

## 中国移动 (600941.SH)

强烈推荐 (维持)

## 上半年业绩高质量增长，股东回报能力持续提升

2024年8月8日下午，中国移动发布《2025年半年度报告》，25H1公司实现营业收入5438亿元，其中通服收入4670亿元，同比增长0.7%，实现归母净利润842亿元，同比增长5.0%，EBITDA 1860亿元，同比增长2.0%，盈利能力保持国际一流运营商领先水平。

□ **盈利能力增强，实现利润高于预期。**收入端看，25H1中国移动实现营收5438亿元(yoy-0.54%)，其中通服业务收入4670亿元(yoy+0.7%)；分季度，25Q2公司实现营收2800亿元(yoy-1.07%)，其中通服业务收入(yoy+0.13%)。利润端看，25H1公司归母净利润842.4亿元(yoy+5.03)，扣非归母净利润783.7亿元(yoy+7.30%)，净利率水平15.5%(yoy+0.82pct)；分季度，25Q2公司归母净利润536.0亿元(yoy+5.95%)，扣非归母净利润494.7亿元(yoy+5.39%)。

● 公司上半年利润增速表现良好，一是持续优化营收结构，收入质量显著提升，为利润稳增打下基础；二是成本费用管控有效，毛利率同比提升0.80pct至31.62%；三是AI创新发展和规模应用加快，形成的直接收入高增长，并通过赋能生产经营实现降本。

● 公司持续提升股东回报，2025年中期派息每股2.75港元(yoy+5.8%)，中期派息率提升至64%，核心资产属性突出。

□ **传统业务精细运营，新兴业务保持良好增长。**公司持续深化基于规模的价值经营，个人市场(C)、家庭市场(H)、政企市场(B)、新兴市场(N)全向发力。

● **个人市场方面：**截至25Q2，公司移动客户总数10.05亿户(季净增149.9万户)，5G网络客户数达5.99亿户(季净增0.21亿户)，移动ARPU为49.5元(yoy-2.9%)，5G网络渗透率59.6%，移宽融合率高于95%。

● **家庭市场方面：**上半年公司家庭市场收入上半年同比增长7.4%，截至25Q2有线宽带用户总数达3.23亿户(季净增318万户)，其中家庭宽带用户达2.84亿户(净增623万户)，家庭宽带综合ARPU为44.4元(yoy+2.3%)。

● **政企市场方面：**量质并重，着力提升标准产品增收贡献、提高ICT项目效益水平，25H1实现收入1182亿元(yoy+5.6%)，占收比进一步提升；车联网、视联网、数联网业务业务加快拓展。

● **新兴市场方面：**着力推动国际业务、数字内容、金融科技、股权投资四大板块创新拓展，其中国际业务聚焦优质产品和解决方案出海，25H1国际业务收入达到人民币140亿元(yoy+18.4%)。

□ **折旧摊销、网络运营及支撑支出、销售费用占收比持续下降。**上半年，公司折旧与摊销为900亿元(yoy-1.4%)，主要系资本开支稳中有降，投向结构优化，占通服收入比重19.3%(yoy-0.4pct)。网络运营及支撑为1367亿元(yoy-1.7%)，主要系严控外包支出，加强自有能力共享复用，占通服收入比重29.3%(yoy-0.7pct)。销售费用为288亿元(yoy-1.5%)，主要系强化精准营销，占通服收入比重6.2%(yoy-0.1pct)。

□ **资本开支由“连接”转向“算力”，增强大算力供给。**公司上半年完成资本开支584亿元，同比下降9%，投资重点转向算力网络。公司数据中心已覆盖全部国家枢纽节点，总智算规模达61.3EFLOPS(FP16)，其中自建智能算

TMT及中小盘/通信

目标估值：NA

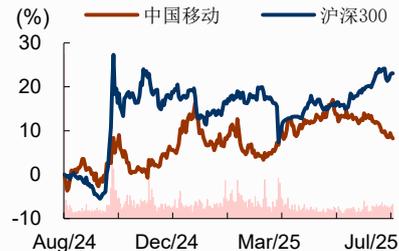
当前股价：107.84元

## 基础数据

总股本(百万股)	21613
已上市流通股(百万股)	903
总市值(十亿元)	2330.8
流通市值(十亿元)	97.4
每股净资产(MRQ)	64.5
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	33.1%
主要股东	中国移动通信集团有限公司
主要股东持股比例	0.2%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	2	7
相对表现	-6	-5	-16



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《中国移动(600941)——业绩稳增长彰显经营韧性，“由云向智”构筑全栈AI服务能力》2025-04-23
- 《中国移动(600941)——24Q4增长超预期，自由现金流创造能力持续夯实》2025-03-21
- 《中国移动(600941)——Q3通服收入增速企稳回升，“AI+”与新质生产力布局持续拓展》2024-10-22

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

罗嘉成 S1090525070006

luojiacheng@cmschina.com.cn

力规模达到 33.3EFLOPS，对外服务 IDC 机架超 66 万架。25H1 移动云收入达到人民币 561 亿元，同比增长 11.3%，占收比突破 10%，成为公司重要增收引擎。

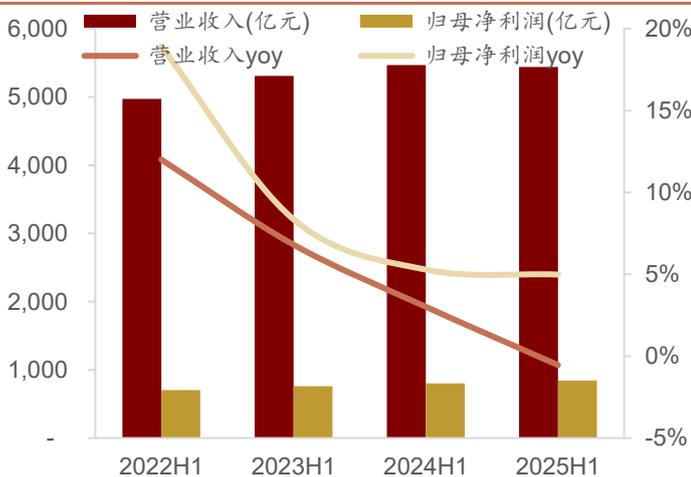
- **经营性现金流二季度降幅明显收窄。**公司上半年经营活动现金净流入 838 亿元 (yoy -36.2%)，主要由于公司为支持产业链上下游发展，加快付款进度。公司二季度经营活动现金净流入降幅收窄，带动自由现金流回正，上半年自由现金流为 255 亿元 (yoy -62%)，货币现金为 2516 亿元 (yoy +45.5%)，现金流总体充沛。随着下半年政企业务回款节奏提速，且公司加强应收账款管控，预计下半年现金流状况将进一步回暖。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年净利润分别为 1,453 亿元、1,521 亿元、1,582 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 16.0 倍、15.3 倍和 14.7 倍，PB 分别为 1.7 倍、1.6 倍和 1.6 倍，维持“强烈推荐”评级
- **风险提示：**市场竞争加剧、创新业务拓展不及预期、成本管控不及预期、现金流管控不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1009309	1040759	1061395	1087302	1114999
同比增长	8%	3%	2%	2%	3%
营业利润(百万元)	168117	176284	186109	194910	203191
同比增长	4%	5%	6%	5%	4%
归母净利润(百万元)	131766	138373	145307	152052	158248
同比增长	5%	5%	5%	5%	4%
每股收益(元)	6.10	6.40	6.72	7.04	7.32
PE	17.7	16.8	16.0	15.3	14.7
PB	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

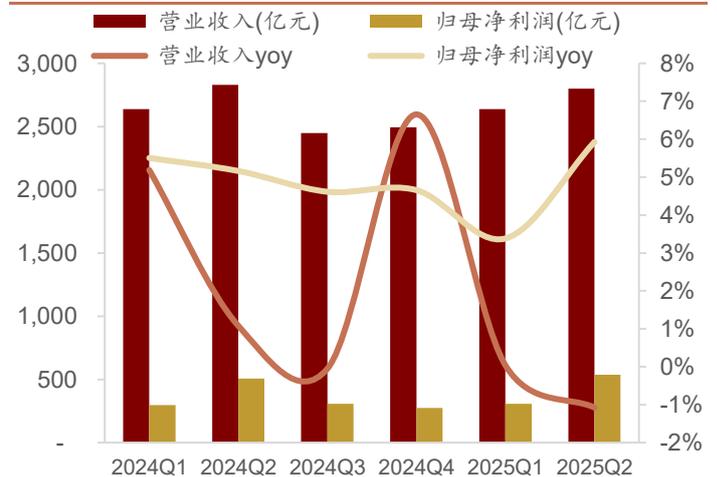
资料来源：公司数据、招商证券

图1：22H1-25H1 公司营收、净利情况 (亿元，%)



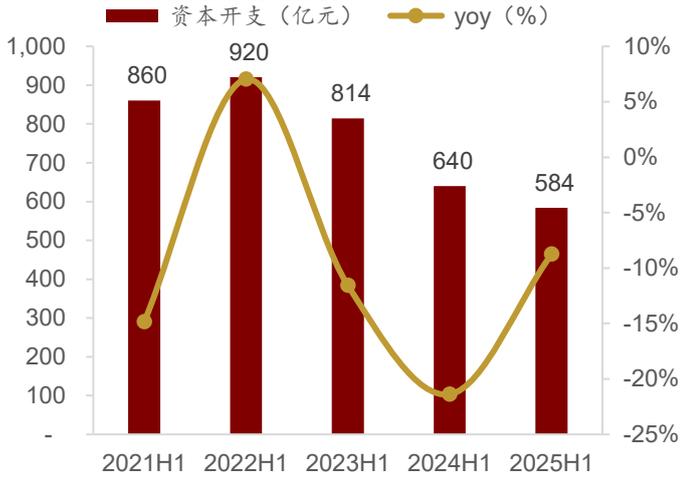
资料来源：Wind，招商证券

图2：24Q1-25Q2 公司营收、净利润情况 (亿元，%)



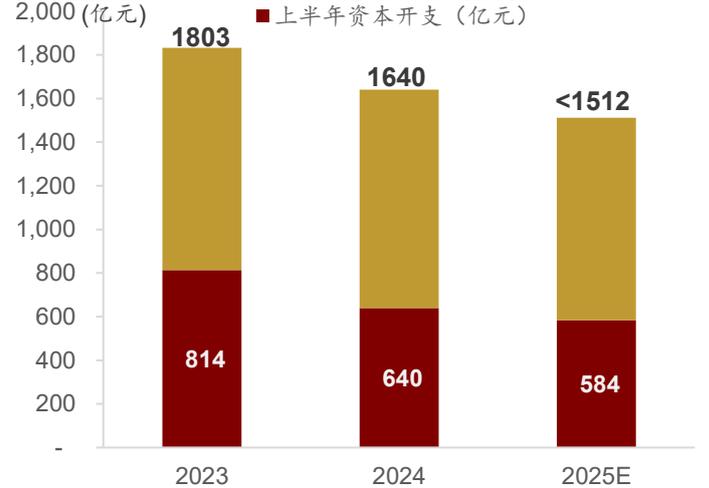
资料来源：Wind，招商证券

图3: 21H1-25H1 公司资本开支情况 (亿元, %)



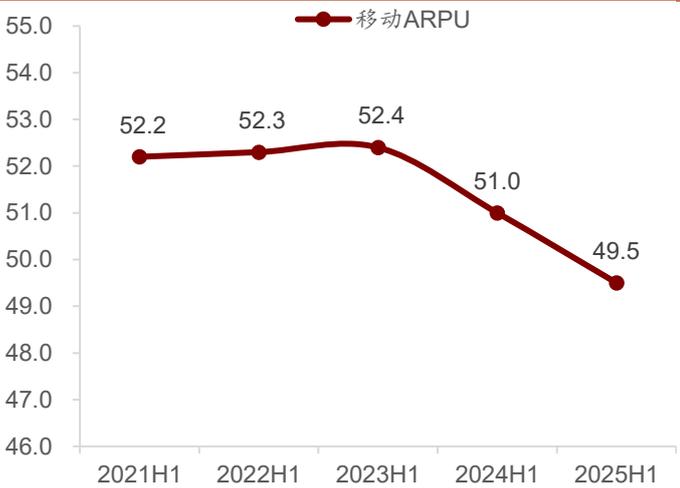
资料来源: Wind, 招商证券

图4: 2023-2025 上半年资本开支情况对比 (亿元)



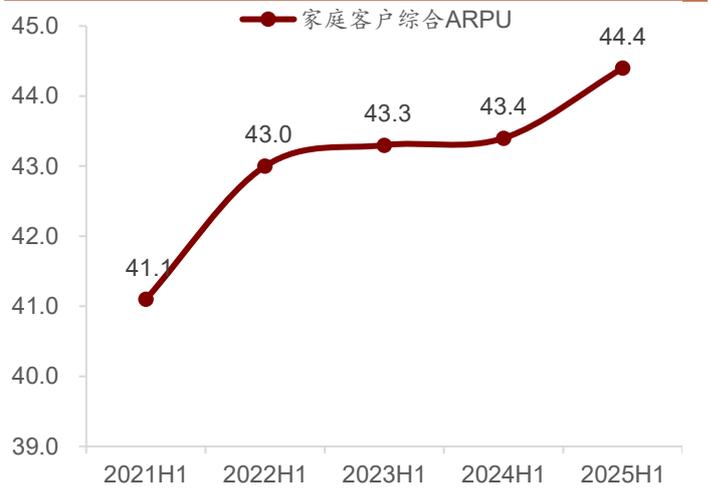
资料来源: Wind, 招商证券

图5: 21H1-25H1 公司移动 ARPU (元/月/户)



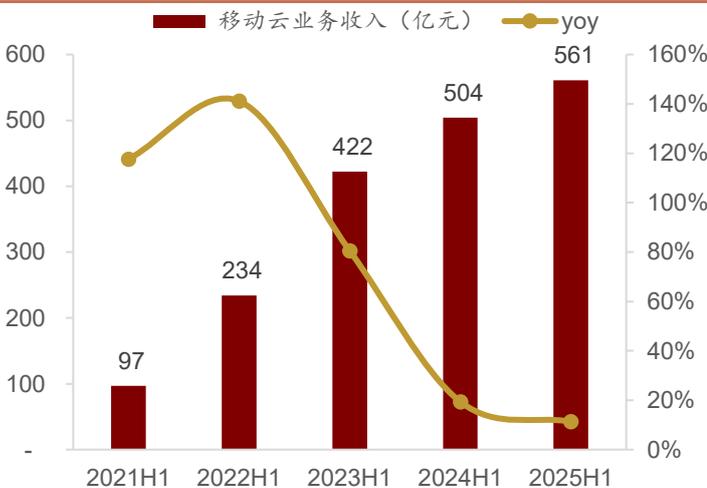
资料来源: Wind, 招商证券

图6: 21H1-25H1 公司家庭客户综合 ARPU (元/月/户)



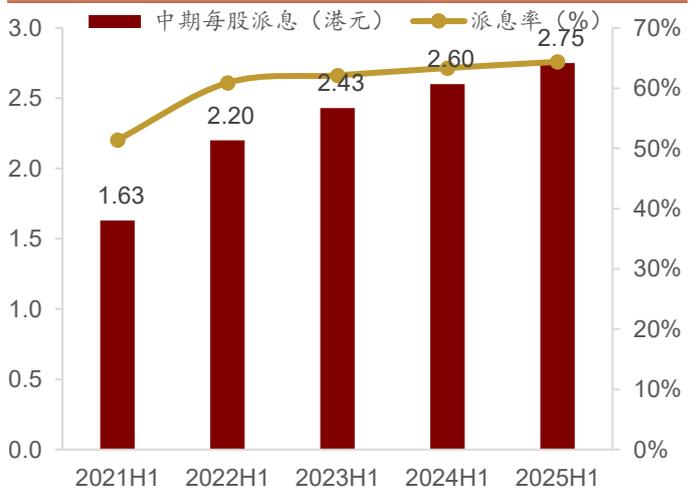
资料来源: Wind, 招商证券

图7: 21H1-25H1 移动云业务收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 招商证券

图8: 21H1-25H1 公司分红派息情况



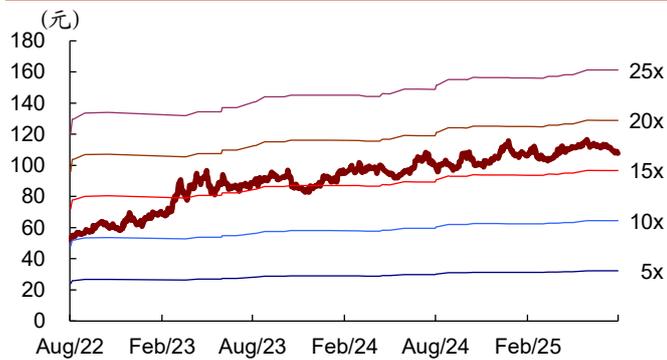
资料来源: Wind, 招商证券

表1：中国移动半年度经营费用及占比情况（亿元、%）

	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
通信服务收入	3,932.15	4,264.17	4,522.38	4635.89	4,670.00
主营业务成本	3,811.31	2,859.86	3,004.75	2967.65	2,971.21
yoy	15.2%	8.7%	5.1%	-1.2%	0.1%
折旧及摊销	994.72	949.81	981.97	912.46	899.69
yoy	14.9%	-0.5%	3.4%	-7.1%	-1.4%
网络运营及支撑成本	1,211.46	1,341.73	1,398.15	1,391.65	1,367.36
yoy	11.4%	14.7%	4.2%	-0.5%	-1.7%
其他业务成本	500.42	689.00	773.32	815.20	747.30
yoy	59.2%	37.7%	12.2%	5.4%	-8.3%
销售费用	303.89	261.82	268.35	292.22	287.84
yoy	-3.1%	-13.8%	2.5%	8.9%	-1.5%
折旧及摊销/通服收入	25%	22%	21.7%	19.7%	19.3%
网络运营及支撑成本/通服收入	31%	31%	30.9%	30.0%	29.3%
其他业务成本/通服收入	13%	16%	17.1%	17.6%	16.0%
销售费用/通服收入	8%	6%	5.9%	6.3%	6.2%

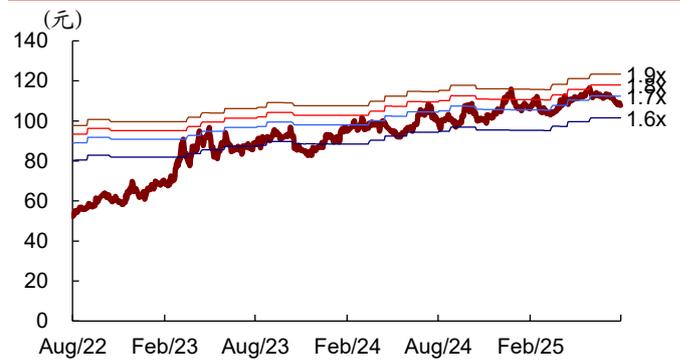
资料来源：公司公告，招商证券

图9：中国移动历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图10：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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	498104	568559	618259	711277	802886
现金	178772	242275	288587	377363	464404
交易性投资	156018	153194	153194	153194	153194
应收票据	1205	1103	1125	1152	1182
应收款项	54881	75741	77243	79128	81144
其它应收款	44362	27817	28369	29061	29801
存货	12026	11229	11427	11668	11945
其他	50840	57200	58316	59711	61217
<b>非流动资产</b>	1459253	1504268	1478645	1441731	1406099
长期股权投资	181715	198563	198563	198563	198563
固定资产	714663	714494	695254	663976	633330
无形资产商誉	49877	52962	47666	42899	38609
其他	512998	538249	537162	536292	535597
<b>资产总计</b>	<b>1957357</b>	<b>2072827</b>	<b>2096904</b>	<b>2153008</b>	<b>2208985</b>
<b>流动负债</b>	558565	633018	609875	621285	634399
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	323976	395184	402146	410624	420368
预收账款	145228	134884	137260	140154	143480
其他	89361	102950	70469	70508	70551
<b>长期负债</b>	88107	78570	78570	78570	78570
长期借款	0	0	0	0	0
其他	88107	78570	78570	78570	78570
<b>负债合计</b>	<b>646672</b>	<b>711588</b>	<b>688445</b>	<b>699855</b>	<b>712969</b>
股本	455001	461838	464272	464272	464272
资本公积金	(301738)	(301501)	(301501)	(301501)	(301501)
留存收益	1153169	1196395	1241021	1285547	1328235
少数股东权益	4253	4507	4668	4836	5011
归属于母公司所有者权益	1306432	1356732	1403792	1448317	1491005
<b>负债及权益合计</b>	<b>1957357</b>	<b>2072827</b>	<b>2096904</b>	<b>2153008</b>	<b>2208985</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	303780	315741	317547	319963	318701
净利润	131935	138526	145468	152221	158423
折旧摊销	207132	191101	197462	191569	182554
财务费用	(3944)	(3401)	(2547)	(2610)	(2676)
投资收益	(9886)	(14657)	(28815)	(28386)	(28146)
营运资金变动	(18260)	6790	5980	7169	8546
其它	(3197)	(2618)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(205699)	(185194)	(143024)	(126269)	(118777)
资本支出	(181263)	(155979)	(171839)	(154655)	(146922)
其他投资	(24436)	(29215)	28815	28386	28146
<b>筹资活动现金流</b>	(123843)	(105167)	(128212)	(104918)	(112884)
借款变动	(32421)	(10214)	(32512)	0	0
普通股增加	1497	6837	2434	0	0
资本公积增加	699	237	0	0	0
股利分配	(83898)	(94185)	(100681)	(107527)	(115560)
其他	(9720)	(7842)	2547	2610	2676
<b>现金净增加额</b>	<b>(25762)</b>	<b>25380</b>	<b>46312</b>	<b>88776</b>	<b>87041</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1009309	1040759	1061395	1087302	1114999
营业成本	724358	738772	751786	767635	785851
营业税金及附加	3071	3759	3834	3927	4027
营业费用	52477	54564	55193	56540	56865
管理费用	56025	56937	58377	57627	57980
研发费用	28711	28163	28658	29357	30105
财务费用	(3457)	(2495)	(2547)	(2610)	(2676)
资产减值损失	(9795)	(15718)	(8802)	(8302)	(7802)
公允价值变动收益	12874	13170	13022	12822	12622
其他收益	7028	3116	2916	2716	2716
投资收益	9886	14657	12877	12848	12808
<b>营业利润</b>	168117	176284	186109	194910	203191
营业外收入	3871	3593	3530	3665	3596
营业外支出	1457	1488	1502	1502	1502
<b>利润总额</b>	170531	178389	188137	197073	205285
所得税	38596	39863	42670	44852	46861
少数股东损益	169	153	161	168	175
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>131766</b>	<b>138373</b>	<b>145307</b>	<b>152052</b>	<b>158248</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	8%	3%	2%	2%	3%
营业利润	4%	5%	6%	5%	4%
归母净利润	5%	5%	5%	5%	4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.2%	29.0%	29.2%	29.4%	29.5%
净利率	13.1%	13.3%	13.7%	14.0%	14.2%
ROE	10.3%	10.4%	10.5%	10.7%	10.8%
ROIC	9.5%	9.6%	9.9%	10.2%	10.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.0%	34.3%	32.8%	32.5%	32.3%
净负债比率	1.8%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	61.1	63.5	66.4	66.5	66.6
应收账款周转率	20.3	15.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转率	2.4	2.1	1.9	1.9	1.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	6.10	6.40	6.72	7.04	7.32
每股经营净现金	14.06	14.61	14.69	14.80	14.75
每股净资产	60.45	62.77	64.95	67.01	68.99
每股股利	4.36	4.66	4.98	5.35	5.71
<b>估值比率</b>					
PE	17.7	16.8	16.0	15.3	14.7
PB	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	135.5	138.1	132.3	131.3	131.6

## 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。

## 评级说明

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。