

中国移动

600941

报告日期

2026-02-05

前收盘价(元)

¥94.93

前收盘市值(亿元)

¥20550

所属行业

通信

我们认为中国移动是一家具备价值型投资逻辑，当前处于稳健防御并蕴含温和成长潜力的公司。其核心吸引力在于极高的确定性：财务极度稳健（净现金头寸雄厚）、现金流强劲（年自由现金流超2000亿）且提供稳定高股息。当前市值20,550亿元显著低于报告加权平均估值38,121亿元，安全边际充足。其成长故事在于向“通信+科技”转型，政企与AI等新兴业务（收入占比已超1/3）正逐步成为第二增长曲线，但传统业务增长放缓构成挑战。总体而言，这是一笔基于高确定性现金流、寻求稳定回报并附带转型期权的投资。仅供参考，不构成投资建议。

公司估值报告

■ 经营概况

1. 核心盈利模式

该公司主要通过向个人、家庭、政企客户提供移动通信、有线宽带、数字化解决方案（DICT）及增值服务等核心电信与信息服务来实现营业收入和创造利润。

2. 主要产品竞争力分析

公司的核心产品是基础通信与数字化服务。其竞争力主要体现在：

优势：1) 规模与网络优势：拥有超过10亿移动客户和3.29亿有线宽带客户的庞大用户基础，以及覆盖广泛的优质网络（尤其是5G网络客户达6.22亿），构成了极高的准入壁垒和规模效应。2) 品牌与渠道：作为国内主导运营商之一，“全球通”、“移动爱家”等品牌拥有极高的市场认知度和信任度，线下渠道深入。3) 政企市场协同：依托强大的网络和客户资源，在政企DICT及AI服务领域具备天然优势。

不足：1) 同质化竞争：基础通信服务与国内主要竞争对手（中国电信、中国联通）产品高度同质化，导致价格竞争激烈，移动ARPU（48.0元）增长承压。2) 创新业务占比待提升：尽管DICT、AI收入增长快，但高毛利的创新业务收入占比相对于传统管道业务仍有较大提升空间。

行业地位：公司在个人移动通信和家庭宽带市场均占据领先的市场份额，用户规模全球领先。但由于行业竞争及“提速降费”政策影响，整体毛利率水平受到一定压制。

3. 商业模式剖析

公司采用典型的“重资产网络运营+多元化服务增值”的电信运营商商业模式。

优势：1) 现金流稳定：海量用户带来持续、稳定的月度服务收入现金流。2) 生态化延伸：以通信网络为管道，向智慧家庭、政企数字化、内容服务等生态领域延伸，挖掘单客户价值。3) 抗周期性强：通信服务为现代社会必需品，需求刚性较强。

不足：1) 资本开支巨大：需持续投入以建设和升级网络（如5G、算力网络），折旧成本高，影响短期利润。2) 增长模式转型挑战：从用户数量增长驱动转向价值深度运营驱动的过程面临挑战，ARPU提升困难。

国内外比较：相较于欧美成熟市场运营商（如Verizon、AT&T），国内运营商在个人市场ARPU值较低，但用户规模优势显著，且在政企To B市场的拓展速度和政府支持力度上更具优势。相较于国际同行，国内运营商在向“通信+科技”公司转型方面投入更为积极。

4. 未来持续盈利的关键因素

- 1) 政企与新兴业务增长：能否将DICT、AI等政企数字化服务及国际业务培育成强劲的第二增长曲线，并显著提升其收入与利润贡献占比，是突破增长天花板的关键。
- 2) 用户价值深度运营：通过“网龄计划”、“全球通升级”等精细化运营，提升个人与家庭客户的综合ARPU；同时，推动5G流量消费和增值服务渗透，扭转基础业务价值下滑趋势。
- 3) 成本与效率优化：在持续进行网络投资的同时，通过数字化手段提升内部运营效率和网络运维效

率，控制折旧及运营成本（OPEX）的增长，稳定并提升净利润率。

5. 近期主营业务与财务数据剖析

根据经营评述及主营业务构成数据，可识别以下关键业务板块：

| 年份周期 | 业务类别 | 收入规模 | 占比 | 毛利率水平 |
|-----------|-----------------|------------|------|--------------|
| 2025年首3季度 | 主营业务（通信及信息服务） | 6,831亿元 | 约86% | 未直接披露（但利润率高） |
| 2025年首3季度 | 其他业务（补充，如销售产品等） | 1,115亿元 | 约14% | 极低（约2.67%） |
| 2024年度 | 其他业务（补充，如销售产品等） | 1,512.91亿元 | 约15% | 极低（约1.36%） |

对比分析：1) 收入结构稳定：核心主营业务收入占比稳定在85%-86%，是公司绝对的收入和利润支柱。2) 其他业务毛利率极低：“其他业务”（主要为终端销售等）规模巨大但毛利率极低（1.36%-2.67%），对利润贡献微薄（利润占比仅0.68%-1.19%），其主要作用可能在于生态协同与客户绑定。3) 增长动力转换：2025年前三季度，主营业务收入同比微增0.8%，而净利润增长4.0%，显示公司可能在成本控制或高毛利业务结构上有所优化，增长更多依赖利润率的改善而非收入规模扩张。

总结与建议

公司根基稳固，但面临传统业务增长放缓的挑战。未来应坚定向“通信+科技”转型，集中资源提升政企与创新业务的收入质量与利润贡献，同时通过精细化运营深挖个人与家庭市场价值，并持续优化成本结构。

■ 估值分析

中国移动（600941）估值分析备忘录

我们现在对中国移动（代码600941）做简明的估值分析。该公司所属行业为通信，当前市值为20550亿元。总体上，我们认为这是一笔基于高确定性现金流、寻求稳定回报与适度增长潜力的投资。以下是我们的估值分析过程，不构成投资建议，仅供参考。

一、核心财务数据与估值要素梳理

公司2024年财务数据呈现出一个强大现金流引擎的特征：自由现金流高达2208.9亿元，金融资产与股权投资合计约2608.7亿元，而带息负债仅为887.7亿元，净现金头寸极为雄厚。这为其应对行业变革、进行战略投资和回报股东提供了坚实基础。过去数年，公司营收增长已从高速转为平稳，利润增长主要依靠成本精细化和运营效率提升。

影响估值的核心因素并非短期财务波动，而是其长期现金流的可持续性与增长性。这取决于：1) 传统通信业务（个人与家庭市场）的“现金牛”属性能否维持，即用户规模、ARPU值（每用户平均收入）的稳定性；2) 政企与新兴业务（云计算、大数据、物联网等）能否成功接力成为第二增长曲线，及其利润率水平；3) 资本开支（CAPEX）的强度与效率，即从5G建设高峰回落后的资本开支情况。

多现金流释放给股东。

二、三情景下的商业推演与估值分析

我们构建了未来五年（2025-2029年）的自由现金流预测模型，核心假设围绕上述三个要素展开。折现率选取为6.5%，主要基于：中国10年期国债收益率约2.5%作为无风险基准，加上考虑到公司业务具有极强的公用事业属性、市场地位稳固、现金流风险极低，我们仅给予4%的风险溢价。这是一个相当保守的折现率，反映了其业务的极高确定性。

非经营性资产净值计算：金融资产2123.8亿 + 股权投资484.9亿 - 带息负债887.7亿 = 1721亿元。

乐观情景（概率20%）：“数智化转型领导者”

宏观与行业：数字经济政策强力推进，算力网络成为新型基础设施，产业数字化需求爆发。行业竞争趋于理性，价格战缓和，价值经营成为共识。

公司战略与地位：中国移动凭借网络、客户与资金优势，在政企市场尤其是云计算、工业互联网领域取得突破，市场份额快速提升。传统业务通过“连接+应用+权益”稳定ARPU。资本开支虽维持高位但效率提升，大量投向算力基础设施，折旧增长可控。

财务映射：政企业务收入年复合增长率超过20%，收入占比显著提升。整体毛利率因高毛利新兴业务占比提高而稳中有升。自由现金流在CAPEX投入下仍能保持年化约3%的增长，五年后达到约2550亿元水平。

关键风险：云业务需在激烈竞争中实现持续盈利；算力投资可能面临技术路线迭代风险。

估值计算：该情景下未来五年自由现金流折现至当前，经营资产价值约为41500亿元。加上非经营性资产，公司总估值约为43221亿元。

中性情景（概率60%）：“稳健的现金牛与温和的转型者”

宏观与行业：宏观经济平稳，数字化进程稳步推进。通信行业进入成熟期，个人市场饱和，家庭市场缓慢增长，政企市场成为主战场但竞争激烈。

公司战略与地位：公司采取防守与进攻并重的策略。传统业务通过精细化运营维持用户基本盘和现金流。政企业务稳步发展，但面临互联网云厂商的强力竞争，利润率承压。资本开支从5G高峰逐步回落，自由现金流得以更充分释放。

财务映射：总收入保持低个位数增长，结构缓慢优化。传统业务现金流缓慢衰减被政企业务增长部分抵消。自由现金流规模保持稳定，年化波动在±2%以内，五年后维持在约2250亿元水平。

关键风险：传统业务ARPU下滑可能快于预期；新兴业务增长不足以完全对冲。

估值计算：该情景下未来五年自由现金流折现至当前，经营资产价值约为36500亿元。加上非经营性资产，公司总估值约为38221亿元。

悲观情景（概率20%）：“管道化压力加剧”

宏观与行业：经济增长乏力，企业IT支出收缩。行业陷入更激烈的同质化竞争，监管可能推动网络资费进一步下降。互联网云厂商在政企市场形成压倒性优势。

公司战略与地位：公司被迫采取保守战略，主要精力用于保住个人和家庭市场份额，价格战重现。政企业务增长乏力，利润微薄。为应对竞争，网络投资和维护成本居高不下。

财务映射：个人市场ARPU持续下滑，政企业务增收不增利。毛利率承受压力，自由现金流因收入增长停滞和成本刚性而出现缓慢但持续的萎缩，年化下降约2%，五年后降至约2000亿元水平。

关键风险：公司未能建立起有效的政企市场护城河；行业价值被持续侵蚀。

估值计算：该情景下未来五年自由现金流折现至当前，经营资产价值约为32000亿元。加上非经营性资产，公司总估值约为33721亿元。

加权平均估值 = $(43221 * 20\%) + (38221 * 60\%) + (33721 * 20\%) = 38121$ 亿元。

赔率分析：加权平均估值（38121亿元）/当前市值（20550亿元）≈ 1.86。这表明在当前价位下，市场可能过度悲观地定价了公司的悲观情景，而对其现金流的确定性和转型的潜在成功定价不足。

三、进一步思考

模型局限性：我们的分析高度依赖自由现金流的预测，而该指标对CAPEX极为敏感。若公司在算力网络上进行远超预期的激进投资，短期自由现金流将大幅承压，影响估值。

关键假设反思：我们假设行业竞争格局大体稳定。但若出现第四家全国性运营商或监管政策发生剧变（如强制网络共建共享深化），将动摇公司网络优势这一根本护城河。

投资者应关注的要点：1) 政企业务收入增速与毛利率：这是验证第二增长曲线成败的核心指标；2) 资本开支占收比及折旧摊销趋势：决定自由现金流释放节奏的关键；3) 股息政策与股东回报：在增长放缓的背景下，稳定的高股息是价值的重要支撑。

四、基本结论

基于多情景分析，中国移动的内在价值显著高于当前市值，其庞大的净现金与持续产生强劲自由现金流的能力提供了极高的安全边际，而数智化转型则提供了潜在的上行期权。

■ 财务预警

中国移动-600941.SH

| 监控指标 | 监控结果 | 指标说明 |
|--------|------|---|
| 毛利率波动 | 正常 | 过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。 (简单讲就是比同行的公司波动大) |
| 非经常性损益 | 正常 | 营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营 |

| | | |
|---------------|----------------|--|
| 依赖度 | | 业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本) |
| 应收账款营收占比 | 正常 | 应收账款余额/营业收入>25% |
| 经营活动现金流净额/净利润 | 正常 | 经营性净现金流/净利润<100% |
| 短期偿债缺口率 | - | (货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50% |
| 速动比率 | 正常 | |
| 债务期限错配度 | 正常 | |
| 担保杠杆率 | 正常 | 担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50% |
| 存货周转天数 | 15.43 | |
| 存货周转天数偏离度 | 正常 | 公司存货周转天数与行业平均值的差, 超过行业1.5个标准差 |
| 固定资产周转率 | 正常 | 固定资产周转率连续3年下降。 |
| 筹资依赖度 | 正常 | 筹资活动现金净流量大于0, 并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0 |
| 在建工程沉淀率 | 正常 | 在建工程/总资产>20% |
| 其他应收款占比 | 正常 | |
| 销售费用率异常下降 | 正常 | 销售费用率下降, 同时营业收入上升 |
| 应付账款周转天数 | 应付账款周转天数连续三年上升 | 应付帐款周转天数连续3年上升。 |
| 毛利率波动值 | 0.06 | |
| 所属行业 | 通信 | |

■ 财务分析

中国移动作为电信运营行业的绝对龙头，其财务结构展现出典型的重资产、高稳定性的特征。公司总资产规模庞大，超过2万亿元，而负债合计约7116亿元，由此计算出的资产负债率约为34.3%，显著低于许多重资产行业，财务杠杆运用极为审慎。公司拥有高达2423亿元的货币资金，且无短期借款，流动负债主要由经营性负债构成，结合为零的对外担保，整体资本结构非常稳健，偿债风险极低。

从盈利与运营角度看，公司展现出强大的市场地位和良好的增长态势。营业收入在过去三年稳步增长，从9373亿元提升至10408亿元。毛利总额同步增长，三年间从2604亿元增至3020亿元，反映出核心业务盈利能力的持续增强。销售费用率稳定在5.2%左右，作为拥有庞大用户基础的运营商，这一费率控制得当。公司的运营效率突出，存货周转天数仅约15.4天，符合其提供通信服务、实物存货较少的商业模式。值得注意的是，应付账款及应付票据周转天数从2022年的149天显著延长至2024年的175天，这体现了公司对上游供应商强大的议价能力和资金占用能力，是其在产业链中主导地位的体现。固定资产周转率从1.41次小幅提升至1.46次，说明庞大网络资产的运营效率在稳步改善。

公司的现金流状况是其财务健康的核心支柱。经营活动产生的现金净流量高达3157亿元，是净利润（1385亿元）的两倍以上，利润的现金含量极高，盈利质量非常扎实。强大的主业造血能力支撑了大规模的投资支出，投资活动现金净流出达1852亿元，这与616.95亿元的在建工程规模相符，反映了公司在5G、算力网络等新基建领域的持续投入。企业自由现金流量（FCFF）仍高达2139亿元，表明在满足再投资需求后，公司仍能产生巨额可自由支配的现金。筹资活动现金净流出1052亿元，结合公司无有息负债的特征，这主要反映了公司通过高额分红回馈股东的财务策略。

综上所述，中国移动财务状况极为稳健，拥有无与伦比的现金流创造能力和极低的财务风险。其增长稳健，运营高效，在产业链中处于强势地位。需要关注的风险点在于，作为成熟行业龙头，其营业利润和净利润的个位数增长率（约5%）可能成为常态，未来增长空间将更多依赖于数字化转型等新业务的拓展成效，以及巨额资本开支的投资回报效率。

■ 近期事件

2026-01-05：中国移动发布关联交易进展公告

公司与中国移动通信集团签署三项2026年度日常关联交易协议，涉及通信设施建设服务、网络资产资源租赁及电信业务和信息服务，协议有效期一年，定价遵循市场化原则。

2025-12-23：中国移动发布董事长变更公告

原董事长杨杰因年龄原因辞任，陈忠岳接任新任执行董事兼董事长，陈忠岳同时担任中国移动通信集团董事长。

2025-11-21：中国移动发布董事会决议公告

董事会审议通过两项议案：确认2025年8月7日董事会会议记录，批准2026年关联交易议案，关联董事回避表决。

2025-11-21：中国移动发布法律意见书

确认2026年度日常关联交易预计上限已获董事会审议通过，无需提交股东大会，交易定价遵循市场化原则，预计金额上限约605亿元。

2025-10-30：中国移动发布关联交易公告

实际控制人中国移动通信集团有限公司董事长陈忠岳接任，杨杰不再担任该职务。

■ 机构调研

最新调研（2025-08-07）

公司如何看待本次中期业绩?对全年及中长期有何展望?

归母净利润同比增长 5.0%

数字化转型收入占比突破 1/3

中高端客户价值保拓率达 102%

通信服务收入同比增长 0.7%

家庭市场业务增长的原因是什么?未来市场战略和驱动因素是什么?

家庭市场收入同比增长 7.4%

移动爱家品牌经营五个新:新产品、新运营、新入口、新服务、新生态

未来折旧摊销的变化趋势是怎样的?

折旧及摊销同比下降 1.2%

全年折旧及摊销保持平稳

投资收益同比增长17%增长主要来源是什么?

按权益法核算的投资收益为 72亿元

浦发银行、中国铁塔等被投企业经营业绩上涨

如何定义 AI直接收入?主要来自哪些领域?未来增长趋势如何?

AI直接收入模式: AI即服务、垂直行业解决方案、数据服务和标注、AI 标准化产品

在 AI 时代公司如何发展云业务?

移动云业务收入同比增长 11.3%

约 78% 的客户基于裸金属部署，约 14% 的客户基于超融合部署，约 9% 的客户通过公有云调用 Tokens 服务

下半年资本开支如何安排？

全年资本开支控制在 1,512 亿元范围内

2025 年算力领域为公司投资重点方向

公司如何管控应收账款和现金流？

应收账款净值为 1,058 亿元，较上年末增长 39.7%，较去年同期增长 25.5%

增幅同比收窄 14.0PP

未来在市值管理方面将采取哪些措施？

2025 年中期派息每股 2.75 港元，同比增长 5.8%

做好六点：打造好公司基本面、提升投资者回报、运用增持回购工具、做好信息披露、加强投资者沟通、探索优化估值模型

公司对中长期业绩有何展望？

2025 年业绩指引：努力实现全年收入稳健增长，利润良好增长

未来两到三年力争实现收入、利润良好增长

■ 最新卖方研究综述

核心行业投资逻辑

我们认为，通信行业作为数字经济的核心基础设施，其长期投资价值稳固。具体来看，核心逻辑集中于两点：

1. **运营商的稳健价值与增长潜力：**以中国移动为代表的电信运营商，其商业模式具备高壁垒和稳定现金流（流量、宽带等传统业务贡献约 66% 营收）。在数字经济浪潮下，它们正从传统管道商向算力服务商转型，数据中心、云计算等新兴业务将为其打开广阔的成长空间，同时其高股息属性提供了良好的防御价值。
2. **AI 算力驱动的结构性高景气：**全球 AI 模型迭代与算力需求爆发，直接驱动光通信（光模块）、数据中心（AIDC）、液冷散热等细分产业链进入高增长周期。这不仅是海外云厂商资本开支驱动的需求，国内在国产芯片突破和政策驱动下，算力基础设施建设也正加速，带来确定性的产业机会。

近期行业重点动向与数据

近期卖方报告密集更新，行业焦点明确指向 AI 算力与商业航天，其中与运营商及算力基建相关的关键事实如下：

运营商基本面稳健，积极布局算力：2025年上半年，中国移动净利润达842.3亿元，同比增长5.0%，展现了其经营的稳健性。同时，运营商正积极接入AI大模型（如DeepSeek）以提升云服务能力，并参与算力网络建设。工信部规划到2030年卫星通信用户超千万，三大运营商已获相关业务许可，天地一体化网络建设提速。（来源：2025年8月10日、17日、中原证券2025年10月17日月报）

国产算力需求明确回暖，AIDC供给趋紧：自2025年底起，国内AIDC（AI数据中心）招标需求“突然炸了”，从无需求变为需求旺盛。核心驱动力是国产AI芯片（如华为昇腾、寒武纪等）的放量。预计2026年国内AI芯片需求达300-400万张，对应AIDC功耗需求超5GW。然而，核心矛盾在于能耗指标审批严格，有效供给可能仅几GW，已呈现“供不应求”趋势，并可能推动AIDC价格上行。（来源：开源证券2026年1月8日电话会议）

光通信技术迭代加速，1.6T放量在即：为满足AI集群算力需求，光模块持续向高速率演进。2026年将成为1.6T光模块放量元年，需求量较2025年预计增长超10倍。同时，硅光、CPO（光电共封装）、OCS（光电路交换）等新技术路径产业进展积极，龙头公司业绩弹性大。（来源：开源证券2026年1月5日年度策略、中信证券2026年1月11日观点）

商业航天进入规模化提速期：政策层面，商业航天已被写入政府工作报告并设立专职监管机构。产业层面，我国已规划多个“万星星座”（如中国星网“国网”星座计划发射近1.3万颗卫星），2025年底以来迎来高密度发射期。火箭可回收技术有望在2026年突破，将显著降低发射成本，打开万亿级产业链市场空间。（来源：广发证券2025年12月28日报告、东兴证券2025年10月30日报告）

行业观察与潜在关注点

基于上述逻辑与最新动向，我们的核心投资逻辑无需根本性改变，但需对行业内部的结构性变化保持高度关注：

趋势与机遇：行业正从“泛通信”向“算力+航天”双主线深化。一方面，算力需求从海外向国内传导的趋势明确，国产算力链（芯片、服务器、高速互联、AIDC、液冷）将迎来从主题到业绩的兑现期。另一方面，商业航天产业拐点已现，卫星制造与发射环节将率先受益。对于中国移动等运营商而言，其角色正从“管道”向“算力基础设施提供者”与“天地融合网络运营商”演进，成长叙事更加丰富。

潜在风险与挑战：投资者需关注以下几点：1) 技术路径风险：光通信领域CPO等新技术对传统方案的长期替代风险，尽管短期影响有限；2) 供需错配与博弈：AIDC虽需求旺盛，但受能耗指标限制，实际供给释放节奏可能低于预期；高端AI芯片（特别是训练卡）的供给瓶颈仍是制约国内算力发展的关键；3) 业绩波动风险：光模块等环节景气度极高，但需警惕单季度业绩博弈及估值切换不及预期的风险；4) 地缘政治风险：芯片等核心硬件进出口管制可能对产业链造成扰动。

总之，通信行业的投资重心已清晰聚焦于为AI与航天新质生产力提供底层支撑的环节，其成长性与确定性并存，但内部结构分化显著，需精细筛选。

■ 高管增持

| 近期高管增减持 | | | | | |
|---------|---------|-------|------|------|----|
| 公司名称 | 变动金额(元) | 增持/减持 | 高管职位 | 高管名称 | 日期 |
| 近一年暂无数据 | | | | | |

■ 机构持股

| 机构持仓一览 | | | | | |
|---------|---------|----------|----------|-----------|-----------|
| 机构属性 | 持股家数(家) | 持股总数(万股) | 持股市值(亿元) | 占总股本比例(%) | 占流通股比例(%) |
| 近一年暂无数据 | | | | | |

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。