

强烈推荐-A (维持)

视觉中国 000681.SZ

当前股价: 20.68 元

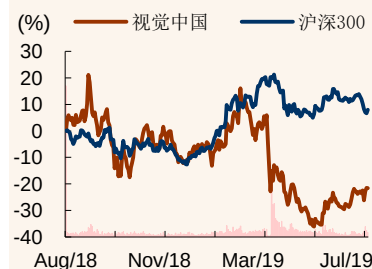
2019 年 08 月 09 日

基础数据

上证综指	2795
总股本(万股)	70058
已上市流通股(万股)	31046
总市值(亿元)	145
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	25.8%
主要股东	吴春红
主要股东持股比例	13.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-10	-12
相对表现	15	-21	-20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《视觉中国(000681)——新上线字体业务, 丰富视觉素材端业务品类》2018-12-13
- 2、《视觉中国(000681)——三季报基本符合预期, 核心主业利润增速强劲达 44%》2018-11-08
- 3、《视觉中国(000681)——剥离亿迅资产组, 更聚焦视觉内容与服务主业——剥离亿迅资产组, 更聚焦视觉内容与服务主业》2018-10-09

朱璿

zhujun5@cmschina.com.cn
S1090516080002

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

19Q2受411事件影响, 预计未来逐季改善

我们预计公司从 19Q3 开始受 411 事件的影响会逐渐减小, 业绩会逐季改善, 全年核心主业估计能实现正增长。我们长期看好视觉中国作为视觉素材付费龙头的发展前景, 经过 411 事件后公司和行业都将进入更健康的发展轨道。

- 公司 19H1 实现营收 4.02 亿元, 同比减少 16.5%; 归母净利 1.33 亿元, 同比减少 3.1%, 基本符合我们预期; 扣非后的净利润同比减少 2.1%至 1.31 亿元。同比下降, 主要因受到 411 事件及 2018 年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化影响。
- 19Q2 单季实现营业收入 2.38 亿元, 同比下降 27%。其中, 我们估计核心主业“视觉内容与服务”收入同比下降约 15%, 19Q2 实现归母净利润为 0.75 亿元, 同比下降-22.6%。19H1 整体毛利率为 63.1%, 同比增长 2.6 个百分点; Q2 整体毛利率为 60.3%, 同比上升 0.7 个百分点, 主要因低毛利率的软件信息服务和广告创意服务业务剥离。核心主业视觉内容与服务业务的毛利率上半年基本持平(-0.99 个百分点)。
- “优质内容”+“智能服务”双轮驱动。此策略将带来素材使用数量的增长、客户质量提升、客户数量的增长, 以及与互联网平台客户的战略合作实现对海量长尾市场的覆盖。直接签约的合作客户数同比增长 31%。根据市场变化, 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%、15%, 分别达到 1.47 亿、1.20 亿、0.72 亿、0.60 亿, 同比增长分别为-9.7%、3.5%、-5.2%、36.5%。公司还将继续打造“视觉+生态”, 与行业协同发展。
- 我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 3.34 亿元、4.26 亿元和 5.38 亿元, 分别同比增长 3.9%、27.6%和 26.2%, 对应 2019-21 年市盈率分别为 43.4 倍、34.0 倍和 26.9 倍。维持“强烈推荐-A”评级。

- 风险提示: 411 事件影响的恢复情况低预期, 行业竞争加剧, 用户的正常拓展速度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	815	988	915	1143	1429
同比增长	11%	21%	-7%	25%	25%
营业利润(百万元)	354	392	406	521	658
同比增长	31%	11%	4%	28%	26%
净利润(百万元)	291	321	334	426	538
同比增长	35%	10%	4%	28%	26%
每股收益(元)	0.42	0.46	0.48	0.61	0.77
PE	49.8	45.1	43.4	34.0	26.9
PB	5.6	5.0	4.5	4.0	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、19H1 业绩概况	3
二、Q2 核心主业受 411 事件拖累，且 2018 年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化	5
三、内容和技术驱动，成长大趋势不变，持续打造“视觉+生态”	6
四、19H1 整体毛利率有所提升，管理及研发费用率增加	7
五、盈利预测及投资建议	8

图表目录

表 1：公司 19H1 财务指标（单位：百万元）	3
表 2：公司 19Q2 财务指标（单位：百万元）	4
表 3：公司 19H1 分业务营收及毛利率（单位：百万元）	4
图 1：公司营业总收入与同比增速（单位：百万元）	5
图 2：公司视觉内容与服务业务营业收入（单位：百万元）	6
图 3：公司归母净利润情况（单位：百万元）	6
图 4：公司费用率（季度）	8
图 5：公司毛利率和归母净利润率	8
附：财务预测表	9

一、19H1 业绩概况

公司 19H1 实现营收 4.02 亿元,同比减少 16.5%,归母净利润 1.33 亿元,同比减少 3.1%;扣非后的净利润同比减少 2.1%至 1.31 亿元,基本符合我们预期。同比下降主要受到 411 事件及 2018 年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化影响。

分季度看,19Q2 营业收入为 2.38 亿元,同比下降-27.0%;实现归母净利润为 0.75 亿元,同比下降-22.6%。19H1 整体毛利率为 63.1%,同比增长 2.6 个百分点;Q2 整体毛利率为 60.3%,同比上升 0.7 个百分点。

表 1: 公司 19H1 财务指标 (单位: 百万元)

	2019H1	2018H1	同比
营业收入	402.1	481.6	-16.5%
营业成本	148.3	190.4	-22.1%
毛利润	253.8	291.2	-12.8%
税金及附加	1.9	3.7	-48.1%
销售费用	46.2	67.4	-31.5%
管理费用	50.6	49	3.2%
研发费用	14.4	11.4	26.3%
财务费用	10.4	16.2	-35.6%
其他收益	1.5	8.4	-82.4%
投资收益	26.6	22.5	18.6%
资产减值损失		-15.3	
信用减值损失	1.3		
资产处置收益		-0.01	
营业利润	159.6	159	0.40%
营业外收入	0	0.002	-84.1%
营业外支出	0.417	0.002	23508.3%
利润总额	159.2	159	0.1%
所得税费用	28.1	20	40.5%
净利润	131.1	139	-5.7%
归母净利润	132.6	136.8	-3.1%
主要比率			
毛利率(%)	63.1%	60.5%	2.6%
销售费用率(%)	11.5%	14.0%	-2.5%
管理费用率(%)	12.6%	10.2%	2.4%
财务费用率(%)	2.6%	3.4%	-0.8%
归母净利率(%)	33.0%	28.4%	4.6%

资料来源:公司公告、招商证券

表 2：公司 19Q2 财务指标（单位：百万元）

	2019Q2	2018Q2	同比
营业收入	238.2	326.3	-27.0%
营业成本	94.6	131.9	-28.3%
毛利润	143.6	194.3	-26.1%
税金及附加	1	2.6	-60.2%
销售费用	28.3	53.0	-46.7%
管理费用	26.9	22.3	20.8%
研发费用	4.1	5.5	-26.1%
财务费用	8.5	2.8	200.3%
其他收益	1.2	4.1	-71.9
投资收益	15.5	11.0	40.5%
资产减值损失	0	-15.4	
信用减值损失	3.1	0	
资产处置收益	0	-0.01	
营业利润	94.5	107.71	-12.3%
营业外收入	0	0	-84.1%
营业外支出	0.3	0	16894.1%
利润总额	94.2	107.71	-12.6%
所得税费用	19	8.95	112.1%
净利润	75.2	98.76	-23.9%
归母净利润	75	96.89	-22.6%
主要比率			
毛利率(%)	60.30%	59.60%	0.7%
销售费用率(%)	11.90%	16.30%	-4.4%
管理费用率(%)	11.30%	6.80%	4.5%
财务费用率(%)	3.60%	0.90%	2.7%
归母净利率(%)	31.50%	29.70%	1.8%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司 19H1 分业务营收及毛利率（单位：百万元）

	2019H1	2018H1	同比
营业收入	402.1	481.6	-16.5%
视觉内容与服务（核心主业）	398.4	398	0.1%
其他	3.8	83.6	-95.5%
营业成本	148.3	190.4	-22.1%
视觉内容与服务（核心主业）	146.1	142	2.9%
其他	2.3	48.4	-95.3%
毛利润	253.8	291.2	-12.80%
毛利率	63.11%	60.47%	2.64%
视觉内容与服务（核心主业）	63.33%	64.32%	-0.99%
其他	40.35%	42.14%	-1.79%

资料来源：公司公告、招商证券

二、Q2 核心主业受 411 事件拖累，且 2018 年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化

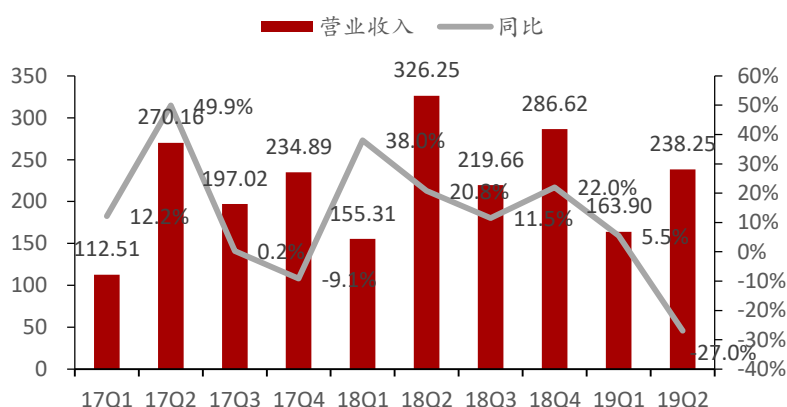
Q2 单季收入同比下降 27%，主要因核心主业收入同比下滑约 15%（主要受 4.11 事件拖累），以及 2018 年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化。

2019H1 公司营业收入同比减少 16.5%至 4.02 亿元，上半年公司核心主业“视觉内容与服务”占上市公司总收入 99%，实现营业收入 3.98 亿元，同比增长 0.09%；与公司直接签约的合作客户数同比增长 31%。其他业务同比下滑 95.5%，主要因 18H1 的基数还包括了亿迅资产组（软件信息服务）以及上海卓越（广告创意服务），而 2018 年底剥离了亿迅资产组，19H1 处置了上海卓越。

19Q2 单季实现营业收入 2.38 亿元，同比下降 27%。其中，我们估计核心主业收入同比下降约 15%。主要因 2019 年 4 月 11 日，天津市互联网信息办公室于对汉华易美（天津）传播违法有害信息的行为进行立案调查，同时公司主动暂时关停了公司网站（www.vcg.com）。4 月 26 日，公司网站向部分客户测试开放；5 月 12 日，经有关部门同意，公司网站向所有客户全面恢复服务。这期间，视觉中国原本按期确认的项目由于没有相关服务导致有所延期，使得确认减少；同时暂停网站期间实际消耗使用的图片数量也有减少。客户层面，长期协议客户受此事件影响流失并不多，头部客户相对稳定，4 月份一些单张购买客户有一定流失，到 5-6 月份才恢复客户新增。价格端平均价格基本平稳。核心主业估计二季度毛利率略有下滑，其利润下滑幅度应该略大于收入下滑幅度。

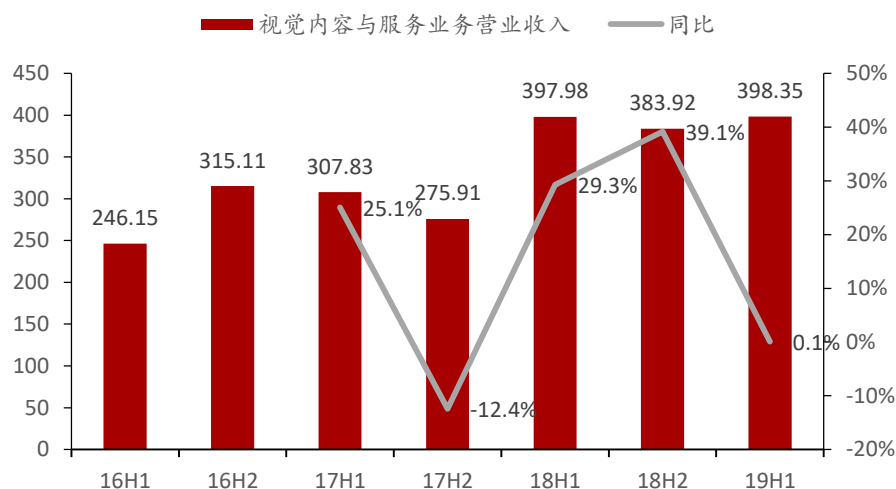
411 事件发生后，在有关部门的指导下，公司对内容安全审核、版权规范标注等进行了全方位的积极整改，长期来看有利于公司商业模式优化，有利于内容、技术、获客等核心竞争力的提升，有利于行业规范有序更健康地发展。

图 1：公司营业总收入与同比增速（单位：百万元）



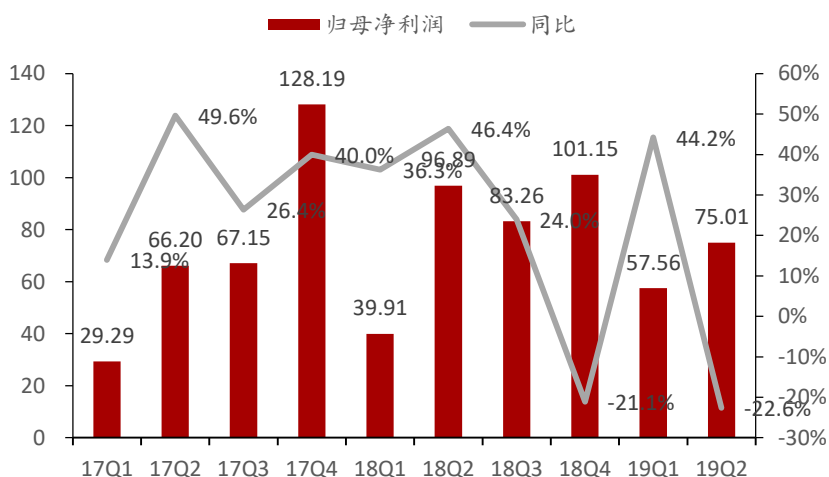
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司视觉内容与服务业务营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

三、内容和技术驱动，成长大趋势不变，持续打造“视觉+生态”

“优质内容”+“智能服务”双轮驱动

未来公司主营业务的核心驱动力，还是“优质内容”+“智能服务”双轮驱动，带来素材使用数量的增长、客户质量提升、客户数量的增长，以及与互联网平台客户的战略合作实现对海量长尾市场的覆盖。

截止 19H1 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。

公司技术部门改组为独立体系，分为两部分：一是核心技术研发，包括大数据、人工智能、云计算等；二是应用技术研发，主要服务于内容交易、兴趣社区以及智能工具等业

务板块。

2019H1 公司技术研发体系完成了“大中台，小前台”的业务模式。集聚了海量的三类数据：内容数据、用户行为数据、内容使用场景数据。包括：

- 1) 超过 2 亿的图片、视频、音乐内容数据，220 万的结构化标签库及知识图谱，内容应用标签超过 60 亿；
- 2) 超过 2,000 万的用户(内容供稿方与使用方)持续产生的每天 7,000 万的搜索、上传、下载、收藏、分享等用户行为数据；
- 3) 用户使用场景数据 3,000 万/年。

获客与市场

公司针对不同行业用户的应用场景、内容需求等进行视觉素材服务的提供，针对大客户、长尾客户制定不同的产品组合与价格体系，通过市场营销与定向开发相结合，持续提升公司对内容生态的连接和全面深度覆盖市场的能力。19H1，与公司直接签约的合作客户数同比增长 31%。根据市场变化，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%和 15%，收入总量分别为 1.47 亿、1.20 亿、0.72 亿、0.60 亿，同比增长分别为-9.7%、3.5%、-5.2%、36.5%。

打造“视觉+生态”，与行业协同发展

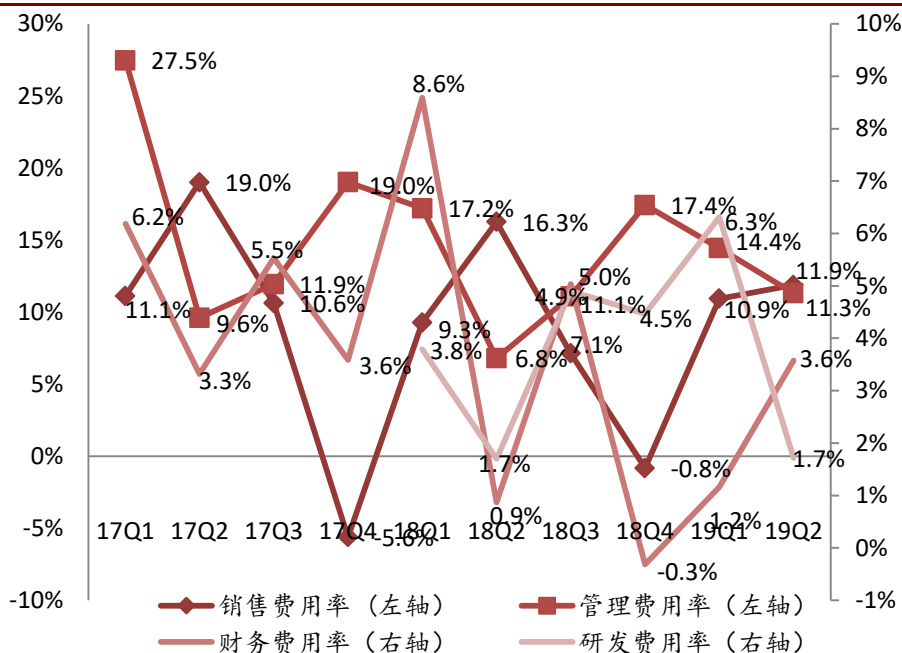
2019 年上半年公司依托核心竞争力，加速整合公司核心业务的上下游优势资源，通过上市公司以及合作基金，围绕“社区+工具+交易”的策略，在“计算机视觉与人工智能”、“视频智能工具”、“5G 交互场景下的 3D 展示营销云平台”等领域开展战略投资或合作，进一步提升公司的核心竞争力，更好地服务内容提供方和用户。

四、19H1 整体毛利率有所提升，管理及研发费用率增加

毛利率方面，上半年整体毛利率提升 2.6 个百分点至 63.1%，主要因业务结构方面同比去年上半年相对低毛利率的广告创意服务业务和软件信息服务剥离了，核心主业视觉内容与服务业务的毛利率上半年基本持平（-0.99 个百分点）。

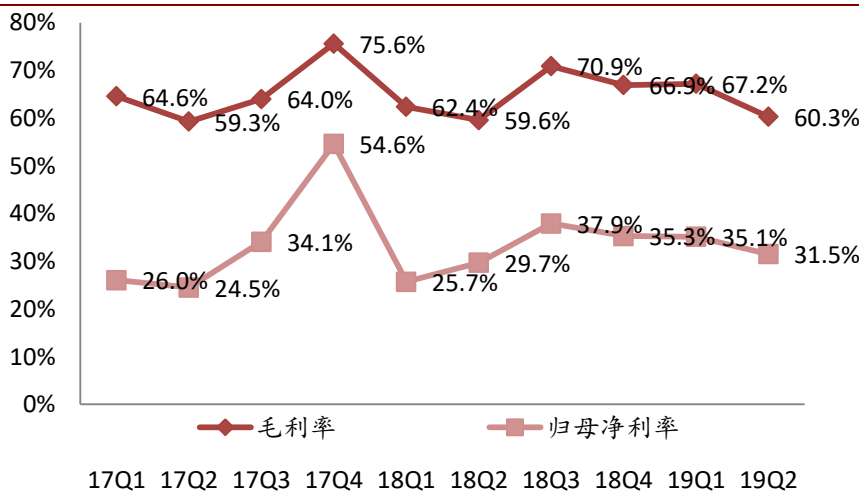
费用率方面，19H1 销售费用率为 11.5%，同比下降 2.5 个百分点；管理费用率为 12.6%，同比提升 2.4 个百分点；研发费用率为 3.6%，同比提升 1.2 个百分点；财务费用率为 2.6%，同比下降 0.8 个百分点；19Q2 公司销售费用率相较于去年同期下降 4.4 个百分点至 11.9%。财务费用的下降主要由于主要系偿还借款相应利息支出减少，以及汇率变动。

图 4：公司费用率（季度）



资料来源：wind、招商证券

图 5：公司毛利率和归母净利润率



资料来源：wind、招商证券

五、盈利预测及投资建议

我们预计公司从 19Q3 开始受 411 事件的影响会逐渐减小，业绩会逐季改善，全年核心业务估计能实现正增长。我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 3.34 亿元、4.26 亿元和 5.38 亿元，分别同比增长 3.9%、27.6%和 26.2%，对应 2019-21 年市盈率分别为 43.4 倍、34.0 倍和 26.9 倍。我们长期看好视觉中国作为视觉素材付费龙头的发展前景，经过 411 事件后公司和行业都将进入更健康的发展轨道，维持“强烈推荐-A”评级。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	808	1010	820	1122	1613
现金	391	418	389	488	591
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	2	1	2	2
应收款项	352	185	135	210	289
其它应收款	20	108	23	48	143
存货	29	0	6	7	9
其他	15	296	266	367	579
非流动资产	3291	3220	3251	3241	3281
长期股权投资	1074	1253	1253	1253	1302
固定资产	6	4	3	2	2
无形资产	20	94	85	77	69
其他	2192	1869	1911	1909	1909
资产总计	4099	4230	4071	4363	4894
流动负债	736	855	550	610	623
短期借款	158	178	190	190	190
应付账款	185	141	121	146	183
预收账款	104	136	117	141	177
其他	289	400	122	133	73
长期负债	760	466	296	116	116
长期借款	490	276	106	(74)	(74)
其他	270	189	189	189	189
负债合计	1496	1320	845	726	738
股本	74	74	74	74	74
资本公积金	1588	1620	1620	1620	1620
留存收益	910	1196	1498	1890	2385
少数股东权益	31	20	34	53	76
归属于母公司所有者权益	2572	2890	3192	3584	4079
负债及权益合计	4099	4230	4071	4363	4894

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	250	291	462	283	227
净利润	291	321	334	426	538
折旧摊销	6	9	13	11	10
财务费用	31	29	22	20	20
投资收益	(66)	(33)	(42)	(40)	(48)
营运资金变动	(34)	(51)	125	(159)	(323)
其它	22	15	10	25	30
投资活动现金流	(173)	(135)	(2)	39	(2)
资本支出	(15)	(29)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(158)	(106)	(1)	40	(1)
筹资活动现金流	(139)	(130)	(489)	(223)	(123)
借款变动	(20)	(20)	(435)	(170)	(60)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(15)	32	0	0	0
股利分配	0	(29)	(32)	(33)	(43)
其他	(104)	(112)	(22)	(20)	(20)
现金净增加额	(62)	26	(29)	99	102

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	815	988	915	1143	1429
营业成本	278	349	300	362	453
营业税金及附加	6	8	7	9	11
营业费用	72	81	62	75	94
管理费用	125	114	115	141	173
财务费用	35	26	22	20	20
资产减值损失	15	17	17	17	17
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
投资收益	66	33	42	40	48
营业利润	354	392	406	521	658
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	353	392	406	520	657
所得税	41	57	57	76	96
净利润	313	335	348	445	561
少数股东损益	22	14	15	19	24
归属于母公司净利润	291	321	334	426	538
EPS (元)	0.42	0.46	0.48	0.61	0.77

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	11%	21%	-7%	25%	25%
营业利润	31%	11%	4%	28%	26%
净利润	35%	10%	4%	28%	26%
获利能力					
毛利率	65.9%	64.7%	67.3%	68.3%	68.3%
净利率	35.7%	32.5%	36.5%	37.3%	37.6%
ROE	11.3%	11.1%	10.5%	11.9%	13.2%
ROIC	9.7%	9.6%	10.1%	11.9%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	31.2%	20.8%	16.6%	15.1%
净负债比率	20.4%	18.5%	8.5%	4.0%	2.4%
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.8	2.6
速动比率	1.1	1.2	1.5	1.8	2.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	9.5	23.8	100.0	54.7	55.6
应收帐款周转率	2.3	3.7	5.7	6.6	5.7
应付帐款周转率	1.6	2.1	2.3	2.7	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.42	0.46	0.48	0.61	0.77
每股经营现金	0.36	0.42	0.66	0.40	0.32
每股净资产	3.67	4.13	4.56	5.12	5.82
每股股利	0.04	0.05	0.05	0.06	0.08
估值比率					
PE	49.8	45.1	43.4	34.0	26.9
PB	5.6	5.0	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA	6.2	5.8	5.5	4.4	3.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱琨，招商证券研发中心传媒行业联席首席分析师。清华大学会计硕士，2014 年加入中金公司担任纺织服装行业分析师，2016 年加入招商证券。2016 年新财富第四名团队成员，金牛奖第二名团队成员。2017 年新财富第五名团队成员。2018 年水晶球第三名团队核心成员，第一财经第二名团队核心成员。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。2018 年水晶球第三名，第一财经第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。