

信义山证汇通天下

证券研究报告

电信运营Ⅲ

中国联通（600050.SH）

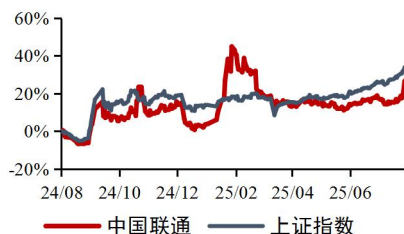
买入-A(维持)

双千兆服务挖掘价值，精准投资聚焦算力部署

2025 年 8 月 25 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 8 月 22 日

收盘价（元）：	5.89
总股本（亿股）：	312.64
流通股本（亿股）：	307.67
流通市值（亿元）：	1,812.17

基础数据：2025 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	12.13
每股资本公积（元）：	2.59
每股未分配利润（元）：	1.84

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码：S0760524060001

邮箱：zhaotianyu@sxzq.com

事件描述：

中国联通发布 2025 半年度报告。2025H1，公司实现营业收入 2002 亿元，同比+1.5%；实现利润总额 177 亿元，同比+5.2%；归母净利润 63.49 亿元，同比+5.1%。

事件点评：

➤ **移动联网、宽带联网稳健增长，FTTR 成为主要增收引擎。**移宽两网用户规模均创历史新高，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；物联网连接数净增超过 6,000 万，总量达到 6.9 亿，其中车联网 8,600 万，主导优势继续巩固。**网络质量升级，全面推进低频共享**，移动网络人口覆盖率超 99%；5G-A 规模商用超 330 个城市；宽带网络覆盖 5.7 亿家庭，持续完善千兆光网，加快建设万兆光网，万兆光网试点达到 106 个城市。**数字服务推陈出新**，50%的联通用户选择“双千兆”服务，联通超清、联通看家、云智手机和“智家通通”机器人等服务 2.7 亿用户，融合业务渗透率超过 77%、客单价超过百元。**我们认为**，5G 手机以旧换新的国补契机将提高 5G 价值，智能手机、智能家居、车家融合将成为未来主流产品形态，公司以新融合优化产品体验；家庭业务从本地化应用向云化应用转变，家庭算力主机成为趋势，产品融云融智将开拓第二增长曲线，实体厅交付将带来新增量（包括视联网、家庭云、家庭客户全屋光宽引领，拓展智能家居、智慧安防、超清内容）。

➤ **算网数智扩盘提质，把握 AI 机遇，实现 IDC 转型发展。**联通云市场份额持续扩大，服务哈尔滨亚冬会成为首届“云上亚冬”，云原生服务平台 CSK Turbo 成为行业唯一入选北京首台（套）目录产品，25H1 收入 376 亿元，同比+4.6%。数据中心适智化改造成效显著，收入 144 亿元、同比+9.4%，AIDC 签约金额同比增长 60%，市场地位稳步提升。**智能服务持续丰富**，打造多模共生的元景大模型，开放“元景万悟”智能体开发平台，构建 30+可信数据空间，打造上百个 AI 智能体。**我们认为**，算力从手机、PC、摄像头向更多终端产品渗透，端侧智能体在记忆感知、推理规划、思考决策等方面持续进化，推动交互方式变革，成为垂直应用的超级入口，公司将紧抓 AI 机遇，以智算为底座、联通云为核心，未来深耕应用场景，打造特色能力，推动人工智能高质量发展。

➤ **坚持精准适度投资策略，加强算力部署。**2025 年，公司计划资本开支 550 亿元，同比-10.4%，上半年完成投资 202 亿元，同比-15%，年化节省 OPEX 近 10 亿元，数据中心资源利用率超过 70%。**构建多级算力供给**，加快推进 IDC



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

向 AIDC，通算向智算升级，建设运营上海临港、呼和浩特、宁夏中卫和青海三江源等万卡智算中心，推动先进算力和绿色电力的融合发展。数据中心能力储备达到 2,650MW，智算总规模达到 30EFLOPS。建成算力智联网 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。持续完善国际网络布局，智能组网服务 280 多个云服务商，连接超过 400 个数据中心；新建 5 个海外智算中心，国际智算布局更加完善；打造东盟智能制造、中东智能仓储、非洲智慧矿山、欧洲智慧港口等多个标杆项目，国际业务收入达 68 亿元，同比+11%。我们认为，AI 浪潮下，公司精准投资，将投资重心聚焦算力，打造健壮通达、算网一体的国际网络。反映在成本管控上，公司网络运行及支撑成本占收比保持稳定，折旧及摊销同比-4.8%，长期毛利率水平将稳中有进。

➤ **未来展望：继续实现营收利润有力增长，大力布局算力、AI 业务。**2025 年，公司计划营收、利润、净资产收益率将实现有力增长，计划资本开支 550 亿元，还为 AI 重点基础设施和重大工程专项做了特别预算安排。公司高度重视股东回报，拟派发中期每股派息 0.2841 元，同比+14.5%。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润 95.21/100.38/106.24 亿元，同比增长 5.4%/5.4%/5.8%；对应 EPS 为 0.30/0.32/0.34 元，2025 年 08 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 19.3/18.3/17.3 倍，，公司业绩增长预计维持在行业中高水平，未来 ROE、分红比率有望持续提升，维持“买入-A”评级。

风险提示：

➤ **移动、宽带业务 ARPU 值下滑风险。**公司 5G 套餐渗透率较高，随着高价值 5G 用户完成渗透，未来移动 ARPU 值增速将趋缓。若 5G 流量增长不及预期或融合信息业务发展不及预期，ARPU 有下滑风险。

➤ **联通云等算网数智新兴业务增速下滑风险。**算网数智业务占公司新增收入贡献较高，2024 年联通云收入增速较上年下降，若云计算市场竞争激烈、数据服务业务拓展不及预期，新兴业务增速存在下滑风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	395,334	401,169	406,980
YoY(%)	5.0	4.6	1.5	1.5	1.4
净利润(百万元)	8,173	9,030	9,521	10,038	10,624
YoY(%)	12.0	10.5	5.4	5.4	5.8
毛利率(%)	24.5	23.4	23.8	24.2	24.6
EPS(摊薄/元)	0.26	0.29	0.30	0.32	0.34
ROE(%)	5.2	5.6	5.6	5.7	5.8
P/E(倍)	22.5	20.4	19.3	18.3	17.3
P/B(倍)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
净利率(%)	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	158028	158808	205448	275034	334333
现金	58816	54713	119192	169009	246283
应收票据及应收账款	40940	58875	42412	60370	43901
预付账款	5867	6463	6049	6647	6233
存货	2217	2463	2089	2591	2088
其他流动资产	50188	36295	35705	36417	35827
非流动资产	504816	514029	469287	422471	374524
长期投资	54428	56510	62705	68859	75033
固定资产	304909	314391	276069	234405	189846
无形资产	34344	33747	29069	24460	19286
其他非流动资产	111136	109380	101444	94747	90359
资产总计	662845	672837	674734	697505	708857
流动负债	260286	265980	248602	256703	252946
短期借款	681	711	711	711	711
应付票据及应付账款	167614	175521	170948	178789	174141
其他流动负债	91991	89748	76944	77203	78094
非流动负债	44624	38069	37439	36802	36160
长期借款	2133	2128	1498	861	219
其他非流动负债	42491	35941	35941	35941	35941
负债合计	304910	304048	286200	293663	289265
少数股东权益	198695	203942	216141	229004	242617
股本	31804	31801	31801	31801	31801
资本公积	82197	82513	82672	82672	82672
留存收益	52278	56668	74044	92365	111754
归属母公司股东权益	159241	164847	172393	174838	176975
负债和股东权益	662845	672837	674734	697505	708857

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	104342	91255	87600	65096	92945
净利润	18713	20601	21721	22901	24237
折旧摊销	67311	64028	58409	60637	61311
财务费用	-259	-278	-529	-630	-674
投资损失	-4806	-4667	-4736	-4701	-4719
营运资金变动	2046	-10154	14184	-11670	14220
其他经营现金流	21337	21725	-1448	-1440	-1430
投资活动现金流	-85539	-84662	-7482	-7680	-7216
筹资活动现金流	-26507	-25909	-15639	-7600	-8455

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.26	0.29	0.30	0.32	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	2.92	2.80	2.08	2.97
每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.27	5.51	5.59	5.66

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	372597	389589	395334	401169	406980
营业成本	281231	298346	301245	304086	306863
营业税金及附加	1542	1707	1819	1926	1994
营业费用	35833	36975	37161	37630	38053
管理费用	23998	23404	22929	22867	22791
研发费用	8099	8835	9488	10230	10785
财务费用	-259	-278	-529	-630	-674
资产减值损失	-6356	-7319	-7511	-7622	-8140
公允价值变动收益	114	49	48	40	30
投资净收益	4806	4667	4736	4701	4719
营业利润	22843	22700	24285	25714	27440
营业外收入	672	2755	2755	2755	2755
营业外支出	806	363	585	474	529
利润总额	22710	25092	26456	27996	29666
所得税	3997	4491	4735	5095	5429
税后利润	18713	20601	21721	22901	24237
少数股东损益	10540	11571	12200	12863	13613
归属母公司净利润	8173	9030	9521	10038	10624
EBITDA	88438	87661	82359	84392	84809

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.0	4.6	1.5	1.5	1.4
营业利润(%)	12.0	-0.6	7.0	5.9	6.7
归属于母公司净利润(%)	12.0	10.5	5.4	5.4	5.8
获利能力					
毛利率(%)	24.5	23.4	23.8	24.2	24.6
净利率(%)	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6
ROE(%)	5.2	5.6	5.6	5.7	5.8
ROIC(%)	8.1	9.0	9.4	9.2	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.0	45.2	42.4	42.1	40.8
流动比率	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	10.8	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
估值比率					
P/E	22.5	20.4	19.3	18.3	17.3
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.3	4.4	3.9	3.3	2.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

