

中国电信 (601728. SH)

上半年净利润增长 10%，深入布局算力基建

买入

核心观点

上半年净利润增长 10%。23H1 公司实现营收 2587 亿元（同比+7.7%），其中服务收入 2360 亿元（同比+6.6%）；实现归母净利润 202 亿元（同比+10.2%）。二季度实现收入 1289 亿元（同比+6%），实现归母净利润 122 亿元（同比+10%）。

移动通信、固网及智慧家庭业务稳健增长。移动通信业务方面，23H1，公司移动通信服务收入 1016 亿元（同比+2.7%），移动用户达 4.02 亿户（环比净增 1073 万户），其中 5G 套餐用户净增 2690 万户至 2.95 亿户，渗透率达 73.4%，移动用户 ARPU 值为 46.2 元（同比+0.4%）。移动增值及应用收入表现突出，同比增长 19.4% 至 154 亿元，贡献移动 ARPU 6.5 元（同比+14%）。固网及智慧家庭服务方面，总体实现收入 620 亿元（同比+3.6%）。千兆宽带与智慧家庭驱动 ARPU 提升——千兆宽带渗透率提升至 20.3%，智慧家庭业务收入达 93 亿元（同比+15.7%），贡献宽带综合 ARPU 8.5 元（同比+9%）；受益于此，宽带综合 ARPU 同比+2.1%，达 48.2 元。

云业务快速发展，加大算力建设。公司产业数字化业务快速发展，收入 688 亿元（同比+16.7%）。其中，天翼云收入 459 亿元，同比+63%，全年维持千亿收入目标；物联网收入 33 亿元，同比+76%。IDC 业务收入下降 8% 至 163.5 亿元。公司加大算力建设，智算新增 1.8EFLOPS 算力至 4.7EFLOPS (FP16)，增幅 62%；通用算力新增 0.6EFLOPS 至 3.7EFLOPS (FP32)，增幅 19%。

精准投资优化结构，聚焦产数发展，持续强化 AI 能力。23H1 公司资本开支 416 亿元，其中产业数字化投入 118 亿元（同比+17%），占比 28.4%（提升 4.1pct）。公司持续精准投入，聚焦产业数字化业务发展。同时公司持续强化 AI 能力，以星河平台为核心，发布 TeleChat 生成式语义大模型和星河通用视觉大模型 2.0，建成含有 5500 个算法的算法仓。AI 赋能公司数字化转型，促进降本增效，如基站 AI 节能实现节电 4 亿度，5G 单基站电费下降 16%。

派发中期股息，全年分红率提升。公司继续派发中期股息，派息率 65%，即每股 0.1432 元（含税），预计 2023 年分红率提升至 70% 以上。

风险提示：5G 发展不及预期；产业数字化需求趋缓；算网部署不及预期。

投资建议：维持此前盈利预测，预计 23-25 年营收分别为 5189/5589/5939 亿元，归母净利润分别为 307/341/377 亿元，对应 PE 分别为 17/16/14x，对应 PB 分别为 1.2/1.2/1.1x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 434,159 | 474,967 | 518,912 | 558,928 | 593,947 |
| (+/-%) | 11.3% | 9.4% | 9.3% | 7.7% | 6.3% |
| 净利润(百万元) | 25952 | 27593 | 30744 | 34102 | 37715 |
| (+/-%) | 24.4% | 6.3% | 11.4% | 10.9% | 10.6% |
| 每股收益 (元) | 0.28 | 0.30 | 0.34 | 0.37 | 0.41 |
| EBIT Margin | 7.7% | 7.5% | 8.0% | 8.2% | 8.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.1% | 6.4% | 7.0% | 7.6% | 8.1% |
| 市盈率 (PE) | 20.5 | 19.2 | 17.3 | 15.6 | 14.1 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 7.8 | 8.9 | 8.0 | 7.3 |
| 市净率 (PB) | 1.24 | 1.23 | 1.20 | 1.18 | 1.15 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

通信 · 通信服务

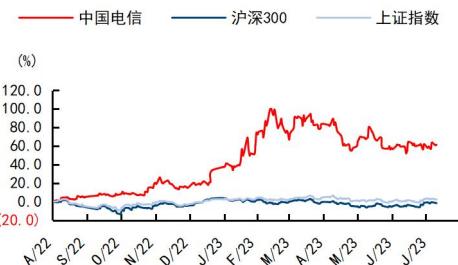
证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆

021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入 (维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 5.80 元 |
| 总市值/流通市值 | 530741/194113 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 7.51/3.69 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 1273.38 百万元 |

市场走势



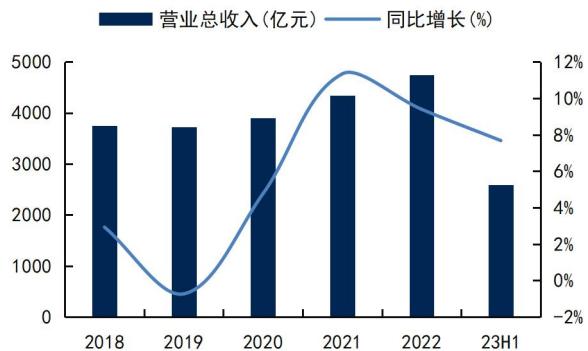
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国电信 (601728. SH) - 全面实施云改数转，一季度归母净利润同比增长 10.5%》——2023-04-24
- 《中国电信 (601728. SH) - 全面实施云改数转，2023 年云业务收入目标千亿》——2023-03-24
- 《中国电信 (601728. SH) - 云网龙头，价值重估》——2023-03-12
- 《中国电信 (601728. SH) - 移动及固网业务稳健增长，云业务翻倍增长》——2022-10-24
- 《中国电信 (601728. SH) - 一季度收入利润双位数增长，产业数字化发展势头良好》——2022-04-21

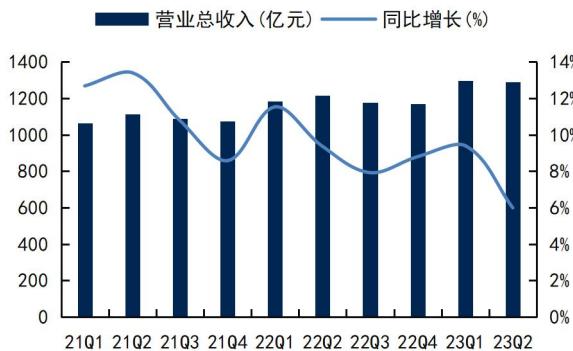
23H1 公司实现营收 2587 亿元(同比+7.7%)，其中服务收入 2360 亿元(同比+6.6%)；实现归母净利润 202 亿元(同比+10.2%)。二季度实现收入 1289 亿元(同比+6%)，实现归母净利润 122 亿元(同比+10%)。

图1：中国电信营收及增速(单位：亿元、%)



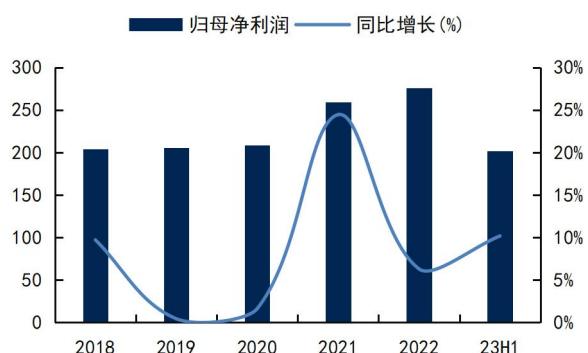
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国电信单季营收及增速(单位：亿元、%)



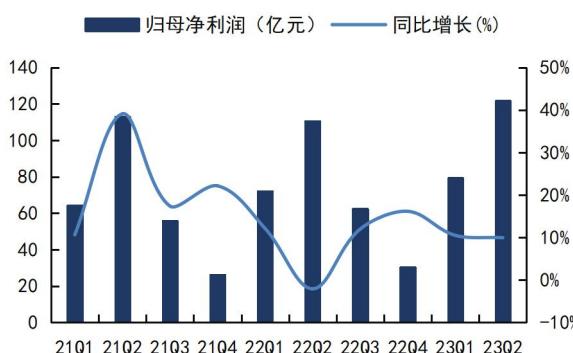
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国电信归母净利润及增速(单位：亿元、%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

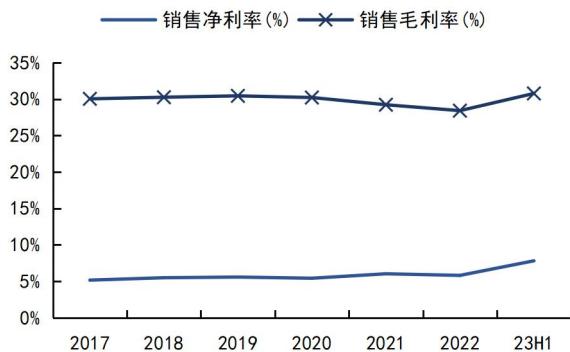
图4：中国电信单季归母净利润及增速(单位：亿元、%)



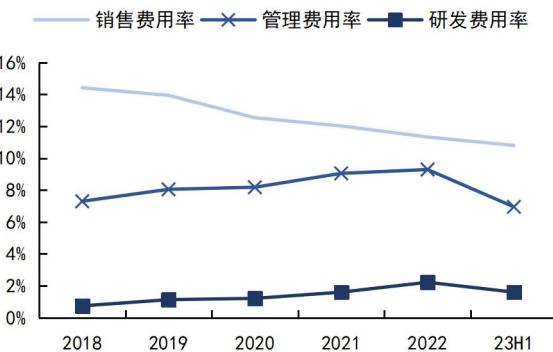
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

数字化转型促进降本增效，费用端加强研发投入。23H1，公司销售费用 279.3 亿元(同比+0.1%)，管理费用 179.7 亿元(同比+5.1%)，研发费用 41.4 亿元(同比+27.2%)，研发费用持续加大，主要系公司强化科技创新，加大高科技人才引进，加强云网融合、5G、AI 等核心技术研发，以提升核心能力。

公司数字化转型促进降本增效。公司通过 AI、大数据驱动内部数字化转型，多措并举推进降本增效、效能提升，净利润保持双位数增长。

图5：中国电信毛利率和净利率（单位：%）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率（单位：%）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：数字化促进效能提升
数字化促进资源效能提升

AI、大数据驱动内部数字化转型

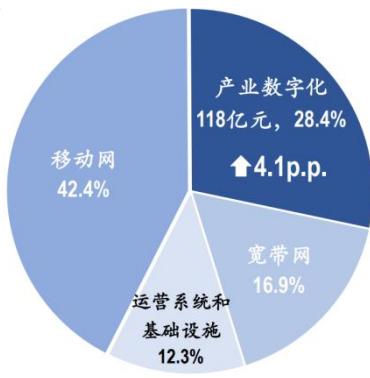
多措并举推进降本增效、效能提升，净利润保持双位数增长

| 降本 | | 节能 | |
|----------------------|---------------------|---------------------------|-----------------------|
| 销售费用占收比 ↓0.7 p.p. | 低销厅店占比 ↓3.4 p.p. | 4G、5G单基站电费 ↓10% / ↓16% | 单位电信业务总量碳排放 ↓13.4% |

| 提质 | | 增效 | |
|----------------------|--------------------|-----------------------|------------------------|
| 智能客服量占比 ↑9.7 p.p. | 铁塔共享率 ↑1.9 p.p. | 整体光端口利用率 ↑0.6 p.p. | 固网终端回收利旧率 ↑3.8 p.p. |

资料来源：公司推介材料，国信证券经济研究所整理

精准投资优化结构，聚焦产数发展，持续强化AI能力。23H1公司资本开支416亿元，其中产业数字化投入118亿元（同比+17%），占比28.4%（提升4.1pct）。公司持续精准投入，聚焦产业数字化业务发展。同时公司持续强化AI能力，以星河平台为核心，发布TeleChat生成式语义大模型和星河通用视觉大模型2.0，建成含有5500个算法的算法仓。AI赋能公司数字化转型，促进降本增效，如基站AI节能实现节电4亿度，5G单基站电费下降16%。

图8: 23H1 资本开支结构


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司持续强化 AI 能力建设


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持此前盈利预测，预计23-25年营收分别为5189/5589/5939亿元，归母净利润分别为307/341/377亿元，对应PE分别为17/16/14x，对应PB分别为1.2/1.2/1.1x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至2023年8月8日)

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(亿元) | EPS 2022A | EPS 2023E | EPS 2024E | PE 2022A | PE 2023E | PE 2024E | PB MRQ |
|-----------|------|------|--------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|--------|
| 601728.SH | 中国电信 | 买入 | 5.80 | 5307 | 0.30 | 0.34 | 0.37 | 19.2 | 17.3 | 15.6 | 1.2 |
| 600050.SH | 中国联通 | 买入 | 5.28 | 1679 | 0.23 | 0.27 | 0.31 | 19.5 | 19.5 | 16.9 | 1.0 |
| 600941.SH | 中国移动 | 买入 | 96.74 | 20680 | 5.87 | 6.40 | 6.99 | 11.5 | 15.1 | 13.8 | 1.6 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测；中国移动、中国联通估值取自Wind一致预期

风险提示: 1、5G发展不及预期；2、产业互联网业务发展不及预期；3、算力网络部署不及预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 75210 | 76300 | 122579 | 131284 | 157009 | 营业收入 | 434159 | 474967 | 518912 | 558928 | 593947 |
| 应收款项 | 22389 | 24312 | 29673 | 29798 | 32010 | 营业成本 | 307337 | 339940 | 369475 | 398644 | 423576 |
| 存货净额 | 3827 | 3513 | 4652 | 4825 | 4917 | 营业税金及附加 | 1730 | 1643 | 2076 | 2236 | 2376 |
| 其他流动资产 | 24753 | 35308 | 30927 | 35576 | 39119 | 销售费用 | 52172 | 53803 | 56250 | 58352 | 60226 |
| 流动资产合计 | 127361 | 141072 | 189470 | 203121 | 234694 | 管理费用 | 32362 | 33578 | 37121 | 39294 | 41056 |
| 固定资产 | 466837 | 471848 | 490554 | 497563 | 494023 | 研发费用 | 6933 | 10560 | 12588 | 14676 | 16784 |
| 无形资产及其他 | 39914 | 42239 | 40550 | 38862 | 37173 | 财务费用 | 1294 | 7 | (621) | (1116) | (1512) |
| 投资性房地产 | 86964 | 110319 | 110319 | 110319 | 110319 | 投资收益 | 4193 | 2265 | 3000 | 3000 | 3000 |
| 长期股权投资 | 41166 | 42220 | 43229 | 44204 | 45217 | 资产减值及公允价值变动 | 168 | 10 | 50 | 50 | 50 |
| 资产总计 | 762242 | 807698 | 874122 | 894070 | 921426 | 其他收入 | (3962) | (6967) | (12588) | (14676) | (16784) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 22922 | 20505 | 24691 | 22706 | 22634 | 营业利润 | 39665 | 41304 | 45073 | 49892 | 54491 |
| 应付款项 | 114895 | 127260 | 147296 | 156705 | 164625 | 营业外净收支 | (5794) | (5590) | (5025) | (5470) | (5361) |
| 其他流动负债 | 122480 | 130109 | 162758 | 164821 | 172880 | 利润总额 | 33871 | 35714 | 40049 | 44422 | 49129 |
| 流动负债合计 | 260297 | 277874 | 334746 | 344232 | 360140 | 所得税费用 | 7716 | 8038 | 9211 | 10217 | 11300 |
| 长期借款及应付债券 | 7395 | 4484 | 4484 | 4484 | 4484 | 少数股东损益 | 202 | 83 | 93 | 103 | 114 |
| 其他长期负债 | 63373 | 88913 | 89213 | 89413 | 89513 | 归属于母公司净利润 | 25952 | 27593 | 30744 | 34102 | 37715 |
| 长期负债合计 | 70768 | 93397 | 93697 | 93897 | 93997 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 331066 | 371271 | 428443 | 438129 | 454137 | 净利润 | 25952 | 27593 | 30744 | 34102 | 37715 |
| 少数股东权益 | 2494 | 4338 | 4366 | 4397 | 4431 | 资产减值准备 | (4843) | (134) | 10 | 4 | (0) |
| 股东权益 | 428681 | 432089 | 441313 | 451543 | 462858 | 折旧摊销 | 78307 | 80164 | 66022 | 75727 | 84280 |
| 负债和股东权益总计 | 762242 | 807698 | 874122 | 894070 | 921426 | 公允价值变动损失 | (168) | (10) | (50) | (50) | (50) |
| | | | | | | 财务费用 | 1294 | 7 | (621) | (1116) | (1512) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (1858) | 9878 | 50879 | 6728 | 10232 |
| 每股收益 | 0.28 | 0.30 | 0.34 | 0.37 | 0.41 | 其它 | 4959 | 131 | 18 | 27 | 34 |
| 每股红利 | 0.12 | 0.31 | 0.24 | 0.26 | 0.29 | 经营活动现金流 | 102349 | 117622 | 147623 | 116538 | 132212 |
| 每股净资产 | 4.68 | 4.72 | 4.82 | 4.93 | 5.06 | 资本开支 | 0 | (77397) | (83001) | (81001) | (79001) |
| ROIC | 9% | 10% | 11% | 13% | 14% | 其它投资现金流 | 1098 | (457) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 6% | 6% | 7% | 8% | 8% | 投资活动现金流 | 235 | (78908) | (84010) | (81976) | (80014) |
| 毛利率 | 29% | 28% | 29% | 29% | 29% | 权益性融资 | (127) | 3674 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 8% | 7% | 8% | 8% | 8% | 负债净变化 | (11878) | (864) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 26% | 24% | 21% | 22% | 23% | 支付股利、利息 | (11073) | (28620) | (21521) | (23871) | (26401) |
| 收入增长 | 11% | 9% | 9% | 8% | 6% | 其它融资现金流 | (14437) | 17669 | 4187 | (1985) | (72) |
| 净利润增长率 | 24% | 6% | 11% | 11% | 11% | 融资活动现金流 | (60466) | (37625) | (17334) | (25856) | (26473) |
| 资产负债率 | 44% | 47% | 50% | 49% | 50% | 现金净变动 | 42118 | 1090 | 46279 | 8705 | 25725 |
| 息率 | 2.1% | 5.4% | 4.1% | 4.5% | 5.0% | 货币资金的期初余额 | 33092 | 75210 | 76300 | 122579 | 131284 |
| P/E | 20.5 | 19.2 | 17.3 | 15.6 | 14.1 | 货币资金的期末余额 | 75210 | 76300 | 122579 | 131284 | 157009 |
| P/B | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 企业自由现金流 | 0 | 40111 | 65780 | 36663 | 53956 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 7.8 | 8.9 | 8.0 | 7.3 | 权益自由现金流 | 0 | 56917 | 70445 | 35537 | 55048 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032