

# APP 平均 MAU 持续增长，业务扩张致毛利率下降

——掌阅科技 半年报点评

半年报点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

## ● 事件:

根据掌阅科技2018年8月28日发布的半年度业绩数据,公司上半年实现营业收入9.37亿元,同比上年同期增长18.20%;实现归属于上市公司股东的净利润7845.71万元,同比上年同期增长15.33%。

## ● 平均 MAU 持续增长,推出新一代阅读器提升用户体验:

2018年上半年,公司自有数字阅读平台“掌阅”APP的平均月活跃用户数约1.1亿,相比2017年年报披露的1.04亿,用户规模持续增长,继续保持行业领先地位。公司发布了iReader T6新一代纯平电子阅读器产品,进一步提升产品品质,着力打造完美阅读体验。

## ● 业务扩张致毛利率下降,费用率提升:

公司上半年综合毛利率为29.26%,相比去年同期下降3.69个百分点,主要是业务规模扩大及相关成本增加所致;费用率方面,销售费用率为15.30%,相比去年同期提升0.95个百分点,管理费用率为8.49%,相比去年同期提升0.93个百分点,财务费用率为-2.04%,去年同期为-1.14%。

## ● 网络文学用户基数持续增长,行业空间广阔:

截至2018年6月,网络文学用户规模达到4.06亿人,较去年末增幅超7%;手机网络文学用户规模为3.81亿人,较去年末增幅接近10%,占手机网民的48.3%。我们认为,网络文学行业的增长空间仍然较为广阔,一方面在于用户基数的持续增长,另一方面在于用户付费意愿及付费额的提升。

## ● 行业空间广阔,龙头有望加倍受益,维持“推荐”评级:

考虑到公司业务扩张致短期业绩增速放缓,我们调整对公司2018-2020年净利润分别为1.48、1.78、2.05的预测,对应的EPS分别为0.37、0.44和0.51元,当前股价对应的2018-2020年PE分别为73、61、53。结合移动阅读行业的市场空间以及公司作为行业龙头的竞争优势,我们认为公司未来业绩具有较大的增长潜力,维持“推荐”评级。

## ● 风险提示:宏观经济下行拉低行业增速风险,新产品销售量不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1198	1,667	2,013	2,418	2,876
增长率(%)	87.2	39.2	20.7	20.2	18.9
净利润(百万元)	77.2	124	148	178	205
增长率(%)	161.1	60.2	20.0	19.7	15.3
毛利率(%)	32.9	29.8	29.0	29.1	28.9
净利率(%)	6.4	7.4	7.4	7.3	7.1
ROE(%)	10.6	12.5	13.2	13.7	13.7
EPS(摊薄/元)	0.19	0.31	0.37	0.44	0.51
P/E(倍)	140.23	87.5	73.0	60.9	52.8
P/B(倍)	14.82	11.0	9.6	8.3	7.2

## 推荐(维持评级)

市场数据

时间 2018.08.28

收盘价(元):	27.0
一年最低/最高(元):	5.83/73.79
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	108.27
流通股本(亿股):	0.41
流通市值(亿元):	11.07
近3月换手率:	368.29%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.56	-26.33	578.84
绝对	-11.99	-37.63	567.33

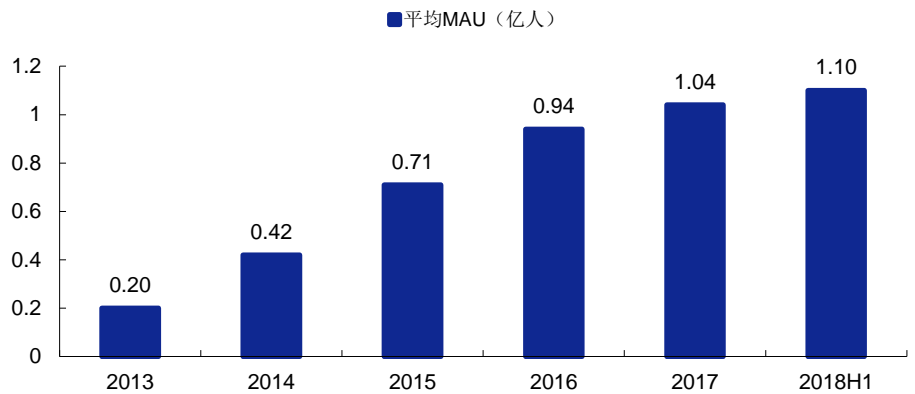
## 相关报告

《掌阅科技:移动数字阅读的领先企业》  
2018-05-02

## 1、平均 MAU 持续增长，推出新一代阅读器提升用户体验

2018 年上半年，公司自有数字阅读平台“掌阅”APP 的平均月活跃用户数约 1.1 亿，相比 2017 年年报披露的 1.04 亿，用户规模持续增长，继续保持行业领先地位。为更好的服务广大用户，公司在技术、产品、服务机制等方面不断优化提升。公司发布了 iReader T6 新一代纯平电子阅读器产品，进一步提升产品品质，着力打造完美阅读体验。

图1： 2013-2018H1 掌阅平台平均 MAU 数量变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

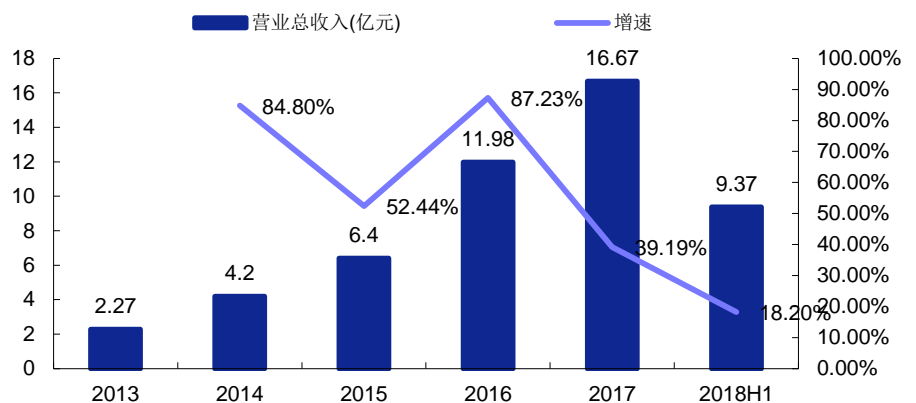
公司通过完善算法和用户大数据分析，构建了基于用户兴趣和行为模式的书籍推荐机制，有效提高内容分发效率。在产品改进上，为了更好的满足用户的阅读需求，推出了超级 VIP 功能，并推出了“订阅号”板块。公司通过持续不断的迭代更新，服务用户的能力得到显著增强。

## 2、业绩持续增长，业务扩张降低盈利水平

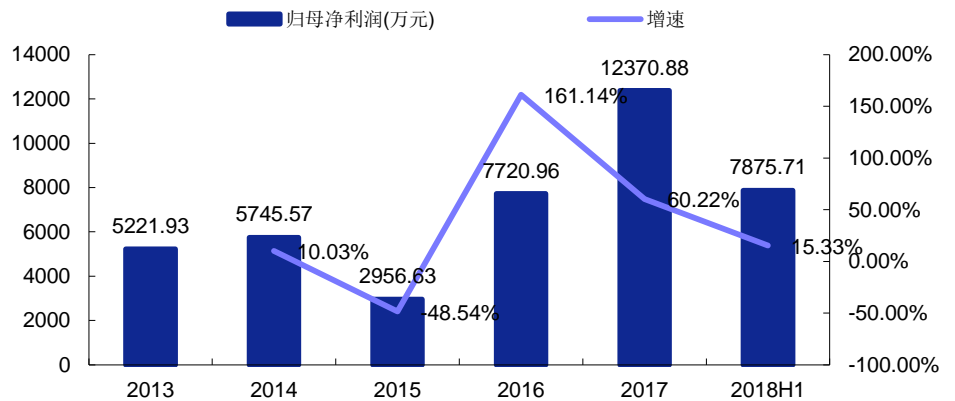
2018 年上半年，公司实现营业收入 9.37 亿元，同比上年同期增长 18.20%；实现归属于上市公司股东的净利润 7845.71 万元，同比上年同期增长 15.33%。

2013 年以来公司营收持续增长，2017 年的营业收入达到 16.67 亿元，4 年期间复合增速达 64.6%。由于 2015 年下半年 OPPO、VIVO 手机厂商把渠道推广的收入分成比例由 50%提高到了 60%，加上版权与渠道高成本的挤压，使得 2015 年公司净利润出现大幅滑坡，造成盈利能力不稳定。

图2： 2013-2018H1 公司营收规模及增速

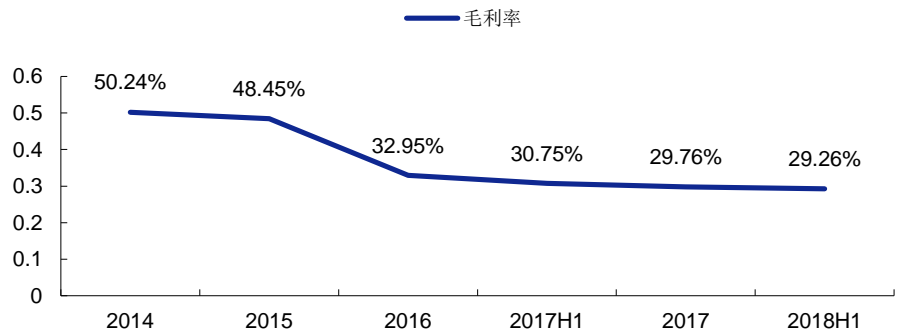


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图3： 2013-2018H1 公司归母净利润规模及增速**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

毛利率方面，公司上半年综合毛利率为 29.26%，相比去年同期下降 3.69 个百分点，营业成本增速略大于营收增速，主要是业务规模扩大及相关成本增加所致。2014-2018H1，公司毛利率持续走低，主要是由营收结构的调整及市场竞争加剧所致。

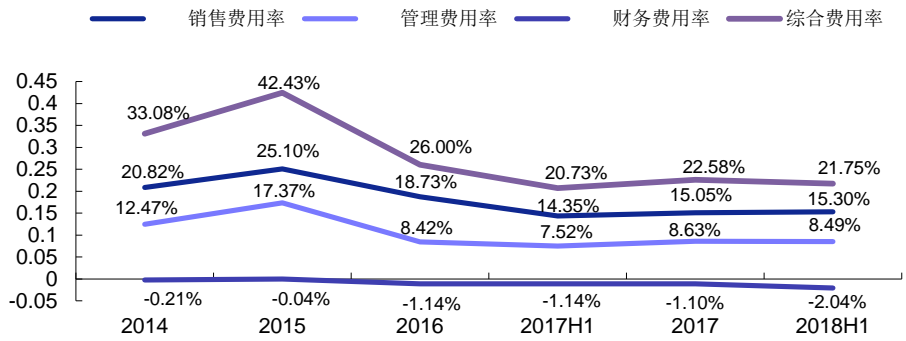
**图4： 2014-2018H1 公司毛利率走势**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

费用率方面，销售费用率为 15.30%，相比去年同期提升 0.95 个百分点，管理费用率为 8.49%，相比去年同期提升 0.93 个百分点，主要是报告期内工资薪酬、市场推广、研发投入增加所致，财务费用率为-2.04%，去年同期为-1.14%，主要是利息收入增加所致。

2014-2018H1，公司各项费用率整体下行，2017 年至今呈现上升态势，主要是由于公司上市之后各项业务扩张，营销、研发、人员薪酬等费用上升。

图5: 2014-2018H1 公司费用率走势

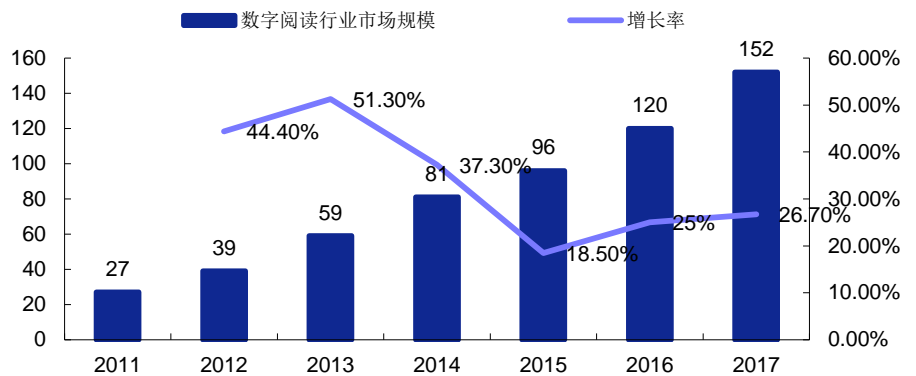


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 3、2018H1 网文用户基数持续增长, 市场空间广阔

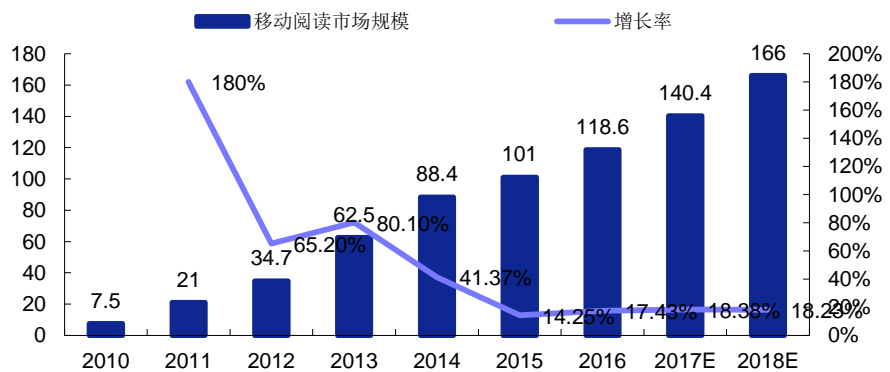
数字阅读行业自 2011 年后进入高速发展期, 2015 年后迈入成熟发展期。根据中国音像与数字出版协会发布的《2017 年度中国数字阅读白皮书》, 2017 年我国数字阅读行业市场规模达 152 亿元, 同比增长 26.7%。

图6: 数字阅读行业市场规模 (亿元)



资料来源: 数字阅读白皮书, 新时代证券研究所

图7: 我国移动阅读市场规模 (亿元)



资料来源：易观国际预测，新时代证券研究所

移动阅读成为数字阅读的主流方式和发展方向。根据易观智库发布的《中国移动阅读市场年度综合报告》，2017年我国移动阅读市场规模预计约达140.4亿元，同比增长18.438%，2010年至2017年，我国移动阅读市场规模保持稳健增长。

根据CNNIC（中国互联网络信息中心）发布的《第42次中国互联网络发展状况统计报告》显示，2018年上半年，相应政策出台以鼓励引导互联网娱乐业态健康发展，网络文学用户阅读方式多样，网络文化娱乐内容进一步规范，文学版权环境逐渐完善。

截至2018年6月，网络文学用户规模达到4.06亿人，较去年末增长2820万人，半年增幅超7%，占网民总体的50.6%；手机网络文学用户规模为3.81亿人，较去年末增加3713万人，半年增幅接近10%，占手机网民的48.3%。

根据掌阅科技招股书披露的数据，“掌阅”平台90%以上的充值用户充值金额在0-100元之间，占总充值金额的25.5%，其次3.35%的用户充值金额在200-500元，占比24.35%，充值金额在100-200元之间的总金额占比15.33%。也就是说，公司超过30%的用户充值收入来源于用户数量占比低于10%而充值金额在500元以上的充值用户贡献。近年来，随着国家对版权的保护政策频出，加上网络用户阅读付费习惯的养成，预计数字阅读行业的付费盈利模式将更加直接。

我们认为，网络文学行业的增长空间仍然较为广阔，一方面在于用户基数的持续增长，另一方面在于用户付费意愿及付费额的提升。

#### 4、盈利预测

考虑到公司业务扩张致短期业绩增速放缓，我们调整对公司2018-2020年净利润分别为1.48、1.78、2.05的预测，对应的EPS分别为0.37、0.44和0.51元，当前股价对应的2018-2020年PE分别为73、61、53。结合移动阅读行业的市场空间以及公司作为行业龙头的竞争优势，我们认为公司未来业绩具有较大的增长潜力，维持“推荐”评级。

#### 5、风险提示

宏观经济下行拉低行业增速风险，新产品销售量不及预期风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	904	1251	1411	1627	1865	<b>营业收入</b>	<b>1198</b>	<b>1667</b>	<b>2013</b>	<b>2418</b>	<b>2876</b>
现金	745	1037	1173	1323	1525	营业成本	803	1171	1429	1715	2045
应收账款	126	159	185	228	263	营业税金及附加	3	4	5	6	7
其他应收款	4	3	5	4	7	营业费用	224	251	302	363	431
预付账款	24	29	35	42	49	管理费用	101	144	171	206	244
存货	5	20	11	27	18	财务费用	-14	-18	-53	-62	-71
其他流动资产	1	3	3	3	3	资产减值损失	1	1	1	1	2
<b>非流动资产</b>	69	101	104	111	112	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	28	35	43	51	59	投资净收益	0	5	2	3	2
固定资产	11	21	17	17	16	<b>营业利润</b>	<b>79</b>	<b>134</b>	<b>160</b>	<b>192</b>	<b>221</b>
无形资产	24	22	21	19	14	营业外收入	8	1	3	4	4
其他非流动资产	7	23	23	23	23	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>974</b>	<b>1352</b>	<b>1515</b>	<b>1737</b>	<b>1978</b>	<b>利润总额</b>	<b>87</b>	<b>135</b>	<b>163</b>	<b>196</b>	<b>225</b>
<b>流动负债</b>	239	363	390	439	478	所得税	9	11	15	18	20
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>77</b>	<b>124</b>	<b>148</b>	<b>178</b>	<b>205</b>
应付账款	135	165	201	239	285	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	104	197	190	200	193	<b>归属母公司净利润</b>	<b>77</b>	<b>124</b>	<b>148</b>	<b>178</b>	<b>205</b>
<b>非流动负债</b>	4	1	1	1	1	EBITDA	103	138	140	170	195
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.19	0.31	0.37	0.44	0.51
其他非流动负债	4	1	1	1	1						
<b>负债合计</b>	<b>243</b>	<b>364</b>	<b>391</b>	<b>440</b>	<b>479</b>						
少数股东权益	0	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	360	401	401	401	401	<b>成长能力</b>					
资本公积	277	370	370	370	370	营业收入(%)	87.2	39.2	20.7	20.2	18.9
留存收益	93	217	366	543	748	营业利润(%)	94.4	69.8	19.7	20.0	14.9
归属母公司股东权益	730	988	1122	1297	1497	归属于母公司净利润(%)	161.1	60.2	20.0	19.7	15.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>974</b>	<b>1352</b>	<b>1515</b>	<b>1737</b>	<b>1978</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	32.9	29.8	29.0	29.1	28.9
						净利率(%)	6.4	7.4	7.4	7.3	7.1
						ROE(%)	10.6	12.5	13.2	13.7	13.7
						ROIC(%)	7.8	9.6	10.5	11.1	11.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	25.0	26.9	25.8	25.3	24.2
						净负债比率(%)	-101.9	(104.9)	(104.4)	(102.0)	-101.8
						流动比率	3.8	3.4	3.6	3.7	3.9
						速动比率	3.8	3.4	3.6	3.6	3.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
						应收账款周转率	12.2	11.7	11.7	11.7	11.7
						应付账款周转率	7.9	7.8	7.8	7.8	7.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.19	0.31	0.37	0.44	0.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.51	0.26	0.27	0.37
						每股净资产(最新摊薄)	1.82	2.46	2.80	3.23	3.73
						<b>估值比率</b>					
						P/E	140.23	87.52	72.95	60.92	52.84
						P/B	14.82	10.96	9.65	8.35	7.23
						EV/EBITDA	98.20	71.1	68.9	55.8	47.7

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	162	228	106	109	147
净利润	77	124	148	178	205
折旧摊销	38	34	10	12	13
财务费用	-14	-18	-53	-62	-71
投资损失	-0	-5	-2	-3	-2
营运资金变动	45	74	3	-17	3
其他经营现金流	14	20	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-74	-786	-10	-16	-12
资本支出	45	46	-6	-1	-7
长期投资	-28	-740	-8	-9	-9
其他投资现金流	-57	-1480	-24	-26	-28
<b>筹资活动现金流</b>	0	136	40	58	67
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	242	41	0	0	0
资本公积增加	-242	92	0	0	0
其他筹资现金流	0	3	40	58	67
<b>现金净增加额</b>	<b>88</b>	<b>-425</b>	<b>136</b>	<b>150</b>	<b>202</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

**姚轩杰**，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>