

中国移动 (600941.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩增速迈向新台阶, 移动云加速步入全球第一阵营

事件: 公司 8 月 11 日晚发布 2022 年半年度报告, 实现营业收入 4969 亿元, 同比增长 12.0%; 实现归属于母公司净利润 703 亿元, 同比增长 18.9%; 2022 年上半年公司实现 EPS 3.29 元, 同比增长 13.8%。

1、收入利润高速增长, CHBN 融合发展

2022 年上半年公司营业收入为 4969 亿元, 同比上升 12.0%, 主营业务收入 4264 亿元, 同比增长 8.4%。归属于母公司净利润达到人民币 703 亿元, 同比增长 18.9%, 净利率达 14.1%, 同比增长 0.8pp; 去年受到调整残值率影响, 全年固定资产折旧增加 94 亿 (上半年增加 79.73 亿), 剔除上年同期残值率调整影响后归母净利润同比增长 7.3%; 22H1 实现 EBITDA 1739 亿元, 同比增长 35%, EBITDA 率达 35%, 同比下滑 1.5pp。从公司收入构成来看:

- 1) **移个人市场稳中有升**, 收入达到 2,561 亿元, 同比增长 0.2%, 在主营业务收入占比达 60%; 移动客户 9.70 亿户, 净增 1,296 万户, 其中 5G 套餐客户达到 5.11 亿户, 净增 1.24 亿户, 规模保持行业领先。移动 ARPU 为人民币 52.3 元, 同比增长 0.2%。
- 2) **家庭市场持续增长**, 收入达到 594 亿元, 同比增长 18.7%, 在主营业务收入占比达 13.9%; 家庭宽带客户达 2.30 亿户, 净增 1,241 万户, 客户净增持续保持行业领先, 其中千兆宽带客户净增占比超 88%。带宽升级、智家应用拓展带动家庭客户综合 ARPU 持续提升, 上半年达到人民币 43.0 元, 同比增长 4.6%。
- 3) **政企市场保持快速增长**, 收入达到 911 亿元, 同比增长 24.6%, 在主营业务收入占比达 21.4%。政企客户数达到 2,112 万家, 净增 229 万家。DICT 收入达到人民币 482 亿元, 同比增长 44.2%。移动云加速迈向全球第一阵营, 收入达到人民币 234 亿元, 同比增长 103.6%。

风险提示: 市场竞争加剧、分拆上市存在不确定性、创新业务拓展不及预期、成本管控不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	768070	848258	933991	1028895	1140984
同比增长	3%	10%	10%	10%	11%
营业利润(百万元)	142936	151994	163809	181089	201528
同比增长	0%	6%	8%	11%	11%
归母净利润(百万元)	107837	115937	124681	137470	152596
同比增长	1%	8%	8%	10%	11%
每股收益(元)	5.05	5.43	5.84	6.44	7.14
PE	12.2	11.3	10.5	9.5	8.6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

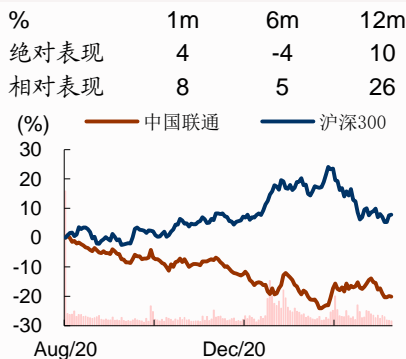
资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 61.35 元

基础数据

总股本 (万股)	2136283
已上市流通股 (万股)	48075
总市值 (亿元)	13106
流通市值 (亿元)	295
每股净资产 (MRQ)	58.4
ROE (TTM)	10.2
资产负债率	33.2%
主要股东	中国移动香港(BVI)有限公
主要股东持股比例	72.72%

股价表现



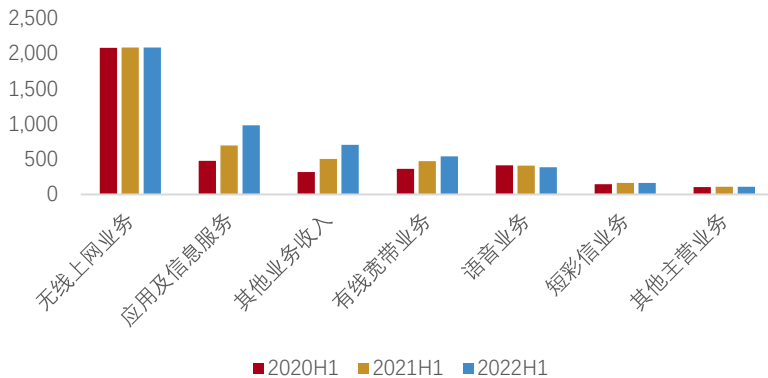
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

余俊 S1090518070002
yujun@cmschina.com.cn
梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
孙嘉擎 研究助理
sunjiaqing@cmschina.com.cn

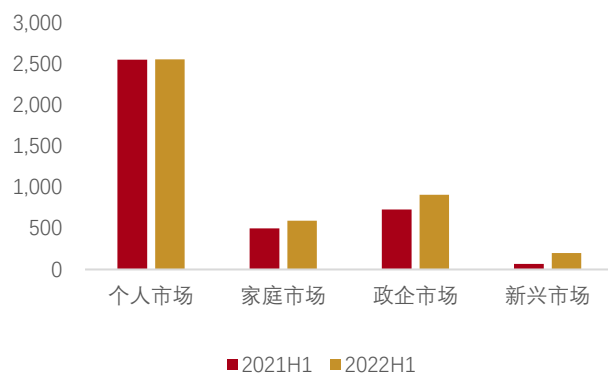
4) 新兴市场实现高速增长, 收入达到 199 亿元, 同比增长 36.5%, 在主营业务收入占比达 4.7%。国际业务收入达到人民币 81 亿元, 同比增长 19.3%。数字内容收入达到 116 亿元, 同比增长 50.6%, 增速创新高。

图 1: 公司分业务收入 (亿元)



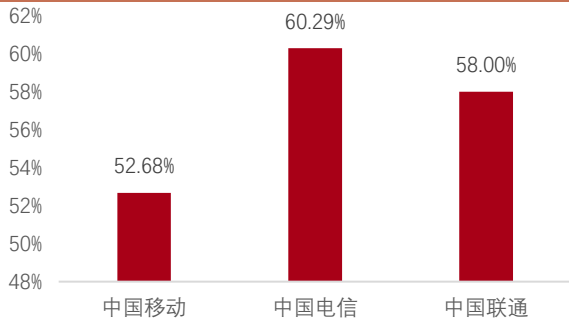
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司细分业务收入情况 (亿元)



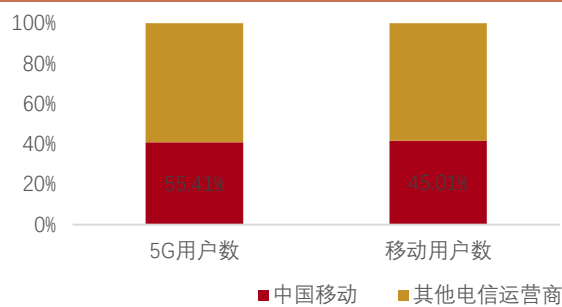
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 三大运营商 5G 用户渗透率 (截至 2022/06)



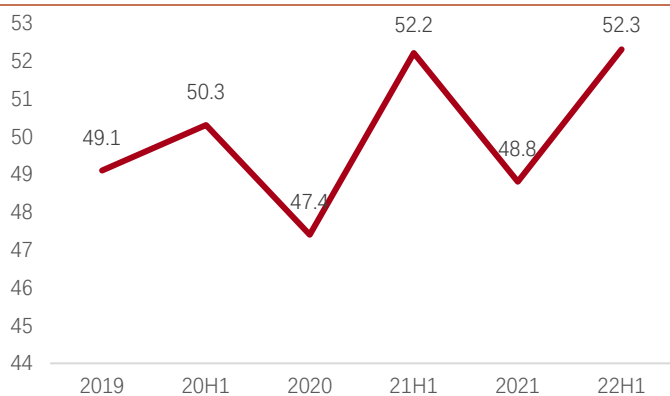
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 三大运营商用户数份额 (截至 2022/06)



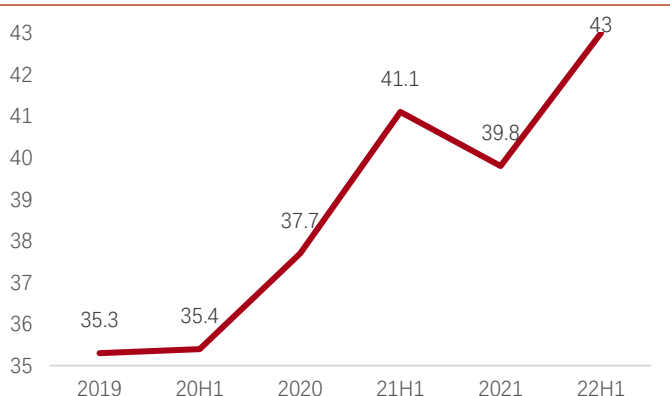
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 2019-2022 年上半年移动出账用户 ARPU



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 2019-2022 年上半年固网宽带 ARPU



资料来源: 公司公告、招商证券

2、优化资源投入结构, 运营管理效率稳步提升

公司不断优化资源投入结构, 实现良好成本管控。22H1 公司主营业务成本为 2,860 亿元, 同比增长 8.7%, 占营业收入比重为 57.6%。主要由于公司站在长远可持续发展角度考量, 对智慧家庭、DICT、智慧中台等方面转型的投入增加。

①数智化新基建加速推进，算力和能力两大方向重点布局。2022年上半年公司资本开支 920 亿元，连接、算力及能力三大方向投入分别为 662 亿（其中 5G 相关投资为 587 亿）、200 亿和 50 亿：

- **5G 方面**，截至 22H1 累计开通 5G 基站达百万个，新增开通 5G 基站超 25 万，其中 700MHz 5G 基站 30 万个，计划年底累计开通 5G 基站超 120 万站；
- **算力网络方面**，截至 22H1 累计投产云服务器 59.3 万台，新增 11.2 万台；累计投产对外可用 IDC 机架 42.9 万架，新增 2.2 万架，东西部算力枢纽骨干节点实现全互联，SD-WAN 网络全覆盖。公司计划年底累计投产云服务器和对外可用 IDC 机架分别达到 66 万台和 45 万架；
- **智慧中台方面**，截至 22H1 公司汇聚中台能力数量达 476 项，能力月均调用量增长 61.5% 超 110 亿次。

图 7：公司资本开支情况（亿元）

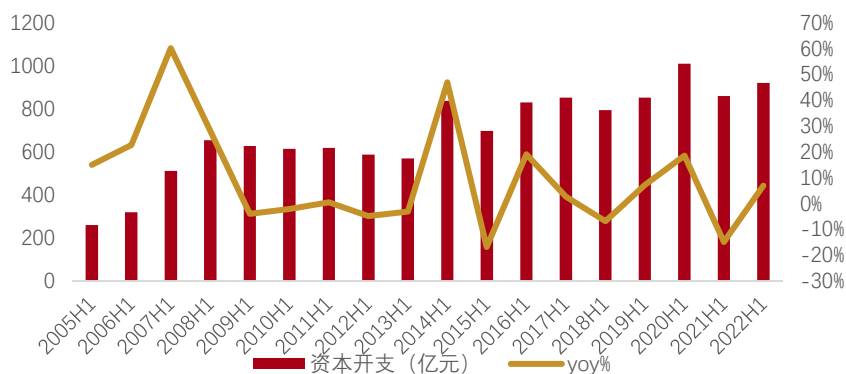
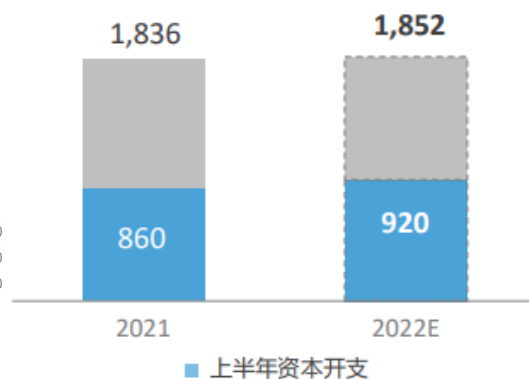


图 8：21/22 资本开支情况



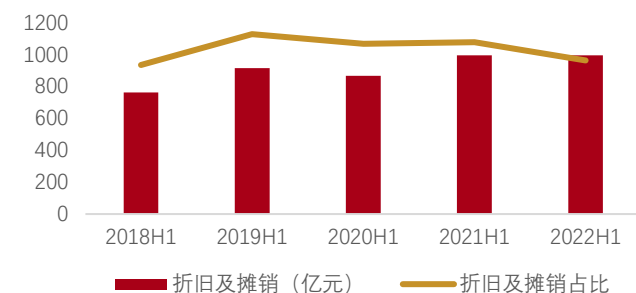
资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

②公司力行精准投资，运营管理效率稳步提升。22H1 公司折旧摊销及营销费用占收比有所下滑，但由于公司新基建项目加速建成投产以及基于中长期发展增加转型投入使得网运成本占收比有所提升。

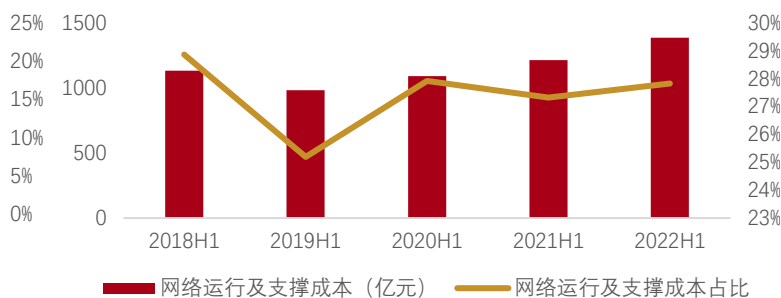
- **折旧及摊销费用占收比有所下滑**。2022 年上半年，公司资产折旧及摊销发生人民币 994.46 亿元，同比下滑 0.5%（一方面，22 年上半年公司加速网络升级、转型布局，资产规模扩大；此外，上年同期部分资产残值率从 3% 调整至 0%，新增折旧摊销费用），22H1 折旧摊销费用占营业收入的比重由上年的 22.4% 下降至 20.0%。
- **网络运行及支撑成本占收比略增**。2022 年上半年，公司网络运行及支撑成本发生人民币 1381.9 亿元，同比增长 14.0%，所占营业收入的比重由上年的 27.3% 变化至 27.8%，主要系新基建项目加速建成投产以及转型投入增加。
- **加强营销费用管控已卓有成效**。营销费用方面，2022 年上半年，随着公司全面推进数字化转型，加快线上线下一体化，销售费用发生人民币 262 亿元，同比下降 13.8%，所占营业收入的比重由上年的 6.85% 下降至 5.27%；公司销售通信产品成本发生人民币 689 亿元，与通信产品销售增速基本同步，同期销售通信产品收入为人民币 705 亿元。

图 9：公司折旧及摊销费用情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：公司网络运行及支撑成本费用情况



资料来源：公司公告、招商证券

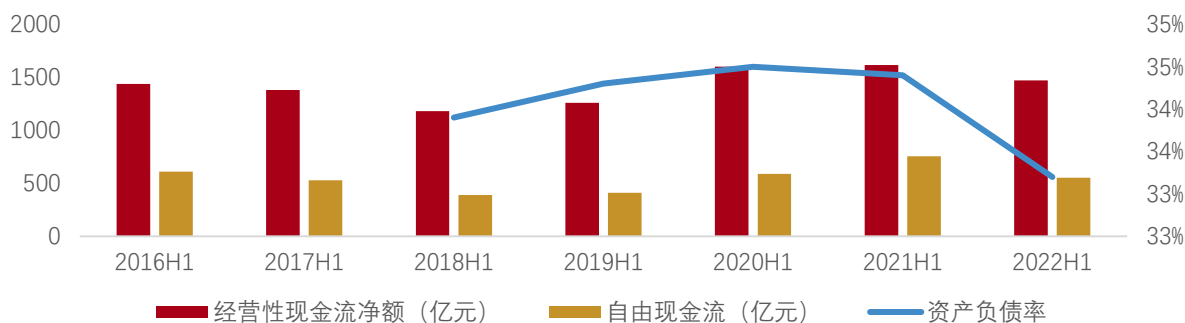
3、现金流情况表现良好，资本结构持续稳健，派息率持续提升

2022 年上半年，本公司现金流状况持续健康，经营活动产生的现金流量净额为 1,473 亿元，同比下降 8.9%，主要由于本公司为支持产业链上下游经营发展，收款进度有所放缓，付款进度有所加快；投资活动产生的现金流量净额为 -741 亿元，同比增长 15.2%，主要由于公司持续优化资金使用安排以及资本开支有所增长；筹资活动产生的现金流量净额为 -450 亿元，同比增长 25.7%，主要由于支付股息有所增长。自由现金流为 552 亿元，同比下降 26.9%，主要由于经营活动产生的现金流量净额有所下降以及资本开支有所增长。

财务状况稳健，为未来可持续发展奠定良好基础。公司财务状况继续保持稳健。2022 年 6 月底，资产总额为 18,751 亿元，负债总额为 6,229 亿元，位于境外地区的资产规模不重大。公司资产负债率为 33.2%，比上年末下降 1.7 个百分点。报告期末公司应收账款 631 亿元，较上年同期末增长 69.6%，因政企业务发展较快，政企应收账款年中回收进度相对较慢，应收账款年中余额通常高于年末；在建工程 1,034 亿元，较上年同期末增长 49.6%，因上半年资本开支增长，且大部分工程仍处于建设期，在建工程年中余额通常高于年末。

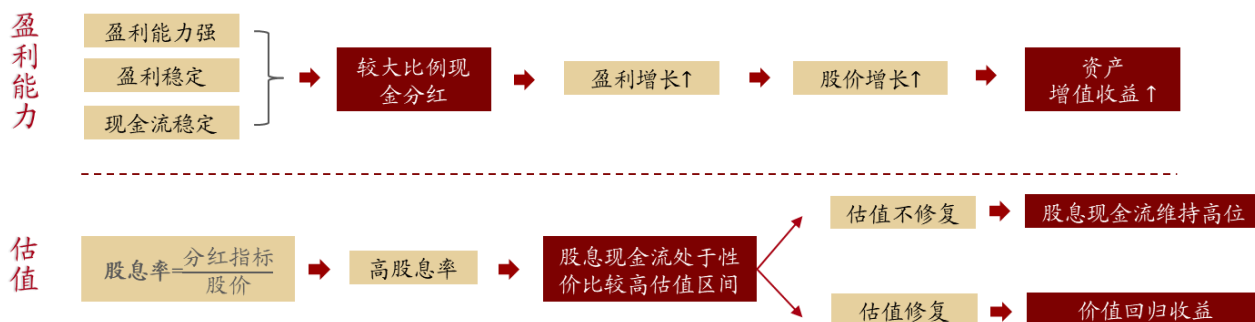
公司充分考虑盈利能力、现金流状况及未来发展需要，决定 2022 年中期派息每股 2.20 港元，同比增长 34.9%，全年派息率将比上年进一步提升。根据公司指引，2023 年以现金方式分配的利润逐步提升至当年公司股东应占利润的 70%以上。

图 11：公司现金流及资产负债率情况



资料来源：Wind、招商证券

图 12：高股息策略中长期收益来源



资料来源：招商证券整理

4、对比全球主流运营商，公司估值仍有提升空间

从业绩增速、盈利情况、资产质量等多个维度来看，中国移动数据均好于同类可比厂商，但从估值来看，却远低于行业平均水平：

从PB估值来看，根据Bloomberg一致预期，2022年海外主流运营商如Verizon、T-Mobile、德国电信PB普遍在2以上，三大运营商PB均值为0.8X（A股）和0.5X（港股），估值仍有提升空间。回溯历史，3G/4G周期公司估值突破2倍PB以上，目前公司估值仍在相对历史低位，未来估值仍有提升空间。

从EV/EBITDA估值来看，根据Bloomberg一致预期，2022年海外主流运营商EV/EBITDA均在6X以上，公司不足3X，仍低于行业平均水平，在经营持续向好的趋势下，估值有望得到修复。

表 1：全球运营商 2021 年财务情况对比（亿元人民币）

	Verizon	AT&T	T-Mobile	Soft bank	KDDI	德国电信	西班牙电信	中国移动	中国联通	中国电信
增长情况										
营收规模	9019	11398	5408	0.0030	0.0028	0.0081	0.0030	8486	3279	4342
营收增速	4.15%	-1.69%	17.14%	9.30%	2.50%	7.60%	-8.90%	10.44%	7.90%	11.34%
净利润										
净利润	1489	1341	204	0.0003	0.0004	0.0003	0.0006	1159	63	260
净利润增速	23.95%	470.16%	-1.31%	-7.17%	-9.04%	-9.14%	365.31%	7.51%	14.20%	24.44%
盈利情况										
毛利率	57.86%	52.74%	55.01%	48.90%	45.20%	39.50%	52.70%	28.81%	24.55%	29.21%
EBITDA 率	33.90%	33.60%	32.90%	29.71%	32.65%	29.90%	19.50%	33.70%	24.50%	23.30%
资产质量										
资产负债率	77.30%	66.67%	66.55%	77.30%	50.30%	71.10%	73.70%	34.94%	43.33%	43.43%
Dupont										
ROE	29.49%	12.12%	4.50%	17.92%	12.20%	5.13%	28.37%	10.15%	4.25%	6.55%
总资产周转率	0.39	0.31	0.39	0.5	0.5	0.4	0.4	0.48	0.56	0.59
杠杆率	4.57	3.28	3.03	4.40	2.01	3.46	3.81	1.53	3.96	1.86

资料来源：Capital IQ、招商证券

表 2：全球运营商估值对比

	市值	PE			PB			EV/EBITDA			股息率		
		22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
Verizon	12617	8.6	8.4	8.3	2.0	1.8	1.5	7.6	7.4	7.2	5.8	5.9	6.1
AT&T	8844	7.2	7.3	7.1	1.0	1.0	0.9	7.2	7.0	6.8	6.1	6.1	6.1
T-Mobile	12193	62.4	22.1	14.6	2.5	2.5	2.5	10.5	9.8	9.0	0.0	0.0	0.0
Softbank	3535	13.4	13.7	13.3	4.1	3.8	3.6	7.6	7.7	7.6	5.8	5.8	5.8
KDDI	4546	13.1	12.3	13.3	1.8	1.7	1.6	6.0	5.9	5.7	3.2	3.5	3.7
德国电信	6357	12.9	11.8	10.5	2.2	2.1	1.8	6.6	6.3	6.0	3.7	4.1	4.5
西班牙电信	1623	12.9	12.7	12.0	1.2	1.1	1.1	6.0	5.9	5.8	7.1	7.1	7.7
中国移动(A股)	13063	11.1	10.3	10.2	1.0	1.0	1.0	2.7	2.6	2.5	5.9	6.8	7.3
中国联通(A股)	1038	14.9	12.6	12.1	0.7	0.7	0.6	2.8	2.7	2.6	3.6	4.2	4.5
中国电信(A股)	3386	11.9	10.3	10.3	0.8	0.8	0.8	0.7	2.4	2.3	5.4	6.8	7.6
中国均值(A股)	5823	12.6	11.0	10.4	0.8	0.8	0.8	2.6	2.5	2.4	5.0	5.9	6.5
中国移动(港股)	9257	7.5	7.0	6.6	0.7	0.7	0.7	1.5	1.4	1.4	8.5	9.4	10.3
中国联通(港股)	981	6.1	5.4	4.9	0.3	0.3	0.3	4.5	3.8	3.5	8.1	9.7	10.3
中国电信(港股)	3179	7.4	6.7	5.9	0.5	0.5	0.5	2.3	2.2	2.1	8.6	10.3	11.2
中国均值(港股)	4473	7.0	6.3	5.8	0.5	0.5	0.5	2.8	2.5	2.3	8.4	9.8	10.6

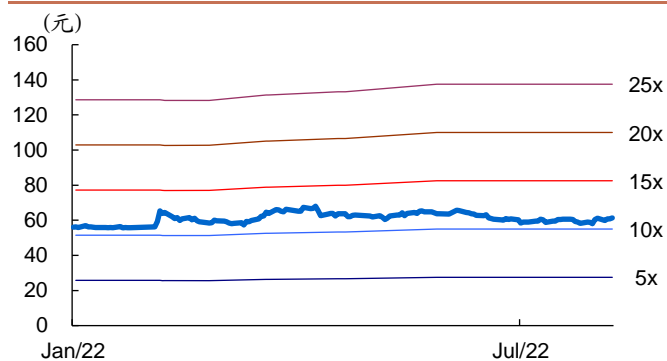
资料来源：Bloomberg、招商证券（数据更新至2022/8/5）

5、投资建议

2019-2028 将是一个为期十年期的上行周期，电信运营商价值激活的黄金期即将到来。政策、竞争格局、Capex 及公司诉求四大拐点共振，叠加创新业务高速发展，产业链影响持续增强，重新定义未来十年成长空间。传统业务方面，“提速降费”不再，移动业务企稳回升，增值服务融合推广拉动家宽业务恢复增长，ARPU 拐点趋势正在逐季加强。2022 年 5G 应用或将陆续落地，运营商 5G 网络投资逐步进入收成期，折旧摊销、网络运维、市场推广等成本费用好于预期。创新业务方面，运营商在云计算、IDC 等领域具备“云网融合”优势，在 5G 时期将充分发挥其网络优势赋能工业互联网等行业应用，新兴业务转型已陆续实现突破，收入占比亦在逐步提升，未来具备估值提升空间。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1246.81 亿元、1374.70 亿元、1525.96 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 10.5X、9.5X 和 8.6X，PB 分别为 1.0、0.9 和 0.9 倍，维持“强烈推荐”评级。

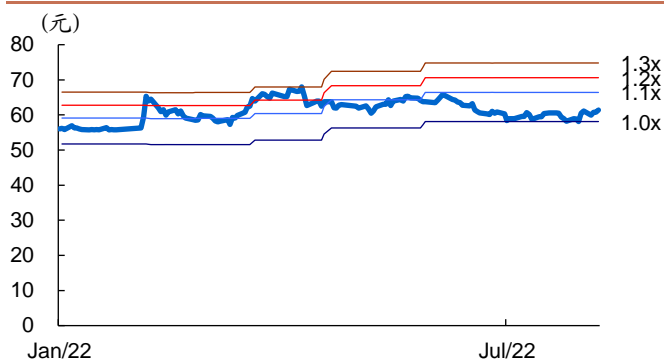
风险提示：行业监管政策变化的风险、5G 业务发展和运营面临商业模式不成熟的风险、市场竞争进一步加剧的风险。

图 13: 中国移动历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 14: 中国移动历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	579743	595371	732142	877618	1051655
现金	325941	335155	459020	590239	747543
交易性投资	128603	132995	132995	132995	132995
应收票据	122	407	448	494	547
应收款项	39690	37185	40943	45104	50017
其它应收款	46754	44116	48575	53511	59340
存货	8044	10203	11259	12413	13721
其他	30589	35310	38902	42863	47492
非流动资产	111283	121065	121837	122305	121718
长期股权投资	161811	169556	169556	169556	169556
固定资产	685879	701301	714577	724158	722605
无形资产商誉	42387	45282	40754	36678	33011
其他	222762	294517	293489	292666	292008
资产总计	1692582	1806027	1950518	2100676	2268835
流动负债	517274	582148	601788	651693	708289
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	267151	275981	304551	335751	371134
预收账款	152373	164360	181375	199956	221028
其他	97750	141807	115862	115986	116127
长期负债	57836	48887	48887	48887	48887
长期借款	0	0	0	0	0
其他	57836	48887	48887	48887	48887
负债合计	575110	631035	650675	700580	757176
股本	402130	402130	402130	402130	402130
资本公积金	(303535)	(302857)	(302857)	(302857)	(302857)
留存收益	101502	107177	119645	129652	140787
少数股东权益	3856	3942	4112	4299	4507
归属于母公司所有者权益	111361	117105	129573	139579	150715
负债及权益合计	1692582	1806027	1950518	2100676	2268835

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	307761	314764	332131	349028	369329
净利润	108134	116095	124851	137657	152804
折旧摊销	172401	193045	200748	203784	205879
财务费用	(8063)	(8431)	(2395)	(4197)	(5351)
投资收益	(13093)	(13396)	(23865)	(23865)	(23865)
营运资金变动	54433	30976	32793	35648	39862
其它	(6051)	(3525)	0	0	0
投资活动现金流	(188106)	(238296)	(184602)	(184602)	(176135)
资本支出	(190449)	(207311)	(208467)	(208467)	(200000)
其他投资	2343	(30985)	23865	23865	23865
筹资活动现金流	(82252)	(45201)	(23664)	(33207)	(35890)
借款变动	(86662)	(44325)	(26059)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(177)	678	0	0	0
股利分配	0	0	0	(37404)	(41241)
其他	4587	(1554)	2395	4197	5351
现金净增加额	37403	31267	123865	131219	157304

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	768070	848258	933991	102889	114098
营业成本	533260	603905	666423	734694	812119
营业税金及附加	2462	2722	2997	3302	3661
营业费用	49949	48243	52304	56589	62754
管理费用	51395	53228	57907	62763	69600
研发费用	11099	15577	16812	18520	20538
财务费用	(7905)	(8096)	(2395)	(4197)	(5351)
资产减值损失	(5302)	(4550)	0	0	0
公允价值变动收益	2894	4102	4102	4102	4102
其他收益	4441	6367	6367	6367	6367
投资收益	13093	13396	13396	13396	13396
营业利润	142936	151994	163809	181089	201528
营业外收入	2049	2600	2600	2600	2600
营业外支出	2632	2621	2621	2621	2621
利润总额	142353	151973	163788	181068	201507
所得税	34219	35878	38937	43411	48702
少数股东损益	297	158	170	187	208
归属于母公司净利润	107837	115937	124681	137470	152596

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	3%	10%	10%	10%	11%
营业利润	0%	6%	8%	11%	11%
归母净利润	1%	8%	8%	10%	11%
获利能力					
毛利率	30.6%	28.8%	28.6%	28.6%	28.8%
净利率	14.0%	13.7%	13.3%	13.4%	13.4%
ROE	9.9%	10.1%	10.1%	10.2%	10.5%
ROIC	8.9%	9.1%	9.6%	9.7%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	34.0%	34.9%	33.4%	33.4%	33.4%
净负债比率	1.4%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.0	1.2	1.3	1.5
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	69.3	66.2	62.1	62.1	62.2
应收账款周转率	20.8	21.9	23.7	23.7	23.7
应付账款周转率	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	5.05	5.43	5.84	6.44	7.14
每股经营净现金	14.41	14.73	15.55	16.34	17.29
每股净资产	52.13	54.82	60.65	65.34	70.55
每股股利	0.00	0.00	1.75	1.93	2.14
估值比率					
PE	12.2	11.3	10.5	9.5	8.6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	80.6	73.6	68.4	65.1	61.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得2020及2019年wind“金牌分析师”第一和第三名，2020年21世纪“金牌分析师”第三名，2020及2019年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

孙嘉擎 招商证券通信行业研究助理 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21年加入招商证券，专注于IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。