

买入

2025 年 8 月 13 日

管理层高度重视价值创造和股东回报，向“高股息+高成长”迈进

- **经营业绩稳健增长，重视股东回报：**2025 年上半年，公司营业收入实现 2002.0 亿元 (YoY+1.5%)。盈利能力持续增强，税前利润达 178 亿元 (YoY+5.1%)。2025 年上半年，公司权益持有者应占盈利实现 144.8 亿元 (YoY+5.0%)。每股基本盈利为 0.473 元 (YoY+5.0%)。2025 年上半年，公司经营活动现金流量净额为 290.0 亿元，资本开支为 202.2 亿元，自由现金流为 87.8 亿元 (YoY+63.1%)。截至 2025 年 6 月 30 日，公司资产负债率为 43.7%。同时，董事会决定派发中期股息每股 0.2841 元 (含税) (YoY+14.5%)，合计约 86.93 亿元。
- **基本盘稳中有增，业务结构持续优化：**2025H1 联网通信收入达到 1319 亿元 (YoY+0.4%)。具体而言，公司联接用户规模一举突破 12 亿大关，移动和宽带用户净增超 1100 万，总数达 4.8 亿，创近年同期新高。50%的联用户选择“双千兆”服务，融合业务渗透率超过 77%、客单价超过百元。与此同时，算网数智收入达到 454 亿元 (YoY+4.3%)，占比提升到 26%。其中，联通云收入达到 376 亿元 (YoY+4.6%)，数据中心收入达到 144 亿元 (YoY+9.4%)，AIDC 签约金额同比增长 60% (YoY+60%)。此外，国际业务收入达到 68 亿元 (YoY+11%)；战略性新兴产业收入占比提升到 86%，成为公司高质量发展的新动能。
- **资本开支提质增效，研发实力不断增强：**2025 年上半年，公司营业成本为 1862.8 亿元 (YoY+0.9%)，增幅低于营业收入 1.5%的增幅。上半年，公司精准建网、智能管网成效明显，资本开支 202 亿元 (YoY-15%)。极简网络有序推进，年化节省 OPEX 近 10 亿元，数据中心资源利用率超过 70%。并实现移动网络人口覆盖率超过 99%，5G-A 规模商用超过 330 个城市；宽带网络覆盖 5.7 亿家庭，万兆光网试点达到 106 个城市。数据中心能力储备达 2650MW，智算总规模达到 30EFLOPS。此外，公司研发费用同比增长 16%，科技创新人才占比超过 40%，规模达到 4.7 万人。
- **维持目标价 13 港元，买入评级：**中国联通正从传统运营商向科技创新驱动的数字科技领军企业成功转型，其“高科技成长”与“高股息回报”的双重价值属性日益凸显。中国联通凭借稳定可持续的收入（“十四五”以来年均复合增长率 6%）、利润（“十四五”以来年均复合增长率超 12%）及向好的经营现金流增长预期，自 2021 年恢复中期派息以来累计分红 377 亿元；今年拟派发的中期股息是 2021 年首次派发额的 2.3 倍。考虑到中国联通公司基本面稳健、利润持续释放以及潜在的分红比率有望提高至 75%以上水平，给予公司国有资产合理价格的 1 倍 PB 水平，对应 2025 年利润的 18 倍 PE，目标价 13 港元，维持买入评级。
- **风险提示：**ARPU 值承压、宏观经济压力加大、资本开支下降不及预期等。

罗凡环

852-25321962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	电讯服务
股价	10.2 港元
目标价	13.0 港元 (+28%)
股票代码	762. HK
已发行 H 股本	305.98 亿股
H 股总市值	3140 亿港元
52 周高/低	11.4 港元/5.8 港元
每股净资产	13 港元
主要股东	中国联通 (BVI) 有限公司 53.52% 中国联通集团 (BVI) 有限公司 26.41%

表：盈利摘要

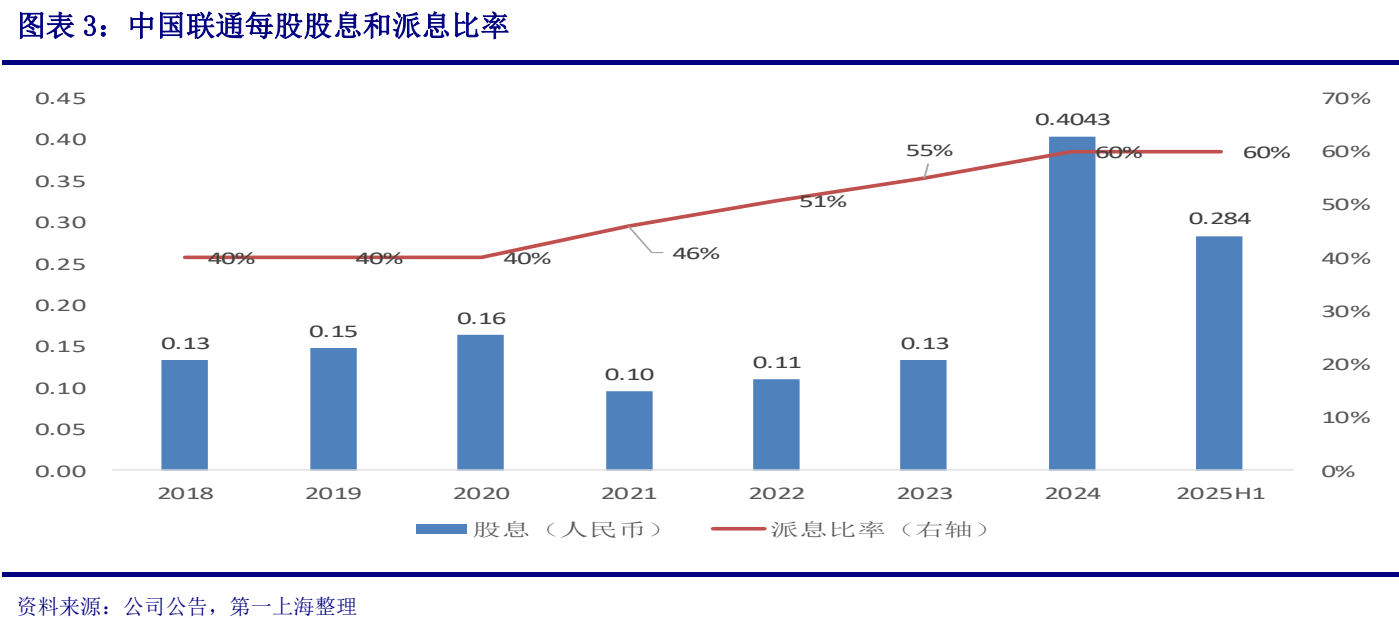
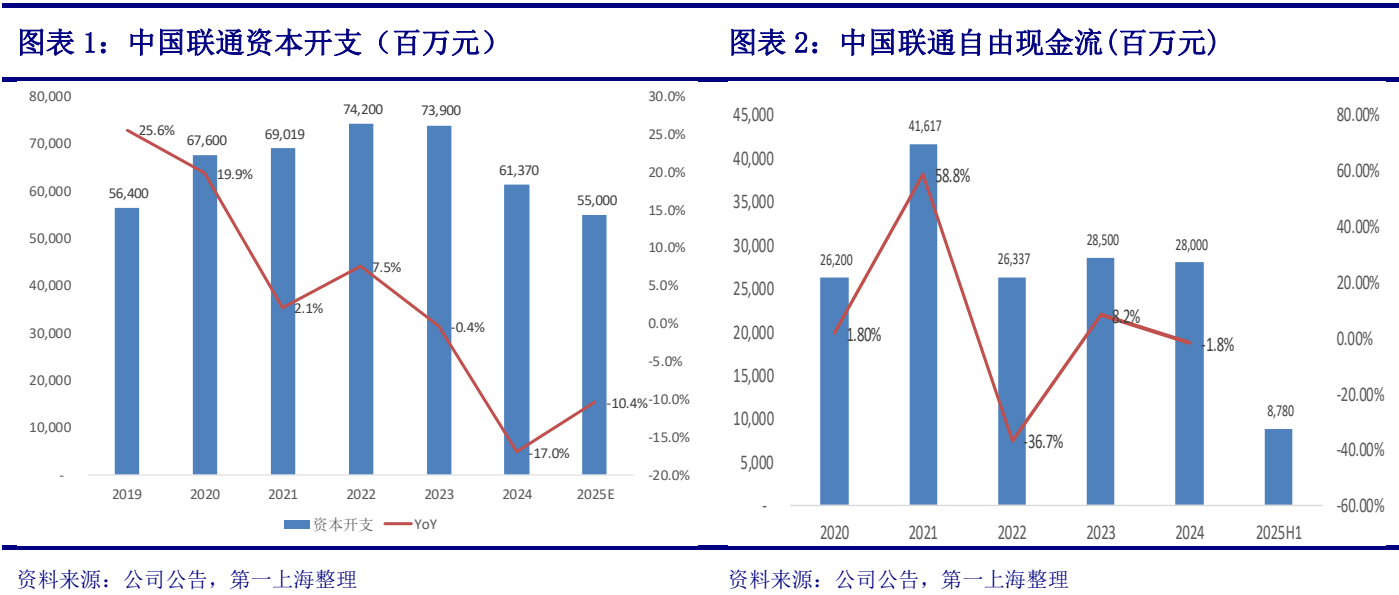
截至12月31日止财年	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	395,325	401,679	408,637
变动 (%)	5.0%	4.6%	1.5%	1.6%	1.7%
净利润 (百万元)	18,922	20,733	22,139	23,541	24,954
EPS (港元)	0.67	0.74	0.78	0.83	0.88
变动 (%)	11.8%	10.1%	6.5%	6.4%	6.1%
市盈率 (倍, @10.2港元)	15.2	13.8	13.0	12.2	11.5
每股派息 (港元)	0.37	0.44	0.51	0.58	0.66
息率 (%)	3.6%	4.3%	5.0%	5.7%	6.5%

资料来源：公司资料、第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博



图表 4：中国联通核心财务数据

中国联通 (百万元)	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025H1
营运收入	99,496	97,845	197,341	92,782	290,123	99,466	103,354	96,848	200,202
YOY	2.3%	3.4%	2.9%	3.3%	3.0%	9.4%	3.9%	-1.0%	1.4%
其中：通信服务收入	89,043	86,613	175,656	83,130	258,786	87,189	90,881	87,475	178,356
YOY	3.4%	2.0%	2.7%	2.0%	2.5%	5.5%	2.1%	1.0%	1.5%
EBITDA	26,611	28,400	55,011	25,384	80,395	19,030	26,060	28,178	54,238
YOY	3.4%	2.1%	2.7%	0.4%	2.0%	-9.4%	-2.1%	-0.8%	-1.4%
EBITDA率	26.7%	29.0%	27.9%	27.4%	27.7%	19.1%	25.2%	29.1%	27.1%
EBITDA占通信服务收入比	29.9%	32.8%	31.3%	30.5%	31.1%	21.8%	28.7%	32.2%	30.4%
运营利润	5,429	7,221	12,650	4,529	17,179	-1,146	5,858	8,060	13,918
YOY	22.3%	7.9%	13.7%	7.1%	11.9%	191.6%	7.9%	11.6%	10.0%
归母净利润	5,613	8,180	13,793	5,237	19,030	1,583	5,929	8,555	14,484
YOY	8.9%	13.0%	11.3%	7.9%	10.3%	7.0%	5.6%	4.6%	5.0%
净利润率	5.6%	8.4%	7.0%	5.6%	6.6%	1.6%	5.7%	8.8%	7.2%

资料来源：公司公告，第一上海预测

附录 1：主要财务报表

资产负债表					
〈人民币百万元〉，财务年度截止<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 固定资产	355,995	351,530	329,530	300,609	266,692
+ 其他非流动资产	146,955	160,907	160,907	160,907	160,907
非流动资产	502,950	512,437	490,437	461,516	427,599
+ 现金及等价物	47,733	28,480	58,383	94,477	134,736
+ 应收账款	38,692	53,730	54,805	55,901	57,019
+ 存货	2,217	2,463	2,480	2,498	2,515
+ 其他流动资产	69,459	74,127	74,679	75,242	75,816
流动资产	158,101	158,800	190,346	228,117	270,086
总资产	661,051	671,237	680,783	689,633	697,685
+ 长期借款	1,252	1,170	1,170	1,170	1,170
+ 其他非流动负债	42,249	35,825	35,825	35,825	35,825
非流动负债	43,501	36,995	36,995	36,995	36,995
短期借款	1,035	954	954	954	954
其他流动负债	262,617	269,718	271,352	273,002	274,668
流动负债	263,652	270,672	272,306	273,956	275,622
总负债	307,153	307,667	309,301	310,951	312,617
归母所有者权益	351,474	361,045	371,446	378,646	385,031
总权益及负债	661,051	671,237	680,747	689,596	697,648

现金流量表					
〈人民币百万元〉，财务年度截止<					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 税前利润	22,945	25,254	26,999	28,709	30,432
+ 折旧及摊销	84,847	83,392	77,000	77,122	74,781
+ 营运资金变动	-4,288	2,984	-10	-26	-43
+ 其他	21,841	20,733	22,139	23,541	24,954
经营活动现金流	102,400	107,109	99,129	100,637	99,692
+ 资本开支	-73,900	-61,370	-55,000	-48,201	-40,864
+ 其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-73,900	-61,370	-55,000	-48,201	-40,864
+ 股权融资	0	0	0	0	0
+ 短期银行借款	0	0	0	0	0
+ 派发股息	-10,302	-12,328	-14,263	-16,342	-18,569
+ 其他	-25,765	-52,624	0	0	0
筹资活动现金流	-36,067	-64,952	-14,263	-16,342	-18,569
现金净变动	-7,567	-19,213	29,866	36,094	40,259
年初现金余额	55,297	47,730	28,517	58,383	94,477
+ 汇率变动	0	0	0	0	0
年末现金余额	47,730	28,517	58,383	94,477	134,736

利润表					
〈人民币百万元〉，财务年度截止<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
营业收入	372,597	389,589	395,325	401,679	408,637
- 营业成本	-357,632	-373,556	-375,706	-380,469	-385,834
营业利润	14,965	16,033	19,619	21,210	22,803
营业利润率	4.02%	4.12%	4.96%	5.28%	5.58%
+ 财务费用	-1,981	-1,784	-1,810	-1,839	-1,871
+ 其他利润	9,961	11,005	9,190	9,338	9,500
税前利润	22,945	25,254	26,999	28,709	30,432
+ 所得税	-4,023	-4,521	-4,860	-5,168	-5,478
所得税率	17.53%	17.90%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润	18,922	20,733	22,139	23,541	24,954
净利润率	5.08%	5.32%	5.60%	5.86%	6.11%
归母净利润	18,726	20,613	21,943	23,345	24,758
非控制权益	196	120	196	196	196
EBITDA	99,812	99,425	96,619	98,332	97,584
EBITDA率	26.79%	25.52%	24.44%	24.48%	23.88%

财务分析					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
成长能力					
营业收入	5.0%	4.6%	1.5%	1.6%	1.7%
EBITDA	0.6%	-0.4%	-2.8%	1.8%	-0.8%
净利润	11.8%	10.1%	6.5%	6.4%	6.1%
回报率					
净资产收益率	5.3%	5.7%	5.9%	6.2%	6.4%
总资产收益率	2.8%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%
派息比率	55.0%	59.8%	65.0%	70.0%	75.0%
偿债能力					
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
每股指标					
每股收益	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股净资产	11.6	11.9	12.1	12.4	12.6
估值倍数					
市盈率	15.2	13.8	13.0	12.2	11.5
市净率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。