中国联通(600050)

报告日期：2025 年 08 月 13 日

扣非同比+10.3%，AI 开始规模变现

——中国联通 2025 年上半年业绩点评报告

投资要点

- **主营稳健增长，扣非归母净利同比+10.3%**

2025 年上半年，公司实现营业收入 2002 亿元，同比增长 1.5%，服务收入 1784 亿元，同比增长 1.5%，销售通信产品收入 219 亿元，同比增长 0.7%；归母净利润 63 亿元，同比增长 5.1%；扣非归母净利润 56 亿元，同比增长 10.3%。

单二季度，公司实现营业收入 968 亿元，同比下降 1.0%，服务收入 875 亿元，同比增长 1.0%，销售通信产品收入 94 亿元，同比下降 16.6%，二季度收入下降主要受销售通信产品下降影响；归母净利润 37 亿元，同比增长 4.2%；扣非归母净利润 33 亿元，同比增长 17.2%。

- **两大主业协同并进，AI 已开始规模变现**

联网通信：整体稳健增长，用户净增再创新高。上半年，公司联网通信业务收入 1319 亿元，同比增长 0.4%，保持稳健增长趋势。移宽两网用户净增数量再创近年新高，上半年净增 1119 万户，总量达到 4.8 亿户；融合用户渗透率超 77%，“双千兆”用户占比约 50%。在用户规模持续增长的同时，用户价值趋势稳中向好，上半年新增移宽用户户均价值实现同比改善，融合用户 ARPU 保持百元以上，较 24 年底有所提升。公司坚持实施融合创新战略，深化发展细分场景及产品适配，在提升用户规模的基础上，夯实推动用户 ARPU 持续提升的基础，实现客户整体价值的有效提升。

算网数智：算力业务动能强劲，AI 已开始规模变现。上半年，公司算网数智业务收入 454 亿元，同比增长 4.3%。其中：联通云收入 376 亿元，同比增长 4.6%。IDC 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，IDC 利用率超 70%，带动 IDC 业务整体再提速，上半年 IDC 收入 144 亿元，同比增长 9.4%，（25Q1 增速 8.8%、24 年增速 7.4%），显示 AI 算力侧旺盛需求，AIDC 上半年签约金额同比增长 60%。AI 基建作为公司目前具备优势和条件的业务领域，是应用规模落地并产生实效的重要基础，上半年公司 AI 业务已开始规模变现，成为公司新的增长点。后续公司将进一步加大智算中心增量扩容，加快在天津、河北、江苏、安徽等地的重点工程建设，并计划探索 10 万卡集群。这将有利于加快公司 AI 业务规模变现的节奏。

- **有效管控成本，下半年信用减值有望冲回带来正利润贡献**

港股口径下，营业成本同比 0.9%，占收比-0.5pp，其中：网络结算支出同比-0.3%，占收比持平；折旧摊销同比-4.8%，占收比-1.3pp，得益于近年来投资能效不断提升；网络运营支撑成本同比+3.0%，占收比+0.2pp，主要因为网络规模扩大及算力资源日益丰富；员工薪酬同比-0.4%，占收比-0.3pp；销售费用同比+2.5%，占收比+0.1pp；管理费用同比-6.1%，占收比-0.1pp；其他经营费用同比+7.0%，占收比+1.0pp。

公司遵循严格的信用减值计提政策，上半年信用减值损失 80.8 亿元，占营业收入比例 4.0%，较 24 年同期提升 0.3pp，信用减值损失金额较 24 年同期增加了 8.5 亿元。下半年，随算网数智业务陆续回款，部分信用减值损失有望冲回，预计对净利润将带来正向贡献。

- **资本开支有效节省，自由现金流同比+63%**

上半年，公司资本开支 202 亿元，同比下降 15%，全年资本开支预计 550 亿元，同比下降 10.4%。公司资本开支规模锚定战略航标和业务增长曲线，既不做冲动式扩张，也不搞保守式收缩，持续优化投资结构，预计未来 2-3 年投资规模保持相对平稳，下降幅度会有所收窄。

上半年，公司经营活动现金流净额同比下降 2.8%，一方面算网数智业务回款速度相对较慢，另一方面公司为营造良好经济生态，按照合同履约义务及时付款，

投资评级：买入(维持)

分析师：张建民
执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

分析师：徐菲
执业证书号：S1230524080003
xufei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥5.44
总市值(百万元)	170,078.47
总股本(百万股)	31,264.43

股票走势图

相关报告

1 《增速领先行业，IDC 加速增长》 2025.04.19
2 《智算业务进展超预期，25 年业绩有望继续有力增长》 2025.03.20
3 《业绩双位数增长，折旧年限调整增厚利润释放空间》 2024.10.27

因此经营现金流净额同比有所下降，但降幅较 24 年同期已显著收窄（2024H1 经营现金流净额同比下降 23.2%），彰显公司积极的回款管控措施。自由现金流约 87.8 亿元，同比增长 63.1%。

- **重视股东回报，中期派息除权在即**

公司高度重视股东回报，将继续派发中期股息，A 股每股拟派发人民币 0.1112 元，同比提升 16.0%；港股每股拟派发人民币 0.2841 元，同比提升 14.5%，除净日为 2025 年 9 月 2 日。

- **盈利预测及估值**

预计 2025-2027 年收入增 3.0%、2.9%、2.7%，归母净利润增速 7.0%、6.8%、6.6%，对应 PE 18、16、15 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

基础业务用户提升不及预期；创新业务竞争加剧；成本费用管控不及预期；分红派息不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	389589	401377	412951	424026
(+/-) (%)	4.56%	3.03%	2.88%	2.68%
归母净利润	9030	9663	10318	10997
(+/-) (%)	10.49%	7.01%	6.79%	6.57%
每股收益(元)	0.29	0.31	0.33	0.35
P/E	18.84	17.60	16.48	15.47

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	158808	189327	220400	252964
现金	54713	73339	101785	135053
交易性金融资产	2526	2526	2526	2526
应收账项	58875	61063	63228	65329
其它应收款	4424	4557	4689	4815
预付账款	6463	7293	6942	7250
存货	2463	2519	2588	2652
其他	29345	38030	38643	35339
非流动资产	514029	508281	503221	494602
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	56510	53996	54978	55162
固定资产	314389	319326	320741	319369
无形资产	30908	22998	15080	7154
在建工程	35596	35014	34461	33935
其他	76626	76946	77961	78982
资产总计	672837	697608	723621	747566
流动负债	265980	269736	276820	281589
短期借款	711	631	674	672
应付款项	175521	178036	184366	188463
预收账款	226	233	240	246
其他	89522	90836	91541	92208
非流动负债	38069	37576	37342	36901
长期借款	2128	2277	2350	2461
其他	35941	35298	34992	34440
负债合计	304048	307311	314162	318490
少数股东权益	203942	216323	229545	243636
归属母公司股东权	164847	173973	179915	185440
负债和股东权益	672837	697608	723621	747566

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	91255	82827	97116	99571
净利润	20601	22044	23540	25088
折旧摊销	82337	79957	77767	73558
财务费用	(278)	(259)	(278)	(305)
投资损失	(4667)	(4900)	(5292)	(5715)
营运资金变动	(139)	(7344)	5043	5787
其它	(6599)	(6671)	(3664)	1158
投资活动现金流	(84662)	(63994)	(64686)	(61245)
资本支出	(74200)	(73900)	(61370)	(55000)
长期投资	(2083)	2514	(982)	(183)
其他	(8379)	7392	(2334)	(6061)
筹资活动现金流	(25909)	(25040)	(29519)	(30401)
短期借款	30	(80)	43	(2)
长期借款	(6)	150	72	111
其他	(25933)	(25111)	(29634)	(30510)
现金净增加额	(19316)	(6207)	2911	7924

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	389589	401377	412951	424026
营业成本	298346	305176	313534	321293
营业税金及附加	1707	1878	2028	2190
营业费用	36975	38084	38846	39623
管理费用	23404	23638	23875	24113
研发费用	8835	9630	10111	10617
财务费用	(278)	(259)	(278)	(305)
资产减值损失	(347)	(358)	(368)	(378)
公允价值变动损益	4704	4694	4685	4677
投资净收益	4667	4900	5292	5715
其他经营收益	22700	25332	27102	28968
营业利润	2755	1736	1701	1667
营业外收支	363	218	131	79
利润总额	25092	26850	28672	30557
所得税	4491	4806	5132	5469
净利润	20601	22044	23540	25088
少数股东损益	11571	12381	13222	14091
归属母公司净利润	9030	9663	10318	10997
EBITDA	101004	100149	103028	105295
EPS（最新摊薄）	0.29	0.31	0.33	0.35

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.56%	3.03%	2.88%	2.68%
营业利润	-0.63%	11.60%	6.99%	6.89%
归属母公司净利润	10.49%	7.01%	6.79%	6.57%
获利能力				
毛利率	23.42%	23.97%	24.07%	24.23%
净利率	5.29%	5.49%	5.70%	5.92%
ROE	2.49%	2.55%	2.58%	2.62%
ROIC	9.22%	10.13%	10.54%	10.97%
偿债能力				
资产负债率	45.19%	44.05%	43.42%	42.60%
净负债比率	5.59%	5.55%	5.47%	5.43%
流动比率	0.60	0.70	0.80	0.90
速动比率	0.59	0.69	0.79	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.59	0.58	0.58
应收账款周转率	7.98	6.86	6.86	6.85
应付账款周转率	1.91	1.89	1.90	1.89
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.31	0.33	0.35
每股经营现金	2.92	2.65	3.11	3.18
每股净资产	5.18	5.56	5.75	5.93
估值比率				
P/E	18.84	17.60	16.48	15.47
P/B	1.05	0.98	0.95	0.92
EV/EBITDA	3.54	3.52	3.27	3.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn