



占据移动互联网关键流量入口， 发力智能硬件构建完整生态系统

核心观点：

- 联络互动：A股稀缺的上亿用户量级移动互联网平台型标的**
数字天域通过为众多中小手机厂商提供联络 OS 智能手机操作系统，占领移动互联网关键入口，具备稳固的第三方应用和游戏分发能力；同时，通过自有应用商店、游戏中心、手机桌面等 APP，实现与操作系统层面所占“入口”的协同。在 2014 年借壳重组时，定向数字天域董事长何志涛配套融资彰显信心；强大的投资方和管理层产业背景，也帮助公司借力资本市场实现跨越式发展。
- 得入口者得天下，构建完整生态系统者坐稳天下**
占据互联网某一面的入口，可以成就一家公司一时的辉煌，然而苹果、BAT 及小米、乐视等企业的发展历程告诉整个行业，只有构建自己完整的生态系统，才能提高用户粘性和忠诚度，确保企业自身有足够的护城河，从而坐稳天下，不惧竞争对手在单一方面的竞争优势。
- 依托联络 OS 占据移动互联网流量入口，发力智能硬件，联络互动进一步构建完整生态系统**

依托在联络 OS 智能手机操作系统持续开发、拓展分发渠道和增加用户数量、建设第三方应用联运平台和联络运营分发管理平台等方面加大投入，联络互动构建更完善的合作生态圈；同时，计划在 2015 年将推出自有品牌的智能硬件，完成自有生态圈建设的自生长，预期将大大提升公司的用户拓展领域、目前上亿用户的价值变现和 ARPU 提升。

● 估值和投资建议

我们看好联络互动通过合作生态圈和自有生态圈构建完整生态系统，必然会带来用户数的大幅增长和单用户 ARPU 大幅提升，使得公司具有高弹性的移动互联网入口流量变现能力，具备千亿市值潜力。

主要财务指标（2013~2014 年为注入的数字天域数据，单位：百万元）

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	178.81	322.50	655.29	874.47	1072.81
EBITDA	42.84	198.75	362.52	470.22	569.33
净利润	22.71	165.38	312.03	416.56	511.44
摊薄 EPS(元)	0.38	0.59	0.44	0.59	0.73
PE(X)	453	291	154	116	94
EV/EBITDA(X)	42.20	32.54	26.87	24.00	22.50
PB(X)	47.1	57.0	41.1	28.2	19.7

资料来源：Wind、中国银河证券研究部

联络互动 (002280.SZ)

推荐 维持评级

分析师



朱劲松

■：(8610) 8357 4072

✉：zhujingsong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050004

特此鸣谢



夏庐生

■：(8610) 8357 4072

✉：xialusheng@chinastock.com.cn

对本报告的编辑提供信息

市场数据	时间	2015.4.9
A股收盘价 (元)		68.59
A股一年内最高价 (元) *		68.59
A股一年内最低价 (元) *		7.18
上证指数		3957.53
市净率		61.17
总股本 (万股)		70,249.79
实际流通 A股 (万股)		14,464.03
限售的流通 A股 (万股)		55,785.76
流通 A股市值 (亿元)		99.21

注：*价格向前复权

相关研究

- 《联络互动定增点评：发力智能硬件，强化互联网金融服务和线下体验店》 2015.4.7
- 《新世纪业绩点评：业绩增长超预期，构建完整生态系统未来空间巨大》 2015.3.4
- 《新世纪跟踪点评：从占据移动互联网流量入口到构建完整生态系统，看好公司未来变现能力》 2015.1.29

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

从桌面互联网到移动互联网时代，一直都是“得入口者得天下”，手机操作系统是移动互联网最重要的“入口”之一，具有不可替换性。联络互动通过为众多中小手机厂商提供联络 OS 智能手机操作系统，占领移动互联网关键入口，具备稳固的第三方应用和游戏分发能力。同时，联络互动通过自有应用商店、游戏中心、手机桌面等 APP，实现与操作系统层面所占“入口”的协同。

占据互联网某一层面的入口，可以成就一家公司一时的辉煌，然而苹果的发展历程告诉整个行业，只有构建自己完整的生态系统，才能提高用户粘性和忠诚度，确保企业自身有足够的护城河，从而坐稳天下，不惧竞争对手在单一方面的竞争优势。

为了提高移动互联网入口流量的变现能力，联络互动在联络 OS 智能手机操作系统持续开发、拓展分发渠道和增加用户数量、建设第三方应用联运平台和联络运营分发管理平台等方面加大投入，构建更完善的合作生态圈。同时，依托公司长期在智能手机 OS 操作系统的技术积累和全球多家运营商的深入合作，联络互动计划在 2015 年推出自有品牌的智能硬件，完成自有生态圈建设的自生长，预期将大大提升公司的用户拓展领域、上亿用户的价值变现和 ARPU 提升。

我们与市场不同的观点：

我们看好联络互动在移动互联入口的稀缺性、与业内智能手机芯片厂商的深度合作、稳固的第三方应用和游戏分发能力，以及通过建立海外运营平台、加强包括手游、电子商务和广告运营的第三方应用联运平台，完善合作生态圈；同时，通过未来发布智能硬件，完成自有生态圈建设的建立和自生长，预期将大大提升公司的用户拓展领域、上亿用户的价值变现和 ARPU 提升。

公司估值与投资建议：

暂不考虑智能硬件未来发布及公司围绕联络 OS 的合作生态圈规划对业绩的影响，参考公司借壳重组时的业绩承诺及应用分发/广告运营等业务进展情况，略上调 2015~2016 年盈利预测。

我们预计联络互动 2015~2017 年收入分别为 6.55 亿元 (+103.19%)、8.74 亿元 (+33.44%)、10.73 亿元 (+22.77%)；归属上市公司股东对应的净利润分别为 3.12 亿元、4.17 亿元、5.11 亿元，同比增速分别为 89.09%、33.65%、22.54%，每股 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.73 元，对应 PE 分别为 154、116、94 倍，继续给予“推荐”评级。

催化剂：

公司智能硬件的成功发布、新增联络 OS 用户持续增长。

主要风险因素：

自有生态圈（包括智能硬件等）推进力度低于预期。

目 录

一、联络互动：A股市场稀缺的移动互联网平台型标的.....	1
(一) 2014年数字天域借壳新世纪(后更名“联络互动”),定向大股东配套融资彰显管理层信心	1
(二) 占据重要流量入口,借力移动互联网浪潮、发力第三方应用分发业务.....	2
(三) 强大的投资方和管理层产业背景,帮助公司借力资本市场实现跨越式发展.....	4
二、得入口者得天下,构建完整生态系统者坐稳天下.....	6
(一) 苹果通过构建完整生态系统,成为业界标杆	6
(二) 国内互联网巨头争相构建自己的生态系统	6
三、联络互动凭借联络OS占据移动互联网关键入口	10
(一) 手机操作系统是关键入口,Andriod开放性为第三方提供了机会	10
(二) 联络OS凭借互联网免费商业模式,覆盖国内95%手机厂商和手机方案商	11
(三) 依托联络OS构建“平台+内容+运营”优势,实现流量变现	12
(四) 自有应用大部分免费提供,为用户提供更完美使用体验.....	14
(五) 联络OS占据移动互联网关键入口,应用分发增长迅速成为主要收入来源.....	15
(六) 商户云搜索助力传统业务成功转型	16
(七) 从手游分发到手游联合运营,一系列收并购快速进入手游市场.....	17
(八) 积极开拓新业务,开启自有品牌的广告运营	19
四、依托联络OS占据移动互联网流量入口,进一步构建“合作+自有生态圈”完整生态系统	21
(一) 扩大用户数+提升ARPU,公司具有高弹性的变现能力	21
(二) 进一步加强联络OS运营,完善合作生态圈	21
(三) 规划补齐智能硬件、构建自有生态圈,实现B2B向B2C的质变、加速上亿用户的价值变现	23
五、业绩与估值	24
(一) 主营业务预测	24
(二) 相对估值	25
六、投资建议	25
七、催化剂与主要风险因素	25
八、附表	26
表格目录	28

一、联络互动：A股市场稀缺的移动互联网平台型标的

（一）2014年数字天域借壳新世纪（后更名“联络互动”），定向大股东配套融资彰显管理层信心

2014年，数字天域借壳新世纪，资产重组方案包括重大资产置换、发行股份购买资产和发行股份募集配套资金：

- (1) 重大资产置换：交易对方何志涛、陈理、郭静波、李一男、陈书智、王海燕6名自然人及携手世邦、东方富海二号、华慧创投、苏州方广和E.T.XUN以其所持有的数字天域100%股份与新世纪全部资产及负债的等值部分进行置换。
- (2) 发行股份购买资产：资产重组拟注入的数字天域资产评估值为21.29亿元，拟置出的新世纪资产净值扣除利润分配后为3.90亿元，两者差额为17.39亿元。该差额依据数字天域全体11名/家股东各自持有数字天域的股份比例，由新世纪向交易对方以12.86元/股的价格非公开发行1.35亿股购买。
- (3) 发行股份募集配套资金：为提高重组绩效，同时确保何志涛及其一致行动人对重组完成后的上市公司具有控制权，新世纪采用锁价发行方式（发行价格12.86元/股）向何志涛非公开发行股份3877万股，募集资金5亿元。

表1：上市公司股本总额及股本结构变化情况

股东名称	本次重组前		发行股份购买资产后		发行股份募集配套资金后	
	股份数量(股)	占比	股份数量(股)	占比	股份数量(股)	占比
何志涛	-	-	39,282,771	16.22%	78,047,934	27.78%
陈理	-	-	8,506,218	3.51%	8,506,218	3.03%
郭静波	-	-	8,506,218	3.51%	8,506,218	3.03%
李一男	-	-	6,416,853	2.65%	6,416,853	2.28%
陈书智	-	-	2,965,681	1.22%	2,965,681	1.06%
王海燕	-	-	2,965,681	1.22%	2,965,681	1.06%
携手世邦	-	-	7,359,434	3.04%	7,359,434	2.62%
东方富海二号	-	-	5,758,264	2.38%	5,758,264	2.05%
华慧创投	-	-	1,152,194	0.48%	1,152,194	0.41%
苏州方广	-	-	1,645,798	0.68%	1,645,798	0.59%
壹通讯香港	-	-	50,674,882	20.92%	50,674,882	18.03%
徐智勇	18,097,992	16.91%	18,097,992	7.47%	18,097,992	6.44%
高雁峰	15,469,936	14.46%	15,469,936	6.39%	15,469,936	5.51%
滕学军	15,469,936	14.46%	15,469,936	6.39%	15,469,936	5.51%
乔文东	11,602,452	10.84%	11,602,452	4.79%	11,602,452	4.13%
陆燕	3,700,000	3.46%	3,700,000	1.53%	3,700,000	1.32%
重组前的其他	42,659,684	39.87%	42,659,684	17.61%	42,659,684	15.18%

股东名称	本次重组前		发行股份购买资产后		发行股份募集配套资金后	
	股份数量(股)	占比	股份数量(股)	占比	股份数量(股)	占比
社会公众股东						
合计	107,000,000	100.00%	242,233,994	100.00%	280,999,157	100.00%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

资产重组交易完成后，何志涛及其一致行动人陈理、郭静波三人合计持有上市公司总股本的 33.83%，为公司控股股东及实际控制人。同时，何志涛、陈理、郭静波及携手世邦（数字天域中高层持股平台）承诺数字天域 2014 年、2015 年和 2016 年实现的扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 14,246.20 万元、18,461.15 万元和 23,497.98 万元。

表 2：数字天域的业绩承诺情况

承诺期	承诺扣非后归属母公司所有者净利润(万元)	承诺业绩同比增长率
2014 年	14,246.20	58.33%
2015 年	18,461.15	29.59%
2016 年	23,497.98	27.28%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 3：数字天域原股东各方持有的联络互动股权锁定期

股东名称	本次重组后		锁定期
	股份数量(股)	占比	
何志涛	78,047,934	27.78%	36 个月
陈理	8,506,218	3.03%	36 个月
郭静波	8,506,218	3.03%	36 个月
李一男	6,416,853	2.28%	12 个月
陈书智	2,965,681	1.06%	12 个月
王海燕	2,965,681	1.06%	12 个月
携手世邦	7,359,434	2.62%	12 个月，且 14~16 年业绩完成分别解禁总股 份的 35%、35%、30%
东方富海二号	5,758,264	2.05%	12 个月
华慧创投	1,152,194	0.41%	12 个月
苏州方广	1,645,798	0.59%	12 个月
壹通讯香港	50,674,882	18.03%	36 个月

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（二）占据重要流量入口，借力移动互联网浪潮、发力第三方应用分发业务

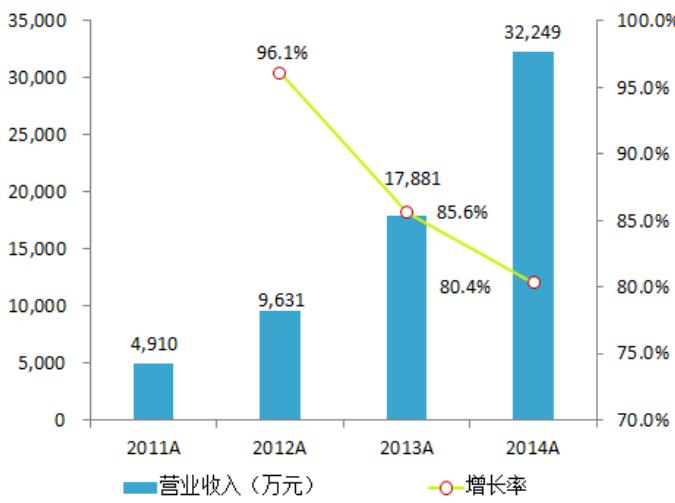
数字天域在移动互联网产业链中处于平台运营商和内容提供商的位置，公司主营业务是移动终端操作系统（面向智能手机）、中间件平台（主要面向功能机）及相关应用的研发与运营，产品覆盖手机操作系统、中间件、手机桌面、手机基础应用、社交应用、手机管理工具、资讯等。

数字天域依托核心产品联络 OS 智能手机操作系统搭建了基础应用平台，通过预装、网盟、信息推广以及线下渠道，分发、运营其自有 APP 产品和第三方合作 APP 产品，为移动终端用户提供综合性的移动互联网应用服务，成为自有 APP 产品和第三方 APP 产品的分发、营运平台。

2014 年，数字天域联络 OS 新增活跃用户 8300 万，除与中国的三大移动运营商合作外，数字天域还与 Vodafone (沃达丰)、Google 等全球领先企业进行业务合作，向 66 家手机品牌厂商 (酷派、联想、长城、波岛、奥克斯，THL)、129 家手机设计公司 (胜诺达、阿龙、凡卓、自由通)、芯片制造商 (高通、MTK、展讯) 等终端公司提供手机软件整体解决方案或功能模块，业务遍及全球 12 个国家和地区。

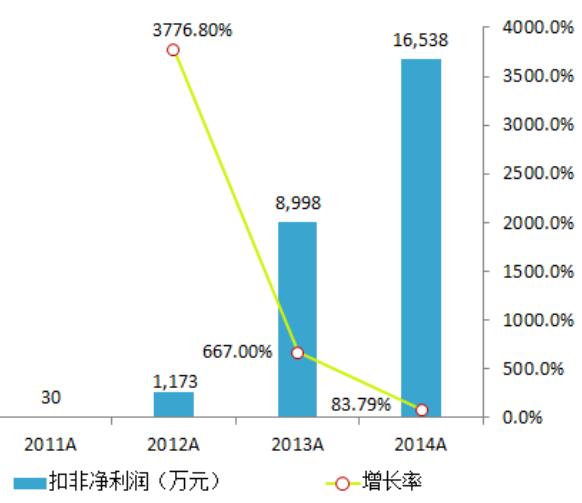
数字天域从 2007 年开始进入移动互联网行业，最初主要从事基于 WAP 的资讯服务。从 2009 年开始，数字天域研发并推出了基于功能机和智能机 Symbian 平台的中间件，以及包括即时通讯、号簿管理等一系列移动互联网基础工具应用软件。通过中间件平台，数字天域分发、运营联络短信 (境外为 himessenger)、好联络通讯录爱号、联络圈等多个自有产品，以及与第三方合作的游戏产品，为移动终端用户提供了以手机基础应用为主要内容的综合服务。伴随着移动互联网爆发的浪潮，数字天域的业务也实现了飞速增长。随着 Android 系统快速占领智能手机操作系统市场，数字天域收购了基于 Android 系统做定制开发的“点心 OS”，整合公司原有的中间件平台进行了升级改造，于 2012 年推出了基于 Android 系统的联络 OS 智能手机操作系统。

图 1：数字天域近 3 年营业收入



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 2：数字天域近 3 年扣非净利润



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

随着 Android 系统快速占领智能手机操作系统市场，数字天域收购了基于 Android 系统做定制开发的“点心 OS”，整合公司原有的中间件平台进行了升级改造，于 2012 年推出了基于 Android 系统的联络 OS 智能手机操作系统。

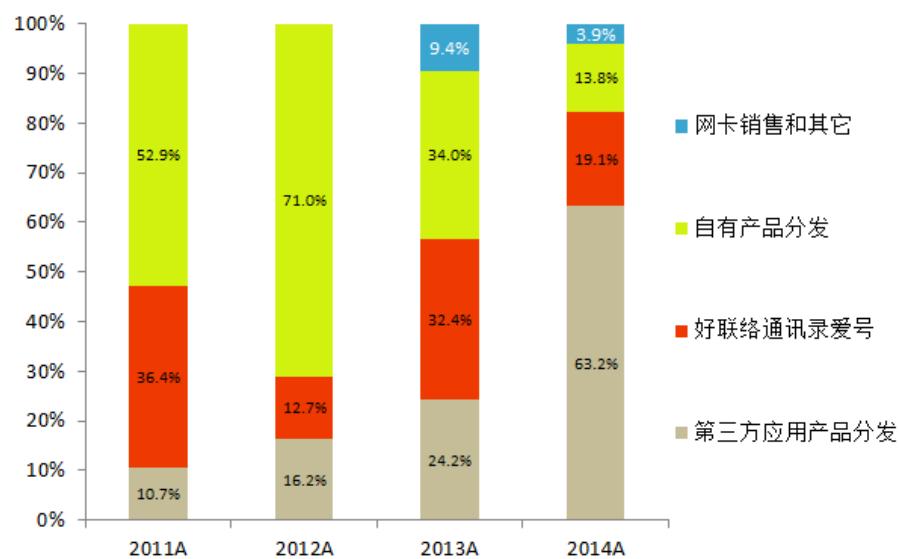
通过联络 OS 智能手机操作系统的推广和运营，数字天域极大的增强了移动互联网产品的分发、运营能力，成功地在智能手机时代通过手机 OS 占据了移动互联网的重要入口，公司也成功实现向移动互联网平台型公司的转型，业务重心由原来的自有 APP 运营转型到第三方应

用产品分发。

在商业模式上，数字天域也经历了重大转变，由最初的将联络 OS 授权给手机厂商使用，按手机台数收取 License 费用的模式，变更为将联络 OS 免费提供给手机厂商和手机方案设计上使用，唯一的要求是由数字天域包下手机上 APP 的运营。在采用这种免费的互联网商业模式后，数字天域仅的客户发展很快，2012 年，几乎所有的小手机厂商成为数字天域的客户；2013 年，中型手机厂商开始使用联络 OS 或其重要模块；到 2014 年，国内没有覆盖的手机厂商只有华为和小米。

截止 2014 年，数字天域第三方应用产品分发业务占比已经由 2011 年的仅仅 10.7% 增长为占比高达 62.82%，这说明公司已经成功转型为一家移动互联网平台型公司。

图 3：数字天域的业务成功转型

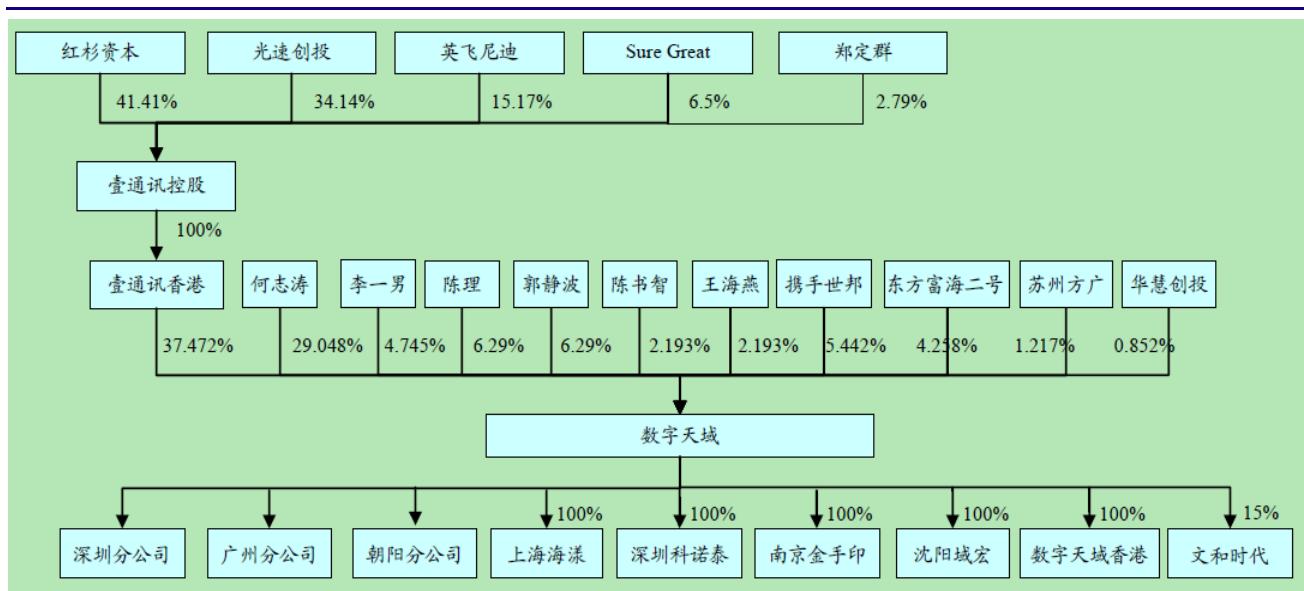


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（三）强大的投资方和管理层产业背景，帮助公司借力资本市场实现跨越式发展

数字天域的投资方，既包括红杉资本、光速创投和英飞尼迪这样的国际顶级风险投资公司，也包括台湾和硕联合副董事长郑定群、方广资本（由华为创业元老、原 COO 洪天峰创立）这样产业背景出身的投资人。我们认为，数字天域的投资方构成，不仅可以为公司的发展和战略提供指导，也能为公司的发展提供相应的产业资源整合。

图 4：数字天域股权控制关系图



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

数字天域的管理层中，创始人何志涛曾担任香港移动语音通信公司 Linkwell Communication Technology 的副总裁兼 COO，拥有丰富的移动互联网行业经验；董事李一男曾担任华为技术有限公司副总裁和首席电信科学家、百度 CTO、中国移动旗下无限讯奇技术有限公司（12580）CEO，是中国自主创新科学技术领域的顶尖专家，在全球领先的技术公司拥有杰出管理经验。

我们看好数字天域依托管理层强大的产业背景和丰富经验，借助借壳上市后资本市场的平台优势，充分发挥公司现有的全平台开发能力、渠道能力、研发与运营一体化的上下游协同优势，从而积极推进和实现公司跨越式发展的战略。

二、得入口者得天下，构建完整生态系统者坐稳天下

（一）苹果通过构建完整生态系统，成为业界标杆

占据互联网某一层面的入口，可以成就一家公司一时的辉煌，然而苹果的发展历程告诉整个行业，只有构建自己完整的生态系统，才能提高用户粘性和忠诚度，确保企业自身有足够宽的护城河，从而坐稳天下，不惧竞争对手在单一方面的竞争优势。

当手机还仅仅是用来打电话的手机的时代，苹果凭借出色的智能终端硬件和 iOS 操作系统，汇聚丰富的内容资源，提供先进的云服务，打造了“终端硬件+操作系统+内容+服务”的完整生态系统，提供一站式的完美用户体验，因此具有极强的用户粘性。即使当前，在 iPhone 硬件性能被对手频频超越的情况下，苹果依然保持了其在移动互联网领域的霸主地位，目前市值保持在 7000 亿美元之上，成为美国有史以来市值最大的公司（不考虑通胀因素）。

图 5：苹果生态系统汇聚丰富内容资源



资料来源：互联网、中国银河证券研究部

（二）国内互联网巨头争相构建自己的生态系统

苹果获得成功的实现路径是构建完整生态圈，以百度、阿里和腾讯为代表的国内互联网企业纷纷效仿，在自身业务的基础之上，大举进行投资并购，意图构建以自己为中心的生态圈。据不完全统计，2014 年度，百度花费约 30 亿投资并购了 15 家公司，阿里花费约 70 亿美元投资并购了 136 家公司，腾讯动用了 70 亿美元投资并购了 44 家公司。

百度随着桌面互联网向移动互联网的转型，围绕着流量入口这一主题，在搜索、LBS、应用分发和视频四大领域进行布局，同时加大对移动互联网云端的投入，积极打造移动端超级 APP 应用，已经拥有 14 个用户数过亿的 APP 应用，从而形成了一个包含开发者和用户在内的完整生态系统。

图 6：百度生态圈



资料来源：互联网、中国银河证券研究部

阿里围绕着与电子商务紧密相关的信息流、物流和支付流进行布局，从电商购物切入人们的日常生活，在移动社交、平台入口、开发者数据、O2O 应用、地图等领域四处出击，建立起移动互联的“无边界生活圈”，实现“淘宝就是生活”的愿景。

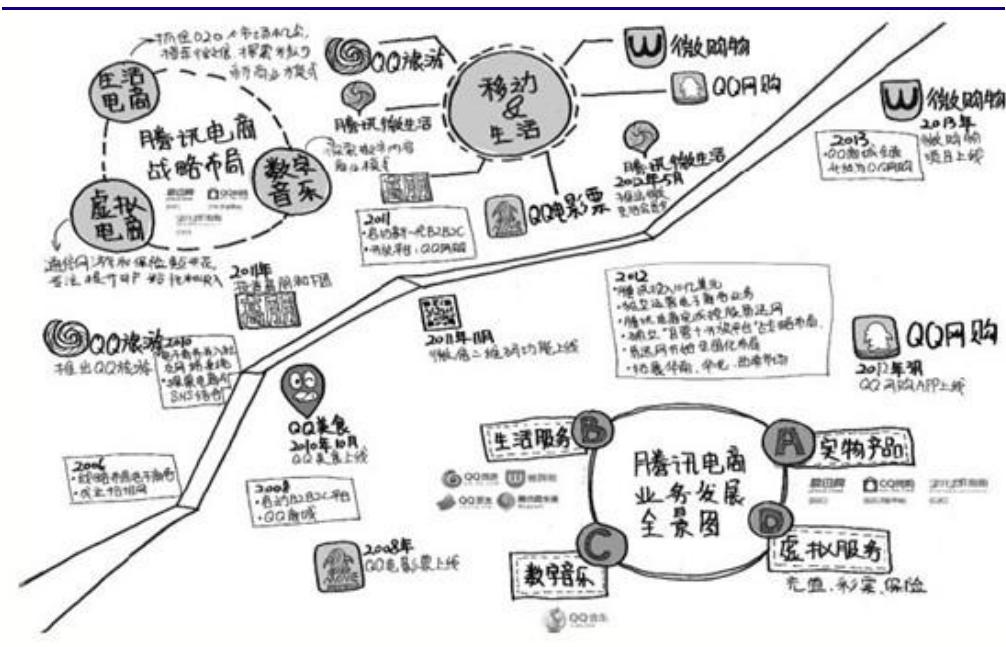
图 7: 阿里生态圈



资料来源：互联网、中国银河证券研究部

对社交网络占据绝对统治地位的腾讯来说，电子商务一直是其补齐生态圈的短板，在移动互联网时代，微信的成功使得腾讯电子商务终于获得超越对手的机会：以微信为核心提供流量入口；以微信支付实现闭环交易；以微信的开放接口支持不同行业的商户，实现O2O的线下解决方案。

图 8: 腾讯生态圈



资料来源：理财周报、中国银河证券研究部

在 BAT 三巨头为了构建各自庞大的互联网生态圈而竞争的同时，其它互联网公司也纷纷建立自己的小生态圈。乐视通过产业链上下游的布局，进行产业链的垂直整合，打造了“平台+终端+内容+应用”的完整的生态圈，颠覆了传统的电视行业，乐视电视不再单纯地依靠出售硬件赚钱，而是依靠内容付费。乐视计划继续复制超级电视生态圈的成功，继续向手机、汽车领域扩展，而市场对于乐视这样构建生态圈的平台型公司也给出了较高的估值。

图 9：乐视生态圈



资料来源：乐视网、中国银河证券研究部

小米成立仅 5 年就估值高达 450 亿美元，成为国内仅次于 BAT 的第四大互联网公司，凭借的就是“硬件+软件+互联网服务”的生态圈布局。在小米手机之外，小米还推出了小米盒

子、小米电视、小米平板电脑等一系列产品，结合 MIUI 操作系统，为用户提供应用商店、电子阅读、游戏中心、云服务、电子商务等互联网服务，从而使得小米成为一种智能互联的生活方式，覆盖人们衣食住行各个方面。

图 10：小米生态圈



资料来源：小米、中国银河证券研究部

三、联络互动凭借联络 OS 占据移动互联网关键入口

(一) 手机操作系统是关键入口，Andriod 开放性为第三方提供了机会

移动互联网“碎片化”的用户行为特征，以及移动互联网主要以 APP 应用为主，决定了移动互联网入口相对桌面互联网入口具有多层面、多样化的特征，而不再仅仅局限于浏览器和搜索引擎。

在移动互联网时代，无论是在以苹果的 iPhone、iPad 和亚马逊的 Kindle 为代表的硬件系统层面，以苹果的 iOS 和谷歌的 Andriod 为代表的操作系统层面，还是在以苹果 APP Store、谷歌 Google Play、UCWeb 手机浏览器、91 手机助手和 GO 桌面为代表的应用层面，以微信和高德地图等超级 APP 为代表的内容层面，都可以成为移动互联网的入口。

移动互联网的入口繁多，不同层面和相同层面的入口都可以互补叠加，目前以应用层面的应用商店和手机助手为主流入口，但是，越是底层的硬件系统和操作系统层面的入口，越是难以被替代，即使是各种应用商店和手机助手，其自身的被分发，也需要借助硬件和操作系统层面的分发渠道。

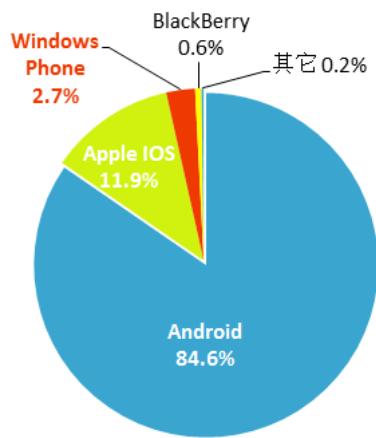
图 11：移动互联网入口对比



资料来源：中国银河证券研究部

在操作系统层面，谷歌的 Android 操作系统以开源的特性吸引了用户和开发者，在用户、开发者、厂商之间形成了良好的生态链，近两年的全球市场份额一直稳居第一位，2014 年第二季度 Android 设备在全球范围内的出货量为 2.496 亿部，份额高达近 85% 的历史最高纪录。

图 12：手机操作系统份额情况（2014Q2）



资料来源: Strategy Analytics、中国银河证券研究部

然而,谷歌发布的Android操作系统为基础版本,系统功能及与硬件的兼容适配尚不完善,手机厂商需要根据移动芯片、元器件、通信制式、差异化功能等对基础系统进行软硬件认证、调试优化、Bug修正,同时还要根据本地用户的使用习惯进行用户界面的定制修改,才能开发出成熟的Android系统。

对谷歌的原生Android操作系统进行二次定制开发需要庞大的软硬件技术团队进行支撑,大的手机厂商可以有自己的研发团队来完成Android操作系统的深度定制开发,而众多中小手机厂商没有能力进行自研,会直接采用第三方提供的定制Android操作系统,因此带动了移动智能终端操作系统解决方案与服务行业的快速发展,国内也涌现出一大批二次定制开发的安卓手机操作系统。

表 4: 国内主流 Android 手机操作系统情况

Android OS	厂商	2014 年新增用户	使用领域备注
MIUI	小米	6112 万	自有、支持第三方手机
EMUI	华为	7500 万	自有
MiFavorUI	中兴	3860 万	自有
Color OS	OPPO	2000 万 (总用户数)	自有、部分第三方手机
Flyme	魅族	500 万	自有、部分第三方手机
联络 OS	联络互动	9100 万	支持第三方手机, 参与运营
新锋 ROM	新锋	1420 万 (总用户数)	支持第三方手机
乐蛙 OS	乐蛙	1500 万 (总用户数)	支持第三方手机
百度云 OS	百度	1000 万 (总用户数)	支持第三方手机, 2015 年 3 月停运
CM	CyanogenMod	不详	支持第三方手机
阿里云 OS	阿里	1000 万 (总用户数)	支持第三方手机
Smartisan OS	锤子科技	13 万 (总用户数)	支持第三方手机
SmartDroid	中科创达	不详	B2B 模式, 承包软件研发

资料来源: 公开信息、中国银河证券研究部

(二) 联络 OS 凭借互联网免费商业模式, 覆盖国内 95% 手机厂商

和手机方案商

2011年，看到小米手机的成功，百度、360等大的互联网公司纷纷涉足手机，华为也开始发力智能手机，当时创新工场旗下的点心OS作为紧随小米MIUI之后最早推出的安卓定制操作系统，也具有相当的影响力。然而，考虑到手机OS这条路太难走，需要整合硬件、软件等各种关系，行业竞争也在加剧，点心决定走手机操作系统应用化之路，将点心OS中的核心应用，如打电话、发短信等都被全部拆解，相继推出点心桌面、点心省电、点心通讯录、点心盒同步、点心闹钟等APP产品，并将点心OS剥离出去。

联络互动在2009年研发并推出了基于功能机和智能机Symbian平台的联络OS中间件，2011年收购了点心的OS部分，整合到原有的联络OS，形成了联络OS安卓手机操作系统，并且全面适配了包括联发科、高通、展讯在内的主流手机芯片平台。

联络OS早前的商业模式与其它竞争对手相同，都是为手机厂商提供二次定制开发的安卓手机操作系统，按每一份拷贝收取License授权费，然而随着行业竞争的加剧，License授权费不断下滑。未来面对竞争，联络互动以互联网思维重新塑造联络OS的商业模式，放弃License授权收费模式，将联络OS免费提供给手机厂商，获得手机上的ROM联合运营权。

在安卓手机操作系统行业采用全新的互联网思维的商业模式后，联络互动在极短的时间内颠覆了行业，2012年，几乎所有的手机厂商成为联络互动的客户；2013年，中型手机厂商开始使用联络OS或其重要模块；到2014年，联络互动为129家手机方案厂商和66个手机品牌厂商提供手机安卓操作系统，对国内手机方案商和手机品牌厂商覆盖率达到95%，没有覆盖的手机厂商只有华为和小米，其余都在操作系统或模块层面与联络OS有合作。

2014年，国内安卓智能手机出货量达到3.49亿部，联络互动9100万新增联络OS用户中有5840万是国内用户，在国内安卓手机操作系统新增市场份额已经达到14.3%，仅次于小米的MIUI和原生安卓系统。

图 13：2014年国内手机安卓操作系统新增份额

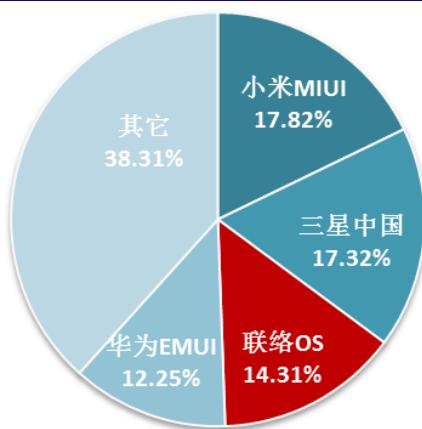
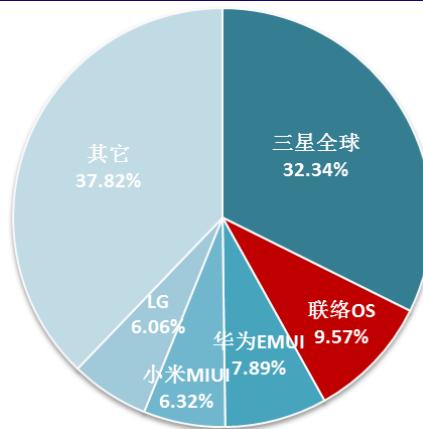


图 14：2014年全球手机安卓操作系统新增份额



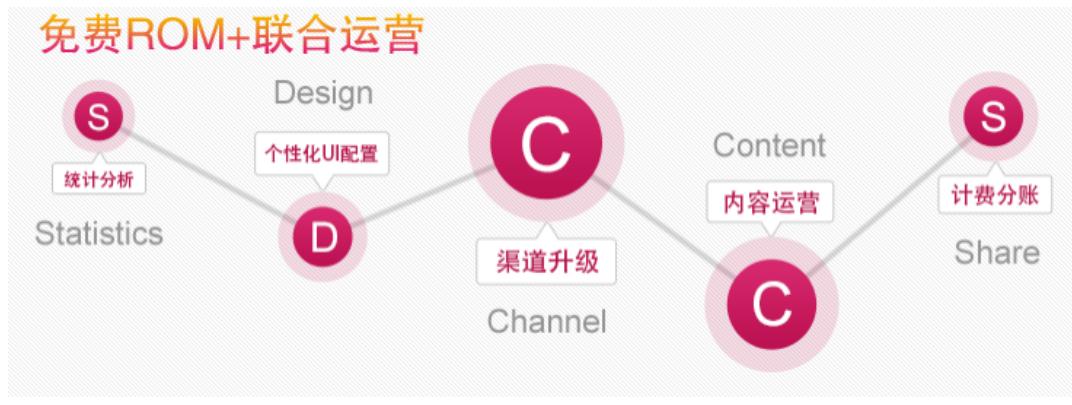
资料来源：IDC、各厂商公开数据、中国银河证券研究部

资料来源：Gartner、各厂商公开数据、中国银河证券研究部

（三）依托联络OS构建“平台+内容+运营”优势，实现流量变现

联络互动通过联络 OS 获取移动互联网入口流量后，通过联络 OS 的运营平台对用户大数据进行分析，为用户提供综合性的移动互联网应用和内容服务，这其中包括联络互动自有产品，也包括联络互动分发和运营的第三方合作产品，这样不仅确保了更完美的用户体验，也实现了流量的变现。

图 15：联络互动商业模式



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

联络 OS 通过“平台+内容+运营”的搭建，使得联络 OS 成为生态系统，具有更新升级能力、再分发能力、再运营能力和支付能力，而不仅仅是一个手机操作系统的 ROM。

在分发渠道环节，联络互动通过与手机终端公司、网盟、线下渠道、信息推广渠道等全面合作，形成了强大的自有产品和第三方产品的分发能力：

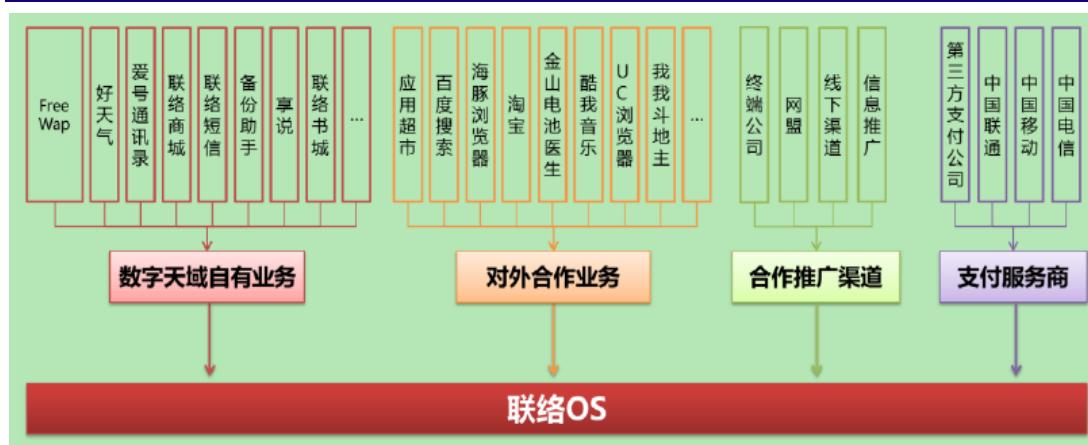
- 终端公司合作渠道：联络互动提供为手机终端公司提供整体解决方案、功能模块或定制服务，将联络互动 ROM、联络桌面、中间件产品、自有应用、第三方应用通过内置或预装的方式安装于手机，并随手机的销售到达终端用户。
- 网盟合作：联络互动与各种网盟渠道合作，通过网盟渠道推广自有应用及其他各类合作第三方应用。
- 线下渠道合作：联络互动与各类线下渠道，如通信运营商、手机销售商进行合作，通过营业厅、销售网点等渠道，或以系统升级的方式推广联络 OS，联络桌面等产品。同时，联络互动也会将一部分第三方产品，如游戏等，以代理的方式通过线下渠道推送至合作的其它营运平台。
- 信息推广渠道：联络互动与短信推广及电子市场等公司合作，推广各类自有应用及第三方应用。

在支付环节，联络互动主要与电信运营商和第三方支付公司合作，由运营商及第三方支付公司提供相应计费模式的计费信息、计费接口，联络互动完成计费接入：

- 电信运营商计费合作：在国内，以内容合作、渠道合作的模式建立与国内三大电信运营商各大业务基地的合作，申请并获得各个业务基地的计费资质及计费代码；在海外，与 Vodafone、Wireless & Mobile Inc、Tanla Ltd 等 20 多家国际或所在国实力雄厚的运营商进行类似合作。

- 第三方支付公司计费合作：确定计费和结算模式，与各类第三方支付公司合作，通过灵活的商务模式，接入短信计费、WAP 计费、支付宝、银行卡结算等各种计费模式。

图 16：联络互动业务概要图



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(四) 自有应用大部分免费提供，为用户提供更完美使用体验

为了确保用户的完美体验，联络互动的联络 OS 一直通过持续研发，优化安卓手机操作系统的内存损耗，降低系统死机等异常情况的发生，使得用户操作更加流畅，并且通过定制化修改使得系统的使用习惯更贴近用户，例如提供天气锁屏、3D 场景桌面、主题美化、划屏特效等功能。

图 17：联络 OS 对 Android 的优化



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

同时，联络互动还通过在联络 OS 上搭载自有产品和应用，来满足用户的移动互联网应用需求，如：联络桌面、流量管家、满屏金、应用汇、音乐播放器、视频播放器、联络好天气等，这些自有产品都是免费提供给用户的，只有联络短信（Himessenger）和爱号两个 APP 应用是收费的。

图 18：联络互动部分自有产品和应用



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

（五）联络 OS 占据移动互联网关键入口，应用分发增长迅速成为主要收入来源

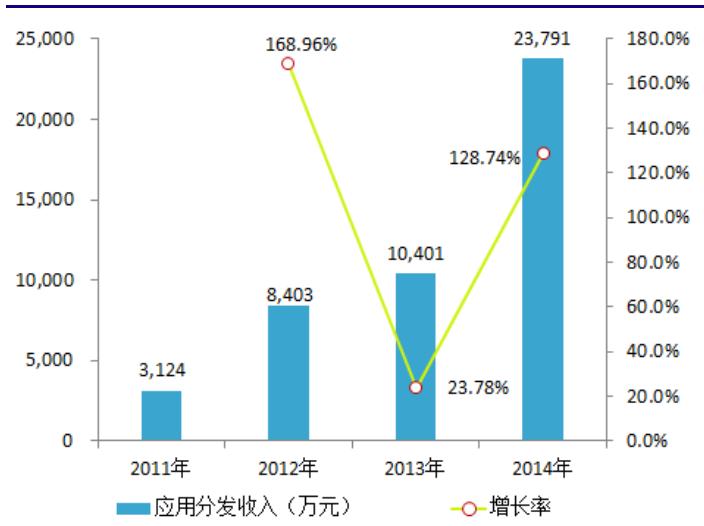
凭借联络 OS 占据了移动互联网关键入口，联络互动不仅可以通过手机终端公司直接进行自有产品和第三方应用的分发，还可以通过联络 OS 的应用商城、桌面、虚框等模块将自有产品和第三方应用分发至终端用户，以及与线下刷机推广渠道、网盟渠道合作，推广自有产品和第三方应用，实现流量的变现。

联络互动 2014 年联络 OS 新增手机 9100 万部，活跃用户 8300 万部手机，平均每部手机预装 APP 为 18.3 个，其中 15 个 APP 为第三方应用分发，联络互动将第三方应用分发获取的收益全部分享给了渠道中的手机方案厂商和手机厂商，联络互动的主要收入和利润来源是剩下的 3.3 个自有 APP 产品的运营，以及自有分发平台的收入。

作为互联网平台型公司，联络互动并没有急于通过第三方应用分发实现流量入口的变现，而是通过利益分享聚拢更多客户，以深度定制的联络 OS 安卓操作系统为基础，在智能移动设备 OS 领域持续发力，将其打造成一个具有数据统计、计费、支付、电商、游戏、分发、运营、再分发和再运营能力的综合平台，构建更完整的智能终端 OS 生态系统。

2014，依靠自有产品和自有分发平台的收入，联络互动应用分发的总收入达到 2.38 亿元，占主营业务收入比重达到 73.77%，同比增长 128.74%，成为公司最重要的业务收入来源。

图 19：联络互动历年应用分发收入情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

为了巩固公司移动互联网入口的格局地位，联络互动于4月2日宣布收购上海乐泾达软件科技有限公司51%股权，上海乐泾达是一家拥有强大互联网内容线下分发渠道的公司，与众多手机厂商、省级手机经销商及渠道商建立了良好合作关系，营销网络覆盖除青海、西藏、宁夏以外的其它省份，2014年线下分发量近1500万。收购上海乐泾达不仅有利于联络互动拓展联络OS的分发渠道，占据更多移动端入口，更能在战略层面支撑公司的移动互联网布局，进一步巩固公司移动互联网入口地位和强化公司平台特质，形成多面协同效应。

（六）商户云搜索助力传统业务成功转型

2014年，联络互动的自有产品“好联络通讯录爱号”已成功升级为云搜索平台，成为新的商户云搜索产品。商户云搜索相当于黄页电话号码本的互联网升级版，其中可商户运营、可计费版本已全面在广东、四川、河北三省的联通用户中推广。

截止2014年，商户云搜索活跃用户达1086万，累计用户报到人次达到5341万，收入为6014万，占营业收入比例为18.65%，成为公司的第二大收入来源。

图 20：联络互动商户云搜索业务



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（七）从手游分发到手游联合运营，一系列收并购快速进入手游市场

联络互动为手游提供分发，可以获取 40% 的分成收入，而借助联络 OS 运营平台对用户大数据进行分析，可以判断用户对手游的喜好，从而进一步选择未来可能成为 TOP 流行的手游进行深度合作，通过联合运营获取更高的收入分成比例。

2014 年，联络互动启动了国内手游代理和联合运营，与各类手游业务 CP 建立了全面的合作关系，代理引入各类优质手游内容，目前签下版权的手游已经达到 15 个。

图 21：联络互动合作的部分手游产品：放置类 RPG 手游



资料来源：公司调研、中国银河证券研究部

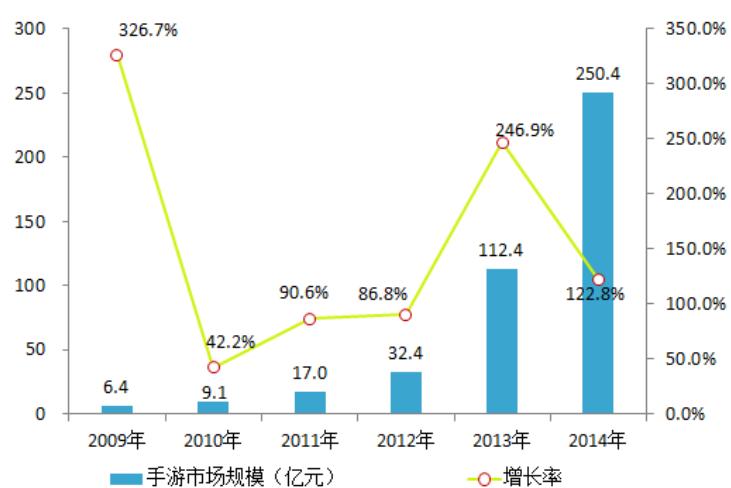
图 22：联络互动合作的部分手游产品：策略卡牌游戏



资料来源：公司调研、中国银河证券研究部

国内手游市场 2012 年收入为 32.4 亿人民币，2013 年达到 112.4 亿人民币，2014 年更是达到 250.4 亿人民币的规模，预计未来几年还将保持 30% 左右的年复合增长率。

图 23：国内手游市场情况



资料来源：7881 手游交易平台、中国银河证券研究部

联络互动具备手游开发的技术及资源，在市场迅速发展的背景下，通过自主研发甚至收并购的方式，快速推出手游参与市场竞争，整合优质资源，发挥技术实力，提高业务收入。

为了更快地进入看好的手游领域，联络互动积极开展了一系列收并购活动。2015 年 3 月 3 日，公司发布公告，拟以 1.27 亿元收购上海卓属信息技术有限公司 100% 股权，上海卓望具有多年游戏行业研发经验，研发的多款游戏在 Android 官方 MarketPlace 累计下载量超过亿次，有利于联络互动的手游业务实现加速发展。2015 年 4 月 2 日，公司再次发布公告，分别收购上海赐麓网络科技有限公司和广州珍珑网络科技有限公司两家手游公司，加大手机游戏的代理和联运投入，增强对游戏 CP 的控制力，有利于增加联络 OS 带来的入口流量的变现能力。

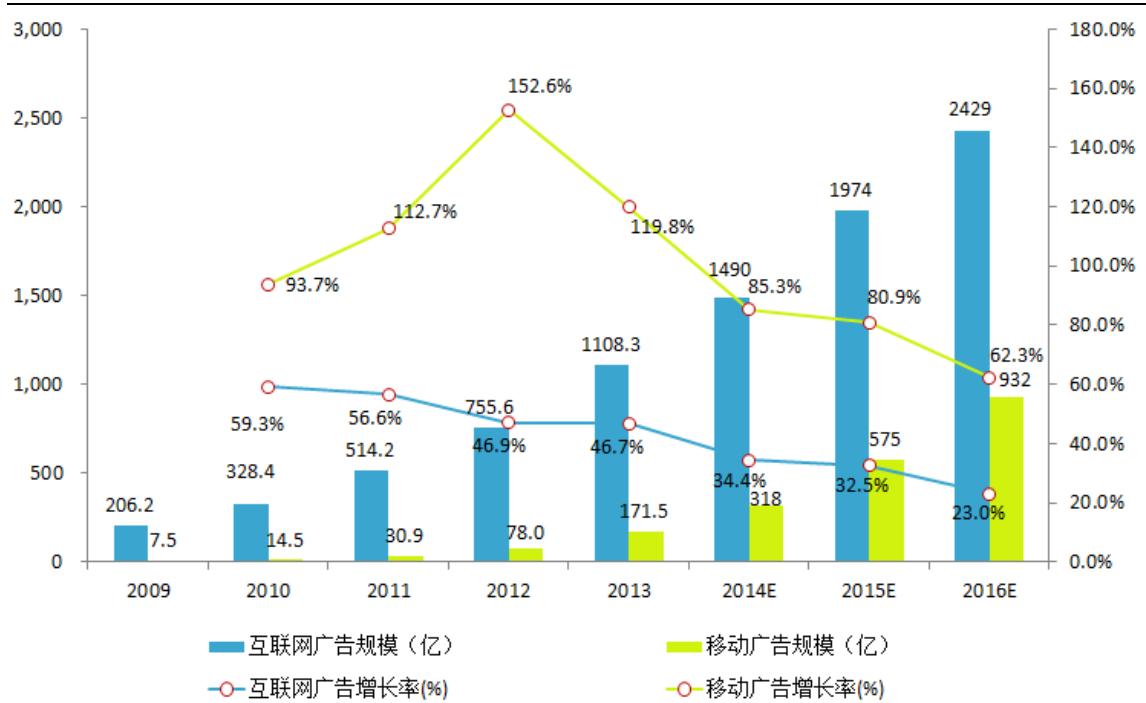
公司在 2015 年 4 月 2 日还同时公告收购去玩有限公司，去玩有限公司主要业务是游戏推广，业务渠道涉及俄罗斯及台湾、日本、泰国、新加坡等东南亚国家，收购去玩有利于公司加强海外游戏运营业务，快速切入目标市场，并与公司国内丰富的游戏 CP 资源产生协同效应。公司通过收购，对海外游戏发行团队进行扩建，可以迅速复制移动互联网内容和游戏到国外进行发行、推广和运营，扩大用户规模，提升用户价值。

(八) 积极开拓新业务，开启自有品牌的广告运营

智能手机用户的迅速普及，推动了移动互联网应用的丰富多样化，媒体向移动端转移速度加快，广告主愈加认识到移动广告的重要性，预算向移动端倾斜更多，带动了移动互联网广告产业的规模迅速壮大。2013 年我国移动互联网广告市场规模为 171.5 亿元，同比增长高达 119.8%，只占互联网广告 1108.3 亿元市场规模的 15.5%，仍然有很大的增长空间。

互联网广告(含移动互联网广告)继续替代传统媒体广告，未来数年依然会保持高速增长，整体市场空间在增加；而移动互联网广告相比桌面互联网广告具有一定的优势，桌面互联网广告也在向移动互联网广告迁移，因此未来数年移动互联网广告的增速都会保持 50% 以上，预计到 2016 年，移动互联网广告的市场规模将达到 932 亿，占互联网广告总体的份额将达到 38.4%。

图 24：中国互联网广告和移动互联网广告市场规模、增长率



资料来源：艾瑞、中国银河证券研究部

面对移动互联网广告市场的快速增长，联络互动还通过“预装渠道+应用市场+广告平台”建立自有品牌的广告运营，2014 年，联络互动推出了“满屏金”的应用，将锁屏的手机屏幕转换为广告平台。

图 25：“满屏金”广告平台

应用体验 解锁赚钱

满屏金每天推荐最美、最实用的软件、游戏
碎片时间,边体验边赚钱

礼品兑换 种类多多

最安全、实在的兑换，赚多少兑换多少话
费、礼品任你挑

资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

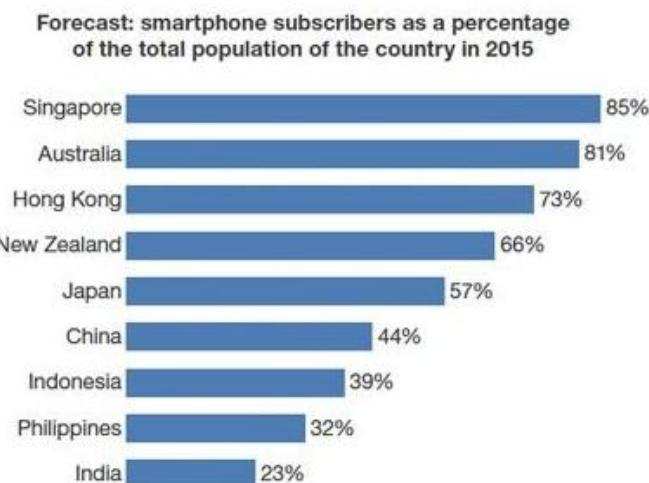
四、依托联络 OS 占据移动互联网流量入口，进一步构建“合作+自有生态圈”完整生态系统

(一) 扩大用户数+提升 ARPU，公司具有高弹性的变现能力

联络互动通过联络 OS 已经占据移动互联网关键入口，并获取了相当规模的用户流量，初步构建了以联络 OS 为平台的合作生态圈。然而，2014 年联络 OS 新增活跃用户为 8300 万，作为一个互联网平台型公司，联络互动在向手机终端厂商渠道完全分享出去了第三方应用分发的收入之后，公司销售收入 3.22 亿元，单用户年度 ARPU 收入仅 3.89 元，具有很大的提升空间。

目前全球范围内智能手机普及率仅 30% 左右，中国作为智能手机用户数第一大国，2014 年智能手机出货量高达 3.89 亿部（含出口），已经占手机出货总量的 86.0%，但是国内普及率也仅 35%，普及率居全球第三，仅次于新加坡（62%）和澳大利亚（37%）。因此，未来无论是国内，还是发展中国家，智能手机对功能机的替换空间仍然巨大，而这些区域正是联络互动的目标市场区域。

图 26：亚太地区 2015 年智能手机普及率预测



资料来源：Forrester Research、中国银河证券研究部

随着智能手机的进一步普及、用户基数的不断提升，以及百度云 OS 退出市场为标志的安卓手机定制市场的份额将越来越向优势厂商集中，我们认为联络 OS 在新增用户数的提升上依然具有较大的上升空间。

同时，联络互动通过进一步拓宽合作生态圈，为用户提供更多的综合性的移动互联网应用和内容服务，将有助于单用户 ARPU 值的不断提升。我们认为，扩大用户数和提升 ARPU 双管齐下，将带来收入增长的倍增效应，使得公司具有高弹性的移动互联网入口流量变现能力。

(二) 进一步加强联络 OS 运营，完善合作生态圈

为了提高移动互联网入口流量的变现能力，联络互动会进一步在联络 OS 智能手机操作系统持续开发、拓宽分发渠道和增加用户数量、第三方应用联运平台建设、联络运营分发管理平台建设、联络 OS 向新型设备扩展等方面加大投入，构建更完善的合作生态圈：

- 联络 OS 智能手机操作系统持续开发：联络 OS 智能手机操作系统是公司最核心的平台，为持续树立联络 OS 产品系列的品牌形象和影响力，强化市场占有率，公司将继续投入联络 OS 的升级研发，开发云 OS；同时研发适合特殊群体的 OS；建设超级管理运营平台建设；加快自有应用 APP 开发；在多个领域蔓延发展自生长能力。
- 拓宽分发渠道、增加用户数量：公司将利用强大的线下分发能力，构建线上应用分发渠道，同时进行线上广告的推广，构建完整的从线下到线上的生态链，充分发挥互联网平台公司的自生长能力。公司将加大与国内运营商的合作，在部分省区推广商户云搜索的联络爱号产品，增加用户数量；同时，拓建海外运营平台，更好地覆盖海外包括东南亚（印尼等）、非洲、南美洲、中东（沙特等）、俄罗斯等地区的终端户群，拓展移动互联网内容的海外发行、推广、运营。
- 第三方应用联运平台建设：第三方应用联运平台包括手游、电子商务和广告运营等板块，公司增强对手游 CP 的控制力，与研发能力强的团队建立长期合作关系，扩建海外手游发行团队，面向东南亚、台湾、欧美市场，加大渠道建设；同时，公司也将在电子商务和广告运营方面加大和第三方的合作，进一步完善合作生态圈的构成。
- 联络运营分发管理平台建设：全力打造联络运营分发管理平台，通过对用户大数据的分析，将包括游戏、手机应用等丰富的内容精准引导和推荐给用户，以便用户与第三方获取附加价值，实现联络互动、移动用户、硬件厂商以及第三方软件共赢的局面。
- 联络 OS 向新型设备扩展：智能电视从 2013 年启动已经进入快速发展期，公司将依托联络 OS 进军智能电视 OS 系统，扩大业务范围。

图 27：联络互动未来发展战略



资料来源：公司调研、中国银河证券研究部

(三) 规划补齐智能硬件、构建自有生态圈，实现 B2B 向 B2C 的质变、加速上亿用户的价值变现

作为一家移动互联网平台型公司，虽然也拥有自己的 APP 产品和应用，但是联络互动的联络 OS 主要是面向手机终端厂商提供，整体上来说公司依然是 B2B 的商业模式，无法向最终用户直接传递公司的品牌和产品，这从根本上桎梏了公司，公司的用户数扩大和单用户 ARPU 增长不会出现质的飞跃。

联络互动通过联络 OS 智能手机操作系统这一关键的移动互联网入口，获取了大量的入口流量，拥有庞大的用户基础。而随着万物互联的时代到来，除了传统的 PC 机和智能手机之外，全球可联网的智能可穿戴设备、智能电视、物联网设备设备的增长速度大大提升，联络互动凭借在智能手机 OS 操作系统的技术积累，可以迅速进入这些领域，推出自有品牌的智能硬件，完成自有生态圈建设的自生长。

2015 年 4 月 7 日，联络互动发布定增预案，非公开发行的股票数量合计不超过 15432.09 万股（含 15432.09 万股），发行底价 38.88 元/股，募集资金总额预计不超过 60 亿元（含 60 亿元），扣除发行费用后的募集资金净额拟投资于智能硬件（33 亿元）、联络金融服务平台（4 亿元）、渠道建设（8 亿元）及补充流动资金（15 亿元），用于补齐智能硬件和构建自有生态圈。

联络互动将定增募集资金的大部分投入到智能硬件项目，计划在智能可穿戴、智能家居和车联网三个方向打造系列智能硬件产品群，从而进一步深化完善联络 OS 的生态环境，公司计划以每年开发 3-6 款智能硬件产品滚动推向市场。

同时，联络互动拟自建金融服务平台，通过对用户大数据的分析对个人用户进行信用评估和额度授信，为联络 OS 的用户，以及未来购买联络 OS 智能硬件的用户推出个人小额金融服务，提供相应信用额度、最长 24 个月的分期付款的消费方式，用户已授信额度可以一次申请多次循环使用。依托联络 OS 的庞大用户基础和联络 OS 运营平台的大数据分析能力，公司自建金融服务平台提供个人小额金融服务具有独特优势，不仅可以通过信用贷款降低用户购买联络系列智能硬件产品的门槛，快速扩大联络系列智能硬件在市场的份额，同时增加公司新的商业模式和盈利能力，达到用户与公司双赢的局面，为公司进一步扩大市场份额提供有力补充。

联络互动通过补齐智能硬件，开始构建自有生态圈，与原有的合作生态圈不同，自有生态圈的构建离不开自有品牌，提升自有品牌知名度势在必行。因此，联络互动还拟进行线下营销网络的建设，通过在全国范围建立 8-15 家集体验、销售、售后一体的旗舰中心，提升公司品牌影响力及公司各种智能硬件产品的客户体验，增强对不同区域产生辐射作用，进一步提升公司的品牌知名度和品牌形象，充实品牌文化内涵以达到提高产品附加值的目的，从而增强公司的盈利水平。

我们认为，通过发布系列智能硬件，联络互动有望在现有合作生态圈之外，再构建一个直接面向 B2C 用户的自有生态圈，从而把生态链建立得更为完善，并且在用户数和单用户 ARPU 上实现新的突破，这也将给公司开拓出一个更广阔的发展空间。

五、业绩与估值

(一) 主营业务预测

主营业务预测主要包含以下假设：

1) 未来三年, 包括中国在内的发展中国, 安卓智能手机总体出货量的增长率将从每年 20% 逐渐下滑至 10%, 联络互动每年的新增活跃用户数保持相应的增长率, 依此为 20%、15% 和 10%;

2) 考虑到公司第三方联运平台的进一步加强, 特别是手游联运, 收购了两家手游公司和一家手游推广公司, 加大在手游领域的投入, 因此预测未来三年手游代理发行的收入增长依此为 164%、38%、26.5%; (暂不考虑公司智能硬件发布对用户规模和 ARPU 的可能巨大推动影响)

3) 传统“好联络通讯录爱号”业务在 2014 年成功升级至商户云搜索业务, 2015 年可以复制到相关省份运营商, 但是 ARPU 不增长;

4) 公司非主营的网卡销售业务, 不考虑其增长性。

表 5: 联络互动主营业务分拆预测

单位: 百万人民币	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
1、应用分发							
营业收入	31.24	84.03	104.00	237.91	514.68	673.71	826.96
收入增幅	N/A	168.96%	23.78%	128.74%	116.33%	30.90%	22.75%
2、商户云搜索 (2014 年前为“好联络通讯录爱号”)							
营业收入	17.86	12.28	57.96	60.14	120.27	180.41	225.51
收入增幅	N/A	-31.27%	372.08%	3.76%	100.00%	50.00%	25.00%
3、网卡销售							
营业收入	0.00	0.00	16.84	20.34	20.34	20.34	20.34
收入增幅	N/A	N/A	N/A	20.76%	0.00%	0.00%	0.00%
4、其它							
营业收入	0.00	0.00	0.29	4.11	0.00	0.00	0.00
收入增幅	N/A	0.00%	N/A	141541.38%	0.00%	0.00%	0.00%
合计:	营业收入	49.10	96.31	178.81	322.50	655.29	874.47
	收入增幅	N/A	96.13%	85.67%	80.35%	103.19%	33.45%
	营业成本	6.06	5.61	10.12	63.97	163.82	218.62
	毛利	43.05	90.69	168.70	258.53	491.47	655.85
毛利增幅	N/A	110.68%	86.01%	53.25%	90.10%	33.45%	22.68%
毛利率	87.67%	94.17%	94.34%	80.16%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源: Wind、中国银河证券研究部

(二) 相对估值

表 6: 联络互动与互联网类公司估值对比

代码	公司名称	股价	市值	PB	EPS(元)			PE(X)		
		(元)	(亿元)	(X)	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002280.SZ	联络互动	68.59	482	61.2	0.59	0.44	0.59	291	154	116
300104.SZ	乐视网	91.84	725	24.4	0.43	0.67	1.04	230	137	88
300288.SZ	朗玛信息	228.38	251	29.2	0.31	0.68	0.92	737	336	248
300226.SZ	上海钢联	122.75	190	43.2	0.12	0.19	0.54	1023	646	227
300253.SZ	卫宁软件	206	422	58.6	0.55	0.76	1.33	375	271	155
300059.SZ	东方财富	29.42	499	38.7	0.14	0.25	0.39	215	118	75
		平均		36.1			478			152

资料来源: Wind (2015 年 4 月 9)、中国银河证券研究部

六、投资建议

我们看好联络互动在移动互联入口的稀缺性、与业内智能手机芯片厂商的深度合作、稳固的第三方应用和游戏分发能力, 以及通过建立海外运营平台、加强包括手游、电子商务和广告运营的第三方应用联运平台, 完善合作生态圈; 同时, 通过未来发布智能硬件, 完成自有生态圈建设的建立和自生长, 预期将大大提升公司的用户拓展领域、上亿用户的价值变现和 ARPU 提升。

暂不考虑智能硬件未来发布及公司围绕联络 OS 的合作生态圈规划对业绩的影响, 参考公司借壳重组时的业绩承诺及应用分发/广告运营等业务进展情况, 略上调 2015~2016 年盈利预测。

我们预计联络互动 2015~2017 年收入分别为 6.55 亿元 (+103.19%)、8.74 亿元 (+33.44%)、10.73 亿元 (+22.77%); 归属上市公司股东对应的净利润分别为 3.12 亿元、4.17 亿元、5.11 亿元, 同比增速分别为 89.09%、33.65%、22.54%, 每股 EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.73 元, 对应 PE 分别为 154、116、94 倍, 继续给予“推荐”评级。

七、催化剂与主要风险因素

● 催化剂

公司智能硬件发布、新增联络 OS 用户持续增长。

● 主要风险因素

自有生态圈 (包括智能硬件等) 推进力度低于预期

八、附表

表7: 联络互动财务报表 (单位: 百万元)

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	75.3	645.0	842.1	905.0	1100.4	营业收入	178.8	322.5	655.3	874.5	1072.8
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	10.1	64.0	163.8	218.6	268.2
应收账款	170.9	234.5	412.2	640.9	816.7	营业税金及附加	1.5	1.2	2.4	3.3	4.0
预付款项	1.0	60.8	48.2	68.2	85.8	销售费用	20.2	23.0	46.7	62.3	76.5
其他应收款	0.8	1.7	43.8	51.1	36.3	管理费用	105.1	37.3	75.8	101.1	124.1
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	0.2	4.0	1.3	1.7	1.8
其他流动资产	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	3.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.4	0.1	0.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	0.9	0.6	-26.3	-49.0	-69.6	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	38.2	193.7	365.2	487.4	598.3
无形资产	2.4	2.1	2.5	3.0	3.1	营业外收支净额	0.3	0.0	0.3	0.5	0.7
长期待摊费用	0.0	9.9	19.8	29.7	39.7	税前利润	38.5	193.7	365.5	487.9	599.0
资产总计	252.3	961.2	1332.2	1893.3	2653.2	减: 所得税	15.8	28.3	53.4	71.3	87.6
短期借款	5.0	20.0	20.0	20.0	20.0	净利润	22.7	165.4	312.0	416.6	511.4
应付票据						归属于母公司的净					
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利润	22.7	165.4	312.0	416.6	511.4
应付账款	0.4	22.3	60.0	85.0	106.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	0.2	0.0	0.2	0.3	0.5	基本每股收益	0.38	0.59	0.44	0.59	0.73
应付职工薪酬	3.6	4.6	8.3	11.1	12.0	稀释每股收益	0.38	0.59	0.44	0.59	0.73
应交税费	12.8	14.0	14.0	14.0	14.0	财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
其他应付款	1.7	24.3	24.3	24.3	24.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	85.67%	80.35%	103.19%	33.45%	22.68%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-18.95%	363.89%	82.40%	29.71%	21.08%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-51.36%	628.31%	88.68%	33.50%	22.78%
负债合计	35.7	117.4	159.0	186.9	210.0	盈利能力					
股东权益合计	216.6	843.8	1173.2	1706.4	2443.2	销售毛利率	94.34%	80.16%	75.00%	75.00%	75.00%
现金流量表						销售净利率	12.70%	51.28%	47.62%	47.64%	47.67%
净利润	22.7	165.4	312.0	416.6	511.4	ROE	10.38%	19.55%	26.60%	24.41%	20.93%
折旧与摊销	1.0	1.7	-4.0	-18.9	-30.7	ROIC	11.03%	19.43%	26.23%	24.19%	20.80%
经营活动现金流	10.1	98.9	144.3	171.1	327.0	估值倍数					
投资活动现金流	-0.2	-11.2	21.7	33.3	42.3	PE	453	291	154	116	94
融资活动现金流	92.6	420.7	31.2	-141.5	-173.8	P/S	57.5	149.4	73.5	55.1	44.9
现金净变动	38.8	568.1	197.2	62.9	195.4	P/B	47.1	57.0	41.1	28.2	19.7
期初现金余额	36.5	75.3	645.0	842.1	905.0	股息收益率	0.00%	0.29%	0.22%	0.29%	0.36%
期末现金余额	75.3	643.4	842.1	905.0	1100.4	EV/EBITDA	42.2	32.5	26.9	24.0	22.5

资料来源: Wind、中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 数字天域近 3 年营业收入	3
图 3: 数字天域的业务成功转型	4
图 4: 数字天域股权控制关系图	4
图 5: 苹果生态系统汇聚丰富内容资源	6
图 6: 百度生态圈	6
图 7: 阿里生态圈	7
图 8: 腾讯生态圈	7
图 9: 乐视生态圈	8
图 10: 小米生态圈	9
图 11: 移动互联网入口对比	10
图 12: 手机操作系统份额情况 (2014Q2)	10
图 13: 2014 年国内手机安卓操作系统新增份额	12
图 14: 2014 年全球手机安卓操作系统新增份额	12
图 15: 联络互动商业模式	13
图 16: 联络互动业务概要图	14
图 17: 联络 OS 对 Android 的优化	14
图 18: 联络互动部分自有产品和应用	15
图 19: 联络互动历年应用分发收入情况	15
图 20: 联络互动商户云搜索业务	16
图 21: 联络互动合作的部分手游产品: 放置类 RPG 手游	17
图 22: 联络互动合作的部分手游产品: 策略卡牌游戏	17
图 23: 国内手游市场情况	18
图 24: 中国互联网广告和移动互联网广告市场规模、增长率	19
图 25: “满屏金”广告平台	19
图 26: 亚太地区 2015 年智能手机普及率预测	21
图 27: 联络互动未来发展战略	22

表 格 目 录

表 1：上市公司股本总额及股本结构变化情况	1
表 2：数字天域的业绩承诺情况	2
表 3：数字天域原股东各方持有的联络互动股权锁定期	2
表 4：国内主流 Android 手机操作系统情况	11
表 5：联络互动主营业务分拆预测	24
表 6：联络互动与类似公司估值对比	25
表 7：联络互动财务报表（单位：百万元）	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

朱劲松，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn