万联证券 WANLIAN SECURITIES

环比改善，合规增强、长尾用户拓展顺利

——视觉中国（000681.SZ）半年报点评报告

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 29 日

事件：

公司披露20年半年报，20H1公司实现营收2.72亿元（YoY-32.28%），归母净利润为0.72亿元（YoY-45.42%），扣非归母净利润为0.74亿元（YoY-43.67%）；Q2较Q1环比改善显著，Q2营收环比增长46.31%，归母净利润环比增长47.84%。

投资要点：

- **受下线整改及疫情影响营收下滑，环比改善显著，毛利率保持稳定：**公司营收构成中，视觉内容与服务占据绝对主导地位，20H1该业务收入2.71亿元，占营收比重99.54%，毛利率为63.83%。疫情及整改影响线下营销事件开展及合同订单正常交付，Q1业绩受到较大冲击，但Q2环比改善显著，除营收、净利润环比大幅增加外，净经营活动现金流从Q1的-0.24亿元增至Q2的0.59亿元，该指标与净利润之比达139%。
- **国家层面支持，公司合规性增强、经营模式改变：**1）国家与整体生态环境层面，19H2至今，各部门联合出台大量知识产权保护政策，“先许可，后使用”原则逐步落地，从国家层面使正版化成为常态。2）公司层面，①深化与主流媒体战略合作，公司深化与中央新闻单位、中央重点新闻网站、党政机构的合作关系，为党和国家工作大局做好支撑和服务。②总编负责制+相关人才招募，总编辑对内容的安全、创作、生产、传播负总责；招募大量版权保护领域的人才加盟，包括学界专家、资深律师等，提高经营决策过程中的合规性，防范经营风险。③增强与行业主管部门、各地版权调解中心的交流合作，主动接受监督。
- **音视频增量业务带来扩容，目前起步顺利：**公司以“视觉”为核心业务，业务内涵随行业趋势而不断丰富，在内容视频化、视频短视频化的当下，视觉素材市场空间进一步打开。20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，20H1期间公司新增24家图片、视频、音乐、设计、字体类国内外素材供应商。20年8月，公司音乐素材全面升级改版，改版后音乐素材库除提供海量的优质版权曲库外，还保持每月200-300首更新，且授权价格低至0.3元/首，支持B站、抖音、快手、喜马拉雅等各互联网内容分发平台的个人频道发布。

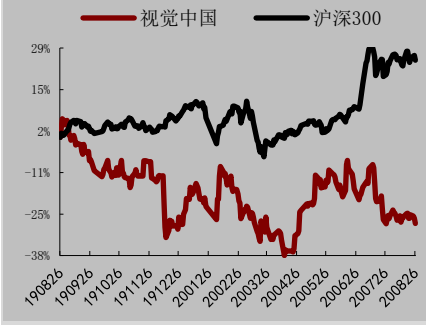
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	722	715	959	1,144
增长比率（%）	-26.9%	-1.0%	34.1%	19.3%
净利润(百万元)	219	219	315	418
增长比率(%)	-31.8%	0.0%	44.0%	32.7%
每股收益(元)	0.31	0.31	0.45	0.60
市盈率(倍)	55.7	55.7	38.7	29.1

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	吴春红/13.98%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	700.58
流通A股（百万股）	661.18
收盘价（元）	16.52
总市值（亿元）	115.74
流通A股市值（亿元）	109.23

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 08 月 26 日

相关研究

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

万联证券

- **长尾客户增加，大客户依然为营收贡献主力，看好免费客户转化：**在客户构成方面，党政与媒体、企业客户、广告营销与服务、互联网平台四类客户收入占比分别为35%、32%、18%、15%，广告营销与服务环比出现轻微下滑，主要系网站整改、新冠疫情的双重影响，党政与媒体、互联网平台客户占比提升。公司针对不同的客户有不同的打法。针对大客户，公司充分挖掘全业务场景的内容素材使用需求，提供更细的服务度颗粒，推出“视觉+”解决方案，除提供全内容素材外，还包括内容增值服务（内容定制等）和视觉智能服务（AI lab等）。针对长尾用户群，公司依托优质PGC视觉内容核心资源，以技术为连接方式，继续保持与BATJ、字节跳动、阿里云、金山办公等大型互联网平台紧密合作，通过大流量入口触达长尾用户群，仅20H1用户增长数已达到19年全年数70万。针对免费客户，20年4月公司旗下电商网站veer.com推出“免费专区”，提供近50万张正版高清图片，向所有个人、企业用户开放，下载后可用于任何商业用途并提供正版授权书。这一领域是潜在付费用户的“流量池”，通过优质内容与便捷服务有望实现付费转化。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计疫情后业绩仍将逐步修复，2020-2022年实现营业收入为7.15/9.59/11.44亿元，归母净利润分别为2.19/3.15/4.18亿元，对应EPS为0.31/0.45/0.60元，8月28日收盘价（17.4元）对应PE为55.66X/38.65X/29.13X，维持“增持”评级。

- **风险因素：**宏观经济下滑风险；政策监管风险；版权保护风险；内容安全审核风险；商誉减值风险。

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	691	834	1,114	1,533
货币资金	373	470	600	910
应收票据及应收账款	171	205	316	393
其他应收款	103	113	147	177
预付账款	12	15	20	22
存货	0	0	0	0
其他流动资产	31	31	31	31
非流动资产	3,426	3,516	3,612	3,673
长期股权投资	1,289	1,339	1,389	1,439
固定资产	3	4	3	2
在建工程	0	0	0	0
无形资产	116	155	203	214
其他长期资产	2,017	2,017	2,017	2,017
资产总计	4,117	4,350	4,726	5,206
流动负债	651	699	784	817
短期借款	201	272	296	308
应付票据及应付账款	128	111	150	165
预收账款	91	79	86	80
其他流动负债	231	237	251	263
非流动负债	392	382	377	427
长期借款	203	193	188	238
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	1,081	1,161	1,245
股本	74	74	74	74
资本公积	1,614	1,614	1,614	1,614
留存收益	1,357	1,550	1,840	2,232
归属母公司股东权益	3,074	3,267	3,556	3,949
少数股东权益	0	2	9	13
负债和股东权益	4,117	4,350	4,726	5,206

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	93	150	229	335
净利润	217	221	322	423
折旧摊销	11	8	5	4
营运资金变动	-108	-70	-88	-89
其它	-28	-9	-9	-3
投资活动现金流	25	-62	-63	-30
资本支出	-27	-47	-51	-14
投资变动	30	-50	-50	-50
其他	21	36	38	34
筹资活动现金流	-271	9	-36	5
银行借款	270	61	19	62
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-541	-52	-55	-58
现金净增加额	-153	97	130	310
期初现金余额	408	373	470	600
期末现金余额	255	470	600	910

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	722	715	959	1,144
营业成本	266	250	326	366
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	78	72	91	103
管理费用	106	100	115	114
研发费用	44	46	62	74
财务费用	23	19	19	18
资产减值损失	-13	0	0	0
公允价值变动收益	21	0	0	0
投资净收益	58	36	38	34
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	262	260	379	497
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	262	260	379	497
所得税	44	39	57	75
净利润	217	221	322	423
少数股东损益	-2	2	6	4
归属母公司净利润	219	219	315	418
EBITDA	235	251	364	485
EPS（元）	0.31	0.31	0.45	0.60

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-26.9%	-1.0%	34.1%	19.3%
营业利润	-33.1%	-0.8%	45.5%	31.4%
归属于母公司净利润	-31.8%	0.0%	44.0%	32.7%
获利能力				
毛利率	63.1%	65.0%	66.0%	68.0%
净利率	30.1%	30.9%	33.6%	36.9%
ROE	7.1%	6.7%	8.9%	10.6%
ROIC	5.1%	5.3%	7.2%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	25.3%	24.9%	24.6%	23.9%
净负债比率	6.9%	5.4%	1.8%	-4.6%
流动比率	1.06	1.19	1.42	1.88
速动比率	1.04	1.17	1.40	1.85
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.16	0.20	0.22
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	0.31	0.45	0.60
每股经营现金流	0.13	0.21	0.33	0.48
每股净资产	4.39	4.66	5.08	5.64
估值比率				
P/E	55.65	55.66	38.65	29.13
P/B	3.97	3.73	3.43	3.09
EV/EBITDA	6.31	5.83	3.71	2.28

资料来源：公司财报、万联证券研究所

万联证券

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。

万联证券

免责条款

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