

公司研究

利润持续增长，高比例分红彰显长期发展信心

——中国联通（0762.HK）2025 年中报点评

要点

事件：2025 年上半年，公司营业收入 2,002 亿元，同比增长 1.5%；实现利润总额 178 亿元，同比增长 5.1%，归母净利润 145 亿元，同比增长 5%。董事会建议派发中期股息每股人民币 0.2841 元（含税），同比增长 14.5%，显著高于归母净利润增速，股东回报持续提升。

联网通信业务稳中有进。上半年，联网通信业务收入 1,319 亿元，同比增长 0.4%。联接用户规模突破 12 亿，其中移动和宽带用户净增超 1,100 万户，总用户达到 4.8 亿户，净增规模创近年同期新高；物联网联接数净增超 6,000 万，总量达到 6.9 亿，其中车联网数 8600 万，继续巩固主导优势。

算网数智业务持续拓展。上半年算网数智业务收入 454 亿元，同比增长 4.3%，占主营业务收入比例提升至 26%。联通云收入 376 亿元，同比增长 18.6%，数据中心收入 144 亿元，同比增长 9.4%，AIDC 签约金额同比增长 60%；智能服务开放 AI 开发平台，构建 30+可信数据空间及上百个 AI 智能体，多领域实现 AI 规模化应用。赋能行业全面升级，5G 专网收入同比+60%；累计打造 7,500 个 5G 工厂；助力 400+城市智慧治理升级；累计实施超 5 万个 5G 应用项目。

推进国际化战略，持续布局算力基础设施。公司携手全球 600 余家运营商、1000 余家产业伙伴；服务 280 余家云服务商，连接 400 余个数据中心，新增 5 个海外智算中心，加快拓展国际市场；落地东盟智能制造、中东智能仓储等标杆项目。优化算力基础设施一体化布局，数据中心能力储备 2650MW，智算规模 30EFLOPS；算力智联网向 800G/1.2T 带宽演进。

资本开支同比减少，盈利能力继续提升。上半年资本开支同比下降 15%，实现有效控制。经营活动现金流净额为人民币 290.0 亿元，扣除资本开支后自由现金流为人民币 87.8 亿元，同比增长 63.1%。折旧摊销同比下降 4.8%，人工成本同比减少 0.4%。综合毛利率同比提升 0.5pct，盈利能力进一步增强。

维持“买入”评级：维持 25~27 年归母净利润预测 217 亿、232 亿、251 亿元人民币，对应 PE 13X、12X、11X。基于：1) 公司基础电信业务保持稳定，联通云业务有望成为第二增长曲线；2) 公司股息率稳健，近五年平均股息率超过 6%，具有较强的稳定性；3) 数据安全重要性日益上升，公司作为国企三大运营商之一，在核心城市数据中心集群等稀缺资源方面具有一定壁垒。随着 CAPEX 已进入下行周期，业绩释放能力进一步增强，运营商具备长期向好逻辑，我们长期看好公司的投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、用户增速下滑风险，ARPU 增长不及预期，海外业务发展不及预期，资本支出回报不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	372,597	389,589	403,051	416,044	425,045
营业收入增长率	5.0%	4.6%	3.5%	3.2%	2.2%
归母净利润（百万元）	18,726	20,613	21,748	23,234	25,139
净利润增长率	11.8%	10.1%	5.5%	6.8%	8.2%
EPS（元）	0.612	0.674	0.711	0.759	0.822
P/E	15	14	13	12	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-12，汇率 1HKD=0.9096CNY

买入（维持）

当前价：10.19 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：沈昱恒

021-52523686

shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	305.98
总市值(亿港元):	3,117.95
一年最低/最高(港元):	5.96-11.56
近 3 月换手率:	14.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.3	13.3	35.2
绝对	11.7	21.4	81.2

资料来源：Wind

相关研报

数字信息服务国家队，云业务打造第二增长曲线——中国联通（0762.HK）覆盖报告（2025-05-23）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	372,597	389,589	403,051	416,044	425,045
联网通信业务	257,450	261,330	264,896	267,212	267,194
算网数智业务	75,250	82,490	92,386	103,064	112,082
其他服务收入	2,470	2,155	2,155	2,155	2,155
销售通信产品收入	37,427	43,614	43,614	43,614	43,614
营业开支	357,632	373,556	382,361	393,440	400,676
期间结算成本	11,294	11,224	11,285	11,233	11,476
折旧与摊销	84,847	83,392	80,610	83,209	85,009
网络、营运及支撑成本	60,026	64,320	68,519	70,728	72,258
雇员薪酬及福利开支	62,939	64,931	67,175	69,340	70,840
销售通信产品成本	36,403	42,466	43,933	45,350	46,331
其他经营费用	102,123	107,223	110,839	113,580	114,762
营业利润	14,965	16,033	20,690	22,605	24,369
归母净利润	18,726	20,613	21,748	23,234	25,139
息税折旧前利润	104,617	105,224	107,528	106,516	111,047
息税前利润	17,788	20,377	24,136	25,906	27,838
每股收益 (元)	0.61	0.67	0.71	0.76	0.82
每股股息 (元)	0.16	0.22	0.21	0.23	0.25

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万元人民币)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	661,051	671,237	690,331	694,779	710,687
流动资产	158,101	158,800	186,654	203,012	234,069
现金及短期投资	58,812	54,706	56,427	66,567	92,613
有价证券及短期投资	24,428	9,150	30,000	33,000	35,000
应收账款	38,971	54,005	59,105	59,341	61,477
存货	2,217	2,463	2,496	2,613	2,655
其它流动资产	33,673	38,476	38,626	41,490	42,323
非流动资产	502,950	512,437	503,677	491,767	476,619
长期投资	54,428	56,511	57,011	58,511	60,011
固定资产净额	355,995	351,530	335,878	319,049	299,181
其他非流动资产	92,527	104,396	110,788	114,207	117,427
总负债	307,153	307,667	312,482	300,123	297,757
流动负债	263,652	270,672	274,389	265,380	268,447
应付账款	114,965	116,342	123,549	126,351	129,884
短期借贷	16,168	16,868	23,216	11,437	11,000
其它流动负债	132,519	137,462	127,624	127,593	127,563
长期负债	43,501	36,995	38,093	34,743	29,310
长期债务	31,869	25,392	26,170	22,170	16,170
其它	11,632	11,603	11,923	12,573	13,140
股东权益合计	353,898	363,570	377,849	394,656	412,930
股东权益	351,474	361,045	375,197	391,869	409,997
少数股东权益	2,424	2,525	2,652	2,787	2,933
负债及股东权益总额	661,051	671,237	690,331	694,779	710,687
净现金/(负债)	-857	843	-4,882	20,387	52,303
营运资本	-73,777	-59,874	-61,948	-64,396	-65,751
长期可运用资本	397,399	400,565	415,942	429,399	442,241
股东及少数股东权益	353,898	363,570	377,849	394,656	412,930

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万元人民币)

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	102,391	89,402	97,515	107,422	113,033
净利润	18,726	20,613	21,748	23,234	25,139
折旧与摊销	84,847	83,392	85,960	87,060	90,099
营运资本变动	61,594	-13,903	2,074	2,449	1,355
其它	-62,776	-700	-12,267	-5,320	-3,559
投资活动现金流	-85,543	-84,656	-95,506	-75,150	-73,950
资本性支出净额	80,763	77,716	74,000	73,000	73,000
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-3,377	-2,083	-500	-1,500	-1,500
其它资产变化	-162,929	-160,289	-169,006	-146,650	-145,450
自由现金流	187,098	169,096	174,151	173,450	178,147
融资活动现金流	-24,515	-24,064	-288	-22,133	-13,037
股本变动	386	22	0	0	0
净债务变化	-10,632	-5,777	7,126	-15,779	-6,437
派发红利	-5,447	-8,690	-6,609	-6,563	-7,011
其它长期负债变化	-8,822	-9,619	-805	209	411
净现金流	-7,667	-19,318	1,721	10,140	26,046

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP