



中国联通 (600050.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

营收稳健增长, AI 带动盈利质量优化

业绩简评

2026年3月19日公司发布2025年年度报告,公司2025年营收3922.23亿元,同比增长0.68%;归母净利润91.27亿元,同比增长1.07%。对应4Q25营收992.38亿元,同比-0.23%,环比+6.96%;归母净利润3.55亿元,同比-48.71%,环比-85.36%。

经营分析

收入增长平稳,利润略低于预期,但战略性新兴业务占比高:公司4Q25净利润同环比均有下滑,低于市场此前预期,我们认为主要系:传统电信业务承压,同时公司加大对主业及战略资源的投入带来营业成本增长,4Q25毛利率13.4%,同环比下滑。但公司整体盈利质量得到了优化:扣非净利润同比增长14.7%,战略性新兴产业收入占比已超过86%,其中算力业务收入占比提升超过15%,人工智能收入同比增长140%,对冲了部分传统业务增长乏力的影响。

现金流管控佳,派息率提升:公司全年经营活动现金流量净额达914.1亿元,保持稳定;自由现金流同比增长24.7%至373亿元,我们认为主要得益于应收账款增长得到有效控制。基于稳健的现金流,公司年度每股派息0.1635元,同比增长3.5%。我们认为公司作为红利资产,在低利率环境中仍具备强配置价值。

前瞻性加码算力投资, AI 成为新增长引擎:公司2025年资本开支542亿元;计划2026年资本开支约500亿元,并明确算力投资占比将超过35%。2025年联通云全年收入同比增长5.2%;IDC业务收入281亿元,同比增长8.5%,标准机架规模超过110万架,建成7个百兆瓦级AIDC园区;同时机柜利用率超72%,资源效率增强。在基础设施层面,智算规模快速扩张,达到45 EFLOPS。我们看好伴随云和IDC等算力基础设施资源利用率的提升,给公司带来更大的利润增量,并拔高公司的估值水平。

盈利预测、估值与评级

我们预计2026/2027/2028年公司营业收入分别为4,084.55/4,244.89/4,388.04亿元,归母净利润为105.40/107.93/110.10亿元,公司股票现价对应PE估值为PE为14.71/14.37/14.08倍,维持“买入”评级。

风险提示

传统电信业务发展不及预期、算网数智业务发展不及预期、政策变动。

通信组

分析师:张真贞(执业S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价(人民币):4.96元

相关报告:

- 《中国联通公司点评:联网通信基本盘稳固,算网数智业务加速突破》,2025.10.24
- 《中国联通公司点评:算网数智引领增长,高分红彰显价值》,2025.8.13
- 《中国联通公司点评:业绩稳健增长,算网数智扩盘提质》,2025.4.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	389,589	392,223	408,455	424,489	438,804
营业收入增长率	4.56%	0.68%	4.14%	3.93%	3.37%
归母净利润(百万元)	9,030	9,127	10,540	10,793	11,010
归母净利润增长率	10.49%	1.07%	15.49%	2.40%	2.01%
摊薄每股收益(元)	0.284	0.292	0.337	0.345	0.352
每股经营性现金流净额	2.88	2.93	4.10	3.21	2.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.48%	5.41%	6.07%	6.04%	6.01%
P/E	18.70	17.50	14.71	14.37	14.08
P/B	1.02	0.95	0.89	0.87	0.85

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	372,597	389,589	392,223	408,455	424,489	438,804
增长率	24.5%	4.6%	0.7%	4.1%	3.9%	3.4%
主营业务成本	-281,231	-298,346	-299,906	-310,309	-322,052	-332,901
%销售收入	75.5%	76.6%	76.5%	76.0%	75.9%	75.9%
毛利	91,366	91,243	92,317	98,146	102,437	105,903
%销售收入	24.5%	23.4%	23.5%	24.0%	24.1%	24.1%
营业税金及附加	-1,542	-1,707	-1,820	-1,634	-1,698	-1,755
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-35,833	-36,975	-37,412	-38,960	-40,489	-41,855
%销售收入	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-23,998	-23,404	-22,881	-23,828	-25,469	-26,328
%销售收入	6.4%	6.0%	5.8%	5.8%	6.0%	6.0%
研发费用	-8,099	-8,835	-8,984	-8,986	-9,339	-9,654
%销售收入	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	21,895	20,323	21,220	24,738	25,442	26,312
%销售收入	5.9%	5.2%	5.4%	6.1%	6.0%	6.0%
财务费用	259	278	584	384	1,495	2,015
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-6,356	-7,319	-5,528	-5,523	-5,526	-4,143
公允价值变动收益	114	49	20	115	113	113
投资收益	4,806	4,667	4,688	4,219	3,797	3,417
%税前利润	21.2%	18.6%	18.5%	14.8%	12.6%	10.8%
营业利润	22,843	22,700	25,036	27,579	28,988	31,015
营业利润率	6.1%	5.8%	6.4%	6.8%	6.8%	7.1%
营业外收支	-134	2,392	267	842	1,167	759
税前利润	22,710	25,092	25,303	28,421	30,155	31,773
利润率	6.1%	6.4%	6.5%	7.0%	7.1%	7.2%
所得税	-3,997	-4,491	-4,515	-5,053	-5,380	-5,663
所得税率	17.6%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
净利润	18,713	20,601	20,788	23,367	24,775	26,111
少数股东损益	10,540	11,571	11,661	12,827	13,982	15,100
归属于母公司的净利润	8,173	9,030	9,127	10,540	10,793	11,010
净利率	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	18,713	20,601	20,788	23,367	24,775	26,111
少数股东损益	10,540	11,571	11,661	12,827	13,982	15,100
非现金支出	86,501	84,711	80,502	74,650	69,412	69,556
非经营收益	-2,616	-3,592	-3,458	-7,032	-5,755	-4,754
营运资金变动	2,046	-10,154	-6,153	37,094	11,824	-6,876
经营活动现金净流	104,644	91,565	91,679	128,080	100,257	84,037
资本开支	-77,983	-73,770	-65,889	-60,187	-53,262	-47,986
投资	-11,409	16,245	-11,360	6,126	-9,887	-8,887
其他	3,853	-27,136	7,596	4,219	3,797	3,417
投资活动现金净流	-85,539	-84,662	-69,654	-49,842	-59,352	-53,456
股权募资	386	22	16	0	0	0
债权募资	-4,638	335	2,012	234	1,028	266
其他	-22,255	-26,267	-27,028	-6,890	-6,960	-7,908
筹资活动现金净流	-26,507	-25,909	-25,001	-6,655	-5,932	-7,642
现金净流量	-7,298	-18,941	-3,068	71,582	34,973	22,939

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	58,816	54,713	46,857	113,483	143,623	161,684
应收款项	44,675	63,319	70,307	39,211	38,987	37,773
存货	2,217	2,463	2,431	2,380	2,559	2,736
其他流动资产	52,321	38,313	49,407	47,489	45,497	47,969
流动资产	158,028	158,808	169,001	202,562	230,666	250,163
%总资产	23.8%	23.6%	25.2%	29.1%	31.5%	33.3%
长期投资	60,929	77,694	80,851	74,840	84,840	93,840
固定资产	352,063	350,609	344,607	340,808	337,209	330,247
%总资产	53.1%	52.1%	51.4%	48.9%	46.0%	43.9%
无形资产	37,278	36,598	36,099	37,523	40,824	43,871
非流动资产	504,816	514,029	502,056	494,291	501,940	501,312
%总资产	76.2%	76.4%	74.8%	70.9%	68.5%	66.7%
资产总计	662,845	672,837	671,056	696,853	732,606	751,475
短期借款	13,677	14,859	14,040	13,406	13,543	13,341
应付款项	182,764	190,462	189,040	190,087	198,551	196,429
其他流动负债	63,845	60,659	58,689	67,559	74,189	75,054
流动负债	260,286	265,980	261,769	271,052	286,283	284,824
长期贷款	2,133	2,128	3,928	3,933	3,938	3,943
其他长期负债	42,491	35,941	28,858	27,509	28,878	29,655
负债	304,910	304,048	294,555	302,495	319,099	318,423
普通股股东权益	159,241	164,847	168,591	173,621	178,788	183,233
其中：股本	31,804	31,801	31,264	31,261	31,261	31,261
未分配利润	49,299	53,170	56,280	61,819	66,985	71,431
少数股东权益	198,695	203,942	207,910	220,737	234,719	249,819
负债股东权益合计	662,845	672,837	671,056	696,853	732,606	751,475

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.257	0.284	0.292	0.337	0.345	0.352
每股净资产	5.007	5.184	5.392	5.553	5.719	5.861
每股经营现金净流	3.290	2.879	2.932	4.097	3.207	2.688
每股股利	0.132	0.158	0.111	0.160	0.180	0.210
回报率						
净资产收益率	5.13%	5.48%	5.41%	6.07%	6.04%	6.01%
总资产收益率	1.23%	1.34%	1.36%	1.51%	1.47%	1.47%
投入资本收益率	4.80%	4.30%	4.38%	4.91%	4.82%	4.77%
增长率						
主营业务收入增长率	4.97%	4.56%	0.68%	4.14%	3.93%	3.37%
EBIT 增长率	7.36%	-7.18%	4.42%	16.58%	2.85%	3.42%
净利润增长率	11.96%	10.49%	1.07%	15.49%	2.40%	2.01%
总资产增长率	2.82%	1.51%	-0.26%	3.84%	5.13%	2.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.3	45.7	56.9	35.0	38.0	39.0
存货周转天数	2.7	2.9	3.0	2.8	2.9	3.0
应付账款周转天数	188.9	190.9	194.0	188.0	183.0	176.0
固定资产周转天数	298.7	294.5	292.3	281.4	271.2	263.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.74%	-10.91%	-8.42%	-25.09%	-31.18%	-33.99%
EBIT 利息保障倍数	-84.6	-73.2	-36.3	-64.4	-17.0	-13.1
资产负债率	46.00%	45.19%	43.89%	43.41%	43.56%	42.37%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	3	3	12
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.25	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究