



经营效率提升，算网数智高质量发展

2025 年 08 月 17 日

► **事件：**2025 年 8 月 12 日，公司发布 2025 年半年报，上半年实现营收 2002.02 亿元，同比增长 1.5%，实现归母净利润 63.49 亿元，同比增长 5.1%，实现扣非归母净利润 55.80 亿元，同比增长 10.3%。

► **公司经营业绩稳健增长，业务结构持续优化。**

按业务结构划分，**联网通信方面**，上半年收入 1319 亿元，同比增长 5.4%，占收比为 74.0%，业务整体稳中有进。联接用户规模突破 12 亿，其中移动和宽带用户净增超过 1,100 万，创近年同期新高，总量达到 4.8 亿，“双千兆”用户占比达到 50%，融合业务渗透率超过 77%、客单价超过百元。**算网数智方面**，上半年营收 454 亿元，同比增长 4.4%，占收比达 25.5%，同比提升 1pp。算力业务增长强劲，联通云收入 376 亿元，同比增长 4.6%；数据中心收入 144 亿元，同比增长 9.4%，主因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，AIDC 签约金额同比增长 60%，数据中心能力储备达到 2,650MW，智算总规模达到 30 EFLOPS，数据中心资源利用率大于 70%。公司建强算力智联网(AINet)，加快向 800G、1.2T 超大带宽演进，实现算力枢纽节点高速、安全、无损互联互通。公司构建多源融合的高质量数据集，打造多模共生的元景大模型，人工智能规模化商业化应用成效初现，打造上百个智能体。此外，国际业务收入达 68 亿元，同比增长 11%；战略性新兴产业收入占比提升到 86%，推进公司高质量发展。

► **经营效率提升，盈利能力增强。**

公司上半年成本运营效率提升，25H1 净利率同比提升 0.24pct 至 7.21%。公司 25H1 网络结算支出同比下降 0.2%，折旧摊销同比下降 4.8%，主因公司投资能效增加，网络运营支撑成本同比增长 3.0%，员工薪酬同比下降 0.4%，销售费用同比增长 2.5%，其他经营及管理费用同比增长 6.3%，主因公司加大对算网数智投入。资本开支方面保持下降趋势，上半年投入 202 亿元，同比下降 15%，年化节省 OPEX 近 10 亿元。公司提出将加大 AI 等战略性新兴产业投入力度，全年资本开支 550 亿元左右。

► **投资建议：**公司决定 2025 年中期派息每股 0.11 元，同比增长 16%。考虑公司股息保持较快增长，传统业务经营效率提升，盈利能力持续提升，且 AI 产业发展背景下算力业务有较好发展前景。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 101/113/126 亿元，对应 PE 分别为 17x/15x/13x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**传统业务竞争加剧导致用户 ARPU 值下降；5G 等资本开支超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	389,589	409,519	431,310	455,135
增长率 (%)	4.6	5.1	5.3	5.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	9,030	10,101	11,322	12,561
增长率 (%)	10.5	11.9	12.1	10.9
每股收益 (元)	0.29	0.32	0.36	0.40
PE	19	17	15	13
PB	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 08 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.40 元

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majiawei@mszq.com

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

1.中国联通 (600050.SH) 2025 年一季报点评：业绩稳健增长，算网数智扩盘提质-2025/04/20

2.中国联通 (600050.SH) 2024 年年报点评：利润实现双位数增长，算力资本开支提速-2025/03/19

3.中国联通 (600050.SH) 2024 年半年报点评：半年报利润双位数增长兑现，联网算网业务均衡发展-2024/08/17

4.中国联通 (600050.SH) 2024 年一季报点评：扣非净利实现双位数增长，公司经营质量持续提升-2024/04/21

5.中国联通 (600050.SH) 2023 年年报点评：现金分红比例增长兑现，24 年持续加码算网数智建设-2024/03/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	389,589	409,519	431,310	455,135
营业成本	298,346	310,381	325,351	342,440
营业税金及附加	1,707	1,795	1,890	1,994
销售费用	36,975	38,822	40,888	43,147
管理费用	23,404	24,366	25,670	27,228
研发费用	8,835	9,009	9,489	9,558
EBIT	14,923	20,274	22,891	25,354
财务费用	-278	-154	-531	-1,076
资产减值损失	-347	-437	-458	-482
投资收益	4,667	4,905	5,166	5,452
营业利润	22,700	27,869	31,260	34,704
营业外收支	2,392	200	200	200
利润总额	25,092	28,069	31,460	34,904
所得税	4,491	5,024	5,631	6,247
净利润	20,601	23,045	25,829	28,656
归属于母公司净利润	9,030	10,101	11,322	12,561
EBITDA	92,314	98,762	113,198	126,904

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	54,713	75,027	107,626	142,513
应收账款及票据	58,875	54,558	57,461	60,635
预付款项	6,463	6,723	7,048	7,418
存货	2,463	2,125	2,228	2,345
其他流动资产	36,295	31,283	31,547	31,836
流动资产合计	158,808	169,716	205,909	244,746
长期股权投资	56,510	61,416	66,582	72,034
固定资产	314,391	327,096	332,347	337,288
无形资产	30,908	31,164	30,611	29,839
非流动资产合计	514,029	518,307	511,655	505,864
资产合计	672,837	688,024	717,563	750,610
短期借款	711	711	711	711
应付账款及票据	175,521	182,601	191,408	201,462
其他流动负债	89,748	78,344	82,047	86,254
流动负债合计	265,980	261,656	274,166	288,427
长期借款	2,128	2,459	2,459	2,459
其他长期负债	35,941	33,899	31,161	28,084
非流动负债合计	38,069	36,358	33,620	30,543
负债合计	304,048	298,015	307,786	318,969
股本	31,801	31,264	31,264	31,264
少数股东权益	203,942	216,885	231,393	247,488
股东权益合计	368,788	390,009	409,777	431,641
负债和股东权益合计	672,837	688,024	717,563	750,610

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.56	5.12	5.32	5.52
EBIT 增长率	-19.27	35.86	12.91	10.76
净利润增长率	10.49	11.87	12.08	10.95
盈利能力 (%)				
毛利率	23.42	24.21	24.57	24.76
净利润率	2.32	2.47	2.62	2.76
总资产收益率 ROA	1.34	1.47	1.58	1.67
净资产收益率 ROE	5.48	5.83	6.35	6.82
偿债能力				
流动比率	0.60	0.65	0.75	0.85
速动比率	0.45	0.52	0.63	0.73
现金比率	0.21	0.29	0.39	0.49
资产负债率 (%)	45.19	43.31	42.89	42.49
经营效率				
应收账款周转天数	53.97	53.97	53.97	53.97
存货周转天数	3.01	3.01	3.01	3.01
总资产周转率	0.58	0.60	0.61	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.32	0.36	0.40
每股净资产	5.27	5.54	5.71	5.89
每股经营现金流	2.92	3.49	3.76	4.24
每股股利	0.16	0.19	0.22	0.24
估值分析				
PE	19	17	15	13
PB	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	1.70	1.59	1.38	1.24
股息收益率 (%)	2.94	3.60	4.04	4.48

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20,601	23,045	25,829	28,656
折旧和摊销	77,391	78,488	90,307	101,550
营运资金变动	-11,262	8,509	739	1,683
经营活动现金流	91,255	109,248	117,700	132,576
资本开支	-73,770	-60,783	-61,140	-70,048
投资	16,245	-426	0	0
投资活动现金流	-84,662	-57,715	-61,140	-70,048
股权募资	22	-57	0	0
债务募资	335	-13,816	0	0
筹资活动现金流	-25,909	-31,219	-23,961	-27,640
现金净流量	-19,251	20,314	32,599	34,887

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048