

## 中国移动 (600941.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## 25Q3 业绩稳健增长, AI 等增长新动能显现

中国移动发布《2025 年第三季度报告》，25Q3 公司实现营业收入 7947 亿元，其中通服收入 6831 亿元，同比增长 0.8%，实现归母净利润 1154 亿元，同比增长 4.0%，EBITDA 2654 亿元，同比增长 0.9%，经营业绩实现稳健增长。

□ 整体收入稳中有升, AI 直接收入高速增长。2025 年前三季度, 中国移动实现营业收入 7947 亿元(yoy+0.4%), 其中通服业务收入 6831 亿元(yoy+0.8%); 分季度, 第三季度公司实现收入 2509 亿元(yoy+2.5%), 其中通服业务收入 2162 亿元(yoy+0.8%)。公司第三季度总收入增速回升, 主要系终端销售业务在去年同期基数下同比增加 14.4%。

● 个人市场方面: 截至 25Q3, 公司移动客户总数达到 10.09 亿户(环比增 400 万户), 其中 5G 网络客户数达到 6.22 亿户, 5G 网络渗透率稳步提升。前三季度, 手机上网流量同比增长 8.3%, 手机上网 DOU 达到 17.0GB(yoy+8.1%), 移动 ARPU 为 48.0 元(yoy-3.0%)。

● 家庭市场方面: 截至 25Q3, 公司有线宽带客户总数达到 3.29 亿户(首三季度净增 1,420 万户), 其中家庭宽带客户达到 2.88 亿户(首三季度净增 976 万户), 家庭客户综合 ARPU 为 44.4 元(yoy+1.4%)。

● 政企市场方面: 公司强化平台化运营体系建设, 深化战客、商客客群精细运营, DICT 业务收入保持良好增长, AI 直接收入实现高速提升, 整体政企市场价值贡献持续增强。

● 新兴市场方面: 25Q3 国际业务收入保持快速增长, 持续深化“内容+科技+融合创新”运营, 带动新兴市场占收比进一步提高。第三季度期间, 公司正式完成对港第二大固网宽带服务商香港宽频 78.08%股权收购, 强化公司在港“移动+固网”协同优势, 完善国际化布局。

□ 深化精细运营、精益管理, 加强研发下的盈利仍保持增长。利润端, 25Q3 公司实现归母净利润 1154 亿元(yoy+4.0%), 扣非净利润 1071 亿元(yoy+6.6%); 分季度, 第三季度公司归母净利润 311 亿元(yoy+1.4%), 扣非净利润 287 亿元(yoy+4.6%)。第三季度归母净利润增速同比回落, 主要系金融资产公允价值变动影响非经常损益增加, 且加大研发投入至 100.4 亿元(yoy+20.6%)。其他成本端上, AI 赋能带动降本增效, 25Q3 公司折旧摊销、网络支撑及销售费用占收比稳中有降。25Q3 公司折旧摊销费用为 1420 亿元(yoy-1.5%), 占通服收入比重 20.8%(yoy-0.5pct); 网络运营及支撑为 2051 亿元(yoy-0.6%), 占通服收入比重 30.0%(yoy-0.4pct); 销售费用为 410 亿元(yoy-2.5%), 占通服收入比重 6.0%(yoy-0.2pct)。

□ 经营性现金流稳步回升。公司前三季度经营活动现金净流入 1610 亿元(yoy-28.1%), 降幅持续收窄, 带动自由现金流回升至 39 亿元, 货币现金为 1611 亿元, 现金流整体充沛。首三季度公司应收账款 1115 亿元(yoy+23.7%), 政企业务回款节奏提速, 公司持续加强应收账款管控, 现金流状况稳步回暖。

□ 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 15.9 倍、15.2 倍和 14.6 倍, PB 分别为 1.6 倍、1.6 倍和 1.5 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。

TMT 及中小盘/通信

目标估值: NA

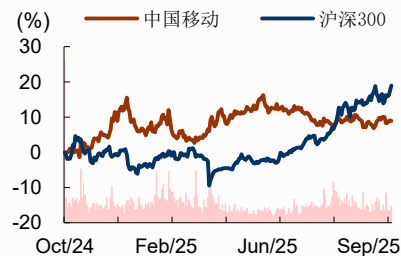
当前股价: 106.7 元

## 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(百万股)    | 21627        |
| 已上市流通股(百万股) | 903          |
| 总市值(十亿元)    | 2307.6       |
| 流通市值(十亿元)   | 96.3         |
| 每股净资产(MRQ)  | 63.2         |
| ROE(TTM)    | 10.5         |
| 资产负债率       | 34.0%        |
| 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 | 1  | 1   | 7   |
| 相对表现 | -1 | -23 | -12 |



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《中国移动(600941)——上半年业绩高质量增长, 股东回报能力持续提升》2025-08-08
- 2、《中国移动(600941)——业绩稳增彰显经营韧性, “由云向智”构筑全栈 AI 服务能力》2025-04-23
- 3、《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

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

罗嘉成 S1090525070006

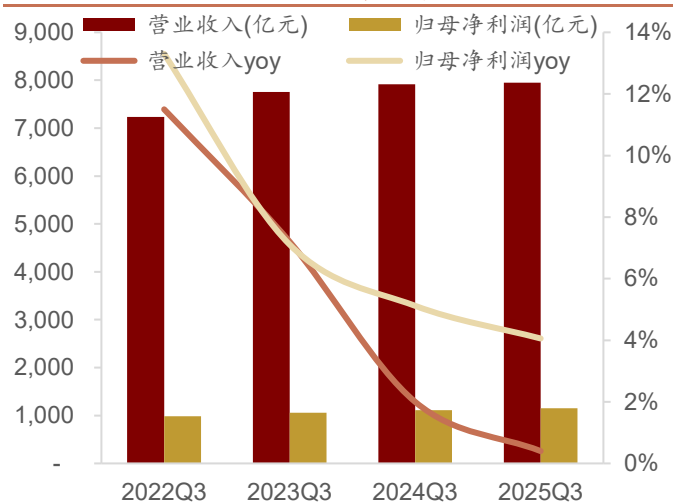
luojiacheng@cmschina.com.cn

## 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         | 17.5    | 16.7    | 15.9    | 15.2    | 14.6    |
| PB         | 1.8     | 1.7     | 1.6     | 1.6     | 1.5     |

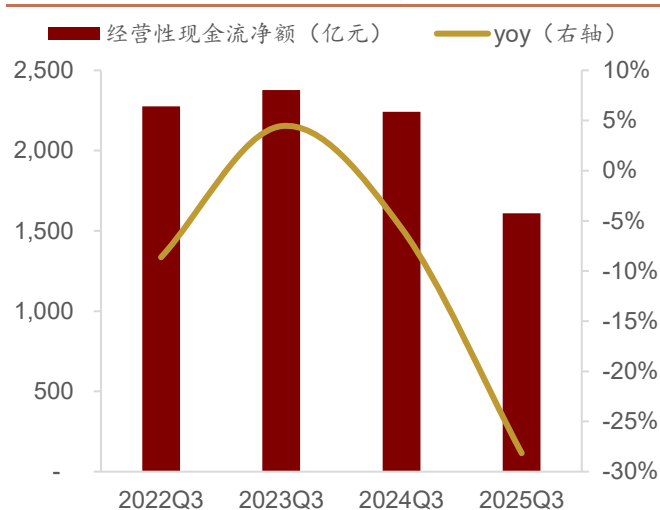
资料来源：公司数据、招商证券

图1: 22Q3-25Q3 公司营收、净利情况 (亿元, %)



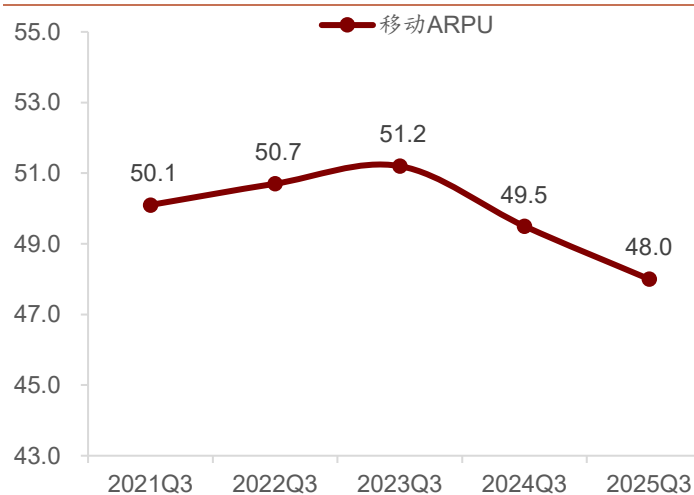
资料来源：Wind，招商证券

图2: 22Q3-25Q3 经营性现金流情况 (亿元, %)



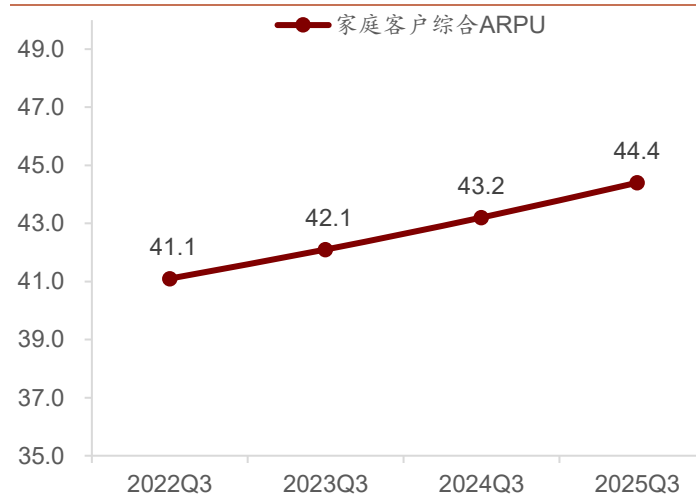
资料来源：Wind，招商证券

图3: 21Q3-25Q3 公司移动 ARPU (元/月/户)



资料来源：Wind，招商证券

图4: 22Q3-25Q3 公司家庭客户综合 ARPU (元/月/户)



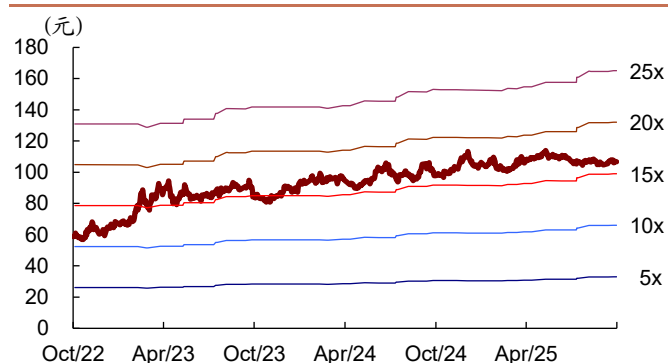
资料来源：Wind，招商证券

表1: 中国移动第三季度经营费用及占收比情况 (亿元、%)

|                | 2021Q3   | 2022Q3   | 2023Q3   | 2024Q3  | 2025Q3   |
|----------------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 通信服务收入         | 5,728.70 | 6,201.37 | 6,645.57 | 6780.49 | 6,831.00 |
| 主营业务成本         | 5569.12  | 6212.91  | 6621.03  | 6725.54 | 5,053.70 |
| yoy            | -        | 11.6%    | 6.6%     | 1.6%    | -24.9%   |
| 折旧及摊销          | 1,457.98 | 1,493.37 | 1,550.38 | 1441.68 | 1,420.24 |
| yoy            | -        | 2.4%     | 3.8%     | -7.0%   | -1.5%    |
| 网络运营及支撑成本      | 1,739.08 | 1,956.50 | 2,054.85 | 2063.23 | 2,051.32 |
| yoy            | -        | 12.5%    | 5.0%     | 0.4%    | -0.6%    |
| 人工成本           | 874.40   | 966.76   | 1,046.05 | 1139.99 | 1,172.00 |
| yoy            | -        | 10.6%    | 8.2%     | 9.0%    | 2.8%     |
| 销售费用           | 393.40   | 373.20   | 389.34   | 420.83  | 410.14   |
| yoy            | -        | -5.1%    | 4.3%     | 8.1%    | -2.5%    |
| 折旧及摊销/通服收入     | 25%      | 24%      | 23.3%    | 21.3%   | 20.8%    |
| 网络运营及支撑成本/通服收入 | 30%      | 32%      | 30.9%    | 30.4%   | 30.0%    |
| 其他业务成本/通服收入    | 15%      | 16%      | 15.7%    | 16.8%   | 17.2%    |
| 销售费用/通服收入      | 13%      | 6%       | 5.9%     | 6.2%    | 6.0%     |

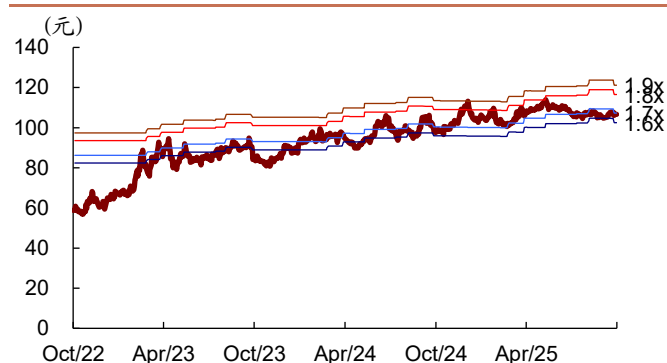
资料来源: 公司公告, 招商证券

图5: 中国移动历史 PE Band



资料来源: 公司数据, 招商证券

图6: 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             | 17.5  | 16.7  | 15.9  | 15.2  | 14.6  |
| PB             | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.5   |
| 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。