

国信通信 · 运营商专题

2024年业绩总结与云计算业务重估

行业研究 · 行业专题

通信 · 运营商

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

投资摘要



运营商经营稳健，2024年营收和净利润保持稳定增长。 2024年中国移动/中国电信/中国联通营收同比分别增长3.1%/3.1%/4.6%，归母净利润同比分别增长5.0%/8.4%/10.5%，ROE分别为10.2%/7.3%/5.5%。其中：**收入端：新兴业务保持快速增长。** 受益AI发展，运营商云计算、数据中心IDC、政企信息化等业务呈现高景气度。运营商近些年重点布局数据中心、算力等产业数字化转型业务，相关新兴业务呈现快速增长，三大运营商2024年新兴业务收入4381亿元（同比+7.8%），其中移动、电信、联通2024年云计算业务同比分别增长20%/17%/17%；算力规模分别达到29EFOPLS/35EFOPLS/17EFOPLS。**成本侧：资本开支出现拐点，成本费用管控较好。** 以中国移动为例，公司2024年资本开支占通服收入比下降至18.4%，同比下降2.5pp；并预计2025年资本开支绝对值下降128亿元，资本开支占通服收入比持续下降。中国移动2024年管理费用率、销售费用率、研发费用率同比基本持平。

三大运营商分红比例稳步提升，持续关注股东回报，运营商属优质红利资产。 此前中国移动和中国电信规划自2024年起，三年内分红率将提升至75%；2024年中国移动、中国电信、中国联通分红率分别达73%/72%/55%，三大运营商未来分红率有望持续提升，目前（截止2025年3月28日）移动、电信、联通A股股息率(TTM)分别为4.4%/3.4%/2.8%，H股股息率股息率(TTM)分别为5.7%/4.5%/4.3%。

受益AI发展，运营商数据中心IDC服务及云计算业务有望持续增长。 近两年全球AI大模型的爆发推动了数据中心/AIDC景气发展，全球互联网云厂资本开支持续加大。资源与服务是我国数据中心服务商的核心竞争力。三大运营商已经占据我国一半以上的数据中心资源，且聚焦在核心数据中心枢纽节点重点投入，拥有数据中心互联网络优势，运营商数据中心IDC业务是云计算业务的重要支撑，云计算有望持续受益AI行业发展。

投资建议：三大运营商主营业务各有特点，并且在AI时代运营商云计算业务有望重估。 中国电信算力建设属行业头部，云计算业务行业领先。中国联通业绩改善空间大，且大数据业务较为领先。中国移动作为行业龙头，用户规模和网络规模领先行业，经营稳健，利润与分红稳定提升。**三家运营商分红稳定提升，具备核心红利资产属性。** 运营商作为拥有数据中心AIDC核心资源，云计算份额持续提升，在AI发展浪潮下，其云计算业务有望重估，参考金山云目前（3月29日）PS (TTM)为3.5X估值，谨慎选取2025年运营商云业务PS为3X估值，对应移动、电信、联通云业务市值分别为3300/3750/2250亿元；在PB=1的假设下，移动、电信、联通净资产分别为13992/4624/1689亿元，目前移动、电信、联通A股市值分别为22969/7055/1748亿元，H股市值分别为17845/5335/2641亿港元。推荐关注中国移动、中国电信、中国联通A股及H股受益AI发展趋势下的成长性。

风险提示： 5G发展不及预期；新兴业务发展不及预期；行业竞争加剧；估值结果不准确风险。

[01] 2024年运营商经营业绩总结

[02] AI浪潮下，运营商云计算及IDC业务快速发展

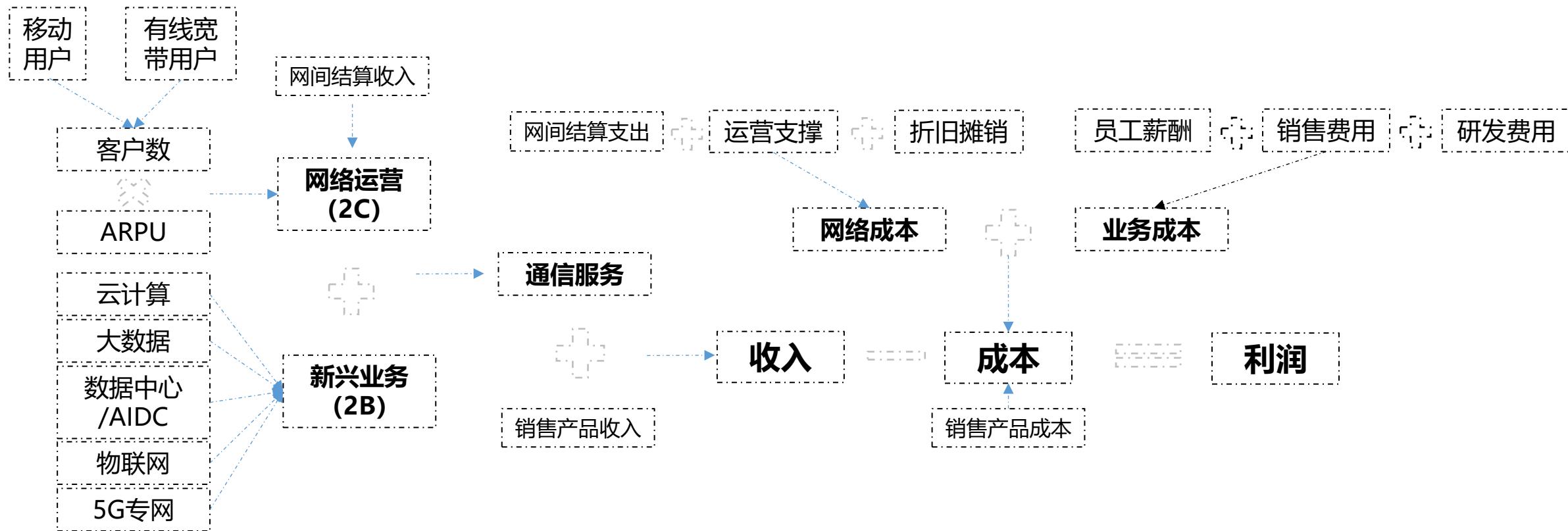
[03] 投资建议：高股息及AI体系下的云计算业务重估

一、2024年运营商经营业绩总结

运营商商业模式

运营商收入端来自于2C（传统业务）和2B（新兴业务）之和，近些年运营商2B业务加速发展。数字经济时代，运营商新兴业务相关占比有望大幅提升。

图：运营商盈利模型



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

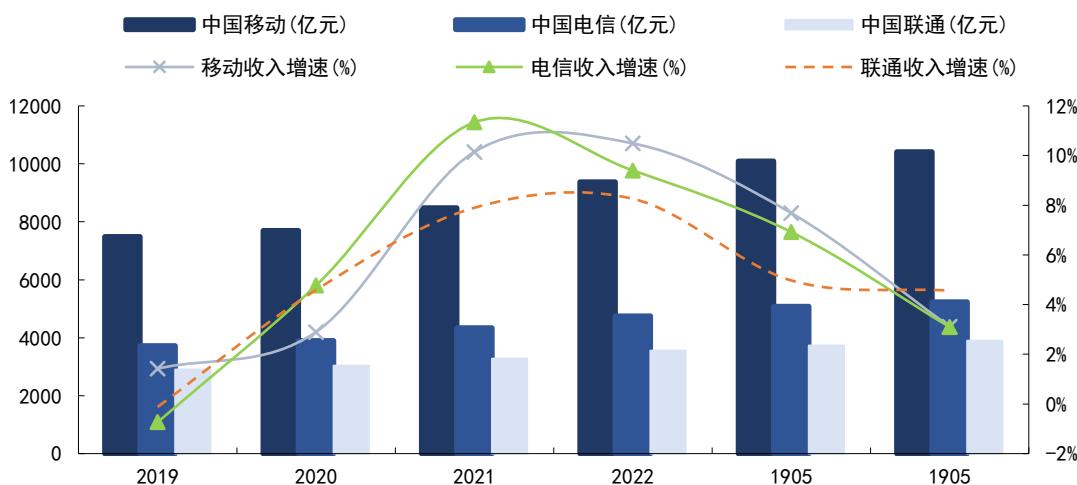
2024年三大运营商经营稳健，收入利润稳中有进



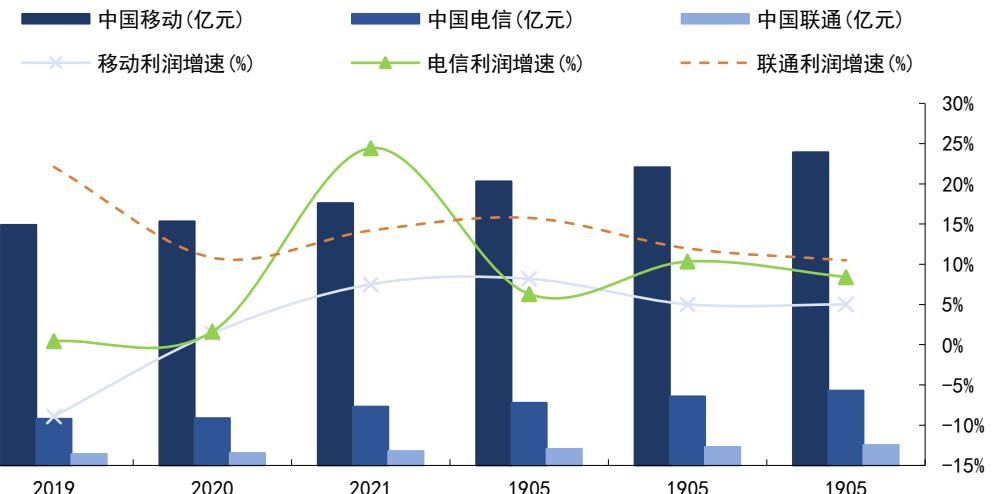
三大运营商经营稳健，2024年全年收入利润稳健增长。2024年，中国电信营收达5294亿元，同比增长3.1%；中国联通营收达3896亿元，同比增长4.6%；中国移动营收达到1.04万亿元，同比增长3.1%。其中，中国电信主营业务收入达到4820亿元，同比增长3.7%；中国联通主营业务收入达到3460亿元，同比增长3.2%；中国移动主营业务收入达到8895亿元，同比增长3%。中国电信归母净利润为330亿元，同比增长8.4%；中国联通归母净利润为206亿元，同比增长10.1%；中国移动归母净利润为1384亿元，同比增长5%。三大运营商中，中国联通归母净利润同比增速最快，保持两位数增长，三大运营商归母净利润均连续保持良好增长。

中国移动、中国电信、中国联通全年ROE分别为（摊薄）分别为10.20%/7.30%/5.48%，同比提升0.11/0.43/0.35pct，处于上升通道。

图：2019-2024三大运营商营收及其增速（亿元，%）



图：2019-2024三大运营商归母净利润及其增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

移动业务：5G用户快速提升，ARPU趋于平稳

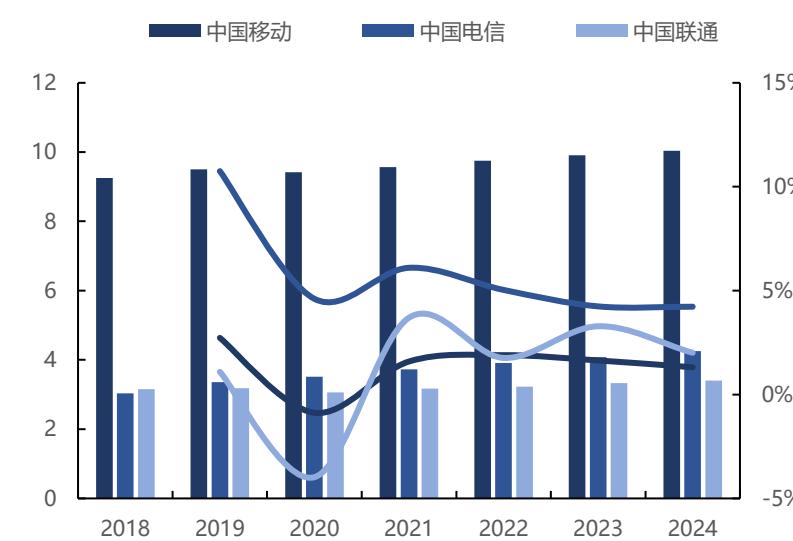


5G用户快速提升。2024年运营商5G套餐用户数渗透率已提升至接近80%左右水平，根据工信部数据，截至2024年12月，三家基础电信企业的移动电话用户总数达17.89亿户，比上年末净增4515万户。其中，5G移动电话用户达9.95亿户，占移动电话用户的55.6%。中国移动：2024年公司移动客户数突破10亿户，年末公司5G网络客户数达到5.52亿户；移动ARPU为48.5元，同比降低1.6%。中国电信：2024年公司移动通信服务实现收入2025亿元（同比+3.5%），年末公司移动用户达4.25亿户（净增1675万户），5G登网用户渗透率达59.1%，移动用户ARPU值为45.6元（同比+0.4%）。中国联通：2024年末公司移动用户规模超3.4亿户，净增1068万户，5G套餐用户渗透率85%。

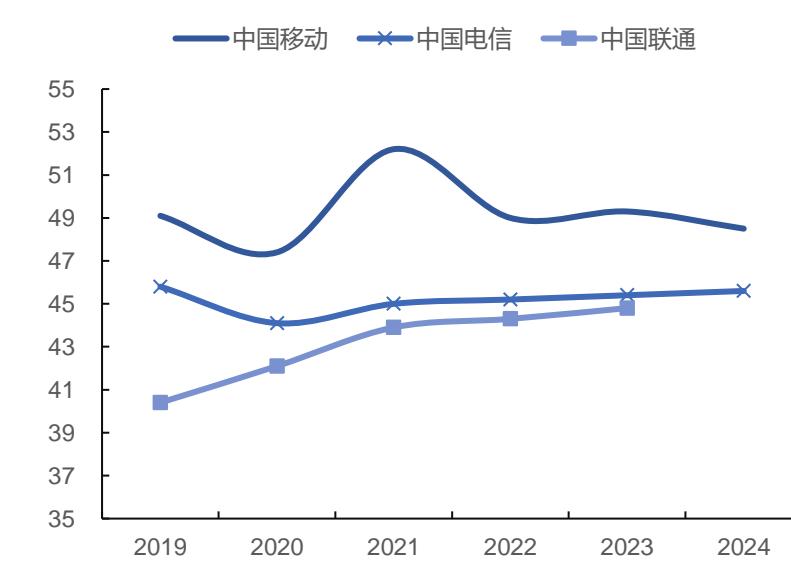
图：移动电话用户数（亿户）及5G渗透率



图：三大运营商移动业务用户规模（亿户）及增速



图：三大运营商移动业务ARPU值（元/月）



资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

资料来源：运营商推介材料、国信证券经济研究所整理；

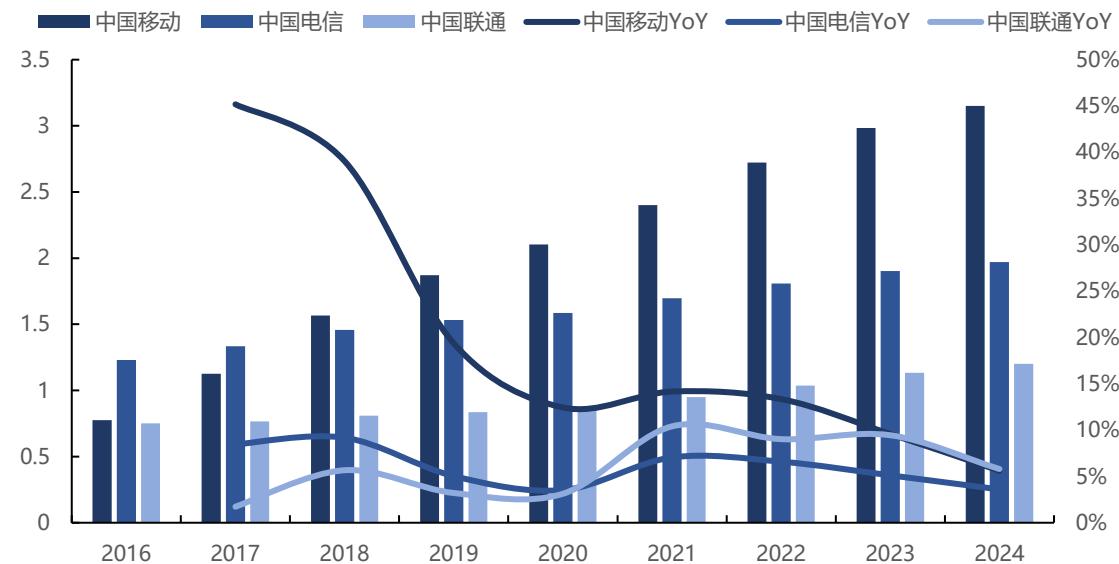
资料来源：运营商推介材料、国信证券经济研究所整理；

家宽业务：千兆宽带与智慧家庭增值服务推动增长



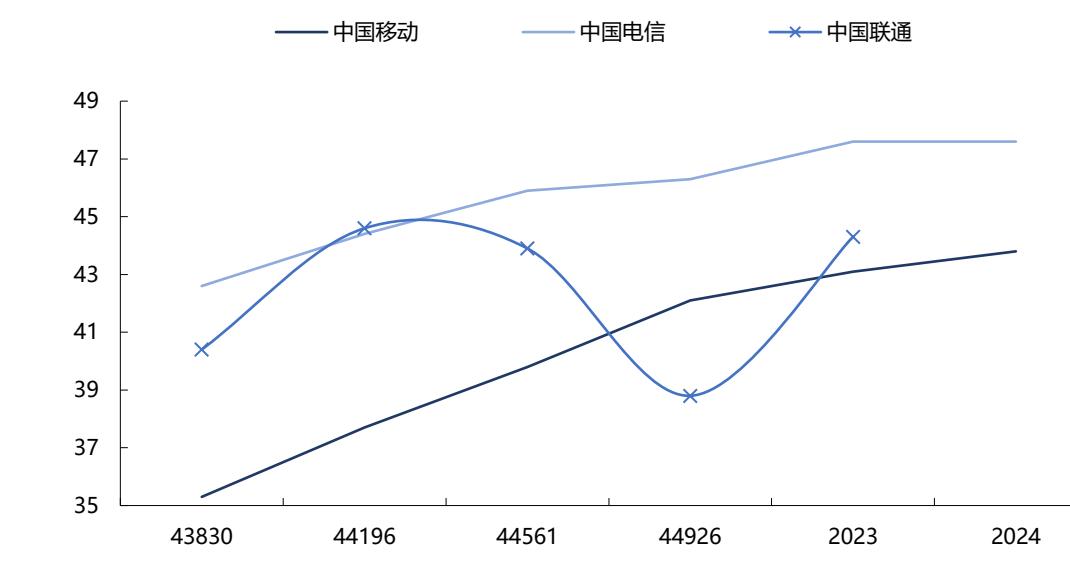
三大运营商家庭宽带业务保持稳健增长。据2024年报，中国移动家庭宽带客户达到2.78亿户，净增1405万户，其中千兆家庭宽带客户达到0.99亿户，同比增长25.0%，FTTR客户达到1063万户，同比增长376%，家庭客户综合ARPU达到43.8元，同比增长1.6%。中国电信加快家庭宽带向千兆和FTTR升级，持续打造多场景智家应用，同时千兆光网10G PON端口达929万个，城镇住宅覆盖率超95%，试点部署50G PON网络，推动宽带用户达到1.97亿户，宽带ARPU保持稳定，达47.6元。中国联通固网宽带用户超过1.2亿户，宽带网络端口数2.8亿，10G PON端口占比超过80%，支持千兆宽带用户快速增长；超清用户超过5,000万，融合用户占比超过77%，价值不断提升，融合套餐客单价月均超百元。

图：三大运营商家宽业务用户数（亿户）及增速（%）



资料来源：运营商年报、国信证券经济研究所整理

图：三大运营商宽带综合ARPU值（元）



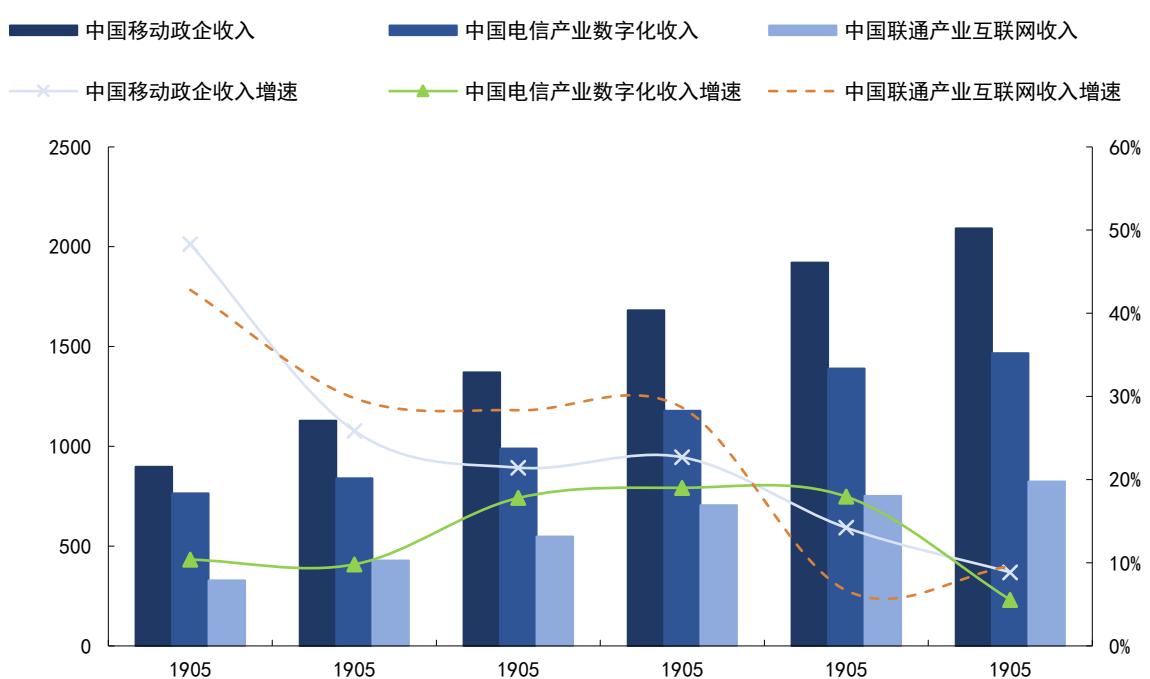
资料来源：运营商年报、国信证券经济研究所整理

数字化转型推进有效，第二曲线对主营业务贡献强劲



运营商从2C单一业务向2B多元化业务转型顺利推进。2024年三大运营商第二曲线业务总收入为4381.48亿元，同比增长7.9%，回落7.4个百分点。三大运营商第二曲线业务占比主营业务收入为25.5%，较上年提升1.1个百分点。2024年，第二曲线业务收入分别为：中国电信产业数字化服务收入1465.8亿元，中国联通算网数智业务收入824.9亿元，中国移动政企市场业务收入2090.78亿元，分别增长5.5%、9.6%、8.8%。相比较2024年中国电信、中国联通和中国移动的主营业务收入增长的3.7%、3.2%和3%。第二曲线业务在对运营商收入增量贡献是显著的。

图：三大运营商2019-2024年新兴业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：三大运营商年报，国信证券经济研究所分析师整理

表：三大运营商主营业务收入情况

项目	中国电信	中国联通	中国移动
基础业务收入 (亿元)	3282	2613	6268
基础业务收入同比增长	3.0%	1.5%	0.8%
基础业务收入占比	68.1%	76.0%	70.5%
第二曲线业务收入 (亿元)	1466	825	2091
第二曲线业务收入同比增长	5.5%	9.6%	8.8%
第二曲线业务收入占比	30.4%	24.0%	23.5%

资料来源：三大运营商年报，国信证券经济研究所分析师整理

新兴业务：算力与AI驱动第二曲线



第二曲线云、AI、算力等业务的发展依然亮眼。中国电信产业数字化收入1466亿元，同比增长5.5%，占主营业务收入30.4%，较2023年同期提高0.5个百分点。中国联通算网数智业务收入825亿元，同比提升9.6%，明显低于2023年的12.6%，占主营收入的24%，较2023年增加1.4个百分点。中国移动政企市场收入2091亿元，同比增长8.8%，占主营业务收入的23.5%，较2023年增加2.3个百分点。其中：

- **运营商在云计算领域取得了可观成绩。**移动云收入突破千亿元，达到1004亿元，同比增长20.4%。天翼云2024年收入达1139亿元，同比增长17.1%。联通云收入686亿元、同比提升17.1%。云计算业务的快速增长，一方面得益于企业数字化转型加速，对云服务的需求不断攀升；另一方面，运营商凭借自身的网络、算力和资源优势，在政务云、企业云等领域拓展了大量客户。
- **运营商算力布局也逐步完善。**2024年，电信建成京津冀、长三角两个全液冷万卡池，智算资源达35EFLOPS；建设高通量、低时延的智算互联网络。联通在上海、广东、内蒙古、宁夏、贵州等地建设大规模智算中心，智算规模超过17EFLOPS，并建成算力智联网AINet。移动投产了呼和浩特、哈尔滨两大万卡级超大规模智算中心，智算规模达29.2 EFLOPS，并构建了技术和规模全面领先的全国性算力网络。

表：三大运营商新兴业务发展情况（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023	2024
中国移动					
政企业务（亿元）	1129	1371	1682	1921	2091
YoY(%)	26%	21%	23%	14%	9%
占服务收入比重（%）	16%	18%	21%	22%	24%
DICT	435	623	482	1070	-
移动云	92	242	503	833	1004
中国电信					
产业数字化（亿元）	840	984	1178	1389	1466
YoY(%)	10%	17%	20%	18%	6%
占服务收入比重（%）	22%	24%	27%	30%	30%
天翼云	112	279	579	972	1139
数据中心/AIDC	280	316	333	-	330
中国联通					
算网数智	427	548	705	752	824
YoY(%)	30%	28%	29%	-	10%
占服务收入比重（%）	15%	18%	22%	22%	24%
联通云	38	163	361	510	686
数据中心/AIDC	-	-	-	241	259

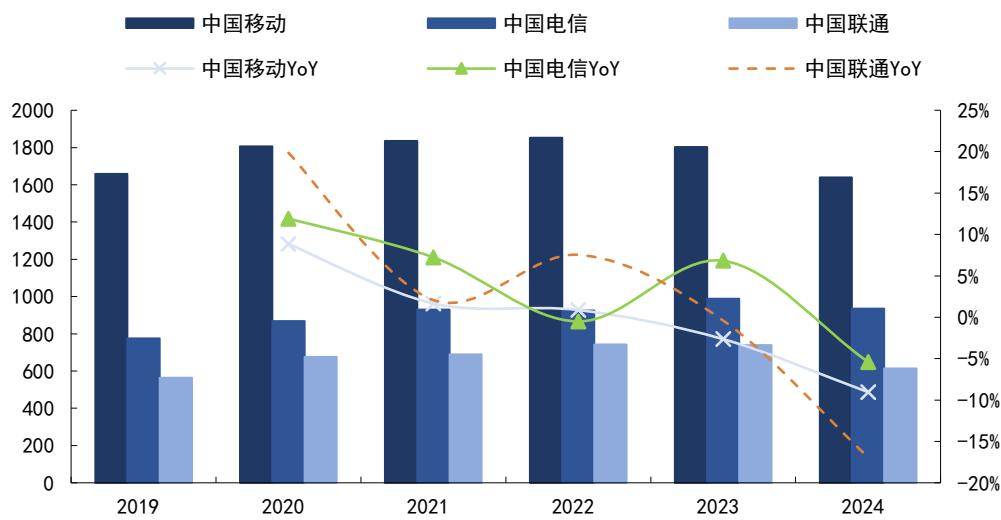
资料来源：三大运营商年报，国信证券经济研究所分析师整理

成本端：资本开支投入出现拐点，持续优化投资结构



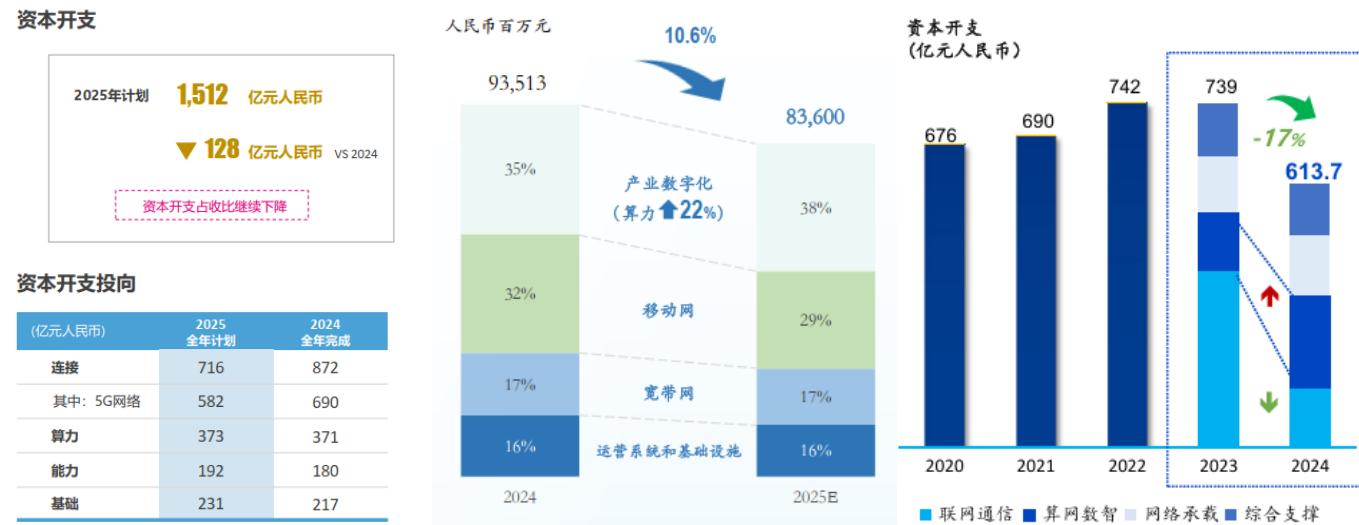
三大运营商网络投资显现拐点，资本开支精准投放加强算力领域投资。2024年中国移动/中国电信/中国联通分别完成资本开支1640/935/614亿元，同比分别-9%/-5%/-17%，资本开支已进入下行通道，具体来看中国移动/中国电信/中国联通2024年在移动通信方面分别实现资本开支872/299/295亿元，同比分别-20%/-14%/-17%；中国移动/中国电信/中国联通2024年在算力领域投资方面分别实现资本开支371/327/141亿元，同比分别-5%/-8%/+11%。中国移动规划2025年投资1512亿元（同比-7.8%），其中5G网络投资规划582亿元（同比-15.5%），算力规划投资373亿元（同比+0.5%）。中国电信规划2025年实现资本开支836亿元（同比-10.6%）。结构来看，2025年移动网计划投资242亿元（同比-19.0%），占比下降3pct至29%；产业数字化资本开支317.7亿元（占38%，提升3pct），其中云/算力投资219.6亿元（同比+22%）。

图：2019-2024三大运营商资本开支及其增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国移动、中国电信、中国联通资本开支情况

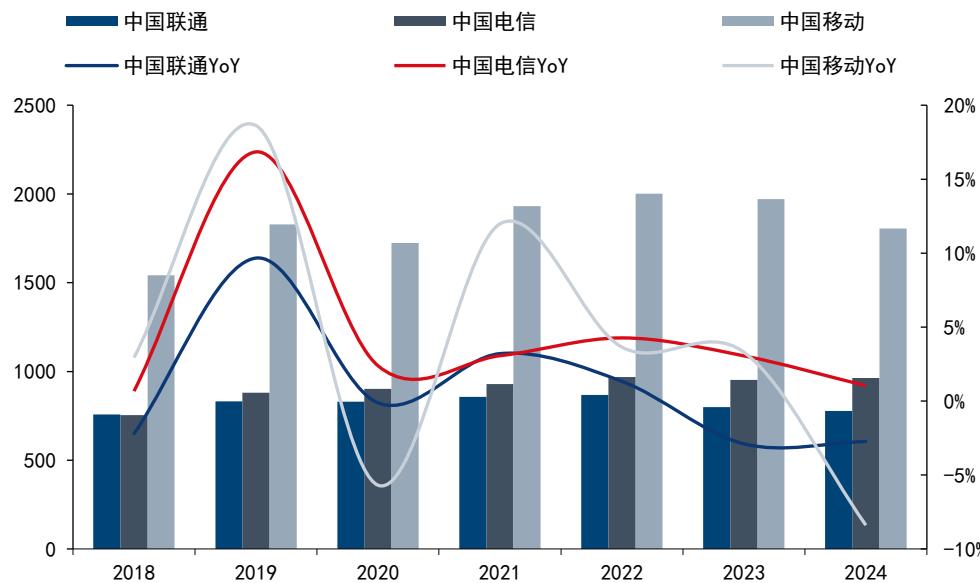


成本端：折旧摊销占收比持续下行

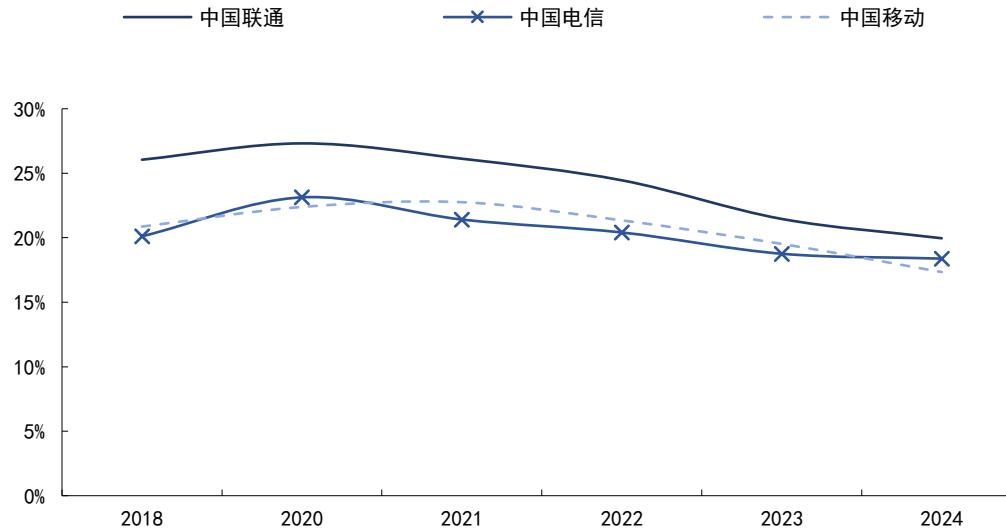


折旧摊销比持续下行，运营商利润有望增厚。2024年，中国移动、中国电信及中国联通折旧与摊销占收比分别为17%/18%/20%（基于中国企业会计准则），占收比呈持续下降态势。

图：2018-2024年三大运营商折旧与摊销及增速（亿元、%）



图：2018-2024年三大运营商折旧与摊销占收比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

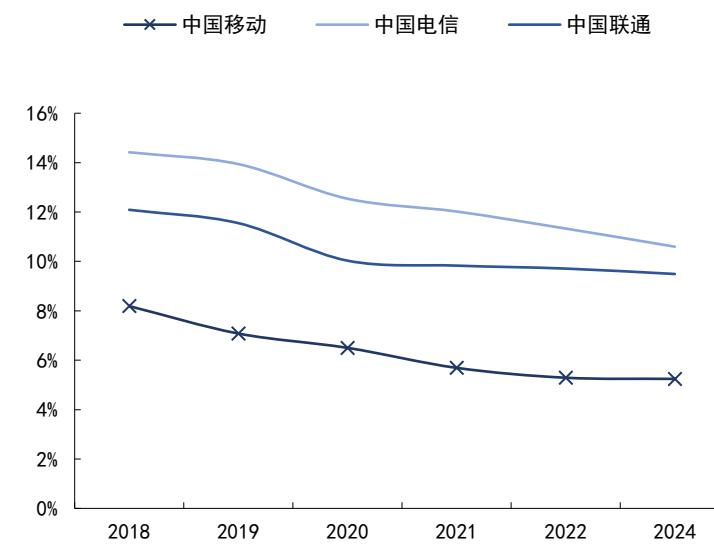
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

成本端：三项费用管控整体较好

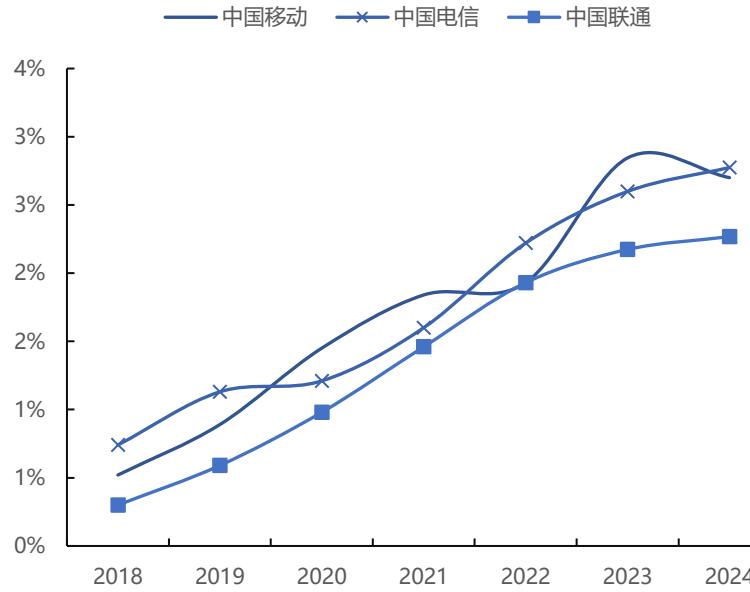


三项费用管控整体较好。总体来看，近年来运营商竞争局势缓和，有效控制渠道门店经营，销售费用得到良好管控。围绕创新业务支持，中国移动研发费用保持稳定、中国电信/中国联通加大研发费用投入，2024年，中国移动、中国电信和中国联通分别投入研发费用281/145/88亿元，分别同比-2%/10%/9%。

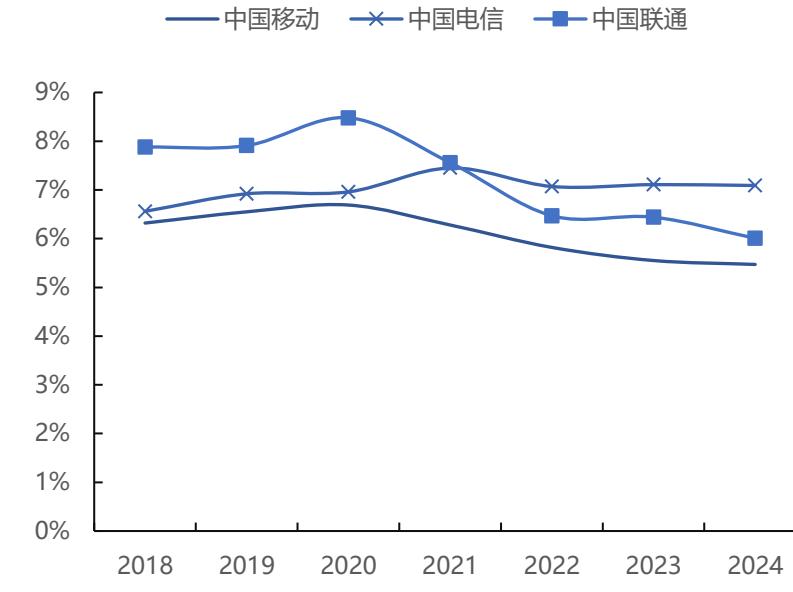
图：2018-2024年三大运营商销售费用率（%）



图：2018-2024年三大运营商研发费用率（%）



图：2018-2024年三大运营商研发费用率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

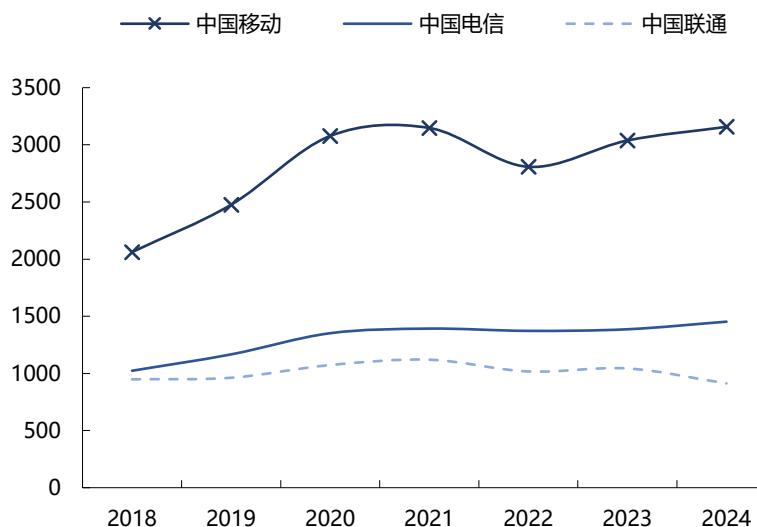
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

受益于资产质量提升和运营稳健，运营商现金流状况良好

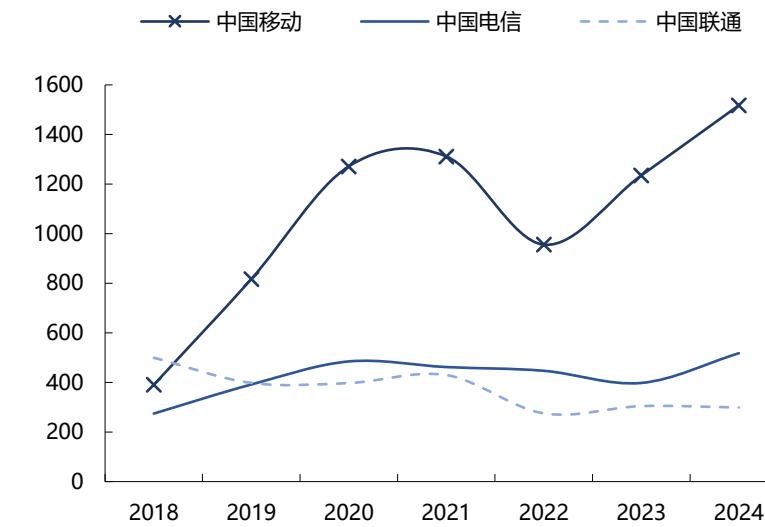


受益于资产质量提升和运营稳健，运营商现金流状况良好。2024年，中国移动、中国电信和中国联通经营性净现金流分别为3157亿元/1453亿元/913亿元，分别同比+3.9%/+4.8%/-12.5%，现金流表现稳健。自由现金流方面（基于A股经营性净现金流减资本开支计算），2024年中移动、中国电信和中国联通分别为1517/518/299亿元，同比变动分别+23%/+30%/-2%。随着资本开支显现拐点，后续运营商自由现金流有望持续好转。

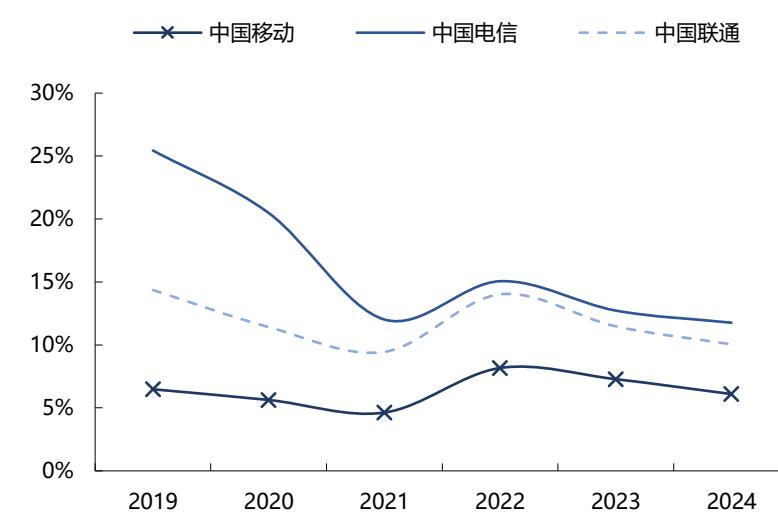
图：2018-2024三大运营商经营性净现金流（亿元）



图：2018-2024三大运营商自由现金流（亿元）



图：2019-2024三大运营商有息负债率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

资料来源：Wind、运营商推介材料、国信证券经济研究所整理；

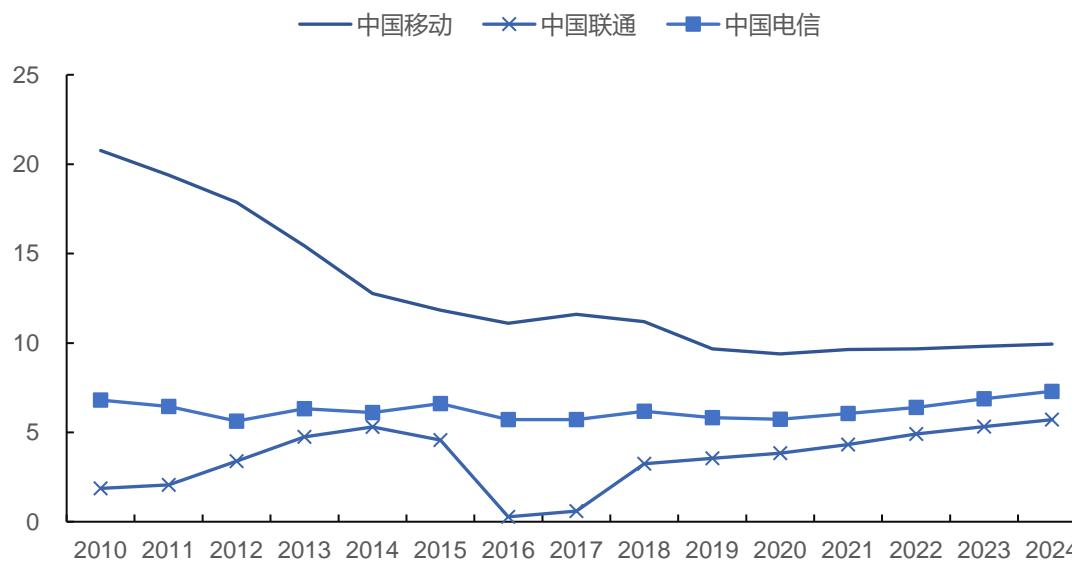
资料来源：Wind、运营商推介材料、国信证券经济研究所整理；

三大运营商ROE近些年保持稳步提升



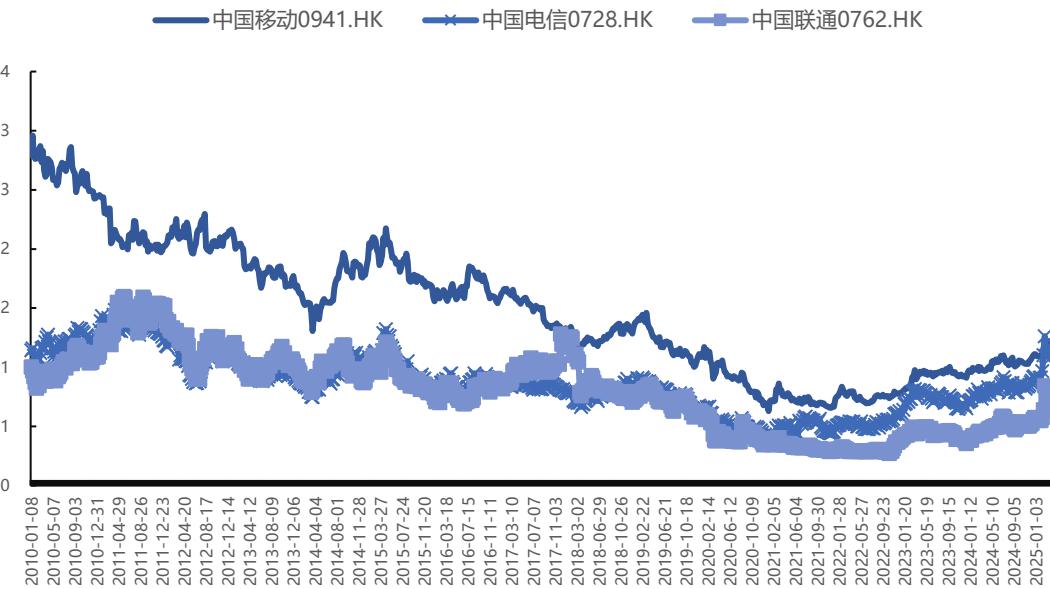
三大运营商ROE处于上行通道。运营商经过多年投资建设，目前固定资产已经达到比较大的规模，每年的折旧摊销规模水涨船高。随着运营商资本开支精准投放，折旧与摊销规模或将超越当年资本开支，对应资产规模将停止攀升，甚至稳中有降。叠加运营商盈利能力提升，在杠杆率不变的情况下，运营商的ROE将稳步提升。2024年，据Wind数据，中国移动、中国电信和中国联通ROE（摊薄）分别为10.20%/7.30%/5.48%，同比提升0.11/0.43/0.35pct，处于上行通道。

图：三大运营商港股过去15年ROE（摊薄）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

图：三大运营商港股过去15年PB



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

二、AI浪潮下，运营商云计算及IDC业务快速发展

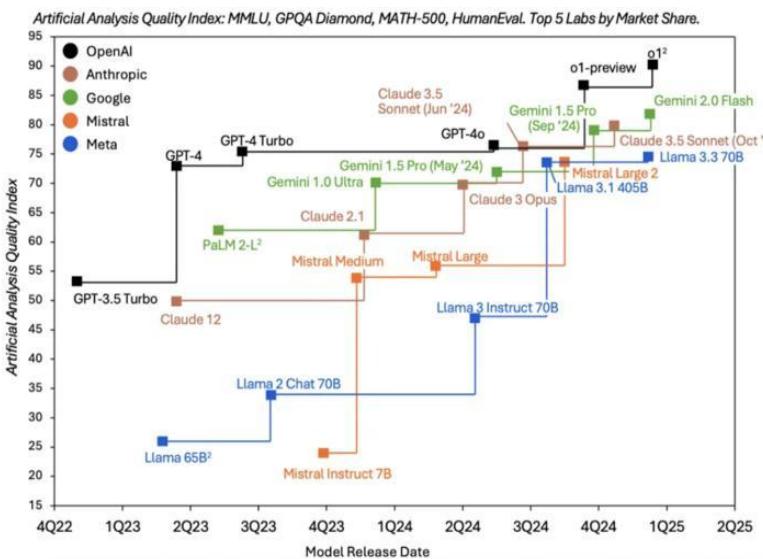
AI大模型发展进入爆发期，AI技术逐步“平权”



随着AI大模型迭代发展，训练算力需求不断增加。自2022年11月底OpenAI发布ChatGPT以来，AI大模型在全球范围内掀起了有史以来规模最大的人工智能浪潮。全球科技巨头，互联网公司等纷纷入局，推出了包括Gemini、Copilot、豆包、文心一言、通义千问、Deepseek等模型。进入大模型时代，用于AI训练的算力大约每2个月就会翻一倍，随着AI大模型参数量的指数级上升，算力需求不断增加。

DeepSeek持续推动降本及开源，大幅降低了高性能大模型的部署难度和门槛，将拉动AIDC整体需求上升。2024年12月26日，DeepSeek-V3模型发布并开源，对推理侧成本带来巨大降低，可能引发“杰文斯悖论”。杰文斯悖论的核心在于效率提升驱动需求扩张，即当技术突破降低资源使用成本时，总需求反而因应用场景的爆发式增长而飙升。Deepseek的降本开源将刺激更多企业、机构部署大模型，从而整体算力需求不降反升，进而拉动AIDC景气度提升。

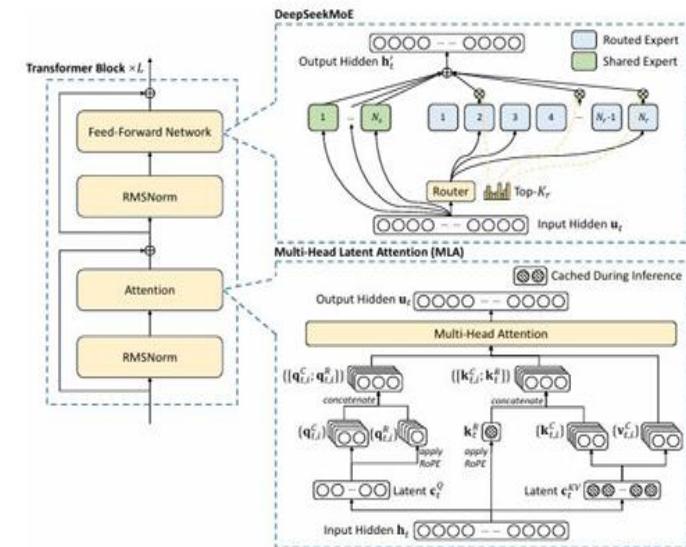
图：大模型发展进入爆发期



图：大模型发展带动模型参数规模演进



图：Deepseek架构



资料来源：ArtificialAnalysis，国信证券经济研究所整理

资料来源：《中国智算中心产业发展白皮书（2024年）》，国信证券经济研究所整理

资料来源: DeepSeek著-《DeepSeek-V3 Technical Report》-Github (2025) -P7. 国信证券经济研究所整理

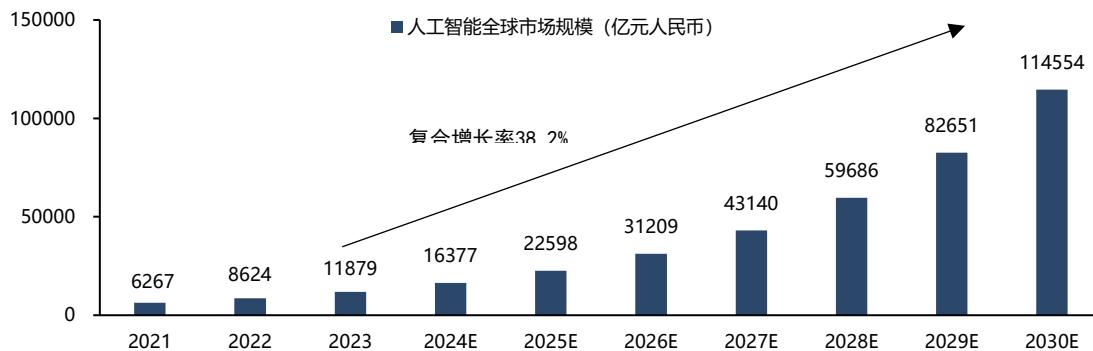
人工智能景气驱动下，全球智算中心进入高增阶段



随着近年来AI大模型的持续突破，人工智能应用有望得到景气发展，根据PrecedenceResearch预测，2030年全球AI市场规模有望突破11万亿元人民币。

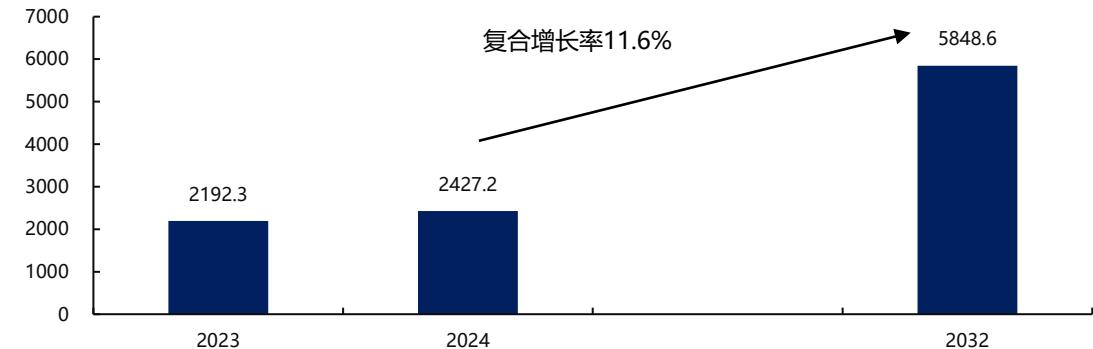
在人工智能景气驱动下，全球科技巨头投入大量资本开支，积极扩建数据全球数据中心，全球IDC市场进入高速发展状态。据Fortune Business Insight数据，全球数据中心市场规模将从2024年的2427.2亿美元增长至2032年的5848.6亿美元，期间CAGR达11.6%。其中AIDC市场规模预计将从2024年的151.3亿美元增长至2032年的940.3亿美元，期间CAGR25.7%

图：全球人工智能市场规模（亿元）



资料来源：Precedence Research，国信证券经济研究所整理

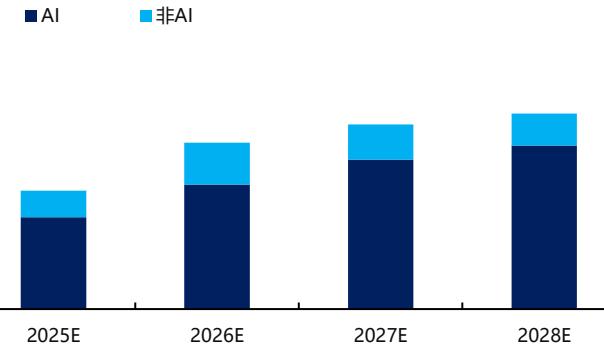
图：全球数据中心（IDC）市场规模（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insight，国信证券经济研究所整理

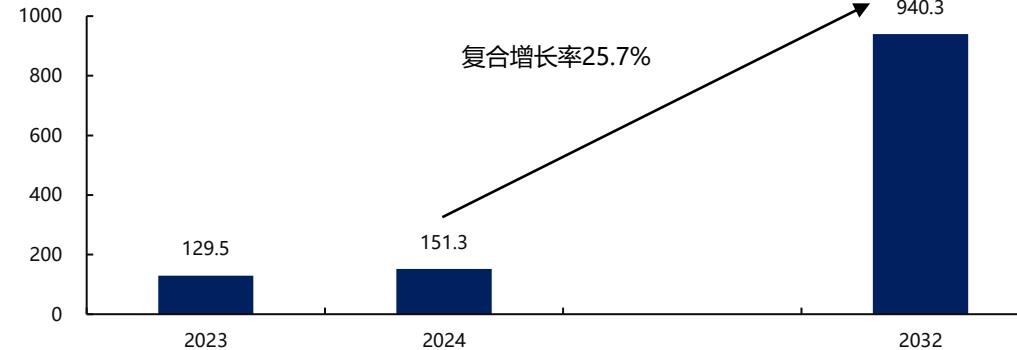
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：全球数据中心每年新增IT负载预测（单位：GW）



资料来源：Semianalysis，国信证券经济研究所整理 注：IT负载指数据中心服务器、存储和网络设备的装机功率

图：全球人工智能数据中心（AIDC）市场规模（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insight，国信证券经济研究所整理

数据中心提供算力，支撑云业务发展

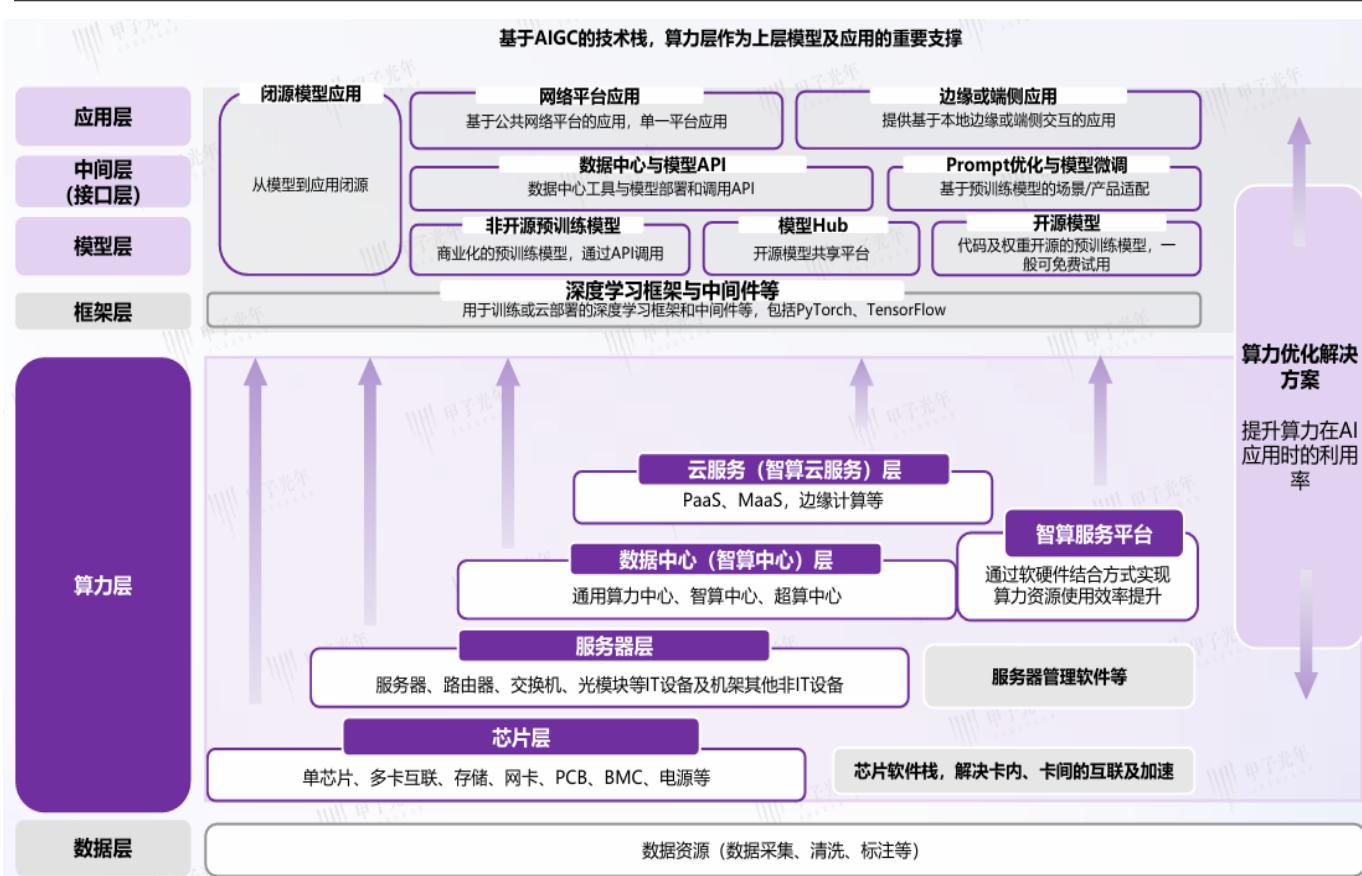


在人工智能领域，算力扮演着推动创新、实现突破的核心驱动力，作为AI应用和云业务的支撑，未来规模将逐步增大。

2030年全球智算规模将超过14400EFlops。根据中国信通院测算，2023年全球智能算力规模为875EFLOPS (FP32)；预计2030年全球智算规模超过14400EFlops，2023-2030CAGR为49.2%。

2028年我国智算规模将达到2781EFlops。根据IDC测算，2024年我国智能算力规模725.3EFLOPS (FP16)；预计2028年我国智算规模达到2781.9EFLOPS，2024-2028CAGR 40%。

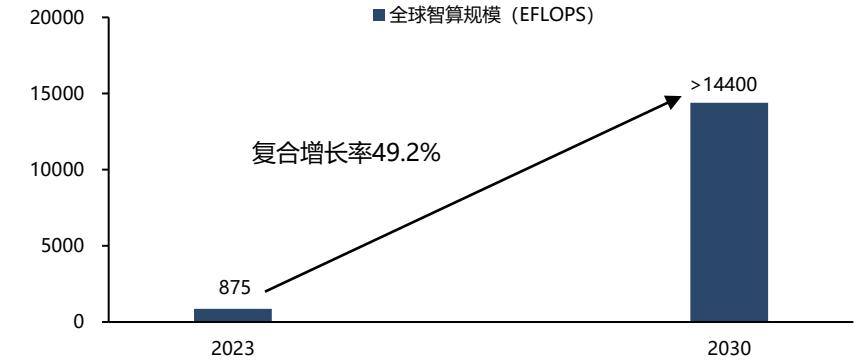
图：算力为AI应用和云业务重要支撑。



资料来源：甲子光年，国信证券经济研究所整理

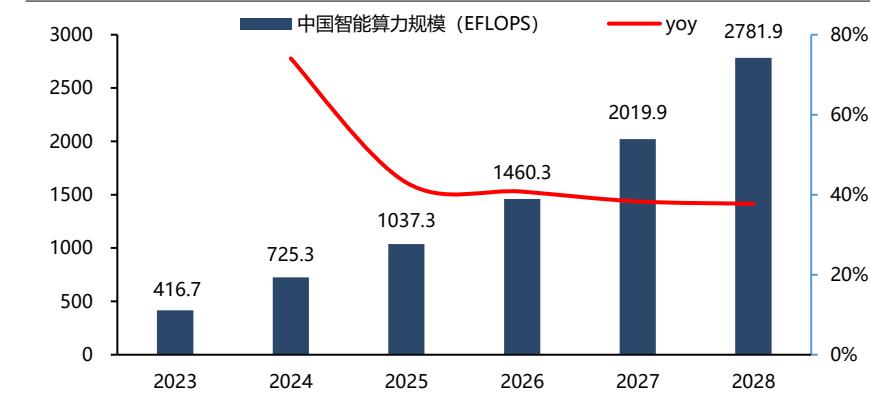
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：全球智能算力规模及预测 (单位: EFLOPS, FP32)



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理 注：FP32精度口径

图：中国智能算力规模及预测 (单位: EFLOPS, FP16)



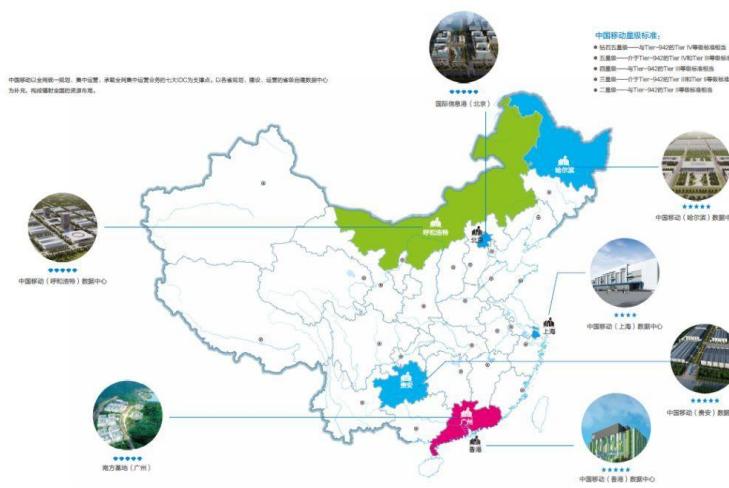
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理 注：FP16精度口径

运营商积极布局算力网络，聚焦数据中心投入



AIGC热潮下，智算正成为运营商基础布局的新亮点与发力点。中国移动以“4+N+31+X”架构为核心，覆盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝四大核心枢纽，并在全国布局N个智算中心、31个省级节点及X个边缘节点，形成“中心+省+边缘”的多层次算力网络。中国电信通过“2+4+31+X”架构构建覆盖全国的智能算力网络，以内蒙古和贵州的全国性云基地承担海量数据存储与计算任务，重点布局京津冀、长三角等区域的万卡液冷智算集群（如临港、武清、武汉项目）。中国联通通过“5+4+31+X”体系，大力布局内蒙古、贵州、甘肃、宁夏和成渝枢纽节点，构建“东西协同、云边一体”的算力网络。

图：中国移动IDC“4+3+X”资源布局



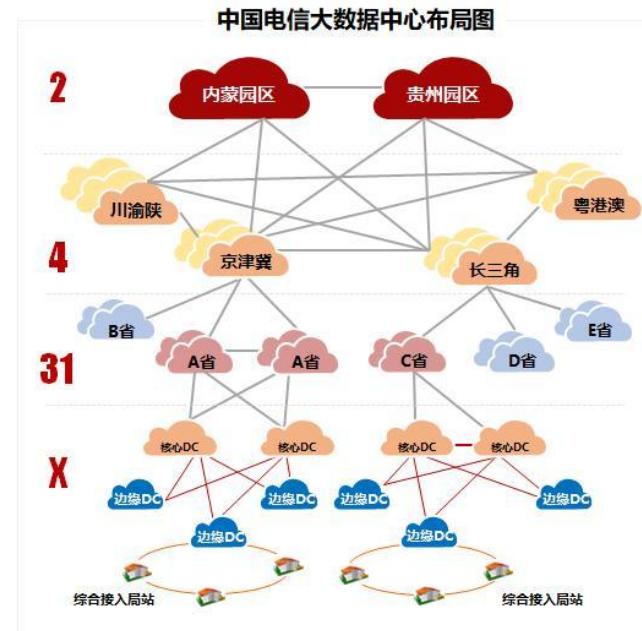
图：中国联通IDC“5+4+31+X”一体化布局



资料来源：中国移动官网，国信经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国电信IDC“2+4+31+X”一体化布局



资料来源：中国电信官网，国信经济研究所整理

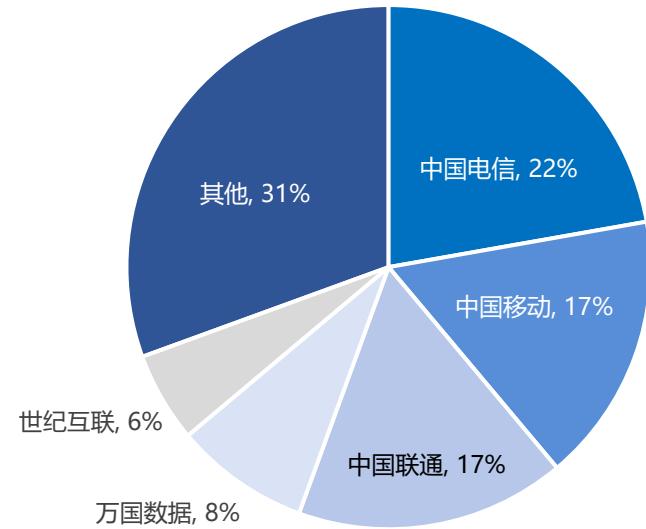
三大运营商数据中心市场份额领先，且持续投入算力



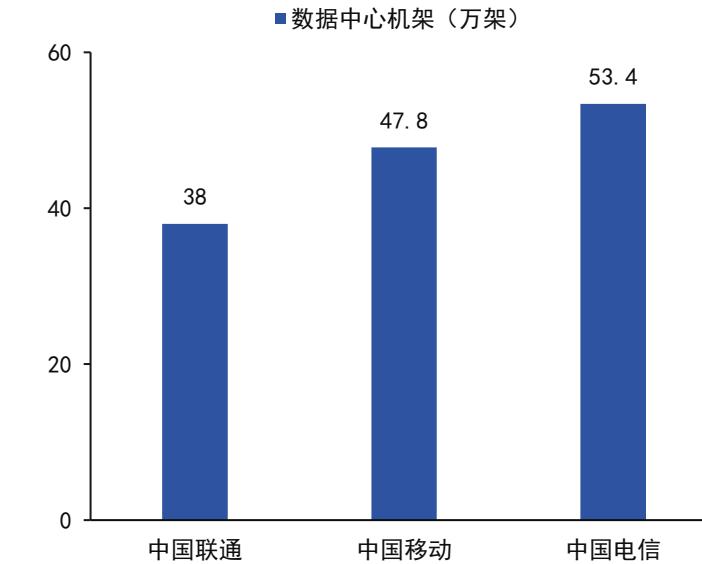
三大电信运营商占数据中心服务市场主导地位。三大运营商占据中国数据中心服务商市场的主导地位，2023年合计市场份额约56%。截至2023年上半年，三大运营商数据中心机架合计约140万架，较2022年底新增4.9万机架。其中中国电信53.4万架，中国移动47.8万架，中国联通超过38万架。到2024年，中国联通数据中心机架数达42万架，中国电信机架数达57.1万架。

运营商持续加大算力投入，中国电信预计2025年资本开支计划为836亿元，预计下滑10.6%，但产业数字化方面投资占比预计提升至38%，算力方面资本开支预计同比增长22%。2024年中国联通算力投资同比上升19%。中国联通加快推进IDC向AIDC、通算向智算升级，在上海、广东、香港和内蒙、宁夏、贵州等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，更好满足人工智能训练和推理需求。中国移动2025年计划投入373亿元，与2024年算力领域371亿元的投资额基本持平，但在资本开支中的占比提升至25%。此外，中国移动在业绩说明会上强调，对于推理资源将根据市场需求进行投资，不设上限。

图：中国 Top 5 数据中心服务商市场份额，2023



图：三大运营商截至2023年上半年数据中心机架数



表：三大运营算力资本开支投入情况

	中国电信	中国联通	中国移动			
2024	2025	2024	2025	2024	2025	
产业数字化 / 算网数智类 (亿元)	327	318	141	/	/	/
算力 / 云资源 (亿元)	/	/	/	/	371	373
通算规模 (E FLOPS)	/	/	/	/	8.5	8.9
智算规模 (E FLOPS)	35	/	17	/	29.2	34
IDC 机架数 (万架)	57.1	42	/			

资料来源：IDC咨询，国信证券经济研究所整理

资料来源：三大运营商年报，国信证券经济研究所整理

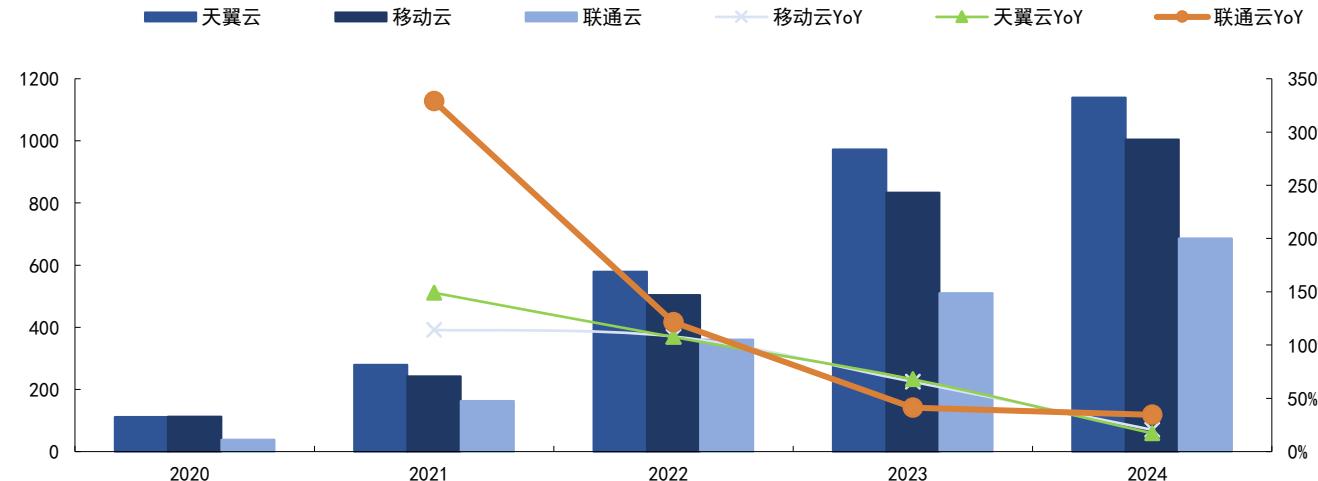
资料来源：三大运营商年报，国信证券经济研究所分析师整理

受益AI和数据中心布局，运营商云计算业务快速发展



充分发挥云网融合优势，云计算收入高速增长。2024年，运营商公有云服务商维持了高速增长的增长态势三家运营商云业务收入占比三家第二曲线收入为64.6%，三家云业务增速均达双位数增长，2024年天翼云收入1139亿元，同比增长17.1%。联通云收入686亿元，同比提升17.1%。移动云收入1004亿元，同比增长20.4%。天翼云坐稳千亿俱乐部，迈向智能云发展新阶段，“息壤”一体化智算平台提供异构的泛在算力、强大的算网调度、高效的训推引擎、一站式智算服务、丰富的行业智能体应用等能力。联通云在政务云、医疗云、央国企上云等重点领域市场份额持续扩大，打造自研云标杆项目超千个。联通云池资源快速增长，销售规模翻倍，视频云、云桌面等重点产品销售同比翻3倍。移动云稳居国内云服务商第一阵营，加速“由云向智”。

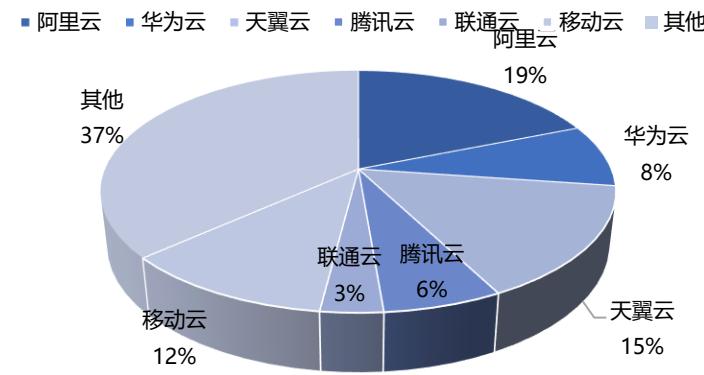
图：2020-2024年三大运营商云业务收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：运营商官网推介材料、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国TOP6公有云IaaS厂商市场份额占比，2023年（单位：%）



资料来源：IDC中国、国信证券经济研究所整理

表：2023年云厂商收入、增速对比、云资源池部署对比（单位：亿元、%）

云服务商	营收（亿元）	同比增长（%）
阿里云	1054	3.00%
天翼云	972	67.90%
移动云	833	65.6%
华为云	553	21.90%
联通云	510	41.6%
百度智能云	231	30.51%
金山云	70.48	-14.05%
Ucloud	15.15	-23.17%
紫光云	15.07	0.27%

资料来源：中国信通院、通信产业网，国信证券经济研究所整理

三、投资建议：高股息及AI体系下的云计算价值重估

分红比例稳步提升，持续关注股东回报，运营商属优质红利资产



三大运营商稳步提升派息比率，持续关注股东回报：

- 中国移动：公司拟定2024年全年派息率73%，向全体股东派发截至2024年12月31日止年度末期股息每股2.49港元，连同已派发的中期股息，2024年全年股息合计每股5.09港元，较2023年同比增长5.4%。公司规划从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。
- 中国电信：公司计划派发2024年末期股息每股0.09元，全年合计派息0.26元，年度派息率达72%。公司规划从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。
- 中国联通：公司拟派发末期股息每股 0.0621元，全年股息每股0.158元，分红率达55%（同比提升4.5pct）。展望2025年，公司将不断提高分红率，分红比例将不低于60%。

表：三大运营商分红及股息率情况（含预测，截至3月29日）

公司	公司	总市值	归母净利润（亿元）				分红比例		股息率（基于当前股价测算）		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600941.SH	中国移动	22945	1,383.73	1,456.77	1,529.46	73%	74%	75%	4.4%	4.7%	5.1%
601728.SH	中国电信	7064	330.12	353.18	376.32	72%	73%	75%	3.4%	3.6%	4.0%
600050.SH	中国联通	1741	90.30	99.99	110.02	55%	60%	60%	2.8%	3.4%	3.8%
0941.HK	中国移动	17845	1,383.73	1,456.77	1,529.46	73%	74%	76%	5.7%	6.0%	6.5%
0728.HK	中国电信	5335	330.12	353.18	376.32	72%	73%	75%	4.5%	4.8%	5.3%
0762.HK	中国联通	2641	206.13	227.66	250.51	55%	60%	60%	4.3%	5.2%	5.7%

资料来源：Wind、三大运营商年报，国信证券经济研究所分析师整理；注：中国移动、中国电信、中国联通盈利预测选择wind一致预测。中国联通A股、H股EPS差异主要为股权结构影响，A股上市平台通过中国联通（BVI）有限公司间接持有H股上市平台43.92%股权，故归母净利润不同

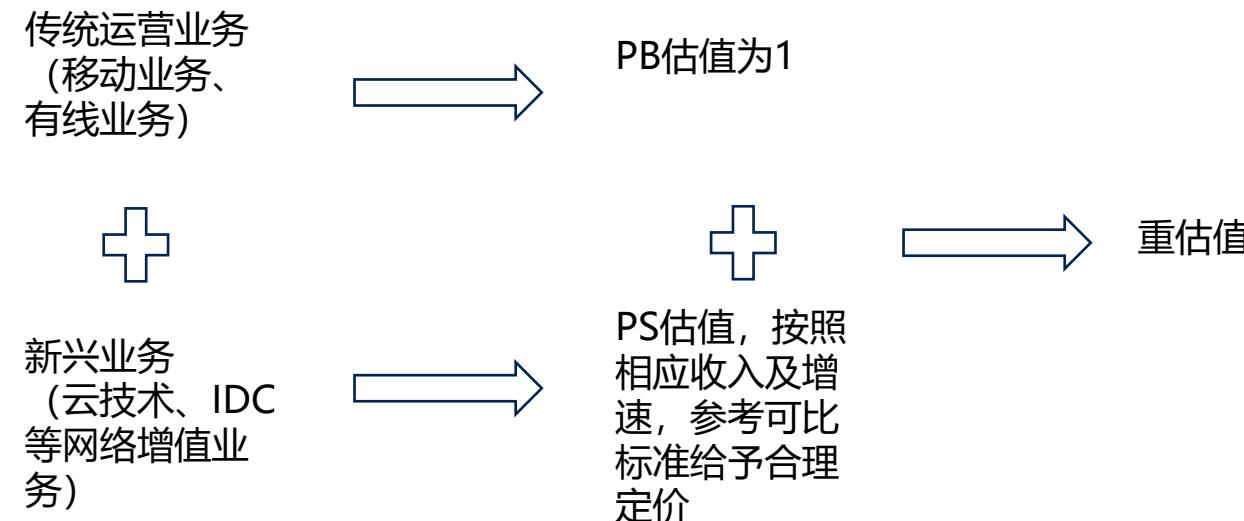
新兴业务快速增长，云计算业务等价值亟待挖掘



运营商经营稳健，传统电信业务稳健增长，ROE稳步提升，因此PB估值假设为1；同时运营商分红率持续加大，属于优质红利资产。

受益于AI发展，运营商新兴业务（云计算及IDC等）近些年快速增长。其中，IDC业务主要对外租赁，并且是云计算业务的重要支撑，云计算有望持续受益AI行业发展，按照PS给予云计算业务估值定价。

图：运营商分部估值法



资料来源：Wind、运营商推介材料，国信证券经济研究所整理

云计算业务估值重塑



云业务通过PS估值，运营商市值亟待重构。早在2022年7月三大运营商联合举办电信行业投资者交流活动上，中国联通董事长刘烈宏表示按当前云计算厂商4到8倍的市销率估值。目前（2025年3月30日）可比公司金山云目前PS（TTM）为3.6。

中国移动、中国电信、中国联通2024年云计算业务同比分别增长17%/17%/20%，假设2025年运营商云业务保持双位数增长：

- 中国移动2025年云业务收入1100亿元，同比+10%；2025年净资产13992亿元；
- 中国电信2025年云业务营收分别为1250亿元，同比+10%；2025年净资产4624亿元；
- 中国联通2025年云业务营收分别为750亿元，同比+10%；2025年净资产1689亿元；

谨慎选取2025年运营商云业务PS为3X估值，对应移动、电信、联通云业务市值分别为3300/3750/2250亿元。

表：三大运营商云业务估值（截止2025年3月28日）

	2024	2025E	PS	2025年云业务市值	传统业务估值 (假设2025年PB=1)	目前运营商总市值
移动云	1004	1100	3	3300	13992	22969
天翼云	1139	1250	3	3750	4624	7055
联通云	686	750	3	2250	1689	1748

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；

运营商经营稳健，2024年营收和净利润保持稳定增长。 2024年中国移动/中国电信/中国联通营收同比分别增长3.1%/3.1%/4.6%，归母净利润同比分别增长5.0%/8.4%/10.5%，ROE分别为10.2%/7.3%/5.5%。其中：**收入端：新兴业务保持快速增长。** 受益AI发展，运营商云计算、数据中心IDC、政企信息化等业务呈现高景气度。运营商近些年重点布局数据中心、算力等产业数字化转型业务，相关新兴业务呈现快速增长，三大运营商2024年新兴业务收入4381亿元（同比+7.8%），其中移动、电信、联通2024年云计算业务同比分别增长20%/17%/17%；算力规模分别达到29EFOPLS/35EFOPLS/17EFOPLS。**成本侧：资本开支出现拐点，成本费用管控较好。** 以中国移动为例，公司2024年资本开支占通服收入比下降至18.4%，同比下降2.5pp；并预计2025年资本开支绝对值下降128亿元，资本开支占通服收入比持续下降。中国移动2024年管理费用率、销售费用率、研发费用率同比基本持平。

三大运营商分红比例稳步提升，持续关注股东回报，运营商属优质红利资产。 此前中国移动和中国电信规划自2024年起，三年内分红率将提升至75%；2024年中国移动、中国电信、中国联通分红率分别达73%/72%/55%，三大运营商未来分红率有望持续提升，目前（截止2025年3月28日）移动、电信、联通A股股息率(TTM)分别为4.4%/3.4%/2.8%，H股股息率股息率(TTM)分别为5.7%/4.5%/4.3%。

受益AI发展，运营商数据中心IDC服务及云计算业务有望持续增长。 近两年全球AI大模型的爆发推动了数据中心/AIDC景气发展，全球互联网云厂资本开支持续加大。资源与服务是我国数据中心服务商的核心竞争力。三大运营商已经占据我国一半以上的数据中心资源，且聚焦在核心数据中心枢纽节点重点投入，拥有数据中心互联网络优势，运营商数据中心IDC业务是云计算业务的重要支撑，云计算有望持续受益AI行业发展。

投资建议：三大运营商主营业务各有特点，并且在AI时代运营商云计算业务有望重估。 中国电信算力建设属行业头部，云计算业务行业领先。中国联通业绩改善空间大，且大数据业务较为领先。中国移动作为行业龙头，用户规模和网络规模领先行业，经营稳健，利润与分红稳定提升。**三家运营商分红稳定提升，具备核心红利资产属性。** 运营商作为拥有数据中心AIDC核心资源，云计算份额持续提升，在AI发展浪潮下，其云计算业务有望重估，参考金山云目前（3月29日）PS (TTM)为3.5X估值，谨慎选取2025年运营商云业务PS为3X估值，对应移动、电信、联通云业务市值分别为3300/3750/2250亿元；在PB=1的假设下，移动、电信、联通净资产分别为13992/4624/1689亿元，目前移动、电信、联通A股市值分别为22969/7055/1748亿元，H股市值分别为17845/5335/2641亿港元。推荐关注中国移动、中国电信、中国联通A股及H股受益AI发展趋势下的成长性。

风险提示： 5G发展不及预期；新兴业务发展不及预期；行业竞争加剧；估值结果不准确风险。

运营商盈利预测与估值表



表：中国移动A股盈利预测及重要数据（2025年3月28日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,009,309	1,040,759	1,073,537	1,109,727	1,149,651
(+/-%)	7.7%	3.1%	3.1%	3.4%	3.6%
净利润(百万元)	131766	138373	146408	154847	164697
(+/-%)	5.0%	5.0%	5.8%	5.8%	6.4%
每股收益(元)	6.44	6.76	6.85	7.25	7.71
EBIT Margin	14.3%	15.2%	15.3%	15.8%	16.1%
净资产收益率(ROE)	10.1%	10.2%	10.5%	10.7%	11.1%
市盈率(PE)	16.3	15.5	15.3	14.5	13.6
EV/EBITDA	9.0	8.3	8.3	7.8	7.5
市净率(PB)	1.65	1.58	1.60	1.55	1.51

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表：中国电信A股盈利预测及重要数据（2025年3月28日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	507,843	523,569	546,955	572,143	594,366
(+/-%)	6.9%	3.1%	4.5%	4.6%	3.9%
净利润(百万元)	30446	33012	35907	38746	42028
(+/-%)	10.3%	8.4%	8.8%	7.9%	8.5%
每股收益(元)	0.33	0.36	0.39	0.42	0.46
EBIT Margin	7.8%	7.8%	8.2%	8.6%	8.9%
净资产收益率(ROE)	6.9%	7.3%	7.8%	8.2%	8.7%
市盈率(PE)	23.0	21.2	19.5	18.1	16.7
EV/EBITDA	8.9	8.8	9.8	8.8	8.1
市净率(PB)	1.58	1.55	1.51	1.48	1.45

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表：中国联通A股盈利预测及重要数据（2025年3月28日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	407,591	424,570	442,731
(+/-%)	5.0%	4.6%	4.6%	4.2%	4.3%
净利润(百万元)	8173	9030	10009	11149	12444
(+/-%)	12.0%	10.5%	10.8%	11.4%	11.6%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.31	0.35	0.39
EBIT Margin	5.9%	5.2%	5.7%	6.2%	6.9%
净资产收益率(ROE)	5.1%	5.5%	5.9%	6.4%	7.0%
市盈率(PE)	23.9	21.7	19.5	17.5	15.7
EV/EBITDA	5.7	6.0	7.2	6.3	5.6
市净率(PB)	1.23	1.19	1.16	1.13	1.10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表：三大运营商盈利预测估值比较（2025年3月28日）

公司	公司	收盘价	总市值	EPS		PE		PB		股息率	
代码	名称	(元/港元)	(亿元/亿港元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	MRQ	TTM
600941.SH	中国移动	91.1 元	22969	1383.7	1456.8	1529.5	16.6	15.8	15.0	1.7	4.3
601728.SH	中国电信	5.9 元	7055	330.1	353.2	376.3	21.4	20.0	18.8	1.6	3.3
600050.SH	中国联通	5.0 元	1748	90.3	100.0	110.0	19.3	17.4	15.8	1.1	2.7
0941.HK	中国移动	65.6港元	17802	1383.7	1456.8	1529.5	11.9	15.8	15.0	1.2	6.0
0728.HK	中国电信	4.1港元	5280	330.1	353.2	376.3	15.0	20.0	18.8	1.1	4.8
0762.HK	中国联通	6.2港元	2662	206.1	227.7	250.5	11.9	11.6	10.5	0.7	4.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 备注: 中国移动、中国电信、中国联通盈利预测选取Wind一致预期

- 1、行业投资不及预期：算力网络部署投资不及预期；数据中心投资建设主要来自于运营商、第三方数据中心运营商、互联网厂商，如果存在第三方数据中心运营商和互联网厂商投资收紧情况，这数据中心建设景气度将不及预期；全光网络部署需求方主要是运营商，如果运营商因为放缓全光网络部署节奏，则会影响到全光网络投资预期。
- 2、供应链情况恶化的风险：近段时间以来，缺芯等供应链风险始终存在，若供应链情况持续恶化，ICT设备供应将受到负面影响，各环节部署将会放缓。
- 3、市场竞争加剧，价格影响公司盈利水平：数据中心及全光网络在未来几年市场空间较大，ICT设备商间若存在通过激进报价方式拓展市场份额，有可能再次形成激烈的价格战，对相关公司盈利造成不利影响。
- 4、其他风险，政策红利消退、地缘政治风险等不利因素或对产业发展产生不良影响。
- 5、本文估值探讨部分，参数选择或存在不严谨之处，导致估值结果不准确风险

免责声明



国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编: 518046 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编: 100032