

视觉中国 (000681)

证券研究报告

2022年05月05日

疫情影响 22 年开局，数字藏品进展积极期待

事件：公司于 2022 年 4 月 28 日披露年报及一季报，2021 年实现营收 6.57 亿元，同比增长 15.22%；归母净利润 1.53 亿元，同比增长 8%；扣非归母净利为 1.25 亿元，同比增长 3.59%。22Q1 实现营收 1.55 亿元，同比增长 11.79%；归母净利润 3051.24 万元，同比下降 26.48%；扣非归母净利为 3038.61 万元，同比下降 15.82%。Q1 明显受到疫情影响。

公司 2021 毛利率为 55.8%，同比下降 7.72pct。净利率为 23.54%，同比下降 1.41pct。22Q1 毛利率为 60.83%，同比下降 0.72pct。净利率为 19.7%，同比下降 10.73pct。21 年公司毛利率下降主要系 1) 毛利较高的境外业务营收贡献减少，海外业务收入同比降低 39.35%，占总收入比重降低 4.63pct；2) 毛利率相对较低的定制业务增速高于已有业务。

完善数字版权产品服务体系，积极调整大客户销售组织结构，不断扩大中小企业、长尾市场客户。2021 年，公司数字版权交易平台签约客户数持续保持增长，公司直接签约客户数超过 23,000 家，同比增长超过 35%，其中年度销售额 10 万元以上的长协客户续约率仍保持在 80% 以上。在长尾用户触达方面，公司通过 Veer.com 及 VJshi 等互联网平台使得长尾用户数量近 200 万，同比增长超过 40%。

针对短视频行业需求，积极拓展音视频内容素材，不断完善创作者生态，预计视频素材平台 VJshi 接入素材同比高速提升。2021 年，公司音视频销售额同比增长接近 150%，逆势保持高速增长。在素材供给端，截至 2021 年 12 月，公司合作视频签约供稿人数量已超过 5,000 人，同比增长超过 100%。公司通过战略投资视频素材电商平台光厂创意(vjshi.com) 30%股份，2021 年全年销售额超过 1.1 亿，同比增长近 70%，21 年接入 VJshi 平台素材数为 30-40 万，预计 22 年达到 200 万条。

“区块链+”落地，元视觉 Q1 销售额超 1 千万，实现 2B 到 2B+2C 的跨越式发展。2021 年 12 月，公司在国内推出数字艺术交易平台“元视觉艺术网”，与艺术家与版权 IP 方建立合作，为相关主体提供基于区块链信任机制的协同创作、交易变现等多种场景赋能。自 2021 年 12 月 26 日上线至 22Q1 末，公司数字艺术交易平台元视觉与超过 41 名艺术家、版权 IP 合作机构建立合作，共发售原创数字艺术作品 126 件，累计实现销售额超过 1,000 万元。公司还计划在 500px 国际版建设数字艺术交易平台“Vault by 500px”，积极打造为全球交易平台。

投资建议：考虑到疫情因素扰动明显，我们下调盈利预测。22/23/24 年营收分别为 7.89/9.47/11.50 亿元(原 22/23 年营收预测值分别为 9.20/11.04 亿元)，净利润分别为 1.84/2.10/2.48 亿元(原 22/23 年净利润预测值分别为 2.62/3.52 亿元)，对应 PE 分别为 45.52/39.88/33.76。公司通过“区块链+”战略为相关主体提供基于区块链信任机制的协同创作、版权保护及交易变现等多种场景下的赋能。而公司核心业务也将从 to B 向 to B + to C 延伸，有助于提升中长期空间，享受一定估值溢价，维持“买入”评级。

风险提示：疫情及宏观经济影响，区块链业务进展不及预期，行业监管趋严

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	570.45	657.25	788.70	947.23	1,149.94
增长率(%)	(21.00)	15.22	20.00	20.10	21.40
EBITDA(百万元)	271.72	256.61	226.77	262.09	314.87
净利润(百万元)	141.53	152.85	183.75	209.75	247.75
增长率(%)	(35.39)	8.00	20.21	14.15	18.12
EPS(元/股)	0.20	0.22	0.26	0.30	0.35
市盈率(P/E)	59.10	54.73	45.52	39.88	33.76
市净率(P/B)	2.64	2.57	0.25	0.24	0.23
市销率(P/S)	14.66	12.73	1.12	0.93	0.77
EV/EBITDA	32.70	65.92	34.31	28.77	23.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/数字媒体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.94 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)	8,364.89
流通 A 股市值(百万元)	7,219.14
每股净资产(元)	44.04
资产负债率(%)	16.51
一年内最高/最低(元)	27.60/10.46

作者

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

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@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:数字藏品交易平台元视觉上线，“区块链+”战略落地》2021-12-26
- 《视觉中国-公司点评:视觉+战略延展到虚拟资产，重点关注 NFT 升级 500px 社区》2021-11-16
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	301.92	324.95	566.76	737.89	935.33
应收票据及应收账款	181.06	232.83	263.83	225.57	349.40
预付账款	10.54	10.75	15.43	16.85	23.94
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	198.60	71.82	97.20	105.55	119.16
流动资产合计	692.12	640.34	943.22	1,085.86	1,427.83
长期股权投资	1,307.40	1,318.65	1,318.65	1,318.65	1,318.65
固定资产	1.98	1.88	0.83	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	157.44	182.66	162.67	142.68	122.69
其他	1,879.83	1,810.81	1,808.81	1,829.92	1,815.30
非流动资产合计	3,346.65	3,314.01	3,290.96	3,291.25	3,256.64
资产总计	4,038.76	3,954.35	4,234.19	4,377.11	4,684.47
短期借款	180.89	158.47	150.00	100.00	80.00
应付票据及应付账款	124.16	147.03	186.48	224.68	294.86
其他	258.71	98.97	221.79	199.68	233.60
流动负债合计	563.76	404.47	558.26	524.35	608.45
长期借款	30.05	9.95	9.00	9.00	9.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	190.20	187.46	188.87	188.84	188.39
非流动负债合计	220.25	197.41	197.87	197.84	197.39
负债合计	869.65	689.94	756.14	722.20	805.85
少数股东权益	3.88	5.71	6.33	7.65	9.32
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1,626.36	1,615.07	1,615.07	1,615.07	1,615.07
留存收益	1,486.15	1,609.75	1,793.50	1,982.27	2,205.25
其他	(21.16)	(40.00)	(10.74)	(23.97)	(24.90)
股东权益合计	3,169.12	3,264.41	3,478.05	3,654.91	3,878.62
负债和股东权益总计	4,038.76	3,954.35	4,234.19	4,377.11	4,684.47

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	142.30	154.71	183.75	209.75	247.75
折旧摊销	17.20	22.12	21.04	20.82	19.99
财务费用	43.35	9.79	11.65	6.58	1.22
投资损失	(35.40)	(71.94)	(68.00)	(58.45)	(58.45)
营运资金变动	181.59	56.52	65.36	23.45	(26.26)
其它	(236.55)	(65.69)	0.99	1.46	1.86
经营活动现金流	112.48	105.51	214.79	203.62	186.11
资本支出	160.18	56.79	(1.42)	0.03	0.45
长期投资	18.19	11.25	0.00	0.00	0.00
其他	(111.87)	(143.32)	68.69	58.42	58.00
投资活动现金流	66.50	(75.27)	67.27	58.45	58.45
债权融资	(228.79)	(179.82)	(69.51)	(56.58)	(21.22)
股权融资	(52.01)	(30.13)	29.26	(34.35)	(25.90)
其他	116.81	238.50	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(163.99)	28.55	(40.25)	(90.94)	(47.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	14.99	58.79	241.81	171.13	197.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	570.45	657.25	788.70	947.23	1,149.94
营业成本	208.09	290.53	357.28	440.46	556.57
营业税金及附加	4.04	2.75	4.39	5.32	6.44
销售费用	67.70	93.90	103.29	113.62	124.98
管理费用	99.30	104.83	115.31	126.84	139.53
研发费用	50.20	64.60	71.06	78.17	85.99
财务费用	32.01	8.54	11.65	6.58	1.22
资产/信用减值损失	2.71	(9.47)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	29.84	(0.26)	0.36	0.00	0.00
投资净收益	35.40	71.94	68.00	58.45	58.45
其他	(142.14)	(135.66)	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.29	165.54	194.07	234.68	293.66
营业外收入	0.31	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.60	1.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.00	164.29	194.07	234.68	293.66
所得税	33.69	9.57	9.70	23.47	44.05
净利润	142.30	154.71	184.37	211.21	249.61
少数股东损益	0.77	1.86	0.62	1.46	1.86
归属于母公司净利润	141.53	152.85	183.75	209.75	247.75
每股收益(元)	0.20	0.22	0.26	0.30	0.35

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-21.00%	15.22%	20.00%	20.10%	21.40%
营业利润	-30.15%	-9.69%	17.24%	20.92%	25.13%
归属于母公司净利润	-35.39%	8.00%	20.21%	14.15%	18.12%
获利能力					
毛利率	63.52%	55.80%	54.70%	53.50%	51.60%
净利率	24.81%	23.26%	23.30%	22.14%	21.54%
ROE	4.47%	4.69%	5.29%	5.75%	6.40%
ROIC	7.39%	6.70%	7.77%	8.93%	10.60%
偿债能力					
资产负债率	21.53%	17.45%	17.86%	16.50%	17.20%
净负债率	2.72%	-3.31%	-11.72%	-17.21%	-21.82%
流动比率	1.07	1.30	1.69	2.07	2.35
速动比率	1.07	1.30	1.69	2.07	2.35
营运能力					
应收账款周转率	3.24	3.18	3.18	3.87	4.00
存货周转率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
总资产周转率	0.14	0.16	0.19	0.22	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.22	0.26	0.30	0.35
每股经营现金流	0.16	0.15	0.31	0.29	0.27
每股净资产	4.52	4.65	46.98	49.36	52.36
估值比率					
市盈率	59.10	54.73	45.52	39.88	33.76
市净率	2.64	2.57	0.25	0.24	0.23
EV/EBITDA	32.70	65.92	34.31	28.77	23.31
EV/EBIT	34.63	71.40	37.82	31.25	24.89

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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