

中国联通 (600050.SH)

上半年经营业绩保持稳健，现金流改善支撑派息提升

2025 年 8 月 12 日，中国联通发布中期业绩，上半年公司收入规模稳中有升，营业收入突破人民币 2000 亿元；盈利能力持续增强，利润总额达到人民币 177 亿元，同比增长 5.2%，股东回报能力伴随现金流的改善进一步提升。

□ 2025 年上半年，中国联通聚焦联网通信、算网数智两大主业协同发展，盈利能力稳健提升。收入端看，25H1 中国联通营收突破 2000 亿元(yoy+1.45%)，其中通服业务收入 1784 亿元(yoy+1.56%)；分季度，25Q2 公司实现营收 968 亿元(yoy-1.02%)，其中通服业务收入 875 亿元(yoy+1.04%)。利润端看，25H1 公司净利润 144.3 亿元(yoy+4.97%)，归母净利润 63.5 亿元(yoy+5.12%)；分季度，25Q2 公司净利润 85.4 亿元(yoy+4.3%)，归母净利润 37.4 亿元(yoy+4.2%)。

● 用户规模拓展及客户价值提升，驱动联网通信稳中有进。25H1 公司联网通信收入 1319 亿元(yoy+0.4%)，占通服业务 74%。公司移动和宽带用户合计净增 1119 万人，创近年同期新高，用户数达 4.8 亿户；移动、宽带等融合业务渗透率超 77%，融合业务 ARPU 高于 100 元且较上年末有所提升。

● AI 赋能算网数智业务量质齐升，收入占比、毛利率水平均有提高。25H1 公司算网数智实现收入 454 亿元(yoy+4.3%)，占通服业务比重提升 1pct 至 26%。联通云收入 376 亿元(yoy+4.6%)，数据中心收入 144 亿元(yoy+9.4%)，AIDC 签约金额同比增长 60%，5G 专网收入同比增长 60%。

● 业务结构持续优化，战新产业为公司发展注入新动能。公司加强 6G、低空智联网、卫星互联网、具身智能、量子科技等前沿布局，更多标志性成果落地，智算总规模达 30EFLOPS，战略性新兴产业收入占比提升到 86%。国际业务方面，公司不断提升全球化发展能力，智能组网服务 280 多个云服务商，连接超 400 个数据中心，25H1 国际业务收入达 68 亿元(yoy+11%)。

□ 成本有效管控，支撑净利率持续提升。25H1 公司营业成本同比增长 0.9%，低于营业收入增幅，带动净利率提升 0.24pct 至 7.21%，创 2010 年以来新高。其中，公司极简网络有序推进，年化节省 OPEX 近 10 亿元；同时，深化成本精细化管理，持续提高资源配置效率，管理成本同比下降 3.5%至 107 亿元；随着投资效能不断提升，公司上半年折旧及摊销下降 4.8%至 403 亿元。

□ 经营现金流明显改善，资本开支投向精准，自由现金流全年有望向好。公司经营现金流 25Q2 同比增长 11.3%，是近六个季度首次增速转正，带动 25H1 经营现金流降幅收窄至 2.8%；随着公司进一步加强回款管理、算网数智业务回款下半年预计加快，经营现金流有望进一步改善。公司精准建网、智能管网成效明显，上半年资本开支 202 亿元(yoy-15%)，全年资本开支指引仍维持在 550 亿元左右，预计公司将加大 AI、算力等战新产业投入力度。

□ 重视市值管理，股东回报能力稳步提升。中国联通将自身定位“兼具高股息回报+高科技成长双重属性”的上市公司，重视股东回报，积极统筹当期经营和长远发展。2025 年上半年，公司继续派发中期股息，其中香港红筹主体派发中期股息每股 0.2841 元，派息率提升 5pct 至 60%；A 股主体派发中期股息每股 0.1112 元，同比提升 16%。

□ 投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 96 亿元、102 亿元、

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/通信

目标估值：NA

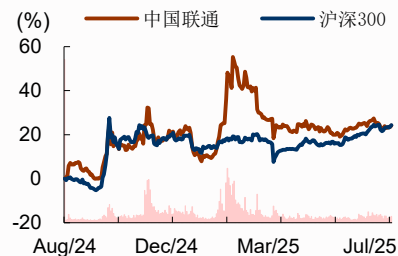
当前股价：5.39 元

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)	168.5
流通市值 (十亿元)	165.8
每股净资产 (MRQ)	5.4
ROE (TTM)	5.5
资产负债率	43.0%
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	-1	-1	20
相对表现	-4	-7	-4



相关报告

- 1、《中国联通 (600050) —25Q1 实现良好开局，算力业务拓展持续》 2025-04-18
- 2、《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
- 3、《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

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

罗嘉成 S1090525070006

luojiacheng@cmschina.com.cn

109 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 17.5 倍、16.5 倍、15.5 倍，PB 分别为 1.0 倍、1.0 倍、0.9 倍，维持“强烈推荐”评级。

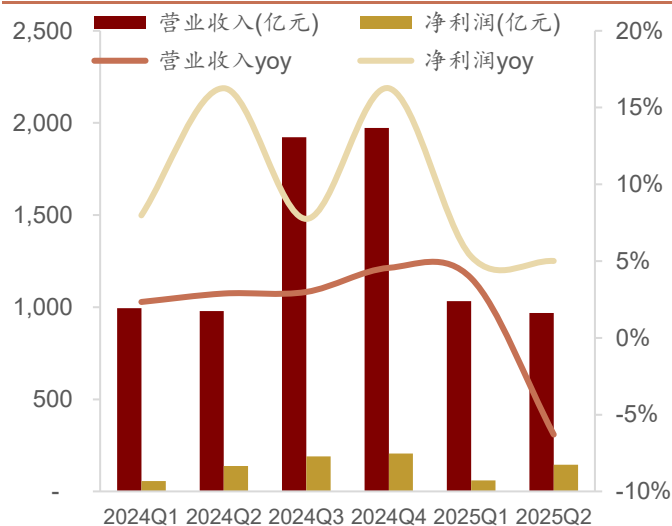
□ 风险提示：市场竞争加剧、行业监管政策变动的风险、宏观经济超预期扰动、运营商 Capex 投入不及预期的风险。

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	25124	26869	28697
同比增长	12%	-1%	10.7%	6.9%	6.8%
归母净利润(百万元)	8173	9030	9609	10212	10850
同比增长	12%	10%	6.4%	6.3%	6.2%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.31	0.33	0.35
PE	20.6	18.7	17.5	16.5	15.5
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9

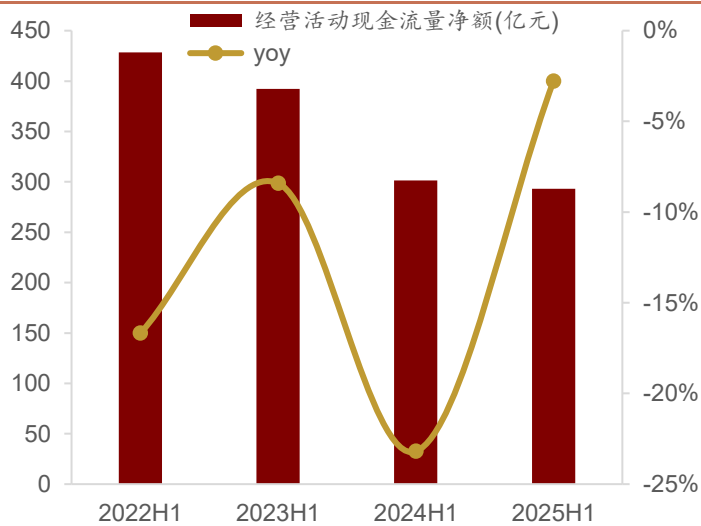
资料来源：公司数据、招商证券

图1：22H1-25H1 中国联通营收、净利情况(亿元，%)



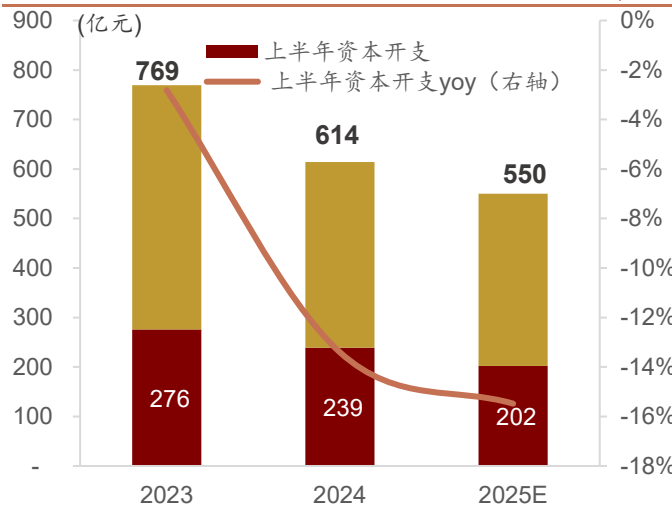
资料来源：Wind，招商证券

图2：22H1-25H1 中国联通经营现金流情况(亿元，%)



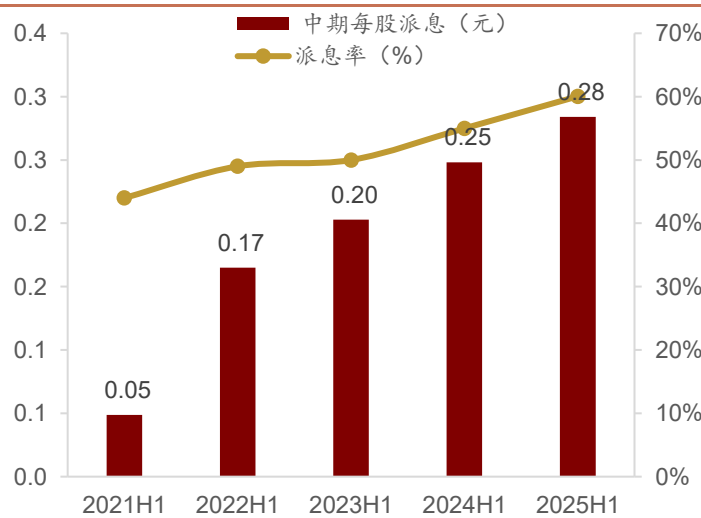
资料来源：Wind，招商证券

图3：2023-2025 上半年资本开支情况对比(亿元，%)



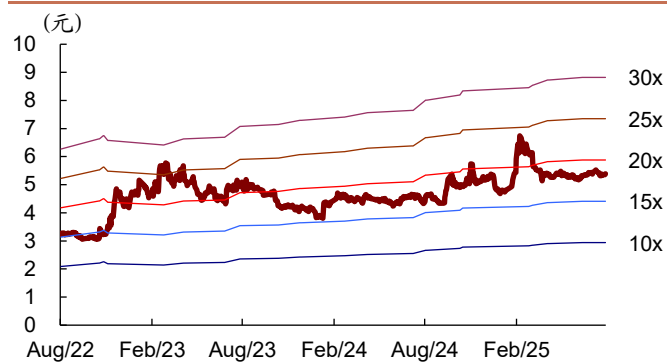
资料来源：Wind，招商证券

图4：21H1-25H1 中国联通香港红筹公司分红派息情况



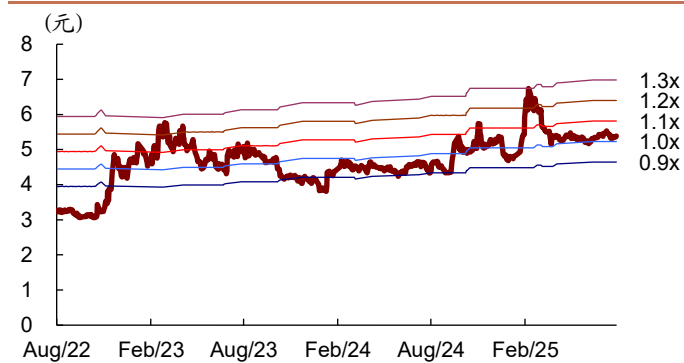
资料来源：Wind，招商证券 注：中期派息值为公司港股数据

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	190333	211767	234346
现金	58816	54713	90550	113270	137656
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	2556	2630	2697
其他	49713	35787	37097	38190	39168
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	684311	708543	733150
流动负债	260286	265980	260991	267656	273816
短期借款	681	711	700	600	600
应付账款	167614	175521	182181	187450	192251
预收账款	46503	46991	48774	50185	51470
其他	45488	42757	29337	29422	29496
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	299110	305810	311994
股本	31804	31801	31264	31264	31264
资本公积金	77913	79018	79018	79018	79018
留存收益	49523	54028	58664	63111	67630
少数股东权益	198695	203942	216254	229340	243243
归属于母公司所有者权益	159241	164847	168946	173393	177912
负债及权益合计	662845	672837	684311	708543	733150

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	104342	91255	89424	86232	88089
净利润	18713	20601	21921	23298	24754
折旧摊销	67311	64028	62232	63213	63985
财务费用	1847	1683	(21)	(618)	(807)
投资收益	(4806)	(4667)	(7611)	(7697)	(7798)
营运资金变动	22000	9373	12902	8036	7956
其它	(724)	238	0	0	0
投资活动现金流	(85539)	(84662)	(34630)	(58315)	(58214)
资本支出	(79372)	(75742)	(66012)	(66012)	(66012)
其他投资	(6167)	(8920)	31382	7697	7798
筹资活动现金流	(26507)	(25909)	(18957)	(5197)	(5489)
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)	(5765)	(6332)
其他	(4453)	(6930)	21	618	807
现金净增加额	(7705)	(19316)	35837	22720	24386

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	309665	318622	326782
营业税金及附加	1542	1707	1769	1822	1868
营业费用	35833	36975	37712	38620	39183
管理费用	23998	23404	23850	24348	24545
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	62	75	62
其他收益	2905	1876	2649	2477	2334
投资收益	4806	4667	4900	5145	5402
营业利润	22843	22700	25124	26869	28697
营业外收入	672	2755	2255	2155	2055
营业外支出	806	363	660	610	545
利润总额	22710	25092	26719	28414	30208
所得税	3997	4491	4797	5116	5454
少数股东损益	10540	11571	12313	13086	13903
归属于母公司净利润	8173	9030	9609	10212	10850

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%	10.7%	6.9%	6.8%
归母净利润	12%	10%	6.4%	6.3%	6.2%
获利能力					
毛利率	24.5%	23.4%	23.3%	23.3%	23.4%
净利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
ROE	5.2%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%
ROIC	4.8%	4.6%	5.1%	5.2%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	45.2%	43.7%	43.2%	42.6%
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	0.8
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	123.4	122.9	122.7
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	0.33	0.35
每股经营净现金	3.34	2.92	2.86	2.76	2.82
每股净资产	5.09	5.27	5.40	5.55	5.69
每股股利	0.13	0.16	0.18	0.20	0.23
估值比率					
PE	20.6	18.7	17.5	16.5	15.5
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.2	7.5	6.8	6.6	6.5

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。