

中国联通(600050)

报告日期: 2025 年 10 月 22 日

业绩符合预期，经营现金流同比转正

——中国联通 2025 年三季报点评报告

投资要点

□ 整体稳健增长，业绩符合预期

2025 年前三季度，公司实现营业收入人民币 2930 亿元，同比增长 1.0%，其中服务收入为 2616 亿元，同比增长 1.1%，收入增速相对领先；归母净利润 87.7 亿元，同比增长 5.2%。公司经营发展保持良好势头，盈利能力持续提升，前三季度销售净利率 6.8%，同比提升 0.3pp，ROE 5.1%，同比提升 0.14pp。

□ 基本盘用户净增再创新高，算力业务实现规模突破

联网通信业务：公司联接规模持续拓展，截至 9 月底，公司移动用户达到 3.56 亿户，净增 1248 万户，固网宽带用户达到 1.29 亿户，净增 679 万户，宽移用户净增规模创近年同期新高；物联网连接数突破 7 亿个。在用户规模拓展的同时，公司通过深化融合发展并填充新业务元素维系用户价值，融合套餐 ARPU 保持百元以上。

算网数智业务：前三季度，公司联通云收入 529 亿元，IDC 收入 214 亿元，同比增长 8.9%，智算规模超 35EFLOPS，较 25H1 新增 5 EFLOPS。在 AI 应用浪潮下，公司加快算力建设并转化落地，利于算力相关业务实现规模突破。

□ 成本费用管控有效，经营现金流净额同比转正

港股口径下，前三季度，公司营业总支出同比+0.3%，占收比-0.6pp，其中：网间结算成本同比-0.9%，占收比-0.1pp，折旧摊销同比-4.3%，占收比-1.2pp，网络运营支撑成本同比+2.1%，占收比+0.2pp，人工成本同比+0.9%，占收比-0.02pp，销售费用同比+2.9%，占收比+0.2pp，其他经营及管理费用同比+3.6%，占收比+0.5pp。

前三季度，公司经营现金流净额同比+0.2%，较 25H1 同比-2.8%已实现转正。公司实施积极的回款管控措施，叠加政企项目多在 Q4 集中回款，全年现金流趋势有望乐观。

□ 盈利预测及估值

预计 2025-2027 年收入增速 3.0%、2.9%、2.7%，归母净利润增速 7.0%、6.8%、6.6%，对应 PE 18、17、16 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。

投资评级：买入(维持)

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

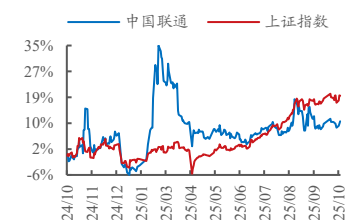
分析师：徐菲

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

基本数据

收盘价	¥ 5.54
总市值(百万元)	173,204.92
总股本(百万股)	31,264.43

股票走势图



相关报告

- 《扣非同比+10.3%，AI 开始规模变现》 2025.08.14
- 《增速领先行业，IDC 加速增长》 2025.04.19
- 《智算业务进展超预期，25 年业绩有望继续有力增长》 2025.03.20

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	19.18	17.93	16.79	15.75

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
应收账款	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
归属母公司股东权益	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	19.18	17.93	16.79	15.75
P/B	1.07	1.00	0.96	0.93
EV/EBITDA	3.54	3.55	3.30	3.04

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>