



电信运营/信息技术

朗玛信息 (300288)

Phone+迈出坚实一步

——朗玛信息 2012 年三季报点评

	余周军 (分析师)	魏贞珍 (分析师)	杨昊帆 (分析师)
	010-59312728	010-59312720	021-38676207
	yuzhoujun008983@gtjas.co	weizhenzhen008740@gtjas.co	yanghaofan008183@gtjas.com
证书编号	S0880512080005	S0880512080008	S0880511090001

本报告导读:

朗玛信息三季报一如既往的优秀, Phone+实现注册用户 100 万, 迈出发展的坚实一步。

投资要点:

- 2012 前三季度公司实现营业收入约计 1.087 亿元, 比去年同期增长了 40%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5764 万元, 比去年同期增长了 60%。
- 电话对碰业务的高用户黏性, 结合公司轻资产、高毛利、及规模效应的财务特性, 是公司营收和营业利润持续同比表现优秀的原因。从公司今年新增省级运营商拓展的情况看, 电话对碰仍能维持高增长态势, 而在中国移动的拓展也值得期待。
- 我们更为看重 Phone+迈出的坚实一步。电话对碰为公司在移动互联网的拓展提供了稳定持续、且持续成长的现金流, 而 Phone+被定位为进入移动互联网的战略性、平台级产品, 是公司成长为伟大公司的基石。Phone+突破首个百万用户, 是公司的一个标志性事件。
- 我们预计预测 2012-2014 年电话对碰业务收入仍将保持高速增长, 预计 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.61 元、2.22 元和 2.78 元。
- 电话对碰业务的持续成长为公司股价提供了安全边际。Phone+实现首个百万用户, 业务发展进入新阶段, 我们给与公司“增持”评级, 上调目标价为 90 元。

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 90.00

上次预测: 75.00

当前价格: 62.33

2012.10.24

交易数据

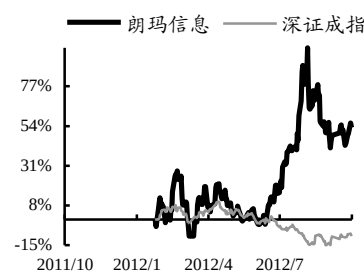
52 周内股价区间 (元)	36.50-81.13
总市值 (百万元)	3,328
总股本/流通 A 股 (百万股)	53/13
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	455
每股净资产	8.52
市净率	7.3
净负债率	0%

EPS (元)	2011A	2012E
Q1	-	0.33
Q2	0.55	0.43
Q3	-0.55	0.38
Q4	1.45	0.47
全年	1.45	1.61

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	33%	0%
相对指数	-4%	38%	15%

相关报告

《电话对碰高毛利高速增长带来利润快速增长》2012.08.23

《快速扩张的语音社区增值服务商》2012.01.11

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	73	112	182	258	325
(+/-)%	69%	53%	63%	42%	26%
经营利润 (EBIT)	39	55	87	125	161
(+/-)%	150%	36%	54%	42%	29%
净利润	37	58	86	118	148
(+/-)%	185%	59%	47%	38%	25%
每股净收益 (元)	0.92	1.45	1.61	2.22	2.78
每股股利 (元)	0.20	0.20			

利润率和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营利润率(%)	53.1%	47.1%	44.5%	44.5%	45.5%
净资产收益率(%)	45.9%	42.1%	16.9%	19.2%	19.7%
投入资本回报率(%)	257.1%	119.7%	140.4%	161.8%	164.4%
EV/EBITDA	51.2	37.4	28.9	19.7	14.6
市盈率	58.5	36.9	33.4	24.2	19.3
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2012.10.24

股票研究

信息技术

电信运营

朗玛信息 (300288)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **90.00**

上次预测: 75.00

当前价格: 62.33

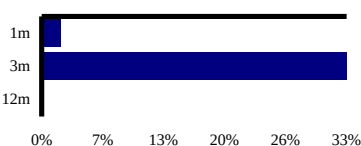
公司网址

www.longmaster.com.cn

公司简介

公司是一家致力于电话语音增值以及音视频娱乐社区的开发、运营和服务的国家级高新技术企业。主营业务为社区性语音增值业务。公司自主开发并运营的“朗玛电话对对碰系统”是覆盖区域最广、规模最大、国内领先的大型语音社交娱乐平台。该平台是中国电信和中国联通在电话语音增值领域首选的合作平台,在中国电信和中国联通的电话Q吧业务中占据了绝对的优势。公司荣获“2010 年度国家规划布局内的重点软件企业”、“贵州省 2010 年度优秀移动信息服务企业”等荣誉。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

36.50-81.13

市值 (百万)

3,328

财务预测 (单位: 百万元)**损益表****营业总收入**

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润**资产负债表**

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)**现金流量表**

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额**财务指标****成长性**

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

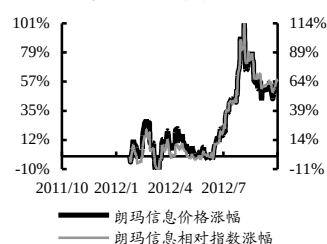
EV/EBITDA

P/S

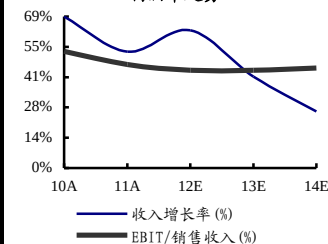
股息率

	2010A	2010A	2011A	2012E	2013E
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	73	112	182	258	325
营业成本	11	12	16	23	29
税金及附加	3	4	6	9	11
销售费用	2	9	18	28	36
管理费用	19	35	60	83	101
EBIT	39	53	81	115	148
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-6	-10	-13
营业利润	39	55	87	125	161
所得税	4	10	15	21	26
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	37	58	86	118	148
货币资金、交易性金融资产	66	100	460	558	683
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	5	5	4	2	1
无形及其他资产	0	0	0	0	0
资产合计	99	148	533	648	794
流动负债	18	10	24	30	34
非流动负债	1	0	1	3	6
股东权益	80	138	508	616	753
投入资本(IC)	14	38	49	60	76
NOPLAT	35	45	69	98	126
折旧与摊销	2	2	2	2	2
流动资金增量	-10	-17	-23	-13	-18
资本支出	-1	-6	13	13	13
自由现金流	26	24	62	100	124
经营现金流	36	41	50	94	119
投资现金流	-1	-6	13	13	13
融资现金流	-1	-1	296	-9	-8
现金流净增加额	35	34	359	99	125
收入增长率	68.9%	52.9%	62.6%	41.5%	25.8%
EBIT 增长率	150.3%	35.9%	53.6%	41.5%	28.6%
净利润增长率	185.1%	58.6%	47.5%	38.1%	25.2%
利润率					
毛利率	84.9%	89.6%	91.0%	91.0%	91.0%
EBIT 率	53.1%	47.1%	44.5%	44.5%	45.5%
净利润率	50.0%	51.8%	47.0%	45.9%	45.7%
净资产收益率(ROE)	45.9%	42.1%	16.9%	19.2%	19.7%
总资产收益率(ROA)	37.2%	39.4%	16.1%	18.3%	18.7%
投入资本回报率(ROIC)	257.1%	119.7%	140.4%	161.8%	164.4%
#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	0
存货周转天数	95	96	95	95	95
应收账款周转天数	372	401	681	82	82
总资产周转天数	0.99	0.70	0.58	0.79	0.80
资本支出/收入	1%	5%	-7%	-5%	-4%
资产负债率	18.9%	6.6%	4.7%	5.0%	5.1%
净负债率	-82.9%	-72.8%	-90.3%	-90.2%	-89.9%
PE	58.5	36.9	33.4	24.2	19.3
PB	26.9	15.5	5.6	4.6	3.8
EV/EBITDA	51.2	37.4	28.9	19.7	14.6
P/S	29.2	19.1	15.7	11.1	8.8
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

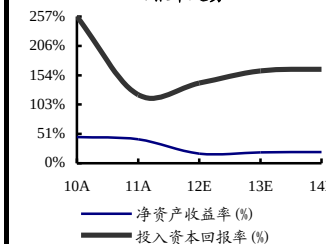
股票绝对涨幅和相对涨幅



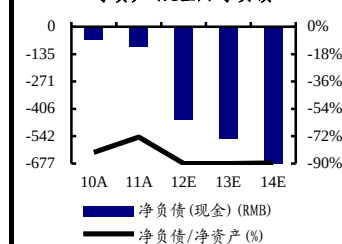
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



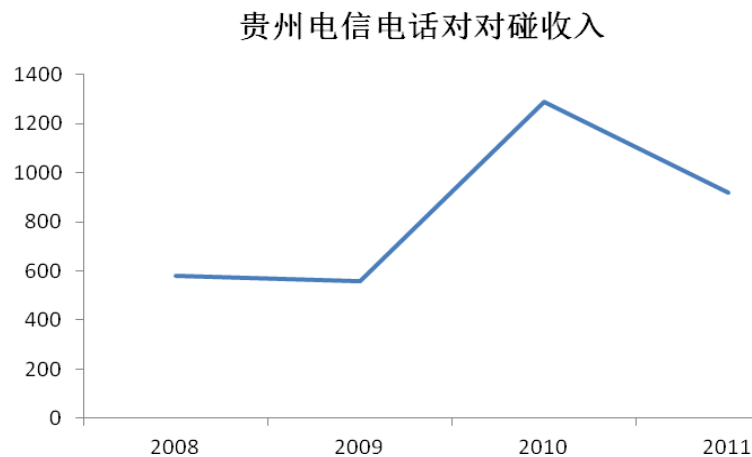
1. 公司三季度业绩持续出色

1.1. 电话对对碰用户高黏性带动公司业绩增长

电话对对碰业务作为一种语音社交产品，具备很好的用户黏性。根据我们的草根调研结论，电话对对碰业务的会员退订率在 8-9%之间，作为收费 IVR 业务的一种，这样的退订率水平是极为少见的。

关于电话对对碰业务的会员黏性，我们从最早开展这项业务的一些省份也可以看出。贵州电信是最早开展电话对对碰业务的区域之一。2008 年和 2009 年贵州电信电话对对碰业务收入分别为 580 万元和 558 万元，下滑约计 3%左右；2010 年出现快速上升，原因主要在于手机也开始能拨打电话对对碰业务，运营商也购买了一部分碰碰币做促销；2011 年电话对对碰业务收入基本与 2010 年持平。

图 1：贵州电信电话对对碰业务收入



数据来源：公司报表、国泰君安证券研究

电话对对碰的用户黏性强，这是公司业绩同比持续快速成长的根本原因。

1.2. 新开通业务省分公司仍能维持公司业绩增长

电话对对碰的主要目标人群是青少年、城市流动人口、大学生、家庭主妇等拥有大量闲散时间，对社交需求有需求，但目前实体社交和互联网社交又未能充分满足其社交需求的人群。我们并不否认电话对对碰是一个小众市场，区别于腾讯 QQ 和 Facebook 这样的大众产品。但也不可否认，在中国当下的状况，这也是一个真实存在的用户群体。

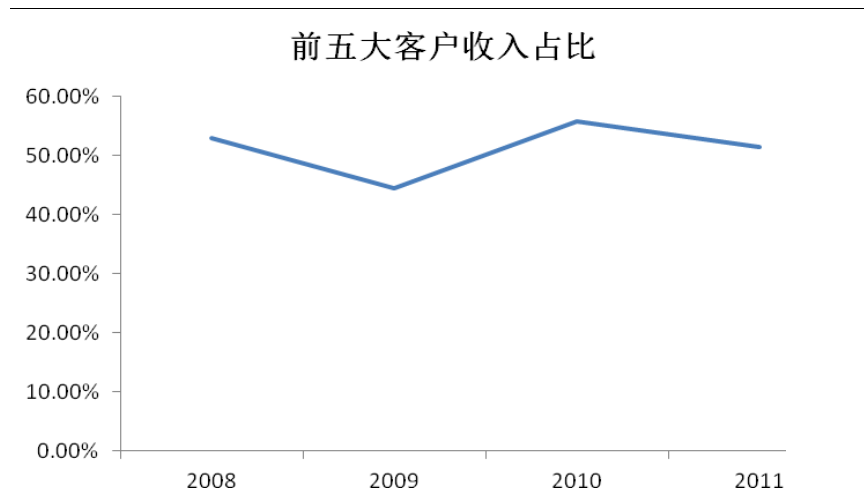
我们认为，电话对对碰的业务还具备较大的发展空间。主要来自于以下几个方面：

第一，已开通省分公司的深度运营。

省级运营商的支持、特别是营销上的支持，将有助电话对对碰的深入发

展。截至 2011 年底已经有 29 个省运营商开展了电话对对碰的业务，但前五大省分公司的收入占比仍然超过 50%。这其中，我们可以看到，在 2010 年底，最早开展电话对对碰业务的贵州电信的会员渗透率在 2.65%（贵州电信会员/贵州电信用户总数），而全国开通业务的省分公司会员渗透率在 0.49%（2010 年会员数/2010 年 24 个开通对对碰业务省分公司用户总数）。

图 2：电话对对碰业务历年前五大客户收入占比



数据来源：招股说明书，公司年报，国泰君安证券研究

第二，新开通省分公司和中国移动。

截至 2012 年 6 月份，中国电信和中国联通还有 20 个左右省级电信运营商尚未开通电话对对碰业务，而中国最大的运营商中国移动也未开通电话对对碰业务，而中移动有超过 6 亿手机用户。

表 1：电话对对碰市场空间

电话用户数	会员渗透率	会员数量	包月费	年收入（分成后）
中国联通&中国电信				
6.23 亿	0.49%	305	15	2.745 亿
6.23 亿	1.00%	623	15	5.607 亿
6.23 亿	2.65%	1651	15	14.859 亿
中国移动				
6.83 亿	0.49%	335	15	3.015 亿
6.83 亿	1.00%	683	15	6.147 亿
6.83 亿	2.65%	1810	15	16.290 亿
合计	-	640	-	5.760 亿

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

目前，与公司有业务合作关系的中国电信及中国联通的省级分公司从 2011 年底的 29 个增加到 2012 年三季度末的 43 个。新开通业务后，3-6 个月将会开始贡献盈利，这也是公司 2013 年业绩增长奠定坚实基础。

1.3. 电话对对碰为公司持续发展提供稳定现金流

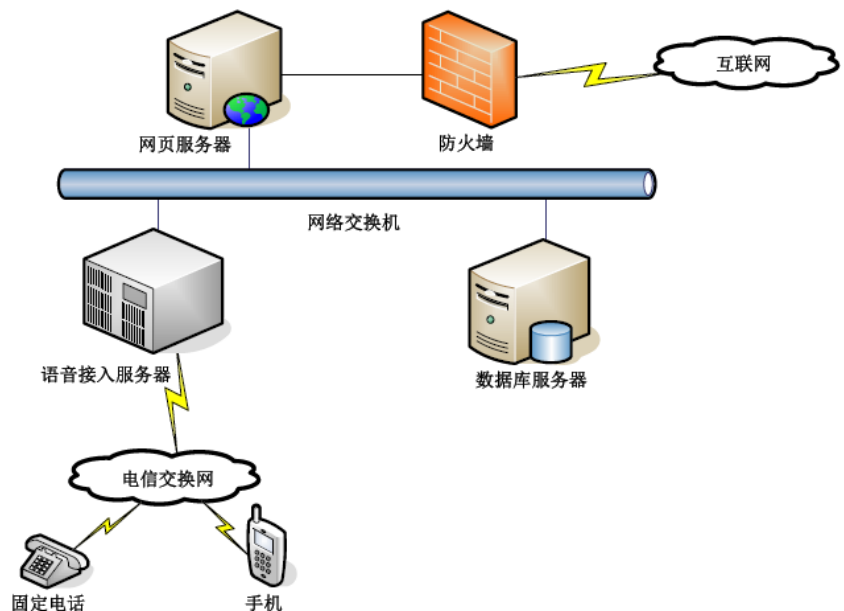
电话对对碰业务作为一个典型的 SP 业务，具备轻资产、高毛利、现金流好的特征，同时也具备一定的规模效应，在财务表现上无可挑剔。

1、轻资产

电话对对碰业务是 IVR 业务，系统复杂度低，建设费用低，公司并没有大的资本开支项。如图给出了电话对对碰业务的拓扑结构。开展电话对对碰业务时，公司只需在电信运营商基础网络之上，架设相应的业务平台即可。由于采用了与运营商收入分成的方式，因此无需支出运营商网络的租用费用。

未来 Phone+的发展过程中，随着用户增长和应用的丰富，将有相应的资本开支，但这些并不会改变公司轻资产互联网公司的属性，具体可参见腾讯的发展。

图 3：电话对对碰的硬件架构



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

2、高毛利和边际效应

分析公司的主营业务成本，其中最大的部分是人工费用，具体是电话对对碰业务的相关运行人员，如聊天室主持等。电话对对碰是语音社区业务，是用户与用户之间的交流平台，因此业务运维人员和费用的增长远远慢于用户和会员的增长速度。在具体的财务数据表现上，电话对对碰业务体现出了高毛利和一定的边际效应。

表 2：朗玛信息主营业务成本

	2008	2009	2010	2011
电话对对碰成本	637.30	873.33	899.54	-
其他成本	-	167.60	207.44	-
合计	637.30	1040.93	1106.98	1168.13
其中人工费用	541.51	819.46	875.70	-

数据来源：招股说明书，公司年报，国泰君安证券研究

3、现金流

公司基本上与电信运营商采用 3-6 个月结算一次的方式，现金流状况好：2011 年公司经营活动产生的现金流量净额为 4091 万，净利润为 5814 万。这也使得公司无长期借款、无银行借款，未产生费用化或资本化的借款利息，负债构成主要为流动负债，流动负债主要由经营性的预收账款、应付账款和其他流动负债构成。

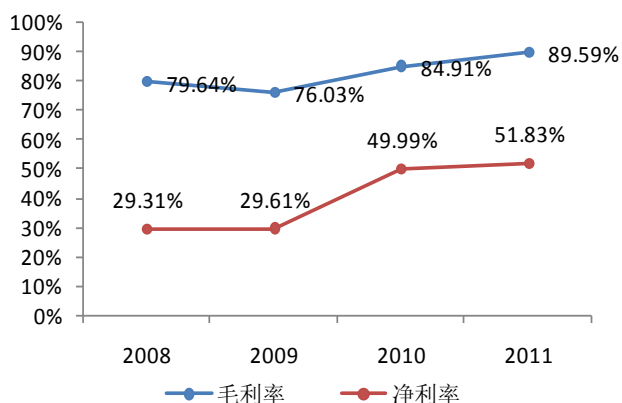
4、费用可控

财务费用方面：由于公司的现金流状况很好，所以通常财务费用为负，公司能持续获得利息收入。

销售费用率方面：由于电话对碰更多的是借助运营商渠道进行营销和推广，而产生的收入分成，因此电话对碰销售费用率一直保持在较低水平。

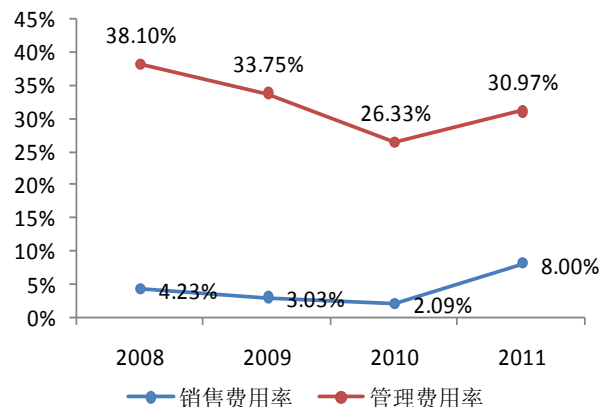
管理费用率方面：电话对碰业务的研发上其实并无需有太大的投入，更多是一些 IVR 新应用的投入，并没有过多的研发费用。整体来说，随着电话对碰业务用户和收费会员的增长，相应费用在营收中的占比呈现下滑趋势。

图 4：毛利率与净利率不断提高



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

图 5：费用率显著下降，2011 年有所上升



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

2. Phone+迈出坚实一步

Phone+是公司进入移动互联网领域战略性、平台级产品。Phone+完成首个百万注册用户，迈出了坚实一步。

2.1. 互联网平台的路径

平台是互联网行业中最有价值的部分。

我们分析互联网中的平台，可以分为两类，一类是基础技术支撑平台，这又可以细化为手机操作系统、中间件平台、浏览器，如 iOS+AppStore, Android, Chrome；一类是应用服务平台，即从杀手级应用演进、扩充

而来的平台，如 Facebook，QQ 等。

从中国互联网发展的实践来看，中国的互联网平台往往是从应用无意跳转成平台的，如腾讯 QQ。而在 QQ 的激励下，中国互联网应用发展的终极目标也无一不是以平台化为目标的。QQ、奇虎 360、新浪微博、支付宝、京东、优酷等中国互联网公司分别在即时通讯、安全、社会化媒体、支付、视频等基础应用领域成为了龙头公司，成为或者在努力成为平台型公司。

Facebook 的大红大紫，苹果的生态系统，社交网络和开放平台成为了互联网应用和平台的努力方向，例如腾讯推出的 Q+、朋友圈等，新浪微博中的微群等。我们分析，在当前的环境下从应用到平台的成长路径，有如下几个要素：

- 1、首先要拥有海量的用户；
- 2、用户具备极强黏性，且能够最大程度的获取用户数据。社交网络下，平台能够最好的捆绑用户，全面获得用户数据，在数据挖掘下实现精准营销，提升广告价值；
- 3、在杀手级应用之外，能够附着海量应用，并且能推向用户。开放体系下，平台将获得更多的第三方应用支持，一方面是获得更多的增值应用收入，另一方面也是延展更多的触角，进入更多的应用方向。

表 3：互联网应用平台化

基础技术支持平台	
手机操作系统	例如 iOS，Android
中间件平台	例如苹果的 Widget。在 Widget 平台端，采用前置接入加平台模块(应用开发含开发工具、门户管理，特别是计费)，再加网络能力封装的结构；在 WIDGET 终端，采用资源配置加业务管理(如引擎)，再通过 API 同微件应用对接。配合 iOS 最终构成了苹果的封闭生态系统。
浏览器	例如 UCWeb，Safari，Chrome，IEMobile 等
应用服务平台	
Facebook/人人网	第一步：社交网络获得海量用户； 第二步：丰富应用，获得用户资料，增强用户黏性，如 Zynga，时间线等； 第三步：增值应用分成或者广告，基于数据挖掘有更精准的广告效果
QQ	第一步：通过提供免费的即时通讯服务聚集大量用户； 第二步：在客户端上扩展多元化的增值业务； 第三步：在平台基础服务方面，提供包括应用平台、推送通知、统一帐号、多关系链、通讯传输、安全支付、地理位置、状态共享、数据存储和运营分析； 第四步：打开吸引外部开发的接口，构建生态系统
奇虎 360	第一步：通过免费杀毒聚集大量用户； 第二步：以客户端推广增值应用，获得分成收入，类似于淘金浪潮里面卖淘金工具； 第三步：360° 开放计划，包括 360 安全桌面、360 软件管家、360 安全浏览器、360 极速浏览器应用中心、360 团购开放平台、360 游戏中心等，均已向合作伙伴开放，试图建立生态系统
新浪微博	第一步：获得海量用户，成为社会化媒体的代名词，大众产品； 第二步：推出 API 开放平台，引入第三方应用，试图构建生态圈； 第三步：通过增值应用（游戏）和广告实现变现
百度地图	第一步：推出百度地图； 第二步：借助搜索引擎，打造基于位置的平台；

	第三步: ???
支付宝	第一步: 通过淘宝的海量用户, 推出支付宝, 且支付宝全面开放;
	第二步: 支付宝平台提供相当于商业街的基础服务, 包括身份认证、信用保障、支付体系、安全体系等基础服务;
	第三步: 提供对平易平台(含代运营)服务这种应用服务的支撑
京东	第一步: 通过低价策略, 汇聚海量用户;
	第二步: 自建物流体系等.....
	第三步: ???
优酷	第一步: 免费服务获得海量用户;
	第二步: 广告+收费视频获得收入;
	第三步: 自制剧+UGC 成为新的网络电视台?

数据来源: 国泰君安证券研究

随着互联网行业与传统行业结合的日益紧密, 不同互联网应用的平台之路开始出现异化。例如: 支付宝脱胎于阿里体系的产品, 在获得海量用户和用户黏性后, 基于用户挖掘, 开始分析交易背后的资金需求问题, 试图成为一家互联网银行; 京东在赔本获得海量用户后, 自建物流体系, 以加速周转的方式成为互联网上的零售商; 优酷则也是在获得用户后, 以自制剧+UGC 试图成为互联网上的电视台。而这一切的起点都是在于获得海量用户和用户黏性之后。

2.2. Phone+成长三部曲

2.2.1. Phone+获得海量用户

我们认为, Phone+有希望获得拥有海量的下载量和同时在线用户量, 而这也是 Phone+成为平台的第一步:

- 1、Phone+首先是免费通话的工具型软件, 有最为广泛的用户群体;
- 2、Phone+具备自推广能力。必须双方都安装了 Phone+才能进行通话, 用户为了获得免费通话, 会主动邀请朋友使用, 实现产品的病毒式传播;
- 3、Phone+会有较高的在线率/活跃率, 因为 Phone+必须在线的时候才能拨出或者接入电话。

我们认为 Phone+是有可能在较短时间获得千万级别的同时在线用户, 在获得这样的用户规模后, 足够让 Phone+产品在市场上站稳脚跟, 避免被边缘化:

- 1、朗玛 UC 在 2002 年 9 月上线, 到 2004 年出售给新浪, 不到两年的时间就实现了有 8000 万的注册用户。但要注意到新浪 UC 用户很多可以选择不上线, 但 Phone+用户会一直保持在线;
- 2、目前中国智能手机和移动数据流量的快速发展有利于 Phone+的快速普及:

最新数据显示: 我国手机网民已经达到 3.88 亿, 3G 用户为 1.76 亿; 智能手机保有量在快速提升, 智能手机销量自 2010 年起开始出现爆发式增长, 2011 年接近 1 亿部, 而随着智能手机价格的持续下滑, 2012 年将逐步在 3-6 线城市市场普及, 对功能机形成替代, 智能手机将持续放量。

- 3、2011 年 7 月, google 在中国市场的一次调查显示: 中国城市智能手

机普及率已经达到 35%；其中还有一个有意思的数据，家里是使用智能手机最频繁的地方，达到 66%的比例，多数城市居民家里均搭建了 wifi 的无线网络环境。这超过 2 亿的用户群体将成为 Phone+的首批用户。

从产品层面来看，Phone+产品和产品卖点做到了极简：用户如果双方都安装了 Phone+客户端之后，可以省去通话费用。这样单一而集中的产品卖点，有利于前期的产品推广期，符合互联网产品营销需求。而在这一最大卖点之后，产品性能和功能方面也是集中体现在语音通信的领域中：

- 通话音质好，在网络状况较好的情况下会优于 2G 网络通话效果；
- 免费支持多方通话；
- 语音、短信、彩信通信支持双方加密。

在这个阶段，Phone+主要是作为一款通信工具，主打免费和通话效果，目标是获得种子用户，提升产品美誉度，并病毒式传播+营销，获得海量用户。

2.2.2. Phone+的社交网络化

Phone+的第二步将是增加分享功能，实现产品的社交网络化。从单纯的以通话工具获得海量用户，到附加上分享功能，向社交网络进化，这是 Phone+发展的第二步，也是从应用到平台的关键一步。

表 4：社交网络产品的简单对比

	用户之间的关系	分享/通信	覆盖群体	移动性
人人网	模仿 Facebook，起源校园，熟人之间的社交产品，采用实名制	互联网	中等	中
QQ 空间	源自 QQ 好友关系，既有陌生人，又有熟人的产品	互联网	海量	中
微信	QQ 导入+手机通信录导入，既有陌生人，又有熟人的产品	短信/彩信/语音短信/语音	海量	强
新浪微博	社会化媒体，在此基础上叠加社交功能	互联网	海量	强
豆瓣	脱胎于 BBS 类似，爱好相同的陌生人交友团体	互联网	小范围	弱
Phone+	基于手机通讯录导入形成的熟人社交	短信/彩信/语音短信/语音	海量	强
Facebook	源自真实的校园关系，借助美国深厚的校友维系实现从校园关系到成人市场的覆盖	互联网	海量	中

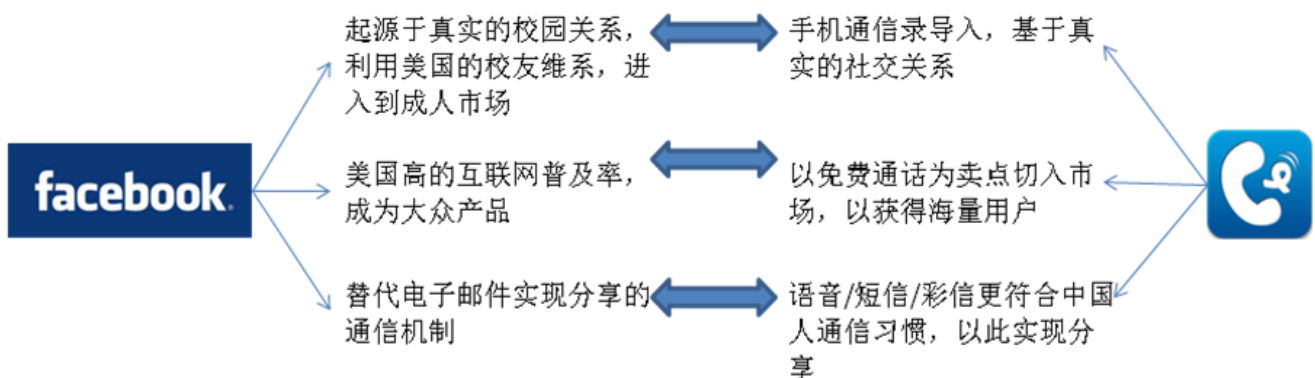
数据来源：国泰君安证券研究

Facebook 的社交网络理念深入人心，分享已经成为了互联网时代的一个标签，很多互联网应用中都会添加分享类似的功能。然而，强如 Google，为了抵御 Facebook，推出了 Google+，并快速获得了几千万的用户数量，但 Google+用户活跃度和黏性远远不如 Facebook。对于社交网络，我们更需要关心的是社交网络的黏性和用户活跃度。我们认为，在中国互联网与通信的应用体验中，Phone+与 SNS 有天然的契合。

- 1、Phone+首先就是基于熟人之间的关系
Phone+是基于电话簿导入，因此 Phone+相互之间的分享是基于相互认识的人，这使得 Phone+一开始就能够建立起基于用户之间的强耦合和强连接；
- 2、Phone+的语音、短信、彩信等通信手段更符合中国人使用习惯
基于互联网发展起来的 Facebook 所替代的通信类产品是电子邮件，Facebook 的关注功能使得熟人之间的信息传播直接通过分享完成，而不再依赖于 email。
但我们需要注意到，相对于 email 这样的通信工具，中国人更倾向于使用语音、短信和彩信等。从分享的实现方式来看，Phone+会更加契合中国人的应用习惯。
- 3、Phone+是大众产品
人人网是一款复制 Facebook 的产品。人人网成于校园网，但也一直难以突破校园网的区域。而 Phone+是一款大众产品，大多数用户，无论是在校园还是在社会，都需要一款能够帮助节约话费的软件，所覆盖的用户群体更大，价值也更容易得到体现。

类比 Facebook，我们认为 Phone+更具备可比性，能够很好的复制 Facebook 的成功经历。

图 1: Phone+类比 Facebook



数据来源：国泰君安证券研究

2.2.3. Phone+应用丰富化

Phone+在添加分享功能的同时，同时需致力于如何在 Phone+上叠加更多的应用，让 Phone+变得更好玩或者更实用，这是 Phone+增强用户黏性、提高用户活跃度、获取用户数据、延展应用范围以及最终变现的关键一步。

Phone+未来的发展可以借鉴 Facebook，所不同的在于 Facebook 是从互联网应用起步，从分享开始，逐步添加即时通讯工具，而 Phone+则是直接基于手机的应用，从一款通信工具起步。实际上，Phone+首先作为一款语音工具，结合中国互联网用户群体特性和使用习惯，互联网厂商之间的竞争与合作，以及运营商的影响，未来的发展必将走出一条独特的道路。

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

3.1.1. 核心假设

电话对对碰仍将是公司最主要的业务和收入来源，会员费收入将成为公司持续增长的现金流支撑。业务增长来源主要还是扩大覆盖省份，深耕各省市渗透率、加强手机用户的营销等。Phone+的 Android 与 iOS 版本均已上线公测，2012-2014 年是营销推广和发展用户的阶段，坚持完全免费的原则，这个阶段将很难产生规模化的收入与利润，故未计入盈利预测的假设条件。

1、电话对对碰收费会员持续增长

电话对对碰业务的营收取决于收费会员的用户增长。随着电话对对碰业务在更多地区的展开，以及在已开展区域的深度运营，该业务将获得持续增长。电话对对碰收入增长相关假设：

- **中国联通、中国电信的总用户数量持续增长，中移动业务逐步展开。**
2011 年联通与电信的总用户数量为 5.87 亿户，中国移动共拥有 6.49 亿户手机用户
- **覆盖区域不断扩大，合作的省运营商数量快速增长。**
- **用户渗透率不断提升。**2010 年电话对对碰的用户渗透率为 0.24%，2011 年为 0.33%。公司发展得最好的区域是贵州省，2010 年贵州省的会员渗透率达到 2.65%，远远超过全国平均水平。公司的区域深耕还有很大的市场。我们预计到 2014 年会员渗透率能够达到 0.8%。

表 5：电话对对碰会员收入预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
联通电信总用户数量（万户）	58700	60461	62275	64143	66067
增速（%）		3%	3%	3%	3%
年末用户渗透率（%）	0.24%	0.33%	0.60%	0.62%	0.80%
平均用户渗透率（%）	0.14%	0.21%	0.33%	0.43%	0.50%
会员数量（万户）	81.0	124.8	202.7	273.9	328.4
每人每月会费（元）	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
收入（万元）	7291	11228	18243	24650	29552
中国移动总用户数量（万户）	64900	64900	64900	64900	64900
平均用户渗透率（%）				0.02%	0.05%
会员数量（万户）				12.98	32.45
每人每月会费（元）				7.5	7.5
收入（万元）				1168.2	2920.5
总收入（万元）	7291	11228	18243	25818	32472
增速（%）		54%	62%	42%	26%

数据来源：国泰君安证券研究

2、主营成本小幅增长

从电话对对碰业务的性质，以及公司正在实施运营集中化，我们假设随着电话对对碰业务的收费会员增长，主营成本会出现小幅度增长。由于

Phone+和爱碰业务短期内不贡献收入，相关费用不计入成本。

3、费用率小幅增长

从电话对碰业务的性质，我们假设电话对碰的销售费用和管理费用会有小幅度上升，增速低于营收增速。Phone+和爱碰业务会带来较大费用。目前，我们假设公司整体费用率保持稳定。

表 6: 公司毛利率与费用率水平假设

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛利率	84.91%	89.59%	91.00%	91.00%	91.00%
销售费用率	2.09%	8.00%	10.00%	11.00%	11.00%
管理费用率	26.33%	30.97%	33.00%	32.00%	31.00%

数据来源：国泰君安证券研究

3.1.2. 盈利预测

表 7: 公司利润预测表

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	43	73	112	182	258	325
增长率	38.7%	68.9%	52.9%	62.6%	41.5%	25.8%
营业成本	-10	-11	-12	-16	-23	-29
%销售收入	24.0%	15.1%	10.4%	9.0%	9.0%	9.0%
毛利	33	62	101	166	235	295
%销售收入	76.0%	84.9%	89.6%	91.0%	91.0%	91.0%
营业税金及附加	-1	-3	-4	-6	-9	-11
%销售收入	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-1	-2	-9	-18	-28	-36
%销售收入	3.0%	2.1%	8.0%	10.0%	11.0%	11.0%
管理费用	-15	-19	-35	-60	-83	-101
%销售收入	33.8%	26.3%	31.0%	33.0%	32.0%	31.0%
息税前利润 (EBIT)	16	39	53	81	115	148
%销售收入	35.8%	53.1%	47.1%	44.5%	44.5%	45.5%
财务费用	0	0	2	6	10	13
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-1.5%	-3.2%	-4.0%	-3.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	16	39	55	87	125	161
营业利润率	35.9%	53.5%	48.6%	47.7%	48.6%	49.4%
营业外收支	0	1	14	14	14	14
税前利润	16	41	68	101	139	174
利润率	36.4%	55.5%	61.0%	55.3%	54.0%	53.7%
所得税	-3	-4	-10	-15	-21	-26
所得税率	18.5%	9.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	13	37	58	86	118	148
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	13	37	58	86	118	148
EPS		0.92	1.45	1.61	2.22	2.78

净利率

29.6%

50.0%

51.8%

47.0%

45.9%

45.7%

数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 估值分析

从发展空间来就对对碰业务进行估值。目前电话对对碰业务仅仅在几个重点省份有深度开拓，且中移动的市场还未开拓，电话对对碰业务的高速增长期还未过。从目前的新签省分公司来看，即使考虑到对新业务的投入，未来 2014 年也有望做到 1.5-2 亿净利润。随着电话对对碰业务渗透率的提升和规模增长，随后的同比增速将放缓。结合爱碰业务、以及 Phone+ 业务的协同效应，即使给予 15-20 倍估值，那么电话对对碰的合理估值应该在 22.5-40 亿之间。

Phone+ 业务发展还在前期，我们很难对该业务进行估值。但我们可以参考类似移动互联网应用在一级市场的估值。陌陌是基于地理位置的陌生人社交工具，于 2011 年 8 月正式上线，获得经纬创投的天使+A 轮融资，总额约 250 万美元。2012 年 8 月已经完成 B 轮融资，一级市场估值 2 亿美金。目前陌陌的团队约 50 人。

截至 2012 年 8 月披露如下数据：

- 陌陌日活跃用户在 200 万左右，周活跃用户接近 500 万
- 每天发送的消息量在 4000 多万条
- 用户男女比例 2:1
- iOS 与 Android 设备占比 56%:43%
- 25% 的用户绑定了新浪微博，21% 的用户绑定了邮箱

由此，从现有公司市值，我们给与增持评级，目标价 90 元。

3.3. 风险分析

1、电话对对碰业务拓展较慢

电话对对碰业务的拓展有低于预期的可能。

——公司的战略重点目前集中在 Phone+ 这一战略级产品上；

——电话对对碰业务还需要地方运营商的支持；

——中移动增值业务合作仍然处于混乱状态，国内最大运营商的拓展还存在风险。

公司将加强电话对对碰的推广，爱碰的后续运营也值得期待。

2、电话对对碰业务面临被更新潮业务快速取代的风险

市场上陌陌、米聊、微信等基于移动互联网的业务在快速兴起，有可能快速替代电话对对碰业务。

公司电话对对碰业务的目标客户群体与智能手机客户端用户并不完全重合，同时公司也在推出自己的客户端软件爱碰。

3、Phone+ 的市场竞争风险

随着移动宽带网络的发展，越来越多的厂商推出了移动 VoIP 应用，Phone+ 面临着各路大小厂商的激烈竞争。

公司 Phone+业务在产品定位准备，管理团队也深谙互联网产品运营之道，有望在市场中站稳脚跟。

4、Phone+业务面临运营商的打压

Phone+业务会在一定程度上分流运营商的话音收入，会遭到运营商的打压。

市场上的移动 VoIP 产品很多，微信等产品也在分流运营商的短信/彩信收入等。在 Phone+规模较小时，还难以进入运营商的视野。同时，Phone+是完全基于移动互联网的产品，运营商难以通过技术手段压制。

当 Phone+快速做大规模后，公司将具备与运营商谈判的资格，而朗玛信息与运营商之间将走向合作。

5、Phone+业务的变现能力

Phone+的平台化第一步是获取海量用户，随后再考虑如何从海量用户中获得收益。

Facebook、腾讯等等互联网厂商都有过这样的经历和经验可供借鉴，所需要的只是如何做好用户需求发掘。

6、Phone+的前期推广费用拉低公司盈利

Phone+业务短期内难以贡献营收和盈利，较大的费用支出会导致公司盈利增速变缓或下滑。

公司将加强财务控制，确保 Phone+业务的投入产出比。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		