

证券研究报告—动态报告

传媒

影视娱乐

视觉中国(000681)

买入

2019年三季度点评

(维持评级)

2019年10月30日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	701/661
总市值/流通(百万元)	14,866/14,030
上证综指/深圳成指	2,980/9,802
12个月最高/最低(元)	30.92/16.56

相关研究报告:

《视觉中国-000681-2019年半年报点评:子公司剥离及短期事件致Q2业绩下滑,“内容+技术”双轮驱动成长》——2019-08-12  
 《视觉中国-000681-2018年三季度报点评:核心主业稳健增长,持续看好长期成长潜力》——2018-10-31  
 《视觉中国-000681-2018年中报点评:技术助力经营效率快速提升,资源优势深化,商业模式持续拓展》——2018-08-30  
 《视觉中国-000681-2017年年报点评:内容壁垒筑高,商业模式拓展持续落地,看好公司长期成长潜力》——2018-04-25  
 《视觉中国-000681-图片市场百亿规模待耕,业态升级打开成长新空间》——2018-03-27

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160  
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩增速环比改善,关注拐点向上可能

● Q3 增速环比改善,短期事件影响逐步消退

1) 前三季度公司实现营业收入 5.86 亿元、归母净利润 2.15 亿元,同比分别下滑 16.5%、2.4%,对应摊薄 EPS 为 0.31 元; 2) Q3 单季度公司实现营业收入 1.83 亿元、归母净利润 0.82 亿元,同比分别下滑 16.5%、1.26%,下滑幅度相比上半年显著收窄(上半年公司营收、归母净利润同比分别下滑 16.5%、3.10%;其中 Q2 单季度营收、归母净利润同比分别下滑 27%、23%); 3) 营收和净利润下滑主要在于 a) 公司在 2018 年底剥离子公司亿迅资产导致合并报表范围发生变化; b) 4 月至 5 月期间公司关停版权交易平台自查整改;而从增长趋势上来看,短期事件影响正在逐步消退,公司营收和利润有望重拾增势。

● “内容+技术”双轮驱动公司成长,关注拐点向上可能

1) 内容方面,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,满足用户的需求,报告期内,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; 2) 技术方面,公司持续加大技术投入,基于大数据、人工智能、云计算等技术,建立起“大中台、小前台”的业务模式,依托内容+技术双轮驱动模式,进一步提升获客能力和服务水平;并针对大客户需求开发完成了客户素材的使用平台“vcg+”,帮助客户高效提升优质内容的使用和管理效率。在技术加持、产品创新推动之下,公司对客户服务的粘性和深度有望持续提升,推动公司核心业务持续成长。

● 风险提示: 监管风险,业绩低于预期风险,宏观经济波动风险。

● 投资建议: 看好视觉内容价值和公司长期成长空间,维持“买入”评级。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.20/3.90/4.54 亿元,同比增速 -0.3%/21.9%/16.4%; 全面摊薄 EPS 为 0.46/0.56/0.65 元,当前股价分别对应同期 45/37/31 倍 PE。公司在互联网图片行业具备显著的领先优势,在正版化持续推进、公司自身“视觉+行业”战略布局之下,长期成长可期;而在短期事件影响消退、下游需求有望复苏背景下业绩有望重拾较高增增速,继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	815	988	820	943	1,065
(+/-%)	10.8%	21.3%	-17.0%	15.0%	13.0%
净利润(百万元)	291	321	320.30	390.48	454.54
(+/-%)	35.5%	10.4%	-0.3%	21.9%	16.4%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.46	0.46	0.56	0.65
EBIT Margin	41.0%	44.2%	44.2%	50.8%	52.9%
净资产收益率(ROE)	11.3%	11.1%	10.1%	11.2%	11.7%
市盈率(PE)	49.0	44.4	44.5	36.5	31.4
EV/EBITDA	46.5	35.1	41.9	31.9	27.3
市净率(PB)	5.54	4.93	4.51	4.08	3.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**Q3 增速环比改善, 短期事件影响逐步消退。**1) 前三季度公司实现营业收入 5.86 亿元、归母净利润 2.15 亿元, 同比分别下滑 16.5%、2.4%, 对应摊薄 EPS 为 0.31 元; 2) Q3 单季度公司实现营业收入 1.83 亿元、归母净利润 0.82 亿元, 同比分别下滑 16.5%、1.26%, 下滑幅度相比上半年显著收窄 (上半年公司营收、归母净利润同比分别下滑 16.5%、3.10%; 其中 Q2 单季度营收、归母净利润同比分别下滑 27%、23%); 3) 营收和净利润下滑主要在于 a) 公司在 2018 年底剥离子公司亿迅资产导致合并报表范围发生变化; b) 4 月至 5 月期间公司关停版权交易平台自查整改; 而从增长趋势上来看, 短期事件影响正在逐步消退, 公司营收和利润有望重拾增势。

图 1: 营业收入及增速



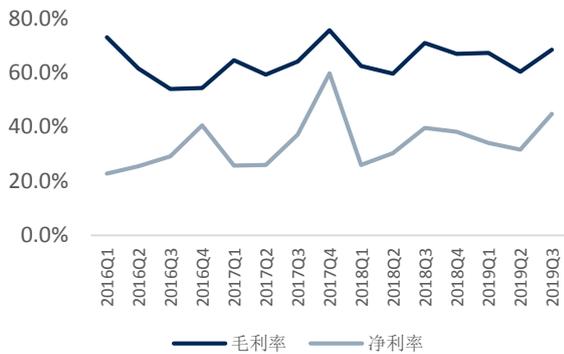
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**“内容+技术”双轮驱动公司成长, 关注拐点向上可能。**1) 内容方面, 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, 满足用户的需求, 报告期内, 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; 2) 技术方面, 公司持续加大技术投入, 基于大数据、人工智能、云计算等技术, 建立起“大中台、小前台”的业务模式, 依托内容+技术双轮驱动模式, 进一步提升获客能力和服务水平; 并针对大客户需求开发完成了客户素材的使用平台

“vcg+”，帮助客户高效提升优质内容的使用和管理效率。在技术加持、产品创新推动之下，公司对客户服务的粘性和深度有望持续提升，推动公司核心业务持续成长。

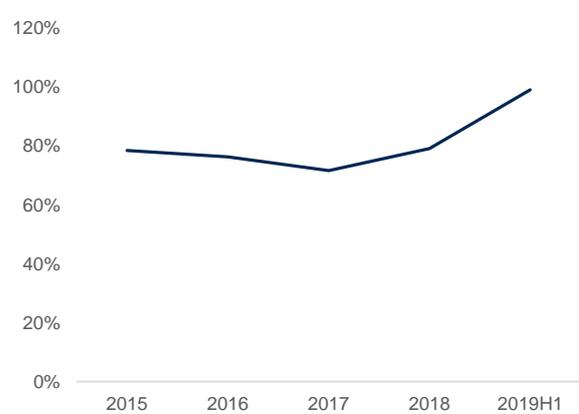
2019H1，公司核心主业“视觉素材与增值服务”业务收入为 3.98 亿元，同比增长 0.09%，占公司收入比重达 99%，客户及供稿端均稳步推进：客户端，与公司直接签约的客户数同比增长 31%，针对市场变化，公司重点对企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台等四个目标市场进行了开拓，收入占比分别为 37%、30%、18%及 15%。内容供给端，公司继续加大设计素材、视频、音乐、字体业务的投入，不断整合优质内容，满足用户的需求，报告期内，公司新增视频类签约供稿人近千名，与近 10 家视频、音乐、设计、字体公司签署了素材独家代理协议。

图 5: 视觉中国视觉素材与增值服务收入(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 视觉中国视觉素材与增值服务占公司收入比重



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 看好视觉内容价值和公司长期成长空间, 维持“买入”评级。**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.20/3.90/4.54 亿元, 同比增速-0.3/21.9/16.4%; 全面摊薄 EPS 为 0.46/0.56/0.65 元, 当前股价分别对应同期 45/37/31 倍 PE。公司在互联网图片行业具备显著的领先优势, 在正版化持续推进、公司自身“视觉+行业”战略布局之下, 长期成长可期; 而在短期事件影响消退、下游需求有望复苏背景下业绩有望重拾较高增增速, 继续维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值水平

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE			总市值 (亿)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603533	掌阅科技	14.46	0.33	0.35	0.54	43.82	41.31	26.78	59
300413	芒果超媒	27.86	0.485	0.65	0.88	57.44	42.86	31.66	496
603096	新经典	57.7	1.89	1.77	2.05	30.53	32.60	28.15	78
000681	视觉中国	20.35	0.42	0.46	0.68	48.45	44.24	29.93	143

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	391	418	426	412	营业收入	815	988	820	943
应收款项	373	295	67	77	营业成本	278	349	290	321
存货净额	29	0	16	18	营业税金及附加	6	8	6	7
其他流动资产	15	116	71	82	销售费用	72	81	67	57
<b>流动资产合计</b>	<b>808</b>	<b>1010</b>	<b>868</b>	<b>1050</b>	管理费用	125	114	94	79
固定资产	6	4	11	22	财务费用	35	26	(11)	35
无形资产及其他	20	94	91	87	投资收益	66	33	33	33
投资性房地产	2192	1869	1869	1869	资产减值及公允价值变动	(15)	(17)	(15)	0
长期股权投资	1074	1253	1560	1804	其他收入	4	(34)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4099</b>	<b>4230</b>	<b>4399</b>	<b>4831</b>	营业利润	354	392	391	477
短期借款及交易性金融负债	346	505	616	765	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项	185	141	52	57	<b>利润总额</b>	<b>353</b>	<b>392</b>	<b>391</b>	<b>476</b>
其他流动负债	205	209	99	100	所得税费用	41	57	56	69
<b>流动负债合计</b>	<b>736</b>	<b>855</b>	<b>768</b>	<b>922</b>	少数股东损益	22	14	14	17
长期借款及应付债券	490	276	276	276	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>291</b>	<b>321</b>	<b>320</b>	<b>390</b>
其他长期负债	270	189	172	116					
<b>长期负债合计</b>	<b>760</b>	<b>466</b>	<b>448</b>	<b>392</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1496</b>	<b>1320</b>	<b>1216</b>	<b>1314</b>	净利润	291	321	320	390
少数股东权益	31	20	23	27	资产减值准备	2	2	8	19
股东权益	2572	2890	3161	3491	折旧摊销	4	8	7	9
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4099</b>	<b>4230</b>	<b>4399</b>	<b>4831</b>	公允价值变动损失	15	17	15	0
					财务费用	35	26	(11)	35
					营运资本变动	(529)	209	48	(54)
					其它	16	9	(4)	(15)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(199)</b>	<b>566</b>	<b>393</b>	<b>349</b>
					资本开支	0	14	(32)	(35)
					其它投资现金流	1	(180)	(108)	(173)
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(253)</b>	<b>(345)</b>	<b>(448)</b>	<b>(451)</b>
					权益性融资	(4)	0	0	0
					负债净变化	254	(213)	0	0
					支付股利、利息	(45)	(61)	(50)	(61)
					其它融资现金流	(39)	355	111	149
					<b>融资活动现金流</b>	<b>375</b>	<b>(193)</b>	<b>62</b>	<b>88</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(77)</b>	<b>28</b>	<b>7</b>	<b>(14)</b>
					货币资金的期初余额	468	391	418	426
					货币资金的期末余额	391	418	426	412
					企业自由现金流	0	604	304	291
					权益自由现金流	0	746	424	412

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032