

分析师: 李璐毅
登记编码: S0730524120001
lily2@ccnew.com 021-50586278

算力服务快速增长, 派息率稳步提升

——中国联通(600050)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

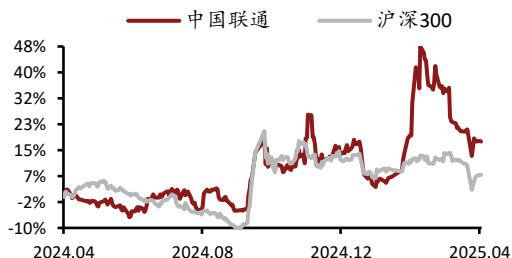
市场数据(2025-04-15)

收盘价(元)	5.41
一年内最高/最低(元)	6.82/4.42
沪深 300 指数	3,761.23
市净率(倍)	1.04
流通市值(亿元)	1,664.49

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	5.18
每股经营现金流(元)	2.87
毛利率(%)	23.42
净资产收益率_摊薄(%)	5.48
资产负债率(%)	45.19
总股本/流通股(万股)	3,126,442.53/3,076,682.61
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《中国联通(600050)季报点评: 联通云快速发展, 净利润双位数增长》 2024-10-31

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 16 日

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营收 3895.89 亿元, 同比增长 4.56%, 归母净利润为 90.30 亿元, 同比增长 10.49%。2024Q4 公司实现营收 994.66 亿元, 同比增长 9.42%, 归母净利润为 6.92 亿元, 同比增长 16.26%。

点评:

- **公司聚焦联网通信和算网数智两大主业, 盈利能力持续提升。**2024 年, 公司营收稳健增长, 达到 3896 亿元, 同比提升 4.6%, 增速领先行业。联网通信业务收入占服务收入 76%, 收入规模同比增长 1.5%; 算网数智业务收入占服务收入 24%, 收入规模同比增长 9.6%。2024 年公司归母净利润为 90 亿元, 同比提升 10.5%, ROE 为 5.8%, 同比提高 0.4pct, 经营质量改善, 盈利能力持续提升。
- **费用管控良好, 持续加大研发投入。**2024 年, 公司毛利率为 23.42%, 同比下降 1.1pct; 期间费用率为 17.69%, 同比下降 0.47pct, 其中: 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率同比-0.13pct、-0.43pct、+0pct、+0.1pct。公司持续加大创新投入, 2024 年研发费用同比提升 9.1%; 引进培养更多高水平科技人才, 科创人才占比达 42%, 研发人员占比近 10%。公司攻关超低时延、高精定位、密集感知等低空智联网和卫星互联网关键技术, 建设安阳、南京等国家级试验区, 推进空天地海一体创新。
- **联网通信业务稳盘托底, 算网数智业务扩盘提质。**2024 年, 1) **联网通信业务:** 用户规模再创新高, 移动和宽带用户数达到 4.7 亿户, 净增 1952 万户; 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; 物联网连接数超过 6.2 亿个, 净增 1.3 亿个; 车联网连接数达到 7600 万, 保持行业第一; 格物工业互联网平台纳管设备超过 1200 万, 占全国的 12.5%。2) **算网数智业务:** 2024 年, 联通云收入达到 686 亿元, 同比提升 17.1%, 数据中心收入为 259 亿元, 同比提升 7.4%; 智算业务驱动算力服务强劲增长, 签约金额超过 260 亿元, 智算业务快速发展; 公司加快推进 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, 智算规模超过 17 EFLOPS, 更好满足 AI 训练和推理需求; 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。
- **资本开支有效节省, 投资结构显著优化。**2024 年, 公司资本开支为 613.7 亿元, 同比下降 17%, 其中, 联网通信类投资占比 48%, 同比下降 17pct, 算网数智类投资占比 23%, 同比提高 11pct, 算

力投资同比上升 19%；移动网络人口覆盖率达到 99%，提升近 1pct，宽带网络端口数同比提升 5%。设备集约、AI 赋能成效明显，年化节省 OPEX 19 亿元，每单位业务能耗下降 10%。2025 年，公司预计资本开支约 550 亿元，其中算力投资同比增长 28%。未来资本开支占收比有望进入下行通道，这将减轻公司折旧压力，增强业绩释放。

- **高度重视股东回报，2024 年派息率达到 60%。**董事会建议派发每股末期股息 0.0621 元（含税），连同已派发的中期股息每股 0.0959 元（含税），2024 年全年股息合计每股 0.1580 元（含税），同比增长 19.7%。2024 年派息率为 60%，同比提高 5pct。
- **新兴业务推动行业转型升级，运营商加快智算中心建设。**根据工信部统计，1) 2024 年国内电信业务总量同比增长 10%（按上年不变价计算），高于全国服务业生产指数增速 4.8 pct，电信业务收入同比增长 3.2%。云计算等新兴业务在电信业务收入的比重持续提升，对电信业务收入增长贡献率达 78%。数字消费新场景推动智慧家庭服务收入同比增长 11.3%。2024 年运营商研发费用同比增长 5.1%，高出收入增速 1.9pct。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加速推进，自研 AI 大模型多项能力实现升级。2) “双千兆”网络覆盖持续完善，已提前完成“十四五”规划关于 5G、千兆光网建设目标。2024 年，我国 5G 基站数达 425.1 万个，平均每万人拥有 5G 基站 30.2 个，较 2023 年末提高 10.2 个；具备千兆网络服务能力的 10G PON 端口数达 2820 万个，比 2023 年净增 518.3 万个。3) 加快完善算力网络布局。截至 2024 年底，三大运营商为公众提供的数据中心机架数达 83 万架，其中东部地区占比 71.1%，同比提升 1.3pct。运营商落地万卡集群项目，智算规模超 50 EFLOPS（FP16），同比实现翻倍增长。

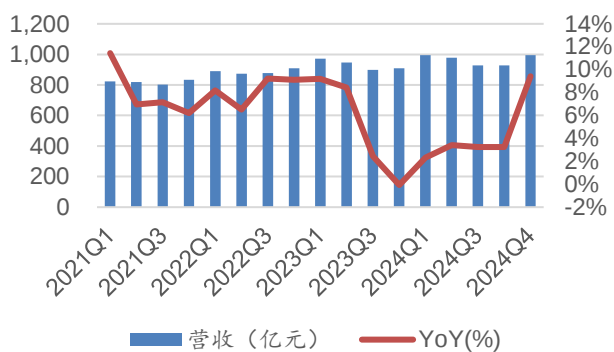
盈利预测及投资建议：根据公司 2025 年指引，营收、利润及净资产收益率将实现有力增长。公司加大算力投资，算网数智业务快速发展，未来资本开支占收比下降，有望增强公司业绩释放能力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 97.97 元、105.22 亿元、112.07 亿元，对应 PE 分别为 17.26X、16.07X、15.09X，维持“增持”评级。

风险提示：算网数智业务发展不及预期；分红比例不及预期；行业竞争加剧。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	372,597	389,589	404,852	417,931	430,232
增长比率（%）	4.97	4.56	3.92	3.23	2.94
净利润（百万元）	8,173	9,030	9,797	10,522	11,207
增长比率（%）	11.96	10.49	8.49	7.40	6.51
每股收益(元)	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36
市盈率(倍)	20.70	18.73	17.26	16.07	15.09

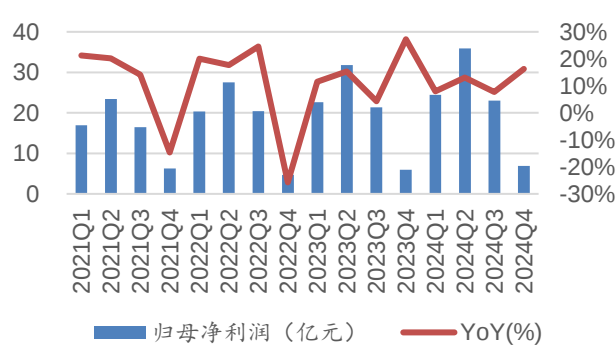
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：中国联通单季度营收情况



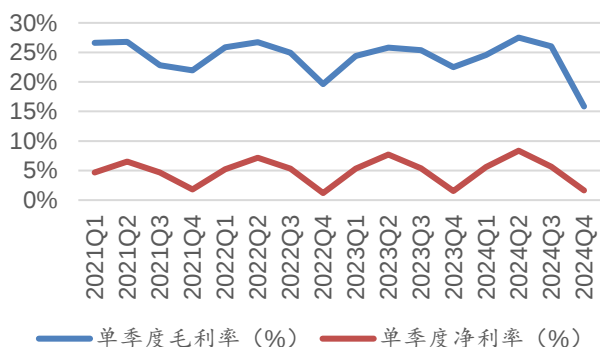
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：中国联通单季度归母净利润情况



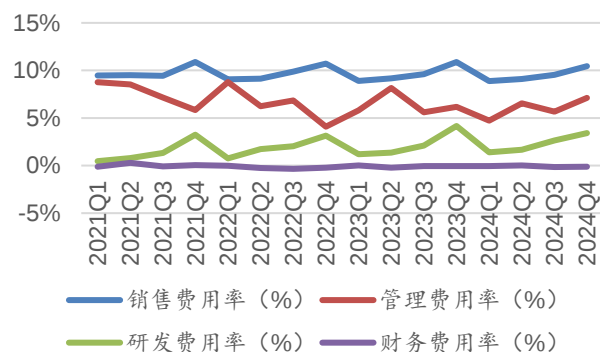
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：中国联通单季度毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：中国联通单季度四项费用率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	158,028	158,808	178,537	198,258	218,437
现金	58,816	54,713	72,054	89,757	107,959
应收票据及应收账款	40,940	58,875	61,279	63,282	65,168
其他应收款	3,735	4,444	4,633	4,795	4,948
预付账款	5,867	6,463	6,741	6,976	7,199
存货	2,217	2,463	2,560	2,646	2,727
其他流动资产	46,454	31,850	31,271	30,803	30,437
非流动资产	504,816	514,029	517,726	521,855	526,954
长期投资	54,428	56,510	58,010	59,010	59,510
固定资产	304,909	314,391	324,063	334,410	344,070
无形资产	31,232	30,908	30,671	30,324	30,046
其他非流动资产	114,248	112,219	104,982	98,111	93,327
资产总计	662,845	672,837	696,263	720,113	745,391
流动负债	260,286	265,980	274,423	281,541	288,101
短期借款	681	711	741	771	801
应付票据及应付账款	167,614	175,521	181,894	187,356	192,447
其他流动负债	91,991	89,748	91,788	93,414	94,854
非流动负债	44,624	38,069	36,064	34,559	33,854
长期借款	2,133	2,128	2,123	2,118	2,113
其他非流动负债	42,491	35,941	33,941	32,441	31,741
负债合计	304,910	304,048	310,487	316,100	321,955
少数股东权益	198,695	203,942	216,486	229,960	244,311
股本	31,804	31,801	31,801	31,801	31,801
资本公积	82,197	82,513	82,513	82,513	82,513
留存收益	52,785	57,175	61,675	66,438	71,511
归属母公司股东权益	159,241	164,847	169,290	174,053	179,126
负债和股东权益	662,845	672,837	696,263	720,113	745,391

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	104,342	91,255	101,093	100,307	100,046
净利润	18,713	20,601	22,342	23,996	25,558
折旧摊销	80,145	77,391	76,115	74,819	73,737
财务费用	1,847	1,683	1,632	1,519	1,448
投资损失	-4,806	-4,667	-4,049	-4,179	-4,302
营运资金变动	2,924	-11,262	5,945	4,994	4,478
其他经营现金流	5,519	7,509	-892	-841	-873
投资活动现金流	-85,539	-84,662	-74,790	-73,851	-73,586
资本支出	-77,983	-73,770	-75,829	-75,530	-75,948
长期投资	-11,409	16,245	-1,815	-1,318	-770
其他投资现金流	3,853	-27,136	2,854	2,997	3,132
筹资活动现金流	-26,507	-25,909	-9,026	-8,753	-8,257
短期借款	179	30	30	30	30
长期借款	306	-6	-5	-5	-5
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	373	316	0	0	0
其他筹资现金流	-27,364	-26,246	-9,051	-8,778	-8,282
现金净增加额	-7,600	-19,251	17,341	17,703	18,202

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	372,597	389,589	404,852	417,931	430,232
营业成本	281,231	298,346	309,213	318,528	327,213
营业税金及附加	1,542	1,707	1,822	1,881	1,721
营业费用	35,833	36,975	39,271	40,330	41,087
管理费用	23,998	23,404	24,696	25,285	25,599
研发费用	8,099	8,835	9,716	10,699	11,659
财务费用	-259	-278	-228	-1,363	-975
资产减值损失	-215	-347	21	21	21
其他收益	2,905	1,876	1,943	1,672	2,065
公允价值变动收益	114	49	0	0	0
投资净收益	4,806	4,667	4,049	4,179	4,302
资产处置收益	-778	2,827	972	919	947
营业利润	22,843	22,700	27,347	29,363	31,263
营业外收入	672	2,755	692	686	675
营业外支出	806	363	792	786	770
利润总额	22,710	25,092	27,246	29,263	31,168
所得税	3,997	4,491	4,904	5,267	5,610
净利润	18,713	20,601	22,342	23,996	25,558
少数股东损益	10,540	11,571	12,545	13,474	14,351
归属母公司净利润	8,173	9,030	9,797	10,522	11,207
EBITDA	98,629	92,314	103,132	102,719	103,930
EPS (元)	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	4.97	4.56	3.92	3.23	2.94
营业利润 (%)	11.97	-0.63	20.47	7.37	6.47
归属母公司净利润 (%)	11.96	10.49	8.49	7.40	6.51
获利能力					
毛利率 (%)	24.52	23.42	23.62	23.78	23.95
净利率 (%)	2.19	2.32	2.42	2.52	2.60
ROE (%)	5.13	5.48	5.79	6.05	6.26
ROIC (%)	3.77	2.99	5.21	5.18	5.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.00	45.19	44.59	43.90	43.19
净负债比率 (%)	85.19	82.45	80.48	78.24	76.03
流动比率	0.61	0.60	0.65	0.70	0.76
速动比率	0.41	0.45	0.51	0.57	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.58	0.59	0.59	0.59
应收账款周转率	10.97	7.98	6.89	6.86	6.85
应付账款周转率	1.93	1.91	1.90	1.89	1.89
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.34	2.92	3.23	3.21	3.20
每股净资产 (最新摊薄)	5.09	5.27	5.41	5.57	5.73
估值比率					
P/E	20.70	18.73	17.26	16.07	15.09
P/B	1.06	1.03	1.00	0.97	0.94
EV/EBITDA	1.29	1.68	1.32	1.14	0.95

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。