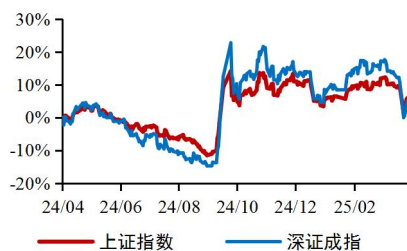


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 4 月 14 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,238.23	0.45
深证成指	9,834.44	0.82
沪深 300	3,750.52	0.41
中小板指	6,174.23	1.22
创业板指	1,926.37	1.36
科创 50	1,011.71	2.07

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【公司评论】中国电信(601728.SH)：中国电信（601728.SH）-聚焦算力投资，拓展新兴领域

【行业评论】【山证医药】GLP-1 创新药观点更新：减重降糖新药 GLP-1 RA 持续拓展适应症，国产 GLP-1 双靶点药物即将上市

【行业评论】【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 3 月营收数据速递 20250411



【今日要点】

【公司评论】中国电信(601728.SH)：中国电信（601728.SH）-聚焦算力投资，拓展新兴领域

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 中国电信发布 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营收 5235.69 亿元，同比+3.1%。其中，服务收入为 4820.33 亿元，同比+3.7%；EBITDA 为 1408.47 亿元，同比+2.9%；归母净利润 330.12 亿元，同比+8.4%，扣非后归母净利润 307.42 亿元，同比+4.0%；EPS 为 0.36 元，同比+8.4%。
- 事件点评：
- 1) 基础业务稳健增长，基本盘良好
- 2024 年，公司移动通信服务收入 2,025 亿元，同比+3.5%，其中，移动增值及应用收入 299 亿元，同比+16.1%；移动用户规模达 4.25 亿户，净增 0.17 亿户，移动用户 ARPU 达 45.6 元，同比小幅上涨 0.2 元。我们认为，公司将大力丰富融合场景平台内容，加快移动网络向 5G-A 升级，通过 AI 技术重塑 5G 应用和客户感知，不断推进 AI 应用升级，加快量子密信密话、手机直连卫星等战新业务规模拓展，业务价值量有望维持稳定。
- 固网及智慧家庭服务收入 1,257 亿元，同比+2.1%，其中，智慧家庭业务收入 221 亿元，同比+16.8%；宽带用户达到 1.97 亿户，净增 0.07 亿户；宽带综合 ARPU 达 47.6 元，同比基本持平。我们认为，智慧家庭业务成为主要增长驱动力，用户价值提升将成为主旋律，FTTR 市场及千兆应用市场空间广阔，公司围绕“美好家”品牌，加快全屋智能应用推广、智家应用焕新升级，积极创造 AI+应用新场景，叠加下沉市场的开拓，有望形成具有品牌效应的社区、乡村生活圈和服务圈，继续保持差异化发展动能。
- 2) 产数业务收入目标达成，新兴领域注入新活力
- 天翼云全面迈向智能云，战新出海取得突破。2024 年，产业数字化收入达 1,466 亿元，同比+5.5%，占服务收入比达到 30.4%，同比+0.5pct，完成占收比 30%的目标。天翼云收入达 1,139 亿元，同比+17.1%；视联网收入同比+40.1%。海外业务积极拓展，东南亚、中东非等区域成为国际业务重要增长极，云、量子、卫星、车联网、视联网等战新业务在海外取得突破，国际业务收入 168.8 亿元，同比+15.4%，全球业务覆盖方向超 260 个；天翼云海外收入翻倍；海外车联网连接数超 60 万。我们认为，公司凭借“息壤”一体化智算服务平台，突破了分布式推理、混合训推、百公里无损传输等关键技术，有望受益于大模型在社会千行百业的渗透率提高，数字化需求仍将作为公司重要的第二增长曲线。
- AI、量子/安全、卫星通信等领域开辟新的增长赛道。2024 年，公司 AIDC 收入 330 亿元，同比+7.3%；智能收入 89 亿元，同比+195.7%。AI 行业大模型服务场景化客户超 1 万户，推出内置自研星辰语音语

义通用大模型的定制 AI 手机，并推出 AI 摄像头、AI 云电脑、AI 家庭中屏等智能终端，完成多种主流智算芯片与 DeepSeek-R1/V3 系列大模型的深度适配优化，成为国内首家实现 DeepSeek 模型全栈国产化推理服务落地的运营商级云平台。公司安全&量子服务能力持续提升，量子领域重要行业客户超 2000 家，量子密话密信用户数超 500 万，安全收入 162 亿元，同比+17.2%。卫星通信领域，手机直连卫星用户超 240 万，全球首创“汽车直连卫星”，协同多家车企跨领域合作，卫星通信收入同比+71.2%。我们认为，公司在新兴领域已取得了显著突破，在星地融合、通感一体、无线 AI 等 6G 关键技术领域完成多项行业首发的外场试验，影响力不断提升，有望为公司创造新的增长活力。

➤ **3) 资本开支持续下降，算力投资仍是重点**

➤ **公司坚持稳健精准投资策略，支撑战略新兴业务培育和发展，打造云网融合数字信息基础设施。**智算布局超预期，已接入 50 家算力合作伙伴，自有+第三方智算调度规模 62EFLOPS，建成京津冀、长三角两个全液冷万卡池，在粤苏浙蒙贵等区域部署千卡池，自有智算资源达 35EFLOPS（2024 年计划建成 21EFLOPS），同比+218%，使用率超 90%。2024 年公司资本开支 935 亿元，同比-5.4%；计划 2025 年为 836 亿元，同比-10.6%，但其中算力投资预计同比+22%，且将根据需求灵活调整，不设上限。我们认为，公司面向 AI 适度超前布局云网基础设施、IDC 向 AIDC 升级的趋势不改，AI 赋能将引领网络价值提升，云计算仍是未来业务转型的核心。

➤ **展望：**公司力争 2025 年收入、EBITDA、净利润良好增长，智能收入高速增长，保持云计算良好增长。公司高度重视股东回报，持续推进市场价值和企业价值同步增长，努力增强盈利和现金流创造能力，计划 2024 年度派息率为 72%，合计每股股息 0.2598 元（含税），总额同比+11.4%。从 2024 年起，三年内公司以现金方式分配的利润将逐步提升至当年股东应占利润的 75%以上，持续为股东创造更大价值。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 345.64/358.77/371.57 亿元，同比增长 4.7%/3.8%/3.6%；对应 EPS 为 0.38/0.39/0.41 元，2025 年 04 月 09 日收盘价对应 PE 分别为 22.0/21.2/20.4 倍，我们认为公司收入利润增长稳健，同时资本开支占收比继续下降，分红率持续提升，估值对比海外主流运营商仍有提升空间，维持“买入-A”评级。

➤

➤

➤ **风险提示：**

➤ 通信行业用户增速下降的风险。

➤ 天翼云基数增大以及市场竞争激烈下增速放缓风险。

➤ 由于外部政策限制或内部供给有限新增智算目标无法按时完成风险。

【行业评论】【山证医药】GLP-1 创新药观点更新：减重降糖新药 GLP-1 RA 持续拓展适应症，国产 GLP-1 双靶点药物即将上市

魏贇 weiyun@sxzq.com

- 【山证医药】GLP-1 创新药观点更新：减重降糖新药 GLP-1 RA 持续拓展适应症，国产 GLP-1 双靶点药物即将上市
-
- GLP-1 RA 药物减重降糖效果优异，糖尿病、减重市场空间广阔。GLP-1 受体激动剂改善胰岛素敏感性、促进葡萄糖摄取和增强饱腹感，减重降糖效果显著，降低心血管风险。2024 年全球 GLP-1 药物市场超过 500 亿美元，市场高速增长。我国糖尿病患者患病人数将在 2025 年达到 1.5 亿，糖尿病危险潜在用药患者达 0.7-1.0 亿人，糖尿病并发心血管疾病患者预计达 0.6 亿人。GLP-1RA 减重展示出巨大治疗前景，中国肥胖人数已达 4 亿人。
-
- GLP-1 RA 延缓 AD 患者认知下降、降低糖尿病患 AD 风险。GLP-1 有神经保护和神经营养作用，减少神经炎症，发挥微血管保护作用。利拉鲁肽的 AD 的 2b 期临床中，轻中度 AD 患者给药 1 年后，大脑多个区域的体积损失减少了近 50%，认知功能下降的速度减慢了 18%。一项现实世界研究表明，服用司美格鲁肽的 2 型糖尿病患者被诊断出患有阿尔茨海默氏症的风险降低了 40%至 70%，司美格鲁肽的早期 AD 三期临床正在推进。
-
- GLP-1 RA 改善 MASH 炎症及纤维化，可与 THR- β 、FGF-21 PPAR 联用。GLP-1RA 抑制炎症和纤维化，阻止 MASH 疾病发展。司美格鲁肽 3 期临床中，72 周后，63%患者肝炎症状减轻且未肝纤维化恶化、37%患者肝纤维化改善并未肝炎恶化、33%患者同时 MASH 症状减轻和肝纤维化改善。替尔伯肽在 2 期临床中不加重纤维化下改善 MASH。Retatrutide 2 期研究亚组观察到脂肪肝改善。GLP-1RA 与肝内靶点药物 THR- β 、FGF-21 PPAR 联用有望加强 MASH 治疗效果。
-
- 国产 GLP-1 双靶点药物即将上市，GLP-1 组合靶点临床推进。GLP-1R 激动剂减重降糖优秀，国产双靶点 GLP-1 即将上市，GLP-1/GCG RA 玛仕度肽已提交 NDA，GLP-1/GIP RA HRS9531、HS-20094 进入 3 期，48 周 9mg 玛仕度肽体重降幅 18.6%，24 周 HRS9531 体重降低 16.8%。以 GLP-1 为基础的 GLP-1/GIP、GLP-1/GCG、GLP-1/GCG/GIP、GLP-1/amylin、GLP-1/PYY3-36 是热点的 GLP-1 多靶点开发方向，国产已进入临床。
-

- **重点公司：**GLP-1 药物减重降糖新药不断迭代，在 AD、MASH 临床推进。跨国药企 GLP-1 药物不断打开减重药物天花板，国产双靶 GLP-1 创新药陆续上市，早研的 GLP-1 新药也展示出对外授权的巨大潜力。我们看好 GLP-1 多靶点新药管线布局丰富，在多肽、小分子、偶联等技术具备综合研发实力的创新药企，相关公司：恒瑞医药、翰森制药、信达生物、华东医药、海思科等。
-
- **风险提示：**全球经济及消费增长不及预期风险、新药授权合作破裂风险、医保政策不确定风险、2026 年司美格鲁肽核心专利到期带来仿制药竞争超预期风险、AD、MASH 适应症的高失败率带来的研发失败风险等。

【行业评论】【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 3 月营收数据速递 20250411

王冯 wangfeng@sxzq.com

- **【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 3 月营收数据速递 20250411**
- **#我国出口**
- 2025 年 1-2 月，我国纺织品、服装出口同比下降 2.0%、6.9%。
-
- **#越南出口**
- 2025 年 1、2、3 月，越南纺织品和服装出口同比增长 1.8%、20.7%、14.9%，1-3 月累计同比增长 11.2%；
- 2025 年 1、2、3 月，越南制鞋出口同比增长-3.7%、33.4%、15.9%，1-3 月累计同比增长 12.1%。
-
- **#制鞋：裕元增速提升、丰泰由负转正、来亿高基数情况下增速回落**
- ① **裕元集团：**3 月制造业务营收同比增长 3.5%（2025.2 月为增长 14.9%，2024.3 月为增长 0.2%）。1-3 月营收同比增长 5.9%。
- ② **丰泰企业：**3 月营收同比下降 1.5%（2025.2 月为增长 11.4%，2024.3 月为增长 11.0%）。1-3 月营收同比增长 0.5%。
- ③ **来亿兴业：**3 月营收同比增长 47.2%（2025.2 月为增长 7.0%，2024.3 月为增长 15.5%）。1-3 月营收同比增长 24.6%。
-
- **#制衣：聚阳增速回落、儒鸿延续快速增长**
- ① **聚阳实业：**3 月营收同比增长 10.5%（2025.2 月为增长 8.9%，2024.3 月为增长 12.0%）。1-3 月营

收同比增长 15.3%。

- ② 儒鸿：3 月营收同比增长 20.9%（2025.2 月为增长 20.7%，2024.3 月为增长 17.9%）。1-3 月营收同比增长 22.9%。
-
- 风险提示：国际运动服饰龙头品牌库存消化不及预期；汇率大幅波动；关税风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

