

业绩稳健增长，算网数智扩盘提质

2025 年 04 月 20 日

► **事件：**2025 年 4 月 17 日，公司发布 2025 年一季报。2025 年第一季度，公司实现营收 1,033.5 亿元，同比提升 3.9%；实现归母净利润 26.1 亿元，同比提升 6.5%；实现扣非归母净利润 22.7 亿元，同比提升 1.6%。

► **25Q1 收入符合预期，算力业务规模突破。**

25Q1：1) 联网通信：用户规模稳步增长，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。积极拥抱万物互联，物联网连接数 6.63 亿，净增 3,840 万。5G 中频基站超过 144 万站，4G 中频共享基站超过 200 万站。2) 算网数智：算力业务规模突破，联通云收入 197.2 亿元。以数据中心适智化改造推动 AIDC 提速发展，数据中心收入 72.2 亿元，同比提升 8.8%（24 年 IDC 收入增速同比增长 7.4%）。智算规模超过 21E FLOPS，推出一系列 AI 新产品新服务，个人数智生活、联通智家业务发展提速，付费用户总数近 2.3 亿户。推动数据与智能深度融合，数据服务收入 18.4 亿元，同比提升 11.3%，智能服务收入 21.0 亿元，同比提升 14.0%。

► **费用管控成效突出，合同负债改善。**

25Q1 网间结算成本同比增长 1.0%，占收比下降 0.1pp，折旧摊销同比下降 4.6%，占收比下降 1.7pp，网络运营支撑成本同比下降 1.0%，占收比下降 0.7pp，人工成本同比增长 3.2%，占收比下降 0.1pp，销售费用同比增长 4.6%，占收比增长 0.1pp，其他经营及管理费用同比增长 8.4%，占收比增长 0.9pp。25Q1 扣非净利润 22.74 亿元，同比增长 1.6%，非经常性损益（资产处置收益 4.3 亿元）对利润增长贡献较大。合同负债较上年末减少 10.34%，占公司总资产比重下降 0.67 个百分点。

► **加强与云大厂的智算合作，推动算网数智业务扩盘提质。**3 月 28 日公司与阿里举行战略合作签约仪式，双方将在智算基础设施、网络智慧运营、云市场、AI 智能终端、产业智能化升级等方面展开深度合作，推动中国联通“元景”与阿里巴巴“通义千问”AI 模型的技术协同创新，探索 AI 技术与千行百业深度融合，打造智慧城市、智慧文旅、自动驾驶、智慧物流等领域的联合解决方案。4 月 2 日，中国联通与腾讯集团智算合作项目在宁夏中卫云数据中心交付，全部建成后，将具备 12 万架标准机柜、310MW 的 IT 负载能力，算力供给可达 28 万 GPU 卡、约 280 EFLOPS，是目前国内单体规模最大智算项目之一。

► **投资建议：**公司业绩稳健增长，且云业务 AI 时代下迎来价值重估。我们预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润实现 101/113/126 亿元，同比增长 12%/12%/11%，对应 PE 17/15/14 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**移动用户增速不及预期，经营性现金流动性持续下降。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	389,589	409,519	431,310	455,135
增长率 (%)	4.6	5.1	5.3	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	9,030	10,101	11,322	12,561
增长率 (%)	10.5	11.9	12.1	10.9
每股收益 (元)	0.29	0.32	0.36	0.40
PE	19	17	15	14
PB	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.44 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majiawei@mszq.com

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

- 中国联通 (600050.SH) 2024 年年报点评：利润实现双位数增长，算力资本开支提速-2025/03/19
- 中国联通 (600050.SH) 2024 年半年报点评：半年报利润双位数增长兑现，联网算网业务均衡发展-2024/08/17
- 中国联通 (600050.SH) 2024 年一季报点评：扣非净利实现双位数增长，公司经营质量持续提升-2024/04/21
- 中国联通 (600050.SH) 2023 年年报点评：现金分红比例增长兑现，24 年持续加码算网数智建设-2024/03/20
- 中国联通 (600050.SH) 2023 年三季报点评：业绩稳中有进，产业互联网业务占比持续提升-2023/10/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	389,589	409,519	431,310	455,135
营业成本	298,346	310,381	325,351	342,440
营业税金及附加	1,707	1,795	1,890	1,994
销售费用	36,975	38,866	40,934	43,196
管理费用	23,404	24,601	25,910	27,342
研发费用	8,835	9,009	9,489	10,013
EBIT	14,923	19,995	22,604	24,736
财务费用	-278	-432	-816	-1,694
资产减值损失	-347	-437	-458	-482
投资收益	4,667	4,905	5,166	5,452
营业利润	22,700	27,868	31,259	34,703
营业外收支	2,392	200	200	200
利润总额	25,092	28,068	31,459	34,903
所得税	4,491	5,024	5,631	6,247
净利润	20,601	23,044	25,829	28,656
归属于母公司净利润	9,030	10,101	11,322	12,561
EBITDA	92,314	98,983	114,386	128,760

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	54,713	65,081	89,980	117,239
应收账款及票据	58,875	54,558	57,461	60,635
预付款项	6,463	6,723	7,048	7,418
存货	2,463	2,125	2,228	2,345
其他流动资产	36,295	28,617	28,881	29,170
流动资产合计	158,808	157,104	185,597	216,807
长期股权投资	56,510	61,416	66,582	72,034
固定资产	314,391	336,596	349,872	362,814
无形资产	30,908	31,164	30,611	29,839
非流动资产合计	514,029	526,105	527,477	529,687
资产合计	672,837	683,209	713,074	746,494
短期借款	711	711	711	711
应付账款及票据	175,521	182,601	191,408	201,462
其他流动负债	89,748	78,101	81,804	86,019
流动负债合计	265,980	261,413	273,923	288,192
长期借款	2,128	2,259	2,259	2,259
其他长期负债	35,941	32,933	30,194	27,117
非流动负债合计	38,069	35,192	32,454	29,377
负债合计	304,048	296,605	306,377	317,568
股本	31,801	31,264	31,264	31,264
少数股东权益	203,942	216,885	231,392	247,487
股东权益合计	368,788	386,603	406,697	428,926
负债和股东权益合计	672,837	683,209	713,074	746,494

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.56	5.12	5.32	5.52
EBIT 增长率	-19.27	33.99	13.05	9.43
净利润增长率	10.49	11.86	12.08	10.95
盈利能力 (%)				
毛利率	23.42	24.21	24.57	24.76
净利润率	2.32	2.47	2.62	2.76
总资产收益率 ROA	1.34	1.48	1.59	1.68
净资产收益率 ROE	5.48	5.95	6.46	6.92
偿债能力				
流动比率	0.60	0.60	0.68	0.75
速动比率	0.45	0.49	0.57	0.64
现金比率	0.21	0.25	0.33	0.41
资产负债率 (%)	45.19	43.41	42.97	42.54
经营效率				
应收账款周转天数	53.97	53.97	53.97	53.97
存货周转天数	3.01	3.01	3.01	3.01
总资产周转率	0.58	0.60	0.62	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.32	0.36	0.40
每股净资产	5.27	5.43	5.61	5.80
每股经营现金流	2.92	3.56	3.81	4.32
每股股利	0.16	0.18	0.21	0.23
估值分析				
PE	19	17	15	14
PB	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.74	1.63	1.41	1.25
股息收益率 (%)	2.90	3.37	3.78	4.19

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20,601	23,044	25,829	28,656
折旧和摊销	77,391	78,988	91,782	104,023
营运资金变动	-11,262	10,933	739	1,691
经营活动现金流	91,255	111,401	119,166	135,048
资本开支	-73,770	-70,783	-70,640	-80,523
投资	16,245	17	0	0
投资活动现金流	-84,662	-66,394	-70,640	-80,523
股权募资	22	-57	0	0
债务募资	335	-14,014	0	0
筹资活动现金流	-25,909	-34,639	-23,626	-27,266
现金净流量	-19,251	10,368	24,899	27,259

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048