

中国联通 (600050.SH)

强烈推荐 (维持)

聚焦高质量发展，建设数字中国

事件：公司4月19日发布2023年第一季度报告，2023年第一季度公司实现营业收入972.22亿元，同比增长9.2%；实现归母净利润再创上市以来同期新高，达到22.66亿元，同比上升11.6%；公司实现EPS（基本）0.234元。

□ 营收、业绩表现持续亮眼，创新转型成果显著。根据公司公告，公司2023年Q1营业收入达972.22亿元，同比增长9.2%，增速处在近十年高位，主营业务收入达861.15亿元，同比提升6.1%；归母净利润再创上市以来同期新高，达到22.66亿元，同比上升11.6%；EBITDA创上市新高为256.82亿元，同比提升2.8%；2023年Q1公司产业互联网业务实现收入人民币223.89亿元，同比提升2.8%，占主营业务收入比达到26.0%，同比提升2.1pct，创新转型成果卓著，收入结构持续优化。

□ 公司持续推进向万物智联、数字赛道升维。公司定位由基础连接升维向万物智联转变，核心功能延展至数字赛道，包括大联接、大计算、大数据、大应用、大安全，其中：1) 大联接：2023Q1“大联接”规模达9亿，物联网连接达4.16亿，联接规模广度持续提升；2) 大计算：联通云2023Q1实现收入127.9亿元，同比增长40%，持续推进数据中心建设，IDC机架数达37.2万架，自研云产品支撑数字政府、智慧城市建设和央企数字化转型；3) 大数据：大数据实现收入14.98亿元，同比增长54.2%；4) 大应用：持续深化产品供给侧结构性改革，基础业务用户超过1.6亿户，5G规模应用超过19000个项目，并发布全球首款5G RedCap4商用模组，RedCap预商用验证全国领先；5) 大安全：持续推进“云网数服”一体化安全产品，满足政企安全需求。

□ 基础业务稳健发展，移网ARPU持续提升。截至2023年Q1，公司5G用户套餐用户达2.24亿户，移动主营业务收入达438.23亿元，同比增长4.4%，移动ARPU连续3年上升，达到44.9元，移动用户规模价值双提升；固网宽带接入收入同比提升3.1%达到118.56亿元。

□ 投资建议：公司坚定践行网络强国、数字中国、智慧社会战略部署，移网、固网等根基业务稳健增长，产业互联网受益于数字中国建设预计有望维持较快增速，大联接、大计算、大数据、大应用、大安全多点开花，并把握大模型、大数据、高算力为基础的AIGC爆发带来的全新机遇。我们预计公司2023/24/25年营业收入3910/4319/4786亿元，净利润84.7/99.6/117.6亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：行业监管政策变化的风险、5G业务发展和运营面临商业模式不成熟的风险、市场竞争进一步加剧的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	327854	354944	390961	431858	478619
同比增长	8%	8%	10%	10%	11%
营业利润(百万元)	17696	20401	22702	26878	31961
同比增长	14%	15%	11%	18%	19%
归母净利润(百万元)	6305	7299	8473	9956	11761
同比增长	14%	16%	16%	17%	18%
每股收益(元)	0.20	0.23	0.27	0.31	0.37

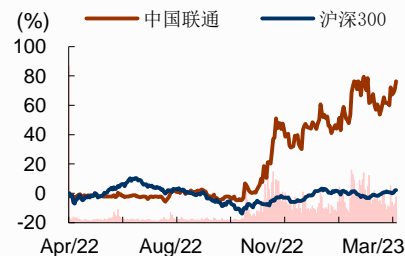
TMT及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：5.51元

基础数据

总股本(万股)	3180444
已上市流通股(万股)	3096565
总市值(亿元)	1931
流通市值(亿元)	1880
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	45.9%
主要股东	中国联合网络通信集团有限公司
主要股东持股比例	35.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	81	77
相对表现	-2	72	78



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国联通(600050)——聚焦数字经济建设，产业互联网高速增长》2023-03-09
- 《中国联通(600050)——业绩稳健快速增长，会计变更巩固高质量发展》2023-01-19
- 《中国联通(600050)——三季度业绩创同期新高，新兴业务表现亮眼》2022-10-30

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

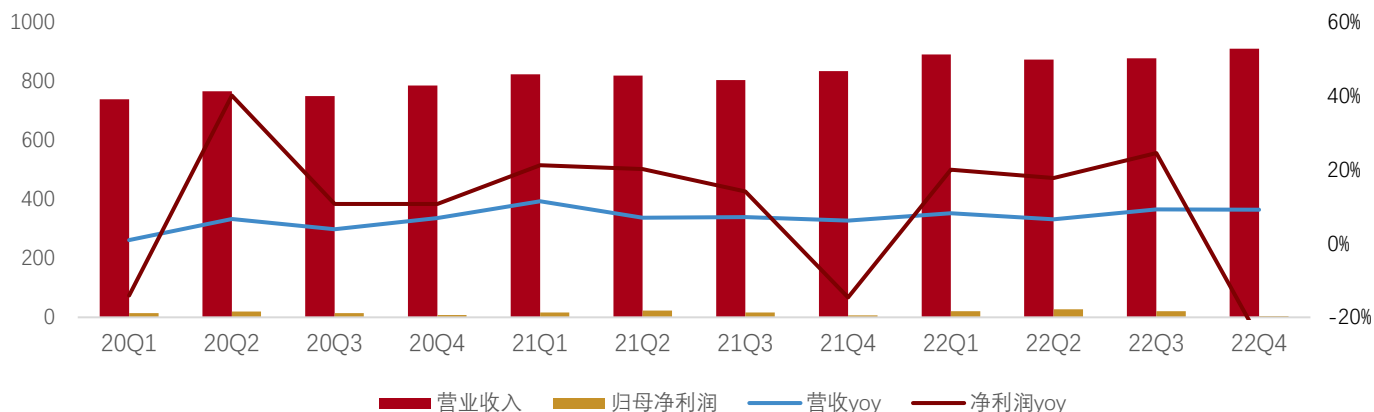
刘浩天 研究助理

liuhaotian@cmschina.com.cn

PE	29.8	26.4	22.8	19.4	16.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

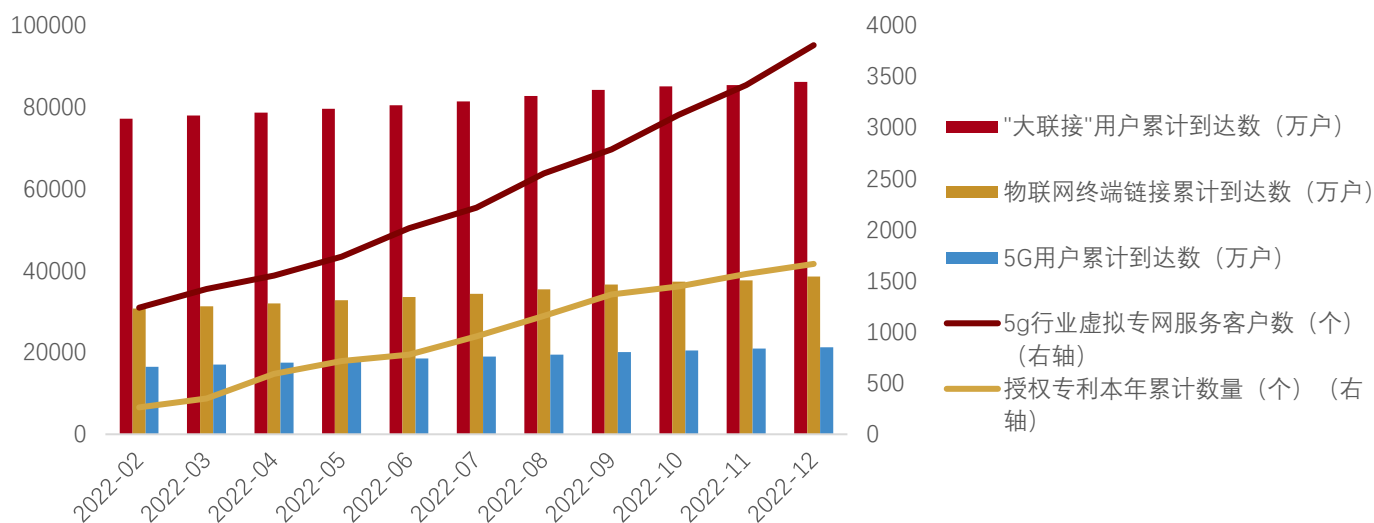
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：公司单季度营收、净利润情况（亿元、%）



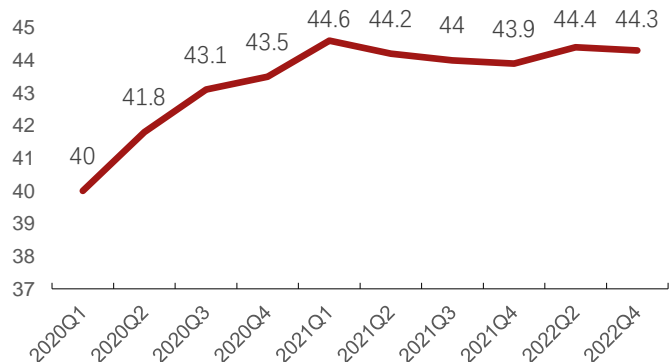
资料来源：Wind、招商证券

图 2：公司单季度运营情况



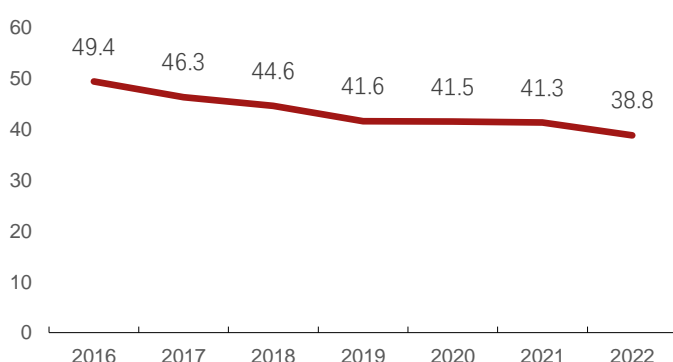
资料来源：Wind、招商证券

图 3：移动 ARPU (元/月/户)



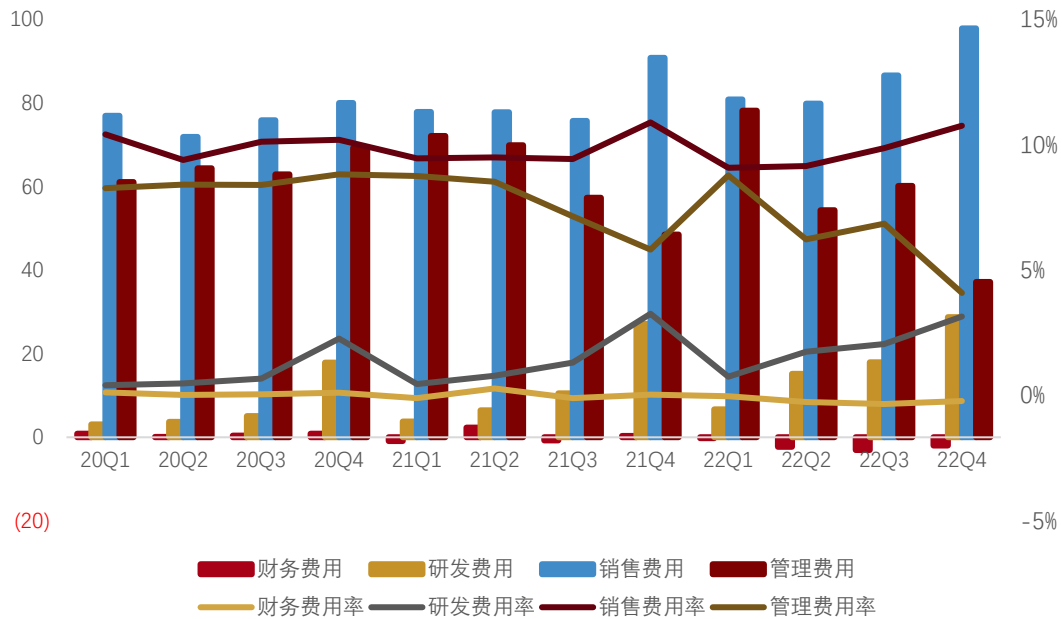
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：家庭宽带综合 ARPU (元/月/户)



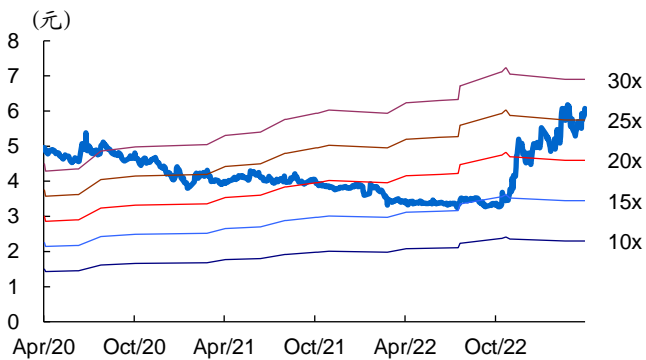
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司单季度费用率情况（亿元、%）



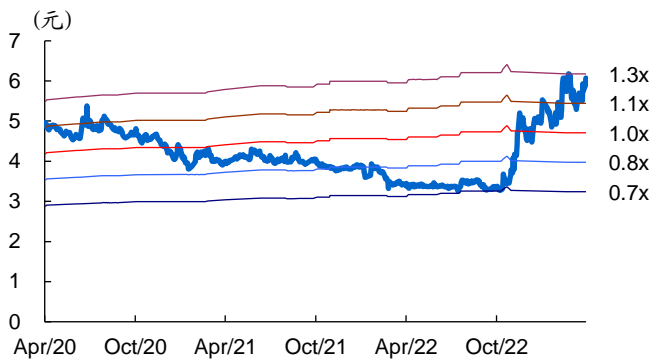
资料来源：Wind、招商证券

图 6：中国联通历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 7：中国联通历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	126252	146269	158523	220321	272053
现金	46273	70036	113546	135625	178459
交易性投资	3287	2955	2000	1000	1000
应收票据	519	260	609	673	746
应收款项	19352	27971	15646	18435	20431
其它应收款	0	0	4379	4838	5361
存货	1846	1882	2993	2588	2834
其他	54974	43165	19349	57161	63222
非流动资产	467033	498418	478829	472522	465952
长期股权投资	48416	51051	46265	46000	46000
固定资产	310905	303280	309735	304860	299007
无形资产商誉	29244	32600	31340	30706	30135
其他	78467	111487	91489	90956	90809
资产总计	593284	644687	637352	692843	738005
流动负债	235138	247984	248393	278752	301489
短期借款	385	502	780	700	600
应付账款	129764	149340	131888	171973	188297
预收账款	45838	45125	56538	61888	67762
其他	59151	53017	59187	44191	44830
长期负债	21936	49429	25822	32648	33622
长期借款	1835	1828	1969	2069	2138
其他	20101	47601	23852	30580	31484
负债合计	257074	297413	274215	311400	335111
股本	30991	31804	31804	31804	31804
资本公积金	77361	77527	77527	77527	77527
留存收益	40865	45039	50046	55596	61981
少数股东权益	186993	192904	203760	216515	231583
归属于母公司所有者权益	149217	154370	159377	164927	171312
负债及权益合计	593284	644687	637352	692843	738005

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	111972	101708	122817	75373	102587
净利润	6305	7299	8473	9956	11761
折旧摊销	71342	70726	67448	68703	67581
财务费用	1176	992	(489)	(672)	(683)
投资收益	(4377)	(4328)	(5168)	(5038)	(5038)
营运资金变动	28284	17719	44572	(11684)	12893
其它	9241	9300	7981	14107	16072
投资活动现金流	(74780)	(56127)	(42009)	(56349)	(55962)
资本支出	(72047)	(72467)	(72000)	(62500)	(60500)
其他投资	(2733)	16340	29991	6151	4538
筹资活动现金流	(25910)	(24949)	(37297)	3055	(3791)
借款变动	(13987)	(48859)	(11895)	62	(1)
普通股增加	(24)	813	0	0	0
资本公积增加	(1233)	166	0	0	0
股利分配	(3553)	(4833)	(3467)	(4406)	(5376)
其他	(7113)	27764	(21935)	7399	1587
现金净增加额	11281	20632	43511	22079	42834

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	327854	354944	390961	431858	478619
营业成本	247361	268881	293084	320815	351266
营业税金及附加	1427	1397	1539	1700	1884
营业费用	32212	34455	38314	42322	46905
管理费用	24780	22981	29322	32821	36375
研发费用	4792	6836	5239	5614	6031
财务费用	97	(748)	(489)	(672)	(683)
资产减值损失	(3301)	(6918)	(6418)	(7418)	(9918)
公允价值变动收益	(39)	24	200	150	150
其他收益	2997	3167	1980	1900	1900
投资收益	853	2988	2988	2988	2988
营业利润	17696	20401	22702	26878	31961
营业外收入	638	778	960	960	960
营业外支出	526	812	500	500	500
利润总额	17807	20367	23162	27338	32421
所得税	3391	3716	3833	4626	5592
少数股东损益	8111	9352	10856	12755	15068
归属于母公司净利润	6305	7299	8473	9956	11761

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	8%	8%	10%	10%	11%
营业利润	14%	15%	11%	18%	19%
归母净利润	14%	16%	16%	17%	18%
获利能力					
毛利率	24.6%	24.2%	25.0%	25.7%	26.6%
净利率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%
ROE	4.2%	4.7%	5.3%	6.0%	6.9%
ROIC	4.0%	4.3%	4.9%	5.5%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	46.1%	43.0%	44.9%	45.4%
净负债比率	3.0%	2.4%	0.5%	0.5%	0.5%
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	130.3	144.2	120.2	115.0	129.6
应收账款周转率	16.5	14.8	17.6	24.4	23.8
应付账款周转率	2.0	1.9	2.1	2.1	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.20	0.23	0.27	0.31	0.37
每股经营净现金	3.61	3.20	3.86	2.37	3.23
每股净资产	4.81	4.85	5.01	5.19	5.39
每股股利	0.09	0.11	0.14	0.17	0.21
估值比率					
PE	29.8	26.4	22.8	19.4	16.4
PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.3	3.1	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

刘浩天 招商证券通信行业研究助理 中央财经大学金融硕士，曾就职于安信证券，2022年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。