

“流量经营” 千亿蛋糕和商业模式全解析

2015 年 11 月 10 日

投资要点

- 移动互联网引发流量大爆炸，开启千亿市场。智能终端、移动宽带网络、手机应用共同促成了移动互联网繁荣，信息消费持续增长。流量享受着移动互联网带来的规模红利，与终端、网络、应用结合催生新的商业形态，预计 2015/16/17 年流量接入的市场空间分别为 3324/4786/6126 亿元，对应同比增长率 40%/44%/28%，其中套餐外流量收入约占 10%。
- 流量经营产业链走向开放，第三方大有可为。扩大流量规模提升附加值成为行业的内生诉求，定向流量商业化条件基本具备，流量经营蓄势待发。第三方凭借一点对接覆盖三网的服务能力，在运营商、互联网公司、最终用户构成的多边市场中获得整合优势，兼具稳定性和成长性。我们预计第三方 2015/16/17 年在套餐外流量收入份额分别达到 5%/15%/30%。
- 流量经营模式逐渐成熟，根据业务形态细分三种类型，预计 2015/16/17 年市场空间合计 19/80/184 亿元，2015~2020 年收入 CAGR 107%。
 - 代理分销：从运营商批发流量，为个人/电商平台/行业应用/统付企业提供流量订购服务。ToC 业务互联网巨头占据用户入口，行业进入整合阶段，采购价格和充值能力的重要性进一步凸显；ToB 业务客户与短彩信业务重叠度较高，视频类应用和人员密集型行业需求将进一步释放。
 - 互动营销：以流量作为虚拟资源，应用于业务推广和品牌宣传，提供流量互动营销综合解决方案。渠道逐渐扩展，由线上 APP 推广延伸到线下 O2O 促销；业务不断创新，电商/运营商布局流量虚拟货币化，探索建立基于流量的社会化营销生态圈，大数据精准营销空间广阔。
 - 权益合作：定向流量和应用绑定，实现流量资源精确投入，衍生下载免流量、使用免流量等应用场景。颠覆流量、应用分开计费模式，免流量特权和会员特权组合，开启 OTT 新的商业模式。随着 4G 快速发展和手机在线娱乐需求释放，定向流量业务有望获得爆发式增长。
- 流量经营商业价值显现，行业进入“圈地”阶段。运营商完善流量经营接入能力，平台和团队准备就绪；互联网巨头围绕主营业务，试水流量虚拟货币化；通信增值服务商从短彩信切入流量经营，推动业务转型升级；众多新进入者，布局流量+互联网信息服务。
- 风险因素：4G 业务发展不及预期；行业流量平均单价下降过快等。
- 行业评级和投资策略：流量需求持续增长、商业模式不断丰富，流量爆发的数字浪潮将会使产业链各个环节收益。我们维持信息服务子行业“强于大市”评级。基于流量经营产业参与者的核心资源和竞争优势，我们认为主要有三条投资主线：第一条主线，拥有目标客户资源、掌握流量分销渠道的企业，重点推荐 ToB 的吴通通讯、荣信股份，建议关注 ToC 的通鼎互联；第二条主线，具有流量资源整合营销能力的公司，建议重点关注高鸿股份；第三条主线，具备定向流量接入和分发能力的平台，重点推荐网宿科技，建议关注布局 WiFi 流量转售的北纬通信。

重点推荐公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (元)			评级
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
网宿科技	65.95	1.05	1.76	2.77	63	38	24	买入
吴通通讯	45.25	0.54	0.89	1.18	84	51	38	增持
荣信股份	22.3	0.18	0.46	0.65	124	49	34	增持
北纬通信	17.63	0.02	0.21	0.34	882	84	52	增持

资料来源：wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 11 月 6 日收盘价



强于大市（维持）

中信证券研究部

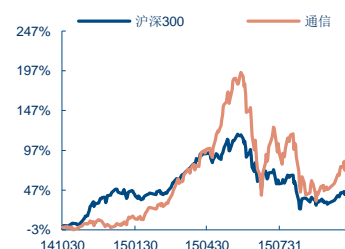
陈剑

电话：010-60838585

邮件：chenjian@citics.com

执业证书编号：S1010512120001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

- 通信行业重大事项点评—超预期的网络强国、国家大数据战略(2015-10-30)
- 通信行业重大事项点评—资产重估开启，国企改革升温(2015-10-15)
- 通信行业重大事项点评—“不清零”催化流量经营(2015-9-29)

目录

投资聚焦	1
研究背景	1
报告创新	1
共享移动互联网红利，深挖流量价值金矿	1
移动互联网进入快车道，数字浪潮来临	1
挖掘内在价值，寻找流量变现机会	3
政策鼓励信息消费，“互联网+”助力流量经营	4
流量井喷打开万亿市场，第三方大有可为	5
流量规模翻倍，预计流量收入两年翻番	5
流量经营经历三个阶段，模式逐渐成熟	6
产业链供需两旺，第三方平台价值凸显	8
代理分销模式：赚佣金或批零差	9
面向个人，提供流量智能提醒和快捷订购	9
面向企业，提供充值服务和统一结算	10
发挥渠道优势，挖掘流量规模红利	11
互动营销模式，卖“流量+服务”	12
基于流量的互动营销方兴未艾	12
渗透加快：打通线上/线下推广流程	13
模式创新：探索构建流量生态圈	14
整合流量营销资源，预计市场空间每年翻倍	15
权益合作模式：收入分成	15
智能管道输出定向流量能力	15
开启与 OTT 权益合作商业模式	16
搭建多边平台，定向流量经营有望超高速增长	18
风险因素	18
投资策略	19
行业评级与投资策略	19
重点公司分析	20
吴通控股：脱胎换骨来自并购，信息服务和通讯制造双轮驱动	20
荣信股份：收购梦网科技，进军企业短信和流量经营市场	21
网宿科技：流量大爆炸将助推盈利增长	23
北纬通信：传统业务加快转型，流量型业务持续增长	24

插图目录

图 1: 移动互联网典型应用场景.....	2
图 2: 智能手机、功能机用户数量.....	2
图 3: 全球 4G LTE 网络部署情况.....	3
图 4: 全球 LTE 用户情况.....	3
图 5: 移动数据流量预测.....	3
图 6: 移动数据中视频流量暂避.....	3
图 7: 流量价值分层.....	4
图 8: 2015 年分月移动互联网接入流量.....	5
图 9: 流量经营主要阶段及特点.....	7
图 10: 流量经营业务形态.....	8
图 11: 流量经营产业链参与者及主要诉求.....	8
图 12: 移动用户每月通话时长.....	8
图 13: 移动电话、固定电话普及率.....	8
图 14: 基于场景的流量快捷订购.....	10
图 15: 京东、淘宝流量充值入口.....	10
图 16: “麦流量”流量快冲接口特点.....	11
图 17: 中国网络广告收入规模及占比.....	12
图 18: 基于流量互动的多种营销形态.....	12
图 19: 流量互动营销流程.....	13
图 20: 流量互动营销打通 APP 推广流程.....	13
图 21: 统一绿茶流量 O2O 营销.....	13
图 22: 中国电信“流量宝”介绍.....	14
图 23: 阿里“流量钱包”介绍.....	14
图 24: 定向流量业务形态.....	15
图 25: 定向流量技术实现方案.....	16
图 26: 韩国 SKT 定向流量产品.....	16
图 27: 流量消费>500MB/月的人群结构.....	17
图 28: 流量消费的业务类型.....	17
图 29: 免流量下载案例.....	17
图 30: 免流量使用案例.....	17
图 31: 音乐付费方式.....	18
图 32: 视频付费用户构成.....	18

表格目录

表 1: 国务院关于促进信息消费、鼓励双创的部分政策文件	4
表 2: 移动互联网接入流量规模预测	6
表 3: 移动互联网接入流量收入预测	6
表 4: 中国电信典型流量产品	7
表 5: 部分流量管理 APP 的下载量	10
表 6: 部分世界 500 强企业员工数量	11
表 7: 代理分销模式市场空间预测	11
表 8: 互动营销模式市场空间预测	15
表 9: 2014.12-2015.6 中国手机网民对各类手机应用的使用率	18
表 10: 定向流量包业务收入预测	18
表 11: 流量经营行业主要 A 股上市公司	19
表 12: 重点推荐公司盈利预测、估值及投资评级	19
表 13: 吴通控股 (300292) 盈利预测与估值	20
表 14: 荣信股份 (002123) 盈利预测与估值	21
表 15: 网宿科技 (300017) 盈利预测及估值	23
表 16: 北纬通信 (002148) 盈利预测与估值	24

投资聚焦

研究背景

2015年2月27日，工业和信息化部向中国电信、中国联通发放LTE FDD牌照，标志着我国4G全面商用。截至9月底，4G用户累计达3.02亿户，移动互联网接入流量累计同比增99.4%，市场对流量价值的挖掘和经营模式的探索持续加热。随着通话、短信等传统业务持续下滑，运营商将流量定位为拉动收入增长主要动力，加快流量经营方面的布局，流量定价策略和能力开放规划引起市场更多关注。通信增值信息服务商、互联网基础设施提供商等相关企业及更多创业型公司纷纷开展流量经营领域的探索，挖掘新的业绩增长点。

在这一背景之下，流量经营有望成为数字浪潮中新的热点，带动产业转型升级。我们通过研究产业的发展路径和未来空间，分析梳理主要商业模式，寻找有强大发展潜力的优质公司。

报告创新

（1）深入分析流量增长驱动因素

流量是移动互联网的基本要素，网络、终端、应用三者共同推动流量规模增长，并在移动互联网发展的不同阶段呈现强弱趋势变化。对比全球移动互联接入流量规模CAGR 45%，我们认为国内将获得更快增长达到58%，并分为两个阶段。2015~2018年4G业务发展红利阶段，运营商通过多种补贴和主动营销快速引导用户升级到4G，拉动流量规模快速增长。2018~2020年视频等高流量应用普及阶段，应用的成熟需要经过习惯培育和市场推广的过程，且预计有部分用户分流到WiFi网络，流量规模提升速度有所放缓。

（2）全面梳理流量经营商业模式

我们认为流量在三方面具有商业化价值：一是基础通道价值、二是虚拟资源价值、三是差异能力价值。从付费方式看，分为前向流量和后向流量；从计费方式看，分为通用流量和定向流量。无论是付费方式还是计费方式，本质上还不能够准确定义流量的商业模式。我们梳理了代理分销、互动营销、权益合作三种商业模式的业务特点、驱动因素和行业格局，建立细分行业价值分析逻辑框架。

（3）详细测算流量经营市场空间

我们根据流量增长动力分析测算规模趋势，结合政策环境判断流量单价持续下行的空间，从而测算得到2015/16/17年流量总体收入规模分别为3324/4786/6126亿元。调研发现套餐外流量收入占比约10%，预计第三方份额持续扩大，2015/16/17年有望达到5%/15%/30%。我们对流量经营的几种主要经营模式分别测算了市场空间，合计测算2015/16/17年达19/80/184亿元，2015~2020年收入CAGR 107%。

共享移动互联网红利，深挖流量价值金矿

移动互联网进入快车道，数字浪潮来临

移动互联网由智能终端、高速网络、丰富应用共同驱动而发展成熟，智能终端是交互载体、高速网络是传输通道、丰富应用是满足需求的服务。三者相互促进，在移动互联网发展

的不同阶段，终端、网络、应用核心创新突破或重大技术升级成为行业整体发展的强力引擎，典型的如 iPhone、4G、uber。移动互联网已经渗透到社会和生活的各个方面，改变原有商业形态并创造新的投资机会。

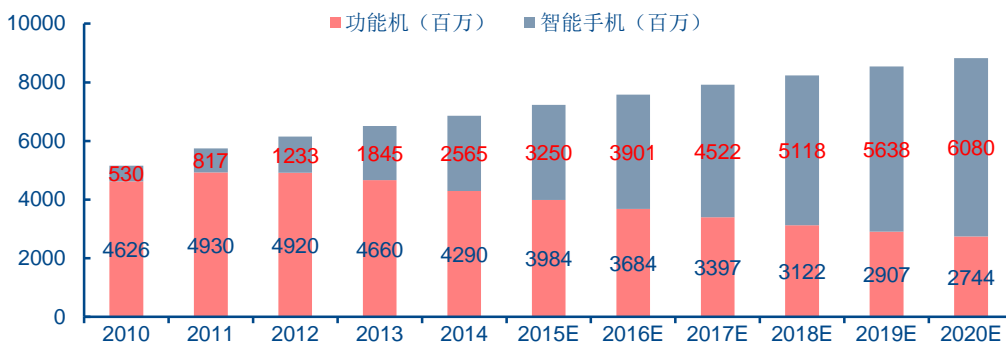
图 1：移动互联网典型应用场景



资料来源：ERICSSON，中信证券研究部整理

智能终端成为主流。2015 年 1 季度，智能手机出货量占比接近 75%，随着低端智能机持续发力，乐观预计 2016 年存量智能机用户首次占比超过 50%，到 2020 年达 61 亿户（ERICSSON）。2012 年智能手机出货量首次超越 PC，同年高通市值超越英特尔，标志着移动互联网正式占据主导优势。主流手机厂商的旗舰机型配置媲美桌面电脑，能够满足各种运算、显示、存储要求，在摄像头、传感器上更是配置齐全。随着可穿戴技术的成熟，由智能手机衍生出眼镜、手环、手表等产品，进一步丰富智能设备的形态，加深移动互联网渗透。

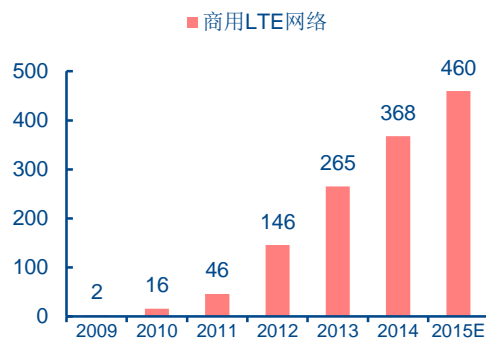
图 2：智能手机、功能机用户数量



资料来源：ERICSSON，中信证券研究部整理

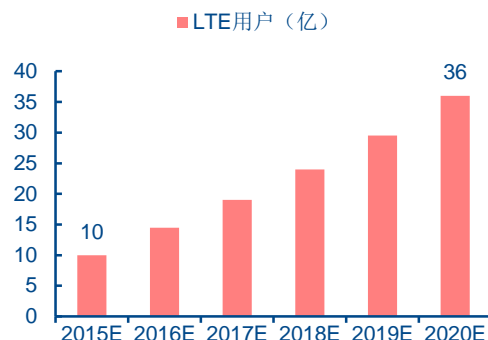
4G 发展超过预期。2009 年 LTE 网络启动商用，截至 2015 上半年共有 422 家运营商在 143 个国家/地区部署 4G LTE 网络，4G 用户 7.6 亿户渗透率达到 10.5%，预计 2020 年 4G 用户达 36 亿户（GSA）。LTE 能够提供 100~150Mbps 的下行峰值速率，升级到 LTE-A，利用载波聚合（CA）等技术，下行峰值速率可达到 1Gbps。4G 的到来极大释放了流量需求，以韩国为例，2014 年 4G 户均流量 3230MB/月，是 3G 用户的 3 倍。

图 3：全球 4G LTE 网络部署情况（单位：个）



资料来源：GSA，中信证券研究部整理

图 4：全球 LTE 用户情况

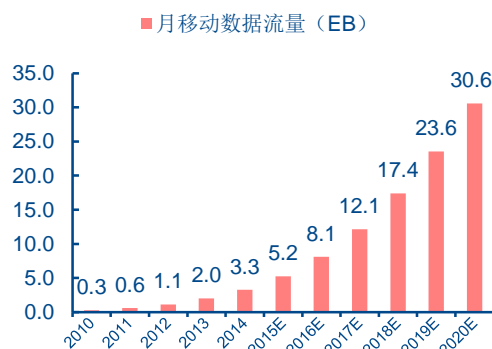


资料来源：GSA，中信证券研究部整理

移动应用百花齐放。Android、iOS、WP 等智能系统的普及是移动应用爆发的基础，应用收费和应用内购等商业模式的创新巩固了开发者-应用商店-用户-的产业链条。截至 6 月份苹果公司 App Store 应用数量超过 150 万个，总下载突破 1 千亿次，平均每用户 119 个，已经向开发者支付 300 亿美金，形成稳定繁荣的应用生态系统。GooglePlay 起步晚增速快，应用数量年复合增长率超过 100%，应用数量已经超过 App Store。移动应用满足了各类需求，包括社交、网购、游戏、视频、出行等，并逐渐覆盖各类 O2O 到家服务。

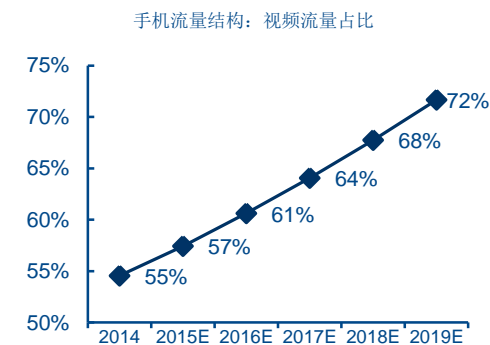
手机流量大爆炸，视频流量占比逐步提升。移动互联网展现出巨大的活力，用户规模屡创新高，拉动流量规模以更高速率膨胀。截至 2014 年底全球移动用户达 71 亿户，其中移动宽带用户数 29 亿户，爱立信预计 2020 年达 77 亿户，复合年增长率（CAGR）20%。移动数据规模以更快的速度膨胀，2014 年月移动数据流量 3.3EB，预计 2020 年月移动数据流量达到 30.6EB，CAGR 约 45%。根据思科数据，手机上视频流量 CAGR 66%，2014 年占总流量已经超过 50%。

图 5：移动数据流量预测



资料来源：ERICSSON，中信证券研究部整理

图 6：移动数据中视频流量占比

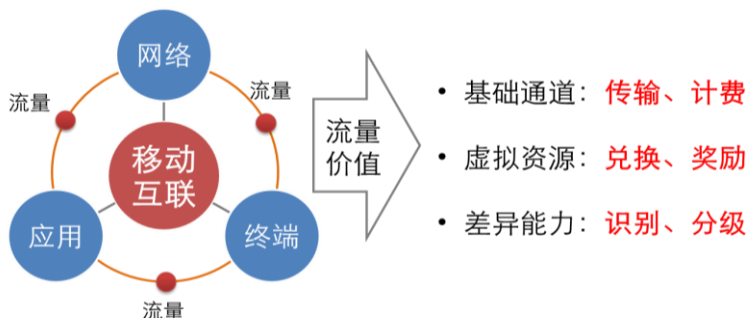


资料来源：cisco，中信证券研究部整理

挖掘内在价值，寻找流量变现机会

流量是信息在终端、网络、应用间的传递，是移动互联网的基本要素。随着终端功能增强、网络速率升级、应用类型丰富，可以预见对流量的需求将持续提升，在移动互联带来的数字浪潮中，流量的价值和商业机会还有待进一步开发。

图 7：流量价值分层



资料来源：中信证券研究部

流量是基础通道。把移动互联网类比为血液循环系统，流量就是承担搬运功能的红细胞，将各类信息（类比氧气）传递到用户端，具有不可替代的价值。流量的大小决定了与用户交互的丰富程度，例如 97 年体坛热帖《大连金州没有眼泪》仅 10KB，随后出现的赛事图文介绍每张图片 200KB 左右，现在观看足球直播每场约 500MB。此外还有“隐形”的流量，如微信等即时沟通软件虽然仅占中移动数据流量的 10%，但需要占用大量的信令通道以确保“时刻在线”。

流量是虚拟资源。流量可以赠送，跟游戏道具、会员特权等虚拟礼物一样，嵌入到关注、签到、转发等线上营销场景，提升活动参与率。更进一步流量赠送和 APP 推广相结合，下载送流量成为吸引用户安装的推广手段。流量可以累计，从 10 月 1 日起三大运营商实行“流量不清零”，上月剩余的套餐流量可以滚存到下个月使用。流量可以转换，目前还处于小范围试水阶段，仅限转换为其他通信服务。

流量是差异能力。国内三大运营商均已经部署内容计费网关（CCG），能够识别不同应用，并进行单独计费。CCG 实现了流量和应用的匹配，支持定向流量业务，在差别定价、精准推广方面提供更多可能。从整个信息传输网络角度看，移动定向流量纳入固/移融合的智能管道规划，在网络传输过程中实现智能路由和分级保障，提供端到端的速率保障和上网体验。

政策鼓励信息消费，“互联网+”助力流量经营

政府立足于“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”的总体策略出发，针对信息领域推出一系列鼓励政策，相关政策内容利好流量经营快速推进。1）**扩大需求，鼓励信息消费。**流量作为信息的载体，将在电子商务、民生信息服务、云计算等新兴产业规模发展中直接受益。2）**确保能力，降低资费水平。**工信部已相继向三大运营商发放 4G 牌照，加快推进网络升级；要求运营商降低流量平均资费水平，客观上推动形成透明开放的流量经营环境。3）**鼓励生产，引导创业创新。**降低创业门槛，提升各行业经济活力，移动互联网行业的在线游戏、O2O 方向效果较明显。4）**拓展外延，向传统行业渗透。**鼓励互联网与农业、物流、交融、能源等行业有机结合，开发新的流量增长点；同时借助大数据，提升流量的附加值。

表 1：国务院关于促进信息消费、鼓励双创的部分政策文件

政策文件	要点解读
《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》（国发〔2013〕32 号）	到 2015 年，信息消费规模超过 3.2 万亿元，年均增长 20% 以上
《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》（国发〔2015〕32 号）	基于互联网的新型信息消费规模达 2.4 万亿元，年均增长 30% 以上
《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》（国发〔2015〕40 号）	按照“四个全面”战略布局，坚持改革推动，加快实施创新驱动发展战略，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用
	到 2018 年，互联网与经济社会各领域的融合发展进一步深化，基于互联网的新业态成为新的经济增长动力

政策文件	要点解读
《关于印发促进大数据发展行动纲要的通知》（国发〔2015〕50号）	推动大数据与云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术融合发展，探索大数据与传统产业协同发展的新业态、新模式，促进产业转型升级和新兴产业发展，培育新的经济增长点
《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》（国办发〔2015〕41号）	到2015年底，建成4G基站超过130万个，实现乡镇以上地区网络深度覆盖，4G用户超过3亿户 引导和推动电信企业通过定向流量优惠、闲时流量赠送等多种方式降低流量资费水平，提升性价比
《关于印发三网融合推广方案的通知》（国办发〔2015〕65号）	推动信息网络基础设施互联互通和资源共享，有利于促进消费升级、产业转型和民生改善

资料来源：人民网等，中信证券研究部整理

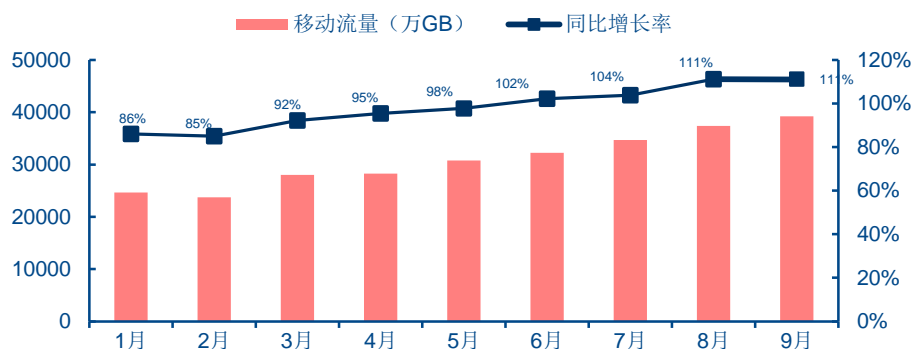
流量井喷打开万亿市场，第三方大有可为

流量规模翻倍，预计流量收入两年翻番

对比全球移动互联接入流量规模 CAGR 45%，我们认为中国将获得更快增长。1) 国内 4G 起步晚，2013 年 12 月颁发 TD-LTE 牌照、2015 年 2 月颁发 FDD-LTE 牌照，标志全面进入 4G 规模商用时代，但相比美日韩等地要晚 2~3 年。目前 4G 正处于快速渗透阶段，热点区域、活跃人群首先普及业务，聚集效应明显。2) 智能手机对功能机的替代作用明显。智能手机 BOM 成本持续下降，配置明显提升同时售价更加亲民，主流厂商已经推出 399 元的 4G 智能机（部分甚至低至 299 元）。预计未来几年内更多存量用户更换为 4G 智能机，将进一步激发流量的使用。3) 社交分享已经成为一种习惯，对流量有放大效应。以微信为例，朋友圈图片约 30KB/张，但会在所有查看的好友中展示，简单模型下（N 人互为好友，每人发 P 张图片，均查看朋友圈），带来的网络总流量为 $30KB \times P \times N^2$ ，可以看到总流量跟随社交圈的规模放大。

2015 年流量规模连续 9 个月翻番。截至 9 月底，国内三大运营商 4G 用户累计达到 3.02 亿户，流量规模同比增长 99.4%，新推出不清零服务将进一步释放消费需求。**流量成为收入增长的核心动力。**截至 9 月底三大运营商移动数据及互联网业务收入 2414.6 亿元，在电信业务收入中占比达到 27.6%；比上年同期提高 5.5 个百分点，拉动电信业务收入增长 8.1 个百分点。

图 8：2015 年分月移动互联网接入流量



资料来源：工信部，中信证券研究部整理

2014~2020 年流量规模 CAGR 有望达到 58%。1) 2015~2018 年 4G 业务发展红利阶段，预计对应流量规模增长率 100%/80%/60%。用户开通 4G 后流量提升明显，根据中国移动 2014 年财报数据，4G 用户 DOU（平均每月每户手机上网流量）780MB，而手机用户平均仅 155MB。运营商可以通过多种补贴和主动营销快速引导用户升级到 4G，快速提升整体

流量规模。2) 2018~2020 年视频等高流量应用普及红利阶段, 预计对应流量增长率 40%/40%/40%。4G 渗透带来的效果减弱, 流量规模主要依靠应用拉动, 尤其是高流量的视频类应用, 如在线影院、视频通话、视频分享等。应用的成熟需要经过习惯培育和市场推广的过程, 且预计有部分用户分流到 WiFi 网络, 流量规模提升速度有所放缓。预计到 2017 年 DOU (每月户均流量) 提升 662MB、2020 年达到 1.8GB。

表 2: 移动互联网接入流量规模预测

时间	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
移动用户数量 (亿户)	12.9	13.1	13.4	13.5	13.6	13.8	13.9
流量规模增长率	56%	100%	80%	60%	40%	40%	40%
流量规模 (万 GB)	185402	370804	667447	1067916	1495082	2093114	2930360
户均流量 (MB/月)	123	238	420	662	917	1272	1763

数据来源: 工信部、各运营商公告, 中信证券研究部预测

流量平均单价处于下行通道, 预计 2017 年下降到 0.06 元/MB、2020 年下降到 0.03 元/MB。从行业竞争趋势看, 新推出的 4G 系列套餐内流量明显增多 (普遍是同档位 3G 套餐的 2~3 倍), 且套餐外从单价模式转变为阶梯计费, 对原套餐的替代效应显著。从国家政策导向看, 国务院将“加快高速宽带网络建设推进网络提速降费”作为促进信息消费、鼓励大众创业万众创新的有力支持, 要求到 2017 年底手机流量和固定宽带平均资费水平大幅下降。工业和信息化部部长苗圩在 9 月 22 日的中国国际信息通信展览会上再次强调, 年内完成移动流量平均资费水平下降 30% 的目标。我们预计在未来运营商将持续落实降费要求, 预计 2015~2017 年流量单价分别为 0.09/0.07/0.06 元/MB, 并持续保持下行通道。

预计 2014~2020 年流量收入 CAGR 达 24%, 2015~17 年收入超高速增长合计将达 1.4 万亿元。流量规模的增长远高于单价下降幅度, 综合来看, 移动互联网接入流量收入将保持持续增长。测算得到 2015~17 年预估收入分别为 3324/4786/6126 亿元, 对应同比增长率 40%/44%/28%。从 2018 年起, 应用将成为流量增长的主要引擎, 流量接入的市场空间有望保持两位数稳定增长。

表 3: 移动互联网接入流量收入预测

时间	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
流量规模 (万 GB)	185402	370804	667447	1067916	1495082	2093114	2930360
流量单价 (元/MB)	0.128	0.090	0.072	0.057	0.046	0.037	0.029
流量收入 (亿元)	2374	3324	4786	6126	6861	7685	8607
流量收入同比增长	35%	40%	44%	28%	12%	12%	12%

数据来源: 工信部、各运营商公告, 中信证券研究部预测

流量经营经历三个阶段, 模式逐渐成熟

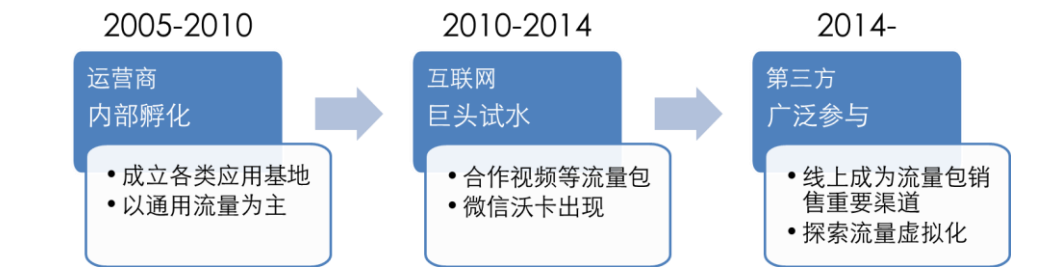
国内流量经营经历三个阶段。总的趋势上看, 流量经营随着终端、网络和应用升级逐步成熟, 从流量单纯提供管道转向流量和应用深度融合。

1、2006 年, 中移动四川无线音乐基地成立标志着传统运营商声势浩荡向互联网渗透, 音乐基地一度占据中国数字音乐市场收入份额的 75%。随后运营商成立了视频、游戏、动漫等众多应用基地, 均是以内部孵化为主。在第一阶段, 流量和应用分离, 以通用流量为主, 流量单价较高, 用户不敢用、不够用限制了流量消费。

2、2009 年 3G 正式商用, 随后中国联通推出了 M 值、T 值的计费模式, 可以兑换沃门户的视频、图书资源, 通过 WAP 下载免流量费。随着 WAP 被更加开放的 NET 代替, 联通转向跟专业领域的互联网公司合作, 行业内首次推出 5 元含 6GB 的音乐、视频流量包。期间最大热点是广东联通与微信合作推出微信沃卡, 具备专属表情、游戏礼包、定向流量赠送等优惠, 标志着流量和应用进入融合营销阶段。

3、2014 年 4G 正式商用开启流量爆发式增长。运营商新推出的 4G 系列套餐，基本采用“加量不加价”的原则，与 3G 套餐档位接近，套内流量翻倍甚至多倍。随着用户流量消费需求的释放，流量包分销、后向流量付费、定向流量等业务形态逐渐成熟，出现了流量经营产业的细分。流量虚拟化的概念也逐渐成型，运营商、互联网公司、第三方平台均在探索流量流通、兑换的商业模式。

图 9：流量经营主要阶段及特点



资料来源：中信证券研究部整理

流量产品体系基本建立。主要从付费和计费两个维度进行分类，付费方式决定了基本商业模式，计费方式提供了进一步精细化营销的手段，进一步拓展市场前景。

1、从**付费方式**看，分为前向流量和后向流量。前向流量是 ToC 的用户付费模式，运营商直接或者通过代理渠道销售给流量使用者，套餐可以简化看作一种典型的前向流量产品。后向流量是 ToB 的商家付费模式，一种是为企业员工购买流量，另一种是将流量作为营销资源奖励给活动参与者。从目前情况看，运营商的定价策略是前后向基本保持一致。

2、从**计费方式**看，分为通用流量和定向流量。通用流量指适用于所有应用和数据，常见的产品形态是包月流量包（一次订购永久有效）和流量加餐包（仅当月有效），以及由此衍生出的跨月包、假日包等流量产品。定向流量依托于智能管道能力，能够根据 IP 或者 URL 对流量进行识别和计费，包装仅适用于特定应用或网站的流量产品。一般来说，定向流量单价比通用流量优惠。定向流量还可以细分为根据时间定向、根据区域定向等产品，在销售时包装成为闲时流量包、校园优惠包。

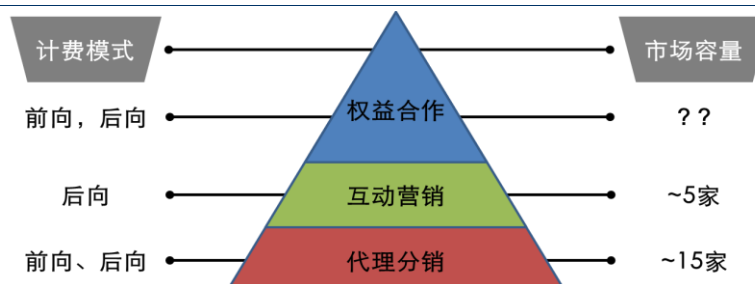
表 4：中国电信典型流量产品

类型	通用流量	定向流量
前向付费	流量包月包： 10 元 100MB 50 元 1GB	定向流量包： 优酷定向流量包 10 元 1GB 多米音乐定向流量包 10 元 1GB
	后向流量包：2 元 10MB 后向流量池：50 元 1GB	暂未有商业化项目

数据来源：中国电信网上营业厅，中信证券研究部整理

流量经营商业模式逐渐成熟。1) **代理分销模式**：从运营商批发流量或者代理流量业务，销售给企业/个人用户，获得批零差或者销售佣金。2) **互动营销模式**：基于线下网点、自有网站/APP 或微信、微博等社交平台，以流量赠送为核心卖点，为各行业组织品牌宣传、业务推广等促销活动。**虚拟货币模式是互动营销的升级版**：将流量虚拟化成为一种通用积分，可以流通、兑换，基于流量构建生态圈。3) **权益合作模式**：基于定向流量能力，内容特权和流量特权绑定，打造 OTT 合作新模式。

图 10：流量经营业务形态

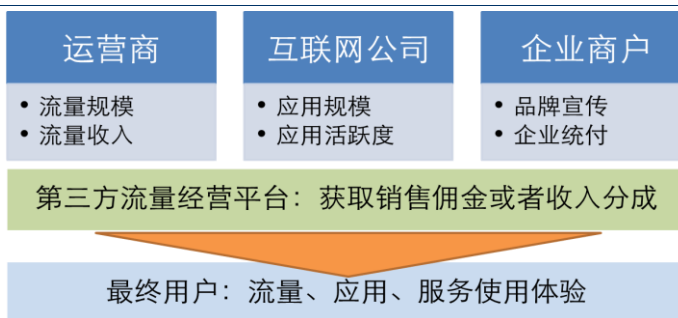


资料来源：中信证券研究部整理

产业链供需两旺，第三方平台价值凸显

流量经营产业链主要参与者有：流量提供方-运营商、应用服务商-互联网公司、流量购买方-企业商户、流量使用方-最终用户、流量销售/运营方-第三方流量平台。目前流量产业链供需两旺，流量经营爆发的市场环境基本成熟。

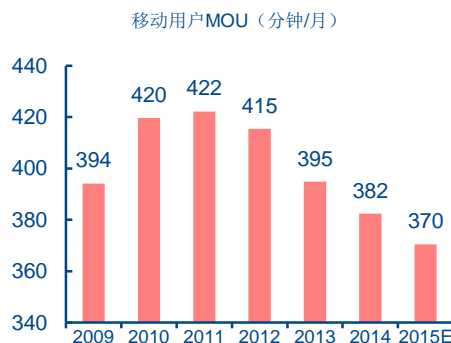
图 11：流量经营产业链参与者及主要诉求



资料来源：中信证券研究部整理

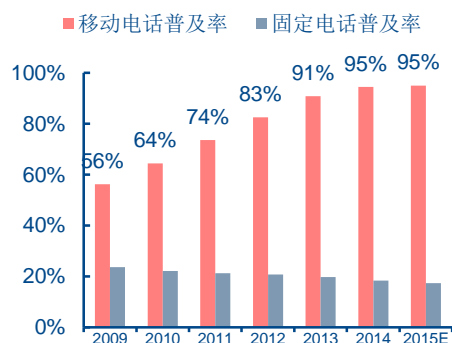
流量供应方：运营商收入压力加大，流量经营合作是突破口。从行业趋势看，移动业务渗透率日趋饱和，语音、短信等传统业务持续下滑，流量平均资费水平继续处于下行通道。流量简单填补语音、短信的商业模式未能给运营商带来更大价值，创新流量经营模式、扩大渠道覆盖、提升流量附加值显得更加紧迫。2014 年流量收入占运营商通信服务收入的 21%，预计 2015/16/17 年分别达到 30%/42%/54%，到 2020 年运营商基于流量的各类业务收入占比有望超过 70%。

图 12：移动用户每月通话时长



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 13：移动电话、固定电话普及率



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

流量需求方：互联网/传统企业/个人对流量需求激增，嵌入各类商业化场景。

1、互联网公司流量纳入核心业务营销体系。阿里巴巴、京东推出了流量产品，与核心的电子商务业务相结合，购买相关产品均可获得一定流量，累计后可以兑换流量包。腾讯、乐视为推广旗下业务，分别和中国电信、中国联通合作推出视频手机/超级手机。众多互联网应用结合流量营销快速获取用户，例如应用市场针对特定应用提供“免流量下载”，本质上是应用所有者为用户下载流量付费。

2、传统企业对流量整合服务的需求不断加大。一种是企业内部需求，为员工进行流量统一购买和付费，随着移动办公逐步普及，物流快递、交通勘察、保险理赔、连锁卖场等领域的需求将集中呈现。另一种是外部经营需求，将流量作为虚拟资源，在促销活动中奖励给用户，比如线下的传统促销、线上的微信平台营销。

3、个人流量使用习惯形成，信息消费渗透加快。流量作为移动互联网的基础要素，日益成为一种生活必需品，且随着消费向线上迁移，流量需求快速增长。根据工信部数据，14年我国信息消费规模达到2.8万亿元，预计15年达到3.2万亿元，同比增长15%。

第三方流量经营平台整合产业链资源，市场价值凸显。1) 一点接入是互联网/移动互联网业务的基本要求，面向全网潜在用户，运营商自身存在无法全量覆盖的缺陷。2) 与固定电话的企业总机服务类似，跨域的通信业务需要与不同经营主体的运营商分公司对接，第三方利用原有的合作资源和本地团队，可以提供全国性的服务。3) 互联网公司、企业商户的需求具有多样性，运营商无法很好地满足个性化需求，众多第三方公司深耕细分领域，可以提供更加灵活的服务。4) 对用户来说，将优先选择便利渠道获取流量服务，第三方平台填充多种使用场景，第一时间满足用户需求。我们统计了安卓系统应用市场排名靠前的流量经营类APP，与运营商官方应用对比，下载量基本在同一量级。

主套餐仍旧是流量收入的主要来源，套餐外流量收入约占流量整体收入的10%。我们预计随着套餐和终端解绑趋势加快，合约占比有所降低，非运营商渠道在主套餐销售占比还将进一步提升。在各类流量包销售市场，第三方份额有望持续扩大，我们预计第三方2015/16/17年在套餐外流量收入份额分别达到5%/15%/30%。

代理分销模式：赚佣金或批零差

面向个人，提供流量智能提醒和快捷订购

在“万物互联”的背景下，流量逐渐成为一种刚性需求，甚至有观点认为在“马斯洛需求模型”中，应该在底部增加更基础的连接层，包括电量和流量需求。不可否认，流量已经变成移动互联网的“柴米油盐”，不知不觉中成为一种日常消费品。在这样的背景下，对流量的关注、管理和销售成为一门稳定成长的生意。

1、解决用户流量管理痛点。4G网络峰值下载速率可以达到100~150Mbps，相当于下载一部4GB的1080P电影，仅需要约4分钟。实际使用过程中受到网络配置、用户载荷、终端性能等的影响，下载速率无法达到理论峰值，但同等外部环境下要远高于3G网络。网络速率提升使得“刹车距离加长”，容易出现流量使用超出套餐限额的情况。另一方面，恶意手机软件屡禁不绝，偷跑流量的行为时有报道。

2、流量管理功能成为标配。目前流量管理成为手机管理软件的标配功能，腾讯、百度、360、猎豹等巨头均推出手机综合管理的APP，流量管理作为其中一个功能模块。更多第三方APP专注在流量监控、使用、提醒，体积小安装方便、界面简洁、交互自然，做到小而美占领一定市场。运营商自主或者合作推广的流量管理类APP，由于能够获得更多的手机预装和营销资源支持，用户量也相当可观。

表 5：部分流量管理 APP 的下载量

	腾讯手机管家	流量助手	流量宝	流量秘书 (福建移动)	流流顺 (四川电信)
下载量(截至 10 月 28 日)	8.2 亿	113 万	197 万	90 万	74 万

资料来源：腾讯应用宝，中信证券研究部整理

3、多场景精准推荐流量包。场景 1：在 APP 提供流量购买功能，对接运营商产品订购、第三方支付能力，简化流量购买流程。场景 2：通过用户预设、自动校准、系统对接三种方式获得用户套餐信息和使用情况，及时触发流量超额预警并推荐流量包，满足临时需求。场景 3：根据多用户流量的历史使用信息，大数据分析智能推荐最适合的流量产品。

图 14：基于场景的流量快捷订购



资料来源：流量宝，中信证券研究部整理

面向企业，提供充值服务和统一结算

实现流量充值统一接入。在国内主要电商平台上，流量充值功能与传统的话费充值并列，提供三网全国的流量充值服务。我们统计了天猫流量充值交易情况：10 月份流量充值成交量超过 1 万份的有 142 个产品；其中销量 TOP20 的销售额 1690 万元，平均单次充值金额 17.6 元。据此估算，2015 年天猫流量充值的交易额超过 6 亿元，天猫流量充值服务提供商交易流水相当可观。

图 15：京东、淘宝流量充值入口



资料来源：京东、淘宝，中信证券研究部整理

实现流量统一结算和多人共享。移动行业应用逐渐丰富，尤其是视频类应用的普及，对流量需求不断提升。典型的应用方向有：政府机构外勤执法、交警即摄即传，校园掌上课堂，保险行业在线理赔，视频监控看店、企业内部 OA 应用等多种业务。流量作为行业解决方案的一部分，通常按照月基本费或共享池的模式计费。

表 6：部分世界 500 强企业员工数量

企业	员工数量（万）
中石油	160
鸿海	111
中石化	96
中国邮政	95
国家电网	87
中国航天	51

资料来源：知乎等，中信证券研究部整理

发挥渠道优势，挖掘流量规模红利

无论面向个人、电商还是企业，渠道是核心竞争优势。1) 专注做好互联网巨头不做的生意。流量的代理和分销需要向上游运营商批发流量，涉及的合作周期长、决策慢、变化多，甚至需要专人与运营商进行对接，BAT 等互联网巨头没有那么多的精力直接与运营商对接。相对地第三方公司，尤其是短彩信、话费充值的批发商依靠其原有与运营商的合作关系，可以很顺利地扩展到流量业务，并为互联网巨头提供一点对接能力。2) 通过流量资源调配降低采购成本。向运营商集团统一购买，价格相对比较透明稳定；批发商通过与运营商分省、分本地网询价，可以在部分区域获得较低的采购单价，通过跨域的流量资源调配获得更高的批零差。3) 为个人用户提供场景式销售服务。第三方的突破点是更靠近用户，及时响应甚至提前洞察用户流量需求，提供简便快捷的订购服务。4) 为行业应用集成商提供流量定制资费。各行业移动应用解决方案提供商相对分散，个性化需求较多，为第三方提供了天然的机会。

图 16：“麦流量”流量快冲接口特点



资料来源：魔品科技，中信证券研究部整理

流量包收入规模千亿可期，第三方市场份额快速提升。随着流量消费需求提升，流量包订购数量有望获得稳步增长，我们预测 2015/16/17 年流量渗透率分别达到 10%/15%/20%，按照单个价值 15 元/月测算，流量包收入分别为 236.1/361.3/487.5 亿元。预计新增流量包销售以非运营商渠道为主，第三方市场份额逐年提升，测算得到 2015/16/17 年第三方分销收入的市场空间分别为 11.8/36.1/73.0 亿元。

表 7：代理分销模式市场空间预测

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
移动用户数量（亿户）	13.1	13.4	13.5	13.6	13.8	13.9
流量包渗透率	10%	15%	20%	25%	30%	35%
流量包收入规模（亿元）	236.1	361.3	486.5	614.2	744.4	877.2
第三方市场份额	5%	10%	15%	20%	25%	30%
第三方分销收入规模（亿元）	11.8	36.1	73.0	122.8	186.1	263.2

数据来源：工信部，中信证券研究部预测

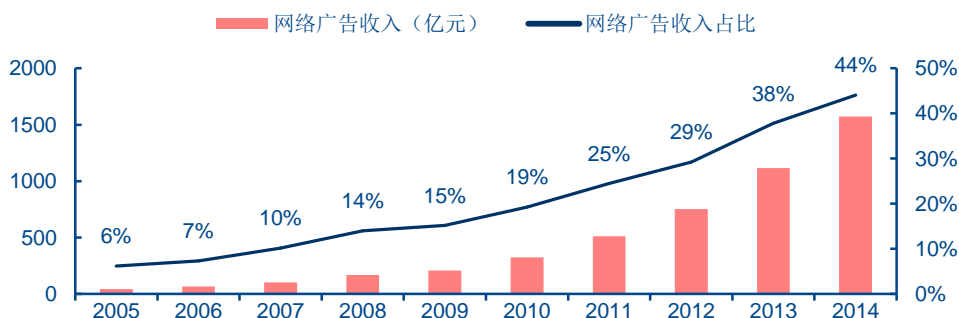
第三方收益来自代理佣金或者批零差，利润空间约 20%。通过走访调研我们发现，佣金一般为流量包月单价的 50%，确保用户持续在网 3 个月后支付，折算成单月代理佣金约 17%；与运营商采购流量价格一般为目录价的 80~85%，根据达量规则最低可以到 50%。综合来看，我们预计流量包分销模式的利润空间在 20%左右。

互动营销模式，卖“流量+服务”

基于流量的互动营销方兴未艾

线上营销成为主流。随着消费人群从线下走向线上，传统行业营销主阵地从纸媒、电视，转向互联网/移动互联网；在线流媒体、电商等新兴业务从诞生起就具备线上基因，线下营销投入较少。最显著的指标是广告支出费用，用于网络的费用占比从 2005 年的 44 亿元提升到 2014 年的 1573 亿元，占比达到 44%超过了电视广告（占比 36%）。

图 17：中国网络广告收入规模及占比



资料来源：艾瑞，中信证券研究部整理

围绕流量的互动营销方兴未艾。将流量作为一种虚拟资源，用户参与活动或者完成特定任务，可以活动流量奖励。流量相对于实物或者其他虚拟赠品具有明显的优势：1）流量通用性，全国所有手机用户均可参与。2）价值显性化，参照运营商流量包目录价，容易对应所赠送流量的价值，用户有感知。3）实现成本低，通过后台系统实现流量产品的订购和结算，时效快且不需要线下物流成本。4）延续性好，流量贯穿 B 端商户和 C 端用户，对于商户来说除了即时的促销效果外，还可以获得潜在用户的真实号码信息。

丰富多种营销形态，扩大付费企业群体。经过近一年的探索，流量互动营销从最初的下载送流量衍生出红包、抽奖等多种形态，扩展到业务推广和用户维系等线上营销各个环节。随着国家“互联网+”战略的推进，线上营销的市场空间和规模占比持续扩大，催生更多基于流量的互动营销模式。

图 18：基于流量互动的多种营销形态

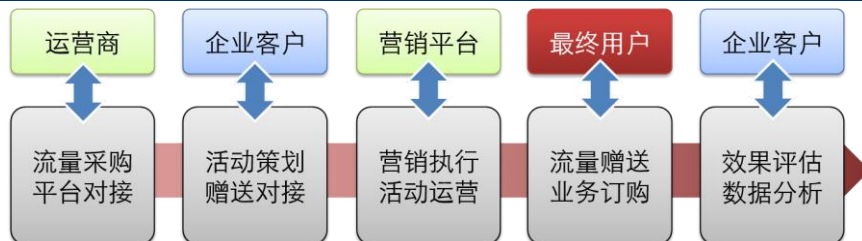


资料来源：百度图片，中信证券研究部整理

渗透加快：打通线上/线下推广流程

作为流量互动营销的承接方，除了批发流量资源，更大的价值在于**提供流量互动营销综合解决方案**。对接运营商系统，打通用户信息导入、流量产品订购等环节。对接付费企业，提供营销效果查询、费用统一结算能力，结合活动主题设计流量赠送功能，满足个性化需求。对接活动渠道，提供网站、微信、企业 APP 等接入方式。与流量分销模式对比，流量互动营销对企业的技术积累和响应能力提出了更高的要求。

图 19：流量互动营销流程



资料来源：中信证券研究部整理

强化企业与用户的互动，助力线上 APP 推广。APP 推广可以概括为下载、注册、使用三个环节，传统通过手机预装模式解决了下载问题，但是大部分预装应用存在感不高，更可能被用户主动卸载从而失去激活的机会。随着工信部对手机预装逐步规范和运营商政策收紧，通过预装和刷机推广的成本越来越高。流量互动营销通过分布引导，不仅鼓励主动下载安装，而且激励转化为有效用户。例如：设置下载任务，赠送的流量高于客户端消耗值；设置注册任务，奖励用户提交真实信息；设置体验任务，根据用户投入给予更高额度流量奖励。**相关营销方案和体验流程可以快速复制到微信、微博等其他社交平台。**

图 20：流量互动营销打通 APP 推广流程

- 1、【注册送】一下载
- 2、【注册送】一注册
- 3、【注册送】一填写注册信息
- 4、【注册送】一发放10M流量
- 5、【投资送】一首次投资产品，最高可获赠最高1G流量



资料来源：流量宝，中信证券研究部整理

切入 O2O 营销，拓展线下传统行业应用。流量可以代替实物赠品，嵌入到传统实物销售的各个环节、如超市买赠、门店揽客、现场抽奖等各个环节。目前在饮料行业获得规模推广，流量代替原有的游戏道具、彩铃等增值业务，成为通用的虚拟资源，应用于 O2O 营销。

图 21：统一绿茶流量 O2O 营销



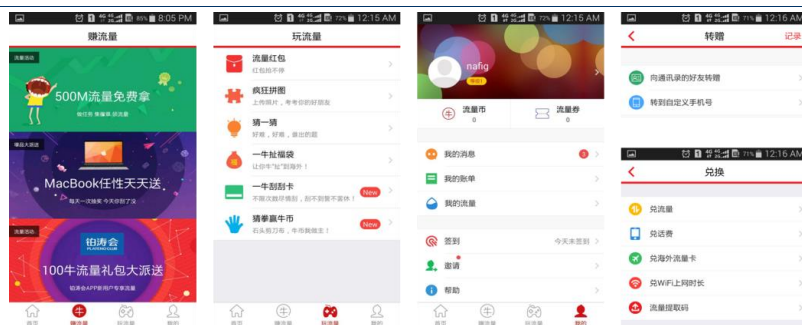
资料来源：统一绿茶活动网站，中信证券研究部整理

模式创新：探索构建流量生态圈

虚拟货币模式是互动营销发展到一定规模，业务整合升级的一种形态。2014 年下半年以来，“流量货币化”时不时成为业界舆论热点，又很快归于沉寂，归根结底是在于对流量货币化的形态和空间，既期待又迷茫。我们认为，**流通性是流量货币化的唯一衡量指标，同时需要具备几个要素**：1) 快速扩大用户规模：依托现有业务资源和用户基础，快速摆脱需要依靠外部持续供血的状态，进入自我生长阶段。2) 统一结算单位：作为生态圈内标准计价单位，适用于流通各个环节。3) 流量兑换机制：流量来源于购买、赠送，累计到一定程度将导致通货膨胀，提供流量变现手段将流量价值显性化，确保系统的持续运转。通过对各类流量货币化项目进行盘点，我们发现目前有两个相对成熟的案例可供借鉴，分别是中国电信的“流量宝”和阿里巴巴的“手机钱包”。

2014 年上半年中国电信推出流量宝，定位为“互联网流量经营平台”，由综合平台（广东 21CN）负责运营。目前流量宝以“流量币”为基本单位，通过买流量、赚流量、玩流量等方式累计流量币；流量币可以转赠他人、或者兑换通信产品。可以看到，用户从不同渠道获得的流量均用流量币结算，并以流量币的形式在不同用户间流通。

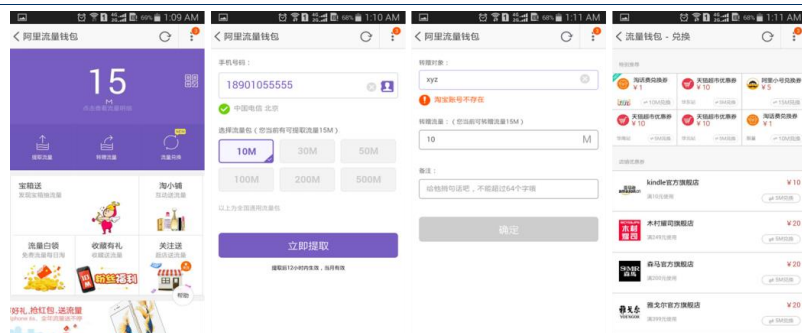
图 22：中国电信“流量宝”介绍



资料来源：流量宝，中信证券研究部整理

2014 年下半年阿里巴巴推出流量钱包，目前位于手机客户端“卡券包”目录下，与支付宝红包并列。流量钱包并没有创造一种中间结算符号，仍旧采用“MB”最为基本计数单位。用户通过开宝箱、收藏、淘小铺、购物均可获赠一定流量，累积后可以提取、赠送和兑换。提取相当于换算成固定档位的流量包，兑换的标的是阿里巴巴平台的各种优惠券。

图 23：阿里“流量钱包”介绍



资料来源：阿里巴巴，中信证券研究部整理

虚拟货币模式价值在于构建起一个活跃生态圈，结合大数据进行二次变现。形成一套标准的流通规则，一方面高效地对接 B 端商户的营销需求，另一方面确保 C 端用户的统一感知。虚拟货币模式发挥生态圈的聚集效应，快速接纳更多的 B 端、C 端参与者，获取规模红利。在规模基础上开展大数据分析，输出用户画像和消费偏好，拓展精准营销的商业空间。

我们认为流量货币化在积分、游戏等领域有望得到进一步应用，未来一两年内可能出现更多的成熟产品。

整合流量营销资源，预计市场空间每年翻倍

为抢占流量互动营销市场，运营商已经推出流量 800、“沃门户”等业务，最大的发展障碍是对异网用户无法提供完整的服务。第三方平台通过分别与三家运营商对接，成为跨网络的流量互动营销服务商，未来将成为该领域的主导力量。受益于移动互联网带来的消费场景变化，线上流量互动营销未来几年有望获得超高速增长，线下以流量卡或流量兑换码的形式进入实物销售环节。我们预测 2020 年流量互动营销占流量包总量的 20%，测算得到 2015/16/17 年收入规模分别为 2.4/6.6/16.1 亿元，2015~2017 年互动营销收入 CAGR 有望达到 137%。

表 8：互动营销模式市场空间预测

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
流量包数量（亿）	1.31	2.01	2.70	3.41	4.14	4.87
互动营销流量包占比	1.0%	1.8%	3.3%	6.0%	11.0%	20.0%
互动营销流量收入（亿元）	2.4	6.6	16.1	37.1	81.8	175.4

数据来源：中信证券研究部预测

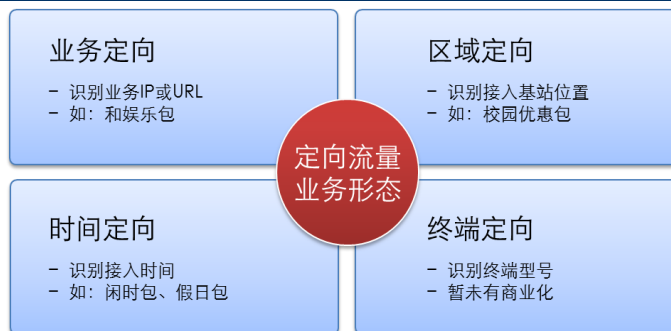
权益合作模式：收入分成

智能管道输出定向流量能力

智能管道是运营商转型的战略布局，促进移动互联网行业的创新发展。爱立信从 2009 年左右开始推广智能管道理念，其核心功能是：识别不同的业务类型，进行控制和计费；通过网络资源的灵活调度，根据业务流匹配 QoS 机制。三家运营商逐步启动智能管道试点，以“用户可识别、业务可区分、流量可调控、网络可管理”为目标，加强 CCG 部署，目前部分具备智能管道商用能力。从客观上看，智能管道提供了差异化的流量调配能力，为互联网/移动互联网产业链搭建更加高效的流量管道，为产品形态和商业模式创新提供土壤。

定向流量是智能管道的具体应用，业务定向和终端定向前景广阔。定向流量与通用流量对应，指根据业务属性进行单独计费的流量产品，可以再细分为业务定向、时间定向、区域定向、终端定向等主要类型。业务定向与应用结合最为紧密，现有与终端结合的定向产品，也是通过业务捆绑实现。我们预测业务定向将与移动互联网大潮更加紧密地结合，成为定向流量的主要形式；随着智能可穿戴、物联网等产业的发展，未来结合硬件的终端定向将快速增长。

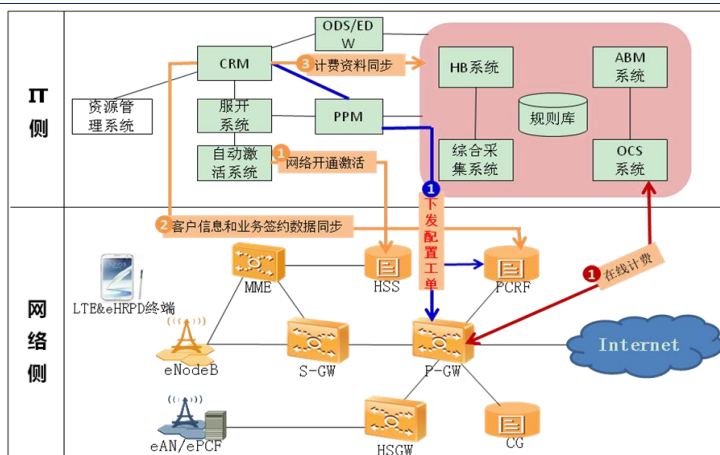
图 24：定向流量业务形态



资料来源：中信证券研究部整理

定向流量的实现涉及运营商多个系统，合作对接调试周期长。目前定向流量的合作，在运营商系统和企业 APP 均需要进行配置。运营商侧需要在 CRM 系统新增定向流量销售品，在网络上进行业务标识配置和策略部署，并在 IT 计费时对相关话单进行特殊处理。企业侧需要 APP 进行专门的修改，嵌入运营商制定的业务 ID，以便在网络交换机上可以单独识别。从调研情况看，完成全国性的定向流量配置和调试，目前需要 2~3 个月时间。除技术准备外，活动期间还需要与各省运营商分别进行商务对接，与集中运营模式相矛盾，人力成本较高。

图 25：定向流量技术实现方案



资料来源：中国电信，中信证券研究部整理

开启与 OTT 权益合作商业模式

国外 4G 商用较早，美日韩在定向流量应用方面进行了很多尝试，并成功商业化。1) 运营商推出不限量、多人分享等流量型套餐，并聚焦视频、音乐、游戏领域，与互联网公司合作推广定向流量包产品，用户缴纳月基本费用，就可以免流量使用相关应用，并获赠应用内虚拟资源。2) 与 google、facebook 为代表的互联网巨头积极拓展新兴市场，为偏远地区提供免费上网服务。如 facebook 在发展中国家推出免费上网的“Internet.org 计划”，facebook 与本地运营商合作，用户访问 facebook 客户端与特定的几十个网站，免收流量费。3) 亚马逊将流量和硬件结合，提供 wifi+free 3G 版本的 kindle 阅读器，用户仅需要一次性支付硬件费用，就可以在全球超过 100 个国家和地区通过 kindle 免费接入当地网络。

图 26：韩国 SKT 定向流量产品

LTE Kart rider	LTE Genesis	Melon Streaming
<ul style="list-style-type: none"> 月费3000韩元 无限畅玩免流量费的服务 每月额外获得价值4000韩元游戏点数 	<ul style="list-style-type: none"> 月费3000韩元 无限畅玩免流量费的服务 每月额外获得价值4000韩元游戏点数 	<ul style="list-style-type: none"> APP下载免费，月费7000元 音乐内容全免费，免收流量费（不得超过3GB，超过3GB后不能继续使用） 

资料来源：Detecon，中信证券研究整理

结合定向流量打造多方共赢的商业生态。互联网公司通过定向流量合作，获得更多推广机会，并建立与真实用户的良性互动，数据显示流量消耗大于 500MB 的用户集中在 18~29 岁有消费能力的年轻人群。运营商可以借助互联网公司的服务，将流量转化为增值服务，提

升流量附加值。对用户而言，则可以获得更优惠的流量服务，降低视频、音乐等流量门槛，并可根据自身的实际使用情况选择不同的专属流量套餐进行搭配。

图 27：流量消费>500MB/月的人群结构



资料来源：中国电信大数据，中信证券研究部整理

图 28：流量消费的业务类型



资料来源：中国电信大数据，中信证券研究部整理

流量与应用捆绑，激发互联网公司增加投入。定向流量的基本销售模式和通用流量类似，适用于流量分销、互动营销（虚拟货币）的商业场景，其中货币化需要针对通用流量、定向流量设定不同的“兑换率”。定向流量最大的优势在于与应用绑定，使得投入有明确的受益对象，能够最大化提升资源效率，典型应用场景是免流量下载和免流量使用。豌豆荚与广东移动合作推出免流量专区活动，据公开报道称活动期间参与用户数据流量上涨近 50 倍。在线视频对定向流量合作情有独钟，优酷、腾讯视频、爱奇艺、搜狐视频等均与运营商合作推出定向流量包活动。阿里巴巴为推广旗下客户端，喊出“手机上淘宝流量免费”的口号，客户端用户可以享受最高 2GB/月的定向流量。

图 29：免流量下载案例



资料来源：豌豆荚，中信证券研究部整理

图 30：免流量使用案例



资料来源：搜狐视频，中信证券研究部整理

权益合作是重点发展方向，拓展会员付费市场。定向流量与应用深化合作，运营商或第三方提供免费的定向流量，互联网公司提供内容特权，紧密融合打造新的付费商业模式。线上消费逐渐成为主流，随着数字媒体正版化持续推进，高质量的内容将吸引更多用户付费。流量和内容的结合，可以打消用户对流量使用的顾虑，流量和内容提供方共享会员付费收入。

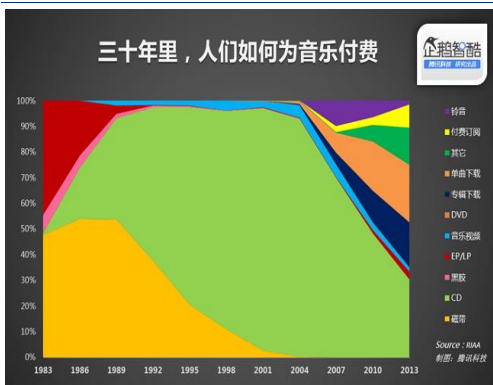
随着 4G 业务快速发展，数据流量成为运营商拉动收入增长的主要动力，一方面基于流量增长红利获得基本收入，另一方面推出定向流量业务切入价值更高的移动互联网应用领域。根据 CNNIC 调查数据，在线视频、音乐、游戏等娱乐应用在手机网民中渗透率的分别达到 60%、65%、45%，我们认为随着 4G 业务的发展、与定向流量结合降低流量印象价格，在线大流量应用将进入新的快速增长阶段。

表 9：2014.12-2015.6 中国手机网民对各类手机应用的使用率

	2015 年 6 月		2014 年 12 月	
	用户规模（万）	网民使用率	用户规模（万）	网民使用率
音乐	38556	65.00%	36642	65.80%
视频	35434	59.70%	31280	56.20%
游戏	26699	45.00%	24823	44.60%

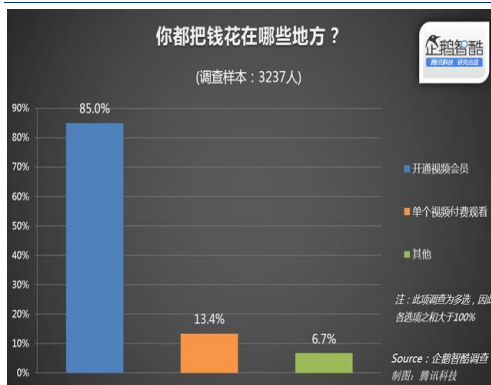
资料来源：CNNIC，中信证券研究部整理

图 31：音乐付费方式



资料来源：RIAA，中信证券研究部整理

图 32：视频付费用户构成



资料来源：企鹅智酷调查，中信证券研究部整理

搭建多边平台，定向流量经营有望超高速增长

根据运营商和工信部的规划，我们预计在 2015 年年底国内 4G 用户数就会达到 4 亿户，在 2016 年将会达到 6.15 亿户，在 2017 年达到 7.88 亿户。定向流量应用集中在高频次大流量应用和下载业务，随着定向流量业务平台的完善，定向流量应用范围可能扩展到主要的 APP。我们预测定向流量包在 4G 用户中的渗透率不断提升，2015/16/17 年分别达到 1%/5%/10%，到 2020 年将会有 2.32 亿的 4G 用户使用定向流量包业务。

目前定向流量包单价 10 元/月左右，测算得到：定向流量包的收入规模在 2015/16/17 年分别 4.8/36.9/94.6 亿元；到 2020 年定向流量包的收入规模将达 277.9 亿元，2015~2020 年收入 CAGR 达到 125%。

表 10：定向流量包业务收入预测

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
4G 用户数（亿）	4.00	6.15	7.88	9.37	10.61	11.58
4G 用户中定向流量包渗透率	1%	5%	10%	15%	18%	20%
定向流量包收入（亿元）	4.8	36.9	94.6	168.7	229.1	277.9

资料来源：中信证券研究部预测

风险因素

1、4G 业务发展不及预期。总体上看，移动互联网接入流量规模和 4G 用户规模紧密相关，定向流量业务的快速普及也依赖于 4G 带来的消费需求升级。目前国内 4G 已经进入规模商用阶段，但三家运营商在网络质量、业务渗透率上存在较明显差距，直接影响了部分运营商的业绩表现，存在资本开支减少导致 4G 发展滞后的风险。

2、行业流量平均单价下降过快。基于“提速降费”支撑双创、互联网+的政策背景，我们预计流量平均单价在未来几年将持续下降，2015 年流量平均单价下降 30%、后续每年保

持 20% 的降幅。但还是存在降幅进一步加大的风险，不仅影响流量的收入空间，而且可能对套餐外的各类流量包销量带来冲击。

投资策略

行业评级与投资策略

移动互联网时代拉动信息消费需求持续提升，流量作为连通网络、终端、应用的基本要素，具有较明确的规模红利。随着移动互联网加快改造传统产业形态，流量的内在价值进一步释放，打开千亿空间的流量经营市场。

考虑到行业外部需求持续增长、商业模式不断丰富，我们维持信息服务子行业“强于大市”的评级。流量爆发的数字浪潮将会使产业链各个环节收益，由于产业参与者的核心资源和竞争优势不同，我们认为流量经营产业投资主要有三条主线：第一条主线，拥有目标客户资源、掌握流量分销渠道的企业，重点推荐 ToB 的吴通通讯、荣信股份，建议关注 ToC 的通鼎互联；第二条主线，具有流量资源整合营销能力的公司，建议关注高鸿股份；第三条主线，具备定向流量接入和分发能力的平台，重点推荐网宿科技，建议关注布局 WiFi 流量转售的北纬通信。

表 11：流量经营行业主要 A 股上市公司

公司	公司代码	流量经营业务布局
吴通控股	300292.SZ	子公司国都互联经营企业短信业务、互众广告经营 SSP 互联网广告，公司围绕现有运营商及合作客户资源，拓展流量后向经营业务
通鼎互联	002491.SZ	公司“流量掌厅”主要向手机用户提供流量专属服务，如精准流量监控、便捷流量订阅、互动流量活动等，公告显示截至 2015 年 10 月 13 日已下载 6728 万次
荣信股份	002123.SZ	子公司梦网科技主营企业短信业务，向后向流量经营领域发力，同腾讯、宁波银行、北京银行等 15 家客户签订了相关业务合作协议
高鸿股份	000851.SZ	公司业务覆盖话费充值、线下刷机、综合兑换平台主攻方向是电信充值卡与游戏卡、电商卡之间的兑换
网宿科技	300017.SZ	公司是国内 CDN 龙头，布局流量经营平台项目，连接运营商和众多互联网公司，开展流量经营业务
北纬通信	002148.SZ	公司旗下虚拟运营商蜂巢互联向企业提供 WIFI 时长卡，目前已经与腾讯、360 开展合作。

数据来源：中信证券研究部整理

表 12：重点推荐公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (元)			评级
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
网宿科技	65.95	1.05	1.76	2.77	63	38	24	买入
吴通通讯	45.25	0.54	0.89	1.18	84	51	38	增持
荣信股份	22.3	0.18	0.46	0.65	124	49	34	增持
北纬通信	17.63	0.02	0.21	0.34	882	84	52	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 11 月 6 日收盘价

重点公司分析

吴通控股：脱胎换骨来自并购，信息服务和通讯制造双轮驱动

企业短信业务稳步增长，行业集中度有望提升。伴随着近年来移动互联网的普及与互联网+的推进，企业短信服务行业快速发展，公司预计今年行业规模有望实现 50% 的增长，明年增速有望保持在 30% 左右。由于运营商监管趋严，新广告法的实施，企业短信行业重整，企业优胜劣汰，公司预计行业集中度可能提高，以国都为代表的优秀企业市场份额有望扩大。

技术领先的大数据精准营销业务。互众广告是一家以 SSP（Supply Side Platform，供应方平台）为主要商业模式的互联网广告公司，专注于二三线媒体，已经与近百家媒介建立了媒介采购合作，公司通过大数据精准分析服务于大众广告组。互众的体量在行业内还比较小，目前找到了一个好的赢利点，成长性很高，预计未来有望维持 30% 左右的正常增长。

布局后向流量经营，拓展移动信息服务市场。公司支持电信运营商全业务线产品，在移动 CRM、移动 OA、移动物联网、LBS、移动支付、移动客户端等多个领域均有解决方案和成功案例，目前正在与中移动积极接洽后向流量经营合作。随着国家“互联网+”战略推进，预计与流量结合的企业移动信息化需求将进一步释放。公司有望发挥和运营商内部体系的合作优势，深化与短彩信客户的业务形态，拓展流量后向经营及移动信息化市场。

传统业务升级，布局军工领域。公司射频光纤连接器制造技术领先，收购的宽翼通信与公司天线业务结合较好。公司研发实力靠前，在运营商招标中位列三甲，其中在中移动排名第一。公司通过子公司风雷高科布局军工通讯领域，风雷现在已经拿到三级保密证，待“四证齐全”后公司计划进一步将高端连接器业务拓展至军工，军工有望成新看点。

风险因素：新业务拓展低于预期，传统业务下滑。

维持公司“增持”评级。短信业务受益于行业集中度提高，收入稳步增长。广告业务开始发力，传统业务技术领先。公司具备良好的运营商短信、流量业务合作基础，同时覆盖众多潜在企业客户，后向流量经营有望快速发力，结合移动信息服务将成为新的收入增长点。维持 2015-2017 年 EPS 预测为 0.41/0.49/0.65 元（考虑其并表增厚业绩和股份摊薄，则 2015-17 年备考 EPS 预测为 0.54/0.89/1.18 元），维持公司“增持”评级。

表 13：吴通控股（300292）盈利预测与估值

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	321	784	1,464	1,878	2,418
增长率 YoY%	24.46	144.02	86.63	28.34	28.72
净利润（百万元）	19	56	132	155	209
增长率 YoY%	-8.6	191.48	137.51	17.2	34.54
每股收益（元）	0.06	0.17	0.41	0.49	0.65
毛利率%	19.83	20.55	22.81	22.89	22.96
净资产收益率%	4.08	5.67	5.55	6.11	7.6
P/E	754	259	110	93	69
P/B	31	15	6.0	5.7	5.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 11 月 6 日收盘价

荣信股份：收购梦网科技，进军企业短信和流量经营市场

服务优质客户，企业短信业务快速增长。梦网科技主要定位于移动信息服务，随着移动互联网普及短信业务保持平稳增长势头，梦网科技服务优质的金融和互联网行业客户，企业短信业务快速增长。其中：金融行业客户包括中国银行、招商证券、天弘基金、南方基金等，收入贡献约 35%；互联网行业客户包括腾讯、阿里巴巴、小米等，收入贡献约 45%；另外公司还拓展顺丰、如家、华润万家等线下服务的优质客户。目前公司在企业短信领域，大约占据 3-4% 的业务规模，除三大运营商之外占据市场份额第一梯队。

拓展智能流量业务，快速签约推进。公司 7 月份试推广智能流量业务，累计已经签约 70-80 家客户，包括小米、宁波银行、万达都与梦网签订了订单合作，与腾讯签订了合作框架协议，目前正在细化相关方案。公司已经同中国移动 30 多个省进行了对接，同时也已经同电信、联通进行对接。由于运营商各省企业短信和流量经营业务基本同属一个业务部门管理，梦网科技依靠前期良好的合作基础有望快速推进流量业务。

风险因素：企业短信增速放缓，智能流量平台项目低于预期

首次覆盖，给予“增持”评级。公司掌握金融、互联网的优质客户资源，占据企业短信市场第一梯队，利用规模效应增强采购议价能力提升毛利率。企业短信业务和智能流量业务的客户是高度重合的，公司目前与多家客户签订流量服务订单或协议，预计 2016 年起为公司带来稳定收入。公司传统业务 2015-2017 年 EPS 预测为 0.17/0.19/0.12 元（考虑梦网科技并表增厚业绩和股份摊薄，则 2015-17 年备考 EPS 预测为 0.18/0.46/0.65 元）；考虑到公司新业务增长潜力与行业可比上市公司估值水平，给予目标价 27.6 元，对应备考业绩的 2016 年 PE 为 60X，首次给予“增持”评级。

表 14：荣信股份（002123）盈利预测与估值

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,498	928	1,326	1,244	1,176
增长率 YoY%	16	(38)	43	(6)	(6)
净利润(百万元)	76	(258)	85	97	60
增长率 YoY%	(34)	(440)	(133)	14	(38)
毛利率%	40	39	38	37	36
每股收益 EPS(元)	0.15	(0.51)	0.17	0.19	0.12
净资产收益率 ROE%	3.7	(14.4)	4.5	4.9	2.9
P/E	148	(44)	132	116	189
P/B	5.5	6.3	6.0	5.7	5.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 11 月 6 日收盘价

利润表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,498	928	1,326	1,244	1,176
营业成本	894	565	823	783	755
毛利率	40%	39%	38%	37%	36%
营业税金及附加	13	9	13	12	11
营业费用	326	319	199	187	176
营业费用率	22%	34%	15%	15%	15%
管理费用	326	319	199	187	176
管理费用率	22%	34%	15%	15%	15%
财务费用	81	62	26	51	27
财务费用率	5%	7%	2%	4%	2%
投资收益	153	-6	0	0	0
营业利润	31	-316	49	106	65
营业利润率	2%	-34%	4%	8%	6%
营业外收入	69	60	47	0	0
营业外支出	1	11	3	0	0
利润总额	99	-266	93	106	65
所得税	33	6	8	9	6
所得税率	33%	-2%	9%	9%	9%
少数股东损益	(10)	(15)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	76	-258	85	97	60
净利率	5%	-28%	6%	8%	5%
每股收益(元)	0	(0	0	0
	1	5	1	1	1
	5	1	7	9	2
)			

现金流量表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	99	(266)	93	106	65
所得税支出	(33)	(6)	(8)	(9)	(6)
折旧和摊销	39	46	43	47	51
营运资金变动	(214)	22	(431)	99	738
其他	(51)	93	83	7	27
经营现金流	(160)	(112)	(220)	250	875
资本支出	(47)	(14)	(78)	(86)	(95)
投资收益	3	0	0	0	0
资产变卖	1	2	0	0	0
其他	155	(99)	0	0	0
投资现金流	112	(110)	(78)	(86)	(95)
发行股票	30	0	0	0	0
负债变化	75	40	184	(75)	(777)
股息支出	(48)	(68)	0	0	0
其他	132	3	(26)	(51)	(27)
融资现金流	189	(26)	158	(126)	(805)
现金及现金等价物净增加额	141	(249)	(140)	38	(24)

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	776	538	398	435	411
存货	696	547	714	679	0
应收账款	1,565	1,078	1,380	1,336	1,262
其他流动资产	415	380	501	477	458
流动资产	3,453	2,543	2,993	2,928	2,132
固定资产	663	693	751	790	834
长期股权投资	62	162	162	162	162
无形资产	61	54	54	54	54
其他长期资产	175	64	41	41	41
非流动资产	962	973	1,008	1,048	1,091
资产总计	4,414	3,516	4,001	3,976	3,223
短期借款	220	215	998	924	146
应付账款	497	341	497	473	456
其他流动负债	728	385	445	422	404
流动负债	1,445	941	1,941	1,819	1,006
长期借款	0	100	100	100	100
其他长期负债	675	600	0	0	0
非流动性负债	675	700	100	100	100
负债合计	2,120	1,641	2,041	1,919	1,106
股本	504	504	504	504	504
资本公积	368	398	398	398	398
股东权益合计	2,294	1,875	1,960	2,057	2,117
少数股东权益	238	86	86	86	86
负债股东权益总计	4,414	3,516	4,001	3,976	3,223

主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率(%)					
营业收入	16%	-38%	43%	-6%	-6%
营业利润	-42%	-1119%	-115%	117%	-38%
净利润	-34%	-440%	-133%	14%	-38%
利润率(%)					
毛利率	40%	39%	38%	37%	36%
EBITMargin	12%	-22%	9%	13%	8%
EBITDAMargin	15%	-17%	12%	16%	12%
净利率	5%	-28%	6%	8%	5%
回报率(%)					
净资产收益率	4%	-14%	5%	5%	3%
总资产收益率	2%	-8%	2%	2%	2%
其他(%)					
资产负债率	48%	47%	51%	48%	34%
所得税率	33%	-2%	9%	9%	9%
股利支付率	0%	0%	0%	0%	0%

网宿科技：流量大爆炸将助推盈利增长

公司是 **CDN 行业龙头，占据互联网流量分发核心地位**。公司近年来持续受益于 CDN 行业规模的高速增长与公司技术、服务和成本领域的不断提升超越，在 CDN 领域的市场份额已超过 50%，行业已由双寡头转向一大多小的格局，随着在新产品研发推广、海外市场开拓方面不断发力，规模经济性持续体现，预计公司 CDN 业务有望吸收国内绝大部分增量，并开拓云服务与海外业务等新增长点，龙头的地位有望更加稳固。

整合技术和网络资源，提前布局流量经营平台。公司整合原有的 CDN 内容分发技术、CATM 内容与流量管理平台、MAA 移动应用加速解决方案，设计开发流量经营平台，提供固定宽带加速、移动流量产品定制、基于流量消费行为的大数据精准营销等服务。目前已经完成与部分电信省公司的对接，其他需要做流量营销的企业只需要与网宿进行对接，就可以完成应用的流量识别，缩短业务启动周期并提升运营效率。

发挥客户资源和渠道优势，构建流量经营多边市场。市场上约 60% 的互联网公司使用了网宿的 CDN 服务，这部分客户也是后向流量付费的主要群体，在代理分销、互动营销和权益合作等多方面均有广阔的挖掘潜力。另一方面，公司常年与运营商保持良好的合作关系，有利于流量的采购和业务定制。公司流量经营平台 2015 年下半年开始投入运营，预期从 2016 年开始将对公司的收入和利润都产生明显的支撑。

CDN 节点下层，社区云业务稳步推进。随着互联网技术的快速发展，4K 视频、云游戏等互联网重度应用逐步发展壮大，网宿科技以社区云的模式通过与内容提供商、网络运营商合作，在社区层面建设具有计算、存储和传输功能的社区云节点，以节点下沉的方式提供超清视频分发和运营平台。目前公司社区云项目试点正在开展，投资建设逐步推广开展，年底有望进行试点公开演示。另外，公司在私有云和海外市场进行战略布局和重点拓展。

风险因素：大客户的自建比例提高，CDN 恶性竞争，定向流量业务进展低于预期。

维持“买入”评级。随着网宿科技的流量经营平台业务的开展，我们预期从 2016 年开始，其流量经营平台业务将会对公司的收入和利润都产生明显的支撑。移动互联网流量大爆炸将进一步提升流量分发服务商的市场价值，CDN 业务社区云、私有云、海外市场三驾马车和流量经营平台业务成为公司发展引擎，有望推动收入和利润加速增长。我们维持其 2015/16/17 年的 EPS 预测为 1.05/1.76/2.77 元，维持目标价 89.75 元，维持“买入”评级。

表 15：网宿科技（300017）盈利预测及估值

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,205	1,911	2,905	4,589	7,181
增长率 YoY%	47.89	58.57	52.04	57.96	56.49
净利润(百万元)	237	484	818	1,372	2,163
增长率 YoY%	128.55	104.00	69.05	67.73	57.74
每股收益(元)	0.30	0.62	1.05	1.76	2.77
毛利率%	42.34	43.58	43.12	43.77	45.05
净资产收益率%	20.82	29.57	13.58	18.97	23.72
P/E (倍)	217	106	63	37	24
P/B (倍)	45.2	31.5	8.6	7.1	5.7

数据来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 11 月 6 日收盘价

北纬通信：传统业务加快转型，流量型业务持续增长

加快传统业务转型，手机视频稳步发展。公司 2015 年上半年传统增值业务和手机游戏业务占收比 60.8%，传统业务贡献有所降低，公司加快由传统增值服务商向移动互联网服务集成商的转型。公司上半年对游戏部门进行整合，寻找游戏代理发行的突破口，对部分不能适应市场需求的研发项目予以终止，打造精品游戏。随着 4G 网络的普及，依托运营商新媒体业务的发展，手机视频业务运营情况稳。

移动行业应用快速成长，互联网产业园启动招商。公司与四川航空“掌上川航”移动电子商务平台逐步完善，销售规模有望进一步扩大。与恒大健康签署战略合作框架协议，合作开展移动医疗服务。随着国家“互联网+”战略持续推进，公司通过与外部伙伴合作快速切入移动行业应用市场，预计将带来业务收入快速增长。公司投资建设的南京移动互联网产业园项目正在办理竣工验收过程中，预计四季度投入使用，物业租赁业务未来有望成为稳定的利润贡献点。

专注流量转售，WiFi 通抢占先发优势，公司获得虚拟运营商牌照，搭建北纬蜂巢互联网流量代理平台，整合各大运营商 3/4G 流量资源，为知名企业提供服务。推出“WiFi 通”产品，与运营商合作利用其在全国部署的 WiFi 热点为用户提供一键上网服务，目前已经积累了手机 QQ、360、WiFi 万能钥匙等合作伙伴，抢占先发优势。公司积极创新移动转售商业模式，通过 WiFi 抢占上网入口，未来结合大数据的精准营销的延展性好。

风险因素：传统业务加快下滑，WiFi 通项目进展低于预期

维持公司“增持”评级。传统增值和手机游戏业务加快转型，手机视频业务稳步发展，在航空和医疗领域的移动行业应用服务快速成长。公司积极探索移动转售商业模式，与中国电信达成 WiFi 转售合作，抢占移动互联网入口。由于 2015 年传统增值服务和手机游戏业务快速下滑，业务整合带来管理成本高企，对公司 2015 年收入和利润带来较大影响；未来两年行业应用和物业租赁有望成为收入、利润的主要来源，我们下调 2015-17 年 EPS 预测为 0.02/0.21/0.34 元（原预测为 0.55/0.64/0.77 元），给予目标价 25.5 元，对应 2015 年 PB 为 8X，维持公司“增持”评级。

表 16：北纬通信（002148）盈利预测与估值

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	281	228	198	235	362
增长率 YoY%	25	(19)	(13)	19	54
净利润(百万元)	56	15	6	53	86
增长率 YoY%	23	(73)	(59)	748	64
毛利率%	47	43	40	42	46
每股收益 EPS(元)	0.22	0.06	0.02	0.21	0.34
净资产收益率 ROE%	10.4	1.5	0.6	4.8	7.3
P/E	102	375	923	109	66
P/B	10.5	5.6	5.5	5.3	4.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 11 月 6 日收盘价

利润表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	281	228	198	235	362
营业成本	150	129	118	136	195
毛利率	47%	43%	40%	42%	46%
营业税金及附加	9	2	2	2	3
营业费用	38	61	53	32	49
营业费用率	13%	27%	27%	13%	13%
管理费用	38	61	53	32	49
管理费用率	13%	27%	27%	13%	13%
财务费用	(4)	(7)	(8)	(5)	(6)
财务费用率	-1%	-3%	-4%	-2%	-2%
投资收益	3	11	6	6	6
营业利润	65	14	4	54	91
营业利润率	23%	6%	2%	23%	25%
营业外收入	2	2	3	3	3
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	67	15	7	58	94
所得税	11	1	1	5	8
所得税率	16%	9%	9%	9%	9%
少数股东损益	(0)	(2)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	56	15	6	53	86
净利率	20%	7%	3%	22%	24%
每股收益(元)(摊薄)	0.22	0.06	0.02	0.21	0.34

现金流量表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前列利润	67	15	7	58	94
所得税支出	(11)	(1)	(1)	(5)	(8)
折旧和摊销	5	8	13	14	14
营运资金变动	5	(30)	(57)	(10)	(29)
其他	(3)	(11)	(11)	(12)	(12)
经营现金流	63	(20)	(49)	44	59
资本支出	(125)	(151)	(8)	(9)	(10)
投资收益	7	4	6	6	6
资产变卖	1	2	0	0	0
其他	(8)	(201)	2	2	2
投资现金流	(125)	(346)	(1)	(1)	(2)
发行股票	1	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	(11)	(18)	0	0	0
其他	0	494	8	5	6
融资现金流	(11)	476	8	5	6
现金及现金等价物净增加额	(72)	110	(41)	47	63

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	165	275	234	281	345
存货	0	2	1	0	0
应收账款	63	71	51	62	96
其他流动资产	29	236	231	234	244
流动资产	257	584	516	578	684
固定资产	47	45	509	504	499
长期股权投资	25	28	28	28	28
无形资产	1	4	4	4	4
其他长期资产	247	488	17	16	14
非流动资产	320	566	559	552	546
资产总计	577	1,150	1,075	1,129	1,230
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	16	94	19	22	32
其他流动负债	19	24	17	16	20
流动负债	35	117	36	38	52
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	35	117	36	38	52
股本	113	256	256	256	256
资本公积	164	510	510	510	510
股东权益合计	542	1,032	1,039	1,091	1,177
少数股东权益	1	5	5	5	5
负债股东权益总计	577	1,150	1,075	1,129	1,230

主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)					
营业收入	25%	-19%	-13%	19%	54%
营业利润	51%	-79%	-74%	1410%	68%
净利润	23%	-73%	-59%	748%	64%
利润率 (%)					
毛利率	47%	43%	40%	42%	46%
EBITMargin	22%	4%	0%	22%	24%
EBITDAMargin	24%	7%	6%	28%	28%
净利率	20%	7%	3%	22%	24%
回报率 (%)					
净资产收益率	10%	1%	1%	5%	7%
总资产收益率	10%	1%	1%	5%	7%
其他 (%)					
资产负债率	6%	10%	3%	3%	4%
所得税率	16%	9%	9%	9%	9%
股利支付率	0%	0%	0%	0%	0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。