

2025 年 03 月 22 日

加速算力投资，业绩稳健增长

中国联通(600050)

1. 事件：

公司 2024 年实现总营业收入 3,895.89 亿元，同比增长 4.56%；利润总额达到 250.92 亿元，同比增长 10.49%；实现归母净利润 90.30 亿元，同比增长 10.49%。

2. 收入端：联网用户规模新高，算网数智同比增长 9.6%

(1) 联网通信业务占收比 76%，同比提升 1.5%。联网用户稳定增长，FTTR 成为主要增收引擎。

(2) 算网数智业务占收比 24%，同比提升 9.6%。其中，联通云收入 686 亿元，同比提升 17.1%，数据中心收入 259 亿元，同比提升 7.4%。智算业务驱动算力服务强劲增长，2024 年签约金额超过 260 亿元。

3. 成本费用端：净利率稳步抬升

公司毛利率持续下降，整体净利率稳定提升。我们预计毛利率下滑主要原因系业务结构变化，净利率提升来源于费用端缩减。此外，根据公司公告，自 2024 年 10 月 1 日起，将 4G 无线相关设备折旧年限由 7 年调整为 10 年，使得 2024 年固定资产折旧额减少约 11.8 亿元，净利润增加约 8.9 亿元。

研发布局低空、海洋通感一体及星间、星地互联通信。其中，2024 年研发费用 88.3 亿元，同比增长 5.1%，高出收入增速 1.9 个百分点。研发人员超过 2.3 万人，占总人数比达到 9.8%。公司在低空智联网、海洋通感一体化以及星间与星地通信等系统的建设与应用正在加速推进，自研 AI 大模型多项能力实现升级。

4. 经营结构变化增长应收账款期，带息负债下降，抗风险能力提升

2024 年，公司经营活动产生净现金流 912.6 亿元，净额减少主要是算网数智业务回款速度相对较慢导致。

截止 2024 年底，公司资产负债率为 45.2%，同比下降 0.7pct，带息负债 412 亿元。同比下降 11.2%。

5. 总投资持续缩减，算网数智投资持续增长

2024 年，公司资本开支人民币 613.7 亿元、同比下降 17%，其中，算力投资占比 23%，同比提升 11pct，联网通信类占比 48%，同比下降 17pct。

2025 年公司计划固定资产投资约 550 亿元，其中算力投资同比增长 28%。

6. 持续高额分红，2024 年派息率达到 60%

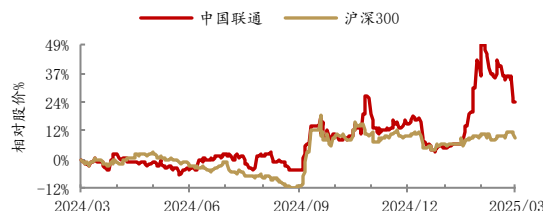
7. 投资建议：

我们认为，公司智算业务有望持续推动营收增长，得益于折旧减少以及控本降费，整体利润率有望保持稳定增长，预计 2025-2027 年营收分别由 4166.8/4404.3/N/A 亿元调整为 4041.0/4191.5/4347.4 亿元，归母净利润分别由

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：5.7

股票代码：600050
52 周最高价/最低价：6.93/4.37
总市值(亿)：1,782.07
自由流通市值(亿)：1,753.71
自由流通股数(百万)：30,766.83



分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523090003
联系电话：

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003
联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040002
联系电话：

相关研究

1. 【华西通信】中国联通(600050)三季报点评：联网业务稳健，算力快速发展

2024.10.23

2. 【华西通信】中国联通(600050)年报点评：稳中有进，24 年目标利润总额双位数增长

2024.03.20

3. 【华西通信】中国联通(600050)三季报点评：业绩稳健，云与大数据业务高速发展

2023.10.25

103.8/117.5/N/A 亿元调整为 99.3/109.1/119.9 亿元，对应 EPS 分别为由 0.33/0.37/N/A 元调整为 0.32/0.35/0.38 元，对应 2025 年 3 月 21 日 5.70 元/股收盘价 PE 分别为 18.0/16.3/14.9 倍。维持“增持”评级。

8. 风险提示：

回款不及预期；市场竞争加剧风险；行业政策变化风险；创新业务推动不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	404,100	419,145	434,744
YoY (%)	5.0%	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%
归母净利润(百万元)	8,173	9,030	9,931	10,908	11,993
YoY (%)	12.0%	10.5%	10.0%	9.8%	9.9%
毛利率 (%)	24.5%	23.4%	24.6%	24.6%	24.6%
每股收益 (元)	0.26	0.29	0.32	0.35	0.38
ROE	5.1%	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%
市盈率	21.84	19.52	17.95	16.34	14.86

资料来源：wind，华西证券研究所

1. 事件

公司 2024 年实现总营业收入 3,895.89 亿元，同比增长 4.56%；利润总额达到 250.92 亿元，同比增长 10.49%；实现归母净利润 90.30 亿元，同比增长 10.49%。

2. 收入端：联网用户规模新高，算网数智同比增长 9.6%

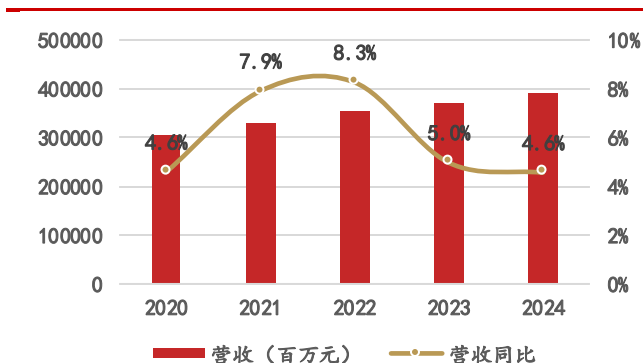
(1) 联网通信业务占收比 76%，同比提升 1.5%。包含移动联网、宽带联网、电视联网、专线联网、通信业务及信息业务等六项。

联网用户稳定增长，FTTR 成为主要增收引擎：2024 年移动用户规模达到 3.4 亿户，净增 1,068 万户；固网宽带用户规模超 1.2 亿户，累计净增用户 884 万户；物联网连接规模超过 6.2 亿个，净增 1.3 亿个，车联网连接数达到 7,600 万、保持行业第一；格物工业互联网平台纳管设备超过 1,200 万、占全国的 1/8。

(2) 算网数智业务占收比 24%，同比提升 9.6%。包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、智能服务及网信安全等六项。

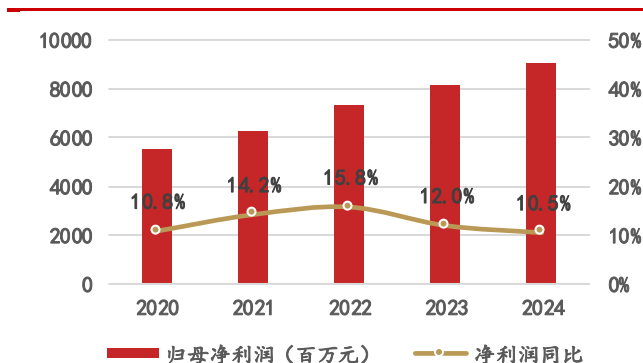
其中，联通云收入 686 亿元，同比提升 17.1%，数据中心收入 259 亿元，同比提升 7.4%。智算业务驱动算力服务强劲增长，2024 年签约金额超过 260 亿元。

图 1 营收及增速情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 归母净利润及增速情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 成本费用端：净利率稳步抬升

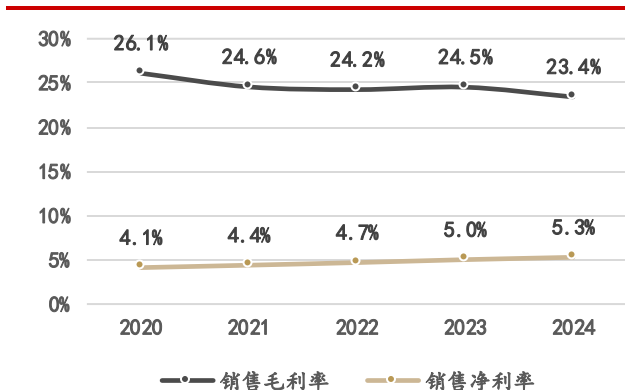
公司毛利率持续下降，整体净利率稳定提升。2024 年销售毛利率 23.5%，同比减少 1.1pct；销售净利率 5.3%，同比增加 0.3pct，连续四年稳定增长。我们预计毛利率下滑主要原因系业务结构变化，净利率提升来源于费用端缩减。此外，根据公司公告，自 2024 年 10 月 1 日起，将 4G 无线相关设备折旧年限由 7 年调整为 10 年，使得 2024 年固定资产折旧额减少约 11.8 亿元，净利润增加约 8.9 亿元。

费用率稳定可控，研发费用率持续提升。2024 年整体费用率为 17.7%，同比下降 0.5pct。销售/管理/财务/研发费用率为 9.5%/6.0%/-0.1%/2.3%，同比变化-0.1/-0.4/0.0/+0.1pct。

研发布局低空、海洋通感一体及星间、星地互联通信。其中，2024 年研发费用 88.3 亿元，同比增长 5.1%，高出收入增速 1.9 个百分点。研发人员超过 2.3 万人，

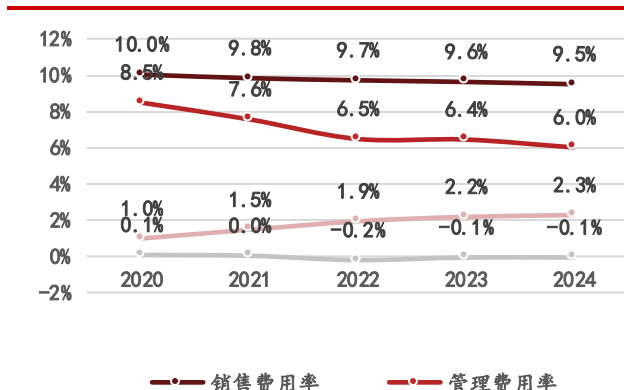
占总人数比达到 9.8%。公司在低空智联网、海洋通感一体化以及星间与星地通信等系统的建设与应用正在加速推进，自研 AI 大模型多项能力实现升级。

图 3 销售毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 费用率情况



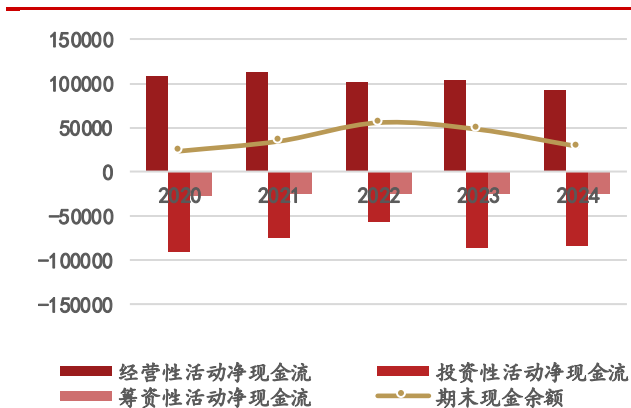
资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 经营结构变化增长应收账款期，带息负债下降，抗风险能力提升

2024 年，公司经营活动产生净现金流 912.6 亿元，净额减少主要是算网数智业务回款速度相对较慢导致，同时导致应收账款达到 576.0 亿元，同比增长 44.1%，企业现金收入比也有所下降，2024 年为 1.01。

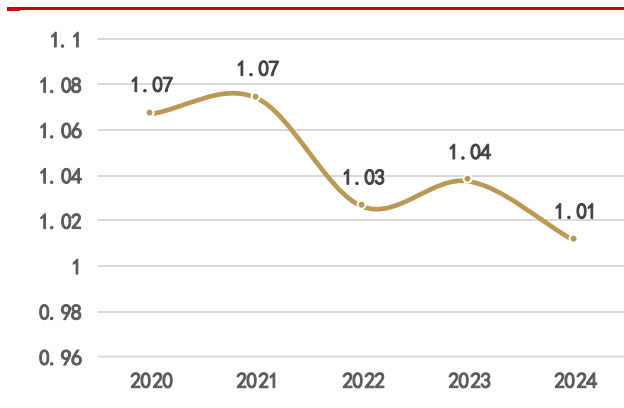
截止 2024 年底，公司资产负债率为 45.2%，同比下降 0.7pct，带息负债 412 亿元。同比下降 11.2%。

图 5 现金流及期末现金余额情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 企业现金收入比情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 总投资持续缩减，算网数智投资提速

2024 年，公司资本开支人民币 613.7 亿元、同比下降 17%，其中，算力投资占比 23%，同比提升 11pct，联网通信类占比 48%，同比下降 17pct。2025 年公司计划固定资产投资约 550 亿元，其中算力投资同比增长 28%。

2024 年，移动网络人口覆盖率达到 99%，提升近 1 个百分点、惠及千万用户，宽带网络端口数同比提升 5%、惠及千万家庭。设备集约、AI 赋能成效明显，年化节省 OPEX 人民币 19 亿元，每单位业务能耗下降 10%。

在算力板块，根据公司 2024 年报推介材料，截止 2024 年底公司 IDC 机架数 42 万架，机柜上架率达到 68%，智算总规模超过 17EFLOPS，训推一体算力资源池超过 300 个，形成“新八纵八横”骨干网。

- 在呼和浩特、上海临港建立万卡超大规模智算中心，服务千亿参数大模型训练；
- 在北京门头沟、河北怀来、宁夏中卫、浙江德清、贵安基地、广东知识城和中国香港环球七大节点形成智算训推一体枢纽，兼顾 AI 训练和推理多样化场景实现 AI 训推一体服务供给；
- 在青海运营万卡绿色算力中心，实现算网一体、算电一体，预计集群平均利用率超过 60%。

同时积极部署国际网络，新建青岛、海口国际局，建成 60 多条海陆缆和 400 多个业务点，覆盖 200 多个国家和地区。

图 7 “新八纵八横”骨干网



资料来源：公司 2024 年推介材料，华西证券研究所

6. 持续高额分红，增强股东回报

报告期内，公司董事会建议派发 2024 年度末期现金股利，每股 0.1562 元，连同已派发的中期股利，全年每股股息达到 0.4043 元，共计拟向股东派发约 49.42 亿元（含税），预计 2024 年派息率达到 60%。

7. 盈利预测及投资建议

我们认为，公司智算业务有望持续推动营收增长，得益于折旧减少以及控本降费，整体利润率有望保持稳定增长，预计 2025-2027 年营收分别由 4166.8/4404.3/N/A 亿元调整为 4041.0/4191.5/4347.4 亿元，归母净利润分别由 103.8/117.5/N/A 亿元调整为 99.3/109.1/119.9 亿元，对应 EPS 分别为由 0.33/0.37/N/A 元调整为 0.32/0.35/0.38 元，对应 2025 年 3 月 21 日 5.70 元/股收盘价 PE 分别为 18.0/16.3/14.9 倍。维持“增持”评级。

8. 风险提示

回款不及预期；市场竞争加剧风险；行业政策变化风险；创新业务推动不及预期；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	389,589	404,100	419,145	434,744	净利润	20,601	22,682	24,914	27,387
YoY (%)	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%	折旧和摊销	77,391	23,649	24,415	24,662
营业成本	298,346	304,893	316,035	327,667	营运资金变动	-11,262	17,774	4,492	6,121
营业税金及附加	1,707	1,708	1,787	1,857	经营活动现金流	91,255	64,923	53,685	56,632
销售费用	36,975	38,668	40,032	41,504	资本开支	-73,770	-34,869	-34,256	-35,207
管理费用	23,404	25,174	25,948	26,837	投资	16,245	-2,606	-2,560	-2,496
财务费用	-278	-392	-948	-1,323	投资活动现金流	-84,662	-32,496	-31,659	-32,375
研发费用	8,835	8,807	9,254	9,601	股权募资	22	-57	0	0
资产减值损失	-347	78	67	72	债务募资	335	94	87	80
投资收益	4,667	4,979	5,157	5,328	筹资活动现金流	-25,909	-528	-482	-491
营业利润	22,700	27,753	30,439	33,338	现金净流量	-19,251	31,964	21,544	23,765
营业外收支	2,392	-140	-120	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	25,092	27,613	30,319	33,338	成长能力				
所得税	4,491	4,931	5,405	5,950	营业收入增长率	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%
净利润	20,601	22,682	24,914	27,387	净利润增长率	10.5%	10.0%	9.8%	9.9%
归属于母公司净利润	9,030	9,931	10,908	11,993	盈利能力				
YoY (%)	10.5%	10.0%	9.8%	9.9%	毛利率	23.4%	24.6%	24.6%	24.6%
每股收益	0.29	0.32	0.35	0.38	净利率	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
货币资金	54,713	86,676	108,221	131,986	净资产收益率 ROE	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%
预付款项	6,463	6,905	6,959	7,264	偿债能力				
存货	2,463	2,415	2,536	2,631	流动比率	0.60	0.64	0.70	0.75
其他流动资产	95,170	81,618	81,191	79,916	速动比率	0.45	0.50	0.56	0.62
流动资产合计	158,808	177,614	198,907	221,798	现金比率	0.21	0.31	0.38	0.45
长期股权投资	56,510	59,116	61,676	64,172	资产负债率	45.2%	44.5%	43.6%	42.7%
固定资产	314,391	330,715	350,351	371,080	经营效率				
无形资产	30,908	31,654	32,150	32,593	总资产周转率	0.58	0.59	0.58	0.57
非流动资产合计	514,029	528,724	542,423	557,095	每股指标（元）				
资产合计	672,837	706,339	741,330	778,893	每股收益	0.29	0.32	0.35	0.38
短期借款	711	805	891	971	每股净资产	5.18	5.61	5.99	6.40
应付账款及票据	175,521	178,482	185,871	192,422	每股经营现金流	2.87	2.08	1.72	1.81
其他流动负债	89,748	96,754	98,605	101,400	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	265,980	276,041	285,368	294,793	估值分析				
长期借款	2,128	2,128	2,128	2,128	PE	19.52	17.95	16.34	14.86
其他长期负债	35,941	35,941	35,941	35,941	PB	1.02	1.02	0.95	0.89
非流动负债合计	38,069	38,069	38,069	38,069					
负债合计	304,048	314,110	323,437	332,862					
股本	31,801	31,801	31,801	31,801					
少数股东权益	203,942	216,693	230,700	246,094					
股东权益合计	368,788	392,229	417,893	446,030					
负债和股东权益合计	672,837	706,339	741,330	778,893					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。