



603533.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 41.18

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.4)	(11.1)	19.7	0.0
相对上证指数	(3.1)	(11.3)	24.9	(1.1)

发行股数(百万)	401
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	1,688
3个月日均交易额(人民币 百万)	298
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
成湘均	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年5月7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: 互联网传媒

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

掌阅科技

移动阅读保持领先地位, 渠道投入推动利润增速

公司2017年实现营业收入16.67亿元(同比+39.19%), 归属于上市公司股东净利润1.24亿元(同比+60.22%), 扣非后归属上市公司股东净利润1.12亿元(同比+57.81%)。公司第四季度实现营业收入4.37亿元(环比+0.13%), 归属于上市公司股东净利润0.26亿元(环比-11.56%)。基本每股收益0.33元(同比+57.14%)。报告期末公司资产总额13.52亿元(同比+38.87%)。此外, 公司拟以总股本40,100万股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利0.34元(含税)。

支撑评级的要点

- **营收增长较快, 业务毛利率有所下滑。**报告期内, 公司实现营业收入16.67亿元, 同比增长39.19%, 主要得益于公司数字阅读业务稳步增长。单季度业绩方面, 虽然公司营业收入四个季度均环比上升, 但净利润环比均有所下滑。公司数字阅读业务实现营业收入15.68亿元, 同比增长39.21%, 营业收入占比超过94%; 硬件产品由于公司iReader新产品投放市场, 实现营业收入0.54亿元, 同比增长97.03%。
- **移动平台用户规模持续领先, 版权、硬件发展迅速。**报告期内, 公司自有数字阅读平台“掌阅”APP的平均月活跃用户数达到1.04亿, 拥有数字内容50余万册, 用户规模持续增长, 继续保持行业领先地位。在业务创新方面, 公司2017年先后发布了iReader Light和iReader Ocean等多款电子阅读器产品, 产品线日趋丰富; 同时公司也发力版权衍生业务, 向第三方互联网平台、影视、游戏等公司, 提供多元化的版权内容。

评级面临的主要风险

- 内容版权价格大幅提升, 用户数量下滑, 内容政策收紧。

估值

- 我们预计公司2018-2020年实现净利润分别为1.74、2.39和2.93亿元, 维持公司**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,198	1,667	2,245	2,918	3,791
变动(%)	87	39	35	30	30
净利润(人民币 百万)	77	124	174	239	293
全面摊薄每股收益(人民币)	0.214	0.309	0.434	0.597	0.732
变动(%)	(14.4)	43.8	40.7	37.6	22.5
先前预测每股收益(人民币)			0.59	0.72	
调整幅度(%)			26.4	17.1	
全面摊薄市盈率(倍)	192.0	133.5	94.9	69.0	56.3
价格/每股现金流量(倍)	91.7	72.4	72.9	84.7	55.7
每股现金流量(人民币)	0.45	0.57	0.56	0.49	0.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	154.8	119.2	76.9	60.2	48.3
每股股息(人民币)	0.000	0.034	0.043	0.060	0.073
股息率(%)	-	0.1	0.1	0.1	0.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件：

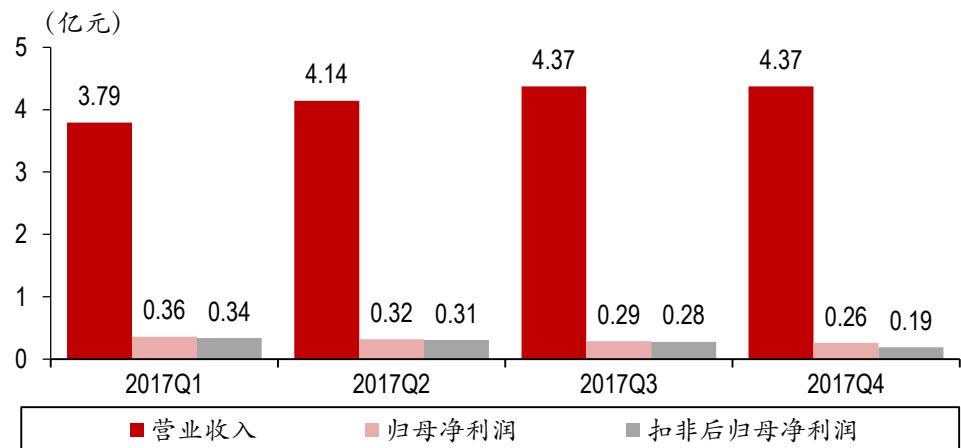
公司 2017 年实现营业收入 16.67 亿元（同比+39.19%），归属于上市公司股东净利润 1.24 亿元（同比+60.22%），扣非后归属上市公司股东净利润 1.12 亿元（同比+57.81%）。公司第四季度实现营业收入 4.37 亿元（环比+0.13%），归属于上市公司股东净利润 0.26 亿元（环比-11.56%）。基本每股收益 0.33 元（同比+57.14%）。报告期末公司资产总额 13.52 亿元（同比+38.87%）。此外，公司拟以总股本 40,100 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.34 元（含税），不送红股，不以资本公积转增股本。

点评：

1. 营收增长较快，业务毛利率有所下滑。

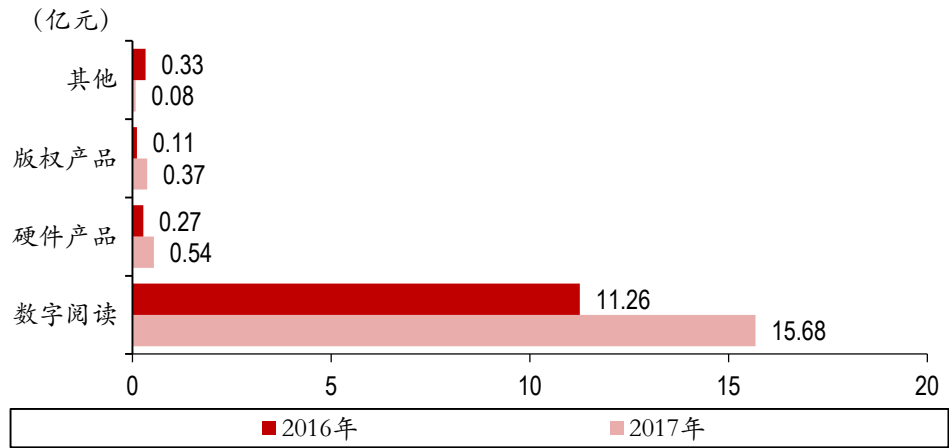
报告期内，公司实现营业收入 16.67 亿元，同比增长 39.19%，主要得益于公司数字阅读业务稳步增长。单季度业绩方面，虽然公司营业收入四个季度均环比上升，但净利润环比均有所下滑。报告期内公司非经常损益项目总额为 0.12 亿元，主要来自于政府补助项目，占公司净利润比重较小。

图表 1. 公司 2017 年分季度主要财务数据



资料来源：公司公告，中银证券

业务结构方面，公司数字阅读业务实现营业收入 15.68 亿元，同比增长 39.21%，营业收入占比超过 94%；硬件产品由于公司 iReader 新产品投放市场，实现营业收入 0.54 亿元，同比增长 97.03%；版权产品方面，公司 2017 年增加了向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容，实现营业收入 0.37 亿元，同比增长 243.93%。

图表 2. 公司主营业务分行业情况


资料来源：公司公告，中银证券

毛利率方面，报告期内，公司各项业务毛利率均有所降低，其中数字阅读业务毛利率下滑 2.78 个百分点，主要由于行业竞争激烈，公司加大了渠道推广及优质版权采购力度以保持用户规模和收入规模的持续增长。其中本期渠道成本为 6.15 亿元，占总成本的比例为 52.54%，同比增长 52.56%，超过阅读业务营收增速 22.35 个百分点。

图表 3. 2016 年和 2017 年主要业务毛利率对比

(%)	2017 年	2016 年
数字阅读	30.21	32.99
硬件产品	13.10	13.13
版权产品	34.40	34.65

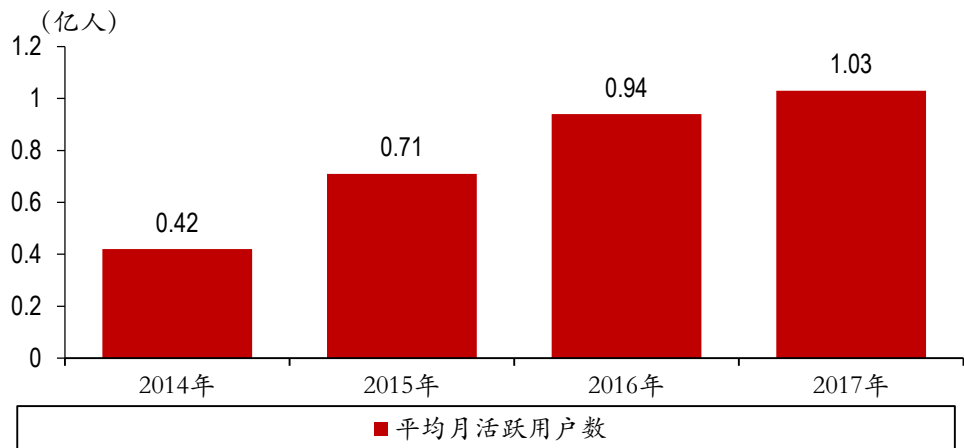
资料来源：公司公告，中银证券

现金流情况方面，报告期内，公司经营性现金流净额为 2.28 亿元，同比增长 41.08%；投资活动现金流净流出 7.86 亿元，主要为公司购买结构性存款和增加股权投资所致，其中结构性存款投资额为 7.2 亿元，筹资活动方面，由于公司报告期内在 A 股挂牌上市，获得 1.33 亿元融资。

2. 移动平台用户规模持续领先，版权、硬件发展迅速

报告期内，公司自有数字阅读平台“掌阅”APP 的平均月活跃用户数达到 1.04 亿，拥有数字内容 50 余万册，用户规模持续增长，继续保持行业领先地位。

图表 4. 2014-2017 年公司平均月活跃用户数



资料来源：公司公告，中银证券

公司加大版权投入，引入包括《围城》等精品内容在内的独家电子版权，与“月关”、“天使奥斯卡”等多位大神级作家签约，大力打造“掌阅文学”的内容品牌，举办了首届掌阅文学创作大赛。在保证版权内容数量的同时，不断吸引优质作者，努力提高内容质量，构建读者、作者、平台的良性循环。

在业务创新方面，公司 2017 年先后发布了 iReader Light 和 iReader Ocean 等多款电子阅读器产品，产品线日趋丰富；同时公司也发力版权衍生业务，向第三方互联网平台、影视、游戏等公司，提供多元化的版权内容，深入挖掘网络原创文学的内在价值；此外，公司尝试布局有声阅读领域，引入《吐槽是门手艺》等多部重磅音频节目。

3. 行业发展迅猛，业务有望持续高增长

数据显示，2017 年，中国数字阅读行业市场规模达 152 亿元，同比增长 26.7%，其中 TOP3 企业收入总和占整个数字阅读市场行业 70%；数字阅读作者数量达到 784 万，总同比增长 30.2%；数字阅读用户规模达到了 3.78 亿，同比增长 13.37%。公司作为国内领先的数字阅读发行商及下载量保持第一的移动阅读平台，将有望持续享受行业增长所带来的红利。

公司以用户为导向，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。同时公司会通过多渠道加大对用户的引流，进一步推进以阅读业务为中心布局泛文化娱乐产业。同时，公司将继续加强对内容的投入，增加和丰富更多品类的文学内容。同时公司拟以“掌阅文学”为核心平台，以阅读为核心，深入挖掘原创 IP 价值，致力于打造集多媒体阅读、实体出版、有声、漫画、影视、游戏等一体的文学平台。

盈利预测：

我们预计公司 2018-2020 年实现净利润分别为 1.74、2.39 和 2.93 亿元，维持公司**增持**评级。

图表 5. 公司年报业绩摘要

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017 全年
一、营业总收入	378.6	414.3	436.8	437.4	1,667.0
二、营业总成本	338.8	377.2	408.7	427.2	1,551.9
其中：营业成本	261.1	287.9	315.1	306.9	1,171.0
营业税金及附加	1.1	1.1	0.8	0.6	3.6
销售费用	49.2	64.6	52.6	84.6	251.0
管理费用	31.4	28.2	45.4	38.8	143.9
财务费用	(5.0)	(4.1)	(5.1)	(4.2)	(18.4)
资产减值损失	1.0	(0.5)	0.0	0.4	0.9
三、其他经营收益	(0.8)	(1.4)	(0.3)	7.2	4.7
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	(0.8)	(1.4)	(0.3)	7.2	4.7
四、营业利润	39.0	38.5	30.1	26.1	133.8
加：营业外收入	2.2	(1.0)	0.0	0.0	1.2
减：营业外支出	0.0	0.0	0.2	0.0	0.3
五、利润总额	41.2	37.5	29.9	26.0	134.6
减：所得税	5.5	4.8	0.7	(0.1)	10.9
六、净利润	35.7	32.7	29.2	26.2	123.8
减：少数股东损益	0.0	0.3	(0.1)	(0.1)	0.1
七、归属母公司净利润	35.7	32.3	29.4	26.3	123.7
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
主要比率(%)					
毛利率	31.0	30.5	27.9	29.8	29.8
主营税金率	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
销售费率	13.0	15.6	12.0	19.4	15.1
管理费率	8.3	6.8	10.4	8.9	8.6
营业利润率	10.3	9.3	6.9	6.0	8.0
实际税率	13.4	12.8	2.3	(0.5)	8.1
净利率	9.4	7.9	6.7	6.0	7.4
YoY(%)					
收入增长率	0.0	0.0	27.7	18.4	39.2
营业利润增长率	0.0	0.0	(6.3)	14.4	69.8
净利润增长率	0.0	0.0	7.8	(11.5)	60.3

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,198	1,667	2,245	2,918	3,791
销售成本	(806)	(1,175)	(1,586)	(2,060)	(2,675)
经营费用	(290)	(363)	(462)	(613)	(822)
息税折旧前利润	102	130	197	245	295
折旧及摊销	(37)	(33)	(43)	(29)	(32)
经营利润(息税前利润)	65	97	153	216	263
净利息收入/(费用)	14	18	30	39	50
其他收益/(损失)	8	20	6	6	6
税前利润	87	135	189	260	319
所得税	(9)	(11)	(15)	(21)	(26)
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
净利润	77	124	174	239	293
核心净利润	78	124	174	240	294
每股收益(人民币)	0.214	0.309	0.434	0.597	0.732
核心每股收益(人民币)	0.217	0.309	0.434	0.597	0.732
每股股息(人民币)	0.000	0.034	0.043	0.060	0.073
收入增长(%)	87	39	35	30	30
息税前利润增长(%)	75	49	59	40	22
息税折旧前利润增长(%)	47	27	52	25	20
每股收益增长(%)	(14)	44	41	38	23
核心每股收益增长(%)	(16)	42	41	38	23

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	87	135	189	260	319
折旧与摊销	37	33	43	29	32
净利息费用	(14)	(18)	(30)	(39)	(50)
运营资本变动	47	88	43	(43)	45
税金	(9)	(11)	(15)	(21)	(26)
其他经营现金流	14	1	(3)	8	(24)
经营活动产生的现金流	162	228	226	195	297
购买固定资产净值	7	(2)	33	28	23
投资减少/增加	(28)	(2)	5	5	5
其他投资现金流	(53)	(782)	(65)	(55)	(45)
投资活动产生的现金流	(74)	(786)	(28)	(23)	(18)
净增权益	0	0	(17)	(24)	(29)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	17	24	29
其他融资现金流	0	136	146	212	251
融资活动产生的现金流	0	136	146	212	251
现金变动	88	(421)	344	384	530
期初现金	654	745	1,037	1,382	1,766
公司自由现金流	88	(558)	198	172	279
权益自由现金流	74	(576)	168	133	228

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	746	1,040	1,385	1,769	2,299
应收帐款	130	161	213	273	359
库存	5	20	18	5	24
其他流动资产	24	29	41	50	68
流动资产总计	904	1,251	1,656	2,098	2,749
固定资产	11	21	25	23	16
无形资产	24	22	8	8	6
其他长期资产	30	35	35	35	35
长期资产总计	64	78	68	66	57
总资产	974	1,352	1,747	2,187	2,829
应付帐款	135	165	282	299	456
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	104	197	186	196	188
流动负债总计	239	363	468	496	644
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	1	0	0	0
股本	360	401	401	401	401
储备	371	587	877	1,289	1,784
股东权益	731	988	1,278	1,690	2,185
少数股东权益	0	1	1	1	1
总负债及权益	974	1,352	1,747	2,187	2,829
每股帐面价值(人民币)	2.03	2.46	3.19	4.22	5.45
每股有形资产(人民币)	1.96	2.41	3.17	4.20	5.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.07)	(2.59)	(3.45)	(4.40)	(5.72)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.5	7.8	8.8	8.4	7.8
息税前利润率(%)	5.4	5.8	6.8	7.4	6.9
税前利润率(%)	7.2	8.1	8.4	8.9	8.4
净利率(%)	6.4	7.4	7.8	8.2	7.7
流动性					
流动比率(倍)	3.8	3.4	3.5	4.2	4.3
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)	3.8	3.4	3.5	4.2	4.2
估值					
市盈率(倍)	192.0	133.5	94.9	69.0	56.3
核心业务市盈率(倍)	189.9	133.4	94.8	68.9	56.3
市净率(倍)	20.3	16.7	12.9	9.8	7.6
价格/现金流(倍)	91.7	72.4	72.9	84.7	55.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	154.8	119.2	76.9	60.2	48.3
周转率					
存货周转天数	2.1	4.0	4.4	2.0	2.0
应收帐款周转天数	30.9	31.8	30.4	30.4	30.4
应付帐款周转天数	30.9	32.8	36.4	36.4	36.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.2	14.4	15.4	16.1	15.1
资产收益率(%)	6.6	7.6	9.1	10.1	9.6
已运用资本收益率(%)	2.8	3.6	3.8	4.0	3.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371