

## 压力测试后助版权意识再升 头部视觉内容服务

### 平台初心未变

#### ——视觉中国（000681）动态点评

研究所

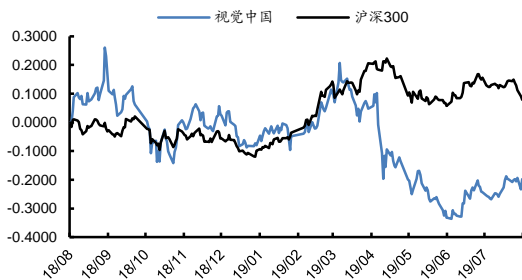
证券分析师:

021-60338167

朱珠 S0350519060001

zhuz@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
视觉中国	6.1	0.8	-26.2
沪深 300	-6.6	2.0	6.8

#### 市场数据 2019-08-06

当前价格（元）	20.34
52周价格区间（元）	16.6-33.02
总市值（百万）	14249.75
流通市值（百万）	6314.82
总股本（万股）	70057.74
流通股（万股）	31046.30
日均成交额（百万）	187.51
近一月换手（%）	38.91

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 投资要点:

- 初心未变 让用户放心使用的版权内容** 作为国内早期将互联网技术应用于版权视觉内容服务平台的技术型企业,公司是一家为整合全球及本土优质图片、视频、音乐、插画、字体等版权素材内容,通过大数据与人工智能、搜索与图像识别等技术的支撑的互联网智能服务平台,为上下游供稿方与使用方提供基于“优质内容+智能技术”的高效交易服务。
- 2015-2018 年中外布局完善产业链 2019 年上半年经历压力测试** 公司围绕“社区+工具+交易”的策略进行业务搭建部分、业务梳理突出重点两步走,通过 2015-2018 年公司从底层搭建到全球化布局,逐渐形成自有优质内容和品牌优势,但在 2019 年上半年公司经历压力测试,短期看 411 事件对公司业绩带来部分影响,长期看,公司由内而外、自上而下经过本次的“压力测试”后更利于其后续商业模式的优化,共同参与版权行业规范有序可持续的健康发展。
- 核心业务顺利开展,长协客户占比稳定 上半年继续深挖大客户价值** 在 411 事件后 2019 年上半年公司的核心主业视觉内容与服务收入 3.98 亿元,同比增加 0.1%,保持微增,2019 年上半年,公司技术研发体系完成“大中台,小前台”业务模式,完善了“服务中台”的支撑能力,进而也将助力公司 2019 年下半年正面获取新客户,继续聚焦大客户,通过一方面突破实现全方位的带动。
- 盈利预测和投资评级:首次覆盖,给予买入评级** 公司自 2000 年成立以来,深耕图书版权行业,布局较为完整产业链的同时加大对互联网内容交易平台的研发投入,交易平台为客户提供“越来越懂用户”的智能搜索和个性化推荐服务。经历 2019 年 411 事件后,短期影响公司 2019 年第二季度部分营收利润,但长期利于公司更加健全规范平台版权管理机制,完善“服务中台”的支撑能力。同时,在人民网为代表的党媒的推动下,共同探索符合中国市场需求图片版权确权、授权、保护和争议解决机制,扩大保护知识产权的社会共识,公司作为第三方可发挥所在平台的社会及经济价值也有望在行业健康发展下继续有望放大。

我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 3.65 亿元/4.28 亿元

5.28 亿元，增速分别为为 14%/17%/23.6%，对应最新 PE 分别为 39 倍/33 倍/27 倍。对比海外美国的 Shutterstock(成立于 2012 年)，2019-2020 年其净利润分别为 0.194 亿美元/0.196 亿美元，对应 PE 分别 61.8 倍/61.22 倍。面对中国消费市场，伴随需求端的提升以及版权环境改善下，视觉中国目前估值对比海外标标的仍具有提升空间，同时，中国 A 股从事版权业务的如安妮股份(2017PE(TTM)为 67 倍，2018 年亏损不具有可比性)、光一科技(2017 PE (TTM) 为 56 倍，2018 年亏损不具有可比性)均从事版权保护其中一环，相对产业链完整度以及中外图片版权的 PGC 内容资源优势，视觉中国占优，经历下蹲后，公司的自我修复逐渐体现，看好公司商业模式在供给与需求下共振的可复制性，进而给予买入评级

- **风险提示:** 版权保护风险、管理风险、股权投资公司子公司管理风险、汇率变化风险、公司受到监管处罚影响网站运营的风险、人才管理的风险、中外行业不具有完全可比性，相关海外公司资料仅供参考、宏观经济影响的风险等。

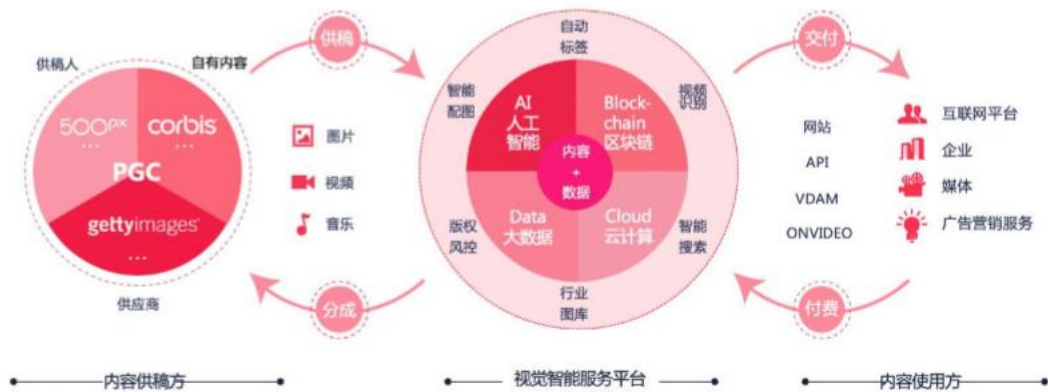
预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	988	1035	1170	1372
增长率(%)	21%	4.8%	13.02%	17.2%
归母净利润(百万元)	321	365	428	528
增长率(%)	10%	14%	17%	23%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.52	0.61	0.75
ROE(%)	11.04%	11.12%	11.73%	12.87%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、初心未变 让用户放心使用的版权内容

视觉中国成立于2000年6月，是国内早期将互联网技术应用于版权视觉内容服务平台的技术型企业。公司的核心商业模式为，整合全球及本土优质全面的图片、视频、音乐、插画、字体等版权素材内容，通过大数据与人工智能、搜索与图像识别等技术为支撑的互联网智能服务平台，为上下游供稿方与使用方提供基于“优质内容+智能技术”的高效交易服务。2019年上半年公司完善内容审核制度与流程，成立独立内容审核团队，并于人民网建立合作，不断提高平台经营透明度。公司继续与Getty Images等主要核心供应商继续保持长期的战略合作关系，与全球240家知名内容机构或品牌保持紧密合作关系。随着智能手机普及、移动互联、5G时代的到来，视频、设计素材成为市场最受欢迎的新颖内容形态，为顺应市场发展趋势，2019年上半年继续加大设计素材、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2019年上半年，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代理协议。

图 1：视觉中国商业模式图



资料来源：wind 资讯、2019 半年报、国海证券研究所

\*上游供稿方包括：签约供应商、签约供稿人以及公司自有版权内容

\*下游包括所有需将“视觉内容”用于公开媒介发布或用于设计、展示及推广的最终材料的客户，包括广告营销服务公司、传媒、企业等；也包括百度、腾讯、阿里巴巴等互联网平台

\*公司与供稿方采取分成的合作模式，与供稿方签署代理协议后获得内容的分销权

## 2、2015-2018 年中外布局完善产业链 2019 年上半年经历压力测试

2018 年公司通过收购 500px 拥有全球性的摄影创作社交网络平台，拓展公司全球优质视觉内容供给能力，进而巩固和强化了公司内容的核心竞争力，完善了公司的平台生态。通过 500px 全球化的社交平台，公司不仅为全球千万级内容供

稿方提供版权交易服务,也将提供社交互动、知识付费、工具服务、衍生品电商、版权保护等的全链条、“一站式”的各类增值服务。

公司围绕“社区+工具+交易”的策略,加速整合公司核心业务的上下游优势资源,通过上市公司以及合作基金,在“计算机视觉与人工智能”、“视频智能工具”、“5G 交互场景下的 3D 展示营销云平台”等领域开展战略投资或合作,提升公司全面服务平台两端的内容创作者及使用方的能力,打造围绕公司核心主业的“视觉+生态”,进一步强化和筑造核心主业的竞争壁垒。

表 1: 2018 年及 2019 年中报视觉中国参投主要公司业绩情况

序号	视觉中国参投公司	参控关系	持股比例	被参控公司注册资本	投资额	2018年(亿元)		2019年中报(亿元)		主营业务	是否合并报表	成立时间
						营业收入	净利润	营业收入	净利润			
1	北京汉华易美图片有限公司	子公司	100.00	0.50	13.26	6.63	3.11	3.56	1.44	互联网文化创意	是	2005-01-27
2	华夏视觉(北京)图像技术有限公司	子公司	100.00	0.23		2.73	0.57	0.99	0.049	互联网文化创意	是	2006-08-28
3	500px, Inc.	孙公司		1.58		0.29	-0.02	0.17	-0.03	互联网文化创意	是	
4	唱游信息技术有限公司	联营企业		1.00		0.05	-0.22	0.05	-0.06	视觉+产业:旅游		
5	湖北司马彦文化科技有限公司	联营企业	汉华易美持49%	0.10		1.70	0.75	0.97	0.35	视觉+产业:教育		2015-09-02
6	广东易教优培教育科技有限公司	联营企业	35%	0.10		0.67	0.45	0.21	0.09	软件信息服务		2017-03-30
7	上海卓越形象广告传播有限公司	子公司		0.01		0.55	0.12	出售影响利润147万元		互联网文化创意	是	2000-10-27

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

### ➤ 业务搭建部分:

**华夏视觉/汉华易美(合并报表):** 整合全球高质量版权内容资源,通过互联网版权交易平台(www.vcg.com)提供超过亿级的海量图片、视频、音乐素材,为广大媒体及企业的客户提供视觉内容和传播服务。基于公司全球化战略,公司与全球图片库冠军 Getty Images 建立战略合作伙伴关系,2016 年收购比尔盖茨创办的全球第三大图片库 Corbis Images,并战略投资全球领先的摄影社区 500px (2018 年 2 月 27 日公司全资收购 500PX)。公司形成以 PGC 视觉内容为核心的国内头部正版视觉内容版权交易平台之一;

**湖北司马彦(不合并报表):** 为汉华易美持股 49% 参股公司(2015 年 9 月收购),主要从事字帖书籍的编写、策划、制作和发行业务,经过 30 年的不断积累和沉淀,已编写出版钢笔字帖、毛笔字帖、多体汉语字帖、多笔体英文字帖等近 800 种,已与 400 多家经销商建立了长期、稳固的合作关系;

**唱游公司(不合并报表):** 公司于 2014 年 12 月中标国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”。公司参与唱游公司定向增资扩股后,唱游公司作为“12301 国家智慧旅游公共服务平台”的实施公司,全力推动旅游公共信息的发布与资讯服务、旅游产业监管信息的采集、景区游客承载量统计与预警、旅游形象推广等功能;

**易教优培(不合并报表):** 为公司持股 35% 的参股公司(2017 年 5 月收购),主要提供在线教育先进技术产品与运营服务的专业机构,其团队拥有丰富的中小学教师培训项目运营经验,目前负责“国家教师专业发展公共服务网”的整体运营。公司紧紧围绕“视觉”核心业务,将优质视觉内容与大数据、人工智能技术相结合,加速视觉生态布局,整合上下游资源,将业务延伸至旅游、教育等 2C 端产业,打造以视觉为核心的多业务板块高度协同发展的领袖型文化集团公司。

## ➤ 业务梳理突出重点:

2018年6月30日公司剥离亿迅资产组股权, 迅资产组主要是由亿迅信息技术有限公司、宝东信息技术有限公司、DataTool China Limited、eSOON China Limited、DataTool Hong Kong Limited 五家构成, 亿迅资产组1999年成立专注呼叫中心领域, 但基于公司集中资源聚焦核心主业, 2018年将其剥离。同时, 2019年上半年公司将汉华易美控股51%子公司上海卓越(从事全案整合营销2015年11月收购)2019年上半年已出售。

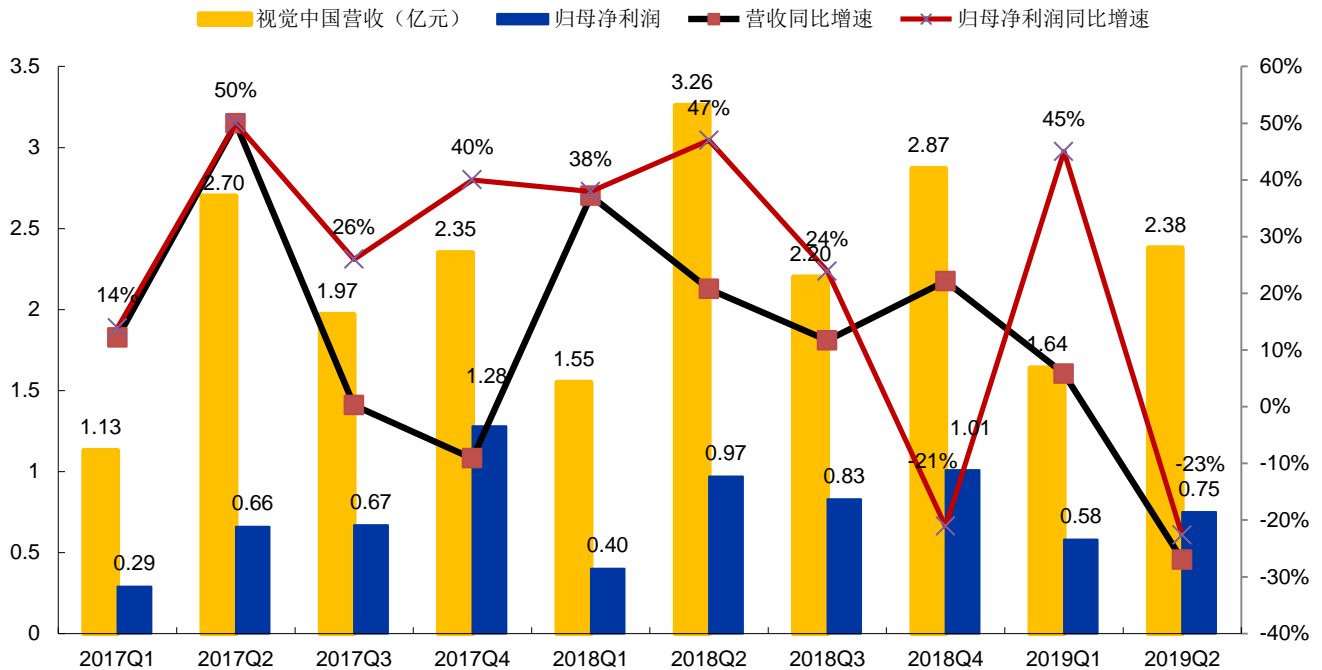
## ➤ 2019年上半年经历压力测试 短期业绩承压 长期利于商业模式优化

通过2015-2018年公司从底层搭建到全球化布局, 逐渐形成自有的优质内容和品牌优势, 但在2019年上半年公司经历压力测试。2019年4月11日, 天津市互联网信息办公室于对公司子公司汉华易美(天津)图像技术有限公司传播违法有害信息的行为进行立案调查, 同时公司主动暂时关停公司网站(www.vcg.com)。4月18日, 天津市互联网信息办公室对公司作出了罚款三十万元的行政处罚。4月26日, 公司网站向部分客户测试开放; 5月12日, 经有关部门同意, 公司网站向所有客户全面恢复服务(简称“411事件”)。

411事件后, 公司主动暂时关停网站一个月影响其新增用户以及原鹰眼模式下获取的用户, 进而导致2019年单季度第二季度营收与利润双下滑至-27%/-23%(但拆分看, 2019年上半年核心业务视觉内容与服务的收入为3.98亿元, 同比增加0.1%), 同时由于2018年底公司剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化等因素影响收入增加, 2019年上半年, 公司合并层面营业收入4.02亿元, 较2018年同期下降16.49%, 负面看, 411事件对公司业绩带来部分影响, 正面长期看, 公司由内而外、自上而下经过本次的“压力测试”后更利于后续商业模式的优化, 利于内容、基数、获客等竞争力提升, 利于行业规范有序发展。



图 2：2017-2019 年单季度营收与归母净利润以及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

### 3、长协客户占比稳定 深挖大客户价值

公司根据中国市场特点，采用零售购买与年度长期合作模式，除提供优质的“视觉内容”产品和服务外，还提供满足个性化需求的定制服务；公司针对企业大客户和中小企业，采取不同的服务策，对于长尾型或简单需求的客户提供高效简单的自助化程度高的交易服务。2017 年公司企业客户新增 48.7%，其中年度长协客户占比超过 43%，2018 年企业客户与媒体客户占收入 40%/29%为主营收入主要构成部分，即贡献 3.95 亿元/2.86 亿元收入，2019 年上半年公司的核心主业视觉内容与服务收入 3.98 亿元，同比增加 0.1%，增长驱动力之一是客户质量与数量的提升，2019 年上半年，公司技术研发体系完成了“大中台，小前台”的业务模式，公司数据后台集聚了三类数据：内容数据、用户行为数据、内容使用场景数据。超过 2 亿的图片、视频、音乐内容数据，内容应用标签超过 60 亿；超过 2000 万的用户（内容供稿方与使用方）持续产生的每天 7000 万的搜索、上传、下载、收藏、分享等用户行为数据；用户使用场景数据 3000 万/年；公司已初步完成对内容素材服务、智能服务以及增值服务的梳理，健全了“服务中台”的组织结构调整，完善了“服务中台”的支撑能力，为全产品、全场景地服务好客户打下基础，进而也将助力公司 2019 年下半年正面获取新客户，继续聚焦大客户。通过一方面突破实现全方位的带动。

### 4、估值角度：中外对比

2019 年上半年公司对四大目标客户企业、客户、媒体、广告营销与服务、互联

网平台进行开拓,收入占比分别为 37%/30%/18%/15%,同时,与公司直接签约得合作客户数同比增加 31%。2018 年企业/媒体/广告营销服务/互联网平台收入占比分别为 40%/29%/20%/11%,我们预计由于 411 事件带来 2019 年第二季度的获客影响以及长协客户合同顺延因素仍将在第三季度延续,但公司层面将在下半年聚焦核心大客户,进而我们预计企业客户占总收入比例将逐渐从 2018 年的 40%占比提升至 2019-2021 年的 45%/47%/50% (2019 年 6 月 26 日公司与中航集团签署战略合作协议,依托各自优势资源,建立密切融洽的战略合作关系,双方将在公益活动、版权素材、旅游资源、会员服务、视觉资产管理和品牌推广等领域开展全球合作,也凸显出公司具备获取大客户的能力),2018 年年报公司指出,报告期内超过一半收入来自长期协议客户,我们预计 2019 年也将延续收入主要贡献来自长期协议客户 (411 事件暂停一个月后合同顺延),进而我们预计占核心主业部分收入 2019-2021 年分别为 8.29 亿元/9.53 亿元/11.44 亿元,总收入 10.35 亿元/11.7 亿元/13.72 亿元,2014-2018 年公司净利润率分别为 37%/32%/32%/38%/34%,我们取 36%中位数,即我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 3.65 亿元/4.28 亿元/5.28 亿元,增速分别为为 14%/17%/236%,对应最新 PE 分别为 39 倍/33 倍/27 倍。

表 2: 2014-2021e 公司主要核心业务收入及成本情况

视觉中国000681主要业务 (人民币百万)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>1.视觉素材与增值服务 (最主要收入)</b>								
收入	320.81	425.60	561.26	583.74	781.90	828.81	953.14	1,143.76
YOY	3.17%	32.66%	31.88%	4.01%	33.95%	6.00%	15.00%	20.00%
占总收入比例	82.03%	78.39%	76.31%	71.66%	79.15%	80.07%	81.47%	83.39%
成本	121.05	164.69	208.99	181.69	245.65	270.22	299.94	338.93
YOY	-41.99%	36.05%	26.90%	-13.06%	35.20%	10.00%	11.00%	13.00%
毛利	199.76	260.91	352.27	402.05	536.25	558.60	653.20	804.83
毛利YOY	95%	31%	35%	14%	33%	4%	17%	23%
毛利率(%)	62.27%	61.30%	62.76%	68.87%	68.58%	67.40%	68.53%	70.37%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 3: 2014-2021e 公司主要四大客户分类以及占总收入比例变化

视觉中国000681主要业务 (人民币百万)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>四大类之一: 企业客户</b>					40.00%	45.00%	47.00%	50.00%
企业客户收入					395	466	550	686
YOY						17.9%	18.0%	24.7%
<b>四大类之二: 媒体客户</b>					29.00%	30.00%	31.00%	32.00%
媒体客户收入					286	311	363	439
YOY						8.4%	16.8%	21.0%
<b>四大类之三: 广告营销与服务</b>					20.00%	15.00%	13.00%	12.00%
广告营销服务收入					198	155	152	165
<b>四大类之四互联网平台: 搜索引擎+网络广告平台+自媒体平台+创意+旅游+电子商务</b>					11.00%	10.00%	9.00%	6.00%
互联网平台收入					108.7	103.5	105.3	82.3

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

对比海外的 Shutterstock (成立于 2012 年), 主要经营商业数码影像市场, Shutterstock 在线市场提供自由搜索的集合商业数字图像(如商业摄影、插图、视频剪辑、模板和字体), 用户可以付费下载使用。2019-2020 年 Shutterstock 净利润分别为 0.194 亿美元/0.196 亿美元, 对应 PE 分别 61.8 倍/61.22 倍。面对中国消费市场, 伴随需求端的提升以及版权环境改善下, 视觉中国目前估值对比海外标标的仍具有提升空间。

表 4: 视觉中国对比的海外公司 Shutterstock 财务数据

Shutterstock	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报
营业总收入	3.3	4.3	4.9	5.6	6.2	7.0	7.8
同比(%)	39.26%	29.63%	16.27%	12.70%	11.87%	13.04%	11.28%
净利润	0.2	0.2	0.3	0.2	0.547	0.194	0.196
同比(%)	-16.58%	-11.49%	66.88%	-48.73%	226.94%	-64.53%	1.03%
最新市值 (亿美元)						12	12
PE						61.86	61.22

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

首次覆盖, 给予买入评级。2017 年我国版权产业的行业增加值 6.08 万亿元, 占全国 GDP 的 7.35%。国家对著作权保护力度加大同时助推公众版权意识不断增强(版权保护带来会员付费模式进而养出了如腾讯音乐 TME、爱奇艺 IQ、B 站 BILIBILI 类的细分行业代表型企业, 有助于行业的良性健康发展)。公司自 2000 年成立以来, 深耕图书版权行业, 布局较为完整产业链的同时加大对互联网内容交易平台的研发投入, 通过人工智能、云计算、智能算法, 交易平台为客户提供“越来越懂用户”的智能搜索和个性化推荐服务。

经历 2019 年 411 事件后, 短期影响公司 2019 年第二季度部分营收利润, 但长期利于公司更加健全规范平台版权管理机制, 完善“服务中台”的支撑能力。同时, 在人民网等党媒的推动下, 共同探索符合中国市场需求图片版权确权、授权、保护和争议解决机制, 扩大保护知识产权的社会共识, 公司作为第三方可发挥所在平台的社会及经济价值也有望在行业健康发展下继续有望放大。

我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 3.65 亿元/4.28 亿元/5.28 亿元, 增速分别为 14%/17%/23.6%, 对应最新 PE 分别为 39 倍/33 倍/27 倍。对比海外美国的 Shutterstock (成立于 2012 年), 主要经营商业数码影像市场, Shutterstock 在线市场提供自由搜索的集合商业数字图像(如商业摄影、插图、视频剪辑、模板和字体), 用户可以付费下载使用。2019-2020 年 Shutterstock 净利润分别为 0.194 亿美元/0.196 亿美元, 对应 PE 分别 61.8 倍/61.22 倍。面对中国消费市场, 伴随需求端的提升以及版权环境改善下, 视觉中国目前估值对比海外标标的仍具有提升空间, 同时, 中国 A 股从事版权业务的如安妮股份 (2017PE(TTM)为 67 倍, 2018 年亏损不具有可比性) 版权业务收入占比 15% 的畅元国讯、光一科技 (2017PE(TTM)为 56 倍, 2018 年亏损不具有可比性) 的光一版权云均从事其中一环, 相对产业链完整度以及中外图片版权的 PGC 内容资源优势, 视觉中国占优, 业务经历下蹲后, 公司的自我修复逐渐体现如 2019



年上半年公司技术研发体系完成了“大中台，小前台”的业务模，看好公司商业模式在供给与需求下共振的可复制性，进而给予买入评级。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	988	1035	1170	1372
增长率(%)	21%	4.8%	13.02%	17.2%
归母净利润（百万元）	321	365	428	528
增长率(%)	10%	14%	17%	23%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.52	0.61	0.75
ROE(%)	11.04%	11.12%	11.73%	12.87%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 版权保护风险、管理风险、
- 2) 股权投资公司子公司管理风险、
- 3) 汇率变化风险、
- 4) 公司受到监管处罚影响网站运营的风险、
- 5) 人才管理的风险、中外行业不具有完全可比性,相关海外公司资料仅供参考、
- 6) 宏观经济影响的风险等;

附表：视觉中国盈利预测表

证券代码:	000681.SZ				股价:	20.34	投资评级:	买入	日期:	2019-08-06
<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	11%	11%	12%	13%	EPS	0.46	0.52	0.61	0.75	
毛利率	77%	63.8%	65.1%	67.0%	BVPS	4.12	4.64	5.15	5.78	
期间费率	23%	21.01%	20.91%	21.4%	<b>估值</b>					
销售净利率	33%	35.26%	36.62%	38.52%	P/E	44.38	39.06	33.28	26.98	
<b>成长能力</b>					P/B	4.93	4.38	3.95	3.52	
收入增长率	21%	5%	13%	17%	P/S	14.43	13.77	12.19	10.39	
利润增长率	10%	14%	17%	23%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.23	0.20	0.23	0.26	<b>营业收入</b>	988	1035	1170	1372	
应收账款周转率	3.35	3.35	3.35	3.51	营业成本	229	374	408	452	
存货周转率	0	0	0	0	营业税金及附加	8	7	9	10	
<b>偿债能力</b>					销售费用	81	90	107	117	
资产负债率	31%	36%	29%	22%	管理费用	114	108	119	152	
流动比	1.18	1.48	1.49	1.71	财务费用	26	12	10	14	
速动比	1.18	1.48	1.49	1.71	其他费用/(-收入)	16	(10)	(5)	(6)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>营业利润</b>	392	434	512	620	
现金及现金等价物	418	368	418	498	营业外净收支	(0)	0	(2)	1	
应收款项	295	309	349	390	<b>利润总额</b>	392	434	510	621	
存货净额	0	0	0	0	所得税费用	57	62	68	80	
其他流动资产	296	316	284	335	<b>净利润</b>	335	372	442	541	
<b>流动资产合计</b>	1010	813	872	1044	少数股东损益	14	7	14	13	
固定资产	4	5	6	8	<b>归属于母公司净利润</b>	321	365	428	528	
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	94	95	89	81	<b>经营活动现金流</b>	291	50	494	498	
长期股权投资	1253	1253	1253	1253	净利润	335	372	442	541	
<b>资产总计</b>	4230	5114	5168	5333	少数股东权益	14	7	14	13	
短期借款	178	178	178	178	折旧摊销	8	10	10	10	
应付款项	141	230	251	253	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	136	142	157	180	营运资金变动	(66)	272	(45)	(117)	
其他流动负债	400	0	0	0	<b>投资活动现金流</b>	(135)	(1)	(2)	(1)	
<b>流动负债合计</b>	855	550	586	611	资本支出	2	(1)	(2)	(1)	
长期借款及应付债券	276	1094	741	614	长期投资	(179)	0	0	0	
其他长期负债	189	189	189	2	其他	42	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	466	1284	930	616	<b>筹资活动现金流</b>	(206)	817	(425)	(214)	
<b>负债合计</b>	1320	1833	1515	1227	债务融资	(193)	818	(354)	(127)	
股本	701	701	701	701	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2910	3281	3653	4107	其它	(13)	(1)	(71)	(87)	
<b>负债和股东权益总计</b>	4230	5114	5168	5333	<b>现金净增加额</b>	(50)	867	67	282	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

## 【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。