

分析师: 唐俊男  
登记编码: S0730519050003  
tangjn@ccnew.com 021-50586738  
研究助理: 李璐毅  
lily2@ccnew.com 021-50586278

## 天翼云收入近千亿, 分红比例预计超 70%

——中国电信(601728)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

买入(维持)

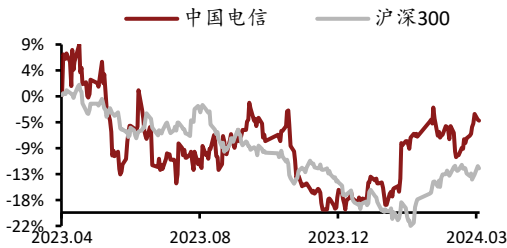
#### 市场数据(2024-04-02)

收盘价(元)	6.01
一年内最高/最低(元)	7.08/5.06
沪深 300 指数	3,580.68
市净率(倍)	1.24
流通市值(亿元)	2,011.42

#### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	4.84
每股经营现金流(元)	1.51
毛利率(%)	28.83
净资产收益率_摊薄(%)	6.87
资产负债率(%)	46.50
总股本/流通股(万股)	9,150,713.87/3,346,783.54
B 股/H 股(万股)	0.00/1,387,741.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券, 聚源

#### 相关报告

《中国电信(601728)季报点评: 净利润双位数增长, 布局战略新兴产业》 2023-11-22

《中国电信(601728)中报点评: 经营稳健, 天翼云保持高速增长》 2023-09-05

《中国电信(601728)季报点评: 业绩持续向好, 产业数字化业务快速发展》 2023-05-12

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 03 日

**事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年实现营收 5078.4 亿元, 同比增长 6.9%, 归母净利润为 304.5 亿元, 同比增长 10.3%; 分季度来看, 2023Q4 实现营收 1267.4 亿元, 同比增长 8.2%, 归母净利润为 33.5 亿元, 同比增长 9.7%。

#### 点评:

- **基础业务稳健增长, 用户规模和价值持续提升。**2023 年移动通信服务收入为 1957 亿元, 同比增长 2.4%, 其中, 移动增值及应用收入为 258 亿元, 同比增长 12.4%; 移动用户 ARPU 为 45.4 元, 同比增长 0.4%。固网及智慧家庭服务收入达到 1231 亿元, 同比增长 3.8%, 其中, 智慧家庭业务收入达到 190 亿元, 同比增长 12.8%; 宽带综合 ARPU 为 47.6 元, 同比增长 2.8%。公司创新推出 5G 手机直连卫星、5G 量子密话等特色应用, 持续带动 5G 云电脑等算力产品规模发展, 有望保持差异化发展优势。
- **产数业务快速发展, 加大智算能力建设。**2023 年产数业务收入达到 1389 亿元, 同比增长 17.9%, 占服务收入比达到 29.9%, 同比提高 2.8pct, 对服务收入的增量贡献提升至 70.4%。天翼云收入达到 972 亿元, 同比增长 67.9%。根据 IDC 测算, 天翼云保持政务公有云基础设施第一和全球运营商云第一的头部地位, 市场份额在国内公有云 IaaS 和 IaaS+PaaS 前三中实现持续提升。此外, 公司加大智算能力建设, 2023 年智算新增 8.1EFLOPS, 达到 11.0EFLOPS, 同比增长 279.3%; 稳步推进通算能力建设, 通算新增 1.0EFLOPS, 达到 4.1EFLOPS, 同比增长 32.3%。上海单池万卡液冷智算中心 2024 年投产, 推进数据中心向 AIDC 变革升级。
- **成本增速低于收入增速, 数字化运营降本增效。**2023 年公司营业成本为 3614.2 亿元, 同比增长 6.3%, 主要原因是公司加大产业数字化、智慧家庭等高增长业务的投入。同时, 强化数字化运营降本增效。(1) 销售费用同比增长 4.3%, 公司保持必要的营销资源投入, 加快有价值的规模发展, 强化线上线下协同, 加强 AI 在精准营销方面的应用, 提升销售费用使用效率;(2) 管理费用同比增长 6.4%, 低于营收增速;(3) 研发费用同比增长 23.6%, 高于行业研发费用增速。公司聚焦战略性新兴产业和未来产业, 相关成本增长合理, 深入推进降本增效有望加厚利润。
- **优化投资结构, 聚焦战略新兴业务。**公司 2023 年资本开支为 988 亿元, 同比增长 6.8%, 其中移动网投资 348 亿元, 产业数字化投资 355 亿元。公司计划 2024 年资本开支 960 亿元, 同比下降 2.9%, 移动网投资占比下降 4.5pct, 产业数字化投资占比上升 2.5pct; 计

划在云、算力相关投资 180 亿元，智算能力提升超 10EFLOPS，达到 21EFLOPS 以上。资本开支总量压缩且呈现结构性变化，预计占服务收入比下降到 20% 以下，未来几年将持续下降。

- **派发末期股息，股东回报显著提升。**公司计划每股派发末期股息 0.090 元（含税），加上 2023 年中期已派发股息每股 0.1432 元（含税），2023 年全年股息为每股 0.2332 元（含税），全年派发股息总额同比增长 19.0%，超过公司股东应占利润的 70%，兑现公司 A 股发行时的利润分配承诺。公司高度重视股东回报，每股派息三年复合增长率 31%，为行业最高。从 2024 年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75% 以上，为股东创造更大价值。
- **通信业电信业务量收稳步增长，5G 和千兆用户规模保持快速增长。**根据工信部统计，（1）2023 年国内电信业务总量同比增长 16.8%（按上年不变价计算），拉动服务业回升向好，电信业务收入同比增长 6.2%。云计算等新兴业务在电信业务收入中占比提升至 21.2%，拉动电信业务收入增长 3.6pct，业务结构呈现移动互联网、固网宽带、云计算等新兴业务“三轮”驱动特点。（2）移动电话用户加快向 5G 迁移，2023 年我国 5G 移动电话用户在移动电话用户中占比 46.6%，为全球平均水平的 2.5 倍；千兆用户占比超四分之一，双千兆用户占比快速提升；具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 2302 万个，同比增加 51.2%。（3）数据流量消费活跃，2023 年移动互联网用户接入流量达 3015 亿 GB，同比增长 15.2%；月户均接入流量（DOU）达到 16.85GB/户·月，同比增长 10.9%。融合应用加快发展和提档升级有望拉动流量消费增长。
- **盈利预测及投资建议：**

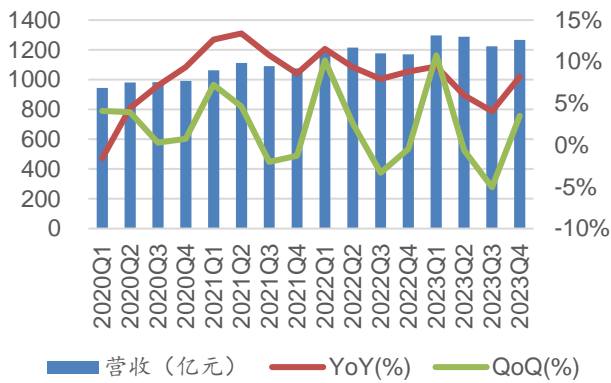
公司全面深入实施“云改数转”战略，以“网+云+AI+应用”满足客户的数字化需求，加快发展新质生产力，推动战略新兴业务规模拓展，基础业务稳健增长，产业数字化业务快速发展。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 334.17 亿元、362.69 亿元、389.15 亿元，对应 PE 分别为 16.46X、15.16X、14.13X，维持“买入”评级。

**风险提示：**产数业务发展不及预期；分红比例不及预期；行业竞争加剧。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	474,967	507,843	540,751	573,298	605,001
增长比率（%）	9.40	6.92	6.48	6.02	5.53
净利润（百万元）	27,593	30,446	33,417	36,269	38,915
增长比率（%）	6.32	10.34	9.76	8.53	7.30
每股收益（元）	0.30	0.33	0.37	0.40	0.43
市盈率（倍）	19.93	18.06	16.46	15.16	14.13

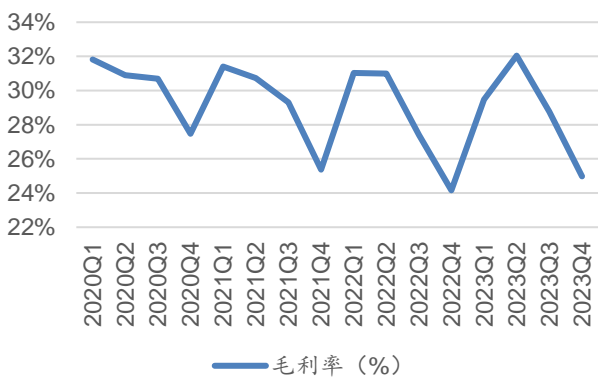
资料来源：中原证券，聚源

图 1: 中国电信单季度营收 (亿元)



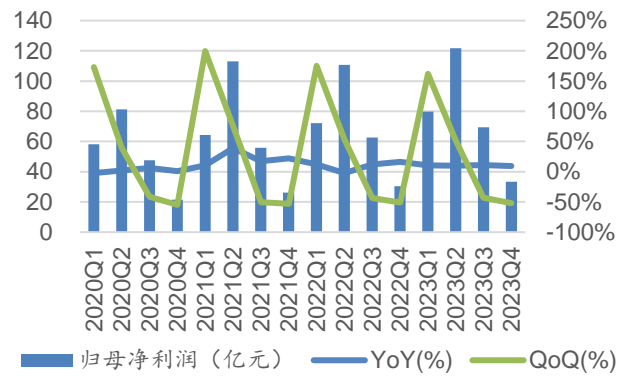
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 中国电信单季度毛利率 (%)



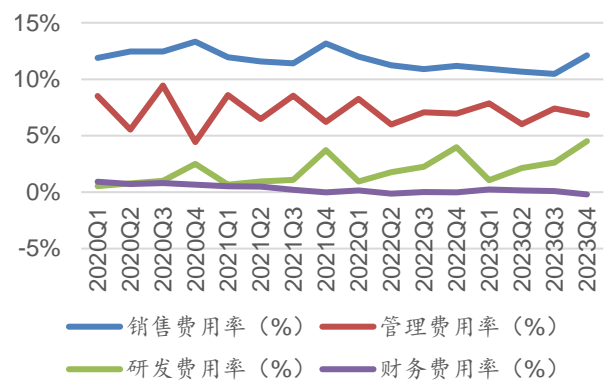
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 中国电信单季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 中国电信单季度四费情况



资料来源: Wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>141,072</b>	<b>167,863</b>	<b>179,945</b>	<b>211,187</b>	<b>243,229</b>
现金	76,300	91,851	100,583	128,011	156,461
应收票据及应收账款	24,312	32,210	33,050	34,299	35,395
其他应收款	4,943	6,724	7,514	8,409	9,279
预付账款	9,400	7,640	7,881	8,145	8,374
存货	3,513	3,417	3,324	3,200	3,164
其他流动资产	22,604	26,021	27,593	29,124	30,557
<b>非流动资产</b>	<b>666,626</b>	<b>667,951</b>	<b>666,962</b>	<b>664,477</b>	<b>661,974</b>
长期投资	42,220	43,158	43,188	43,068	43,073
固定资产	413,406	409,455	407,585	405,208	403,698
无形资产	42,239	45,358	46,201	46,853	47,015
其他非流动资产	168,762	169,980	169,988	169,348	168,189
<b>资产总计</b>	<b>807,698</b>	<b>835,814</b>	<b>846,907</b>	<b>875,665</b>	<b>905,203</b>
<b>流动负债</b>	<b>277,874</b>	<b>301,027</b>	<b>318,073</b>	<b>338,924</b>	<b>359,495</b>
短期借款	2,840	2,867	2,899	2,938	2,981
应付票据及应付账款	127,260	145,872	161,046	176,410	192,170
其他流动负债	147,774	152,288	154,129	159,576	164,344
<b>非流动负债</b>	<b>93,397</b>	<b>87,620</b>	<b>82,944</b>	<b>81,166</b>	<b>80,416</b>
长期借款	4,484	5,142	5,442	5,722	5,973
其他非流动负债	88,913	82,478	77,502	75,444	74,443
<b>负债合计</b>	<b>371,271</b>	<b>388,647</b>	<b>401,017</b>	<b>420,090</b>	<b>439,911</b>
少数股东权益	4,338	4,241	4,224	4,206	4,190
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
资本公积	69,394	69,406	69,406	69,406	69,406
留存收益	271,486	281,871	280,611	290,314	300,046
归属母公司股东权益	432,089	442,926	441,667	451,369	461,102
<b>负债和股东权益</b>	<b>807,698</b>	<b>835,814</b>	<b>846,907</b>	<b>875,665</b>	<b>905,203</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>137,219</b>	<b>138,623</b>	<b>140,093</b>	<b>141,107</b>	<b>142,373</b>
净利润	27,676	30,428	33,400	36,251	38,899
折旧摊销	96,707	99,502	92,780	88,170	86,783
财务费用	1,760	2,639	1,520	1,427	1,393
投资损失	-2,265	-2,376	-2,596	-2,924	-2,844
营运资金变动	627	-5,344	10,392	13,828	13,774
其他经营现金流	12,713	13,774	4,597	4,355	4,366
<b>投资活动现金流</b>	<b>-95,588</b>	<b>-93,962</b>	<b>-90,321</b>	<b>-83,747</b>	<b>-82,541</b>
资本支出	-89,949	-88,862	-92,825	-86,585	-85,305
长期投资	10	-15	10	15	20
其他投资现金流	-5,649	-5,086	2,495	2,823	2,743
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-42,901</b>	<b>-36,122</b>	<b>-30,277</b>	<b>-29,931</b>	<b>-31,382</b>
短期借款	19	27	32	39	43
长期借款	-864	658	300	280	251
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1,811	12	0	0	0
其他筹资现金流	-43,867	-36,819	-30,610	-30,251	-31,676
<b>现金净增加额</b>	<b>-820</b>	<b>8,581</b>	<b>19,537</b>	<b>27,428</b>	<b>28,450</b>

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>474,967</b>	<b>507,843</b>	<b>540,751</b>	<b>573,298</b>	<b>605,001</b>
营业成本	339,940	361,422	384,459	407,230	429,431
营业税金及附加	1,643	1,862	1,947	2,064	2,118
营业费用	53,803	56,117	59,699	63,005	66,187
管理费用	33,578	35,715	37,961	40,074	42,169
研发费用	10,560	13,052	15,249	17,084	18,695
财务费用	7	332	142	-82	-527
资产减值损失	-101	-278	-103	-109	-111
其他收益	4,545	3,475	3,677	4,013	4,477
公允价值变动收益	-91	-883	0	0	0
投资净收益	2,265	2,374	2,596	2,924	2,844
资产处置收益	1,591	1,767	1,893	2,007	2,178
<b>营业利润</b>	<b>41,304</b>	<b>42,569</b>	<b>46,286</b>	<b>49,695</b>	<b>53,264</b>
营业外收入	2,332	2,612	2,929	3,525	3,622
营业外支出	7,922	5,977	6,245	6,715	7,002
<b>利润总额</b>	<b>35,714</b>	<b>39,204</b>	<b>42,970</b>	<b>46,505</b>	<b>49,884</b>
所得税	8,038	8,776	9,569	10,254	10,984
<b>净利润</b>	<b>27,676</b>	<b>30,428</b>	<b>33,400</b>	<b>36,251</b>	<b>38,899</b>
少数股东损益	83	-17	-17	-18	-16
<b>归属母公司净利润</b>	<b>27,593</b>	<b>30,446</b>	<b>33,417</b>	<b>36,269</b>	<b>38,915</b>
EBITDA	134,415	139,417	135,891	134,593	136,140
EPS (元)	0.30	0.33	0.37	0.40	0.43

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	9.40	6.92	6.48	6.02	5.53
营业利润 (%)	4.13	3.06	8.73	7.37	7.18
归属母公司净利润 (%)	6.32	10.34	9.76	8.53	7.30
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	28.43	28.83	28.90	28.97	29.02
净利率 (%)	5.81	6.00	6.18	6.33	6.43
ROE (%)	6.39	6.87	7.57	8.04	8.44
ROIC (%)	5.69	6.05	6.62	7.03	7.35
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.97	46.50	47.35	47.97	48.60
净负债比率 (%)	85.07	86.91	89.94	92.21	94.55
流动比率	0.51	0.56	0.57	0.62	0.68
速动比率	0.38	0.43	0.44	0.50	0.56
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.62	0.64	0.67	0.68
应收账款周转率	20.50	18.54	17.40	17.98	18.45
应付账款周转率	2.90	2.75	2.65	2.56	2.49
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.33	0.37	0.40	0.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.50	1.51	1.53	1.54	1.56
每股净资产 (最新摊薄)	4.72	4.84	4.83	4.93	5.04
<b>估值比率</b>					
P/E	19.93	18.06	16.46	15.16	14.13
P/B	1.27	1.24	1.25	1.22	1.19
EV/EBITDA	2.86	3.36	3.75	3.57	3.32

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。