



AI 浪潮大周期，数智云应用破局

—— 中国联通（600050.SH）深度报告

通信首席分析师：赵良毕

通信分析师：赵中兴

研究助理：刘璐

AI 浪潮大周期，数智云应用破局

2025 年 03 月 03 日

核心观点

- **国产算网基建高速发展趋势不改，国家队科技引领优势有望带来新机遇。**
自主可控大趋势已定且逐步深化，国资国企是我国新型算网基础设施建设的重要主体，在我国数字经济发展中发挥着“底座”作用。电信运营商有庞大的服务器集群和强大的算力基础，作为国家队代表，积极响应数字经济智算中心布局，更快速推动人工智能发展。从科技产业链布局来看，受益算网基建新变革有望超预期，电信运营商推进云计算发展，夯实自 IaaS 到 SaaS 的全产业链布局。中国联通在数智应用业务、网信安全、大数据业务等新兴领域有望实现资源整合、优化产业链布局，构建更加完善的科技新生态。我们认为国产算力大变局推动电信运营商改革发展进程中，被价值低估的国有资产估值有望企稳回升，随着业绩的稳步增长，公司中长期投资价值凸现。
- **5G “收获期” ICT 综合发展，2B/2C 端齐发力，经营业绩有望超预期。**
公司大联接业务方面，5G 进入全面收获期，传统业务及物联网用户规模企稳向上，5G 用户渗透率稳步提升，ARPU 值维持稳中有升，通信大联接基本盘量收有望实现稳健增长。**大计算业务方面**，公司资本开支企稳及配置优化，一方面有效降低成本端压力，另一方面将进一步助力运营商智算业务发展，带来联通云业绩新增量。公司直接受益客户 AI 部署、IDC 数据中心和带宽专线服务需求的增长，带来成长新动能。**大数据业务方面**，公司率先实现全国 31 省数据的统一采集，成立专注大数据业务子公司，在数字资产及数据要素中具备较大的变现空间及原始积累，市场份额持续领先。**大应用方面**，国产算力降本增效算法变革，公司在全国 270 多个骨干云池预部署，接入多种产品场景，实现了 AI 模型在多场景、多产品中的广泛应用，为 AI 技术的普惠发展注入强劲动力，形成良性循环。**大安全业务方面**，政企上云背景下，公司凭借天然安全背书、属地优势、渠道积淀等优势，为政府机构和国有企业部署 AI 云服务，在安全自主可控背景下，政企客户规模有望带来业绩增长。
- **AI+带来高成长可期，公司的估值提振和业务新动能助力发展或超预期。**
公司不断落实“AI+”行动计划，完善云网边一体化布局，建设上海临港、呼和浩特等万卡智算中心，全面覆盖“东数西算”枢纽节点，资本开支向算力侧投入带来业绩新增量。公司始终高度重视股东回报，持续增加分红回馈股东彰显央企担当，在实现经营业绩稳健增长的同时，致力于和广大投资者共享公司长期发展成果。作为央企科技引领代表，充分发挥链长作用，数据、算力和算法全产业链布局，公司盈利能力、现金流资产不断改善，资产价值优势凸显，公司快速发展的持续性和弹性有望超预期。
- **投资建议：**受益算网基建新变革、下游 AI 应用普及有望超预期，公司基本盘经营稳健推进高质量发展，“AI+”行动取得突破打造第二增长曲线，有效赋能国家新质生产力转型升级。结合公司最新业绩情况，给予公司 2024 年-2026 年归母净利润预测值为 90.08 亿元、101.43 亿元、116.46 亿元，对应 EPS 为 0.28 元、0.32 元、0.37 元，对应 PE 为 21.82 倍、19.38 倍、16.87 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**国内外政策和技术摩擦不确定性的风险；运营商新兴业务不及预期的风险；AIGC 技术应用落地不及预期的风险。

通信行业

推荐 维持评级

分析师

赵良毕

☎: 010-8092-7619

✉: zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030003

赵中兴

✉: zhaozhongxing_yj@chinastock.com.cn

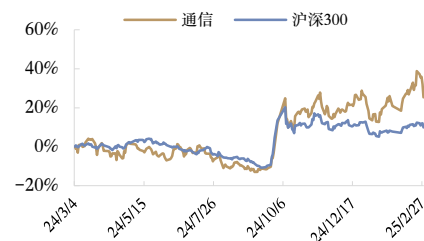
分析师登记编码: S0130524090002

研究助理: 刘璐

✉: yj.liulu@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-03-03



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河通信】行业深度: 提质重构, 聚焦“链主”创新破局-央企引领专题

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	3725.97	3837.75	4092.96	4415.89
收入增长率%	4.97	3.00	6.65	7.89
归母净利润(亿元)	81.73	90.08	101.43	116.46
利润增速%	11.96	10.22	12.60	14.83
毛利率%	24.52	25.13	24.85	24.75
摊薄 EPS(元)	0.26	0.28	0.32	0.37
PE	24.05	21.82	19.38	16.87
PB	1.23	1.19	1.14	1.09
PS	0.53	0.51	0.48	0.45

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 联通创新与股权优化，深化改革促产业链升级	5
（一） 创新不断，推动通信服务升级变革	5
（二） 战略投资者促多元化发展，优化股权助市场化治理	6
（三） 深化改革持续推进，算网产业链“链主”引领作用增强	6
二、 夯实科技 ICT，价值重构带来估值提振	8
（一） 运营商行业基本面稳健，电信业务总量两位数增长	8
（二） 电信周期波动促运营商求新，AI 赋能加速数字化转型	11
（三） 5G 投资结构调整，资本开支优化助力算力新业务崛起	13
（四） 提质增效重回报，价值重构有望带来估值溢价	15
三、 基本盘稳步提升，新旧动能转化带来边际改善	17
（一） 网络基建稳步推进，大联接基本盘规模持续扩大	17
（二） 数智业务持续推进，联通云等创新应用边际改善	18
（三） 数据要素价值有望加速释放，网信安全保驾护航	20
四、 盈利预测与投资建议	21
五、 风险提示	23

一、联通创新与股权优化，深化改革促产业链升级

（一）创新不断，推动通信服务升级变革

自 1994 年成立以来，中国联通以移动通信业务为肇始，经历多个关键发展阶段，从通信服务企业到技术服务企业升级，逐渐发展成为以科技创新引领的、全球领先的全业务电信运营商，而作为中国联通重要的业务板块——第二曲线业务也经历了从无到有、从弱到较强的“蝶变”。

第一阶段 1994—2008 年：破冰启航，奠定基础

中国联通于 1994 年 7 月 19 日正式成立，打破了通信市场的垄断格局，开启了市场化竞争的新时代。1995 年，公司开通了基于 GSM 制式的 2G 网络，推动中国通信业迈入数字时代。2001 年，中国联通建成全球最大的 CDMA 网络，成为少数同时运营 GSM 和 CDMA 两张网络的运营商。2008 年，中国联通与中国网通合并重组，成为全业务基础电信运营商，为后续发展奠定了坚实基础。

第二阶段 2009—2014 年：3G 引领，加速转型

2009 年，中国联通获得 WCDMA 制式 3G 牌照，迅速实现 3G 网络试商用，建成当时全球最大的 WCDMA 网络。同年，公司开售 iPhone 3GS 和 iPhone 3G，推动移动互联网发展。2011 年，中国联通首次提出企业信息化服务，以金融和中小企业为突破口，推动行业信息化。2012 年，公司以“智慧城市”建设为契机，打造行业应用孵化平台，确立了在移动办公、汽车信息化等领域的领先地位。2014 年，随着 4G 商用的推进，中国联通加快布局 IDC 与云计算、ICT 等热点领域，为数字化转型奠定基础。

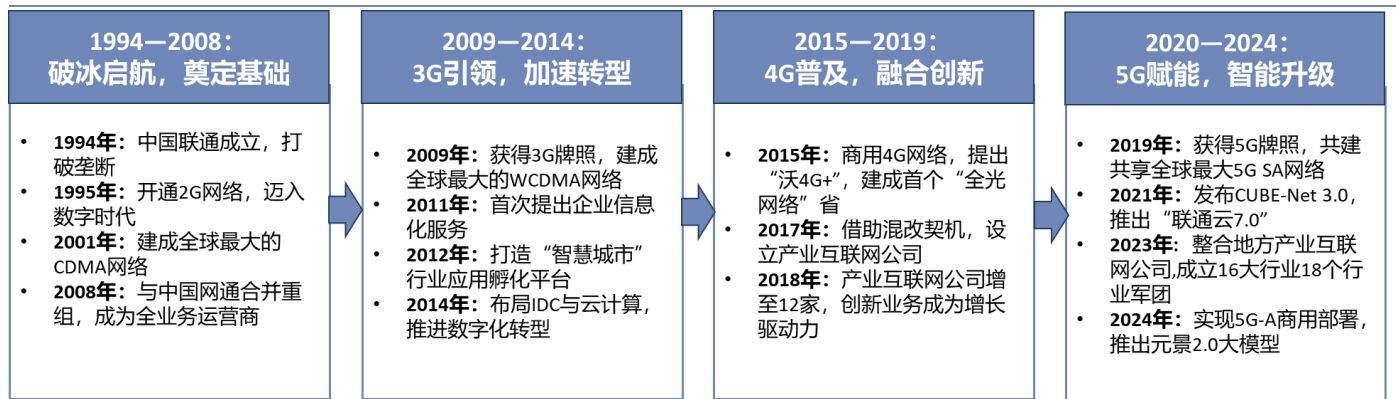
第三阶段 2015—2019 年：4G 普及，融合创新

2015 年，中国联通商用基于 LTE FDD 制式的 4G 网络，推动移动互联网普及，并提出“沃 4G+”，提升用户体验。同年，公司在山东建成首个“全光网络”省，加速固定网络光纤化改造。2016 年底，北方 10 个省（区、市）实现“全光网”覆盖。2017 年，中国联通借助混改契机，引入阿里巴巴、腾讯、百度等企业能力，率先在山东、广东、浙江设立产业互联网公司。2018 年，公司产业互联网公司增至 12 家，创新业务成为收入增长的主要驱动力。

第四阶段 2020—2024 年：5G 赋能，智能升级

2019 年，中国联通获得 5G 商用牌照，与中国电信共建共享 5G 网络，建成全球首个、规模最大、网速最快的 5G SA 共建共享网络。2020 年，公司发布“5G+工业互联网”解决方案，推动 5G 在垂直行业的应用。2021 年，中国联通发布 CUBE-Net 3.0，推动网络向算力网络演进，发布“联通云 7.0”安全数智云基座，成立联通数科，提升数字化业务地位。2023 年，第二曲线业务（算网数智）营收达 752 亿元，占主营业务收入的 23.5%。2024 年，中国联通在超百个城市实现 5G-A 关键技术商用部署，推出元景 2.0 大模型，赋能城市治理和工业制造。中国联通在过去 30 年的发展历程中，不断推动网络升级、技术创新和服务优化，从打破垄断到引领创新，从传统电信服务到智能化转型，为中国通信业的发展贡献了重要力量。

图1：1994-2024 年中国联通 30 年发展历程

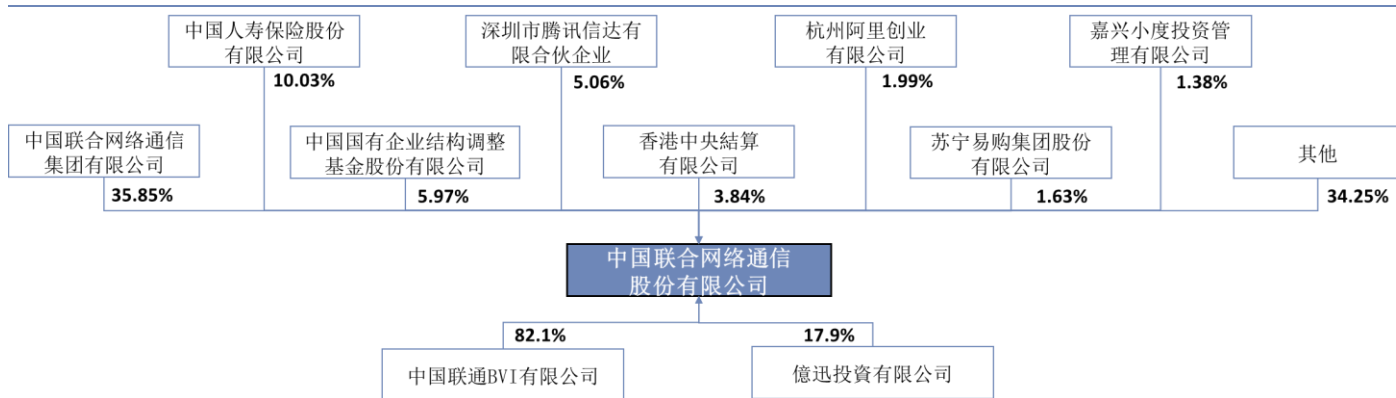


资料来源：通信产业网，人民邮电报，通信世界，中国电子报，中国联通公司官网，中国银河证券研究院

（二）战略投资者促多元化发展，优化股权助市场化治理

公司通过引入战略投资者和混合所有制改革，实现了股权结构的多元化和适度集中。中国联通成功引入包括腾讯、百度、京东、阿里巴巴等在内的互联网巨头作为战略投资者，通过技术和业务合作推动了公司在云计算、大数据、物联网、人工智能等新兴业务领域的发展，使其股东结构既保持了国有资本的控股地位，又实现了股权的多元化，为公司治理和决策提供了更多的市场化元素。同时，中国联通的股权结构实现了从高度集中向适度集中的转变。混改前，中国联通的股权结构高度集中；混改后，CR1 指数从 62.74% 下降至 35.85%，CR10 指数也有了较大幅度提升，股权结构的分散度逐渐提升。混改后，中国联通在企业经营业绩、发展结构、资本杠杆率等方面都实现了明显的改善，为中国联通在新兴业务领域的快速发展提供了坚实基础，有望在数字化转型和智能化升级中迈出更大步伐。

图2：中国联通股权穿透图（截至 2024Q3）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）深化改革持续推进，算网产业链“链主”引领作用增强

国资国企改革政策加码，加速转型数字科技领军企业。2023 年以来，国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系。2024 年“一利五率”目标保持不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技

产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定，在高质量发展中防范和化解风险，坚决当好服务全面建设社会主义现代化强国的战略性力量、带动我国产业体系全面升级的引领性力量、推动国家经济社会发展的支撑性力量。二十届三中全会指出要深化国资国企改革，建立国有企业履行战略使命评价制度，推动国有企业向前瞻性战略性新兴产业集中。通信作为数字基础设施关键底座，国家队引领算力等新基建进程加快，展望未来，运营商作为国央企盈利能力逐步提升实现更高质量发展，高股息高分红意愿有望进一步加强，科技产业链发挥“链长”作用赋能新质生产力，高质量发展有望推动数字经济发展超预期。

表1：国央企深化改革持续推进

时间	事件	主要内容
2024/11/12	地方国企改革和监管工作视频会议召开	要坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业，推动国有企业不断增强核心功能、提升核心竞争力。要健全国有企业推进原始创新制度安排，强化企业科技创新主体地位，因地制宜发展新质生产力，提升安全支撑能力。
2024/9/27	国务院国资委召开国有企业改革深化提升行动 2024 年第三次专题推进会	各中央企业和各地国资委要把深入贯彻落实全会精神与深化提升行动、行业相关改革要求和即将开展的“十五五”规划工作相衔接，确保各项改革任务落实落地。
2024/7/15	党的二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	深化国资国企改革，建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算，推动国有企业向前瞻性战略性新兴产业集中。
2023/1/5	国资委发布《优化中央企业经营指标体系 推动加快实现高质量发展》	国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”。

资料来源：国资委，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，中国银河证券研究院

在国央企深化改革政策驱动下，三大运营商改革初见成效。中国联通改革主要方针为深入实施科技强企战略，大力发展战略性新兴产业和未来产业。公司聚焦网络、数据、智能三个方向，加大研发投入力度，上半年的研发投入同比提升 13%，强化原创性、引领性科技攻关，形成算力智联网、可信数据资源空间平台、元景大模型等一批标志性成果。截止 24 上半年，公司承担的“5G 关键技术与工程应用”项目荣获 2023 年度国家科技进步一等奖。降本增效方面，公司提升网络能效，上半年单位电信业务总量综合能耗下降 6%。在新兴业务布局上，持续推进 AI+行动，联合产学研用各方加快场景和商业模式创新，加快大模型产业化、规模化发展。坚持数智融合应用规模化发展，持续增强专精特新数智能力，发布格物 Unilink 工业互联网平台 AI+计划，迭代 5G 专网 4.0 和 AIoT 产品矩阵，赋能工业互联网、数字政府、车联网等重点行业数智应用；稳步提升一体化安全运营服务和“安全荟”产业链安全云市场业务规模，持续繁荣行业生态。

表2：三大运营商对国央企深化改革政策的落实情况

公司名称	主要方针	改革成果	降本增效成果	新兴业务布局
中国联通	深入实施科技强企战略，大力发展战略性新兴产业和未来产业	聚焦网络、数据、智能三个方向加大研发投入力度，上半年的研发投入同比提升 13%，强化原创性、引领性科技攻关，形成算力智联网、可信数据	提升网络能效，上半年单位电信业务总量综合能耗下降 6%	坚持数智融合应用规模化发展，增强专精特新数智能力，发布格物 Unilink 工业互联网平台 AI+计划，迭代 5G 专网 4.0 和 AIoT 产品矩阵，赋能工业互联网、数字政府、车联网等重点行业数智应用

		资源空间平台、元景大模型等一批标志性成果		
中国移动	“管战建”协同机制和“战略+运营”管控型总部建设	“科改行动”“双百行动”成效得到国务院国资委高度认可，3 家子企业获“标杆”评级，5 家子企业获“优秀”评级；改革工作连续 3 年蝉联国务院国资委改革考核 A 级	每百元固定资产网络类成本同比下降 3.5%，5G 单站能耗同比下降 11.7%	成立“九天”人工智能研究院，形成 2,000 人的 AI 核心团队。发布全栈自主可控千亿多模态大模型，打造人工智能产业生态。系统提升大算力、大数据、大模型供给能力，筑牢“AI+”发展基础
中国电信	持续深入实施云改数转战略，全面深化改革开放	聚焦政企领域，持续深化系统性变革，完善促进“三型”企业发展的体制机制，连续三年获评国务院国资委中央企业改革重点任务考核 A 级	面向政企客户，推进 5G NICES4 Pro+融合产品体系升级，显著降低新型工业化领域客户的网络建设和运营成本； 2024H1 管理费用 178.4 亿元/-0.7%	推动设立卫星子公司，巩固扩大卫星通信领域的先发优势，加快卫星通信业务高质量发展，全面推动以云中台为枢纽的主流程优化，设立云计算、人工智能、量子等专业研究院

资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

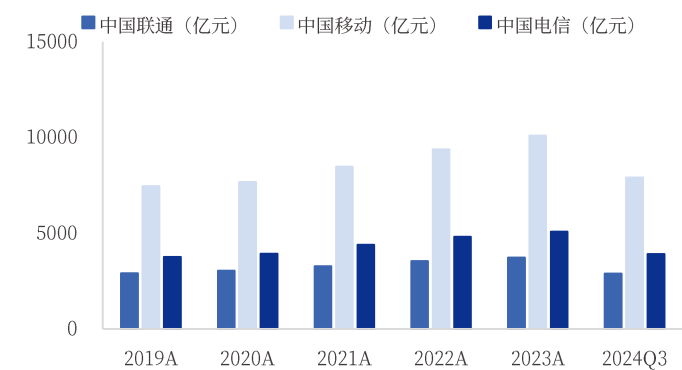
二、夯实科技 ICT，价值重构带来估值提振

（一）运营商行业基本面稳健，电信业务总量两位数增长

纵观近年来三大运营商的财报数据，中国联通、中国移动和中国电信在盈利能力、营运能力、成长能力等多方面均展现出稳健表现。2024 年前三季度，中国联通、中国移动和中国电信的营收分别为 2901.23 亿元、7914.58 亿元和 3919.68 亿元，同比增长率分别为 2.99%、2.05%和 2.85%。在利润方面，中国联通、中国移动和中国电信分别实现了 83.38 亿元、1,108.81 亿元和 292.99 亿元的归母净利润，同比分别增长 10.04%、5.09%和 8.11%。三大运营商的经营收入和盈利水平均保持稳健增长，其中值得关注的是，中国联通在净利润增速方面持续保持了双位数的增长，这是其三季度财报连续第八年实现双位数增长，使其成为保持利润增速最快的运营商。

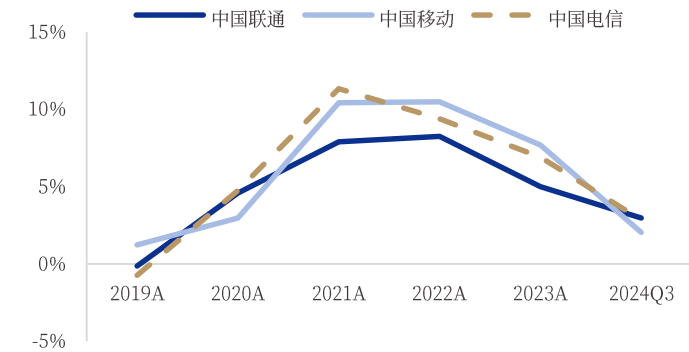
在市场格局方面，中国联通和中国电信则在一定程度上缩小了与中国移动的差距，中国电信营收和净利润占比分别为 26.60%和 19.73%，较去年同期提升 0.10pcts 和 0.40pcts；中国联通营收和净利润占比分别为 19.69%和 5.61%，较去年同期分别提升 0.10pcts 和 0.21pcts，显示出较强的市场竞争力。

图3：三大运营商营收规模稳健增长



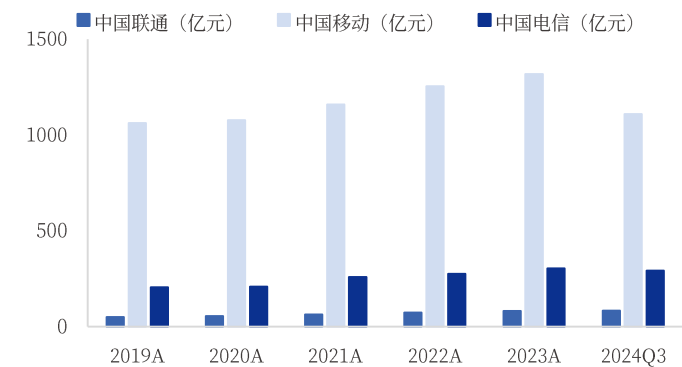
资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

图4：三大运营商年度营收增速符合预期



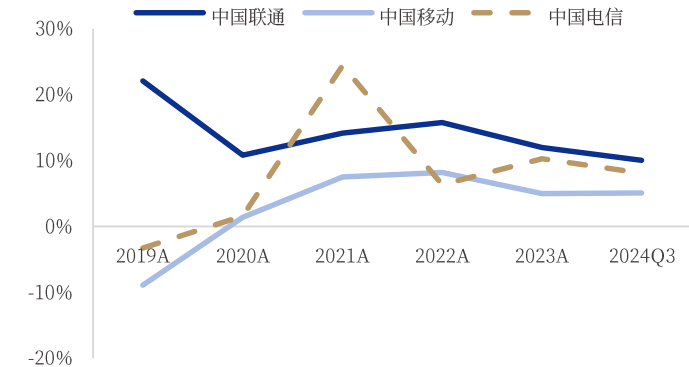
资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

图5：三大运营商利润规模保持增长



资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

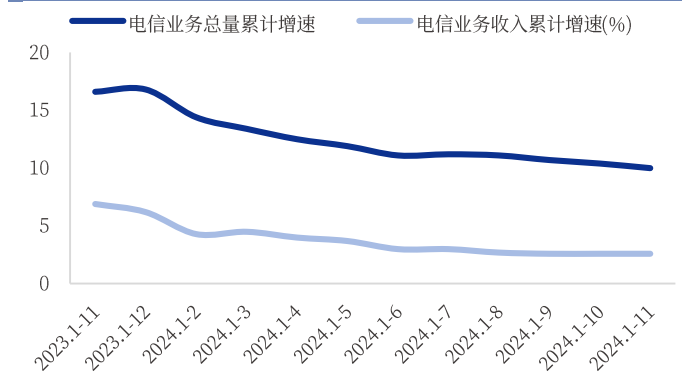
图6：三大运营商归母净利润保持较高增速增长



资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

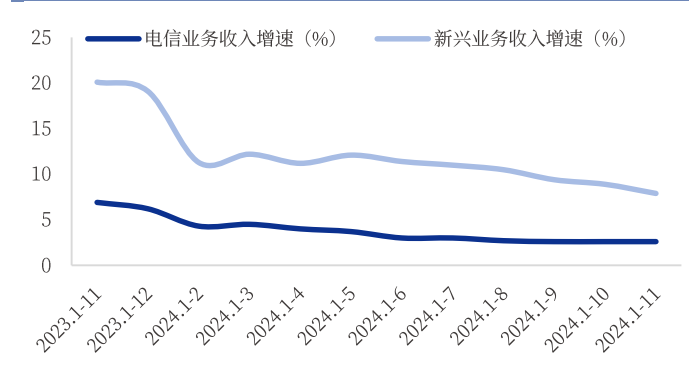
细分三大运营商的主营业务收入可以发现，传统业务如移动通信和固网宽带始终占据最大比例，构成了其主营业务的“基本盘”，用户规模更是重中之重。根据工信部最新数据统计，截至2024年11月，通信业整体运行态势平稳。电信业务量收实现稳步增长，5G、千兆光网、物联网等网络基础设施建设深入推进，连接用户规模持续扩大，移动互联网接入流量较快增长。从总体运行情况来看，电信业务总量保持两位数增长。前11个月，电信业务收入累计完成15947亿元，同比增长2.6%，按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长10%。

图7：电信业务总量保持两位数增长



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

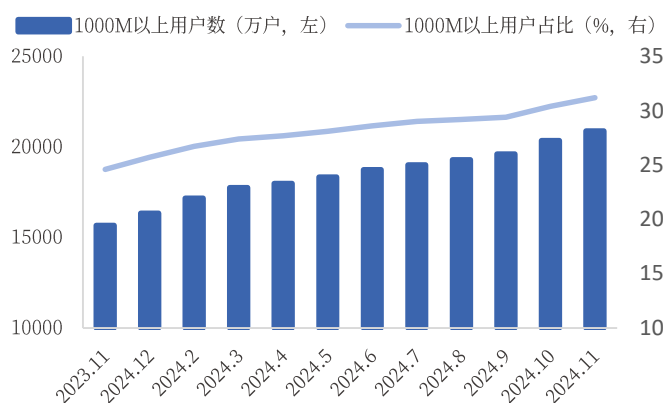
图8：电信业务、新兴业务收入保持增长



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

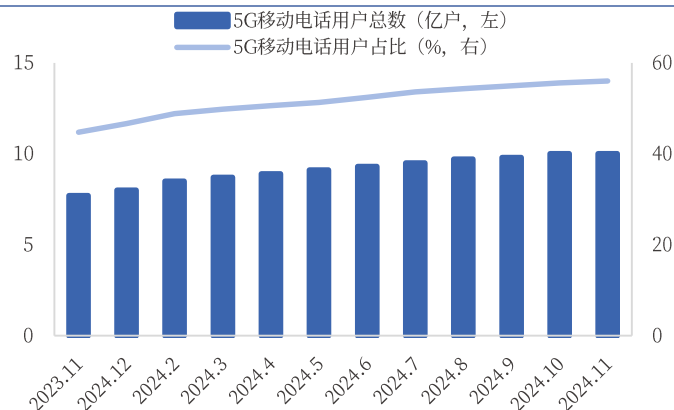
从电信用户发展情况来看，千兆用户规模持续扩大。截至11月末，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达6.7亿户，比上年末净增3379万户。其中，100Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达6.35亿户，占总用户数的94.8%；1000Mbps及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达2.09亿户，占总用户数的31.2%，占比较上年末提升5.5pcts。在高速率用户持续增长拉动下，家庭户均接入带宽达515.3Mbps/户，同比增长15.1%。移动电话用户规模稳中有增，5G用户数突破10亿户。截至11月末，三家基础电信企业及中国广电的移动电话用户总数达17.9亿户，比上年末净增4682万户。其中，5G移动电话用户达10.02亿户，占移动电话用户的56%，占比较上年末提高9.4pcts。蜂窝物联网用户较快增长，IPTV（网络电视）用户稳步增加。截至11月末，三家基础电信企业发展蜂窝物联网终端用户26.42亿户，比上年末净增3.1亿户，占移动网终端连接数（包括移动电话用户和蜂窝物联网终端用户）的比重达59.6%。IPTV（网络电视）总用户数达4.08亿户，比上年末净增666.5万户。

图9：千兆用户规模持续扩大



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

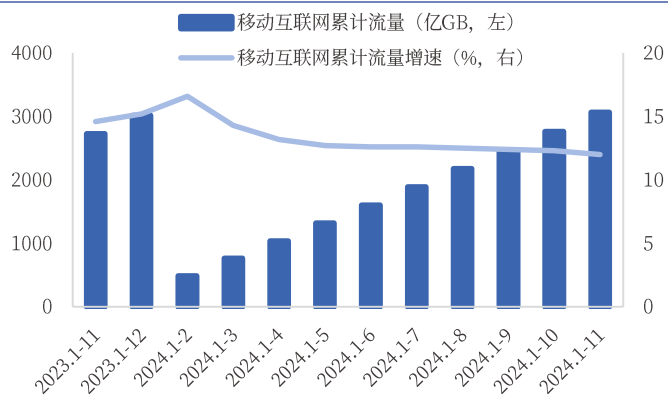
图10：移动电话用户规模稳中有增，5G用户数突破10亿户



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

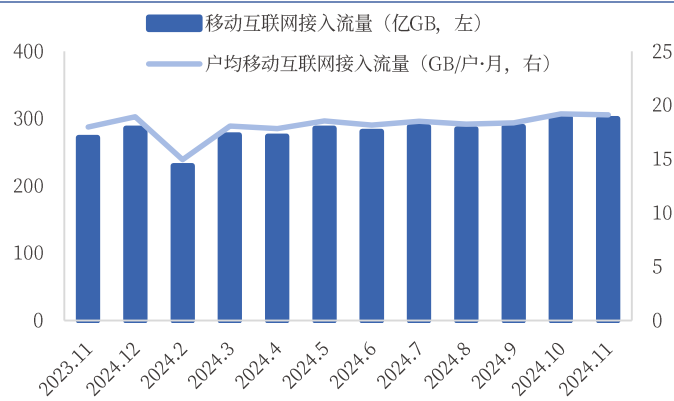
从电信业务使用情况来看，移动互联网流量延续较快增势，11月DOU值保持较高水平。前11个月，移动互联网累计流量达3066亿GB，同比增长12%。截至11月末，移动互联网用户数达15.68亿户，比上年末净增4380万户。11月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到19.11GB/户·月，同比增长5.9%。电话通话量持续下滑，移动短信业务量小幅提升。前11个月，移动电话去话通话时长同比下降4.9%；固定电话主叫通话时长同比下降2.2%。全国移动短信业务量同比增长5.2%；移动短信业务收入同比增长2.2%。

图11：移动互联网流量延续较快增势



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

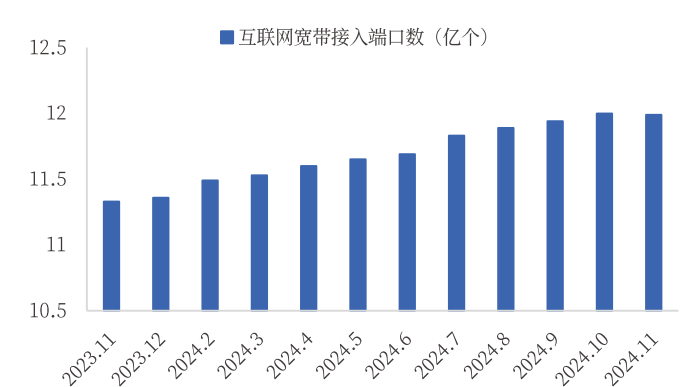
图12：11月DOU值保持较高水平



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

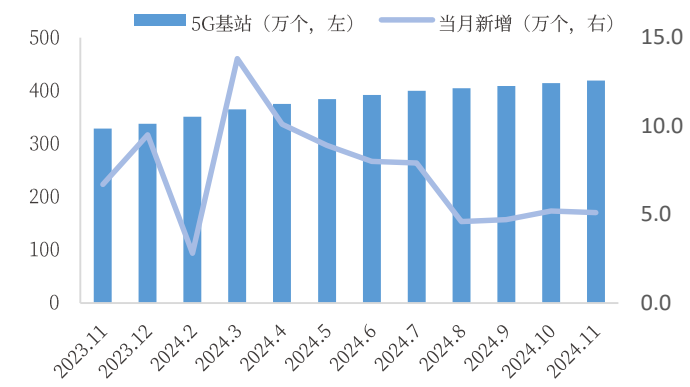
从通信能力情况来看，千兆光纤宽带网络建设持续推进，5G网络建设有序推进。截至11月末，全国互联网宽带接入端口数量达12亿个，比上年末净增6360万个。其中，光纤接入（FTTH/O）端口达到11.6亿个，占互联网宽带接入端口的96.5%。截至11月末，具备千兆网络服务能力的10G PON端口数达2792万个，比上年末净增489.6万个。5G基站总数达419.1万个，占移动基站总数的33.2%，占比较上年末提高4.1pcts。

图13：千兆光纤宽带网络建设持续推进



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

图14：5G网络建设有序推进



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

2024全年，中国联通“大联接”用户累计到达数11.37亿户，5G套餐用户累计到达数2.90亿户，物联网终端连接累计到达数6.25亿户。在创新应用方面，中国联通5G行业虚拟专网服务客户数达16059个。在智慧服务方面，当月智慧客服客户问题解决率为98.8%，智能服务占比为85.2%。在科技创新方面，本年累计授权专利数量为1436件。

（二）电信周期波动促运营商求新，AI赋能加速数字化转型

电信市场呈现出明显的周期性特征。目前运营商面临流量增长放缓和传统流量变现模式“天花板”的双重挑战。随着5G红利逐渐减退，而6G建设还暂未开启，运营商需寻找新的经营方式以保证市场稳定发展。为应对挑战，三大运营商正加速数字化转型和产业升级。中国联通、中国移动和中国电信均在新兴领域持续发力，聚焦低空经济、卫星通信、智算和AI等第二曲线业务进行差异化布局，有望在投入使用后带来新的收益回报。同时，运营商也在探索新的商业模式，如通过5G-A的三载波聚合提升网速，推出更高价值套餐，以及通过数字化转型推动内部升级。

图15：中国联通30年第二曲线业务变化情况



资料来源：通信产业网，中国银河证券研究院

运营商正通过拓展连接以外的服务，在 B2B 市场寻求新的增长机遇。根据 GSMA 智库的数据，2023 至 2030 年间，全球运营商核心电信业务的复合年均增长率（CAGR）仅为 3%，而连接之外的技术服务 CAGR 则高达 14%。2023 年，连接以外服务市场价值约为 4260 亿美元，预计到 2030 年将增长至近 1 万亿美元。其中，云和数据中心业务的增速最快，市场价值占比将从 2023 年的 55% 上升到 2030 年的 63%，达到约 6222 亿美元。制造业、公共事业、交通运输和金融服务等行业将成为运营商提供的云、数据中心和物联网服务的重点下游客户。企业更看重运营商在垂直行业的技术融合能力和产业融合能力，而不仅仅是连接能力，因此运营商强大的跨生态整合能力是其最大的优势，提供包括云、边缘计算、安全、AI、IoT 等在内的多领域综合服务，有助于构建与垂直行业长期合作伙伴关系。

运营商凭借其核心资源和丰富业务场景，在大模型领域展现出显著优势，成为通用人工智能时代的供给者、汇聚者。一方面，运营商拥有充沛且可灵活配置的算力、数据和网络资源，能够为大模型提供全要素的长期有效供给，并形成独特的算网融合优势，提供智算、通算和 IDC 资源，以及高品质的传输网络和算力网络服务。基于网、数、算一体化基础设施，运营商在大模型的训练和推理上能够充分发挥规模优势，为其入局大模型奠定了坚实的资源基础。另一方面，运营商凭借超大规模用户群体，涵盖个人、家庭、企业和政府的信息服务业务，为大模型提供了丰富的落地场景。目前，国内三大运营商均已投资建设超万卡智算集群，推动“AI+”赋能通信行业的转型升级。此外，运营商在自智网络、智能客服和社会综治等复杂系统的智能化实践中积累了丰富经验，能够结合业务需求，规划大模型和小模型的适配场景，实现大小模型的协同赋能，与现有生产系统高效融合，并加速推动其他国民经济重点行业的智能化应用创新和转型升级。

表3：电信运营商 AI 大模型部署情况

大模型	中国联通	中国移动	中国电信
模型名称	鸿湖	九天	TeleChat
模型类型	多模态大模型	行业大模型	大语言模型
功能特点	“鸿湖”图文大模型是首个面向运营商增值业务的大模型，可以实现文本生成图像，视频剪辑和图像生成图像等功能	首创“政务大模型-信息场-应用”端到端政务服务体系，具备强大的政务事项理解能力、多维度的信息关联能力	使用大量高质量中英文语料进行预训练，采用千万级问答数 据进行微；研发了自校准微调技术，提升强化学习效果；利用知识图谱增强大模型的预训练和推理能力
产业链布局	面向未来，构建大算力平台底座、行业多场景大模型、高可靠的案例体系	建设面向通用智能的“人工智能大平台”，为新型人工智能基础设施基于泛在的算网基础设施，实现数据的高质量	围绕行业应用需求、联合产业链上下注重生态合作伙伴，为各行业提供定制化应用

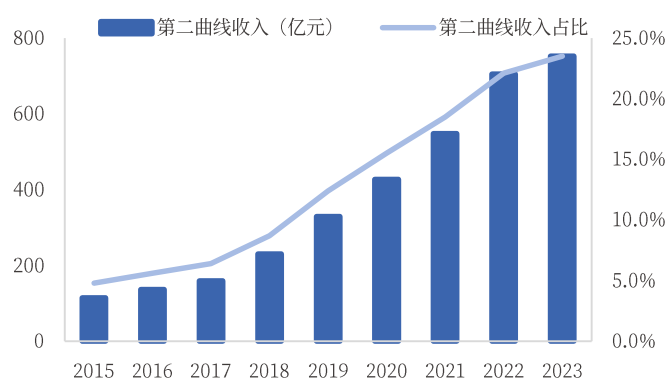
资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

2024 年前三季度，中国联通、中国移动和中国电信均显著加大研发投入，呈现两位数增长。具体来看，中国联通研发费用约为 54.4 亿元，同比增长 26.0%；中国移动研发费用为 203 亿元，同比增长 34.4%；中国电信研发费用为 87.5 亿元，同比增长 19.3%。面向未来，三大运营商针对发展方向也各有侧重：中国联通将坚持稳中求进的总基调，推进网络、技术和服务创新，实现营业收入稳健增长和利润双位数增长；中国移动将深化“一二二五”战略，加快发展新质生产力，推进数智化转型；中国电信则持续深入实施“云改数转”战略，推进服务型、科技型、安全型企业建设。

中国联通算网数智业务扩盘增效，元景大模型启新打造标杆案例。算力业务快速增长，2024 年前三季度，联通云收入达到 438.6 亿元，同比提升 19.5%；公司以数据中心适智化改

造推动 AIDC 提速发展，数据中心收入达到 196.9 亿元，同比提升 6.8%；同时积极助力新型工业化，提振联通 5G+工业互联网品牌影响力，5G 行业虚拟专网累计服务客户数达到 14,013 户。面向海量数据传送需求，公司打造了高通量、高性能、高智能的中国联通算力智联网 AINet，建设上海临港、呼和浩特等万卡智算中心，大型算力中心园区全面覆盖“东数西算”枢纽节点。此外，中国联通积极布局大模型领域，其元景“1+1+M”体系在 2024 年世界移动通信大会上首次发布，并于 7 月升级至 2.0 版本。该体系包括 1 套基础大模型（涵盖 10 亿至 700 亿参数）、1 个大模型底座和多种行业大模型，支持声图文多模态，具备快速定制能力。2.0 版本实现了基座能力的跨越（从百亿到万亿参数）、MaaS 平台的高等级认证、安全能力的双备案及 A 级评定，以及 35 个行业大模型和 100 多个标杆案例的落地，为数字中国建设提供了强大动力。

图16：2015-2023 年中国联通第二曲线业务收入变化情况



资料来源：通信产业网，中国银河证券研究院

图17：元景“1+1+M”体系于 2024 年 7 月升级至 2.0 版本



资料来源：通信产业网，中国银河证券研究院

（三）5G 投资结构调整，资本开支优化助力算力新业务崛起

2025 年运营商资本开支将呈现 5G 投资下滑、算力投资增长、数字化投资增长的格局，整体资本开支规模稳中略降。根据通信产业报统计，2024 年三大运营商投资总额为 3340 亿元，同比下降 5.4%，这是自 2018 年以来首次出现资本开支同比下降。运营商资本开支下降主要源于 5G 投资进入中后期，大规模基站建设需求减少。此外，运营商优化投资结构，减少传统网络建设投入，转而加大对新兴业务的布局。资本开支的下降有助于提升运营商的自由现金流，优化财务状况，为新兴业务发展提供资源支持，同时增强股东回报能力，推动利润稳健增长。运营商资本开支主要分为网络建设、第二曲线业务、基础设施维护和运营系统支撑几大板块，其中网络建设、第二曲线业务的开支占比较大。在 2024 年运营商集采中，光通信和 5G 领域项目数量占比较多，占比均为 22%；其次为算力领域，项目数量占比为 18%；卫星通信领域集采虽涉及金额不大但颇为重要，项目数量占比 18%，体现新兴领域的蓬勃发展。预计 2025 年，总体资本开支将继续保持这一趋势，总投资规模可能在 3200 亿元左右。

算力投资正成为运营商资本开支的重要增长点。2024 年，中国移动算力开支达 475 亿元，同比增加 21.5%；中国电信云/算力投资计划 180 亿元；中国联通在算网数智投资方面坚持适度超前、加快布局。2025 年，随着市场对智能云、算网、智算服务及行业数智化应用需求的进一步提升，运营商将持续加大算力投资，如构建新的万卡智算集群、扩大 400G 算力网络覆盖规模等，预计总投资规模将超过千亿元，占资本开支总额的三分之一。

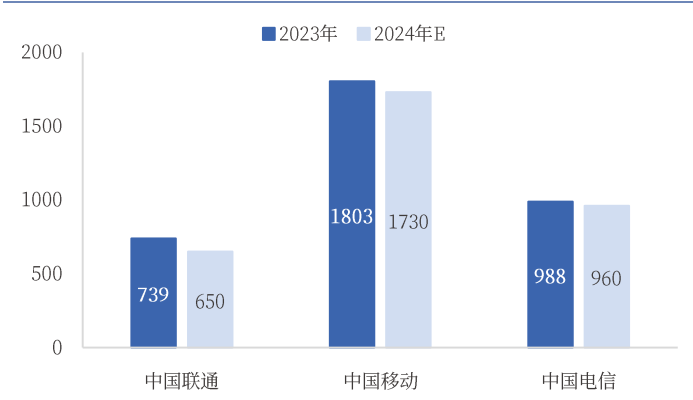
数字化投资占比将超 10%。2024 年，政府发布多项政策鼓励低空经济发展，同时，运营商作为基础设施建设的主力军，也在应急通信保障方面发挥着重要作用。2025 年，除了物联网、车联网、数字城市等既有业务的持续扩大，低空经济、视联网、AI 智能体等新兴服务也将蓬勃发展。此外，运营商自身数字化升级需求不断涌现，将进一步提升数字化领域的投资额度。

表4：电信运营商 2024E 算力基础设施建设规划

	中国移动			中国电信			中国联通		
业务规模	2022A	2023A	2024E	2022A	2023A	2024E	2022A	2023A	2024E
云业务收入 (亿元)	503	833	1166	579	972	1361	361	510	714
算力规模&边缘节点	云服务器>71 万台，8.0EFLOPs。边缘计算节点 1000 个。	云服务器>95 万台，18.8EFLOPs。数据中心能力覆盖国家“东数西算”全部枢纽节点	>26EFLOPs	3.8EFLOPs	15.1EFLOPs	>31EFLOPs	170 个城市实现“一市一池”，边缘计算节点达 400 个。	250 个城市实现“一市一池”，边缘计算节点达 600 个。	计划资本开支共计 650 亿元，算网数智投资坚持适度超前，加强布局。
IDC 机架数量	46.8 万架	>50.7 万架，其中境外机架 1.22 万架		51.3 万架	>56 万架		36 万架，数据中心覆盖 23 个省	>40 万架，数据中心覆盖 29 个省	

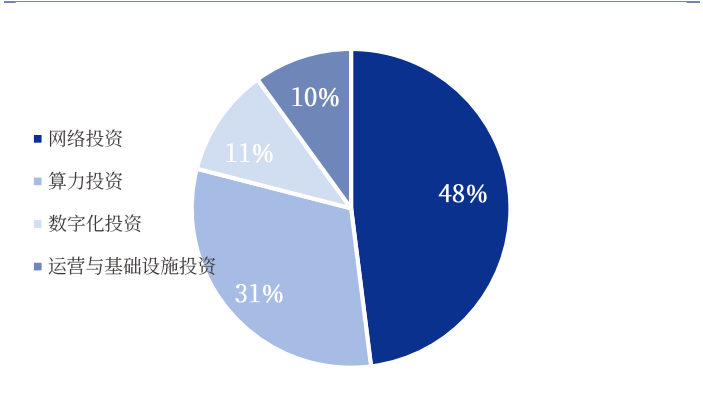
资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

图18：2023-2024 三大运营商资本开支变化情况（亿元）



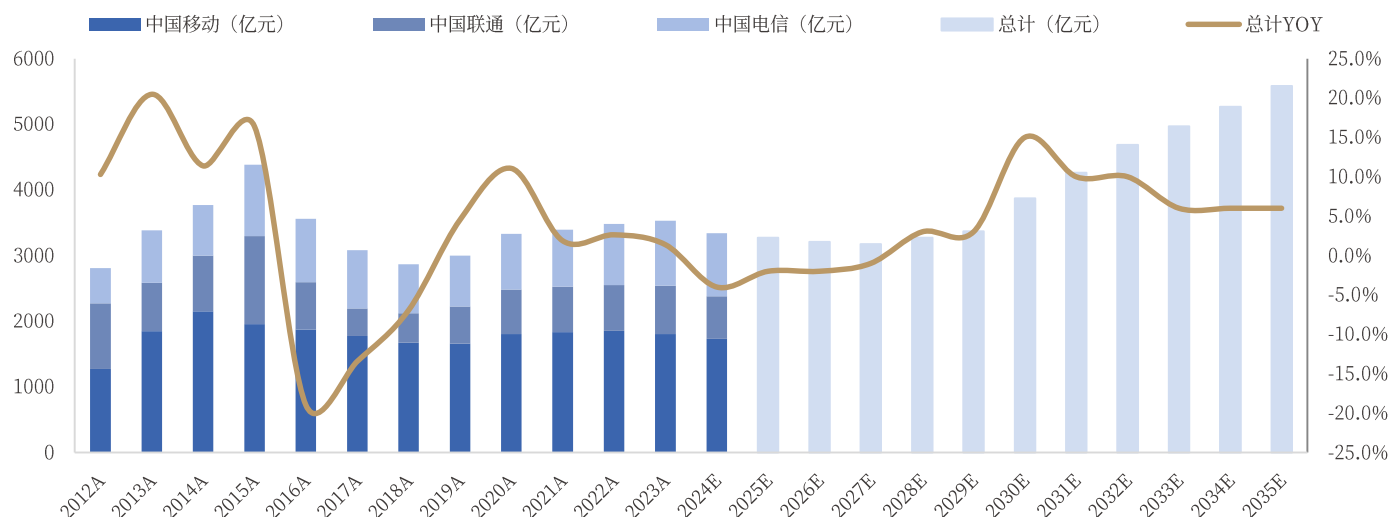
资料来源：通信产业网，中国银河证券研究院

图19：2025 年三大运营商资本开支占比预测



资料来源：通信产业网，中国银河证券研究院

图20：运营商资本开支结构化增长，赋能数字基建产业链新发展

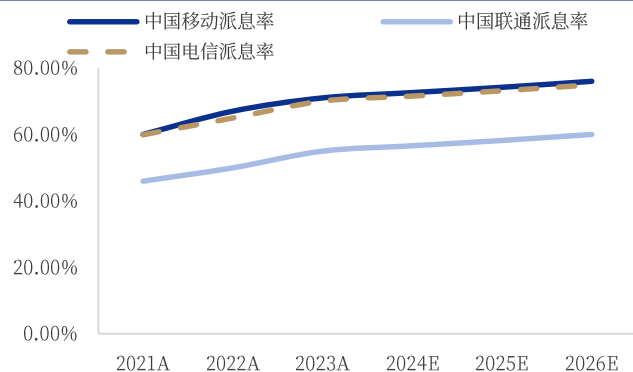


资料来源：中国移动年报、中国电信年报、中国联通年报，中国银河证券研究院

（四）提质增效重回报，价值重构有望带来估值溢价

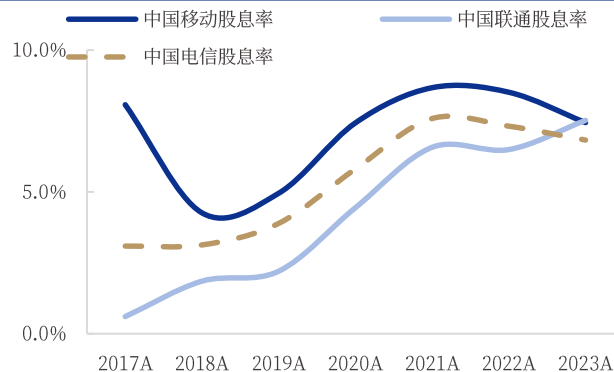
运营商重视股东回报率，分红派息率有望持续提升。从分红派息情况来看，中国联通2024中期股息每股人民币0.0959元。每股分红保持双位数增速增长，增速远高于每股净利润增幅。2023年派发每股末期股息0.0524元，连同已派发的中期股息，2023年全年股息合计每股0.1320元，同比增长21.1%，显著高于每股基本盈利11.5%的增长，现金分红水平达历史新高。中国移动2024年中期向全体股东派发中期股息每股2.60港元，2023年全年股息合计每股4.83港元/+9.5%。为更好地回馈股东、共享发展成果，公司充分考虑盈利能力、现金流状况及未来发展需要，从2024年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的75%以上，力争为股东创造更大价值。中国电信按2024年中期净利润的70%以上向全体股东分配股息，每股人民币0.1671元，合计人民币152.9亿元。股东回报显著提升，三年内派息率提升至70%以上，每股派息三年复合增长率31%。2023年度派发末期股息每股0.09元，连同已派发的中期股息，2023年全年股息合计每股0.2332元，合计约213.39亿元，全年派发股息总额同比增长19.0%，超过2023年度公司股东应占利润的70%。

图21：运营商具有较高派息率，未来有望持续增长（A股）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：运营商具有较高股息率，未来有望持续提升（港股）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国资委支持央企市值管理，运营商响应高分红政策。今年以来，国新办召开发布会，国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。整体来说，三大运营商有望延续高股息高分红，且分红比例有望持续提升。

表5：2024 年国务院及证监会关于央企分红的激励政策

时间	事件	主要内容
2024/01/24	聚焦增强核心功能、提升核心竞争力更好实现中央企业高质量发展举行发布会	国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。
2024/04/12	发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性。
2024/09/24	发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》	鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。

资料来源：国资委，中国证监会，中国银河证券研究院

三、基本盘稳步提升，新旧动能转化带来边际改善

(一) 网络基建稳步推进，大联接基本盘规模持续扩大

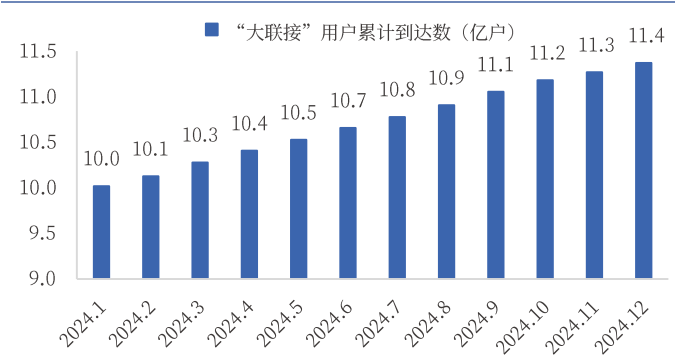
中国联通运营大连接业务规模稳定增长。截至 2024 全年，中国联通运营业务披露为“泛在智联”、“创新应用”、“智慧服务”与“科技创新”。“泛在智联”业务中，“大联接”（包括移动、固网宽带、固网本地电话、物联网终端、组网专线）用户数达 11.37 亿户，环比增速 0.91%，其中 5G 套餐用户累计达 2.90 亿户，物联网终端连接累计达 6.25 亿户。创新应用 5G 行业虚拟专网服务客户数达 16059 个；智慧服务 2024 年 10 月智慧客服客户问题解决率达 98.8%，智慧客服智能服务占比 85.2%；此外，公司授权专利本年累计数量为 1436 项。

表6：中国联通用户数量不断增长（截止 24 年 12 月）

	业务细分	业务量	业务量环比增速
泛在智联	“大联接”用户	11.37 亿户	0.91%
	其中：5G 套餐用户	2.90 亿户	0.53%
	其中：物联网终端	6.25 亿户	1.85%
创新应用	5G 行业虚拟专网	16059 个	4.63%
科技创新	授权专利本年度累计数量	1436 件	4.13%

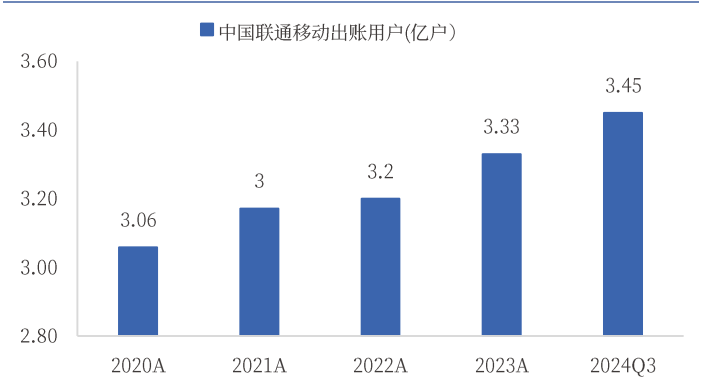
资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

图23：大联接用户规模不断增长



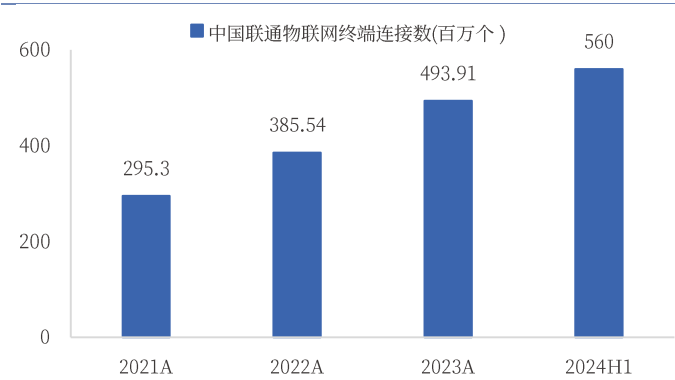
资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

图24：移动用户数量稳中有升



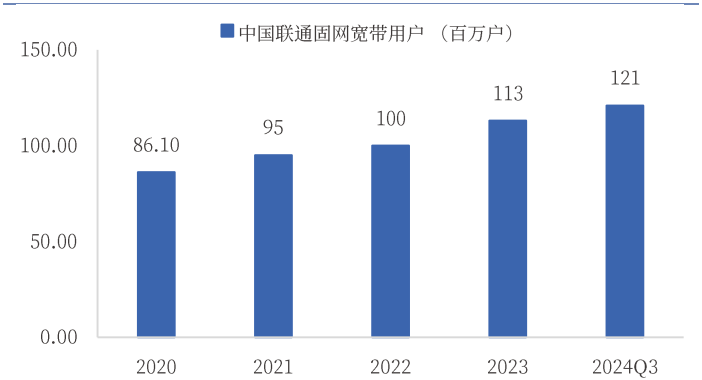
资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

图25：物联网联接数量实现“物超人”



资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

图26：宽带用户规模持续增加



资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

（二）数智业务持续推进，联通云等创新应用边际改善

中国联通算网数智业务包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全六大板块。2024 上半年收入达到 435 亿元/+6.6%，其中，联通云实现收入 317 亿元/+24.3%，数据服务收入 32 亿元/+8.6%，数智应用收入 37 亿元/+13.5%，网信安全收入 14 亿元/+58.2%。公司积极拥抱人工智能带来的新机遇，持续提升联通云通算、智算、超算自主产品能力。

图27：运营商政企市场及产数业务创造增收新引擎

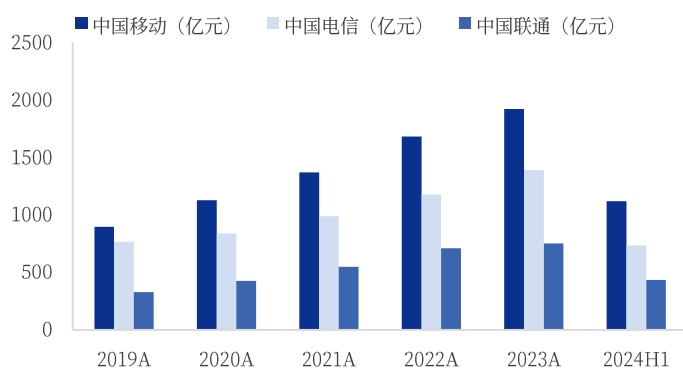
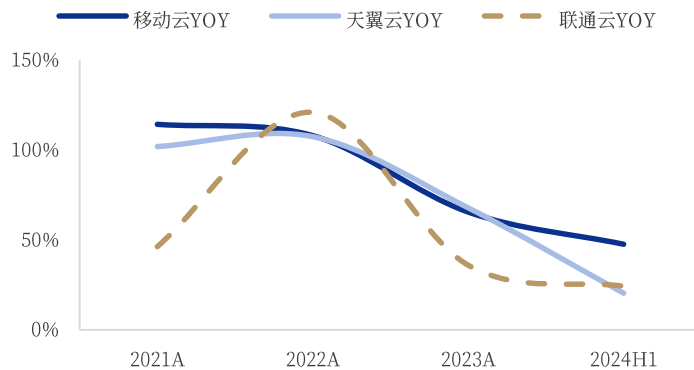


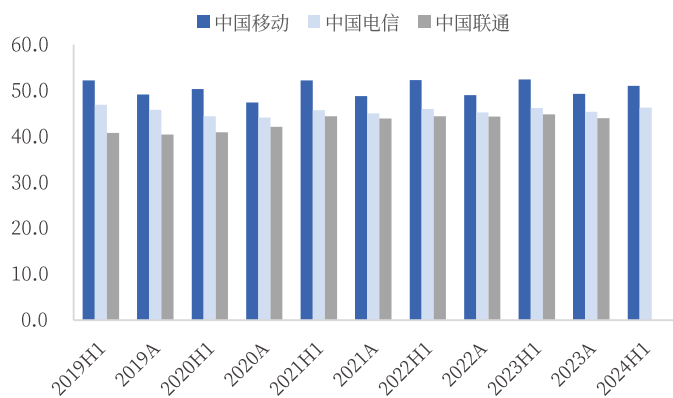
图28：运营商创新云业务增速稳定，云业务态势向好



资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院 资料来源：中国移动公告、中国联通公告、中国电信公告，中国银河证券研究院

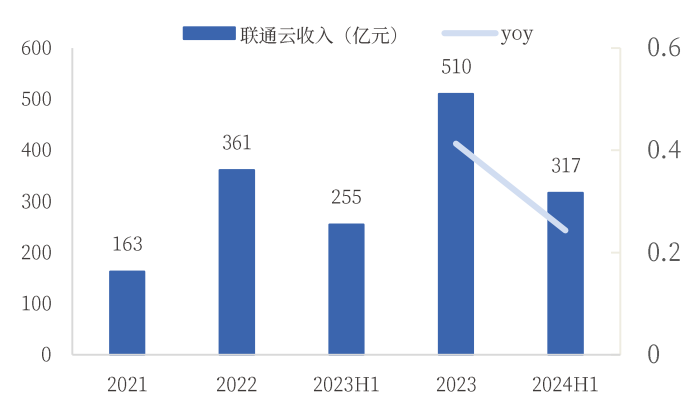
算力业务、联通云业务营收快速增长。公司面向千行百业转型升级需求和千家万户信息消费需要，公司加快推动通信科技（CT）、信息科技（IT）、数据科技（DT）、运营科技（OT）与垂直行业、重点场景深度融合，积极开拓算网数智新蓝海。公司算力规模和产品能力均实现突破，保持业界领先水平，打造一批政务云、企业云、医疗云标杆项目。全面启动数据中心适智化改造，带动 AIDC 业务高速增长，IDC 业务收入增速领先行业。

图29：移动端 ARPU 值逐年提升（单位：元）



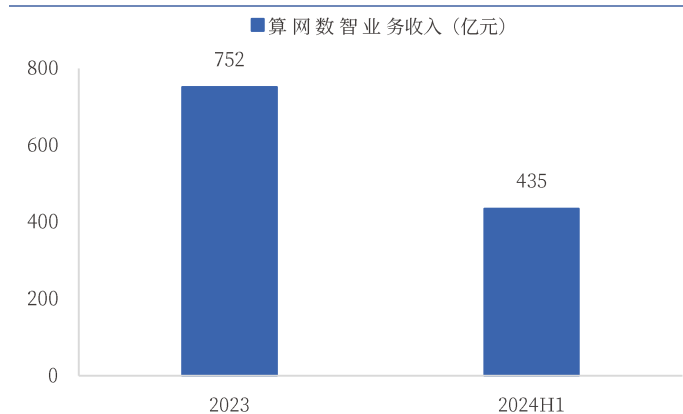
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：联通云收入保持高速增长态势



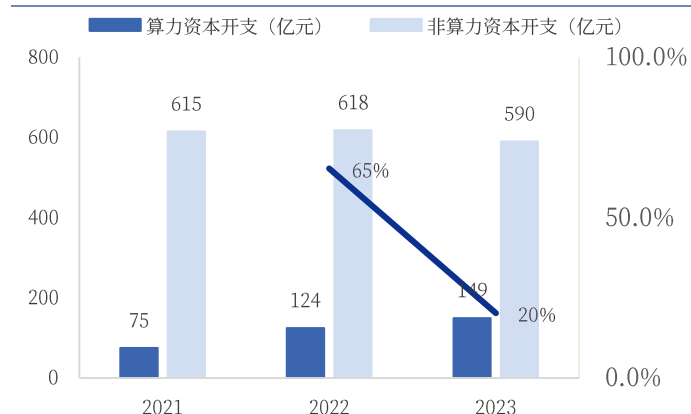
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：算网数智业务收入有望稳步提升



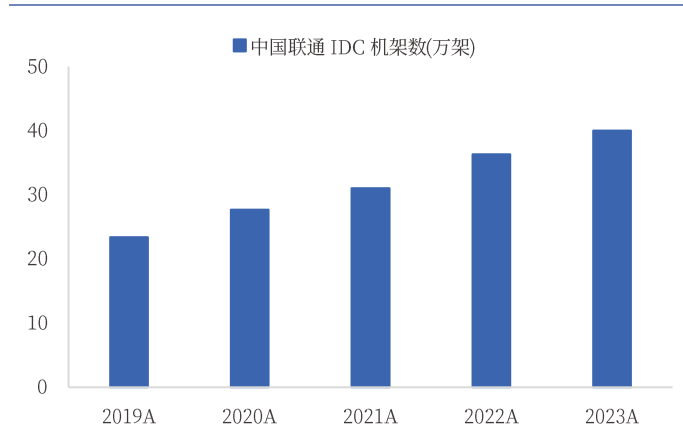
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图32：算力资本开支逐步加大



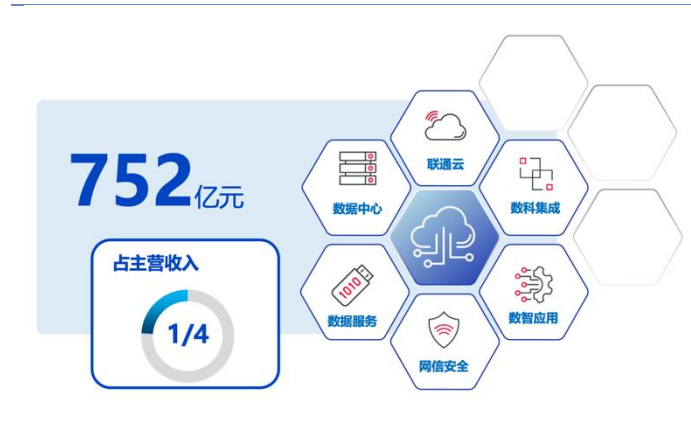
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图33：中国联通 IDC 机架数量稳步增长



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

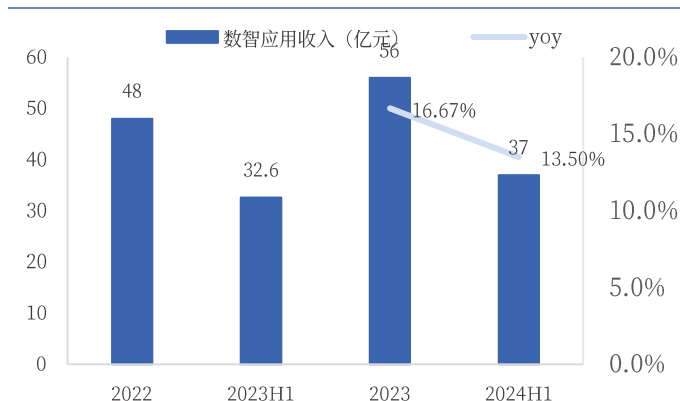
图34：算网数智业务占主营收入有望持续提升



资料来源：中国联通公告, 中国银河证券研究院

数智应用方面创收有望保持双位数增长。公司深入行业场景、融入客户生态，推动数智应用双位数增长，24H1实现营收37亿元/+13.5%。受益于国产算力降本增效算法变革，公司在全国270多个骨干云池预部署，接入多种产品场景，实现了AI模型在多场景、多产品中的广泛应用，为AI技术的普惠发展注入强劲动力，形成良性循环。公司数智应用规模化发展取得显著成效，5G行业应用项目累计达3万个，覆盖国民经济71个大类，服务超8,500个5G专网客户，在工业互联网、数字政府、车联网等重点行业领域形成领先优势，在车联网保持前装联接市场主导地位。积极助力新型工业化，累计建成5800多个5G工厂，服务1.2万余个5G专网客户，落地超过3.8万个商业化项目，提升联通5G+工业互联网品牌影响力；积极推动万物智联，格物平台的标准物模型达到千余个，接入设备品类过万，服务企业客户超过10万家。整体来说，公司加快以5G技术赋能数字经济和实体经济深度融合，为战略性新兴产业和未来产业提供数字“新引擎”。

图35：数智应用业务保持双位数增速增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：数智应用领域全面发展赋能

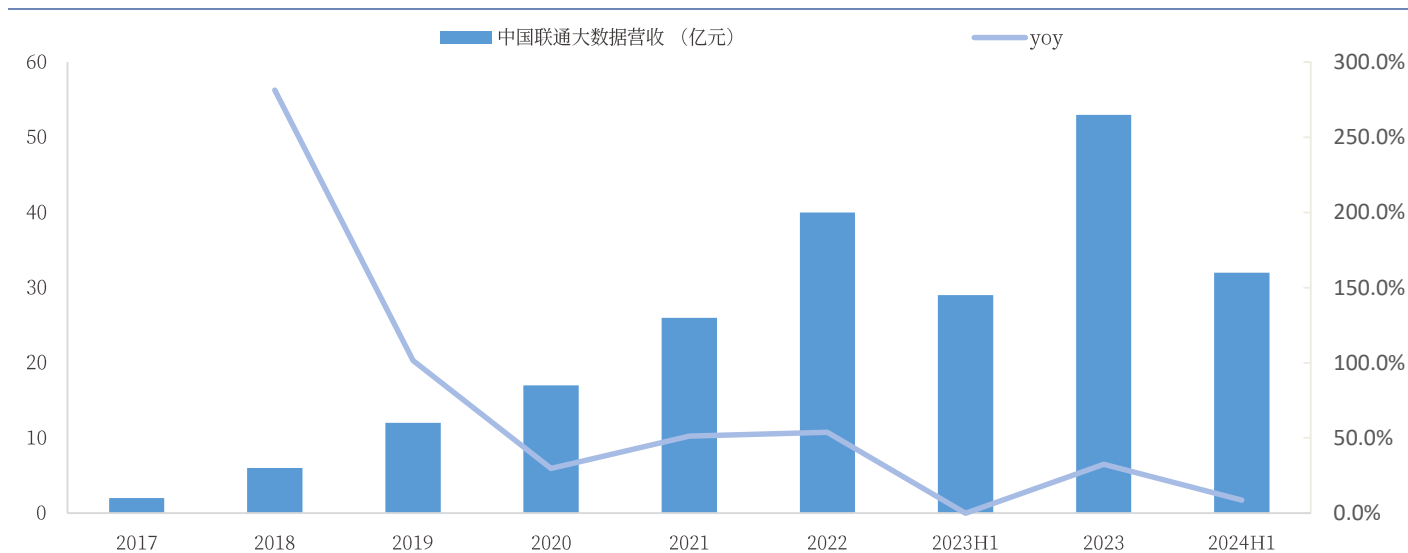


资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

（三）数据要素价值有望加速释放，网信安全保驾护航

数据要素领域持续发展，大数据服务行业领先。公司 24H1 收入达 32 亿元/+8.6%，基于大规模数据治理和服务实践，积极发挥数据要素乘数效应，为多省市打造政务大数据平台、经济运行平台；积极参与数据要素市场化改革，发布可信数据资源空间平台和联数网解决方案，夯实数据基础设施，与多地数交所、大数据公司等单位合作，积极推动公共数据运营模式创新。公司抢抓“数字中国”建设、“数据要素 X”三年行动计划等政策机遇，着力强化数据产品和服务供给，赋能经济社会全方位数字化转型。依托一点集中和技术领先的大数据能力，数据服务连续 5 年行业份额超过 50%，领先同业；坚持数智技术融合创新为核心驱动力，12 项数据治理能力入选《2023 数据治理产业图谱 2.0》，入选数量排名第一；数据处理能力持续提升，日采集数据增量同比翻倍达 1.2PB，以历史最高分通过 DCMM5 最高等级认证。全面服务政务数字化转型，打造数字政府首选品牌，搭建 15 个省级政务大数据平台，智慧城市服务区县总量突破 800 个。

图37：大数据营收有望保持稳步增长态势

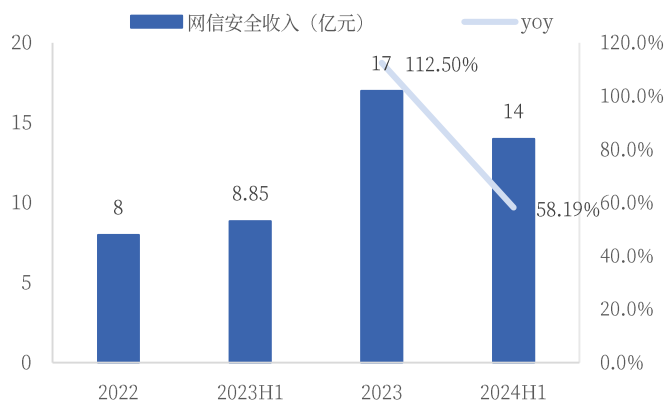


资料来源：通信产业网，中国银河证券研究院

充分发挥链长作用，网络信息安全增势强劲。公司推动网信安全业务强劲增长，24H1 收入达 14 亿元/+58.2%，不断丰富产品供给，“墨攻”安全运营服务平台，上线合作共建产品

200 余款，服务超过 200 家政府及大型企业客户；发挥融通带动作用，打造产业链安全云市场，吸引入驻合作伙伴超过 100 家，服务中小企业过万户。公司聚焦网络安全、数据安全、信息安全等重点方向，加强大安全战略业务布局。基于“墨攻”平台打造“平台+组件+服务”一体化安全运营服务新模式，为客户建成国内首个超大型城市数字安全运营中心，落地 50 余个标杆项目。整体来说，公司构建规模大、品种全、服务便捷的安全云市场，支撑网信安全收入实现快速增长。

图38：网信安全业务强劲增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：网络信息安全增势强劲



资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

公司作为“链主”有望持续引领，新兴业务赋能，中长期投资价值凸显。我们认为运营商作为国家队，低估值高成长，中国联通作为科技国家队代表，受益算网基建新变革有望超预期，特别是云业务拓展不断加速迈向第一阵营，持续稳定的较高成长性有望进一步带来估值提升；同时，公司盈利能力、现金流资产不断改善，资产价值优势凸显，持续增加分红回馈股东。**国资委支持央企市值管理，运营商响应高分红政策。**近年来，国资委进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加关注、更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者。鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。整体来说，公司有望延续高股息高分红，且分红比例有望持续提升。

受益算网基建新变革、下游 AI 应用普及有望超预期，公司基本盘经营稳健推进高质量发展，“AI+”行动取得突破打造第二增长曲线，有效赋能国家新质生产力转型升级。结合公司最新业绩情况，2024 年-2026 年归母净利润预测值为 90.08 亿元、101.43 亿元、116.46 亿元，对应 EPS 为 0.28 元、0.32 元、0.37 元，对应 PE 为 21.82 倍、19.38 倍、16.87 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表7：公司核心财务数据盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	3725.97	3837.75	4092.96	4415.89
YoY (%)	4.97	3.00	6.65	7.89
毛利率	24.52%	25.13%	24.85%	24.75%

归母净利润(亿元)	81.73	90.08	101.43	116.46
YoY (%)	11.96	10.22	12.60	14.83

资料来源：中国联通公告，中国银河证券研究院

我们选取中国移动、中国电信作为公司的可比公司。截至 2025 年 3 月 4 日，可比公司平均 PE_ttm 为 19.31 倍。公司目前是三大运营商唯一实现利润双位数增长的公司，成长性优于行业平均水平，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

表8：可比公司估值（截止 2025 年 3 月 4 日）

代码	证券简称	EPS				PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600941.SH	中国移动	6.16	6.47	6.81	7.19	16.51	15.69	14.85
601728.SH	中国电信	0.33	0.36	0.39	0.41	21.76	20.23	18.89
600050.SH	中国联通	0.26	0.28	0.32	0.37	21.82	19.38	16.87

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC。加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.1%，永续增长率（g）正负波动 0.1%，进行 FCFF 的敏感性分析，可得每股合理估值区间为 9.26 -9.68 元。

表9：FCFF 估值及参数说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.60%	取 2025 年 02 月 10 日 10 年期国债收益率 1.60%
市场预期收益率 Rm	10.45%	取近二十年沪深 300 平均收益率(年化)
贝塔值β	1.2	中国联通相对沪深 300 指数 Beta
税率 T	17.60%	参考公司 2023 年实际所得税税率
加权平均资本成本 WACC	11.81%	通过公式计算可得
永续增长率 g	2.00%	假设公司永续增长率为 2.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表10：绝对估值敏感性分析

目标价		加权平均资本成本（WACC）						
		11.51%	11.61%	11.71%	11.81%	11.91%	12.01%	12.11%
永续 增长 率	1.70%	9.63	9.49	9.36	9.24	9.11	8.99	8.87
	1.80%	9.71	9.57	9.44	9.31	9.19	9.06	8.94
	1.90%	9.79	9.65	9.52	9.39	9.26	9.13	9.01
	2.00%	9.87	9.73	9.60	9.47	9.33	9.21	9.08
	2.10%	9.96	9.82	9.68	9.54	9.41	9.28	9.16
	2.20%	10.05	9.90	9.76	9.63	9.49	9.36	9.23
	2.30%	10.13	9.99	9.85	9.71	9.57	9.44	9.31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

1. 国内外政策和技术摩擦不确定性的风险：政策的落地和效果可能受到多种因素的影响，如地方政府的执行力度、市场主体的响应速度等。如果政策落实不到位，可能无法达到预期的经济提振效果，从而影响经济的稳定增长。
2. 运营商新兴业务不及预期的风险：云业务等新兴技术更新换代快，若运营商在技术研发和创新方面投入不足，无法跟上 AI+ 发展，可能无法满足客户需求，导致业务增长受限。
3. AIGC 技术应用落地不及预期的风险：目前 AI 仍处于早期快速发展迭代阶段，技术研发进展存在不确定性，在应用端落地速度存在不及预期的风险等。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	158028.41	179091.43	200971.82	243925.10
现金	58815.76	77638.56	95855.77	134200.21
应收账款	39983.36	41181.16	43919.70	47384.97
其它应收款	3734.53	3848.41	4104.33	4428.16
预付账款	5867.14	6005.24	6428.54	6944.98
存货	2216.86	2266.73	2426.51	2621.44
其他	47410.76	48151.34	48236.97	48345.33
非流动资产	504816.38	506088.97	506088.97	506088.97
长期投资	54427.79	54427.79	54427.79	54427.79
固定资产	304908.66	304908.66	304908.66	304908.66
无形资产	31232.12	31232.12	31232.12	31232.12
其他	114247.81	115520.40	115520.40	115520.40
资产总计	662844.80	685180.41	707060.80	750014.08
流动负债	260285.60	266430.50	268463.80	288627.63
短期借款	680.63	680.63	680.63	680.63
应付账款	151998.08	155295.03	166241.54	179596.67
其他	107606.89	110454.84	101541.63	108350.34
非流动负债	44624.12	43088.45	43088.45	43088.45
长期借款	2133.12	2133.12	2133.12	2133.12
其他	42491.01	40955.33	40955.33	40955.33
负债合计	304909.72	309518.95	311552.25	331716.08
少数股东权益	198694.53	210313.36	223396.36	238418.95
归属母公司股东权益	159240.54	165348.10	172112.18	179879.05
负债和股东权益	662844.80	685180.41	707060.80	750014.08

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	104341.63	19614.26	17152.44	37428.56
净利润	18712.66	20626.36	23225.64	26668.89
折旧摊销	80144.59	0.00	0.00	0.00
财务费用	1847.10	0.00	0.00	0.00
投资损失	-4805.67	-4950.69	-5279.91	-5696.50
营运资金变动	2924.08	4186.23	-1629.88	15554.99
其它	5518.87	-247.64	836.59	901.18
投资活动现金流	-85539.28	2252.43	4443.32	4795.32
资本支出	-77983.30	-1849.62	-836.59	-901.18
长期投资	-11408.55	0.00	0.00	0.00
其他	3852.58	4102.04	5279.91	5696.50
筹资活动现金流	-26506.95	-2984.31	-3378.56	-3879.44
短期借款	178.52	0.00	0.00	0.00
长期借款	305.52	0.00	0.00	0.00
其他	-26990.99	-2984.31	-3378.56	-3879.44
现金净增加额	-7599.74	18822.80	18217.21	38344.44

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	372596.79	383774.70	409295.72	441589.15
营业成本	281230.56	287332.12	307585.73	332295.83
营业税金及附加	1542.16	1688.61	1800.90	1942.99
营业费用	35832.60	37725.05	39415.18	41730.17
管理费用	23997.92	28629.59	30533.46	31794.42
财务费用	-258.71	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-214.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	113.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4805.67	4950.69	5279.91	5696.50
营业利润	22843.04	25482.64	28691.63	32942.55
营业外收入	672.06	696.00	696.00	696.00
营业外支出	805.58	714.00	714.00	714.00
利润总额	22709.52	25464.64	28673.63	32924.55
所得税	3996.86	4838.28	5447.99	6255.66
净利润	18712.66	20626.36	23225.64	26668.89
少数股东损益	10539.99	11618.83	13083.00	15022.58
归属母公司净利润	8172.68	9007.53	10142.64	11646.30
EBITDA	98628.79	25464.64	28673.63	32924.55
EPS (元)	0.26	0.28	0.32	0.37

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4.97%	3.00%	6.65%	7.89%
营业利润	11.97%	11.56%	12.59%	14.82%
归属母公司净利润	11.96%	10.22%	12.60%	14.83%
毛利率	24.52%	25.13%	24.85%	24.75%
净利率	2.19%	2.35%	2.48%	2.64%
ROE	5.13%	5.45%	5.89%	6.47%
ROIC	3.77%	4.88%	5.25%	5.73%
资产负债率	46.00%	45.17%	44.06%	44.23%
净负债比率	-3.46%	-8.19%	-12.39%	-20.88%
流动比率	0.61	0.67	0.75	0.85
速动比率	0.41	0.47	0.55	0.66
总资产周转率	0.57	0.57	0.59	0.61
应收账款周转率	10.97	9.46	9.62	9.67
应付账款周转率	1.93	1.87	1.91	1.92
每股收益	0.26	0.28	0.32	0.37
每股经营现金	3.28	0.62	0.54	1.18
每股净资产	5.01	5.20	5.41	5.66
P/E	24.05	21.82	19.38	16.87
P/B	1.23	1.19	1.14	1.09
EV/EBITDA	1.29	6.51	5.15	3.32
P/S	0.53	0.51	0.48	0.45

图表目录

图 1: 1994-2024 年中国联通 30 年发展历程	6
图 2: 中国联通股权穿透图（截至 2024Q3）	6
图 3: 三大运营商营收规模稳健增长	9
图 4: 三大运营商年度营收增速符合预期	9
图 5: 三大运营商利润规模保持增长	9
图 6: 三大运营商归母净利润保持较高增速增长	9
图 7: 电信业务总量保持两位数增长	9
图 8: 电信业务、新兴业务收入保持增长	9
图 9: 千兆用户规模持续扩大	10
图 10: 移动电话用户规模稳中有增，5G 用户数突破 10 亿户	10
图 11: 移动互联网流量延续较快增势	10
图 12: 11 月 DOU 值保持较高水平	10
图 13: 千兆光纤宽带网络建设持续推进	11
图 14: 5G 网络建设有序推进	11
图 15: 中国联通 30 年第二曲线业务变化情况	11
图 16: 2015-2023 年中国联通第二曲线业务收入变化情况	13
图 17: 元景“1+1+M”体系于 2024 年 7 月升级至 2.0 版本	13
图 18: 2023-2024 三大运营商资本开支变化情况（亿元）	14
图 19: 2025 年三大运营商资本开支占比预测	14
图 20: 运营商资本开支结构化增长，赋能数字基建产业链新发展	15
图 21: 运营商具有较高派息率，未来有望持续增长（A 股）	15
图 22: 运营商具有较高股息率，未来有望持续提升（港股）	15
图 23: 大联接用户规模不断增长	17
图 24: 移动用户数量稳中有升	17
图 25: 物联网联接数量实现“物超人”	17
图 26: 宽带用户规模持续增加	17
图 29: 移动端 ARPU 值逐年提升（单位：元）	18
图 30: 联通云收入保持高速增长态势	18
图 31: 算网数智业务收入有望稳步提升	19
图 32: 算力资本开支逐步加大	19
图 33: 中国联通 IDC 机架数量稳步增长	19
图 34: 算网数智业务占主营收入有望持续提升	19
图 35: 数智应用业务保持双位数增速增长	20
图 36: 数智应用领域全面发展赋能	20

图 37: 大数据营收有望保持稳步增长态势 20

图 38: 网信安全业务强劲增长..... 21

图 39: 网络信息安全增势强劲..... 21

表 1: 国央企深化改革持续推进 7

表 2: 三大运营商对国央企深化改革政策的落实情况 7

表 3: 电信运营商 AI 大模型部署情况 12

表 4: 电信运营商 2024E 算力基础设施建设规划..... 14

表 5: 2024 年国务院及证监会关于央企分红的激励政策 16

表 6: 中国联通用户数量不断增长（截止 24 年 12 月） 17

表 7: 公司核心财务数据盈利预测 21

表 8: 可比公司估值（截止 2025 年 3 月 4 日） 22

表 9: FCFE 估值及参数说明..... 22

表 10: 绝对估值敏感性分析..... 22

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良毕，通信&中小盘首席分析师。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，7年证券从业经验。曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020年获得Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得2022年Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

赵中兴，通信&中小盘分析师。2022年加入中国银河证券研究院，主要从事通信行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%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20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn