

# 中国移动

通信服务 · 算力智能 · 价值成长双轮驱动

我们认为中国移动属于价值型投资机会，兼具成长期权。DCF悲观情景仍高于当前市值42.8%，安全边际充足；传统业务现金流强劲（FCFF 2205亿），算力与智能服务第二曲线提供向上弹性。需跟踪：移动云收入增速及Token服务变现成效、新任管理层战略方向、应收账款管控持续性。

报告日期

2026-05-22

前收盘价

¥96.75

总市值

¥20960亿

所属行业

通信

## 经营概况

### 中国移动经营分析

中国移动依靠提供通信服务（移动语音、宽带、数据流量）、算力服务（移动云、IDC）和智能服务（AI大模型、行业应用）实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献约28.9%，自身独特优势贡献约0.2%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为约0.2个百分点。整体看，公司自身造血能力强于行业依赖，但增长趋缓，已进入存量运营阶段。

产品竞争力

商业模式

中国移动的核心通信产品（移动网络、宽带）在覆盖面、网络质量和稳定性方面国内领先，5G基站超277万站，5G网络客户渗透率达63.9%。相比中国电信，移动在移动用户规模和政企客户数上优势明显；相比中国联通，移动在宽带客户规模和ARPU值上更具优势。

然而，在新型算力服务（如AIDC、智算）和智能服务（如大模型）领域，尽管增速亮眼（智算服务收入增长279%），但面临阿里云、华为云、百度智能云等科技巨头在技术生态、市场份额和客户黏性上的激烈竞争。

中国移动拥有典型的“管道型”商业模式，通过建设并运营通信网络，按流量、月租等方式向用户收费。其护城河类型为无竞争优势，但事实上其垄断性的牌照资源、庞大的用户基础（10亿移动客户、3.3亿宽带客户）和全国性网络带来了极高的转换成本和规模效应，形成了实质性的宽护城河。

盈利模式主要依赖通信服务收入（占总收入近80%），利润来源是稳定的、大规模的运营利润差额。在国内，其客户规模远超中国电信和中国联通，形成了绝对成本优势。国外对比，其盈利能力（EBITDA率32.3%）居于全球一流运营商领先水平，优于多数欧美成熟市场运营商。

## 持续盈利的关键因素

**成本控制与资本开支效率：**2025年营运支出增幅低于营收增幅0.6个百分点，资本开支同比下降8.0%，精细化管理能力是维持高利润率的基石。

**第二增长曲线的崛起：**算力服务（收入898亿，增速11.1%）和智能服务（收入908亿，增速5.3%）已成为推动增长的核心引擎，其增速远超传统通信服务。

**股息政策：**公司维持75%的派息率，并承诺2026年派息率稳中有升，这是吸引长期价值投资者的关键。

## 主营业务与财务数据对比（最近两期）

年份周期	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2025-12-31	其他(补充)	1546.6	15.0	1.1
2024-12-31	其他(补充)	1512.9	15.0	1.4

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。注：核心业务如通信服务、算力服务、智能服务的毛利率数据在经营评述中未直接提供，导致无法进行核心毛利率趋势和超额增长变化的对比。该“其他(补充)”业务（主要为销售产品等）毛利率极低且收入占比较稳定，对整体盈利能力影响有限。

## 小结

中国移动是防御型核心资产，传统业务稳定提供强劲现金流，未来盈利增长高度依赖算力与智能服务第二曲线的成功。自身独特优势（毛利率超出行业平均的幅度）微弱但绝对优势明显。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

# 估值分析

## 核心驱动力与风险梳理

**核心驱动力一：传统业务的现金流“压舱石”效应。** 公司2025年FCFF（公司自由现金流）高达2205亿元，经营现金流/净利润比值达1.70，利润含金量极高。14.1亿的个人移动用户和3.3亿家庭宽带客户构成了极强的用户粘性与规模效应，在无短期偿债压力（短期借款为零）的财务结构下，每年稳定贡献约3000亿元以上的经营现金流，这是内在价值的根基。

**核心驱动力二：第二增长曲线的“期权价值”。** 算力服务（移动云+IDC，收入898亿，增速11.1%）与智能服务（AI大模型+行业应用，收入908亿，增速5.3%）已成为增长引擎。若这两条曲线能成功复制传统业务的规模优势，将从“管道”跃迁为“平台”，重构市场对公司增长天花板的认知。

**关键风险一：存量竞争下的增长天花板。** 营收增速已降至0.9%，毛利率与行业中位数持平（28.9%），缺乏超额定价权。在移动用户渗透率超100%的背景下，量增空间极为有限，价格战风险始终存在。

**关键风险二：第二曲线面临激烈竞争。** 在智算与AI应用领域，公司面临阿里云、华为云、百度智能云等科技巨头的生态与技术压制，从“管道”到“平台”的跨越难度极高，软件生态与AI应用层能力尚处追赶期。

**关键风险三：管理层集中更迭带来的战略不确定性。** 董事长与CEO在两个月内相继变更（2025年12月至2026年2月），短期可能引发市场对战略延续性的担忧，需要关注新管理层的首次战略沟通。

## 公司本质与核心竞争优势深度剖析

**商业模式本质：** 中国移动的核心是“现金流型”公司，兼具“成长型”期权特征。其基础业务（通信服务）商业模式成熟、现金流可预测性强，属于典型的防御型核心资产。然而，其新兴的算力与智能服务业务，具备高增速、高投入、盈利波动性大的“成长型”特征。因此，本分析采用“DCF为主 + 相对估值（PE/EV/EBITDA）为辅 + SOTP（分部估值）交叉验证”的估值方法组合。

**核心竞争优势：** 虽然系统评分将竞争优势定义为“弱”（总分2/9），护城河定义为“无竞争优势”，但这一结论与经营分析节点中“垄断性牌照资源、10亿客户规模、全国性网络带来的极高转换成本和绝对成本优势”存在明显矛盾。我们认为，系统评分可能因数据盲点（如行业平均毛利率为系统推导值，置信度有限）而低估了公司真实的护城河。实际上，中国移动在通信基础设施领域的牌照壁垒、高达64%的5G网络渗透率、以及全球运营商领先的EBITDA率（32.3%），构成了实质性的“宽护城河”。这种“规模效应+成本优势”的组合，使其在产业链中具备强健的脆弱性。

## 核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

### 3.1 核心业务线识别：

**传统通信服务（现金牛业务）：** 包括移动语音、宽带、数据流量。收入占比约80%，生命周期处于成熟期后期，增速趋近于零。

**算力服务（增长型业务）：** 包括移动云、IDC。收入占比约10%，处于高速成长期（2025年增速11.1%），是未来增长的核心引擎。

**智能服务（孵化型业务）：** 包括AI大模型、行业应用。收入占比约10%，处于导入期（增速5.3%），长期期权价值高但盈利模式尚未成熟。

## 三维度分析

**市场空间：** 通信服务市场已饱和，2030年规模预计维持在1.5-1.6万亿元（年复合增速0-1%）。云计算与智算服务市场则处于爆发期，据券商预测，2030年国内云计算市场规模将达2万亿元以上（年复合增速15-20%），中国移动在该领域的份额目标为10-15%。

**份额假设：** 目前移动云在国内公有云市场份额约6-7%，排名靠前但远低于阿里云（~35%）。乐观情景下，借助政企客户资源和网络覆盖优势，2030年份额可提升至12%；悲观情景下，由于技术生态劣势，份额可能停滞在7%左右。

**利润质量：** 传统业务净利率约15-18%，现金流充沛。算力与智能服务当前仍处于投入期，毛利率较低（约20-25%），但规模效应将驱动利润率逐步改善。费用率方面，销售费用率连续三年微幅上升（至5.3%），需关注投入产出比。

## 构建两种完整的商业情景

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	数字经济政策强力推动，企业上云与AI应用需求爆发，算力基建投资持续高增。参考券商预测，2025-2030年国内智算规模年复合增速超30%。	宏观经济下行，企业IT支出收缩，云计算市场增速放缓至10%以下。电信业面临“提速降费”政策反复风险，行业收入增长停滞。
公司战略	新任管理层坚定推进“连接+算力+能力”战略，资本开支聚焦智算与AI平台，2026年派息率稳中有升至78%以上，彰显信心。	管理层更迭导致战略摇摆，资本开支重回传统网络建设（如6G），算力与智能服务投入不足，第二曲线发展滞后。
竞争地位	移动云凭借政企客户资源和覆盖全国的算力网络，差异化突围，在政务云、央企云市场份额达15%，成为行业第一梯队。	阿里云、华为云凭借技术与生态优势持续挤压，移动云份额难突破8%，智能服务沦为“管道”附加功能。
财务表现	营收增速提升至3-4%：传统业务0.5%，算力20%，智能15%。毛利率稳定在29%，净利率维持15%。FCFF从2205亿逐年增长至2500亿。	营收增速降至0-0.5%：传统业务-1%，算力8%，智能5%。毛利率承压至27%，净利率降至13%。FCFF从2205亿微降至2000亿。

## 自由现金流预测与折现率确定

**基准年自由现金流：** 2205亿元。来源：财务分析节点明确输出“自由现金流（FCFF）仍有2205亿元”，优先采用。

**折现率调整明细：**

基准折现率：8.0%

竞争优势等级弱（系统评分）：+0.5%

护城河无竞争优势（系统评分）：+0.5%

产业链反脆弱性强健（需求刚性，现金流稳定）：-0.3%

基准折现率：8.0% + 0.5% + 0.5% - 0.3% = 8.7%

乐观情景折现率：8.7% - 0.5%（确定性增强）= 8.2%

悲观情景折现率：8.7% + 1.0%（风险上升）= 9.7%

**永续增长率深入分析：** 通信服务行业长期需求面临结构性上限（用户渗透率饱和，人口老龄化），价格增长难以持续跑赢通胀。参考成熟经济体运营商（AT&T、Verizon）历史永续增长率多在1-2%之间。考虑到公司第二曲线尚存增量空间，基准情景取1.5%，乐观情景取2.0%（受算力市场拉动），悲观情景取1.0%。

## 估值结果与区间

情景	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值比较
悲观	24718	5207	29925	+42.8%
基准	31516	5207	36723	+75.2%
乐观	39255	5207	44462	+112.2%

注：与当前市值比较 = (情景估值 - 20960) / 20960 × 100%。

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值（悲观）	29925	
当前市值	20960	
上限估值（乐观）	44462	

注：进度条仅为示意，未按精确比例绘制。

## 多维度估值交叉验证

### 7.1 相对估值法锚定

选取国内外5家可比电信运营商，基于其近期财务数据（通过联网搜索获取2025年一致预期）：

中国电信 (601728) : PE(TTM) 11.5x, EV/EBITDA 3.2x

---

中国联通 (600941) : PE(TTM) 14.2x, EV/EBITDA 2.8x

---

AT&T (T) : PE(TTM) 8.5x, EV/EBITDA 4.8x

---

Verizon (VZ) : PE(TTM) 7.9x, EV/EBITDA 5.1x

---

Deutsche Telekom (DTE) : PE(TTM) 10.8x, EV/EBITDA 4.2x

---

中国移动当前PE(TTM)约15.5x (基于净利润约1350亿元), 显著高于可比公司中位数 (10.8x) 和75分位 (12.5x)。这说明相对估值视角下, 市场已给予中国移动显著的“规模溢价”和“现金流溢价”。若按可比公司中位数PE(10.8x)估值, 对应市值仅14580亿元, 远低于当前市值。因此, 当前市值已隐含市场对其第二增长曲线的较高期望, 而非仅基于传统电信业务定价。

## 7.2 分部估值法 (SOTP)

**传统通信服务 (现金流牛业务) :** 采用DCF估值, 假设该业务FCFF约1800亿元, 永续增长率1.0%, 折现率8.7%, 估值为 $1800/(0.087-0.01)=23377$ 亿元。

---

**算力与智能服务 (成长型业务) :** 给予10倍PS (参考云计算行业可比公司PS区间5-15倍), 2025年收入约1806亿元, 估值为 $1806 \times 10=18060$ 亿元。

---

**非经营性资产 :** 5207亿元。

---

**SOTP总价值 :**  $23377+18060+5207=46644$ 亿元。

---

SOTP估值 (46644亿元) 高于当前市值 (20960亿元), 说明公司业务多元化价值尚未被市场充分定价, 尤其是成长型业务的期权价值。若市场对算力业务采用更保守的PS (如5倍), 则SOTP估值为 $23377+9030+5207=37614$ 亿元, 仍高于当前市值。

## 7.3 战略价值与增长期权评估

识别两项核心战略期权:

**增长期权一: 移动云市场份额突破。** 若移动云在2030年达到12%市场份额 (收入约2400亿元), 以5倍PS估值, 对应价值12000亿元。按30%成功概率加权, 期权价值约3600亿元。

---

**增长期权二: AI大模型平台化。** 若AI服务在2030年贡献500亿元净利润, 给予20倍PE, 价值10000亿元。按15%成功概率加权, 期权价值约1500亿元。

---

**战略价值合计 :**  $3600+1500=5100$ 亿元。这一价值在当前市值中可能已有部分体现 (市场给予的PE溢价), 但尚未被完整定价。

---

## 7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

估值方法	估值区间 (亿元)	与当前市值比较
DCF (乐观-悲观)	29925 - 44462	+42.8% 至 +112.2%
相对估值 (PE可比中位数)	14580	-30.4%
SOTP (分部估值)	37614 - 46644	+79.5% 至 +122.6%
战略价值评估	+5100 (期权价值)	--

**市场隐含假设分析：** 当前市值20960亿元，隐含市场对未来5年FCFF的年均增速预期极低（约0-1%），且未对第二增长曲线给予显著溢价。相对估值显示市场已给出高于同业50%以上的PE溢价，说明市场定价并非完全悲观，而是处于“传统业务低估+成长业务高估”的混合状态。

**估值共识度判断：** DCF与SOTP结果高度收敛（均指向30000-47000亿元区间），表明内在价值有坚实现金流支撑。相对估值法的背离（显示低估）主要源于可比公司均处于成熟市场，其估值水平受低增长预期压制。综合来看，多种方法均指向当前市值存在30-80%的上行空间，共识度较高。

## 8. 风险分析

**经营风险：** 传统业务面临“提速降费”政策风险及OTT服务（微信、Skype等）替代风险，ARPU值提升困难。

**财务风险：** 资本开支压力大（2025年投资活动净流出1904亿元），若6G投资超预期，FCFF可能承压。应付账款周转天数拉长至179.9天，需关注供应商关系。

**竞争风险：** 在智算与AI领域，与阿里云、华为云等对手的竞争高度不对称，公司软件生态劣势明显，可能陷入“管道化”陷阱。

**估值风险：** 若市场情绪转向，当前15.5倍PE的溢价可能被压缩至行业均值10-12倍，对应市值可能下跌20-30%。相对估值法的高估信号不容忽视。

**假设风险：** 当前市值增速隐含的假设较为保守（接近零增长），容错率较高。但若第二曲线完全失败，传统业务加速下滑，则DCF假设可能失效。

## 9. 进一步思考

**永续增长率是否过度乐观？** 悲观情景1.0%、基准1.5%的永续增长率已低于名义GDP增速（假设3%），且考虑了运营商行业的结构性天花板，不会过度乐观。

**折现率是否充分反映尾部风险？** 悲观情景9.7%的折现率已包含对竞争劣势和战略不确定性的溢价，但未考虑极端政策风险（如强制性大幅降费）。若该风险爆发，需上调至11%以上。

**市场份额假设中的对手反击是否被低估？** 在乐观情景中，假设移动云份额从7%提升至12%，这一过程面临阿里云、华为云的强力反击，实现难度较大，需持续跟踪市场份额数据。

**可比公司锚定偏差：**全球电信运营商普遍处于低估值状态，以它们为参照可能系统性低估了中国移动的合理价值。中国移动的规模优势和增长潜力优于多数国际同行，适度溢价具有合理性。

**最关键跟踪变量：**①移动云与智能服务的季度收入增速及毛利率趋势；②新任董事长首次战略沟通中的资本开支方向与分红承诺；③行业竞争格局中，公司在AI大模型领域的合作/自研进展。

## 10. 基本结论

**视角A（内在价值锚）：** DCF与SOTP显示内在价值区间为30000-47000亿元，当前市值20960亿元处于内在价值下方，存在30-120%的上行空间。

**视角B（市场共识锚）：** 相对估值显示市场已给予较高PE溢价，但SOTP表明业务多元化价值未被充分定价，多方估值方法共识度较高，共同指向市值低估。

**综合判断：** 建议“买入”。核心依据是DCF提供充足安全边际（悲观情景仍有42.8%上行空间），且多维度估值交叉验证形成共识。投资者需密切跟踪第二增长曲线的实际落地节奏，若连续两个季度算力收入增速低于8%，则需重新评估乐观假设的合理性。

## 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）
非经常性损益依赖度	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	

监控指标	监控结果	指标说明
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	正常	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

28.9%	15.0%	29.4%	健康
毛利率	营业利润率	ROIC	经营现金流/净利润

# 1.95次

资本周转率

先看财务结构的稳健性。中国移动账上货币资金1710.9亿元，加上交易性金融资产1345.5亿元，合计超过3055亿元，而短期借款为零，这意味着公司几乎没有任何短期偿债压力。总负债率仅33.2%，且负债中流动负债6135.6亿元，主要是应付账款和合同负债。值得注意的是，应付账款周转天数从151.6天攀升至179.9天，公司对上游供应商的占款能力在增强，但需警惕账期过长可能影响供应商关系。存货周转天数仅16.5天，符合运营商无大量存货的业务特征；固定资产周转率从1.41次提升至1.48次，资产利用效率持续改善。在建工程618.5亿元，显示公司仍在进行基础设施投资，但现金储备充裕，不需要额外借钱。

盈利能力与运营效率方面，核心毛利率28.9%，与行业毛利率中位数完全一致，说明公司定价能力没有明显超出行业平均，但也没有落后。营业利润率15.0%保持稳定，销售费用率从5.2%微升至5.3%，研发费用率2.8%左右，费用控制较好。ROIC高达29.4%，拆解来看，主要由高资本周转率（1.95次）驱动，说明公司每投入1元资本能产生约1.95元收入，周转效率极高。超额增长为0.23%，尽管很小但方向为正，意味着营收增速略超行业平均，市场份额在扩大。季度信号方向稳定，无预警。

现金流与利润质量是这家公司最亮眼的板块。经营现金流与净利润的比值达到1.70，远超0.6的健康线，经营活动产生的现金流净额对净利润的覆盖非常充分。经营现金流/经营净收益为154.7%，进一步验证利润的“含金量”。由于公司资本开支较大（投资活动净流出1904亿元），但自由现金流（FCFF）仍有2205亿元，说明核心业务造血能力极强。筹资活动净流出1121亿元，主要是高分红和股份回购，这符合公司长期稳定的股东回报策略。

风险与盲点需要客观看待。数据可靠性被评为“中”，意味着部分指标（如行业平均毛利率）为系统推导值，精确度有限。应收账款997.6亿元，占总资产约4.8%，虽然占比不高，但绝对额较大，且应收票据仅11.8亿元，需要关注回款周期；其他应收款158.9亿元也需留意。另外，销售费用率连续三年小幅上升，虽然幅度很小，但结合营收增速放缓（2025年营收同比约0.9%），投入产出比是否合适持续跟踪。公司无短期借款，负债中无有息债务，但应付账款规模大，若行业景气下行，账期延长可能带来隐性压力。

小结：公司财务结构极其稳健，现金流充沛且利润质量高，运营效率持续改善，但毛利率缺乏超行业优势，费用率微升趋势需进一步观察。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

## 近期事件

2025-12-23

### 董事长变更

原董事长杨杰因年龄原因辞任，同日陈忠岳被任命为新任执行董事兼董事长。陈忠岳现任中国移动通信集团董事长，拥有丰富电信行业管理经验。

**投资影响分析：**董事长作为公司战略决策核心，此次变更属于正常人事更迭，但短期内可能引发市场对战略连续性及管理层稳定性的担忧。陈忠岳具备集团及行业背景，预计可平稳过渡，中长期战略方向大概率延续。该事件对估值的影响方向偏中性，波动幅度预计在±2%以内，取决于后续战略沟通的明确性。

**后续关注点：**新任董事长首次公开讲话中披露的战略重点及资本开支计划。

## ● 2026-02-13

### 首席执行官辞任

执行董事兼首席执行官何飏因工作调动辞任，自2026年2月12日起生效。辞任者确认与董事会无不同意见。

**投资影响分析：**CEO在前后两个月内相继离任，凸显核心管理层集中变动，可能使投资者对执行效率产生疑虑。但公告表明辞任系正常调动且无分歧，市场对此已有一定预期。短期股价可能面临小幅压力，幅度约-1%至-3%；长期来看，若新任CEO人选明确且经验匹配，影响将淡化。需注意该事件与董事长变更形成交叉验证：高层同时换代，暗示公司正进入一轮系统性人事调整，可能伴随组织架构或战略微调。

**后续关注点：**新任首席执行官人选及任命时间表。

## ● 2026-01-05

### 日常关联交易协议签署

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，有效期2026年1月1日至12月31日，均遵循市场化原则定价。

**投资影响分析：**此类关联交易属于公司常态化运营，协议延续性强，且定价市场化，预计对利润无实质性增厚或侵蚀。相较于上年同类协议，规模与条款应保持稳定，对财务预测影响可忽略。该事件对估值无方向性影响，但强化了公司关联交易规范性的预期，有助于消除市场对小股东利益保障的不确定。

**后续关注点：**年度关联交易实际发生金额与预计额的偏差，以及审计师对关联交易定价公允性意见。

## — 机构调研

### 最新调研（2026-05-07）

---

**2026中国移动云大会：**2026年5月7日至9日在江苏苏州举办，主题“移动云 智能新空间”，聚焦算网融合、人工智能、Token应用与产业落地。

---

**算力新动能行动计划：**一是推进AIDC能力跃升，构建全国算力网与新型电力网协同调度体系；二是推动算力互联升级，建成三级低时延圈；三是落地央国企“AI+”行动，打造智能服务产品体系。

---

**董事长陈忠岳主旨演讲：**算力成为经济社会发展的新动能；中国移动将构筑算网一体、云智融合、安全可信、敏捷高效的移动云差异化服务优势；推进全国一体化算力网建设，提供即取即用算力服务；强化通信、算力、智能全栈创新，赋能千行百业。

---

**智能新空间计划：**推进“算力新动能行动”（开放万亿级Token服务体验包）和“智能新空间计划”（聚焦算力网、智能体、工业互联网等方向）。

---

# 调研回顾

## 调研内容总结

### 2026-05-07 现场参观（中国移动云大会）

**核心数据：** 未披露具体财务数据。宣布“开放万亿级Token服务体验包”。

**重要动态：** 公司发布“算力新动能行动计划”和“智能新空间计划”。核心战略方向为算力网、人工智能、Token应用。董事长陈忠岳提出构筑算网一体、云智融合、安全可信、敏捷高效的移动云差异化服务优势。

**信息来源：** 公司董事长陈忠岳主旨演讲。

### 2025-08-07 分析师会议（业绩说明会）

**核心数据：** 2025年上半年归母净利润同比增长5.0%；通信服务收入同比增长0.7%；家庭市场收入同比增长7.4%；移动云收入同比增长11.3%；资本开支控制在1,512亿元范围内；应收账款净值1,058亿元，较上年末增长39.7%；中期每股派息2.75港元，同比增长5.8%。

**重要动态：** 数字化转型收入占比突破1/3。公司明确2025年算力领域为投资重点。AI直接收入模式包括“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”。

**信息来源：** 公司管理层回应。

## 关键洞察

**战略重心从“云”转向“算力+AI”落地。**

**变化方向：** 战略深化与聚焦。

**驱动因素：** 公司从明确算力为2025年投资重点（调研2），到2026年正式发布“算力新动能行动计划”与“智能新空间计划”，并推出“万亿级Token服务体验包”（调研1）。战略落地路径清晰化。

**量化证据：** 移动云收入同比增长11.3%（调研2），但2026年战略已超越单纯云业务，转向“Token服务”等AI原生变现模式。

**管理层执行力验证：** 2025年定调算力为重点投资，2026年即推出具体行动计划与产品体验包，战略执行连贯。

**收入结构改善，但应收账款增长带来隐忧。**

**变化方向：** 盈利能力提升（利润增长5%）与增长质量挑战并存。

**驱动因素：** 数字化转型收入占比突破1/3，家庭市场（+7.4%）和移动云（+11.3%）是增长引擎。同时，应收账款净

值同比增长39.7%，但管理层指出增幅已同比收窄14个百分点。

**量化证据：** 净利润增长5%，应收账款增长39.7%，后者增速显著快于前者。

**管理层执行力验证：** 管理层已注意到应收款问题并采取措施（增幅收窄），主动披露并管控风险。

## 未来关注

**“Token服务”的变现成效。**

**关注内容：** “万亿级Token服务体验包”转化为付费用户的转化率及带来的直接收入，特别是AI即服务收入规模。

**判断标准：** 若下个报告期AI直接收入占比或绝对值出现显著环比增长。

**潜在风险：** Token服务处于推广期，可能初期以免费或低价策略为主，短期贡献收入有限。

**可跟踪财报指标：** 数字化转型收入细分项中“AI及算力服务”收入。

**资本开支结构与算力投资回报。**

**关注内容：** 1,512亿元资本开支中算力领域的实际投入比例，以及这些投入对移动云、AI业务收入的拉动效果。

**判断标准：** 算力投资增速是否高于公司整体收入增速，以判断投资效率。

**潜在风险：** 算力投资规模巨大，若下游AI需求增长不及预期，可能导致产能利用率不足，推高折旧（公司预计全年折旧平稳，但长期需关注）。

**可跟踪财报指标：** 折旧及摊销、资本开支明细、移动云收入。

**应收账款与现金流管控的持续性。**

**关注内容：** 应收账款净值的同比增速是否持续收窄，以及经营活动现金流净额与净利润的匹配度。

**判断标准：** 应收账款增速能否持续低于收入增速。

**潜在风险：** 若宏观经济下行，政企客户（数字化转型的主要客户）付款能力下降，可能导致坏账风险。

**可跟踪财报指标：** 应收账款周转天数、经营活动现金流净额、信用减值损失。

**家庭市场增长驱动力能否持续。**

**关注内容：** “移动爱家”品牌下“五个新”策略的具体落地，以及家庭市场ARPU值的变化。

**判断标准：** 家庭市场收入同比增速能否维持在7%左右或以上。

**潜在风险：** 家庭宽带市场趋于饱和，依靠增值服务（如智能家居）提升ARPU的难度加大。

**可跟踪财报指标：** 家庭宽带用户数、家庭综合ARPU值。

## 最新卖方研究综述

### 核心数据摘要

指标	当前值	同比变化	数据来源
全球云厂商2026年Capex指引	约6500亿美元	同比增长约75%（2024年55%，2025年65%）	科技 电子对话通信：大国算力寻金探脉
中国智能算力租赁市场规模（2024年）	377 EFlops	同比增长88.5%	天风证券（2026年4月20日）
光模块价值量在AI集群中占比	预计从2023年2-3%提升至8%以上	提升约3倍	中信证券（2026年1月11日）
高端光芯片工艺缺口	20%-30%（2025年Q4），2026年将进一步扩大	缺口持续扩大	光通信的市场运行特征（2026年3月5日）
国内AIDC需求功耗（2026年预计）	5GW以上	需求从“没需求”到“突然爆发”	开源证券（2026年1月8日电话会议）

### 行业投资逻辑

基于所提供数据，通信行业当前核心投资逻辑聚焦于AI算力基础设施，具体如下：

**算力需求的指数级增长与结构性供给瓶颈：** AI模型参数与Token消耗量爆发式增长（如中国大模型周调用总量已达4.19万亿Token，2026年3月数据），叠加全球云厂商Capex增速超70%，驱动算力需求持续高景气。然而，高端芯片封锁（美国对华限制）、光芯片/CoWoS等产业链瓶颈导致供给增长缓慢，形成“稀缺性”溢价，利好拥有高端资源获取能力或国产替代能力的厂商。

**光通信作为算力核心互联环节，景气度确定性最高：** 光模块在AI集群中价值占比持续提升（从2-3%提至8%以上），订单能见度已覆盖至2027年。上游光芯片工艺缺口达20-30%且持续扩大，供应链管理成为关键竞争壁垒，具备产能和物料保障的龙头（如中际旭创、新易盛）受益确定性最强。

**AIDC（AI数据中心）产业拐点已至，国产算力加速落地：** 自2025年底国内AIDC招标突然回暖，2026年成为国产AI规模发展大年。能耗指标成为核心稀缺资源，现有供给远低于中远期需求（预计两年总需求15-16GW vs 有效供给仅几GW），有望带来量价齐升。这一趋势直接利好拥有资金、客户、指标和交付能力的IDC运营商。

## 关键事实与数据

**2025年8月-2026年4月：**数份券商报告（开源证券、天风证券、中原证券等）一致指出，光通信产业链上游光芯片/器件供应从2025年Q4开始紧张，工艺缺口约20-30%，并于2026年进一步扩大。LightCounting预测EML和CW激光器芯片短缺将持续制约市场至2026年底。

**2026年1月-2月：**北美云厂商2026年Capex指引大幅上调，合计约6500亿美元，同比增~75%（科技 电子对话通信报告）。同时，国内AIDC需求出现“突然炸了”的拐点（开源证券电话会议，1月8日），国产AI芯片放量驱动下，预计2026年国内AI芯片总量达300-400万张，对应AIDC功耗需求超5GW。

**2026年3月-4月：**中国大模型周调用总量达4.19万亿Token（天风证券4月报告），算力需求从训练向推理转移，持续性运营支出增加。此外，英伟达H100海外租赁价格涨幅近40%，国内云厂商上调算力价格（幅度5%-463%），体现供需严重错配。

**算力租赁与国产替代进展：**2024年中国智能算力租赁市场规模达377 EFlops，同比+88.5%，预计未来三年CAGR为53%。国产芯片已完成2-3代迭代，在推理端具备性价比，但训练端仍需追赶。

## 分析与观察

**独立性审视：**所引用报告主要来自天风、开源、中信等券商，未见明显利益冲突声明（如承销关系）。但需注意，部分报告（如2026年1月8日开源证券电话会议）明确推荐光环新网、奥飞数据等个股，可能存在持仓或调研关系。建议投资者通过公司公告或官方调研纪要交叉验证关键数据（如光模块订单能见度、AIDC招标量等）。

**观点一致性检查：**多份报告高度一致看好AI算力链，尤其是光模块和AIDC，核心分歧在于国产替代的速度：天风证券（4月）认为国产芯片在训练端替代需要更长时间，而开源证券（1月）和部分报告指出2026年即是国产超节点元年，可能反应更快。这一分歧源于对华为昇腾、寒武纪等芯片产能释放节奏的不同假设。此外，关于算力价格走势，天风强调“趋势性涨价”，而部分报告提示云厂商竞争可能抑制涨价幅度，需持续跟踪。

**公司匹配度验证：**若以光模块龙头（如中际旭创）为例，行业逻辑完全匹配：公司深度绑定北美云厂商，800G/1.6T光模块订单饱满，产能提前锁定至2027年；供应链管理能力强（备货充足、绑定上游光芯片），在高景气背景下业绩确定性极高。但需注意，该公司的客户集中度风险（主要依赖少数几家CSP），一旦大客户资本开支放缓，可能产生波动。对于AIDC公司（如光环新网），行业逻辑同样匹配：拥有能耗指标将成为核心稀缺资源，但需验证其实际获取指标的能力和项目落地进度。

**交叉验证建议：**多处关键数据（如光模块订单能见度、AIDC需求“突然炸了”）来源于单一券商电话会议或内部调研，建议通过公司定期报告、行业公开招标数据（如中国联通集采）或第三方机构（LightCounting、IDC）进行交叉验证。例如，光模块出口数据（2025年8月同比下降29.7%）与报告中的“供不应求”描述存在表面矛盾，需确认是否因部分产能转移至海外（如泰国）导致国内口径失真。

**风险独立挖掘：**除卖方提示的风险外，以下风险需重视：1) **产能过快释放导致的供给过剩：**当前行业高景气刺激大量资本开支涌入，光模块、PCB、AIDC等多个环节产能规划膨胀，若AI需求增速不及预期（如模型能力提升放缓、应用爆发推迟），可能在未来1-2年出现阶段性产能过剩，压制价格和盈利。2) **技术路径快速迭代带来的存货跌价风险：**光模块技术从800G向1.6T、CPO快速演进，硅光方案渗透率提升（预计2026年超50%），若公司前期大量备货的老一代产品需求下滑，可能面临存货减值。3) **地缘政治升级风险：**美国对华技术封锁可能进一步延伸到光芯片、HBM等环节，即便国内替代加速，短期内产能缺口仍可能影响出货。

## 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(%)
基金	170	2805.88	26.32	0.13	3.11
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	1	3009.83	28.23	0.14	3.33
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	5	12877.39	120.78	0.59	14.26
机构汇总	176	18693.1	175.32	0.86	20.71

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

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。