



证券研究报告·上市公司深度

电力二次设备

梦网科技为第三方企业短信龙头 大力布局后向流量经营(更新)

收购梦网科技 进入移动互联网运营领域

公司通过并购重组的方式收购梦网科技，正式进入移动互联网运营领域。梦网科技是国内领先的移动信息即时通讯服务提供商，客户资源良好，涵盖互联网、金融、消费品等领域，运营商渠道优势显著，是中国移动、中国联通、中国电信的全网服务提供商。

梦网科技：第三方企业短信龙头 打造云通信平台

梦网科技目前是第三方企业短信平台龙头，2012 年-2014 年移动信息发送数量分别为 70.58 亿条、114.49 亿条和 157.82 亿条，年复合增长率约为 50%。2015 年在第三方市场的占比有望超过 10%，并将凭借自身平台优势，及良好的客户资源、与运营商多年合作的渠道优势，进一步提高市场占比，享受高于行业增速的更高增长，巩固并加强自身龙头地位。公司意在打造云通信平台，不仅包括文字（即企业短信平台），也包括语音、视频、以及流量。公司通过企业短信平台，积聚了良好的客户资源，并希冀通过横向扩展为客户打造全方位的云通信平台，做大规模，进而突出平台价值。

大力布局流量经营 打开全新增长空间

2015 年 1-10 月，运营商移动数据业务收入占电信业务收入的 26.9%，占移动业务的 36.24%。虽然流量资费仍将下行，但流量爆发的背景下，移动数据业务将继续保持较高的复合增速，移动数据业务将逐渐占主导地位。我们认为，我国移动用户由 2G、3G 迅速迁移转向 4G 后，流量消费将增加数倍。目前我国 4G 用户占比（25.2%）还比较低，未来几年 2G、3G 用户加速向 4G 迁移，移动互联网接入流量消费增长仍将维持在快车道。同时，4G 用户流量消费水平（DOU/约为 700M）大大低于国际上 13 个国家的平均水平（DOU/1G 以上，美国、韩国等则更高），整体提升空间还很大。另外随着虚拟现实、移动视频、车联网、物联网等高耗流应用日趋成熟，我们判断移动流量将迎来需求大爆发及指数级增长。根据思科的预测，2014 年到 2019 年我国流量消费将增长 13 倍，复合增速为 67%。流量经营为运营商大数据最确定方向，后向流量经营实现了企业、运营商和终端用户的共赢。后向流量经营的市场才刚刚开启，今年运营商的移动业务数据收入将突破 3000 亿元，未来将持续高增长。我们按照行业内普遍测算标准来看，约 30-40%会转化为后向流量经营的市场（以 4000 亿元的市场规模计算，则将有 1200 亿元转化为后向市场），而且这一市场有望实现“自我膨胀”，因多方共赢的特点，有望实现正向循环，市场空间不断扩大。

2014 年初，梦网科技启动与三大运营商移动智能流量业务的合作

荣信股份 (002123)

调高

买入

崔晨

cuichen@csc.com.cn

010-85130410

执业证书编号：S1440514080008

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

发布日期：2015 年 12 月 28 日

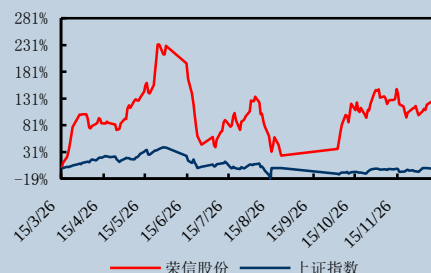
当前股价：23.75 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.74/7.29	89.24/71.92	157.59/139.51
12 月最高/最低价 (元)		35.65/10.14
总股本 (万股)		86159.50
流通 A 股 (万股)		45495.43
总市值 (亿元)		204.63
流通市值 (亿元)		108.05
近 3 月日均成交量 (万)		2300.10
主要股东		
深圳市深港产学研创业投资有限		8.6%
公司		

股价表现



相关研究报告

13.04.17 年报解读：2013 年确定性转暖

170917 荣信股份 RESEARCH.CSC.COM.CN



，并计划在 3-5 年内开展基于移动互联网的音视频平台及移动物联网运营支撑等系列服务。目前梦网科技已经与中国联通、中国电信、中国移动的多个省市公司缔结了合作关系，在客户方面，已经与包括深圳市腾讯计算机系统有限公司、上海盛付通电子支付服务有限公司等 15 家公司签订了流量业务合同。

2015 年 7 月公司开始推广流量经营平台，但受下半年运营商业务的影响及企业短信传统 11、12 月的高峰，推广进程相应延后，预计明年初将开始大规模推广，成为新的利润增长点，打开全新增长空间。

云通信平台+云数据平台

通过构建以文字、音频、视频、流量一体化的云通信平台，为客户提供全方位的移动信息解决方案。通过规模化的平台运营，积累大量数据，可与云计算厂商全面合作，打造云数据平台，实现大数据的精准营销，将是公司中长期发展规划。

盈利预测与评级

梦网科技承诺 2015 年不低于 1.643 亿元，且 2015 年、2016 年合计净利润不低于 4.006 亿元。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22、0.44、0.64 元，对应 PE 为 108X、54X、37X。我们看好公司企业短信业务的持续增长及其龙头地位，以及公司在流量经营流量的先发优势和客户转化优势，我们认为通过规模化地运营云通信平台，公司将迎来爆发式增长，给予买入评级！



目录

一、收购梦网科技 进入移动互联网运营领域	1
1、梦网科技：国内领先的移动信息即时通讯服务提供商	1
2、客户资源良好 运营商渠道优势显著	1
二、梦网科技：第三方企业短信龙头 打造云通信平台	3
1、第三方企业短信龙头	3
2、企业短信市场稳步上升 龙头公司空间更大	5
(1) 移动信息化市场发展迅速，市场空间广阔	5
(2) 移动用户、3G、4G 用户的发展，为移动信息服务奠定良好基础	5
(3) 短彩信业务仍是移动信息服务领域重要的市场组成	6
(4) OTT 业务冲击个人短信业务，对企业短信业务影响有限	7
(5) 竞争格局分散，龙头公司空间更大	7
3、打造云通信平台	8
三、大力布局流量经营 打开全新增长空间	9
1、运营商收入增速放缓，数据业务将占主导	9
2、流量经营为运营商大数据最确定方向	11
(1) 管道向智能化发展 后向收费出现	11
(2) 后向流量经营实现共赢	13
3、后向流量经营将为公司打开全新增长空间	14
四、云通信平台+云数据平台	15
五、盈利预测与评级	16



图表目录

图 1: 2013 年梦网科技客户行业分布情况	3
图 2: 2013 年短信发送量对比	4
图 3: 2013 年前五大客户收入贡献对比	4
图 4: 主要服务商年收入对比	4
图 5: 2008 年-2015 年电信固定资产投资	5
图 6: 2009-2015 年 10 月电信主营业务	5
图 7: 2009 年-2015 年 10 月移动电话用户规模	6
图 8: 2001-2015 年 3G、4G 用户规模及增长率	6
图 9: 2009 年-2015 年 10 月短信、彩信业务量	6
图 10: 2010 年-2014 年个人、企业短信业务量	7
图 11: 音视频业务拓扑图.....	9
图 12: 2009-2015 年 10 月电信主营业务	10
图 13: 2014 年-2015 年 10 月电信主营业务月度收入	10
图 14: 移动互联网接入流量加速增长	10
图 15: 户均移动互联网接入流量快速提升.....	10
图 16: 移动业务收入占比稳步提升	11
图 17: 移动数据增量增收不匹配	11
图 18: 美国运营商移动数据业务已占主导.....	11
图 19: 不同阶段的商业模式对比	12
图 20: 前向流量经营模式图	14
图 21: 后向流量经营模式图	14
图 22: 移动智能流量业务拓扑图	15
图 23: 梦网科技业务模式图	16
表 1: 梦网科技与竞争对手横向比较	2
表 2: 运营商成本单价	3
表 3: 流量经营的四大发展阶段	13

一、收购梦网科技 进入移动互联网运营领域

荣信股份主营业务为电力设备制造，自成立以来一直保持行业前列，然而随着国内经济增速放缓，经济结构转型，公司业务面临着增长放缓的压力，2013 年和 2014 年，净利润出现大幅下滑，主营业务发生亏损，因此公司选择通过并购重组的方式布局新兴产业，于 2015 年 7 月以发行股份及支付现金的方式作价 275,692.35 万元收购梦网科技，正式进入移动互联网运营领域。

1、梦网科技：国内领先的移动信息即时通讯服务提供商

梦网科技成立于 2001 年，是国内领先的移动互联网运营支撑服务商，其主营业务是为移动互联网各种 B2C 应用提供运营支撑平台，并通过该平台为企业提供基于短信、彩信、网讯一体化的移动实名沟通平台及相关服务，同时扩展为含微信、微博、App 于一体的移动信息即时通讯服务、基于企业后向付费的移动智能流量业务以及基于移动互联网的音视频平台、移动物联网的系列服务。

梦网科技自主研发的核心平台技术水平处于行业领先地位。拥有的自主开发并运营的标准产品包括梦网智能网关云平台、流量网关云平台、梦网综合监控平台、M-BOSS 综合管理云平台等，其中核心的梦网智能网关云平台具备业内领先的技术优势，包括瞬时并发高效稳定的处理能力、强大的运营监控管理功能、智能通道路由分配机制、严密的信息安全保障体系、高效的可扩展性等。基于梦网科技核心平台的技术优势，其日峰值信息实际响应超过 2.3 亿条，2014 年日信息处理能力超过 10 亿条。

2、客户资源良好 运营商渠道优势显著

梦网科技的客户涵盖互联网、金融、消费品等领域，包括中国银行、交通银行、招商证券、安信证券、华夏基金、天弘基金、腾讯、百度、小米、阿里巴巴、京东商城、亚马逊等在内的数千家企业单位和政府部门。与上述行业内大客户均建立良好的战略合作关系。2013 年、2014 年梦网科技的移动信息发送数量均过百亿条次。2012 年-2014 年移动信息发送数量分别为 70.58 亿条、114.49 亿条和 157.82 亿条，年复合增长率约为 50%。

梦网科技目前是中国移动、中国联通、中国电信的全网服务提供商，是中国移动的集团业务集成商和政企业务的一级代理商，以及中国联通和中国电信的长期合作伙伴。梦网科技设立了三个运营商合作中心，主要职能为在全国范围内与电信运营商深入开展移动信息业务合作，共建 ADC 应用平台、扩充通道规模，同时对已接入的移动信息平台 and 通道资源进行维护管理。目前已经拥有近万条移动信息通道资源，与数十个省、市的各电信运营商建立了业务合作关系，稳定优质的全网渠道优势明显。

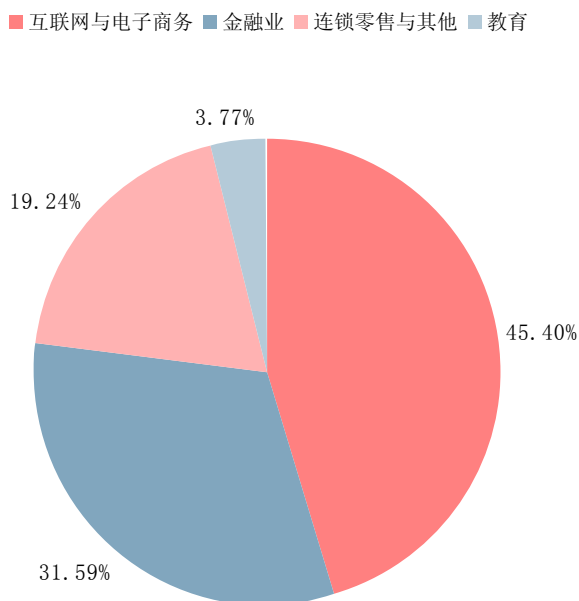


表 1：梦网科技与竞争对手横向比较

	业务模式	运营商资源	客户所处行业	客户集中度	2014 年净利润 (万元)	信息发送量	2014 年日峰值响应	2014 年日信息处理能力
京天利	以代理业务销售和运营业务佣金为主	丰富，分布广	集中于金融领域	TOP5=67.84% (2014 年)	3,734	79 亿条 (2013 年)	未披露	未披露
国都互联	以代理业务销售和运营业务佣金为主	集中，以北京为主	集中于金融领域	TOP5=73.95% (2013 年)	7,974	100 亿条 (2013 年 1-10 月)	未披露	日处理 8 亿条
创世漫道	直销+代理	相对集中，以北京、江苏、广东为主	互联网领域为主	TOP5=41.52 (2014 年 1-5 月)	6,209	56.7 亿条 (2013 年)	未披露	未披露
亿美软通	代理为主，部分直销	相对集中，以北京为主	互联网领域为主	TOP5=18.92% (2013 年)	4,433	75 亿条 (2013 年)	未披露	未披露
梦网科技	通过与运营商合作，获取信息通道，直接服务大中型企业，获取信息服务费用，也存在部分运营商佣金	丰富，分布广	互联网领域为主	TOP5=33.15% (2014 年)	10,299	114 亿条 (2013 年)	日峰值信息响应超过 2.3 亿条	日信息处理能力超过 10 亿条

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 1：2013 年梦网科技客户行业分布情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 2：运营商成本单价

运营商类型	成本单价（元/条）	2014 年收到的酬金（元）
中国移动	0.05-0.10，酬金 10%-30%	657607644.44
中国联通	0.023-0.035，酬金 10%-37%	216919.28
中国电信	0.021-0.035，无酬金	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

二、梦网科技：第三方企业短信龙头 打造云通信平台

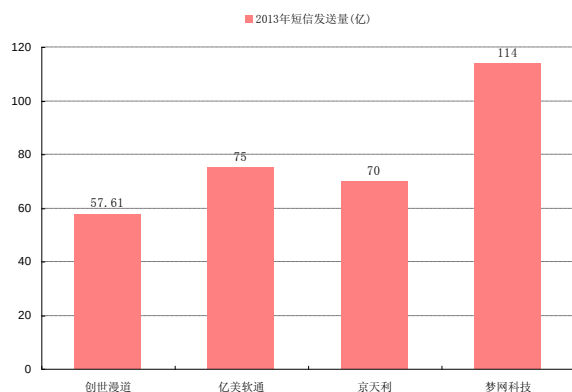
梦网科技的核心业务为移动信息即时通讯业务，即企业短信业务，主要是指利用移动通信网络、固定专线通信网络或互联网向行业客户的终端用户发送基于实名制的即时沟通信息，包括网讯、短信和彩信，以及将终端用户向客户发送的移动信息收集并回收的服务。

1、第三方企业短信龙头

从业务量规模来看，梦网科技为国内最大的移动信息即时通讯服务提供商之一。2013 年、2014 年国内企业短信业务量分别为 4603.3 亿条、4313.4 亿条。第三方移动信息服务商当中年业务量超过百亿的屈指可数。2013 年、2014 年梦网科技的移动信息发送数量均过百亿条次，远远领先于竞争对手；2013 年、2014 年梦网科技的移动信息发送数量均过百亿条次。2012 年-2014 年移动信息发送数量分别为 70.58 亿条、114.49 亿条和 157.82 亿条，年复合增长率约为 50%。

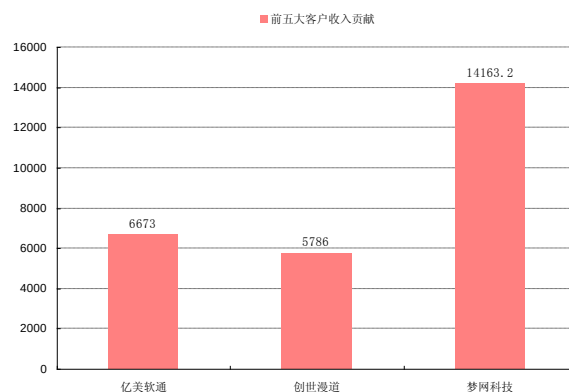
从客户资源来看，梦网科技凭借良好的品牌影响力，已经完成了金融、互联网以及消费品等重要行业和客户的市场布局，客户分散度较低的同时，前五大客户净值高，说明客户面广且客户净值高；从收入规模和盈利能力来看，梦网科技 2013 年、2014 年收入规模分别达到 4.37 亿元、5.89 亿元，明显高于同行业其他企业。

图 2：2013 年短信发送量对比



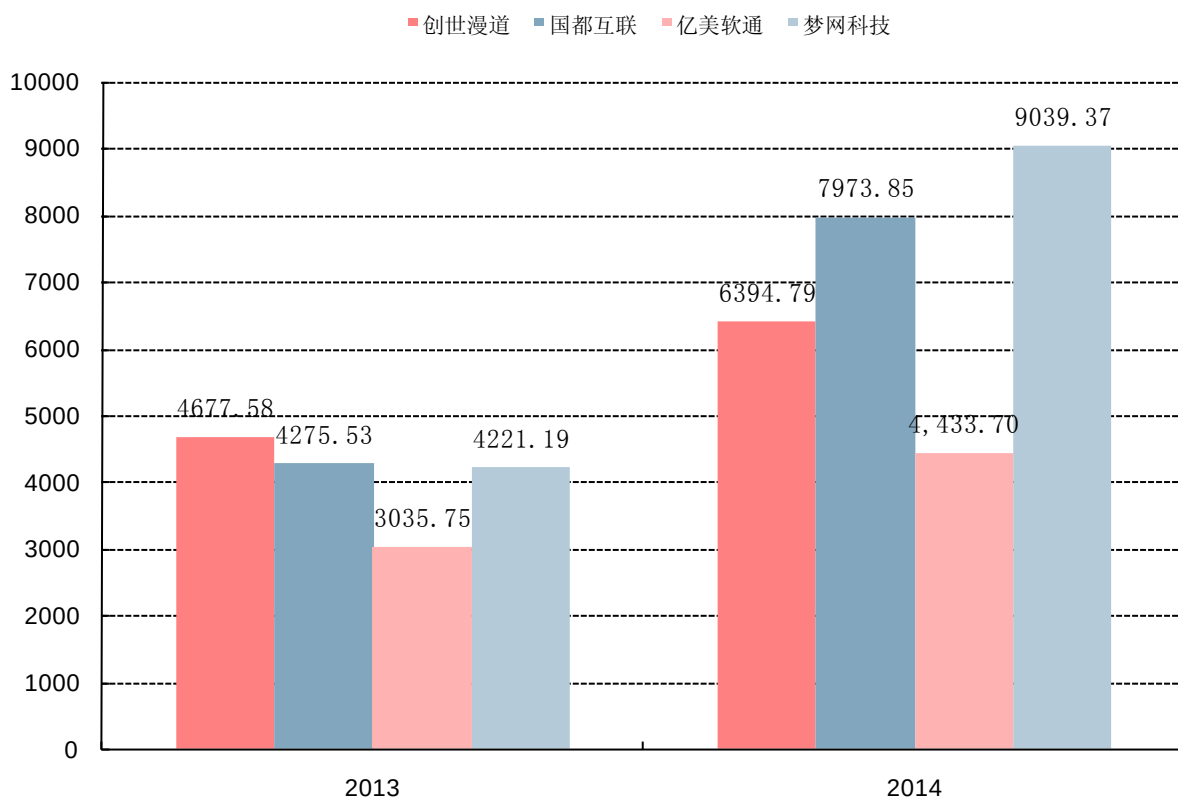
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 3：2013 年前五大客户收入贡献对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：主要服务商年扣非后净利润对比（单位：万元）



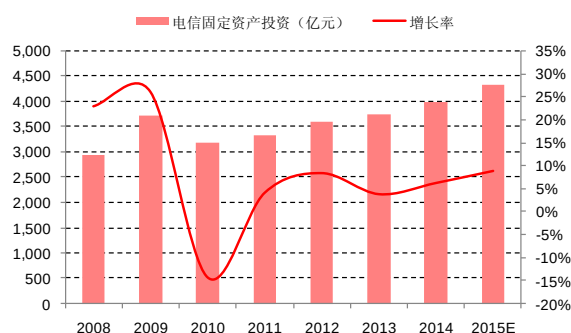
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2、企业短信市场稳步上升 龙头公司空间更大

（1）移动信息化市场发展迅速，市场空间广阔

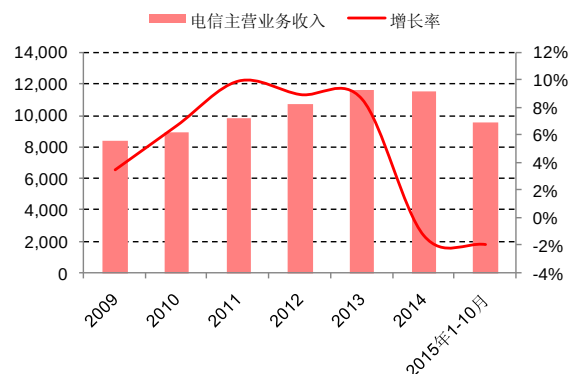
2015年1-10月，全行业固定资产投资规模完成2837.2亿元，同比增长13.75%。根据工信部的预计，2015年全行业固定资产投资规模将达到4350亿元，同比增长8.95%，比上年增速提高2.61个百分点；其中中国移动2000亿左右，中国联通1100-1200亿元，中国电信1100亿元。2015年上半年，中国移动、中国电信4G资本开支占比分别为49.35%和48.52%。电信业务总量完成18636.4亿元，同比增长25.6%，比1-9月同比增速提高0.3个百分点，呈现加速增长态势。电信业务收入完成9568.7亿元，按可比口径测算同比增长2.0%，比1-9月同比增速回落0.9个百分点。

图 5：2008 年-2015 年电信固定资产投资



资料来源：工信部，中信建投证券研究发展部

图 6：2009-2015 年 10 月电信主营业务

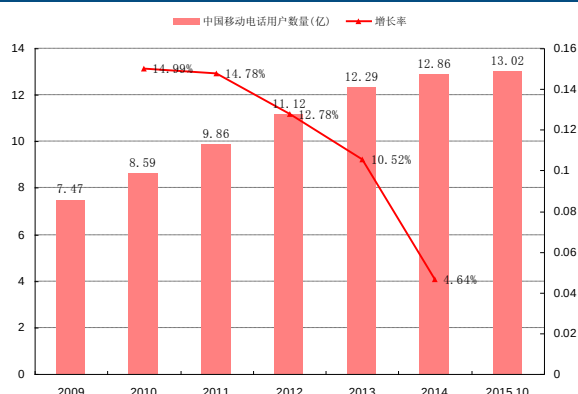


资料来源：工信部，中信建投证券研究发展部

（2）移动用户、3G、4G 用户的发展，为移动信息服务奠定良好基础

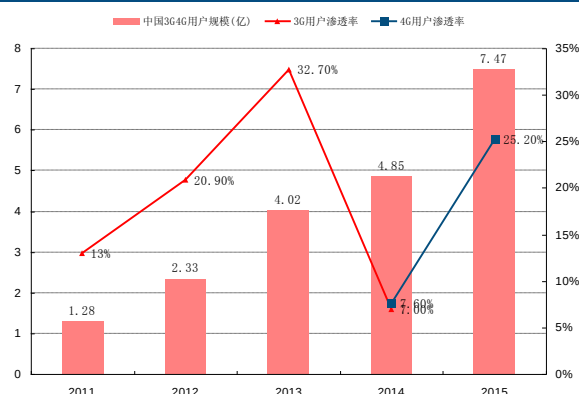
截至 2015 年 10 月，我国移动电话用户总数达到 13.02 亿户，同比增长 1.97%，普及率超过 95%，1-10 月移动电话用户净增 1567.6 万户，不到上年同期增量的 1/3。若剔除年龄大于 85 岁和小于 10 岁的人口，移动电话普及率已近 110%。我国移动电话用户逐渐饱和，增幅、增幅持续下降。

图 7：2009 年-2015 年 10 月移动电话用户规模



资料来源：工信部，中信建投证券研究发展部

图 8：2011-2015 年 3G、4G 用户规模及增长率

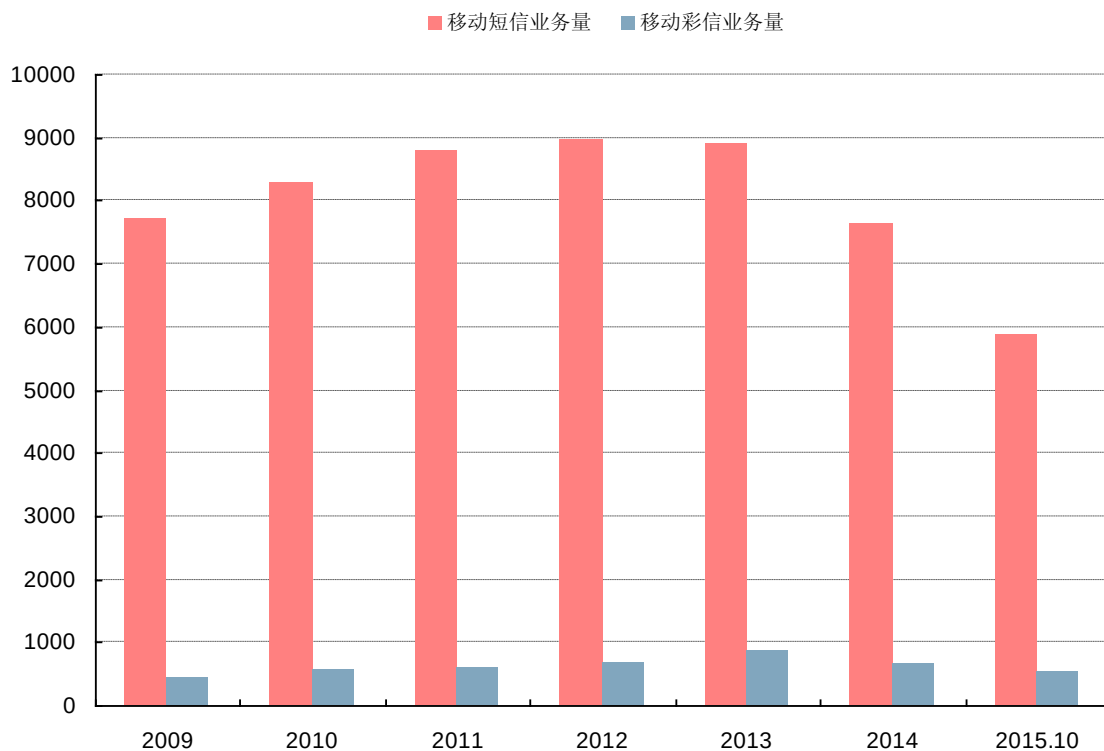


资料来源：工信部，中信建投证券研究发展部

（3）短彩信业务仍是移动信息服务领域重要的市场组成

短信业务是移动运营商最先成熟的数据业务应用，满足用户方便、稳定、快捷、及时、安全的沟通需求。国内移动短彩信业务规模历经快速发展阶段，2014 年中国移动短信、彩信业务量有所下滑，分别下降至 7630.5 亿条、647.4 亿条，但月户均短信、彩信仍有 49.4 条、4.2 条，是移动信息服务领域的重要市场构成。

图 9：2009 年-2015 年 10 月短信、彩信业务量



资料来源：工信部，中信建投证券研究发展部

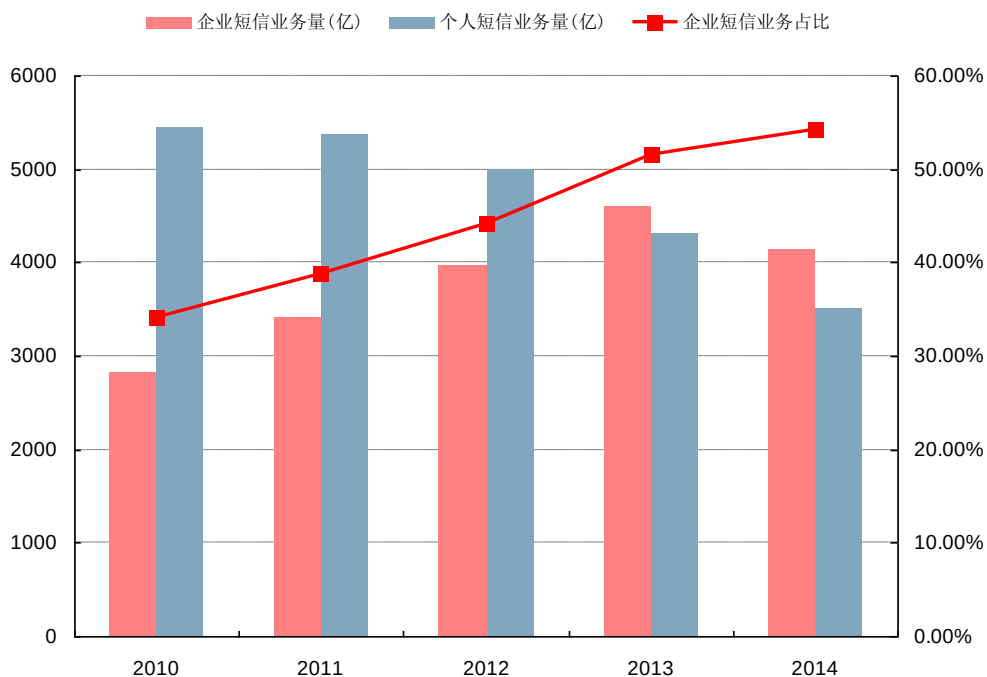


(4) OTT 业务冲击个人短信业务，对企业短信业务影响有限

中国移动短彩信业务规模的下滑主要源于个人短信业务受到较大冲击。以微信、来往等为代表的 OTT (Over The Top) 类新型社交通讯工具，由于更为低廉的资费成本以及更为丰富的扩展功能，受到用户青睐，一定程度上替代了个人点对点短信息传输。2010 年至 2013 年，由移动用户主动发起的点对点短信量持续下滑；2014 年的同比下降幅度达到 18.9%，占移动短信业务量比重降至 45.8%。

相比之下，企业短信业务受 OTT 业务影响较为有限。2010 年至 2013 年中国企业短信业务量的复合增长率达到 17.7%，虽然 2014 年略有下滑，但不影响企业短信业务量在整体短信业务量占比的持续上升。

图 10：2010 年-2014 年个人、企业短信业务量



资料来源：工信部，中信建投证券研究发展部

2014 年还因受到垃圾短信治理，企业短信市场有所下降，2015 年整年数据尚不可知，但从目前情况来看，2015 年在移动互联网的带动下，尤其是 O2O 市场的大爆发，企业短信市场明显回升，态势持续向上。

(5) 竞争格局分散，龙头公司空间更大

整个企业移动信息即时通讯服务市场规模较大、但较为分散。除了三大运营商占据了主要份额之外，第三方服务提供商竞争激烈，2013 年、2014 年企业短信业务量为 4,603.3 亿条、4135.7 亿条，绝大多数移动信息即时通讯服务提供商的年业务量规模不超过 50 亿条、单体业务量规模市场份额低于 1%，即市场参与者众多且实力有限，多属于小规模散点式发展，真正处于市场领先地位、年业务量超过 100 亿条、有细分行业客户优势的服务商仍是少数。

移动信息即时通讯服务行业的市场化程度较高。市场虽有电信运营商持股的服务商参与，但民营的第三方服务商发挥的作用越来越大。尤其对服务自身企业客户经营模式的服务商来说，优异的市场化运营能力才是必



备的可持续竞争优势。

梦网科技目前是第三方企业短信平台龙头，2015 年在第三方市场的占比有望 超过 10%，并将凭借自身平台优势，及良好的客户资源、与运营商多年合作的渠道优势，进一步提高市场占比，享受高于行业增速的更高增长，巩固并加强自身龙头地位。

3、打造云通信平台

公司意在打造云通信平台，不仅包括文字（即企业短信平台），也包括语音、视频、以及流量。公司通过企业短信平台，积聚了良好的客户资源，并希冀通过横向扩展为客户打造全方位的云通信平台，做大规模，进而突出平台价值。

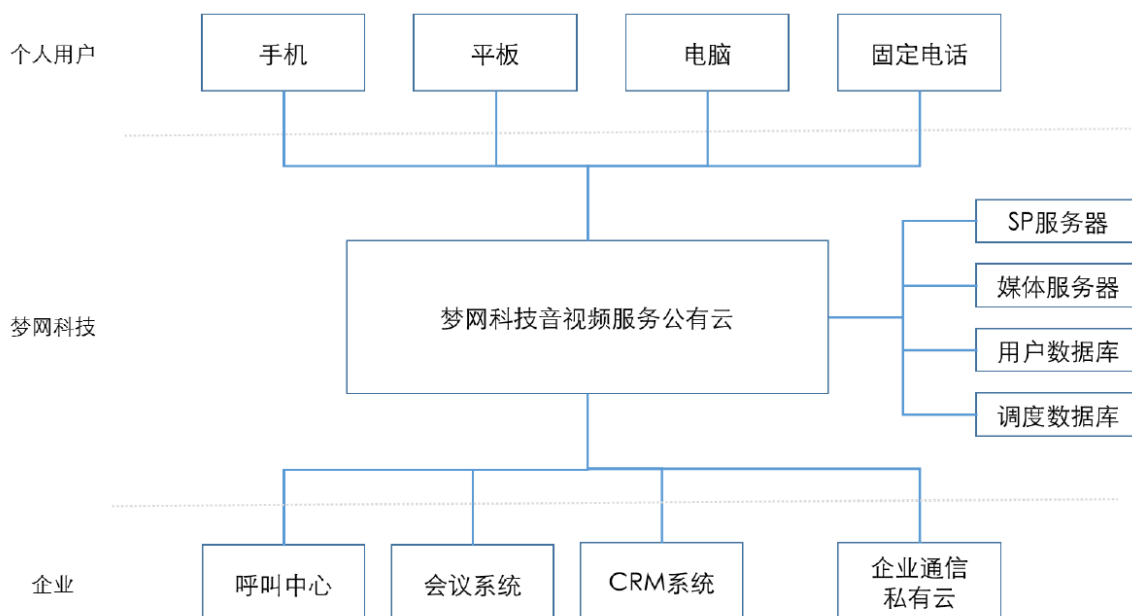
2015 年 9 月公司发布公告拟发行股票收购深圳市云之讯网络技术有限公司和深圳百科信息技术有限公司股权，但由于未能达成统一意见，收购终止。

云之讯是一家融合通讯云平台服务提供商，主要服务于 O2O、移动办公、免费电话和智能硬件等领域。其中，O2O 通讯服务主要是为移动医疗、远程教育一类的 app 添加嵌入式音视频技术；企业通讯服务主要是通过语音群聊、音视频会议等方式帮助企业内部沟通，目前拥有 10 万用户，服务千余家公司，服务终端用户超过 2 亿。

百科信息技术成立于 2012 年，公司专注于移动互联网的产品开发，其核心团队多年来致力于研究适应移动互联网的音视频编码技术，与及在极不稳定的无线网络下的流媒体传输技术。目前已经成功开发多个移动多媒体通信产品，其技术指标一直在同类产品中遥遥领先。产品的核心技术已获得移动互联网业内的肯定，并拥有多项国际专利。

为企业在客户移动端快速实现了基于移动互联网音视频通信能力，平台为企业提供功能强大多的移动客户端 SDK、服务器以及云服务在内的移动音视频通信运营服务，成本低、交付速度快，可以迅速推出优质稳定的移动音视频通信 App 和服务，极大提高企业对客户的服务能力及商务拓展能力，并大幅度降低企业经营成本，增加客户粘度。

图 11：音视频业务拓扑图



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

三、大力布局流量经营 打开全新增长空间

2014 年初，梦网科技启动与三大运营商移动智能流量业务的合作，并计划在 3-5 年内开展基于移动互联网的音视频平台及移动物联网运营支撑等系列服务。目前梦网科技已经与中国联通、中国电信、中国移动的多个省市公司缔结了合作关系，在客户方面，已经与包括深圳市腾讯计算机系统有限公司、上海盛付通电子支付服务有限公司等 15 家公司签订了流量业务合同。

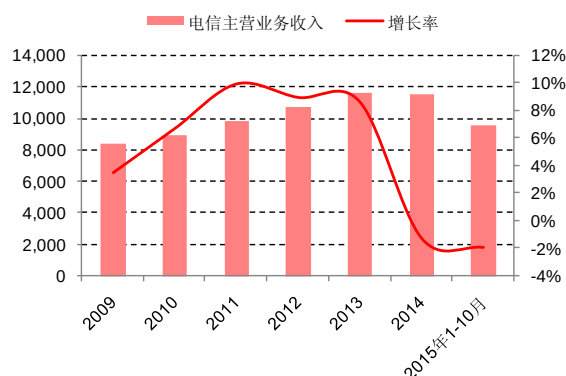
2015 年 7 月公司开始推广流量经营平台，但受下半年运营商业务的影响及企业短信传统 11、12 月的高峰，推广进程相应延后，预计明年初将开始大规模推广。

1、运营商收入增速放缓，数据业务将占主导

2015 年 1-10 月，我国电信业收入完成 9568.7 亿元，同比增长 2.0%，增速同比下滑 2.7 个百分点。2013 年二季度以来，三大运营商营业收入增速开始下滑，除去 2015 年二季度，利润持续负增长，除因受 OTT 厂商的冲击外，“营改增”、“提速降费”等政策影响也是重要因素，预计运营商业绩将继续承压。

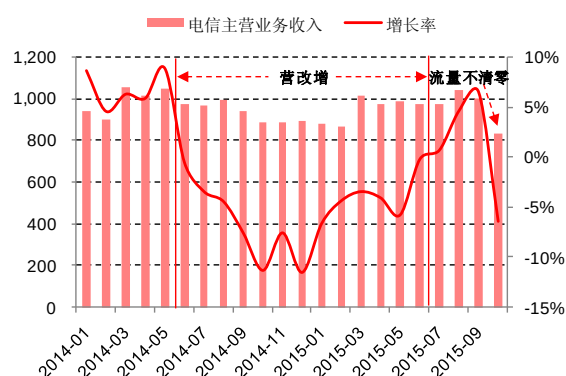
今年两会以来，总理李克强三令五申督促运营商“提速降费”，5 月国务院办公厅印发《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，同时工信部公布网费同比降三成的年度目标。三大运营商纷纷调整资费，截至目前资费水平已有较显著的下降，对运营商业绩形成较大的冲击。11 月《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》发布，《建议》提出“开展网络提速降费行动”，预计“提速降幅”将是十三五规划重点工作，运营商业绩将继续承压。

图 12: 2009-2015 年 10 月电信主营业务



资料来源: 工信部, 中信建投证券研究发展部

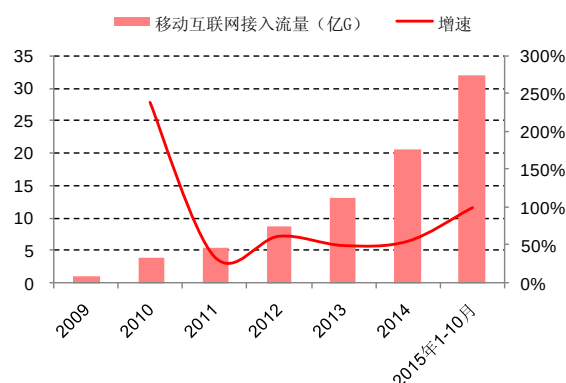
图 13: 2014 年-2015 年 10 月电信主营业务月度收入



资料来源: 工信部, 中信建投证券研究发展部

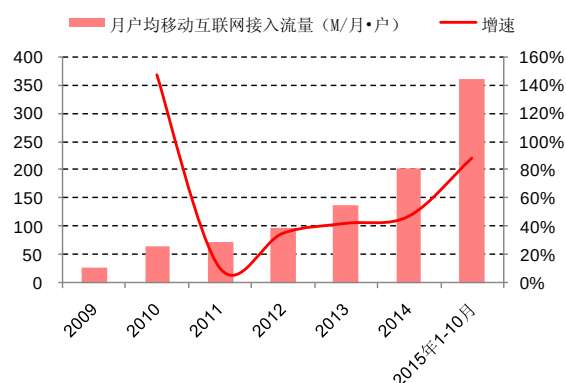
伴随着用户向 4G 网络迁移, 运营商数据流量业务呈爆发式增长。2015 年 1-10 月我国移动互联网接入流量消费累计达 32.1 亿 G, 同比增长 100.20%; 月户均移动互联网接入流量为 361.6 M, 同比增长 88.30%。手机上网流量达到 28.8 亿 G, 连续 10 月实现翻倍增长, 占移动互联网总流量的 89.7%, 是拉动移动互联网流量高速增长的首要因素。

图 14: 移动互联网接入流量加速增长



资料来源: 工信部, 中信建投证券研究发展部

图 15: 户均移动互联网接入流量快速提升



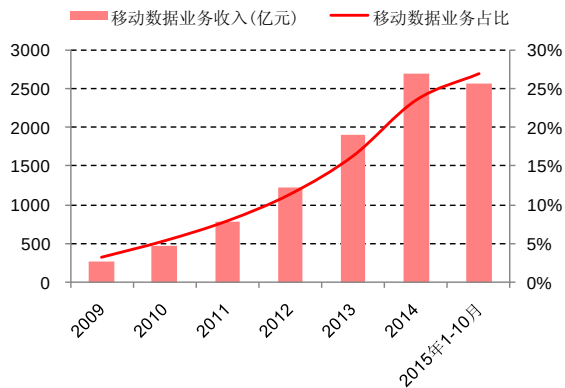
资料来源: 工信部, 中信建投证券研究发展部

流量的高速增长推升移动数据业务, 2015 年 1-10 月移动数据及互联网业务收入实现 2572.6 亿元, 同比增长 32.7%, 受“流量当月不清零”影响比 1-9 月增速下降 6.8 个百分点。由于平均流量套餐额上升, 使流量单价下降, 加之运营商下调流量资费, 移动数据业务收入的增速与移动互联网流量增速不匹配, 前者较后者低 67.5 个百分点。

2015 年 1-10 月移动数据业务收入在电信业务收入中占比为 26.9%, 较 2014 年底提升 3.4 个百分点。移动数据业务占比稳步提升, 是拉动电信业务的核心力量, 有效弥补了话音业务的下滑。

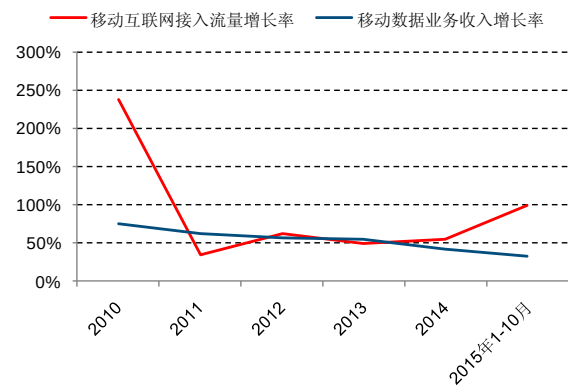


图 16: 移动业务收入占比稳步提升



资料来源: 工信部, 中信建投证券研究发展部

图 17: 移动数据增量增收不匹配



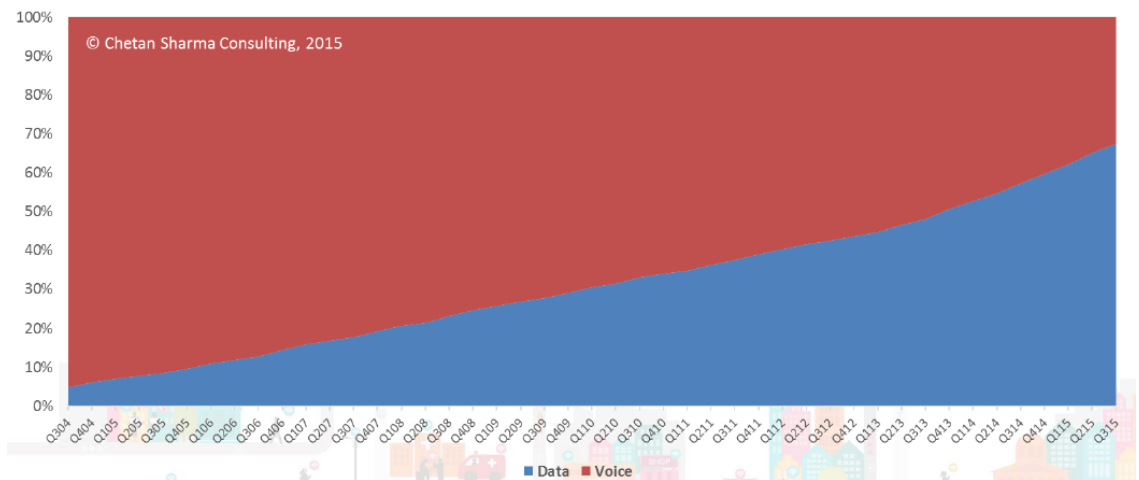
资料来源: 工信部, 中信建投证券研究发展部

2015 年 1-10 月, 移动数据业务收入占电信业务收入的 26.9%, 占移动业务的 36.24%。虽然流量资费仍将下行, 但流量爆发的背景下, 移动数据业务将继续保持较高的复合增速, 移动数据业务将逐渐占主导地位。根据 Chetan Sharma Consulting, 2013 年四季度, 美国运营商移动数据业务收入占移动业务收的比例突破 50%。全球许多运营商推出以数据流量计费的套餐, 而对语音和短信免费, 不限使用量, 凸显流量业务的主导地位。

图 18: 美国运营商移动数据业务已占主导

US Mobile Market: Data Dominant

US: Shift in Revenue Sources



资料来源: Chetan Sharma Consulting, 中信建投证券研究发展部

2、流量经营为运营商大数据最确定方向

截止 2015 年 10 月, 我国月移动互联网接入流量达 4.2 亿 G, 创历史新高, 而用户月流量突破 362M。据预测, 到 2015 年底, 全国移动互联网用户规模将超 7.9 亿, 流量及业务应用市场规模将达 23134 亿元。

(1) 管道向智能化发展 后向收费出现

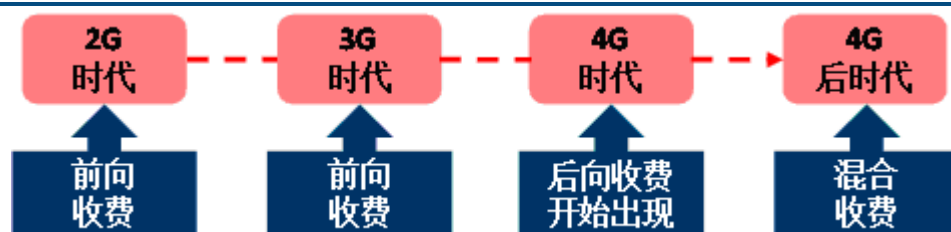
在互联网+的背景下，流量经营呈现出五大趋势：

- 1) 基于管道视角的底层管道智能化；
- 2) 基于内容视角的内容与流量共生共长；
- 3) 基于用户视角的流量成为生活必需品；
- 4) 基于产业视角的资源能力开放；
- 5) 商业模式视角的流量交易平台兴起。

运营商流量经营包括 TO C 的精细化流量分销和 TO B 的新需求挖掘。随着我国互联网的发展逐步从以个人为主体的消费型互联网向以企业为主体的生产型互联网转型，流量经营的对象也将逐步从个体扩展为个体用户+企业。

2G 和 3G 时代，我国互联网发展处在以个人为主体的消费互联网时代，个人是流量经营的主要对象。4G 时代和 4G 后时代，开始进入以企业为主体的产业互联网阶段，企业对流量的需求迅速增大，TO B 的市场更多的是由于视频、游戏等高耗流应用崛起带来的企业级内容商为终端流量买单的趋势，而最终通过内容等增值服务打包盈利，如 QQ 音乐、搜狐视频等，目前均有较好的运营效果。我们认为，TO B 的流量经营更多地培养了用户使用流量的习惯，尤其在耗流应用领域。挖掘了用户的增量需求，对整个行业的发展更具意义。综合而言，4G 时代，个人用户和企业用户均为流量经营的重要对象。

图 19：不同阶段的商业模式对比



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

随着 ICT 变革的不断深入，运营商传统的封闭式运作模式逐渐被打破，跨界融合竞争成为主流，商业模式从单边的用户经营逐步向双边的平台经营转变，相应地业务模式也随之发生变化，就流量经营来说，从单一的前向收费模式逐步过渡到混合收费模式。

表 3：流量经营的四大发展阶段

内容	移动梦网时代 (2G 时代)	消费型互联网 1.0 (3G 时代)	消费型互联网 2.0 (4G 时代)	生产型互联网时代 (4G 后时代)
商业模式	前向收费	前向收费	后向收费出现	混合收费
主体形态	运营商主导游戏规则，CP/SP 属于从属地位	运营商试图主导，但已力不从心，终端、互联网企业话语权逐渐增强	市场结构越来越复杂，游戏规则由所有参与主体一起制定	我国将进入产业互联网时代，企业用户将成为主体
产品	语音、短信产品单一	语音、音乐、游戏、视频、阅读等产品开始增多，基本上是虚拟的线上产品	滴滴打车、团购、在线视频、3D 游戏等产品逐渐丰富，O2O 产品大量出现	智能制造、智能家居、智慧医疗、智能交通等企业成为流量主体
客户	个人	个人	个人+企业营销	个人+企业营销+企业生产

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

(2) 后向流量经营实现共赢

后向流量经营可分为：定向流量模式和通用流量模式。**定向流量模式**是指终端用户使用运营商网络访问企业指定的 IP 地址或域名所涉及 APP/WAP/网站产生的数据流量，由对应企业承担，这与“800 免费热线”企业承担用户拨打免费 800 热线产生的话务成本异曲同工。**通用流量模式**类似于赠送给用户流量包，流量包由商家从运营商购买并赠给客户，用户可任意使用，不局限于某个 APP 应用或网址，流量包通常是对用户下载或注册行为予以的奖励。

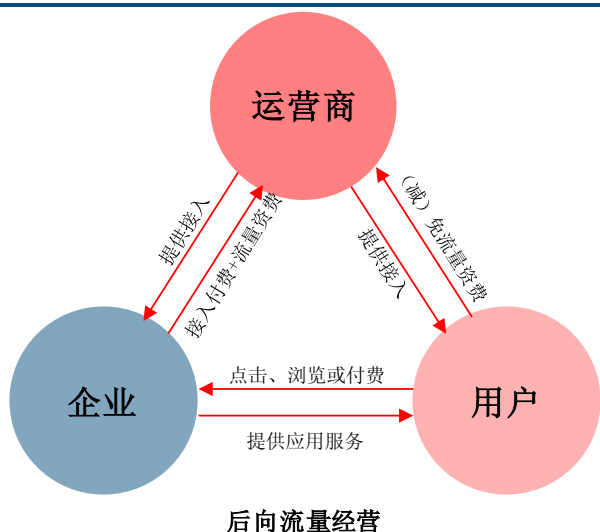
后向流量经营实现了企业、运营商和终端用户的共赢：

1) **对企业而言，实现用户数量、用户活跃度、用户价值的提升。**流量资费是制约用户使用移动互联网的重要因素，尤其对于视频、音乐、游戏等高耗流应用尤其如此。Cnnic 发布的《2012 年度中国手机游戏用户调研报告》显示，流量状况则是用户是否使用手游的决定性因素，手游玩家不玩手游的主要原因排第一位的是对超出流量限额的担心，比例超过一半。后向付费模式有助于消除用户流量顾虑，提升用户体验，提高用户下载，吸引新用户，提高用户使用频次，增强用户粘性。

2) **对运营商而言，获得更多数据流量收入。**流量免费或减免将释放用户流量使用需求，替代部分 WiFi 流量，刺激用户流量使用量增加。

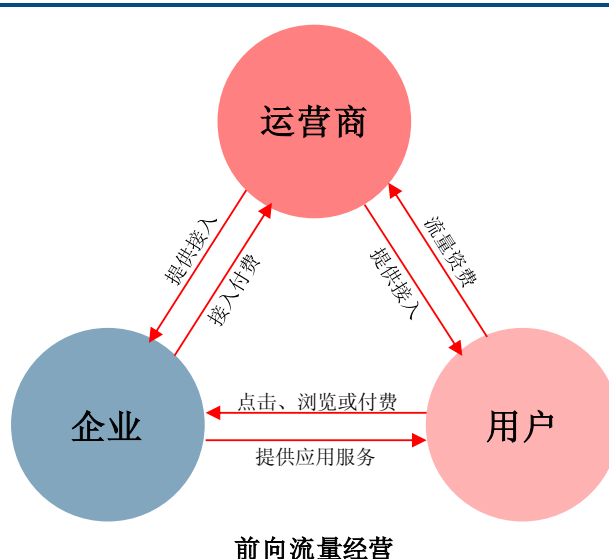
3) **对终端用户而言，不增加流量资费而体验升。**

图 20：前向流量经营模式图



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 21：后向流量经营模式图



资料来源：中信建投证券研究发展部

3、后向流量经营将为公司打开全新增长空间

梦网科技移动智能流量业务分为定向性和通用性两种，包括四大类：

1) 定向流量池：用户访问指定的 IP 或域名所产生的流量叠加计算，由企业买单，完全解决用户高频应用程序的流量恐慌，降低产品的使用门槛，提高用户使用频次，提升用户的活跃度，广泛用于新产品推广和使用。

2) 通用流量池：用户访问任何 IP 或域名产生的流量叠加计算，客户使用过程中所有数据流量由企业付费，能提供超越客户预期的用户体验，可作为广泛用于大中型企业的高附加值的 VIP 用户使用。

3) 定向流量包：集团客户购买流量包套餐赠送客户，但限制该流量访问的 IP 或域名，降低用户使用指定 App 门槛，提升用户活跃度。适用于高流量应用产品的新客户获取，如视频类 App。也可作为应用内或游戏内的任务奖励，增加用户黏着度。

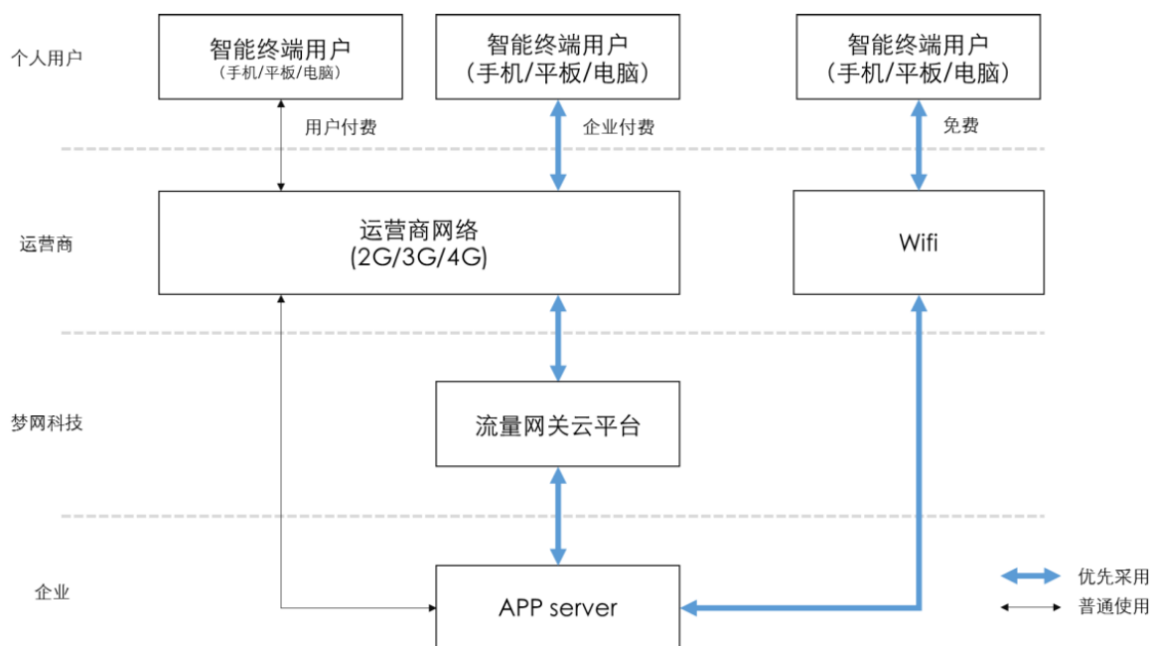
4) 通用流量包：集团客户直接购买流量包套餐赠送客户，该流量不限定访问范围。通用流量包可降低用户下载 App 门槛，提升新增用户数。对于应用内有较多外链的 App 可降低用户使用门槛提升活跃度，广泛用于活动促销，将流量作为礼品赠送。

企业流量后付是指企业个人用户手机通过移动网络（不含 WLAN）访问互联网时，产生的数据流量费用减免，由企业后向统一支付。该业务主要为满足终端用户免费使用手机上网流量，企业获取和维护终端用户，达到降低用户使用互联网产品门槛，增加产品黏性，促进企业业务发展的目的。

针对企业客户对移动智能流量业务的需求，梦网科技开发了流量网关云平台，该平台不仅实现了通信商的安全高效，还实现了网关产品一点接入、全网使用、三网流量，统一管理，灵活配置、统一结算的业务功能。该平台基于多 IP 地址的深层流量通信、应用行为识别、个人行为识别，包括统一通信模块、用户管理模块、计

费管理模块、流量控制模块、统计报表模块以及数据结算接口，是具备移动网络的流量交换、负载均衡、业务配置、管理报告和计费告警的功能的大型数据流平台。

图 22：移动智能流量业务拓扑图



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

我们认为，我国移动用户由 2G、3G 迅速迁移转向 4G 后，流量消费将增加数倍。目前我国 4G 用户占比（25.2%）还比较低，未来几年 2G、3G 用户加速向 4G 迁移，移动互联网接入流量消费增长仍将维持在快车道。同时，4G 用户流量消费水平（DOU/约为 700M）大大低于国际上 13 个国家的平均水平（DOU/1G 以上，美国、韩国等则更高），整体提升空间还很大。另外随着虚拟现实、移动视频、车联网、物联网等高耗流应用日趋成熟，我们判断移动流量将迎来需求大爆发及指数级增长。根据思科的预测，2014 年到 2019 年我国流量消费将增长 13 倍，复合增速为 67%。流量经营为运营商大数据最确定方向，后向流量经营实现了企业、运营商和终端用户的共赢。后向流量经营的市场才刚刚开启，今年运营商的移动业务数据收入将突破 3000 亿元，未来仍将持续高增长。我们按照行业内普遍测算标准来看，约 30-40% 会转化为后向流量经营的市场（以 4000 亿元的市场规模计算，则将有 1200 亿元转化为后向市场），而且这一市场有望实现“自我膨胀”，因多方共赢的特点，有望实现正向循环，市场空间不断扩大。

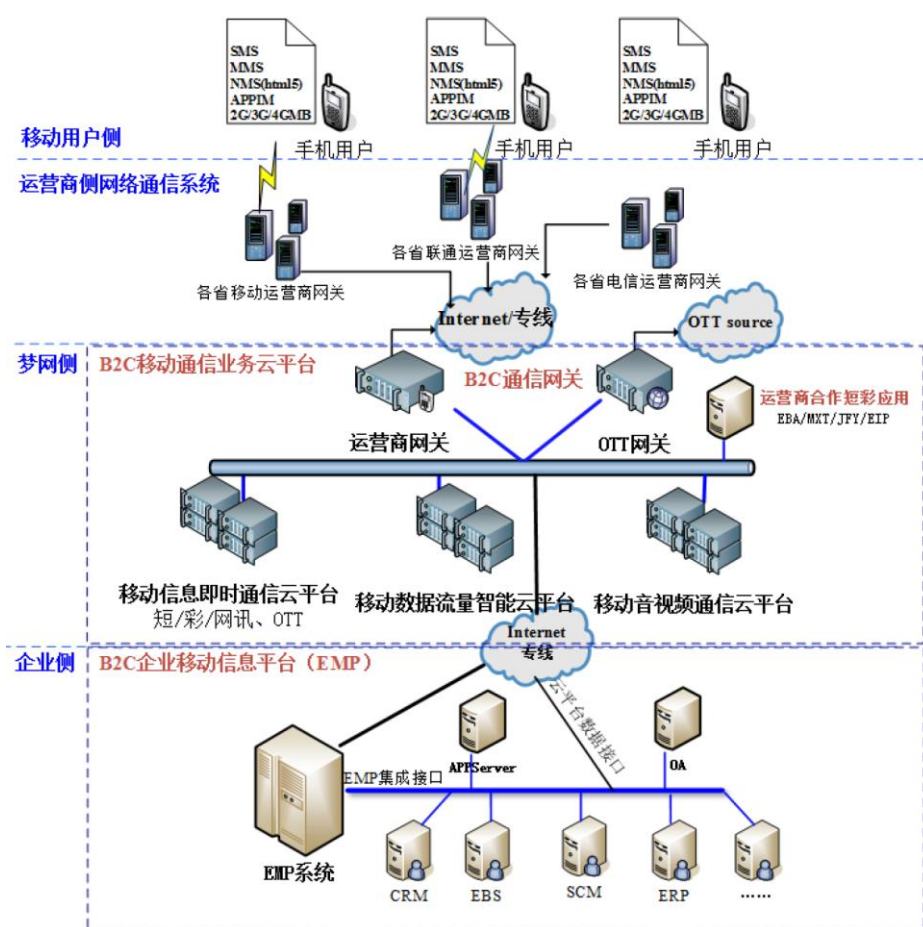
公司已和中国电信及中国联通集团公司签订了全国流量合同，和中国移动北京和广东分公司签署了全国流量合同，同北京、广东、上海、浙江、江苏、福建、四川、湖北、辽宁、山西、重庆、湖南等 12 个省分公司签订了省内流量合同。后向流量经营与前向流量经营的方式和理念不同，成本也有显著差异。我们预计公司将于明年初全面推广后向流量经营产品，成为新的利润增长点，打开全新增长空间。

四、云通信平台+云数据平台

梦网科技在移动互联网运营支撑服务生态体系中处于核心且关键的地位，在上游供应商和下游企业客户中

起关键的纽带和依托作用，业务模式可形象地描述成“哑铃型结构”。和传统运营商直接服务企业客户模式或者同行业公司的以服务运营商为主的模式相比，梦网科技以其技术优势、稳定优质的运营商渠道优势和领先的服务理念和服务能力，能更好地提升企业客户与终端用户的信息交流效率，也因此树立了品牌并凝聚了包括互联网行业、金融行业和消费物流行业在内的规模级大企业客户并形成了强大的客户黏性，而正是基于客户规模和黏性，梦网科技一方面不断筛选、整合、优化运营商的通道资源，另一方面也前瞻性地与三大运营商及其各地分公司合作开发包括移动智能流量业务和移动音视频业务在内的各种前沿产品和平台，既协助了运营商从传统语音业务向流量业务的转型，实现流量的二次变现，同时也服务好各类企业在移动互联网背景下的发展需求。

图 23：梦网科技业务模式图



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

通过构建以文字、音频、视频、流量一体化的云通信平台，为客户提供全方位的移动信息解决方案。通过规模化的平台运营，积累大量数据，可与云计算厂商全面合作，打造云数据平台，实现大数据的精准营销，将是公司中长期发展规划。

五、盈利预测与评级

梦网科技承诺 2015 年不低于 1.643 亿元，且 2015 年、2016 年合计净利润不低于 4.006 亿元。我们预测公



司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22、0.44、0.64 元，对应 PE 为 108X、54X、37X。我们看好公司企业短信业务的持续增长及其龙头地位，以及公司在流量经营流量的先发优势和客户转化优势，我们认为通过规模化地运营云通信平台，公司将迎来爆发式增长，给予买入评级！

风险提示：企业短信市场增长不达预增，后向流量经营推广较慢。



分析师介绍

崔晨: 通信行业分析师, 美国明尼苏达大学双城分校金融数学硕士。TMT 行业研究经验三年。2014 年《新财富》最佳分析师通信第一名团队成员, 2014 年《水晶球》最佳分析师通信第一名团队成员。

武超则: 通信行业分析师, 硕士研究生。专注于移动互联网、在线教育、移动支付、垂直 O2O 等通信服务领域研究。2013 年《新财富》最佳分析师通信第一名团队成员。2014 年《第一财经》最佳分析师第一名、《新财富》最佳分析师第一名、《水晶球》最佳分析师第一名、wind 最佳分析第一名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622