

信义山证汇通天下

证券研究报告

电信运营Ⅲ

中国移动（600941.SH）

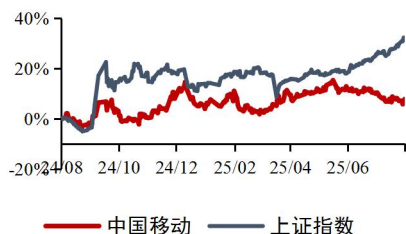
买入-A(维持)

新旧动能切换短期增长承压，维持较高派息价值

2025 年 8 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 8 月 21 日

收盘价（元）：	109.02
总股本（亿股）：	216.13
流通股本（亿股）：	计划，9.03
流通市值（亿元）：	984.20

基础数据：2025 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	64.73
每股资本公积（元）：	-14.04
每股未分配利润（元）：	56.62

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 2025 半年度报告。2025H1，公司实现营收 5438 亿元，同比-0.5%；其中，主营业务收入 4670 亿元，同比+0.7%。实现归母净利润 842 亿元，同比+5.0%；EBITDA 为 1860 亿元，同比+2.0%。

事件点评：

1) C+H 端：巩固规模底座，加快向信息服务转型

个人市场方面，2025H1，个人市场收入 2,447 亿元，同比-4.1%。中国移动客户总数达 10.05 亿户，净增 56 万户，其中 5G 网络客户达到 5.99 亿户，净增 4,691 万户，渗透率 59.6%；移动 ARPU 保持行业领先，达 49.5 元。我们认为，公司未来将以通信服务为切入点，凭借网龄成长计划和全球通升级，由基于号卡的规模运营向基于客户、家庭的价值运营升级，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，2025H1，家庭市场收入 750 亿元，同比+7.4%。公司有线宽带客户总数达 3.23 亿户；家庭宽带客户达到 2.84 亿户，净增 623 万户，其中千兆家庭宽带客户达到 1.09 亿户，同比+19.4%，FTTR 客户 1,840 万户，同比+264%。家庭客户综合 ARPU 达到人民币 44.4 元，同比+2.3%。公司继续强化“移动爱家”品牌，以 AI 为核心能力驱动智慧家庭升级，通过加快“千兆+FTTR”发展，打造全方位数智化生活体验，有望保持家庭市场良好增长。

➤ 2) B+N 端：车联网、低空新场景继续突破

2025H1，公司政企市场收入 1,182 亿元，同比+5.6%。政企客户数达 3,484 万家，净增 225 万家。加速“由云向智”升级，移动云收入 561 亿元，同比+11.3%。5G 垂直行业应用保持领先，5G 专网收入快速增长，达 61 亿元，同比+57.8%。其他领域，To V 车联网市场快速发展，公司累计服务智能网联汽车超 6,900 万辆，建成首个车路云一体化试点；视联网业务加快拓展，连接数增长 20.9%，已实现 8,938 万路视频云端互联。低空经济加速卡位，中移凌云平台全行业中标占比达 38%。

2025H1，新兴市场收入 291 亿元，同比+9.3%。国际业务、数字内容、金融科技、股权投资四大板块持续创新拓展。国际业务方面收入 140 亿元，同比+18.4%，发挥国内国际两个市场联动效应，加强优质产品能力和解决方案出海；数字内容方面，深化“内容+科技+融合创新”，收入达 149 亿元。股权投资方面，按权益法核算的投资收益达 72 亿元，同比+17.0%，围绕战略性新兴产业、未来产业关键领域进行投资布局。

我们认为，公司将依靠政企市场体系升级，标准产品贡献、ICT 项目效



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

益水平有望持续提升,有望加速向高效开放的平台化运营模式转型,保持 B+N 市场的良好增长。

➤ **3) 算力规模布局速度再超预期**

2025H1, 公司完成资本开支 584 亿元, 5G 网络投资 258 亿元, 累计开通 5G 基站超 259.9 万个, 净增 18.7 万个, 全球率先实现核心网 100%云化融合。算力网络持续引领, 截至目前自建智能算力规模已达 33.3EFLOPS (FP16); 数据中心覆盖全部国家枢纽节点, 对外服务 IDC 机架超 66 万架。输出统一封装、灵活调用的“能力服务”, 上半年上台能力超 1,300 项, 调用总量达到 8,035 亿次。打造梧桐大数据平台, 汇聚沉淀数据规模超 2,000PB, 上半年调用量超 1,100 亿次。根据公司年初规划, 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 投资虽整体下降, 但 5G-A 方面投入力度加大, 2025 年计划投资 98 亿元, 同比+227%。算力方面, 公司加大推理算力投资, 根据市场需求不设上限。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, 2025H1 每股派息 2.75 港元, 同比+5.8%, 2025 年全年以现金方式分配的利润占当年股东应占利润的比例较 2024 年进一步提升, 持续为股东创造更大价值。

2025 年公司目标: 个人市场收入企稳回升, 5G 网络客户净增 7000 万; 家庭市场收入良好增长, 千兆宽带客户净增 1800 万; 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: 我们看到受到 5G、FTTH 人口红利饱和和宏观环境影响, 公司 C、H 端增速承压, 政企端, 我们认为卫星互联网和国产推理芯片产能提升, 可能为运营商带来增长拐点, 建议持续关注。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 1462.55/1549.37/1638.83 亿元, 同比增长 5.7%/5.9%/5.8%; 对应 EPS 为 6.78/7.18/7.59 元, 2025 年 08 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 16.1/15.2/14.4 倍。考虑到公司经营稳健, 算力业务快速增长, 派息价值稳步提升, 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	1,032,147	1,050,972	1,067,968
YoY(%)	7.7	3.1	-0.8	1.8	1.6
净利润(百万元)	131,766	138,373	146,255	154,937	163,883
YoY(%)	5.0	5.0	5.7	5.9	5.8
毛利率(%)	28.2	29.0	29.4	30.0	30.5
EPS(摊薄/元)	6.10	6.41	6.78	7.18	7.59
ROE(%)	10.1	10.2	10.4	10.7	11.0
P/E(倍)	17.9	17.0	16.1	15.2	14.4
P/B(倍)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
净利率(%)	13.1	13.3	14.2	14.7	15.3

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
流动资产	498104	568559	464597	583558	510133
现金	178772	242275	144230	253280	185819
应收票据及应收账款	56086	76844	54986	79248	57157
预付账款	7516	8315	7385	8601	7644
存货	12026	11229	12152	11226	12491
其他流动资产	243704	229896	245844	231202	247022
非流动资产	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
资产总计	1957357	2072827	1996161	2142107	2095476
流动负债	558565	633018	509935	610773	520078
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	323976	395184	313835	402102	320669
其他流动负债	234589	237834	196101	208671	199409
非流动负债	88107	78570	78570	78570	78570
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	88107	78570	78570	78570	78570
负债合计	646672	711588	588505	689343	598648
少数股东权益	4253	4507	4669	4840	5021
股本	455001	461838	461838	461838	461838
资本公积	-301738	-301501	-301501	-301501	-301501
留存收益	1147798	1188577	1228110	1266887	1307903
归属母公司股东权益	1306432	1356732	1402987	1447924	1491807
负债和股东权益	1957357	2072827	1996161	2142107	2095476

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	303780	315741	36159	220486	53665
净利润	131935	138526	146417	155108	164064
折旧摊销	717	489	1129	1241	1333
财务费用	-3457	-2495	-2036	-2093	-2302
投资损失	-9886	-14657	-11528	-11528	-11528
营运资金变动	-16282	3628	-84653	90927	-84732
其他经营现金流	200753	190250	-13170	-13170	-13170
投资活动现金流	-205699	-185194	-3728	-3528	-3428
筹资活动现金流	-123843	-105167	-130476	-107907	-117698

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	6.10	6.41	6.78	7.18	7.59
每股经营现金流(最新摊薄)	14.07	14.63	1.68	10.22	2.49
每股净资产(最新摊薄)	60.53	62.86	65.00	67.08	69.12

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1009309	1040759	1032147	1050972	1067968
营业成本	724358	738772	728354	735461	742482
营业税金及附加	3071	3759	3728	3796	3857
营业费用	52477	54564	54704	55702	57136
管理费用	56025	56937	54704	54651	53398
研发费用	28711	28163	24772	25223	25631
财务费用	-3457	-2495	-2036	-2093	-2302
资产减值损失	9795	15718	-9289	-8408	-6408
公允价值变动收益	12874	13170	13170	13170	13170
投资净收益	9886	14657	11528	11528	11528
营业利润	168117	176284	186446	197638	209171
营业外收入	3871	3593	3593	3593	3593
营业外支出	1457	1488	1488	1488	1488
利润总额	170531	178389	188551	199743	211276
所得税	38596	39863	42134	44635	47212
税后利润	131935	138526	146417	155108	164064
少数股东损益	169	153	162	171	181
归属母公司净利润	131766	138373	146255	154937	163883
EBITDA	169460	176455	187747	198996	210413

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	3.1	-0.8	1.8	1.6
营业利润(%)	4.2	4.9	5.8	6.0	5.8
归属于母公司净利润(%)	5.0	5.0	5.7	5.9	5.8
获利能力					
毛利率(%)	28.2	29.0	29.4	30.0	30.5
净利率(%)	13.1	13.3	14.2	14.7	15.3
ROE(%)	10.1	10.2	10.4	10.7	11.0
ROIC(%)	9.2	9.3	9.8	10.1	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	34.3	29.5	32.2	28.6
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
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
估值比率					
P/E	17.9	17.0	16.1	15.2	14.4
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	295.9	283.7	267.0	251.4	238.1

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。本报告清晰准确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

