

核心主业盈利增速超四成，全年有望持续高增长态势

——视觉中国 季报点评

季报点评

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 10 月 29 日披露的三季报, 公司 2018 年 1-9 月实现营业收入 7.01 亿元, 较 2017 年同期增长 20.97%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.20 亿元, 较 2017 年同期增长 35.31%。

● 盈利及现金流数据持续高增长, 广告业务收入延迟确认:

核心主业“视觉内容与服务”实现营业收入 5.74 亿元, 同比增长 34.48%, 占上市公司总收入 81.81%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.32 亿元, 较 2017 年同期增长 43.74%。公司经营活动产生的现金流量净额达 1.63 亿元, 同比增长 45.32%, 其中核心主业经营活动产生的现金流量净额 2.57 亿元。广告创意服务和数字娱乐业务因部分项目未达收入确认条件, 暂未确认收入, 致三季度该部分业务收入同比有所下降。

● 股权转让收益有望增厚四季度利润, 全年业绩高增长可期:

三季度公司与以 2.17 亿元转让其持有的亿迅资产组 76.623% 的股权, 据此我们测算, 公司此次资产转让获得的股权投资及现金分红收益合计将近 5600 万元, 一方面, 股权转让产生的收益有望增厚公司四季度利润, 另一方面, 非核心业务的剥离使得公司未来的经营业绩将更真实、准确地反映公司图片主业的质地情况, 体现了公司聚焦核心主业, 持续提升公司长远价值的经营策略。

● 持续看好图片主业发展潜力, 维持“强烈推荐”评级:

我们维持 2018-2020 年归母净利润分别为 4.09、5.82 和 8.36 亿元的预测, 对应当前市值的 2018-2020 年 PE 分别 37、26、18 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。

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)	71.18	52.5	37.4	26.2	18.3
P/B(倍)	6.65	5.9	4.2	3.7	3.1

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.10.29
收盘价(元):	21.81
一年最低/最高(元):	17.53/33.02
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	152.8
流通股本(亿股):	3.1
流通市值(亿元):	67.71
近 3 月换手率:	129.1%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.58	-4.09	42.53
绝对	-20.11	-16.71	19.03

相关报告

《剥离亿迅资产组将获收益约 5600 万元, 未来将全面聚焦图片主业》2018-10-09

《净利润增幅 43%超预期, 企业客户数大增 76%促全年业绩高成长》2018-08-30

《设计素材板块正式上线, 夯实客户粘性增强业务收入弹性》2018-08-22

《相信“小”的力量, 解密图片业“独角兽”成长记》2018-05-29

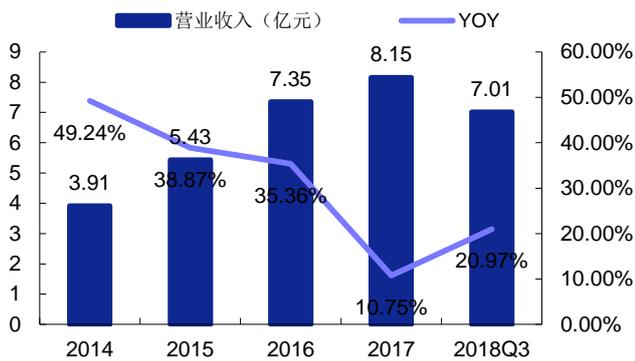
《年报一季报净利增速均超 35%, 客户数大幅跃升促未来业绩加速》2018-04-24

1、图片主业营收、净利润分别增长 34.48%、43.74%

公告显示，2018 年初至本报告期末，公司合并层面营业收入 70,122 万元，较 2017 年同期增长 20.97%，实现归属于上市公司股东的净利润 22,006 万元，较 2017 年同期增长 35.31%。

其中占上市公司总收入 81.81%的公司核心主业：“视觉内容与服务”实现营业收入 57,369 万元，同比增长 34.48%，核心主业实现归属于上市公司股东的净利润 23,223 万元，较 2017 年同期增长 43.74%。体现了公司聚焦核心主业，持续提升公司长远价值的经营策略。

图1： 2014-2018Q3 公司营业规模及增速



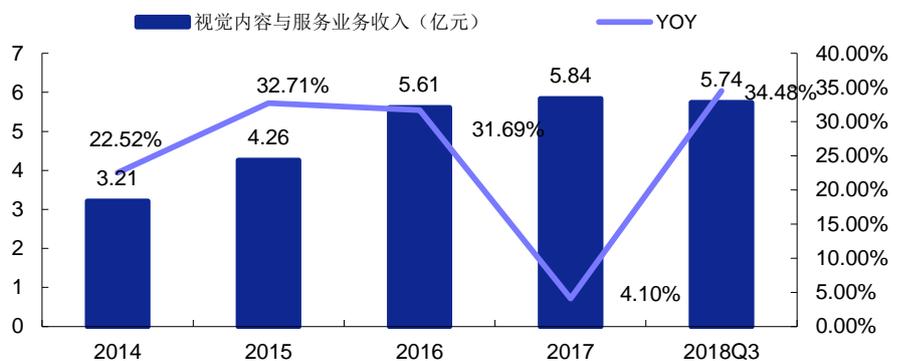
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2： 2014-2018Q3 公司净利润规模及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3： 2014-2018Q3 公司核心业务收入规模及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

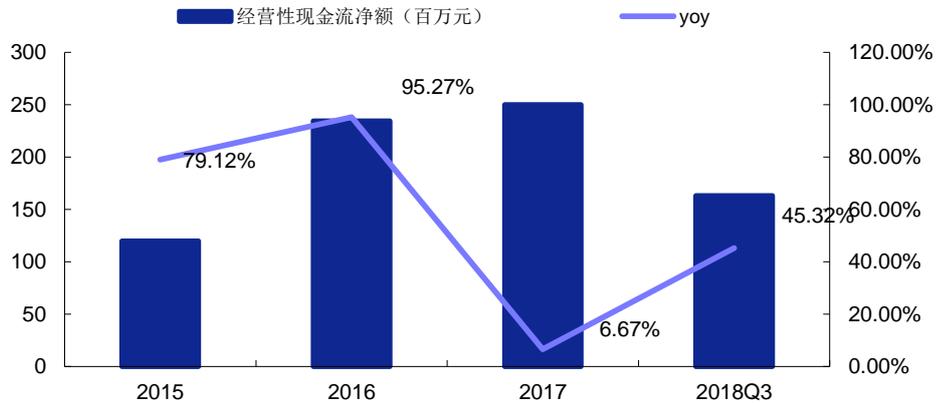
在非主业部分，公司软件信息服务业务本期收入同比增长 11.38%；广告创意服务和数字娱乐业务本期因部分项目未达收入确认条件，暂未确认收入，收入同比有所下降；公司自参股公司华融创新等获取的投资收益本期减少 931 万元，同比下降 21.54%。这在一定程度上影响了公司整体业绩的增速。

2、长协客户增长明显，公司经营性现金流增速超 45%

报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额达 16,337 万元，同比增长 45.32%，其中核心主业经营活动产生的现金流量净额 25,710 万元；公司通过为有内容长期需求的客户提供一站式、高效、安全的服务方案(产品、授权与交付模式、服务与价格)，以智能化的技术手段及个性化的服务，为各类客户提供优质内容获取体验。

长期协议客户以及预付款合作不断增加，体现出很好的经营现金流，优化了公司从利润到现金流的整体经营成果。

图4： 2015-2018Q3 公司经营性现金流净额规模及增速



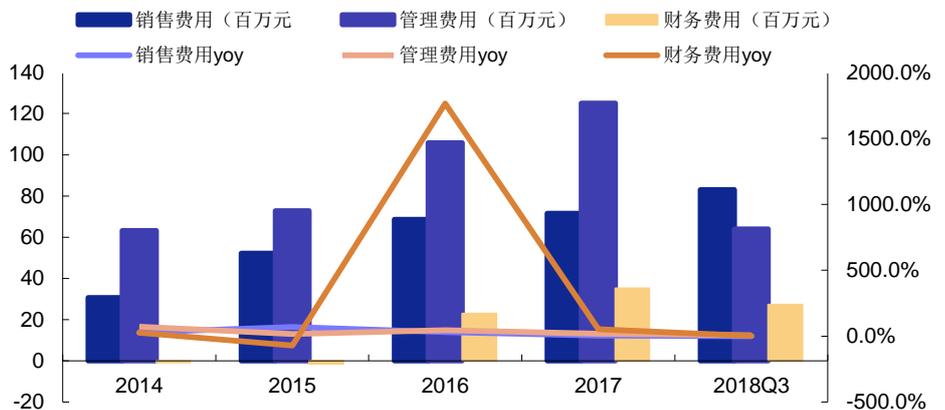
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、 研发费用增长 55%，但三费率下降

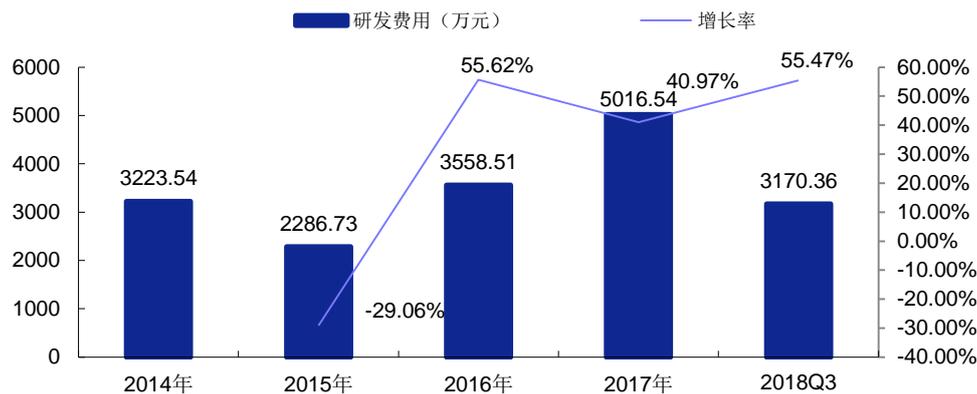
公告显示，公司研发费用本期较 2017 年同期增加 1,131 万元，同比增长 55.47%，主要系由于本期主业研发投入增长以及收购 500px 引起的合并范围变化所致。

前三季度，公司销售费用 8308.66 万元，同比下降 1.9%，销售费用率为 11.85%；管理费用 6393.67 万元，同比增长 6.5%，管理费用率为 9.12%；财务费用 2723.69 万元，同比增长 1.6%，财务费用率为 3.88%。公司整体费用率为 24.85%，相比 2017 年同期下降 8.26 个百分点。

图5： 2014-2018Q3 公司费用率情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6： 2014-2018Q3 研发费用规模及增速

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、 亿迅资产组四季度有望兑现投资收益

视觉中国 2018 年 10 月 8 日发布的公告，拟与 eSoon Group Holdings Limited 签署《股权转让协议》，以 2.17 亿元转让其持有的亿迅资产组 76.623% 的股权。本次交易受让方的实际控制人为廖杰，其为视觉中国董事长，故构成关联交易。公司 10 月 25 日发布公告，公司股东大会审议并通过了该交易方案。

根据公告披露的数据，2017 年亿迅资产组实现营业收入 1.44 亿元，净利润 3429 万元；2018 上半年实现营业收入 5958 万元，净利润 370 万元。本次交易预计产生股权转让收益 780 万元。另外，标的公司拟于转让前完成现金分红 6575 万元，公司以 73% 的股权占比计算将获得 4800 万的分红收入。

公司未来将更加聚焦视觉内容主业的发展，此次转让资产属于经营业绩上的锦上添花，非核心业务的剥离使得公司未来的经营业绩将更真实、准确地反映公司视觉主业的质地情况。

5、 持续看好图片主业发展潜力，维持“强烈推荐”评级

我们维持 2018-2020 年归母净利润分别为 4.09、5.82 和 8.36 亿元的预测，对应当前市值的 2018-2020 年 PE 分别 37、26、18 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。

6、 风险提示

图片正版化进程缓慢，行业竞争导致毛利率下滑。

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
流动资产	1066	808	1664	1832	2668	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	3524	4099	5277	5775	6964	利润总额	276	353	490	706	1006
流动负债	616	736	953	931	1331	所得税	46	41	56	81	111
短期借款	22	158	158	158	158	净利润	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	归属母公司净利润	215	291	409	582	836
非流动负债	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						
负债合计	1191	1496	1616	1497	1800						
少数股东权益	36	31	55	98	157	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	74	74	701	701	701	成长能力					
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
负债和股东权益	3524	4099	5277	5775	6964	获利能力					
						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
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						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
						估值比率					
						P/E	71.18	52.54	37.38	26.24	18.27
						P/B	6.65	5.94	4.24	3.66	3.05
						EV/EBITDA	54.54	41.2	30.4	21.4	14.7

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	-184	-66	557	93	395

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	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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/>