

2025 年 11 月 13 日

中国移动（600941.SH） 通信/ 电信运营



高股息构筑价值护城河，AI+数字化转型打开第二增长曲线

——中国移动首次覆盖报告

公司深度

● 公司：全球领先的通信和信息服务提供商。

中国移动经过二十多年发展已成为全球网络规模第一、客户规模第一、收入规模第一和创新能力领先、品牌价值领先、公司市值领先、盈利水平领先的通信和信息服务提供商。截至 2024 年末，公司员工总数达 45 万人，移动客户总数达到 10.04 亿户，有线宽带客户总数达到 3.15 亿户。

业务：“两个新型”构建价值增长新模式。

新型信息基础设施领先。网络领先：累计开通 5G 基站超 259.9 万个，并实现核心网 100%云化融合，千兆宽带覆盖达 5 亿户。算力引领：自建智算规模达 33.3 EFLOPS（FP16），构建“1-5-20ms”三级时延圈，对外服务 IDC 机架超 66 万架。中台赋能：能力中台调用总量超 8000 亿次，梧桐大数据平台数据规模超 2000PB。

新型信息服务体系持续优化。服务供给：17 项产品客户规模过亿，5G 商用案例超 5 万个，覆盖 86 个国民经济大类，智慧城市项目签约近 1300 个。服务质效：发布“三个一”服务举措，推出十项服务承诺，构建全流程数智服务保障体系。品牌与营销：品牌价值达 413 亿美元，APP 月活用户超 2.7 亿户，合作渠道商超 20 万家。

业绩表现：营收和净利润稳健增长。

公司营业收入 2023 年首次突破万亿元，成为全球收入规模第一的通信运营商。2025 年前三季度，公司实现营业收入 7946.66 亿元，同比增长 0.41%；实现归母净利润 1153.53 亿元，同比增长 4.03%。

● 行业：AI 驱动云计算市场保持快速增长。

全球 AI 基础设施支出高增，市场高度集中。

根据 Canalys，2025 年第二季度全球云基础设施服务支出超过 900 亿美元，市场高度集中，亚马逊云、微软云与谷歌云共同占据 65%的份额。云厂商持续加大 AI 投入，谷歌、Meta 上修 2025 年资本开支指引。

中国市场增速领跑。

根据中国信息通信研究院数据，2024 年我国云计算市场规模已达 8288 亿元，同比增长 34.4%，预计到 2027 年将突破 2.1 万亿元，“云+AI”的融合升级是核心驱动力。

● 核心竞争力：股东回报持续领跑，数字化转型+AI 战略打开第二增长曲线。

中国移动以高股息回报为基础，通过数字化转型与 AI 战略重构收入结构，在基础设施、技术研发、商业化落地及内部提效等方面形成竞争优势，持续领跑行业创新与价值增长。

推荐（首次评级）

赵绮晖（分析师）

zhaoqihui@cctgsc.com.cn

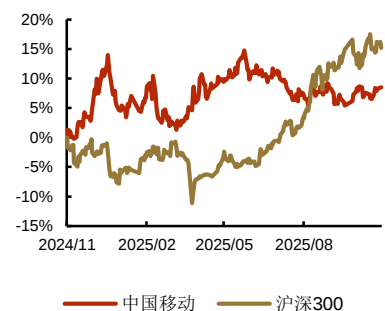
证书编号：S0280525030001

市场数据

2025/11/13

收盘价(元):	107.33
一年最低/最高(元):	103.80/118.68
总股本(亿股):	216.32
总市值(亿元):	23218
流通股本(亿股):	9.03
流通市值(亿元):	969
近 3 月换手率:	82.23

股价一年走势



高股息策略巩固股东价值。

分红持续领跑，2024 年全年股息每股 5.09 港元（同比增长 5.4%），派息率达 73%，并计划未来三年逐步提升至 75%以上，凸显长期回报能力；2025 年中期股息每股 2.75 港元（同比增长 5.8%）。基于稳定的盈利能力与现金流，高股息策略构筑价值护城河，增强投资者信心。

数字化转型驱动第二增长曲线。

收入结构持续优化，2025 年上半年，HBN 收入占主营业务收入比重已达 47.6%，同比提升 2.6 个百分点；数字化转型收入达到 1569 亿元，同比增长 6.6%，占主营业务收入比重提升至 33.6%。

AI+布局不断优化。

基础设施方面，呼和浩特、哈尔滨两大万卡级超大规模智算中心高效运营。总智算规模达 61.3 EFLOPS（FP16），其中自建智算规模为 33.3 EFLOPS（FP16）。技术能力方面，“九天”大模型矩阵已升级至 3.0 版本，重点布局了超 50 款行业大模型，并成立中移九天人工智能科技公司。商业转化方面，2025 年上半年 AI+DICT 签约项目达到 1485 个，并联合发布 AI 智能终端、智能网联汽车等信息消费“新三样”产品。内部提效方面，在网络运维领域，引入 AI 技术，自智网络已实现 L4 级高阶能力，提升运营效率。

● 盈利预测、估值与评级

盈利预测：预计公司 2025-2027 年收入分别为 10765.9/ 11148.38/ 11556.74 亿元，同比增长 3.4%/ 3.6%/ 3.7%；净利润分别为 1450.17 /1516.57 /1594.68 亿元，同比增长 4.8%/ 4.6%/ 5.2%；对应 PE 分别为 16/ 15/ 15 倍。

投资评级：我们选取中国联通、中国电信两家公司作为可比公司。根据 Wind 一致预测，两家公司 25/26/27 年 PE 平均值为 18/ 17/ 15 倍，中国移动对应 PE 为 16/ 15/ 15 倍，低于可比公司平均值。我们认为，公司中长期将充分受益于“数字化转型+AI”战略所推动的需求增长，伴随 AI 应用加速落地，成长动能有望持续释放。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**上游产业链受国际环境影响的风险，通信网络及信息安全的风险，技术升级迭代的风险。

财务摘要和估值指标（2025 年 11 月 13 日）

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,009,309	1,040,759	1,076,590	1,114,838	1,155,674
增长率(%)	7.7	3.1	3.4	3.6	3.7
净利润(百万元)	131,766	138,373	145,017	151,657	159,468
增长率(%)	5.0	5.0	4.8	4.6	5.2
毛利率(%)	28.2	29.0	27.7	28.8	29.7
净利率(%)	13.1	13.3	13.5	13.6	13.8
ROE(%)	10.1	10.2	10.2	10.1	10.1
EPS(摊薄/元)	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32
P/E	17	19	16	15	15
P/B	1.7	1.9	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 11 月 13 日

目 录

1、 公司：从连接服务到算力生态的全景布局.....	5
1.1、 公司：全球领先的通信和信息服务提供商.....	5
1.2、 业务：全面升级“两个新型”，积极构建价值增长新模式.....	5
1.3、 股权结构：实际控制人是中国移动通信集团有限公司.....	6
2、 财务分析：营收和净利润稳健增长，收入结构持续优化.....	7
2.1、 营业收入和净利润稳健增长	7
2.2、 收入结构持续优化	7
2.2.1、 个人市场（C）：存增一体精细运营.....	8
2.2.2、 家庭市场（H）：智慧升级价值拓展	8
2.2.3、 政企市场（B）：能力驱动行业深耕.....	8
2.2.4、 新兴市场（N）：创新突破提升贡献	8
2.3、 资本开支占比稳步下降，转向算力 AI.....	9
3、 行业：AI 驱动云计算市场保持快速增长.....	10
3.1、 全球云计算市场保持增长	10
3.2、 中国云计算市场增速较高	11
4、 核心竞争力：股东回报持续领跑，数字化转型+AI 战略打开第二增长曲线.....	12
4.1、 分红策略：股东回报持续领跑，高股息构筑价值护城河.....	12
4.2、 数字化转型：HBN 收入占比不断提升，打开第二增长曲线	12
4.3、 AI 能力：“AI+”布局不断优化.....	12
5、 投资建议：AI+数字化转型打开第二增长曲线，建议长线布局	13
5.1、 盈利预测	13
5.2、 可比公司估值	14
5.3、 投资建议	14
6、 风险分析	14
6.1、 上游产业链受国际环境影响的风险	14
6.2、 通信网络及信息安全的风险	14
6.3、 技术升级迭代的风险	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1： 公司主要产品和服务不断丰富	5
图 2： 中国移动股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）	6
图 3： 公司营业收入稳健增长.....	7
图 4： 公司归母净利润稳健增长.....	7
图 5： 2022-2024 年，公司经营现金流同比增长.....	7
图 6： 公司管理费用率、销售费用率较为稳定	7
图 7： HBN 收入逐年提高	8
图 8： HBN 收入占比不断提升	8
图 9： 公司资本开支占比稳步下降	9
图 10： 资本开支占收比下降，释放现金流.....	9
图 11： 资本开支占收比下降，支撑高分红.....	9

图 12: 全球云计算市场保持增长趋势 10

图 13: 全球人工智能基础设施市场高速增长 10

图 14: 亚马逊云、微软云和谷歌云领跑全球 11

图 15: 全球四大云厂商资本开支持续扩大 11

图 16: 中国云计算市场高速增长 11

图 17: 2024H2 公有云 IaaS 市场，阿里巴巴份额居前 11

表 1: 公司收入拆分及盈利预测 13

表 2: 可比公司估值表（2025 年 11 月 13 日） 14

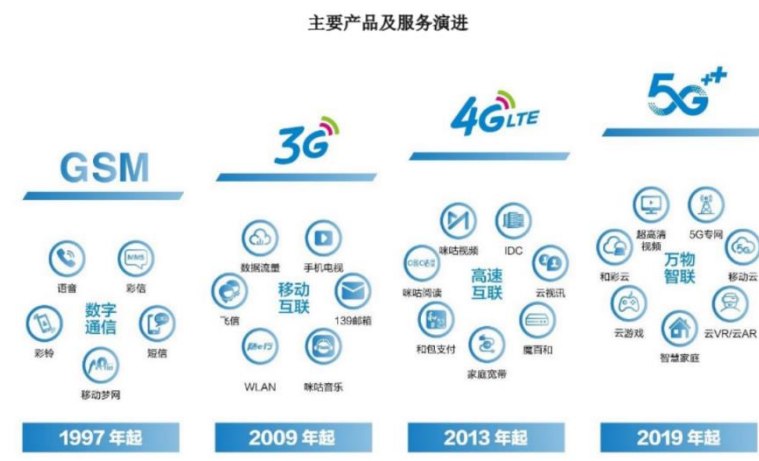
1、公司：从连接服务到算力生态的全景布局

1.1、公司：全球领先的通信和信息服务提供商

中国移动经过二十多年发展已成为全球网络规模第一、客户规模第一、收入规模第一和创新能力领先、品牌价值领先、公司市值领先、盈利水平领先的通信和信息服务提供商。截至 2024 年 12 月 31 日，公司员工总数达 45 万人，移动客户总数达到 10.04 亿户，有线宽带客户总数达到 3.15 亿户。

公司自成立以来一直专注于信息通信领域，主营业务未发生重大变化，主要产品和服务随着信息通信技术从 2G 发展到 5G 而不断丰富。公司的主营业务涵盖移动语音、短彩信、无线上网、有线宽带、物联网等连接服务，数据中心、云计算、内容分发网络、算网融合等算力服务，以及基于人工智能、大数据、安全等新一代信息技术能力的平台、应用和解决方案。

图1：公司主要产品和服务不断丰富



资料来源：公司招股说明书，诚通证券研究所

1.2、业务：全面升级“两个新型”，积极构建价值增长新模式

新型信息基础设施不断完善。“双千兆”网络保持领先。1) 5G 网络：2025 年上半年 5G 网络投资共计人民币 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。2) 创新技术应用：RedCap 超 73.2 万站，实现全国县城以上连续覆盖，有效扩大乡镇农村及室内覆盖，积极推进通感一体、无源物联网等技术创新及应用。3) 千兆宽带：截至 2025 年 6 月底，千兆覆盖住户达到 5 亿户。**算力网络持续引领。**积极落实国家“东数西算”工程部署，构建技术和规模全面领先的全国性算力网络，自建智能算力规模达到 33.3EFLOPS (FP16)；系统构建一体化算力光网，算力服务“1-5-20ms”三级时延圈持续建强；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。**能力中台赋能扩大。**输出统一封装、灵活调用的“能力服务”，2025 年上半年上台能力超 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，2025 年上半年调用量超 1,100 亿次。

新型信息服务体系持续优化。供给水平显著提高。服务数字生活，17 项产品客户规模过亿；服务产业焕新，累计打造 5G 行业商用案例超 5 万个，97 个国民经济大类覆盖 86 个；服务智慧城市，成功打造多个省市示范标杆，上半年签约项目近 1300 个。**服务质效不断提升。**发布“三个一”服务举措，推出十项服务承诺，

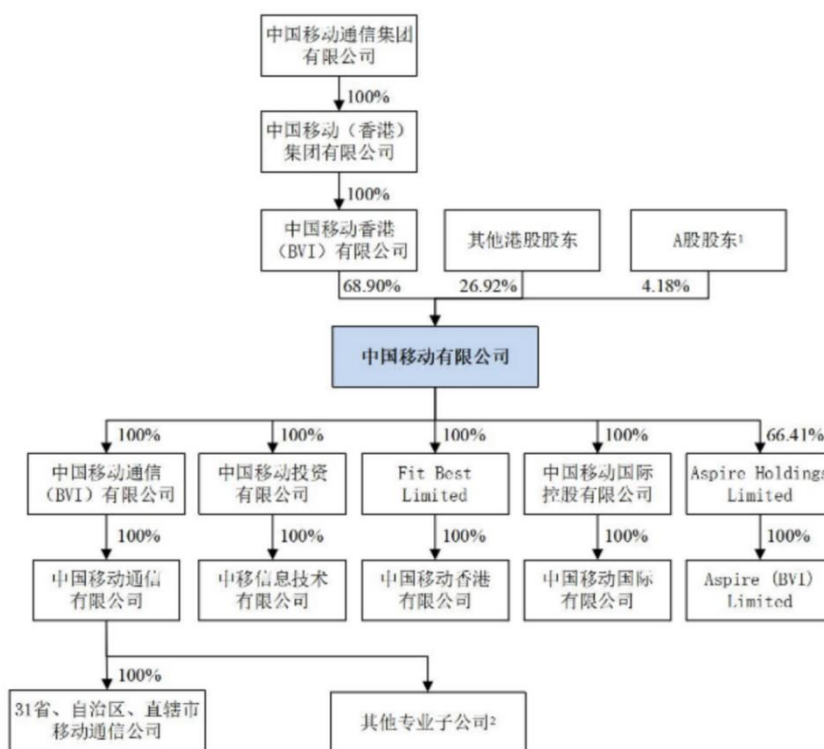
开通服务监督平台，加快构建“全客户、全业务、全流程、全场景”的数智服务卓越体验保障体系，切实维护客户权益，为客户提供高品质服务。品牌建设持续深化。推进“1+4+4”战略品牌体系建设运营，焕新发布“515 移动爱家日”，推出“移动智企”商客品牌，品牌影响力持续提升，中国移动入选国际权威品牌数据与分析机构榜单全球品牌百强，品牌价值达到 413 亿美元，同比提升 33.1%。营销转型深入推进。着力将中国移动 APP 打造为存量运营主阵地、客户交互主平台，APP 月活跃客户超 2.7 亿户，同比增长 49.8%；深化泛终端全渠道联盟平台化运营，打造终端产业链上下游生态合作共同体，合作渠道商超 20 万家。

1.3、股权结构：实际控制人是中国移动通信集团有限公司

中国移动于 1997 年 10 月在香港联交所上市，2022 年 1 月于上海证券交易所挂牌上市。公司在中国境内 31 个省（自治区、直辖市）和香港设有全资子公司提供通信及信息服务，同时面向全球超过 200 个国家和地区提供国际漫游及信息服务。

公司的实际控制人是中国移动集团公司。截至 2025 年 6 月 30 日，该公司直接和间接持有本公司约 69.09% 的已发行总股数，余下约 30.91% 由其他股东持有。

图2：中国移动股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司 2025 年半年报，Wind，诚通证券研究所

注 1：A 股股东持有公司 4.18% 股份中包含中国移动集团公司直接持有公司的 0.20% 股份

注 2：除中国移动通信集团财务有限公司（“中移财务公司”）由中国移动通信有限公司（“中移通信”）直接及间接持股 92%、中国移动集团公司持股 8%，以及中国移动通信集团终端有限公司由中移通信持股 99.97%、中国移动集团公司持股 0.03% 外，其他专业子公司均由中移通信 100% 持股

2、财务分析：营收和净利润稳健增长，收入结构持续优化

2.1、营业收入和净利润稳健增长

2021-2024 年,公司营业收入分别为 8482.58/ 9372.59/ 10093.09/ 10407.59 亿元,同比增长 10.44%/ 10.49%/ 7.69%/ 3.12%; 归母净利润分别为 1159.37/ 1254.59/ 1317.66/ 1383.73 亿元,同比增长 7.51%/ 8.21%/ 5.03%/ 5.01%。2023 年,公司营业收入首次突破万亿元,成为全球收入规模第一的通信运营商。2024 年,公司的营业收入在万亿规模基础上实现稳健增长,政企、云服务、AI 等新兴业务逐步发力;净利润连续保持良好增长。2025 年前三季度,公司实现营业收入 7946.66 亿元,同比增长 0.41%;实现归母净利润 1153.53 亿元,同比增长 4.03%。

图3： 公司营业收入稳健增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

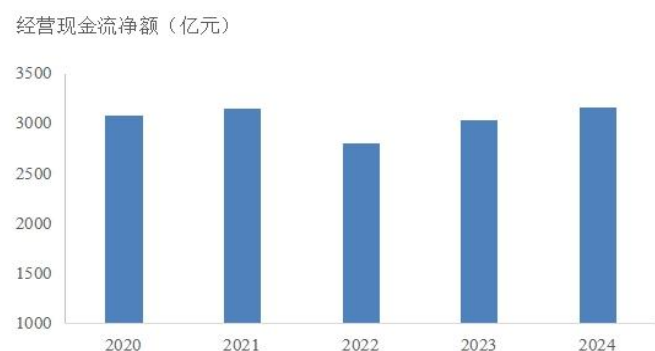
图4： 公司归母净利润稳健增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

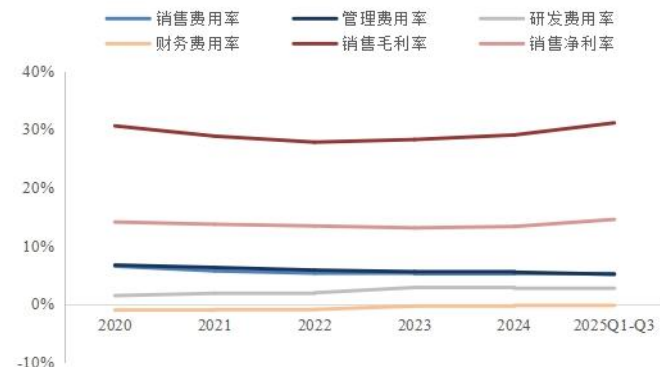
盈利能力企稳回升。2022-2024 年,公司毛利率稳步提升,分别为 27.78% / 28.23% / 29.02%,反映出数字化转型业务对整体效益的结构性优化作用;净利率保持稳定,分别为 13.40%/ 13.07%/ 13.31%。2025 年前三季度,公司毛利率、净利率分别为 31.09%、14.52%,表明公司在算力网络等领域的先期投入已开始收获成效。公司在费用管控方面表现良好,2025 年前三季度,公司管理费用率、销售费用率分别为 5.09%和 5.16%。2022-2024 年,公司经营性现金流净额分别为 2807.5/ 3037.8 / 3157.4 亿元, CAGR 达 6.0%。

图5： 2022-2024 年，公司经营现金流同比增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 公司管理费用率、销售费用率较为稳定



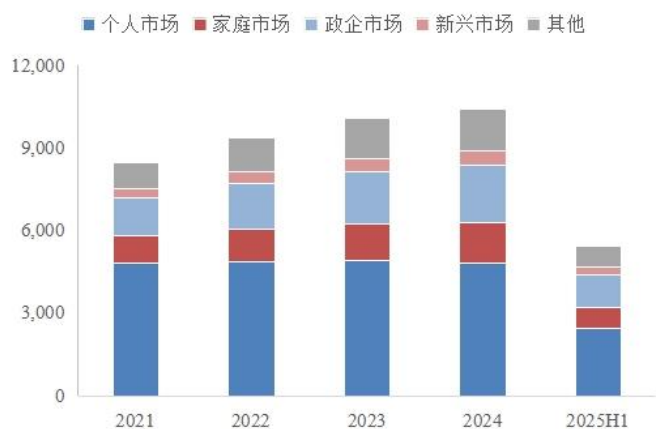
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.2、收入结构持续优化

HBN 已成为拉动收入增长的主引擎。2024 年, HBN 占主营业务收入比 45.6% (同比+2.4 pct); 2025H1, HBN 收入占主营业务收入比达到 47.6% (同比+2.6 pct)。

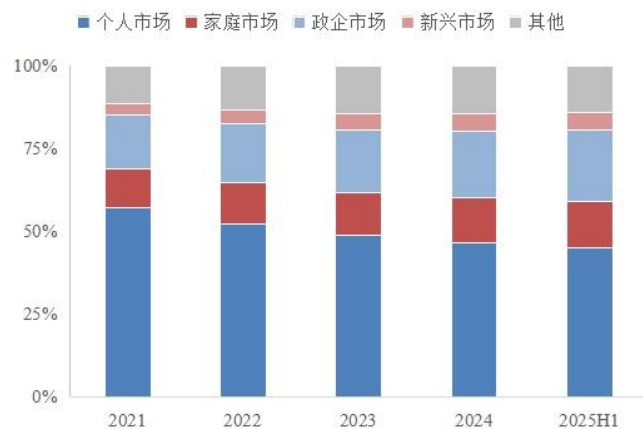
数字化转型战略成效显著。2024 年，数字化转型收入达到 2788 亿元（同比+9.9%），占主营业务收入比提升至 31.3%（同比+1.9 pct）。2025H1，数字化转型收入达到 1569 亿元（同比+6.6%），占主营业务收入比达到 33.6%（同比+1.9 pct）。

图7： HBN 收入逐年提高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： HBN 收入占比不断提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.2.1、个人市场（C）：存增一体精细运营

2024 年，个人市场收入 4,837 亿元；移动客户突破 10 亿户（净增 1,332 万户），其中 5G 网络客户达到 5.52 亿户（净增 0.88 亿户），渗透率达到 55.0%。权益产品收入 268 亿元（同比+19.7%）；5G 新通话全场景月活跃客户达到 1.5 亿户。移动 ARPU 为 48.5 元，保持行业领先。

2025 H1，个人市场收入 2,447 亿元。移动客户达到 10.05 亿户（净增 56 万户），其中 5G 网络客户达到 5.99 亿户（净增 0.47 万户），渗透率 59.6%。移动 ARPU 为 49.5 元，保持行业领先。

2.2.2、家庭市场（H）：智慧升级价值拓展

2024 年，家庭市场收入 1,431 亿元（同比+8.5%）；家庭宽带客户 2.78 亿户（净增 1,405 万户），规模行业领先，其中千兆家庭宽带客户达到 0.99 亿户（同比+25.0%），FTTR 客户达到 1,063 万户（同比+376%）。“AI+移动看家”客户达到 1,280 万户。家庭客户综合 ARPU 达到 43.8 元（同比+1.6%）。

2025 H1，家庭市场收入 750 亿元，同比增长 7.4%。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 客户达到 1,840 万户（同比+264%）。家庭客户综合 ARPU 达到 44.4 元（同比+2.3%）。

2.2.3、政企市场（B）：能力驱动行业深耕

2024 年，政企市场收入 2,091 亿元（同比+8.8%）；政企客户数达到 3,259 万家（净增 422 万家）。公开招标市场中标占比达到 16.6%，全行业领先。移动云收入 1,004 亿元（同比+20.4%），IaaS+PaaS 收入规模业界前五。

2025 H1，政企市场收入 1,182 亿元（同比+5.6%）；政企客户数达到 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，达到 61 亿元（同比+57.8%）。

2.2.4、新兴市场（N）：创新突破提升贡献

2024 年，新兴市场收入 536 亿元（同比+8.7%）。其中，国际业务收入 228 亿元（同比+10.2%），服务“一带一路”建设，推进海外数字基础设施升级；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到 5.2 亿户；金融科技方面，产业链金融业务规模 1,165 亿元（同比+52%）；和包交易月活跃客户达

到 1.24 亿户(同比+40.7%)。

2025 H1, 新兴市场收入 291 亿元(同比+9.3%)。其中, 国际业务收入 140 亿元(同比+18.4%); 数字内容收入 149 亿元, 咪咕视频 AI 智能观赛累计使用超 1.98 亿人次; 金融科技方面, 产业链金融业务规模 471 亿元(同比+24.5%); 股权投资方面, 围绕战略性新兴产业、未来产业关键领域进行投资布局, 按权益法核算的投资收益达到 72 亿元(同比+17.0%)。

2.3、资本开支占比稳步下降, 转向算力 AI

从 5G 基建转向算力与 AI。2020-2023 年, 受 5G 大规模建设周期驱动, 资本开支维持 1800 亿元以上高位(2021-2022 年达峰值)。2024 年 5G 基建逐步成熟, 大规模建设阶段结束, 资本开支降至 1,640 亿元, 主营业务收入占比 18.4%(同比-2.5 pct), 近五年 CAGR -2.4%。2025 年公司预计资本开支合计约为 1512 亿元, 用于连接基础设施优化、算力基础设施升级、面向长远的基础设施布局以及支撑 CHBN 科技创新、感知提升等方面, 资金主要来自经营活动现金流。

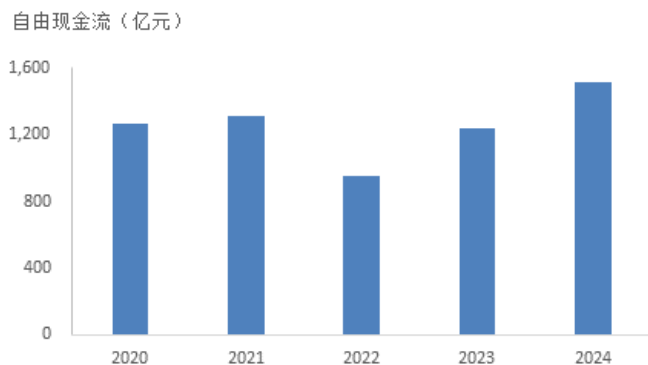
图9: 公司资本开支占比稳步下降



资料来源: Wind, 公司 2020-2024 年年报, 诚通证券研究所

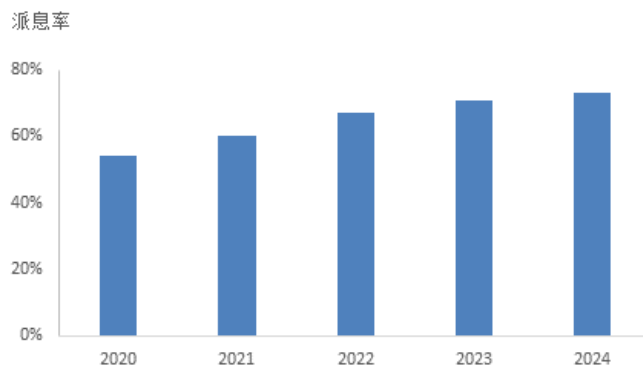
资本开支下降, 释放现金流、支撑高分红。5G 网络规模建设高峰已过, 公司资本开支稳步下降, 驱动自由现金流显著提升, 从 2022 年的 956 亿增至 2024 年的 1,517 亿, 近三年 CAGR 达 16.7%。公司派息率从 2020 年 54% 逐步提升至 2024 年的 73%, 反映出公司现金流转化与分红意愿的增强。中国移动资本开支持续下行, 从规模基建驱动向算力效率驱动战略升级。随着投资向 AI 算力倾斜与自由现金流扩张, 盈利质量和股东回报能力有望进一步夯实。

图10: 资本开支占收比下降, 释放现金流



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图11: 资本开支占收比下降, 支撑高分红



资料来源: Wind, 公司 2021-2024 年年报, 诚通证券研究所

3、行业：AI 驱动云计算市场保持快速增长

3.1、全球云计算市场保持增长

全球云计算市场保持增长趋势。根据《云计算白皮书（2024 年）》，2023 年全球云计算市场规模为 5864 亿美元，同比增长 19.4%，市场增长主要由基础设施即服务（IaaS）、平台即服务（PaaS）和软件即服务（SaaS）推动。2024-2027 年，全球云计算市场规模将持续增长，增速将保持在 15% 以上，预计 2027 年全球云计算市场将突破万亿美元。

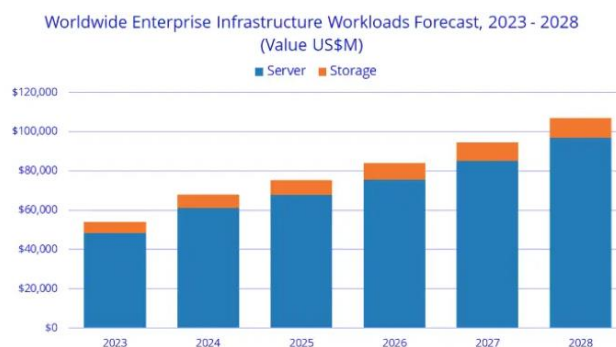
全球人工智能基础设施市场高速增长。根据 Canalys 数据，2024 年全球云基础设施服务支出从 2023 年的 2677 亿美元增加到 3213 亿美元，同比增长 20%。Canalys 预测，2025 年全球云基础设施服务支出将再增长 19%。IDC 预测，2028 年 AI 基础设施支出预计将达到 1070 亿美元，其中服务器占总支出的 75%。

图12： 全球云计算市场保持增长趋势



资料来源：Gartner，中国信息通信研究院，诚通证券研究所

图13： 全球人工智能基础设施市场高速增长

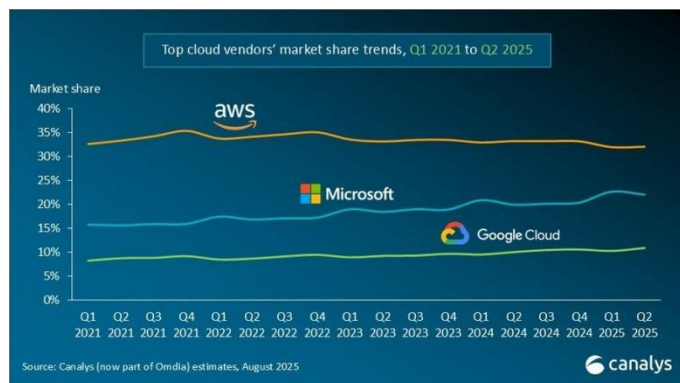


资料来源：IDC，诚通证券研究所

头部厂商市场份额差距缩小，竞争加剧。从服务商层面来看，亚马逊云、微软云和谷歌云凭借 AI 云产品改造和市场布局优势，稳居全球市场前三名。根据 Canalys，2025 年第二季度全球在云基础设施服务上的支出达到 909 亿美元，同比增长 21%。前三大云提供商的市场份额合计占全球的 65%；三家厂商的云相关支出同比增长了 24%，微软云和谷歌云保持超过 30% 的增长率。亚马逊云的增速为 17%，较 2024Q4 的 19% 有所放缓，主要由供给侧限制所导致。云厂商持续加大对 AI 基础设施的投资，以扩大产能并为长期增长奠定基础。

全球四大云厂商资本开支持续扩大。受 AI 基础设施建设的驱动，2024 年亚马逊、谷歌、微软、Meta 等四大云厂商资本开支合计超过 2300 亿美元，云厂商资本开支逐季攀升。谷歌将 2025 年资本开支从 750 亿美元上调至 850 亿美元，2026 年资本开支将继续增长；Meta 将 2025 年资本开支上修至 660-720 亿美元，2026 年资本开支保持高增速，到 2028 年 Meta 将在人工智能基础设施方面投资约 6000 亿美元。

图14： 亚马逊云、微软云和谷歌云领跑全球



资料来源：Canalys，诚通证券研究所

图15： 全球四大云厂商资本开支持续扩大



资料来源：亚马逊、谷歌、微软、Meta 财报，诚通证券研究所

3.2、中国云计算市场增速较高

根据中国信息通信研究院，2023 年中国云计算市场规模达 6165 亿元，同比增长 35.5%；2024 年，我国云计算市场规模达 8288 亿元，同比增长 34.4%，保持较高增速，以云为基座的数智市场格局已经形成。AI 原生带来的云技术革新和企业战略调整，正带动我国云计算开启新一轮增长，预计 2027 年我国云计算市场将突破 2.1 万亿元。

产业升级带来新机遇，AI 大模型与大数据产品的融合升级是主要驱动力。根据 IDC，2024 下半年，中国公有云服务整体市场规模（IaaS/PaaS/SaaS）为 241.1 亿美元。其中，IaaS 市场规模为 132.1 亿美元，同比增长 14.4%，环比增长 11.3%；PaaS 市场规模为 43.7 亿美元，同比增长 20.3%，环比增长 12.2%。中国公有云市场同比和环比增速均恢复为双位数增长，市场复苏态势明显，互联网云厂商在 AI 赛道的强势发力是市场回暖的重要拉动力。2024 下半年公有云 IaaS 市场，阿里巴巴、华为、中国电信、中国移动和腾讯排名前五，市场份额总和为 69.8%，集中度同比下降 1.0%。企业国际化需求持续释放，协助云厂商快速拓展海外市场，算力资源的广泛建设也在一定程度上稀释了市场前五市占率，市场集中度再次微降。AI 大模型与大数据产品的融合升级将成为中国公有云市场未来发展的主要驱动力。

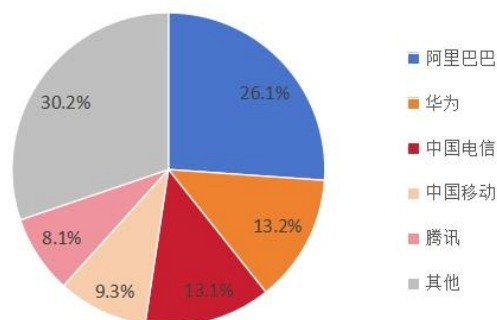
图16： 中国云计算市场高速增长



资料来源：中国信息通信研究院，诚通证券研究所

图17： 2024H2 公有云 IaaS 市场，阿里巴巴份额居前

2024H2中国公有云IaaS厂商市场份额



资料来源：IDC，诚通证券研究所

4、核心竞争力：股东回报持续领跑，数字化转型+AI 战略打开第二增长曲线

4.1、分红策略：股东回报持续领跑，高股息构筑价值护城河

2024 年全年派息率达 73%，派发股息每股 5.09 港元，同比增长 5.4%。公司充分考虑盈利能力、现金流状况及未来发展需要，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，股东回报力度持续加大。2025 年中期股息每股 2.75 港元，同比增长 5.8%。

4.2、数字化转型：HBN 收入占比不断提升，打开第二增长曲线

当前，数据、算力、人工智能成为新质生产力的重要驱动因素。在高质量数据、高性能算力、高水平算法的共同作用下，AI 加速突破应用，引领经济社会从“互联网+”“5G+”迈向“AI+”。嵌入 AI 智能体的智能终端、智能网联车、智能机器人正加速成为覆盖“人、车、家”生活场景的信息消费“新三样”；AI+DICT 成为信息服务新形态，推动“模型即服务”等新生产平台加速普及。2024 年，HBN 收入占主营业务收入比达到 45.6%（同比+2.4 个百分点）；数字化转型收入达到人民币 2,788 亿元（同比+9.9%），占主营业务收入比提升至 31.3%（同比+1.9 个百分点）。2025 年上半年，HBN 收入占主营业务收入比重已达 47.6%（同比+2.6 个百分点）；数字化转型收入达到 1569 亿元（同比+6.6%），占主营业务收入比重提升至 33.6%

4.3、AI 能力：“AI+”布局不断优化

基础设施方面，呼和浩特、哈尔滨两大万卡级超大规模智算中心高效运营。总智算规模达 61.3 EFLOPS（FP16），其中自建智算规模为 33.3 EFLOPS（FP16）。技术能力方面，“九天”大模型矩阵已升级至 3.0 版本，重点布局了超 50 款行业大模型，并成立中移九天人工智能科技公司。商业转化方面，2025 年上半年 AI+DICT 签约项目达到 1485 个，并联合发布 AI 智能终端、智能网联汽车等信息消费“新三样”产品。内部提效方面，在网络运维领域，通过引入 AI 技术，自智网络已实现 L4 级高阶能力，提升运营效率。

5、投资建议：AI+数字化转型打开第二增长曲线，建议长线布局

5.1、盈利预测

1、个人市场：预计个人市场保持平稳。坚持“连接+应用+权益+硬件”发展策略，深入推进 AI+信息服务收入增长动能转换，预计个人市场保持平稳。2025-2027 年，预计个人市场实现营业收入 4837.97/ 4838.93/ 4839.90 亿元，同比增长 0.02%/ 0.02%/ 0.02%。

2、HBN：预计 HBN 保持实现良好增长。家庭市场：构建“全千兆+云生活”智慧家庭生态，推动“千兆+FTTR”连接升级、“AI+智家”应用升级、智家服务升级。政企市场：一体化推进“网+云+DICT”规模拓展，创新打造“AI+DICT”能力。新兴市场：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。2025-2027 年，预计 HBN 实现营业收入 4339.71/ 4641.81/ 4965.82 亿元，同比增长 6.94%/ 6.96%/ 6.98%。

3、其他业务：预计其他业务保持增长。2025-2027 年，预计其他业务实现营业收入 1 588.22/ 1 667.63/ 1 751.01 亿元，同比增长 5.00%/ 5.00%/ 5.00%。

表1： 公司收入拆分及盈利预测

		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
个人市场	营业收入（亿元）	4,888.00	4,902.00	4,837.00	4,837.97	4,838.93	4,839.90
	YoY	1.12%	0.29%	-1.33%	0.02%	0.02%	0.02%
	用户数（亿户）	9.75	9.91	10.00	10.10	10.20	10.30
	YoY	1.89%	1.64%	1.35%	1.00%	1.00%	1.00%
	移动 ARPU（元/户/月）	49.00	49.30	48.50	48.02	47.53	47.06
	YoY	0.40%	0.60%	-1.62%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
家庭市场	营业收入（亿元）	1,166.00	1,319.00	1,431.00	1,502.55	1,577.68	1,656.56
	YoY	16.02%	13.12%	8.49%	5.00%	5.00%	5.00%
	用户数（亿户）	2.44	2.64	2.78	2.92	3.06	3.22
	YoY	11.81%	8.25%	5.32%	5.00%	5.00%	5.00%
	移动 ARPU（元/户/月）	42.10	43.10	43.80	44.24	44.68	45.13
	YoY	5.80%	2.40%	1.60%	1.00%	1.00%	1.00%
政企市场	营业收入（亿元）	1,682.00	1,921.00	2,091.00	2,258.28	2,438.94	2,634.06
	YoY	22.68%	14.21%	8.85%	8.00%	8.00%	8.00%

		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
新兴市场	营业收入（亿元）	385.00	493.00	536.00	578.88	625.19	675.21
	YoY	26.90%	28.05%	8.70%	8.00%	8.00%	8.00%
其他业务	营业收入（亿元）	1,251.59	1,458.09	1,512.59	1,588.22	1,667.63	1,751.01
	YoY	29.09%	16.50%	3.74%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	营业收入（亿元）	9,372.59	10,093.09	10,407.59	10,765.90	11,148.38	11,556.74
	YoY	10.49%	7.69%	3.12%	3.44%	3.55%	3.66%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

5.2、可比公司估值

我们选取中国联通、中国电信两家公司作为可比公司。根据 Wind 一致预测，两家公司 25/26/27 年 PE 平均值为 18/ 17/ 15 倍，中国移动对应 PE 为 16/15/ 15 倍，低于可比公司平均值。从中长期来看，预计公司将持续受益于数字化转型+AI 战略带来的需求增量。

表2：可比公司估值表（2025 年 11 月 13 日）

证券代码	公司简称	最新市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600050.SH	中国联通	1703.91	5.45	0.29	0.31	0.33	0.38	18	17	16	14
601728.SH	中国电信	6259.09	6.84	0.36	0.38	0.40	0.43	20	18	17	16
平均值		-	-	0.33	0.35	0.37	0.40	19	18	17	15
600941.SH	中国移动	23218.10	107.33	0.30	0.30	0.31	0.32	19	16	15	15

资料来源：Wind，诚通证券研究所

注：EPS 可比公司根据 Wind 一致预测，中国移动根据诚通证券研究所预测

5.3、投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 10765.9/ 11148.38/ 11556.74 亿元，同比增长 3.4%/ 3.6%/ 3.7%；净利润分别为 1450.17 /1516.57 /1594.68 亿元，同比增长 4.8%/ 4.6%/ 5.2%；对应 PE 分别为 16/ 15/ 15 倍。从中长期来看，预计公司将持续受益于 AI 应用落地进程，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6、风险分析

6.1、上游产业链受国际环境影响的风险

公司上游产业链为电子信息制造等相关行业，涵盖了通信设备、电子元器件及电子专用材料和计算机设备等各类高科技产品的研发、制造及销售，对全球化的供应链体系依赖程度相对较高，容易受到国际关系和国际贸易等外部因素的冲击。若未来上游产业链进一步受到外部因素的冲击，导致公司所需的设备和服务出现价格波动、供应短缺或中断等情况，可能对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

6.2、通信网络及信息安全的风险

随着经济社会数字化转型和信息通信技术的快速发展，电信运营企业的网络安

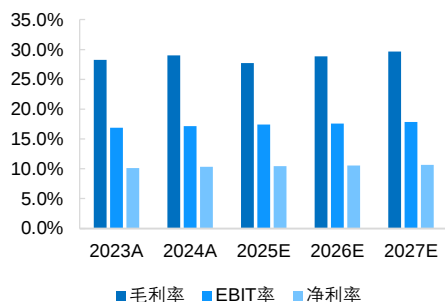
全工作在内涵与外延上不断丰富和延伸，覆盖了基础网络和信息系统生产运行的方方面面。近年来，信息通信领域各种网络安全事件层出不穷，网络攻击等非传统安全威胁对通信网络和信息安全的冲击愈发明显，关键信息基础设施正在成为网络攻击的重点目标，重要数据保护面临的压力越来越大。公司高度重视网络安全工作，持续构建以风险感知、主动监测为核心的积极网络安全防御体系保障网络安全，但仍无法完全避免出现问题。若公司的通信网络及信息安全出现问题，可能使得公司提供产品及服务的能力受到影响，造成自身、客户或社会损失，或需承担相应的法律责任，进而对公司的市场形象、业务发展和经营业绩造成不利影响。

6.3、技术升级迭代的风险

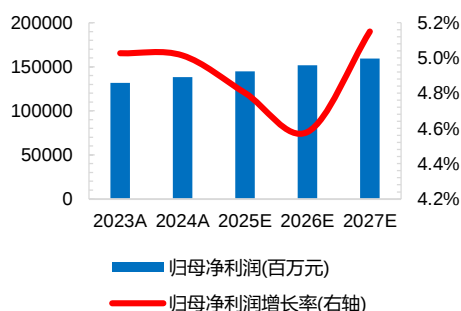
通信及信息服务的基础技术处于持续更新迭代之中，技术体系构成日益复杂，迭代融合速度逐步加快。若未来公司未能把握行业技术发展趋势，关键技术未能实现突破，性能指标未能达标准，可能导致公司技术研发不达预期，未能完成技术升级迭代，进而无法保持技术领先优势，可能对公司技术研发和经营业绩产生不利影响。

附：财务预测摘要

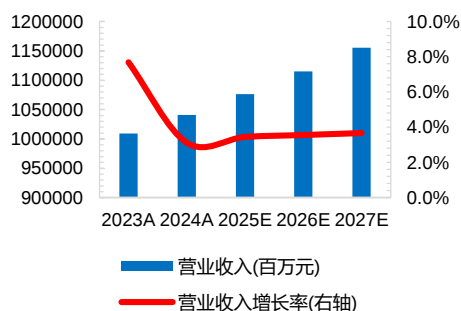
1、毛利率、EBIT 率、净利率



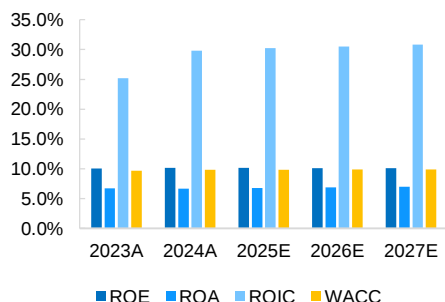
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1009309	1040759	1076590	1114838	1155674
营业成本	724358	738772	777962	793516	812712
折旧和摊销	207132	191101	191847	200080	207464
营业税费	3071	3759	3888	4027	4174
销售费用	52477	54564	56442	61370	69980
管理费用	56025	56937	61842	63399	65064
财务费用	-3457	-2495	-2452	-2412	-2375
公允价值变动损益	12874	13170	13022	13096	13059
投资收益	9886	14657	13067	13597	13420
营业利润	168117	176284	185713	194158	204238
利润总额	170531	178389	187664	196248	206361
少数股东损益	169	153	173	174	187
归属母公司净利润	131766	138373	145017	151657	159468

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	1957357	2072827	2132751	2209670	2275908
流动资产	498104	568559	583779	614286	632532
货币资金	178772	242275	268025	293775	320974
交易型金融资产	156018	153194	153194	153194	153194
应收账款	54881	75741	47094	68541	40433
应收票据	1205	1103	1067	976	950
其他应收款	44362	27817	46847	30470	49679
存货	12026	11229	12093	11002	12652
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	181715	198563	225795	253265	280655
固定资产	714663	714494	718066	721657	725265
无形资产	49876	52961	55906	58836	61751
总负债	646672	711588	747167	784526	823752
无息负债	526467	604383	639962	677321	716547
有息负债	120205	107205	107205	107205	107205
股东权益	1310685	1361239	1429249	1500652	1575628
股本	455001	461838	475865	489892	503919
公积金	-301738	-301501	-301501	-301501	-301501
未分配利润	1147798	1188577	1248006	1310406	1375926
少数股东权益	4253	4507	4680	4855	5041

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	303780	315741	248750	356275	261761
净利润	131935	138526	145190	151832	159655
折旧摊销	207132	191101	191847	200080	207464
净营运资金增加	17757	-67340	82360	-133955	120131
其他	-53044	53454	-170647	138318	-225489
投资活动产生现金流	-205699	-185194	-114539	-219799	-125245
净资本支出	181263	155979	17473	18942	20601
长期投资变化	-35826	-26194	-27232	-27417	-27390
其他资产变化	-60262	-55409	-124299	-228274	-132034
融资活动现金流	-123843	-105167	-104187	-104867	-109317
股本变化	1497	6837	14027	14027	14027
债务净变化	12557	64916	35579	37358	39226
无息负债变化	21478	77916	35579	37358	39226
净现金流	-25547	25380	30023	31609	27199

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.7	3.1	3.4	3.6	3.7
净利润增长率	5.0	5.0	4.8	4.6	5.2
EBITDA 增长率	4.1	-2.2	2.7	4.4	4.4
EBIT 增长率	4.7	4.6	5.2	4.6	5.2
估值指标					
PE	17.0	19.3	16.0	15.3	14.6
PB	1.7	1.9	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	134.7	137.5	133.8	128.0	122.5
EV/EBIT	298.3	284.7	270.5	258.5	245.7
EV/NOPLAT	385.5	366.7	349.6	334.2	317.6
EV/Sales	50.4	48.8	47.2	45.5	43.9
EV/IC	35.7	34.7	33.1	31.7	30.2
盈利能力 (%)					
毛利率	28.2	29.0	27.7	28.8	29.7
EBITDA 率	37.4	35.5	35.3	35.6	35.8
EBIT 率	16.9	17.1	17.4	17.6	17.9
税前净利润率	16.7	16.9	17.3	17.4	17.7
税后净利润率 (归属母公司)	10.1	10.3	10.4	10.5	10.7
ROA	6.7	6.7	6.8	6.9	7.0
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.1	10.2	10.2	10.1	10.1
经营性 ROIC	25.2	29.8	30.3	30.5	30.8
偿债能力					
流动比率	0.9	0.9	1.2	1.0	1.2
速动比率	0.8	0.8	1.0	0.8	1.1
归属母公司权益/有息债务	10.9	12.7	13.3	14.0	14.7
有形资产/有息债务	10.1	12.0	12.1	12.5	12.7
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32
每股红利	2.18	2.29	2.24	2.26	2.25
每股经营现金流	0.64	0.79	0.52	0.73	0.52
每股自由现金流(FCFF)	14.66	18.25	0.50	0.95	0.45
每股净资产	2.87	2.94	2.99	3.05	3.12
每股销售收入	2.22	2.25	2.26	2.28	2.29

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>