

评级变动报告

中国联通 600050.SH



鉴于年内电信增值业务税率上调、传统业务增长乏力、新兴业务竞争激烈等因素，我们对其盈利预测及估值进行了一定的下调。核心原因如下：

税率调整边际拖累更突出：手机流量、短信、宽带增值税率由6%上调至9%，直接压缩收入及净利率。公司增值业务占服务收入比重较高，且净利润基数低于同业，同幅度税率冲击对盈利的边际拖累更显著。

传统业务增长动能偏弱：移动用户趋于饱和，存量价格战下公司用户规模最小、用户ARPU值同业最低，让利空间更窄；千兆升级收益难抵资费下行，传统高毛利业务增长持续走弱。

新兴业务盈利对冲不足：联通云、智算等保持较快增速，但云服务处于红海，公司为抢占市场需压低报价，毛利率低于同业；叠加政企项目回款周期长、资本开支折旧压力，短期难以对冲传统业务利润缺口。

公司核心壁垒仍在，但成长驱动力正切换，叠加税率扰动，盈利承压空间。我们下调其DDM/动态估值，股价已较充分反映该压力。

公司基本信息



中国联通是国内三大全业务电信运营商、央企，1994年成立，为首家混改运营商，A+H两地上市，2002年10月登陆上交所主板。主营移动通信、固网宽带及产业数字化服务，拥有“沃”“联通云”等品牌；移动用户超3.3亿户，北方十省固网份额领先，联通云位列国资云第一梯队。聚焦五大主业，布局联通云、智算等，加快业务转型。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	↓ ★★☆☆☆	DDM估值：价值	1468亿(较上期-19.65%)
当前股价	4.05元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	合理估值(上行空间+16%)
总市值	1266.21亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	14.62	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1322亿(较上期-21.70%)
PB-MRQ	0.74			状态	合理估值(上行空间+4.4%)

公司盈利预测

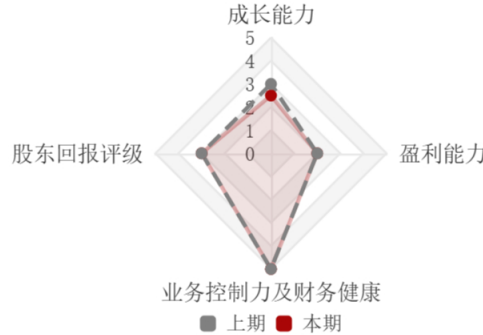
中国联通	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3726.0	3895.9	3922.2	3909.7	3925.7	3934.4	3956.3	4049.1
归母净利润(亿)	81.8	90.3	91.3	68.3	69.9	69.3	74.9	70.8
归母净利润增速(%)	12.0	10.4	1.1	-25.2	2.5	-0.9	8.1	-5.5
经营性净利润(亿)	128.1	150.2	152.7	111.3	115.1	113.7	126.4	117.0
经营性净利润增速(%)	12.5	17.2	1.7	-27.1	3.4	-1.3	11.2	-7.4
经营性归母净利润(亿)	56.0	65.8	67.1	48.9	50.5	49.9	55.5	51.4
经营性归母净利润增速(%)	12.0	17.6	1.9	-27.1	3.4	-1.3	11.2	-7.4

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

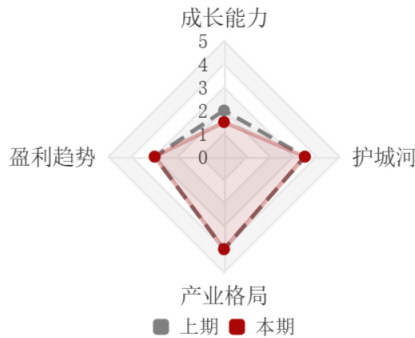
成长能力下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

公司本期成长能力星级下降0.5星。主因传统业务承压：用户饱和、ARPU值同业最低，千兆升级收益难抵资费下行；增值税率由6%上调至9%压缩高毛利板块净利率。联通云、智算等新兴业务虽增速较快，但处于竞争红海、毛利率偏低，政企回款周期长、算力折旧高，短期难以对冲传统业务缺口。公司壁垒仍存，但成长驱动力切换，短期斜率放缓。

深度评级变动分析

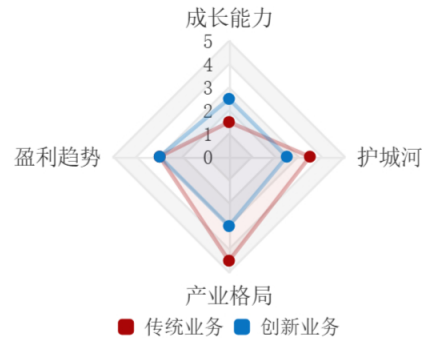
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-22

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-22

成长空间下降0.5星级：上期星级2.0星，本期星级1.5星。

公司本期成长空间星级下调0.5星。移动用户规模三家最小，C端流量“增量不增收”、用户ARPU值长期承压，基本盘扩张空间有限；B/G端虽发力联通云、智算与5G行业应用，但云与智算身处价格战红海，毛利率显著低于传统业务。增值税率由6%上调至9%进一步压缩高毛利增值板块利润空间，叠加资本开支向算力网络倾斜、设备短周期高折旧的转型阵痛，远期盈利弹性受限，成长天花板亦有所下移，故下调0.5星。

护城河总星级未变动，但分业务来看：创新业务的护城河提升0.5星。主因联通云在政务云、工业互联网领域形成差异化优势，客户迁移成本高、粘性增强；5G行业应用解决方案在矿山、港口等场景规模化落地，先发壁垒加深。但传统固网护城河受竞争分流及渗透率高位制约，对冲后总星级维持不变。

估值评级

DDM估值下降-19.65%：上期 1827.58亿，本期 1468.50亿。动态估值下降-21.70%：上期 1688.31亿，本期 1321.91亿。

我们对公司2026-2041年收入及归母净利润预测进行了调整，主要基于对公司传统通信主业增长预期下修、创新业务盈利兑现节奏偏慢及增值业务年内税率上调的重新评估。

1. 收入预测调整

1) 传统通信主业收入下调：国内移动用户渗透率超99%、5G用户渗透率超80%，公司移动用户规模仅为移动40%、电信75%，用户ARPU值处同业低位，2025年下半年及2026年一季度表现低于预期，将2026-2028年收入增速预测下调为负增长，2026-2030年复合增速下修至-1.3%。

2) 创新业务收入增速审慎调整：受算力侧资本开支摊销、头部云厂商压价、公司用户规模不及移动和电信等因素影响，客户拓展节奏慢于预期，2026-2030年复合增速下调至4.2%。

2. 净利润预测调整

1) 传统业务毛利率下修：从2025年的29%下调至2026-2028年的28.2%，远期由小幅上升下调至维持稳定。主因流量红利见顶致资费承压、政企竞争加剧、增值税率由6%上调至9%压缩盈利空间，叠加北方固网优势区渗透见顶、南方拓展承压，传统业务盈利空间收窄。

2) 创新业务盈利兑现偏慢：维持毛利率20%左右判断，2025年创新业务ROIC仅3.7%，不足传统业务的1/5，短期盈利能力偏弱，对整体利润拉动有限。

3) 费用率维持战略投入：传统业务研发费用率维持2.5%-3.0%，创新业务维持2.0%-2.5%，研发投入持续投向算力网络、AI大模型等方向，短期压制利润释放，长期利好巩固混改战投协同壁垒。

3. 整体估值结果

本次调整后，DDM估值下调19.65%、动态估值下调21.70%，动态估值下调幅度高于两家同业，主要反映公司传统业务下修幅度更深、创新业务盈利兑现更慢、增值税率上调的三重影响。公司混改战投协同、北方固网等核心壁垒仍存，但其远期收入规模天花板和盈利中枢有所下降，故下调对应估值。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括传统业务、创新业务和其他（出售商品等）。

业务一：传统业务，包括个人市场和家庭市场。

1. 收入假设：预计2026-2029年小幅下滑，2030-2033年受益6G商用年复合增速2.3%，其后逐步放缓至0增长。

1) 个人市场：2026-2029年5G后周期时代，主要考虑到市场整体需求逐步饱和和5G套餐渗透率已较高，预计ARPU值和用户数小幅下滑，对应收入年复合增速-3%左右。2030-2033年进入6G时代，随着更高价值量的新套餐渗透率逐步提升，预计ARPU值会有小幅提升；同时，用户数基本保持稳定：预计收入年复合增速3%左右。2034年后，随着6G套餐渗透率已经较高，市场需求饱和，预计收入增速逐步放缓至0增长态势。

2) 家庭市场：2026-2029年，千兆光纤、FTTR及智慧家庭相关增值服务渗透率已较高，预计用户数和综合ARPU值小幅下滑，对应收入年复合增速-1%左右。2030-2033年，受益于6G时代万兆光纤渗透率逐步提升带动ARPU增长，用户数保持稳定，预计收入年复合增速2%左右。2034年后，随着千/万兆光纤、FTTR、智慧家庭服务等业务渗透率已较高，综合ARPU值和用户数基本稳定，预计收入增速逐步放缓至0增长态势。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：受益于主营成本中折旧摊销增速低于收入增速，毛利率小幅下滑28.5%，并保持平稳，低于龙头中国移动（36%水平）、中国电信（34%水平）。

2) 费用率：降本增效持续推升运营效率，销售、管理等费用率有一定优化。

业务二：创新业务，主要面向政企市场。

1. 收入假设：预计2026-2030年年复合增速4.2%，其后逐步放缓至2%的低速水平。政企市场受益于政企数字化转型和人工智能产业革命浪潮，云计算、数据中心、物联网、大数据等需求持续旺盛；但考虑到业务基数已较大（主营业务收入贡献占比已超过30%），后续增速将有边际放缓。公司在大数据、物联网等领域持续发力，不断打造新增长点。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：综合考虑市场竞争、网络成本下降、高附加值业务占比提升等正负向因素，预计未来毛利率小幅向下波动并稳定在20%水平，考虑到业务规模相较同行仍较小，因而提升情况不明显（此前5年平均毛利率20.4%），低于龙头中国移动（24%水平）、中国电信（22%水平）。

2) 费用率：降本增效持续推升运营效率，销售、管理等费用率有一定优化。

业务三：其他业务，包括出售商品等。

收入和盈利能力假设：保持平稳状态，预计收入年复合增速为2%左右，盈亏基本平衡。

公司整体业绩预测

中国联通	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3726.0	3895.9	3922.2	3909.7	3925.7	3934.4	3956.3	4049.1
归母净利润(亿)	81.8	90.3	91.3	68.3	69.9	69.3	74.9	70.8
归母净利润增速(%)	12.0	10.4	1.1	-25.2	2.5	-0.9	8.1	-5.5
经营性净利润(亿)	128.1	150.2	152.7	111.3	115.1	113.7	126.4	117.0
经营性净利润增速(%)	12.5	17.2	1.7	-27.1	3.4	-1.3	11.2	-7.4
经营性归母净利润(亿)	56.0	65.8	67.1	48.9	50.5	49.9	55.5	51.4
经营性归母净利润增速(%)	12.0	17.6	1.9	-27.1	3.4	-1.3	11.2	-7.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

传统业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2455.2	2466.2	2441.8	2368.5	2321.2	2286.4	2263.5	2286.1
收入增速(%)	1.6	0.4	-1.0	-3.0	-2.0	-1.5	-1.0	1.0
经营性净利润(亿)	114.3	128.0	130.5	99.8	95.8	93.0	90.6	73.6
经营性净利率(%)	4.7	5.2	5.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.2
经营性净利润增速(%)	14.3	12.0	1.9	-23.5	-4.0	-2.9	-2.6	-18.8
创新业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	896.5	993.6	1035.6	1087.4	1141.7	1176.0	1211.3	1271.8
收入增速(%)	15.3	10.8	4.2	5.0	5.0	3.0	3.0	5.0
经营性净利润(亿)	13.8	22.2	22.3	11.5	19.3	20.6	35.8	43.4
经营性净利率(%)	1.5	2.2	2.2	1.1	1.7	1.8	3.0	3.4
经营性净利润增速(%)	-0.8	60.7	0.2	-48.5	68.4	6.7	73.9	21.3
其他（出售商品等）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	374.3	436.1	444.8	453.7	462.8	472.1	481.5	491.1
收入增速(%)	5.1	16.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
传统业务	0.3%	中低-	非常好	较强	8.3%	9.34	136.2
创新业务	6.6%	中等	较好	较强	9.0%	13.93	42.8
其他（出售商品等）	2.0%	中低	一般	一般	10.0%	8.35	-
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
传统业务(亿)	808.6	674.8	1483.4	268.5	1157.6	407.3	1001.6
创新业务(亿)	56.4	422.5	478.8	80.7	369.8	130.1	319.8
其他（出售商品等）(亿)	0.1	-	-	0.8	0.6	0.2	0.4
公司整体测算(亿)	865.1	1097.3	1962.3	350.0	1528.0	537.7	1321.9

数据来源：壹评级

DDM 估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
传统业务(亿)	1203.7	517.3	1721.0	268.5	1157.6	407.3	1239.2
创新业务(亿)	186.7	201.1	387.8	80.7	369.8	130.1	228.8
其他（出售商品 等）(亿)	0.1	-	0.1	0.8	0.6	0.2	0.5
公司整体测算(亿)	1390.5	718.3	2108.8	350.0	1528.0	537.7	1468.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性高。公司主营业务所处电信行业为成熟行业，收入规模能见度高、波动阈值小；5G资本开支高峰已过，算力侧投入按节奏铺开，主营成本后续将稳中有降，利润端能见度亦较高。工信部每月公布国内电信行业总体及各分项运营数据，公司每月披露移动（含5G用户）、固网宽带等核心指标，对业绩预期具较好参考性。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。