

强于大市

运营商业绩显韧性，AI 算力竞速启航

电信运营商行业点评报告

面对外部环境的压力和挑战，三大电信运营商持续营收利润双增长，凸显业绩韧性。运营商云双破千亿的里程碑，见证从“网连”到“智连”的转变，加快从通信服务向数字化服务转型发展的步伐。

支撑评级的要点

- **传统通信业务稳固，云网算力驱动第二曲线，国际业务加速成势。**当前基础电信业务仍是运营商主要收入来源，2024 年，中国移动、中国电信、中国联通传统业务收入分别为 6,268/3,282/2,613 亿元，同比增长 0.8%/3.0%/1.5%。移动 ARPU 在 5G 渗透率提升下逐渐企稳；固网宽带受益于千兆网渗透率提升以及 FTTR 增值业务及万兆网试点开展，增速稳定。在传统通信业务空间日趋饱和和下，创新业务作为运营商业绩增长引擎及创新应用策源地，成为激烈竞争的领域。三大运营商均强调“高质量发展”，通过深化 AI、算网来重构商业、运营运维及基础设施，不断创造更大价值，加速由传统电信运营商向科技型企业转型。2024 年，中国移动/中国电信/中国联通自有智算规模分别达 29.2/35/17 EFLOPS，并上线多个万卡集群智算中心；收入方面，2024 年在智能化加持下，移动云/天翼云/联通云收入分别至 1,004/1,139/686 亿元，同比增长 20.4%/17.1%/7.4%。中国电信的智能收入达到 89 亿元，同比增长 195.7%，AIDC 收入达 330 亿元，同比增长 7.3%。联通数据中心收入 259 亿元，同比提升 7.4%；智算业务驱动算力服务快速增长，去年签约金额超 260 亿元。各家在算力与 AI 领域的投入已取得明显经济效益，为公司持续高质量发展奠定坚实基础。此外，近年来三大运营商持续加码国际业务。2024 年中国移动、中国电信、中国联通国际业务收入分别为 228/169/125 亿元，同比增长 10.2%/15.4%/15.2%。各家抓住全球数字化发展机遇，加大海外基础设施建设，积极出海助力当地企业数字化转型升级。
- **Capex 降幅显著助力业绩增厚，算力投资决心不改。**2024 年，三家运营商均实现资本开支占收比小于 20% 的目标。2025 年，中国移动、中国联通、中国电信预计资本开支分别为 1,512/550/836 亿元，同比下调 7.8%/10.4%/10.6%。三家运营商在资本开支的规模及营收占比维持下调的目标下，依旧坚定加码算力投入，凸显各家算力转型的决心。2025 年各家资本开支均向算力倾斜，并设立特别预算或“不设上限”。对运营商而言，算力与 AI 不仅是技术革新的方向，更是实现业务转型和拓展新市场的关键引擎，通过加大相关投入提升自身的核心竞争力，满足客户日益多样化的需求，推动行业的数字化、智能化发展。在 AI+ 时代下的三大运营商的云、IDC 和算力资源利用率有望显著提升。
- **业绩底色稳健凸显韧性，派息率维持高位。**三大运营商已连续多年交出营收、利润双增长的亮眼成绩单。2024 年，三家运营商合计营收超 1.9 万亿元、归母净利润 1,804 亿元，同比增长 3.4%/5.9%。2025 年一季度，在整体电信业务收入增速放缓的背景下，三大运营商依旧展现出经营韧性，三家合计营收、归母净利润为 5,016 亿元/421 亿元，同比增长 0.8%/3.6%。各家延续利润增速跑赢营收增速的态势，公司业务结构优化及精细化管理已显现成效。运营商作为央企标杆，响应政策要求，维持高派息率，树立市场信心。2024 年，中国移动、中国联通、中国电信共计拟分红金额超 600 亿元，派息率分别达 73%/72%/54.7%，股息同比增长 5.4%/11.4%/19.7%。且中国移动、中国电信均承诺派息率将逐步提升至 75% 以上。中国联通也已连续几年每股分红保持双位数增长，增速远超每股净利润增幅。稳健增长的业绩和充沛的现金流支撑运营商成为高股息资产的典型代表。

投资建议

- 运营商业绩表现良好，AI 浪潮下将显著受益于智算业务带来的业绩增长及价值重估，同时运营商是 AI 链中防御型成长资产，既有成长性，也有稀缺性。建议重点关注三大运营商：中国移动、中国电信、中国联通。

评级面临的主要风险

- 国内外政策不确定性风险；市场需求不及预期风险；行业供给过剩竞争环境恶化风险；AI 发展不及预期风险；5G 商用不及预期风险；

相关研究报告

《2025 年 4 月中共中央政治局会议相关内容学习体会》20250428

《美关税政策反复下通信行业投资观点》20250422

《德国政策调整有望重振我国移动通信出海产业链》20250420

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

通信

证券分析师：吕然

(8610)66229185

ran.lv@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521050001

证券分析师：庄宇

yu.zhuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060004

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371