

# 视觉中国 (000681)

证券研究报告

2021年11月16日

## 视觉+战略延展到虚拟资产，重点关注 NFT 升级 500px 社区

### 海外疫情+期权费用影响，21Q3 单季度业绩增速放缓。

2021 年前三季度，公司实现营收 5.24 亿元，同比增长 18.64%，归母净利润 1.51 亿元，同比增速放缓至 23.53%，扣非后归母净利润 1.15 亿元，同比下降 4.69%。其中 Q3 实现营收 1.84 亿元，同比增长 8.51%，归母净利润 5427.17 万元，同比增长 9.09%，扣非后归母净利润 2501.68 万元，同比下降 47.24%。增速相对放缓的主要原因包括，海外疫情影响导致本期海外收入同比下降，本期新增了近 1,500 万元的期权费用，上年同期公司享受了因疫情而给予的社保减半政策。

### 坚持“视觉+”战略，深耕内容生态，持续推进核心主业发展。

公司坚持“视觉+”战略，在客户群方面进一步巩固对 KA 客户的服务广度与深度，并不断扩大在中小、长尾市场占有率。针对中大型客户，公司采取“视觉+”战略，KA 客户保持高粘性，10 万元以上的年度长协客户续约率达 85%；同时，公司通过与互联网平台的连接及赋能，通过搜索营销、内容营销以及社交媒体等方式高性价比定向高效开发中小客户群，使得公司内容和服务能覆盖到互联网平台所聚集的海量的个人、中小微企业等长尾用户。在内容上，公司着力布局视频音频等战略重点，在数博会与 VJshi 合作共建“视觉中国视频业务中心”，推动双方业务进一步融合。此外，新《著作权法》在今年 6 月开始实施，加大了对于侵权者的惩治力度，该法的实施有利于图片行业健康发展，利好公司主业发展。

### 借力 NFT 技术对社区升级，加速科技新赛道布局。

公司持续加大对新技术和产品的研发投入，布局 NFT 技术研发，借助 NFT 技术对 500px 社区进行升级。基于区块链的 NFT 技术具有不可分割性、独特性、唯一性等特点，以一段加密代码而作为数字艺术资产所有权的证明，因此创作者在创作乃至售出 NFT 作品后仍可通过区块链加密技术来实现归属权的确认和溯源，这将大大激发创作者的创作动力，提升 500px 社区活力。同时，公司今年 9 月与北京国际设计周达成“文化北京” NFT 战略合作。NFT 赛道的布局有利于公司对创作者持续赋能，打造全球领先的基于区块链的视觉数字艺术创意社区。

**投资建议：**基于已有业务，考虑疫情影响，我们预计公司 21/22/23 年营收分别为 7.36/9.20/11.04 亿元，下调公司净利润预期从 2.79/3.63 亿元至 1.95/2.62/3.52 亿元，EPS 分别为 0.28/0.37/0.50 元，对应 PE 分别为 64.89、48.47、35.99 倍。考虑未来 10 年进入新的科技浪潮，虚拟世界的 NFT 版权相关业务从无到有空间明显，维持“买入”评级。

**风险提示：**NFT 仍处于发展初期，NFT 项目上线不及预期，行业监管趋严风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722.11	570.45	735.88	919.85	1,103.82
增长率(%)	(26.90)	(21.00)	29.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	380.61	271.72	265.07	341.66	444.34
净利润(百万元)	219.05	141.53	195.43	261.63	352.32
增长率(%)	(31.81)	(35.39)	38.08	33.87	34.67
EPS(元/股)	0.31	0.20	0.28	0.37	0.50
市盈率(P/E)	57.89	89.59	64.89	48.47	35.99
市净率(P/B)	4.13	4.01	3.77	3.52	3.24
市销率(P/S)	17.56	22.23	17.23	13.79	11.49
EV/EBITDA	29.85	30.87	43.72	34.12	25.14

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.1 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	700.58
流通 A 股股本(百万股)	604.62
A 股总市值(百万元)	12,680.45
流通 A 股市值(百万元)	10,943.59
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	19.72
一年内最高/最低(元)	18.48/10.63

### 作者

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《视觉中国-公司点评:股权激励彰显信心，考核目标指引 2021 年增长方向》2021-01-13
- 《视觉中国-季报点评:2020 年三季度报点评：签约客户数同比增长 10%，营收&净利逐季改善趋势明确》2020-10-30
- 《视觉中国-半年报点评:2020 年中报点评：关站及疫情影响延续，但环比改善趋势明确》2020-08-31

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	373.30	301.92	398.35	284.63	740.54
应收票据及应收账款	171.29	181.06	222.73	269.96	318.44
预付账款	12.29	10.54	20.14	17.20	26.40
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	134.48	100.64	146.11	143.25	145.15
<b>流动资产合计</b>	<b>691.37</b>	<b>594.15</b>	<b>787.34</b>	<b>715.03</b>	<b>1,230.54</b>
长期股权投资	1,289.21	1,307.40	1,407.40	1,507.40	1,607.40
固定资产	3.10	1.98	1.83	1.67	1.52
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	116.33	157.44	141.46	125.48	109.50
其他	2,017.17	1,879.83	1,806.30	1,804.46	1,804.10
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,425.81</b>	<b>3,346.65</b>	<b>3,356.98</b>	<b>3,439.01</b>	<b>3,522.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,117.18</b>	<b>4,038.76</b>	<b>4,242.28</b>	<b>4,252.01</b>	<b>4,851.02</b>
短期借款	200.69	180.89	80.89	30.89	0.00
应付票据及应付账款	128.14	124.16	214.89	197.77	284.04
其他	322.21	344.34	359.12	201.53	429.47
<b>流动负债合计</b>	<b>651.05</b>	<b>649.39</b>	<b>654.90</b>	<b>430.19</b>	<b>713.50</b>
长期借款	203.48	30.05	30.05	30.05	30.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.97	190.20	190.20	190.20	190.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>392.44</b>	<b>220.25</b>	<b>220.25</b>	<b>220.25</b>	<b>220.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,043.49</b>	<b>869.65</b>	<b>875.15</b>	<b>650.44</b>	<b>933.75</b>
少数股东权益	(0.01)	3.88	3.88	3.88	3.88
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1,613.55	1,626.36	1,628.10	1,628.10	1,628.10
留存收益	2,970.85	3,112.51	3,289.36	3,523.79	3,839.49
其他	(1,584.59)	(1,647.52)	(1,628.10)	(1,628.10)	(1,628.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,073.69</b>	<b>3,169.12</b>	<b>3,367.14</b>	<b>3,601.57</b>	<b>3,917.27</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,117.18</b>	<b>4,038.76</b>	<b>4,242.28</b>	<b>4,252.01</b>	<b>4,851.02</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	217.46	142.30	195.43	261.63	352.32
折旧摊销	11.27	17.20	16.14	16.14	16.14
财务费用	29.42	43.35	10.61	6.47	(1.46)
投资损失	(58.25)	(35.40)	(67.06)	(68.86)	(70.70)
营运资金变动	(407.60)	267.22	187.79	(217.15)	256.88
其它	300.32	(322.18)	0.00	(2.86)	1.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>92.62</b>	<b>112.48</b>	<b>342.90</b>	<b>(4.64)</b>	<b>555.09</b>
资本支出	(3.15)	160.18	28.30	100.00	100.00
长期投资	36.66	18.19	100.00	100.00	100.00
其他	(8.69)	(111.87)	(89.54)	(225.42)	(233.12)
<b>投资活动现金流</b>	<b>24.82</b>	<b>66.50</b>	<b>38.76</b>	<b>(25.42)</b>	<b>(33.12)</b>
债权融资	584.92	388.15	110.94	60.94	30.05
股权融资	(0.23)	(69.32)	12.30	(6.47)	1.46
其他	(856.05)	(482.82)	(408.46)	(138.14)	(97.56)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(271.36)</b>	<b>(163.99)</b>	<b>(285.23)</b>	<b>(83.67)</b>	<b>(66.05)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(153.91)</b>	<b>14.99</b>	<b>96.43</b>	<b>(113.72)</b>	<b>455.91</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>722.11</b>	<b>570.45</b>	<b>735.88</b>	<b>919.85</b>	<b>1,103.82</b>
营业成本	266.47	208.09	279.64	340.35	397.38
营业税金及附加	3.94	4.04	5.78	7.22	8.67
营业费用	67.70	67.70	84.63	101.18	110.38
管理费用	105.53	99.30	125.10	137.98	143.50
研发费用	44.03	50.20	58.87	73.59	88.31
财务费用	22.67	32.01	10.61	6.47	(1.46)
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	(2.86)	1.91
投资净收益	58.25	35.40	67.06	68.86	70.70
其他	(116.92)	(139.43)	(134.12)	(131.98)	(145.21)
<b>营业利润</b>	<b>262.42</b>	<b>183.29</b>	<b>238.33</b>	<b>319.06</b>	<b>429.66</b>
营业外收入	0.12	0.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.62	7.60	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>261.92</b>	<b>176.00</b>	<b>238.33</b>	<b>319.06</b>	<b>429.66</b>
所得税	44.46	33.69	42.90	57.43	77.34
<b>净利润</b>	<b>217.46</b>	<b>142.30</b>	<b>195.43</b>	<b>261.63</b>	<b>352.32</b>
少数股东损益	(1.59)	0.77	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>219.05</b>	<b>141.53</b>	<b>195.43</b>	<b>261.63</b>	<b>352.32</b>
每股收益(元)	0.31	0.20	0.28	0.37	0.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-26.90%	-21.00%	29.00%	25.00%	20.00%
营业利润	-33.09%	-30.15%	30.02%	33.87%	34.67%
归属于母公司净利润	-31.81%	-35.39%	38.08%	33.87%	34.67%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.10%	63.52%	62.00%	63.00%	64.00%
净利率	30.33%	24.81%	26.56%	28.44%	31.92%
ROE	7.13%	4.47%	5.81%	7.27%	9.00%
ROIC	9.85%	7.39%	8.35%	11.75%	13.64%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.34%	21.53%	20.63%	15.30%	19.25%
净负债率	6.88%	2.72%	-8.54%	-6.21%	-18.14%
流动比率	1.06	1.07	1.35	1.89	1.86
速动比率	1.06	1.07	1.35	1.89	1.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.03	3.24	3.64	3.73	3.75
存货周转率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
总资产周转率	0.17	0.14	0.18	0.22	0.24
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.31	0.20	0.28	0.37	0.50
每股经营现金流	0.13	0.16	0.49	-0.01	0.79
每股净资产	4.39	4.52	4.80	5.14	5.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	57.89	89.59	64.89	48.47	35.99
市净率	4.13	4.01	3.77	3.52	3.24
EV/EBITDA	29.85	30.87	43.72	34.12	25.14
EV/EBIT	30.60	32.69	46.55	35.81	26.08

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com