

业绩符合预期，自由现金流快速增长

2025 年 03 月 23 日

➤ **事件：**2025 年 3 月 20 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 10,408 亿元，同比增长 3.1%，归母净利润 1,384 亿元，同比增长 5.0%，EBITDA 为 3,337 亿元，同比下降 2.3%，经营活动现金流净额 3,157 亿元，同比增长 3.9%。单 Q4 营业收入 2,493 亿元，同比增长 6.7%；归母净利润 275 亿元，同比增长 4.7%。

➤ **HBN 收入占比提升，移动 ARPU 值降幅收窄。**24 年通信服务收入达到人民币 8,895 亿元，同比增长 3.0%。分业务看：**1) 个人市场**收入达到 4,837 亿元，移动用户 10.04 亿户，净增 1332 万户，5G 渗透率提升至 55%（客户数 5.52 亿户）。移动 ARPU 微降至 48.5 元，降幅较前三季度收窄（前三季度为-3.3%）。**2) 家庭市场**收入达到 1,431 亿元，同比增长 8.5%。家庭宽带客户达 2.78 亿户，净增 1405 万户，千兆家庭用户同比增长 25%，带动家庭综合 ARPU 升至 43.8 元，同比增长 1.6%。FTTR 客户同比增长 376%。**3) 政企市场**收入 2,091 亿元，同比增长 8.8%，占主营收入比提升至 23.5%。其中移动云收入突破千亿，同比增长 20.4%，IaaS+PaaS 规模稳居行业前五。签约超 500 个标杆项目，政企市场变现能力增强。**4) 新兴市场**收入 536 亿元，同比增长 8.7%，其中国际业务收入 228 亿元，同比增长 10.2%；数字内容收入 303 亿元，同比增长 8.2%。

➤ **成本得到良好管控，自由现金流实现快速增长。**24 年营业成本中，网络运营及支撑、折旧与摊销、职工薪酬占收比分别同比变化+0.6pct、-2.2pct、+0.3pct。24 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+0.04/-0.08/-0.14/+0.10pct。24 年自由现金流 1,517 亿元，同比增长 22.9%。

➤ **算力资本开支占比提升，指引 25 年 AI 直接收入高速增长。**公司 2024 年资本开支 1,640 亿元，同比下降 9.0%，2025 年计划进一步降至 1,512 亿元，预计同比下降 7.8%。其中，连接/算力/能力/基础预计投资 716/373/192/231 亿元，预计同比变动-17.9%/+0.5%/+6.7%/+6.5%。24 年底智算达 29.2EFLOPS，同比提升 19.1EFLOPS，呼和浩特、哈尔滨万卡级智算中心投产；25 年底通算达 8.9EFLOPS，智算超 34EFLOPS，同比提升 16.4%。目前规划的智算主要用于预训练，对推理资源根据市场需求投资，不设上限。公司指引 25 年直接收入高速增长，AI 智能助理灵犀智能体月活客户达 7000 万。

➤ **不断提升股东回报。**2024 年全年派息 5.09 港元/股，同比增长 5.4%，派息率 73%，公司维持指引：2024 年起未来三年分红比例逐步提升至 75%以上。

➤ **投资建议：**公司 25 年业绩目标收入增速稳步提升，利润良好增长。我们预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润实现 1458/1539/1627 亿元，同比增长 5%/6%/6%，对应 PE 16/15/14 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**个人市场业务发展不及预期，竞争压力增大风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,040,759	1,086,113	1,136,162	1,189,513
增长率 (%)	3.1	4.4	4.6	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	138,373	145,839	153,946	162,684
增长率 (%)	5.0	5.4	5.6	5.7
每股收益 (元)	6.42	6.76	7.14	7.54
PE	17	16	15	14
PB	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

106.65 元



分析师 马天谔

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

分析师 马佳伟

执业证书：S0100522090004

邮箱：majiawei@mszq.com

分析师 范宇

执业证书：S0100525030002

邮箱：fanyu@mszq.com

相关研究

1.中国移动 (600941.SH) 2024 年三季度点评：Q3 现金流改善，盈利能力稳健-2024/10/22

2.中国移动 (600941.SH) 2024 年半年报点评：24H1 收入盈利稳定增长，资本开支大幅下滑-2024/08/11

3.中国移动 (600941.SH) 2024 年一季报点评：24Q1 扣非净利环比同比改善，重点发展新质生产力-2024/04/25

4.中国移动 (600941.SH) 2023 年年报点评：个人和家庭用户 ARPU 值提升，24-26 年股东分红目标提至 75%-2024/03/23

5.中国移动 (600941.SH) 2023 年三季报点评：DICT 业务增长动力足，实控人增持持续推进-2023/10/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,040,759	1,086,113	1,136,162	1,189,513
营业成本	738,772	757,955	791,586	827,657
营业税金及附加	3,759	3,923	4,104	4,296
销售费用	54,564	56,942	59,566	62,363
管理费用	56,937	59,418	62,156	65,075
研发费用	28,163	29,390	30,745	32,188
EBIT	147,388	169,485	179,005	188,943
财务费用	-2,495	-2,342	-2,587	-3,194
资产减值损失	-1,209	-1,210	-1,227	-1,258
投资收益	14,657	15,296	16,001	16,752
营业利润	176,284	185,914	196,365	207,631
营业外收支	2,105	2,100	2,100	2,100
利润总额	178,389	188,014	198,465	209,731
所得税	39,863	42,014	44,349	46,867
净利润	138,526	146,000	154,116	162,864
归属于母公司净利润	138,373	145,839	153,946	162,684
EBITDA	147,388	362,443	375,212	387,587

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	242,275	312,074	396,331	488,342
应收账款及票据	76,844	67,941	71,485	75,275
预付款项	8,315	8,531	8,909	9,315
存货	11,229	10,311	10,805	11,322
其他流动资产	229,896	232,009	234,340	236,825
流动资产合计	568,559	630,866	721,871	821,080
长期股权投资	198,563	198,563	198,563	198,563
固定资产	714,494	724,349	722,313	713,358
无形资产	50,804	50,804	50,804	50,804
非流动资产合计	1,504,268	1,495,555	1,479,593	1,460,194
资产合计	2,072,827	2,126,421	2,201,464	2,281,274
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	395,184	399,827	417,567	436,595
其他流动负债	237,834	245,404	255,052	265,351
流动负债合计	633,018	645,231	672,619	701,945
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	78,570	78,570	78,570	78,570
非流动负债合计	78,570	78,570	78,570	78,570
负债合计	711,588	723,801	751,189	780,515
股本	461,838	461,838	461,838	461,838
少数股东权益	4,507	4,668	4,838	5,018
股东权益合计	1,361,239	1,402,621	1,450,275	1,500,758
负债和股东权益合计	2,072,827	2,126,421	2,201,464	2,281,274

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.12	4.36	4.61	4.70
EBIT 增长率	3.28	14.99	5.62	5.55
净利润增长率	5.01	5.40	5.56	5.68
盈利能力 (%)				
毛利率	29.02	30.21	30.33	30.42
净利润率	13.30	13.43	13.55	13.68
总资产收益率 ROA	6.68	6.86	6.99	7.13
净资产收益率 ROE	10.20	10.43	10.65	10.88
偿债能力				
流动比率	0.90	0.98	1.07	1.17
速动比率	0.79	0.87	0.97	1.07
现金比率	0.38	0.48	0.59	0.70
资产负债率 (%)	34.33	34.04	34.12	34.21
经营效率				
应收账款周转天数	22.59	23.62	21.72	21.84
存货周转天数	5.67	5.12	4.80	4.81
总资产周转率	0.52	0.52	0.53	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	6.42	6.76	7.14	7.54
每股净资产	62.91	64.83	67.03	69.36
每股经营现金流	14.64	16.00	16.54	17.09
每股股利	4.87	4.94	5.21	5.51
估值分析				
PE	17	16	15	14
PB	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.56	5.92	5.72	5.54
股息收益率 (%)	4.57	4.63	4.89	5.16

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	138,526	146,000	154,116	162,864
折旧和摊销	191,101	192,958	196,207	198,644
营运资金变动	196,552	6,244	7,011	8,318
经营活动现金流	315,741	344,981	356,578	368,499
资本开支	-155,016	-151,410	-147,410	-146,410
投资	-26,194	0	0	0
投资活动现金流	-185,194	-136,114	-131,409	-129,658
股权募资	6,196	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-105,167	-139,068	-140,912	-146,830
现金净流量	25,750	69,799	84,257	92,010

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048