



中国联通 (600050.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

算网数智引领增长，高分红彰显价值

业绩简评

2025 年 8 月 13 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年实现营收 2002.02 亿元，同比+1.5%；实现归母净利润 63.49 亿元，同比+5.1%。Q2 单季度实现营收 968.49 亿元，同比-1.02%；实现归母净利润 37.43 亿元，同比+4.18%。

经营分析

传统联网通信业务增长稳健，算网数智业务成为新增长引擎：公司 1H25 传统联网通信业务收入 1319 亿元，同比+5.4%，作为公司的基盘业务文章有增。算网数智业务和战略性新兴产业成为公司收入增长的新引擎。1H25 算网数智业务收入 454 亿元，同比增长 4.4%，收入占比提升至 26%。战略性新兴产业收入占比提升至 86%，创历史新高。我们认为公司通过向 AI、工业互联网等新兴产业的规模化扩张实现了业务结构的多元化。在传统电信行业增速放缓的背景下，算网数智业务等有望维持收入端的强劲增长。

算力基础设施资源利用率提高，持续看好云和 IDC 业务放量：1H25 联通云实现收入 376 亿元，同比+18.6%；IDC 数据中心业务收入 144 亿元，同比+9.4%。其中 IDC 算力基础设施布局持续完善，资源利用率大幅提升。截止 2Q25，公司 IDC 能力储备合计达 2650MW，智算总规模达 30EFLOPS。1H25 公司 IDC 资源利用率超 70%，AIDC 签约金额同比+60%。我们认为公司 IDC 资源由于折旧摊销压力较轻，后续 IDC 上架率的提升将显著带动相关收入增长。云和 IDC 业务的放量也有望拔高公司的估值水平。

资本开支下降，现金流增长：公司 1H25 资本开支 202 亿元，同比-15%，极简网络有序推进，年化节省 OPEX 近 10 亿元。全年资本开支预计 550 亿元，较我们此前预期有所下修。资本开支节省带来公司自由现金流的增长，公司 2025 经营现金流净额 214.5 亿元，同比+11.3%，环比+173.4%。公司中期每股派息 0.1112 元，同比+16.0%，股息回报稳定增长，作为红利型资产仍具备配置价值。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025/2026/2027 年公司营业收入分别为 4,039.03/4,180.83/4,315.72 亿元，归母净利润为 100.31/109.02/117.84 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 PE 为 16.80/15.46/14.30 倍，维持“买入”评级。

风险提示

AI 发展不及预期；DICT 业务发展不及预期；行业竞争加剧风险；电信业务发展不及预期。

通信组

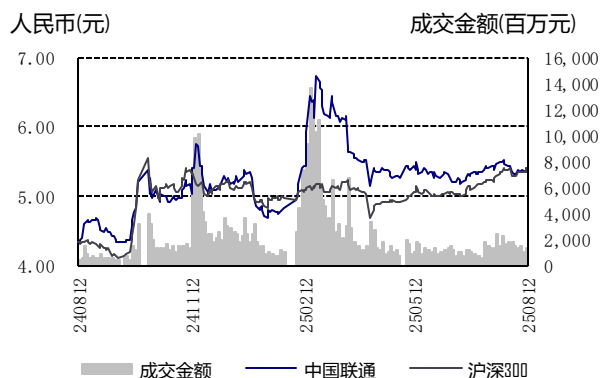
分析师：张真桢 (执业 S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.39 元

相关报告：

- 1.《中国联通公司点评：业绩稳健增长，算网数智扩盘提质》，2025.4.18
- 2.《中国联通公司点评：算网数智驱动成长，加大算力投资》，2025.3.19
- 3.《中国联通公司深度研究：通信业务稳盘提质，算网数智加速发展》，2024.11.5



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	403,903	418,083	431,572
营业收入增长率	4.97%	4.56%	3.67%	3.51%	3.23%
归母净利润(百万元)	8,173	9,030	10,031	10,902	11,784
归母净利润增长率	11.96%	10.49%	11.08%	8.69%	8.09%
摊薄每股收益(元)	0.257	0.284	0.321	0.349	0.377
每股经营性现金流净额	3.29	2.88	3.57	2.97	2.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.13%	5.48%	5.93%	6.25%	6.56%
P/E	17.04	18.70	16.80	15.46	14.30
P/B	0.87	1.02	1.00	0.97	0.94

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	354,944	372,597	389,589	403,903	418,083	431,572
增长率		5.0%	4.6%	3.7%	3.5%	3.2%
主营业务成本	-268,881	-281,231	-298,346	-306,966	-317,325	-327,563
%销售收入	75.8%	75.5%	76.6%	76.0%	75.9%	75.9%
毛利	86,063	91,366	91,243	96,937	100,758	104,009
%销售收入	24.2%	24.5%	23.4%	24.0%	24.1%	24.1%
营业税金及附加	-1,397	-1,542	-1,707	-1,616	-1,672	-1,726
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-34,455	-35,833	-36,975	-38,333	-39,679	-40,959
%销售收入	9.7%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-22,981	-23,998	-23,404	-24,264	-25,085	-25,894
%销售收入	6.5%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-6,836	-8,099	-8,835	-8,886	-9,198	-9,495
%销售收入	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	20,394	21,895	20,323	23,838	25,124	25,934
%销售收入	5.7%	5.9%	5.2%	5.9%	6.0%	6.0%
财务费用	748	259	278	58	1,099	1,822
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-6,918	-6,356	-7,319	-5,461	-5,421	-4,059
公允价值变动收益	24	114	49	115	113	113
投资收益	4,328	4,806	4,667	4,200	3,780	3,402
%税前利润	21.3%	21.2%	18.6%	15.1%	12.5%	10.4%
营业利润	20,401	22,843	22,700	26,984	29,142	31,214
营业利润率	5.7%	6.1%	5.8%	6.7%	7.0%	7.2%
营业外收支	-34	-134	2,392	741	1,000	1,378
税前利润	20,367	22,710	25,092	27,725	30,142	32,592
利润率	5.7%	6.1%	6.4%	6.9%	7.2%	7.6%
所得税	-3,716	-3,997	-4,491	-4,967	-5,367	-5,825
所得税率	18.2%	17.6%	17.9%	17.9%	17.8%	17.9%
净利润	16,651	18,713	20,601	22,758	24,775	26,767
少数股东损益	9,352	10,540	11,571	12,728	13,873	14,983
归属于母公司的净利润	7,299	8,173	9,030	10,031	10,902	11,784
净利率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	16,651	18,713	20,601	22,758	24,775	26,767
少数股东损益	9,352	10,540	11,571	12,728	13,873	14,983
非现金支出	90,780	86,501	84,711	75,392	71,040	71,579
非经营收益	-1,198	-2,616	-3,592	-5,763	-5,764	-5,419
营运资金变动	-3,603	2,046	-10,154	21,196	4,464	-697
经营活动现金净流	102,630	104,644	91,565	113,582	94,515	92,230
资本开支	-70,776	-77,983	-73,770	-54,747	-50,577	-40,487
投资	9,725	-11,409	16,245	5,742	-9,887	-8,887
其他	4,924	3,853	-27,136	4,200	3,780	3,402
投资活动现金净流	-56,127	-85,539	-84,662	-44,805	-56,684	-45,972
股权募资	2,946	386	22	0	0	0
债权募资	-4,803	-4,638	335	-667	1,021	690
其他	-23,092	-22,255	-26,267	-7,331	-7,284	-8,152
筹资活动现金净流	-24,949	-26,507	-25,909	-7,998	-6,263	-7,462
现金净流量	21,553	-7,298	-18,941	60,780	31,568	38,797

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	70,036	58,816	54,713	108,325	133,455	166,206
应收款项	32,114	44,675	63,319	38,623	38,216	36,938
存货	1,882	2,217	2,463	2,355	2,521	2,692
其他流动资产	42,237	52,321	38,313	44,987	45,950	43,459
流动资产	146,269	158,028	158,808	194,290	220,141	249,295
%总资产	22.7%	23.8%	23.6%	28.0%	30.4%	33.5%
长期投资	55,776	60,929	77,694	72,067	82,067	91,067
固定资产	348,995	352,063	350,609	342,598	335,217	321,107
%总资产	54.1%	53.1%	52.1%	49.3%	46.3%	43.2%
无形资产	35,876	37,278	36,598	38,428	42,236	45,491
非流动资产	498,418	504,816	514,029	500,710	503,998	494,308
%总资产	77.3%	76.2%	76.4%	72.0%	69.6%	66.5%
资产总计	644,687	662,845	672,837	694,999	724,140	743,602
短期借款	13,365	13,677	14,859	13,336	13,493	13,659
应付款项	165,062	182,764	190,462	188,641	195,350	193,266
其他流动负债	69,557	63,845	60,659	71,800	75,595	77,287
流动负债	247,984	260,286	265,980	273,777	284,438	284,212
长期贷款	1,828	2,133	2,128	2,133	2,138	2,143
其他长期负债	47,601	42,491	35,941	33,139	32,562	32,156
负债	297,413	304,910	304,048	309,048	319,137	318,510
普通股股东权益	154,370	159,241	164,847	169,282	174,460	179,567
其中：股本	31,804	31,804	31,801	31,798	31,798	31,798
未分配利润	45,379	49,299	53,170	58,113	63,291	68,398
少数股东权益	192,904	198,695	203,942	216,669	230,543	245,526
负债股东权益合计	644,687	662,845	672,837	694,999	724,140	743,602

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.230	0.257	0.284	0.321	0.349	0.377
每股净资产	4.854	5.007	5.184	5.415	5.580	5.743
每股经营现金净流	3.227	3.290	2.879	3.572	2.972	2.901
每股股利	0.109	0.132	0.158	0.160	0.180	0.210
回报率						
净资产收益率	4.73%	5.13%	5.48%	5.93%	6.25%	6.56%
总资产收益率	1.13%	1.23%	1.34%	1.44%	1.51%	1.58%
投入资本收益率	4.57%	4.80%	4.30%	4.85%	4.89%	4.81%
增长率						
主营业务收入增长率	8.26%	4.97%	4.56%	3.67%	3.51%	3.23%
EBIT 增长率	18.00%	7.36%	-7.18%	17.30%	5.39%	3.23%
净利润增长率	15.76%	11.96%	10.49%	11.08%	8.69%	8.09%
总资产增长率	8.66%	2.82%	1.51%	3.29%	4.19%	2.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.3	33.3	45.7	35.0	38.0	39.0
存货周转天数	2.5	2.7	2.9	2.8	2.9	3.0
应付账款周转天数	178.2	188.9	190.9	188.0	183.0	176.0
固定资产周转天数	311.9	298.7	294.5	284.8	275.6	267.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.64%	-12.74%	-10.91%	-24.71%	-29.72%	-35.98%
EBIT 利息保障倍数	-27.3	-84.6	-73.2	-407.9	-22.9	-14.2
资产负债率	46.13%	46.00%	45.19%	44.47%	44.07%	42.83%

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	0	2	5	11	36
增持	0	0	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.44	1.31	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：北京市东城区建国门内大街 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