

重回增长轨道，视频业务贡献新看点

买入|上调

——视觉中国(000681)2020年报及2021年一季报点评

事件：

公司发布2020年报及2021年一季报。

点评：

● 业绩环比持续改善，重回增长轨道

受网站整改、新冠疫情等双重因素的短期负面影响，2020年公司实现营收5.70亿元，同比下降21.00%，核心主业视觉内容与服务业务实现营收5.66亿元，同比下降20.71%。单季度看，负面影响逐季消除，营收同比降幅收窄，2021Q1重回增长轨道，实现营业收入1.39亿元，同比增长25.44%。利润方面，2020年实现归母净利润1.42亿元，同比下降35.39%；2021Q1实现归母净利润0.42亿元，同比增长42.16%。

● 合作客户数持续增长，以客户为中心优化产品、高效获客

网站整改事件对公司获客效率和短期业绩造成影响，此后公司积极整改，与多家版权协会、调解中心等机构合作，并吸纳版权保护领域的专家人才，不断强化内容以及获客的合规性，2020年合作客户超过1.7万家，同比增速达13%，10万元以上的年度长协客户续约率达82%。产品方面，公司面向大客户推出“视觉+”定制化服务，有效增加客户粘性；针对中小客户提供高性价比的产品包和高效、标准的交易服务，满足其预算和使用需求。2020年，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%、29%、21%、15%。

● 紧随视频化趋势，发力音乐、视频素材领域

随着视频化的快速发展，公司率先发力视频、音乐素材领域，2020年建立500px plus 高端视频品牌，并升级改版vcg.com的音乐素材库。视频领域，合作视频供应商累计近70家，独家代理合作Getty Images、Corbis Motion、BBC Motion Gallery等高端视频资源，可销售的视频素材超3000万。音乐领域，保持音乐素材库每月200-300首更新，与Epidemic建立合作。

● 投资建议与盈利预测

公司作为国内图库龙头的“海量+独家”优势不改，同时拓展音乐和视频素材业务，将在正版化推进中持续受益。预计2021-2023年归母净利润分别为2.56/3.31/4.00亿元，EPS分别为0.37/0.47/0.57，对应PE37x/29x/24x。给予“买入”评级。

● 风险提示

政策及监管风险、正版化进程不及预期、业绩恢复不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722.11	570.45	785.72	1020.24	1274.32
收入同比(%)	-26.90	-21.00	37.74	29.85	24.90
归母净利润(百万元)	219.05	141.53	256.02	330.74	400.39
归母净利润同比(%)	-31.81	-35.39	80.89	29.19	21.06
ROE(%)	7.13	4.47	7.44	8.77	9.60
每股收益(元)	0.31	0.20	0.37	0.47	0.57
市盈率(P/E)	43.24	66.92	37.00	28.64	23.66

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 21.23 / 12.08

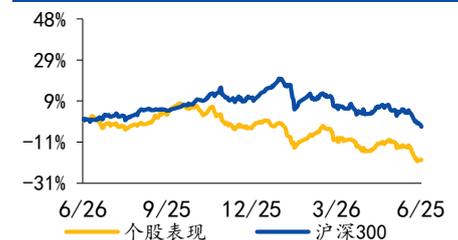
A股流通股(百万股): 664.18

A股总股本(百万股): 700.58

流通市值(百万元): 8979.67

总市值(百万元): 9471.81

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-视觉中国(000681)事件点评：股权激励彰显公司信心，业绩逐步改善》2021.01.13

《国元证券行业研究-2021年传媒行业策略报告：文娱需求强劲，把握景气于版块》2020.12.17

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇

邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

目 录

1. 业绩逐季恢复，重回增长快轨	3
2. 合作客户数持续增长，发力音视频素材领域	5
3. 投资建议与盈利预测	7
4. 风险提示	7

图表目录

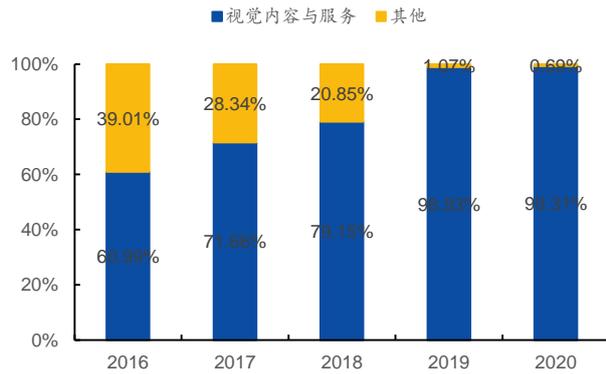
图 1：2016 年-2021Q1 公司营业收入及同比	3
图 2：2016-2020 年公司营收结构	3
图 3：2019Q1-2021Q1 公司单季度营收及同比变化	3
图 4：2017 年-2020Q1 公司毛利率变化	4
图 5：2017 年-2021Q1 公司期间费用率	4
图 6：2016 年-2020Q1 归母净利润及同比	5
图 7：2016 年-2020Q1 公司归母净利润率	5
图 8：2017-2020 年公司直接签约客户数及同比	6
图 9：2018-2020 年公司四类客户收入占比	6
图 10：2018-2020 年通过互联网平台触达的长尾用户数及同比	6

1. 业绩逐季恢复，重回增长快轨

网站整改+疫情双重影响下，2020年业绩承压，但单季收入逐渐恢复，2021Q1重回增长轨道。受到网站整改和疫情等双重因素影响，2020年公司实现营收5.70亿元，同比下降21.00%。单季度看，公司营收逐季恢复，2021Q1同比增长25.44%达到1.39亿元，重回增长轨道。

图 1：2016 年-2021Q1 公司营业收入及同比

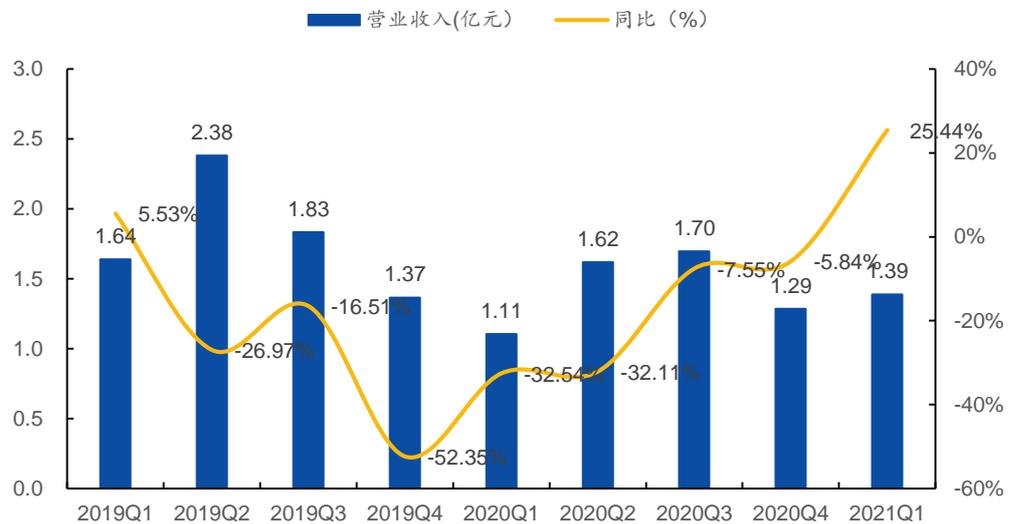
图 2：2016-2020 年公司营收结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

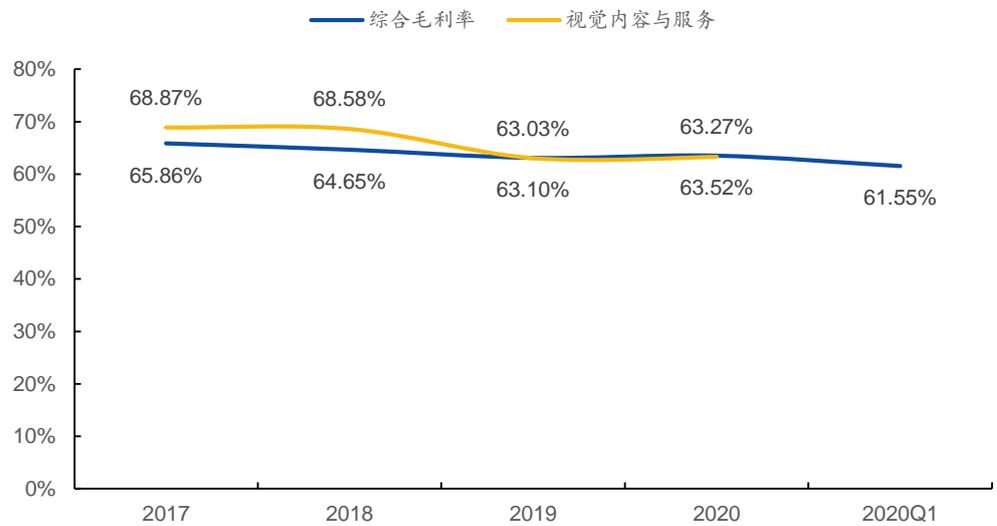
图 3：2019Q1-2021Q1 公司单季度营收及同比变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司毛利率基本保持稳定。2020年公司综合毛利率为63.52%，同比提升0.42pct；其中视觉内容与服务毛利率为63.27%，同比提升0.24pct。2021Q1公司综合毛利率小幅下降至61.55%。

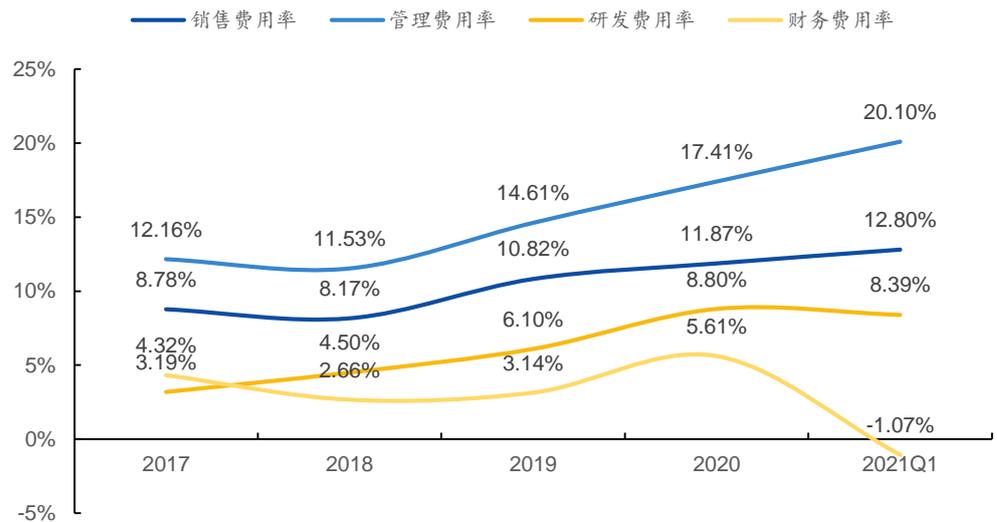
图 4：2017 年-2020Q1 公司毛利率变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

期间费用率有所上升，财务费用率受汇兑损益影响波动较大。公司财务费用率波动较大，2020 年同比提高 2.47pct 至 5.61%，主要由于外币借款汇兑损益同比增长，如剔除汇兑损益因素影响，2020 年财务费用同比下降 30.44%，对应财务费用率 2.76%；2021Q1 由于汇率波动使得汇兑收益同比增加，财务费用率下降至-1.07%。销售费用率方面，2020 年同比提高 1.05pct 至 11.87%，2021Q1 继续提高至 12.08%；管理费用率方面，2020 年同比提高 2.79pct 至 17.41%，2021Q1 继续提高至 20.10%；研发费用率上，2020 年同比提高 2.70pct 至 8.80%，2021Q1 小幅下降至 8.39%。

图 5：2017 年-2021Q1 公司期间费用率

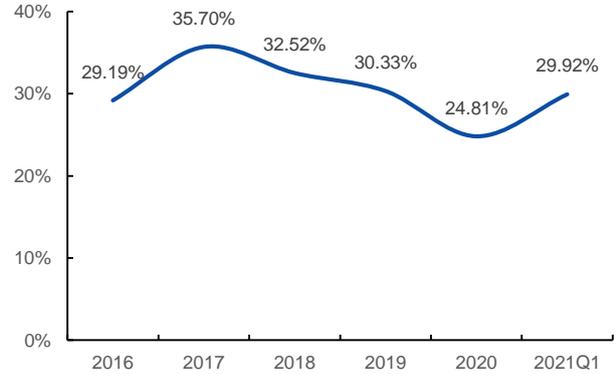


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年归母净利润及净利率阶段性下滑，21Q1 回到历史合理水平。2020 年公司归母净利润同比下降 35.39% 至 1.42 亿元；2021Q1 实现归母净利润 0.42 亿元，同比增长 42.16%。2020 年公司归母净利润率同比下降 5.52pct 至 24.81%，2021Q1 回升到 29.92%，同比增长 3.52pct。

图 6：2016 年-2020Q1 归母净利润及同比

图 7：2016 年-2020Q1 公司归母净利润率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

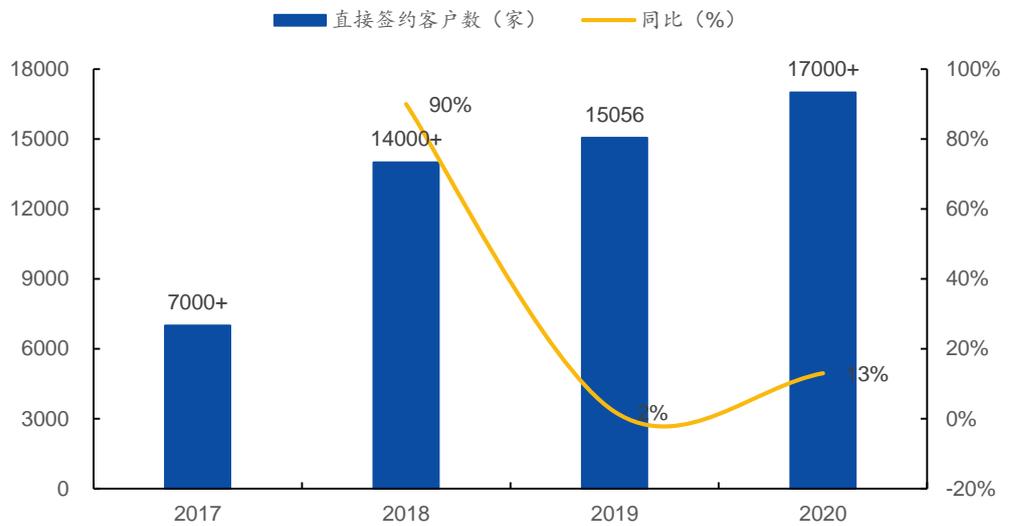
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 合作客户数持续增长，发力音视频素材领域

两次整改事件影响短期业绩，经历整改业务风险基本消除。公司于 2019 年经历“411”、“1210”两次网站整改事件，分别停站 21 天、101 天，停站期间公司无法为客户提供相应服务，对获客效率和短期业绩造成影响，我们预计整体关站影响到 2020 年底基本结束。公司在两次事件后积极整改，与多家版权协会、调解中心等机构建立合作，和政府有关部门建立较为良性的沟通机制，并通过吸纳版权保护领域的专家人才提高经营决策水平。

以定制化服务大客户市场，以标准化+高性价比产品包服务中小客户。2020 年，公司合作客户超过 1.7 万家，同比增长 13%。公司重点聚焦大客户市场，推出“视觉+”解决方案，充分挖掘大客户的全应用场景的（图片、视频、设计、音乐）素材需求，并为满足大客户在专属图库、定制生产、智能工具等方面的多样性需求提供“一站式”服务，有效增加了客户黏性和满意度，2020 年，年度销售额 10 万元以上的长协客户的续约率达 82%，预计 2021 年该比例还将提升。针对中小客户，公司推出 veer.com “免费专区”吸引中小客户，并在 2020 年 10 月推出“个人套餐”（99 元/月、399 元/年），辅以高效简单的自助电商交易服务，同时满足个人网店、个人办公等中小客户群体的预算和使用需求。

图 8：2017-2020 年公司直接签约客户数及同比

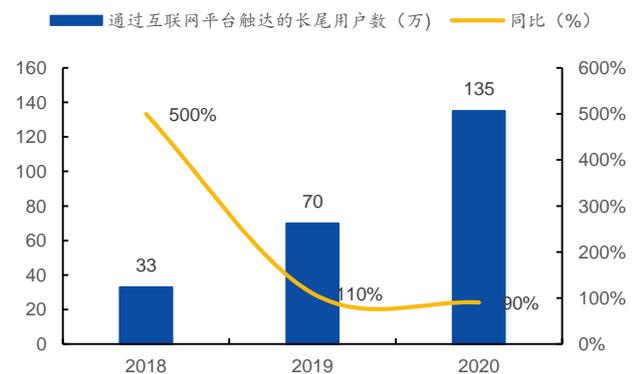
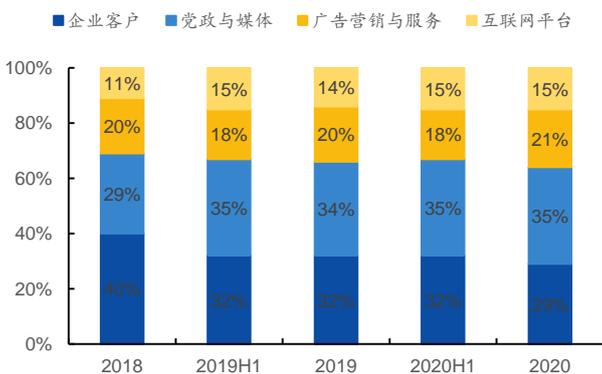


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020 年党政与媒体、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%、29%、21%、15%。其中，党政与媒体客户收入占比从 2018 年的 29% 提升到 2020 年的 35%；互联网平台客户上，公司继续与 BAT 等平台紧密合作，同时连接更多细分应用场景，在短视频、办公文档、内容付费等场景与 Canva、小影科技、稿定设计等合作，2020 年通过互联网平台触达的长尾用户数超 135 万，同比增长超过 90%；企业客户上，公司与多家重点行业协会达成战略合作，共建行业素材库，拓展重点企业客户市场；广告营销服务类客户方面，由于受疫情影响较大，公司对特定行业客户提供个性化服务，加强互动、关怀及解决问题效率。

图 9：2018-2020 年公司四类客户收入占比

图 10：2018-2020 年通过互联网平台触达的长尾用户数及同比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

紧随视频化趋势，率先发力音乐、视频素材领域。过去公司业务主要集中在图片素材上，随着近年来视频化趋势的快速发展，公司率先发力视频、音乐素材领域，2020

年，500px 社区开放视频上传功能，签约的视频供稿人超过 3 千人，建立了 500px plus 高端视频品牌，提供 4k/8k 高清视频素材，并升级改版 vcg.com 的音乐素材库。截至 2020 年，公司合作视频供应商已经累计近 70 家，独家代理合作包括 Getty Images、Corbis Motion、BBC Motion Gallery 等高端视频资源，可销售的视频素材已经超过 3000 万。音乐领域，保持音乐素材库每月 200-300 首更新，与音乐素材供应商 Epidemic 建立合作，并为满足个人 UP 主持持续增长的视频制作需求而开放了个人订阅套餐，授权价格低至 0.3 元/首。我们认为未来非图片类视频音频业务有望成为公司业务新看点。

3. 投资建议与盈利预测

公司是国内图库行业龙头，凭借“海量+独家”版权素材内容构筑稳固护城河，同时发力音乐和视频素材领域，服务边界进一步拓展。在版权环境不断改善和营销场景碎片化的情况下，大客户方面有望量价齐升，同时有望通过标准化的微利图库覆盖中长尾客户需求。公司已逐渐消化两次整改和疫情的不利影响，业绩逐渐修复，2021 年轻装上阵。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.56/3.31/4.00 亿元，EPS 分别为 0.37/0.47/0.57，对应 PE37x/29x/24x。给予“买入”评级。

4. 风险提示

政策及监管风险、正版化进程不及预期、业绩恢复不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	691.37	692.12	1017.36	1275.50	1589.66
现金	373.30	301.92	610.03	778.22	976.82
应收账款	170.58	172.84	204.27	272.79	340.99
其他应收款	102.99	39.53	89.39	105.87	129.18
预付账款	12.29	10.54	14.21	16.95	21.49
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	32.20	167.29	99.46	101.67	121.19
非流动资产	3425.81	3346.65	3401.70	3435.30	3453.27
长期投资	1289.21	1307.40	1292.20	1296.77	1297.01
固定资产	3.10	1.98	0.83	0.83	0.83
无形资产	116.33	157.44	187.47	217.39	245.22
其他非流动资产	2017.17	1879.83	1921.21	1920.32	1910.21
资产总计	4117.18	4038.76	4419.06	4710.80	5042.93
流动负债	651.05	649.39	708.72	735.26	784.66
短期借款	200.69	180.89	187.49	185.29	186.02
应付账款	128.14	124.16	153.93	194.05	242.56
其他流动负债	322.21	344.34	367.30	355.92	356.07
非流动负债	392.44	220.25	262.54	197.54	80.13
长期借款	203.48	30.05	19.00	-24.31	-127.10
其他非流动负债	188.97	190.20	243.54	221.84	207.23
负债合计	1043.49	869.65	971.26	932.79	864.79
少数股东权益	-0.01	3.88	5.24	7.00	9.14
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1613.55	1626.36	1626.36	1626.36	1626.36
留存收益	1357.31	1486.15	1742.17	2072.91	2473.30
归属母公司股东权益	3073.70	3165.24	3442.57	3771.01	4169.00
负债和股东权益	4117.18	4038.76	4419.06	4710.80	5042.93

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	92.62	112.48	190.03	180.44	261.81
净利润	217.46	142.30	257.37	332.51	402.54
折旧摊销	11.27	17.20	11.96	11.66	12.05
财务费用	22.67	32.01	0.68	-1.15	-4.51
投资损失	-58.25	-35.40	-42.16	-45.27	-40.95
营运资金变动	-108.15	-25.34	-23.82	-58.49	-64.87
其他经营现金流	7.62	-18.29	-14.00	-58.81	-42.46
投资活动现金流	24.82	66.50	75.32	47.11	34.82
资本支出	26.55	39.41	0.00	0.00	0.00
长期投资	56.81	-90.10	-12.64	4.72	-0.25
其他投资现金流	108.19	15.81	62.68	51.82	34.57
筹资活动现金流	-271.36	-163.99	42.76	-59.35	-98.04
短期借款	23.02	-19.80	6.60	-2.20	0.73
长期借款	-72.99	-173.42	-11.05	-43.31	-102.79
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	12.81	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-221.39	16.43	47.21	-13.84	4.03
现金净增加额	-152.86	4.95	308.11	168.19	198.59

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	722.11	570.45	785.72	1020.24	1274.32
营业成本	266.47	208.09	257.98	325.21	406.51
营业税金及附加	3.94	4.04	5.23	6.73	8.54
营业费用	78.11	67.70	78.57	102.02	127.43
管理费用	105.53	99.30	117.86	153.04	191.15
研发费用	44.03	50.20	62.86	81.62	101.95
财务费用	22.67	32.01	0.68	-1.15	-4.51
资产减值损失	-13.24	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.25	29.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.25	35.40	42.16	45.27	40.95
营业利润	262.42	183.29	309.31	403.57	489.96
营业外收入	0.12	0.31	0.22	0.23	0.24
营业外支出	0.62	7.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	261.92	176.00	309.53	403.80	490.20
所得税	44.46	33.69	52.16	71.30	87.66
净利润	217.46	142.30	257.37	332.51	402.54
少数股东损益	-1.59	0.77	1.35	1.77	2.14
归属母公司净利润	219.05	141.53	256.02	330.74	400.39
EBITDA	296.37	232.50	321.95	414.08	497.50
EPS (元)	0.31	0.20	0.37	0.47	0.57

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	-26.90	-21.00	37.74	29.85	24.90
营业利润 (%)	-33.09	-30.15	68.75	30.47	21.41
归属母公司净利润 (%)	-31.81	-35.39	80.89	29.19	21.06
获利能力					
毛利率 (%)	63.10	63.52	67.17	68.12	68.10
净利率 (%)	30.33	24.81	32.58	32.42	31.42
ROE (%)	7.13	4.47	7.44	8.77	9.60
ROIC (%)	23.71	14.29	21.09	25.40	28.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.34	21.53	21.98	19.80	17.15
净负债比率 (%)	56.05	44.63	42.20	37.72	29.11
流动比率	1.06	1.07	1.44	1.73	2.03
速动比率	1.06	1.07	1.44	1.73	2.03
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.14	0.19	0.22	0.26
应收账款周转率	3.56	3.04	4.01	3.98	3.87
应付账款周转率	1.98	1.65	1.86	1.87	1.86
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.20	0.37	0.47	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.16	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	4.39	4.52	4.91	5.38	5.95
估值比率					
P/E	43.24	66.92	37.00	28.64	23.66
P/B	3.08	2.99	2.75	2.51	2.27
EV/EBITDA	25.48	32.48	23.46	18.24	15.18

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
 A 座国元证券
 邮编: 230000
 传真: (0551) 62207952

上海

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16
 楼国元证券
 邮编: 200135
 传真: (021) 68869125
 电话: (021) 51097188