

评级变动报告

中国移动 600941.SH



鉴于年内电信增值业务税率上调、传统通信业务增长乏力、新兴业务竞争激烈等因素，我们对中国移动未来三年及远期收入与净利润预测维持谨慎，并相应小幅下调了盈利预测及估值。核心原因如下：

电信增值业务税率调整挤压利润：年内手机流量、短信和宽带等增值税税率由6%上调至9%，税率上调直接压缩收入和税后净利率，在增值业务占比持续提升背景下，对公司整体营收和净利润形成边际拖累。

传统业务增长乏力：国内移动通信用户趋于饱和，运营商为维系存量用户重启价格战，导致流量“增量不增收”。叠加固网家宽渗透率见顶、资费下行，传统高毛利基础业务营收增长动能明显减弱。

新兴业务市场竞争激烈：公司加速转型，云、智算等新兴业务保持较高增速，但这些方向竞争较激烈，板块毛利率显著低于传统业务；叠加政企项目回款周期长、前期投入高，短期难对冲传统业务利润缺口。

公司作为信息通信基础设施龙头，核心壁垒依然稳固，但成长驱动力正从“流量红利”向“算力红利”切换，叠加税率调整扰动，短期盈利承压。我们小幅下调DDM/动态估值，目前股价已充分反映该压力。

公司基本信息



公司是全球网络与客户规模最大的电信运营商、央企，2000年成立，2022年1月上交所主板回A上市。主营移动通信、家宽接入及数字化服务，拥有全球通、动感地带、神州行等品牌。移动客户超10亿户，连续20余年全球第一，规模超电信、联通之和。构建通信、算力、智能三大主业，布局5G-A、云、智算及AI，迈向世界一流科技服务企业。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	↓ ★★☆☆☆	DDM估值：价值	25466亿(较上期-12.70%)
当前股价	86.82元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	偏低估(上行空间+35%)
总市值	1.88万亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	13.86	护城河	↓ ★★★★★	动态估值：价值	24168亿(较上期-14.43%)
PB-MRQ	1.32			状态	偏低估(上行空间+28%)

公司盈利预测

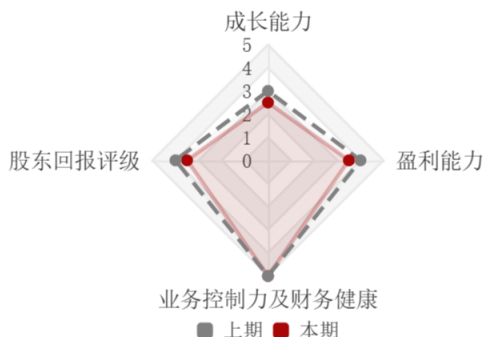
中国移动	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10093.1	10407.6	10501.9	10534.8	10721.3	10957.4	11180.3	11599.8
归母净利润(亿)	1317.5	1383.7	1371.1	1297.2	1328.8	1372.6	1380.3	1322.4
归母净利润增速(%)	5.0	5.0	-0.9	-5.4	2.4	3.3	0.6	-4.2
经营性净利润(亿)	1080.7	1110.7	1122.5	1107.1	1138.8	1182.6	1190.3	1132.3
经营性净利润增速(%)	4.6	2.8	1.1	-1.4	2.9	3.9	0.6	-4.9
经营性归母净利润(亿)	1079.3	1109.5	1121.1	1105.8	1137.4	1181.2	1188.9	1131.0
经营性归母净利润增速(%)	4.6	2.8	1.1	-1.4	2.9	3.9	0.6	-4.9

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

公司本期成长能力星级下降0.5星。主要因传统业务增长见顶、用户饱和致ARPU持续下滑，同时电信增值业务增值税率由6%上调至9%，直接压缩数据流量、宽带等高毛利板块净利率，叠加算力网络、移动云等新兴业务虽增速较快但处于竞争红海、毛利率偏低，政企项目回款周期长、算力设备折旧快能耗高，短期难以有效对冲传统业务利润缺口，盈利中枢阶段性下移。公司龙头壁垒依然稳固，但成长驱动力正从“流量红利”向“算力红利”切换，短期成长斜率放缓。

股东回报评级下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

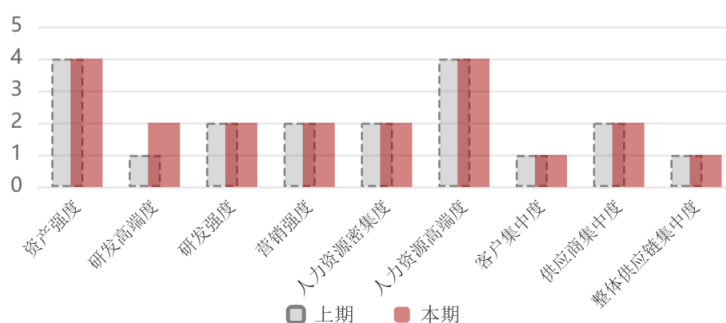
公司本期股东回报星级下降0.5星。公司维持高分红比例承诺不变，但受传统业务ARPU下滑、增值业务税率上调及算力资本开支扩张三重挤压，当期可分配利润增速放缓，每股分红增长弹性不足。同时算力转型前期自由现金流承压，分红可持续性预期边际走弱。

盈利能力下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

公司本期盈利能力星级下降0.5星。传统业务ARPU下滑、固网资费下探，叠加电信增值业务增值税率由6%上调至9%，直接压缩高毛利增值板块净利率。转型端算力网络、移动云虽放量但身处价格战红海，毛利率显著低于传统业务，且算力设备折旧周期短、能耗高，进一步拖累整体毛利结构。政企项目回款慢、前期投入大，销售费用与研发加码亦蚕食利润空间，致净利率与ROE整体下移。

商业模式评级

商业模式变动情况图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

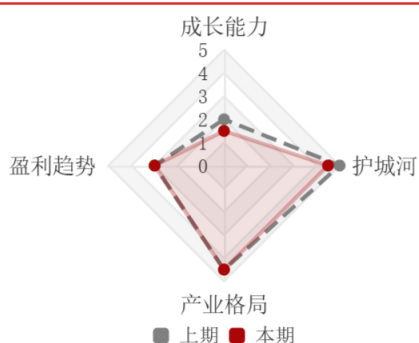
研发高端度提升1.00星：上期星级1.0星，本期星级2.0星。

公司本期研发费用高端度星级提升1星。公司近年持续加码算力网络、移动云、6G及AI大模型等前沿方向，研发人员规模扩张的同时，人均研发投入小幅提升，研发强度（研发费用率）稳中有升。作为“科改示范企业”，公司正从“连接+通道”向“连接+算力+能力”的科技型定位转型，高学历研发人员占比持续提升，单兵研发资源投放加码，研发配置的高端化属性增强。

深度评级变动分析

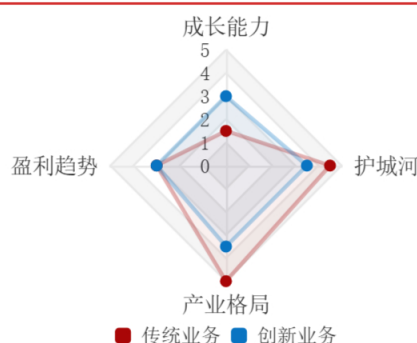
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-22

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-22

成长空间下降0.5星级：上期星级2.0星，本期星级1.5星。

公司本期成长空间星级下调0.5星。移动用户与固网家宽渗透率均已见顶，C端流量“增量不增收”、用户ARPU值长期承压，基本盘扩张空间有限；B/G端虽发力政企与算力，但云与智算身处价格战红海，毛利率显著低于传统业务；叠加增值税率由6%上调至9%进一步压缩高毛利增值板块盈利空间，资本开支向算力网络倾斜、设备短周期高折旧的转型阵痛，远期盈利弹性受限，成长天花板亦有所下移，故下调0.5星。

护城河下降0.5星级：上期星级5.0星，本期星级4.5星。

公司本期护城河星级下调0.5星。公司网络规模与用户壁垒仍稳，但护城河“厚度”正被两头挤压：传统侧移动与家宽市场饱和，价格战致ARPU长期承压；转型侧算力网络、移动云深陷价格战红海，毛利率显著低于传统业务；叠加电信增值业务增值税率由6%上调至9%，高毛利增值板块盈利空间被压缩。算力设备短周期高折旧、高能耗进一步蚕食回报，致ROE、ROIC下调，盈利能力边际削弱，护城河可持续性有一定减弱，故下调0.5星。

估值评级

DDM估值下降-12.70%：上期 29170.61亿，本期 25466.02亿。动态估值下降-14.43%：上期 28242.80亿，本期 24168.02亿。

我们对公司2026-2041年收入及归母净利润预测进行了调整，主要基于对公司传统通信主业增长预期下修、创新业务盈利兑现节奏偏慢、以及增值电信业务税率政策变动的重新评估。

1. 我们对公司2026-2030年收入预测下调，主要基于对公司传统通信主业量价双弱趋势的判断，以及对创新业务收入增速的审慎调整。

1) 传统通信主业收入：我们对2026-2030年传统业务收入预测进行下调，核心依据是国内移动用户渗透率已超99%、5G用户渗透率已超80%，用户规模天花板已现，公司2025年下半年、以及2026年一季度表现低于预期、承压明显，将2026-2028年收入增速预测下调为负增长、2026-2030年收入复合增速下调至-0.1%。

2) 创新业务收入：我们对2026-2030年创新业务收入增速维持中高速增长判断，2026-2028年预测复合增速7.0%，但考虑到算力中心、云基础设施前期资本开支摊销压力较大，且行业竞争加剧导致客户拓展节奏略慢于预期，收入增速较此前乐观假设有所收敛，2026-2030年收入年复合增速下调至6.6%。

2. 我们对公司2026-2041年归母净利润预测做出调整，其中主要系对公司传统业务毛利率、创新业务盈利能力及费用率进行了相应调整。

1) 传统业务毛利率：我们下调了传统业务毛利率预测。传统业务毛利率从2024-2025年的37.5%下修至2026年的36%，远期由小幅提升下调至保持平稳。核心原因在于：流量红利见顶背景下，资费降价压力持续存在；政企通信业务竞争加剧，项目制毛利率承压；叠加年内政策端对短信、数据流量、宽带等业务增值税率由6%上调至9%，而运营成本与折旧摊销刚性，致传统业务盈利空间收窄。

2) 创新业务毛利率：我们维持创新业务远期毛利率在24%左右的判断，但考虑到算力中心、云基础设施的前期资本开支摊销压力，盈利兑现节奏慢于此此前预期。2025年创新业务毛利率仅24.2%，ROIC低至3.2%，不足传统业务的1/5。尽管中期随规模效应释放毛利率有望改善，但短期盈利能力仍偏弱。

3) 费用率调整：我们对未来五年研发费用率预测进行微调，传统业务研发费用率维持在2.3%-3.0%区间，创新业务研发费用率维持在4.5%-5.0%区间。研发投入持续用于算力网络、AI大模型等新质生产力方向，短期压制利润释放节奏，但长期有利于巩固技术壁垒。

3. 整体估值结果：本次调整后，公司DDM估值较此前下调12.70%，动态估值下调14.43%，估值下调主要反映了传统业务增长预期下修、创新业务盈利兑现偏慢、以及税率政策调整压制盈利空间的三重影响。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括传统业务、创新业务和其他（出售商品等）。

业务一：传统业务，包括个人市场和家庭市场。

1. 收入假设：预计2026-2029年小幅下降，年复合增速-0.9%；2030-2033年受益6G商用，年复合增速2.5%；其后逐步放缓至0增长。

1) 个人市场（C端）：2026-2029年5G后周期时代，主要考虑到5G套餐渗透率已较高，随着优惠力度加大、新增用户多为中低价值，预计ARPU值有一定小幅下滑；同时，市场需求逐步饱和，用户数基本保持稳定；预计收入总体小幅下滑。2030-2033年进入6G时代，随着更高价值量的新套餐渗透率逐步提升，预计ARPU值会有小幅提升；同时，用户数基本保持稳定；预计收入年复合增速3%左右。2034年后，随着6G套餐渗透率已经较高，市场需求饱和，预计收入增速逐步放缓至0增长态势。

2) 家庭市场（H端）：2026-2029年，千兆光纤、FTTR及智慧家庭相关增值服务渗透率已较高，预计用户数和综合ARPU值保持稳定，对应收入增速平稳。2030-2033年，受益于6G时代万兆光纤渗透率逐步提升带动ARPU回升，用户数保持稳定，预计收入年复合增速2%左右。2034年后，随着千/万兆光纤、FTTR、智慧家庭服务等业务渗透率已较高，综合ARPU值和用户数基本稳定，预计收入增速逐步放缓至0增长态势。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：考虑到短信、数据流量、宽度等业务税率提升，而成本支出相对刚性，盈利空间受到压缩，毛利率小幅下降至35%-36%水平；2030-2033年受6G基建投入带来的早期折旧摊销成本明显增加影响，毛利率有一定向下波动，其后恢复到36%稳定水平。

2) 费用率：随着网络规模和用户规模情况逐步成熟，以及内部降本增效强化，销售、管理、研发费用率均稳步压降至5.0%、4.5%、2.0%并保持平稳。

业务二：创新业务，包括政企市场和新兴市场。

1. 收入假设：预计2026-2030年年复合增速6.6%左右，其后逐步放缓至2%的低速水平。

1) 政企市场（B端）：受益于政企数字化转型和人工智能产业革命浪潮，云计算、数据中心、物联网、大数据等需求持续旺盛；但考虑到业务基数已较大（主营业务收入贡献占比已超过30%），后续增速将有边际放缓：预计2026-2030年收入年复合增速6%左右，其后逐步放缓至2%的低速水平。

2) 新兴市场（N端）：在咪咕视频等数字媒体、数字支付、国际业务等方面增长带动下，预计2026-2030年收入年复合增速8%左右，其后逐步放缓至2%的平稳水平。

2. 盈利能力假设：

1) 毛利率：综合考虑市场竞争、网络成本下降、高附加值业务占比提升等正负向因素，预计未来毛利率稳定在24%水平，相较此前5年平均的21.4%水平有所提升，ROE/ROIC有所提升。

2) 费用率：随着服务客户规模和业务类型增加，预计销售、管理、研发费用率短期均有小幅提升；其后随着业务规模扩大以及内部降本增效持续推进，销售、管理、研发费用率逐步压降到5.0%、8.0%、4.0%。

业务三：其他业务，包括出售商品等。

收入和盈利能力假设：保持平稳状态，预计收入年增速2%，盈亏基本平衡。

公司整体业绩预测

中国移动	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10093.1	10407.6	10501.9	10534.8	10721.3	10957.4	11180.3	11599.8
归母净利润(亿)	1317.5	1383.7	1371.1	1297.2	1328.8	1372.6	1380.3	1322.4
归母净利润增速(%)	5.0	5.0	-0.9	-5.4	2.4	3.3	0.6	-4.2
经营性净利润(亿)	1080.7	1110.7	1122.5	1107.1	1138.8	1182.6	1190.3	1132.3
经营性净利润增速(%)	4.6	2.8	1.1	-1.4	2.9	3.9	0.6	-4.9
经营性归母净利润(亿)	1079.3	1109.5	1121.1	1105.8	1137.4	1181.2	1188.9	1131.0
经营性归母净利润增速(%)	4.6	2.8	1.1	-1.4	2.9	3.9	0.6	-4.9

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

传统业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6418.7	6457.0	6367.7	6240.3	6177.9	6147.0	6147.0	6331.4
收入增速(%)	1.9	0.6	-1.4	-2.0	-1.0	-0.5	0.0	3.0
经营性净利润(亿)	1051.4	1078.3	1086.8	1060.9	1066.1	1067.4	1055.4	962.7
经营性净利率(%)	16.4	16.7	17.1	17.0	17.3	17.4	17.2	15.2
经营性净利润增速(%)	4.0	2.6	0.8	-2.4	0.5	0.1	-1.1	-8.8
创新业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2216.4	2437.7	2587.6	2717.0	2934.3	3169.1	3359.2	3560.8
收入增速(%)	21.5	10.0	6.1	5.0	8.0	8.0	6.0	6.0
经营性净利润(亿)	28.2	31.3	34.5	45.0	71.5	114.0	133.6	168.4
经营性净利率(%)	1.3	1.3	1.3	1.7	2.4	3.6	4.0	4.7
经营性净利润增速(%)	33.5	10.9	10.3	30.4	58.8	59.5	17.3	26.0
其他（出售商品等）	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1458.0	1512.9	1546.6	1577.5	1609.1	1641.3	1674.1	1707.6
收入增速(%)	16.5	3.8	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
经营性净利率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利润增速(%)	16.8	4.1	2.9	0.5	2.0	2.0	2.0	2.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
传统业务	0.4%	中低-	非常好	强	7.0%	12.12	1154.7
创新业务	4.2%	中等-	较好	强	9.0%	14.14	165.5
其他（出售商品等）	2.0%	中低	一般	一般	10.0%	8.35	1.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
传统业务(亿)	6935.4	8145.1	15080.5	4295.8	24.6	1643.0	20994.7
创新业务(亿)	114.6	1657.5	1772.1	1128.2	3.5	233.3	3130.2
其他（出售商品等）(亿)	2.3	7.5	9.8	30.1	0.1	3.4	43.2
公司整体测算(亿)	7052.4	9810.1	16862.4	5454.1	28.2	1879.7	24168.0

数据来源：壹评级

DDM 估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
传统业务(亿)	10289.2	6299.8	16589.0	4295.8	24.6	1643.0	22503.1
创新业务(亿)	796.7	767.4	1564.1	1128.2	3.5	233.3	2922.2
其他（出售商品 等）(亿)	5.0	2.3	7.3	30.1	0.1	3.4	40.7
公司整体测算(亿)	11090.9	7069.5	18160.4	5454.1	28.2	1879.7	25466.0

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司值确定性高。公司主营业务所处电信行业为成熟行业，收入规模能见度高、波动阈值小；5G等大规模资本开支高峰已过，主营成本后续稳中有降，利润端表现略好于收入端，能见度亦较高。工信部每月公布行业总体及各分项业务收入、用户数、渗透率等变动情况，公司每月公布移动业务（含5G用户）、固网宽带等客户数量，对公司业绩预期均具很好参考性。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。