视觉中国(000681.SZ)

募集资金超 10 亿，2C 业务模式延展可期

评级: 增持 增持

目标价 23.1-25.2

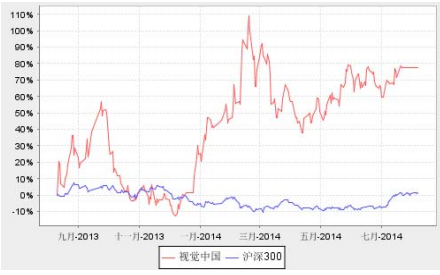
互联网传媒分析师 联系人
丁婉贝 康雅雯
S0740514070001
021-20315193 021-20315198
dingwb@r.qlzq.com.cn kangyw@r.qlzq.com.cn

2014 年 8 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	669.99
流通股本(百万股)	141.69
市价(元)	22.06
市值(百万元)	14779.91
流通市值(百万元)	3125.71

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	36.08	105.49	366.13	493.05	663.25
营业收入增速	91.43%	192.34	247.09	34.67%	34.52%
净利润增长率	15.28%	-31.29%	2456.00	44.69%	42.42%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.02	0.17	0.25	0.35
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	101.07	554.07	100.65	69.56	48.84
PEG	6.62	—	0.04	1.56	1.15
每股净资产（元）	0.73	0.75	0.39	0.64	0.99
每股现金流量（元）	0.10	-0.03	0.03	0.25	0.25
净资产收益率	4.48%	2.98%	43.28%	38.51%	35.42%
市净率	4.53	16.54	43.56	26.78	17.30
总股本（百万元）	198.75	198.75	669.99	669.99	669.99

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**公司公告非公开发行股票预案，本次非公开发行股票数量区间为 58,080,200 股—66,717,100 股，募集资金总额区间为 1,101,200,592.00 元—1,264,956,216.00 元，扣除发行费用后将全部用于补充公司营运资金。

- **点评：**

- **非公开发行募集资金超 10 亿，进一步提升公司在行业的资金实力。**公司作为互联网图片库行业龙头企业，旗下以华夏视觉和汉华易美为运营主体的视觉内容与服务业务在行业已经具备足够的资金实力和业务实力。本次募资有效提升公司实力，进一步通过兼并、合资、重组和战略合作等形式控制国内外具有优势特色的图片库和视觉社区类公司，实现垄断优质素材供应、完善视觉垂直社区的目标。

- **看好公司进一步向其他互联网模式业务延伸的能力。**随着公司逐步明确了打造三大业务板块：视觉内容与服务、视觉数字娱乐及视觉社交的未来三年战略规划。我们认为，本次募集资金对该战略规划的有效实施意义重大。不论是打造微利图片库，还是以外延的方式嫁接 2C 基因向视觉社交板块延伸，都需要更多的资金支持。

- **投资策略：**公司作为 A 股稀缺的互联网公司、图片库行业的领袖企业、进一步向微利图片库和 2C 商业模式延展的能力较强，我们看好公司长期发展。我们认为公司承诺业绩是一个适中的目标，预计 2014~2016 年 EPS 分别是 0.17、0.25 和 0.35 元，当前股价 22 元，对应 2014~2016 年 PE 为 129、88 和 63。随着再融资放开逐渐解决公司资金瓶颈，辅以上市公司外延整合的资源优势，我们维持公司“增持”评级。

图表 1：财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	**19**	**36**	**105**	**366**	**493**	**663**
增长率	13204.72%	91.4%	192.3%	247.1%	34.7%	34.5%
营业成本	-15	-9	-72	-149	-199	-267
%销售收入	80.3%	25.1%	68.1%	40.7%	40.3%	40.2%
毛利	4	27	34	217	294	396
%销售收入	19.7%	74.9%	31.9%	59.3%	59.7%	59.8%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-2	-3
%销售收入	5.8%	3.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2	-2	-1	-40	-49	-60
%销售收入	10.0%	6.6%	0.9%	11.0%	10.0%	9.0%
管理费用	-16	-12	-23	-55	-69	-86
%销售收入	83.3%	33.6%	21.5%	15.0%	14.0%	13.0%
息税前利润（EBIT）	-15	11	9	120	174	247
%销售收入	-79.4%	31.0%	8.9%	32.8%	35.2%	37.3%
财务费用	0	1	0	0	0	0
%销售收入	-2.1%	-1.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	0	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	-4	1	4	0	0	0
%税前利润	—	6.7%	30.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-19	12	13	120	174	247
营业利润率	-101.3%	34.1%	11.9%	32.8%	35.2%	37.3%
营业外收支	25	0	0	0	0	0
税前利润	**6**	**13**	**13**	**120**	**174**	**247**
利润率	30.9%	34.7%	12.4%	32.8%	35.2%	37.3%
所得税	0	0	0	-6	-9	-12
所得税率	0.0%	0.0%	-0.2%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	6	13	13	114	165	235
少数股东损益	0	6	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	**6**	**6**	**4**	**114**	**165**	**235**
净利率	29.9%	18.0%	4.2%	31.1%	33.4%	35.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6	13	13	114	165	235
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	1	7	0	0	0
非经营收益	-22	-1	-8	0	0	0
营运资金变动	-2	8	-17	-95	1	-69
经营活动现金净流	**-15**	**20**	**-6**	**19**	**166**	**166**
资本开支	-31	-14	1	-22	0	0
投资	0	-101	0	0	0	0
其他	0	0	4	0	0	0
投资活动现金净流	**31**	**-87**	**3**	**22**	**0**	**0**
股权募资	0	4	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-1	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	**-1**	**4**	**0**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**16**	**-63**	**-3**	**40**	**166**	**166**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	103	41	38	78	244	410
应收款项	28	13	36	146	155	236
存货	6	15	10	101	85	147
其他流动资产	0	94	97	121	120	137
流动资产	138	162	181	446	604	931
%总资产	97.3%	83.4%	86.8%	98.7%	99.0%	99.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	4	6	6	6	6	6
%总资产	2.7%	2.8%	2.7%	1.3%	0.9%	0.6%
无形资产	0	27	22	0	0	0
非流动资产	4	32	27	6	6	6
%总资产	2.7%	16.6%	13.2%	1.3%	1.0%	0.6%
资产总计	**142**	**195**	**209**	**452**	**610**	**937**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2	20	24	130	126	201
其他流动负债	1	3	4	28	24	41
流动负债	3	23	28	158	150	242
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	16	11	11	11	11
负债	**3**	**39**	**39**	**169**	**162**	**254**
普通股股东权益	138	145	149	263	428	663
少数股东权益	0	11	20	20	20	20
负债股东权益合计	**142**	**195**	**209**	**452**	**610**	**937**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.028	0.033	0.022	0.170	0.246	0.351
每股净资产(元)	0.697	0.729	0.752	0.393	0.639	0.990
每股经营现金净流(元)	-0.075	0.103	-0.028	0.028	0.248	0.247
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.07%	4.48%	2.98%	43.28%	38.51%	35.42%
总资产收益率	3.98%	3.33%	2.14%	25.21%	27.05%	25.07%
投入资本收益率	-42.55%	9.68%	7.20%	55.61%	80.92%	86.03%
增长率						
营业总收入增长率	13204.72%	91.43%	192.34%	247.09%	34.67%	34.52%
EBIT增长率	-47.16%	174.72%	-15.60%	1171.78%	44.69%	42.42%
净利润增长率	791.61%	15.28%	-31.29%	2456.00%	44.69%	42.42%
总资产增长率	7.12%	37.61%	7.11%	116.73%	34.86%	53.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	128.3	127.6	80.4	104.0	92.2	98.1
存货周转天数	74.5	430.0	64.2	247.1	155.6	201.3
应付账款周转天数	19.5	87.9	37.6	62.7	50.2	56.4
固定资产周转天数	198.9	16.7	9.1	2.7	2.0	1.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.61%	-26.03%	-22.35%	-27.62%	-54.52%	-60.02%
EBIT利息保障倍数	38.3	-22.0	-44.8	—	—	—
资产负债率	2.18%	19.86%	18.90%	37.37%	26.51%	27.09%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。