


2023 年 04 月 23 日
 中国电信 (601728.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

电信运营 III

创新业务引领经营业绩持续提高，能力投入奠基可观利润释放

事件：

公司发布 2023 第一季度季报，第一季度营业收入达 1297.53 亿元，同比增长 9.4%，净利润为 79.72 亿元，同比增长 9.75%。归母净利润为 79.84 亿元，同比增长 10.54%。

经营业绩持续走高，传统业务稳健发展：

移动通信服务方面，得益于 5G 技术的快速覆盖，2023 年第一季度，移动通信服务收入为人民币 505.91 亿元，同比增长 3.2%，移动用户净增 752 万户，达到 3.99 亿户，5G 套餐用户净增 1,525 万户，达到 2.83 亿户，渗透率达到 71.0%，移动用户 ARPU 为人民币 45.8 元。固网及智慧家庭服务方面，有线宽带逐步占据主导地位，以“5G+千兆宽带+千兆 WiFi”融合为抓手，首季度公司固网及智慧家庭服务收入达到人民币 311.36 亿元，同比增长 5.0%，有线宽带用户达到 1.84 亿户，智慧家庭收入同比增长 15.9%，拉动宽带综合：ARPU 达到人民币 47.5 元，智慧家庭价值创造成效显著。

创新业务成效显著，“第二增长曲线”发展迅速：

数字化带动新增长，打造行业标杆。公司产业数字化业务收入达到人民币 349.71 亿元，同比增长 18.9%。公司抢抓数字技术和实体经济深度融合的契机，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，充分发挥天翼云的市场竞争力，持续打造“5G+行业应用”标杆项目，推动第二增长曲线快速发展。

云业务显著发展，天翼云收入翻倍。天翼云历经十余年发展进入 4.0 全面商用阶段，市场份额持续提升，已成为全球最大的运营商云和国内最大的混合云，挺进中国公有云 IaaS 及公有云 IaaS+PaaS 市场三强，保持专属云市场份额第一，助力国家经济社会数字化转型，在国计民生重点领域，规模拓展成效显著。2022 年天翼云实现收入 579.03 亿元，同比增长 108%，有望进一步拉动产业数字化业务高质量发展。

互联业务快速发展，网络安全布局初见成果。公司物联网实现“物超人”，行业用户规模超 4 亿户；天翼视联网发展迅速，用户规模超过 4,600 万户，明厨亮灶、平安慧眼、智慧商企、天翼应急等应用场景实现规模商用。随着万物互联以及云计算发展，联网数据的安全日益得到重视，也带来了网络安全业务的稳步提升。网络安全服务收入达人民币 47 亿元，同比增长 23.5%。

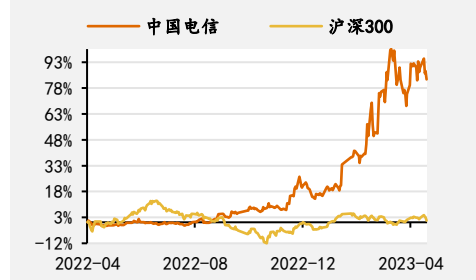
加大能力建设投入，奠基后期利润释放：

投资评级	买入-A 维持评级
12 个月目标价	7.40 元
股价 (2023-04-21)	6.64 元

交易数据

总市值(百万元)	607,607.40
流通市值(百万元)	130,080.42
总股本(百万股)	91,507.14
流通股本(百万股)	19,590.43
12 个月价格区间	3.68/7.28 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	40.5	68.5
绝对收益	0.3	36.9	69.4

张真楨 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

相关报告

产业数字化拉动增长，进一步优化资本开支结构	2023-03-26
移固网络稳健增长，加大研发投入增强科技实力	2022-10-21

2023 年第一季度，公司持续优化网络质量，积极支撑 5G、产业数字化业务发展，适度增加能力建设投入，提高销量，开拓市场。首季度公司营业成本为人民币 915.08 亿元，在销量增长的带动下较去年同期增长 11.9%；销售费用为人民币 141.83 亿元，较去年同期下降 0.4%；研发费用为人民币 13.80 亿元，较去年同期增长 23.4%。公司强化科技创新，加大高科技人才引进，致力于 5G、AI、元宇宙等新兴科技研发，为后期营收增长、成本下降、利润逐步释放奠定基础。

投资建议：

公司收入结构不断优化，净利润持续增加，分红比率持续扩大，回馈股东，公司态势有望延续良好发展。我们预计公司 2023 年-2025 年收入分别为 5176.9/5642.3/6146.3 亿元，净利润分别为 302.3/336/372 亿元，维持目标价 7.40 元，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：产业数字化发展不及预期；国际贸易和技术壁垒带来供应链稳定性风险；市场竞争加剧；业务发展不及预期

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	434,158.9	474,967.2	517,692.7	564,229.3	614,625.6
净利润	25,952.0	27,593.4	30,231.1	33,598.9	37,199.3
每股收益(元)	0.28	0.30	0.33	0.37	0.41
每股净资产(元)	4.68	4.72	4.94	5.15	5.40

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	23.4	22.0	20.1	18.1	16.3
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
净利润率	6.0%	5.8%	5.8%	6.0%	6.1%
净资产收益率	6.1%	6.4%	6.7%	7.1%	7.5%
股息收益率	2.6%	1.8%	1.7%	2.5%	2.4%
ROIC	9.5%	9.7%	11.7%	13.3%	14.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	434,158.9	474,967.2	517,692.7	564,229.3	614,625.6	成长性					
减: 营业成本	307,336.7	339,939.7	367,561.8	400,602.8	436,384.2	营业收入增长率	11.3%	9.4%	9.0%	9.0%	8.9%
营业税费	1,729.9	1,643.3	1,938.3	2,104.3	2,239.9	营业利润增长率	27.6%	4.1%	7.6%	10.6%	9.2%
销售费用	52,171.9	53,803.3	61,916.7	66,399.8	71,821.3	净利润增长率	24.4%	6.3%	9.6%	11.1%	10.7%
管理费用	32,361.5	33,578.0	35,876.1	39,101.1	42,593.6	EBITDA 增长率	-2.0%	1.4%	24.1%	20.8%	21.0%
研发费用	6,933.4	10,560.0	6,730.0	7,335.0	7,990.1	EBIT 增长率	-10.3%	-0.7%	23.1%	11.5%	8.7%
财务费用	1,293.5	7.3	1,988.4	2,585.0	2,585.0	NOPLAT 增长率	20.5%	1.2%	12.0%	11.6%	8.8%
资产减值损失	-235.2	-100.9	-78.4	-89.7	-84.0	投资资本增长率	-0.4%	-7.4%	-1.6%	1.2%	5.5%
加: 公允价值变动收益	-67.3	-90.7	-42.0	-66.7	-66.5	净资产增长率	17.7%	1.2%	4.7%	4.1%	4.8%
投资和汇兑收益	4,193.0	2,264.5	2,738.2	3,065.2	2,689.3						
营业利润	39,664.7	41,303.8	44,456.0	49,189.6	53,718.3	利润率					
加: 营业外净收支	-5,794.2	-5,589.7	-5,024.9	-5,469.6	-5,361.4	毛利率	29.2%	28.4%	29.0%	29.0%	29.0%
利润总额	33,870.5	35,714.2	39,431.0	43,720.0	48,356.9	营业利润率	9.1%	8.7%	8.6%	8.7%	8.7%
减: 所得税	7,716.2	8,037.7	8,978.3	9,918.2	10,954.6	净利润率	6.0%	5.8%	5.8%	6.0%	6.1%
净利润	25,952.0	27,593.4	30,231.1	33,598.9	37,199.3	EBITDA/营业收入	26.8%	24.8%	28.3%	31.3%	34.8%
						EBIT/营业收入	8.7%	7.9%	9.0%	9.2%	9.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	345	314	291	275	266
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-154	-144	-142	-144	-146
货币资金	75,210.2	76,299.8	92,192.7	101,965.5	100,978.5	流动资产周转天数	88	102	103	102	95
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	20	18	16	13	11
应收帐款	22,329.0	24,019.0	21,617.1	19,455.4	17,509.9	存货周转天数	3	3	3	3	3
应收票据	59.6	293.3	91.4	296.5	126.0	总资产周转天数	612	595	575	555	537
预付帐款	7,772.5	9,400.1	8,460.1	7,614.1	6,852.7	投资资本周转天数	274	241	211	193	183
存货	3,826.7	3,513.1	4,423.1	4,003.9	4,933.4						
其他流动资产	18,162.4	27,547.1	28,903.8	30,070.8	31,607.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.4%	6.7%	7.1%	7.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%
长期股权投资	41,165.8	42,219.5	43,228.7	44,204.0	45,216.7	ROIC	9.5%	9.7%	11.7%	13.3%	14.3%
投资性房地产	209.6	185.6	235.6	285.6	335.6	费用率					
固定资产	415,380.1	413,405.5	423,224.7	440,296.5	466,796.8	销售费用率	12.0%	11.3%	12.0%	11.8%	11.7%
在建工程	51,320.1	58,289.0	67,348.5	79,125.9	94,436.5	管理费用率	7.5%	7.1%	6.9%	6.9%	6.9%
无形资产	41,910.5	44,835.8	45,159.8	46,189.9	48,138.0	研发费用率	1.6%	2.2%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	84,894.9	107,690.2	112,591.6	118,020.4	124,307.8	财务费用率	0.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.4%
资产总额	762,241.6	807,698.2	847,477.2	891,528.6	941,239.3	四费/营业收入	21.4%	20.6%	20.6%	20.5%	20.3%
短期债务	2,820.5	2,839.6	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	109,561.5	124,556.0	137,011.6	150,712.7	165,784.0	资产负债率	43.4%	46.0%	46.1%	46.6%	47.0%
应付票据	5,333.9	2,704.3	2,974.8	3,272.3	3,599.5	负债权益比	76.8%	85.1%	85.5%	87.4%	88.7%
其他流动负债	142,581.5	147,773.7	154,174.0	161,977.8	168,659.8	流动比率	0.49	0.51	0.53	0.52	0.48
长期借款	5,348.3	4,484.2	-	-	-	速动比率	0.47	0.50	0.51	0.50	0.46
其他非流动负债	65,420.2	88,912.9	96,372.8	99,713.5	104,494.9	利息保障倍数	29.37	5,176.76	23.36	20.03	21.78
负债总额	331,065.9	371,270.6	390,533.1	415,676.4	442,538.2	分红指标					
少数股东权益	2,494.4	4,338.3	4,559.9	4,762.8	4,965.8	DPS(元)	0.17	0.12	0.11	0.16	0.16
股本	91,507.1	91,507.1	91,507.1	91,507.1	91,507.1	分红比率	59.9%	39.8%	33.2%	44.3%	39.1%
留存收益	337,914.3	340,696.5	360,877.1	379,582.3	402,228.2	股息收益率	2.6%	1.8%	1.7%	2.5%	2.4%
股东权益	431,175.7	436,427.5	456,944.1	475,852.3	498,701.1						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	26,154.3	27,676.4	30,231.1	33,598.9	37,199.3
						加: 折旧和摊销	81,509.2	80,163.5	99,856.8	124,898.0	157,451.6
						资产减值准备	235.2	100.9	-	-	-
						公允价值变动损失	67.3	90.7	-42.0	-66.7	-66.5
						财务费用	2,427.4	1,759.8	1,988.4	2,585.0	2,585.0
						投资收益	-4,193.0	-2,264.5	-2,738.2	-3,065.2	-2,689.3
						少数股东损益	202.3	83.0	221.6	202.9	203.0
						营运资金的变动	35,775.2	-911.2	20,201.2	21,962.9	21,777.1
						经营活动产生现金流量	139,194.8	137,219.0	149,719.0	180,115.8	216,460.2
						投资活动产生现金流量	-79,427.0	-95,588.4	-	-	-
						融资活动产生现金流量	-10,043.4	-42,900.9	-16,426.2	-17,865.5	-17,821.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.28	0.30	0.33	0.37	0.41
						BVPS(元)	4.68	4.72	4.94	5.15	5.40
						PE(X)	23.4	22.0	20.1	18.1	16.3
						PB(X)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
						P/FCF	234.3	13.0	19.8	20.4	30.6
						P/S	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	2.6	2.2	3.1	2.5	2.0
						CAGR(%)	8.9%	10.6%	13.0%	8.9%	10.6%
						PEG	2.6	2.1	1.5	2.0	1.5
						ROIC/WACC	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
						REP	1.5	1.3	2.0	1.7	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 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