



买入（首次）

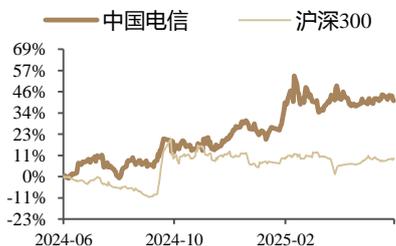
所属行业：通信/通信服务
当前价格(元)：7.76

证券分析师

李宏涛
资格编号：S0120524070003
邮箱：liht@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.51	-1.01	-2.37
相对涨幅(%)	-0.75	-4.86	-1.18

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

中国电信 (601728.SH)：高股息带来稳健收益，数据入表+前沿布局打开成长空间

投资要点

- **传统业务维持稳健，产业数字化成效显著。**2020-2024 年公司营收主体仍然是传统通信业务（移动通信服务、固网及智慧家庭服务）。2020 年，公司传统通信业务贡献收入 2846 亿元，占总营收比例为 73%，到 2024 年贡献收入增长至 3282 亿元，占总营收比例为 63%，期间 CAGR 为 4%。产业数字化服务从 2020 年的 840 亿元增长至 2024 年的 1466 亿元，期间 CAGR 为 15%，占总营收比例从 22% 增长至 28%。
- **资本开支下行，向算力精准投放。**2023 年是公司资本开支绝对的高点，为 988 亿元。2024 年公司资本开支为 935 亿元，预计 2025 年资本开支将维持在 836 亿元。但是从具体的资本投向来看，产业数字化方向占比将进一步提升，有 2023 年的 36% 提升至 2025 年的 38%。具体到算力方向，初步安排 22% 的投资增长，但不设限。
- **“现金奶牛”收益稳健，数据资源入表带来估值提升空间。**2024 年公司现金分红金额达到 238 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率 72%。2024 年公司 A/H 股息率分别为 3.3%/5.0%，是高股息、高分红的稳健收益标的。截至 2024 年，公司以开发支出形式入表的数据资源为 3.7 亿元。中国电信首次在年报中实现数据资产入表，数据要素或已成为我国会计的标配科目，成为未来资产项目下新的创收来源，建议重视数据资产入表给公司估值带来的弹性机遇。
- **前瞻布局下一代技术，量子、卫星有望实现高成长。**2024 年，公司塑造“量子+”未来产业发展新动能新模式，能力提升方面，依托 QKD、PQC 与经典密码融合的新型密码体系，不断丰富“量子+”产品能力；“天衍”量子计算云平台实现算力规模和算力类型双重升级，构建起国内最大规模的量子计算集群；合肥量子城域网入选全国首批“数字中国典型案例”，量子信息基础设施建设工程入选首批中央企业科技成果应用拓展工程项目。2024 年 3 月，控股子公司通过股权收购成为国盾量子最大股东。自 2023 年第一款直连天通卫星手机华为 Mate 60 Pro 发布以来，“捅破天”基本成为高端手机的标配。截至 2024 年 12 月，中国电信已与华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、中兴等国内主流厂商推出 25 款支持直连天通卫星的消费类手机，累计销量超过 1600 万台。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年总收入为 5,457.67/5,669.37/5,867.25 亿元，归母净利润 349.17/379.69/405.87 亿元。对应 6 月 6 日 PE 倍数为 21.02/19.33/18.08 倍。根据主营业务对比，选取中国移动、中国联通作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 倍数为 16.32/15.39/14.62。公司市盈率略高于可比公司平均水平。但是，我们认为公司将在卫星互联网建设过程中充分受益，同时量子通信前瞻布局有望令公司在未来技术演进过程中获得一定先发优势。预计未来公司将具有高成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**ARPU 波动风险、算力需求不及预期、新技术研发及市场需求不及预期、政策落地不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	91,507.14		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	77,629.73	营业收入(百万元)	507,843	523,569	545,767	566,937	586,725
52 周内股价区间(元):	5.46-8.50	(+/-)YOY(%)	6.9%	3.1%	4.2%	3.9%	3.5%
总市值(百万元):	710,095.40	净利润(百万元)	30,446	33,012	34,917	37,969	40,587
总资产(百万元):	858,456.51	(+/-)YOY(%)	10.3%	8.4%	5.8%	8.7%	6.9%
每股净资产(元):	5.04	全面摊薄 EPS(元)	0.33	0.36	0.38	0.41	0.44
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	28.8%	28.7%	28.8%	29.0%	29.2%
		净资产收益率(%)	6.9%	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%

资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. A+H 双资本平台加持，产业数字化拉动营收增长	5
1.1. 从零开始参与国内电信业发展，全球头部电信运营商	5
1.2. A 股+H 股双资本平台加持，管理层从业经历深厚	6
1.3. 传统业务边际放缓，产业数字化带动公司长线增长	8
2. 传统运营商业务稳固，空天地一体代际升级趋势显现	10
2.1. 传统业务稳固，无线、固网双头并进	10
2.2. 空天地一体化网络架构演进，深度布局卫星业务	12
2.3. 5G-A 商用启动，关键场景落地带来无线侧新机会	13
3. “第二曲线”提供增长驱动，数据资产拔高公司估值	15
3.1. 产业数字化成为最大业务，基础能力已得到市场验证	15
3.2. 量子技术深度布局，先发优势初步确立	16
3.3. 高股息高分红“现金奶牛”，数据资产入表有望抬升估值	18
4. 收入预测及投资建议	18
4.1. 收入预测	18
4.2. 估值分析	19
5. 风险提示	20

图表目录

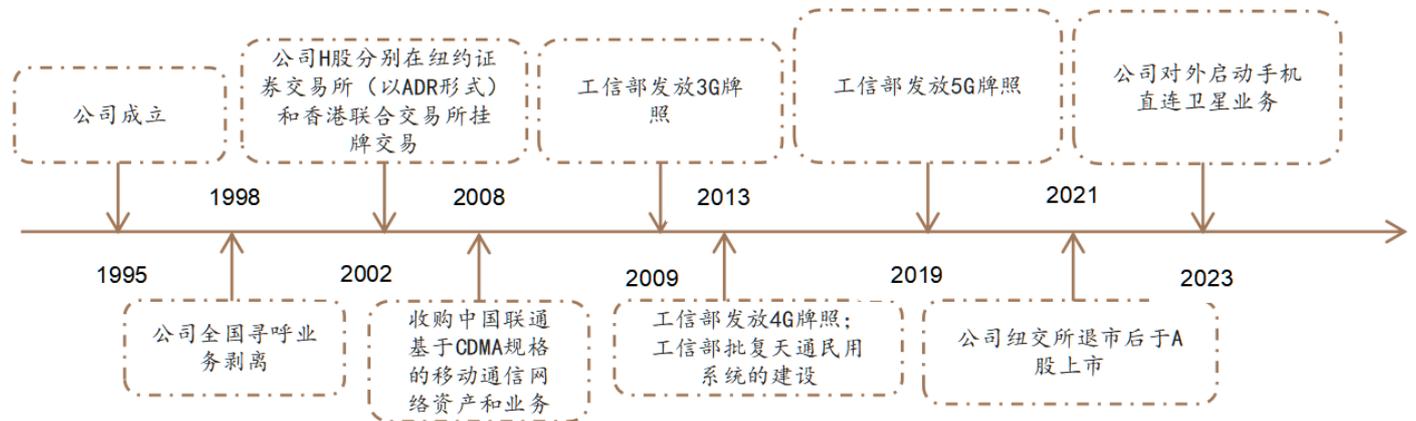
图 1: 中国电信历史沿革	5
图 2: 中国电信业务视图	6
图 3: 2019-2024 年全球头部运营商总收入 (亿人民币)	6
图 4: 中国电信股权结构 (截至 2024 年底)	7
图 5: 2020-2024 年公司营收、净利润 (亿元) 及增速	8
图 6: 2020-2024 年公司营收结构 (亿元)	8
图 7: 2020-2024 年公司营收比例	8
图 8: 2020-2024 年公司移动、宽带 ARPU (元/户)	9
图 9: 2020-2024 年公司移动、宽带用户数 (亿)	9
图 10: 2002-2024 年公司毛利率、归母净利率、ROE 情况	9
图 11: 2020-2025 年公司资本开支 (亿元, 右轴) 及投向比例 (左轴)	10
图 12: 2020-2024 年公司费用率	10
图 13: 2018-2024 年公司移动、5G 用户数量 (亿户) 及渗透率	11
图 14: 2018-2024 年公司 ARPU (元/户) 及增速	11
图 15: 2018-2024 年公司宽带综合 ARPU (元/户) 及增速	11
图 16: 6G 卫星时间表	12
图 17: 天通一号卫星系统覆盖参照	13
图 18: 通感一体化波束信号示意图	14
图 19: 通感一体化技术	14
图 20: 2019-2027 年中国智能算力规模 (EFlops, 左轴) 及增速 (浮点运算口径) ...	15
图 21: 量子通信产品应用	17
图 21: 中国电信 (亿元, 左轴) 及分红比例 (%)	18
图 22: 中国电信 A/H 股股息率 (%)	18
表 1: 中国电信管理层履历	7
表 2: 2018-2021 年政府“提速降费”要求汇总	11
表 3: 公司营业收入预测及拆分 (亿元)	19
表 4: 可比公司估值 (截止日期: 2025-6-6)	19

1. A+H 双资本平台加持，产业数字化拉动营收增长

1.1. 从零开始参与国内电信业发展，全球头部电信运营商

1995年4月27日，中央决定实行邮电分营的经营方式，在邮电部电信总局的基础上核准组建中国邮电电信总局，简称“中国电信”（CHINA TELECOM），作为国务院直属的、相当于正部级的行业性全民所有制企业和邮电部管理的企业局，依法进行企业法人注册登记。同年启用第一代企业形象系统。1998年9月，信息产业部决定，将中国电信的全国寻呼业务剥离，单独建国信寻呼集团公司。1999年5月20日，国信寻呼集团并入中国联通。1999年，中国电信的移动通信业务被剥离，另行成立了中国移动通信集团公司（中国移动）。由此中国电信成为了只经营固网和数据通信业务的电信运营商。2002年9月，中国电信股份有限公司成立，董事会选举了周德强为董事长兼总经理及首席执行官，常小兵为副总经理、总裁。11月，中国电信H股分别在纽约证券交易所（以ADR形式）和香港联合交易所挂牌交易。2008年6月，中国电信宣布出价1100亿元收购中国联通基于CDMA规格的移动通信网络资产和业务。其中中国电信集团公司以662亿元收购中国联通的CDMA网络资产（其中的500亿元由中国移动通信集团公司代为支付），中国电信股份有限公司以438亿元收购中国联通的CDMA业务。2008年10月1日，中国电信开始运营收购后的CDMA业务，这使得中国电信再次成为能够经营所有基础电信业务的通信企业。同年，中国卫通的基础电信业务并入中国电信。2021年，公司A股上市。

图 1：中国电信历史沿革



资料来源：驻澳大利亚大使馆经济商务处，玉渊谭天微信公众号，中国电信官网，德邦研究所

截至2024年底，公司移动用户规模达到4.25亿户，与中国联通持续深化共建共享，5G中高频基站总规模达137.5万站，稳步推进4G一张网。5G网络实现全国乡镇及以上区域连续覆盖，重点区域、重点场景深度覆盖率提升至90%。持续加强5G-A战略布局，在121个城市规模部署载波聚合7万站，Redcap覆盖超200城。积极推动高中低轨协同的卫星移动通信系统建设，手机直连卫星用户超240万。天翼物联网平台支持亿级超大规模终端安全可靠接入、十亿级物联网网络连接在线感知与控制，终端用户数达6.3亿。完善国际网络能力建设，启动昆明、海口国际通信全业务出入口局建设，新增海缆带宽5T。2019年起，

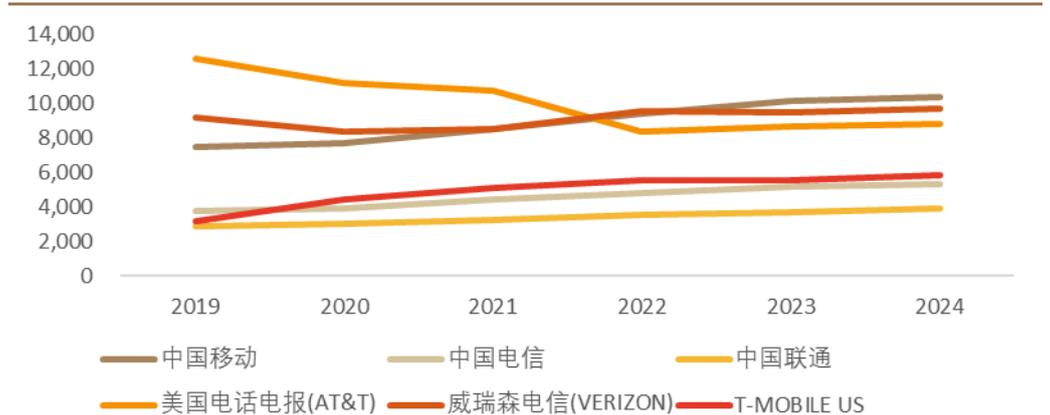
公司营收始终保持正向增长。截至 2024 年年底，从营收规模角度，公司已经成为全球头部电信运营商。

图 2：中国电信业务视图



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 3：2019-2024 年全球头部运营商总收入（亿人民币）

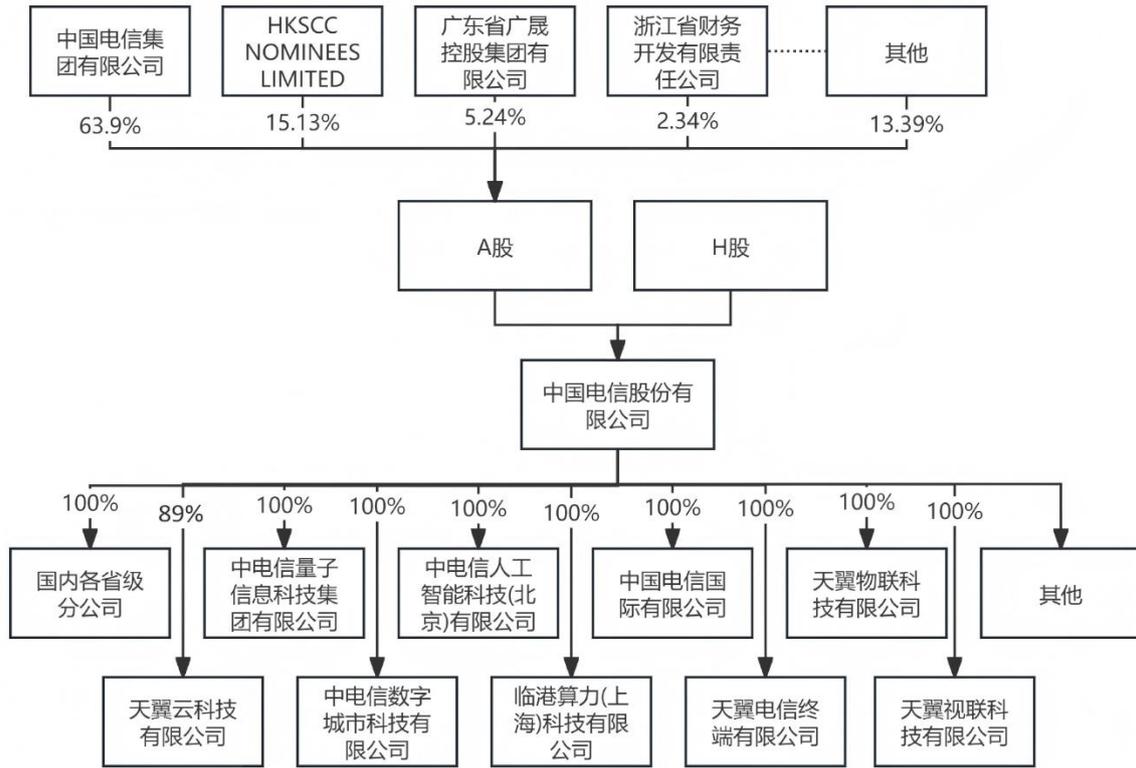


资料来源：wind，德邦研究所

1.2. A 股+H 股双资本平台加持，管理层从业经历深厚

A 股+港股双资本运作平台。公司登录 A 股上市成功募集资金约 479 亿元。截至 2025 年 6 月 5 日，公司 A 股占总股本比例为 84.83%，港股占总股本比例为 15.17%。A 股上市引入国内多家投资平台，结合港股构成双资本运作平台，实现客户、业务和资本市场的有效连接，治理结构持续改善。

图 4：中国电信股权结构（截至 2024 年底）



资料来源：公司 2024 年年报，Wind，公司官网，德邦研究所

公司管理层资历深厚。公司管理层中，柯瑞文先生、刘桂清先生均长期任职中国电信，对公司业务有深刻理解。且刘桂清先生兼任中国通信学会副理事长及 GSMA 全球移动通信系统协会董事，深度参与通信行业的前沿技术变化，将有助于公司在后续的通信技术变革中保持领先地位。

表 1：中国电信管理层履历

姓名	职务	任职日期	简介
柯瑞文	董事长， 执行董事， 首席执行官	2020-05-26	于 2012 年 5 月加入本公司董事会。柯先生为高级工程师，工商管理博士。曾任江西省邮电管理局副局长，江西省电信公司副总经理，本公司和中国电信集团公司市场部经理，江西省电信公司总经理，本公司和中国电信集团公司人力资源部主任，本公司执行副总裁，总裁兼首席运营官，中国电信集团有限公司副总经理及总经理，以及中国铁塔股份有限公司监事会主席。现兼任中国电信集团有限公司董事长。
刘桂清	执行董事， 总裁，首席运营官	2020-05-26	于 2019 年 8 月加入本公司董事会。刘先生为教授级高级工程师，工学博士。曾任中国联通湖南省分公司副总经理，总经理及中国联通江苏省分公司总经理，中国电信集团有限公司副总经理兼总法律顾问。现兼任中国电信集团有限公司董事，于联交所主板上市之中国铁塔股份有限公司非执行董事，于联交所主板上市之中国通信服务股份有限公司董事长及执行董事，中国通信学会副理事长及 GSMA 全球移动通信系统协会董事。
唐珂	执行董事， 执行副总裁	2022-03-22	于 2022 年 3 月加入本公司董事会。唐先生为高级会计师，经济学硕士。曾任中国电信集团有限公司及本公司财务部总经理，中国电信安徽分公司总经理，广东分公司总经理等职务。现兼任中国电信集团有限公司副总经理，中国互联网协会副理事长，中关村数字经济产业联盟常务副理事长及中国网络视听节目服务协会副会长。
李英辉	执行董事， 执行副总裁	2023-01-06	于 2023 年 1 月加入本公司董事会。李先生为正高级会计师，中国注册会计师会员，香港会计师公会会员，会计学硕士。曾任中国华能集团有限公司（曾用名“中国华能集团公司”）财务部副主任，于上交所主板及联交所主板上市的华能国际电力股份有限公司财务与预算部主任，中国华能集团有限公司财务与资产管理部主任。现兼任中国电信集团有限公司总会计师及中国上市公司协会会员副会长。李先生具有丰富的财务，管理及基础行业从业经验。

刘颖 执行副总裁

2025-03-25

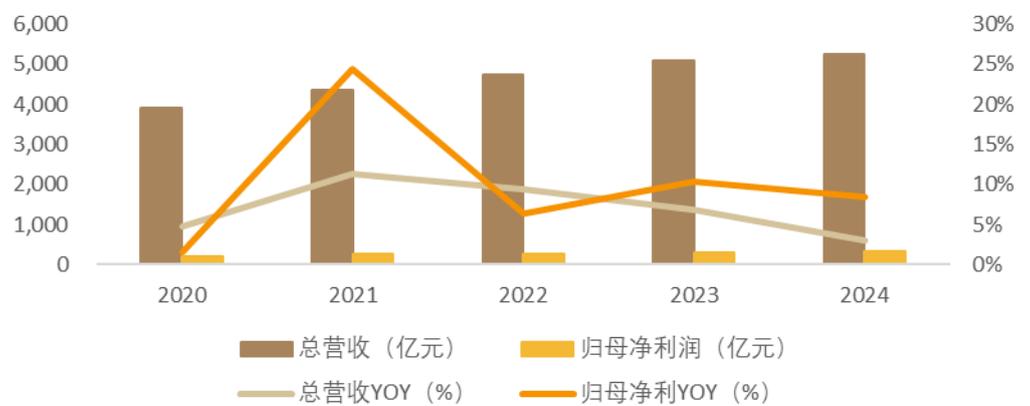
正高级通信工程师，工学学士。刘女士曾任中国电信股份有限公司黑龙江分公司副总经理、中国电信股份有限公司吉林分公司总经理、中国电信集团有限公司政企客户事业部总经理、中国电信股份有限公司安徽分公司总经理。现兼任中国电信集团有限公司副总经理，中国电信国际有限公司董事、董事长，中国互联网投资基金（有限合伙）理事会理事。

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

1.3. 传统业务边际放缓，产业数字化带动公司长线增长

公司营收及盈利持续上行，边际放缓。2020年至2024年，公司总营收持续上行。从2020年的3899亿元增长至2024年的5236亿元，期间年均复合增速为7.65%。归母净利润从2020年的209亿元增至2024年的330亿元，期间年均复合增速为12.17%。但是从同比增速来看，公司营收和归母净利润从2021年开始呈现出边际增速放缓的趋势。

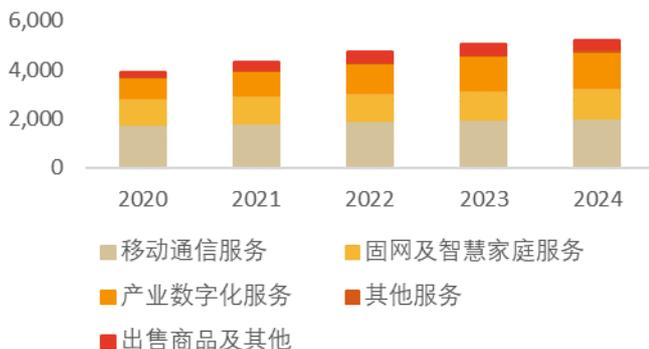
图 5：2020-2024 年公司营收、净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

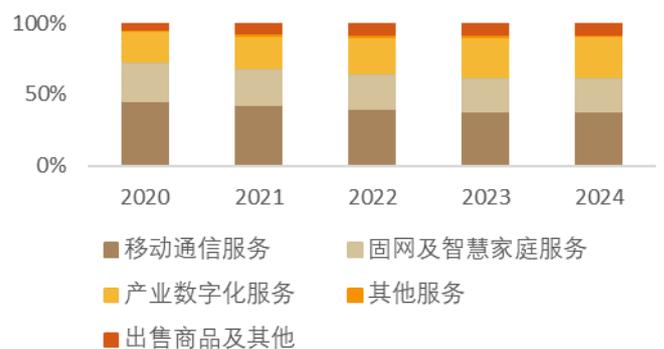
传统网络业务仍是主体，产业数字化为主要增长驱动。2020-2024年公司营收主体仍然是传统通信业务（移动通信服务、固网及智慧家庭服务）。2020年，公司传统通信业务贡献收入2846亿元，占总营收比例为73%，到2024年贡献收入增长至3282亿元，但是占总营收比例下滑到63%，期间CAGR为4%。产业数字化服务从2020年的840亿元增长至2024年的1466亿元，期间CAGR为15%，占总营收比例从22%增长至28%。

图 6：2020-2024 年公司营收结构（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

图 7：2020-2024 年公司营收比例



资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

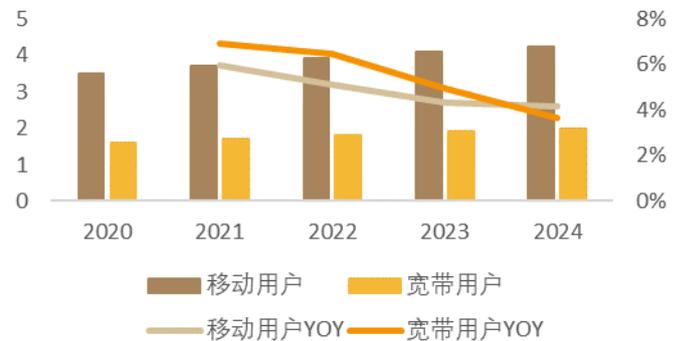
ARPU 值、用户数边际放缓，传统业务承压。ARPU 值是 Average Revenue per User，每用户月度平均收入。是衡量电信运营商传统业务的重要指标。2020 年至 2024 年，公司移动和宽带的 ARPU 值持续上行，但是同比增速边际趋缓。我们认为，伴随 5G 建设进入“后周期”，这一趋势或将延续。

图 8：2020-2024 年公司移动、宽带 ARPU (元/户)



资料来源：Wind，公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

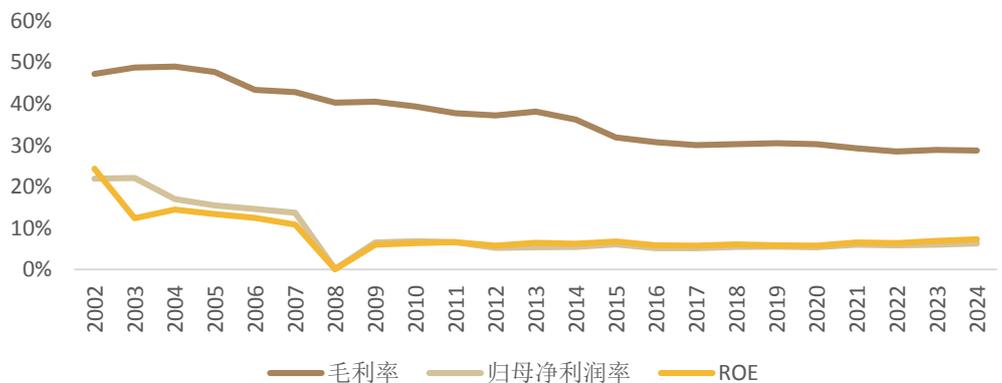
图 9：2020-2024 年公司移动、宽带用户数 (亿)



资料来源：Wind，公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

传统业务管道、低值化，算力网络或成新业态。以 2019 年为节点，前推 10 年，伴随着宽带和云的大发展，运营商只提供了带宽（流量）服务，与个性化、非标准的互联网业务渐行渐远，被迅速管道化，由于管道不再紧贴用户需求，又被迅速低值化。公司的历史利润率和 ROE 变化趋势显示，到 2019 年公司的盈利能力整体保持为下降趋势。毛利率从 2002 年的 47.12% 逐步下行至 2019 年的 30.43%。2018 年，工业和信息化部印发了《推动企业上云实施指南(2018-2020 年)》全面推动企业利用云计算加快数字化、网络化、智能化转型，推进互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合。其中要求，到 2020 年，力争实现云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及，全国新增上云企业 100 万家。同年底，中国电信相继与兴业银行、紫光集团签约，就云服务达成合作。运营商逐步开始数字化转型。此外，2019 年，5G 开始商用，公司毛利率下行趋势得到缓解。2002 年至 2018 年，公司毛利率的年均复合增速为-2.73%。2019 至 2024 年，公司毛利率的年均复合增速为-1.19%。

图 10：2002-2024 年公司毛利率、归母净利率、ROE 情况

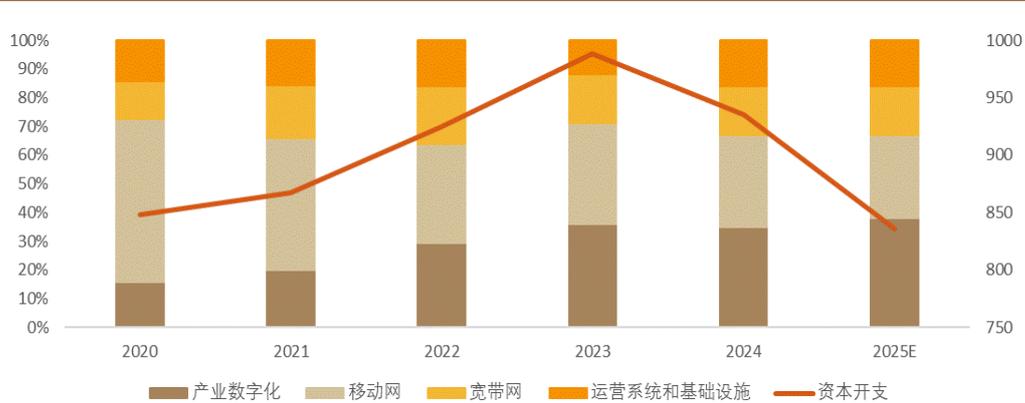


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

资本开支精确投放不设限，产业数字化或成为来主攻。2023 年是公司资本开支的高点，为 988 亿元。2024 年公司资本开支为 935 亿元，预计 2025 年资本开支将维持在 836 亿元。但是从具体的资本投向来看，产业数字化方向占比将进一

步提升，由 2023 年的 36% 提升至 2025 年的 38%。具体到算力方向，初步安排 22% 的投资增长，但不设限。

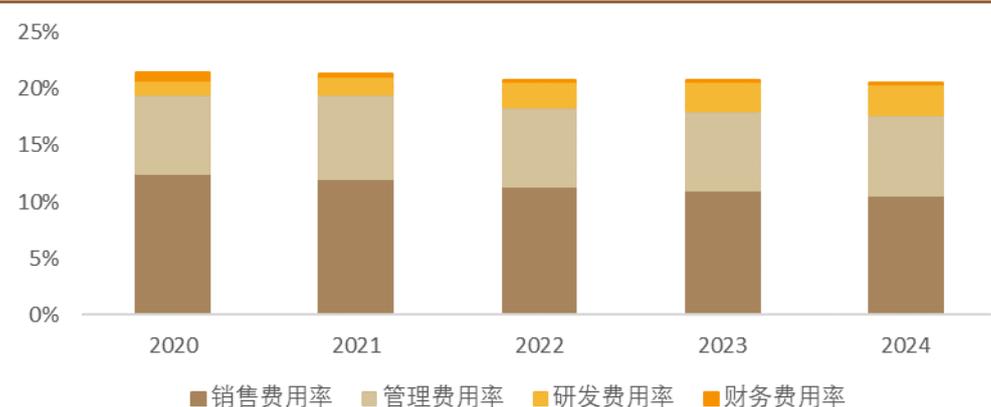
图 11：2020-2025 年公司资本开支（亿元，右轴）及投向比例（左轴）



资料来源：公司业绩说明会，C114 通信网，通信世界，德邦研究所

费用控制合理，研发逐渐加力。公司 2020-2024 年费用控制逐渐加强。总费用率从 21.49% 降至 20.51%。但是公司研发费用率从 1.13% 提升至 2.77%。

图 12：2020-2024 年公司费用率



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 传统运营商业务稳固，空天地一体代际升级趋势显现

2.1. 传统业务稳固，无线、固网双头并进

“提速降费告一段落”，传统运营商业务或趋稳定。2015 年 5 月，国务院办公厅发布了《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，提出加快高速宽带网络建设，大幅提高网络速率，有效降低网络资费，持续提升服务水平，以壮大信息消费、降低创业成本、推动社会信息化发展。2017-2021 年政府工作报告针对信息通信业连续五年提出“提速降费”指导。5 年内，我国固定宽带单位带宽和移动网络单位流量平均资费降幅超 95%，提速降费累计让利超过 7000 亿元。2022 年开始，政府不再部署“提速降费”相关任务。截至 2024 年 Q1，公司 ARPU 仅为 6.3 美元/户，国际主流运营商中 Verizon、T-mobile、AT&T、KDDI、SoftBank 等 ARPU 值分别为：116.7、46.7、47.0、26.5、25.3 美元/户。我们认为，对比全球主流电信运营商，我国信息通信业已经摘掉“网速慢、资费贵”的帽子。在无其他事件催化的情况下，政策端后续再次要求降费的可能性极低。

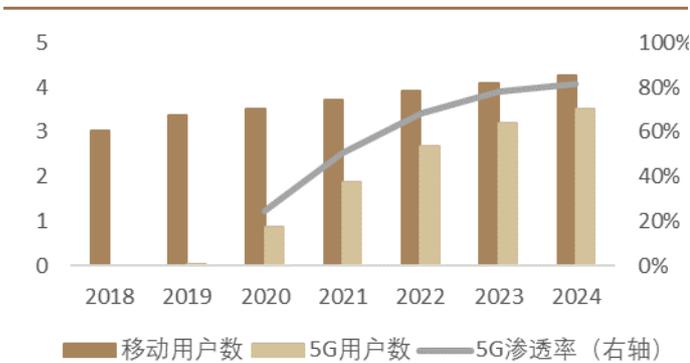
表 2: 2018-2021 年政府“提速降费”要求汇总

时间	政策要求
2018	明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费；取消流量漫游费，移动网络流量资费年内至少降低 30%
2019	移动网络流量平均资费再降低 20%以上中小企业宽带平均资费再降低 15%
2020	宽带和专线平均资费降低 15%
2021	中小企业宽带和专线平均资费再降 10%

资料来源：公司招股说明书、各年《政府工作报告》，德邦研究所

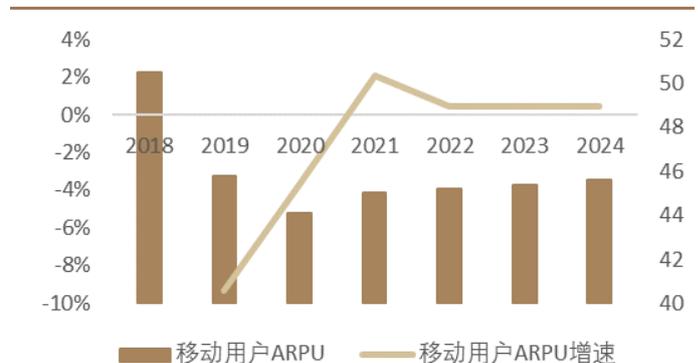
5G 价值潜能释放，ARPU 触底回升。尽管 2023 年，产业数字化业务营收占比已经超过移动网。但移动网仍然是公司营收的重要组成部分。ARPU 值（每用户月度平均收入）是衡量运营商移动及宽带业务质量的重要指标。根据公司披露数据，自从 2019 年我国 5G 网络商用开始，5G 套餐用户渗透率持续提升。截至 2024 年底，公司 5G 渗透率已经达到 81.60%。我们认为这对公司移动用户 ARPU 值改善起到了积极作用。2020 年开始，公司移动用户 ARPU 值触底后开始持续上行，从 2020 年的 44.1 增长至 2024 年的 45.6，期间年均复合增速为 0.84%。

图 13: 2018-2024 年公司移动、5G 用户数量（亿户）及渗透率



资料来源：公司公告，通信世界网，通信产业网，德邦研究所

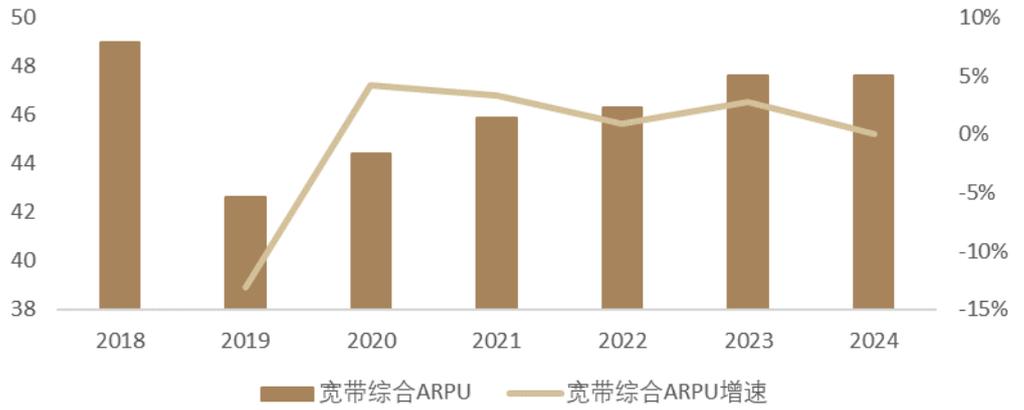
图 14: 2018-2024 年公司 ARPU（元/户）及增速



资料来源：公司公告，通信世界网，通信产业网，德邦研究所

智慧家庭及千兆加持，固网业务质量持续改善。2019 年 5 月，公司发布智慧家庭产品和能力体系。2020 年，相关业务发力智慧家庭用户快速增长，其中，全屋 WiFi 用户 2020 年净增 2,098 万户，达到 3,889 万户；天翼看家用户 2020 年净增 738 万户，达到 884 万户。智慧家庭业务发展有效拉动宽带综合 ARPU 稳步提升，2020 年达到 44.4 元，同比增长 4.2%。2019 年，三大运营商开始推动千兆宽带业务。2020 年底 1000Mbps 及以上接入速率的用户数达 640 万户，比 2019 年末净增 553 万户。截至 2024 年底，公司固定宽带接入用户规模达到 6.7 亿户，其中家庭宽带接入用户 5.73 亿户，家庭宽带普及率达到 115.9 部/百户，较上年末提高 5.7 pct。其中千兆用户达 2.07 亿户，在固定宽带接入用户中占比达到 30.9%，较上年末提高 5.2 pct。光纤到房间（FTTR）用户规模已突破 3,500 万户。宽带综合 ARPU 值达到 47.6 元/户。

图 15: 2018-2024 年公司宽带综合 ARPU（元/户）及增速

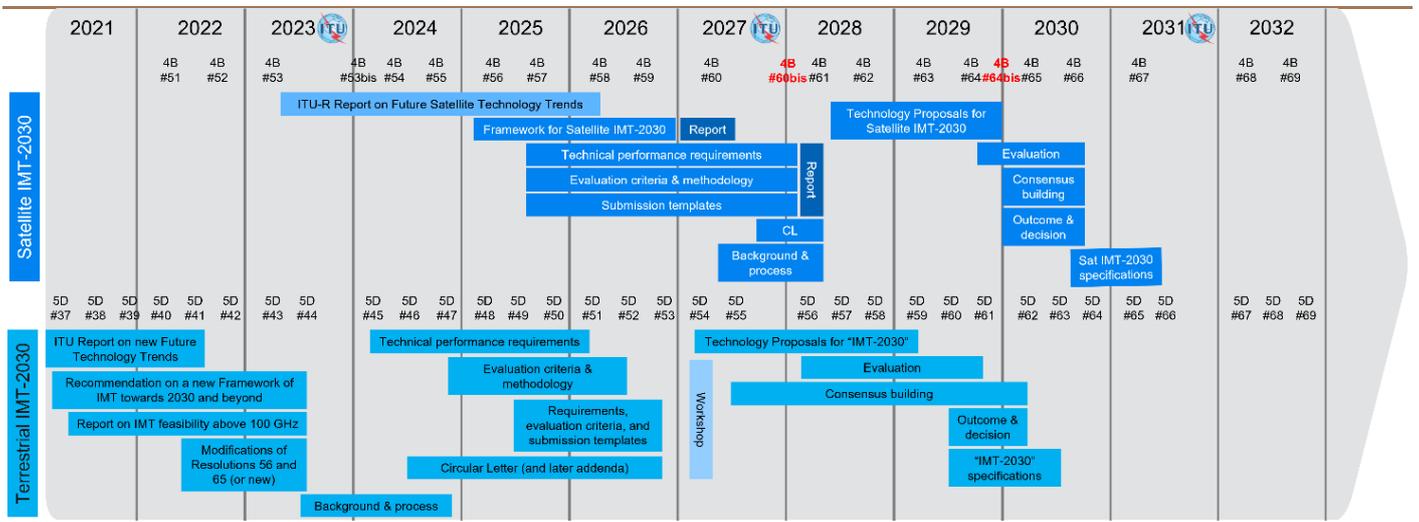


资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

2.2. 空天地一体化网络架构演进，深度布局卫星业务

5G 卫星技术方案已定，空天地一体化网络架构趋势已成。近日，国际电信联盟无线电通信局卫星研究组 (ITU-R SG4) WP4B 第 56 次全会在上海召开。会议通过了《5G 卫星无线电接口技术详细规范》，确认 3GPP 的 NTN 技术作为 5G 卫星唯一的技术方案。5G 的地面技术方案和卫星技术方案都统一到 3GPP 的技术体系内，天地一体化的技术体系正式建立。此外，会议还初步确定了 6G 卫星的时间表，与 6G 地面系统的时间表大体一致。从现有的文件来看，6G 必定是一个天地一体化的系统。

图 16: 6G 卫星时间表

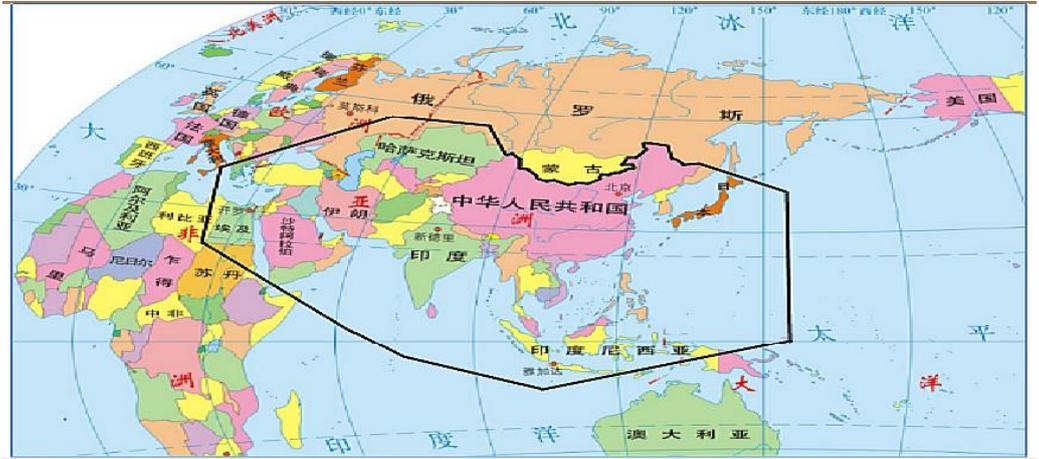


资料来源：通信世界网，ITU，德邦研究所

前瞻开启卫星通信业务，天通终端销量领先。2008 年盛夏，汶川地震突如其来，震区地面通信网络全面瘫痪，由于当时中国没有自己的移动通信卫星系统，只能租用国外的卫星电话抗震救灾。汶川地震后，中国启动了自主移动通信卫星系统的立项论证，决心填补国家在卫星移动通信领域的空白。“天通一号”是我国首个自主研发的卫星移动通信系统，根据工信部 2013 年批复，天通民用系统的建设、运营和推广工作由中国电信负责。2019 年 12 月 18 日，工信部批复中国电信天通业务正式商用。01 星覆盖祖国国土，包括海洋国土、和边境线以外 200 公里。02 星增容覆盖东部海域大概 1800 万平方公里面积。03 星增容覆盖东南亚邻国以及海域，大概 1800 万平方公里面积。自 2023 年第一款直连天通卫星手机华为

Mate 60 Pro 发布以来，“捅破天”基本成为高端手机的标配。中国电信卫星公司表示，截至 2024 年 12 月，中国电信已与华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、中兴等国内主流厂商推出 25 款支持直连天通卫星的消费类手机，累计销量超过 1600 万台。

图 17：天通一号卫星系统覆盖参照



资料来源：天地星通官网，德邦研究所（此图发布时间为 2022 年 3 月）

直连卫星业务发展，未来或大有可为。此前，华为在其产品发布会上披露，其 Mate X6 三网卫星典藏版手机产品支持北斗卫星消息、天通卫星通信、低轨卫星互联网。其中低轨卫星互联网系统测试中，预计将于 2025 年下半年开启众测。5 月 8 日星链 (Starlink) 已从印度电信部 (DoT) 获得意向书 (Letter of Intent)，该公司预计将为印度偏远地区提供卫星宽带服务，重点是家庭用户。一旦获得全部监管批准并分配到频谱资源，星链将成为印度首家同时提供固定和移动卫星服务的公司。我们认为，在国内电信运营商中，公司率先开展了卫星通信相关业务。在未来天地一体化网络架构发展进程中，公司有望具备先发优势。

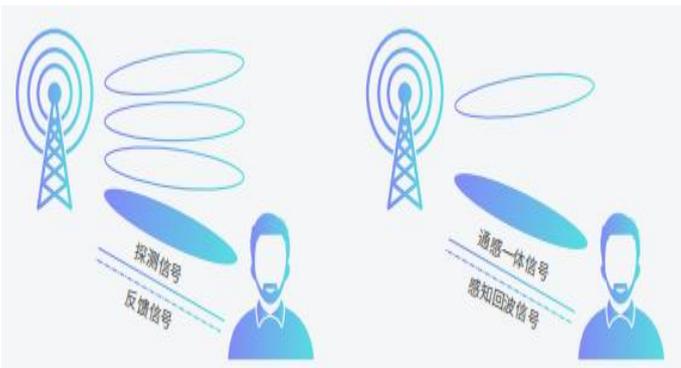
2.3. 5G-A 商用启动，关键场景落地带来无线侧新机会

政策端支撑+运营商启动，5G-A 商用建设正式开始。1、政策支持：政府提及加码通讯行业，推动 5G-A 布局：两会期间，工业和信息化部表示：适度超前建设 5G、算力等信息基础设施。要继续推动工业互联网规模化应用，促进 5G 赋能“千行百业”。同时要强化 5G 演进，支持 5G-A 发展，加大 6G 技术研发力度。2、运营商推动 5G-A 商用：中国移动 2024 年规划将在超过三百个城市启动 5G-A 商用部署，并推动规模商用三载波聚合和 RedCap 技术，以及通感一体、无源物联网、网络智能化、XR 增强、工业互联网五大技术试商用部署。2025 年 2 月，中国联通宣布 2025 年中国联通计划在 39 个重点城市主城区全面启动 5G-A 业务，其他 300 余城市重点场景启动 5G-A 业务，并同步开启 5G-A 星火计划、5G-A 百川计划、融合创新终端生态联盟。中国电信则专注于打造包括上下行超宽带、通感一体、确定性网络等在内的八大核心能力，推出低空经济、智能制造、智慧仓储、智慧能源等九大 5G-A 应用，并在终端、卫星、时空、物联网等领域强化六大生态合作。截至 2025 年 5 月 19 日，我国运营商已经在 31 个省份部署了 5G-A 测试网络，预计可支撑 5000 万用户。

通信感知一体化网络，新能力助力新场景。感知主体在通信的同时通过认知并分析无线信道的特性来感知环境物理特征，达到通信与感知功能相互增强的效

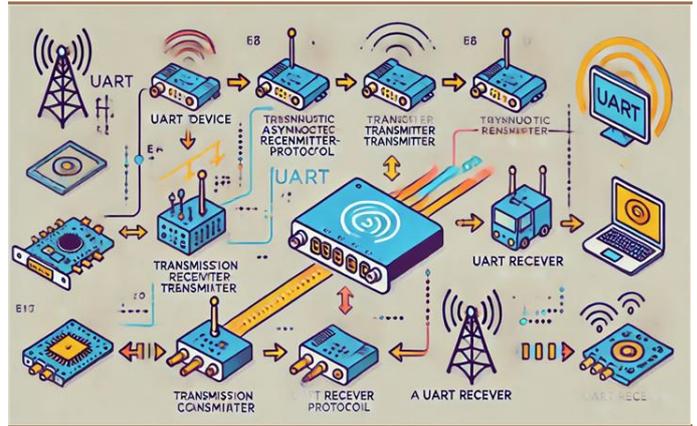
果。3GPP 支持 ISAC 的初步应用包括以下两种：1、视距外厘米精度定位：5G-A 将引入 sidelink、多载波聚合、载波相位、AI 智能等技术提升定位性能。包括解决在非视距场景定位问题。业界也在研究利用超大规模天线和大带宽技术降低非视距场景影响和定位站点数目要求，提升精度到厘米级别；2、感知功能：为非通讯用户提供感知服务，该服务包括位置信息、地图构造。感知功能一般都需要基站具备大带宽和多天线特征。我们认为，感知与通信在同一网络的紧密耦合，有望支持一些单独通信网或者感知网都无法支持的新业务，如低空经济、智慧交通、智慧生活等。利用蜂窝网络部署的广泛性，5G-A 有望可以基于现有基站网络，以较低成本实现传统专用感知网络才能实现的功能。

图 18：通感一体化波束信号示意图



资料来源：中兴通讯，德邦研究所

图 19：通感一体化技术



资料来源：技象科技，德邦研究所

公司前瞻布局低空经济，产品体系初步完善。1、牵头成立产业联盟。2024 年 6 月，公司在江苏南京举办了“中国电信低空经济合作发展大会”。会上成立中国电信低空经济产业联盟并发布了“低空领航者”行动计划。联盟将协调产业链各方力量，共同培育产业生态。“低空领航者”行动计划旨在推动低空经济的创新与发展，为行业树立新标杆，在一系列关键方面进行推动。**2、构建了“1+1+2+N”的核心产品体系。**①一套“天基”低空信息基础设施体系，聚合低空多源融合监测反制、低空城市级高精度导航定位、低空航路气象服务、低空多功能智能起降等各类低空基础性设施。②两平台，一是满足政府对空中交通安全管理的“天翼星巡”低空服务监管平台，已赋能全国 12 个省份超 40 个地市的低空监管；二是满足政府企业和个人场景应用的“天翼星云”低空飞行服务平台，已经在北京、南京、雄安、合肥等 70 多座城市落地部署。③N 是指交通巡检、农林植保、航空应急、水利勘察、医疗配送、消防救援、物流运输等 N 个低空应用场景。公司披露旗下低空智联体系可保障飞行器在泛低空作业（300 米以下）以及通航 3000 米以下航路区飞行过程中的基本通信能力。

商业应用场景初步闭环，低空放量或已不远。4 月 23 日，美团自研的第四代无人机成功通过民航局审查，获得全国首张低空物流全境覆盖运营合格证（简称“OC”）。取证后，美团可在全国范围内开启常态化商业运营，成为国内首个被民航局批准可在中国全境开展物流运输的低空运营人。该机型着重升级了环境适应能力，可在“零下 20 度至 50 度”的中雨、中雪、6 级风、弱光等环境中稳定飞行，能够适应 97% 以上国内城市的自然环境要求。美团无人机自 2017 年成立以来，截至 2024 年 12 月底已在深圳、北京、上海、广州、南京等城市开通 53 条航线，并累计完成订单超 45 万单，服务覆盖了办公、社区、景区、市政公园、校园、图书馆等多种场景，可为用户配送 9 万余种商品。根据 ARK Invest 发布的

《BIG IDEA 2025》报告测算，截至 2024 年底，美团无人机累计商业订单规模已与 Google Wing 持平，并列全球第二。5 月 1 日，河源市万绿湖启动低空观光项目，震有科技联合推动的粤港澳大湾区首个“旅游观光+低空经济”应用场景正式落地。我们认为，低空经济的商业闭环已经在物流、旅游等领域初步实现。后续向其他领域横向拓展，规模化效应或将逐渐显著。公司产品体系布局完善，有望充分受益。

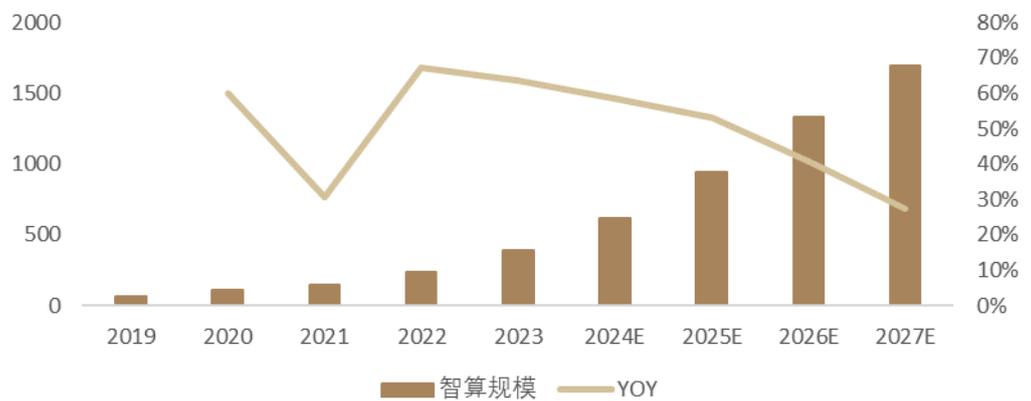
3. “第二曲线”提供增长驱动，数据资产拔高公司估值

3.1. 产业数字化成为最大业务，基础能力已得到市场验证

产业数字化成为最大业务，“第二曲线”成绩斐然。2023 年，产业数字化业务营收占比达到 36%，已经超过移动网成为公司第一大业务。2024 年该比例维持在 35%。2024 年，公司不断升级行业领先的“息壤”一体化智算服务平台，提供强大的算网调度、高效的异构计算和一站式的训推服务能力，汇聚各方资源深化智算布局，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 62EFLOPS。持续推进行业大模型深度融入生产场景，为客户提供“算力+平台+数据+模型+应用”的一体化服务，基层治理大模型公文写作效率提升 6 倍、矛盾调解效率提升 2 倍，工业质检大模型检测场景中精准度超过 99.4%，旅游导览大模型意图识别和数字人讲解问答服务准确率均超过 95%，教育精准教学大模型减轻教师 70%的评阅量、学生写作优秀率提升 60%。创新发布 NICESPro+ 产品体系，升级 5G+AI 的三类十大行业融合场景解决方案，面向制造、矿山、电力、化工、港口、低空等千行百业累计发展行业应用项目 4.5 万个。

中国电信第一科技，息壤算力互联调度。息壤算力互联调度平台是面向通算、智算、超算的统一资源调度平台，提供多维度的核心调度能力，支持多方算力，包括裸算力统一接入，实现跨服务商、跨地域、跨架构的统一管理、统一调度，为业务匹配最优算网资源。产品优势：1、丰富的场景化能力。支持通用、智算、超算多种异构算力跨地域的大规模调度能力，实现不同服务商的算力并网能力，全栈自研核心技术，安全自主可控；2、灵活的多维度调度。提供业务调度、编排调度、作业调度的能力，支持可扩展的调度能力，满足不同场景的调度需求；3、精细的可视化运营。拥有完善的平台和规模化的算力运营经验，可支撑 100+算力服务商，500+资源池接入，算力调度、算力资源的精细化运营管理，提供稳定可靠的算力；4、开放的合作生态圈。以算力招募的方式接入社会算力，接入算力规模已达 23EFLOPS，提供开放兼容的算力并网接入方式和技术标准，打造开放的合作伙伴生态。此外，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高级云平台。公司位居中国算力互联调度市场第一和中国智算云服务市场领导者象限。

图 20：2019-2027 年中国智能算力规模（EFlops，左轴）及增速（浮点运算口径）



资料来源：艾瑞咨询研究院，德邦研究所

在上述基础上，公司 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。伴随未来算力需求的持续上行，公司有望在算力供给和数据流量上双重受益。

3.2. 量子技术深度布局，先发优势初步确立

前瞻布局带来量子先发优势，入股核心企业博弈板块长线发展。公司在 2021 年开始前瞻布局量子技术等未来科技。2024 年，公司塑造“量子+”未来产业发展新动能新模式，能力提升方面，依托 QKD、PQC 与经典密码融合的新型密码体系，不断丰富“量子+”产品能力；“天行”量子计算云平台实现算力规模和算力类型双重升级，构建起国内最大规模的量子计算集群；赋能产业发展方面，形成覆盖政务、金融、能源、交通等行业的量子安全解决方案，打造一批量子技术与多行业融合创新应用示范。合肥量子城域网入选全国首批“数字中国典型案例”，量子信息基础设施建设工程入选首批中央企业科技成果应用拓展工程项目。2024 年 3 月 11 日，公司之全资子公司中电信量子信息科技集团有限公司与国盾量子签订了《科大国盾量子技术股份有限公司非公开发行 A 股股票之附条件生效的股份认购暨战略合作协议》，拟以自有资金认购国盾量子非公开发行股份。截至 2024 年 12 月 31 日，上述交易已获国务院国有资产监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、上海证券交易所及国盾量子股东大会批准，中电信量子信息科技集团有限公司已支付投资款项。于 2025 年 1 月，该交易完成股权交割及登记。截至 2025 年一季度，公司已经成为国盾量子最大股东。

国盾量子技术布局完善，通信计算两头开花。
1、量子通信：①量子保密通信。国盾量子完成国产小型化偏振编码 QKD、面向光网络的小型化时间相位 QKD 等核心设备的关键技术攻关及产品研制；国盾量子参与国际首次“上万公里星地量子通信”实验，地面站产品协同微纳量子卫星完成了多次实时星地量子密钥分发、密钥中继和数据中继任务，并启动无人机与地面站 QKD 技术研发；与中电信量子集团合作发布了全球首款插卡式 QKD 光传输一体终端，实现了量子密钥分发与光传送网在技术、管控和运维上的深度融合。
②安全应用产品。国盾量子升级“量子安全服务平台”，使其具备跨省市密钥协同服务能力，服务上百万用户规模的安全通信业务；研发内置量子随机数源的小型化“量子安全服务一体机”，填补中小规模应用场景空白。
③量子保密通信网络建设。国盾量子作为核心设备供应商，服务了 10 余座重点城市量子城域网建设，其中雄安新区及上海量子城域网已正式运营。关键行业应用方面，在能源领域，公司与国家电网集团、南方电网集

团及旗下公司深化合作，在广东、浙江、安徽、江苏等省份构建多个创新示范应用场景，为输变电等业务提供安全支持；在金融领域，公司为交通银行提供了“两地三中心”量子密钥分发和业务数据加密传输等。④**产品测评和标准制定**。国盾量子琨腾密码服务管理平台新通过国家商用密码产品认证，小型化时间相位编码 QKD 首次通过商用密码产品检测并取得密码检测报告，小型化偏振编码 QKD、高速偏振编码 QKD、量子随机数生成器 QRNG100E 等多款产品通过商用密码产品到期重检，另有 2 款量子随机数生成器及 1 款密钥系统交换密码机产品开展了商密检测工作。2、**量子计算**：国盾量子作为唯一企业单位，参与了“祖冲之三号”超导量子计算机科研工作。国盾量子稀释制冷机产品 ez-Q Fridge 经运行测试性能指标已达到同类产品国际先进水平，打破国外对量子计算机用稀释制冷机的禁运限制，并已交付客户使用；新一代千比特室温电子学测控系统完成产品测试，已交付相关科研项目使用。①**量子计算整机及云平台方面**。公司基于“骁鸿”芯片，联合中电信量子集团研发出国内单台比特数最多的超导量子计算机“天衍-504”，并正在协助中电信量子集团接入其量子计算云平台对外开放。公司自有的量子计算云平台也开始对外探索量子计算机机时服务模式，为中科院软件所等科研机构提供了云服务。②**项目中标**。2024 年，国盾量子中标“合肥超量融合计算中心”项目，为合肥先进计算中心“巢湖明月”提供一台超导量子计算机、超量融合系统及相应配套的软硬件设施，推动“巢湖明月”成为集超级计算、人工智能计算、量子计算于一体的异构算力统一服务平台，目前该项目已完成建设，处于初验阶段。

图 21：量子通信产品应用



资料来源：国盾量子 2024 年年报，德邦研究所

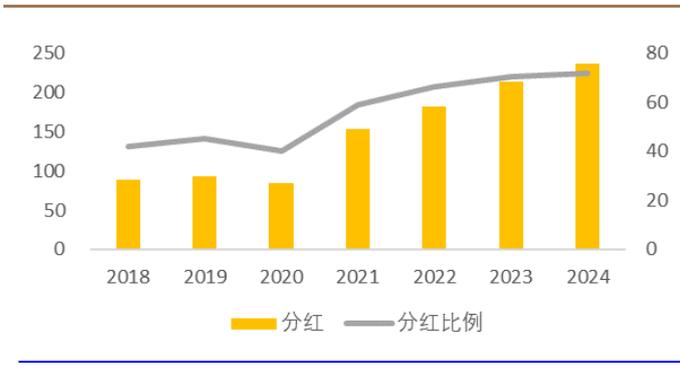
“量—超—智”三算融合时代并不远。据人民日报刊载的中国科学院院士、中国科学技术大学教授郭光灿文章，实用化量子计算机发展可分为 3 个阶段。第一阶段，实现量子计算优越性的实验室阶段。当前的超级计算机已经无法顺利求解某些特定的海量数据、高复杂度问题，若研制出 50 到 100 个逻辑量子比特的高精度专用量子计算机，就可在此类问题上充分展示其“量子优越性”，实现高效率求解。第二阶段，寻求在某些特定领域实用价值的展现。这一阶段意味着量子计算机已经开始走出实验室开启应用探索，尽管量子逻辑比特数只有 100 左右，但其运算能力已经超过任何超级计算机，量子计算机正进入早期工业阶段。第三阶段，研制可编程的通用量子计算机。可编程的量子计算机在多场景下应用，量子比特的操纵精度、集成数量和容错能力都将大幅提升。现阶段发展最快的超导

量子计算机正处于第二阶段，已经在金融、材料科学、药物设计等领域展现广泛的应用前景。超导量子计算机“本源悟空”已在特定领域上线多款量子计算真机应用，包括金融领域投资组合优化应用、生物医药领域分子对接应用等。量子计算与超级计算、智能计算的融合发展正成为现实。全球主要国家正在加快布局建立量子经典协同计算平台。2023年，国际商业机器公司（IBM）在加拿大、西班牙的超算中心部署 127 比特量子计算机。欧盟将 6 台高性能量子计算机集成到捷克、法国、德国、意大利、波兰和西班牙的各个超算中心，组成欧洲的量子计算网络。日本理化学研究所（RIKEN）在日本产的 64 比特超导量子计算机和超级计算机“富岳”之间建立通信链路。2024年，“本源悟空”成功接入上海超算中心、国家超算郑州中心、长三角枢纽芜湖集群，软件层面实现不同算力的弱耦合。合肥先算中心率先在国内启动超量融合中心建设，即将试点部署真实量子计算机。

3.3. 高股息高分红“现金奶牛”，数据资产入表有望抬升估值

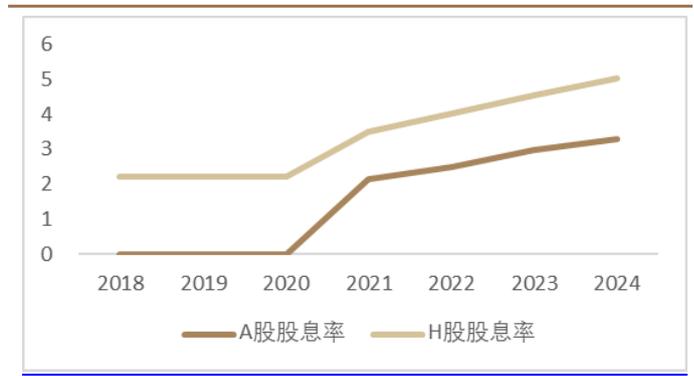
2024年公司现金分红金额达到 238 亿元，股利支付率 72%。2024年公司 A/H 股息率分别为 3.3%/4.7%，是高股息、高分红的稳健收益标的。2023年8月1日，财政部正式发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，数据资产入表将在 2024年1月1日起正式实施。运营商拥有大量具有社会属性、消费属性的数据资源，价值潜力巨大。截至 2024年底，公司打造星海大数据品牌，位居年度数据要素服务商排行榜榜首，数据要素平台从海南拓展到全国 7 省、29 地市，承接 3 个国家级数据标注基地建设，数据智能中台服务超 150 家客户，构建规模超 9 万亿 Token 的大模型训练数据集。截至 2024 年，公司以开发支出形式入表的数据资源为 3.7 亿元。中国电信首次在年报中实现数据资产入表，数据要素或已成为我国会计的标配科目，成为未来资产项目下新的创收来源，建议重视数据资产入表给公司估值带来的弹性机遇。

图 22：中国电信（亿元，左轴）及分红比例（%）



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所（数据为港股口径）

图 23：中国电信 A/H 股股息率（%）



资料来源：Wind，公司各年报，德邦研究所（公司于 2021 年 8 月 A 股上市）

4. 收入预测及投资建议

4.1. 收入预测

移动通信业务：我国 5G 建设已经进入“后周期”且公司资本开支向算力倾斜。我们预计 5G 业务增长即将迎来边际放缓。但考虑到 5G-A 已经开始商用，移动通信业务或保持缓慢增长。预计 2025-2027 年营收增速分别为 2.00%/1.50%/1.00%。

固网及智慧家庭服务：根据国家政策指引，我国千兆光网络建设进程良好，

万兆网络试点已在路上，同时 FTTR、智慧家庭也有望为公司业绩提供赋能。我们预计公司固网及智慧家庭服务 2025-2027 年营收增速分别为 2.00%/2.00%/2.00%。

产业数字化：公司长期推动产业数字化业务发展，目前产业数字化业务已经成为公司营收占比第二高的部分。伴随 AI 技术的持续发展，产业数字化业务有望迎来持续增长。我们预计公司产业数字化 2025-2027 年营收增速分别为 10.00%/9.00%/8.00%。

出售商品：出售商品收入指公司向用户出售移动终端设备及固网通信设备的收入。我们认为此项收入与公司移动通信业务、固网及智慧家庭服务成正相关，预计公司出售商品 2025-2027 年营收增速分别为 2.00%/2.00%/2.00%。

毛利率：我们认为公司未来主要增长驱动来源于产业数字化业务以及卫星互联网、量子技术，或将对公司毛利形成一定拉动作用。预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 28.80%/29.01%/29.20%。

表 3：公司营业收入预测及拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	4,749.67	5,078.43	5,235.69	5,457.67	5,669.37	5,867.25
YOY	9.40%	6.92%	3.10%	4.24%	3.88%	3.49%
毛利率 (%)	28.43%	28.83%	28.66%	28.80%	29.01%	29.20%
移动通信业务	1,910.26	1,956.60	2,025.24	2,065.75	2,096.73	2,117.70
YOY	3.73%	2.43%	3.51%	2.00%	1.50%	1.00%
产业数字化	1,177.56	1,388.90	1,465.88	1,612.46	1,757.58	1,898.19
YOY	19.01%	17.95%	5.54%	10.00%	9.00%	8.00%
固网及智慧家庭服务	1,185.34	1,230.63	1,256.80	1,281.93	1,307.57	1,333.72
YOY	4.42%	3.82%	2.13%	2.00%	2.00%	2.00%
出售商品	400.39	428.77	415.36	423.66	432.14	440.78
YOY	27.79%	7.09%	-3.13%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：公司年报，德邦研究所预测
其他业务占比过低，在此未予列示

4.2. 估值分析

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年总收入为 5,457.67/5,669.37/5,867.25 亿元，归母净利润 349.17/379.69/405.87 亿元。对应 6 月 6 日 PE 倍数为 21.02/19.33/18.08 倍。根据主营业务对比，选取中国移动、中国联通作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 倍数为 16.32/15.39/14.62。公司市盈率略高于可比公司平均水平。但是，我们认为公司将在卫星互联网建设过程中充分受益，同时量子通信前瞻布局有望令公司在未来技术演进过程中获得一定先发优势。预计未来公司将具有高成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（截止日期：2025-6-6）

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国联通	5.42	1694.53	0.32	0.35	0.37	17.04	15.63	14.64
中国移动	116.61	17717.31	6.79	6.99	7.25	15.6	15.15	14.61
中国电信	8.02	6957.87	3.55	3.67	3.81	16.32	15.39	14.62
			0.38	0.41	0.44	21.02	19.33	18.08

资料来源：Wind，德邦研究所（注：中国电信及中国移动盈利预测来自德邦研究所，其余来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1、**ARPU 波动风险:** ARPU 值波动可能导致公司传统业务(移动通信业务、固网及智慧家庭服务) 营收波动;
- 2、**算力需求不及预期:** 算力需求不及预期可能导致工资资本开支无法形成有效营收;
- 3、**新技术研发及市场需求不及预期:** 量子、低空经济等新技术新应用仍在探索阶段, 存在不及预期风险;
- 4、**政策落地不及预期:** 电信业易受国家政策影响, 相关政策变动或对公司营收造成一定影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.38	0.41	0.44
每股净资产	4.94	5.05	5.17	5.29
每股经营现金流	1.59	1.40	1.60	1.70
每股股利	0.26	0.27	0.30	0.32
价值评估(倍)				
P/E	20.06	21.02	19.33	18.08
P/B	1.46	1.59	1.55	1.52
P/S	1.26	1.34	1.29	1.25
EV/EBITDA	4.42	4.97	4.37	3.90
股息率%	3.6%	3.4%	3.7%	4.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.7%	28.8%	29.0%	29.2%
净利润率	6.3%	6.4%	6.7%	6.9%
净资产收益率	7.3%	7.6%	8.0%	8.4%
资产回报率	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%
投资回报率	5.9%	6.7%	7.2%	7.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.1%	4.2%	3.9%	3.5%
EBIT 增长率	-1.9%	16.5%	8.5%	6.6%
净利润增长率	8.4%	5.8%	8.7%	6.9%
偿债能力指标				
资产负债率	47.3%	47.3%	47.2%	47.3%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.2	27.1	27.5	27.5
存货周转天数	3.2	3.0	2.9	3.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	33,012	34,917	37,969	40,587
少数股东损益	-37	-35	-38	-41
非现金支出	104,720	90,936	99,830	107,399
非经营收益	6,244	-346	-1,906	-2,499
营运资金变动	1,329	2,754	10,187	10,018
经营活动现金流	145,268	128,225	146,041	155,464
资产	-88,860	-88,007	-88,689	-93,394
投资	-1,907	-4,443	-5,605	-7,002
其他	-10,527	2,975	2,841	2,977
投资活动现金流	-101,294	-89,475	-91,453	-97,419
债权募资	-2,034	2,396	-3,935	-2,222
股权募资	48	0	0	0
其他	-40,916	-26,236	-28,234	-30,058
融资活动现金流	-42,902	-23,840	-32,169	-32,280
现金净流量	1,161	14,913	22,419	25,764

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 6 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	523,569	545,767	566,937	586,725
营业成本	373,498	388,598	402,480	415,390
毛利率%	28.7%	28.8%	29.0%	29.2%
营业税金及附加	2,184	2,183	2,268	2,347
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	55,482	60,034	62,363	64,540
营业费用率%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
管理费用	37,127	38,204	39,686	41,071
管理费用率%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用	14,527	15,281	15,874	16,428
研发费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
EBIT	39,169	45,622	49,520	52,811
财务费用	228	902	891	829
财务费用率%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-120	187	189	187
投资收益	2,626	2,729	2,835	2,934
营业利润	42,597	47,846	50,935	53,934
营业外收支	-425	-3,126	-2,305	-1,952
利润总额	42,172	44,720	48,629	51,982
EBITDA	140,010	136,745	149,539	160,398
所得税	9,197	9,838	10,698	11,436
有效所得税率%	21.8%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	-37	-35	-38	-41
归属母公司所有者净利润	33,012	34,917	37,969	40,587

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	102,009	116,922	139,341	165,105
应收账款及应收票据	42,867	45,481	47,245	48,894
存货	3,267	3,238	3,354	3,462
其它流动资产	39,982	40,038	40,859	41,625
流动资产合计	188,125	205,678	230,799	259,086
长期股权投资	44,177	45,181	46,168	47,171
固定资产	426,647	427,278	422,815	413,773
在建工程	58,801	58,599	58,027	57,903
无形资产	47,678	45,804	43,921	41,396
非流动资产合计	678,500	678,785	673,206	666,554
资产总计	866,625	884,464	904,004	925,640
短期借款	2,835	2,839	2,839	2,830
应付票据及应付账款	160,550	166,233	172,172	177,695
预收账款	185	218	170	176
其它流动负债	161,808	161,042	168,039	175,051
流动负债合计	325,377	330,333	343,221	355,752
长期借款	7,459	8,162	9,388	10,804
其它长期负债	77,238	79,621	74,460	70,831
非流动负债合计	84,696	87,783	83,848	81,635
负债总计	410,073	418,117	427,069	437,387
实收资本	91,507	91,507	91,507	91,507
普通股股东权益	452,390	462,220	472,846	484,204
少数股东权益	4,162	4,127	4,089	4,049
负债和所有者权益合计	866,625	884,464	904,004	925,640

信息披露

分析师与研究助理简介

李宏涛，北京邮电大学经济学硕士，十五年通信实业和7年金融从业经验。曾就职于中国电信集团、方正证券研究所、中航基金专户部、财通证券、太平洋证券等，2018、2021wind金牌分析师，2020年金麒麟新锐分析师，2021年choice最佳分析师通信行业第一名。

沈鸿泰，中南大学硕士，曾就职于中兴通讯、华金证券研究所，两年产业链经验，对通信设备商（接入网）领域有较深研究，主要覆盖天线、射频、通信主设备领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。