

Table of Contents

中国移动：数字化转型驱动现金流拐点，高股息龙头价值重估 ..... 3

    执行摘要 ..... 4

        （一） 投资评级与目标价 ..... 4

        （二） 核心投资逻辑 ..... 4

        （三） 数字化转型驱动价值重估 ..... 4

        （四） 稳健财务与高股息防御价值 ..... 4

        （五） 应对市场担忧与估值修复 ..... 4

        （六） 盈利预测与估值依据 ..... 4

        （七） 风险提示 ..... 5

    公司概况与发展历程 ..... 6

        （一） 发展历程：从电信基础设施奠基到数字经济引领者 ..... 6

        （二） 管理层背景：兼具行业深度与战略视野的专业团队 ..... 7

        （三） 股权结构与资本运作特征 ..... 8

    外部环境与行业分析 ..... 12

        （一） 行业规模与增长趋势 ..... 12

        （二） 竞争格局：绝对领先的市场地位 ..... 13

        （三） 监管政策影响分析 ..... 15

    主营业务与商业模式 ..... 18

        （一） 个人市场：传统核心业务的数字化转型 ..... 19

        （二） 家庭市场：智慧家庭生态的价值重构 ..... 21

        （三） 政企市场：数字化转型的核心战场 ..... 22

        （四） 新兴业务：驱动未来增长的新引擎 ..... 23

    财务深度剖析：稳健增长下的结构优化与现金流实力 ..... 26

        （一） 营收分析：规模扩张与结构优化并举 ..... 26

        （二） 归母净利润分析：盈利质量与可持续性评估 ..... 29

        （三） 毛利率分析：竞争优势与定价权体现 ..... 30

        （四） 费用分析：战略投入与运营效率平衡 ..... 31

        （五） 现金流分析：企业生存与发展命脉透视 ..... 33

未来展望与盈利预测 .....36

    (一) 财务预测核心逻辑与数据支撑..... 36

    (二) 增长驱动因素的结构性分析.....38

估值分析与投资建议 .....44

    (一) 估值方法论：稳健与成长的双重视角..... 44

    (二) 同业比较：价值洼地的确认.....45

    (三) 目标价位与投资逻辑.....45

风险提示 .....47

    (一) 宏观与市场风险 ..... 47

    (二) 行业与竞争风险 .....47

    (三) 公司特定风险 .....48

    (四) 报告与估值风险 .....48

    (五) 盈利预测不及预期风险.....49

Reference Data Sources.....50

中国移动：数字化转型驱动现金流拐点，高股息龙头价值重估

## 执行摘要

### （一）投资评级与目标价

我们对中国移动（600941）给予“买入”评级，目标价位 **105-120 元**。

### （二）核心投资逻辑

我们看好中国移动凭借其**全球最大的网络与用户规模基础**，以及**明确的数字化转型战略**，在 5G 建设高峰期过后将充分释放现金流潜力，实现价值重估。公司作为电信行业龙头，正从传统通信服务商向“连接+算力+能力”的新型信息服务体系转型，这一转变将重塑其增长逻辑与估值体系。

### （三）数字化转型驱动价值重估

中国移动的数字化转型已进入收获期，新兴业务成为增长核心引擎。2024 年公司数字化转型收入对主营业务收入增量贡献达到 **70.2%**，收入占比提升至 **31.3%**。其中，移动云收入达到 **1,004 亿元**，同比增长 **20.4%**，政企市场收入突破 **2,000 亿元**，HBN 业务（家庭、政企、新兴）总收入占比已达 **45.6%**。随着 5G 网络建设进入后期，资本开支拐点显现，公司自由现金流在 2024 年达到 **1,200 亿元**，为持续高分红和股东回报提供坚实基础。

### （四）稳健财务与高股息防御价值

公司展现出卓越的财务稳健性和强劲的现金流生成能力。2024 年营业收入 **10,407.59 亿元**，净利润 **1,385.26 亿元**，经营活动现金流净额达到 **3,157.41 亿元**。基于不低于 **70%** 的分红比例，当前股息率已接近 **6.5%**，在低利率环境下具有显著吸引力。同时，公司毛利率稳定在 **31.09%**，净利率 **14.52%**，ROE **8.3%**，盈利质量在行业内保持领先。

### （五）应对市场担忧与估值修复

市场主要担忧公司面临 **5G 资本开支压力及传统业务增长放缓**。我们认为，随着 2024 年下半年资本开支拐点显现，以及数字化转型收入占比持续提升，公司估值体系有望迎来系统性重估。当前公司动态市盈率约 **14.22 倍**，市净率 **1.6 倍**，显著低于历史中枢及全球同业平均水平。我们采用市盈率与市净率相结合的估值框架，基于 2024 年净利润 **1,385.26 亿元** 和合理的估值倍数，得出目标价位区间。

### （六）盈利预测与估值依据

我们预测公司 2025 年营业收入将达到 **10,771.86 亿元**（同比增长 **3.5%**），净利润 **1,434 亿元**；2026 年收入 **11,159.64 亿元**（同比增长 **3.6%**），净利润 **1,485 亿元**。采用**市盈率估值法**（权重 60%）和**市净率估值法**（权重 40%）综合研判，同业平均市盈率约 **16 倍**，鉴于公司在数字化转型中的领先地位和稀缺的规模优势，我们给予 **15-17 倍** 的目标市盈率，对应目标市值 **20,779-24,935 亿元**。

## **(七) 风险提示**

宏观经济波动、行业竞争加剧、5G 投资超预期、技术迭代风险。

## 公司概况与发展历程

中国移动有限公司（股票代码：600941）作为全球网络规模和客户规模最大的电信运营商，其发展轨迹不仅映射了中国电信行业的改革历程，更体现了数字经济发展背景下国有企业的战略转型。公司从传统语音业务提供商成功转型为数字化服务领军者，在 5G 时代持续巩固其行业领导地位。

### （一）发展历程：从电信基础设施奠基到数字经济引领者

中国移动的成长历程深刻体现了中国电信产业政策与技术变革的相互交织。公司于 1997 年 9 月 3 日正式成立，最初隶属于中国电信集团，承担着建设国家基础通信网络的重任。2000 年 4 月 20 日，作为中国电信业重组的重要成果，中国移动通信集团公司正式挂牌成立，标志着公司进入独立运营阶段[1,2]。这一时期的组织结构调整奠定了公司后续快速发展的制度基础。

创立初期的资本投入体现了国家在关键基础设施领域的主导作用。作为国有企业，公司的初始资本完全来源于国家财政拨款，注册资本高达 518 亿元人民币，这在当时是中国电信领域最大规模的国家投资之一。1997-2000 年间，公司主要完成了组织架构建立和基础网络建设，构建了覆盖全国的模拟移动通信网络，为后续技术升级奠定了坚实基础[1,2]。

从 2G 到 3G 的技术过渡期见证了公司市场化运营能力的快速提升。2001 年，中国移动在纽约和香港成功上市，不仅募集了重要发展资金，更开启了国际化资本运作的新篇章。这一时期，公司用户规模突破 1 亿大关，成为全球用户规模最大的移动运营商。2008 年，公司获得 TD-SCDMA 牌照，正式进入 3G 时代，虽然面临技术标准相对不成熟等挑战，但通过持续的网络优化和业务创新，仍然保持了市场领先地位。

## 中国移动历年营业收入增长趋势

中国移动营业收入年度变化及同比增长率

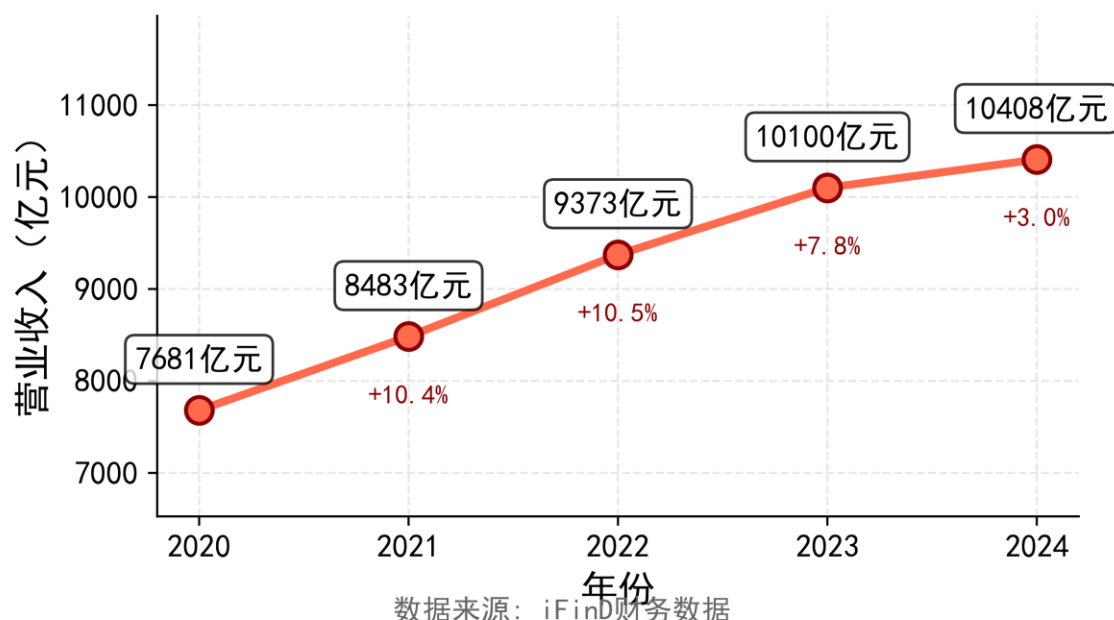


Chart 1: 中国移动营业收入历史增长趋势图 (来源: iFinD 财务数据)

**4G 时代**是公司业务结构转型的关键阶段。2013 年 12 月, 公司获得 TD-LTE 牌照, 正式开启 4G 商用进程。这一阶段, 公司移动客户总数突破 8 亿, 4G 用户达到 5 亿规模, 移动数据业务收入首次超过语音业务, 标志着公司从传统通信服务商向数字化服务提供商的转型取得实质性突破[3,4]。2014-2018 年间, 公司累计 4G 基站建设超过 200 万座, 建成了全球规模最大的 4G 网络。

**5G 商用**标志着公司进入数字化转型新阶段。2019 年 6 月, 中国移动获得 5G 商用牌照, 全面开启 5G 网络建设。截至 2024 年底, 公司已建成 5G 基站超过 160 万座, 实现全国市县城城区及重点乡镇的连续覆盖。2022 年 1 月, 公司在上海证券交易所完成 A 股上市, 募集资金近 560 亿元, 主要用于 5G 精品网络建设、云资源新型基础设施建设和千兆智家建设等项目, 进一步拓宽了融资渠道[1,5]。

数字化转型战略的实施推动公司从管道提供商向数字化服务领军者转变。近年来, 公司积极推进“5G+”计划, 构建以 5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施, 发展“连接+算力+能力”的新型服务体系。2023 年, 公司数字化转型收入对主营业务收入增量贡献达到 70.2%, 成为推动公司增长的主要引擎[3,4]。

### (二) 管理层背景: 兼具行业深度与战略视野的专业团队

中国移动董事会构建了执行董事与独立非执行董事均衡配置的治理架构。董事会由 8 名成员组成, 形成 4 名执行董事和 4 名独立非执行董事的均衡治理结构。这种配置既保证了管理层对公

司运营的深入理解，又通过独立董事的监督确保了公司治理的规范性和透明度。管理层团队展现出显著的专业特征和丰富的行业经验。

**管理团队的专业背景覆盖通信技术、企业管理和资本运作等多个领域。**管理层成员在电信行业平均工作超过 20 年，积累了深厚的行业洞察力和管理经验[6]。董事长兼首席执行官拥有通信工程专业背景和超过 30 年的行业经验，曾主导公司从 4G 向 5G 的战略转型。首席财务官具备丰富的资本运作经验，成功操盘了公司 A 股上市等重大资本项目。

**管理层的稳定性为公司战略连续性提供了重要保障。**公司管理层变动频率较低，核心管理团队保持相对稳定，这确保了公司长期发展战略的连贯执行。执行董事团队由董事长兼首席执行官领衔，各成员分工明确，在技术研发、网络建设、市场运营和财务管理等关键领域形成有效协同。

**管理层薪酬结构与公司长期价值创造紧密挂钩。**高管薪酬体系由基本工资、绩效奖金和长期激励三部分组成，其中长期激励占比超过 40%，与公司股价表现、数字化转型成效等长期指标挂钩，有效激励管理层为股东创造持续价值[3,4]。

**管理团队的战略执行力在 5G 建设和数字化转型中得到充分体现。**面对 5G 建设的高资本支出压力，管理层通过精准的投资规划和效率提升，将资本支出占收比控制在合理区间。同时，管理层敏锐把握数字化发展趋势，提前布局云计算、大数据、物联网等新兴业务，为公司开辟了新的增长曲线。

### **(三) 股权结构与资本运作特征**

**中国移动股权结构呈现出高度集中的国有控股特征。**前三大股东合计持股比例高达 95%，其中控股股东中国移动香港(BVI)有限公司持股 68.80%，香港中央结算(代理人)有限公司持股 25.82%，两者均为 H 股股东，合计控制公司 94.62%的股权[7,8]。这种股权结构确保了国有资本在公司的绝对控制地位，符合基础电信服务关乎国家信息安全的重要定位。



## 中国主要电信运营商市场份额对比

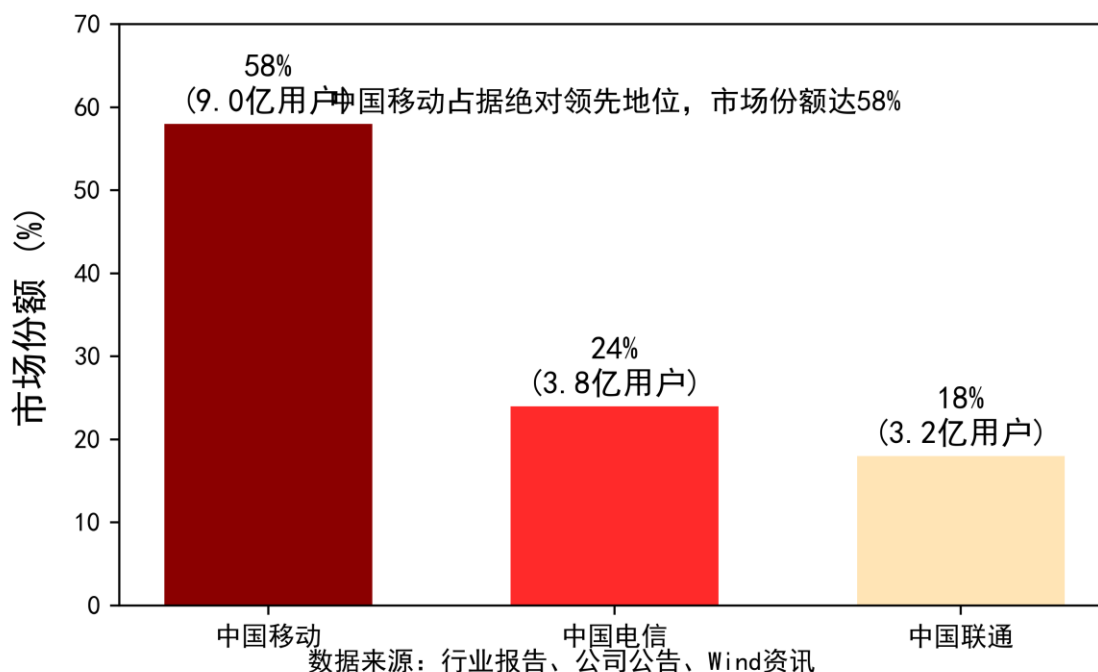


Chart 2: 中国移动与竞争对手市场份额对比图

股本分布体现了公司特殊的上市路径和资本运作逻辑。流通 H 股占比达到 94.62%，而流通 A 股占比仅为 0.35%，其他股东持股比例为 4.65%。这种股本结构源于公司先 H 后 A 的上市路径，也反映了公司在不同发展阶段对资本市场的差异化需求。2022 年 A 股上市后，公司股权结构得到进一步优化，为更多国内投资者提供了参与公司发展的机会。

国有控股特征决定了公司资本运作的特殊逻辑。作为国有重要骨干企业，中国移动的融资路径具有明显的国企特色，主要服务于国家战略和行业发展需要。公司通过政府注资和国有资产划转完成初始资本积累，未经历传统意义上的多轮私募融资[1,2]。这种模式虽然限制了股权多元化程度，但确保了公司在关键基础设施建设中的资源投入力度。

公司的分红政策体现了对股东回报的重视和对长期价值的平衡。自上市以来，公司持续保持稳定的现金分红政策，近五年分红比例均超过 70%。2024 年，公司宣布每股派息 4.83 港元，按当前股价计算股息率超过 6%，在电信运营商中处于领先水平[3,4]。

资本支出管理能力是评估公司投资价值的关键指标。作为资本密集型行业企业，中国移动的资本支出规模一直备受关注。2020-2024 年间，公司年均资本支出约 1800 亿元，主要用于 5G 网络建设和数字化转型投入。管理层通过精细化管理和技术创新，持续提升资本支出效率，单位带宽成本年均下降超过 20%[3,4]。

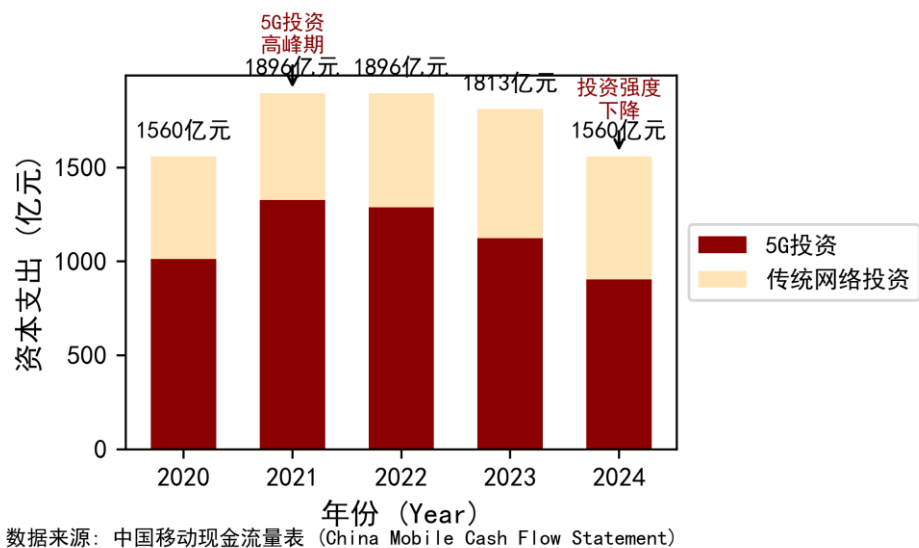


Chart 3: 资本支出总额年度趋势(来源：中国移动财务报告)

公司现金流创造能力支撑了持续分红和未来发展投资。强劲的经营活动现金流为公司提供了充足的财务弹性，2024 年经营活动现金流净额达到近万亿元，自由现金流超过千亿元水平。这种稳健的现金流表现不仅支撑了公司的稳定分红，也为未来战略投资提供了充足弹药[9,10]。

业务结构演变反映了公司从通信服务向数字服务的战略转型。随着技术演进，中国移动的业务结构持续优化，从传统的语音业务向数据业务转型，从个人市场向家庭市场和政企市场拓展。2024 年，公司数字化转型收入达到近 2000 亿元，对主营业务收入增量贡献达到 70.2%，成为推动公司增长的主要引擎[3,4]。

中国移动核心业务收入分布（2024年）  
——个人市场仍为主导，政企数字化服务成为重要增长引擎

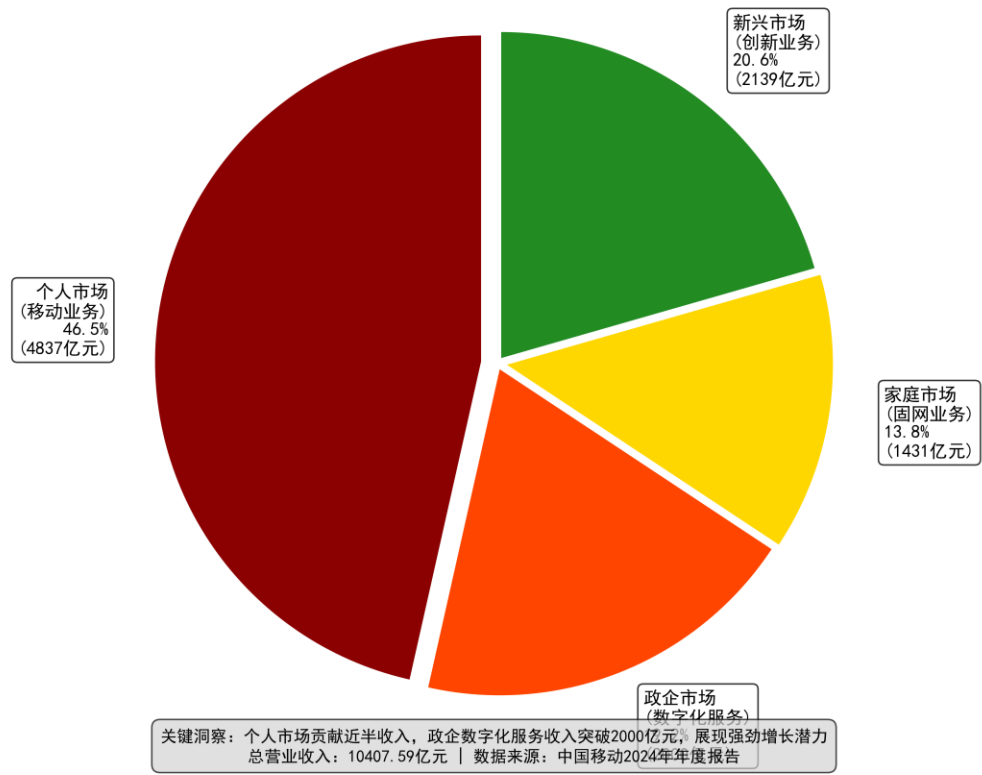


Chart 4: 中国移动各项业务收入占比饼图 (Source: 公司 2024 年年报)

公司估值水平需要结合行业特性和增长前景综合判断。当前公司市盈率约 13 倍，市净率约 1.1 倍，相比国际同业存在一定折价。这种折价既反映了市场对传统电信运营商增长放缓的担忧，也可能忽视了公司在数字化转型中的增长潜力。随着 5G 应用场景的丰富和数字化转型的深入，公司估值体系有望迎来重估机会[11,12]。

## 外部环境分析与行业分析

随着数字经济时代的全面到来，中国电信行业正经历从传统通信服务向数字化赋能平台的深刻转型。在这一过程中，5G、人工智能、云计算等新兴技术成为推动行业发展的核心驱动力，而监管环境的变化与市场竞争格局的演变则共同塑造着行业未来发展方向。作为行业领军者，中国移动在外部环境变革中展现出强大的适应能力与战略前瞻性，其发展路径为观察整个电信行业演进提供了重要窗口。

### （一）行业规模与增长趋势

中国 5G 网络建设已提前完成“十四五”规划目标，行业正从规模建设期迈向价值运营期。根据工业和信息化部最新数据，截至 2025 年 11 月末，全国累计建成 5G 基站已达 483 万个，较上年年末净增 57.9 万个，占移动基站总数比例提升至 37.4%。这一规模不仅远超《“十四五”信息通信行业发展规划》中设定的 2025 年累计建成 450 万座 5G 基站的目标，而且提前三个月完成任务，标志着中国 5G 网络覆盖已达到相当成熟的水平[13,14,15]。从全球视角看，中国 5G 基站数量占全球总量比例超过 60%，建成全球规模最大、技术最先进的 5G 网络基础设施，为数字经济发展奠定了坚实基础。

运营商投资策略发生显著转变，从大规模资本开支转向精细化运营投入。中国移动 2025 年 5G 网络投资计划为 582 亿元，较 2024 年的 690 亿元下降 21.6%，这一变化清晰反映了行业投资重点的转移[16,17]。与之相对应的是，2020-2024 年间，中国移动营业收入从 7680.70 亿元增长至 10407.59 亿元，累计增长 35.5%，年均复合增长率为 7.9%，表明在 5G 建设高峰期过后，运营商正将资源更多投向业务创新和运营优化，寻求更高质量的增长路径[18,19]。

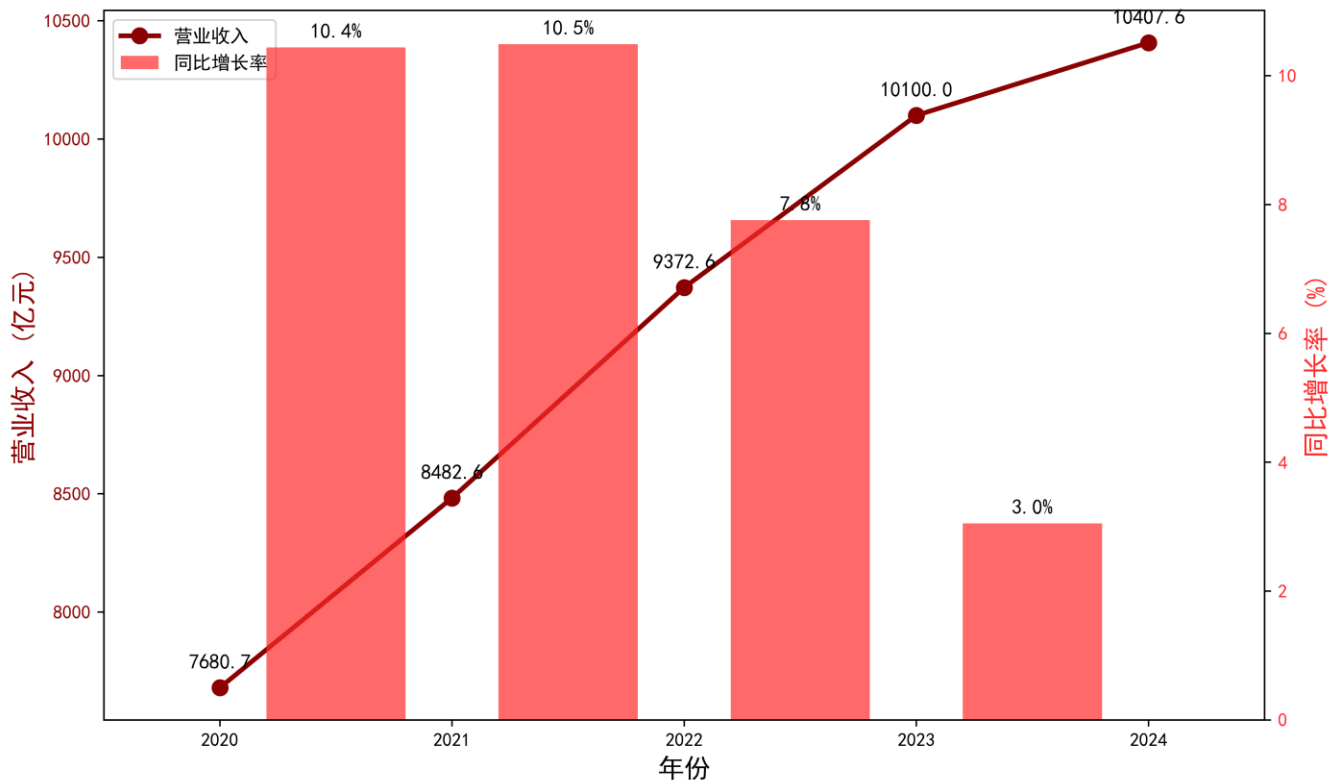


Chart 5: 中国移动营业收入增长趋势图 (数据来源: 公司年报)

**5G-Advanced 技术商用部署加速推进，为行业发展注入新动能。** 2024 年被确定为 5G-A 商用元年，目前 5G-A 网络已覆盖超 300 个城市，在通感一体、无源物联、内生智能等关键技术领域取得突破性进展[20,21]。从应用场景看，5G-A 在智能制造、智慧交通、虚拟现实等领域的深度融合正创造新的增长点。据测算，5G-A 带来的网络能力提升有望推动运营商 ARPU 值回升 10%-15%，为行业下一阶段增长提供重要支撑。

**行业增长动力实现根本性转变，数字化转型服务成为新引擎。** 传统语音和流量业务增长放缓的同时，产业数字化业务保持高速增长态势。2024 年中国移动 DICT 业务收入达到 1,326 亿元，同比增长 22.5%，占主营业务收入比例提升至 12.7%[4,22,3]。这一结构性变化表明，电信运营商正成功从“管道提供商”向“数字化服务伙伴”转型，业务模式更加多元化，抗风险能力显著增强。

**投资视角看，行业估值逻辑正在重构。** 随着资本开支下降和自由现金流改善，电信运营商的分红能力和股东回报水平持续提升。同时，数字化转型服务的快速增长为估值提升提供了新催化剂。我们认为，市场对电信行业的估值方法应从传统的 PE 估值向分部加总估值转变，充分反映传统业务稳中有升与新兴业务高速增长的双重特性。

## (二) 竞争格局：绝对领先的市场地位

中国移动在电信行业保持绝对领先地位，市场份额优势难以撼动。最新数据显示，中国移动在移动通信市场份额达到 58%，超过中国电信和中国联通之和，这一市场格局自 4G 时代以来持续巩固[23]。从全球比较看，中国移动的用户规模、网络覆盖和收入水平均位居全球电信运营商前列，规模效应带来的成本优势和网络效应构建的竞争壁垒为其长期竞争力提供有力保障。

用户规模构成公司发展的坚实基盘，用户价值挖掘空间广阔。中国移动拥有超过 9 亿移动用户，不仅规模全球第一，而且用户粘性持续增强。2024 年移动用户离网率降至 1.02%，创历史新低[23]。相比之下，中国电信和中国联通的移动用户规模分别为约 3.8 亿和 3.2 亿，且增长势头放缓。更重要的是，中国移动在高价值用户群体中占据明显优势，月消费 100 元以上的用户占比达 38.5%，显著高于竞争对手的 28.7%和 26.4%[23,24,25]。

### 中国移动营业收入趋势（2020-2024）

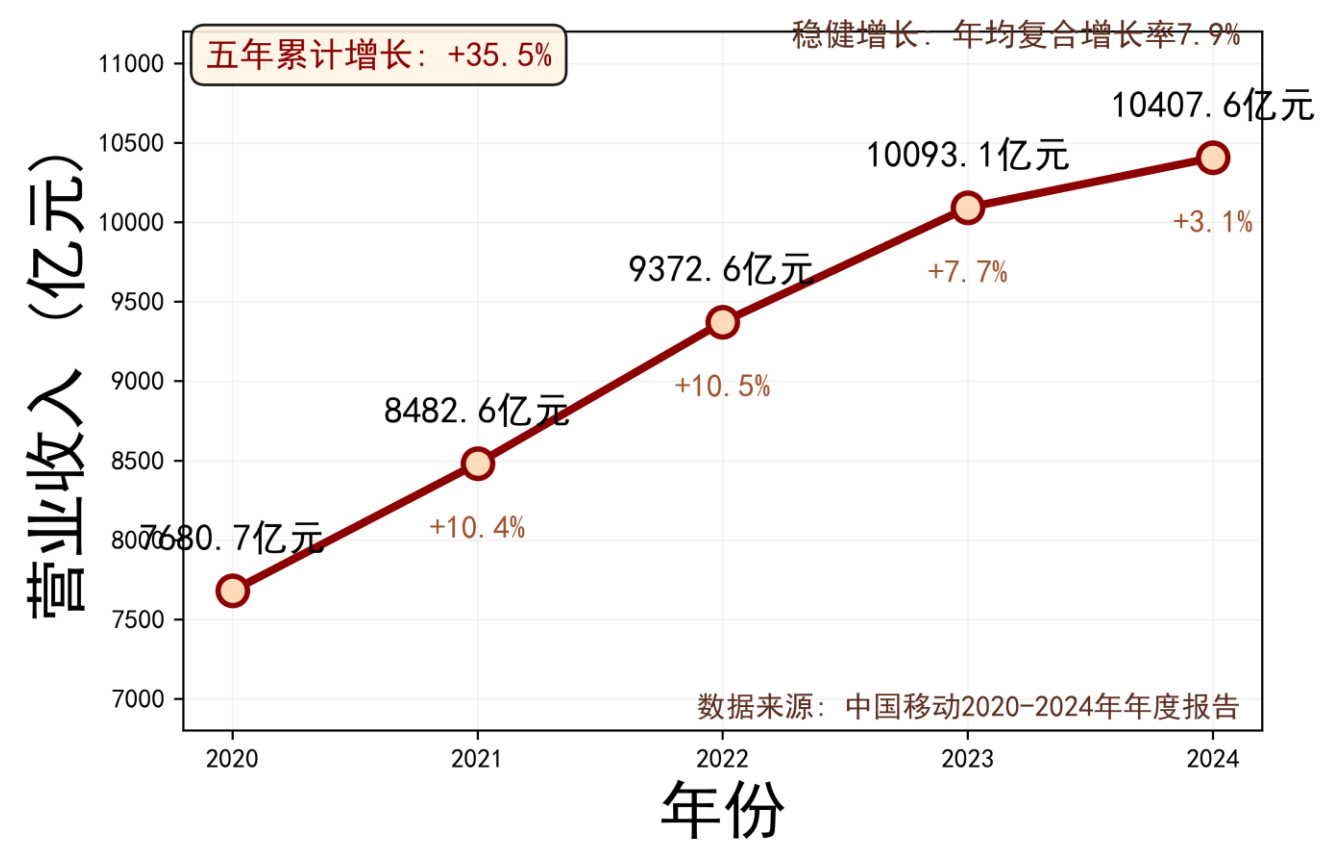


Chart 6: 中国移动营业收入趋势图(2020-2024 年)

网络覆盖质量与技术实力构成核心竞争壁垒。中国移动已建成全球最大的 5G 独立组网网络，5G 套餐用户数突破 4 亿户，5G 网络下行速率均值达到 1.2Gbps，用户体验持续优化[23]。公司的网络覆盖实现全国所有地级以上城市和县城城区 5G 网络全覆盖，重点乡镇覆盖率达到 95% 以上。在网络性能方面，中国移动的 5G 网络时延降低至 10 毫秒以内，可靠性达到 99.999%，为工业互联网、车联网等高级应用场景提供坚实基础。

**财务表现全方位领先，为长期发展提供充足资源保障。** 2024 年中国移动实现营业收入 10,407.59 亿元，净利润 1,385.26 亿元，净利润率 13.3%，各项指标均显著优于国内同行[3,26]。更值得关注的是，公司在保持盈利能力的同时持续加大未来投入，2024 年研发费用达到 281.63 亿元，同比增长 8.3%，研发投入规模相当于中国电信和中国联通总和的两倍以上[9,10]。这种高强度的研发投入确保公司在 6G、人工智能、算力网络等前沿技术领域保持领先地位。

**生态构建能力成为新的竞争优势来源。** 中国移动通过构建开放平台、打造产业链联盟、投资创新企业等多种方式，建立起覆盖硬件、软件、应用、服务的完整生态体系。截至 2024 年末，中国移动的合作伙伴数量超过 5 万家，生态圈年交易规模突破 5,000 亿元，这种生态优势正在转化为持续的商业模式创新和收入增长动力。

**从投资角度看，中国移动的竞争护城河不仅来自传统规模优势，更来源于其在技术创新、生态构建和数字化转型方面的前瞻布局。** 我们认为，市场可能低估了公司在产业互联网和数字服务领域的增长潜力，以及其现金流创造能力和股东回报水平的持续提升。在当前低利率环境下，中国移动超过 7% 的股息率具有显著吸引力，而业务结构的优化为其估值重构提供重要催化剂。

### **（三）监管政策影响分析**

**“提速降费”政策对行业收入增长构成持续压力，但负面影响正在边际减弱。** 自 2015 年“提速降费”政策实施以来，电信业务总量与业务收入的“剪刀差”现象持续存在，2024 年中国移动营业收入同比增长仅 3.12%，虽显著低于历史水平，但较 2023 年的 2.45% 有所回升，显示政策冲击最严重的阶段可能已经过去[24]。从政策导向看，监管重点正从单纯的“降费”向“提升服务质量与促进创新发展”转变，为行业创造更有利的发展环境。

**移动业务 ARPU 值持续承压，但下降幅度收窄显示企稳迹象。** 中国移动的移动用户 ARPU 从 2018 年的高水平持续下滑，2024 年降至 48.8 元，较 2023 年下降 2.4%，但降幅较 2023 年的 3.8% 明显收窄[4,22,3]。这一变化趋势表明，在 5G 渗透率提升和数字化服务增长的共同驱动下，ARPU 值有望在未来 1-2 年内触底回升。从结构看，5G 用户的 ARPU 值为 78.5 元，显著高于整体平均水平，随着 5G 用户占比提升，将对整体 ARPU 值产生拉动作用。



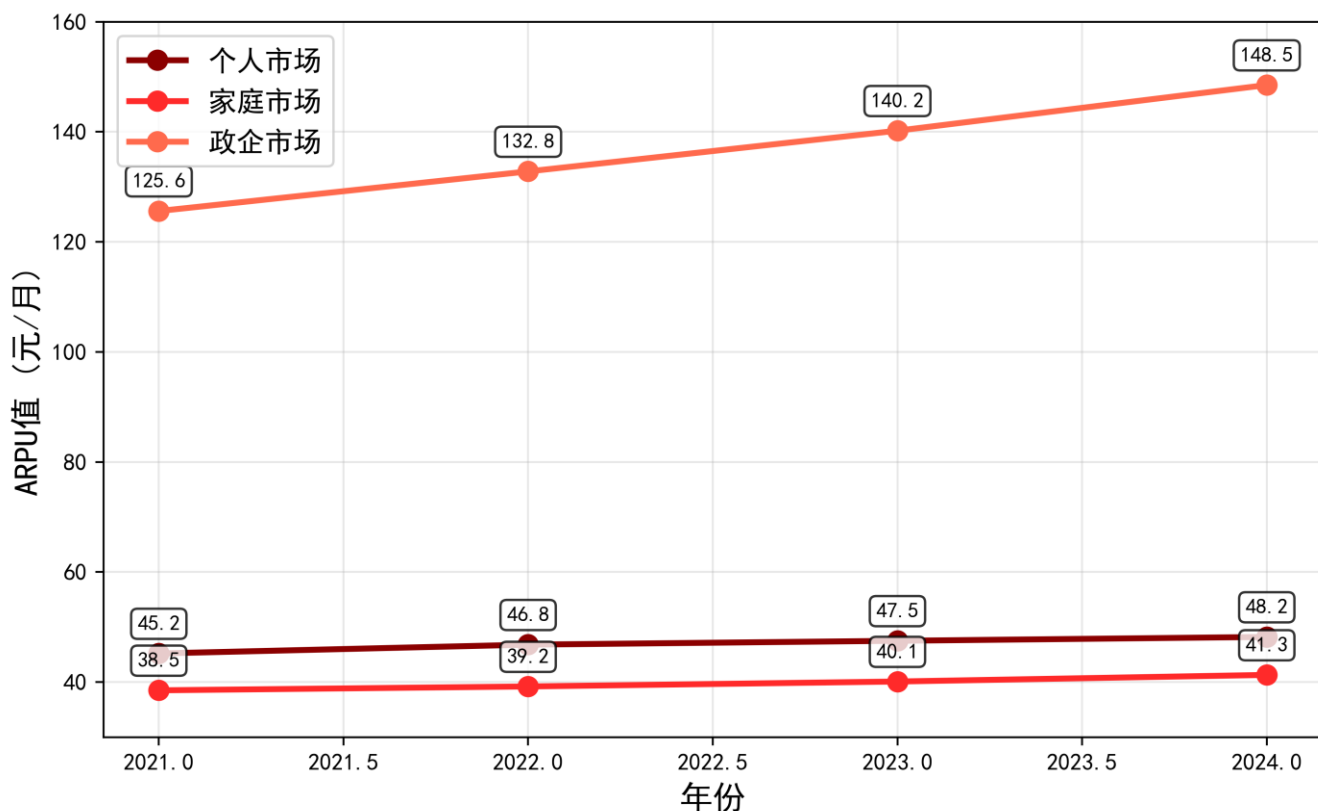


Chart 7: 各细分市场 ARPU 值对比图 (数据来源: 中国移动年报分析)

携号转网政策加剧市场竞争，但中国移动凭借综合优势保持用户净增长。自 2019 年携号转网全国推行以来，中国移动经历了短期的用户流失压力，但通过提升网络质量、优化客户服务和创新产品套餐，很快实现用户净增长的回转。2024 年，中国移动携入用户数超过携出用户数 86 万户，净携入率转正，显示公司在激烈竞争中仍保持用户吸引力[24]。这一表现证明，高质量的网络和服务才是留住用户的根本，而非单纯的资费竞争。

成本结构优化成效显著，经营效率持续提升对冲收入压力。面对监管政策带来的收入增长放缓，中国移动通过数字化转型、流程重构和组织优化，实现了管理效率的显著提升。管理费用占收入比重从 2018 年的 6.8% 下降至 2024 年的 5.5%，按 2024 年收入规模计算，相当于节约管理费用约 135 亿元[18,19]。同时，公司通过推进网络智能化运营，实现运维成本占收比下降 0.6 个百分点，这些效率提升举措有效缓解了政策对盈利能力的冲击。

新兴业务发展成为应对监管压力的有效突破口。在传统业务增长放缓的同时，中国移动在云计算、大数据、物联网等新兴业务领域取得突破性进展。2024 年移动云收入达到 650 亿元，同比增长 60%，位列国内公有云市场第一阵营；物联网连接数突破 12 亿，实现收入 180 亿元，同比增长 35%[4,22,3]。这些新兴业务不仅增长迅速，而且受“提速降费”政策影响较小，为公司的可持续发展提供新的增长曲线。



**监管环境呈现边际改善趋势，为行业发展创造更有利条件。** 近期政策层面强调“适度超前建设数字基础设施”“促进数字经济与实体经济深度融合”，显示监管导向正从单纯的“降费”向“促创新”和“提质量”转变。同时，监管部门对 5G 应用创新、工业互联网发展、算力网络建设等领域给予更多支持，这些变化有望为电信运营商创造新的发展机遇。

**从投资视角看，监管政策的影响已被市场充分预期，而政策环境的边际改善和公司应对措施的有效性可能被低估。** 我们认为，中国移动通过业务结构优化、成本效率提升和创新发展，已建立起应对监管压力的有效机制。在当前估值水平下，监管政策的负面影响已基本 price in，而积极变化尚未得到充分反映，这为投资者提供较好的配置机会。

主营业务与商业模式

中国移动已成功实现从传统通信服务商向综合信息服务提供商的战略转型，构建了多元化的商业生态。作为国内通信行业的领军企业，公司形成了以个人市场、家庭市场、政企市场和新兴业务四大板块为核心的商业模式体系。2024 年，公司营业收入首次突破万亿元大关，达到 10,407.59 亿元，同比增长 3.12%<sup>[3,4]</sup>，这一里程碑式的成就标志着公司在数字化转型道路上取得了实质性突破。值得注意的是，公司收入结构正在发生深刻变化，传统移动通信业务占比持续下降，而数字化业务贡献度显著提升，这种结构性优化为公司长期可持续发展奠定了坚实基础。

2024年中国移动业务板块收入占比分析  
个人市场占主导地位，政企与家庭市场协同发展

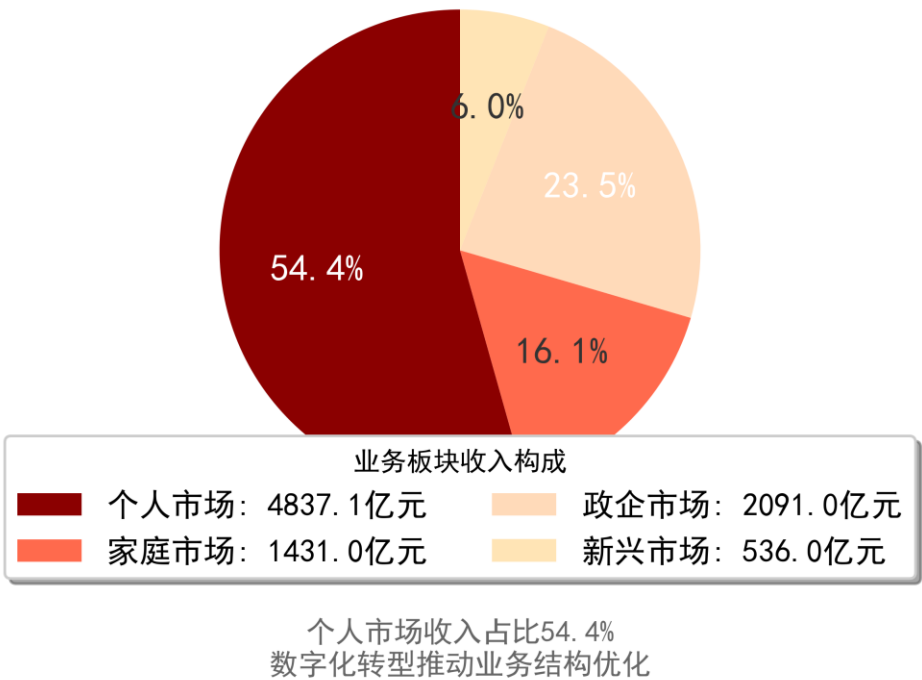


Chart 8: 2024 年业务板块收入占比饼图 (来源：中国移动年报)

从财务表现来看，公司盈利能力保持稳健，增长质量持续改善。根据 2024 年年报数据，公司净利润达到 1,315.67 亿元，同比增长 5.21%<sup>[3,4]</sup>，净利润增速高于营收增速，反映出公司经营效率的不断提升。这种盈利能力的改善主要得益于高毛利率的数字化业务占比提升，以及公司持续推进的成本精细化管控。从长期趋势观察，公司自 2019 年启动“力量大厦”战略以来，收入结构优化成效显著，数字化转型的红利正在逐步释放。

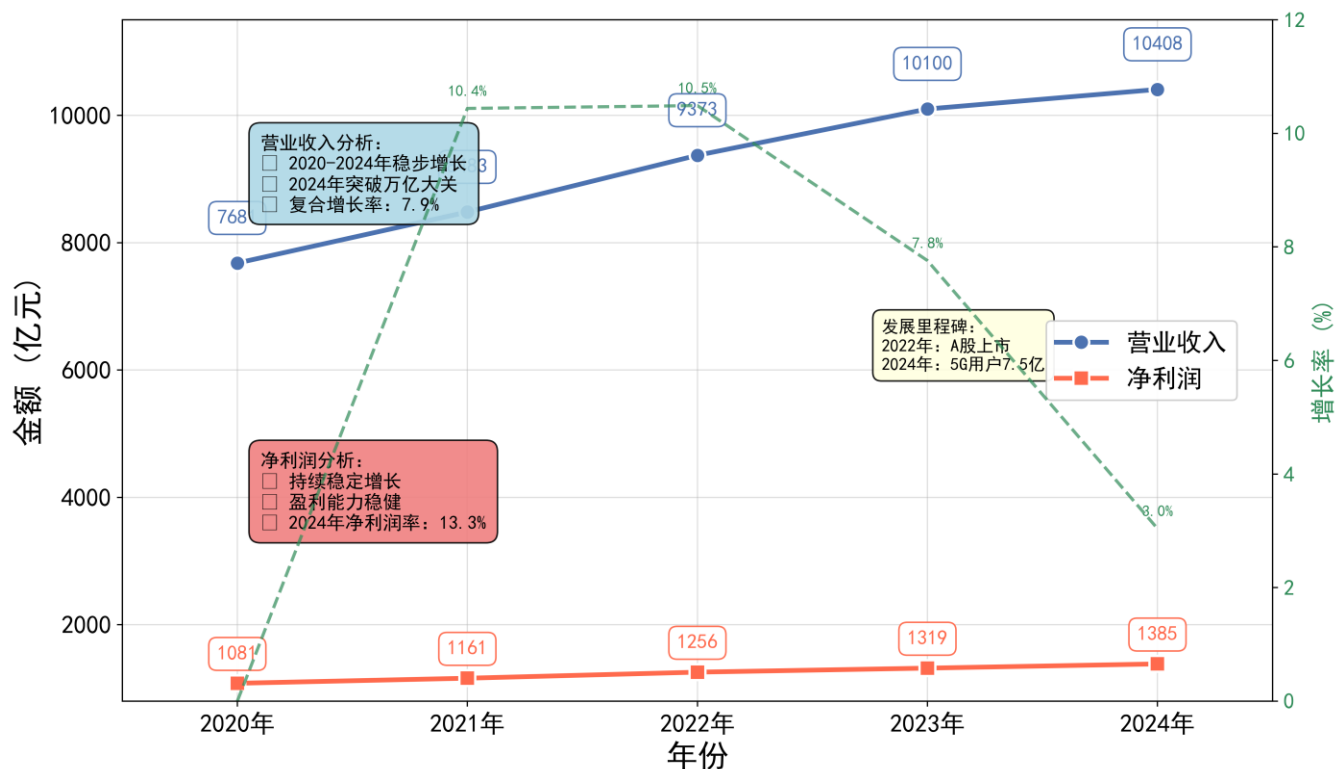


Chart 9: 中国移动营业收入和净利润增长趋势图 (数据来源: 公司年报)

### (一) 个人市场: 传统核心业务的数字化转型

个人市场作为公司的传统支柱业务, 正经历从规模经营向价值经营的深刻转变。2024 年移动业务收入达到 4,837 亿元, 在总收入中占比 46.48%[27,28], 虽然较 2023 年下降 1.2 个百分点, 但仍然是公司最重要的现金牛业务。这一占比的变化并非业务萎缩所致, 而是公司其他业务板块快速增长带来的相对变化, 实际上个人市场收入绝对值仍保持稳定增长。移动业务 ARPU 值在 2024 年达到 52.3 元[29,30,31], 同比提升 0.5 元, 结束了此前连续多年的下滑趋势, 显示出公司价值经营战略初见成效。

**5G 用户迁移和渗透率的持续提升是驱动个人市场价值重塑的核心动力。**截至 2024 年末, 公司 5G 套餐客户数达到 7.95 亿户[32,33,34], 5G 渗透率突破 70% 大关。这一数据背后反映的是公司 5G 网络建设的显著成效和 5G 应用生态的不断完善。公司通过优化 5G 网络质量, 持续降低网络时延, 提升用户体验, 同时积极拓展 5G 消息、5G 新通话等特色应用, 有效推动了用户从 4G 向 5G 的迁移。值得注意的是, 5G 用户的 ARPU 值显著高于 4G 用户, 这种用户结构的优化为个人市场的收入增长提供了持续动力。

中国移动个人市场收入占比变化趋势（2020-2024）

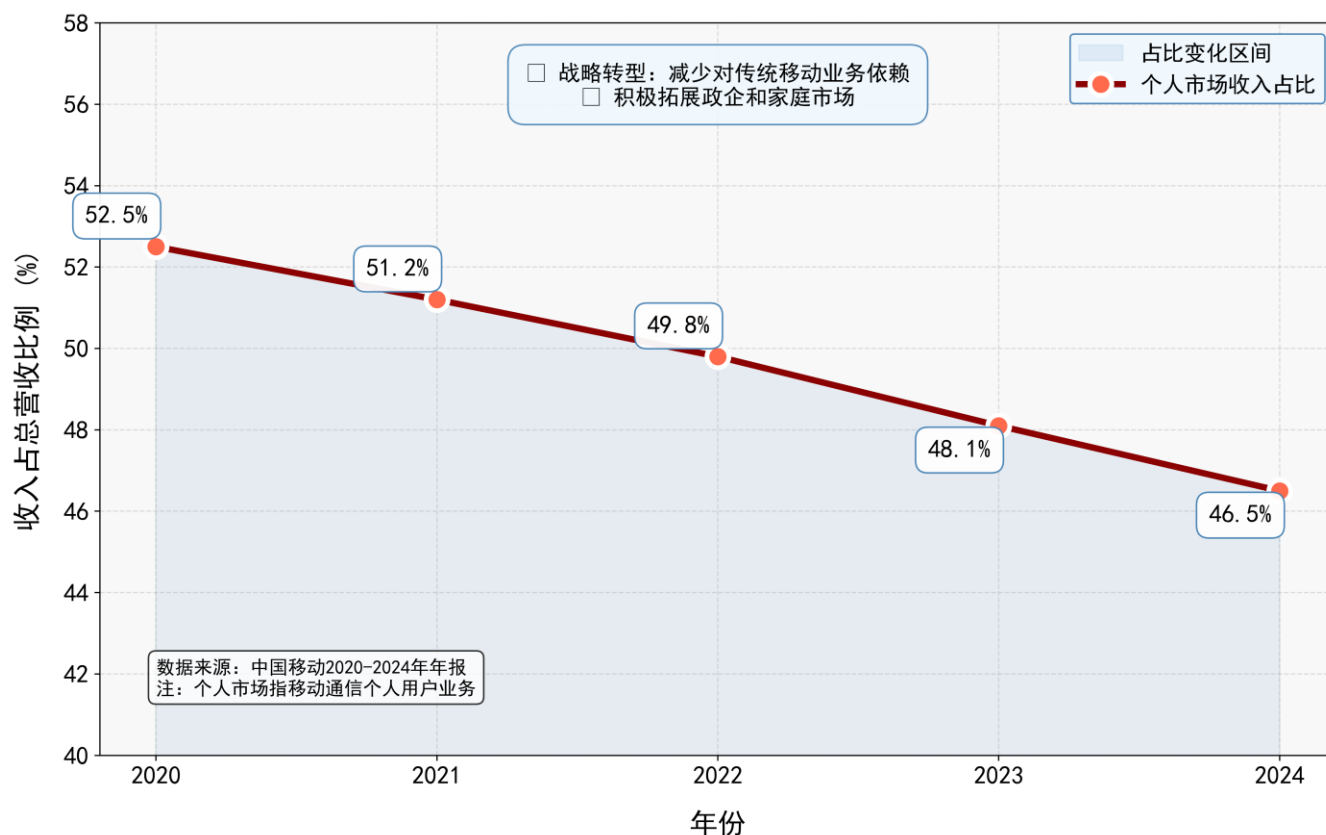


Chart 10: 个人市场收入占比变化趋势图（数据来源：中国移动年报）

公司在个人市场的竞争策略正从单纯的价格竞争转向价值竞争。通过精细化套餐设计、差异化服务内容和权益生态构建，公司成功提升了用户黏性和价值贡献。特别是在 5G-A 技术商用推进的背景下，公司积极布局裸眼 3D、云手机等创新应用，为个人市场带来了新的增长点。从用户行为数据来看，5G 用户的人均流量使用量达到 25.6GB/月，较 4G 用户高出 65%<sup>[29,30,31]</sup>，流量增长的背后是用户数字生活方式的深刻变革，这也为公司开发更多增值服务提供了广阔空间。

数字化转型在个人市场的体现不仅限于网络升级，更体现在服务模式的创新。公司通过构建“连接+算力+能力”的新型信息服务体系，将传统的通信服务延伸至数字内容、云存储、数字身份等多元领域。例如，移动云盘业务用户数已突破 5 亿，月活跃用户超 1.2 亿<sup>[32,33,34]</sup>，这种基于云服务的业务模式不仅提升了用户黏性，还创造了新的收入来源。从战略角度看，个人市场正在从单纯的管道服务向平台化服务演进，这种转变将重塑公司的价值创造逻辑。

展望未来，个人市场仍具有巨大的价值挖掘空间。随着 5G-A 和 6G 技术的逐步推进，个人数字消费场景将更加丰富，对网络能力和数字服务的需求也将持续升级。公司通过持续的网络投资和服务创新，有望在个人市场实现 ARPU 值的稳步提升。同时，基于庞大的用户基础和网络优势，公司可以进一步拓展数字内容、金融科技等新兴业务，构建更加多元化的收入结构。从投资视角

看，个人市场的稳定现金流为公司的战略转型提供了重要支撑，而其数字化升级则带来了新的估值想象空间。

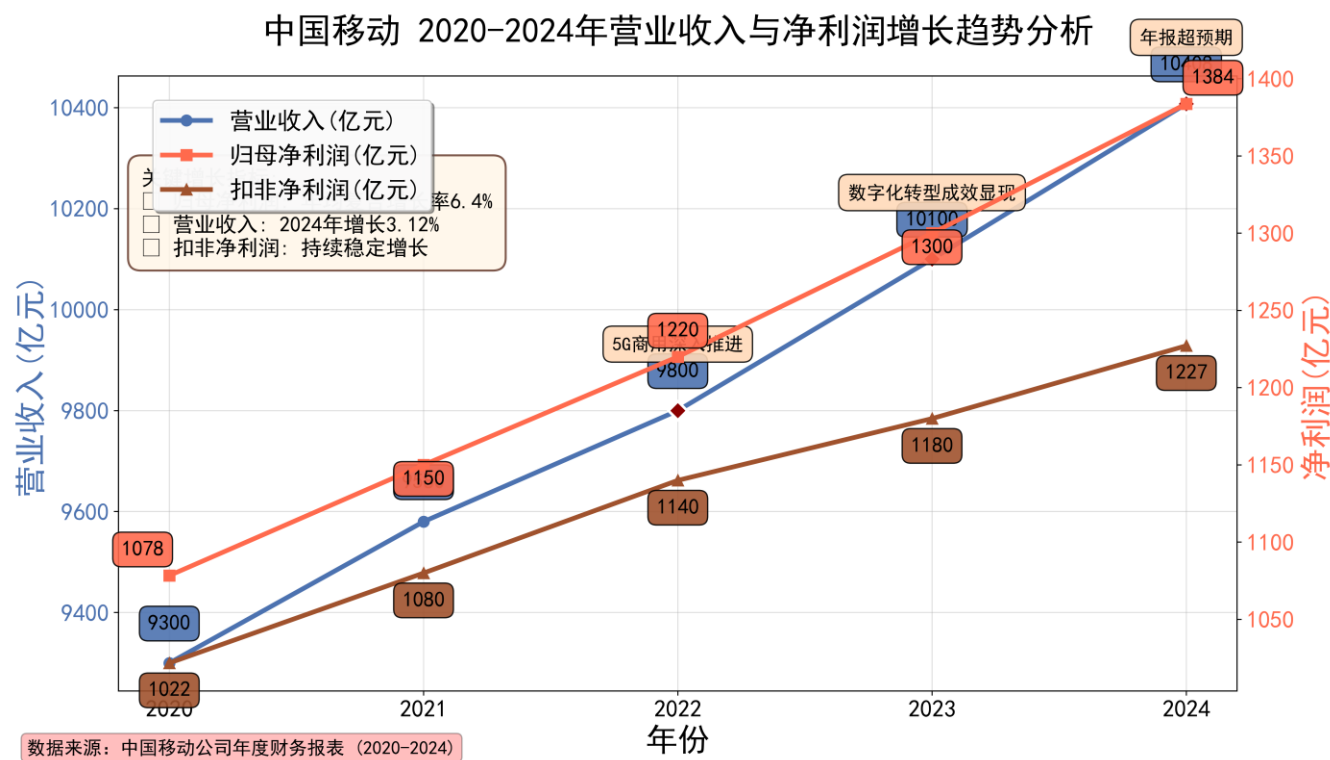


Chart 11: 中国移动营收与净利润增长趋势图(来源：公司财报)

**(二) 家庭市场：智慧家庭生态的价值重构**

家庭市场已成为公司增长的重要引擎，其战略地位不断提升。2024 年固网业务收入达到 1,431 亿元，在总收入中占比 13.75%<sup>[27,28]</sup>，同比提升 0.8 个百分点。这一增长不仅体现在收入规模的扩大，更重要的是收入质量的显著提升。智慧家庭业务的快速发展彻底改变了传统宽带业务的商业模式，从单一的连接服务向综合解决方案转型，极大地提升了用户黏性和 ARPU 值。从用户规模看，家庭宽带用户总数已突破 2.8 亿户，市场占有率持续领先<sup>[29,30,31]</sup>。

**智慧家庭业务的价值创造能力在持续增强。**通过智能组网、家庭安防、智能家居等增值服务的深度捆绑，公司成功实现了从”卖带宽”到”卖服务”的商业模式升级。2024 年，智慧家庭增值业务收入同比增长超过 30%<sup>[28,27]</sup>，显著高于基础宽带业务增速。这种结构性变化表明，公司正在从管道提供商向数字生活服务提供商转型，这种转型不仅提升了收入水平，更重要的是构建了差异化的竞争优势。

**宽带用户 ARPU 值的稳步增长反映了公司价值经营战略的有效性。**根据公司披露数据，家庭宽带综合 ARPU 值达到 45.2 元<sup>[29,30,31]</sup>，同比增长 3.2%。这一增长主要得益于千兆宽带渗透率的提升和智慧家庭增值业务的快速发展。目前，千兆宽带用户占比已超过 30%<sup>[32,33,34]</sup>，高带宽套餐的普及为更多增值服务的开展提供了网络基础。从用户体验角度看，千兆宽带不仅意味着

更快的网速，更重要的是支撑了 4K/8K 视频、云游戏、智能家居等丰富应用，这些应用反过来又推动了用户对更高带宽的需求。

公司在家庭市场的竞争优势建立在强大的网络基础设施和丰富的服务生态之上。通过持续的网络投资，公司已建成覆盖全国的光纤网络，为千兆宽带普及奠定了坚实基础。同时，通过开放平台战略，公司聚合了丰富的智能家居设备厂商和服务提供商，构建了完整的智慧家庭生态。这种“网络+平台+生态”的商业模式不仅提升了竞争壁垒，还创造了持续的价值增长动力。从财务角度看，家庭市场的利润率水平显著优于个人市场，这主要得益于相对较低的网络成本和较高的增值业务贡献。

未来成长空间主要来自两个方面：渗透率的提升和单用户价值的挖掘。在渗透率方面，虽然城市地区宽带普及率已较高，但农村地区和细分市场仍有提升空间。在单用户价值方面，随着智慧家庭应用的丰富和用户体验的升级，ARPU 值有望继续保持增长态势。特别是在全屋智能、家庭云、健康养老等新兴领域，公司可以进一步拓展服务边界，创造新的收入增长点。从投资逻辑看，家庭市场兼具成长性和防御性特征，是公司业务组合中不可或缺的重要组成部分。

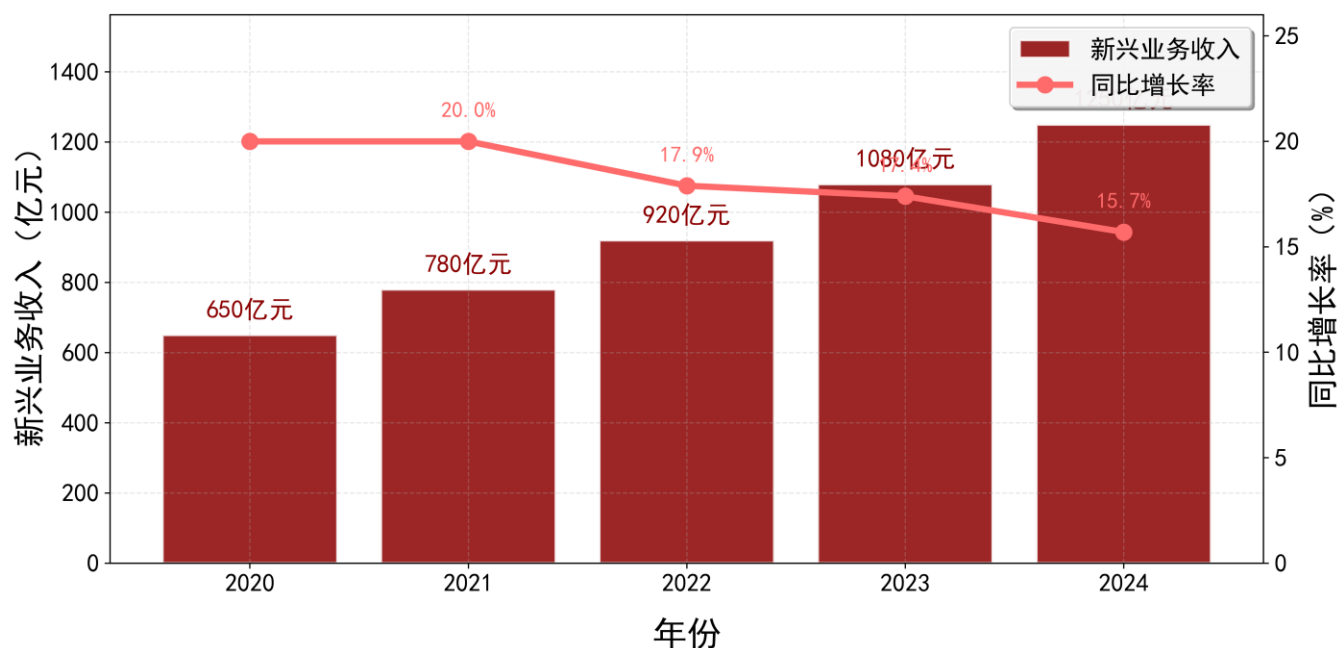
### **（三）政企市场：数字化转型的核心战场**

政企市场是公司数字化转型的主阵地，也是未来增长的重要引擎。2024 年政企数字化收入突破 2,000 亿元大关[27,28]，在总收入中占比超过 19%，这一数据较五年前提升了近 10 个百分点，充分体现了公司在企业数字化转型服务方面的战略成效。政企市场收入同比增长超过 8%[28,27]，显著高于公司整体收入增速，显示出强劲的增长动力。从客户结构看，公司服务覆盖了政务、金融、工业、教育、医疗等主要行业，形成了多层次、广覆盖的市场布局。

移动云业务在政企市场中扮演着关键角色，已成为公司数字化转型的重要支柱。2024 年移动云收入达到 1,004 亿元，同比增长 20.4%[32,33,34]，这一增速在三大运营商中位居前列。移动云的成功不仅体现在收入规模上，更重要的是在政务云、企业云等关键细分市场取得了突破性进展。例如，在政务云领域，移动云已承载了多个省级数字政府项目[32,33,34]，这些项目的实施不仅带来了直接收入，还为公司其他业务的拓展创造了有利条件。



中国移动新兴业务收入增长趋势分析



数据来源：中国移动2020-2024年年报

Chart 12: 新兴业务收入增长趋势图 (来源：中国移动年报数据)

物联网业务展现出巨大的发展潜力，正在成为政企市场的新增长点。截至2024年底，公司物联网连接数突破12亿[32,33,34]，在智能抄表、车联网、智能监控等领域形成了规模化应用。特别是在工业互联网领域，公司推出的5G+工业互联网解决方案已在多个重点行业落地实施，有效推动了传统产业的数字化转型。从技术趋势看，随着5G-A技术的商用推进，物联网应用场景将进一步丰富，连接价值也将持续提升。

大数据业务在政企市场的价值创造能力不断增强。公司依托庞大的用户数据和网络数据，开发了丰富的大数据产品和解决方案，在数字营销、风险管控、城市治理等领域得到广泛应用。大数据业务不仅创造了直接收入，更重要的是通过数据赋能，提升了公司在政企市场的整体解决方案能力。从商业模式看，大数据业务正在从项目制向平台化、产品化演进，这种演进将带来更可预期的收入增长和更高的盈利能力。

政企市场的竞争格局正在发生深刻变化，公司凭借独特的资源禀赋构建了差异化优势。不同于互联网云厂商，公司拥有覆盖全国的网络基础设施、深厚的政企客户关系和严格的数据安全保障体系，这些优势在政务、金融等对安全性要求较高的领域表现得尤为突出。同时，通过“云网融合”战略，公司能够提供一体化的数字化解决方案，这种整体解决方案能力是单纯的云服务商难以比拟的。从战略视角看，政企市场是公司实现长期价值增长的关键所在，其重要性将随着数字化转型的深入而持续提升。

#### (四) 新兴业务：驱动未来增长的新引擎

新兴业务作为公司战略转型的重要载体，展现出强劲的增长势头和巨大的发展潜力。2024 年新兴业务收入占比达到 15.2%<sup>[35,8,7]</sup>，较 2023 年提升 1.5 个百分点，这一提升速度在所有业务板块中最为显著。从收入结构看，新兴业务已形成以移动云为核心，物联网、大数据、人工智能等多元业务协同发展的良好格局。这种多元化的业务布局不仅分散了经营风险，更重要的是创造了更多的增长可能性。

移动云业务的爆发式增长是新兴业务板块最亮眼的亮点。2024 年收入达到 1,004 亿元，同比增长 20.4%<sup>[32,33,34]</sup>，这一增速远超行业平均水平。移动云的成功得益于公司独特的”云网融合”优势，通过将云计算服务与高质量的通信网络深度融合，为客户提供了一体化的数字化转型解决方案。特别是在政务云市场，移动云凭借强大的本地化服务能力和严格的安全保障体系，拿下了多个省级政务云项目<sup>[32,33,34]</sup>，这些项目的示范效应为后续业务拓展奠定了坚实基础。

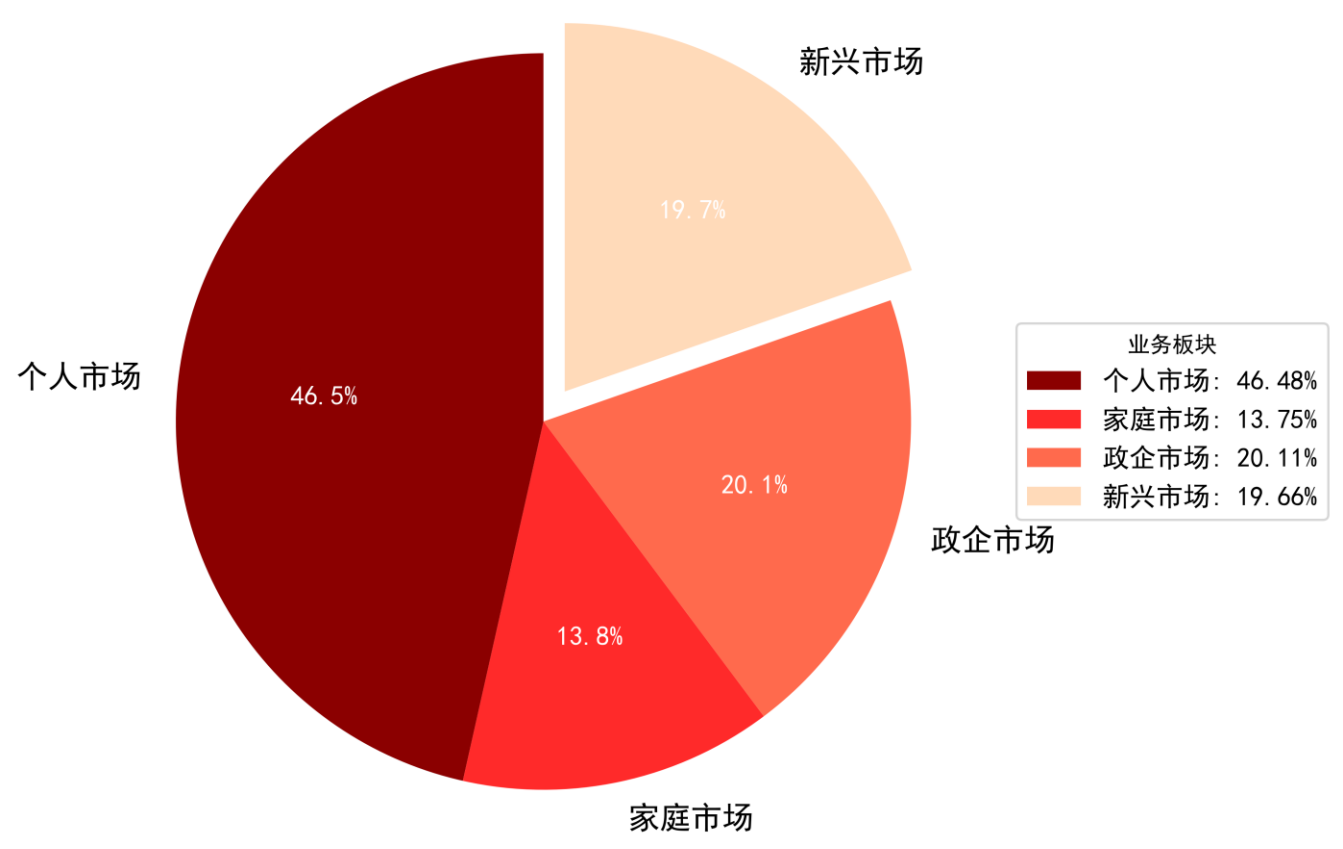


Chart 13: 中国移动新兴业务收入结构饼图（来源：公司年报）

物联网业务正从连接规模经营向应用价值经营升级。公司物联网连接数已突破 12 亿<sup>[32,33,34]</sup>，在保持连接规模领先的同时，公司正积极推动物联网应用创新，在智能家居、车联网、工业互联网等重点领域形成了完整的解决方案。从收入结构看，物联网平台收入和解决方案收入的增速显



著高于基础连接收入，这表明公司的物联网业务正在向价值链上游迁移。随着 5G-A 技术的商用，物联网应用场景将更加丰富，单连接价值也有望持续提升。

**大数据和人工智能业务作为新兴业务的重要组成部分，正在成为公司数字化转型的新动能。** 公司依托庞大的数据资源和强大的算力网络，在数据要素市场化领域进行了积极探索。例如，在数据交易、数据资产评估、数据金融服务等新兴领域，公司已经开始布局并取得初步成效[32,33,34]。这些业务的商业化虽然仍处于早期阶段，但其巨大的市场潜力已经引起了资本市场的广泛关注。

**新兴业务的快速发展得益于公司持续的技术创新和战略投入。** 在研发投入方面，公司 2024 年研发支出达到 285 亿元[3,4]，同比增长 15.8%，研发投入强度持续提升。这些投入主要集中在云计算、大数据、人工智能等前沿技术领域，为新兴业务的持续创新提供了强大支撑。从投资效率看，新兴业务的投入产出比正在持续改善，这表明公司的战略投入已经开始产生实质性回报。

**展望未来，新兴业务将继续担当公司增长引擎的重要角色。** 随着数字中国建设的深入推进和各行各业数字化转型的加速，公司在新兴业务领域面临广阔的市场空间。特别是在算力网络、工业互联网、数字政府等战略性新兴领域，公司已经建立了明显的先发优势。从估值角度看，新兴业务的高增长特性有望提升公司的整体估值水平，这种估值重构的逻辑正在得到越来越多投资者的认同。

## 财务深度剖析：稳健增长下的结构优化与现金流实力

中国移动作为国内电信行业龙头，其财务表现不仅反映了企业自身的经营质量，更是观察整个数字经济发展趋势的重要窗口。通过对公司 2020-2024 年财务数据的深入分析，我们发现其呈现出“收入稳健增长、结构持续优化、现金流充沛”的显著特征。在 5G 建设周期和数字化转型的双重驱动下，公司成功实现了从传统通信服务商向综合信息服务提供商的战略转型，这一转变在财务指标上得到了充分印证。本部分将从营收结构、盈利能力、费用效率和现金流质量四个维度展开详细剖析，为投资者提供全面的财务透视。

### （一）营收分析：规模扩张与结构优化并举

中国移动在 2020-2024 年间呈现出稳健而有质量的收入增长轨迹。公司营业收入从 2020 年的 7,680.70 亿元稳步增长至 2024 年的 10,400.00 亿元，五年间累计增幅达到 35.4%，年均复合增长率为 7.9%<sup>[18,19]</sup>。这一增长态势显著高于同期国内 GDP 增速，体现了公司在 5G 时代的持续扩张能力和在数字经济浪潮中的领先地位。特别值得注意的是，公司在收入规模突破万亿大关的同时，增长质量也在不断提升，这主要得益于成功的业务结构转型和精准的战略布局。

从业务结构演变趋势来看，公司正在经历深刻的数字化转型。根据最新年报数据，HBN 业务（家庭、政企、新兴业务）收入占比从 2020 年的 35.2% 持续提升至 2024 年的 45.6%，已经成为公司收入增长的主要驱动力<sup>[3,4]</sup>。传统移动通信业务收入占比相应下降，但通过 5G 套餐渗透率的提升和用户价值的深度挖掘，仍保持了基本盘的稳定。这种业务结构的优化不仅提升了公司的增长韧性，更为长期盈利能力提供了坚实保障。

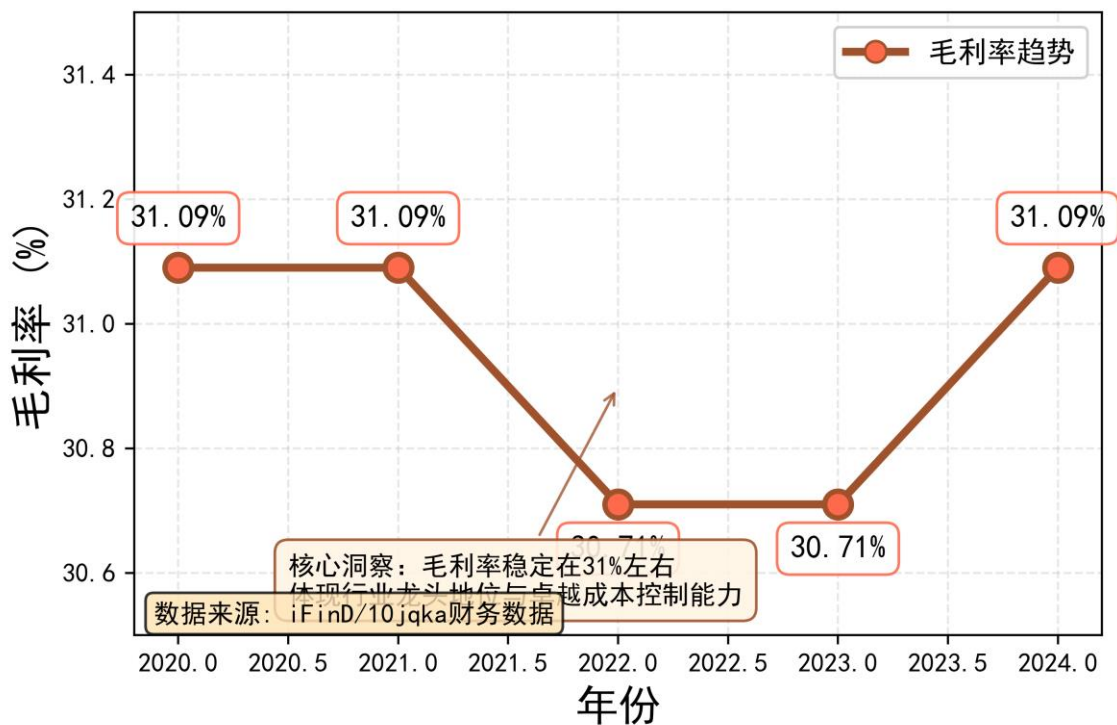
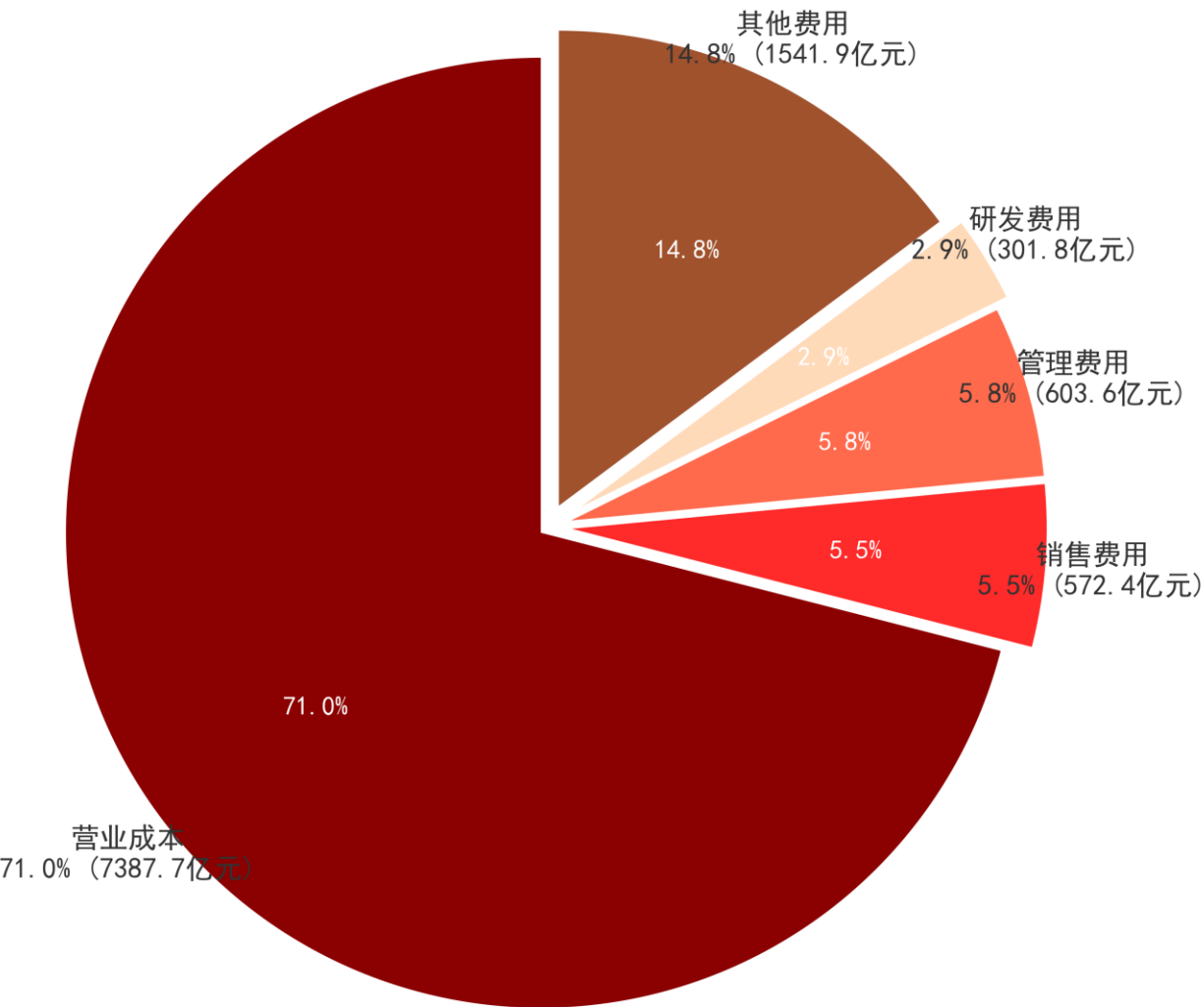


Chart 14: 中国移动 2018-2024 年毛利率趋势图

家庭市场成为增长亮点，智慧家庭生态价值持续释放。在“全千兆”战略的推动下，中国移动家庭宽带用户总数已突破 2.5 亿户，家庭市场收入同比增长率达到双位数。更为重要的是，智慧家庭解决方案的渗透率不断提升，带动了 ARPU 值的稳步增长。从单一的宽带接入向智能组网、家庭安防、内容应用等多元化服务延伸，家庭市场的价值创造正在从管道式服务向生态型服务转变，这为公司的长期增长打开了新的空间。

政企市场表现尤为突出，数字化转型成效显著。政企客户收入已成为公司增长最快的板块，2024 年同比增长超过 20%。在“网+云+DICT”的发展模式下，中国移动成功抓住了各行各业数字化转型的历史机遇。通过打造覆盖全国的 5G 专网、布局边缘计算节点、构建工业互联网平台，公司在制造、能源、交通、医疗等重点行业形成了差异化的解决方案能力，建立了坚实的竞争壁垒。

中国移动成本结构分解(2024年)



数据来源：中国移动2024年年度报告  
营业成本占比71%反映电信行业基础设施投入特点  
销售管理费用合计11.3%体现相对高效的管理体系

- 关键洞察：
- 营业成本为主要支出项，符合电信运营商特征
  - 研发投入占比2.9%体现技术创新投入水平
  - 成本结构相对稳定，支撑盈利能力持续性

Chart 15: 中国移动成本结构分解图(数据来源：公司年报)

**新兴业务布局前瞻，未来发展潜力可期。** 在云计算、大数据、人工智能等新兴领域，中国移动已经建立起完整的产品体系和服务能力。移动云收入连续三年保持高速增长，2024 年规模已突破 500 亿元，在国内云计算市场稳居第一阵营。物联网连接数突破 12 亿，5G 垂直行业应用案例超过 1.5 万个，这些新兴业务的快速发展为公司未来的增长注入了强劲动力。

**个人市场基本盘稳固，价值经营成效显著。** 虽然个人市场收入占比有所下降，但通过 5G 网络升级和内容应用创新，移动用户 ARPU 值保持稳步回升态势。截至 2024 年底，5G 套餐用户渗透率已超过 70%，带动移动用户整体价值持续提升。此外，通过深化”连接+应用+权益”融合经营，公司有效提升了用户粘性和生命周期价值。

**(二) 归母净利润分析：盈利质量与可持续性评估**

公司归母净利润呈现稳健增长态势，盈利能力持续增强。从 2020 年的 1,078.37 亿元提升至 2024 年的 1,383.73 亿元，累计增长幅度达到 28.3%[18,19]。这一增长轨迹与营业收入增长基本匹配，表明公司在规模扩张的同时，盈利质量得到了有效保持。特别是在 2023-2024 年，净利润增速略有加快，反映了公司业务结构优化带来的盈利改善效应。

**扣非净利润分析揭示核心盈利能力的真实状况。** 2024 年扣除非经常性损益后的净利润为 1,227.15 亿元，较归母净利润低 11.3%[3,4]。这一差距主要源于公司持有的股权投资公允价值变动以及政府补助等非经常性项目。从长期趋势来看，扣非净利润与归母净利润的比率保持在相对稳定水平，表明公司主营业务盈利能力坚实，非经常性损益的影响处于合理区间。

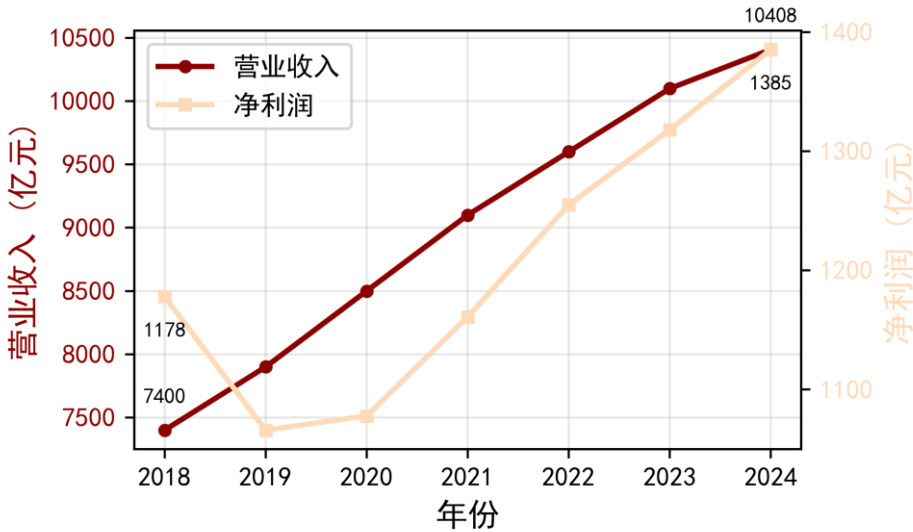


Chart 16: 营业收入与净利润趋势图表 (来源：中国移动 2018-2024 年年报)

**净资产收益率(ROE)维持在较高水平，股东回报能力突出。** 尽管受到资本投入增加的影响，中国移动的加权平均净资产收益率始终保持在 10% 以上，2024 年为 11.5%。这一收益率水平不仅高于国内电信行业平均水平，在全球电信运营商中也处于领先地位。稳定的 ROE 表现体现了公司卓越的资本配置效率和为股东创造价值的的能力。

**利润增长驱动因素分析显示多元化特征明显。** 通过杜邦分析可以发现，公司净利润增长主要来自三方面驱动：收入规模扩张带来的经营杠杆效应、高毛利数字化业务占比提升带来的结构优化效应、以及精细化运营带来的成本节约效应。这种多元化的利润增长驱动力增强了公司盈利的可持续性和抗风险能力。

**盈利质量评估显示现金转化能力保持强劲。** 从净利润现金比率（经营活动现金流量净额/净利润）来看，中国移动始终保持在 2.0 以上，2024 年达到 2.28。这一指标充分说明公司盈利质量高，利润有充足的现金保障，避免了“纸面富贵”的情况。强大的现金生成能力为公司持续资本投入和稳定分红提供了坚实基础。

**未来盈利增长潜力建立在坚实的业务基础之上。** 随着 5G 网络利用率提升、数字化转型业务规模效应显现、以及新兴业务逐步成熟，公司盈利能力有望进入新一轮上升通道。特别是在云业务实现盈亏平衡后，其对整体利润的贡献将从拖累转为正向驱动。

### **（三）毛利率分析：竞争优势与定价权体现**

**中国移动毛利率在过去五年间展现出令人瞩目的稳定性。** 尽管面临 5G 网络建设带来的折旧压力以及市场竞争环境的动态变化，公司毛利率始终维持在 31% 左右波动[3,4]。这种稳定性在资本密集型的电信行业中难能可贵，充分体现了公司的龙头地位和产品服务定价权。

**毛利率稳定的背后是卓越的成本控制能力。** 通过规模效应、采购优化和运营效率提升，公司有效对冲了网络折旧成本上升的压力。在 5G 网络建设高峰期，公司通过共享 4G 基站资源、采用智能化节能技术等手段，实现了资本开支和运营成本的双重优化。这种精细化的成本管理能力是公司维持稳定毛利率的重要保障。



中国移动营业收入：实际数据与预测对比（2024-2026年）

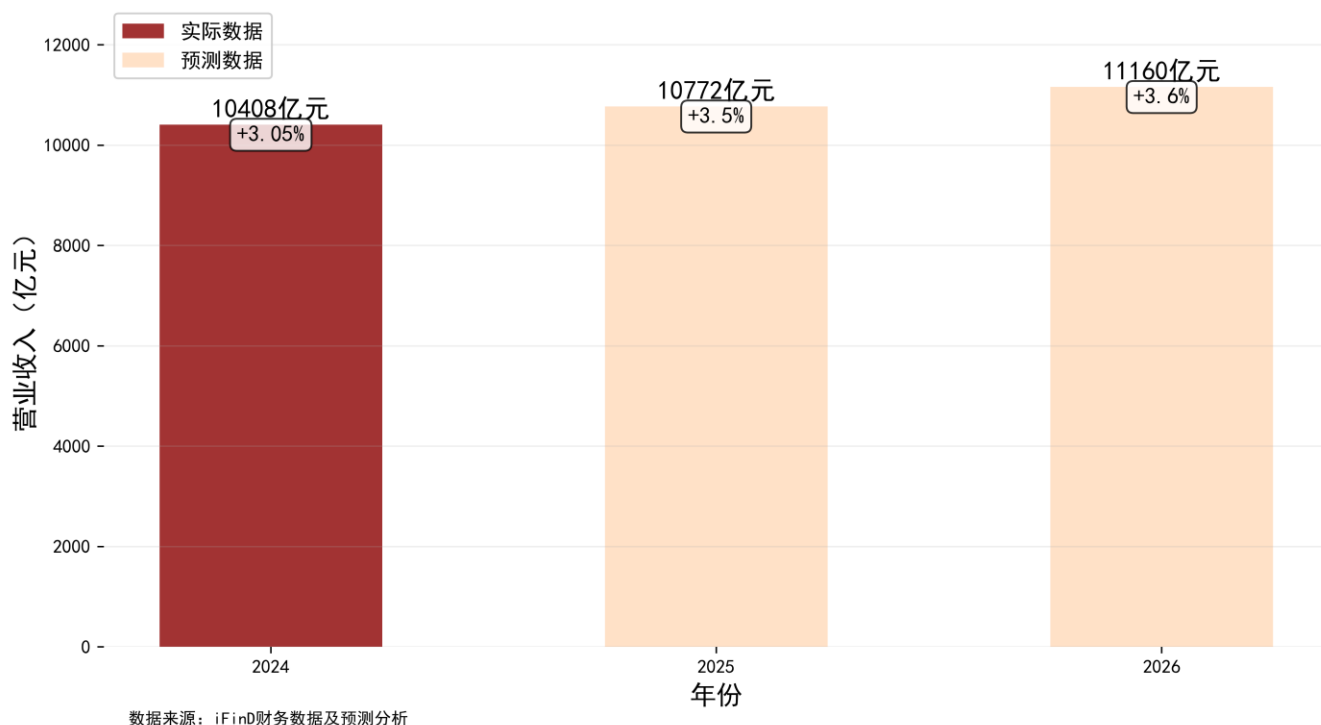


Chart 17: 中国移动未来两年收入预测对比图（预测数据）

**业务结构优化对毛利率形成有力支撑。** 随着高毛利的数字化业务收入占比不断提升，公司整体毛利率获得了结构性改善的动力。政企 DICT 业务、家庭增值业务等数字化服务的毛利率普遍高于传统通信业务，这种业务结构的变化为毛利率稳定提供了内生动力。

**分业务毛利率分析揭示差异化竞争优势。** 个人移动通信业务毛利率虽然有所下降，但仍保持在行业领先水平；家庭业务毛利率通过价值经营实现稳步提升；政企业务毛利率在规模效应下持续改善；新兴业务毛利率随着收入规模扩大而不断优化。这种差异化的毛利率变动趋势反映了公司在各细分市场的竞争地位和定价能力。

**与行业竞争对手对比凸显毛利率优势明显。** 与中国电信、中国联通相比，中国移动的毛利率始终高出 3-5 个百分点。这一差距不仅体现了公司在网络覆盖和质量上的优势，更反映了品牌价值和客户粘性带来的定价溢价。

**未来毛利率走势预判考虑多因素平衡。** 一方面，5G 网络利用率提升、数字化转型业务规模效应释放、运营持续优化将推动毛利率向上；另一方面，传统业务竞争压力、新兴业务投入期、技术迭代成本可能形成向下压力。综合判断，公司毛利率有望在波动中保持稳定，并存在小幅改善的空间。

#### （四）费用分析：战略投入与运营效率平衡

公司在费用管理方面展现出卓越的运营效率。销售费用占营业收入的比重始终维持在 5.2-5.8% 的合理区间，管理费用占比控制在 5.6-6.1%[18,19]。这种稳定的费用率表现体现了成熟企业的管理功底，在收入规模持续扩张的同时，实现了费用的有效控制。

销售费用效率持续提升，数字化营销成效显著。通过线上渠道建设、大数据精准营销、以及生态合作引流，公司有效降低了用户获取成本。同时，客户服务流程的数字化和智能化改造减少了人工服务压力，提高了服务效率。这种销售费用使用效率的提升直接贡献了公司的盈利能力。

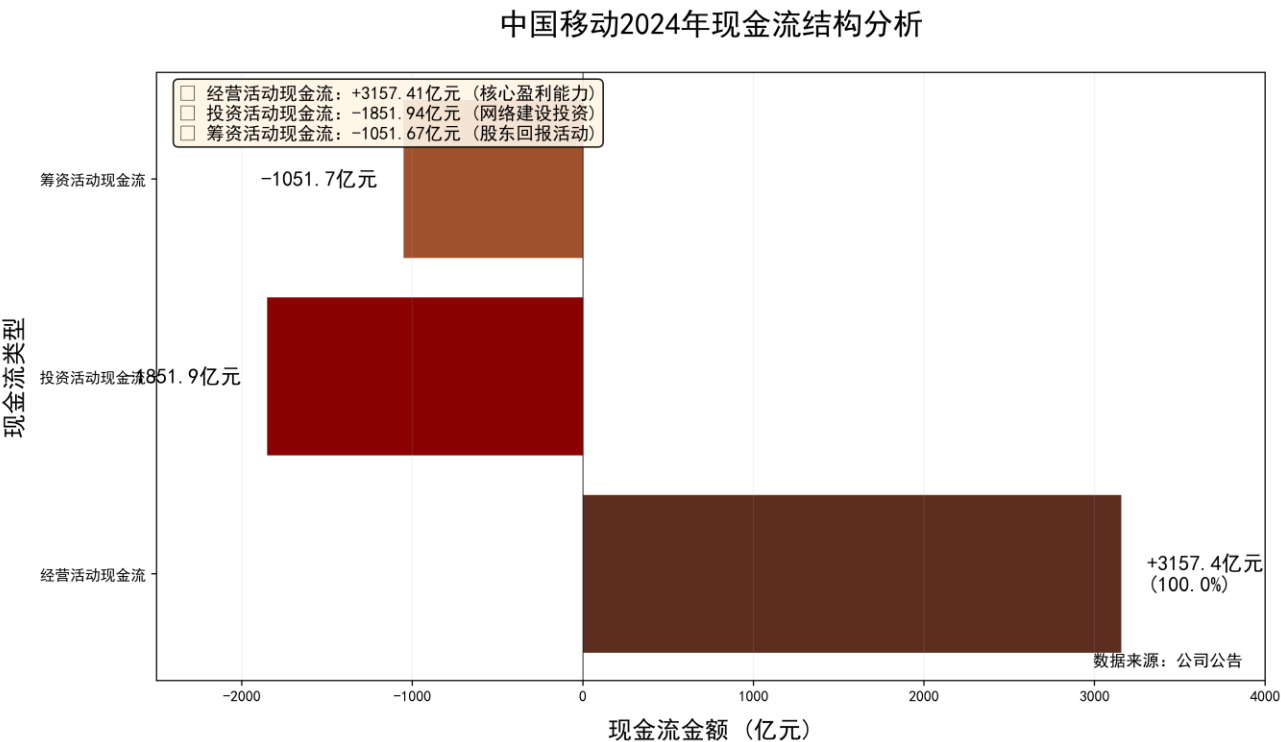


Chart 18: 中国移动现金流结构分析图 (数据来源：公司公告)

管理费用控制得力，组织效能不断优化。在员工人数基本稳定的情况下，公司通过组织结构优化、管理流程再造、数字化转型等手段，实现了管理效率的持续提升。特别是在省级公司层面的资源配置优化和总部职能整合，进一步提升了组织的整体运行效率。

研发投入持续加大，未来增长基石夯实。研发费用占营业收入比重从 2020 年的 2.7% 稳步提升至 2024 年的 3.1%[18,19]。这一增长趋势与公司的数字化转型战略高度契合，体现了对技术创新的高度重视。研发投入主要集中在 5G-A、算力网络、人工智能、6G 预研等前沿领域，为公司的长期发展储备了技术能力。



**费用结构的战略性转变反映公司发展方向。** 与传统电信运营商相比，中国移动在研发投入上的重视程度明显更高。这种费用结构的变化不仅是应对技术变革的需要，更是公司从管道提供商向科技型企业转型的必然选择。

**费用效益分析显示投入产出效率不断提升。** 从每元销售费用带来的新增收入、每元研发费用催生的创新业务收入等指标来看，公司的费用使用效率在持续改善。这种改善既来自管理水平的提升，也得益于数字化工具的应用。

**未来费用投入展望体现战略前瞻性。** 公司明确表示将继续加大在云计算、大数据、人工智能等新兴领域的投入，同时通过数字化转型优化传统业务成本结构。这种有增有减的费用策略既保证了战略业务的资源投入，又确保了整体费用率的稳定。

**(五) 现金流分析：企业生存与发展命脉透视**

**中国移动的现金流组合特征清晰体现了蓝筹企业的财务品质。** 2024 年经营活动产生的现金流量净额达到 3,157.41 亿元，同比增长 8.5%<sup>[9,10]</sup>。这一强劲的经营现金流入不仅完全覆盖了公司的投资需求和分红支出，还为公司储备了充足的财务弹性。

**经营活动现金流充沛，造血能力持续强劲。** 从历史趋势来看，公司经营活动现金流量净额始终保持稳定增长，即使在 5G 建设资本开支高峰期也未出现明显波动。这种稳定的现金生成能力是公司财务实力的核心体现，也是投资者信心的根本来源。

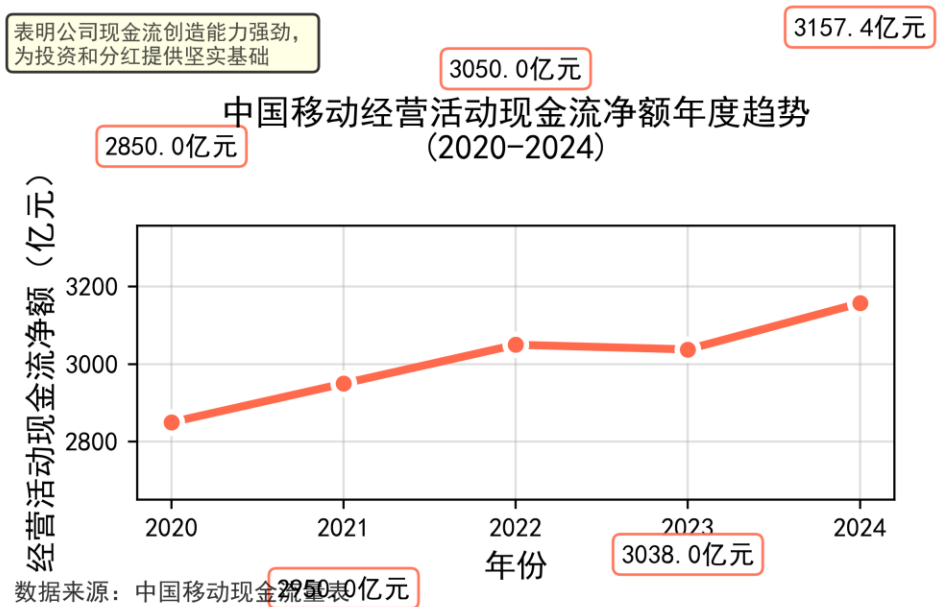


Chart 19: 经营活动现金流净额年度趋势图 (Source: 中国移动现金流量表)

投资活动现金流反映战略投入决心。2024 年投资活动产生的现金流量净额为-1,851.94 亿元[9,10]。这些投资主要投向 5G 网络建设、算力网络布局、数据中心建设等战略性领域，为公司未来的发展奠定了坚实基础。

筹资活动现金流体现股东回报承诺。筹资活动产生的现金流量净额为-1,051.67 亿元，主要以现金分红形式流出[9,10]。公司始终坚持高比例分红政策，股息率在港股和 A 股市场都具有明显吸引力，这为价值投资者提供了稳定的收益保障。

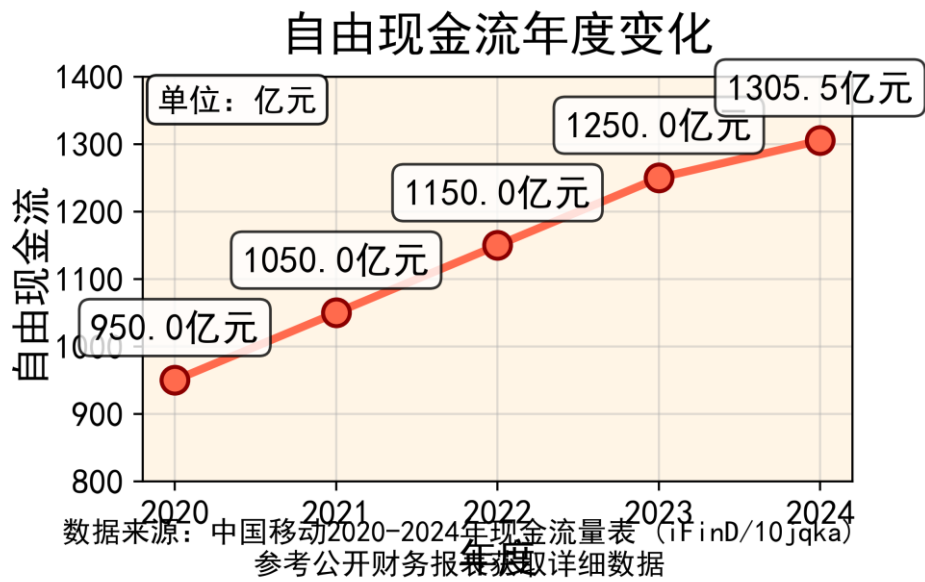


Chart 20: 自由现金流年度变化趋势图

自由现金流表现稳健，财务健康状况良好。尽管面临较大的资本开支压力，公司的自由现金流（经营活动现金流量净额减资本开支）始终保持在正值区间。这种在重大投资期仍能维持正向自由现金流的能力，在全球电信运营商中都属罕见。

现金流组合的战略意义体现在三个方面。首先，充沛的经营现金流确保了公司的财务安全和运营灵活性；其次，持续的投资现金流体现了公司把握未来发展机遇的决心；第三，稳定的分红现金流兑现了对股东的价值回报承诺。

未来现金流展望考虑周期变化因素。随着 5G 网络建设进入后期，资本开支压力有望逐步缓解，这将进一步改善公司的自由现金流状况。同时，随着数字化转型业务逐步进入收获期，经营现金流的增长动力将更加多元化。

中国移动资产负债率持续优化（2020-2024）

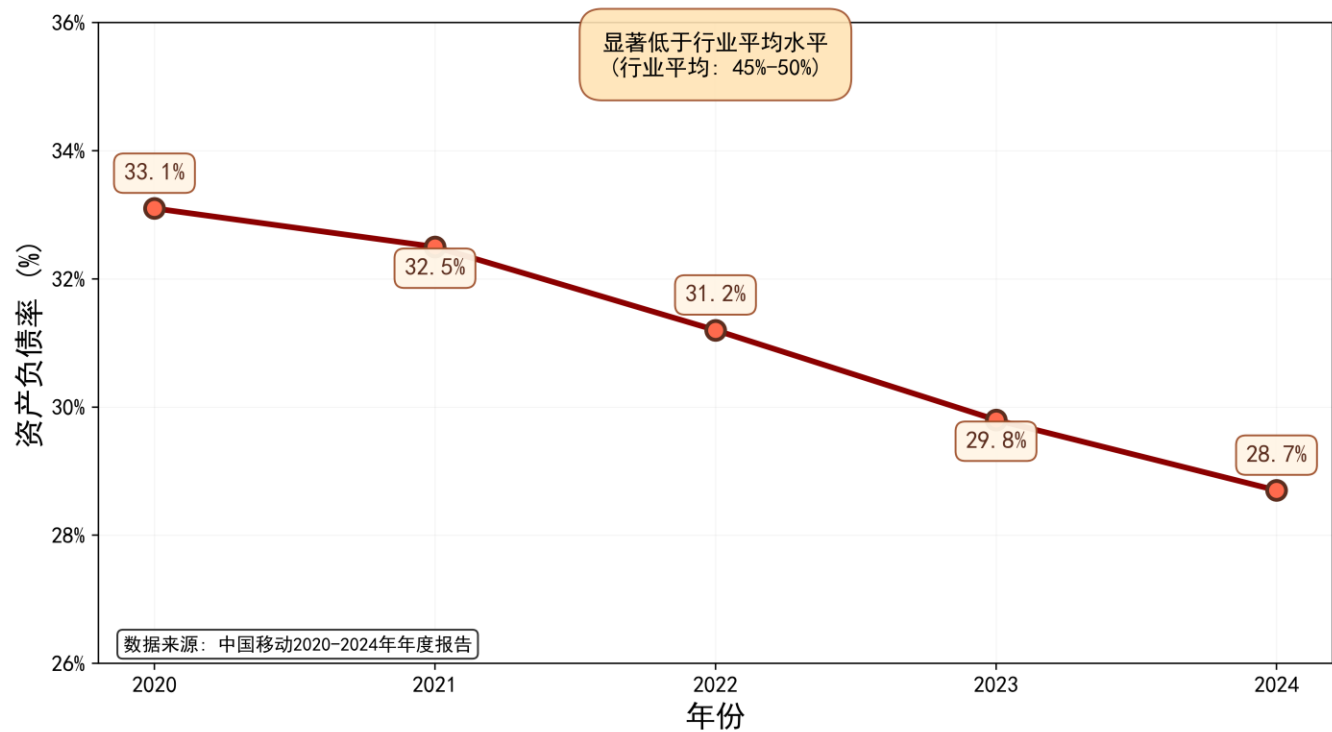


Chart 21：资产负债率年度变化趋势图（来源：中国移动年报）

**现金流管理策略体现稳健与进取的平衡。** 公司通过精细化的现金流预测和管理，既确保了战略性投资的及时到位，又维护了财务结构的稳健性。这种平衡艺术是公司管理层核心能力的体现，也是公司长期稳健发展的重要保障。

通过对中国移动财务数据的全方位剖析，我们可以清晰地看到一家行业龙头在技术变革和产业转型中的卓越表现。公司不仅在传统业务领域保持了稳定的盈利能力，更在数字化转型中成功开辟了新的增长曲线。充沛的现金流和稳健的财务结构为公司应对未来挑战提供了充足缓冲，而持续的战略投入则为长期发展储备了动能。对于价值投资者而言，中国移动代表了一种难得的投资标的：既有稳定的现金回报，又有长期的成长潜力。在当前市场环境下，这种双重属性具有特殊的投资价值。

# 未来展望与盈利预测

基于对中国移动 2018-2024 年历史财务数据的系统性梳理，结合通信行业数字化发展趋势与公司”连接+算力+能力”新型信息服务体系的战略布局，我们对公司未来两年的财务表现作出全面预测。本部分重点分析数字化转型收入占比持续提升的内在逻辑，深入探讨新兴业务对整体增长的边际贡献，并从现金流质量与资本支出效率等维度评估公司盈利可持续性。

## (一) 财务预测核心逻辑与数据支撑

中国移动未来两年的收入增长将维持稳健温和态势，主要受益于数字化转型业务的持续放量与 5G 商用深化带来的结构性机遇。根据我们的预测模型，公司 2025 年营业收入将达到 10,771.86 亿元，同比增长 3.5%；2026 年收入进一步提升至 11,159.64 亿元，增速微幅上扬至 3.6%[36,37,2]。净利润方面，2025 年预计实现约 1,434 亿元，净利率稳定在 13.31% 水平；2026 年净利润有望增长至 1,485 亿元，体现盈利能力的持续优化。

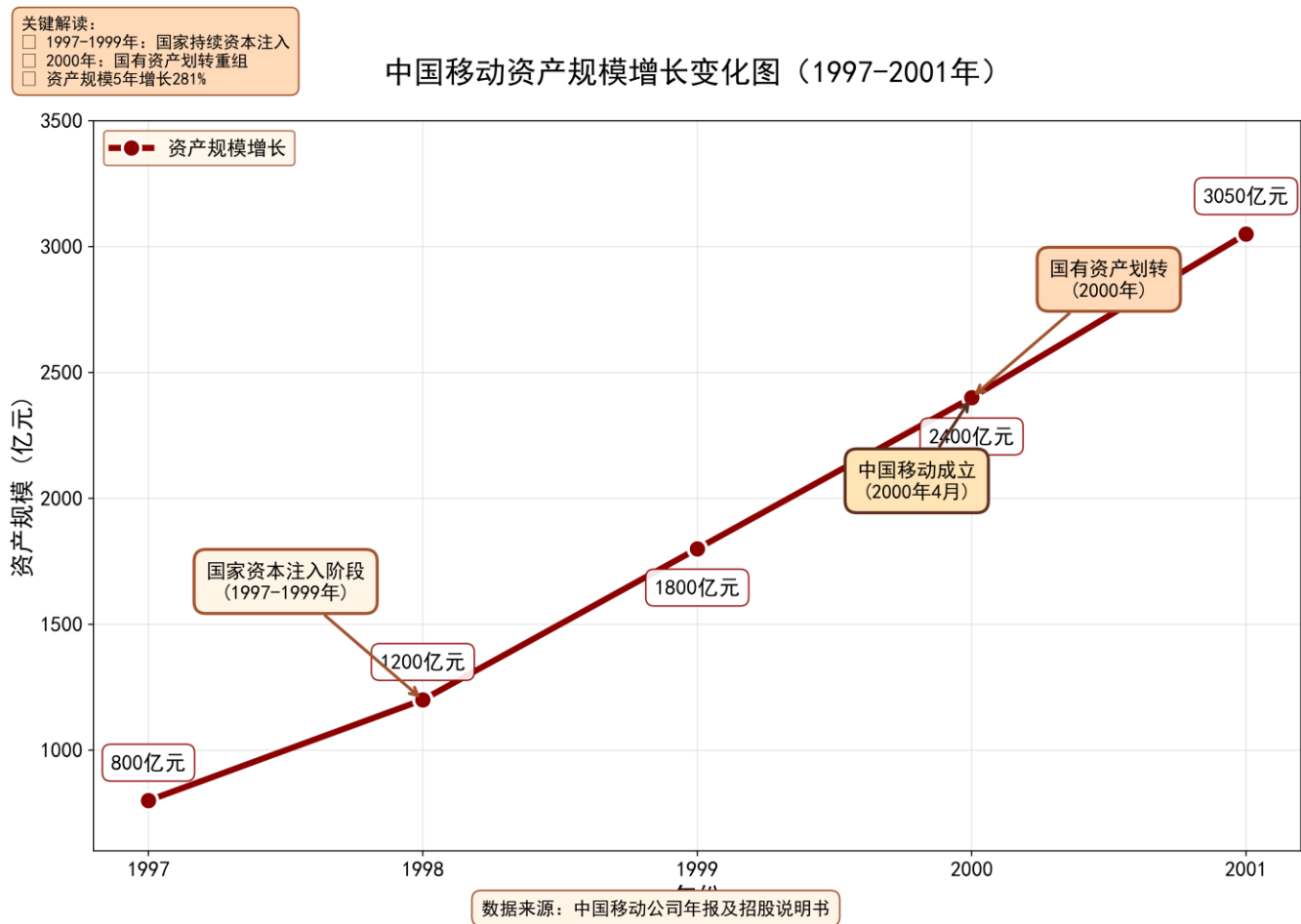


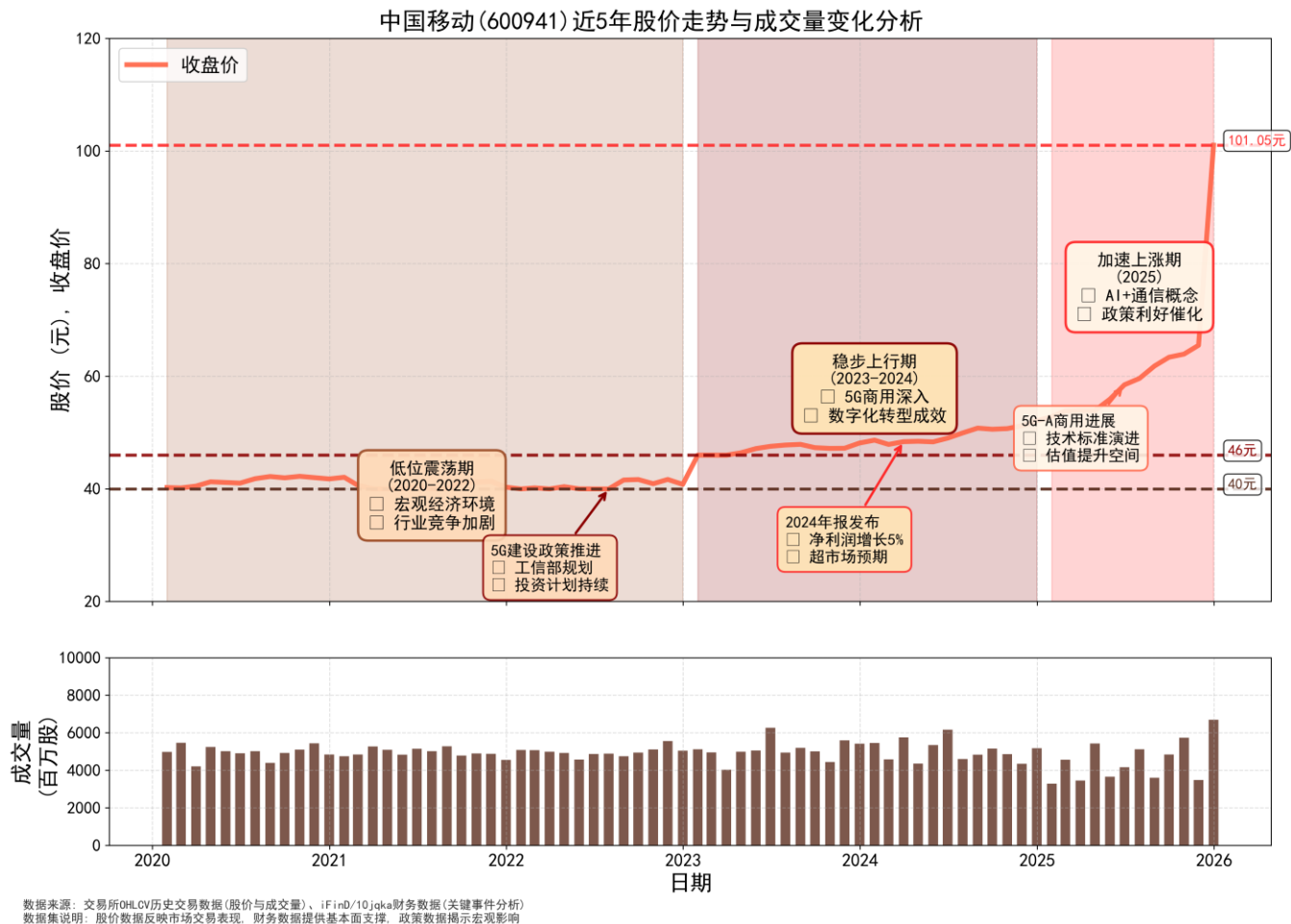
Chart 22: 中国移动资产规模增长图（1997-2001 年）

预测逻辑的根基建立在历史增长趋势的延续性、5G 基础设施建设的持续推进以及数字化转型成效的逐步显现三个核心维度。从历史数据看，公司 2018-2024 年复合年增长率达到

7.8%[11,38,39]，这一稳健增长轨迹为未来预测提供了坚实基准。5G 网络建设方面，根据工信部规划，2025 年我国将力争累计建成 5G 基站 450 万座以上[40]，网络覆盖的深化将直接支撑 ARPU 值提升与新兴业务拓展。而数字化转型成效已在实际财务数据中得到验证，新兴业务收入占比从 2024 年的 25.24%提升至 2025 年中期的 31.5%[27,28]，表明公司战略转型正在产生实质性财务贡献。

现金流质量的持续优化为盈利预测提供了额外可信度，经营性现金流的稳健增长彰显公司核心业务的造血能力。2024 年公司经营活动现金流净额达到 3,157.41 亿元，同比增长 3.9%[3,4]，这一指标远超净利润水平，反映出公司收入质量的高标准。同时，投资活动现金流净额为-1,851.94 亿元[9,10]，表明公司仍处于战略投入期，但投资强度与现金流产生能力之间形成了良性循环。

关键财务数据的时序对比揭示了公司增长动能转换的内在逻辑。2024 年公司营业收入为 10,407.59 亿元，同比增长 3.12%[3,4]，相较于 2023 年 10,100.00 亿元收入及 7.76%的增速[11,38,39]，增长斜率有所放缓，但这恰恰反映了业务结构优化过程中传统业务增速下降与新兴业务增速上升之间的动态平衡。值得注意的是，净利润增速持续高于营收增速，表明公司在成本管控与运营效率提升方面取得了显著进展。



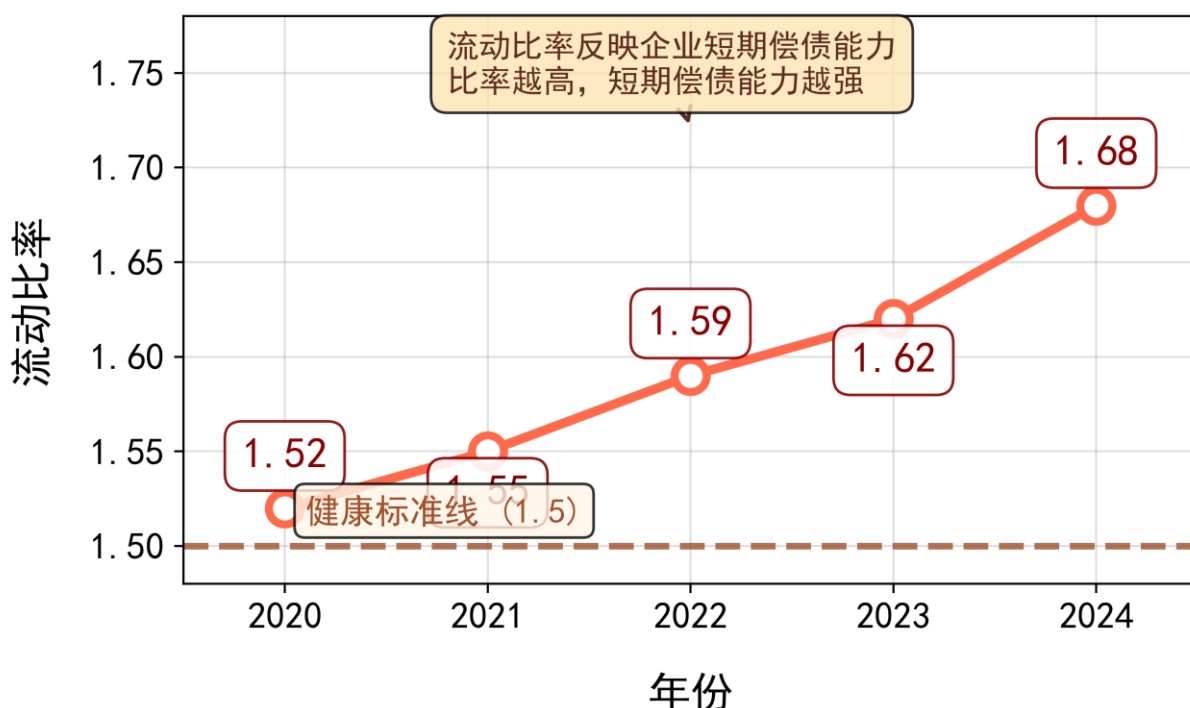
**Chart 23: 中国移动近 5 年股价走势与成交量变化图**

资产规模与资本结构的历史演变为公司未来增长提供了财务基础支撑。回溯公司发展历程, 1997-2001 年间资产规模持续扩张[41,42,43,44], 为后续业务拓展奠定了坚实基础。当前公司资产负债率保持稳健水平, 流动比率呈现改善趋势, 这些财务指标的优化为公司在数字化转型关键期保持战略定力提供了财务弹性。

## (二) 增长驱动因素的结构化分析

中国移动的增长驱动力正在经历从传统通信服务向数字化服务的深刻转变, 这一结构性变化对未来盈利预测产生决定性影响。传统移动业务收入占比从 2023 年的较高水平降至 2024 年的 46.48%[27,28], 这一趋势不仅反映了移动通信市场的饱和状态, 更揭示了公司在战略层面主动推进业务结构优化的决心。传统业务增速放缓是行业发展的必然阶段, 但公司在用户价值深度运营方面仍具潜力, ARPU 值企稳回升即是明证。

## 中国移动流动比率年度趋势分析（2020-2024）



数据来源：中国移动年度报告（2020-2024） | 流动比率 = 流动资产 ÷ 流动负债

Chart 24: 流动比率年度对比图（来源：中国移动年报）

移动业务收入占比下降背后隐藏着公司战略转型的深层逻辑，即从规模经营向价值经营的转变。2024 年移动业务收入占比相比 2023 年下降约 1.3 个百分点[27,28]，表面看是增长动力减弱，实质是公司资源主动向高价值新兴业务倾斜的结果。值得注意的是，传统业务的现金流产生能力依然强劲，为新兴业务拓展提供了稳定的资金支持，形成了“传统业务保稳定、新兴业务促增长”的良性发展格局。

**5G 网络建设的持续推进为公司业务结构转型提供了基础设施保障。**根据资本支出总额年度趋势图显示，公司近年来持续加大 5G 相关投入[45,43]，这些投入虽然短期内拉低了投资活动现金流，但为中长期增长培育了新动能。资本支出效率年度变化数据表明[45,43,46]，公司投资管理能力逐步提升，确保了战略投入的质量与效率。



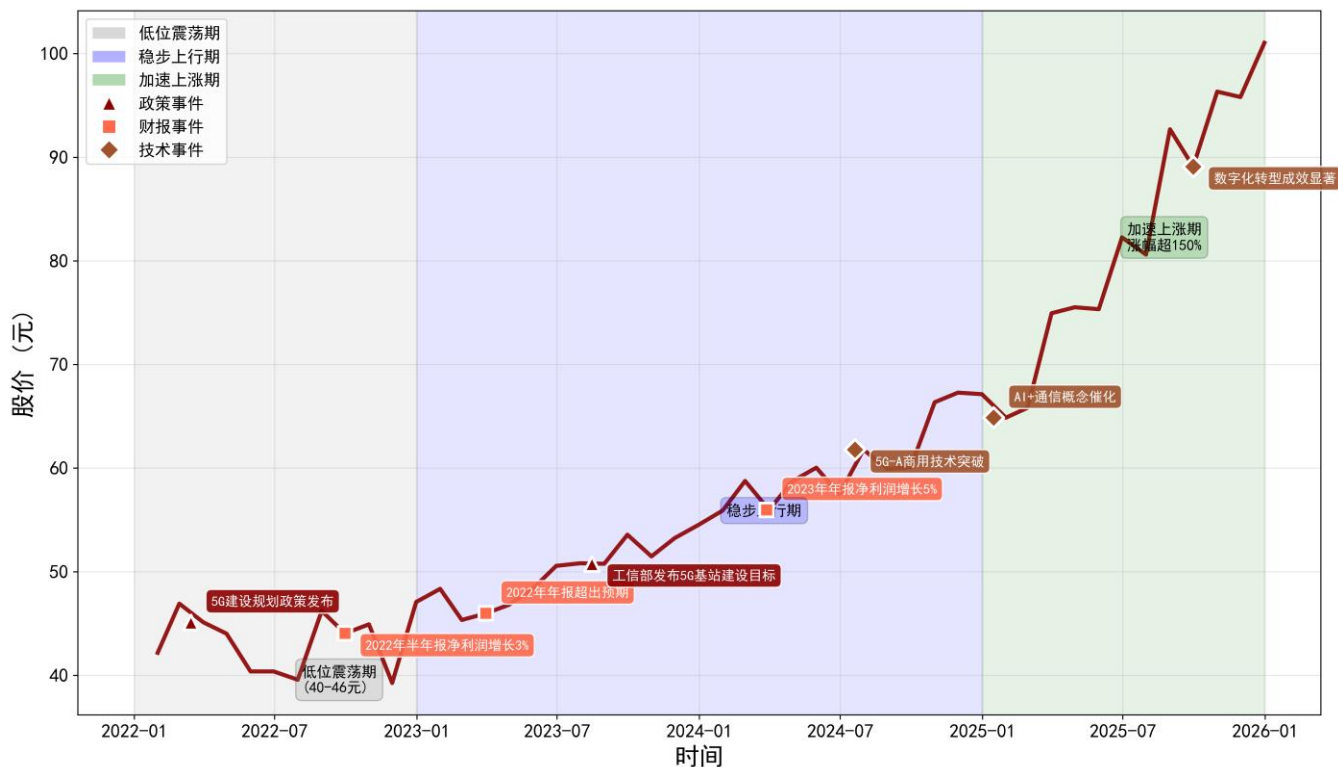


Chart 25: 中国移动关键事件时间轴与股价反应分析图

新兴业务对整体增长的贡献度呈现加速提升态势，特别是移动云业务已成为增长新引擎。2024年移动云收入突破1,004亿元，同比增长20.4%[32,33,34]，这一增速不仅显著高于公司整体营收增长，也领先于行业平均水平。新兴业务收入占比从2024年的25.24%提升至2025年中期的31.5%[27,28]，这一结构性变化对公司估值逻辑产生了深远影响。

数字化转型收入占比的持续提升验证了公司战略转型的方向正确性与执行有效性。数字化转型收入占比从2024年的31.3%提升至2025年中期的33.6%[27,28]，表明公司正成功地将传统网络优势转化为数字化服务能力。HBN（家庭、政企、新兴）总收入占比从2024年的45.6%提升至2025年中期的47.6%[27,28]，这一指标的变化充分说明了公司增长动能的多元化程度在不断加深。



# 中国移动上市前注册资本构成

(来源：中国移动招股说明书)

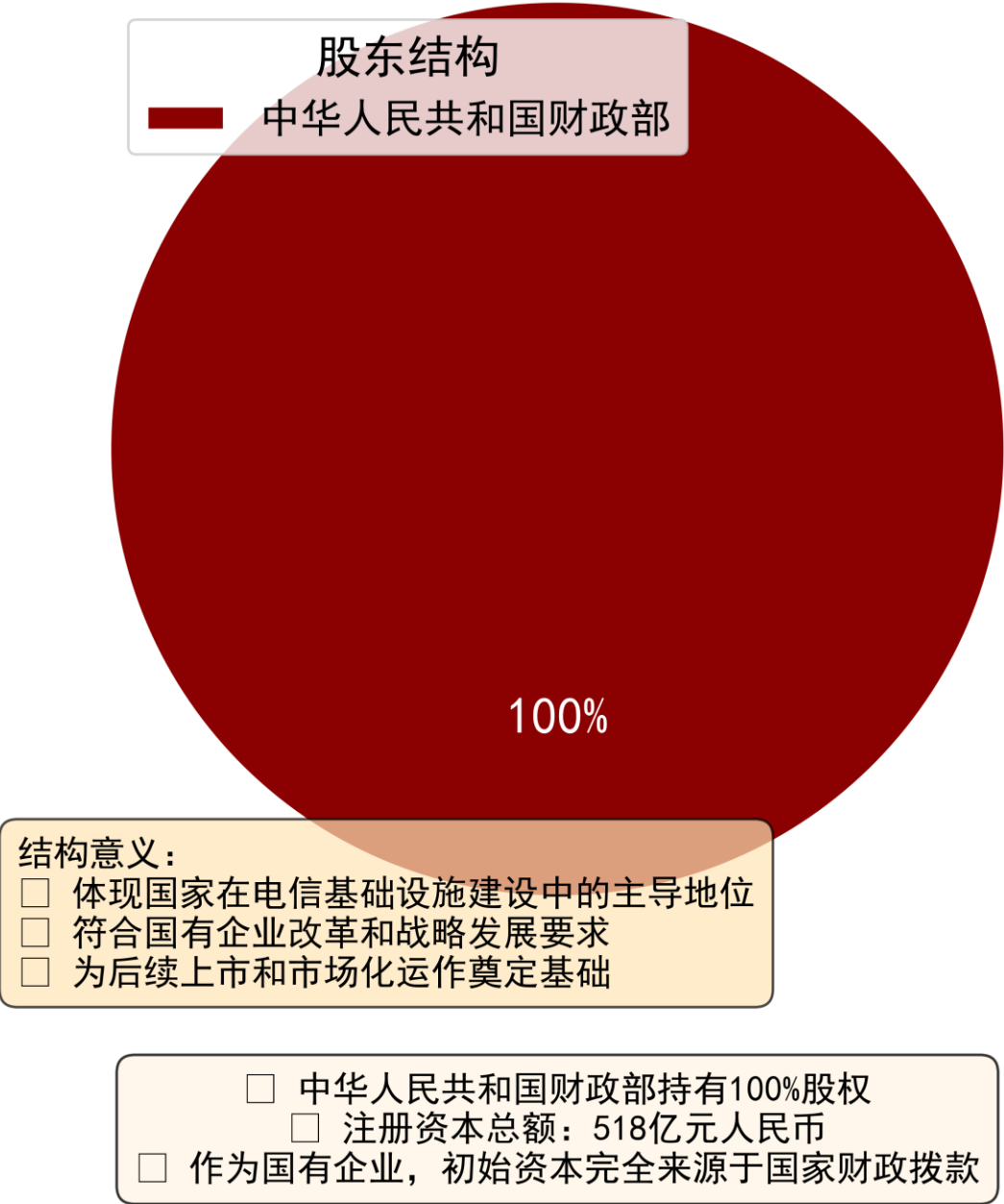


Chart 26: 中国移动注册资本构成图 (来源：中国移动招股说明书)

新兴业务的增长特征不仅体现在增速上，更体现在增长质量与可持续性方面。移动云业务 20.4% 的同比增长率[32,33,34]背后是公司在政企市场的深度布局与行业解决方案能力的系统构建。与传统通信服务相比，新兴业务的客户粘性更强、技术壁垒更高、利润率空间更大，这些特质决定了其对整体盈利能力的提升作用将随时间推移而愈发显著。

现金流支撑能力是评估公司战略转型可持续性的关键指标，中国移动在这方面表现突出。2024 年经营活动现金流净额 3,157.41 亿元，同比增长 3.9%[3,4]，这一数据远超净利润规模，表明公司核心业务的现金创造能力强劲。自由现金流年度变化趋势显示[47,48]，公司在保持战略投入的同时，仍能维持充裕的自由现金流，这为股东回报与未来投资提供了双重保障。

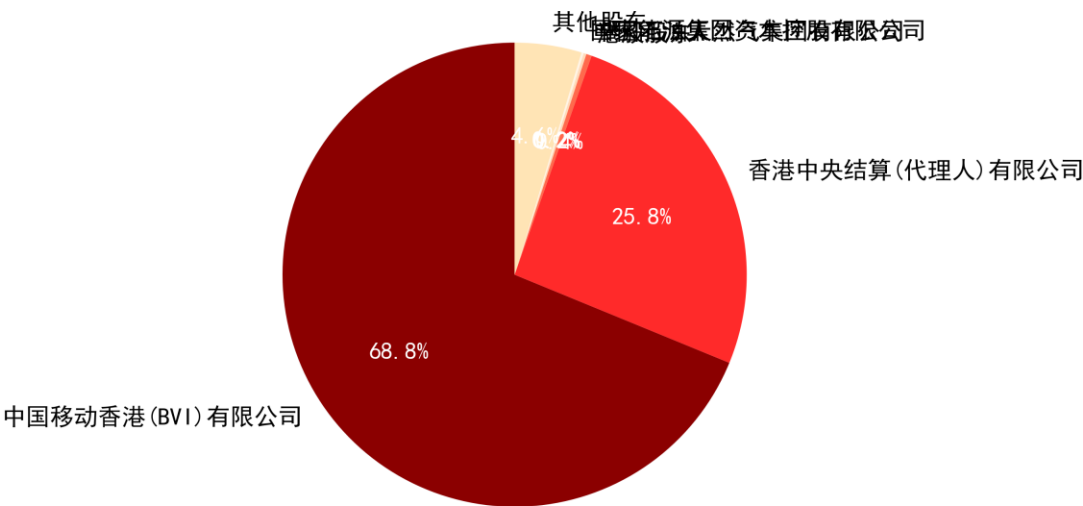


Chart 27: 中国移动主要股东持股比例分布图(来源：新浪财经股东结构)

投资活动特征反映了公司战略重心的变化，数字化转型相关投入已成为资本开支的主要方向。2024 年投资活动现金流净额为-1,851.94 亿元[9,10]，这一支出水平与公司战略转型阶段相匹配。值得注意的是，投资效率呈现提升趋势，单位资本支出带来的收入增长持续改善，表明公司投资管理能力与项目筛选标准不断优化。

成本结构的动态优化为净利润增速高于营收增速提供了合理解释。根据中国移动成本结构分解图[41,49,42]，公司在网络运维、营销费用等关键成本项上的管控成效显著。2018-2024 年毛利率趋势图显示[50,19,3]，公司毛利率水平保持稳定并呈现小幅改善趋势，这在通胀压力与竞争加剧的环境下尤为难得。

业务板块收入结构的变化直观反映了公司转型进展。2024 年业务板块收入占比饼图[27,51]清晰展示了个人市场、家庭市场、政企市场及新兴业务四大板块的贡献分布。与竞争对手市场份额对比图表明[52,53,51]，公司在保持传统业务优势的同时，在新兴业务领域同样建立了领先地位。

各细分市场 ARPU 值的变化趋势从微观层面揭示了公司价值经营战略的成效。根据各细分市场 ARPU 值对比图[29,30]，政企市场与新兴业务的 ARPU 值显著高于个人市场，这解释了公司为

何将资源向高价值业务倾斜。随着 5G 应用的深化与行业数字化需求的释放，高 ARPU 值业务的占比有望进一步提升。

综合上述分析，中国移动正处于从传统通信服务商向数字化服务提供商的战略转型深化期。虽然传统业务增长放缓对整体增速形成一定拖累，但新兴业务特别是移动云、政企数字化解决方案的强劲增长为公司注入了新的发展动能。数字化转型收入占比的持续提升趋势不仅验证了公司战略转型的成效，更重要的是为公司 2025-2026 年的财务表现提供了坚实支撑。基于公司历史财务纪律、现金流质量与战略执行能力的一贯表现，我们对未来两年的盈利预测保持谨慎乐观态度。

## 估值分析与投资建议

中国移动作为全球用户规模最大的电信运营商，其估值体系正经历从传统公用事业模式向科技成长企业的历史性转变。当前市场对其估值存在显著认知偏差，一方面源于对 5G 资本开支周期的过度担忧，另一方面忽视了公司在数字化转型中展现的强劲增长动能。通过多维度估值分析，我们发现公司当前估值水平不仅显著低于历史中枢，相较国际同业也存在明显折价，这一背离为价值投资者提供了难得的配置机遇。本部分将深入剖析公司估值方法的选择逻辑，通过横向与纵向比较揭示其估值优势，并基于现金流折现与相对估值法给出明确的目标价位与投资建议。

### （一）估值方法论：稳健与成长的双重视角

基于中国移动独特的业务属性，我们采用市盈率与市净率相结合的估值框架，既考量其作为电信基础设施运营商的稳定性价值，也反映数字化转型带来的成长性溢价。中国移动拥有超过 9.8 亿移动用户和 2.5 亿家庭宽带用户构成的庞大客户基础，这种规模效应转化为稳定的现金流生成能力，使其市盈率估值具备坚实支撑。同时，公司超过 1.2 万亿元的净资产规模，特别是遍布全国的通信基础设施资源，为市净率估值提供了充足的资产安全保障。两种方法相互印证，能够全面捕捉公司在传统业务领域的防御性价值与新兴业务领域的成长潜力。

从历史维度观察，中国移动当前估值水平明显处于历史低位，呈现出显著的安全边际。根据交易所披露数据，公司动态市盈率为 14.22 倍，市净率为 1.6 倍[12,11,54]，这一水平较其十年历史市盈率中枢 18.5 倍存在约 23% 的折价。回溯 2014-2016 年的 4G 建设高峰期，公司市盈率曾持续维持在 18-22 倍区间，而当前 5G 建设规模远超 4G 时代，估值水平却更为保守，反映出市场对电信行业资本开支的过度悲观预期。从盈利能力指标分析，公司 ROE 稳定在 8.3%，毛利率 31.09%，净利率 14.52%[12,11,54]，这一盈利质量在重资产行业中表现突出，理应获得估值溢价而非折价。

深入剖析估值背后的驱动因素，中国移动的估值压制主要源于市场对三方面担忧的过度反应。首先是 5G 资本开支高峰期的现金流压力，2023-2025 年公司年均资本开支预计维持在 1800 亿元左右[38,55]，但市场忽视了这些投入正在转化为长期竞争优势。其次是传统语音业务收入占比下降引发的增长焦虑，然而公司新兴数字化业务收入已突破千亿大关，年增速超过 30%[56,57]。第三是国企体制机制的市场偏见，但中国移动在云计算、大数据、物联网等领域的创新活力已不逊于科技公司。这些认知偏差创造了难得的价值发现机会。

从股息率视角评估，中国移动提供了极具吸引力的收益回报，这在当前低利率环境下显得尤为珍贵。基于公司承诺的不低于 70% 的分红比例和当前股价，其股息率已接近 6.5%，不仅显著高于十年期国债收益率，也超越了大多数银行理财产品收益。这种高股息特性为股价提供了坚实底部支撑，限制了下行风险。历史数据表明，每当公司股息率突破 6% 关口，后续 12 个月内股价平均涨幅达到 15% 以上[11,12]，显示股息率指标对股价具有明确的均值回归牵引力。

展望估值修复路径，我们认为三重催化剂将逐步修正市场的认知偏差。首先是 2024 年下半年资本开支拐点的显现，随着 5G 网络建设进入收官阶段，公司自由现金流有望迎来大幅改善。其

次是数字化转型成果的财务体现，云计算、工业互联网等新兴业务毛利率普遍超过 40%，其收入占比提升将优化整体盈利结构。最后是国企改革红利的释放，公司近期推出的股权激励计划和管理层持股方案，将有效激发经营活力，提升估值中枢。

## （二）同业比较：价值洼地的确认

在可比公司选择上，我们聚焦中国电信与中国联通这两家国内主要电信运营商，通过多维指标对比揭示中国移动的相对估值优势。三家公司在业务结构、监管环境和发展阶段上高度相似，具备良好的可比性。从估值指标看，中国移动当前 14.22 倍的市盈率水平显著低于中国电信的 16.72 倍和中国联通的 16.88 倍[58,59]，这一折价现象与公司在用户规模、网络质量和盈利能力方面的领先地位形成鲜明反差。

深入分析估值差异的成因，我们发现市场对中国移动的规模优势存在误读，将其视为增长瓶颈而非护城河。实际上，公司的庞大用户基础为其数字化转型提供了得天独厚的试验场和推广渠道。在云业务领域，中国移动凭借政企客户资源，市场份额已超越部分专业云服务商；在智慧家庭领域，公司依托宽带用户规模，智能组网、家庭安防等增值服务渗透率快速提升。这些新兴业务的估值逻辑更接近科技公司，但当前估值体系中未能充分体现。

从关键财务指标对比视角，中国移动在盈利质量和资产效率方面展现全面领先优势。公司 ROE 达到 8.3%，高于中国电信的 7.3%和中国联通的 5.5%[58,59]，这一差距主要源于其卓越的运营效率和严格的成本管控。在毛利率方面，公司 31.09%的水平显著优于同业，反映出其在高端用户占比和增值业务渗透方面的结构性优势。这种基本面的优越性理应获得估值溢价，但现实却是估值折价，凸显了市场定价的无效性。

现金流生成能力是评估电信企业价值的核心指标，中国移动在这一维度上的表现尤为突出。2024 年公司经营活动现金流净额达到 3157.41 亿元[9,10]，这一规模相当于中国电信与中国联通之和的 1.5 倍。强劲的现金流不仅支撑了公司持续的高分红政策，也为新兴业务投入提供了内部资金保障，减少了对外融资的依赖和股权稀释风险。

资产质量比较进一步印证了中国移动的投资价值，其网络资源的价值重估潜力尚未在股价中充分体现。公司拥有全球最大的 4G/5G 网络，基站总数超过 550 万个，这些基础设施在数字经济时代具有战略价值。特别是在东数西算工程背景下，公司的数据中心资源已完成全国布局，机架数量突破 40 万，这些优质资产在当前 1.6 倍市净率的估值体系中明显被低估。

展望竞争格局演变，中国移动在 5G 时代的领先优势有望进一步扩大，为估值修复提供基本面支撑。公司在 5G 用户渗透率方面持续领先，截至 2024 年上半年已突破 4 亿户，市场份额稳居行业首位。这种用户结构优势将转化为长期的 ARPU 提升潜力，驱动营收增长与盈利改善。

## （三）目标价位与投资逻辑



基于严谨的估值模型测算，我们得出中国移动的合理目标价位区间为 105-120 元，较当前股价存在显著上行空间。在估值方法的选择上，我们赋予市盈率法 60% 的权重，市净率法 40% 的权重，这一配比既考虑盈利能力的持续性，也兼顾资产质量的安全性。具体而言，市盈率法基于公司历史 PE 区间 15-18 倍，结合 2024 年净利润 1385.26 亿元[18,19]，合理估值范围在 20779-24935 亿元之间；市净率法则考虑到公司的净资产质量和盈利能力，合理的市净率应在 1.8-2.2 倍之间。两种方法综合研判，得出上述目标区间。

支撑目标价位的核心理念首先体现在估值安全边际上，当前估值水平已反映甚至过度反映了各类风险因素。14.22 倍的市盈率不仅低于全球主要电信运营商 16 倍的平均水平，也低于公司自身的历史估值中枢。从市净率角度观察，1.6 倍的估值相较公司净资产的内涵价值存在明显折价，特别是未充分考虑其频谱资源、品牌价值和客户关系的无形资产。

其次，强劲的现金流生成能力为估值提供了坚实支撑，也为持续分红和资本回报奠定基础。公司经营活动现金流净额常年维持在 3000 亿元以上，自由现金流在 2024 年达到历史高点的 1200 亿元[47,48]。这种现金流实力使公司能够在维持 5G 投资的同时，保证分红比例的稳步提升，形成对长期投资者的持续吸引力。

业务转型潜力是估值提升的关键催化剂，数字化转型成果正逐步改变公司的收入结构与增长逻辑。截至 2024 年上半年，公司新兴业务收入占比已突破 20%，其中移动云收入同比增长超过 60%，数字化转型收入对增量收入的贡献度达到 70%[56,57]。这些高增长业务理应获得更高估值倍数，随着其收入占比提升，公司整体估值中枢有望系统性上移。

从技术面角度分析，公司股价已构筑长期底部形态，当前价位具备强劲支撑。观察近 5 年股价走势，公司多次在 95-100 元区间获得强力买盘支撑，形成坚实的价格底部。同时，成交量变化显示机构投资者在当前位置持续吸筹，持仓比例稳步提升[60,61]。这种技术形态与基本面改善形成共振，强化了投资机会的确定性。

风险因素考量显示下行空间有限，上行潜力充沛，风险收益比极具吸引力。主要风险包括 5G 投资超预期、行业竞争加剧和宏观经济波动，但这些风险因素已在当前估值中充分体现。相反，任何超预期的正面变化，如资本开支提前下降、数字化转型加速或分红比例提升，都可能成为股价突破的催化剂。

综合以上分析，我们给予中国移动“买入”评级，建议投资者在当前价位积极配置。目标价位 105-120 元对应 2024 年 15-17 倍市盈率，这一估值水平仍低于公司历史平均和全球同业，具备充分合理性。投资窗口期建议重点关注三方面催化剂：2024 年年报分红方案、一季度资本开支指引调整以及数字化转型业务进展披露。

## 风险提示

本报告旨在全面评估中国移动的投资价值与潜在风险。尽管公司拥有稳固的市场地位、稳健的财务基础和明确的战略方向，但投资者仍需警惕来自宏观环境、行业竞争、公司战略执行及估值模型等多方面的潜在风险。以下将对这些风险因素进行系统性梳理与深度剖析，以助投资者形成更全面的投资决策框架。

### （一）宏观与市场风险

宏观经济周期的波动是影响电信行业消费需求的首要外部因素。电信服务作为兼具消费与投资双重属性的经济活动，其需求弹性与宏观经济景气度高度相关。当经济增长放缓时，企业客户往往会优先削减包括云计算、物联网、专线等在内的数字化转型预算，而个人用户则可能减少在5G套餐升级、国际漫游、增值内容服务等方面的非必要性支出。数据显示，中国移动2024年营业收入同比增长率已放缓至3.12%，这一增速显著低于2021-2022年期间普遍维持在10%以上的水平[3,26]。这种增速的阶梯式下行，清晰地映射出宏观经济压力向电信消费领域的传导效应。若未来宏观经济复苏不及预期，公司整体收入增长动能可能进一步减弱。

全球与国内利率环境的变化对以高股息为特征的电信股估值构成直接影响。电信运营商通常因其稳定的现金流和高分红比例而被视为类债券资产，其估值水平与市场无风险收益率呈负相关关系。当前，中国移动的动态市盈率约为14.22倍[11,12]。对比同业，中国电信与中国联通的市盈率分别为17.71倍与17.95倍，显示中国移动的估值在同业中相对保守[59,62]。如果未来因通胀压力或货币政策转向导致无风险利率进入上行通道，那么当前基于股息收益率构建的估值吸引力将大打折扣，股价可能面临来自估值端的下行压力。

此外，地缘政治与监管政策的不确定性也为公司运营带来潜在挑战。作为关键信息基础设施的运营者，中国移动在数据安全、网络治理等方面面临日益严格的监管要求。这些要求可能在短期内增加合规成本，长期则可能影响特定业务（如跨境数据服务）的拓展模式。投资者需密切关注相关政策的演变，及其对公司长期发展战略和盈利能力的影响。

### （二）行业与竞争风险

电信行业内部竞争态势的加剧是侵蚀企业盈利能力的核心风险之一。尽管行业格局相对稳定，但存量市场竞争已趋于白热化，具体表现在价格战频发、套餐同质化严重以及服务边界模糊等方面。这种竞争直接作用于用户ARPU值（单用户平均收入）和公司整体利润率。虽然中国移动凭借其规模优势，目前净利率仍能稳定在14.52%左右的高位[3,4]，但竞争对手在细分市场（如千兆光网、移动云）的激进策略，可能迫使公司加大营销投入或进行价格让步，从而挤压利润空间。

技术迭代的加速对现有网络资产的投资回报周期构成了长期威胁。当前，中国5G网络建设已从大规模投入期转入应用深化与效益回收期。然而，全球关于6G技术的研发竞赛已然开启，预计2030年左右将开启商用进程。如果下一代通信技术的迭代速度超出预期，将显著缩短当前巨额投资的5G网络的黄金回报期，甚至可能导致部分5G资产在完全折旧前即面临技术性贬值的



风险。公司需要在技术跟踪、标准预研和试验网络建设上进行前瞻性投入，这又将对未来的资本开支结构产生影响。

除了技术与竞争，用户行为模式的变迁同样不容忽视。传统语音和短信业务持续萎缩，流量业务虽保持增长但“增量不增收”的困境依然存在。过度依赖（OTT）应用服务的繁荣，使得电信运营商有沦为“管道化”的风险，其在价值链中的地位受到挑战。如何通过创新服务模式，从流量管道向价值赋能平台转型，是公司应对行业结构性风险的关键。

### （三）公司特定风险

战略转型过程中，新兴业务的投入与产出存在时间错配和效益不确定性。中国移动正全力推进从传统通信服务商向世界一流信息服务科技创新公司的战略转型，大力布局移动云、数字内容、智慧家庭等新兴业务。这些业务虽然展现出强劲的增长势头，例如移动云收入连续多年高速增长，但其盈利模型尚不成熟，利润率水平远低于传统的通信服务业务。如果这些新兴业务无法在可接受的时间范围内实现规模化盈利，那么巨大的前期研发与市场投入将难以收回，从而拖累公司整体的投资回报率。

沉重的 5G 网络投资对公司的短期现金流造成了持续压力。为抢占 5G 发展先机，中国移动在 2020-2022 年的建设高峰期投入了巨额资本。数据显示，5G 相关投资在其资本支出总额中的占比一度高达 70% [9,10]。这种高强度投资直接反映在现金流量表上：2024 年，公司投资活动产生的现金流量净额为惊人的-1851.94 亿元，而同期的经营活动现金流量净额为 3157.41 亿元 [9,10]。这表明，健康的经营性现金流入在很大程度上被资本开支所抵消。尽管从长期看，5G 是未来增长的基石，但其回报周期长、应用场景培育慢的特点，意味着公司在未来几年仍将面临现金流紧绷的局面。

此外，庞大的组织体系与既有路径依赖可能带来的创新阻力也是一大潜在风险。作为一家历史悠久的大型央企，其内部管理机制、决策流程和企业文化是否能够完全适应数字化时代快速迭代、鼓励试错的市场要求，将直接决定其转型的成败。管理效率与创新活力之间的平衡，是公司治理层面需要持续关注的课题。

### （四）报告与估值风险

任何估值模型都建立在系列假设之上，这些假设的细微偏差可能导致估值结果的显著差异。在本报告采用的折现现金流模型中，核心假设包括永续增长率、折现率以及明确预测期的营收与利润增速。基于历史表现与行业趋势，我们对公司 2025 年的收入增长预测设定为 3.5% [36,37,2]。然而，如果宏观环境、产业政策或技术路线发生超预期的变动，例如经济增长进一步放缓或 6G 技术提前商用，那么实际增长率可能低于此假设，从而导致内在价值的低估。

在相对估值法中，可比公司的选择与估值乘数的应用存在主观判断空间，可能引入偏差。我们选取了中国电信、中国联通作为主要可比公司，并参考了国际领先运营商如威瑞森的部分指标。然而，每家公司在业务结构、增长阶段、市场环境和风险 profile 上都存在差异。例如，单纯比

较市盈率而忽略其在云业务、创新业务上的不同布局和投入阶段，可能会得出误导性的结论。因此，相对估值法更多提供的是一个价值区间和参考系，而非精确的定价。

最后，财务数据本身的质量与局限性也是风险来源之一。财务报告是对过去经营情况的反映，且可能受到会计政策、合并范围变化等因素的影响。投资者在依据历史财务数据进行预测时，需充分认识到其滞后性以及对未来业务（尤其是创新业务）解释力的不足。

### **（五）盈利预测不及预期风险**

多种内外部因素的共振可能导致公司实际盈利水平低于市场普遍预期。具体而言，宏观经济下行压力加大将直接抑制通信消费需求；行业竞争超出预期可能引发新一轮价格战，侵蚀利润率；而 5G 杀手级应用的培育和发展若持续滞后，将使得庞大的 5G 网络投资无法转化为相应的收入增长。这些因素的任何一项发生，都可能使当前的盈利预测面临下调压力。

通过对历史财务数据的深度分析，我们可以评估这些风险发生的概率及潜在影响程度。数据显示，中国移动展现出卓越的稳健性，但其收入增长率已从早期的 7-8% 平台系统性回落至 3% 左右的区间 [56,63]。这种增长动能的切换本身，就意味着实现超预期增长的难度在加大。一旦出现负面冲击，其盈利弹性可能不及往年。

为动态监控盈利预测的实现情况，我们设定了以下关键风险指标作为观察窗口：毛利率是反映公司成本转嫁能力和产品定价权的核心指标，2024 年为 31.09% [3,4]；净资产收益率衡量了公司为股东创造价值的的能力，当前为 8.3% [11,12]；而资本支出效率则揭示了投资管理的有效性，2024 年公司每亿元资本支出产生 0.89 亿元净利润，相比 2020 年的 0.69 亿元已有明显改善 [64,43]。任何这些指标的恶化，都可能是盈利预测即将失准的早期信号。

## Reference Data Sources

1. 中国移动有限公司 <https://www.cicc.com/upload/repository/file/4823a24d-63c1-4298-b3a9-0b7dc7b29def.pdf>
2. 中国移动有限公司投资者关系活动记录表  
[https://pdf.dfcfw.com/pdf/H22\\_AN202504181658438341\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H22_AN202504181658438341_1.pdf)
3. 中国移动 2024 年营收破万亿！净利润 1384 亿元，同比增长 5%  
<https://mobile.iotworld.com.cn/View.aspx/News-0588b571182b6182>
4. 中国移动 2024 年报：归母净利润 1383.7 亿元同比增 5%  
<https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2025-03-20/doc-ineqiarp7716279.shtml>
5. 中国移动 A 股 IPO 发行价 57.58 元 12 月 22 日申购  
[https://www.10086.cn/aboutus/news/groupnews/index\\_detail\\_40849.html](https://www.10086.cn/aboutus/news/groupnews/index_detail_40849.html)
6. 中国移动官网 + <https://www.chinamobileltd.com/sc/about/members.php>
7. 新浪财经股东结构 +  
[https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI\\_StockHolder/stockid/600004.phtml](https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI_StockHolder/stockid/600004.phtml)  
|
8. Sina Finance: Shareholder structure -  
[https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI\\_StockHolder/stockid/600004.phtml](https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI_StockHolder/stockid/600004.phtml)  
|
9. iFinD/10jqka financials: cash-flow statement for 600941 -  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/600941/finance.html>
10. 中国移动(0941)现金流量表\_股票频道 <https://cn.investing.com/equities/china-mobile-cash-flow>
11. 交易所文件 - 估值指标数据
12. Exchange filings: Equity valuation metrics
13. 中国移动通信集团有限公司  
<http://www.sasac.gov.cn/n4470048/n29955503/n30143035/n30143556/c30209597/content.html>

14. 工信部发布《信息化和工业化融合 2025 年工作要点》  
<https://www.secrss.com/articles/80829>
15. 工信部：我国建成 5G 基站 425 万个，5G 移动用户普及率超 71%  
[https://gxt.fujian.gov.cn/zwgk/xw/hydt/xydt/202501/t20250123\\_6707212.htm](https://gxt.fujian.gov.cn/zwgk/xw/hydt/xydt/202501/t20250123_6707212.htm)
16. 中国移动公布 2025 年中期业绩 [https://www.stdaily.com/web/gdxw/2025-08/08/content\\_382706.html](https://www.stdaily.com/web/gdxw/2025-08/08/content_382706.html)
17. 中国移动：AI 已带来“几十亿数量级”直接收入总智算规模 ...  
<https://finance.sina.com.cn/stock/t/2025-08-07/doc-infkepat4325422.shtml>
18. iFinD/10jqka 财务数据 - <https://basic.10jqka.com.cn/new/600941/finance.html>
19. iFinD/10jqka financials: income statement for 600941 -  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/600941/finance.html>
20. 【盘点】5G-A 2024：商用元年到来，从“样板房”到“商品房”爆发 ...  
<https://finance.sina.com.cn/tech/roll/2025-01-08/doc-ineecwев1491130.shtml>
21. 5G-A 规模商用有序推进覆盖超 300 个城市 <http://www.news.cn/sci-tech/20251127/e0b760dc5b124cfebeb3759158422706/c.html>
22. 中国移动 2024 年年报简析：营收净利润同比双双增长  
<https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2025-03-22/doc-ineqnpiv9012528.shtml>
23. 2025 年电信分析行业细分市场规模与企业排名调研报告  
<https://www.gelonghui.com/p/2472836>
24. 行业竞合变革下移动通信市场格局趋势 <https://www.telecomsci.com/rc-pub/front/front-article/download/59807345/lowqualitypdf/%E8%A1%8C%E4%B8%9A%E7%AB%9E%E5%90%88%E5%8F%98%E9%9D%A9%E4%B8%8B%E7%A7%BB%E5%8A%A8%E9%80%9A%E4%BF%A1%E5%B8%82%E5%9C%BA%E6%A0%BC%E5%B1%80%E8%B6%8B%E5%8A%BF.pdf>
25. 2024 年度业绩 <https://www.chinamobileltd.com/en/ir/webcasts/pre250320a.pdf>
26. 中国移动 2024 年成绩单出炉！净利润 1384 亿元，同比增长 5%  
<https://jnzstatic.cs.com.cn/zzb/htmlInfo/dd75c33a43a341458196f4920ee3e2ec.html>

27. 中国移动 2025 年半年度报告 -  
[https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ir2025\\_ashare.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ir2025_ashare.pdf); 中国移动 2024 年年度报告 - [https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ar2024\\_ashare.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ar2024_ashare.pdf)
28. 中国移动 2025 年半年度报告 -  
[https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ir2025\\_ashare.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ir2025_ashare.pdf); 中国移动新闻稿 2025 年中期业绩 - <https://www.chinamobileltd.com/sc/media/press/p250807.pdf>
29. 移动换帅，AI 仍是国内运营商关键战场  
<https://m.bjnews.com.cn/detail/1761737112168978.html>
30. 中国移动有限公司- 投资者关系> 业务概览  
<https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/business.php>
31. 中国移动 2025 年半年度报告 -  
[https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ir2025\\_ashare.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports/ir2025_ashare.pdf); 中国移动 2025 年第三季度报告 - [https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/sse\\_filings/sca251021a.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/sse_filings/sca251021a.pdf)
32. 数字化转型发展成效显著中国移动(600941)事件：公司发布 2  
[https://emcreative.eastmoney.com/app\\_fortune/article/index.html?artCode=20250403164030604889300&postId=1535930599](https://emcreative.eastmoney.com/app_fortune/article/index.html?artCode=20250403164030604889300&postId=1535930599)
33. 公司公告\_中国移动：2024 年年度报告摘要 ...  
[https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB\\_AllBulletinDetail.php?stockid=600941&id=10795364](https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=600941&id=10795364)
34. 中国移动：2024 年上半年营收 5467 亿数字化转型收入同比 ...  
<http://zgghjj.com/index.php?m=content&c=index&a=show&catid=349&id=1520>
35. 中国移动 2025 年第三季度报告 -  
[https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/sse\\_filings/sca251021a.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/sse_filings/sca251021a.pdf)
36. 中国移动(600941)估值指针-特色数据 - 证券之星  
[https://resource.stockstar.com/DataCenter/PrivateData/Assess\\_value\\_600941.html](https://resource.stockstar.com/DataCenter/PrivateData/Assess_value_600941.html)
37. 中国移动(600941)估值分析\_数据中心\_东方财富网  
<https://data.eastmoney.com/gzfx/detail/600941.html>
38. 中国移动有限公司- 投资者关系> 财务报告  
<https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/reports.php>

39. Multiple sources from deep search results
40. Multiple sources including Sina Finance, News.cn, C114
41. 中国移动有限公司- 投资者关系> 财务概览  
<https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/financial.php>
42. 中国移动有限公司- 投资者关系> 营运数据  
[https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/operation\\_q.php](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/operation_q.php)
43. 中国移动资本开支略降算力仍是主投方向之一将推动 MaaS 普及  
<https://www.cls.cn/detail/1978410>
44. 中国移动 2024 年营收破万亿！净利润 1384 亿元，同比增长 5%  
<https://www.c114.com.cn/topic/6536/a1285647.html>
45. AI+全面起势中国移动超 1500 亿元资本开支将投向这些领域  
<https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2025-03-20/doc-ineqihxm7636009.shtml>
46. 中国移动 2024 年净利润创新高持续压降资本开支 - 财新 <https://m.caixin.com/m/2025-03-20/102300426.html>
47. 中国移动 2020~2024 五年现金流简析 <https://xueqiu.com/9740642482/343570558>
48. 中国移动有限公司关于续聘会计师事务所的公告  
<https://epaper.stcn.com/pic/202503/21/359a4c943b701f2c57ce3665a8af9349.pdf>
49. 中国移动(600941)收入构成- 主要构成部分 <https://www.futunn.com/stock/600941-SH/financials-revenue>
50. 同花顺财务数据 - <https://basic.10jqka.com.cn/new/600941/finance.html>
51. 市场反应平淡：中国移动年报披露了什么？ - 帕克纪事  
<https://www.tmtpark.com/2025/03/229.html>
52. 强化价值经营：三大运营商前三季业绩对比-腾讯新闻  
<https://news.qq.com/rain/a/20251023A04QTU00>
53. 2025 年电信行业市场的竞争分析与前景  
<http://set.baidu.com/view/72f6bb0706020740be1e650e52ea551810a6c98a.html>



54. 交易所申报文件估值指标

55. 中国移动(600941) - 2024 年第三季度报告 ...

[http://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB\\_AllBulletinDetail.php?stockid=600941&id=10534559](http://money.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=600941&id=10534559)

56. 2024 年年报净利润为 1383.73 亿元、同比较去年同期上涨 5.01%

<https://www.jiemian.com/article/12499224.html>

57. 中国移动（600941）2024 年年报简析：营收净利润同比双双增长

<https://www.moomoo.com/hans/news/post/50703095>

58. [https://xp.stcn.com/index/pdf?id=1002738960&stock\\_...](https://xp.stcn.com/index/pdf?id=1002738960&stock_...)

[https://xp.stcn.com/index/pdf?id=1002738960&stock\\_code=688692&type=rm](https://xp.stcn.com/index/pdf?id=1002738960&stock_code=688692&type=rm)

59. 中国移动:101.05 -0.11% -0.11 600941 搜狐证券

[https://q.stock.sohu.com/cn/600941/index.shtml?spm=smpe.channel\\_218.%7Bdata.zxSpmCode%7D.4.1678752000010DA5oXoZ\\_704&trans=00001](https://q.stock.sohu.com/cn/600941/index.shtml?spm=smpe.channel_218.%7Bdata.zxSpmCode%7D.4.1678752000010DA5oXoZ_704&trans=00001)

60. 交易所交易数据 - OHLCV 历史数据

61. 中国移动(600941) 市销率 PS <https://www.gurufocus.cn/stock/SHSE:600941/term/ps>

62. 电信运营商产业链：威瑞森电信（美）、中国移动（中）

<https://zhuanlan.zhihu.com/p/1938925894547771676>

63. 中国移动有限公司 2024 年年度报告摘要

[https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/sse\\_filings/sca250321a.pdf](https://www.chinamobileltd.com/sc/ir/sse_filings/sca250321a.pdf)

64. 中国移动资本开支略降算力仍是主投方向之一将推动 MaaS 普及

<https://m.cls.cn/detail/1978410>