

中国联通(600050)

报告日期: 2025年03月19日

智算业务进展超预期, 25年业绩有望继续有力增长

——中国联通 2024 年年报点评报告

投资要点

□ 归母净利润双位数增长, 25年业绩将有力增长

2024年, 公司营业收入3895.9亿元, 同比增长4.6%, 营收增速领先行业; 服务收入3459.8亿元, 同比增长3.2%, 归母净利润90.3亿元, 同比增长10.5%。公司盈利能力持续提升, 净利率同比提升0.27pp至5.29%, 加权平均净资产收益率同比提升0.41pp至5.49%。

单Q4来看, 营业收入994.66亿元, 同比增长9.42%, 归母净利润6.92亿元, 同比增长16.26%, 扣非归母净利润-1.77亿元, 同比下降125.84%。我们认为, 单Q4业绩波动的原因主要在于: 一方面, 受业务发展、投资进度等因素影响, 通信行业成本入账有着较为明确的周期规律, 利润基本呈现“前高后低”的形态; 另一方面, 公司24Q4的人工成本费用单季度超过226亿元, 同比提升38%, 环比提升67%, 人工成本投入明显增加或是季度利润变化主因, 主要用于在人工智能领域加大人才储备力度等, 积极布局人工智能时代的发展机遇。

展望2025年, 随着公司深入实施融合创新战略, 以及人工智能对IDC和云业务带来的业绩弹性, 营收、利润及净资产收益率预计将实现有力增长。

□ 联网通信业务: 稳步向前发展, 用户规模再创新高

2024年, 联网通信业务继续发挥稳盘托底作用, 实现收入2613.3亿元, 同比增长1.5%, 占服务收入比例约76%。公司用户规模再创新高, 截至2024年底, 移动和宽带两网用户规模累计达到4.7亿户, 净增1952万户, 其中: 移动出账用户规模超3.4亿户, 净增1068万户, 固网宽带用户规模超1.2亿户, 净增884万户。公司积极推动融合发展, 融合用户占比77%, 融合用户ARPU超100元。

公司坚持以新融合为主线推动规模发展价值提升, 在用户规模发展的基础上积极拓展数智生活新场景, 持续丰富产品体系, 推动5G新通话、云手机、云电脑、智家通通机器人、智慧客服等AI智能体等创新产品升级, 这将有利于为联网通信业务持续挖掘新价值, 夯实基本盘业务的稳健发展基础。

□ 算网数智业务: 全面拥抱AI, 智算业务进展超预期

2024年, 算网数智业务实现收入824.9亿元, 同比增长9.6%, 占服务收入比例进一步提升至24%。AI发展浪潮下, 联通云(口径有所优化)收入达到686亿元, 同比增长17.1%, 数据中心收入259亿元, 同比增长7.4%, 智能服务收入达到71亿元, 同比增长26.5%, 数据服务收入达到64亿元, 同比增长20.8%。智算业务驱动算力服务强劲增长, 去年签约金额超过260亿元。

在数字经济和实体经济深度融合的背景下, 以云计算、人工智能、数智化应用等为代表的新兴业务将成为电信行业持续增长的引擎, 面对AI时代发展新机遇, 公司全面拥抱人工智能, 打造未来发展增长极, 形成了规模更大、能力更强的算力资源和算网能力储备。算力资源方面, 目前公司拥有IDC机架数量42万架, 机柜上架率68%, 同时加快IDC向AIDC升级, AIDC业务收入大幅提高; 智算总规模超17EFLOPS, 训推一体算力资源池超300个。算网能力方面, 公司建成算力智联网AINet, 实现8个国家算力枢纽和22个省级骨干节点的全覆盖, 同时构建“星罗”全域算力智能调度平台, 可赋能行业实现智能调度随需可变。

随着智算业务的快速发展, 智算签约金额收入转化后有望带动“云计算+IDC”收入约27.5%的增长弹性。同时由于规模扩大带动的利用率提升, 以及运营商的带宽业务自有优势, 有望整体提升“云计算+IDC”业务的盈利能力。这将在贡献整体业绩弹性的同时, 进一步夯实AI算力业务价值重估的根基。

□ 资本开支节省程度超预期, 重点转向算力侧投资

投资评级: 买入(维持)

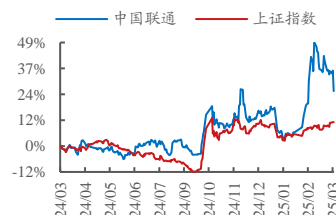
分析师: 张建民
执业证书号: S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

分析师: 徐菲
执业证书号: S1230524080003
xufei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.77
总市值(百万元)	180,395.73
总股本(百万股)	31,264.43

股票走势图



相关报告

- 《业绩双位数增长, 折旧年限调整增厚利润释放空间》 2024.10.27
- 《业绩超预期, 中期派息明显增长》 2024.08.16
- 《合作伙伴大会强化第二增长曲线逻辑》 2024.08.08

2024年,公司资本开支613.7亿元,同比下降17%,其中,算力投资同比上升19%。具体结构来看,联网通信类投资达295亿元,占比48%,同比下降17pp;算网数智类投资达141亿元,占比23%,同比增加11pp。

根据公司规划,2025年资本开支550亿元,同比继续下降超10%,有利于公司现金流和业绩数据的释放;其中,算力投资将同比增长28%,云计算和大数据等领域投资占比将超30%,同时公司为人工智能重点基础设施和重大工程专项作了特别预算安排,有利于聚焦AI后续的增长潜力。

□ 有效管控成本,经营效益持续提升

公司注重经营效益提升,成本费用端实现有效管控,营业成本同比增长4.5%,占收比下降0.1pp,其中:网间结算成本同比减少0.6%,占收比下降0.2pp,折旧摊销同比减少1.7%,占收比下降1.4pp,网络运营支撑成本同比增长7.2%,占收比提升0.4pp,人工成本同比增长3.2%,占收比下降0.2pp,销售费用同比增长3.2%,占收比下降0.1pp,管理费用同比减少7.4%,占收比下降0.2pp。

□ 重视股东回报,派息率提升幅度明显

公司高度重视股东回报,每股派息0.4043元人民币,同比增长20.1%,派息率由23年的55%进一步提升至2024年的60%。

□ 盈利预测及估值

预计2025-2027年收入增速4.6%、4.5%、4.4%,归母净利润增速10.2%、10.0%、9.9%,对应PE 18.1、16.5、15.0倍,维持“买入”评级。

□ 风险提示

基础业务用户提升不及预期;创新业务竞争加剧;成本费用管控不及预期;分红派息不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	389589	407491	425627	444135
(+/-) (%)	4.56%	4.60%	4.45%	4.35%
归母净利润	9030	9946	10943	12030
(+/-) (%)	10.49%	10.15%	10.03%	9.93%
每股收益(元)	0.29	0.32	0.35	0.38
P/E	19.98	18.14	16.48	15.00

资料来源:浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	158808	193363	229175	267649
现金	54713	76209	108174	145958
交易性金融资产	2526	2526	2526	2526
应收账款	58875	61992	65161	68402
其它应收款	4424	4627	4833	5043
预付账款	6463	7417	7167	7600
存货	2463	2562	2672	2780
其他	29345	38030	38643	35339
非流动资产	514029	508331	503306	494713
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	56510	53996	54978	55162
固定资产	314389	319326	320741	319369
无形资产	30908	22998	15064	7106
在建工程	35596	35014	34461	33935
其他	76626	76996	78062	79140
资产总计	672837	701693	732481	762362
流动负债	265980	273175	283607	291955
短期借款	711	631	674	672
应付款项	175521	181076	190344	197564
预收账款	226	236	247	258
其他	89522	91231	92342	93461
非流动负债	38069	37576	37342	36901
长期借款	2128	2277	2350	2461
其他	35941	35298	34992	34440
负债合计	304048	310750	320948	328856
少数股东权益	203942	216686	230709	246124
归属母公司股东权益	164847	174257	180823	187382
负债和股东权益	672837	701693	732481	762362

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	389589	407491	425627	444135
营业成本	298346	310387	323700	336810
营业税金及附加	1707	1878	2066	2272
营业费用	36975	38084	38846	39623
管理费用	23404	23638	23875	24352
研发费用	8835	9630	10323	11067
财务费用	(278)	(259)	(278)	(305)
资产减值损失	(347)	(363)	(379)	(396)
公允价值变动损益	4704	4694	4685	4677
投资净收益	4667	4900	5145	5402
其他经营收益	22700	26120	28977	32100
营业利润	2755	1736	1562	1406
营业外收支	363	218	131	79
利润总额	25092	27638	30409	33428
所得税	4491	4947	5443	5983
净利润	20601	22691	24966	27445
少数股东损益	11571	12745	14023	15415
归属母公司净利润	9030	9946	10943	12030
EBITDA	101004	100937	104780	108197
EPS (最新摊薄)	0.29	0.32	0.35	0.38

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.56%	4.60%	4.45%	4.35%
营业利润	-0.63%	15.07%	10.94%	10.78%
归属母公司净利润	10.49%	10.15%	10.03%	9.93%
获利能力				
毛利率	23.42%	23.83%	23.95%	24.17%
净利率	5.29%	5.57%	5.87%	6.18%
ROE	2.49%	2.62%	2.73%	2.85%
ROIC	9.22%	10.41%	11.14%	11.91%
偿债能力				
资产负债率	45.19%	44.29%	43.82%	43.14%
净负债比率	5.59%	5.49%	5.35%	5.25%
流动比率	0.60	0.71	0.81	0.92
速动比率	0.59	0.70	0.80	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.59	0.59	0.59
应收账款周转率	7.98	6.92	6.91	6.91
应付账款周转率	1.91	1.91	1.91	1.90
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.32	0.35	0.38
每股经营现金	2.92	2.74	3.22	3.34
每股净资产	5.18	5.57	5.78	5.99
估值比率				
P/E	19.98	18.14	16.48	15.00
P/B	1.11	1.04	1.00	0.96
EV/EBITDA	3.54	3.57	3.26	2.95

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	91255	85697	100782	104400
净利润	20601	22691	24966	27445
折旧摊销	82337	79957	77767	73558
财务费用	(278)	(259)	(278)	(305)
投资损失	(4667)	(4900)	(5145)	(5402)
营运资金变动	(139)	(5023)	7223	8034
其它	(6599)	(6769)	(3752)	1070
投资活动现金流	(84662)	(63994)	(64833)	(61558)
资本支出	(74200)	(73900)	(61370)	(55000)
长期投资	(2083)	2514	(982)	(183)
其他	(8379)	7392	(2481)	(6375)
筹资活动现金流	(25909)	(25040)	(29519)	(30401)
短期借款	30	(80)	43	(2)
长期借款	(6)	150	72	111
其他	(25933)	(25111)	(29634)	(30510)
现金净增加额	(19316)	(3338)	6430	12440

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>