

掌上维度：追求场景与需求结合的 移动分发专家

2017年08月10日

新三板

商业模式

——新三板公司商业模式研究之一百二十七

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001
	hongyi@dxzq.net.cn 010-66554046	
张卓琦	联系人	
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	
张高艳	联系人	
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 010-66554030	
韩宇	联系人	
	hanyu@dxzq.net.cn	
岳鹏	联系人	
	624319506@qq.com 010-66554013	

1. 公司情况

1.1 主营业务

北京掌上维度科技股份有限公司（以下简称“公司”）是一家专注于移动应用及内容分发渠道建设的创新型平台企业，公司的主营业务是通过自主开发的移动应用分发平台和第三方渠道，为移动内容开发商、发行商和渠道商提供推广渠道，有利于其迅速获取用户对产品的实际反馈，加速产品的迭代和改进。

1.2 业绩表现

图 1：公司营业收入及增速（单位：万元）

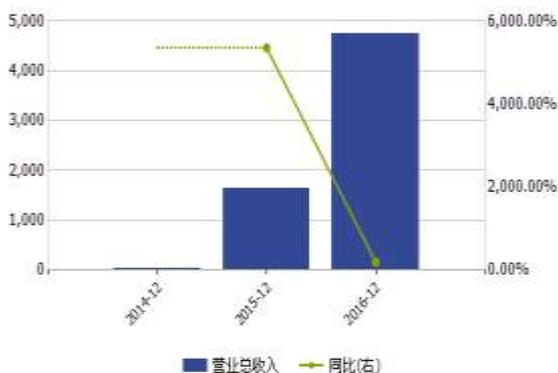
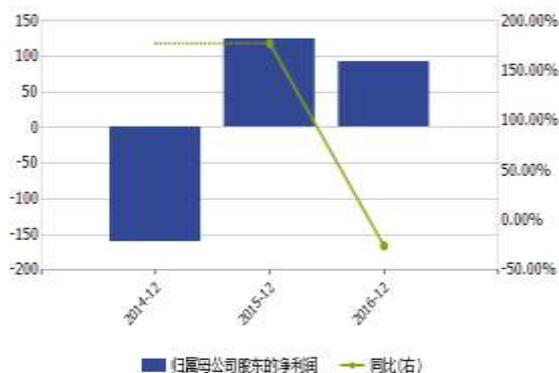


图 2：归母净利润及增速（单位：万元）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.3 发展战略

公司将通过与网吧、车站、工厂、高校等合作伙伴的紧密合作，以网吧为核心，车站、工厂、高校、长途大巴为周边渠道，构建完善的线下渠道综合生态，扩大覆盖范围和服务人群，通过产品和服务来提高渠道竞争

力，打造最具竞争力、最具品牌价值、用户最认可、覆盖用户规模最大的线下分发渠道。

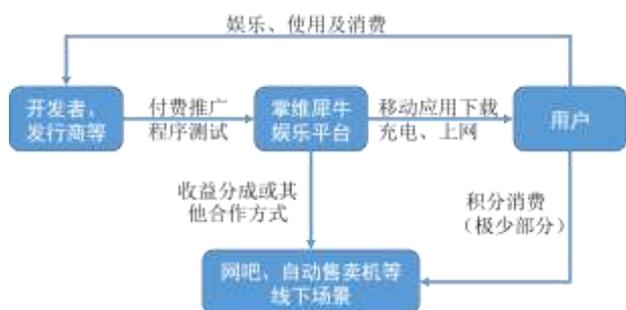
公司将加大产品研发力度，例如线下的移动网吧电竞赛事产品，豆包等，为合作伙伴及用户提供更好的服务体验，并最终形成掌维犀牛的线下品牌。

2. 公司亮点

2.1 运营模式

公司通过自有渠道和第三方渠道两种方式，开展移动应用的分发业务。

图 3：自有渠道商业模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：第三方渠道商业模式



1. 自有渠道业务

公司自有渠道为自主开发的移动应用分发平台——“掌上维度娱乐平台”，该平台将推广场景定位于网吧、自动售卖机等场所，针对场景下用户对充电和 WIFI 较大的使用需求，提供免费充电、上网服务，借此引导用户免费下载移动应用及内容。与推广场景的合作有以下两种方式：

- ◆ 合作分成：按照与推广场景的约定方式支付一定比例的收益，例如自动售卖机；
- ◆ 固定收益：根据犀牛盒子端口数量和每个端口应付的固定费用计算应付场景金额，例如网吧。

公司在极少数场景中推出积分消费模式。用户下载移动应用程序获取积分奖励，积分达到一定数量后可以在场景中消费积分（如兑换上网时长、商品等）。

图 5：自有渠道业务流程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 第三方渠道业务

公司通过第三方渠道推广部分移动应用，可以满足移动应用开发商、发行商对分发数量的要求，增加移动应用分发量。公司与移动应用开发商、发行商及第三方渠道均按照 CPA 模式结算，CPA (Cost Per Action) 模

式是指按照新增有效安装用户（或激活用户）数量取得收入。

图 6：第三方渠道推广业务流程



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.2 市场情况

图 7：我国网民规模和互联网普及率



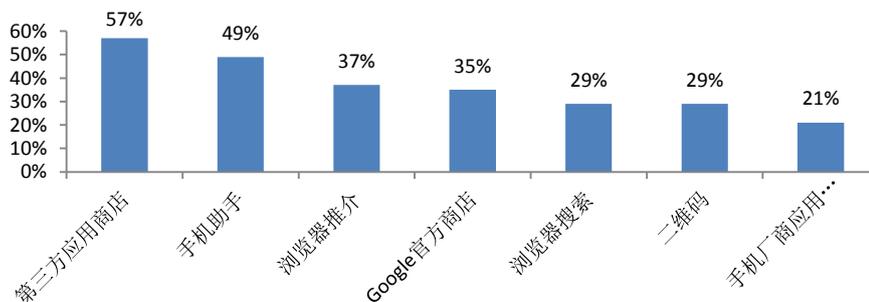
资料来源：CNNIC，东兴证券研究所

图 8：中国手机网民规模及其占网民比例



我国网民规模经历近10年的快速增长后，增长趋于平缓。其中手机网民所占比例逐步攀升，由2007年的手机网民占网民总数的27%，到2016年增长到95.1%，为移动应用提供了庞大的用户基础。

图 9：移动应用推广途径占比



资料来源：互联网数据中心、艾媒咨询，东兴证券研究所

根据CNNIC《2013-2014中国移动互联网调查研究报告》，移动应用分发渠道是争夺移动互联网入口的关键，产品、内容和服务通过渠道推广给客户，分发渠道是互联网的“入口”，成为连接用户和互联网公司之间的桥梁。

手机应用商店是主要推广途径。应用商店可以简便、快速地帮助用户寻找到主流和必备APP、游戏、内容，根据全球技术研究和咨询公司Gartner分析，2013年全球移动应用商店下载总量逾1,020亿次，较2012年的640亿增加59%，预计至2017年全球移动应用商店下载总量将逾2,686亿次。根据互联网数据中心的统计，客户通过第三方应用商店寻找到相应应用、内容的占到了57%。

2.3 市场渠道

公司作为移动应用分发渠道商，利用自有的“掌维犀牛娱乐平台”和第三方渠道为移动应用开发商、发行商和渠道商提供推广渠道。目前，公司销售模式主要有两种方式：

- ◆ 移动应用新产品推广的及时介入。公司密切跟踪行业内最新APP应用、手机游戏的推广宣传计划，持续筛选具有推广价值的潜在优质产品。在锁定目标后，商务人员将主动进行新客户开发，商谈新产品在移动端的推广计划，跟进新产品推广效果。
- ◆ 原有客户的深入合作。移动端新产品更新换代速度较快，对于已经具有相当知名的APP应用软件，也必须通过持续推广才能够持续保持产品知名度和客户量的增长。

2.4 市场壁垒

公司掌握自有渠道“掌维犀牛娱乐平台”有关核心技术；公司技术团队也在相关联的业务方向进行了积极的研发，形成了一定的技术壁垒。

表 1：公司核心技术

序号	技术名称	技术特点	技术来源
现有核心技术	犀牛盒子	自主开发的移动应用分发平台——“掌维犀牛娱乐平台”的终端载体，为用户提供移动应用下载、影视、游戏、学习等多元的文化内容平台	合作开发
	犀牛应用市场客户端	与犀牛盒子配合的手机客户端软件，直接为手机终端用户提供各类服务支持	自主研发
	犀牛运推送平台	移动应用的推送分发平台	自主研发
	犀牛数据统计后台	实现犀牛全业务的日志记录、备份、统计、分析和查询工作	自主研发
	犀牛 SDK	通过第三方软件开发商/内容提供商在其应用游戏中集成该 SDK，犀牛数据统计后台可以实现精准的应用安装、启动、激活、注册等数据的记录和统计	自主研发
技术储备	豆包	一款基于 O2O 模式的应用推广客户端	自主研发
	Android 广告显示屏	基于现有产品集成充电、应用推广的广告显示设备	自主研发
	夺宝奇兵	夺宝奇兵软件	合作开发

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 同行业标的对比

目前国内移动应用分发市场集中度较高，百度、腾讯、360、豌豆荚四足鼎立（其中豌豆荚已被阿里收购），

业务范围非常广泛，与公司不具有可比性。

而上市公司杭州掌盟（834365.00）主营业务为依靠其自主开发的移动应用分发平台，为移动应用程序开发商及发行商提供发行推广渠道，同时为用户提供丰富的移动应用程序和其他资源下载平台，与公司业务具有高度相似性，因而选择杭州掌盟作为公司的同行业标的。

表 2：公司与同行业相关标的对比

	杭州掌盟（834365.00）	掌上维度（871058.00）
一、财务指标		
2014-2016 年营收（百万元）	86.33 / 88.02 / 81.40	0.30 / 16.38 / 47.52
2014-2016 年增长率（%）	-- / 1.95% / -7.52%	-- / 5357.08% / 190.16%
2014-2016 年净利润（百万元）	37.02 / 29.16 / 28.98	-1.61 / 1.25 / 0.93
2014-2016 年增长率（%）	440.45% / -21.21% / -0.64%	-- / 177.66% / -25.41%
净资产收益率（%）	24.45%	2.15%
每股收益（元）	0.9500	0.0747
PE	17.01	--
PB	4.53	--
二、产品及服务		
主要产品及服务	移动应用程序分发平台：“安卓商城”、“掌盟互娱”； 手机游戏：“蓝猫大冒险”、“奇缘幻境 online”等； 其他：Fwatch 儿童智能软件平台；掌盟云对讲平台等。	通过自主开发的移动应用分发平台“掌维犀牛娱乐平台”和第三方渠道，为移动内容开放商、发行商和渠道商提供推广渠道。
产品及服务特点	以移动应用程序渠道商为产业链切入点，不断拓展业务领域，现已覆盖移动应用开发、渠道等多个环节，尤其能够依靠自身优势，基于手机和可穿戴设备，提供整体解决方案。	公司在产业链中主要承担移动应用渠道商的角色； 主攻中小城市的移动分发市场，提高用户数量和分发量； 推广场景与用户需求巧妙结合，提高产品用户体验。
三、业务布局新方向		
业务发展方向	公司自 2015 年开始逐步向移动应用开发商发展加大研发投入，为向用户提供全产业链的服务为目标。	构建完善的线下渠道综合生态，扩大覆盖范围和服务人群，通过产品和服务来提高渠道竞争力； 加大产品研发力度，例如线下的移动网吧电竞赛事产品，豆包等，为合作伙伴及用户提供更好的服务体验，并最终形成掌维犀牛的线下品牌。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为5分，总计25分，公司总得分为14分，有一定的竞争力。

表 3：公司波特五力模型分析

掌上维度（871058）：波特五力模型分析	
潜在进入者（2）	应用分发市场进入应用成熟期，市场格局相对稳定，竞争激烈，几大巨头占据了大部分市场份额；但是随着 4G 的推广和国产手机厂商的崛起，手机厂商应用商店也将分食应用分发市场。手机厂商具有线下渠道优势，会对现有竞争者形成威胁。
买方议价能力（2）	公司的主要计费模式为 CPA，CPA 单价直接关系到公司的收入水平和盈利能力。当前应用分发市场竞争激烈，公司客户集中度又比较高，CPA 很难叫价，公司对买方的议价能力有限。
卖方议价能力（4）	公司采购的主要产品包括主板和第三方渠道推广服务，对卖方有较强的议价能力。
替代品的威胁（3）	手机应用商店目前我国手机软件下载的重要途径，但是浏览器推荐和长尾搜索等新应用推广途径能够解决应用商店内容雷同的缺点，未来可能会有较大发展空间，其威胁值得关注。
同业竞争程度（3）	几大巨头占据了大部分市场份额，但仍有不少中小型应用商店，竞争激烈。公司通过打入中小城市广阔市场，布局线下渠道，将推广场景与用户需求巧妙结合等方式，打造自身差异化的竞争力。
总分（14）	企业有一定的竞争力。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

业务拓展风险。

公司通过线下渠道将其移动应用分发平台“掌维犀牛娱乐平台”推广至最终用户，其中线下渠道主要与网吧、自动售货机合作。公司需要不断拓展并保持与线下渠道的合作关系。如果线下渠道合作发生重大不利变化或移动智能终端进网管理及手机移动应用政策发生重大变化，则可能对公司的业务拓展产生重大不利影响。

客户集中度较高的风险。

2015年和2016年，公司来自前五大客户的销售额占营业收入的比重分别是96.26%和82.04%，其中第一大客户的收入占比分别是73.60%和21.16%。公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重相对较高，本公司存在客户相对集中的风险。如果来自主要客户的收入大幅下降，则会严重影响公司盈利的稳定性，公司业绩存在下滑的风险。

CPA降低导致公司经营业绩下滑的风险

公司的主要计费模式为CPA，即按照用户安装数量或激活数量付费。CPA单价直接关系到公司的收入水平和盈利能力。而CPA单价水平受到移动应用市场情况、移动应用分发平台竞争格局等诸多因素影响，具有一定的

波动性。如果公司未来移动应用分发的CPA单价下降，将对公司经营业绩造成不利影响。

6. 总体结论

公司专注于移动应用及内容分发渠道建设，通过自有渠道和第三方渠道两种方式开展移动应用分发业务。公司通过打入中小城市广阔市场，布局线下渠道，将推广场景与用户需求巧妙结合，打造自身差异化竞争力。公司用户增长迅速、应用下载量大，具有一定的核心竞争实力。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，2年新三板投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

联系人简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

张高艳

张高艳，清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新能源、电力设备、新三板等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。