

中国联通（600050.SH）

2025 年上半年净利润同比增长 5%，算力业务动能强劲

优于大市

核心观点

2025 年上半年公司经营业绩稳健增长。2025 年上半年，公司实现营收 2002 亿元（同比+1.45%），联网通信收入达 1319 亿元（同比+0.4%）。归母净利润 63.49 亿元（同比+5.1%）。净资产收益率（ROE 摊薄）同比稳定提升 0.07pct 至 3.75%，EBITDA 率同比下降 1.01pct 至 25.28%。

公司业务结构持续优化。2025 年上半年，公司联网通信实现营收 1319 亿元，同比增长 0.4%。其中移动和宽带用户净增数达到 1119 万户，净增创近年新高；“双千兆”用户占比达到 50%，融合业务 ARPU 超过 100 元。受益于算力业务动能强劲，公司 25H1 算网数智业务收入达 454 亿元，同比增长 4.3%，当前占收比达到 26%，较上年同期进一步提升，成为公司第二增长曲线。其中联通云收入同比增长 4.6%至 376 亿元，数据中心业务同比增长 9.4%至 144 亿元，AIDC 上半年签约金额同比增长 60%。

算力业务动能强劲，智能服务发展提速。公司焕新升级联通云，强化算智云网融合，实现毫秒级智能调度和一体化智能运营，打造“AI 智选联通云”品牌形象。数据中心适智化改造成效明显，更多互联网平台企业和银行等金融机构入驻联通数据中心，市场地位稳步提升。公司深化数据和智能融合创新，构建多源融合的高质量数据集，打造多模共生的元景大模型，开放“元景万悟”智能体开发平台，在工业制造、经济运行、城市治理、医疗健康等重点领域，人工智能规模化商业化应用成效初显，构建 30 多个可信数据空间，打造上百个 AI 智能体。

资本开支同比持续下滑。2025 年上半年公司完成资本开支 202 亿元，全年计划资本开支 550 亿元。

公司高度重视股东回报。公司决定 2025 年中期派息每股 0.11 元，同比增长 16%。

风险提示：5G 发展不及预期；行业竞争加剧；算网数智发展不及预期。

投资建议：维持盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 95/101/109 亿元，当前 H 股股价对应 PE 分别为 13/12/11x，对应 PB 分别为 0.7/0.7/0.7x，当前 A 股股价对应 PE 分别为 18/17/16x，对应 PB 分别为 1.0/1.0/1.0x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	402,134	416,657	433,523
(+/-%)	5.0%	4.6%	3.2%	3.6%	4.0%
净利润(百万元)	8173	9030	9489	10093	10931
(+/-%)	12.0%	10.5%	5.1%	6.4%	8.3%
每股收益(元)	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34
EBIT Margin	5.9%	5.2%	5.4%	5.7%	6.0%
净资产收益率(ROE)	5.1%	5.5%	5.6%	5.8%	6.2%
市盈率(PE)	21.0	19.0	18.1	17.0	15.7
EV/EBITDA	5.4	5.7	7.0	6.2	5.6
市净率(PB)	1.08	1.04	1.02	0.99	0.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信服务

证券分析师：袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

联系人：张宇凡

021-61761027

zhangyufan1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.39 元
总市值/流通市值	168515/165833 百万元
52 周最高价/最低价	6.93/4.43 元
近 3 个月日均成交额	1184.13 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

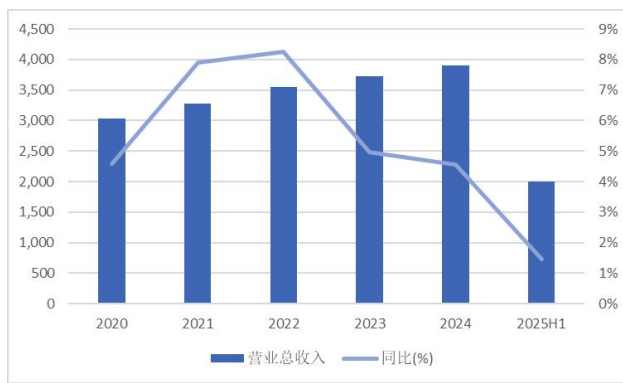
《中国联通（600050.SH）-2024 年归母净利润率同比增长 10.5%，分红率持续提升》——2025-03-20

《中国联通（600050.SH）-公司指引利润双位数增长，派息率稳步提升》——2024-03-27

《中国联通（600050.SH）-三季度净利润增长 4%，云业务保持良好增长》——2023-10-25

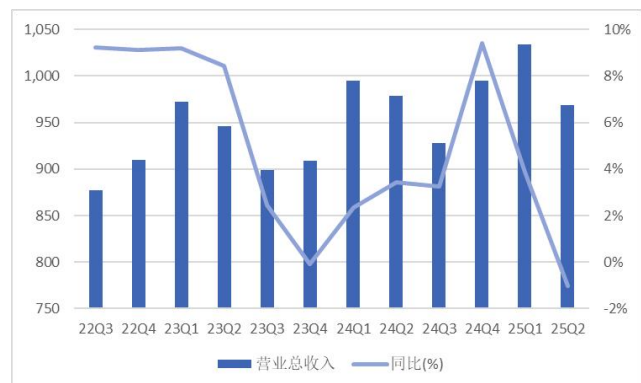
2025 年上半年，公司实现营收 2002 亿元（同比+1.45%），联网通信收入达 1319 亿元（同比+0.4%）。归母净利润 63.49 亿元（同比+5.1%）。净资产收益率（ROE 摊薄）同比稳定提升 0.07pct 至 3.75%，EBITDA 率同比下降 1.01pct 至 25.28%。

图1：中国联通营收及增速（单位：亿元、%）



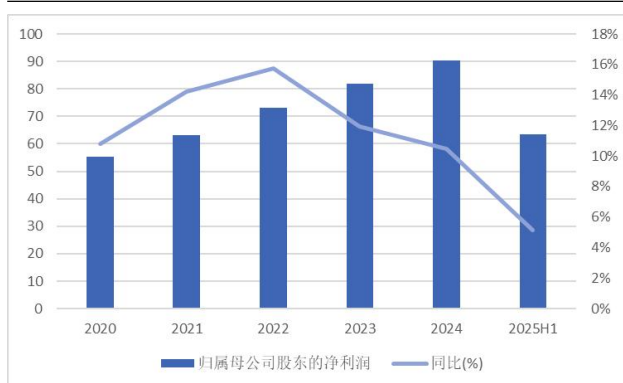
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营收及增速（单位：亿元、%）



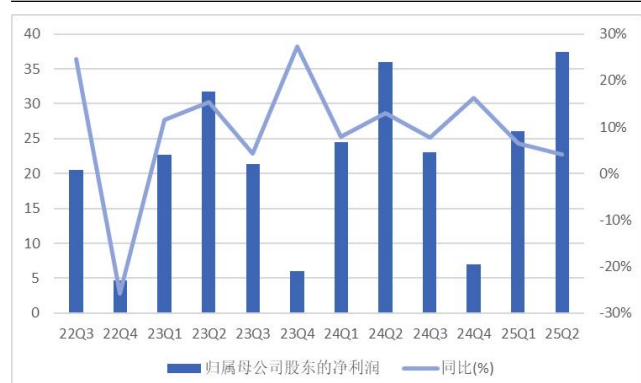
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：中国联通归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



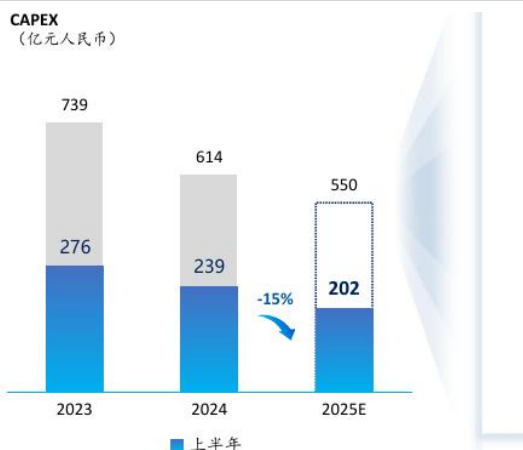
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务结构持续优化。2025 年上半年，公司联网通信实现营收 1319 亿元，同比增长 0.4%。其中移动和宽带用户净增数达到 1119 万户，净增创近年新高；“双千兆”用户占比达到 50%，融合业务 ARPU 超过 100 元。受益于算力业务动能强劲，公司 25H1 算网数智业务收入达 454 亿元，同比增长 4.3%，当前占收比达到 26%，较上年同期进一步提升，成为公司第二增长曲线。其中联通云收入同比增长 4.6% 至 376 亿元，数据中心业务同比增长 9.4% 至 144 亿元，AIDC 上半年签约金额同比增长 60%。

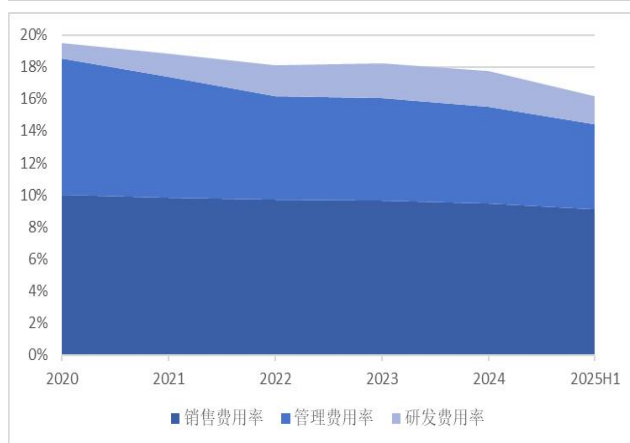
资本开支同比持续下滑。2025 年上半年公司完成资本开支 202 亿元，全年计划资本开支 550 亿元。

图5：中国联通资本开支变动情况

图6：中国联通三项费用率（单位：%）

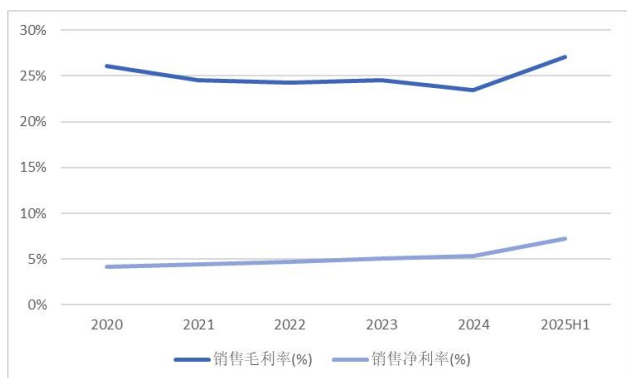


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理



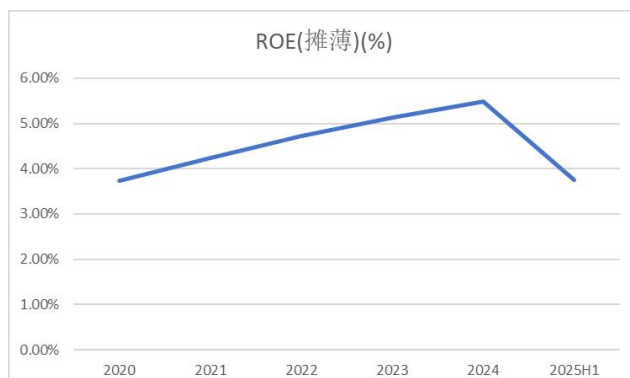
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 中国联通毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 中国联通 ROE 情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

算力业务动能强劲，智能服务发展提速。公司焕新升级联通云，强化算智云网融合，实现毫秒级智能调度和一体化智能运营，打造“AI 智选联通云”品牌形象。数据中心适智化改造成效明显，更多互联网平台企业和银行等金融机构入驻联通数据中心，市场地位稳步提升。公司深化数据和智能融合创新，构建多源融合的高质量数据集，打造多模共生的元景大模型，开放“元景万悟”智能体开发平台，在工业制造、经济运行、城市治理、医疗健康等重点领域，人工智能规模化商业化应用成效初显，构建 30 多个可信数据空间，打造上百个 AI 智能体。

图9: 中国联通智能服务发展提速

算网数智——智能服务发展提速



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司高度重视股东回报。公司决定 2025 年中期派息每股 0.11 元，同比增长 16%。

投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 95/101/109 亿元，当前 H 股股价对应 PE 分别为 13/12/11x，对应 PB 分别为 0.7/0.7/0.7x，当前 A 股股价对应 PE 分别为 18/17/16x，对应 PB 分别为 1.0/1.0/1.0x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司盈利预测估值比较（截至 2025 年 8 月 12 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E	PB MRQ
600941.SH	中国移动	优于大市	109.36	23636	6.40	6.73	7.06	17.1	16.2	15.5	1.7
601728.SH	中国电信	优于大市	7.37	6744	0.36	0.39	0.41	20.4	19.1	17.9	1.5
600050.SH	中国联通	优于大市	5.39	1685	0.28	0.30	0.32	19.0	18.1	17.0	1.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；中国移动、中国电信估值取自 Wind 一致预期

风险提示：5G 发展不及预期；行业竞争加剧；算网数智发展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	58816	54713	70989	58239	58047	营业收入	372597	389589	402134	416657	433523
应收款项	40940	63298	47169	54117	59198	营业成本	281231	298346	305242	314180	324094
存货净额	2217	2463	2509	2571	2596	营业税金及附加	1542	1707	1609	1667	1734
其他流动资产	51465	32852	45332	46552	44621	销售费用	35833	36975	38163	39833	41706
流动资产合计	158028	158808	171480	166960	169943	管理费用	23998	23404	25393	27069	28982
固定资产	352063	350609	374949	390487	397646	研发费用	8099	8835	9922	10322	10784
无形资产及其他	31232	30908	29673	28438	27202	财务费用	(259)	(278)	(496)	(445)	(209)
投资性房地产	67093	76002	76002	76002	76002	投资收益	4806	4667	4500	4500	4500
长期股权投资	54428	56510	59208	61927	64427	资产减值及公允价值变动	329	396	400	400	400
资产总计	662845	672837	711312	723814	735221	其他收入	(12543)	(11798)	(9922)	(10322)	(10784)
短期借款及交易性金融负债	13677	14859	13967	18673	18700	营业利润	22843	22700	27200	28931	31333
应付款项	167614	175521	188851	190356	190806	营业外净收支	(134)	2392	0	0	0
其他流动负债	78995	75600	92824	89742	90519	利润总额	22710	25092	27200	28931	31333
流动负债合计	260286	265980	295643	298770	300025	所得税费用	3997	4491	5168	5497	5953
长期借款及应付债券	2133	2128	2128	2128	2128	少数股东损益	10540	11571	12543	13341	14449
其他长期负债	42491	35941	35941	35941	35941	归属于母公司净利润	8173	9030	9489	10093	10931
长期负债合计	44624	38069	38069	38069	38069	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	304910	304048	333711	336839	338094	净利润	8173	9030	9489	10093	10931
少数股东权益	198695	203942	208959	214295	220075	资产减值准备	(151)	132	36	21	10
股东权益	159241	164847	168642	172679	177052	折旧摊销	65748	62736	50257	58078	65468
负债和股东权益总计	662845	672837	711312	723814	735221	公允价值变动损失	(329)	(396)	(400)	(400)	(400)
关键财务与估值指标						财务费用	(259)	(278)	(496)	(445)	(209)
每股收益	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34	营运资本变动	(15271)	(14805)	34197	(9788)	(1938)
每股红利	0.35	0.41	0.18	0.19	0.21	其它	(3552)	(5112)	4981	5316	5770
每股净资产	5.01	5.18	5.30	5.43	5.57	经营活动现金流	54618	51584	98561	63319	79840
ROIC	10%	9%	8%	9%	9%	资本开支	0	(55602)	(73001)	(72001)	(71001)
ROE	5%	5%	6%	6%	6%	其它投资现金流	452	(891)	0	0	0
毛利率	25%	23%	24%	25%	25%	投资活动现金流	(2925)	(58576)	(75699)	(74720)	(73501)
EBIT Margin	6%	5%	5%	6%	6%	权益性融资	105	22	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	18%	20%	21%	负债净变化	306	(6)	0	0	0
收入增长	5%	5%	3%	4%	4%	支付股利、利息	(11044)	(12916)	(5693)	(6056)	(6558)
净利润增长率	12%	10%	5%	6%	8%	其它融资现金流	(41540)	28711	(892)	4706	27
资产负债率	76%	75%	76%	76%	76%	融资活动现金流	(62912)	2889	(6585)	(1350)	(6531)
息率	6.4%	7.5%	3.3%	3.5%	3.8%	现金净变动	(11220)	(4103)	16276	(12750)	(192)
P/E	21.0	19.0	18.1	17.0	15.7	货币资金的期初余额	70036	58816	54713	70989	58239
P/B	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	货币资金的期末余额	58816	54713	70989	58239	58047
EV/EBITDA	5.4	5.7	7.0	6.2	5.6	企业自由现金流	0	9013	29115	(4607)	13770
						权益自由现金流	0	37718	28625	460	13966

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032