

海外双雄 Getty 和 Shutterstock 发展历程对中国图片业的启示录

——版权运营系列报告之三图片版权专题研究

行业专题研究

胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

姚轩杰（分析师）

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号：S0280518010001

马笑（联系人）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280117100011

推荐（维持评级）

行业指数走势图



● 全球图片业发展概况——欧美领先，中国增长最快：

全球视觉创意行业在 2011 年的市场规模约为 110 亿美元，到 2016 年达到 135 亿美元，5 年累计增长 22%。其中美国企业占据多数市场份额。值得注意的是，中国视觉素材市场虽然起步比较晚，但是发展迅猛，市场前景广阔，空间巨大，近 5 年来市场规模年均增幅达到 30% 左右。

● 从 Getty 和 Shutterstock 看海外成熟图片库市场的上下半场：

传统图片库业务代表 Getty Image 的商业模式是服务大 B 端客户，特点是客户粘性大、图片售价较高。在互联网发展的初期，龙头公司通过建立在线平台实现了大 B 端客户的快速开拓，但经过 20 多年的开发，大 B 端客户市场已接近饱和，同时受到后起之秀的微利图片市场的冲击导致部分客户流失和涨价空间有限，进而出现了营收规模的增长颓势。

微利图片库业务代表 Shutterstock 在近几年公司营收规模不断提升的情况下，业绩波动较为明显，这反映出微利图片行业虽增长空间大，但竞争激烈投入成本大，规模经济效益尚未体现。微利图片库主要是服务小 B 和 C 端客户，公司付费用户数量的增长近两年来出现了下滑趋势，这也说明公司在提升用户体验、留住客户并吸引新用户仍需不懈努力。

● 高端与微利模式并存，行业龙头走向 B 端和 C 端齐头发展的融合之路：

Getty 占据了传统图片市场大部分重量级的企业客户，在微利图片时代下收购 istockphoto 等微利图片库，加大中小企业和个人客户群体的布局；相反，Shutterstock 上市以来非常重视企业大客户的开发，主要是看重企业大客户相对较高的忠诚度和付费金额。最终两者的业务模式都是既有高端图片库业务，也有微利图片库业务。这其实反映出，图片行业的发展随着技术的革新出现了商业模式的演进，但决定行业发展方向的是用户需求的变化。在可预见的未来，用户对高端图片和微利图片市场需求都存在，不会出现此消彼长的格局，因此相应的代表公司都有继续扩大规模和提升业绩的市场基础。

● 对中国图片行业启示，国内竞争温和处于高成长期有独特业务市场：

总结国外图片行业发展的上下半场的特点，这对尚处于起步阶段的国内图片行业来说具有较大的参考意义。首先，从行业竞争程度来说，国内版权环境较差，竞争相对温和；其次，从行业发展阶段来看，国外进入成熟期，但中国图片业还处在高成长期；再次，从商业模式来看，国内龙头公司集海外模式优势走融合之路，齐头并进发力 B 端和 C 端市场；最后，从业务特点来看，中国具有海外没有的特色业务：互联网媒体裂变催生自媒体图片需求的新蓝海市场。

● 风险提示：国内图片行业正版化进程缓慢，行业竞争导致毛利率下滑。

相关报告

《2000 亿蓝海市场持续高成长，版权运营行业迈向黄金时代》2018-08-01

《相信“小”的力量，解密图片业“独角兽”成长记》2018-05-29

《一图品万物，潮来值千金——图片行业深度报告》2018-03-18

《十八载芳华专注图片市场 缔造图片交易第一平台》2018-02-07

目 录

1、 图片行业发展历程.....	4
1.1、 图片库的由来：“单链条”向“多链条”升级.....	4
1.2、 图片交易的四个阶段.....	4
1.3、 全球图片业发展概况——欧美领先，中国增长最快.....	7
1.4、 全球商业图片市场分类及规模.....	7
1.4.1、 全球商业图片的分类.....	7
1.4.2、 全球商业图片市场规模.....	9
2、 从 Getty 和 Shutter Stock 看欧美图片库市场的上下半场.....	9
2.1、 上半场：Getty Image 靠并购扩张成全球视觉素材龙头.....	9
2.1.1、 1998-2007 年 10 年间持续收购成就行业第一的地位.....	9
2.1.2、 Getty 商业模式：传统图片库业务，服务大 B 客户是核心.....	10
2.1.3、 Getty 收入结构分析：以 B2B 交易为主，大客户多且分散.....	11
2.1.4、 Getty 财务分析：收入持续增长毛利率稳定，净利润呈现波动.....	11
2.1.5、 退市后至今：债务持续高企，营收增长停滞.....	13
2.2、 下半场：Shutter Stock 引领微利图片模式的进化历程.....	14
2.2.1、 Shutterstock 的产品结构.....	14
2.2.2、 商业模式：微利图片库领军者，服务小 B 和 C 端客户.....	15
2.2.3、 并购策略：拓宽“内容+技术”的护城河.....	17
2.2.4、 财务分析：营收高增长到增速下滑.....	18
2.2.5、 财务分析：毛利率稳定费用率上升，致净利润波动明显.....	19
2.2.6、 推 API 战略覆盖更多应用场景，以期扭转付费客户增速下行趋势.....	21
2.2.7、 下半场总结：微利模式规模经济尚未体现，小 B 和 C 端付费用户提升仍需努力.....	22
3、 中国图片行业发展前景的思考与启示.....	22
3.1、 行业竞争程度：国内版权环境较差，竞争相对温和.....	23
3.2、 发展阶段：国外进入成熟期，但中国图片业还处在高成长期.....	25
3.3、 商业模式：集海外模式优势走融合之路，齐头并进发力 B 端和 C 端市场.....	26
3.4、 中国特色：互联网媒体裂变催生自媒体图片需求的新蓝海.....	29
4、 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 图片行业产业链变化.....	4
图 2： 图片交易的四个阶段.....	5
图 3： 互联网图片库的优点和代表公司.....	6
图 4： 微利图片的特点及代表公司.....	6
图 5： 全球视觉素材行业规模增长.....	7
图 6： 商业图像市场分类.....	8
图 7： Getty Image 历史收购扩张情况.....	10
图 8： Getty Image 上下游资源.....	10
图 9： 1997-2007 年 Getty Images 营收增长情况.....	12
图 10： 2003-2007 年 Getty Images 净利润及增速情况.....	12
图 11： 1998-2007 年 Getty Image 毛利率及净利率状况.....	12
图 12： 2013-2017 年 Getty Image 营收规模(TTM)及 Debt-EBITDA 比率.....	13
图 13： Shutter Stock 公司发展历程.....	14
图 14： Shutter Stock 产品结构.....	15

图 15: Shutterstock 商业模式.....	15
图 16: 2012-2017 年 Shutterstock 供稿人数量及增速.....	16
图 17: 2012-2017 年 Shutterstock 内容库数量.....	16
图 18: 2013-2017 年 Shutterstock 客户结构拆分.....	17
图 19: 2013-2017 年 Shutter Stock 营业收入及增速.....	18
图 20: 2013-2017 年 Shutter Stock 收入地区拆分.....	18
图 21: 2012-2017 年 Shutter Stock 单次下载收入及增速.....	19
图 22: 2012-2017 年 Shutter Stock 总下载次数及增速.....	19
图 23: 2013-2017 年 Shutter Stock 付费用户数量及增速.....	19
图 24: 2013-2017 年 Shutter Stock 净利润及增速.....	20
图 25: 2012-2017 年 Shutter Stock 研发费用规模及占比.....	20
图 26: 2013-2017 年 Shutter Stock 各费用率及利润率.....	20
图 27: 中国图片市场增长空间巨大.....	26
图 28: 视觉中国商业模式概览.....	27
图 29: 2015-2018H1 视觉中国、全景网络营收及增长率.....	27
图 30: 2015-2018H1 视觉中国、全景网络净利润及增长率.....	28
图 31: 2015-2018H1 视觉中国毛利率及净利率.....	28
图 32: 2015-2018H1 视觉中国费用率.....	28
图 33: 2015-2018H1 全景网络毛利率及净利率.....	28
图 34: 2015-2018H1 全景网络费用率.....	28
表 1: 商业库存图像市场的三类细分市场.....	8
表 2: 全球商业图像市场规模预测 (亿美元).....	9
表 3: Shutterstock 与机构签订内容分销协议情况.....	16
表 4: Shutterstock 近年并购事件.....	18
表 5: Shutter Stock 与各大互联网平台 API 合作要点总结.....	21
表 6: 国内图片库市场格局.....	24
表 7: 各主要竞争对手图片资源的对比.....	24
表 8: 全球主要地区视觉素材行业特点.....	25
表 9: 自媒体市场规模敏感性分析.....	29
表 10: 视觉中国与 BAT 等互联网平台合作协议的要点总结.....	30

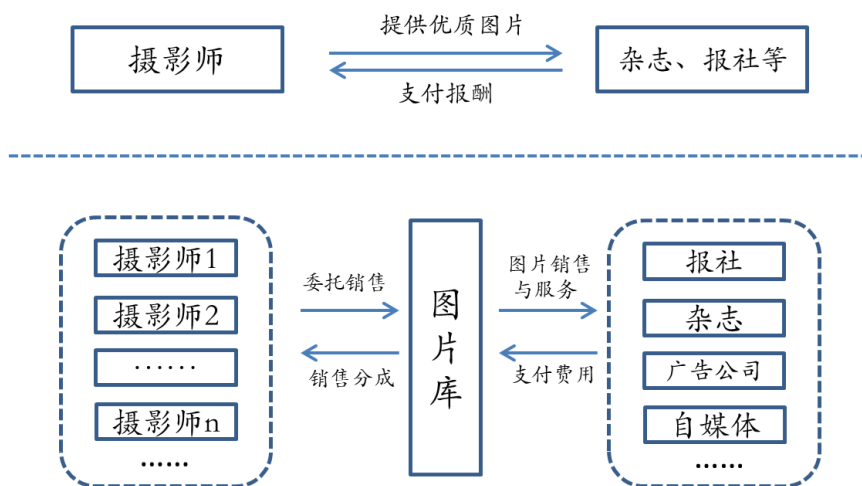
1、图片行业发展历程

1.1、图片库的由来：“单链条”向“多链条”升级

图片库的雏形可以追溯到 19 世纪 60 年代。一个叫米修斯·布雷迪的照相馆老板雇佣了很多名摄影师，并对他们进行了分组，派遣他们到战场去拍摄南北战争的场景，再把拍到的照片送到报社发表，照片的署名权归布雷迪所有。同时，也有越来越多的人采用相同的方式投资，让摄影师去世界各地拍摄各类题材的照片，把拍得的照片卖给出版社用来印刷画册和教科书。

早期的图片库出现于 20 世纪初期，创始人通常是摄影师自己，目的是服务报纸和杂志的印刷需要，在产业链模式上看，内容生产方与需求方直接对接，为单链条模式。市场对图片需求的扩大催生了真正的图片库，图片库连接图片生产方与需求方，从产业链模式上看为多链条模式。

图1： 图片行业产业链变化

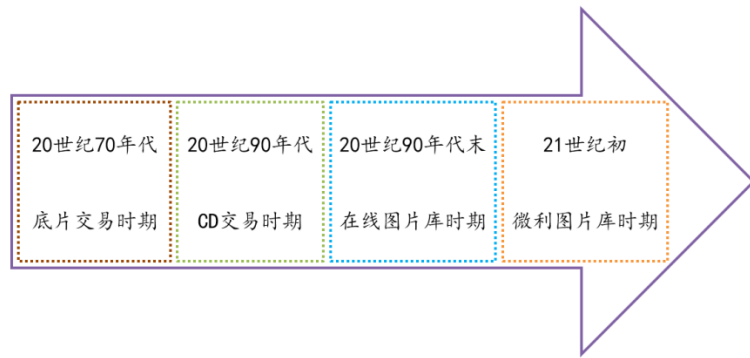


资料来源：新时代证券研究所

大部分摄影师忙于拍摄影像，无暇去从事经营活动。而随着积累的图片越来越多，除了少量能用于参加摄影比赛和被媒体选用外，大部分的图片没有发挥作用。同时，媒体一方面不可能大量雇佣摄影师来满足其全部的需要，另一方面，对于图片的需求量却越来越大，需求本身也越来越多样，需要对接的图片生产方也越来越多。因此，图片库的出现，使得图片生产方只需将自己大量图片交给图片库来经营，而图片使用者无需雇佣大量摄影师，只需到图片库挑选合适的图片就可以了。

1.2、图片交易的四个阶段

数字化技术、网络技术和影像技术的发展推动图片产业经过三次大的飞跃，从最初的底片交易时期、CD 交易时期，进入到在线图片库时期，再到如今衍生出贴合于细分市场需求的微利图片库时期，走过了上百年的历程。

图2： 图片交易的四个阶段

资料来源：全景网络公告、新时代证券研究所

（1）底片交易阶段

在欧美国家，图片库业务从20世纪70年代已经开始发展起来，那时的图片库一般是由签约摄影师提供照片的底片，然后图片库制作部分图册，邮寄给需要用图的客户。当用户选定合适的图片，图片库会把相关的照片底片邮寄给用户，用户付费使用后，邮寄回来。这种方式的缺点是：底片数量越大，越难以检索。来回邮寄对底片的损耗比较严重，甚至有丢失的情况。最大的缺点是时间周期比较长。

（2）数字化 CD 光盘阶段

随着数字技术和电脑行业的发展，在20世纪90年代出现了新的一种销售方式。图片库把底片通过扫描变成数字格式，然后分类刻录成CD光盘。图片用户需要用图的时候，只要根据需要的分类，购买光盘即可。这种方式大大的提高了图片库的运作效率，珍贵的底片也得到了有效的保护。但这样的方式也存在着缺陷：从光盘制作到运输还是周期较长，而且客户也许为了其中几张图，而要购买一张图片CD光盘。

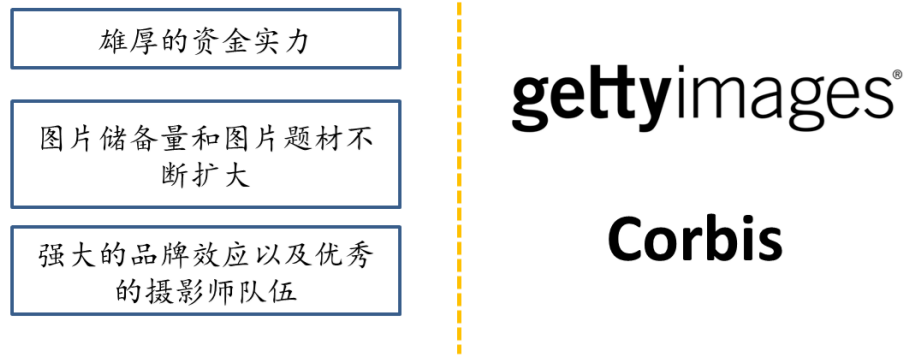
（3）互联网图片库阶段

20世纪90年代末，随着互联网技术的兴起，视觉素材行业从最初的底片、CD交易形式发展到基于网络电子商务平台的在线图片库时代，视觉素材行业完成了商业模式第一次大的转变。

在线图片库公司建立了基于互联网的商业图片库，把底片数字化后，加上检索系统和数据库，展示在互联网上。基于互联网的图片电子商务平台，使得图片的销售从此没有了地域的限制，图片用户可在网站上搜索图片，选择好合适的图片后，可即时下载使用。在线图片库作为图像版权分销商，主要以RM（Rights Managed）和RF等形式交易图像版权的使用权，客户在租赁图像后，拥有在授权特定的时间和地域内使用图像的权利，图像公司根据客户的使用情况收取费用。

这个时期兴起的图片电子商务公司，如Getty Images和Corbis，二者仅在几年的时间，就超越了不少传统的图片库。Getty Images凭借其雄厚的资金实力，完成了多次成功的并购，扩充了自身的图片储备量和图片题材，时至今日，以其强大的内容资源库、优秀的摄影师队伍和庞大的全球客户网络，依然是商业图片库领域的领头羊。

图3: 互联网图片库的优点和代表公司



资料来源: 视觉中国公告、新时代证券研究所

(4) 微利图片库阶段

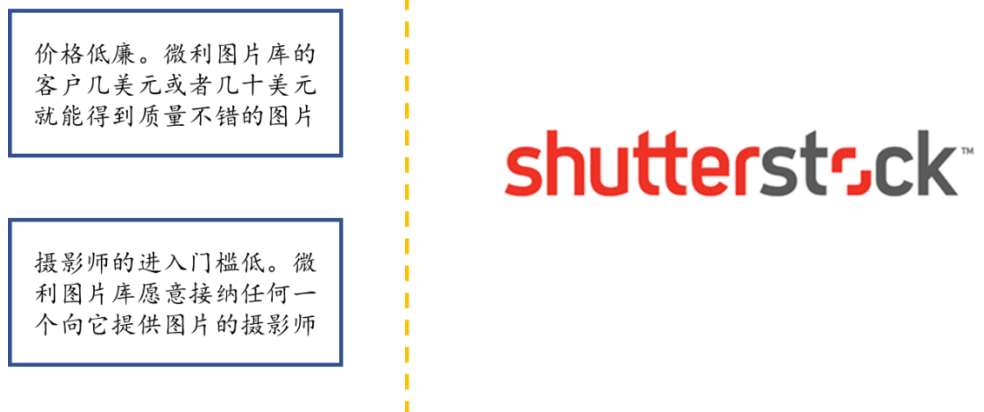
2005年后, Web2.0及摄影器材的发展促使了互联网图片行业新一轮整合, 微利图片库模式逐渐兴起。微利图片库是从 Micropayment Stock 翻译过来的。美国人切尔佐夫在2005年与人合作在美国成立了 Fotolia 公司, 这是一家新型的图片机构, 它诞生于 Web2.0 时代。

之后, 此类公司如雨后春笋般在全美和欧洲兴起, 它们分割 Getty Images 和 Corbis 等图片巨头的市场份额, 对他们产生了不小的冲击。最具代表的公司是 Shutter Stock, 它成立于2003年, 总部位于美国纽约。2012年10月登陆纽交所上市。Shutter 已经成为全球最大的微利图片库公司。

微利图片库最主要的特点是: 价格更加低廉, 而且摄影师的进入门槛降低了。比如, 传统的图片公司提供著名图片的独家版权(即 RM 版权), 价格从每张数百美元到上万美元不等; 而微利图片库的客户却可以以几美元或者几十美元, 就能得到质量不错的图片了。

同时, 对于摄影师来讲, 想要加入 Getty Images 和 Corbis 等图片巨头是有较为严格的要求的。而微利图片库为了大量扩充自己的图片, 愿意接纳任何一个向它提供图片的摄影师。

图4: 微利图片的特点及代表公司



资料来源: 视觉中国公告、新时代证券研究所

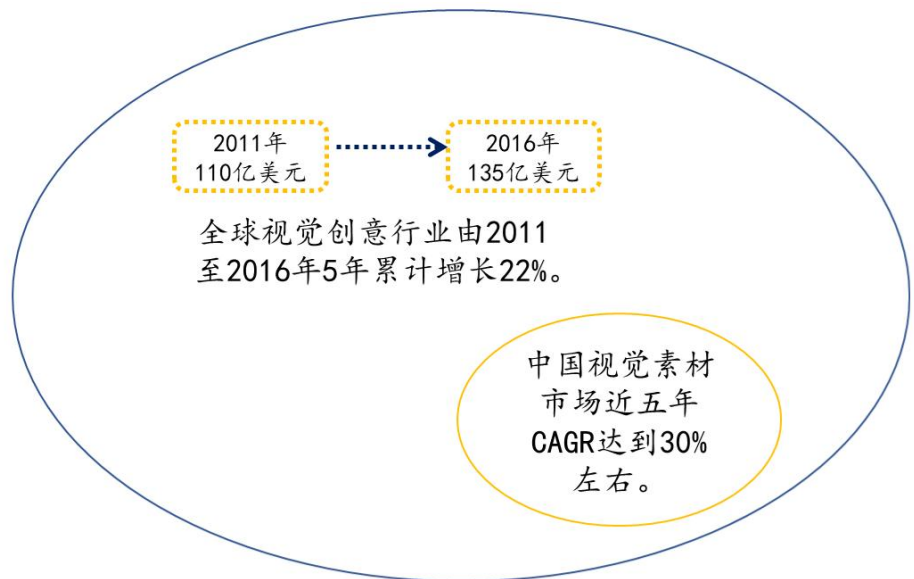
1.3、全球图片业发展概况——欧美领先，中国增长最快

随着时代的发展，人们对影像传播的需求不止于图片的单一类型，逐步扩展到图片、视频等多种类型。因此，为了更好的体现行业特征，业界将行业定义确定为视觉素材行业，其内容包括图片和视频两大类。

世界各主要国家和地区视觉素材行业发展各有特色。美国是视觉素材行业头号强国，凭借数字化和互联网技术优势，领导了全球视觉素材行业三次大的跨越发展，是当今视觉素材行业主要商业模式的发源地和规则制定者；欧洲具有丰富的历史文化资源，积累了丰富的图像内容，视觉素材产业早期的内容积累多来自欧洲传统视觉素材库，尤其英国是国际文化创意的标杆国家，视觉素材库及艺术机构协会众多；亚洲地区视觉素材行业起步较晚，规模小，但呈现快速增长态势，日本作为亚太地区创意输出国家，拥有技术领先的摄影器材供应商；中国视觉素材行业起步晚，发展快，在文化产业上升为国家战略产业以及版权保护环境改善的情境下，行业快速发展。

根据美国 L.E.K 公司的一项调查报告表明，全球视觉创意行业在 2011 年的市场规模约为 110 亿美元，到 2016 年达到 135 亿美元，5 年累计增长 22%。其中美国企业占据多数市场份额。值得注意的是，中国视觉素材市场虽然起步比较晚，但是发展迅猛，市场前景广阔，空间巨大，近 5 年来市场规模年均增幅达到 30% 左右。

图5：全球视觉素材行业规模增长



资料来源：L.E.K，新时代证券研究所

1.4、全球商业图片市场分类及规模

1.4.1、全球商业图片的分类

根据 Shutterstock 招股说明书，L.E.K 咨询将全球商业图片市场划分为两部分，包括定制图像市场（custom imagery）和库存图像市场（stock imagery）。定制图像市场，主要是指摄影师专门为客户进行定制拍摄。而库存图像市场则是客户从已有图片中进行挑选和购买。

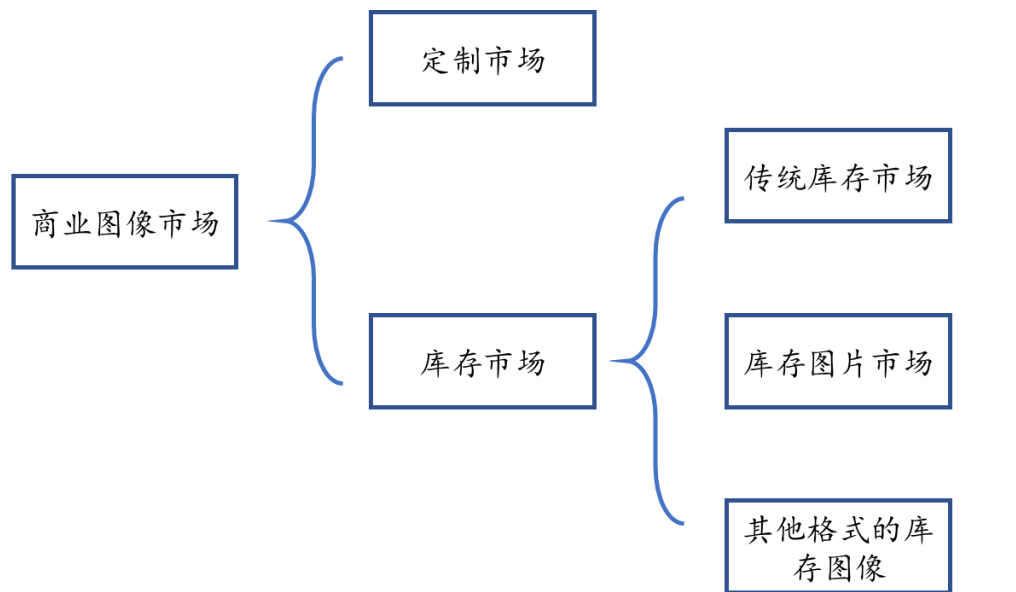
在库存图像市场中存在3类细分市场：传统库存图片市场、库存图片市场和其他库存市场。

传统库存图片市场 (The traditional segment): 个性化需求程度高，上下游对其粘性大，每家机构有自己的签约摄影师和供稿机构，图片价格通过谈判达成，售价较高。一般来讲，图片库公司与专业摄影师或者摄影机构签订独家协议，并与版权人敲定销售分成比例，下游对接广告公司、媒体机构、商业企业等B端客户，满足客户需求获得销售收入。例如 Getty Image 与全球各大摄影机构和摄影师合作，可以在第一时间获得重大新闻相关的珍贵图像资料，在满足下游客户图片需求方面优势明显，其在传统库存市场中的地位牢不可破。

库存图片市场 (stock photography marketplace): 自助式的电子商务市场，买家和卖家来自世界各地，图片授权的服务更便捷、售价更便宜。事实上，微利图片库 (Micropayment Stock) 从事的业务主要就是库存图片业务，该业务的特点是参与主体门槛降低，图片质量要求较低，图片价格低廉 (通常只有传统图片库市场的1/10)，但对技术服务和客户在线体验的要求极高。由于上下游高度分散，因此供给和需求也高度多样化，如何快速通过大数据、算法高效形成客户群体画像，通过高效的定价机制快速匹配上下游两端客户是该业务模式发展壮大的关键。

其他形式库存图像市场 (all other forms of stock imagery): 包含其余所有库存视觉素材，包括插图、矢量图、视频、模板和字体等。

图6: 商业图像市场分类



资料来源: Shutterstock 招股说明书, 新时代证券研究所

表1: 商业库存图像市场的三类细分市场

细分市场名称	特点	优点	缺点
传统库存图片市场	个性化程度高; 价格通过谈判而成	分散、独立、个性	交易撮合效率低; 定价高昂
库存图片市场	定价、自助式电子商务市场	价格便宜、使用快捷	不如个性化
其他形式库存图像市场	除图片外的素材: 插图、矢量图、视频、字体等		

资料来源: Shutterstock 招股说明书, 新时代证券研究所

1.4.2、全球商业图片市场规模

根据 L.E.K 于 2012 年对市场的分类和规模预测, 2011-2016 年, 定制图片市场规模将达到 70 亿美元左右, 而传统库存图片市场将维持在 23 亿美元左右。其中, 主流商业图片平台所在的库存图片市场+其他格式库存图像市场总规模将以 15% 至 20% 的增速增长, 规模将超过 35 亿美元。

表2: 全球商业图像市场规模预测 (亿美元)

	定制图片市场	库存图片市场	
		传统库存图片业务	库存图片及其他业务
2011	40	23	
2016	70	23	35
CAGR	11.8%	0%	15%-20%

资料来源: Shutterstock 招股说明书, 新时代证券研究所

2、从 Getty 和 Shutterstock 看欧美图片库市场的上下半场

目前为止, 在美股上市的两家图片行业上市公司, 一家是于 1998 年上市、2008 年退市的 Getty Image, 另一家是 2012 年上市至今的 Shutterstock。这两家公司的发展历程和商业模式, 代表了互联网时代下图片库行业的上下半场。

2.1、上半场: Getty Image 靠并购扩张成全球视觉素材龙头

Getty Images 于 1995 年成立于美国西雅图, 1998 年在纽约证券交易所上市。根据 L.E.K. 对图片行业的分类, 我们认为 Getty Image 的业务主要为传统图片库业务 (traditional stock photography)。Getty Images 是全球最大的图片交易平台公司, 在 2003 年首创并引领了独特的在线授权模式, 曾是唯一在纽交所上市的图片类公司。

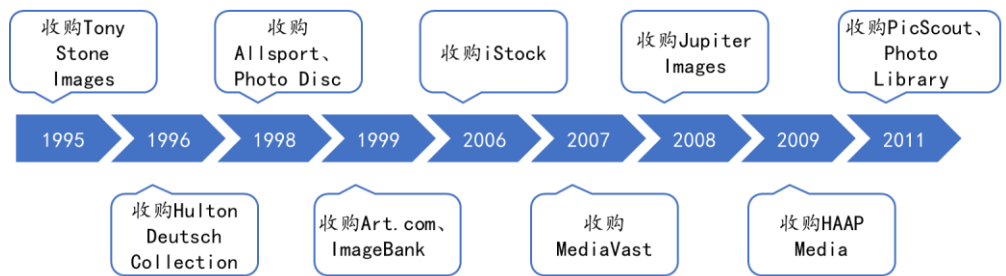
2008 年 2 月 Getty 被私募资本 Hellman & Friedman 以 24 亿美元价格私有化(对应 PE 超过 80 倍), 该出价是当时 Getty 公开市场交易价格溢价的 55%。2012 年 10 月, 凯雷集团又以 33 亿美元向 Hellman & Friedman 收购 Getty (相当于上一次收购后再度溢价 37.5%)。

2018 年 9 月 5 日, Getty Images 的创始人家族宣布将从凯雷集团手中回购控制股权。交易方案为 Getty 家族将以 2.5 亿美元现金加 23.5 亿美元债务融资的方式收购凯雷集团在 Getty Images 中拥有的全部 51% 股权, 交易预计在今年第三季度末完成。这意味着 Getty 目前的估值已经回升到 51 亿美元, 与公司退市前最高峰的 56 亿美元市值已基本相当。

2.1.1、1998-2007 年 10 年间持续收购成就行业第一的地位

Getty Images 成立之初便确定了公司的行业竞争战略: 不断兼并行业中其他公司。在发展过程中, Getty Images 陆续收购了 100 多家图片公司, 使得小型图片代理机构失去了生存空间, 成就了其行业第一的地位。

Getty 1998 年收购首家销售数字格式图片的企业 Photo Disc 和体育领域图片社 Allsprot。2006 年, 为了应对微利图片库兴起对高端图片库的冲击, Getty 收购美国一家微利图片公司 iStock, 进入微利图片领域。2007 年收购摄影集成商 PunchStock, 以及通过收购 MediaVast 获得 Wire Image 的品牌授权。

图7: Getty Image 历史收购扩张情况

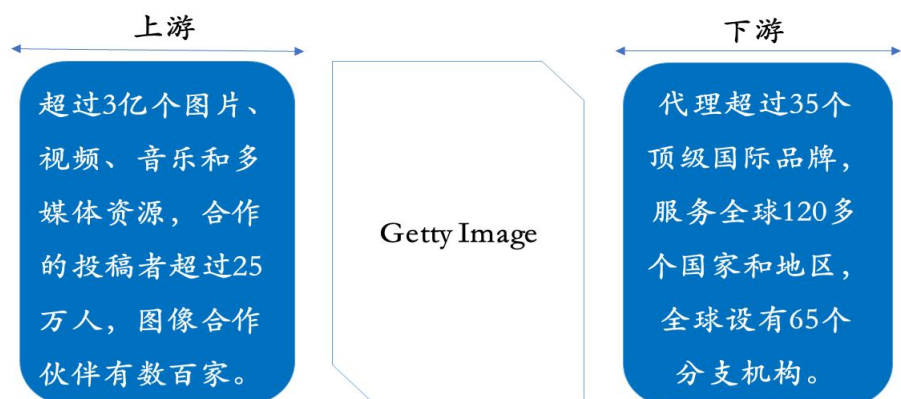
资料来源: Getty Images 官网, 证券研究所

经过一系列持续不断的收购, Getty 成为全球最大的图片库公司。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, 客户可以通过官方网站 www.gettyimages.com 和 www.istock.com 获取这些资源。Getty 可以为世界上几乎所有国家的创意、商业和媒体客户提供服务。公司目前合作的投稿者超过 25 万人, 图像合作伙伴有数百家之多。每年公司提供的资源都能涵盖世界上 16 万个新闻、体育和娱乐活动。

2.1.2、Getty 商业模式: 传统图片库业务, 服务大 B 客户是核心

Getty Images 的商业模式主要以传统图片库业务为主, 收入主要依靠图像授权及销售。

上游端, 公司掌握了大量高质量、稀缺的高端图片资源, 公司与各大摄影机构合作, 在世界级体育赛事及其他重要新闻事件上可以第一时间为客户提供相应的图片, 这是公司最重要的竞争壁垒之一。Getty Images 在图像资源积累、跨国经营、大型机构客户代理等方面拥有强大的竞争优势。Getty Images 在新闻、娱乐、体育图像方面实力极强; 丰富的国际经营手段, 在全球 120 多个国家开展图像产品和服务销售的供应商; 与国际重大活动的官方图像社合作, 保证图像资源供应的受关注程度高与独家代理渠道, Getty Images 公司是国际奥委会官方图像社、2008 年北京奥组委官方图像社、2010 年、2014 年 FIFA 世界杯官方图像社。

图8: Getty Image 上下游资源

资料来源: Getty Images 官网, 新时代证券研究所整理

下游端，公司主要服务大 B 端客户，对接了全球范围内多个国家的大型机构客户，主要包括创意工作客户（包括奥美、电通、JWT、李奥贝纳等国际性广告公司）、编辑出版社和其他商业客户，代理超过 35 个顶级国际品牌。公司服务全球 120 多个国家和地区，全球设有 65 个分支机构。

2.1.3、Getty 收入结构分析：以 B2B 交易为主，大客户多且分散

Getty Images 的营业收入主要由四部分组成。

第一，大量的小规模零售交易。Getty Images 的客户比较分散，没有任何客户个体或集团占到公司销售收入的 10% 以上。这些零售交易包括向客户出售单张图片、视频文件或电影剪辑文件的使用权以及向客户出售包含有 100 至 300 个图像文件的 CD-ROMs 产品的交易。根据 2005 年财报，此类收入占据了 Getty Images 收入的 3/4 以上。

第二，Getty Images 网站提供的注册会员服务。会员缴纳的会费，占到 Getty Images 总收入的 10% 左右。

第三，向其他网站发放许可证。在业务尚未到达的地区，Getty Images 通常会寻找一些销售代表。销售代表通常可以在许可证所带来的收入中留下 35-40%，而 Getty Images 获得其余 60-65%。但因为 Getty Images 仍倾向于尽量由自己直接对客户销售的方式，所以这一部分占总收入的比重并不高，2005 年约为 6%。

第四，与图像资料交易相关的附加服务。比如电子资料刻盘送货、艺术品实物的装裱和运送等。这一部分所占比重很小，约为 3%。

公司是行业内率先引入互联网技术，公司重视图片搜索网站建设，持续优化用户体验。公司互联网服务主要侧重在用户的搜索体验，以确保用户高效地在公司图片库中搜索到目标图片，进而促进图片交易的完成。

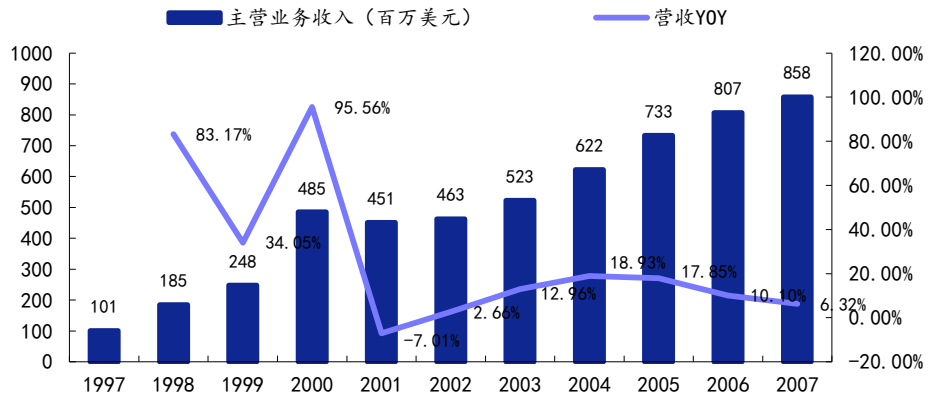
总的来说，Getty 的主要业务是传统图片业务，交易模式以 B2B 为主，服务的客户主要为大型机构客户，销售模式主要为传统的地推模式。公司业务遍及全球各地，也因此推出了不同语言的图片搜索服务和在各地建立分支机构，以更好地服务不同地区的客户。

2.1.4、Getty 财务分析：收入持续增长毛利率稳定，净利润呈现波动

根据 1998-2007 年 Getty Image 在纽约交易所上市时期公开披露的公告数据，由下图可以看到，Getty 在上市后两年营业收入实现了大幅度增长，2000 年营收突破 4.8 亿美元，2000-2002 年公司业务增长受到互联网泡沫破灭的冲击，营收规模基本持平，之后在 2003 年开始连续 5 年以高于 10% 的中高速实现增长。

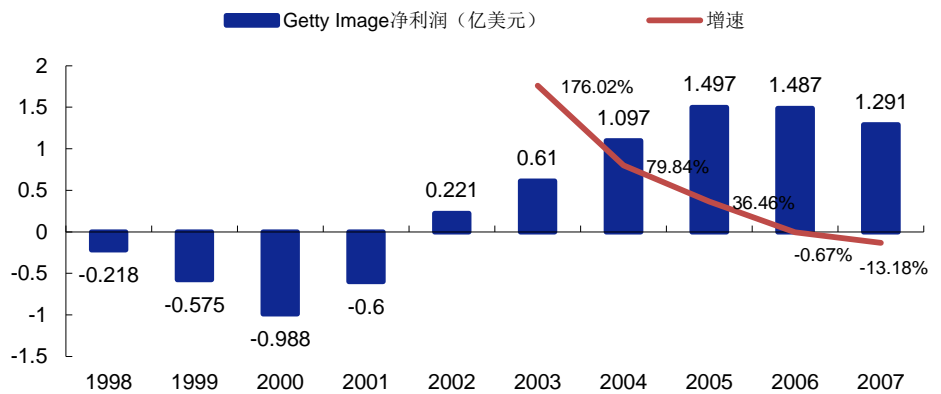
在公司并购历程中，曾经出现过重大的失败案例，比如 2000 年第四季度，Getty Image 于 1999 年并购的 Art.com 没有达到销售目标，出现了巨额亏损，导致 2000 年公司亏损规模大幅度加大。2002 年公司开始实现盈利，并增长至 2005 年的接近 1.5 亿美元，公司也在 2005 年达到历史最高市值 56 亿美元，对应 37 倍左右的 PE 水平。

图9: 1997-2007年 Getty Images 营收增长情况



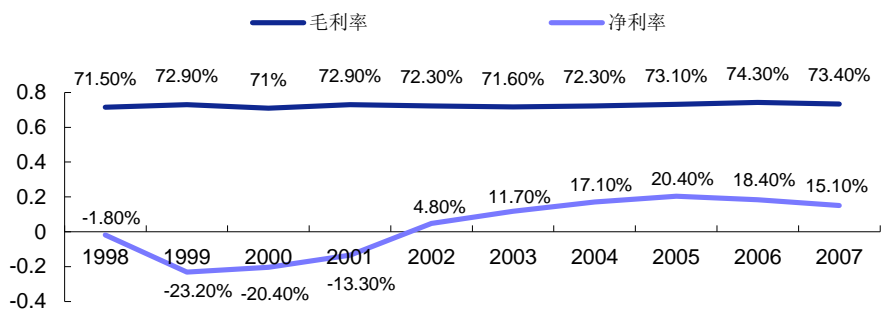
资料来源: Bloomberg, 新时代证券研究所

图10: 2003-2007年 Getty Images 净利润及增速情况



资料来源: Bloomberg, 新时代证券研究所

图11: 1998-2007年 Getty Image 毛利率及净利率状况



资料来源: Bloomberg, 新时代证券研究所

利润率方面, 1998-2007年, 公司的毛利率持续维持在70%以上, 退市前五年一直维持在72%-74%, 由此推算公司与上游供应商的分成大致在7:3, 说明公司对

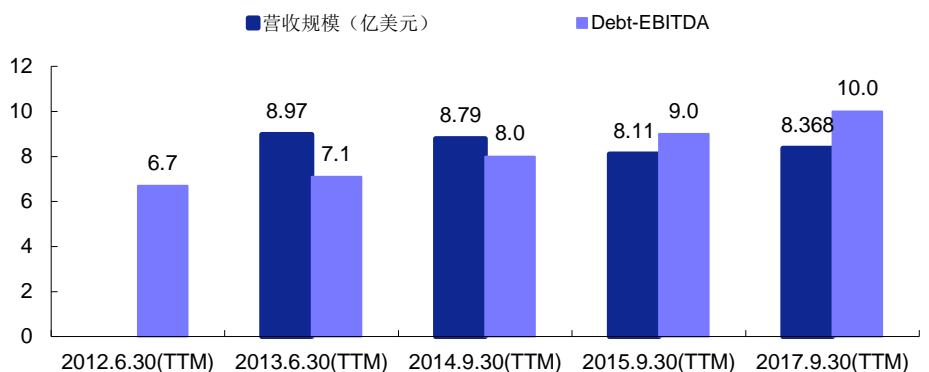
上游供应商始终保持较强的议价能力。净利率在 2002 年随净利润扭亏为盈之后一路攀升，在 2005 年公司净利率达到 20% 以上，在退市前两年有微降的趋势。

2.1.5、退市后至今：债务持续高企，营收增长停滞

Getty 公司自 2008 年退市后的公开信息较少，仅能从一些新闻和评级公司报告侧面了解公司的财务信息和经营状况。

根据评级公司 Moody 在 2013-2017 年发布的债务评级报告数据，Getty Image 公司 2013-2017 年的营收规模维持在 8-9 亿美元区间，近三年来有小幅下跌的趋势。同时，Moody 公司于 2012-2017 年，连续下调公司债务评级，由 B3 连续下调至 B2、B1、Caa1。2012-2017 年，公司的偿债比率（Debt-EBITDA）呈现上升趋势，由 6.7 提升至 10.0。

图 12： 2013-2017 年 Getty Image 营收规模(TTM)及 Debt-EBITDA 比率



资料来源：Moody，新时代证券研究所

可以看到，Getty Image 自退市至今，超过 10 年的时间里营收规模基本持平，这从一定程度上验证了上文提到的 L.E.K 对传统图片库市场规模的判断，也说明公司所处的传统图片库市场激烈的竞争格局、市场接近饱和和限制了公司规模的增长。

而近五年公司的债务问题越来越受到评级公司的关注。一方面，面对激烈的市场竞争，公司自上市以来便一直通过兼并收购扩大市场份额，由此产生较大的资金流出压力，从而不断推高公司的债务水平，同时，随着公司传统业务增长乏力，公司也在加大培育微利图片和其他新业务，业务投入增长但无法短时间内实现盈利，有些新业务甚至最终失败，这些都增加了公司的资金流出。另一方面，近 10 年来由于受到微利图片业务的巨大冲击，公司的客户会出现一定程度的流失，且微利图片价格低廉，使得传统图片库业务难有涨价空间，从而限制了 Getty 这样的传统图片库龙头企业营收规模进一步提升。债务水平提升而业绩收入增速停滞，最终导致了公司偿债指标的持续下行。

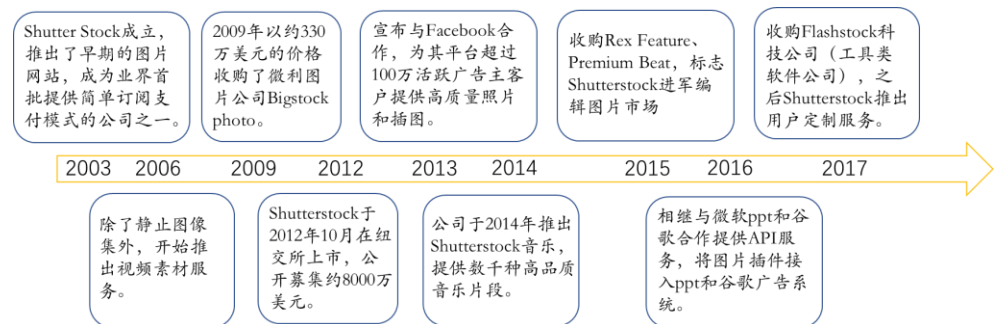
因此，我们认为从事传统图片库业务（custom imagery）的 Getty Image 的发展历程，可以称为图片行业 Web1.0 模式，也是互联网时代图片行业发展上半场的缩影：该业务的商业模式是服务大 B 端客户，特点是客户粘性大、图片售价较高。在互联网发展的初期，龙头公司通过建立在线平台实现了大 B 端客户的快速开拓，但经过 20 多年的开发，大 B 端客户市场已接近饱和，同时受到后起之秀的微利图片市场的冲击导致部分客户流失和涨价空间有限，进而出现了营收规模的增长颓势。

2.2、下半场：Shutter Stock 引领微利图片模式的进化历程

Shutter Stock 成立于 2003 年，推出了早期的图片网站，成为业界首批提供简单订阅支付模式的公司之一。2006 年公司开始提供视频素材。2009 年以约 330 万美元的价格收购了微利图片公司 Bigstockphoto。2012 年 10 月在纽交所上市。经过 15 年的发展，Shutterstock 现已成为以图片为核心，集视频、音乐素材为一体的线上交易平台，以及提供内容编辑工具和个性化服务的创意平台。截止 2017 年末，公司平台上拥有了 1.7 亿张图片、910 万个视频，是全球最大的微利图片库公司。

2013 年宣布与 Facebook 合作，为其平台超过 100 万活跃广告主客户提供高质量照片和插图。2014 年推出 Shutterstock 音乐，提供数千种高品质音乐片段。2015 年公司收购 Rex Feature、Premium Beat，Rex Feature 是欧洲最大的独立摄影新闻机构，标志 Shutterstock 进军编辑图片市场；Premium Beat 是领先的音乐和声音效果提供商。2016 年，与美联社、AM Stock Cameo、欧洲新闻图片社（EPA）签订分销协议，为 Shutterstock 用户提供更多来源的图片和高清视频片段；并相继与微软 ppt 和谷歌合作提供 API 服务，将图片插件接入 ppt 和谷歌广告系统。2017 年 7 月，公司收购 Flashstock 科技公司（工具类软件公司），之后 Shutterstock 推出用户定制服务。

图 13: Shutterstock 公司发展历程

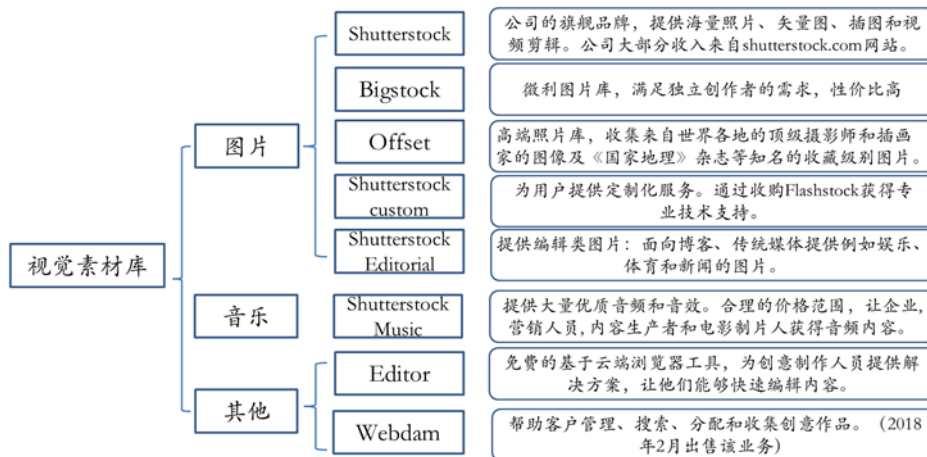


资料来源：Shutter stock 公司公告，新时代证券研究所

2.2.1、Shutterstock 的产品结构

根据 Shutterstock2017 年年报，公司的产品结构可分为：图片产品、音乐产品和其他增值服务。图片产品分为 5 大类：shutterstock.com 网站收录的图片及素材最为全面；Bigstock 则是性价比高的微利图片库；Offset 是高端图片库；Shutterstock Editorial 提供编辑类图片服务；Custom 则是提供图片定制服务。此外，公司还有提供大量优质音频和音效的 Shutterstock Music 和云端编辑器 Editor，Webdam 业务于 2018 年 2 月份剥离。

图14: Shutterstock 产品结构



资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

2.2.2、商业模式: 微利图片库领军者, 服务小 B 和 C 端客户

根据 L.E.K.公司的对库存图片市场业务的分类(传统库存图片业务、库存图片业务、其他格式图片业务), Shutterstock 公司主要从事库存图片业务及其他图片业务, 也就是微利图片业务, 2011-2016 年增速为 15%-20%。

与传统图片库业务相比, Shutterstock 所从事的微利图片业务商业模式最大的不同在于其作为 Web2.0 的产物, 服务的是小 B 端的中小企业和 C 端个人用户。Web1.0 模式下的互联网图片库公司代表 Getty 服务的核心是大 B 端的客户。

图15: Shutterstock 商业模式

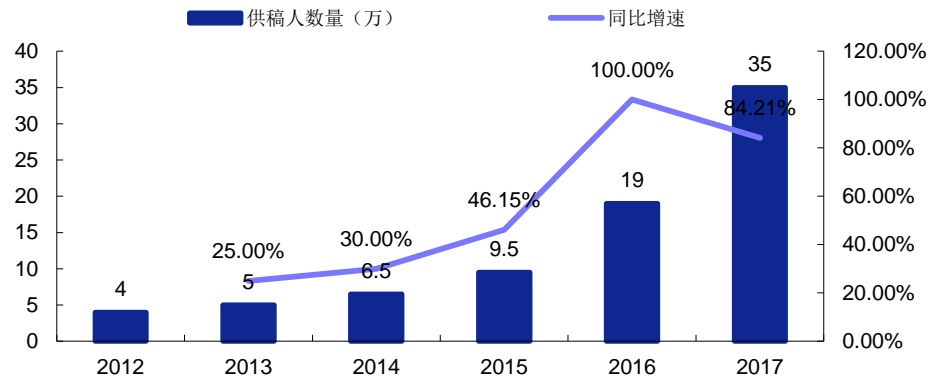


资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

1) 上游: 个体供稿人是主力军, 近年加大机构签约

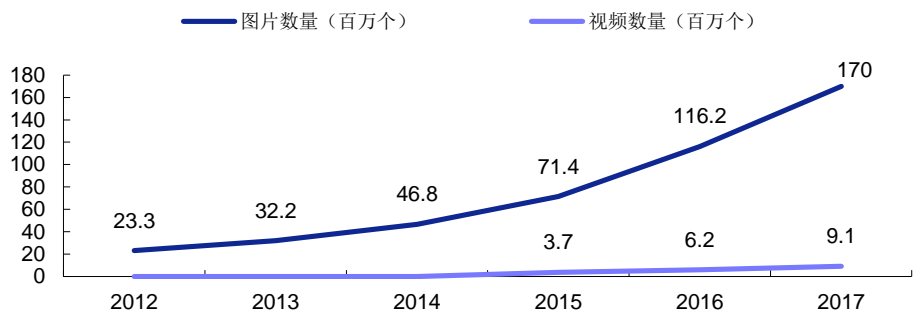
根据 Shutterstock 年报, 公司对个体供稿人指定了非常复杂的分成模式。根据供稿人过去的图片销售表现, 当次图片销售的授权类型, 确定供稿人的分成比例。通常, 个人供稿人的单张图片分成在 0.25 美元到 5.7 美元不等, 最多不超过整个图片售价的 50%。

Shutterstock 多年来持续吸引了大量的个体供稿人入驻, 供稿人数量一直保持高速增长。2012 年公司上市时个人供稿人数量仅为 4 万人, 到 2017 年这一数字已经达到 35 万人, 增长了 7 倍多。

图16: 2012-2017年 Shutterstock 供稿人数量及增速

资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

除了从个体供稿者获取图片外,近年来,公司开始重视与机构供稿人的合作。根据 Shutterstock 年报,从2015年开始,公司与众多机构供稿人签订内容分销协议,且大部分是独家授权。

图17: 2012-2017年 Shutterstock 内容库数量

资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

2016年,公司开始与美联社、欧洲新闻图片社、及 AM Stock- Cameo 合作。2016年公司图片数量同比增长63%,较2015年的增速提升11个百分点。2017年,公司图片数量再次增长46%。公司内容资源库数量从2012的2300万张拓展到2017年1.7亿张,也增长了7倍多。

表3: Shutterstock 与机构签订内容分销协议情况

时间	签约公司	内容	是否独家授权
2015.10	红牛媒体之家	根据授权销售红牛媒体之家的视频	是
2016.3	美联社 (AP)	分销美联社的3000万张图片 and 近200万段视频;以及每日更新的3000多条突发新闻、体育及娱乐图片及视频	是
2016.9	AM Stock-Cameo	提供6万多个高清视频片段	是 (三年独家协议)
2016.10	欧洲新闻图片社	分销其独家全球视觉内容库	否
2017.3	世界冲浪联盟	专业冲浪照片的全球独家经销商	是

资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

2) 下游: C端客户为主,企业客户占比快速提升

根据 Shutterstock 年报,从公司客户结构来看,公司以C端客户为主,其收入

占比基本在 60% 以上。不过近年来企业客户收入的占比呈现逐年上升的趋势。企业客户的收入占比从 2013 年的 13% 上升至 2017 年的 33.4%。

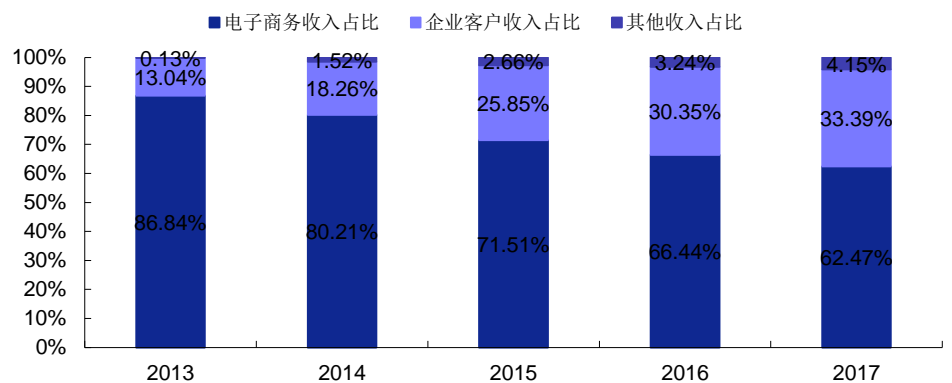
根据 Shutterstock 年报, 对客户的收费模式上, Shutterstock 提供多种收费模式, 包括订阅服务和按需定制。这种模式一方面可以降低图片平均单价, 提高销量; 另一方面, 两种模式下客户都需要提前付款, 从而为公司提供稳定的现金流。

订阅服务 (时间限制): 不论图片大小, 每天最多可下载 25 次, 包含 1 个月、3 个月、6 个月和 365 天等不同期限。客户需要提前支付订阅费用。来自订阅服务的营收占比约 50%。

按需定制: 用户根据图片购买的需求, 获得图片产品包, 如 5 张、25 张、60 张等。下单后, 用户在一年之内可随时下载, 直到规定张数使用完毕。来自此类服务的营收占比约为 40%。

其他: 为了配合客户的多样化需求, Shutterstock 可以根据用户不同需求制定不同付费方案, 包括视频等其他素材, 来自此类服务的营收占比为 10%。

图 18: 2013-2017 年 Shutterstock 客户结构拆分



资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

2.2.3、并购策略: 拓宽“内容+技术”的护城河

尽管微利图片库服务的是小 B 端和 C 端的客户, 但与传统图片库一样, 其作为图片交易平台的本质是相同的, 为获得更多的市场份额, 提高竞争优势, 必须扩充其内容资源数量, 提高技术服务水平。这光靠内生发展是远远不够的。因此, 外延并购也是 Shutterstock 发展过程中非常重要的策略。近年来, Shutterstock 的并购路径基本都是围绕拓宽“内容+技术”的护城河来进行的, 增强与主业协同提高竞争力。

公司近几年并购分为几类:

1) 内容素材类公司并购: 通过收购内容公司, 不断扩充 Shutterstock 的图片、音乐等内容素材存储量。根据 Shutterstock 2015 及 2016 年年报, 收购 Rex Feature, 标志 Shutterstock 进军编辑图片市场; 收购的 Premium Beat 与 The Picture Desk Limited, 则是领先的音乐和声音效果提供商。

2) 工具产品并购: 收购科技公司 Flashstock。根据美通社报道, Flashstock 公司可以通过专有软件创建用户自定义内容。收购 Flashstock 后, Shutterstock 立即推出了用户定制服务。Flashstock 拥有自己的定制内容服务平台, 服务于 500 强企业中的上百个顶级品牌。在被收购后, Flashstock 品牌被整合为 Shutterstock Custom。

3) 2018年2月,中国设计师互动平台站酷宣布完成B+轮融资,融资金额1500万美金。投资方为shutterstock。在2014年,站酷旗下的站酷海洛成为shutterstock在中国的独家图片分销商。2016年shutterstock与站酷签订了5年的独家战略合作协议。

表4: Shutterstock 近年并购事件

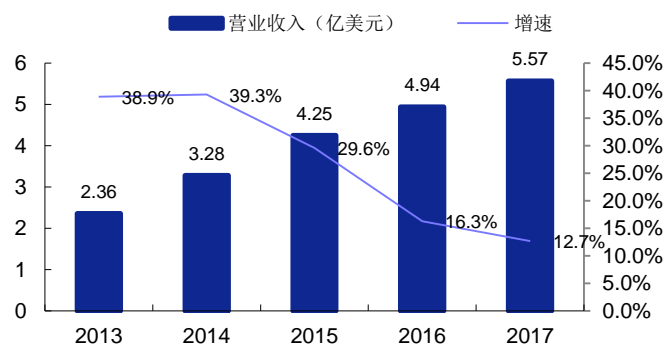
并购标的	时间	收购类型	并购金额	标的简介
Premium Beat	2015.1	内容资源	3540 万美元	独家高品质音乐和声音效果提供商
Rex Features	2015.1	内容资源	3270 万美元	欧洲最大的独立摄影新闻机构
The Picture Desk Limited	2016.9	内容资源	390 万美元	旗下 Art Archive, Kobal Collection 两个图片库共计有 70 万张图片
Flashstock	2017.7	工具平台	5170 万美元	通过专有软件为用户推出定制内容产品

资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

2.2.4、财务分析: 营收高增长到增速下滑

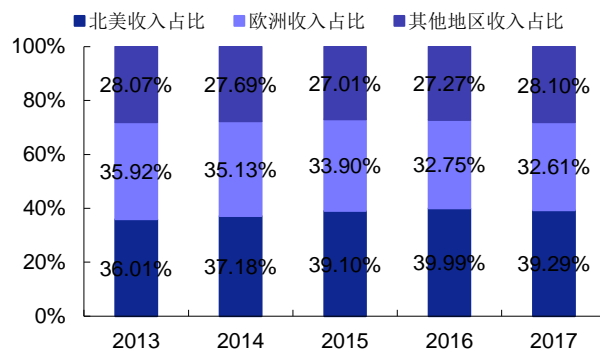
Shutter Stock 自 2012 年上市之后, 营收规模大幅增长。2013-2017 年, 公司的营业收入由 2.36 亿美元增长至 5.57 亿美元, 年复合增速为 23.95%。但近年来增速有所回落, 2017 年营业收入同比去年同期仅增长 12.7%。从收入来源的地区来看, 根据 Shutterstock 年报, 虽然截止到 2017 年 Shutterstock 提供 20 多种语言服务, 覆盖 150 多个国家, 但公司营业收入主要来自于北美与欧洲地区, 这两个地区的收入占比合计达到 62%。

图19: 2013-2017 年 Shutter Stock 营业收入及增速



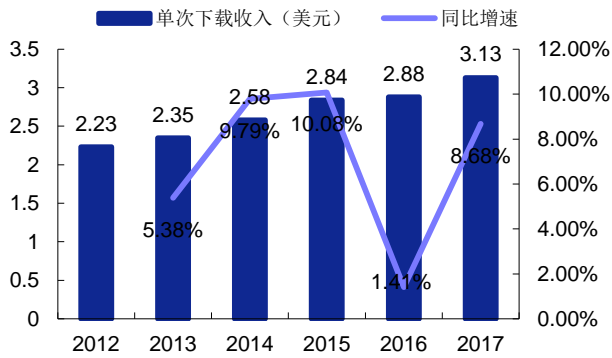
资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

图20: 2013-2017 年 Shutter Stock 收入地区拆分

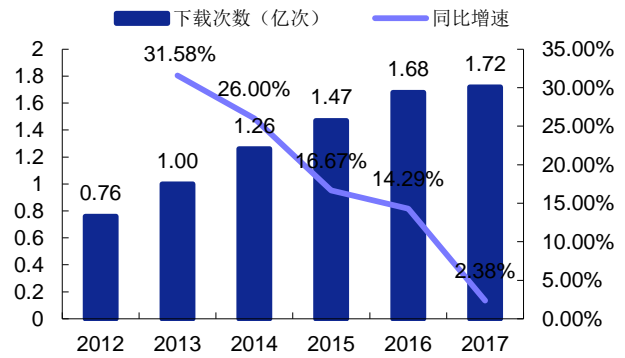


资料来源: Shutterstock 公司公告, 新时代证券研究所

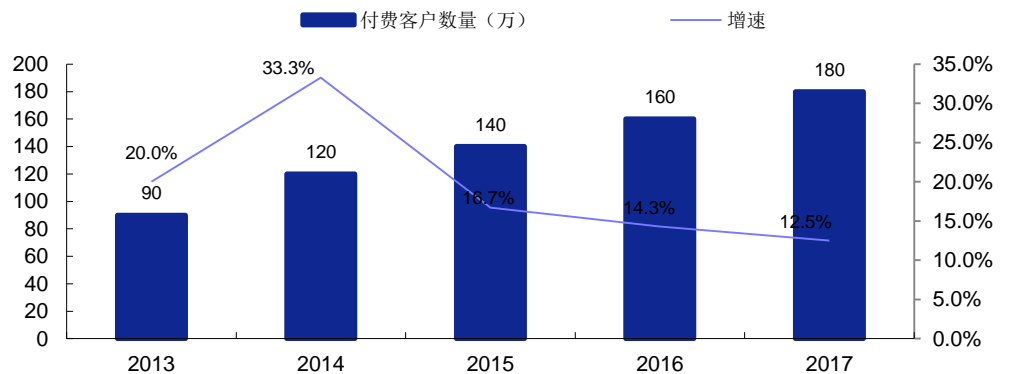
公司营收增长下滑主要与付费用户增长放缓有关。公司营业收入=单次下载收入*付费下载次数。从公司财务数据来看, 付费下载价格基本稳中有升: 从 2012 年上市以来, 公司的单次下载收入从 2.23 元增长至 3.13 元。年均复合增速约为 7%。但下载数量增长处于下滑趋势: 2012 年至今, 公司图片下载总次数的增长速度处于下降通道。2013-2014 年尚能保持 25% 以上的图片总下载增速, 但到 2017 年, 同比增速已下降至 2.38%。下载次数增速下滑的主因就是付费客户数量增速下滑。从 2015 年开始, 公司付费客户数量的增速放缓, 到 2017 年公司付费客户数量较 2016 年同期仅增加 12.5%。

图21: 2012-2017年 Shutter Stock 单次下载收入及增速

资料来源: Shutter Stock 公司公告, 新时代证券研究所

图22: 2012-2017年 Shutter Stock 总下载次数及增速

资料来源: Shutter Stock 公司公告, 新时代证券研究所

图23: 2013-2017年 Shutter Stock 付费用户数量及增速

资料来源: Shutter Stock 公司公告, 新时代证券研究所

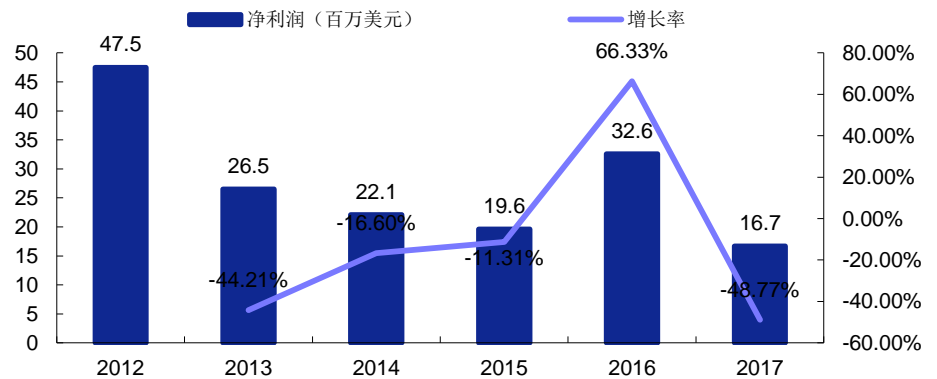
付费客户数量增长放缓, 与欧美微利图片市场的行业竞争加剧有直接关系。随着互联网图片市场向微利图片模式转变, 传统的图片库公司也在积极布局该业务。比如全球图片市场龙头 Getty Image 通过收购微利图片库 iStock 等, 开始在低端库存图片市场拓展业务。此外, 图形图像生产商 Adobe 2015 年 6 月收购微利图库网站 Fotolia 后, Adobe 用户可以通过 Fotolia 购买其图库里超过 3500 万张图片和视频。

2.2.5、财务分析: 毛利率稳定费用率上升, 致净利润波动明显

公司的净利润波动幅度较大, 2013-2017 年公司净利润分别为 26.3、22.1、19.6、32.6、16.7 百万美元, 主要是由于公司业务扩张, 销售费用、管理费用等持续增加。

近年来 Shutter Stock 的销售费用率和管理费用率持续攀升, 2017 年二者之和超过 40%。销售费用、管理费用高企, 并逐年上升, 一方面是由于公司的图片业务面临的行业竞争激烈, 为了提高图片交易的规模, 公司在新客户获取上需要大量线上、线下营销及其他费用投入, 另一方面, 公司从上市以来一直把开拓线下企业客户作为战略发展方向, 对应的公司雇员数量也在大幅度增长。根据公司公告, 2012 年公司员工为 237 人, 而 2017 年公司员工人数已达到 1130 人, 年复合增速超过 30%, 由此引致了各项费用的高增长。

图24: 2013-2017年 Shutter Stock 净利润及增速



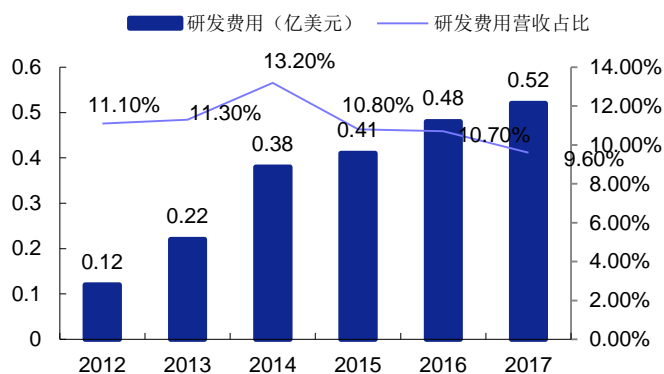
资料来源: Shutter Stock 公司公告, 新时代证券研究所

值得关注的是, 公司费用率高也与公司重视研发有关。Shutter Stock 年报多次强调, 技术对公司业务发展至关重要。公司非常注重采用技术来支持面向公众的网站和后台系统, 其技术研发投入一直比肩互联网龙头公司。根据 2012-2017 年 Shutter Stock 公司年报披露的数据, 公司在上市之后前两年 (2013-2014 年) 的研发费用持续上升, 总体的研发费用营收占比维持在 10% 以上, 2015-2017 年, 该比率分别为 10.8%、10.7%、9.6%。根据彭博提供的数据, 与 Shutterstock 相比, 2017 年在美国的“FANG” (Facebook、亚马逊、Netflix、alphabet) 四家公司的研发费用中, Shutterstock 高于 Netflix 的研发费用占比 (9%)。而 2017 年中国的三大互联网公司, 除百度外, 腾讯与阿里的研发费用占比分别为 7.34%、9.09%, 明显低于 Shutterstock。

毛利率方面, 2013-2017 年公司的毛利率基本稳定, 分别为 61.52%、60.36%、58.95%、58.91%、58.16%, 而净利率水平低至个位数, 2017 年公司净利率仅为 3.00%, 主要是三项费用率波动较大所致。

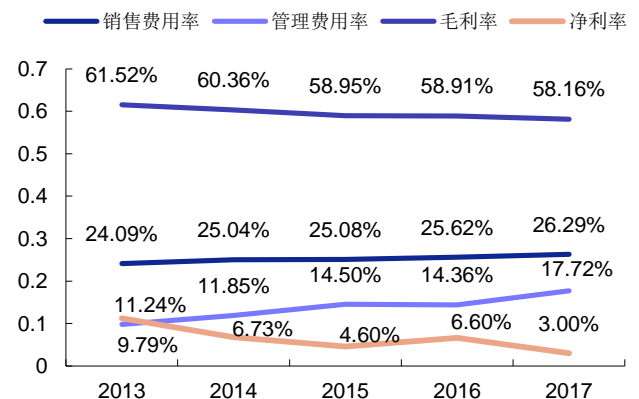
相比 Getty Image, 近五年 Shutter Stock 的营收规模持续较快增长, 说明公司在竞争激烈的市场环境中还能持续提升自身的市场份额, 且增速大幅高于 L.E.K 预测的图片行业整体增速。公司的净利润波动大及各项费用率持续高企, 主要源于公司的战略性扩张, 一旦这种扩张出现规模效应拐点, 我们认为公司未来的净利润水平将大幅提升。

图25: 2012-2017年 Shutter Stock 研发费用规模及占比



资料来源: Shutter Stock 公司公告, 新时代证券研究所

图26: 2013-2017年 Shutter Stock 各费用率及利润率



资料来源: Shutter Stock 公司公告, 新时代证券研究所

2.2.6、推 API 战略覆盖更多应用场景，以期扭转付费客户增速下行趋势

近年来，公司与各大互联网平台合作推出 API 服务，公司以此将图片销售场景进一步扩大，并通过第三方平台触达更多潜在图片使用方。

API 简单来说就是嵌入到各大互联网平台的一个链接，平台用户在需要使用图片的情境下可以通过该链接直接搜索调用公司图片，公司根据各个互联网平台不同的图片使用场景，打包上线不同的 API 服务，这对互联网平台方来说可以进一步丰富用户的内容创作体验，而公司通过与互联网大平台合作，获得了流量入口，以此希望扭转付费用户增长的下滑趋势。

根据 Shutterstock 官网，公司推行的 API 战略，主要包含 4 点优势：1) 丰富的图片内容：图片、视频片段、音乐；2) 最匹配搜索算法：通过人工智能提供相关性最高的搜索结果。3) 弹性的商业模式：根据客户的产品和商业模式，提供弹性的授权模式。4) 专业的支持：公司的 API 小组，为客户提供全范围支持。

2016 年 5 月，shutterstock 宣布插件接入微软 PowerPoint 2013/2016 以及 office365 产品。通过插件接入，shutterstock 可进入用户制作 PPT 流程中。用户在正式下载购买图片之前，可以在 PPT 中选择和预览喜欢的图片。2016 年 7 月，shutterstock 接入谷歌广告系统，包括 AdSense, Adwords 和 Admob 三大展示广告平台。对谷歌而言图片系统的接入，可进一步为企业提供便捷广告模板，轻松创建和优化自动生成的广告。谷歌通过技术将专业图片与广告文案进行匹配，同时评估广告效果。

表5: Shutterstock 与各大互联网平台 API 合作要点总结

公司	时间	具体合作内容
IBM	2018.05	IBM 旗下的 WatsonContentHub 用户可以利用 WatsonAI 技术搜索 Shutterstock 资源库提供的图片、视频。用户还可以使用 Shutterstock 编辑器，制作个性化的图像，工具包括预设、筛选、添加文本与形状，并能一键生成带水印、LOGO 和产品图片。
谷歌	2018.05	推出新的谷歌浏览器扩展程序 ShutterstockReveal，用户在浏览器的网页上选择图像时，可以利用此插件在 Shutterstock 图像库中搜索并使用照片、矢量图或插图。
	2017.09	谷歌幻灯片实现图像编辑和授权功能的整合，用户可以在 Shutterstock 中搜索超过 1.5 亿张图片，并使用 Shutterstock 编辑器对幻灯片进行编辑。
	2017.07	接入谷歌广告平台：谷歌 AdSense, Adwords 和 Admob 等展示广告平台中可以获取 Shutterstock 平台超过 9000 万张图像。
亚马逊	2017.03	向亚马逊新推出的 Posters & Prints 计划提供精选图像集。Posters & Prints 计划使用户可以发现并购买高品质图像作为墙面艺术品，用户可以通过亚马逊对图像进行自助打印。亚马逊网站的 Shutterstock 店面中，用户可以直接获得打印数千张图片。
Adobe	2017.09	推出 AdobeCreativeCloud 插件：Shutterstock 可以实现与 AdobeCreativeCloud 进一步融合。在插件中，用户可以获取 800 万个剪辑的高质量视频片段。
	2016.09	推出 AdobePhotoshop 定制插件，AdobePhotoshop 用户可获取大量高质量照片和插图。简化创作过程，节省用户在线查找和下载图像时间，并在工作流程中提高生产力。
微软	2016.05	向微软 PowerPoint 用户提供其大量专业照片和插图。Shutterstock 的插件可与 PowerPoint2013、PowerPoint2016 和 Office365 兼容。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2.7、下半场总结：微利模式规模经济尚未体现，小 B 和 C 端付费用户提升仍需努力

从 Shutter Stock 发展历程来看，微利图片库作为一个门槛相对较低的细分行业，行业本身就处于高度竞争状态，公司想要持续扩大市场份额就需要不断的研发投入和营销及管理费用，由此导致盈利水平偏低。在近几年公司营收规模不断提升的情况下，公司净利率持续走低，业绩波动较为明显，这反映出微利图片模式的规模经济效益尚未体现出来。

更重要的是，微利图片库的商业模式主要是服务小 B 和 C 端客户，开发小 B 和 C 端付费用户是其市场地位和业绩增长的源动力。但从 Shutter Stock 开发付费用户的进程来看，付费用户数量的增长近两年来出现了下滑趋势。这确与行业竞争加剧有关，但也说明公司在提升用户体验和满足用户需求方面仍然不够，如何留住客户并吸引新用户仍需要不懈努力。

而下载价格的提升与公司大力开发企业客户有关，企业客户的单次付费金额远高于个人客户，从而拉高了公司整体的下载价格。

Shutter Stock 的微利图片业务与 Getty Image 的传统图片业务相比，前者的规模增速、用户基数、交易便捷度远高于后者，但传统图片业务在客户粘性、客单价、复购率等方面都要远好于微利图片业务。通过分析这两家代表企业的发展历程可以看出，随着行业的发展，这两种业务模式的界限已经越来越模糊，两家代表公司都在走融合之路，既发展传统高端图片库业务，也发力微利图片库业务，只是主次有区分而已。

Shutter 在用户开发方面走的路和 Getty 截然相反，但殊途同归。Getty 占据了传统图片市场大部分重量级的企业客户，在微利图片时代下收购 istockphoto 等微利图片库，加大中小企业和个人客户群体的布局；相反，Shutter 上市以来非常重视企业大客户的开发，主要是看重企业大客户相对较高的忠诚度和付费金额。最终两者的业务模式都是既有高端图片库业务，也有微利图片库业务，只是其起家的业务一直占据其营收的重头。

这其实反映出，图片行业的发展随着技术的革新出现了商业模式的演进，但决定行业发展方向的是用户需求的变化。从目前的情况来看，用户对高端图片和微利图片都有需求，只是不同客户群体需求侧重点不一样而已，大企业客户侧重对高端图片的需求，中小企业和个人客户侧重对微利图片的需求。这也能解释，Getty Image 和 Shutter Stock 两家代表公司为何要走融合发展之路，高端图片和微利图片业务都在推进。因为高端图片和微利图片市场需求都存在，并没有谁把谁取代。

事实上，在移动互联网蓬勃发展的今天，个人和小企业通过社交媒体及其他方式营销宣传的需求仍然旺盛，大企业通过原有的传统方式及新媒体方式进行广告营销的需求也在增长。我们认为，在可预见的未来较长一段时间，高端图片和微利图片的需求一直存在，不会出现此消彼长的格局，因此相应的代表公司都有继续扩大规模和提升业绩的市场基础。

3、中国图片行业发展前景的思考与启示

上文通过分析国外图片行业两家最具代表性的公司，在互联网技术兴起的近 20 年的发展历程，总结出国外图片行业发展的上下半场的特点，我们认为这对尚处于起步阶段的国内图片行业来说具有较大的参考意义。

首先，从行业竞争程度来说，国内版权环境较差，竞争相对温和。由于图片行业是一个高度依赖版权保护环境生产的行业，相比国外相对健康的版权保护环境和完善的版权保护制度，国内的版权保护尚处起步阶段，长期的盗版盛行大幅挤兑正版市场的健康发展，由此也导致从事图片业务的企业数量不多，行业竞争相对温和。视觉中国是国内行业龙头，竞争优势非常显著。

其次，从行业发展阶段来看，国外进入成熟期，但中国图片业还处在高成长期。全球视觉创意行业市场规模从 2011 年的 110 亿美元提升到 2016 年的 135 亿美元，5 年累计增长 22%，复合增长率不到 4%。这主要是北美和欧洲市场趋于稳定，增长空间极为有限。但值得重点关注的是，中国视觉素材市场虽然起步比较晚，但发展迅猛，市场前景广阔，近 5 年来市场规模年均增幅达到 30% 左右。2017 年中国正版图片市场规模仅 15 亿左右，按照欧美成熟的图片市场占广告市场规模 2% 来测算，中国正版图片市场有 140 亿规模，随着正版化提速，未来中国图片行业有近 10 倍的成长空间。

再次，从商业模式来看，国内龙头公司集海外模式优势走融合之路，齐头并进发力 B 端和 C 端市场。视觉中国通过研究 Getty Image 和 Shutter Stock 各自的发展历程，并结合中国市场现状，确立了其商业模式不是单纯的效仿 Getty 和 Shutter Stock，而是集合两者的优势，走融合之路。也就是说，视觉中国在发展过程中既重视高端图片库业务也兼顾微利图片库市场，“两条腿走路”。从视觉中国目前的业务收入占比来看，大 B 端客户的占绝大部分，小 B 端和 C 端市场仍在培育期，这与中国图片正版化的进程有关。

最后，从业务特点来看，中国具有海外没有的中国特色业务：互联网媒体裂变催生自媒体图片需求的新蓝海市场。在移动互联网的发展过程中，以微信公众号为代表的自媒体成为中国独有的现象。根据微信发布的《2017 微信数据报告》，微信公众号总量已达到 3000 万个，月活数量已达 350 万个。数以百万的“自媒体”形成新的内容生态，而图片仍是自媒体在创作时的主流素材选择。这是中国图片行业新的商机，据我们测算自媒体市场的规模可以达到 40-50 亿之间。龙头公司视觉中国正在全力开发和培育这块市场。

3.1、行业竞争程度：国内版权环境较差，竞争相对温和

国内的图片行业竞争程度远远没有国外的激烈。Getty Image、Shutter Stock 公司公告的管理层讨论与分析和穆迪对 Getty Image 公司所处行业竞争程度的判断都一致认为图片行业是一个高度竞争的行业，进入门槛不高，市场存在大量的参与主体，包括传统的图片库、图片网站、搜索门户（Google 等）建立的图片库、基于云的数字资产管理提供商、委托摄影机构等。

而国内情况并非如此，图片行业的进入门槛虽然不高，但由于图片行业是一个高度依赖版权保护环境生产的行业，相比国外相对健康的版权保护环境和完善的版权保护制度，国内的版权保护尚处起步阶段，长期的盗版盛行大幅挤兑正版市场的健康发展，由此也导致从事图片业务的企业数量不多，行业竞争相对温和。目前，国内的图片行业参与主体主要有视觉中国、全景网络、东方 IC 等，视觉中国一家占领了 40% 的市场份额。

表6: 国内图片库市场格局

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

特点	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。	中国综合性视觉影像产品和服务提供商。	东方 IC 新闻图像是目前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。
----	--	--------------------	------------------------------------	----------------------------------	----------------

资料来源:全景网络,视觉中国,新时代证券研究所

经过十八年的发展,视觉中国持续整合全球最优质的 PGC 视觉内容资源,精耕细作构筑强大的内容资源护城河。公司目前在编辑类与创意类,图片、视频与音乐,国际与本土,高端与微利等各个方面,拥有全方位的内容竞争优势,在市场上形成了“你无我有,你有我优”的良好竞争态势,能够为客户提供一站式的服务。

表7: 各主要竞争对手图片资源的对比

公司	素材品牌	资源量
视觉中国	华盖创意、汉华易美、东星娱乐、Gettyimage、Cobisimage、500px	和 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
全景网络	Panoramastock	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
东方 IC	图虫创意、美联社、法新社、马格南	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、服务上千家中外媒体及广告客户
高品图像 (原 Cobis 中国)	高品创意	创意图片 800 多万精品图片
台湾达志影像	欧洲新闻通讯社(EPA)代理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。	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
新华社	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	库存照片 1500 余万张,包括 500 余万张珍贵的历史档案图片

资料来源:全景网络,东方 IC,新华社官网,智研咨询,新时代证券研究所整理

由上图可知,视觉中国的竞争优势非常明显。首先,视觉中国的视觉素材资源总量比其他主要竞争对手的总和还要多。其次,视觉中国是图片市场上唯一一个能

做到全品类服务的公司。只要客户来视觉中国这儿，他们的各种图片需求基本都能被满足。而其他的竞争对手都做不到这一点，比如东方 IC 只有编辑类图片；全景网络只有创意类图片；新华社图片库是编辑类图片老大，但缺少创意类图片，对于客户来说，它们都或多或少“缺胳膊少腿”，可依赖程度明显弱于视觉中国。

我们认为，行业的竞争格局未来马太效应会更加明显，强者恒强，龙头公司的市占率还将进一步提高。这样的竞争格局与国外竞争激烈的状况相比已是天壤之别。

3.2、发展阶段：国外进入成熟期，但中国图片业还处在高成长期

根据上文第一步介绍的全球图片行业发展概况中，我们可以看到，欧美市场已经处于成熟期，但以中国为代表的亚洲市场增长迅速，发展处在高速成长期。

美国 L.E.K 公司的调查报告表明，全球视觉创意行业市场规模从 2011 年的 110 亿美元提升到 2016 年的 135 亿美元，5 年累计增长 22%，复合增长率不到 4%。这主要是北美和欧洲市场趋于稳定，增长空间极为有限。但值得重点关注的是，中国视觉素材市场虽然起步比较晚，但发展迅猛，市场前景广阔，近 5 年来市场规模年均增幅达到 30% 左右。

从全球主要地区的视觉素材行业特点可以看到，北美和欧洲地区是视觉素材行业的发源地，拥有业界领军企业，处于全球视觉素材行业的领导地位，但市场已经达到饱和状态，销售收入增长乏力；亚洲地区是超过行业平均销售增长率的新兴市场，拥有持续强有力的内容需求量，是全球图片交易领域增长最强劲的地区，主要表现在中国市场。

表8：全球主要地区视觉素材行业特点

项目	北美	欧洲	亚洲
规模	固有区域，拥有业界领军企业，确立了行业领导地位，占全球 14% 图片内容的供应	核心区域，75% 的全球图片供应，绝大多数图片商业领域的合作双方的集散地	小而新兴的市场，占全球图片供应 6% 的企业安家于亚洲。因为持续强有力的内容需求量，成为平均单个机构拥有图片量最大的区域
商业趋势	持续稳定的图片增长和持续稳定的新图片市场占有率，销售收入增长乏力，市场高度集中，劳动力分工明确，全球领军者企业引领产业的商业趋势	在新图片的初始内容环节，占市场份额最大销售陷入停滞状态，在市场高度渗透化的环境中依然维持传统的商业模式。	全球图片交易领域增长最强劲，但是在原始内容提供方面占有率最低。依靠复制内容，拥有广泛的商业模式，但是附加值低。超过行业平均销售增长率的新兴市场。

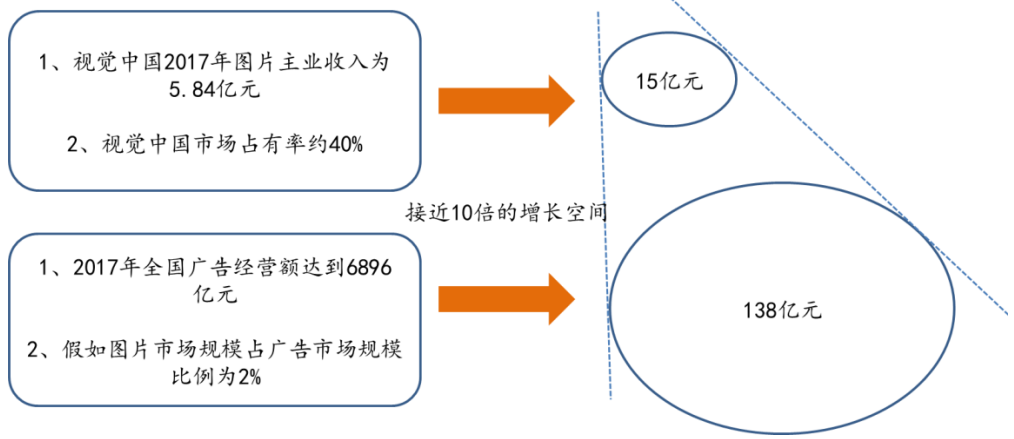
资料来源：视觉中国公告，新时代证券研究所

尽管目前中国正版图片交易市场规模很小，但中国图片市场规模还有 10 倍增长空间，潜力巨大。欧美成熟市场的视觉素材行业市场规模占广告市场规模比例为 2%-3%，L.E.K 的报告显示，2017 年全球视觉素材行业市场规模占广告市场规模比例达到 2.7%。

国家统计局数据显示，2017年全国广告经营额已达到6896亿元，假设未来中国图片市场规模占广告市场规模比例能达到2%，则图片市场空间约138亿元。然而，实际情况是，2017年中国图片市场规模仅15亿左右。正版图片市场规模占广告市场规模的比例仅有0.22%，这恰恰说明中国的图片盗版极其严重。

随着中国对知识产权保护力度的加强，严打盗版支持正版，大众的正版意识将会持续提升，社会正版化生态环境也将不断向好。因此，从正版化空间来看，15亿元与138亿元，从0.2%到2%，中国的图片市场规模还有接近10倍的增长空间，潜力巨大。

图27： 中国图片市场增长空间巨大



资料来源：视觉中国公告，新时代证券研究所

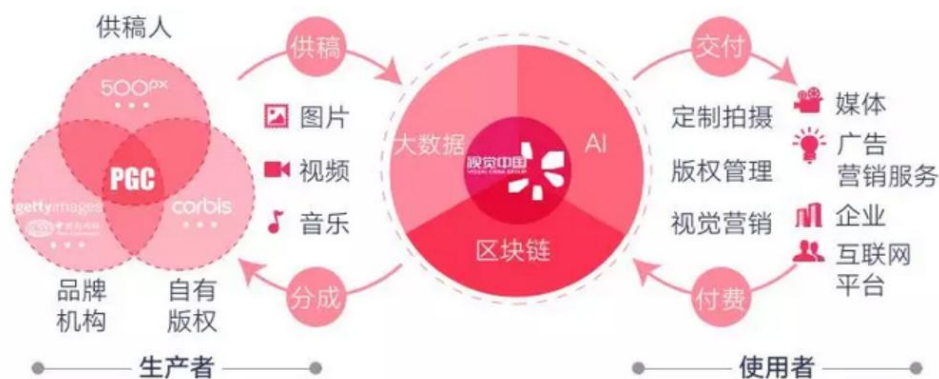
因此，中国市场与海外市场的发展阶段有较大的差异，中国场景气度高，处在成长期；而欧美市场已经进入成熟期。Getty和shutterstock的业绩增长乏力是由于占据其收入绝大部分的欧美市场增长空间有限，但是中国市场因版权环境的持续改善而处在高速成长期，相对的龙头企业视觉中国的业绩增长也就呈现持续高增长的态势。

3.3、商业模式：集海外模式优势走融合之路，齐头并进发力B端和C端市场

视觉中国的商业模式兼具了Getty Image和Shutter Stock之所长，可以留意到，视觉中国近几年的发展，复制了不少前两者的成功经验。视觉中国通过研究Getty Image和Shutter Stock各自的发展历程，并结合中国市场现状，确立了其商业模式不是单纯的效仿Getty和Shutter Stock，而是集合两者的优势，走融合之路。也就是说，视觉中国在发展过程中既重视高端图片库业务也兼顾微利图片库市场，“两条腿走路”，齐头并进发力B端和C端市场。

在国内发展图片业务，最大的障碍是版权保护制度不健全，盗版猖獗。因此，视觉中国一开始起步，是走高端图片库市场，对接媒体机构和广告公司这类有刚性需求且付费意愿强的客户。等到规模做大之后，公司切合互联网发展趋势，对中小企业和个人客户加大服务力度，推出微利图片库业务，同时布局摄影社区、设计师社区，打造垂直领域的生态圈，增强B端和C端客户的粘性。从目前的业务收入占比来看，大B端客户的占绝大部分，小B端和C端市场仍在培育期，这与中国图片正版化的进程有关。

图28: 视觉中国商业模式概览



资料来源: 视觉中国公告, 新时代证券研究所

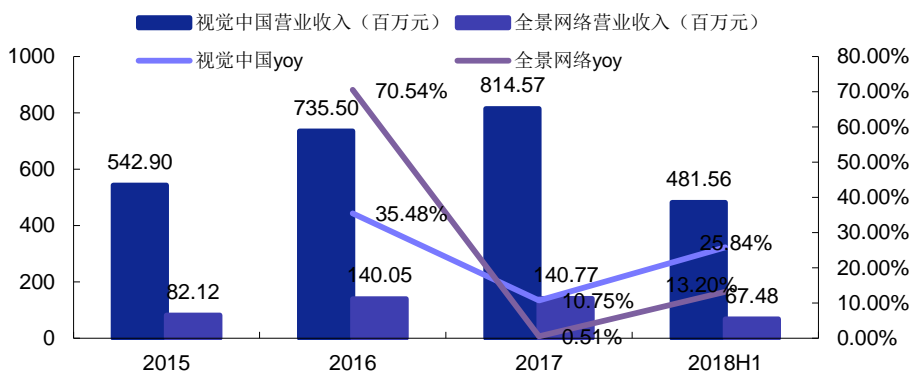
视觉中国为互联网平台、媒体、企业主、广告公司、数百万的社交媒体等 B 端和 C 端客户群体提供全方位的视觉内容与服务, 到 2017 年末, 获得视觉中国视觉内容授权的国内客户已达 10 万个, 其中直接付费的媒体、广告公司、互联网平台和大企业主等大 B 端客户数量达到 1 万个, 授权使用的中小企业、社交媒体和个人等小 B 端和 C 端客户数量达到 9 万个。

随着移动互联网的迅猛发展, 社交媒体、自媒体等小 B 端和 C 端市场的需求在快速增加, 可能一些投资者会问, 为什么视觉中国没有大踏步转型去开拓这块市场?

事实上, 从我们前文对 shutterstock 的分析研究可以看出来, 即使在正版化意识高的美国市场, 大量依靠 C 端付费的微利图片模式, 依然饱受高企的销售费用困扰, 导致其业绩波动很大, 投资者并不能因为该细分领域增长潜力大, 龙头公司收入增长快而享受到业绩持续稳定高增长的红利。

反观图片版权保护尚不健全的中国, 纯粹依靠互联网营销获客和 C 端付费, 则同样难以维持企业的持续增长。所以, 视觉中国没有盲目去开拓微利图片市场, 而是稳住其大 B 端的市场规模, 链接 BAT 的流量入口, 使其正版内容可以更广泛的触达到潜在的客户群体 (海量企业客户和自媒体兴盛), 从而降低销售费用和管理费用, 进一步构筑了自身的护城河并保持了业绩的稳健增长。

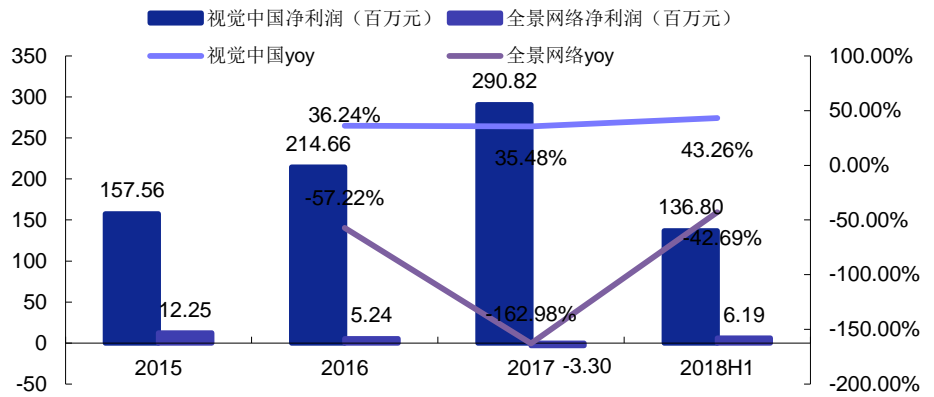
图29: 2015-2018H1 视觉中国、全景网络营收及增长率



资料来源: 视觉中国公告, 全景网络公告, 新时代证券研究所

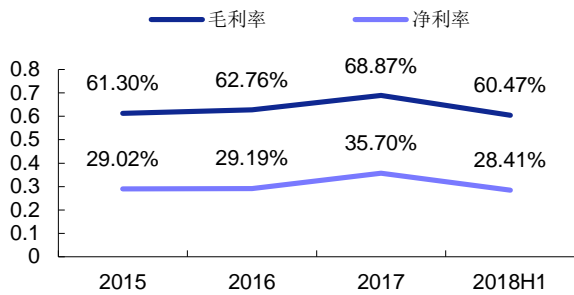
而国内转型做微利图片较为彻底的新三板挂牌公司全景网络，近年来其业绩波动就明显放大，原因就是其业务开拓成本投入较大，销售费用、管理费用明显上升所致。

图30: 2015-2018H1 视觉中国、全景网络净利润及增长率



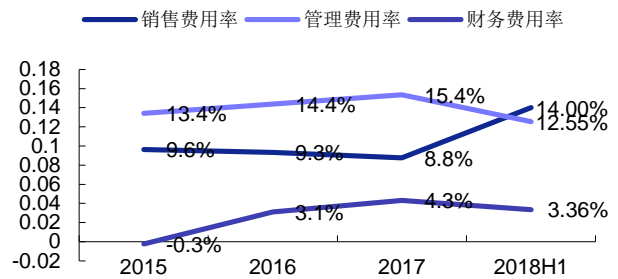
资料来源：视觉中国公告，全景网络公告，新时代证券研究所

图31: 2015-2018H1 视觉中国毛利率及净利率



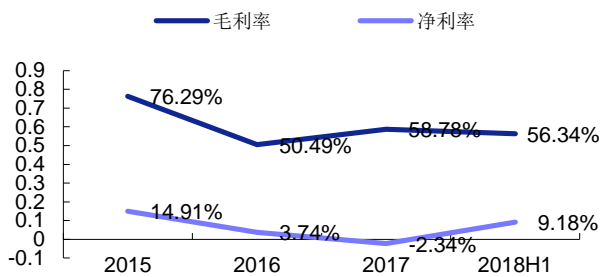
资料来源：视觉中国公告，新时代证券研究所

图32: 2015-2018H1 视觉中国费用率



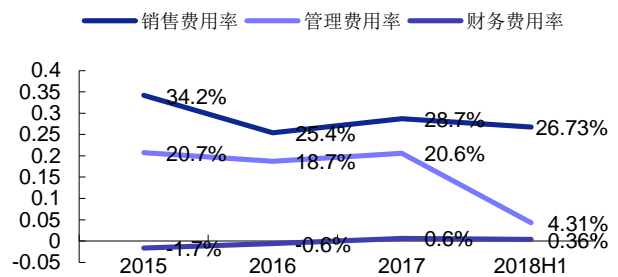
资料来源：视觉中国公告，新时代证券研究所

图33: 2015-2018H1 全景网络毛利率及净利率



资料来源：全景网络公告，新时代证券研究所

图34: 2015-2018H1 全景网络费用率



资料来源：全景网络公告，新时代证券研究所

3.4、中国特色：互联网媒体裂变催生自媒体图片需求的新蓝海

对比中国和海外市场情况，图片的需求方其实有较大的差异。中国的图片行业发展壮大是源自于欧美成熟市场的商业模式借鉴，但经过近 20 年的发展后，中国市场出现新的变化，也就是海外市场没有的新增长点，即互联网媒体裂变催生自媒体图片需求的新蓝海。

在移动互联网的发展过程中，以微信公众号为代表的自媒体成为中国独有的现象，这与国内外媒体行业发展环境差异有关。欧美国家只要个人或者企业有资金实力、满足相应的开办条件就可以开办新闻机构，没有严格的牌照管理；而国内新闻机构的开设是需要严格的牌照管理的，普通公民和企业是难以获得牌照的。自从微信公众号推出后，个人和企业可以根据自己的意愿和喜好很便捷的开通属于自己的公众号，不需要牌照管理，从而催生出了海量的自媒体和庞大的自媒体从业人群。

根据微信发布的《2017 微信数据报告》，微信公众号总量已达到 3000 万个，月活数量已达 350 万个；截至 2017 年 12 月，微博月活跃用户增至 3.92 亿。以微信公众号、微博等为代表的互联网社交媒体实现了爆发式增长，数以百万的“自媒体”形成新的内容生态；根据网易人工智能事业部发布的《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的主流素材选择，占比为 62.5%。

这个中国特色的自媒体蓝海市场，图片需求规模有多大呢？我们根据市场信息和相关数据做了一个自媒体图片市场规模的敏感性分析。

我们仅以微信公众号平台为统计口径（不考虑今日头条、微博、百度百家号、一点资讯号等其他自媒体平台），设定自媒体市场规模敏感性分析的相关假设条件：

（1）自媒体基数。我们以 350 万为基数（月活跃公众号代表其流量大，商业价值及盈利能力较好）。

（2）付费率。参照视频行业和移动阅读行业的付费率数据，由于自媒体的互联网属性，我们认为其付费率高于企业客户，故假设付费率为 3%、6%、9%、12% 四档。

（3）每日用图量。假设公众号平均每日发 2 篇文章，每篇文章平均用图 1-2.5 张。

（4）图片重复率。考虑到公众号用图不可能一年 360 天都不重样，其中会有一定比例的重复率。我们设定图片重复率为 50%。

（5）图片价格。按照微利图片最低档 30 元/张计算。

表9： 自媒体市场规模敏感性分析

相关主要假设条件				
公众号总量（万个）	350			
付费率	3%	6%	9%	12%
付费公众号数量（万个）	10.5	21	31.5	42
单个公众号单日平均推送文章数量（篇）	2			
每篇文章平均图片使用数量（张）	1	1.5	2	2.5
单个公众号每日用图量（张）	2	3	4	5
图片平均单价（元）	30			
单日购买金额（元）	60	90	120	150

相关主要假设条件				
年图片重复率				50%
单个公众号年化购买金额 (元)	10800	16200	21600	27000
敏感性分析				
	付费公众号数量 (万个)			
单个公号年化购买金额 (万元)	10.5	21	31.5	42
		自媒体市场规模 (亿元)		
	1.08	8.50	17.00	25.50
	1.62	17.01	34.02	51.03
	2.16	22.68	45.36	68.04
	2.70	28.35	56.70	85.05
				113.40

备注：年化购买金额按 360 天计算

资料来源：微信官方，新时代证券研究所测算

根据上述测算结果，图片行业的自媒体客户市场空间在 8.5-113.4 亿元，中位数区间在 45-51 亿元。

为了抢占自媒体用图市场的先机，视觉中国在 2017 年与腾讯网（企鹅号）、阿里巴巴（大鱼号）、百度（百家号）、凤凰网（大风号）等自媒体平台以及百度、搜狗等搜索引擎进行合作，在 2018 年一季度与淘宝签订战略合作协议切入电商图片设计市场，持续布局中小企业和个人的长尾市场。

表10：视觉中国与 BAT 等互联网平台合作协议的要点总结

协议对象	签署日期	协议要点
凤凰网	2017 年 2 月 18 日	向新媒体资讯平台“凤凰号&一点号”开放正版图片、素材、音乐以及视频，共建自媒体生态圈。
腾讯	2017 年 2 月 27 日	向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐，共建自媒体共赢生态圈。
百度	2017 年 4 月 12 日	向百度全面开放 PGC 版权资源库，并且通过百度系产品为 C 端客户提供正版内容资源。
搜狗	2018 年 1 月 12 日	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。双方在优质内容素材的正版授权方面达成战略合作。
北京亿幕（微博）	2018 年 1 月 12 日	向旗下运营“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。
阿里巴巴	2018 年 2 月 2 日	向阿里巴巴文娱集团大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片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”。
淘宝中国	2018 年 4 月 19 日	双方共同打造在电商领域的正版素材授权平台；视觉中国授权淘宝中国及其用户使用其平台素材，向淘宝中国提供优质设计师资源辅助，开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

资料来源：视觉中国公告，新时代证券研究所

尽管自媒体市场目前处在培育期，视觉中国还不能直接从自媒体那里获得收入，但这个市场未来的付费潜力巨大，值得深耕细作。

目前，视觉中国开放正版图片供自媒体使用，但其平台方 BAT 须为此付费，相当于由 BAT 来补贴自媒体。未来，视觉中国将与 BAT 相应的自媒体平台数据打通，积累自媒体用图行为的大数据，分析自媒体画像，可知什么类型的自媒体喜欢用什么样的图片、一篇文章用多少张图、用多大规格的图片、能否帮助自媒体提高图片检索和编辑的效率等诉求，从而开发针对自媒体更有效的服务，能真正为自媒体创造价值。

视觉中国管理层多次公开表示，只有为自媒体创造价值，视觉中国才能从自媒体那里获得收入，这个潜力巨大的小 B 和 C 端市场的商业模式才能持久。至于什

么时候，自媒体的付费市场能起来，公司的自媒体客户数量开始爆发？这是一个从 0 到 1 的过程，我们预期可能需要两年左右的时间来培育和普及，这从影视、音乐等内容领域的付费周期可以得到验证。

事实上，公司通过 BAT 链接获取自媒体用户效果明显。去年底，公司披露获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个，直接付费的媒体、广告公告、互联网平台和大企业等大 B 端市场客户数量为 1 万个，而通过 BAT 链接的中小企业和自媒体用户达到 9 万个。

4、风险提示

国内图片行业正版化进程缓慢，行业竞争导致毛利率下滑。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒上市公司的工作经历。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>