

中国电信 (601728.SH)

强烈推荐 (维持)

25Q1 净利润稳增，战新业务持续规模拓展

事件: 25年4月25日下午，公司发布《2025年第一季度报告》，25Q1公司实现营收1,345亿元（同比持平），其中通服收入1,247亿元（yoy+0.3%）、销售终端收入98亿元（yoy-3.4%）；实现归母净利润89亿元（yoy+3.1%）。

□ **25Q1 净利润稳增，整体经营业绩保持稳健。** 25Q1公司实现营收1,345亿元（同比持平），其中通服收入1,247亿元（yoy+0.3%）、销售终端收入98亿元（yoy-3.4%）；实现归母净利润89亿元（yoy+3.1%），考虑到外部环境错综复杂，25Q1公司净利润稳步增长，整体经营业绩保持稳健。

□ **传统业务用户规模稳步拓展，战新业务规模拓展持续。**

移动、固网业务方面: 1) **移动业务方面:** 25Q1公司移动通信业务稳健发展，移动用户总数达4.3亿户（净增495万户），5G网络用户数达2.7亿户（净增1,548万户）、5G网络渗透率提升至62.0%；2) **固网及智慧家庭业务方面:** 25Q1保持良好增长，千兆宽带用户渗透率约30%，智慧家庭收入同比增长11.5%（24Q1同期同比增长10.4%）。公司不断强化AI、卫星、量子等战新要素赋能个人及家庭端产品与服务，持续提升业务价值与用户感知。

新兴业务方面: 公司充分发挥云网融合优势，把握AI发展重点方向，战新业务持续规模拓展。1) **IDC业务方面:** 25Q1收入达95亿元（yoy+10.4%），增速较24年全年同比增长7.3%不断提升。2) **智能收入方面:** 25Q1同比增长151.6%，符合公司此前25年持续高速增长的指引。3) **其他战新业务方面:** 25Q1视联网收入同比增长58.4%、卫星通信收入同比增长37.2%、量子收入同比增长81.1%，多点开花趋势延续。

□ **经营费用稳中有降，持续加大研发投入攻坚四大核心技术方向。**

1) **费用侧:** 根据公司H股数据，25Q1公司折旧及摊销、网络运营及支撑成本、SG&A、人工成本占通服收入比重分别为20.8%（yoy+1.1pct）、32.0%（yoy-1.3pct）、13.4%（同比持平）、22.6%（yoy-0.5pct），核心成本项占收比稳中有降。同时根据公司A股数据，25Q1公司研发费用达18亿元（yoy+11.5%），公司持续围绕网络、云及云网融合、AI、量子/安全等四大技术方向开展关键技术攻关，为未来发展积攒动能。

2) **现金流侧:** 25Q1经营性现金流净额为108亿元（yoy-48.1%），主要系产数业务回款周期较长，相应应收款增幅较高，且公司严格按照合同约定及时支付款项所致。

□ **投资建议:** 预计公司25-27年归母净利润分别为354亿元、374亿元与397亿元，对应PE分别为19.9倍、18.9倍与17.8倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 传统业务发展不及预期、创新业务不及预期、成本管控不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	507843	523569	546520	570290	586649
同比增长	7%	3%	4%	4%	3%
营业利润(百万元)	42569	42597	46496	49117	52079
同比增长	3%	0%	9%	6%	6%
归母净利润(百万元)	30446	33012	35422	37377	39680
同比增长	10%	8%	7%	6%	6%
每股收益(元)	0.33	0.36	0.39	0.41	0.43

TMT及中小盘/通信

目标估值: NA

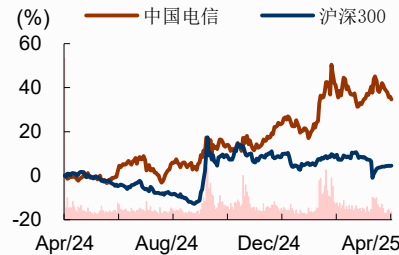
当前股价: 7.7元

基础数据

总股本(百万股)	91507
已上市流通股(百万股)	77630
总市值(十亿元)	704.6
流通市值(十亿元)	597.7
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	7.2
资产负债率	45.8%
主要股东	中国电信集团有限公司
主要股东持股比例	63.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	18	32
相对表现	5	23	25



相关报告

- 《中国电信(601728)一净利润稳增、通服增速保持领先，深入推进AI布局》2025-03-26
- 《中国电信(601728)一盈利能力强化，加大研发投入推进战新业务布局》2024-10-23
- 《中国电信(601728)一移动固网ARPU稳步提升，“网+云+AI+应用”融合发展》2024-08-21

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉擎 S1090523040001

sunjiaqing@cmschina.com.cn

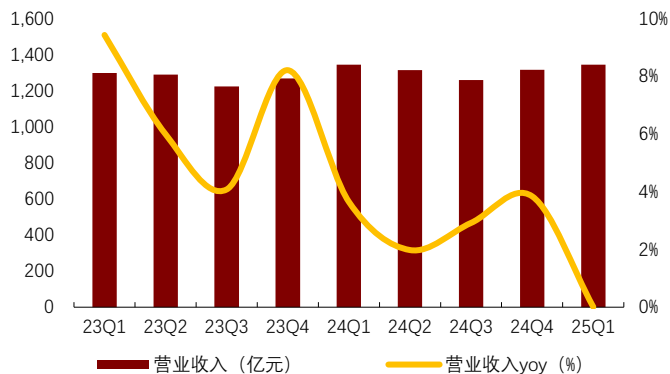
朱彦霖 研究助理

zhuyanlin@cmschina.com.cn

PE	23.1	21.3	19.9	18.9	17.8
PB	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4

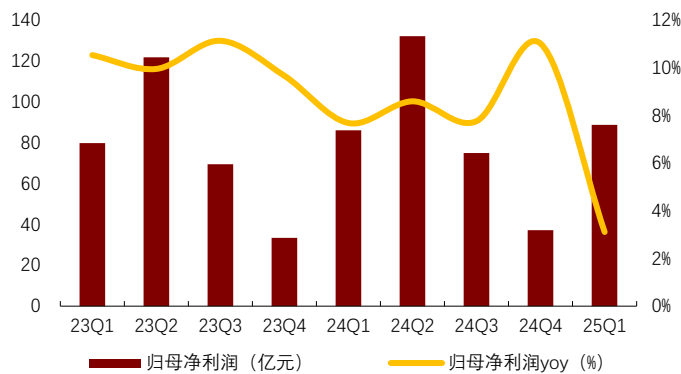
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 23Q1-25Q1 公司营收情况 (亿元, %)



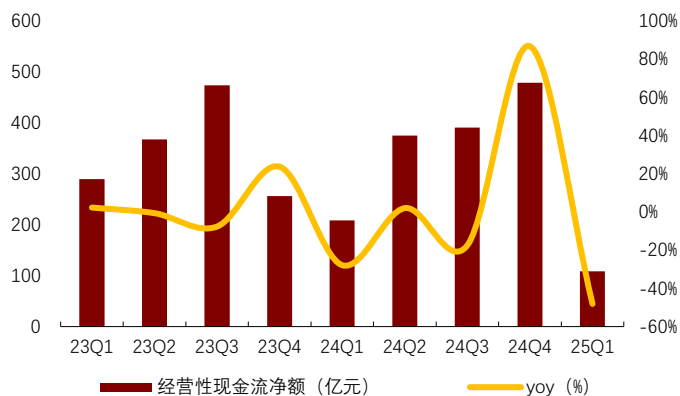
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 23Q1-25Q1 公司净利润情况 (亿元, %)



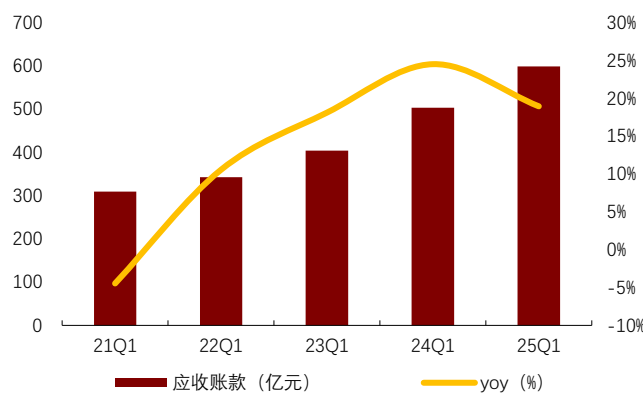
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 23Q1-25Q1 公司经营性现金流情况 (亿元, %)



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 21Q1-25Q1 公司应收账款情况 (亿元, %)



资料来源：公司公告、招商证券

表 1: 中国电信经营费用分拆

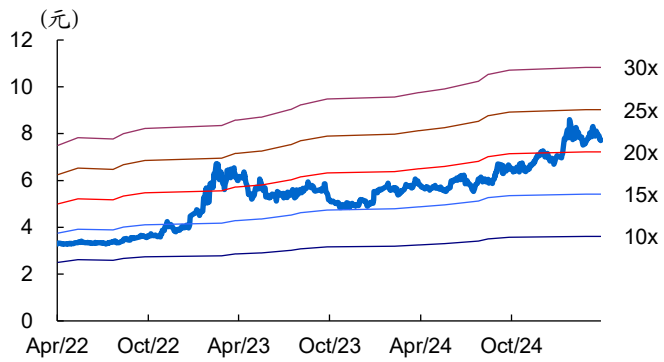
	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	25Q1
通信服务收入	921	1,001	1,100	1,185	1,243	1,247
通服收入 yoy	0.7%	8.6%	9.9%	7.7%	5.0%	0.3%
经营费用	865.84	983.37	1,105.17	1,205.86	1,249.41	1,247.50
经营费用 yoy	-0.9%	13.6%	12.4%	9.1%	3.6%	-0.2%
折旧及摊销	219.52	225.16	232.49	238.72	245.48	259.87
折旧及摊销 yoy	2.3%	2.6%	3.3%	2.7%	2.8%	5.9%
网络运营及支撑成本	272.62	309.73	353.10	387.86	413.50	399.01
网络运营及支撑成本 yoy	9.1%	13.6%	14.0%	9.8%	6.6%	-3.5%
销售、一般及管理费用	125.71	141.31	161.22	161.60	166.73	167.64
销售、一般及管理费用 yoy	-14.7%	12.4%	14.1%	0.2%	3.2%	0.5%
人工成本	198.45	214.65	243.38	274.79	287.88	282.03
人工成本 yoy	7.0%	8.2%	13.4%	12.9%	4.8%	-2.0%
其他经营费用	49.54	92.52	114.98	142.89	135.82	138.95
其他经营费用 yoy	-34.9%	86.8%	24.3%	24.3%	-4.9%	2.3%
折旧及摊销/通服收入	23.8%	22.5%	21.1%	20.1%	19.7%	20.8%
网络运营及支撑成本/通服收入	29.6%	30.9%	32.1%	32.7%	33.3%	32.0%
销售、一般及管理费用/通服收入	13.6%	14.1%	14.7%	13.6%	13.4%	13.4%
人工成本/通服收入	21.5%	21.4%	22.1%	23.2%	23.2%	22.6%

敬请阅读末页的重要说明

其他经营费用/通服收入	5.4%	9.2%	10.5%	12.1%	10.9%	11.1%
-------------	------	------	-------	-------	-------	-------

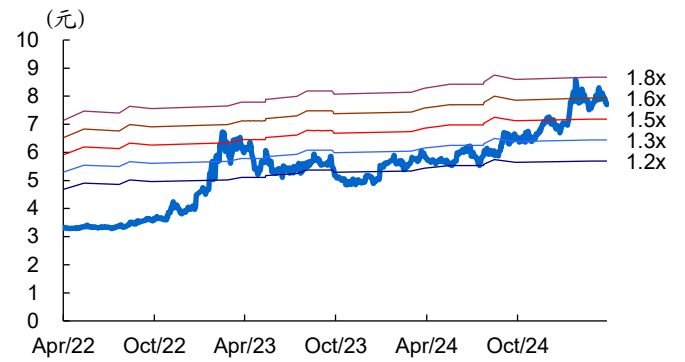
资料来源：公司公告、招商证券

图 5: 中国电信历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6: 中国电信历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	167863	188125	219552	265160	304970
现金	91851	102009	129695	171365	208488
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1456	3219	3360	3506	3607
应收款项	30755	39648	41357	43156	44394
其它应收款	6724	9688	10113	10552	10855
存货	3417	3267	3405	3563	3664
其他	33661	30294	31622	33018	33963
非流动资产	667951	678500	653318	630237	608995
长期股权投资	43158	44177	44177	44177	44177
固定资产	409455	426647	409890	394353	379870
无形资产商誉	78425	80422	72380	65142	58628
其他	136913	127254	126871	126565	126321
资产总计	835814	866625	872870	895397	913965
流动负债	301027	325377	320013	331418	338756
短期借款	2867	2835	2835	2835	2835
应付账款	145872	160550	167588	175325	180304
预收账款	65654	65370	68236	71386	73413
其他	86634	96622	81355	81872	82204
长期负债	87620	84696	84696	84696	84696
长期借款	5142	7459	7459	7459	7459
其他	82478	77238	77238	77238	77238
负债合计	388647	410073	404709	416114	423453
股本	91507	91507	91507	91507	91507
资本公积金	69406	69592	69592	69592	69592
留存收益	282013	291291	302939	314103	325377
少数股东权益	4241	4162	4122	4080	4036
归属于母公司所有者权益	442926	452390	464038	475203	486476
负债及权益合计	835814	866625	872870	895397	913965

现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138623	145268	122266	120780	115183
净利润	30428	32975	35382	37335	39635
折旧摊销	83275	84881	85829	81908	78305
财务费用	2639	2108	(1757)	(1757)	(3102)
投资收益	(2376)	(2667)	(3821)	(4173)	(4307)
营运资金变动	19274	24062	6631	7465	4651
其它	5383	3909	1	1	1
投资活动现金流	(93962)	(101294)	(56826)	(54654)	(52756)
资本支出	(90174)	(90271)	(60647)	(58827)	(57063)
其他投资	(3788)	(11023)	3821	4173	4307
筹资活动现金流	(36122)	(42902)	(37754)	(24455)	(25304)
借款变动	4751	2094	(15738)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	186	0	0	0
股利分配	(31039)	(36630)	(23774)	(26212)	(28406)
其他	(9847)	(8551)	1757	1757	3102
现金净增加额	8539	1072	27686	41670	37123

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	507843	523569	546520	570290	586649
营业成本	361422	373498	389871	407871	419454
营业税金及附加	1862	2184	2280	2379	2447
营业费用	56117	55482	57931	59880	61598
管理费用	35715	37127	38803	39920	41065
研发费用	13052	14527	15303	15398	15840
财务费用	332	228	(1757)	(1757)	(3102)
资产减值损失	(1740)	(1655)	(1415)	(1655)	(1575)
公允价值变动收益	(883)	(1077)	(980)	(880)	(780)
其他收益	3475	2180	2380	2580	2580
投资收益	2374	2626	2422	2474	2507
营业利润	42569	42597	46496	49117	52079
营业外收入	2612	4017	3117	2824	2650
营业外支出	5977	4442	4242	4042	3842
利润总额	39204	42172	45371	47899	50887
所得税	8776	9197	9989	10564	11252
少数股东损益	(17)	(37)	(40)	(42)	(45)
归属于母公司净利润	30446	33012	35422	37377	39680

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	3%	4%	4%	3%
营业利润	3%	0%	9%	6%	6%
归母净利润	10%	8%	7%	6%	6%
获利能力					
毛利率	28.8%	28.7%	28.7%	28.5%	28.5%
净利率	6.0%	6.3%	6.5%	6.6%	6.8%
ROE	7.0%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%
ROIC	7.0%	6.9%	7.1%	7.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	47.3%	46.4%	46.5%	46.3%
净负债比率	2.7%	3.0%	1.2%	1.1%	1.1%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	104.3	111.8	116.9	117.1	116.1
应收账款周转率	18.0	13.9	12.5	12.5	12.4
应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.36	0.39	0.41	0.43
每股经营净现金	1.51	1.59	1.34	1.32	1.26
每股净资产	4.84	4.94	5.07	5.19	5.32
每股股利	0.23	0.26	0.29	0.31	0.34
估值比率					
PE	23.1	21.3	19.9	18.9	17.8
PB	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	8.4	7.6	7.7	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。