

# 视觉中国 (000681.SZ)

## 耦合内容与用户，平台撬动版权价值

### 核心观点:

#### ● 护城河高，龙头地位稳固，平台价值突出

视觉中国以 vcg.com 为核心，上游获取正版视觉素材，下游进行智能化分发并提供产业链相关增值服务。视觉素材平台具有典型互联网特征，龙头效应突出，具有较强定价权。公司已拥有超 2 亿图片及视频等资源，产品线完备，护城河深厚。公司客户涵盖媒体、广告、互联网与企业等。基于大数据技术，持续提升图片分发匹配效率与用户体验，市场份额绝对领先。

#### ● 正版视觉素材行业：行业迭代+版权保护，驱动市场空间提升

移动互联网迭代发展对优质内容生产提出更高要求，而视觉素材是优质内容生产基石。BAT、头条、微博等多家巨头在移动资讯领域开展激烈竞争，内容生态建设成核心环节。同时，政策对知识产权保护力度不断加强，继视频、音频、文学内容之后，图片行业有望迎来正版化浪潮。

#### ● 海外视觉素材市场成熟，中国市场仍处初级阶段

海外正版图片使用率高，是典型成熟行业。中国市场仍处于正版化早期，行业成长快速。视觉中国将分享行业“规模扩大+渗透率提升”双重红利。

#### ● 投资建议

预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.86/5.06/6.70 亿元，对应 EPS 为 0.55/0.72/0.96 元。1 月 15 日收盘价对应每股收益的市盈率分别为 45.00x/34.32x/25.94x。考虑可比估值以及公司独特的竞争优势，我们认为 PEG1.3~1.5 是合理估值倍数区间，对应 19 年合理 PE 估值区间 40x~46x，即合理价值区间为 28.4~33.1 元/股，中位数对应合理价值 30.8 元/股。首次覆盖予以买入评级。

#### ● 风险提示

中国市场图片正版化进程缓慢，盗版仍然占据主导；视觉中国企业类客户开拓缓慢，与互联网平台类客户合作放缓；竞争环境变化，竞争对手发力。

#### 盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735	815	1,041	1,175	1,569
增长率(%)	35.5	10.8	27.8	12.9	33.5
EBITDA(百万元)	257	340	371	557	756
净利润(百万元)	215	291	386	506	670
增长率(%)	36.2	35.5	32.8	31.1	32.3
EPS(元/股)	0.31	0.42	0.55	0.72	0.96
市盈率(P/E)	62.21	46.97	45.00	34.32	25.94
市净率(P/B)	5.81	5.31	5.85	5.00	4.19
EV/EBITDA	51.60	41.50	47.75	31.62	23.02

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

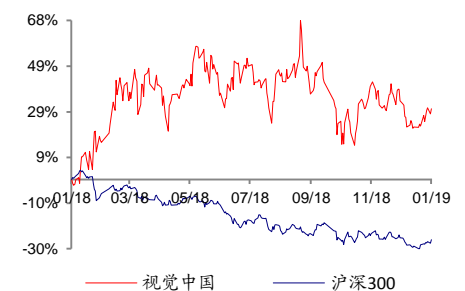
识别风险，发现价值

### 公司评级

当前价格	24.81 元
合理价值	30.80 元

报告日期 2019-01-16

### 相对市场表现



### 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 分析师:

杨艾莉



SAC 执证号: S0260517090002



010-59136612



yangaili@gf.com.cn

请注意，杨艾莉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、公司沿革	4
二、核心图片业务：平台价值、高护城河与竞争优势	5
1、行业分散带来平台价值	5
2、高护城河：绑定优质内容资源，版权储备丰富	6
3、竞争格局：产品线完备带来竞争优势	10
4、客户获取：从提供内容到提供服务	11
5、技术升级：技术成为新驱动力	17
三、中国图片行业：行业迭代+版权保护，驱动市场空间提升	18
（一）行业传统：市场规模小，品类较单一	18
（二）发展前景：天花板远未触及	19
1、中国图片市场增速远超海外	19
2、中国图片市场规模超海外	20
（三）行业新现象：产业迭代，政策红利	20
1、移动互联网：从流量到内容	20
2、信息流广告市场爆发	21
3、自媒体兴起：从新闻消费到资讯消费	22
4、加强知识产权保护，图片正版化加速	23
四、财务：核心图片业务发展良好，非图片业务轻装上阵	24
（一）从整体来看，盈利能力增强，成本控制良好	24
（二）分业务：图片业务依旧强劲，非图片业务轻装上阵	25
五、盈利预测	27
六、风险提示	30

## 图表索引

图 1: 视觉中国业务结构.....	5
图 2: 视觉中国图片平台上下游情况.....	6
图 3: Corbis 历史沿革.....	8
图 4: 2018H1 视觉中国各类客户收入占比.....	12
图 5: 视觉中国与百度战略合作框架.....	13
图 6: 鹿班创意设计平台智能设计淘宝 banner.....	16
图 7: 中国传统图片分销市场规模(亿元).....	19
图 8: 全球市场规模(假设增长率为 4%, 亿美元).....	19
图 9: 中国市场规模(亿元).....	19
图 10: 2017 年微信用户朋友圈内容形式偏好.....	21
图 11: 2017 年微博用户内容形式偏好.....	21
图 12: 信息流广告市场规模(亿元).....	21
图 13: 综合咨询 APP 行业月活跃用户规模及渗透率.....	22
图 14: 2014 至 2018Q1-Q3 公司营收及归母净利润情况(亿元, %).....	24
图 15: 2014 至 2018Q1-Q3 公司营收及营业成本情况(亿元, %).....	25
图 16: 2014 年-2018H1 公司分业务营收及其增速情况(亿元, %).....	25
图 17: 2014 年-2018H1 公司分业务营收占比情况(%).....	26
图 18: 2014 年-2018H1 公司分业务毛利率情况(%).....	26
表 1: 华夏视觉、汉华易美 5 年业绩承诺与实现情况.....	4
表 2: 中国图片市场上主要图片库平台.....	7
表 3: 视觉中国素材资源情况.....	7
表 4: 各图片公司的市场份额与特点.....	11
表 5: 视觉中国各细分领域新增合作平台与商户.....	13
表 6: 视觉中国与广告平台合作的具体内容.....	14
表 7: 视觉中国部分企业客户.....	17
表 8: 视觉中国 AI LAB 功能简介.....	18
表 9: 知识产权保护政策概况.....	23
表 10: 盈利预测基础假设(亿元).....	28
表 11: 盈利预测基础假设(%).....	28
表 12: Shutterstock 估值表.....	30

## 一、公司沿革

视觉（中国）文化发展有限公司，旗下拥有两大子公司华夏视觉和汉华易美。两家公司于2014年成为上市公司远东股份子公司，实现借壳上市。远东股份向廖道训等17名自然人发行股份4.71亿股，发行价格5.28元/股。华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权合计交易价格为24.88亿元。

此次借壳后，远东股份实际控制人变更为廖道训、吴玉瑞（公司实际控制人廖杰父母）、吴春红（公司CEO梁军之母）、柴继军、李学凌等10名一致行动人，持股比例为57.92%，锁定期为5年。黄厄文等7名小非锁定期为3年。其中，2017年7月上市公司已预披露股东小非的减持计划。

借壳上市时，华夏视觉与汉华易美两家公司业绩承诺期为5年。根据公告，标的资产2014-2018年扣非净利润分别不低于1.15、1.63、2.23、2.77和3.29亿元，对应2015-2018年的业绩承诺增速分别为41%、36%、24%和18%。截止2017年度，华夏视觉与汉华易美每年均超额完成业绩承诺。

表 1：华夏视觉、汉华易美5年业绩承诺与实现情况

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
承诺数（亿元）	1.15	1.63	2.23	2.77	3.29
承诺增速		41%	36%	24%	18%
实际盈利数（亿元）	1.16	1.81	2.38	3.09	
实际增速		56.03%	31.49%	29.83%	
实现率（%）	100.87	111.13	106.34	111.31	

数据来源：2014-2017 年华夏视觉、汉华易美专项审核报告，广发证券发展研究中心

随着借壳上市及更名的完成，视觉中国陆续投资和布局多项相关业务。包括汉华易美收购的字帖公司司马彦、广告公司卓越。上市公司层面收购的呼叫中心业务亿迅资产组、教育业务华融创新等。同时公司还中标国家旅游局12301项目。

2018年公司完成对加拿大图片社区网站500px公司的收购。此次收购前，根据公告，公司于2015年通过全资二级子公司视觉中国香港与500px签订《B轮优先股认购协议》，以自有资金800万美金认购500px公司B轮优先股定向增资扩股计划。在经过3年的观察和磨合后，2018年公司以1700万美元（折合人民币约1.08亿元）收购500px100%股权。

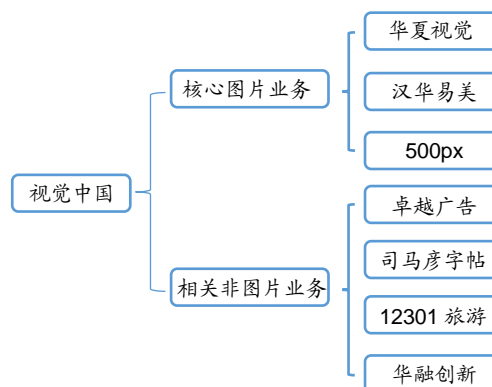
目前公司业务布局已形成核心图片业务与相关非图片业务两大板块。

- **核心图片业务：**以华夏视觉、汉华易美两家公司为核心，再加上收购的500px公司。值得注意的是，随着公司将图片品牌统一为“视觉中国”，华夏视觉与汉华

易美两家公司原有的业务界限已逐渐模糊。两家公司独立业绩情况参考价值降低，需将两家公司合并考虑。2016-2018H1，扣除广告公司卓越收入后，上市公司视觉内容与增值服务（即核心图片业务，华夏视觉+汉华易美）实现营业收入分别为4.49，5.84，3.98亿元，同比增长30.13%和33.73%，占主营业务收入分别为60.99%，71.66%和82.64%。公司于2018上半年对图片社交平台500px进行收购，因此3.98亿元中包含500px带来的976.9万元营业收入。扣除500px后，公司原有核心图片业务（华夏视觉+汉华易美）共计实现营业收入3.88亿元，同口径较去年同期增速仍然达到30.45%。根据2018三季报披露，视觉中国核心图片业务2018年前三季度已经实现营业收入5.74亿元，同比增长34.48%；2018年前三季度已经与去年全年收入持平。

- **相关非图片业务：**2017年和2018年公司陆续剥离重资产业务“艾特凡斯”和“亿迅资产组”。在此之后，公司非图片业务主要围绕视觉创意、教育、旅游三大子行业。其中上海卓越公司主要从事广告整合营销服务，业务覆盖快消、IT、金融、旅游等客户，与公司核心图片业务形成一定联动。

图 1：视觉中国业务结构



数据来源：视觉中国 2017 年年报，广发证券发展研究中心

## 二、核心图片业务：平台价值、高护城河与竞争优势

### 1、行业分散带来平台价值

在核心图片业务上，视觉中国是一家以提供优质正版图片、视频等视觉内容和增值服务的平台型互联网科技公司。公司参与整个图片版权分销的环节，对接上游内容提供商和下游内容采购方，并提供相关增值服务。

图片行业分散、弱IP的特性决定这个市场的数字版权分销需要有强大平台方，从上游获取资源并对接下游需求。

从本质来看，图片内容分销平台与视频网站（视频内容分销）、音乐流媒体（音乐内容分销平台）具有相近属性，都是在上游获取某种文化版权产品，然后向下游进



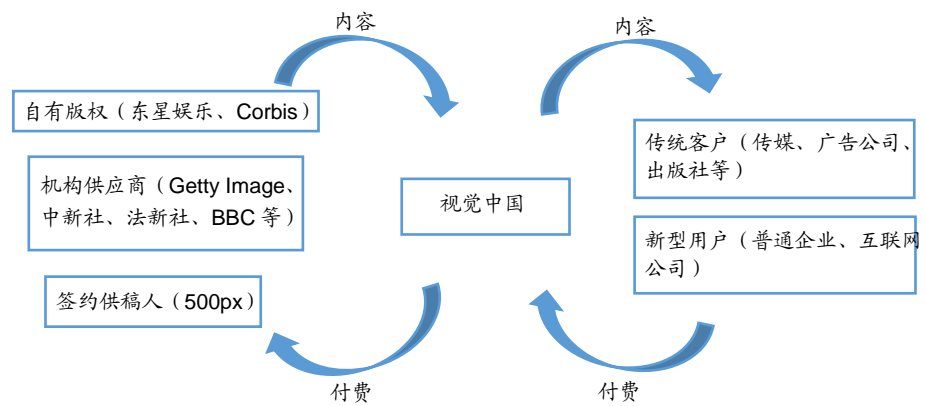
行分销。两者又有明显区分：

- **内容生产：**长视频产品、音乐产品有较高的制作门槛，需要专业设备，产能一定程度上有限，版权资源逐渐集中于几大唱片、优秀影视剧制作公司手中。图片生产门槛更低且产能庞大。
- **上游议价能力：**长视频、音乐产品有较强的IP溢价（演员、导演、音乐家等）。比较而言，除极少数头部摄影家，图片作品IP溢价较低，图片生产者较难对分销平台产生影响。
- **下游客户：**长视频、音乐产品的客户是C端普通用户。这一特性决定长视频与音乐流媒体两条赛道的激烈竞争。目前图片分销平台仍然主要以B端和小b端客户为主，属于垂直细分领域赛道，竞争格局更好。

视觉中国作为一家互联网图片平台，将庞大的上游内容供给与下游个性化需求联结。

- **上游内容供给：**在视觉中国的上游内容组合中，主要包括自有版权（Corbis等）、机构供应商（Getty Images、中新社、路透社等）和签约供稿人（个人摄影师）。根据2018年半年报，公司与全球超过30余万签约供稿人和240余家品牌机构建立内容合作。
- **下游客户：**公司传统客户主要为广告行业与媒体行业；近年来随着媒介环境变化，公司加速拓展企业与互联网平台等客户。

图 2：视觉中国图片平台上下游情况



数据来源：视觉中国 2017 年年报，公司官网，广发证券发展研究中心

## 2、高护城河：绑定优质内容资源，版权储备丰富

视觉中国在图片数量上呈现出巨大竞争优势。2018年半年报披露，视觉中国在线提供超过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。这些数字内容来自于全球30万名签约供稿人及240余家专业版权内容机构，公司的版权储备远高于同行。行业内其他竞争对手拥有的图片储备与视觉中国有一定差距。根据各主要图库平台的官网显示，行业排名第二的东方IC拥有超过1亿张图片；全景网络拥有图片数量为8000多万张；以微利图片为核心的站酷海洛凭借与美国公司

shutterstock的独家合作，拥有2.6亿张在线销售的正版图片。

表 2: 中国图片市场上主要图片库平台

名称	资源情况
视觉中国	2+亿张图片，500+万条视频素材，35+万首音乐
全景网络	8000 万张图片，100 万条视频素材
东方 IC	1+亿张图片
站酷海洛	2.6 亿张图片，1200 万条视频

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

根据视觉中国官网(vcg.com)数据显示，目前视觉中国编辑类和创意类图片资源量分别达到1.43亿和1.26亿，2014年到2017年在线图片增速为186%，实现图片数量快速增长。其中，编辑类图片每月有2万左右的更新量。为了让新闻机构更及时便利使用图片，视觉中国将重大新闻图片制作为新闻专题、突发事件专题等，供新闻客户进行图片选用。

在创意类图片上，公司资源数量已经达到1.26亿张，每月更新量5-10万。同时，公司还拥有500万视频素材和35万条音乐素材。近期，公司还上线字体素材，形成了完整的泛视觉素材布局。

表 3: 视觉中国素材资源情况

素材	资源量	每月更新量	合作机构数
编辑类图片	1.43 亿	2 万	>100
创意类图片	1.26 亿	5-10 万	>100
视频素材	500 万	3 万	46
音乐素材	35 万		15

数据来源：视觉中国公司官网，广发证券发展研究中心

视觉中国图片内容的绝对优势得益于公司在三大图片资源领域布局：自有版权、机构供应商和签约供稿人。

#### ➤ 获取核心自有版权

公司在自有版权方面主要进行两项布局：东星娱乐和美国Corbis。2012年公司收购两岸三地最大的娱乐素材供应商东星娱乐，覆盖北京、上海、台湾、香港、澳门、韩国6地重大娱乐资讯。东星娱乐成为视觉中国在娱乐内容的PGC团队。娱乐行业虽然只是图片行业的一个垂直类别，但娱乐行业具有高曝光度、话题性以及图片的强需求。收购东星娱乐使得视觉中国在娱乐行业拥有自己的内容生产团队。

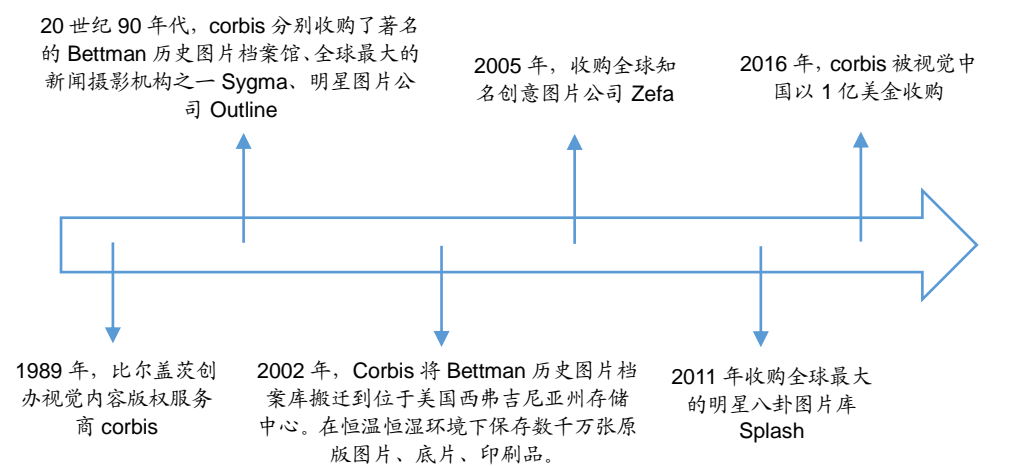
2016年公司收购美国Corbis图片，将公司自有版权资源的高端价值和稀缺性带上新台阶。根据公司公告，视觉中国以1亿美金收购Corbis Images所持有并管理的Corbis Images、Corbis Motion、Veer授权品牌相关的图片素材知识产权、域名、商标等。Corbis Images公司拥有Bettmann和Sygma两大全球知名的自有版权图片库，近5000万张图片。视觉中国将在中国大陆独家经营Corbis的所有图片。

Corbis Images创办于1989年，是全球第二大高端视觉内容版权服务提供商。20世纪90年代，Corbis收购Bettmann（历史图片档案馆）和Sygma（全球最大新闻摄影机构之一）两大全球知名版权图片库。两家图片库拥有大量原版图片、底片、印刷物等档案，记录从19世纪到20世纪全球重大历史事件。根据公司公告，Corbis具有历史收藏价值的档案级图片近45万张，评估值达21亿元，普通级图片也有4000万张。

根据搜狐网报道，Corbis公司在美国宾夕法尼亚州拥有一个占地1000英亩的照片存放柜。柜内保存包括莱特兄弟、爱因斯坦等多张珍贵照片。通过收购，视觉中国获得5000万张图片原始底片及数字化版权。随着时间推移，这部分历史珍贵图片的价值也将不断得到放大。

此次收购Corbis后，公司与全球第一大图片公司Getty Images签署独家合作协议，授予Getty Images在全球除中国以外国家Corbis所有图片经营权。通过此项协议，视觉中国与Getty公司形成互为供应商和客户的紧密关系——在中国大陆境内，视觉中国独家分销Getty公司的高端创意图片；在除中国地区以外，视觉中国旗下的corbis图片资产又成为Getty公司的供应商。

图 3: Corbis历史沿革



数据来源：新浪传媒，广发证券发展研究中心

➤ 长期合作机构供应商：稳定性、排他性

除自有版权外，视觉中国主要通过与合作机构签订排他性合作协议获得图片版权资源。



公司与多个海外机构供应商达成合作，其中Getty Images是最重要合作伙伴。Getty Images是全球最大数字影像公司，1995年成立于美国西雅图。服务全球120多个国家和地区，拥有4500余位签约摄影师、摄像师，图片资源达到8亿以上，主要储备了丰富的高端创意类图片资源。2005年视觉中国与Getty Images成立合资公司华盖创意，开始双方的排他性合作。目前视觉中国与Getty公司合作时间已经超过13年。为了与Getty Images进一步深入合作，2016年视觉中国全资子公司参与认购Getty香港增资扩股，并获得50%股权。在此次入股后，与Getty Images形成更加紧密合作关系；同时Getty香港整合除中国大陆之外的亚洲多个市场，有利于视觉中国向新区域市场进行布局。

新闻类图片方面，公司是法新社、路透社、BBC等海外媒体在中国的独家代理商。公司同样与国内主要的新闻内容供应商，包括南方日报、浙报集团、环球网等达成内容合作。2017年公司进一步拓展机构供应商资源，与中国新闻社（中新社）下属的中国新闻社图片网络中心在内容授权、分发及海外传播达成合作协议。中国新闻社是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。

与国内外机构在新闻类图片（编辑图片）和创意类图片上的机密合作，帮助公司在内容资源上获取稳定供应方。同时，内容资源时效性，权威性也得到保障。

### ➤ UGC内容：打造“社区+交易”双平台

除自有版权资源和机构供应商外，个人摄影师UGC图像内容也丰富公司版权资源。与另外两大供应商稳定、可靠的图片来源不同，个人摄影师作品相对随机性更强，质量波动较大，涉及领域又更加广泛和全面。因此对UGC内容有效组织和分发，更考验图片平台的运营效率。

在公司目前产品体系下，公司拥有设计师社区shijue.me和摄影师社区500px，为UGC视觉内容的创作者（摄影师、设计师、漫画师、插画师等）提供展示、分享、交流、学习以及变现服务。社区是公司获取签约个人供稿者的核心平台。

根据视觉中国2017年报，500px拥有超过1500万注册摄影师会员，覆盖全球195个国家和地区，签约摄影师近30万，图片数量超过一亿两千万张。500px在用户服务、版权授权及定制拍摄业务等方面具有丰富经验，服务客户包含如谷歌、索尼、AirBnb、Lonely Planet等全球知名企业。

打造摄影师社区平台，既补充视觉中国上游图片资源，又补齐视觉中国社区缺口，形成良好内容筛选与沉淀。视觉中国现有业务主要为图片交易的模式，缺乏社区沉淀。500px超越传统图片交易平台（如Getty、视觉中国等）和纯粹个人图片社交平台（如instagram、Pinterest）等，有机结合了图片社交+图片交易两种商业模式，从而避免与图片社交、图片交易两大领域的巨头正面竞争，形成在摄影发烧友这个细分垂直领域独特的优势和壁垒。

收购500px后，该平台上原有1.2亿张图片再度补充视觉中国上游图片资源。同时，公司目前已经将个人摄影师图片上传整合进入500px内。所有向视觉中国供稿的个人，都需要通过500px进行图片上传，这为500px在国内推广提供更丰富流量。

在国内，视觉中国独家成为500px的图片分销代理商。在海外，500px图片同样交由视觉中国合作伙伴Getty进行分发，由此推动500px社区货币化速度提升。

对500px的收购是视觉中国继Corbis后第二次海外收购。两次收购对公司图片资源数量提升明显。但两次收购的性质又截然不同。前者更注重内容资源稀缺性与独占性，历史图片不可再生，随着时间推移价值提升。后者则是开放社区，注重摄影师人群社区交互，帮助摄影师不断创造出更多优质图片。

### 3、竞争格局：产品线完备带来竞争优势

全景网络在2015年公开转让说明书中行业分析部分显示，从市场格局来看，视觉中国在商业类（创意类）和媒体类（编辑类）市场份额分别为50%和30%，处于绝对领先地位。

从中国图片市场现有玩家来看，除视觉中国外其他参与者主要在一个细分领域擅长——全景公司侧重于创意类图片、东方IC则在编辑图片市场份额更多；国有新华图片社则几乎全为编辑类图片。

所谓“编辑类”和“创意类”图片是图像行业发展第一阶段的产物，对应媒体和广告公司两大类型客户。通常而言，传统媒体类客户图片需求是高时效性、新闻性，需要图片快速更新，迅速满足媒体内容采编需求。广告类客户主要需求是艺术质量高、创意色彩强的图片，两者属于不同产品体系。因此在图像行业发展早期，拥有某一类产品体系，就可以获取对应的媒体或广告客户。

但近年以来随着移动互联网发展，图像行业客户不再仅仅是广告与媒体公司，向企业类客户和互联网类客户拓展。这两类客户更加复杂多样。以腾讯公司为例，腾讯公司旗下新闻网站“腾讯网”主要需求是编辑类图片，而腾讯自身对企业品牌宣传又需要精美创意类图片。以公众号为例，偏社会热点、新闻评论公众号需要编辑类图片；偏商业企业宣传公众号又需要各类型的创意类图片。

图片行业的迭代发展使得过去泾渭分明的媒体和广告客户需求被逐渐打破。只拥有一条产品线在获取客户上就显得掣肘。从这个角度来看，图片行业具有典型互联网特征——第一名占据最大市场份额，壁垒高、产品全；二三名份额相对较小，之后竞争者则更加难以突围。

表 4: 各图片公司的市场份额与特点

类型	视觉中国	全景视觉	东方 IC	台湾达志影像	新华图片社
创意类(商业类)图片市场份额	50%	20%	5%	< 5%	-
编辑类(媒体类)图片市场份额	30%	5%	< 10%	< 1%	50%
特点	中国最大的综合性视觉影像产品和服务互联网提供商	中国成立最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 新闻图片是目前国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台,2016 年今日头条为解决图片版权问题战略投资东方 IC,为其进一步提升平台服务和产品定制提供支持。	台湾最大的图片库企业之一,丰富的内容合作机构和高素质的摄影团队	新中国历史最早的官方图片社

数据来源: 全景视觉网络公开转让说明书, 赛迪咨询, 广发证券发展研究中心

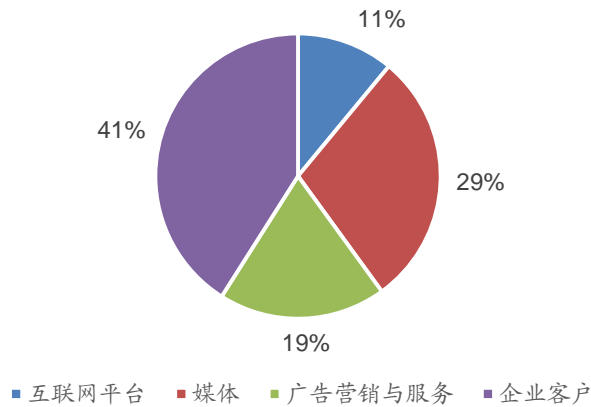
#### 4、客户获取: 从提供内容到提供服务

视觉中国客户及潜在客户数量增长亮眼。根据公司2018年中报披露,2018上半年公司总体客户数量同比增长48%,其中企业客户数量实现76%同比增长。对比来看,2017年年年报公司总体客户数量同比增长24.7%,企业客户数量增长48.7%。可以看到,2018年以来公司的客户数量有了明显的提升。在潜在客户层面,公司通过技术手段发现的潜在客户数量及用图数量均较2017同期有超过80%增长。

从分类上来看,公司客户群体可以分为传统客户和新兴客户两大类。其中传统媒体和广告客户在公司收入中占比为48%;新兴客户分为企业客户和互联网平台用户,其中企业用户收入占比41%。互联网平台类客户主要为百度、腾讯、阿里作等平台方,2018上半年互联网平台类客户总收入为4400万元,占比11%。(大型的自媒体客户,作为单独的购买主体向公司采购图片,因此被划入了企业类客户)。

传统客户仍然是视觉中国收入组成的重要部分,但随着互联网的发展与成熟,新兴市场具有更大潜力。无论是互联网平台还是企业,对正版图片需求都在增加。

图 4：2018H1视觉中国各类客户收入占比



数据来源：视觉中国 2018 半年报，广发证券发展研究中心

长期协议用户是公司稳定收入的重要来源。根据2018公司半年报，有超过60%收入来自于有承诺的长期协议客户（框架客户）。框架签约是广告营销行业常用的签约手法，通常是在年初与客户谈定某一价格，同时客户也承诺不低于某个数字的订单量。公司披露有60%的客户来自于框架类客户，由此说明大量客户对于持续购买公司图片产品的意愿。

公司的框架类客户一般为提前预付款的合作形式，由此证明公司在产业链中较强议价能力。2018年1-6月公司经营活动产生的现金流量净额为6257.5万元，同比增长162.5%。2018年1-9月公司经营活动产生的现金流量净额为1.63亿元，同比增长45.5%，前三季度预收款项为1.62亿元，同比增长26%。

### （1）传统客户：稳定客户群体

媒体和广告是图像行业基础客户群体。视觉与国内主要媒体客户合作多年，领域涉及国有新闻网站、报业及新媒体、电视台、商业门户网站、视频网站及杂志，包括新华网、人民日报、中央电视台、新浪等行业代表媒体企业。

根据2017年报，在整个广告行业面临社会化营销挑战的背景下，视觉中国针对客户行业与特性进行精细化管理，提供相应专业化版权增值服务，最终实现广告客户超过20%的收入增长。凭借着丰富内容资源，2017年视觉中国与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、卅六策、广东省广告集团等行业重要客户签署年度框架合作协议。

### （2）移动互联网新兴客户：需求多样，潜力巨大

移动互联网发展带来图片行业新机遇。视觉中国作为行业龙头也加快向互联网平台布局。2017年以来公司先后与百度、腾讯、凤凰网、一点资讯、阿里巴巴等互联网平台建立战略合作，将自身图片版权资源接入相应互联网公司产品中（API服务），

为他们提供更丰富的内容及服务，并通过互联网公司平台去触达长尾客户。

表 5: 视觉中国各细分领域新增合作平台与商户

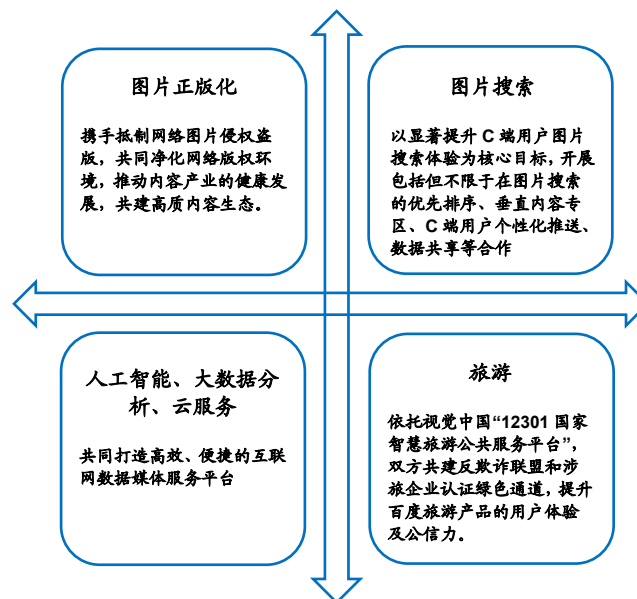
客户类型	公司
搜索引擎	百度、搜狗、360
互联网广告平台	百度霓裳、阿里汇川、腾讯 TSA
自媒体平台	腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号、一点/凤凰大风号、 微博云剪、微博
新兴互联网媒体公司	一点资讯、趣头条、得到、视觉志、一条、吴晓波、十点 读书、黎贝卡的异想世界、秦朔朋友圈、gogoboi、叶檀 财经、二更、豆瓣音乐/V.Fine、Blend Media 等
电商平台	淘宝中国（阿里鹿班）
旅游出行	百度地图、高德地图、途牛网

数据来源：视觉中国 2017 年年报，广发证券发展研究中心

短期来看，与互联网平台合作主要为TO B模式合作：一方面，大型互联网企业产品线复杂，自身对图片有多样需求；另一方面，向互联网平台上第三方客户（小B客户，如自媒体、广告客户等）提供图片。

目前来看，公司与百度公司的合作层次最深最广。双方合作包括内容正版化、高质内容生态建设、搜索引擎、人工智能、智慧旅游等领域。百度案例很好说明大型互联网公司对于图像内容资源的多层次需求。对视觉中国而言，一方面是开拓更多互联网平台级客户，更重要的是对已有互联网客户需求进行深层次挖掘。

图 5: 视觉中国与百度战略合作框架



数据来源：视觉中国 2017 年年报，广发证券发展研究中心



### ➤ 搜索引擎：导流与数据搜集

视觉中国与搜索引擎合作实现对新客户导流，并获得用户行为数据，提升用户图片搜索使用体验。2017-2018年，视觉中国分别与百度、搜狗和360达成战略合作。针对过去搜索平台上图像搜索质量较差、版权混乱的现状，视觉中国将图片库接入搜索引擎，搜索引擎进行优先排序和展示。对用户而言，各个搜索引擎的图片搜索结果更加精准和高质量；对视觉中国而言，正版图片获得更多流量入口。

根据战略合作协议，百度、搜狗和360为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台提供优先展示的机会。同时，用户在百度、搜狗、360搜索图片时，视觉中国的优质内容会有“版权”标示，用户点击图片将直接跳转至视觉中国网站，有助于公司优质内容曝光和潜在客户流量获取。

其次，公司与百度、搜狗、360进行数据共享。只要用户在百度、搜狗上搜索、下载、点击视觉中国的图片，视觉中国就可以获得图片相关的用户行为数据。长期来看，与搜索引擎的数据共享将提升公司图片搜索结果精度，更快匹配用户需求。

### ➤ 互联网广告平台：高质量图片需求

视觉中国与BAT部分广告平台达成合作，为互联网广告主提供服务。中小广告主，需要通过互联网公司的广告平台进行投放，这其中就产生大量图片需求。过去广告主对图片需求并未得到相应满足。2017年来公司相继与百度霓裳、阿里汇川和腾讯社交广告平台（腾讯TSA）达成合作，帮助平台上广告主获取和使用高质量图片。

表 6：视觉中国与广告平台合作的具体内容

平台名称	合作内容
百度霓裳	百度霓裳，百度信息流广告的创意工具之一。达成合作后百度广告客户、直销公司、代理商的设计师或创意服务人员可通过百度霓裳创意平台挑选优质正版图片,使用在线工具制作不同尺寸创意物料用于百度商业推广。
阿里汇川	阿里汇川广告平台，阿里巴巴移动事业群推出的效果广告系统，拥有海量媒体流量，广告主可通过汇川在 UC 浏览器、UC 头条等诸多平台投放广告。视觉中国接入汇川平台，向广告主提供正版图库。
腾讯 TSA	视觉中国提供正版创意素材，并向其开放平台的创意素材供其选择使用

数据来源：视觉中国与各公司签订合作协议的自愿性信息披露公告，广发证券发展研究中心

### ➤ 自媒体平台：提供优质正版内容，培养正版使用习惯

信息传播从PC时代的“人找信息”演变为移动时代的“信息找人”。新型信息分发方式有两种：一个是微信公众号。微信在本质上是超级app，微信平台的公众号则是基于用户兴趣的内容订阅；另一个是今日头条，通过算法实现机器对内容的智能推送，机

器理解用户兴趣需求，实现精准推送。根据微信发布的《2017微信数据报告》，微信公众号月活数量已达350万个。以微信公众号、微博、今日头条等为代表的互联网社交媒体实现爆发式增长，数以百万“自媒体”形成新的内容生态。

在当前互联网流量红利逐步消失背景下，互联网发展已经从流量竞争进入内容竞争。根据网易人工智能事业部发布《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》显示，图片仍是自媒体在创作时主流素材选择，占比为62.5%。由此说明图片是移动互联网内容生产者基础生产要素。

**基于这一逻辑，2017年以来视觉中国与多家自媒体签署长期合作协议。**包括一点资讯/凤凰网（一点号）、腾讯网（企鹅号）、百度（百家号）、阿里巴巴（大鱼号）、微博（云剪）的自媒体平台完成数据接入工作，为数百万自媒体用户（小B客户）提供优质正版内容。

目前视觉中国在自媒体领域以间接付费为主，直接付费为辅的阶段。间接付费是指企鹅号、百家号等自媒体平台向视觉中国进行图片采购，将图片提供给平台的自媒体进行使用，提升他们内容创作效率及图片正版化意识。直接付费是指自媒体作为独立的企业主体直接向视觉中国采购图片。根据公告，2017年公司已经和一条、吴晓波、十点读书、黎贝卡的异想世界、秦朔朋友圈、gogoboi、叶檀财经等自媒体签署长期合作协议。

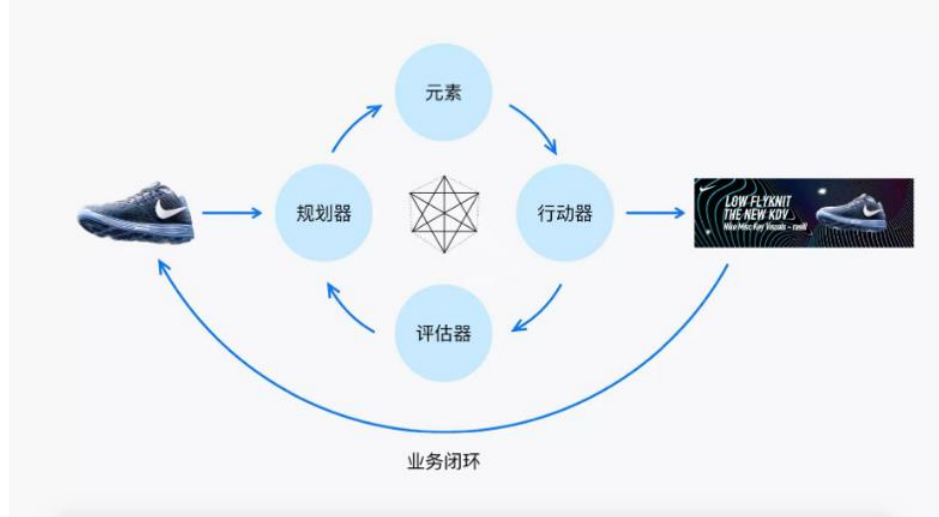
2018年12月，根据公司网站显示视觉中国正式与微博达成战略合作。一方面，视觉中国将会向微博开放亿级正版图片、视频和音乐素材，供微博平台用户购买使用，丰富和便利内容生产和分发；另一方面，双方将联手挖掘微博平台上的优质图片、视频内容创造者，通过签约视觉中国帮助他们实现内容创作者的版权变现。

与微博战略合作达成，可以认为是公司在自媒体领域拓展“里程碑式”事件。在自媒体领域，公司首先接入百度、企鹅、UC等。在“两微”平台（微博与微信）上，公司率先突破微博平台。微博平台上自媒体创作者的数量庞大，需求也更加丰富。

### ➤ 电商设计平台：鹿班创意设计平台

鹿班智能设计平台由阿里巴巴智能设计实验室自主研发，其原理是利用AI和图像大数据技术，根据用户输入的设计需求，直接为1000万电商卖家提供定制创意图片，提升他们的工作效率，降低成本。根据新闻稿显示，通过AI技术支持的阿里鹿班平台在1秒钟之内可以输出超过8000张设计图。在2017年的双11中，鹿班平台负责双11的banner设计，产出4亿张图片。目前鹿班平台已设计超过10亿次海报。

图 6: 鹿班创意设计平台智能设计淘宝banner



数据来源：阿里官方公众号，广发证券发展研究中心

2018年4月，视觉中国与淘宝合作，向鹿班平台开放图片库。鹿班平台上的真人设计师、机器设计，都将使用视觉中国图片进行设计创作。同时，视觉中国也为淘宝提供优质设计师资源辅助鹿班平台开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

这也是视觉中国继与阿里系的UC进行内容版权合作之后，与阿里巴巴集团开展的第二次合作。与阿里UC及阿里汇川平台的合作主要聚焦于自媒体及信息流广告。此次与淘宝中国的合作，进一步开拓视觉中国内容资源在电商平台的分发与应用。

通过与阿里系合作，视觉中国将进一步提升增值服务能力，深化其对图像大数据，图像与人工智能等技术领域的理解。

### (3) 企业客户：内容供给+个性化服务

过去，企业客户只是视觉中国的“间接客户”——企业向广告公司提出营销推广需求，由广告公司承接后向视觉中国进行图片采购。

随着移动互联网时代企业营销与客户沟通频次增加，企业对图片数量和频次需求快速增长。但相较于媒体、广告公司，不同企业营销形式、内容需求差异较大。当前，视觉中国重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户。这几类客户的共同特点是市场规模庞大，参与企业数量众多，企业主要面向C端普通消费者，对品牌营销、消费者沟通有较大资金投入。目前，公司已经成为华为、索尼、宝马等多家行业龙头企业的图片供应商。

与互联网平台公司类似，视觉中国在提供图片内容的同时，还不断挖掘企业多场景下的营销需求。提供如“定制拍摄”、视觉营销等图像与行业结合的服务。

根据公司公告，2018年上半年公司为中国电信、五粮液、上海浦东发展银行、微软、中意人寿、携程、蒙牛、瑞幸咖啡、厦门马拉松、中国网球公开赛、上海电视电影节等品牌与企业提供相关视觉服务解决方案。

表 7: 视觉中国部分企业客户

企业名称	
品牌企业	华为、索尼、宝马、雀巢、维多利亚的秘密、摩拜单车、统一、青岛啤酒等

数据来源: 公司 2018 半年报, 广发证券发展研究中心

企业客户快速增加, 使得企业中直接使用视觉图片进行工作的人群得到扩张。2018 年视觉中国在vcg.com平台中上线设计素材板块, 同时与全球知名在线设计平台Canva进行合作。过去,vcg.com平台上提供的是原始图片或者视频, 由专业设计师、美工对图片进行编辑、剪切, 从而创作出一张新图片。而视觉中国设计素材板块直接提供已经被设计好的“半成品”, 使用方只需要进行简单加工, 就可以完成作品。

另一方面海外的Canva软件可以被认为是一个在线的低门槛Photoshop软件。相较于PS软件针对专业设计师群体, Canva提供更加简单易操作的设计模板和工具, 并开放线上成员协作办公。

从企业客户的定制化服务到“半成品”素材产品上线, 都显示视觉中国对下游客户服务深化。图像平台不仅仅是简单提供图片资源的“贸易商”, 而是可以满足客户关于图像与视觉的所有需求, 为客户提供一体化打包服务。

## 5、技术升级: 技术成为新驱动力

### ➤ 鹰眼系统: 提升获客效率

公司自行研发鹰眼系统(图像版权网络追踪系统), 能够追踪到公司图片在网络上的使用情况, 更好地锁定潜在客户并满足其需求, 实现精准客户发现, 降低公司获客成本。2017年, 公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量较2016年同期有超过84%增长; 通过“鹰眼”新增年度协议客户数量较2016年同期增长超过54%。

### ➤ 技术推动用户体验提升

2017年上半年, 公司成立专注人工智能、搜索算法的技术团队, 基于客户使用需求和应用场景, 结合图像大数据及用户行为数据, 不断优化和提升客户的搜索及整体服务体验。

在具体应用上, 根据公司网站“VCG.com”的“AI LAB”频道显示, 公司目前将AI技术在视觉图像行业进行广泛应用。其中, 主要包括自动标签、文章智能配图、图像识别、感知搜索等多种功能。根据我们对每一项AI LAB功能的梳理, AI LAB本质上是通过技术手段解决上游供稿人与下游客户在图片上传、搜索使用上的痛点。尤其是利用技术降低客户在图片挑选、使用上的认知成本。对于公司来说, 庞大图片数量是获取客户的基础。获取用户后, 需要再依靠技术能力、产品能力提升使用体验, 持续保持客户的高转化和高留存。

表 8: 视觉中国 AI LAB 功能简介

功能	应用	影响
自动标签	上传任意一张图片，系统自动生成 15-20个图片相关标签 (tag)，不仅包含图片内的物体和事件，也包含图片内的氛围、情绪等标签。	对摄影师: 提升图片上传效率; 对客户: 提升搜索结果的精准匹配
文章智能配图	导入一段文字及标题，智能推送与文字内容相关的图片内容。	客户在图片内容使用上的效率提高
图像识别	上传图片，自动为图片评分，识别图片中的名人名称、性别、图片情绪。	帮助客户更快编辑新闻内容; 识别图片质量。
版权卫士	公司开发浏览器插件，安装后可自动为客户识别心仪的网络图片对应视觉中国图像库中的类似图片。	帮助客户避免图片版权纠纷
行业垂直图库	提供汽车、医疗健康、金融服务、旅游、教育五大行业的专业垂直图库	针对垂直行业的特性和偏好，提供相应图片。
感知搜索	正在开发	

数据来源: 视觉中国官网 (vcg.com)，广发证券发展研究中心

### 三、中国图片行业：行业迭代+版权保护，驱动市场空间提升

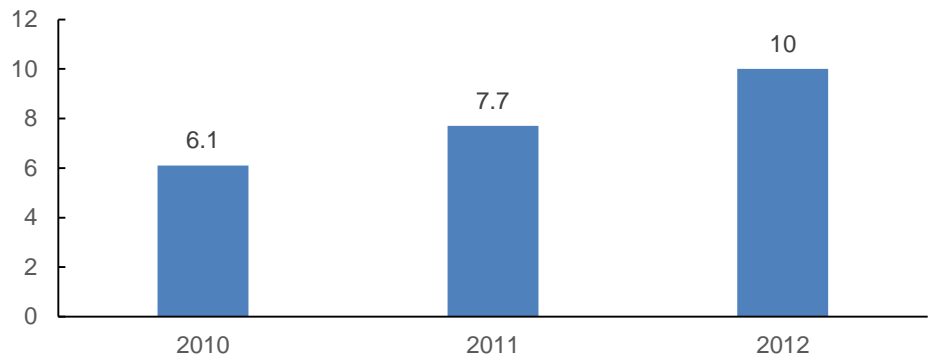
#### (一) 行业传统：市场规模小，品类较单一

根据赛迪咨询2013年报告显示，从2010到2012年中国图片分销市场规模从6.1亿元增长到10亿元，复合增速达到28%。尽管增速尚可，但是体量还是偏小。传统图片市场主要面向媒体与广告公司，两个行业增速相对缓慢，市场空间也有一定天花板。

根据该报告显示，在2010年前后中国与海外图像市场从结构上存在较大差异：海外图片市场近80%是创意类图片。中国图片市场中编辑类图片占比为47%左右，创意类图片占比42%，从侧面说明，当时国内图片机构对图像需求仍然是以新闻属性为主，而创意类图片市场并未被完全打开。



图 7: 中国传统图片分销市场规模 (亿元)



数据来源: 赛迪研究, 广发证券发展研究中心

## (二) 发展前景: 天花板远未触及

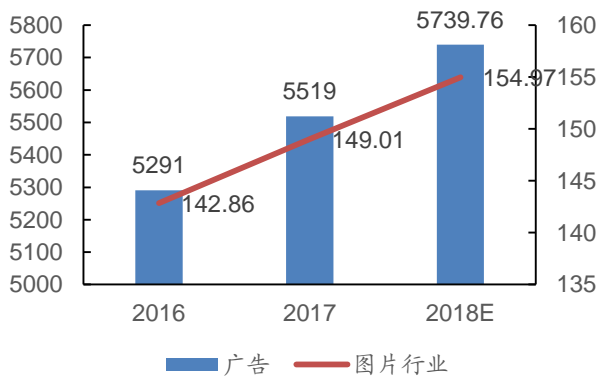
### 1、中国图片市场增速远超海外

依据LEK咨询公司在shutterstock招股书上的预测, 全球图片行业市场规模约为全球广告市场规模的2.7%。2016-2017年全球广告市场总支出分别是5291亿美元、5519亿美元, 同比增长4.3%, 假设未来全球广告市场规模增速维持在4%左右, 那么预计在2018年达到5739.76亿美元。因此, 全球图片行业的规模2016~2018年分别为142.86、149.01、154.97亿美元, 其增速与全球广告市场规模一致。

根据《2017中国版权图片行业观察——互联网世界下的版权图片产业变革和创新》, 2015~2018年中国图片市场的规模分别为161、175、190、207亿元, 同比增长6.6%, 8.6%, 6.42%, 8.92%。

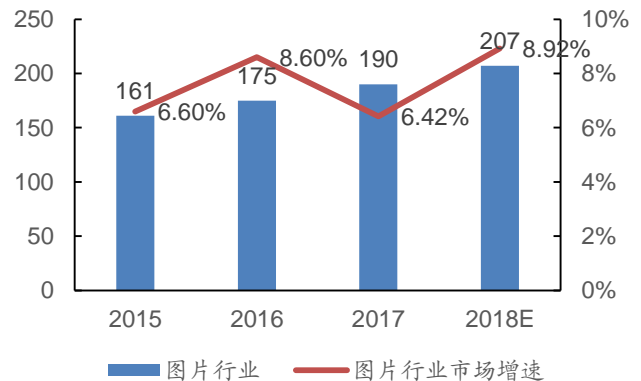
与全球图片市场增速相比, 中国的图片市场规模增速将近全球的2倍, 依旧处于高速增长中。

图 8: 全球市场规模 (假设增长率为4%, 亿美元)



数据来源: LEK 咨询公司, 广发证券发展研究中心

图 9: 中国市场规模 (亿元)



数据来源: 《2017中国版权图片行业观察》, 广发证券发展研究中心

## 2、中国图片市场规模超海外

根据Shutterstock的招股说明书，2011年美国图片市场规模约40亿美元，占广告行业整体规模的2.4%。在图片使用上，由于美国市场创意类图片使用占比高（80%），外加相对严格的版权保护意识，市场更加成熟，因此通常我们将2.4%作为行业市场占比匡算依据。

根据央视网的报道，截至2016年中国广告市场规模为6489亿元，而中国图片市场规模为175亿元，占比为2.6%，占比高于成熟的美国市场。

除此以外与美国相比，中国图片市场不成熟，版权保护意识相对较弱。目前中国市场规模200亿的规模，可以被认为是一种“潜在需求”而非真正正版化的销售。目前，视觉中国是中国图片市场的绝对龙头，其2017年图片业务收入为5.84亿元。假设中国正版图片市场整体收入是视觉中国收入的3~4倍，则中国正版图片创造的收入也仅仅只有17.5~23.4亿元，正版渗透率占市场规模的比重仅为9%~12%，正版渗透率极低。因此市场增长更快、正版渗透率更低的中国市场，仍然有大量盗版图片和未被满足的正版化需求存在。这些都将在未来成为行业增长的空间。

### （三）行业新现象：产业迭代，政策红利

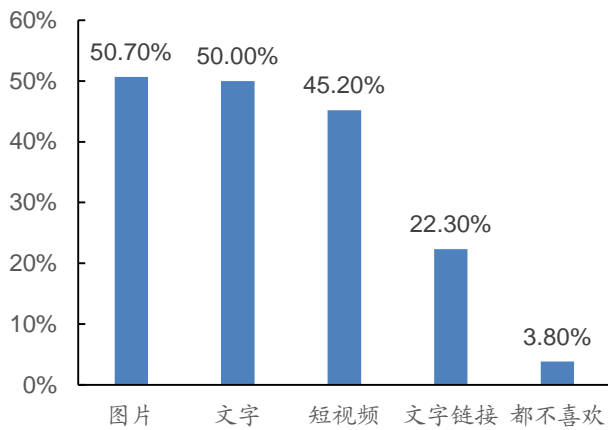
#### 1、移动互联网：从流量到内容

**互联网人口红利消失，行业进入存量竞争阶段，用户时间价值凸显。**截至2018年6月，我国手机网民规模占整体网民的规模高达98.3%，说明我国网民基本上都使用手机上网，手机网民逐步饱和。

与PC时代不同，移动终端使得搜索引擎功能被弱化，超级APP成为占据用户时间最长的应用，例如微博、微信、长视频等。根据《2017中国版权图片行业观察——互联网世界下的版权图片产业变革和创新》，50.70%的微信用户朋友圈内容形式偏好为图片，81.5%微博用户内容偏好形式为图片+文字，手机网民更加偏好图片内容，拉动图片需求。

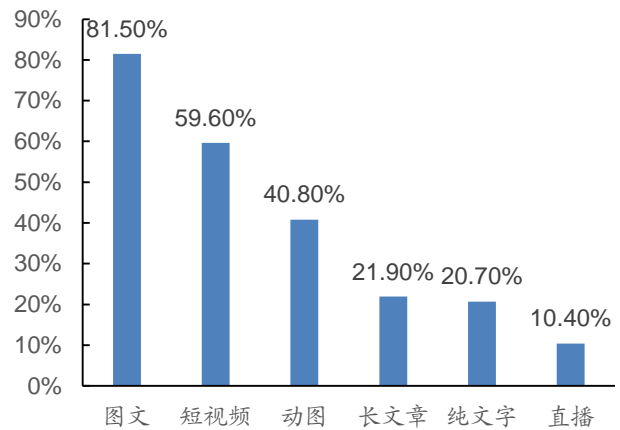
在移动互联网人口红利消失的背景下，各大互联网公司从过去关注用户增长到更加关注用户时长。根据questmobile数据，即时通讯、在线视频、短视频、综合资讯是占据用户时长比例最高的四大类移动互联网应用，2018年第三季度四类应用总计占据移动互联网用户57%的时长。四大类应用的背后承载用户在移动互联网上对社交关系和内容的需求。

图 10: 2017年微信用户朋友圈内容形式偏好



数据来源:《2017 中国版权图片行业观察》, 广发证券发展研究中心

图 11: 2017年微博用户内容形式偏好



数据来源:《2017 中国版权图片行业观察》, 广发证券发展研究中心

## 2、信息流广告市场爆发

根据定义,信息流广告是位于社交媒体用户的好友动态、资讯媒体和视听媒体内容流中的广告。信息流广告形式有图片、图文、视频等。其特点是算法推荐、原生体验,可以通过标签进行定向广告投放,根据广告主的需求选择曝光、落地页或者应用下载等形式。

手机网民占比超过80%时,信息流广告市场出现爆发式增长,14、15年增长率均超过100%,从16年开始增速放缓,但是依旧保持超过50%增长。

图 12: 信息流广告市场规模 (亿元)



数据来源:艾瑞咨询《2017 中国信息流广告用户洞察报告》, 广发证券发展研究中心

信息流市场的爆发也促使互联网公司更加重视内容供给,实现信息流广告变现。腾讯在QQ、QQ空间、QQ浏览器等多个超级流量入口中加入信息流内容。2017年5月上线微信“看一看”功能,将信息流内容引入微信。百度于2016年三季度正式推出信

息流内容产品“百家号”。2017年二季度财报，百度信息流日活跃用户达到1亿，信息流广告收入同比增长200%；2018年6月，百度宣布“百度”APP日活超过1.5亿，其中信息流是驱动增长的重要因素。阿里通过旗下UC浏览器进行资讯内容分发。根据questmobile的2018上半年数据报告，目前手机百度、UC两大浏览器在2018年6月的MAU分别达到4.68亿和2.76亿，均位居移动应用前20名。同时，移动浏览器用户时长占比为4.9%，位于整体行业的第五名，次于即时通讯、在线视频、短视频和综合资讯。对于浏览器厂商来说，要提高用户停留时长，必经之路则是建设优质内容生态，通过内容吸引用户。

### 3、自媒体兴起：从新闻消费到资讯消费

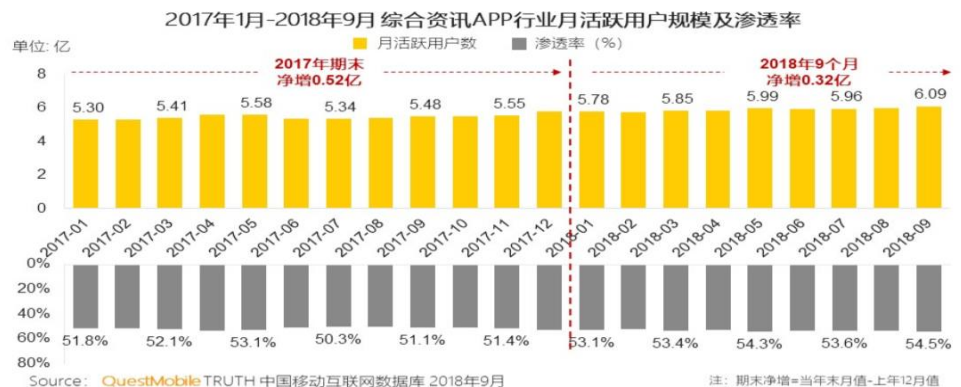
根据今日头条算术中心《2016上半年移动资讯行业细分报告》，2015年3月、2015年9月、2016年3月、2016年9月、2016年12月移动资讯行业的MAU分别为1.76、1.96、2.61、3.91亿，月活跃用户数快速增长。

从Questmobile维度的数据，2017年1月综合资讯APP行业的月活跃用户规模达到5.3亿，渗透率达到51.8%；到2018年9月这一数字增长到6.09亿，渗透率提升3.7个百分点，成为占据用户时长第四大类应用。在移动互联网人口增速下滑阶段，综合资讯行业仍然持续提升，这背后得益于行业边际的扩展。

传统媒体与新闻业，强调新闻“时效性”“重大型”“专业性”等特质，同时强调媒体对新闻资讯的挑选，用户/读者是被动资讯接受者。因此形成具有不同类型、倾向的媒体，例如海外的严肃新闻媒体、娱乐小报等。以今日头条为代表的资讯平台出现，打破原有媒体格局与传播方式，用户从被动接受到主动选择。资讯平台依据用户的兴趣与喜好，向他们进行内容推送。

正是如此，今日头条等各类信息资讯平台诞生了一大批自媒体作者。自媒体内容创作边界不再受到新闻性的局限，而是向更大范围拓展。用户的细分兴趣爱好需求、过去传统新闻媒体生产难以触及领域，都得到满足。根据今日头条发布大数据报告，截至2017年今日头条平台创作者中已经有100万个自媒体。根据艾瑞咨询对自媒体报告，全国自媒体从业者达260万人，共计拥有超2000万个自媒体账号。

图 13：综合咨询APP行业月活跃用户规模及渗透率



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

**自媒体行业对图片的需求量大。**《2017中国版权图片行业观察》从粉丝超过100万的公众号中抽样调查了100家，他们正版图片使用率为100%。由此说明从供给端版权图片是自媒体，尤其已经成头部自媒体的刚需。

**企业客户成为图片库新的增长来源。**过去，政府机构、企业、社会组织通过传统媒体发布信息，进行大型宣传活动时要向广告公司购买创意与图片。现在有了社会化的媒体平台，企业可以通过开设微信公众号、头条号、微博等“企业自媒体”方式，直接在互联网平台上向公众发布信息。2016年微信公众号的运营主体中近70%的企业和组织，他们在使用图片素材属于将图片用作商业行为，因此与自媒体类似都需要采购正版图片。

#### 4、加强知识产权保护，图片正版化加速

图片由于其碎片化的特点，相较于视频、音乐等其他文化版权产品，其保护难度更大。《2017中国版权图片行业观察》报告显示，64%的摄影师经历过图片被盗用，其中49%为博客和社交网站，28%为商业盗用。根据百度图片卫士的抽样检测的500张图片，对这500张图片侵权企业达到800家，侵权线索达到1300家。这些侵权线索主要分布在素材网站、新闻网站、旅行网站等。

2011年颁布的《中华人民共和国著作权法》中，明确“将摄影图片作品纳入版权保护范围”，并规定“合理使用”范围。到2017年有关图片版权保护政策已有4条。2017~2018年图片版权保护加速推进。截至2017年7月北京市海淀区审理图片侵权案件数就达到2879件，同比增长近100%。这说明我国在图片版权保护上司法力度加大，版权人维权意识也在不断加强。

在图片行业之前，视频行业，音乐行业都已经历从盗版向正版演变的阶段。由于版权保护力度的得当，视频、音乐平台依靠向上游获取正版内容，形成用户壁垒，开拓了广告和会员两大领域的货币化能力，为平台带来巨大商业价值。目前，视频网站爱奇艺、音乐流媒体网站腾讯音乐均已完成上市。正版化对产业格局的保护和重塑功不可没。

表 9: 知识产权保护政策概况

年份	政策/事件	事件
2011	《中华人民共和国著作权法》	国家版权局发布《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》
2003	《网络著作权司法解释》	首次规定了网络服务商在技术上的责任，当服务商故意侵犯著作权而使用技术手段上传、传播、提供作品时，要承担民事责任。
2014	《关于在北京、上海、广州设立知识产权法院的决定》	在北京、上海、广州设立知识产权法院，标志着中国知识产权司法保护进入了新阶段。
2017	《版权工作“十三五”规划》	提出加快版权强国建设，为建成中国特色、世界水平的版权强国奠定坚实基础。推进《著作权法》修改，加大版权执法监管力度。
2017	剑网行动 2017	国家版权局、工信部、公安部连续 13 年打击网络盗版侵权。
2018	2018 政府工作报告	强化知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度

数据来源：国家版权局，广发证券发展研究中心



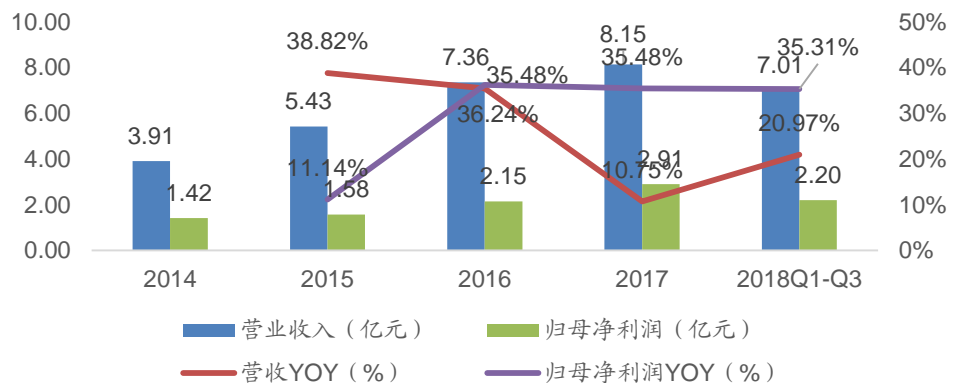
## 四、财务：核心图片业务发展良好，非图片业务轻装上阵

### （一）从整体来看，盈利能力增强，成本控制良好

2014至2018Q1-Q3，公司营业收入增长态势良好，分别实现营收3.91/5.43/7.36/8.15/7.01亿元。**2017年公司整体营业收入增速下降，主要原因是公司业务结构调整，2017年剥离非图片业务艾特凡斯导致。**

2014至2017年公司分别实现归母净利润1.42、1.58、2.15、2.91亿元，同比增长率分别为11.14%、36.24%、35.48%。2018年前三季度公司实现营收7.01亿，同比增长20.97%；实现归母净利润2.20亿，同比增长35.31%；实现归母扣非净利2.17亿，同比增长28.57%。

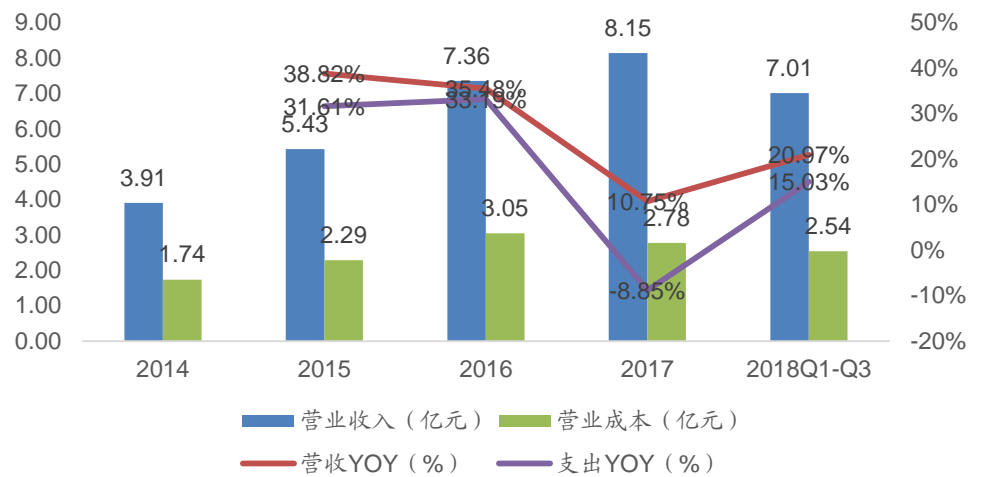
图 14：2014至2018Q1-Q3公司营收及归母净利润情况（亿元，%）



数据来源：视觉中国 2014-2017 年报，2018 三季度报，广发证券发展研究中心

从成本端来看，营业成本增长率与营业收入增速保持同向变化，成本增速略低于公司营业收入增速。公司整体毛利率保持稳定并略有提升。公司毛利率的稳步增长主要有三方面原因：首先，公司对产业链上下游有持续稳定的议价能力。其次，2016年公司完成对Corbis公司资产的收购，Corbis图片销售不再产生分成成本。同时，2017年公司剥离低毛利的艾特凡斯业务，也使得公司整体毛利率上升。

图 15: 2014至2018Q1-Q3公司营收及营业成本情况 (亿元, %)

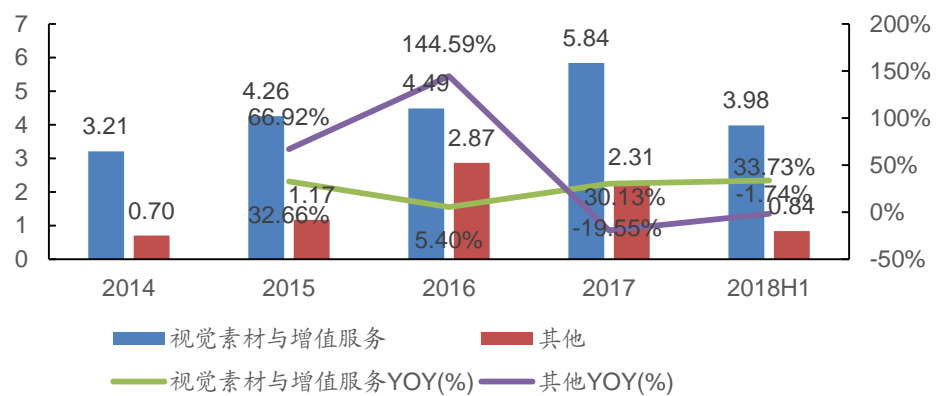


数据来源: 视觉中国 2014-2017 年报, 2018 三季度报, 广发证券发展研究中心

## (二) 分业务: 图片业务依旧强劲, 非图片业务轻装上阵

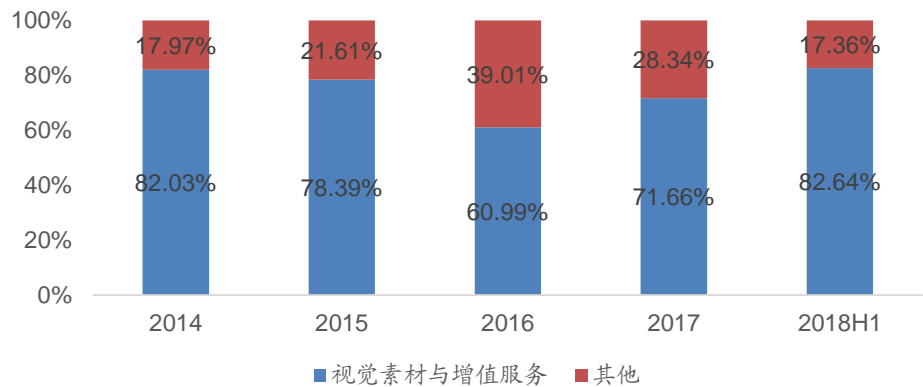
2015至2018H1, 公司图片业务与非图片业务均实现正向增长, 但非图片业务营收增速有一定下滑, 图片业务一直保持较高增速。2018H1公司核心图片营收实现3.98亿元, 实现同比33.73%的高增长。到2018H1, 图片业务已占到整体上市公司83%的比重, 与2016、2017年相比有较大提升。

图 16: 2014年-2018H1公司分业务营收及其增速情况 (亿元, %)



数据来源: 视觉中国 2014-2017 年报, 2018 三季度报, 广发证券发展研究中心

图 17: 2014年-2018H1公司分业务营收占比情况 (%)

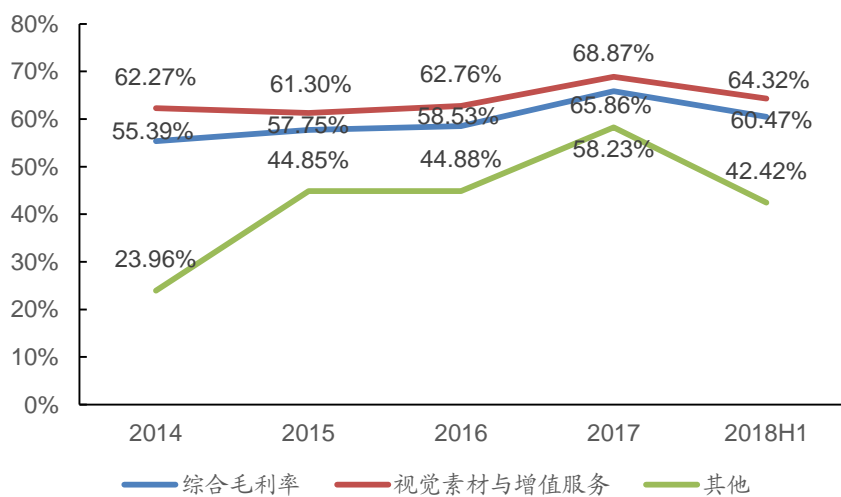


数据来源: 视觉中国 2014-2017 年报, 2018 三季度报, 广发证券发展研究中心

从分业务毛利率情况来看, 视觉素材与增值服务(图片业务), 始终处于毛利率较高位置, 高于公司综合毛利率, 并呈现上升趋势。2014-2017年公司图片业务毛利率由62.27%上升到68.87%; 2018H1图片业务毛利率为64.32%, 较去年同期增长0.33%。

公司非图片业务毛利率波动较大, 2018上半年非图片业务毛利率相较2017年减少15.81个百分点。这主要是由于广告板块的卓越公司经营模式转变导致。2018H1卓越公司毛利率为35.75%, 较去年同期下降30.63%。

图 18: 2014年-2018H1公司分业务毛利率情况 (%)



数据来源: 视觉中国 2014-2017 年报, 2018 三季度报, 广发证券发展研究中心

2017-2018年公司相继剥离数字娱乐业务(艾特凡斯)和软件信息服务(亿讯资产组), 使得公司体内留存的非图片业务布局更加清晰。主要在旅游、教育与广告营销三大子行业中, 并且与核心图片业务的协同性也更大。

从财报来看，视觉中国非图片业务分类处于变化中。2014至2015年均被划入视觉数字娱乐，2017年开始则被划分为软件信息服务、广告创意服务、数字娱乐三个业务。

## 五、盈利预测

截至2018年，视觉中国主营业务包括视觉素材与增值服务、软件信息服务、广告创意服务。其中视觉素材与增值服务（即图片业务）为其核心业务，收入占比最大；软件信息服务由子公司亿迅资产组开展，2018年第四季度该公司从上市公司中完成剥离；广告创意服务主要为子公司上海卓越。我们对这些业务未来增长情况进行预计。

公司核心图片业务同口径下，2016至2018H1年营业收入分别为4.48、5.84和3.98亿元，同比增速分别为30.13%和33.73%。其主要客户为互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业客户。

根据2018半年报显示，2018H1公司四大类客户在图片业务的收入比例分别为11%、29%、19%和41%。我们将其作为2018全年客户收入结构假设。

客户数量增长是驱动公司四大子行业收入增长的重要原因。根据公司2017年年报：截至2017年底，企业客户数较上年新增48.7%，其中年度长期协议客户占比超过43%。整个广告行业面临社会化营销挑战前提下仍然实现广告客户群超过20%业绩增长。2018半年报显示，公司合作客户总数同比增长48%，其中企业客户数实现76%高速增长。

由于正版图片行业快速的发展，我们认为公司的图片业务在2018年仍然可以保持较高的增长速度，假设2018年整体图片业务收入增速为35%，对应营业收入为7.88亿元。则四大类客户互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业客户的营业收入分别为0.87、2.29、1.50、3.23亿元。

考虑到互联网的发展以及企业客户群体的不断扩大，且如前所述，公司披露的客户签约数量增长远高于当期的对应的图片营业收入增长（2018上半年公司总体客户数量同比增长48%，其中企业客户数量实现76%同比增长），这说明公司从客户获取到收入转化存在一定的时间间隔。丰富的客户数量储备，为公司后续收入的持续快速增长提供基石。

考虑到中国较低的正版图片渗透率以及公司的客户开拓能力，我们认为2019和2020年图片业务四大类客户（互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业客户）营业收入仍将保持高增长。分别增速达到为48%/35%、27%/24%、15%/16%、49%/50%，其营业收入分别为1.29/1.74、2.89/3.59、1.71/1.99、4.82/7.23亿元。我们预计2019-2020年视觉素材与增值服务营业收入为10.72、14.55亿元，**对应图片业务营收增速达到36.00%、35.74%。**

表 10: 盈利预测基础假设 (亿元)

收入	2018E	2019E	2020E
一、视觉素材与增值服务	7.88	10.72	14.55
互联网平台	0.87	1.29	1.74
媒体	2.29	2.89	3.59
广告营销与服务	1.50	1.71	1.99
企业客户	3.23	4.82	7.23
二、软件信息服务	1.54	--	--
三、广告创意服务	0.99	1.04	1.14
合计	10.55	11.76	15.69

数据来源: 视觉中国 2018 半年报, 2018 三季报, 广发证券发展研究中心

表 11: 盈利预测基础假设 (%)

收入增速	2018E	2019E	2020E
一、视觉素材与增值服务	35.00%	36.00%	35.74%
互联网平台	--	48%	35%
媒体	--	27%	24%
广告营销与服务	--	15%	16%
企业客户	--	49%	50%
二、软件信息服务	10.00%	--	--
三、广告创意服务	40.00%	5.00%	10.00%
合计	29.52%	11.42%	33.47%

数据来源: 视觉中国 2018 半年报, 2018 三季报, 广发证券发展研究中心



软件信息服务于2017年单独披露。根据2017年报，软件信息服务营业收入为1.40亿元，增速为17.42%。假设2018年该业务收入增速为10%，2018年软件信息服务营业收入为1.54亿元。根据公司公告，2018年第四季度亿讯资产组剥离，因此2019年之后不再开展此项业务。

广告创意服务也于2017年开始单独披露，2017年营业收入共计0.71亿元，同比下滑37.37%。尽管收入下滑较多，但是营业成本同比下降60.48%，因此毛利率上涨21.99个百分点。2018上半年由于卓越公司业务变化，广告业务实现营业收入2236.8万元，同比增长43.76%，但毛利率相应下滑。

考虑到公司对上海卓越的逐步整合以及广告业务与图片业务的协同配合，因此我们预计2018至2020年广告创意服务的营业收入增速为40%、5%、10%，营业收入分别为0.99、1.04、1.14亿元。

综合考虑以上几项主营业务，预计2018-2020年视觉中国营业收入分别为10.41、11.75、15.69亿元，同比增速达到27.8%、12.9%、33.5%。由于亿讯资产组在2019年的完全剥离，整体上市公司从营收层面将受到一定影响（预计营收将损失约1亿元左右）。但我们认为亿讯资产组的剥离对公司核心业务并未存在任何影响。公司核心图片业务营收增速在2019年仍然将达到36.00%，且核心图片业务毛利率保持稳定并稳步向上。

基于以上假设，我们预计公司18-20年归母净利润分别为3.86、5.06、6.70亿元，对应EPS为0.55、0.72、0.96元。1月15日收盘价对应18-20年每股收益的市盈率分别为45.00x、34.32x、25.94x。

由于视觉中国处于视觉素材这一细分子行业，目前A股并无完全对标的可比公司。因此我们在海外选取Shutterstock作为可比公司。

美国微利图片上市公司shutterstock在2016和2017年实现营业收入4.94和5.57亿美元，分别同比增长16.3%和12.7%；利润端，shutterstock历年毛利率基本稳定在60%左右，与视觉中国类似。但净利润端，公司2016-2017年净利润率分别为6.6%和3%，净利润分别为3262.8和1672.7万美元。2017年净利润同比下滑48.7%。

根据Bloomberg数据，shutterstock2018至2020年预计的EPS分别为1.58、1.55、1.62美元，对应PE分别为23.66x、24.15x、23.04x。从shutterstock财务表现来看，微利图片在美国市场呈现出典型成熟市场特征：公司收入增长缓慢，销售费用高企，净利率持续下滑。中国图片市场与美国市场所处阶段截然不同，目前仍处发展早期，行业内正版渗透率低，各公司收入快速增长且国家对图片版权保护日渐严格。另一方面，从竞争格局来看，shutterstock的主要产品是微利图片，属于视觉素材中的一个细分行业。在高端图片市场还有美国Getty公司占据较大的份额。对比来看，视觉中国在国内同时布局高端和微利两个领域，是中国视觉素材行业内绝对龙头。

表 12: Shutterstock估值表

	2018E	2019E	2020E
EPS	1.58	1.55	1.62
PE (倍)	23.66	24.15	23.04

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

视觉中国在国内上市公司中没有严格意义上的可比公司, 考虑到其所处行业成长阶段及其行业地位和发展前景, 我们通过寻找类似细分行业、具备类似商业模式以及市场地位的A股公司, 并通过PEG估值方式对公司合理价值进行评估。

从国内上市公司来看, 我们选取掌阅科技和芒果超媒两家公司作为可比公司。其原因如下: 首先, 三家公司均属于互联网和移动互联网细分子行业; 其次, 三家公司都是以互联网平台为核心, 进行某种版权产品分销。掌阅科技主要分销产品为小说, 芒果超媒旗下的芒果TV主要分销的是视频, 视觉中国则主要是以图片为主的视觉素材。不同的是掌阅科技和芒果TV主要面向C端用户, 视觉中国目前则以B端和小b客户为主; 在竞争格局上, 视觉中国目前是视觉素材行业第一, 与第二名有较大差距。而C端互联网产品竞争更加激烈, 目前在线视频、在线阅读两个细分子行业中三大视频网站(爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆)和阅文集团均是行业竞争重要参与者。

根据wind一致预期, 2019年掌阅科技、芒果超媒市盈率分别为37.5x、27.8x, 对应2019年两家公司的PEG分别为1.65和0.96。考虑可比估值以及视觉中国在图像素材领域的绝对龙头地位、优秀的商业模式、版权资源积累及业绩成长性, 综合考虑我们认为PEG约1.3~1.5是合理的估值倍数区间。我们预计视觉中国2019年净利润为5.06亿元, 同比增长31.1%。我们认为视觉中国对应2019年合理PE估值区间为40x~46x, 即合理价值区间为28.4~33.1元/股, 中位数对应的合理价值为30.8元/股。首次覆盖予以买入评级。

## 六、风险提示

中国市场图片正版化进程缓慢, 盗版仍然占据主导; 视觉中国企业类客户开拓缓慢, 与互联网平台类客户合作放缓; 竞争环境变化, 海内外竞争对手发力。

单位: 百万元					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1,066</b>	<b>808</b>	<b>730</b>	<b>819</b>	<b>1,119</b>
货币资金	468	391	238	266	468
应收及预付	349	359	411	466	539
存货	29	29	33	33	44
其他流动资产	219	29	48	54	69
<b>非流动资产</b>	<b>2,457</b>	<b>3,291</b>	<b>3,675</b>	<b>4,026</b>	<b>4,526</b>
长期股权投资	820	1,074	1,074	1,025	1,025
固定资产	6	6	6	6	6
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	8	20	20	20	20
其他长期资产	1,623	2,192	2,575	2,975	3,475
<b>资产总计</b>	<b>3,524</b>	<b>4,099</b>	<b>4,405</b>	<b>4,845</b>	<b>5,645</b>
<b>流动负债</b>	<b>616</b>	<b>736</b>	<b>769</b>	<b>763</b>	<b>873</b>
短期借款	22	158	30	20	10
应付及预收	267	290	410	403	475
其他流动负债	327	289	329	340	388
<b>非流动负债</b>	<b>574</b>	<b>760</b>	<b>610</b>	<b>518</b>	<b>503</b>
长期借款	236	490	360	273	273
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	339	270	250	245	230
<b>负债合计</b>	<b>1,191</b>	<b>1,496</b>	<b>1,378</b>	<b>1,281</b>	<b>1,376</b>
股本	74	74	74	74	74
资本公积	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
留存收益	620	910	1,297	1,803	2,473
归属母公司股东权益	2,297	2,572	2,971	3,477	4,147
少数股东权益	36	31	56	87	121
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,524</b>	<b>4,099</b>	<b>4,405</b>	<b>4,845</b>	<b>5,645</b>

单位: 百万元					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>735</b>	<b>815</b>	<b>1,041</b>	<b>1,175</b>	<b>1,569</b>
营业成本	305	278	401	398	550
营业税金及附加	5	6	8	9	13
销售费用	69	72	104	118	126
管理费用	106	125	156	94	126
财务费用	23	35	36	33	29
资产减值损失	13	15	19	23	29
公允价值变动收益	1	-1	1	2	0
投资净收益	54	66	75	80	85
<b>营业利润</b>	<b>270</b>	<b>354</b>	<b>393</b>	<b>582</b>	<b>782</b>
营业外收入	8	0	5	5	5
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>276</b>	<b>353</b>	<b>397</b>	<b>586</b>	<b>787</b>
所得税	46	41	46	69	92
<b>净利润</b>	<b>231</b>	<b>313</b>	<b>411</b>	<b>537</b>	<b>705</b>
少数股东损益	16	22	25	31	35
<b>归属母公司净利润</b>	<b>215</b>	<b>291</b>	<b>386</b>	<b>506</b>	<b>670</b>
EBITDA	257	339	371	556	755
EPS (元)	0.31	0.42	0.55	0.72	0.96

单位: 百万元					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>250</b>	<b>431</b>	<b>412</b>	<b>651</b>
净利润	231	313	411	537	705
折旧摊销	6	6	0	0	0
营运资金变动	17	-48	55	-79	-7
其它	-20	-20	-35	-46	-46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-839</b>	<b>-173</b>	<b>-306</b>	<b>-265</b>	<b>-411</b>
资本支出	-2	-15	4	4	4
投资变动	-540	-365	0	49	0
其他	-298	207	-310	-319	-415
<b>筹资活动现金流</b>	<b>419</b>	<b>-139</b>	<b>-278</b>	<b>-118</b>	<b>-39</b>
银行借款	340	157	-258	-97	-10
股权融资	0	12	0	0	0
其他	79	-308	-21	-22	-29
<b>现金净增加额</b>	<b>-186</b>	<b>-62</b>	<b>-153</b>	<b>29</b>	<b>202</b>
期初现金余额	629	446	391	238	266
期末现金余额	446	380	238	266	468

## 主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	35.5%	10.8%	27.8%	12.9%	33.5%
营业利润增长	27.8%	30.8%	11.2%	48.0%	34.5%
归母净利润增长	36.2%	35.5%	32.8%	31.1%	32.3%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	32.8%	32.1%	36.3%	58.5%	65.9%
净利率	31.3%	38.4%	33.7%	44.0%	44.3%
ROE	9.3%	11.3%	13.0%	14.6%	16.2%
ROIC	9.7%	10.1%	10.0%	13.4%	16.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.8%	36.5%	31.3%	26.4%	24.4%
净负债比率	11.0%	20.4%	13.4%	10.2%	8.6%
流动比率	1.73	1.10	0.95	1.07	1.28
速动比率	1.68	1.05	0.85	0.97	1.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.21	0.24	0.25	0.30
应收账款周转率	2.32	2.33	2.81	2.81	3.32
存货周转率	13.43	9.46	12.17	12.17	12.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.31	0.42	0.55	0.72	0.96
每股经营现金流	3.17	3.39	5.83	5.58	8.81
每股净资产	3.28	3.67	4.24	4.96	5.92
<b>估值比率</b>					
P/E	62.21	46.97	45.00	34.32	25.94
P/B	5.81	5.31	5.85	5.00	4.19
EV/EBITDA	51.60	41.50	47.75	31.62	23.02

**广发传媒行业研究小组**

**旷实**：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。  
**杨艾莉**：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。  
**朱可夫**：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

**广发证券—行业投资评级说明**

**买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
**持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
**卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

**广发证券—公司投资评级说明**

**买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
**增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
**持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
**卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

**联系我们**

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。