

中国联通 (600050.SH)

25Q1 实现良好开局, 算力业务拓展持续

事件: 2025 年 4 月 17 日下午, 公司发布《2025 年第一季度报告》, 25Q1 公司实现营收 1,034 亿元 (yoy+3.9%)、归母净利润 26 亿元 (yoy+6.5%)。

□ **通服收入增速符合预期, 25Q1 实现良好开局。** 25Q1 公司实现营收 1,034 亿元 (yoy+3.9%, 24Q1yoy+2.3%), 其中通服收入 909 亿元 (yoy+2.1%, 24Q1yoy+3.4%)、销售通信产品收入 125 亿元 (yoy+19.3%, 24Q1yoy+5.9%), 公司通服收入增速符合预期, 销售终端收入受益于国补、公司持续发力终端销售渠道搭建等因素实现快速增长。25Q1 公司实现归母净利润 26 亿元 (yoy+6.5%, 24Q1yoy+8.0%), 考虑到外部经济环境仍然复杂多变, 公司 25Q1 整体经营数据稳健, 全年实现良好开局。

□ **联网通信兼具规模与质量, 算网数智拓展持续, 整体智算规模超 21EFLOPS。** 联网通信业务方面, 截至 25Q1, 公司移动用户 3.49 亿户 (净增 478 万户)、固网宽带用户 1.24 亿户 (净增 192 万户), 融合套餐用户 ARPU 保持百元以上, 兼具规模与质量。

算网数智业务方面, 1) 云与 IDC 业务方面: 25Q1 联通云实现营收 197 亿元, 公司持续推进 IDC 向 AIDC 改造, IDC 业务营收 72 亿元 (yoy+8.8%, 24 年全年 yoy+7.4%), 预计 25 年全年 IDC 业务增速超过 24 年。当前公司智算规模超 21EFLOPS (24 年底超 17EFLOPS), 全面满足 AI 训推需求。2) **其他业务方面:** 25Q1 数据服务实现营收 18 亿元 (yoy+11.3%)、智能服务实现营收 21 亿元 (yoy+14.0%)。

□ **全面加强与阿里、腾讯等互联网厂商合作, 依托资源禀赋强化 AI 服务能力。** 25 年 3 月, 公司与阿里巴巴签署战略合作协议, 双方将在智算基础设施、云市场、AI 智能终端等领域展开深入合作, 推动“元景”大模型与“通义千问”协同创新; 25 年 4 月, 公司与腾讯智算合作项目在宁夏中卫云数据中心成功点亮, 后续具备充分扩容能力。我们认为, 通过全面加强与互联网厂商合作, 公司有望发挥算力、数据资源优势, 全面强化 AI 大模型、云业务、AI 终端等全栈 AI 服务能力, 推动产品向新。

□ **投资建议:** 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 98 亿元、105 亿元、112 亿元, 对应 17.4 倍 PE、16.2 倍 PE、15.2 倍 PE, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示:** 市场竞争加剧、行业监管政策变动的风险、宏观经济超预期扰动、运营商 Capex 投入不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	372597	389589	403736	415685	426330
同比增长	5%	5%	4%	3%	3%
营业利润(百万元)	22843	22700	25592	27720	29917
同比增长	12%	-1%	13%	8%	8%
归母净利润(百万元)	8173	9030	9782	10491	11211
同比增长	12%	10%	8%	7%	7%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36
PE	20.8	18.8	17.4	16.2	15.2
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/通信

目标估值: NA

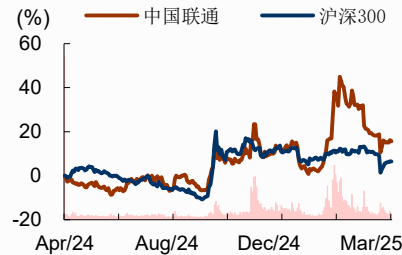
当前股价: 5.44 元

基础数据

总股本 (百万股)	31264
已上市流通股 (百万股)	30767
总市值 (十亿元)	170.1
流通市值 (十亿元)	167.4
每股净资产 (MRQ)	5.4
ROE (TTM)	5.5
资产负债率	43.9%
主要股东	中国联合网络通信集团有限
主要股东持股比例	36.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	7	18
相对表现	-7	8	13



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国联通 (600050) — 营收略超预期, 净利润保持双位数增长, 算网数智扩盘提质》2025-03-19
- 2、《中国联通 (600050) — 业绩稳步提升, 联网通信、算网数智协调发展》2024-10-29
- 3、《中国联通 (600050) — 业绩高增超预期, 分红强劲持续高度重视股东回报》2024-08-16

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

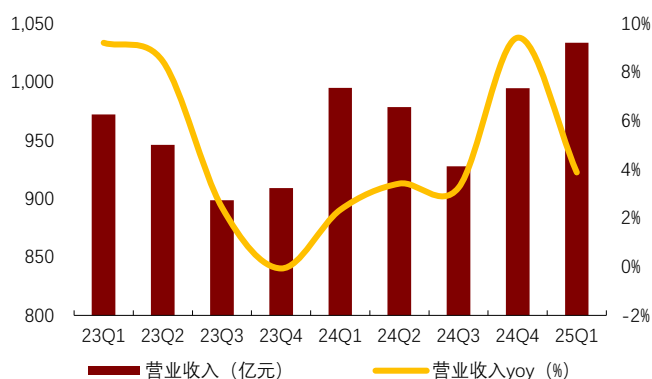
孙嘉擎 S1090523040001

sunjiaqing@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

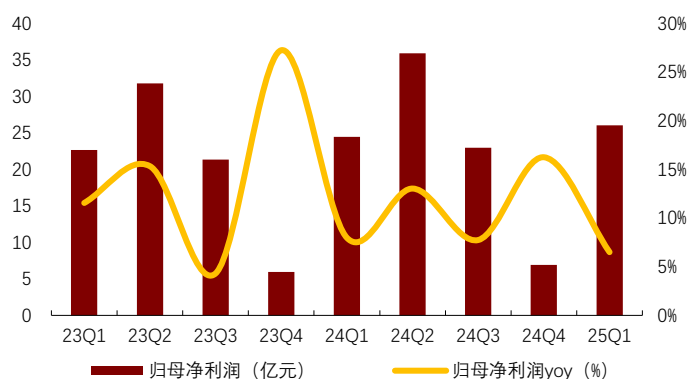
zhuyanlin@cmschina.com.cn

图 1: 23Q1-25Q1 公司营收情况 (亿元, %)



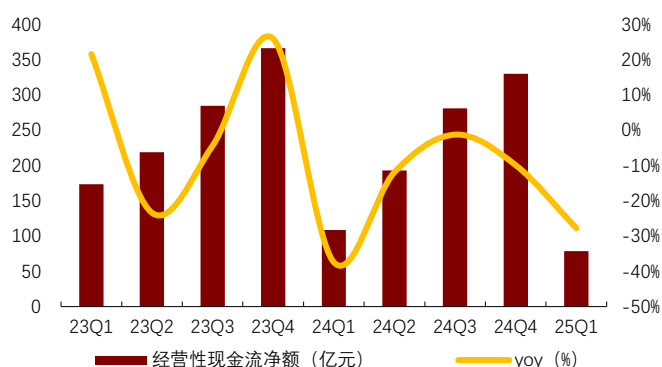
资料来源: iFinD、招商证券

图 2: 23Q1-25Q1 公司归母净利润情况 (亿元, %)



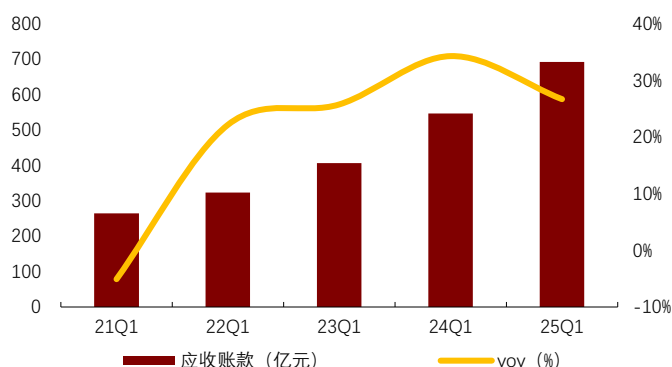
资料来源: iFinD、招商证券

图 3: 23Q1-25Q1 公司经营性现金流情况 (亿元, %)



资料来源: iFinD、招商证券

图 4: 21Q1-25Q1 公司应收账款情况 (亿元, %)



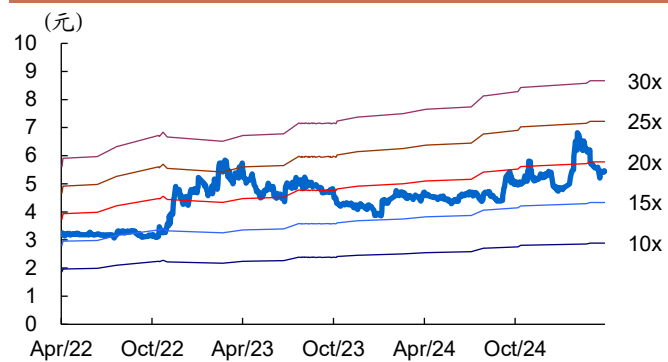
资料来源: iFinD、招商证券

表 1: 中国联通经营费用分拆 (亿元, %)

	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1
通信服务收入	739.24	811.97	861.15	890.43	908.81
通信服务收入 yoy	8.2%	9.8%	6.1%	3.4%	2.1%
经营费用	791.93	851.19	927.84	940.67	974.96
经营费用 yoy	12.4%	7.5%	9.0%	1.4%	3.6%
折旧及摊销	205.58	211.28	212.92	211.82	202.02
折旧及摊销 yoy	1.7%	2.8%	0.8%	-0.5%	-4.6%
网络运营及支撑成本	123.70	132.95	146.51	156.73	155.23
网络运营及支撑成本 yoy	13.4%	7.5%	10.2%	7.0%	-1.0%
销售费用	77.85	80.80	86.53	88.37	92.47
销售费用 yoy	1.2%	3.8%	7.1%	2.1%	4.6%
雇员薪酬及福利开支	152.79	169.63	153.41	144.69	149.29
雇员薪酬及福利开支 yoy	14.4%	11.0%	-9.6%	-5.7%	3.2%
其他经营费用	127.31	155.54	192.43	210.96	228.59
其他经营费用 yoy	19.1%	22.2%	23.7%	9.6%	8.4%
折旧及摊销/通服收入	27.8%	26.0%	24.7%	23.8%	22.2%
网络运营及支撑成本/通服收入	16.7%	16.4%	17.0%	17.6%	17.1%
销售费用/通服收入	10.5%	10.0%	10.0%	9.9%	10.2%
雇员薪酬/通服收入	20.7%	20.9%	17.8%	16.2%	16.4%
其他经营费用/通服收入	17.2%	19.2%	22.3%	23.7%	25.2%

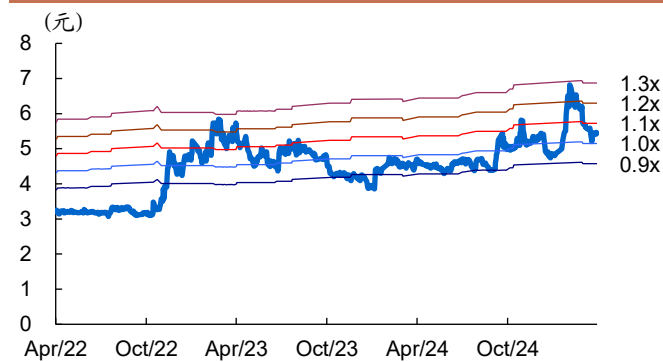
资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 参考公司 H 股公告数据)

图 5: 中国联通历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6: 中国联通历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	158028	158808	190057	211846	234733
现金	58816	54713	90300	113382	138090
交易性投资	2608	2526	2587	2587	2587
应收票据	957	1273	1319	1358	1393
应收款项	39983	57602	51619	48990	45981
其它应收款	3735	4444	4606	4742	4864
存货	2217	2463	2549	2621	2684
其他	49713	35787	37077	38166	39134
非流动资产	504816	514029	493977	496777	498804
长期股权投资	54428	56510	50973	50973	50973
固定资产	304909	314391	322116	328409	333535
无形资产商誉	34344	33747	30373	27335	24602
其他	111136	109380	90516	90060	89695
资产总计	662845	672837	684035	708623	733537
流动负债	260286	265980	260321	266809	272626
短期借款	681	711	700	600	600
应付账款	167614	175521	181657	186789	191322
预收账款	46503	46991	48634	50007	51221
其他	45488	42757	29330	29413	29483
长期负债	44624	38069	38119	38154	38178
长期借款	2133	2128	2178	2213	2237
其他	42491	35941	35941	35941	35941
负债合计	304910	304048	298440	304963	310804
股本	31804	31801	31264	31264	31264
资本公积金	77913	79018	79018	79018	79018
留存收益	49523	54028	58837	63459	68166
少数股东权益	198695	203942	216476	229918	244284
归属于母公司所有者权益	159241	164847	169119	173741	178448
负债及权益合计	662845	672837	684035	708623	733537

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	104342	91255	89596	87179	89368
净利润	18713	20601	22316	23934	25577
折旧摊销	67311	64028	62232	63213	63985
财务费用	1847	1683	21	(618)	(807)
投资收益	(4806)	(4667)	(7231)	(7216)	(7013)
营运资金变动	22000	9373	12259	7867	7627
其它	(724)	238	0	0	0
投资活动现金流	(85539)	(84662)	(35010)	(58796)	(58999)
资本支出	(79372)	(75742)	(66012)	(66012)	(66012)
其他投资	(6167)	(8920)	31002	7216	7013
筹资活动现金流	(26507)	(25909)	(18999)	(5301)	(5662)
借款变动	(16442)	(12832)	(13469)	(50)	35
普通股增加	(0)	(3)	(536)	0	0
资本公积增加	387	1104	0	0	0
股利分配	(5998)	(7248)	(4973)	(5869)	(6504)
其他	(4453)	(6930)	(21)	618	807
现金净增加额	(7705)	(19316)	35588	23082	24707

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	372597	389589	403736	415685	426330
营业成本	281231	298346	308776	317498	325203
营业税金及附加	1542	1707	1769	1822	1868
营业费用	35833	36975	37712	38620	38970
管理费用	23998	23404	23850	24140	24332
研发费用	8099	8835	9156	9427	9668
财务费用	(259)	(278)	21	(618)	(807)
资产减值损失	(7135)	(4492)	(4092)	(4292)	(4192)
公允价值变动收益	114	49	60	74	61
其他收益	2905	1876	2571	2451	2299
投资收益	4806	4667	4600	4691	4653
营业利润	22843	22700	25592	27720	29917
营业外收入	672	2755	2255	2155	2055
营业外支出	806	363	538	518	498
利润总额	22710	25092	27309	29357	31475
所得税	3997	4491	4993	5423	5898
少数股东损益	10540	11571	12534	13443	14366
归属于母公司净利润	8173	9030	9782	10491	11211

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	5%	5%	4%	3%	3%
营业利润	12%	-1%	13%	8%	8%
归母净利润	12%	10%	8%	7%	7%
获利能力					
毛利率	24.5%	23.4%	23.5%	23.6%	23.7%
净利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
ROE	5.2%	5.6%	5.9%	6.1%	6.4%
ROIC	4.8%	4.6%	5.2%	5.3%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	45.2%	43.6%	43.0%	42.4%
净负债比率	2.4%	2.5%	0.5%	0.5%	0.5%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	137.2	127.5	123.2	122.8	122.6
应收账款周转率	10.8	7.8	7.2	8.0	8.7
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36
每股经营净现金	3.34	2.92	2.87	2.79	2.86
每股净资产	5.09	5.27	5.41	5.56	5.71
每股股利	0.13	0.16	0.19	0.21	0.23
估值比率					
PE	20.8	18.8	17.4	16.2	15.2
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.5	7.8	7.0	6.9	6.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。