

投资评级 优于大市 维持

Q1 利润双位数增长，产数持续推进

股票数据

04月21日收盘价(元)	6.64
52周股价波动(元)	3.65-7.51
总股本/流通A股(百万股)	91507/19590
总市值/流通市值(百万元)	607607/222226

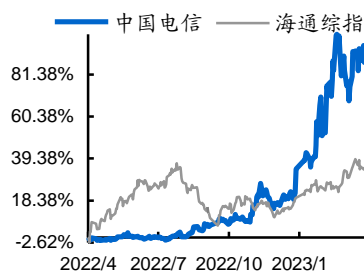
相关研究

《利润双位数增长，云业务开启千亿时代》
2023.03.26

《Q3 盈利较快增长，天翼云保持翻倍态势》
2022.10.22

《经营显著提速，产业数字化动力强劲》
2022.04.25

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.3	8.0	36.9
相对涨幅 (%)	-1.0	10.7	40.5

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 事件：**公司 23Q1 营收 1297.53 亿元 (同比+9.4%)，其中服务收入 1184.78 亿元 (同比+7.7%)；归母净利润 79.84 亿元 (同比+10.5%)，扣非归母净利润为 86.90 亿元 (同比+8.8%)。加权平均 ROE 为 1.83% (同比+0.16pp)。
- 基础业务指标提升，智慧家庭持续贡献价值。**23Q1 公司移动通信服务收入达 505.91 亿元 (同比+3.2%)，移动用户净增 752 万户至 3.99 亿户 (同比+5.0%)，其中 5G 套餐用户净增 1525 万户至 2.83 亿户 (同比+34.4%)，5G 渗透率达 71.0%，移动 ARPU 达 45.8 元。固网方面，23Q1 公司固网及家庭服务收入达 311.36 亿元 (同比+5.0%)，宽带用户达 1.84 亿户 (同比+6.3%)，其中智慧家庭收入同比+15.9%，宽带 ARPU 达 47.5 元。
- 产业数字化稳步推进。**23Q1 公司产业数字化收入达到 349.71 亿元 (同比+18.9%)，占服务收入比为 29.5%。公司抢抓数字技术与实体经济深度融合契机，持续提升算力水平，以融云、融 AI、融安全、融平台为驱动，提供满足行业客户需求的综合智能信息化服务，充分发挥天翼云市场竞争力，推动第二增长曲线快速发展。
- 产数研发持续加码。**23Q1 公司整体毛利率 29.48% (同比-1.6pct)，系公司为支撑 5G、产数业务发展，增加能力建设投入，致营业成本增速高于营业收入增速。费用管控出色，23Q1 公司整体费用率 20.1% (同比-1.3pct)，其中研发费用 13.80 亿元 (同比+23.4%)，系公司强化科技创新，加强云网融合、5G、AI 等核心技术研发。
- 盈利预测及投资建议。**我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 5319.69 亿元、5883.56 亿元、6522.98 亿元，归母净利润分别为 318.65 亿元、355.89 亿元和 395.33 亿元，BPS 分别为 4.84 元、4.95 元和 5.07 元。参考全球主流电信运营商 PB，给予 2023 年 PB 区间 1.4-1.7 倍，对应合理价值区间 6.77-8.22 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**市场竞争加剧；5G 应用发展不及预期；5G ARPU 不及预期。

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	434160	474967	531969	588356	652298
(+/-)YoY(%)	11.3%	9.4%	12.0%	10.6%	10.9%
净利润(百万元)	25953	27593	31865	35589	39533
(+/-)YoY(%)	24.4%	6.3%	15.5%	11.7%	11.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.30	0.35	0.39	0.43
毛利率(%)	29.2%	28.4%	28.4%	28.4%	28.3%
净资产收益率(%)	6.1%	6.4%	7.2%	7.9%	8.5%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE(X)				PB (X)
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2023E
600941.SH	中国移动	101.29	12918	5.43	5.87	6.38	6.94	19	17	16	15	1.70
600050.SH	中国联通	5.51	1752	0.20	0.23	0.29	0.33	28	24	19	17	1.02
VZ.N	Verizon	37.32	1567	5.25	5.06	4.70	4.72	7	7	8	8	1.72
T.N	AT&T	18.22	1299	2.82	-1.20	2.44	2.50	6	-15	7	7	1.31
平均								15	8	13	12	1.44

注：收盘价日期为 2023 年 4 月 21 日，可比公司美股 EPS 采用 yahoo finance 一致预测，且股价、市值、EPS 按照美元计算。
 资料来源：Wind, yahoo finance, 海通证券研究所

表 2 分项业务盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
服务收入				
营业收入 (百万元)	434928	480718	523268	570287
增长率 (%)	7.97%	10.53%	8.85%	8.99%
出售商品收入				
营业收入 (百万元)	40039	51250	65088	82011
增长率 (%)	27.79%	28.00%	27.00%	26.00%
收入合计 (百万元)	474967	531969	588356	652298
综合增长率 (%)	9.40%	12.00%	10.60%	10.87%
综合毛利率 (%)	28.43%	28.41%	28.36%	28.32%

资料来源：Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	474967	531969	588356	652298
每股收益	0.30	0.35	0.39	0.43	营业成本	339940	380823	421479	467550
每股净资产	4.72	4.84	4.95	5.07	毛利率%	28.4%	28.4%	28.4%	28.3%
每股经营现金流	1.50	1.74	1.74	1.85	营业税金及附加	1643	1840	2036	2257
每股股利	0.18	0.23	0.27	0.31	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	53803	60059	66249	73253
P/E	22.02	19.07	17.07	15.37	营业费用率%	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%
P/B	1.41	1.37	1.34	1.31	管理费用	33578	37770	41479	45661
P/S	1.28	1.14	1.03	0.93	管理费用率%	7.1%	7.1%	7.1%	7.0%
EV/EBITDA	2.86	3.84	3.27	2.65	EBIT	37587	38176	41228	44661
股息率%	2.7%	3.5%	4.1%	4.7%	财务费用	7	-635	-2031	-3285
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
毛利率	28.4%	28.4%	28.4%	28.3%	资产减值损失	-101	-160	-177	-196
净利润率	5.8%	6.0%	6.0%	6.1%	投资收益	2265	2660	2942	3261
净资产收益率	6.4%	7.2%	7.9%	8.5%	营业利润	41304	45338	50143	55251
资产回报率	3.4%	3.8%	4.0%	4.2%	营业外收支	-5590	-4000	-4000	-4000
投资回报率	5.7%	5.6%	5.9%	6.3%	利润总额	35714	41338	46143	51251
盈利增长 (%)					EBITDA	134294	136187	139445	144191
营业收入增长率	9.4%	12.0%	10.6%	10.9%	所得税	8038	9377	10447	11599
EBIT 增长率	6.1%	1.6%	8.0%	8.3%	有效所得税率%	22.5%	22.7%	22.6%	22.6%
净利润增长率	6.3%	15.5%	11.7%	11.1%	少数股东损益	83	96	107	119
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	27593	31865	35589	39533
资产负债率	46.0%	47.3%	48.6%	49.9%					
流动比率	0.51	0.75	0.90	1.04	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.44	0.68	0.84	0.97	货币资金	76300	162476	231130	305953
现金比率	0.27	0.53	0.69	0.82	应收账款及应收票据	24312	24570	27175	30128
经营效率指标					存货	3513	3776	4179	4636
应收账款周转天数	18.46	18.46	18.46	18.46	其它流动资产	36947	39036	41108	43457
存货周转天数	3.77	3.77	3.77	3.77	流动资产合计	141072	229858	303592	384174
总资产周转率	0.59	0.63	0.66	0.70	长期股权投资	42220	43120	44020	44920
固定资产周转率	1.15	1.39	1.66	2.02	固定资产	413406	383883	353543	322388
					在建工程	58443	58370	58302	58237
					无形资产	42239	43646	44708	45536
					非流动资产合计	666626	619060	586270	552264
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	807698	848918	889862	936439
净利润	27593	31865	35589	39533	短期借款	2840	2800	2800	2800
少数股东损益	83	96	107	119	应付票据及应付账款	127260	141630	156571	173976
非现金支出	99149	100830	101335	102987	预收账款	220	267	288	319
非经营收益	9767	2094	1682	1210	其它流动负债	147554	162784	176983	193935
营运资金变动	627	24219	20962	25172	流动负债合计	277874	307482	336642	371031
经营活动现金流	137219	159104	159676	169021	长期借款	4484	4484	4484	4484
资产	-89949	-51949	-66762	-66667	其它长期负债	88913	89913	90913	91913
投资	10	-900	-900	-900	非流动负债合计	93397	94397	95397	96397
其他	-5649	2660	2942	3261	负债总计	371271	401879	432039	467428
投资活动现金流	-95588	-50189	-64720	-64306	实收资本	91507	91507	91507	91507
债权募资	-5923	960	1000	1000	归属于母公司所有者权益	432089	442605	453281	464351
股权募资	3675	0	0	0	少数股东权益	4338	4434	4541	4660
其他	-40652	-23699	-27301	-30893	负债和所有者权益合计	807698	848918	889862	936439
融资活动现金流	-42901	-22739	-26301	-29893					
现金净流量	-820	86176	68654	74823					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业
杨彤昕 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光国微,紫光股份,广和通,工业富联,威胜信息

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。