

收益付费版权，打造本土最强交易平台

——视觉中国（000681）公司深度

2018年12月11日

推荐/维持

视觉中国

公司深度

报告摘要：

视觉中国：国内最大视觉素材版权交易平台。公司2000年成立，主营视觉内容与服务，面向高端图片交易市场，是国内最大的视觉素材交易平台。公司为素材供应者提供变现的平台，为使用者提供资源库，盈利模式是上下游付费差价，核心竞争要素是提高交易量和交易效率。近十年来，公司先后与Getty达成代理、收购Corbis、收购500px、打造最强上游视觉素材。公司下游主要面向B端大客户，积极发展互联网平台小B端、C端市场，打造最强产业闭环。

同行竞争，两大优势巩固龙头地位。国内市场格局稳定，五大企业占据70%以上市场。视觉中国占有40%以上市场份额，近乎垄断地位。公司拥有内容壁垒和技术壁垒两大优势。内容壁垒方面，公司拥有最丰富的视觉素材，视觉素材达到亿级，领先同行一个级别，在商业类、媒体类分别占有高达50%、30%的市场份额，此外公司还拥有独家、海量、稀缺的海外视觉素材资源。技术壁垒方面，公司拥有最大的数据资源，自主开发的API、VDAM提高服务效率，2016年推出鹰眼，将从销售驱动变成销售+技术驱动，2017年公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量较去年同期有超过84%的增长；从行业数据看，视觉交易平台强者愈强，马太效应明显

受益于版权保护，行业和公司有望收益快速增长。中国版权图像素材2017年理论市场规模186亿，实际市场规模14.6亿，正版率仅8%。国内图片侵权普遍，Pixsy数据显示，64%摄影师经历过图片被盗用，其中28%为商业盗用。随着国家知识产权保护力度加大，中国版权视觉素材市场正版化率持续提升且空间较大。作为该行业龙头企业，有望受益快速增长。

公司盈利预测及投资评级。我们认为公司业绩较为稳健，预计公司2018-2020年营收为10.75亿元、14.2亿元、17.67亿元；实现归母净利润为3.82亿元、5.09亿元、6.63亿元；EPS分别为0.55元、0.73元、0.95元，对应PE分别为47倍、36倍、27倍。我们给予公司60倍估值，目标市值229亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：解禁减持风险，盗版风险，行业竞争加剧风险

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735.50	814.57	1,074.97	1,419.89	1,766.69
增长率(%)	35.47%	10.75%	31.97%	32.09%	24.42%
净利润(百万元)	214.66	290.82	382.16	509.32	663.42
增长率(%)	36.24%	35.48%	31.41%	33.28%	30.25%
净资产收益率(%)	9.35%	11.30%	13.00%	14.88%	16.46%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.55	0.73	0.95
PE	84.86	62.64	47.69	35.78	27.47
PB	0.84	0.75	0.65	0.56	0.48

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52周股价区间(元)	25.15-20.35
总市值(亿元)	176.2
流通市值(亿元)	78.08
总股本/流通A股(万股)	70058/31046
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.57

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《视觉中国（000681）：核心主业成长稳健，持续构筑内容护城河》2018-08-30

目 录

1. 视觉中国：国内最大视觉素材版权交易平台	4
1.1 公司是中国第一家互联网版权图片交易平台、行业开拓者和领导者。	4
1.2 商业模式：视觉素材交易平台，承接上下游视觉素材生产者和使用者	5
1.2.1 上游：自有版权、独家代理、签约社区构建国内最丰富的视觉素材商	6
1.2.2 下游：主营面向B业务，积极发展小B端、C端市场	7
1.3 公司管理层：行业经验丰富，具备全球化视野	10
2. 同行竞争，两大优势巩固龙头地位	11
2.1 市场格局稳定，五大企业占据70%以上市场	11
2.2 两大优势，巩固视觉中国龙头地位	12
2.2.1 拥有最丰富的视觉素材内容壁垒，打造公司最强护城河	12
2.2.2 发展数据和技术提升服务水平和获客效率	14
2.3 强者愈强，马太效应明显	15
3. 受益于移动互联网和版权意识，图片版权市场有望高速增长	18
3.1 国内市场偏蓝海，起步晚发展空间大	18
3.2 受益于版权保护，行业和公司有望受益快速增长	20
4. 财务分析：营收利润稳定增长，毛利率保持稳定	22
5. 盈利预测及估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值情况	25
6. 风险提示	26

表格目录

表 1:部分合作的企业客户	9
表 2:公司与传统媒体客户的合作	9
表 3:图片资源市场主要竞争对手资源对比	11
表 4:国内图片库市场份额	13
表 5:视觉中国数据服务手段	14

插图目录

图 1:公司发展历程	4
图 2:视觉中国商业模式解析	5
图 3:打造全产业链完美闭环	6
图 4:公司与互联网平台战略合作模式和服务应用场景	8
图 5:公司与百度合作服务案例	8
图 6:公司高管情况	10

图 7:创意类和编辑类素材的区别.....	12
图 8:Corbis 拥有大量珍贵视觉素材.....	13
图 9:视觉中国数据、技术服务情况.....	14
图 10:鹰眼系统的特点描述.....	15
图 11:视觉中国和全景网近几年营收情况.....	16
图 12:视觉中国和全景网近几年利润情况.....	16
图 13:近几年图为媒营收、利润情况.....	17
图 14:近几年视觉中国、全景网路、图为媒毛利率情况.....	17
图 15:视觉中国、全景网、东方 IC、图虫等近几年百度搜索指数.....	18
图 16:全球图像素材市场规模.....	19
图 17:中国图片行业理论市场规模.....	19
图 18:2016 年 Pixsy 图片盗版情况调研.....	20
图 19:中国网络版权保护进展.....	21
图 20:“剑网”行动行政查处和移送司法的案件数量.....	21
图 21:2014-2018 年营业收入及增速.....	22
图 22:视觉中国 2018 年中报收入构成.....	23
图 23:2014-2018 年净利润增速.....	23
图 24:视觉中国近几年毛利率及净利率变动.....	24
图 25: : 2014 年至今 Shutterstock 的单季度业绩增速与市盈率 (PE_TTM) 情况.....	25

1. 视觉中国：国内最大视觉素材版权交易平台

1.1 公司是中国第一家互联网版权图片交易平台、行业开拓者和领导者。

公司于 2000 年成立，主营业务为视觉内容与服务，主要面向高端图片库交易市场，客户主要为大 B 端广告类公司和企业类公司，是国内最大的视觉素材交易平台。2005 年公司与全球最大的图片库 Getty Images 深度合作，依靠 Getty 的优质内容并借鉴其经营模式，公司发展为国内最大、最具品牌影响力的创意图片提供商，在国内的编辑类和创意类两大库存图片市场具有绝对领先地位。

公司发展历程：2000 年公司创办国内第一家互联网版权图片交易平台 Photocome，以编辑类图片起家，成立之初借助先发优势迅速占领编辑类市场。2005 年，公司与全球最大的图片库 Getty Images 合资设立华盖创意，负责 Getty 在中国的独家代理，切入创意类图片市场。2012 年，成立视觉中国集团、shijue.me 上线运营、收购东星娱乐进军文娱视觉版权。2014 年，借壳远东股份成功上市。核心业务转向“视觉”。2016 年，收购全球第三大视觉内容版权服务供应商 Corbis，认购 Getty 香港 50% 股权，加强与 Getty 战略合作关系。战略投资全球最大的摄影师社区 500px。2017-2018 年，公司收购 500px100 股权，积极与阿里、腾讯、百度等合作发展长尾用户。

图 1:公司发展历程

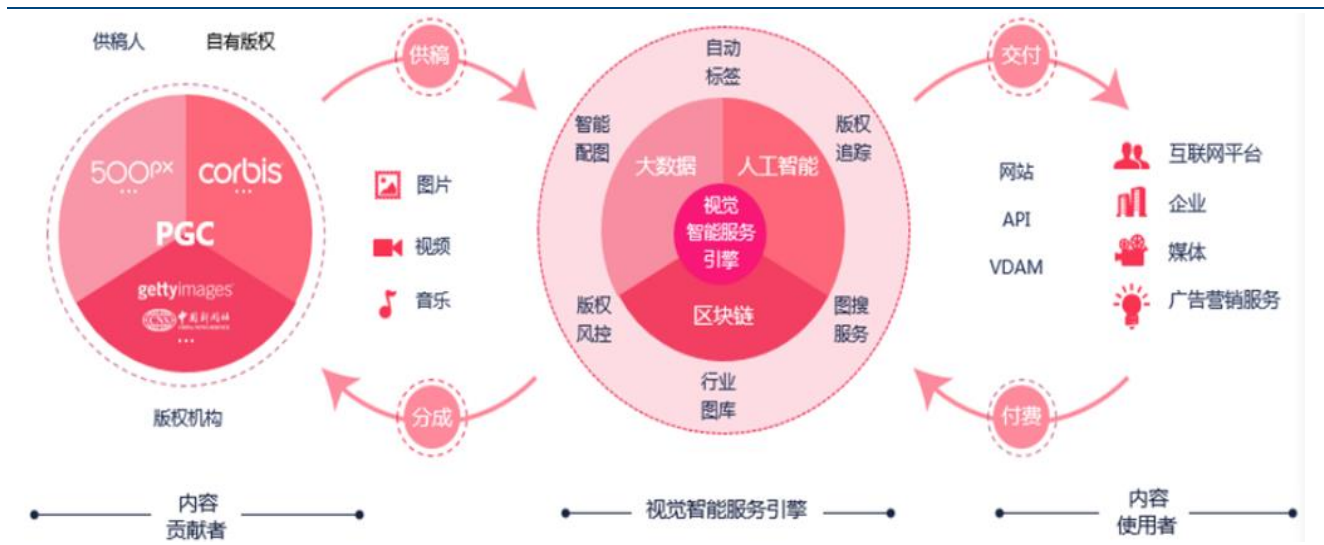


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 商业模式：视觉素材交易平台，承接上下游视觉素材生产者和使用者

公司的商业模式是视觉素材交易平台，为素材供应者提供作品高效变现的平台，为使用者提供内容丰富的资源库，平台收入来源于视觉素材使用者的付费，成本主要是上游视觉素材的版权成本，盈利模式是上下游付费差价，核心竞争要素是提高交易量和交易效率。上游视觉素材生产者提供视觉素材给视觉中国，视觉中国作为交易平台进行整合标签化，将合适的视觉素材提供给视觉素材使用者（互联网平台、企业、媒体等），视觉素材使用者向交易平台商视觉中国进行付费，视觉中国再将部分收入分成给予视觉素材生产者，视觉中国通过让渡视觉素材所有权来获得收入，作为中间平台争取差价获益。

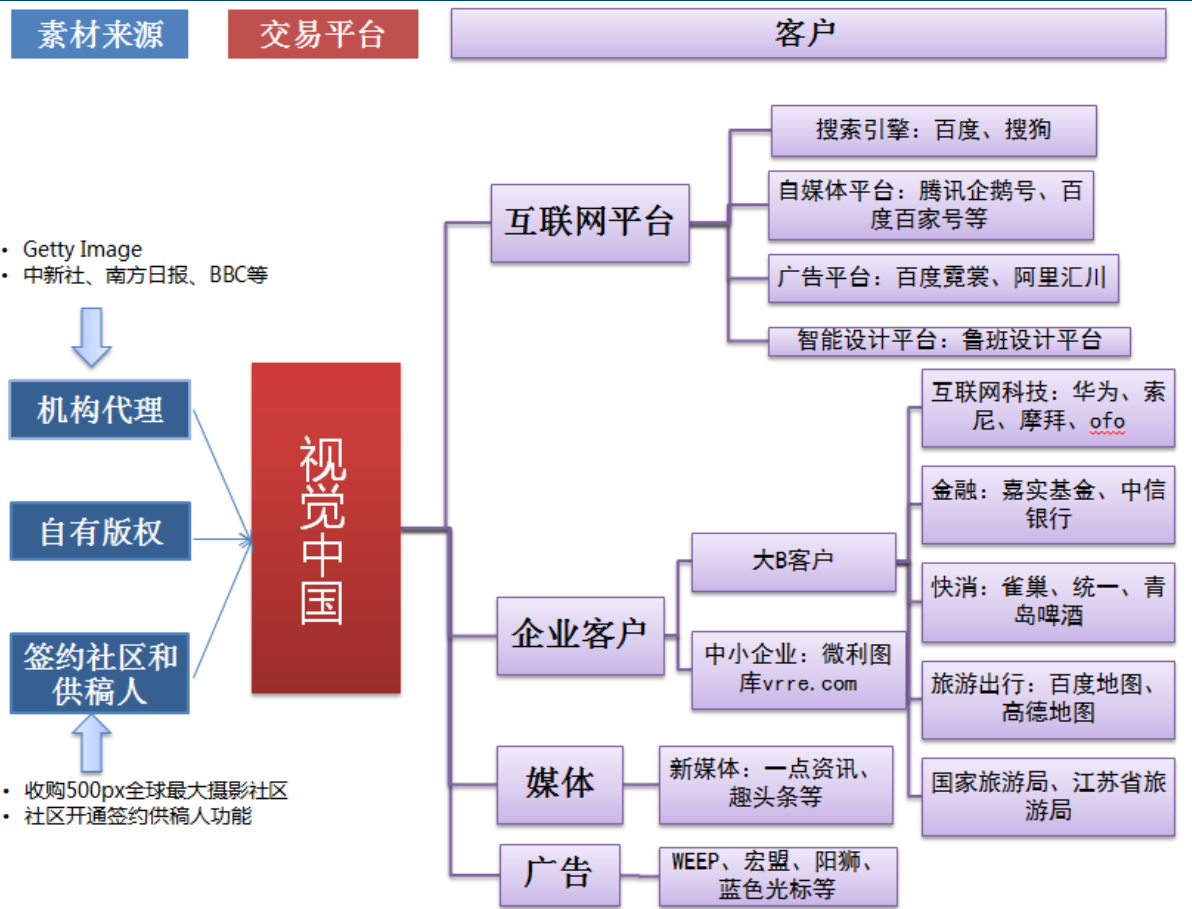
图 2:视觉中国商业模式解析



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

通过近十年的布局和发展, 从素材来源到下游客户, 公司打造最强产业上下游闭环。

图 3:打造全产业链完美闭环



资料来源: 东兴证券研究所

1.2.1 上游: 自有版权、独家代理、签约社区构建国内最丰富的视觉素材商

1、自有版权: 全资拥有和并购华盖创意、汉华易美、东星娱乐和 Corbis。

- 视觉中国核心全资子公司—汉华易美, 主打编辑类图片产品, 独家代理 Getty 编辑类图片
- 视觉中国核心全资子公司—华盖创意, 主打创意类图片市场。独家代理 Getty 创意类图片;
- 公司 2012 年收购东星娱乐, 主要从事数字形态娱乐和时尚新闻图片和视频资讯内容的采访编辑和内容分发。东星娱乐收录 10 余年 8 万余场近百万张各种形式的相关活动图片, 全面记录 2002 年以来华语娱乐圈的发展历程。

- ◆ 2016 年并购的 Corbis 是原全球第二大高端视觉内容版权服务供应商，在线图片库拥有近 5000 万张图片，19 万条视频有持有并管理的近 5000 万张记录 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件的原版图片、底片、印刷物等档案。

2、机构代理：与 Getty、中国新闻社、路透社、法新社等达成独家协议

- ◆ 2003 年以来，公司与全球第一大高端视觉内容版权服务供应商 Getty 在中国大陆地区建立了独家合作关系，保持超过十年的独家战略合作伙伴关系。
- ◆ 中国新闻社合作，公司与其签订了《战略合作协议》，双方就中国新闻社下属中国新闻社图片网络中心拥有的图片就内容授权、分发及海外传播达成了合作协议。该合作将在编辑类图片的时效性、丰富性上进一步提升公司的竞争力。
- ◆ 公司近几年陆续与路透社、法新社、南方日报、浙报集团、环球网、财新传媒等完成了内容的合作签约或续约。

3、供稿人打造摄影社区

- ◆ 公司打造了中国领先的基于视觉为兴趣的互联网垂直社区集群：摄影师社区（www.500px.me）和设计师社区（www.shijue.me），同时在 2017Q1 开通签约供稿人功能。2017 年上半年，社区（shijue.me 以及 500px.me）开通了签约供稿人功能。2017 年上半年国内有 17000 名供稿人签约，2018 年上半年新签各类本土供稿人超过 5,000 名，较 2017 年同期新签增长 400%，达到 22000 名。
- ◆ 2018 年 2 月，公司以现金方式收购 500px100% 股权，进一步提高其内容竞争壁垒。500px 是全球最大的摄影师社区网站，拥有超过 1,300 万世界各国注册摄影师会员（包括专业摄影人才、摄影爱好者），100 万的月活用户，签约合作的供稿人近 30 万，每周有超过 20 万张图片被上传，累计图片总量超过 1.2 亿张。

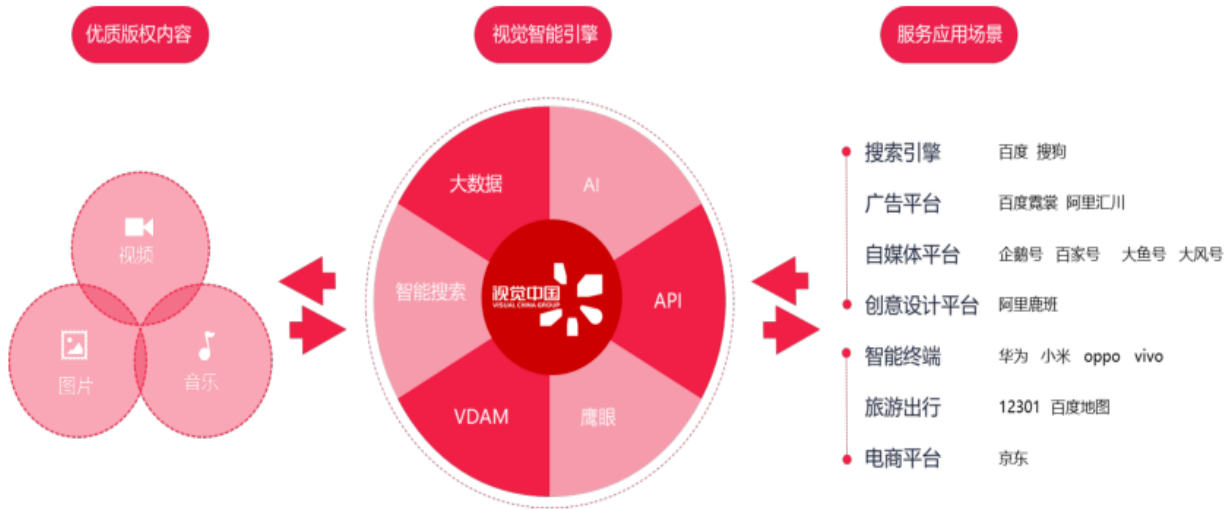
1.2.2 下游：主营面向 B 业务，积极发展小 B 端、C 端市场

视觉中国旗下运营两个版权交易平台，分别为 vcg.com（高端图片库）和 veer.com（微利图片库）。公司目前主要从事 to B 业务，服务于国内主流广告商和大型媒体；同时加强市场开拓，挖掘新媒体、企业客户、C 端用户商机。

1、互联网平台：内容、技术服务、流量深度合作

2017 年以来，公司先后与腾讯、百度、淘宝、搜狗、360 等多家互联网平台签署战略合作协议，合作重点领域包括：正版内容供应与采购、数据资产共享、通过人工智能及云服务打造更高效的服务平台、建设自媒体生态圈、图片搜索和品牌专区建设等。通过布局互联网平台，公司积极接入互联网内容生态，获取海量长尾用户，建立卡位优势，同时探索正版视觉素材更多的应用场景。根据应用场景分为搜索引擎、广告、自媒体与智能设计。

图 4: 公司与互联网平台战略合作模式和服务应用场景



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

应用场景一: 打造自媒体正版内容生态圈。公司先后与与一点资讯/凤凰网(大风号)、腾讯网(企鹅号)、百度(百家号)、阿里巴巴(大鱼号)的自媒体平台完成了数据接入工作, 为数百万自媒体用户提供优质正版内容, 发展小 B 端和 C 端潜在用户。

应用场景二: 打造搜索正版内容生态。根据战略合作协议规定, 百度、搜狗等搜索引擎有责任保护图片版权, 同时在搜索关键词时优先展示视觉中国图片, 并标注版权信息。如用户点击图片后应跳转至公司网站, 为公司带来点击流量和潜在客户资源。

图 5: 公司与百度合作服务案例



资料来源: 百度, 东兴证券研究所

2、企业客户

为了适应企业新媒体的发展潮流,公司在2016年成立企业大客户拓展部门。一方面瞄准大B客户涉猎广泛,例如互联网科技华为索尼、金融机构中信银行、快消行业雀巢统一、旅游行业百度地图、途牛网等超大B端。**2018年上半年,企业客户数量同比增长超过76%;**

表 1:部分合作的企业客户

品牌企业	政府机构	旅游行业	体育赛事
华为、索尼、宝马、雀巢、维多利 利亚的秘密、摩拜单车、ofo、 一、华侨城、美克美家、	国家旅游局、江苏省 旅游局、国资委 新闻中心	途牛网、百度地图、 高德地图	北京冬奥会组委、厦门马拉松、中国网球 公开赛武汉网球公开赛

资料来源:东兴证券研究所

中小企业是未来潜在客户的存在市场,拥有巨大的成长空间与潜力。公司采取市场化手段与销售服务相结合的手段,持续高效开拓中小客户的长尾市场,为中小企业资源推出微利图库 vrre.com 进行素材交易,为有需求的企业提供个性化服务。

3、广告

广告市场是传统的主体图片版权营销市场,公司2017年在整个广告行业面临社会化营销挑战的前提下实现了广告客户群的超过20%的业绩增长。公司与WPP集团、宏盟集团、IPG集团、阳狮集团、HAVAS集团、电通集团、蓝色光标、华扬联众、省广集团等全球大型广告集团签署年度框架协议合作协议。

近年来媒体市场出现新变化,自媒体市场发展日新月异。公司精准结合自媒体传播平台,如视觉志和一点资讯等,将视觉服务深入。公司积极拓展与数字广告公司的合作。

4、媒体

公司拥有编辑类图片领域的绝对话语权和实力,图片的采编、制作、运营体系成熟且服务优质。国内主要媒体客户均为公司合作多年的年度合作客户,合作期内均顺利续约合作。

表 2:公司与传统媒体客户的合作

传统媒体客户	合作媒体客户
国有新闻网站	新华网、中国网、中国日报网、中国青年网等
报业及新媒体	人民日报、中国青年报、中国日报等
电视台	央视、北京电视台、湖南卫视、江苏电视台等
视频网站	优酷、爱奇艺、腾讯视频、PPTV、芒果TV等
商业门户网站	新浪、腾讯、搜狐、网易、凤凰等
杂志	时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新等

资料来源:东兴证券研究所

1.3 公司管理层：行业经验丰富，具备全球化视野

- ◆ 公司董事长廖杰先生、总裁梁军女士、执行董事、副总裁柴继军先生在公司任职均超过 10 年以上，具有丰富的行业与管理经验。
- ◆ 公司核心管理层均为控股股东或其直系亲属，作为十名一致行动人的主要成员，共持有公司股份的 46.61%。

图 6:公司高管情况

姓名	职务	性别	年龄	主要经历
廖杰 (股东廖道训、吴玉瑞之子, 创始团队成员)	董事长	男	52	加拿大国籍, 硕士学历。2011年至今, 历任中国智能交通系统(控股)有限公司执行董事、总裁, 现任董事会主席。2014年1月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事长。
吴斯远	副董事长	男	54	硕士研究生学历。2010年1月至2014年9月, 任华侨城股份有限公司副总裁; 2013年10月至2014年11月, 任康佳集团股份有限公司董事长; 2014年9月至2015年9月, 任华侨城集团公司副总经理; 2016年1月至2018年1月, 任唱游信息技术有限公司董事长、法定代表人。2016年7月29日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副董事长。
梁军 (股东吴春红之女、梁世平之妹, 创始团队成员)	董事、总裁	女	52	美国国籍, 硕士学历。2005年11月-2012年8月任优力易美(北京)图像技术有限公司董事; 2005年8月-2016年7月任华盖创意(北京)图像技术有限公司董事、总经理; 2006年8月-2016年7月任北京汉华易美图片有限公司董事、总经理。2014年4月15日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司总裁, 2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事。
柴继军 (公司股东, 创始团队成员)	董事、副总裁、 董事会秘书	男	44	本科学历。1995年8月至2006年3月任中国青年报图片编辑、摄影记者; 2006年3月至今任北京汉华易美图片有限公司董事、总编辑; 2012年6月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司执行董事、总编辑; 2014年4月15日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁、总编辑; 2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事; 2016年4月27日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事会秘书。
周云东	董事	男	47	研究生学历, 中共党员。2007.06—2013.12任常州市发展和改革委员会副主任; 2013.12—2014.04任常州工贸国有资产经营有限公司党委书记; 2014.04—2014.08任常州产业投资集团有限公司党委书记; 2014.08—至今任常州产业投资集团有限公司党委书记、董事长兼总经理。2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事。
王刚	副总裁	男	50	硕士学历。2007年8月至今任华盖创意(北京)图像技术有限公司副总裁; 2007年8月至今任北京汉华易美图片有限公司副总裁; 2007年8月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司副总裁。2014年4月15日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁。
张宏麟	副总裁	男	51	大学本科学历。自2005年加入视觉中国集团旗下华盖创意(北京)图像技术有限公司, 主持并负责法律维权部工作, 历任助理、高级经理、总监、高级总监; 2014年至今担任视觉(中国)文化发展股份有限公司助理副总裁, 并承担企业组销售工作。2017年12月19日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁。

资料来源: 东兴证券研究所

2. 同行竞争, 两大优势巩固龙头地位

2.1 市场格局稳定, 五大企业占据 70% 以上市场

中国互联网图片分为三类: 官方图片库、商业图片库以及微利图片库。官方图片库主要是新华社等; 传统商业图片库主要是视觉中国、东方 IC、全景视觉等; 中国的微利图片库近年来逐渐发展起来但基数小。

整体上看, 目前中国图片市场仍以 B 端高端图片付费为主, 集中度较高, 行业前五家企业市场份额超过 70%, 市场格局稳固。

表 3: 图片资源市场主要竞争对手资源对比

市场份额	视觉中国	全景视觉	东方 IC	台湾达志影像	新华图片社
类型	商业图片库	商业图片库	商业图片库	商业图片库	官方图片库
公司简介	成立于 2000 年, 国内最大版权视觉交易平台, 全球最大版权视觉交易平台之一	2005 年成立, 2015 年新三板上市, 员工数近 200 余人	2000 年成立, 2016 年获得今日头条战略投资, 合并图虫摄影网	1978 年成立于台北, 1998 年代理美国 shooting Star 亚洲影像业务, 进军大陆市场	官方指定图片运营机构
特点	中国综合性视觉影像产品和服务提供商	老牌图片版权交易机构, 市场份额较大	国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台	台湾最大的图片库企业之一, 丰富的内容合作机构和高质量的摄影团队。	新中国历史最早的官方图片社。
素材品牌	华盖创意、汉华易美、东星娱乐、Gettyimage、Cobisimage、500px	Panoramastock	图虫创意、美联社、法新社、马格南	代理美联社、欧洲新闻通讯社、全世界最大的影视素材公司 T3media, Framepool。在线超过百万小时以上的素材。	新华社图片中心及其杭州子公司、成都子公司和新华影廊公司
资源量	与 240 余家知名图片社等机构独家合作、超过 2 亿张图片、1000 万条视频素材	100 多家著名图片品牌、8000 万张正版图片和 20 万张免费设计素材	独家代理全球 300 多家通讯社和顶尖图片社资源, 签约 2 万多合作摄影师、超过 1 亿图片和视频素材	在线提供超过七千万张的创意图片及新闻图片及百万笔新闻影像及视频素材。国内外合作的厂商超过 200 家, 逾千名的记者及摄影师	库存照片 1500 余万张, 包括 500 余万张珍贵的历史档案图片
客户	广告客户如 WPP 集团、宏盟集团、IPG 集团、阳狮集团、电通集团等; 企业客户如嘉实基金、华为、索尼等	媒体和商业客户较多, 如长安福特、华为、海尔、腾讯、北京奥美广告等	曾担任上海世博会、中超联赛、F1 中国大奖赛、上海网球大师赛等顶尖赛事活动视觉发布机构		各官方报社、媒体

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

2.2 两大优势，巩固视觉中国龙头地位

2.2.1 拥有最丰富的视觉素材内容壁垒，打造公司最强护城河

1、全品类服务公司，满足客户一站式交易需求。视觉中国是国内唯一一家能覆盖编辑类、创意类图片，时政、财经、科技、体育、娱乐等多种类、国际与本土等各个方面的图片资源，能为客户提供一站式服务。而同类公司如东方 IC 创意类图片较弱；全景网络编辑类图片较弱；新华社图片库是编辑类图片较强，但创意类图片较为薄弱。图片版权市场是个交易平台，丰富的图片品类有助于客户一站式交易。

图 7:创意类和编辑类素材的区别

创意类素材	编辑类素材
<p>主要客户: 广告公司、公关公司、企事业单位、政府机构等。</p> <p>素材特点: 画质精美、质量上乘，包含一种情绪、概念、潮流、符号或一种创意的理念。创意类素材广泛适用于商业客户，也应用于媒体插图。</p> <p>定价方式: 创意类素材一般按照图片，或视频的精度、授权使用的时间、范围、形式等具体因素定价。</p> <p>创意类素材应用举例: ①大众POLO汽车广告设计②《三联生活周刊》杂志封面设计</p>	<p>主要客户: 报纸、杂志、出版社、广电、互联网等。</p> <p>素材特点: 以体育、娱乐、时尚为主要内容的，有时效性特征并容易引起公众兴趣的素材。</p> <p>定价方式: 编辑类素材按照最终客户实际用途、发行数量、发布期限、发布区域、发布次数等具体因素定价。</p> <p>编辑类素材举例: 刘翔在2004年雅典奥运会比赛中的夺冠的瞬间</p>
	

资料来源：百度图片，东兴证券研究所

2、视觉素材最丰富，占据 40% 市场份额，规模优势明显。视觉素材公司通常需建立数千万张的素材库才能够有效满足 B 端客户需求，而满足个人应用分享，则需要上亿级的素材库拉开竞争层级。视觉平台商素材内容及规模在行业竞争中起着决定性作用。

视觉中国视觉素材最为丰富，领先对手一个级别。到 2017 年末，视觉中国在线提供并每日更新来自于全球顶级的约 30 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构的超过 2 亿张图片，1000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效

国内其他同行业的公司，内容资源数量都达不到亿级，上游签约的摄影师和供稿人不超过 1 万，量级远低于视觉中国。视觉中国在内容壁垒方面已经形成了近乎垄断的优势。

视觉中国在商业类（对应编辑类素材）及媒体类图片（对应创意类素材）两大领域的市占率分别高达 50% 和 30%，综合市场占有率达到 40% 以上。

表 4:国内图片库市场份额

市场份额	视觉中国	全景视觉	东方 IC	台湾达志影像	新华图片社
商业类	50%	20%	5%	<5%	
媒体类	30%	5%	<10%	<1%	50%

资料来源: 视觉中国公告, 智研咨询, 东兴证券研究所

3、全球化布局, 拥有独家、海量、稀缺的海外视觉素材资源

视觉中国近几年深度布局海外, 拥有独家、海量、稀缺的海外视觉资源。视觉中国是全球第一大高端视觉内容服务商 GettyImages 在中国的独家代理商、并购全球第二大高端视觉内容服务商 Corbis, 收购国际知名的线上摄影社区 500px, 使得视觉中国

- ◆ **GettyImages 独家代理商, 开始拥有全球视觉资源。**公司 2005 成为全球第一大高端视觉内容服务商 GettyImages 战略合作伙伴, 独家拥有 GettyImages 全球视觉素材在中国代理权。
- ◆ **收购 Corbis, 全球视觉素材进一步完善。**Corbis 原先为全球第二大高端视觉内容版权服务供应商, 在线图片库拥有近 5000 万张图片, 19 万条视频, 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。为全球超过 50 个国家的客户提供服务。

图 8:Corbis 拥有大量珍贵视觉素材

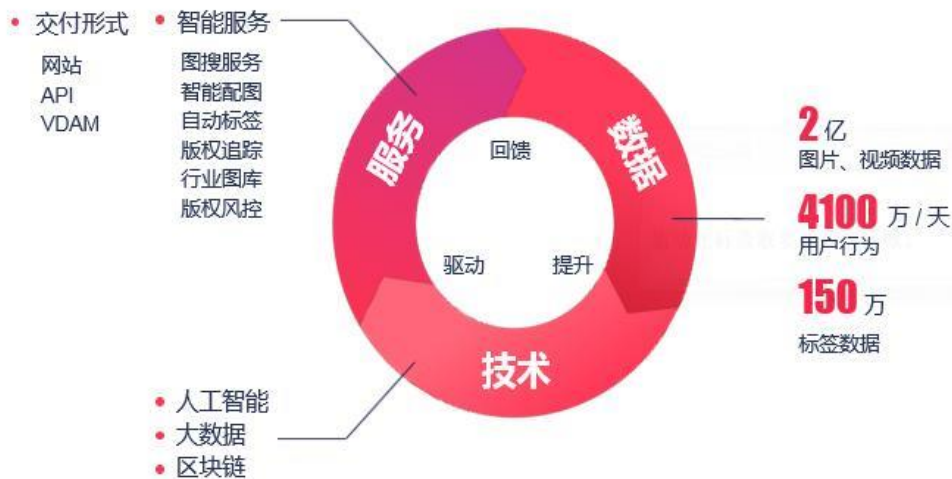

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

- ◆ **收购 500 px, 打造全球最大摄影社区。**500px 于 2009 年创建于加拿大, 是全球最大的摄影社, 拥有超过 1,300 万注册摄影师会员, 汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀的摄影专业人才、大量摄影爱好者, 图片数量超过一亿两千万张。

2.2.2 发展数据和技术提升服务水平和获客效率

- 通过近 20 年的运营积累, 公司拥有大量数据资源, 有效提升服务水平。超过 2 亿的图片、视频数据每天 4100 万用户行为数据 150 万的结构化标签体系 (含关键词、垂直行业标签、人物知识图谱等)

图 9:视觉中国数据、技术服务情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 公司自主开发了一系列先进的智能服务, 如图搜服务、智能配图、自动标签、版权追踪、行业图库、版权风控等。基于上述的大数据, 公司自主开发了一系列先进的智能服务, 如图搜服务、智能配图、自动标签、版权追踪、行业图库、版权风控等。一方面提升了客户的用图体验, 加强客户的粘性; 同时又得到了大量的新的客户需求和用户行为数据, 进一步促进产品的迭代。。公司 2017 年推出 API, 与百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯等 28 家各类客户的应用场景完成对接。客户可通过 API 服务连接视觉中国高质量正版内容, 结合自己的应用场景自由调用 API, 灵活满足内容需求。公司“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环运营模式大大地提升了公司的核心竞争力。

表 5:视觉中国数据服务手段

技术研发与改进	效果
Vcg.com 交易平台	客户资源的整合
API 接入服务	客户更加方便、促进视觉素材推广
VDAM 视觉资产管理平台	更好服务客户、增加客户粘性
图像版权网络追踪系统	降低版权保护的成本, 更好地锁定潜在客户
图像搜索、识别、自动标签等技术	提升交付能力、提高产品体验

资料来源: 东兴证券研究所

◆ 推出鹰眼技术, 大数据精准获客取代销售获客。

“鹰眼”系统为公司 2016 年初自行开发的图像版权网络追踪系统, 拥有完全自主知识产权。该系统包括自动全网爬虫、自动图像比对、授权比对自动生成报告等多项自主研发的技术能力, 自动处理约 200 万条/天以上的数据, 能够追踪到公司拥有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。它不仅大幅降低了公司图片版权保护的成本, 它改变了视觉中国的获客方式, 将从销售驱动变成销售+技术驱动, 极大提高了获客效率和销售端的人均产值。模式的变更将成为公司未来的客户数量和业绩增长新的引擎之一。2017 年, 公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量较去年同期有超过 84% 的增长; 通过“鹰眼”新增年度协议客户数量较去年同期增长超过 54%。2017 年客户数比 2016 年同期增长 24.7%;

图 10: 鹰眼系统的特点描述



资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

2.3 强者愈强, 马太效应明显

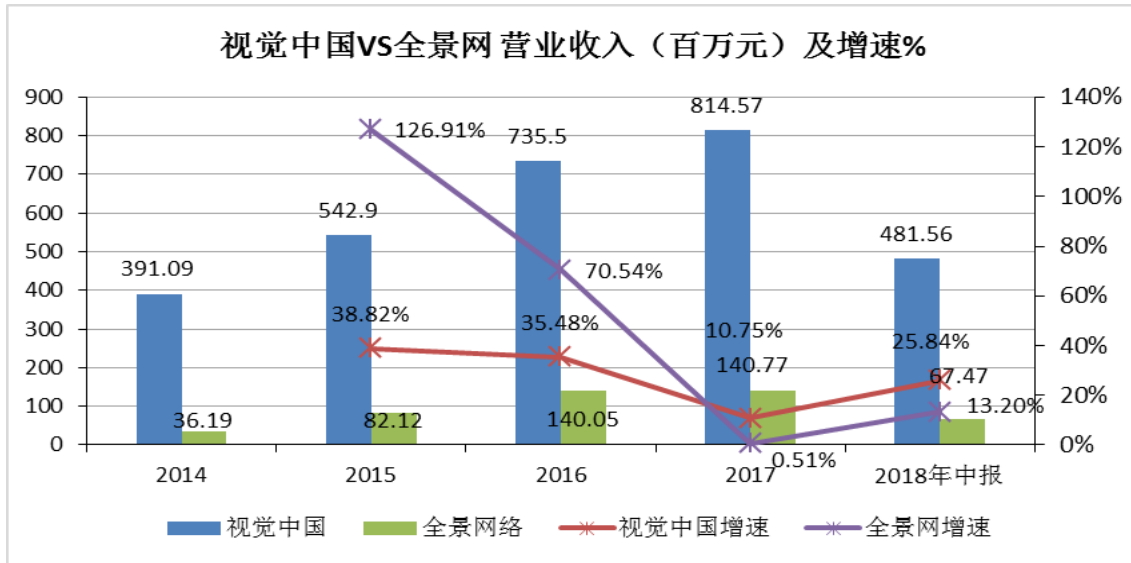
以图片库行业三家上市公司视觉中国、全景网路 (新三板)、图为媒 (新三板) 近几年财务状况进行对比。

营收方面, 视觉中国近几年仍保持 10%-25% 左右增长, 全景网增速为 0-10%, 图为媒增速为负增长; 净利润方面视觉中国近几年保持 30%-45% 左右增长, 全景网为负增长, 图为媒增速为负增长; 营收和利润方面反映出龙头企业具有规模效应, 强者越强, 市场份额逐渐扩大。

毛利率方面, 各家公司毛利率基本相同, 在 60%-70% 之间稳定, 主要是因为三家公司均是视觉素材版权交易商, 商业模式相同毛利率类似。

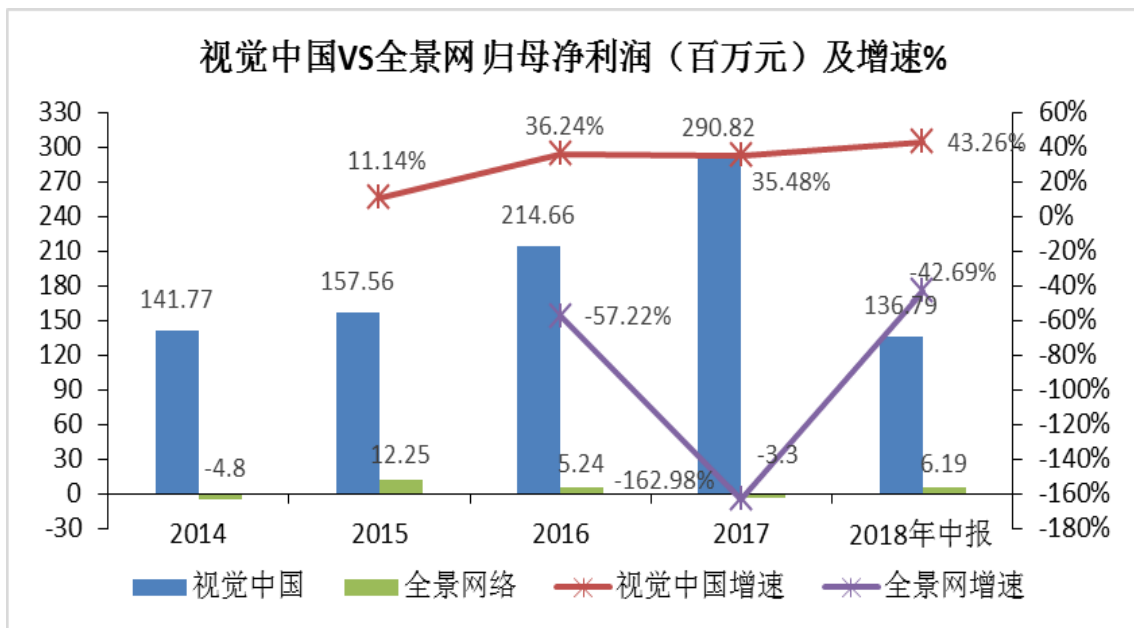
我们认为随着市场竞争加剧, 版权交易平台作为渠道中介, 马太效应非常明显, 龙头公司在视觉素材、合作平台、用户规模方面强者愈强。龙头具备规模优势, 市场纷纷将逐渐增大。从百度搜索指数看, 视觉中国近几年相较于全景网、东方 IC、图虫等同类公司搜索指数明显拉开距离, 从侧面验证了视觉版权交易公司强者愈强的特点。

图 11: 视觉中国和全景网近几年营收情况



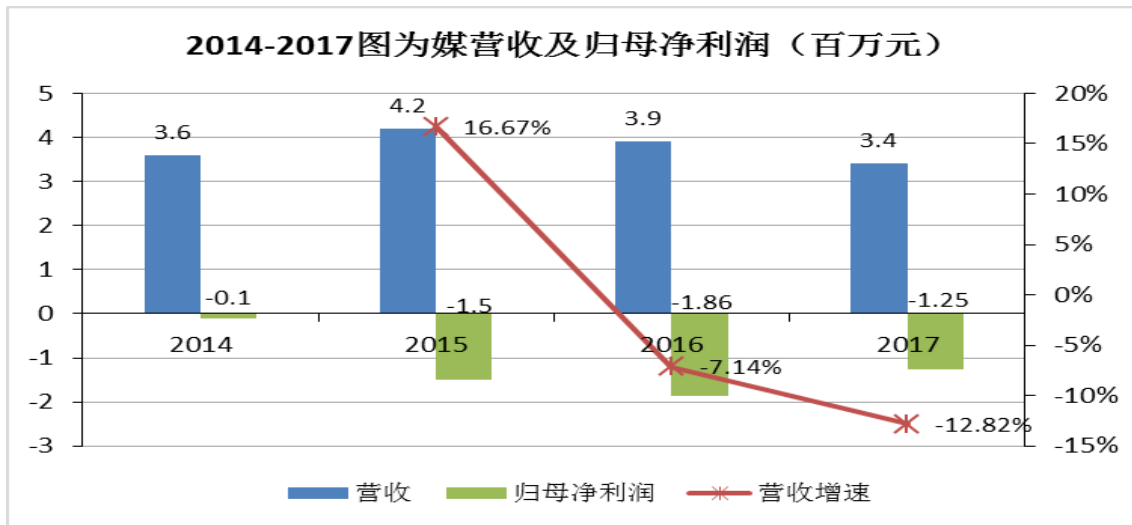
资料来源: 视觉中国、全景网, 东兴证券研究所

图 12: 视觉中国和全景网近几年利润情况



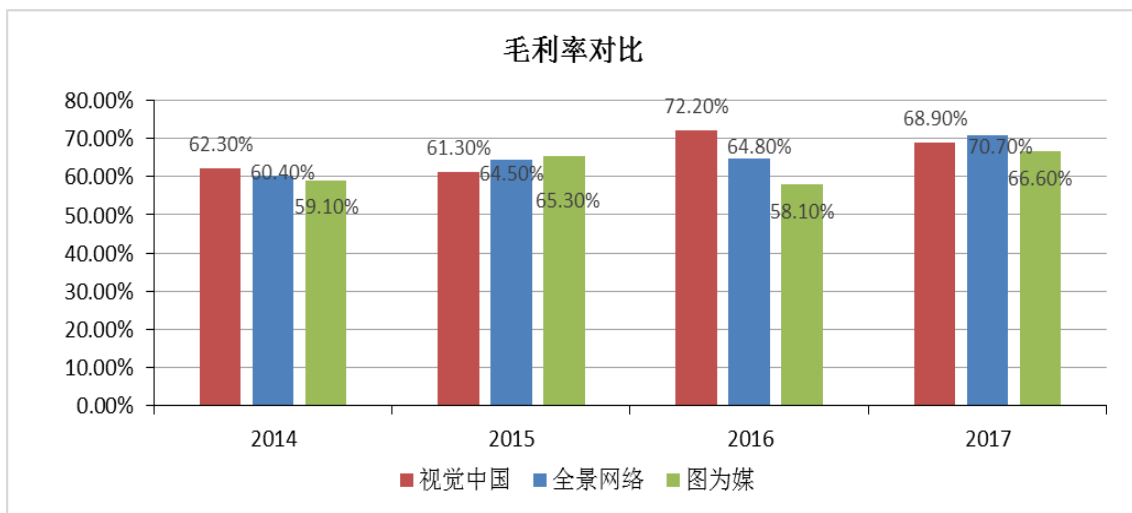
资料来源: 视觉中国、全景网, 东兴证券研究所

图 13:近几年图为媒营收、利润情况



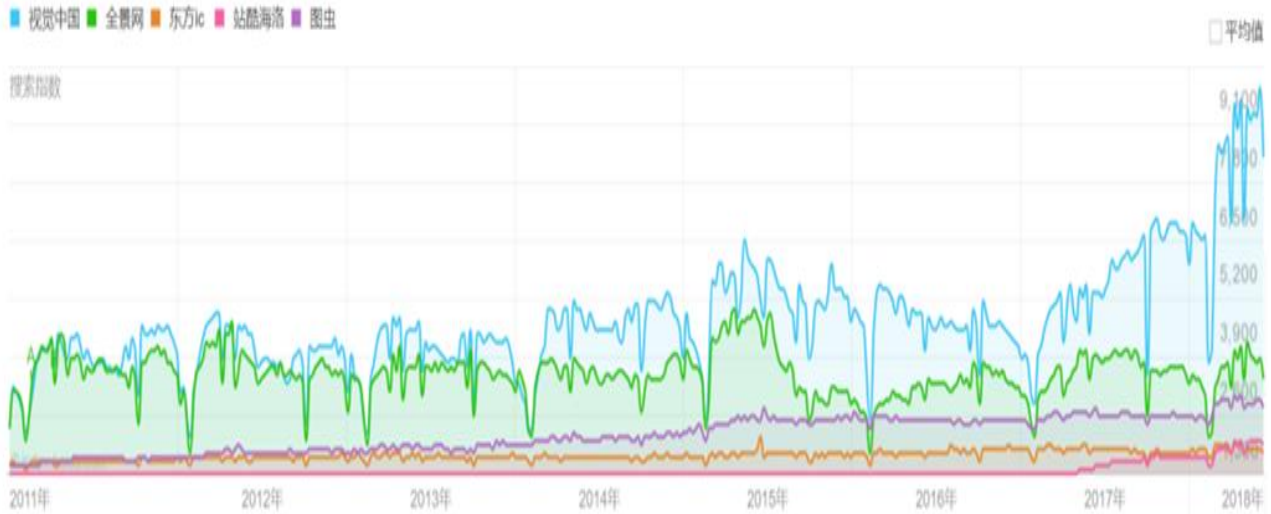
资料来源: 图为媒, 东兴证券研究所

图 14:近几年视觉中国、全景网路、图为媒毛利率情况



资料来源: 视觉中国、全景网路、图为媒, 东兴证券研究所

图 15:视觉中国、全景网、东方 IC、图虫等近几年百度搜索指数



资料来源: 百度指数, 东兴证券研究所

3. 受益于移动互联网和版权意识, 图片版权市场有望高速增长

3.1 国内市场偏蓝海, 起步晚发展空间大

一、全球市场增速平稳; 欧美为成熟市场, 是图片库主要商业模式的滥觞之地; 亚洲新兴下游需求旺盛, 上游供给能力不足。

市场规模: 根据 Shutterstock 年报中 L.E.K 的测算 (2012 年 8 月), 2011 年全球商业图像市场实际规模约为 110 亿美元, 预计到 2016 年将达到 130 亿美元, 年复合增长率 3.4%。

市场格局:

- ◆ 美国图片素材市场发展最为成熟, 是行业主要商业模式的发源地和规则制定者。
- ◆ 欧洲地区文化创意产业底蕴深厚、内容资源丰富, 市场渗透率高。
- ◆ 亚洲市场为新兴市场, 市场规模相比欧美仍然较小。亚洲的图片素材代理机构更多地从欧美地区代理图片内容, 拥有的个人创作者和经典作品少, 上游供给能力不足。

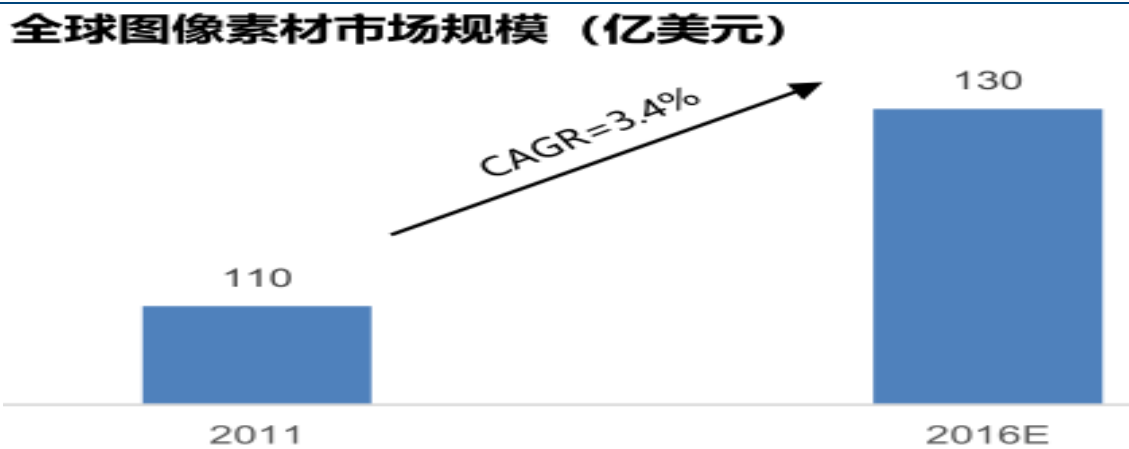
二、中国版权图像素材 2017 年理论市场规模 186 亿, 实际市场规模 14.6 亿, 正版率仅约 8%。

市场规模

- ◆ 版权图像素材的下游市场主要是广告传媒行业。L.E.K 研究显示, 全球图片行业市场规模约占全球广告市场规模的 2.7%。

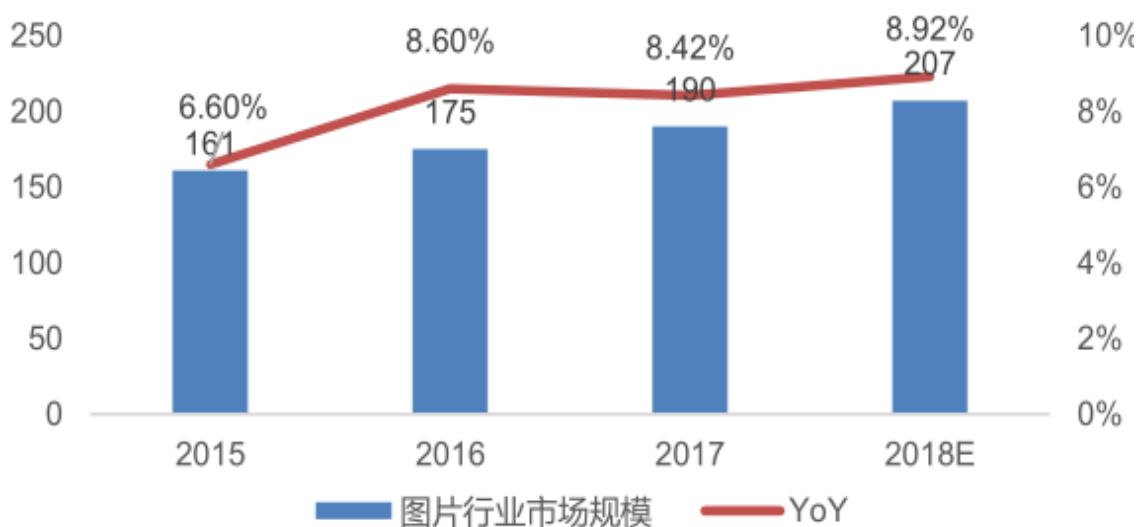
- ◆ 假设中国版权图像素材的市场空间同样占到广告市场规模的 2.7%，根据全国工商总局发布的数据，2017 年全国广告经营额为 6896 亿元，
- ◆ 则 2017 年，版权图像素材理论市场规模可近似估计为 186 亿元。
- ◆ 2017 年视觉中国集团视觉内容与服务营业收入为 5.84 亿元，假设公司市场占有率为 40%，则中国图片库行业的实际市场规模约为 14.6 亿元。正版率仅为 7.9%
- ◆ 根据百度图腾和视觉中国联合发布的报告，预计 2018 年中国图片行业理论市场规模将达到 207 亿元，同比增长 8.92%。

图 16:全球图像素材市场规模



资料来源: LEK, 东兴证券研究所

图 17:中国图片行业理论市场规模



资料来源: 百度图腾、视觉中国, 东兴证券研究所

互联网图片市场是未来主要增长点。互联网的发展为图片库行业提供了全新的应用场景。以此为依托发展起来的中小企业和政府及事业单位新媒体部门、新兴自媒体成为规模巨大的潜在客户群体。这类潜在客户付费意愿暂时较弱，对于图片库提供的服务尚不了解，但随着图片正版化的推进，有可能转化为付费客户。

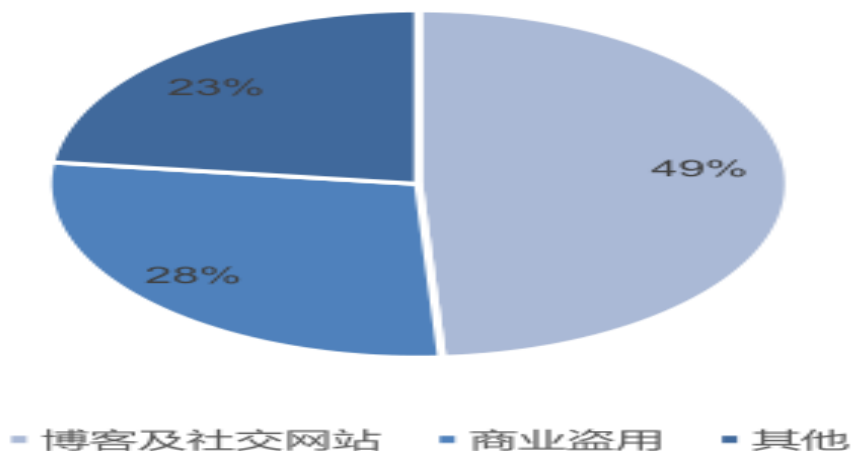
3.2 受益于版权保护，行业和公司有望受益快速增长

图片侵权现象普遍。根据百度图和视觉中国联合发布的《2017 中国版权图片行业观察》，在线图片盗版检测平台 Pixsy 的数据显示，64%的摄影师经历过图片被盗用，其中 28%为商业盗用。

图片侵权成本低。现行《著作权法》对于侵权给著作权人造成的损失实行“填平损失”的赔偿原则，而非惩罚性原则。中国信息通信研究院发布的《2017 年中国网络版权保护年度报告》显示，2017 年网络版权侵权案件中，针对影视作品、音乐作品和图片作品四个类型的侵权案件中图片作品的赔偿金额最低，但案件数量所占比例在所有四种类型中的比例达到 26%。

图 18:2016 年 Pixsy 图片盗版情况调研

2016年Pixsy图片盗版情况调研



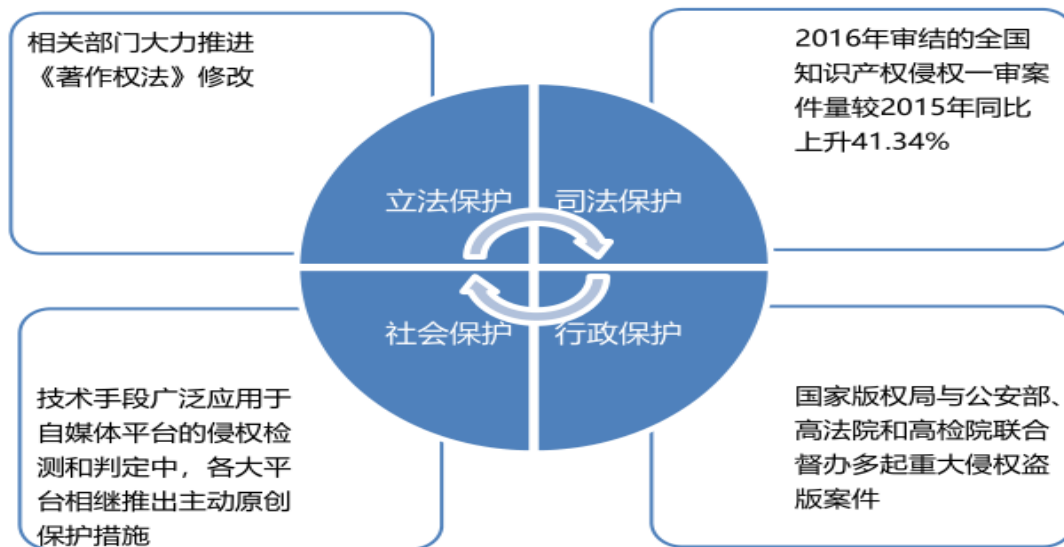
资料来源：pixsy, 东兴证券研究所

知识产权保护战略地位提升。2017 年 1 月，国务院印发《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》。这是包括版权工作在内的知识产权规划首次列入国家重点专项规划，规划提出，在立法方面，要推动修订完善知识产权法律、法规和部门规章；在执法方面，要加强“双轨制”保护，完善行政和司法保护两条途径有机衔接的保护模式，同时全方位加强社会共治。

对侵权盗版行为打击力度不断加大。习近平总书记在中央财经领导小组第十六次会议上指出，要加快新兴领域和业态知识产权保护制度建设，加大知识产权侵权违法行为惩治力度。2017 年 1 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进移动互联

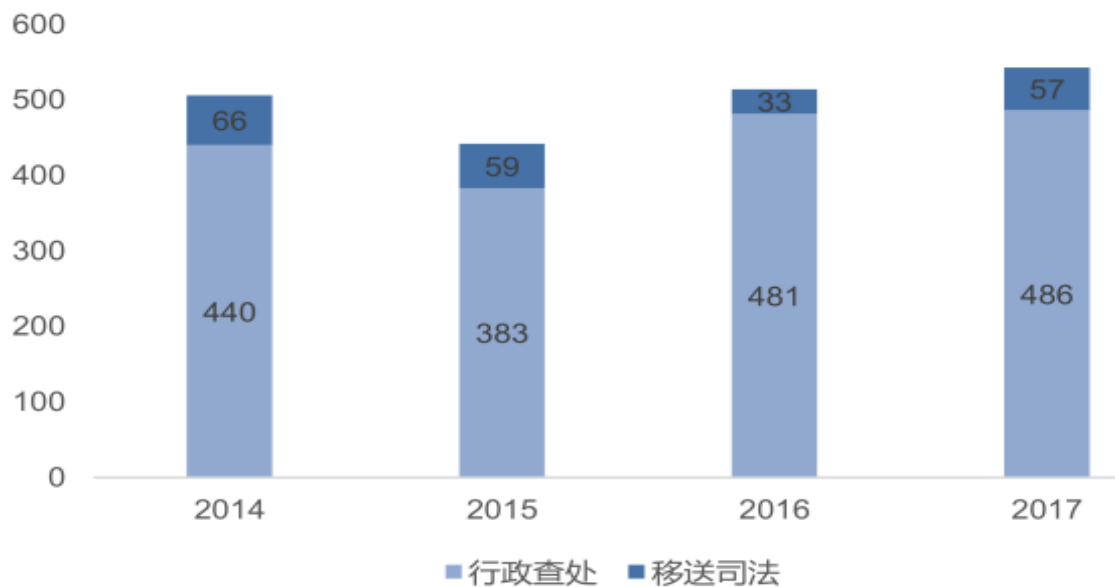
网健康有序发展的意见》指出, 要规范网络服务秩序, 提高侵权代价和违法成本, 有效威慑侵权行为。

图 19:中国网络版权保护进展



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

图 20: “剑网”行动行政查处和移送司法的案件数量



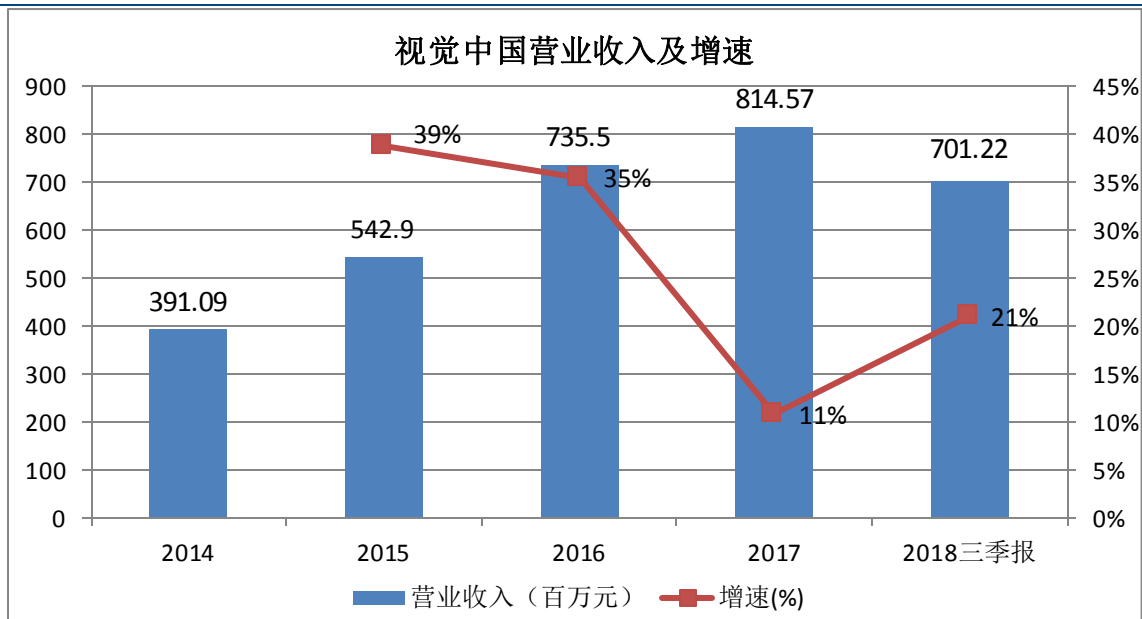
资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

4. 财务分析：营收利润稳定增长，毛利率保持稳定

整体上看，公司业务营收稳中有增，毛利率维持在 60% 上下。视觉素材与增值服务主营业务从 2014 年借壳上市后增势明显，2017 年主营业务收入 5.38 亿元，占比 71.66%，同时营收结构丰富性提升，2017 年软件信息服务营业收入 1.40 亿元。

营业收入方面，公司近几年业绩保持稳定增长，2016 年业绩增速达到 35%，。2017 年前三季度营收同比下滑 24%，主要原因 2017 年 7 月公司转让艾特凡斯股权使得营收出现波动，但转让艾特凡斯股权有助于公司对核心业务集中精力，反映在 2018 年三季度同比增速显著上升，达到 26%。

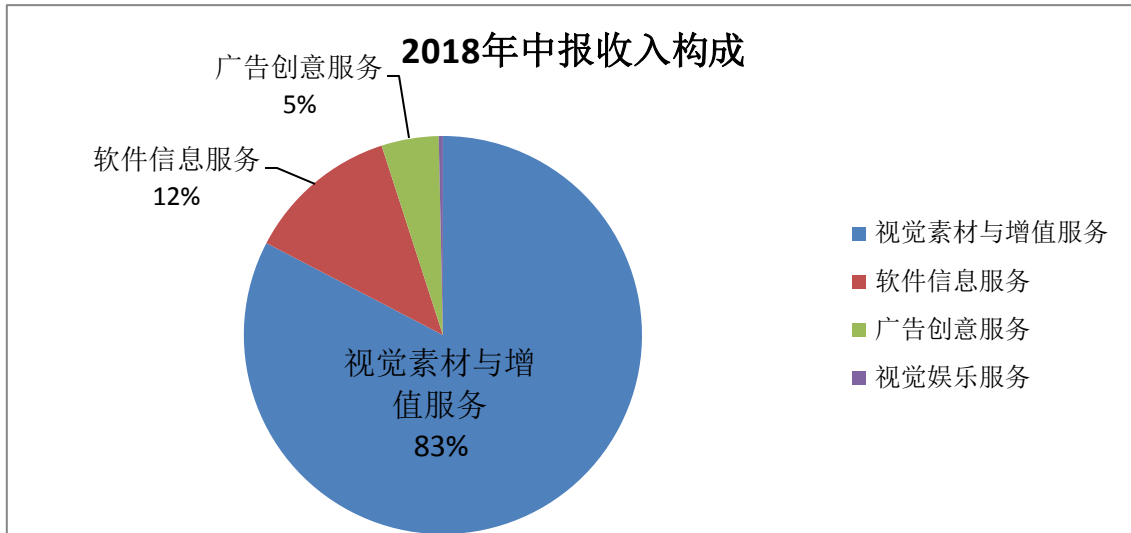
图 21:2014-2018 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2018 中报数据显示，核心主业视觉内容与服务营收 3.98 亿元，占比整体收入比例为 83%；软件信息服务收入 0.59 亿元，占比整体收入比例为 12%；广告创意服务收入 0.22 亿元，占比整体收入比例为 5%；

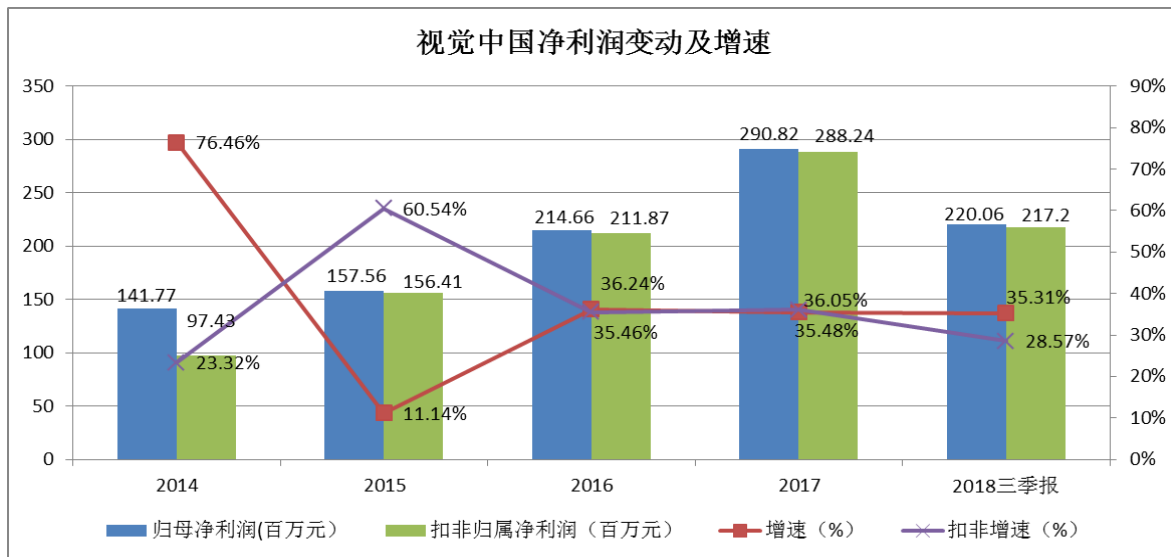
图 22:视觉中国 2018 年中报收入构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

净利润方面, 2016 年公司净利润、扣非净利润均稳中有增。2016-2017 年增速保持在 36%上下, 2018 年三季度归母净利润为 2.2 亿元, 扣非净利润为 2.17 亿元, 分别同比增速 35.31%和 28.57%。

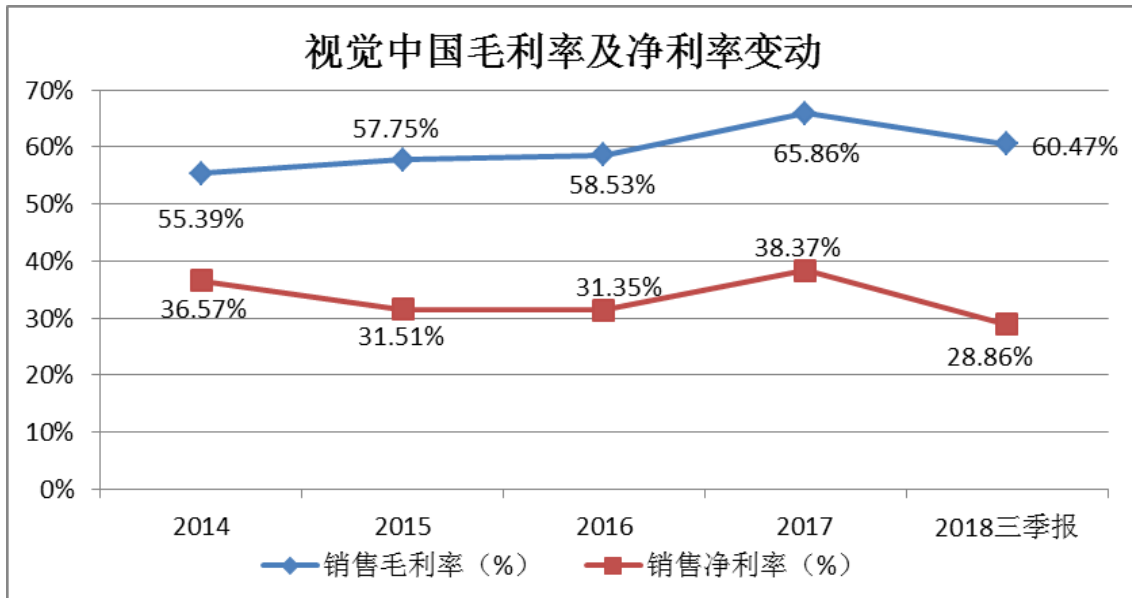
图 23:2014-2018 年净利润增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

近几年毛利率均高于 55%, 且稳步增长。这得益于其几乎垄断性的行业龙头地位和零库存、较强议价能力、边际成本低、现金流良好等公司特质, 这将使得公司未来毛利率继续提升可期。

图 24:视觉中国近几年毛利率及净利率变动



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

我们做出以下预测:

(1) 营收:

视觉素材与增值服务板块:作为视觉素材行业的龙头公司,2018年中报公司视觉素材与增值服务业务贡献了营业收入的82.64%,毛利率为64.32%。我们认为视觉素材市场仍将持续快速增长,保守预计公司未来三年视觉素材与增值服务板块收入维持35%左右的平均增速,毛利率保持65%左右。

其他板块:假设未来三年软件信息服务板块、广告创意服务、视觉数字娱乐服务平均增速均维持在5%左右。

投资业务:公司坚持“视觉+”战略,在各项投资上取得不错收益。其中联营企业湖北司马彦及华融实现利润快速增长,显著增厚公司利润。

(2) 费用:

考虑到公司作为平台型公司,毛利率长期稳定,预计公司未来几年管理费用/营业收入比例分别为13.38%、12.66%、12.72%,销售费用/营业收入比例三费率基本保持稳定在7%左右。

我们认为公司平台类公司稳定性强,受益于知识产权保护政策业务增速较快,短视频、“视觉+”探索空间巨大,看好公司成长路径。预计公司2018-2020年营收为10.75

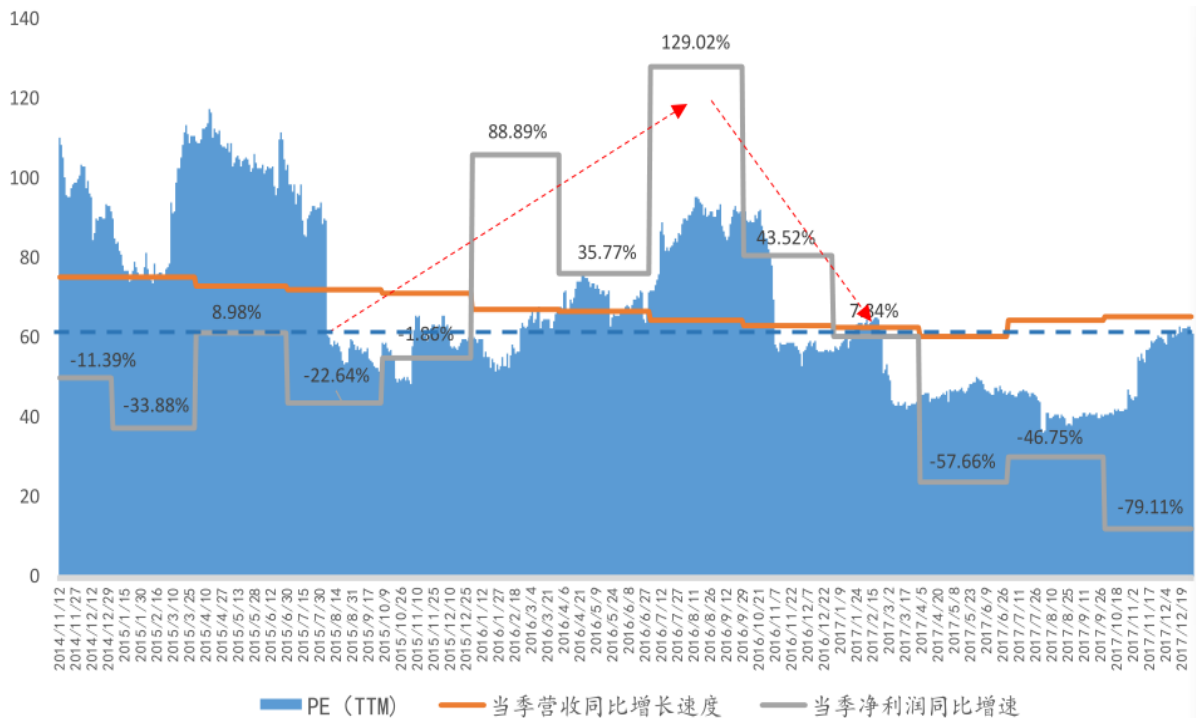
亿元、14.2 亿元、17.67 亿元; 实现归母净利润为 3.82 亿元、5.09 亿元、6.63 亿元; EPS 分别为 0.55 元、0.73 元、0.95 元。

5.2 估值情况

考虑到公司视觉素材平台作为 A 股的稀缺性, 我们以海外视觉平台 Shutterstock 作为参考, 分别有三个发展时期以及相应估值。

- ◆ 高速成长期: 业务和收入高速增长, 市场给予绝对估值较高。
- ◆ 利润释放期: 公司快速释放利润, 动态市盈率与利润增速匹配。
- ◆ 稳健成长期: 平台壁垒形成, 收入、利润较为稳定增长。

图 25: 2014 年至今 Shutterstock 的单季度业绩增速与市盈率 (PE_TTM) 情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

考虑到视觉中国仍处于高速增长时期, 2017 年净利润同比增长 37%。2018-2020 年对应 PE 分别为 47 倍、36 倍、27 倍, 我们给予公司 60 倍估值, 目标市值 229 亿元, 维持“推荐”评级。

6. 风险提示

我们认为公司存在潜在风险包括：

（1）政策风险。公司所在行业直接受我国知识产权保护政策的影响，而公司视觉素材收入占比超过 70%，若国家支持政策发生负面变化，则会对公司业务造成影响。

（2）商誉减值。公司部分股权投资参、控股公司的存在业绩承诺，如不能履行业绩补偿承诺，可能会对公司现金流产生不利影响，从而影响投资股权回报的实现。

（3）管理风险。公司业务增长迅速，参、控股公司扩大到四十余家，使得公司在战略规划、制度建设、组织机构设置、运营管理和内部控制等方面面临更大的挑战。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1066	808	1063	1280	1606	营业收入	735	815	1075	1420	1767
货币资金	468	391	500	571	718	营业成本	305	278	408	554	689
应收账款	345	352	471	584	726	营业税金及附加	5	6	7	8	9
其他应收款	35	20	27	35	44	营业费用	69	72	79	94	124
预付款项	4	7	11	16	23	管理费用	106	125	144	180	225
存货	29	29	32	36	39	财务费用	23	35	30	30	30
其他流动资产	183	8	21	39	56	资产减值损失	12.64	14.86	18.86	22.86	26.86
非流动资产合计	2457	3291	3407	3786	4198	公允价值变动收益	0.63	-0.63	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	820	1074	1342	1678	2013	投资净收益	54.16	65.71	75.56	83.12	91.43
固定资产	6	6	7	7	7	营业利润	270	354	464	614	755
无形资产	8	20	20	19	14	营业外收入	7.71	0.22	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	257	808	646	679	746	营业外支出	1.48	0.49	1.00	1.00	1.00
资产总计	3524	4099	4470	5067	5805	利润总额	276	353	464	614	755
流动负债合计	616	736	833	995	1148	所得税	46	41	56	74	91
短期借款	22	158	173	191	210	净利润	231	313	408	541	701
应付账款	164	185	233	334	415	少数股东损益	16	22	26	31	38
预收款项	103	104	137	179	232	归属母公司净利润	215	291	382	509	663
一年内到期的非	130	188	188	188	188	EBITDA	305	415	497	647	792
非流动负债合计	574	760	640	561	499	EPS (元)	0.31	0.42	0.55	0.73	0.95
长期借款	236	490	392	313	251	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1191	1496	1473	1556	1647	成长能力					
少数股东权益	36	31	57	88	126	营业收入增长	35.47%	10.75%	31.97%	32.09%	24.42%
实收资本(或股	74	74	74	74	74	营业利润增长	27.82%	30.84%	31.22%	32.43%	22.82%
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	归属于母公司净利润	31.41%	33.28%	31.41%	33.28%	30.25%
未分配利润	619	902	1257	1739	2348	获利能力					
归属母公司股东	2297	2572	2940	3422	4031	毛利率(%)	58.53%	65.86%	62.00%	61.00%	61.00%
负债和所有者权	3524	4099	4470	5067	5805	净利率(%)	31.35%	38.37%	37.98%	38.08%	39.68%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.09%	7.09%	8.55%	10.05%	11.43%
	单位:百万元					ROE(%)	9.35%	11.30%	13.00%	14.88%	16.46%
经营活动现金流	234	250	225	250	629	偿债能力					
净利润	231	313	408	541	701	资产负债率(%)	34%	36%	33%	31%	28%
折旧摊销	12.00	26.28	2.65	2.65	7.34	流动比率	1.73	1.10	1.28	1.29	1.40
财务费用	23	35	30	30	30	速动比率	1.68	1.06	1.24	1.25	1.36
应收账款减少	0	0	-119	-112	-143	营运能力					
预收帐款增加	0	0	32	43	53	总资产周转率	0.23	0.21	0.25	0.30	0.33
投资活动现金流	-839	-173	-301	374	-292	应收账款周转率	2	2	3	3	3
公允价值变动收	1	-1	0	0	0	应付账款周转率	5.99	4.66	5.14	5.01	4.72
长期股权投资减	0	0	-279	-348	-349	每股指标(元)					
投资收益	54	66	76	83	91	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.42	0.55	0.73	0.95
筹资活动现金流	419	-139	185	-86	262	每股净现金流(最新	-2.52	-0.83	1.48	7.29	8.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	31.08	34.81	39.79	46.31	54.56
长期借款增加	0	0	-98	-78	-63	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	84.86	62.64	47.69	35.78	27.47
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.84	0.75	0.65	0.56	0.48
现金净增加额	-186	-62	109	538	599	EV/EBITDA	6.03	5.70	4.38	3.16	2.34

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。