

Q3 关站及疫情影响尚存，修炼内功静待蜕变

——视觉中国 (000681.SZ) 三季度点评报告

增持 (维持)

日期: 2020年10月30日

事件: 三季报披露

公司披露了20年三季报, 20Q1-Q3公司实现营收4.42亿元 (YoY-24.54%), 归母净利润为1.22亿元 (YoY-43.15%), 扣非归母净利润为1.21亿元 (YoY-43.15%); 20Q3环比延续改善趋势, 营收环比增长4.82%, 归母净利润环比增长15.27%。

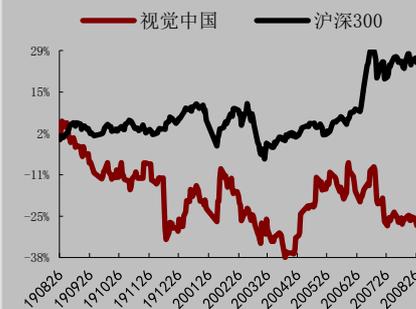
投资要点:

- **环比改善趋势不变, 关站整改及疫情影响尚存, Q3回暖略不及预期:** 上半年疫情的冲击和长达100天的关站整改, 由于业务交付受影响及维护客户之需要, 部分客户合同延期, 对Q3业绩仍有影响, 预计Q4影响进一步减少至消除。但20年总体上仍延续环比改善的趋势, 分季度来看, 公司前三季度营收分别为1.11/1.62/1.70亿元, 归母净利润分别为0.29/0.43/0.50亿元。
- **音视频业务持续布局, 成长天花板不断提高:** 公司持续关注内容视频化的行业趋势, 致力于打造完善的“视觉+”客户服务。1) 视频素材: 市场尚处于高速变化和发展阶段, 市场初步预期其规模将数倍于图片素材市场。继上半年建立500px plus高端视频品牌后, 20年9月, 公司又与未来影像和4K花园达成战略合作。2) 音乐素材: 8月网站进行了全面升级, 同时服务于个人和企业客户, 主要推出素材以BGM为主, 目前客户反馈良好, 11月预计会上线音效素材, 音乐的刚需属性相对视频更强, 预计空间将超过视频素材。
- **梳理业务流程、强化内功修炼:** 目前公司处于转型期, 从问题的暴露到解决、再到财报端体现需假以时日, 内在提升主要有: 1) 强化技术, 坚持“内容+技术”发展方向, 研发投入绝对值与相对值均不断提升, 20Q3研发费率为7.92% (较年初增加1.82pct), 为用户提供更好的“视觉+”服务体验。 2) 服务模式转变, 合规性、公信力增强。 获客方式上对负面市场强调正面获客, 以强化公信力, 目前公司与各地调节机构建立了良好的合作关系, 相关流程正在磨合跑通期。继20年3月与人民网合作的“人民视觉网”上线后, 9月24日“视觉中国”学习强国号上线, 党媒合作愈发深入。

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	梁军/13.41%
实际控制人/持股	
总股本 (百万股)	700.58
流通股 (百万股)	664.18
收盘价 (元)	15.22
总市值 (亿元)	105.09
流通A股市值 (亿元)	101.09

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020年10月29日

相关研究

万联证券研究所 20200828_半年报点评_AAA_视觉中国 (000681.SZ) 半年报点评报告
万联证券研究所 20200731_互联网传媒行业公司首次覆盖_AAA_视觉中国 (000681.SZ) 首次覆盖报告

分析师: 夏清莹

执业证书编号: S0270520050001

电话: 075583228231

邮箱: xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理: 杨岚

电话: 17620199511

邮箱: yanglan1@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	722	646	806	1,062
增长比率 (%)	-26.9%	-10.5%	24.6%	31.9%
净利润 (百万元)	219	166	232	331
增长比率 (%)	-31.8%	-24.2%	39.6%	42.9%
每股收益 (元)	0.31	0.24	0.33	0.47
市盈率 (倍)	47.2	62.4	44.7	31.3

数据来源: WIND, 万联证券研究所

- **前三季度签约合作客户增加10%，客户结构总体稳定：**1) **大客户方面**，公司注重与各类行业协会进行战略合作，继上半年落地中国旅行社协会、中国影视后期产业联盟等合作项目后，10月份又与中国酒业协会签署了战略合作协议。各行业协会背后均有着巨大的市场体量，公司有望以此为轴，不断拓展各行各业的大客户合作。2) **长尾用户群方面**，公司深化与BATJ、巨量引擎（字节跳动）、京东云、金山办公等大型互联网平台的合作，依托大流量入口触达长尾用户群；并通过veer.com免费专区这一潜在付费用户的“流量池”，促进用户群付费转化。总之，公司坚持以客户需求为核心，在关站整改和疫情的影响逐渐散去后，庞大的客户数量将成为其收入增长恢复的重要基础。
- **股份过户尘埃落定：**19年11月，公司最大股东、实际控制人之一吴春红女士逝世。20年9月，吴春红女士名下直接持有的公司股份（占公司总股本13.41%）已全部过户至其女儿，同时也是公司董事兼总裁梁军女士名下。股份过户完成后，梁军与其他4名控股股东、实际控制人重新签署了一致行动协议，继续保持一致行动关系，5名一致行动人对公司股份的控制比例不变，仍为44.02%。股份过户尘埃落定，公司控制权及管理层将更加稳定。
- **盈利预测与投资建议：**目前公司整体处于整改、疫情后的恢复期与转型发展期，相关不利因素影响待消退、内功修炼正面影响待落地，我们认为长期向好趋势不变。预计公司2020-2022年实现营业收入为6.46/8.06/10.62亿元，归母净利润分别为1.66/2.32/3.31亿元，对应EPS为0.24/0.33/0.47元，10月29日收盘价（14.77元）对应PE为62.35X/44.66X/31.25X，维持“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；政策及监管风险；版权保护风险；音视频业务开拓不及预期风险；商誉减值风险；参股公司业绩承诺风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	691	803	1,038	1,494	营业收入	722	646	806	1,062
货币资金	373	470	600	910	营业成本	266	245	298	386
应收票据及应收账款	171	185	266	365	营业税金及附加	4	3	4	5
其他应收款	103	102	123	164	销售费用	78	71	77	96
预付账款	12	15	18	23	管理费用	106	90	97	106
存货	0	0	0	0	研发费用	44	52	60	80
其他流动资产	31	31	31	31	财务费用	23	20	24	27
非流动资产	3,426	3,516	3,612	3,669	资产减值损失	-13	0	0	0
长期股权投资	1,289	1,339	1,389	1,439	公允价值变动收益	21	0	0	0
固定资产	3	4	3	2	投资净收益	58	32	32	32
在建工程	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	116	155	203	211	营业利润	262	197	278	393
其他长期资产	2,017	2,017	2,017	2,017	营业外收入	0	0	0	0
资产总计	4,117	4,319	4,650	5,163	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	651	721	847	1,001	利润总额	262	197	278	393
短期借款	201	308	395	490	所得税	44	30	42	59
应付票据及应付账款	128	108	137	175	净利润	217	168	236	334
预收账款	91	71	72	74	少数股东损益	-2	2	5	3
其他流动负债	231	234	242	262	归属母公司净利润	219	166	232	331
非流动负债	392	382	377	427	EBITDA	235	192	275	396
长期借款	203	193	188	238	EPS (元)	0.31	0.24	0.33	0.47
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	189	189	189	189					
负债合计	1,043	1,104	1,225	1,428	主要财务比率				
股本	74	74	74	74	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1,614	1,614	1,614	1,614	成长能力				
留存收益	1,357	1,497	1,703	2,008	营业收入	-26.9%	-10.5%	24.6%	31.9%
归属母公司股东权益	3,074	3,214	3,419	3,724	营业利润	-33.1%	-24.9%	41.0%	41.5%
少数股东权益	0	2	6	10	归属于母公司净利润	-31.8%	-24.2%	39.6%	42.9%
负债和股东权益	4,117	4,319	4,650	5,163	获利能力				
					毛利率	63.1%	62.1%	63.0%	63.6%
					净利率	30.1%	25.9%	29.3%	31.5%
					ROE	7.1%	5.2%	6.8%	8.9%
					ROIC	5.1%	4.0%	5.5%	7.1%
					偿债能力				
					资产负债率	25.3%	25.6%	26.3%	27.7%
					净负债比率	6.9%	6.6%	4.8%	0.0%
					流动比率	1.06	1.11	1.23	1.49
					速动比率	1.04	1.09	1.20	1.47
					营运能力				
					总资产周转率	0.18	0.15	0.17	0.21
					应收账款周转率	4.23	3.50	3.04	2.92
					存货周转率	—	—	—	—
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.31	0.24	0.33	0.47
					每股经营现金流	0.13	0.17	0.25	0.38
					每股净资产	4.39	4.59	4.88	5.32
					估值比率				
					P/E	47.24	62.35	44.66	31.25
					P/B	3.37	3.22	3.03	2.78
					EV/EBITDA	6.31	6.77	4.57	2.76

资料来源: 公司财报、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场