

中国移动 (600941) \通信

数字化全球综合服务商龙头，巨人守正出奇

投资要点:

➤ 消费者业务：政策不再“提速降费”，业务稳健增长

国资委自2019年起向运营商下发新的考核要求，由考核市场份额转向盈利导向，“提速降费”政策不再执行，公司移动业务ARPU值企稳回升；截至2021年移动业务营收4834.34亿，同比增长1.36%，自2019年以来，增速首次转正。同时，行业迎来竞合时代，“移动广电”共建共享，2020-2021年为5G建设高峰期，公司资本开支约同比增长8.86%/1.66%，但自由现金流（经营性净现金流-资本开支）保持55%/3%大幅同比增长。

➤ 产业数字化业务开启第二成长引擎

“十四五”数字经济发展规划和“东数西算”政策落地，数字化已经提升到国家层面。根据《2025年中国数字经济规模达16.5万亿元，2020-2025年CAGR超10%。公司作为电信运营商龙头具备天然的网络资源优势，截至2021年，公司IDC市场份额为12.6%，移动云市场份额为5.95%，DICT收入623亿元，同比增长43.2%。公司表示今年资本开支会在云基建上倾斜，数字综合服务商转型正在路上。

➤ 经营分析：资本开支降、盈利强、费用优，利润增长可期

2019-2021年，公司资本开支分别为1,659/1,806/1,836亿元，同比增长为-0.72%/8.86%/1.66%，预计2022年1852亿元，同比增长0.87%。收入端，中国移动22Q1营收为2273.2亿元，同比增速14.6%，2021年ROE为9.89%，行业第一。过去3年公司三费稳步降低，行业最低水平，研发费用显著提升。

➤ 盈利预测、估值与评级

公司消费者业务规模效应显著，政企业务增速行业领先，我们预计公司2022~2024年营收分别为9269.76/10030.81/10815.22亿元，同比增长分别为9.28%/8.21%/7.82%

1248.84/1361.74/1452.17亿元，同比增长为7.72%/9.04%/6.64%，EPS分别为5.85/6.37/6.80元/股，CAGR为7.81%，对应PE分别为10.43/9.56/8.97倍。综合相对估值和DCF的结果，给予公司2022年15倍PE，对应目标价为87.6元，给予“买入”评级。

风险提示：系统性风险；海外竞争国制裁风险；云基建投资不及预期

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	768070.00	848258.00	926976.34	1003081.10	1081522.04
增长率（%）	2.97%	10.44%	9.28%	8.21%	7.82%
EBITDA（百万元）	306849.00	336922.00	296341.48	314320.34	327800.59
净利润（百万元）	107837.00	115937.00	124883.86	136173.57	145217.35
增长率（%）	1.42%	7.51%	7.72%	9.04%	6.64%
EPS（元/股）	5.05	5.43	5.85	6.37	6.80
市盈率（P/E）	12.1	11.2	10.4	9.5	8.9
市净率（P/B）	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	3.1	3.0	2.2	1.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2021年7月1日收盘价

投资评级：

行业：通信服务

投资建议：买入/（维持评级）

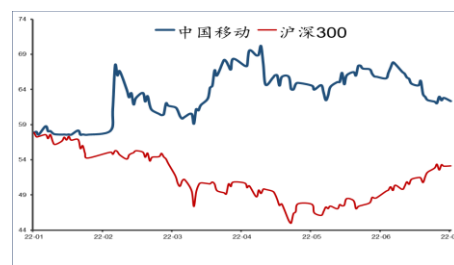
当前价格：60.84元

目标价格：87.6元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	21363/20861
流通A股市值（百万元）	24400
每股净资产（元）	57.19
资产负债率（%）	34.94%
一年内最高/最低（元）	69.03/55.76

股价相对走势



分析师：孙树明

执业证书编号：S0590521070001

邮箱：sunsm@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

一是运营商在考核机制转变叠加“提速降费”政策取消背景下，行业步入高质量发展，整体 ARPU 值企稳回升，公司规模效应显著，ARPU 值提升推动营收改善明显。二是数字化相关政策落地，各行业数字化加速，公司政企市场保持高增长。三是共建共享下资本开支控制得当，盈利行业领先，三费同业最低，公司优势显著。

不同于市场的观点

市场观点认为，5G 推动了公司移动通信业务收入快速增长。我们认为，运营商行业消费者业务的拐点是由考核机制驱动，对企业从用户规模考核转向利润考核。数字化转型加速背景下，产业数字化业务保持强劲增长，占收比不断提升，未来公司有望借助其天然网络优势，转型为数字化综合服务提供商。

核心假设

(1) 消费者业务：随着电信运营商由用户规模转向利润考核，和 5G 时代“提速降费”政策取消，提升 ARPU 值成为行业共识，消费者业务（个人市场和家庭市场）压制因素褪去。同时随着 5G 渗透率提升和千兆升级推进，公司消费者业务 ARPU 值提升拉动消费者业务营收稳步上升。

(2) 政企市场/新兴市场：随着“十四五数字经济规划”和“东数西算”政策推进，行业数字化加速，公司在云基建领域投入加大，截至目前政企市场营收保持两位数强劲增长，营收占比持续提升，有望推动公司整体营收步入两位数增长通道。

盈利预测与估值

公司消费者业务规模效应显著，政企业务增速行业领先，我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 9269.76/10030.81/10815.22 亿元，同比增长分别为 8.43%，归母净利润分别为 1248.84/1361.74/1452.17

亿元，同比增长为 7.72%/9.04%/6.64%，EPS 分别为 5.85/6.37/6.80 元/股，CAGR 为 5.3%，对应 PE 分别为 10.43/9.56/8.97 倍。综合相对估值和 DCF 的结果，给予公司 2022 年 15 倍 PE，对应目标价为 87.6 元，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期看公司消费者业务稳健增长，产业数字化业务打开第二成长曲线，营收保持较好增长。
- 中期看 5G 收获期较长，消费者业务随着折旧摊销减少利润空间持续提升，毛利率随之上升。
- 长期看政企市场和新兴市场持续推进，占收比持续提升，未来转型数字化综合服务提供商，打开长期成长性。

正文目录

1.	中国电信运营商龙头.....	5
1.1	股权结构稳定，管理层经验丰富.....	5
1.2	行业呈现寡头格局，公司市场份额第一.....	7
1.3	公司战略清晰，各项业务发展向好.....	8
2.	消费者业务：政策不再“提速降费”，业务稳健增长.....	10
2.1	考核注重盈利提升，“提速降费”政策取消.....	10
2.2	C端：用户数增长放缓，ARPU持续提升.....	11
2.3	H端：千兆时代，用户数和ARPU双双提升.....	14
3.	产业数字化业务提供第二成长引擎.....	17
3.1	数字经济高速发展，政策助力产业数字化加速.....	17
3.2	B端：转型数字化综合服务商，保持高速增长.....	20
3.3	N端：积极探索，成效初显.....	22
4.	经营分析：资本开支降、盈利强、费用优，利润增长可期.....	24
	“移动+广电”4.成本有望继续优化.....	24
4.2	盈利、费用分析：盈利强劲，费用行业领先.....	27
5.	盈利预测、估值与投资评级.....	28
5.1	盈利预测.....	28
5.2	估值与投资评级.....	29
6.	风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 中国移动发展沿革.....	5
图表 2: 中国移动股权结构.....	5
图表.....	6
图表 4: 中国电信行业变化概况.....	7
图表 5: 三大电信运营商移动用户数占比.....	7
图表 6: 三大电信运营商 5G 移动电话用户数 (亿户).....	8
图表 7: 2021 年三大电信运营商固网宽带用户数 (亿户).....	8
图表 8: 中国移动未来发展战略.....	9
图表 9: 中国移动主要产品及服务演进.....	9
图表 10: 2015-2022 年电信行业政策引导资费概况.....	10
图表 11: 高质量增长政策指引.....	11
图表 12: 中国移动个人市场业务.....	11
图表 13: 中国移动 2021 年各业务收入占比.....	12
图表 14: 公司移动用户数 (亿户).....	12
图表 15: 5G 牌照发放以来移动互联网接入流量 (左) 和 DOU (右) 增长趋势.....	13
图表 16: 中国移动 5G 渗透率.....	13
图表 17: 5G 终端渗透率与 ARPU 值关系.....	13
图表 18: 公司移动通信业务营收及同比增速.....	14
图表 19: 中国移动家庭市场业务.....	14

图表 20: 中国移动宽带用户数 (亿户)	15
图表 21: 中国移动宽带净增用户数	15
图表 22: 中国移动 2019-2022 年 3 月末家宽用户数 (万户)	15
图表 23: 百兆家宽用户数和用户数比	16
图表 24: 运营商千兆宽带用户数	16
图表 25: 中国移动家庭宽带综合 ARPU	17
图表 26: 中国移动家庭市场收入	17
图表 27: “十四五”数字经济发展规划	17
图表 28: 十四五数字经济发展主要指标	18
图表 29: 中国 2005-2020 年数字经济规模	18
图表 30: 2015-2020 年我国数字经济占 GDP 比重	18
图表 31: 2020-2025 年数字经济规模预测	18
图表 32: 东数西算八大枢纽、十大集群布局	19
图表 33: 东数西算八大枢纽功能划分	19
图表 34: 十大数据中心集群起步区划分情况	19
图表 35: 中国移动政企市场业务	20
图表 36: 电信运营商在 IDC、云计算产业链所处位置	21
图表 37: 2021 中国 IDC 市场份额概况	21
图表 38: 2021 中国 IaaS 服务商市场份额概况	21
图表 39: 中国移动 DICT 业务拆解	21
图表 40: 运营商电信业务与政企业务增速对比	22
图表 41: 中国移动政企市场收入及增速	22
图表 42: 中国移动新兴业务简介	23
图表 43: 2019-2021 年新兴业务收入及同比	23
图表 44: 2021 年新兴业务各项收入	23
图表 45: 中国移动长期股权投资 (截至 2021.6)	23
图表 46: 电信运营商自由现金流 (亿元)	24
图表 47: 国内运营商 5G 频段	25
图表 48: 700MHz 频谱覆盖能力	25
图表	26
成本构成	26
图表	26
图表 51: 中国移动固定资产折旧规则	26
图表 52: 中国移动资本开支及占收比	27
图表 53: 折旧摊销/总资产 (年度报告期) (%)	27
图表 54: 中国移动营收、利润 (亿元) 及增速 (%)	27
图表 55: 国内电信运营商近三年 ROE 变化 (%)	28
图表 56: 2019-2021 年运营商销售费用率 (%)	28
图表 57: 2019-2021 年运营商管理费用率 (%)	28
图表 58: 2019-2021 年运营商财务费用率 (%)	28
图表 59: 中国移动盈利预测	29
图表 60: 基本假设关键参数	29
图表 61: DDM 估值结果	30
图表 62: 可比公司估值	30
图表 63: 中国移动财务数据与估值	31

1. 中国电信运营商龙头

1.1 股权结构稳定，管理层经验丰富

中国移动作为全球领先的电信运营商龙头，于1997年9月3日在中国香港完成注册，并于同年10月23日在香港联交所完成首次公开发行及上市。二十余年以来，公司推动信息通信产业实现了“2G跟随、3G突破、4G同步、5G引领”的跨越式发展，业务覆盖全球200余个国家和地区。今年1月5日，公司于A股上市。

图表 1：中国移动发展沿革

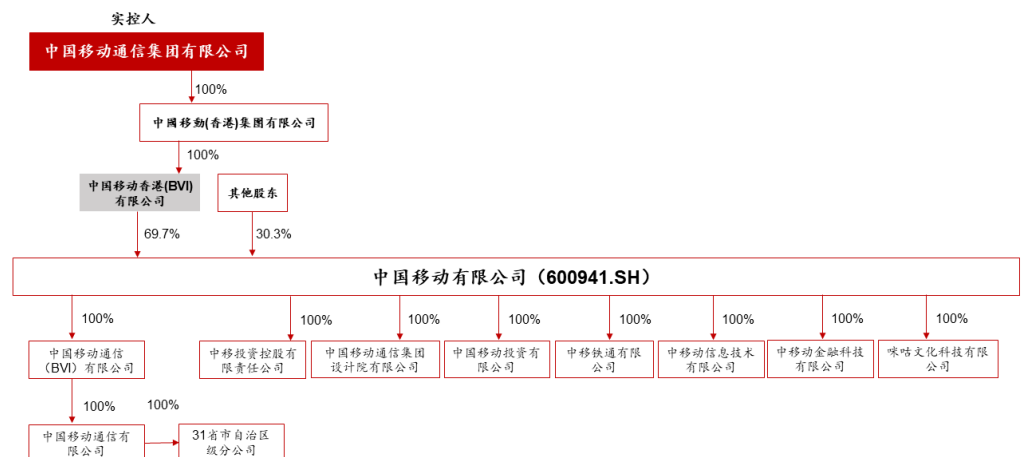


来源：iFinD，公司官网，国联证券研究所

➤ 公司股权结构稳定，高管具备丰富经验

公司实控人为中国移动集团，截至上市前，通过直接控股中国移动 BVI 持有中国移动 72.72%股权，其余股份为公众股东，中国移动集团的控制人主要为国资委，公司子公司包括直接控制子公司与其他专业子公司。

图表 2：中国移动股权结构



来源：iFinD，公司公告，截至 2022Q1，国联证券研究所

杨杰先生现任公司执行董事兼董事长，同时担任中国移动集团董事长及中移通信董事长。董昕先生现任公司执行董事兼首席执行官，并同时担任中国移动集团及中移通信总经理。公司高管在其他运营商也有丰富经验，有助于在重大决策当中提供更加宏观的视角。

图表 3：中国移动管理层介绍

姓名	职务	任职日期	履历
杨杰	董事长	2019 年 3 月	1962 年 7 月出生,无境外居留权,法国雷恩商学院工商管理博士学位,教授级高级工程师;曾任山西省邮电管理局副局长,山西电信总经理,中国电信集团公司北京研究院副院长,中国电信集团北方电信事业部总经理,中国电信集团有限公司总经理和董事长,以及中国电信股份有限公司董事长兼首席执行官等职务;现任公司执行董事兼董事长,同时担任中国移动,董事长。
董昕	首席执行官	2020 年 8 月	1966 年 4 月出生,无境外居留权,上海交通大学和法国雷恩商学院联合颁发工商管理博士学位,高级工程师,高级会计师。曾任原邮电部财务司企业财务处副处长,原信息产业部经济,中国移动集团财务部,计划建设部总经理,海南、河南和北京移动董事长,中国移动集团副总经理兼总会计师和本公司副总经理兼财务总监;现任公司执行董事兼首席执行官,同时担任中国移动集团及中移通信总经理。
李荣华	财务总监	2020 年 10 月	1966 年 3 月出生,无境外居留权,武汉大学高级管理人员工商管理硕士学位,正高级会计师;曾任国家电网有限公司副总会计师,国家电网海外投资有限公司(香港)董事长,国网英大国际控股集团有限公司董事长,国网英大股份有限公司董事长;现任公司执行董事兼财务总监,并同时担任中国移动集团总会计师及中移通信董事兼副总经理。
简勤	副总经理	2019 年 9 月	江西财经大学产业经济学专业博士学位,高级工程师。曾任南昌电信局副局长,江西、四川和广东移动董事长;现任公司副总经理,同时担任中国移动集团副总经理,中移通信董事,副总经理,以及凤凰卫视投资(控股)有限公司董事等。
李慧镒	副总经理	2019-09-01	香港理工大学管理学博士学位;曾任美国 UT 斯达康公司副总裁,联想集团有限公司副总裁兼移动新技术及高端产品事业部总经理,以及联想移动通信科技有限公司首席技术官;现任公司副总经理,同时担任中国移动集团副总经理兼首席网络安全官及中移通信副总经理。
赵大春	副总经理	2019 年 9 月	南京大学工商管理硕士学位,高级工程师;曾任陕西和四川移动董事长;现任公司副总经理,同时担任中国移动集团副总经理及中移通信副总经理。
高同庆	副总经理	2020 年 2 月	香港理工大学工商管理博士学位,教授级高级工程师。曾任新疆和江苏电信总经理,中国电信集团有限公司副总经理,中国电信股份有限公司执行副总裁;现任公司副总经理,同时担任中国移动集团副总经理兼总法律顾问,中移通信董事,副总

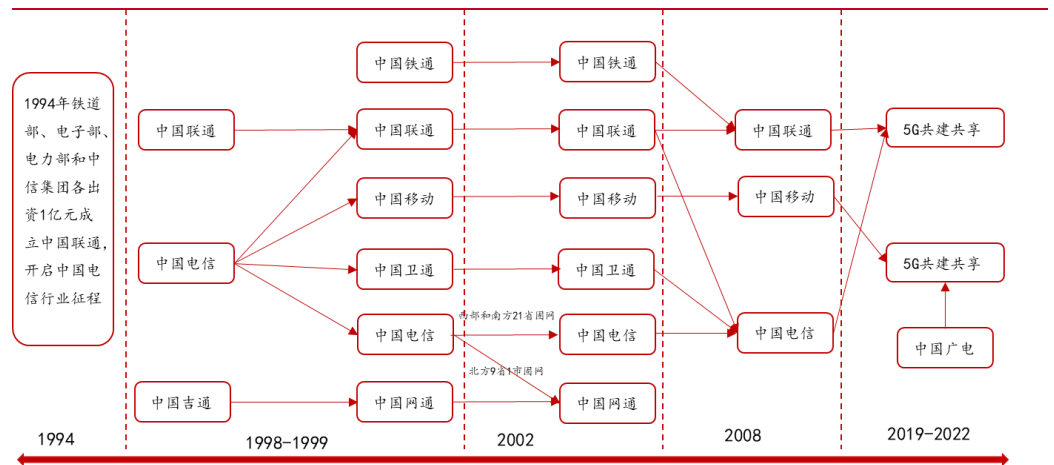
			经理,中国铁塔非执行董事,中国通信服务股份有限公司非执行董事,以及 True Corporation 副董事长。
--	--	--	--

来源: iFinD, 国联证券研究所

1.2 行业呈现寡头格局, 公司市场份额第一

1994 年我国现代电信运营商发展正式开启, 历经多次改革、重组, 当前形成中国联通、中国移动、中国电信三家运营商格局; 2019 年 6 月, 工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照, 形成当前电信运营商格局。

图表 4: 中国电信行业变化概况

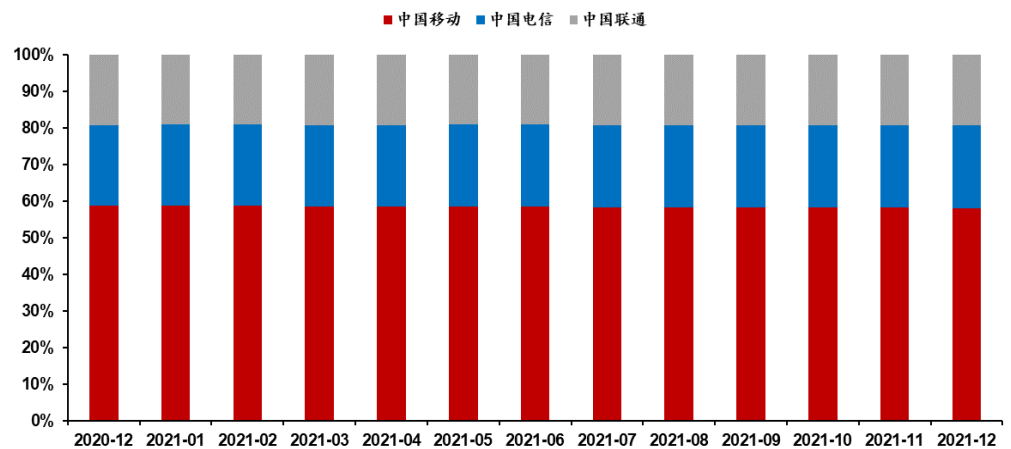


来源: 国联证券研究所

➤ 电信运营商行业地位排序为中国移动/中国电信/中国联通

目前国内运营商竞争格局基本稳定, 按照用户数量统计, 中国移动第一、中国电信第二、中国联通第三。截至 2021 年 12 月, 中国移动、中国电信、中国联通的移动用户数分别为 9.57/3.73/3.17 亿户, 总户数 16.47 亿户, 三家运营商用户数占比分别为 58.12%/22.62%/19.26%。

图表 5: 三大电信运营商移动用户数占比

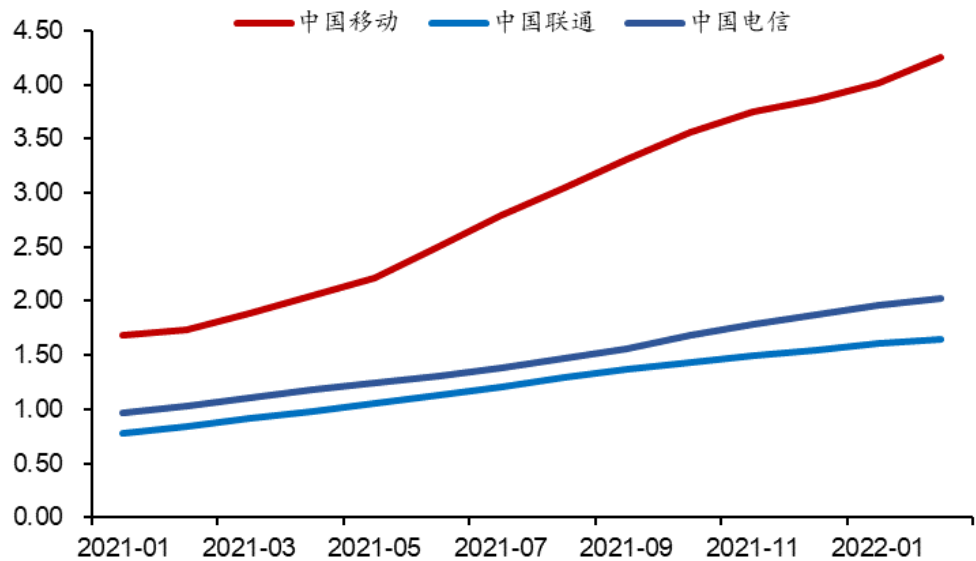


资料来源: iFinD, 运营商官网、国联证券研究所整理

运营商 5G 移动电话用户数: 截至 2022 年 2 月, 中国移动、中国电信、中国联通的 5G 移动电话用户数分别为 4.25/2.02/1.65 亿户, 5G 移动电话总用户数 7.92 亿

户，中国移动、中国电信和中国联通占比分别为 53.68%/20.81%/25.51%。

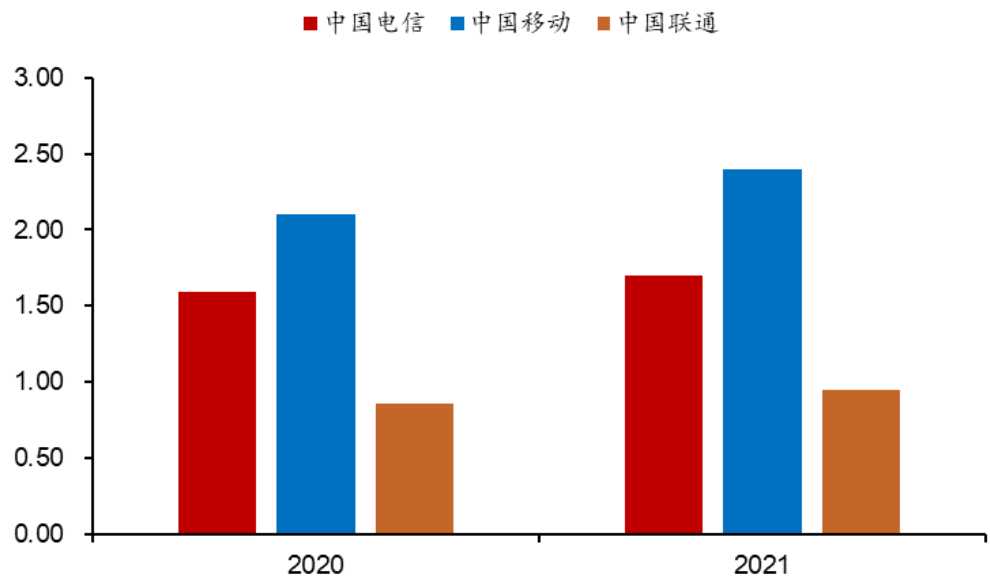
图表 6: 三大电信运营商 5G 移动电话用户数 (亿户)



资料来源: iFinD, 运营商官网、国联证券研究所整理

年底, 三大运营商固网宽带用户达到 5.05 亿户, 1-12 月净增约 5000 万户。中国移动、中国电信、中国联通的有线宽带用户数分别为 2.4 亿户、1.7 亿户、0.95 亿户, 中国移动、中国电信和中国联通占比分别为 47.52%/33.66%/18.82%。

图表 7: 2021 年三大电信运营商固网宽带用户数 (亿户)



资料来源: iFinD, 运营商官网、国联证券研究所整理

1.3 公司战略清晰, 各项业务发展向好

➤ 公司致力于创世界一流企业, 产品服务不断演进

2021 年业绩发布会, 公司锚定信息服务科技创新公司定位, 创世界一流信息服务科技创新公司。一是推进新基建, 系统打造 5G、算力网络、智慧中台为重点的新

型信息基础设施，加速实现网络无所不达、算力无所不在、智能无所不及；二是融合新要素，加快推进信息技术与数据要素的融合运用打造数智驱动的新增长模式，繁荣数智产业生态；三是激发新动能，深化信息技术融合创新，以数字产业化推动产业数字化，培育信息服务新产业、新业态、新模式。

图表 8：中国移动未来发展战略



来源：公司推介材料，国联证券研究所

及信息服务企业，二十余年来，公司持续推进信息技术突破

与应用，推动我国信息通信产业实现了“2G 跟随、3G 突破、4G 同步、5G 引领”的跨越式发展，建成了惠及全球五分之一人口的高速、移动、安全、泛在信息基础设施，业务覆盖全球 200 余个国家和地区。

图表 9：中国移动主要产品及服务演进



来源：招股说明书，国联证券研究所

2. 消费者业务：政策不再“提速降费”，业务稳健增长

2.1 考核注重盈利提升，“提速降费”政策取消

➤ “提速降费”政策取消

2015年开始，在“提速降费”政策压制下，电信运营商单价大幅受挫。2015-2019年之间，“提速降费”政策实施以来，流量、语音和国际长途业务降费明显，漫游费取消，以及中小企业的专线资费降费。到2020年，语音、流量等费用不再提及，仅仅提及专线和宽带费用，2021年政府工作报告提及的只是中小企业的宽带和专线费用，一些程度上也是支持后疫情时代中小企业的经营。在“提速降费”政策取消后，长期受到政策压制的运营商ARPU值已迎来反转。

发布时间	文件来源	政策要求
2015	经济形势座谈会	国务院总理表示当前国内流量费用过高
2015	《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》	要求提高上网速率，降低流量资费，推出流量不清零等服务。概括起来，就是光纤网络加速普及、4G全面覆盖城乡、接入速率大幅提升、资费水平明显下降
2016	基础电信企业考察座谈	“提速降费”相关工作推进几年来，确实取得了成效。但必须看到，人民群众对此还有更高期待
2017	政府工作报告	年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费。降低国际长途电话费
2017	国务院常务会	继续深挖潜力，抓紧再出台一批提速降费新措施，加大电信基础设施投入，提高网络服务能力和质量
2018	《政府工作报告》	明显降低家庭宽带、企业和专线使用费；取消流量漫游费，移动网络资费年内至少降低30%
2019	《政府工作报告》	移动网络流量平均资费再降低20%以上，中小企业宽带平均资费再降低15%

2020	《政府工作报告》	宽带和专线平均资费降低 15%
2021	《政府工作报告》	中小企业宽带和专线平均资费再降 10%
2022	《政府工作报告》	无“提速降费”类似表述

来源: iFinD, 中国政府网, 国联证券研究所

➤ 国资委对运营商考核由市场份额提升转变为利润增长

历年来, 电信运营商 KPI 考核体系中市场份额为重要指标, 运营商为了争抢用户数, 通过价格战的形式恶性竞争。2019 年, 以中国移动为代表的电信运营商龙头近 10 年首次出现营收和利润双双下滑的现象。同年, 国资委向三大运营商下发新的考核要求, 停止考核市场份额, 开启了运营商“提质增效”, 以盈利为主要导向新征程, 运营商盈利侧逐步改善。

工信部整顿不限量套餐到运营商全面取消新增不限量套餐, 从停止资费过低套餐到停止终端补贴, 控制价格战等行动, 反映了政策层面鼓励电信运营商注重高质量发展。2020 年国企改革三年行动方案实施, 确立“两利三率”指标体系, 并在 2021 2022 年国企改革三年行动方案将迎来三年大考, 三大运营商作为重要的中央企业, 在“两利四率”考核下, 有望持续提升利润空间。

图表 11: 高质量增长政策指引

时间	政策	主要内容
2019	工信部整顿“不限量”套餐	从用户角度出发, 提高服务意识, 增强用户获得感。实现运营商和用户双赢
2019	运营商全面取消新增“不限量套餐”	全国范围内停售达量限速版畅享套餐, 超出套餐流量将按照新资费标准、根据使用量收费
2019	运营商 KPI 考核方案出现积极调整	从考核用户规模与市场份额, 转变为考核对用户综合服务质量的提升 (主要指客户满意度), 重点考核提质增效 (主要是考核完成国资保值增值任务情况, 指是否完成营业收入与利润指标任务)
2019	三大运营商开始全面推进高质量发展	停售资费过低套餐; 全面停止终端补贴; 禁止政企大流量套餐流入大众市场; 控制流量和业务赠送; 控制宽带价格战; 家庭宽带设备收取工料费等
2020	国企改革三年行动方案	国企改革三年行动方案实施, 国资委在保留净利润、利润总额、资产负债率 3 个指标基础上, 2020 形成“两利三率”指标体系, 引导企业更好实现高质量发展
2021	“两利四率”考核指标	国资委引入全员劳动生产率指标, 与净利润、利润总额, 营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度一起, 形成“两利四率”考核指标体系。引导企业更加突出主责主业、聚焦提质增效, 关注改善经营效率和发展质量, 更好实现高质量发展

来源: iFinD, 中国政府网, 国资委, 国联证券研究所

2.2 C 端: 用户数增长放缓, ARPU 持续提升

➤ 公司以连接为基础, 融合发展一系列增值业务

公司坚持“连接+应用+权益”融合发展, 持续引领个人市场通信以及信息消费升级, 通信连接方面 5G 引领, 4G 协同发展。数字应用方面, 打造“和彩云”“超级 SIM”“云游戏”“云 VR/云 AR”等一系列特色产品。

图表 12: 中国移动个人市场业务



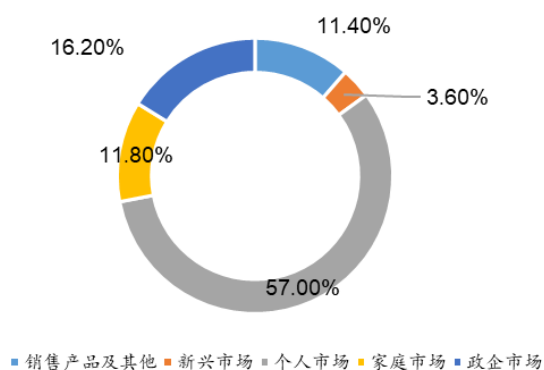
来源：招股说明书，国联证券研究所

➤ 移动业务为主要收入来源，公司移动通信用户数增长放缓

根据公司 2021 年财报，移动通信服务是公司整体收入中占比最大的业务，占比为 57%，是公司的主要收入来源。

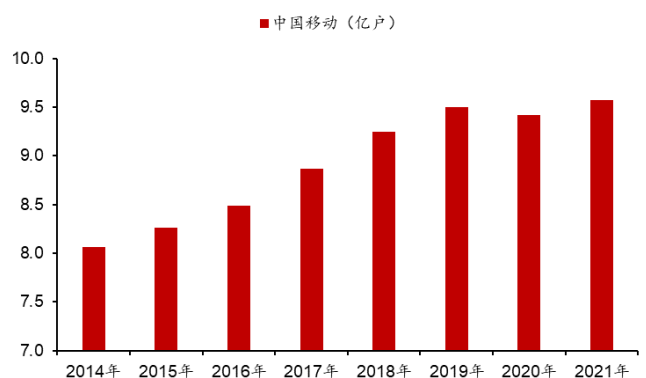
截至 2021 年，中国移动的移动用户数为 9.57 亿户；2019-2021 年，移动用户数增长明显放缓，两年净增长 700 万户，CAGR 不到 1%。随着移动通信业务渗透率超过 100%，人口红利逐渐消失，运营商竞争开始趋于白热化，用户增长放缓，带来收入增速下降，行业陷入存量博弈竞争，5G 时代较难给公司移动用户数带来增量。

图表 13：中国移动 2021 年各业务收入占比



来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

图表 14：公司移动用户数（亿户）

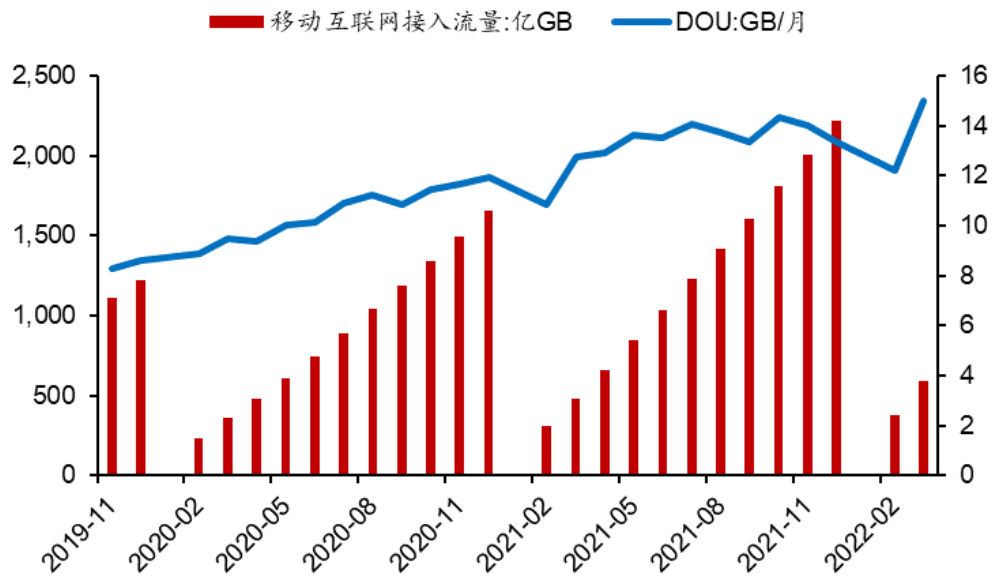


来源：iFinD，国联证券研究所

➤ 5G 网络推升互联网接入流量和 DOU

5G 牌照发放以来，运营商加速建设 5G 网络，2019 年 11 月至今，移动互联网接入流量和 DOU 整体呈上升趋势。伴随着 5G 垂直行业场景的落地和个人用户多样化的增值服务，预计未来移动互联网接入流量和 DOU 保持高速增长，单价不变的前提下 ARPU 值有望提升。

图表 15: 5G 牌照发放以来移动互联网接入流量 (左) 和 DOU (右) 增长趋势

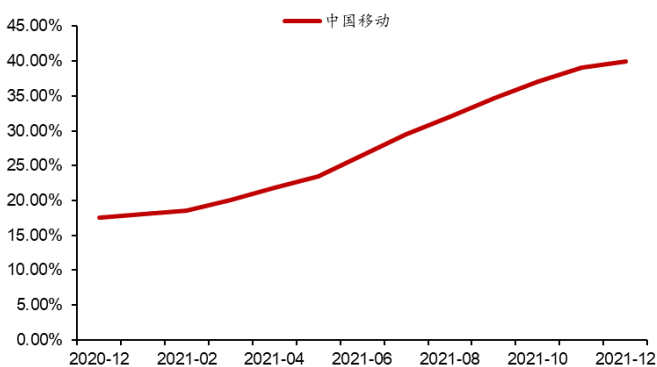


来源: iFinD, 工信部, 国联证券研究所

➤ 5G 用户数快速增长, 拉动 ARPU 值持续提升

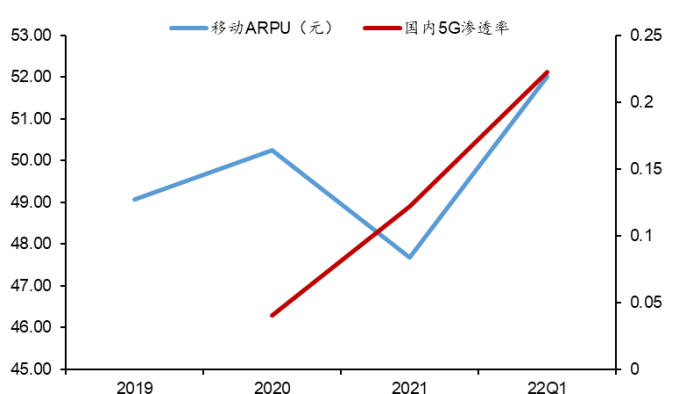
2020Q2 (5G 元年) 至今, 三大运营商 ARPU 值触底反弹, 未来提升 ARPU 值成为各家主要战略。我国 5G 用户数仍将保持快速增长, 对移动 ARPU 形成主要拉动, 截至 2022 年 3 月末, 我国 5G 手机终端连接数达 4.03 亿户, 比上年末净增 0.48 亿户; 截至 2021 年底, 三大运营商 5G 套餐用户数达 7.3 亿户, 5G 手机终端连接数与 5G 套餐用户数同步增长, 5G 用户“质量”提升。中国移动 5G 套餐用户数达 3.87 亿户, 渗透率达 40%, 国内 5G 套餐用户数市场份额为 53%。2019 年以来, 中国移动出账用户 ARPU 逐步企稳。2021 年, 中国移动的移动 ARPU 为 48.8 元, 同比增长 3.0%。

图表 16: 中国移动 5G 渗透率



来源: iFinD, 公司官网, 国联证券研究所

图表 17: 5G 终端渗透率与 ARPU 值关系



来源: iFinD, 公司官网, 国联证券研究所

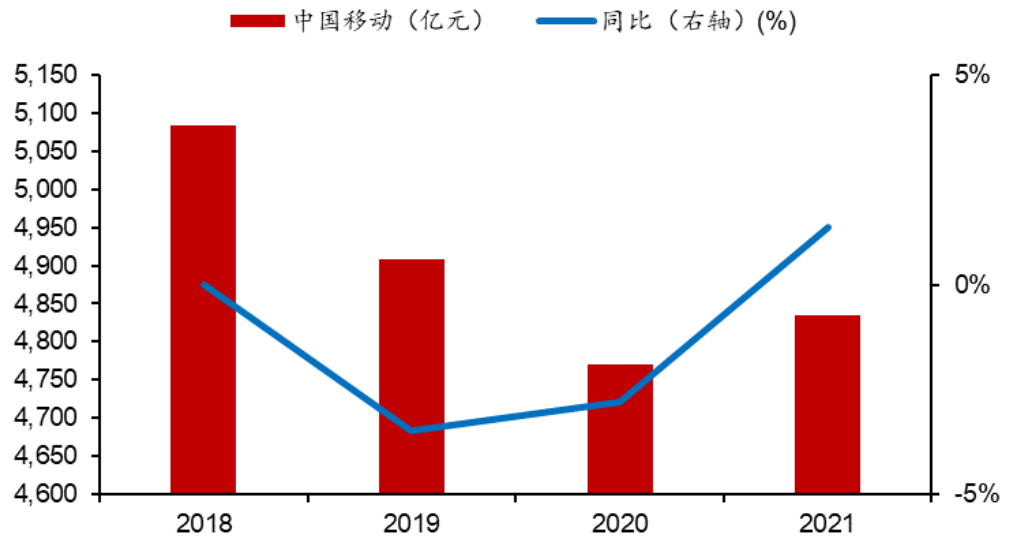
➤ ARPU 上涨带动移动业务营收持续提升

我们认为 ARPU 的变化主要由单流量成本和人均流量使用量 (DOU) 决定, 单流量成本取决于用户规模, 用户规模越大单流量成本越低。当前公司用户规模趋于稳

定，市场份额或不会发生大的变化，ARPU 值提升主要依靠 DOU 的提升。

随着 5G 套餐渗透率的提升，公司移动 ARPU 值持续回升，推动移动通信业务基本面稳健向好。2019 年以来移动业务同比增速持续向上。2019 年公司移动业务营收达 4907.48 亿元，同比下降 3.48%；2020 年移动业务营收为 4769.66 亿元，同比下降 2.81%，下降幅度较 2019 年趋缓；2021 年移动业务营收为 4834.34 亿元，同比增长 1.36%，增速转正。

图表 18: 公司移动通信业务营收及同比增速



来源: iFinD, 公司官网, 国联证券研究所

2.3 H 端：千兆时代，用户数和 ARPU 双双提升

➤ 公司以宽带为基础，积极拓展多场景智慧家庭服务

为助力“宽带中国”战略实施，公司持续加大家庭宽带基础设施的投入，全面实现“光纤到楼，光纤入户”。公司以“全千兆”策略为引领，推动智慧家庭服务升级，成立“中国移动智慧家庭联盟”，联合超 400 家合作伙伴、推出超 1200 款产品，打造优质多场景服务能力，促进家庭市场高质量发展。

图表 19: 中国移动家庭市场业务



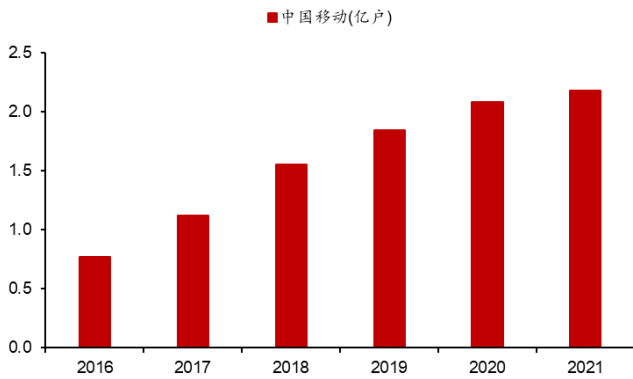
来源：招股说明书，国联证券研究所

Q1，公司固网用户数保持增长

2021 年中国移动宽带用户数为 2.18 亿户，较 2020 年增长 4.79%，净增 2588 万户，净增用户数较 2020 年增长 10.11%。

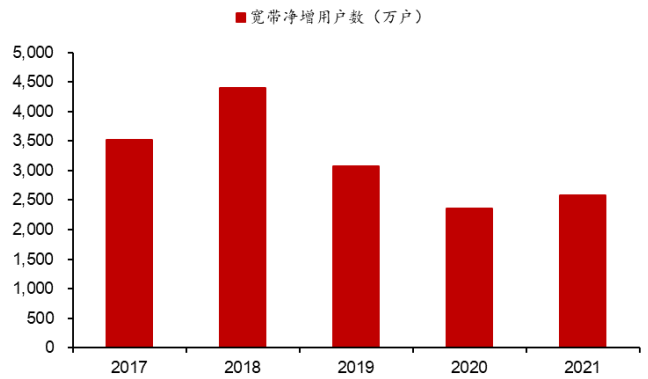
，公司有线宽带客户总数 2.49 亿户，季度净增 899 万户，其中家庭宽带客户 2.25 亿户，季度净增 727 万户，家庭宽带综合 ARPU 为 37.8 元，同比增长 5.3%。

图表 20：中国移动宽带用户数（亿户）



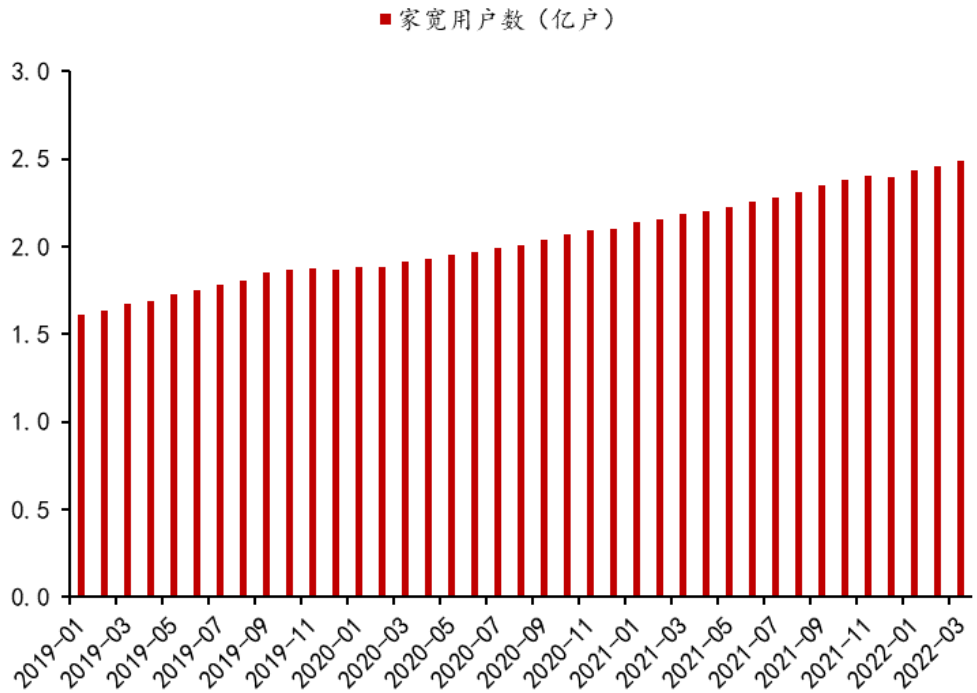
来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

图表 21：中国移动宽带净增用户数



来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

图表 22：中国移动 2019-2022 年 3 月末家宽用户数（万户）

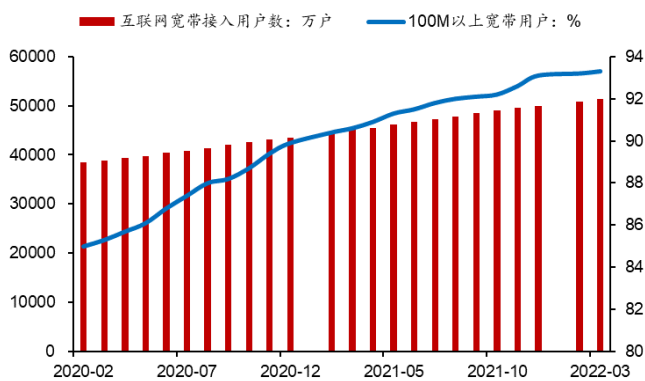


来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

百兆用户占比持续提升

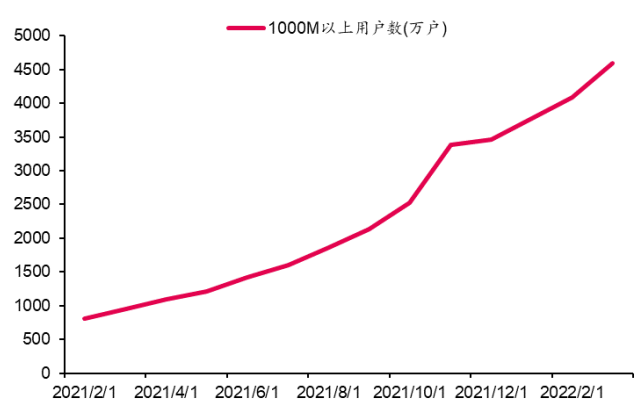
截至 2022 年 3 月, 100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 5.14 亿户, 同比增长 14.1%, 占互联网宽带接入用户数达 94%; 1000Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 4596 万户, 同比增长 386.2%。固定宽带接入网呈现百兆以下退网, 百兆级网络基本饱和, 千兆网络开始高速增长的态势。

图表 23: 百兆家宽用户数和用户数比



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表 24: 运营商千兆宽带用户数



来源: iFinD, 公司公告, 工信部, 国联证券研究所

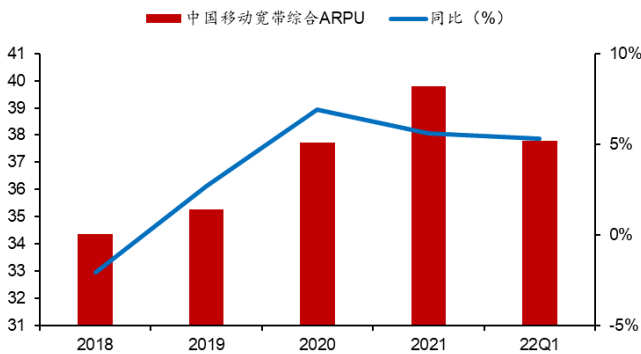
➤ 固网业务量价齐升, 营收实现自 2018 年以来同比高增

千兆宽带和智慧家庭的普及将持续推动公司家庭宽带综合 ARPU 的稳定提升; 另一方面, 受益于固网用户数稳定增长以及智慧家庭用户数持续提升, 自 2018 年起公司家庭宽带综合 ARPU 企稳回升。

截至 22Q1, 中国移动家庭宽带综合 ARPU 为 37.8 元, 同比增长 5.3%。2021

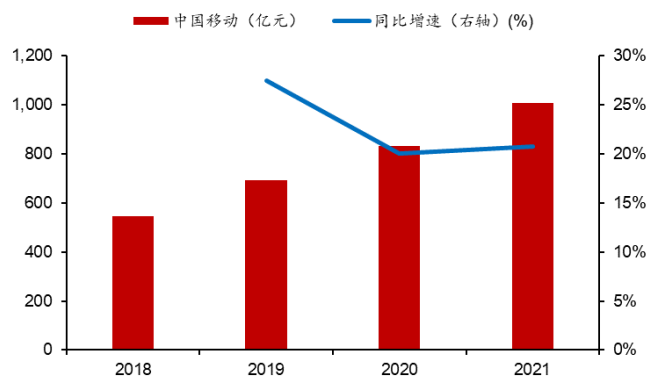
年公司家庭市场营收 1005 亿元，同比增长 20.8%，固网业务增速行业领先。

图表 25: 中国移动家庭宽带综合 ARPU



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表 26: 中国移动家庭市场收入



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

3. 产业数字化业务提供第二成长引擎

3.1 数字经济高速发展，政策助力产业数字化加速

➤ “十四五”数字规划提升到国家层面，落实到各级省政府

2022 年 1 月 15 日，《求是》刊发《不断做强做优做大我国数字经济》，指出了数字经济发展的七大方面，结合国务院前期印发的《“十四五”数字经济发展规划》，数字化已经提升到国家层面，成为未来经济结构转型的关键。

同时，2022 年各省级政府也对数字经济做了相关表述，围绕建设算力算法平台等基础设施、拓宽数字应用场景、培育软件产业集群等方式将数字经济与制造业融合发展。例如发展人工智能、区块链、大数据、云计算等新一代信息技术产业；进行数字安防、数字经济、数字政府、数字社会生态体系建设。

图表 27: “十四五”数字经济发展规划

发文机构	数字经济发展规划
国务院	1) 优化升级数字基础设施 (加快建设信息网络基础设施, 推进云网协同和算网融合发展, 有序推进基础设施智能升级); 2) 充分发挥数据要素作用; 3) 大力推进产业数字化转型; 4) 加快推动数字产业化; 5) 持续提升公共服务数字化水平; 6) 健全完善数字经济治理体系; 7) 着力强化数字经济安全体系 (增强网络安全防护能力, 提升数据安全保障水平, 有效防范各类风险) 8) 有效拓展数字经济国际合作

来源: iFinD, 中国政府网, 国联证券研究所

➤ 十四五规划对重点指标做出指引，主要指标 5 年增长率超 173%

2022 年 1 月 12 日，国务院发布《“十四五”数字经济发展规划》，对重点领域进行了部署，包括优化升级数字基础设施、大力推进产业数字化转型等在内的八方面重点任务。2025 年，国内数字经济核心产业增加值占 GDP 比重将提升至 10%，高于 2020 年的 7.8 个百分点。这也是自《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中首次提出数字经济核心产业增加值占 GDP 比重这一指标后，对我国“十四五”期间数

字经济发展出台的顶层设计。我们认为数字化经济转型的背景下，国内通信基础设施建设有望持续推进，物联网、云计算、数据中心等板块有望迎接发展机遇。

图表 28：十四五数字经济发展主要指标

指标	2020 年	2025 年	增长率	属性
数字经济核心产业增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10	28.21%	预期性
IPv6 活跃用户数 (亿户)	4.6	8	73.91%	预期性
千兆宽带用户数 (万户)	640	6000	837.50%	预期性
软件和信息技术服务业规模 (万亿元)	8.16	14	71.57%	预期性
工业互联网平台应用普及率 (%)	14.7	45	206.12%	预期性
全国网上销售额 (万亿元)	11.76	17	44.56%	预期性
电子商务交易规模 (万亿元)	37.21	46	23.62%	预期性
在线政务服务实名用户规模 (亿)	4	8	100.00%	预期性

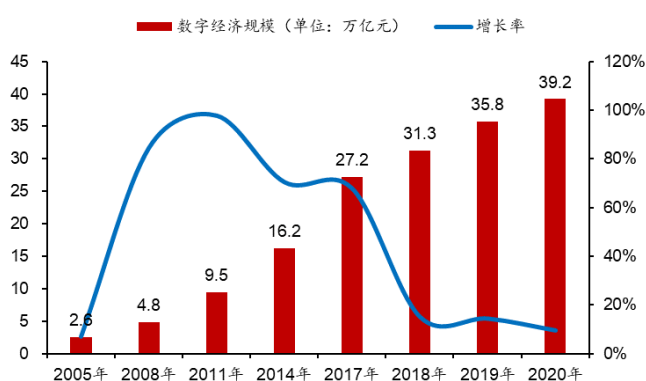
来源：iFinD、《“十四五”数字经济发展规划》，国联证券研究所

➤ 数字经济规模两位数增长，占 GDP 比重持续提升

2005 年开始，中国数字经济规模呈现快速增长，截至 2020 年数字经济总规模达 39.2 万亿元，同比上一年增加 3.3 万亿元，2005-2020 年 CAGR 达 19.83%。根据中国信通院数据，截至 2020 年我国数字经济总量位居世界前列，美国稳居第一，中国第二，后续排名分别为德国、日本、英国、法国和韩国，但发达国家数字经济占 GDP 比重超 50%。根据信通院数据，2020 年数字经济占我国 GDP 的比重也稳步提升，达到 38.6%，占比同比提升 2.3 个百分点，互联网产业在经济中所起到的作用愈发突出，但我国数字经济的渗透率相较于发达国家仍有一些差距，有较大的提升空间。

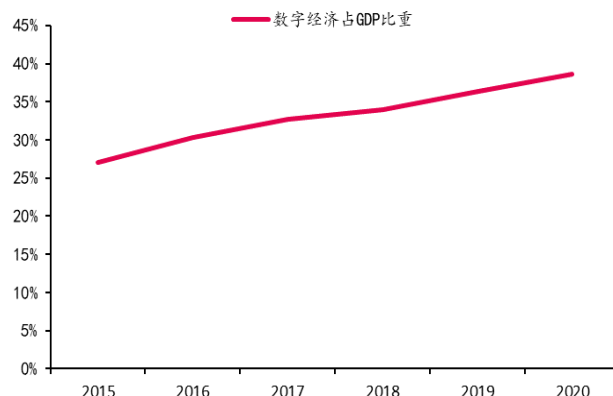
在政策和需求的双轮驱动下，预计 2020-2025 年数字经济规模由 39.2 万亿增长至 65 万亿，CAGR 为 10.6%，电信运营商作为数字经济的重要底座，搭建数字经济基础设施将核心受益。

图表 29：中国 2005-2020 年数字经济规模



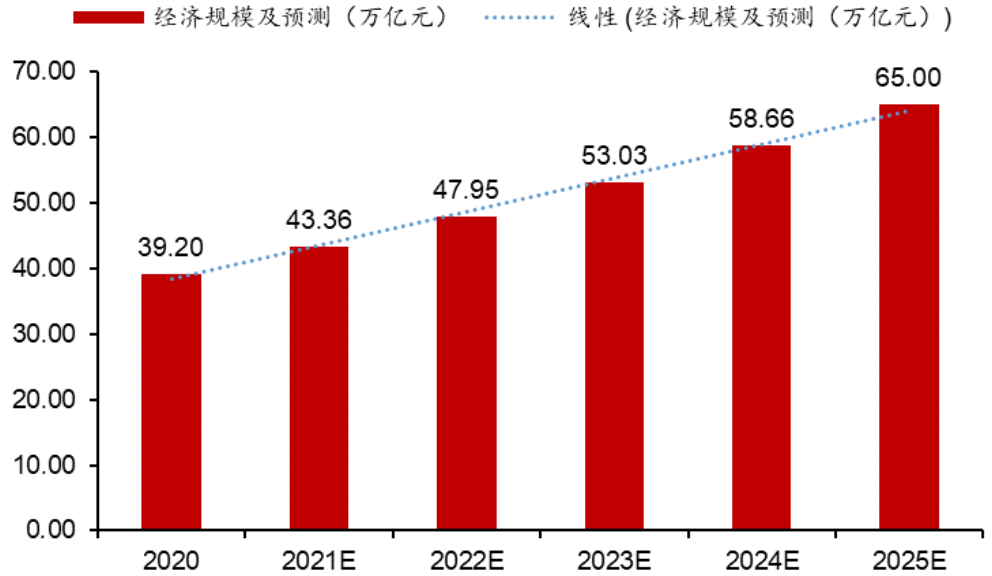
来源：iFinD、中国信通院、国联证券研究所整理

图表 30：2015-2020 年我国数字经济占 GDP 比重



来源：iFinD、中国信通院、国联证券研究所整理

图表 31：2020-2025 年数字经济规模预测



券商研究所FinD

➤ “东数西算”为国家层面数字经济基础设施总规划

2022年2月国家发改委等四部门联合印发通知，同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等8地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了10个国家数据中心集群。至此全国一体化大数据中心体系完成总体布局设计，“东数西算”工程正式全面启动。

较“南水北调”、“西电东送”是国家工程，“东数西算”具备市场化特征，由国家牵头，相关产业进行市场化竞争，合力实现数据的市场化配置。

图表 32: 东数西算八大枢纽、十大集群布局



来源：发改委，国联证券研究所

图表 33: 东数西算八大枢纽功能划分



来源：发改委，国联证券研究所

图表 34: 十大数据中心集群起步区划分情况

	枢纽节点	集群	起步区边界
西部	贵州枢纽	贵安数据中心集群	贵安新区贵安电子信息产业园
	内蒙古枢纽	和林格尔数据中心集群	和林格尔新区、集宁大数据产业园
	甘肃枢纽	庆阳数据中心集群	庆阳西峰数据信息产业聚集区
	宁夏枢纽	中卫数据中心集群	中卫工业园西部云基地
东部	京津冀枢纽	张家口数据中心集群	张家口市怀来县、张北县、宣化区
	长三角枢纽	长三角生态绿色一体化发展示范区数据中心集群	上海市青浦区、江苏省苏州市吴江区、浙江省嘉兴市嘉善县
		芜湖数据中心集群	芜湖市鸠江区、弋江区、无为市
	粤港澳大湾区枢纽	韶关数据中心集群	韶关高新区
	成渝枢纽	天府数据中心集群	成都市双流区、郫都区、简阳市
重庆数据中心集群		重庆市两江新区水土新城、西部（重庆）科学城璧山片区、重庆经济技术开发区	

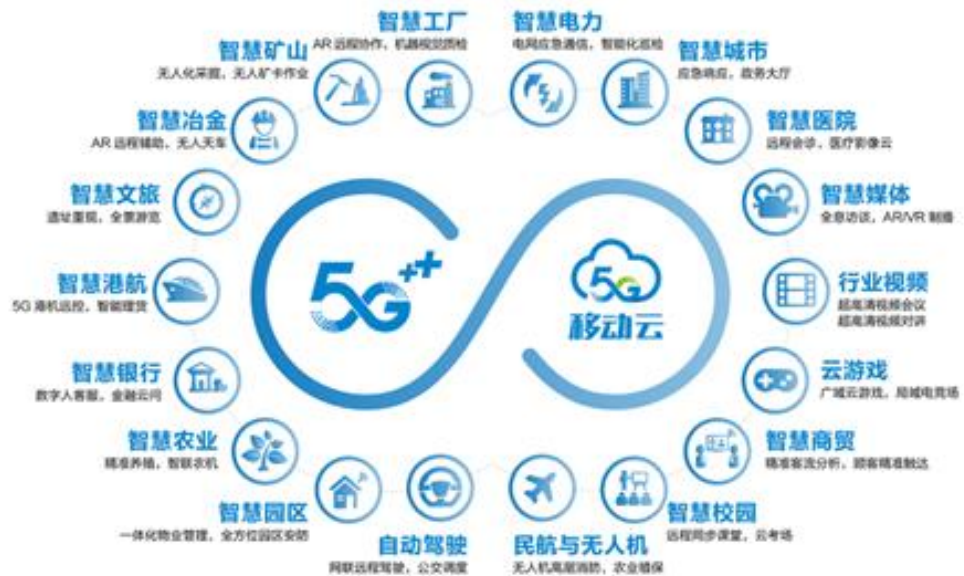
来源：发改委，国联证券研究所

3.2 B 端：转型数字化综合服务商，保持高速增长

➤ 以政企客户为基础，开拓客户多样化需求

公司 B 端（政企市场）产品丰富，主要包括通信服务和信息服务两大类。通信服务包括集团专线、集团短彩信、集团语音、物联卡和 5G 专网；信息服务包括移动云、IDC、信息化应用产品（云视讯、和对讲、千里眼等）和 DICT 解决方案。根据 2019 年业绩发布会推介材料，DICT 收入包括 IDC、ICT、移动云、大数据及其他政企应用及信息服务。

图表 35：中国移动政企市场业务



来源：iFinD，招股说明书，国联证券研究所

自 2018 年开始，电信运营商积极布局以 B 端客户为主的产业数字化业务，中国移动凭借天然的网络优势，深耕政企信息化“蓝海”，推动“网+云+DICT”实现跨越式发展。伴随着中国企业数字化转型的契机，公司政企市场营业收入在 IDC 和云计算领域高速增长，公司处于产业链地位具体详见《运营商消费者业务稳健，产业数字化引

擎助力》，报告于 2022 年 6 月 21 日发布。

图表 36：电信运营商在 IDC、云计算产业链所处位置



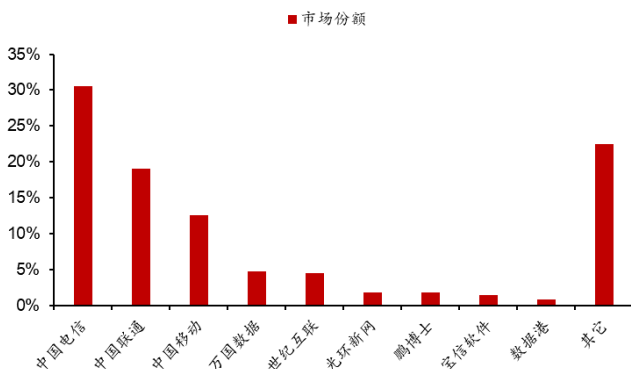
来源：iFnD，国联证券研究所

➢ IDC 市场运营商位列前 3，云计算以互联网公司为主

我国 IDC 市场中，电信运营商占据主要份额，第三方 IDC 服务商快速扩张。目前，电信运营商和前 6 家第三方 IDC 服务商占我国数据中心产业主要市场份额，2021 年底数据中心占比高达 77.5%。按照机柜数量口径统计，截至 2021 年底，三大电信运营商共占我国 IDC 市场 62.3% 的市场份额，中国移动市场份额为 12.6%。

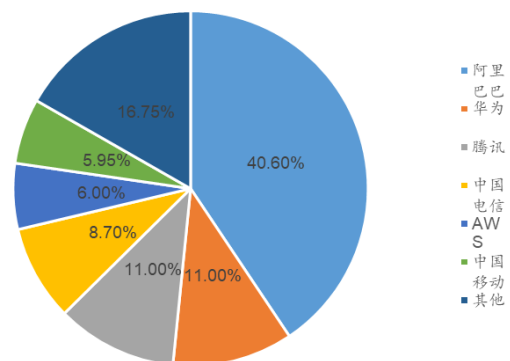
截至 2021 年底，中国 TOP5 云计算 IaaS 服务商主要有：阿里云、华为云、腾讯云、天翼云和亚马逊云，主要以互联网厂商为主，其中阿里云占比颇高，中国移动市场份额为 5.95%。公司 2021 年 DICT 业务合计营收 623 亿元，同比增长 43.2%，其中 IDC 和移动云业务营收 458 亿元，占 DICT 业务 74%。

图表 37：2021 中国 IDC 市场份额概况



来源：iFinD，信通院，国联证券研究所

图表 38：2021 中国 IaaS 服务商市场份额概况



来源：iFinD，信通院，国联证券研究所

图表 39：中国移动 DICT 业务拆解

	2021 营收 (亿元)	同比 (%)	2020 营收 (亿元)	同比 (%)
中国移动				
IDC	216	33.33%	162	54.30%
移动云	242	163.04%	92	360%
ICT	144	34.58%	107	59.70%
其他	21	-71.62%	74	7.30%
合计	623	43.2%	435	66.70%

来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

➤ 政企市场收入增速大幅超越传统业务

2022Q1, 三家运营商完成移动数据流量业务收入 1609 亿元, 同比增长 1.7%, 在电信业务收入中占比为 40.9%, 拉动电信业务收入增长 0.7 个百分点。22Q1 完成政企业务收入 797 亿元, 同比增长 36.3%, 在电信业务收入中占比为 20.3%, 拉动电信业务收入增长 5.9 个百分点。其中云计算和大数据收入同比增速分别达 138.1% 和 59.1%, 物联网业务收入同比增长 23.9%。

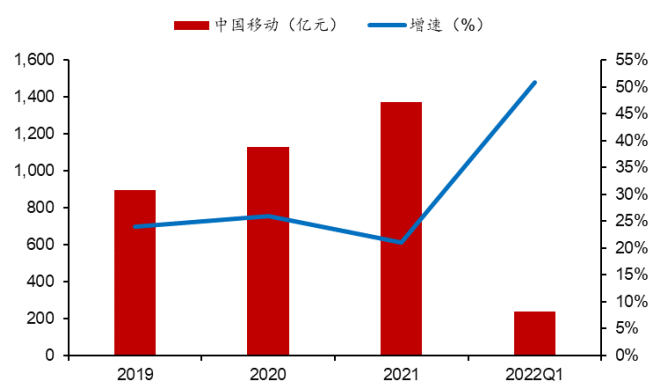
随着“东数西算”和“数字化转型”推进, 中国移动政企市场收入高速增长。2021 年公司政企市场收入 1371 亿元, 同比增长 21%, 其中 DICT 收入 623 亿元, 同比增长 43.2%; 22Q1 公司政企市场 DICT 业务营收 237 亿元, 同比增长分别为 51%, 成为营收增长的主要驱动力。

图表 40: 运营商电信业务与政企业务增速对比



来源: 工信部, 国联证券研究所

图表 41: 中国移动政企市场收入及增速



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

3.3 N 端: 积极探索, 成效初显

➤ 公司全方位布局, 积极推动“产业+资本”发展

中国移动在发展个人、家庭和政企市场同时, 也积极布局新兴市场业务, 主要包括国际业务、数字内容、互联网金融和股权投资。截至 2021 年, 国际业务方面, 公司国际/港澳台漫游服务覆盖 264 个方向, 5G 开通方向 51 个, 保持全球领先运营商客户合作伙伴 466 家, “牵手计划”覆盖全球超 30 亿用户; 数字内容方面, 公司全力打造“咪咕”系列产品, 全场景月活跃客户提升 45%; 互联网金融方面, 公司和包支付月活跃客户提升 155.7%; 股权投资方面, 公司以“产业+资本”构建数智化产业生态圈, 对净利润贡献占比 10.1%。

图表 42: 中国移动新兴业务简介

国际业务

国际/港澳台漫游服务覆盖 **264** 个方向, 5G 开通方向 **51** 个, 保持全球领先

运营商客户合作伙伴 **466** 家

牵手计划覆盖全球 **> 30 亿** 用户

全球“路、站、岛”网络布局升级

互联网金融

和包支付 月活跃客户 **▲ 155.7%**

信用购成为全国最大线下分期平台

积极推进数字货币场景与运营创新、打造集中化产业链金融平台

数字内容

咪咕视频 全场景月活跃客户 **▲ 45.0%**

以体育为核心, 持续构建内容领先生态

北京冬奥会内容全场景累计播放 **340 亿次**

视频彩铃 订购客户 **> 2.4 亿**

股权投资

股权投资收益对净利润贡献占比 **10.1%**

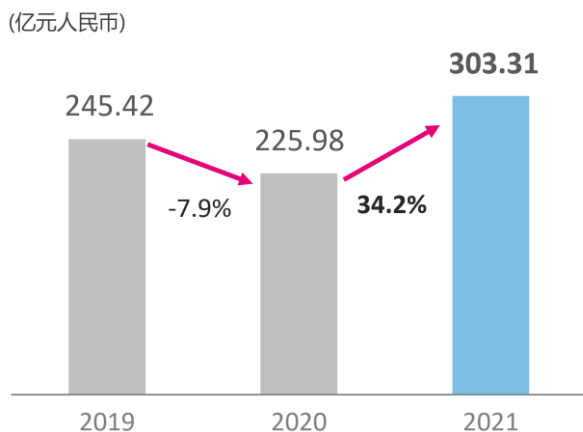
通过“产业+资本”, 构建数智化产业生态圈

新型基础设施 云计算 前沿科技
垂直行业 数字内容 网络安全

来源: 公司推介材料,

2021 年, 公司国际业务营收 132.88 亿元, 同比增长 20.1%; 数字内容营收 167.6 亿元, 同比增长 47.1%, 互联网金融营收 2.83 亿元, 同比增长 102.2%; 2019-2021 年, 公司新兴业务整体保持较好增长, 但是处于探索阶段, 业务收入波动相对不太稳定。

图表 43: 2019-2021 年新兴业务收入及同比



来源: 公司推介材料, 国联证券研究所

图表 44: 2021 年新兴业务各项收入

(亿元人民币)	2021	同比变化
国际业务	132.88	20.1%
数字内容	167.60	47.1%
互联网金融	2.83	102.1%

来源: 公司推介材料, 国联证券研究所

中国移动以两家投资公司中移资本和中移投资为投资主体, 三个资金平台: 中移和创、中移股权基金和中移创新产业基金, 围绕“产业+资本”投资逻辑, 截至 2021 年 6 月 30 日, 招股说明书共披露以下相关企业投资金额, 涉及基础通信、AI 和金融等领域。

图表 45: 中国移动长期股权投资 (截至 2021.6)

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
TrueCorporation	基础通信	50.49
亚信科技	ICT 融合	11.93
其他	—	3.56

来源：招股说明书，国联证券研究所

4. 经营分析：资本开支降、盈利强、费用优，利润增长可期

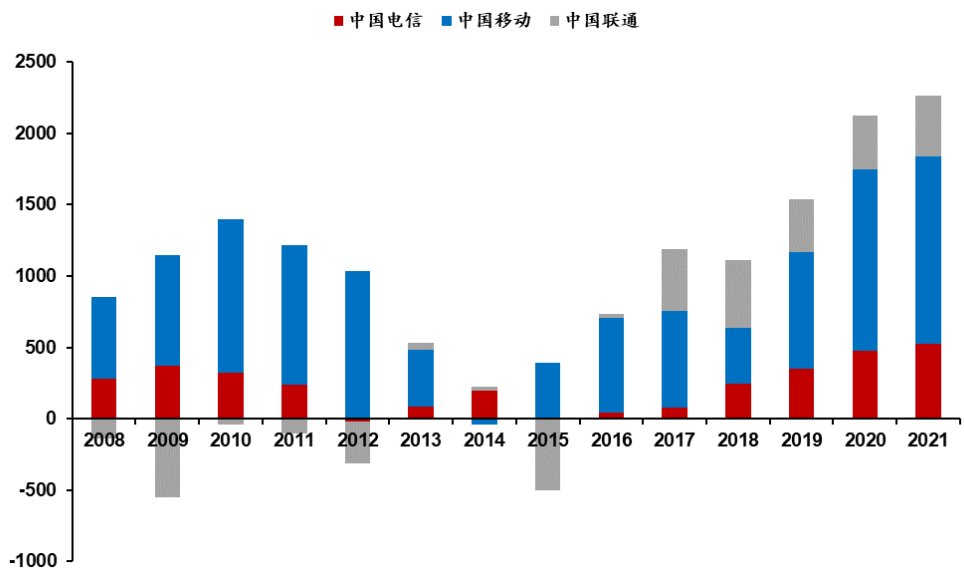
4.1 成本分析：“移动+广电”，成本有望优化

➤ 5G 资本开支趋于温和，运营商自由现金流较为充足

，超长的市场收获期使运营商进入高质量增长阶段，运营商价值慢慢凸

显。根据自由现金流（经营性净现金流-资本开支）指标，4G 建设初期运营商自由现金流大幅下滑，而随着 4G 建设的基本完成，运营商自由现金流回暖。2020-2021 年处于 5G 建设高峰期，2019 年以来运营商自由现金流显著改善，不会因为资本开支较大侵蚀利润。

图表 46：电信运营商自由现金流（亿元）



来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

➤ 共建共享深化推进，“移动+广电”700M 频谱优势突出

中国 5G 电信运营商“2+2”格局落定：中国电信与中国联通联手，中国移动和中国广电组合，共建共享 5G 网络。2019 年 6 月，工信部发放 5G 商用牌照，中国广电获得一张 5G 商用牌照，并可合法使用 700MHz、4.9GHz 频谱资源。

图表 47: 国内运营商 5G 频段



来源：通信产业网，国联证券研究所

不同于其他频段，700M 频段具备覆盖范围广的特点，在相同上行边缘速率（5Mbps）下，700MHz 覆盖能达到 4.66km，4.9GHz 覆盖半径为 1.55km，1 个 700MHz 基站覆盖范围约为 4.9GHz 基站的 3 倍，对于偏远地区建网，能有效解决 5G 基站成本高，覆盖范围小的问题。

图表 48: 700MHz 频谱覆盖能力



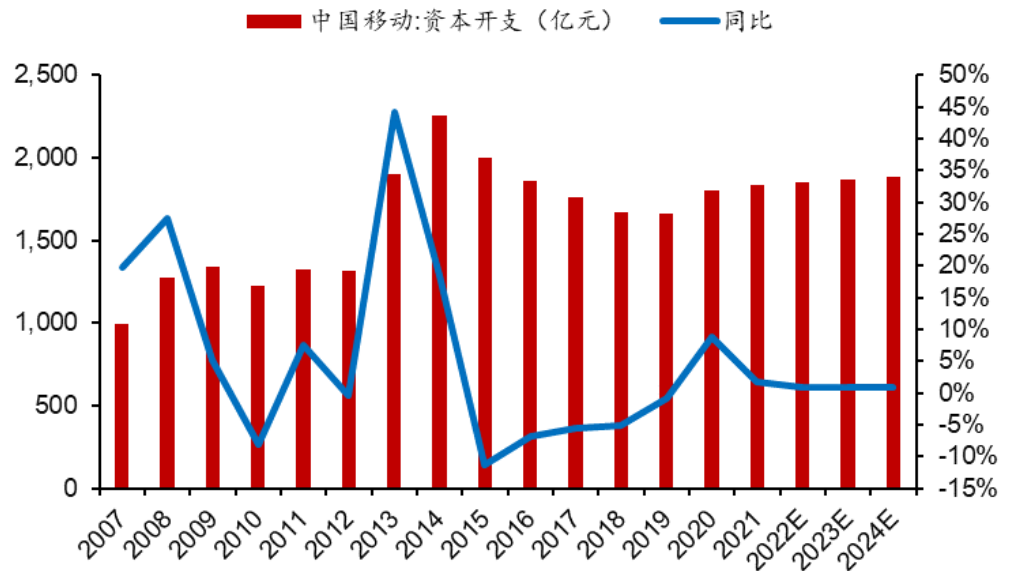
来源：中科院半导体所，国联证券研究所

➤ 中国移动未来资本开支趋于平缓

2019-2021 年，中国移动资本开支分别为 1659/ 1806/ 1836 亿元，同比增长 -0.72%/8.86%/1.66%，相较于 4G 时代，建网初期公司资本开支大幅增长有了较大的变化。预计未来 3 年公司资本开支维持平稳，2022 年预计资本开支 1852 亿元，5G 资本开支 1100 亿元，相较于去年 1140 亿元有所减少，我们认为 5G 资本开支开

始步入下行周期。

图表 49: 中国移动资本开支



来源: iFinD, 国联证券研究所

营业成本比例大 > 折旧摊销占

根据 2021 年公司年报披露, 营业成本构成中, 中国移动网络运营及支撑支出占比 35.76%、折旧与摊销占比 30.59%; 公司折旧与摊销为 1,848 亿元, 比上年增长 12.3%, 若剔除残值率调整因素影响, 折旧及摊销增长 6.6%, 主要由于公司加速网络升级、转型布局, 资产规模扩大。

图表 50: 2021 年中国移动营业成本构成

成本构成	占比
网络运营及支撑支出	35.76%
折旧及摊销	30.59%
职工薪酬	13.72%
网间结算支出	3.32%
其他	0.69%
其他业务成本	15.91%
合计	100.00%

来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表 51: 中国移动固定资产折旧规则

品类	预计使用寿命	预计净残值率	年折旧率
物	8-30 年	0.03	3.23%-12.13%
通信设备	5-10 年	0%-3%	9.70%-20.00%
办公设备及 其他	3-10 年	0.03	9.70%-32.33%

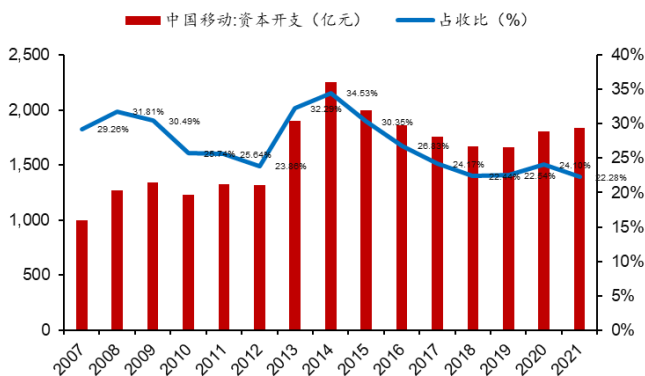
来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

> 资本开支占收比较 3/4G 减少, 利润空间提升

根据中国移动历年财报, 3G 牌照于 2008 年 12 月发放, 建网高峰期在 2009 年, 资本开支为 1339 亿元, 占收比 30.49%; 4G 牌照于 2013 年 12 月发放, 建网高峰期在 2015 年, 资本开支为 1997 亿元, 占收比 30.35%; 2021 年为 5G 资本开支高峰期, 资本开支为 1836 亿元, 占收比为 22.28%。

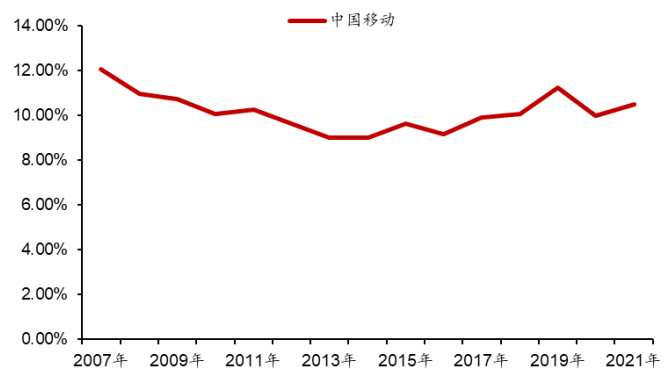
资本开支大幅提升将增加未来几年折旧与摊销费用, 共建共享下资本开支得到有效控制, 5G 投资金额巨大, 但是整体的折旧摊销/总资产并没有大幅上升, 呈现出相对平缓趋势, 验证了资本开支放缓有效提升公司利润空间。

图表 52: 中国移动资本开支及占收比



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表 53: 折旧摊销/总资产 (年度报告) (%)



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

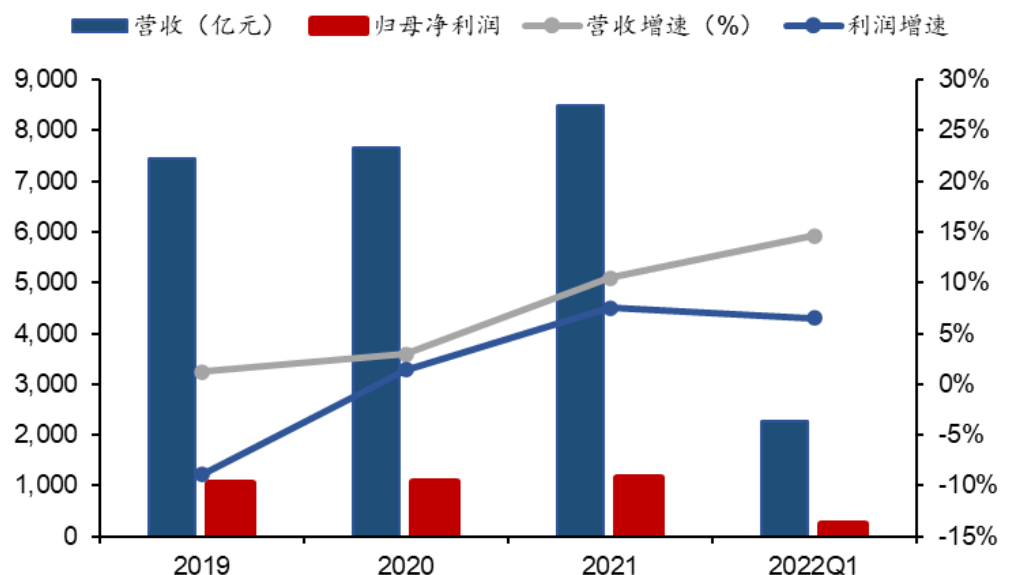
4.2 盈利、费用分析: 盈利强劲, 费用行业领先

➤ 公司营收利润双双提升

2022 年运营商营收利润全面向好, 22Q1 中国移动营收为 2273.2 亿元, 同比增长 4.6%, 归母净利润 256.56 亿元, 同比增速 6.5%。

如前文分析, 政企业务拉动运营商整体营收和利润增速, 消费者业务保持稳健增长。

图表 54: 中国移动营收、利润 (亿元) 及增速 (%)



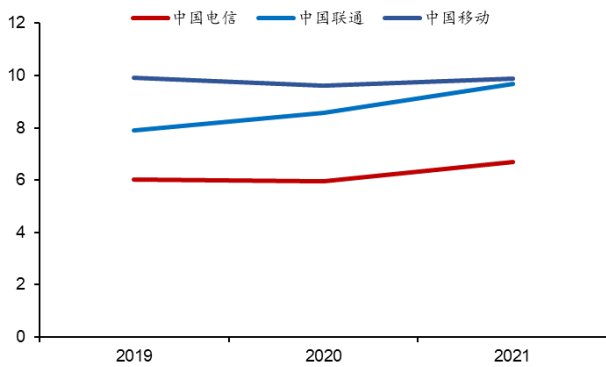
来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

➤ 公司盈利能力强, 费用行业领先

2019-2021 年, 国内三大运营商整体盈利能力稳中有升, 中国移动/中国电信/中国联通 2021 年 ROE 分别为 9.89%/6.69%/9.67%, 中国移动 ROE 最高。权益乘数方面, 中国移动/中国电信/中国联通分别维持在 1.5/2/4 左右, 公司并未通过提高财务杠杆提升 ROE, 盈利能力较强。

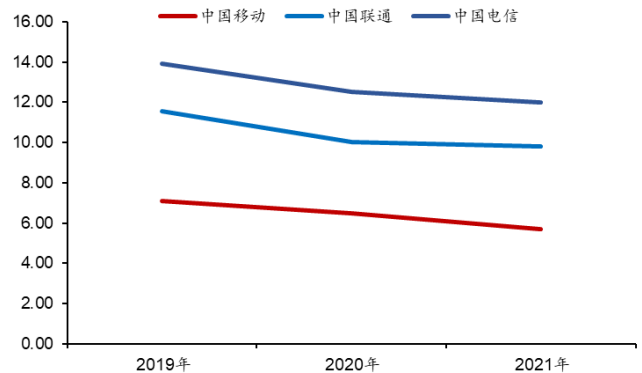
费用方面，公司销售费用、管理费用和财务费用均为三家当中最低的一家，规模效应显著。公司财务费用在过去三年维持-1%左右，表明整体自由现金流较为充足，未来对于资本开支以及“产业+资本”投资有较强的支撑。

图表 55: 国内电信运营商近三年 ROE 变化 (%)

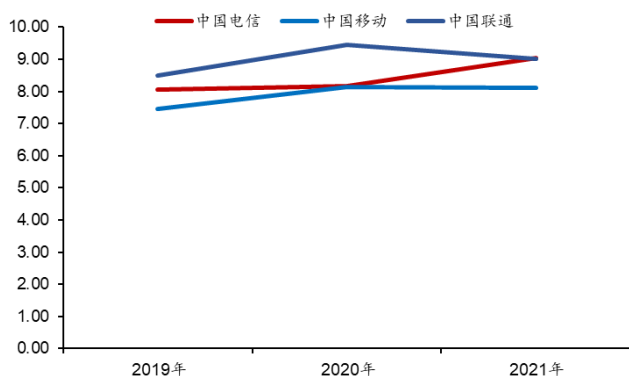


来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表 56: 2019-2021 年运营商销售费用率 (%)

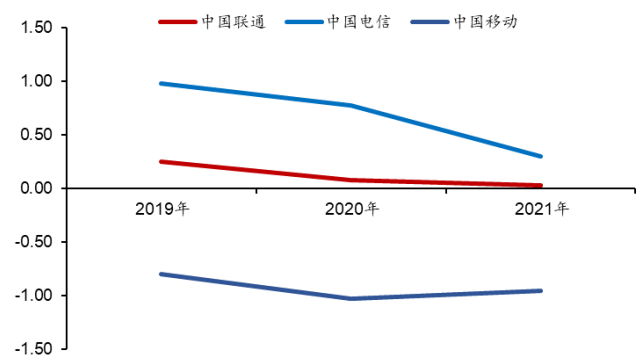


图表 57: 2019-2021 年运营商管理费用率 (%)



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

年运营商财务费用率 (%)



来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测

核心假设:

(1) 消费者业务: 随着电信运营商由用户规模转向利润考核, 和 5G 时代“提速降费”政策取消, 提升 ARPU 值成为行业共识, 消费者业务 (个人市场和家庭市场) 压制因素褪去。同时随着 5G 渗透率提升和千兆升级推进, 公司消费者业务 ARPU 值提升拉动消费者业务营收稳步上升。

(2) 政企市场/新兴市场: 随着“十四五数字经济规划”和“东数西算”政策推进, 行业数字化加速, 公司在云基建领域投入加大, 截至目前政企市场营收保持两位数强劲增长, 营收占比持续提升, 有望推动公司整体营收步入两位数增长通道。

图表 59: 中国移动盈利预测

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	768070	848258	926976	1003081	1081522
营业收入增速	2.97%	10.44%	9.28%	8.21%	7.82%
个人市场收入	476966	483400	507570	538024	575686
个人市场增速	-2.80%	1.35%	5.00%	6.00%	7.00%
个人市场占比	62.10%	56.99%	54.76%	53.64%	53.23%
家庭市场收入	83208	100500	116580	131735	146226
家庭市场增速	20%	20.78%	16.00%	13.00%	11%
家庭市场占比	10.80%	11.85%	12.58%	13.13%	13.52%
政企市场收入	112920	137100	164520	197424	236909
政企市场增速	25.80%	21.41%	20.00%	20.00%	20.00%
政企市场占比	14.70%	16.16%	17.75%	19.68%	21.91%
新兴市场收入	22598	30300	33330	36663	40329
新兴市场增速	-7.90%	34.08%	10.00%	10.00%	10%
新兴市场占比	2.90%	3.57%	3.60%	3.66%	3.73%
其他收入	72378	96958	104976	99235	82372
其他增速	1.20%	33.96%	8.27%	-5.47%	-16.99%
其他占比	9.40%	11.43%	11.32%	9.89%	7.62%
营业成本	533260	603905	655372	707172	759228
毛利率	30.60%	28.81%	29.30%	29.50%	29.80%
营业毛利	234810	244353	271604	295909	322294
YOY	0.70%	4.06%	11.15%	8.95%	8.92%
归属于母公司净利润	107837	115937	124884	136174	145217
销售净利率	14.00%	13.67%	13.47%	13.58%	13.43%
净利润增长率	1.40%	7.51%	7.72%	9.04%	6.64%

来源: iFinD, 国联证券研究所

5.2 估值与投资评级

➤ 绝对估值法

考虑到公司盈利能力和股息政策稳定, 分红较好, 我们采取 DDM 方法进行估值。无风险收益率采用十年国债收益率; 市场收益率采用 10 年沪深指数平均收益率; 假设第二阶段 6 年, 增长率 2%; 长期增长率为 1%。

图表 60: 基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.78%
市场预期回报率 Rm	6.93%
第二阶段年数 (年)	6
第二阶段增长率	2.00%
永续增长率(可参考 CPI)	1.00%
税后债务资本成本 Kd	4.92%
债务资本比重 Wd	9.33%
股权资本成本 Ke	4.29%
WACC	4.35%

来源: iFinD, 国联证券研究所

根据以上关键参数, DDM 估值对应目标股价为 97.3 元。

图表 61: DDM 估值结果

DDM 估值	股利现值	价值百分比
第一阶段	171,344.0	8.25%
第二阶段	326,827.1	15.73%
第三阶段 (终值)	1,579,857.9	76.03%
股利现值合计	2,078,029.0	
除: 总股本(股)	21,362,826,764.0	
每股价值(元)	97.3	

来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 相对估值法

2021 年, 中国移动实现营收 8,482.58 亿元, 同比增长 10.4%, 实现归母净利润 1,159.37, 同比增长 7.5%; 22Q1, 公司实现营收 2273.2 亿元, 同比增长 14.6%, 实现归母净利润 256.24 亿元, 同比增长 6.52%。

我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 9269.76/10030.81/10815.22 亿元, 同比增长分别为 9.28%/8.21%/7.82%, CAGR 为 8.43%, 归母净利润分别为 1248.84/1361.74/1452.17 亿元, 同比增长为 7.72%/9.04%/6.64%, EPS 分别为 5.85/6.37/6.80 元/股, CAGR 为 7.81%, 对应 PE 分别为 10.43/9.56/8.97 倍。

➤ 投资评级

考虑到公司消费者业务规模效应显著, 产业数字化业务增速行业领先, 2022 年有望超越同行, 综合相对估值和 DCF 的结果, 给予公司 2022 年 15 倍 PE, 对应目标价为 87.6 元, 给予“买入”评级。

图表 62: 可比公司估值

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
中国电信	0.32	0.36	0.41	11.66	10.32	9.18	8.20%	买入
中国移动	5.85	6.35	6.84	10.41	9.59	8.89	5.30%	买入
中国联通	0.23	0.26	0.29	14.99	13.27	11.82	8.24%	增持
平均值				12.35	11.06	9.96		

来源：iFinD，国联证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 1 日收盘价；可比公司 EPS 为同花顺一致预期

图表 63：中国移动财务数据与估值

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	768,070	848,258	926,976	1,003,081	1,081,522
增长率（%）				8.21%	7.82%
EBITDA（百万元）	306,849	336,922	296,341	314,320	327,801
归母净利润（百万元）	107,837	115,937	124,850	136,188	145,284
增长率（%）	1.42%	7.51%	7.69%	9.08%	6.68%
EPS（元/股）	5.05	5.43	5.84	6.37	6.80
市盈率（P/E）	12.1	11.2	10.4	9.5	8.9
市净率（P/B）	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	3.1	3.0	2.2	1.5

来源：iFinD，国联证券研究所

6. 风险提示

➤ 海外竞争国政策制裁风险

中国运营商在海外开展业务时有可能受到当地政策制裁风险，未来中美在各个领域博弈仍将长期存在，美国对中国电信企业制裁存在不确定性，有可能对股价造成一些波动。

➤ 云基建投资不及预期

云基建投资不及预期，5G 行业应用的发展面临技术更新、成本优化、模式落地和市场推广等多方面不确定性，政企市场是否能够深度融合从而助力传统行业提升效率有待验证。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	325,941	335,155	514,322	719,197	931,687	营业收入	768,070.0	848,258.0	926,976.3	1,003,081.1	1,081,522.0
应收账款+票据	43,653	44,143	49,884	53,979	58,200	营业成本	533,260.0	603,905.0	655,372.2	707,172.18	759,228.47
预付账款	8,385	9,326	9,888	10,700	11,537	营业税金及附加	2,462.00	2,722.00	2,986.12	3,231.28	3,483.96
存货	8,044	10,203	10,112	10,911	11,715	营业费用	49,949.00	48,243.00	49,500.54	52,561.45	57,969.58
其他	193,720	196,544	202,397	208,095	213,968	管理费用	62,494.00	68,805.00	71,747.97	78,440.94	87,819.59
流动资产合计	579,743	595,371	786,604	1,002,883	1,227,107	财务费用	-7,905.00	-8,096.00	-257.26	-1,448.98	-2,654.46
长期股权投资	161,811	169,556	181,542	193,529	205,515	资产减值损失	-218.00	-379.00	-313.16	-338.87	-365.37
固定资产	750,970	756,651	652,607	551,048	451,418	公允价值变动收益	2,894.00	4,102.00	4,102.00	4,102.00	4,102.00
在建工程	68,941	69,098	68,931	64,022	53,932	投资净收益	13,093.00	13,396.00	13,179.33	13,179.33	13,179.33
无形资产	42,343	45,238	39,017	33,876	28,257	其他	-643.00	2,196.00	410.10	-78.96	-583.03
其他非流动资产	88,774	170,113	169,124	166,585	166,620	营业利润	142,936.0	151,994.0	165,004.9	179,987.74	192,007.82
非流动资产合计	1,112,839	1,210,656	1,111,222	1,009,059	905,742	营业外净收益	-583.00	-21.00	-15.33	-15.33	-15.33
资产总计	1,692,582	1,806,027	1,897,826	2,011,943	2,132,850	利润总额	142,353.0	151,973.0	164,989.6	179,972.40	191,992.49
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	34,219.00	35,878.00	39,909.41	43,533.60	46,441.14
应付账款+票据	267,151	275,981	313,441	338,215	363,111		108,134.0	116,095.0	125,080.2	136,438.81	145,551.35
其他	250,123	306,167	302,758	327,226	352,375	少数股东损益	297.00	158.00	229.99	250.88	267.64
流动负债合计	517,274	582,148	616,199	665,441	715,487	归属于母公司净利	107,837.0	115,937.0	124,850.2	136,187.93	145,283.71
长期带息负债	42,460	30,922	19,772	9,493	181						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	15,376	17,965	17,965								
非流动负债合计	57,836	48,887	37,737	27,458	18,146						
负债合计	575,110	631,035	653,936	692,899	733,632						
少数股东权益	3,856	3,942	4,172	4,423	4,691						
股本	21363	21363	21363	21363	21363						
资本公积	-303,535	-302,857	-302,857	-302,857	-302,857						
留存收益	1,015,021	1,071,777	1,140,445	1,215,348	1,295,254						
股东权益合计	1,117,472	1,174,992	1,243,890	1,319,044	1,399,218						
负债和股东权益总	1,692,582	1,806,027	1,897,826	2,011,943	2,132,850						

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	108,134.0				
折旧摊销	172,401.0	193,045.0	131,609.0	135,796.9	138,462.5
财务费用	-7,905.00	-8,096.00	-257.26	-1,448.98	-2,654.46
存货减少	-706.00	-2,159.00	90.81	-799.26	-803.21
营运资金变动	50,314.00	28,215.00	21,985.27	37,836.86	38,312.10
其它	-14,477.00	-12,336.00	-11,655.55	-10,765.48	-10,761.53
经营活动现金流	307,761.0	314,764.0	266,852.5	297,058.8	308,106.8
资本支出	-184,312.00	-204,722.00	-20,188.39	-21,648.44	-23,159.08
长期投资	-12,048.00	-78,880.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,254.00	45,306.00	-421.60	-421.60	-421.60
投资活动现金流	-188,106.00	-238,296.00	-20,609.98	-22,070.04	-23,580.68
债权融资	-9,175.00	-11,538.00	-11,150.19	-10,278.60	-9,312.61
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-73,077.00	-33,663.00	-55,925.35	-59,835.59	-62,723.21
筹资活动现金流	-82,252.00	-45,201.00	-67,075.54	-70,114.19	-72,035.82
现金净增加额	36,796.00	31,214.00	179,167.0	204,874.6	212,490.3

主要财务比率					
	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力					
营业收入	2.97%	10.44%	9.28%	8.21%	7.82%
EBIT	-1.02%	7.01%	14.50%	8.37%	6.06%
EBITDA	-3.71%	9.80%	-12.04%	6.07%	4.29%
归属于母公司净利	1.42%	7.51%	7.69%	9.08%	6.68%
获利能力					
毛利率	30.57%	28.81%	29.30%	29.50%	29.80%
净利率	14.08%	13.69%	13.49%	13.60%	13.46%
ROE	9.68%	9.90%	10.07%	10.36%	10.42%
ROIC	10.92%	11.43%	13.34%	16.23%	20.13%
偿债能力					
流动比率	1.1	1.0	1.3	1.5	1.7
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.4	1.6
营运能力					
应收账款周转率	17.6	19.4	18.7	18.7	18.7
存货周转率	66.3	59.2	64.8	64.8	64.8
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	5.0	5.4	5.8	6.4	6.8
每股经营现金流	14.4	14.7	12.5	13.9	14.4
每股净资产	52.1	54.8	58.0	61.5	65.3
估值比率					
市盈率	12.1	11.2	10.4	9.5	8.9
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	3.1	3.0	2.2	1.5
EV/EBIT	8.3	7.2	5.3	3.8	2.6

数据来源:公司公告、iFIND, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 7 月 1 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联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。国联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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695