

持续发力布局 NFT 领域，疫情后主业改善可期
买入（维持）

2021 年 11 月 16 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

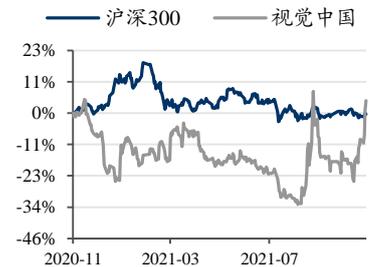
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	570	742	918	1,058
同比（%）	-21.0%	30.0%	23.7%	15.3%
归母净利润（百万元）	142	185	231	266
同比（%）	-35.4%	30.5%	24.8%	15.4%
每股收益（元/股）	0.20	0.26	0.33	0.38
P/E（倍）	64	69	55	48

投资要点

- **事件：**11 月 12 日公司与凤凰卫视领客文化发展有限公司签署战略合作协议，双方将基于全球优质版权资源、艺术、科技、商业跨界优势资源的整合，共同发力视觉 NFT 艺术收藏品交易，推动艺术融媒体产业化。
- **持续发力布局 NFT 领域，建议关注 500px 升级进展。**公司正筹备 500px 社区的区块链改造，增强区块链确认、资产发布等中间件，同时根据视觉数字艺术资产属性与特点，利用 NFT 技术对社区进行升级。500px 社区将在技术、运营等各个环节为创作者创作 NFT 艺术作品赋能，协助其将图像、视频作品同步打包成链上的 NFT 资产，并为创作者存储、推广以及销售其作品提供一站式的服务。数字藏品是基于区块链技术的成熟应用之一，包括支付宝的蚂蚁链等均已有成熟的产品在运营中。
- **升级将改进公司商业模式，有望享受本轮区块链技术红利。**1) 通过升级后的社区平台，数字艺术品的创作者、消费者以及社区的参与者将被更为紧密的连接在一起，成为一个更为活跃的、有影响力的数字内容的创作、交流与销售平台，构建平台、消费者、创作者的多赢机制。2) 本次升级改造为创作者提供了版权变现+数字藏品两次变现机会，也是公司传统业务从 to B 向 to B+to C 转换的重要场景。3) 数字艺术品创作及交易当前仍处于非常早期的阶段，长期成长空间值得期待。
- **受海外疫情因素影响，三季度增速放缓。**2021 年前三季度公司实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 18.64%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.51 亿元，同比增长 23.53%。增速相对放缓的主要原因包括海外疫情影响导致海外收入同比下降，同时本期新增了近 1,500 万元的期权费用，2020 年同期公司享受因疫情而给予的社保减半政策。但近期美国、欧洲等主要地区整体商业活动恢复趋势明显，公司海外业务恢复可期。
- **期待视频音频等新业务进展。**2021H1 公司新增对国内领先视频素材电商交易平台 Vjshi 的投资，2021H1 VJshi 月均独立访客超过 200 万，在线视频素材约 200 万条，截至 2021 年上半年，付费用户超过 15 万，营业额超过 5,000 万元，同比增长超过 100%。公司和 VJshi 在内容生产、资源共享以及市场渠道等各方面业务协同效应显著，目前双方共建的视频业务中心团队已开始搭建，正在进行内容、技术和业务的协同共享。
- **维持“买入”评级：**由于 500px 改造当前仍处于推进阶段，我们暂不考虑创新业务贡献，核心图片交易业务客户恢复增长及疫情后修复是短期当前增长的主要驱动因素，预计公司 2021/2022/2023 年收入分别为 7.42/9.18/10.58 亿元，增速分别为 30%/24%/15%，EPS 分别为 0.26/0.33/0.38 元，对应 PE 分别为 69/55/48 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**500px 改造进展不及预期，疫情影响超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.10
一年最低/最高价	10.63/18.48
市净率(倍)	3.84
流通 A 股市值(百万元)	10943.59

基础数据

每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	19.72
总股本(百万股)	700.58
流通 A 股(百万股)	604.62

相关研究

视觉中国三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	692	923	1,230	1,562	营业收入	570	742	918	1,058
现金	302	485	727	1,006	减:营业成本	208	282	349	402
应收账款	173	203	251	290	营业税金及附加	4	5	5	5
存货	0	0	0	0	营业费用	68	82	101	116
其他流动资产	217	234	252	266	管理费用	99	126	156	180
非流动资产	3,347	3,357	3,363	3,363	研发费用	50	63	78	90
长期股权投资	1,307	1,307	1,307	1,307	财务费用	32	7	9	11
固定资产	2	2	3	3	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	35	53	65	75
无形资产	157	167	172	172	其他收益	6	7	9	11
其他非流动资产	1,880	1,880	1,880	1,880	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,039	4,280	4,593	4,925	营业利润	183	237	295	340
流动负债	649	705	786	851	加:营业外净收支	-7	-7	-8	-9
短期借款	181	181	181	181	利润总额	176	230	287	331
应付账款	124	154	191	220	减:所得税费用	34	44	55	63
其他流动负债	344	369	414	449	少数股东损益	1	1	1	1
非流动负债	220	220	220	220	归属母公司净利润	142	185	231	266
长期借款	30	30	30	30	EBIT	136	184	230	265
其他非流动负债	190	190	190	190	EBITDA	153	204	255	296
负债合计	870	925	1,006	1,071	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4	5	6	8	每股收益(元)	0.20	0.26	0.33	0.38
归属母公司股东权益	3,165	3,350	3,581	3,847	每股净资产(元)	4.52	4.78	5.11	5.49
负债和股东权益	4,039	4,280	4,593	4,925	发行在外股份(百万股)	701	701	701	701
					ROIC(%)	3.1%	4.0%	4.7%	5.1%
					ROE(%)	4.5%	5.5%	6.4%	6.9%
					毛利率(%)	63.5%	62.0%	62.0%	62.0%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	24.8%	24.9%	25.1%	25.2%
经营活动现金流	112	176	224	255	资产负债率(%)	21.5%	21.6%	21.9%	21.7%
投资活动现金流	66	15	26	35	收入增长率(%)	-21.0%	30.0%	23.7%	15.3%
筹资活动现金流	-164	-7	-9	-11	净利润增长率(%)	-35.4%	30.5%	24.8%	15.4%
现金净增加额	5	184	242	279	P/E	64.36	68.63	54.98	47.63
折旧和摊销	17	21	26	31	P/B	2.88	3.79	3.54	3.30
资本开支	-39	-38	-39	-40	EV/EBITDA	60.03	61.56	48.39	40.78
营运资本变动	-25	8	15	12					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>