

中国移动：数字经济龙头，开启十年新征程 买入（首次）

2022年03月17日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	768,070	826,029	895,807	977,040
同比（%）	3.0%	7.5%	8.4%	9.1%
归母净利润（百万元）	107,837	116,229	125,699	136,777
同比（%）	1.4%	7.8%	8.1%	8.8%
每股收益（元/股）	5.27	5.44	5.88	6.40
P/E（倍）	11.58	11.22	10.37	9.53

投资要点

- **全球领先的移动通信服务运营商，数字经济的核心底座：**中国移动是全球领先的通讯服务运营商，在用户规模、通信基站等方面均处于行业领先水平；随着数字经济的快速推进，运营商作为重要的基础设施，在企业数字化转型、5G 创新应用落地以及万物互联起到关键重要的支撑作用。
- **ARPU 稳步向上，基本面确定性长期持续向上：**随着 5G 用户渗透率的逐步提升，叠加提速降费压力的逐步释放，移动业务 ARPU 将实现稳步向上。2021 年 1-3 季度 ARPU 增速达到 6%，因此我们预计随着 ARPU 值的逐步提升，中国移动业绩将迎逐步改善；公司 N 端业务带动产业生态升级，公司利用 5G 网络、千兆宽带等领先技术，依托客户与渠道规模优势，全力打造包括咪咕视频在内的“咪咕”系列产品，同时积极打造第三方平台，大力推广保险经纪、支付等新兴业务发展。中国移动加强内部数字化转型建设，销售上进一步实现精准营销，内部加快数字化运营，同时与广电共建共享进一步节省资本开支，实现降本提效。综上，在收入稳步提升，成本端紧抓降本提效，我们看好中国移动业绩持续稳步向好。
- **投资版图广阔，打造核心生态圈：**中国移动成立专项产投基金，投资版图覆盖境内外基础电信服务、新媒体、新技术等 TMT 相关领域，未来将通过并购+参股+创投的方式，来实施千亿产业的拉动计划，丰富自身业务布局版图，我们认为随着核心生态圈的逐步构建，更加深入了解行业发展态势，提升投资版图更广阔的无边界扩张能力。
- **当前处于历史估值低位，估值修复与提升仍有空间：**随着 ARPU 值改善带来的业绩稳增，同时 B 端业务驱动力逐步显现，估值修复仍有空间，其次从云的角度来讲，当前市场对中国移动按照传统业务进行统一估值，对于现有的云业务并未给予相应合理估值，2021 年上半年中国移动云收入为 97 亿元，超过 2020 年全年，对比优刻得、金山云以及青云，我们认为中国移动在基础资源以及技术等方面也具有优势，因此，随着移动云业务的高速增长，将进一步带动中国移动估值提升。
- **重视股东回报与员工激励：**2022 年 1 月 26 日，中国移动计划回购港股不超过 20.48 亿股，回购彰显业务信心，同时为有效激发企业活力，向 9914 名管理骨干及核心人才授予约 3.06 亿股股票期权，重视员工激励；截止 3 月 17 日，中国移动股息率为 6.19%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计中国移动 2021-2023 年营业收入为 8260.29/8958.07/9770.40 亿元，2021-2023 年归母净利润为 1162.29/1256.99/1367.77 亿元，EPS 分别为 5.44/5.88/6.40 元，对应当前股价的 PE 为 11/10/9.5 倍，我们认为中国移动当前综合实力位于全球前列，同时 C 端业务改善，B 端业务进展顺利，估值将逐步提升，参考国外运营商的估值水平，2022 年我们给予 2 倍 PB 目标估值以及 20 倍 PE 目标估值，对应目标价均值为 109.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**提速降费压力加大；市场竞争加剧；5G 渗透率不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.03
一年最低/最高价	57.58/68.40
市净率(倍)	1.09
流通 A 股市值(百万元)	24520.60

基础数据

每股净资产(元)	55.83
资产负债率(%)	35.23
总股本(百万股)	21362.83
流通 A 股(百万股)	400.60

内容目录

1. 中国移动：领先的综合信息服务商，过去 20 年的辉煌与落寞	5
1.1. 回顾过往二十载，探究中国移动的冰与火	5
1.2. 经营水平稳步提升，业绩指标初见拐点	7
2. 从当前时点，我们应该如何看待中国移动的投资价值	10
2.1. 业务角度：CHBN 合力驱动业绩向上	10
2.1.1. C 端业务压力逐步释放，业绩稳步提升	10
2.1.2. H 端业务规模增进，业绩大幅提升	11
2.1.3. B 端业务话语权提升，成为又一增长驱动力	12
2.1.4. N 端业务保持领先，带动网络生态升级	14
2.2. 移动云业务收入加速增长	15
2.3. 财务角度：重视内部数字化转型，强调降本增效	17
2.3.1. 加强内部数字化转型建设	17
2.3.2. 联手广电共建共享	18
2.4. 估值角度：历史估值低位，未来 10 年发展展望好	19
2.4.1. 当前处于历史估值低位，估值修复仍有空间	19
2.4.2. 未来移动前景	19
2.5. 创新机制角度：重视投资、股权激励，加快新业务布局	20
2.5.1. 成立专项产投基金，实现投资版图广覆盖	20
2.5.2. 重视员工激励及股东回报	22
3. 盈利预测与投资评级	23
3.1. 关键假设	23
3.2. 盈利预测	23
3.3. 投资评级与估值	24
4. 风险提示	27

图表目录

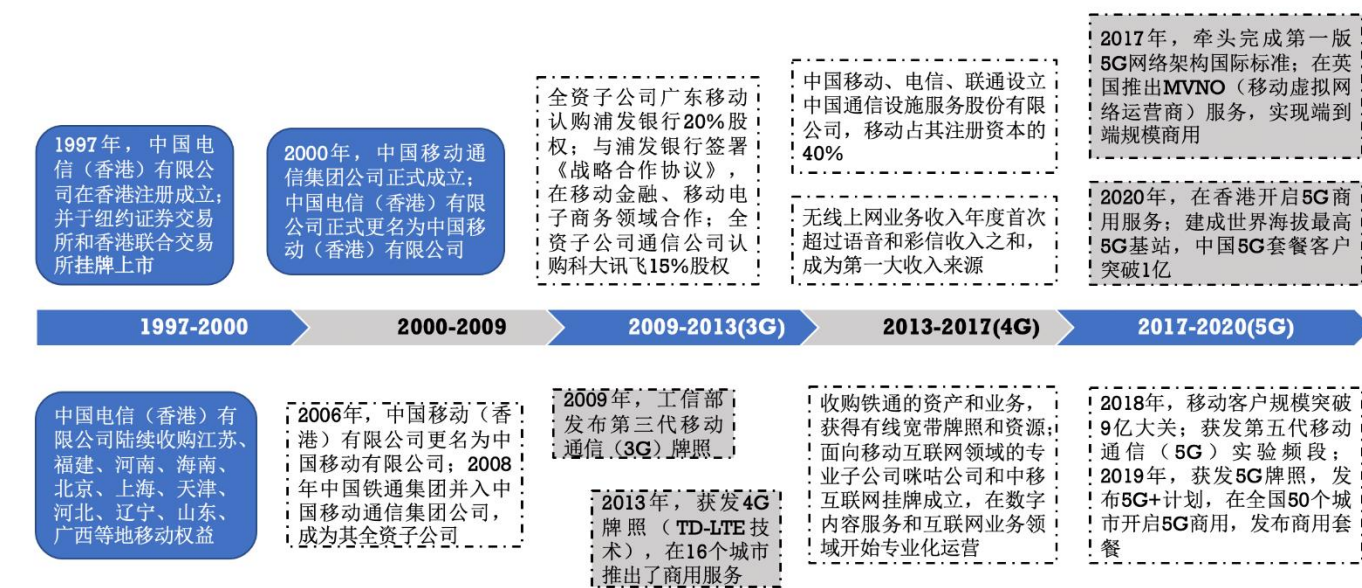
图 1: 中国移动大事记	5
图 2: 中国移动 (港股) 上市至今股价走势 (港元)	5
图 3: 中国移动历史 4G、5G 基站数变化情况	6
图 4: 中国移动总营收及增长情况	7
图 5: 中国移动归母净利润及增长情况	7
图 6: 中国移动营收构成 (%)	7
图 7: 中国移动数据业务收入构成 (亿元)	7
图 8: 中国移动移动业务客户总数及增长情况	8
图 9: 中国移动移动业务平均每月每户收入 ARPU 及增长情况	8
图 10: 中国移动平均每月每户手机上网流量 DOU(GB/用户/月)	8
图 11: 中国移动 DICT 业务情况 (亿元, %)	9
图 12: 中国移动折旧摊销及占收比 (亿元, %)	9
图 13: 现金流净额及占收比 (亿元, %)	9
图 14: 5G 套餐用户数及增速 (亿户, %)	10
图 15: 手机上网 DOU 情况 (GB, %)	11
图 16: 移动 ARPU 情况及增速 (元, %)	11
图 17: 中国 AR/VR 市场规模预测 (亿元)	11
图 18: 中国可穿戴设备市场规模及预测 (亿元)	11
图 19: 智慧家庭服务场景示意	12
图 20: 中国移动主营业务收入构成 (%)	12
图 21: 中国移动政企市场投入	13
图 22: 政企市场收入 (亿元, %)	14
图 23: 政企客户 (万家)	14
图 24: 网络切片概念	14
图 25: 新兴市场收入 (亿元, %)	15
图 26: 2021 年第三季度中国云服务市场份额 (%)	16
图 27: 移动云业务收入情况 (亿元, %)	17
图 28: 中国移动网络智能化发展思路	17
图 29: 中国移动贵州智能运维系统	17
图 30: 四大运营商 5G 频谱分配情况	18
图 31: 中国移动 PB-band	19
图 32: 中国移动投资公司版图	21
图 33: 中国移动历史派息、收益、股利支付率	23
表 1: 云业务公司市值及收入情况 (截至 2022 年 3 月 17 日)	16
表 2: 中国移动长期股权投资构成 (截至 2021 年 6 月 30 日)	21
表 3: 中国移动投资公司近期投资项目	22
表 4: 中国移动营业收入拆分	23
表 5: 可比公司估值 (2022 年 3 月 17 日)	24
表 6: 可比公司估值 (2022 年 3 月 17 日)	25
表 7: 2011-2020 年海外运营商 PB 估值情况	25

表 8: 2011-2020 年海外运营商 PE 估值情况	26
-------------------------------------	----

1. 中国移动：领先的综合信息服务商，过去 20 年的辉煌与落寞

中国移动有限公司在中国内地所有三十一个省、自治区、直辖市以及中国香港特别行政区提供全业务通信服务，业务主要涵盖移动话音和数据、有线宽带以及其他信息通信服务，是中国内地最大的通信服务供应商，亦是全球网络和客户规模最大、盈利能力领先、市值排名位居前列的世界级电信运营商。1997 年 9 月 3 日，中国移动在香港成立，并于 1997 年 10 月 22 日和 23 日分别在纽约证券交易所和香港联合交易所有限公司上市。

图 1：中国移动大事记



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 回顾过往二十载，探究中国移动的冰与火

我们回顾中国移动上市至今股价走势，以 2008 年为分界点，将中国移动划分为两个阶段：

图 2：中国移动（港股）上市至今股价走势（港元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

阶段一：上市至 2008 年，模拟信号转向数字信号，移动终端普及率快速提升，从中国移动的业务指标数据来看，2003 年-2008 年，ARPU 值虽然逐步下滑，但是用户数增速基本保持在 20% 左右，因此，反应在最终的财务报表上，归母净利润增速均保持高速增长（2003 年-2008 年利润增速分别为 9.11%、18.12%、28.55%、22.78%、30.26% 以及 29.50%，CAGR 增速为 26.7%）。1997 年至 2008 年，国内运营商持续享受移动用户数增长带来的业绩增长。

阶段二：传统业务进入增长疲软阶段，运营商业绩增速开始逐步放缓，主要原因为：

1) 用户角度：移动终端渗透率逐步达到高位，用户增长红利逐步消退；同时国内运营商的服务质量逐步提升，因此用户的需求关注度逐步从服务转向内容；

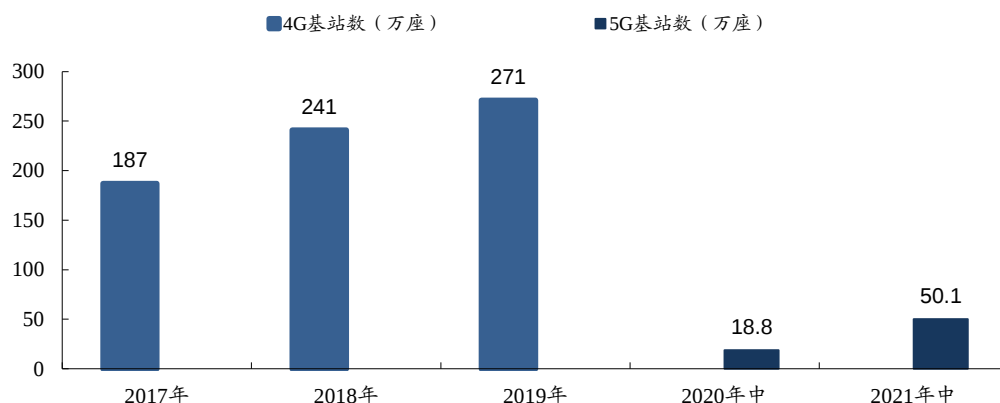
2) 话语权的角度：用户关注度重心的转移，给互联网厂商带来更多机会，运营商逐步沦为管道商，丢失定价话语权；

3) 政策角度：政府工作报告以及国务院等部门不断提出提速降费要求，运营商流量资费连降多年，营收驱动力受到伤害。

综上所述，中国移动随着移动用户增长红利的逐步减弱，同时叠加 ARPU 值的连降，归母利润增速开始逐步放缓。

目前，中国移动是中国最大的电信运营商，亦是全球网络和客户规模最大、盈利能力领先、市值排名位居前列的世界级电信运营商。截止 2021 年 12 月，中国移动客户数为 9.56 亿户，市场份额为 58.22%；截至 2021 年 6 月，移动有线宽带客户数为 2.26 亿户，市场份额为 47.01%。截止 2021 年 11 月，中国移动已有 5G 基站超过 56 万个，占全球 5G 基站总数的 36% 以上，5G 终端连接数超过 1.6 亿个，占全球总量的 40% 以上，数据中心机架超过 108 万架，处于全球行业领先地位。

图 3：中国移动历史 4G、5G 基站数变化情况

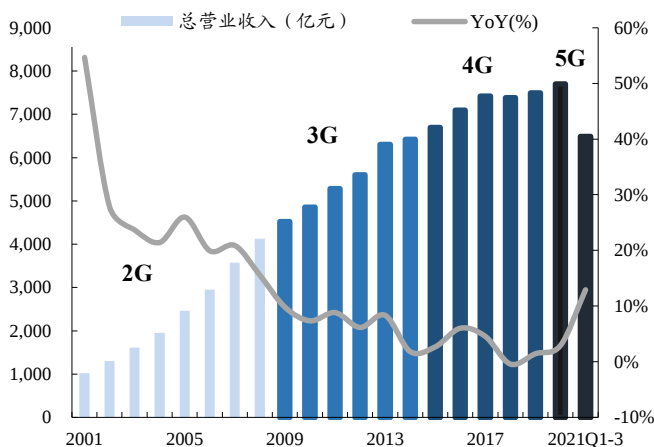


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. 经营水平稳步提升，业绩指标初见拐点

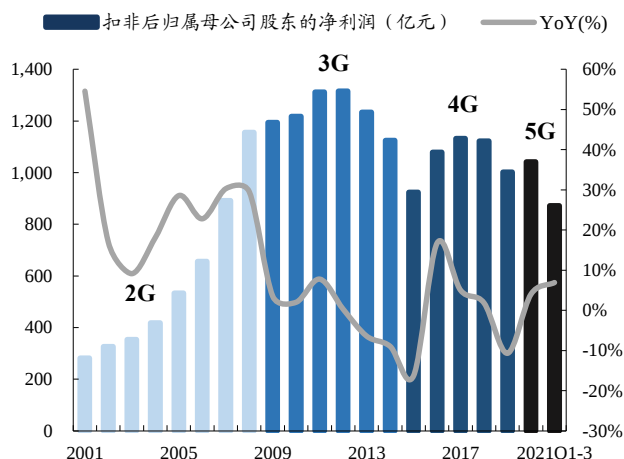
4G 时期中国移动营收和归母净利润增速放缓。2019 年公司实现总营收 7490.31 亿元，同比上升 1.42%；实现归母净利润 1001.67 亿元，同比下降 10.7%。2020 年公司实现总营收 7701.01 亿元，同比上升 2.9%；实现归母净利润 1041.92 亿元，同比上升 4.02%。2021 年前三季度公司实现总营收 6846 亿元，同比上升 12.9%；实现归母净利润 872 亿元，同比上升 6.9%，业绩增长趋势显现。

图 4：中国移动总营收及增长情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

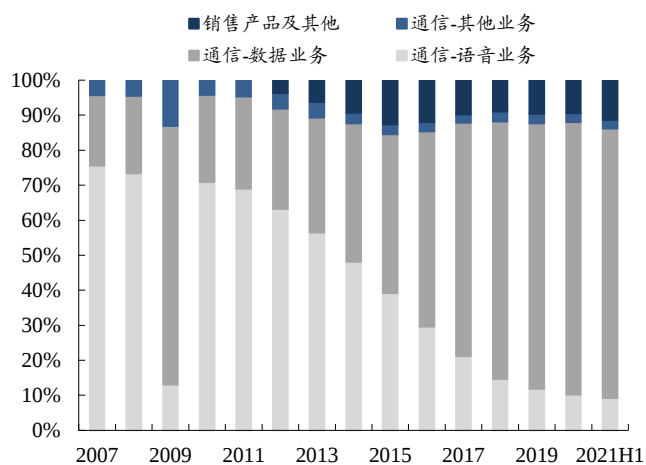
图 5：中国移动归母净利润及增长情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

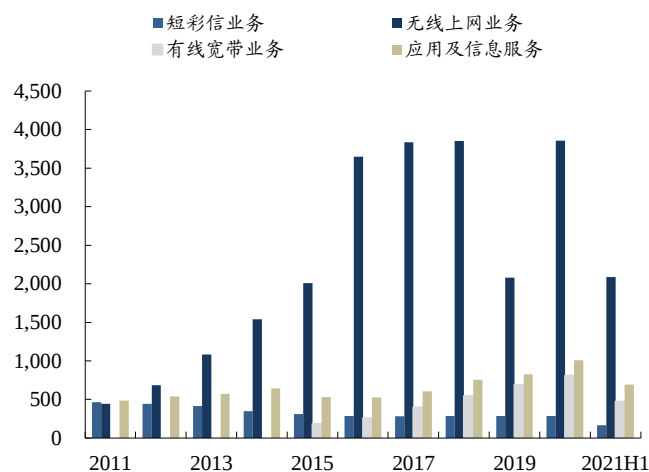
业务转型，语音业务占比下降，数据业务占比上升。移动互联网的快速发展冲击着语音业务，2012 年后语音业务收入持续下滑，2015 年数据业务对总营收贡献超过语音业务。在数据业务中，短信业务受 OTT 业务替代的影响，对收入的贡献持续下滑，无线上网业务成为收入增长的主要驱动力。

图 6：中国移动营收构成（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：中国移动数据业务收入构成（亿元）



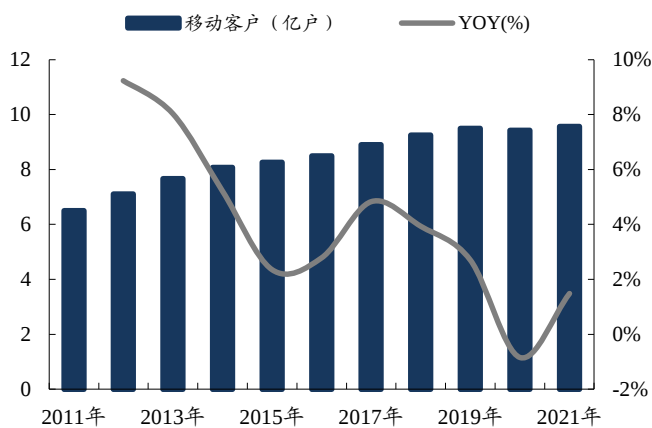
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务指标角度:

ToC 业务客户增长现瓶颈, ARPU 降幅收窄。2020 年移动业务用户数为 9.42 亿户, 相比 2019 年 (9.5 亿户) 小幅下降 0.08 亿户, 2021 年末移动业务用户数为 9.56 亿户, 客户规模有所上升。2020 年移动业务 ARPU 为 47.4 元, 同比下降 3.46%; 2021 年前三季度移动业务 ARPU 为 50.1 元, 同比上升 2.45%, 移动 ARPU 小幅上升。

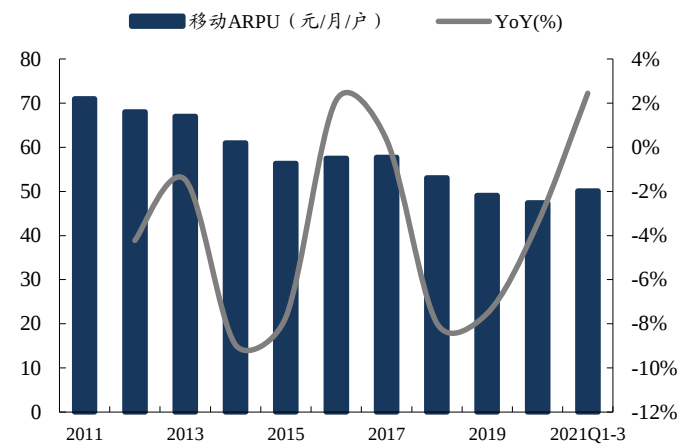
4G 用户占比上升, 5G 套餐用户规模扩大。2021 年末, 4G 用户占比 85.94%, 相比 2018 年末 (77.08%) 上升 8.86pp, 净增加 1.1 亿户。5G 套餐快速增长, 截止 2021 年 12 月, 中国移动 5G 套餐用户数达到 3.87 亿户, 5G 渗透率达到 40.42%。

图 8: 中国移动移动业务客户总数及增长情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

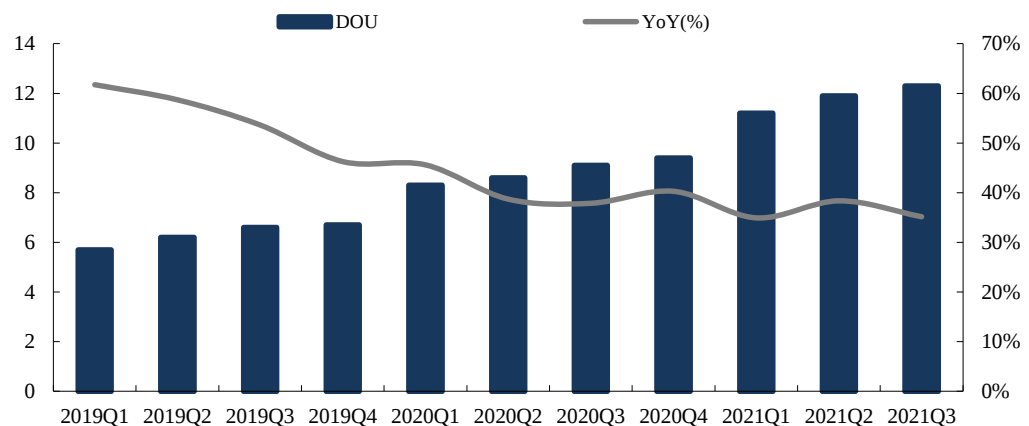
图 9: 中国移动移动业务平均每月每户收入 ARPU 及增长情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

DOU 突破 9GB 增速放缓。2021 年第三季度末, 手机上网 DOU 达到 12.3GB, 相比 2020 年末 (9.4GB) 增加 2.9GB, 但整体增速放缓。2019 年手机上网 DOU 增速为 86%, 为 2012 年以来首年增速低于 100%, 2021 年手机上网 DOU 增速较 2020 年继续下降, 2021 年 Q3 DOU 同比增速为 35.16%。

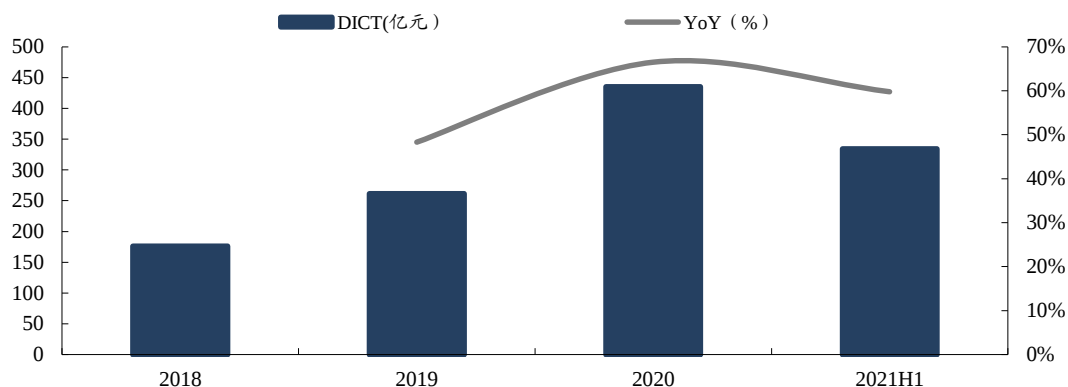
图 10: 中国移动平均每月每户手机上网流量 DOU(GB/用户/月)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

ToB 业务成为收入增长新引擎。2020 年政企客户数为 1384 万家,同比增长 34.63%, 2021 年上半年达到 1553 万家,净增加 169 万户。2020 年 DICT 收入为 435 亿元,同比增长 66.51%, 2021 年上半年 DICT 收入为 333.98 亿元,同比增长 59.78%, DICT 业务增势明显。

图 11: 中国移动 DICT 业务情况 (亿元, %)



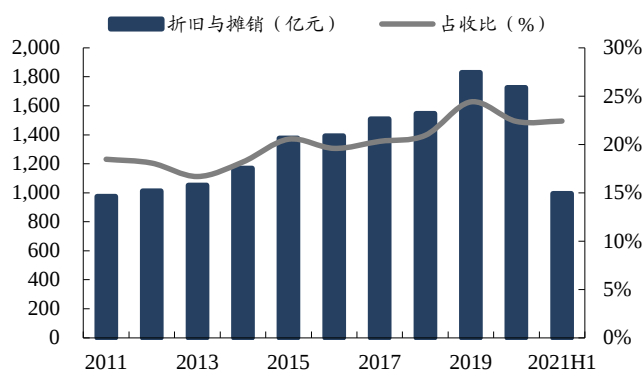
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年中国移动折旧及摊销为 1828.18 亿元,同比增长 18.24%, 占总营收比为 24.41%, 同比增长 3.47pp, 其主要原因系自 5G 网络建设以来,相应资本开支增加,公司折旧及摊销比小幅上升。2020 年折旧及摊销为 1724.01 亿元,同比下降 5.70%, 占营收比为 22.39%, 同比下降 2.02pp。2021 年上半年折旧及摊销占营收比为 22.42%, 我们认为,该比例能够匹配公司营收与资本性支出。

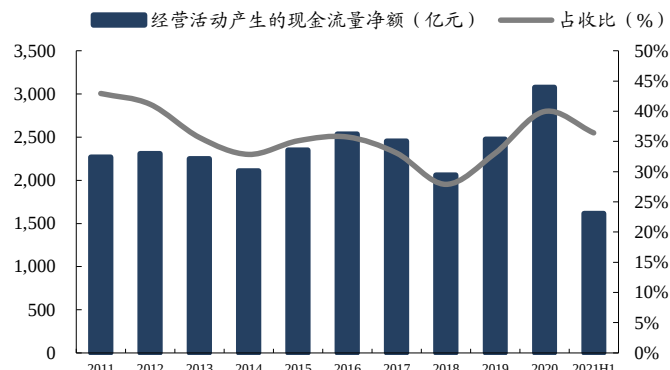
2020 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 3077.61 亿元,同比增长 24.30%, 占营收比为 39.96%, 同比增长 6.91pp。2021 年上半年经营活动产生的现金流净额为 1616.18 亿元,占营收比为 36.43%, 环比下降 3.53pp。2018-2020 年期间,中国移动的经营活动现金流量净额占总资产比例不断攀升。2021 年上半年,占收比虽然有所下降,但仍然保持较高水平,公司资产利用率较好。

图 12: 中国移动折旧摊销及占收比 (亿元, %)

图 13: 现金流净额及占收比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 从当前时点, 我们应该如何看待中国移动的投资价值

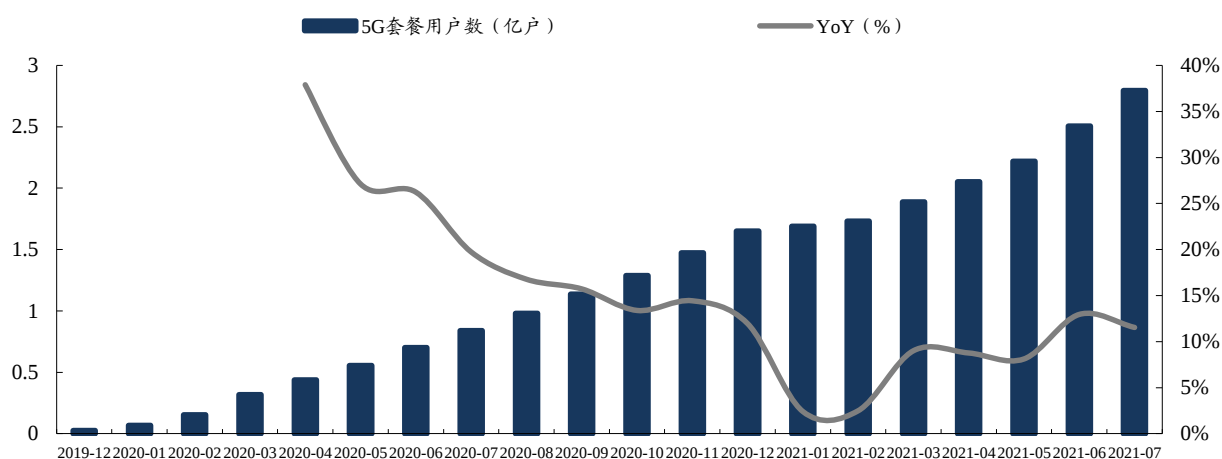
2.1. 业务角度: CHBN 合力驱动业绩向上

2.1.1. C 端业务压力逐步释放, 业绩稳步提升

政策利好竞争, 提速降费压力减轻。2015-2021 年, 政府对提速降费的要求有所放宽, 2020 年后未对移动网络资费提出要求, 运营商的提速降费压力减小。

5G 用户数稳步提升:2020 年中国移动 5G 套餐用户数为 1.65 亿户, 较 2019 年用户数增加 1.62 亿户, 2021 年 5G 套餐用户数达 3.87 亿户, 较 2020 年用户数上升 134.54%, 增加 2.22 亿户。2020 年 5G 套餐渗透率为 17.5%, 2021 年达 40.42%, 显著提升。

图 14: 5G 套餐用户数及增速 (亿户, %)

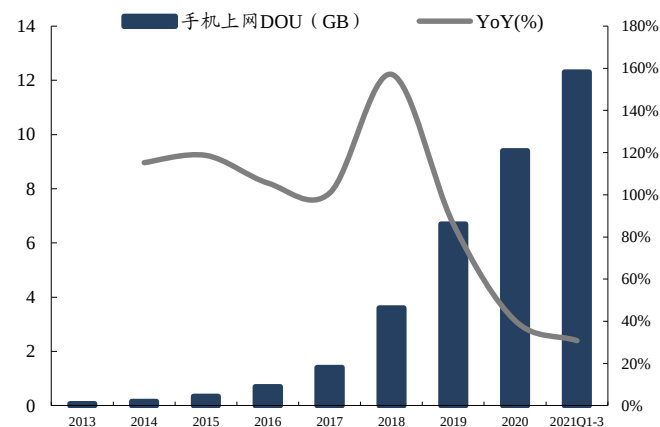


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2020 年手机上网 DOU 为 9.4GB, 移动 ARPU 为 47.4 元。由于 5G 业务的快速发展, 以及 5G 套餐的广泛渗透, 2021 年首三季度 DOU 升至 12.3GB; 移动 ARPU 止跌转盈, 升至 50.1 元。

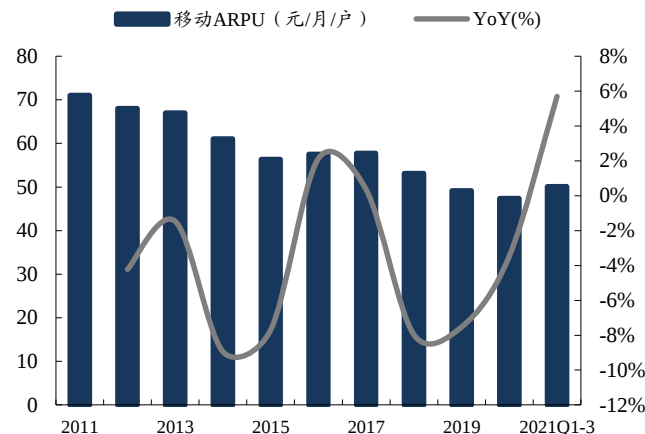
2021 年上半年 5G 套餐客户 ARPU 为 88.9 元，较去年同期上升 10.0%（2020 年上半年 5G ARPU 为 80.8 元）。2021 年上半年 5G DOU 为 20.7GB，较去年同期上升 29.4%（2020 年上半年 5G DOU 为 16.00GB）。

图 15: 手机上网 DOU 情况 (GB, %)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

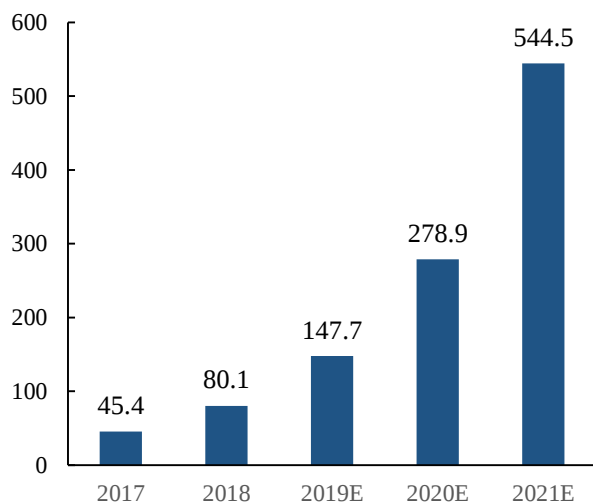
图 16: 移动 ARPU 情况及增速 (元, %)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

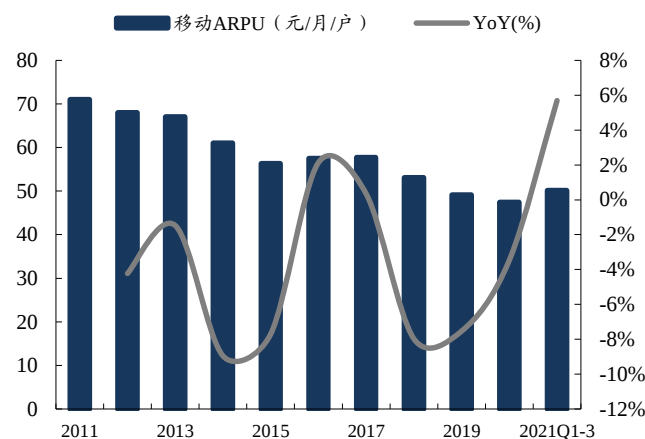
新型终端市场广阔，未来需求空间广阔。根据赛迪研究院的预测，2021 年中国 AR/VR 市场规模将达到 544.5 亿元，同比增长 95.2%。根据前瞻产业研究院的预测，2022 年中国可穿戴设备市场规模将达到 964.2 亿元，2017-2022 年 CAGR 约为 35.31%。

图 17: 中国 AR/VR 市场规模预测 (亿元)



数据来源: 赛迪研究院, 东吴证券研究所

图 18: 中国可穿戴设备市场规模及预测 (亿元)



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

2.1.2. H 端业务规模增进，业绩大幅提升

中国移动全面推动智慧家庭服务升级，持续提升宽带接入速度与质量。截至 2021 年 6 月末，中国移动家庭宽带客户达 2.05 亿户，成为国内市场客户规模最大的家庭宽带运营商和大屏内容服务提供商。

公司全面拓展千兆网络应用领域，基于“魔百和”引入影视、少儿、健康、教育、游戏、音乐六大类内容，2021 年覆盖合作方约 300 家，产品客户达 1.54 亿户。2021 年 1-6 月，公司家庭宽带综合 ARPU 为 41.10 元，同比增长 16.23%。同时，大屏点播、智能组网、家庭安防、智能遥控器等增值业务快速增长，2020 年智慧家庭增值业务收入达 155.81 亿元，同比提升 25.66%；2021 年 1-6 月智慧家庭增值业务收入达 100.94 亿元，同比提升 35.60%。

图 19：智慧家庭服务场景示意

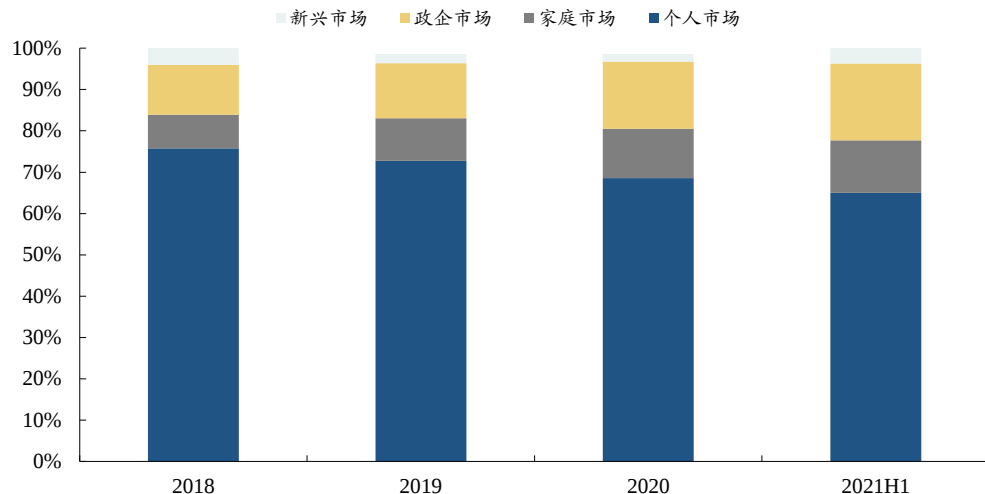


数据来源：公司招股说明书（申报稿），东吴证券研究所

2.1.3. B 端业务话语权提升，成为又一增长驱动力

2018-2021 上半年，中国移动 ToC 业务收入占比由 75.78%下降至 64.99%，ToB 业务收入占比由 12.12%提升至 18.58%。2021 年上半年公司实现营业收入 1129.20 亿元，同比增长 25.78%，同比增速提升 15.40pp，2020 年政企客户达 1384 万家，较 2019 年同比增长 34.63%。

图 20：中国移动主营业务收入构成（%）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

持续向 To B 市场投入资源。中国移动壮大 To B 团队、完善新型基础设施，截至 2020 年 10 月份，已在全国 340 个城市部署 5G 基站，拥有超 35 万 IDC 机柜、4 万台移动云资源池服务器、400T 出口带宽，共有上千人的统筹管理团队、上万人的研发团队以及十万人的 To B 全国团队。

图 21：中国移动政企市场投入

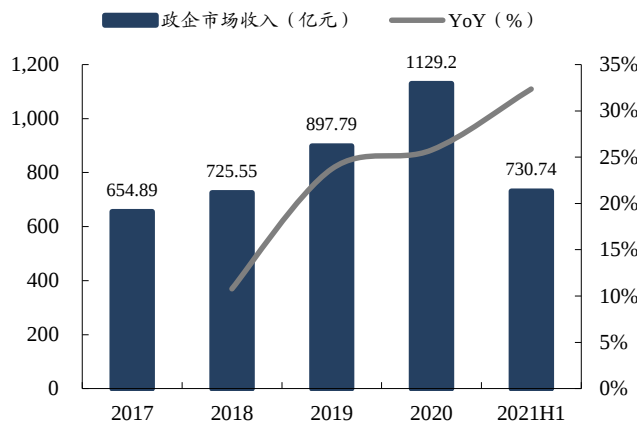


数据来源：2020 中国移动全球合作伙伴大会政企论坛，东吴证券研究所

中国移动在政企市场发展迅猛，聚焦重点产品、重点行业，持续推进“网+云+DICT”融合发展，提质增收，强化云资源产品能力，加强云领域人才建设。2017-2021 年上半年政企市场收入均保持较高增速，2020 年收入达 1,129.20 亿元，YoY+25.78%，2021 年

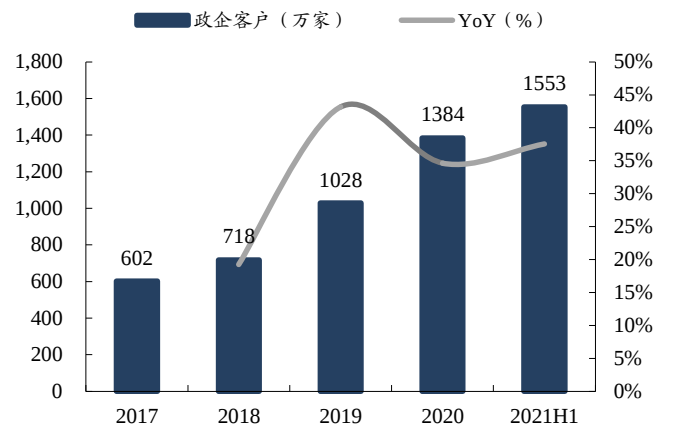
上半年收入为 730.74 亿元，较去年同期上升 32.37%，增速创历史新高。同时，政企客户数量也在不断增加，2019 年至 2021 年，同比增速一直保持在 30% 以上，2021 年上半年达到 1,553 万家，较去年同期增加 169 万家，YoY +37.56%。

图 22: 政企市场收入 (亿元, %)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 23: 政企客户 (万家)

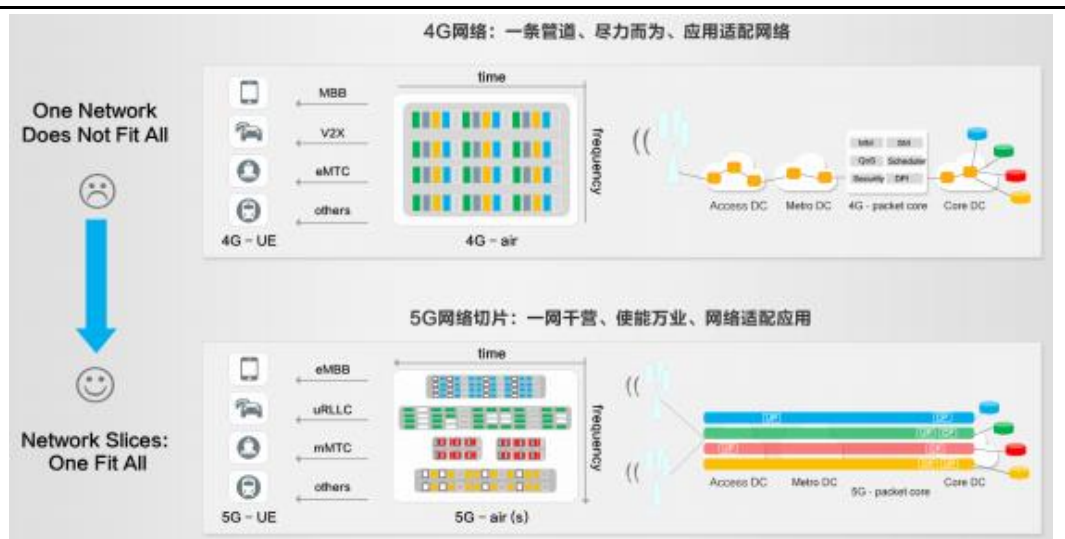


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

网络切片是 5G 服务 To B 业务的基础。网络切片通过将网络切割成多个虚拟的端到端的网络，每一个都可获得逻辑独立的网络资源，各切片之间可相互隔离。网络切片将网络的传输能力以更加高效的方式满足不同的应用和客户需求，满足行业用户对业务可用、安全可信、可管可控的需求。

中国移动在攻关实践过程中，总结出网络切片端到端的“三层六域七大流程”：三层指网络层、管理层和运营层；六域包括 CSMF、NSMF、核心网、传输网、无线网和终端；七大流程包括订购、开通、计费、编排/配置、管理、注册、会话等。

图 24: 网络切片概念



数据来源：《5G 网络切片行业自管理产业白皮书》，东吴证券研究所

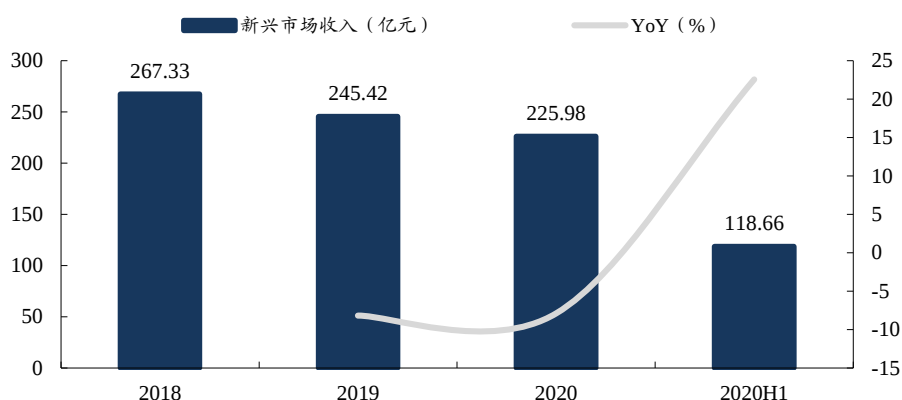
2.1.4. N 端业务保持领先，带动网络生态升级

国际业务全球领先：截至 2021 年 6 月末，国际/港澳台漫游服务覆盖 264 个方向，5G 开通方向 43 个，保持全球领先；与 466 家运营商客户合作伙伴达成深度合作，“牵手计划”覆盖全球超 30 亿用户，引领全球“路、站、岛”网络布局全面升级；2021 年 1-6 月营业收入达 67.52 亿元，同比增长 19.5%，占比新兴市场总收入 46.42%。

公司利用 5G 网络、千兆宽带等领先技术，依托客户与渠道规模优势，全力打造包括咪咕视频在内的“咪咕”系列产品，聚焦奥运会、欧洲杯、中职篮等头部赛事版权合作，率先将 HDR Vivid 技术应用于国际大型体育赛事，2021 年 6 月，咪咕视频全场景月活跃用户达 2.42 亿户，同比增长 14.54%；公司全力打造“通信+短视频”的视频彩铃服务，用户规模达 1.89 亿户，2021 年 1-6 月营业收入达 76.99 亿元，同比上升 25.1%。

打造第三方支付平台“和包支付”，持续推广支付、保险经纪等应用，为用户提供通信缴费、积分商城、水电燃气生活缴费、党团工政务缴费、交通出行等服务。截至 2021 年 6 月末，和包支付平台注册用户数已达 2.93 亿户，支持银行总数 185 家。

图 25：新兴市场收入（亿元，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 移动云业务收入加速增长

受全球新冠疫情的影响，及各国数字化转型的推进，全球云服务业务需求强劲。中国作为全球第二大云市场，据 Canalys 统计数据显示，2021 年第三季度中国大陆云基础设施市场支出同比增长 43%，达到 72 亿美元。其中，阿里、华为、腾讯、百度四大厂商占据八成市场份额，阿里云以 38.3% 市场份额遥遥领先。国内中小型云厂商以金山云、优刻得、青云等为代表，公有云市场是其核心收入来源。根据 IDC 数据显示，2020 年中国 IaaS 公有云市场规模达到 119.3 亿美元，同比增长 53.7%。得益于云服务市场需要猛增、国内云计算市场快速扩张，中小云玩家收入增长迅猛。

截止 2022 年 3 月 16 日，金山云、优刻得、青云总市值分别为 45.56 亿元、85.18 亿

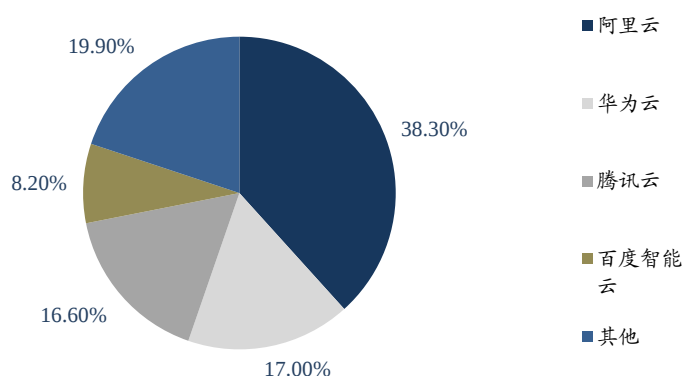
人民币、20.44 亿人民币。截止 2021 年上半年，金山云实现营收 39.87 亿元，同比增长 36.28%，其中云服务收入 29.43 亿元，占比 73.81%。截止 2021 年上半年，优刻得营业收入 15.06 亿元，同比增幅 65.20%，其中公有云收入 11.87 亿元，占比 78.8%；截止 2021 年上半年，青云科技实现 2.49 亿元营业收入，同比增长 72.54%。

表 1：云业务公司市值及收入情况（截至 2022 年 3 月 17 日）

	移动云	优刻得	金山云	青云科技
市值（亿元）	49.87	85.18	45.56	20.44
2021 年上半年营业总收入（亿元）	97.21	15.06	39.87	2.49
收入 YoY（%）	118.11%	65.20%	36.28%	72.54%

数据来源：wind，东吴证券研究所

图 26：2021 年第三季度中国云服务市场份额（%）



数据来源：Canalys，东吴证券研究所

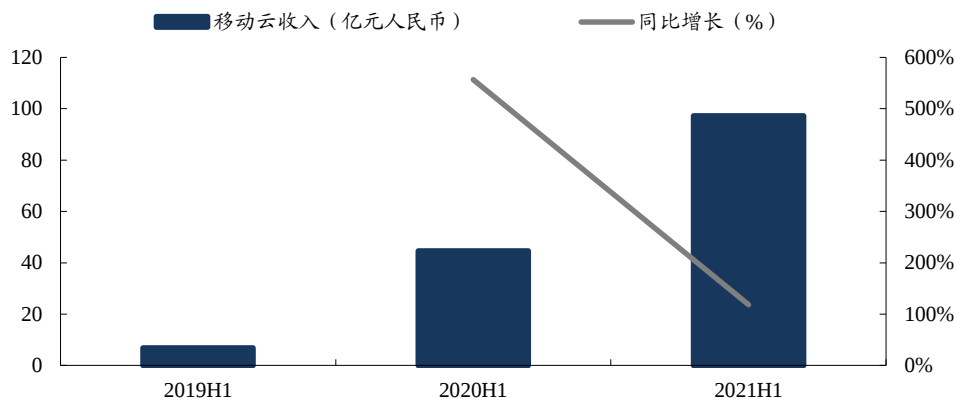
注：中国云服务厂商市场份额占比根据各厂商营业收入额计算。

中国移动加速推进云业务发展，打造基于云的差异化优势。移动云业务是中国移动面向政企、事业单位和开发者等客户推出的业务，它基于云计算技术、采用互联网模式来提供基础资源、平台能力和软件应用等服务。移动云是自主研发而成的公有云平台，已实现“N+31+X”中心+边缘分布式云布局，即 N 个集中节点、31 个省级属地化节点、X 个边缘节点，成功打造“一朵云”的全域资源布局。

移动云业务具备部署周期短，业务上线快；按需使用，降低成本；核心技术拥有完全自主知识产权，安全可信，服务质量有保证等优势。移动云业务产品丰富，截止 2022 年 3 月，其自研产品数量超过 200 款，已服务超过 100 万客户，在政务、教育、医疗、互联网、金融、农商、工业等重点领域持续输出自有核心能力，为客户搭建一站式个性化的解决方案，满足客户的不同需求。

伴随政企客户数智化转型，中国移动的公有云收入份额进入业界前十。2021 年上半年，中国移动移动云收入为 97.21 亿元，同比增长 118.1%。此外，据 IDC 发布的《2020 年政务服务运营市场研究报告》显示，2020 年中国政府云服务运营市场的市场规模达到 49.87 亿元，同比增长 25%，其中移动云跻身前列，占据市场份额第三。

图 27：移动云业务收入情况（亿元，%）



数据来源：中国移动推介材料，东吴证券研究所

2.3. 财务角度：重视内部数字化转型，强调降本增效

2.3.1. 加强内部数字化转型建设

中国移动不断推进营销渠道线上线下体系化转型，充分激发网络化基层活力。2021 年公司开展融合运营，加强家庭、终端、政企等多触点融合套餐推广，有效融合率持续提升。公司升级品牌运营，结合全球通、动感地带、神州行三大品牌内涵，融合内外部权益，有效提升个人市场收入。2021 年上半年公司实现个人市场收入 2555.45 亿元，同比上升 0.7%。

中国移动积极推进泛全联盟直销体系建设，促进数智化销售模式转型，提高产业链影响力。截止 2021 年 9 月，移动客户数量达到 9.56 亿户，第三季度净增移动客户 1020 万户。

新兴技术助力公司运维。中国移动建设“业务+数据+技术”智能中台，促进智能化运营，自行研发新一代客服系统，智慧客户能力持续提升，统一 AI 研发平台上线，支撑多个 AI 项目内部应用，2019 年精准营销成功率提升 1.2 倍。2020 年，中国移动建成 39 万 5G 基站，移动基站总数超过 500 万个，拥有 5.9 万网络运维人员，年投入约 1400 亿网络运维费用。面对提升网络质量和压降运营成本的双重压力，中国移动推进网络运维数智化转型，利用人工智能等技术提升运维效率。

图 28：中国移动网络智能化发展思路

图 29：中国移动贵州智能运维系统



数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所



数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

2.3.2. 联手广电共建共享

移动广电共享共建 700MHz 5G 网络，有望降低建设和维护成本。2021 年 1 月 26 日，中国广电和中国移动在北京签署“5G 战略”合作协议，正式启动 700MHz 5G 网络共建共享。中国联通产品中心总经理张云勇指出，若建设一张与现有 4G 覆盖水平相当的 5G 网络，700MHz 较 3.5GHz 可减少无线设备及光缆、传输系统等建设投资约 1900 亿元，每年节省电费、租费等运营成本约 200 亿元。

中国移动旗下中移通信代表中国移动 31 家省公司与中国广电签署了一系列协议，包括《5G 网络共建共享合作协议》、《5G 网络维护合作协议》、《市场合作协议》、《网络使用费结算协议》。双方将充分发挥各自的 5G 技术、频率、内容等方面优势，坚持双方 5G 网络资源共享、700MHz 网络共建，共同打造“网络+内容”生态，以高效集约方式加快 5G 网络覆盖。

根据协议，700MHz 无线网络新建、扩容、更新改造由双方按 1: 1 比例共同投资。700MHz 无线网络整体资产由双方按照 1: 1 的份额享有所有权。双方均有权充分使用 700MHz 无线网络为各自客户提供服务。此外，中移通信向中国广电有偿共享 2.6GHz 频段的 5G 网络。中国广电向中移通信支付网络使用费，包括 700MHz 无线网络运行维护费、700MHz 传输承载网使用费、2G/4G/5G 网络使用费。

图 30：四大运营商 5G 频谱分配情况



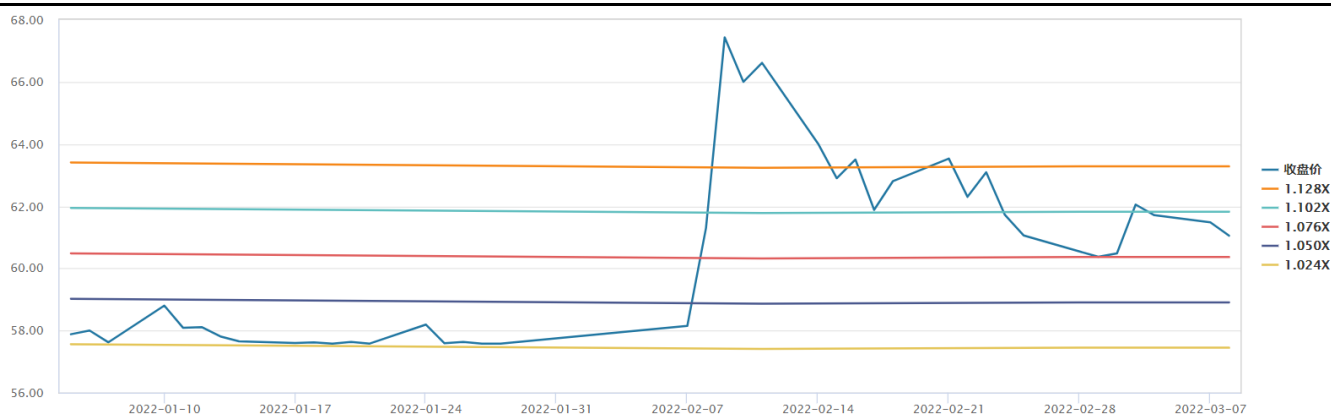
数据来源：众视 DVBCN，东吴证券研究所

2.4. 估值角度：历史估值低位，未来 10 年发展展望好

2.4.1. 当前处于历史估值低位，估值修复仍有空间

截止 2022 年 3 月 17 日，根据 wind 数据显示，中国移动收盘价为 61.03 元，PB-band 为 1.088X，处于历史估值低位，投资价值凸显。未来，看好移动云业务拉动估值提升。

图 31：中国移动 PB-band



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.4.2. 未来移动前景

1. 市场业务智慧化

推进云能力跨越式发展。加快云资源池建设，促进核心关键领域上云，实现公司云

能力大幅跃升。移动云产品针对政务、金融、教育、医疗、互联网等不同行业的客户提供定制化解决方案。加快边缘云建设步伐，加速构建能力、产品及运营体系，持续增强边缘云综合实力。以云网、云边、云数、云智融合为关键路径，强化公司自身优势能力与移动云的整合，促进网络云、IT云、移动云协同联动，推动边缘云资源池实现资源共享、统一调度，促进公司整体云能力的稳步提升。

建强算力和新技术基础设施，积极参与国家“东数西算”计划。利用云网融合技术以及SDN/NFV等新型网络技术，将边缘计算节点、云计算节点以及含广域网在内的各类网络资源深度融合在一起，通过集中控制或者分布式调度方法与云计算节点的计算和存储资源、广域网的网络资源进行协同，组成新一代信息基础设施，为客户提供包含计算、存储和连接的整体算力服务，并根据业务特性提供灵活、可调度的按需服务。

CHBN市场全量融合。充分发挥大网规模效应与优势，加快推动产品融合、渠道融合、运营融合和能力融合，切实推进全量融合成为公司发展的核心优势。强化产品融合，通过移动、宽带、通信社交、家庭娱乐、智能生活、办公出行等产品的融合创新，为用户提供便捷安全的跨场景、一站式信息服务。科技生态共创，携手前行。

加快全流程智慧营销转型。坚持以客户为中心，以“线上线下结合、自有社会并重、传统新型协同”为方向，建立健全多触点、全覆盖、精准化的营销渠道体系，推动营销服务数字化转型。深化线上线下营销服务一体化，强化渠道相互引流、交叉营销，大幅提高新型渠道的销售、服务能力。

打造业界领先智慧中台。以“积淀能力、支撑发展、注智赋能”为导向，围绕规划、建设、运营、应用四个环节，统筹推进“业务+数据+技术”智慧中台协同发展，建成业界领先的智慧中台AaaS服务体系，对内丰富应用场景，有力支撑公司各单元的生产经营和敏捷创新活动、实现资源分配最优化和效益最大化，对外开展能力共享，持续输出优质高效的数智化能力。

2. 科技生态共创，携手前行

建强科技创新体系。推动发展方式从资源要素驱动向创新驱动转型升级，全力锻造强有力的科技攻坚、产品创新和生态协同能力，促进信息技术和产业链整体成熟，科技创新对公司收入增长和转型升级的贡献率大幅提升。

聚合数智生活生态。开放十亿级用户市场，围绕新型消费场景，通过产品融合创新、用户联合运营、渠道相互引流等方式，共享客群、共建平台、共投资源，释放国内市场数字消费潜力。系统提升泛智能终端的产业链聚合能力和销售能力，打造泛智能终端全渠道销售联盟，以终端和业务融合推动客户价值持续提升。

2.5. 创新机制角度：重视投资、股权激励，加快新业务布局

2.5.1. 成立专项产投基金，实现投资版图广覆盖

中国移动重视中小企业成长，成立专投基金。2019年11月14日，中国移动投资公司副总经理袁利华表示中国移动围绕5G+资本生态圈构建，迄今已投资了40多个项目，投资规模超过人民币1800亿元。在互联网领域分别布局了科大讯飞、小米、UCloud和青牛软件等企业。投资版图覆盖境内外基础电信服务、新媒体、新技术等TMT相关领域。

图 32：中国移动投资公司版图



数据来源：中国移动全球伙伴大会，东吴证券研究所

中国移动加速转型发展。从业务运营、资本运营两条路径，“产业+资本”，融合发展、双擎牵引。中国移动投资公司通过“2+3”进行投资运作，即两个直投主体：中移资本、中移投资；三个资金平台：母基金（中移和创）、主控基金（中移股权基金）和联合基金（中移创新产业基金），构建了“7+1”的产业生态布局，覆盖国企混改、人工智能与信创、文创多媒体教育、金融与金融科技、千行百业数字化、智能硬件硬科技、网络通信云计算和国际化。

表 2：中国移动长期股权投资构成（截至 2021 年 6 月 30 日）

公司名称	所处行业	投资金额（亿）
浦发银行	金融服务	1,073.98
科大讯飞	人工智能	22.78
中国铁塔	基础通信	499.06
True Corporation	基础通信	50.49
亚信科技	ICT 融合	11.93
其他	—	3.56

数据来源：中国移动招股说明书，东吴证券研究所

表 3：中国移动投资公司近期投资项目

投资项目名称	主要用途	资金额 (亿)
蜂巢能源	研究新一代电池材料、电芯、模组、电池系统、BMS 储能系统和太阳能技术的研发、制造及创新	60
中际旭创	电机定子绕组制造装备的研发、设计、制造、销售及服务	27
紫光云	智慧城市运营，公有云研发、运营及销售，私有云运营，产业互联网等业务	6
芒果超媒	定位“媒体零售、电子商务”，家庭购物领军者	45

数据来源：天眼查，东吴证券研究所

在手现金充足，未来投资版图大。根据中国移动招股说明书，截至 2021 年 6 月 30 日，中国移动公司流动资产货币资金存量 3670.51 亿元，占总资产的 20.7%。同时，2021 年 1-6 月投资收益 68.2 亿元，长期股权投资 1672.8 亿元。可看出中国移动公司十分重视投资，且有充足资金可以用在投资版图上。近年来，公司全面构建规范专业的资本运营体系，面向“5G+”和 CHBN 重点领域完善投资布局 and 战略协同，通过“产业+资本”的双重连接，深化产业合作，构建数智化产业生态体系，资本作用得到进一步发挥。

中国移动董事长杨杰在 2020 中国移动全球合作伙伴大会主论坛上表示中国移动将共拓“数字蓝海”，构建百花齐放新生态。做大价值蛋糕：开放十亿级客户市场，共享客群、共建平台、共投资源，释放信息消费潜力；做活合作方式，并购+参股+创投，未来 5 年并购参股达千亿元，设立百亿级母基金；做实共事机制，实施五百亿价值分享行动，集中采购、服务引入、价值分享、主动赋能产业发展。

2.5.2. 重视员工激励及股东回报

中国移动（港股）重视员工福利、感激股东信任。2022 年 1 月 26 日，中国移动计划回购港股不超过 20.48 亿股。2022 年 1 月 4 日，中国移动发布公告回购港股不超过 20.48 亿股，相当于不超过已发行港股 10%，回购港股有利于提振市场信心，维持股价稳定，该股票于 1 月 5 日涨幅 3.33%。2020 年 8 月 13 日，中国移动为有效激发企业活力，向 9914 名管理骨干及核心人才授约 3.06 亿股股票期权，授出的股票期权分三批开放，占比为 40%/30%/30%，行权有效期为 10 年。

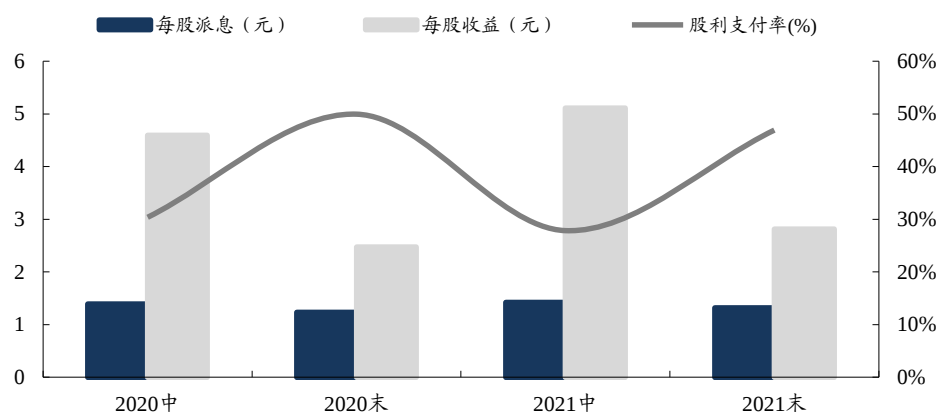
根据此前中国移动公布的激励方案中 55 港元的行权价格，按照当天中国移动 59 港元/股的股价，每人平均能够获得的收益约为 12.3 万港元，约合人民币 11 万元。这是中国移动上市以来首次进行股权激励，有利于完善公司治理结构，建立股东、公司与员工利益共享、风险共担机制，有效激励和保留核心员工，促进公司长期稳定发展。

持续提升派息率，加大股东回报。中国移动（港股）2018-2020 财年派发年度股息分别为每股 3.22、3.25 以及 3.29 港元，股利支付率分别为 49%、55.9%以及 52.57%，2021 年中期派发股息每股 1.63 港元。同为运营商的中国电信和中国联通 2018-2020 财

年股息为每股 0.13 港元以及 0.16/0.16/0.2 港元。

从股息率角度来看,中国移动 2018-2020 财年股息率分别为 4.27%、4.96%以及 7.44%,股息率持续提升,2020 年增幅达到 50%。中国电信及中国移动 2018-2020 财年股息率分别为 3.13%/3.89%/5.81%以及 1.86%/2.21%/4.45%。中国移动股息率大幅上升有利于提振股东积极性及对股价稳定的信心,也显示出回 A 上市过程中,公司关注股东回报,与股东共享公司发展成果。

图 33: 中国移动历史派息、收益、股利支付率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 图中所示每股派息、每股收益及股利支付率均为中国移动港股数据。

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 关键假设

政策压力逐步释放, ARPU 逐步改善: 随着提速降费压力的逐步释放, 同时 5G 用户渗透率的逐步提升, 中国移动 ARPU 值稳步向上, 带动传统 C 端业务逐步改善。

创新业务拓展顺利, 业绩驱动力逐步释放: 随着 CHBN 战略的逐步推进, 新兴业务 (IDC、云、ICT 服务、物联网等) 有望在未来三年成为运营商收入增长的又一重要驱动力。

3.2. 盈利预测

基于公司业务布局, 我们预计中国移动 2021-2023 年营业收入达到 8260.29/8958.07/9770.40 亿元, 同比增速分别为 7.5%/8.4%/9.1%; 预计归母净利润分别为 1162.29/1256.99/1367.77 亿元, EPS 分别为 5.44/5.88/6.40 元。

表 4: 中国移动营业收入拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	745,917	768,070	826,029	895,807	977,040

YOY (%)	1.23%	2.97%	7.55%	8.45%	9.07%
无线上网业务 (百万元)	384,999	385,679	396,836	402,554	406,448
YOY (%)	0.44%	0.18%	2.89%	1.44%	0.97%
占比 (%)	57.09%	55.44%	53.17%	49.66%	45.79%
信息技术应用及服务 (百万元)	82,543	101,038	137,577	179,395	238,465
YOY (%)	9.04%	22.41%	36.16%	30.40%	32.93%
占比 (%)	12.24%	14.52%	18.43%	22.13%	26.87%
有限宽带业务 (百万元)	68,835	80,808	107,231	127,841	146,055
YOY (%)	26.80%	17.39%	32.70%	19.22%	14.25%
占比 (%)	10.21%	11.62%	14.37%	15.77%	16.46%
语音业务 (百万元)	88,624	78,782	73,503	68,624	64,096
YOY (%)	-18.00%	-11.11%	-6.70%	-6.64%	-6.60%
占比 (%)	13.14%	11.32%	9.85%	8.47%	7.22%
信息服务业务-短信彩信业务 (百万元)	28,648	29,485	31,266	32,204	32,527
YOY (%)	-0.53%	2.92%	6.04%	3.00%	1.00%
占比 (%)	4.25%	4.24%	4.19%	3.97%	3.66%
其他主营业务 (百万元)	20,743	19,900	21,890	23,422	24,593
YOY (%)	0.01%	-4.06%	10.00%	7.00%	5.00%
占比 (%)	3.08%	2.86%	2.93%	2.89%	2.77%
其他业务 (百万元)	76,388	76,393	79,615	85,188	89,448
YOY (%)	5.15%	0.01%	10.00%	7.00%	5.00%
占比 (%)	11.33%	10.98%	10.66%	10.51%	10.07%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.3. 投资评级与估值

基于中国移动的业务布局, 我们选取中国联通与中国电信作为可比公司。

中国移动、中国联通与中国电信为中国三大电信运营商, 客户覆盖国内大部分需求人员, 主要业务相同涵盖移动语音和数据、有线宽带, 同时大力拓展云业务, 促进数字化转型, 互相竞争提高自身效率, 同样也互联互通为客户提供服务, 具有可比性。

通过对比国内运营商来看, 当前中国移动的 PB 估值水平高于国内运营商 PB 估值均值, 但是, 我们认为中国移动作为国内基站数、用户数等均领先的运营商龙头, 应享有一定的估值溢价。

表 5: 可比公司估值 (2022 年 3 月 17 日)

证券代码	证券简称	收盘价	PE			EPS		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601728.SH	中国电信	4.04	14.33	12.82	11.36	0.28	0.32	0.36
600050.SH	中国联通	3.51	19.32	13.93	12.35	0.25	0.28	0.32
	平均值	3.78	16.83	13.38	11.86	0.27	0.30	0.34
600941.SH	中国移动	61.03	11.22	10.37	9.53	5.44	5.88	6.40

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：中国移动、中国联通、中国电信盈利预测均来自东吴证券研究所。

表 6：可比公司估值（2022 年 3 月 17 日）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PB			归母净利润（百万元）			股息率（%）
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
601728.SH	中国电信	3462.12	0.88	0.85	0.82	23,032	25,666	28,673	—
600050.SH	中国联通	1087.68	-	0.61	0.58	7,034	7,904	8,906	3.23
	平均值	2237.635	0.88	0.73	0.7	15033	16785	18789.5	—
600941.SH	中国移动	8925.48	1.67	1.57	1.50	116,229	125,699	136,777	6.19

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：股息率计算所用股息为截至 2022 年 3 月 17 日近 12 个月股息。

注：中国移动、中国联通、中国电信盈利预测均来自东吴证券研究所。

但是整体对比运营商国内估值，当前三大运营商均处于历史估值低位，估值修复与提升仍有空间。

首先从 PB 角度，首先我们根据英国知名品牌评估机构 Brand Finance 发布的“2020 全球 150 个最有价值的电信品牌榜”，全球排名前十的电信运营商是：Verizon、AT&T（美国电话电报）、Deutsche Telekom（德国电信）、中国移动、NTT（日本电报电话）、Xfinity（Comcast 旗下品牌）、Spectrum（Charter Communications（特许通讯公司））、Vodafone、Orange（法国电信子公司）、AU（KDDI 旗下品牌），此外我们增加软银公司、T-Mobile 加入对比。

表 7：2011-2020 年海外运营商 PB 估值情况

证券代码	证券简称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
T.N	美国电话电报	1.5628	1.7857	1.8126	1.9096	1.3445	1.3394	1.1709	0.8959	0.8953	1.0201
VZ.N	威瑞森电信	6.1573	6.6797	5.7029	18.0092	13.4817	9.8329	5.1392	4.1674	3.6074	3.2646
9433.T	KDDI	4.4770	4.1008	3.3876	3.0645	2.7888	2.5956	2.4448	2.2053	2.1043	1.9383
9984.T	软银	7.8450	4.5564	3.7581	2.5817	2.8116	2.0490	1.4175	0.9642	1.2426	0.7195
TMUS.O	T-MOBILE US	53.8873	46.9678	11.0748	10.0722	9.5283	8.6510	6.9932	6.3824	5.4799	2.4143
CHTR.O	特许通讯	240.3848	659.8483	651.1086	673.4069	-2,137.3348	2.4494	2.5155	2.7096	3.1266	4.1301
9432.T	日本电报电话	1.6220	1.5369	1.4976	1.4727	1.4474	1.4474	1.3479	1.3800	1.4111	1.6906
0MPH.L	DEUTSCHE TELEKOM	1.5628	1.7857	1.8126	1.9096	1.3445	1.3394	1.1709	0.8959	0.8953	1.0201
VOD.L	VODAFONE	6.1573	6.6797	5.7029	18.0092	13.4817	9.8329	5.1392	4.1674	3.6074	3.2646
ORAN.N	橘子电信	4.4770	4.1008	3.3876	3.0645	2.7888	2.5956	2.4448	2.2053	2.1043	1.9383
CMCSA.O	康卡斯特	7.8450	4.5564	3.7581	2.5817	2.8116	2.0490	1.4175	0.9642	1.2426	0.7195
均值		9.1756	8.1459	3.5998	4.5488	3.9454	3.3070	2.5466	2.3310	2.2114	1.9168

600941.SH	中国移动	1.9462	1.7461	1.6015	1.4747	1.3770	1.2903	1.2816	1.2003	1.1444	1.0995
-----------	------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：特许通讯自 2015 年完成相关的业务并购之后，业务进入快速发展期，因此 2015 年之前的均值未包含特许通讯。

当前中国移动在基础设施、用户数以及相关的业务布局方面均实现快速发展，并且综合实力位于全球前列，我们认为中国移动的 PB 估值有望向全球 PB 估值水平靠近，因此我们给予 2 倍 PB 目标估值。

其次，从 PE 的角度来看，我们选取经营利润保持稳健增长的国外运营商厂商（但是由于新冠疫情的影响 2020 年个别公司会出现异常）进行对比，近三年 PE 估值水平在 22-29X 左右。

同时考虑到中国移动当前积极拓展 2B 业务，逐步向综合解决方案提供商转变，因此我们选取 A 股的海康威视与大华股份，两者作为领先解决方案提供商，PE 估值也具有一定的参考意义，近三年的行业估值水平在 24-31X 左右。

当前中国移动在提速降费压力释放、ARPU 逐步改善，传统 C 端业务稳步提升，同时积极拓展 B 端业务，未来业绩增长稳定可期，参考全球运营商以及国内综合解决方案提供商的估值水平，我们给予 20 倍 PE 目标估值。

表 8：2011-2020 年海外运营商 PE 估值情况

证券代码	证券简称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
T.N	美国电话电报	41.8178	22.7050	9.0377	26.4989	12.3589	12.7103	5.6003	8.5147	11.8629	-31.8643
VZ.N	威瑞森电信	92.1286	253.1168	19.2639	23.0106	12.3876	16.8719	7.3578	14.2631	11.4963	12.4418
9433.T	KDDI	38.6663	38.2075	28.6486	21.5594	18.6584	16.8770	16.1144	14.9367	14.4208	14.1612
TMUS.O	T-MOBILE US	23.4210	19.7282	13.9429	10.9947	15.4973	5.1520	7.0727	5.2072	-7.6420	1.4732
CHTR.O	特许通讯	523.5815	400.2322	4,507.4382	638.7058	215.2256	108.0550	34.7796	54.6262	45.4903	51.4884
9432.T	日本电报电话	-266.4428	-323.4125	-581.7598	-537.2536	-362.7948	27.9152	9.9361	79.9328	58.9433	30.5144
OMPH.L	DEUTSCHE TELEKOM	27.3373	24.3969	21.8382	21.8382	17.3310	15.9796	14.0549	14.9617	14.9487	13.9554
CMCSA.O	康卡斯特	141.6470	-15.0138	84.8359	26.9827	24.2463	29.4943	22.7961	36.4254	20.4027	18.9748
PE 均值		117.2782	97.0818	589.4117	99.2782	42.6244	28.5331	14.0890	27.3851	20.6371	14.5270
002415.SZ	海康威视	262.6753	182.0536	126.8569	83.3858	66.2842	52.4133	41.3380	34.2667	31.3362	29.0631
002236.SZ	大华股份	126.8384	68.4745	42.3926	41.9565	34.9360	26.2671	20.1548	18.9540	15.0378	12.2843
PE 均值		194.7568	125.2641	84.6248	62.6711	50.6101	39.3402	30.7464	26.6104	23.1870	20.6737
600941.SH	中国移动	10.0356	9.7714	10.3802	11.5593	11.6381	11.6164	11.0535	10.7249	11.8452	11.7132

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：特许通讯自 2015 年完成相关的业务并购之后，业务进入快速发展期，因此 2015 年之前的均值未包含特许通讯。2020 年的均值不包含美国电话电报。

基于以上讨论，从 PB 的角度来看，我们以 3 月 17 日，PB (LF) 1.09X (BPS 为 55.83 元) 为基数，当前市值为 13038 亿人民币，我们给予 2022 年目标估值为 2X 市净率，其他不变的情况下，2X 市净率对应市值 23923 亿元人民币，目标价为 111.98 元。

从 PE 的角度来看，截止 3 月 17 日收盘价，PE（TTM）估值为 11.51 倍，给予中国移动 2022 年 20 倍 PE 目标估值，其他不变的情况下，20X 对应目标市值为 22655 亿元人民币，目标价为 106.05 元。

因此综上，我们看好中国移动未来在业绩、技术以及核心竞争力的发展，目标价为 109.02 元（均价），首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

提速降费压力加大。2015 年-2020 年，国家大力推进运营商提速降费改革。2021 年起，政府对提速降费要求放宽，但随着 5G 的大力推进，提速降费政策或将持续部署推进。同时国内通信设备厂商运营成本提升，毛利率降低，产品竞争力下降，相关厂商价格竞争激烈，导致相关公司盈利能力不达预期。

市场竞争加剧。电信行业从通信服务持续向信息服务拓展延伸，市场竞争从单一产品服务竞争向更高形态的通用平台与生态系统竞争演变。市场参与者多元化导致行业竞争格局愈发复杂多变。同时数字化服务融合创新不断深化，产业链上下游都在积极占据价值“高地”，拓展信息服务新领域的窗口期正加速收窄。

5G 渗透率不及预期。国家对 5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，运营商部署 5G/NB-IoT 网络意愿减弱，资本开支下滑超出预期，通信设备、光通信器件等集采不达预期，相关厂商面临订单不足的风险。

中国移动三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	579,743	672,194	774,998	862,512	营业收入	768,070	826,029	895,807	977,040
现金	325,941	426,667	507,874	570,362	减:营业成本	533,260	566,243	608,253	659,502
应收账款	39,812	34,082	32,004	29,525	营业税金及附加	2,462	2,561	2,853	3,713
存货	8,044	8,067	7,499	5,421	营业费用	49,949	49,562	53,748	66,439
其他流动资产	18,363	16,651	17,410	18,396	管理费用	51,395	53,877	59,026	65,462
非流动资产	1,112,839	1,176,113	1,260,384	1,349,856	研发费用	11,099	7,885	9,836	11,724
长期股权投资	161,811	215,748	239,222	267,220	财务费用	-7,905	4,541	8,187	8,105
固定资产	685,879	695,859	707,835	724,003	资产减值损失	218	1	1	2
在建工程	68,941	80,431	94,219	112,833	加:投资净收益	13,093	12,390	13,437	19,541
无形资产	42,343	21,397	22,565	33,937	其他收益	4,441	4,130	5,375	6,839
其他非流动资产	43,445	35,565	38,886	39,299	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	1,692,582	1,848,307	2,035,382	2,212,368	营业利润	142,936	152,288	166,563	181,707
流动负债	517,274	632,887	777,021	918,811	加:营业外净收支	-583	-69	-501	-384
短期借款	0	0	0	0	利润总额	142,353	152,219	166,061	181,323
应付账款	267,151	300,962	359,952	410,156	减:所得税费用	34,219	35,771	40,109	44,243
其他流动负债	1,772	1,938	2,117	2,313	少数股东损益	297	218	253	303
非流动负债	57,836	428,564	425,668	420,535	归属母公司净利润	107,837	116,229	125,699	136,777
长期借款	0	0	0	0	EBIT	127,097	156,542	173,995	189,125
其他非流动负债	1,245	1,370	1,506	1,443	EBITDA	291,661	340,392	376,381	412,202
负债合计	575,110	1,061,451	1,202,688	1,339,346	重要财务与估值指标				
少数股东权益	3,856	4,074	4,327	4,629	每股收益(元)	5.27	5.44	5.88	6.40
归属母公司股东权益	1,113,616	782,782	828,367	868,392	每股净资产(元)	54.39	36.64	38.78	40.65
负债和股东权益	1,692,582	1,848,307	2,035,382	2,212,368	发行在外股份(百万股)	20475	21363	21363	21363
					ROIC(%)	8.2%	9.8%	10.4%	11.0%
					ROE(%)	9.7%	14.8%	15.2%	15.8%
					毛利率(%)	30.6%	31.5%	32.1%	32.5%
					销售净利率(%)	14.0%	14.1%	14.0%	14.0%
					资产负债率(%)	34.0%	57.4%	59.1%	60.5%
					收入增长率(%)	3.0%	7.5%	8.4%	9.1%
					净利润增长率(%)	1.4%	7.8%	8.1%	8.8%
					P/E	11.58	11.22	10.37	9.53
					P/B	1.12	1.67	1.57	1.50
					EV/EBITDA	7.79	3.86	3.26	2.82
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	307,761	444,615	473,472	503,098					
投资活动现金流	-188,106	-257,254	-294,731	-323,889					
筹资活动现金流	-82,252	-86,636	-97,533	-116,721					
现金净增加额	36,796	100,726	81,208	62,487					
折旧和摊销	164,564	183,850	202,386	223,078					
资本开支	-190,183	-206,156	-258,756	-283,428					
营运资本变动	224,426	141,100	144,914	148,092					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>