

中国电信 (601728.SH)

强烈推荐 (维持)

净利润稳增、通服增速保持领先，深入推进 AI 布局

事件: 2025年3月25日下午，公司发布《2024年年度报告》，24年公司实现营收5,236亿元(yoy+3.1%)，其中通服业务收入4,820亿元(yoy+3.7%)。实现归母净利润330亿元(yoy+8.4%)、EBITDA达1,408亿元(yoy+2.9%)。

□ **24年全年净利润稳增，通服收入增速保持行业领先。**24年公司实现营收5,236亿元(yoy+3.1%)，其中通服业务收入4,820亿元(yoy+3.7%)，增速继续保持行业领先。实现归母净利润330亿元(yoy+8.4%)、EBITDA达1,408亿元(yoy+2.9%)，公司指引25年全年营收、净利润与EBITDA保持良好增长。**单季度来看**，24Q4公司实现营收1,316亿元(yoy+3.8%)、归母净利润37亿元(yoy+11.0%)，单季度营收与净利润增速均系年内高点。

□ **移动 ARPU 小幅提升、固网 ARPU 维稳，战新业务与产业数字化收入实现良好增长。**

1) 移动通信服务方面: 24年公司实现营收2,025亿元(yoy+3.5%)，移动用户规模达4.25亿户(净增0.17亿户)，5G套餐用户数达3.51亿户(净增0.33亿户)，5G套餐渗透率达82.8%(yoy+4.6pct)。24年公司移动ARPU达45.6元(yoy+0.4%)，**25年公司将持续推动5G应用升级与终端升级，加快量子密信密话、手机直连卫星等战新业务规模拓展，带动移动ARPU保持稳定。**

2) 固网及智慧家庭服务方面: 24年公司实现营收1,257亿元(yoy+2.1%)，有线宽带用户数达1.97亿户(净增0.07亿户)，家庭宽带综合ARPU达47.6元(同比持平)，智家应用与平台升级效果不断显现。

3) 产业数字化业务方面: 24年公司产业数字化业务实现营收1,466亿元(yoy+5.5%)，产数占收比提升至30.4%(yoy+0.5pct)。其中天翼云收入达1,139亿元(yoy+17.1%)，实现千亿水平上的良好增长；IDC收入330亿元(yoy+7.3%)，在手IDC机架达57.1万架(AIDC高功率机架占比达20%，高功率机架利用率超80%)；**智能收入达89亿元(yoy+195.7%，包含向客户提供的AI、智算服务等收入)**，公司指引25年智能收入继续保持高速增长。

□ **公司 AI 布局全面完成，“息壤”平台全面夯实服务能力。**公司深入推进“AI+”，当前已完成“1+1+1+M+N”AI总体布局，依托“息壤”一体化智算服务平台，构筑自IaaS、PaaS、DaaS、MaaS到SaaS的全方位服务能力。25年1月，公司“息壤”平台、云手机、云电脑、魔乐社区全面上线DeepSeek，并于2月推出息壤DeepSeek一体机，**当前已签约五百余个项目，总签约额达6亿元**，同时内部资源使用方面，**公司自有算力资源售卖率超90%，较DeepSeek上线前翻了一番**，公司依托“息壤”平台有效调度其他算力服务商3EFLOPS算力，实现完善算力服务生态。

□ **25年Capex同比下降10.6%，算力投入将根据客户需求与市场发展情况灵活调整。**24年公司Capex投入达935亿元(yoy-5.4%)，占通服收入比重达19.4%(yoy-1.9pct)，公司预计25年Capex投入达836亿元(yoy-10.6%)，占通服收入比重将进一步下降，且结构侧25年算力投入预计将增长22%。当前公司在手智算资源已达**35EFLOPS(智算使用率超90%)**，建成京津冀、

TMT及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 7.65元

基础数据

总股本(百万股)	91507
已上市流通股(百万股)	77630
总市值(十亿元)	700.0
流通市值(十亿元)	593.9
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	47.3%
主要股东	中国电信集团有限公司
主要股东持股比例	63.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	21	36
相对表现	-10	6	24



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国电信(601728)一盈利能力强化，加大研发投入推进战新业务布局》2024-10-23
- 《中国电信(601728)一移动固网ARPU稳步提升，“网+云+AI+应用”融合发展》2024-08-21
- 《中国电信(601728)一收入稳增，产业数字化快速发展》2024-04-23

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
孙嘉擎 S1090523040001
sunjiaqing@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
zhuyanlin@cmschina.com.cn

长三角两个全液冷万卡池，并在粤苏浙蒙贵等区域部署千卡池，25年公司将根据客户需求与市场发展情况灵活调整算力投资，整体不设限。

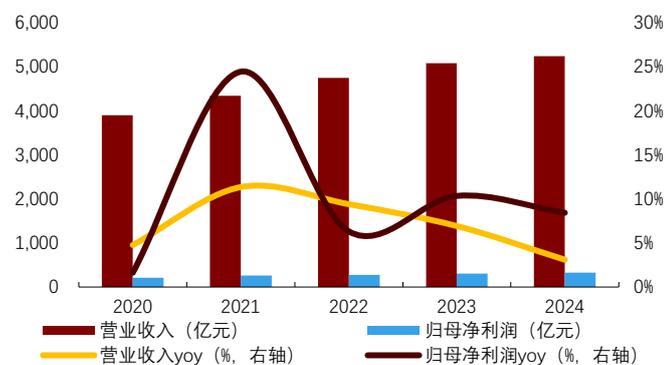
- **自由现金流增速企稳回升，派息率稳步增长。** 1) 自由现金流方面：根据公司推介材料口径，公司自由现金流达 222 亿元 (yoy+70.7%，23 年 yoy-2.0%)；以经营性现金流-Capex 测算，公司自由现金流达 518 亿元 (yoy+30.1%，23 年 yoy-11.0%)，整体自由现金流增速企稳回升。2) 应收账款与信用减值方面：24 年末公司应收账款余额为 396 亿元 (yoy+28.9%，23 年 yoy+28.0%)，信用减值损失为 38 亿元 (yoy+16.4%)，管控良好。3) 分红派息方面：24 年公司每股派息达 0.26 元 (yoy+11.4%)，每股派息增速高于净利润增速，全年派息率达 72% (yoy+2pct)，公司维持指引，24 年起三年内分红率提升至 75% 以上。
- **投资建议：** 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 354 亿元、374 亿元与 397 亿元，对应 PE 分别为 19.8 倍、18.7 倍与 17.6 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 传统业务发展不及预期、创新业务不及预期、成本管控不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	507843	523569	546520	570290	586649
同比增长	7%	3%	4%	4%	3%
营业利润(百万元)	42569	42597	46496	49117	52079
同比增长	3%	0%	9%	6%	6%
归母净利润(百万元)	30446	33012	35422	37377	39680
同比增长	10%	8%	7%	6%	6%
每股收益(元)	0.33	0.36	0.39	0.41	0.43
PE	23.0	21.2	19.8	18.7	17.6
PB	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4

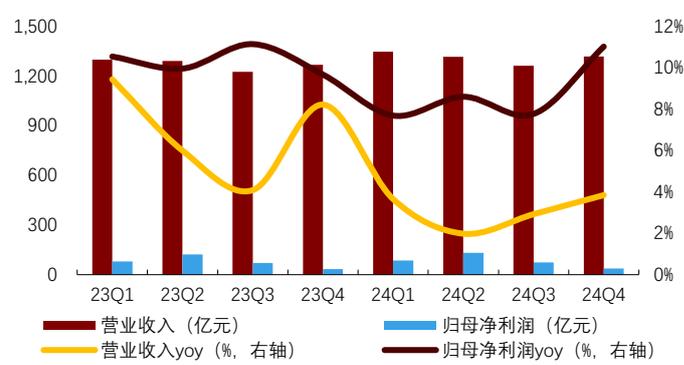
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 2020-2024 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



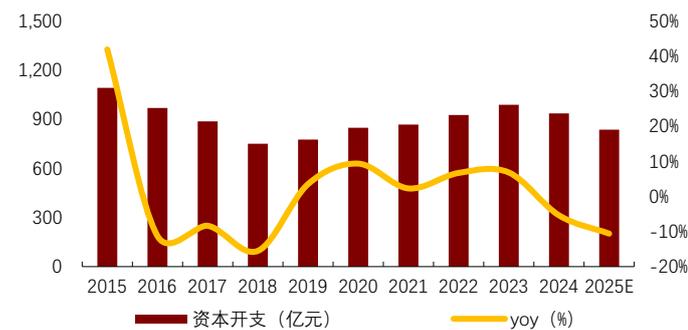
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 23Q1-24Q4 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



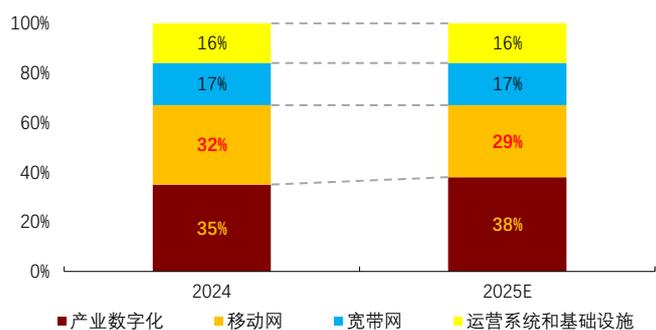
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 2015-2025E 公司资本开支情况 (亿元, %)



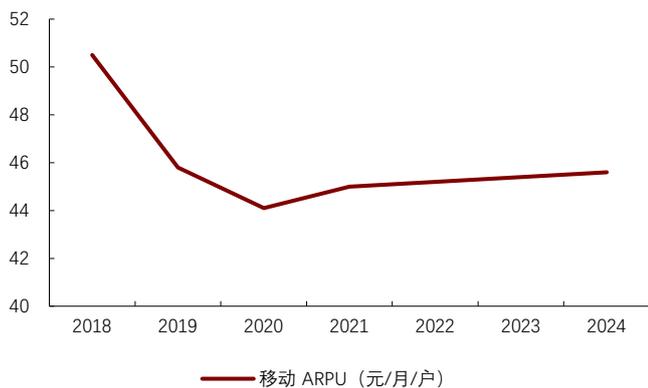
资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 2024、2025E 公司资本开支结构情况



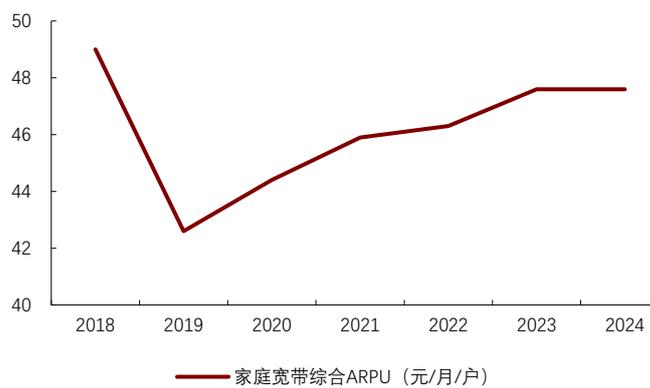
资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 2018-2024 年公司移动 ARPU 情况 (元/月/户)



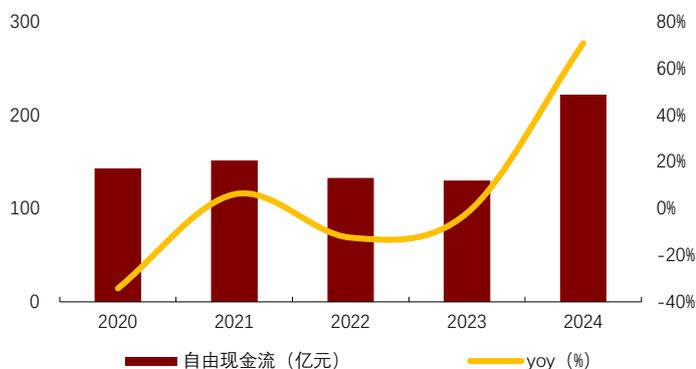
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 2018-2024 年公司家庭宽带综合 ARPU 情况 (元/月/户)



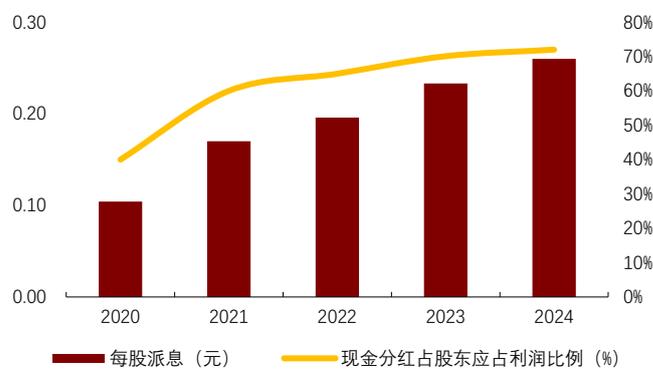
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 2020-2024 年公司自由现金流情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 2020-2024 年公司每股派息及分红率情况 (元, %)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 中国电信产业数字化业务分拆

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
产业数字化收入	693	765	840	989	1,178	1,389	1,466
产业数字化收入 yoy	-	10%	10%	18%	19%	18%	6%
天翼云	-	-	138	279	579	972	1,139
天翼云 yoy	-	-	-	102%	108%	68%	17%
IDC	234	254	280	316	333	308	330
IDCyoy	-	9%	10%	13%	5%	-8%	7%
智能收入	-	-	-	-	-	30	89
智能收入 yoy	-	-	-	-	-	-	196%
组网专线	178	197	197	201	-	-	-
组网专线 yoy	-	11%	0%	2%	-	-	-
物联网	15	19	22	29	40	59	-
物联网 yoy	-	22%	16%	32%	40%	48%	-
数字化平台及大数据	205	206	207	224	-	-	-
数字化平台及大数据 yoy	-	1%	1%	8%	-	-	-
安全	-	-	-	-	47	58	162*
安全 yoy	-	-	-	-	24%	24%	17%

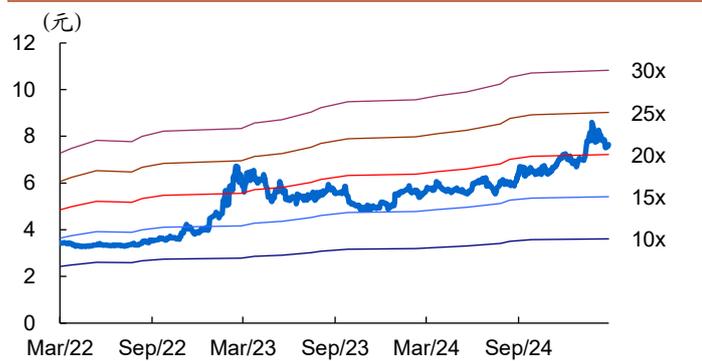
资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 1) 智能收入包括面向客户提供的人工智能、智算服务等收入; 2) 安全收入口径存在一定变化)

表 2: 中国电信经营费用分拆

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
通信服务收入	3,504.34	3,576.10	3,737.98	4,028.27	4,349.28	4,649.65	4,820.33
经营费用	3,484.10	3,466.64	3,598.79	4,086.05	4,480.21	4,764.23	4,896.14
经营费用 yoy	3%	-1%	4%	14%	10%	6%	3%
折旧及摊销	754.93	881.45	902.40	929.65	969.32	997.02	1,010.44
折旧及摊销 yoy	1%	17%	2%	3%	4%	3%	1%
网络运营及支撑成本	1,160.62	1,097.99	1,195.17	1,333.42	1,475.89	1,604.11	1,655.98
网络运营及支撑成本 yoy	12%	-5%	9%	12%	11%	9%	3%
销售、一般及管理费用	594.22	573.61	550.59	611.55	642.77	668.04	666.63
销售、一般及管理费用 yoy	2%	-3%	-4%	11%	5%	4%	0%
人工成本	597.36	635.67	659.89	760.55	847.72	928.05	982.79
人工成本 yoy	7%	6%	4%	15%	11%	10%	6%
其他经营费用	376.97	277.92	290.74	450.88	544.51	567.01	580.30
其他经营费用 yoy	-17%	-26%	5%	55%	21%	4%	2%
折旧及摊销/通服收入	22%	25%	24%	23%	22%	21%	21%
网络运营及支撑成本/通服收入	33%	31%	32%	33%	34%	34%	34%
销售、一般及管理费用/通服收入	17%	16%	15%	15%	15%	14%	14%
人工成本/通服收入	17%	18%	18%	19%	19%	20%	20%
其他经营费用/通服收入	11%	8%	8%	11%	13%	12%	12%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 中国电信历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 10: 中国电信历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	167863	188125	219552	265160	304970
现金	91851	102009	129695	171365	208488
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1456	3219	3360	3506	3607
应收款项	30755	39648	41357	43156	44394
其它应收款	6724	9688	10113	10552	10855
存货	3417	3267	3405	3563	3664
其他	33661	30294	31622	33018	33963
非流动资产	667951	678500	653318	630237	608995
长期股权投资	43158	44177	44177	44177	44177
固定资产	409455	426647	409890	394353	379870
无形资产商誉	78425	80422	72380	65142	58628
其他	136913	127254	126871	126565	126321
资产总计	835814	866625	872870	895397	913965
流动负债	301027	325377	320013	331418	338756
短期借款	2867	2835	2835	2835	2835
应付账款	145872	160550	167588	175325	180304
预收账款	65654	65370	68236	71386	73413
其他	86634	96622	81355	81872	82204
长期负债	87620	84696	84696	84696	84696
长期借款	5142	7459	7459	7459	7459
其他	82478	77238	77238	77238	77238
负债合计	388647	410073	404709	416114	423453
股本	91507	91507	91507	91507	91507
资本公积金	69406	69592	69592	69592	69592
留存收益	282013	291291	302939	314103	325377
少数股东权益	4241	4162	4122	4080	4036
归属于母公司所有者权益	442926	452390	464038	475203	486476
负债及权益合计	835814	866625	872870	895397	913965

现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138623	145268	122266	120780	115183
净利润	30428	32975	35382	37335	39635
折旧摊销	83275	84881	85829	81908	78305
财务费用	2639	2108	(1757)	(1757)	(3102)
投资收益	(2376)	(2667)	(3821)	(4173)	(4307)
营运资金变动	19274	24062	6631	7465	4651
其它	5383	3909	1	1	1
投资活动现金流	(93962)	(101294)	(56826)	(54654)	(52756)
资本支出	(90174)	(90271)	(60647)	(58827)	(57063)
其他投资	(3788)	(11023)	3821	4173	4307
筹资活动现金流	(36122)	(42902)	(37754)	(24455)	(25304)
借款变动	4751	2094	(15738)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	186	0	0	0
股利分配	(31039)	(36630)	(23774)	(26212)	(28406)
其他	(9847)	(8551)	1757	1757	3102
现金净增加额	8539	1072	27686	41670	37123

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	507843	523569	546520	570290	586649
营业成本	361422	373498	389871	407871	419454
营业税金及附加	1862	2184	2280	2379	2447
营业费用	56117	55482	57931	59880	61598
管理费用	35715	37127	38803	39920	41065
研发费用	13052	14527	15303	15398	15840
财务费用	332	228	(1757)	(1757)	(3102)
资产减值损失	(1740)	(1655)	(1415)	(1655)	(1575)
公允价值变动收益	(883)	(1077)	(980)	(880)	(780)
其他收益	3475	2180	2380	2580	2580
投资收益	2374	2626	2422	2474	2507
营业利润	42569	42597	46496	49117	52079
营业外收入	2612	4017	3117	2824	2650
营业外支出	5977	4442	4242	4042	3842
利润总额	39204	42172	45371	47899	50887
所得税	8776	9197	9989	10564	11252
少数股东损益	(17)	(37)	(40)	(42)	(45)
归属于母公司净利润	30446	33012	35422	37377	39680

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	3%	4%	4%	3%
营业利润	3%	0%	9%	6%	6%
归母净利润	10%	8%	7%	6%	6%
获利能力					
毛利率	28.8%	28.7%	28.7%	28.5%	28.5%
净利率	6.0%	6.3%	6.5%	6.6%	6.8%
ROE	7.0%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%
ROIC	7.0%	6.9%	7.1%	7.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	47.3%	46.4%	46.5%	46.3%
净负债比率	2.7%	3.0%	1.2%	1.1%	1.1%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	104.3	111.8	116.9	117.1	116.1
应收账款周转率	18.0	13.9	12.5	12.5	12.4
应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.36	0.39	0.41	0.43
每股经营净现金	1.51	1.59	1.34	1.32	1.26
每股净资产	4.84	4.94	5.07	5.19	5.32
每股股利	0.23	0.26	0.29	0.31	0.34
估值比率					
PE	23.0	21.2	19.8	18.7	17.6
PB	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	8.4	7.6	7.7	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。