

2019年08月06日

非核心业务剥离及暂停服务扰动 Q2 业绩, 关注后续增长修复 买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号: S0600517110002

021-60199793

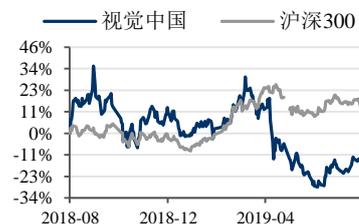
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	988	884	1,059	1,217
同比 (%)	21.3%	-10.5%	19.8%	14.9%
归母净利润 (百万元)	321	350	430	495
同比 (%)	10.4%	8.8%	23.0%	15.1%
每股收益 (元/股)	0.46	0.50	0.61	0.71
P/E (倍)	42.40	38.97	31.68	27.53

投资要点

- 公司披露了 2019 年中报。2019H1 实现营收 40,214 万元, 较 2018 年同期下降 16.49%, 归属母公司股东净利润 13,256 万元, 较 2018 年同期下降 3.1%。核心主营业务视觉内容与服务实现营业收入 39,835 万元, 同比增长 0.1%。
- 我们测算 Q2 视觉内容与服务业务收入下滑 10%-20%。公司上半年收入下滑同时受到 2018 年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化, 及 4 至 5 月暂停服务影响, 依据上年同期公司业务结构占比及增速, 我们测算, 剔除资产剥离的影响, 公司 Q2 视觉内容与服务业务收入增速在-10%至-20%之间。核心主营业务上半年毛利率 63.33%, 同比基本持平。
- 直接签约客户数同比增长 30%, 下半年将加强营销。2018 年与公司直接签约的合作客户数超过 14,000 家, 同期增长 90%, 2019H1 受暂停服务影响增速有所回落, 但总数同比仍有增长。2019 年下半年, 公司将加强对市场营销的投入, 定向开放重点行业, 聚焦大客户、互联网平台, 通过“内容+技术”的优质服务获得业务增长。
- 集中偿还长、短期债务, 财务费用下降明显。2019 年上半年公司财务费用 1,041 万元, 同比减少 35.64%, 主要是因为公司偿还了借款, 相应利息支出减少, 截止 2019H1 期末, 公司长期借款与上年期末相比减少 4.16 亿元, 短期借款与上年期末相比减少 1.40 亿元。
- 非核心主营经营整体保持平稳。2019 年上半年, 500px 增加研发投入导致稍有亏损(313.56 万元), 唱游公司亦处于投入期, 上半年亏损 610.98 万元, 湖北司马彦及易教优培经营稳健, 上半年分别实现净利润 3,535.07 万元、928.21 万元。
- 整体市场竞争力持续提升。内容层面, 2019 年上半年公司继续加大设计素材、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。截止期末, 公司新增视频类签约供稿人近千名, 与近 10 家视频、音乐、设计、字体公司签署了素材独家代理协议。技术层面, 公司技术部门改组为独立体系, 强化了基础数据处理能力、前台客户服务能力, 提升了内容监管审核效率。
- 盈利预测与投资评级: 预计 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 3.50/4.30/4.95 亿元, 对应 EPS 为 0.50/0.61/0.71 元。长期来看, 公司作为视觉行业基础设施的作用和价值持续提升, 随着合规、内容、技术的完善, 公司下半年增长有望逐渐恢复, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 版权保护风险、管理风险、子公司业绩承诺完成风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.44
一年最低/最高价	16.56/32.94
市净率(倍)	4.51
流通 A 股市值(百万元)	6035.40

基础数据

每股净资产(元)	4.31
资产负债率(%)	25.76
总股本(百万股)	700.58
流通 A 股(百万股)	310.46

相关研究

1、《视觉中国 (000681): 客户增速提升, 服务壁垒加固》

2018-10-30

2、《视觉中国 (000681): 客户增长环比再提速, 图片市场加速渗透》2018-08-30

视觉中国三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,010	1,354	1,681	1,791	营业收入	988	884	1,059	1,217
现金	418	640	980	978	减: 营业成本	349	276	331	379
应收账款	185	296	280	381	营业税金及附加	8	6	8	9
存货	0	23	5	27	营业费用	81	53	64	73
其他流动资产	406	395	417	405	管理费用	114	141	169	195
非流动资产	3,220	3,458	3,700	3,945	财务费用	26	12	3	-2
长期股权投资	1,253	1,476	1,704	1,934	资产减值损失	17	0	0	0
固定资产	4	3	5	6	加: 投资净收益	33	46	50	48
在建工程	0	7	10	12	其他收益	0	0	0	-0
无形资产	94	104	115	128	营业利润	392	441	534	611
其他非流动资产	1,869	1,867	1,865	1,865	加: 营业外净收支	-0	2	2	1
资产总计	4,230	4,812	5,382	5,736	利润总额	392	442	536	611
流动负债	855	494	675	577	减: 所得税费用	57	68	78	86
短期借款	178	178	178	178	少数股东损益	14	24	28	31
应付账款	141	117	192	163	归属母公司净利润	321	350	430	495
其他流动负债	536	199	306	237	EBIT	408	445	529	597
非流动负债	466	412	358	303	EBITDA	418	459	545	615
长期借款	276	222	169	114					
其他非流动负债	189	189	189	189	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,320	905	1,032	880	每股收益(元)	0.46	0.50	0.61	0.71
少数股东权益	20	44	72	103	每股净资产(元)	4.13	5.51	6.11	6.78
归属母公司股东权益	2,890	3,863	4,277	4,753	发行在外股份(百万股)	74	701	701	701
负债和股东权益	4,230	4,812	5,382	5,736	ROIC(%)	9.1%	8.4%	9.3%	9.7%
					ROE(%)	11.5%	9.6%	10.5%	10.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	64.7%	68.7%	68.8%	68.8%
经营活动现金流	291	142	622	284	销售净利率(%)	32.5%	39.5%	40.6%	40.7%
投资活动现金流	-135	-206	-210	-214	资产负债率(%)	31.2%	18.8%	19.2%	15.3%
筹资活动现金流	-130	286	-72	-71	收入增长率(%)	21.3%	-10.5%	19.8%	14.9%
现金净增加额	28	222	339	-2	净利润增长率(%)	10.4%	8.8%	23.0%	15.1%
折旧和摊销	9	14	17	18	P/E	42.40	38.97	31.68	27.53
资本开支	29	14	15	15	P/B	4.71	3.53	3.18	2.87
营运资本变动	-70	-212	193	-210	EV/EBITDA	33.97	29.77	24.39	21.57

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

