网站恢复试运营，图片版权龙头再出发

——视觉中国（000681）事件点评

买入|维持

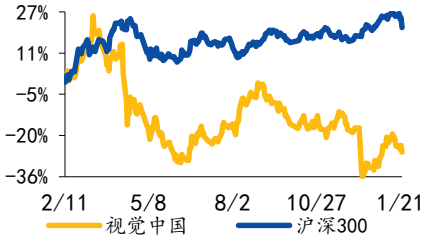
当前价/目标价：17.80 元/24.08 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	30.69 / 15.5
A 股流通股（百万股）：	661.18
A 股总股本（百万股）：	700.58
流通市值（百万元）：	11768.96
总市值（百万元）：	12470.28

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

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、违规与境外企业开展涉及互联网新闻信息服务业务的合作等问题约谈视觉中国和 IC photo，责令两家网站全面彻底整改。经过 1 个多月的自查整改，视觉中国主网站于 1 月 23 日恢复运行。

点评：

- **新闻类图片受影响，政策风险基本消除**

此次被要求整改的为视觉中国主网站，而公司旗下微利图库 Veer、图片社区视觉·ME 等其他网站均正常运营。公司网站恢复访问后，下架部分新闻编辑类图片，主要涉及时政、社会、突发事件、经济、军事五类主题，这部分图片数量占公司在库图片数量较低，不到 5%，对公司整体运营影响较小。监管层面主要关注少部分新闻类图片，而非对图片版权服务业务模式的否定。而此次整改后，我们认为公司政策风险基本消除，随着主网站恢复运营，业绩持续修复增长。

- **视觉版权龙头再起航**

公司为国内第一大视觉版权平台，截至 2019 上半年，公司与超过 40 万名签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构合作，每日更新超过 2 亿张图片，行业龙头地位显著。2019 年经历了两次整改后，公司业务模式更趋规范与成熟，与国有媒体的利益趋向于一致。未来公司在积极配合监管要求下，有望进一步加深与国有企业合作，共同促进国内图片、视频的版权保护。

- **投资建议与盈利预测**

公司是国内图库行业龙头，所在行业持续受益于正版化浪潮，公司占据优质成长赛道的绝对龙头地位。“海量+独家”保证了个公司上游的高壁垒，同时不断加大研发投入，提升对下游客户粘性。2019 年经历两次监管风波后公司业务更加规范，政策风险基本消除，业务有望重回增长快轨。考虑网站停止运营对公司短期业绩影响较大，叠加近期新冠疫情不确定性影响，预计 2019-2021EPS 为 0.44/0.56/0.74，对应 PE 为 41.11/32.29/24.60，维持“买入”评级。

- **风险提示**

疫情影响、正版化进程不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	814.55	987.84	794.00	1047.00	1361.10
收入同比（%）	10.75	21.27	-19.62	31.86	30.00
归母净利润(百万元)	290.82	321.21	310.01	394.66	518.11
归母净利润同比(%)	35.48	10.45	-3.49	27.31	31.28
ROE（%）	11.33	11.11	9.81	11.11	12.71
每股收益（元）	0.42	0.46	0.44	0.56	0.74
市盈率(P/E)	43.82	39.67	41.11	32.29	24.60

资料来源：Wind,国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
流动资产	808.00	1009.73	1330.34	1810.97	2443.87
现金	390.50	418.49	738.27	1124.90	1634.74
应收账款	352.26	185.09	251.53	307.24	385.94
其他应收款	20.70	186.01	87.06	126.98	174.88
预付账款	6.50	30.12	14.39	20.46	27.71
存货	29.39	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	8.64	190.01	239.09	231.39	220.60
非流动资产	3285.38	3220.29	3183.33	3272.55	3294.05
长期投资	1067.52	1252.56	1118.80	1154.84	1159.11
固定资产	5.94	4.09	2.10	0.11	0.11
无形资产	20.28	94.46	125.60	160.77	199.11
其他非流动资产	2191.64	1869.19	1936.83	1956.83	1935.72
资产总计	4093.38	4230.02	4513.67	5083.52	5737.92
流动负债	736.17	854.77	726.25	807.07	895.86
短期借款	157.63	177.67	170.99	173.22	172.48
应付账款	185.25	140.83	109.29	139.35	181.16
其他流动负债	393.29	536.28	445.97	494.50	542.23
非流动负债	759.83	465.52	609.14	697.56	738.56
长期借款	489.66	276.46	331.76	398.11	460.67
其他非流动负债	270.17	189.05	277.39	299.45	277.89
负债合计	1496.00	1320.29	1335.40	1504.63	1634.42
少数股东权益	30.97	19.62	17.82	25.06	28.23
股本	700.58	700.58	700.58	700.58	700.58
资本公积	1600.35	1613.55	1613.55	1613.55	1613.55
留存收益	904.38	1196.17	1473.95	1868.61	2386.71
归属母公司股东权益	2566.41	2890.11	3160.45	3553.83	4075.27
负债和股东权益	4093.38	4230.02	4513.67	5083.52	5737.92

现金流量表					单位:百万元
会计年度	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
经营活动现金流	250.13	291.05	320.55	333.79	444.17
净利润	312.57	335.25	308.21	401.90	521.28
折旧摊销	5.67	9.41	6.17	6.46	4.63
财务费用	35.23	26.32	18.23	26.43	33.14
投资损失	-65.71	-32.84	-53.16	-61.14	-70.31
营运资金变动	-44.42	-70.00	-50.19	-36.17	-44.38
其他经营现金流	6.80	22.90	91.31	-3.69	-0.19
投资活动现金流	-172.80	-135.34	88.19	-4.56	28.65
资本支出	15.07	28.90	0.00	0.00	0.00
长期投资	299.48	205.07	-109.36	32.60	1.93
其他投资现金流	141.75	98.62	-21.17	28.04	30.58
筹资活动现金流	-138.90	-129.59	-88.97	57.41	37.03
短期借款	135.63	20.04	-6.68	2.23	-0.74
长期借款	254.12	-213.20	55.29	66.35	62.56
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	13.19	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-528.65	50.38	-137.58	-11.17	-24.79
现金净增加额	-65.58	28.09	319.77	386.63	509.85

利润表					单位:百万元
会计年度	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
营业收入	814.55	987.84	794.00	1047.00	1361.10
营业成本	278.11	349.17	270.99	345.51	449.16
营业税金及附加	5.69	7.76	5.86	7.82	10.21
营业费用	71.54	80.71	67.49	94.23	122.50
管理费用	99.01	113.89	87.34	115.17	149.72
研发费用	26.02	44.50	39.50	52.35	61.25
财务费用	35.23	26.32	18.23	26.43	33.14
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	53.16	61.14	70.31
营业利润	353.55	392.20	360.79	470.26	609.78
营业外收入	0.22	0.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.49	0.56	0.59	0.56	0.57
利润总额	353.28	391.80	360.20	469.69	609.21
所得税	40.71	56.55	51.99	67.79	87.93
净利润	312.57	335.25	308.21	401.90	521.28
少数股东损益	21.75	14.04	-1.80	7.24	3.17
归属母公司净利润	290.82	321.21	310.01	394.66	518.11
EBITDA	394.45	427.94	385.19	503.15	647.55
EPS（元）	0.42	0.46	0.44	0.56	0.74

主要财务比率					
会计年度	**2017**	**2018**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
成长能力					
营业收入(%)	10.75	21.27	-19.62	31.86	30.00
营业利润(%)	30.84	10.93	-8.01	30.34	29.67
归属母公司净利润(%)	35.48	10.45	-3.49	27.31	31.28
获利能力					
毛利率(%)	65.86	64.65	65.87	67.00	67.00
净利率(%)	35.70	32.52	39.04	37.69	38.07
ROE(%)	11.33	11.11	9.81	11.11	12.71
ROIC(%)	29.26	32.45	26.38	33.05	40.50
偿债能力					
资产负债率(%)	36.55	31.21	29.59	29.60	28.48
净负债比率(%)	55.84	59.20	56.22	55.55	55.23
流动比率	1.10	1.18	1.83	2.24	2.73
速动比率	1.06	1.18	1.83	2.24	2.73
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.24	0.18	0.22	0.25
应收账款周转率	2.23	3.45	3.38	3.53	3.69
应付账款周转率	1.59	2.14	2.17	2.78	2.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.46	0.44	0.56	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.42	0.46	0.48	0.63
每股净资产(最新摊薄)	3.66	4.13	4.51	5.07	5.82
估值比率					
P/E	43.82	39.67	41.11	32.29	24.60
P/B	4.97	4.41	4.03	3.59	3.13
EV/EBITDA	28.38	26.16	29.06	22.25	17.29

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188