

视觉中国 (000681.SZ)

疫情压制业绩表现，关注数字藏品业务进展

核心观点

疫情等外部因素业绩表现。1) 2022年上半年公司实现营业收入3.5亿元、归母净利润0.55亿元，同比分别增长3.06%、-43.17%，对应全面摊薄EPS 0.08元；其中Q2实现营业收入1.96亿元、归母净利润0.24亿元，同比分别增长-2.9%、-55.7%，对应全面摊薄EPS 0.03元，同比下滑幅度相比Q1进一步扩大（营收及归母净利润同比分别增长11.8%、-26.5%）；2) 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。

数字版权业务继续保持领先。1) 数字版权业务方面，公司通过“视觉+”战略进一步巩固在大中型KA客户的服务广度与深度，同时将扩大在中小企业、长尾市场占有率作为长期重点战略。公司数字版权交易平台直接签约客户数超过14,000家，同比增长6%；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，数量超过200万，较2021年上半年同比增长超过100%；2) 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。上半年光厂创意(VJshi.com)销售额近7000万，同比增长近30%。爱设计亦完成数千万元的A2轮融资。

“区块链+”战略启动，关注数字藏品业务发展。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；2022年5月底在500px海外社区平台推出视觉艺术品交易平台——Vault by 500px。2) 截至22上半年，元视觉2022年上半年实现销售收入1505万元。“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，关注数字藏品业务发展，维持“买入”评级。

考虑宏观经济等外部因素对下游营销行业影响，我们下调公司2022-24年盈利预测至1.45/2.30/2.85亿元（前值为2.07/2.37/2.93亿元），摊薄EPS=0.21/0.33/0.41元，当前股价对应PE=62/39/31x。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具备较好的应用前景，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	720	849	1,095
(+/-%)	-21.0%	15.2%	9.5%	18.0%	29.0%
净利润(百万元)	142	153	145	230	285
(+/-%)	-35.4%	8.0%	-5.2%	59.0%	23.5%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.21	0.33	0.41
EBIT Margin	24.7%	15.3%	12.6%	21.2%	21.4%
净资产收益率(ROE)	4.5%	4.7%	4.3%	6.5%	7.5%
市盈率(PE)	63.2	58.5	61.7	38.8	31.4
EV/EBITDA	62.8	80.0	97.1	50.6	39.3
市净率(PB)	2.82	2.74	2.65	2.51	2.36

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

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：夏妍

021-60933162

xiayan2@guosen.com.cn

S0980520030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.47元
总市值/流通市值	8741/7282百万元
52周最高价/最低价	27.60/10.46元
近3个月日均成交额	286.01百万元

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.SZ)-疫情压制B端需求，关注数字藏品业务进展》——2022-05-09

《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

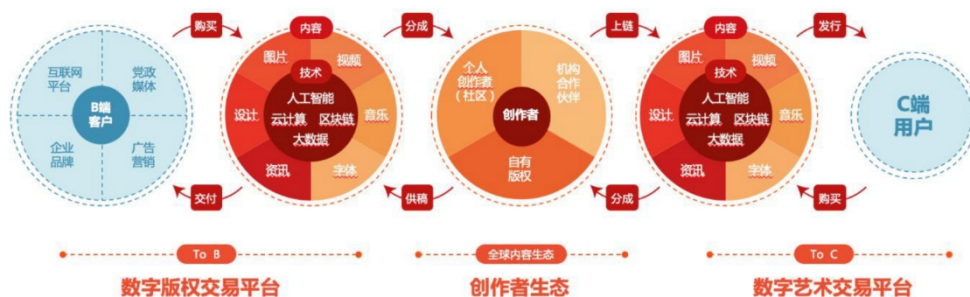
《视觉中国-000681-深度报告：从三个维度看基本面拐点》——2021-03-30

《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

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) 2022年上半年公司实现营业收入3.5亿元、归母净利润0.55亿元，同比分别增长3.06%、-43.17%，对应全面摊薄EPS 0.08元；其中Q2实现营业收入1.96亿元、归母净利润0.24亿元，同比分别增长-2.9%、-55.7%，对应全面摊薄EPS 0.03元，同比下滑幅度相比Q1进一步扩大（营收及归母净利润同比分别增长11.8%、-26.5%）；2) 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、%）



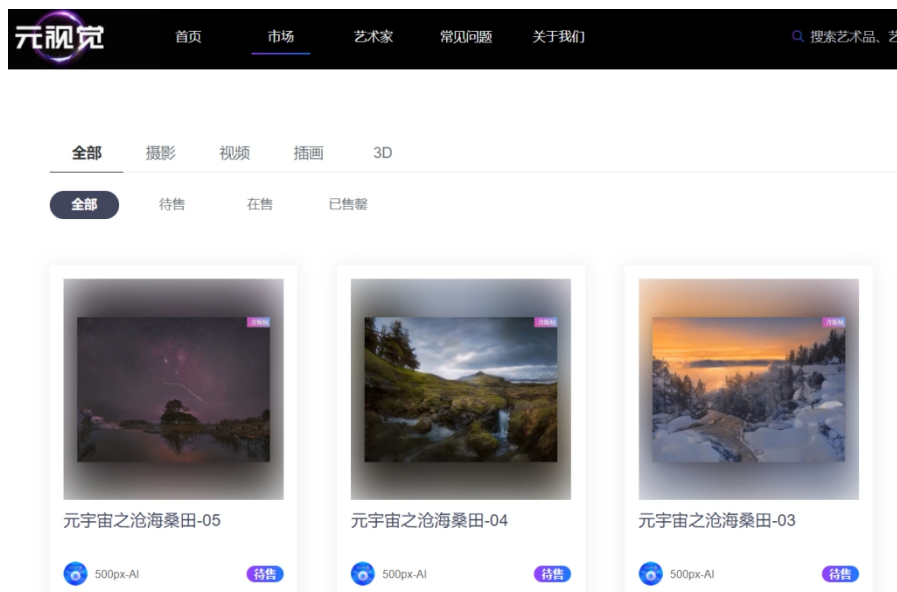
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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) 数字版权业务方面，公司通过“视觉+”战略进一步巩固在大中型 KA 客户的服务广度与深度，同时将扩大在中小企业、长尾市场占有率作为长期重点战略。公司数字版权交易平台直接签约客户数超过 14,000 家，同比增长 6%；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，数量超过 200 万，较 2021 年上半年同比增长超过 100%；2) 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。上半年光厂创意 (VJshi.com) 销售额近 7000 万，同比增长近 30%。爱设计亦完成数千万元的 A2 轮融资。

“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；2022 年 5 月底在 500px 海外社区平台推出视觉艺术品交易平台——Vault by 500px。2) 截至 22 上半年，元视觉 2022 年上半年实现销售收入 1,505 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：考虑宏观经济等外部因素对下游营销行业影响，我们下调公司 2022-24 年盈利预测至 1.45/2.30/2.85 亿元（前值为 2.07/2.37/2.93 亿元），摊薄 EPS=0.21/0.33/0.41 元，当前股价对应 PE=62/39/31x。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具备较多可能，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	27.93	522	1.06	1.13	1.38	1.64	26	25	20	17
000681.SZ	视觉中国	买入	12.76	89	0.20	0.22	0.21	0.33	63	58	62	39

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	383	484	648	营业收入	570	657	720	849	1095
应收款项	188	243	266	314	405	营业成本	208	291	324	374	482
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	51	60	78	销售费用	68	94	115	110	141
流动资产合计	692	640	726	884	1156	管理费用	99	105	108	108	137
固定资产	2	2	63	121	176	研发费用	50	65	79	75	97
无形资产及其他	157	183	175	169	163	财务费用	32	9	1	(1)	(4)
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	4105	4325	4658	其他收入	(41)	(63)	(79)	(75)	(97)
短期借款及交易性金融负债	358	207	207	207	207	营业利润	183	166	155	246	304
应付款项	124	147	164	188	241	营业外净收支	(7)	(1)	0	0	0
其他流动负债	167	139	159	171	220	利润总额	176	164	155	246	304
流动负债合计	649	493	529	565	668	所得税费用	34	10	8	13	16
长期借款及应付债券	30	10	10	12	16	少数股东损益	1	2	2	3	3
其他长期负债	190	187	185	182	179	归属于母公司净利润	142	153	145	230	285
长期负债合计	220	197	195	194	195	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	870	690	724	759	863	净利润	142	153	145	230	285
少数股东权益	4	6	7	9	12	资产减值准备	(13)	0	0	0	0
股东权益	3165	3259	3374	3557	3783	折旧摊销	15	20	9	11	14
负债和股东权益总计	4039	3954	4105	4325	4658	公允价值变动损失	(30)	0	(15)	(15)	(15)
						财务费用	32	9	1	(1)	(4)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	181	34	6	(24)	(9)
每股收益	0.20	0.22	0.21	0.33	0.41	其它	14	2	1	2	3
每股红利	0.06	0.04	0.04	0.07	0.08	经营活动现金流	309	208	147	206	278
每股净资产	4.52	4.65	4.82	5.08	5.40	资本开支	0	(1)	(47)	(48)	(48)
ROIC	4.45%	4.90%	4%	8%	10%	其它投资现金流	(107)	102	0	0	0
ROE	4.47%	4.69%	4%	6%	8%	投资活动现金流	(125)	90	(59)	(60)	(60)
毛利率	64%	56%	55%	56%	56%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	15%	13%	21%	21%	负债净变化	(173)	(20)	0	1	2
EBITDA Margin	27%	18%	14%	23%	23%	支付股利、利息	(43)	(29)	(30)	(47)	(59)
收入增长	-21%	15%	9%	18%	29%	其它融资现金流	188	(177)	0	0	0
净利润增长率	-35%	8%	-5%	59%	24%	融资活动现金流	(255)	(275)	(30)	(45)	(55)
资产负债率	22%	18%	18%	18%	19%	现金净变动	(71)	23	58	101	164
股息率	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	373	302	325	383	484
P/E	63.2	58.5	61.7	38.8	31.4	货币资金的期末余额	302	325	383	484	648
P/B	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	企业自由现金流	0	147	54	110	180
EV/EBITDA	62.8	80.0	97.1	50.6	39.3	权益自由现金流	0	(50)	53	112	186

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