

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 19.85

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

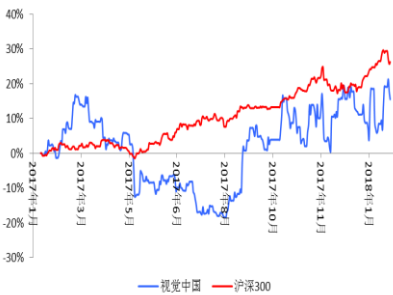
分析师: 熊亚威

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)	19.85
市值(百万元)	13952
流通市值(百万元)	5,555

**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) 三季报点评: 单季营收平稳, 利润率提升明显
- 2 【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
- 3 【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

**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	947.43	1,217.06	1,544.82
增长率 yoy%	38.82%	35.47%	28.81%	28.46%	26.93%
净利润	157.56	214.66	285.72	367.77	457.42
增长率 yoy%	11.14%	36.24%	33.10%	28.72%	24.38%
每股收益(元)	0.22	0.31	0.41	0.52	0.65
每股现金流量	0.17	0.33	0.36	0.49	0.63
净资产收益率	7.58%	9.36%	11.08%	12.48%	13.43%
P/E	169.01	62.21	48.67	37.81	30.40
PEG	15.18	1.72	1.47	1.32	1.25
P/B	12.81	5.82	5.39	4.72	4.08

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 2018 年 2 月 1 日公告, 与阿里巴巴全资子公司优视科技签订《战略合作协议》, 视觉中国向大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容, 双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”、“汇川广告平台素材资源库”, 在平台共建合作领域建立互为优先的合作关系。同时, 视觉中国官方自媒体入驻大鱼号媒体平台, 并将整合签约供应商、供稿人(包括摄影师、设计师、艺术家等)入驻大鱼号媒体平台, 为用户持续提供优质视觉内容。协议合作期限 1 年。
- **强强联手, 合作共赢。** 大鱼号媒体平台及汇川广告平台为阿里旗下自媒体平台 and 广告平台。一方面, 此次合作将为三十万自媒体及数万中小企业客户提供优质的图片、视频、音乐资源, 有利于公司继续拓展长尾市场及内容分发渠道, 提升获客能力。另一方面, 视觉中国官方自媒体及签约供应商、供稿人入驻大鱼号媒体平台, 有利于充分利用视觉中国和阿里各自的内容和品牌优势, 为用户持续提供优质视觉内容, 并拓展公司品牌宣传渠道。
- **新媒体生态布局再进一步。** 自 2017 年以来, 视觉中国先后与一点资讯/凤凰网、腾讯网媒、百度、搜狗、微博(云剪)等互联网平台(大流量入口)签订了一系列《战略合作协议》。截至目前, 公司已经与百度的搜索引擎、广告创意制作平台(霓裳)、自媒体平台(百家号), 腾讯网媒的自媒体平台(企鹅号)、一点资讯/凤凰网自媒体平台、搜狗搜索引擎初步完成了内容对接。
- **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 月与中国新闻社下设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、凤凰网等超过20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9.47亿元、12.17亿元、15.45亿元，同比增长28.81%、28.46%、26.93%；实现归母净利润2.86亿元、3.68亿元、4.57亿元，同比增长33.10%、28.72%、24.38%；对应发行摊薄后EPS分别为0.41元、0.52元、0.65元。
- **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
<b>营业总收入</b>	<b>391</b>	<b>543</b>	<b>735</b>	<b>947</b>	<b>1,217</b>	<b>1,545</b>	货币资金	284	629	468	2,022	2,433	2,948
增长率	49.26%	38.8%	35.5%	28.8%	28.5%	26.9%	应收款项	163	307	380	441	567	720
<b>营业成本</b>	<b>-174</b>	<b>-229</b>	<b>-305</b>	<b>-397</b>	<b>-506</b>	<b>-644</b>	存货	8	16	29	29	37	48
%销售收入	44.6%	42.3%	41.5%	41.9%	41.6%	41.7%	其他流动资产	24	114	189	193	195	198
<b>毛利</b>	<b>217</b>	<b>314</b>	<b>430</b>	<b>550</b>	<b>711</b>	<b>901</b>	流动资产	478	1,067	1,066	2,686	3,232	3,913
%销售收入	55.4%	57.7%	58.5%	58.1%	58.4%	58.3%	%总资产	31.4%	38.5%	30.3%	69.3%	73.1%	76.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-31</b>	<b>-52</b>	<b>-69</b>	<b>-93</b>	<b>-116</b>	<b>-144</b>	%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
<b>管理费用</b>	<b>-63</b>	<b>-73</b>	<b>-106</b>	<b>-142</b>	<b>-176</b>	<b>-224</b>	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%	30.7%	26.9%	23.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>120</b>	<b>185</b>	<b>251</b>	<b>309</b>	<b>411</b>	<b>523</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,524</b>	<b>2,770</b>	<b>3,524</b>	<b>3,878</b>	<b>4,425</b>	<b>5,105</b>
%销售收入	30.7%	34.1%	34.1%	32.6%	33.7%	33.9%	短期借款	0	82	152	130	130	130
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付款项	109	145	372	419	534	678
%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	110	140	178
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	141	332	616	659	804	986
<b>公允价值变动收益</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	85	236	236	236	236
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	其他长期负债	0	243	342	342	342	342
%税前利润	0.2%	13.9%	19.6%	16.0%	13.5%	11.7%	<b>负债</b>	<b>141</b>	<b>659</b>	<b>1,193</b>	<b>1,236</b>	<b>1,381</b>	<b>1,563</b>
<b>营业利润</b>	<b>121</b>	<b>211</b>	<b>270</b>	<b>369</b>	<b>476</b>	<b>593</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,359</b>	<b>2,079</b>	<b>2,294</b>	<b>2,580</b>	<b>2,947</b>	<b>3,405</b>
营业利润率	30.9%	38.9%	36.7%	38.9%	39.1%	38.4%	少数股东权益	24	31	36	62	96	138
<b>营业外收支</b>	<b>40</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,524</b>	<b>2,770</b>	<b>3,524</b>	<b>3,878</b>	<b>4,425</b>	<b>5,105</b>
<b>税前利润</b>	<b>161</b>	<b>212</b>	<b>276</b>	<b>374</b>	<b>481</b>	<b>598</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	41.3%	39.1%	37.6%	39.5%	39.5%	38.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-18</b>	<b>-41</b>	<b>-46</b>	<b>-62</b>	<b>-79</b>	<b>-99</b>	<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	0.408	0.525	0.653
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>171</b>	<b>231</b>	<b>312</b>	<b>401</b>	<b>499</b>	每股净资产(元)	2.028	2.968	3.274	3.682	4.207	4.860
少数股东损益	1	13	16	26	34	42	每股经营现金净流(元)	0.100	0.171	0.335	0.361	0.487	0.628
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>142</b>	<b>158</b>	<b>215</b>	<b>286</b>	<b>368</b>	<b>457</b>	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%	30.2%	30.2%	29.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.43%	7.58%	9.36%	11.08%	12.48%	13.43%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.30%	5.69%	6.09%	7.37%	8.31%	8.96%
净利润	143	171	231	312	401	499	投入资本收益率	9.67%	11.99%	15.74%	392.06%	610.11%	1079.82%
少数股东损益	0	0	0	26	34	42	<b>增长率</b>						
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%	28.81%	28.46%	26.93%
非经营收益	-4	-31	-32	-65	-70	-75	EBIT增长率	227.31%	54.55%	35.45%	23.09%	32.94%	27.31%
营运资金变动	-80	-31	17	6	10	16	净利润增长率	689.56%	11.14%	36.24%	33.10%	28.72%	24.38%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>67</b>	<b>120</b>	<b>234</b>	<b>279</b>	<b>375</b>	<b>482</b>	总资产增长率	394.96%	81.81%	27.20%	10.06%	14.10%	15.38%
资本开支	4	8	2	-1,270	-5	-5	<b>资产管理能力</b>						
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>102</b>	<b>-425</b>	<b>-839</b>	<b>1,330</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	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	2.3	1.8	1.4
债权募资	0	106	340	-22	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-33	0	81	-7	0	0	净负债/股东权益	-20.51%	-21.87%	-3.47%	-62.73%	-67.95%	-72.92%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>675</b>	<b>421</b>	<b>-29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	-148.1	-134.7	10.9	—	—	—
<b>现金净流量</b>	<b>139</b>	<b>370</b>	<b>-184</b>	<b>1,580</b>	<b>445</b>	<b>557</b>	资产负债率	9.26%	23.81%	33.87%	31.87%	31.22%	30.61%

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。