

**视觉中国(000681)/传媒**
**聚焦核心主业，高效获客推动业绩增长**
**评级：增持(维持)**
**市场价格：**
**分析师：康雅雯**
**执业证书编号：S0740515080001**

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

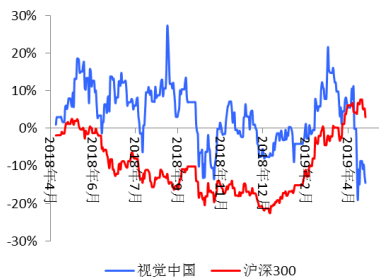
**分析师：熊亚威**
**执业证书编号：S0740517090002**

电话：

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	700.58
流通股本(百万股)	310.46
市价(元)	21.57
市值(百万元)	15,111.46
流通市值(百万元)	6,696.68

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 【中泰传媒】视觉中国(000681) 2018 三季度点评：核心主业增长强劲，运营效率持续提升
- 2 【中泰传媒】视觉中国(000681) 2018 中报点评：技术优势持续强化，运营效率不断提升
- 3 【中泰传媒】视觉中国(000681) 年报、一季报点评：核心主业持续发力，企业客户数快速增长

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	815	988	1,133	1,418	1,750
增长率 yoy%	10.75%	21.27%	14.65%	25.21%	23.42%
净利润	291	321	408	514	641
增长率 yoy%	35.48%	10.45%	26.95%	26.16%	24.60%
每股收益(元)	0.42	0.46	0.58	0.73	0.91
每股现金流量	0.36	0.42	0.47	0.91	0.80
净资产收益率	11.30%	11.11%	12.39%	13.64%	14.63%
P/E	51.96	47.05	3.91	3.10	2.49
PEG	2.63	1.82	0.17	0.16	0.10
P/B	5.87	5.23	0.48	0.42	0.36

备注：

**投资要点**

- **事件 1：**视觉中国发布 2018 年度报告，公司全年实现营收 9.87 亿元，同比增长 21.27%；实现归母净利润 3.21 亿元，同比增长 10.45%。公司拟每 10 股派息 0.42 元现金（含税）。
- **事件 2：**视觉中国发布 2019 年一季报，公司当期实现营收 1.64 亿元，同比增长 5.53%；实现归母净利 0.58 万元，同比增长 44.22%；
- **核心主业高增，占比持续提升。**视觉中国 2018 年进一步聚焦主营业务，公司核心主业视觉内容与服务稳步增长，实现营收 7.82 亿元，同比增长 33.95%，实现营业毛利 5.36 亿，同比增长 33.38%。公司总营收比例也从 2017 年的 71.66% 提升至 2018 年 79.15%。
- **逐步剥离非核心主营业务，经营表现稳定。**受 2018 年底剥离亿讯公司影响，视觉中国非核心主营业务收入总额较去年同期有所下降，公司 2018 整体毛利率及净利率较为稳定，2018 年毛利率与净利率分别为 64.65%、33.94%，分别下滑 1.21pct、4.43pct。2019Q1 毛利率与净利率分别为 67.21%、34.08%，分别增长 8.17pct、8.17pct，主要由于剥离非核心主业后高利润率的图片业务占比提升。
- **高效获客推动业绩增长。**高效获客带来的客户数量的增长，优质内容、增值服务、智能交付带来的素材应用数量的增长，及与互联网平台客户的合作实现对海量长尾市场的覆盖是公司主营业务增长的核心驱动力。截至 2018 年，公司的直接签约合作客户总数超过 14,000 家，同比增长 90%，通过互联网平台公司获得内容授权的用户数近 33 万，同比增长超过 500%。
- **全面覆盖市场。**公司持续加强对各细分领域的用户的应用场景、用户行为及内容需求的差异化的全方位研究，持续提升公司对内容生态的连接和全面深度覆盖市场的能力。根据市场变化，公司重点对企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台等四个目标市场进行了开拓，2018 年收入占比分别为 40%、29%、20%、11%，均实现了公司预期的增长。
- **收购并运营 500px 社区，巩固强化公司内容核心竞争力。**2018 年，公司完成了对 500px 公司的收购和整合，截止 2018 年末，500px 经营已经盈亏平衡，较上年同期亏损大幅减少。500px 是全球领先的互联网摄影社区，截至 2018 年末，500px 覆盖了全球 195 个国家和地区，包括专业摄影人才、摄影爱好者在内的注册用户已达 1,700 万，累计社交行为（点赞、评论、分享等）数超过 80 亿次，兴趣社群超过 700 个，签约摄影师超过 40 万名，拓展了公司不断生

产海量全球优质视觉内容的能力，巩固和强化公司内容的核心竞争力，完善了公司的行业生态布局。

- **顺应市场发展趋势，整合优质内容。**2018 年公司加大设计素材、视频、音乐、字体业务的投入，不断整合优质内容，满足用户内容的需求。截止 2018 年末，视频、设计、音乐等素材的销售同比增长 50%，公司与二更、浙视频、东方今报、千龙网、Blend Media、豆瓣音乐、幻音、纽渡文化、仓耳字体、义启字体等视频、音乐、设计、字体公司签署了素材独家代理协议。
- **锐意求新，技术引领业务。**公司以“视觉内容”为核心，依托大数据、人工智能等互联网技术建设的智能服务平台，平台由三部分组成：数据后台、服务中台、业务前台：
  - **数据方面：**平台集聚了海量的数据，包括：1) 超过 2 亿的图片、视频、音乐内容数据，220 万的结构化标签库及知识图谱，内容应用标签超过 60 亿；2) 超过 2,000 万的用户（内容供稿方与使用方）持续产生的每天 7,000 万的搜索、上传、下载、收藏、分享等用户行为数据；3) 用户使用场景数据 3,000 万/年。
  - **技术方面：**公司拥有行业内领先的 1) 图像识别技术、2) 智能搜索技术、3) 词库技术、4) 等计算机视觉技术，结合不同的应用场景，为用户提供一系列服务，如智能图搜、个性推荐、图片/视频识别、自动标签、智能文章配图、行业图库、版权风控等
  - **服务方面：**公司在业务前台为客户提供不同的业务场景，如内容交易、兴趣社区、工具服务等等。目前对接了公司视觉内容交易服务平台（www.vcg.com、www.veer.com）、500px 视觉内容创作者平台等。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测视觉中国 2019-2021 年实现收入分别为 11.33 亿元、14.18 亿元、17.50 亿元，同比增长 14.65%、25.21%、23.42%；实现归母净利润 4.08 亿元、5.14 亿元、6.41 亿元，同比增长 26.95%、26.16%、24.60%，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.73 元和 0.91 元。（注：天津网信办近期对公司立案调查，并进行行政处罚。公司网站目前暂停服务进行整改。对业绩可能带来的影响须持续跟踪。）
- **风险提示：**政策及法律风险；公司业务整合及协同性不达预期；C 端业务拓展不及预期；盗版风险；市场风险偏好下行。

图表 1: 视觉中国财务报表预测 (百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	814.6	987.8	1,132.6	1,418.1	1,750.2	成长性					
减: 营业成本	278.1	349.2	397.5	489.2	596.8	营业收入增长率	10.8%	21.3%	14.7%	25.2%	23.4%
营业税费	5.7	7.8	8.9	11.1	13.7	营业利润增长率	30.8%	10.9%	26.4%	26.2%	24.9%
销售费用	71.5	80.7	92.5	115.9	143.0	净利润增长率	35.5%	10.4%	26.9%	26.2%	24.6%
管理费用	125.0	113.9	130.6	163.5	201.8	EBITDA增长率	30.5%	18.3%	16.2%	26.4%	23.7%
财务费用	35.2	26.3	20.8	26.3	27.2	EBIT增长率	31.1%	17.6%	14.2%	26.2%	24.0%
资产减值损失	14.9	16.9	16.9	16.9	16.9	NOPLAT增长率	40.7%	4.1%	23.4%	26.2%	24.0%
加: 公允价值变动收益	-0.6	-	-	-	-	投资资本增长率	12.0%	13.3%	6.8%	-1.0%	7.1%
投资和汇兑收益	65.7	32.8	30.5	30.5	30.5	净资产增长率	11.6%	11.8%	14.4%	15.1%	16.6%
营业利润	353.6	392.2	495.8	625.6	781.3	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	-0.4	1.5	1.9	0.6	毛利率	65.9%	64.7%	64.9%	65.5%	65.9%
利润总额	353.3	391.8	497.4	627.5	781.9	营业利润率	43.4%	39.7%	43.8%	44.1%	44.6%
减: 所得税	40.7	56.6	71.8	90.6	112.9	净利润率	35.7%	32.5%	36.0%	36.3%	36.6%
净利润	290.8	321.2	407.8	514.5	641.0	EBITDA/营业收入	47.7%	46.6%	47.2%	47.7%	47.8%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	47.2%	45.8%	45.6%	46.0%	46.2%
货币资金	390.5	418.5	479.8	751.9	1,209.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	2	1	0	0
应收帐款	372.5	293.2	611.6	432.6	910.8	流动营业资本周转天数	35	16	37	33	33
应收票据	0.2	1.6	0.6	1.5	0.7	流动资产周转天数	414	331	388	377	408
预付帐款	6.5	30.1	14.2	28.9	18.6	应收帐款周转天数	166	121	144	133	138
存货	29.4	-	58.8	56.7	22.0	存货周转天数	13	5	9	15	8
其他流动资产	8.9	266.4	266.4	266.4	266.4	总资产周转天数	1,685	1,518	1,420	1,214	1,096
可供出售金融资产	110.4	57.9	57.9	57.9	57.9	投资资本周转天数	887	824	790	649	541
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,073.6	1,252.6	1,252.6	1,252.6	1,252.6	ROE	11.3%	11.1%	12.4%	13.6%	14.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	7.9%	9.0%	11.0%	11.5%
固定资产	5.9	4.1	0.9	-1.9	-1.9	ROIC	18.2%	16.9%	18.4%	21.7%	27.2%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	20.3	94.5	154.0	207.1	253.7	销售费用率	8.8%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
其他非流动资产	2,081.2	1,811.3	1,809.5	1,807.7	1,805.9	管理费用率	15.3%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
资产总额	4,099.5	4,230.0	4,706.1	4,861.4	5,796.1	财务费用率	4.3%	2.7%	1.8%	1.9%	1.6%
短期债务	157.6	177.7	205.0	-	-	三费/营业收入	28.5%	22.4%	21.5%	21.6%	21.3%
应付帐款	206.2	150.1	392.5	245.3	517.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	36.5%	31.2%	29.3%	21.2%	22.9%
其他流动负债	372.3	527.0	536.6	594.3	620.8	负债权益比	57.5%	45.4%	41.4%	26.8%	29.7%
长期借款	489.7	276.5	54.1	-	-	流动比率	1.10	1.18	1.26	1.83	2.13
其他非流动负债	270.2	189.1	189.1	189.1	189.1	速动比率	1.06	1.18	1.21	1.76	2.11
负债总额	1,496.0	1,320.3	1,377.2	1,028.7	1,327.7	利息保障倍数	10.91	17.18	24.86	24.77	29.76
少数股东权益	31.0	19.6	37.4	59.9	87.9	分红指标					
股本	73.9	73.9	73.9	73.9	73.9	DPS(元)	0.04	0.04	-	0.45	0.45
留存收益	2,510.8	2,809.7	3,217.5	3,698.9	4,306.6	分红比率	10.1%	9.2%	0.0%	6.4%	5.2%
股东权益	2,603.5	2,909.7	3,328.8	3,832.7	4,468.5	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	2.1%	2.1%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	312.6	335.3	407.8	514.5	641.0	EPS(元)	0.42	0.46	5.52	6.96	8.68
加: 折旧和摊销	5.7	9.4	17.9	23.8	27.5	BVPS(元)	3.67	4.13	44.54	51.06	59.28
资产减值准备	14.9	16.9	-	-	-	PE(X)	52.0	47.0	3.9	3.1	2.5
公允价值变动损失	0.6	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.2	0.5	0.4	0.4
财务费用	31.3	28.9	20.8	26.3	27.2	P/FCF	29.6	#####	33.1	5.7	3.5
投资收益	-65.7	-32.8	-30.5	-30.5	-30.5	P/S	18.6	15.3	1.4	1.1	0.9
少数股东损益	21.7	14.0	17.8	22.5	28.0	EV/EBITDA	2.5	2.7	1.6	0.5	-0.1
营运资金的变动	-494.6	-59.8	-106.4	77.6	-131.6	CAGR(%)	19.8%	25.9%	22.7%	19.8%	25.9%
经营活动产生现金	250.1	291.0	327.3	634.2	561.7	PEG	2.6	1.8	0.2	0.2	0.1
投资活动产生现金	-172.8	-135.3	-43.7	-43.7	-43.7	ROIC/WACC	1.8	1.7	1.8	2.1	2.7
融资活动产生现金	-138.9	-129.6	-222.4	-318.5	-60.5	REP	0.3	0.3	0.2	0.1	-0.0

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。