

**投资评级 优于大市 维持**

# 一体推进“网+云+DICT”，Q1业绩稳增

**股票数据**

04月21日收盘价(元)	101.29
52周股价波动(元)	57.59-106.00
总股本/流通A股(百万股)	21368/759
总市值/流通市值(百万元)	2164341/2149741

**相关研究**

《业绩延续出色表现，云业务增势强劲，进入第一阵营》2023.03.27

《业绩稳健增长，再发股权激励助推增长》2022.10.22

《CHBN 全面增长，算力网络扬帆起航》2022.04.23

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	10.6	26.6	30.1
相对涨幅 (%)	9.3	29.3	33.6

资料来源：海通证券研究所

**投资要点：**

- 事件：**公司 23Q1 营收 2507 亿元 (同比+10.3%)，其中主营业务收入 2098 亿元 (同比+8.3%)；归母净利润 281 亿元 (同比+9.5%)，扣非归母净利润为 241 亿元 (同比+0.3%)。EBITDA 为 799 亿元 (同比+4.9%)，占主营业务收入比重为 38.1%，加权平均 ROE 为 2.2% (同比+0.1pp)。
- 个人、家庭市场稳中有升。**截至 23Q1，公司移动客户达 9.83 亿户，环比+0.8%，其中 5G 套餐用户数达 6.89 亿户，环比+12.2%，5G 套餐渗透率达 70.1% (环比+7.1pp)，移动 ARPU 为 47.9 元 (同比+0.8%)。家庭市场方面，公司持续打造 HDICT 新场景，做大智慧家庭贡献，截至 23Q1，公司有线宽带客户达 2.81 亿户 (环比+3.3%)，有线宽带 ARPU 为 31.4 元 (同比-3.1%)，家庭客户综合 ARPU 为 39.2 元 (同比+3.5%)。
- 政企市场保持增长动能。**23Q1 公司 DICT 业务收入达到 294 亿元 (同比+23.9%)，占主营业务收入比为 14.0%。公司在政企市场方面，一体推进“网+云+DICT”规模扩展，推动政企基础业务提质增量，规模复制推广成熟行业应用，持续做优做大移动云规模。
- 毛利率小幅抬升，整体费用维持低位。**23Q1 公司整体毛利率 24.46% (同比+0.4pp)。费用方面，23Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别实现 5.2% (同比+0.1pp)、5.1% (同比-0.2pp)、-0.1% (同比+1.0pp)、1.1% (同比+0.1pp)，整体费用率控制在 11.4% (同比+1.0pp)。
- 盈利预测及投资建议。**我们看好公司紧抓数字经济历史性机遇，持续推进“网+云+DICT”规模拓展，新兴业务成长空间广阔。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 10314.62 亿元、11333.15 亿元、12457.67 亿元，归母净利润分别为 1360.00 亿元、1469.37 亿元和 1585.47 亿元，BPS 分别为 61.01 元、63.09 元和 65.34 元。参考全球主流电信运营商 PB，给予 2023 年 PB 区间 1.5-1.7 倍，对应合理价值区间 91.52-103.72 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**DICT 业务推进不及预期；移动业务边际改善不及预期。

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**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	848258	937259	1031462	1133315	1245767
(+/-)YoY(%)	10.4%	10.5%	10.1%	9.9%	9.9%
净利润(百万元)	115937	125459	136000	146937	158547
(+/-)YoY(%)	7.5%	8.2%	8.4%	8.0%	7.9%
全面摊薄 EPS(元)	5.43	5.87	6.36	6.88	7.42
毛利率(%)	28.8%	27.8%	26.7%	25.9%	25.4%
净资产收益率(%)	9.9%	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%

资料来源：公司年报 (2021A-2022A)，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
601728.SH	中国电信	6.64	6076	0.28	0.30	0.34	0.38	23	22	20	18	1.35
600050.SH	中国联通	5.51	1752	0.20	0.23	0.29	0.29	28	24	19	19	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	-	7	7	1.31
平均								16	18	14	13	1.35

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
<b>主营业务收入</b>				
营业收入 (亿元)	8120.58	8749.60	9455.14	10260.39
增长率 (%)	8.07%	7.75%	8.06%	8.52%
<b>销售产品收入</b>				
营业收入 (亿元)	1252.01	1565.01	1878.02	2197.28
增长率 (%)	29.27%	25%	20%	17%
<b>收入合计 (亿元)</b>	<b>9372.59</b>	<b>10314.62</b>	<b>11333.15</b>	<b>12457.67</b>
<b>综合增长率 (%)</b>	<b>10.49%</b>	<b>10.05%</b>	<b>9.87%</b>	<b>9.92%</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>27.78%</b>	<b>26.75%</b>	<b>25.94%</b>	<b>25.38%</b>

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	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>937259</b>	<b>1031462</b>	<b>1133315</b>	<b>1245767</b>
每股收益	5.87	6.36	6.88	7.42	营业成本	676863	755551	839372	929627
每股净资产	59.08	61.01	63.09	65.34	毛利率%	27.8%	26.7%	25.9%	25.4%
每股经营现金流	13.14	16.10	15.89	17.07	营业税金及附加	2898	3189	3504	3852
每股股利	3.53	4.46	4.81	5.20	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	49592	50542	51566	53568
P/E	17.25	15.91	14.73	13.65	营业费用率%	5.3%	4.9%	4.6%	4.3%
P/B	1.71	1.66	1.61	1.55	管理费用	54533	55699	56666	57928
P/S	49.01	44.53	40.53	36.87	管理费用率%	5.8%	5.4%	5.0%	4.7%
EV/EBITDA	9.69	6.39	5.59	4.80	EBIT	137686	145646	158408	173385
股息率%	<b>3.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.1%</b>	财务费用	-8605	-9497	-10464	-10945
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
毛利率	27.8%	26.7%	25.9%	25.4%	资产减值损失	-691	-704	-735	-765
净利润率	13.4%	13.2%	13.0%	12.7%	投资收益	13181	17019	18133	18687
净资产收益率	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	<b>营业利润</b>	<b>161306</b>	<b>173973</b>	<b>187900</b>	<b>202796</b>
资产回报率	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	营业外收支	1566	1700	1900	2000
投资回报率	7.7%	7.8%	8.2%	8.5%	<b>利润总额</b>	<b>162872</b>	<b>175673</b>	<b>189800</b>	<b>204796</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	137686	299925	320192	342459
营业收入增长率	10.5%	10.1%	9.9%	9.9%	所得税	37278	39526	42705	46079
EBIT 增长率	8.4%	5.8%	8.8%	9.5%	有效所得税率%	22.9%	22.5%	22.5%	22.5%
净利润增长率	8.2%	8.4%	8.0%	7.9%	少数股东损益	135	146	158	171
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>125459</b>	<b>136000</b>	<b>146937</b>	<b>158547</b>
资产负债率	33.4%	35.7%	37.3%	38.8%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	0.86	1.02	1.17	1.31	货币资金	223483	379802	526405	693048
速动比率	0.79	0.96	1.11	1.25	应收账款及应收票据	43534	43204	47470	52181
现金比率	0.42	0.63	0.79	0.95	存货	11696	12429	13958	15451
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	177658	178780	184814	190853
应收账款周转天数	16.65	16.65	16.65	16.65	流动资产合计	456371	614215	772648	951532
存货周转天数	6.31	6.13	6.19	6.19	长期股权投资	175649	175649	175649	175649
总资产周转率	0.49	0.51	0.53	0.54	固定资产	716511	699157	672794	636635
固定资产周转率	1.31	1.48	1.68	1.96	在建工程	69776	69776	69776	69776
					无形资产	46509	47584	48163	48248
					非流动资产合计	1443867	1418588	1383804	1338729
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1900238</b>	<b>2032803</b>	<b>2156452</b>	<b>2290261</b>
净利润	125459	136000	146937	158547	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	135	146	158	171	应付票据及应付账款	286065	319321	354747	392892
非现金支出	5144	159688	167689	175523	预收账款	84446	97454	106568	116512
非经营收益	-24891	-16150	-16904	-16998	其它流动负债	162826	187403	201823	219360
营运资金变动	174903	64357	41675	47386	流动负债合计	533337	604178	663138	728763
<b>经营活动现金流</b>	<b>280750</b>	<b>344041</b>	<b>339555</b>	<b>364628</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-189063	-127300	-125100	-122000	其它长期负债	100778	120778	140778	160778
投资	-80960	0	0	0	非流动负债合计	100778	120778	140778	160778
其他	31970	17019	18133	18687	<b>负债总计</b>	<b>634115</b>	<b>724956</b>	<b>803916</b>	<b>889541</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-238053</b>	<b>-110281</b>	<b>-106967</b>	<b>-103313</b>	实收资本	453504	453504	453504	453504
债权募资	0	20000	20000	20000	归属于母公司所有者权益	1262048	1303625	1348156	1396170
股权募资	3335	0	0	0	少数股东权益	4075	4221	4379	4550
其他	-123849	-97442	-105985	-114671	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1900238</b>	<b>2032803</b>	<b>2156452</b>	<b>2290261</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-120514</b>	<b>-77442</b>	<b>-85985</b>	<b>-94671</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-76837</b>	<b>156319</b>	<b>146604</b>	<b>166643</b>					

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 (2022A), 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。