行业观点

● 传媒

视觉中国（000681）事件点评：股权激励彰显公司信心，业绩逐步改善

事件：

公司发布 2021 年股票期权激励计划。

点评：

*公司面向中、高级管理层及核心骨干发布股权激励计划

公司于 2021 年 1 月 12 日发布股权激励计划，拟授予股票期权 1728.70 万份，约占公司股本的 2.47%，行权价格(含预留授予)为 12.14 元/股。其中，首次授予 1417.55 万份，约占公司股本的 2.02%，占激励计划的 82%。激励对象为 99 人，其中高级副总裁王刚、副总裁张宗堂、董秘兼副总裁刘楠和副总裁白怀志分别获得 110/90/65/48 万份期权，另 95 名中层管理人员及核心骨干共获得 1104.55 万份。另预留 311.15 万份股票期权，约占激励计划的 18%。公司通过股权激励计划进一步健全激励机制，调动员工积极性。

*整改+疫情负面影响渐消，业绩逐步改善，考核目标彰显公司信心

受网站整改、新冠疫情等负面因素，公司业绩短期承压，但随着疫情等不利因素的逐步缓解，公司 2020 年 Q1-Q3 单季度营收同比分别为-32.45%/-32.11%/-7.55%，同比降幅收窄，业绩逐季改善。2020 年前三季度实现营收 4.42 亿元，同比-24.54%，实现归母净利润 1.22 亿元，同比-43.15%。本次激励计划中，公司行权期业绩考核目标为 2021-2023 年间每会计年度考核一次，以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 30%/55%/75%，凸显管理层对公司未来业绩增长的信心。

发力视频、音乐素材领域，客户数同比增长

公司发力视频、音乐素材领域，建立 500px plus 高端视频品牌，提供 4k/8k 高清视频素材，并升级改版 vcg.com 的音乐素材库。同时，公司不断推进外部合作，2020 年 9 月与未来影像和 4K 花园达成战略合作，协同发展客户定制拍摄、超高清视频拍摄、彩铃制作等领域。此外，公司聚焦大客户，与多家行业协会共建行业视觉素材库，2020 年前三季度签约客户数同比增长约 10%。

*投资建议与盈利预测

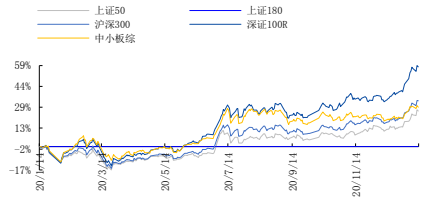
公司凭借“海量+独家”版权素材内容构筑稳固护城河，国内图库行业龙头价值不改，此外，公司加大研发投入以提升下游客户粘性，并发力音乐和视频素材领域，随着不利影响缓解，公司业绩逐季修复。预计 2020-2022 EPS 为 0.27/0.39/0.51 元，对应 PE 为 46/31/24x，维持“增持”评级。

*风险提示

政策及监管风险、正版化进程不及预期、业绩恢复不及预期

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：陈俊璇

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
传智教育	13.87	63.95	0.00	0.00
惠云钛业	19.06	24.66	-4.32	8.48
新劲刚	26.74	20.34	9.46	18.11
沃特股份	28.90	20.02	21.84	21.89
祖名股份	34.93	19.99	0.00	40.28

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
中飞股份	16.61	-27.78	-53.04	-49.57
退市刚泰	0.29	-21.62	-42.00	-42.00
新亚电子	21.27	-20.01	0.00	-33.26
庄园牧场	9.12	-20.00	-10.50	-1.08
奇信股份	7.13	-19.98	-34.29	-52.62

报告作者

分析师 房倩倩
执业证书编号 S0020520040001
邮箱 fangqianqian@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1892

完美世界（002624）事件点评：回购股份推出员工持股计划，彰显长期发展信心

事件：
公司于 1 月 12 日发布公告，拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份，用于股权激励或员工持股计划，并同时披露了 2021 年员工持股计划（草案）。

点评：
*回购股份，彰显公司长期发展信心
回购价格不超过 36 元/股，回购资金总额不低于 2 亿元且不超过 4 亿元，在此条件下预计回购股份数量占公司当前总股本的 0.29%-0.57%。回购目的主要用于股权激励或员工持股计划，有利于进一步完善公司内部激励机制，保障团队稳定性，彰显公司对于未来发展的信心。
*推出员工持股计划，长期绑定核心业务人才
公司拟将回购方案中不超过 2 亿元自有资金回购的股份用于本次员工持股计划，以 2021 年 1 月 11 日收盘价 29.69 元/股测算，预计不超过 673.63 万股，总规模预计不超过 730.75 万股，占公司目前股本总额的 0.38%，以零对价过户。员工持股计划考核分为公司业绩考核与个人绩效考核，其中公司业绩考核标准为 2021-2024 年间的营业收入或净利润增长率不低于 20%/30%/40%/50%，以业绩为导向，充分调动工作积极性。参与持股计划员工总人数不超过 400 人，均为公司业务骨干人员，从而实现与核心技术员工之间的长期绑定，保障公司业务未来持续稳定发展。本期员工持股计划存续期为 60 个月，锁定期为 12 个月。计划完成后，全部有效员工持股计划持有股票总数累计不超过公司股本总额的 10%。
*重点新品蓄势待发，多品类矩阵逐渐完善
公司 21 年上半年重点产品《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》已完成新一轮测试，测试表现优秀。《幻塔》官网预约人数已超 345 万。下半年预计上线《一拳超人》、仙剑 IP 的回合制 MMO 手游以及一款 ARPG 手游。此外，在射击竞技类、休闲类、放置类以及二次元等多个品类均储备有在研产品。
*投资建议与盈利预测
公司以研发构建核心壁垒，在巩固传统优势品类的同时发力多品类，提升发行能力，行业龙头价值凸显。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.19/1.45/1.68 元，对应 PE24x/20x/17x。维持“买入”评级。
分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐

重点报告

2020 年债市复盘与历次牛熊拐点分析-深度报告

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

报告要点：
2020 年初以来，在全世界相继爆发新冠疫情的同时，我国债市也经历了“过山车式”行情。本文首先对 2020 年债市走势进行回顾，同时通过对 2008 年下半年以来历次利率及债市的牛熊拐点进行分析，总结不同历史时期牛熊转换的规律，最后结合现有的行情对 2021 年债市进行展望。
？ 2020 年债市走势回顾
2020 年影响债市的主线是疫情、经济复苏与政策应对的节奏。可以看到 2020 年年初新冠疫情在我国爆发，经济供给侧、需求侧以及金融市场在疫情下均遭受沉重打击。在内外疫情冲击，货币超常规宽松的大

背景下，1-4 月份 10 年期国债收益率快速下滑，债市走牛。4-11 月，随着国内疫情得到有效控制，经济数据快速修复，央行在公开市场上超常规宽松的流动性投放动作也趋于退出，叠加债市供求失衡，债市走熊，10 年期国债收益率整体波动上行。7 月份，债市走出一段股债跷跷板与熊市反弹行情。伴随经济持续向好，政策回归常态，这波债熊行情整体一直持续到 11 月份。11-12 月，为平息信用债风波引起的市场恐慌情绪以及维稳汇率，货币政策出现边际宽松，10 年期国债收益率出现反弹。

？ 以史为鉴：2008 年以来历次牛熊拐点复盘分析及规律总结

2008 年下半年以来我国债市大致经历了 4 轮牛熊。其中从牛市转为熊市的拐点共有 4 个，分别出现在 2009 年 1 月，2012 年 7 月，2016 年 10 月以及 2020 年 4 月底 5 月初。通过对 2008 年下半年至今 12 年 4 次牛熊拐点进行复盘分析，我们可以总结出以下几点：首先，基本面的边际修复或预期好转是牛熊拐点出现的重要前提条件，PMI、社融同比、信贷同比出现拐点的时间基本领先债市牛熊拐点 2-3 个月；第二，货币政策的调整转向是牛熊拐点出现的关键同步信号，流动性指标 R007 与同业存单利率出现拐点的时间与债市牛熊拐点基本同步，资金利率走势与 10 年期国债收益率走势相近。情绪面角度看，10 年期国开与国债利差在相对低点的拐点或可同步反映出牛熊拐点出现。除 2012 年 7 月以外，其余三次牛熊拐点均出现于国开与国债利差下行至 20-40bp 的相对低点时。第三，官方在牛熊拐点前后态度变化是确认牛熊拐点的重要信号。

？ 观往知来：2021 年债市走势展望

从基本面角度看，我国实体经济周期的上行趋势仍将延续，经济增长的驱动力由原先的地产、基建投资逐渐转至消费。政策面方面，政策逐步回归常态。货币政策继续保持灵活适度；财政政策随着基本面修复将回归正轨。资金面整体维持中性。我们预计 2021 年一季度为应对外部疫情冲击、内部信用债风波与防范地方隐性债务问题，货币政策将“不急转弯”，债市可能将延续小幅反弹行情，但上半年债券市场整体或依然处于熊市氛围中，10 年期国债收益率或最高能波动上升至 3.5%左右，下半年随着经济复苏节奏和货币政策边际调整，债市可能有波段机会，10 年期国债收益率大概率在 3%-3.5%区间波动。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦升级，政策变化超预期

重要新闻

- 工信部印发《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》提出，到 2023 年覆盖各地区、各行业工业互联网网络基础设施初步建成，在 10 个重点行业打造 30 个 5G 全连接工厂；打造 3-5 个具有国际影响力的综合型工业互联网平台。
- 中汽协表示，2021 年新能源汽车市场将从政策驱动向市场驱动转变，未来将有望迎来持续快速增长。但也需要注意，近期出现的芯片供应紧张问题将在未来一段时间内对全球汽车生产造成一定影响，进而影响我国汽车产业运行稳定性。
- 2020 年 12 月，中国动力电池销量共 12.2GWh，同比增长 56.9%；其中，三元电池销售 6.5GWh，同比上升 9.3%，占总销量 53.2%；磷酸铁锂电池销售 5.6GWh，同比增长 244.2%，占总销量 45.8%。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188