

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

## 核心主营业务快速增长, 获客能力不断增强

——视觉中国 (000681) 中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持 (维持)

#### 市场数据 (2018-08-30)

收盘价(元)	27.38
一年内最高/最低(元)	30.55/17.51
沪深300指数	3351.09
市净率(倍)	7.46
流通市值(亿元)	85.00

#### 基础数据 (2018-6-30)

每股净资产(元)	3.83
每股经营现金流(元)	0.09
毛利率(%)	60.47
净资产收益率-摊薄(%)	5.10
资产负债率(%)	36.05
总股本/流通股(万股)	70057.74/27987.19
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

1 《视觉中国 (000681) 年报点评: 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》 2018-04-24

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

事件: 公司于 8 月 30 日公布 18 年半年度报告。

#### 投资要点:

- **业绩符合预期。**公司 18 年上半年实现营业收入 4.82 亿元, 同比增加 25.84%; 净利润 1.37 亿元, 同比增加 43.26%; 扣非后净利润 1.34 亿元, 同比增加 34.05%; 基本每股收益为 0.1953 元。
- **持续聚焦公司核心主业。**公司核心主业“视觉内容与服务”实现营业收入 3.98 亿元, 同比增长 33.73%, 占总营业收入比为 82.64%, 较 17 年同期提升 2.2 个百分点。软件与信息服务营业收入 0.60 亿元, 与 17 年同期基本持平; 广告创意服务实现营业收入 0.22 亿元, 较 17 年同期提升 43.76%; 数字娱乐业务营业收入 0.02 亿元, 同比上升 71.91%。公司核心主营业务实现高速增长的主要原因是公司高效获客能力带来的客户数量增长, 优质内容与服务及智能交付带来的素材应用数量增长以及互联网平台合作实现对海量长尾市场的覆盖。
- **高效的获客能力以及打通全方位市场覆盖。**公司自行研发的“鹰眼”系统可以通过人工智能技术追踪公司拥有的图片在网络上的使用情况, 大大降低了公司获客成本。同时公司还与微博、阿里巴巴大鱼号自媒体平台、汇川广告平台、腾讯社交广告平台、阿里巴巴鹿班智能设计平台、搜狗搜索、360 搜索签署战略合作, 通过连接互联网平台触达客户, 提升公司全面深度覆盖全方位市场的能力。公司 18 年 H1 合作客户总数同比增长 48%, 其中企业客户实现 76% 的高速同比增长, 增速较 17 年全年水平有较大程度提高, 公司还重点对互联网平台、媒体、广告营销与服务以及企业客户等四个目标市场进行了开拓, 实现全方位市场覆盖, 收入占比分别为 11%、29%、19% 和 41%。
- **PGC 视觉内容构筑公司壁垒。**公司通过收购 Corbis、500px, 与 Getty Images 独家战略合作等方式持续整合全球优质 PGC 视觉内容资源。截止至 18 年上半年, 公司拥有 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台在线提供并每日更新来自于全球顶级的超过 30 万名签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构的超过 2 亿张图片、1000 万条视频素材和 35 万首音乐素材。
- **完成 500PX 的初步整合, 签约供稿人数量大幅增长。**公司在 Q2 初步完成了与 500PX 的整合, 业绩平稳过渡, 二季度经营接近盈亏平衡, 较 17 年同期亏损大幅减少 94%。500PX 与 Getty Images 签署了独家版权代理分销协议, 以提升优质内容版权的变现能力。通过对国内摄影社区战略投资的强化, 实现了上半年新签约本土供稿人超 5000 名, 较

17 年同期增长 400%。

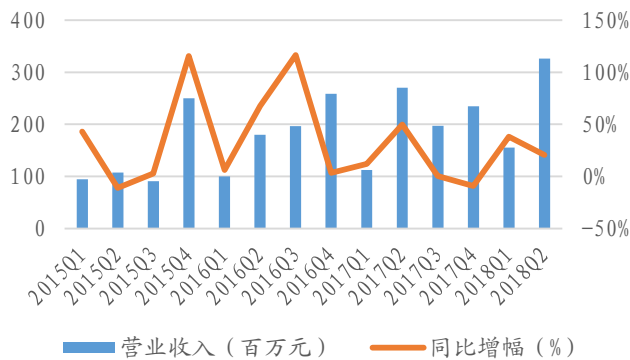
- **主要费用增幅大幅低于营业收入增幅，预计未来费用率仍可能维持低位水平。** 受益于核心主业的互联网智能化平台业务模式，公司可以通过 BAT 等主要互联网平台覆盖互联网平台覆盖的数十万自媒体人、中小广告主和商家等长尾用户，提高公司的运营效率和盈利水平且具备可持续性。公司销售费用同比增加 5.64%，管理费用同比增加 6.30%，大大低于营业收入 25.84% 的同比增幅。从费用率方面看，公司三项费用率合计占营业收入比为 29.9%，较 17 年同期降低 5.8 个百分点。
- **维持“增持”投资评级：**公司目前具备强大的获客能力，较为稀缺的 PGC 视觉内容互联网版权交易双边平台；海量的优质视觉内容构筑了公司较高的竞争壁垒。公司目前通过自行研发的“鹰眼”系统以及与互联网平台的合作有效实现了公司客户数量的快速增长并为公司业绩提升保障。我们维持公司“增持”的投资评级，预计公司 18-19 年 EPS 为 0.55/0.69 元，按 8 月 30 日收盘价，对应 PE 分别为 49.8 倍与 39.6 倍。

**风险提示：版权保护风险；行业竞争加剧；子公司业绩承诺不达标。**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735.5	814.6	1019.4	1239.6	1477.2
增长比率	35.5%	10.8%	25.1%	21.6%	19.2%
净利润(百万元)	214.7	290.8	385.2	484.3	591.7
增长比率	36.2%	35.5%	32.4%	25.7%	22.2%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.55	0.69	0.84
市盈率(倍)	89.4	66.0	49.8	39.6	32.4

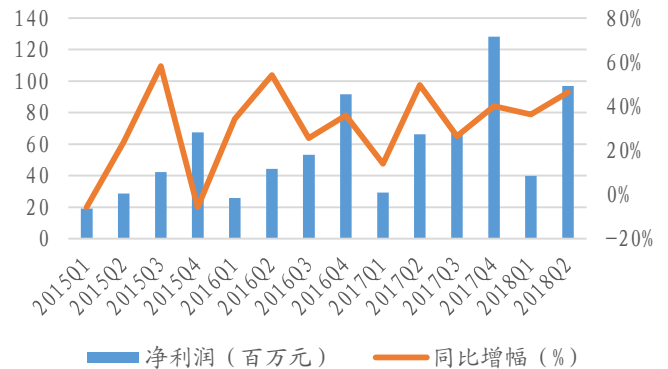
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 15-18 公司单季度营业收入与同比增幅



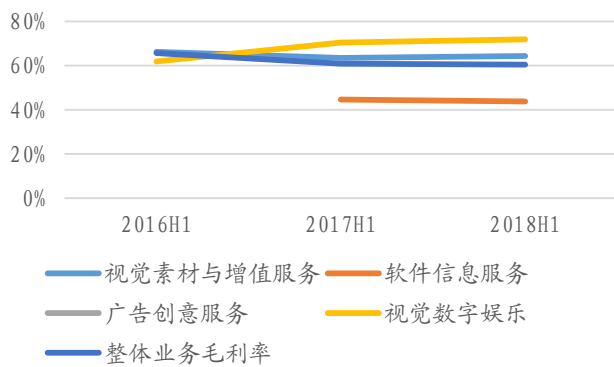
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 15-18 公司单季度净利润与同比增幅



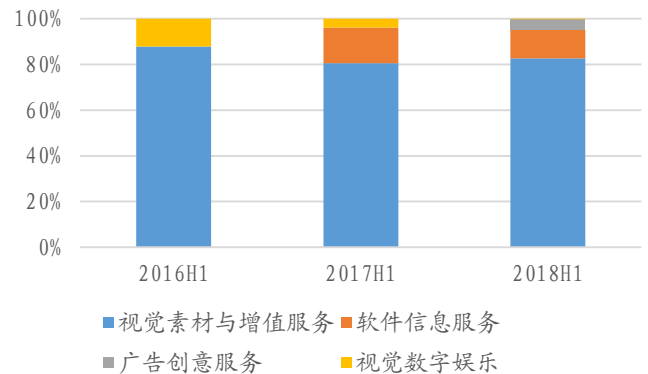
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 16H1-18H1 公司各项业务毛利率



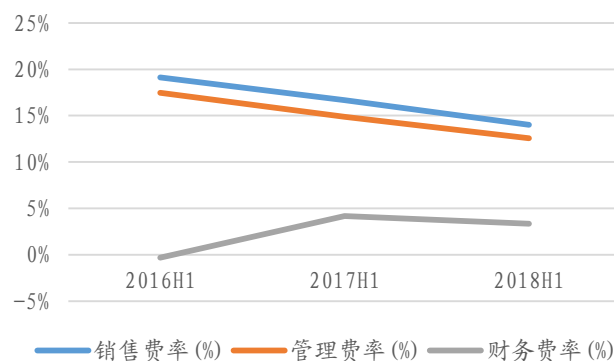
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 16H1-18H1 公司各项业务营收占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 16H1-18H1 公司三项费率变化



资料来源: 公司公告, 中原证券

## 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
<b>营业收入</b>	<b>735.5</b>	<b>814.6</b>	<b>1019.4</b>	<b>1239.6</b>	<b>1477.2</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	305.0	278.1	358.9	432.4	486.5	营业收入增长率	35.5%	10.8%	25.1%	21.6%	19.2%
营业税费	5.0	5.7	6.6	8.4	9.9	营业利润增长率	27.8%	30.8%	31.3%	25.5%	22.5%
销售费用	68.7	71.5	86.6	104.4	123.1	净利润增长率	36.2%	35.5%	32.4%	25.7%	22.2%
管理费用	105.8	125.0	150.8	180.2	214.2	EBITDA 增长率	39.0%	30.5%	23.2%	19.9%	21.8%
财务费用	22.9	35.2	14.1	-8.3	-11.5	EBIT 增长率	39.6%	31.1%	23.3%	20.2%	22.5%
资产减值损失	12.6	14.9	22.1	16.5	17.9	NOPLAT 增长率	44.3%	40.7%	23.8%	20.0%	22.3%
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%	10.7%	-7.5%	9.7%
投资和汇兑收益	54.2	65.7	79.7	72.2	72.5	净资产增长率	10.5%	11.6%	39.8%	14.4%	15.2%
<b>营业利润</b>	<b>270.2</b>	<b>353.6</b>	<b>464.4</b>	<b>582.6</b>	<b>713.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6.2	-0.3	2.2	2.7	1.5	毛利率	58.5%	65.9%	64.8%	65.1%	67.1%
<b>利润总额</b>	<b>276.5</b>	<b>353.3</b>	<b>466.6</b>	<b>585.3</b>	<b>715.5</b>	营业利润率	36.7%	43.4%	45.6%	47.0%	48.3%
减: 所得税	45.9	40.7	51.3	64.4	78.7	净利润率	29.2%	35.7%	37.8%	39.1%	40.1%
<b>净利润</b>	<b>214.7</b>	<b>290.8</b>	<b>385.2</b>	<b>484.3</b>	<b>591.7</b>	EBITDA/营业收入	40.5%	47.7%	47.0%	46.4%	47.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	39.9%	47.2%	46.5%	46.0%	47.3%
货币资金	467.8	390.5	964.3	1,563.8	1,921.7	<b>运营效率</b>					
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	552.1	590.0	765.2	<b>流动营业资本周转天数</b>	79	35	53	56	52
应收票据	-	0.2	0.6	0.2	0.7	流动资产周转天数	522	414	437	576	624
预付帐款	4.0	6.5	26.5	2.1	29.7	应收帐款周转天数	168	166	163	166	165
存货	29.4	29.4	26.2	48.0	39.2	存货周转天数	11	13	10	11	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	1,516	1,412	1,348
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	789	656	555
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
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%	10.8%	11.9%	12.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	7.6%	9.3%	9.9%	10.9%
固定资产	6.0	5.9	2.8	-0.1	-0.1	ROIC	15.7%	18.2%	20.1%	21.8%	28.8%
在建工程	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	8.2	20.3	18.4	16.6	14.8	销售费用率	9.3%	8.8%	8.5%	8.4%	8.3%
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%	14.8%	14.5%	14.5%
<b>资产总额</b>	<b>3,523.6</b>	<b>4,099.5</b>	<b>4,486.8</b>	<b>5,235.8</b>	<b>5,828.9</b>	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%	24.7%	22.3%	22.1%
应付帐款	269.1	206.2	215.6	368.0	318.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.8%	36.5%	18.9%	20.4%	17.7%
其他流动负债	325.3	372.3	347.5	404.5	427.1	负债权益比	51.0%	57.5%	23.3%	25.7%	21.4%
长期借款	235.5	489.7	-	-	-	流动比率	1.73	1.10	2.96	2.98	3.79
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	2.91	2.92	3.73
<b>负债总额</b>	<b>1,190.6</b>	<b>1,496.0</b>	<b>846.5</b>	<b>1,069.9</b>	<b>1,029.3</b>	利息保障倍数	12.77	10.91	33.52	-68.60	-60.94
<b>少数股东权益</b>	<b>36.2</b>	<b>31.0</b>	<b>61.1</b>	<b>97.7</b>	<b>142.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	73.9	73.9	700.6	700.6	700.6	DPS(元)	-	0.00	0.00	0.00	0.01
留存收益	2,220.0	2,510.8	2,878.7	3,367.6	3,956.3	分红比率	0.0%	1.1%	0.4%	0.5%	0.6%
<b>股东权益</b>	<b>2,333.0</b>	<b>2,603.5</b>	<b>3,640.3</b>	<b>4,165.8</b>	<b>4,799.6</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	230.6	312.6	385.2	484.3	591.7	EPS(元)	0.31	0.42	0.55	0.69	0.84
加: 折旧和摊销	6.2	5.7	5.0	4.7	1.8	BVPS(元)	3.28	3.67	5.11	5.81	6.65
资产减值准备	12.6	14.9	-	-	-	PE(X)	89.4	66.0	49.8	39.6	32.4
公允价值变动损失	-0.6	0.6	0.2	0.1	-0.1	PB(X)	8.4	7.5	5.4	4.7	4.1
财务费用	22.9	31.3	14.1	-8.3	-11.5	P/FCF	195.2	37.6	-35.2	28.3	49.5
投资收益	-54.2	-65.7	-79.7	-72.2	-72.5	P/S	26.1	23.5	18.8	15.5	13.0
少数股东损益	15.9	21.7	30.1	36.6	45.1	EV/EBITDA	5.4	4.0	37.5	30.1	24.2
营运资金的变动	-233.3	-494.6	215.7	58.4	-282.6	CAGR(%)	31.2%	26.8%	34.4%	31.2%	26.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>234.5</b>	<b>250.1</b>	<b>570.7</b>	<b>503.7</b>	<b>272.0</b>	PEG	2.9	2.5	1.4	1.3	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-839.3</b>	<b>-172.8</b>	<b>95.2</b>	<b>65.2</b>	<b>72.0</b>	ROIC/WACC	1.5	1.7	1.9	2.1	2.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>419.0</b>	<b>-138.9</b>	<b>-92.0</b>	<b>30.7</b>	<b>14.0</b>	REP	0.6	0.4	4.0	3.8	2.6

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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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。