



协同整合接力高速增长

投资要点

- **转型释放红利。**过去, 拓维信息主要是为运营商提供技术支持和服务的企业, 从 2013 年开始, 公司开始向游戏和教育进行布局, 先后收购了火溶信息布局游戏业务; 自身开始布局线下教育、O2O 教育, 后续收购了海云天、长征教育等优质教育企业。目前公司整体是“游戏+教育”的双主业驱动的模式, 未来教育将是公司重点发展的领域, 各个子公司和母公司平台的协同效应将是超预期增长的核心。
- **海云天和拓维信息的协同。**海云天深耕考试、测评行业多年, 无论是在学校还是在教育机构均有着非常深厚的合作关系和渠道优势。拓维信息自身有着非常丰富的教育产品, 通过和海云天的结合以后, 利用海云天的渠道优势, 有利于公司将自己的服务产品向教育机构和学校进行推广; 另一方面, 海云天具有考试数据优势, 通过考试数据可以衍生出很多极具竞争力的教育服务产品, 如“高招帮”等。
- **长征教育和拓维信息的协同。**长征教育主要是幼儿园教育内容提供商, 其优势是通过占据课堂而获得幼儿园渠道。拓维信息和长征教育结合以后, 拓维信息将为长征教育注入互联网基因, 使其内容互联网平台化, 从过去单纯的 2B 向 O2O+B2C 领域扩张, 构建出院所服务闭环。
- **受益改革, 教育行业发展迎来黄金期。**近年来, 我国教育行业改革逐步有序推进, 政策红利和资本增加双因素驱动行业爆发。同时, 随着我国经济发展, 城市化进程加快, 人均收入的进一步提高叠加意愿教育消费观念, 教育行业未来还有巨大的市场发展空间。互联网环境下, 教育行业的商业服务不断涌出, 互联网教育行业市场增长率达到 32%, 位列全行业第三, 预计是行业未来最强劲的发展方向。从目前整体规模和资本倾向来看, 我们看好 K12 和幼儿教育两个细分市场。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年, 公司的 EPS 为 0.3 元、0.38 元、0.48 元, 对应的 PE 为 44 倍、34 倍、27 倍。考虑到公司潜在协同效应明显, 未来进一步并购预期强烈, 给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 1) 游戏行业加速下滑的风险; 2) 国家管理政策发生变化的风险; 3) 业绩承诺不达预期的风险; 4) 整合协同进度慢于预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	768.67	979.22	1191.83	1450.10
增长率	16.85%	27.39%	21.71%	21.67%
归属母公司净利润 (百万元)	209.46	331.56	422.38	537.88
增长率	272.03%	58.29%	27.39%	27.35%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.30	0.38	0.48
净资产收益率 ROE	6.01%	8.85%	10.42%	12.09%
PE	69	44	34	27
PB	4.06	3.78	3.49	3.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-23824664
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.15
流通 A 股(亿股)	11.15
52 周内股价区间(元)	12.68-49.01
总市值(亿元)	144.33
总资产(亿元)	40.84
每股净资产(元)	3.23

相关研究

目 录

1. 转型红利确认.....	1
2. 受益改革，教育行业发展迎来黄金期.....	2
2.1 政策红利频传，教育行业蓄势待发.....	2
2.2 国民经济发展迅速，收入增长拉动教育支出.....	3
2.3 互联网教育最好的时代：教育行业潜力爆发.....	4
2.4 学前教育，起跑线上的投资机会.....	5
3. 多家子公司合力推动业务发展.....	6
3.1 海云天.....	6
3.2 长征教育.....	9
3.3 龙星信息.....	10
3.4 诚长信息.....	11
3.5 火溶信息.....	11
4. 协同发展是未来的看点.....	11
4.1 长征教育的协同.....	11
4.2 海云天的协同.....	12
5. 盈利预测与估值.....	13
6. 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 拓维信息营业收入及增速 (亿)	1
图 2: 2015 年公司主要收入结构	1
图 3: 公司毛利率、净利率	2
图 4: 公司各主要业务毛利率	2
图 5: 我国财政性教育经费投入逐年增加	2
图 6: 我国城镇居民人均年可支配收入突破 30000 元	3
图 7: 我国居民教育总支出历年数据 (亿元)	3
图 8: 2013-2017 年互联网教育市场规模 (亿元)	4
图 9: 2015 年全行业市场增速前 4 的行业	4
图 10: 互联网教育市场细分领域份额	4
图 11: 互联网教育市场细分领域投资情况	4
图 12: K12 在线教育市场规模	5
图 13: K12 在线教育市场活跃用户数 (万人)	5
图 14: 学前教育经费总投入及增速	5
图 15: 14 年学前教育生均经费投入较 10 年翻倍	5
图 16: 2014 年学前三年入园率攀升至 70%	6
图 17: 网上评卷业务示意图	7
图 18: 教育测评示意图	7
图 19: 智能考试示意图	8
图 20: 考务管理示意图	9
图 21: 龙星信息业务示意图	10
图 22: 长征教育与拓维信息的协同效应示意图	12
图 23: 海云天与拓维信息的协同效应示意图	13

表 目 录

表 1: 海云天 2014 年业务结构	9
表 2: 主要子公司承诺业绩	13
表 3: 可比公司 2016 年 PE、EPS	14
表 4: 并购子公司 2015 年的经营情况	14
附表: 财务预测与估值	15

1. 转型红利确认

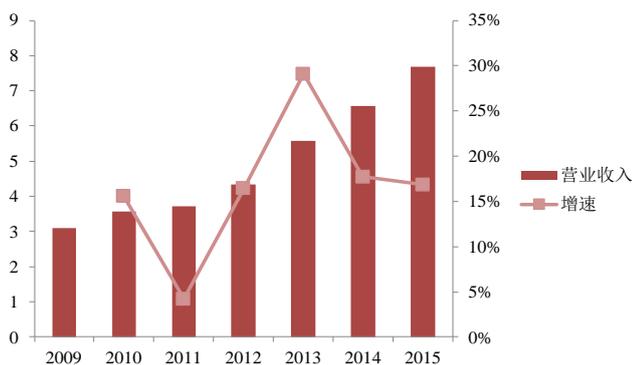
拓维信息成立于 1996 年，过去专注于电信行业的软件开发以及增值业务，从 2013 年开始，公司决定战略转型，首先是收购了火溶信息，涉足手游领域，随后收购海云天、长征信息等公司，布局互联网教育和校园服务领域，并取得了良好的效果，目前公司是“游戏+教育”的双主业驱动模式。从公司的长期布局来看，我们认为教育将是未来公司重点经营的领域。

从拓维信息 2015 年的经营情况来看，公司实现营业收入 7.68 亿，同比增长 16.72%，其中：

- 教育业务贡献收入 3.29 亿，在收入中占比约为 42.84%，同比增长 39.41%；
- 游戏业务贡献收入 2.15 亿，在收入中占比约为 27.99%，同比增长 9.14%；
- 版权业务贡献收入 2.23 亿，在收入中占比约为 29.04%，同比下滑 0.89%；

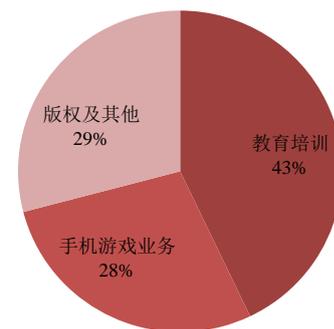
整体来看，公司教育业务快速发展，游戏业务回归平稳增长，版权业务保持稳定。

图 1：拓维信息营业收入及增速（亿）



数据来源：西南证券

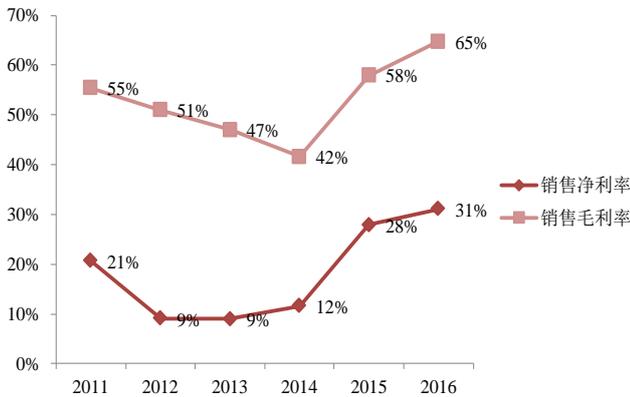
图 2：2015 年公司主要收入结构



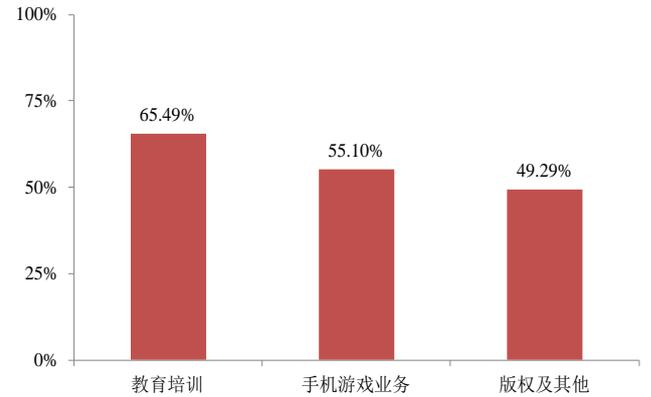
数据来源：西南证券

教育业务崛起有效拉动公司毛利率

2015 年，是公司全面教育转型的一年，当年毛利率为 57.92%，较 2014 年 41.64% 的水平大幅度提升，也一举扭转了公司毛利率连续 4 年下滑的颓势。具体来看，教育业务毛利率为 65%，较过去三年平均水平提高了至少 5 个百分点，规模效应和协同效应开始显现；游戏业务毛利率为 55%，属于行业平均水平；毛利率最低的版权业务为 49.29%，其在收入中占比下降也是提高整体毛利率的原因之一。

图 3：公司毛利率、净利率


数据来源：西南证券

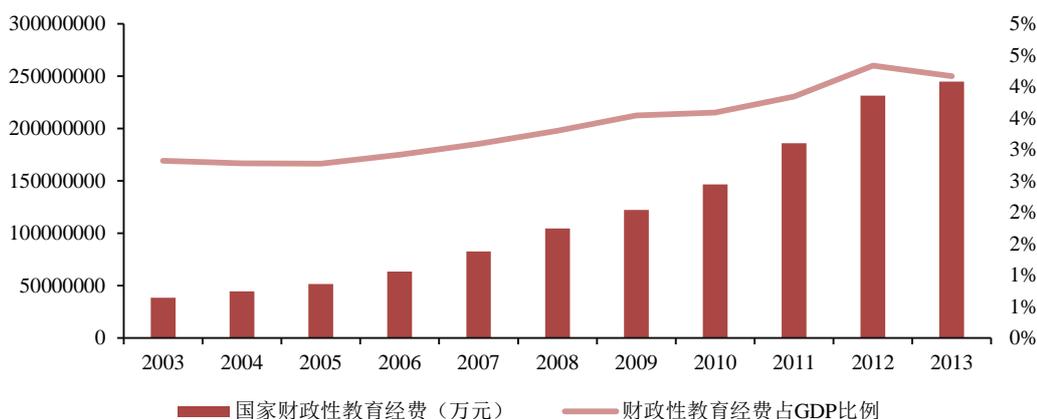
图 4：公司各主要业务毛利率


数据来源：西南证券

2. 受益改革，教育行业发展迎来黄金期

2.1 政策红利频传，教育行业蓄势待发

近年来，教育行业的政策频繁出台，构成持续的政策利好。十三五期间，教育改革将得到全面推进：1) 从最近一年出台的政策看，教育互联网化、信息化及学前教育等是高频出现词汇，加快学前教育及中学教育的普及，促进教育信息化已经箭在弦上；2) 2016年6月下旬，《民办教育促进法》修改有望落地，预期删除“不得以营利为目的”条款，教育的非盈利性限制将破冰，民间资本将助力教育行业发展；3) 据联合国开发计划署的数据显示，发达国家教育支出占GDP比重普遍在5%以上，而我国2013年国家财政性教育经费为2.4万亿元，占GDP比重为4.16%，投入水平与普及率的差距将有望推动教育行业持续蓬勃发展。

图 5：我国财政性教育经费投入逐年增加


数据来源：wind, 西南证券整理

2.2 国民经济发展迅速，收入增长拉动教育支出

我国作为世界人口大国，个体人均资源偏低，在人才选拔中面临着更为激烈的竞争，因此中国家庭对教育一向都是高度重视。对于大部分来说，“知识改变命运”的认同度较高。随着我国经济的发展，国民收入不断增加，带动教育支出也不断上涨。城市化进程加快，更高的家庭人均可支配收入，以及更强的教育投入意愿，直接引爆了教育行业的需求，市场规模已经达到万亿级别。未来，人均收入的进一步提高叠加意愿教育消费观念，决定了教育行业未来巨大的市场发展空间。

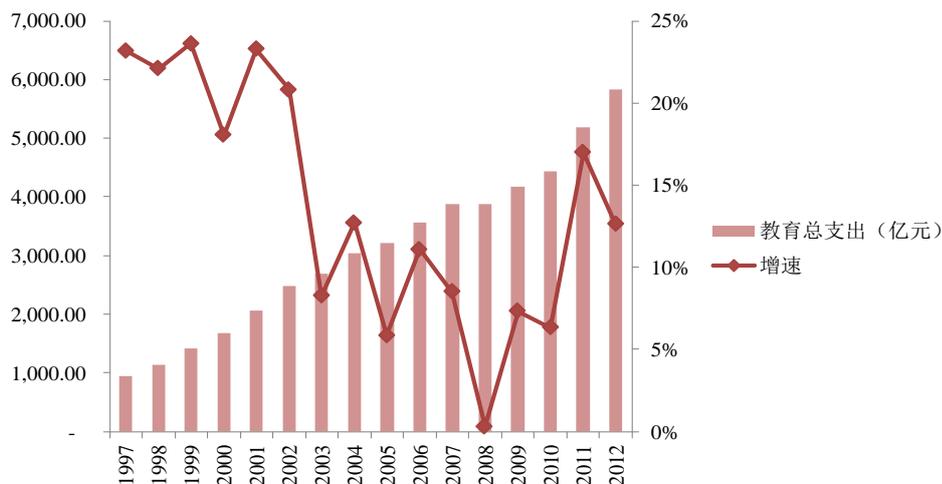
图 6：我国城镇居民人均年可支配收入突破 30000 元



数据来源：wind，西南证券整理

我国城镇家庭可支配收入持续增长，人均可支配收入从 1997 年不足 5000 元，增长至 2015 年已超过 30000 元。1999 年，我国居民教育总支出大约 900 多亿，到 2012 年，规模已达到近 6000 万亿，且增速逐渐回升，预计到 2020 年，教育支出总规模将达到万亿级别。

图 7：我国居民教育总支出历年数据 (亿元)

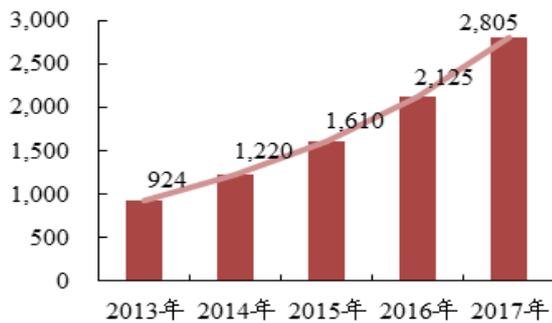


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 互联网教育最好的时代：教育行业潜力爆发

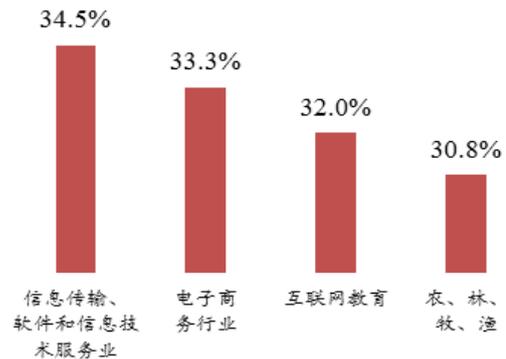
从 2013 年开始，互联网教育的发展日益蓬勃，无论体制内外的市场，都在探索适合互联网的创新教育环境来服务大众学习人群。互联网环境下，教育行业的商业服务不断涌出，互联网教育行业市场增长率达到 32%，位列全行业第三，预计到 2017 年，互联网教育市场规模将全面爆发突破 2800 亿元。

图 8：2013-2017 年互联网教育市场规模（亿元）



数据来源：百度教育，西南证券整理

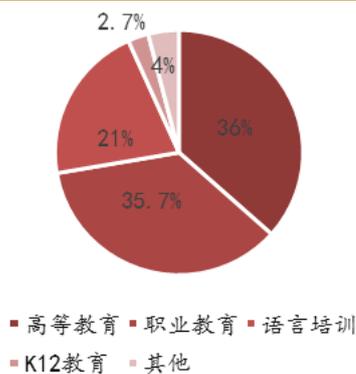
图 9：2015 年全行业市场增速前 4 的行业



数据来源：中国 2015 年国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

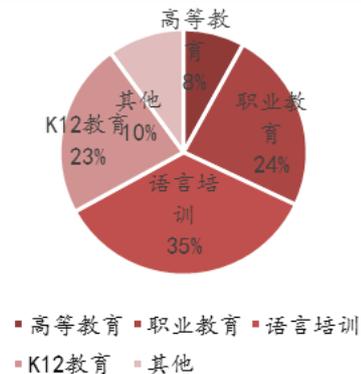
从互联网教育市场细分领域份额来看，高等教育、语言培训和职业教育所占比例最大，原因在于这两个领域在线上开展的可行性高、单价贵以及可复制性强。相比之下，高等教育互联网份额占比较小，市场并未完全打开，但高等教育受众基数大，因此发展空间应该是最大的。

图 10：互联网教育市场细分领域份额



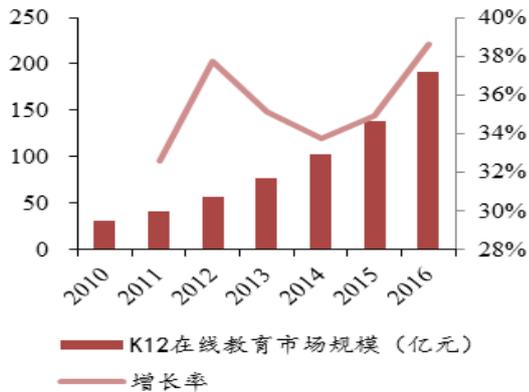
数据来源：百度教育，西南证券整理

图 11：互联网教育市场细分领域投资情况

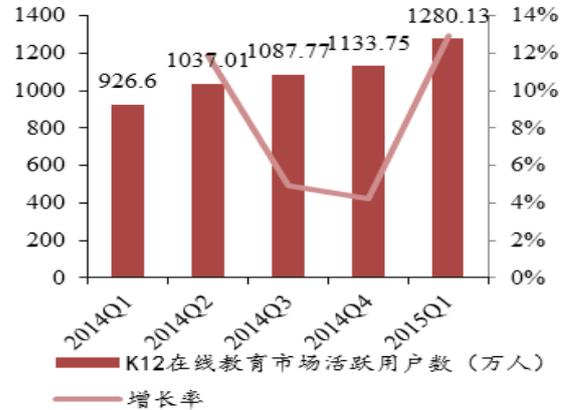


数据来源：百度教育，西南证券整理

K12 受资本市场青睐，是互联网教育的必争之地。互联网教育细分市场包括学前教育、企业培训、中小学教育 (K12)、职业教育、高等学历教育几个领域，高等学历教学长期占据 60% 左右的份额。其实 K12 领域在校学生数远远大于高等教育在校生数，近几来也逐渐被资本重视，市场规模增速超过同期互联网教育市场总体增速，占比逐步提升。目前，K12 线下竞争已经进入红海时代，但线上市场占比不大，尚处于蓝海时代。从互联网教育的投资情况来看，K12 领域占到了 23%，说明该领域线上平台正在布局，后期市场规模将进一步扩大，占比将进一步提升。

图 12: K12 在线教育市场规模


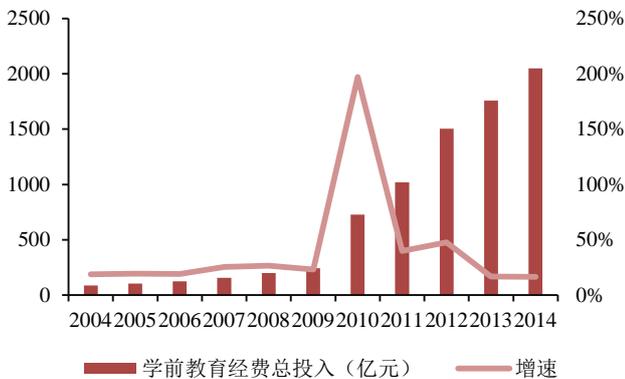
数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: K12 在线教育市场活跃用户数 (万人)


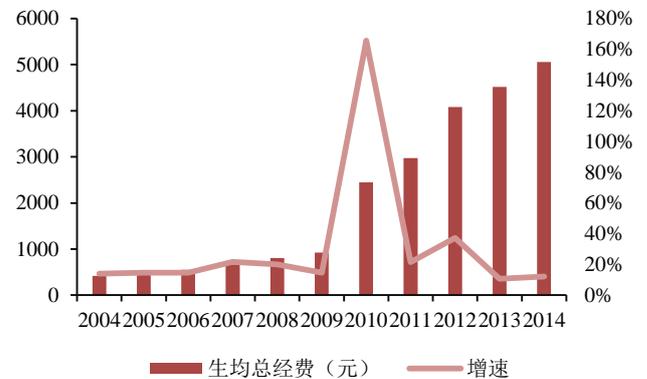
数据来源: 易观智库, 西南证券整理

2.4 学前教育, 起跑线上的投资机会

国家重视学前教育, 近六年学前教育经费平均增速达到 **52.9%**。2015 年 11 月中国教育部发布了《国家中长期教育改革和发展规划纲要》中的幼儿教育专题评估报告, 要求进一步持续稳定加大对幼儿教育的财政性投入, 把我国幼儿教育财政性经费占国家财政性教育经费的比例从 2013 年的 3.5% 至少提高到 7%。2014 年我国学前教育经费突破 2000 亿元, 较 2008 年增长了 10 倍, 可见我国近几年对学前教育的重视。

图 14: 学前教育经费总投入及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 14 年学前教育生均经费投入较 10 年翻倍


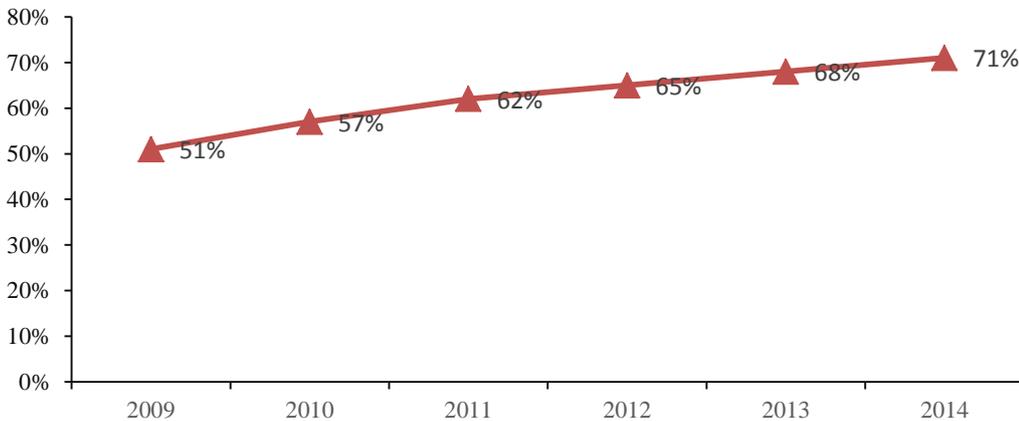
数据来源: wind, 西南证券整理

“二胎”全面放开, 幼儿教育市场迎来高峰期。2015 年 10 月十八大宣布我国将“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”。根据 2014 年卫计委的数据, 我国目前约有 9000 万对育龄夫妇计划生育二胎, 减去目前符合单独二胎政策条件的夫妇 (约 1100 多万), 受益于全面放开二胎政策的夫妇共约 7900 万对。若按照 75% 的出生/申请比推算, 4 年后我国合计多生约 1500 万人, 到 2020 年幼儿园在园人数将会大幅增加。

毛入园率持续提升, 2016 年目标达到 75%。一直以来我国学前教育普及不高, 2009 年仅 50% 的适龄儿童在学前三年入园, 尽管在国家大力倡导和努力之下, 学前三年毛入园率于 2014 年已经达到了 70%, 较 2009 年已经提高近 20 个百分点, 但仍远低于小学 97% 的

入学率水平。《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》提出，到 2016 年全国学前教育三年毛入园率达到 75% 左右的目标，未来幼儿教育市场在政策和资本的共同推动下将有巨大的市场空间。

图 16：2014 年学前三年入园率攀升至 70%



数据来源：wind，西南证券整理

3. 多家子公司合力推动业务发展

拓维信息的业务结构中，子公司是非常重要的一环。拓维信息近年来并购的子公司主要是两个类型，游戏（火溶信息）和教育（海云天+长征教育+龙星信息+诚长信息）。

3.1 海云天

海云天是一家为教育机构或教育管理部门提供信息技术服务的企业，主要业务是：网上评卷、教育测评、智能考试、考务管理。其中全国高考网上测评市场占有率为 58%、中考网上测评占有率超过 30%；年处理考试数据超过 1.4 亿份。

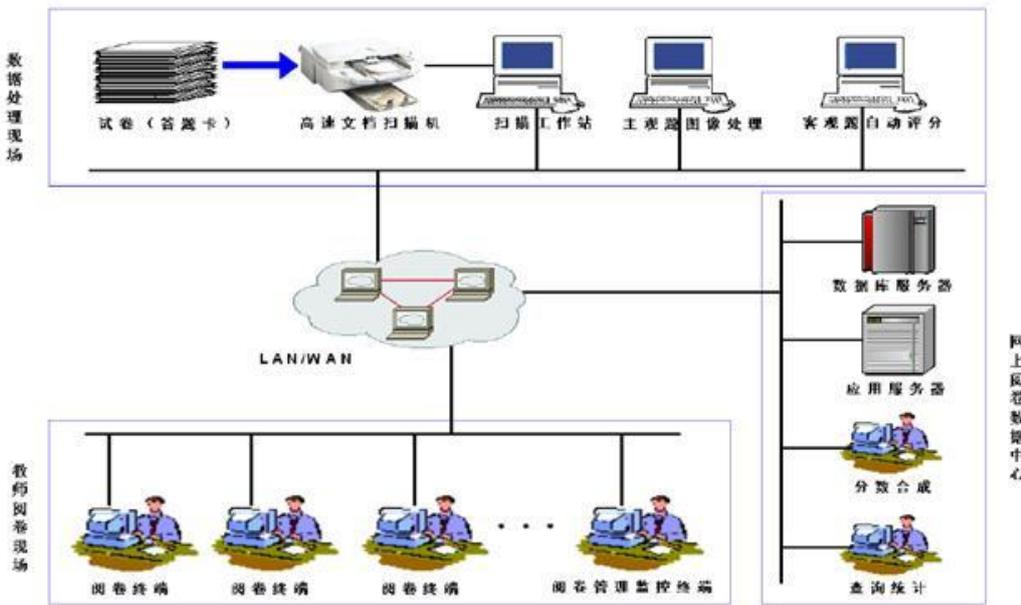
网上评卷

通俗而言，网上评卷就是将考生的答题分为选择和非选择题，选择题由系统直接评分、非选择题由系统对考生答卷进行图像处理以后传输到评卷老师的端口，由评卷老师进行评分，最后由系统进行成绩合成和统计分析。

从目前的趋势来看，网上评卷的优势在于：1) 屏蔽考生信息，相对公正；2) 多人阅卷，降低主观性误差；3) 成绩录入由系统完成，减少人为失误；4) 考试数据集中，便于后续的分析。

目前海云天的网上评卷业务广泛应用于中考、高考、研究生考试、成考、自考、专业考试、司考、CET、以及其他考试。

图 17: 网上评卷业务示意图



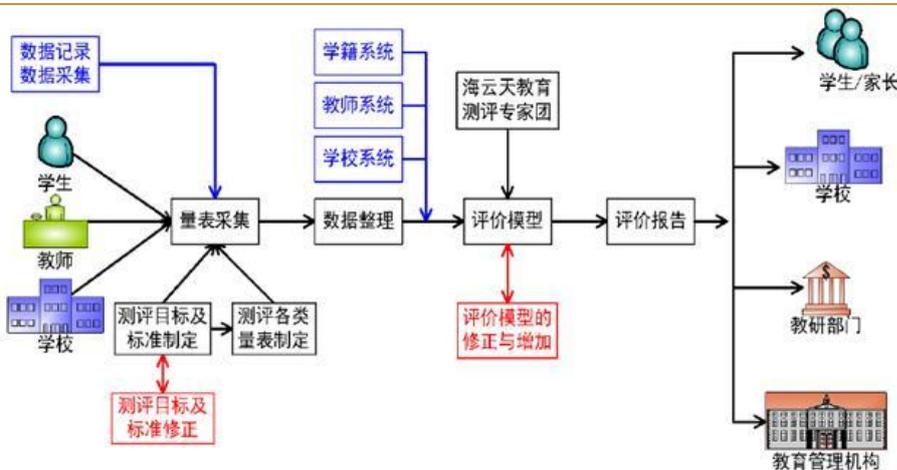
数据来源: 公司公告、西南证券

教育测评

该业务是以信息技术为基础, 收集学生的思想品德、学业水平、身体素质、艺术修养和社会实践的情况, 并通过数据的方式录入系统, 通过增值评价、归因分析、认知诊断等统计、心理、教育测量学的模型记性综合分析, 以求以数据的形式对学生的综合情况进行客观的反应。

教育测评首先有助于建立对学生的综合评价体系, 是改革应试教育、提升学生综合素质的有效检验标准, 对推进素质教育、优化教育方法等领域提供了科学的参考依据; 其次教育测评客观的反应了学生的基本情况, 对因材施教的个性化教育模式奠定了基础。

图 18: 教育测评示意图



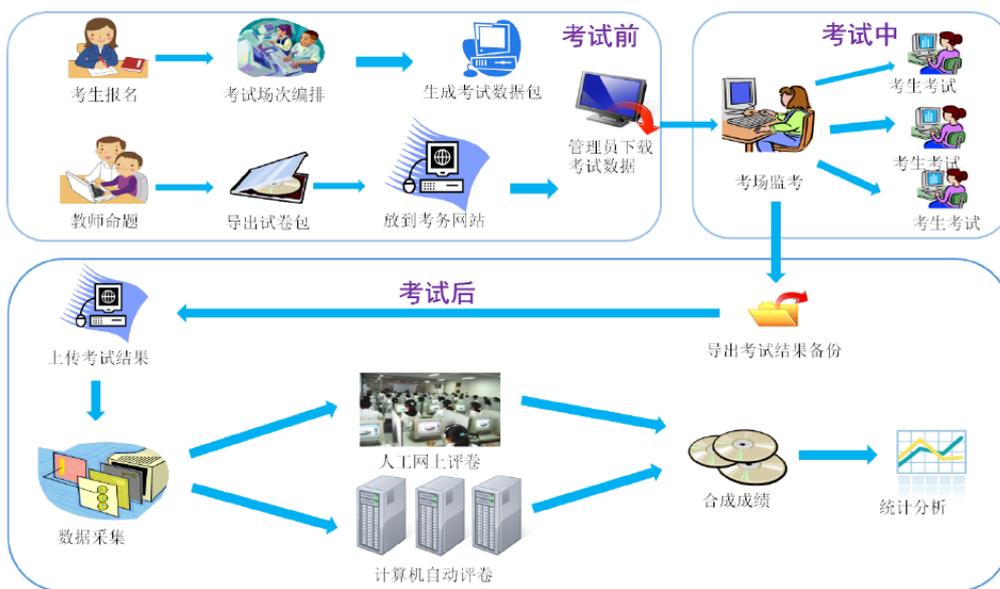
数据来源: 公司公告、西南证券

智能考试

公司通过将计算机技术、互联网技术和教育教学内容进行结合，让考试脱离传统的纸笔模式或口头交流的模式，实现计算机辅助下的无纸化、虚拟化的考试模式。这样做的好处在于提高考试效率、减少主观臆断，同时也有利于考试数据的收集、整理和分析。

海云天的智能考试业务在其自主开发的系统支持下，为客户提供全方位的考试解决方案，包括前期的考试环境、考试准备以后后期的考试评卷等环节。目前，主要包括人机对话听说考试、实验操作考试和一般机考等模式，在会计职称、证券从业、CPA、中高考英语、CET 口语等领域应用广泛。

图 19：智能考试示意图



数据来源：公司公告、西南证券

考务管理

标准化的考务管理是为客户提供网上巡查、应急指挥、考生身份验证、作弊防控、移动考务管理、统一指令管理、试卷智能跟踪等综合业务解决方案。这样有利于考试管理的规范化和标准化，一方面有利于考生在公平的环境下最大限度体现个人水平；另一方面也有利于教育机构获得考试的准确信息。

图 20: 考务管理示意图


数据来源：公司公告、西南证券

在海云天的业务结构中，网上评卷是主要的收入来源，2014 年公司的主营收入中，网上评卷的占比超过六成。从区域结构来看，海云天是一家全国性的服务机构，并无特别明显的区域性特点。海云天的承诺业绩是，2015 年（5390 万元）、2016 年（7170 万元）、2017 年（9010 万元）、2018 年（11290 万元）。

表 1: 海云天 2014 年业务结构

单位：万元	金额	占比		收入占比
网上评卷	8686	60.71%	华北	24.74%
考务管理	4085	28.55%	华中	5.46%
智能考试	1119	7.82%	华东	31.09%
教育测评	355	2.48%	华南	5.69%
其他	62	0.43%	西南	16.74%
合计	14307	100.00%	西北	11.80%
			东北	4.49%

数据来源：公司公告、西南证券

3.2 长征教育

长征教育是一家集多媒体教育环境及幼儿教育产品研发、生产、推广、培训于一体的幼儿教育解决方案提供商，主要是幼儿教育产品研发、推广和多媒体教学环境的支持和服务。其产品主要针对 3~6 岁的儿童，拥有专利 194 项，自主研发超过 1 万分钟的幼儿教育内容，覆盖上万家幼儿园，超过 150 万儿童同时使用公司的产品。

目前，长征教育产品主要包括：幼儿园教育产品和家庭教育产品。其幼儿教育五大课程体系是长征教育的主要收入来源，包括《Love English》、《迪多丫比历险记》、《冲动驼和淡定驼》、《礼仪宝贝成长记》、《分级阅读》。家庭教育产品主要是对父母和家庭而设，包括《父母大学堂》等。同时，长征教育为其客户提供全套的硬件使用系统，帮助客户更好的应用其幼儿教育产品。

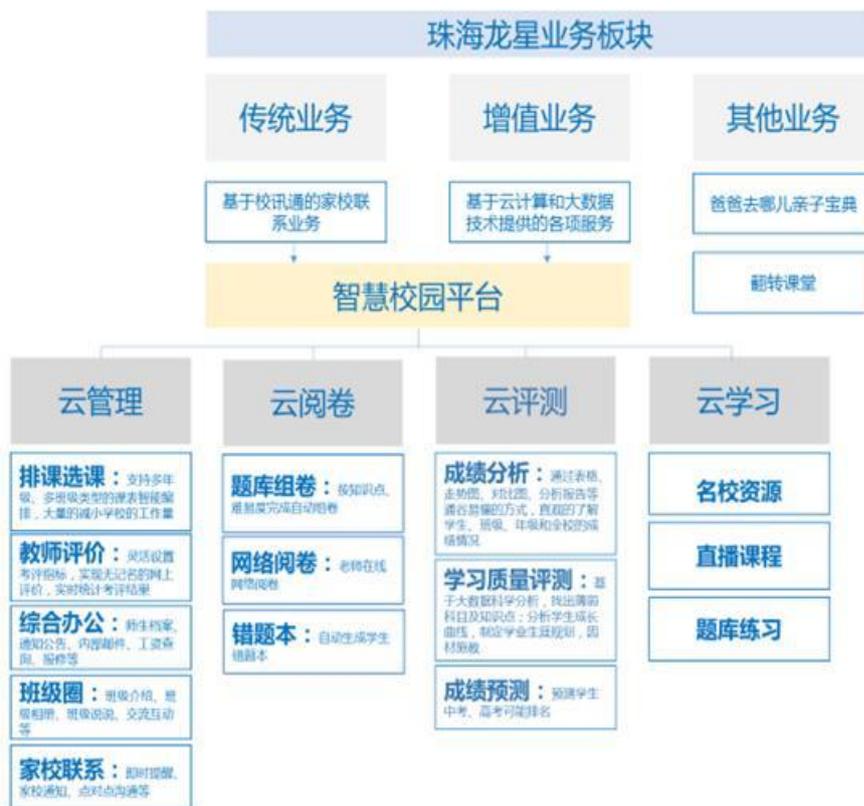
长征教育的承诺利润是：2015 年（4400 万元）、2016 年（5720 万元）、2017 年（6864 万元）。

3.3 龙星信息

龙星信息成立 2002 年，是我国最早的教育营业 SP 企业之一。通过移动通信和互联网技术，公司于运营商深度合作，为幼儿园到高中各个阶段的老师、家长、学生提供即时、边界、高效的沟通服务。在此技术上，依托于大数据优势，为 K12 阶段的教师、家长和学生提供多种增值服务。

龙星信息承诺，2015 年（1214 万元）、2016 年（1335 万元）。

图 21：龙星信息业务示意图



数据来源：公司公告、西南证券

3.4 诚长信息

诚长信息作为龙星信息的子公司，主要是负责陕西省的校讯通和相关增值服务，其业务模式和产品与龙星信息相似。其服务的范围包括陕西省的7个地区（西安、榆林、延安、渭南、商洛、安康、铜川），2014年合作学校超过1500所，服务教师超过2.4万人，服务家长超过46万人。

诚长信息承诺，2015年（759万元）、2016年（834万元）。

3.5 火溶信息

火溶信息是公司开始转型的第一步，也是公司游戏业务的核心代表，主要从事手游的开发、发行和运营，曾经出品过包括“啪啪三国”在内的多款精品手游。目前，公司的业务可以分为这么几个方面：海外合作和自我研发。

自我研发方面：《啪啪三国》继续更新版本，《龙门镖局》和《龙战争》也实现了较为稳定的流水。

海外合作方面：1) 并购日本游戏公司GAE，与CR跨国合作，代理《三国志魁》，一度IOS达到第五；2) 运营包括“植物大战僵尸1”、“植物大战僵尸2”、“愤怒的小鸟”等海外精品游戏；3) 与CAE合作，开拓海外市场，包括制作了“啪啪阿拉伯版”等产品。

目前公司的主要战略将倾向于海外市场，尤其是收购日本游戏企业，巧妙的避开了日本游戏的市场壁垒，打入日本市场；另一方面，这个收购将巧妙的解决游戏本土化的难题，有利于公司输出游戏产品。

火溶信息承诺：2015年（7800万元）、2016年（9750万元）。需要注意的是，2015年火溶信息并未能完成业绩对赌，仅实现了6657万元。主要原因是游戏开发的进程有所延误，导致新品未能及时跟上。预计随着2016年储备的项目陆续投放，今年完全有望实现业绩承诺。

4. 协同发展是未来的看点

目前，各个子公司的收购已经完成，且自身业务也在有条不紊的推进之中。但是，我们认为，各个公司依赖自己的发展，足以完成业绩对赌，而潜在的协同将实现业绩的超预期增长。

4.1 长征教育的协同

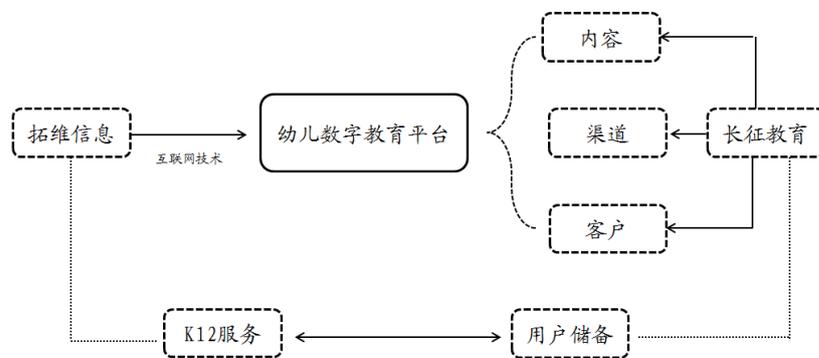
长征教育其实是补充公司幼儿教育领域的关键一环。相比于其他类似公司，长征教育的意义在于：以内容占领幼儿园课堂，从而深度绑定幼儿园院所，也即绑定了所有幼儿教育业务的核心渠道。

长征教育将为拓维信息提供幼儿园渠道，同时拓维信息也将为长征教育原有业务注入互联网基因。目前，拓维信息以“云宝贝”为代表的互联网O2O平台已经搭建完成，下半年，“线下+线上”整合的努力即将开花结果，相关移动服务平台也基本完成。通过“云宝贝”等系列服务产品，过去长征教育的内容将通过互联网实现进一步的扩散，加强了用户之间的

互动性和服务内容，同时也将更加深入的绑定客户，为客户提供全方位的教育服务，提高客户的使用体验感；另一方面，从长期来看，随着未来平台生态的逐步成熟、流量规模足够且稳定以后，衍生品市场将为公司注入巨大的业绩想象空间。拓维信息和长征教育的合作将过去长征教育单纯的 B2B 的经营模式扩大到“B2B+B2C+O2O”。

长征教育的客户将成为公司未来的客户。长征教育的目标人群主要是相对低龄的幼儿人群，随着这部分人群的成长，他们将逐渐脱离长征教育的服务体系。但随着公司的统一运筹，长征教育的幼儿客户将逐步成长为公司 K12 教育的客户。即长征教育的客户未来将是拓维信息 K12 系统的客户，经过从小的培养，客户会对“拓维信息”教育体系产生依赖感，这种习惯性的服务需求将极大的提高客户使用粘性。所以，长征教育将提前储备公司 K12 系统的潜在用户。

图 22：长征教育与拓维信息的协同效应示意图



数据来源：公司公告、西南证券

4.2 海云天的协同

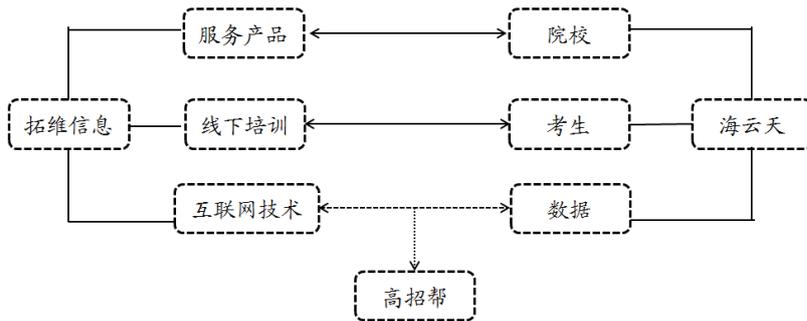
海云天深耕 K12 考试、测评服务多年，其对于拓维信息的意义除了能贡献一个非常稳定且持续增长的利润之外，还在于为拓维信息补充 K12 教育领域的渠道支持。

海云天的渠道将丰富公司 K12 教育产品的覆盖面。因为海云天和教育机构或学校之间的合作积淀深厚，使其无论是在教育机构还是 K12 学校系统均建立了良好的合作关系，这是极具排他性的竞争优势。拖尾信息通过和海云天的结合，将获得海云天所储备的这些学校或教育机构的渠道资源。通过这些渠道资源，将极大丰富公司旗下各个教育服务产品的辐射面积，尤其是拓新信息自身的线下培训业务，将获得巨大的发展机会。

海云天的大数据系统加上拓维信息的互联网基因。过去，海云天通过多年的高考测评、网上评卷等业务累计了大量的考试相关的数据。随着海云天和拓维信息的结合，拓维信息将为这些大数据注入互联网基因，使得其具有可变现的能力，“高招帮”就是集中体现：帮助考生填报志愿的产品现在非常多，但是拓维信息的“高招帮”因为海云天的大数据支持，使得其具有非常大的竞争优势，尤其是海云天因为参与网上评卷，拥有考生的考试排名的第一手数据，结合招考院校的相关信息，为考生提供准确的院校申报建议提供了巨大的支持，而这种支持是传统服务机构所不可能具备的。

海云天的教育测评将提高公司整体教育产品的价值。海云天的主要业务之一：教育测评在和拓维信息进行结合以后，将为拓维信息所有教育产品提供科学的、数据化的测验反馈，准确的反映出各个教育产品的质量；另一方面，教育测评自身就是一个产品，无论是用在母公司还是长征教育，都极大的丰富了这两个平台的产品结构；对海云天而言，也拓展了其业务覆盖面。

图 23：海云天与拓维信息的协同效应示意图



数据来源：公司公告、西南证券

5. 盈利预测与估值

对于拓维信息的盈利预测，基于以下基本假设前提：

- 1) 不考虑公司潜在的并购可能；
- 2) 各个子公司至少能达到承诺利润；
- 3) 国家对于教育行业、尤其是私人教育行业的相关政策短期内不发生重大变化；
- 4) 手游行业能在去年 80% 的行业增速前提下，今年至少保持 40% 以上的行业增速；

本着谨慎的态度，我们对拓维信息的利润体系以最保守的计算方式来进行，拓维信息的利润体系主要是自身的 O2O 教育以及各个子公司贡献：

- 母公司未来三年预计利润为 2000 万、2200 万、2500 万；
- 子公司利润为业绩对赌利润：

表 2：主要子公司承诺业绩

单位：万元	2015	2016	2017	2018
海云天	5390	7170	9010	11290
长征教育	4400	5720	6864	-
龙星信息	1214	1335	-	-
诚长信息	759	834	-	-
火溶信息	7800	9750	-	-
合计	19563	24809	15874	11290

数据来源：公司公告、西南证券

合计，公司 2016 年的基本业绩为 2.7 亿。考虑到公司今年协同效应将开始显现，各类协同产品将在下半年陆续投放市场，给予公司 20% 的基本业绩溢价，即约 3.3 亿的利润，对应的 EPS 为 0.3 元，其中游戏约 0.08 元、教育约 0.22 元。

表 3：可比公司 2016 年 PE、EPS

	教育		游戏		
	EPS	PE		EPS	PE
全通教育	0.42	67	天神娱乐	2.05	38
新南洋	0.34	81	掌趣科技	0.32	31
立思辰	0.33	57	三七互娱	0.47	38
和晶科技	0.71	58	完美环球	0.74	48

数据来源：wind、西南证券

- 公司游戏业务相对龙头而言，并无明显优势，故给予 30 倍的估值；
 - 公司教育业务优势突出，整合效应明显，未来想象空间极大，给予 60 倍的估值；
- 按此估算，公司的目标价是 15.6 元，给予“增持”的投资评级。

表 4：并购子公司 2015 年的经营情况

	承诺业绩	实际业绩
海云天	5390	5660
诚长信息	759	784
火溶信息	7800	6415
长征信息	4400	4429
龙星信息	1214	1258

数据来源：西南证券整理

6. 风险提示

- 1) 国家对于教育的政策或发生改变的风险；
- 2) 游戏行业加速下滑的风险；
- 3) 承诺业绩不达预期的风险；
- 4) 公司整合不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	768.67	979.22	1191.83	1450.10	净利润	214.19	339.05	431.92	550.04
营业成本	323.43	445.55	536.32	638.04	折旧与摊销	42.17	59.76	60.95	64.54
营业税金及附加	6.45	9.01	10.64	13.08	财务费用	-5.35	0.41	0.42	0.46
销售费用	79.74	39.66	45.65	51.04	资产减值损失	5.32	0.58	0.00	0.00
管理费用	223.45	28.98	35.40	42.20	经营营运资本变动	-177.90	475.88	50.52	134.10
财务费用	-5.35	0.41	0.42	0.46	其他	7.14	10.77	5.14	0.06
资产减值损失	5.32	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	85.57	886.46	548.96	749.20
投资收益	76.63	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-2271.94	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1814.27	-15.81	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-457.67	-21.32	-37.77	-61.10
营业利润	212.27	444.39	557.90	705.27	短期借款	40.00	3056.01	1203.99	-4300.00
其他非经营损益	20.92	1.73	0.00	0.00	长期借款	38.90	602.56	935.86	1066.12
利润总额	233.18	446.12	557.90	705.27	股权融资	2294.97	0.00	0.00	0.00
所得税	18.99	107.07	125.97	155.23	支付股利	-22.14	-73.31	-116.05	-147.83
净利润	214.19	339.05	431.92	550.04	其他	-1969.48	-28.50	-0.42	-0.46
少数股东损益	4.73	7.49	9.55	12.16	筹资活动现金流净额	382.25	3556.76	2023.38	-3382.18
归属母公司股东净利润	209.46	331.56	422.38	537.88	现金流量净额	10.16	4421.89	2534.57	-2694.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	624.51	5046.40	7580.97	4886.89	成长能力				
应收和预付款项	538.81	108.29	144.39	168.95	销售收入增长率	16.85%	27.39%	21.71%	21.67%
存货	121.18	133.30	174.17	201.97	营业利润增长率	212.23%	109.36%	25.54%	26.42%
其他流动资产	207.85	190.83	262.27	306.94	净利润增长率	179.92%	58.29%	27.39%	27.35%
长期股权投资	70.17	70.17	70.17	70.17	EBITDA 增长率	204.69%	102.57%	22.73%	24.38%
投资性房地产	0.00	5.17	5.17	5.17	获利能力				
固定资产和在建工程	207.96	167.58	147.87	146.48	毛利率	57.92%	54.50%	55.00%	56.00%
无形资产和开发支出	2300.48	2290.10	2284.65	2286.10	三费率	38.75%	7.05%	6.84%	6.46%
其他非流动资产	252.42	248.91	245.40	241.89	净利率	27.87%	34.62%	36.24%	37.93%
资产总计	4323.38	8260.76	10915.06	8314.57	ROE	6.01%	8.85%	10.42%	12.09%
短期借款	40.00	3096.01	4300.00	0.00	ROA	4.95%	4.10%	3.96%	6.62%
应付和预收款项	299.57	414.60	528.58	680.40	ROIC	11.98%	13.09%	18.77%	24.78%
长期借款	38.90	641.46	1577.32	2643.44	EBITDA/销售收入	32.40%	51.53%	51.96%	53.12%
其他负债	379.40	279.00	363.59	442.94	营运能力				
负债合计	757.87	4431.07	6769.50	3766.79	总资产周转率	0.27	0.16	0.12	0.15
股本	557.28	1114.56	1114.56	1114.56	固定资产周转率	5.09	5.21	7.82	10.97
资本公积	2460.94	1903.66	1903.66	1903.66	应收账款周转率	2.78	4.64	23.97	22.10
留存收益	593.75	852.00	1158.33	1548.38	存货周转率	3.60	3.49	3.48	3.39
归属母公司股东权益	3557.57	3814.26	4120.59	4510.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.65%	—	—	—
少数股东权益	7.94	15.43	24.98	37.14	资本结构				
股东权益合计	3565.51	3829.69	4145.57	4547.78	资产负债率	17.53%	53.64%	62.02%	45.30%
负债和股东权益合计	4323.38	8260.76	10915.06	8314.57	带息债务/总负债	10.41%	84.35%	86.82%	70.18%
					流动比率	2.25	1.47	1.59	5.21
					速动比率	2.07	1.43	1.56	5.03
					股利支付率	10.57%	22.11%	27.47%	27.48%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.30	0.38	0.48
					每股净资产	3.20	3.44	3.72	4.08
					每股经营现金	0.08	0.80	0.49	0.67
					每股股利	0.02	0.07	0.10	0.13
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	249.08	504.57	619.27	770.27					
PE	69.07	43.63	34.25	26.90					
PB	4.06	3.78	3.49	3.18					
PS	18.82	14.77	12.14	9.98					
EV/EBITDA	26.08	25.62	20.23	15.57					
股息率	0.15%	0.51%	0.80%	1.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn