

# 设计素材板块正式上线，夯实客户粘性增强业务收入弹性

——视觉中国 公司点评

公司点评

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰 (分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

## ● 事件:

根据视觉中国 2018 年 8 月 21 日公告,公司版权交易平台(www.vcg.com)设计素材板块已于 2018 年 8 月 20 日正式上线运营。本次上线的设计素材包括模板、元素、背景、Icon 等多元素材,由近万名的签约设计师提供了超过了千万级的内容总量。

## ● 设计素材内容丰富,无版权风险且性价比高:

公司设计素材提供的模板内容,包括模板中的背景、元素、形象、中英文字体,均严格使用无版权风险的自有素材或免费可商用字体。公司设计素材内容定价统一,性价比高。本次公司推出丰富的、便捷的半成品化的设计素材,有助于提升用户尤其是设计师和运营从业人员的工作效率,提升企业宣传的品质;公司设计素材内容上线进一步强化了公司对优质视觉内容资源的内容生产,为客户提供全方位一站式的内容服务,满足客户对优质视觉内容的全方位需求。

## ● 持续贴近市场需求,全方位布局图片应用市场:

我们认为视觉中国在年初推出视频素材业务后继续贴近市场需求增加新的业务模块,进一步提高客户粘性,始终保持市场敏锐度加大客户服务力度,全方位多视角覆盖图片应用场景市场,对开拓新客户新业务起到积极推动作用,利好公司业务收入和业绩增长。

## ● 看好图片行业付费红利的长期逻辑,维持“强烈推荐”评级:

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.09、5.82 和 8.36 亿元,相比上一次评级未做调整,对应当前市值的 2018-2020 年 PE 分别为 48、34 和 24 倍。考虑到公司大企业客户和自媒体及中小企业小 B 客户市场的高增长预期逐步释放,我们看好公司未来业绩的增长空间,维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 图片正版化进程缓慢,行业竞争导致毛利率下滑,收购标的业绩不及预期

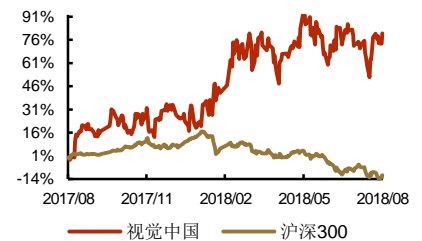
## 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735	815	1,107	1,481	1,996
增长率(%)	35.5	10.8	35.9	33.8	34.8
净利润(百万元)	214.7	291	409	582	836
增长率(%)	36.2	35.5	40.5	42.5	43.6
毛利率(%)	58.5	65.9	65.8	66.6	67.5
净利率(%)	29.2	35.7	36.9	39.3	41.9
ROE(%)	9.9	12.0	11.8	14.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.31	0.42	0.58	0.83	1.19
P/E(倍)	91.45	67.5	48.0	33.7	23.5
P/B(倍)	8.55	7.6	5.4	4.7	3.9

## 强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.08.21
收盘价(元):	28.02
一年最低/最高(元):	15.1/30.55
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	196.3
流通股本(亿股):	3.1
流通市值(亿元):	86.99
近 3 月换手率:	131.08%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	9.47	13.32	96.18
绝对	4.71	-1.85	85.1

## 相关报告

《相信“小”的力量,解密图片业“独角兽”成长记》2018-05-29

《年报一季报净利增速均超 35%,客户数大幅跃升促未来业绩加速》2018-04-24

《牵手淘宝切入电商图片场景,进一步拓展小 B 端市场新蓝海》2018-04-19

《牵手地方媒体龙头,开拓区域性图片市场增量创造新盈利点》2018-04-19

《百度图片区块链平台上线提速行业正版化,视觉中国为其合作方》2018-04-12

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1066	808	1664	1832	2668	<b>营业收入</b>	735	815	1107	1481	1996
现金	468	391	947	1040	1435	营业成本	305	278	378	494	648
应收账款	345	352	596	673	1037	营业税金及附加	5	6	9	13	17
其他应收款	35	20	54	45	89	营业费用	69	72	82	91	100
预付账款	4	7	8	11	14	管理费用	106	125	150	177	204
存货	29	29	51	54	83	财务费用	23	35	66	83	150
其他流动资产	185	9	9	9	9	资产减值损失	13	15	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2457	3291	3612	3943	4297	公允价值变动收益	1	-1	1	0	5
长期投资	820	1074	1378	1696	2041	投资净收益	54	66	56	70	99
固定资产	6	6	11	15	19	<b>营业利润</b>	270	354	478	692	981
无形资产	8	20	22	23	25	营业外收入	8	0	12	15	26
其他非流动资产	1623	2192	2202	2209	2212	营业外支出	1	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>3524</b>	<b>4099</b>	<b>5277</b>	<b>5775</b>	<b>6964</b>	<b>利润总额</b>	276	353	490	706	1006
<b>流动负债</b>	616	736	953	931	1331	所得税	46	41	56	81	111
短期借款	22	158	158	158	158	<b>净利润</b>	231	313	433	625	895
应付账款	164	185	290	331	483	少数股东损益	16	22	24	43	59
其他流动负债	430	393	506	443	690	<b>归属母公司净利润</b>	215	291	409	582	836
<b>非流动负债</b>	574	760	663	566	468	EBITDA	286	389	503	707	1000
长期借款	236	490	393	296	198	EPS(元)	0.31	0.42	0.58	0.83	1.19
其他非流动负债	339	270	270	270	270						
<b>负债合计</b>	<b>1191</b>	<b>1496</b>	<b>1616</b>	<b>1497</b>	<b>1800</b>						
少数股东权益	36	31	55	98	157	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	74	74	701	701	701	<b>成长能力</b>					
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业收入(%)	35.5	10.8	35.9	33.8	34.8
留存收益	620	910	1343	1966	2857	营业利润(%)	27.8	30.8	35.1	44.9	41.7
归属母公司股东权益	2297	2572	3605	4180	5007	归属于母公司净利润(%)	36.2	35.5	40.5	42.5	43.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>3524</b>	<b>4099</b>	<b>5277</b>	<b>5775</b>	<b>6964</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	58.5	65.9	65.8	66.6	67.5
						净利率(%)	29.2	35.7	36.9	39.3	41.9
						ROE(%)	9.9	12.0	11.8	14.6	17.3
						ROIC(%)	7.7	9.2	9.7	12.3	15.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	33.8	36.5	30.6	25.9	25.8
						净负债比率(%)	-3.4	17.1	(8.2)	(11.4)	-19.0
						流动比率	1.7	1.1	1.7	2.0	2.0
						速动比率	1.7	1.1	1.7	1.9	1.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	2.5	1.6	1.6	1.6	1.6
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.31	0.42	0.58	0.83	1.19
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.56	0.66	0.79	1.31
						每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.67	5.15	5.97	7.15
						<b>估值比率</b>					
						P/E	91.45	67.50	48.03	33.71	23.47
						P/B	8.55	7.63	5.45	4.70	3.92
						EV/EBITDA	69.78	52.4	39.1	27.6	19.1

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	234	250	460	551	915
净利润	231	313	433	625	895
折旧摊销	6	6	9	10	14
财务费用	23	35	66	83	150
投资损失	-54	-66	-56	-70	-99
营运资金变动	17	-44	7	-98	-40
其他经营现金流	12	7	-1	-0	-5
<b>投资活动现金流</b>	-839	-173	-274	-271	-263
资本支出	2	15	16	13	8
长期投资	-540	-299	-305	-320	-346
其他投资现金流	-1378	-457	-562	-578	-601
<b>筹资活动现金流</b>	419	-139	371	-187	-256
短期借款	22	136	0	0	0
长期借款	150	254	-97	-97	(98)
普通股增加	0	0	627	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	247	-529	-159	-90	-159
<b>现金净增加额</b>	<b>-184</b>	<b>-66</b>	<b>557</b>	<b>93</b>	<b>395</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**胡皓**，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

**姚轩杰**，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>