 8/7/7x，对应 PB 分别为 0.5/0.5/0.4x，维持“买入”

评级。

表1: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2024 年 3 月 25 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元/港元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E
600050.SH	中国联通	买入	4.63	1472	0.26	0.29	0.32	18.1	16.1	14.7	0.9
601728.SH	中国电信	买入	5.85	5353	0.33	0.37	0.41	17.5	15.8	14.4	1.2
600941.SH	中国移动	买入	104.00	22253	6.33	6.76	7.30	16.4	15.4	14.3	1.5
0762.HK	中国联通	无评级	5.57	1704	0.61	0.69	0.76	9.1	8.1	7.3	0.5
0728.HK	中国电信	无评级	4.09	3743	0.33	0.37	0.41	12.2	11.0	9.9	0.7
0941.HK	中国移动	无评级	66.75	14282	6.33	6.76	7.30	10.5	9.9	9.1	0.9

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;

注: 中国联通 A 股、H 股 EPS 差异主要为股权结构影响, A 股上市平台通过中国联通 (BVI) 有限公司间接持有 H 股上市平台 43.92% 股权, 故归母净利润不同; 总市值采用当前股价乘以总股本计算

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	70036	58816	83015	71500	78650	营业收入	354944	372597	396387	417838	439328
应收款项	28231	40940	33035	37989	41610	营业成本	268881	281231	296638	310486	324189
存货净额	1882	2217	2436	2467	2575	营业税金及附加	1397	1542	1784	1880	1977
其他流动资产	41079	51465	55394	54821	59906	销售费用	34455	35833	37526	39139	40713
流动资产合计	146269	158028	178471	171367	187332	管理费用	22981	23998	29789	31475	33040
固定资产	348995	352063	369653	377647	377957	研发费用	6836	8099	9409	10963	12625
无形资产及其他	29846	31232	39983	48384	56448	财务费用	(748)	(259)	(321)	(402)	(90)
投资性房地产	68526	67093	67093	67093	67093	投资收益	4328	4806	4000	4000	4000
长期股权投资	51051	54428	57751	60863	64133	资产减值及公允价值变动	390	329	360	380	390
资产总计	644687	662845	712951	725354	752964	其他收入	(12294)	(12543)	(9409)	(10963)	(12625)
短期借款及交易性金融负债	13365	13677	14330	14298	26740	营业利润	20401	22843	25922	28677	31265
应付款项	149340	167614	182532	188870	194960	营业外净收支	(34)	(134)	(70)	0	0
其他流动负债	85279	78995	105051	102966	104448	利润总额	20367	22710	25852	28677	31265
流动负债合计	247984	260286	301912	306135	326148	所得税费用	3716	3997	4653	5305	5940
长期借款及应付债券	1828	2133	2133	2133	2133	少数股东损益	9352	10540	11998	13310	14511
其他长期负债	47601	42491	42491	42491	42491	归属于母公司净利润	7299	8173	9200	10062	10814
长期负债合计	49429	44624	44624	44624	44624	现金流量表 (百万元)					
负债合计	297413	304910	346536	350759	370772	净利润	7299	8173	9200	10062	10814
少数股东权益	192904	198695	203494	208152	212505	资产减值准备	(126)	(151)	25	10	2
股东权益	154370	159241	162921	166442	169686	折旧摊销	69715	65748	48992	56975	64013
负债和股东权益总计	644687	662845	712951	725354	752964	公允价值变动损失	(390)	(329)	(360)	(380)	(390)
关键财务与估值指标						财务费用	(748)	(259)	(321)	(402)	(90)
每股收益	0.23	0.26	0.29	0.32	0.34	营运资本变动	18371	(15271)	44758	(148)	(1241)
每股红利	0.27	0.35	0.17	0.21	0.24	其它	(1727)	(3552)	4774	4648	4351
每股净资产	4.85	5.01	5.12	5.23	5.34	经营活动现金流	93144	54618	107390	71168	77549
ROIC	9%	10%	8%	9%	10%	资本开支	0	(63016)	(75000)	(73000)	(72000)
ROE	5%	5%	6%	6%	6%	其它投资现金流	(1004)	452	0	0	0
毛利率	24%	25%	25.2%	25.7%	26.2%	投资活动现金流	(3638)	(65941)	(78323)	(76112)	(75270)
EBIT Margin	6%	6%	5%	6%	6%	权益性融资	399	386	0	0	0
EBITDA Margin	25%	24%	18%	19%	21%	负债净变化	(7)	306	0	0	0
收入增长	8%	5%	6%	5%	5%	支付股利、利息	(8745)	(11044)	(5520)	(6540)	(7570)
净利润增长率	16%	12%	13%	9%	7%	其它融资现金流	(48637)	21195	653	(31)	12442
资产负债率	76%	76%	77%	77%	77%	融资活动现金流	(65743)	104	(4867)	(6572)	4872
息率	5.9%	7.5%	3.7%	4.4%	5.1%	现金净变动	23762	(11220)	24200	(11515)	7150
P/E	20.3	18.1	16.1	14.7	13.7	货币资金的期初余额	46273	70036	58816	83015	71500
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	货币资金的期末余额	70036	58816	83015	71500	78650
EV/EBITDA	4.9	5.2	7.0	6.2	5.7	企业自由现金流	0	5501	36168	3302	12467
						权益自由现金流	0	27001	37084	3598	24982

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。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所提及的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