

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50588666-8036
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

17 年业绩及 18 年 Q1 业绩增长明显, 图片版权构筑内容护城河

——视觉中国 (000681) 年报点评

证券研究报告-年报点评

增持 (首次)

市场数据 (2018-04-24)

收盘价(元)	25.10
一年内最高/最低(元)	28.99/13.98
沪深 300 指数	3843.49
市净率(倍)	6.26
流通市值(亿元)	64.37

基础数据 (2018-3-31)

每股净资产(元)	3.70
每股经营现金流(元)	-0.01
毛利率(%)	62.37
净资产收益率-摊薄(%)	1.54
资产负债率(%)	34.08
总股本/流通股(万股)	70057.74/27987.23
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

发布日期: 2018 年 04 月 24 日

事件: 4 月 24 日, 公司发布 2017 年年度报告和 18 年第一季度报告。

投资要点:

- **17 年全年业绩增长显著, 18 年一季度延续高增长。**公司 2017 年营业收入为 8.15 亿元, 同比增加 10.75%; 归母净利润为 2.91 亿元, 同比大幅增长 35.48%; 扣非后归母净利润为 2.88 亿元, 同比增长 36.05%; 基本每股收益为 0.42 元; 利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.42 元 (含税), 全年业绩增长较为明显。同时 18 年第一季度公司营业收入为 1.55 亿元, 同比上升 38.04%; 归母净利润为 0.40 亿元, 同比上升 36.25%; 基本每股收益为 0.06 元。
- **夯实主营业务, 以内容优势建立公司护城河。**公司主营业务为“视觉内容与服务”, 17 年实现营收 5.84 亿元, 同比上升 30.13%, 营收占比为 71.66%; 其中客户数同比增长 24.7%; 截止至 17 年底, 获得公司视觉内容授权国内客户数达到 10 万个。公司在视觉内容的数量、质量、丰富性以及独家及自有化程度是公司业绩增长的关键驱动因素之一, 对优质内容的全面掌控精耕细作构建强大的内容资源护城河。截止至 17 年 12 月 31 日, 公司拥有的 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台在线提供超过 2 亿张照片、1000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效, 是全球最大同类数字内容平台之一。
- **行业快速增长为公司增长提供助力。**目前国内网民规模达到 7.31 亿, 移动网民规模近 6.95 亿, 网站达 400 万个, APP 总数达到 300 万个, 超过 60% 以上的网页都包含图片内容。伴随移动互联网快速发展, 网站、APP、微博、微信、公众号、自媒体等新媒介的出现也成倍的加速了对于图片的需求量。截止至 17 年 12 月, 微博月活跃用户 3.92 亿, 微信公众号月活数量 350 万个。以微博、微信、今日头条等为代表的互联网新媒体实现爆发式增长, 目前图片仍是自媒体在创作时的主流素材选择, 占比达 62.5%。同时根据《2017 中国网络版权产业报告 (摘要版)》显示, 我国网络核心版权产业规模从 06 年的 163.8 亿元增长至 16 年的 5089.6 亿元, 年增长率保持在 30% 以上, 产业规模增长超过 30 倍, 各界对版权保护的力度不断加大, 版权事业进入快速发展新阶段。
- **公司通过收购、机构合作与签约供稿人等方式保障视觉内容来源。**公司先后收购了 Corbis 和 500PX 等多个图片库及摄影社区。其中 Corbis 是全球第三大图片库, 持有并保管数千万张不可再生的 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件的原版图片、底片与印刷物等。500PX 是国际

知名线上摄影社区，覆盖全球 195 个国家和地区，拥有超过 1300 万注册会员，图片数量超过一亿两千万张。机构合作方面，除进一步加强与 Getty Images 战略性的双向排他性合作外，公司还与路透社、法新社、南方日报等知名媒体完成内容合作的签约或续签。同时公司还开通签约人供稿功能，为公司提供源源不断的视频、图片等影像内容。

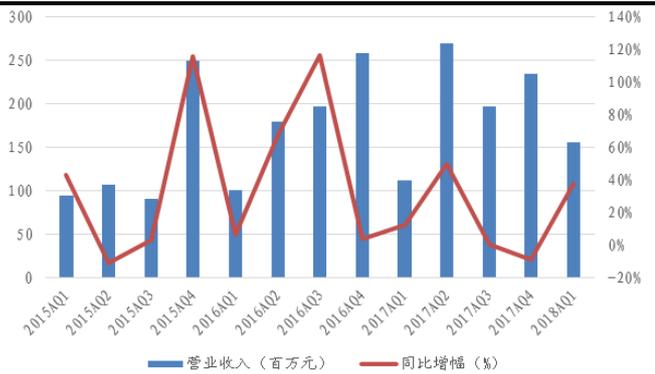
- **主营业务毛利率上升，各分项业务保持较高毛利率。**17 年公司整体毛利率为 65.86%，较 16 年提升 7.33 个百分点，其中主营视觉素材与增值服务毛利率为 68.87%，较 16 年提高 6.11 个百分点。其他各分项业务能够保持较高的毛利率，其中软件信息服务毛利率为 52.84%；广告创意服务毛利率为 62.39%；视觉数字娱乐服务毛利率为 81.19%，预计 18 年公司整体毛利率将围绕现有水平小幅波动。
- **公司主要费率均有不同程度上升。**公司 17 年销售费用为 0.72 亿元，同比上升 4.21%，主要系销售规模增长所致；管理费用为 1.25 亿元，同比增长 18.13%，主要系技术相关费用增加所致；财务费用为 0.35 亿元，同比上升 53.51%，主要系受带息负债规模上升影响。预计 18 年主要费用将随着公司业绩规模增长同比增长，整体费率稳中小幅波动。
- **获客能力增长，全方位市场覆盖。**公司通过自行研发的“鹰眼”系统可以追踪公司拥有的图片在网络上的使用情况，更好的锁定潜在客户并满足其需求，实现精准营销，大大降低获客成本并实现用户数量大幅增长。公司 17 年通过“鹰眼”系统发现潜在客户数量较 16 年有超过 84% 的增长，新增年度协议客户数量较 16 年增长 54%。同时公司还先后同百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、凤凰网等互联网平台签署战略合作协议，初步完成了基于内容的技术对接，使公司能够覆盖到长尾市场，提升了公司全方位市场覆盖的能力，对于未来公司业绩增长提供客户增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 18-19 年全面摊薄 EPS 分别为 0.55/0.67 元，按 2018 年 4 月 24 日收盘价 25.10 元，对应 PE 分别约为 45.7/37.6 倍。当前公司估值相对于传媒行业整体与互联网子版块水平处于较高位置，但考虑到公司在视觉内容行业的龙头地位与潜在的成长性，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：公司主营业务增速不及预期；股权投资子公司业绩承诺未达标；盗版风险；汇率波动风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735.5	814.6	980.3	1160.0	1351.2
增长比率	35.5%	10.8%	20.4%	18.3%	16.5%
净利润(百万元)	214.7	290.8	384.5	467.6	551.0
增长比率	36.2%	35.5%	32.2%	21.6%	17.8%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.55	0.67	0.79
市盈率(倍)	81.9	60.5	45.7	37.6	31.9

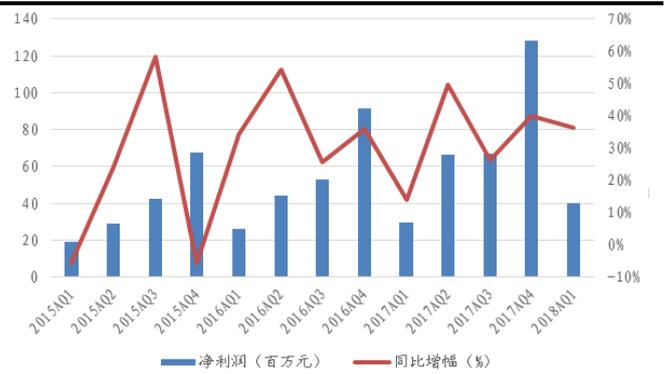
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-2018Q1 公司单季度营收及增速



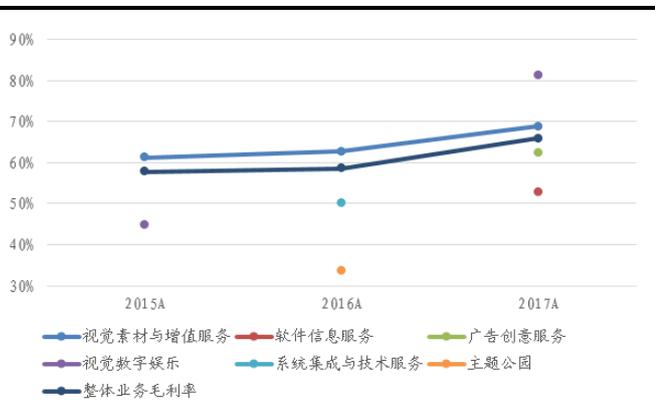
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-2018Q1 公司单季度净利润及增速



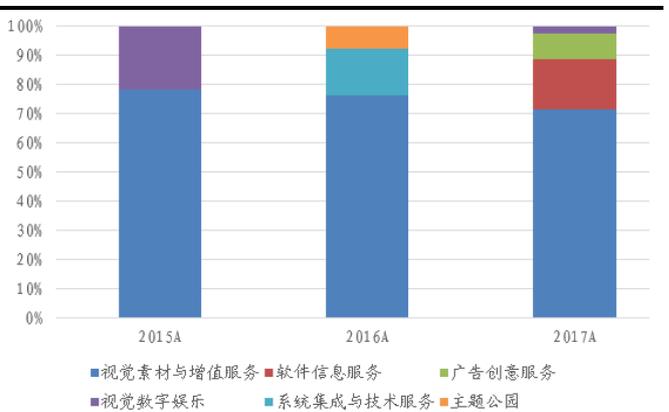
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2015-2017 主营业务毛利率 (%)



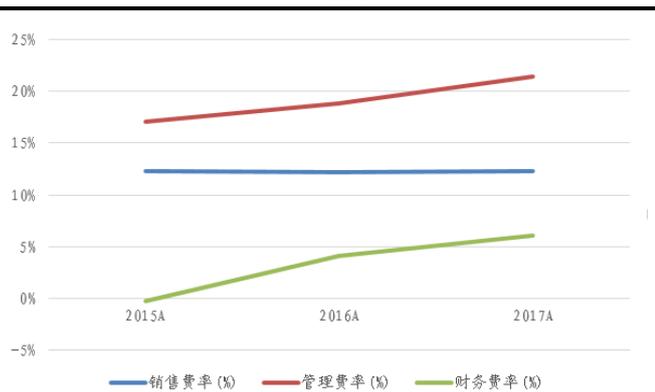
资料来源: 中原证券, Wind

图 4: 2015-2017 公司营收占比



资料来源: 中原证券, Wind

图 5: 2015-2017 公司主要费率 (%)



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	735.5	814.6	980.3	1160.0	1351.2	成长性					
减: 营业成本	305.0	278.1	325.4	390.7	444.9	营业收入增长率	35.5%	10.8%	20.4%	18.3%	16.5%
营业税费	5.0	5.7	6.3	7.8	9.1	营业利润增长率	27.8%	30.8%	31.1%	21.3%	18.2%
销售费用	68.7	71.5	88.8	103.5	117.6	净利润增长率	36.2%	35.5%	32.2%	21.6%	17.8%
管理费用	105.8	125.0	155.4	187.0	218.2	EBITDA 增长率	39.0%	30.5%	23.0%	15.9%	17.4%
财务费用	22.9	35.2	14.2	-8.3	-11.3	EBIT 增长率	39.6%	31.1%	23.1%	16.1%	18.1%
资产减值损失	12.6	14.9	10.7	12.7	12.8	NOPLAT 增长率	44.3%	40.7%	23.6%	16.0%	17.9%
加: 公允价值变动收益	0.6	-0.6	0.2	0.1	-0.1	投资资本增长率	21.6%	12.0%	10.9%	-8.2%	9.2%
投资和汇兑收益	54.2	65.7	79.5	91.4	100.6	净资产增长率	10.5%	11.6%	39.8%	13.9%	14.2%
营业利润	270.2	353.6	463.6	562.4	664.7	利润率					
加: 营业外净收支	6.2	-0.3	2.2	2.7	1.5	毛利率	58.5%	65.9%	66.8%	66.3%	67.1%
利润总额	276.5	353.3	465.8	565.2	666.3	营业利润率	36.7%	43.4%	47.3%	48.5%	49.2%
减: 所得税	45.9	40.7	51.2	62.2	73.3	净利润率	29.2%	35.7%	39.2%	40.3%	40.8%
净利润	214.7	290.8	384.5	467.6	551.0	EBITDA/营业收入	40.5%	47.7%	48.8%	47.8%	48.2%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	39.9%	47.2%	48.3%	47.4%	48.0%
货币资金	467.8	390.5	959.2	1,558.1	1,884.2	运营效率					
交易性金融资产	0.6	-	0.2	0.3	0.2	固定资产周转天数	3	3	2	0	0
应收帐款	380.0	372.5	516.7	552.0	687.5	流动营业资本周转天数	79	35	56	59	52
应收票据	-	0.2	0.6	0.1	0.7	流动资产周转天数	522	414	445	601	660
预付帐款	4.0	6.5	23.4	2.4	26.6	应收帐款周转天数	168	166	163	166	165
存货	29.4	29.4	21.0	46.1	33.7	存货周转天数	11	13	9	10	11
其他流动资产	184.3	8.9	96.9	96.7	67.5	总资产周转天数	1,540	1,685	1,568	1,494	1,451
可供出售金融资产	99.2	110.4	94.5	101.4	102.1	投资资本周转天数	845	887	822	700	602
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	820.1	1,073.6	1,073.6	1,073.6	1,073.6	ROE	9.3%	11.3%	10.7%	11.5%	12.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	7.6%	9.3%	9.7%	10.4%
固定资产	6.0	5.9	2.8	-0.1	-0.1	ROIC	15.7%	18.2%	20.0%	21.0%	26.9%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	8.2	20.3	18.4	16.6	14.8	销售费用率	9.3%	8.8%	9.1%	8.9%	8.7%
其他非流动资产	1,524.0	2,081.2	1,630.6	1,743.3	1,814.4	管理费用率	14.4%	15.3%	15.9%	16.1%	16.2%
资产总额	3,523.6	4,099.5	4,438.0	5,190.5	5,705.1	财务费用率	3.1%	4.3%	1.4%	-0.7%	-0.8%
短期债务	22.0	157.6	-	-	-	三费/营业收入	26.8%	28.5%	26.4%	24.3%	24.0%
应付帐款	269.1	206.2	176.2	351.2	276.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.8%	36.5%	18.0%	20.1%	17.0%
其他流动负债	325.3	372.3	338.8	394.7	407.1	负债权益比	51.0%	57.5%	21.9%	25.2%	20.4%
长期借款	235.5	489.7	-	-	-	流动比率	1.73	1.10	3.14	3.02	3.95
其他非流动负债	338.7	270.2	283.4	297.4	283.7	速动比率	1.68	1.06	3.10	2.96	3.90
负债总额	1,190.6	1,496.0	798.4	1,043.3	967.6	利息保障倍数	12.77	10.91	33.42	-66.46	-57.37
少数股东权益	36.2	31.0	61.0	96.4	138.4	分红指标					
股本	73.9	73.9	700.6	700.6	700.6	DPS(元)	-	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	2,220.0	2,510.8	2,878.0	3,350.3	3,898.5	分红比率	0.0%	1.1%	0.4%	0.5%	0.6%
股东权益	2,333.0	2,603.5	3,639.6	4,147.2	4,737.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	230.6	312.6	384.5	467.6	551.0	EPS(元)	0.31	0.42	0.55	0.67	0.79
加: 折旧和摊销	6.2	5.7	5.0	4.7	1.8	BVPS(元)	3.28	3.67	5.11	5.78	6.56
资产减值准备	12.6	14.9	-	-	-	PE(X)	81.9	60.5	45.7	37.6	31.9
公允价值变动损失	-0.6	0.6	0.2	0.1	-0.1	PB(X)	7.7	6.8	4.9	4.3	3.8
财务费用	22.9	31.3	14.2	-8.3	-11.3	P/FCF	178.9	34.4	-32.0	25.9	49.0
投资收益	-54.2	-65.7	-79.5	-91.4	-100.6	P/S	23.9	21.6	17.9	15.2	13.0
少数股东损益	15.9	21.7	30.0	35.4	42.0	EV/EBITDA	4.9	3.6	34.2	28.3	23.6
营运资金的变动	-233.3	-494.6	211.4	75.7	-270.9	CAGR(%)	29.7%	23.8%	34.3%	29.7%	23.8%
经营活动产生现金流量	234.5	250.1	565.8	483.8	211.9	PEG	2.8	2.5	1.3	1.3	1.3
投资活动产生现金流量	-839.3	-172.8	95.0	84.4	100.1	ROIC/WACC	1.5	1.7	1.9	2.0	2.6
融资活动产生现金流量	419.0	-138.9	-92.1	30.7	14.1	REP	0.5	0.4	3.6	3.6	2.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。