

分析师: 李璐毅  
登记编码: S0730524120001  
lily2@ccnew.com 021-50586278

# 基础业务和产数业务双轮驱动, 天翼云向智能云升级

——中国电信(601728)年报点评

## 证券研究报告-年报点评

买入(维持)

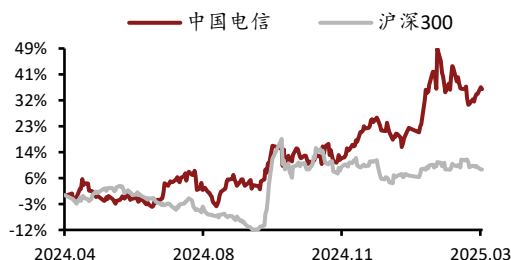
### 市场数据(2025-04-01)

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 7.81      |
| 一年内最高/最低(元) | 8.60/5.68 |
| 沪深 300 指数   | 3,887.68  |
| 市净率(倍)      | 1.58      |
| 流通市值(亿元)    | 7,146.71  |

### 基础数据(2024-12-31)

|              |                           |
|--------------|---------------------------|
| 每股净资产(元)     | 4.94                      |
| 每股经营现金流(元)   | 1.59                      |
| 毛利率(%)       | 28.66                     |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 7.30                      |
| 资产负债率(%)     | 47.32                     |
| 总股本/流通股(万股)  | 9,150,713.87/9,150,713.87 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/1,387,741.00         |

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

### 相关报告

《中国电信(601728)年报点评: 天翼云收入近千亿, 分红比例预计超 70%》 2024-04-03

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 02 日

**事件:** 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营收 5235.69 亿元, 同比增长 3.1%, 归母净利润为 330.12 亿元, 同比增长 8.4%。2024Q4 公司实现营收 1316.01 亿元, 同比增长 3.84%, 归母净利润为 37.13 亿元, 同比增长 11.01%。

**点评:**

- **基础业务稳健增长, 用户价值保持稳定。**2024 年移动通信服务收入为 2025 亿元, 同比增长 3.5%, 其中, 移动增值及应用收入同比增长 16.1%; 移动用户 ARPU 为 45.6 元, 同比增长 0.44%。固网及智慧家庭收入达到 1257 亿元, 同比增长 2.1%, 其中, 智慧家庭业务收入同比增长 16.8%; 宽带综合 ARPU 为 47.6 元。公司加大量子密信密话、手机直连卫星等业务规模拓展; 行业内率先推出内置自研星辰语音语义通用大模型的定制 AI 手机; 推进家庭宽带向千兆和 FTTR 升级, 并推出 AI 摄像头、AI 云电脑、AI 家庭中屏等智能终端, 保持领先一步的差异化发展能力。
- **产数业务深耕行业数智化, 天翼云向智能云发展。**2024 年产业数字化收入达到 1466 亿元, 同比增长 5.5%, 占服务收入比达到 30.4%, 同比提高 0.5pct。天翼云收入达到 1139 亿元, 同比增长 17.1%; IDC 收入达到 330 亿元, 同比增长 7.3%, AIDC 高功率机架占比 20%。公司完成多种主流智算芯片与 DeepSeek-R1/V3 系列大模型的深度适配优化, 成为国内首家实现 DeepSeek 模型全栈国产化推理服务落地的运营商级云平台。此外, 公司深化智算布局, 已接入 50 家算力合作伙伴, 自有和接入的智能算力合计达到 62 EFLOPS, 位居我国算力互联调度市场第一。
- **AI 赋能强化成本精细化管理。**2024 年公司营业成本为 3735.0 亿元, 同比增长 3.3%, 主要原因是公司加强云网服务质量和能力, 加大战略新兴业务投入, 同时, AI 赋能强化成本精细化管理, 支撑企业高质量发展。1) 销售费用同比下降 1.1%, AI、大数据等技术手段驱动营销数字化, 公司强化线上线下协同, 提升销售费用使用效率; 2) 管理费用同比增长 4.0%, 公司加大高绩效团队激励以及安全生产支出有所增长; 3) 研发费用同比增长 11.3%, 公司围绕网络、云及云网融合、AI、量子/安全等四大技术方向, 持续攻关核心技术。
- **优化资本开支方向, 加强算力业务投入。**公司资本开支总量继续压缩且呈现结构性变化。2024 年资本开支为 935 亿元, 同比下降 5.4%, 其中, 移动网投资 299 亿元, 产业数字化投资 325 亿元。公司计划 2025 年资本开支 836 亿元, 同比下降 10.6%, 产业数字

化投资占比上升 3.0pct，算力投资预计同比增长 22%。

- **派发末期股息，持续提升股东回报。** 公司计划每股派发末期股息 0.0927 元(含税)，加上 2024 年中期已派发股息每股 0.1671 元(含税)，2024 年全年派发股息为每股 0.2598 元(含税)，达到公司股东应占利润的 72%，全年派发股息总额同比增长 11.4%。公司计划从 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，为股东创造更大价值。
- **新兴业务对电信业务收入拉动作用凸显，运营商加快推动智算中心建设。** 根据工信部统计，1)2024 年国内电信业务总量同比增长 10%（按上年不变价计算），电信业务收入同比增长 3.2%。新兴业务拉动作用持续凸显，以云计算、大数据、物联网、数据中心等为主的新兴业务收入比重已升至 25%，同比增长 10.6%，对电信业务收入增长贡献率达 78%。2) 400G 骨干网正式规模化部署，已初步打通国家八大枢纽节点间、枢纽与周边主要城市、与重点大省间高速传输通道，传输带宽、网络容量、超低时延等实现大幅提升。截至 2024 年底，我国 5G 基站数达 425.1 万个，平均每万人拥有 5G 基站 30.2 个。3) 加快完善算力网络布局。截至 2024 年底，三大运营商为公众提供的数据中心机架数达 83 万架，其中东部地区占比 71.1%，同比提升 1.3pct。运营商落地万卡集群项目，智算规模超 50 EFLOPS (FP16)，同比实现翻倍增长。

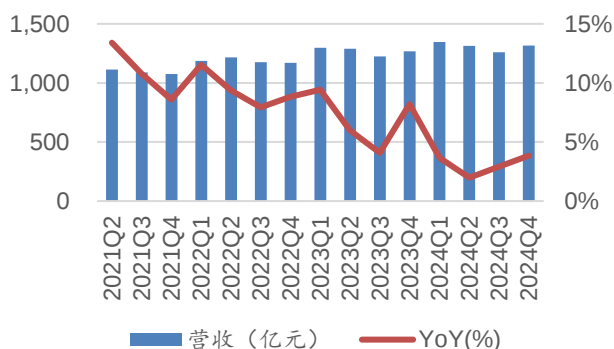
**投资建议：**公司基础业务和产数业务双轮驱动，股东回报持续提升。资本开支指引下降有望降低折旧和摊销成本，增强自由现金流。DeepSeek 为公司云计算业务带来良好增长前景。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 356.22 亿元、381.90 亿元、408.00 亿元，对应 PE 分别为 20.06X、18.71X、17.52X，维持“买入”评级。

**风险提示：**产数业务发展不及预期；分红比例不及预期；行业竞争加剧。

|           | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 507,843 | 523,569 | 543,203 | 561,400 | 579,196 |
| 增长比率（%）   | 6.92    | 3.10    | 3.75    | 3.35    | 3.17    |
| 净利润（百万元）  | 30,446  | 33,012  | 35,622  | 38,190  | 40,800  |
| 增长比率（%）   | 10.34   | 8.43    | 7.91    | 7.21    | 6.84    |
| 每股收益（元）   | 0.33    | 0.36    | 0.39    | 0.42    | 0.45    |
| 市盈率（倍）    | 23.47   | 21.65   | 20.06   | 18.71   | 17.52   |

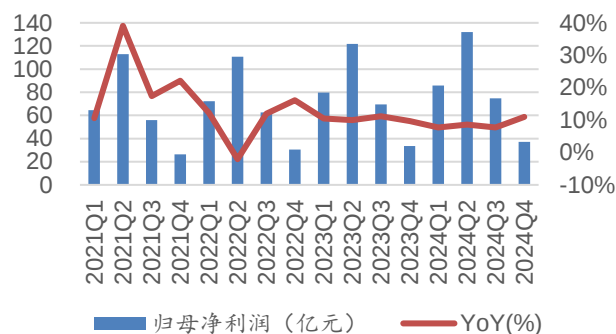
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：中国电信单季度营收情况



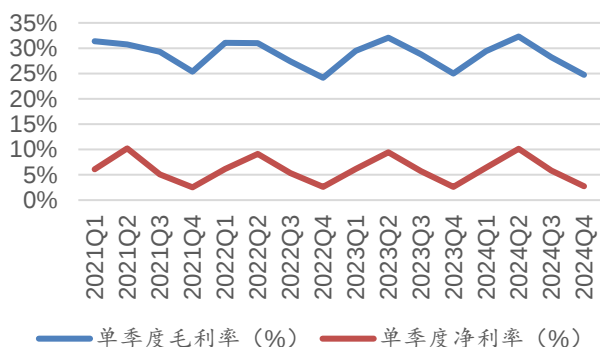
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：中国电信单季度归母净利润情况



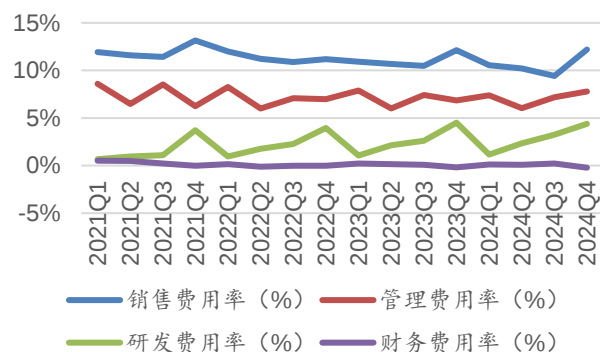
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：中国电信单季度毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：中国电信单季度四项费用率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>167,863</b> | <b>188,125</b> | <b>195,834</b> | <b>204,454</b> | <b>213,693</b> |
| 现金             | 91,851         | 102,009        | 106,865        | 112,548        | 118,852        |
| 应收票据及应收账款      | 32,210         | 42,867         | 44,543         | 46,206         | 47,848         |
| 其他应收款          | 6,724          | 9,688          | 10,110         | 10,526         | 10,940         |
| 预付账款           | 7,640          | 7,356          | 7,598          | 7,811          | 8,016          |
| 存货             | 3,417          | 3,267          | 3,230          | 3,227          | 3,214          |
| 其他流动资产         | 26,021         | 22,938         | 23,488         | 24,136         | 24,823         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>667,951</b> | <b>678,500</b> | <b>683,070</b> | <b>690,848</b> | <b>701,063</b> |
| 长期投资           | 43,158         | 44,177         | 45,977         | 47,677         | 49,277         |
| 固定资产           | 409,455        | 426,647        | 431,315        | 439,153        | 448,835        |
| 无形资产           | 45,358         | 47,678         | 47,760         | 47,831         | 47,961         |
| 其他非流动资产        | 169,980        | 159,997        | 158,018        | 156,187        | 154,990        |
| <b>资产总计</b>    | <b>835,814</b> | <b>866,625</b> | <b>878,904</b> | <b>895,302</b> | <b>914,756</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>301,027</b> | <b>325,377</b> | <b>330,640</b> | <b>338,400</b> | <b>345,494</b> |
| 短期借款           | 2,867          | 2,835          | 2,815          | 2,800          | 2,830          |
| 应付票据及应付账款      | 145,872        | 160,550        | 169,057        | 175,576        | 181,451        |
| 其他流动负债         | 152,288        | 161,992        | 158,768        | 160,024        | 161,212        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>87,620</b>  | <b>84,696</b>  | <b>81,696</b>  | <b>79,696</b>  | <b>80,696</b>  |
| 长期借款           | 5,142          | 7,459          | 9,459          | 11,459         | 13,459         |
| 其他非流动负债        | 82,478         | 77,238         | 72,238         | 68,238         | 67,238         |
| <b>负债合计</b>    | <b>388,647</b> | <b>410,073</b> | <b>412,337</b> | <b>418,096</b> | <b>426,190</b> |
| 少数股东权益         | 4,241          | 4,162          | 4,119          | 4,070          | 4,013          |
| 股本             | 91,507         | 91,507         | 91,507         | 91,507         | 91,507         |
| 资本公积           | 69,406         | 69,592         | 69,592         | 69,592         | 69,592         |
| 留存收益           | 281,871        | 291,355        | 301,414        | 312,101        | 323,519        |
| 归属母公司股东权益      | 442,926        | 452,390        | 462,448        | 473,135        | 484,553        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>835,814</b> | <b>866,625</b> | <b>878,904</b> | <b>895,302</b> | <b>914,756</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A          | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>138,623</b> | <b>145,268</b>  | <b>136,325</b>  | <b>140,732</b>  | <b>142,384</b>  |
| 净利润            | 30,428         | 32,975          | 35,580          | 38,140          | 40,743          |
| 折旧摊销           | 99,502         | 100,842         | 101,102         | 100,924         | 100,875         |
| 财务费用           | 2,639          | 2,108           | 2,075           | 1,945           | 1,915           |
| 投资损失           | -2,376         | -2,667          | -2,770          | -2,863          | -2,954          |
| 营运资金变动         | -5,344         | 1,329           | 2,431           | 4,837           | 4,129           |
| 其他经营现金流        | 13,774         | 10,681          | -2,093          | -2,252          | -2,324          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-93,962</b> | <b>-101,294</b> | <b>-100,809</b> | <b>-103,586</b> | <b>-105,813</b> |
| 资本支出           | -88,862        | -88,860         | -101,854        | -104,564        | -107,172        |
| 长期投资           | -15            | -1,907          | -1,815          | -1,955          | -1,645          |
| 其他投资现金流        | -5,086         | -10,527         | 2,860           | 2,933           | 3,004           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-36,122</b> | <b>-42,902</b>  | <b>-30,749</b>  | <b>-31,462</b>  | <b>-30,267</b>  |
| 短期借款           | 27             | -32             | -20             | -15             | 30              |
| 长期借款           | 658            | 2,317           | 2,000           | 2,000           | 2,000           |
| 普通股增加          | 0              | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 资本公积增加         | 12             | 186             | 0               | 0               | 0               |
| 其他筹资现金流        | -36,819        | -45,373         | -32,729         | -33,447         | -32,297         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>8,581</b>   | <b>1,161</b>    | <b>4,857</b>    | <b>5,683</b>    | <b>6,304</b>    |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>507,843</b> | <b>523,569</b> | <b>543,203</b> | <b>561,400</b> | <b>579,196</b> |
| 营业成本            | 361,422        | 373,498        | 387,647        | 400,554        | 413,172        |
| 营业税金及附加         | 1,862          | 2,184          | 2,281          | 2,358          | 2,433          |
| 营业费用            | 56,117         | 55,482         | 58,937         | 59,705         | 59,599         |
| 管理费用            | 35,715         | 37,127         | 39,111         | 39,859         | 41,123         |
| 研发费用            | 13,052         | 14,527         | 15,753         | 16,561         | 17,376         |
| 财务费用            | 332            | 228            | 545            | 342            | 227            |
| 资产减值损失          | -278           | -120           | 247            | 217            | 196            |
| 其他收益            | 3,475          | 2,180          | 2,118          | 2,077          | 2,027          |
| 公允价值变动收益        | -883           | -1,077         | 0              | 0              | 0              |
| 投资净收益           | 2,374          | 2,626          | 2,770          | 2,863          | 2,954          |
| 资产处置收益          | 1,767          | 2,224          | 2,336          | 2,414          | 2,491          |
| <b>营业利润</b>     | <b>42,569</b>  | <b>42,597</b>  | <b>46,399</b>  | <b>49,592</b>  | <b>52,934</b>  |
| 营业外收入           | 2,612          | 4,017          | 4,125          | 4,243          | 4,359          |
| 营业外支出           | 5,977          | 4,442          | 4,615          | 4,621          | 4,722          |
| <b>利润总额</b>     | <b>39,204</b>  | <b>42,172</b>  | <b>45,909</b>  | <b>49,213</b>  | <b>52,572</b>  |
| 所得税             | 8,776          | 9,197          | 10,330         | 11,073         | 11,829         |
| <b>净利润</b>      | <b>30,428</b>  | <b>32,975</b>  | <b>35,580</b>  | <b>38,140</b>  | <b>40,743</b>  |
| 少数股东损益          | -17            | -37            | -43            | -50            | -57            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>30,446</b>  | <b>33,012</b>  | <b>35,622</b>  | <b>38,190</b>  | <b>40,800</b>  |
| EBITDA          | 139,417        | 140,010        | 147,556        | 150,479        | 153,674        |
| EPS (元)         | 0.33           | 0.36           | 0.39           | 0.42           | 0.45           |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 6.92  | 3.10  | 3.75  | 3.35  | 3.17  |
| 营业利润 (%)        | 3.06  | 0.07  | 8.93  | 6.88  | 6.74  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 10.34 | 8.43  | 7.91  | 7.21  | 6.84  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 28.83 | 28.66 | 28.64 | 28.65 | 28.66 |
| 净利率 (%)         | 6.00  | 6.31  | 6.56  | 6.80  | 7.04  |
| ROE (%)         | 6.87  | 7.30  | 7.70  | 8.07  | 8.42  |
| ROIC (%)        | 6.05  | 5.92  | 6.87  | 7.20  | 7.50  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 46.50 | 47.32 | 46.91 | 46.70 | 46.59 |
| 净负债比率 (%)       | 86.91 | 89.82 | 88.38 | 87.61 | 87.23 |
| 流动比率            | 0.56  | 0.58  | 0.59  | 0.60  | 0.62  |
| 速动比率            | 0.43  | 0.48  | 0.49  | 0.50  | 0.51  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.62  | 0.62  | 0.62  | 0.63  | 0.64  |
| 应收账款周转率         | 18.54 | 14.87 | 13.44 | 13.38 | 13.32 |
| 应付账款周转率         | 2.75  | 2.63  | 2.60  | 2.56  | 2.55  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.33  | 0.36  | 0.39  | 0.42  | 0.45  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 1.51  | 1.59  | 1.49  | 1.54  | 1.56  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 4.84  | 4.94  | 5.05  | 5.17  | 5.30  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 23.47 | 21.65 | 20.06 | 18.71 | 17.52 |
| P/B             | 1.61  | 1.58  | 1.55  | 1.51  | 1.47  |
| EV/EBITDA       | 3.36  | 4.42  | 4.51  | 4.37  | 4.25  |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。