

评级变动报告

中国电信 601728.SH



鉴于年内电信增值业务税率上调、传统业务增长乏力、新兴业务竞争激烈等因素，我们对其盈利预测及估值进行一定的下调，核心原因如下：

税率调整拖累更显著：手机流量、短信和宽带增值税税率由6%上调至9%，直接压缩收入和净利率空间。公司增值类业务占服务收入比重高于同业，同幅度税率上调对净利润的边际拖累更强。

传统业务增长乏力：用户趋于饱和，运营商重启价格战，流量“增量不增收”。固网家宽端优势区域渗透率高，北方拓展受压制，千兆升级的渗透率提升难抵整体资费下行，传统业务增长动能持续走弱。

新兴业务盈利兑现偏慢：天翼云、智算等保持较快增速，但算力及云服务竞争激烈，规模优势不明显，毛利率显著低于传统业务；叠加政企项目回款周期长、资本开支折旧压力，短期难对冲传统业务利润缺口。

公司核心壁垒仍稳固，但成长驱动力切换叠加税率扰动，短期及远期成长斜率下降、盈利空间承压。我们对其DDM/动态估值进行了一定的下调，目前股价已较充分反映该压力。

公司基本信息



公司是国内第二大电信运营商，央企，2000年成立，2021年8月上交所主板回A上市。主营移动通信、固网宽带及产业数字化服务，拥有天翼、天翼云等品牌。固网宽带用户超1.8亿户，国内份额第一；天翼云位列公有云第一梯队，移动用户超4亿户。正推进“云改数转”战略，布局天翼云、智算、卫星通信及量子通信，加快业务转型。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	↓ ★★☆☆☆	DDM估值：价值	6087亿(较上期-19.78%)
当前股价	5.32元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	偏低估(上行空间+25%)
总市值	4868.18亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	15.37	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	6001亿(较上期-14.88%)
PB-MRQ	1.04			状态	合理估值(上行空间+23%)

公司盈利预测

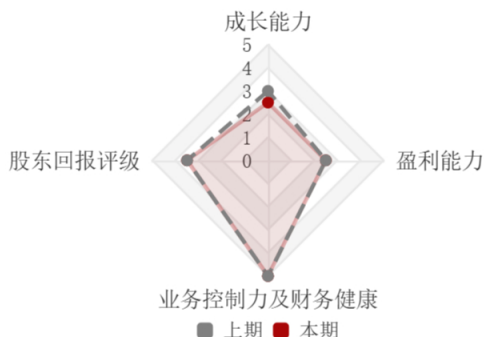
中国电信	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5078.4	5235.7	5239.2	5219.2	5316.1	5446.0	5572.2	5773.6
归母净利润(亿)	304.5	330.2	332.0	294.8	327.7	370.5	387.7	382.7
归母净利润增速(%)	10.4	8.4	0.6	-11.2	11.2	13.0	4.6	-1.3
经营性净利润(亿)	275.0	300.1	286.8	269.4	302.3	345.1	362.4	357.4
经营性净利润增速(%)	12.1	9.1	-4.4	-6.1	12.2	14.2	5.0	-1.4
经营性归母净利润(亿)	275.2	300.4	286.5	269.1	302.0	344.8	362.0	357.0
经营性归母净利润增速(%)	12.5	9.2	-4.6	-6.1	12.2	14.2	5.0	-1.4

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

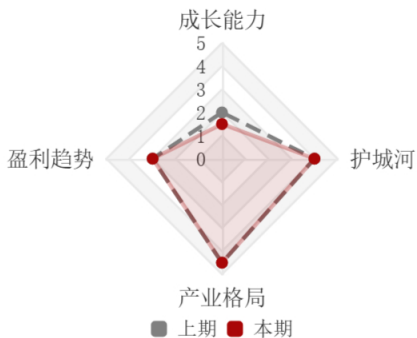
成长能力下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

公司本期成长能力星级下降0.5星，主要因传统业务承压：用户饱和叠加价格战致ARPU下滑，固网优势区域渗透见顶，高毛利基本盘增长走弱；电信增值业务增值税率由6%上调至9%，公司增值业务占比高于同业，对净利率压缩更显著；天翼云等新兴业务虽增速较快，但处于竞争红海，需高额投入且政企回款周期长，短期难以对冲传统业务利润缺口。成长驱动力正切换，承压加大，向上斜率放缓。

深度评级变动分析

四维深度评级

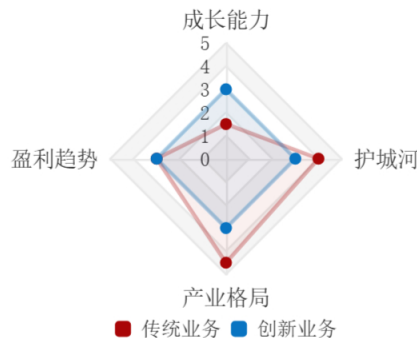
四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-22

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-22

成长空间下降0.5星级：上期星级2.0星，本期星级1.5星。

公司本期成长空间星级下调0.5星。移动用户与固网家宽渗透率均已见顶，C端流量“增量不增收”、用户ARPU值长期承压，基本盘扩张空间有限；B/G端虽发力天翼云与智算，但云服务处于价格战红海，毛利率显著低于传统业务。年内增值税率由6%上调至9%进一步压缩高毛利增值板块利润空间，叠加资本开支向算力网络倾斜、设备短周期高折旧的转型阵痛，远期盈利弹性受限，成长天花板有所下移，故下调0.5星。

护城河总星级未变动，但分业务来看：创新业务的护城河提升1.0星。主要因天翼云市场份额稳居公有云第一梯队，政务云、行业云场景积累深厚，客户迁移成本高、粘性强，形成差异化竞争壁垒。但传统固网宽带护城河受竞对低价分流及渗透率见顶侵蚀，两者对冲下总星级维持不变。

估值评级

DDM估值下降-19.78%：上期 7588.32亿，本期 6087.11亿。动态估值下降-14.88%：上期 7050.31亿，本期 6000.97亿。

我们对公司2026-2041年收入及归母净利润预测进行了调整，主要基于对传统通信主业增长预期下修、创新业务盈利兑现偏慢以及增值业务税率上调压缩盈利空间的重新评估。

1. 收入预测调整

- 1) 传统通信主业收入下调：国内移动用户渗透率超99%、5G用户渗透率超80%，用户规模天花板已现，公司近期表现承压。我们将2026-2028年收入增速预测下调为负增长，2026-2030年复合增速下修至-1.3%。
- 2) 创新业务收入增速审慎调整：维持2026-2028年复合增速8.3%的中高速增长判断，但受资本开支摊销及竞争加剧影响，客户拓展节奏略慢于预期，2026-2030年复合增速下调至8.2%。

2. 净利润预测调整

- 1) 传统业务毛利率下修：从2025年的35.8%下调至2026年的35%，远期由小幅提升下调为保持稳定。主因流量红利见顶致资费承压、政企竞争加剧、以及增值税率由6%上调至9%压缩盈利空间。
- 2) 创新业务盈利兑现偏慢：维持远期毛利率22%左右判断，但2025年ROIC仅2.5%，短期盈利能力偏弱，盈利改善情况低于预期，中短期对整体利润拉动有限。
- 3) 费用率维持战略投入：传统业务研发费用率维持4.0%-5.0%，创新业务维持1.5%，短期压制利润释放，长期有利增强技术壁垒。

3. 整体估值结果

本次调整后，DDM估值下调19.78%、动态估值下调14.88%，估值下调主要反映传统业务增长下修、创新业务盈利兑现偏慢、增值电信业务税率上调的三重影响。公司护城河仍稳固，但收入规模天花板和盈利中枢有所下移，故下调对应估值。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括传统业务、创新业务和其他（出售商品等）。

业务一：传统业务，包括个人市场和家庭市场。

1. 收入假设：预计2026-2029年小幅下滑，2030-2033年受益6G商用年小幅增长，其后逐步放缓至0增长。

1) 个人市场：2026-2029年5G后周期时代，主要考虑到市场整体需求逐步饱和和5G套餐渗透率已较高，预计ARPU值和用户数面临承压，对应收入年复合增速-3%左右。2030-2033年进入6G时代，随着更高价值量的新套餐渗透率逐步提升，预计ARPU值会有小幅提升；同时，用户数基本保持稳定：预计收入年复合增速3%左右。2034年后，随着6G套餐渗透率已经较高，市场需求饱和，预计收入增速逐步放缓至0增长态势。

2) 家庭市场：2026-2029年，千兆光纤、FTTR及智慧家庭相关增值服务渗透率已较高，家庭宽带及综合ARPU值压力显现，预计收入年复合增速-1%左右。2030-2033年，受益于6G时代万兆光纤渗透率逐步提升带动用户ARPU值增长，用户数保持稳定，预计收入年复合增速3%左右。2034年后，随着千/万兆光纤、FTTR、智慧家庭等业务渗透率已较高，综合ARPU值和用户数基本稳定，预计收入增速逐步放缓至0增长态势。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：受益于主营成本中折旧摊销增速低于收入增速，毛利率小幅下降至35%，并保持平稳；2030-2033年受6G基建投入带来的早期折旧摊销成本明显增加影响，预计毛利率有一定向下波动，其后恢复到34%稳定水平（低于行业龙头中国移动的36%水平）。

2) 费用率：降本增效持续推升运营效率，我们预计销售、管理等费用率有明显优化。

业务二：创新业务，主要面向政企市场。

1. 收入假设：预计2026-2030年年复合增速8.2%，其后逐步放缓至2%的低速水平。政企市场受益于政企数字化转型和人工智能产业革命浪潮，云计算、数据中心、物联网、大数据等需求持续旺盛；但考虑到业务基数已较大（主营业务收入贡献占比已超过30%），后续增速将有边际放缓。特别是在业务聚焦、更加重视订单质量；传统政企客户上云“红利期”已过，预算趋紧；以及技术周期从通用计算向智能计算转换等因素影响下，天翼云收入年增速下降至个位数水平。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：综合考虑市场竞争、网络成本下降、高附加值业务占比提升等正负向因素，预计未来毛利率小幅提升并稳定在22%水平，相较此前5年平均的21.1%水平略有提升（低于龙头中国移动的24%水平）。

2) 费用率：降本增效持续推升运营效率，销售、管理等费用率有一定优化。

业务三：其他业务，包括出售商品等。

收入和盈利能力假设：保持平稳状态，预计收入年复合增速为2%左右，盈亏基本平衡。

公司整体业绩预测

中国电信	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5078.4	5235.7	5239.2	5219.2	5316.1	5446.0	5572.2	5773.6
归母净利润(亿)	304.5	330.2	332.0	294.8	327.7	370.5	387.7	382.7
归母净利润增速(%)	10.4	8.4	0.6	-11.2	11.2	13.0	4.6	-1.3
经营性净利润(亿)	275.0	300.1	286.8	269.4	302.3	345.1	362.4	357.4
经营性净利润增速(%)	12.1	9.1	-4.4	-6.1	12.2	14.2	5.0	-1.4
经营性归母净利润(亿)	275.2	300.4	286.5	269.1	302.0	344.8	362.0	357.0
经营性归母净利润增速(%)	12.5	9.2	-4.6	-6.1	12.2	14.2	5.0	-1.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

传统业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3260.7	3354.3	3381.2	3279.8	3214.2	3166.0	3134.3	3165.7
收入增速(%)	2.8	2.9	0.8	-3.0	-2.0	-1.5	-1.0	1.0
经营性净利润(亿)	251.0	273.3	264.1	250.8	265.9	288.8	287.2	269.4
经营性净利率(%)	7.7	8.1	7.8	7.6	8.3	9.1	9.2	8.5
经营性净利润增速(%)	11.1	8.9	-3.4	-5.0	6.0	8.6	-0.5	-6.2
创新业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1389.0	1466.0	1473.0	1546.7	1701.3	1871.4	2021.2	2182.9
收入增速(%)	17.9	5.5	0.5	5.0	10.0	10.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	24.0	26.8	22.6	18.5	36.5	56.4	75.2	88.0
经营性净利率(%)	1.7	1.8	1.5	1.2	2.1	3.0	3.7	4.0
经营性净利润增速(%)	24.0	11.5	-15.5	-18.1	96.8	54.5	33.4	17.0
其他（出售商品等）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	428.8	415.4	385.0	392.7	400.6	408.6	416.7	425.1
收入增速(%)	7.1	-3.1	-7.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
传统业务	-0.8%	中低-	非常好	强	7.8%	10.94	288.0
创新业务	5.6%	中等-	较好	较强	9.0%	12.86	86.9
其他（出售商品等）	2.0%	中低	一般	一般	10.0%	8.35	-
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权投资 价值	总价值
传统业务(亿)	2252.4	1734.2	3986.5	630.9	9.8	361.9	4969.5
创新业务(亿)	8.0	792.0	800.0	162.2	1.9	70.0	1030.3
其他（出售商品等）(亿)	0.4	-	-	1.0	0.0	0.1	1.1
公司整体测算(亿)	2260.8	2526.2	4786.6	794.1	11.7	432.0	6001.0

数据来源：壹评级

DDM 估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
传统业务(亿)	3073.7	1029.9	4103.6	630.9	9.8	361.9	5086.6
创新业务(亿)	344.1	424.4	768.5	162.2	1.9	70.0	998.8
其他（出售商品等）(亿)	0.6	-	0.6	1.0	0.0	0.1	1.7
公司整体测算(亿)	3418.4	1454.3	4872.7	794.1	11.7	432.0	6087.1

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性高。公司主营业务所处电信行业为成熟行业，收入规模能见度高、波动阈值小；5G资本开支高峰已过，算力侧投入虽有加码但整体主营成本后续稳中有降，利润端表现略好于收入端，能见度亦较高。工信部每月公布国内电信行业总体及各分业务收入、用户数、渗透率等变动情况，公司每月公布移动、固网宽带等运营数据，对业绩预期均具很好参考性。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。