

公司研究

基础业务稳健发展，科技创新研发投入提升

——中国电信（601728.SH、0728.HK）2025 年一季报点评

要点

事件：2025Q1，公司实现营业收入 1345 亿元人民币，同比增长 0.01%；其中服务收入为 1247 亿元人民币，同比增长 0.3%。归属于上市公司股东的净利润 89 亿元人民币，同比增长 3.1%。加权平均净资产收益率 1.94%，同比提升 0.02pct。

基础业务稳健发展，用户数小幅提升。2025Q1，公司移动通信业务稳健发展，移动用户数达 4.3 亿户，净增 495 万户；5G 网络用户数达到 2.7 亿户，净增 1548 万户，渗透率提升至 62.0%；手机上网总流量同比增长 14.2%，手机上网总流量 2322.93 万 TB，DOU 达到 20.4GB，同比增长 9.1%；固网及智慧家庭业务保持良好增长，有线宽带用户数 2.0 亿户，净增 67 万户，千兆宽带用户渗透率约 30%，智慧家庭收入同比增长 11.5%。

充分发挥云网融合优势，加大科技创新研发投入，培育新增长极。2025Q1 公司 IDC 收入达到 95 亿元人民币，同比增长 10.4%。智能收入同比增长 151.6%，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%。25Q1 公司研发费用为 18 亿元人民币，同比增长 11.5%。公司研发投入增速较高，主要系公司持续加大科技创新研发投入，围绕网络、云及云网融合、AI、量子/安全等四大技术方向，持续加强关键核心技术攻关。

资本开支指引下降，持续提升现金分红比例。2024 年资本开支 935 亿元人民币，同比下降 5.4%，公司预计 2025 年资本开支 836 亿元，持续下降。根据公司 2024 年报，公司 2024 年度以现金方式分配的利润为当年股东应占利润的 72%，并承诺从 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。

维持“买入”评级：我们认为，运营商 CAPEX 下降，自由现金流持续改善，持续加大现金分红是运营商长期趋势。公司云业务优势明显，对 B 端业务的拉动作用持续得到体现。考虑到有线宽带用户提升幅度较小，我们预测中国电信 2025/2026 年归母净利润 359/376 亿元人民币（较上次下调 0.2%/3.3%），新增 2027 年归母净利润预测 402 亿元人民币，2025-2027 年归母净利润对应 A 股 PE 20X/19X/18X，H 股 PE 13X/12X/12X。A/H 股均维持“买入”评级。

风险提示：提速降费的政策风险，行业竞争加剧的风险，5G 应用不及预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	507,843	523,569	543,203	561,523	579,904
营业收入增长率	6.92%	3.10%	3.75%	3.37%	3.27%
归母净利润（百万元）	30,446	33,012	35,928	37,586	40,199
归母净利润增长率	10.34%	8.43%	8.83%	4.61%	6.95%
EPS（元）	0.33	0.36	0.39	0.41	0.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.87%	7.30%	7.74%	7.90%	8.23%
P/E	23	21	20	19	18
P/E（H 股）	15	14	13	12	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25；汇率：按 1HKD=0.9392CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：7.70 元

H 股：买入（维持）

当前价：5.42 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

联系人：沈昱恒

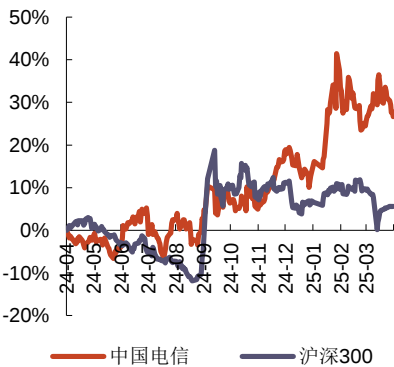
021-52523686

shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	915.07
总市值(亿元):	7046.05
一年最低/最高(元):	5.63/8.61
近 3 月换手率:	46.0%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.6	12.6	26.6
绝对	-0.1	11.4	32.3

资料来源：Wind

相关研报

基础业务稳健增长，继续加大现金分红——中国电信（601728.SH、0728.HK）2024 年中报点评（2024-08-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	507,843	523,569	543,203	561,523	579,904
营业成本	361,422	373,498	384,789	394,958	407,307
折旧和摊销	88,151	92,443	95,950	102,890	109,341
税金及附加	1,862	2,184	2,266	2,342	2,419
销售费用	56,117	55,482	55,407	58,942	60,890
管理费用	35,715	37,127	38,410	39,593	40,773
财务费用	332	228	805	651	368
研发费用	13,052	14,527	15,762	17,101	18,555
投资收益	2,374	2,626	2,626	2,626	2,626
营业利润	42,569	42,597	48,338	50,619	53,350
利润总额	39,204	42,172	45,896	48,011	51,350
所得税	8,776	9,197	10,009	10,471	11,199
净利润	30,428	32,975	35,887	37,540	40,151
少数股东损益	-17	-37	-42	-46	-48
归属母公司净利润	30,446	33,012	35,928	37,586	40,199
EPS(元)	0.33	0.36	0.39	0.41	0.44

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138,623	145,268	131,517	143,107	151,831
净利润	30,446	33,012	35,928	37,586	40,199
折旧摊销	88,151	92,443	95,950	102,890	109,341
净营运资金增加	-11,696	-10,795	-9,377	8,645	3,061
其他	31,722	30,608	9,016	-6,013	-770
投资活动产生现金流	-93,962	-101,294	-98,792	-94,955	-89,971
净资本支出	-88,862	-88,860	-89,279	-86,492	-83,594
长期投资变化	43,158	44,177	0	0	0
其他资产变化	-48,258	-56,611	-9,514	-8,463	-6,377
融资活动现金流	-36,122	-42,902	-20,975	-22,677	-23,969
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,433	3,475	3,862	4,020	4,193
无息负债变化	19,809	17,951	2,367	4,508	5,517
净现金流	8,581	1,161	11,749	25,474	37,891

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	28.8%	28.7%	29.2%	29.7%	29.8%
EBITDA 率	25.0%	24.4%	26.7%	27.4%	27.9%
EBIT 率	8.6%	8.2%	9.0%	9.1%	9.1%
税前净利润率	7.7%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%
归母净利润率	6.0%	6.3%	6.6%	6.7%	6.9%
ROA	3.6%	3.8%	4.1%	4.1%	4.3%
ROE (摊薄)	6.9%	7.3%	7.7%	7.9%	8.2%
经营性 ROIC	8.3%	8.5%	9.6%	10.0%	10.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	46%	47%	47%	47%	47%
流动比率	0.56	0.58	0.60	0.68	0.78
速动比率	0.55	0.57	0.59	0.67	0.77
归母权益/有息债务	19.64	17.38	15.53	14.03	12.81
有形资产/有息债务	33.43	30.10	26.73	24.14	22.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	835,814	866,625	884,708	904,730	926,798
货币资金	91,851	102,009	113,758	139,233	177,123
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	30,755	39,648	41,135	42,522	43,914
应收票据	1,456	3,219	3,339	3,452	3,565
其他应收款 (合计)	6,724	9,688	10,051	10,390	10,730
存货	3,417	3,267	3,367	3,457	3,567
其他流动资产	19,000	16,250	16,250	16,250	16,250
流动资产合计	167,863	188,125	201,609	229,696	269,648
其他权益工具	1,426	1,015	1,109	1,183	1,102
长期股权投资	43,158	44,177	44,177	44,177	44,177
固定资产	409,452	426,647	424,553	410,705	386,302
在建工程	72,053	58,457	49,936	40,407	33,172
无形资产	45,358	47,678	49,219	50,191	50,686
商誉	29,923	29,925	29,825	29,725	29,625
其他非流动资产	3,784	5,749	5,749	5,749	5,749
非流动资产合计	667,951	678,500	683,099	675,034	657,150
总负债	388,647	410,073	416,303	424,831	434,542
短期借款	2,867	2,835	2,806	2,778	2,750
应付账款	138,278	145,344	149,737	153,695	158,500
应付票据	7,594	15,206	15,666	16,080	16,583
预收账款	237	185	191	198	204
其他流动负债	55,630	57,308	57,308	57,308	57,308
流动负债合计	301,027	325,377	333,416	339,615	347,649
长期借款	5,142	7,459	9,776	12,093	14,409
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8,804	8,288	8,288	8,288	8,288
非流动负债合计	87,620	84,696	82,886	85,216	86,892
股东权益	447,167	456,552	468,406	479,899	492,257
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
公积金	157,168	160,516	160,516	160,516	160,516
未分配利润	193,721	199,770	211,924	223,313	235,732
归属母公司权益	442,926	452,390	464,285	475,824	488,230
少数股东权益	4,241	4,162	4,120	4,075	4,027

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11%	11%	10%	10%	11%
管理费用率	7%	7%	7%	7%	7%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	3%	3%	3%	3%	3%
所得税率	22%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.23	0.26	0.29	0.30	0.33
每股经营现金流	1.51	1.59	1.44	1.56	1.66
每股净资产	4.84	4.94	5.07	5.20	5.34
每股销售收入	5.55	5.72	5.94	6.14	6.34

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	23	21	20	19	18
PB (A 股)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	5	5	5	4	4
股息率	3.0%	3.4%	3.7%	3.9%	4.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP