

视觉中国 (000681.SZ)

疫情压制 B 端需求，关注数字藏品业务进展

买入

核心观点

广告行业需求压制业绩增速。公司披露年报及一季报，1) 2021 年公司实现营业收入 6.57 亿元，归母净利润 1.53 亿元，同比分别增长 15%、8%，对应 EPS 0.22 元；其中 Q4 实现营业收入 1.33 亿元、归母净利润 0.02 亿元，同比分别增长 3.5%、-89.6%；2) 22 年 Q1 实现营业收入 1.55 亿元、归母净利润 0.31 亿元，同比分别增长 11.8%、-26.5%，对应全面摊薄 EPS 0.04 元；业绩下滑主要在于疫情影响之下广告市场疲软，导致对创意素材资源需求减弱。

数字版权交易保持稳健，客户数量持续增长。1) 21 年全年视觉内容与服务业务实现营收 6.54 亿元（收入占比 99.53%），同比增长 15.48%，继续保持稳健；2) 公司签约客户数持续保持增长，直接签约客户数超过 23000 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继续保持在 80%以上；通过互联网平台触达长尾用户继续保持快速增长，数量近 200 万，较 2020 年同比增长超过 40%；3) 音视频的销售额同比增长接近 150%，继续保持高速增长；通过投资国内领先的视频素材交易平台光厂创意 (VJshi.com)、爱设计智能设计工具 (isheji.com)，全面覆盖中小企业、长尾市场。

“区块链+”战略启动，元视觉开始贡献收入。1) 2021 年底公司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，为创作者和艺术家、使用者和收藏家等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；2) 截至 22Q1，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。“区块链+”战略初步落地，toC 业务初见成效。

风险提示：宏观经济波动风险；监管政策风险；新业务不达预期风险等。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑疫情对下游营销行业影响，我们下调公司 22/23 年盈利预测（前值为 2.6/3.1 亿元），新增 24 年盈利预测，预计 2022-24 年归母净利润 2.07/2.37/2.93 亿元，同比增速 35%/15%/24%；摊薄 EPS=0.30/0.34/0.42 元，当前股价对应 PE=40/35/28x。我们持续看好公司在创意素材领域的资源优势，短期疫情冲击下游需求，长期营销领域素材需求仍将持续向上，元宇宙时代数字藏品应用大有可为，看好公司长期价值，继续维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	570	657	755	891	1,150
(+/-%)	-21.0%	15.2%	14.9%	18.0%	29.0%
净利润(百万元)	142	153	207	237	293
(+/-%)	-35.4%	8.0%	35.4%	14.6%	23.6%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.30	0.34	0.42
EBIT Margin	24.7%	15.3%	20.7%	20.9%	21.1%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	4.7%	6.0%	6.6%	7.6%
市盈率 (PE)	57.9	53.6	39.6	34.6	28.0
EV/EBITDA	58.0	73.9	53.9	45.4	35.4
市净率 (PB)	2.59	2.52	2.39	2.27	2.13

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

公司研究·财报点评

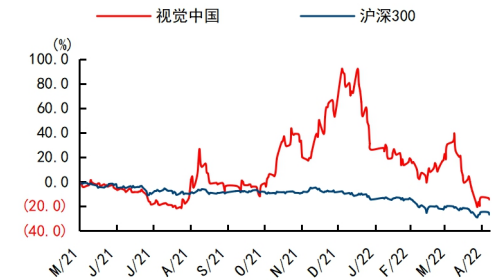
传媒·数字媒体

证券分析师：张衡 **证券分析师：夏妍**
 021-60875160 021-60933162
 zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn
 S0980517060002 S0980520030003

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		11.70 元
总市值/流通市值		8202/7079 百万元
52 周最高价/最低价		27.60/10.46 元
近 3 个月日均成交额		512.26 百万元

市场走势



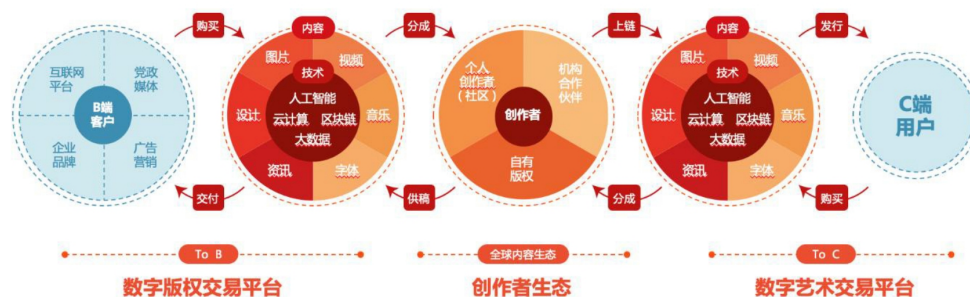
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《视觉中国-000681-2020 年年报暨 2021 年一季报点评：疫情冲击逐步消除，Q1 增长可观》——2021-05-05
- 《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

公司的核心商业模式为服务全球优秀内容创作者，整合海量优质全面的图片、视频、音乐等数字版权内容，依托业内领先的大数据、人工智能、云计算、区块链等技术，通过“优质内容+技术创新”建设网络服务平台，一方面为B端客户提供数字版权交易服务，另一方面基于区块链智能合约技术为C端用户提供数字艺术品交易服务。

图1：公司核心商业模式



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

宏观经济压力压制业绩表现。1) 2021年公司实现营业收入6.57亿元，归母净利润1.53亿元，同比分别增长15%、8%，对应EPS 0.22元；其中Q4实现营业收入1.33亿元、归母净利润0.02亿元，同比分别增长3.5%、-89.6%；2) 22年Q1实现营业收入1.55亿元、归母净利润0.31亿元，同比分别增长11.8%、-26.5%，对应全面摊薄EPS 0.04元；业绩下滑主要在于疫情影响之下广告市场疲软，导致对创意素材资源需求减弱。

图2：视觉中国营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

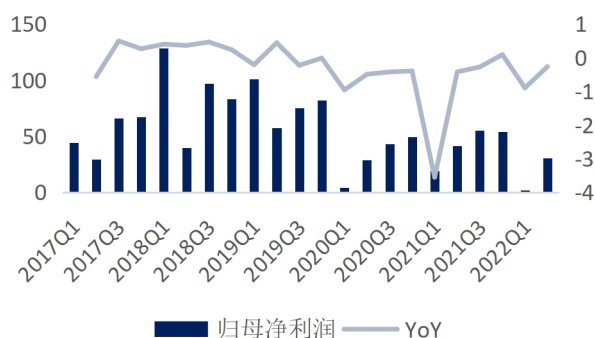
图3：视觉中国归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：视觉中国营业收入及增速（单位：百万元、%）

图5：视觉中国单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

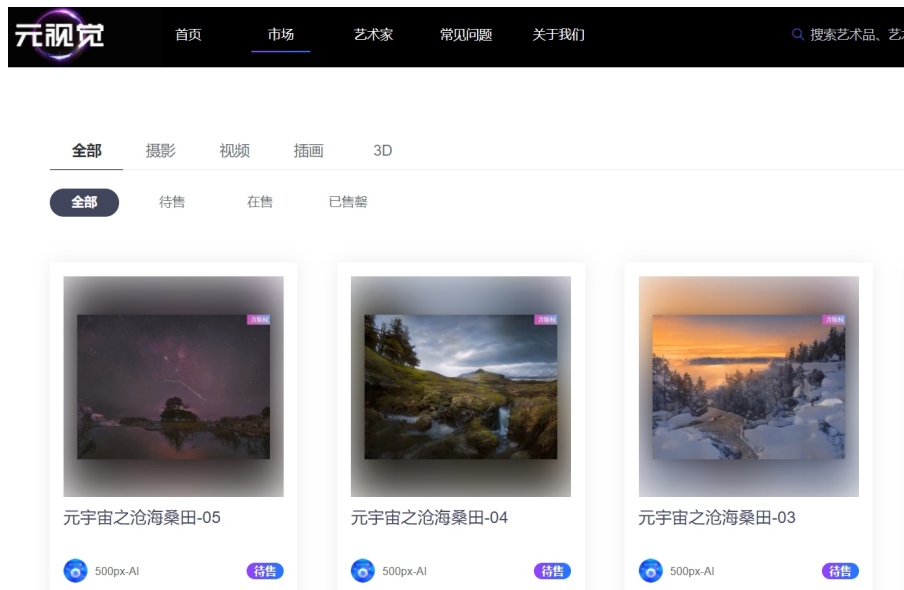
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

数字版权交易保持稳健，客户数量持续增长。 1) 21 年全年视觉内容与服务业务实现营收 6.54 亿元（收入占比 99.53%），同比增长 15.48%，继续保持稳健；2) 公司签约客户数持续保持增长，直接签约客户数超过 23000 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继续保持在 80%以上；通过互联网平台触达长尾用户继续保持快速增长，数量近 200 万，较 2020 年同比增长超过 40%；3) 音视频的销售额同比增长接近 150%，继续保持高速增长；通过投资国内领先的视频素材交易平台光厂创意（VJshi.com）、爱设计智能设计工具（isheji.com），全面覆盖中小企业、长尾市场。

音视频内容战略成为公司产品战略的重点。通过 500px 社区，举办视频比赛、征稿等各项活动，公司作为合作方与腾讯、中国文联摄影艺术中心一起合作“微信摄影时刻”全国短视频作品征集活动共征集作品 4 万余件，引导和鼓励创作人加强短视频创作。截至 2021 年，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%。公司累计音视频供应商数量近百家。公司战略投资的国内领先的视频素材电商交易平台光厂创意（vjshi.com），其签约创作者超过 2 万人，在线视频素材约 300 万条。

“区块链+”战略启动，元视觉开始贡献收入。 1) 2021 年底公司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，为创作者和艺术家、使用者和收藏家等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；2) 截至 22Q1，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。“区块链+”战略初步落地，toC 业务初见成效。

图6: 元视觉交易平台



资料来源: 元视觉官网、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。考虑疫情对下游营销行业影响, 我们下调公司 22/23 年盈利预测 (前值为 2.6/3.1 亿元), 新增 24 年盈利预测, 预计 2022-24 年归母净利润 2.07/2.37/2.93 亿元, 同比增速 35/15/24%; 摊薄 EPS=0.30/0.34/0.42 元, 当前股价对应 PE=40/35/28x。我们持续看好公司在创意素材领域的资源优势, 短期疫情冲击下游需求, 长期营销领域素材需求仍将持续向上, 元宇宙时代数字藏品应用大有可为, 看好公司长期价值, 继续维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
300413.SZ	芒果超媒	买入	35.1	657	1.06	1.13	1.38	1.64	33	31	25	21
603533.SH	掌阅科技	增持	13.42	59	0.60	0.34	0.68	0.90	22	39	20	15
9626.HK	哔哩哔哩	买入	179.00	694	(7.71)	(17.38)	(18.18)	(13.29)	(23)	(10)	(10)	(13)

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	302	325	418	541	713	营业收入	570	657	755	891	1150
应收款项	188	243	279	329	425	营业成本	208	291	335	396	511
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	4	3	3	3	4
其他流动资产	75	47	54	63	82	销售费用	68	94	97	115	148
流动资产合计	692	640	777	960	1245	管理费用	99	105	96	113	143
固定资产	2	2	63	121	176	研发费用	50	65	67	79	102
无形资产及其他	157	183	175	169	163	财务费用	32	9	1	(2)	(6)
投资性房地产	1880	1811	1811	1811	1811	投资收益	35	72	50	50	50
长期股权投资	1307	1319	1330	1341	1352	资产减值及公允价值变动	30	(0)	15	15	15
资产总计	4039	3954	4155	4402	4747	其他收入	(41)	(63)	(67)	(79)	(102)
短期借款及交易性金融负债	358	207	207	207	207	营业利润	183	166	221	253	313
应付款项	124	147	169	199	256	营业外净收支	(7)	(1)	0	0	0
其他流动负债	167	139	153	180	232	利润总额	176	164	221	253	313
流动负债合计	649	493	530	586	695	所得税费用	34	10	12	13	16
长期借款及应付债券	30	10	10	12	16	少数股东损益	1	2	3	3	4
其他长期负债	190	187	185	182	179	归属于母公司净利润	142	153	207	237	293
长期负债合计	220	197	195	194	195	现金流量表 (百万元)					
负债合计	870	690	725	780	890	净利润	142	153	207	237	293
少数股东权益	4	6	8	10	13	资产减值准备	(13)	0	0	0	0
股东权益	3165	3259	3423	3611	3844	折旧摊销	15	20	9	11	14
负债和股东权益总计	4039	3954	4155	4402	4747	公允价值变动损失	(30)	0	(15)	(15)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	32	9	1	(2)	(6)
每股收益	0.20	0.22	0.30	0.34	0.42	营运资本变动	181	34	(9)	(6)	(8)
每股红利	0.06	0.04	0.06	0.07	0.09	其它	14	2	2	2	3
每股净资产	4.52	4.65	4.89	5.16	5.49	经营活动现金流	309	208	194	230	287
ROIC	4.45%	4.90%	7%	8%	11%	资本开支	0	(1)	(47)	(48)	(48)
ROE	4.47%	4.69%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(107)	102	0	0	0
毛利率	64%	56%	56%	56%	56%	投资活动现金流	(125)	90	(59)	(60)	(60)
EBIT Margin	25%	15%	21%	21%	21%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	18%	22%	22%	22%	负债净变化	(173)	(20)	0	1	2
收入增长	-21%	15%	15%	18%	29%	支付股利、利息	(43)	(29)	(43)	(49)	(60)
净利润增长率	-35%	8%	35%	15%	24%	其它融资现金流	188	(177)	0	0	0
资产负债率	22%	18%	18%	18%	19%	融资活动现金流	(255)	(275)	(43)	(47)	(56)
股息率	0.5%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	现金净变动	(71)	23	93	123	171
P/E	57.9	53.6	39.6	34.6	28.0	货币资金的期初余额	373	302	325	418	541
P/B	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	302	325	418	541	713
EV/EBITDA	58.0	73.9	53.9	45.4	35.4	企业自由现金流	0	147	101	133	188
						权益自由现金流	0	(50)	101	136	195

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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