

视觉中国(000681)/文化传媒
单季营收平稳, 利润率提升明显
评级: 增持(下调)

市场价格: 18.06

目标价格: 18.69

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

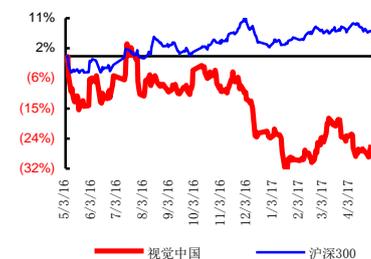
联系人: 熊亚威

电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	280
市价(元)	18.06
市值(百万元)	12,652
流通市值(百万元)	5,054

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 【中泰传媒】视觉中国(000681)中报点评: 营收净利高速增长, 视觉生态深化布局
- 2 【中泰传媒】视觉中国(000681)年报点评: 核心业务快速增长, 视觉生态布局加速
- 3 【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

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	37.64	28.46	22.28
PEG	15.18	1.72	1.07	0.88	0.80
P/B	12.81	5.82	4.22	3.68	3.16

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 2017 年三季报, 公司 1-9 月实现营收 5.80 亿元, 同比增长 21.52%; 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 32.12%; 实现归母扣非净利 1.70 亿元, 同比增长 38.77%。
- **单季营收平稳, 净利率提升明显。** 公司 2017 年 Q3 单季实现营收 1.97 亿元, 同比仅增长 0.24%, 但单季归母净利润为 6715 万元, 同比增长 26.36%, 主要是由于净利率提升明显, Q3 净利率达到 34.08%, 比去年同期增加 7 个百分点。
- **单季毛利率大幅改善, 费用率基本稳定, 我们判断与业务结构变化相关。** 公司前三季度毛利率为 61.91%, 与去年同期 60.81% 相比变化不大。但单季毛利率从去年同期的 53.97% 提升至 64.02%, 销售费用率、管理费用率等基本维持稳定。我们判断主要因为高毛利率的视觉内容与服务业务与去年同期相比占比提高。旅游及其他业务多属于订单驱动的项目制盈利模式, 波动性较大。
- **整合全球优质 PGC 内容资源, 建立强大护城河, 提高竞争壁垒。** 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, 是全球最大同类平台之一。上游拥有 240 多家供应商, 近 1.7 万供稿人, 下游对接超 4500 家媒体, 上万家企业机构。
 - 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。公司于 2017 年 6 月与中国新闻社下属公司北京中新雅视就图片内容授权、分发、传播签订战略合作协议, 进一步提升公司竞争力, 同时与路透社、法新社等主要供应商完成内容合作续约。
 - 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)。上半年社区开通签约供稿人功能, 成为公司“社区+内容+交易”商业模式中的关键一环, 大大提升了公司在本土内容方面的竞争力。
- **“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 年上半年, 公司在企业大客户部门新增年度签约客户数较 2016 年同期增长超过 50% 的同时, 积极探索长尾用户的布局。公司正式推出 API 服务, 已接入

百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、网易、新浪、凤凰网等 23 家客户。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。目标价 18.69 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	资产总计	1,524	2,770	3,524	3,909	4,493	5,247
% 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%	负债	141	659	1,193	1,263	1,428	1,647
营业利润	121	211	270	375	496	635	普通股股东权益	1,359	2,079	2,294	2,584	2,967	3,457
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	负债股东权益合计	1,524	2,770	3,524	3,909	4,493	5,247
税前列利润	161	212	276	380	501	640	比率分析						
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	每股指标						
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%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.43%	7.58%	9.36%	11.22%	12.92%	14.17%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	9.30%	5.69%	6.09%	7.42%	8.54%	9.34%
净利润	143	171	231	317	419	535	投入资本收益率	9.67%	11.99%	15.74%	439.47%	729.75%	1582.23%
少数股东损益	0	0	0	27	35	45	增长率						
非现金支出	8	11	19	0	0	0	营业总收入增长率	49.26%	38.82%	35.47%	34.18%	31.22%	30.50%
非经营收益	-4	-31	-32	-65	-70	-75	EBIT增长率	227.31%	54.55%	35.45%	25.34%	37.10%	31.08%
营运资金变动	-80	-31	17	12	10	20	净利润增长率	689.56%	11.14%	36.24%	35.11%	32.24%	27.74%
经营活动现金净流	67	120	234	290	394	524	总资产增长率	394.96%	81.81%	27.20%	10.95%	14.94%	16.78%
资本开支	4	8	2	-1,270	-5	-5	资产管理能力						
投资	90	-303	-540	0	0	0	应收账款周转天数	108.2	147.9	157.5	157.0	157.0	157.0
其他	16	-115	-298	60	65	70	存货周转天数	8.3	19.1	27.2	27.0	27.0	27.0
投资活动现金净流	102	-425	-839	1,330	70	75	应付账款周转天数	80.6	102.5	147.0	147.0	147.0	147.0
股权募资	3	569	0	0	0	0	固定资产周转天数	5.7	5.3	3.5	2.2	1.7	1.3
债权募资	0	106	340	-22	0	0	偿债能力						
其他	-33	0	81	-7	0	0	净负债/股东权益	-20.51%	-21.87%	-3.47%	-63.02%	-68.41%	-73.64%
筹资活动现金净流	-30	675	421	-29	0	0	EBIT利息保障倍数	-148.1	-134.7	10.9	—	—	—
现金净流量	139	370	-184	1,592	464	599	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。