

视觉中国 (000681)

守得云开见月明，风物长宜放眼量

事件：2019年12月10日国家网信办就网站违规从事互联网新闻信息服务等问题约谈视觉中国和IC photo，责令两家网站立即停止违法违规行，全面彻底整改。经过1个多月的整改，视觉中国主网站已于1月23日下午恢复访问。我们回顾完整事件点评如下：

从事件起因看：1) 此次被要求暂停服务的网站包括视觉中国和东方IC等行业领先公司，可以判断整改针对全行业非特定公司；2) 我们理解整改的大背景是18年以来监管机构架构调整和规则重塑，游戏版号审核暂停到最终恢复，电视剧电影换档延期、国家网信办对移动APP开展专项整治。综上，我们认为本次整改大概率是互联网新闻信息图片使用传播引发的监管机构关注，并借以制定新时期的图片监管规则。

从公司运营看：1) 本次事件涉及的互联网新闻信息图片从数量上看占公司图片总数比例较小；2) 虽然视觉中国主站于12月10日起暂停服务，但旗下微利图库Veer、图片社区视觉·ME等其他网站在此期间均正常运营，因而我们推断主站整改是少部分图片引发的监管关注，而不是对图片服务整体商业模式的否定，恢复访问再次验证我们观点。

从行业趋势看：当前知识产权保护被提升至空前战略高度。19年11月，《关于强化知识产权保护的若干意见》发布，这是第一个以中共中央办公厅、国务院办公厅名义出台的知识产权保护工作纲领性文件。1月6日，全国知识产权局局长会议在京开幕，会议透露我国已完成面向2035年的国家知识产权强国战略纲要初稿制定工作，2020年将完成纲要制定。受制于历史习惯，图片付费率严重低于视频、音乐等，版权保护趋势下受益弹性最大。

从竞争格局看：公司为国内第一大图片交易平台，规模优势明显，和国企协作远大于竞争。国有媒体包括新华社（编辑类图片市场份额50%）、人民网等均有自建图库，主要为编辑类图片。视觉中国图片库全面涵盖创意类和媒体类图片（新闻类图片业绩占比较小），因此国企在时政新闻类图片的竞争并不影响视觉整体市场领先的判断。“黑洞”事件后人民网为视觉中国提供审核服务，未来公司在积极满足监管要求下，也不排除贡献技术能力加大和国企合作，成为版权保护践行者（参考过去两年腾讯在游戏领域积极推进未成年人保护，新版号获取正常，游戏业务恢复正常增长）。

投资建议：公司2019年经历两次风波，但客观理性分析，正版图片服务需求及公司长期投资逻辑并未改变（两次风波后管理层对监管高度重视及维权方式不断改善）。考虑到主站关停短期业绩影响，以及疫情对宏观经济活动影响，我们将视觉中国2019-2021年归母净利润由3.21/4.26/5.44亿元下调至3.04/4.05/5.10亿元，分别同比增长-5.5%/33.5%/25.8%。受两次“黑天鹅”影响，视觉中国2019年初至今下跌23.5%，同期中信传媒指数上涨29.7%。随着网站恢复、监管体系纳入，以及长期和国企的深度合作可能，我们看好公司作为细分领域龙头估值修复空间，给予目标价25.5元/股，对应2021年P/E 35倍（历史P/E未低于过35倍），维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险，正版化不及预期，疫情影响，行业竞争加剧。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	814.57	987.84	845.40	1,044.88	1,297.20
增长率(%)	10.75	21.27	(14.42)	23.60	24.15
EBITDA(百万元)	427.98	459.96	386.61	501.80	616.70
净利润(百万元)	290.82	321.21	303.62	405.30	509.70
增长率(%)	35.48	10.45	(5.48)	33.49	25.76
EPS(元/股)	0.42	0.46	0.43	0.58	0.73
市盈率(P/E)	42.88	38.82	41.07	30.77	24.47
市净率(P/B)	4.85	4.31	3.95	3.54	3.13
市销率(P/S)	15.31	12.62	14.75	11.93	9.61
EV/EBITDA	30.87	34.46	30.31	22.63	17.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.8元
目标价格	25.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	700.58
流通A股股本(百万股)	661.18
A股总市值(百万元)	12,470.28
流通A股市值(百万元)	11,768.96
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	26.78
一年内最高/最低(元)	30.99/15.38

作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
蓝全	联系人
lantong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《视觉中国-季报点评:核心业务恢复正增长符合预期，图片版权保护大方向逻辑不变》2019-10-30
- 《视觉中国-半年报点评:业绩符合我们预期，积极关注环比改善趋势》2019-08-06
- 《视觉中国-首次覆盖报告:凤凰涅槃，再踏征程》2019-06-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	390.50	418.49	257.09	573.22	878.60
应收票据及应收账款	352.49	186.68	222.73	269.96	318.44
预付账款	6.50	30.12	14.18	20.31	22.64
存货	29.39	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.11	194.44	93.43	93.43	93.43
流动资产合计	808.00	829.73	587.44	956.91	1,313.10
长期股权投资	1,073.61	1,252.56	1,352.56	1,452.56	1,552.56
固定资产	5.94	4.09	3.79	3.49	3.20
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	20.28	94.46	86.25	78.04	69.83
其他	2,191.64	1,869.19	1,795.71	1,793.92	1,792.14
非流动资产合计	3,291.46	3,220.29	3,238.30	3,328.01	3,417.72
资产总计	4,099.47	4,230.02	4,005.74	4,464.92	4,910.82
短期借款	157.63	177.67	77.67	27.67	0.00
应付票据及应付账款	185.25	140.83	111.74	195.33	186.99
其他	393.29	536.28	174.42	235.38	258.73
流动负债合计	736.17	854.77	363.84	458.38	445.72
长期借款	489.66	276.46	276.46	276.46	276.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	270.17	189.05	189.05	189.05	189.05
非流动负债合计	759.83	465.52	465.52	465.52	465.52
负债合计	1,496.00	1,320.29	829.35	923.90	911.23
少数股东权益	30.96	19.62	19.62	19.62	19.62
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1,600.35	1,613.55	1,613.55	1,613.55	1,613.55
留存收益	2,510.82	2,809.71	3,082.87	3,447.51	3,906.07
其他	(1,612.57)	(1,607.04)	(1,613.55)	(1,613.55)	(1,613.55)
股东权益合计	2,603.46	2,909.74	3,176.39	3,541.02	3,999.59
负债和股东权益总	4,099.47	4,230.02	4,005.74	4,464.92	4,910.82

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	312.57	335.25	303.62	405.30	509.70
折旧摊销	5.67	9.41	8.51	8.51	8.51
财务费用	31.32	28.86	20.61	16.47	8.54
投资损失	(65.71)	(32.84)	(63.42)	(67.56)	(74.33)
营运资金变动	(495.90)	17.20	19.17	92.99	(34.02)
其它	462.18	(66.84)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	250.13	291.05	288.48	455.70	418.40
资本支出	338.45	254.79	28.30	100.00	100.00
长期投资	253.51	178.95	100.00	100.00	100.00
其他	(764.76)	(569.08)	(93.18)	(232.44)	(225.67)
投资活动现金流	(172.80)	(135.34)	35.12	(32.44)	(25.67)
债权融资	835.36	781.57	354.14	304.14	276.46
股权融资	(50.33)	5.59	(27.12)	(16.47)	(8.54)
其他	(923.93)	(916.74)	(812.03)	(394.80)	(355.27)
筹资活动现金流	(138.90)	(129.59)	(485.01)	(107.13)	(87.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(61.57)	26.12	(161.40)	316.13	305.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	814.57	987.84	845.40	1,044.88	1,297.20
营业成本	278.11	349.17	270.46	328.82	409.40
营业税金及附加	5.69	7.76	6.64	8.20	10.18
营业费用	71.54	80.71	88.77	104.49	129.72
管理费用	85.87	113.89	118.36	125.39	155.66
研发费用	39.16	44.50	46.50	52.24	58.37
财务费用	35.23	26.32	20.61	16.47	8.54
资产减值损失	14.86	16.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.63)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.71	32.84	63.42	67.56	74.33
其他	(134.52)	(76.46)	(126.84)	(135.12)	(148.66)
营业利润	353.55	392.20	357.50	476.82	599.65
营业外收入	0.22	0.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.49	0.56	0.30	0.00	0.00
利润总额	353.28	391.80	357.20	476.82	599.65
所得税	40.71	56.55	53.58	71.52	89.95
净利润	312.57	335.25	303.62	405.30	509.70
少数股东损益	21.75	14.04	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	290.82	321.21	303.62	405.30	509.70
每股收益(元)	0.42	0.46	0.43	0.58	0.73

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.75%	21.27%	-14.42%	23.60%	24.15%
营业利润	30.84%	10.93%	-8.85%	33.38%	25.76%
归属于母公司净利润	35.48%	10.45%	-5.48%	33.49%	25.76%
获利能力					
毛利率	65.86%	64.65%	68.01%	68.53%	68.44%
净利率	35.70%	32.52%	35.91%	38.79%	39.29%
ROE	11.30%	11.11%	9.62%	11.51%	12.81%
ROIC	18.17%	16.88%	13.37%	17.43%	21.49%
偿债能力					
资产负债率	36.49%	31.21%	20.70%	20.69%	18.56%
净负债率	17.09%	12.48%	3.06%	-7.60%	-15.05%
流动比率	1.10	1.18	2.11	2.48	3.35
速动比率	1.06	1.18	2.11	2.48	3.35
营运能力					
应收账款周转率	2.33	3.66	4.13	4.24	4.41
存货周转率	27.71	67.21	n.a	n.a	n.a
总资产周转率	0.21	0.24	0.21	0.25	0.28
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.46	0.43	0.58	0.73
每股经营现金流	0.36	0.42	0.41	0.65	0.60
每股净资产	3.67	4.13	4.51	5.03	5.68
估值比率					
市盈率	42.88	38.82	41.07	30.77	24.47
市净率	4.85	4.31	3.95	3.54	3.13
EV/EBITDA	30.87	34.46	30.31	22.63	17.87
EV/EBIT	31.19	35.05	30.99	23.02	18.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com