

利润稳健增长，深化 AI 业务能力

华泰研究

2025 年 10 月 22 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

通信运营

中国电信发布 2025 年前三季度经营业绩：9M25 公司实现营业收入 3943 亿元，同比增长 0.6%，实现归母净利润 308 亿元，同比增长 5.0%，基本符合我们此前预期（309 亿元）。单季度来看，3Q25 公司营业收入同比增长-0.91%至 1248.5 亿元，归母净利润同比增长 3.6%至 77.56 亿元，利润保持稳健增长。我们关注到随着国内 AI 应用的发展，以“息壤”平台为核心，基于云网融合提供“算力+平台+数据+模型+应用”一体化的智能云服务，天翼云加速向智能云转型，公司 AIDC 等相关业务增长动能加强，我们看好公司数字化业务在 AI 时代的发展前景，维持“买入”评级。

基础业务稳健增长，持续提升产品及服务供给能力

基础业务方面，公司坚持以客户为中心，加快推动连接、终端、应用、权益等融合要素升级，持续提升个人及家庭端产品和服务的供给能力，截至 9M25 末，5G 网络用户数达到 2.9 亿户，渗透率提升至 66.9%；有线宽带用户数增长至 2.0 亿户，千兆宽带用户渗透率约 31%。我们认为后续公司有望通过 5G-A、量子密话通信、AI+通信助理、手机直连卫星等增值服务的持续拓展和升级进一步挖掘存量客户价值，保持基础业务的稳健增长。

战略新兴业务规模持续拓展，智能业务收入快速增长

产业数字化方面，公司以息壤平台为核心，构建完成智能云体系，也推动战略新兴业务规模持续拓展。其中，9M25 数据中心业务收入达到 275 亿元，同比增长 9.1%，安全业务收入达到 126 亿元，同比增长 12.4%，智能收入同比增长 62.3%，视联网收入同比增长 34.2%。我们关注到公司正在积极拓展其 AI 服务能力，一方面，息壤平台接入自建算力及多方、跨域、异构算力，实现资源全局管理和弹性调度，为客户提供 AI 开发全流程工具链；另一方面，公司也正以 AI 能力赋能千行百业，面向工业、应急、教育等领域研发 80 多个行业大模型和 30 多个智能体应用，服务行业客户超 2 万家。

盈利能力提升，强化成本费用精细化管理

公司盈利能力进一步提升，9M25 公司 ROE 同比提升 0.19pct 至 6.72%，公司净利率同比提升 0.31pct 至 7.8%，主要得益于公司利用 AI 能力降本提效，实现成本费用的精细化管理，其中，9M25 网络运营及支撑成本同比下降 3%至 1149 亿元，主要系公司通过 AI 赋能并结合业务发展情况，持续提升资源使用效率。我们认为随着公司持续在新质生产力领域强化精准投资、提升自身经营效率，其净利率、ROE、现金流情况有望进一步改善，带动长期股东回报提升。

盈利有望持续增长；维持“买入”评级

我们看好公司作为国内数字基础设施建设主力军的成长潜力，维持盈利预测不变，预计其 25-27 年归母净利润为人民币 348/366/383 亿元，预计其 25-27 年的 BPS 为 5.06/5.18/5.31 元。我们维持 A 股目标价不变，考虑到国内 AI 应用发展为公司数字化业务带来的良好增长前景，给予公司 1.8 倍 2025 年 PB 估值（全球可比公司平均：1.44），对应目标价 9.11 元。参考过去三个月公司 AH 股溢价率均值 36.2%，给予 H 股 1.32 倍 2025 年 PB 估值，对应目标价为 7.29 港币（前值：7.23 港币，基于 AH 溢价率均值 37.7%），维持“买入”评级。

风险提示：1) ARPU 改善低于预期；2) 5G 资本开支超出预期；3) 竞争加剧；4) 公司采取较为保守的股息政策。

	601728 CH	728 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：9.11	港币：7.29

王兴 研究员
SAC No. S0570523070003 wangxing@htsc.com
SFC No. BUC499 +(86) 21 3847 6737

高名彦 研究员
SAC No. S0570523080006 gaomingyao@htsc.com
SFC No. BUP971 +(86) 21 2897 2228

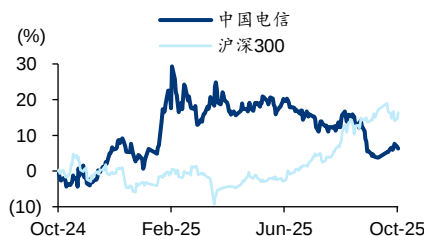
王珂 研究员
SAC No. S0570524080005 wangke020520@htsc.com
SFC No. BWA966 +(86) 755 8249 2388

唐攀尧* 联系人
SAC No. S0570124040002 tangpanyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

(人民币/港币)	601728 CH	728 HK
收盘价(截至 10 月 21 日)	6.82	5.60
市值(百万)	624,079	512,440
6 个月平均日成交额(百万)	881.42	379.83
52 周价格范围	6.36-8.60	4.23-6.98

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	523,569	534,681	548,742	562,020
+/-%	3.10	2.12	2.63	2.42
归属母公司净利润(百万)	33,012	34,806	36,588	38,338
+/-%	8.43	5.43	5.12	4.78
EPS(最新摊薄)	0.36	0.38	0.40	0.42
ROE(%)	7.37	7.60	7.80	7.99
PE(倍)	18.94	17.93	17.06	16.28
PB(倍)	1.38	1.35	1.32	1.28
EV/EBITDA(倍)	4.36	4.29	4.02	4.02
股息率(%)	3.81	4.10	4.34	4.61

资料来源：公司公告、华泰研究预测



盈利预测及估值

考虑到电信运营商固定资产规模大、账面价值较为稳定，我们参考全球市场中主流的电信运营商估值方式，采用 PB 对国内电信运营商进行估值。根据彭博一致预期，全球运营商 2025 年平均 PB 为 1.44 倍，我们维持 A 股目标价不变，考虑到国内 AI 应用发展背景下公司数字化业务带来的良好增长前景，给予公司 A 股 1.8 倍 2025 年 PB 估值，对应目标价 9.11 元。参考过去三个月公司 AH 股溢价率均值 36.2%，给予 H 股 1.32 倍 2025 年 PB 估值，对应目标价为 7.29 港币（前值：7.23 港币，基于 AH 溢价率均值 37.7%），维持“买入”评级。

图表1：全球主要运营商 PB 估值水平（2025-10-21）

公司名称	公司代码	股价 (元)	BPS (人民币元)			PB (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国移动-A	600941 CH	106.12	65.78	67.85	69.92	1.61	1.56	1.52
中国联通-A	601728 CH	6.82	5.39	6.80	6.98	1.01	0.80	0.78
Verizon	VZ US	40.80	180.06	196.04	221.70	1.60	1.47	1.30
AT&T	T US	26.10	115.50	121.67	128.80	1.63	1.54	1.46
Telefonica	TEF SM	5.30	28.40	27.41	28.70	1.34	1.39	1.33
Orange	ORA FP	109.85	96.84	100.74	101.31	1.22	1.18	1.17
SK Telecom	034730 KS	54300.00	272.80	282.86	292.01	1.00	0.97	0.94
LG Uplus Corp	032640 KS	14940.00	104.52	109.94	116.25	0.73	0.69	0.65
Nippon Telegraph	9432 JP	8.66	5.98	5.71	6.08	1.40	1.34	1.26
Telekomunikasi	TLKM IJ	2940.00	0.63	0.65	0.66	2.01	1.94	1.90
HKT-SS	6823 HK	11.31	4.59	4.51	4.43	2.27	2.31	2.35
平均值						1.44	1.38	1.33

注：盈利预测和估值数据来自 10 月 21 日 Bloomberg 一致预期；股价以实际交易货币为单位；港币兑人民币汇率为 0.915
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表2：季度经营情况总结

季度财报数据总结		4Q24A	1Q24A	2Q25A	3Q25A	YoY	9M25A	YoY	4Q25E	YoY
总收入	Rmb mn	131,601	134,509	134,913	124,848	-0.9%	394,270	1%	140,411	7%
营业成本	Rmb mn	99,086	94,871	91,874	88,013	-3%	274,758	0%	103,049	4%
毛利率	%	24.71	29.47	31.90	29.50	1.29pct	30.31	0.32pct	26.61	0.08
销售及管理费用	Rmb mn	26,289	23,993	20,376	21,591	3.3%	65,960	0%	26,678	1%
研发费用	Rmb mn	5,777	1,751	3,032	4,349	6%	9,132	4%	5,616	-3%
财务费用	Rmb mn	-290	85	209	160	-40%	454	12%	-218	-25%
营业利润	Rmb mn	3,566	12,098	18,165	9,581	-1%	39,843	2%	3,762	5%
税前利润	Rmb mn	4,460	11,318	18,277	9,855	4%	39,450	5%	4,705	5%
所得税	Rmb mn	825	2,490	4,086	2,103	0%	8,679	4%	871	5%
少数股东损益	Rmb mn	-78.6	-36.3	38	-4	-97%	-2	-105%	-36	-54%
归母净利润	Rmb mn	3,713.4	8,864.3	14,153	7,756	4%	30,773	5%	4,032	9%
非经常性损益	Rmb mn	66.7	66	1,230	780	62%	2,076	239%	1,326	-20%
净利润(扣非)	Rmb mn	2,056.3	8,797.5	12,923	6,976	0%	28,696	0%	2,707	32%
EPS	Rmb/sh	0.04	0.10	0.15	0.08	0%	0.34	5%	0.04	9%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.02	0.10	0.14	0.08	0%	0.31	0%	0.03	32%

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：核心假设和财务预测

驱动概览		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内电信业务收入增速	%	6.2	3.2	3.0	2.9	2.7
国内电信业务总量增速	%	17.2	10.0	9.2	8.5	7.8
核心经营指标						
移动用户数	百万户	407.8	424.5	445.0	463.8	480.0
移动业务 ARPU	元/户/月	45.40	45.60	45.4	45.1	45.0
有线宽带用户数	百万户	190.2	197.4	202.4	205.4	208.4
家庭宽带用户 ARPU	元/户/月	47.6	47.6	47.6	47.5	47.4
天翼云业务收入	Rmb mn	97,200.0	113,900.0	121,303.5	127,611.3	133,981.6
yoy	%	67.9	17.2	6.5	5.2	5.0
总收入	Rmb mn	507,843	523,569	534,681	548,742	562,020
yoy	%	6.9	3.1	2.1	2.6	2.4
分部收入						
移动通信服务收入	Rmb mn	195,660	202,524	204,549	207,393	209,508
固网及智慧家庭服务收入	Rmb mn	123,063	125,680	128,193	130,629	133,111
产业数字化服务收入	Rmb mn	138,890	146,588	152,621	162,672	169,422
其他服务收入	Rmb mn	7,353	7,242	7,242	7,242	7,242
出售商品及其他收入	Rmb mn	42,877	41,536	42,075	45,793	48,083
分部毛利率						
电信服务业务	%	31.0	30.8	27.7	24.7	24.5
其他业务（手机销售）	%	4.8	4.4	4.4	4.4	4.4
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	1090	1070	1131	1133	1127
EBITDA	Rmb bn	1394	1400	1479	1498	1511
联合营公司投资收益	Rmb bn	2	3	3	3	3
净利润	Rmb bn	304	330	348	366	383
扣非净利润	Rmb bn	303	328	348	366	383
EPS	Rmb/sh	0.33	0.36	0.38	0.40	0.42
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.33	0.36	0.38	0.40	0.42
BVPS	Rmb/sh	4.84	4.94	5.06	5.18	5.31

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4：实际和预测比较-季度

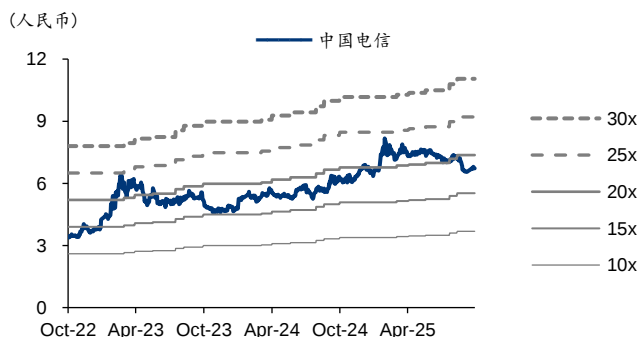
		2025Q2	2025Q3	YoY	2025Q3 E	A vs E
总收入	Rmb mn	134913	124848	-1%	131,035	-5%
营业成本	Rmb mn	91874	88013	-3%	93,170	-6%
毛利率	%	32	30	1.29pct	28.90	0.61pct
销售及管理费用	Rmb mn	20376	21591	3%	21,095	2%
研发费用	Rmb mn	3032	4349	6%	3,927	11%
财务费用	Rmb mn	209	160	-40%	267	-40%
营业利润	Rmb mn	18165	9581	-1%	10,117	-5%
税前利润	Rmb mn	18277	9855	4%	9,995	-1%
所得税	Rmb mn	4086	2103	0%	2,215	-5%
少数股东损益	Rmb mn	38	(4)	-97%	-118	-97%
归母净利润	Rmb mn	14153	7756	4%	7,899	-2%
非经常性损益	Rmb mn	1230	66	-86%	413	-84%
净利润(扣非)	Rmb mn	12923	7691	3%	7,486	3%
EPS	Rmb/sh	0.15	0.08	7%	0.09	-2%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.14	0.08	3%	0.08	3%
DPS	Rmb/sh	0.10	0.06	3%	0.06	-2%
核心财务指标						
有效税率	%	22.36	21.34	-1.02pct	22.16	-0.82pct
少数股东损益占比	%	0.27	(0.05)	-0.32pct	(1.51)	1.47pct
分红比例	%	65.74	72.00	6.26pct	72.00	0.00pct

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

ARPU 改善低于预期；2) 5G 资本支出超出预期；3) 竞争加剧；4) 公司采取更为保守的派息政策。

图表5：中国电信 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：中国电信 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	167,863	188,125	152,928	195,277	194,180
现金	91,851	102,009	68,515	106,164	106,394
应收账款	30,755	39,648	31,394	35,674	29,895
其他应收账款	6,724	9,688	0.00	0.00	0.00
预付账款	7,640	7,356	5,980	7,636	7,593
存货	3,417	3,267	5,152	3,488	5,361
其他流动资产	27,476	26,157	41,887	42,315	44,937
非流动资产	667,951	678,500	692,723	691,695	687,547
长期投资	43,158	44,177	46,826	49,537	52,397
固定投资	409,452	426,647	414,298	405,635	394,538
无形资产	45,358	47,678	41,181	41,063	40,792
其他非流动资产	169,983	159,998	190,418	195,460	199,820
资产总计	835,814	866,625	845,650	886,973	881,727
流动负债	301,027	325,377	304,946	334,053	316,524
短期借款	2,867	2,835	5,875	8,093	10,464
应付账款	138,278	145,344	147,075	153,606	146,559
其他流动负债	159,882	177,198	151,996	172,354	159,500
非流动负债	87,620	84,696	73,155	74,405	75,469
长期借款	5,142	7,459	7,541	7,668	7,817
其他非流动负债	82,478	77,237	65,613	66,737	67,652
负债合计	388,647	410,073	378,101	408,457	391,993
少数股东权益	4,241	4,162	4,338	4,082	4,039
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
资本公积	69,406	69,592	69,394	69,394	69,394
留存公积	281,483	291,291	271,188	313,532	324,795
归属母公司股东权益	442,926	452,390	432,089	474,433	485,696
负债和股东权益	835,814	866,625	845,650	886,973	881,727

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	138,623	145,268	64,722	98,277	59,357
净利润	30,428	32,975	34,806	36,588	38,338
折旧摊销	99,702	101,044	103,202	102,856	101,826
财务费用	(332.39)	(228.00)	(236.02)	(250.55)	(265.94)
投资损失	(2,374)	(2,597)	(2,649)	(2,711)	(2,860)
营运资金变动	(7,748)	9,141	(16,462)	21,579	(18,873)
其他经营现金	117,985	4,933	(53,938)	(59,785)	(58,808)
投资活动现金	(93,962)	(101,294)	(52,456)	(37,731)	(35,003)
资本支出	(98,838)	(93,513)	(81,806)	(81,899)	(79,947)
长期投资	(14.61)	(14.61)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3,774)	(7,766)	29,351	44,169	44,944
筹资活动现金	(36,122)	(42,902)	(21,126)	(22,897)	(24,124)
短期借款	26.95	(31.52)	3,040	2,217	2,371
长期借款	657.50	2,317	82.25	126.68	149.23
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.35	12.35	(198.02)	0.00	0.00
其他筹资现金	(36,819)	(45,200)	(24,050)	(25,241)	(26,644)
现金净增加额	8,581	1,161	(8,859)	37,649	230.40

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	507,843	523,569	534,681	548,742	562,020
营业成本	(361,422)	(373,498)	(406,765)	(435,948)	(450,775)
营业税金及附加	(1,862)	(2,184)	(2,230)	(2,289)	(2,344)
营业费用	(56,117)	(55,482)	(58,314)	(60,607)	(60,479)
管理费用	(35,715)	(37,127)	(39,022)	(40,556)	(40,471)
财务费用	(332.39)	(228.00)	(236.02)	(250.55)	(265.94)
资产减值损失	(278.00)	(120.00)	(122.55)	(125.77)	(128.81)
公允价值变动收益	(883.31)	(1,077)	(1,100)	(1,129)	(1,156)
投资净收益	2,374	2,626	2,682	2,752	2,819
营业利润	42,569	42,597	44,911	47,212	49,469
营业外收入	2,612	4,017	4,235	4,452	4,665
营业外支出	(5,977)	(4,442)	(4,683)	(4,923)	(5,159)
利润总额	39,204	42,172	44,463	46,741	48,976
所得税	(8,776)	(9,197)	(9,697)	(10,193)	(10,681)
净利润	30,428	32,975	34,767	36,547	38,295
少数股东损益	(17.27)	(37.00)	(39.01)	(41.01)	(42.97)
归属母公司净利润	30,446	33,012	34,806	36,588	38,338
EBITDA	139,417	140,010	147,901	149,847	151,068
EPS (人民币, 基本)	0.33	0.36	0.38	0.40	0.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.92	3.10	2.12	2.63	2.42
营业利润	3.06	0.07	5.43	5.12	4.78
归属母公司净利润	10.34	8.43	5.43	5.12	4.78
获利能力 (%)					
毛利率	28.83	28.66	23.92	20.55	19.79
净利率	6.00	6.31	6.51	6.67	6.82
ROE	6.96	7.37	7.60	7.80	7.99
ROIC	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.46	0.47	0.45	0.46	0.44
净负债比率 (%)	(6.72)	(8.06)	(4.29)	(11.51)	(10.62)
流动比率	0.55	0.58	0.50	0.58	0.61
速动比率	0.54	0.57	0.48	0.57	0.60
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.62	0.62	0.63	0.64
应收账款周转率	8.16	7.26	7.50	8.19	8.38
应付账款周转率	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
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)	0.75	1.59	0.71	1.07	0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.84	4.94	5.06	5.18	5.31
估值比率					
PE (倍)	20.67	18.94	17.93	17.06	16.28
PB (倍)	1.41	1.38	1.35	1.32	1.28
EV EBITDA (倍)	4.48	4.36	4.29	4.02	4.02

免责声明

分析师声明

本人，王兴、高名焱、王珂，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国电信（728 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王兴、高名垚、王珂本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国电信（728 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司