

核心主业成长稳健，持续构筑内容护城河

——视觉中国（000681）中报点评

2018年08月30日

推荐/首次

视觉中国

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：公司发布2018年中报，总营收4.82亿元，同比增长25.84%；实现归母净利润1.37亿元，同比增长43.26%，实现归母扣非净利润1.34亿元，同比增长34.05%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	258.47	112.51	270.16	197.02	234.89	155.31	326.25
增长率（%）	3.40%	12.16%	49.93%	0.24%	-9.12%	38.04%	20.76%
毛利率（%）	54.31%	64.57%	59.26%	64.02%	75.61%	62.37%	59.56%
期间费用率（%）	18.25%	44.77%	31.92%	28.08%	16.97%	38.85%	25.66%
营业利润率（%）	45.07%	31.02%	29.91%	42.95%	65.24%	33.03%	33.02%
净利润（百万元）	104.74	28.95	70.26	73.21	140.15	40.24	98.76
增长率（%）	29.64%	26.99%	53.32%	27.99%	33.81%	38.99%	40.56%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.04	0.09	0.10	0.18	0.06	0.14
资产负债率（%）	33.79%	32.49%	34.60%	35.89%	36.49%	34.08%	36.05%
净资产收益率（%）	4.49%	1.23%	2.92%	2.96%	5.38%	1.53%	3.64%
总资产收益率（%）	2.97%	0.83%	1.91%	1.89%	3.42%	1.01%	2.33%

观点:

➤ 核心主业“视觉内容与服务”成长稳健, 基于大数据的技术发展是硬道理

报告期内, 公司核心主业—“视觉内容与服务”实现营收3.98亿元, 占上市公司总收入的82.64%, 同比增长33.73%; 得益于与核心主业的高度协同, 公司“广告创意服务”业务收入同比增长43.76%。我们认为公司核心主业的稳健发展与“白金视觉大数据”的持续优化、与互联网平台的合作实现对海量长尾市场的覆盖以及高效的获客能力关系显著, 其推出的API, VDAM等交付平台及基于应用场景的技术创新等赋予用户高效便捷的使用体验, 自行开发的“鹰眼”系统推动实现精准营销, 大大降低了获客成本, 实现客户数量大幅增长。截至17年底, 公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量较去年同期有超过84%的增长, 通过“鹰眼”新增年度协议客户数量较去年同期增长超过54%。18年上半年, 公司合作客户总数同比增长48%, 超过60%的收入来自于有承诺的长期协议客户。

➤ 持续整合全球优质PGC视觉内容, 初步探索短视频商业变现路径

2018年上半年, 公司收购互联网摄影社区500PX, INC.公司100%股权, 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。截至Q2, 公司完成了500px公司的初步整合, 当季经营接近盈亏平衡, 较上年同期亏损大幅减少94%。报告期内, 社区开通了约稿、版权保护、视频上传等功能; 社区会员邀约图片累计超过30张/年, 即可升级为签约供稿人, 此举大大扩充了签约供稿人数量, 仅上半年新签各类本土供稿人超过5000名, 较2017年同期增长400%。为顺应短视频快速发展的趋势, 2018年一季度, 公司网站的创意视频、编辑视频、音乐素材产品全面完成上线, 为客户提供完整的视频、音乐素材服务。随着短视频受众范围大幅扩展, 此项新增业务有巨大的潜在商业变现价值, 看好其发展路径。

➤ “视觉+生态”战略布局初显成效, “视觉+行业”看好长期发展

公司在聚焦核心主业前提下, 通过投资参股和收购并购, 一方面加速整合核心业务的上下游资源: 视觉内容的专业生产、赋能工具、传播渠道和整合营销, 进而打造“视觉+生态”; 同时将平台的核心竞争力与视觉内容重度使用场景的垂直行业如旅游、教育等相结合, 以经济有效的方式进入2C的垂直行业, 构建“视觉+行业”的战略布局。目前“视觉+生态”发展态势稳定, “视觉+行业”差强人意, 公司非主营业务收入总额较去年同期略有下降, 旅游及其他行业营收同比下降11.92%, 我们认为主要原因为收购的主营旅游的唱游公司目前还在投入期, 看好长期回报。

➤ 核心业务毛利提升, 毛利率保持平稳, 现金流大幅提升

报告期内核心营业毛利2.56亿元, 同比增长34%, 与主营收入同步增长。整体毛利率60.47%, 保持平稳。我们认为受益于公司平台规模及市场占有率的高护城河, 未来营收、利润仍将同步增长; 销售费用、管理费用、财务费用各同比增长5.64%、6.3%、1.65%, 显示出公司进入盈利成熟期, 盈利增长并未带来成本的增加。经营现金流6,257万元, 同比增长了158.53%, 反映出公司良好的现金流以及与客户良好的收款关系。

结论：

我们认为公司业绩较为稳健，“数据提升技术、技术驱动服务，服务回馈数据”的独特闭环运营模式效果显著，短视频、“视觉+”探索空间巨大，看好公司成长路径。预计公司2018-2020年营收为10.75亿元、14.2亿元、17.67亿元；实现归母净利润为3.82亿元、5.09亿元、6.63亿元；EPS分别为0.55元、0.73元、0.95元，对应PE分别为52倍、39倍、30倍，首次给予“推荐”评级。

风险提示：

盗版风险，股权投资子公司业绩不达承诺

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1066	808	1063	1280	1606	营业收入	735	815	1075	1420	1767
货币资金	468	391	500	571	718	营业成本	305	278	408	554	689
应收账款	345	352	471	584	726	营业税金及附加	5	6	7	8	9
其他应收款	35	20	27	35	44	营业费用	69	72	79	94	124
预付款项	4	7	11	16	23	管理费用	106	125	144	180	225
存货	29	29	32	36	39	财务费用	23	35	30	30	30
其他流动资产	183	8	21	39	56	资产减值损失	12.64	14.86	18.86	22.86	26.86
非流动资产合计	2457	3291	3407	3786	4198	公允价值变动收益	0.63	-0.63	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	820	1074	1342	1678	2013	投资净收益	54.16	65.71	75.56	83.12	91.43
固定资产	6	6	7	7	7	营业利润	270	354	464	614	755
无形资产	8	20	20	19	14	营业外收入	7.71	0.22	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	257	808	646	679	746	营业外支出	1.48	0.49	1.00	1.00	1.00
资产总计	3524	4099	4470	5067	5805	利润总额	276	353	464	614	755
流动负债合计	616	736	833	995	1148	所得税	46	41	56	74	91
短期借款	22	158	173	191	210	净利润	231	313	408	541	701
应付账款	164	185	233	334	415	少数股东损益	16	22	26	31	38
预收款项	103	104	137	179	232	归属母公司净利润	215	291	382	509	663
一年内到期的非流	130	188	188	188	188	EBITDA	305	415	497	647	792
非流动负债合计	574	760	640	561	499	EPS (元)	0.31	0.42	0.55	0.73	0.95
长期借款	236	490	392	313	251	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1191	1496	1473	1556	1647	成长能力					
少数股东权益	36	31	57	88	126	营业收入增长	35.47%	10.75%	31.97%	32.09%	24.42%
实收资本(或股本)	74	74	74	74	74	营业利润增长	27.82%	30.84%	31.22%	32.43%	22.82%
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	归属于母公司净利润	31.41%	33.28%	31.41%	33.28%	30.25%
未分配利润	619	902	1257	1739	2348	获利能力					
归属母公司股东权	2297	2572	2940	3422	4031	毛利率(%)	58.53%	65.86%	62.00%	61.00%	61.00%
负债和所有者权	3524	4099	4470	5067	5805	净利率(%)	31.35%	38.37%	37.98%	38.08%	39.68%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		6.09%	7.09%	8.55%	10.05%	11.43%
经营活动现金流	234	250	225	250	629	偿债能力					
净利润	231	313	408	541	701	资产负债率(%)	34%	36%	33%	31%	28%
折旧摊销	12.00	26.28	2.65	2.65	7.34	流动比率	1.73	1.10	1.28	1.29	1.40
财务费用	23	35	30	30	30	速动比率	1.68	1.06	1.24	1.25	1.36
应收账款减少	0	0	-119	-112	-143	营运能力					
预收帐款增加	0	0	32	43	53	总资产周转率	0.23	0.21	0.25	0.30	0.33
投资活动现金流	-839	-173	-301	374	-292	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	应付账款周转率	5.99	4.66	5.14	5.01	4.72
长期股权投资减少	0	0	-279	-348	-349	每股指标(元)					
投资收益	54	66	76	83	91	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.42	0.55	0.73	0.95
筹资活动现金流	419	-139	185	-86	262	每股净现金流(最新)	-2.52	-0.83	1.48	7.29	8.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	31.08	34.81	39.79	46.31	54.56
长期借款增加	0	0	-98	-78	-63	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	92.98	68.63	52.26	39.21	30.10
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.92	0.82	0.72	0.62	0.52
现金净增加额	-186	-62	109	538	599	EV/EBITDA	6.64	6.14	4.75	3.44	2.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。