

天翼云维持高增长，分红比例进一步提升彰显投资价值

2024 年 03 月 27 日

➤ **事件。**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 5078 亿元，同比增长 6.9%；实现归母净利润 304 亿元，同比增长 10.3%。其中 23Q4，公司实现营业收入 1267 亿元，同比增长 8.2%，实现归母净利润 33.5 亿元，同比增长 9.66%。

➤ **天翼云维持高增长趋势，23 年公司分红比例增长至 70%。**分业务来看，2023 年公司移动通信服务收入实现 1957 亿元，同比增长 2.4%，其中移动增值及应用收入实现 258 亿元，同比增长 12.4%，移动用户 ARPU3 实现 45.4 元，同比增长 0.4%；固网及智慧家庭服务收入实现 1231 亿元，同比增长 3.8%，其中智慧家庭业务收入实现 190 亿元，同比增长 12.8%，宽带综合 ARPU4 实现 47.6 元，同比增长 2.8%。2023 年政企客户规模持续提升，政企客户数同比增长 11.3%，同年公司产数业务收入实现人民币 1389 亿元，同比增长 17.9%，对服务业务的增量收入从 2021 年 51.6%提升至 70.4%。2023 年公司天翼云收入实现 972 亿元，同比增长 67.9%，天翼云保持政务公有云基础设施第一和全球运营商云第一的头部地位，市场份额在国内公有云 IaaS 和 IaaS+PaaS 前三中实现持续提升，2024 年天翼云将向智能云升级。2023 年公司毛利率实现 28.8%，相比去年增加+0.4pct，期间费用中，2023 年除研发费用外，其他费用收入占比均下降，公司降本增效效果显现，作为新要素中一环，2023 年公司其中研发费用 131 亿元，三年 CAGR 175.6%。2020/2021/2022/2023 年公司分红派息比例分别为 40%/60%/65%/ (>) 70%，公司表示三年内现金分红比例将达到 75%。

➤ **云网融合发展打造算力基础设施，布局新业务加快形成新质生产力。**公司打造云网融合的数字算力底座，2023 年公司智算新增 8.1EFLOPS，同比增长 279.3%，京沪苏贵宁和内蒙等节点已具备千卡以上训练资源，2024 年预计上海单池万卡液冷智算中心投产，同年预计智算新增大于 10EFLOPS。资本开支方面，2024 年公司将在云/算力领域投资 180 亿元。2023 年公司资本开支共计 988 亿元，2024 年预计为 960 亿元，同比下降 2.9%，其中移动网投资 348 亿元，2024 年预计投资 295 亿元，同比下降 15.2%。在新要素领域投入上，公司持续加大高端科技人才引入并且持续加大员工队伍转型。未来公司将推动云网融合，聚焦云、网、人工智能、量子/安全四大技术方向，重点布局云计算及算力、新一代信息通信、大数据、人工智能、安全、量子、数字平台等七大战略性新兴产业和未来产业。

➤ **投资建议：**公司在四大技术方向，七大战略性新兴产业和未来产业的发展方向上持续发展新质生产力，我们预计 2024/2025/2026 年分别实现归母净利润 335.41/369.67/407.64 亿元，对应 PE16/15/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**云网融合业务发展不及预期，2024 年 C 端用户发展速度放缓。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	507,843	543,474	580,721	620,673
增长率 (%)	6.9	7.0	6.9	6.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,446	33,541	36,967	40,764
增长率 (%)	10.3	10.2	10.2	10.3
每股收益 (元)	0.33	0.37	0.40	0.45
PE	18	16	15	13
PB	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.94 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majawei@mszq.com

分析师 杨东渝

执业证书：S0100523080001

邮箱：yangdongyu@mszq.com

相关研究

1. 中国电信 (601728.SH) 2023 年三季度报点评：归母净利润同比保持两位数增长，持续强化新兴领域布局-2023/10/21
2. 中国电信 (601728.SH) 2023 年半年报点评：算力平台建设持续深化，云计算和大模型等领域加速发展-2023/08/10
3. 中国电信 (601728.SH) 2022 年年报点评：天翼云目标千亿，产业数字化业务构筑核心增长引擎-2023/03/23
4. 中国电信 (601728.SH) 2022 年三季度报点评：固移业务稳步增长，产业数字化加速发展-2022/10/23
5. 中国电信 (601728.SH) 2022 年中报点评：移动业务增速引领行业，天翼云持续翻倍增长-2022/08/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	507,843	543,474	580,721	620,673
营业成本	361,422	385,273	410,848	438,549
营业税金及附加	1,862	1,992	2,129	2,275
销售费用	56,117	60,217	64,460	68,895
管理费用	35,715	38,221	40,841	43,447
研发费用	13,052	13,967	14,925	15,951
EBIT	39,915	44,035	47,944	52,200
财务费用	332	851	539	168
资产减值损失	-278	-407	-411	-414
投资收益	2,374	2,541	2,715	2,902
营业利润	42,569	46,840	51,277	56,195
营业外收支	-3,365	-3,400	-3,400	-3,400
利润总额	39,204	43,440	47,877	52,795
所得税	8,776	9,731	10,724	11,826
净利润	30,428	33,710	37,153	40,969
归属于母公司净利润	30,446	33,541	36,967	40,764
EBITDA	139,417	145,162	152,096	158,971

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	91,851	115,565	136,680	170,671
应收账款及票据	32,210	31,283	33,604	36,106
预付款项	7,640	10,017	10,682	11,402
存货	3,417	3,874	4,154	4,459
其他流动资产	32,744	33,544	34,379	35,275
流动资产合计	167,863	194,283	219,499	257,913
长期股权投资	43,158	43,158	43,158	43,158
固定资产	409,455	416,040	417,350	414,241
无形资产	45,358	45,358	45,358	45,358
非流动资产合计	667,951	667,288	659,600	649,292
资产合计	835,814	861,571	879,099	907,205
短期借款	2,867	2,867	2,867	4,367
应付账款及票据	145,872	155,498	159,277	165,143
其他流动负债	152,288	156,049	155,556	160,637
流动负债合计	301,027	314,414	317,699	330,147
长期借款	5,142	5,142	5,742	6,342
其他长期负债	82,478	82,478	82,478	82,478
非流动负债合计	87,620	87,620	88,220	88,820
负债合计	388,647	402,034	405,919	418,967
股本	91,507	91,507	91,507	91,507
少数股东权益	4,241	4,409	4,595	4,800
股东权益合计	447,167	459,537	473,180	488,238
负债和股东权益合计	835,814	861,571	879,099	907,205

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.92	7.02	6.85	6.88
EBIT 增长率	5.85	10.32	8.88	8.88
净利润增长率	10.34	10.17	10.21	10.27
盈利能力 (%)				
毛利率	28.83	29.11	29.25	29.34
净利润率	6.00	6.17	6.37	6.57
总资产收益率 ROA	3.64	3.89	4.21	4.49
净资产收益率 ROE	6.87	7.37	7.89	8.43
偿债能力				
流动比率	0.56	0.62	0.69	0.78
速动比率	0.43	0.49	0.56	0.65
现金比率	0.31	0.37	0.43	0.52
资产负债率 (%)	46.50	46.66	46.17	46.18
经营效率				
应收账款周转天数	19.41	20.03	19.11	19.22
存货周转天数	3.45	3.41	3.52	3.54
总资产周转率	0.62	0.64	0.67	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.37	0.40	0.45
每股净资产	4.84	4.97	5.12	5.28
每股经营现金流	1.51	1.61	1.56	1.70
每股股利	0.23	0.26	0.28	0.31
估值分析				
PE	18	16	15	13
PB	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.71	3.56	3.40	3.25
股息收益率 (%)	3.93	4.33	4.77	5.26

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	30,428	33,710	37,153	40,969
折旧和摊销	99,502	101,127	104,152	106,771
营运资金变动	-5,344	6,787	-4,777	2,508
经营活动现金流	138,623	147,543	142,305	155,840
资本开支	-88,862	-86,114	-82,068	-81,960
投资	-15	0	0	0
投资活动现金流	-93,962	-83,573	-79,353	-79,058
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-5,251	0	600	2,100
筹资活动现金流	-36,122	-40,256	-41,838	-42,790
现金净流量	8,581	23,714	21,114	33,991

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026