

电信运营 III

中国移动 (600941.SH)

买入-A(维持)

后 5G 时代，发力 Token 运营打造新引擎

2026 年 5 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 5 月 26 日

收盘价 (元/股):	97.19
总股本 (亿股):	216.69
流通股本 (亿股):	9.03
流通市值 (亿元):	877.40

基础数据：2026 年 3 月 31 日

每股净资产 (元/股):	65.89
每股资本公积 (元/股):	-14.05
每股未分配利润 (元/股):	57.79

资料来源：常闻

分析师：

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

投资要点：

➤ 事件：

公司发布 2026 年一季报。2026 年一季度，公司实现营收 2664.8 亿元，同环比分别+1.0%、+4.3%；实现归母净利润 293.4 亿元，同环比分别-4.2%、+35.0%；实现扣非归母净利润 279.0 亿元，同环比分别-3.5%、+33.7%。

中国移动发布 Token 运营生态体系。根据搜狐科技报道，中国移动在 2026 移动云大会期间举办了“词元聚力、智享未来”Token 运营发展论坛，正式发布 Token 运营生态体系，并联合腾讯、阿里、华为、中兴、科大讯飞等共同启动 Token 运营生态联盟。

➤ 5G 用户增长接近饱和，创新流量经营，推出 token 套餐，拓展增量市场。

国内运营商服务市场已进入“后 5G”和“后千兆”时代，新增用户基本饱和，用户 ARPU 存在下行压力。2025 年，公司移动客户规模稳固，达到 10.1 亿户，5G 网络客户渗透率已达 63.9%；宽带联网客户净增 999 万户达到 3.3 亿户，其中千兆宽带客户已达 1.1 亿户。受移动公众客群收入下降影响，2025 年通信服务收入 7149 亿元，同比下降 1.0%。我们认为公司公众客群通信服务收入短期虽增长承压，但经营质量稳中有进，存量用户新业务、新产品逐步推广。其中我们认为 Token 套餐和卫星通信业务可能是拉动 ARPU 企稳回升的关键产品。

电信运营商用用户规模庞大，在国产算力供给不断提升、Token 价格快速下降、“类 claw”智能体应用逐步普及的背景下，电信运营商推出 token 套餐将把算力打造为类似水电煤的公共基础设施属性，运营商相比 CSP、大模型厂商具有算力充沛、模型多元、价格优惠（可与流量套餐捆绑经营）以及面向下沉市场的线下服务优势。根据中国移动官网线上显示，广东移动等已推出算力 Token 套餐，最低 40 元起，提供每月 1.8 万次调用，并支持多款开源模型兼容 Cursor 等常用工具。卫星通信方面，公司已获颁卫星移动通信业务经营许可，实现商业化运营，北斗通信用户 2025 年超过 150 万户。随着低轨卫星在政企市场首先商用以及未来手机直连卫星技术的推出，我们认为公司移动通信服务有望率先抢占“6G 高地”，或提前于 6G 商用前面临拐点。

➤ 政企客户渠道、算力优势明显，全面向 token 经营拉动转型。2025 年公司算力服务（包括数据中心、云算服务、云算应用）收入实现 898.3 亿元，同比增长 11.1%，其中 AIDC 收入同比增长 35.4%、智算服务同比增长 279%，云电脑收入同比增长 63.3%。公司全面深化落实“人工智能+”，升级九天基础大模型 3.0，推出超 100 款 AI+ 产品及应用解决方案、29 款垂类智能体，高



质量数据集 3500TB。在 AI+产品落地带动下，2025 年公司智能服务收入 908 亿元，同比增长 5.3%。整体来看，公司 2025 年政企客户数达 3617 万家，净增 358 万，政企客群收入 2404 亿元，同比增长 6.1%。公司在 2026 移动云大会上正式提出 Token 运营生态体系，面向 B 端强调专业化、按需定制、高价值场景，Token 服务体现为行业智能体和定制化解决方案，或推出能力采买、收益分成、资源共建三类合作模式，面向产业链上下游，覆盖算力供给、模型服务、AI 应用、渠道分销、运营支撑各环节，开展收入分成和价值分润。我们认为，Token 经营或将拉动移动云在 IAAS、MAAS 层面进入新增长曲线，同时智能体定制业务落地带动智能 ICT 服务增长。

➤ **资本开支下滑符合预期，营业利润有望稳步提升。**2025 年，公司资本开支 1509 亿元，同比下滑 8.0%，重点投向算力网络，截至 2025 年底智算总规模 92.5EFLOPS (FP16)，对外服务 IDC 标准机柜 150 万个以上。2026 年，公司资本开支规划为 1366 亿元，同比继续下降 9.5%，其中通信网络资本开支预算 792 亿元，同比下降 20.3%，算力网络资本开支预算 378 亿元，同比增长 62.4%，智能网络资本开支 89 亿元，同比增长 19.8%。未来 3-5 年，公司或持续聚焦投入算力基础设施，加速向算力+智能服务动能切换，营运支出增幅或低于营业收入增幅，推动盈利能力企稳回升。

➤ **盈利预测和投资建议：公司 2026 年力争收入稳健增长、利润同口径协同增长。**我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润分别为 1388.1/1448.6/1558.1 亿元，同比增长 1.3%/4.4%/7.6%，对应 EPS 为 6.4/6.7/7.2 元，5 月 26 日收盘价对应 PE 为 15.2/14.5/13.5 倍，公司目前各类估值均处于历史低位水平，受益于国产算力供给提升和央国企 AI+行动推进，我们认为公司价值目前处于低估状态，维持“买入-A”评级。

**风险提示：**移动通信业务存量经营下 ARPU 继续下行风险，算力投入及生态建设滞后导致算力服务收入增长不及预期，Token 经营商业模式尚处早期对于公司业绩可能短期难产生实质贡献。

**财务数据与估值：**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,040,759	1,050,187	1,058,639	1,109,730	1,172,940
YoY(%)	3.1	0.9	0.8	4.8	5.7
净利润(百万元)	138,373	137,095	138,813	144,858	155,814
YoY(%)	5.0	-0.9	1.3	4.4	7.6
毛利率(%)	29.0	28.9	28.8	28.9	29.3
EPS(摊薄/元)	6.39	6.33	6.41	6.68	7.19
ROE(%)	10.2	9.8	9.7	9.9	10.3
P/E(倍)	15.2	15.4	15.2	14.5	13.5
P/B(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
净利率(%)	13.3	13.1	13.1	13.1	13.3

资料来源：常闻，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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	568559	497646	537979	567322	606030
现金	242275	171094	191943	207623	233289
应收票据及应收账款	76844	100939	121932	133178	142808
预付账款	8315	7755	8444	8537	9412
存货	11229	16613	13529	15163	16442
其他流动资产	229896	201245	202130	202821	204080
<b>非流动资产</b>	1504268	1595236	1586813	1608170	1646609
长期投资	198563	214353	241017	267654	294762
固定资产	714494	707116	692123	700035	718812
无形资产	52961	63358	65068	66593	67938
其他非流动资产	538250	610409	588604	573889	565097
<b>资产总计</b>	2072827	2092882	2124791	2175492	2252639
<b>流动负债</b>	633018	613560	608444	626063	669161
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	395184	351301	401719	386757	442291
其他流动负债	237834	262259	206725	239306	226870
<b>非流动负债</b>	78570	81771	79821	77872	75922
长期借款	0	9748	7798	5849	3899
其他非流动负债	78570	72023	72023	72023	72023
<b>负债合计</b>	711588	695331	688265	703935	745083
少数股东权益	4507	4376	4538	4712	4897
股本	461838	468445	468445	468445	468445
资本公积	-301501	-303621	-303621	-303621	-303621
留存收益	1188577	1222270	1257014	1293272	1332271
归属母公司股东权益	1356732	1393175	1431988	1466846	1502659
<b>负债和股东权益</b>	2072827	2092882	2124791	2175492	2252639

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	315741	232919	129876	122179	158876
净利润	138526	137264	138975	145032	155998
折旧摊销	489	200	937	1029	1119
财务费用	-2495	-1535	-2117	-2379	-2670
投资损失	-14657	-15531	-14192	-14043	-14575
营运资金变动	3628	-75559	15958	3955	30056
其他经营现金流	190250	188080	-9685	-11416	-11052
<b>投资活动现金流</b>	-185194	-190403	31362	3072	-13931
<b>筹资活动现金流</b>	-105167	-112143	-1403		-119279
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.39	6.33	6.41	6.68	7.19
每股经营现金流(最新摊薄)	14.57	10.75	5.99	5.64	7.33
每股净资产(最新摊薄)	62.61	64.29	66.08	67.69	69.35

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1040759	1050187	1058639	1109730	1172940
营业成本	738772	747016	753555	789036	829637
营业税金及附加	3759	4001	3588	3843	4186
营业费用	54564	56184	56108	58261	60993
管理费用	56937	55821	56108	59149	61697
研发费用	28163	29253	29748	31294	32256
财务费用	-2495	-1535	-2117	-2379	-2670
资产减值损失	-15718	-8849	-9528	-11097	-14075
公允价值变动收益	13170	9936	9685	11416	11052
投资净收益	14657	15531	14192	14043	14575
<b>营业利润</b>	176284	178444	178746	187450	201050
营业外收入	3593	3600	3597	3598	3597
营业外支出	1488	6436	3962	5199	4581
<b>利润总额</b>	178389	175608	178380	185850	200066
所得税	39863	38344	39405	40818	44068
<b>税后利润</b>	138526	137264	138975	145032	155998
少数股东损益	153	169	162	174	185
<b>归属母公司净利润</b>	138373	137095	138813	144858	155814
EBITDA	175971	174125	177306	184611	198633

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.1	0.9	0.8	4.8	5.7
营业利润(%)	4.9	1.2	0.2	4.9	7.3
归属于母公司净利润(%)	5.0	-0.9	1.3	4.4	7.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.0	28.9	28.8	28.9	29.3
净利率(%)	13.3	13.1	13.1	13.1	13.3
ROE(%)	10.2	9.8	9.7	9.9	10.3
ROIC(%)	9.3	9.0	9.1	9.3	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.3	33.2	32.4	32.4	33.1
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	15.7	11.8	9.5	8.7	8.5
应付账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>估值比率</b>					
P/E	15.2	15.4	15.2	14.5	13.5
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	257.1	260.4	255.4	245.2	227.7

资料来源：常闻、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，本报告的任何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

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 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

