国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2018 年 08 月 31 日

视觉中国（000681）\传媒

——核心主业营收增速高，客户规模大幅增长

投资建议：	推荐 首次覆盖
当前价格：	27.90 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	701/310
流通 A 股市值（百万元）	8,833
每股净资产（元）	3.70
资产负债率（%）	34.08
一年内最高/最低（元）	30.55/15.44

一年内股价相对走势

徐艺　　分析师
执业证书编号：S0590515090003
电话：0510-85607875
邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

事件：

视觉中国发布2018年半年报，实现营业收入4.82亿元，同比增长25.84%，归属于上市公司股东净利润1.37亿元，同比增长43.26%，归属于上市公司股东的扣非净利润1.34亿，同比增长34.05%。

投资要点：

➢ **核心主业视觉内容与服务营收增速高，毛利率提升。**

公司核心主业视觉内容与服务营业收入 3.98 亿元，同比增长 33.73%，毛利率 64.32%，较去年同期提升 0.33 个百分点。公司核心主业增速较高主要由于公司基于丰富高质的内容库实现了用户规模的快速扩大，由于公司的平台规模及市场占有率使公司与上游的内容贡献者有长期稳定的合作关系，加上公司的自有内容无需分成，公司维持了较高并稳定的毛利率。

➢ **费用率下降，净利率较去年同期提升。**

由于公司营收规模的扩大以及互联网智能化平台业务模式，公司销售费用率和管理费用率均下降，2018年上半年，公司销售费用率14.00%，较去年同期下降2.68个百分点，管理费用率12.55%，较去年同期下降2.31个百分点，公司销售净利率28.86%，较去年同期提升2.93个百分点。

➢ **客户规模大幅增长，粘性提升。**

2018 年上半年，公司合作客户总数同比增长 48%，其中，企业客户数实现了 76%的高速同比增长。核心主业各业务板块-互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业客户等收入占比分别为 11%、29%、19%、41%。互联网平台方面，2018 年上半年，公司与微博自媒体平台、阿里巴巴大鱼号自媒体平台及汇川广告平台、腾讯社交广告平台、淘宝（中国）软件有限公司、北京搜狗科技发展有限公司（搜索）、北京奇虎科技有限公司（搜索）签署战略合作。同时，客户粘性也在提升，今年上半年公司超过 60%的收入来自于有承诺的长期协议客户，其中约半数为预付款的合作，使得公司的平均收款期短于平均付款期，体现出很好的经营现金流，优化了公司从利润到现金流的整体经营成果。

➢ **内容的数量、质量、丰富性和独家性都在提升。**

截至 2018 年上半年，公司拥有的 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 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构的超过 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首音乐素材，是全球最大同类数字内容平台之一。平台提供的内容超过 2/3 为自有或独家内容。平台连接的内容贡献者包括全球及本土超过 30 万名的优秀签约供稿人及 240 余家专业版权内容机构。同时，今年上半年，公司

请务必阅读报告末页的重要声明

收购全球国际领先的互联网摄影社区 500PX, INC. 公司 100%股权。收购 500px，是继收购 Corbis 资产后，公司全球化战略的又一重要举措。本次收购，使公司与全球近 30 万名供稿人建立了签约合作关系,500px 二季度经营接近盈亏平衡，较上年同期亏损大幅减少 94%。

➢ **盈利预测。**

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.86 亿、4.98 亿和 6.46 亿，对应 PE 分别为 50.66x、39.23x 和 30.26x，考虑到公司在图片付费行业的龙头地位，未来市占率仍有提升空间，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示。**

行业政策发生重大变化的风险；盗版整治不达预期的风险；客户拓展进度不达预期的风险。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	735.50	814.57	1,039.71	1,330.63	1,666.45
增长率（%）	35.47%	10.75%	27.64%	27.98%	25.24%
EBITDA（百万元）	288.18	377.76	508.28	654.43	823.44
净利润（百万元）	214.66	290.82	385.85	498.29	646.04
增长率（%）	36.24%	35.48%	32.67%	29.14%	29.65%
EPS（元/股）	0.31	0.42	0.55	0.71	0.92
市盈率（P/E）	91.06	67.21	50.66	39.23	30.26
市净率（P/B）	8.51	7.60	6.83	6.04	5.25
EV/EBITDA	6.55	6.16	4.39	2.95	1.78

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	375.96	309.89	462.97	799.61	1,118.34
应收账款+票据	379.97	372.74	449.40	504.22	522.10
预付账款	3.99	6.50	7.42	10.13	11.64
存货	29.41	29.39	32.11	39.46	42.98
其他	183.01	8.41	10.75	10.75	10.75
流动资产合计	972.95	726.94	962.65	1,364.1	1,705.8
长期股权投资	820.10	1,073.6	1,134.6	1,199.6	1,269.6
固定资产	6.04	5.94	6.10	6.01	5.85
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.16	20.28	17.76	15.25	12.73
其他非流动资产	1,620.8	2,189.2	2,184.7	2,181.6	2,181.6
非流动资产合计	2,455.1	3,289.0	3,343.2	3,402.4	3,469.8
资产总计	3,428.1	4,016.0	4,305.8	4,766.6	5,175.6
短期借款	22.00	157.63	190.76	190.76	0.00
应付账款+票据	164.28	185.25	224.77	264.87	312.16
其他	337.69	313.48	262.14	275.08	299.01
流动负债合计	**523.96**	**656.36**	**677.67**	**730.71**	**611.17**
长期带息负债	235.54	489.66	473.74	473.74	473.74
长期应付款	**166.49**	**156.82**	**150.91**	**150.91**	**150.91**
其他	**169.18**	**109.70**	**84.70**	**84.70**	**84.70**
非流动负债合计	571.21	756.18	709.35	709.35	709.35
负债合计	1,095.1	1,412.5	1,387.0	1,440.0	1,320.5
少数股东权益	36.18	30.96	56.96	90.96	134.96
股本	701.00	701.00	701.00	701.00	701.00
资本公积	1,600.3	1,600.3	1,600.3	1,600.3	1,600.3
留存收益	622.53	898.25	1,187.6	1,561.3	2,045.8
股东权益合计	2,332.9	2,603.4	2,918.8	3,326.5	3,855.1
负债和股东权益总	3,428.1	4,016.0	4,305.8	4,766.6	5,175.6

现金流量表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	175.78	247.69	343.16	462.29	614.04
折旧摊销	6.23	5.67	9.84	13.06	9.97
财务费用	22.85	31.32	25.38	27.51	15.07
存货减少	-14.26	-8.88	-2.71	-7.35	-3.52
营运资金变动	30.98	-35.54	-91.72	-4.49	51.82
其它	**30.36**	**21.93**	**-0.18**	**0.00**	**0.00**
经营活动现金流	251.94	262.18	283.76	491.01	687.37
资本支出	1.57	15.07	1.00	1.00	1.00
长期投资	1,027.2	410.54	6.30	6.30	6.30
其他	**189.45**	**252.82**	**-12.84**	**5.00**	**6.00**
投资活动现金流	-839.35	-172.80	-20.14	-2.30	-1.30
债权融资	340.22	157.29	17.21	0.00	-190.76
股权融资	0.00	12.00	0.00	0.00	0.00
其他	78.73	-308.19	-127.75	-152.08	-176.58
筹资活动现金流	418.95	-138.90	-110.54	-152.08	-367.34
现金净增加额	-166.37	-53.53	153.08	336.64	318.74

利润表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**735.50**	**814.57**	**1,039.7**	**1,330.6**	**1,666.4**
营业成本	305.02	278.11	369.02	465.16	577.03
营业税金及附加	4.97	5.69	7.28	9.31	11.67
营业费用	68.65	71.54	85.26	102.46	121.65
管理费用	105.84	125.03	137.24	170.32	206.64
财务费用	22.95	35.23	37.38	39.51	27.07
资产减值损失	12.64	14.86	-0.18	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.63	-0.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	41.99	60.80	65.00	70.00	76.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	258.04	344.28	468.71	613.87	798.40
营业外净收益	18.41	4.64	4.34	0.00	0.00
利润总额	276.46	348.92	473.05	613.87	798.40
所得税	45.90	39.71	61.21	81.58	108.36
净利润	230.56	309.21	411.85	532.29	690.04
少数股东损益	15.90	21.75	26.00	34.00	44.00
归属于母公司净利	214.66	290.82	385.85	498.29	646.04

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	35.47	10.75	27.64%	27.98%	25.24%
EBIT	35.05	31.97	33.95%	28.68%	26.83%
EBITDA	34.05	31.09	34.55%	28.75%	25.82%
归属于母公司净利	11.14%	35.48	32.67%	29.14%	29.65%
获利能力					
毛利率	58.53	65.86	64.51%	65.04%	65.37%
净利率	31.35	37.96	39.61%	40.00%	41.41%
ROE	9.35%	11.30%	13.48%	15.40%	17.37%
ROIC	14.56	15.43	15.14%	18.33%	22.64%
偿债能力					
资产负债	31.95	35.17	32.21%	30.21%	25.51%
流动比率	1.86	1.11	1.42	1.87	2.79
速动比率	1.45	1.05	1.36	1.80	2.70
营运能力					
应收账款周转率	2.13	2.31	2.49	2.83	3.45
存货周转率	10.37	9.46	11.49	11.79	13.43
总资产周转率	0.21	0.20	0.24	0.28	0.32
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.42	0.55	0.71	0.92
每股经营现金流	0.36	0.37	0.41	0.70	0.98
每股净资产	3.28	3.67	4.09	4.62	5.31
估值比率					
市盈率	91.06	67.21	50.66	39.23	30.26
市净率	8.51	7.60	6.83	6.04	5.25
EV/EBITDA	6.55	6.16	4.39	2.95	1.78
EV/EBIT	6.69	6.26	4.48	3.01	1.81

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810