

# 中国联通 (600050)

 证券研究报告  
2026年04月26日

**年报稳健，Q1有所承压，聚焦连接、算力、服务、安全四大核心赛道**

**事件：**公司发布 2025 年度和 2026 年一季度业绩，2025 年实现营业收入 3922.2 亿元，同比增长 0.7%，其中主营业务 3477.4 亿元，同比增长 0.5%，利润总额 253 亿元，同比增长 0.8%，归母净利润 91.27 亿元，同比增长 1.1%，扣非净利润 76.86 亿元，同比增长 14.7%；26Q1 实现营收 1028 亿元，同比下降 0.5%，利润总额 61 亿元，同比下降 19.8%，归母净利润 21 亿元，同比下降 18.0%。

我们的点评如下：

## 业务结构向优，经营效能向高

公司抢抓新一轮科技和产业创新新机遇，落实“人工智能+”行动，2025 年战略性新兴产业占比超 86%，算力业务占比超 15%，同比提升 1.1 个百分点，人工智能收入同比增长超 140%，国际业务收入 136 亿元，同比增长超 9%。2025 年资本开支 542 亿元，占服务收入比下降至 16%，通过深化共建共享，打造极简网络，年化节约 OPEX13.5 亿元，提升投资效能。2026 年资本开支预计约 500 亿元，其中算力投资占比超过 35%。

## 四大核心业务来看

**连接业务稳步发展：**2025 年 1) 用户规模持续增长，移动宽带用户规模创历史新高，移动网络出账用户超 3.57 亿户，累计净增 1332 万，宽带网上用户超 1.29 亿户，累计净增 761 万。2) 用户结构持续优化，融合渗透率提升至 78.3%，融合 ARPU 超 100 元。3) 云智产品服务用户突破 3 亿户。**26Q1** 用户规模稳步增长 移动和宽带用户净增超 358 万户，融合 ARPU 保持百元以上；物联网连接数超过 7.5 亿，净增 3203 万。

**算力业务规模增长：**2025 年 1) 建设智算集群。标准机架超 110 万架，建成 7 个百兆瓦级 AIDC 园区，智算规模达 45EFLOPS；骨干光缆网建设新增超 9000 公里。2) 升级联通云，加快向 AI 云演进。3) 开放数智平台，积累超过 400TB 高质量数据集。**26Q1** 算力业务收入 154 亿元，同比提升 8.3%，其中智算中心收入同比提升 11.7%，联通云服务近 44 万政企大客户；助力数字消费升级，云智产品付费用户超 1.1 亿户，净增 549 万户。

**客户服务水平进一步提升：**2025 年 1) 中国联通 APP 月活用户突破 1.1 亿；服务新型工业化，5G 工厂超过 9 千家，5G 专网项目收入 123 亿元，同比增长 51%。2) 推出通通客服智能体，推动服务从「标准化应答」向「个性化对话」升级。**26Q1** 累计打造超 5.3 万个 5G 商业化项目，落地 9800 余家 5G 工厂；国际业务收入同比增长 14.9%；智慧客服智能服务占比达 85.6%，客户诉求解决满意率提升至 96.5%。

**安全业务能力持续夯实：**2025 年公司增强安全能力，构建安全生态。26Q1 激活产品动能，安全专线、联通盾、墨攻安全运营服务平台等特色产品实现规模发展，累计服务政企客户超 46 万家；繁荣产业生态，网络安全产业链供需对接平台“安全荟”累计上架安全产品超 240 款；锻造安全业务增长极，收入同比提升 14.2%。

## 分红派息来看

公司连同已派发的中期股利在内，2025 年度全年每 10 股拟派发现金股利 1.635 元（含税），共计拟向股东派发约 51.12 亿元（含税）股利。

**盈利预测与投资建议：**此前增值税税目适用范围调整，将对公司收入及利润产生影响。公司将坚持守正创新，坚持主责主业，聚焦“连接”“算力”“服务”“安全”核心赛道，全力打造差异化优势，进一步提升运营效率，推动公司高质量发展行稳致远。考虑到增值税税目调整将对公收入及利润产生影响，预计 26-28 年公司归母净利润为 75.5/81.5/87.6 亿元（26-27 年原值为 102.34/108.52 亿元），维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、创新业务进展不及预期、成本增长超预期等

## 投资评级

行业	通信/通信服务
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	4.49 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	31,264.43
流通 A 股股本(百万股)	30,990.41
A 股总市值(百万元)	140,377.27
流通 A 股市值(百万元)	139,146.94
每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	43.11
一年内最高/最低(元)	5.95/4.38

## 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

**陈汇丰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522070001  
chenhuifeng@tfzq.com

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**康志毅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522120002  
kangzhiyi@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《中国联通-季报点评:全面推进融合创新,前三季度营收净利润实现双增长》2025-11-02
- 《中国联通-半年报点评:业务结构持续优化,扣非净利润实现双位数增长》2025-08-15
- 《中国联通-季报点评:25Q1 营收净利润稳步增长,算力业务规模突破》2025-04-17

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	389,589.22	392,222.88	400,569.53	413,854.51	427,226.44
增长率(%)	4.56	0.68	2.13	3.32	3.23
EBITDA(百万元)	96,955.68	95,998.18	85,361.21	90,715.24	96,057.68
归属母公司净利润(百万元)	9,029.90	9,126.66	7,552.50	8,147.78	8,764.67
增长率(%)	10.49	1.07	(17.25)	7.88	7.57
EPS(元/股)	0.28	0.29	0.24	0.26	0.28
市盈率(P/E)	15.81	15.38	18.59	17.23	16.02
市净率(P/B)	0.87	0.83	0.82	0.81	0.79
市销率(P/S)	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33
EV/EBITDA	2.64	2.79	2.34	2.44	2.01

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	54,712.78	46,856.98	98,021.08	82,284.85	115,994.08
应收票据及应收账款	58,874.81	65,993.57	45,275.75	69,683.84	48,990.17
预付账款	6,462.70	6,092.93	7,733.16	6,494.06	8,125.08
存货	2,462.51	2,430.55	2,408.58	2,926.63	2,555.55
其他	36,294.72	47,626.73	47,235.14	47,899.35	47,716.02
<b>流动资产合计</b>	<b>158,807.53</b>	<b>169,000.75</b>	<b>200,673.71</b>	<b>209,288.72</b>	<b>223,380.89</b>
长期股权投资	56,510.39	58,431.99	60,353.58	62,275.18	64,196.77
固定资产	314,391.44	314,123.44	301,157.29	314,410.13	323,900.06
在建工程	36,217.10	30,483.58	29,235.22	28,111.70	27,100.53
无形资产	33,747.38	33,378.21	26,655.19	19,932.17	13,209.15
其他	73,162.86	65,638.34	64,575.20	63,512.06	63,067.83
<b>非流动资产合计</b>	<b>514,029.18</b>	<b>502,055.56</b>	<b>481,976.49</b>	<b>488,241.24</b>	<b>491,474.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>672,836.70</b>	<b>671,056.31</b>	<b>682,650.20</b>	<b>697,529.96</b>	<b>714,855.23</b>
短期借款	710.65	965.58	390.00	390.00	390.00
应付票据及应付账款	175,521.12	172,389.01	173,263.27	182,417.33	183,061.05
其他	89,747.91	88,414.06	95,828.76	92,763.97	100,177.52
<b>流动负债合计</b>	<b>265,979.68</b>	<b>261,768.66</b>	<b>269,482.03</b>	<b>275,571.30</b>	<b>283,628.57</b>
长期借款	2,127.52	3,928.36	1,800.00	1,800.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35,941.19	28,858.23	28,858.23	28,858.23	28,858.23
<b>非流动负债合计</b>	<b>38,068.71</b>	<b>32,786.59</b>	<b>30,658.23</b>	<b>30,658.23</b>	<b>30,658.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>304,048.39</b>	<b>294,555.24</b>	<b>300,140.26</b>	<b>306,229.52</b>	<b>314,286.80</b>
少数股东权益	203,941.50	207,909.85	212,252.27	216,936.96	221,976.33
股本	31,800.58	31,264.43	31,264.43	31,264.43	31,264.43
资本公积	82,513.29	80,938.82	80,938.82	80,938.82	80,938.82
留存收益	56,667.62	60,376.24	63,774.86	67,441.36	71,385.47
其他	(6,134.68)	(3,988.26)	(5,720.44)	(5,281.13)	(4,996.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>368,788.31</b>	<b>376,501.07</b>	<b>382,509.94</b>	<b>391,300.44</b>	<b>400,568.44</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>672,836.70</b>	<b>671,056.31</b>	<b>682,650.20</b>	<b>697,529.96</b>	<b>714,855.23</b>

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	20,600.58	20,787.79	7,552.50	8,147.78	8,764.67
折旧摊销	64,027.75	61,975.15	62,937.53	66,593.70	70,244.26
财务费用	1,682.54	1,123.85	(600.00)	(600.00)	(600.00)
投资损失	(4,666.64)	(4,687.84)	(4,500.00)	(4,500.00)	(4,500.00)
营运资金变动	(14,167.50)	(19,123.58)	28,636.16	(16,943.89)	28,117.63
其它	23,778.29	31,335.19	9,699.83	10,460.41	11,248.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>91,255.02</b>	<b>91,410.55</b>	<b>103,726.02</b>	<b>63,158.01</b>	<b>113,275.17</b>
资本支出	69,316.77	63,469.22	43,921.59	73,921.59	73,921.59
长期投资	2,082.60	1,921.59	1,921.59	1,921.59	1,921.59
其他	(156,061.19)	(135,044.74)	(85,107.71)	(145,569.74)	(145,313.84)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(84,661.82)</b>	<b>(69,653.92)</b>	<b>(39,264.52)</b>	<b>(69,726.55)</b>	<b>(69,470.65)</b>
债权融资	1,453.93	1,566.29	(2,103.94)	600.00	600.00
股权融资	(3,725.70)	(3,440.81)	(11,193.46)	(9,767.70)	(10,695.29)
其他	(23,637.06)	(23,126.32)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(25,908.82)</b>	<b>(25,000.85)</b>	<b>(13,297.39)</b>	<b>(9,167.70)</b>	<b>(10,095.29)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(19,315.62)</b>	<b>(3,244.22)</b>	<b>51,164.11</b>	<b>(15,736.23)</b>	<b>33,709.23</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>389,589.22</b>	<b>392,222.88</b>	<b>400,569.53</b>	<b>413,854.51</b>	<b>427,226.44</b>
营业成本	298,345.79	299,905.87	311,087.06	320,112.54	328,930.54
营业税金及附加	1,707.23	1,820.05	1,858.79	1,920.43	1,982.48
销售费用	36,974.77	37,411.50	37,800.00	39,000.00	40,300.00
管理费用	23,404.08	22,881.26	23,000.00	24,000.00	25,000.00
研发费用	8,834.80	8,983.80	9,200.00	9,500.00	10,000.00
财务费用	(277.55)	(584.22)	(600.00)	(600.00)	(600.00)
资产/信用减值损失	(7,319.46)	(5,527.56)	(5,250.00)	(5,250.00)	(5,250.00)
公允价值变动收益	48.63	20.45	50.00	50.00	50.00
投资净收益	4,666.64	4,687.84	4,500.00	4,500.00	4,500.00
其他	4,703.63	4,050.38	4,200.00	4,200.00	4,200.00
<b>营业利润</b>	<b>22,699.56</b>	<b>25,035.73</b>	<b>21,723.68</b>	<b>23,421.54</b>	<b>25,113.41</b>
营业外收入	2,755.41	1,777.64	800.00	800.00	900.00
营业外支出	363.46	1,510.56	1,586.09	1,633.67	1,715.35
<b>利润总额</b>	<b>25,091.52</b>	<b>25,302.81</b>	<b>20,937.60</b>	<b>22,587.87</b>	<b>24,298.06</b>
所得税	4,490.93	4,515.02	3,735.27	4,029.68	4,334.77
<b>净利润</b>	<b>20,600.58</b>	<b>20,787.79</b>	<b>17,202.33</b>	<b>18,558.19</b>	<b>19,963.29</b>
少数股东损益	11,570.69	11,661.13	9,649.83	10,410.41	11,198.61
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9,029.90</b>	<b>9,126.66</b>	<b>7,552.50</b>	<b>8,147.78</b>	<b>8,764.67</b>
每股收益(元)	0.28	0.29	0.24	0.26	0.28

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.56%	0.68%	2.13%	3.32%	3.23%
营业利润	-0.63%	10.29%	-13.23%	7.82%	7.22%
归属于母公司净利润	10.49%	1.07%	-17.25%	7.88%	7.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.42%	23.54%	22.34%	22.65%	23.01%
净利率	2.32%	2.33%	1.89%	1.97%	2.05%
ROE	5.48%	5.41%	4.44%	4.67%	4.91%
ROIC	7.47%	7.96%	6.28%	8.16%	7.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.19%	43.89%	43.97%	43.90%	43.97%
净负债率	-10.23%	-7.67%	-21.64%	-17.13%	-25.15%
流动比率	0.60	0.65	0.74	0.76	0.79
速动比率	0.59	0.64	0.74	0.75	0.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.81	6.28	7.20	7.20	7.20
存货周转率	166.51	160.32	165.55	155.14	155.86
总资产周转率	0.58	0.58	0.59	0.60	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.29	0.24	0.26	0.28
每股经营现金流	2.87	2.92	3.32	2.02	3.62
每股净资产	5.18	5.39	5.45	5.58	5.71
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.81	15.38	18.59	17.23	16.02
市净率	0.87	0.83	0.82	0.81	0.79
EV/EBITDA	2.64	2.79	2.34	2.44	2.01
EV/EBIT	7.49	7.61	8.91	9.17	7.48

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com