

拓维信息(002261)
推荐
行业：移动互联网服务

教育+游戏双线突进，打造全新移动互联网领军企业

公司近期举办了投资者公开交流，我们与公司高管就公司未来发展战略及现状进行了充分交流。

投资要点：

- ✧ **面向全球打造精品游戏开发与发行商。**公司通过“自主研发+代理运营+投资并购”三条路径向上下游积极拓展游戏业务。自研方面公司旗下火溶团队开发《啪啪三国》目前月均流水约4000万，最高流水5000万，目前海外市场收入占比2/3。《龙战争》、《龙门镖局》等新作制作精良，未来市场前景看好。未来公司将面向全球寻找优秀的发行渠道或优秀的游戏开发商。
- ✧ **积聚优质资源，在线教育产品蓄势待发。**公司通过天天向上、菁优网校、高能100等实直接或参股运营在线教育业务，致力开拓K12市场。公司的产品特色在于把网络小班、互动社区、标准测评三者结合起来，科学提升不同学生水平。高能100坐拥北大清华等优质师资，在湖南省拥有合作学校百余所，覆盖24万生源，同时以校讯通平台面向全国拓展渠道，直达上千万生源潜在市场。仅以2%转化率，每用户ARPU4000元计算，可创造潜在营收8亿元。
- ✧ **融合素质与能力教育，以移动互联方式切入儿童教育产业。**随着我国70后80后人群逐步成为儿童家长主体，以移动互联网方式提供的儿童教育产品快速被市场接受，潜在规模近3000亿。公司于2014年9月与湖南卫视合作，负责运营推广《爸爸去哪儿亲子宝典》阅读APP，目前新产品《宝贝故事》也已上线。《爸爸去哪儿亲子宝典》和《宝贝故事》2015年运营目标为激活用户500万。未来变现模式可能有广告收入、点播计费、包月计费等多种。
- ✧ **盈利预测与评级。**我们预测公司2014-2016年EPS为0.25元、0.46元、0.76元，对应PE为82X、45X、27X。给予推荐评级
- ✧ **风险提示：**新品获批速度不达预期，估值过高的风险

作者

署名人：齐宁

S0960512090002

010-63222585

qining@china-invs.cn

6-12个月目标价： 25

当前股价： 20.38

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	403
流通股本(百万股)	261
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	53
成交量(百万股)	7.24
成交额(百万元)	148.23

股价表现

相关报告
主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	559	841	1473	2325
收入同比(%)	29%	50%	75%	58%
归属母公司净利润	40	99	181	302
净利润同比(%)	9%	150%	83%	67%
毛利率(%)	47.0%	39.3%	42.0%	44.1%
ROE(%)	4.7%	10.6%	16.8%	22.9%
每股收益(元)	0.10	0.25	0.46	0.76
P/E	204.35	81.77	44.62	26.79
P/B	9.51	8.65	7.48	6.14
EV/EBITDA	143	66	33	19

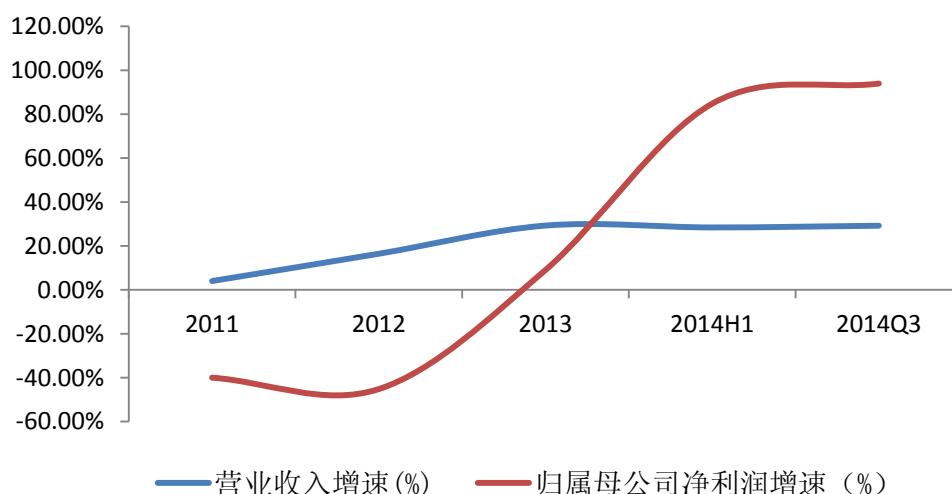
资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、公司概况

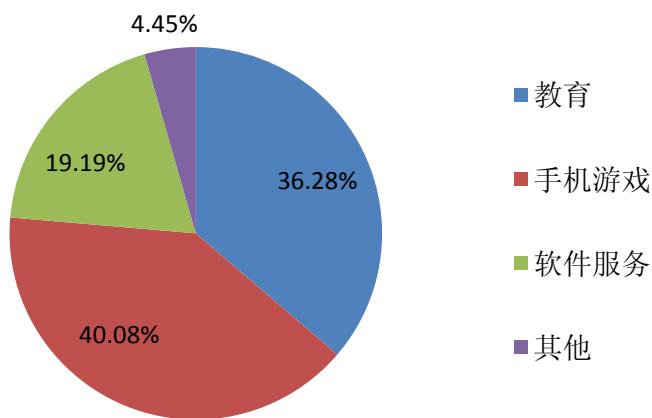
公司成立于1996年，最初主要从事电信行业软件开发及无线增值业务，是国内知名的传统sp厂商之一。2012年开始，公司积极转型移动互联网，重点发展游戏以及教育两块业务。游戏业务方面，公司通过“自主研发、代理发行、投资并购”三条路径，实现了全方位布局，致力于成为全球精品移动游戏开发商和发行商。同时积极面向K12教育市场，背靠北京、长沙等名校资源，以移动互联网方式开拓移动教育云平台，探索儿童有声读物等电子产品，取得了显著突破。2014年上半年公司游戏+教育服务业务占比已经达到80%，其中游戏业务同比+400%，实现飞跃式发展。

公司近年业绩加速回升



资料来源：中国中投证券研究总部

公司业务收入构成图 (2014半年报)



资料来源：拓维信息半年报

二、面向全球打造精品游戏开发与发行商。

公司以海外精品游戏代理为切入点，沿产业链上下游以“自主研发、代理发行、投资并购”三大方式并行打造全球精品移动游戏开发与发行商。**自研方面**，公司旗下火溶信息推出的手游《啪啪三国》是中国第一款3D卡牌策略类手游，攻克了全3D、即时操控、多人在线、千人战场等行业难题，在目前的手游产品中独树一帜。月均流水稳定在4000元左右，最高达到5000元；**代理发行方面**，公司与EA、ROVIO、hitcents、韩国Mgame等全球顶尖游戏厂商形成深度战略合作，并先后成功代理了《植物大战僵尸》系列、《愤怒的小鸟》、《捣蛋猪》等多款风靡全球的海外精品游戏。**投资并购方面**，公司稳扎稳打，收购了国内优秀的火溶信息团队，除《啪啪三国》创造优秀战绩以外，《龙战争》（集3D卡牌策略、人物养成、即时战斗于一体的全新手游作品）《龙门镖局》等多款新作推出，未来有望再创佳绩。公司着力打造优秀的移动互联网创业文化，以国内最好待遇吸引最优秀的90后生源进入公司从事游戏开发工作，未来游戏团队有望快速壮大。

火溶信息自研游戏-《啪啪三国》与《龙战争》



资料来源：火溶信息

公司代理优质游戏-《植物大战僵尸2》与《捣蛋猪》



资料来源：拓维信息、百度

《啪啪三国》ios 手游排行 (2014 年 12 月 1 日)

16		大掌门	大小 : 64.7MB 价钱 : 免费 是否内购 : 是	<input type="checkbox"/> 想玩 <input type="checkbox"/> 逛逛 <input type="checkbox"/> 样子货 <input type="checkbox"/> 骗钱的	新浪独家礼包	CGWS 8.1 优秀作品
		网游 + 卡牌 + 角色扮演 + 土豪				完美的弟子养成体系，独特的缘分组合设定，丰富的江湖故事情节，为玩家呈现出引人入胜的武侠体验。这个游戏就是基于武侠梦而诞生的武侠策略类网游，与....
17		放开那三国	大小 : 131MB 价钱 : 免费 是否内购 : 是	<input type="checkbox"/> 想玩 <input type="checkbox"/> 逛逛 <input type="checkbox"/> 样子货 <input type="checkbox"/> 骗钱的	新浪独家礼包	CGWS 8.1 优秀作品
		网游 + 卡牌 + 策略 + 视觉系				从游戏素质能够看出制作小组的制作诚意，画面党可以放心入手，画面和美工绝对没有问题。喜欢萌系和幽默类游戏的放心入手，应该都能满意。不足点是创意元素大多集中在小彩蛋上和小的系统架构，希望能打破原有卡...
18		迷你西游	大小 : 99.1MB 价钱 : 免费 是否内购 : 是	<input type="checkbox"/> 想玩 <input type="checkbox"/> 逛逛 <input type="checkbox"/> 样子货 <input type="checkbox"/> 骗钱的	新浪独家礼包	CGWS 8.1 优秀作品
		网游 + 卡牌 + 角色扮演 + 高富帅				网易首款手游，以西游记为背景，但是游戏中的卡牌角色又不只限于西游记中出现过的人物。Q版画风很可爱，或许容易吸引梦幻的老玩家尝试。关卡星级挑战设定虽然有特色，但容易让玩家感到枯燥。人物提升星等的前...
19		啪啪三国	大小 : 121MB 价钱 : 免费 是否内购 : 是	<input type="checkbox"/> 想玩 <input type="checkbox"/> 逛逛 <input type="checkbox"/> 样子货 <input type="checkbox"/> 骗钱的	新浪独家礼包	CGWS 8.1 优秀作品
		网游 + 卡牌 + 策略 + 土豪				《啪啪三国》一上来就是献给玩家一个全3D的世界，3D的人物建模及主城建筑使得整体画面感很强，而且在细节上也较为注重，而对话和卡牌则是采用的2D卡通形象，两者的结合却并不突兀。而进入战斗后的场景也...

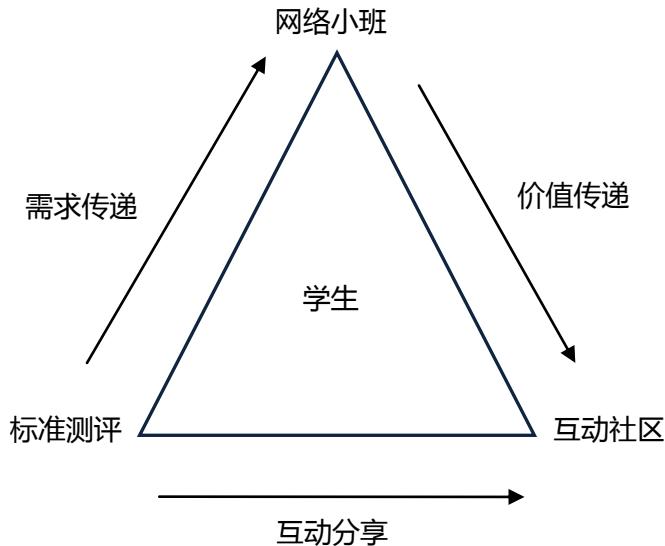
资料来源 : ios 游戏榜

三、积聚优质资源，在线教育产品蓄势待发。

1. 背靠优质资源，打造差异化在线教育产品

目前，我国 75% 的中小学生分布在三四线城市，而优质教师资源则集中于北上广深等城市；而培养一个优秀教师的周期需要 7 年之久，具有高级职称的教师仅占教师人口 7% 左右。这种教育资源的严重不均衡分配为在线教育的发展提供了巨大发展空间。公司通过天天向上、菁优网校、高能 100 等实直接或参股运营在线教育业务，致力开拓 K12 市场。公司的产品特色在于把网络小班、互动社区、标准测评三者结合起来，运用数据分析等先进技术，把在线直播和个性化指导相互结合起来，实现在线教育质的提升。**资源方面**，高能 100 集合了北大清华等重本生源作为师资，而拓维长期合作的长郡中学也是长沙名校，汇集了大量名师，为在线教育储备了大量优质师资。**渠道方面**，公司运营的校讯通平台可直达全国上千万用户，同时湖南省内可通过合作学校直接覆盖 24 万生源，具备了教育产品快速拓展能力。同时，公司开创的长郡网校、升级名校网校等还具有教师培训功能，可为落后地区学校以在线方式培养大量优质师资，同时具有 B2B2C 两类业务属性。

公司在线教育产品构思图



资料来源：拓维信息

2. 融合素质与能力教育，以移动互联方式切入儿童教育产业。

目前中国儿童家长以 70-80 后为主体，对于移动互联网普遍接受度较强，家庭中对于手机、平板电脑、智能电视等终端使用率极高，这对基于移动互联网方式提供的儿童读物提供了巨大的市场空间。2012 年我国就约有 8960 万名 5-15 岁儿童上网。根据调研公司 FrostSullivan 的数据，2005 年至 2013 年，中国儿童消费市场规模由 740 亿元增加至 3111 亿元，预计未来可超过万亿规模。公司顺应儿童教育规律，把素质教育和能力教育相互结合，向上整合动漫、出版、电视节目等资源，向下打通各类移动商城、以儿童互联网读物为切入点进入儿童教育产业。公司于 2014 年 9 月与湖南卫视合作，负责运营推广《爸爸去哪儿亲子宝典》阅读 APP 产品，产品利用时下热播亲子真人秀节目《爸爸去哪儿》的相关内容，打造出集互动阅读、兴趣涂鸦、认知贴纸和儿童猜图四大模块的儿童教育产品。目前新产品《宝贝故事》也已上线，日均下载量超过 19 万，已有激活用户 100 万。**公司目前已定下 2015 发展目标，《爸爸去哪儿亲子宝典》和《宝贝故事》2015 年激活用户为 500 万。**盈利模式方面，公司采取后向与前向两种收费模式，前向收费以点播、道具包月计费模式为主；后向收费以广告等计费模式为主。

《爸爸去哪儿》与《宝贝故事》



资料来源：百度

四、 盈利预测与评级。

我们认为公司目前在游戏和教育两大产品领域都取得了突破性进展,特别是教育产品具有强烈特色,未来有望成为在线教育、儿童电子读物领域的行业龙头之一。我们预测公司2014-2016年eps为0.25元,0.46元,0.76元,对应pe为82X、45X、27X。目前估值相对较高,给予“推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产				
现金	776	954	1291	1730
应收账款	392	392	392	394
其它应收款	187	281	493	778
预付账款	23	47	85	117
存货	5	13	18	31
其他	71	122	205	312
非流动资产				
长期投资	98	98	98	98
固定资产	266	254	240	225
无形资产	35	35	35	35
其他	103	91	77	62
资产总计	53	53	53	53
流动负债	75	75	75	75
短期借款	1042	1208	1531	1955
应付账款	0	7	26	0
其他	34	59	98	150
非流动负债	104	127	196	276
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	138	192	321	426
少数股东权益	54	81	130	211
股本	283	397	397	397
资本公积	92	35	35	35
留存收益	475	503	649	886
归属母公司股东权益	850	935	1081	1318
负债和股东权益	1042	1208	1531	1955

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流				
净利润	56	-1	9	86
折旧摊销	50	126	230	383
财务费用	26	20	22	23
投资损失	-10	-16	-15	-15
营运资金变动	0	0	0	0
其它	18	10	19	25
投资活动现金流				
资本支出	-199	-8	-8	-8
长期投资	8	8	8	8
其他	-13	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	-204	-0	-0	-0
长期借款	-14	9	-1	-76
普通股增加	0	113	0	0
资本公积增加	0	-57	0	0
其他	-14	-55	-20	-50
现金净增加额	-158	0	0	2

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	559	841	1473	2325
营业成本	297	510	854	1300
营业税金及附加	12	22	36	59
营业费用	52	59	103	163
管理费用	153	151	265	418
财务费用	-10	-16	-15	-15
资产减值损失	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	39	114	230	400
营业外收入	18	26	26	26
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	56	139	255	425
所得税	5	14	25	42
净利润	50	126	230	383
少数股东损益	11	27	49	81
归属母公司净利润	40	99	181	302
EBITDA	55	118	237	408
EPS (元)	0.14	0.25	0.46	0.76

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	29.3%	50.3%	75.3%	57.8%
营业利润	27.4%	196.5%	101.4%	73.8%
归属于母公司净利润	9.0%	149.9%	83.3%	66.5%
获利能力				
毛利率	47.0%	39.3%	42.0%	44.1%
净利率	7.1%	11.8%	12.3%	13.0%
ROE	4.7%	10.6%	16.8%	22.9%
ROIC	5.6%	15.1%	24.3%	31.8%
偿债能力				
资产负债率	13.2%	15.9%	20.9%	21.8%
净负债比率	0.00%	3.55%	8.13%	0.00%
流动比率	5.64	4.96	4.03	4.06
速动比率	5.09	4.29	3.35	3.29
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.75	1.08	1.33
应收账款周转率	3	3	4	3
应付账款周转率	11.28	10.99	10.89	10.50
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.25	0.46	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	-0.00	0.02	0.22
每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.36	2.72	3.32
估值比率				
P/E	204.35	81.77	44.62	26.79
P/B	9.51	8.65	7.48	6.14
EV/EBITDA	143	66	33	19

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

齐宁,中投证券研究所通信行业分析师,中国人民大学金融学硕士,产业经济学学士,2010 年加入中投证券研究所,9 年通信运营商工作经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434