

# 视觉中国 (000681)

证券研究报告

2020年08月31日

## 2020年中报点评：关站及疫情影响延续，但环比改善趋势明确

### 受关站及疫情影响，20Q2收入及净利润有所下滑，但环比改善趋势明确。

视觉中国 20H1 实现营收 2.72 亿元，同比下降 32.3%，归母净利润 7,235 万元，同比下降 45.4%，扣非后归母净利润 7,373 万元，同比下降 43.7%。拆分单季度看，20Q2 实现营收 1.62 亿元，同比下降 32.1%，归母净利润 4,316 万元，同比下降 42.5%，扣非后归母净利润 4,364 万元，同比下降 41.5%。收入同比下滑主要是因为上半年受网站整改、新冠疫情等双重因素影响所致，但环比改善明显。公司 20H1 净利率为 26.6%，同比下降 5.97pct；拆分单季度看，20Q2 净利率 26.8%，同比下降 4.74pct；净利率的降低主要是因为研发费用增长所致，20Q2 公司研发费用率为 7.0%，同比提升 5.3pct。

### 积极深化与主流媒体战略合作，大客户合作持续落地。

2020年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，视觉中国为独家战略合作伙伴。此外，上半年公司落地较多重要合作项目，如：公司与中国旅行社协会、北京国际设计周、上海工业设计协会、中国影视后期产业联盟等行业协会建立战略合作；6月，京东版权素材中心全面升级上线，京东为视觉中国长期合作客户。二季度客户合作陆续落地，虽然当季贡献收入较少，但推动公司 20Q2 经营性现金流净额达 5,916 万元，同比大幅增长，截止 6 月末，公司客户预付款余额达 8,905 万元。同时，客户数方面，公司上半年客户数已达 2019 年全年数 70 万，良好的客户数量增速有望推动收入增长恢复。

### 完善素材产品价格体系，继续拓展音频、视频素材，打开收入增长空间。

2020 年上半年公司针对中长尾客户在旗下电商网站 veer.com 推出“免费专区”，提供近 50 万张正版高清图片，供注册用户免费使用。同时，公司顺应市场需求，拓展音频、视频素材。2020 年 3 月，公司建立 500px plus 高端视频品牌，收录高清 4k/8k 的高质量视频素材，满足客户对高清视频的需求。2020 年 8 月 3 日，公司内容素材版权交易网站 vcg.com 音乐素材全面升级改版，提供海量的优质版权曲库，每月保持 200-300 首更新，音频和视频素材库的拓展有望抬升公司长期收入天花板。

**投资建议：**关站风波及疫情影响宏观经济活动均对公司短期业绩造成冲击，致使公司 2020 年上半年营收&净利出现明显下滑，但从长期维度看，我们认为正版图片服务需求并未改变，两次风波后管理层已高度重视监管风险，不断深化与主流媒体合作关系，同时全面升级客户服务体系，兼顾大客户及中小客户需求。20Q2 业绩虽然同比仍有较大幅度下滑，但环比看改善趋势基本确立，且 20Q2 经营性现金流及客户预付款已明显回升。建议继续关注后续随疫情好转业务恢复情况，我们将 2020-2021 年归母净利润预测由 2.6/3.4 亿元下调 2.1/3.0 亿元，同比增长-2.9%/40.9%，当前市值对应 2021 年 PE 为 41 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策监管风险，正版化不及预期，行业竞争加剧，版权运营管理、内容审核机制风险，负面舆情产生的持续影响。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	987.84	722.11	718.70	881.30	1,063.40
增长率(%)	21.27	(26.90)	(0.47)	22.62	20.66
EBITDA(百万元)	459.96	370.19	265.07	375.48	460.64
净利润(百万元)	321.21	219.05	212.60	299.54	374.08
增长率(%)	10.45	(31.81)	(2.94)	40.89	24.88
EPS(元/股)	0.46	0.31	0.30	0.43	0.53
市盈率(P/E)	37.95	55.65	57.34	40.70	32.59
市净率(P/B)	4.22	3.97	3.77	3.48	3.17
市销率(P/S)	12.34	16.88	16.96	13.83	11.46
EV/EBITDA	5.49	5.02	5.73	4.08	3.27

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	17.4 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	700.58
流通 A 股股本(百万股)	664.18
A 股总市值(百万元)	12,190.05
流通 A 股市值(百万元)	11,556.68
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	23.07
一年内最高/最低(元)	24.27/13.90

## 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-年报点评报告:悲观预期已经释放，积极关注环比改善趋势》 2020-05-05
- 《视觉中国-公司点评:继网站恢复运营后，与人民网合作业务正式上线，坚定看好》 2020-03-26
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	418.49	373.30	216.64	422.19	594.47
应收票据及应收账款	186.68	171.29	283.49	159.41	375.00
预付账款	30.12	12.29	13.36	23.78	22.56
存货	0.00	0.00	25.13	18.61	14.57
其他	194.44	134.48	89.91	216.36	165.69
<b>流动资产合计</b>	<b>829.73</b>	<b>691.37</b>	<b>628.53</b>	<b>840.35</b>	<b>1,172.29</b>
长期股权投资	1,252.56	1,289.21	1,289.21	1,289.21	1,289.21
固定资产	4.09	3.10	25.70	68.37	110.10
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	94.46	116.33	107.74	99.16	90.57
其他	1,869.19	2,017.17	1,891.98	1,880.15	1,926.65
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,220.29</b>	<b>3,425.81</b>	<b>3,350.63</b>	<b>3,406.49</b>	<b>3,488.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,230.02</b>	<b>4,117.18</b>	<b>4,039.15</b>	<b>4,326.84</b>	<b>4,707.24</b>
短期借款	177.67	200.69	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	140.83	128.14	143.88	162.68	211.51
其他	536.28	322.21	443.41	461.14	453.66
<b>流动负债合计</b>	<b>854.77</b>	<b>651.05</b>	<b>587.29</b>	<b>623.82</b>	<b>665.18</b>
长期借款	276.46	203.48	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	189.05	188.97	216.06	198.03	201.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>465.52</b>	<b>392.44</b>	<b>216.06</b>	<b>198.03</b>	<b>201.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,320.29</b>	<b>1,043.49</b>	<b>803.35</b>	<b>821.85</b>	<b>866.19</b>
少数股东权益	19.62	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1,613.55	1,613.55	1,613.55	1,613.55	1,613.55
留存收益	2,809.71	2,970.85	3,161.92	3,431.11	3,767.16
其他	(1,607.04)	(1,584.59)	(1,613.55)	(1,613.55)	(1,613.55)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,909.74</b>	<b>3,073.69</b>	<b>3,235.81</b>	<b>3,505.00</b>	<b>3,841.05</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,230.02</b>	<b>4,117.18</b>	<b>4,039.15</b>	<b>4,326.84</b>	<b>4,707.24</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	335.25	217.46	212.60	299.54	374.08
折旧摊销	9.41	11.27	9.99	12.31	14.70
财务费用	28.86	29.42	14.96	10.77	5.85
投资损失	(32.84)	(58.25)	(26.92)	(58.69)	(63.94)
营运资金变动	17.20	(407.60)	144.06	9.38	(134.92)
其它	(66.84)	300.32	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>291.05</b>	<b>92.62</b>	<b>354.70</b>	<b>273.31</b>	<b>195.78</b>
资本支出	254.79	(3.15)	32.90	98.04	47.01
长期投资	178.95	36.66	0.00	0.00	0.00
其他	(569.08)	(8.69)	(125.99)	(139.34)	0.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(135.34)</b>	<b>24.82</b>	<b>(93.08)</b>	<b>(41.31)</b>	<b>47.27</b>
债权融资	781.57	584.92	232.08	246.76	219.87
股权融资	12.60	6.78	(36.90)	(3.76)	1.16
其他	(923.75)	(863.06)	(613.47)	(269.44)	(291.79)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(129.59)</b>	<b>(271.36)</b>	<b>(418.28)</b>	<b>(26.45)</b>	<b>(70.77)</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>26.12</b>	<b>(153.91)</b>	<b>(156.67)</b>	<b>205.56</b>	<b>172.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>987.84</b>	<b>722.11</b>	<b>718.70</b>	<b>881.30</b>	<b>1,063.40</b>
营业成本	349.17	266.47	255.01	305.54	364.54
营业税金及附加	7.76	3.94	5.64	6.92	8.35
营业费用	80.71	78.11	78.11	89.83	107.80
管理费用	113.89	105.53	105.53	121.36	139.57
研发费用	44.50	44.03	46.23	53.17	61.14
财务费用	26.32	22.67	14.96	10.77	5.85
资产减值损失	16.91	(13.24)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	21.25	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.84	58.25	26.92	58.69	63.94
其他	(76.46)	(127.34)	(53.84)	(117.39)	(127.88)
<b>营业利润</b>	<b>392.20</b>	<b>262.42</b>	<b>240.12</b>	<b>352.40</b>	<b>440.09</b>
营业外收入	0.16	0.12	10.00	0.00	0.00
营业外支出	0.56	0.62	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>391.80</b>	<b>261.92</b>	<b>250.12</b>	<b>352.40</b>	<b>440.09</b>
所得税	56.55	44.46	37.52	52.86	66.01
<b>净利润</b>	<b>335.25</b>	<b>217.46</b>	<b>212.60</b>	<b>299.54</b>	<b>374.08</b>
少数股东损益	14.04	(1.59)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>321.21</b>	<b>219.05</b>	<b>212.60</b>	<b>299.54</b>	<b>374.08</b>
每股收益(元)	0.46	0.31	0.30	0.43	0.53

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.27%	-26.90%	-0.47%	22.62%	20.66%
营业利润	10.93%	-33.09%	-8.50%	46.76%	24.88%
归属于母公司净利润	10.45%	-31.81%	-2.94%	40.89%	24.88%
<b>获利能力</b>					
毛利率	64.65%	63.10%	64.52%	65.33%	65.72%
净利率	32.52%	30.33%	29.58%	33.99%	35.18%
ROE	11.11%	7.13%	6.57%	8.55%	9.74%
ROIC	16.88%	9.85%	9.20%	12.93%	15.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.21%	25.34%	19.89%	18.99%	18.40%
净负债率	12.48%	6.88%	0.48%	-5.01%	-9.75%
流动比率	1.18	1.06	1.17	1.48	1.83
速动比率	1.18	1.06	1.13	1.45	1.81
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.66	4.03	3.16	3.98	3.98
存货周转率	67.21	#DIV/0!	57.20	40.30	64.10
总资产周转率	0.24	0.17	0.18	0.21	0.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.46	0.31	0.30	0.43	0.53
每股经营现金流	0.42	0.13	0.51	0.39	0.28
每股净资产	4.13	4.39	4.62	5.00	5.48
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.95	55.65	57.34	40.70	32.59
市净率	4.22	3.97	3.77	3.48	3.17
EV/EBITDA	5.49	5.02	5.73	4.08	3.27
EV/EBIT	5.58	5.15	5.95	4.22	3.38

### 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