

流量经营

质疑担忧：（1）电信主管部门、运营商是否会持续加强监管，从而不断压缩第三方厂商的生存空间。（2）第三方流量经营是否仅是简单的资源倒买倒卖，缺乏市场竞争壁垒，短期享受市场发展红利，长期缺乏持续性。

1 细分行业界定

流量经营是以智能管道（物理网络）和聚合平台（商业网络）为基础，以扩大流量规模、提升流量层次、丰富流量内涵为经营方向，以释放流量价值为目的的一系列理念、策略和行动的集合。流量经营的最终目的是顺应移动互联网的发展，转变运营商的收入结构，达到利润最大化。

2 行业监管体制和监管政策

行业监管+运营商省间结算。从近年来国家相关部委颁布的电信业管理政策&条例来看，国内电信行业政策监管持续趋紧信号非常明显，在运营商层面，运营商强力推行推行省间结算以避免省公司间激烈竞争，这些都使得第三方厂商的参与成本、进入门槛明显提升。

发布机构	发布时间	政策名称	政策关键词
工信部	2015 年 12 月	《关于开展电信普遍服务试点工作的通知》	农村及偏远地区
工信部	2016 年 6 月	《电信用户申诉处理办法》	电信申诉规范
工信部	2016 年 6 月	《关于开展 2016 年电信和互联网行业网络安全试点示范工作的通知》	电信安全、数据保护
国务院	2016 年 9 月	《中华人民共和国无线电管理条例（修订草案）》	网络监管
工信部	2016 年 11 月	《关于进一步防范和打击通讯信息诈骗工作的实施意见》	实名登记、信息保护
工信部	2017 年 1 月	《工业和信息化部关于规范电信服务协议有关事项的通知》	实名认证

表 6：三大运营商高层近期战略表态列表（2016）

运营商	集团战略定位	主要内容描述
中国移动	大连接	做大连接规模，做优连接服务
中国联通	聚焦战略	聚焦管道，借力第三方拓展管道外业务
中国电信	领先的综合智能信息服务提供商	智能管道的主导者、综合平台的提供者、内容和应用的参与者

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

表 7：中国移动《行业互联网+2020 行动计划》主要内容列表

类别	主要内容
基础设施	锻造精品信息基础设施，涵盖了通信、云计算、大数据和物联网等四大新型信息技术领域
服务能力	提供一流综合服务，包括通信保障服务、ICT 集成服务及渠道与客户服务等
模式创新	积极探索模式和机制创新，在产品商务模式后向化、合作平台开放化、组织架构专业化等方面发力
生态合作	携手共创行业共赢生态，深入行业内部，积极与行业强者合作

资料来源：中国移动，中信证券研究部

表 8：运营商流量资源开放进展

运营商	中国联通&电信	中国移动
运营商态度	受自身营收压力，整体态度较为积极	短期营收压力较小，略微保守
开放规模	2016 年预计超过 100 亿元，中短期年增速预计维持在 50%以	
价格管控	集团指导批发价格从早期 9.5 折降到目前 9 折左右，松动迹象明显，针对第三方厂商零售端价格进行管控	

资料来源：行业访谈，中信证券研究部

图表 16. 三运营商在流量经营上的创新探索

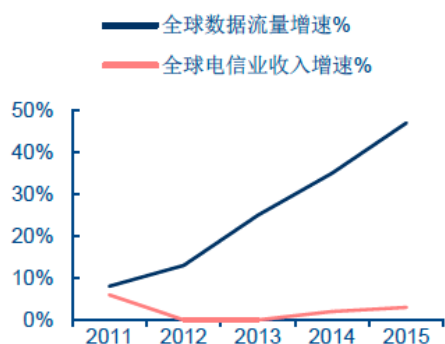
移动	内容增值：成立咪咕文化科技有限公司，致力于打造传统媒体和新兴媒体融合发展的新型平台，为产业链合作伙伴搭建高效、透明、便捷的服务体系，为客户提供精彩纷呈的数字内容产品及服务。 互联网+领域：推出移动云、教育、健康、车联网等集客产品。 智能终端：研发移动对讲、行业 PAD 等自有品牌行业终端。 流量经营：推进“和家庭”重点产品“魔百和”量产，整合推广“和娱乐”、“和生活”、“和沟通”等系列产品。 物联网：形成物联网模组产品线。
联通	互联网+：沃云政务云及行业云解决方案及产品，推进重点领域专业化运营，如汽车信息化、教育信息化持续突破。 流量经营：推广“智慧沃家”，推动家庭客户全业务经营，IPTV、智能宽带管道、互联网电视、家庭安防、云服务、智能家居。 云计算：12 个国家级云数据中心，遍布 31 个省超过 100 个本地数据中心，基于开源架构、自主研发的云计算。 物联网：构建标准化产品架构、应用覆盖食品溯源、电力架空等数十种类型。优化物联网运营体系。
电信	IDC/云计算/大数据：构建中国最大的“8+2+X”云资源部署，有超过 100K 的柜台投入使用。e-Surfing security 为云、管道和设备提供保障。已形成领先的云计算和大数据服务能力，将加强在云、大数据和物联网方面的产品研发力度。 智能终端：利用“Joy me”来扩展智能终端应用，加强产品功能和客户体验。 互联网+：吸引外部优势资源以加强细分领域的服务，同时加大对行业应用的覆盖规模。瞄准 4 个关键战略领域和 10 项主要工程去推进传统产业升级。易信注册用户达到 1.8 亿，BestPay 在 2015 上半年 GMV 达到 3,800 亿，NFC 超过 2,000 万。 流量经营：互联网业务天翼阅读基地、协同通信基地、物联网基地、爱音乐基地、天翼视讯基地、天翼空间基地、爱动漫基地和爱游戏基地也实现了公司化运作，aWiFi 提供新型的合作模式。

资料来源：中银证券

3 行业发展概况

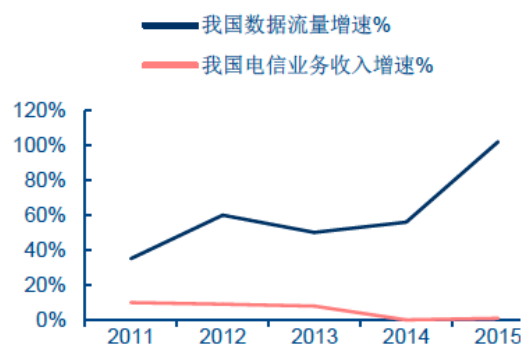
国内运营商面临持续收入增长压力，当前国内电信运营商面临电信业务增量不增收的尴尬局面，随着数据流量收入在运营商整体收入中占比的持续提升，运营商在流量精细化运营方面将面临持续压力。

图 10：全球数据流量增速&电信业务收入增速



资料来源：GSMA，中信证券研究部

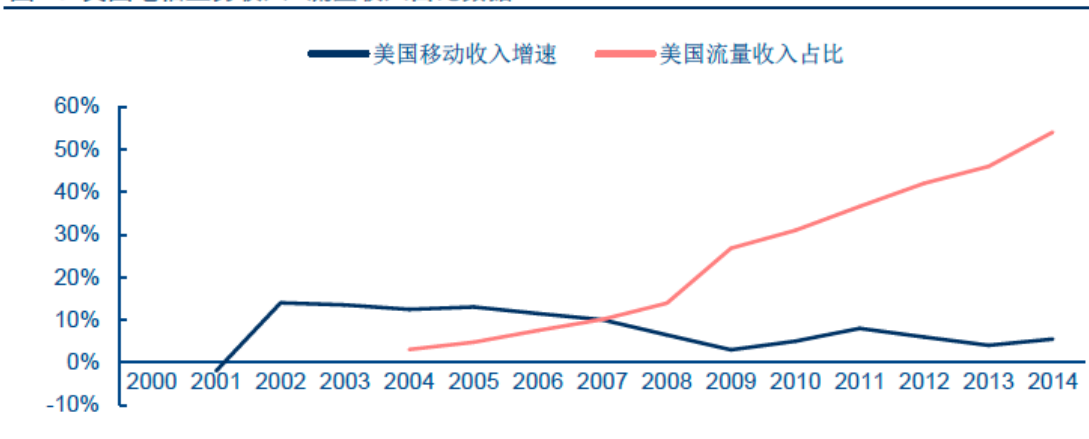
图 11：国内数据流量增速&电信业务收入增速



资料来源：工信部，中信证券研究部

国际市场经验，在发达国家电信市场，数据流量业务在发展早期并未对运营商收入增长形成积极贡献，在迈过早期的发展拐点后，数据流量逐步成为运营商收入增长的核心驱动力。我们总结发现，海外运营商主要通过基础网络优化、产品创新设计、产业生态开放合作等多种方式共同实现用户流量消费 ARPU 的提升

图 8：美国电信业务收入&流量收入占比数据



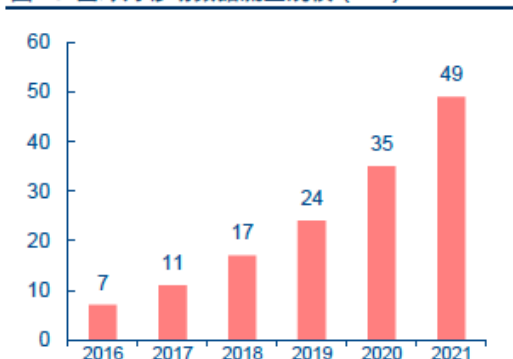
资料来源：GSMA，FCC，HIS，中信证券研究部

4 市场规模、驱动因素、预计增速

4.1 市场规模

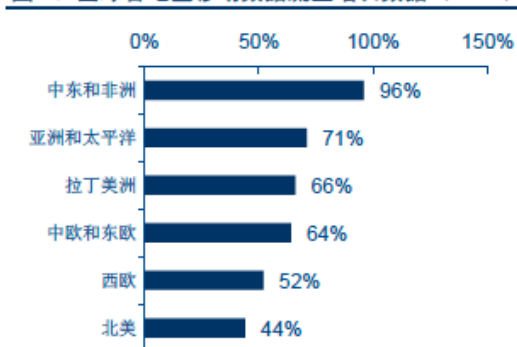
2016 年国内移动互联网接入数据流量同比增长超过 1 倍，2016 年非语音业务占国内运营商收入比重较 2015 年上升 5.5pcts，提高至 75%左右；思科预计到 2021 年，全球移动数据流量规模将是 2016 年的近 7 倍。

图 1：全球月移动数据流量规模（EB）



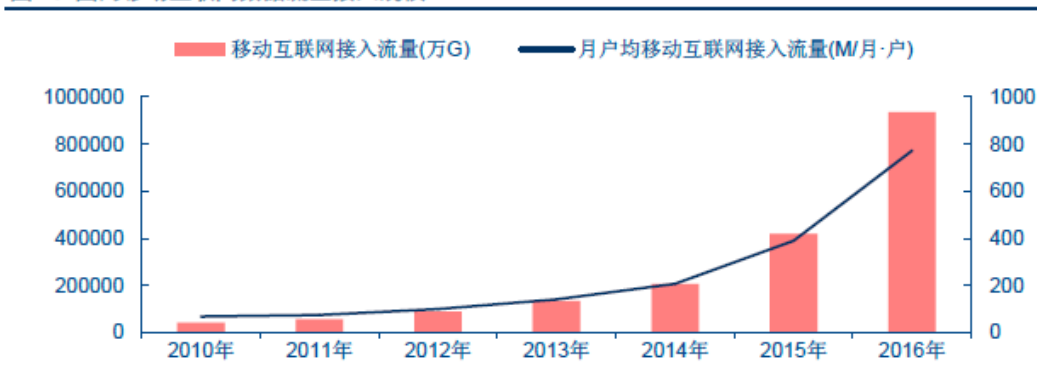
资料来源：思科，中信证券研究部

图 2：全球各地区移动数据流量增长数据（2016）



资料来源：思科，中信证券研究部

图 3：国内移动互联网数据流量接入规模



资料来源：工信部，中信证券研究部

4.2 驱动因素

表 1：第三方流量经营企业业务优势

模块	第三方厂商	电信运营商
流量资源	能够整合三大电信运营商流量资源	无法提供该服务
客户需求	在企业用户个性化需求满足方面优势明显	一般只能针对战略级客户
业务增值	围绕流量经营，提供多种增值服务	用户个性化需求响应不足

资料来源：中信证券研究部整理

表 2：移动数据流量产品类别

划分维度	类别列表
适用区域	全国性流量（可在全国使用）、本地流量（仅在本地区使用）
适用范围	通用流量（应用场景不受限）、定向流量（仅能用于特定场景，比如微信）
付费主体	前向流量（个人用户付费）、后向流量（企业付费，个人用户无需付费）
流量测度	流量池（给用户一定额度，根据实际使用额计费）、流量包（给用户数额固定的流量包）

资料来源：中信证券研究部整理

表 3：运营商对企业&个人用户移动数据流量需求满足程度分析

需求类别	一般通用性需求	个性化需求
个人用户	运营商能直接满足	难以满足，需要联合第三方企业
企业用户	针对企业客户分层，主要满足大企业客户需求	难以满足，需要联合第三方企业

资料来源：中信证券研究部整理

4.3 预计增速

兴业证券通信行业认为：

2020 年后向流量经营市场规模预计 618-989 亿元

我们通过移动数据流量市场规模、后向流量经营渗透率、移动数据接入总流量以及单位流量价格来测算中国后向流量经营市场规模。

数据来源：2015 年移动数据流量流量市场规模用移动数据及互联网业务收入替代，移动互联网接入流量采用工信部数据，单位流量平均价格（上述两项数据相除得到）为 74.18 元/GB

表 1、2015 年我国通信运营业数据

项目	数据
电信业务收入	11251.4 亿元
移动数据及互联网业务收入占比	27.6%
移动互联网接入流量	41.87 亿 GB
单位流量平均价格	74.18 元/GB

资料来源：工信部、兴业证券研究所

关键假设：

- 1、单位流量平均价格按照每年 15%速度下降；
- 2、2016 年到 2020 年移动数据接入流量年复合增长率为 55%(中国电信科学研究院数据)；
- 3、我们假设 2020 年后向流量经营市场渗透率 5%~8%。

表 2、2015-2020 年后向流量经营市场规模预测

	2015 年	2020 年(保守估计)	2020 年(乐观估计)
单位流量平均价格 (元/GB)	74.18	33	33
移动互联网接入流量(亿 GB)	41.87	374.59	374.59
后向流量经营市场渗透率	0.48%	5%	8%
后向流量经营市场规模 (亿元)	15	618.07	988.92

资料来源：兴业证券研究所

根据第三方数据，2015 年后向流量经营市场规模仅为 15 亿元；根据我们测算，2020 年该市场规模将达到 618-989 亿元，后向流量经营行业具备超强成长性。

5 市场格局

中银国际证券认为：流量经营在 2017 年——2019 年，毛利率预计在 5%，净利率在 3%。市场将呈现强竞争态势。

表 11：A 股流量经营相关公司估值情况

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润(百万元)			PE		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
吴通控股	300292.SZ	107	8.36	167.43	181.73	NA	64	56	NA
通鼎互联	002491.SZ	191	16.06	183.5	547.95	884.09	104	35	22
梦网荣信	002123.SZ	128	14.9	98.56	288.86	480.33	130	44	27
高鸿股份	000851.SZ	78	12.38	51.38	103.5	128.5	92	76	61
网宿科技	300017.SZ	401	50.54	831.35	1304.08	1905.36	48	31	21
北纬通信	002148.SZ	56	21.7	-19.1	75.67	110.07	NA	74	51
平均		160.17	20.66	218.85	464.01	701.67	88	48	36

资料来源：Wind，中信证券研究部，截止 2017 年 3 月 23 日股价数据

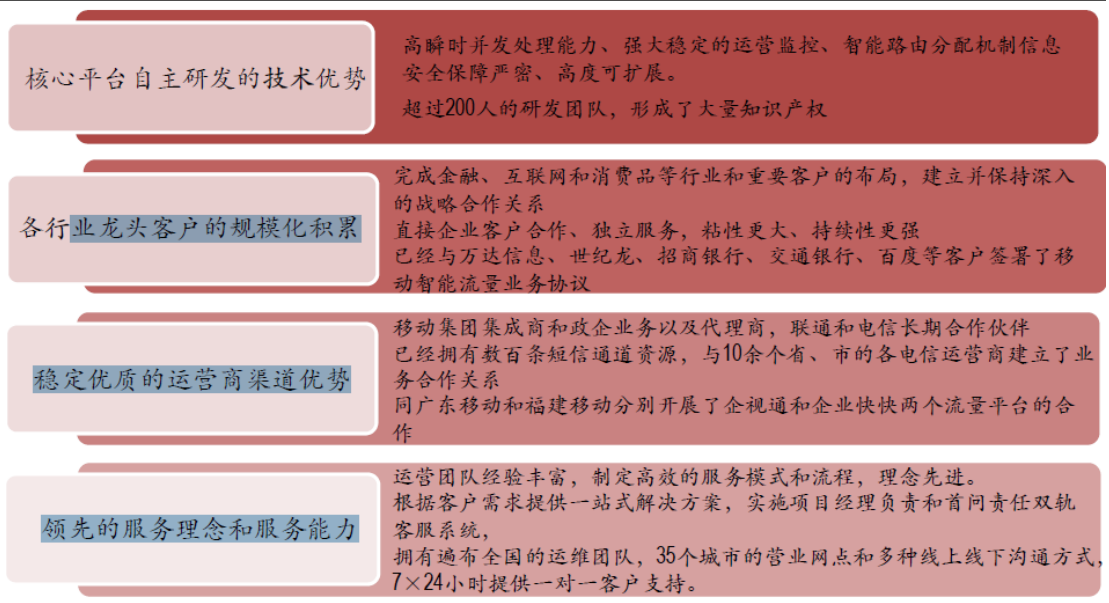
表 12：新三板流量经营相关企业估值列表

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2015 收入(百万元)	2015 净利润(百万元)	2015 PE
中深源	839294.OC	13.64	44.00	25.26	5.18	263
骏伯网络	835103.OC	NA	NA	48.54	10.04	NA
尚通科技	837839.OC	NA	NA	77.13	17.56	NA
魔品科技	839111.OC	NA	NA	88.78	-5.91	NA
玄武科技	834968.OC	18.06	35.51	269.99	33.98	53
讯众股份	832646.OC	NA	NA	72.85	15.72	NA
大汉三通	430237.OC	15.07	17.10	249.73	13.91	115

资料来源：wind，中信证券研究部，注：股价为 2017 年 3 月 23 日价格

市场中业务做的好的流量经营公司通常都会有一个长期稳定的客户群体。以梦网荣信（002123）为例：

图表 20. 梦网荣信在智能流量经营优势



资料来源：中银证券

图表 21. 企业短信客户将是流量业务重要的发展对象

金融客户	中国银行、交通银行、平安集团、华夏银行、光大银行、宁波银行、重庆农商行、深圳农商行、招商证券、安信证券、华夏基金、天弘基金、南方基金、易方达基金、新华人寿、深圳证券交易所
互联网客户	腾讯、新浪、搜狐、百度、小米、盛大、阿里巴巴、万达、京东商城、亚马逊、苏宁、国美、凡客诚品、当当网、唯品会、携程、艺龙、同程网、途牛、快的
连锁零售与其他	顺丰、韵达、中通、七天连锁、如家、美的

6 需求分析

需求规模：持续快速增长。据 CNNIC 研究数据显示，从用户流量使用分布、流量消耗情况等维度来看，终端用户对流量的需求规模持续增长，且伴随着用户对在线视频、网络游戏等高流量消耗型互联网应用使用的增长，我们预计终端对流量的需求将持续快速增长。

图 15：国内用户移动流量使用分布

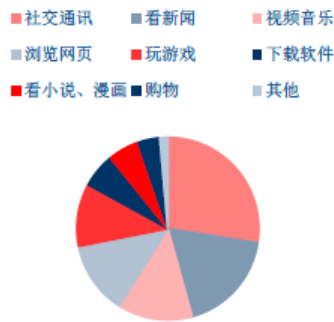


图 16：国内用户手机流量使用情况

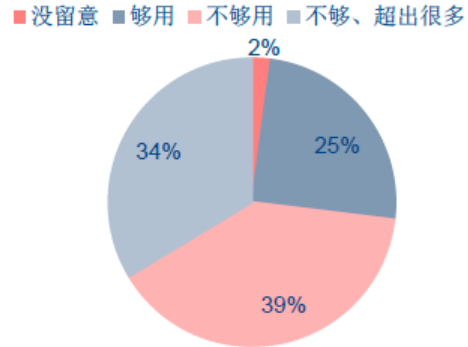


图 18：移动数据流量典型应用场景



付费结构：企业付费&个人免费占比有望持续提升

作为一种基础性的通信资源，伴随着下游应用场景的持续拓展，流量承载的功能持续增多，和下游企业业务不断进行融合，作为企业开展业务的一项重要基础性资源，例如市场营销、通用货币兑换等。沿着这一逻辑进行推导，类似于国内企业短信市场当前的付费结构，我们判断国内流量业务未来付费结构中，企业付费&个人用户免费的占比有望持续提升，企业在流量资源采购、流量产品设计中的重要性也将持续提升。

图 20：移动数据流量应用场景（市场营销）



7 产业链分析

从产业涉及业务环节来看，第三方流量经营和企业短信市场具有明显相似性，均主要涉及上游运营商资源、下游客户、基础平台&能力三个环节。

上游运营商资源：预计有序、谨慎开放，宏观政策+规模效应推动第三方厂商强者愈强。

（1）运营商现状：国内运营商面临持续收入增长压力。2016 年，国内电信市场业务总量

增速和业务收入增速之间的剪刀差呈进一步扩大之势，数据流量规模增长并未对运营商整体收入增长形成明显贡献。（2）**运营商态度：开放合作将成为主基调，流量资源预计谨慎、有序开放。**行业估计运营商 2016 年面向第三方开放流量资源规模超过 100 亿元，中短期有望保持 50%以上年增速，我们预计面向第三方市场的流量开放将是有序、渐进，同时偏审慎的过程。（3）**宏观政策：多因素推动第三方厂商强者愈强。**国内电信行业政策监管趋紧信号明显，运营商强力推行省间结算，叠加流量经营行业突出的规模效应共同利好第三方流量经营龙头厂商强者愈强。

下游用户：应用场景快速扩展，企业付费占比有望持续提升。（1）用户需求：规模持续增长、场景快速扩展、通信资源趋于融合。用户需求维度，从用户流量使用结构、流量消耗等指标看，终端用户对流量需求规模持续增长；应用场景维度，流量作为基础性通信资源，已经渗透到用户日常生活的方方面面，产品形态维度，我们判断满足用户一体化需求的融合通信平台必将是未来基础通信资源组织形态。（2）**付费结构：企业付费&个人免费占比有望持续提升。**类似于当前国内企业短信市场，我们判断国内流量业务未来付费结构中，企业付费&个人用户免费占比有望持续提升。

基础平台&能力：云通信显著提升资源交付、市场触达效率。（1）技术创新：云通信推动流量资源交付、长尾企业客户触达更具效率。云通信平台的引入能够显著提升当前流量经营市场的运作效率，实现通信资源和下游客户需求场景的无缝对接，同时借助云通信平台，大量的长尾企业客户可在线实现资源产品定制和能力获取，第三方厂商能够更容易触达长尾企业客户。（2）**基础能力：对流量产品设计、计费能力要求明显提升。**相较于短信平台，在流量业务逻辑可定制性、计费准确性等维度，我们判断市场对第三方厂商流量平台技术能力具有更高的要求。

8 行业进入壁垒以及关键竞争要素

第三方流量经营厂商存在符合当前市场发展客观需要。流量资源层面，运营商很难实现三网资源的统一协调和调配；客户需求&业务增值层面，下游企业客户需求千差万别，且企业用户服务的最终个人用户分属于三大电信网络，客观上也需要第三方厂商根据企业用户的需求实现流量应用的个性化定制以及上层增值服务的叠加。

开放合作将成为运营商政策主基调。在生态关系、业务间协同、渠道体系等维度，运营商目前所处的流量经营时代较过去的语音经营时代存在显著差异。我们的产业调研显示运营商流量资源开放力度、价格折让空间不断向好，但考虑到非语音业务在运营商整体收入中的较高占比，流量业务本身的复杂业务逻辑，以及开放可能对运营商个人业务带来不确定性的担忧，我们预计面向第三方市场的流量开放将是有序、渐进，同时偏审慎的过程。

企业付费&用户免费占比有望持续提升。作为一种基础性的通信资源，伴随着下游应用场景的持续拓展，流量承载的功能持续增多，和下游企业业务不断进行融合，沿着这一逻辑进行推导，类似于国内企业短信市场当前的付费结构，我们判断国内流量业务未来付费结构中，企业付费&个人用户免费的占比有望持续提升。

多因素推动第三方流量经营市场呈现强者愈强的竞争格局。行业监管政策趋严，运营商强力推行省间结算等都使得第三方厂商的参与成本、进入门槛明显提升，云通信等技术创新手段使得第三方厂商资源交付效率、长尾客户触达能力显著提升，叠加流量经营本身的规模效应，我们判断上述因素有望推动第三方流量经营市场呈现强者愈强的竞争格局。

9 小结

国内用户对数据流量需求持续高速增长，运营商对流量资源的开放预计将有序、谨慎展开，我们判断国内流量业务未来付费结构中，企业付费&个人用户免

费占比有望持续提升，云通信等技术创新手段将显著推动流量交付、长尾企业客户触达更具效率。第三方厂商有望在流量经营时代扮演重要角色，我们看好第三方流量经营厂商的长期发展前景，行业运作逻辑正逐步清晰。我们建议从运营商资源获取能力，企业客户个性化需求满足能力，以及流量平台技术能力等核心维度筛选相关标的

龚润泽 20170331