

视觉中国 (000681)

证券研究报告

2019年06月26日

凤凰涅槃，再踏征程

图片版权保护进入大众视野，正版化大势所趋但任重道远。根据我们测算，2018年我国图片素材市场理论规模近200亿元，但实际规模仅约20亿元，正版化率约10% (vs 音乐96%)，处于较低水平。原因在于，一方面，相比视频、音乐等内容形式，图片复制更容易、维权更困难，从而使得盗版图片泛滥，2017年百度图片版权卫士抽样检测500张版权图片发现，涉及侵权企业800家，获取侵权线索1300条，图片侵权普遍存在；另一方面，用户意识还未从“这张图没有明确要求付费，我可以免费使用”转变到“这张图明确不用付费，我可以免费使用”。2019年4月26日由“黑洞”图片引发的全网激烈讨论使“图片版权”概念进入大众视野，促使市场重新审视图片素材价值，有望对图片素材正版化率提升带来积极影响。

视觉中国图库规模遥遥领先构筑强壁垒，与供稿方共享收益以持续获得优质内容素材。多年来视觉中国通过收购Corbis与500px，及与Getty Images独家双向战略合作等方式，持续整合全球优质PGC视觉内容资源。当前视觉中国平台可为用户提供超过2亿张摄影图片、设计素材，超过1500万条视频素材和35万首音乐素材，是全球最大的同类数字内容平台之一，且平台提供的内容超过2/3为高水准的自有或独家内容。此外，视觉中国还与全球超过30余万签约供稿人和240余家品牌机构建立了内容合作，获取优质素材内容的同时帮助供稿方实现内容分发，并与供稿方以分成方式共享收益，2018年，视觉中国向全球内容供稿方支付版权许可和服务费近2.5亿元，约占公司视觉内容与服务收入的32%，与供稿方友好的合作关系是视觉中国能持续获取优质内容素材资源的重要原因。

基于大数据分析及人工智能等技术提高图片供需方匹配效率，改善用户体验，推动国内图片正版化进程。视觉中国截止2018年末直接签约客户数超过1.4万家，通过互联网平台进行内容授权用户近33万，下游客户分散、数量庞大推高了平台服务的难度。为更好的满足下游需求，多年来视觉中国在为用户提供正版图片内容服务的同时，不断增加研发投入，加强平台技术建设，如利用平台大数据和人工智能技术自动对供稿方上传图片打标签，大大节约了人工成本、提高平台工作效率，同时也方便用户更加快捷的找到目标图片，实现图片供给和需求的高效匹配，公司近三年研发投入逐年提升，合计支出超过1.5亿元。

投资建议：“黑洞”事件后公司网站曾关闭整改约1个月时间，预期将会对业绩产生短期不利影响，但考虑到视觉中国经历多年发展，已搭建起完善的销售体系，且行业渗透率仍处于较低水平，我们认为短期业绩扰动并不影响其长期业务拓展。我们预计2019-2021年视觉中国归母净利润3.66亿元、5.12亿元和6.88亿元，同比增速分别为13.8%、40.0%和34.4%。我们运用可比公司估值法及DCF折现法得到视觉中国合理估值为24.84元/股，对应2020年P/E为34.0x，仍处于历史估值区间较低位置，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策监管风险，正版化不及预期，行业竞争加剧，版权运营管理、内容审核机制风险，负面舆情产生的持续影响。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	814.57	987.84	915.61	1,263.07	1,650.85
增长率(%)	10.75	21.27	(7.31)	37.95	30.70
EBITDA(百万元)	427.98	459.96	449.27	617.26	816.39
净利润(百万元)	290.82	321.21	365.63	511.94	687.94
增长率(%)	35.48	10.45	13.83	40.01	34.38
EPS(元/股)	0.42	0.46	0.52	0.73	0.98
市盈率(P/E)	46.71	42.29	37.15	26.53	19.75
市净率(P/B)	5.28	4.70	4.18	3.61	3.05
市销率(P/S)	16.68	13.75	14.84	10.75	8.23
EV/EBITDA	30.87	34.46	28.24	19.70	14.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	18.66元
目标价格	24.84元

基本数据

A股总股本(百万股)	700.58
流通A股股本(百万股)	310.46
A股总市值(百万元)	13,072.77
流通A股市值(百万元)	5,793.23
每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	28.88
一年内最高/最低(元)	33.02/16.60

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

蓝全 联系人
lantong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司概况：视觉中国为图片市场稀缺互联网平台公司	5
1.1. 发展历程：围绕视觉业务，积极获取上游优质图片资源和拓展下游客户	5
1.2. 股权结构：公司创始团队及亲属为主要股东	6
1.3. 参控股公司：核心子公司为汉华易美和华夏视觉	6
1.4. 财务分析：三年利润复合增速超 25%，财务指标健康	7
2. 行业分析：政策保护和技术手段双管齐下提升正版化率	11
2.1. 行业现状：市场可挖掘空间较大，中游平台集中度较高	11
2.2. 行业痛点：盗版猖獗，维权困难，供需难匹配	15
2.3. 驱动因素：正版化率提升为推动图片市场规模增长的主要动力	16
3. 公司业务分析：视觉内容与服务为核心主业，进入壁垒较高	18
3.1. 商业模式：以大数据和 AI 等核心技术为基础的互联网图片交易平台	18
3.2. 素材优势：多渠道捕获稀缺优质图片内容	19
3.3. 技术优势：“大数据+区块链+AI”降低获客成本，提升用户体验	20
3.4. 客户优势：全面覆盖市场，深度链接内容生态	24
4. 海外可比公司：高端图库的上半场和微利图库的下半场	28
4.1. Getty Image：全球视觉素材龙头，以大 B 作为主要客户	28
4.2. Shutterstock：服务于小 B 和 C 端客户的微利图片崛起	30
5. 发展趋势：丰富素材类型，深度覆盖素材需求方	34
5.1. 图片到视频和音乐，广泛覆盖素材类型	34
5.2. 从大 B 向小 B 渗透，全面深度覆盖图片素材需求方	35
6. 盈利预测及估值分析	37

图表目录

图 1：视觉中国发展历程	5
图 2：视觉中国股权结构（2019 年 3 月 31 日）	6
图 3：视觉中国主要参控股公司（2019 年 3 月 31 日）	6
图 4：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 营业收入及增速	7
图 5：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 归母净利润及增速	7
图 6：视觉中国 2014-2018 年收入拆分（亿元）	8
图 7：视觉中国 2014-2018 年，2018 和 2019 年第一季度毛利率及净利率变化	8
图 8：视觉中国 2014-2018 年视觉内容与服务业务毛利率变化	9
图 9：视觉中国 2014-2018 年，2018 和 2019 年第一季度三费率变化	9
图 10：视觉中国 2015-2018 年员工构成（人）	10
图 11：视觉中国 2015-2018 年人均薪酬	10
图 12：视觉中国 2014-2018 年应收账款周转率变化（次）	11
图 13：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 经营性现金净流量	11

图 14: 视觉中国 2014-2018 年, 18Q1 和 19Q1 现金收入比	11
图 15: 图片行业市场理论规模	12
图 16: 图片素材市场实际规模	12
图 17: 图片市场盗版规模估算	13
图 18: 视觉素材行业产业链	13
图 19: 媒体类 (编辑类) 和商业类 (创意类) 示例	14
图 20: 版权图片侵权主体	15
图 21: 被侵权图片类型	15
图 22: 版权方维权流程	15
图 23: 2013-2018 年图片市场正版化率	16
图 24: 2013-2018 年中国版权局版权作品自愿登记统计 (万)	17
图 25: 视觉中国商业模式	18
图 26: 视觉中国 2014-2018 年视觉内容与服务业务毛利率变化	18
图 27: 视觉中国视觉素材来源	20
图 28: 视觉中国研发支出情况 (万元)	21
图 29: 视觉中国研发人员数量 (人)	21
图 30: 视觉中国数据、技术、服务闭环运行模式	22
图 31: “鹰眼” 图像互联网版权保护平台	22
图 32: 视觉中国版权卫士识别侵权图片	23
图 33: 视觉中国自动标签技术	24
图 34: 视觉中国图片识别技术	24
图 35: 视觉中国视频识别技术	24
图 36: 视觉内容与服务下游客户按类型拆分收入占比	25
图 37: 南方航空委托拍摄案例	26
图 38: Getty Image 兼并收购历史	28
图 39: Getty image 退市前营收情况	28
图 40: Getty image 2007 年分区域收入占比	29
图 41: Getty image 退市前毛利率及净利率情况	29
图 42: Getty image 退市后营收及增长情况	30
图 43: Shutterstock 付费下载次数变化情况	31
图 44: Shutterstock 单次下载收入情况	31
图 45: Shutterstock 营收及增长情况	31
图 46: Shutterstock 毛利率及净利率情况	32
图 47: Shutterstock 研发支出及占收入比	32
图 48: Shutterstock 销售费用及费用率	32
图 49: 2018 年 12 月用户总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业	34
图 50: 视觉中国视频素材及音乐素材数量变化	34
图 51: 短视频行业规模及增速	35
图 52: 2014-2018 年视觉中国前五大客户销售金额 (万元)	35
图 53: 视觉中国通过大 B 向小 B 及 C 端渗透	36
图 54: 视觉中国 2019-2021 年盈利预测 (亿元)	37

图 55: 可比公司估值表 (20190625)	37
图 56: 视觉中国 DCF 估值敏感性分析	38
图 57: 视觉中国 P/E band (TTM)	38
表 1: 汉华易美和华夏视觉业绩承诺及完成情况 (亿元)	7
表 2: 视觉中国 2018 年应收账款 (原值) 账龄结构	11
表 3: 主要视觉素材平台 2018 年运营数据表现	13
表 4: 主要视觉素材平台媒体类 (编辑类) 和商业类 (创意类) 图片市占率	14
表 5: 自媒体版权图片需求测算 (亿元)	16
表 6: 2017-2018 年版权政策盘点	17
表 7: 视觉中国 2014-2017 年素材量	19
表 8: 联合信任时间戳服务与特点	23
表 9: 汉华易美 2010-2013 年前五大客户以媒体为主	25
表 10: 视觉中国自愿披露的与互联网平台合作信息	27
表 11: Shutterstock 图片库情况	30
表 12: 站酷海洛标准授权购买 (30 天)	32
表 13: 站酷海洛标准授权购买 (30 天 × 12 个月)	33
表 14: 站酷海洛标准授权购买 (365 天)	33
表 15: 站酷海洛扩展授权购买套餐	33
表 16: Veer 图片库年度套餐	36
表 17: Veer 图片库月订阅套餐	36

1. 公司概况：视觉中国为图片市场稀缺互联网平台公司

1.1. 发展历程：围绕视觉业务，积极获取上游优质图片资源和拓展下游客户

视觉中国创办于2000年，创立初期主体为中国第一家互联网版权图片交易平台 Photocome，即目前视觉子公司汉华易美前身，创始人为柴继军、李学凌和陈智华并获得公司董事长廖杰投资公司成立至今20年，其发展主要围绕两条主线进行：获取上游优质图片素材和拓展下游客户。

1) 扩张上游，获取稀缺优质图片素材：

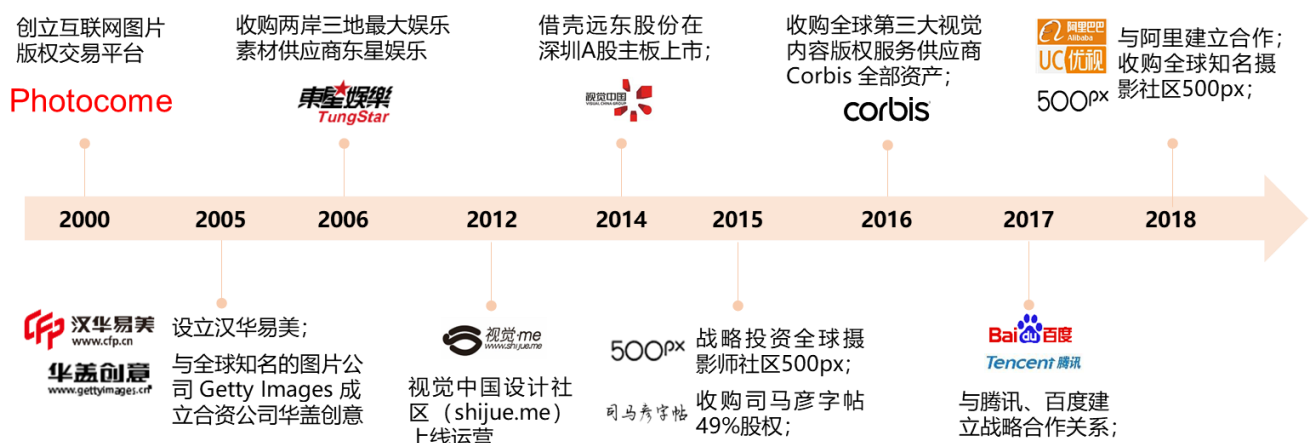
- 2005年7月，公司与全球第一大图片库 Getty Images 成立合资公司华盖创意，获得大量创意类图片；Getty 于1995年成立于美国西雅图，素有全球“视觉素材行业巨头”之称；Getty 作为全球数字媒体的缔造者，首创并引领了独特的在线授权模式。与 Getty 的合作拓展了公司的全球优质版权视觉内容，公司正式进入创意类图片市场；
- 2011年，收购两岸三地最大娱乐素材供应商 Tunstar 东星娱乐；
- 2016年，收购比尔·盖茨于1989年创办的全球第三大图片库 Corbis Images，获得数千万张记录了19世纪至20世纪全球重大历史事件的原版图片、底片、印刷物等不可再生的、极其珍贵的人类历史影像遗产；
- 2016年，战略投资全球领先的摄影社区 500px，并于2018年收购 500px 100%股权，与全球近30万名供稿人建立了签约合作关系；
- 2017年，与中新社在全球范围内展开图片授权、内容分发、海外传播等方面的合作。

2) 拓展下游客户，与包括 BAT 在内的互联网平台、广告公司等建立合作关系：

- 2000-2005年，先后与新浪、搜狐等媒体建立合作；
- 2017年，与腾讯网媒、百度等互联网平台建立战略合作关系，向其开放全部正版图片、视频、音乐资源；
- 2018年，与搜狗、微博云剪及阿里全资子公司优视科技在图片搜索、版权授权等方面建立深度合作；并与淘宝、奇虎科技开展关于创意素材方面的深度合作。

公司已于2014年借壳远东股份在A股主板上市。经过多年的扩张，公司当前拥有超过2亿张图片素材，超过1500万条视频素材以及35万条音乐素材，为国内第一大图片交易平台。

图1：视觉中国发展历程



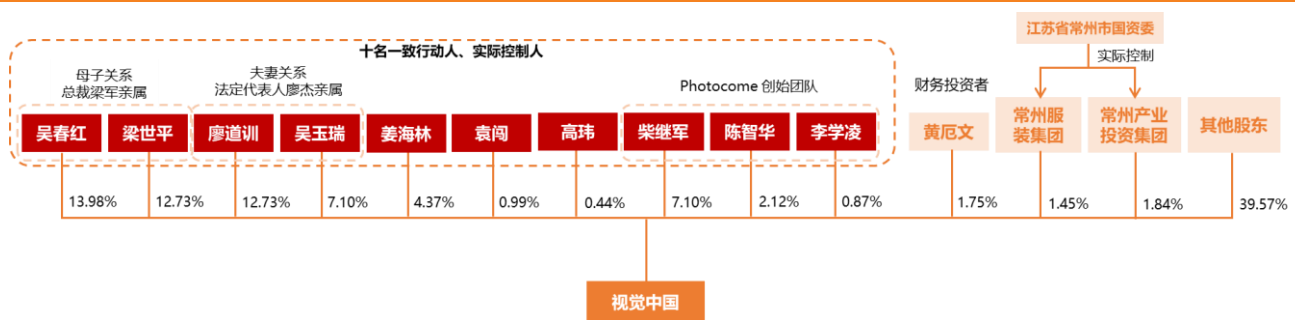
资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构：公司创始团队及亲属为主要股东

公司实际控制人为包括创始团队在内的 10 名一致行动人，合计持股 55.39%。公司董事长廖杰、总裁梁军和执行董事柴继军为公司共同创始人，10 名一致行动人也以他们为核心。吴春红和梁世平为母子关系，分别为总经理梁军的母亲和兄长，合计持股比例为 26.71%；廖道训和吴玉瑞为夫妻关系，为公司法定代表人廖杰父母，合计持股比例为 19.83%；Photocome 创始人柴继军、陈智华和李学凌当前分别持有公司股份比例 7.10%、2.12%、0.87%，柴继军当前担任公司执行董事；其余三名股东为公司共同创始人多年合作伙伴。

此外，股东黄厄文持有公司股权比例为 1.75%，为公司原境外投资者 TOP Media 实际受益人董晴直系亲属；股东常州服装集团有限公司和常州产业投资集团有限公司实际控制人均为江苏省常州市国资委，合计持股比例为 3.29%，其中前者为原被借壳方远东股份股东，后者为 2015 年参与公司定增的财务投资者。

图 2：视觉中国股权结构（2019 年 3 月 31 日）

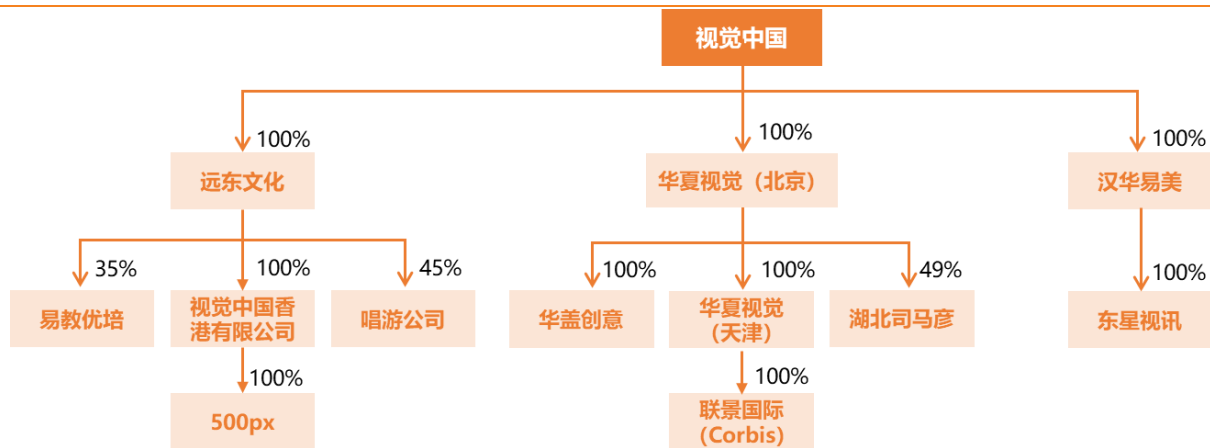


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 参控股公司：核心子公司为汉华易美和华夏视觉

自视觉中国上市以来，公司业务主要通过其子公司、参股公司开展。当前公司正逐步剥离非核心业务子公司，聚焦核心主业视觉内容与服务业务。此前，公司纳入合并报表范围子公司包括经营核心主业视觉内容与服务业务的汉华易美和华夏视觉、经营广告业务的上海卓越、经营软件信息服务业务的亿迅资产组以及经营数字娱乐业务的艾特凡斯。近两年，公司开始逐步剥离非核心业务子公司，于 2017 年剥离艾特凡斯、2018 年剥离亿迅资产组，上海卓越也于 2019 年一季度开始不再纳入合并报表范围，预期未来公司业务将重点围绕核心主业视觉内容与服务开展。

图 3：视觉中国主要参控股公司（2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：联景国际核心资产为全球第三大视觉内容版权服务供应商 Corbis 全部资产

公司通过汉华易美和华夏视觉整合全球高质量版权内容资源，通过互联网版权交易平台为
广大媒体及企业的客户提供视觉内容和传播服务。公司借壳上市时针对两家公司业绩做出
承诺，2014-2018 年汉华易美和华夏视觉扣非后归母净利润分别不低于 1.15 亿元、1.63 亿
元、2.23 亿元、2.77 亿元和 3.29 亿元，当前业绩承诺均已超额完成。

表 1：汉华易美和华夏视觉业绩承诺及完成情况（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
承诺扣非后归母净利润	1.15	1.63	2.23	2.77	3.29
同比增速		42.1%	36.8%	24.2%	18.4%
实际扣非后归母净利润	1.16	1.81	2.38	3.09	3.72
同比增速		56.4%	30.9%	30.0%	20.5%
完成率	101.0%	111.1%	106.3%	111.3%	113.2%

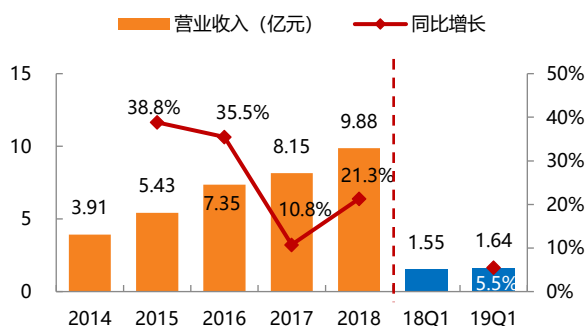
资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，公司还通过投资参股等方式，积极推进“视觉+”战略。一方面，通过湖北司马彦
和易教优培布局“视觉+教育”业务。湖北司马彦主要从事字帖书籍的编写、策划、制
作和发行业务。易教优培主要提供在线教育先进技术产品与运营服务，其团队拥有丰富的
中小学教师培训项目运营经验，目前负责“国家教师专业发展公共服务网”的整体运营。
通过唱游公司搭建“视觉+旅游”业务。唱游公司于 2014 年 12 月中标国家旅游局“国家
智慧旅游公共服务平台”。唱游公司开发运营的“国家智慧旅游公共服务平台”、“全国旅
游监管服务平台”和“国家旅游产业运行监测与应急指挥平台”已经正式上线，逐渐形成
了基于旅游行业大数据的国家旅游综合管理平台。

1.4. 财务分析：三年利润复合增速超 25%，财务指标健康

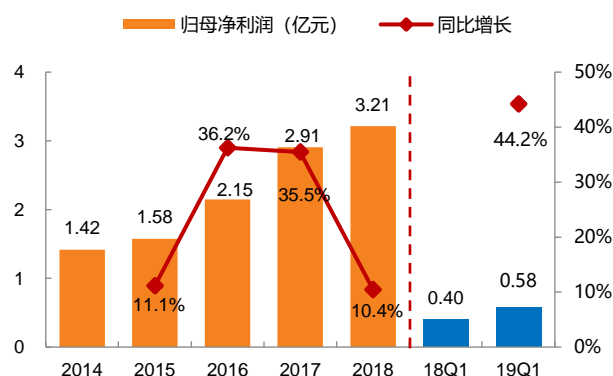
公司上市以来营业收入及归母净利润稳步增长。视觉中国 2015-2018 年分别实现营业收入
5.43 亿元、7.35 亿元、8.15 亿元和 9.88 亿元，分别同比增长 38.8%、35.5%、10.8%和 21.3%，
实现归母净利润 1.58 亿元、2.15 亿元、2.91 亿元和 3.21 亿元，分别同比增长 11.1%、36.2%、
35.5%和 10.4%。2017 年、2018 年收入增速放缓主要是因为当年公司剥离资产，2017 年剥
离了艾特凡斯，2018 年剥离了亿迅资产组。

图 4：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 归母净利润及增速

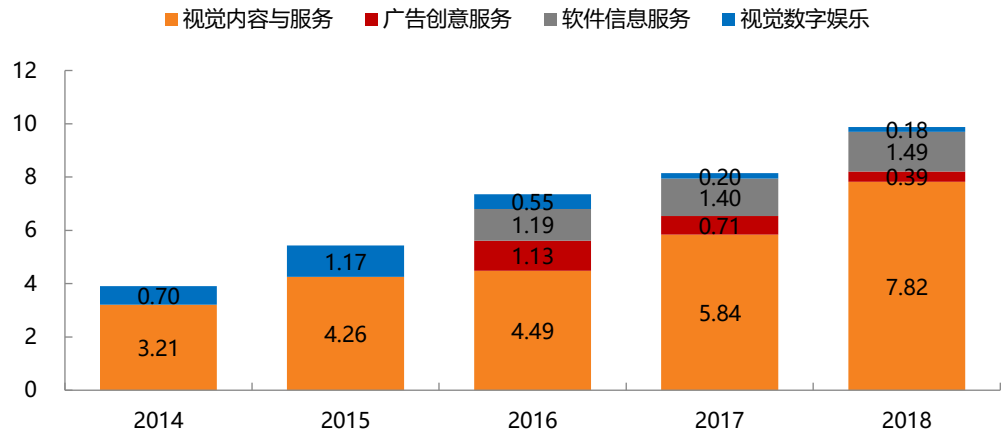


资料来源：公司公告，天风证券研究所

核心业务为视觉内容与服务。2014-2018 年公司经历了多元化到聚焦核心主业的转变，核
心业务视觉内容与服务收入稳步增长，随着其他业务的逐步剥离，2018 年视觉内容与服务
业务收入占营业收入比为 79.2%。此前，视觉数字娱乐业务主要通过子公司艾特凡斯提供，

该子公司已于 2017 年剥离；提供软件信息服务的亿迅资产组已于 2018 年剥离，提供广告业务的上海卓越也在 2019 年一季度不再纳入合并报表。

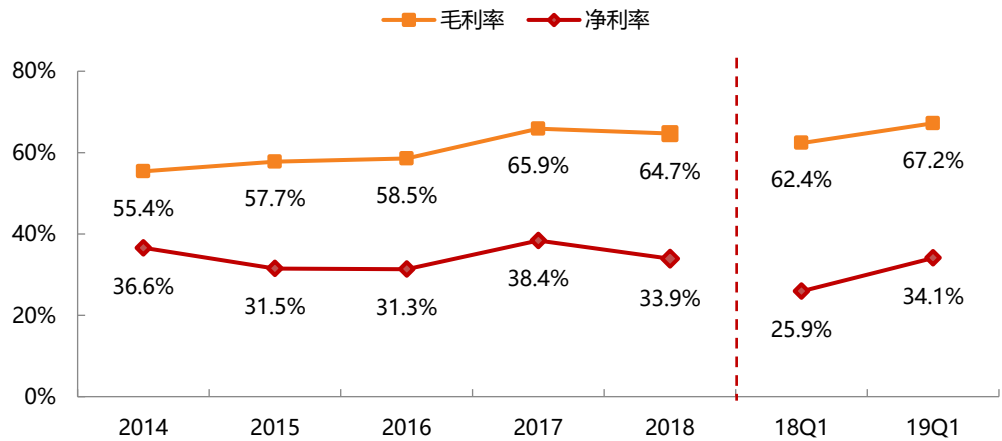
图 6：视觉中国 2014-2018 年收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

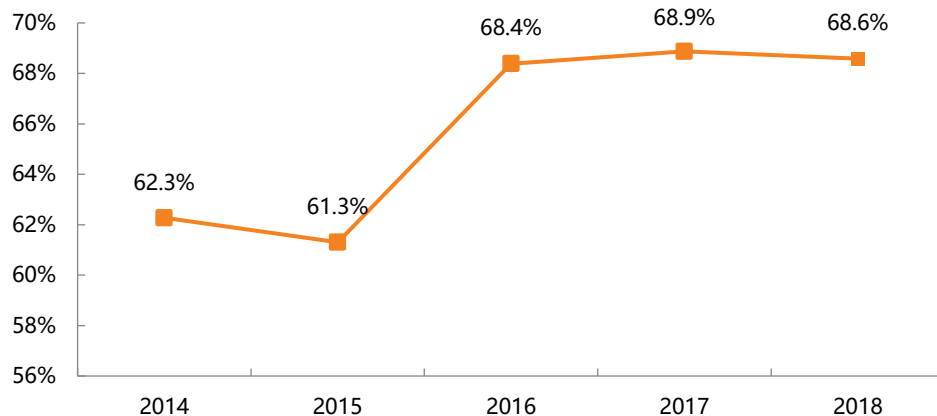
视觉中国综合毛利率整体处于较高水平，2019 年非核心业务剥离，毛利率同比有望提升。2018 年视觉中国综合毛利率为 64.7%，相比去年同期略微下降 1.2pct，其中，核心业务视觉内容与服务业务 2018 年毛利率为 68.6%，同比小幅下滑 0.3pct，过去三年里基本稳定，视觉内容与服务业务主要是对上游摄影师的分成，根据招股说明书，视觉中国对签约摄影师分成比例为 20-50%。此外，公司净利率整体稳定在 30%左右。2019 年随着毛利率相对较低的非核心业务剥离，公司综合毛利率将向毛利率更高的视觉内容与服务业务毛利率靠拢。

图 7：视觉中国 2014-2018 年，2018 和 2019 年第一季度毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

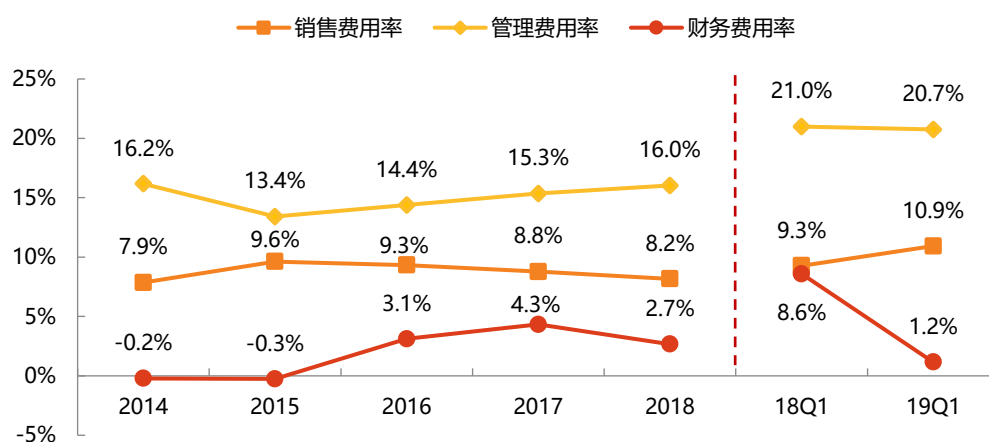
图 8：视觉中国 2014-2018 年视觉内容与服务业务毛利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售费用率及管理费用率较为稳定，2016-2018 年间财务费用率因分期支付收购资产价款有所抬升，2019Q1 资产剥离后恢复到较低水平。2014-2018 年公司销售费用率及管理费用率大致稳定在 9%和 14%左右，财务费用率从 2016 年开始有所抬升，主要是 2015 年底公司收购上海卓越和亿迅资产组价款分期支付产生的利息费用所致，2019Q1 随着上海卓越和亿迅资产组均剥离，财务费用率下降至 1.2%。

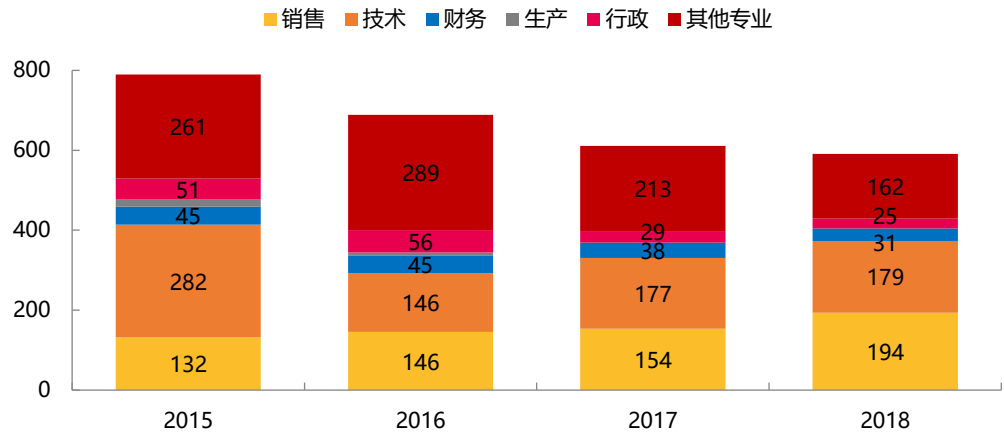
图 9：视觉中国 2014-2018 年，2018 和 2019 年第一季度三费率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所；2018 年和 19Q1 管理费用包含研发费用

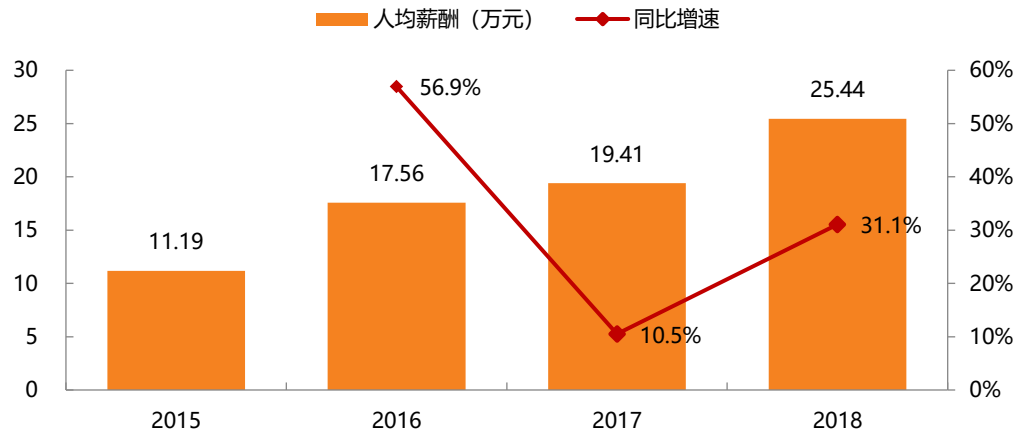
员工构成以技术和销售人员为主。视觉中国过去三年依靠技术提升一定程度减少了人力需求，截止 2018 年底共计员工 591 人，相比 2017 年减少 20 人，其中销售人员 194 人，同比增加 26.0%，技术人员（包括研发及运营维护人员）179 人，同比增加 1.1%。随着营收规模的增长，公司人均薪酬也在逐年增长，2018 年视觉中国人均薪酬 25.44 万元，同比增长 31.1%。

图 10: 视觉中国 2015-2018 年员工构成 (人)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

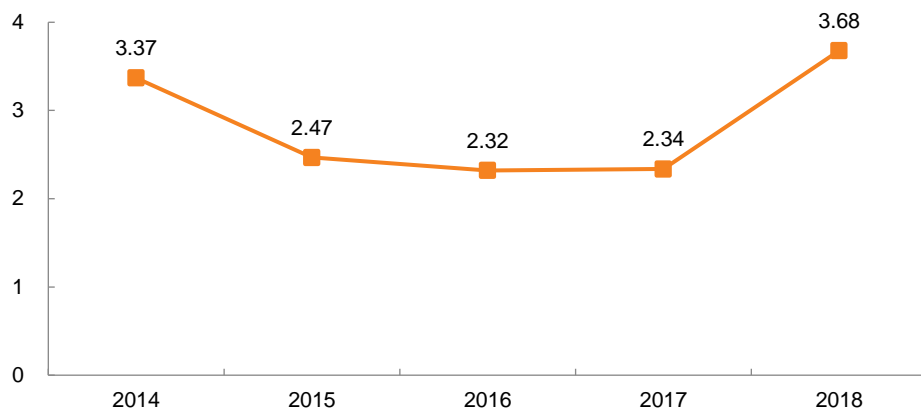
图 11: 视觉中国 2015-2018 年人均薪酬



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

近三年应收账款周转率逐步提升, 应收账款以 1 年以内为主, 结构较为健康。公司应收账款周转率在 2014-2016 年间有所下滑, 并在 2016 年触底, 此后回升至 2018 年的 3.7。2018 年公司应收账款 1.85 亿元, 占营业收入比例为 18.73%, 其中 1 年以内的应收账款为 1.73 亿元, 占比为 86.9%, 从账龄结构看公司应收账款较为健康。

图 12：视觉中国 2014-2018 年应收账款周转率变化（次）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

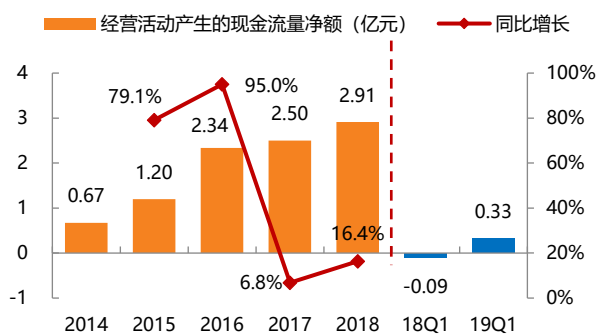
表 2：视觉中国 2018 年应收账款（原值）账龄结构

	应收账款（亿元）	占比
1 年以内	1.73	86.9%
1 至 2 年	0.11	5.3%
2 至 3 年	0.10	4.9%
3 年以上	0.06	2.9%
合计	1.99	100.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

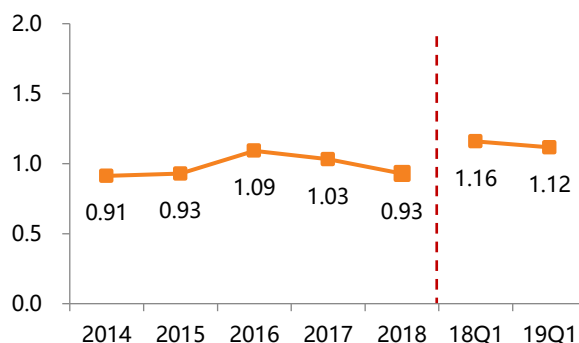
经营性净现金流量逐年增加，现金收入比表现较好。公司经营性净现金流量在 2015-2016 年迅速增长，超过一半以上的收入来自于长期协议客户，2018 年经营性净现金流净额 2.91 亿元，同比增长 16.36%，和营收增长基本匹配。且从现金收入比（销售商品收到的现金/营业收入）看，公司 2016-2017 年现金收入比均大于 1，2018 年略小于 1，营业收入质量较好。

图 13：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 经营性现金净流量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：视觉中国 2014-2018 年，18Q1 和 19Q1 现金收入比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

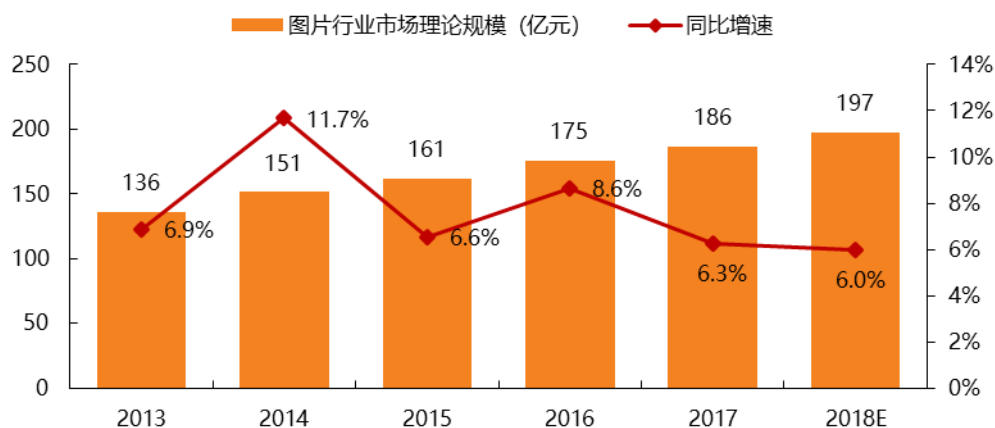
2. 行业分析：政策保护和技术手段双管齐下提升正版化率

2.1. 行业现状：市场可挖掘空间较大，中游平台集中度较高

图片素材市场理论规模近 200 亿元。图片素材应用场景广泛，版权图片面对的下游市场主

要包括广告主、媒体、互联网等，这些机构或直接使用图片，或对图片进行进一步加工后使用。根据艾意凯咨询（L.E.K.）评估，全球图片行业市场规模约为全球广告市场规模的2.7%。结合《中国广告年鉴》披露的广告经营额，我们预计2018年国内版权图片理论市场规模应在200亿左右。

图 15：图片行业市场理论规模

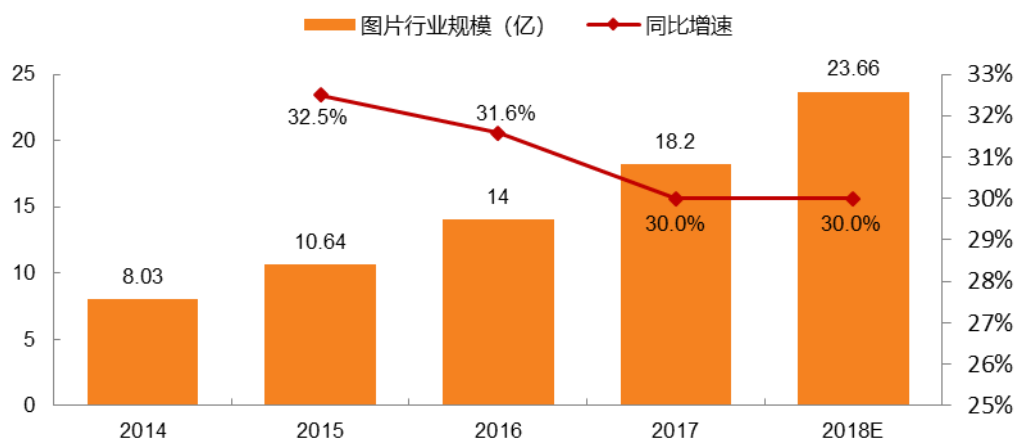


资料来源：《中国广告年鉴》，《2017年中国版权图片行业观察》，艾意凯咨询，天风证券研究所

图片素材市场数据较为匮乏，但我们可以从两个维度看国内图片素材市场实际规模，经过测算，我们认为当前图片素材市场实际规模可能不到30亿元，与理论规模差距较大，潜力可期：

1) 根据中国产业信息网数据，近四年来我国图片行业规模年增速在30%左右，增速平稳，但预计2018年图片行业实际规模约24亿元，占广告经营额约0.3%。

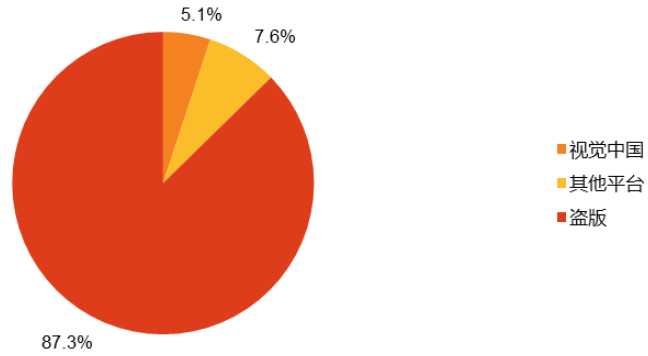
图 16：图片素材市场实际规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2) 视觉中国2013年在国内视觉素材行业市场占有率约40%，假设视觉中国2018年市占率仍为40%；2018年视觉中国营业收入约10亿元，则图片平台2018年实际收入仅25亿元。

图 17: 图片市场盗版规模估算



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

竞争格局上看, 我国图片素材市场中游版权交易平台稀缺, 集中度较高。视觉素材行业产业链较为简单, 由上游视觉内容提供方, 中游平台以及下游图片需求方组成, 其中,

- **视觉内容提供方:** 主要包括摄影师、摄像师、设计师、图片社、媒体、艺术家/画家等。
- **视觉内容平台:** 为客户提供优质图片素材的同时还为客户提供定制拍摄服务, 满足客户多样化需求。
- **视觉内容需求方:** 包括广告公司、公关公司、设计公司、媒体、出版商、电视台以及企业等, 若以行业角度来看, 下游行业主要包括广告、传媒、互联网、广电等行业。

图 18: 视觉素材行业产业链



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

国内当前主要图片交易平台包括视觉中国、全景网络、站酷海洛等, 其中视觉中国无论是素材数量还是营收净利规模均遥遥领先。从素材数量看, 视觉中国 2018 年底图片数量超过 2 亿张, 站酷海洛为美国微利图片交易平台 Shutterstock 中国代理商, 图片数量为 2.6 亿张, 而全景网络图片数仅为视觉中国一半。从营收净利规模看, 视觉中国、全景网络和图为媒为主板或新三板上市公司, 三家公司中视觉中国营收及净利润遥遥领先, 2018 年营收规模近 10 亿, 净利润 3.35 亿, 而全景网络 2018 年营收仅视觉中国 15%, 且处于亏损状态, 图为媒营收更是仅 400 万。

表 3: 主要视觉素材平台 2018 年运营数据表现

公司	成立时间	定位	2018 年末视觉内容资源			2018 年经营数据 (亿元)		
			图片	视频	音乐	营收	净利润	毛利率
视觉中国	2000	全方位 PGC 版权交易平台	2 亿+	1500 万	35 万	9.88	3.35	64.7%
全景网络	2000	图片版权交易平台	1.5 亿	-	-	1.50	-0.40	50.5%
图为媒	2008	微利图片版权交易平台	8000 万	-	-	0.04	-0.01	64.2%

站酷海洛 2006 视觉创意设计 & 版权服务平台 2.6 亿+ 1400 万+ - - - -

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

细分来看，图片内容包括媒体类（编辑类）和商业类（创意类），各类素材的下游需求方有所不同：

编辑类图片主要服务于新闻类报纸、杂志、网络等媒体，该类图片强调内容的真实性、新闻性，对图片质量要求并不高，但需求量极大，这类图片的关键在于把握住新闻事件的瞬间。

创意类图片主要服务于广告代理商、企业以及专业性期刊、杂志。广告用片的范围十分广泛，对图片的选择性强、质量要求也很高，广告代理商将图片应用于各式各样的广告作品上，以满足客户的需要；企业用片一般集中在年报、宣传品、内部刊物、展示设计等，针对性较强。专业性期刊、杂志所需图片强调艺术性与欣赏性的完美结合，对图片的质量要求十分严格，需求量也很大。

图 19：媒体类（编辑类）和商业类（创意类）示例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在国内，创意类素材领域的主要企业包括华夏视觉和全景网络，华夏视觉通过与 Getty 等众多国内外供应商的合作获得了大量优质的国际化创意类视觉资源。而在编辑类视觉素材领域，主要参与者可分为官方通讯社和民营企业两大类，其中，官方通讯社主要包括新华社、中新社等，尽管这些机构不具有独立的市场地位，但在中国图片交易总量中占有较大份额；民营企业则包括汉华易美、东方 IC 等。

无论是编辑类还是创意类图片市场集中度均较高，创意类图片市场 CR3 市场份额约 75%，而编辑类图片市场 CR3 更是高达近 90%。

表 4：主要视觉素材平台媒体类（编辑类）和商业类（创意类）图片市占率

	商业类图片有效市场份额	媒体类图片有效市场份额	特点
视觉中国	50%	30%	中国综合性视觉影像产品和服务提供商
全景网络	20%	5%	中国成立较早的图片版权交易机构，在国际客户和本土客户中均占有较高的市场份额

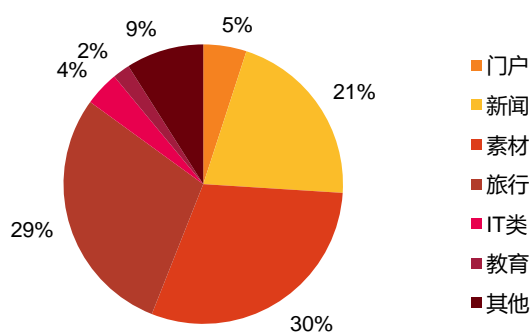
东方 IC	5%	<10%	是目前国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台
新华图片社	-	50%	新中国历史最早的官方图片社

资料来源：观研天下，国家版权局，天风证券研究所

2.2. 行业痛点：盗版猖獗，维权困难，供需难匹配

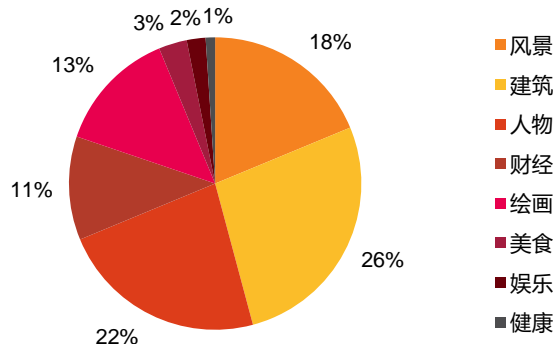
实际规模与理论规模差异较大主要原因在于正版意识不足，图片素材市场正版化率较低。当前我国图片的正版化进程远远落后于视频、音乐等娱乐内容，用户往往因为认为“这张图没有明确要求付费”，便选择免费使用，而不是经过确认“这张图明确标明不用付费”，再选择免费使用。2017 年百度图片版权卫视抽样检测 500 张版权图片发现，涉及侵权企业 800 家，获取侵权线索 1300 条，可见侵权行为普遍存在。

图 20：版权图片侵权主体



资料来源：《2017 年中国版权图片行业观察》，天风证券研究所

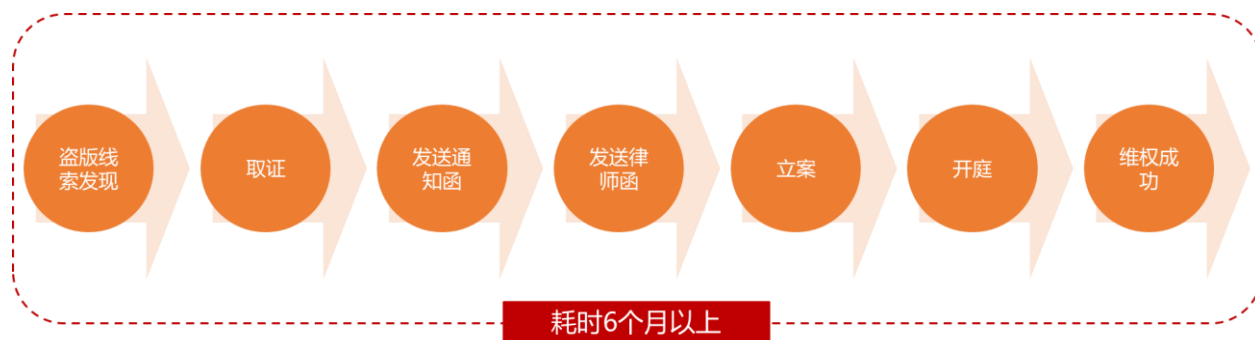
图 21：被侵权图片类型



资料来源：《2017 年中国版权图片行业观察》，天风证券研究所

追踪难度大以及维权成本高致使图片维权困难。版权维权首先需要确认盗版，而图片由于使用广泛、复制较容易但以图搜图又较困难，使得版权方难以实时了解图片盗用情况。在已有盗版线索后，若对方不配合维权，版权方通过法律途径维权，还需要经过确权、取证、立案等一系列过程，耗时耗力。这使得版权方，特别是个体版权方，由于精力有限等原因，维权困难。

图 22：版权方维权流程



资料来源：《2017 年中国版权图片行业观察》，天风证券研究所

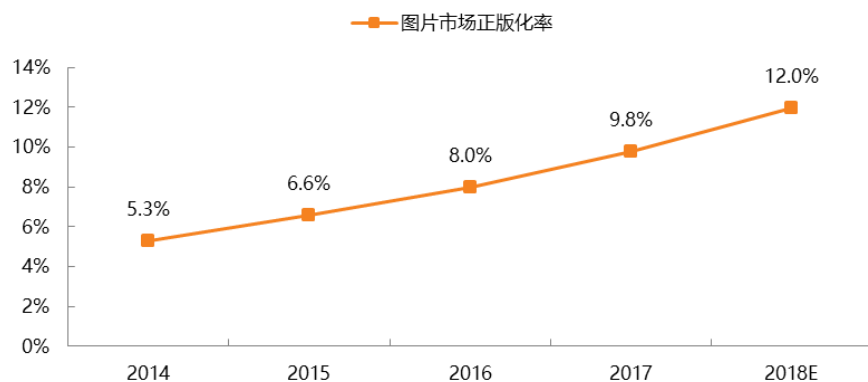
图片素材数量较多，搜索困难，供需难匹配。全市场图片素材有过亿张，特别是随着智能手机拍照功能日益提升，摄影师准入门槛降低，图片生产速度加快，图片库的图片数量也在急剧增长，图片库内图片的类型越来越多，这增加了图片库运营方将图片分类的难度，也增加了需求方在数亿张图片里面寻找匹配自己特定需求的图片难度。供需的难以匹配可能导致资源浪费等现象，如广告公司有某一图片需求，但因为在已有图片库内找不到合适

的图片，于是便耗费人力物力重新拍摄；又如某一自媒体平台需要为文章配图，这种情形下通常对图片质量（如像素等）要求不高，但对价格较为敏感，如果自媒体主在已有图库内未能搜索到内容及价格都合适的图片，便极有可能选择使用盗版。

2.3. 驱动因素：正版化率提升为推动图片市场规模增长的主要动力

正版渗透率仍然较低是当前图片市场规模较小的主要原因，短期内正版化率提升是图片市场规模增长的主要驱动力。如果以图片市场实际规模占理论规模的比例来作为正版化率的衡量指标，预计 2018 年图片市场正版化率为 12.0%，处于较低水平，但同时，过去五年，正版化率已有较明显提升，2018 年图片市场正版化率较 2014 年已提升近 7pct，预期未来图片市场正版化率将继续提升，推动市场规模增长。

图 23：2013-2018 年图片市场正版化率



资料来源：中国产业信息网，《中国广告年鉴》，天风证券研究所

当前正版覆盖度较低，未来将从大 B 到小 B 逐步渗透。当前正版图片的使用者以少部分大 B 为主，如对知识产权更为重视的大广告公司、大企业等，整体渗透率也较低，而小 B 市场几乎处于未开发状态，小 B 的典型代表包括微信公众号等。

以近年来崛起的微信公众号为例，仅考虑头部公众号，图片素材需求规模也在数亿级。根据企鹅智酷《微信 2017 用户研究和商业机会洞察》数据显示，粉丝量超过 1 万的微信公众号数量达 88 万，粉丝数超过 10 万的微信公众号数量达 25 万。若假设超过 10 万粉丝数的微信公众号平均每周推文 6 篇，单篇文章插图 3 张，则全年正版图片需求量为 2.34 亿张，假设平均单张价格 4 元（视觉中国微利图库套餐最低单价），则自媒体每年版权图片需求规模达 9.4 亿元。

表 5：自媒体版权图片需求测算（亿元）

自媒体数(万)/单张图片价格(元)	2	3	4	5	6
15	2.8	4.2	5.6	7.0	8.4
20	3.7	5.6	7.5	9.4	11.2
25	4.7	7.0	9.4	11.7	14.0
30	5.6	8.4	11.2	14.0	16.8
35	6.6	9.8	13.1	16.4	19.7

资料来源：《2017 微信用户研究和商机洞察》，《2017 中国版权图片行业观察》，天风证券研究所

知识产权保护力度增强有利于正版化率提升。近年来政策对知识产权保护力度不断提升，从国家立法层面到法律应用层面均有较大进步。

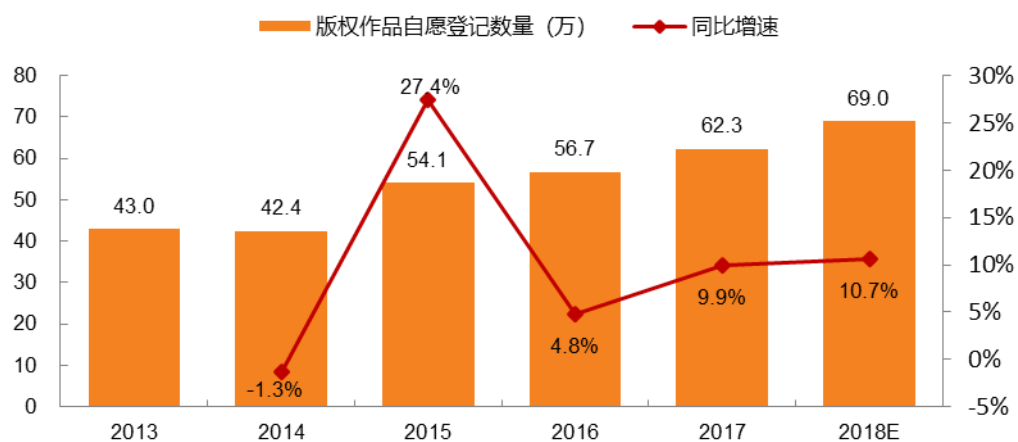
表 6：2017-2018 年版权政策盘点

时间	法律/法规/政策	要点梳理
2017/1/1	《国家十三五规划纲要》	实施严格的知识产权保护制度，完善有利于激励创新的知识产权归属制度，建设知识产权运营交易和服务平台，建设知识产权强国
2017/1/25	《版权工作“十三五”规划》	从完善版权法律制度体系、完善版权行政管理体系、完善版权社会服务体系、完善版权涉外工作体系 4 个方面提出了 26 项重点任务，涵盖版权创作、运用、保护、管理、服务等各个方面
2017/9/20	中国知识产权公证平台上线	由经验丰富的公证员提供专业维权方案，最大程度保护用户合法权益，对接权威侵权监测平台；整合第三方资源，协助客户取证；对接调解、诉讼，有效解决知识产权纠纷
2018/3/1	政府工作报告	加强知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度
2018/3/1	最高人民法院工作报告	探索在知识产权审判中适用惩罚性赔偿措施，着力解决侵权成本低、维权成本高等问题
2018/4/1	《北京市高级人民法院侵害著作权案件审理指南》	作为首个地方性司法规则，涉及基本规定、权利客体、权利归属、侵权认定等 11 个方面问题，有助于审判实践。
2018/12/1	《最高人民法院关于审查知识产权纠纷行为保全案件适用法律若干问题的规定》	包括程序性规则、实体性规则、行为保全申请错误认定与处理、行为保全措施的解除等 4 个方面内容，有助于提升案件审判质量。

资料来源：国家版权局，网信办，天风证券研究所

大众版权保护意识也在增强，正版化将逐步成为社会共识。根据国家版权局公布数据，2013-2017 年间，版权作品自愿登记数量逐年增长，越来越多作者用版权登记确立原创作品归属。

图 24：2013-2018 年中国版权局版权作品自愿登记统计（万）



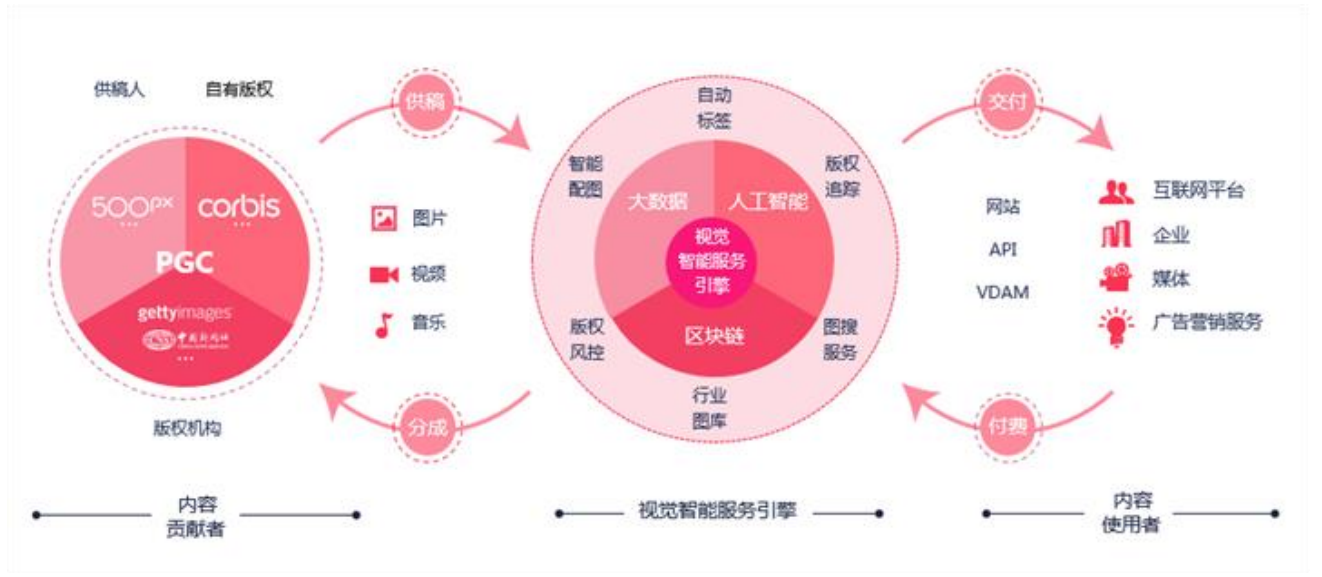
资料来源：《2017 年中国版权图片行业观察》，国家版权局，天风证券研究所

3. 公司业务分析：视觉内容与服务为核心主业，进入壁垒较高

3.1. 商业模式：以大数据和 AI 等核心技术为基础的互联网图片交易平台

视觉中国的业务核心是为“版权视觉内容”的贡献者和使用者提供互联网智能交易平台。公司通过自行生产、代理、战略合作及收购等方式整合视觉内容资源。然后通过平台将视觉素材提供给下游目标客户，包括互联网平台、广告公关制作公司、传媒、企业、政府机构及海量的自媒体群体等，用于公开媒介发布或用于设计、展示及推广。

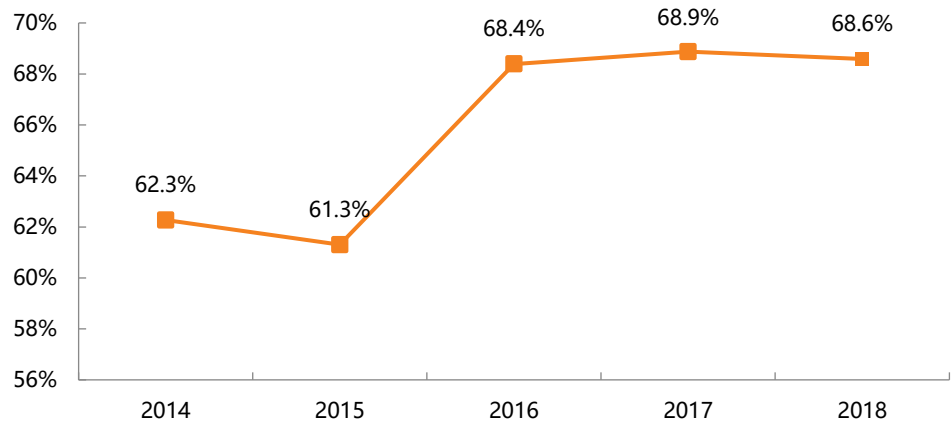
图 25：视觉中国商业模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司对上游、平台与内容贡献者采取分成的合作模式。公司与内容贡献者签署代理协议，获得内容的分销权，并将收取的授权许可费按协议约定的分成支付给相应的内容贡献者，分成比例小于 50%，代理 Getty 图片分成比例较高；如果是公司的自有版权内容，则公司无需支付许可费分成。这种模式下公司视觉内容与服务毛利率稳定，且随着代理 Getty 获得收入占比缩小，该业务毛利率提升。

图 26：视觉中国 2014-2018 年视觉内容与服务业务毛利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

而对下游，公司提供批量订购和单张购买两种模式供客户选择。其中：

1) 批量订购模式：客户由于使用数量大、频率高，采取批量订购的方式，按月、季、年度提前定期付款，购买定额数量的素材。该模式客户黏性较高，同时为标的公司提供稳定的现金流。如互联网平台通常是以长期协议方式批量订购图片。

2) 单张购买模式：客户根据自身特殊需求、或是非经常性的需求，与标的公司协商确定个别视觉素材的价格和支付方式，并签订购买协议。如广告公司通常根据项目具体需求采购，单张价格较高。

此外，公司还为客户提供商业特约拍摄、视觉化营销、图片视频数字内容管理系统，定制化服务等增值服务。

3.2. 素材优势：多渠道捕获稀缺优质图片内容

视觉中国当前已与全球超过 40 余万签约供稿人和 240 余家品牌机构建立了内容合作，汇集了全球海量优质的 PGC“版权视觉内容”，在线提供并每日更新超过 2 亿张摄影图片、设计素材，及超过 1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材；能够为客户提供从图片、视频到音乐，从时效编辑类内容到创意素材，从当代时事热点到历史档案、从高端到微利、从全球创意趋势到本土东方潮流的全方位一站式内容服务。

表 7：视觉中国 2014-2017 年素材量

	2014	2015	2016	2017	2018
在线图片数（亿张）	0.70	2.69	>2.00	>2.00	>2.00
视频素材数（万条）	125	457	500	1000	1500
音乐及音效数（万首）	20	30	35	35	35
签约摄影师及艺术家数（万名）	1.4	1.5	1.8	30.0	40
合作机构数（家）	240	240	240	240	240

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

公司视觉内容主要来源为三部分：自有版权内容、机构供应商内容和签约供稿人内容。

1) 视觉中国的自有版权主要包括 Corbis 图片库和东星娱乐积累生产的视觉素材。

- Corbis 图片库由比尔·盖茨于 1989 年创建，是全球第三大图片库，拥有近 5000 万张原版图片、底片、印刷物等档案，记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件，是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产。
- 东星娱乐专业从事港澳台地区及中国内地数字娱乐资讯图片和视频内容采编，自 2002 年成立以来积累了海量视频、图片素材，覆盖北京、上海、台湾、香港、澳门、韩国 6 地的重大娱乐资讯。

2) 视觉中国与以 Getty Images、中新社、路透社等为代表的中外多家知名图库、媒体等机构供应商建立了持续的合作。

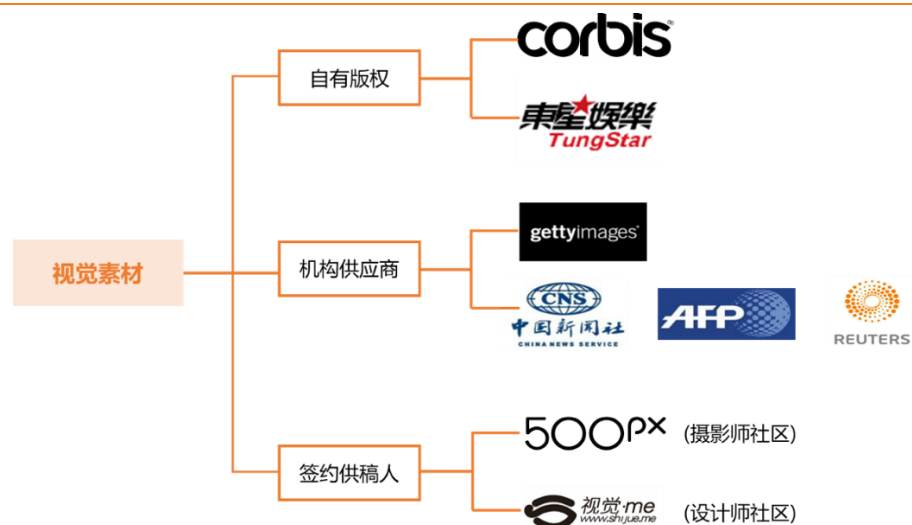
- Getty 于 1995 年成立于美国西雅图，素有全球“视觉素材行业巨头”之称，拥有强大的图像资源，成立至今收购多家图片库，在新闻、娱乐、体育图像方面有着丰富的积累。
- 2017 年，公司与中国新闻社签订战略合作协议。中国新闻社是中国加强国际传播能力建设的 6 家中央媒体之一，拥有 46 个境内外分社和超过 100 名摄影记者，现库存图片约 300 万张，每天滚动播发时政、经济、文化、教育、娱乐、体育、科技等领域的新闻图片及漫画图表作品 600 张以上。

- 此外，公司供应商还包括路透社、法新社、南方日报、浙报集团、环球网、财新传媒等。

3) 视觉中国通过收购和自建社区拓展签约供稿人，为公司提供了丰富的创意类和编辑类视觉素材。

- 视觉中国自建设计师社区 (shijue.me)，收购摄影师社区(500px.me)，并于 2007 年在这两个社区中开通签约供稿人功能，社区注册用户经过审核后即可成为视觉中国的签约供稿人，直接在社区上传内容、查阅授权记录、查看统计数据。
- 对 500px 的收购使公司与全球近 30 万名供稿人建立了签约合作关系，拓展了公司不断生产海量全球优质视觉内容的能力。
- 设计师社区 shijue.me 的建设拓展了公司从图片，插画，矢量图，到设计模板等各个品类的视觉素材来源，促使自有本土品牌的销量获得大幅增长。

图 27：视觉中国视觉素材来源

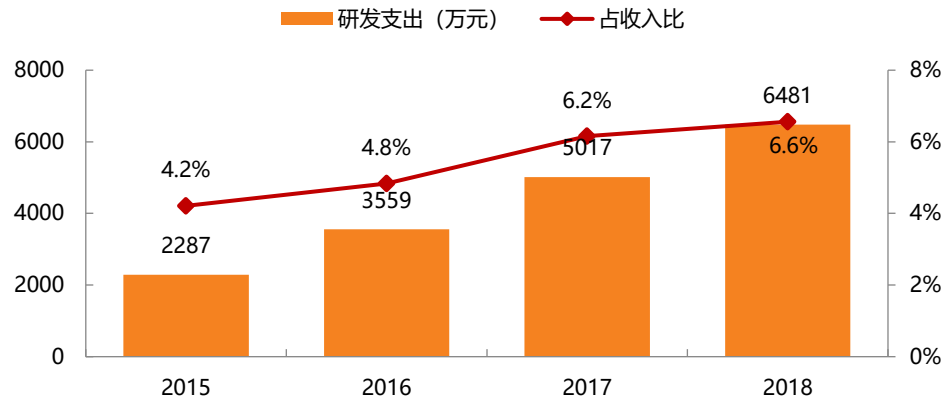


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 技术优势：“大数据+区块链+AI”降低获客成本，提升用户体验

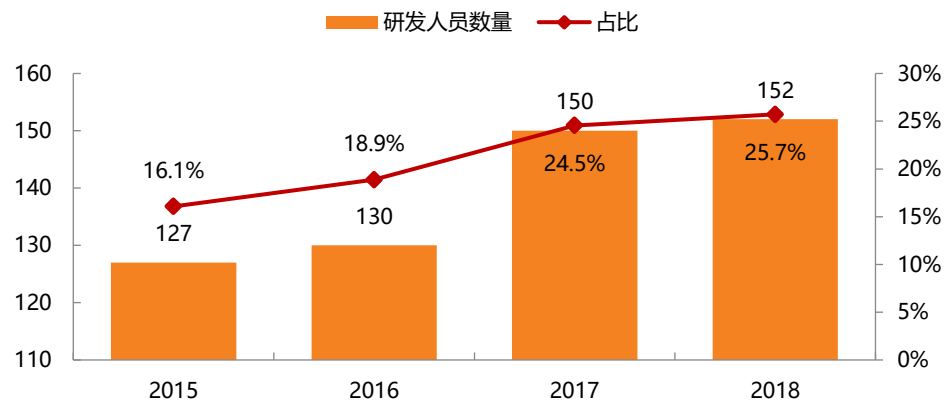
视觉中国重视研发投入，“内容+技术”双轮驱动平台发展。视觉中国 2018 年研发支出 6481 万元，占收入比 6.6%，2015-2018 年研发支出绝对数额及占收入比逐年增加，过去三年研发支出合计超过 1.5 亿元。同时，公司研发人员数量及占总员工比例也在逐年增加，2018 年公司总员工数量减少的情况下，技术人员仍在增加，截止 2018 年末，公司共计研发人员 152 人，占总员工比例达 25.7%，充分表明了公司对技术投入的重视。

图 28：视觉中国研发支出情况（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

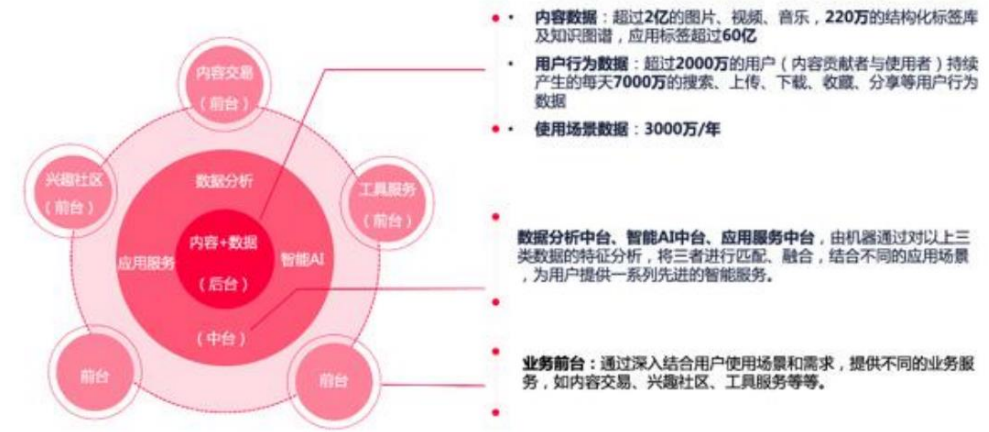
图 29：视觉中国研发人员数量（人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司通过自主研发的业内领先的大数据、人工智能技术和特有的商业模式，形成了“数据提升技术”、“技术驱动服务”、“服务回馈数据”独具特色闭环运行模式。数据方面，公司图片交易平台上线较早，且公司在各方面努力拓展自身的大数据积累和建设，经过多年沉淀形成了行业内独有的高质量核心数据：1) 超过 2 亿的图片、视频数据；2) 持续产生的每天 7000 万用户行为数据；3) 220 万的结构化的标签体系（含关键词、垂直行业标签、人物知识图谱等）。技术方面，公司拥有行业内领先的图像识别、图像理解等视觉人工智能技术。结合大数据，公司建立了一整套研究、开发、迭代体系，同时与国内外大学研究机构等建立了合作科研体系，不断提升人工智能在视觉方面的各项应用。

图 30：视觉中国数据、技术、服务闭环运行模式

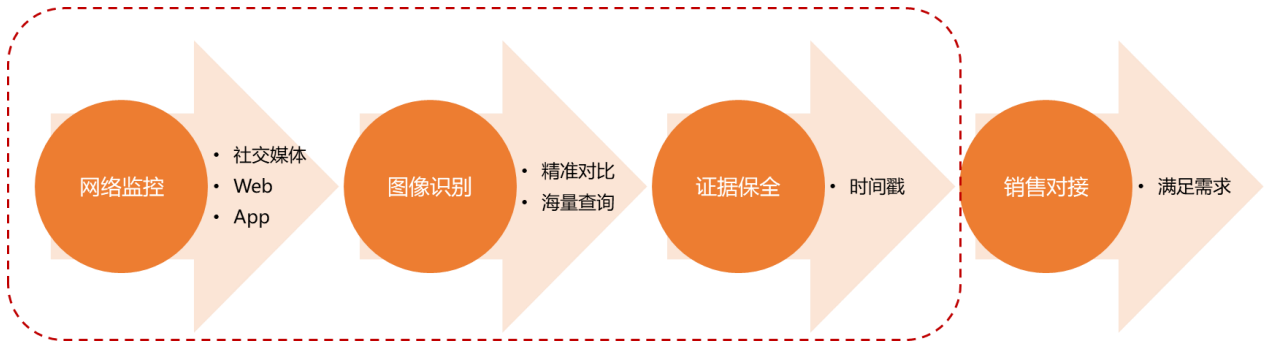


资料来源：公司公告，天风证券研究所

自行研发“鹰眼”图像互联网版权保护平台，帮助公司发现潜在需求

“鹰眼”为公司自行研发的一项技术，可以通过人工智能技术追踪到公司拥有的图片在网络上的使用情况，并提供授权管理分析、在线侵权证据保全等一站式的版权保护服务，大幅降低版权保护的成本，有效保护了版权人的利益。鹰眼平台既为公司自身的版权保护提供技术服务，也正在逐步将向第三方开放，以帮助促进图片行业正版化。

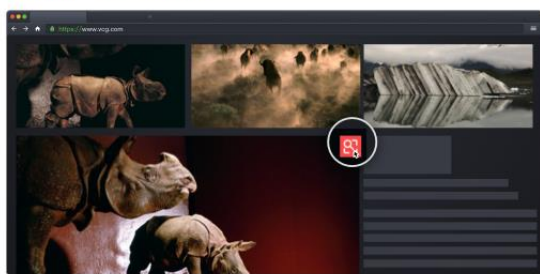
图 31：“鹰眼”图像互联网版权保护平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：视觉中国版权卫士识别侵权图片

使用方式一：网页图片识图



1.当您浏览网页发现心仪图片，希望找到它的原图时，将鼠标停留在任意图片上，点击图片右上角浮现的图标



2.在弹出的页面里即可发现与视觉中国图库相同或相似的正版高清图片

使用方式二：本地图片识图



1.点击浏览器上视觉中国识图插件



2.在弹出的页面里即可发现与视觉中国图库相同或相似的正版高清图片

资料来源：公司官网，天风证券研究所

时间戳解决维权过程中取证难问题，提高维权效率

公司与联合信任时间戳服务中心合作，利用时间戳固定证据实施维权。时间戳是一个能表示一份数据在某个特定时间之前已经存在的、完整的、可验证的数据，广泛的运用在知识产权保护等方面，联合信任时间戳服务中心是国家授时中心和联合信任共同创建的我国唯一权威可信时间戳服务机构（TSA）。联合信任时间戳服务中心可以签发可信时间戳，用于证明申请认证的知识产权（电子数据、文件）是谁（who）在什么时间（when）拥有一个什么样的作品（what）。时间戳是一种具有法律效力的电子凭证，已经在大量司法实践中成功应用。2015年4月，视觉中国成功使用时间戳固定证据维权，开创了北京首例使用此类证据进行维权案件的先河。

表 8：联合信任时间戳服务与特点

服务与特点	说明
司法认可	可信时间戳已经在大量的司法审判中作为关键证据得到认可，经可信时间戳认证的电子数据文件无需公证和司法鉴定即可得到认定，为降低举证成本、提高司法效率起到了积极作用。
安全保密	可信时间戳认证过程用户无需上传电子数据内容，有效避免了因上传证据带来的信息和秘密泄露的风险。真正实现了“零知识证明”的电子证据固化保全。
使用方便	时间戳服务中心提供可信时间戳服务，用户可以通过 API 接口、网页、应用程序、手机客户端等各种方式随时随地对电子数据文件进行可信时间戳认证。
价格便宜	每个电子数据认证只需 10 元，若有更大量的使用需求，联合信任提供多种套餐模式，包括包年、包月、批量购买等方式。
服务可靠	联合信任时间戳服务中心经过十多年的稳定运营，拥有安全可靠的时间戳服务机房、稳定的签发系统和经验丰富的运维及技术支持团队。

资料来源：联合信任时间戳服务中心，天风证券研究所

人工智能自动标签，提高搜索效率，提升用户体验

视觉中国平台有超过 2 亿张图片，并且随着图片数量的增加，分类方式将越加复杂，人工手动打标签的效率和准确度都将越来越低，人工智能打标签的应用有助于提升图片分类效率，提高标签的准确度，方便用户快捷的找到图片库内最匹配需求的图片，避免不必要的用户流失，同时提升用户体验，增强用户粘性。

图 33：视觉中国自动标签技术



预测结果 15

- 无人
- 野外动物
- 野生动物
- 户外
- 北极熊
- 打斗
- 站
- 动物主题
- 熊
- 动物
- 两只动物
- 白昼
- 雪
- 冲突
- 哺乳纲

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 34：视觉中国图片识别技术



名人姓名

图像数: 3



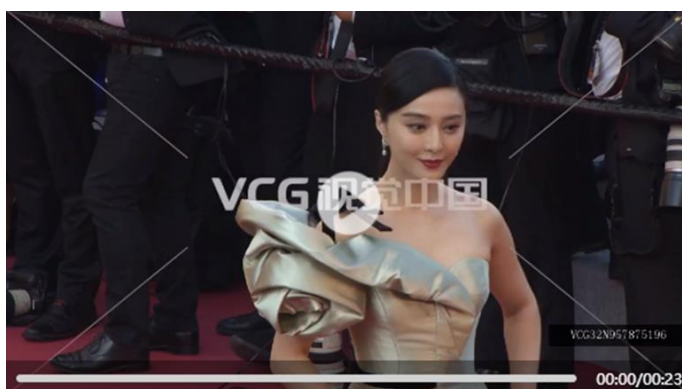
内马尔

梅西

C罗

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 35：视觉中国视频识别技术



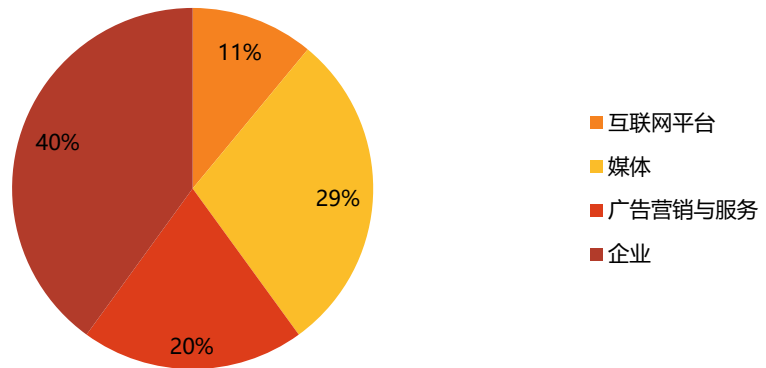
标签识别		人脸识别		
预测	置信度	图像数: 1	置信度	
人	2.5		姓名	范冰冰
美	2.48		性别	女
肖像	1.94		年龄	18-19岁
影棚拍摄	1.94			
一个人	1.93			
女人	1.76			
内衣	1.76			
肚皮舞	1.57			

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.4. 客户优势：全面覆盖市场，深度链接内容生态

视觉中国当前重点开发的下游客户包括互联网平台、媒体、广告营销与服务以及企业客户。根据公司 2018 年年报，公司来自四类客户企业客户、媒体、广告营销与服务公司及互联网平台的收入占比分别为 40%、29%、20%和 11%。其中企业、媒体和广告营销与服务公司开拓时间较早，而互联网平台为近年来逐渐开拓的领域。

图 36：视觉内容与服务下游客户按类型拆分收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

媒体市场是公司传统核心目标市场之一。公司在成立之初，图片库主要为编辑类素材，后又经过多年积累，当前在编辑类素材市场占有较大竞争优势，与国内主要媒体建立了多年合作关系，包括：

- 国有新闻网站：新华网、中国网、中国日报网、中国青年网、中工网、光明网、东方网等；
- 报业及新媒体：人民日报、中国青年报、中国日报、广州日报、南方日报、新华日报等；
- 电视台：央视、北京电视台、湖南卫视、江苏电视台等；
- 商业门户网站：新浪、腾讯、搜狐、网易、凤凰等；
- 视频网站：优酷、爱奇艺、腾讯视频、PPTV、芒果 TV 等；
- 杂志：时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新等。

表 9：汉华易美 2010-2013 年前五大客户以媒体为主

序号	客户	销售金额（万元）	占当期销售总额比例
2010 年前五名客户			
1	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	251.1	5.8%
2	网之易信息技术（北京）有限公司	200.7	4.6%
3	北京新浪互联信息服务有限公司	152.5	3.5%
4	深圳市腾讯计算机系统有限公司	151.8	3.5%
5	北京青年报	91.7	2.1%
合计		847.9	19.4%
2011 年前五名客户			
1	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	169.0	3.2%
2	网之易信息技术（北京）有限公司	165.0	3.1%
3	北京新浪互联信息服务有限公司	145.8	2.7%
4	深圳市腾讯计算机系统有限公司	142.0	2.7%
5	北京天盈九州网络技术有限公司	135.4	2.5%
合计		757.3	14.1%

2012 年前五名客户			
1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	360.8	4.6%
2	网之易信息技术（北京）有限公司	325.6	4.2%
3	北京新浪互联信息服务有限公司	324.6	4.1%
4	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	311.0	4.0%
5	北京天盈九州网络技术有限公司	230.5	2.9%
合计		1552.5	19.8%

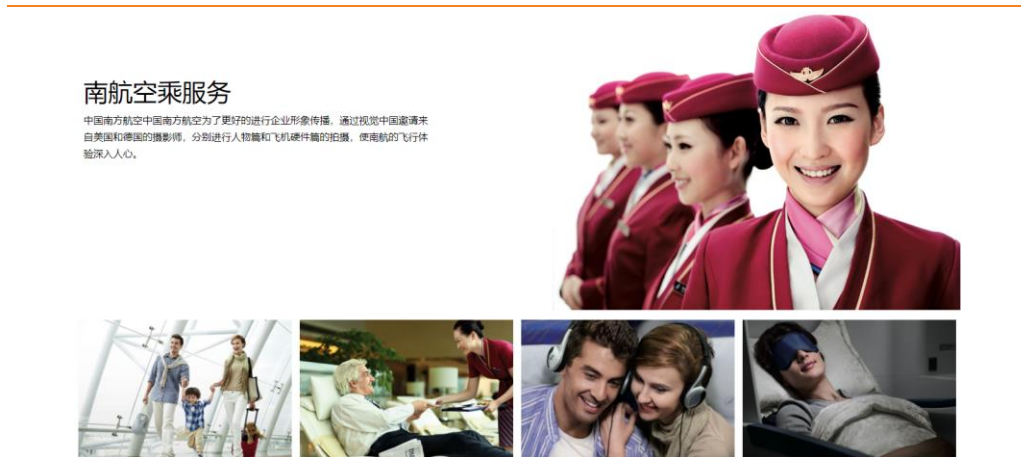
2013 年 1-6 月前五名客户			
1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	264.5	5.7%
2	网之易信息技术（北京）有限公司	229.1	4.9%
3	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	158.5	3.4%
4	北京新浪互联信息服务有限公司	137.0	2.9%
5	北京天盈九州网络技术有限公司	131.3	2.8%
合计		920.3	19.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

广告营销与服务机构是公司一个传统优势市场。公司针对广告公司所服务的最终客户的行业及特点，提供相应的内容产品及委托拍摄、版权清除等增值服务，国际知名广告公司如 WPP 集团、宏盟集团、IPG 集团、阳狮集团、HAVAS 集团、电通集团，以及国内知名广告公司如蓝色光标、华扬联众、卅六策、省广等均与为公司长期合作伙伴。

同时，公司不断加强企业客户销售体系，针对细分垂直行业采用差异化的商机管理、客户拓展、客户引导转化及产品授权模式，重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户。公司已为华为、索尼、宝马、雀巢、维多利亚的秘密、摩拜单车、ofo、统一、青岛啤酒、华侨城、美克美家、海昌集团、嘉实基金、中信银行、国家旅游局、江苏省旅游局、北京冬奥会组委、国资委新闻中心等品牌与机构提供了相关增值服务。

图 37：南方航空委托拍摄案例



资料来源：视觉中国官网，天风证券研究所

未来互联网平台有望逐步成为图片市场最大的客户群体。视觉中国当前已与 BAT、搜狗、三六零和微博等签署战略合作协议，初步完成了基于内容的技术对接，使得公司内容能覆盖到海量长尾市场。根据内容应用场景划分，当前公司分别接入了搜索引擎、广告平台、自媒体平台、创意设计平台及智能终端、旅游出行、电子商务等服务应用场景。

➤ **搜索引擎：**公司分别于 2017 年 4 月和 2018 年 1 月与百度和搜狗建立战略合作，百度

与视觉中国将开展包括但不限于在图片搜索的优先排序、垂直内容专区、C端用户个性化推送、数据共享等合作；而搜狗为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台基于用户使用场景提供优先展示的机会。

- **广告平台：**2018年2月视觉中国与优视科技建立合作，视觉中国向汇川广告平台开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容。
- **自媒体平台：**2017年2月，公司全资子公司汉华易美与腾讯网媒签署合作协议，视觉中国正版图库接入企鹅号，与腾讯一起服务数十万自媒体用户；2018年2月视觉中国与优视科技建立合作，视觉中国向大鱼号媒体平台开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容，双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”。
- **创意设计平台：**2018年4月，视觉中国全资子公司华盖创意和淘宝中国建立合作，华盖创意天津将通过“鹿班智能设计平台”向淘宝中国及其用户开放，授权使用创意素材。同时，华盖创意天津向淘宝中国提供优质设计师资源辅助“鹿班智能设计平台”开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

表 10：视觉中国自愿披露的与互联网平台合作信息

披露日期	合作方	合作内容
2017年2月28日	汉华易美和腾讯网媒	✓ 视觉中国将与腾讯网媒在正版内容采购、共建“企鹅媒体平台内容资源库”以及自媒体运营等方面建立战略合作关系。视觉中国向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐资源，将与腾讯一起服务数十万自媒体用户，为自媒体用户提供优质正版内容，共同构建自媒体共赢生态圈。
2017年4月12日	视觉中国和百度	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 双方将在图片搜索建立深度合作，以显著提升C端用户图片搜索体验为核心目标，开展包括但不限于在图片搜索的优先排序、垂直内容专区、C端用户个性化推送、数据共享等合作； ✓ 双方将在人工智能、大数据分析、云服务等方面共同打造高效、便捷的互联网数据媒体服务平台； ✓ 依托视觉中国“12301 国家智慧旅游公共服务平台”，双方共建反欺诈联盟和涉旅企业认证绿色通道，提升百度旅游产品的用户体验及公信力。
2018年1月12日	汉华易美和搜狗	✓ 视觉中国向搜狗及其用户开放全平台的图片版权资源库，搜狗为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台基于用户使用场景提供优先展示的机会。双方将共享各自大数据资源，并将在搜索引擎合作运营视觉中国、500PX、Corbis等独立品牌专区。同时，双方在优质内容素材的正版授权方面达成战略合作。双方将在人工智能、大数据分析、云服务等方面共同打造高效、便捷的互联网数据媒体服务平台。
2018年1月12日	视觉中国和北京亿幕	✓ 视觉中国向微博云剪开放全部的正版图片、视频、音乐素材，并通过API方式提供一站式的交付服务，供平台用户购买使用。其中，视觉中国为微博云剪平台在图片素材行业的战略合作伙伴，享有优先推荐、核心位置等权益。双方共享用户行为以及使用链接等数据信息，并一起根据用户需求确定产品服务形态，包括不限于产品定价、营销推广等。另外，双方将携手构建微博云剪平台的版权保护管理和技术体系。
2018年2月1日	视觉中国和优视科技	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 视觉中国向大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容，双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”、“汇川广告平台素材资源库”，在平台共建合作领域建立互为优先的合作关系。 ✓ 同时，视觉中国官方自媒体入驻大鱼号媒体平台，并将整合签约供应商、供稿人（包括摄影师、设计师、艺术家等）入驻大鱼号媒体平台，为用户持续提供优质视觉内容。另外，双方在版权授权方面达成合作。
2018年4月19日	华盖创意和淘宝中国	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 淘宝中国给予华盖创意天津战略优先的权益，双方开展关于创意素材方面的深度合作，共同打造在电商领域的正版素材授权平台；华盖创意天津将通过“鹿班智能设计平台”向淘宝中国及其用户开放，授权使用创意素材。 ✓ 同时，华盖创意天津向淘宝中国提供优质设计师资源辅助“鹿班智能设计平台”开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。
2018年6月5日	汉华易美和奇虎科技	✓ 双方在图片搜索建立合作，奇虎科技为汉华易美天津提供图片资源在奇虎科技平台基于图片相关性等原则优先展示的机会。在不泄露用户隐私、损害用户利益的前提下，双方共享各自在图片领域积累的独特的大数据资源。合作运营图片品牌专区，例如：Corbis、500PX等。汉华易美天津与奇虎科技商业化部门“360点睛广告创意服务平台”开展关于正版创意素材合作。奇虎科技资讯信息流产品使用汉华易美天津正版素材合作。
2018年6月22日	汉华易美和腾讯	✓ 腾讯社交广告平台给予汉华易美天津战略优先的权益，双方开展关于创意素材方面的深度合作。汉华易美天津为腾讯社交广告平台提供创意素材，并向其开放平台的创意素材供其选择使用。腾讯社交广告平台结合自身平台运营情况选择使用汉华易美天津平台的创意素材和创意服务。创意素材授权的具体素材范围及授权范围等合作内容，由双方另行签订协议确定。

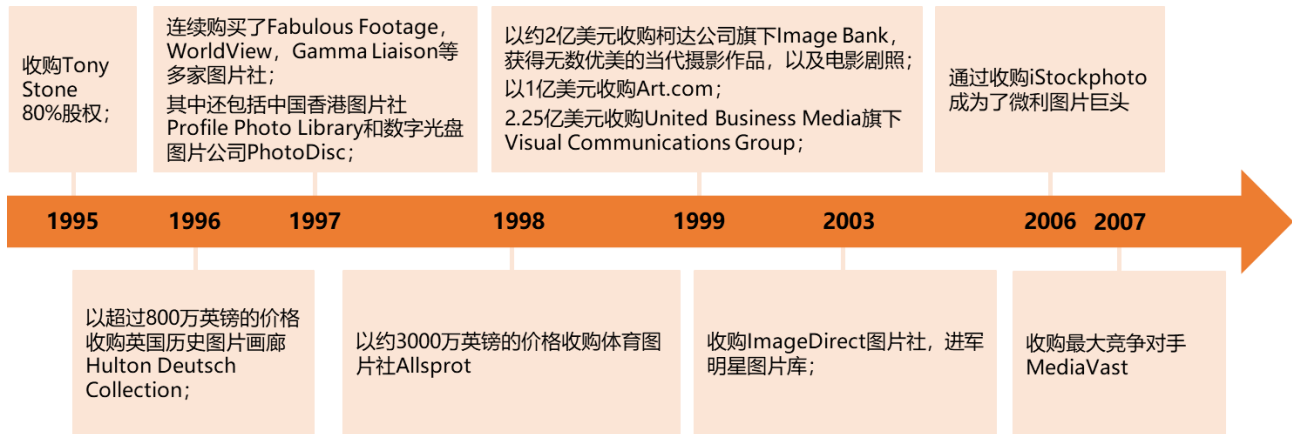
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 海外可比公司：高端图库的上半场和微利图库的下半场

4.1. Getty Image：全球视觉素材龙头，以大 B 作为主要客户

视觉中国与 Getty Image 有非常紧密的合作关系，同时也有非常相似的发展经历。Getty Image 成立于 1995 年，成立后通过持续兼并收购，成为全球最大的图片库。Getty Image 成立后直至被私有化的十余年间，完成了大大小小几十次兼并收购，根据其官方最新公布的信息，Getty 目前拥有超过 3 亿个图片、视频、音乐和多媒体资源，合作的投稿者超过 25 万人，图像合作伙伴有数百家之多。

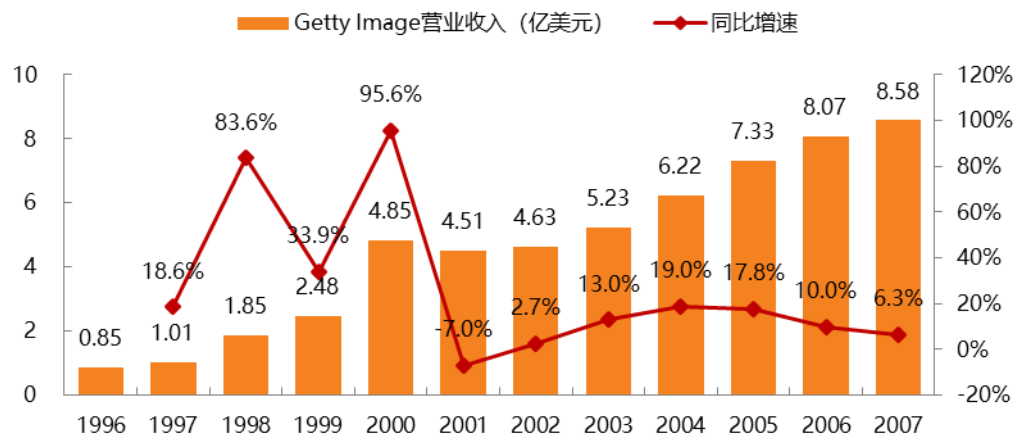
图 38：Getty Image 兼并收购历史



资料来源：Getty Image 官网，天风证券研究所

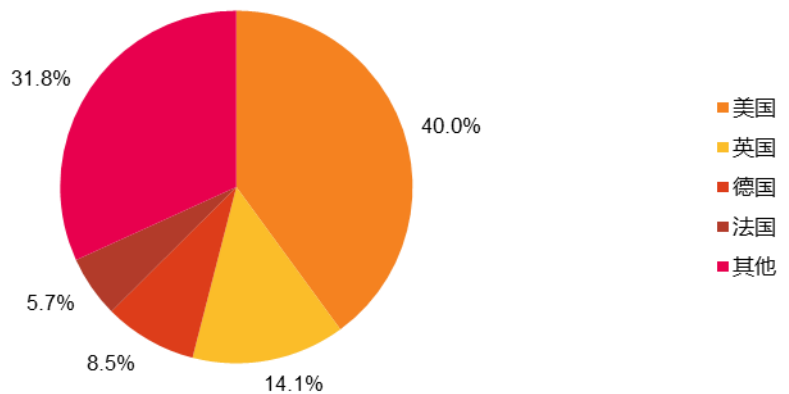
退市前营收呈扩大趋势，美国是主要收入来源区域。1996 年至 2007 年间，Getty Image 收入整体呈现扩大趋势，2000 年之前营业收入增速较高，但 2000 年后，收入增速中枢下滑至 10% 水平，2007 年 Getty Image 营业收入 8.58 亿美元，同比增长 6.3%，其中美国市场收入 3.43 亿美元，同比增长 5.0%，占比 40%；英国市场收入 1.21 亿美元，同比增长 8.1%，占比 14.1%；德国市场收入 7312 万美元，同比增长 7.1%，占比 8.5%；法国市场收入 4860 万美元，同比增长 0.8%，占比 5.7%；其他市场收入 2.73 亿美元，同比增长 8.1%，占比 31.8%。

图 39：Getty image 退市前营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

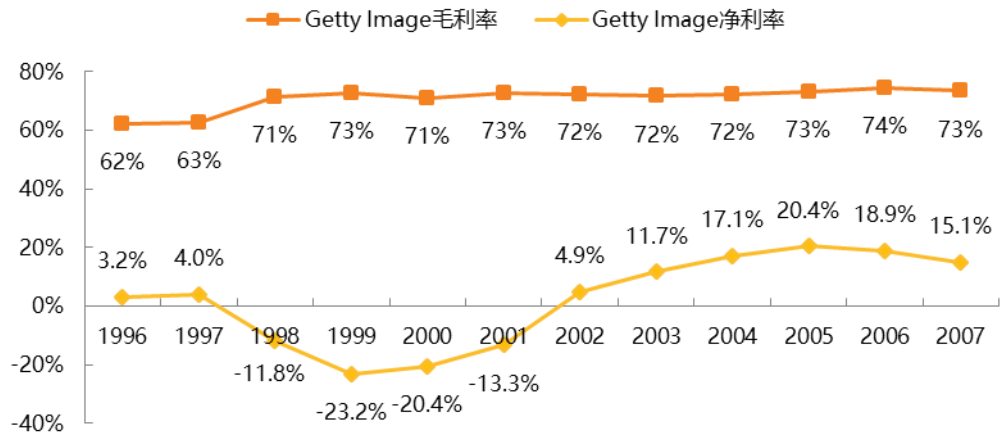
图 40: Getty image 2007 年分区域收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

毛利率稳中有升, 净利率受收购资产拖累, 波动较大。 Getty Image 1996-2007 年间, 毛利率从 62% 提升至 73%, 其成本主要为对上游摄影社的分成成本, 可以推测, Getty Image 给摄影师的分成比例约为 30%, 低于视觉中国的平均分成比例, 体现了 Getty 较强的议价能力。而 Getty 净利率则波动较大, 2000 年由于收购的 Art.com 出现巨额亏损使得 Getty Image 整体呈现亏损, 但近 5 年来, 其净利率多处于 15%-20% 区间, 低于视觉中国净利率。

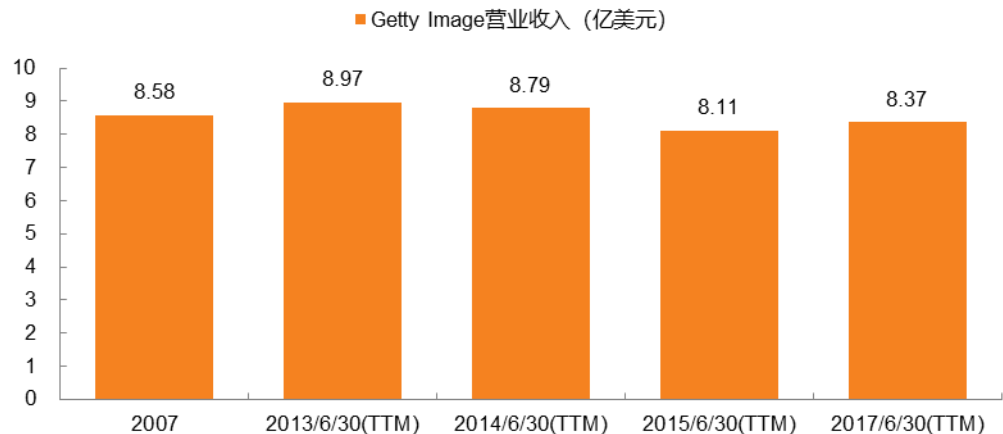
图 41: Getty image 退市前毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

目标市场逐渐饱和使 Getty Image 在退市后营收增长停滞。 Getty Image 下游主要通过地推方式发展大客户, 并为客户提供高端优质图片。这种模式的优点明显, 单张图片价格较高, 且大客户粘性较好, 但缺点也非常明显, 单张过高的价格极大限制了客户群体, 随着微利图片的兴起, Getty 的目标市场受到较大冲击, 从其退市后穆迪评级报告中可以看到, 直至 2017 年, Getty 营收规模仍然在 8 亿美元的水平, 未有突破, 甚至相对退市前 2007 年的 8.58 亿美元有小幅下滑。

图 42: Getty image 退市后营收及增长情况



资料来源: Moody, 天风证券研究所

4.2. Shutterstock: 服务于小 B 和 C 端客户的微利图片崛起

Shutterstock 成立于 2003 年, 是当前全球最大的微利图片库。与 Getty Image 类似, Shutterstock 也有过一些并购事件, 如 2009 年以约 330 万美元收购微利图片公司 Bigstockphoto。公司当前主要拥有微利图片库 Bigstock, 高端图片库 Offset, 编辑类图片库 Shutterstock Editorial, 提供定制服务的 Custom 等。

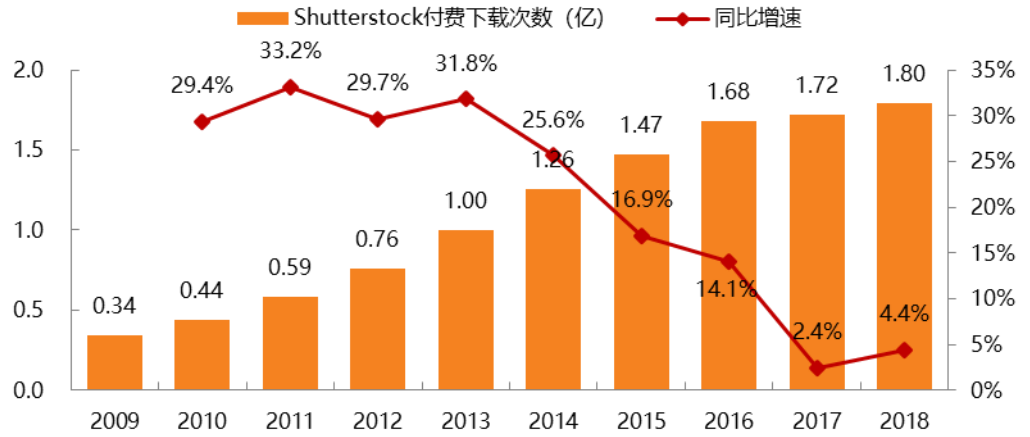
表 11: Shutterstock 图片库情况

图片库	说明
Shutterstock	公司旗舰品牌, 提供海量照片、矢量图、插图等
Bigstock	微利图片库, 主打高性价比
Offset	高端图片, 收集世界各地顶级摄影师及《国家地理》等知名杂志图片
Shutterstock Editorial	面向传统媒体提供编辑类图片
Custom	提供定制化服务

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

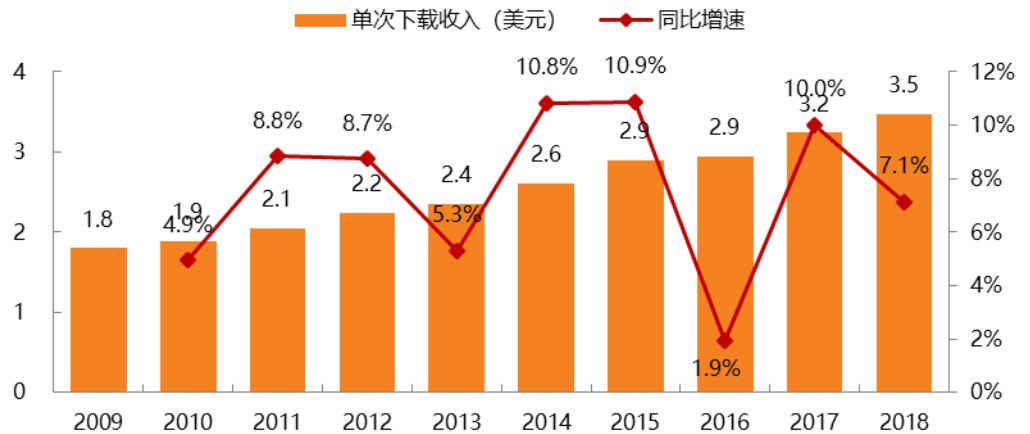
Getty Image 和 Shutterstock 有较大不同, Getty 主要面向大 B 客户, 而 Shutterstock 主要面向小 B 及 C 端客户, Getty 的图片销售主要是地推方式, 而 Shutterstock 采用在线订阅下载模式, 用户可以选择订阅服务和按需定制两种方式在线自助购买图片。2015 年之前, Shutterstock 付费下载次数和单次下载收入共同增长, 使 Shutterstock 在这一时期收入经历了超过 10 年的高速增长。随后, 由于微利图片市场竞争加剧, 付费下载次数增速放缓使总收入增速也随之有所放缓, 2018 年 Shutterstock 营业收入 6.23 亿元, 同比增长 11.9%。

图 43: Shutterstock 付费下载次数变化情况



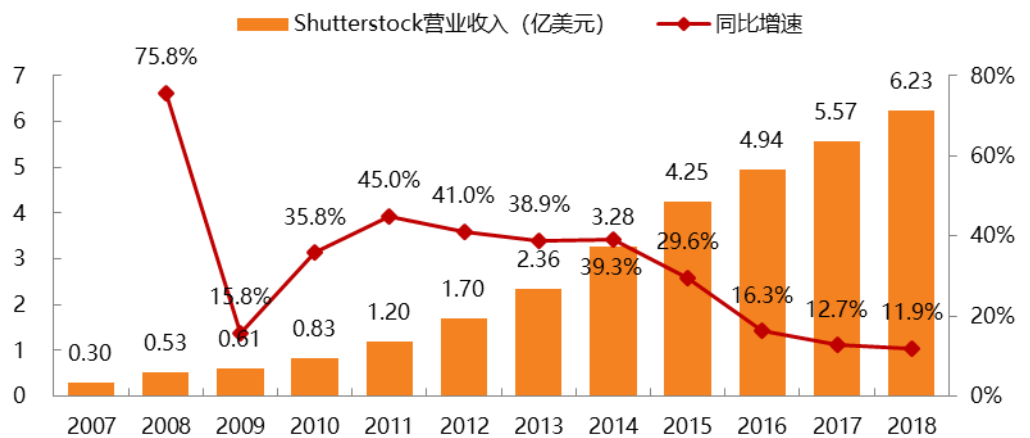
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 44: Shutterstock 单次下载收入情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 45: Shutterstock 营收及增长情况



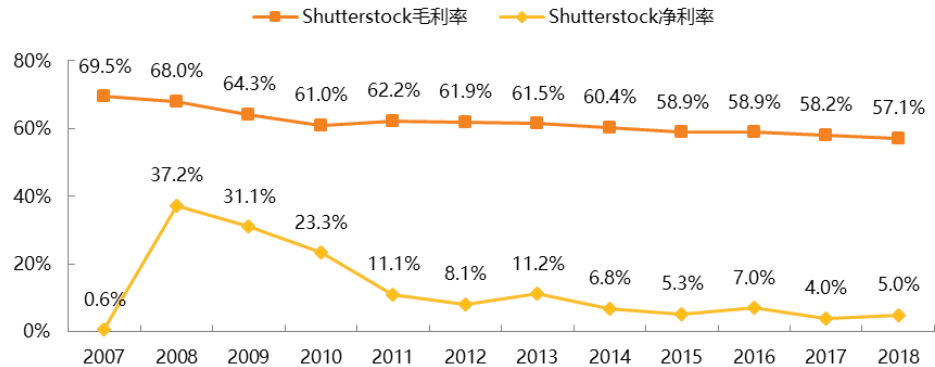
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

由于微利图库进入门槛较低, 用户粘性较小, 使得微利图片市场相对高端图片市场竞争更为激烈, 表现在 Shutterstock 财务数据上为毛利率和净利率均低于 Getty Image。

Shutterstock 的上游摄影师分成比例更高，相对议价能力较弱。与 Getty Image 不同，Shutterstock 随着营收规模扩大，毛利率呈现下滑趋势，从 2007 年-2018 年间，Shutterstock 毛利率均在 70% 以下，2018 年 Shutterstock 毛利率下滑至 57.1%，远低于 Getty Image 和视觉中国毛利率水平。

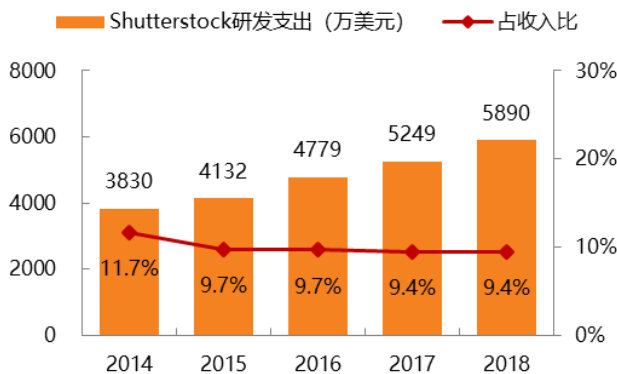
业务扩张使净利率处于较低水平。Shutterstock 研发投入和销售费用较高，2019 年 Shutterstock 研发投入和销售费用占收入比分别为 9.4% 和 26.7%，使得净利率较低，仅 5.0%，低于 Getty 退市前净利率水平，远低于视觉中国净利率水平。

图 46: Shutterstock 毛利率及净利率情况



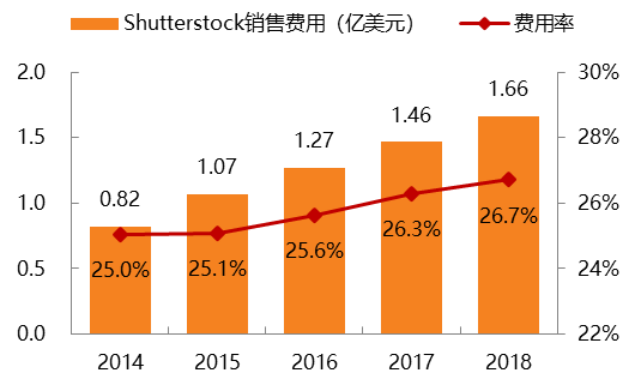
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47: Shutterstock 研发支出及占收入比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48: Shutterstock 销售费用及费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

另外，站酷海洛为 Shutterstock 在中国的代理商，拥有 2.3 亿图片素材和 1000 万视频素材。站酷海洛定价模式分为标准授权、扩展授权和高级授权三种，不同授权方式下，客户拥有图片的不同使用权限，标准授权有三种套餐可选，单张图片最低至 14 元/张，扩展授权下单张最低价格为 590 元/张。

表 12: 站酷海洛标准授权购买 (30 天)

总量	总价	均价
25 张	1250 元	50 元/张
50 张	2000 元	40 元/张
100 张	3000 元	30 元/张
250 张	5250 元	21 元/张

资料来源：站酷海洛官网，天风证券研究所

表 13: 站酷海洛标准授权购买 (30 天 × 12 个月)

总量	每月用图数量	总价	均价
300 张	25 张	8400 元	28 元/张
600 张	50 张	13800 元	23 元/张
1200 张	100 张	21600 元	18 元/张
3000 张	250 张	42000 元	14 元/张

资料来源: 站酷海洛官网, 天风证券研究所

表 14: 站酷海洛标准授权购买 (365 天)

总量	总价	均价
5 张	350 元	70 元/张
25 张	1500 元	60 元/张
100 张	4500 元	45 元/张
250 张	8750 元	35 元/张
500 张	15000 元	30 元/张
1000 张	25000 元	25 元/张

资料来源: 站酷海洛官网, 天风证券研究所

表 15: 站酷海洛扩展授权购买套餐

总量	总价	均价
2 张	1260 元	630 元/张
10 张	5900 元	590 元/张
25 张	13750 元	550 元/张

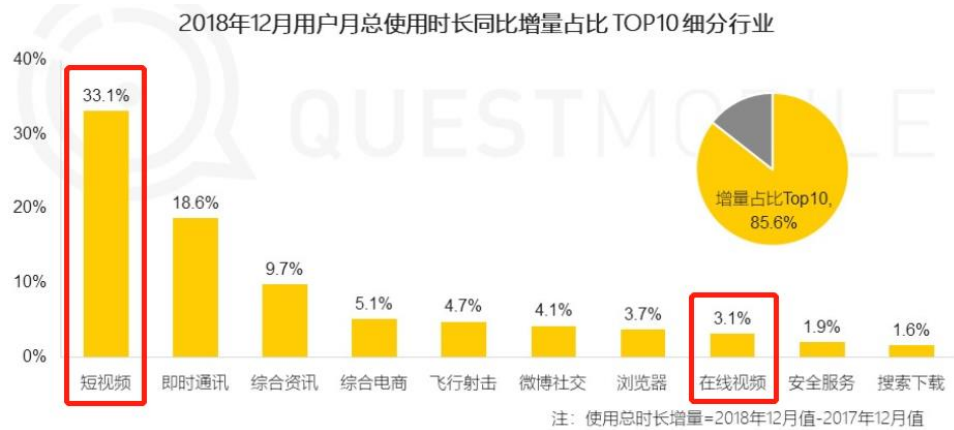
资料来源: 站酷海洛官网, 天风证券研究所

5. 发展趋势：丰富素材类型，深度覆盖素材需求方

5.1. 图片到视频和音乐，广泛覆盖素材类型

随着通信技术升级，数据传输速度加快，视频所占据的娱乐时间越来越长，视频内容逐渐成为最重要的内容形式。根据 Questmobile 数据，2018 年 12 月用户总使用时长同比增量占比短视频排名第一，其增量使用时长占总移动设备使用时长增量的 33.1%，排名第二的即时通讯为 18.6%，短视频用户总使用时长增长迅猛，另外，在线视频排名第八，占比 3.1%。

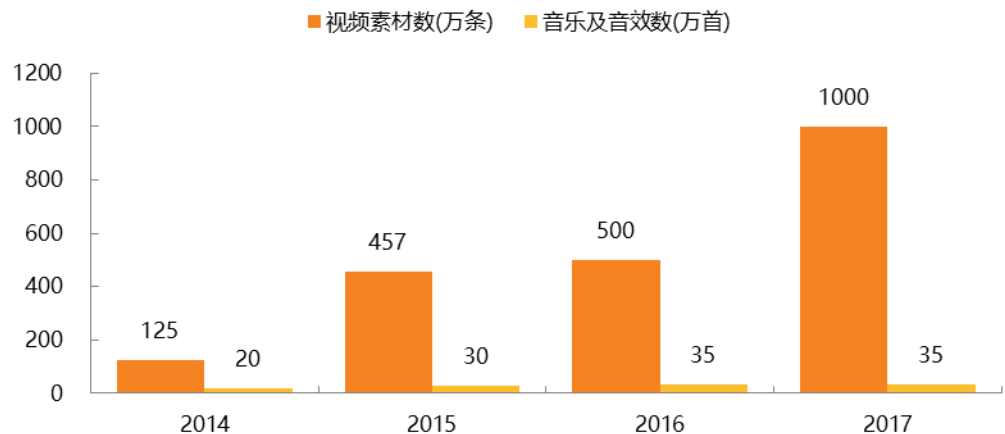
图 49：2018 年 12 月用户总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

视觉中国近年来也在加速布局视频素材领域，截止 2018 年上半年，视觉中国已拥有超过 1000 万条视频素材和 35 万首音乐素材。公司顺应视频行业快速发展的趋势，加大视频、音乐投入，视频素材从 2014 年 125 万条增长至 2017 年末 1000 万条，复合增速 100%。2018Q1，公司网站的创意视频、编辑视频、音乐素材产品全面完成上线，可以为客户提供完整的视频、音乐素材服务。2018 年上半年，公司向签约供稿人开放了视频上传通道，开拓视频签约供稿人资源，目前公司已经拥有超过 1200 名视频签约供稿人；公司还与视频供应商二更、浙视频、东方今报、千龙网、Blend Media、豆瓣音乐/V.Fine 公司签署了素材代理协议，将逐步扩大视频、音乐内容的数量，不断满足市场对视频、音乐的内容需求。

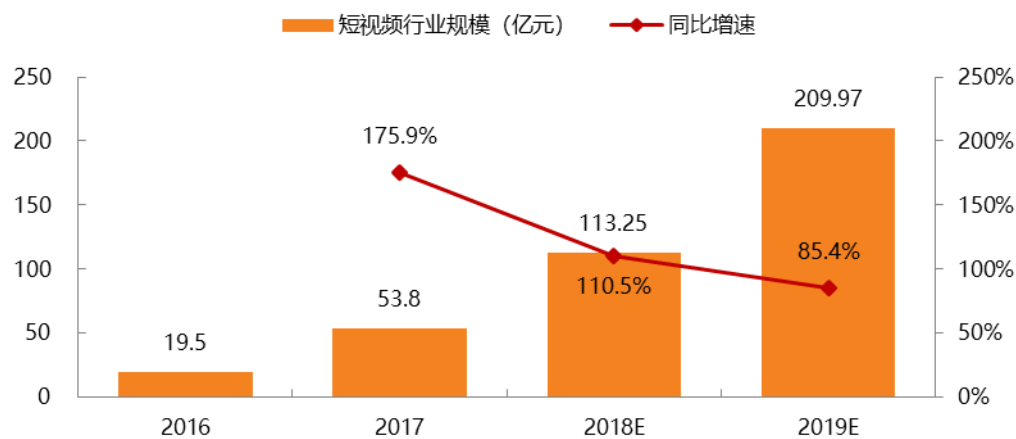
图 50：视觉中国视频素材及音乐素材数量变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

视频素材应用场景丰富，市场前景广阔。视频素材传统应用包括纪录片、光盘、电影电视作品等，当前短视频行业规模增速较快，预计 2018 年短视频行业规模已突破百亿元，而优质短视频制作成本高昂，未来视频编辑功能若能简化，短视频有望成为视频素材的下一个大规模应用场景，视频素材商业价值随之提升。

图 51：短视频行业规模及增速

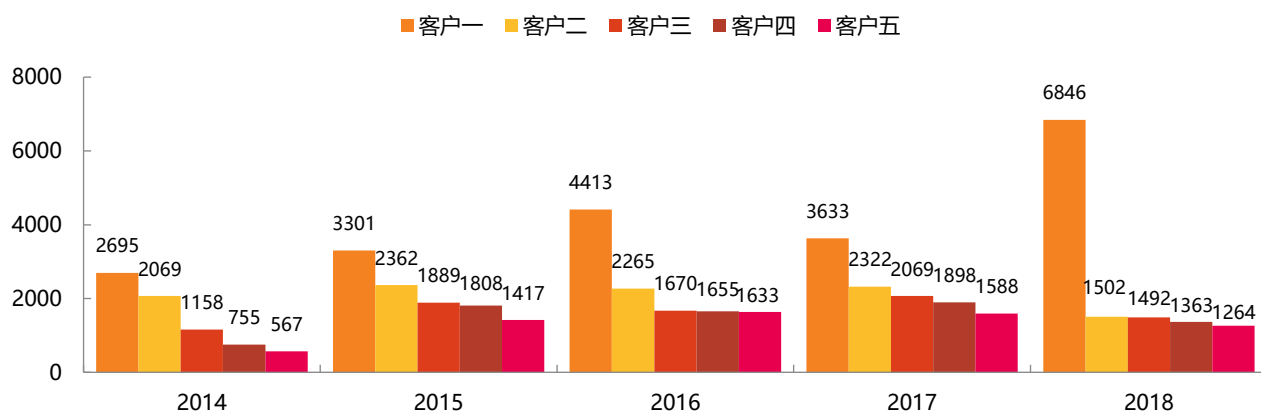


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

5.2. 从大 B 向小 B 渗透，全面深度覆盖图片素材需求方

视觉中国的发展历程和商业模式与 Getty 更为相似，两者均拥有大量高端图片素材，通过销售人员对接大客户实现收入增长，从视觉中国前五大客户看，视觉中国大客户单客价格在千万级。但根据 Getty 经验我们发现，高端图片素材市场虽然拥有用户粘性强、单张图片价值实现高的优点外，天花板较低也不可避免。

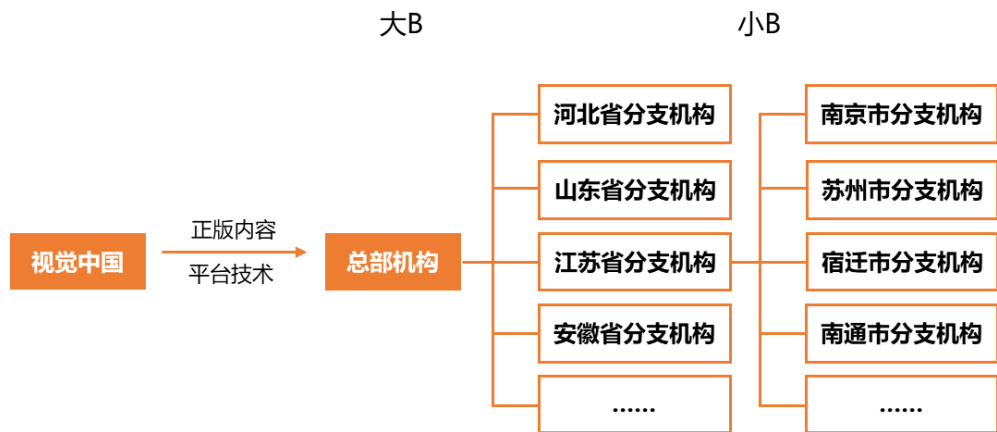
图 52：2014-2018 年视觉中国前五大客户销售金额（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

视觉中国当前在国内高端图片市场拥有绝对领先优势，未来公司有望以大 B 客户为入口，逐步向小 B 及 C 端用户渗透，拓展长尾市场。公司过去主要以拓展大 B 客户为主，包括传统媒体、广告营销公司、企业以及互联网平台等，未来公司有望在拓展大 B 的过程中同时借助大 B，实现客户的深度覆盖，如对一个在各省、市、县均有分支机构的机构或部门，公司可通过与总部达成合作，进而向该集团的省、市、县级机构渗透。

图 53：视觉中国通过大 B 向小 B 及 C 端渗透



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司除高端图库外，也另设子品牌对中小客户提供为例图片，如公司旗下子品牌 Veer。Veer 为用户提供年度和月度两种套餐，年度套餐可在 365 天时间内随时下载购买图片数量，而根据图片使用限制不同分为标准授权和扩展授权两种，其中标准授权有 7 档可选，单张价格最低值 20 元/张，扩展授权有 4 档可选，单张价格最低值 500 元/张。月度订阅套餐则限制在 30 天内下载不超过一定数量的图片，且图片仅标准授权方式，单张图片最低可至 4 元/张。对比 Veer 和站酷海报价，可以发现 Veer 套餐无论是灵活性还是价格，都具有一定优势。当面对价格更为敏感的小 B 和 C 端客户时，也将更具吸引力。

表 16：Veer 图片库年度套餐

标准授权			扩展授权		
总量	总价	均价	总量	总价	均价
1 张	180 元	180 元/张	1 张	600 元	600 元/张
5 张	325 元	65 元/张	5 张	2900 元	580 元/张
10 张	600 元	60 元/张	10 张	5500 元	550 元/张
50 张	2500 元	50 元/张	50 张	25000 元	500 元/张
100 张	4000 元	40 元/张			
500 张	12500 元	25 元/张			
1000 张	20000 元	20 元/张			

资料来源：Veer 官网，天风证券研究所

表 17：Veer 图片库月订阅套餐

每月下载张数	1 年			1 月		
	总量	总价	均价	总量	总价	均价
25 张	300 张	5400 元	18 元/张	25 张	750 元	30 元/张
100 张	1200 张	16200 元	13.5 元/张	100 张	2000 元	20 元/张
350 张	4200 张	30000 元	7.14 元/张	350 张	350 元	12 元/张
750 张	9000 张	36000 元	4 元/张	750 张	5952 元	7.9 元/张

资料来源：Veer 官网，天风证券研究所

但需要注意的是，微利图片市场进入门槛更低，竞争相对高端图片市场更为激烈，如微利图片库 Shutterstock 毛利率和净利率均低于高端图片库 Getty Image，未来随着视觉中国来自微利图片收入占比的提升，毛利率和净利率或许面临正常下滑。

6. 盈利预测及估值分析

“黑洞”事件后公司网站曾关闭约 1 个月时间，预期将会对业绩产生短期不利影响，但考虑到视觉中国经历多年发展，已搭建起完善的销售体系，且行业渗透率仍处于较低水平，我们认为短期业绩扰动并不影响其长期业务拓展。

我们预计 2019-2021 年视觉中国营业收入分别为 9.16 亿元、12.63 亿元和 16.51 亿元，分别同比增长-7.3%、37.9%和 30.7%，2019 年营业收入同比下滑主要由于 2019Q1 上海卓越已不再纳入合并报表范围，若仅考虑核心业务视觉内容与服务业务，收入增速为 17.1%。另外，我们预计 2019-2021 年视觉中国归母净利润 3.66 亿元、5.12 亿元和 6.88 亿元，同比增速分别为 13.8%、40.0%和 34.4%。

图 54：视觉中国 2019-2021 年盈利预测（亿元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9.88	9.16	12.63	16.51
YoY	21.3%	-7.3%	37.9%	30.7%
-视觉内容与服务	7.82	9.16	12.63	16.51
YoY	33.9%	17.1%	37.9%	30.7%
占收入比	79.2%	100.0%	100.0%	100.0%
-广告创意服务	0.39			
YoY	-44.8%			
占收入比	3.9%			
-其他	1.67			
占收入比	16.9%			
毛利	6.39	6.28	8.66	11.30
毛利率	64.7%	68.6%	68.5%	68.4%
归母净利润	3.21	3.66	5.12	6.88
YoY	10.4%	13.8%	40.0%	34.4%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1) 估值方式一：可比估值法

视觉中国属于传媒行业互联网平台型公司，因此我们选择 A 股互联网平台型公司作为可比公司。考虑到“黑洞”事件将对视觉中国 2019 年业绩产生一次性不利影响，因而我们选取 2020 年业绩作为基准。可比公司 2020 年平均 P/E 为 34.5 倍，若以此作为视觉中国合理估值水平，则视觉中国合理市值为 177 亿元，对应 25.23 元/股。

图 55：可比公司估值表（20190625）

代码	公司名称	币种	总市值 (亿)	PE				净利润 CAGR	19PEG
				2018A	2019E	2020E	2021E		
000681.SZ	视觉中国	人民币	131	40.7	35.8	25.5	19.0	28.9%	1.2
美国微利图库									
SSTK.N	SHUTTERSTOCK INC	美元	14	26.1	25.4	21.9	17.6	14.1%	1.8
传媒板块平台类公司									
300413.SZ	芒果超媒	人民币	426	49.2	35.3	27.9	24.0	27.1%	1.3
300059.SZ	东方财富	人民币	925	96.5	56.3	41.2	33.6	42.2%	1.3
平均值				72.8	45.8	34.5	28.8		1.3

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，天风证券研究所；视觉中国为天风预期，其余 A 股公司为 Wind 一致预期，美股公司为 Bloomberg 一致预期

2) 估值方法二：DCF 折现模型

视觉中国主营业务具有较好的现金流，因而我们采用自由现金流折现对其估值，基于

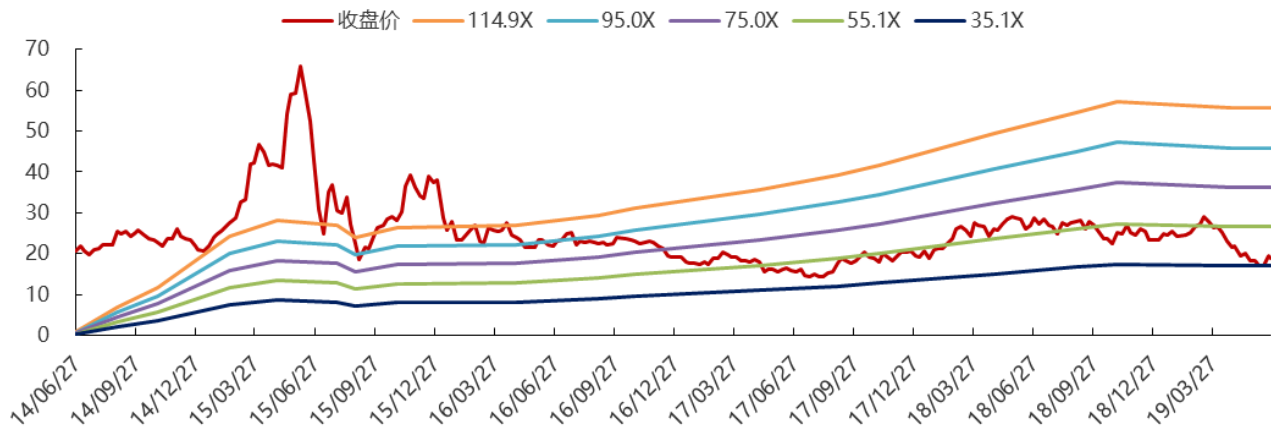
2022-2028 年每年自由现金流同比增长 10%，此后永续增速为 3%，WACC 为 10% 的假设，我们折现得到视觉中国权益价值 171 亿元，即 24.46 元/股，对应 2020 年 P/E 33.5x，仍位于历史估值区间较低位置。

图 56：视觉中国 DCF 估值敏感性分析

目标价 (元/股)	二阶段增长率							
	7.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
WACC	40.26	41.37	42.50	43.66	44.85	46.07	47.33	
7.0%	32.08	32.92	33.78	34.67	35.57	36.51	37.46	
8.0%	26.65	27.31	28.00	28.70	29.42	30.16	30.92	
9.0%	22.78	23.32	23.88	24.46	25.05	25.65	26.27	
10.0%	19.89	20.35	20.81	21.29	21.79	22.29	22.81	
11.0%	17.66	18.04	18.44	18.85	19.26	19.69	20.13	
12.0%	15.88	16.21	16.55	16.90	17.26	17.63	18.00	
13.0%								

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57：视觉中国 P/E band (TTM)



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们最终取两种估值方法平均值作为我们的目标价格，即 24.84 元/股，对应 2020 年 P/E 为 34.0x。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策监管风险，正版化不及预期，行业竞争加剧，版权运营管理、内容审核机制风险，负面舆情产生的持续影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	390.50	418.49	400.87	878.95	1,476.09
应收票据及应收账款	352.49	186.68	222.73	269.96	318.44
预付账款	6.50	30.12	0.04	41.66	12.99
存货	29.39	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.11	194.44	93.43	93.43	93.43
流动资产合计	808.00	829.73	717.07	1,283.99	1,900.94
长期股权投资	1,073.61	1,252.56	1,352.56	1,452.56	1,552.56
固定资产	5.94	4.09	3.79	3.49	3.20
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	20.28	94.46	86.25	78.04	69.83
其他	2,191.64	1,869.19	1,795.71	1,793.92	1,792.14
非流动资产合计	3,291.46	3,220.29	3,238.30	3,328.01	3,417.72
资产总计	4,099.47	4,230.02	4,135.37	4,792.00	5,498.66
短期借款	157.63	177.67	77.67	27.67	0.00
应付票据及应付账款	185.25	140.83	127.66	243.54	243.02
其他	393.29	536.28	195.66	274.48	321.39
流动负债合计	736.17	854.77	400.99	545.69	564.41
长期借款	489.66	276.46	276.46	276.46	276.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	270.17	189.05	189.05	189.05	189.05
非流动负债合计	759.83	465.52	465.52	465.52	465.52
负债合计	1,496.00	1,320.29	866.51	1,011.20	1,029.92
少数股东权益	30.96	19.62	19.62	19.62	19.62
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1,600.35	1,613.55	1,613.55	1,613.55	1,613.55
留存收益	2,510.82	2,809.71	3,175.35	3,687.28	4,375.23
其他	(1,612.57)	(1,607.04)	(1,613.55)	(1,613.55)	(1,613.55)
股东权益合计	2,603.46	2,909.74	3,268.86	3,780.80	4,468.74
负债和股东权益总	4,099.47	4,230.02	4,135.37	4,792.00	5,498.66

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	312.57	335.25	365.63	511.94	687.94
折旧摊销	5.67	9.41	8.51	8.51	8.51
财务费用	31.32	28.86	10.61	6.47	(1.46)
投资损失	(65.71)	(32.84)	(67.06)	(68.86)	(70.70)
营运资金变动	(495.90)	17.20	70.48	107.63	28.36
其它	462.18	(66.84)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	250.13	291.05	388.16	565.69	652.65
资本支出	338.45	254.79	28.30	100.00	100.00
长期投资	253.51	178.95	100.00	100.00	100.00
其他	(764.76)	(569.08)	(89.54)	(231.14)	(229.30)
投资活动现金流	(172.80)	(135.34)	38.76	(31.14)	(29.30)
债权融资	835.36	781.57	354.14	304.14	276.46
股权融资	(50.33)	5.59	(17.12)	(6.47)	1.46
其他	(923.93)	(916.74)	(781.57)	(354.14)	(304.14)
筹资活动现金流	(138.90)	(129.59)	(444.55)	(56.47)	(26.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(61.57)	26.12	(17.62)	478.08	597.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	814.57	987.84	915.61	1,263.07	1,650.85
营业成本	278.11	349.17	287.50	397.49	521.01
营业税金及附加	5.69	7.76	7.19	9.92	12.96
营业费用	71.54	80.71	82.40	101.05	115.56
管理费用	85.87	113.89	119.03	151.57	181.59
研发费用	39.16	44.50	45.78	63.15	82.54
财务费用	35.23	26.32	10.61	6.47	(1.46)
资产减值损失	14.86	16.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.63)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.71	32.84	67.06	68.86	70.70
其他	(134.52)	(76.46)	(134.12)	(137.71)	(141.40)
营业利润	353.55	392.20	430.16	602.28	809.34
营业外收入	0.22	0.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.49	0.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	353.28	391.80	430.16	602.28	809.34
所得税	40.71	56.55	64.52	90.34	121.40
净利润	312.57	335.25	365.63	511.94	687.94
少数股东损益	21.75	14.04	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	290.82	321.21	365.63	511.94	687.94
每股收益(元)	0.42	0.46	0.52	0.73	0.98

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.75%	21.27%	-7.31%	37.95%	30.70%
营业利润	30.84%	10.93%	9.68%	40.01%	34.38%
归属于母公司净利润	35.48%	10.45%	13.83%	40.01%	34.38%
获利能力					
毛利率	65.86%	64.65%	68.60%	68.53%	68.44%
净利率	35.70%	32.52%	39.93%	40.53%	41.67%
ROE	11.30%	11.11%	11.25%	13.61%	15.46%
ROIC	18.17%	16.88%	15.59%	21.98%	29.35%
偿债能力					
资产负债率	36.49%	31.21%	20.95%	21.10%	18.73%
净负债率	17.09%	12.48%	-1.43%	-15.20%	-26.84%
流动比率	1.10	1.18	2.24	2.68	3.69
速动比率	1.06	1.18	2.24	2.68	3.69
营运能力					
应收账款周转率	2.33	3.66	4.47	5.13	5.61
存货周转率	27.71	67.21	n.a	n.a	n.a
总资产周转率	0.21	0.24	0.22	0.28	0.32
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.46	0.52	0.73	0.98
每股经营现金流	0.36	0.42	0.55	0.81	0.93
每股净资产	3.67	4.13	4.64	5.37	6.35
估值比率					
市盈率	46.71	42.29	37.15	26.53	19.75
市净率	5.28	4.70	4.18	3.61	3.05
EV/EBITDA	30.87	34.46	28.24	19.70	14.14
EV/EBIT	31.19	35.05	28.79	19.98	14.28

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com