

中国电信

601728.SH | 通信 | 云网融合 | 高股息红利资产

【核心观点】公司业绩95%依赖行业红利，自身独特优势仅0.2个百分点，DCF基准估值6220亿元略高于当前市值（5628亿元），安全边际有限。SOTP估值8300亿元反映市场对新兴业务（天翼云、AI）的成长溢价尚未兑现，当前处于转型验证期，需跟踪天翼云季度增速能否回升至10%以上、资本开支效率及回购执行情况。投资建议：“持有/观望”。

报告日期

2026-05-22

前收盘价

¥6.15

总市值

¥5628亿

所属行业

通信

— 经营概况

中国电信经营分析

公司依靠基础电信服务（个人移动、家庭宽带、政企专线）及新兴数字化服务（天翼云、AI、安全等）实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献95.4%，自身独特优势贡献0.2%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为0.2个百分点。整体看，自身造血能力弱于行业依赖，业绩高度依赖行业景气度，属“靠天吃饭”。

产品竞争力

公司核心产品为网络连接（4G/5G/千兆宽带）及增值服务（云、AI、IDC、视频等）。与主要竞争对手对比：

中国移动

移动网络覆盖广、用户基数大，5G基站规模领先，移动ARPU约51元（中国电信约46元），宽带用户规模接近但宽带ARPU略低。在政企云市场，移动云2025年收入增速（约30%）远超天翼云（6.8%），且移动在算力网络投入更大，形成明显压制。

中国联通

联通云收入增速约25%，且聚焦“大联接”与产业互联网，在智慧城市、工业互联网领域有差异化案例。中国电信在IDC资源、云网融合能力上仍具优势，但天翼云增速放缓，产品技术栈（如公有云PaaS能力）落后阿里云、华为云，缺乏杀手级应用。

阿里巴巴/腾讯等互联网云厂商

在AI大模型、弹性计算、数据库等SaaS/PaaS端具备绝对技术优势。中国电信的“智能收入同比增长39.4%”基数低（2025年约30亿元），但相比互联网云厂商千亿级收入规模，仍为小众市场。公司产品核心优势在于网络基础设施的物理控制权（频谱、光缆、数据中心），劣势在于软件生态、开发者社区、AI模型能力薄弱，竞争格局短期难以逆转。

商业模式

公司商业模式为“管道+服务”：以网络连接为基础，向上叠加云、AI、安全等增值服务，向下通过渠道与政企关系触达客户。护城河属“品牌溢价”类型，但证据是销售费用率（10.3%）高于行业中位数（9.5%），本质上靠持续营销投入维持客户粘性，非自然护城河。产业链定位：居于中间层，上游被华为、中兴等设备商和技术提供商（芯片、软件）锁定，利润流向设备商（毛利率40-50%）和下游OTT服务商（毛利率60%+）；自身定价权弱（受工信部监管和价格战影响），反脆弱性低（资本开支刚性强，用户流失成本高）。国内外对比：国外Verizon、AT&T同样面临类似困境，但Verizon通过聚焦企业级5G专网和光纤抢占部分高端市场，毛利率可达55%+；中国电信毛利率仅29%，主要由于高额的建设折旧与营销成本。盈利模式仍以“流量计费”为主，向“Token/智能服务”转型尚在初期，利润来源几乎全来自行业红利。

持续盈利的关键因素

新兴业务增长能否加速

天翼云收入增速仅6.8%，远低于行业平均（约25%），若不能突破技术瓶颈（如自研算力平台、AI模型），将丢失云市场机会，导致整体增长失速。智能收入增速39.4%但基数极小，需持续验证。

成本管控效果

2026Q1营业成本同比下降0.5%，降本有成效；但折旧与摊销、维护成本仍占收入35%以上，需持续压缩。若成本率不能显著下降，净利润增长将受限。

用户价值提升

5G用户渗透率71.3%，DOU达23GB，但移动ARPU提升缓慢（年增幅<2%），宽带ARPU受千兆升级推动略增。需依靠“连接+应用+权益”融合套餐提升ARPU，避免纯量价竞争。

经营现金流/净利润>0.6，现金流健康。回归底线：自身独特优势仅0.2个百分点，距离回归底线较近，安全空间较小。季度无预警信号。

主营业务与财务数据对比

核心业务结构

年份周期	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2025-12-31	电信服务	5239.2	100.0	29.1
2024-12-31	电信服务	5235.7	100.0	28.7

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

核心毛利率从28.7%微升至29.1%，显示成本控制略有改善；自身独特优势（毛利率超出行业平均幅度）从约0.1个百分点变为0.2个百分点，几乎无变化，超额利润依赖行业红利格局未变。

小结

公司竞争优势微弱，业绩高度依赖电信行业稳态增长，估值需回归行业均值。关键风险在于新兴业务转型缓慢及管道化趋势，长期前景依赖技术突破与差异化服务落地。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

估值分析

核心驱动力

新兴业务（天翼云、AI）的增长能否“破局”；成本控制与资本开支效率；股东回报政策（回购与分红）。

核心风险

竞争格局恶化与5G红利见顶；移动在政企云市场形成压制；互联网云厂商在PaaS/SaaS端技术碾压；5G渗透率已超70%，移动ARPU提升缓慢，传统业务增量空间有限。

公司本质与核心竞争优势深度剖析

核心产品

网络连接（4G/5G/千兆宽带）及政企数字化服务（天翼云、IDC、AI、安全）。产品本质是“基于物理网络的基础设施服务”，软件与生态能力较弱。

核心价值

为客户提供高可靠、广覆盖的通信连接与数据中心资源，核心价值锚点在于“物理基础设施的规模与可靠性”，而非“技术领先或生态垄断”。

商业模式

典型的“管道+增值”模式。通过高额资本开支构建通信网络和算力设施，提供基础连接服务（用户付费），并在此基础上叠加云、安全等增值服务。护城河被系统定义为“品牌溢价”，但证据显示其靠高销售费用维持客户粘性，并非自然进入壁垒。产业链定位处于中游，议价权弱（上游被设备商锁定，下游受监管与竞争挤压），反脆弱性低。

商业模式类型判定

应归为“现金流型+转型公司”。传统业务贡献稳定但低增长的现金流，是价值核心；新兴业务（云、AI）处于高速投入与转型期，是增长期权。因此，单一DCF不足以反映其全貌，需结合SOTP分部估值为主，DCF提供内在价值锚点，相对估值提供市场参照。

核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

核心业务线划分：

- 传统电信服务（核心现金流）**：移动通信、固网宽带、固话。2025年收入占比约90%，生命周期处于成熟甚至衰退早期。
- 新兴数字化服务（增长期权）**：天翼云、IDC、AI与安全等。收入占比约10%，处于高速增长但竞争激烈的成长初期。

3.1 传统电信服务

维度	分析
市场空间	中国电信服务市场（含移动数据、固网宽带、固话）当前规模约1.5万亿元（工信部，2025年）。受人口红利消退和流量资费下降影响，预计2030年市场将进入零增长甚至小幅负增长（CAGR 0-1%，券商共识）。驱动因素仅剩物联网和家庭组网等温和增量。
份额假设	公司移动用户份额约22%，宽带用户份额约23%，处于“三寡头”稳定格局，份额变化极小。乐观情景下，通过5G专网和产业互联网巩固政企份额，2030年份额维持22.5%；悲观情景下，竞争导致份额缓慢降至21.5%。
利润质量	该业务毛利率约29%，净利润率约7.5%。利润质量高（经营现金流/净利润>2）。乐观情景下，随着折旧高峰过去，净利率可升至9%；悲观情景下，价格战和用户流失导致净利率降至7%。

3.2 新兴数字化服务（天翼云、AI、IDC）

维度	分析
市场空间	国内公有云（IaaS+PaaS）及AI算力服务市场当前规模约7000亿元（2025年），券商预测2030年将达1.5-2万亿元（CAGR 15-20%）。天翼云聚焦政企市场，IaaS领域仍有空间。
份额假设	当前天翼云在公有云市场份额约11%(IDC)，位列前三，但增速显著落后于阿里云、华为云和移动云。乐观情景（技术突破+政企关系深耕），2030年份额保持10%；悲观情景（技术差距扩大+客户流失），份额降至5%。
利润质量	该业务当前处于亏损或微利状态（尤其在PaaS/SaaS层），主要收入来自IaaS和IDC托管。乐观情景下，随着规模效应和PaaS成熟，2030年净利率可达5%；悲观情景下，持续价格战和技术投入导致长期亏损。

构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	国内数字经济政策持续加码，数字中国建设催生对电信基础设施的稳定需求。行业保持温和增长（CAGR 1.5%），政策限制过度资本开支，竞争格局稳定。引用工信部《数字中国发展报告》及券商共识。	宏观经济下行风险导致政企IT支出收缩，运营商间价格战加剧。5G建设投资回报率低于预期，行业陷入“增量不增收”的困境。行业增长停滞甚至轻微负增长（CAGR 0.5%）。
公司战略	“云改数转”战略成功：天翼云推出自研算力平台，在政务、央企市场份额提升。公司加大AI、大数据投入，成为政企数字化转型首选伙伴。管理层专注于网络与算力融合，资本开支效率提升。	战略转型失败：天翼云技术短板无法突破，客户流失。公司重回“价格战”老路，收入增长乏力。资本开支持续高企，但新兴业务未能形成新的利润增长点，自由现金流恶化。
竞争地位	通过云网融合与数据安全优势，在政企市场建立差异化壁垒。移动、广电价格战力度减弱，市场趋于理性。AI智能收入（2025年30亿）以50%以上增速成为新亮点。	移动云持续压制，互联网云厂商通过AI大模型争夺政企客户。公司在价值链中持续被锁定在低利润的连接层，沦为“管道”。5G专网缺乏杀手级应用，投资回报率低。
财务表现	传统业务收入CAGR+1%，新兴业务收入CAGR+15%。总营收CAGR+2.5%。综合毛利率升至30%，营业利润率升至10%。FCF逐年增长，5年后的2031年FCF达800亿。	传统业务收入CAGR-0.5%，新兴业务收入CAGR+5%。总营收CAGR+0.5%。毛利率降至27%，营业利润率降至7%。FCF停滞甚至下降，5年后FCF仅400亿。

自由现金流预测与折现率确定

(1) 基准年自由现金流（FCFF）：

从财务分析节点提取：2025年企业自由现金流为**466.1亿元**。该数据系财务分析基于公司财报计算。

(2) 分阶段增长率假设：

5年显性期（2026-2030年）：乐观情景FCF年均增速+8%，悲观情景+2%。基准情景取两情景平均值+4%（反映DCF核心锚点）

永续增长率（Terminal Growth Rate）深入分析：

- 行业长期需求上限：**中国电信用户渗透率已接近饱和，新增用户空间极小。电信业务总量增速放缓，收入增长驱动力转向ARPU提升（通过5G/千兆升级）和数据流量消费。长期看，人均流量增长有上限，行业收入最终会趋近于名义GDP增速。
- 公司产品量价空间：**传统连接服务量增近乎停滞，价格的温和增长（如移动ARPU从46元缓慢提升至50元）尚可跑赢通胀（约2-3%/年）。但存在资费监管风险。
- 参考成熟市场经验：**美国Verizon、AT&T永续增长率假设通常在0-1.5%之间，受制于5G投资回报率低和竞争激烈。欧洲运营商甚至出现负增长。

- 综合判断：中国电信长期增长动力更接近公用事业模式。在乐观情景下，依靠数字化业务变现，永续增长率取1.5%；悲观情景下，取0.5%；DCF基准情景取1.0%。

(3) 折现率 (WACC) 确定 (基于补充规则3的量化调整) :

调整因素	公司当前状态	调整幅度	理由
竞争优势等级	弱 (总分1/9)	+0.5%	竞争优势微弱，业绩依赖行业景气度，缺乏超额盈利能力。
护城河类型	品牌溢价 (但需高营销维持)	+0.5%	品牌溢价并非自然形成，需要高额销售费用维持 (销售费用率10.3% vs 行业中位数9.5%)，护城河深度不足，需上调风险。
产业链反脆弱性	脆弱 (利润流向设备商和OTT)	+0.5%	产业链定位中游，被上游设备商锁定利润，且定价权弱于下游互联网巨头。
趋势分类	均值回归	+0.0%	回归底线近，安全空间小，但无结构性衰退信号，维持。
悲观情景总调整		+2.0%	在上基础上再加0.5% (反映风险上升)
乐观情景总调整		+0.5%	在上基础上再减1.0% (反映确定性与管理层回购信号增强)

最终WACC计算结果:

悲观情景: $8\% + 2.0\% = 10.0\%$

乐观情景: $8\% + 0.5\% = 8.5\%$

DCF基准情景: $8\% + 1.5\%$ (取悲观和乐观的中间项) = **9.5%**

与可比公司对比验证: 国际电信巨头 (如Verizon, AT&T) 的WACC通常在7-9%之间。考虑到中国宏观利率环境略高及公司面临的竞争格局与反脆弱性问题, 9.5-10%的折现率是审慎且合理的, 充分反映了公司的运营风险。

估值结果与区间 (DCF基础估值)

经营资产价值计算 (基于上述假设)

说明: 以下为基于简化模型的估算, 用于展示逻辑框架。实际计算需详细逐年预测。

假设基准年FCF=466.1亿，乐观情景5年CAGR=8%，其后永续增长1.5%，折现率8.5%。悲观情景5年CAGR=2%，其后永续增长0.5%，折现率10.0%。

情景	显性期增速	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值比较
悲观	+2%	0.5%	10.0%	4,628	1,070	5,698	+1.2%
DCF基准	+4%	1.0%	9.5%	+5,150	1,070	6,220	+10.5%
乐观	+8%	1.5%	8.5%	+7,312	1,070	8,382	+48.9%

注：非经营性资产 = 金融资产(1040.9亿) + 长期股权投资(441.8亿) - 带息负债(412.4亿) = 1070.3亿元。

多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

选取5家国内外可比运营商进行对比分析（数据通过联网获取，截至2026年6月）：

美国运营商：Verizon (VZ), AT&T (T) —— 成熟市场现金流型公司

欧洲运营商：Deutsche Telekom (DTE) —— 兼具欧洲成长与稳定

国内同行：中国移动 (600941), 中国联通 (600941) —— 最直接可比

指标	中国电信 (601728)	中国移动 (600941)	中国联通 (600941)	VERIZON(VZ)	AT&T(T)	DEUTSCHE TELEKOM(DTE)
PE(TTM)	18.5x	14.2x	22.1x	9.8x	8.5x	14.5x
EV/EBITDA	7.2x	5.1x	8.5x	6.8x	6.5x	7.0x
PS(TTM)	1.07x	0.85x	1.5x	1.2x	1.1x	1.0x
股息率	4.5%	5.2%	1.8%	6.5%	7.0%	4.0%

市场参照系解读：

中国电信的PE(18.5x)处于国内可比公司中位数与上四分位之间，但显著高于美国公司(9-10x)。这反映了中国电信行业仍有温和增长预期的溢价。

其EV/EBITDA(7.2x)与Verizon(6.8x)、Deutsche Telekom(7.0x)相近，估值在可接受范围内。

结论：当前市场对中国电信的定价，更接近于国内同行（移动、联通）的估值中枢，而非直接对标美国运营商。其PE估值相对于国内最强大的中国移动有明显溢价，但低于联通。该溢价或来自于对其天翼云成长性的期待，但DCF分析显示其内在价值并未完全支撑这一溢价。市场隐含了公司永续增长率约1.5%的假设，高于我们的DCF基准（1.0%），这意味着市场情绪偏乐观。

7.2 分部估值法(SOTP)

将中国电信拆分为传统电信业务和新兴数字化业务。

传统业务（成熟现金流，PE法）：预计2026年归母净利润约320亿（参考2025年）。给予中国移动当前PE(14x)作为估值锚，保守取13x-15x。业务价值 = 320亿 × 14x = 4,480亿元。

新兴业务（高成长，PS法）：预计2026年新兴业务收入约550亿（增速12%）。参考成熟IaaS云计算公司（如亚马逊AWS的PS约5x，但考虑竞争和利润率给予折价）。给予4x-6x PS。业务价值 = 550亿 × 5x = 2,750亿元。

非经营性资产净额：1070亿元。

SOTP总价值 = 4480 + 2750 + 1070 = 8,300亿元。

解读：SOTP估值为8300亿元，显著高于当前市值（5628亿）。这表明如果新兴业务能兑现成长预期，市场应给予更高估值。分歧在于新兴业务的“成长溢价”是否真实存在。当前市场（以DCF悲观情景定价）更多被视为传统电信股，尚未完全认可其SOTP拆分价值。

7.3 战略价值与增长期权评估

识别公司拥有的战略性价值要素：

2. 增长期权：天翼云、AI、网络安全等新业务为增长期权。假设天翼云2030年收入达1000亿，成功实现行业领先（概率30%），届时归母净利润贡献50亿（净利率5%）。若市场给予30倍PE（云计算公司估值），期权价值 = 30% × 50亿 × 30x = 450亿元。若AI业务爆发（概率10%，贡献利润80亿，50x PE），期权价值 = 10% × 80亿 × 50x = 400亿元。总增长期权价值约850亿元。

1. 品牌/无形资产溢价：作为三大运营商之一，拥有国家关键基础设施特许经营权（频谱、码号资源、骨干光缆）。这一准入门槛极高，是竞争对手无法复制的。估算此牌照价值，可参考国际运营商牌照的无形价值，给予主营业务的5-10%溢价，约300-600亿元。

3. 平台/生态协同价值：公司拥有亿级用户基础，通过云网融合和业务交叉销售，具有一定生态协同价值。但这部分价值已被SOTP估值部分吸收。

战略价值总计：乐观估计牌照+增长期权价值合计约1,500亿元。

7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

多维度估值矩阵：

估值方法	悲观(亿元)	合理/基准(亿元)	乐观(亿元)
DCF (内在价值锚)	5,698	6,220	8,382
相对估值(PE/EV/EBITDA)	5,200	6,000	8,000

估值方法	悲观(亿元)	合理/基准(亿元)	乐观(亿元)
SOTP (分部价值)	6,500	7,500	8,300
战略价值(增长期权+牌照)	6,500	7,000	8,500

市场隐含假设分析:

当前市值(5628亿元)接近DCF悲观情景(5698亿元)和相对估值下限(5200亿)。这意味着市场当前主要按照“传统电信股”对该公司进行定价,隐含了未来几年增长十分有限(FCF增速2%以下),且永续增长率极低(0.5%左右)的悲观假设。市场尚未为新兴业务的增长期权(SOTP包含的8000亿估值部分)进行充分定价。

估值共识度判断:

DCF、相对估值和SOTP方法在悲观情景下存在一定背离(DCF悲观5698亿 vs SOTP下限6500亿)。SOTP和战略价值估值显著高于当前市值,说明市场正在为“转型失败”或“增长不及预期”的尾部风险进行折价。整体来看,估值共识度偏低,分歧主要集中在新兴业务的转型前景。

8. 风险分析

经营风险

5G/宽带用户渗透率见顶,传统业务增长乏力;新兴业务(云、AI)竞争激烈,技术迭代快,公司研发实力偏弱。

财务风险

高资本开支压制自由现金流;应收账款(531亿)占营收比10.1%,需警惕回款风险。

竞争风险

中国移动在移动和云端的压制;互联网云厂商在AI和PaaS层的技术碾压;广电价格战冲击。

估值风险

当前A股市盈率(18.5x)高于美股可比公司(10x),存在估值中枢下移风险。若宏观经济下行或市场风格切换,市场可能重估其增长红利,令PE向全球同行均值回归。SOTP和增长期权估值尤易受市场情绪影响而折价。

9. 进一步思考

永续增长率是否过度乐观?

在中国电信行业，考虑到人口结构变化和技术替代，即使是1.5%的永续增长率也可能被高估。美国电信公司的永续增长率假设多在0-1%。因此，DCF基准的1.0%假设更为审慎，乐观情景的1.5%需谨慎看待。

折现率调整是否充分反映尾部风险?

WACC已上调至9.5-10%，一定程度上反映了公司的竞争劣势和产业链脆弱性。但对于AI颠覆性技术带来的竞争风险，传统DCF框架可能无法完全捕捉，需通过情景分析（悲观情景）和SOTP的分部价值来弥补。

多维度估值验证中的锚定偏差:

国内对比公司（移动、联通）的估值同样受到A股市场风格和国内流动性影响，可能整体处于高估状态。若以全球绝对估值标准看，中国电信的“合理估值”可能更接近全球中位数（15x PE），对应市值约5000亿，低于当前市值。

增长期权估值依赖小概率事件:

对公司AI和云计算业务的增长期权估值，高度依赖“技术成功”这一小概率中性事件。若转型失败（概率较高），这些期权价值将归零。需警惕过度赋予小概率事件权重导致的估值泡沫。

最关键跟踪变量:

1. 天翼云季度增速:

若天翼云收入增速从6.8%回升至10%以上，且毛利率转正，将有力支持SOTP估值中的溢价部分。

2. 资本开支与折旧趋势:

关注公司资本开支计划是否有序缩减，折旧与摊销占收入比能否下降至35%以下，这将直接释放利润（FCF）。

3. 回购/分红实际执行情况:

公司是否迅速启动实质性的回购（金额超50亿元），以及未来分红比例是否提升至75%以上，是判断公司是否愿意将价值兑现给股东的关键信号。

10. 基本结论

视角A（内在价值锚）： DCF框架显示，公司内在价值区间为5698-8382亿元，中枢约6220亿元。当前市值5628亿元略低于中枢，处于悲观和基准情景之间，以DCF标准看存在安全边际但不算丰厚（约10%上行空间）。

视角B（市场共识锚）： 多维度估值验证显示，相对估值（PE/EV/EBITDA）与SOTP给出了6,000-8,300亿元的“市场可解释价值”区间。当前市值（5628亿）处于该区间的下沿，主要反映市场对传统业务的“悲观定价”，未包含新兴业务的成长溢价（战略价值）。

综合判断： 投资结论——“持有/观望”。核心依据如下：

内在价值锚支撑： DCF基准情景显示当前市值有约10%上行空间，提供底部支撑。

战略溢价不确定： SOTP和增长期权估值（8300亿+）虽然诱人，但其实现完全取决于天翼云和AI业务的突破，而该假设在目前看来风险较高、确定性不强。

安全边际不强： 尽管上行空间存在，但该空间主要由战略溢价构成，而DCF内在价值的上升空间（约10%）并不足以提供充分的安全边际。更优的策略是等待公司以实际行动（如回购、天翼云业绩超预期）来兑现价值，从而提升确定性。

财务预警

中国电信-601728.SH

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收占比	正常	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	正常	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	7.75	

监控指标	监控结果	指标说明
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.02	
所属行业	通信	

— 财务分析

29.1%	8.4%	1.48次	12.4%
毛利率	营业利润率	资本周转率	ROIC

指标	数值	简评
毛利率	29.1%	略高于行业中位数28.9%，定价能力稳定
营业利润率	8.4%	偏低，反映高折旧与运营成本

指标	数值	简评
资本周转率	1.48次	重资产模式下尚可，资产利用效率平稳
ROIC	12.4%	投入资本回报率中等偏上，资本成本覆盖良好
经营现金流/净利润	定性：健康	利润含金量极高，现金流对净利润覆盖倍数显著

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

中国电信的财务结构呈现典型重资产电信运营商特征：负债率46.2%（负债合计4023.8亿元/总资产8706.4亿元），处于行业合理区间。货币资金998.1亿元，短期借款仅24.5亿元，流动性充裕。值得注意的是应付账款周转天数从2023年的136天拉长至2025年的150天，意味着公司对上游供应商的议价能力仍在增强，占用他人资金补充营运资金。存货周转天数仅7.5天，基本无库存积压风险。在建工程564.8亿元，资本开支持续，但企业自由现金流仍达466.1亿元，说明现有业务造血能力足以支撑投资扩张。

盈利能力方面，毛利率29.1%，仅比行业平均水平高出0.2个百分点，表明定价优势微弱。营业利润率8.4%偏低，主要是销售费用率10.3%、研发费用率3.0%以及固定资产折旧（固定资产周转率1.24）共同侵蚀。ROIC为12.4%，核心驱动来自资本周转率1.48和相对稳定的营业利润率。但超额增长为负（-0.6%），说明营收增速略落后行业，可能反映市场竞争加剧或份额小幅丢失。销售费用率从2023年的11.1%缓慢降至10.3%，费用管控在改善，但收入端几乎零增长（2025年营收5239.2亿元 vs 2024年5235.7亿元），投入产出效率需要关注。

现金流与利润质量是最大亮点。经营活动现金流净额与净利润之比（系统提示健康）远高于0.6，结合经营现金流/经营净收益达284.8%，说明每一元利润背后有近3元现金流入，利润含金量极高。筹资活动净流出473.9亿元，主要用于分红或偿还债务，显示公司回报股东意愿强。投资活动净流出978.4亿元，聚焦5G/云网等基建，虽短期压低自由现金流，但从在建工程规模看，未来资产转化效率值得跟踪。

风险与盲点方面，数据可靠性等级为“中”，季度信号无预警。需注意以下潜在问题：第一，应收账款加应收票据合计约531.5亿元（占营收10.1%），电信行业政企客户账期较长，需警惕回款周期拉长。第二，营业利润同比增长7.6%但净利润仅增0.8%，说明非经营性损益或利息费用侵蚀利润。第三，行业超额增长为负，结合5G渗透率见顶，传统业务增长乏力，公司向产业数字化转型的成效尚未充分体现在营收增速上。此外，系统盲点无法验证渠道库存、政企项目回款节奏等细节。

小结：现金流极其强劲，财务结构稳健，但增长边际放缓且毛利率优势微弱，转型成果待释放。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

近期事件

2026-05-20

事件类型：股份回购实施进展

公司于股东大会审议通过《关于提请股东大会授权董事会回购股份的议案》，授权董事会可回购不超过已发行H股及/或A股总股本10%的股份。本次公告内容为会议决议，确认了回购授权获批，但未披露具体已回购金额或股份数量。此前市场普遍预期公司会启动较大规模回购以稳定股价，本次授权获批为后续执行扫清了程序障碍。

投资影响分析：此事项是公司主动市值管理的核心工具。假设公司未来动用最大额度进行回购并注销，以当前约3200亿人民币的A股市值估算，潜在回购金额上限约320亿元，这将显著提升每股收益（EPS），粗略估算可增厚EPS约11%。该授权强烈释放了管理层认为当前股价被低估的信号，对提升股东回报具有长期正面影响。短期看，这是对近期股价下行压力（如与分红不达预期或市场对电信行业资本开支担忧）的对冲利好。

后续关注点：需跟踪后续《回购报告书》中具体的回购价格、金额上限及实际执行节奏，观察是否快速启动首次回购。

● 2026-03-25 (公告日)

事件类型：对外担保（收购出售资产/股权范畴内的风险管控）

董事会批准为11家全资子公司提供合计不超过3.6亿元的担保额度，有效期至2027年3月31日。公告显示，截至2026年3月25日，公司对外担保余额为9674.11万元，无逾期担保。

投资影响分析：该事项本身对公司财务风险影响极小。3.6亿元担保额度相对于中国电信数千亿元的资产规模和年利润（约300亿元）近乎无足轻重。但该事项经股东大会（2026-05-20）表决通过，确认了公司在子公司层面进行适度财务杠杆操作的授权。从历史对比看，公司担保余额始终控制在极低水平，表明其财务政策极度审慎。此举不改变公司稳健的财务基本面，无需引起担忧。

后续关注点：关注年度报告中全资子公司的负债率变化，判断担保是否实质增加子公司杠杆。

● 2026-04-24

事件类型：公司治理（章程与制度修订，属于内部治理提升）

第八届董事会第二十七次会议审议通过《关于制定公司2026年度董事、监事薪酬制度（草案）的议案》及《2026年度薪酬方案（草案）》，并同意提交股东大会审议（该议案已在2026年5月20日股东会上获得通过）。

投资影响分析：薪酬制度的明确与优化是公司治理水平提升的标志。将管理层薪酬与公司经营绩效更紧密地绑定，是长期价值创造的必要条件。对比以往，此类议案通常获得高票通过。本次薪酬方案（草案）的通过，表明股东对管理层过往业绩的认可，并确立了未来三年的激励约束框架。这有助于稳定核心管理团队，对维持公司战略延续性有正面作用，但具体数值（如总额）未披露，对EPS的直接短期影响可忽略。

后续关注点：未来年报中应披露董事、监事及高管薪酬总额及构成，可据此评估薪酬-业绩匹配度。

● 2026-03-25

事件类型：获得补贴/资助的关联事项、公司治理确认

毕马威华振会计师事务所出具了中国电信2025年度非经营性资金占用及其他关联资金往来情况的专项审计报告。该报告为无保留意见，表明公司在关联交易管理上合规。

投资影响分析：该报告是公司财务报告可信度的重要背书。非经营性资金占用是监管层重点关注的风险点，尤其是对国企。出具标准无保留意见的专项审计报告，消除了投资者对关联方资金占用的疑虑，降低了潜在的财务造假风险定价。历史对比看，中国电信历年均获得此类无保留意见，显示出其内部控制的有效性。这是对长期企业价值支撑的基础性正事，但属于预期内的常规确认，不会引发短期股价异动。

后续关注点：关注年报中关联交易总额及定价公允性细节，特别是与运营商集团之间的网络资产租赁等大额交易。

● 2026-05-20

事件类型：高管人员持股变动、核心管理层稳定

第九届董事会选举柯瑞文为董事长兼CEO，聘任刘桂清为总裁兼COO。全部高管任命议案获全票通过，任期为2026年5月至2028年年度股东会（约2年）。

投资影响分析：核心管理层的稳定是大型央企最关键的ESG（公司治理）因子之一。柯瑞文和刘桂清均为公

司内部培养的资深高管，此次连任和任命完全符合市场预期，体现了战略的延续性。全票通过也反映了董事会内外的团结一致。无任何高管的被动离职或外部空降，意味着“云改数转”战略、提升分红比例等既定方针不会发生重大改变。这消除了公司治理层面的不确定性，对股价构成温和支撑。

后续关注点：未来公告中，新一届管理层是否会提出新的中期战略规划或分红承诺。

关联性综合评论：以上事件存在清晰的逻辑链条：稳定的核心管理层（事项5）是制定优质薪酬制度（事项3）和启动回购授权（事项1）的前提；而财务审计（事项4）为担保计划（事项2）和回购等资本操作提供了信任基础。整体呈现出一个治理稳健、重视市值管理、财务审慎的央企形象。综合来看，“**回购授权获批**”是短期最大的催化剂，其对每股内在价值的提升幅度可达10%以上（基于当前A股价格及潜在回购力度），而管理层的稳定性则是长期价值兑现的压舱石。

— 机构调研

最新调研（2025-12-04）

产业数字化业务发展措施

- **全面拥抱下一代人工智能：**将人工智能提升至战略核心位置，推动AI从简单"+AI"向"AI+"转变，加快人工智能能力对外输出，持续推进"AI+"行动。
- **聚焦四大根技术与七大战新领域：**围绕网络、云及云网融合、人工智能、量子/安全等四大根技术持续加大投入，在量子通信、低空智联网、具身智能等领域形成一批标志性成果。
- **基础业务稳健与战新业务突破并举：**保持移动、宽带、智家等基础业务稳健运行，打造以云网融合为核心特征的新型数字信息基础设施。
- **推动产业数字化业务价值提升：**依托云、网、数、智、安等综合能力，加快推进人工智能与行业场景深度融合，围绕新型工业化、数字政务、智慧教育、智慧医疗等重点领域。

"十五五"时期初步规划与重点投入方向

- **推动战略升级：**从"云改数转"全面升级为"云改数转智惠"，更加突出人工智能在战略中的核心地位。
- **着力布局未来产业与关键核心技术：**深度聚焦量子通信、卫星通信、低空经济、具身智能等未来产业。
- **持续强化科技创新能力建设：**将科技创新作为公司"十五五"时期最重要的战略支点，围绕网络、云及云网融合、人工智能、量子/安全等方向加大研发投入。
- **保持收入与利润稳定增长：**夯实基础业务稳盘能力，通过产业数字化、国际业务、智能化产品等增量业务进一步提升营收质量。
- **推动国际业务成为新的增长极：**加快全球化布局，在海缆、IDC、ICT服务等方面构建新优势。
- **资本开支结构倾斜：**更多资源将配置于云计算及算力、人工智能、安全、数字平台、大数据、量子、新一代信息通信等战新领域。

- 进一步加强市值管理与品牌价值提升：围绕云、AI、量子、安全等战新业务加强市场价值认同。

智能云体系新进展

- IaaS层**：提供覆盖通算、智算、超算及量子计算的异构算力服务，自有及接入算力总规模达85EFLOPS，在18个省市建成城市算力网。
- PaaS层**：创新提出Triless架构，在多个央企项目中测试落地，提供一站式算力调度与AI开发服务。
- DaaS层**：支撑成都、沈阳、保定、合肥等国家数据标注基地，助力10省和32地市开展公共数据授权运营服务，数据平台产品涵盖170+政企客户。
- MaaS层**：开源的全模态、全尺寸、全国产星辰大模型，星辰多模态大模型在国内权威榜单Vbench评测中综合排名第一。星辰智能体应用月活用户数超60万。
- SaaS层**：截至10月底，央企签约212个项目，央企AI服务渗透率达到57.1%，省属国企签约1160个项目。

最新卖方研究综述

核心数据摘要

指标	当前值	同比变化	数据来源
全球云厂商2026年Capex指引	约6500亿美元	同比增长约75%	科技电子对话通信：大国算力寻金探脉.docx
中国智能算力租赁市场规模（2024年）	377 EFlops	同比增长88.5%	天风证券（2026年4月20日）
光模块在AI集群价值占比	预计从2-3%提升至8%以上	大幅提升	中信证券（2026年1月11日）
英伟达H100一年期租赁价格上涨幅	涨幅近40%	趋势性上涨	天风证券（2026年4月20日）
中国大模型周调用总量（2026年3月）	4.19万亿Token	2月实现对美国超越	天风证券（2026年4月20日）

行业投资逻辑

算力基础设施需求爆发与供给结构性错配：AI模型参数指数级增长（GPT-3到GPT-5参数量预计增100倍、计算量增200-400倍），叠加Token调用量激增（近一年增长2478.95%），驱动训练与推理算力需求持续高增。同时，高端芯片封锁（美国对华限制）、产业链瓶颈（HBM、CoWoS、光芯片）导致供给增长缓慢，供需严重错配带来“稀缺性”溢价，算力租赁价格趋势性上涨。

光通信产业链价值重估与景气持续：光模块在AI集群中的价值占比预计从2023年的2-3%提升至2026年的8%以上，且随速率升级（800G放量、1.6T加速导入）和技术迭代（硅光、CPO），订单能见度极高（多家公司截至2027年一季度产能被预订）。上游光芯片工艺缺口从2025年四季度20-30%进一步扩大，供应链管理成为关键竞争优势。

国产算力与AIDC需求拐点确认：国内AI芯片（H200+国产卡）2026年预计总量300-400万张，对应AIDC功耗需求约5GW以上。国产芯片在推理端性价比优势明显，超节点部署元年带动液冷、交换机、服务器电源等环节全面升级。AIDC需求从“主题炒作”进入“产业现实”，能耗指标成为核心瓶颈，供给紧张可能推动量价齐升。

关键事实与数据

● 2025-08至10月

北美四大云厂商25Q2资本开支合计950.6亿美元，同比增长66.6%（多家券商数据交叉印证）。全球云厂商2026年Capex指引合计约6500亿美元，同比增长约75%（科技电子对话通信：大国算力寻金探脉.docx）。中国三大云厂商25Q3资本开支合计478.9亿元，同比增长32.2%（中原证券2026年1月28日）。

● 2025-12至2026-01

国产AI芯片崛起及可能的H200供应改善，AIDC招标显著回暖，2026年1月开源证券电话会议指出“需求从基本没需求变为需求特别好”。国产芯片已完成2-3代迭代，在推理端具备性价比优势（天风证券2026年4月20日）。

● 2026-01至04月

算力租赁价格涨幅显著，海外H100一年期租赁价格涨幅近40%；国内云厂商集体上调价格，幅度从5%到463%不等（如腾讯云HY2.0 Instruct模型输入价格曾上调463%）。中国大模型周调用总量在2026年3月达4.19万亿Token，2月实现对美国超越（天风证券2026年4月20日）。光芯片工艺缺口从2025年四季度20-30%进一步扩大（光通信的市场运行特征20260305_原文）。

● 2026-02至04月

光模块订单能见度极高，多家公司截至2027年一季度产能被预订完毕（科技电子对话通信：大国算力寻金探脉.docx）。1.6T光模块2026年为放量元年，需求量较2025年增长超10倍（开源证券2026年1月5日电话会议）。光通信“通胀”逻辑：光模块在单颗芯片成本中占比预计从5%提升至20%。

● 政策与运营商动态

增值税调整（2026年1月1日起），流量、宽带等服务税率从6%上调至9%对运营商净利润影响9-19%（野村证券2026年2月2日）。商业航天迈入规模化提速期，2025年首次写入政府工作报告，国家航天局设立商业航天司（广发证券2025年12月28日）。

分析与观察

独立性审视

本次分析基于多家卖方报告（天风、中信、开源、国金、中原、野村等），数据一致性较高，未发现明显利益冲突。但需注意部分报告（如科技电子对话通信：大国算力寻金探脉.docx）来源为对话纪要，可能存在片面解读。建议通过公司公告（如中际旭创、新易盛、中国移动等）的官方财务数据和产能规划进行交叉验证。

观点一致性检查

各报告在“AI算力需求爆发、光通信高景气、国产算力加速”等核心方向上观点一致。分歧点在于：野村证券（2026年2月2日）对运营商增值税政策影响持悲观态度（净利润影响9-19%），而中原证券（2026年1月28日）强调运营商分红比例提升（中国移动、电信三年内分红比例将逐步提升至75%以上），认为其仍是优质红利资产。这种分歧源于对政策传导机制的不同假设：野村认为运营商难以提价转嫁成本，而中原证券更关注长期股东回报。

公司匹配度验证

虽然未指定特定公司，但行业逻辑对不同细分领域的公司匹配度差异明显。光模块龙头企业（中际旭创、新易盛）最匹配“价值重估+订单能见度”逻辑，其供应链管理成为关键优势。AIDC运营商（光环新网、奥飞数据）匹配“能耗指标稀缺+需求拐点”逻辑，但其业绩释放依赖指标获取和上架率提升。运营商（中国移动、电信、联通）匹配“高股息+算力投资”逻辑，但需注意增值税政策对短期利润的压制。

风险独立挖掘

除了卖方报告提及的供应链风险、技术迭代风险外，需关注：1) 产能过剩风险：当前全球云厂商资本开支增速极高（2026年指引同比+75%），若AI应用商业化不及预期，可能导致算力基础设施出现阶段性过剩，拖累价格和毛利率。2) 库存周期风险：光模块及上游元件在2025-2026年经历快速扩产，一旦下游需求增速放缓（如大模型训练效率提升压缩需求），库存累积可能引发价格战。3) 地缘政治风险：美国对华芯片封锁可能进一步升级为对光模块、交换机等设备的出口限制，影响中国厂商的海外市场份额。

高管动向

近期高管增减持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

机构持仓

机构持仓一览

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	85	46750.49	26.51	0.51	0.6
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	9	6933165.9	3931.11	75.77	89.31
机构汇总	94	6979916.39	3957.61	76.28	89.91

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。