



视觉中国(000681.SZ)

【联讯传媒】视觉中国 (000681.SZ) 买点浮现

2019年09月12日

投资要点

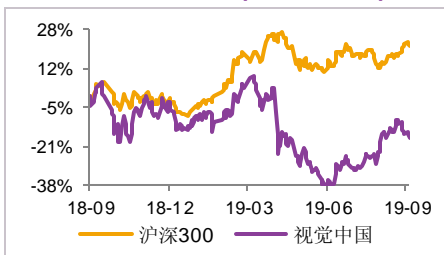
买入(维持)

当前价: 22.36 元
目标价: 25.30 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: 021-51759911
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	988	1087	1304	1526
(+/-)	21%	10%	20%	17%
归母净利润	314	324	401	479
(+/-)	9%	3%	24%	19%
EPS(元)	0.45	0.46	0.57	0.69
P/E	50	48	39	33

资料来源: 联讯证券研究院

◇ 事件

对投资机会进行提示。

◇ 投资要点

1. 公司为图片内容领域份额绝对领导者，上游 2C 的特性带来成本端的高议价权，这使得公司拥有轻资产的商业模式得以维系并可快速扩张。
2. 内容部分：1H19，公司持续加大设计素材、视频、音乐和字体内容的投入，内容端扩张稳步推进，同时新增视频磊签约供稿者约 1,000 人，亦于近 10 家视频、音乐、设计和字体公司签署了独家代理协议，内容端垄断优势进一步巩固。
3. 技术部分：基于大数据、人工智能和云计算，进一步提升获客能力和服务水平，提升客户使用内容二次开发的效率，客户粘性进一步增加。

◇ 投资建议

目前股价分别对应 2019 年和 2020 年的 PE 为 48 倍和 39 倍，结合其轻资产的商业模式，一家独大的市场地位（内容端客户沉淀已久，难以被颠覆）以及在 A 股同类标的的稀缺性，我们认为目前估值具备吸引力，重申「买入」之投资建议。基于 2019 年 PE55 倍，目标价设定为 25.30 元。

◇ 风险提示

卷入大型诉讼。



附录 1: 公司财务预测表 (百万元)

资产负债表					现金流量表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	428	338	981	1,222	经营性现金净流量	292	110	656	247
应收和预付款项	325	623	514	816	投资性现金净流量	(135)	-100	-120	-140
存货	0	49	10	59	筹资性现金净流量	(130)	(200)	(14)	(6)
其他流动资产	188	188	188	188	现金流量净额	29	(89)	643	241
长期股权投资	1,253	1,253	1,253	1,253					
投资性房地产	0	0	0	0					
固定资产和在建工程	4	(17)	(38)	(59)					
无形资产和开发支出	1,274	1,264	1,253	1,243	主要财务比率				
其他非流动资产	687	683	680	680	收益率				
资产总计	4,158	4,381	4,841	5,402	毛利率	65%	65%	65%	65%
短期借款	178	0	0	0	三费/销售收入	22%	21%	20%	19%
应付和预收款项	286	358	412	486	EBIT/销售收入	41%	43%	43%	43%
长期借款	276	276	276	276	EBITDA/销售收入	42%	44%	44%	44%
其他负债	508	508	508	508	销售净利率	33%	31%	32%	33%
负债合计	1,249	1,143	1,196	1,271	资产获利率				
股本	74	74	74	74	ROE	11%	10%	11%	12%
资本公积	1,614	1,614	1,614	1,614	ROA	10%	11%	12%	12%
留存收益	1,203	1,517	1,906	2,370	ROIC	12%	12%	13%	17%
归属母公司股东权益	2,890	3,204	3,593	4,057	增长率				
少数股东权益	20	34	52	74	销售收入增长率	21%	10%	20%	17%
股东权益合计	2,910	3,238	3,645	4,131	EBIT 增长率	9%	14%	21%	18%
负债和股东权益合计	4,158	4,381	4,841	5,402	EBITDA 增长率	10%	15%	20%	17%
					净利润增长率	6%	3%	24%	19%
					总资产增长率	4%	5%	10%	12%
					股东权益增长率	12%	11%	12%	13%
					经营营运资本增长率	-23%	305%	-107%	2101%
利润表					资本结构				
	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	30%	26%	25%	24%
营业收入	988	1,087	1,304	1,526	投资资本/总资产	69%	71%	60%	58%
减: 营业成本	349	380	456	534	带息债务/总负债	36%	24%	23%	22%
营业税金及附加	8	9	10	12	流动比率	119%	175%	229%	281%
营业费用	81	89	107	125	速动比率	95%	140%	202%	251%
管理费用	114	125	150	176	股利支付率	9%	3%	3%	3%
财务费用	26	12	1	(9)	收益留存率	91%	97%	97%	97%
资产减值损失	17	20	20	20					
加: 投资收益	33	0	0	0					
公允价值变动损益	0	0	0	0					
其他经营损益	(44)	0	0	0					
营业利润	381	452	559	668					
加: 其他非经营损益	(0)	0	0	0					
利润总额	381	452	559	668					
减: 所得税	53	113	140	167					
净利润	328	339	419	501					
减: 少数股东损益	14	15	18	21					
归属母公司股东净利润	314	324	401	479					

资料来源: 公司财务报告、联讯证券研究院



附录 2: A 股部分传媒互联网公司估值一览

证券代码	证券简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)	PS (倍)	PEG (倍)
					2018	2019F	2020F	2021F	2018	2019F	2020F	2021F			
内容															
300251.SZ	光线传媒	8.60	29.3	250	0.47	0.30	0.33	0.38	18.3	28.4	26.1	22.6	2.6	10.8	(4.2)
300027.SZ	华谊兄弟	4.66	27.9	130	(0.39)	0.20	0.26	0.25	(11.9)	23.4	17.8	18.4	1.4	2.7	(0.1)
300133.SZ	华策影视	7.32	17.6	128	0.12	0.30	0.34	0.41	61.0	24.3	21.5	18.0	1.8	2.3	0.5
000802.SZ	北京文化	9.90	7.2	69	0.45	0.58	0.67	0.75	21.9	17.1	14.8	13.2	1.3	4.7	0.9
002343.SZ	慈文传媒	8.76	4.7	41	(2.30)	0.41	0.57	N.A.	(3.8)	21.2	15.4	N.M.	2.5	2.8	N.M.
内容平均									33.7	22.9	19.1	18.1	1.9	4.7	0.7
院线															
002739.SZ	万达电影	16.52	20.8	338	0.74	0.70	0.80	0.95	22.5	23.6	20.6	17.3	2.3	2.2	2.6
600977.SH	中国电影	15.40	18.7	277	0.80	0.75	0.82	0.90	19.2	20.6	18.8	17.1	2.3	2.7	5.1
603103.SH	横店影视	15.23	6.3	95	0.71	0.46	0.58	0.69	21.5	33.1	26.5	22.1	3.9	3.4	(33.4)
601595.SH	上海电影	20.62	3.7	78	0.63	0.77	0.90	1.02	32.7	26.6	22.9	20.2	3.1	5.8	1.5
002905.SZ	金逸影视	15.84	2.7	42	0.59	0.66	0.84	0.99	26.8	24.0	18.8	16.1	2.0	2.0	1.3
院线平均									24.5	25.6	21.5	18.6	2.7	3.2	2.6
游戏															
002602.SZ	世纪华通	9.52	59.6	566	0.43	0.51	0.63	0.66	22.1	18.5	15.1	14.4	2.9	4.4	1.2
002624.SZ	完美世界	29.06	12.9	383	1.30	1.65	1.90	2.15	22.4	17.6	15.3	13.5	3.6	4.4	1.0
002555.SZ	三七互娱	17.69	21.1	375	0.47	0.93	1.09	1.26	37.6	19.1	16.2	14.0	5.0	3.2	0.5
600373.SH	中文传媒	13.34	13.8	185	1.18	1.31	1.47	1.63	11.3	10.2	9.1	8.2	1.2	1.5	0.9
603444.SH	吉比特	264.80	0.7	198	10.06	12.27	14.33	16.32	26.3	21.6	18.5	16.2	5.6	9.4	1.2
002174.SZ	游族网络	15.84	8.9	142	1.15	1.35	1.61	1.88	13.8	11.7	9.8	8.4	2.5	3.2	0.7
300418.SZ	昆仑万维	13.42	11.5	154	0.88	1.13	1.30	1.44	15.3	11.9	10.3	9.3	2.5	3.6	0.7
300113.SZ	顺网科技	19.21	6.9	134	0.46	0.73	0.80	0.99	41.8	26.3	24.0	19.5	3.9	6.9	0.9
002425.SZ	凯撒文化	6.22	8.1	51	0.34	0.59	0.74	0.88	18.3	10.6	8.4	7.0	1.2	3.8	0.3
300031.SZ	宝通科技	12.03	4.0	48	0.69	0.90	1.11	1.40	17.4	13.3	10.8	8.6	1.8	1.8	0.5
游戏平均									22.6	16.1	13.8	11.9	3.0	4.2	0.8
互联网															
300413.SZ	芒果超媒	47.73	10.5	506	0.92	1.13	1.44	1.71	51.9	42.3	33.1	28.0	6.2	4.4	1.8
002027.SZ	分众传媒	5.56	146.8	831	0.40	0.15	0.24	0.29	13.9	38.0	23.4	18.9	4.2	6.4	(3.9)
300785.SZ	值得买	114.29	0.5	62	2.39	2.13	2.63	3.24	47.8	53.6	43.4	35.3	11.8	9.2	5.0
000681.SZ	视觉中国	22.64	7.0	157	0.46	0.48	0.60	0.73	49.4	46.8	37.5	31.0	4.9	16.6	2.8
603533.SH	掌阅科技	15.84	4.0	64	0.35	0.39	0.43	0.50	45.3	40.8	36.5	31.6	5.2	3.0	3.2
互联网平均									41.6	44.3	34.8	28.9	6.4	7.9	3.2
出版															
601098.SH	中南传媒	12.85	18.0	235	0.69	0.75	0.81	0.91	18.6	17.1	15.8	14.2	1.6	2.2	1.8
603000.SH	人民网	24.05	11.1	269	0.19	0.28	0.37	0.48	126.6	84.7	65.1	50.3	8.6	11.7	2.4
601801.SH	皖新传媒	6.03	19.9	120	0.55	0.44	0.48	0.52	11.0	13.7	12.6	11.6	1.1	1.1	(6.9)
601900.SH	南方传媒	9.07	9.0	82	0.73	0.81	0.90	1.01	12.4	11.2	10.1	9.0	1.3	1.3	1.0
600757.SH	长江传媒	6.64	12.1	81	0.60	0.69	0.79	0.88	11.1	9.7	8.4	7.6	1.1	0.9	0.7
603096.SH	新经典	58.54	1.4	80	1.77	2.05	2.39	2.81	33.1	28.5	24.4	20.8	4.0	7.6	1.7
600088.SH	中视传媒	15.68	4.0	62	0.29	0.39	0.48	0.55	54.4	39.8	33.0	28.7	4.8	6.6	1.7
600229.SH	城市传媒	7.39	7.0	51	0.50	0.55	0.60	0.69	14.9	13.4	12.2	10.8	1.8	2.1	1.2
出版平均									35.3	27.3	22.7	19.1	3.1	4.2	1.5
广电															
600637.SH	东方明珠	10.03	34.3	346	0.59	0.60	0.64	0.64	17.0	16.8	15.6	15.6	1.1	2.4	5.9
600037.SH	歌华有线	10.11	13.9	140	0.50	0.56	0.51	N.A.	20.3	18.1	19.6	N.M.	1.0	5.0	N.M.
300770.SZ	新媒股份	94.03	1.3	121	2.13	2.42	3.16	3.90	44.1	38.9	29.8	24.1	8.0	13.8	1.7
603888.SH	新华网	22.40	5.2	119	0.55	0.65	0.74	0.82	40.8	34.6	30.4	27.3	3.8	6.3	2.4
广电平均									30.5	27.1	23.9	22.3	3.5	6.9	3.4

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

说明: 1. 股价为 9 月 12 日盘中价; 2. 总市值指该证券于所有上市地区市值的总和; 3. 流通市值指 A 股市值不含限售股; 4. EPS 预估采用 Wind 一致预期的中值; 5. 每股净资产指 2019 年的每股净资产, 采用 Wind 一致预期, 为平均值; 6. 平均值已剔除无意义的值



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

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，保证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理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com