

## 买入

2025年3月19日

### AIDC 强劲增长，派息比例稳步提升至 60%

- 收入利润符合预期，派息比例稳步提升至 60%:** 2024 年度公司盈利能力持续增强，经营质量也同步提升。具体来看，营业收入达到 3896 亿元 (+YoY4.6%)，净利润为 206 亿元 (+YoY10.1%)，此外，净资产收益率提升至 5.8%。值得一提的是，公司每股股息已连续五年增长，2024 年全年每股股息合计 0.4043 元 (+YoY20.1%)；与此同时，派息比例提升至 60%，同比增加 5pct，预计未来三年每年派息比例提升 5 个百分点到 75% 以上水平。在第四季度，公司营业收入达到 995 亿元 (+YoY9.4%)，其中服务收入为 872 亿元 (+YoY5.5%)，而股东应占利润则达到 16 亿元 (+YoY7.0%)。
- 联网通信稳健增长，AIDC 订单强劲:** 2024 年联网通信服务业务收入实现 2613 亿元 (YoY+1.5%)，占主营业务的 76%，移动和宽带用户净增 1952 万；物联网连接数超过 6.2 亿；车联网连接数保持行业第一；格物工业互联网平台纳管设备占全国的 1/8。另一方面，算网数智业务收入 825 亿元 (YoY+9.6%) 实现强劲增长，占服务收入的 24%。受益于人工智能发展带来的通算、智算业务机会，公司 2024 年联通云收入达到 686 亿元 (+YoY17.1%)，同期数据中心收入为 259 亿元 (+YoY7.4%)。此外，2024 年度，公司持续推进智数融合创新升级，智算业务签约金额超过 260 亿元。
- 资本开支结构优化，精益管理持续挖掘效益空间:** 2024 年公司资本开支为 613.7 亿元 (YoY-17.0%)，2025 年预计资本开支 550 亿元 (YoY-10.4%)，但算力开支依然快速增长 28%。超前布局下一代互联网，并加快推进 IDC 向 AIDC、通算向智算升级。具体来说，公司在全国多地建设大规模智算中心，建成 300 多个训推一体的算力资源池，智算规模超过 17EFLOPS。不仅如此，设备集约化和 AI 赋能成效显著，每年节省 OPEX19 亿元，同时单位业务能耗下降 10%，持续提质增效。
- 提高目标价 13 港元，买入评级:** 随着 Deepseek 大模型发展，中国有了底层适配的 AI 服务器，从硬件、大模型和应用的生态完全打通，自主可控。我们认为未来国内将进入到 AI Agent 大爆发的时代，对运营商的宽带、AIDC 和云业务将带来巨大需求增长。这几年国资委对国有企业经营质量考核标准不断提高，运营商的公司治理和市值管理能力也显著提升。考虑到中国联通公司基本面稳健、利润持续释放以及潜在的分红比率有望提高至 75% 以上水平，给予公司国有资产合理价格的 1 倍 PB 水平，对应目标价 13 港元，维持买入评级。
- 风险提示:** ARPU 值承压、宏观经济压力加大、资本开支下降不及预期等。

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

行业	电讯服务
股价	9.6 港元
目标价	13 港元 (+38%)
股票代码	762. HK
已发行 H 股本	305.98 亿股
H 股总市值	2815 亿港元
52 周高/低	5.1 港元/11.6 港元
每股净资产	13 港元
主要股东	中国联通(BVI)有限公司 53.52% 中国联通集团(BVI)有限公司 26.41%

### 表：盈利摘要

截至12月31日止财年	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	409,958	426,722	445,540
变动 (%)	5.0%	4.6%	5.2%	4.1%	4.4%
净利润(百万元)	18,922	20,733	23,702	27,353	30,898
EPS(港元)	0.65	0.72	0.82	0.95	1.07
变动 (%)	11.8%	10.1%	14.0%	15.5%	13.1%
市盈率(倍, @9.6港元)	14.6	13.3	11.7	10.1	8.9
每股派息(港元)	0.36	0.43	0.53	0.66	0.81
息率 (%)	3.8%	4.5%	5.6%	6.9%	8.4%

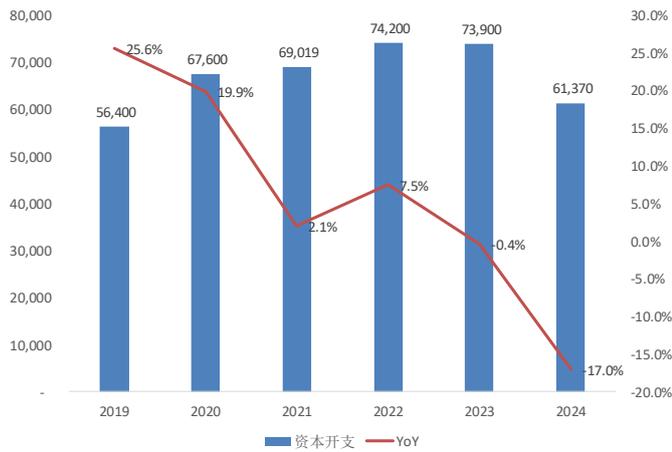
资料来源：公司资料、第一上海预测

### 股价表现



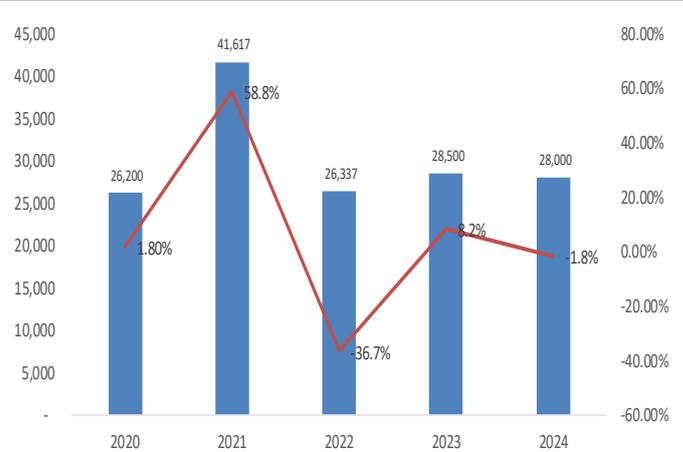
资料来源：彭博

图表 1: 中国联通资本开支 (百万元)



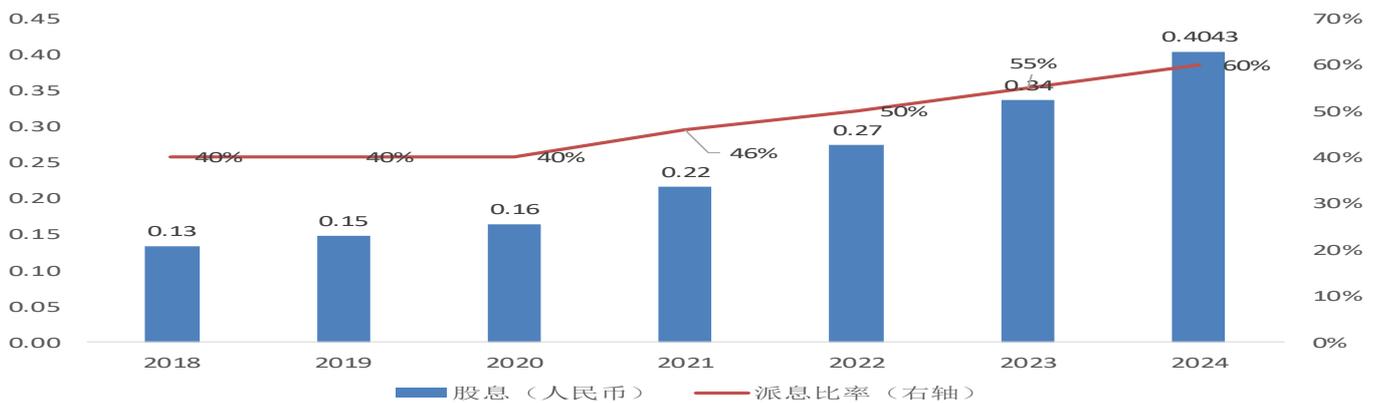
资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 2: 中国联通自由现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 3: 中国联通每股股息和派息比率



资料来源: 公司公告, 第一上海整理

图表 4: 中国联通核心财务数据

中国联通 (百万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营运收入	290,877	290,515	303,838	327,854	354,944	372,597	389,589
YOY	5.8%	-0.1%	4.6%	7.9%	8.3%	5.0%	4.6%
其中: 通信服务收入	263,683	264,400	275,800	296,153	319,348	335,170	345,975
YOY	5.9%	0.3%	4.3%	7.4%	7.8%	5.0%	3.2%
EBITDA	84,913	94,358	94,139	96,320	99,169	99,812	99,425
YOY	4.3%	11.1%	-0.2%	2.3%	3.0%	0.6%	-0.4%
EBITDA率	29.2%	32.5%	31.0%	29.4%	27.9%	26.8%	25.5%
EBITDA占通信服务收入比	32.2%	35.7%	34.1%	32.5%	31.1%	29.8%	28.7%
归母净利润	10,197	11,330	12,493	14,368	16,745	18,726	20,613
YOY	457.8%	11.1%	10.3%	15.0%	16.5%	11.8%	10.1%
净利润率	3.51%	3.9%	4.1%	4.4%	4.7%	5.0%	5.29%
净利润占服务收入比率	3.87%	4.3%	4.5%	4.9%	5.2%	5.6%	5.96%
每股基本盈利 (人民币元)	0.33	0.37	0.41	0.47	0.55	0.61	0.67

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

## 附录 1：主要财务报表

## 资产负债表

&lt;人民币百万元&gt;，财务年度截止&lt;十二月&gt;

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
+ 固定资产	355,995	351,530	322,380	291,656	256,013
+ 其他非流动资产	146,955	160,907	160,907	160,907	160,907
<b>非流动资产</b>	<b>502,950</b>	<b>512,437</b>	<b>483,287</b>	<b>452,563</b>	<b>416,920</b>
+ 现金及等价物	47,733	28,480	66,043	105,084	148,555
+ 应收账款	38,692	53,730	54,805	55,901	57,019
+ 存货	2,217	2,463	2,480	2,498	2,515
+ 其他流动资产	69,459	74,127	74,679	75,242	75,816
<b>流动资产</b>	<b>158,101</b>	<b>158,800</b>	<b>198,007</b>	<b>238,724</b>	<b>283,905</b>
<b>总资产</b>	<b>661,051</b>	<b>671,237</b>	<b>681,294</b>	<b>691,287</b>	<b>700,825</b>
+ 长期借款	1,252	1,170	1,170	1,170	1,170
+ 其他非流动负债	42,249	35,825	35,825	35,825	35,825
<b>非流动负债</b>	<b>43,501</b>	<b>36,995</b>	<b>36,995</b>	<b>36,995</b>	<b>36,995</b>
短期借款	1,035	954	954	954	954
其他流动负债	262,617	269,718	271,352	273,002	274,668
<b>流动负债</b>	<b>263,652</b>	<b>270,672</b>	<b>272,306</b>	<b>273,956</b>	<b>275,622</b>
<b>总负债</b>	<b>307,153</b>	<b>307,667</b>	<b>309,301</b>	<b>310,951</b>	<b>312,617</b>
<b>归母所有者权益</b>	<b>351,474</b>	<b>361,045</b>	<b>371,993</b>	<b>380,336</b>	<b>388,208</b>
<b>总权益及负债</b>	<b>661,051</b>	<b>671,237</b>	<b>681,294</b>	<b>691,287</b>	<b>700,825</b>

## 现金流量表

&lt;人民币百万元&gt;，财务年度截止&lt;

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
+ 税前利润	22,945	25,254	28,905	33,358	37,680
+ 折旧及摊销	84,847	83,392	84,150	81,931	80,197
+ 营运资金变动	-4,288	2,984	-10	-26	-43
+ 其他	21,841	20,733	23,702	27,353	30,898
<b>经营活动现金流</b>	<b>102,400</b>	<b>107,109</b>	<b>107,842</b>	<b>109,258</b>	<b>111,052</b>
+ 资本开支	-73,900	-61,370	-55,000	-51,207	-44,554
+ 其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-73,900</b>	<b>-61,370</b>	<b>-55,000</b>	<b>-51,207</b>	<b>-44,554</b>
+ 股权融资	0	0	0	0	0
+ 短期银行借款	0	0	0	0	0
+ 派发股息	-10,299	-12,368	-15,279	-19,010	-23,026
+ 其他	-25,765	-52,624	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-36,064</b>	<b>-64,992</b>	<b>-15,279</b>	<b>-19,010</b>	<b>-23,026</b>
<b>现金净变动</b>	<b>-7,564</b>	<b>-19,253</b>	<b>37,563</b>	<b>39,041</b>	<b>43,472</b>
年初现金余额	55,297	47,733	28,480	66,043	105,084
+ 汇率变动	0	0	0	0	0
年末现金余额	47,733	28,480	66,043	105,084	148,555

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 利润表

&lt;人民币百万元&gt;，财务年度截止&lt;十二月&gt;

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
营业收入	372,597	389,589	409,958	426,722	445,540
- 营业成本	-357,632	-373,556	-390,101	-402,099	-416,267
<b>营业利润</b>	<b>14,965</b>	<b>16,033</b>	<b>19,858</b>	<b>24,623</b>	<b>29,273</b>
营业利润率	4.02%	4.12%	4.84%	5.77%	6.57%
+ 财务费用	-1,981	-1,784	-1,877	-1,954	-2,040
+ 其他利润	9,961	11,005	10,924	10,688	10,447
<b>税前利润</b>	<b>22,945</b>	<b>25,254</b>	<b>28,905</b>	<b>33,358</b>	<b>37,680</b>
+ 所得税	-4,023	-4,521	-5,203	-6,004	-6,782
所得税率	17.53%	17.90%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>净利润</b>	<b>18,922</b>	<b>20,733</b>	<b>23,702</b>	<b>27,353</b>	<b>30,898</b>
净利润率	5.08%	5.32%	5.78%	6.41%	6.93%
<b>归母净利润</b>	<b>18,726</b>	<b>20,613</b>	<b>23,506</b>	<b>27,157</b>	<b>30,702</b>
非控制权益	196	120	196	196	196
EBITDA	99,812	99,425	104,008	106,554	109,471
EBITDA率	26.79%	25.52%	25.37%	24.97%	24.57%

## 财务分析

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.0%	4.6%	5.2%	4.1%	4.4%
EBITDA	0.6%	-0.4%	4.6%	2.4%	2.7%
净利润	11.8%	10.1%	14.0%	15.5%	13.1%
<b>回报率</b>					
净资产收益率	5.3%	5.7%	6.3%	7.1%	7.9%
总资产收益率	2.8%	3.1%	3.5%	3.9%	4.4%
派息比率	55.0%	60.0%	65.0%	70.0%	75.0%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股净资产	11.6	11.9	12.2	12.4	12.7
<b>估值倍数</b>					
市盈率	14.6	13.3	11.7	10.1	8.9
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。