

2025 年 10 月 23 日

用户增长超近年同期，业绩稳定释放

中国联通(600050)

评级:	增持	股票代码:	600050
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	6.93/4.7
目标价格:		总市值(亿)	1,735.18
最新收盘价:	5.55	自由流通市值(亿)	1,707.56
		自由流通股数(百万)	30,766.83

事件:

2025 年前三季度，实现营业收入 2929.85 亿元，同比增加 0.99%；归母净利润 87.72 亿元，同比增加 5.20%；扣非归母净利润 76.23 亿元，同比增加 10.90%。

2025 年三季度，实现营业收入 927.83 亿元，同比增加 0.00%；归母净利润 24.23 亿元，同比增加 5.40%；扣非归母净利润为 20.43 亿元，同比增加 12.42%。

1、净增用户创近年同期新高，经营发展保持良好势头

联网通信方面，移动用户达 3.56 亿户，净增 1248 万户，固网宽带用户 1.29 亿户，净增 679 万户，用户净增规模创近年同期新高；物联网连接数突破 7 亿个，融合套餐用户 ARPU 保持百元以上。

算网数智方面，业务规模突破，联通云收入 529 亿元。数据中心收入 214 亿元，同比提升 8.9%，5G 虚拟专网累计服务客户超过 2 万个。

2、经营质量改善，毛利率提升拉动盈利增长

2025 年前三季度毛利率 27.0%，同比增长 1.0 pct；净利率 6.8%，同比增长 0.3pct。期间费用率 16.7%，同比增加 0.1pct，基本保持稳定。

3、加强卫星互联网、低空智联网前沿布局，获发卫星移动通信业务经营许可

网络投资提质增效，推动移动网络 5G-A 和宽带万兆升级，智算总规模超过 35EFLOPS。

同时，公司加强 6G、低空智联网、卫星互联网、具身智能和量子科技等技术布局，获得工业部颁发的卫星移动通信业务经营许可。

4、投资建议:

我们认为，公司智算业务有望持续推动营收增长，得益于折旧减少以及控本降费，整体利润率有望保持稳定增长，维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年营收分别为 4041.0/4191.5/4347.4 亿元，归母净利润分别为 99.3/109.1/119.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.35/0.38 元，对应 2025 年 10 月 23 日 5.55 元/股收盘价 PE 分别为 17.5/15.9/14.5 倍。维持“增持”评级。

5、风险提示:

回款不及预期；市场竞争加剧风险；行业政策变化风险；创新业务推动不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	372,597	389,589	404,100	419,145	434,744
YoY (%)	5.0%	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%
归母净利润(百万元)	8,173	9,030	9,931	10,908	11,993
YoY (%)	12.0%	10.5%	10.0%	9.8%	10.0%
毛利率 (%)	24.5%	23.4%	24.6%	24.6%	24.6%
每股收益 (元)	0.26	0.29	0.32	0.35	0.38
ROE	5.1%	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%
市盈率	21.26	19.01	17.47	15.91	14.47

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	389,589	404,100	419,145	434,744	净利润	20,601	22,682	24,914	27,388
YoY (%)	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%	折旧和摊销	77,391	23,649	24,415	24,662
营业成本	298,346	304,893	316,035	327,667	营运资金变动	-11,262	17,774	4,492	6,121
营业税金及附加	1,707	1,708	1,787	1,857	经营活动现金流	91,255	63,520	53,675	56,630
销售费用	36,975	38,668	40,032	41,504	资本开支	-73,770	-35,458	-34,246	-35,204
管理费用	23,404	25,174	25,948	26,837	投资	16,245	-2,606	-2,560	-2,496
财务费用	-278	-392	-780	-1,154	投资活动现金流	-84,662	-33,137	-31,649	-32,372
研发费用	8,835	8,807	9,095	9,434	股权募资	22	-2,133	0	0
资产减值损失	-347	78	67	72	债务募资	335	-1,380	87	80
投资收益	4,667	4,979	5,157	5,328	筹资活动现金流	-25,909	-8,043	-482	-491
营业利润	22,700	27,753	30,430	33,336	现金净流量	-19,251	22,335	21,545	23,767
营业外收支	2,392	-140	-110	3	主要财务指标				
利润总额	25,092	27,613	30,320	33,339	成长能力				
所得税	4,491	4,931	5,405	5,951	营业收入增长率	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%
净利润	20,601	22,682	24,914	27,388	净利润增长率	10.5%	10.0%	9.8%	10.0%
归属于母公司净利润	9,030	9,931	10,908	11,993	盈利能力				
YoY (%)	10.5%	10.0%	9.8%	10.0%	毛利率	23.4%	24.6%	24.6%	24.6%
每股收益	0.29	0.32	0.35	0.38	净利率	2.3%	2.5%	2.6%	2.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%
货币资金	54,713	77,048	98,592	122,359	净资产收益率 ROE	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%
预付款项	6,463	6,905	6,959	7,264	偿债能力				
存货	2,463	2,415	2,536	2,631	流动比率	0.60	0.61	0.67	0.72
其他流动资产	95,170	82,064	81,636	80,362	速动比率	0.45	0.47	0.53	0.59
流动资产合计	158,808	168,431	189,724	212,616	现金比率	0.21	0.28	0.35	0.42
长期股权投资	56,510	59,116	61,676	64,172	资产负债率	45.2%	44.6%	43.7%	42.8%
固定资产	314,391	330,715	350,351	371,080	经营效率				
无形资产	30,908	31,654	32,150	32,593	总资产周转率	0.58	0.59	0.59	0.58
非流动资产合计	514,029	529,366	543,064	557,737	每股指标 (元)				
资产合计	672,837	697,797	732,789	770,352	每股收益	0.29	0.32	0.35	0.38
短期借款	711	805	891	971	每股净资产	5.18	5.44	5.81	6.22
应付账款及票据	175,521	178,482	185,871	192,422	每股经营现金流	2.87	2.03	1.72	1.81
其他流动负债	89,748	95,278	97,130	99,924	每股股利	0.16	0.11	0.00	0.00
流动负债合计	265,980	274,565	283,892	293,318	估值分析				
长期借款	2,128	2,128	2,128	2,128	PE	19.01	17.47	15.91	14.47
其他长期负债	35,941	34,374	34,374	34,374	PB	1.02	1.02	0.95	0.89
非流动负债合计	38,069	36,502	36,502	36,502					
负债合计	304,048	311,067	320,394	329,819					
股本	31,801	31,264	31,264	31,264					
少数股东权益	203,942	216,693	230,700	246,095					
股东权益合计	368,788	386,730	412,395	440,533					
负债和股东权益合计	672,837	697,797	732,789	770,352					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。