

证券研究报告—动态报告

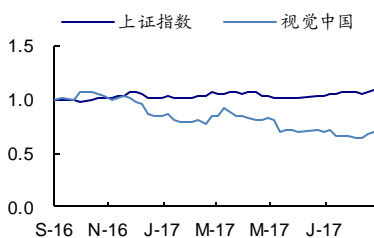
传媒

互联网

视觉中国(000681)
买入
2017年半年报点评

(首次评级)

2017年08月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	701/280
总市值/流通(百万元)	11,020/4,402
上证综指/深圳成指	3,363/10,810
12个月最高/最低(元)	24.96/13.98

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

营收增长稳健, 变现持续深化

● 上半年业绩继续高速增长

上半年公司实现营业收入 3.83 亿元, 营业成本 1.50 亿元, 同比分别增长 36.43%、55.41%; 实现归母净利润 9,548.81 万元, 对应全面摊薄 EPS 0.14 元, 同比增长 36.50%, 符合市场及我们预期; 其中 Q2 实现营业收入 2.70 亿元, 同比增长 49.93%, 归母净利润 6619.60 万元, 同比增长 49.63%。

● 净利率保持稳定, 成本费用结构调整

上半年公司净利率 24.95%, 与去年同期持平。毛利率 60.82%, 较去年同期下降 4.79%, 主要受软件信息服务低毛利率业务 (44.6%) 占比提升影响。视觉内容与服务毛利率小幅下滑 2.64 个百分点至 63.48%。销售费用率 16.68%, 管理费用率 14.86%, 同比分别下降 2.44 和 2.60 个百分点。财务费用同比增长 1848.73%, 主要系借款增加, 利息支出相应增长和理财利息收入同比下降所致。

● 内容壁垒持续筑高, 商业变现持续深化

1) 上半年公司顺利完成收购标的 Corbis Images 的资源整合, 战略投资全球最大摄影师社区 500px。公司还与全球最大图片版权交易平台 Getty Images 达成双向排他性合作, 和路透社、法新社、环球网等全球知名的 240 余家图片社续签内容合作协议。截至今年上半年, 公司旗下 PGC 视觉内容互联网版权交易平台可提供超 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, 内容壁垒持续提升; 2) 公司新增企业大客户年度签约数较去年同期增长超 50%, 并积极布局长尾用户, 正式推出 API 服务, 并已接入百度、腾讯、阿里、网易、新浪、凤凰网等 23 家客户, 商业变现持续深化。

● 投资建议

我们预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.41/0.54/0.68 元, 当前股价分别对应同期 38/29/23 倍 PE; 我们持续看好公司在图片行业的领先地位以及商业模式升级之下变现能力持续提升可能, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

新业务拓展不及预期; 盗版风险等。

盈利预测和财务指标

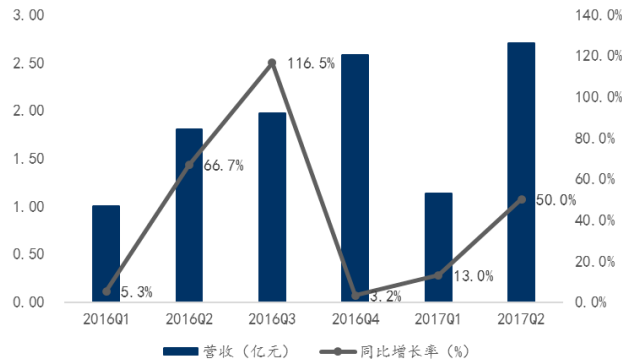
	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	735	875	1,081	1,338
(+/-%)	35.5%	18.9%	23.6%	23.7%
净利润(百万元)	215	288.21	376.08	477.82
(+/-%)	36.2%	34.3%	30.5%	19.6%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.41	0.54	0.68
EBIT Margin	34.1%	34.7%	38.4%	39.6%
净资产收益率(ROE)	9.3%	12.2%	15.4%	17.7%
市盈率(PE)	50.9	37.9	29.0	22.9
EV/EBITDA	47.4	38.8	29.3	24.1
市净率(PB)	4.76	4.62	4.46	4.29

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

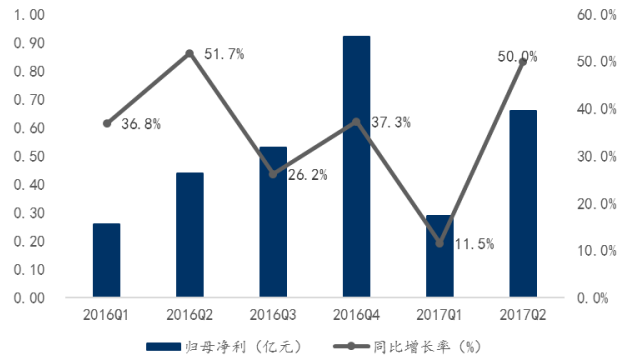
上半年业绩高速增长。上半年公司实现营业收入 3.83 亿元,营业成本 1.50 亿元,同比分别增长 36.43%、55.41%; 实现归母净利润 9,548.81 万元,同比增长 36.50%,符合市场及我们预期; 其中 Q2 实现营业收入 2.70 亿元,同比增长 49.93%,归母净利润 6,619.60 万元,同比增长 49.63%。

图 1: 2016Q1-2017Q2 营收情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

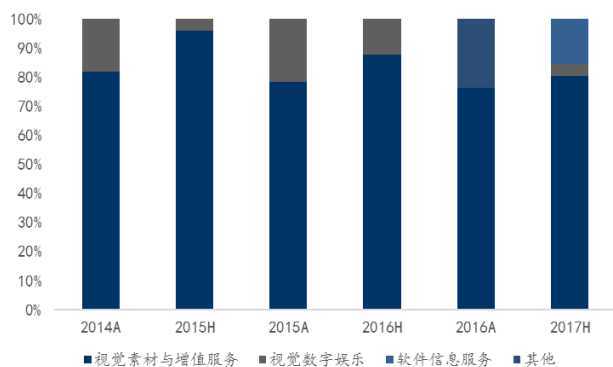
图 2: 2016Q1-2017Q2 归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

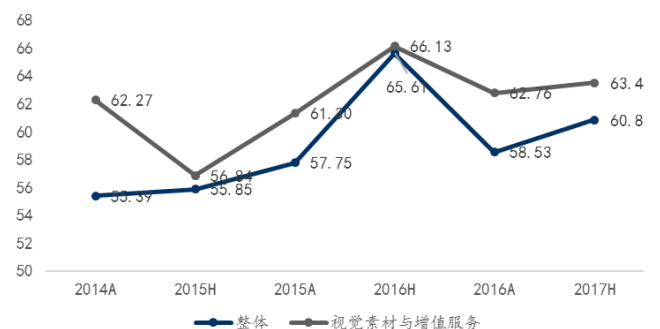
公司净利率保持稳定, 毛利率略有下降。上半年公司净利率 24.95%, 与去年同期持平。毛利率 60.82%, 较去年同期下降 4.79%, 主要受软件信息服务低毛利率业务 (44.6%) 占比提升影响。视觉内容与服务业务占比同比下降 7.31 个百分点至 80.45%, 毛利率小幅下滑 2.64 个百分点至 63.48%。销售费用率 16.68%, 管理费用率 14.86%, 同比分别下降 2.44 和 2.60 个百分点。财务费用同比增长 1848.73%, 主要系借款增加, 利息支出相应增长和理财利息收入同比下降所致。

图 3: 2015-2017 各项业务收入占比



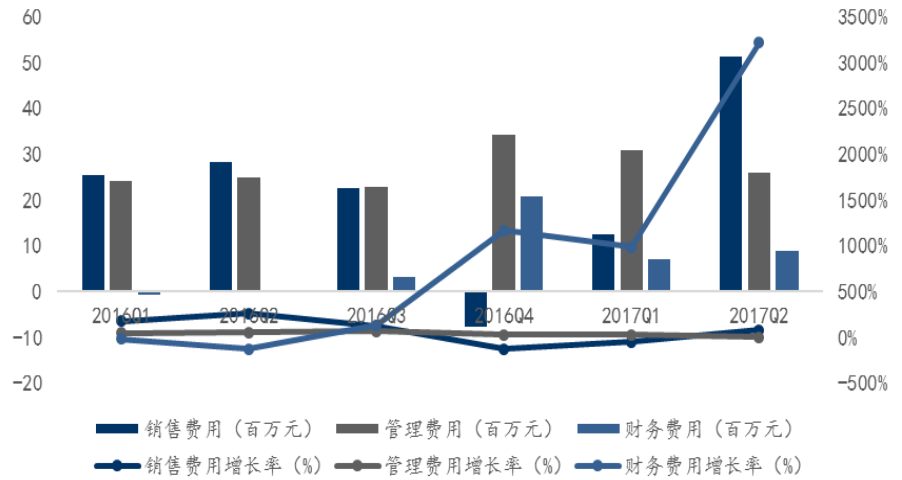
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2014-2017 毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2016Q1-2017Q2 费用情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资合作筑高内容壁垒, C 端布局持续深化。报告期内, 公司顺利完成收购标的 Corbis Images 的资源整合, 并战略投资全球最大摄影师社区 500px。公司还与全球最大的图片版权交易平台 Getty Images 达成双向排他性合作, 和路透社、法新社、环球网等全球知名的 240 余家图片社续签内容合作协议。截至今年上半年, 公司旗下 PGC 视觉内容互联网版权交易平台可提供超 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。报告期内, 公司新增企业大客户年度签约数较去年同期增长超 50%, 并积极布局长尾用户, 正式推出 API 服务, 现已接入百度、腾讯、阿里、网易、新浪、凤凰网等 23 家客户。

图 6: 报告期内主要内容来源方说明

内容来源方	来源方式	提供内容
Corbis Images	收购	图片资源
东星娱乐	收购	图片、视频、直播和娱乐营销
Getty Images	双向排他性合作	海外图片版权
中国新闻社	战略合作	就中国新闻社下属中国新闻社图片网络中心拥有的图片就内容授权、分发及海外传播达成了合作协议
路透社	合作续约	图片内容
法新社	合作续约	图片内容
环球网	合作续约	图片内容
财新传媒	合作续约	图片内容
500px 摄影师社区	战略投资	签约供稿人提供的内容

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7: 报告期内公司资源储备情况

资源类型	储备量
图片	2 亿张
视频素材	500 万条
音乐/音效	35 万首
合作供稿人	1.7 万名

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	468	460	519	482	营业收入	735	875	1081	1338
应收款项	380	72	89	110	营业成本	305	358	403	498
存货净额	29	20	22	28	营业税金及附加	5	6	7	9
其他流动资产	188	76	94	67	销售费用	69	82	101	107
流动资产合计	1066	629	726	690	管理费用	106	125	154	174
固定资产	6	4	2	(1)	财务费用	23	6	9	17
无形资产及其他	8	8	8	7	投资收益	54	54	54	54
投资性房地产	1623	1623	1623	1623	资产减值及公允价值变动	(12)	(6)	(7)	(8)
长期股权投资	820	1093	1476	1858	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3524	3358	3835	4177	营业利润	270	346	454	578
短期借款及交易性金融负债	152	83	292	474	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	164	65	72	89	利润总额	276	353	460	585
其他流动负债	300	125	146	177	所得税费用	46	44	58	73
流动负债合计	616	272	509	743	少数股东损益	16	20	26	34
长期借款及应付债券	236	236	236	236	归属于母公司净利润	215	288	376	478
其他长期负债	339	448	597	598					
长期负债合计	574	683	832	834	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1191	956	1342	1577	净利润	215	288	376	478
少数股东权益	36	41	47	53	资产减值准备	8	(4)	(5)	(6)
股东权益	2297	2362	2446	2547	折旧摊销	5	2	2	2
负债和股东权益总计	3524	3358	3835	4177	公允价值变动损失	12	6	7	8
					财务费用	23	6	9	17
					营运资本变动	(106)	260	134	40
					其它	8	9	11	12
关键财务与估值指标					经营活动现金流	141	561	526	535
每股收益	0.31	0.41	0.54	0.68	资本开支	3	(2)	(2)	(2)
每股红利	0.01	0.32	0.42	0.53	其它投资现金流	(1)	(0)	(1)	(1)
每股净资产	3.28	3.37	3.49	3.64	投资活动现金流	(489)	(275)	(385)	(385)
ROIC	11%	15%	23%	30%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	9%	12%	15%	19%	负债净变化	150	0	0	0
毛利率	59%	59%	63%	63%	支付股利、利息	(6)	(223)	(291)	(370)
EBIT Margin	34%	35%	38%	41%	其它融资现金流	(101)	(69)	209	183
EBITDA Margin	35%	35%	39%	41%	融资活动现金流	187	(293)	(82)	(188)
收入增长	35%	19%	24%	24%	现金净变动	(162)	(8)	59	(38)
净利润增长率	36%	34%	30%	27%	货币资金的期初余额	629	468	460	519
资产负债率	35%	30%	36%	39%	货币资金的期末余额	468	460	519	482
息率	0.1%	2.0%	2.7%	3.4%	企业自由现金流	111	527	498	522
P/E	50.9	37.9	29.0	22.9					
P/B	4.8	4.6	4.5	4.3					

EV/EBITDA	47.4	38.8	29.3	22.6	权益自由现金流	160	452	700	667
-----------	------	------	------	------	---------	-----	-----	-----	-----

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指

取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		