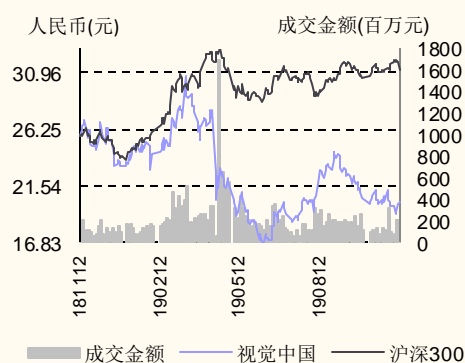


市场价格 (人民币): 20.27 元

目标价格 (人民币): 25.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.01
已上市流通 A 股(亿股)	6.61
总市值(亿元)	142.01
年内股价最高最低(元)	21.23/19.20
沪深 300 指数	3903
深证成指	9681



转变之章，视觉版权服务龙头再启航

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	815	988	846	1,090	1,389
营业收入增长率	10.75%	21.27%	-14.38%	28.90%	27.38%
归母净利润(百万元)	291	321	310	402	537
归母净利润增长率	35.48%	10.45%	-3.54%	29.85%	33.41%
摊薄每股收益(元)	0.415	0.458	0.442	0.574	0.766
每股经营性现金流净额	0.36	0.42	0.27	0.49	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.30%	11.11%	9.72%	11.26%	13.14%
P/E	46.97	50.86	45.83	35.30	26.46
P/B	5.31	5.65	4.46	3.98	3.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **社会化媒体的出现以及通信技术进步带来表现形式的富媒体化等因素推动图片行业的大发展。**随着“411 事件”发生后，视觉中国从获客方式、服务方式以及战略重心都做出了重要改变。获客方面，从“以技术为驱动，通过司法体系”到“注重政府调解机制，辅以技术”；服务方式方面，从“服务、内容与需求脱离”到“加强内容匹配，智能服务提升体验”；战略重心方面，从“广泛追求数量”到“重点挖掘大客户需求，聚合模式服务长尾客户”。一系列积极的转变，有望重拾信任，助力业绩长期增长。
- **图片库行业仍有 3 倍正版化缺口，新媒体需求、社交/电商广告、定制服务是突破口；国内图片行业定制、高端与微利需求相融合，视觉中国领跑。**按照全球图片行业规律，图片库约为广告市场规模的 0.9%，商业图片（包括委托定制）约为广告市场规模的 2.1%，由此推导国内图片库市场 60 亿、商业图片市场 130 亿，空间广阔。我们认为新媒体需求、社交/电商广告、定制服务是商业图片实现增长的主要引擎。海外经验表明：高端图片库天然垄断，微利图片库竞争激烈、核心在于渠道争夺，二者差异主要来自于“独家性”。国内在此基础上，由于版权发展较晚，不同需求相融合，视觉可以实现“降维打击”，处于领先地位。
- **视觉中国定位于高端版权交易平台，具有较高议价能力，类 SaaS 模式保证持续增长。**客户获取方面，凭借内容独家性与平台的“马太效应”销售费用率较低；内容资源方面，自有资源囊括 Corbis 和 500px，并与 Getty 保持长期独家合作，保持宽阔护城河的同时又享受高毛利率；盈利模式方面，订阅模式，客户保持高续约率，为长期增长蓄力。

投资建议及估值

- 我们认为公司图片业务具有 SAAS 化的特征，具有较强的用户黏性和高增长，故采用可比公司市盈率法估值。预计公司 2019-2021 年核心图片主业营收增速 7.2%、30.1%、27.4%，净利润为 3.10 亿、4.02 亿、5.37 亿，对应 EPS 为 0.44 元、0.57 元、0.77 元，对应 PE 为 45.8、35.3、26.5。根据可比公司给予 2020 年 45 倍估值，目标价 25.20 元，给予公司“买入”评级。

风险

- 获客速度放缓；销售费用快速增长风险；销售人员流失风险；解禁风险等。

裴培 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjq.com.cn

高博文 分析师 SAC 执业编号: S1130519110003
gaobowen@gjq.com.cn

内容目录

转变之章：从图片版权交易平台到视觉增值服务提供商	4
获客方式的转变：注重政府调解机制，辅以成熟技术.....	4
服务方式的转变：加强内容与需求匹配，智能服务提升体验.....	5
战略重心的转变：深度挖掘大客户空间，聚合模式服务长尾用户	7
市场空间：3倍正版化缺口，图片应用多元化.....	9
空间几何？与广告支出相关，正版化空间广阔.....	9
路在何方？新媒体宣传需求、社交/电商广告需求、企业定制化需求.....	10
竞争格局：高端图片天然垄断，微利图片渠道为王	13
海外：他山之石可以攻玉，天然形成寡头格局.....	13
国内：定制、高端与微利图片需求融合，视觉中国一家独大.....	14
商业模式：高效版权交易平台，类 SaaS 模式蓄力高增长.....	15
客户获取：依托互联网平台拓展长尾客户，“内容+技术+服务”赢得大客户..	16
视觉内容：自有内容资源夯实战略地位，平台模式保证高毛利率.....	17
盈利模式：类 SaaS 模式高续约率，高速增长可期	19
盈利预测与投资建议.....	20
盈利预测	20
投资建议及估值.....	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：视觉中国收入及毛利率预测.....	4
图表 2：Getty Image 并购历史	5
图表 3：Shutter stock 并购历史.....	5
图表 4：500px 社区活动专栏.....	6
图表 5：国航系列影像征集活动.....	6
图表 6：Shutter stock 以图搜图功能.....	6
图表 7：Shutter stock 构图感知搜索引擎.....	6
图表 8：视觉中国自动标签.....	7
图表 9：视觉中国版权卫士.....	7
图表 10：视觉中国核心图片分业务营收（百万）.....	8
图表 11：视觉中国核心图片分业务增速.....	8
图表 12：SSTK 中 41%来自于企业客户服务.....	8
图表 13：图片需求多样化.....	9
图表 14：全球图片库市场空间 I（十亿美元）.....	9
图表 15：全球图片库市场空间 II（十亿美元）.....	9
图表 16：2018 年中国图片库市场理论值（美元）.....	10
图表 17：2018 年中国商业图片市场理论值（美元）.....	10

图表 18: 按使用途径划分图片侵权诉讼情况 (横向)	10
图表 19: 按使用途径划分图片侵权诉讼情况 (纵向)	10
图表 20: 按侵权主体划分图片侵权诉讼情况 (横向)	11
图表 21: 按侵权主体划分图片侵权诉讼情况 (纵向)	11
图表 22: 中美广告行业细分差异	11
图表 23: 全球前十大广告支出行业	11
图表 24: 服装品类倾向于“委托定制”	12
图表 25: 海报设计倾向于“设计素材”	12
图表 26: Facebook 和 Instagram 上图片广告	12
图表 27: Shutter stock 和 Facebook 营收增速	12
图表 28: 华为 Mate 30 展示图片	13
图表 29: 承办券商新中国成立 70 周年照片展	13
图表 30: 海外图片库公司一览	14
图表 31: Shutter stock 某图片	14
图表 32: Adobe stock 与 SSTK 图片重合度高	14
图表 33: 国内图片库公司一览	15
图表 34: 视觉定位于高效版权交易平台	15
图表 35: 公司核心图片主业营收 (百万)	16
图表 36: 公司归母净利润 (百万)	16
图表 37: 公司销售部门结构及对应客户类型	16
图表 38: 通过互联网平台连接赋能	17
图表 39: 与百度合作获得搜索入口	17
图表 40: 视觉中国与 SSTK 销售费用率	17
图表 41: Shutter Stock 用户获取模型	17
图表 42: Corbis 拥有诸多历史珍贵图片	18
图表 43: 视觉中国海外业务收入 (百万)	18
图表 44: 视觉中国 TOP 5 供应商集中度 (2018 年)	18
图表 45: 视觉中国与 SSTK 核心图片主业毛利率	18
图表 46: 视觉中国与 SSTK 管理费用率	19
图表 47: 视觉中国与 SSTK 研发费用率	19
图表 48: Shutter stock 用户数及单用户年收入	19
图表 49: Shutter stock 高营收留存	19
图表 50: 视觉中国收入及毛利率预测	20
图表 51: 上汽集团广告宣传费 (亿) 及销售费用率	21
图表 52: 华为销售管理费用 (亿) 及相关比率	21
图表 53: 电商及信息流广告仍较为坚挺	21
图表 54: 可比公司估值比较 (市盈率法)	22

转变之章：从图片版权交易平台到视觉增值服务提供商

过去 3-5 年，社会化媒体（两微一抖）的出现以及通信技术进步带来表现形式的富媒体化等因素推动图片行业的大发展，视觉中国乃至整个图片库行业的服务对象也从专业机构（广告代理/设计公司等）转向市场上更多版权意识不足的用户（部分企业公众号/自媒体等）。在探索获客方式的初期，公司更多地采用技术（鹰眼系统）的方式维权获客，这种便捷、高效的获客方式也导致内容与服务方面的“懈怠”，“盲目”追求客户数量而非满足用户需求。

我们认为，411 事件后，公司正逐步从“图片版权交易平台”转变为“视觉增值服务提供商”，增长动能由“量”转化为“质”。根据我们估算，公司大客户（年收入 10 万以上）约 15-30%之间，贡献了 70%以上的收入，做深 ARPU 值的重要性不言而喻。这也与我国企业营收分布较为一致，大企业客户的付费能力更强，呈现金字塔式分布。未来公司有望延续 30%以上的速度增长，主要来源于图片正版化以及使用量的提升。其中：企业客户、互联网平台将为主要增长动力来源，受益于深挖大客户需求（抢占定制需求）以及平台的聚合效应，加快正版化进程；广告营销与服务则受广告行业景气度回暖实现弱复苏；媒体由自媒体等新兴内容供给形式推动保持强劲增长。

图表 1：视觉中国收入及毛利率预测

百万元, RMB	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
视觉内容与服务	584	782	838	1,090	1,389
yoy	30.1%	33.9%	7.2%	30.1%	27.4%
毛利率	68.9%	68.6%	65.0%	66.0%	67.0%
其中：企业客户	228	313	313	422	549
广告营销与服务	105	156	164	205	246
媒体	181	227	249	312	390
互联网平台	70	86	112	151	204
广告创意服务	71	39	8		
yoy	-37.4%	-44.8%	-80.6%		
毛利率	62.4%	62.7%	62.7%		
数字娱乐	20	18			
yoy	-53.3%	-12.6%			
毛利率	81.2%	29.8%			
软件信息服务	140	149			
yoy	6.9%	6.6%			
毛利率	52.8%	48.7%			
合计	815	988	846	1,090	1,389
yoy	10.8%	21.3%	-14.4%	28.9%	27.4%
综合毛利率	65.9%	64.7%	65.0%	66.0%	67.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

获客方式的转变：注重政府调解机制，辅以成熟技术

“以技术为驱动，通过司法体系”的维权方式备受诟病，其合法性本无可厚非，不过作为服务业的图片生意却难免有“强买强卖”之嫌。长期来看，这也积累了续约率和 ARPU 提升的隐患。(1) 对于图片维权技术，视觉做了长期的储备和积累，未来将不限于内部使用，更多地交付出去，辅助维权；(2) 对于图片维权方式，将从“更多依赖司法体系”转变为“通过行政资源，注重政府调解机制”，减少对判决的依赖，形成以“政府调解为主，技术维权为辅”的新获客模式；(3) 对于不同客户类型，通过“内容+技术”提升大客户服务质量，采用聚合模式（类似与 BAT 合作）延申至长尾用户。

- 鹰眼系统“由主到辅”，获客速度及成本影响有限。鹰眼系统是视觉中国自行研发的基于大数据和人工智能技术的互联网图片深度标引及侵权追踪技术，平台包括自动全网爬虫、自动图像比对、授权比对自动生成报告等多项自主研发技术能力，每天可处理 200 万以上数据，并能够追踪到公司拥有版权的图片在互联网的使用情况，集授权管理、侵权证据保全等一站式

版权服务。根据公司披露，通过鹰眼系统发现的潜在用户 17 年同增 84%、新增年度协议客户数量同增 54%（发现潜在客户后，通过 3-6 个月左右的交涉达成年度协议），进一步实现低获客成本高速拓展客户。“411”事件后，鹰眼系统将更多的辅助第三方/政府调解机构使用，此外，其核心技术也应用于“视觉助手”（识别侵权图片，推荐相似图片替换）等其他智能服务上。鹰眼系统走向幕后，对于视觉中国来说获客速度是否放缓、销售费用率是否提升？我们认为不必过于担忧，获客速度方面，从集团客户出发拓展旗下企业客户，长尾客户则主要通过平台触达应用场景，获客效率进一步提升；销售费用率方面，大客户战略提高对销售人员要求——结合技术和内容提供全业务场景解决方案，加强中台建设，对销售费用率提升较为有限（短期获新客成本或略有提升，由于续约率高，长期费用率稳定）。

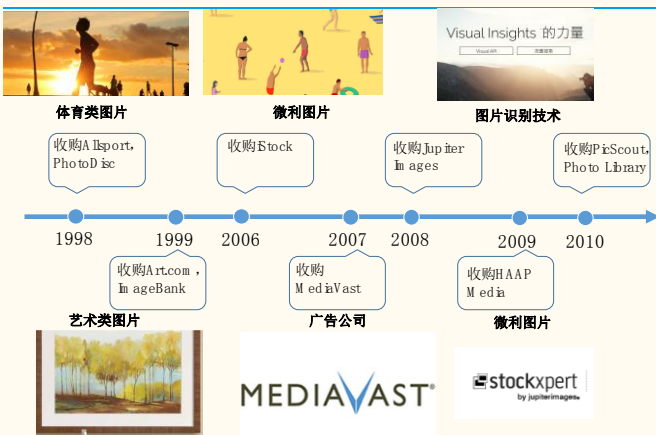
- 顺应版权时代趋势，注重诉前调解，加强与各地区知识产权保护中心、知识产权仲裁调解机构合作。根据天眼查数据显示，自 09 年起视觉中国（汉华易美&华盖创意）涉及维权法律诉讼累积超 1 万余条（未去重），其中绝大部分以撤诉告终（和解）。诉讼后调解耗时长、成本高、客户体验差，公司将更加注重诉讼前调解、加强与知识产权保护中心、仲裁调解机构合作。为了提升知识产权保护的便捷性，国家知识产权局依托地方共同建设知识产权保护中心，截至 19 年 4 月已覆盖北京、浙江、深圳等 23 个区域（其中 12 家正式投入运行）；每年遴选 20-30 家知识产权仲裁调解机构开展能力建设，为公众提供高效便捷低成本服务。多元化、便捷、低成本的知识产权保护方式是创新型国家应有之义，通过政府/第三方的调解机制可以更高效、更和谐的解决图片维权问题。

服务方式的转变：加强内容与需求匹配，智能服务提升体验

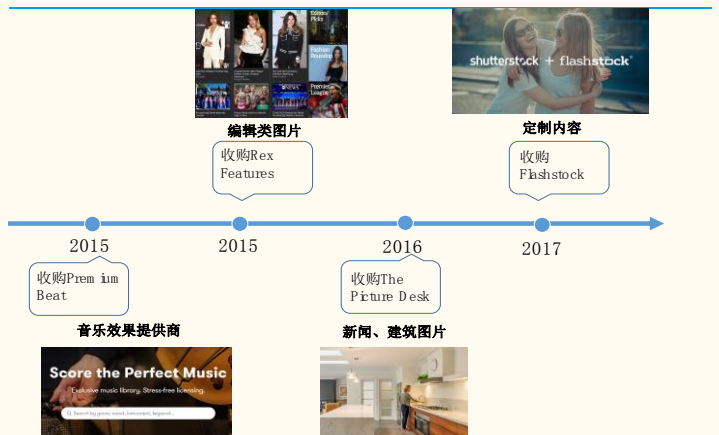
留存和提升 ARPU 值可以视为一种“长线的增长方式”，服务方式的转变意味着回归本质——“产品和服务”。就以往来看，技术维权获客的方式过于简单有效，难免导致“图片库内容&技术服务迭代速度”无法完全满足用户需求。服务方式与获客方式应与相匹配，加强运营能力，通过提升内容匹配和用户体验的方式获取用户，从内容供应商转型为服务供应商。

- 加大图片库建设，更好的匹配客户需求。从海外图片库的发展历史来看，Getty Image 和 Shutter stock 等全球图片库巨头不断通过收购图片库加大内容供给，满足用户多样多需求。在 Getty 发展历史中分别收购了体育领域图片库 Allsport、艺术类图片库 Art.com、微利图片库 iStock、stockxpert 等，还布局了图片技术公司 picscout、产业链下游广告公司 MediaVast。Shutter stock 也分别并购编辑类图片库 RexFeatures、新闻、建筑类图片库 PictureDesk 以及定制内容公司 Flashstock、音乐效果公司 Premium 等。客户对图片库的需求是多种多样、与时俱进的，在收购 500px、corbis 外，未来视觉中国仍将不断拓展图片库内容来满足用户的差异化需求。

图表 2：Getty Image 并购历史



图表 3：Shutter stock 并购历史

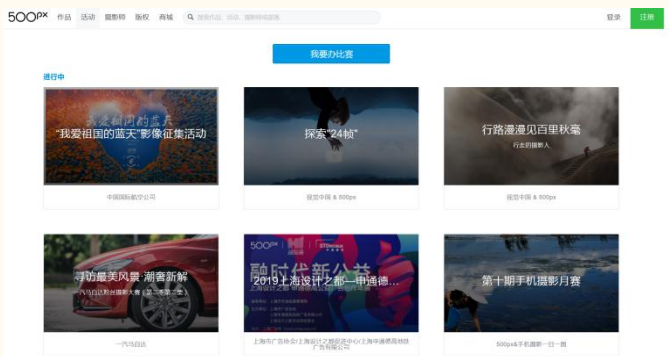


来源：Getty 官网，国金证券研究所

来源：Shutter stock 官网，国金证券研究所

- 链接社区与客户，加强对大客户服务。为了使产品更好的服务客户，500px 社区负责人将加入公司日常项目中，匹配客户需求。500px 作为全球知名的摄影社区，网罗众多高水平的摄影爱好者，以此作为“抓手”可以更针对性的满足企业大客户的增值需求。在 500px 社区中活动专栏，企业用户可以自助举办摄影比赛，筛选出优秀的摄影作品，满足企业的定制化需求。以近期的国航系列影像征集活动为例（2019.8.16-2019.10.10），正值中华人民共和国成立 70 周年之际，中航集团特别企划“我爱祖国的蓝天”系列影响征集活动，选择 70 个入围作品刊登在国航媒体及官网等，并有一定的奖金和机会成为中航传媒签约摄影师。视觉中国的平台力量并不局限于“pre-shot”图片，更多定制化需求可以被满足。（简单的说一下，对于定制化需求平台的议价能力表现在哪里？优秀创意图片产生的不确定性，平台优于个人！）

图表 4：500px 社区活动专栏



图表 5：国航系列影像征集活动

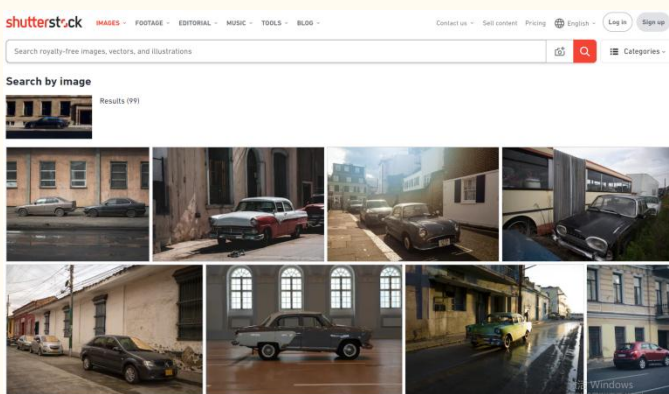


来源：500px 官网，国金证券研究所

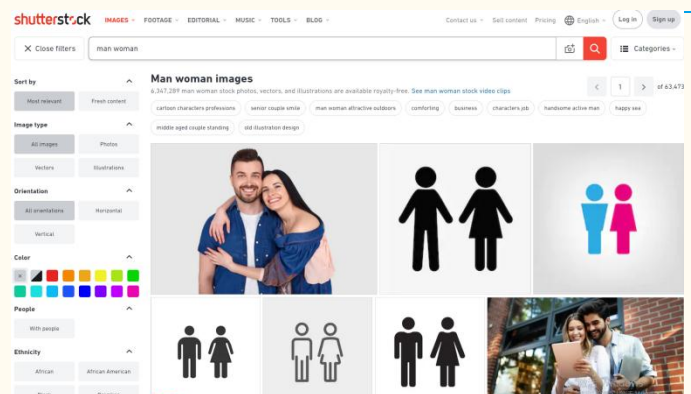
来源：500px 官网，国金证券研究所

技术迭代推动服务体验提升。上文中我们可以看到 Getty Image 和 Shutterstock 对图片技术也尤为热衷，图片技术可以提升客户服务体验、提升用途效率，进一步推动用户的图片使用量及续约黏性。以 Shutterstock 为例，依次推出了“以色搜图”（通过关键字+色彩组合进行搜索）、“以图搜图”（通过图片搜索相似图片）、“构图感知搜图”（识别关键字位置搜图）等，不断提升用户使用的便捷性。

图表 6：Shutterstock 以图搜图功能



图表 7：Shutterstock 构图感知搜索引擎



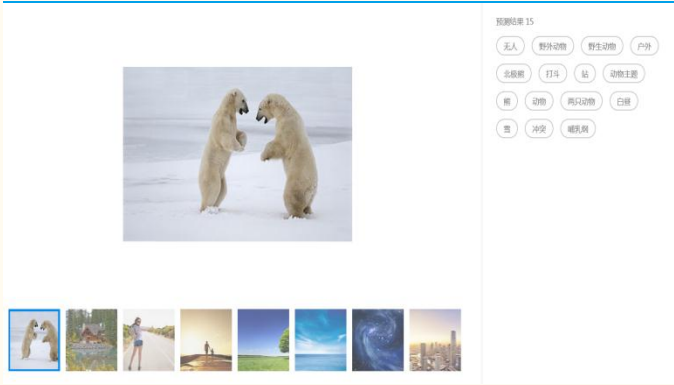
来源：Shutterstock 官网，国金证券研究所

来源：Shutterstock 官网，国金证券研究所

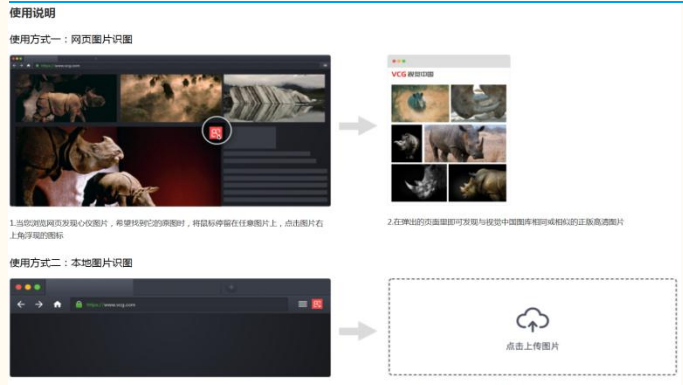
图像识别技术是智能服务的核心，视觉推出一系列提升用户体验及效率的工具产品。技术不止可以应用在获客方面，也可以应用在提升客户服务体验方面，自主开发的“鹰眼系统”也证明了公司在图像识别领域的长期积累。公司陆续开发了自动标签、以图搜图、图片管理系统、视觉助手、智能视频剪辑等工具和服务。以“视觉助手”为例，目前已有数十家客户测试应用，基于“鹰眼系统”的图像识别能力，帮助客户进行版权风控以及正版内容推荐，换句话说，

当用户想使用某张图片时又不知道图片哪里来的，视觉助手可以发现这些不规范的用途并提供相似图片替换，既降低了用户侵权风险又提高了图片的消耗量。

图表 8：视觉中国自动标签



图表 9：视觉中国版权卫士



来源：公司官网，国金证券研究所

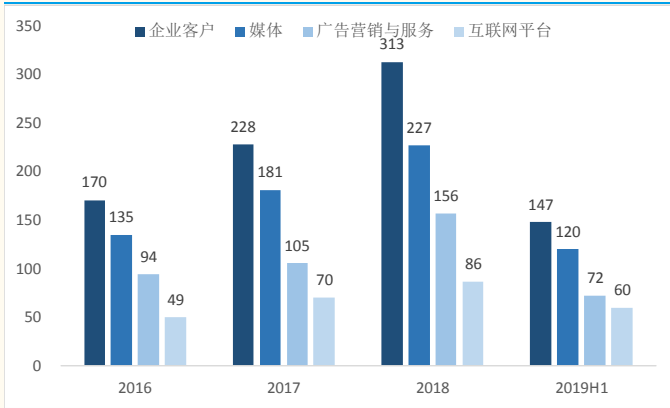
来源：公司官网，国金证券研究所

战略重心的转变：深度挖掘大客户空间，聚合模式服务长尾用户

根据公司披露收入结构的四类客户，2019 年上半年企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台收入占比分别为 37%、30%、18%、15%，实际上大部分客户属于大中型企业，其中 10 万年营收以上的大型客户占总营收的 70%以上。“411 事件”后视觉中国更加专注于大客户服务，包括企业、媒体和互联网平台的大客户，长尾客户主要通过网站服务或者通过互联网平台聚合模式服务。如何持续挖掘大客户的空间那？结合获客方式和服务方式的转变，公司将通过“内容+技术”的手段提升用户服务质量，深度挖掘客户需求；对于集团型客户，渗透到旗下的子公司和参股公司，从“重数量”向“重质量”转变。

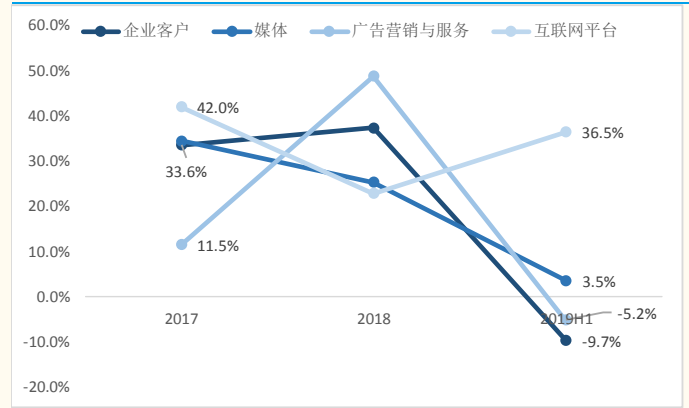
- 我们先拆解一下公司的销售部门划分，主要包括媒体部门和商业部门。其中媒体部门有两大团队，分别是平台大客户团队（主要负责 BAT 等互联网平台和各大电视台客户）和媒体互联网团队（主要负责传统媒体、微信自媒体等）。商业部门有四大团队，分别是企业大客户团队（主要负责大型企业客户，通常是年度协议用户）、渠道大客户团队（主要负责 4A 等广告公司）、商业中小团队（主要负责中小客户、广告公司）、400 团队（主要负责电话客户咨询等）。大中型客户主要包括平台大客户、媒体互联网中部分传统媒体、企业大客户、渠道大客户等，长尾客户则包括部分自媒体、商业中小以及 400 客户。从数量上看，根据公司披露 2018 年直接签约客户 1.4 万（不考虑通过平台间接签约），我们估算其中平台大客户、企业大客户、渠道大客户等客户数量约 1500 以上，大中型企业客户的占比约在 15-30%之间；从营收上看，根据公司披露 2018 年核心图片业务收入 7.8 亿，大中型企业客户（年收入大于 10 万）营收占比超过 70%。就此来看，大中型企业客户仍是公司的基本盘，提升 ARPU 值的重要性大于客户数量。从财务角度上看，大体上企业大客户及 400 归入企业客户部分、媒体互联网及部分平台大客户归入媒体部分、渠道大客户及商业中小归入广告营销与服务、平台大客户归入互联网平台。暂不考虑“411 事件”影响，2016-2018 年核心图片主要的增长贡献来自于企业客户及互联网平台，而二者由分别来自于基于年度协议形式（至少 8 万以上/年）企业大客户增长及 BAT 平台业务的发展，符合“深耕大客户，聚合模式服务长尾客户”的方向。综合来看，从数量到质量的改变大概率不会拖累核心主业增长速度。

图表 10: 视觉中国核心图片分业务营收 (百万)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

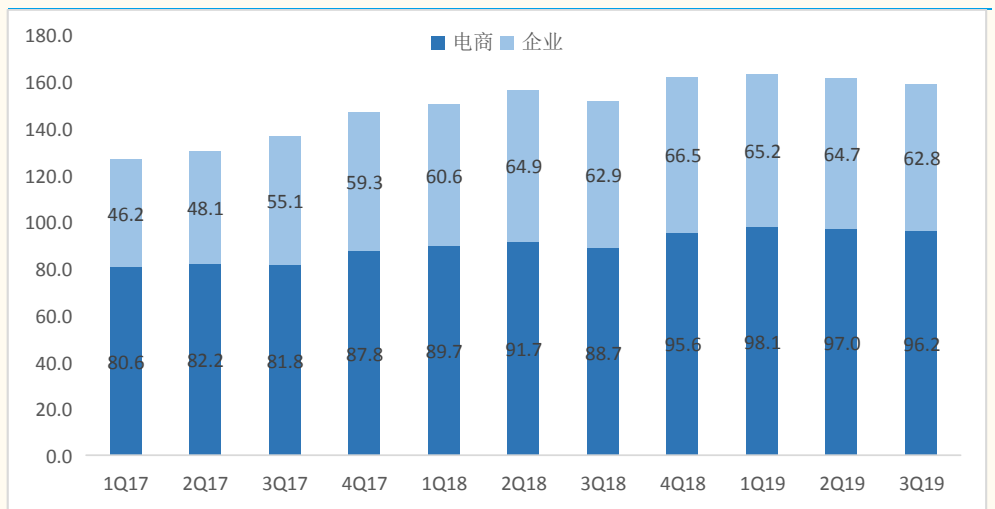
图表 11: 视觉中国核心图片分业务增速



来源: 公司财报, 国金证券研究所

- 以集团为单位深度挖掘需求, 通过技术手段提升用户使用效率和频率。企业分布符合“二八原则”, 集团客户具有潜力。以中航集团为例, 旗下拥有 50-60 家公司 (目前仅合作 3 家), 合作体量仅 20-30 万 (视觉企业大客户平均年收入 15 万以上), 其应用场景多元化, 仍有很大的增长空间。通过和集团大客户签订合同, 触达其所覆盖的企业客户或者参股公司, 成为公司新的获客方式, 改变以往粗放的模式。聚焦大客户之后, 梳理大客户的业务场景和需求 (如前文服务方式转变中所提及, 不局限于 pre-shot, 更多定制化内容), 从收入体量更大的客户获取更多收入。

图表 12: SSTK 中 41%来自于企业客户服务



来源: Shutterstock, 国金证券研究所 (企业客户服务针对于创意人士及大型企业提供增值服务)

获客方式、服务方式、战略重心三个转变也表明视觉中国回归“产品和服务”的本质, 相比于以往的“粗放模式”, 服务导向的进化对公司业绩增长和护城河更有长效的推进。接下来, 我们将讨论一下图片库市场空间以及正版化的实现路径。

市场空间：3 倍正版化缺口，图片应用多元化

了解下游需求才能更好的了解市场空间。商用图片的主要需求方包括广告代理公司、500 强企业、大型出版商、自由职业者、中小商业以及微博/朋友圈等；用途包括广告营销、媒体报道、企业新媒体宣传（企业公众号、微博等）、商业用途（产品展示、屏保、展览）等多种多样。通常，**行业认为图片库市场空间与广告支出相关**，其中全球图片库（不包括委托定制）市场约 60 亿美元，占全球广告支出的 0.9%；全球商用图片（包括委托定制）市场约 130 亿美元，占全球广告支出的 2.1%。按照 2018 年中国广告市场 965 亿美元计，中国图片库市场理论规模约 60 亿人民币、商用图片市场约 130 亿，仍存在 3 倍正版化缺口。正版空间如何实现？我们认为主要来自于企业宣传需求（两微抖音快手等新媒体）以及图片应用多元化。

图表 13：图片需求多样化

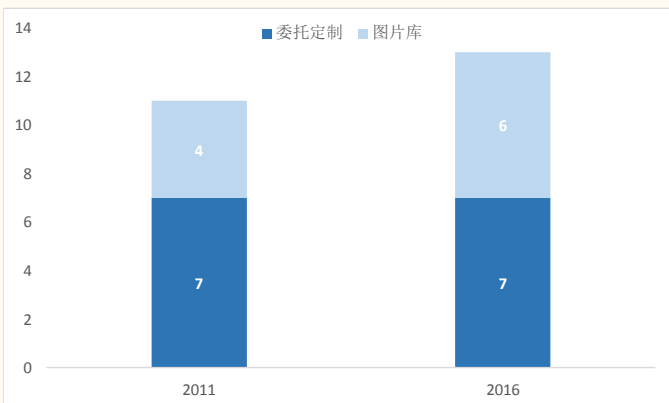


来源：Shutterstock，国金证券研究所

空间几何？与广告支出相关，正版化空间广阔

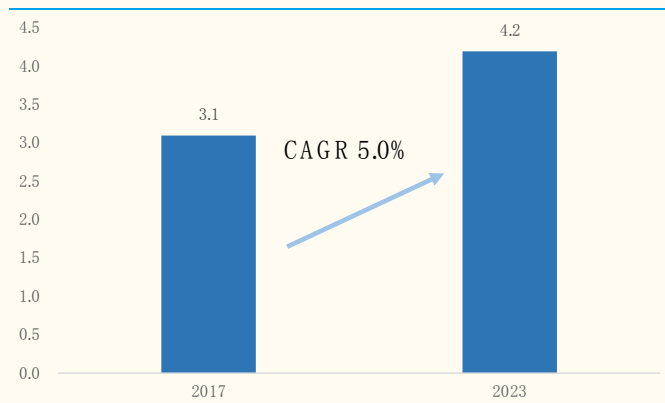
图片库市场空间缺乏统一且权威的数据，我们整合估计 2019 年市场约 35-60 亿美元。1) 流传最广的版本是 Shutterstock 上市招股说明书（2012 年）披露的：L.E.K.Consulting LLC 预测 2016 年狭义图片库市场规模 58 亿美元，其中针对于大型商业传统需求规模 23 亿美元、针对于小型商业包括插图/字体/素材的市场空间约 35 亿美元；委托定制市场规模约 70 亿美元。2) 根据第三方咨询机构 Arizton 采用“自下而上”的方式调研统计，2017 年全球图片库市场空间约 31 亿美元，未来预计每年保持 5.0% 增速，其中约 3/4 市场为创意类图片（营销、社交使用），1/4 市场为编辑类图片。并且 Arizton 认为全球图片库市场主要主要由 30 家机构主导，其中 Getty、Visual China（视觉中国）、Shutterstock 以及 Adobe 占据绝大部。

图表 14：全球图片库市场空间 I（十亿美元）



来源：L.E.K.Consulting LLC（2012），国金证券研究所

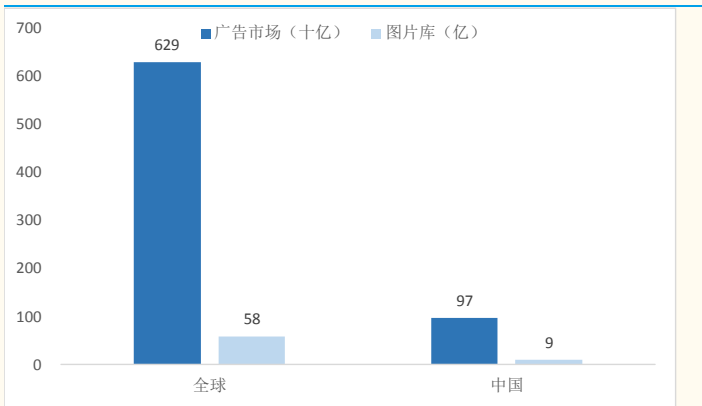
图表 15：全球图片库市场空间 II（十亿美元）



来源：Arizton（2018），国金证券研究所

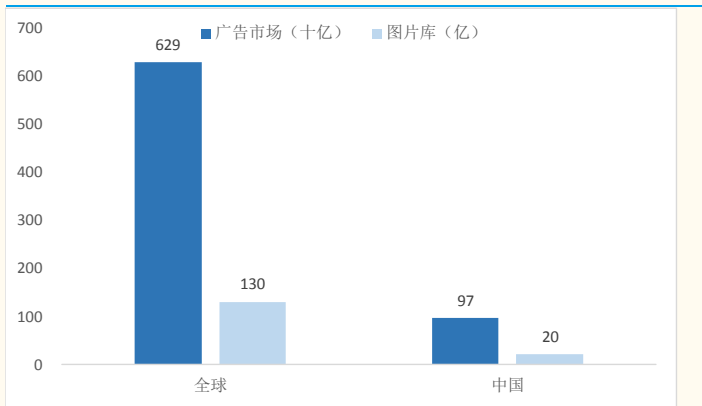
以 L.E.K.Consulting 数据为基准，全球图片库市场与广告市场比例约 0.9%，全球商业图片（包括委托定制）市场比例约 2.1%，由此估计中国图片库市场理论值约 60 亿人民币、商业图片市场约 130 亿人民币。按照视觉中国核心图片业务 8 亿、约占中国图片库市场 50%计，国内图片库市场规模约 16 亿，仍存在 3 倍正版化缺口。此外，以图片库为入口，深挖企业的定制化需求，实际上商业图片空间更为广阔。

图表 16：2018 年中国图片库市场理论值（美元）



来源：L.E.K.Consulting LLC (2012)，eMarketer，国金证券研究所

图表 17：2018 年中国商业图片市场理论值（美元）

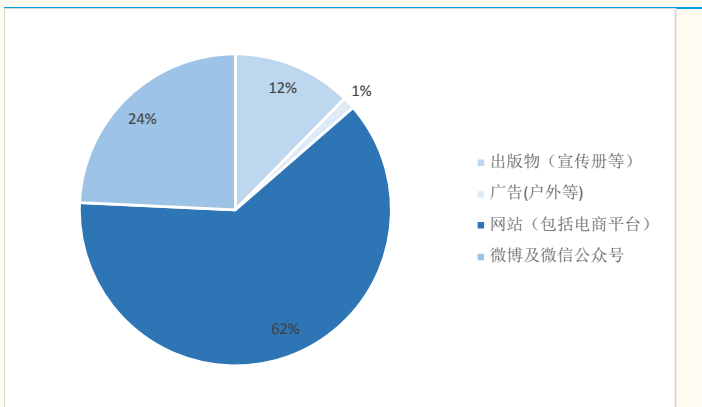


来源：L.E.K.Consulting LLC (2012)，eMarketer，国金证券研究所

路在何方？新媒体宣传需求、社交/电商广告需求、企业定制化需求

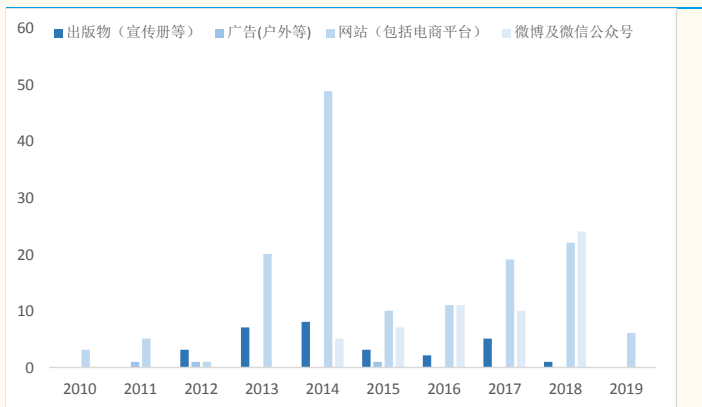
“以史为鉴，可以知兴替。”我们就从图片侵权的使用途径和侵权主体来分析一下图片库行业的发展：我们选取 2010-2019 年“聚法案例”中所有关于“图片侵权”的审判案件进行分析，去重后共 235 件图片侵权相关案件。从使用途径来看，侵权案件中网站用途占比最大约 62%（包括电商平台）、其次是微博及微信公众号等占比约 24%、出版物占比 12%、广告等占比 1%，这主要由于网络维权较为容易以及传统营销等用途正版化程度较高所致。以时间轴为角度来看，广告、出版物等侵权案件随着时间推移呈现下降趋势，网站图片侵权案件也从 2014 年触顶后也出现回落，微博及微信公众号侵权案件占比持续提升至 2018 年已超过 50%（微信公众号更为明显）。我们可以看到本轮图片版权正版化主要是由微博及微信公众号等企业新媒体宣传需求推动。

图表 18：按使用途径划分图片侵权诉讼情况（横向）



来源：聚法案例，国金证券研究所

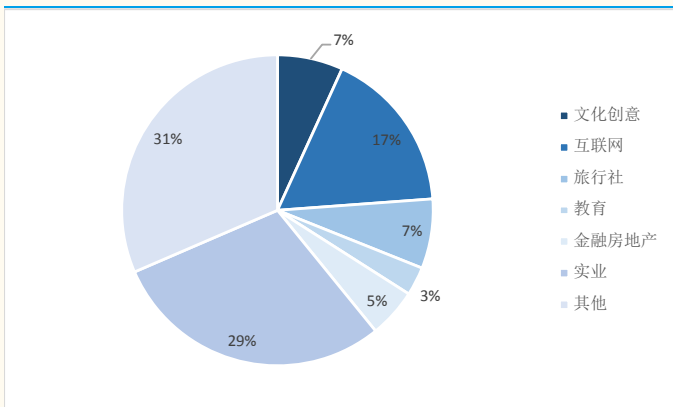
图表 19：按使用途径划分图片侵权诉讼情况（纵向）



来源：聚法案例，国金证券研究所

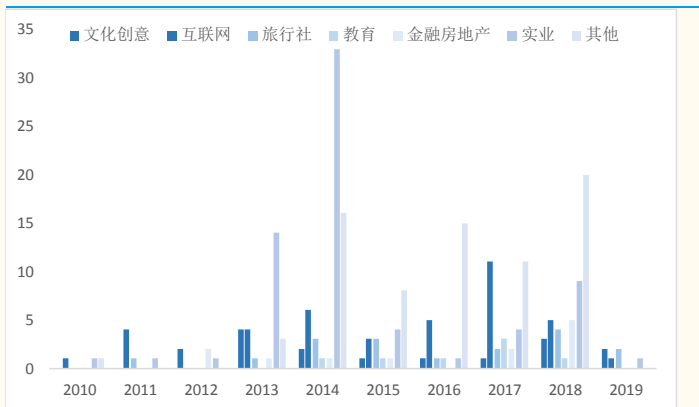
■ 从侵权主体来看，图片侵权案件被告所属行业较为分散，较为集中的包括实业（机械、消费品等）、互联网、旅行社以及文化创意产业等。值得一提的是，由于“避风港原则”的存在（平台只提供空间服务，不制作内容；如果平台被告知侵权，则有删除义务，否则视为侵权），以互联网平台作为连带侵权责任人的案件一般不予认可，平台的侵权审查责任相对较小。以时间轴为角度来看，旅行社、教育、金融房地产等为主体的图片侵权案件均有一定程度提升。

图表 20: 按侵权主体划分图片侵权诉讼情况 (横向)



来源: 聚法案例, 国金证券研究所

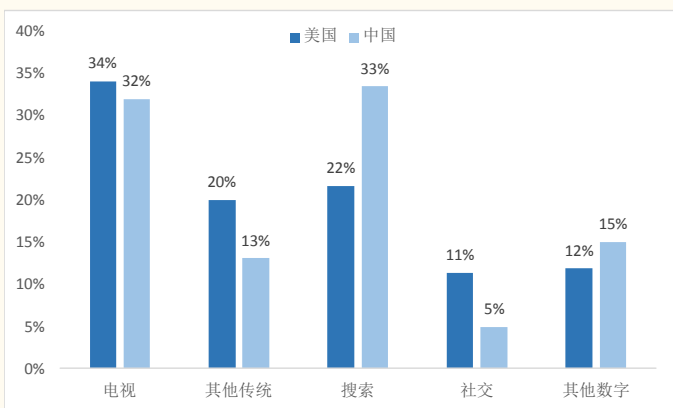
图表 21: 按侵权主体划分图片侵权诉讼情况 (纵向)



来源: 聚法案例, 国金证券研究所

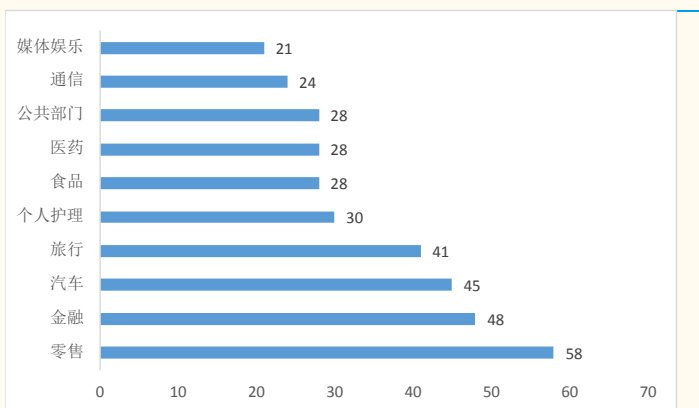
另一个维度, 我们从中美广告市场差异来寻找图片正版化的方向。既然图片市场与广告行业存在一定比例关系, 那么中美之间图片库市场比例的差异与中美广告行业的结构不同可能存在一定的关系。对比中美广告细分结构发现, 二者主要差异来自于 1) 中国搜索广告占比高于美国 11pct, 其中主要由于国内电商广告 (主要是淘宝直通车类型) 贡献, 而海外 Amazon 以自营为主; 2) 中国社交广告占比低于美国 6pct, 这主要是由于海外 Facebook 等贡献, 而微信等国内社交广告加载率较为克制。

图表 22: 中美广告行业细分差异



来源: Magna Global, 国金证券研究所 (淘宝&天猫广告包含在搜索中)

图表 23: 全球前十大广告支出行业



来源: Magna Global, 国金证券研究所

■ **电商图片需求量大、理论市场空间大, 但主要聚焦于“委托定制”和“设计素材”, 与传统图片库匹配度较低。**2018 年淘宝和天猫的广告收入约 1460 亿, 按照 2.1% 的比例, 则其商用图片规模约 30 亿。微观方面也有佐证, 鹿班披露某垂直 TOP 电商每年花费营销图片制作成本超过 1200 万/年, 平均 100 元/张, 而淘宝每天有 1200 万张个性化图片需求。从微观和宏观两方面来看, 电商无疑是用图大户, 但由于其特殊性又导致与传统图片库资源匹配度较低。在电商图片需求中“图片库”(preshoot) 只是配角, 不太适合电商, 相对 assignment 更多, 诸如服装品类、产品展示多为“委托定制”, 海报设计更多需要的是素材类内容。未来以更好的方式、更匹配的资源去服务电商, 将会开拓更大的图片市场。

图表 24：服装品类倾向于“委托定制”



来源：天猫官网，国金证券研究所

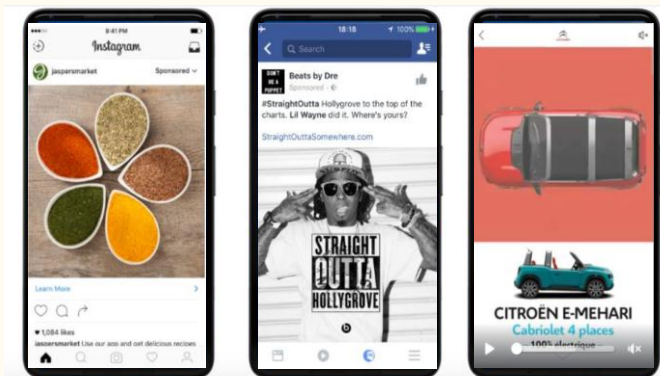
图表 25：海报设计倾向于“设计素材”



来源：天猫官网，国金证券研究所

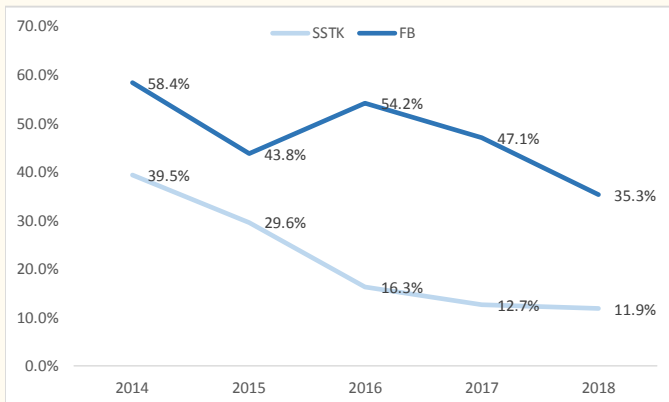
■ 海外以 Facebook 和 Instagram 的为代表的社交广告发展更为迅速，相比之下，国内社交广告较为克制、方兴未艾，而图片是社交广告的重要表现形式。我们相信国内社交广告的发展（尤其是品牌广告）将推动图片库市场增长。可能会有投资者会对此产生一些疑问：毕竟自 2014 年 Shutterstock 与 Facebook 达成合作并成为其“唯一”的图片供应商（广告主可以使用其图片作为广告用途），但合作并没有实际提升 Shutterstock 的业绩增速，这也是每个季度投资人必问管理层的压轴问题之一。我们认为产生这个问题的原因可能来自于两方面，其一，Facebook 的议价能力更为强势，微利图片库的可替代性较高；其二，Adobe stock 具有天然的渠道优势（主要是 Photoshop），2014 年 Q4 Adobe 斥资 8 亿美金收购知名图片库 Fotolia，对 Shutterstock 在社交广告方面的增长空间形成挤压。

图表 26：Facebook 和 Instagram 上图片广告



来源：Facebook, Instagram, 国金证券研究所

图表 27：Shutterstock 和 Facebook 营收增速



来源：公司财报，国金证券研究所

最后一个维度，我们回归到深挖企业大客户的需求。投资者可能会对视觉中国深挖企业大客户的方式和空间产生一些怀疑，我们以两个简单案例说明一下。1) 华为是公司的重要客户，年贡献收入规模在千万级别以上，其图片用途多种多样。在最新的华为 Mate 30 系列发布会上，我们就可以看到视觉中国的影子。历时两个多月，三十余位世界各地的摄影师共同成就华为 Mate 30 的极致影像，华为与视觉中国的合作不断深入，公司也为优秀的民族企业全球化步伐出力。2) 党建与企业文化日趋重要，优秀的摄影成果展览是常见的活动形式，近日视觉中国与东方证券携手举办了“中华人民共和国成立 70 周年照片展”，通过精选并展出 46 张摄影照片，展现出新中国 70 年来取得巨大成就与发展。公司通过探索新的合作方式，不断深入挖掘大企业客户需求。可以发现这些深度合作更多是定制化而非产品形态的，更加倚重于视觉中国作为连接摄影师和用户的高质量平台地位，这种定制化需求实际上并不低频、附加值也很高，有望推动图片商业化空间进一步提升。

图表 28：华为 Mate 30 展示图片



来源：华为官网，国金证券研究所

图表 29：承办券商新中国成立 70 周年照片展



来源：视觉中国，国金证券研究所

我们从三个视角分析图片行业空间增长的方式及路径：其一，通过对历年图片侵权诉讼统计，微博及微信等新媒体宣传需求增长明显，是近年来图片正版化的主要方向；其二，图片市场规模与广告行业存在一定关系，从中美广告结构的差异分析图片正版化的差异，电商图片和社交广告图片都是未来重要的增长方向；其三，从大客户的深度需求出发思考，大客户的图片需求更为多样化以及定制化，满足其需求提供优质摄影师能力的资源正是视觉中国所特有的。

竞争格局：高端图片天然垄断，微利图片渠道为王

从海外的发展历程和格局经验来看，高端图片库是资源的竞争，由于独家性和先发优势，往往出现一家独大的格局；微利图片库是渠道的竞争，由于上游图片资源同质化，公司之间比拼的是销售能力，竞争激烈，具有渠道优势的企业脱颖而出，上下游一体化现象也较为常见。国内微利、传统、定制需求逐渐融合，正版化方兴未艾，客户对一站式服务需求提升。视觉中国凭借传统图片库压倒性优势，“升维打击”，通过摄影师平台向大客户提供高附加值定制化服务；“降维打击”，通过微利图片库打开企业入口。

海外：他山之石可以攻玉，天然形成寡头格局

高端图片库，Getty 一家独大；微利图片库，Shutter stock 与 Adobe stock 领衔。当前处于海外图片库前列的公司多属于“早期的鸟儿”，普遍在互联网尚未完全普及的情况下就已经推出，在日益激烈的竞争环境下，仍保持着地位。Getty 在高端图片库领域未见敌手，每张图片的价格在数百美元以上；微利图片库价格低廉、竞争日常激烈，头部玩家众多，其中 Shutter stock 和 Adobe stock 处于前列，根据 Aritzon 的测算三者合计占据图片库接近 60% 的市场份额。

- **Getty Images:** 全球数字媒体的缔造者，拥有全球最大的图片库素材（约 8 亿张图片），与全球顶级摄影师及品牌建立长期合作关系，每张图片都至少保证 6 个创意点并经过完美修图后才能上传销售。Getty 图片都为摄影师独家授权，主要用途多为广告营销等方面，以零售模式为主，图片定价在数百美元以上。Getty 作为最早的传统图片库转型线上图片库企业，与上下游保持着良好的关系，其先发平台优势具有明显的“网络效应”（上下游增长具有相互促进、强化作用），独霸高端图片库行业。国内图片独家授权于视觉中国。
- **Shutter Stock:** 全球最大的微利图片库，拥有 2.4 亿张图片素材，65 万摄影师，年服务客户 190 万，年图片下载量 1.8 亿，年收入超 6 亿美元。Shutter Stock 主要以订阅模式销售，每张图片的价格在 0.3-10 美元之间（如 350 张/月/169 美元），主要用途是企业宣传用途等。Shutter Stock 是唯一上市的海外图片库企业，先后与 Facebook、Salesforce 合作，伴随微利图片需求增长快速发展，近年来随着竞争激烈，增速逐步放缓。国内图片独家授权于站酷海洛。
- **Adobe Stock:** 2014 年 Adobe 斥资 8 亿美元收购 Fotolia 并与 Creative Cloud Libraries 紧密集成，用户可以直接通过 Photoshop 中直接调用。尽

管 Adobe 并未单独披露 Adobe stock 收入情况，但从 1) 估值角度，当前 Shutterstock 估值亦 12 亿美元，二者差距不大；2) 渠道角度，从逻辑上 Photoshop 是广告/展示设计的第一道“门户”，优先于 Facebook/salesforce 等，多方第三方也认可 Adobe stock 在微利图片库的地位。作为微利图片库的强大玩家，Adobe stock 拥有 1.6 亿图片，主要以订阅模式销售，定价与其他微利图片库相差无几。

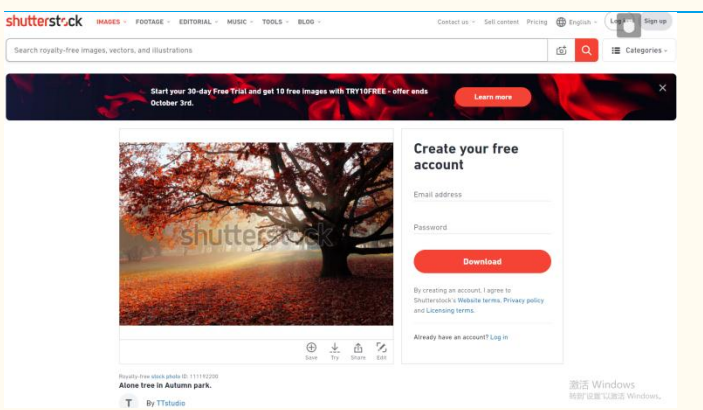
图表 30：海外图片库公司一览

图片库	图片数量	成立时间	订阅计划	按需购买	授权方式	定价/张	图片库特点	收入规模
Getty	数亿	1995	无	有	RM 为主	数百美元	自然/建筑/旅游	8 亿美元左右
iStock	1 亿+	2000	有	有	RF	0.2-33 美元	自然/旅游/商业	6 亿美元
Shutterstock	2.4 亿+	2003	有	有	RF	0.3-9.8 美元	自然/食物/商业	估计 6 亿美元
Adobe Stock	1.6 亿+	2015	有	有	RF	0.3-10 美元	自然/食物/商业	——
Bigstock	0.82 亿	2004	有	有	RF	0.2-21 美元	——	——
123RF	1.1 亿	2005	有	有	RF	0.2-21 美元	——	——
Dreamstime	1.1 亿	2004	有	有	RF	——	——	——

来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所（AdobeStock 接入 PS，海外大部分用户都有账号，估计和 shutterstock 收入水平相近）

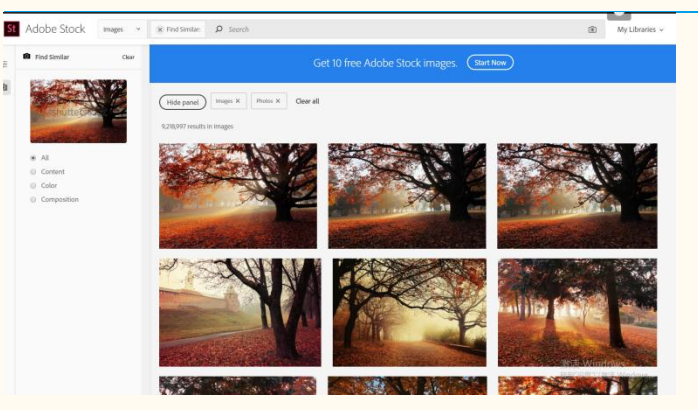
- **传统图片库与微利图片库的竞争格局差距主要由于“独家性”。** 高端天然等于独家，而平台又具有“网络效应”，这也导致了传统图片库一家独大的地位不可动摇。针对于微利图片库，其图片重合度高，非独家性也导致微利图片库平台并不具有维权的能力，对于客户来说，微利图片库的差异较小，这就导致了微利图片库价格较低、企业之间比拼渠道能力。

图表 31：Shutterstock 某图片



来源：Shutterstock 官网，国金证券研究所

图表 32：Adobe stock 与 SSTK 图片重合度高



来源：Adobe stock 官网，国金证券研究所

国内：定制、高端与微利图片需求融合，视觉中国一家独大

由于国内版权意识觉醒较晚，微利、传统以及定制图片需求出现融合，视觉中国遥遥领先。根据赛迪顾问（2012）统计，视觉中国在创意类图片库市占率超 50%、编辑类图片库市占率超 30%，编辑类图片仅次于新华图片社（现更为中国图片集团），伴随着数年的快速发展，我们估计视觉中国的市场份额已经超过 50%，国内图片库行业形成“一超多强”的格局。从供给端，由于互联网的普及以及用户大量的图片授权需求，品牌图片库多结合自身特点，融入微利图片库“玩法”；需求端，企业大客户需求多样化，既包括传统图片需求也包括微利图片需求，二者逐步融合。

- **视觉中国：国内首家互联网图片公司，率先进入编辑类图片市场**（创始人柴总早期作为图片编辑，具有丰富的经验和业内资源），05 年与 Getty 达成独家合作，并且先后收购 Corbis 和 500px 等视觉资源及摄影社区，是国内最大的视觉版权服务商，约 2/3 图片为独家图片。图片库内容覆盖编辑类和图片类，服务囊括定制类（项目价格在几万至几百万）、零售类（价格在数千以上）以及订阅模式（平均 100-200/张）。

- 东方 IC：国内图片库先行者，拥有 1 亿张图片资源，收入体量约为视觉中国 20%左右。2016 年字节跳动先后战略投资东方 IC 和图虫网夯实版权储备，并通过其图像分析以及个性化算法对其平台服务和产品定制提供支持。字节跳动作为国内互联网广告领军企业，2019 年收入 KPI 达千亿级，这种上下游一体化为东方 IC 提供充足的发展空间。
- 站酷海洛：依托于国内最大的设计师社区——站酷网，图片库则来自于 Shutterstock 独家授权，拥有 1.5 亿张图片资源，收入体量约为视觉中国 10%左右。站酷海洛在设计素材方面有着强大优势，销售模式以订阅为主。

图表 33：国内图片库公司一览

图片库	图片数量	成立时间	订阅计划	按需购买	授权方式	定价/张	图片库特点	收入规模
视觉中国	2 亿+	2000	有	有	RM&RF	数百以上	自然/建筑/旅游	8 亿人民币
全景视觉	1.5 亿	2000	有	有	RM&RF	数十及几千	自然/建筑/旅游	1-1.5 亿间
东方 IC	1 亿	2000	有	有	RM&RF	——	编辑类较强	1.5 亿左右
站酷海洛	1.5 亿	2006	有	有	RM&RF	数十及数百	SSTK 及设计	1 亿左右
中国图片集团	——	1950	——	——	RM	——	最大编辑类图片	——
图虫网	2 亿	2011	有	有	RM&RF	10-20 元	——	——
汇图网	1 亿	2011	无	有	RM	数百	——	——

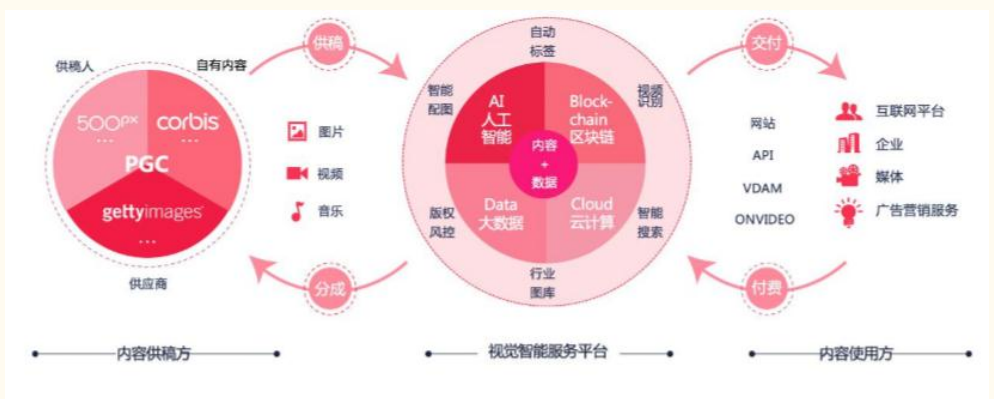
来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

我们为什么认为视觉中国可以实现“降维打击”？ Getty 收购微利图片库 iStock 逐步进入微利图片库市场，但收效十分有限。尽管微利图片库市场空间较大，但由于同质化程度高导致终端售价较低、销售费用高企，大部分企业深陷泥潭之中。对于大部分微利图片库企业来说，微利图片库是其主要的收入来源，而对于视觉中国来说，订阅模式（相比之下还是比其他微利图片库贵）可以起到入口作用，更多的帮助其深入挖掘企业大客户需求。要知道传统图片库、微利图片库和定制化需求的市场规模比例约 1: 1: 2，视觉中国可以凭借更强大的商业化能力反制获客，并且通过互联网平台模式“收割”长尾用户，与互联网平台实现共赢，从渠道端夯实竞争力。

商业模式：高效版权交易平台，类 SaaS 模式蓄力高增长

视觉中国是国内最早将互联网技术应用于版权视觉内容服务平台的技术型企业。公司的核心商业模式是“整合全球及本土优质的版权素材内容，通过大数据、搜索与图像识别等技术为支撑的互联网智能服务平台”，为上下游海量的供稿方与使用方提供基于“优质内容+智能技术”的高效交易服务。**由于图片的独家性，高端版权交易平台具有显著的“马太效应”**（网络经济的正反馈原理，上下游的增长不断强化彼此的增长）。

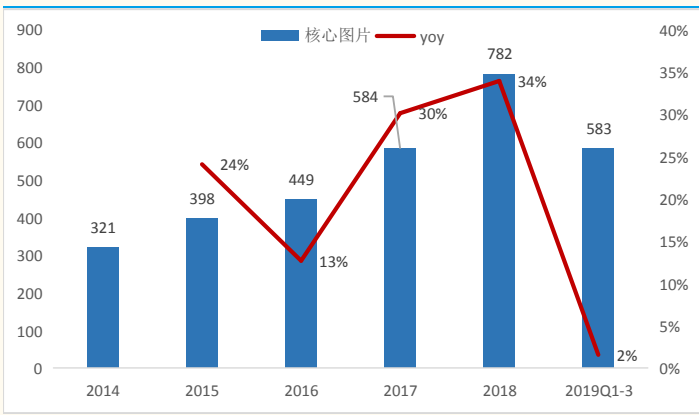
图表 34：视觉定位于高效版权交易平台



来源：视觉中国，国金证券研究所

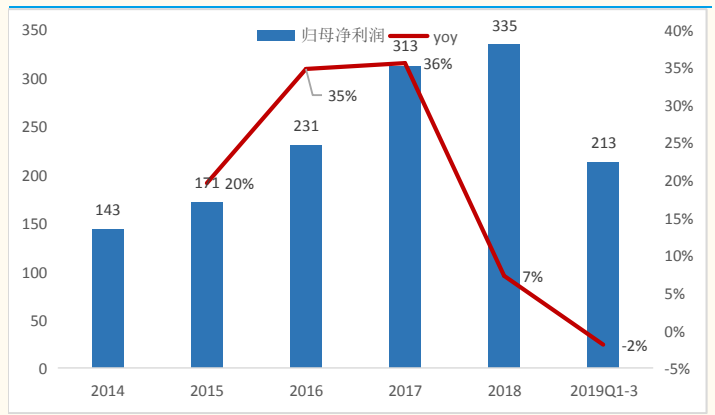
这种“马太效应”在财务角度也有着很好的表现。2018 年公司营业收入 9.9 亿，其中核心图片主页营收 7.8 亿 (yoy+34%) 加速增长，归母净利润 3.4 亿，扣非后归母净利润率也在 30% 以上，平台议价能力彰显。

图表 35：公司核心图片主业营收（百万）



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 36：公司归母净利润（百万）

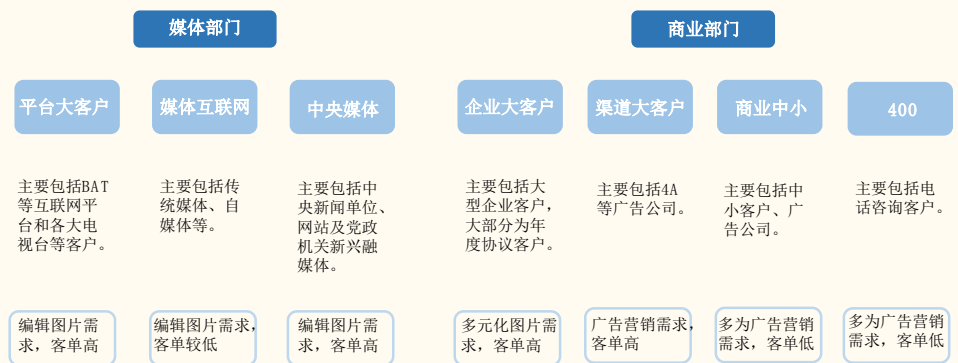


来源：公司财报，国金证券研究所

客户获取：依托互联网平台拓展长尾客户，“内容+技术+服务”赢得大客户

随着社会化媒体（两微一抖）的出现以及通信技术进步带来表现形式的富媒体化等因素推动图片行业的大发展，公司的目标市场由原先的小众专业市场便成为大众的海量市场，目标客户的数量以及应用场景都大大增加。（上文已详细论述）1) 数量方面。截至 2018 年，视觉直接签约客户超过 1.4 万家，同比增长 90%（考虑到互联网平台内容授权的用户近 33 万，同比增长超过 500%）。我们估计其中商业中小以及 400 客户数量占比大概在 60-70% 之间，客单价在 1-2 万之间；平台、渠道、企业等客户数量占比不足 30%，客单价均在 10 万以上，头部企业可达千万级别。2) 行业方面。实际上渠道大客户、商业中小、400 主要对应的 4A 公司或广告设计公司等传统广告营销需求；媒体互联网以及新成立的独立部门（重点服务中央新闻单位、国有出版集团以及党政机关新兴融媒体）则主要是编辑类图片需求；平台大客户主要负责 BAT 等互联网平台的合作；企业大客户的需求较为多样，包括新媒体营销需求以及其他业务需求（展会、发布会、出版物、屏保等），包括汽车、金融、快消品、教育等各个行业的客户。

图表 37：公司销售部门结构及对应客户类型



来源：视觉中国，草根调研，国金证券研究所（公司业务结构划分与财务口径划分存在一定差异）

- 传统营销需求和媒体需求正版化程度较高，公司与客户保持长期合作关系；商业中小与 400 覆盖大量长尾客户，主要是客户转介绍、品牌活动以及市场营销获客。当前重点的获客方向主要来源于互联网和大企业客户：1) 通过互联网平台连接及赋能，提升优质正版内容触达客户的深度和广度。公司先后与自媒体平台（百家号、大鱼号、企鹅号等）、互联网广告平台（百度霓裳平台、阿里汇川平台、腾讯社交广告平台）、创意设计平台（阿里鹿

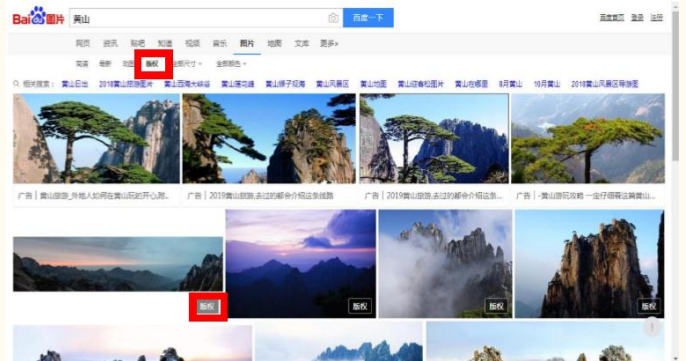
班智能设计平台)进行合作, 高效拓展长尾市场。(这与我们前文社交/电商广告判断相一致) 2) 从“版权追踪”方式到“注重政府调解, 辅助成熟技术”转变, 通过“内容+技术+服务”的方式获取企业大客户。“以技术为驱动, 通过司法体系”的维权方式备受诟病, 长期来看积累了续约率和 ARPU 提升的隐患, 经过“411 事件”后, 公司更加注重政府调解的作用, 采取更为“温和”的方式满足客户正版化需求。此外, 公司加大从深度挖掘企业大客户的全产品线 and 全应用场景需求的方式, 专业的团队提供满足个性化需求的定制服务(权利清除、委托拍摄、创意众包、媒体宣推、广告创意等), 从而赢得大客户的信任。

图表 38: 通过互联网平台连接赋能



来源: 公司财报, 国金证券研究所

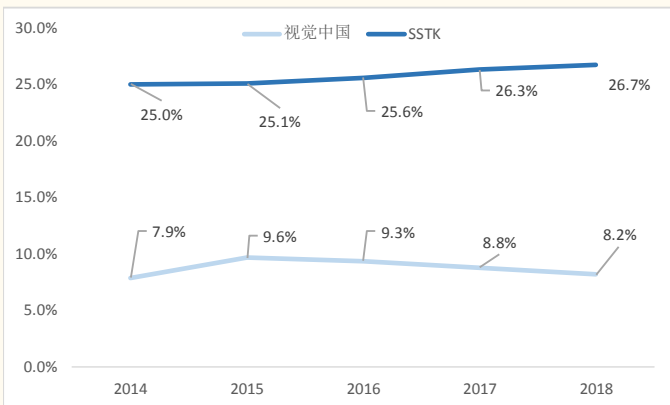
图表 39: 与百度合作获得搜索入口



来源: 公司财报, 国金证券研究所

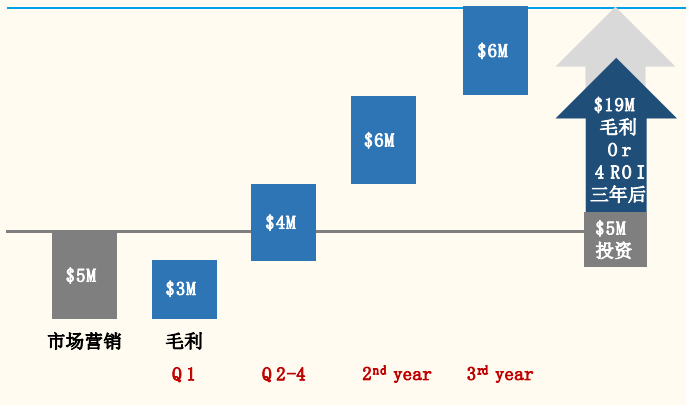
与微利图片库不同, 视觉中国凭借内容的独家性、高端版权平台的马太效应以及技术优势, 销售费用率位于低水平区间。从 2014-2018 年视觉中国与 Shutter stock 销售费用率对比可以发现, 公司销售费用率位于 8.0-9.0% 之间, 显著低于 Shutter stock 约 25% 的水平。由于上游内容缺乏独占性, 微利图片的竞争趋于同质化, 激烈的竞争导致获客成本上升, 销售费用率位于较高水平, 后续改善情况也不及公司预期。反观视觉中国的获客方式, 对销售依赖度最高的部分就是企业大客户, 技术驱动的方式显著降低获客成本, 随着获客方式的转变, 对销售费用率提升也较为有限(短期获新客成本或略有提升, 由于续约率高, 长期费用率稳定)。

图表 40: 视觉中国与 SSTK 销售费用率



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 41: Shutter Stock 用户获取模型



来源: SSTK (2011Q3), 国金证券研究所

视觉内容: 自有内容资源夯实战略地位, 平台模式保证高毛利率

优质、全面以及独家的版权素材资源是视觉中国业务的基石。公司视觉内容涵盖自有内容和代理内容, 自有内容包括全球第二大图片库 Corbis 与知名摄影社区 500px, 代理内容方面与全球第一大图片库 Getty Images 独家双向战略合作, 目前仍以代理内容为主。公司代理内容来自于全球顶级的 40 万签约供稿方以及 240 余专业版权机构, 自身互联网内容交易平台在线提供 2 亿张图片、1500 万视频和 35 万音乐素材, 并且其中超过 2/3 是高水准的的独家内容。对于上游,

行业普遍采取“收入分成”模式，平台的议价能力更强。

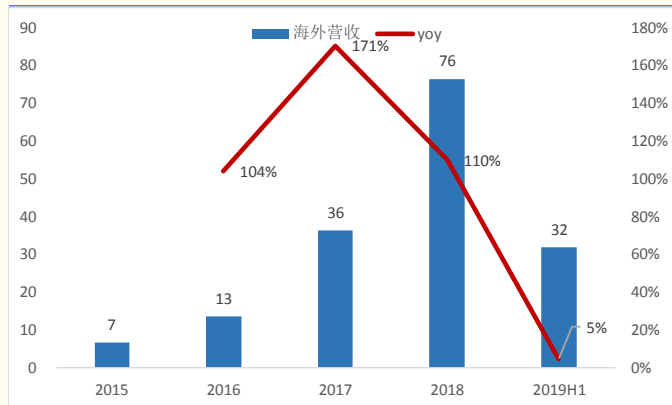
- 多年来，公司先后收购了 Corbis 与 500px，不断夯实自身视觉内容储备，丰富自身平台能力。Corbis 是由比尔盖茨创建的全球第二大视觉内容版权服务供应商，拥有近 1 亿张图片，80 万条视频，先后收购 Bettmann Archive 等图片库，其核心优势在于拥有“可以追溯到美国内战时期的珍贵历史图片”。500px 是国际知名的线上摄影社区，汇集全球的优秀摄影专业人士、摄影爱好者（1300 万注册摄影师，超 100 万月活用户），在版权授权及定制拍摄等方面具有丰富的经验。收购上游视觉版权资源对视觉中国的意义何在？三个方面，其一，夯实内容储备，减少对第三方的依赖，提升毛利率；其二，反向输出，提升对 Getty 的议价能力（Corbis、500px 海外独家授权给 Getty，与其实现双向独家战略合作，海外业务收入持续提升）；其三，依托摄影师资源，向企业大客户提供定制化内容。

图表 42: Corbis 拥有诸多历史珍贵图片



来源: Corbis, 国金证券研究所

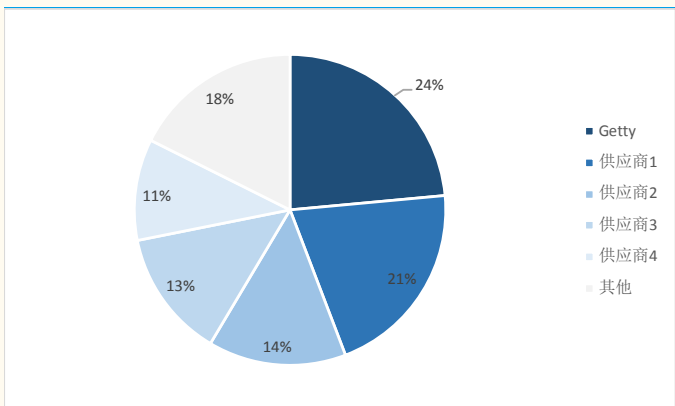
图表 43: 视觉中国海外业务收入 (百万)



来源: 公司财报, 国金证券研究所 (也可以参考第一大客户合作金额)

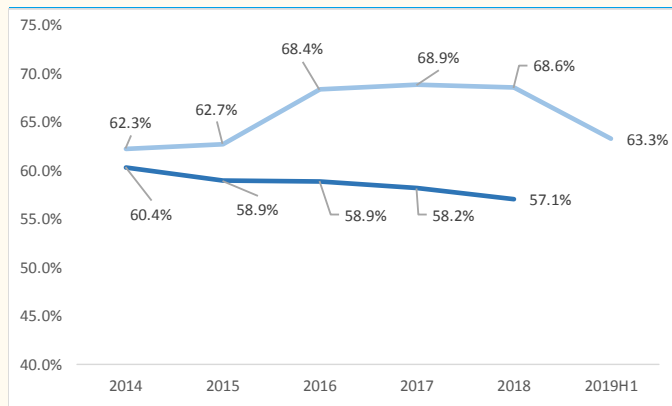
代理方面，视觉中国与全球 240 余家品牌机构建立内容合作，多年来建立了和全球知名图片机构（Getty、中新社、法新社、BBC、路透社等）的独家代理关系。Getty、法新社等在图片行业的重要地位就不加赘述了，我们简单讲讲市场对上游资源库“挟持”平台的担忧。从财务指标上看，这种担忧是多余的，视觉中国核心图片主业的毛利率接近 70%，尽管供应商占比相对集中，单一供应商占比不超过 24%。（实际上，公司 TOP1 客户交易金额大于 TOP1 供应商交易金额，换句话说，公司从 Getty 获得的收入或大于分成支出）正如本章开头所说，由于高端图片的独家性，平台与供应商的关系是“共生”的，并且“供应商吸引更多的客户，更多的客户吸引更多的供应商”（单一供应商出走对自身损害远大于收益），这种“马太效应”构建深厚的护城河。相比之下，微利图片库需要花费更多的成本获取客户，平台的议价能力也相对较低。此外，视觉中国的降维扩张，实际上是用“微利模式”打开企业大客户入口，通过增值服务加深客户贡献值，从商业化能力上“反制”获客。

图表 44: 视觉中国 TOP5 供应商集中度 (2018 年)



来源: 公司财报, 国金证券研究所 (getty11-13 年分成比例约 50%)

图表 45: 视觉中国与 SSTK 核心图片主业毛利率



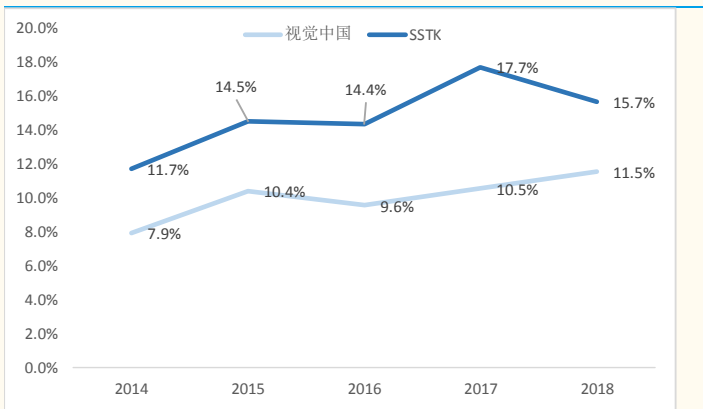
来源: 公司财报, 国金证券研究所 (19H1 毛利率相对较低主要是季节性因素)

盈利模式：类 SaaS 模式高续约率，高速增长可期

客户既可以采取零售购买方式获得授权与服务，满足项目型的工作需要（主要是 400 及商业中小）；也可以通过“年度长期合作协议”的方式获得授权与服务，以满足客户持续稳定的内容需求（主要是企业大客户、平台大客户等）。针对企业大客户和中小企业，采取不同的服务策略，大客户方面，充分挖掘其全产品线 and 全应用场景的需求，配有专业销售提供本地化顾问服务；中小企业方面（小微企业、自媒体等），提供高效简单的自主化程度高的交易服务。公司披露年收入 10 万以上的大型客户占据收入 70% 以上，大客户/“年度长协”客户是公司重要的发展方向。我们认为公司盈利模式类似于 SaaS 企业，具有“年度付费”、“高度可复制性”、“现金流好”等特征，因而具有较高的“客户留存”和“营收留存”。

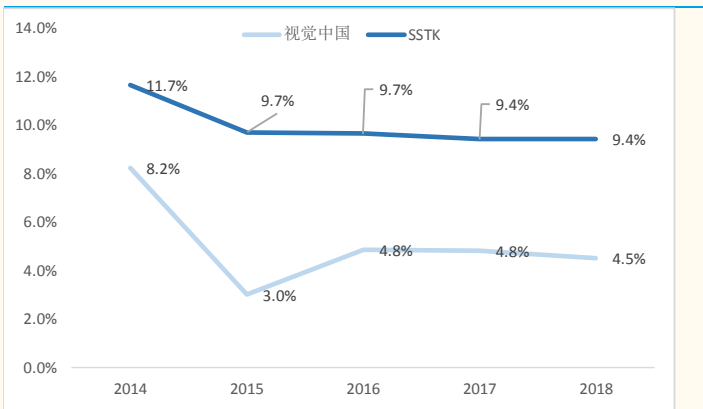
- 非软件企业或者说非强技术型企业可能是 SaaS 模式嘛？答案无疑是肯定的，其中一个例子就是“K12 课外辅导”，学生续约率高（新东方、好未来线下正价班续约率达 90% 以上）、用户生命周期长（入口班学生一般会参加课外辅导 3-5 年）、单用户收入具有增长性（数语外物理化学等科目）、企业重视初始获客（暑期特价班等）。实际上，尽管目前视觉中国的研发费用率较低，但其提供服务具有系统化/可复制性高的特点（虚拟产品）、用户使用黏性高。

图表 46：视觉中国与 SSTK 管理费用率



来源：公司财报，国金证券研究所（已回溯，管理费用中不考虑研发费用）

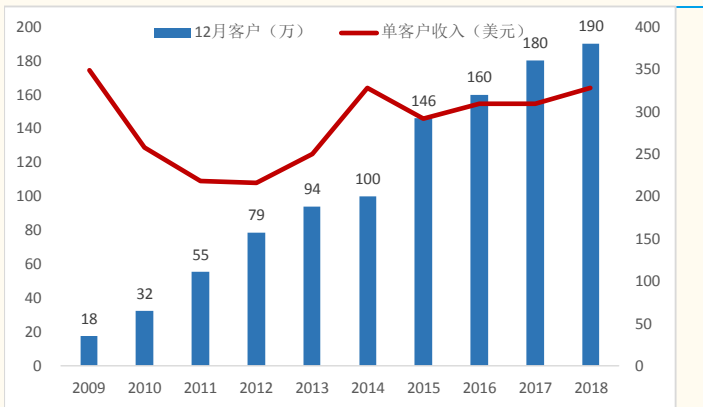
图表 47：视觉中国与 SSTK 研发费用率



来源：公司财报，国金证券研究所

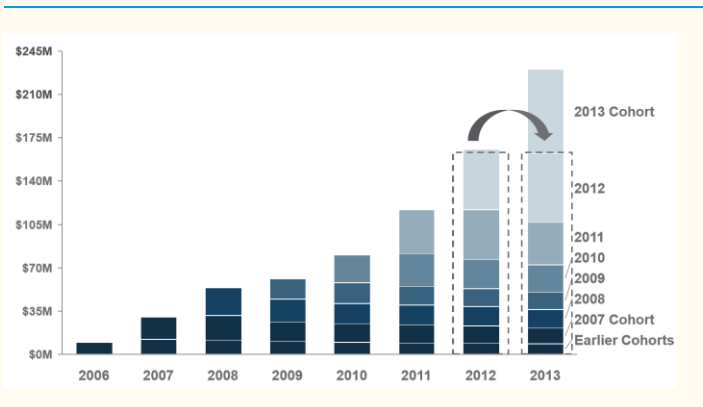
- SaaS 类企业最显著的特征是**高客户留存**和**高营收留存**，增长具有高度可积累性，也是 2B 企业壁垒的表现。Shutter stock 早在 17Q1 的业绩说明会中披露整体客户的留存率在 92% 左右，而视觉中国的年度长协客户续约率在 80% 以上（由于 400 等客户主要是零售模式，整体续约 60% 以上）。从 Shutter stock 不同年龄段客户收入贡献可以看出老客户年度贡献基本保持平稳，这也是早期强有力增长的重要来源。

图表 48：Shutter stock 用户数及单用户年收入



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 49：Shutter stock 高营收留存



来源：公司财报，国金证券研究所

公司是类 SaaS 版权交易平台，独家内容和先发优势夯实公司壁垒，平台马太效应保证对上下游的议价能力，企业客户高续约率蓄力高增长，互联网平台拓展长尾客户以及“内容+服务+技术”深挖大客户实现高效获客。从财务角度，优质的商业模式表现为高增长率、高毛利率、低费用率，随着“411”事件后核心图片主业回到正轨，强劲增长可期。

盈利预测与投资建议

盈利预测

■ 我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入增长主要来自于视觉内容与服务中企业客户和互联网平台增长。其中企业客户增长 0%/35%/30%，广告营销与服务增长 5%/25%/20%，媒体业务增长 10%/25%/25%，互联网平台业务增长 30%/35%/35%。
- 2) 毛利率由于规模效应提升，分别为 65%/66%/67%。
- 3) 销售费用率 10%/9%/9%，管理费用率 11.5%/11%/10%，研发费用率 4.5%/4.5%/4.5%，基本保持稳定。

图表 50：视觉中国收入及毛利率预测

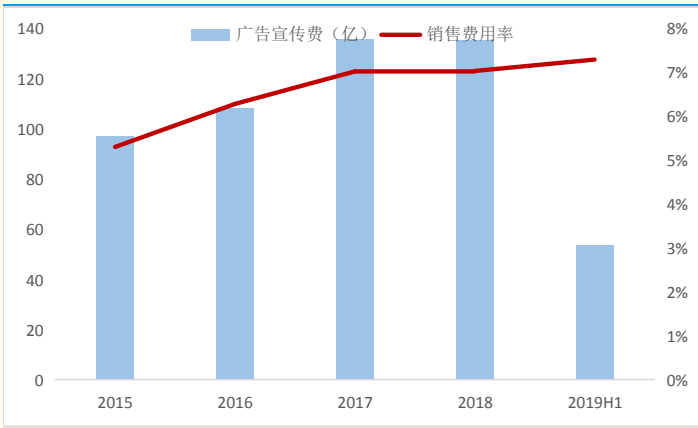
百万元, RMB	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
视觉内容与服务	584	782	838	1,090	1,389
yoy	30.1%	33.9%	7.2%	30.1%	27.4%
毛利率	68.9%	68.6%	65.0%	66.0%	67.0%
其中：企业客户	228	313	313	422	549
广告营销与服务	105	156	164	205	246
媒体	181	227	249	312	390
互联网平台	70	86	112	151	204
广告创意服务	71	39	8		
yoy	-37.4%	-44.8%	-80.6%		
毛利率	62.4%	62.7%	62.7%		
数字娱乐	20	18			
yoy	-53.3%	-12.6%			
毛利率	81.2%	29.8%			
软件信息服务	140	149			
yoy	6.9%	6.6%			
毛利率	52.8%	48.7%			
合计	815	988	846	1,090	1,389
yoy	10.8%	21.3%	-14.4%	28.9%	27.4%
综合毛利率	65.9%	64.7%	65.0%	66.0%	67.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

进一步，我们对各个业务分类进行划分。其中企业客户业务依赖于深挖大客户，其中收入占比最大的依次为**汽车、快消品、手机、金融**等；广告行业依赖于互联网广告增长，尤其是信息流广告等形式；媒体服务则受益于自媒体等新兴媒体形式快速发展；互联网平台则聚合中小企业在电商、广告等领域的图片需求提升。

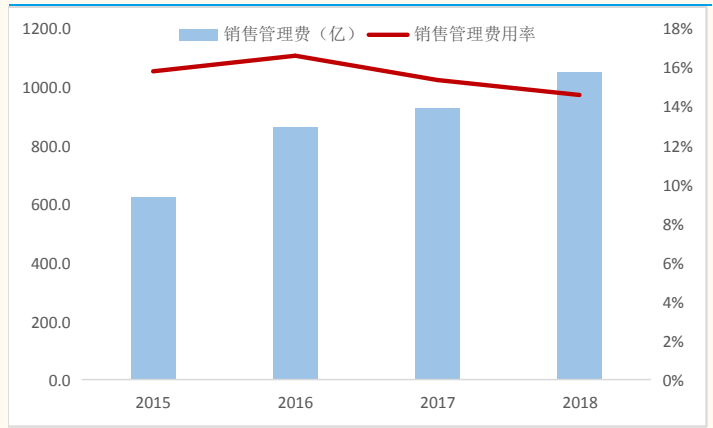
1) 从下游景气度上看，19 年汽车行业景气度下滑，销售费用率基本稳定，广告宣传支出有所减少；快消品、手机等国内厂商，业务发展迅速，相关营销开支增长明显，公司收入占相关公司营销支出比重极小，增长主要来自于**深化服务及产业链延伸**。此外，诸如在线教育等新兴领域，随着行业发展，公司也不断加大拓展力度。

图表 51: 上汽集团广告宣传费(亿)及销售费用率



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 52: 华为销售管理费用(亿)及相关比率



来源: 公司财报, 国金证券研究所

2) 对于广告行业方面, 图片是广告投放的成本项, 相对稳定, 但由于信息流、电商广告中渗透仍较为有限, 正版化提升是主要逻辑。其中以腾讯、阿里为代表的互联网平台是最好的合作伙伴, 通过其为大量中小广告主提供正版图片服务更为有效。

图表 53: 电商及信息流广告仍较为坚挺

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
电商								
阿里	57.8%	39.0%	34.5%	26.1%	25.3%	27.8%	31.0%	26.9%
京东	40.9%	47.3%	34.1%	39.3%	34.1%	24.0%	27.4%	24.0%
拼多多				7399.0%	929.0%	470.5%	254.1%	172.8%
搜索								
百度	23.8%	32.8%	21.2%	26.8%	16.6%	3.9%	3.2%	-7.6%
社交								
腾讯社交	63.5%	66.7%	68.8%	54.5%	61.2%	43.8%	34.0%	28.0%
微博	75.6%	66.6%	63.1%	65.5%	53.2%	31.8%	18.7%	1.4%
视频								
腾讯媒体	28.2%	23.2%	31.5%	16.0%	23.5%	25.9%	6.1%	-7.0%
爱奇艺	62.0%	59.9%	43.2%	37.2%	-9.0%	2.8%	0.4%	-15.9%
媒体								
网易	12.1%	10.8%	3.8%	6.5%	2.0%	3.3%	1.0%	-8.3%
趣头条			538.9%	525.3%	472.3%	399.4%	343.3%	215.6%
合计			37.6%	35.3%	31.7%	28.7%	26.4%	19.9%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 (京东包含佣金, 百度包含信息流不包括爱奇艺, 腾讯媒体广告中包括部分媒体广告)

投资建议及估值

我们认为公司图片业务具有 SAAS 化的特征, 具有较强的用户黏性和高增长, 故采用可比公司市盈率法估值。预计公司 2019-2021 年净利润为 3.10 亿、4.02 亿、5.37 亿, 对应 EPS 为 0.44 元、0.57 元、0.77 元, 对应 PE 为 45.8、35.3、26.5。我们选取四家 SAAS 公司对视觉中国进行估值, 其中包括微利图片库 Shutter stock、Adobe stock 母公司 Adobe、SAAS 公司 slesforce、用友网络。我们认为, 给予 2020 年 45 倍估值, 目标价 25.20 元, 给予公司“买入”评级。

图表 54：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
SSTK.N	Shutterstock	43.52	1.28	1.23	1.66	34.00	35.38	26.22
ADBE.O	Adobe	286.35	7.84	9.69	11.50	36.52	29.55	24.90
CRM.N	Salesforce	159.55	2.85	3.10	3.94	55.98	51.47	40.49
600588.SH	用友网络	29.15	0.35	0.45	0.59	83.29	64.78	49.41
平均值						52.45	45.30	35.26
000681.SH	视觉中国	20.27	0.44	0.57	0.77	45.83	35.30	26.26

来源：Wind，彭博（2019.11.8），国金证券研究所

风险提示

- 获客速度放缓。获客方式的转变可能导致获客速度放缓，进一步影响业绩增速。
- 销售费用快速增长风险。获客方式改变也可能导致销售费用快速提升，进一步影响利润率水平。
- 销售人员流失风险。深挖企业大客户需求，提升单个用户收入贡献，对销售人员要求提高。随着行业竞争日益激烈，市场对优秀销售人员争夺加大，销售人员的流失可能会对业绩增长造成负面影响。
- 微利图片竞争加剧风险。微利图片行业同质化竞争激烈，可能会对公司原有用户进行争夺，进一步影响客户的续约情况。
- 短视频行业冲击。短视频占据网民时长不断攀升，也成为了品牌宣传的重要阵地，未来表现形式的富媒体化可能会导致图片行业整体承压。
- 图片库独家图片占比下降风险。独家是高端图片库最重要的竞争优势之一，也是高价格的保障，如果图片库独家图片下降，可能会导致竞争进一步加剧。
- 大额解禁风险。截至 2019 年 9 月 18 日，公司解禁 3.5 亿股，占总股本的 50.1%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	735	815	988	846	1,090	1,389	货币资金	468	391	418	399	426	583
增长率		10.8%	21.3%	-14.4%	28.9%	27.4%	应收账款	381	373	373	462	595	758
主营业务成本	-305	-278	-349	-296	-371	-458	存货	29	29	0	0	0	0
%销售收入	41.5%	34.1%	35.3%	35.0%	34.0%	33.0%	其他流动资产	188	15	219	219	226	235
毛利	430	536	639	550	720	930	流动资产	1,066	808	1,010	1,080	1,247	1,576
%销售收入	58.5%	65.9%	64.7%	65.0%	66.0%	67.0%	%总资产	30.3%	19.7%	23.9%	24.9%	27.6%	32.5%
营业税金及附加	-5	-6	-8	-5	-7	-8	长期投资	919	1,184	1,310	1,310	1,310	1,310
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	6	6	4	4	3	3
销售费用	-69	-72	-81	-85	-98	-125	%总资产	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
%销售收入	9.3%	8.8%	8.2%	10.0%	9.0%	9.0%	无形资产	1,273	1,291	1,281	1,302	1,309	1,315
管理费用	-106	-125	-114	-97	-120	-139	非流动资产	2,457	3,291	3,220	3,259	3,265	3,271
%销售收入	14.4%	15.3%	11.5%	11.5%	11.0%	10.0%	%总资产	69.7%	80.3%	76.1%	75.1%	72.4%	67.5%
研发费用	0	0	-44	-38	-49	-62	资产总计	3,524	4,099	4,230	4,338	4,512	4,847
%销售收入	0.0%	0.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	152	346	505	556	296	0
息税前利润 (EBIT)	251	334	392	325	446	596	应付款项	381	313	289	281	357	446
%销售收入	34.1%	41.0%	39.7%	38.4%	40.9%	42.9%	其他流动负债	83	77	60	68	88	115
财务费用	-23	-35	-26	-13	-8	1	流动负债	616	736	855	905	740	561
%销售收入	3.1%	4.3%	2.7%	1.6%	0.7%	-0.1%	长期贷款	236	490	276	47	0	0
资产减值损失	-13	-15	-17	0	0	0	其他长期负债	339	270	189	180	180	180
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	0	负债	1,191	1,496	1,320	1,132	920	741
投资收益	54	66	33	53	35	35	普通股股东权益	2,297	2,572	2,890	3,187	3,572	4,086
%税前利润	19.6%	18.6%	8.4%	14.6%	7.4%	5.5%	其中：股本	74	74	74	74	74	74
营业利润	270	354	392	365	473	631	未分配利润	619	902	1,184	1,481	1,866	2,380
营业利润率	36.7%	43.4%	39.7%	43.1%	43.4%	45.5%	少数股东权益	36	31	20	20	20	20
营业外收支	6	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	3,524	4,099	4,230	4,338	4,512	4,847
税前利润	276	353	392	365	473	631	比率分析						
利润率	37.6%	43.4%	39.7%	43.1%	43.4%	45.5%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-46	-41	-57	-55	-71	-95	每股指标						
所得税率	16.6%	11.5%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.306	0.415	0.458	0.442	0.574	0.766
净利润	231	313	335	310	402	537	每股净资产	3.278	3.672	4.125	4.549	5.099	5.833
少数股东损益	16	22	14	0	0	0	每股经营现金净流	0.335	0.357	0.415	0.269	0.490	0.660
归属于母公司的净利润	215	291	321	310	402	537	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.177	0.230	0.306
净利率	29.2%	35.7%	32.5%	36.6%	36.9%	38.7%	回报率						
							净资产收益率	9.35%	11.30%	11.11%	9.72%	11.26%	13.14%
							总资产收益率	6.09%	7.09%	7.59%	7.14%	8.92%	11.07%
							投入资本收益率	7.69%	8.60%	9.07%	7.24%	9.75%	12.33%
							增长率						
							主营业务收入增长率	35.47%	10.75%	21.27%	-14.38%	28.90%	27.38%
							EBIT增长率	35.45%	33.14%	17.24%	-17.15%	37.37%	33.61%
							净利润增长率	36.24%	35.48%	10.45%	-3.54%	29.85%	33.41%
							总资产增长率	27.20%	16.34%	3.18%	2.56%	4.00%	7.43%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	157.5	156.3	99.3	99.3	99.3	99.3
							存货周转天数	27.2	38.6	15.4	0.0	0.0	0.0
							应付账款周转天数	147.0	229.4	170.4	170.4	170.4	170.4
							固定资产周转天数	3.0	2.7	1.5	1.6	1.1	0.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-3.47%	17.09%	12.48%	6.34%	-3.62%	-14.20%
							EBIT利息保障倍数	10.9	9.5	14.9	24.3	58.9	-818.0
							资产负债率	33.79%	36.49%	31.21%	26.09%	20.39%	15.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	9	12	22
增持	2	5	6	6	16
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.38	1.40	1.33	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH