

**投资评级：买入（维持）**
**报告日期：2023年3月8日**
**市场数据**

目前股价	6.07
总市值(亿元)	1930.53
流通市值(亿元)	1879.42
总股本(万股)	3,096,610
流通股本(万股)	3,096,241
12个月最高/最低	6.29/3.30

**分析师**

分析师:侯宾 S1070522080001

☎ 010-88366060

✉ houbin@cgws.com

**股价表现**


数据来源: iFind

**相关报告**

# 业绩持续创新高，全面拥抱数字经济新蓝海

## ——中国联通（600050）公司2022年报点评

**盈利预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	327854.49	354943.88	389160.47	429438.58	468088.05
YoY(%)	7.90%	8.26%	9.64%	10.35%	9.00%
净利润(百万元)	6305.47	7299.49	8314.39	9339.86	10385.99
YoY(%)	14.20%	15.76%	13.90%	12.33%	11.20%
摊薄EPS	0.21	0.23	0.26	0.29	0.33
P/E(倍)	29.47	25.94	23.22	20.67	18.59

资料来源: 长城证券研究院

**核心观点**

- **事件：**中国联通发布2022年年报。报告期内，公司实现营收3549.44亿元，同比增长8.3%；归母净利润72.99亿元，同比增长15.8%；扣非净利润66.79亿元，同比增长3.5%。公司业绩稳定增长，利润增速基本符合我们的预期。
- **产业互联网收入大幅提升，五大板块驱动整体业绩增长：**2022年，公司产业互联网业务实现收入705亿元，同比大幅增长29.9%，实现规模和增速的双增长，驱动公司整体营收增长。得益于产业互联网业务占总营收比重不断提升，达到22.1%，公司整体收入结构不断持续优化。其中，大联接价值生长，物联网连接数达到3.9亿，实现收入86亿元，同比增长42%。大计算积厚成势，“联通云”继续翻倍增长。大数据持续领先，实现收入40亿元，同比增长达到58%。大应用实现领航，截至2022年底累计打造1.6万个5G规模化应用项目。大安全快速发展，2022年收入增幅近4倍。
- **联通云增速领先，打造安全数智云：**2022年“联通云”继续翻倍增长，实现收入361亿元，同比增速达到121%，增速领跑中国公有云市场。联通推出联通云7.0版本，进一步强化“安全数智云”的品牌形象。公司自主可控云全栈产品实现100%自研，并推出了自研操作系统CuLinux、自研数据库CUDB，适配90%以上国产化主流软硬件产品，满足客户国产化需求，在全国政务云平台评分中名列第一。
- **提前布局算力、AI等，迎来全新发展机遇：**为落实东数西算战略，公司进一步夯实算力根基，在云计算、IDC、骨干承载网等方面实现充沛的资源供给、完善的算力布局以及行业领先的多云协同。2023年，公司算力网络资本开支达到124亿元，同比增长16.8%，占总资本开支约17%。公司早先已布局计算机视觉、自然语言处理、语音处理和人机交互等领域技术研发。随着以大模型、大数据、高算力为基础的AIGC爆发，公司迎来全新的发展机遇。内部应用方面，AI基础能力可应用于智能客服、智慧运营等，有效提升运营效能及服务水平；外部赋能方面，公司利用AI技术落地300+政企行业客户的100+行业场景应用。此外，公司还与战略投资者百度探索在AI方面更多合作构建行业AI生态链，聚力加速中国式现代化。
- **子公司分拆上市，车联网布局成果显现：**公司公告拟将控股子公司智网科技分拆至科创板上市。智网科技专注于车联网领域，形成了车联网联接、车联网运营及创新应用三大业务板块。本次分拆上市有助于促进智网科技技术水平提升及业务规模扩大，进一步增强公司在车联网领域的影响力。
- **体系有待重构，估值提升依旧可期：**公司是首个回应探索重塑估值体系的中央企业，通过举办首个行业投资者说明活动，积极探索估值体系的重塑升级。公

司产业互联网业务营收高速增长，乘着中国特色估值体系重塑提振的东风，有望带动公司整体估值进一步提升。

- **三费比率下降，研发费用维持高增：**2022年，公司销售/管理/财务费用率分别为9.71%/6.47%/-0.21%，分别同比下降0.12/1.09/0.24pct。公司提质增效专项行动效果明显，管理费用同比下降7.3%。研发方面，公司研发费用为68.36亿元，同比增长42.7%，研发费用率达到1.93%，同比增加0.47pct。公司加大科技创新及人才投入，研发转化成果显著，自研产品收入增速达到70%。
- **盈利预测及评级：**公司产业互联网业务增速实现大幅增长，作为第一驱动力带动公司整体的业绩增长。联通云增速领跑公有云市场，通过发力自研，已打造出“安全数智云”的品牌形象。针对算力、AI等未来新业态，公司通过与战略投资者百度合作等方式积极布局相关的技术研发，已拥有一定的技术储备，带给公司全新的发展机遇。在国企估值重塑的大潮下，我们认为公司产业互联网业务的高速增长有望带动公司整体估值的进一步提升。我们持续看好中国联通的未来发展，预计2023-2025年公司实现营业收入3892/4294/4681亿元，归母净利润83/93/104亿元，EPS 0.26/0.29/0.33元，对应PE分别为23/21/19倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产业数字化发展不及预期；5G用户渗透率不及预期；市场竞争加剧；用户流失风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	327854.49	354943.88	389160.47	429438.58	468088.05	成长性					
营业成本	247360.58	268880.82	292003.02	322078.93	352002.21	营业收入增长	7.90%	8.26%	9.64%	10.35%	9.00%
销售费用	32212.43	34455.26	41251.01	45091.05	47744.98	营业成本增长	10.16%	8.70%	8.60%	10.30%	9.29%
管理费用	24779.62	22981.14	25100.85	26625.19	28085.28	营业利润增长	13.51%	15.29%	14.21%	12.17%	11.30%
研发费用	4792.17	6836.08	8561.53	9877.09	11702.20	利润总额增长	11.58%	14.38%	14.59%	12.00%	11.37%
财务费用	96.71	-747.63	-352.45	-646.73	-564.44	归母净利润增长	14.20%	15.76%	13.90%	12.33%	11.20%
其他收益	2996.56	3166.82	3081.69	3124.26	3102.97	盈利能力					
投资净收益	4376.75	4328.27	4352.51	4340.39	4346.45	毛利率	24.55%	24.25%	24.97%	25.00%	24.80%
营业利润	17695.80	20401.49	23300.56	26136.70	29090.03	销售净利率	5.40%	5.75%	5.99%	6.09%	6.21%
营业外收支	111.53	-34.04	38.74	2.35	20.55	ROE	4.29%	4.79%	5.13%	5.49%	5.80%
利润总额	17807.32	20367.45	23339.30	26139.05	29110.58	ROIC	0.19%	5.92%	8.53%	12.49%	27.86%
所得税	3391.14	3716.15	4351.50	4821.36	5398.49	营运效率					
少数股东损益	8110.72	9351.81	10673.41	11977.83	13326.10	销售费用/营业收入	9.83%	9.71%	10.60%	10.50%	10.20%
归母净利润	6305.47	7299.49	8314.39	9339.86	10385.99	管理费用/营业收入	7.56%	6.47%	6.45%	6.20%	6.00%
资产负债表						研发费用/营业收入	1.46%	1.93%	2.20%	2.30%	2.50%
流动资产	126251.86	146268.90	241937.26	342911.70	442019.54	财务费用/营业收入	0.03%	-0.21%	-0.09%	-0.15%	-0.12%
货币资金	46273.23	70035.54	164100.02	256384.21	357600.14	投资收益/营业利润	24.73%	21.22%	18.68%	16.61%	14.94%
应收票据及应收账款合计	19871.15	28230.94	22412.77	32994.47	28586.97	所得税/利润总额	19.04%	18.25%	18.64%	18.45%	18.54%
其他应收款	3244.46	3883.37	3563.91	3723.64	3643.78	应收账款周转率	16.89	15.00	15.66	15.81	15.48
存货	1846.26	1882.08	2830.47	2039.10	3255.49	存货周转率	172.66	190.40	165.16	176.38	176.82
非流动资产	467032.62	498418.13	419011.39	360251.24	291274.66	流动资产周转率	2.79	2.60	2.00	1.47	1.19
固定资产	310915.66	303280.25	259644.98	209109.66	155625.99	总资产周转率	0.56	0.57	0.60	0.63	0.65
资产总计	593284.48	644687.03	660948.65	703162.94	733294.21	偿债能力					
流动负债	235137.84	247983.99	256613.36	273930.29	287201.88	资产负债率	43.33%	46.13%	43.95%	44.75%	44.25%
短期借款	385.26	502.11	-	-	-	流动比率	0.54	0.59	0.94	1.25	1.54
应付款项	139294.03	154884.12	166243.47	177206.34	195398.82	速动比率	0.53	0.58	0.93	1.24	1.53
非流动负债	21936.29	49428.57	33851.14	40726.05	37288.60	每股指标 (元)					
长期借款	1834.98	1827.60	-	-	-	EPS	0.21	0.23	0.26	0.29	0.33
负债合计	257074.13	297412.55	290464.50	314656.35	324490.47	每股净资产	4.69	4.85	5.25	5.44	5.66
股东权益	336210.35	347274.47	370484.15	388506.59	408803.73	每股经营现金流	3.52	3.20	2.44	2.79	2.98
股本	30991.39	31804.44	31804.44	31804.44	31804.44	每股经营现金/EPS	17.09	13.67	9.34	9.49	9.14
留存收益	124286.00	129756.09	135102.27	141146.88	148117.92	估值					
少数股东权益	186993.20	192904.04	203577.45	215555.28	228881.38	PE	29.47	25.94	23.22	20.67	18.59
负债和权益总计	593284.48	644687.03	660948.65	703162.94	733294.21	PEG	2.12	2.07	1.56	1.48	1.49
现金流量表						PB	1.29	1.25	1.16	1.12	1.07
经营活动现金流	111971.58	101708.33	77653.81	88625.24	94916.39	EV/EBITDA	2.52	2.46	2.18	1.11	0.20
其中营运资本减少	9467.55	11635.75	4018.34	11951.31	15287.36	EV/SALES	0.72	0.58	0.49	0.24	0.04
投资活动现金流	-74779.78	-56126.87	9379.67	8700.65	7953.46	EV/IC	0.87	0.95	1.14	1.22	2.25
其中资本支出	-3416.78	6552.81	-7317.50	-6282.89	-3751.53	ROIC/WACC	0.60	0.69	0.99	1.45	3.23
融资活动现金流	-25910.33	-24949.16	7031.00	-5041.70	-1653.92	REP	1.46	1.38	1.15	0.84	0.70
净现金总变化	11281.47	20632.31	94064.47	92284.19	101215.93						

## 研究员介绍及承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

### 公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

### 行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

## 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>