

信义山证汇通天下

证券研究报告

电信运营Ⅲ

中国电信（601728.SH）

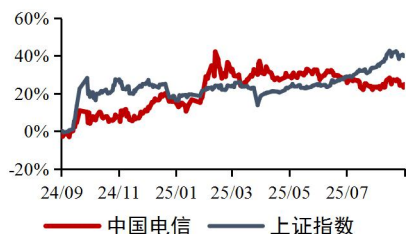
买入-A(维持)

基本盘保持稳健，智能收入大幅增长

2025 年 9 月 11 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 10 日

收盘价（元）：	7.29
总股本（亿股）：	915.07
流通股本（亿股）：	776.30
流通市值（亿元）：	5,659.21

基础数据：2025 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	5.18
每股资本公积（元）：	0.76
每股未分配利润（元）：	2.34

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码：S0760524060001

邮箱：zhaotianyu@sxzq.com

事件描述：

中国电信发布 2025 半年度报告，2025H1，公司实现营收 2694 亿元，同比+1.3%。其中，服务收入为 2491 亿元，同比+1.2%；归母净利润 230 亿元，同比+5.5%；扣非后归母净利润 217 亿元，同比+0.2%；EBITDA 为 806 亿元，同比+4.9%。

事件点评：

➤ 1) 基础业务收入增长稳健，ARPU 保持平稳态势

2025H1，公司移动通信服务收入继续保持良好增长，达 1,066 亿元，同比+1.3%，5G 网络用户渗透率较 24 年底提升 6.1p.p.，移动用户达到 4.33 亿户，ARPU 达 46.0 元。我们认为，公司持续推动基础业务创新发展，加快连接提速升级，加速推进移动网络向 5G-A 升级，并不断加大直连卫星业务、量子密话密信规模拓展，业务价值量有望维持稳定。

固网及智慧家庭服务收入达到人民币 641 亿元，同比+0.2%，宽带用户达 1.99 亿户，宽带综合 ARPU 达 48.3 元。我们认为，公司将加快应用融智升级，不断通过 AI 升级推动通信助理、云盘、云电脑、视频彩铃等业务智能焕新，推动 FTTR 和千兆应用突破，维持 ARPU 稳定。

➤ 2) 产数业务继续增长，深入推进“AI+”行动

天翼云全面迈向智能云，战新出海取得突破。2025H1，产业数字化收入达 749 亿元，同比+1.5%。其中，天翼云收入达 573 亿元，智能收入达 63 亿元，同比+89.4%。公司在全模态全尺寸自研基座大模型基础上累计推出 80 余个行业大模型、30 余个行业智能体，上线星辰 MaaS 平台和星辰行业 Agent 平台。我们认为，一体化的智能云服务，在政务、应急、工业、能源化工、住建等领域有望形成成熟商业模式，公司有望受益于“人工智能+”政策发力，智能云在社会千行百业的渗透率逐步提高。2025 上半年，天翼云继续蝉联算力互联调度市场第一，自有+接入智算规模达 77EFLOPS。

AI、量子/安全、卫星通信等领域开辟新的增长赛道，加快推进 IDC 向 AIDC 转型。2025H1 公司 AIDC 收入达 184 亿元，同比+7.4%，继续保持国内 IDC 规模龙头地位。安全以云堤、云脉、量子通信为主要驱动，收入达 91 亿元，同比+18.2%；视联网整合视频大数据大于 1000TB，收入同比+46.2%；卫星通信手机收入同比+20.5%，手机直连卫星终端大于 2200 万，汽车直连卫星已合作 6 家车企。公司保持量子产业市场领军地位，量子密信实现六大主流系统全覆盖，量子密话、量子对讲持续丰富应用生态，全面适配主流终端，量子通信用户规模突破 600 万，服务政务、金融、能源等领域超 3,000 家行



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

业客户，量子收入同比增长 171.1%。我们认为，公司在新兴领域已取得了显著突破，星地融合、通感一体、量子服务的影响力不断提升，有望为公司创造新的增长活力。

➤ 3) 资本开支持续下降，智算规模快速增长

适度超前布局算力基础设施，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 43EFLOPS，自有及接入算力总规模达 77EFLOPS，提供覆盖通算、智算、超算及量子计算的异构算力服务；数据中心机架超 58 万架，八大枢纽节点占比达 85%；汇集超 10 万亿 token 通用大模型语料数据和 14 个行业数据集，总量超 350TB。2025H1，公司资本开支 342 亿元，同比-28%，其中移动网投资 121 亿元，产业数字化投资 116 亿元，投资继续向算力倾斜。我们认为，公司面向 AI 适度超前布局云网基础设施、IDC 向 AIDC 升级的趋势不改，随着国产算力产能快速增长智算服务能力将持续增强，巩固“国云”地位。

➤ **展望：**公司力争 2025 年收入、EBITDA、净利润良好增长，智能收入高速增长，保持云计算良好增长。公司继续保持高分红率，上半年分红率达 72%。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润 347.74/365.74/382.47 亿元，同比增长 5.3%/5.2%/4.6%；对应 EPS 为 0.38/0.40/0.42 元，2025 年 09 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 20.0/19.0/18.2 倍，我们认为公司收入利润增长稳健，同时资本开支占收比继续下降，分红率继续提升，估值对比海外主流运营商仍有提升空间，维持“买入-A”评级。

风险提示：

- 通信行业用户增速下降的风险。
- 天翼云基数增大以及市场竞争激烈下增速放缓风险。
- 由于外部政策限制或内部供给有限新增智算目标无法按时完成风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	507,843	523,569	532,124	541,140	552,659
YoY(%)	6.9	3.1	1.6	1.7	2.1
净利润(百万元)	30,446	33,012	34,774	36,574	38,247
YoY(%)	10.3	8.4	5.3	5.2	4.6
毛利率(%)	28.8	28.7	29.1	29.2	29.2
EPS(摊薄/元)	0.33	0.36	0.38	0.40	0.42
ROE(%)	6.8	7.2	7.1	7.3	7.4
P/E(倍)	21.9	20.2	20.0	19.0	18.2
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
净利率(%)	6.0	6.3	6.5	6.8	6.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	167863	188125	252863	338493	399664
现金	91851	102009	177896	250550	322142
应收票据及应收账款	32210	42867	33437	44160	35089
预付账款	7640	7356	7885	7614	8215
存货	3417	3267	3714	3260	3926
其他流动资产	32744	32626	29931	32909	30292
非流动资产	667951	678500	621868	562553	502716
长期投资	43158	44177	47516	50958	54349
固定资产	409455	426647	384077	336771	287203
无形资产	48502	50497	43994	37181	30062
其他非流动资产	166836	157179	146280	137643	131101
资产总计	835814	866625	874731	901046	902380
流动负债	301027	325377	300943	318298	310685
短期借款	2867	2835	2835	2835	2835
应付票据及应付账款	145872	160550	148818	165570	155642
其他流动负债	152288	161992	149290	149893	152208
非流动负债	87620	84696	82497	80265	78027
长期借款	5142	7459	5259	3027	789
其他非流动负债	82478	77238	77238	77238	77238
负债合计	388647	410073	383440	398563	388712
少数股东权益	4241	4162	4127	4130	4133
股本	91507	91507	91507	91507	91507
资本公积	69406	69592	69592	69592	69592
留存收益	281483	290694	300073	309584	319146
归属母公司股东权益	442926	452390	487164	498353	509535
负债和股东权益	835814	866625	874731	901046	902380

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138623	145268	103416	111078	113426
净利润	30428	32975	34739	36577	38250
折旧摊销	85678	86998	71332	74336	77240
财务费用	332	228	350	-188	-1071
投资损失	-2374	-2626	-2500	-2563	-2531
营运资金变动	-7748	-788	961	4379	2807
其他经营现金流	32306	28481	-1466	-1464	-1269
投资活动现金流	-93962	-101294	-10733	-10994	-13603
筹资活动现金流	-36122	-42902	-16795	-27429	-28232

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.33	0.36	0.38	0.40	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.59	1.13	1.21	1.24
每股净资产(最新摊薄)	4.84	4.94	5.32	5.45	5.57

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	507843	523569	532124	541140	552659
营业成本	361422	373498	377089	383209	391526
营业税金及附加	1862	2184	2220	2257	2321
营业费用	56117	55482	55873	55737	55819
管理费用	35715	37127	37781	38529	39460
研发费用	13052	14527	15432	15693	16027
财务费用	332	228	350	-188	-1071
资产减值损失	-3507	-3879	-3217	-3450	-3758
公允价值变动收益	-883	-1077	-530	-645	-784
投资净收益	2374	2626	2500	2563	2531
营业利润	42569	42597	46956	48984	51123
营业外收入	2612	4017	4017	4017	4017
营业外支出	5977	4442	6544	6221	6221
利润总额	39204	42172	44429	46779	48918
所得税	8776	9197	9689	10202	10668
税后利润	30428	32975	34739	36577	38250
少数股东损益	-17	-37	-35	3	3
归属母公司净利润	30446	33012	34774	36574	38247
EBITDA	123559	127794	113343	117140	120666

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	3.1	1.6	1.7	2.1
营业利润(%)	3.1	0.1	10.2	4.3	4.4
归属于母公司净利润(%)	10.3	8.4	5.3	5.2	4.6
获利能力					
毛利率(%)	28.8	28.7	29.1	29.2	29.2
净利率(%)	6.0	6.3	6.5	6.8	6.9
ROE(%)	6.8	7.2	7.1	7.3	7.4
ROIC(%)	5.7	6.1	6.1	6.1	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	47.3	43.8	44.2	43.1
流动比率	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.7	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	18.0	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
估值比率					
P/E	21.9	20.2	20.0	19.0	18.2
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.3	5.0	5.1	4.3	3.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

