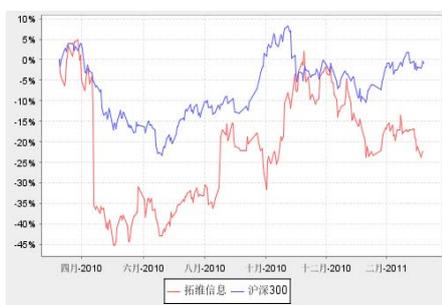


拓维信息 (002261.SZ)
顺应移动互联大势，移动教育商务动漫三
箭齐发
评级： 买入 前次：
目标价 (元)： 46-52

 分析师 联系人
 陈永倬 许彬
 S0740511020001
 021-20315115 02120315198
 chenyz@qlzq.com.cn xubin@qlzq.com.cn
 2011年3月24日

基本状况

总股本(百万股)	145.36
流通股本(百万股)	74.55
市价(元)	34.79
市值(百万元)	5056.93
流通市值(百万元)	2593.73

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	262.58	308.69	357.29	470.42	608.24
营业收入增速	12.47%	17.56%	15.75%	31.66%	29.30%
净利润增长率	23.77%	11.26%	26.08%	18.22%	46.11%
摊薄每股收益 (元)	0.98	0.78	0.76	0.89	1.31
前次预测每股收益 (元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益 (元)	-	-	-	1.00	1.39
偏差率 (本次-市场/市场)	-	-	-	-10.44%	-5.75%
市盈率 (倍)	40.77	51.03	52.61	38.70	26.49
PEG	1.72	4.53	2.02	2.12	0.57
每股净资产 (元)	6.69	5.48	4.87	5.67	6.87
每股现金流量	1.42	0.80	0.81	1.03	1.37
净资产收益率	14.68%	14.22%	15.52%	15.77%	19.00%
市净率	5.98	7.26	8.16	6.10	5.03
总股本 (百万股)	79.87	111.81	145.36	145.36	145.36

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 在中移动数据业务从“移动梦网”、“基地模式”向“MM模式”展开变革，并取消了单项数据业务 KPI 考核的大背景下，各省移动数据业务发展自主权进一步扩大，流量经营的能力要求也进一步提高，在这个背景下在各省移动建立起了营销渠道，并能够提供数据业务深度服务的增值服务商将迎来更大空间。
- 在围绕中移动的数据增值服务商的转型和变革中，拓维信息走在前列，公司目标是三年内成为以运营商为依托的移动增值服务行业的第一名。在渠道建设方面，公司已经跨区域、跨运营商，实现了全国布局；在产品创新方面，实现了移动教育、移动商务、手机动漫三箭齐发：
 - 移动教育巍然成型。通过整合分散的但是收入总量高达 20 亿元的“校讯通”市场，对接 2000 亿元市场容量的中小学教学辅导市场，成就全国覆盖最广、成本最低、精准度最高的中小学教育移动营销平台。
 - 移动商务战略布局。移动票务对接百亿的电影门票市场和百亿的积分兑换市场。票务未来可由电影票向旅游门票、餐饮、美容等消费服务领域延伸；支付可以从移动积分拓展到其他运营商与银行积分，甚至手机支付；从而可以构建一个围绕生活消费和文化消费的移动电子商务平台。
 - 手机动漫爆发将至。1) 中国手机动漫正处在日本 2004 年的时点上：日本 2004 年到 2008 年手机动漫市场增长 33 倍，达到 32 亿人民币，其诱因正在于 3G 牌照发放、手机终端进化、手机动漫技术的改善；2) 中国手机用户手机动漫消费需求旺盛：根据公司调研，54% 的人对手机动漫感兴趣，41.8% 的人愿意为手机动漫付费，46.5% 的人可以承担每个月 5 元以上的月付费，据此可以粗略估算出手机动漫潜在市场容量高达 44 亿元；3) 2011 年 7 月，中国移动手机动漫基地将在福建正式商用，规划 2012 年收入达到 20 亿，将推动手机动漫业务的快速发展；4) 拓维信息占有手机动漫领域 10% 的市场，是中国移动和中国电信两大运营商手机动漫基地的战略合作伙伴，在内容、技术和平台方面具有全方位无可比拟的竞争优势，将成为手机动漫市场爆发的最大受益者。
- 2011-2012 年公司 EPS 分别为 0.84、1.31 元。我们认为，2011 年公司净利润受期权费用影响增速较低这一事实已为市场所充分预期，而 2012 年随着期权费用的逐渐减少，公司将步入净利润高速增长阶段。公司作为 A 股当中稀缺的、优异的移动互联网标的，能充分顺应未来移动互联网发展格局，在移动互联网爆发的浪潮中应该享受溢价。我们给予公司 2012 年 EPS35-40 倍的市盈率，未来一年目标价 46-52 元，“买入”评级。

内容目录

新型增值业务服务商	- 4 -
成长历程	- 4 -
业务结构	- 4 -
从中移动数据业务的前世今生看移动增值服务商的命运走向	- 5 -
中移动数据业务模式历程：梦网模式 1.0-基地模式 2.0-MM 模式 3.0.....	- 5 -
移动数据业务变局中，增值服务商的发展走向	- 7 -
拓维信息通过渠道布局和产品创新，成就新型增值服务商典范	- 8 -
公司目标：移动增值服务行业领先企业	- 8 -
跨区域、跨运营商的渠道布局	- 8 -
在渠道布局的基础上，移动教育、移动商务、移动动漫三箭齐发	- 8 -
业绩预测与估值	- 17 -
收入假设	- 17 -
毛利率和费用率假设	- 18 -
业绩与估值	- 19 -

图表目录

图表 1：公司业务结构	- 4 -
图表 2：无线增值业务结构	- 4 -
图表 3：拓维信息移动增值业务	- 5 -
图表 4：移动梦网数据业务产业链	- 6 -
图表 5：中移动 MM	- 7 -
图表 6：企业开发者在 MM 平台中明显占优	- 7 -
图表 7：校讯通业务模式	- 9 -
图表 8：拓维信息——全国最大的中小学移动教育营销平台	- 10 -
图表 9：中国电影票房收入迅速提高	- 11 -
图表 10：中国积分兑换市场超 150 亿	- 11 -
图表 11：拓维信息——移动电子票务远景模式	- 12 -
图表 12：动漫产业快速发展	- 12 -
图表 13：手机动漫表现形式	- 13 -
图表 14：手机动漫——从浏览类到衍生类	- 13 -
图表 15：日本手机动漫五年增长三十三倍	- 13 -
图表 16：中国 3G 用户规模	- 14 -

图表 17: 中国智能手机出货量.....	- 14 -
图表 18: 手机游戏用户.....	- 14 -
图表 19: 手机游戏收入规模.....	- 14 -
图表 20: 手机阅读用户数.....	- 14 -
图表 21: 手机阅读收入规模.....	- 14 -
图表 22: 无线音乐用户数.....	- 15 -
图表 23: 无线音乐收入规模.....	- 15 -
图表 24: 71.6%的用户对动漫感兴趣.....	- 15 -
图表 25: 54.50%的用户对手机动漫感兴趣.....	- 15 -
图表 26: 41.8%的人愿意为手机动漫付费.....	- 15 -
图表 27: 46.5%的人可以承受 5 元以上的月付费.....	- 15 -
图表 28: 手机游戏基地商用推动手机游戏收入大增.....	- 16 -
图表 29: 手机阅读用户数和收入.....	- 16 -
图表 30: 手机阅读日均 PV.....	- 16 -
图表 31: 中移动手机动漫基地发展规划.....	- 17 -
图表 32: 业务收入假设 (单位: 万元).....	- 18 -
图表 33: 毛利率和费用率.....	- 18 -

新型增值业务服务商

成长历程

- **从基于运营商的软件开发到移动增值。**拓维信息成立于1996年，成立之初的主要业务是为电信运营商提供软件开发和技术服务。通过为电信运营商提供相关技术服务，让公司拥有优秀的技术能力以及对移动增值业务的理解能力，从而切入增值服务市场。

业务结构

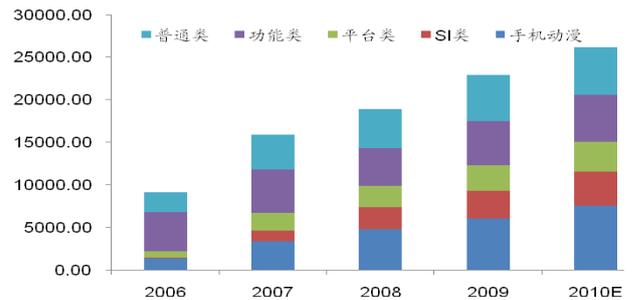
- **超越传统SP的新型移动增值业务服务商。**公司的移动增值业务占公司收入比重一直在提升，从2006年的56%提升到2010年底 73%。公司现在运营的移动增值业务可以划分为手机动漫类、移动SI类、平台支撑类、功能类及普通类等五大类。而且公司已经实现了移动增值业务的升级换代，传统普通SP业务占增值业务比重仅为20%左右。

图表 1: 公司业务结构



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

图表 2: 无线增值业务结构



来源：公司资料，齐鲁证券研究所

图表 3: 拓维信息移动增值业务

手机动漫	手机动漫杂志	面向全国发行的手机动漫类电子刊物, 通过彩信方式提供最新、最全的国内外知名漫画家的手机动漫作品和优秀系列手机动漫作品
	移动动漫超市	通过网站、WAP、彩信等业务平台展示优秀的手机动漫作品、当前的动漫行业资讯等内容, 为客户提供手机下载、浏览、播放等一站式手机动漫增值服务平台。
	真人动漫秀	用户用手机将个人照片上传到指定的服务器, 系统即可自动将具有明显个人特征的卡通形象下发给用户手机, 用户可以利用卡通图片生成或DIY个性卡通动漫形象。
	手机动漫频道	客户定制服务后, 即可在梦网动漫频道中在线欣赏最新的动漫影视作品, 同时还可以随时获取最新动漫资讯
	动漫游戏	为客户提供手机动漫游戏下载服务
移动SI	校讯通	中国移动、教育机构与公司联合推出的学生、家长、学校之间的短信类互动交流平台
	移动邮箱、移动OA、移动CRM、企业情报机	通过提供标准化的企业移动应用和解决方案, 满足中小企业用户移动办公、生产控制、营销服务等信息化需求, 实现节约成本、提高效率、增加收入等目的。
平台类	语音杂志、彩铃DIY、省级无线音乐俱乐部、行业ADC	主要通过与其他SP合作向个人用户提供彩铃、IVR等服务来分享收益
功能类 普通类	一机多号、隐身聊天和移动聊吧	对用户个性化需求提供特色功能服务的业务, 该类业务不依赖于服务内容
	彩铃、彩信、IVR等	主要通过短信、彩铃、IVR、WAP、网站等方式向用户提供服务
移动电子商务	移动电子票务	向终端消费者提供福利彩票、体育彩票、电影票、旅游门票等票务服务, 从而取代纸质票的人工配送环节, 极大地方便了消费者。
	手机投注	通过短信、语音、手机上网、客户端等形式可以随时随地地购买福利彩票以及获取各种彩票相关信息的服务。
	商易通	基于PC及手机终端以短信、WEB、语音、RFID等方式为集团客户提供客户资料管理、客户行为分析、客户互动和客户定向营销服务, 为个人客户提供消费打折服务。
	移动公用事业缴费	为公用事业单位提供的集电子帐单呈递、电子帐单支付、公用事业缴费入账为一体的一站式服务。

来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

从中移动数据业务的前世今生看移动增值服务商的命运走向

中移动数据业务模式历程: 梦网模式 1.0-基地模式 2.0-MM 模式 3.0

- 中国移动增值服务商的命运, 跟中移动数据业务的战略走向息息相关。分析和思辨移动增值服务商的发展历程和未来发展走向, 离不开对中国移动数据业务发展模式演进的分析。
- 中移动数据业务走过了从“梦网模式”、“基地模式”到“MM 模式”的演变。在此过程中, 中移动数据业务价值链发生了嬗变, 可适应中移动未来数据业务发展趋势, 并且具有自主创新能力的增值服务商将可以如鱼得水, 而在传统梦网模式下大部分传统 SP 必成昨日黄花。
- **中移动数据业务 1.0: 移动梦网**
 - 2000 年 11 月, 中国移动利用正式发布移动梦网计划。移动梦网是中国移动向移动用户提供的移动互联网应用服务的业务品牌, 囊括了短信、彩信、wap、百宝箱等多元化信息服务。移动梦网的价值链中, 中国移动提供数据接入平台、信息通道、代收费通道, SP 通过提供有价值的信息获取收入并实现赢利, CP 提供应用开发服务, 用户可以通过移动梦网浏览有价值的信息。
 - 2000 年到 2001 年的互联网正值寒冬期, 一方面网络服务企业缺乏收入来源, 另一方面广大消费者找不到方便安全的支付渠道。而移动梦网所构建的移动支付平台以其良好的用户群、成熟的计费平台、收费手段和收费渠道, 使互联网“收费无门”的问题得以解决, 带来了一大批互联网企业的繁荣。
 - 移动梦网最为关键的问题在于产业链环节过多。其中包括订购关系

的控制权也一度掌握在 SP 手里，使得 CP 难以与运营商建立直接联系，使得少数 SP 的业务寻租成为可能。

图表 4：移动梦网数据业务产业链



来源：齐鲁证券研究所

■ **中国移动数据业务 2.0：基地模式+KPI 考核**

- 所谓基地模式，就是指运营商将某一项具备前景的增值业务交给某一个省公司统一负责，统一运行、统一管理、一点接入、全网服务。移动国内最早的增值业务基地从中国移动无线音乐基地开始。经过多年的发展，目前移动已经形成 8 大基地。
- 基地模式的好处是：在基地采取统一研发、统一规划、统一管理、统一宣传的方式，极大地提高效率，同时，试点的方式也能有效降低成本和风险，如果失败，那么更改的成本也较低；如果成功，即将基地经验在全国迅速复制推广。在基地模式中，省级运营商占据绝对的主导地位，在选择 CP\SP 的过程中，形成了寻租空间。
- 同时，中移动通过 KPI 考核导向来推动数据业务的发展。KPI 是对各省级移动公司的考核，与年度奖金等直接挂钩，各省级公司非常重视。其中数据增值业务大概占到 8% 左右的权重，每年根据中移动数据业务发展的重点而对数据增值业务中的细项进行调整。例如，2008 年中国移动针对省公司的考核指标中有中央音乐平台下载量、飞信客户端活跃用户数、12580 活跃用户数、手机证券付费用户数、手机报付费用户数等等。KPI 考核在一定程度上助长了基地业务发展重量不重质的情况，省公司甚至会想办法左手倒右手制造增值业务营收。另一方面，各省级公司对数据业务的选择一刀切，没有自主权。

■ **中国移动数据业务 3.0：MM 模式+考核体系的嬗变**

- MM——一站式销售和服务平台。中国移动的战略意图是将 MM 打造成面向消费者的一站式业务销售平台——成为满足跨平台、跨终端客户实时体验、下载、更新、订购需求的综合商场；面向开发者的一站式服务平台，尽快聚合尽可能多的各类开发者及其优秀应用和数字内容；面向使用者的一站式移动互联网业务使用平台，引进优秀内容，用户可以直接在 MM 上看书、听音乐、收发邮件等。

- 我们认为，在中移动的互联网业务中，基地模式和 MM 模式将长期并存，从而形成“前店后厂”的整体架构。

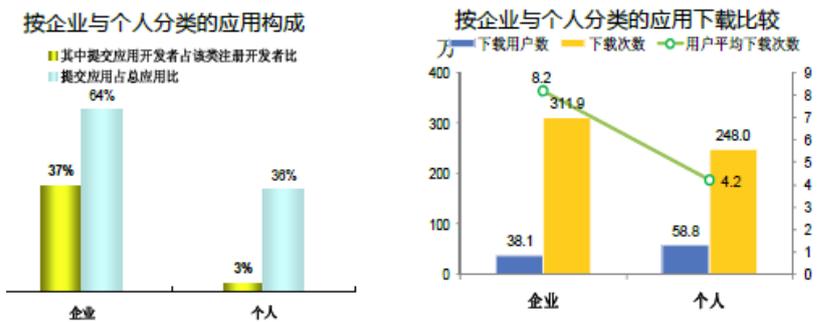
图表 5: 中移动 MM



来源：中国移动，齐鲁证券研究所

- 在移动的 MM 平台中，企业开发者较个人开发者明显占优。这说明了在特定的业务开发领域，企业开发者拥有特定的技术优势和资源整合优势，未来将在 MM 平台的应用中占有重要地位。

图表 6: 企业开发者在 MM 平台中明显占优



来源：中国移动，齐鲁证券研究所

- KPI 考核体系嬗变。**2010 年 3 月，李跃任中移动 CEO 后，中移动在数据业务发展战略出现重大变化。2011 年，中移动取消其各省公司数据业务具体指标的考核，转而考核其营业额、利润等指标。

移动数据业务变局中，增值服务商的发展走向

■ **增值服务商需要发展新能力**

- 数据业务不再列入 KPI，并不意味着移动不再大力发展数据业务。相反，数据增值业务对于各省公司完成收入利润指标有极大的意义。不同的是各省拥有了数据业务发展的自主权，在开展数据业务时不再一刀切，而是根据当地市场特点选择适销对路的产品。李跃称：“没有了 KPI，就要求我们塑造两个能力：第一是业务创新能力。就是要使你的产品让人家一看就懂，人见人爱；第二是业务销售能力，所以没有 KPI 也要做好企业增值业务。”
- 在这个大背景下，那些与各省移动建立起了业务渠道，并能够提供数据业务深度服务（包括技术支撑、产品创新、营销推广）的增值服务商将迎来更大的发展空间。

■ **未来增值服务商的三条路**

- 成为移动应用商场中企业应用开发的主体。因为企业开发者在资源整合、技术实力、组织化程度上远远领先于个人开发者。
- 成为基地省重要的战略合作伙伴，为基地省在技术支撑、产品开发、渠道推广上提供深度服务。基地省在没有 KPI 支撑的背景下，在其他地区发展业务就更依赖于增值服务商的支持。
- 成为各省精品数据业务发展的重要合作伙伴。通过产品创新、服务创新、营销创新，为各个省的数据业务发展真正创造价值，带来营收。

拓维信息通过渠道布局和产品创新，成就新型增值服务商典范

公司目标：移动增值服务行业领先企业

- 在 SP 行业政策不断收紧的背景下，公司一直保持着稳健的发展态势。上市以来，公司在渠道建设、产品规划、管理能力和企业文化上不断积累，目前已经形成了覆盖全国省级运营商的渠道体系、自有的产品规划体系、不断提升的管理能力以及优秀的企业文化。
- 公司的战略目标是，在未来三年，打造出 3-5 个规模上亿的移动增值业务产品，力争成为移动增值服务行业领先企业。公司认为领先的标准，包括收入和利润规模、市场渠道能力、产品规划能力、内部管理和文化等四个方面。

跨区域、跨运营商的渠道布局

- 跨区域。拓维信息本来是一个围绕湖南移动提供服务的增值服务商，想建立全国性的运营商渠道特别是进入江苏、浙江、移动、广东等大省的运营商市场是非常困难的。拓维信息利用与团中央、中国移动合作连续举办五届“手机动漫游戏大赛”，需要与各省运营商合作的契机，一举建立了覆盖全国主要省级运营商的核心渠道。现在除青海和西藏外，在全国 29 个省建立了办事处和分支机构。2011 年 3 月，公司员工人数已经超过 1800 人，而 2007 年底和 2009 年底公司员工人数分别为 308 人和 900 人左右。从中可以看出公司在人员的扩充和分支机构建设上的力度。
- 跨运营商。公司通过跨区域的渠道也逐步实现了三大运营商的覆盖，通过为其他运营商做增值业务的软件和技术支撑，逐步进入其他运营商的移动增值业务市场。
- 从目前的情况来看，渠道建设带来连锁反应，拉动了各项业务的成长，软件和技术服务体现得非常明显。

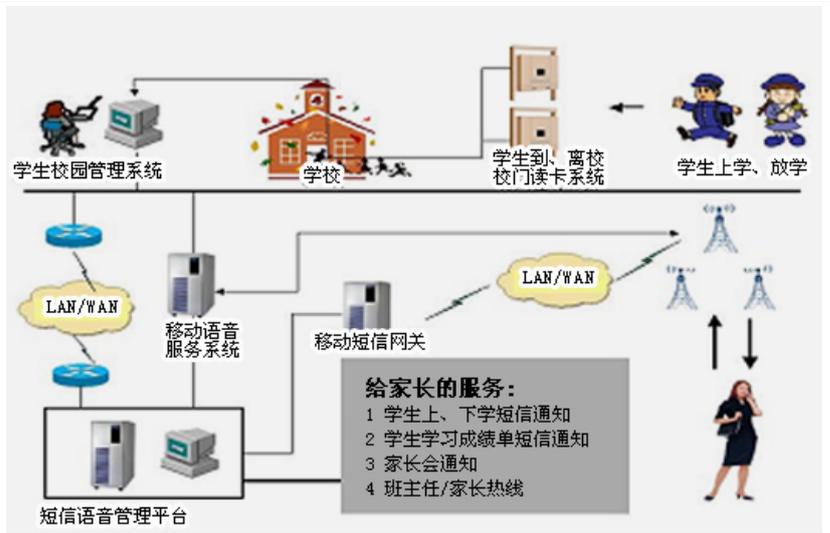
在渠道布局的基础上，移动教育、移动商务、移动动漫三箭齐发

- 移动教育巍然成型：整合校讯通，打造全国最大的中小学教育移动营销平台
 - “校讯通”简介。将手机短信、电脑和互联网结合，面向中小学生家长提供家校互动的专门服务，同时为学校提供高效实用的移动办公平台。功能包括校务管理、家校互通、平安短信等。
 - ◇ 校务管理：利用校讯通系统，学校可以方便地进行课程管理、老师管理、年级管理、班级管理、学生管理。通过用短信、电

邮等方式取代传统的通知、会议、电话等形式，实现校园移动化办公。

- ◇ 家校互通：通过手机短信，教师可以将孩子在学校的健康状况、学习成绩、日常表现、考勤情况、期末评语、当天作业、学校的动态和通知等信息直接发送到家长的手机上，使家长及时、方便、全面了解自己孩子在学校的状况；家长可以通过上行短信或登陆校讯通网站与学校教师进行互动，主动查询学生的各项情况。
- ◇ 平安短信：有条件的学校可以为学生配备一张智能校园卡，以加密方式存储数据。此卡可广泛应用于学校的内部管理及各种拓展功能。学生到校和离校时在安装于学校门口的刷卡器上刷卡，可以自动生成考勤记录。通过考勤采集管理系统，校讯通可以通过短信方式将学生到校和离校时间通知学生家长，使家长及时掌握学生动向。

图表 7：校讯通业务模式



来源：互联网，齐鲁证券研究所

➤ 校讯通：市场空间与市场格局

- ◇ 2010年中国移动校讯通在网用户3000多万，20个亿的收入(含SP的分成)。每个省收费不完全一样，从5元—10元不等。渠道合作商分成比例不同的省不一样；分成比例也为各不相同，移动：增值服务商，有的省3:7，有的省5:5。
- ◇ 市场格局分散。每个省十几家在做，每家很小，没有规模优势，基本没有往三四线城市渗透。

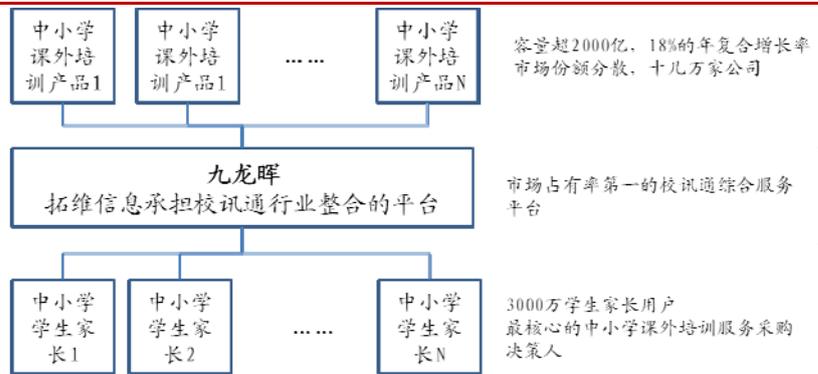
➤ 公司战略：通过并购重组，成为行业第一

- ◇ 拓维信息校讯通已经布局广东、安徽、湖南、贵州、甘肃等省，预计在渠道的助推下，今年会有较快速度的增长。
- ◇ 公司的目标是通过并购整合，明年上半年占据校讯通市场10%的市场份额。控股子公司九龙晖（占股比例70%）作为公司校讯通产品的整合平台，已经收购珠海龙星41%的股权。
- ◇ 因为行业分散，单个公司实力有限，未来独立发展空间不大，而拓维信息资本优势明显（手上有5亿现金），有成熟的并购经

验，我们判断在这个行业结构下，公司可以实现目标。

- **目标是全国覆盖最广、成本最低、精准度最高的中小学教育移动精准营销平台。**
 - ◇ **中小学课外辅导市场发展快速，份额分散。**据艾瑞统计，中小学课外辅导市场已从2007年的1238亿元增长至2009年的1897亿元，年复合增长率为23.8%，预计到2014年将增长至4472亿元（约合655亿美元），2009年到2014年的年复合增长率为18.7%。但是这个市场因为中小学人数庞大、学生地理位置发布广泛和进入门槛低等原因呈现高度分散特点。据艾瑞统计，目前市场上有超过十家公司从事中小学课外辅导，但没有一家公司所占的市场份额超过1%。
 - ◇ **占据全国第一市场份额的校讯通平台将成为全国最大的中小学课外培训教育营销渠道。**面对一个2000亿左右的分散市场，能低成本、精准渗透到最广大的学生家长的渠道必然是最有价值的营销渠道，其市场价值已经远超校讯通产品本身。而校讯通可以根据每个学生的性别、学习成绩、性格爱好、老师评语，实现营销的精准投放，天生就是一个低成本精准营销渠道。
- **移动教育平台的三种盈利模式**
 - ◇ 营销代理，收取提成。通过提供营销渠道，为上游培训产品收取代理费。
 - ◇ 自主招生，外包培训。通过自主招生，然后外包给上游培训服务提供商，公司获得更大的利润回报。
 - ◇ 通过参股、并购等方式，往上游教育培训行业渗透，打造完整的产业链。

图表8：拓维信息——全国最大的中小学移动教育营销平台



来源：齐鲁证券研究所

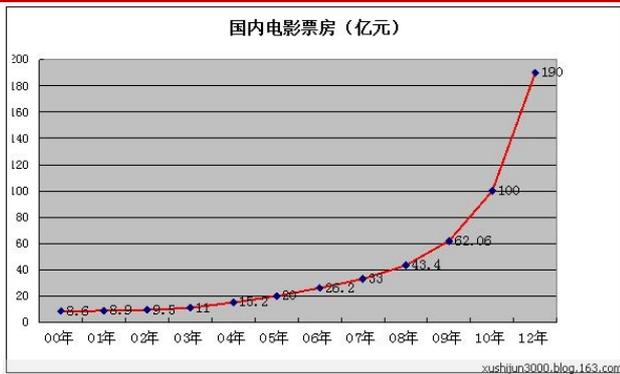
■ **移动商务战略布局：数字票务移动分销平台**

- **拓维信息的“移动票务”模式。**通过在二三线城市直接签约电影院线，在一线城市与中国票务网、看够网等互联网票务网站（已经拥有北上广深电影院线签约资源）合作，让消费者使用中国移动积分可以兑换到电影票。该方案对产业链各环节的好处：
 - ◇ 电影院方面：平均上座率仅为30%左右，每个顾客的边际成本基本上为零，“移动票务”能为电影院带来人流。
 - ◇ 中国移动：通过让消费者在网上兑换实体物品，需要花费大量的存储、物流成本，通过“移动票务”直接兑换电影票等数字

产品，大大降低了兑换成本。

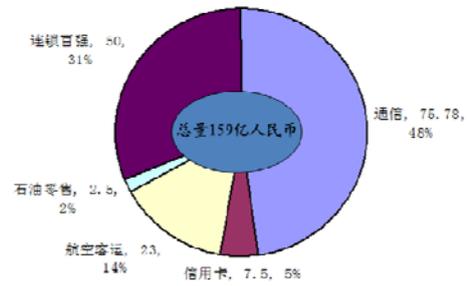
- ◇ 中国票务网、看够网：有大城市的院线资源，但是没有切入二三线城市，通过与拓维信息合作，可以带来业务。
- ◇ 消费者：很多积分都被浪费，或者兑换一些自己没有需求的物品，但是又普遍对于电影等娱乐产品有兴趣。
- **拓维信息的移动票务产品对接两大市场，百亿的电影门票市场和百亿的积分兑换市场。**中国电影产业快速发展，2010年票房收入达100亿，年复合增速超过40%；中国移动积分年现金价值即为68亿（整个中国市场年消费积分现金价值159亿）。

图表 9：中国电影票房收入迅速提高



来源：互联网，齐鲁证券研究所

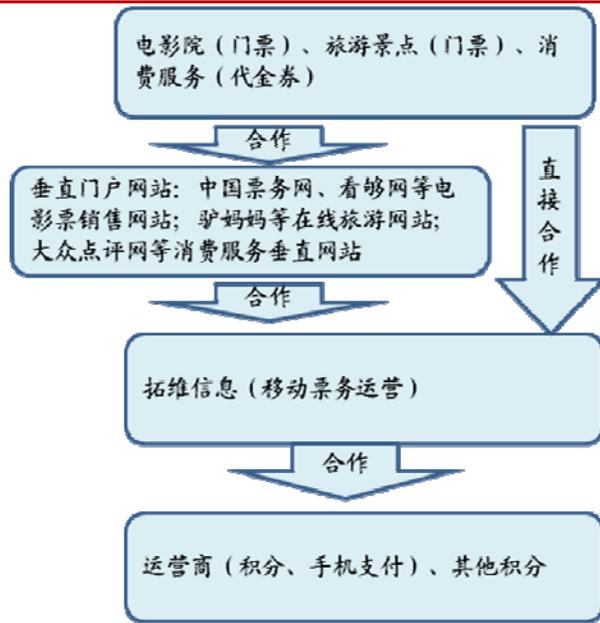
图表 10：中国积分兑换市场超 150 亿



来源：和君咨询，齐鲁证券研究所

- **进度与计划。**拓维信息移动票务在哈尔滨已经完成试点，最多一天有一万多人用积分兑换电影通票。公司的计划是2011年签下50%的院线资源。
- **拓维信息移动票务的几种盈利模式**
 - ◇ 初期，拓维信息从电影院方抽取抽成；或者，拓维信息利用自己大的购买量获得较大幅度的电影票优惠，每张加一定的额度卖给消费者。
 - ◇ 未来开发出手机客户端，提供折扣、电影资讯等会员服务，以收取会员费等方式实现盈利
- **未来商业模式升级：移动电子商务平台**
 - ◇ 票务可以从电影门票拓展旅游门票、餐饮、美容等消费服务领域；
 - ◇ 支付方面，可以从中国移动积分兑换拓展到其他运营商、银行等积分兑换领域，甚至进一步扩展到手机支付；
 - ◇ 从而，可以构建一个围绕基本生活消费和升级文化消费的移动票务平台。

图表 11: 拓维信息——移动电子票务远景模式



来源: 齐鲁证券研究所

■ 移动动漫拐点已至。

- 动漫产业发展, 呼唤移动发行渠道。在各项政策的支持下, 动漫产业以年均超过 22% 左右的速度快速发展, 但发行渠道狭窄制约了动漫产业的发展。手机动漫结合了动漫的娱乐性与手机的便捷性, 不仅为动漫产业提供一个新型的发行渠道, 同时还把动漫融入以手机为载体的增值业务中, 由此将形成全新的手机动漫产业价值链。

图表 12: 动漫产业快速发展



来源: 艺恩咨询, 齐鲁证券研究所

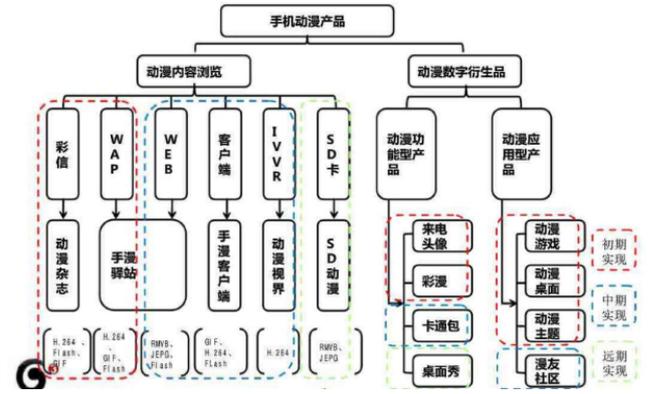
- 当手机遇上动漫, 形式超越想象。手机动漫, 是针对各动漫内容的观看或使用需求, 将各类动漫内容进行整合、制作、编辑, 为用户提供漫画、多媒体动画等动漫内容及相关数字衍生品的下载、播放、互动、使用等功能的无线增值服务, 而不仅仅是阅读型产品。

图表 13: 手机动漫表现形式



来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

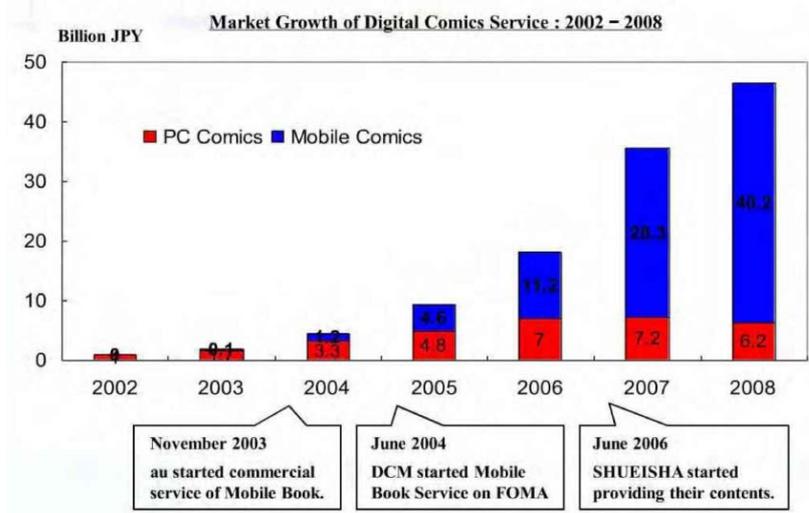
图表 14: 手机动漫——从浏览类到衍生类



来源: 中国移动, 齐鲁证券研究所

- 问题一: 日本手机动漫爆发的拐点是什么时候, 引发爆发的诱因是什么? 与日本类比, 中国处在哪一个发展阶段?
 - ◇ 日本 2002 年开展手机动漫, 2004 年开始飞速发展, 2008 年手机动漫占了手机阅读市场的 82%, 达到 400 亿日元 (约合 32 亿人民币)。

图表 15: 日本手机动漫五年增长三十三倍

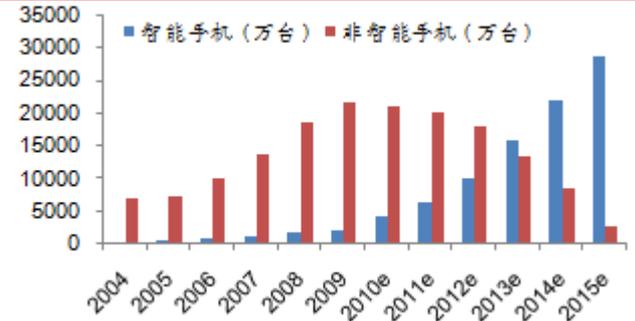


来源: 齐鲁证券研究所

- ◇ 日本手机动漫快速发展的原因是: 3G 牌照发放; 手机终端的进化导致漫画的彩色化和阅读多样化; 运营商通过引入手机漫画制作和播放技术, 改善了用户体验。
- ◇ 中国手机动漫发展的阶段高度类似 2004 年的日本。在 3G 用户规模快速增长、智能手机出货量快速增长、运营商大力推动手机动漫基地建立的背景下, 手机动漫将迎来爆发式增长。

图表 16: 中国 3G 用户规模


来源: 齐鲁证券研究所

图表 17: 中国智能手机出货量


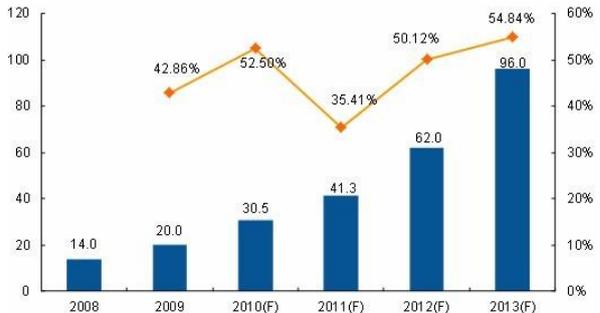
来源: 齐鲁证券研究所

➤ **问题二: 中国手机动漫市场有多大?**

◇ 手机+游戏, 创造了 30 亿的市场 (含 SP/CP 收入)。

图表 18: 手机游戏用户


来源: 易观咨询, 齐鲁证券研究所

图表 19: 手机游戏收入规模


来源: 易观咨询, 齐鲁证券研究所

◇ 手机+阅读, 创造了 30 亿的市场。

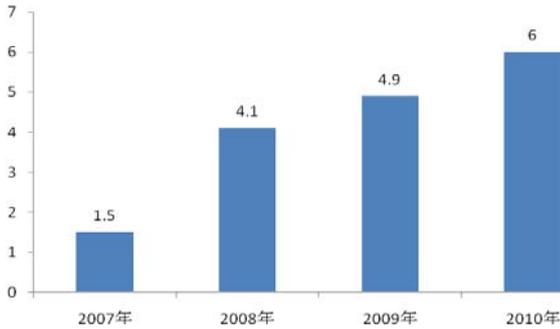
图表 20: 手机阅读用户数


来源: 易观咨询, 齐鲁证券研究所

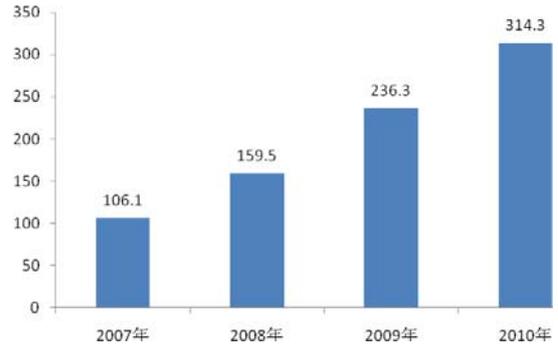
图表 21: 手机阅读收入规模


来源: 易观咨询, 齐鲁证券研究所

◇ 手机+音乐, 创造了 300 亿的市场。

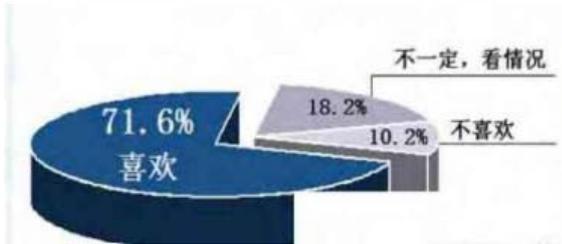
图表 22: 无线音乐用户数


来源: 易观咨询, 齐鲁证券研究所

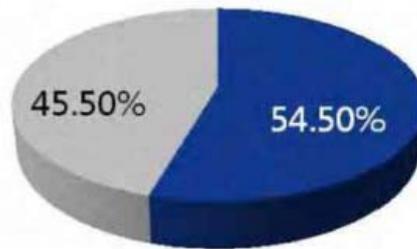
图表 23: 无线音乐收入规模


来源: 易观咨询, 齐鲁证券研究所

◇ 根据拓维信息公司的市场调研, 54%的人对手机动漫感兴趣, 41.8%的人愿意为手机动漫付费, 46.5%的人可以承担每个月 5 元以上的月付费。照此保守计算, 中国手机动漫潜在市场容量即可高达 44 亿元。

图表 24: 71.6%的用户对动漫感兴趣


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

图表 25: 54.50%的用户对手机动漫感兴趣


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

图表 26: 41.8%的人愿意为手机动漫付费


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

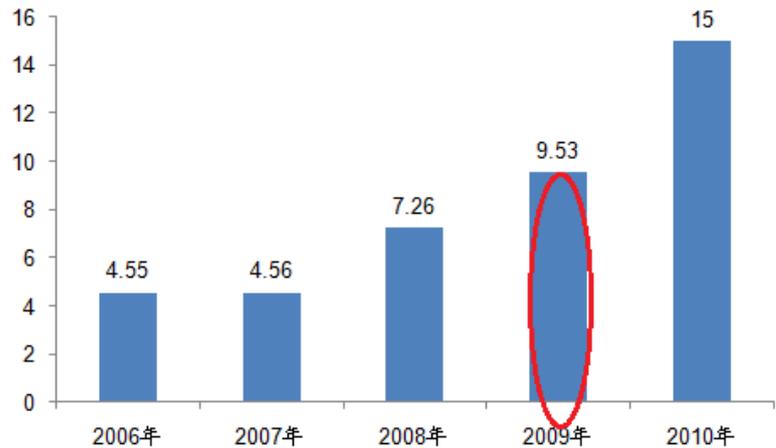
图表 27: 46.5%的人可以承受 5 元以上的月付费


来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

➤ 问题三: 中国移动手机动漫基地的正式商用, 会推动手机动漫业务的快速增长吗?

◇ 2009 年 11 月中国移动手机游戏基地正式商用, 2010 年中移动手机游戏收入增速 57%, 远超 2009 年的 31%。

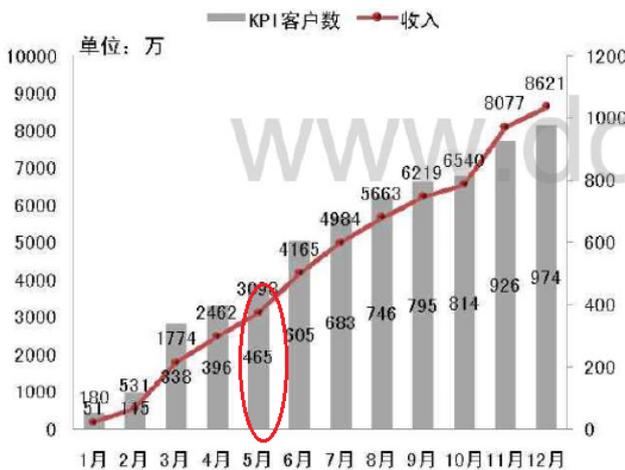
图表 28: 手机游戏基地商用推动手机游戏收入大增



来源: 中国移动, 齐鲁证券研究所

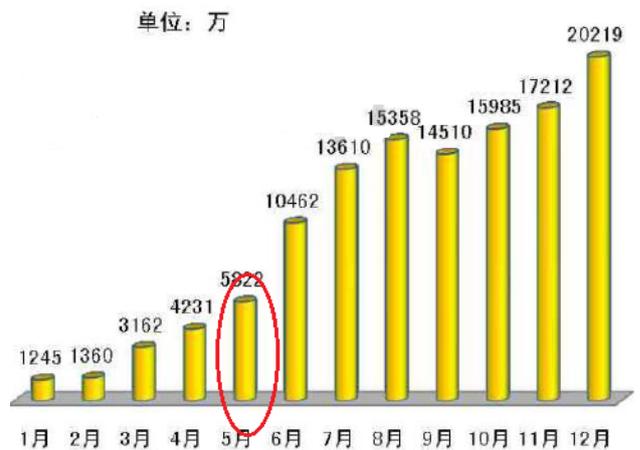
◇ 2010年5月份中国移动手机阅读基地正式商用, 半年之内中国移动手机阅读月均收入提升了3倍。

图表 29: 手机阅读用户数和收入



来源: 中国移动, 齐鲁证券研究所

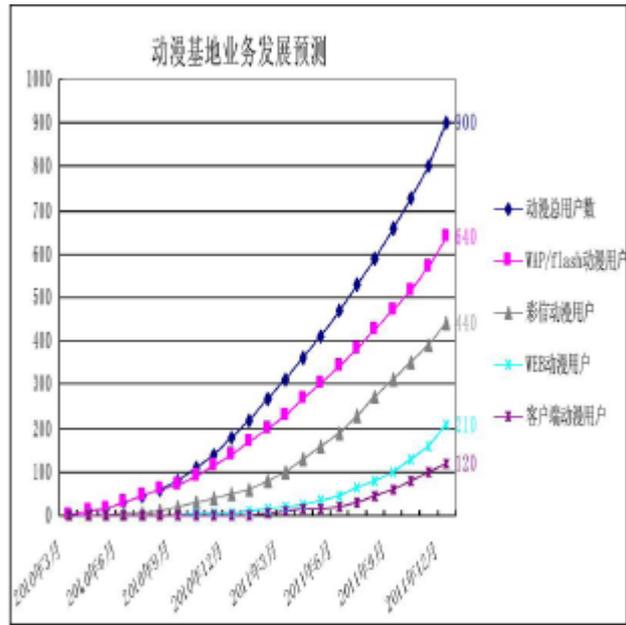
图表 30: 手机阅读日均 PV



来源: 中国移动, 齐鲁证券研究所

◇ 2011年7月份, 中国移动手机动漫基地将在福建正式商用。按照福建移动的规划, 2012年手机动漫产业链收入20亿(含合作伙伴收入)。

图表 31: 中移动手机动漫基地发展规划



来源: 中国移动, 齐鲁证券研究所

➤ **问题四: 为什么拓维信息是手机动漫市场爆发的主要受益者?**

- ◇ 拓维信息拥有手机动漫领域领先的市场份额。拓维信息 2009 年手机动漫收入已达 6000 万, 在整个产业链中占有 10% 的市场份额。
- ◇ 中国移动+中国电信两大运营商手机动漫基地的战略合作伙伴。从协助举办 MM 动漫大赛到动漫基地运营支撑、营销推广, 拓维信息都是移动动漫基地最紧密的合作伙伴; 特别是在无 KPI 支撑的大背景下, 移动动漫基地也需要借助公司的渠道能力在全国其他省移动进行手机动漫业务的推广。同时, 公司近日还成为了中国电信动漫基地的合作伙伴。
- ◇ 公司在手机动漫领域拥有内容整合和技术平台全方位的领先优势。在内容上, 连续与团中央、中国移动合作举办了 5 届原创手机动漫大赛, 打造、汇聚了一批手机漫画、动画、游戏精品, 培育了一批手机动漫职业开发团队, 目前与公司签约合作的动漫企业及作者超过 1181 家, 作品量达到 107046 件, 其中包括台湾青禾、天津神界、钱海燕、《讽刺与幽默》、明日科技、赖皎克力工作室等一批优秀的动漫企业和优质的动漫资源; 公司拥有领先的技术平台, 成功打造了国家级手机动漫平台, 降低动漫制作门槛, 面向全国动漫企业、漫画家、动漫工作室、动漫爱好者提供手机动漫的创作、内容转换、内容管理发布的综合服务。

业绩预测与估值

收入假设

- 软件与技术服务
 - 在运营商推动管道智能化以及公司渠道布局完毕的基础之上，将获得比历史更快的增幅，假设2011、2012年分别比上年增长30%、25%。
- 移动增值：
 - SI类业务：由于公司将通过并购整合、渠道拓展等方式大力发展校讯通，目标是2012年上半年成为市场第一名（我们认为年营收2亿是市场份额第一的基本标志）。考虑到公司持有校讯通整合平台九龙晖70%股份，且其他行业整合也有参股的方式，谨慎假设公司2011、2012年SI业务（主要为校讯通）营业收入分别为8088万元、12941万元，分别同比增长100%、60%。
 - 手机动漫业务。假设2011年上半年与历史增速相同为25%，下半年福建手机基地商用后，与中移动其他业务基地推出后增速类似，同比增长50%，则2011年全年比2010年同比增长37.5%，2012年同比增长40%。该估算相对保守的原因在于，如果按照福建手机动漫基地20亿收入规划，按拓维信息市场份额占比，2012年收入即可达到2亿元）
 - 平台类业务受运营商政策影响小，且公司营销渠道的拓展有利于平台类业务的稳定增长，假设未来两年增长率均为15%。
 - 公司功能类和普通类业务未来两年以5%的速度稳定增长。

图表 32：业务收入假设（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、软件和技术服务	7409	7345	7974	9561	12429	15536
增长率 (%)		-0.9%	8.6%	19.9%	30.0%	25.0%
二、移动增值	15937	18910	22889	26168	34613	45288
增长率 (%)		73.9%	18.7%	21.0%	14.3%	32.3%
1、SI类(含校讯通)	1234	2570	3256	4044	8088	12941
增长率 (%)		2525.53%	108.27%	26.69%	24.20%	100.00%
2、手机动漫	3389	4795	6006	7508	10324	14453
增长率 (%)		143.81%	41.49%	25.26%	25.01%	37.50%
3、平台类	2064	2545	3081	3543	4075	4686
增长率 (%)		160.94%	23.30%	21.06%	15.00%	15.00%
4、功能类	5104	4427	5181	5440	5712	5998
增长率 (%)		12.75%	-13.26%	17.03%	5.00%	5.00%
5、普通类	4146	4573	5365	5633	5915	6211
增长率 (%)		10.30%	17.32%	5.00%	5.00%	5.00%
6、移动票务					500	1000
增长率 (%)						100.00%

来源：齐鲁证券研究所

毛利率和费用率假设

图表 33：毛利率和费用率

项目	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
软件与服务毛利率	40.65%	42.50%	42.50%	42.50%	42.00%	42.00%
移动增值业务毛利率	63.26%	61.80%	63.15%	63.15%	62.00%	62.00%
营业费用/销售收入	8.75%	9.51%	8.91%	8.50%	8.84%	8.72%
管理费用/销售收入	16.59%	19.11%	18.44%	17.39%	19.50%	15.00%

来源：齐鲁证券研究所

- 注：管理费用率充分考虑到了公司期权成本的影响（公司2010-2013年期权成本分别为954万、3276万、1414万元、527万元）

业绩与估值

- 根据以上假设，公司 2011-2012 年营业收入分别为 4.70 亿元、6.08 亿元，分别同比增长 31.66%、29.30%；净利润分别为 1.30 亿元、1.90 亿元，分别同比增长 18.22%、46.11%；EPS 分别为 0.84、1.31 元。
- 公司作为 A 股当中稀缺的移动互联网标的，且能充分适应运营商数据业务变革大趋势、拥有渠道布局和产品创新优势的移动互联网标的，且 2011 年由于期权费用影响导致净利润较低已为市场所充分预期，而 2012 年随着期权费用的逐渐减少，公司将重新步入净利润高速增长阶段。给予公司 2012 年 EPS35-40 倍的市盈率，给予未来一年 46-52 元的目标价，给予“买入”评级。

风险提示

- 中国移动数据业务战略大幅度调整的风险。
- 移动教育通过并购的方式整合校讯通，存在并购后整合风险。
- 移动动漫业务爆发或不达预期的风险。

附录：财务预测简表

损益表 (人民币万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	23,347	26,258	30,869	35,729	47,042	60,824
增长率	42.85%	12.5%	17.6%	15.7%	31.7%	29.3%
营业成本	-9,880	-11,444	-13,494	-15,141	-20,362	-26,220
%销售收入	42.3%	43.6%	43.7%	42.4%	43.3%	43.1%
毛利	13,466	14,814	17,375	20,589	26,680	34,604
%销售收入	57.7%	56.4%	56.3%	57.6%	56.7%	56.9%
营业税金及附加	-546	-687	-870	-983	-1,304	-1,682
%销售收入	2.3%	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
营业费用	-1,688	-2,298	-2,936	-3,037	-4,157	-5,307
%销售收入	7.2%	8.8%	9.5%	8.5%	8.8%	8.7%
管理费用	-3,211	-4,356	-5,901	-6,213	-9,173	-9,124
%销售收入	13.8%	16.6%	19.1%	17.4%	19.5%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	8,020	7,474	7,669	10,356	12,046	18,492
%销售收入	34.4%	28.5%	24.8%	29.0%	25.6%	30.4%
财务费用	94	385	1,214	1,492	1,817	2,225
%销售收入	-0.4%	-1.5%	-3.9%	-4.2%	-3.9%	-3.7%
资产减值损失	62	21	68	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	133	176	490	650	600	600
%税前利润	1.6%	1.9%	4.8%	5.0%	4.0%	2.8%
营业利润	8,310	8,056	9,442	12,498	14,463	21,317
营业利润率	35.6%	30.7%	30.6%	35.0%	30.7%	35.0%
营业外收支	260	1,167	814	382	400	400
税前利润	8,570	9,223	10,256	12,880	14,863	21,717
利润率	36.7%	35.1%	33.2%	36.0%	31.6%	35.7%
所得税	-808	-801	-1,288	-1,618	-1,867	-2,728
所得税率	9.4%	8.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	7,761	8,422	8,968	11,262	12,996	18,989
少数股东损益	1,430	586	249	269	0	0
归属于母公司的净利润	6,331	7,836	8,719	10,993	12,996	18,989
净利率	27.1%	29.8%	28.2%	30.8%	27.6%	31.2%

现金流量表 (人民币万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	7,761	8,422	8,968	11,262	12,996	18,989
少数股东损益	0	0	0	269	0	0
非现金支出	895	1,466	1,758	1,988	2,005	2,048
非经营收益	-147	-1,012	-1,490	-1,032	-1,000	-1,000
营运资金变动	789	2,450	-298	-482	947	-140
经营活动现金净流	9,297	11,327	8,938	12,005	14,948	19,897
资本开支	3,726	2,014	2,624	202	268	240
投资	46	-2,067	0	0	0	0
其他	1,158	-32,516	10,537	650	600	600
投资活动现金净流	-2,523	-36,597	7,913	448	332	360
股权募资	0	29,021	0	0	0	0
债权募资	-300	1,100	-2,300	0	0	0
其他	-3,685	-167	-807	0	-1,454	-1,454
筹资活动现金净流	-3,985	29,953	-3,107	0	-1,454	-1,454
现金净流量	2,789	4,683	13,744	12,453	13,827	18,804

资产负债表 (人民币万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	9,869	47,345	53,579	65,763	79,590	98,393
应收款项	5,529	4,710	3,714	5,572	7,031	9,222
存货	728	381	1,703	1,024	1,442	1,830
其他流动资产	101	1,070	764	918	1,087	1,332
流动资产	16,228	53,506	59,760	73,277	89,150	110,777
%总资产	67.8%	87.1%	86.6%	90.4%	93.2%	95.6%
长期投资	575	751	1,241	1,241	1,241	1,241
固定资产	5,786	5,827	5,896	4,231	2,592	945
%总资产	24.2%	9.5%	8.5%	5.2%	2.7%	0.8%
无形资产	1,257	1,199	2,035	2,297	2,598	2,838
非流动资产	7,695	7,909	9,226	7,822	6,485	5,077
%总资产	32.2%	12.9%	13.4%	9.6%	6.8%	4.4%
资产总计	23,924	61,416	68,986	81,099	95,635	115,854
短期借款	1,200	2,300	0	0	0	0
应付款项	2,807	3,855	5,703	6,468	9,136	11,461
其他流动负债	327	658	847	2,387	2,712	3,071
流动负债	4,333	6,814	6,550	8,855	11,848	14,532
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	166	481	167	167	167	167
%负债	4,499	7,294	6,716	9,021	12,014	14,699
普通股股东权益	16,476	53,399	61,304	70,843	82,386	99,921
少数股东权益	2,949	723	966	1,235	1,235	1,235
负债股东权益合计	23,924	61,416	68,986	81,099	95,635	115,854

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	1.058	0.981	0.780	0.756	0.894	1.306
每股净资产 (元)	2.752	6.686	5.483	4.874	5.668	6.874
每股经营现金净流 (元)	1.553	1.418	0.799	0.807	1.028	1.369
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	38.43%	14.68%	14.22%	15.52%	15.77%	19.00%
总资产收益率	26.47%	12.76%	12.64%	13.55%	13.59%	16.39%
投入资本收益率	71.28%	81.97%	90.02%	178.45%	377.50%	1062.43%
增长率						
营业总收入增长率	42.85%	12.47%	17.56%	15.75%	31.66%	29.30%
EBIT增长率	30.23%	-6.81%	2.62%	35.03%	16.32%	53.51%
净利润增长率	26.36%	23.77%	11.26%	26.08%	18.22%	46.11%
总资产增长率	27.46%	156.71%	12.33%	17.56%	17.92%	21.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.1	65.6	42.7	50.3	47.8	48.7
存货周转天数	29.0	17.7	28.2	24.7	25.9	25.5
应付账款周转天数	66.7	76.7	52.3	60.4	57.7	58.6
固定资产周转天数	35.8	60.4	69.3	51.7	26.5	10.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.63%	-83.23%	-86.04%	-91.24%	-95.18%	-97.27%
EBIT利息保障倍数	-85.5	-19.4	-6.3	-6.9	-6.6	-8.3
资产负债率	18.81%	11.88%	9.74%	11.12%	12.56%	12.69%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308