

视觉中国(000681)

—坚持“内容+交付+获客”，聚焦主业快速发展

投资评级 买入 评级调整 上调评级 收盘价 23.78 元

事件:

10月29日,公司发布2018年三季报,报告期内公司实现营业收入21,966.25万元,比上年同期增长11.49%,实现归属于母公司股东扣非后净利润8,326.20万元,比上年同期增长20.68%。前三季度,核心主业—“视觉内容与服务”实现营业收入57,369万元,同比增长34.48%,实现归属于上市公司股东的净利润23,223万元,较2017年同期增长43.74%,体现了公司聚焦核心主业,持续提升公司长远价值的经营策略。

点评:

净利保持中高速增长符合预期,营收增速放缓:2018年三季度,公司实现营业收入21,966.25万元,比上年同期增长11.49%,前三季度实现营业收入70,122.22万元,同比增长20.97%,营收增速下降主要是受已经剥离的艾特凡斯以及完成对赌的上海卓越等子公司收入放缓的影响。净利润方面,三季度实现归母净利润8,326.20万元,同比增长24%,前三季度实现归母净利润22,006.01万元,同比增长35.31%,前三季度归属母公司扣非后净利润21,719.75万元,同比增长28.57%,净利润增速基本符合预期。

核心主业增速稳定,经营性现金流良好:前三季度,公司核心主业实现营业收入57,369万元,同比增长34.48%,实现归属于上市公司股东的净利润23,223万元,较2017年同期增长43.74%。经营活动产生的现金流量净额16,337万元,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25,710万元。长期协议客户以及预付款合作不断增加,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。

坚持“内容+交付+获客”体系,战略方向明确:公司始终坚持以获客能力为导向,以“内容+交付+获客”体系为基础,持续精耕内容,提升技术增强交付能力,运用多重手段高效率地获客,发挥连接上下游的优质平台属性,不断提升自身竞争力的同时,持续扩大市场份额。

盈利预测及估值:

公司在图片行业处于绝对垄断地位,拥有丰富的上游资源和渠道,致力于开拓海量下游客户,作为平台型公司,拥有极强的议价能力,且不断研发图片追踪、人工智能等新兴技术,增强交付和获客能力,我们预计2018-2020年归母净利润分别为3.73亿元、4.73亿元和6.18亿元,EPS为0.53/0.67/0.88元,对应PE为43/34/26倍,给予“买入”评级。

风险提示:政策风险;C端业务发展不及预期;创新技术拓展不及预期;盗版风险

发布时间:2018年11月01日

主要数据

52周最高/最低价(元)	32.03 / 17.63
上证指数/深圳成指	2606.24/7567.79
50日均成交额(百万元)	179.15
市净率(倍)	5.99
股息率	0.00%

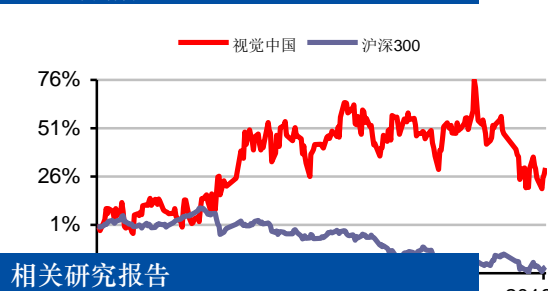
基础数据

流通股(百万股)	310.46
总股本(百万股)	700.58
流通市值(百万元)	7382.80
总市值(百万元)	16659.73
每股净资产(元)	3.97
资产负债率	34.14%

股东信息

大股东名称	吴春红
持股比例	13.98%
国元持仓情况	

52周行情图



相关研究报告

- 《视觉中国(000681):读图时代来临,视觉盛宴开启》2018-8-17
- 《视觉中国(000681)公司点评:技术创新驱动增长,积极探索版权保护》2018-5-3
- 《国元证券公司研究-视觉中国(000681)公司点评—与搜狗、微博签署战略合作协议》2018-1-15

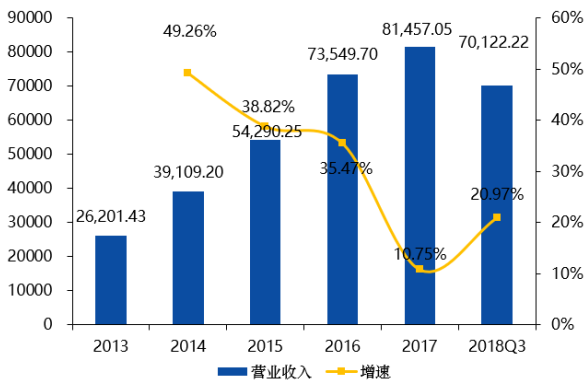
联系方式

研究员: 李典
 执业证书编号: S0020516080001
 电话: 021-51097188-1866
 电邮: lidian@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路18号
 安徽国际金融中心A座国元证券
 (230000)

正文:

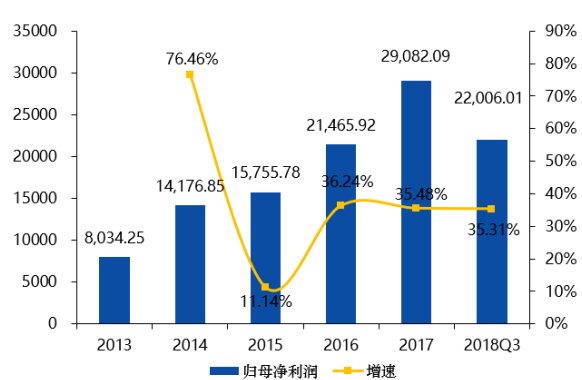
1、净利保持中高速增长符合预期，营收增速放缓：2018 年三季度，公司实现营业收入 21,966.25 万元，比上年同期增长 11.49%，前三季度实现营业收入 70,122.22 万元，同比增长 20.97%，营收增速下降主要是受已经剥离的艾特凡斯以及完成对赌的上海卓越等子公司收入放缓的影响（处于与主业协同的过渡期）。净利润方面，三季度实现归母净利润 8,326.20 万元，同比增长 24%，前三季度实现归母净利润 22,006.01 万元，同比增长 35.31%，前三季度归属母公司扣非后净利润 21,719.75 万元，同比增长 28.57%，净利润增速基本符合预期。公司计划 9 月份剥离亿迅资产组，预计 11 月全部完成，意在提高资金使用效率，优化资产结构，更好地聚焦资源集中发展主业。亿迅资产组 2017 年全年实现营收 1.44 亿元，净利润 3429.12 万元，预计将对公司 2019 年净利润产生部分影响。

图表 1：公司营收及同比增长情况



资料来源：WIND，国元证券研究中心

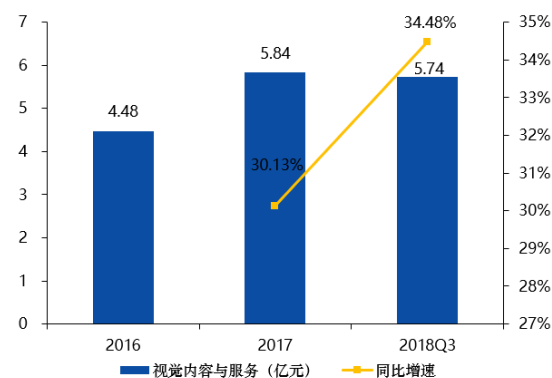
图表 2：公司归母净利润及同比增长情况



资料来源：WIND，国元证券研究中心

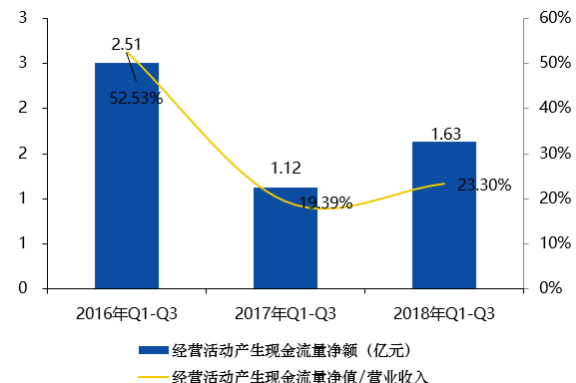
2、核心主业增速稳定，经营性现金流良好：前三季度，占上市公司总收入 81.81% 的公司核心主业—“视觉内容与服务”实现营业收入 57,369 万元，同比增长 34.48%，核心主业实现归属于上市公司股东的净利润 23,223 万元，较 2017 年同期增长 43.74%，增速处于中高速。前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额 16,337 万元，同比增长 45.32%，其中核心主业经营活动产生的现金流量净额 25,710 万元，并且经营活动产生现金流量占营收总额的比重比去年同期提升了约 4pct。长期协议客户以及预付款合作不断增加，体现出很好的经营现金流，优化了公司从利润到现金流的整体经营成果。

图表 3：“视觉内容与服务”营收及增速



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图表 4：经营活动产生现金流量净额及其占营收比重



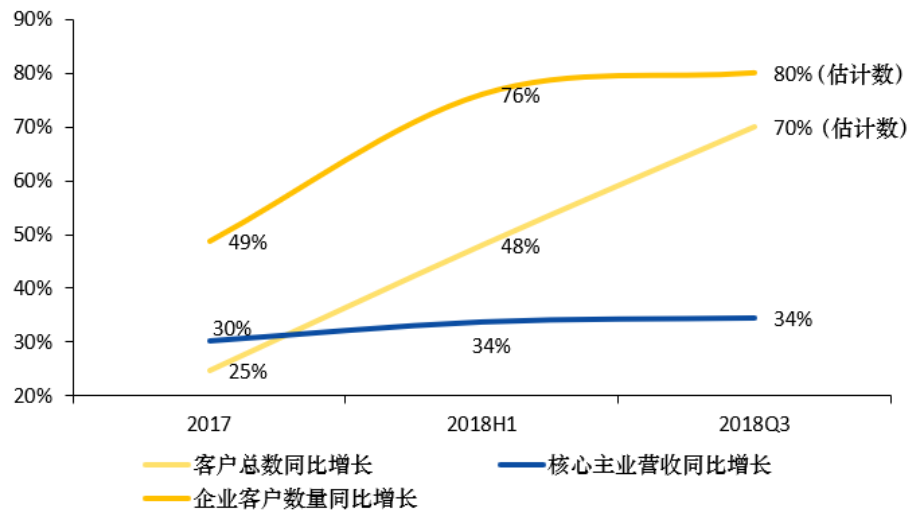
资料来源：WIND，国元证券研究中心

3、坚持“内容+交付+获客”体系，战略方向明确：公司通过“鹰眼”、API、图片标签等多种智能化的技术手段及个性化的服务，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)。公司始终坚持以获客能力为导向，以“内容+交付+获客”体系为基础，持续精耕内容，提升技术增强交付能力，运用多重手段高效率地获客，发挥连接上下游的优质平台属性，不断提升自身竞争力的同时，持续扩大市场份额（经我们测算，2017年视觉中国的市占率约为41.11%）。

客户方面：目前公司主要驱动是客户数的增长，主要考虑客户的覆盖深度和广度。2017年至2018年Q3，视觉中国客户总数高速增长，Q3达到70%以上，其中企业客户增速最为显著，2017年增速为48.7%，2018H1增速达到76%，2018Q3攀升至80%以上，客户数增长处于加速过程。公司核心主业“视觉内容与服务”增速基本维持在34%左右，客户增长速度超过营收增速的主要原因是客户增长的前置性，但是未来两者会逐渐趋于一致。

2017年底，获得公司视觉内容授权的国内客户已达10万个，我们预计2018年底授权客户总数可达18万左右。

图表 5：视觉中国相关客户及核心主业增速情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司核心业务在互联网平台和企业客户两块收入增速最为显著，三季度均超过50%，使得2018前三季度核心主业收入综合增长率约为34.48%。

图表 6：2018年三季度核心主业各业务板块收入占比及增速

业务板块	收入占比	收入增速
互联网平台	11%	>50%
媒体	29%	较缓
广告营销与服务	19%	>25%
企业客户	41%	>40%
总体		34%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4、投资建议：公司在图片行业处于绝对垄断地位，拥有丰富的上游资源和渠道，致力于开拓海量下游客户，作为平台型公司，拥有极强的议价能力，且不断研发图片追踪、人工智能等新兴技术，增强交付和获客能力，我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 3.73 亿元、4.73 亿元和 6.18 亿元，EPS 为 0.53/0.67/0.88 元，对应 PE 为 43/34/26 倍，给予“买入”评级。

5、风险提示：政策风险；C 端业务发展不及预期；创新技术拓展不及预期；盗版风险

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	808	2121	2617	3499
现金	391	1561	1963	2617
应收账款	352	425	495	683
其他应收款	20	29	36	48
预付账款	7	18	20	21
存货	29	29	32	45
其他流动资产	9	59	71	84
非流动资产	3291	2495	2755	2852
长期投资	1074	741	878	898
固定资产	6	4	1	1
无形资产	20	24	27	31
其他非流动资产	2192	1727	1849	1922
资产总计	4099	4616	5372	6351
流动负债	736	651	735	851
短期借款	158	90	124	107
应付账款	185	189	206	281
其他流动负债	393	371	404	463
非流动负债	760	990	1155	1352
长期借款	490	653	842	1044
其他非流动负债	270	337	313	308
负债合计	1496	1641	1890	2203
少数股东权益	31	59	94	141
股本	701	701	701	701
资本公积	1600	1600	1600	1600
留存收益	910	1241	1714	2332
归属母公司股东权益	2572	3542	4015	4633
负债和股东权益	4099	5243	5999	6978

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	250	771	233	394
净利润	313	401	508	665
折旧摊销	6	5	5	2
财务费用	35	31	11	5
投资损失	-66	-77	-89	-100
营运资金变动	-44	-95	-70	-108
其他经营现金流	7	506	-132	-71
投资活动现金流	-173	420	-61	74
资本支出	15	0	0	0
长期投资	-299	-349	144	20
其他投资现金流	-457	72	83	94
筹资活动现金流	-139	-20	230	187
短期借款	136	-68	34	-17
长期借款	254	163	189	202
普通股增加	627	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1155	-116	7	2
现金净增加额	-66	1171	401	654

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	815	995	1102	1478
营业成本	278	364	359	479
营业税金及附加	6	6	7	10
营业费用	72	82	85	105
管理费用	125	111	135	198
财务费用	35	31	11	5
资产减值损失	15	14	14	14
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	66	77	89	100
营业利润	354	464	579	767
营业外收入	0	3	4	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	353	467	582	768
所得税	41	66	74	103
净利润	313	401	508	665
少数股东损益	22	28	35	47
归属母公司净利润	291	373	473	618
EBITDA	394	500	595	774
EPS (元)	0.42	0.53	0.67	0.88

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	10.8%	22.2%	10.8%	34.1%
营业利润	30.8%	31.3%	24.7%	32.3%
归属于母公司净利润	35.5%	28.1%	26.9%	30.8%
获利能力				
毛利率(%)	65.9%	63.4%	67.4%	67.6%
净利率(%)	35.7%	37.4%	42.9%	41.8%
ROE(%)	11.3%	10.5%	11.8%	13.3%
ROIC(%)	29.3%	33.4%	38.4%	46.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	36.5%	31.3%	31.5%	31.6%
净负债比率(%)	55.84%	53.39%	59.08%	59.38%
流动比率	1.10	3.26	3.56	4.11
速动比率	1.06	3.21	3.52	4.06
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.23	0.22	0.25
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.59	1.95	1.81	1.97
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.53	0.67	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	1.10	0.33	0.56
每股净资产(最新摊薄)	3.67	5.06	5.73	6.61
估值比率				
P/E	54.92	42.88	33.80	25.84
P/B	6.21	4.51	3.98	3.45
EV/EBITDA	37	29	24	19

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn