

# 护城河效益显著，未来长期受益于版权技术革新与付费市场红利

——视觉中国 公司点评

公司点评

## ◆事件:

柯达宣称将与 WennDigital 公司合作开发柯达币，柯达币是一种以图片为核心的加密货币，旨在让摄影师在版权作品被售出后即刻获得报酬。无论是专业摄影师还是业余摄影爱好者都能在一个安全的区块链平台上匿名售卖其作品。柯达币作为区块链技术在版权方面的应用，将有效的解决了图片付费行业痛点，其不可篡改性特点极大提升了版权作者创作动力、图片付费率及图片版权保护能力。

## ◆商业模式竞争优势明显，护城河巩固，业绩保持高速增长

公司是国内最大的图片交易的平台型公司，综合市场占有率超过40%，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。2016年公司收购全球第三大图片库公司 corbis；战略投资曾经全球最大的图片库 getty，持股50%。公司平台处于国内龙头地位，通过10多年的积累，公司在正版图片资源、图片版权管理、图片检索等方面拥有强大的优势，上游摄影师和下游商业客户对其平台的粘性和依赖性越来越大。所以其行业护城河非常宽，且无法短期复制，商业模式竞争优势明显。

另外，公司通过业务结构优化，转让投资回报较低的主题公园业务，聚焦高毛利率的视觉内容及服务业务，毛利率呈现稳中上升趋势。视觉内容及服务业务的毛利率从61%上升到现在63%以上，近3年来业绩增速保持在30%以上。

从2017年年中开始，公司加大开拓互联网新客户，主要是互联网自媒体（中国目前有2000万个自媒体）和各类有用途需求的中小微企业（国内中小微企业数超过3000万个）。这两类庞大的客户群体，其图片市场需求潜力巨大，将为公司持续保持较高的收入和业绩增长提供新引擎。

## ◆正版图片付费市场快速发展，公司将长期收受益于版权付费红利

近年来，国家对盗版打击力度不断加强，数字版权的正版化率在不断提升。这使得用户版权付费意识逐渐养成，图片付费的市场空间不断扩大。

另外，我们认为柯达币利用区块链技术解决了图片付费行业痛点，通过技术手段将图片版权所有者和用户紧密联系起来，能有效提升版权作者创作动力、图片付费率、图片版权保护能力。随着技术的进一步验证，其对于图片付费行业产生强大驱动能力。公司未来将受益于行业技术的进步及版权付费的长期红利。

## ◆盈利预测:

预计公司2017-2019年的净利润分别为3.11亿元、4.04亿元、4.96亿元，对应PE分别为41倍、32倍和26倍。我们看好公司在行业内所处龙头优势，随着付费趋势的走强和版权保护技术的进一步革新，公司未来将成为图片版权技术提升最大受益者。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

◆风险提示：业务整合及协同效应不及预期，收购公司业绩承诺不及预期。

## 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	543	735	945	1,294	1,761
增长率(%)	38.8	35.5	28.5	36.9	36.1
净利润(百万元)	157.6	215	311	404	496

## 强烈推荐（首次评级）

## 分析师

姚轩杰 (执业证书编号：S0280518010001)

## 联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

市场数据	时间	2018.01.10
收盘价(元):		20.06
总股本(亿股):		7.01
总市值(亿元):		140.54
一年最低/最高(元):		13.98/21.45
近3月换手率:		100.82%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-10.62	-7.86	-30.18
绝对	-5.98	0.05	-5.64

## 相关研报

增长率(%)	11.1	36.2	44.8	30.0	22.8
毛利率(%)	57.7	58.5	59.2	59.4	59.4
净利率(%)	29.0	29.2	32.9	31.2	28.2
ROE(%)	8.1	9.9	10.1	11.6	12.5
EPS(摊薄/元)	0.22	0.31	0.44	0.58	0.71
P/E(倍)	81.10	59.5	41.1	31.6	25.8
P/B(倍)	6.14	5.6	4.0	3.5	3.1

资料来源：新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1067	1066	1260	1422	1720	<b>营业收入</b>	<b>543</b>	<b>735</b>	<b>945</b>	<b>1294</b>	<b>1761</b>
现金	629	468	522	467	504	营业成本	229	305	386	526	715
应收账款	289	345	470	647	873	营业税金及附加	3	5	5	8	10
其他应收款	17	35	32	59	64	营业费用	52	69	87	120	163
预付账款	17	4	23	14	36	管理费用	73	106	131	183	247
存货	<b>16</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>50</b>	<b>56</b>	财务费用	-1	23	16	24	46
其他流动资产	98	185	186	185	186	资产减值损失	5	13	12	19	25
<b>非流动资产</b>	1703	2457	3003	3555	4105	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
长期投资	329	820	1359	1906	2449	投资净收益	29	54	56	65	61
固定资产	8	6	7	9	12	<b>营业利润</b>	<b>211</b>	<b>270</b>	<b>364</b>	<b>479</b>	<b>617</b>
无形资产	9	8	9	9	8	营业外收入	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>9</b>
其他非流动资产	<b>1357</b>	<b>1623</b>	<b>1628</b>	<b>1632</b>	<b>1636</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2770</b>	<b>3524</b>	<b>4263</b>	<b>4976</b>	<b>5825</b>	<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>276</b>	<b>376</b>	<b>493</b>	<b>625</b>
<b>流动负债</b>	332	616	444	771	1135	所得税	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>94</b>
短期借款	0	22	22	22	392	<b>净利润</b>	<b>171</b>	<b>231</b>	<b>331</b>	<b>433</b>	<b>531</b>
应付账款	81	164	147	277	299	少数股东损益	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>35</b>
其他流动负债	<b>250</b>	<b>430</b>	<b>275</b>	<b>472</b>	<b>444</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>158</b>	<b>215</b>	<b>311</b>	<b>404</b>	<b>496</b>
<b>非流动负债</b>	327	574	528	481	434	<b>EBITDA</b>	<b>205</b>	<b>286</b>	<b>373</b>	<b>489</b>	<b>628</b>
长期借款	85	236	189	142	96	EPS(元)	0.22	0.31	0.44	0.58	0.71
其他非流动负债	<b>241</b>	<b>339</b>	<b>339</b>	<b>339</b>	<b>339</b>						
<b>负债合计</b>	<b>658</b>	<b>1191</b>	<b>972</b>	<b>1252</b>	<b>1569</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	31	36	57	86	121	<b>成长能力</b>					
股本	74	74	701	701	701	营业收入(%)	38.8	35.5	28.5	36.9	36.1
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业利润(%)	74.7	27.8	34.8	31.6	28.7
留存收益	405	620	951	1384	1916	归属于母公司净利润(%)	11.1	36.2	44.8	30.0	22.8
归属母公司股东权益	2080	2297	3234	3638	4135	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2770</b>	<b>3524</b>	<b>4263</b>	<b>4976</b>	<b>5825</b>	毛利率(%)	57.7	58.5	59.2	59.4	59.4
						净利率(%)	29.0	29.2	32.9	31.2	28.2
						ROE(%)	8.1	9.9	10.1	11.6	12.5
						ROIC(%)	6.4	7.7	8.5	10.2	10.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	23.8	33.8	22.8	25.2	26.9
						净负债比率(%)	-21.9	(3.4)	(8.0)	(6.8)	0.7
						流动比率	3.2	1.7	2.8	1.8	1.5
						速动比率	3.2	1.7	2.8	1.8	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	3.6	2.5	2.5	2.5	2.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.44	0.58	0.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.37	0.09	0.72	0.36
						每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.28	4.62	5.19	5.90
						<b>估值比率</b>					
						P/E	81.10	59.53	41.11	31.62	25.75
						P/B	6.14	5.56	3.95	3.51	3.09
						EV/EBITDA	61.41	45.8	34.6	26.5	21.1

  

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	120	234	64	505	249
净利润	171	231	331	433	531
折旧摊销	6	6	4	3	2
财务费用	-1	23	16	24	46
投资损失	-29	-54	-56	-65	-61
营运资金变动	-55	17	-230	110	-268
其他经营现金流	29	12	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-425	-839	-492	-489	-490
资本支出	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
长期投资	-48	-540	-539	-544	-543
其他投资现金流	-466	-1378	-1025	-1029	-1026
<b>筹资活动现金流</b>	677	419	481	-71	-93
短期借款	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	85	150	-46	-47	(47)
普通股增加	31	0	627	0	0
资本公积增加	532	0	0	0	0
其他筹资现金流	<b>29</b>	<b>247</b>	<b>-99</b>	<b>-24</b>	<b>-46</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>370</b>	<b>-184</b>	<b>54</b>	<b>-55</b>	<b>-333</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**姚轩杰** 中国人民大学硕士，2017年9月加入新时代证券，4年研究经验，曾有传媒业上市公司的工作经历。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>李佳璐 销售经理</b> 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>