

2025 年 10 月 21 日

毛利率净利率双升，AI 收入高速增长

中国移动(600941)

评级：	增持	股票代码：	600941
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	119.51/100.5
目标价格：		总市值(亿)	22,950.19
最新收盘价：	106.12	自由流通市值(亿)	22,950.19
		自由流通股数(百万)	21,626.64

事件：

2025 年前三季度，实现总营业收入 7,946.7 亿元，同比增长 0.4%；利润总额达到 1,468.0 亿元，同比增长 3%；实现归母净利润 1,153.5 亿元，同比增长 4.0%；EBITDA 2654 亿元，同比增长 0.9%。

2025 年单三季度，实现营业收入 2509.0 亿元，同比增长 2.5%；利润总额 397.3 亿元，同比增长 0.9%；实现归母净利润 311.2 亿元，同比增长 1.4%；EBITDA 794 亿元，同比减少 1.7%。

1、经营业绩稳健增长，个人、家庭用户实现净增

个人市场方面，用户规模恢复增长，截止 Q3 末，移动客户净增长 456 万户达到 10.09 亿户，5G 网络客户 6.22 亿户，前三季度平均移动 ARPU 为 48.0 元/户/月，较上半年平均 ARPU 下降 1.5 元/户/月；

家庭市场方面，截止 Q3 末，有线宽带用户净增长 1420 万户达到 3.29 亿户，家庭宽带客户达到 2.88 亿户，净增长 976 万户，前三季度平均家庭客户综合 ARPU 为 44.4 元/户/月，与上半年持平；

政企市场方面，DICT 业务收入保持良好增长，AI 直接收入实现高速增长；

新兴市场方面，前三季度国际业务收入保持快速增长，重点客户规模实现稳健增长。

2、公司成本及费用管控得当，毛利率与净利率双升

2025 年前三季度毛利率 31.1%，同比增长 0.3pct；净利率 14.5%，同比增长 0.5pct。期间费用率 12.7%，同比减少 0.3pct，其中销售/管理费用率分别同比下降 0.1/0.2pct。

3、坚持 AI 算力适度超前建设，获发卫星移动通信业务经营许可

根据澎湃新闻，2025 中国移动全球合作伙伴大会上，中国移动发布“AI+”行动计划，到 2028 年底，中国移动对人工智能领域的总体投入翻一番，建成国内规模最大的智算基础设施，探索十万卡智算集群建设，全国产智能算力规模突破 100 EFLOPS。

根据新华网，九月工信部向中国移动颁发卫星移动通信业务经营许可，可依法开展手机直连卫星等业务。

我们认为，公司深入落实“一二二五”战略实施思路，全面实施“三大计划”，在行业转型压力愈发凸显背景下，面临 AI 算力、卫星通信等行业机遇，紧抓数智转型机遇，积极突破业务边界，构筑新的增长空间。

4、投资建议：

公司业务稳定转型，积极推动算力与能力中台升级，看好算力及卫星相关业务拓展，维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 10725/11073/11440 亿元，归母净利润分别为 1448/1516/1584 亿元，每股收益分别由 6.72/7.03/7.35 元调整为 6.70/7.01/7.33 元，对应 2025 年 10 月 21 日 106.12 元/股收盘价，PE 分别为 15.85/15.14/14.49 倍，维持“增持”评级。

5、风险提示：

市场竞争加剧风险；行业政策变化风险；创新业务推动不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,009,309	1,040,759	1,072,480	1,107,336	1,143,993
YoY (%)	7.7%	3.1%	3.0%	3.2%	3.3%
归母净利润(百万元)	131,766	138,373	144,824	151,552	158,432
YoY (%)	5.0%	5.0%	4.7%	4.6%	4.5%

毛利率 (%)	28.2%	29.0%	29.3%	29.5%	29.7%
每股收益 (元)	6.16	6.45	6.70	7.01	7.33
ROE	10.1%	10.2%	10.0%	9.5%	9.0%
市盈率	17.23	16.45	15.85	15.14	14.49

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 马军

邮箱: majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话:

分析师: 柳珏廷

邮箱: liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,040,759	1,072,480	1,107,336	1,143,993	净利润	138,526	144,992	151,728	158,615
YoY (%)	3.1%	3.0%	3.2%	3.3%	折旧和摊销	191,101	144,526	144,941	148,552
营业成本	738,772	758,244	780,561	804,227	营运资金变动	4,242	-12,992	14,858	17,474
营业税金及附加	3,759	3,577	3,741	3,893	经营活动现金流	315,741	264,008	300,829	314,005
销售费用	54,564	56,158	57,230	57,704	资本开支	-155,016	-127,571	-115,910	-116,301
管理费用	56,937	58,665	59,575	61,776	投资	-26,194	-11,462	-12,358	-12,807
财务费用	-2,495	-2,062	-1,179	-1,634	投资活动现金流	-185,194	-184,393	-114,257	-114,362
研发费用	28,163	27,992	28,680	30,316	股权募资	6,196	-1,494	0	0
资产减值损失	-1,209	87	103	111	债务募资	0	10,636	-2,000	-2,000
投资收益	14,657	13,567	14,010	14,746	筹资活动现金流	-105,167	-46,001	-3,164	-3,120
营业利润	176,284	184,613	193,095	201,907	现金净流量	25,750	33,380	183,408	196,522
营业外收支	2,105	2,550	2,650	2,700	主要财务指标				
利润总额	178,389	187,163	195,745	204,607	成长能力				
所得税	39,863	42,172	44,017	45,992	营业收入增长率	3.1%	3.0%	3.2%	3.3%
净利润	138,526	144,992	151,728	158,615	净利润增长率	5.0%	4.7%	4.6%	4.5%
归属于母公司净利润	138,373	144,824	151,552	158,432	盈利能力				
YoY (%)	5.0%	4.7%	4.6%	4.5%	毛利率	29.0%	29.3%	29.5%	29.7%
每股收益	6.45	6.70	7.01	7.33	净利率	13.3%	13.5%	13.7%	13.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.7%	6.7%	6.5%	6.3%
货币资金	242,275	275,655	459,062	655,585	净资产收益率 ROE	10.2%	10.0%	9.5%	9.0%
预付款项	8,315	8,204	8,501	8,789	偿债能力				
存货	11,229	11,142	10,364	9,700	流动比率	0.90	0.94	1.19	1.44
其他流动资产	306,740	300,603	302,325	300,489	速动比率	0.79	0.84	1.09	1.34
流动资产合计	568,559	595,604	780,253	974,562	现金比率	0.38	0.44	0.70	0.97
长期股权投资	198,563	210,025	222,382	235,190	资产负债率	34.3%	32.9%	31.3%	29.9%
固定资产	714,494	698,009	677,353	652,775	经营效率				
无形资产	50,804	52,982	55,321	57,752	总资产周转率	0.52	0.51	0.49	0.47
非流动资产合计	1,504,268	1,563,353	1,550,432	1,534,798	每股指标 (元)				
资产合计	2,072,827	2,158,957	2,330,685	2,509,361	每股收益	6.45	6.70	7.01	7.33
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	63.05	66.82	73.82	81.15
应付账款及票据	395,184	369,254	387,426	401,835	每股经营现金流	14.67	12.21	13.91	14.52
其他流动负债	237,834	262,410	266,238	273,890	每股股利	4.67	2.50	0.00	0.00
流动负债合计	633,018	631,664	653,664	675,724	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.45	15.85	15.14	14.49
其他长期负债	78,570	77,618	75,618	73,618	PB	1.87	1.59	1.44	1.31
非流动负债合计	78,570	77,618	75,618	73,618					
负债合计	711,588	709,282	729,282	749,342					
股本	461,838	467,535	467,535	467,535					
少数股东权益	4,507	4,675	4,851	5,034					
股东权益合计	1,361,239	1,449,675	1,601,403	1,760,018					
负债和股东权益合计	2,072,827	2,158,957	2,330,685	2,509,361					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。