



**谨慎  
买入**

**17.9%↑**

目标价格：人民币 23.00

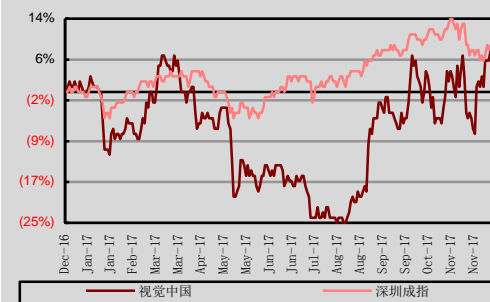
000681.CH

价格：人民币 19.50

目标价格基础：58倍 18年市盈率

板块评级：增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.8	7.9	10.6	9.5
相对深证成指	0.6	12.0	10.2	0.9

发行股数(百万)	701
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	5,861
3个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
吴春红	14

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2017年12月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

# 视觉中国

## 互联网内容资源先驱者，加速图片版权生态建设

视觉中国成立于2000年，前身为国内第一家图片库网站 Photocome；2005年公司正式更名为“汉华易美”，同时与全球视觉素材巨头 Getty 合资设立华盖创意，切入创意类图片市场；2012年，正式成立视觉中国集团，全面布局视觉内容业务；2014年公司借壳远东股份在A股上市（股票代码：000681.CH）。目标价23元，建议谨慎买入。

### 支撑评级的要点

- 公司拥有的视觉业务是行业稀缺平台型业务。公司的PCG视觉内容版权交易平台是行业内稀缺的多边平台。公司可以通过大数据、搜索算法、人工智能等互联网技术和产品运营，为平台的内容生产者和使用者的提供高效版权交易服务。通过平台的不断延伸及覆盖，公司在图片版权交易领域拥有较强的话语权及议价能力，通过增值服务进一步提升和扩大平台价值。
- 公司拥有近乎垄断的专业视觉内容资源。2015年以来，公司不断扩充自身PGC视觉内容资源，投资图片社区网站500px，获得其中国区图片代理权；收购Corbis Images同时加强与Getty Images的合作，以资源互换方式获取双方在中国区的图片代理权；截至目前，公司的图片版权交易平台能提供超过2亿张图片、500万条视频素材和35万首音乐或音效，是全球最大的同类平台之一。
- 专业的版权保护能力为公司图片资源构筑技术壁垒。公司设有专门的版权合规团队，建立了完善的图像版权管理体系，拥有自主开发的图像版权网络追踪系统，通过人工智能、图像对比等方式追踪到公司拥有的图片在网络上的使用情况。随着国内版权保护制度的不断升级与完善，公司图片资源使用率及收益频次将更加提升。
- 外延扩展增加公司图片使用渠道。公司先后与百度、腾讯等大型互联网公司签订战略合作协议，获取大型互联网平台的流量支持。我们认为广告营销领域已经发生结构性剧变，互联网营销的市场份额正在迅速增长，内容将是未来互联网营销的核心竞争力，而公司作为内容资源的提供者将享受到互联网营销扩张所带来的产业红利。

### 评级面临的主要风险

- 文化产业政策出现重大变更

### 估值

- 预计公司2017-2019年实现每股收益0.40、0.55和0.70元，对应当前市盈率约为52、38和30倍，维持公司**谨慎买入**评级，目标价格23.00元。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	543	735	933	1,187	1,465
变动(%)	39	35	27	27	23
净利润(人民币 百万)	158	215	280	388	487
全面摊薄每股收益(人民币)	0.226	0.307	0.401	0.554	0.696
变动(%)	(34.9)	36.2	30.6	38.3	25.5
全面摊薄市盈率(倍)	86.3	63.5	52.2	37.8	30.1
价格/每股现金流量(倍)	12.9	6.6	(63.4)	37.7	42.6
每股现金流量(人民币)	1.63	3.17	(0.33)	0.56	0.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.4	59.5	42.7	30.3	23.7
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司数据及中银证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	543	735	933	1,187	1,465
销售成本	(232)	(310)	(376)	(454)	(556)
经营费用	(126)	(182)	(228)	(283)	(349)
息税折旧前利润	185	243	330	450	560
折旧及摊销	(4)	(5)	(4)	(3)	(1)
经营利润 (息税前利润)	181	238	325	447	559
净利息收入/(费用)	1	(23)	(24)	(13)	(3)
其他收益/(损失)	30	61	46	47	47
税前利润	212	276	347	481	604
所得税	(41)	(46)	(52)	(72)	(91)
少数股东权益	(13)	(16)	(15)	(20)	(26)
净利润	158	215	280	388	487
核心净利润	158	216	280	388	487
每股收益 (人民币)	0.226	0.307	0.401	0.554	0.696
核心每股收益 (人民币)	0.226	0.307	0.400	0.554	0.696
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	39	35	27	27	23
息税前利润增长(%)	56	32	36	38	25
息税折旧前利润增长(%)	55	31	36	37	24
每股收益增长(%)	(35)	36	(86)	38	25
核心每股收益增长(%)	(37)	37	(86)	39	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	212	276	347	481	604
折旧与摊销	4	5	4	3	1
净利息费用	(1)	23	24	13	3
运营资本变动	(47)	31	(168)	29	(130)
税金	(27)	(30)	(52)	(72)	(91)
其他经营现金流	(20)	(71)	(388)	(65)	(43)
经营活动产生的现金流	120	234	(231)	389	344
购买固定资产净值	7	(1)	10	5	0
投资减少/增加	(549)	(437)	47	47	47
其他投资现金流	117	(401)	(20)	(10)	0
投资活动产生的现金流	(425)	(839)	37	42	47
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	168	220	(152)	(236)	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	509	199	727	(13)	(3)
融资活动产生的现金流	677	419	575	(249)	(3)
现金变动	371	(186)	381	182	388
期初现金	284	629	468	849	1,031
公司自由现金流	(305)	(605)	(194)	431	391
权益自由现金流	(139)	(362)	(322)	209	394

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	727	653	1,031	1,213	1,602
应收帐款	307	380	451	617	700
库存	16	29	22	40	36
其他流动资产	17	4	19	9	26
流动资产总计	1,067	1,066	1,522	1,879	2,363
固定资产	8	6	12	15	15
无形资产	9	8	7	7	6
其他长期资产	346	1,079	1,420	1,420	1,420
长期资产总计	363	1,093	1,440	1,442	1,441
总资产	2,770	3,524	4,327	4,686	5,169
应付帐款	81	164	144	228	227
短期债务	0	22	0	0	0
其他流动负债	250	430	231	333	304
流动负债总计	332	616	375	560	531
长期借款	85	236	236	0	0
其他长期负债	241	339	330	330	330
股本	74	74	701	701	701
储备	2,005	2,220	2,635	3,023	3,511
股东权益	2,079	2,294	3,336	3,724	4,211
少数股东权益	31	36	51	71	97
总负债及权益	2,770	3,524	4,327	4,686	5,169
每股帐面价值 (人民币)	28.14	31.04	4.76	5.32	6.01
每股有形资产 (人民币)	28.02	30.93	4.75	5.31	6.00
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.36)	(2.85)	(0.88)	(1.47)	(2.03)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	34.1	33.0	35.3	37.9	38.2
息税前利润率(%)	33.3	32.4	34.8	37.7	38.2
税前利润率(%)	39.1	37.6	37.2	40.5	41.2
净利率(%)	29.0	29.2	30.0	32.7	33.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.2	1.7	4.1	3.4	4.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	10.4	13.4	34.2	217.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.2	1.7	4.0	3.3	4.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	86.3	63.5	52.2	37.8	30.1
核心业务市盈率(倍)	86.3	63.5	52.3	37.8	30.1
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	101.7	74.9	57.4	41.5	33.0
市净率(倍)	0.7	0.7	4.4	3.9	3.5
价格/现金流(倍)	12.9	6.6	(63.4)	37.7	42.6
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	76.4	59.5	42.7	30.3	23.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	18.8	26.7	24.9	24.9	24.9
应收帐款周转天数	158.0	170.4	162.4	164.3	164.1
应付帐款周转天数	43.3	61.0	60.2	57.1	56.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	9.2	9.8	10.0	11.0	12.3
资产收益率(%)	6.8	6.3	7.0	8.4	9.6
已运用资本收益率(%)	2.2	2.2	2.3	2.6	3.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测