



中国联通 (600050.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

通信业务稳盘提质，算网数智加速发展

投资逻辑：

公司成立至今已 30 周年，2018 年以来，公司深化实施混合所有制改革，产业互联网业务发展持续突破。近年来归母净利润增速维持在双位数。2023 年实现归母净利润 81.73 亿元，yoy+12%。

利润端维持双位数增长，高股息高分红是公司重要看点：受宏观环境影响，运营商总体业绩增速放缓。在此背景下，2019-2023 年，公司归母净利润增速整体领先于行业。2022 与 2023 年是唯一能够保持利润双位数增长的运营商。同时公司重视股东回报，2023 年公司全年股息合计每股 0.132 元，同比增长 21.1%，显著高于每股基本盈利 11.5% 的增长，现金分红水平达历史新高，分红率达 50.54%。同时公司在 2023 年业绩说明会上表示，2024 年分红率不会低于 2023 年水平。

基础业务稳中有进，用户规模稳中有升：近年来公司个人及家庭创新增值业务快速突破，联通通信业务稳盘提质。移动业务方面，近年来公司移动用户数稳中有升，截至 2024 年 H1，移动用户数达 3.4 亿户，净增超 600 万户，净增规模创近五年同期新高。ARPU 值方面，2020 年起，受益于行业基本面转好，ARPU 值重回增长轨道。宽带业务方面，截至 2024 年 H1，公司宽带用户数达到 1.17 亿户，其中融合用户突破 8000 万户，千兆宽带用户渗透率超过 25%。ARPU 值方面，2020 年以来，伴随行业从竞争走向竞合，公司宽带 ARPU 降幅显著收窄，2022 年 H1 及 2023 年 H1 已恢复增长。

算网数智业务进中向好：2023 年，公司确定了联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用、网信安全六大板块为算网数智业务的六个核心，并在 2023 年业绩发布会上表示将投资重点由稳基础的联通通信业务转向高增长的算网数智业务。截至 2023 年底，算网数智业务收入已达 752 亿元，占主营业务收入的比例已提升至 23.5%。2024 年上半年，联通云实现收入 317 亿元，同比增长 24.3%，算网数智业务成为公司新的亮点与看点。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3866.19 亿元(+3.76%)、4009.49 亿元(+3.71%)、4154.64 亿元(+3.62%)；预计归母净利润分别为 90.69 亿元(+10.97%)、99.96 亿元(+10.23%)、109.97 亿元(+10.01%)；对应 EPS 分别为 0.29、0.31、0.35 元。我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应 6 个月目标价为 5.80 元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

大额解禁、传统通信业务发展不及预期、算网数智业务发展不及预期、政策变动、固定资产投资金额较大的风险。

通信组

分析师：张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

分析师：路璐 (执业 S1130524050002)

lul@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.04 元

目标价 (人民币)：5.80 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	354,944	372,597	386,619	400,949	415,464
营业收入增长率	8.26%	4.97%	3.76%	3.71%	3.62%
归母净利润(百万元)	7,299	8,173	9,069	9,996	10,997
归母净利润增长率	15.76%	11.96%	10.97%	10.23%	10.01%
摊薄每股收益(元)	0.230	0.257	0.285	0.314	0.346
每股经营性现金流净额	3.23	3.29	3.35	2.93	2.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	5.13%	5.57%	5.99%	6.42%
P/E	19.52	17.04	17.92	16.26	14.78
P/B	0.92	0.87	1.00	0.97	0.95

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 高分红是重要看点，利润端增速行业领先.....	5
1.1. 成立三十周年，持续引领创新.....	5
1.2. 近年来业绩稳健增长，净利率逐年提升，分红水平较高.....	5
1.3 利润端增速快于移动与电信，宽带业务 ARPU 值领先于中国电信.....	7
2 电信业务稳步发展，资本开支已进入下行期.....	10
2.1. 电信业务稳步发展，2023 年收入达 1.68 万亿元，同比增长 6.2%.....	10
2.2. 网络基础设施建设成效显著，资本开支进入下行期.....	11
3 云计算与数字经济市场快速增长，运营商作用凸显.....	14
3.1. 2023 年我国云计算市场规模达 6165 亿元，智算成为运营商云业务重要看点.....	14
3.2. 2023 年我国数字经济市场规模达 53.9 万亿元，运营商提供基础设施、云服务、数据资源等.....	15
4 基础业务稳中有进，算网数智业务进中向好.....	18
4.1. 基础业务稳中有进，用户规模稳中有升.....	18
4.2 第二增长曲线：算网数智业务进中向好，为创新转型拓宽增长极.....	19
4.2.1 云业务：2023 年联通云实现收入 510 亿元，同比增长 41.6%.....	20
4.2.2 数据中心：加快布局人工智能新兴产业，智算算力达到 10EFLOPS.....	21
4.2.3 大数据：行业份额领先，2017-2023 年大数据业务收入 CAGR 达 79%.....	22
5 盈利预测与估值.....	23
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 相对估值.....	25
6 风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 成立 30 年来持续引领创新.....	5
图表 2： 2018 年以来收入稳健增长.....	6
图表 3： 近年来归母净利润维持双位数增长.....	6
图表 4： 近年来公司净利率水平逐年提升.....	6
图表 5： 销售与管理费用率呈下降趋势.....	6
图表 6： 公司现金流充裕.....	7
图表 7： 公司重视股东回报，分红水平较高.....	7
图表 8： 公司收入增长趋势良好（单位：亿元）.....	7
图表 9： 公司收入增速整体与可比公司无较大差异（单位：%）.....	7
图表 10： 公司归母净利润增长趋势良好（单位：亿元）.....	8



图表 11: 公司归母净利润增速快于可比公司 (单位: %)	8
图表 12: 公司整体毛利率水平有较大提升空间 (单位: %)	8
图表 13: 三大运营商移动用户数量情况 (单位: 亿户)	9
图表 14: 中国移动个人用户 ARPU 值领先于电信和联通 (单位: 元)	9
图表 15: 三大运营商宽带用户数量情况 (单位: 亿户)	9
图表 16: 联通宽带业务 ARPU 值领先于中国移动 (单位: 元)	9
图表 17: 公司资本开支体量最低 (单位: 亿元)	10
图表 18: 2023 年电信业务收入同比增长 6.2%	10
图表 19: 2023 年固定互联网宽带接入业务同比增长 7.7%	10
图表 20: 2023 年移动数据流量业务收入同比下降 0.9%	11
图表 21: 新兴业务收入保持较高增速	11
图表 22: 三大运营商资本开支下降 (单位: 亿元)	11
图表 23: 2018-2024H1 我国基站数量 (单位: 万个)	12
图表 24: 2023 年 1000Mbps 及以上接入速率用户占比达 25.7% (单位: %)	13
图表 25: 固定互联网宽带接入服务持续在农村地区加快普及 (单位: 万户)	13
图表 26: 数字产品供给优化驱动数据流量消费活跃	13
图表 27: 2023 年我国云计算保持较高活力	14
图表 28: 2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场份额	14
图表 29: 联通云具备多种优势	15
图表 30: 2024 年上半年三大运营商云业务收入合计达 1373 亿元 (单位: 亿元)	15
图表 31: 我国各地数据交易日趋活跃	16
图表 32: 2023 年我国数字经济规模达 53.9 万亿元	17
图表 33: 2023 年数字经济占 GDP 比重达 42.8%	17
图表 34: 中国联通移动用户数稳中有升	18
图表 35: 2020 年以来移动用户 ARPU 重回增长轨道	18
图表 36: 中国联通宽带用户数稳定增长	19
图表 37: 2020 年以来宽带及接入 ARPU 降幅收窄	19
图表 38: 物联网业务保持高速增长态势	19
图表 39: 公司第二曲线业务内涵随时代变迁	20
图表 40: 2023 年公司第二曲线收入占比已达 23.5%	20
图表 41: 联通云部分成功案例	20
图表 42: 联通云业务收入快速增长	21
图表 43: 中国联通数据中心“5+4+31+X”布局	21
图表 44: 中国联通元景大模型体系	22
图表 45: 公司大数据业务收入快速增长	23



图表 46: 公司 2024-2026 年盈利预测 (单位: 百万元) 24

图表 47: 可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 01 日收盘价) 25



1 高分红是重要看点，利润端增速行业领先

1.1. 成立三十周年，持续引领创新

中国联通成立于1994年，其发展历史是中国通信业改革与创新的缩影。回首过往三十年，公司从“3G领先与一体化创新”“移动宽带领先与一体化创新”“聚焦、创新、合作”“五新”到“守正创新”，再到深入实施“混改”改革创新一直是最鲜明的主线。

1) 成立起步阶段(1994年-2000年): 1994年7月19日，中国联通成立大会在北京举行，业务范围包括市话、长话、无线通信、移动通信与电信增值等基础电信业务。1995年开通基于GSM制式的2G网络，推动我国移动网络由模拟系统加速迈入数字时代。1991年至2000年，中国联通建设了40余条干线光缆，形成“八纵八横”骨干光缆网，涵盖60多个网络节点，覆盖全国所有省会城市及绝大部分地级市。

2) 快速发展阶段(2001年-2010年): 2000年6月21日、22日，中国联通分别在美国纽约证券交易所和香港联合交易所挂牌上市；2002年10月9日，中国联通A股在上海成功上市。2009年中国联通商用WCDMA制式的3G网络，拉开了移动互联网时代的帷幕，在3G时代取得了较好的发展机遇。

3) 转型提升阶段(2011年-2018年): 2014年公司率先全面推进固定网络光改，2015年首个“全光网络”省在山东落成，2015年商用基于LTE FDD制式的4G网络，2016年底北方10个省(区、市)提前1年达成“全光网”覆盖，2017年提出在15个城市开展千兆宽带试点，网络带宽实现了巨大飞跃。2017年，中国联通作为首批央企混改试点企业，引入了包括腾讯、阿里、百度、京东等在内的多家战略投资者，实施混合所有制改革，为公司的发展注入了新的活力。

4) 创新引领阶段(2019年-至今): 2019年中国联通商用基于NR制式的5G网络，并携手中国电信开创性地开展5G网络共建共享，以最短时间建成全球首个、规模最大、网速最快的5GSA共建共享网络。截至目前，双方共建5G中频基站超130万站，中国联通5G用户普及率超80%。近年来面向前沿领域加大创新攻坚力度，加快布局战略性新兴产业和未来产业，积极投身下一代互联网、新一代移动通信、云计算、大数据、人工智能、物联网等关键核心技术的攻关。

图表1: 成立30年来持续引领创新



来源：通信世界，人民论坛网，国金证券研究所

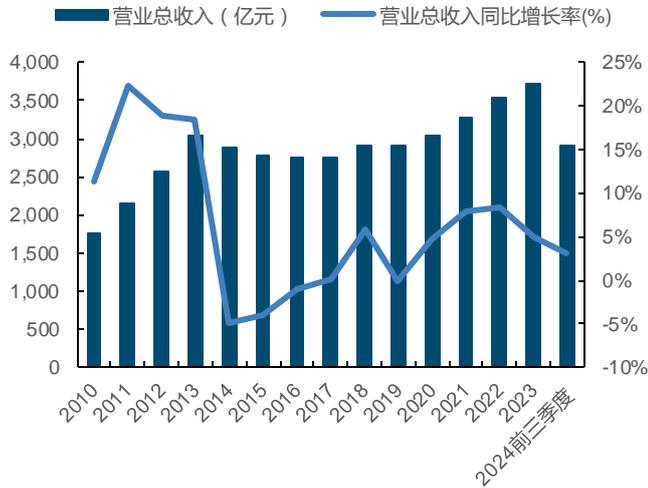
1.2. 近年来业绩稳健增长，净利率逐年提升，分红水平较高

受益于3G业务带来的增长，2011-2013年公司营业收入增速维持在20%左右，净利润维持较快速增长。2014年受4G发牌、“营改增”政策实施等诸多因素影响，市场竞争更趋复杂，行业收入增速放缓，但资源使用效率明显提升，盈利能力不断改善，净利润增速较快。2015-2016年受提速降费、流量单月不清零(出手机月套餐内当月剩余流量有效期延期至次月)、营改增、竞争加剧及汇兑损失等影响，公司业绩出现下滑。2017年公司经营发展呈现“量、质”同变的历史性拐点，首次在本成本大幅下降的同时，实现收入、利润快



速增长，并为公司今后的良性发展奠定基础。2018 年以来，公司深化实施混合所有制改革，持续推进互联网化转型，产业互联网业务发展持续突破，业绩恢复稳健增长，近年来归母净利润增速维持在双位数。

图表2：2018 年以来收入稳健增长



图表3：近年来归母净利润维持双位数增长



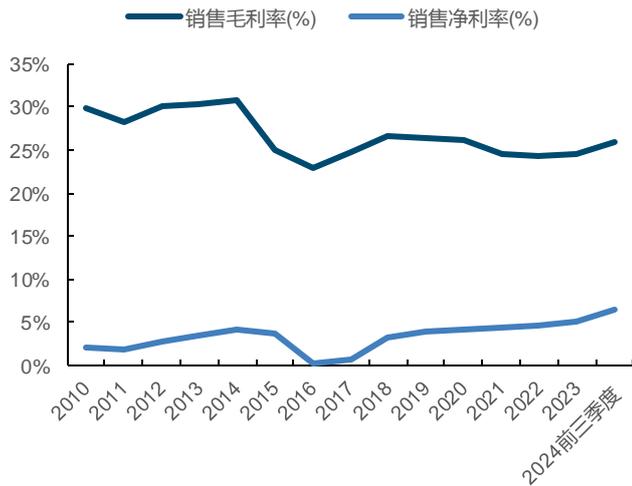
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

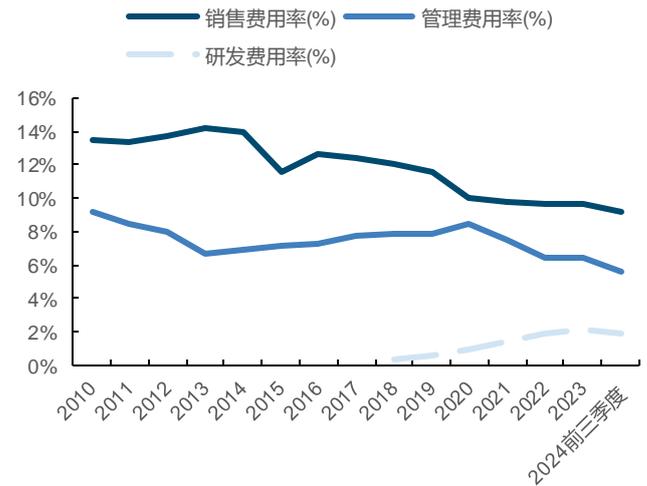
2015 年起，因“提速降费”政策出现，公司整体毛利率与净利率水平出现了一定程度的下滑。但随着公司混合制改革和产品体系迭代升级，毛利率净利率下行趋势在 2017 年得到控制。同时，公司大力发展第二增长曲线，带动盈利能力回升。2018 年起公司毛利率水平稳定在 25%左右，净利率水平在 2017 年起逐年提升，截至 2024 年三季报已达 6.54%。

受益于公司业务体量的增长，公司的销售费用率及管理费用率整体呈现下降趋势。2020 年由于 ICT 业务快速增长导致相关服务成本增加，以及加大对创新业务技术支撑的投入，管理费用率有所抬升。近年来，由于公司大力拓展高技术壁垒的产业互联网/算网数智业务，研发费用率逐年增长。

图表4：近年来公司净利率水平逐年提升



图表5：销售与管理费用率呈下降趋势



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

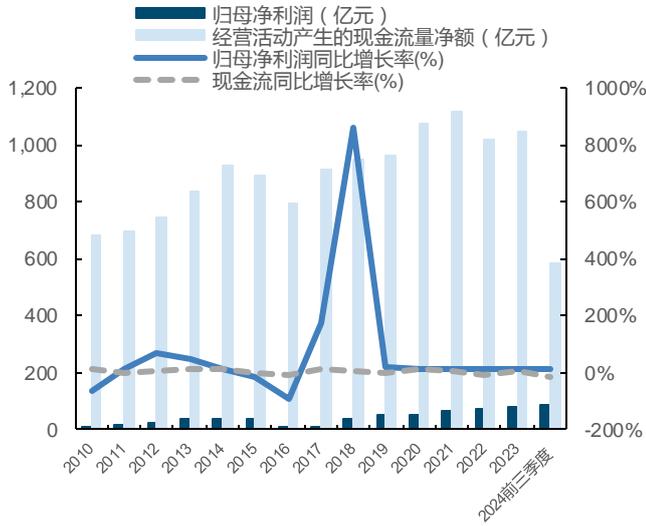
公司多措并举提升现金流水平，即使在业绩下滑的 2015-2016 年，经营活动产生的现金流净额仍保持在 800 亿元左右。现金流增速与净利润在增速趋势一致。2023 年公司经营活动产生的现金流净额为 1043 亿元，自由现金流同比增长 10.8%，达 304 亿元。

同时公司重视股东回报，分红水平不断提升。2023 年公司全年股息合计每股人民币 0.132 元，同比增长 21.1%，显著高于每股基本盈利 11.5% 的增长，现金分红水平达到历史新高，

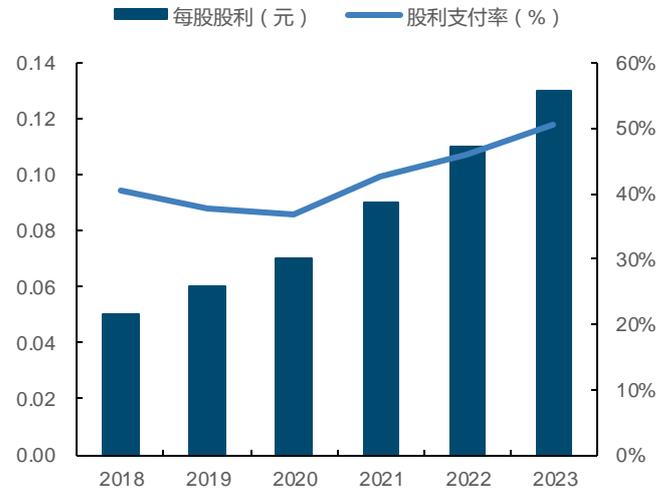


分红率达 50.54%。公司在 2023 年业绩交流会上公开表示，2024 年分红率不会低于 2023 年水平。高股息高分红是公司重要看点。

图表6: 公司现金流充裕



图表7: 公司重视股东回报, 分红水平较高



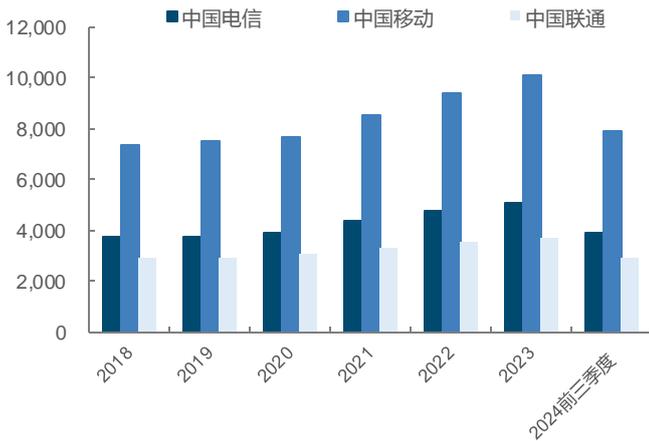
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

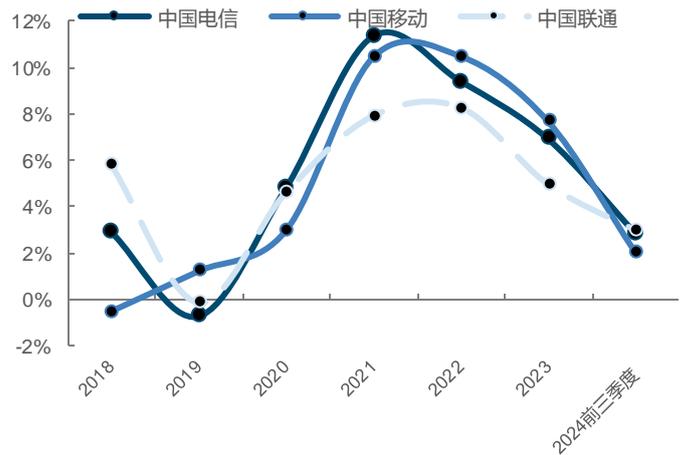
1.3 利润端增速快于移动与电信, 宽带业务 ARPU 值领先于中国电信

从整体业绩看, 2021 年以来, 受宏观环境影响, 个人市场的增长动力相对减弱, 三大运营商业绩增速放缓。公司业务体量为三家运营商中最小, 收入规模与归母净利润规模低于中国移动与中国电信, 但公司近年来受益于 B 端业务发展提速, 业绩增速尤其是利润端增速较快。2019-2024 年前三季度, 公司归母净利润增速整体领先于中国移动与中国电信。2024 年前三季度, 中国电信/中国移动/中国联通归母净利润增速分别为 8.11%/5.09%/10.04%。

图表8: 公司收入增长趋势良好 (单位: 亿元)



图表9: 公司收入增速整体与可比公司无较大差异 (单位: %)

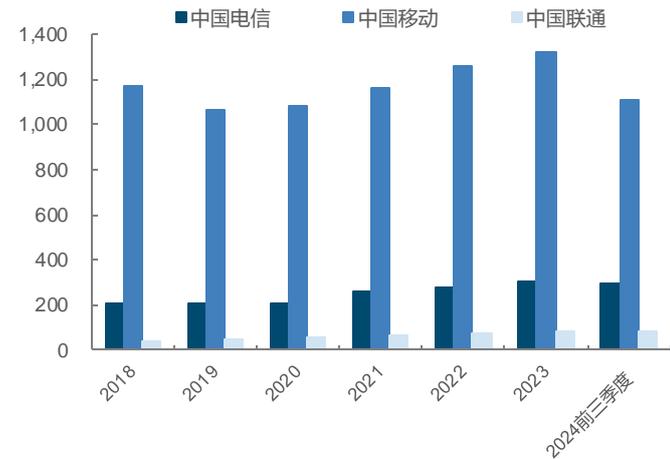


来源: wind, 国金证券研究所

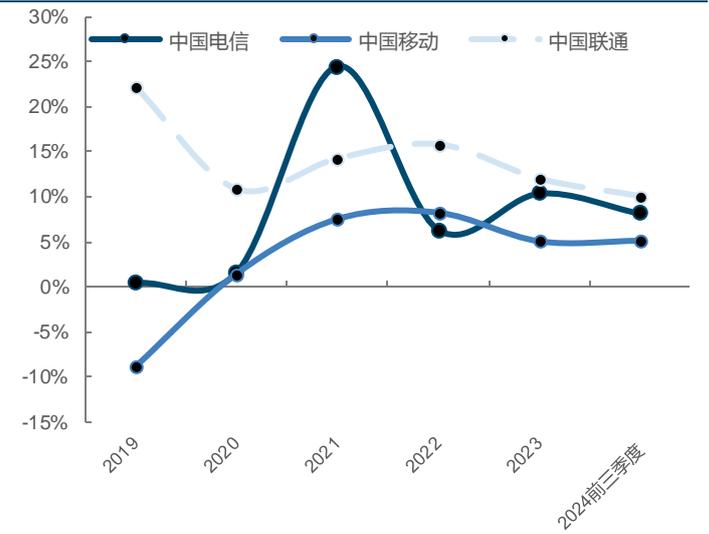
来源: wind, 国金证券研究所



图表10: 公司归母净利润增长趋势良好 (单位: 亿元)



图表11: 公司归母净利润增速快于可比公司 (单位: %)

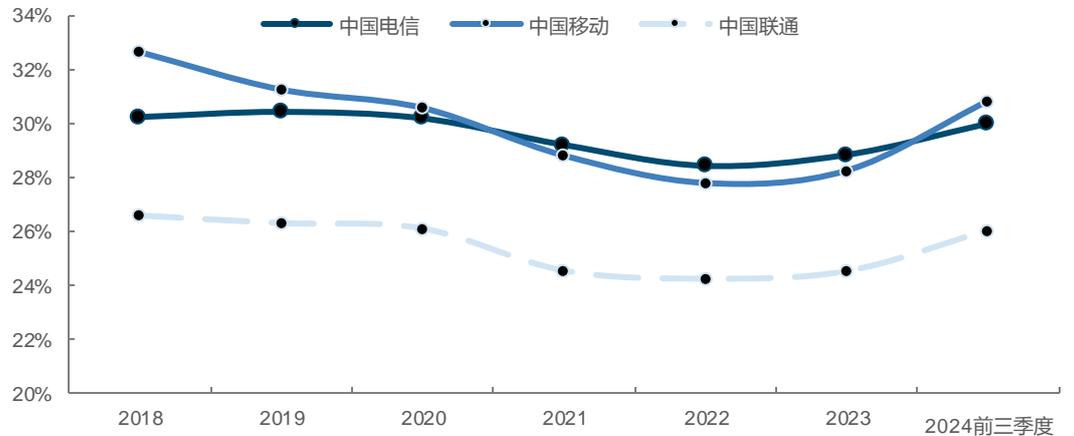


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

从毛利率情况看, 三大运营商毛利率水平基本保持在 25%-30%。由于规模效应低于中国移动和中国电信, 公司毛利率水平略低于两家可比公司。2024 年前三季度三大运营商盈利能力有所提升, 前三季度中国电信/中国移动/中国联通毛利率分别为 29.99%/30.81%/26.02%。后续伴随规模效应显现、公司降本增效措施实施、受益于高盈利能力的第二增长曲线快速发展, 同时 2024 年起公司资本开支进入下行期, 公司毛利率水平有望回升。

图表12: 公司整体毛利率水平有较大提升空间 (单位: %)



资料来源: wind, 国金证券研究所

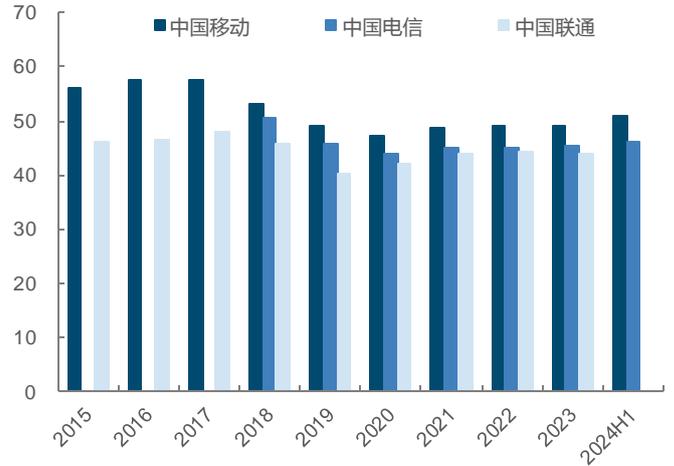
从具体业务情况看, 中国移动是三大运营商中的龙头, 业务体量最大, 其移动用户数与宽带业务用户数领先于中国电信及中国联通。ARPU 值方面, 三大运营商移动业务 ARPU 值差异相对较小, 2023 年三大运营商移动业务 ARPU 值均在 44-50 元。2018-2021 年中国联通宽带业务 ARPU 值领先于中国电信, 低于中国移动。2022 年末与 2023 年末中国联通未披露宽带业务 ARPU 值, 22H1 与 23H1 数值分别为 44.4 元与 44.8 元。



图表13: 三大运营商移动用户数量情况 (单位: 亿户)



图表14: 中国移动个人用户 ARPU 值领先于电信和联通 (单位: 元)

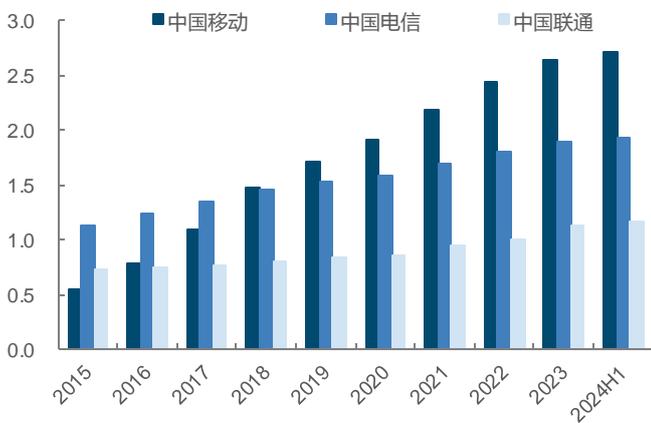


来源: wind, 公司公告, 中国电信招股说明书, 国金证券研究所

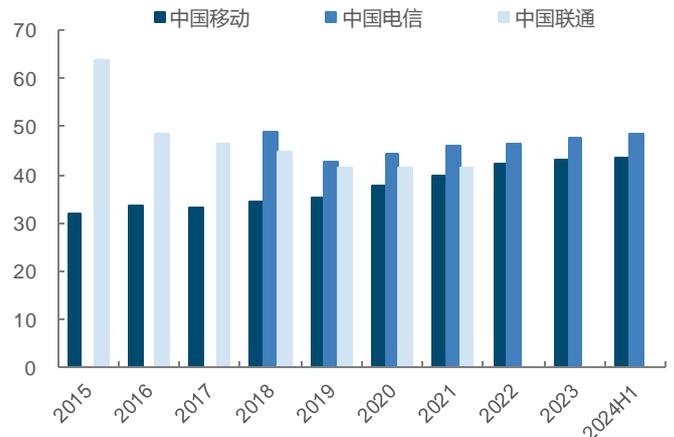
来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

注: 中国联通未披露 2024 年上半年移动业务 ARPU 值

图表15: 三大运营商宽带用户数量情况 (单位: 亿户)



图表16: 联通宽带业务 ARPU 值领先于中国移动 (单位: 元)



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

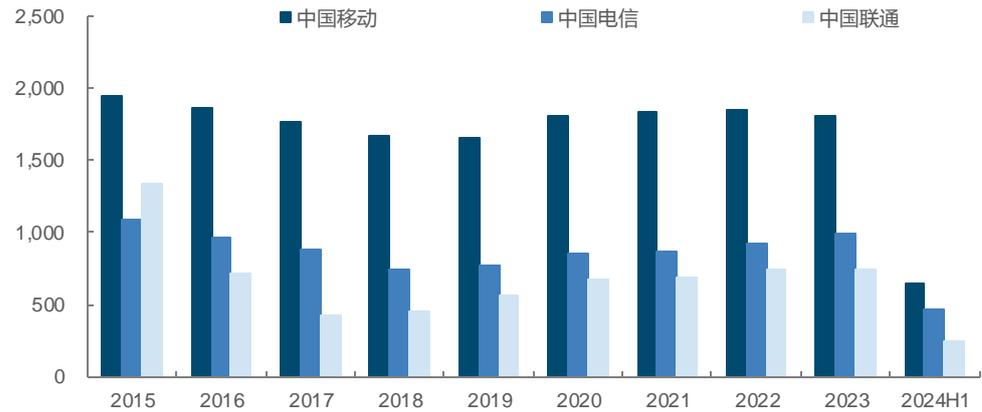
来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

注: 2022、2023、2024H1 中国联通未披露宽带业务 ARPU 值

资本开支方面, 三大运营商资本开支变化趋势基本一致, 2015-2018 年为下行期, 2019-2022 年为上行期, 2023 年以来再次进入下行期。中国联通因其业务体量最小资本开支金额最低。2024 年 H1 中国移动/中国电信/中国联通资本开支分别为 640/472/239 亿元。资本开支的降低将有效降低成本与费用端压力, 为公司带来利润端增长。



图表17: 公司资本开支体量最低 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

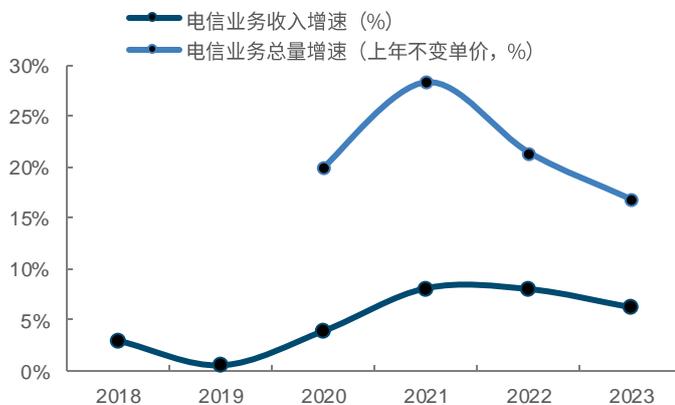
2 电信业务稳步发展, 资本开支已进入下行期

2.1. 电信业务稳步发展, 2023 年收入达 1.68 万亿元, 同比增长 6.2%

近年来, 我国积极推进网络强国和数字中国建设, 促进数字经济与实体经济深度融合, 电信业务平稳运行, 5G、千兆光网等网络基础设施日益完备, 各项应用普及全面加速, 电信业务总量和收入稳步增长。根据工信部数据, 2023 年电信业务收入累计完成 1.68 万亿元, 比上年增长 6.2%。按照上年价格计算的电信业务总量同比增长 16.8%。

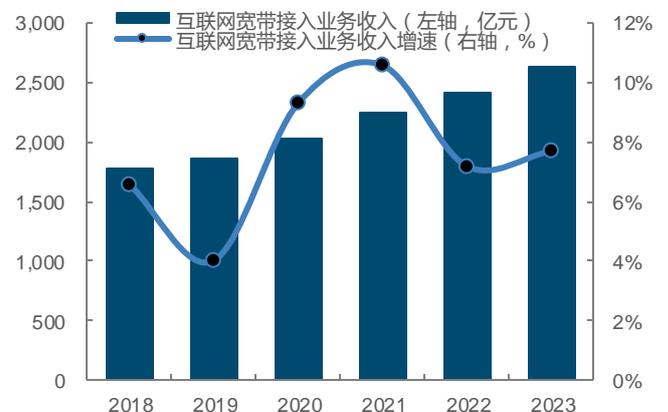
2023 年我国电信业发展提质增效明显, 新兴业务支撑作用巩固, 行业拓展数字化转型服务成效凸显, 业务结构呈现移动互联网、固定宽带接入、云计算等新兴业务“三轮”驱动特点。根据工信部数据, 2023 年, 完成固定互联网宽带接入业务收入 2626 亿元, 比上年增长 7.7%, 在电信业务收入中占比由上年的 15.2% 提升至 15.6%, 拉动电信业务收入增长 1.2 个百分点; 完成移动数据流量业务收入 6368 亿元, 比上年下降 0.9%, 在电信业务收入中占比由上年的 40.5% 下降至 37.8%; 数据中心、云计算、大数据、物联网等新兴业务快速发展, 2023 年共完成业务收入 3564 亿元, 比上年增长 19.1%, 在电信业务收入中占比由上年的 19.4% 提升至 21.2%, 拉动电信业务收入增长 3.6 个百分点。其中, 云计算、大数据业务收入比上年均增长 37.5%, 物联网业务收入比上年增长 20.3%。

图表18: 2023 年电信业务收入同比增长 6.2%



资料来源: 工信部, 国金证券研究所

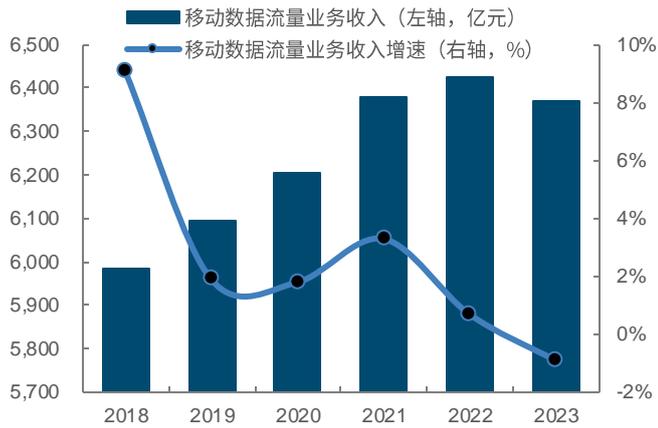
图表19: 2023 年固定互联网宽带接入业务同比增长 7.7%



资料来源: 工信部, 国金证券研究所

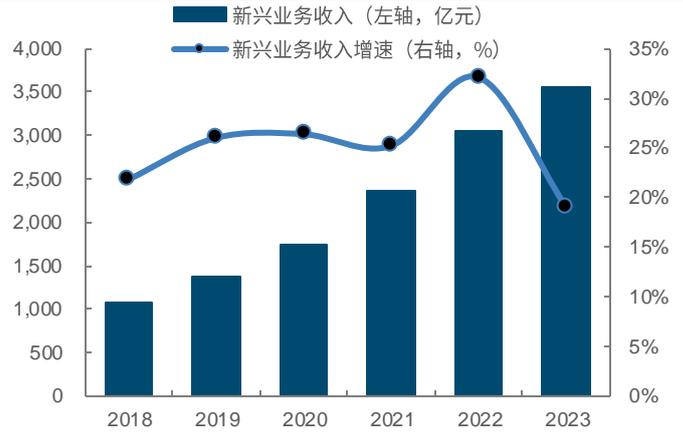


图表20: 2023年移动数据流量业务收入同比下降0.9%



资料来源: 工信部, 国金证券研究所

图表21: 新兴业务收入保持较高增速



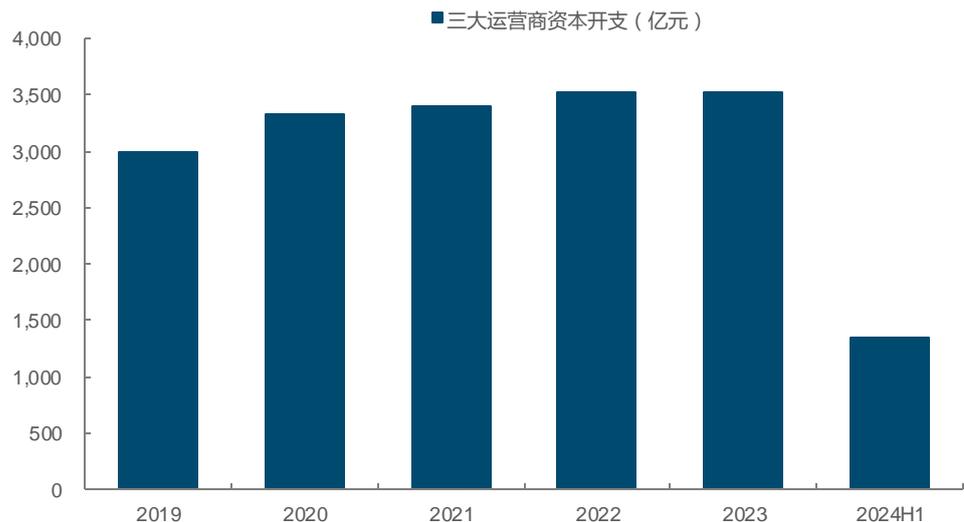
资料来源: 工信部, 国金证券研究所

2.2. 网络基础设施建设成效显著, 资本开支进入下行期

运营商资本开支主要分为网络建设、第二曲线业务、基础设施维护和运营系统支撑几大板块, 其中网络建设、第二曲线业务的开支占比较大。在网络建设中, 5G 投资为重点, 宽带网络 (含 FTTR) 次之; 在第二曲线业务中, 服务器则是开支大头, 特别是 AI 算力服务器。同时, 由算力延伸而来的云终端、算力终端, 以及泛终端也是运营商布局的主要方向。

回顾分析运营商最近几次的投资涨跌周期可见, 新代际的移动通信建设是重要的指挥棒。2013 年至 2018 年是 4G 建设周期, 而 2019 年至 2023 年是 5G 建设周期。2024 年我国运营商资本开支已进入下行期, 主要是因为我国 5G 网络建设广覆盖已基本完成, 而 6G 建设尚未到来。根据运营商公告数据, 三大运营商 2024 年上半年资本开支总额下降 10.3%, 中国移动、中国电信、中国联通资本开支分别为 640 亿元、472 亿元、239 亿元, 同比分别下降 21%、13.5%、13.4%。中国移动在 2024 年中报业绩交流会表示, 坚持全年资本开支占收比降至 20% 以下, 持续加强新型基础设施建设。

图表22: 三大运营商资本开支下降 (单位: 亿元)



来源: wind, 各公司公告, 通信世界, 国金证券研究所

我国 5G 建设成绩显著。根据工信部《“十四五”信息通信行业发展规划》, 我国计划到 2025 年建成全球规模最大的 5G 独立组网网络, 并积极落实“东数西算”战略, 构建多层次算力设施体系。工信部数据显示, 截至 6 月末, 我国移动电话基站总数达 1188 万个, 比上年末净增 26.5 万个。其中, 5G 基站总数达 391.7 万个, 比上年末净增 54 万个, 占移动基站总数的 33%, 占比较一季度提高 2.4 个百分点。6 月 26 日在上海召开的世界移动通信

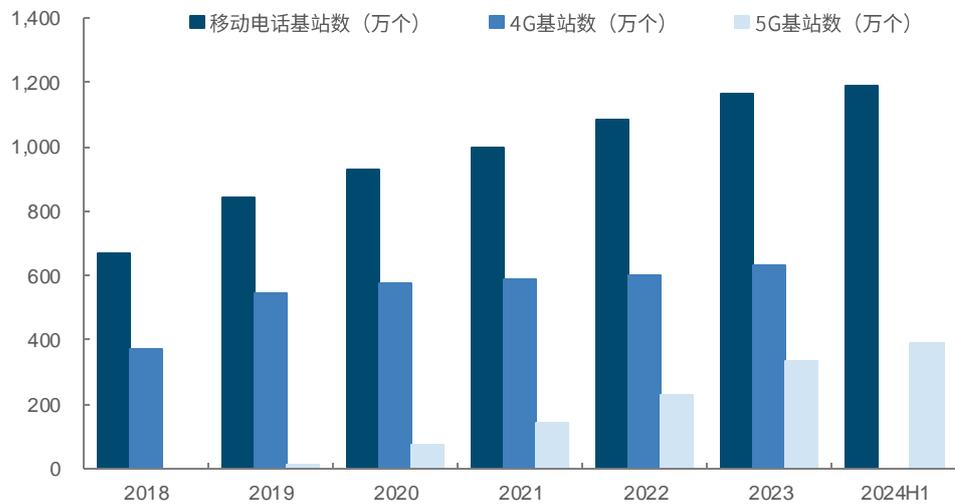


大会上，工业和信息化部负责人透露，我国 5G 基站总数已占全球六成。世界移动通信大会主办方——全球移动通信系统协会（GSMA）发布的《中国移动经济发展 2024》报告预测，今年年底，中国的 5G 连接数将突破 10 亿大关，成为全球最大的移动通信市场。预计到 2030 年，中国的 5G 连接将占全球总数的近三分之一。

截至 2023 年底，我国 5G 基站建设广覆盖已基本完成，建设高峰期已过，2024 年起预计运营商 5G 建设相关资本开支将进入下降周期，新建 5G 基站数量将进入下降通道。根据运营商公告，2024 年三大运营商合计资本开支预计约为 3340 元，同比下降 5.41%。根据中国移动原董事长王建宙先生，6G 网预计将于 2030 年商用。投资一般先行 2-3 年，因此我们预计这一下滑趋势将延续至 2027-2028 年。

未来，我国将继续推进 5G 与新一代信息技术的深度融合，特别是与人工智能的结合。工信部总工程师赵志国强调，中国将系统布局 5G 轻量化、5G-A 技术研究、标准研制和产品研发，并加快推进商用的部署。同时，中国还将深入开展 6G 关键技术的研发，为未来的 6G 标准制定和产业发展奠定坚实基础。

图表23：2018-2024H1 我国基站数量（单位：万个）



来源：工信部，国金证券研究所

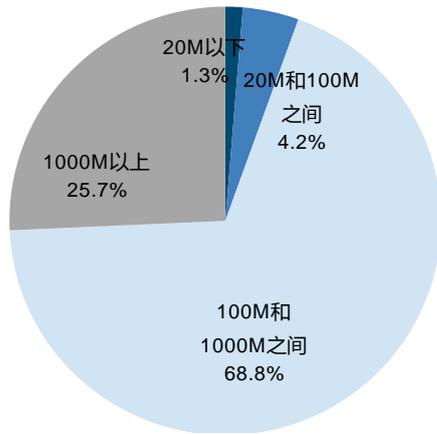
千兆宽带网络加速发展。近年来，我国持续实施数字经济跃升工程，将千兆光网等新型基础设施作为推动产业转型升级，促进高质量发展的重要抓手。《“十四五”信息通信行业发展规划》提出加快建设新型基础设施，加快升级千兆光纤网络；《数字中国建设整体布局规划》中明确指出，要夯实数字中国建设基础，打通数字基础设施大动脉，加快 5G 网络与千兆光网协同建设。工信部等十三部门《关于加快“宽带边疆”建设的通知》提出，到 2025 年底，边疆地区县城、乡镇驻地实现 5G 和千兆光网通达。

当前，我国的千兆网络建设和部署进入了快速发展阶段。根据 2024 中国信息通信业发展高层论坛消息，我国已经建成全球规模最大的千兆网络，用户规模和占比均为全球首位，双千兆网络部署稳步推进，全国 207 个城市建成千兆城市。截至 2023 年底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 6.36 亿户，全年净增 4666 万户。其中，100Mbps 及以上接入速率的用户为 6.01 亿户，全年净增 4756 万户，占总用户数的 94.5%，占比较上年末提高 0.6 个百分点；1000Mbps 及以上接入速率的用户为 1.63 亿户，全年净增 7153 万户，占总用户数的 25.7%，占比较上年末提高 10.1 个百分点。截至 2023 年底，全国农村宽带用户总数达 1.92 亿户，全年净增 1557 万户，比上年增长 8.8%，增速较城市宽带用户高 1.3 个百分点。当前，我国千兆光网覆盖家庭数超过 5 亿户，实现城市家庭基本全覆盖，千兆用户达 1.9 亿户，在固定宽带用户占比达 29%，在全球占比近 70%，千兆光网典型应用案例超 2 万个，辐射国民经济 87 个大类。

当前我国千兆网络建设已达到一定规模，未来将继续深化千兆光网的部署，扩大千兆网络的覆盖范围。因此运营商在宽带网络建设方面资本开支预计将与 5G 网络建设资本开支趋势相反，未来几年预计将持续增长，但增速预计将有所放缓。

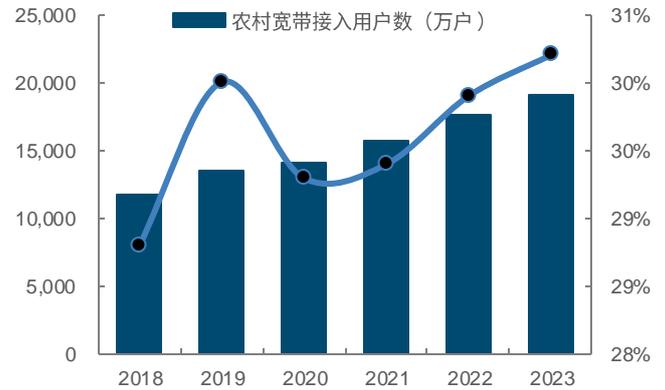


图表24: 2023年1000Mbps及以上接入速率用户占比达25.7% (单位: %)



资料来源: 工信部, 国金证券研究所

图表25: 固定互联网宽带接入服务持续在农村地区加快普及 (单位: 万户)

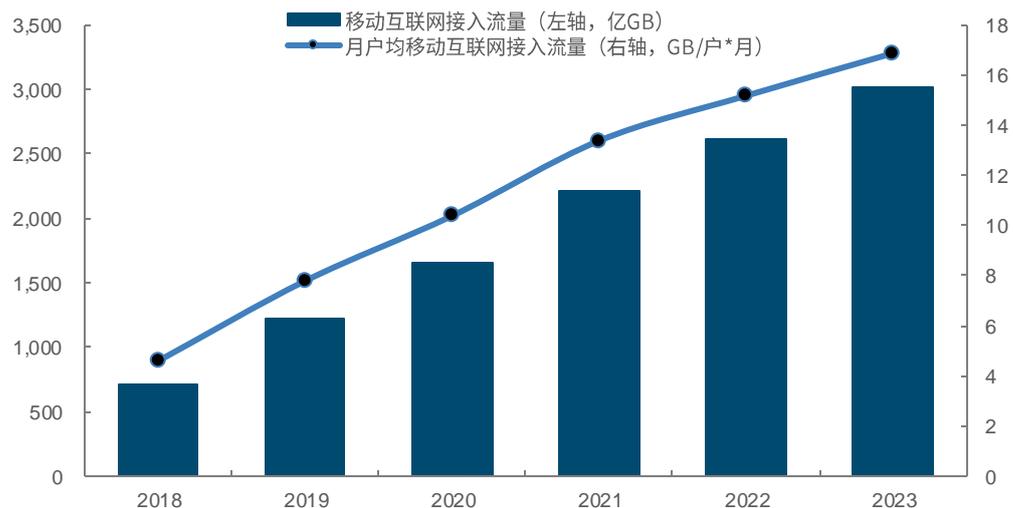


资料来源: 工信部, 国金证券研究所

数字产品供给优化驱动数据流量消费活跃。随着5G新通话、视频彩铃、裸眼3D等新应用新业务更加丰富, 智慧家庭生态更加多样, 数据流量消费持续活跃。根据工信部数据, 2023年移动互联网接入流量达3015亿GB, 比上年增长15.2%, 其中5G移动互联网接入流量占比已达47%; 固定宽带接入流量较上年增长10.6%。5G行业融合应用广度和深度不断拓展, 向规模化复制演进, 发展5G虚拟专网3.16万个, 达上年末数量的2.2倍。截至2023年底, 移动互联网用户达15.17亿户, 全年净增6316万户。全年移动互联网月户均流量(DOU)达16.85GB/户·月, 比上年增长10.9%。5G应用已融入97个国民经济大类中的71个, 工业互联网覆盖全部41个工业大类。5G全连接工厂陆续落地, 推动5G应用从外围辅助向核心生产控制环节拓展, 数实融合趋势进一步加快。

数字产品作为运营商传统业务的重要增值部分, 在运营商业务中的收入增速快于传统个人与家庭业务收入增速, 是运营商传统业务的重要增长引擎。当前我国数据流量消费持续活跃, 运营商相关产品开发力度持续加大, 因此我们预计未来运营商在此方面的资本开支将延续增长趋势。

图表26: 数字产品供给优化驱动数据流量消费活跃



来源: 工信部, 国金证券研究所



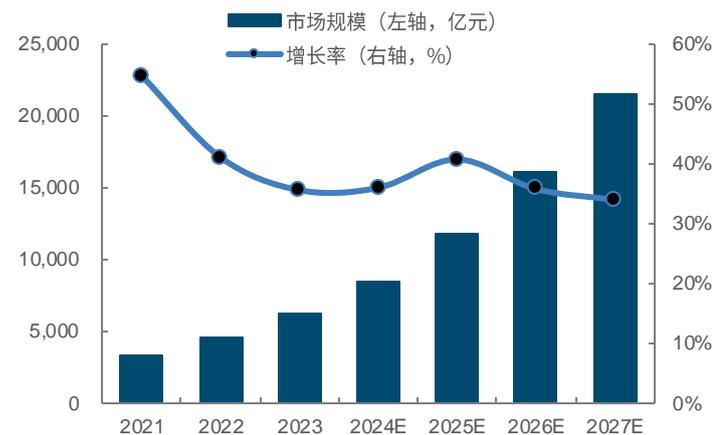
3 云计算与数字经济市场快速增长，运营商作用凸显

3.1. 2023 年我国云计算市场规模达 6165 亿元，智算成为运营商云业务重要看点

过去十多年，在政策引导和产业界各方共同努力下，我国云计算发展已从概念期进入到创新活跃、广泛普及、应用繁荣的新阶段，取得了积极进展。近年来国家层面政策支持力度不断加大，持续加强云计算基础设施建设和行业应用。2023 年 10 月，工信部等六部门联合印发《算力基础设施高质量发展行动计划》，提出“推动以云服务方式整合算力资源，充分发挥云计算资源弹性调度优势”，促进多方算力互联互通。2024 年 1 月，工信部在《云计算综合标准化体系建设指南》中，明确优先制定云计算创新技术产品、新型服务应用和重要缺失领域的关键标准。2024 年，政府工作报告指出，发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持以云计算等为代表的新技术基础设施。

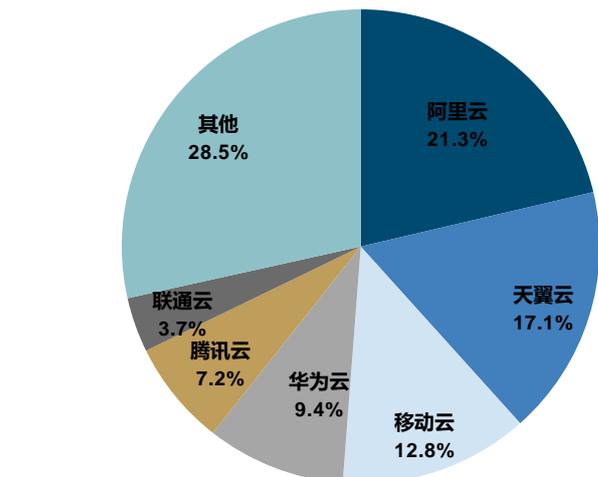
根据中国信通院数据，2023 年，我国云计算市场规模达 6165 亿元，同比增长 35.5%，仍保持较高活力，AI 原生带来的云技术革新和企业战略调整，正带动我国云计算开启新一轮增长，预计 2027 年我国云计算市场将突破 2.1 万亿元。从厂商格局来看，头部互联网厂商保持 IaaS 领先优势的基础上，聚焦软件层性能优化、PaaS 层模型训练和 SaaS 层智能化应用。运营商借助原行业渠道优势扩大 IaaS 层的优势，进一步升级智算供给能力。天翼云提出“五位一体”的智算云能力体系，在算力、模型、数据、应用等方面加强生态合作；移动云推动“五融发展”云网、云边、云数、云智、云安多维度的开放合作生态；联通云继续构建人工智能基础设施体系，推动“云网智”融合发展，全面向“AI+”战略转变。根据中国信通院数据，三大运营商公有云 IaaS 市场份额合计约 33.6%，占据较强市场地位。

图表27：2023 年我国云计算保持较高活力



资料来源：中国信通院，国金证券研究所

图表28：2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场份额



资料来源：中国信通院，国金证券研究所

在云业务领域，电信运营商具有云网融合的独特优势。

- 1) 电信运营商拥有完整的“网、云、边、端、安”能力，网络资源系运营商独有，可以提供全国范围内的有线、无线网络的覆盖，能满足云向边缘的延伸和扩展，确保“网随云动”。
 - 2) 电信运营商还可以为客户提供灵活的网络带宽适配以保证用户对传输速率的需求。在多云接入方面，运营商拥有天然优势，几乎可以整合所有第三方云，并根据客户需求提供，但第三方云公司之间因竞争关系，往往互斥，但政企客户一般需要多云备份，因此存在接入 2 家或以上云计算公司的需求。
 - 3) 运营商在 31 省市及边缘节点均有云资源池的布局，可实现云与边缘计算的超低时延服务和超强算力下沉，以满足产业互联网对于数据隐私、数据安全和实时控制的要求。因此，我们预计未来运营商云业务将持续快速发展。
 - 4) 电信运营商在安全可信方面具有较强优势，一是其作为大型央企，在数据治理方面规范化程度相对较高；二是电信运营商运营着覆盖广泛的通信基础网络，本身就需要做好网络安全、信息安全等。此外电信运营商可依托其通信业务为客户提供抗 DDoS 攻击、网站安全、域名安全、家庭安全、通话隐私安全、来电安全提醒等一系列保障和服务。
- 因此，我们预计，在客户云网协同要求越来越高、多云备份需求增强、低时延需求增加、对数据安全重视成都不断提升的趋势下，未来运营商云业务将保持现有优势、持续快速发



展。

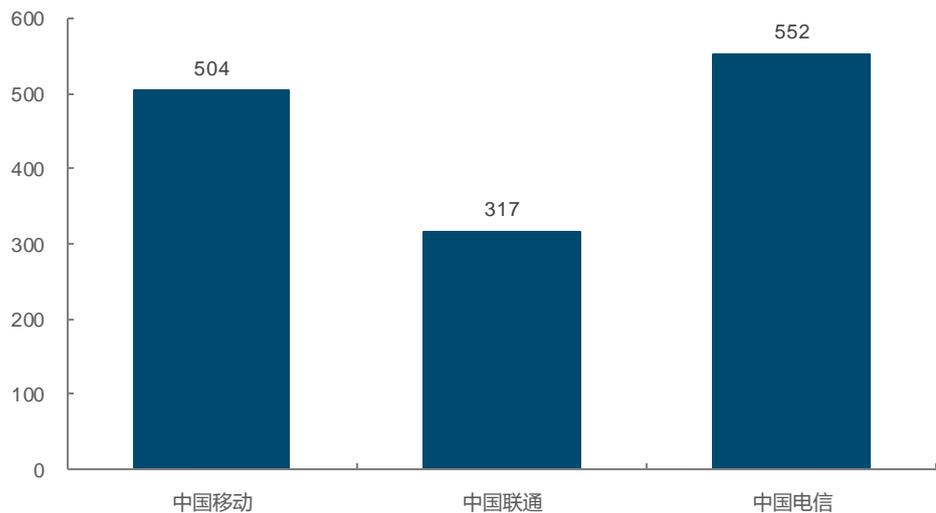
图表29：联通云具备多种优势



来源：中国联通，国金证券研究所

在生成式人工智能、大模型等新技术驱动下，算力需求增长迅速。传统的通用云计算正加速与人工智能融合，升级成为可服务于人工智能技术和应用发展的智能云，推动人工智能技术发展和应用快速革新。根据运营商公告数据，截至2024年上半年，中国移动通用算力规模达8.2EFLOPS，智能算力规模达19.6EFLOPS。“N+X”多层级、全覆盖智算能力布局不断完善，京津冀等区域首批13个智算中心节点投产；建成全球首个规模最大、覆盖最广的400G全光骨干网，及“1-5-20ms”三级低时延算力服务圈；中国电信上半年智能算力新增10EFLOPS，新增规模超过去年全年新增规模（8.1EFLOPS），累计达到21EFLOPS。同时中国电信的“息壤”一体化智算服务能力已接入39家算力合作伙伴各类智能算力合计22EFLOPS，天翼云全面升级产品及生态矩阵，迈入智能云的新发展阶段；中国联通已建设上海临港、呼和浩特等万卡智算中心，全网智算算力达到10EFLOPS；布局20多个大型算力中心园区，全面覆盖“东数西算”枢纽节点。智算和智能云将成为未来运营商云业务重要看点。

图表30：2024年上半年三大运营商云业务收入合计达1373亿元（单位：亿元）



来源：通信产业网，国金证券研究所

3.2. 2023年我国数字经济市场规模达53.9万亿元，运营商提供基础设施、云服务、数据资源等

根据国家数据局发布的《数字中国发展报告》，2023年，全国数据生产总量达32.85ZB，同比增长22.44%。截至2023年底，全国数据存储总量为1.73ZB。数据交易市场场外数据交易处于主导地位，场内数据交易规模呈现快速增长态势。金融、互联网、通信、制



制造业等领域数据需求较大且交易量增长较快。同时，数据要素市场化改革步伐加快。各地区各部门积极开展公共数据授权运营、数据资源登记、企业数据资产入表等探索实践，加快推动数据要素价值化过程。截至 2023 年底，全国已有数十个省市上线公共数据运营平台，有二十多个省市成立了专门的数据交易机构。广东、山东、江苏、浙江的数据交易机构数量位居全国前列。上海数据交易所上线数据产品登记大厅，开展数据产品登记试运行工作。福建大数据交易所交易平台初步实现与省公共数据开发服务平台互联互通，同步公共数据目录 400 多个，数据项 1 万多个，孵化公共数据产品 50 余款。

图表31：我国各地数据交易日趋活跃

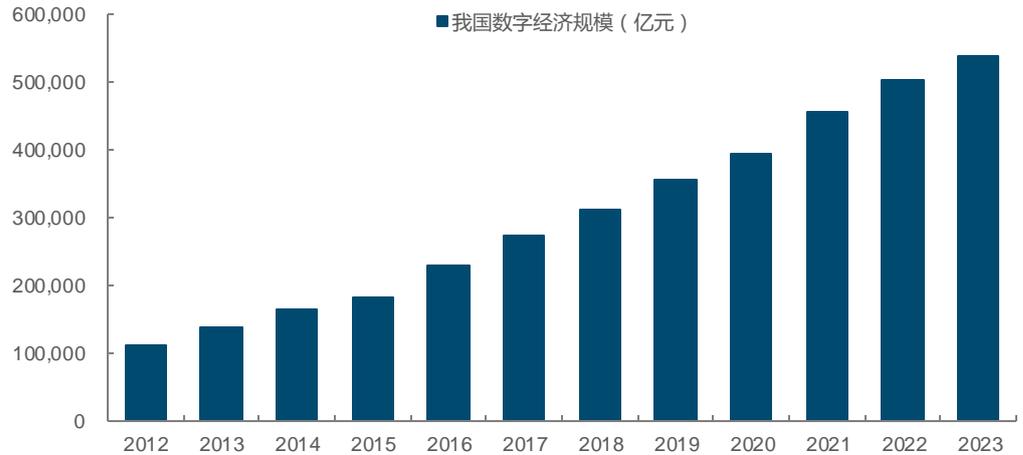
机构	产品总数	累计交易额
北京国际大数据交易所	超 2000 个(2024.06)	45 亿元(2024.6)
贵阳大数据交易所	2126 个(2024.08)	49.47 亿元(2024.08)
北方大数据交易中心	超千个(2024.03)	超 2 亿元(2024.03)
长春数据交易中心	328 个(2023.08)	1.7 亿元(2024.02)
上海数据交易所	近 3000 个(2024.07)	24.6 亿元(2024.6)
浙江大数据交易中心	2482 个(2024.08)	54.5 亿元(2024.08)
杭州数据交易所		
福建大数据交易所	超 500 个(2024.05)	超 20 亿元(2024.05)
山东数据交易有限公司	/	439.39 万元(2023.12)
郑州数据交易中心	1000 余个(2024.07)	超 10 亿元(2024.07)
湖南大数据交易所	4167 个(2024.07)	15.1 亿元(2024.07)
广州数据交易所	超 1400 个(2023.12)	25 亿元(2023.12)
深圳数据交易所	2263 个(2024.06)	83.85 亿元(2024.03)
苏州大数据交易所	近 700 个(2024.04)	超 3 亿元(2024.04)
北部湾大数据交易中心	1085 个(2023.12)	3.25 亿元(2023.12)
海南省数据产品超市	超 1800 个(2024.01)	7.3 亿元(2024.04)
西部数据交易中心	超 2200 个(2023.09)	超 3 亿元(2023.09)
德阳数据交易有限公司	超 2600 个(2024.07)	1.06 亿元(2024.07)
广州数据交易所(喀什)服务基地	14 个(2024.04)	3322.84 万元(2024.04)

来源：中国信通院《数据交易场所发展指数研究报告（2024 年）》，国金证券研究所

根据中国信通院数据，十八大以来，我国数字经济进入加速发展周期，规模由 2012 年的 11.2 万亿元增长至 2023 年的 53.9 万亿元，11 年间规模扩张了 3.8 倍。其中，数字经济规模由 10 万亿元增长至 30 万亿元用了约 6 年时间，由 30 万亿元增长至 50 万亿元，仅用了约 4 年时间，呈现加速发展态势。2023 年我国数字经济高质量发展取得新进展，扩量、增效、提质、挖潜能力进一步提升，数字经济进入新一轮科技创新引领发展的新阶段，数字经济规模扩张稳步推进，较上年增长 3.7 万亿元达 53.9 万亿元，增幅扩张步入相对稳定区间。



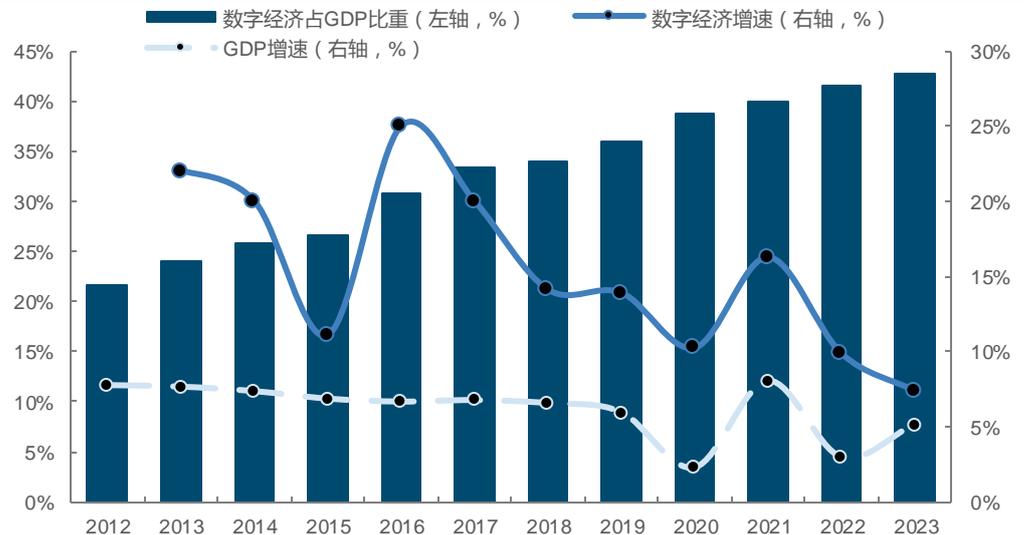
图表32：2023年我国数字经济规模达53.9万亿元



来源：中国信通院，国金证券研究所

数字经济具有技术水平较高、创新能力较强、渗透作用较大、辐射带动范围较广等特征，数字经济新模式新业态的发展壮大，经济社会全面的数字化、网络化、智能化转型，对增强科技创新能力、构建现代化产业体系，推进经济高质量发展具有重要意义。根据中国信通院数据，从占比来看，2023年，数字经济在国民经济中的地位进一步提升，我国数字经济占GDP比重达到42.8%，较上年提升1.3个百分点，数字经济是国民经济的关键支撑和重要动力。从增速来看，2023年，数字经济持续支撑经济稳增长目标实现，我国数字经济同比名义增长7%，高于同期GDP名义增速，数字经济增长对GDP增长的贡献率为66.45%，有效提升我国经济发展的韧性和活力。

图表33：2023年数字经济占GDP比重达42.8%



资料来源：中国信通院，国金证券研究所

运营商在数字经济中扮演着至关重要的角色：

- 1) 基础设施建设者：电信运营商负责建设和维护通信网络，包括5G、宽带网络等，这些网络是数字经济的基石，支撑着数据的传输和处理。
- 2) 云计算服务提供者：随着企业数字化转型的加速，对云服务的需求日益增长。电信运营商通过提供云计算服务，支持企业上云，促进了数据存储、处理和分析的效率，推动了数字经济的发展。
- 3) 数据要素产业参与者：电信运营商拥有庞大的用户数据资源，通过大数据分析和应用，可以为各行各业提供精准的服务和解决方案，推动产业数字化和智能化。运营商在数据安全和合规方面也承担着重要责任，确保数据的合法合规使用。



4) 产业生态整合者：电信运营商通过构建和参与产业生态，整合上下游资源，推动产业协同发展。例如，中国移动推出的“5G+计划”，旨在推动5G与各行各业的融合创新。

5) 数字服务提供者：电信运营商提供各种数字服务，如在线支付、数字内容、云游戏等，满足消费者和企业的数字化需求，推动数字消费和产业升级。综上，电信运营商在数字经济中的作用多维且关键，它们通过提供基础设施、云服务、数据资源和安全保障，推动了数字经济的发展和创新。随着数字经济的不断深入，电信运营商的角色和价值将更加凸显。

对于中国联通而言，公司数据服务连续5年行业份额超过50%，领先同业。同时全面服务政务数字化转型，打造数字政府首选品牌，搭建15个省级政务大数据平台，智慧城市服务区县总量突破800个。2024年上半年公司数据服务行业领先，实现营业收入32亿元，同比增长8.6%。

4 基础业务稳中有进，算网数智业务进中向好

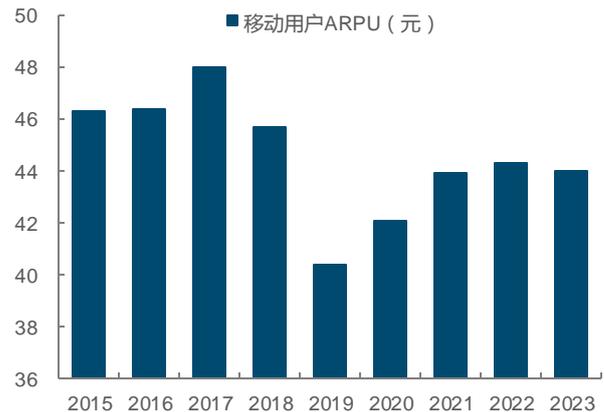
4.1. 基础业务稳中有进，用户规模稳中有升

近年来公司不断深化业务融合、市场融通、能力融智，移动、固网宽带及专线业务规模价值稳健增长，个人及家庭创新增值业务快速突破，联网通信业务稳盘提质。移动业务方面，近年来公司移动用户数稳中有升。根据公司公告，截至2024年H1，移动用户数达3.4亿户，净增超600万户，净增规模创近五年同期新高。ARPU值方面，2015年起受“提速降费”影响，移动用户ARPU值出现下滑。2020年起，受益于行业基本面转好，ARPU值重回增长轨道。

图表34：中国联通移动用户数稳中有升



图表35：2020年以来移动用户ARPU重回增长轨道



资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：2023年公司未披露具体移动用户ARPU数值

资料来源：公司公告，国金证券研究所

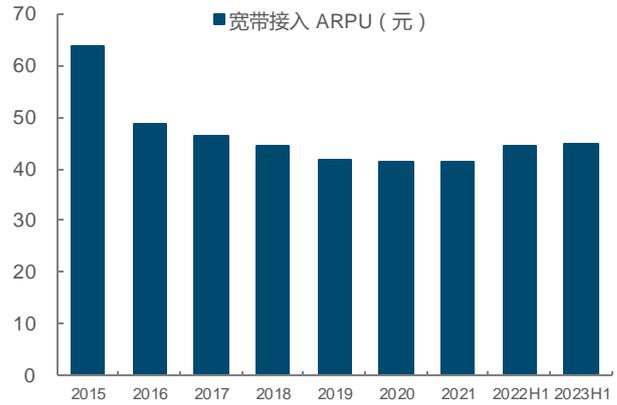
宽带业务方面，近年来公司持续打造千兆服务口碑，公司用户数量持续增长，用户结构显著改善。根据公司公告，截至2024年H1，公司宽带用户数达到1.17亿户，其中融合用户突破8000万户，千兆宽带用户渗透率超过25%。ARPU值方面，2019年以前，公司宽带ARPU呈下滑态势。但2020年以来，伴随行业从竞争走向竞合，公司宽带ARPU降幅显著收窄，2022年H1及2023年H1已恢复增长。同时公司坚持以新融合拓展新场景、创造新价值。针对家庭客户，以全屋光宽带引领，拓展智能家居、智慧安防、超清内容等特色业务，为广大客户带来品质升级的新体验，在稳定宽带业务ARPU方面起到重要作用。



图表36: 中国联通宽带用户数稳定增长



图表37: 2020年以来宽带及接入 ARPU 降幅收窄

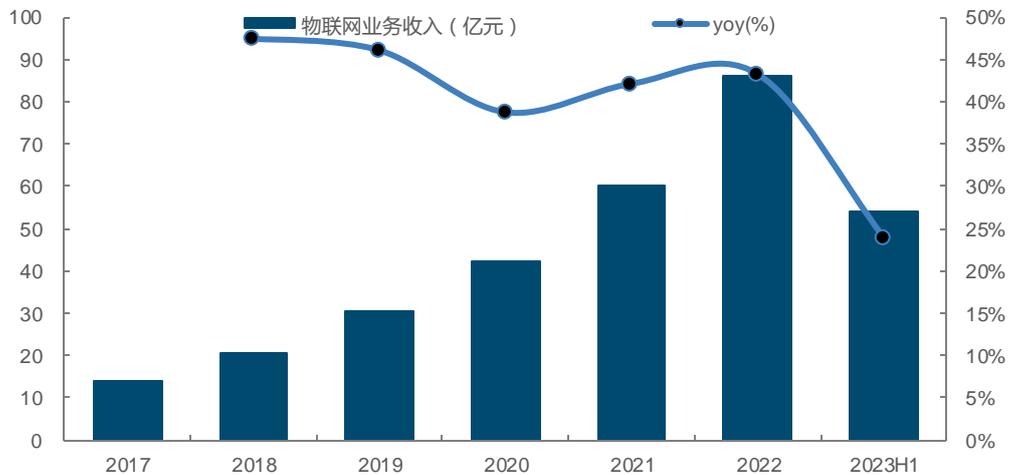


资料来源: 公司公告, 国金证券研究所

资料来源: 公司公告, 国金证券研究所

根据公司公告, 近年来, 公司以 5G 为引领加快推动物联网大联接新格局, 物联网业务快速发展, 收入规模从 2017 年的 14.1 亿元增长至 2022 年的 86 亿元, CAGR 达 43.6%, 已在行业内率先实现了“物联网”超“人联网”。截至 2023 年, 公司物联网连接规模达到 4.9 亿个, 其中 5G 连接净增份额行业领先, Cat.1 规模 1.3 亿, 车联网市场份额持续保持行业领先。2022 年公司推出“格物”设备管理平台, 其千万级并发能力、场景化物模型优势赋能重点行业客户数字化转型升级, 打造行业标杆项目, 物联网率先实现“物超人”。2023 年公司发布全球首款 5G RedCap 商用模组, 引领物联网行业发展。

图表38: 物联网业务保持高速增长态势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 2023 年数据未披露

4.2 第二增长曲线: 算网数智业务进中向好, 为创新转型拓宽增长极

第二曲线业务为创新转型拓宽增长极。公司自成立以来, 第二曲线业务经历了从无到有、从弱到较强的系列变革。2008 年中国联通首次提出发展行业信息化业务, 2012 年提出开展“智慧城市”建设, 这段时期公司在政企市场逐渐摸索。2013 年, “互联网+”成为热词, 经过两年的业务探索, 公司在 2015 年迎来第二曲线业务的重要转型期, 提出了产业互联网的概念, 开启了向产业互联网业务转型的篇章。2019 年, 公司获得了 5G 商用牌照, 开启了 5G 时代。公司以此为契机, 加大产业互联网业务的投入力度, 强化云计算、物联网、IDC 等数字基础设施底座, 聚焦工业互联网、智慧城市、医疗健康等领域, 成功打造多个 5G 灯塔项目。同时, 公司于 2021 年在运营商中率先提出了“大联接、大计算、大数据、大应用、大安全”五大主责主业。

2023 年, 公司 To B 业务实现了新的迭代, 算网数智业务成为第二曲线的新内核。公司确



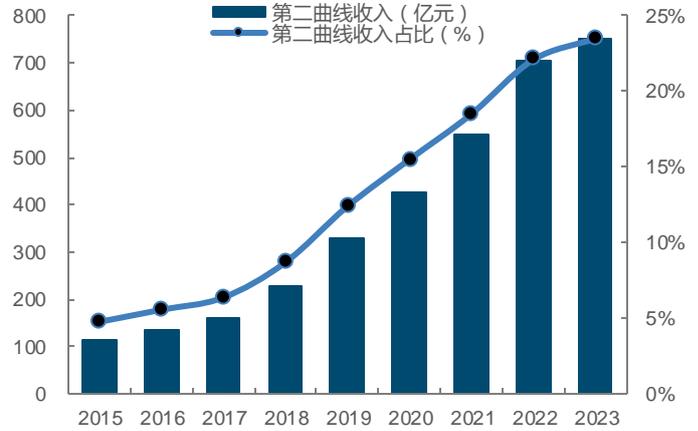
定了**联通云、数据中心、数科集成、数据服务、数智应用、网信安全**六大板块为算网数智业务的六个核心，并在2023年决定将投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。根据公司公告，截至2023年底，第二曲线(算网数智)业务收入已达752亿元，占主营业务收入的比例已提升至23.5%。

图表39：公司第二曲线业务内涵随时代变迁



资料来源：通信产业网，中国联通，国金证券研究所

图表40：2023年公司第二曲线收入占比已达23.5%

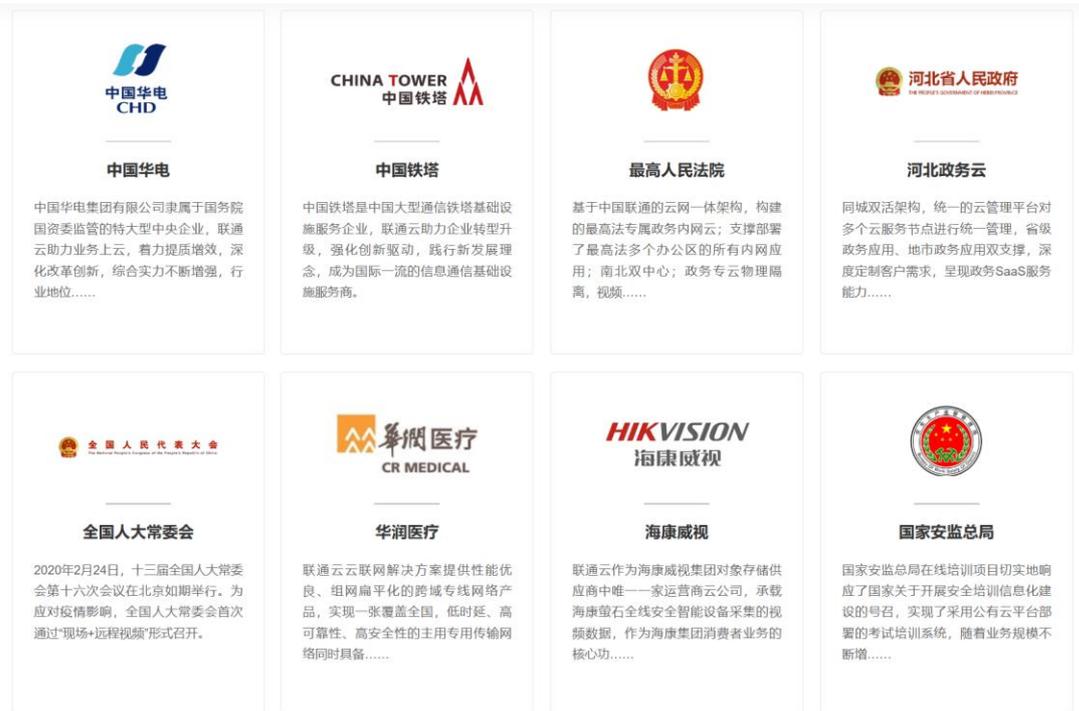


资料来源：公司公告，国金证券研究所

4.2.1 云业务：2023年联通云实现收入510亿元，同比增长41.6%

2013年，中国联通全额注资，成立了联通云数据有限公司，积极推进云计算业务布局。近年来形成了“安全可靠、云网一体、数智相融、专属定制、多云协同”的特色优势，提供“联接+感知+计算+智能”的算网一体化服务，打造数字经济“第一算力引擎”。基于八大核心产品对象存储、CDN、容器云、大数据平台、深度学习平台、智能多媒体服务、直播云、点播云，以及自身多年的云服务领域的技术积累和服务运营经验，联通云打造了简单、可信的解决方案平台。覆盖教育、大健康、金融、政务等领域，当前已有中国华电、中国铁塔、最高人民法院、河北政务云、全国人大常委会、华润医疗、海康威视、国家安监总局等成功案例。

图表41：联通云部分成功案例

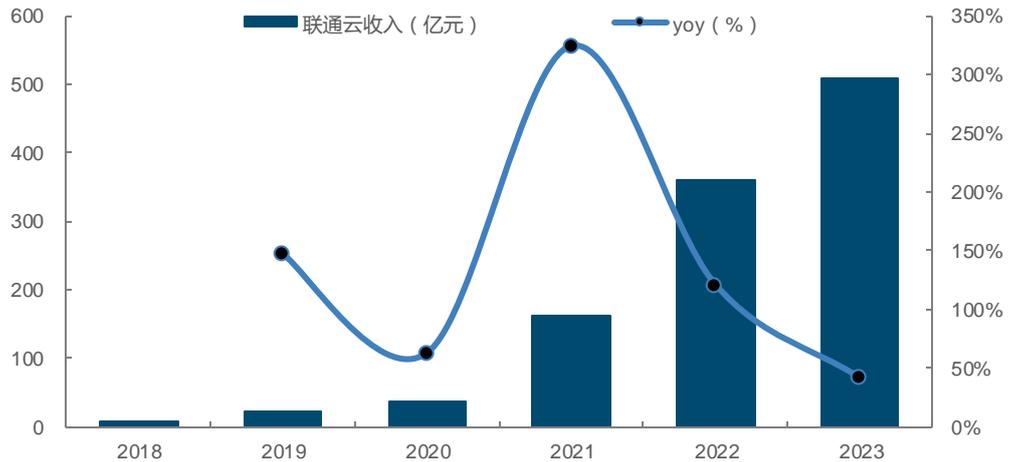


资料来源：联通云官网，国金证券研究所



公司着力发挥算网一体差异化优势，算力资源储备显著增厚。根据公司公告，截至 2023 年底，公司云资源销售超过百万核，同比增长 186%，云资源覆盖突破 230 个城市。着力突破云服务器操作系统、数据库和云灾备等关键技术难点，满足客户定制化场景需求，在政务、医疗、交通、教育等领域打造了一系列标杆案例，赋能千行百业提质增效。在技术创新、生态共建等方面迭代出新，自主研发水平进一步提升，持续优化“虚拟化”及“云原生”双引擎基座，自研操作系统 CULinux2.2 部署超过 3,300 套。根据公司公告，截至 2023 年，联通云实现收入 510 亿元，同比增长 41.6%。2024 年上半年，联通云收入实现 317 亿元，同比增长 24.3%。

图表42：联通云业务收入快速增长



资料来源：公司公告，国金证券研究所

4.2.2 数据中心：加快布局人工智能新兴产业，智算算力达到 10EFLOPS

数据中心：公司全面落实国家东数西算战略，积极部署架构先进、安全可靠、服务卓越的新型算力网络。通过“5+4+31+X”新型数据中心布局，着力构建绿色集约、安全可靠的算力基础设施；主动应对智算算力需求转型升级，推动“1+N+X”总体智算规划布局，围绕东部智算产业发达区域和西部资源充沛区域推进梯次布局和落地建设。根据公司公告，截至 2023 年底，公司算力中心覆盖国家 8 大枢纽节点和 31 省，数据中心机架规模超 40 万架，完成 29 省千架资源布局，骨干云池城市覆盖超 230 城，MEC 节点超 600 个。

图表43：中国联通数据中心“5+4+31+X”布局



资料来源：人民网，国金证券研究所

同时，公司将人工智能作为重要战略方向，加快布局人工智能新兴产业。在 2024 年世界移动通信大会上，公司推出“元景”大模型体系，包含 1 套基础大模型、1 个大模型底座、M 种行业大模型的联通元景大模型体系，实现了通用能力提供与行业场景模型快速定制结合的体系化赋能。基础模型方面，布局 10 亿、70 亿、130 亿、340 亿、700 亿多参数量语言模型；大模型底座方面，打造选模型-改模型-用模型工具链，能完成从通用能力到专业



能力和“职业技能”的塑造。目前，公司行业大模型已在网络、客户服务、反诈、工业、政务等行业实现落地应用。网络领域，联通元景大模型助力无线网络质量分析效率提升80%，修障工单处理效率提升20%，智家工程师培训效率提升33%。客服领域，联通元景大模型助力平均通话时长压降28秒，客户首次问题解决率提升1.6pp。反诈领域，联通元景大模型实现100类风险网站标签鉴别，换脸识别成功率达到83%。工业领域，联通元景大模型助力服装个性化定制、产品质量检测、生产安全管理等功能。政务领域，联通元景大模型助力实现辅助填单、辅助派单、政务问答等功能。

根据公司公告，2023年，公司提出要将投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务。2024年上半年，中国联通资本开支共计239亿元，与2023年相比下降了13.4%，但重点聚焦在“三张网”——互联网、算力网和数据网。截至2024年H1，公司全网智算算力达到10EFLOPS，并打造了上海、呼和浩特万卡智算中心；同时布局20多个大型算力中心园区，全面覆盖“东数西算”枢纽节点。

图表44：中国联通元景大模型体系



资料来源：《中国联通元景大模型 AI 终端合作白皮书》，国金证券研究所

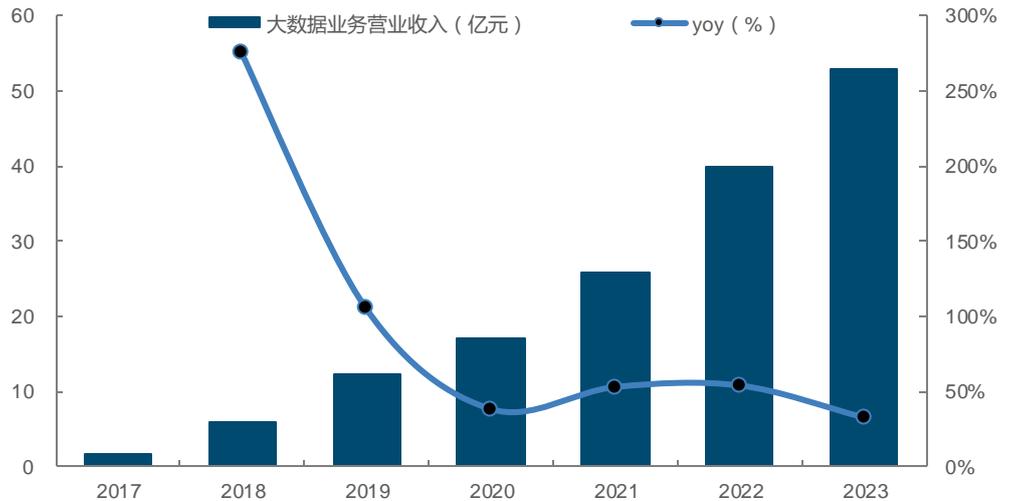
4.2.3 大数据：行业份额领先，2017-2023 年大数据业务收入 CAGR 达 79%

2012年，中国联通成立了一级数据中心。2013年年底，中国联通初步建起了混搭架构的大数据平台，进行统一运营，提供统一服务。2015年开始面向社会提供大数据支撑服务。2016年，中国联通在大数据方面整合出新，推出了六大对外核心产品。2017年又将六大产品扩展为九大类产品，同时建立了自己的数据开放门户。此后，公司不断推动大数据业务市场拓展，业务体量逐渐提升。根据公司公告，截至2023年底，公司大数据业务收入已从2017年的1.6亿元增长至2023年的53亿元，CAGR达79%。

数据服务方面，根据公司公告，公司抢抓“数字中国”建设、“数据要素 X”三年行动计划等政策机遇，着力强化数据产品和能力供给，赋能经济社会全方位数字化转型。依托一点集中和技术领先的大数据能力，数据服务连续5年行业份额超过50%，领先同业；坚持数智技术融合创新为核心驱动力，12项数据治理能力入选《2023 数据治理产业图谱 2.0》，入选数量排名第一；数据处理能力持续提升，日采集数据增量同比翻倍达1.2PB，以历史最高分通过DCMM5最高等级认证。全面服务政务数字化转型，打造数字政府首选品牌，搭建15个省级政务大数据平台，智慧城市服务区县总量突破800个。



图表45：公司大数据业务收入快速增长



资料来源：公司公告，通信产业网，国金证券研究所

数智应用方面，根据公司公告，公司加快以 5G 技术赋能数字经济和实体经济深度融合，为战略性新兴产业和未来产业提供数字“新引擎”。数智应用规模化发展取得显著成效，5G 行业应用项目累计达 3 万个，覆盖国民经济 71 个大类，服务超 8,500 个 5G 专网客户，在工业互联网、数字政府、车联网等重点行业领域形成领先优势。专精特新数智能力持续增强，亿元级自研应用产品达 32 款，升级迭代 5G 行业专网 PLUS 产品矩阵，打造格物 Unilink 工业互联网双跨平台，推出 10 款 5GRedCap 行业终端。在 2024 年 MWC 期间，荣获三项 GLOMO 全球移动大奖，引领 5G 数智应用高质量发展。

网信安全方面，根据公司公告，公司聚焦网络安全、数据安全、信息安全等重点方向，加强大安全战略业务布局。基于“墨攻”平台打造“平台+组件+服务”一体化安全运营服务新模式，为客户建成国内首个超大型城市数字安全运营中心，落地 50 余个标杆项目。推动安全生态开放合作，吸引合作伙伴入驻“安全荟”，构建规模大、品种全、服务便捷的安全云市场，支撑网信安全收入实现 120% 的快速增长。

当前，数字化、智能化、绿色化浪潮势不可挡，公司深入实施算网融合发展、数智应用发展、大数据创新、人工智能创新、数字新基建等重点行动计划，将为公司未来业绩增长增添动力。公司的算网数智业务通过提供云计算、大数据、人工智能等创新服务，推动公司向数字化转型，增强网络服务能力，开发智能化解决方案，构建产业生态，并拓展国内外市场，从而驱动公司的持续增长和业务创新，确保在激烈的市场竞争中保持领先地位。我们认为，公司算网数智业务有望持续快速发展，成为公司新的亮点与看点。

5 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

1) 收入及毛利率预测：

固网业务：固网业务为公司的主营业务，主要包括宽带业务、专线业务、ICT 业务中的固网部分如云/IDC 等业务。近年来随着业务规模扩大整体增速放缓。展望未来，公司用户数量持续增长，ARPU 值稳中有进；IDC、云业务快速发展，预计主营业务收入稳中有进。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 2524.58 (+3.3%)、2605.37 (+3.2%)、2683.53 (+3.0%) 亿元。

增值业务：增值业务主要为移动业务和宽带业务的增值部分，如信息业务和电视联网业务。公司坚持以新融合拓展新场景、创造新价值。针对家庭客户，以全屋光宽带引领，拓展智能家居、智慧安防、超清内容等特色业务。该部分业务与公司主业协同，增速快于传统主营业务增速。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 318.17 (+9.0%)、343.63 (+8.0%)、371.12 (+8.0%) 亿元。

电路及网元租赁业务：此业务主要向客户提供本地、跨省市范围的电路/网络租用业务，属于 B 端业务。当前 B 端业务是公司快速发展与重点拓展领域，基数相对较低，预计未来增速将快于传统主营业务。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 247.06(+9.0%)、



269.29 (+9.0%)、293.53 (+9.0%) 亿元。

通话及月租费收入业务：主要为通话业务产生收入。当前因网络快速发展，用户使用电话通话的需求逐年下降，通话时长有所降低。2021-2023 年该业务收入逐年下滑，降幅逐渐收窄，我们预计未来这一趋势将延续。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 211.01 (-0.5%)、210.16 (-0.4%)、209.32 (-0.4%) 亿元。

网间结算业务：主要为公司客户与其他运营商产生语音、数据等服务产生的收入。过往增速较低，总体较为平稳，预计未来延续平稳发展趋势。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 130.07 (+1.0%)、132.67 (+2.0%)、135.33 (+2.0%) 亿元。

其他业务：主要为通信设备销售业务，包括服务器、终端等产品，与公司主业协同，预计未来维持稳定发展。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 435.31(+3.0%)、448.37 (+3.0%)、461.92 (+3.0%) 亿元。

毛利率方面，公司未拆分各业务毛利率水平。从综合水平来看，2021-2023 年公司毛利率分别为 24.55%、24.25%、24.52%。因公司总体业务不会发生重大变化，同时公司近年来注重控本降费，因此我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 25.0%、25.2%、25.3%。

2) 费用率预测：

销售费用率：公司 2022/2023 年销售费用率分别为 9.71%/9.62%，近年来随着公司规模提升逐年下降。因此未来将维持下降趋势，2024-2026 年销售费用率分别为 9.60%、9.58%、9.57%。

管理费用率：公司 2022/2023 年管理费用率分别为 6.47%/6.44%，近年来随着公司规模提升逐年下降。因此未来将维持下降趋势，2024-2026 年销售费用率分别为 6.42%、6.41%、6.40%。

研发费用率：公司 2022/2023 年研发费用率分别为 1.93%/2.17%，当前人工智能行业快速发展，公司紧抓行业机遇，将产生较高的人力与技术投入，预计公司研发投入将维持在高位，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 2.15%、2.15%、2.15%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3866.19 亿元(+3.76%)、4009.49 亿元(+3.71%)、4154.64 亿元(+3.62%)；预计归母净利润分别为 90.69 亿元(+10.97%)、99.96 亿元(+10.23%)、109.97 亿元(+10.01%)；对应 EPS 分别为 0.29、0.31、0.35 元。

图表46：公司 2024-2026 年盈利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	354,943.88	372,596.79	386,619.42	400,948.62	415,463.72
YoY	8.26%	4.97%	3.76%	3.71%	3.62%
成本	268,869.99	281,236.06	289,964.56	299,909.56	310,351.40
毛利率	24.25%	24.52%	25.00%	25.20%	25.30%
归母净利润	7,299.49	8,172.68	9,068.93	9,996.33	10,996.85
固网业务					
营业收入	233,697.85	244,392.94	252,457.91	260,536.56	268,352.66
yoy	7.82%	4.58%	3.30%	3.20%	3.00%
增值业务					
营业收入	26,170.27	29,190.06	31,817.17	34,362.54	37,111.54
yoy	16.60%	11.54%	9.00%	8.00%	8.00%
电路及网元租赁					
营业收入	20,448.46	22,665.72	24,705.63	26,929.14	29,352.76
yoy	14.28%	10.84%	9.00%	9.00%	9.00%
通话及月租费					
营业收入	21,303.39	21,206.77	21,100.74	21,016.33	20,932.27
yoy	-3.34%	-0.45%	-0.50%	-0.40%	-0.40%
网间结算					
营业收入	12,946.86	12,878.28	13,007.06	13,267.20	13,532.55
yoy	3.23%	-0.53%	1.00%	2.00%	2.00%



其他业务					
营业收入	40,377.06	42,263.02	43,530.91	44,836.84	46,181.94
yoy	11.59%	4.67%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源: Wind, 国金证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取中国移动、中国电信作为公司的可比公司。2024年可比公司平均 PE 为 16.78 倍。公司目前是三大运营商唯一实现利润双位数增长的公司，成长性优于移动与电信，因此我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应 6 个月目标价为 5.80 元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

图表47: 可比公司估值 (截至 2024 年 11 月 01 日收盘价)

代码	证券简称	股价 (元)	EPS					PE		
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600941.SH	中国移动	102.82	5.87	6.16	6.51	6.90	7.30	15.79	14.90	14.08
601728.SH	中国电信	6.39	0.30	0.33	0.36	0.39	0.42	17.76	16.47	15.32
	平均值							16.78	15.69	14.70
600050.SH	中国联通	5.04	0.23	0.26	0.29	0.31	0.35	17.92	16.26	14.78

来源: wind, 国金证券研究所

注: 盈利预测中国移动最新研报预测, 中国电信采用 wind 一致预期

6 风险提示

大额解禁的风险。2024 年 11 月 18 日, 公司将解禁 24362.62 万股, 占总股本的 0.77%, 占解禁后流通股的 0.78%。解禁后可能对公司股价产生一定影响。

传统通信业务发展不及预期的风险。当前公司主要业务仍为传统通信业务, 若移动及宽带业务发展不及预期, 可能会对公司业绩造成一定的风险。

算网数智业务发展不及预期的风险。算网数智业务是公司未来重要发力点, 也是业绩增长的重要推动力, 该业务的发展依赖云计算、人工智能等行业的发展, 若行业发展及需求不及预期, 可能导致公司算网数智业务发展不及预期, 进而影响公司业绩。

政策变动的风险。运营商作为关乎国计民生的基础设施性质的行业, 受国家相关部委领导, 提速降费政策可能对行业整体盈利能力带来不确定性。

固定资产投资金额较大的风险。公司业务发展依赖固定资产投资 (基站建设等), 运营商固定资产投资具有投资规模大、涉及专业广、项目管理链条长等特点。可能产生大额折旧摊销费用, 进而影响公司业绩。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	327,854	354,944	372,597	386,619	400,949	415,464
增长率		8.3%	5.0%	3.8%	3.7%	3.6%
主营业务成本	-247,361	-268,881	-281,231	-289,965	-299,910	-310,351
%销售收入	75.4%	75.8%	75.5%	75.0%	74.8%	74.7%
毛利	80,494	86,063	91,366	96,655	101,039	105,112
%销售收入	24.6%	24.2%	24.5%	25.0%	25.2%	25.3%
营业税金及附加	-1,427	-1,397	-1,542	-1,602	-1,633	-1,711
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-32,212	-34,455	-35,833	-37,115	-38,411	-39,760
%销售收入	9.8%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
管理费用	-24,780	-22,981	-23,998	-24,821	-25,701	-26,590
%销售收入	7.6%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
研发费用	-4,792	-6,836	-8,099	-8,312	-8,620	-8,932
%销售收入	1.5%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	17,283	20,394	21,895	24,805	26,674	28,119
%销售收入	5.3%	5.7%	5.9%	6.4%	6.7%	6.8%
财务费用	-97	748	259	-623	-56	293
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-3,301	-6,918	-6,356	-5,227	-5,208	-3,947
公允价值变动收益	-39	24	114	115	113	113
投资收益	4,377	4,328	4,806	4,325	3,893	3,503
%税前利润	24.6%	21.3%	21.2%	17.1%	14.1%	11.7%
营业利润	17,696	20,401	22,843	25,309	27,680	30,120
营业利润率	5.4%	5.7%	6.1%	6.5%	6.9%	7.2%
营业外收支	112	-34	-134	-19	-62	-71
税前利润	17,807	20,367	22,710	25,290	27,618	30,048
利润率	5.4%	5.7%	6.1%	6.5%	6.9%	7.2%
所得税	-3,391	-3,716	-3,997	-4,627	-4,984	-5,403
所得税率	19.0%	18.2%	17.6%	18.3%	18.0%	18.0%
净利润	14,416	16,651	18,713	20,663	22,634	24,645
少数股东损益	8,111	9,352	10,540	11,594	12,637	13,648
归属于母公司的净利润	6,305	7,299	8,173	9,069	9,996	10,997
净利率	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	46,273	70,036	58,816	77,164	84,985	94,126
应收款项	23,116	32,114	44,675	36,924	36,572	35,478
存货	1,846	1,882	2,217	2,224	2,383	2,551
其他流动资产	55,017	42,237	52,321	50,487	49,103	51,515
流动资产	126,252	146,269	158,028	166,798	173,043	183,669
%总资产	21.3%	22.7%	23.8%	24.4%	24.6%	25.5%
长期投资	53,532	55,776	60,929	70,497	80,497	89,497
固定资产	352,107	348,995	352,063	355,661	358,425	362,289
%总资产	59.3%	54.1%	53.1%	52.0%	51.0%	50.2%
无形资产	32,294	35,876	37,278	39,301	44,017	48,078
非流动资产	467,033	498,418	504,816	516,587	529,754	537,758
%总资产	78.7%	77.3%	76.2%	75.6%	75.4%	74.5%
资产总计	593,284	644,687	662,845	683,385	702,796	721,427
短期借款	15,947	13,365	13,677	13,807	13,222	13,342
应付款项	145,620	165,062	182,764	179,912	182,638	183,273
其他流动负债	73,572	69,557	63,845	75,915	77,891	79,312
流动负债	235,138	247,984	260,286	269,634	273,751	275,926
长期贷款	1,835	1,828	2,133	2,138	2,143	2,148
其他长期负债	20,101	47,601	42,491	38,612	36,991	35,474
负债	257,074	297,413	304,910	310,383	312,885	313,549
普通股股东权益	149,217	154,370	159,241	162,713	166,985	171,304
其中：股本	30,991	31,804	31,804	31,801	31,801	31,801
未分配利润	41,645	45,379	49,299	53,279	57,552	61,870
少数股东权益	186,993	192,904	198,695	210,289	222,926	236,574
负债股东权益合计	593,284	644,687	662,845	683,385	702,796	721,427

比率分析						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.203	0.230	0.257	0.285	0.314	0.346
每股净资产	4.815	4.854	5.007	5.117	5.251	5.387
每股经营现金净流	3.641	3.227	3.290	3.349	2.934	2.888
每股股利	0.088	0.109	0.132	0.160	0.180	0.210
回报率						
净资产收益率	4.23%	4.73%	5.13%	5.57%	5.99%	6.42%
总资产收益率	1.06%	1.13%	1.23%	1.33%	1.42%	1.52%
投入资本收益率	3.93%	4.57%	4.80%	5.19%	5.37%	5.42%
增长率						
主营业务收入增长率	7.90%	8.26%	4.97%	3.76%	3.71%	3.62%
EBIT增长率	-7.88%	18.00%	7.36%	13.29%	7.54%	5.42%
净利润增长率	14.20%	15.76%	11.96%	10.97%	10.23%	10.01%
总资产增长率	1.86%	8.66%	2.82%	3.10%	2.84%	2.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.6	24.3	33.3	35.0	38.0	39.0
存货周转天数	2.8	2.5	2.7	2.8	2.9	3.0
应付账款周转天数	175.8	178.2	188.9	188.0	183.0	176.0
固定资产周转天数	346.1	311.9	298.7	290.2	281.4	273.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.45%	-16.64%	-12.74%	-17.11%	-18.52%	-19.92%
EBIT利息保障倍数	178.7	-27.3	-84.6	39.8	473.8	-96.0
资产负债率	43.33%	46.13%	46.00%	45.42%	44.52%	43.46%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	14,416	16,651	18,713	20,663	22,634	24,645
少数股东损益	8,111	9,352	10,540	11,594	12,637	13,648
非现金支出	87,089	90,780	86,501	74,002	70,775	72,042
非经营收益	1,365	-1,198	-2,616	-1,200	-1,492	-1,421
营运资金变动	9,967	-3,603	2,046	13,037	1,396	-3,434
经营活动现金净流	112,837	102,630	104,644	106,501	93,313	91,833
资本开支	-69,775	-70,776	-77,983	-67,618	-64,629	-62,629
投资	-7,881	9,725	-11,409	-9,452	-9,887	-8,887
其他	2,877	4,924	3,853	4,325	3,893	3,503
投资活动现金净流	-74,780	-56,127	-85,539	-72,746	-70,624	-68,013
股权募资	10	2,946	386	0	0	0
债权募资	-2,318	-4,803	-4,638	1,222	405	645
其他	-23,602	-23,092	-22,255	-7,715	-7,564	-8,356
筹资活动现金净流	-25,910	-24,949	-26,507	-6,493	-7,160	-7,711
现金净流量	12,068	21,953	-7,298	27,263	15,530	16,109

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	9	22	30
增持	1	5	8	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.50	1.47	1.37	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究