长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

公司研究 | 点评报告 | 中国联通（600050.SH）

中国联通 2025 一季报点评：通服收入增速领跑，IDC 业务增长提速

报告要点

2025Q1，公司通服收入增速领跑行业，利润表现符合预期。联网通信业务方面，用户规模保持稳步增长；算网数智业务方面，公司 IDC 业务增长提速，智算规模进一步扩大。25Q1 公司应收账款规模同比增幅较去年已下降较多，反映公司应收账款控制已有所成效。此外，公司与互联网大厂全面深化战略合作，新动能活跃。展望 2025 年，公司努力达成营收、利润及净资产收益率实现有力增长的全年目标。

分析师及联系人

于海宁

SAC：S0490517110002

SFC：BUX641

温筱婷

SAC：S0490524100002

中国联通（600050.SH）

中国联通 2025 一季报点评：通服收入增速领跑，IDC 业务增长提速

事件描述

4 月 17 日，公司发布 2025 年一季报。2025Q1 公司实现营业收入 1033.5 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利润 26.1 亿元，同比增长 6.5%。

事件评论

- **通服收入增速领跑行业，利润表现符合预期。**2025Q1，公司实现营业收入 1033.5 亿元，同比增长 3.9%，实现服务收入 908.8 亿元，同比增长 2.1%，实现归母净利润 26.1 亿元，同比增长 6.5%。根据工信部数据，2025 年 1-2 月，我国电信业务收入累计完成 2950 亿元，同比增长 0.9%，公司增速领跑行业，利润表现符合预期。展望 2025 全年，公司努力达成营收、利润及净资产收益率实现有力增长的全年目标。
- **用户规模稳步增长，IDC 收入增长提速。联网通信：**截至 25Q1 末，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。**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%，较 24Q1 及 2024 全年增长提速。截至 25Q1 末，公司智算规模超过 21 EFLOPS，较 24 年底提升 4 EFLOPS。
- **经营性净现金流或主因加大应付清欠，应收账款增幅开始回落。**2025Q1，公司经营性现金流净额为 78.5 亿元，同比下滑 27.8%，一方面因公司加大应付清欠相关工作，另一方面因 2B 业务开展应收规模继续扩大，但我们同步观察到，25Q1 公司应收账款规模同比增长 26.7%，增幅已较去年下降较多，说明公司应收账款控制已有所成效。
- **互联网大厂战略合作持续，增长新动能活跃。**3 月 28 日，中国联通与阿里巴巴在杭州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入合作，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，共同探索 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点亮，为目前国内单体规模最大智算项目之一，标志着双方合作首批集群正式落地启航。公司与大厂全面深化战略合作，互利共赢，新动能活跃。
- **投资建议：**2025Q1，公司通服收入增速领跑行业，利润表现符合预期。联网通信业务方面，用户规模保持稳步增长；算网数智业务方面，公司 IDC 业务增长提速，智算规模进一步扩大。25Q1 公司应收账款规模同比增幅较去年已下降较多，反映公司应收账款控制已有所成效。此外，公司与互联网大厂全面深化战略合作，新动能活跃。展望 2025 年，公司努力达成营收、利润及净资产收益率实现有力增长的全年目标。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 98 亿元、105 亿元、112 亿元，对应同比增速 8.4%、7.2%、6.8%，对应 PE 17 倍、16 倍、15 倍，重点推荐，维持“买入”评级。**

风险提示

1、传统业务 ARPU 增长不及预期；

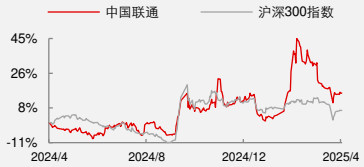
2、产业数字化业务竞争加剧。

公司基础数据

当前股价(元)	5.44
总股本(万股)	3,126,443
流通A股/B股(万股)	3,076,683/0
每股净资产(元)	5.36
近12月最高/最低价(元)	6.93/4.37

注：股价为 2025 年 4 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《中国联通 2024 年报点评：算力服务增长强劲，派息率提升幅度亮眼》2025-03-23
- 《中国联通 2024 三季报点评：经营收入稳健增长，算力业务快速增长》2024-11-11
- 《中国联通 2024 半年报点评：净利润维持双位数增长，中期派息率提升亮眼》2024-08-19

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、**传统业务 ARPU 增长不及预期：**三大运营商 5G 套餐用户渗透率均已突破 90%，且当前仍未有 5G 典型新应用出现，后期流量增长或不及预期，从而导致传统业务 ARPU 增长不及预期。

2、**产业数字化业务竞争加剧：**产业数字化业务为当前三大运营商的战略重点业务，已成为运营商营收增长的核心动能，运营商均加大该领域投入，可能会导致竞争加剧。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**389589**	**406686**	**422047**	**435542**
营业成本	298346	310518	321525	330544
毛利	**91243**	**96168**	**100522**	**104999**
%营业收入	23%	24%	24%	24%
营业税金及附加	1707	1627	1688	1742
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	36975	38147	39082	39852
%营业收入	9%	9%	9%	9%
管理费用	23404	22978	22791	22648
%营业收入	6%	6%	5%	5%
研发费用	8835	10167	11817	14373
%营业收入	2%	3%	3%	3%
财务费用	-278	-468	-429	-525
%营业收入	0%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	-347	-350	-270	-180
信用减值损失	-6972	-6500	-6000	-5000
公允价值变动收益	49	50	50	50
投资收益	4667	4880	5065	5227
营业利润	**22700**	**25742**	**28216**	**30707**
%营业收入	6%	6%	7%	7%
营业外收支	2392	1500	1000	500
利润总额	**25092**	**27242**	**29216**	**31207**
%营业收入	6%	7%	7%	7%
所得税费用	4491	4904	5259	5617
净利润	20601	22338	23957	25590
归属于母公司所有者的净利润	**9030**	**9784**	**10493**	**11208**
少数股东损益	11571	12554	13464	14381
EPS（元）	**0.29**	**0.31**	**0.34**	**0.36**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**91255**	**99377**	**92967**	**88746**
取得投资收益收回现金	2452	4880	5065	5227
长期股权投资	-2083	-3000	-3000	-3000
资本性支出	-73770	-71589	-69312	-66976
其他	-11261	-900	-600	-300
投资活动现金流净额	**-84662**	**-70608**	**-67847**	**-65049**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	22	-57	0	0
银行贷款增加（减少）	24	60	70	80
筹资成本	-12916	-5812	-6342	-7016
其他	-13039	-5933	-4370	-4250
筹资活动现金流净额	**-25909**	**-11741**	**-10642**	**-11186**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-19316**	**17027**	**14478**	**12511**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	54713	55514	79992	102503
交易性金融资产	2526	2226	1926	1626
应收账款	57602	37570	55442	42443
存货	2463	1882	2331	2219
预付账款	6463	6210	6431	6611
其他流动资产	35041	38333	45543	48680
流动资产合计	**158808**	**141734**	**191665**	**204083**
长期股权投资	56510	59510	62510	65510
投资性房地产	0	50	100	150
固定资产合计	314391	305319	292167	274140
无形资产	30908	32908	34908	36908
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1256	1256	1256	1256
其他非流动资产	110963	119163	127063	134663
资产总计	**672837**	**659941**	**709670**	**716711**
短期贷款	711	831	951	1071
应付款项	160037	145306	163716	150300
预收账款	226	407	422	436
应付职工薪酬	8630	13973	14469	14874
应交税费	2716	4067	4220	4355
其他流动负债	93661	92824	98792	93275
流动负债合计	**265980**	**257407**	**282570**	**264312**
长期借款	2128	2068	2018	1978
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2380	2380	2380	2380
其他非流动负债	33561	31281	28711	25961
负债合计	**304048**	**293136**	**315679**	**294631**
归属于母公司所有者权益	164847	150310	164032	177739
少数股东权益	203942	216496	229960	244341
股东权益	**368788**	**366806**	**393991**	**422080**
负债及股东权益	**672837**	**659941**	**709670**	**716711**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.29	0.31	0.34	0.36
每股经营现金流	2.87	3.18	2.97	2.84
市盈率	18.18	17.38	16.21	15.17
市净率	1.02	1.13	1.04	0.96
EV/EBITDA	1.68	1.42	1.13	0.88
总资产收益率	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%
净资产收益率	5.5%	6.5%	6.4%	6.3%
净利率	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
资产负债率	45.2%	44.4%	44.5%	41.1%
总资产周转率	0.58	0.61	0.62	0.61

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。