

中国电信（601728）

证券研究报告

2025 年 08 月 16 日

经营业绩稳步提升，云改数转智惠战略全面升级

事件：公司发布 2025 年中期业绩，25H1 实现营收 2694 亿元，同比增长 1.3%，其中服务收入 2491 亿元，同比增长 1.2%，归母净利润 230 亿元，同比增长 5.5%。

我们的点评如下：

基础业务稳健增长，战略新兴业务快速发展

2025H1 移动通信服务收入达 1066 亿元，同比增长 1.3%；固网及智慧家庭服务收入达 641 亿元，同比增长 0.2%；移动用户达到 4.33 亿户，宽带用户达到 1.99 亿户，移动用户 ARPU 达 46.0 元，宽带综合 ARPU 达 48.3 元。

产业数字化 2025H1 收入达 749 亿元，AIDC 收入 184 亿元，同比增长 7.4%，AIDC 高功率机架利用率达 81%。战新重点产品收入保持较快增长，天翼云收入达 573 亿元；智能收入达 63 亿元，同比增长 89.4%；安全收入达 91 亿元，同比增长 18.2%；视联网收入同比增长 46.2%，卫星收入同比增长 20.5%，量子收入同比增长 171.1%。

国际业务 2025H1 收入 95 亿元，同比增长 18%。

发挥云网融合优势，加快数字信息基础设施智能化升级

2025H1 公司资本开支 342 亿元。公司坚持网是基础、云为核心，充分发挥云网融合优势，把握智能化发展方向，加快数字信息基础设施智能化升级，为人工智能发展提供坚实基础。适度超前布局算力基础设施，围绕市场需求，滚动推进推理池建设，在京津冀、长三角万卡集群基础上，积极引入新技术，在粤港澳大湾区枢纽节点建设超节点形态集群，实现智算供给量与质的双重跨越，自有智能算力达到 43EFLOPS，同时广泛接入合作伙伴算力。构建中心+边缘梯次布局，空间/制冷/供电三重弹性升级的新一代 AIDC，有效适配智算业务功能分区和功率宽幅变化需求，数据中心机架超 58 万架，八大枢纽节点占比达 85%。

重视股东回报，持续提升分红派息

公司高度重视股东回报，不断强化市值管理，持续推进市场价值和企业价值增长，努力提升盈利和现金流创造能力。董事会决定 2025 年继续派发中期股息，以现金方式分配的利润为上半年本公司股东应占利润的 72%，即每股人民币 0.1812 元（含税），同比增长 8.4%，拟将 2025 年度公司以现金方式分配的利润占股东应占利润的比例较 2024 年度进一步提升。

盈利预测与投资建议：

公司全面拥抱人工智能，推动企业战略向“云改数转智惠”升级，全力打造世界一流的服务型、科技型、安全型企业，全面赋能经济社会数智化转型发展，看好公司未来发展。考虑到新业务发展存在不确定性等因素，预计公司 25-27 年归母净利润为 351.6/371.1/390.9 亿元（原值为 355.8/378.2/401.9 亿元），维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、创新业务进展不及预期、成本增长超预期等

投资评级

行业	通信/通信服务
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	7.32 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	77,629.73
流通 A 股股本(百万股)	77,629.73
A 股总市值(百万元)	568,249.61
流通 A 股市值(百万元)	568,249.61
每股净资产(元)	5.10
资产负债率(%)	46.57
一年内最高/最低(元)	8.61/5.85

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

陈汇丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070001
chenhuifeng@tfzq.com

康志毅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120002
kangzhiyi@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国电信-季报点评:持续深入实施云改数转战略，经营业绩保持稳健》
2025-04-26
- 《中国电信-年报点评报告:净利润实现良好增长，持续加大算力投入》
2025-04-05
- 《中国电信-季报点评:传统、产数业务持续增长，ARPU 保持平稳》
2024-10-23

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	507,842.67	523,568.92	540,733.30	554,893.88	568,928.00
增长率(%)	6.92	3.10	3.28	2.62	2.53
EBITDA(百万元)	137,770.34	141,828.36	135,415.45	153,313.12	171,414.61
归属母公司净利润(百万元)	30,445.69	33,012.07	35,157.25	37,113.77	39,088.84
增长率(%)	10.34	8.43	6.50	5.57	5.32
EPS(元/股)	0.33	0.36	0.38	0.41	0.43
市盈率(P/E)	22.00	20.29	19.05	18.05	17.14
市净率(P/B)	1.51	1.48	1.45	1.42	1.39
市销率(P/S)	1.32	1.28	1.24	1.21	1.18
EV/EBITDA	2.63	3.66	3.29	2.81	2.38

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	91,850.78	102,008.94	182,402.07	197,865.69	225,740.20
应收票据及应收账款	32,210.38	42,867.03	29,865.15	39,839.33	26,570.95
预付账款	7,640.02	7,355.57	8,248.11	7,937.95	8,809.06
存货	3,417.01	3,267.04	3,763.51	3,605.59	4,095.59
其他	32,744.48	32,626.40	27,987.41	26,709.48	27,185.50
流动资产合计	167,862.67	188,124.97	252,266.25	275,958.04	292,401.31
长期股权投资	43,157.92	44,177.02	44,177.02	44,177.02	44,177.02
固定资产	409,455.29	426,647.44	357,743.02	362,818.59	348,580.22
在建工程	72,238.26	58,800.57	58,800.57	58,800.57	58,800.57
无形资产	48,502.14	50,497.11	42,774.95	34,603.93	26,028.93
其他	94,597.63	98,378.09	97,195.72	96,013.34	94,830.97
非流动资产合计	667,951.24	678,500.23	600,691.28	596,413.46	572,417.71
资产总计	835,813.90	866,625.20	852,957.53	872,371.50	864,819.02
短期借款	2,866.52	2,834.66	2,000.00	2,000.00	3,000.00
应付票据及应付账款	145,872.10	160,550.10	134,779.17	147,833.11	120,663.88
其他	152,288.38	161,992.42	168,119.89	165,201.49	171,046.03
流动负债合计	301,027.00	325,377.17	304,899.07	315,034.60	294,709.91
长期借款	5,141.73	7,458.65	5,000.00	5,000.00	8,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	82,478.37	77,237.57	77,237.57	77,237.57	77,237.57
非流动负债合计	87,620.10	84,696.23	82,237.57	82,237.57	85,237.57
负债合计	388,647.09	410,073.40	387,136.64	397,272.17	379,947.48
少数股东权益	4,240.60	4,162.08	4,162.08	4,162.08	4,162.08
股本	91,507.14	91,507.14	91,507.14	91,507.14	91,507.14
资本公积	69,406.33	69,592.07	69,544.49	69,544.49	69,544.49
留存收益	281,482.55	290,693.85	300,010.52	309,288.96	319,061.17
其他	530.20	596.66	596.66	596.66	596.66
股东权益合计	447,166.81	456,551.80	465,820.89	475,099.33	484,871.54
负债和股东权益总计	835,813.90	866,625.20	852,957.53	872,371.50	864,819.02

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	30,428.41	32,975.02	35,157.25	37,113.77	39,088.84
折旧摊销	83,274.54	84,881.17	88,422.05	103,511.37	117,780.71
财务费用	2,638.97	2,108.46	220.00	220.00	220.00
投资损失	(2,376.39)	(2,667.42)	(2,500.00)	(2,500.00)	(2,500.00)
营运资金变动	257.77	3,167.66	(3,009.22)	2,289.73	(9,511.08)
其它	24,399.75	24,803.24	(800.00)	(800.00)	(800.00)
经营活动现金流	138,623.06	145,268.13	117,490.08	139,834.87	144,278.48
资本支出	104,160.31	96,892.26	11,795.47	100,415.93	94,967.33
长期投资	938.38	1,019.10	0.00	0.00	0.00
其他	(199,060.56)	(199,205.52)	(19,490.95)	(196,731.85)	(185,834.67)
投资活动现金流	(93,961.88)	(101,294.15)	(7,695.47)	(96,315.93)	(90,867.33)
债权融资	(2,765.25)	3,246.94	(3,513.31)	(220.00)	3,780.00
股权融资	(20,682.52)	(23,521.35)	(25,888.17)	(27,835.32)	(29,316.63)
其他	(12,674.40)	(22,627.60)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(36,122.17)	(42,902.00)	(29,401.48)	(28,055.32)	(25,536.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	8,539.01	1,071.98	80,393.13	15,464.62	27,876.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	507,842.67	523,568.92	540,733.30	554,893.88	568,928.00
营业成本	361,422.20	373,498.41	383,339.90	392,293.13	400,496.10
营业税金及附加	1,861.78	2,183.82	1,800.00	1,800.00	1,800.00
销售费用	56,116.85	55,481.76	57,500.00	59,000.00	60,200.00
管理费用	35,715.22	37,126.52	38,000.00	38,800.00	39,500.00
研发费用	13,051.60	14,526.87	15,000.00	15,100.00	15,200.00
财务费用	332.39	227.88	220.00	220.00	220.00
资产/信用减值损失	(3,507.36)	(3,878.54)	(3,700.00)	(3,700.00)	(3,700.00)
公允价值变动收益	(883.31)	(1,076.91)	(800.00)	(800.00)	(800.00)
投资净收益	2,374.47	2,625.60	2,500.00	2,501.00	2,502.00
其他	5,242.67	4,403.37	4,700.00	3,400.00	2,100.00
营业利润	42,569.10	42,597.18	47,573.40	49,081.75	51,613.90
营业外收入	2,612.48	4,016.68	2,500.00	2,500.00	2,500.00
营业外支出	5,977.11	4,441.57	5,000.00	4,000.00	4,000.00
利润总额	39,204.48	42,172.28	45,073.40	47,581.75	50,113.90
所得税	8,776.07	9,197.26	9,916.15	10,467.99	11,025.06
净利润	30,428.41	32,975.02	35,157.25	37,113.77	39,088.84
少数股东损益	(17.27)	(37.05)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	30,445.69	33,012.07	35,157.25	37,113.77	39,088.84
每股收益（元）	0.33	0.36	0.38	0.41	0.43

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.92%	3.10%	3.28%	2.62%	2.53%
营业利润	3.06%	0.07%	11.68%	3.17%	5.16%
归属于母公司净利润	10.34%	8.43%	6.50%	5.57%	5.32%
获利能力					
毛利率	28.83%	28.66%	29.11%	29.30%	29.61%
净利率	6.00%	6.31%	6.50%	6.69%	6.87%
ROE	6.87%	7.30%	7.62%	7.88%	8.13%
ROIC	10.89%	10.77%	12.02%	16.23%	17.43%
偿债能力					
资产负债率	46.50%	47.32%	45.39%	45.54%	43.93%
净负债率	-15.50%	-16.64%	-34.28%	-36.86%	-41.04%
流动比率	0.56	0.58	0.83	0.88	0.99
速动比率	0.55	0.57	0.82	0.86	0.98
营运能力					
应收账款周转率	17.97	13.95	14.87	15.92	17.13
存货周转率	146.56	156.66	153.82	150.60	147.75
总资产周转率	0.62	0.62	0.63	0.64	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.36	0.38	0.41	0.43
每股经营现金流	1.51	1.59	1.28	1.53	1.58
每股净资产	4.84	4.94	5.05	5.15	5.25
估值比率					
市盈率	22.00	20.29	19.05	18.05	17.14
市净率	1.51	1.48	1.45	1.42	1.39
EV/EBITDA	2.63	3.66	3.29	2.81	2.38
EV/EBIT	6.66	9.10	9.47	8.65	7.61

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com