

# 中国电信 (601728.SH)

提升运营效率，派息持续增长

优于大市

## 核心观点

**2024年上半年利润增速保持较好水平。**公司发布2024年半年报，实现营业收入2659亿元，同比增长2.8%；实现归母净利润218亿元，同比增长8.2%。单季度来看，公司二季度实现营业收入1314亿元，同比增长2.0%；实现归母净利润132亿元，同比增长8.6%。公司二季度收入增速相较于一季度有所放缓，主要系产业数字化业务增速放缓（同比增长7%）所致。公司上半年利润增速，仍然维持了8%以上的较好增长，超过收入增速，主要系折旧摊销和销售行政及一般费用占收比的下降。

公司上半年移动ARPU值46.3元，相较于去年的45.4元继续提升，宽带综合ARPU值48.3元，相较于去年的46.3元继续提升，表现亮眼。

**AI数字化手段加强精细化管理，提升资源使用效率。**中国电信全面推进云网运营自智，网络大模型建设应用全面加速，云网运维自动处置率稳步提升。持续推动机房和基站AI智慧节能和绿色改造，5G/4G基站AI节能覆盖率达96%，年化节电超10亿度。随着AI在网络运维中的普及应用，后续运营管理与支撑费用率有望不断降低。

**围绕网络、云及云网融合、AI、量子/安全等四大技术方向，加快发展新质生产力。**中国电信持续加大科技创新研发投入，研发费用同比增长12.5%，全面完成云计算及算力、新一代信息通信、大数据、人工智能、安全、量子、数字平台等七大战略新兴业务布局，为后续发展做好准备。

**重视股东回报，努力增强盈利和现金流。**中国电信2024年继续派发中期股息，以现金方式分配的利润超过上半年本公司股东应占利润的70%，即每股人民币0.1671元（含税），同比增长16.7%。从2024年起，三年内公司以现金方式分配的利润将逐步提升至当年股东应占利润的75%以上，继续为股东创造更大价值。

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

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

维持盈利预测，预计2024-2026年营收分别为5475/5815/6111亿元，归母净利润分别为331/356/378亿元，当前A股对应PE分别为17/16/15x，对应2024年PB为1.2x；当前H股对应PE分别为13/12/11x，对应2024年PB为0.9倍，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	474,967	507,843	547,584	581,513	611,157
(+/-%)	9.4%	6.9%	7.8%	6.2%	5.1%
净利润(百万元)	27593	30446	33126	35674	37820
(+/-%)	6.3%	10.3%	8.8%	7.7%	6.0%
每股收益(元)	0.30	0.33	0.36	0.39	0.41
EBIT Margin	7.5%	7.8%	8.1%	8.3%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	6.4%	6.9%	7.3%	7.7%	8.0%
市盈率 (PE)	20.6	18.7	17.2	16.0	15.0
EV/EBITDA	8.1	7.8	9.0	8.0	7.4
市净率 (PB)	1.32	1.29	1.26	1.23	1.21

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

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.22元
总市值/流通市值	569174/212289百万元
52周最高价/最低价	6.43/4.99元
近3个月日均成交额	619.23百万元

### 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)——一季度经营稳健，产业数字化双位数增长》——2024-04-24

《中国电信(601728.SH)——强化算力布局，分红比例继续提升》——2024-03-28

《中国电信(601728.SH)——产业数字化业务较快增长，紧抓数字经济机遇》——2023-10-23

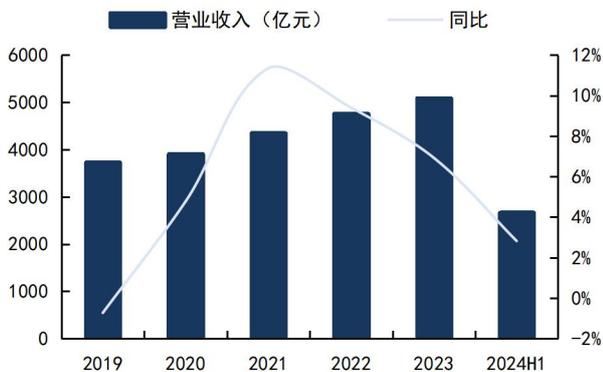
《中国电信(601728.SH)——上半年净利润增长10%，深入布局算力基建》——2023-08-09

《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

### 财务分析

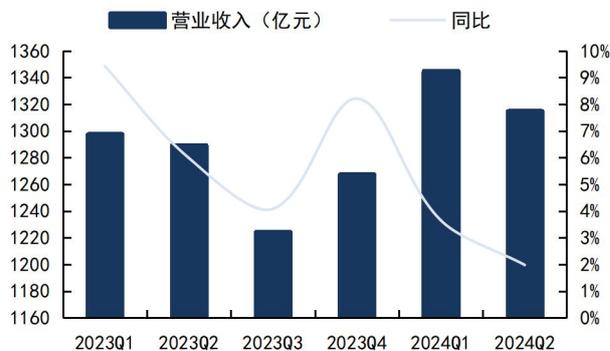
中国电信 Q2 单季度收入增速放缓至 2%，主要系产业数字化业务增速放缓所致。移动通信服务和固网及家庭智慧服务仍旧保持了稳健的增长。

图1: 中国电信营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 中国电信单季营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表1: 公司上半年经营数据（亿元）

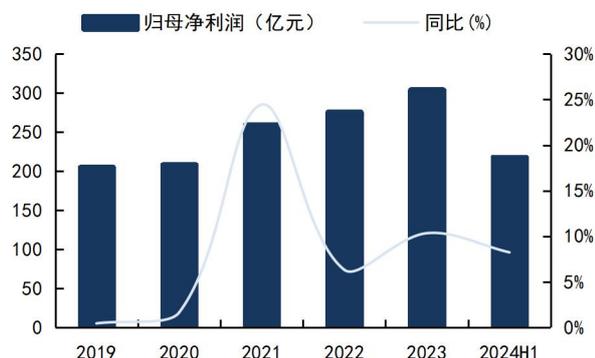
	1H2023	1H2024	变化
经营收入	2607	2680	3%
服务收入	2360	2462	4%
移动通信服务	1016	1052	4%
移动增值及应用	154	181	17%
固网及智慧家庭服务	620	640	3%
宽带接入	438	449	3%
智慧家庭	93	107	14%
产业数字化	688	738	7%
出售商品收入及其他	247	218	-12%

资料来源：中国电信官网、国信证券经济研究所预测；

中国电信上半年利润增速 8%，超过收入增速，主要系折旧摊销和销售行政及一般费用占收比的下降。

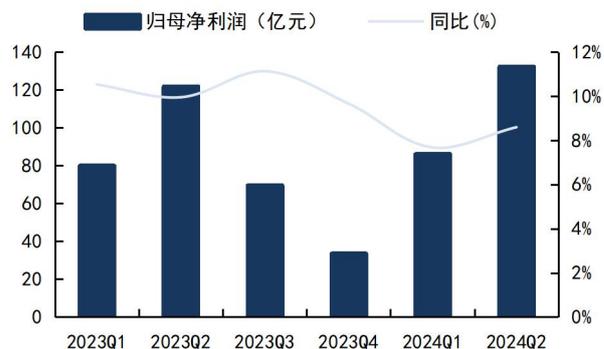
重点值得关注的是公司网络营运支撑成本占收比开始降低，意味着公司通过 AI 提高运营效率开始卓有成效。而人员薪酬占收比并没有显著下降，体现了对员工的持续投入。

图3：中国电信归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，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（亿元）及增速



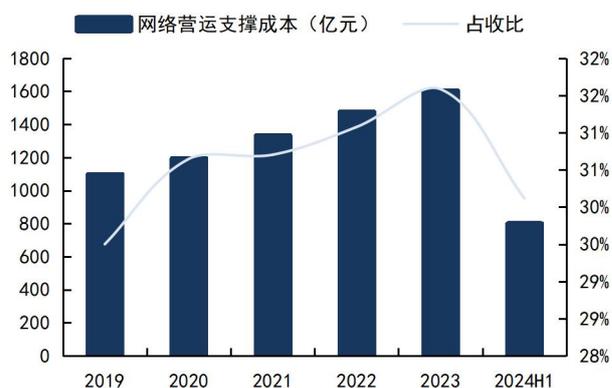
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5：中国电信折旧摊销及占收比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：中国电信网络运营支撑成本及占收比

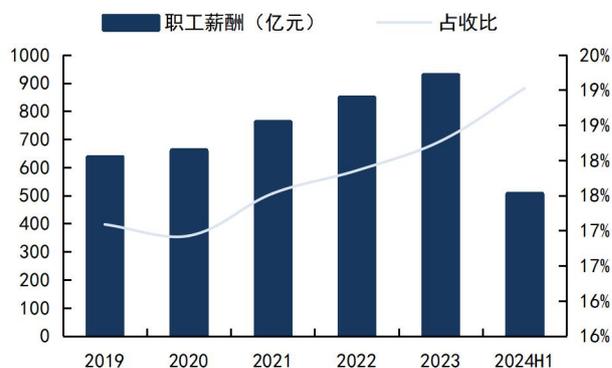


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国电信销售行政及一般费用及占收比



图8：中国电信职工薪酬及占收比

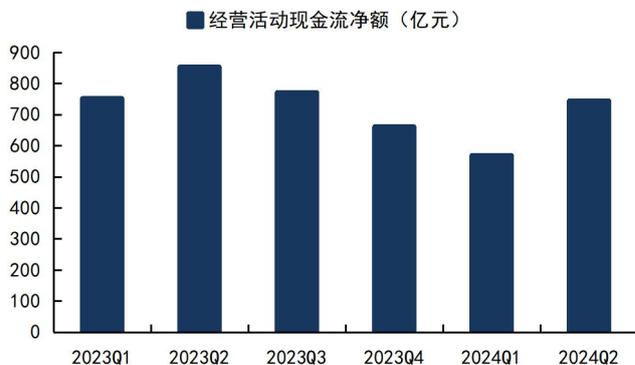


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

中国电信 24 年上半年经营性现金流净额同比略有下降，但 Q2 相比于 Q1 有显著好转，保持了稳健的态势。

图9：中国电信季度经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：

维持盈利预测，预计 2024-2026 年营收分别为 5475/5815/6111 亿元，归母净利润分别为 331/356/378 亿元，当前 A 股对应 PE 分别为 17/16/15x，对应 2024 年 PB 为 1.2x；当前 H 股对应 PE 分别为 13/12/11x，对应 2024 年 PB 为 0.9 倍，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司盈利预测估值比较（截至 2024 年 8 月 13 日）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元/港元)	总市值 (亿元)	EPS (元/港元)			PE			PB MRQ
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600941.SH	中国移动	优于大市	105.6	15,057	6.58	6.93	7.30	16.0	15.2	14.5	1.7
601728.SH	中国电信	优于大市	6.2	5,426	0.36	0.39	0.41	17.2	16.0	15.0	1.2
600050.SH	中国联通	优于大市	4.8	1,523	0.29	0.32	0.34	16.6	15.1	14.1	0.9
0941.HK	中国移动	无评级	75.0	14,724	6.79	7.21	7.64	11.0	10.4	9.8	1.1
0728.HK	中国电信	无评级	4.7	3,936	0.36	0.4	0.44	13.1	11.8	10.7	0.9
0762.HK	中国联通	无评级	6.6	1,860	0.67	0.74	0.81	9.9	9.0	8.2	0.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；

注：中国联通 A 股、H 股 EPS 差异主要为股权结构影响，A 股上市平台通过中国联通（BVI）有限公司间接持有 H 股上市平台 43.92% 股权，故归母净利润不同；总市值采用当前股价乘以总股本计算

**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。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	76300	91851	107241	105444	120351	营业收入	474967	507843	547584	581513	611157
应收款项	24312	32210	30333	32954	35750	营业成本	339940	361422	388779	412545	433292
存货净额	3513	3417	4465	4378	4516	营业税金及附加	1643	1862	2190	2326	2445
其他流动资产	35308	38030	37644	42250	44062	销售费用	53803	56117	59139	60768	62644
<b>流动资产合计</b>	<b>141072</b>	<b>167863</b>	<b>182037</b>	<b>187380</b>	<b>207034</b>	管理费用	33578	35715	38221	40415	42292
固定资产	471848	481694	499950	502586	491658	研发费用	10560	13052	15168	17445	20168
无形资产及其他	42239	45358	56590	67936	79423	财务费用	7	332	(776)	(862)	(1025)
投资性房地产	110319	97741	97741	97741	97741	投资收益	2265	2374	3000	2000	2000
长期股权投资	42220	43158	44110	45091	46048	资产减值及公允价值变动	10	(605)	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>807698</b>	<b>835814</b>	<b>880429</b>	<b>900734</b>	<b>921904</b>	其他收入	(6967)	(11594)	(15168)	(17445)	(20168)
短期借款及交易性金融负债	20505	17414	20280	19400	19032	营业利润	41304	42569	47912	50926	53391
应付款项	127260	145872	156643	163225	169246	营业外净收支	(5590)	(3365)	(4916)	(4623)	(4301)
其他流动负债	130109	137741	159148	163926	169893	<b>利润总额</b>	<b>35714</b>	<b>39204</b>	<b>42996</b>	<b>46303</b>	<b>49089</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>277874</b>	<b>301027</b>	<b>336072</b>	<b>346551</b>	<b>358171</b>	所得税费用	8038	8776	9889	10650	11291
长期借款及应付债券	4484	5142	5142	5142	5142	少数股东损益	83	(17)	(19)	(20)	(22)
其他长期负债	88913	82478	82778	82978	83078	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27593</b>	<b>30446</b>	<b>33126</b>	<b>35674</b>	<b>37820</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>93397</b>	<b>87620</b>	<b>87920</b>	<b>88120</b>	<b>88220</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>371271</b>	<b>388647</b>	<b>423992</b>	<b>434671</b>	<b>446391</b>	净利润	27593	30446	33126	35674	37820
少数股东权益	4338	4241	4235	4230	4224	资产减值准备	(134)	177	34	10	(4)
股东权益	432089	442926	452201	461833	471288	折旧摊销	80164	83275	66524	77259	86135
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>807698</b>	<b>835814</b>	<b>880429</b>	<b>900734</b>	<b>921904</b>	公允价值变动损失	(10)	605	(50)	(50)	(50)
						财务费用	7	332	(776)	(862)	(1025)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	9878	22039	33732	4429	7339
每股收益	0.30	0.33	0.36	0.39	0.41	其它	131	(181)	(39)	(15)	(2)
每股红利	0.31	0.25	0.26	0.28	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>117622</b>	<b>136360</b>	<b>133326</b>	<b>117306</b>	<b>131238</b>
每股净资产	4.72	4.84	4.94	5.05	5.15	资本开支	0	(84454)	(96000)	(91200)	(86640)
ROIC	10%	11%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(457)	(716)	0	0	0
ROE	6%	7%	7%	8%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1511)</b>	<b>(86108)</b>	<b>(96952)</b>	<b>(92181)</b>	<b>(87597)</b>
毛利率	28%	29%	29%	29%	29%	权益性融资	451	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	(864)	658	0	0	0
EBITDA Margin	24%	24%	20%	22%	22%	支付股利、利息	(28620)	(22783)	(23851)	(26042)	(28365)
收入增长	9%	7%	8%	6%	5%	其它融资现金流	(56504)	9551	2866	(881)	(368)
净利润增长率	6%	10%	9%	8%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(115022)</b>	<b>(34701)</b>	<b>(20984)</b>	<b>(26922)</b>	<b>(28734)</b>
资产负债率	47%	47%	49%	49%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>1090</b>	<b>15551</b>	<b>15390</b>	<b>(1798)</b>	<b>14907</b>
息率	5.0%	4.0%	4.2%	4.6%	5.0%	货币资金的期初余额	75210	76300	91851	107241	105444
P/E	20.6	18.7	17.2	16.0	15.0	货币资金的期末余额	76300	91851	107241	105444	120351
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	51653	38202	27459	45576
EV/EBITDA	8.1	7.8	9.0	8.0	7.4	权益自由现金流	0	61861	41666	27242	45997

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所提及的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