

高质量发展，加快智能业务投入

中国电信(601728)

1. 事件：公司2024年实现营业收入5235.69亿元，同比增长3.1%；实现EBITDA 1408.47亿元，同比增长2.9%；实现归母净利润330.12亿元，同比增长8.43%。

2. 收入端：经营稳健，5G-A升级和智慧家庭推动创新增长公司2024年服务收入达到4820.33亿元，同比增长3.7%，高于整体营收增速。净利润达到330.12亿元，同比增长8.4%。

移动通信业务稳健增长，5G-A推动ARPU企稳回升。其中，移动增值及应用收入达到299.01亿元，同比增长16.1%。移动用户规模达到4.25亿户，5G登网用户渗透率达到59.1%，移动用户ARPU达到45.6元/户/月。

固网及智慧家庭服务融通互促，千兆宽带渗透推动智慧家庭快速增长。宽带用户达到1.97亿户，千兆宽带用户渗透率约30%，宽带综合ARPU达到47.6元/户/月。

产数业务快速发展，占服务收入比达30%以上。2024年公司产业数字化收入达到1465.88亿元，同比增长5.5%，占服务收入比达到30.4%，同比提升0.5pct。

3. 成本费用端：销售费用持续优化，研发强化数字化赋能2024年销售毛利率28.7%，同比下降0.17pct；销售净利率6.3%，同比增加0.31pct。主要得益于公司销售费用减少，公司强化线上线下协同，推动营销数字化转型，提升销售费用使用效率。

近年来公司持续强化控本增效，毛利率保持稳定，销售费用率持续缩减，加大研发力度，推动公司数字化业务转型。

4. 现金流稳健，持续提升股东回报

资产保值增值，资本结构稳健。2024年资产负债率47.3%，主体信用保持最高等级AAA，自由现金流221.76亿元，同比提升70.7%。企业现金收入比不断下降，主要是收入结构变化，下游B端客户增加所致。

根据公告，公司将持续回馈股东，共享发展成果，从2024年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的75%以上。

5. Capex 精准投资，支持战略创新业务

2024年公司资本开支为人民币935亿元，同比下降5.4%。其中移动网投资人民币299亿元，产业数字化投资人民币325亿元。加快5G重点场景网络覆盖和优化，加强产业数字化业务支撑保障，打造云网融合数字信息基础设施。

2025年，5G网络处于后期，整体资本开支持续同比下降10.6%，总计划836亿元，其中产业数字化占比38%，同比提升3.0pct，算力相关投资同比增加22%。

6. 投资建议：

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：7.72

股票代码：601728
52周最高价/最低价：8.61/5.63
总市值(亿)7,064.35
自由流通市值(亿)5,993.02
自由流通股数(百万)77,629.73



分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话：

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

相关研究

1. 【华西通信】中国电信(601728)季报点评：智慧家庭拉动增长，持续投入产业数字化

2024.10.22

2. 【华西通信】中国电信(601728)年报点评：天翼云保持领先，持续优化智算布局

2024.03.27

3. 【华西通信】中国电信(601728)季报点评：产业数字化、智慧家庭业务拉动增长，提升数字信息基础设施建设能力

2023.10.21

考虑低毛利的销售硬件设备业务减少，调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别由 5399.4/5625.6/N/A 亿元调整为 5412.7/5590.6/5774.2 亿元，预计每股收益分别由 0.38/0.40/N/A 元调整为 0.39/0.42/0.44 元，对应 2025 年 3 月 28 日 7.72 元/股收盘价 PE 分别为 19.77/18.28/17.44 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示：

市场竞争风险；行业政策变化风险；产业数字化业务推动不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	507,843	523,569	541,269	559,057	577,417
YoY (%)	6.9%	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%
归母净利润(百万元)	30,446	33,012	35,732	38,649	40,515
YoY (%)	10.3%	8.4%	8.2%	8.2%	4.8%
毛利率 (%)	28.8%	28.7%	28.9%	28.9%	29.0%
每股收益 (元)	0.33	0.36	0.39	0.42	0.44
ROE	6.9%	7.3%	7.3%	7.3%	7.1%
市盈率	23.39	21.44	19.77	18.28	17.44

资料来源：wind，华西证券研究所

1. 事件

公司 2024 年实现营业收入 5235.69 亿元，同比增长 3.1%；实现 EBITDA 1408.47 亿元，同比增长 2.9%；实现归母净利润 330.12 亿元，同比增长 8.43%。

2. 收入端：经营稳健，5G-A 升级和智慧家庭推动创新增长

公司 2024 年服务收入达到 4820.33 亿元，同比增长 3.7%，高于整体营收增速。净利润达到 330.12 亿元，同比增长 8.4%。

其中，移动通信业务稳健增长，5G-A 推动 ARPU 企稳回升。2024 年，公司移动通信服务收入达到 2025.24 亿元，同比增长 3.5%，其中，移动增值及应用收入达到 299.01 亿元，同比增长 16.1%。移动用户规模达到 4.25 亿户，5G 登网用户渗透率达到 59.1%，移动用户 ARPU 达到 45.6 元/户/月。

固网及智慧家庭服务融通互促，千兆宽带渗透推动智慧家庭快速增长。固网及智慧家庭服务收入 1256.80 亿元，同比增长 2.1%，其中，宽带接入收入 886.18 亿元，同比增长 1.9%，智慧家庭业务收入达到 221.33 亿元，同比增长 16.8%；宽带用户达到 1.97 亿户，千兆宽带用户渗透率约 30%，宽带综合 ARPU 达到 47.6 元/户/月。

产数业务快速发展，占服务收入比达 30% 以上。2024 年公司产业数字化收入达到 1465.88 亿元，同比增长 5.5%，占服务收入比达到 30.4%，同比提升 0.5pct。

根据公司公告，2024 年公司天翼云收入达 1,139 亿元，同比增长 17.1%；IDC 收入达 330 亿元，同比增长 7.3%；安全收入达 162 亿元，同比增长 17.2%；智能收入达到 89 亿元，同比增长 195.7%；视联网收入同比增长 40.1%。

图 1 2020-2023 年营收及增速情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 归母净利润及增速情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

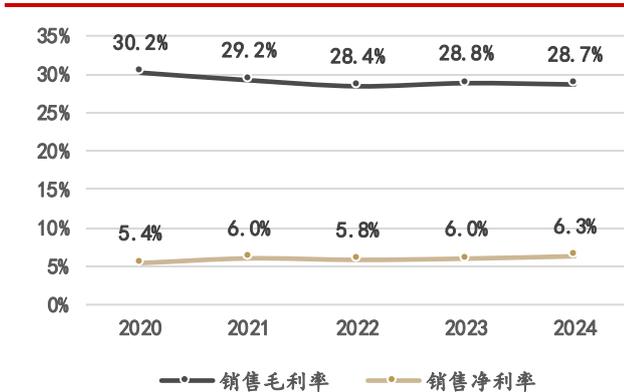
3. 成本费用端：销售费用持续优化，研发强化数字化赋能

公司成本费用控制成效显著，2024 年销售毛利率 28.7%，同比下降 0.17pct；销售净利率 6.3%，同比增加 0.31pct。主要得益于公司销售费用减少，公司强化线上线下一协同，推动营销数字化转型，提升销售费用使用效率。

2024 年整体费用率为 20.5%，同比下降 0.21pct。销售/管理/财务/研发费用率为 10.60/7.09/0.04/2.77%，同比变化-0.45/+0.06/-0.02/+0.20pct。

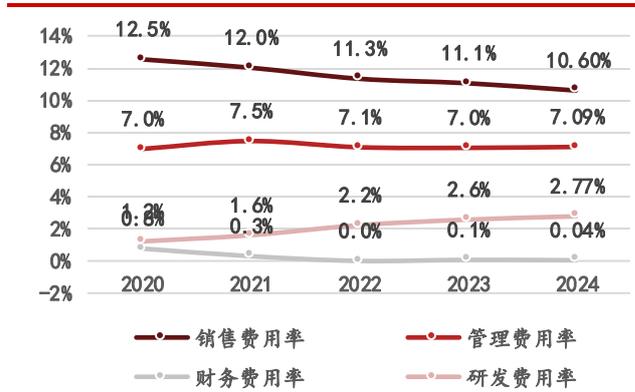
近年来公司持续强化控本增效，毛利率保持稳定，销售费用率持续缩减，加大研发力度，推动公司数字化业务转型。

图3 销售毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 费用率情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

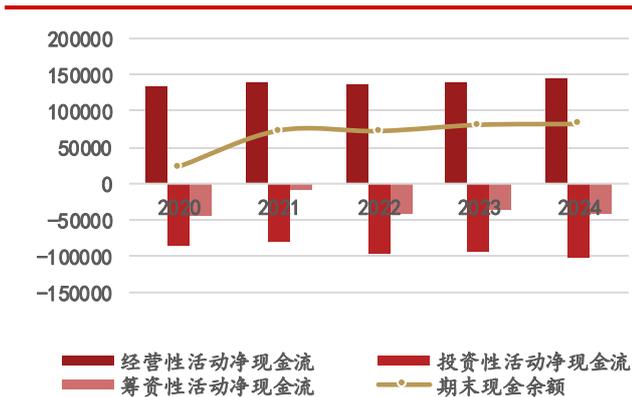
4. 现金流稳健，持续提升股东回报

资产保值增值，资本结构稳健。2024年资产负债率47.3%，主体信用保持最高等级AAA，自由现金流221.76亿元，同比提升70.7%。企业现金收入比不断下降，主要是收入结构变化，下游B端客户增加所致。

持续提升股东回报。根据推介材料，2024年度末期股息每股0.0927元，年度股息0.2598元，同比提升11.4%，派息率达到72.0%，同比提升1.9pct。

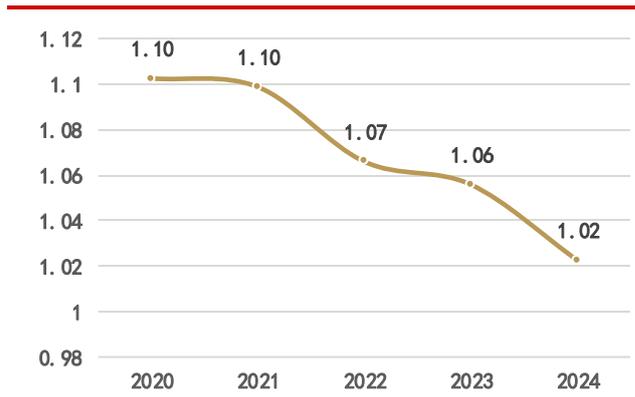
根据公告，公司将持续回馈股东，共享发展成果，从2024年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的75%以上。

图5 现金流及期末现金余额情况(单位:百万元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 企业现金收入比情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

5. 精准投资，支持战略创新业务

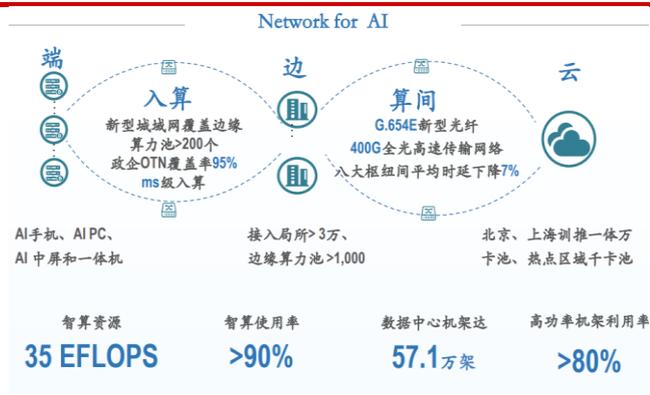
精准投资策略，支持战略新兴业务。2024 年公司资本开支为人民币 935 亿元，同比下降 5.4%。其中移动网投资人民币 299 亿元，产业数字化投资人民币 325 亿元。加快 5G 重点场景网络覆盖和优化，加强产业数字化业务支撑保障，打造云网融合数字信息基础设施。

智算领域，2024 年智算资源达到 35EFLOPS，智算使用率超过 90%，数据中心机架达 57.1 万架，高功率机架利用率超过 80%。

网络领域，加强“天地一体”网络连接，5G 共建共享基站 137.5 万个，5G-A 约 7 万站，RedCap 覆盖超过 200 城，此外天通卫星网络用户容量达千万户，10G Pon 端口 929 万个，城镇覆盖率超过 95%。

2025 年，5G 网络处于后期，整体资本开支持续同比下降 10.6%，总计划 836 亿元，其中产业数字化占比 38%，同比提升 3.0pct，算力相关投资同比增加 22%。

图 7 Network for AI



资料来源：公司 2023 年度业绩推介会材料，华西证券研究所

图 8 2024 资本开支投向



资料来源：公司 2023 年度业绩推介会材料，华西证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

考虑低毛利的销售硬件设备业务减少，调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别由 5399.4/5625.6/N/A 亿元调整为 5412.7/5590.6/5774.2 亿元，预计每股收益分别由 0.38/0.40/N/A 元调整为 0.39/0.42/0.44 元，对应 2025 年 3 月 28 日 7.72 元/股收盘价 PE 分别为 19.77/18.28/17.44 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

市场竞争风险；行业政策变化风险；产业数字化业务推动不及预期；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	523,569	541,269	559,057	577,417	净利润	32,975	35,723	38,626	40,492
YoY (%)	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%	折旧和摊销	100,842	22,608	24,435	24,150
营业成本	373,498	384,896	397,490	409,966	营运资金变动	1,329	6,903	7,870	7,584
营业税金及附加	2,184	2,102	2,205	2,287	经营活动现金流	145,268	69,268	75,324	74,625
销售费用	55,482	56,563	55,906	57,742	资本开支	-88,860	-37,994	-38,598	-39,495
管理费用	37,127	38,257	39,524	40,839	投资	-1,907	-970	-967	-973
财务费用	228	778	375	0	投资活动现金流	-101,294	-36,333	-36,837	-37,640
研发费用	14,527	14,152	14,873	15,383	股权募资	48	0	0	0
资产减值损失	-120	228	75	77	债务募资	-2,034	1,443	-365	889
投资收益	2,626	2,631	2,729	2,827	筹资活动现金流	-42,902	-712	-2,553	889
营业利润	42,597	50,006	53,967	56,617	现金净流量	1,161	32,311	35,934	37,874
营业外收支	-425	-4,139	-4,409	-4,679					
利润总额	42,172	45,867	49,558	51,938	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	9,197	10,145	10,932	11,445	成长能力				
净利润	32,975	35,723	38,626	40,492	营业收入增长率	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%
归属于母公司净利润	33,012	35,732	38,649	40,515	净利润增长率	8.4%	8.2%	8.2%	4.8%
YoY (%)	8.4%	8.2%	8.2%	4.8%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.39	0.42	0.44	毛利率	28.7%	28.9%	28.9%	29.0%
					净利率	6.3%	6.6%	6.9%	7.0%
					总资产收益率 ROA	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%
					净资产收益率 ROE	7.3%	7.3%	7.3%	7.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	102,009	134,320	170,255	208,129	流动比率	0.58	0.65	0.73	0.82
预付款项	7,356	8,276	8,283	8,556	速动比率	0.48	0.54	0.63	0.72
存货	3,267	3,059	2,623	2,230	现金比率	0.31	0.41	0.50	0.60
其他流动资产	75,493	66,766	67,589	66,912	资产负债率	47.3%	45.7%	44.4%	43.3%
流动资产合计	188,125	212,421	248,750	285,826	经营效率				
长期股权投资	44,177	45,175	46,170	47,170	总资产周转率	0.62	0.61	0.60	0.59
固定资产	426,647	442,424	461,028	481,242	每股指标 (元)				
无形资产	47,678	50,266	52,853	55,395	每股收益	0.36	0.39	0.42	0.44
非流动资产合计	678,500	693,525	707,011	721,505	每股净资产	4.94	5.34	5.76	6.20
资产合计	866,625	905,946	955,761	1,007,331	每股经营现金流	1.59	0.76	0.82	0.82
短期借款	2,835	2,831	2,823	2,812	每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	160,550	158,522	165,547	171,025	估值分析				
其他流动负债	161,992	166,086	170,615	175,326	PE	21.44	19.77	18.28	17.44
流动负债合计	325,377	327,439	338,985	349,163	PB	1.46	1.45	1.34	1.25
长期借款	7,459	6,564	5,581	5,981					
其他长期负债	77,238	79,578	80,206	80,706					
非流动负债合计	84,696	86,143	85,786	86,686					
负债合计	410,073	413,582	424,771	435,849					
股本	91,507	91,507	91,507	91,507					
少数股东权益	4,162	4,153	4,130	4,107					
股东权益合计	456,552	492,364	530,990	571,482					
负债和股东权益合计	866,625	905,946	955,761	1,007,331					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。