

利润稳健增长，多点布局拓展新动能

华泰研究

2025年4月27日 | 中国内地/中国香港

季报点评

通信运营

中国电信发布 2025 年一季度经营业绩：2024 年一季度公司实现营业收入 1345.1 亿元，同比增长 0.01%，实现归母净利润 88.64 亿元，同比增长 3.11%，略低于我们此前预期（92 亿元）。据工信部数据显示，一季度国内电信业务收入同比增长 0.7%，1Q25 公司收入增速虽略有放缓，但整体与行业情况一致，保持稳步增长态势。我们关注到随着国内 AI 应用的发展，天翼云智算力利用率持续提升，AIDC 等相关业务增长动能加强，我们看好公司数字化业务在 AI 时代的发展前景，维持“买入”评级。

基本盘业务稳步推进，AI、量子、卫星通信构筑发展新动能

传统业务方面，1Q25 公司移动用户数达到 4.29 亿户，净增长 495 万，5G 网络用户渗透率升至 62%，手机上网 DOU 同比增长 9.1%；宽带用户数达 1.98 亿户，净增长 67 万，千兆渗透率约 30%，智慧家庭收入同比增长 11.5%。产业数字化方面，公司积极把握人工智能时代机遇，布局多个新质生产力方向，智能收入同比增长 151.6%，IDC 收入同比增长 10.4%至 95 亿元，卫星通信/量子收入分别同比增长 37.2%/81.1%，我们观察到以 AI、量子、卫星通信为代表的新质生产力方向正在成为公司新的发展动能。

持续提升资源使用效率，加大科技创新及研发投入力度

1Q25 公司延续此前盈利能力提升及成本压力下降的发展态势，公司毛利率/净利率分别同比提升 0.06/0.14pct 至 29.47%/6.56%，其中，网络运营及支撑成本同比下降 3.5%至 399 亿元，主因公司通过 AI 赋能并结合业务发展情况，加强成本精准管控，持续提升资源使用效率。此外，公司继续加大网络、AI、云、量子等多个方向的科技创新研发投入，加强核心技术攻关的力度，研发费用同比增长 11.5%至 18 亿元，我们认为公司在新质生产力赛道上的持续投入有望为未来的业务增长打下坚实的基础。

盈利有望持续增长；维持“买入”评级

我们看好公司作为国内数字基础设施建设主力军的增长潜力，维持盈利预测不变，预计其 25-27 年归母净利润为人民币 355/378/399 亿元，预计其 25-27 年的 BPS 为 5.07/5.20/5.33 元。我们维持 A 股目标价不变，给予公司 1.8 倍 2025 年 PB 估值（全球平均：1.27），对应目标价 9.13 元；参考过去一月公司 AH 股溢价率均值 46%，给予 H 股 1.23 倍 2025 年 PB 估值，对应目标价为 6.61 港币（前值：6.96 港币，基于 43% AH 股溢价率），维持“买入”评级。

风险提示：1) ARPU 改善低于预期；2) 5G 资本开支超出预期；3) 竞争加剧；4) 公司采取较为保守的股息政策。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	507,843	523,569	548,495	566,605	584,195
+/-%	6.92	3.10	4.76	3.30	3.10
归属母公司净利润 (人民币百万)	30,446	33,012	35,458	37,751	39,904
+/-%	10.34	8.43	7.41	6.47	5.70
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.33	0.36	0.39	0.41	0.44
ROE (%)	6.96	7.37	7.74	8.03	8.28
PE (倍)	23.33	21.39	19.87	18.66	17.66
PB (倍)	1.59	1.56	1.52	1.48	1.45
EV EBITDA (倍)	4.55	4.42	4.28	4.04	3.98

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	728 HK	601728 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 6.61	人民币: 9.13

研究员 **王兴**
 SAC No. S0570523070003 wangxing@htsc.com
 SFC No. BUC499 + (86) 21 3847 6737

研究员 **高名垚**
 SAC No. S0570523080006 gaomingyao@htsc.com
 SFC No. BUP971 + (86) 21 2897 2228

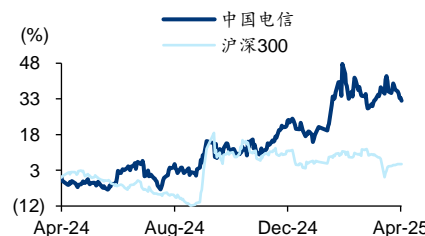
研究员 **王珂**
 SAC No. S0570524080005 wangke020520@htsc.com
 SFC No. BWA966 + (86) 755 8249 2388

联系人 **唐攀尧**
 SAC No. S0570124040002 tangpanyao@htsc.com
 + (86) 755 8249 2388

基本数据

(港币/人民币)	728 HK	601728 CH
目标价	6.61	9.13
收盘价 (截至 4 月 25 日)	5.42	7.70
市值 (百万)	495,969	704,605
6 个月平均日成交额 (百万)	477.83	1,205
52 周价格范围	4.08-6.98	5.68-8.60
BVPS	5.04	5.04

股价走势图



资料来源：Wind

中国电信 A 股业绩概览

图表1： 中国电信 A 股：收入和盈利增速

(人民币百万元)	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25
收入	389,939	434,159	474,967	507,843	523,569	134,509
同比增长 (%)	4.77	11.34	9.40	6.92	3.10	0.01
营业总成本	357,460	401,827	439,532	468,500	483,045	121,166
营业利润	31,087	39,665	41,304	42,569	42,597	12,098
同比增长 (%)	2.44	27.59	4.13	3.06	0.07	-1.78
利润总额	27,396	33,871	35,714	39,204	42,172	11,318
同比增长 (%)	1.31	23.63	5.44	9.77	7.57	2.06
净利润	21,089	26,154	27,676	30,428	32,975	8,828
同比增长 (%)	1.78	24.02	5.82	9.94	8.37	2.32
归属母公司股东的净利润	20,855	25,952	27,593	30,446	33,012	8,864
同比增长 (%)	1.63	24.44	6.32	10.34	8.43	3.11
销售毛利率 (%)	30.20	29.21	28.43	28.83	28.66	29.47
销售净利率 (%)	5.41	6.02	5.83	5.99	6.30	6.56

资料来源：公司财报、华泰研究

盈利预测

我们看好中国电信产业数字化业务的增长前景，预计公司 2025/2026/2027 年的营业收入为 5,485/5,666/5,842 亿，预计公司 2025/2026/2027 年的归母净利润为 355/378/399 亿元。

估值方法

考虑到电信运营商固定资产规模大、账面价值较为稳定，我们参考全球市场中主流的电信运营商估值方式，采用 PB 对国内电信运营商进行估值。根据彭博一致预期，全球运营商 2025 年平均 PB 为 1.26 倍，我们维持 A 股目标价不变，给予公司 A 股 1.8 倍 2025 年 PB 估值（全球平均：1.27），对应目标价 9.13 元；参考过去一月公司 AH 股溢价率均值 46%，给予 H 股 1.23 倍 2025 年 PB 估值，对应目标价为 6.61 港币（前值：6.96 港币，基于 43% AH 股溢价率），维持“买入”评级。

图表2： 全球主要运营商 PB 估值水平 (2025-04-25)

公司名称	公司代码	股价 (元)	BPS (人民币元)			PB (倍)		
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
中国移动-A	600941 CH	5.32	5.26	5.45	5.65	1.01	0.98	0.94
中国联通-A	600050 CH	7.70	5.01	5.15	5.31	1.54	1.50	1.45
Verizon	VZ US	42.81	172.07	184.60	200.21	1.85	1.72	1.53
AT&T	T US	27.53	106.17	117.60	124.53	1.86	1.66	1.57
Telefonica	TEF SM	4.93	15.71	29.32	29.09	2.06	1.21	1.19
Orange	ORA FP	11.79	76.23	101.22	104.88	1.24	1.00	0.97
SK Telecom	034730 KS	131700.00	2274.00	2032.00	2118.00	0.26	0.35	0.28
LG Uplus Corp	032640 KS	11480.00	98.27	102.75	106.96	0.56	0.54	0.52
Nippon Telegraph	9432 JP	147.60	5.59	6.01	6.49	1.21	1.19	1.12
Telekomunikasi	TLKM IJ	2630.00	0.64	0.66	0.69	1.78	1.71	1.64
HKT-SS	6823 HK	10.94	4.75	4.59	4.46	2.13	2.16	2.21
平均值						1.41	1.27	1.22

注：盈利预测和估值数据来自 4 月 25 日 Bloomberg 一致预期；股价以实际交易货币为单位

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表3：中国电信（A股）季度拆分预测

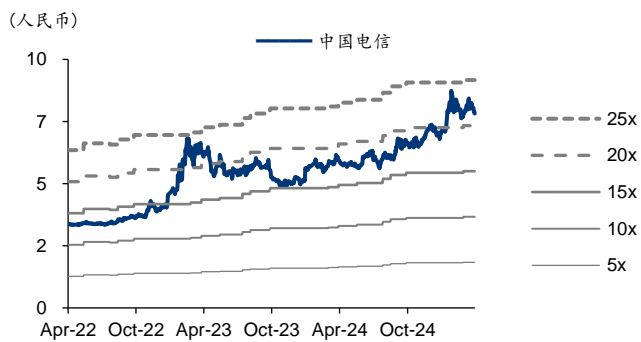
(人民币百万)	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E	2025Q3E
营业收入	131,479	125,995	131,601	134,509	135,423	131,665
—服务业务	121,888	116,651	119,147	124,700	126,312	120,068
——移动业务	52,991	47,406	49,901	51,568	53,521	49,065
——固网业务	32,169	31,631	30,056	32,142	33,134	33,212
——产业数字化业务	35,071	31,799	41,039	39,453	37,967	35,365
——其他服务	1,657	2,310	1,657	1,537	1,690	2,426
—出售商品业务	9,590	12,207	9,590	9,809	9,111	11,597
营业收入同比增速	2.0%	2.9%	3.8%	0.0%	3.0%	4.5%
—服务业务	3.7%	2.5%	-2.4%	0.3%	3.6%	2.9%
——移动业务	3.9%	-5.8%	6.2%	-1.3%	1.0%	3.5%
——固网业务	4.1%	2.4%	-2.4%	1.0%	3.0%	5.0%
——产业数字化业务	3.7%	2.8%	-2.1%	2.0%	8.3%	11.2%
——其他服务	-6.0%	41.1%	-28.9%	-5.0%	2.0%	5.0%
—出售商品业务	-16.1%	41.0%	-27.0%	-3.3%	-5.0%	-5.0%
营业收入环比增速	-2.2%	-4.2%	4.4%	2.2%	0.7%	-2.8%
—服务业务	-2.0%	-4.3%	2.1%	4.7%	1.3%	-4.9%
——移动业务	1.5%	-10.5%	5.3%	3.3%	3.8%	-8.3%
——固网业务	1.1%	-1.7%	-5.0%	6.9%	3.1%	0.2%
——产业数字化业务	-9.3%	-9.3%	29.1%	-3.9%	-3.8%	-6.9%
——其他服务	2.4%	39.4%	-28.3%	-7.2%	10.0%	43.5%
—出售商品业务	-5.5%	27.3%	-21.4%	2.3%	-7.1%	27.3%
营业成本	89,011	90,456	99,086	94,871	91,282	92,135
营业成本同比增速	1.6%	3.7%	4.2%	-0.1%	2.6%	1.9%
营业成本环比增速	-6.3%	1.6%	9.5%	-4.3%	-3.8%	0.9%
总毛利	42,468	35,539	32,515	39,637	44,141	39,530
总毛利同比增速	2.8%	0.9%	2.7%	0.2%	3.9%	11.2%
总毛利环比增速	7.4%	-16.3%	-8.5%	21.9%	11.4%	-10.4%
总毛利率	32.3%	28.2%	24.7%	29.5%	32.6%	30.0%
总毛利率同比变动(pct)	0.26	(0.56)	(0.26)	0.06	0.29	1.82
总毛利率环比变动(pct)	2.90	(4.09)	(3.50)	4.76	3.13	(2.57)
费用率	18.6%	19.8%	24.4%	19.1%	18.4%	19.7%
——销售费用率	10.2%	9.4%	12.2%	10.1%	10.1%	9.3%
——管理费用率	6.0%	7.2%	7.8%	7.7%	5.9%	7.1%
——研发费用率	2.3%	3.2%	4.4%	1.3%	2.4%	3.3%
费用率同比变动(pct)	(0.24)	(0.65)	0.88	0.07	(0.15)	(0.10)
——销售费用率(pct)	(0.47)	(1.05)	0.07	(0.41)	(0.10)	(0.10)
——管理费用率(pct)	0.02	(0.23)	0.93	0.35	(0.10)	(0.10)
——研发费用率(pct)	0.21	0.64	(0.12)	0.13	0.05	0.10
费用率环比变动(pct)	(0.49)	1.26	4.53	(5.23)	(0.71)	1.31
——销售费用率(pct)	(0.33)	(0.78)	2.78	(2.07)	(0.02)	(0.78)
——管理费用率(pct)	(1.34)	1.14	0.61	(0.07)	(1.78)	1.14
——研发费用率(pct)	1.18	0.90	1.14	(3.09)	1.10	0.95
归母净利润	13,215	7,487	3,713	8,864	14,140	8,056
归母净利润(同比)	8.6%	7.8%	11.0%	3.1%	7%	7.60%
归母净利润(环比)	53.7%	-43.3%	-50.4%	138.7%	59.5%	-43.0%
归母净利润率	10.1%	5.9%	2.8%	6.6%	10.4%	6.1%
归母净利润率(同比,pct)	0.61	0.27	0.18	0.20	0.39	0.18
归母净利润率(环比,pct)	3.66	(4.11)	(3.12)	3.77	3.85	(4.32)
EPS(GAAP)	0.14	0.08	0.04	0.10	0.15	0.09

备注：2025 年一季度公司未披露分项营业收入数据，表中采用华泰预测值
资料来源：公司公告，华泰研究预测

风险提示

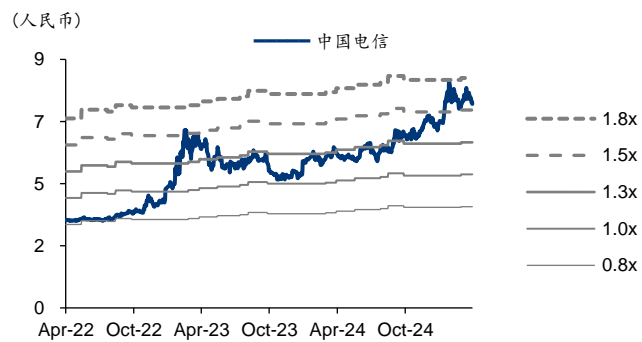
- 1) ARPU 改善低于预期；
- 2) 5G 资本支出超出预期；
- 3) 竞争加剧；
- 4) 公司采取更为保守的派息政策。

图表4: 中国电信 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 中国电信 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	167,863	188,125	163,622	195,606	203,709
现金	91,851	102,009	75,308	105,748	111,024
应收账款	30,755	39,648	33,313	35,939	32,217
其他应收账款	6,724	9,688	0.00	0.00	0.00
预付账款	7,640	7,356	6,398	7,649	7,965
存货	3,417	3,267	5,370	3,552	5,647
其他流动资产	27,476	26,157	43,234	42,718	46,856
非流动资产	667,951	678,500	694,323	695,801	694,707
长期投资	43,158	44,177	46,717	49,428	52,288
固定投资	409,452	426,647	415,434	408,623	399,876
无形资产	45,358	47,678	41,275	41,289	41,161
其他非流动资产	169,983	159,998	190,897	196,460	201,383
资产总计	835,814	866,625	857,946	891,406	898,416
流动负债	301,027	325,377	316,589	336,976	331,376
短期借款	2,867	2,835	5,875	8,093	10,464
应付账款	138,278	145,344	155,023	155,446	156,562
其他流动负债	159,882	177,198	155,691	173,437	164,350
非流动负债	87,620	84,696	73,155	74,405	75,469
长期借款	5,142	7,459	7,541	7,668	7,817
其他非流动负债	82,478	77,237	65,613	66,737	67,652
负债合计	388,647	410,073	389,744	411,381	406,845
少数股东权益	4,241	4,162	4,338	4,080	4,035
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
资本公积	69,406	69,592	69,394	69,394	69,394
留存公积	281,483	291,291	271,188	315,045	326,636
归属母公司股东权益	442,926	452,390	432,089	475,946	487,537
负债和股东权益	835,814	866,625	857,946	891,406	898,416

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	138,623	145,268	73,225	94,053	69,105
净利润	30,428	32,975	35,458	37,751	39,904
折旧摊销	99,702	101,044	103,202	103,203	102,678
财务费用	(332.39)	(228.00)	(236.02)	(250.55)	(265.94)
投资损失	(2,374)	(2,597)	(2,540)	(2,711)	(2,860)
营运资金变动	(7,748)	9,141	(8,720)	16,016	(11,099)
其他经营现金	117,985	4,933	(53,939)	(59,955)	(59,251)
投资活动现金	(93,962)	(101,294)	(54,166)	(40,414)	(38,468)
资本支出	(98,838)	(93,513)	(83,920)	(84,565)	(83,101)
长期投资	(14.61)	(14.61)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3,774)	(7,766)	29,754	44,151	44,633
筹资活动现金	(36,122)	(42,902)	(21,126)	(23,199)	(25,361)
短期借款	26.95	(31.52)	3,040	2,217	2,371
长期借款	657.50	2,317	82.25	126.68	149.23
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.35	12.35	(198.02)	0.00	0.00
其他筹资现金	(36,819)	(45,200)	(24,050)	(25,543)	(27,882)
现金净增加额	8,581	1,161	(2,066)	30,440	5,276

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	507,843	523,569	548,495	566,605	584,195
营业成本	(361,422)	(373,498)	(406,765)	(435,948)	(450,775)
营业税金及附加	(1,862)	(2,184)	(2,288)	(2,364)	(2,437)
营业费用	(56,117)	(55,482)	(58,314)	(60,607)	(60,479)
管理费用	(35,715)	(37,127)	(39,022)	(40,556)	(40,471)
财务费用	(332.39)	(228.00)	(236.02)	(250.55)	(265.94)
资产减值损失	(278.00)	(120.00)	(125.71)	(129.86)	(133.90)
公允价值变动收益	(883.31)	(1,077)	(1,128)	(1,166)	(1,202)
投资净收益	2,374	2,626	2,751	2,842	2,930
营业利润	42,569	42,597	45,753	48,712	51,490
营业外收入	2,612	4,017	4,315	4,594	4,856
营业外支出	(5,977)	(4,442)	(4,771)	(5,080)	(5,369)
利润总额	39,204	42,172	45,296	48,225	50,976
所得税	(8,776)	(9,197)	(9,878)	(10,517)	(11,117)
净利润	30,428	32,975	35,418	37,708	39,859
少数股东损益	(17.27)	(37.00)	(39.74)	(42.31)	(44.72)
归属母公司净利润	30,446	33,012	35,458	37,751	39,904
EBITDA	139,417	140,010	148,734	151,679	153,920
EPS (人民币, 基本)	0.33	0.36	0.39	0.41	0.44

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.92	3.10	4.76	3.30	3.10
营业利润	3.06	0.07	7.41	6.47	5.70
归属母公司净利润	10.34	8.43	7.41	6.47	5.70
获利能力 (%)					
毛利率	28.83	28.66	25.84	23.06	22.84
净利率	6.00	6.31	6.46	6.66	6.83
ROE	6.96	7.37	7.74	8.03	8.28
ROIC	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.46	0.47	0.45	0.46	0.45
净负债比率 (%)	(6.72)	(8.06)	(5.75)	(11.38)	(11.53)
流动比率	0.55	0.58	0.52	0.58	0.61
速动比率	0.54	0.57	0.50	0.57	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.62	0.64	0.65	0.65
应收账款周转率	8.16	7.26	7.50	8.19	8.38
应付账款周转率	130.90	136.69	132.92	128.19	124.59
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.36	0.39	0.41	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.59	0.80	1.03	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.84	4.94	5.07	5.20	5.33
估值比率					
PE (倍)	23.33	21.39	19.87	18.66	17.66
PB (倍)	1.59	1.56	1.52	1.48	1.45
EV EBITDA (倍)	4.55	4.42	4.28	4.04	3.98

免责声明

分析师声明

本人, 王兴、高名焱、王珂, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国电信（728 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王兴、高名焱、王珂本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国电信（728 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com