公司研究

数字信息服务国家队，云业务打造第二增长曲线

——中国联通（0762.HK）覆盖报告

要点

中国联合网络通信集团有限公司是全球领先的综合信息服务运营商。公司成立于 1994 年，在国内 31 个省（自治区、直辖市）和境外多个国家和地区设有分支机构，拥有覆盖全国、通达世界的现代通信网络和全球客户服务体系，在 2024 年《财富》世界 500 强中位列第 279 位。

2024 年公司营收、净利润均实现增长，高股息率打造较高防御属性。2024 年公司实现营收 3,896 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 206 亿元，同比增长 10.1%。2020-2024 年间，公司年均股息率超过 6%，具有较好的防御属性。

聚焦“联网通信”和“算网数智”两大核心业务，联通云有望成为第二增长曲线。1）联网通信业务筑底稳基，移动与宽带融合布局，用户规模与价值双提升。联网通信业务包含移动、宽带、电视等联网服务及其他通信服务等。2024 年，中国联通联网通信业务收入达 2,613 亿元，同比增长 1.5%。移动和宽带用户、物联网连接规模持续增长；车联网连接数达到 7600 万，持续保持行业第一。公司通过大规模部署 5G-A 网络和千兆宽带网络，推动了移动与宽带融合套餐的快速普及；通过建设超过 450 万移动网络基站、在 300 个城市规模部署载波聚合技术，联通实现网络体验和覆盖的显著提升，稳固了联网通信基本盘。**2）算网数智业务驱动收入增长，联通云成为核心支撑。**算网数智业务包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全等业务。2024 年，中国联通算网数智业务收入 825 亿元，同比增长 9.6%，其中“联通云” 2024 年实现收入 686 亿元，同比增长 17.1%，有望成为公司收入第二增长曲线。

数字经济加速赋能通信行业，公司依托“联通云”构建云平台，已助力超 35 个行业大模型落地。根据工信部数据，2024 年中国电信行业整体增速放缓，业务收入同比增长 3.2%，但以云计算、大数据、移动物联网等为代表的新兴业务收入稳步提升，大数据收入同比增长 69.2%。公司依托全国多级算力布局，联通构建 300 多个训推一体的智算资源池，智算规模超过 17EFLOPS，强化了产业应用和数据服务的领先优势；并依托联通云 7.0 构建了具备通算、智算和超算能力的自主云平台，全面支撑政务、医疗、工业等领域数字化转型。“联通元景”大模型平台已落地超过 35 个行业大模型，覆盖政务治理、医疗健康、工业互联网等场景，推动产业数智化升级。

盈利预测、估值与评级： 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 217 亿、232 亿、251 亿元人民币，2025 年 5 月 7 日股价 8.95 港元对应 2025-2026 年 PE 分别为 12x、11x，可比公司 2025-2026 年平均预测 PE 分别为 12x、11x，26 年公司估值低于可比公司平均估值水平。结合 PE 估值，基于：1）数字经济强周期下，科技龙头、运营商资本开支持续驱动云计算、数据中心等业务，公司联通云业务有望成为第二增长曲线；2）公司股息率稳健，近五年平均股息率超过 6%，具有较强的稳定性；3）数据安全重要性日益上升，公司作为国企三大运营商之一，在核心城市数据中心集群等稀缺资源方面具有一定壁垒。**我们认为公司具备一定的标的稀缺性和溢价空间，给予中国联通（H）“买入”评级。**

风险提示：市场竞争加剧、用户增速下滑风险，ARPU 增长不及预期，海外业务发展不及预期，资本支出回报不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元人民币）	372,597	389,589	403,051	416,044	425,045
营业收入增长率（%）	5.0%	4.6%	3.5%	3.2%	2.2%
归母净利润（百万元人民币）	18,726	20,613	21,748	23,234	25,139
EPS（元人民币）	0.612	0.674	0.711	0.759	0.822
P/E	14	12	12	11	10

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：股价时间为 2025 年 5 月 7 日；汇率按 1HKD=0.9309CNY 计算。

买入（首次）

当前价：8.95 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：沈昱恒

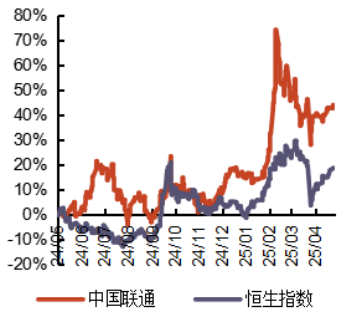
021-52523686

shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	305.98
总市值(亿港元)：	2,738.53
一年最低/最高(港元)：	5.88-11.56
近 3 月换手率（%）：	30.4

股价相对走势



收益表现

	1M	3M	1Y
相对	-4.8%	15.9%	36.2%
绝对	8.0%	24.5%	60.1%

资料来源：Wind

目 录

1、 中国联通：数字信息服务国家队、数字技术融合创新先锋 4
1.1 公司简介及主营业务 4
1.2 股权结构与管理层情况 5
2、 行业环境：数字经济赋能提速，算网融合构筑新竞争格局 6
2.1 电信业务增速放缓，新兴业务成为增长主引擎 6
2.2 政策引领新基建加速，行业数字化应用潜力巨大 7
2.3 三大运营商差异化布局，AI 浪潮激发算力需求 8
2.4 全面接入 DeepSeek，云业务智能化升级加速 9
3、 业务：聚焦“两大核心”，“联网通信”筑底稳基，“算网数智”驱动增长 10
3.1 联网通信业务：移动与宽带融合布局，用户规模与价值双提升 10
3.2 算网数智业务：强化算力布局，拓展数据服务与产业应用优势 13
4、财务分析 15
5、盈利预测与估值评级 17
5.1 盈利预测 17
5.2 相对估值 18
5.3 投资建议：给予“买入”评级 19
6、风险分析 20

图目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：联通云智算产品体系 5
图 3：公司股权结构 5
图 4：2019—2024 年中国电信业务收入和电信业务总量增长情况 6
图 5：2019—2024 年新兴业务收入发展情况 7
图 6：5G-A 低空智联创新方案赋能城市智能血站建设项目 8
图 7：数字化赋能提高农业生产效率 8
图 8：2024 年三大运营商云增长情况 10
图 9：2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场占比 10
图 10：2018-2024 年中国联通移动和宽带用户规模（亿户） 11
图 11：2025 MWC 中国联通变身国际品牌 UniCom 亮相 11
图 12：中国联通为出海企业提供了一揽子数字化解决方案 11
图 13：联通数科展示“星罗”先进算力运营平台 13
图 14：2025 年中国联通粤港澳大湾区枢纽数据中心落成 13
图 15：政务平台成功上线“政务+DeepSeek”的本地化应用 14
图 16：联通赋能格力智能黑灯工厂 14
图 17：中国联通元景大模型 MaaS 2.0 平台 15
图 18：联通智网科技为车企提供接入 DeepSeek 的 AI 产品 15
图 19：2020-2024 年公司营业收入及同比增速（亿元人民币） 15
图 20：2023-2024 年公司营业收入结构（亿元人民币） 15
图 21：2020-2024 年公司营业利润和营业利润率（亿元人民币） 16
图 22：2020-2024 年公司净利润及同比增速（亿元人民币） 16
图 23：2020-2024 年公司资本开支（亿元人民币） 16
图 24：2020-2024 年公司股息率 16

表目录

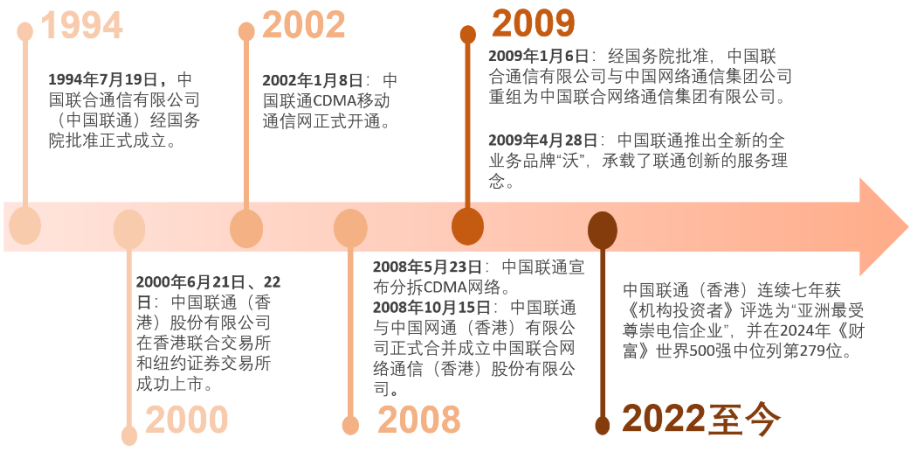
表 1：公司管理层简介 6
表 2：2024 年数字基础设施建设相关政策密集发布 8
表 3：三大运营商 AI 布局对比（截至 2024 年） 9
表 4：三大运营商接入 DeepSeek 业务一览（截至 2025 年 2 月 8 日） 10
表 5：2024 年三大运营商运营发展数据 12
表 6：三大运营商出海情况概览（截至 2025 年 3 月 13 日） 12
表 7：三大运营商云业务发展对比（截至 2024 年） 14
表 8：中国联通盈利预测（单位：百万元人民币） 18
表 9：中国联通及可比公司相对估值 19
表 10：公司盈利预测与估值简表 20

1、 中国联通：数字信息服务国家队、数字技术融合创新先锋

1.1 公司简介及主营业务

中国联合网络通信集团有限公司（后文简称为“中国联通”或“公司”）是全球领先的综合信息服务运营商。公司成立于 1994 年，在国内 31 个省（自治区、直辖市）和境外多个国家和地区设有分支机构，拥有覆盖全国、通达世界的现代通信网络和全球客户服务体系，在 2024 年《财富》世界 500 强中位列第 279 位。公司致力于全面建设广度、厚度、深度行业一流的智能化综合性数字信息基础设施，为经济社会发展畅通信息“大动脉”、构筑数字新底座。

图 1：公司发展历程

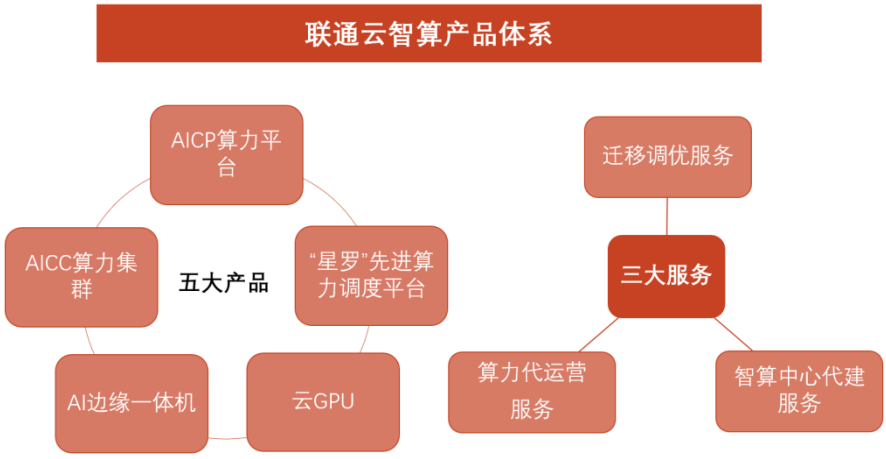


资料来源：联通云，光大证券研究所

联网通信业务方面，公司持续优化用户体验，全面深化业务布局。1）加速推进 5G、千兆宽带和融合化服务，提升客户感知和家庭通信服务质量。**2）**数智生活和智慧家庭应用方面，公司重塑语音和短信业务，推出云电脑等创新产品，信息应用产品收入超百亿。**3）**2023 年物联网业务连接规模达到 4.9 亿个，5G 连接净增份额行业领先。**4）**5G 应用为各行业赋能，截至 2023 年底累计打造 5G 应用商业化项目 3 万个，客户规模持续突破。

算网数智业务方面，公司持续拓展算力布局，发展能力不断增强。1）算力服务上，联通云云池资源快速增长，完成「一市一池」布局，资源算力覆盖 200 多个城市，全面满足客户上云数据不出市需求。**2）**云数据中心 IDC 行业内增幅领先，全网大数据收入高速增长，区块链与同态加密等技术融合实现跨域组网、存储压降 30%，底层平台性能突破 2 万 TPS。**3）**数智应用上，物联网发布全球首款 5G RedCap 商用模组，人工智能领域构建自主创新的人工智能底座。**4）**网信安全上，依托「墨攻」安全运营服务平台，打造「端网云数服」一体化运营服务模式。

图 2：联通云智算产品体系



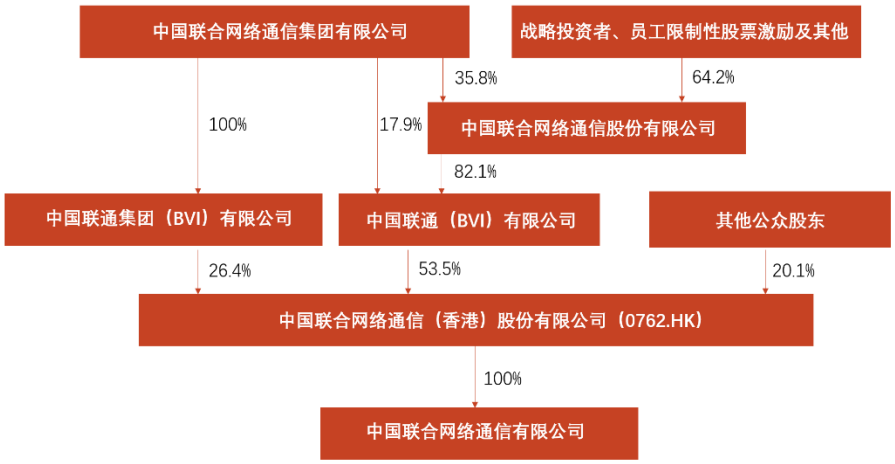
资料来源：联通云，光大证券研究所

2024 年公司业务收入保持增长趋势，用户规模再创新高。联网通信业务：移动和宽带用户规模达到 4.7 亿户，净增 1,952 万户，品牌影响力持续扩大；物联网连接数超过 6.2 亿，车联网连接数达到 7,600 万保持行业第一。**算网数智业务：**联通云收入 686 亿元，同比增长 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 年签约金额超过人民币 260 亿元。

1.2 股权结构与管理层情况

中国联合网络通信集团有限公司全资拥有中国联通集团（BVI）有限公司，同时直接和间接通过 A 股上市的中国联通股份有限公司控股中国联通（BVI）有限公司。中国联通集团（BVI）有限公司及中国联通（BVI）有限公司则分别持有中国联通（香港）股份有限公司 26.4%、53.5%的股权。中国联合网络通信有限公司由联通港股公司 100%控股。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司官网，WIND，光大证券研究所
注：数据截至 2024 年 12 月 31 日

公司管理层具备深厚行业经验和多元化专业背景。管理层成员普遍拥有研究生学历，并在电信、财务、管理等领域积累了丰富的实践经验。多位管理层曾在多个省级分公司及集团公司担任关键职务，展现了卓越的业务能力和战略管理能力。这种高素质、多元化的领导团队为中国联通在复杂的市场环境中保持竞争力和持续发展提供了坚实的战略支撑。

表 1：公司管理层简介

姓名	职位	背景简介
简勤	总裁	1966 年 3 月生，研究生，经济学博士，中共党员。曾任江西移动党组书记、董事长、总经理，四川移动党组书记、董事长、总经理，广东移动党组书记、董事长、总经理，中国移动通信集团副总经理、党组成员。现任中国联合网络通信集团有限公司董事、总经理、党组副书记。
陈忠岳	首席执行官	1971 年 6 月生，大学本科，经济学硕士，中共党员。曾任中国电信浙江分公司副总经理、党组成员，中国电信公众客户事业部总经理，中国电信山西分公司总经理、党组书记，中国电信集团有限公司副总经理、党组成员。现任中国联合网络通信集团有限公司董事长、党组书记。
李玉焯	首席财务官	1972 年 12 月生，研究生，工商管理硕士，中共党员。曾任中国有色工程有限公司财务部主任，中国恩菲工程技术有限公司副总经理，中国冶金科工集团有限公司资金部部长、董事会秘书，中国五矿集团有限公司资本运营部部长。现任中国联合网络通信集团有限公司总会计师、党组成员。
唐永博	高级副总裁	1974 年 2 月生，研究生，工商管理硕士，中共党员。曾任中国联通湖南省分公司 G 网经营部、个人客户部、销售部总经理，中国联通湖南省分公司副总经理、党委委员，中国联通湖南省分公司总经理、党委书记，中国联通集团公司市场部总经理。现任中国联合网络通信集团有限公司副总经理、党组成员。
王利民	高级副总裁	1974 年 4 月生，研究生，中共党员。曾在中国联通黑龙江省分公司、中国联通贵州省分公司任职。现任中国联合网络通信集团有限公司副总经理、党组成员。
郝立谦	副总裁	1971 年 4 月生，研究生，工商管理硕士，中共党员。曾任中国联通山东省分公司人力资源部总经理、中国联通济南市分公司党委书记、总经理，中国联通海南省分公司党委书记、总经理，中国联通河北省分公司党委书记、总经理，中国联通广东省分公司党委书记、总经理。现任中国联合网络通信集团有限公司副总经理、党组成员。

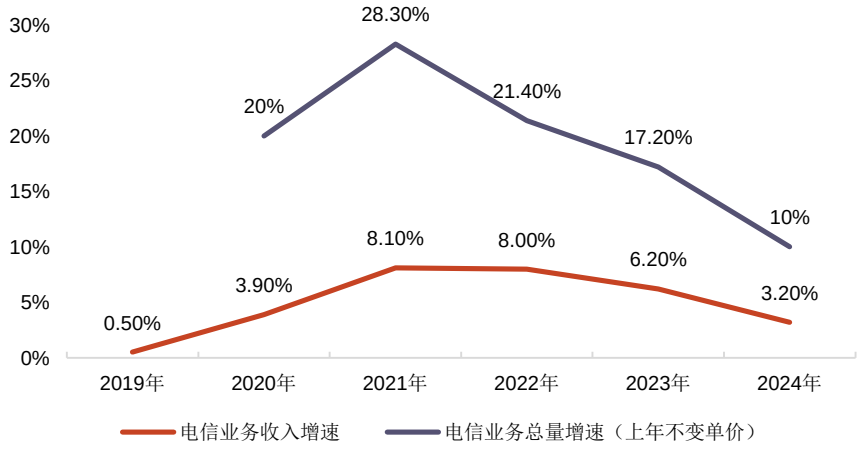
资料来源：公司官网，WIND，光大证券研究所整理

2、 行业环境：数字经济赋能提速，算网融合构筑新竞争格局

2.1 电信业务增速放缓，新兴业务成为增长主引擎

据工信部统计，2024 年中国电信业务收入累计完成 1.74 万亿元，比上年增长 3.2%，增速同比减少 3pcts。按照上年价格计算的电信业务总量同比增长 10%，增速同比减少 7.2pcts，且三年均呈下降趋势，行业增速明显放缓。

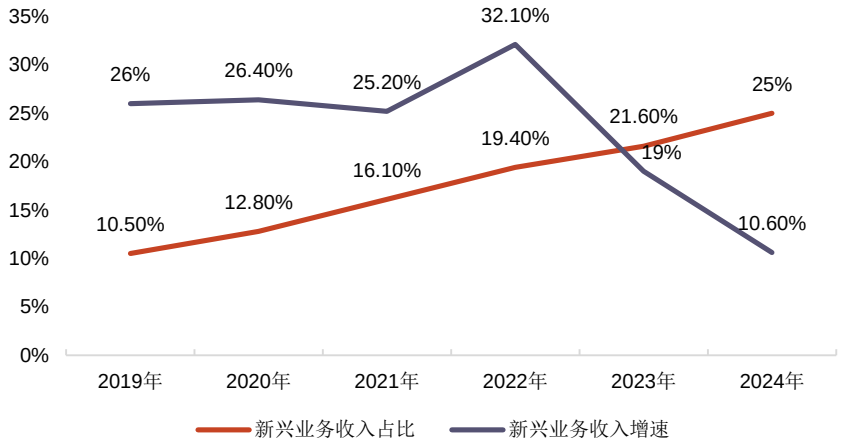
图 4：2019—2024 年中国电信业务收入和电信业务总量增长情况



资料来源：工信部，光大证券研究所

新兴业务收入占比不断提升：2024 年，包括云计算、大数据、移动物联网、数据中心等在内的新兴业务收入 4348 亿元，比上年增长 10.6%；新兴业务在电信业务收入中占比由上年的 21.6%提升至 25%，拉动电信业务收入增长 2.5 个百分点。其中，云计算、大数据、移动物联网业务收入比上年分别增长 13.2%、69.2%和 13.3%。

图 5：2019—2024 年新兴业务收入发展情况



资料来源：工信部，光大证券研究所

2.2 政策引领新基建加速，行业数字化应用潜力巨大

政策密集发布推动“5G、千兆光网、算力”等数字基础设施建设加速。近年来，伴随人工智能进入竞速阶段，算力与数据成为产业发展的关键基础设施。从中央到地方，各级部门密集出台政策，包括工信部提出推进全国算力统筹布局与跨区域协同发展、发改委推动城市算力资源高效配置、北京市和江苏省等地方政府明确算力集约化发展目标与具体建设规划，进一步加速算网融合落地。据中商产业研究院数据，2023 年中国算力网络市场规模约为 774.29 亿元。

多行业数字化应用潜力巨大，应用赋能作用显著提升。2024 年，5G、千兆光网、算力创新应用在工业、医疗、能源等领域实现规模推广，优秀案例数分别达到 13.8 万、3.7 万、1.3 万个。**1）**农业领域通过物联网设备实现精准耕作，资源利用率提升，产量增加；**2）**制造业依靠人工智能与自动化技术优化生产流程，缩短周期并减少错误；**3）**零售行业运用大数据分析提供个性化服务，有效提升消费者体验和忠诚度；**4）**医疗行业通过远程医疗和电子健康记录技术优化患者信息管理，提高医疗服务质量与可及性。截至 2024 年底全国已建设 5G 工厂 4000 余家，重点工业企业数字化研发设计工具普及率达 84.1%，推动示范工厂研制周期平均缩短近 30%。5G 电话用户突破 10 亿户，人口普及率超过 71%，每月户均移动流量达到 19GB。智能产品应用蓬勃发展，推动形成全球最大数字消费市场，数字消费规模超 6 万亿元。

表 2：2024 年数字基础设施建设相关政策密集发布

时间	部门	政策	内容
2024 年 9 月	工信部等十一部门	《关于推动新型信息基础设施协调发展相关事项的通知》	推动新型信息基础设施协调发展，提出优化布局算力基础设施，包括全国统筹布局、跨区域协调、推动算力基础设施与能源等协调发展等内容
2024 年 7 月	工信部	《关于创新信息通信行业管理 优化营商环境的意见》	提出开展算力互联互通技术研究和试点应用，推动公共算力资源标准化互联，加强算力统筹监测，打造智算生态圈，提升算力服务能力，助力传统产业智能化升级
2024 年 7 月	河南省	《2024 年河南省大数据产业发展工作方案》	明确要强化算力资源供应，深度融入全国一体化算力体系建设
2024 年 5 月	国家发改委等部门	《关于深化智慧城市发展 推进城市全域数字化转型的指导意见》	提出要统筹推进城市算力网建设，实现城市算力需求与国家枢纽节点算力资源高效供需匹配，有效降低算力使用成本
2024 年 4 月	江苏省	《江苏省算力基础设施发展专项规划》	提出到 2030 年全省在用总算力超过 50EFlops，智能算力占比超过 45%
2024 年 4 月	北京市	《北京市算力基础设施建设实施方案》	计划改变智算建设“小、散”局面，集中建设一批智算单一大集群
2024 年 1 月	工信部等七部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	提出深入推进 5G、算力基础设施、工业互联网、物联网、车联网、千兆光网等建设

资料来源：微信公众号：通信世界，网信广东，江苏发改委，太原市数据局，光大证券研究所

图 6：5G-A 低空智联创新方案赋能城市智能血站建设项目

资料来源：中国联通，光大证券研究所

图 7：数字化赋能提高农业生产效率

资料来源：中国联通，光大证券研究所

2.3 三大运营商差异化布局，AI 浪潮激发算力需求

三大运营商持续发力智算新领域，呈现出差异化布局。随着 AIGC、数字孪生等新兴技术的迅速发展，算力需求大幅增长，推动三大运营商积极完善算力网络布局。中国电信规划“2+3+7+N+M”智算布局，在京津冀、长三角建设国内领先的万卡全液冷智算集群，在广东、江苏等 5 省打造千卡资源池，并构建“息壤”一体化智算平台，合作伙伴接入算力达到 27EFlops；中国移动则完善“4+N+31+X”数据中心布局，覆盖全国“东数西算”全部枢纽节点，首批 13 个智算中心节点已在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等区域投产，其中呼和浩特节点智能算力规模高达 6.7EFlops，国产化算力占比超 85%，为全球运营商最大单体智算中心；中国联通基于“1+N+X”智算布局，已建成覆盖超 200 个地市的 300 多个算力资源池，推出“AICC 算力集群”等五大智算产品，打造算力智联网 AINet，推动 AI 与网络融合发展。

公司以“数智融合”突出优势，通过算网融合与应用创新，打造差异化竞争力。公司构建覆盖全国的“1+N+X”智算布局，打造高性能的算力智联网 AINet，实现全域智能调度；率先推出基于 5G+AI 的智能出行、低空经济和智慧城市应急方案，在 GLOMO 大奖中斩获最佳专用网络和城市移动创新奖；通过元景大模型赋能千行百业，落地 2.9 万个工业互联网项目及 7000 个 5G 工厂；同时持

续推出智能终端、FTTR+X 方案等消费端产品，提升智慧家庭用户体验。在 MWC 2025 期间举办的创新成果发布会上中国联通启动“AI 全融通计划”，全面推进网络、技术和服务与 AI 融合创新，在全球移动通信产业中形成独特竞争优势。

表 3：三大运营商 AI 布局对比（截至 2024 年）

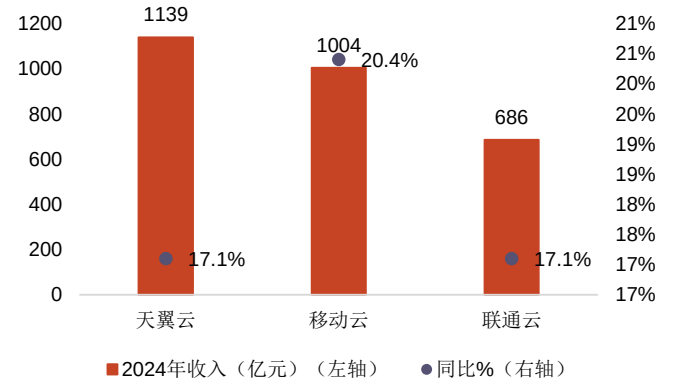
	中国联通	中国移动	中国电信
战略布局	聚焦联网通信与算网数智两大主业，打造 AI 与网络深度融合的数智新底座，形成“5+4+31+X”多级算力架构，强调 AI 赋能千行百业。	聚焦算力、大模型“双驱动”，推进“1+N”通专大模型体系，加快布局万卡级智算中心，重视“AI+”融合应用。	深入实施“云改数转”战略，以“网+云+AI+应用”推动数字化转型，重视产业数字化赋能。
AI 组织建设	成立人工智能创新中心、联通数智公司（注册资本 15 亿元），强化 AI 与产业深度融合的落地能力。	成立九天研究院，专注 AI 技术研发和大模型开发。	成立人工智能科技公司（注册资本 30 亿元）、人工智能研究院，加强 AI 研发及项目实施。
算力布局	构建 300 多个算力资源池，实现“热点集约、跨区辐射、边缘覆盖”，形成超大规模智算训练集群，支持万卡到十万卡训练规模，突出算力网络融合优势。	算力布局规模最大（超 10EFLOPS），建成呼和浩特、哈尔滨两大万卡级智算中心，资源集中度高。	“2+4+31+X+O”布局，算力规模超 6EFLOPS，规模居中。
大模型体系	元景“1+1+M”大模型体系，包括基础大模型、大模型底座、35+行业大模型，行业应用超 100 个，广泛应用于政务、医疗、城市治理、文创等领域。	“1+N”通专大模型体系（九天系列），主打通用大模型，多模态能力突出，行业应用布局超过 30 个领域。	“1+N+M”星辰大模型体系，主打国产化大模型，应用于 20 多个行业场景，已赋能 600 多个项目。
应用场景	数智融合应用最广泛，在工业互联网、智慧工厂、智能出行、智慧低空、智慧家庭、文创互动等场景全面落地；多次获得 GLOMO 大奖等国际认可。	应用覆盖金融、交通、能源等多个传统领域，以算力与大模型赋能场景为主。	行业大模型在基层治理、智能客服、智慧城市等传统政企场景应用突出。
数据优势	联接用户达 11.4 亿户，大数据资源规模可观，形成全域数据一点集中，具备万亿级数据实时处理能力，强化数据与模型融合优势。	用户数及数据规模领先（连接数 35 亿户），数据资源整体规模最大。	总连接数 12.5 亿户，用户规模与联通接近。
技术积累	AI 核心专利超 100 项，AI 专利布局务实有效。	承担 16 项国家 AI 重点专项任务，专利布局领先，664 项 AI 专利，国际标准话语权最高。	AI 专利超 200 项，18 项国际 AI 竞赛获奖，集团级领军人才储备充足。

资料来源：微信公众号“ICT 产业观察”，通信产业网，光大证券研究所

2.4 全面接入 DeepSeek，云业务智能化升级加速

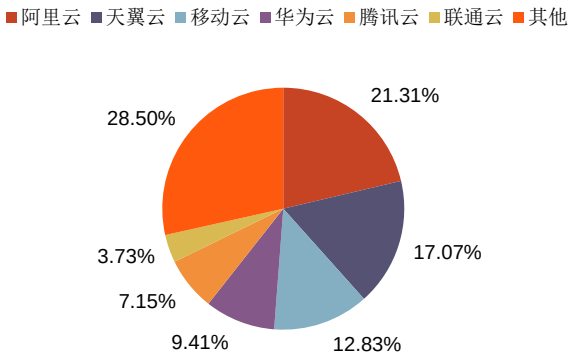
三大运营商全面接入 DeepSeek，云业务有望成为收入第二增长曲线。三大运营商利用 DeepSeek 高效 AI 能力加速云业务智能化升级，推动从资源租赁向 AI 赋能的商业模式转型。DeepSeek 的接入不仅优化算力利用，推动推理成本降低 13%，还助力运营商开发 AI SaaS 产品、智能客服、行业数据分析等智能化应用，提升云服务附加值，增强市场竞争力。同时，DeepSeek 通过自强化学习优化算法、多模态融合、开源生态建设等方式，加速 AI 能力在通信、物联网、智慧政务等行业渗透，带动 AI 云计算收入增长。根据工信部发布的 2024 年通信业统计公报，包括云业务在内的新兴业务已占据总营收的 25%。具体到三大运营商，2024 年，天翼云营收达 1139 亿元，同比增长 17.1%，移动云营收 1004 亿元，同比增长 20.4%，联通云营收 686 亿元，同比增长 17.1%，云业务已成为运营商新兴业务收入的核心增长点。随着 DeepSeek 的加入推动运营商从通信服务商向数字化服务商转型，AI 驱动的云业务正成为运营商的第二增长曲线。

图 8：2024 年三大运营商云增长情况



资料来源：通信产业网，光大证券研究所

图 9：2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场占比



资料来源：中国信通院，光大证券研究所

表 4：三大运营商接入 DeepSeek 业务一览（截至 2025 年 2 月 8 日）

	中国电信 天翼云	中国移动 移动云	中国联通 联通云
特点	全场景覆盖 DeepSeek 提供 DeepSeek 部署、推理和微调服务 专业技术支持和服务保障	全版本覆盖，一步到位 全尺寸适配，大小通用 全功能畅用，AI 开发像点外卖	技术层面:智算底座自主可控，达到国际主流算力部署效能；算力适配灵活；调度与数据支持强大 服务层面:部署与体验优化；多场景调用便捷；安全保障全面
成效	全栈国产化适配，赋能智能转型 开箱即用，零门槛体验国产大模型性能卓越	昇腾深度赋能，内核级能力升级 推理成本优化，超 13%显著压降 DeepSeek 能力进阶，内核级优化升级 全网算力布局，全局算力调度	联通云已基于“星罗”平台实现国产及主流算力适配多规格 DeepSeek-R1 模型，兼顾私有化和公有化场景，实现多产品场景调用，简化调用流程，提升推理能力，为客户带来开箱即用的使用体验，并全面接入联通云桌面、编程助手等多产品场景
主要服务对象	政企客户 中小企业 重点行业	个人用户 家庭用户 智慧城市	工业企业 新兴领域 区域经济

资料来源：通信产业网，光大证券研究所

3、 业务：聚焦“两大核心”，“联网通信”筑底稳基，“算网数智”驱动增长

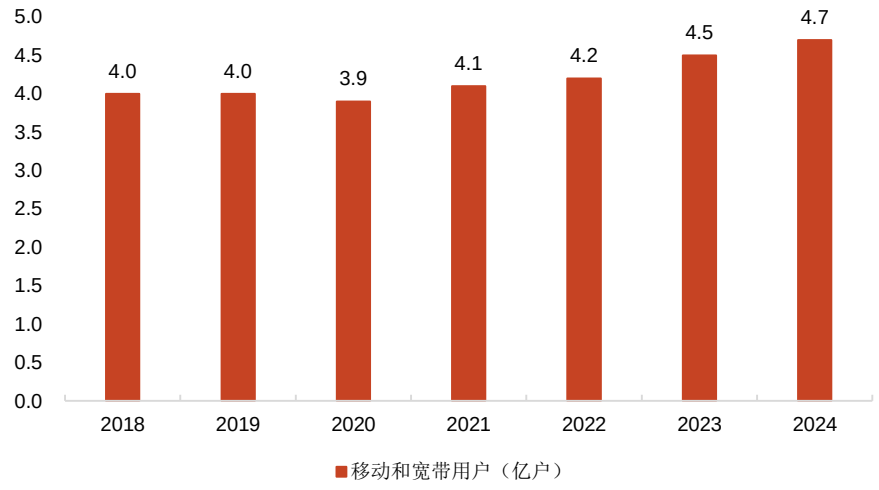
3.1 联网通信业务：移动与宽带融合布局，用户规模与价值双提升

公司联网通信业务包含移动联网（提供个人及企业用户的 4G/5G 移动通信服务）、宽带联网（提供固网宽带与家庭融合服务）、电视联网（IPTV 电视服务）、专线联网（面向企业客户提供专线通信服务）及通信、信息业务（传统语音、短信、视频彩铃、云盘等增值服务）。2024 年，公司联网通信业务收入达到 2613 亿元，同比增长 1.5%，占服务收入比重 76%。

移动与宽带融合筑牢联网通信基本盘。2024 年，公司移动与宽带用户规模进一步扩大至 4.7 亿户，全年净增 1952 万户，其中融合用户占比达到 77%以上，融合用户 ARPU 值超过 100 元，融合服务对用户价值明显提升。此外，公司持续开展“信号升格”行动，部署超过 450 万个移动基站，完成 300 个城市的

5G-A 载波聚合建设，并在 150 个城市升级 RedCap 技术；宽带网络端口数达到 2.8 亿个，其中 10G PON 端口占比超过 80%。

图 10：2018-2024 年中国联通移动和宽带用户规模（亿户）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

用户规模与业务价值双提升，运营质效持续改善。2024 年，公司“大联接”用户总数达到 11.37 亿户，同比增长 1.49 亿户，其中物联网连接数净增 1.31 亿个，总量达到 6.25 亿个，车联网连接数达到 7600 万个，保持行业领先地位。国际业务收入实现 125 亿元，同比增长 15.2%。截至 24 年 12 月，公司智慧客服智能服务占比达 85.2%，用户问题解决率高达 98.8%，运营效能明显改善。

算网融合与国际业务拓展强化发展基础。面对 AI 浪潮带来的算力需求增长，公司在全国建成 300 多个训推一体算力池，智算规模超 17EFLOPS；升级联通云“星罗”平台，实现八大国家算力枢纽与 22 个省级节点的智联网覆盖。同时，新增 60 余条海陆缆及 400 多个国际业务点，覆盖全球 200 多个国家和地区，并聚合 50+全球头部云服务商资源池，满足国内外客户的高标准通信与算力需求。

图 11：2025 MWC 中国联通变身国际品牌 UniCom 亮相

资料来源：新华 5G 瞰天下，光大证券研究所

图 12：中国联通为出海企业提供了一揽子数字化解决方案

资料来源：通信产业网，光大证券研究所

表 5：2024 年三大运营商运营发展数据

	项目	中国电信	中国联通	中国移动
传统用户数据	5G 网络用户数(亿户)	/	/	5.52
	全年 5G 网络用户净增数(万户)	/	/	8759
	5G 网络用户渗透率	/	/	55.0%
	5G 套餐用户数(亿户)	3.51	2.90	/
	全年 5G 套餐用户净增数(万户)	3282	3081	/
	5G 套餐用户渗透率	82.8%	/	/
	移动用户数(亿户)	4.25	/	10.04
	全年移动用户净增数(万户)	1675	/	1332
	固网宽带用户数(亿户)	1.97	/	3.15
	全年固网宽带用户净增数(万户)	728	/	1632
质量发展数据	“大联接”用户累计到达数(亿户)	/	11.37	/
	全年“大联接”用户净增数(万户)	/	14864	/
	物联网终端连接累计到达数(亿个)	/	6.25	/
	全年物联网终端连接净增数(万个)	/	13087	/
	5G 行业虚拟专网服务客户数(万户)	/	1.61	/
	全年 5G 行业虚拟专网服务客户净增数(户)	/	7496	/
	12 月智慧客服客户问题解决率	/	98.8%	/
	12 月智慧客服智能服务占比	/	85.2%	/
	授权专利本年累计数量(个)	/	1436	/

资料来源：通信产业网，光大证券研究所整理

表 6：三大运营商出海情况概览（截至 2025 年 3 月 13 日）

运营商	中国电信	中国联通	中国移动
国际业务运营主体	中国电信国际有限公司	中国联通国际有限公司	中国移动国际有限公司
成立时间	2012	2015	2010
所在地	中国香港	中国香港	中国香港
总经理	尹进	孟树森	王华
国际业务收入以 2024 年为例	169 亿元	125 亿元	228 亿元
海路缆数量	52 条海缆	80 余条海路缆	90 余条海路缆
国际网络节点数量	254 个	360 余个	305 个
覆盖国家/地区数量	43 个	200 多个	87 个
海外自有数据中心布局	27 个	5 个	4 个
典型行业解决方案	金融、政府、制造、互联网、零售等	智慧金融、能源矿山、政府媒体、互联网、智能制造、开业包、仓储物流、商业零售等	智慧港口、智慧工厂、智慧园区、智慧仓储、智慧办公、智慧矿山等
覆盖国家	亚洲：日本、韩国、新加坡、印度、印度尼西亚、泰国、菲律宾、马来西亚、越南、缅甸、柬埔寨、老挝、澳大利亚、新西兰 欧洲：德国、法国、英国、荷兰、俄罗斯 美洲：美国、巴西 非洲：南非、尼日利亚、埃及 等多国	亚洲：日本、韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾、马来西亚、越南、缅甸、柬埔寨、老挝 欧洲：德国、法国、英国、荷兰、瑞士、西班牙 美洲：美国、巴西 非洲：南非、肯尼亚、古布提 等多国	亚洲：日本、韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国、菲律宾、马来西亚、越南、缅甸、柬埔寨、老挝、阿联酋、孟加拉、巴基斯坦 欧洲：英国、法国、德国、西班牙、荷兰 美洲：美国、巴西、加拿大 非洲：南非、尼日利亚、肯尼亚、埃及 等多国

资料来源：通信产业网，公司财报，光大证券研究所整理

3.2 算网数智业务：强化算力布局，拓展数据服务与产业应用优势

算网数智业务包含联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用及网信安全等业务。2024 年，公司算网数智业务收入达到 825 亿元，同比提升 9.6%。其中，联通云收入达到 686 亿元，同比提升 17.1%。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。

强化算力筑基布局，提供多级算力服务供给。公司持续强化算力基础设施建设，布局覆盖全国多个区域的智算网络，支撑人工智能产业快速发展。公司以“上海、京津冀、粤港澳”等热点地区为核心，建设上海、呼和浩特等多地智算集群，形成万卡到十万卡超大训练集群，覆盖集中训练、一站式开发、分布式训练与推理等多元场景；同时推出“AICC”智算集群、“AICP”算力平台、“星罗”先进算力运营平台，提供灵活、可靠的算力服务。依托算力智联网络 AINet，实现超 15EFLOPS 智能算力规模，算网节点布局涵盖全国 31 个省级重点城市与超过 600 个边缘节点，全面支撑国家“东数西算”战略布局。联通多级算力服务网络有效满足了不同行业客户的多层次算力需求。

图 13：联通数科展示“星罗”先进算力运营平台

资料来源：人民邮电报，光大证券研究所

图 14：2025 年中国联通粤港澳大湾区枢纽数据中心落成

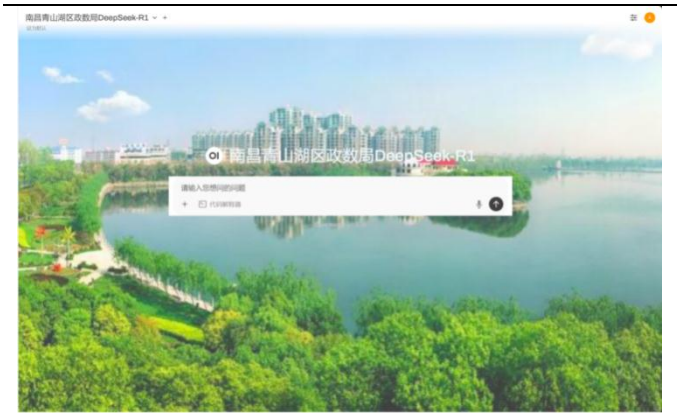
资料来源：中国联通，光大证券研究所

构建全栈自主云平台，赋能政企数字化转型。公司依托联通数科推出自主研发的联通云 7.0，具备通用计算、智能计算和超级计算的一体化供给能力，实现联接、感知、计算、数智和应用能力的深度聚合，并围绕极致存储、无损网络和先进算力持续创新，以全栈自主可控能力构筑行业云、私有云和信创云平台。同时，公司在政企数字化转型领域打造了联通资治政务大数据平台，形成了覆盖政府决策、市场监管、应急管理、公共安全、生态环保、乡村振兴等广泛场景的政务数字化服务体系，截至 24 年 7 月公司累计服务 60 余个智慧城市及工业互联网项目，显著增强政企客户数字化转型能力。

公司将联通云作为算网融合战略的核心支撑，加速构建自主可控的云计算体系。依托覆盖 8 个国家级算力枢纽和 22 个省级骨干节点的算力智联网 AINet，以及遍布上海、广东、香港、内蒙、宁夏、贵州等地的大规模智算中心，联通云实现了全国范围的多级算力供给体系，智算规模超过 17EFLOPS，满足人工智能训练和推理需求。2024 年，联通云收入达到 686 亿元，同比增长 17.1%，成为算网数智业务的核心增长点。联通云实现智算、通算一体化运营，融合人工智能模型训推、原生存储、无损网络、集群调度等关键能力，提供智算、数据和模型等服务，满足人工智能一站式服务需求。此外，联通云积极拓展政务云、医疗云、央国企上云等领域市场份额，推出“墨攻”安全运营平台，构建完善

的数据安全体系，为政府、金融、制造、医疗等行业数字化转型提供高效可信的定制化服务。

图 15：政务平台成功上线“政务+DeepSeek”的本地化应用



资料来源：江西联通，光大证券研究所

图 16：联通赋能格力智能黑灯工厂

资料来源：中国联通，光大证券研究所

表 7：三大运营商云业务发展对比（截至 2024 年）

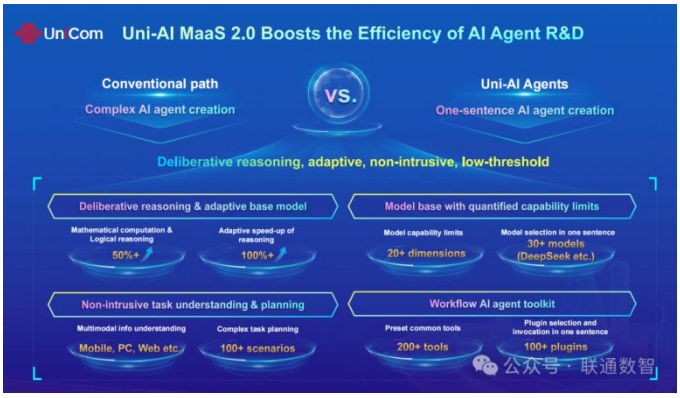
	中国电信 天翼云	中国移动 移动云	中国联通 联通云
成立时间	2012 年	2013 年	2013 年（2021 年更名“联通云”）
2023 年云收入	972 亿元	833 亿元	510 亿元
2024 年云收入	1139 亿元	1004 亿元	686 亿元
YOY	17.1%	20.4%	17.1%
云战略定位	聚焦天翼云、AI 智算、产业数字化“三驾马车”，提供“算力+平台+数据+模型+应用”一体化服务。	构建“算网融合”核心能力，以移动云为主体，强化“连接+算力+能力”的一体化服务模式。	强化联通云与算网数智业务的协同，打造“云 IDC、云资源、云平台、云服务”等融合解决方案。
技术优势	自研服务器操作系统和数据库，建成中国电信“息壤”智算平台，具备大模型支撑能力。	自研算力网络技术优势明显，5G+算力网络深度融合，提供分布式无损网络服务。	打造“星罗”算力调度平台，建立 AINet 算力智联网，实现智算资源池智能调度。
数据中心建设	IDC 收入 330 亿元，全国数据中心机架数超 50 万，推进“2+4+31+X”数据中心布局。	拥有累计超过 81 万 IDC 机架，建设规模位列行业第一，布局 AIDC 智能算力中心超 40 个，形成环京津冀、长三角、粤港澳和成渝等多区域算力枢纽群。	全国 IDC 收入 259 亿元，布局上海、广东、香港、内蒙、宁夏、贵州等区域，建设大规模智算中心。
算力中心规模	算力中心规模超 50EFLOPS，全国建成超百个数据中心节点，提供 AI 算力和智算服务。	算力网络投入 493 亿元，算力中心超 130 个，算力规模超 30EFLOPS。	全国布局 300 余个训推一体算力资源池，智算规模超 17EFLOPS，签约额超 260 亿元。
AI 大模型	星辰大模型	九天大模型	元景大模型
2023 年中国公有云 IaaS 市场份额排名	第 2	第 3	第 6
2024 年资本投入强度	全年资本开支 935 亿元，其中云网融合相关投入占比较高，但绝对规模不及移动。	全年资本开支 1640 亿元，算力网络占比近 30%（493 亿元），力度最大。	全年资本开支 613.7 亿元，算力投资同比增长 19%，算力建设投入力度有显著提升。
优势领域	智能算力平台建设突出，自主研发 AI 大模型和云操作系统，产业数字化能力突出。	行业规模第一，算网融合、5G 云网一体化、分布式云网服务优势突出，国际网络节点超 400 个。	工业互联网与政务云能力突出，工业智算平台成熟度高，算力资源调度能力强。
战略布局	聚焦自研科技与智算，AI 算力和产业数字化协同，技术研发投入高，核心技术自控能力强。	“连接+算力+能力”融合战略，规模、技术投入强，全球算网资源布局最广泛。	以算网融合智能调度为特色，布局工业智算及智算资源池建设，重点区域突出。

资料来源：公司财报，通信产业网，光大证券研究所

以元景大模型为引擎，深度拓展产业应用优势。元景“1+1+M”大模型体系包括 1 套基础大模型、1 个大模型平台和 35+个行业大模型，在通用大模型国际主流榜单排名前五，RAG 和智能体获信通院最高评级，具备视觉、听觉、语言理解等多模态融合能力，广泛应用于政务治理、医疗健康、智慧家庭、智能网联、文创互动等多个领域。2024 年，公司元景大模型已落地交通、汽车、医疗等百余个标杆场景，累计实施工业互联网项目超 2.9 万个、落地 7100 余家 5G 工厂。在智能网联汽车领域，推出“知驭”、“知略”、“知途”等数智融合

产品，并与华为、德赛西威、日立解决方案等企业深度合作，围绕 AI+智能座舱、AI+语音、AI+汽车设计等场景构建车联网产业新生态。同时，元景大模型支撑的数字员工、智慧家庭、智慧城市等应用快速推广，联通云手机、联通云盘、联通看家、联通超清等产品规模显著增长，云盘用户超过 1.8 亿，超清用户超过 5000 万，进一步推动联通从基础运营商向科技服务企业转型。

图 17：中国联通元景大模型 MaaS 2.0 平台



资料来源：联通数智，光大证券研究所

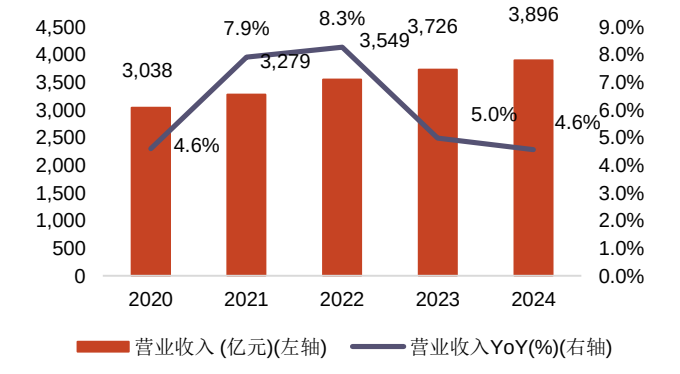
图 18：联通智网科技为车企提供接入 DeepSeek 的 AI 产品

资料来源：公司官网，光大证券研究所

4、财务分析

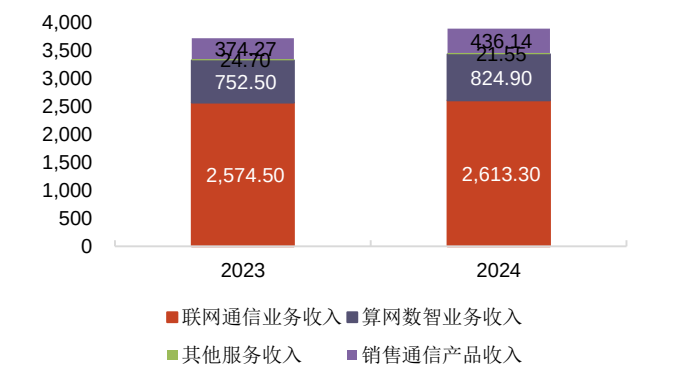
2020-2024 年公司营业收入持续提升，联网通信业务是营收主要来源。2024 年公司营业收入 3,896 亿元人民币，同比+4.6%。从分业务结构来看，2024 年联网通信业务、算网数智业务分别收入 2613.3 亿元、824.9 亿元，同比分别提升 1.5%、9.6%。其他服务收入 21.55 亿元，销售通信产品收入 436.14 亿元。2024 年联网通信业务和算网数智业务营收分别占服务收入的 76%、24%。目前公司算网数智业务收入高速增长，但联网通信业务仍是营收主要来源。

图 19：2020-2024 年公司营业收入及同比增速（亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 20：2023-2024 年公司营业收入结构（亿元人民币）

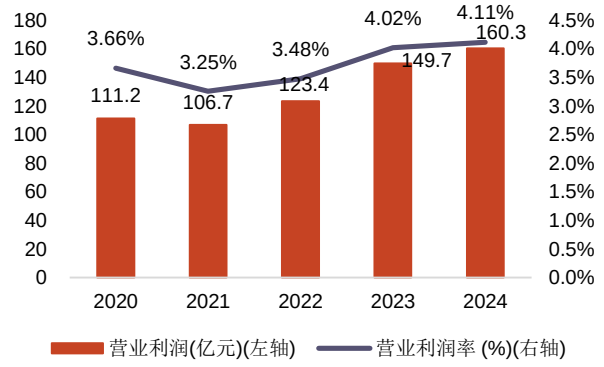


资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司营业利润率保持增长，净利润同比大幅上升。2024 年公司营业利润 160.3 亿元，同比增长 7.1%；净利润为 206 亿元，同比上升 10.1%；营业利润率为 4.11%，同比提升 0.09 个百分点。公司盈利能力提升主要系公司全面推进网络

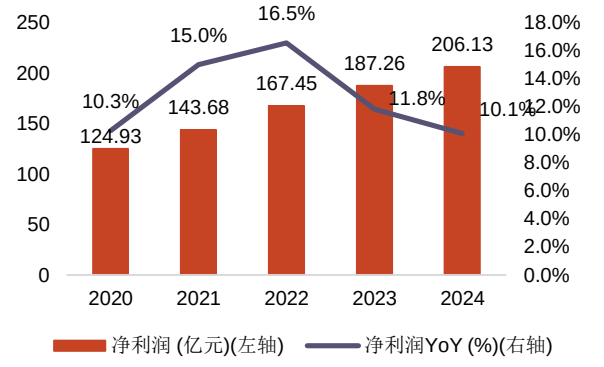
向新、技术向新、服务向新，推动移动和宽带网络提能升级，实现业务增长同时结构持续优化；推进设备集约、AI 赋能降本增效作用明显。

图 21：2020-2024 年公司营业利润和营业利润率（亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 22：2020-2024 年公司净利润及同比增速（亿元人民币）

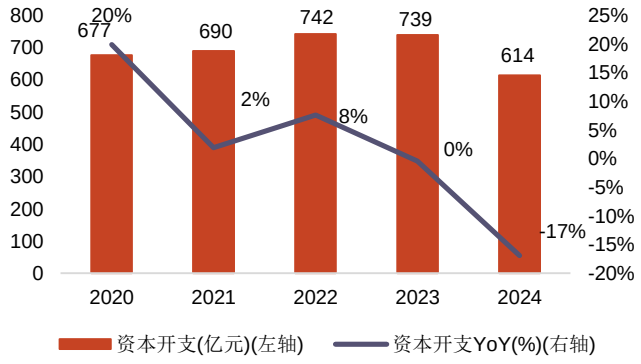


资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司算力资本开支呈持续上升趋势。2024 年资本开支 613.7 亿元，同比下降 17%，其中算力投资同比增长 19%。2024 年，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，更好满足人工智能训练和推理需求；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。根据公司 2024 年业绩公告，公司预计 2025 年固定资产投资 550 亿元，其中算力投资同比增长 28%。

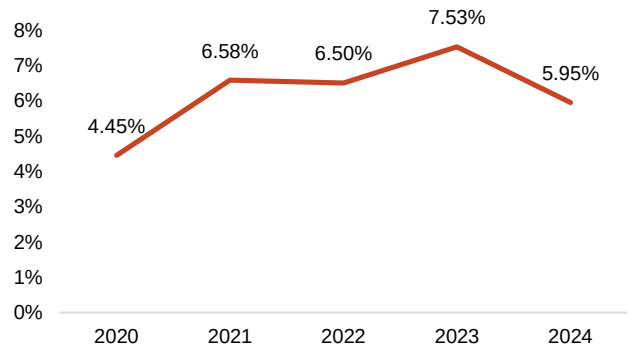
公司股息率较高，充当防御“安全垫”。2022-2024 年公司股息率（根据当年 12 月 31 日股价计算）分别为 6.50%、7.53%、5.95%。2020-2024 年，公司年均股息率超过 6%，反映出公司经营状况较为稳定、盈利模式较为成熟。

图 23：2020-2024 年公司资本开支（亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 24：2020-2024 年公司股息率



资料来源：公司公告，光大证券研究所。注：股息率根据当年 12 月 31 日收盘价计算。

5、盈利预测与估值评级

5.1 盈利预测

我们预测 2025-2027 年公司收入分别为 4,031 亿、4,160 亿、4,250 亿元人民币，同比增长 3.5%、3.2%、2.2%。具体拆分如下：

1）联网通信业务：该业务包含移动联网、宽带联网、电视联网等服务。2024 年收入 2,613 亿元人民币，同比增长 1.5%，收入占比 67%，为公司收入基本盘。2022-2024 年公司移动出账用户规模持续增长。考虑到公司“坚持以新融合为主线推动规模发展价值提升”，我们预计用户规模保持小幅增长。随着用户 5G 升级提质提价，我们预计 ARPU 降幅逐渐收窄，2025-2027 年语音通话及月租费收入增速分别为-3%、-2%、0%；2022-2024 年公司固网宽带用户规模持续增长。我们预计用户数有望小幅增长。考虑到 FTTR（Fiber To The Room）发展模式有望提升宽带联网服务价值，预计 ARPU 降幅逐渐收窄，2025-2027 年宽带及移动数据服务收入增速分别为 0%、0%、0%。除语音通话及月租费、宽带及移动数据服务用户外，其他联网通信服务收入增长为 5%、3%、0%。**预测 2025-2027 年联网通信业务收入同比增长 1.4%、0.9%、0%。**

2）算网数智业务：该业务包含联通云、数据中心、智能服务等服务。2024 年收入 825 亿元人民币，同比增长 9.6%，收入占比 21%。其中联通云收入 686 亿元，占算网数智业务收入 83%。考虑到公司持续布局算力建设，在上海、广东、香港多地建设大规模智算中心，资本开支持续向算力建设发力，我们预计智算收入增速高于通算，预计联通云 2025-2027 年联通云收入增速分别为 21%、15%、10%；其他算网数智业务收入于 2023-2024 年持续下降，预计 2025-2027 年其他算网数智业务收缩趋近尾声，收入降幅收窄，增速分别为-30%、-20%、-10%。**预测 2025-2027 年算网数智业务收入同比增长 12.0%、11.6%、8.8%。**

3）其他服务收入：营收占比较小，预测 2025-2027 年收入持平。

4）通信产品收入：非公司核心业务，预测 2025-2027 年收入持平。

2024 年公司营业总成本率为 95.9%，相比 2023 年的 96.0%略有降低，**我们预测 2025-2027 年公司营业总成本率为 94.9%、94.6%、94.3%，具体拆分如下：**

1）网间结算成本：2024 年为 2.9%，同比下降 1pct。预计公司网络共建共享和优化工作有望持续推进，网间结算成本有望小幅下降，预测 2025-2027 年公司网间结算成本率分别为 2.8%、2.7%、2.7%。

2）折旧与摊销：2024 年公司折旧与摊销成本率为 21.4%，同比下降 1.4pct。我们认为随着公司持续对资本开支进行管控、进行精准投资，2025 年折旧与摊销成本率有望进一步下降。预测 2025-2027 年折旧与摊销成本率分别为 20.0%、20.0%、20.0%。

3）网络、营运及支撑成本：2024 年公司网络、营运及支撑成本率为 16.5%，同比提升 0.4pct。我们预计随着公司持续推进算力建设，网络规模扩大，网络、营运及支撑成本率相比 2024 年有所提升。预测 2025-2027 年网络、营运及支撑成本率分别为 17.0%、17.0%、17.0%。

4）雇员薪酬及福利开支：2024 年公司雇员薪酬及福利开支成本率为 16.7%，同比下降 0.2pct。预计公司有望维持当前人力资源效能水平，预测 2025-2027 年雇员薪酬及福利开支成本率分别为 16.7%、16.7%、16.7%。

5）销售通信产品成本：2024 年公司销售通信产品成本率为 10.9%，我们预计 2025-2027 年有望保持稳定，分别为 10.9%、10.9%、10.9%。

6）其他经营费用：2024 年公司其他经营费用率为 27.5%。我们预计公司运营效率有望提升，预计 2025-2027 年其他经营费用率分别为 27.5%、27.3%、27.0%。

综合以上，我们预测公司 2025-2027 年营业利润分别为 207 亿、226 亿、244 亿元人民币，对应营业利润率为 5.1%、5.4%、5.7%。

表 8：中国联通盈利预测（单位：百万元人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	372,597	389,589	403,051	416,044	425,045
联网通信业务	257,450	261,330	264,896	267,212	267,194
算网数智业务	75,250	82,490	92,386	103,064	112,082
其他服务收入	2,470	2,155	2,155	2,155	2,155
通信产品收入	37,427	43,614	43,614	43,614	43,614
收入同比增速	5.0%	4.6%	3.5%	3.2%	2.2%
联网通信业务	8.5%	1.5%	1.4%	0.9%	0.0%
算网数智业务	12.9%	9.6%	12.0%	11.6%	8.8%
其他服务收入	-84.0%	-12.8%	0.0%	0.0%	0.0%
通信产品收入	5.1%	16.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业总成本	357,632	373,556	382,361	393,440	400,676
网间结算成本	11,294	11,224	11,285	11,233	11,476
折旧与摊销	84,847	83,392	80,610	83,209	85,009
网络、营运及支撑成本	60,026	64,320	68,519	70,728	72,258
雇员薪酬及福利开支	62,939	64,931	67,175	69,340	70,840
销售通信产品成本	36,403	42,466	43,933	45,350	46,331
其他经营费用	102,123	107,223	110,839	113,580	114,762
营业成本率	96.0%	95.9%	94.9%	94.6%	94.3%
网间结算成本%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%
折旧与摊销%	22.8%	21.4%	20.0%	20.0%	20.0%
网络、营运及支撑成本%	16.1%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%
雇员薪酬及福利开支%	16.9%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
销售通信产品成本%	9.8%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
其他经营费用%	27.4%	27.5%	27.5%	27.3%	27.0%
营业利润	14,965	16,033	20,690	22,605	24,369
营业利润率	4.0%	4.1%	5.1%	5.4%	5.7%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

5.2 相对估值

我们选取与公司在业务属性上接近的可比公司进行相对估值分析。我们选取中国三大运营商的另外两家公司：中国移动（H）和中国电信（H）作为可比公司。

中国移动是全球领先的通信及信息服务企业，在中国 31 个省（自治区、直辖市）和香港设有全资子公司提供通信及信息服务，同时面向全球超 200 个国家和地区提供漫游及信息服务。根据中国移动 2024 年报，中国移动全球网络规模第一、客户规模第一、收入规模第一，主营业务涵盖移动语音、短彩信、无线上网、有线宽带、物联网等连接服务，数据中心、云计算、内容分发网络、算网融合等算力服务。

中国电信是领先的大型全业务综合智能信息服务运营商，业务涵盖移动通信服务、固网及智慧家庭服务、产业数字化、天翼云等，面向个人、家庭、政企、国际客户。智算业务方面，中国电信目前自有和接入的智能算力达 62EFLOPS，为央国企、AI 基础设施提供商、教育科研机构等客户提供算力服务。中国电信云业务收入规模领先，2024 年天翼云收入 1139 亿元人民币（vs 移动云 1004 亿元人民币、联通云 686 亿元人民币），同比增长 17.1%。

公司估值低于可比公司平均水平，当前估值具备性价比。2024 年公司营业收入、净利润规模小于可比公司，但净利润增速高于可比公司：2024 年中国联通（H）/中国移动（H）/中国电信（H）净利润增速分别为 10%/5%/8%，另外公司在车联网用户数等垂直领域领先，我们认为公司基本面具备优势。我们预测公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 217 亿、232 亿、251 亿元人民币。按照 2025 年 5 月 7 日股价，对应 2025、2026 年 12x、11x PE，26 年低于可比公司的 PE 均值；公司 2025 和 2026 年的 PEG 估值分别为 1.6、1.5，低于可比公司 PEG 均值。参考可比公司估值，我们认为公司当前估值水平具有性价比。

表 9：中国联通及可比公司相对估值

公司代码	公司名称	最新市值（亿）	净利润（百万）				CAGR (25-27E)	PE				PEG	
			2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E	2026E	2027E
0941.HK	中国移动	18,274	138,373	144,804	152,281	159,481	5%	12	12	11	10	2.3	2.2
0728.HK	中国电信	7,364	33,012	35,934	38,829	41,983	9%	14	13	12	11	1.4	1.3
平均	/	/	/	/	/	/	**7%**	**13**	**12**	**12**	**11**	**1.9**	**1.7**
0762.HK	**中国联通**	**2,739**	**20,613**	**21,748**	**23,234**	**25,139**	**7%**	**12**	**12**	**11**	**10**	**1.6**	**1.5**

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测
注：股价日期为 2025 年 5 月 7 日，市值以 HKD 计价，净利润以 CNY 计价。汇率：1HKD/CNY=0.9309

5.3 投资建议：给予“买入”评级

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 4,031 亿、4,160 亿、4,250 亿元人民币，分别同比增长 3.5%、3.2%、2.2%；2025-2027 年归母净利润分别为 217 亿、232 亿、251 亿元人民币，分别同比增长 5.5%、6.8%、8.2%。公司 2025 年 5 月 7 日股价 8.95 港元对应 2025-2026 年 PE 分别为 12x、11x，可比公司 2025-2026 年平均预测 PE 分别为 12x、12x，26 年公司估值低于可比公司平均估值水平。

结合 PE 估值，基于：1）数字经济强周期下，科技龙头、运营商资本开支持续驱动云计算、数据中心等业务，公司联通云业务有望成为第二增长曲线；2）公司股息率稳健，5YR 平均股息率超过 6%，具有较强的稳定性；3）数据安全重要性日益上升，公司作为国企三大运营商之一，在核心城市数据中心集群等稀缺资源方面具有一定壁垒。**我们认为公司具备一定的标的稀缺性和溢价空间，给予中国联通（H）“买入”评级。**

表 10：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元人民币）	372,597	389,589	403,051	416,044	425,045
营业收入增长率（%）	5.0%	4.6%	3.5%	3.2%	2.2%
归母净利润（百万元人民币）	18,726	20,613	21,748	23,234	25,139
EPS（元人民币）	0.612	0.674	0.711	0.759	0.822
P/E	14	12	12	11	10

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：股价时间为 2025 年 5 月 7 日；汇率：按 1HKD=0.9309CNY 计算。

6、风险分析

（1）市场竞争加剧、用户增速下滑风险

若市场竞争加剧，可能会导致移动、宽带等业务用户增速下滑，将会对公司业绩产生不利影响。

（2）ARPU 增长不及预期

若 ARPU（每用户平均收入）增长不及预期，将会对公司联网通信业务收入和整体业绩产生不利影响。

（3）海外业务发展不及预期

公司业务涉及境外电信业务运营，若业务发展不及预期，将会对公司业绩产生不利影响。

（4）资本支出回报不及预期

公司算力相关资本支出加大，若资本支出回报不及预期，将会对公司业绩产生不利影响。

财务报表与盈利预测（单位：百万元人民币）

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	**372,597**	**389,589**	**403,051**	**416,044**	**425,045**
联网通信业务	257,450	261,330	264,896	267,212	267,194
算网数智业务	75,250	82,490	92,386	103,064	112,082
其他服务收入	2,470	2,155	2,155	2,155	2,155
销售通信产品收入	37,427	43,614	43,614	43,614	43,614
营业开支	**357,632**	**373,556**	**382,361**	**393,440**	**400,676**
期间结算成本	11,294	11,224	11,285	11,233	11,476
折旧与摊销	84,847	83,392	80,610	83,209	85,009
网络、营运及支撑成本	60,026	64,320	68,519	70,728	72,258
雇员薪酬及福利开支	62,939	64,931	67,175	69,340	70,840
销售通信产品成本	36,403	42,466	43,933	45,350	46,331
其他经营费用	102,123	107,223	110,839	113,580	114,762
营业利润	**14,965**	**16,033**	**20,690**	**22,605**	**24,369**
归母净利润	**18,726**	**20,613**	**21,748**	**23,234**	**25,139**
息税折旧前利润	104,617	105,224	107,528	106,516	111,047
息税前利润	17,788	20,377	24,136	25,906	27,838
每股收益（元）	0.61	0.67	0.71	0.76	0.82
每股股息（元）	0.16	0.22	0.21	0.23	0.25

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

（单位：百万元人民币）

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总资产	**661,051**	**671,237**	**690,331**	**694,779**	**710,687**
流动资产	**158,101**	**158,800**	**186,654**	**203,012**	**234,069**
现金及短期投资	58,812	54,706	56,427	66,567	92,613
有价证券及短期投资	24,428	9,150	30,000	33,000	35,000
应收账款	38,971	54,005	59,105	59,341	61,477
存货	2,217	2,463	2,496	2,613	2,655
其它流动资产	33,673	38,476	38,626	41,490	42,323
非流动资产	**502,950**	**512,437**	**503,677**	**491,767**	**476,619**
长期投资	54,428	56,511	57,011	58,511	60,011
固定资产净额	355,995	351,530	335,878	319,049	299,181
其他非流动资产	92,527	104,396	110,788	114,207	117,427
总负债	**307,153**	**307,667**	**312,482**	**300,123**	**297,757**
流动负债	**263,652**	**270,672**	**274,389**	**265,380**	**268,447**
应付账款	114,965	116,342	123,549	126,351	129,884
短期借贷	16,168	16,868	23,216	11,437	11,000
其它流动负债	132,519	137,462	127,624	127,593	127,563
长期负债	**43,501**	**36,995**	**38,093**	**34,743**	**29,310**
长期债务	31,869	25,392	26,170	22,170	16,170
其它	11,632	11,603	11,923	12,573	13,140
股东权益合计	**353,898**	**363,570**	**377,849**	**394,656**	**412,930**
股东权益	351,474	361,045	375,197	391,869	409,997
少数股东权益	2,424	2,525	2,652	2,787	2,933
负债及股东权益总额	**661,051**	**671,237**	**690,331**	**694,779**	**710,687**
净现金/(负债)	-857	843	-4,882	20,387	52,303
营运资本	-73,777	-59,874	-61,948	-64,396	-65,751
长期可运用资本	397,399	400,565	415,942	429,399	442,241
股东及少数股东权益	353,898	363,570	377,849	394,656	412,930

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

（单位：百万元人民币）

现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**102,391**	**89,402**	**97,515**	**107,422**	**113,033**
净利润	18,726	20,613	21,748	23,234	25,139
折旧与摊销	84,847	83,392	85,960	87,060	90,099
营运资本变动	61,594	-13,903	2,074	2,449	1,355
其它	-62,776	-700	-12,267	-5,320	-3,559
投资活动现金流	**-85,543**	**84,656**	**-95,506**	**-75,150**	**-73,950**
资本性支出净额	80,763	77,716	74,000	73,000	73,000
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-3,377	-2,083	-500	-1,500	-1,500
其它资产变化	-162,929	9,023	-169,006	-146,650	-145,450
自由现金流	**187,098**	**169,096**	**174,151**	**173,450**	**178,147**
融资活动现金流	**-24,515**	**-24,064**	**-288**	**-22,133**	**-13,037**
股本变动	386	22	0	0	0
净债务变化	-10,632	-5,777	7,126	-15,779	-6,437
派发红利	-5,447	-8,690	-6,609	-6,563	-7,011
其它长期负债变化	-8,822	-9,619	-805	209	411
净现金流	**-7,667**	**-19,318**	**1,721**	**10,140**	**26,046**

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP