

买入

2025 年 3 月 26 日

全年 ARPU 稳定，自由现金流大增

- **基础业务收入增长稳健，派息比例提升至 72%：** 公司经营收入为人民币 5294 亿元（YoY+3.1%），服务收入为 4820 亿元（YoY+3.7%）。EBITDA 为 1408 亿元（YoY+2.9%）。净利润为 330 亿元（YoY+8.4%），收入和利润增长均符合预期。资本开支为 935 亿元（YoY-5.4%），预计今年资本开支为 836 亿元（YoY-10.6%），连续三年下降；自由现金流为 222 亿元（YoY+70.7%）。2024 年全年派发股息为每股 0.2598 元（含税），全年派发股息总额同比增长 11.4%，全年派息比率 72%。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。
- **传统业务稳健增长，ARPU 稳定：** 2024 年公司移动通信服务收入达到 2025 亿元（YoY+3.5%），其中，移动增值及应用收入 291 亿元（YoY+16.1%），移动用户规模达到 4.25 亿户，5G 登网用户渗透率 59.1%，移动用户 ARPU 达到 45.6 元（YoY+0.4%）。固网及智慧家庭服务收入 1257 亿元（YoY+2.1%），其中，智能家庭业务收入 221 亿元（YoY+16.8%），宽带用户达到 1.97 亿户，千兆宽带用户渗透率 30%，宽带综合 ARPU 达到 47.6 元（YoY+0.0%），移动 ARPU 和综合宽带 ARPU 均实现稳定，未有下滑。
- **天翼云收入突破千亿，AIDC 收入迎来拐点：** 公司产业数字化收入达到 1466 亿元（YoY+5.5%），占服务收入比 30.4%，同比提高 0.5pct。天翼云收入 1139 亿元（YoY+17.1%），其中政务客户收入占比 29.0%，互联网客户收入增幅超于 39.8%，政企云电脑超过 322 万台，智能云实现了大模型+知识库+国产算力的云智一体布局；AIDC 收入 330 亿元（YoY+7.3%），八大热点区域机架占比 84%，AIDC 高功率机架占比 20%，其中自由+第三方调度规模 62EFLOPS，首创超算专线加速数据传输；安全收入为 162 亿元（YoY+17.2%）；智能收入为 89 亿元（YoY+195.7%）。
- **提升目标价至 7 港元，维持买入评级：** 中国电信持续提升“云智一体”智算服务能力，高质量发展迈出坚实步伐，连续四年利润增速高于收入增速，ROE 稳步提升至 7.3% 水平。在稳住基础业务基础上，同时在云计算、AIDC 和大模型等技术创新方面，引领行业。我们看好公司作为国家数字基础设施建设主力军的未来增长潜力。考虑到公司未来具备良好的增长能力，具备提供稳定增长的自由现金流及可持续的派息分红能力，综合公司历史估值中枢，给予 2025 年 16 倍的利润估值，对应目标价 7 港元，维持买入评级。
- **风险提示：** AIDC 和云业务发展不及预期，ARPU 值下降及竞争加剧等。

罗凡环

852-2532 1539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业 电讯服务

股价 5.7 港元

目标价 7.0 港元

(+22%)

股票代码 728.HK

已发行股本 915.07 亿股

市值 5100 亿港元

52 周高/低 7.0/3.8 港元

每股净现值 5.3 港元

主要股东 中国电信集团：63.9%

广晟控股集团有限公司

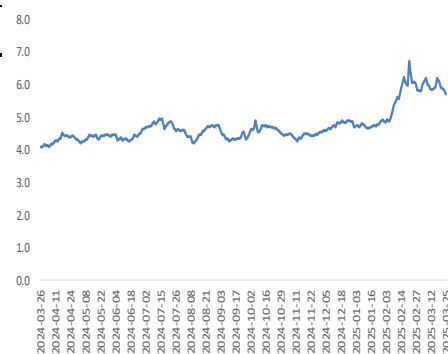
司：5.2%

盈利摘要

截止12月31日财年	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	513,551	529,417	551,757	575,713	603,002
变动(%)	6.7%	3.1%	4.2%	4.3%	4.7%
净利润(百万元)	30,446	33,012	37,448	41,960	46,621
EPS(港元)	0.36	0.39	0.44	0.49	0.55
变动(%)	10.3%	8.4%	13.4%	12.0%	11.1%
市盈率(倍, @5.7港元)	16.1	14.8	13.1	11.7	10.5
每股派息(港元)	0.25	0.28	0.32	0.37	0.41
息率(%)	4.4%	4.9%	5.7%	6.4%	7.2%

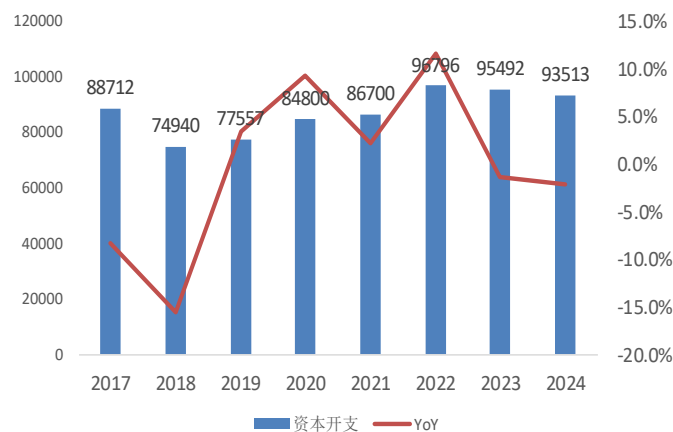
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



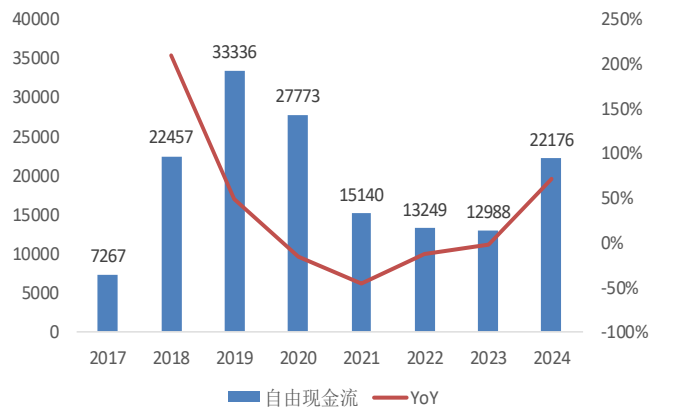
来源：彭博

图表 1：中国电信资本开支（百万元）



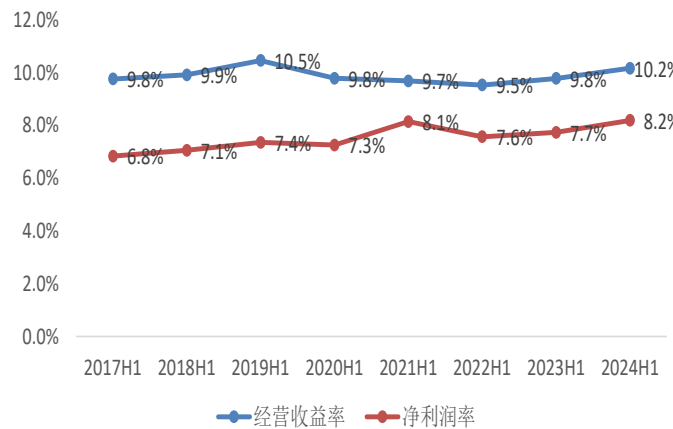
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 2：中国电信自由现金流情况（百万元）



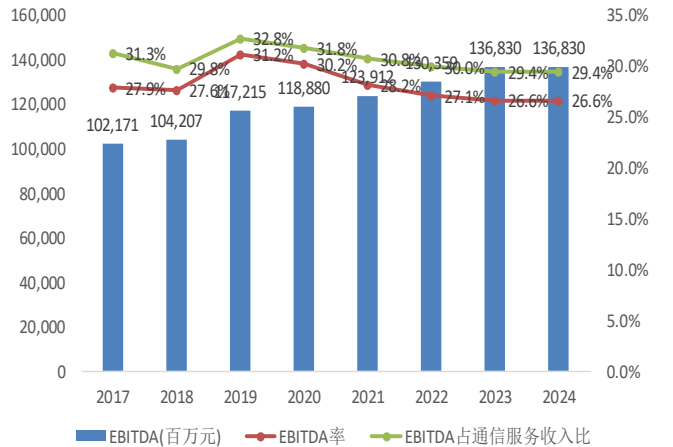
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 3：中国电信经营收益率和净利润率



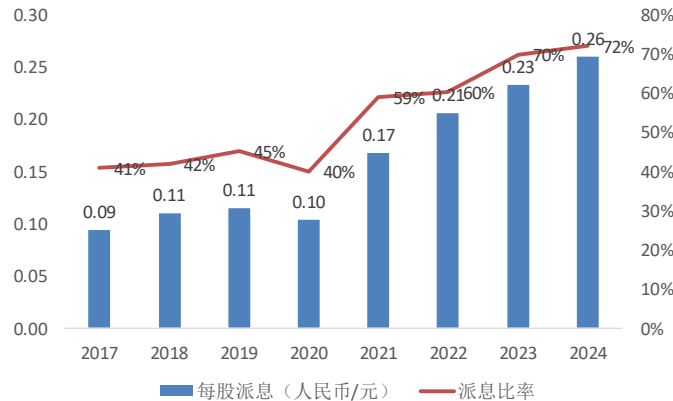
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 4：中国电信 EBITDA 和 EBITDA 率（百万元）



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 5：中国电信派息情况和派息比率



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 6：中国电信主要运营数据

截至2024年12月31日止年度经营数据

用户数 (百万户)	2023.12	2024.12	变化
移动用户数	407.77	424.52	16.75
5G套餐用户数	318.66	351.48	32.82
有线宽带用户数	190.16	197.44	7.28
天翼高清用户数	127.81	128.35	0.54
物联网连接数	526.74	627.70	100.96

	2023	2024	变化
移动ARPU (人民币/元)	45.4	45.6	0.4%
手机上网总流量 (M/TB)	72,772	88,979	23.6%
有线宽带综合ARPU (人民币/元)	47.6	47.6	0.0%

资料来源：公司业绩推广 PPT，第一上海整理

附录 1：主要财务报表

资产负债表					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测
现金及等价物	81,046	82,207	111,288	149,123	191,202
应收账款	32,210	42,867	44,582	46,365	48,220
其他流动资产	119,027	148,785	153,432	158,256	163,263
流动资产合计：	167,863	188,125	220,138	261,014	306,246
固定资产	409,943	427,079	411,195	387,378	360,084
在建工程	72,238	58,801	58,801	58,801	58,801
其他非流动资产合计：	185,770	192,620	192,620	192,620	192,620
非流动资产合计	667,951	678,500	662,616	638,799	611,505
资产合计：	835,814	866,625	882,754	899,813	917,751
应付账款	145,872	160,550	165,367	170,327	175,437
合同负债	65,417	65,185	65,185	65,185	65,185
其他流动负债合计	92,147	99,642	101,218	102,825	104,465
流动负债合计	303,436	325,377	331,769	338,338	345,087
长期借款	5,142	7,459	7,459	7,459	7,459
租赁债券	42,650	34,842	34,842	34,842	34,842
其他长期负债合计	37,419	42,395	42,395	42,395	42,395
非流动负债合计	85,211	84,696	84,696	84,696	84,696
负债合计	388,647	410,073	416,465	423,034	429,783
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
总储备	351,419	360,883	370,619	381,110	392,299
少数股东权益	4,241	4,162	4,162	4,162	4,162
股东权益合计	447,167	456,552	466,288	476,779	487,968
负债及权益合计	835,814	866,625	882,754	899,812	917,751

现金流量表（百万元）					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	预测	预测	预测	预测
净利润					
折旧及摊销	99,702	101,044	99,484	103,208	105,278
营运资本变动	7,378	11,028	3,460	3,528	3,596
其他	39,204	42,172	48,324	54,147	60,161
经营活动现金流	146,284	154,244	151,268	160,883	169,036
资本开支	-95,492	-93,513	-83,600	-79,391	-77,984
其他投资现金流					
投资活动现金流	-95,492	-99,574	-83,600	-79,391	-77,984
已付股利	-33,477	-23,769	-27,711	-31,470	-35,432
租赁负债所支付的本金	0	0	0	0	0
其他	0	-16,776	-3,767	0	0
筹资活动现金流	-33,477	-40,545	-31,478	-31,470	-35,432
汇率变动	42	0	0	0	0
现金净变动	8,539	4,928	25,314	37,835	42,080
加：年初现金余额	73,281	72,465	81,046	85,974	111,288
年末现金余额	81,046	85,974	111,288	149,123	191,202

利润表（百万元）					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
营业收入	513,551	529,417	551,757	575,713	603,002
折旧及摊销	-99,702	-101,044	-99,484	-103,208	-105,278
网络运营及支撑成本	-160,411	-165,598	-172,586	-180,079	-188,615
销售、一般及管理费用	-66,804	-66,663	-69,476	-71,974	-75,386
人工成本	-92,805	-98,279	-102,874	-107,010	-112,035
其他经营费用	-56,701	-58,030	-61,375	-61,650	-63,875
物业、厂房及设备减值损失	0	0	0	0	0
经营费用合计	-476,423	-489,614	-505,795	-523,921	-545,188
经营收益	37,128	39,803	45,962	51,792	57,814
铁塔资产处置	0	0	0	0	0
财务成本净额	-332	-228	-238	-248	-260
投资收益	292	72	75	78	82
应占联营公司的收益	2,116	2,525	2,525	2,525	2,525
税前利润	39,204	42,172	48,324	54,147	60,161
减：所得税费用	-8,776	-9,197	-10,876	-12,187	-13,540
净利润	30,428	32,975	37,448	41,960	46,621
本年利润	30,428	32,975	37,448	41,960	46,621
股东应占利润					
本公司股东应占利润	30,446	33,012	37,448	41,960	46,621
非控制性权益股东应占利润 -	18	37	-	-	-
每股收益					
基本每股收益（元）	0.33	0.36	0.41	0.46	0.51
股数	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507

主要财务比率					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
增长能力					
营业收入	6.7%	3.1%	4.2%	4.3%	4.7%
EBITDA	5.0%	2.9%	3.3%	6.6%	5.2%
净利润	10.3%	8.4%	13.4%	12.0%	11.1%
盈利能力					
EBITD率	26.6%	26.6%	26.4%	26.9%	27.0%
净利润率	5.9%	6.2%	6.8%	7.3%	7.7%
回报率					
净资产收益率	6.8%	7.2%	8.0%	8.8%	9.6%
总资产收益率	3.6%	3.8%	4.2%	4.7%	5.1%
派息比率	70.0%	72.0%	74.0%	75.0%	76.0%
偿债能力					
流动比率	55.3%	57.8%	66.4%	77.1%	88.7%
速动比率	30.3%	31.4%	39.5%	49.9%	61.1%
估值倍数					
市盈率	16.1	14.8	13.1	11.7	10.5
市净率	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。