

月活用户增长 20%，内容持续投入和版权业务发力带来业绩增量

——掌阅科技年报点评

年报点评报告

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

● 2018 年收入业绩稳健增长，数字阅读和版权产品业务稳步较快发展

2018 年，公司实现营业收入 19.03 亿元，同比增长 14.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元，同比增长 12.62%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.10 元(含税)。公司核心业务数字阅读营收 16.56 亿元，同比增长 5.61%；月活用户人数达到 1.2 亿，增长 20%，稳定业内领先地位；版权业务已经成为公司第二大业务，占比超过 7%，近两年增速超 200%。

● 公司毛利率企稳，研发投入增长 40%，重视产品研发和技术创新

2018 年公司综合毛利率为 29.46%，同比减少 0.30 个百分点，总体较为稳定。公司数字阅读业务毛利率为 27.21%，同比减少 3 个百分点；版权运营业务毛利率为 53.28%，同比增加 18.89 个百分点；硬件业务毛利率为 22.58%，同比增加 9.48 个百分点。2018 年度研发费用 1.12 亿元，同比大幅增长 40.95%，体现了公司对产品研发的重视。

● 数字阅读规模超 250 亿，网络文学用户占比过半，行业发展潜力较大

根据中国音像与数字出版协会发布的《2018 中国数字阅读白皮书》，中国数字阅读市场规模较 2017 年增长 19.6%。其中，大众数字阅读占比超过九成，专业数字阅读市场规模达 21.2 亿。在支付意愿方面，68.7% 的用户愿意付费 20 元以上。网络文学用户占网民总体的 52.1%，手机网络文学用户规模达 4.10 亿，占手机网民的 50.2%，行业发展潜力较大。

● 看好公司数字阅读龙头地位，版权运营业务具有很大潜力，维持“推荐”评级

考虑到数字阅读行业从高增长转变为中速增长水平，我们下调掌阅科技 2019-2021 年营收分别为 22.38 (-1.80) 亿元、25.83 (-2.93) 亿元、29.99 亿元，同比增长 17.59%、15.43%、16.11%；实现归母净利润分别为 1.63 (-0.15) 亿元、1.89 (-0.16) 亿元、2.20 亿元，同比增长 17.27%、15.63%、16.58%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.41 元、0.47 元、0.55 元。我们看好公司版权运营业务，维持“推荐”评级。

● 风险提示：市场竞争加剧风险，数字内容盗版风险，政策风险。

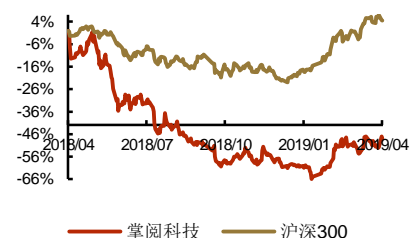
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1667	1903	2238	2583	2999
增长率(%)	39.19	14.17	17.59	15.43	16.11
净利润(百万元)	124	139	163	189	220
增长率(%)	60.22	12.62	17.27	15.63	16.58
毛利率(%)	29.76	29.46	29.66	29.40	29.33
净利率(%)	7.42	7.32	7.30	7.31	7.34
ROE(%)	12.53	12.18	12.95	13.27	13.65
EPS(摊薄/元)	0.31	0.35	0.41	0.47	0.55
P/E(倍)	77.8	69.1	58.9	50.9	43.7
P/B(倍)	9.7	8.6	7.8	6.9	6.1

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.04.23
收盘价(元):	23.5
一年最低/最高(元):	15.25/45.9
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	94.24
流通股本(亿股):	1.63
流通市值(亿元):	38.34
近 3 月换手率:	152.18%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.76	4.82	-51.93
绝对	3.07	32.77	-45.22

相关报告

《APP 平均 MAU 持续增长，业务扩张致毛利率下降》2018-08-29

《掌阅科技：移动数字阅读的领先企业》2018-05-02

目 录

1、 公司业绩稳健增长，月活用户达到 1.2 亿.....	2
2、 公司毛利率企稳，研发投入增长 40%以上	4
3、 数字阅读规模超 250 亿，付费率及 ARPU 值均有提升空间	6
4、 公司 2019 年展望：继续强化内容投入，拓展流量变现新业务.....	7
5、 盈利预测及投资建议.....	7
5.1、 盈利预测.....	7
5.2、 投资建议.....	8
6、 风险提示	8
附： 财务预测摘要.....	9

图表目录

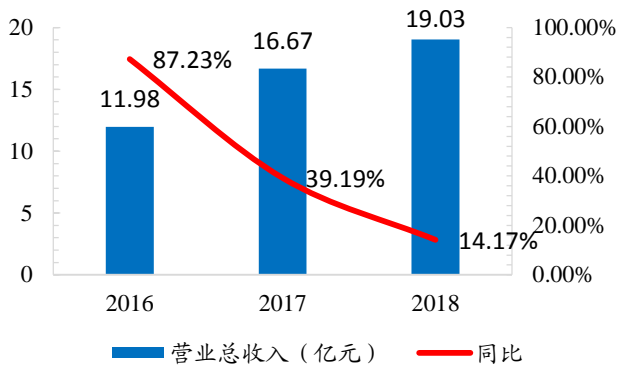
图 1： 2016-2018 年公司营收及增长率.....	2
图 2： 2016-2018 年公司归母净利润及增长率.....	2
图 3： 2018 年公司各项业务占比情况.....	3
图 4： 2016-2018 数字阅读营收及增速.....	3
图 5： 2016-2018 版权产品业务营收及增速.....	3
图 6： 2016-2018 硬件产品营收及增速.....	4
图 7： 2016-2018 其他业务营收及增速.....	4
图 8： 2016-2018 年公司毛利率情况.....	4
图 9： 2016-2018 年销售费用及增速情况.....	5
图 10： 2016-2018 年管理费用及增速情况.....	5
图 11： 2016-2018 年财务费用情况.....	5
图 12： 2016-2018 年研发费用及增速情况.....	5
图 13： 2016-2018 中国数字阅读产业规模.....	6
图 14： 2017-2018 中国网络文学规模及占比情况.....	6
表 1： 公司收入与净利润预测.....	7

1、 公司业绩稳健增长，月活用户达到 1.2 亿

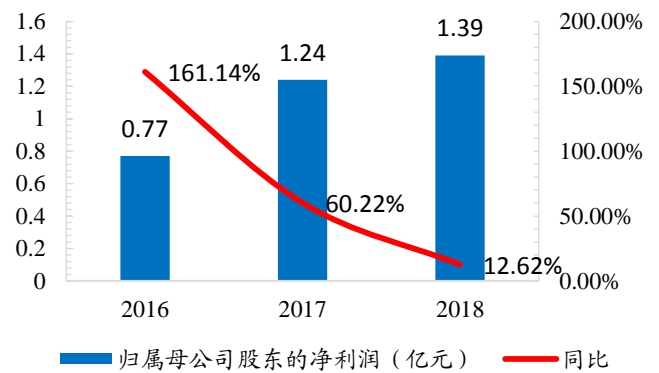
2018 年，公司实现营业收入 19.03 亿元，同比增长 14.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.39 亿元，同比增长 12.62%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.10 元(含税)。公司业绩增长主要得益于数字阅读和版权产品业务稳步增长。

图1： 2016-2018 年公司营收及增长率

图2： 2016-2018 年公司归母净利润及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所



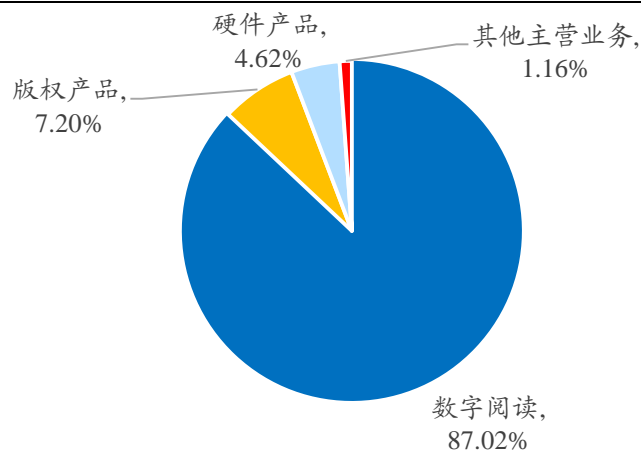
资料来源: wind, 新时代证券研究所

分业务来看,公司核心业务数字阅读营收 16.56 亿元,同比增长 5.61%。报告期内,公司阅读平台月活跃用户数量约 1.2 亿人,相比 2017 年底的 1 亿人增长达到 20%,用户规模稳居业内领先地位。

丰富优质的精品内容,是数字阅读平台发展的根基。报告期内,公司仍不遗余力地加大对数字阅读及有声内容的持续投入,并进一步推进年轻化的内容布局。公司引进了包括《十九岁的时差》、《金庸作品集》、《季羡林全集》等在内的数万部优质精品数字图书内容,引进了包括《围城》、《白鹿原》等在内海量优质有声内容,引进了包括《元尊》、《妖神记》等在内的大量漫画内容。现阶段公司已沉淀优质数字图书 50 余万册,在线有声内容及漫画内容数量亦储量丰富。

版权运营业务已经发展成为公司第二大业务,2018 年公司实现版权分发及衍生收入共 1.37 亿元,同比增长 272.92%。报告期内公司依托海量优质版权内容,持续发展版权运营及衍生业务,一方面公司向其他第三方平台分发公司优质数字图书版权,实现版权的直接增值;另一方面公司积极向影视、游戏公司输出公司 IP 内容,通过影视、游戏改编等方式大力挖掘公司原创内容的潜在价值。2019 年 3 月,公司公告筹备参股设立影视公司,布局了版权开发衍生的下游环节,接下来公司将更大力度的开发版权资源,继续做大做强版权运营业务。

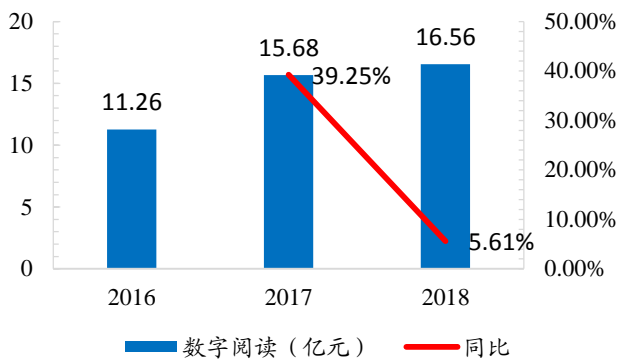
图3: 2018 年公司各项业务占比情况



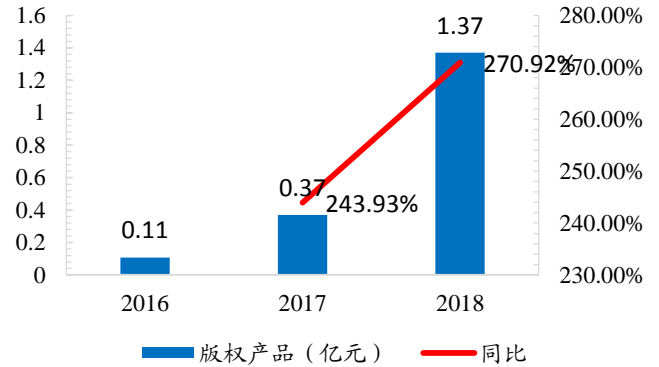
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 2016-2018 数字阅读营收及增速

图5: 2016-2018 版权产品业务营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

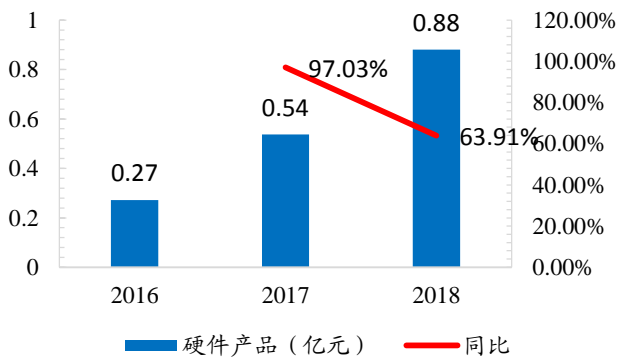


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

硬件业务方面,2018年公司实现硬件产品收入8,831.84万元,同比增长63.91%。公司发布了 iReader T6 新一代电子阅读器产品,并推出了读写一体化的超级智能本 iReader Smart,上述硬件产品均取得了良好的市场反响。公司始终看好智能阅读器未来的发展空间,但鉴于消费型电子硬件产品投入需求大,毛利空间低,为平衡公司长期战略规划和短期盈利需求,2019年3月公司公告筹备将硬件业务出售至参股公司北京掌上智汇名下。

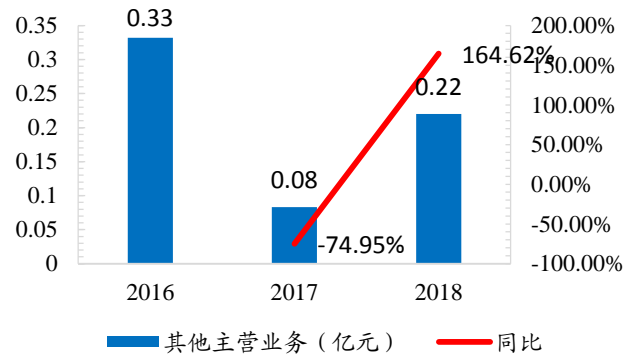
其他收入方面,公司2018年其他收入2197.26万元,同比增长164.62%。其他业务主要为公司利用“掌阅”App拥有的用户流量所提供的互联网推广服务和其他增值服务。2018年公司其他收入增长主要系拓展与行业客户及品牌客户的合作,互联网推广服务收入增长所致。

图6: 2016-2018 硬件产品营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图7: 2016-2018 其他业务营收及增速



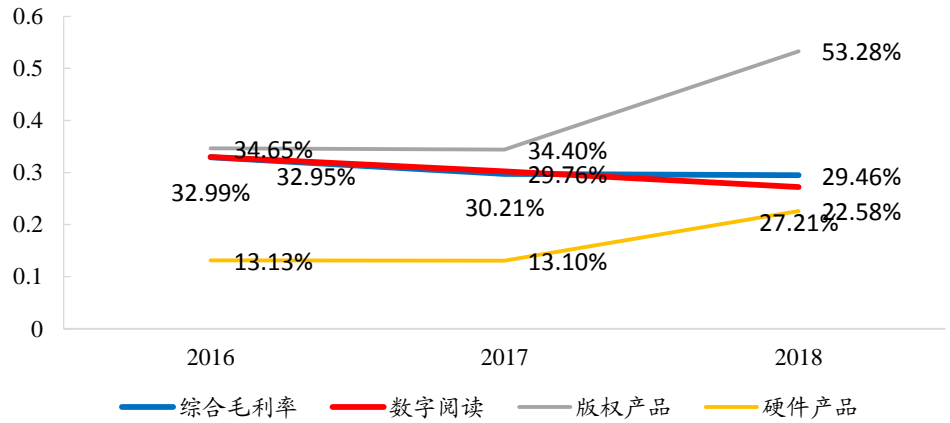
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、公司毛利率企稳，研发投入增长40%以上

2018年,公司综合毛利率为29.46%,同比减少0.30个百分点。公司数字阅读业务毛利率为27.21%,同比减少3个百分点;版权运营业务毛利率为53.28%,同比增加18.89个百分点;硬件业务毛利率为22.58%,同比增加9.48个百分点。

公司综合毛利率出现企稳态势,数字阅读业务毛利率因为投入加大毛利率继续微降,但公司版权业务快速拓展,毛利率增长明显,拉高了公司整体毛利率。

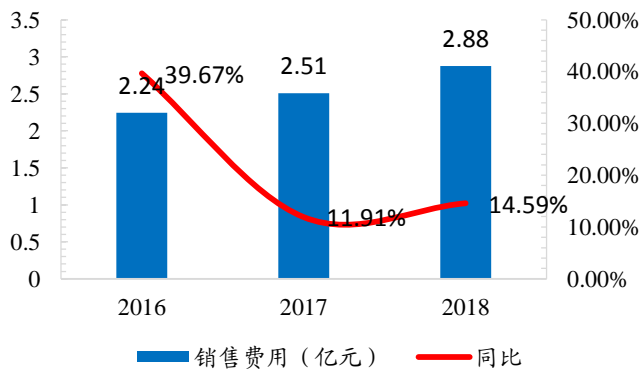
图8: 2016-2018 公司毛利率情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

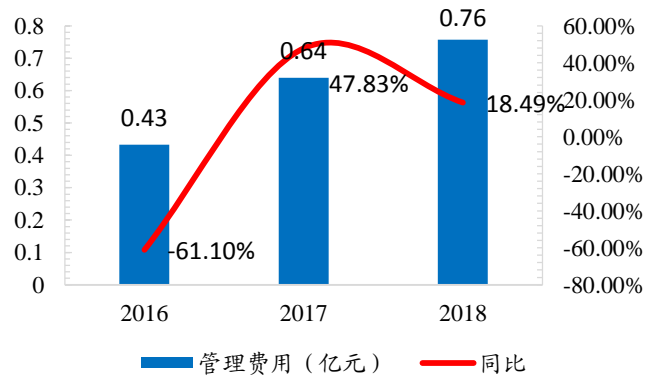
2018年, 公司销售费用 2.87 亿元, 同比增长 14.59%; 管理费用 7573 万元, 同比增长 18.49%; 财务费用-4054 万元, 同比下降 120.83%。

图9: 2016-2018 年销售费用及增速情况



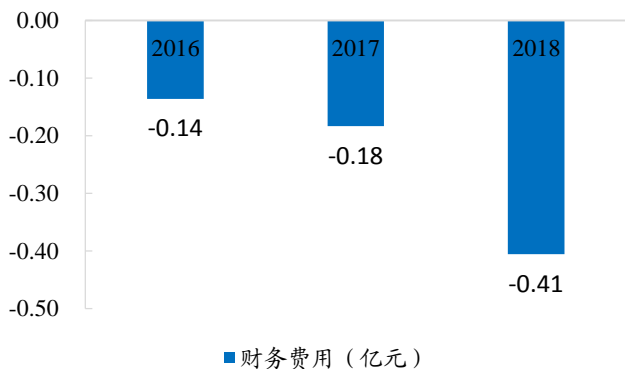
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图10: 2016-2018 年管理费用及增速情况



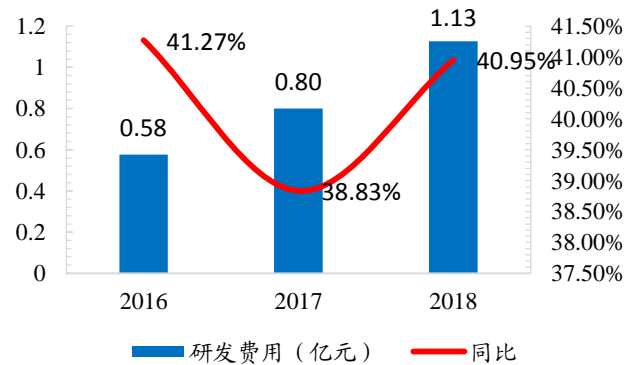
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图11: 2016-2018 年财务费用情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图12: 2016-2018 年研发费用及增速情况



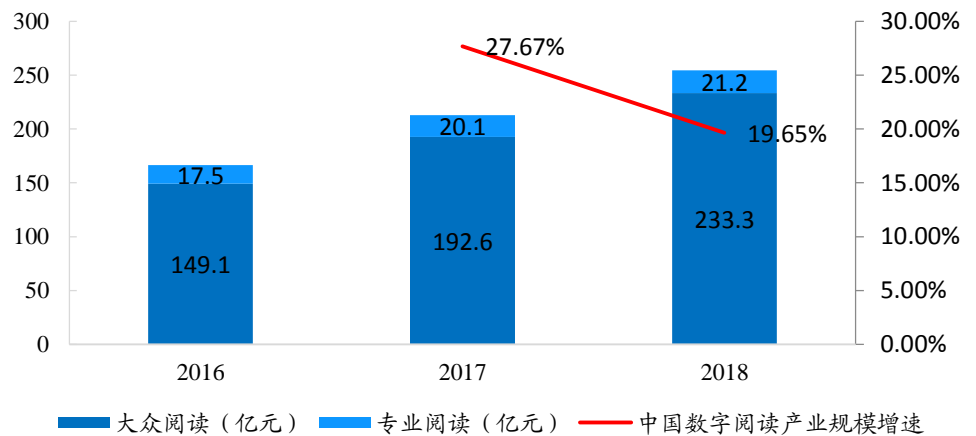
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

值得注意的是, 公司研发费用 1.12 亿元, 同比大幅增长 40.95%。公司研发投入总额占营业收入比例达到 6.11%; 公司研发人员的数量 343 人, 研发人员数量占公司总人数的比例达到 40.54%。这体现了公司对产品研发及技术创新的重视程度, 以及公司持续保持技术先进优势的经营战略。截至报告期末, 公司及子公司拥有专利 104 项; 计算机软件著作权 80 项。

3、数字阅读规模超 250 亿，付费率及 ARPU 值均有提升空间

根据中国音像与数字出版协会发布的《2018 中国数字阅读白皮书》，中国数字阅读市场规模已经达到了 254.5 亿，较 2017 年增长 19.6%。其中，大众数字阅读占比超过九成，专业数字阅读市场规模达 21.2 亿。人均数字阅读量达 12.4 本，人均单次阅读时长达 71.3 分钟。近年来，我国数字阅读用户电子书付费意愿持续提升，2018 年达 66.4%，68.7% 的用户愿意付费 20 元以上。2018 年度，中国数字内容创作者数量进一步提升，已达 862 万人，数字阅读内容的存量和质量均实现了进一步提升。

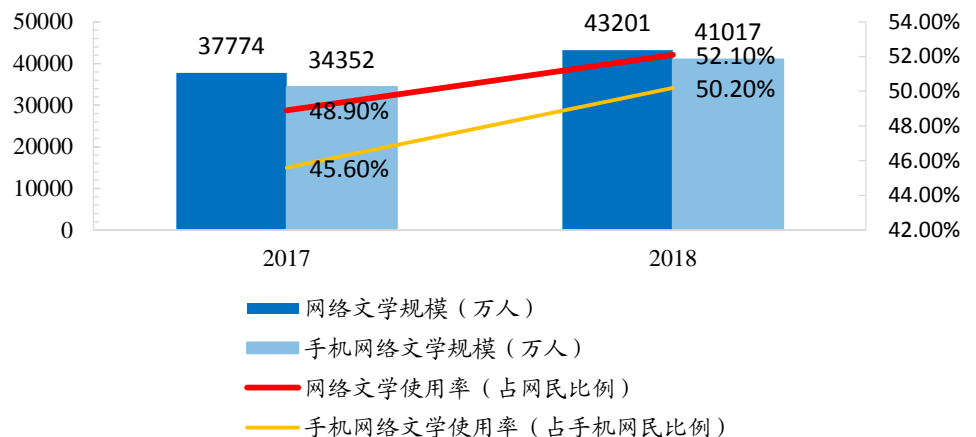
图13: 2016-2018 中国数字阅读产业规模



资料来源：《2018 中国数字阅读白皮书》，新时代证券研究所

根据 CNNIC 发布的第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年 12 月，网络文学用户规模已达到 4.32 亿，较 2017 年底增加 5,427 万，占网民总数的 52.1%。手机网络文学用户规模达 4.10 亿，较 2017 年底增加 6,666 万，占手机网民的 50.2%。

图14: 2017-2018 中国网络文学规模及占比情况



资料来源：CNNIC，新时代证券研究所

4、公司 2019 年展望：继续强化内容投入，拓展流量变现新业务

展望 2019 年，公司将进一步加强对内容的投入，丰富多品类文学作品。公司将继续加强对内容的投入，以“掌阅文学”为核心平台，致力于打造集多媒体阅读、有声、漫画、影视等一体的文学平台为作者提供广阔的文学舞台，挖掘符合移动阅读要求的精品原创作品，开发作品的衍生版权和周边产品，以网络文学为源头，打造明星作家和明星作品。公司对现有客户端产品持续投入和改进，通过精细化运营，进一步提升用户体验。

2019 年公司将积极推进相关创新项目的发展，通过不断探索和尝试，为更多用户提供更具针对性、更高品质的阅读服务。同时公司将进一步拓宽多种形式的流量变现的新渠道，激发公司潜在增长动力。

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

我们对公司的盈利预测进行了调整，主要原因是 2018 年公司数字阅读业务增速出现明显下滑，由 39.2% 下降到 5.61%，主营业务业绩下滑是由于整个行业从高速增长转变为中速增长水平，由此推测公司 2019-2021 年数字阅读业务营收增速将维持在 7%-8% 之间。其他财务数据的关键假设基础主要有如下几点：

(1)、版权产品业务：考虑到目前大环境对版权的重视，公司 2016-2018 年增长率超 200%，预计未来增长率会逐渐放缓至平稳水平。预计 2019-2021 年版权业务营收增长会从 120% 逐步稳定至 60% 左右。

(2)、硬件产品：硬件产品主要是掌阅科技提供的硬件客户端设备，考虑到未来教育改革对阅读的重视，预计公司 2019-2021 年硬件产品业务增长率将维持在 30%-40% 的水平。

(3)、其他业务保持 50% 左右的增长率。

表1：公司收入与净利润预测

公司收入预测 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16.67	19.03	22.38	25.83	29.99
YOY	39.19%	14.17%	17.59%	15.43%	16.11%
营业成本	11.71	13.42	15.74	18.24	21.20
YOY	45.82%	14.65%	17.26%	15.85%	16.22%
毛利率	29.76%	29.46%	29.66%	29.40%	29.33%
毛利	4.96	5.61	6.64	7.60	8.80
归母净利润	1.24	1.39	1.63	1.89	2.20
YOY	60.22%	12.62%	17.27%	15.63%	16.58%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所测算

5.2、投资建议

考虑到主营业务数字阅读 2018 年业绩下滑是由于整个行业从高增长转变为中速增长水平所致，我们下调掌阅科技 2019-2021 年营收分别为 22.38 (-1.80) 亿元、25.83 (-2.93) 亿元、29.99 亿元，同比增长 17.59%、15.43%、16.11%；实现归母净利润分别为 1.63 (-0.15) 亿元、1.89 (-0.16) 亿元、2.20 亿元，同比增长 17.27%、15.63%、16.58%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.41 元、0.47 元、0.55 元。我们看好公司版权运营业务，维持“推荐”评级。

6、风险提示

1. 数字内容遭受盗版侵权的风险。侵犯版权所有者和正版授权方的利益将会影响作者的创作积极性，破坏行业生态，给行业的发展带来了不良影响。同时盗版也会直接影响公司的销售收入，给业绩带来不利影响。
2. 政策变化的风险。作为新兴行业，未来国家加强对互联网数字阅读行业的监管，有可能给公司的持续稳定经营带来一定的不利影响。
3. 市场竞争加剧的风险。多家大型互联网企业纷纷进入数字阅读领域，数字阅读行业竞争呈现日益激烈的态势。未来可能影响公司的经营业绩和发展潜力。

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，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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，并不构成对客户的投资建议，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	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>