

買入

2023年8月11日

上半年利潤超市場預期，逐步兌現全年派息比例 70%承諾

► **上半年利潤超市場預期，分紅派息穩步提升：**2023H1 公司實現營業收入 5307 億元 (YoY+6.8%)，其中，通信服務收入 4522 億元 (YoY+6.1%)，歸屬於母公司股東淨利潤 762 億元 (YoY+8.4%)，超市場的預期，每股盈利為人民幣 3.56 元，盈利能力繼續保持國際一流運營商領先水準。EBITDA 為 1835 億元 (YoY+5.5%)，EBITDA 率為 40.6%。派息方面，公司決定 2023 年中期派息每股 2.43 港元 (YoY+10.5%)，派息比例達到 63% (同比提升 5%)，2023 年全年以現金方式分配的利潤提升至當年公司股東應占利潤的 70% 以上。

► **個人、家庭、政企市場收入穩中有升：**CHBN 全面增長，HBN 收入占通信服務收入比達到 42.7%，同比提升 2.7 個百分點。個人市場實現收入 2591 億元 (YoY+1.3%)，移動用戶 9.85 億戶，淨增 1038 萬戶，其中 5G 套餐客戶達到 7.22 億戶；移動雲盤月活躍客戶達到 1.76 億戶，淨增 976 萬戶，客戶規模排名業界第二；移動 ARPU 達到 52.4 元 (YoY+0.2%)，移動 ARPU 連續 3 年企穩回升的態勢。家庭市場收入達到 649 億元 (YoY+9.3%)，家庭寬頻客戶達到 2.55 億戶，千兆家庭客戶滲透率達 23.7%；智慧組網客戶同比增長 50.1%，家庭安防客戶同比增長 40.6%，帶動家庭客戶綜合 ARPU 達 43.3 元 (YoY+0.7%)，智慧家庭應用增長貢獻持續加大。政企市場上半年收入達 1044 億元 (YoY+14.6%)；政企客戶數達 2430 萬家，淨增 110 萬家；移動雲收入達 422 億元 (YoY+80.5%)，帶動上半年 DICT 項目簽約金額 209 億元 (YoY+28%)，5G 專網收入達 25.1 億元 (YoY+69.7%)。

► **數位化轉型收入快速增長，“第二曲線”價值貢獻凸顯：**上半年新興市場收入達 235 億元 (YoY+18.4%)。國際業務收入達 101 億元 (YoY+25.9%)，進一步發揮國內國際兩個市場聯動效應。上半年數位內容收入達 130 億元 (YoY+12.5%)，雲遊戲全場景月活躍 1.2 億戶，使用者規模行業第一，包月活躍用戶同比增長 64.8%，打造全場景數字消費入口。算力網路方面，對外 IDC 機架達 47.8 萬架，淨增 1.1 萬架。上半年大資料收入 25.6 億元 (YoY+56.6%)，充分發揮資料、算力優勢，暢通資料要素大循環。

► **維持目標價 80 港元，買入評級：**中國移動業績即使在受到上半年宏觀經濟逆風影響仍然保持了穩健的增長，顯示出優秀的公司治理和運營能力，展望全年我們認為中國移動將有望實現兩個突破：收入突破萬億，利潤實現上市以來新高。往後 1-2 年看，公司依然有機會保持良好的收入和利潤增長態勢，我們看好中國移動未來的發展，維持目標價 80 港元，買入評級。

► **風險提示：**運營商市場競爭加劇；公司分紅派息不及預期；公司 DICT 業務發展不及預期；公司移動和固網寬頻 ARPU 提升不及預期。

羅凡環

852-25321539

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

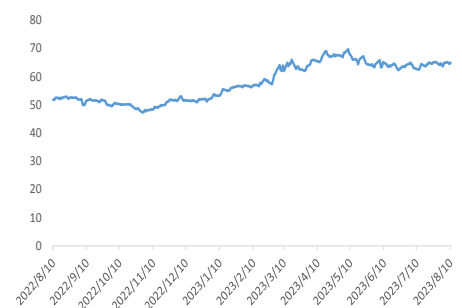
主要資料

行業	電訊服務
股價	64.85 港元
目標價	80 港元 (+23%)
股票代碼	0941
已發行 H 股本	204.74 億股
H 股總市值	13277 億港元
52 周高/低	68.0/44.6 港元
每股淨現值	67.6 港元
主要股東	中國移動香港(BVI)有限公司 69.78% 公眾股東 21.28%

盈利摘要

截止12月31日止財政年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業收入 (百萬元)	848,258	937,259	1,003,675	1,070,751	1,139,554
變動 (%)	10.4%	10.5%	7.1%	6.7%	6.4%
淨利潤 (百萬元)	116,148	125,459	134,312	143,582	152,051
EPS (港元)	5.87	6.34	6.79	7.25	7.68
變動 (%)	7.7%	8.0%	7.1%	6.9%	5.9%
市盈率 (倍, @64.85 港元)	11.1	10.2	9.6	8.9	8.4
每股派息 (港元)	4.1	4.4	4.7	5.1	5.4
息率 (%)	6.3%	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%

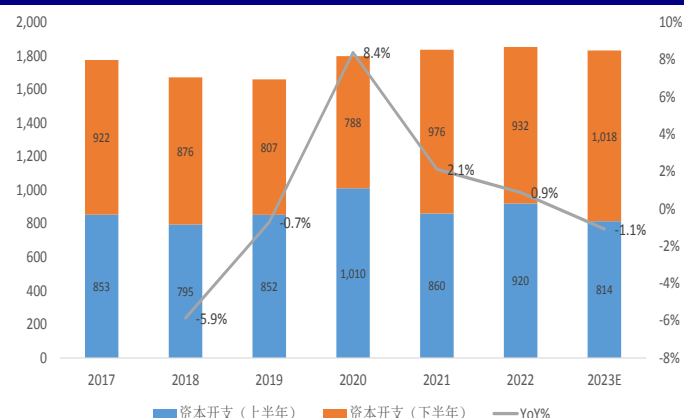
股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

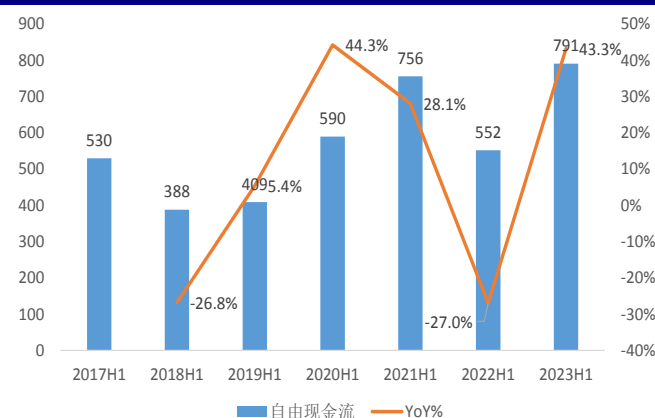
來源：彭博

圖表 1：中國移動資本開支（億元）



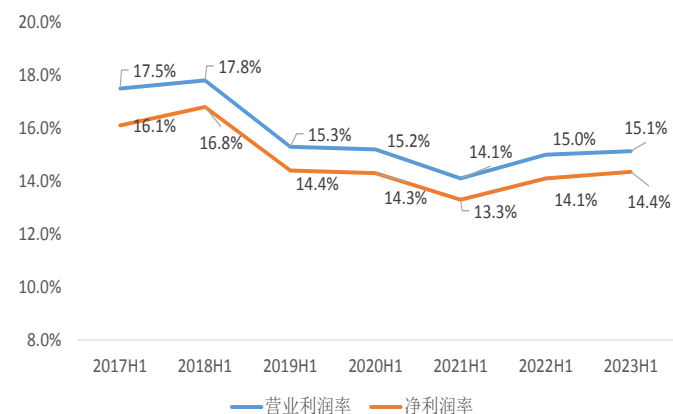
資料來源：公司公告，第一上海整理

圖表 2：中國移動自由現金流情況（億元）



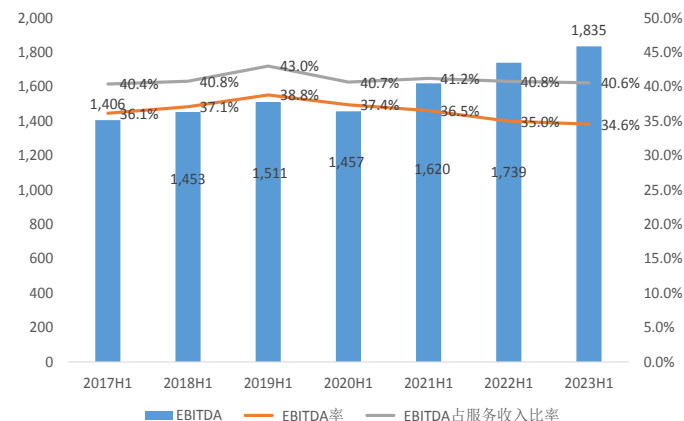
資料來源：公司公告，第一上海整理

圖表 3：中國移動營業利潤率和淨利潤率



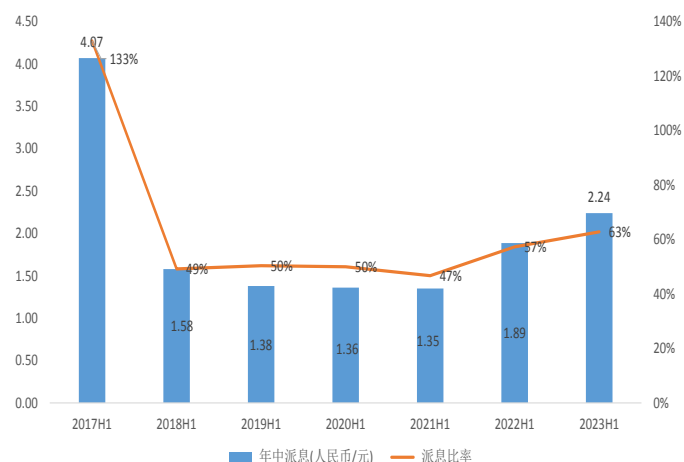
資料來源：公司公告，第一上海整理

圖表 4：中國移動 EBITDA 和 EBITDA 率（億元）



資料來源：公司公告，第一上海整理

圖表 5：中國移動年中派息情況和派息比率



資料來源：公司公告，第一上海整理

圖表 6：中國移動主要運營資料

		單位	1H2022	1H2023
移動業務	客戶數	萬戶	96,985	98,539
	移動業務收入	億元人民幣	3,003.22	3,056.30
	移動ARPU	元人民幣	52.3	52.4
	手機上網流量	億GB	682.8	796.1
	手機上網DOU	GB	13.5	15.5
	MOU	分鐘	254	247
其中：5G	網絡客戶數	萬戶	26,264	39,326
	ARPU	元人民幣	85.0	81.1
	手機上網DOU	GB	21.5	23.7
有線寬帶	客戶數	萬戶	25,606	28,640
	有線寬帶收入	億元人民幣	541.68	580.65
其中：家庭寬帶	客戶數	萬戶	23,034	25,485
	家庭客戶綜合ARPU	元人民幣	43.0	43.3

資料來源：公司業績推廣 PPT，第一上海整理

圖表 7：分部估值

2023年 (百萬元)	传统业务	云业务
预计利润	134,312	72,167
分部估值中枢	PE:10X	PS:3X
分部估值结果	1,363,264	216,500
占比	86.3%	13.7%
主营业务估值总和	1,579,763	
汇率 (RMB/HKD)	1.08	
股份总额(亿)	213.77	
每股目标价 (HKD)	80	
每股现价 (HKD)	65	
上涨空间	23%	

資料來源：第一上海預測和整理

附錄 1：主要財務報表

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
固定资产	723,305	741,029	733,098	726,843	720,358
其他资产合计	522,651	738,138	738,138	738,138	738,138
非流动资产	1,245,956	1,479,167	1,471,236	1,464,981	1,458,496
现金及等价物	243,943	167,106	218,307	270,722	326,020
应收账款	44,805	53,083	54,273	55,491	56,737
预付账款	28,291	26,257	26,782	27,318	27,864
其他资产合计	278,332	209,925	210,803	211,711	212,652
流动资产	595,371	456,371	510,165	565,241	623,272
总资产	1,841,327	1,935,538	1,981,401	2,030,222	2,081,768
租赁负债	30,922	81,741	81,741	81,741	81,741
其他非流动负债	17,965	19,037	19,037	19,037	19,037
非流动负债	48,887	100,778	100,778	100,778	100,778
应付账款	152,712	156,536	161,232	166,069	171,051
应计费用及其他应付款	274,509	225,576	225,576	225,576	225,576
其他非流动负债	154,927	151,225	151,963	152,738	153,551
流动负债	582,148	533,337	538,771	544,383	550,179
负债合计	631,035	634,115	639,549	645,161	650,957
所有者权益	1,210,292	1,301,423	1,341,852	1,385,061	1,430,811

现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
除税前净利润	152,184	162,872	174,606	186,646	197,644
折旧及摊销	193,045	200,077	206,208	214,767	222,649
预期信用减值损失	4,171	4,453	0	0	0
投资收益	-11,914	-10,986	0	0	0
其他	-22,722	-75,666	-37,318	-39,979	-42,396
经营活动现金流	314,764	280,750	343,496	361,434	377,897
资本开支	-202,673	-183,861	-198,277	-208,511	-216,164
已收利息	13,361	13,525	0	0	0
其他投资现金流	-35,623	-54,192	0	0	0
投资活动现金流	-238,296	-238,053	-198,277	-208,511	-216,164
已付本公司股东股息	-57,585	-86,837	-94,018	-100,508	-106,436
偿还租赁负债本金及利息	0	-28,925	0	0	0
其他投资活动现金流	-180,711	-122,291	-104,259	-108,004	-109,728
筹资活动现金流	-45,201	-120,514	-94,018	-100,508	-106,436
现金净变动	31,267	-77,817	51,201	52,415	55,298
加：年初现金余额	212,729	243,943	167,106	218,307	270,722
年末现金余额	243,943	167,106	218,307	270,722	326,020

资料来源：公司资料、第一上海预测

利润表

<人民币百万元>，财务年度截止<十二月>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
营业收入	848,258	937,259	1,003,675	1,070,751	1,139,554
减：营业成本	730,295	808,160	862,842	917,879	975,683
网络运营及支撑成本	225,010	254,182	268,244	293,666	322,791
折旧	193,045	200,077	206,208	214,767	222,649
雇员薪酬及相关成本	118,680	130,157	138,417	152,521	160,854
销售费用	48,243	49,592	57,082	60,897	64,810
销售产品成本	96,083	122,743	127,653	126,429	130,508
其他营运支出	49,234	51,409	65,239	69,599	74,071
营业利润	117,963	129,099	140,833	152,873	163,871
除税前利润	152,184	162,872	174,606	186,646	197,644
减：所得税费用	35,878	37,278	40,159	42,929	45,458
净利润	116,306	125,594	134,447	143,717	152,186
归母公司股东的净利润	116,148	125,459	134,312	143,582	152,051
每股收益					
基本每股收益(元)	5.43	5.87	6.28	6.72	7.11
股本	21,377	21,377	21,377	21,377	21,377
派息比率	60.00%	67.00%	70.00%	70.00%	70.00%

主要财务比率

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
同比增长率					
营业收入	10.4%	10.5%	7.1%	6.7%	6.4%
EBITDA	9.1%	5.8%	5.4%	5.9%	5.1%
净利润	7.7%	8.0%	7.1%	6.9%	5.9%
盈利能力					
净利润率	13.7%	13.4%	13.4%	13.4%	13.3%
营业利润率	13.9%	13.8%	14.0%	14.3%	14.4%
回报率					
净资产收益率	9.6%	9.6%	10.0%	10.4%	10.6%
总资产收益率	6%	6%	7%	7%	7%
偿债能力					
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
每股指标					
每股收益	5.4	5.9	6.3	6.7	7.1
每股净资产	56.6	60.9	62.8	64.8	66.9
估值倍数					
市盈率	11.1	10.2	9.6	8.9	8.4
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。