

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

互联网

**视觉中国 (000681)**
**买入**

重大事件快评

(维持评级)

2018年02月28日

# 收购 500px 深化图片资源优势,“社区 + 内容 + 交易”商业模式前景可期

证券分析师: 张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

## 事项:

视觉中国的香港全资子公司视觉中国香港有限公司通过其境外子公司 JPEG Acquisition Corp.以现金方式收购美国 500PX,INC.公司 100%股权。本次交易对价一共为 1700 万美元加上交割时双方确定的标的公司账上现金数额。

## 评论:

**500px 是国际知名的线上摄影社区,用户及图片资源优势明显。**1) 500px 社区汇聚全球范围内的专业摄影师、摄影爱好者,商业模式是以专业摄影师、摄影爱好者的互联网社群为基础,拓展出面向企业客户和面向会员用户的两种业务模式。面向企业用户的业务主要是视觉内容版权授权服务以及定制拍摄服务,面向会员用户的业务主要是会员订阅服务以及其他增值服务;2) 当前 500px 拥有超过 1,300 万注册摄影师会员,汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀的摄影专业人才、大量摄影爱好者,图片数量超过一亿两千多万张,在用户服务、版权授权及定制拍摄业务等方面具有丰富的经验并在业界享有美誉。近期,500px 被卫报选为全球十大独立旅游移动端 APP,并且被 Deloitte 评选为加拿大 50 大快速崛起的科技公司。服务的客户包含如谷歌、索尼、AirBnb、Lonely Planet 等全球知名企业;3) 截至 2017 年 3 季度,500px 实现营业收入 3461 万元,净利润-1532 万元。

**收购 500px 有助于进一步提升公司图片资源优势,助力“社区 + 内容 + 交易”商业模式持续深化。**1) 依靠多年积累,公司在图片资源领域构筑起深厚壁垒;通过本次收购,公司将全面参与全球摄影师网络平台的运营,大大拓展公司获取海量全球优质视觉内容的能力,不断巩固和强化公司内容的核心竞争力,进一步加强了视觉中国在图片行业的主导地位;在此之前双方共同打造专业摄影社区的中文网站和移动 App 产品,视觉中国摄影师社区 500px.me 网站以及基于 iOS 和 Android 系统的摄影师社区移动客户端都已上线;2) 同时通过 500px 全球化的互联网平台,公司还将获得全球的内容发布、传播渠道,更好地满足全球客户日益增长的创意素材和定制内容的需求;并将为全球用户提供更专业的 SaaS (Software as a Service) 创意支持服务,包括基于大数据、人工智能、时间戳在内的创意工具和能力提升,以及涵盖注册、交易、追溯、保护、艺术品收藏的数字版权服务;收购 500px 的 100% 股权,有利于更好地整合 500px 和视觉中国各自优势资源,在内容运营、市场渠道、产品技术等各个层面形成优势互补。

**持续看好图片产业前景及公司资源商业变现价值,继续维持“买入”评级。**我们维持盈利预测,预计 17/18/19 年公司全面摊薄 EPS 分别为 0.41/0.54/0.68 元,当前股价分别对应同期 63/47/37 倍 PE。我们持续看好公司在图片行业的垄断地位以及商业模式持续升级之下变现能力持续提升可能,虽然 PE 估值水平较高,但是我们认为依托公司在图片资源的垄断优势以及在“社区 + 内容 + 交易”商业模式持续深化之下有望持续保持高增长,当前较低市值水平下仍有较高的成长空间,继续维持“买入”评级。

**风险提示:** 盗版风险;业绩不达预期风险;商业模式难以推进风险。

## 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	936	1163	1457
应收款项	380	77	96	120	营业成本	305	370	463	583
存货净额	29	21	26	32	营业税金及附加	5	6	8	10
其他流动资产	188	81	101	73	销售费用	69	103	140	160
流动资产合计	1066	640	743	710	管理费用	106	150	117	146
固定资产	6	4	2	(1)	财务费用	23	6	8	17
无形资产及其他	8	8	8	7	投资收益	54	65	64	74
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	3369	3852	4198	营业利润	270	360	484	607
短期借款及交易性金融负债	152	79	284	455	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	164	67	82	104	利润总额	276	366	491	614
其他流动负债	300	138	159	197	所得税费用	46	61	81	102
流动负债合计	616	284	526	756	少数股东损益	16	21	28	35
长期借款及应付债券	236	236	236	236	归属于母公司净利润	215	284	381	476
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	967	1358	1590	净利润	215	284	381	476
少数股东权益	36	41	47	54	资产减值准备	8	(4)	(5)	(6)
股东权益	2297	2361	2446	2554	折旧摊销	5	2	2	2
负债和股东权益总计	3524	3369	3852	4198	公允价值变动损失	12	6	7	8
					财务费用	23	6	8	17
					营运资本变动	(106)	264	137	52
					其它	8	9	12	13
					经营活动现金流	141	561	534	546
					资本开支	3	(2)	(2)	(2)
					其它投资现金流	(1)	(0)	(1)	(1)
					投资活动现金流	(489)	(275)	(385)	(385)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	150	0	0	0
					支付股利、利息	(6)	(220)	(295)	(369)
					其它融资现金流	(101)	(73)	205	171
					融资活动现金流	187	(293)	(90)	(198)
					现金净变动	(162)	(8)	59	(37)
					货币资金的期初余额	629	468	460	519
					货币资金的期末余额	468	460	519	482
					企业自由现金流	111	533	519	541
					权益自由现金流	160	455	717	698

  

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.31	0.41	0.54	0.68
每股红利	0.01	0.31	0.42	0.53
每股净资产	3.28	3.37	3.49	3.64
ROIC	11%	14%	23%	31%
ROE	9%	12%	16%	19%
毛利率	59%	60%	60%	60%
EBIT Margin	34%	33%	38%	38%
EBITDA Margin	35%	33%	38%	38%
收入增长	35%	27%	24%	25%
净利润增长率	36%	32%	34%	25%
资产负债率	35%	30%	36%	39%
息率	0.0%	1.2%	1.7%	2.1%
P/E	82.9	62.6	46.7	37.4
P/B	7.8	7.5	7.3	7.0
EV/EBITDA	74.3	60.8	43.7	34.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

《视觉中国-000681-2017 季报点评：业绩增长稳健，持续看好 B 端变现模式深化》 —— 2017-10-31

《视觉中国-000681-2017 年半年报点评：营收增长稳健，变现持续深化》 —— 2017-08-31

## 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。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032