

证券研究报告—动态报告

传媒

互联网

视觉中国(000681)
买入

2020 年年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 04 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	701/594
总市值/流通(百万元)	9,325/7,903
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	21.70/11.86

相关研究报告:

《视觉中国-000681-深度报告: 从三个维度看基本面拐点》——2021-03-30

《视觉中国-000681-2020 年三季报业绩点评: 业务逐步恢复, 受益平台加码正版化》——2020-10-31

《视觉中国-000681-重大事件快评: 与未来影像战略合作, 视频化步步为营》——2020-09-10

《视觉中国-000681-2020 年中报业绩点评: 疫情冲击短期供需结构, 长期向上趋势不变》——2020-08-31

《视觉中国-000681-重大事件快评: 音乐素材网站上线, 抢占视频化桥头堡》——2020-08-03

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 高博文

电话:

E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162

E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
疫情冲击逐步消除, Q1 增长可观
● 2020 年业绩符合预期, 疫情冲击逐步消除

2020 全年营收 5.70 亿元 (-21.0%), 归母净利润 1.42 亿元 (-35.4%), 扣非归母净利润 1.20 亿元 (-40.3%)。其中四季度单季营收 1.29 亿元 (-5.8%), 归母净利润 0.20 亿元 (+355.1%), 主要系订单确认影响, 从销售商品、提供劳务收到现金角度 Q4 环比提升至 1.66 亿。视觉中国是以内容为导向的企业, 疫情影响内容供需导致短期业绩承压。供给角度, 疫情导致体育赛事、娱乐事件等内容供给停滞, 客户需求无法满足; 需求角度, 疫情对旅游等行业影响较大, 企业营销需求锐减, 供需因素叠加公司业绩短期承压。此外, 投资收益等方面亦受到疫情冲击, 拖累归母净利润表现。

● 2021 年一季度恢复可观, 重回增长赛道

2021 年一季度营收 1.39 亿元 (+25.4%), 销售商品、提供劳务收到现金 1.28 亿 (+41.3%), 归母净利润 0.42 亿元 (+42.2%)。得益于疫情防控情况持续向好, 宏观经济形势持续向好, 公司经营情况持续向好, 重回增长轨道。

● 知识产权持续加码, 短视频版权序幕开启

《著作权法》迎来十年后再修正, 包括加强网络空间著作权保护、引入惩罚性赔偿制度、丰富执法手段、增加作品登记制度、完善著作权保护体系等。区块链等技术有望推动维权模式升级。对比传统模式, 区块链省时间, 降成本, 全流程线上化, 实现“一次都不跑”的专业省心版权保护。PGC 内容与 UGC 内容矛盾加剧, 近期影视内容方接连发布联合声明, 直指 UGC 平台内容侵权, 短视频版权序幕开启。

● 风险提示: 宏观经济下行风险, 政策监管风险等。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

下调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 2.1/2.6/3.1 亿元 (下调 15%/24%/28%), 同比增速 32/25/25%; 摊薄 EPS=0.30/0.37/0.45 元, 当前股价对应 PE=44/36/30x。业绩、维权、视频三个维度说明基本面拐点, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

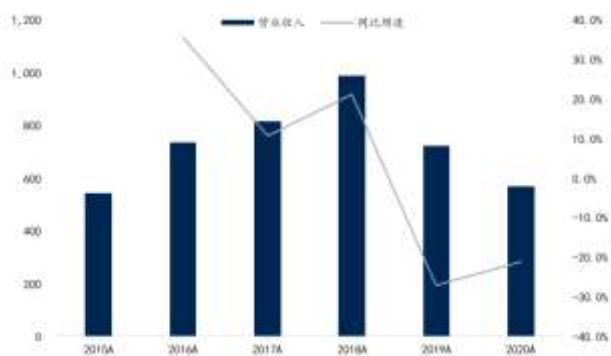
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722	570	750	934	1,164
(+/-%)	-26.9%	-21.0%	31.5%	24.5%	24.7%
净利润(百万元)	219	142	212	257	314
(+/-%)	-31.8%	-35.4%	49.6%	21.3%	22.3%
摊薄每股收益(元)	2.96	0.20	0.30	0.37	0.45
EBIT Margin	37.1%	33.5%	28.2%	28.3%	28.5%
净资产收益率(ROE)	7.1%	4.5%	6.4%	7.4%	8.5%
市盈率(PE)	4.5	65.9	44.0	36.3	29.7
EV/EBITDA	7.3	49.4	47.5	38.4	31.1
市净率(PB)	0.3	2.9	2.8	2.7	2.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

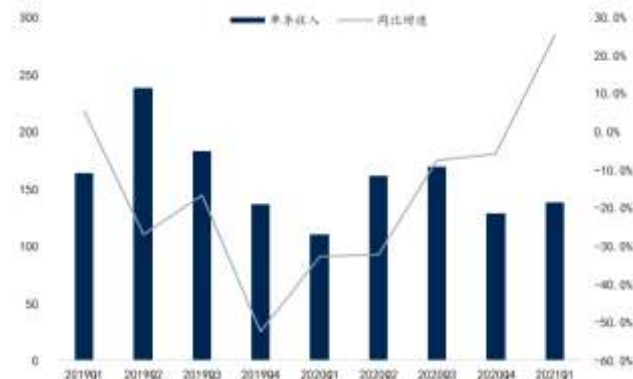
业绩符合预期，疫情冲击逐步消除。2020 全年营收 5.70 亿元 (-21.0%)，归母净利润 1.42 亿元 (-35.4%)，扣非归母净利润 1.20 亿元 (-40.3%)。其中四季度单季营收 1.29 亿元 (-5.8%)，归母净利润 0.20 亿元 (+355.1%)，主要系订单确认影响。此外，投资收益等方面亦受到疫情冲击，拖累归母净利润表现。2021 年一季度营收 1.39 亿元 (+25.4%)，销售商品、提供劳务收到现金 1.28 亿 (+41.3%)，归母净利润 0.42 亿元 (+42.2%)。得益于疫情防控情况持续向好，宏观经济形势持续向好，公司经营情况持续向好，重回增长轨道。

图 1: 视觉中国营业收入及增速 (单位: 百万、%)



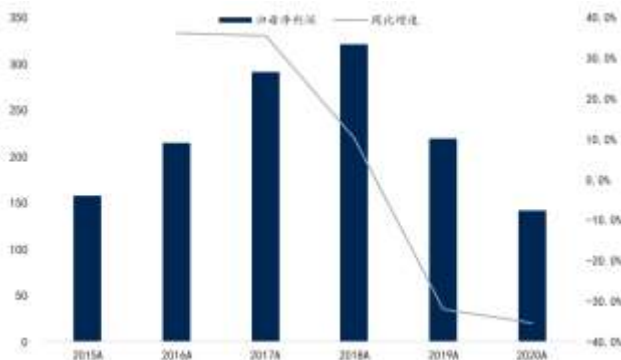
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 视觉中国单季营业收入及增速 (单位: 百万、%)



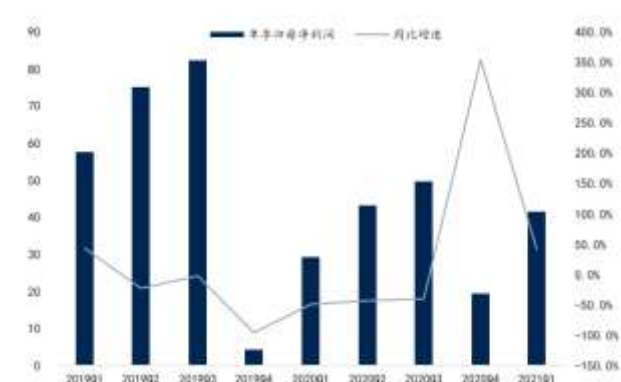
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 视觉中国归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

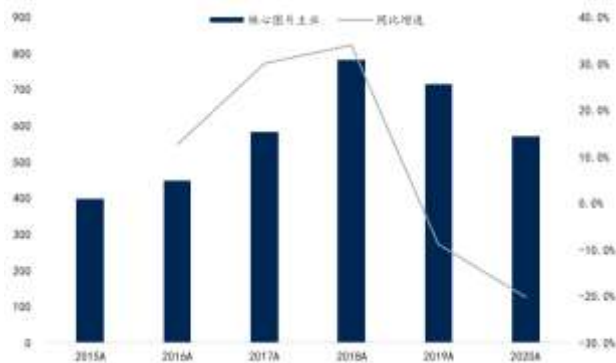
图 4: 视觉中国单季归母净利润及增速 (单位: 百万、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

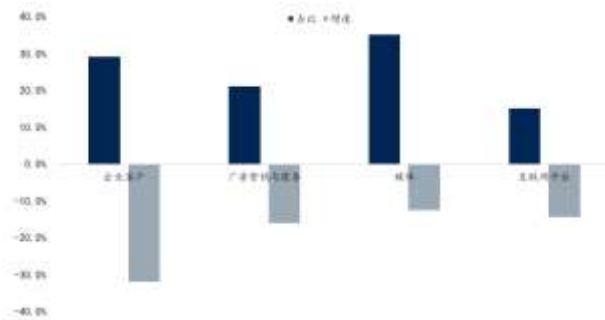
视觉中国是以内容为导向的企业，疫情影响内容供需导致短期业绩承压。供给角度，疫情导致体育赛事、娱乐事件等内容供给停滞，客户需求无法满足；需求角度，疫情对旅游等行业影响较大，企业营销需求锐减，供需因素叠加公司业绩短期承压。2020 年，党政与媒体、企业客户、广告营销与服务、互联网平台四类客户收入占比分别为 35%、29%、21%、15%，分别增速 -13%/-32%/-16%/-14%。客户数总体保持稳中有升，合作客户超过 17,000 家，较 2019 年同比增长 13%；公司核心客户稳定，10 万元以上的年度长协客户续约率达 82%；通过互联网平台触达长尾用户继续保持快速增长，数量超过 135 万，较 2019 年同比增长超过 90%。这些都为公司核心主业的长远持续增长打下坚实基础。

图 5：视觉中国核心图片主业（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

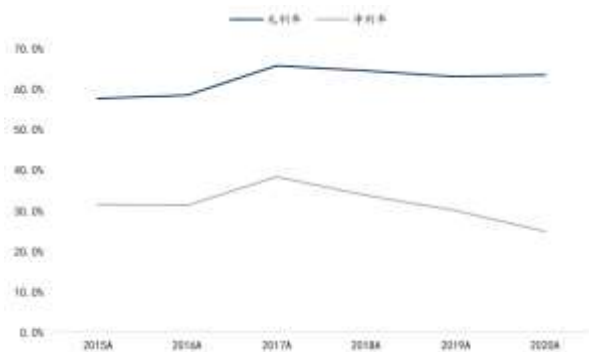
图 6：视觉中国各业务线增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

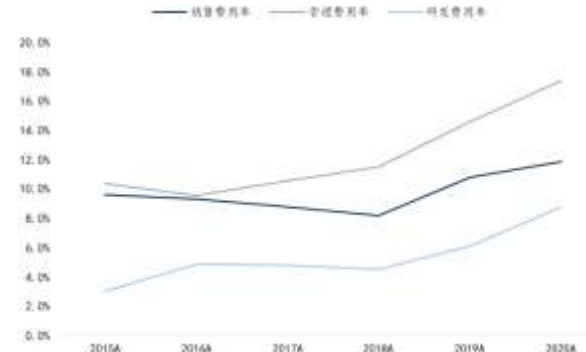
2020 年视觉中国毛利率 63.5% (+0.4%)，净利率 24.9% (-5.2%)，主要由于收入下降及投资收益等下滑影响。销售费用率 11.9% (+1.1%)，管理费用率 17.4% (+2.8%)，研发费用率 8.8% (+2.7%)。销售、管理费用率提升主要由于收入同比下降所致，研发投入系公司加大技术研发投入，提升企业数字化能力

图 7：视觉中国毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：视觉中国三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。 下调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 2.1/2.6/3.1 亿元（下调 15%/24%/28%），同比增速 32/25/25%；摊薄 EPS=0.30/0.37/0.45 元，当前股价对应 PE=44/36/30x。业绩、维权、视频三个维度说明基本面拐点，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司盈利及估值情况一览

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PB		
					2019A	2020A	2021E	2019A	2020A	2021E
603533.SH	掌阅科技	无评级	29.90	127.00	0.40	0.60	0.92	74.75	49.83	32.50
0772.HK	阅文集团	买入	81.00	825.00	1.10	-4.48	1.31	73.64	-18.08	61.83
ADBE.O	Adobe	无评级	508.34	2430.00	7.87	9.71	11.08	64.59	52.35	45.88
CRM.N	Salesforce	无评级	230.32	2121.00	2.75	2.99	3.14	83.75	77.03	73.35

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、彭博一致预期、国信证券经济研究所预测（不同公司采用所在股票市场货币计量）

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	302	528	679	906	营业收入	570	750	934	1164
应收款项	188	247	307	383	营业成本	208	274	341	425
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	4	5	7	8
其他流动资产	75	98	122	152	销售费用	68	83	103	128
流动资产合计	692	1000	1236	1569	管理费用	99	177	219	272
固定资产	2	21	40	59	财务费用	32	15	14	11
无形资产及其他	157	151	145	139	投资收益	35	50	50	50
投资性房地产	1880	1880	1880	1880	资产减值及公允价值变动	30	10	10	10
长期股权投资	1307	1307	1307	1307	其他收入	(41)	0	0	0
资产总计	4039	4360	4609	4954	营业利润	183	257	311	380
短期借款及交易性金融负债	358	415	385	386	营业外净收支	(7)	0	0	0
应付款项	124	164	204	254	利润总额	176	257	311	380
其他流动负债	167	244	304	379	所得税费用	34	44	53	65
流动负债合计	649	823	892	1018	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	142	212	257	314
其他长期负债	190	190	190	190					
长期负债合计	220	220	220	220	现金流量表 (百万元)				
负债合计	870	1043	1113	1239	净利润	142	212	257	314
少数股东权益	4	5	6	7	资产减值准备	(13)	0	0	0
股东权益	3165	3312	3490	3708	折旧摊销	15	7	7	8
负债和股东权益总计	4039	4360	4609	4954	公允价值变动损失	(30)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	32	15	14	11
关键财务与估值指标					营运资本变动	181	34	15	19
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	14	1	1	1
每股收益	0.20	0.30	0.37	0.45	经营活动现金流	309	244	270	332
每股红利	0.06	0.09	0.11	0.14	资本开支	(17)	(10)	(10)	(10)
每股净资产	4.52	4.73	4.98	5.29	其它投资现金流	(107)	0	0	0
ROIC	7%	8%	10%	13%	投资活动现金流	(141)	(10)	(10)	(10)
ROE	4%	6%	7%	8%	权益性融资	2	0	0	0
毛利率	64%	64%	64%	64%	负债净变化	(173)	0	0	0
EBIT Margin	34%	28%	28%	28%	支付股利、利息	(43)	(65)	(79)	(96)
EBITDA Margin	36%	29%	29%	29%	其它融资现金流	193	57	(30)	1
收入增长	-21%	32%	24%	25%	融资活动现金流	(239)	(8)	(109)	(95)
净利润增长率	-35%	50%	21%	22%	现金净变动	(71)	226	151	227
资产负债率	22%	24%	24%	25%	货币资金的期初余额	373	302	528	679
息率	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期末余额	302	528	679	906
P/E	65.9	44.0	36.3	29.7	企业自由现金流	335	207	232	292
P/B	2.9	2.8	2.7	2.5	权益自由现金流	354	251	191	284
EV/EBITDA	49.4	47.5	38.4	31.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032