

# 视觉中国 (000681)

证券研究报告

2020年03月26日

## 继网站恢复运营后，与人民网合作业务正式上线，坚定看好

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。1月23日下午恢复访问开始试运营，公司网站恢复访问后，下架了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，3月20日公司公告，试运营期间，公司持续加强管理，巩固整改成果，截至目前整体运营平稳，自即日起恢复正常运行。

3月25日由人民网主办，视觉中国独家战略合作的“人民视觉网”正式上线。人民视觉网是在人民网自有大型新闻图片库“人民图片网”的基础上进行的一次视觉资源的深度整合和技术升级赋能。新上线的人民视觉网是集视觉内容聚合分发及交易管理运营为一体的视觉内容在线智能服务平台，平台素材种类包括：

- 1) 新闻图片/视频：实时更新政经要闻、法制、军事、社会等有关各类新闻图片/视频，满足媒体新闻图片/视频需求；
- 2) 新闻漫画：汇聚全国百名签约漫画师，用漫画让新闻更生动、有理；
- 3) 新闻图表：以信息可视化的方式解读新闻、涵盖数据类、列表类、流程还原类等。

我们认为通过此次与人民网合作，视觉中国平台内所有内容均已纳入监管体系，进一步规避合规风险。2019年“黑洞”事件后，公司与人民网第一次建立合作，人民网发挥其在内容领域的独特优势，在其技术体系支撑下为视觉中国提供内容审核服务，提升了视觉中国内容质量与合规服务能力。此次合作为视觉中国和人民网的第二次合作，我们认为双方将结合各自优势合作运营涉及互联网新闻信息服务的政经要闻、法制、军事、社会等图片，而其余编辑类图片在视觉中国网站维持原有模式正常运营。人民网控股股东人民日报社是中共中央直属事业单位和中共中央的新闻机构，我们认为视觉中国通过两次与人民网的合作，已将平台内所有内容纳入监管体系，大幅加强了平台的合规能力，有利于公司规避合规风险。

**投资建议：**公司2019年经历两次风波，我们坚持认为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），随着网站恢复、监管体系纳入，以及和人民网运营新闻类图片的合作落地，继续看好公司作为细分领域龙头估值修复空间。Q1停运及疫情预判影响公司业绩，我们暂时维持2019-2021年视觉中国归母净利润分别为3.04/4.05/5.10亿元，分别同比增长-5.5%/33.5%/25.8%。维持目标价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)	41.00	37.12	39.27	29.42	23.39
市净率(P/B)	4.64	4.13	3.78	3.39	3.00
市销率(P/S)	14.64	12.07	14.10	11.41	9.19
EV/EBITDA	30.87	34.46	28.90	21.54	16.99

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	17.02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)	11,923.83
流通A股市值(百万元)	11,253.24
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	26.78
一年内最高/最低(元)	28.30/14.88

### 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

- 1 《视觉中国-公司点评:守得云开见月明，风物长宜放眼量》2020-02-01
- 2 《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
- 3 《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

## 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	357.09	723.22	1,056.27
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
<b>流动资产合计</b>	<b>808.00</b>	<b>829.73</b>	<b>687.44</b>	<b>1,106.91</b>	<b>1,490.77</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,291.46</b>	<b>3,220.29</b>	<b>3,238.30</b>	<b>3,328.01</b>	<b>3,417.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,099.47</b>	<b>4,230.02</b>	<b>4,105.74</b>	<b>4,614.92</b>	<b>5,088.49</b>
短期借款	157.63	177.67	177.67	177.67	177.67
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
<b>流动负债合计</b>	<b>736.17</b>	<b>854.77</b>	<b>463.84</b>	<b>608.38</b>	<b>623.39</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>759.83</b>	<b>465.52</b>	<b>465.52</b>	<b>465.52</b>	<b>465.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,496.00</b>	<b>1,320.29</b>	<b>929.35</b>	<b>1,073.90</b>	<b>1,088.90</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,603.46</b>	<b>2,909.74</b>	<b>3,176.39</b>	<b>3,541.02</b>	<b>3,999.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,099.47</b>	<b>4,230.02</b>	<b>4,105.74</b>	<b>4,614.92</b>	<b>5,088.49</b>

  

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>250.13</b>	<b>291.05</b>	<b>288.48</b>	<b>455.70</b>	<b>418.40</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(172.80)</b>	<b>(135.34)</b>	<b>35.12</b>	<b>(32.44)</b>	<b>(25.67)</b>
债权融资	835.36	781.57	454.14	454.14	454.14
股权融资	(50.33)	5.59	(27.12)	(16.47)	(8.54)
其他	(923.93)	(916.74)	(812.03)	(494.80)	(505.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(138.90)</b>	<b>(129.59)</b>	<b>(385.01)</b>	<b>(57.13)</b>	<b>(59.68)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(61.57)</b>	<b>26.12</b>	<b>(61.40)</b>	<b>366.13</b>	<b>333.05</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>814.57</b>	<b>987.84</b>	<b>845.40</b>	<b>1,044.88</b>	<b>1,297.20</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>353.55</b>	<b>392.20</b>	<b>357.50</b>	<b>476.82</b>	<b>599.65</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>353.28</b>	<b>391.80</b>	<b>357.20</b>	<b>476.82</b>	<b>599.65</b>
所得税	40.71	56.55	53.58	71.52	89.95
<b>净利润</b>	<b>312.57</b>	<b>335.25</b>	<b>303.62</b>	<b>405.30</b>	<b>509.70</b>
少数股东损益	21.75	14.04	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>290.82</b>	<b>321.21</b>	<b>303.62</b>	<b>405.30</b>	<b>509.70</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.49%	31.21%	22.64%	23.27%	21.40%
净负债率	17.09%	12.48%	3.06%	-7.60%	-15.05%
流动比率	1.10	1.18	1.87	2.12	2.68
速动比率	1.06	1.18	1.87	2.12	2.68
<b>营运能力</b>					
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	0.20	0.24	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	41.00	37.12	39.27	29.42	23.39
市净率	4.64	4.13	3.78	3.39	3.00
EV/EBITDA	30.87	34.46	28.90	21.54	16.99
EV/EBIT	31.19	35.05	29.55	21.91	17.23

### 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