

证券研究报告—动态报告

传媒

影视娱乐

视觉中国(000681)

买入

2018年三季度报点评

(维持评级)

2018年10月31日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	701/310
总市值/流通(百万元)	15,280/6,771
上证综指/深圳成指	2,542/7,322
12个月最高/最低(元)	33.02/17.50

相关研究报告:

《视觉中国-000681-2018年中报点评:技术助力经营效率快速提升,资源优势深化、商业模式持续拓展》——2018-08-30
 《视觉中国-000681-2017年年报点评:内容壁垒筑高、商业模式拓展持续落地,看好公司长期成长潜力》——2018-04-25
 《视觉中国-000681-图片市场百亿规模待耕,业态升级打开成长新空间》——2018-03-27
 《视觉中国-000681-重大事件快评: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》——2018-02-28
 《视觉中国-000681-2017三季度报点评:业绩增长稳健,持续看好B端变现模式深化》——2017-10-31

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

联系人:谢琦

电话:
 E-MAIL: xieqj2@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

核心主业稳健增长,持续看好长期成长潜力

● 事件: 归母净利润同比增长24%, 业绩符合市场预期

2018Q3, 公司实现营收2.2亿元, 同增11.49%; 实现归母净利润8326.2万元, 同增24%。基本每股收益0.1188元, 同增24.01%。2018年1-9月, 实现营收7.01亿元, 同增20.97%; 归母净利润2.2亿元, 同增35.31%。业绩基本符合市场预期。

● 聚焦核心主业, “视觉内容与服务”业务保持稳健增长

2018年前三季度, 公司实现营业收入7.01亿元, 同比增长20.97%, 实现归母净利润2.2亿元, 同比增长35.31%, 其中, 核心主业“视觉内容与服务”业务实现营业收入5.74亿元, 同比增长34.48%, 核心主业实现归属于上市公司股东的净利润为2.32亿元, 同比增长43.74%; 软件信息服务业务收入同比增长11.38%; 广告创意服务和数字娱乐业务本期因部分项目未达收入确认条件, 暂未确认收入, 收入同比有所下降。

● 深耕图片资源, 经营活动净现金流净额显著增长

公司在2018年上半年完成了对国际领先的互联网摄影社区500PX的初步整合, 加大了视频、音乐业务的投入, 并在社区开通了约稿、版权保护、视频上传等功能, 2018H1新签各类本土供稿人超过5000人, 同增400%, 同时持续拓宽细分领域应用场景, 打造内容生态矩阵, 使经营效率显著提升: 报告期内, 公司经营活动产生的现金流量净额达1.63亿元, 同比增长45.32%, 其中核心主业经营活动产生的现金流量净额2.57亿元; 公司通过为有内容长期需求的客户提供一站式、高效、安全的服务方案(产品、授权与交付模式、服务与价格), 以智能化的技术手段及个性化的服务, 为各类客户提供优质内容获取体验, 使公司长期协议客户及预付款合作不断增加, 优化了公司从利润到现金流的整体经营成果。

● 盈利预测与投资建议

预测2018-20年EPS分别为0.53/0.68/0.87元, 对应同期41/32/25倍PE, 维持“买入”评级。

● 风险提示

管理风险, 股权投资子公司业绩承诺的风险, 版权保护风险等。

盈利预测和财务指标

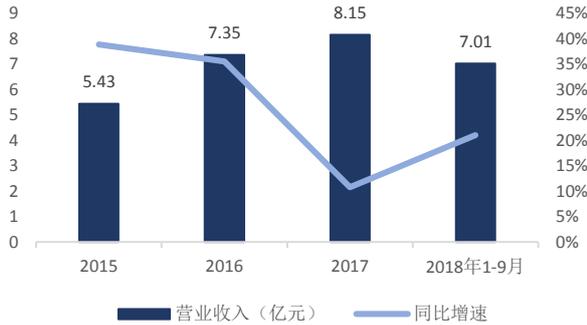
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	815	1,041	1,441	1,851	2,379
(+/-%)	10.8%	27.8%	38.5%	28.4%	28.5%
净利润(百万元)	291	368.08	475.97	611.66	788
(+/-%)	35.5%	26.6%	29.3%	28.5%	28.9%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.53	0.68	0.87	1.12
EBIT Margin	41.0%	41.2%	39.7%	39.7%	39.8%
净资产收益率(ROE)	11.3%	12.8%	14.5%	16.1%	17.6%
市盈率(PE)	52.6	41.5	32.1	25.0	19.4
EV/EBITDA	49.6	39.0	29.4	22.9	17.7
市净率(PB)	5.94	5.30	4.65	4.02	3.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

核心主业视觉内容与服务业务持续贡献业绩：2018 年前三季度，公司实现营业收入 7.01 亿元，同比增长 20.97%，实现归属上市公司股东的净利润 2.2 亿元，同比增长 35.31%。其中占公司总收入 81.81% 的核心主业视觉内容与服务业务实现营业收入 5.74 亿元，同比增长 34.48%，核心主业贡献净利润 2.32 亿元，较 2017 年同期增长 43.74%。软件信息服务业务本期收入同比增长 11.38%；广告创意服务和数字娱乐业务本期因部分项目未达收入确认条件，暂未确认收入，收入同比有所下降。

图 1：2015-2018 年前三季度营收及增速



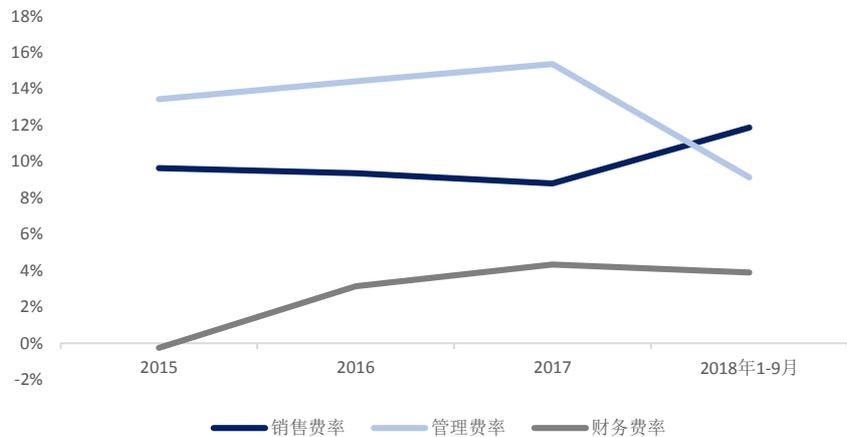
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2015-2018 年前三季度归母净利润及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2015-2018 年前三季度公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

我们选取传媒板块可选消费类公司作为视觉中国的可比公司，数据显示，视觉中国当前估值处于中等偏上水平。由于公司是图片内容领域的龙头，图片版权资源方面具有垄断优势，且为图片内容领域的唯一上市公司，具有稀缺性，理应享受一定的估值溢价。我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.53/0.68/0.87 元，对应同期 41/32/25 倍 PE，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司情况

证券代码	证券简称	评级	PE (TTM)	PE (2018E)	PE (2019E)	PE (2020E)	EPS (2018E)	EPS (2019E)	EPS (2020E)
603533.SH	掌阅科技	买入	53	42	34	26	0.44	0.54	0.71
000681.SZ	视觉中国	买入	46	41	32	25	0.53	0.68	0.87
300413.SZ	芒果超媒	买入	35	32	26	19	0.94	1.17	1.63
603096.SH	新经典	买入	32	25	19	15	2.24	2.90	3.70
002027.SZ	分众传媒	增持	14	14	12	11	0.47	0.55	0.61

资料来源: wind 国信证券经济研究所整理

风险提示

管理风险, 股权投资子公司业绩承诺的风险, 版权保护风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	391	429	410	425	营业收入	815	1041	1441	1851
应收款项	373	476	659	847	营业成本	278	356	489	628
存货净额	29	38	52	67	营业税金及附加	6	7	10	13
其他流动资产	15	20	27	35	销售费用	72	92	137	176
流动资产合计	808	963	1148	1373	管理费用	125	157	233	298
固定资产	6	7	8	8	财务费用	35	34	34	30
无形资产及其他	20	19	19	18	投资收益	66	66	66	66
投资性房地产	2192	2192	2192	2192	资产减值及公允价值变动	(15)	(14)	(15)	(14)
长期股权投资	1074	1352	1659	1997	其他收入	4	0	0	0
资产总计	4099	4534	5026	5588	营业利润	354	447	589	757
短期借款及交易性金融负债	346	456	377	256	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项	185	186	283	371	利润总额	353	447	589	757
其他流动负债	205	262	373	479	所得税费用	41	52	77	99
流动负债合计	736	904	1033	1107	少数股东损益	22	28	36	47
长期借款及应付债券	490	490	490	490	归属于母公司净利润	291	368	476	612
其他长期负债	270	202	133	65					
长期负债合计	760	691	623	554	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1496	1596	1656	1661	净利润	291	368	476	612
少数股东权益	31	54	85	124	资产减值准备	2	(2)	(4)	(3)
股东权益	2572	2884	3286	3803	折旧摊销	4	3	4	5
负债和股东权益总计	4099	4534	5026	5588	公允价值变动损失	15	14	15	14
					财务费用	35	34	34	30
关键财务与估值指标					营运资本变动	(529)	(129)	(70)	(88)
每股收益	0.41	0.53	0.68	0.87	其它	16	26	35	42
每股红利	0.06	0.08	0.11	0.14	经营活动现金流	(199)	280	455	583
每股净资产	3.67	4.11	4.69	5.42	资本开支	10	(15)	(15)	(15)
ROIC	14%	15%	19%	24%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	11%	13%	14%	16%	投资活动现金流	(243)	(294)	(322)	(352)
毛利率	66%	66%	66%	66%	权益性融资	12	0	0	0
EBIT Margin	41%	41%	40%	40%	负债净变化	254	0	0	0
EBITDA Margin	42%	42%	40%	40%	支付股利、利息	(45)	(57)	(74)	(95)
收入增长	11%	28%	38%	28%	其它融资现金流	(65)	110	(79)	(120)
净利润增长率	35%	27%	29%	29%	融资活动现金流	365	53	(153)	(215)
资产负债率	37%	36%	35%	32%	现金净变动	(77)	39	(19)	15
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	468	391	429	410
P/E	52.6	41.5	32.1	25.0	货币资金的期末余额	391	429	410	425
P/B	5.9	5.3	4.7	4.0	企业自由现金流	(218)	239	417	542
EV/EBITDA	49.6	39.0	29.4	22.9	权益自由现金流	(29)	319	308	396

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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