仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

智能业务有望打开成长空间

华泰研究 季报点评

2026 年 10 月 23 日 | 中国内地/中国香港 通信运营

中国电信发布 2026 年三季度业绩：公司前三季度实现营业收入 3801.00 亿元，同比下降 3.59%；归母净利润 262.07 亿元，同比下降 14.84%。单季度来看，3Q26 实现营业收入 1210.89 亿元，同比下降 3.01%；归母净利润 66.20 亿元，同比下降 14.65%。据公司 2026 年三季报披露，剔除增值税税目调整影响后，公司前三季度主营收入可比口径基本稳定，归母净利润可比口径保持良好增长。我们认为随着公司持续聚焦 Token 经营主线，智能云体系不断丰富，公司有望长期受益于国内 AI 算力需求的增长，智能业务的竞争力将进一步体现，维持“买入”评级。

通信业务夯实用户基础，智能业务拓展增长空间

前三季度公司主营业务收入 3593 亿元，同比下降 1.9%，主要受到增值税调整影响，其中，通信收入 3131 亿元、智能收入 462 亿元。通信业务方面，移动用户较年初净增 662 万户至 4.45 亿户，其中 5G 网络用户渗透率达 74.2%；有线宽带用户净增 37 万户至 2.01 亿户。手机上网总流量同比增长 12.7%，流量需求继续扩张。智能业务方面，公司继续坚持以 Token 经营为主线，升级星辰 TokenHub 平台，Token 日调用量高速增长，并推动“智云城市”落地，发布星辰超级智能体 TeleAgent。我们看好算力、平台、模型与智能应用协同发展的空间，持续关注 AI 需求向收入的转化。

盈利能力因增值税调整短期承压，经营现金流改善

前三季度公司归母净利率为 6.89%，同比下降 0.91pct；3Q26 归母净利率为 5.47%，同比下降 0.75pct，主要受到增值税调整的影响，后续随着公司智能化业务、AI 算力业务逐步起量，业绩有望进一步增长。现金流方面，经营活动现金流净额 977.17 亿元，同比增长 11.92%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 439.62 亿元，同比下降 1.95%。经营现金流改善、资本性现金支出下降，有利于增强资金保障及股东回报能力。

长期有望受益于 AI 算力需求；维持“买入”评级

考虑到智能化业务的发展，预计公司 2026—2028 年归母净利润为人民币 282/295/307 亿元（较前值上调 0.8%/0.3%/0.2%）；预计 BPS 分别为 5.07/5.16/5.25 元。我们看好公司在 AI 智算领域的竞争力及 Token 经营带来的长期成长，切换至 2027 年估值，给予 A 股 1.6 倍 2027 年 PB（全球可比平均：1.23 倍），对应目标价 8.26 元（前值：8.11 元，基于 1.6 倍 2026 年 PB）；参考过去一月 AH 股溢价率均值 66.53%，给予 H 股 0.96 倍 2027 年 PB，对应目标价 5.77 港币（前值：6.01 港币，基于 57.04%AH 溢价率），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：8.26	港币：5.77

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

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

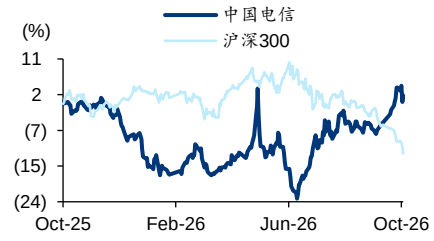
陈越兮* 研究员
SAC No. S0570525070005 chenyuexi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

唐攀尧* 研究员
SAC No. S0570526040003 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 22 日)	6.72	4.37
市值 (百万)	614,928	399,429
6 个月平均日成交额 (百万)	941.52	333.64
52 周价格范围	5.19-7.12	4.24-6.08

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)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	523,925	513,810	522,321	529,484
+/-%	0.07	(1.93)	1.66	1.37
归属母公司净利润 (百万)	33,185	28,238	29,540	30,707
+/-%	0.52	(14.91)	4.61	3.95
EPS (最新摊薄)	0.36	0.31	0.32	0.34
ROE (%)	7.27	6.11	6.31	6.44
PE (倍)	18.53	21.78	20.82	20.03
PB (倍)	1.33	1.32	1.30	1.28
EV EBITDA (倍)	4.03	4.32	4.13	3.99
股息率 (%)	4.05	3.47	3.65	3.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测及估值

考虑到智能化业务的发展，预计公司 2026—2028 年归母净利润为人民币 282/295/307 亿元（较前值上调 0.8%/0.3%/0.2%）；预计 BPS 分别为 5.07/5.16/5.25 元。我们看好公司在 AI 智算领域的竞争力及 Token 经营带来的长期成长，切换至 2027 年估值，给予 A 股 1.6 倍 2027 年 PB（全球可比平均：1.23 倍），对应目标价 8.26 元（前值：8.11 元，基于 1.6 倍 2026 年 PB）；参考过去一月 AH 股溢价率均值 66.53%，给予 H 股 0.96 倍 2027 年 PB，对应目标价 5.77 港币（前值：6.01 港币，基于 57.04%AH 溢价率），维持“买入”评级。

图表1： 全球主要运营商 PB 估值水平（2026-10-22）

		股价	BPS（人民币元）			PB（倍）		
公司名称	公司代码	(元)	2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
中国移动-A	600941 CH	99.00	65.62	67.42	69.32	1.51	1.47	1.43
中国联通-A	600050 CH	4.29	5.39	5.58	5.75	0.80	0.77	0.75
Verizon	VZ US	43.56	181.61	189.23	200.83	1.61	1.55	1.46
AT&T	T US	21.91	121.15	121.15	129.87	1.22	1.22	1.13
Telefonica	TEF SM	3.42	25.28	22.69	23.39	1.02	1.13	1.10
Orange	ORA FP	14.10	93.10	95.01	95.01	1.14	1.12	1.12
SK Telecom	034730 KS	76200.00	286.06	309.36	323.75	1.34	1.24	1.19
LG Uplus Corp	032640 KS	14430.00	109.11	113.65	120.34	0.67	0.64	0.60
Nippon Telegraph	9432 JP	178.10	5.98	5.71	6.08	1.26	1.32	1.24
Telekomunikasi	TLKM IJ	2200.00	0.64	0.66	0.67	1.28	1.24	1.22
HKT-SS	6823 HK	11.94	4.7	4.54	4.47	2.18	2.25	2.29
平均值						**1.27**	**1.27**	**1.23**

注：盈利预测和估值数据来自 10 月 22 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 0.86

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		4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	YoY	4Q26E	YoY
总收入	Rmb mn	129,655	131,394	127,616	121,089	-3.0%	133,711	3.1%
营业成本	Rmb mn	96,804	94,441	87,480	86,439	-1.8%	99,708	3.0%
毛利率	%	25.34	28.12	31	29	-0.89pct	25.43	+0.09pct
销售及管理费用	Rmb mn	24,350	23,512	19,289	21,579	-0.1%	30,540	25.40%
研发费用	Rmb mn	6,463	1,780	3,428	3,398	-21.9%	7,109	10%
财务费用	Rmb mn	-66	17	76	102	-36.0%	18	-127%
营业利润	Rmb mn	6,012	9,478	16,415	8,219	-14.2%	4,907	-18%
税前利润	Rmb mn	3,230	9,324	16,439	8,605	-12.7%	2,649	-18%
所得税	Rmb mn	778	2,051	4,227	1,903	-9.5%	646	-17%
少数股东损益	Rmb mn	40	-77	-26	82	-	-12	-
归母净利润	Rmb mn	2,411	7,350	12,238	6,620	-14.7%	2,030	-16%
非经常性损益	Rmb mn	-221	776	1,322	832	6.7%	-232	5%
净利润(扣非)	Rmb mn	2,632	6,574	10,916	5,788	-17.0%	2,262	-14%
EPS	Rmb/sh	0.03	0.08	0.13	0.07	-14.7%	0.02	-16%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.03	0.07	0.12	0.06	-17.0%	0.02	-18%

资料来源：Wind，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

图表3：核心假设和财务预测

驱动概览		**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
国内电信业务收入增速	%	3.2	0.7	-0.5	1.2	1.1
国内电信业务总量增速	%	10.0	9.1	8.4	7.7	7.1
核心经营指标						
移动用户数	百万户	424.5	439.0	445.0	463.8	480.0
移动业务 ARPU	元/户/月	45.60	45.10	43.7	42.8	41.9
有线宽带用户数	百万户	197.4	201.0	202.4	205.4	208.4
家庭宽带用户 ARPU	元/户/月	47.6	47.1	45.1	44.2	43.4
天翼云业务收入	Rmb mn	113,900.0	120,700.0	125,528.0	130,047.0	134,541.4
yoy	%	17.2	6.0	4.0	3.6	3.5
总收入	**Rmb mn**	523,569	523,925	513,810	522,321	529,484
yoy	**%**	3.1%	0.1%	-1.9%	1.7%	1.4%
分部收入						
移动通信服务收入	Rmb mn	202,524	204,528	196,011	197,972	199,951
固网及智慧家庭服务收入	Rmb mn	125,680	125,979	124,467	125,712	126,718
产业数字化服务收入	Rmb mn	146,588	147,307	150,990	155,519	159,718
出售商品及其他收入	Rmb mn	47,384	44,135	42,342	43,119	43,096
分部毛利率						
电信服务业务	%	30.8	30.8	24.7	21.2	20.4
其他业务（手机销售）	%	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	1070	1137	1109	1089	1055
EBITDA	Rmb bn	1400	1469	1392	1385	1362
联合营公司投资收益	Rmb bn	2	3	3	3	3
净利润	**Rmb bn**	330	332	282	295	307
扣非净利润	Rmb bn	307	313	255	282	289
EPS	**Rmb/sh**	0.36	0.36	0.31	0.32	0.34
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.34	0.34	0.28	0.31	0.32
BVPS	Rmb/sh	4.94	5.04	5.07	5.16	5.25
资本支出	Rmb mn	-93,513	-73,148	-73,000	-67,064	-61,201

资料来源：Wind，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

图表4：实际和预测比较-季度

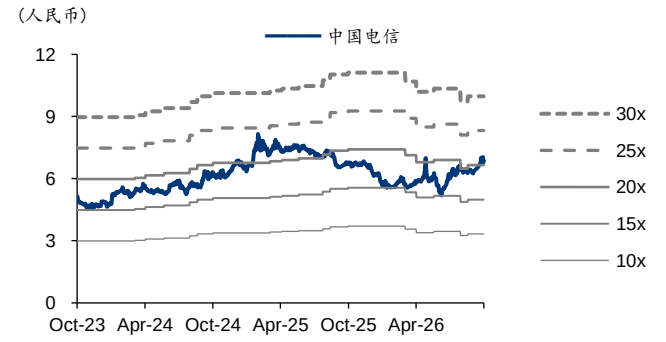
		2026Q2	2026Q3	YoY	2026Q3 E	A vs E
总收入	Rmb mn	127616	121089	-3%	122351	-1%
营业成本	Rmb mn	87480	86439	-2%	86428	0%
毛利率	%	31.45	28.62	-0.89pct	29	-0.74pct
销售及管理费用	Rmb mn	19289	21579	0%	21159	2%
研发费用	Rmb mn	3428	3398	-22%	4784	-29%
财务费用	Rmb mn	76	102	-36%	160	-36%
营业利润	Rmb mn	16415	8219	-14%	8048	2%
税前利润	Rmb mn	16439	8605	-13%	8278	4%
所得税	Rmb mn	4227	1903	-10%	1766	8%
少数股东损益	Rmb mn	(26)	82	-	(4)	-
归母净利润	Rmb mn	12238	6620	-15%	6515	2%
非经常性损益	Rmb mn	1322	832	7%	819	2%
净利润(扣非)	Rmb mn	10916	5788	-17%	5696	2%
EPS	Rmb/sh	0.13	0.07	-15%	0.07	0%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.12	0.06	-17%	0.06	0%
核心财务指标						
有效税率	%	25.71	22.12	-3.6pct	21.33	0.78pct
少数股东损益占比	%	(0.21)	1.23	1.44pct	(0.06)	1.29pct

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

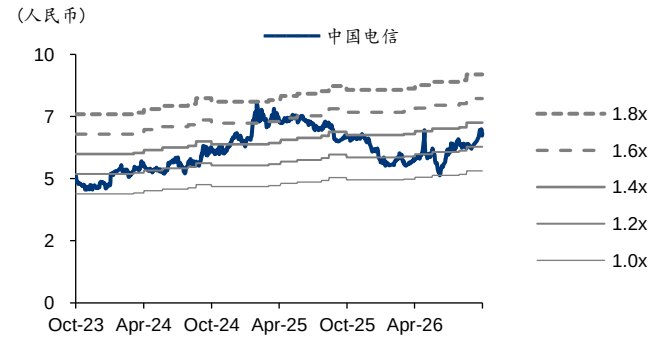
1）ARPU 改善低于预期；2）5G 资本支出超出预期；3）竞争加剧；4）公司采取更为保守的派息政策。

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

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	188,125	206,135	123,124	206,276	191,860
现金	102,009	99,806	63,790	98,814	131,784
应收账款	39,648	50,165	9,653	51,284	6,076
其他应收账款	9,688	8,918	8,846	9,703	8,282
预付账款	7,356	7,617	4,549	7,622	7,089
存货	3,267	3,431	4,659	3,565	4,772
其他流动资产	26,157	36,197	31,626	35,288	33,857
非流动资产	678,500	664,509	689,026	673,920	652,761
长期投资	44,177	45,280	47,991	50,851	53,840
固定投资	426,647	415,707	399,815	379,514	353,521
无形资产	47,678	49,710	47,113	46,186	45,035
其他非流动资产	159,998	153,811	194,107	197,370	200,364
资产总计	866,625	870,644	812,150	880,196	844,621
流动负债	325,377	323,713	277,711	336,439	291,787
短期借款	2,835	2,448	5,791	8,163	10,503
应付账款	145,344	140,179	131,836	147,127	135,661
其他流动负债	177,198	181,085	140,084	181,150	145,623
非流动负债	84,696	78,671	62,797	63,861	64,646
长期借款	7,459	6,109	6,250	6,416	6,577
其他非流动负债	77,237	72,562	56,547	57,445	58,070
负债合计	410,073	402,384	340,509	400,300	356,434
少数股东权益	4,162	7,432	4,338	7,498	7,533
股本	91,507	91,507	91,507	91,507	91,507
资本公积	69,592	69,997	69,394	69,394	69,394
留存公积	291,291	298,694	271,188	311,497	319,753
归属母公司股东权益	452,390	460,828	432,089	472,398	480,654
负债和股东权益	866,625	870,644	812,150	880,196	844,621

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	145,268	124,519	117,985	76,684	69,061
净利润	32,975	33,223	28,238	29,540	30,707
折旧摊销	101,044	104,027	102,654	100,282	96,466
财务费用	(228.00)	388.48	(213.79)	(196.39)	(212.34)
投资损失	(2,597)	(2,983)	(2,711)	(2,860)	(2,989)
营运资金变动	9,141	(24,405)	(7,540)	7,928	403.05
其他经营现金	4,933	14,267	(2,443)	(58,010)	(55,314)
投资活动现金	(101,294)	(97,840)	(27,971)	(23,362)	(16,588)
资本支出	(93,513)	(80,400)	(73,000)	(66,263)	(60,454)
长期投资	(14.61)	(12,455)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(7,766)	(12,237)	45,029	42,901	43,866
筹资活动现金	(42,902)	(47,387)	(35,280)	(18,298)	(19,503)
短期借款	(31.52)	(386.27)	3,343	2,371	2,340
长期借款	2,317	(1,349)	140.86	165.92	160.85
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	12.35	405.30	(603.39)	0.00	0.00
其他筹资现金	(45,200)	(46,056)	(38,160)	(20,835)	(22,004)
现金净增加额	1,161	(20,813)	54,734	35,024	32,970

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	523,569	523,925	513,810	522,321	529,484
营业成本	(373,498)	(371,562)	(368,068)	(394,475)	(407,891)
营业税金及附加	(2,184)	2,349	2,304	2,342	2,374
营业费用	(55,482)	53,897	56,648	58,875	58,751
管理费用	(37,127)	36,413	38,272	39,776	39,692
财务费用	(228.00)	388.48	(213.79)	(196.39)	(212.34)
资产减值损失	(120.00)	(535.47)	(525.14)	(533.84)	(541.16)
公允价值变动收益	(1,077)	1,054	1,033	1,050	1,065
投资净收益	2,626	2,983	2,925	2,974	3,014
营业利润	42,597	45,855	39,019	40,819	42,431
营业外收入	4,017	4,540	3,864	4,042	4,201
营业外支出	(4,442)	(7,716)	(6,565)	(6,868)	(7,139)
利润总额	42,172	42,680	36,317	37,993	39,493
所得税	(9,197)	9,457	(8,047)	(8,418)	(8,751)
净利润	32,975	33,223	28,205	29,507	30,672
少数股东损益	(37.00)	38.06	(32.33)	(33.83)	(35.16)
归属母公司净利润	33,012	33,185	28,238	29,540	30,707
EBITDA	140,010	146,937	139,185	138,471	136,171
EPS (人民币，基本)	0.36	0.36	0.31	0.32	0.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	3.10	0.07	(1.93)	1.66	1.37
营业利润	0.07	7.65	(14.91)	4.61	3.95
归属母公司净利润	8.43	0.52	(14.91)	4.61	3.95
获利能力 (%)					
毛利率	28.66	29.08	28.37	24.48	22.96
净利率	6.31	6.33	5.50	5.66	5.80
ROE	7.37	7.27	6.11	6.31	6.44
ROIC	0.07	0.07	0.06	0.06	0.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	0.47	0.46	0.42	0.45	0.42
净负债比率 (%)	(8.06)	(2.94)	(5.63)	(12.26)	(18.25)
流动比率	0.58	0.64	0.44	0.61	0.66
速动比率	0.57	0.63	0.43	0.60	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.61	0.61	0.62	0.61
应收账款周转率	7.26	6.42	8.19	8.38	8.68
应付账款周转率	2.13	2.06	2.29	2.33	2.33
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.36	0.31	0.32	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.36	1.29	0.84	0.75
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.04	5.07	5.16	5.25
估值比率					
PE (倍)	18.67	18.53	21.78	20.82	20.03
PB (倍)	1.36	1.33	1.32	1.30	1.28
EV EBITDA (倍)	4.13	4.03	4.32	4.13	3.99

资料来源：公司公告、华泰研究预测

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，王兴、王珂、陈越兮、唐攀尧，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。华泰证券对本报告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。

仅供内部参考，请勿外传！

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、王珂、陈越兮、唐攀尧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，不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。

仅供内部参考，请勿外传！



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

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

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

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2026年华泰证券股份有限公司