

视觉中国 (000681.SZ)

业绩不断回升，客户数同比增长约 10%

核心观点:

- **公司披露 2020 年三季报:** 2020 年 Q1-Q3, 营收同减 24.54%至 4.42 亿元, 归母净利润同减 43.15%至 1.22 亿元, 归母扣非净利润同减 43.15%至 1.21 亿元。2020 年 Q3, 营收同减 7.55%至 1.70 亿元、环比增长 4.82%, 归母净利润同减 39.49%至 0.50 亿元、环比增长 15.27%, 归母扣非净利润同减 42.33%至 0.47 亿元。
- **Q3 净利润继续环比增长, 客户数同比增长 10%。** 视觉中国经历了两次网站整改叠加疫情影响, 今年年初业绩探至底部, 公司应对变化积极调整组织流程和业务模式, Q2-Q3 归母净利润实现环比增长 47.84%、15.27%, 前三季度的签约合作客户数同比增长约 10%, 证明了公司正处于业绩不断回升的恢复阶段。2020 年 Q3, 公司的毛利率为 59.48%, 比去年同期减少 8.92pct; 销售费率比去年同期增加 2.16pct, 管理费比去年同期增加 1.86pct, 研发费率比去年同期增加 1.31pct; 归母净利率为 29.34%, 比去年同期减少 15.49pct。
- **图片版权龙头地位稳固。** 公司以“内容+技术”为核心竞争力, 不断增厚内容资源和客户资源。根据中报, 公司与超过 50 万名签约供稿人以及 280 家专业版权内容机构合作, 拥有超过 2 亿张图片、1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材, 是全球最大的同类数字内容平台之一。
- **投资建议。** 我们预计公司 2020-2022 年将实现归母净利润 1.85/3.01/3.91 亿元, 对应的 EPS 为 0.26/0.43/0.56 元, 2020 年 10 月 30 日收盘价对应的 PE 为 57.76 X、35.47 X、27.28 X。公司在图片版权领域的资源壁垒深厚, 消化网站整改和疫情的短期影响后、长期增长逻辑未变, 我们维持公司 2021 年 50 倍 PE 估值的观点不变, 对应合理价值为 21.45 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 行业监管风险; 疫情影响; 客户开拓情况不及预期。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	988	722	670	892	1,118
增长率 (%)	21.3	-26.9	-7.2	33.0	25.3
EBITDA (百万元)	401	235	220	348	432
归母净利润 (百万元)	321	219	185	301	391
增长率 (%)	10.4	-31.8	-15.7	62.8	30.0
EPS (元/股)	0.46	0.31	0.26	0.43	0.56
市盈率 (P/E)	33.20	48.68	57.76	35.47	27.28
ROE (%)	11.1	7.1	5.7	8.6	10.1
EV/EBITDA	27.48	46.22	48.77	30.22	23.58

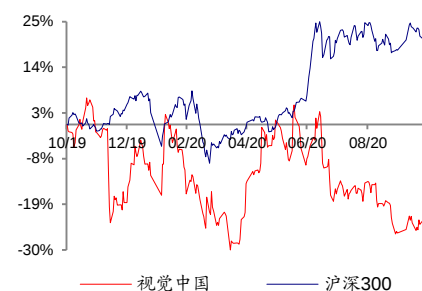
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.77 元
合理价值	21.45 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-30

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002

010-59136612



xuchengjun@gf.com.cn

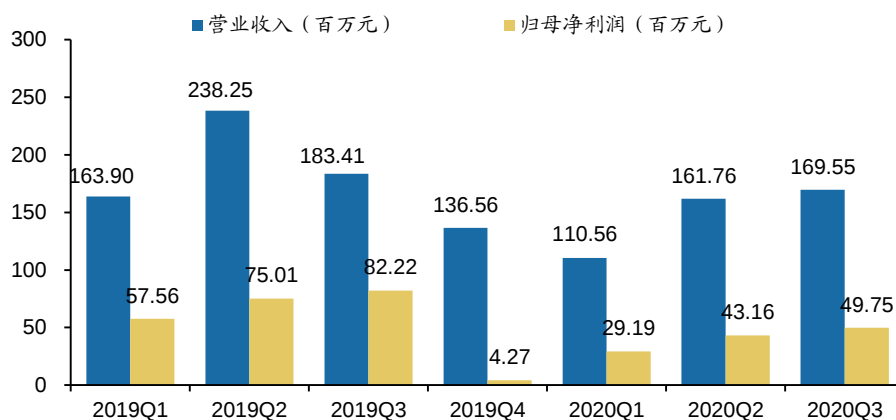
请注意, 徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

视觉中国 (000681.SZ): 业绩 2020-08-28
逐渐回暖, 完善素材储备和获客体系

视觉中国 (000681.SZ): 短期 2020-05-04
业绩承压, 持续增厚客户与内容

图 1: 公司2019Q1-2020Q3的营业收入和归母净利润



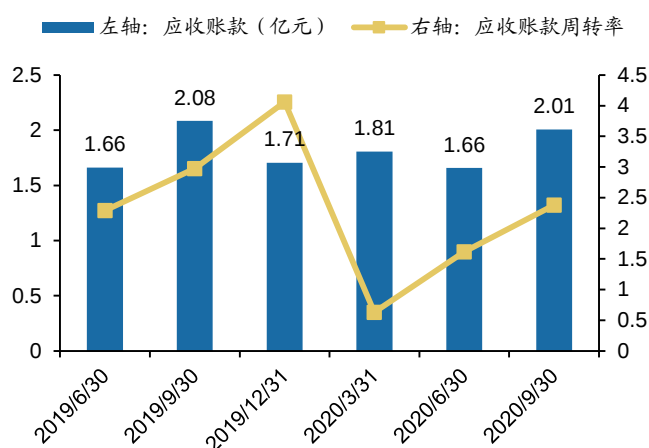
数据来源: 视觉中国财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司2020年Q3的净利润拆分

	20Q3 财务比率	19Q3 财务比率	同比变化幅度
毛利率	59.48%	68.40%	-8.92 pct
营业税金及附加	0.38%	0.65%	-0.27 pct
销售费率	11.2%	9.04%	2.16 pct
管理费率	10.68%	8.82%	1.86 pct
研发费率	8.35%	7.04%	1.31 pct
财务费率	5.43%	1.08%	4.35 pct
其他收益/收入	2.07%	0.11%	1.96 pct
投资收益/收入	7.73%	8.99%	-1.26 pct
信用减值损失/收入	0.35%	0.71%	-0.36 pct
营业利润/收入	33.59%	51.57%	-17.98 pct
+ 营业外收入/收入	0.00%	0.00%	0.00 pct
- 营业外支出/收入	0.25%	0.10%	0.15 pct
利润总额/收入	33.34%	51.47%	-18.13 pct
- 所得税费用/收入	4.09%	6.64%	-2.55 pct
净利润率	29.25%	44.83%	-15.58 pct
归母净利率	29.34%	44.83%	-15.49 pct

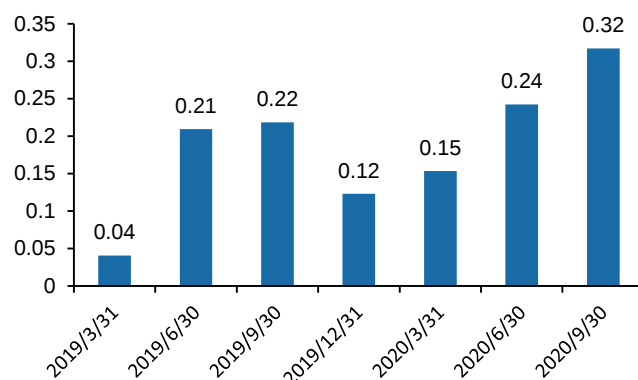
数据来源: 视觉中国财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司19Q2-20Q3应收账款和应收账款周转率



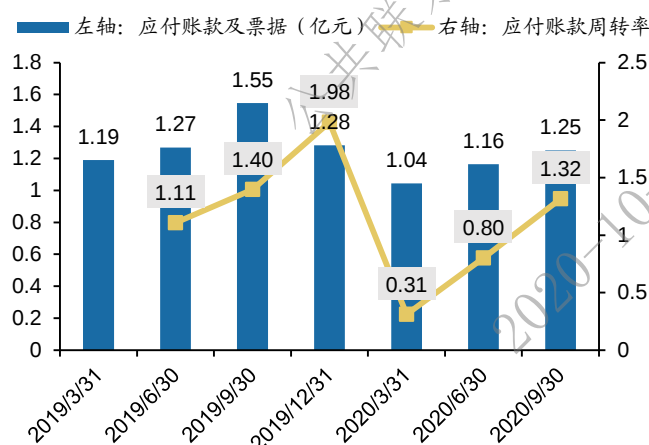
数据来源: 视觉中国财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司19Q1-20Q3预付账款 (亿元)



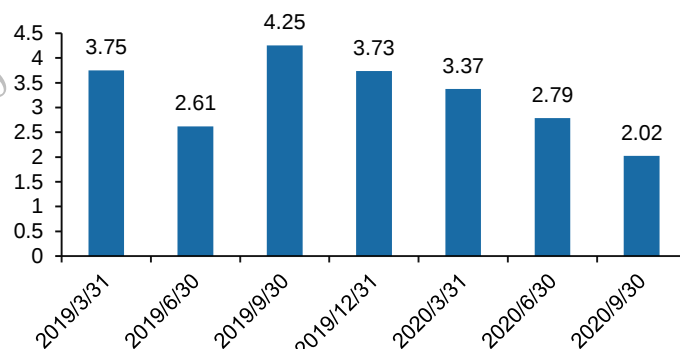
数据来源: 视觉中国财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司19Q1-20Q3应付账款和应付账款周转率



数据来源: 视觉中国财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司19Q1-20Q3货币资金 (亿元)



数据来源: 视觉中国财报, 广发证券发展研究中心

风险提示: 行业监管风险; 疫情影响; 客户开拓情况不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,010	691	1,297	1,383	1,473	经营活动现金流	291	93	191	277	357
货币资金	418	373	1,000	1,000	1,000	净利润	335	217	185	301	391
应收及预付	217	184	170	225	282	折旧摊销	9	11	13	17	20
存货	0	0	0	0	0	营运资金变动	-70	-108	-9	-32	-21
其他流动资产	374	134	127	159	191	其它	16	-28	2	-8	-33
非流动资产	3,220	3,426	3,448	3,466	3,481	投资活动现金流	-135	25	8	27	37
长期股权投资	1,253	1,289	1,289	1,289	1,289	资本支出	-24	-27	-35	-35	-35
固定资产	4	3	5	5	4	投资变动	-135	30	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	23	21	43	63	73
无形资产	94	116	136	154	170	筹资活动现金流	-130	-271	427	-304	-395
其他长期资产	1,869	2,017	2,017	2,017	2,017	银行借款	234	270	485	-226	-325
资产总计	4,230	4,117	4,745	4,849	4,953	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	855	651	1,113	948	701	其他	-363	-541	-58	-77	-70
短期借款	178	201	686	459	135	现金净增加额	28	-153	627	0	0
应付及预收	277	219	200	250	313	期初现金余额	380	408	373	1,000	1,000
其他流动负债	400	231	227	239	253	期末现金余额	408	255	1,000	1,000	1,000
非流动负债	466	392	392	392	392						
长期借款	276	203	203	203	203						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	189	189	189	189	189						
负债合计	1,320	1,043	1,505	1,340	1,093						
股本	74	74	74	74	74						
资本公积	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614						
留存收益	1,196	1,357	1,523	1,793	2,144						
归属母公司股东权益	2,890	3,074	3,239	3,509	3,860						
少数股东权益	20	0	0	0	0						
负债和股东权益	4,230	4,117	4,745	4,849	4,953						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	988	722	670	892	1,118	成长能力					
营业成本	349	266	241	285	358	营业收入增长	21.3%	-26.9%	-7.2%	33.0%	25.3%
营业税金及附加	8	4	4	5	7	营业利润增长	10.9%	-33.1%	-16.0%	63.3%	29.8%
销售费用	81	78	80	94	117	归母净利润增长	10.4%	-31.8%	-15.7%	62.8%	30.0%
管理费用	114	106	88	114	144	获利能力					
研发费用	44	44	51	62	80	毛利率	64.7%	63.1%	64.1%	68.0%	68.0%
财务费用	26	23	28	32	15	净利率	33.9%	30.1%	27.5%	33.7%	35.0%
资产减值损失	17	-13	-7	-7	-9	ROE	11.1%	7.1%	5.7%	8.6%	10.1%
公允价值变动收益	0	21	0	0	0	ROIC	9.1%	5.1%	4.0%	6.4%	7.9%
投资净收益	33	58	43	63	73	偿债能力					
营业利润	392	262	221	360	467	资产负债率	31.2%	25.3%	31.7%	27.6%	22.1%
营业外收支	0	-1	0	0	0	净负债比率	45.4%	33.9%	46.5%	38.2%	28.3%
利润总额	392	262	220	360	467	流动比率	1.18	1.06	1.17	1.46	2.10
所得税	57	44	35	59	76	速动比率	1.15	1.04	1.16	1.45	2.08
净利润	335	217	185	301	391	营运能力					
少数股东损益	14	-2	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.18	0.14	0.18	0.23
归属母公司净利润	321	219	185	301	391	应收账款周转率	5.34	4.23	4.23	4.23	4.23
EBITDA	401	235	220	348	432	存货周转率	—	—	—	—	—
EPS (元)	0.46	0.31	0.26	0.43	0.56	每股指标 (元)					
						每股收益	0.46	0.31	0.26	0.43	0.56
						每股经营现金流	3.94	1.25	2.59	3.74	4.84
						每股净资产	4.13	4.39	4.62	5.01	5.51
						估值比率					
						P/E	33.20	48.68	57.76	35.47	27.28
						P/B	3.69	3.47	3.29	3.04	2.76
						EV/EBITDA	27.48	46.22	48.77	30.22	23.58

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

吴桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。