

电信运营 III

中国移动 (600941.SH)

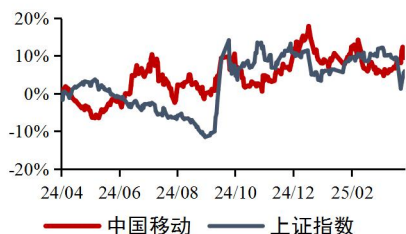
买入-A(维持)

重点布局 5.5G、推理算力、AI 投资，新业务领域开辟新业态

2025 年 4 月 14 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 11 日

收盘价 (元):	109.79
总股本 (亿股):	215.84
流通股本 (亿股):	9.03
流通市值 (亿元):	991.15

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元):	63.26
每股资本公积 (元):	-14.01
每股未分配利润 (元):	55.24

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码：S0760524060001

邮箱：zhaotianyu@sxzq.com

事件描述：

中国移动发布 2024 年年度报告。2024 年，公司实现营收 10408 亿元，同比+3.1%；其中，主营业务收入 8895 亿元，同比+3.0%。实现归母净利润 1384 亿元，同比+5.0%；EBITDA 为 3337 亿元，同比-2.3%。

事件点评：

1) C+H 端：AI 场景应用和 FTTR 升级将成为传统业务的新业态

个人市场方面，2024 年，公司移动客户总数达 10.04 亿户，较年初净增 0.13 亿户，其中 5G 网络客户数达到 5.52 亿户，较年初净增 0.88 亿户，渗透率达到 55.0%；手机上网 DOU 达到 15.9GB，同比持平；移动 ARPU 为 48.5 元，同比-0.8 元。个人移动云盘收入达 89 亿元，同比+12.6%；权益产品收入达 268 亿元，同比+19.7%；5G 新通话全场景月活跃客户达 1.5 亿户，其中智能应用订购客户达到 3,475 万户。大流量创新应用未成熟、智能座舱等场景分流等因素导致公司个人业务增速放缓，但我们认为，随着 AI 飞速发展，应用场景不断下沉，公司通过“连接+应用+权益+硬件”融合拓展，个人业务有望迎来新的发展机遇，保持基本盘平稳。

家庭市场方面，2024 年，公司有线宽带客户总数达 3.15 亿户，较年初净增 0.17 亿户，其中家庭宽带客户达 2.78 亿户，较年初净增 0.14 亿户，千兆家庭宽带客户达 0.99 亿户 (+25.0%)；FTTR 客户达 1,063 万户 (+376%)；千兆宽带覆盖住户 4.8 亿户 (+0.9 亿户)。家庭客户综合 ARPU 为 43.8 元 (+0.7 元)。公司积极构建“全千兆+云生活”智慧家庭生态，以“移动爱家”品牌为引领，“AI+智家”和“千兆+FTTR”引领智家服务升级，家庭市场有望保持良好增长。

➤ 2) B+N 端：移动云营收破千亿，车联网、低空新场景取得突破

公司在庞大的基础业务体量下仍保持创新活力，DICT 业务收入稳健增长。2024 年，公司政企市场收入达 2,091 亿元，同比+8.8%；政企客户数达 3,259 万家，净增 422 万家；公开招标市场中标占比达 16.6%，全行业领先，成功打造融合自有能力的“三化”解决方案 99 项。公司作为一流云服务商由云向智，移动云收入达 1004 亿元，同比+20.4%，IaaS+PaaS 收入规模稳居业界前五；5G 垂直行业应用保持领先，全年拓展千万大单 5G DICT 项目超 700 个，5G 专网收入 87 亿元，同比+61.0%。To V 车联网市场取得突破，车联网前装连接净增 1,443 万个，累计达 6,506 万个，与 25 家头部车企达成渠道合作；车路云一体化试点城市支撑和标杆项目共建进展良好；商客市场推广融合产品和轻量化解决方案，面向中小企业拓展商客套餐 2,684 万套，净增 2,140



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



万套。低空经济快速起步，打造 50 个应用示范标杆。

**新兴市场方面，国际业务、数字内容领域仍保持快速增长。**2024 年，新兴市场收入 536 亿元，同比+8.7%。其中，国际业务加速优质产品能力和解决方案出海，服务“一带一路”建设，实现收入 228 亿元，同比+10.2%；数字内容收入 303 亿元，同比+8.2%，咪咕视频全场景月活跃客户达 5.2 亿户，同比+12.1%。金融科技打造“通信+金融”融合生态，产业链金融业务规模达 1,165 亿元，同比+52%；和包交易月活跃客户达 1.24 亿户，同比+40.7%。

我们认为，To B，公司“网+云+DICT”规模拓展，以“AI+DICT”能力构建三化解决方案，深耕商客等重点市场客户，车联网、低空经济拓展初具成果。To N，公司基于“内容+科技+融合创新”理念，通过海内外市场联动效应建立内容媒体业务的竞争优势，大力发展国际业务。我们仍对公司在 B+N 市场的发展保持信心，同时移动云市场有望继续在 5G 行业应用中深化推进。

➤ **3) 资本开支整体缩减，结构性侧重 5.5G、推理算力、AI 领域**

**Capex 投资继续下降，但仍聚焦于新领域提前布局。**2024 年，公司资本开支 1640 亿元，同比-9.0%，少于年初计划的 1730 亿元；预计 2025 年资本开支 1512 亿元，同比-7.8%，其中，连接投资 716 亿元（-17.9%）（5G 投资 582 亿元，同比-16%），算力投资 373 亿元（+0.5%），能力投资 192 亿元（+6.7%），基础投资 231 亿元（+6.5%）。5G 整体虽整体下降，但 5G-A 方面投入力度加大，2025 年计划投资 98 亿元，同比+227%。算网基础继续夯实，2024 年公司智算规模达 29.2EFLOPS，同比+189%，通算规划达 8.5EFLOPS，同比+6%，计划 2025 年通算、智算规模将分别达到 8.9、34EFLOPS。GPU 利用率从 20% 增长到 68%；资源售卖率达到 77%，增长 40% 以上。此外，公司加大推理算力投资，根据市场需求不设上限；AI 直接投资超 120 亿，同比超 10 倍，2025 年还将继续提升。公司未来将通过 AI+DICT 为政企业务增添新动能，通过模型即服务为移动云业务增添新动能，通过科技创新为传统业务赋能。

➤ **4) 分红继续提升，整体业务计划保持良好增长**

公司高度重视股东回报，2024 年计划末期股息每股 2.49 港元，连同已派发的中期股息，2024 年全年股息合计每股 5.09 港元，同比+5.4%，全年派息率为 73%。计划从 2024 年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的 75% 以上，持续为股东创造更大价值。

2025 年公司业绩目标：个人市场收入保持平稳，5G 网络客户净增 5000 万；家庭市场收入良好增长，千兆宽带客户净增 1800 万，千兆宽带覆盖超 5 亿户；政企市场收入良好增长，政企客户净增 430 万；新兴市场、国际业务收入快速增长，AI 直接收入高速增长，灵犀 AI 智能体月活客户达 7000 万。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润 1477.88/1562.31/1645.33 亿元，同比增长 6.8%/5.7%/5.3%；对应 EPS 为 6.85/7.24/7.62 元,2025 年 04 月 11 日收盘价对应 PE 分别为 16.0/15.2/14.4 倍，一方面公司将继续保持业绩稳健增长，另一方面分红率进一步提升，与国际主流运营商对比估值仍有提升空间，维持“买入-A”评级。

**风险提示：**

- 通信行业用户增速下降，若公司综合权益运营不达预期可能出现移动和宽带业务下滑风险。
- 公司云计算业务由于基数变大、市场竞争等因素可能出现增长不达预期风险。

**财务数据与估值：**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,009,309	1,040,759	1,083,838	1,125,760	1,167,069
YoY(%)	7.7	3.1	4.1	3.9	3.7
净利润(百万元)	131,766	138,373	147,788	156,231	164,533
YoY(%)	5.0	5.0	6.8	5.7	5.3
毛利率(%)	28.2	29.0	28.7	28.5	28.5
EPS(摊薄/元)	6.10	6.41	6.85	7.24	7.62
ROE(%)	10.1	10.2	10.5	10.7	11.0
P/E(倍)	18.0	17.1	16.0	15.2	14.4
P/B(倍)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
净利率(%)	13.1	13.3	13.6	13.9	14.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	498104	568559	530201	622173	610441
现金	178772	242275	197437	286219	267834
应收票据及应收账款	56086	76844	61588	82198	66864
预付账款	7516	8315	8171	8953	8800
存货	12026	11229	13575	11999	14650
其他流动资产	243704	229896	249429	232803	252293
<b>非流动资产</b>	1459253	1504268	1531565	1558550	1585343
长期投资	181715	198563	225439	252314	279190
固定资产	714663	714494	763251	778855	783441
无形资产	49876	52961	54671	56196	57541
其他非流动资产	512999	538250	488204	471185	465171
<b>资产总计</b>	1957357	2072827	2061766	2180723	2195784
<b>流动负债</b>	558565	633018	574006	646559	616905
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	323976	395184	357007	426216	385914
其他流动负债	234589	237834	216999	220343	230991
<b>非流动负债</b>	<b>88107</b>	<b>78570</b>	<b>78570</b>	<b>78570</b>	<b>78570</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	88107	78570	78570	78570	78570
<b>负债合计</b>	646672	711588	652576	725129	695475
少数股东权益	4253	4507	4670	4843	5025
股本	455001	461838	461838	461838	461838
资本公积	-301738	-301501	-301501	-301501	-301501
留存收益	1147798	1188577	1228524	1267625	1308803
归属母公司股东权益	1306432	1356732	1404520	1450751	1495284
<b>负债和股东权益</b>	1957357	2072827	2061766	2180723	2195784

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	303780	315741	89095	199329	102155
净利润	131935	138526	147951	156404	164715
折旧摊销	717	489	1129	1241	1333
财务费用	-3457	-2495	-2307	-2981	-2887
投资损失	-9886	-14657	-11528	-11528	-11528
营运资金变动	-16282	3628	-32980	69363	-36307
其他经营现金流	200753	190250	-13170	-13170	-13170
<b>投资活动现金流</b>	-205699	-185194	-3728	-3528	-3428
<b>筹资活动现金流</b>	-123843	-105167	-130205	-107019	-117113
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.10	6.41	6.85	7.24	7.62
每股经营现金流(最新摊薄)	14.07	14.63	4.13	9.23	4.73
每股净资产(最新摊薄)	60.53	62.86	65.07	67.21	69.28

## 利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1009309	1040759	1083838	1125760	1167069
营业成本	724358	738772	772704	804582	834277
营业税金及附加	3071	3759	3915	4066	4215
营业费用	52477	54564	56793	59665	62438
管理费用	56025	56937	56360	57414	58353
研发费用	28711	28163	26012	27018	28010
财务费用	-3457	-2495	-2307	-2981	-2887
资产减值损失	9795	15718	-9755	-4503	-467
公允价值变动收益	12874	13170	13170	13170	13170
投资净收益	9886	14657	11528	11528	11528
<b>营业利润</b>	168117	176284	188421	199307	210009
营业外收入	3871	3593	3593	3593	3593
营业外支出	1457	1488	1488	1488	1488
<b>利润总额</b>	170531	178389	190526	201412	212114
所得税	38596	39863	42575	45008	47399
<b>税后利润</b>	131935	138526	147951	156404	164715
少数股东损益	169	153	163	173	182
<b>归属母公司净利润</b>	131766	138373	147788	156231	164533
EBITDA	169460	176455	189456	200234	210676

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.7	3.1	4.1	3.9	3.7
营业利润(%)	4.2	4.9	6.9	5.8	5.4
归属于母公司净利润(%)	5.0	5.0	6.8	5.7	5.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.2	29.0	28.7	28.5	28.5
净利率(%)	13.1	13.3	13.6	13.9	14.1
ROE(%)	10.1	10.2	10.5	10.7	11.0
ROIC(%)	9.2	9.3	9.9	10.1	10.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.0	34.3	31.7	33.3	31.7
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	20.3	15.7	15.7	15.7	15.7
应付账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>估值比率</b>					
P/E	18.0	17.1	16.0	15.2	14.4
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	298.0	285.7	266.2	251.4	239.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。



### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

