|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **·**  财富研究部  广发证券 (香港) 经纪有限公司  香港德辅道中 189 号  李宝椿大厦 29-30 楼  分析师：宋平  SFC NO: BNA762  0852-9502 1841  [songping@gfgroup.com.hk](mailto:songping@gfgroup.com.hk)   |  | | --- | | 股价表现 | |  | | 资料来源: 彭博 |  |  |  | | --- | --- | | **公司估值** |  | | 当前股价 | HKD 67.4 | | 合理价值 | HKD 73.4 | | 报告日期 | 2023.4.21 |  |  | | --- | | **相关研究** | | 中国移动：三季度业绩稳健，价值显著低估20221102 |   财富研究部为广发证券（香港）经纪有限公司经纪业务属下的部门，而非隶属股票研究部。本文件应被视为市场营销传播文件, 而非股票研究部的投资研究。本文件并未根据香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则第16章<<分析员>>而编制。本文件不应被解作向收件人提出购买或出售任何投资或其他特定产品的招揽或要约。本文件仅供在香港分发。 |  | **2022年业绩保持稳健增长，派息率持续提升**  中国移动近期发布2022 年业绩，整体表现符合市场预期。营收方面，全年实现营收9,373亿元（人民币，下同），同比增长10.5 %。其中核心通信服务收入达8,121亿元，同比增长8.1%，比前三季度增长略有加速。利润方面，全年实现股东应占净利润达1,255亿元，同比增长8.0%，EBITDA为3,292亿元，同比增长5.8%，增速相比前三季度提升明显。董事会建议2022年全年派息率为67%，向全体股东派发2022年末期股息每股2.21港元，连同中期派息全年股息合计每股4.41港元，同比增长8.6%。为了更好地回馈股东，公司宣布2023年以现金方式分配的利润将提升至股东应占净利润的70%以上。  **把握数字经济发展红利，四大市场业务表现优异**  2022年，公司把握数字经济蓬勃发展的红利，构建高质量信息服务供给体系，四大市场业务表现优异。个人市场业务稳中有升，全年收入达到4,888亿元，同比增长1.1%；移动用户9.75亿户，净增1,811万户，净增规模创三年新高；移动ARPU为49.0元，同比增长0.4%。家庭市场业务保持快速增长，全年收入达1,166亿元，同比增长16.0%；家庭宽带客户达到2.44亿户，净增2,578万户；家庭客户ARPU达到42.1元，同比增长5.8%。政企市场业务保持强劲增长，全年收入达1,682亿元，同比增长22.6%；政企客户数达到2,320万家，净增437万家；其中移动云收入达503亿元，同比增长108.1%，签约云大单超6,200个，拉动收入超过225亿元。新兴市场业务实现高速增长，全年收入达167亿元，同比增长26.9%；其中国际业务收入达167亿元，同比增长25.4%，咪咕视频、云游戏等数字内容收入达213亿元，同比增长27.2%。  **经营成本控制卓有成效，资本开支进入到下行周期**  2022年公司经营成本控制卓有成效，主要成本项占营收的比重多数下降。其中，折旧摊销费用占比下降1.41pct，职工薪酬占比下降0.1pct，销售费用占比下降0.4pct。网络运营及支撑成本上升0.5pct，主要归因于算力网络、能力中台等方面的投资力度加大。公司全年资本开支为1,852亿元，占营收比重下降1.6pct。预计2023年公司的资本开支为1,832亿元，同比下降1.1%，其中5G网络投资降至830亿元，而算力开支则大幅提升至452亿元。这是2019年之后中国移动首次出现资本开支下降，我们预计未来几年公司资本开支将继续呈现下降趋势，资本开支占营收比重将降至20%以内。  **盈利预测和投资建议：**  我们认为，公司系统打造以5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施，创新构建“连接+算力+能力“新型信息服务体系，不断夯实数智底座，未来有望持续受益于数字经济业绩持续稳健增长。预计公司2023-2025年股东应占利润分别为1370/1510/1664亿元，我们给予公司2023年10倍市盈率的估值，对应合理价值为73.4港元/股（参考汇率1港元=0.87652人民币）。  **风险提示：**  5G应用发展不及预期；政企业务发展不及预期；移动和宽带行业竞争加剧；新兴业务投资不及预期。   |  | | --- | | **主要数据** | | |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **财年截止日期12月31日** | **2021** | **2022** | **2023E** | **2024E** | **2025E** | | **营业收入(百万元人民币）** | 848,258 | 937,259 | 1,018,713 | 1,104,705 | 1,192,977 | | **净利润（百万元人民币）** | 116,148 | 125,459 | 137,063 | 151,075 | 166,451 | | **每股收益（元人民币）** | 5.44 | 5.88 | 6.42 | 7.08 | 7.80 | | **净利润增长率（%）** | 7.50 | 8.02 | 9.25 | 10.22 | 10.18 | | **市盈率(P/E)** | 11.10 | 10.28 | 9.41 | 8.53 | 7.75 | |   *资料来源：公司财报，广发证券 (香港)经纪财富研究* |

**一、2022年业绩保持稳健增长，派息率持续提升**

中国移动近期发布2022年业绩，整体表现符合市场预期。营收方面，全年实现营收9,373亿元（人民币，下同），同比增长10.5 %。其中通信服务收入达8,121亿元，同比增长8.1%，比前三季度增长略有加速。公司的CHBN客户规模、收入规模全面增长，HBN收入占到通信服务收入比重达39.8%，同比提升4.1PCT。得益于5G应用、移动云、数字内容、智慧家庭等业务的快速拓展，数字化转型收入达到2,076亿元，同比增长30.3%。整体来看，公司的数字化转型卓有成效，收入结构更加均衡稳健。利润方面，全年实现股东应占净利润达1,255亿元，同比增长8.0%，EBITDA为3,292亿元，同比增长5.8%，增速相比前三季度提升明显。EBITDA率为35.1%，EBITDA占通信服务收入比为40.5%。ROE为10.0%，同比提升0.2PCT，资产回报能力持续提升。

董事会建议2022年全年派息率为67%，向全体股东派发2022年末期股息每股2.21港元，连同中期派息全年股息合计每股4.41港元，同比增长8.6%。为了更好地回馈股东，公司宣布2023年以现金方式分配的利润将提升至股东应占净利润的70%以上。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图表 1：中国移动的营业收入及增速（单位：百万元） |  | 图表 2：中国移动的归母净利润及增速（单位：百万元） |
|  |  |  |
| 数据来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究 |  | 数据来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究 |

**二、把握数字经济发展红利，四大市场业务表现优异**

2022年，公司把握数字经济蓬勃发展的红利，系统打造以5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施，创新“连接+算力+能力”的新型信息服务体系，四大市场业务表现优异。

1、个人市场加快5G迁移，打造平台经济模式，业务稳中有升。

2022年，公司个人市场业务收入达到4,888亿元，同比增长1.1%。公司一方面加快客户向5G迁移，强化个人市场与家庭市场、政企市场的协同扩展，持续提升5G渗透率，促进个人信息通信消费升级。2022年公司移动客户数达9.75亿，净增1,811万户，净增规模创三年新高。其中5G套餐用户6.14亿户，5G渗透率达63%。另一方面，公司围绕数字消费需求打造平台经济模式，加强产品融合、业务融合和场景融合，大力推广中国移动数字生活超市。移动云盘月活跃用户达到1.66亿户，净增3,065万户。得益于5G渗透率提升和个人数字生活消费增长拉动，移动ARPU稳健增长至49.0元，同比增长0.4%。

2、家庭市场加快HDICT转型升级，业务保持快速增长。

2022年，公司家庭市场业务收入达1,166亿元，同比增长16.0%。公司积极推进宽带、电视、智慧家庭“三领先”工程，加快推动家庭业务向HDICT转型升级。家庭宽带客户规模达到2.44亿户，净增2,578万户，其中千兆家庭宽带用户达3,833万户。移动高清客户规模达1.93亿，智慧家庭增值业务对家庭市场收入增量的贡献达到55.9%。宽带升级、智慧家庭生活消费增长带动家庭客户综合ARPU同比增长5.8%，达到42.1元。

3、政企市场业务强化“网+云+DICT”一体化拓展，持续保持强劲增长。

2022年，公司政企市场业务收入达1,682亿，同比增长22.6%，持续保持强劲增长。政企客户达到2,320万家，净增437万家。公司强化“网+云+DICT”一体化拓展，云、5G双引擎取得新成绩。移动云收入达到503亿元，同比增长108.1%，云计算操作系统等关键核心技术自主创新重大突破，综合实力迈入国内业界第一阵营。截至2022年12月底，公司签约云大单超6,200个，拉动收入超225亿元，其中央企国企上云项目超3,700个。公司加快5G赋能百业数智化升级，推动5G专网实现全面产品化，5G专网收入达到25.5亿元，同比增长107.4%，在智慧矿山、智慧工厂、智慧电力、智慧医院、智慧城市、自动驾驶等多个细分行业实现业内领先。

4、新兴市场业务各板块协同发展，实现高速增长。

2022年，公司新业务市场统筹国际业务、股权投资、数字内容、金融科技四大板块协同发展，收入达到385亿元，同比增长26.9%。公司加快推动优质成熟能力出海，国际业务收入达167亿元，同比增长25.4%。数字内容收入达到213亿元，同比增长27.2%，咪咕视频全场景月活跃客户同比增长67.1%，云游戏全场景月活跃用户同比增长29.2%。金融科技以场景和数据为驱动，大力推动产业链金融快速发展，全年业务规模超500亿元。

公司加快推动业务创新从连接为主向“连接+算力+能力”融合转变，2022年数字化转型收入达2,076亿元，同比增长30.3%，占通信服务收入比提升至25.6%，对通信服务收入增量贡献达到79.5%。其中，DICT收入同比增长38.8%，达到864亿元；IDC收入达到254亿元，同比增长17.2%。公司持续优化数据中心“4（热点区域）+N（中心节点）+31（省级节点）+X（边缘节点）”布局，目前对外可提供IDC机架46.7万架，算力规模达到8.0EFLOPS。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图表 3：四大市场业务收入结构（单位：百万元） |  | 图表 4：移动业务ARPU（单位：元） |
|  |  |  |
| 数据来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究 |  | 数据来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究 |

**三、经营成本控制卓有成效，资本开支进入到下行周期**

2022年公司经营成本控制卓有成效，主要成本项占营收的比重多数下降。网络营运及支撑成本、折旧摊销及其他费用、职工薪酬成本是公司的主要运营成本项，2022年分别占到营业成本的31.45%、24.76%和16.11%。2022年，三项成本相对公司营收比重分别为27.12%、21.35%和13.89%，相比于2021年分别上涨了0.59PCT，下降了1.41PCT和0.1PCT。网络运营及支撑成本上升，主要归因于算力网络、能力中台等方面的投资力度加大，使得相关的维护支撑成本增加。折旧摊销成本占比的下降得益于公司近年来资本开支的良好控制，2022年公司各项资本开支合计约1,852亿元，占收入比为22.8%，占营收比重相比去年下降1.6PCT。预计2023年的资本开支为1,832亿元，同比下降1.1%，其中5G网络投资降至830亿元，而算力开支则大幅提升至452亿元。这是2019年之后中国移动首次出现资本开支下降，我们预计未来几年公司资本开支将继续呈现下降趋势，资本开支占营收比重将降至20%以内。

公司持续优化资本开支结构，2023年5G网络资本开支预计为830亿元，同比下降13.5%。由于城郊农村主干网络建设基本完成，2023年任务重点是5G网络的加密补盲。同时加大算力领域资本开支，2023年预计将达到452亿元，同比增长34.9%，公司持续优化“4+N+31+X”集约化梯次布局，计划2023年新增投产云服务器超过24万台，对外可用IDC机架新增超4万架。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图表 5：中国移动主要营业成本项占营收比重 |  | 图表 6：中国移动的资本开支结构变化（单位：亿元） |
|  |  |  |
| 数据来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究 |  | 数据来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究 |

**四、盈利预测和投资建议：**

我们认为，公司系统打造以5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施，创新构建“连接+算力+能力“新型信息服务体系，不断夯实数智底座，业绩持续稳健增长。

假设：

1. 移动用户数量增长空间有限，5G套餐渗透率已经超过60%，预计个人市场业务收入将保持平稳。 家庭市场业务受宽带升级、智慧家庭生活消费的推动，预计收入将保持较快的增长速度。
2. 政企市场业务在“网+云+DICT”战略推动下，持续受益于数字经济政策落地，预计将保持高速增长。新兴市场业务受益于数字内容和金融科技等领域的发展，预计将保持较高的增速。

图表 7：中国移动的营收拆分及预测（单位：百万元）

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2021** | **2022** | **2023** | **2024E** | **2025E** |
| **个人市场** |  |  |  |  |  |
| 收入 | 483,400 | 488,800 | 491,244 | 493,700 | 496,169 |
| 增长率 | 1.40% | 1.12% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| **家庭市场** |  |  |  |  |  |
| 收入 | 100,500 | 116,600 | 131,758 | 143,616 | 150,797 |
| 增长率 | 20.80% | 16.02% | 13.00% | 9.00% | 5.00% |
| **政企市场** |  |  |  |  |  |
| 收入 | 137,100 | 168,200 | 210,250 | 258,608 | 312,915 |
| 增长率 | 21.40% | 22.68% | 25.00% | 23.00% | 21.00% |
| **新兴市场** |  |  |  |  |  |
| 收入 | 30,300 | 38,500 | 47,740 | 57,288 | 66,454 |
| 增长率 | 21.40% | 22.68% | 25.00% | 23.00% | 21.00% |

资料来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究

我们认为，公司的资本开支进入到下降周期，未来折旧摊销及其他费用率将会有所下降； 公司加大 “网+云+DICT”方面的投入，预计网络,营运及支撑成本率将有所上升；预计职工薪酬成本率保持稳定，销售费用率有所下降。公司总的经营成本率下降，从而驱动公司营业利润率稳中有升。

图表 8：中国移动主要财务比率预测

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2021** | **2022** | **2023** | **2024E** | **2025E** |
| **折旧摊销费用率** | 22.76% | 21.35% | 20.43% | 19.50% | 18.50% |
| **网络,营运及支撑成本率** | 26.53% | 27.12% | 28.08% | 28.77% | 29.28% |
| **职工薪酬成本率** | 13.86% | 13.99% | 13.89% | 14.05% | 14.26% |
| **销售费用率** | 6.50% | 5.69% | 5.29% | 5.04% | 4.79% |
| **营业利润率** | 13.91% | 13.77% | 14.11% | 14.60% | 15.13% |

资料来源：公司财报，广发证券（香港）经纪财富研究

预计公司2023-2025年股东应占利润分别为1370/1510/1664亿元，我们给予公司2023年10倍市盈率的估值，对应合理价值为73.4港元/股（参考汇率1港元=0.87652人民币）。

**风险提示**：5G应用发展不及预期；政企业务发展不及预期；移动和宽带行业竞争加剧；新兴业务投资不及预期。

**财务预测：**



**免责条款**

本文件有关证券之内容由从事证券及期货条例(香港法例第571章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团–广发证券(香港)经纪有限公司(“广发证券（香港）”)分发。本文件仅供我们的客户使用。本文件所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。在香港以外的国家/地区(特别是美国本土)分发本文件是绝对禁止的。本文件并非独立，不应被依赖作为对本文件主题的公正或客观评价。利益冲突可能会发生。本文件所载之资料和意见乃根据我们认为可靠的目前已公开的信息，惟广发证券(香港)并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证，亦不就其准确性或完整性承担任何责任。本文件反映策略师于发出本文件当日的观点及见解，广发证券（香港）可发出其他与本文件所载信息不一致及/或有不同结论的材料。本文件内表达之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本文件纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，而本文件亦不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出投资产品的要约。广发证券(香港)及其关联公司或任何其董事、雇员或代理人不对因使用本文件的内容而导致的损失承担任何责任。本文件中提到的投资产品及建议并非特别为阁下或任何投资者而设，阁下或任何投资者必须仔细考虑自己的财务状况、投资目标及风险取向与承受能力。阁下于作出投资前、必须充分理解投资产品涉及之风险并（如适用）咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其他专业顾问。过去的表现不能代表未来的业绩。本文件中所载任何价格或水平仅属参考，可能因应市况变动而有所变化。广发证券（香港）不对因使用此等市场数据而产生的损失承担任何责任。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。广发证券(香港)及其关联公司、高级职员、董事及雇员可能为本文件中提及的证券发行人提供服务或向其招揽或要约, 亦可能在本文件中提及的证券持有长仓或短仓，以及进行购买或沽售。

**版权所有：广发证券 (香港) 经纪有限公司**

**未经广发证券 (香港) 经纪有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。**

香港德辅道中189号李宝椿大厦29-30楼

电话: +852 3719 1111 Fax: +852 2907 6176 网站: [http://www.gfgroup.com.hk](http://www.gfgroup.com.hk/)