



**谨慎
买入**

11%↑

目标价格：人民币 50.00

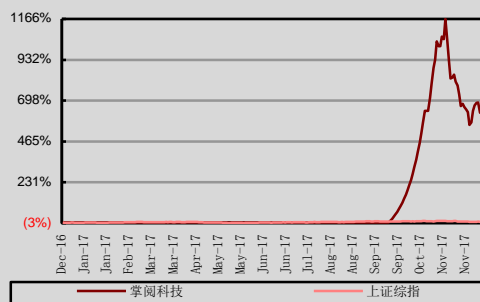
603533.CH

价格：人民币 45.32

目标价格基础：77倍 18年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	643.2	(41.3)	0.0	0.0
相对上证指数	638.2	(37.3)	2.3	(4.8)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	1,777
3个月日均交易额(人民币 百万)	363
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
张凌云	30

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2017年12月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

掌阅科技

移动阅读先驱者，硬件产品带来阅读场景发展空间

掌阅科技成立于2008年，公司自成立之初起便致力于互联网数字阅读产业，是国内最早研发移动阅读应用产品的互联网企业之一；公司于2015年开始从事原创文学版权运营业务，同时推出自有阅读硬件产品 iReader 电子阅读器，2017年公司A股上市（证券代码：603533）。目标价50元，建议谨慎买入。

支撑评级的要点

- **移动阅读替代文学网站已经成为目前主流数字阅读模式。**2016年，我国移动阅读市场总收入规模已达到118.6亿元，同比增长17.43%，预计2017年市场总收入将达到140亿元，未来三年同比增速将保持在18%左右。用户方面，截至2017年6月，网络文学用户总规模达到3.53亿，较2016年底增加1936万，占网民总体的46.9%，其中手机网络文学用户规模3.27亿元，占手机网民的45.1%。移动阅读日覆盖人数已达3300万，远超PC端覆盖人数，网络文学的内容特点使其与移动设备的使用场景更加适配。
- **渠道端硬件优势为公司带来稳定市场份额。**公司移动阅读产品市场渗透率超过20%，位居同类产品第一。公司在2011年1月发布掌阅APP，是国内最早的移动阅读APP之一；在2014年，公司发布iReader，是国内第一款移动阅读硬件产品；此后，公司在iReader产品硬件及内容不断更新升级，在2016年推出二代iReader，在2017年11月推出了iReader Ocean及iReader Light青少版。不断地设备更新换代使得掌阅在移动端用户渗透率方面始终走在行业最前端。
- **公司以购买及合作方式大力扩充内容资源。**内容方面，掌阅科技成立掌阅文学，保证原创内容持续上线；通过数年积累，公司已获得网络文学作品超过50万部，原创作品超过2万部，签约原创作者超1万名。此外，掌阅联合百度文学、中文在线、阿里文学、磨铁文学等发起成立“原创联盟”，共同推出“精品内容全平台共享计划”。

评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更。

估值

- 预计公司2017-2019年实现每股收益0.33、0.59和0.72元，对应当前市盈率约为132、74和60倍，维持公司**谨慎买入**评级，目标价格50.00元。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	640	1,198	1,796	2,605	3,524
变动(%)	52	87	50	45	35
净利润(人民币 百万)	30	77	132	236	289
全面摊薄每股收益(人民币)	0.075	0.192	0.328	0.590	0.721
变动(%)	(48.5)	156.7	53.1	79.5	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	604.3	236.0	132.0	73.5	60.1
价格/每股现金流量(倍)	41.4	96.5	309.8	107.7	58.7
每股现金流量(人民币)	1.05	0.45	0.14	0.40	0.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	242.0	163.3	118.5	64.5	52.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.033	0.059	0.072
股息率(%)	0	0	0.1	0.1	0.2

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	640	1,198	1,796	2,605	3,524
销售成本	(331)	(806)	(1,262)	(1,830)	(2,476)
经营费用	(239)	(290)	(396)	(528)	(756)
息税折旧前利润	69	102	138	247	292
折旧及摊销	(32)	(37)	(9)	(6)	(2)
经营利润 (息税前利润)	37	65	130	240	290
净利息收入/(费用)	0	14	15	22	31
其他收益/(损失)	6	8	1	0	0
税前利润	44	87	146	263	321
所得税	(14)	(9)	(15)	(26)	(32)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	30	77	132	236	289
核心净利润	31	78	132	236	289
每股收益 (人民币)	0.075	0.192	0.328	0.590	0.721
核心每股收益 (人民币)	0.075	0.192	0.329	0.590	0.721
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.033	0.059	0.072
收入增长(%)	52	87	50	45	35
息税前利润增长(%)	(44)	75	99	85	21
息税折旧前利润增长(%)	(18)	47	36	78	18
每股收益增长(%)	(93)	(14)	53	80	22
核心每股收益增长(%)	(93)	(16)	52	79	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	44	87	146	263	321
折旧与摊销	32	37	9	6	2
净利息费用	(0)	(14)	(15)	(22)	(31)
运营资本变动	19	47	19	(56)	39
税金	(14)	(9)	(15)	(26)	(32)
其他经营现金流	43	14	(88)	(3)	(4)
经营活动产生的现金流	123	162	56	161	296
购买固定资产净值	(7)	7	10	5	0
投资减少/增加	(1)	(28)	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(36)	(53)	(33)	(10)	0
投资活动产生的现金流	(43)	(74)	(23)	(5)	(0)
净增权益	0	0	(13)	(24)	(29)
净增债务	0	0	110	1	(2)
支付股息	0	0	13	24	29
其他融资现金流	448	0	190	328	258
融资活动产生的现金流	448	0	300	329	256
现金变动	528	88	333	485	552
期初现金	126	654	745	1,078	1,563
公司自由现金流	80	88	33	156	296
权益自由现金流	80	74	128	135	262

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	656	746	1,178	1,663	2,215
应收帐款	73	130	170	293	330
库存	4	5	9	12	16
其他流动资产	27	24	53	58	94
流动资产总计	760	904	1,410	2,026	2,654
固定资产	11	11	14	15	15
无形资产	17	24	21	19	17
其他长期资产	0	30	29	29	29
长期资产总计	28	64	64	63	60
总资产	795	974	1,492	2,107	2,733
应付帐款	68	135	222	295	404
短期债务	0	0	110	111	109
其他流动负债	74	104	124	123	125
流动负债总计	142	239	455	529	639
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	4	0	0	0
股本	118	360	401	401	401
储备	535	371	635	1,177	1,693
股东权益	653	731	1,036	1,578	2,094
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	795	974	1,492	2,107	2,733
每股帐面价值 (人民币)	5.54	2.03	2.58	3.94	5.22
每股有形资产 (人民币)	5.39	1.96	2.53	3.89	5.18
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.54)	(2.07)	(2.41)	(3.62)	(5.00)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.8	8.5	7.7	9.5	8.3
息税前利润率(%)	5.8	5.4	7.2	9.2	8.2
税前利润率(%)	6.9	7.2	8.1	10.1	9.1
净利率(%)	4.6	6.4	7.3	9.1	8.2
流动性					
流动比率(倍)	5.4	3.8	3.1	3.8	4.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.3	3.8	3.1	3.8	4.1
估值					
市盈率(倍)	604.3	236.0	132.0	73.5	60.1
核心业务市盈率(倍)	604.3	236.0	131.8	73.5	60.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	666	260.4	152.4	84.7	69.4
市净率(倍)	7.8	21.3	16.8	11.0	8.3
价格/现金流(倍)	41.4	96.5	309.8	107.7	58.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	242.0	163.3	118.5	64.5	52.6
周转率					
存货周转天数	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
应收帐款周转天数	39.3	30.9	30.4	32.5	32.3
应付帐款周转天数	31.7	30.9	36.2	36.2	36.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	7.5	11.2	14.9	18.1	15.7
资产收益率(%)	4.8	6.6	9.5	12.0	10.8
已运用资本收益率(%)	1.9	2.8	3.5	4.2	3.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测