

## 视觉中国(000681)/文化传媒

## 核心业务快速增长,视觉生态布局加速

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 18.57

目标价格: 22.55

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

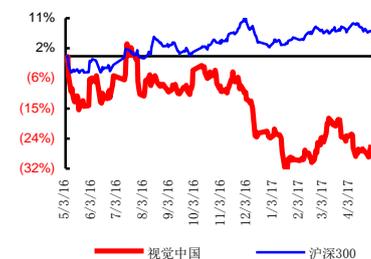
联系人: 熊亚威

电话:

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	197
市价(元)	18.57
市值(百万元)	13,010
流通市值(百万元)	3,652

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 【中泰传媒】视觉中国(000681) 点评报告: 联手百度, 2C 端布局持续发力
- 国家智慧旅游项目运营公司选址常州, 多项优惠政策构成利好
- 微利图片库“视图网”用户积累可期

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	542.90	735.50	986.91	1,295.01	1,690.00
增长率 yoy%	38.82%	35.47%	34.18%	31.22%	30.50%
净利润	157.56	214.66	290.02	383.53	489.92
增长率 yoy%	11.14%	36.24%	35.11%	32.24%	27.74%
每股收益(元)	0.22	0.31	0.41	0.55	0.70
每股现金流量	0.17	0.33	0.38	0.51	0.68
净资产收益率	7.58%	9.36%	11.22%	12.92%	14.17%
P/E	169.01	62.21	44.86	33.92	26.55
PEG	15.18	1.72	1.28	1.05	0.96
P/B	12.81	5.82	5.03	4.38	3.76

备注: 公司之前通过反向收购借壳上市, EPS 根据法律上母公司总股本数为测算基准

**投资要点**

- **事件:** 视觉中国发布 2016 年年度报告, 公司实现营业收入 7.35 亿元, 同比增长 35.47%; 实现归母净利润 2.15 亿元, 同比增长 36.24%; 经营活动产生的现金流量净额 2.34 亿元, 同比增长 95.27%。
- **核心业务及其他业务营收均实现大幅增长, 且毛利率维持稳定。** 公司的核心业务视觉内容与服务实现营收 5.61 亿元, 同比增长 32%, 毛利率接近 63% 比 2015 年略微提升; 旅游及其他业务实现营收 1.74 亿元, 同比增长 49%, 毛利率维持稳定接近 45%。
- **“互联网+文化创意+行业”战略稳步推进, 进行业绩承诺的子公司均超额完成对赌。** 2016 年处于业绩对赌期的子公司主要包括以下几部分: (1) 华夏视觉+汉华易美: 完成扣非归母净利 2.38 亿元, 完成率 106.34%; (2) 司马彦字帖: 完成扣非归母净利 7516 万元, 完成率 150.32%; (3) 卓越资产组: 完成扣非归母净利 2136 万元, 完成率 148.23%; (4) 亿讯资产组: 完成扣非归母净利 2590 万元, 完成率 101.53%。
- **整合全球优质 PGC 内容资源, 建立强大护城河, 提高竞争壁垒。** 截止 2016 年 12 月 31 日, 公司拥有的 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台 (www.vcg.com), 在线提供超过 2 亿张图片、500 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效, 是全球最大同类网络平台之一。上游拥有 240 多家供应商, 超过 1.8 万供稿人, 下游对接 4500 家媒体, 超过 10500 家企业机构。
  - **视觉中国与 Getty Images、ITN、500px 等全球 240 余家知名图片社、影视等版权机构建立了独家内容供应的合作关系。** 公司自 2003 年以来与全球第一大高端视觉内容版权服务供应商 Getty Images 在中国大陆地区建立了独家合作关系。2016 年又与 Getty Images 在香港进行合资公司股权合作, 形成更加紧密的全球范围内的战略合作关系。
  - **公司通过并购不断拓展自有版权的核心内容资源。** 2012 年, 公司收购大中华区领先的娱乐通讯社东星娱乐; 2016 年, 公司收购了比尔·盖茨于 1989 年创办的全球第三大图片库 Corbis Images。
  - **视觉中国打造了中国领先的基于视觉为兴趣的互联网垂直社区集群:** 摄影师社区 (www.500px.me) 和设计师社区 (www.shijue.me)。2015 年 7 月, 公司战略投资全球领先的摄影社区 500px, 为公司社区业务奠定了国际化的基础。
- **“内容”与“流量”强强联合, C 端布局继续深化, 探索更多的盈利模式。** 2017 年一季度, 公司先后与凤凰网、一点资讯、腾讯网、百度等公司建立战略合作, 视觉中国社区将与上述媒体平台打通, 注册会员将可以获得自媒体认证, 在社区发布的优质内容可以同步分发到各自媒体平台, 帮助社区会员获得更多的品牌推广和流量分成收益。合力拓展长尾市场, 探索更多盈利模式。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预测视觉中国 2017-2019 年实现收入分别为 9.87 亿元、12.95 亿元、16.90 亿元, 同比增长 34.18%、31.22%、30.50%; 实现归母净利润 2.90 亿元、3.84 亿元、4.90 亿元, 同比增长 35.11%、32.24%、27.74%; 对应发行摊薄后 EPS 分别为 0.41 元、0.55 元、0.70 元。给予公司 2017 年 55 倍 PE, 目标价 22.55 元, 予以买入评级。
- **风险提示:** 公司业务整合及协同性不达预期; 收购标的无法完成业绩承诺; C 端业务拓展不及预期; 盗版风险; 市场风险偏好下行。

**图表 1：视觉中国旗下公司的业绩承诺情况（单位：百万元）**

子公司	持股比例	2014	2015	2016	2017	2018
华夏+汉华	100%	114.87	163.28	223.41	277.41	328.56
司马彦字帖	49%		40	50	60	60
卓越资产组	51%		13.10	14.41	15.85	
亿讯资产组	73%		20.30	25.51	33.92	
<b>备考业绩贡献</b>			200.65	271.72	339.66	

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：视觉中国旗下公司实际业绩情况（单位：百万元）**

子公司	持股比例	2014	2015	2016
华夏+汉华	100%	116.22	181.46	237.58
司马彦字帖	49%		61.35	75.16
卓越资产组	51%		14.46	21.36
亿讯+宝东	73%		31.69	25.9
<b>实际业绩加总</b>			242.03	304.21
<b>完成率</b>			121%	112%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 视觉中国财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	391	543	735	987	1,295	1,690	货币资金	284	629	468	2,033	2,462	3,016
增长率	49.26%	38.8%	35.5%	34.2%	31.2%	30.5%	应收款项	163	307	380	460	603	787
营业成本	-174	-229	-305	-421	-544	-711	存货	8	16	29	31	40	53
%销售收入	44.6%	42.3%	41.5%	42.6%	42.0%	42.1%	其他流动资产	24	114	189	193	196	199
毛利	217	314	430	566	751	979	流动资产	478	1,067	1,066	2,717	3,301	4,055
%销售收入	55.4%	57.7%	58.5%	57.4%	58.0%	57.9%	%总资产	31.4%	38.5%	30.3%	69.5%	73.5%	77.3%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-7	-9	-11	长期投资	0	403	919	919	919	919
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	8	8	6	6	6	6
营业费用	-31	-52	-69	-97	-123	-157	%总资产	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
%销售收入	7.9%	9.6%	9.3%	9.8%	9.5%	9.3%	无形资产	1,020	1,276	1,273	8	8	8
管理费用	-63	-73	-106	-148	-188	-245	非流动资产	1,046	1,703	2,457	1,192	1,192	1,192
%销售收入	16.2%	13.4%	14.4%	15.0%	14.5%	14.5%	%总资产	68.6%	61.5%	69.7%	30.5%	26.5%	22.7%
息税前利润 (EBIT)	120	185	251	315	431	565	<b>资产总计</b>	<b>1,524</b>	<b>2,770</b>	<b>3,524</b>	<b>3,909</b>	<b>4,493</b>	<b>5,247</b>
%销售收入	30.7%	34.1%	34.1%	31.9%	33.3%	33.5%	短期借款	0	82	152	130	130	130
财务费用	1	1	-23	0	0	0	应付款项	109	145	372	441	571	746
%销售收入	-0.2%	-0.3%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	32	104	92	115	149	194
资产减值损失	-4	-5	-13	0	0	0	流动负债	141	332	616	685	851	1,070
公允价值变动收益	4	0	1	0	0	0	长期贷款	0	85	236	236	236	236
投资收益	0	29	54	60	65	70	其他长期负债	0	243	342	342	342	342
%税前利润	0.2%	13.9%	19.6%	15.8%	13.0%	10.9%	<b>负债</b>	<b>141</b>	<b>659</b>	<b>1,193</b>	<b>1,263</b>	<b>1,428</b>	<b>1,647</b>
营业利润	121	211	270	375	496	635	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,359</b>	<b>2,079</b>	<b>2,294</b>	<b>2,584</b>	<b>2,967</b>	<b>3,457</b>
营业利润率	30.9%	38.9%	36.7%	38.0%	38.3%	37.6%	少数股东权益	24	31	36	63	98	143
营业外收支	40	1	6	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,524</b>	<b>2,770</b>	<b>3,524</b>	<b>3,909</b>	<b>4,493</b>	<b>5,247</b>
税前列利润	161	212	276	380	501	640	<b>比率分析</b>						
利润率	41.3%	39.1%	37.6%	38.5%	38.7%	37.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-18	-41	-46	-63	-83	-106	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.4%	19.3%	16.6%	16.6%	16.5%	16.5%	每股收益(元)	0.212	0.225	0.306	0.414	0.547	0.699
净利润	143	171	231	317	419	535	每股净资产(元)	2.028	2.968	3.274	3.688	4.236	4.935
少数股东损益	1	13	16	27	35	45	每股经营现金净流(元)	0.100	0.171	0.335	0.377	0.512	0.684
归属于母公司的净利润	142	158	215	290	384	490	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	36.2%	29.0%	29.2%	29.4%	29.6%	29.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.43%	7.58%	9.36%	11.22%	12.92%	14.17%
							总资产收益率	9.30%	5.69%	6.09%	7.42%	8.54%	9.34%
							投入资本收益率	9.67%	11.99%	15.74%	439.47%	729.75%	1582.23%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	49.26%	38.82%	35.47%	34.18%	31.22%	30.50%
							EBIT增长率	227.31%	54.55%	35.45%	25.34%	37.10%	31.08%
							净利润增长率	689.56%	11.14%	36.24%	35.11%	32.24%	27.74%
							总资产增长率	394.96%	81.81%	27.20%	10.95%	14.94%	16.78%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	108.2	147.9	157.5	157.0	157.0	157.0
							存货周转天数	8.3	19.1	27.2	27.0	27.0	27.0
							应付账款周转天数	80.6	102.5	147.0	147.0	147.0	147.0
							固定资产周转天数	5.7	5.3	3.5	2.2	1.7	1.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-20.51%	-21.87%	-3.47%	-63.02%	-68.41%	-73.64%
							EBIT利息保障倍数	-148.1	-134.7	10.9	—	—	—
							资产负债率	9.26%	23.81%	33.87%	32.30%	31.78%	31.39%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。