

电信运营 III

中国电信 (601728.SH)

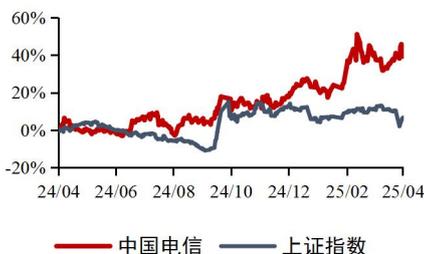
买入-A(维持)

聚焦算力投资, 拓展新兴领域

2025年4月11日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述:

中国电信发布 2024 年年度报告, 2024 年, 公司实现营业收入 5235.69 亿元, 同比+3.1%。其中, 服务收入为 4820.33 亿元, 同比+3.7%; EBITDA 为 1408.47 亿元, 同比+2.9%; 归母净利润 330.12 亿元, 同比+8.4%, 扣非后归母净利润 307.42 亿元, 同比+4.0%; EPS 为 0.36 元, 同比+8.4%。

事件点评:

### ➤ 1) 基础业务稳健增长, 基本盘良好

2024 年, 公司移动通信服务收入 2,025 亿元, 同比+3.5%, 其中, 移动增值及应用收入 299 亿元, 同比+16.1%; 移动用户规模达 4.25 亿户, 净增 0.17 亿户, 移动用户 ARPU 达 45.6 元, 同比小幅上涨 0.2 元。我们认为, 公司将大力丰富融合场景平台内容, 加快移动网络向 5G-A 升级, 通过 AI 技术重塑 5G 应用和客户感知, 不断推进 AI 应用升级, 加快量子密信密话、手机直连卫星等战新业务规模拓展, 业务价值量有望维持稳定。

固网及智慧家庭服务收入 1,257 亿元, 同比+2.1%, 其中, 智慧家庭业务收入 221 亿元, 同比+16.8%; 宽带用户达到 1.97 亿户, 净增 0.07 亿户; 宽带综合 ARPU 达 47.6 元, 同比基本持平。我们认为, 智慧家庭业务成为主要增长驱动力, 用户价值提升将成为主旋律, FTTR 市场及千兆应用市场空间广阔, 公司围绕“美好家”品牌, 加快全屋智能应用推广、智家应用焕新升级, 积极创造 AI+应用新场景, 叠加下沉市场的开拓, 有望形成具有品牌效应的社区、乡村生活圈和服务圈, 继续保持差异化发展动能。

### ➤ 2) 产数业务收入目标达成, 新兴领域注入新活力

天翼云全面迈向智能云, 战新出海取得突破。2024 年, 产业数字化收入达 1,466 亿元, 同比+5.5%, 占服务收入比达到 30.4%, 同比+0.5pct, 完成占收比 30% 的目标。天翼云收入达 1,139 亿元, 同比+17.1%; 视联网收入同比+40.1%。海外业务积极拓展, 东南亚、中东非等区域成为国际业务重要增长极, 云、量子、卫星、车联网、视联网等战新业务在海外取得突破, 国际业务收入 168.8 亿元, 同比+15.4%, 全球业务覆盖方向超 260 个; 天翼云海外收入翻倍; 海外车联网连接数超 60 万。我们认为, 公司凭借“息壤”一体化智算服务平台, 突破了分布式推理、混合训推、百公里无损传输等关键技术, 有望受益于大模型在社会千行百业的渗透率提高, 数字化需求仍将作为公司重要的第二增长曲线。

AI、量子/安全、卫星通信等领域开辟新的增长赛道。2024 年, 公司 AIDC 收入 330 亿元, 同比+7.3%; 智能收入 89 亿元, 同比+195.7%。AI 行业大模

市场数据: 2025年4月11日

收盘价 (元):	7.93
总股本 (亿股):	915.07
流通股本 (亿股):	776.30
流通市值 (亿元):	6,156.04

基础数据: 2024年12月31日

每股净资产 (元):	4.99
每股资本公积 (元):	0.76
每股未分配利润 (元):	2.18

资料来源: 最闻

分析师:

高宇洋

执业登记编码: S0760523050002

邮箱: gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码: S0760524060001

邮箱: zhaotianyu@sxzq.com



型服务场景化客户超 1 万户，推出内置自研星辰语音语义通用大模型的定制 AI 手机，并推出 AI 摄像头、AI 云电脑、AI 家庭中屏等智能终端，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高级云平台。公司安全&量子服务能力持续提升，量子领域重要行业客户超 2000 家，量子密话密信用户数超 500 万，安全收入 162 亿元，同比+17.2%。卫星通信领域，手机直连卫星用户超 240 万，全球首创“汽车直连卫星”，协同多家车企跨领域合作，卫星通信收入同比+71.2%。我们认为，公司在新兴领域已取得了显著突破，在星地融合、通感一体、无线 AI 等 6G 关键技术领域完成多项行业首发的外场试验，影响力不断提升，有望为公司创造新的增长活力。

➤ **3) 资本开支持续下降，算力投资仍是重点**

公司坚持稳健精准投资策略，支撑战略新兴业务培育和发展，打造云网融合数字信息基础设施。智算布局超预期，已接入 50 家算力合作伙伴，自有+第三方智算调度规模 62EFLOPS，建成京津冀、长三角两个全液冷万卡池，在粤苏浙蒙贵等区域部署千卡池，自有智算资源达 35EFLOPS（2024 年计划建成 21EFLOPS），同比+218%，使用率超 90%。2024 年公司资本开支 935 亿元，同比-5.4%；计划 2025 年为 836 亿元，同比-10.6%，但其中算力投资预计同比+22%，且将根据需求灵活调整，不设上限。我们认为，公司面向 AI 适度超前布局云网基础设施、IDC 向 AIDC 升级的趋势不改，AI 赋能将引领网络价值提升，云计算仍是未来业务转型的核心。

➤ **展望：**公司力争 2025 年收入、EBITDA、净利润良好增长，智能收入高速增长，保持云计算良好增长。公司高度重视股东回报，持续推进市场价值和企业价值同步增长，努力增强盈利和现金流创造能力，计划 2024 年度派息率为 72%，合计每股股息 0.2598 元（含税），总额同比+11.4%。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，持续为股东创造更大价值。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 345.64/358.77/371.57 亿元，同比增长 4.7%/3.8%/3.6%；对应 EPS 为 0.38/0.39/0.41 元，2025 年 04 月 09 日收盘价对应 PE 分别为 22.0/21.2/20.4 倍，我们认为公司收入利润增长稳健，同时资本开支占收比继续下降，分红率持续提升，估值对比海外主流运营商仍有提升空间，维持“买入-A”评级。

风险提示:

- 通信行业用户增速下降的风险。
- 天翼云基数增大以及市场竞争激烈下增速放缓风险。
- 由于外部政策限制或内部供给有限新增智算目标无法按时完成风险。

财务数据与估值:

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	507,843	523,569	547,057	570,237	592,792
YoY(%)	6.9	3.1	4.5	4.2	4.0
净利润(百万元)	30,446	33,012	34,564	35,877	37,157
YoY(%)	10.3	8.4	4.7	3.8	3.6
毛利率(%)	28.8	28.7	28.6	28.3	28.2
EPS(摊薄/元)	0.33	0.36	0.38	0.39	0.41
ROE(%)	6.8	7.2	7.0	7.2	7.3
P/E(倍)	24.9	23.0	22.0	21.2	20.4
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
净利率(%)	6.0	6.3	6.3	6.3	6.3

资料来源: 最闻, 山西证券研究所

**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>	167863	188125	254449	326287	393195
现金	91851	102009	176192	235253	309973
应收票据及应收账款	32210	42867	35579	46191	38813
预付账款	7640	7356	8313	8019	8959
存货	3417	3267	3967	3470	4344
其他流动资产	32744	32626	30399	33353	31106
<b>非流动资产</b>	667951	678500	636238	588112	534520
长期投资	43158	44177	47516	50958	54349
固定资产	409455	426647	396958	359723	315804
无形资产	48502	50497	43994	37181	30062
其他非流动资产	166836	157179	147769	140250	134305
<b>资产总计</b>	835814	866625	890687	914399	927715
<b>流动负债</b>	301027	325377	316940	332104	336973
短期借款	2867	2835	2835	2835	2835
应付票据及应付账款	145872	160550	160023	175241	174056
其他流动负债	152288	161992	154082	154028	160082
<b>非流动负债</b>	<b>87620</b>	<b>84696</b>	<b>82666</b>	<b>80566</b>	<b>78402</b>
长期借款	5142	7459	5429	3329	1164
其他非流动负债	82478	77238	77238	77238	77238
<b>负债合计</b>	388647	410073	399606	412670	415375
少数股东权益	4241	4162	4128	4130	4133
股本	91507	91507	91507	91507	91507
资本公积	69406	69592	69592	69592	69592
留存收益	281483	290694	300017	309345	318635
归属母公司股东权益	442926	452390	486954	497599	508207
<b>负债和股东权益</b>	835814	866625	890687	914399	927715

**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>	138623	145268	115507	108767	123473
净利润	30428	32975	34529	35880	37160
折旧摊销	85678	86998	72323	77246	81808
财务费用	332	228	-1047	-2719	-4376
投资损失	-2374	-2626	-2500	-2563	-2531
营运资金变动	-7748	-788	13667	2388	12681
其他经营现金流	32306	28481	-1466	-1464	-1269
<b>投资活动现金流</b>	-93962	-101294	-26094	-25093	-24416
<b>筹资活动现金流</b>	-36122	-42902	-15229	-24613	-24337

**每股指标(元)**

每股收益(最新摊薄)	0.33	0.36	0.38	0.39	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.59	1.26	1.19	1.35
每股净资产(最新摊薄)	4.84	4.94	5.32	5.44	5.55

**利润表(百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	507843	523569	547057	570237	592792
营业成本	361422	373498	390747	408654	425759
营业税金及附加	1862	2184	2282	2378	2490
营业费用	56117	55482	57441	59305	61354
管理费用	35715	37127	38841	40601	42325
研发费用	13052	14527	15591	16822	17784
财务费用	332	228	-1047	-2719	-4376
资产减值损失	-3507	-3879	-3308	-3635	-4031
公允价值变动收益	-883	-1077	-530	-645	-784
投资净收益	2374	2626	2500	2563	2531
<b>营业利润</b>	42569	42597	46688	48092	49729
营业外收入	2612	4017	4017	4017	4017
营业外支出	5977	4442	6544	6221	6221
<b>利润总额</b>	39204	42172	44160	45887	47525
所得税	8776	9197	9631	10007	10365
<b>税后利润</b>	30428	32975	34529	35880	37160
少数股东损益	-17	-37	-35	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	30446	33012	34564	35877	37157
EBITDA	122640	126774	112694	117278	121400

**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(%)	6.9	3.1	4.5	4.2	4.0
营业利润(%)	3.1	0.1	9.6	3.0	3.4
归属于母公司净利润(%)	10.3	8.4	4.7	3.8	3.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.8	28.7	28.6	28.3	28.2
净利率(%)	6.0	6.3	6.3	6.3	6.3
ROE(%)	6.8	7.2	7.0	7.2	7.3
ROIC(%)	5.6	6.0	5.8	5.7	5.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.5	47.3	44.9	45.1	44.8
流动比率	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	18.0	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>估值比率</b>					
P/E	24.9	23.0	22.0	21.2	20.4
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	6.1	5.8	5.7	4.9	4.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

