2026 年 10 月 31 日

中国联通（600050.SH）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

收入平稳增长，算力服务拓展空间

通信组

分析师：张真桢（执业 S1130524060002）

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：4.39 元

相关报告：

1.《中国联通公司点评：算力投入持续加码，AI 服务商业化空间逐步打...》，2026.8.20

2.《中国联通公司点评：用户规模稳步增长，AI 业务加速》，2026.4.23

3.《中国联通公司点评：营收稳健增长，AI 带动盈利质量优化》，2026.3.20

业绩简评

2026 年 10 月 30 日，公司发布 2026 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 2946.47 亿元，同比+0.6%；实现归母净利润 58.03 亿元，同比-33.9%。26Q3 单季度实现营业收入 932.83 亿元，同/环比分别+0.5%/-5.3%；实现归母净利润 16.64 亿元，同/环比分别-31.3%/-16.9%。

经营分析

收入平稳增长，算力业务贡献增量。前三季度算力业务收入同比增长 12.2%，其中智算中心收入增长 10.4%；国际业务收入增长 14.5%，增速均高于公司整体。连接业务方面，总连接数超过 13 亿，移动及宽带用户较年初增加 1240 万户，物联网连接增加超过 6600 万个。我们认为，存量用户和网络覆盖为融合服务提供基础，后续算力服务渗透与单客户价值提升将进一步提振收入。

利润率仍受成本费用约束，经营现金流保持韧性。第三季度毛利率 24.4%，同/环比分别-2.3/+0.5 个百分点；期间费用率 18.5%，同/环比分别+0.4/+0.7 个百分点。归母净利润同比降幅较第二季度收窄，但单季利润仍环比下降。前三季度经营现金流净额 596.86 亿元，同比增长 2.3%，现金回收为持续经营及业务转型提供支持。

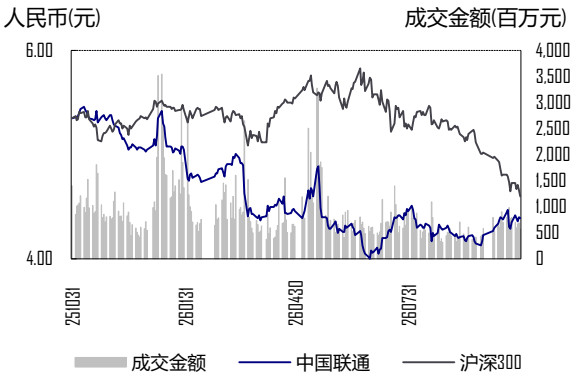
算网资源与应用能力逐步衔接，Token 服务有望拓展变现路径。截至三季度，公司标准机架达到 120 万架，IDC 资源总规模 3000MW，云智产品付费用户超过 1.2 亿户；同时推进联通云 8.0、元景 MaaS 及数字员工等产品，完善模型调用、数据处理与行业应用能力。

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 4,062.43/4,177.52/4,272.28 亿元，归母净利润分别为 75.87/79.25/83.74 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 17.92/17.16/16.24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

算力及 AI 业务发展不及预期；传统通信业务竞争加剧；成本费用投入超预期；Token 商业化进度不及预期。



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	406,243	417,752	427,228
营业收入增长率	4.56%	0.68%	3.57%	2.83%	2.27%
归母净利润(百万元)	9,030	9,127	7,587	7,925	8,374
归母净利润增长率	10.49%	1.07%	-16.86%	4.45%	5.66%
摊薄每股收益(元)	0.284	0.292	0.243	0.253	0.268
每股经营性现金流净额	2.88	2.93	4.00	3.02	2.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.48%	5.41%	4.45%	4.58%	4.79%
P/E	18.70	17.50	17.92	17.16	16.24
P/B	1.02	0.95	0.80	0.79	0.78

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**	**406,243**	**417,752**	**427,228**
增长率		4.6%	0.7%	3.6%	2.8%	2.3%
主营业务成本	-281,231	-298,346	-299,906	-312,083	-320,045	-326,613
%销售收入	75.5%	76.6%	76.5%	76.8%	76.6%	76.4%
毛利	91,366	91,243	92,317	94,160	97,707	100,615
%销售收入	24.5%	23.4%	23.5%	23.2%	23.4%	23.6%
营业税金及附加	-1,542	-1,707	-1,820	-1,625	-1,671	-1,709
%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	-38,749	-39,847	-40,750
%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	-23,699	-25,065	-25,634
%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	-8,937	-9,191	-9,399
%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	21,150	21,934	23,123
%销售收入	5.9%	5.2%	5.4%	5.2%	5.3%	5.4%
财务费用	259	278	584	351	1,367	1,770
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-6,356	-7,319	-5,528	-5,493	-5,380	-3,917
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%	17.0%	14.2%	12.0%
营业利润	22,843	22,700	25,036	23,988	25,497	27,807
营业利润率	6.1%	5.8%	6.4%	5.9%	6.1%	6.5%
营业外收支	-134	2,392	267	842	1,167	759
税前利润	22,710	25,092	25,303	24,830	26,664	28,565
利润率	6.1%	6.4%	6.5%	6.1%	6.4%	6.7%
所得税	-3,997	-4,491	-4,515	-4,415	-4,757	-5,091
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	20,415	21,907	23,474
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**	**7,587**	**7,925**	**8,374**
净利率	2.2%	2.3%	2.3%	1.9%	1.9%	2.0%

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	20,415	21,907	23,474
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	74,620	69,267	69,330
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	37,098	9,144	-8,942
经营活动现金净流	**104,644**	**91,565**	**91,679**	**125,102**	**94,563**	**79,109**
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**	**68,604**	**29,279**	**18,011**

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	110,504	134,951	148,085
应收款项	44,675	63,319	70,307	38,998	38,368	36,776
存货	2,217	2,463	2,431			2,684
其他流动资产	52,321	38,313	49,407			47,823
流动资产	158,028	158,808	169,001	199,422	221,311	235,369
%总资产	23.8%	23.6%	25.2%	28.7%	30.6%	31.9%
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%	49.1%	46.6%	44.8%
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%	71.3%	69.4%	68.1%
资产总计	**662,845**	**672,837**	**671,056**	**693,713**	**723,250**	**736,681**
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	191,140	197,275	192,686
其他流动负债	63,845	60,659	58,689	66,320	71,935	72,467
流动负债	260,286	265,980	261,769	270,866	282,753	278,495
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	27,508	28,873	29,648
负债	304,910	304,048	294,555	302,308	315,564	312,086
普通股股东权益	159,241	164,847	168,591	170,669	172,967	174,776
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	58,866	61,164	62,974
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**	**693,713**	**723,250**	**736,681**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.257	0.284	0.292	0.243	0.253	0.268
每股净资产	5.007	5.184	5.392	5.459	5.532	5.590
每股经营现金净流	3.290	2.879	2.932	4.002	3.025	2.531
每股股利	0.132	0.158	0.164	0.160	0.180	0.210
回报率						
净资产收益率	5.13%	5.48%	5.41%	4.45%	4.58%	4.79%
总资产收益率	1.23%	1.34%	1.36%	1.09%	1.10%	1.14%
投入资本收益率	4.80%	4.30%	4.38%	4.23%	4.21%	4.27%
增长率						
主营业务收入增长率	4.97%	4.56%	0.68%	3.57%	2.83%	2.27%
EBIT 增长率	7.36%	-7.18%	4.42%	-0.33%	3.71%	5.42%
净利润增长率	11.96%	10.49%	1.07%	-16.86%	4.45%	5.66%
总资产增长率	2.82%	1.51%	-0.26%	3.38%	4.26%	1.86%
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	282.9	275.6	270.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.74%	-10.91%	-8.42%	-24.52%	-29.50%	-31.47%
EBIT 利息保障倍数	-84.6	-73.2	-36.3	-60.2	-16.0	-13.1
资产负债率	46.00%	45.19%	43.89%	43.58%	43.63%	42.36%

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	2	5	10	14
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.17**	**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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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