

买入

2026 年 8 月 24 日

增值税调整致短期利润承压，中期派息分红比率提升至 75%

- 收入利润短期承压，提升派息比率：**中国电信 2026H1 实现经营收入 2604.7 亿元 (YoY -4.1%)，主营收入 2441 亿元 (YoY -2.1%)，其中通信收入 2,130 亿元 (YoY -3.3%)，智能收入 311 亿元 (YoY +7.1%)。股东应占利润 195.9 亿元 (YoY -14.9%)，扣非归母净利润 174.9 亿元 (YoY -19.5%)，EBITDA 744 亿元 (YoY -7.7%)。收入利润下滑主要受 2026 年起手机流量、短信彩信及宽带接入增值税率由 6%上调至 9%影响。剔除税制影响后，主营收入基本稳定，归母净利润保持正增长。2026 年中期派息率提升至 75%，每股中期股息由 0.1812 元降至 0.1606 元 (YoY -11.4%)，股息总额约 147 亿元，公司高度重视股东回报。
- 传统连接业务“量增价减”，智算收入高增长：**2026H1 中国电信移动用户 4.42 亿户，较年末增加 300 万户，手机上网流量 (YoY +14.7%)，但移动 ARPU 降至 43.5 元 (YoY -5.4%)，宽带综合 ARPU 降至 45.8 元 (YoY -5.2%)。公司正通过融合套餐、FTTR、权益、卫星通信及 AI 应用提升单客价值，但短期仍难完全抵消 ARPU 压力。算力网资本开支 154 亿元 (YoY +97%)，占总资本开支 48%，较上年同期约 23%明显提升。智能收入 311 亿元 (YoY +7.1%)，其中智算收入 (YoY +95%)、AIDC 收入 201 亿元 (YoY +9.3%)；此外，天翼云收入 618 亿元 (YoY +7.8%)。自有智算能力 70.8 EFLOPS，总智算规模 118.8 EFLOPS，利用率 94%。后续核心继续看智算收入规模、毛利率及单位算力变现效率。
- AI 助力提质增效，成本费用结构继续优化：**2026H1 公司经营费用为 2374.92 亿元 (YoY-2.2%)，主要受益于 AI 精细化管理及资源效率提升。折旧及摊销 513.78 亿元 (YoY-1.3%)、网络运营及支撑成本 771.43 亿元 (YoY-1.5%)，受 AI 成本管理推动。人工成本 493.89 亿元 (YoY-2.1%)、SG&A 为 327.59 亿元 (YoY-0.1%)，AI 及大数据提升营销、客服效率。其他经营费用 268.23 亿元 (YoY-8.7%)，主要因终端销售下降。研发费用 52.1 亿元 (YoY+8.9%)，持续投入云网融合、AI 及量子科技。
- 维持目标价至 7.5 港元，买入评级：**增值税调整仅是短期扰动，公司正加速向云、算力及 AI 转型。天翼云、AIDC、智算及 Token 业务保持较快增长，算力资本开支占比升至 48%，有望成为长期增长引擎。经营现金流 (YoY+29.7%) 和自由现金流 (YoY+121.3%) 显著改善，中期派息率升至 75%，当前股息率约 5.5%。随着新业务放量及盈利释放，高分红有望持续增长。结合历史估值中枢，给予 2027 年 20 倍 PE 估值溢价，对应目标价 7.5 港元，维持买入评级。
- 风险提示：**ARPU 值持续下降、竞争加剧、AIDC 和智能算力变现不及预期等。

罗凡环

852-2532 1539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk
李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	电讯服务
股价	4.9 港元
目标价	7.5 港元 (+53%)
股票代码	728. HK
已发行股本	915.07 亿股
市值	4500 亿港元
52 周高/低	6.0/4.2 港元
每股净资产	5.9 港元
主要股东	中国电信集团: 63.9% 广晟控股集团: 5.2%

盈利摘要

截止12月31日财年 (中国电信)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	529,417	529,559	518,005	520,784	525,791
变动 (%)	3.1%	0.0%	-2.2%	0.5%	1.0%
净利润 (百万元)	33,012	33,185	27,967	29,399	31,507
EPS (港元)	0.42	0.42	0.36	0.37	0.40
变动 (%)	8.4%	0.5%	-15.7%	5.1%	7.2%
市盈率 (倍, @4.9港元)	11.6	11.5	13.7	13.0	12.2
每股派息 (港元)	0.30	0.32	0.27	0.28	0.31
息率 (%)	6.2%	6.5%	5.5%	5.8%	6.3%

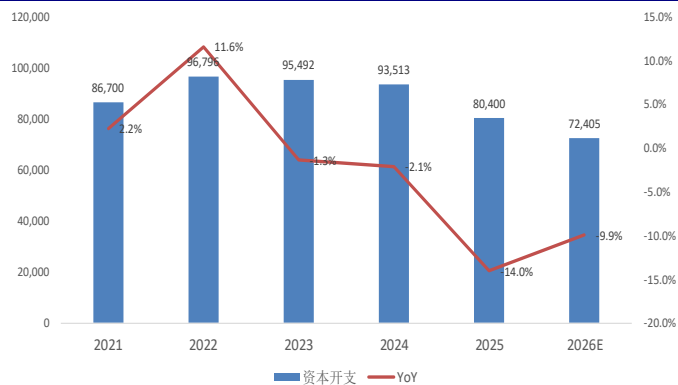
股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

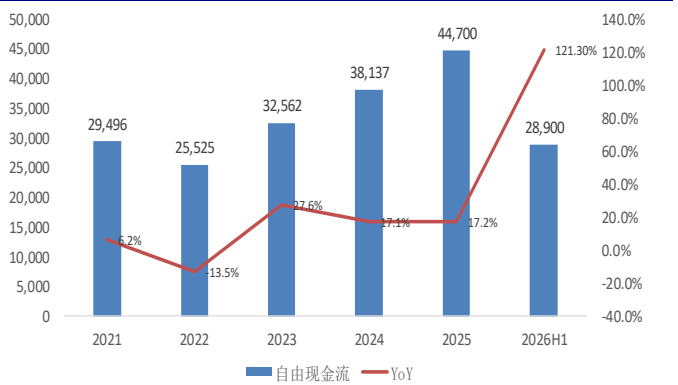
来源：彭博

图表 1：中国电信资本开支（百万元）



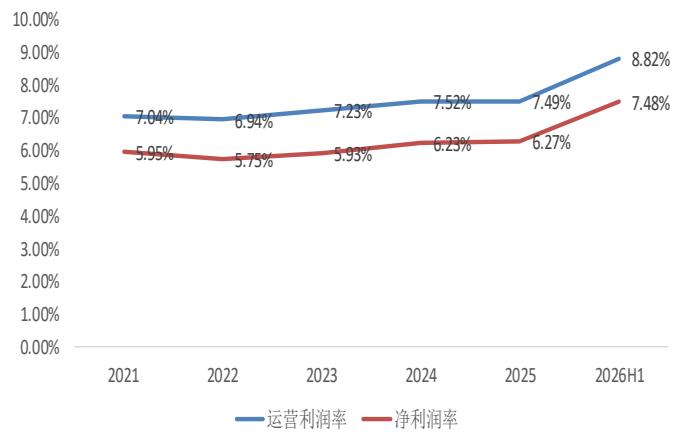
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 2：中国电信自由现金流情况（百万元）



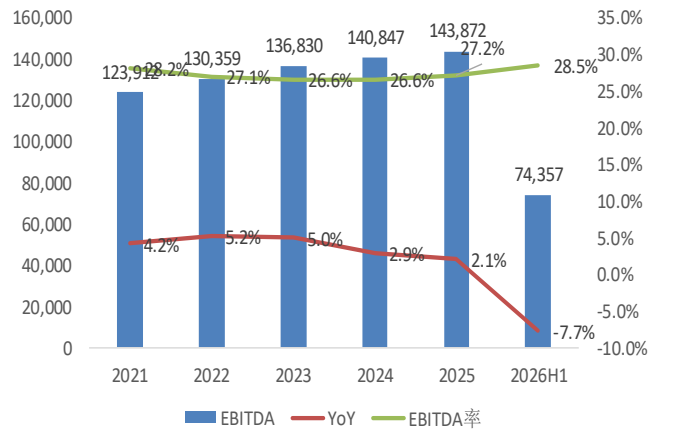
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 3：中国电信经营收益率和净利润率



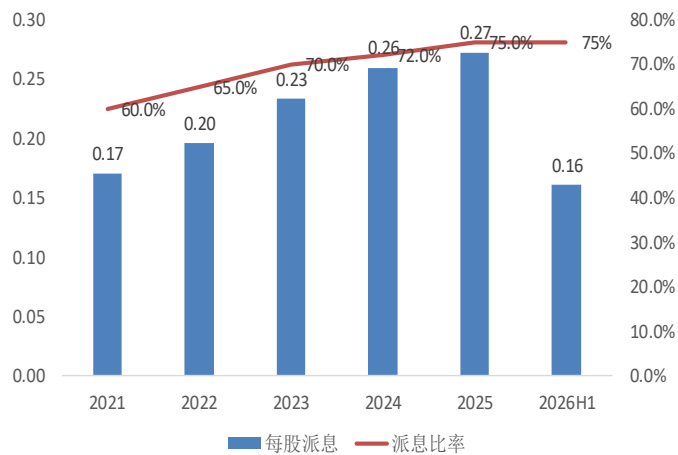
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 4：中国电信 EBITDA 和 EBITDA 率（百万元）



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 5：中国电信派息情况和派息比率



资料来源：公司公告,第一上海整理

图表 6：中国电信主要运营数据

截至2026年6月30日止的若干运营数据

用户数 (亿户/万户)	2025.12	2026.6
移动用户数	4.39	4.42
5G网络用户数	3.02	3.23
有线宽带用户数	2.01	2.01
物联网连接数	7.46	8.06
智慧总规模 (EFLOPS)	91	118.8
	1H2025	1H2026
移动 ARPU (人民币元)	46.0	43.5
手机上网总流量 (KTB)	49,953	57,289
有线宽带综合 ARPU (人民币元)	48.3	45.8

资料来源：公司业绩推广 PPT，第一上海整理

附录 1：主要财务报表

资产负债表					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	历史	历史	预测	预测	预测
现金及等价物	82,207	61,394	93,180	127,133	159,500
应收账款	42,867	53,146	55,272	57,483	59,782
其他流动资产	63,051	91,595	92,782	94,008	95,274
流动资产合计：	188,125	206,135	241,234	278,623	314,557
固定资产	427,079	416,183	394,462	370,682	348,724
在建工程	58,801	56,481	56,481	56,481	56,481
其他非流动资产合计：	192,620	191,845	191,845	191,845	191,845
非流动资产合计	678,500	664,509	642,788	619,008	597,050
资产合计：					
应付账款	160,550	149,704	154,195	158,821	163,586
合同负债	65,185	67,113	67,113	67,113	67,113
其他流动负债合计	99,642	106,896	108,640	110,418	112,232
流动负债合计	325,377	323,713	329,948	336,352	342,931
长期借款	7,459	6,109	6,109	6,109	6,109
租赁债券	34,842	25,051	25,051	25,051	25,051
其他长期负债合计	42,395	47,511	47,511	47,511	47,511
非流动负债合计	84,696	78,671	78,671	78,671	78,671
负债合计	410,073	402,384	408,619	415,023	421,602
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
总储备	360,883	369,321	376,464	383,669	391,066
少数股东权益	4,162	7,432	7,432	7,432	7,432
股东权益合计	452,390	460,828	467,971	475,176	482,573
负债及权益合计	866,625	870,644	884,021	897,631	911,607

现金流量表（百万元）					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	历史	历史	预测	预测	预测
净利润	42,172	42,680	36,103	37,790	40,669
折旧及摊销	104,198	94,126	91,722	90,576	0
营运资本变动	448	-22,209	2,922	2,968	3,013
其他	169	14,670	2,404	1,146	90,576
经营活动现金流	146,987	129,267	133,151	132,479	134,257
资本开支	-89,928	-73,115	-72,405	-67,942	-68,618
其他投资现金流	-13,504	-27,173	0	0	0
投资活动现金流	-103,432	-100,288	-72,405	-67,942	-68,618
已付股利	-23,527	-25,064	-20,975	-22,343	-24,261
租赁负债所支付的本	-15,428	-16,792	0	0	0
其他	-1,590	-3,633	0	0	0
筹资活动现金流	-40,545	-45,489	-20,975	-22,343	-24,261
汇率变动	89	-105	0	0	0
现金净变动	1,072	-20,708	31,786	33,953	32,367
加：年初现金余额	81,046	82,207	61,394	93,180	127,133
年末现金余额	82,207	61,394	93,180	127,133	159,500

数据来源：公司资料、第一上海预测

利润表（百万元）					
<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	历史	历史	预测	预测	预测
营业收入	529,417	529,559	518,005	520,784	525,791
折旧及摊销	-101,044	-104,198	-94,126	-91,722	-90,576
网络运营及支撑成本	-165,598	-162,054	-162,028	-162,898	-164,464
销售、一般及管理费用	-66,663	-66,182	-64,738	-65,085	-65,711
人工成本	-98,279	-97,826	-96,692	-97,205	-98,130
其他经营费用	-58,030	-59,625	-67,317	-68,605	-69,245
物业、厂房及设备减值损失	0	0	0	0	0
经营费用合计	-489,614	-489,885	-484,901	-485,515	-488,126
经营收益	39,803	39,674	33,104	35,269	37,665
铁塔资产处置	0	0	0	0	0
财务成本净额	-228	-388	-380	-224	-385
投资收益	72	720	704	71	715
应占联营公司的收益	2,525	2,674	2,674	2,674	2,674
税前利润	42,172	42,680	36,103	37,790	40,669
减：所得税费用	-9,197	-9,457	-7,985	-8,241	-9,011
净利润	32,975	33,223	28,118	29,549	31,657
本年利润	32,975	33,223	28,118	29,549	31,657
股东应占利润					
本公司股东应占利润	33,012	33,185	27,967	29,399	31,507
非控制性权益股东应占利润	-37	38	151	150	150
每股收益					
基本每股收益（元）	0.36	0.36	0.31	0.32	0.34
股数	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507

主要财务比率					
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
	历史	历史	预测	预测	预测
增长能力					
营业收入	3.1%	0.0%	-2.2%	0.5%	1.0%
EBITDA	2.9%	2.1%	-11.6%	-0.2%	1.0%
净利润	8.4%	0.5%	-15.7%	5.1%	7.2%
盈利能力					
EBITD率	26.6%	27.2%	24.6%	24.4%	24.4%
净利润率	6.2%	6.3%	5.4%	5.6%	6.0%
回报率					
净资产收益率	7.3%	7.2%	6.0%	6.2%	6.5%
总资产收益率	3.8%	3.8%	3.2%	3.3%	3.5%
派息比率	72.0%	75.0%	75.0%	76.0%	77.0%
偿债能力					
流动比率	57.8%	63.7%	73.1%	82.8%	91.7%
速动比率	25.3%	19.0%	28.2%	37.8%	46.5%
估值倍数					
市盈率	11.6	11.5	13.7	13.0	12.2
市净率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。