

视觉中国 (000681.SZ)

知识产权保护赛道高成长，图片版权龙头再出发

公司是中国图片行业开拓者，战略迈向全球大型版权视觉内容交易平台。2000年公司前身互联网图片版权交易平台 Photocome 成立，以编辑类图片起家，2005年公司与全球最大的图片库 GettyImages 合资设立华盖创意切入创意图片市场，依靠 Getty 的优质内容一路快速兼并收购发展为中国图片版权行业龙头。近年公司加强与大企业互联网客户的合作，实施“聚焦大客户+聚合长尾客户”战略，实现业绩高质量增长。

版权环境改善+行业技术革新，视觉中国遇见了最好的时代。
1) 版权环境: 中国版权图像素材的实际市场规模不足十亿，与理论的百亿空间之间的差异在于正版化率较低（不足 10%）。作为知识产权体系和现代文化产业体系的集合点，版权在我国经济社会发展中的地位不断上升。“411 事件”后图片版权的公众关注度迅速提升，将推动图片正版化进程，图片素材价值将迎来重估。
2) 技术革新: 5G 时代下，大数据，AI，人工智能区块链、时间戳、数字水印等技术将被广泛应用于版权追踪和确定，版权保护与新兴技术融合有利于遏制互联网飞速发展造成的网络侵权盗版泛滥，同时也降低了版权保护成本。

“海量内容+领先技术”构筑护城河，“客户拓展+品类延伸”打开天花板。
 公司已形成“大数量，全品类，多场景”的内容布局。公司现有素材内容为行业顶级品牌，短期内竞争对手无法逾越，圈外资本难以冲击。强大的品牌力持续吸引供稿方，稳定的内容供应和高粘性的消费形成正循环。公司重视技术和研发，独家“鹰眼”背后的图片识别及追踪技术也可以用于大数据分析，帮助销售团队提升服务品质及获客效率。411 事件后，公司将更注重“内容+服务”驱动客户增长，客户将从企业端逐步向中长尾渗透。另外音频和视频内容品类的延伸也会逐渐打开营收天花板。

投资建议: 中国版权视觉素材市场正版化率持续提升且空间较大，虽然短期业绩受“411”事件影响，但公司已建立起深厚的护城河将充分受益于行业增长红利，预计 2019-2021 年视觉中国归母净利润 3.12/4.03/4.97 亿元，同比增速分别为 -3%/29%/24%；EPS 为 0.44/0.57/0.71 元，对应 2019-2021 年 PE 48/37/30X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 图片业务收入增速恢复不及预期风险，政策影响公司经营风险，人才管理风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	815	988	866	1,035	1,263
增长率 yoy (%)	10.8	21.3	-12.3	19.5	22.0
归母净利润(百万元)	291	321	312	403	497
增长率 yoy (%)	35.5	10.4	-3.0	29.2	23.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.42	0.46	0.44	0.57	0.71
净资产收益率(%)	12.0	11.5	8.6	10.0	11.0
P/E(倍)	51.4	46.6	48.0	37.1	30.1
P/B(倍)	5.8	5.2	3.9	3.6	3.2

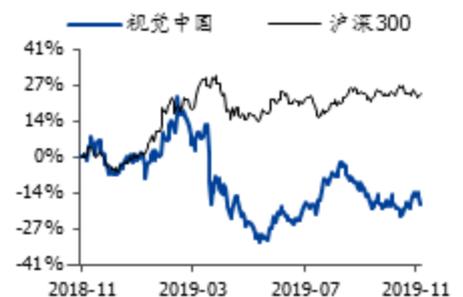
资料来源：同花顺数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	互联网传媒
最新收盘价	20.45
总市值(百万元)	14,326.81
总股本(百万股)	700.58
其中自由流通股(%)	94.38
30 日日均成交量(百万股)	5.66

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号: S0680519100003

邮箱: gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号: S0680519080002

邮箱: majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱: wujun@gszq.com



内容目录

1.公司概况：中国图片版权行业绝对领军	5
1.1 发展历史：深耕垂直图片行业，成就领域绝对龙头	5
1.2 商业模式：联接高度碎片化的供需两端，轻资产零库存，强议价能力	6
1.3 股权结构：一致行动人持股比例超 46%，股东与管理层利益高度一致	8
1.4 财务分析：营收净利润稳步增长，毛利率稳定在较高水平	9
2.版权环境改善行业迎来新机遇，站稳优质赛道强者愈强	11
2.1 市场空间：图片市场理论规模超百亿，与实际值之间的差异在于正版化率低	11
2.2 行业催化：国内版权环境改善，行业迎来黄金发展期	13
2.3 竞争格局：视觉中国为图片行业绝对龙头	15
2.4 他山之石：不同的时代机遇下，海外巨头的突围与困境	17
2.4.1 Getty Images：由高端图片库起家，快速兼并收购成为行业巨头	17
2.4.2 Shutterstock：从微利图片库切入，重视技术科研	18
2.4.3 总结：技术变革深度影响到企业的发展路径，视觉中国迎来最好的时代	19
3. 视觉中国的护城河与天花板	20
3.1“海量内容+领先技术”构筑护城河	20
3.1.1 内容：海量独家内容建立高壁垒，强大品牌力实现需求方和供稿方双向粘性	20
3.1.2 技术：追踪系统精准获客，服务平台增强粘性，研发投入不断增长	22
3.2“客户拓展+品类延伸”打开天花板	23
3.2.1 客户拓展：由大 B 客户向中长尾客户渗透	23
3.2.2 品类延伸：视频+音乐素材解锁新的应用场景	26
盈利预测与估值：	27
风险提示：	29

图表目录

图表 1: 视觉中国发展历史	6
图表 2: 视觉中国商业模式	6
图表 3: 公司版权内容	7
图表 4: 2018-2019H1 视觉中国各类型客户收入占比	8
图表 5: 视觉中国前五大客户占比	8
图表 6: 视觉中国股权结构 (2019H1)	8
图表 7: 视觉中国核心管理层履历	9
图表 8: 2015 年-2019 前三季度公司营业收入及增速	10
图表 9: 2015 年-2019 前三季度公司归母净利润及增速	10
图表 10: 2015-2019H1 公司各业务收入占比	10
图表 11: 2015-2019H1 公司各业务收入	10
图表 12: 2015Q1-2018Q4 各季度营收占全年比重	11
图表 13: 2016 年-2019 前三季度公司营业收入及增速	11
图表 14: 2016-2019H1 各业务毛利率情况	11
图表 15: 图片行业市场规模 (单位: 亿元)	12
图表 16: 2017 年各领域侵权案件占比	12
图表 17: 2017 年各领域侵权平均赔偿额 (单位: 万元)	12
图表 18: 国内版权环境改善	13

图表 19: 《著作权法》颁布及修订进程.....	13
图表 20: 知识产权保护相关法规、政策及动态.....	14
图表 21: 近年来“剑网”行动成果.....	14
图表 22: 版权行业协会相关事件.....	15
图表 23: 图片版权保护技术近年不断发展.....	15
图表 24: 图片版权库分类别图片市占率.....	16
图表 25: 2014-2018 年视觉中国视觉内容与服务业务收入及增速.....	16
图表 26: 2014-2018 年全景网络图片销售业务收入及增速.....	16
图表 27: 各商业图库资源量对比.....	16
图表 28: Getty 成长路径.....	17
图表 29: Getty 和 Shutterstock 毛利率水平对比.....	17
图表 30: Getty Images 退市前营业收入.....	18
图表 31: Getty Images 退市后营业收入.....	18
图表 32: Shutterstock 成长路径.....	18
图表 33: Shutterstock 研发费用.....	19
图表 34: Shutterstock 付费下载次数.....	19
图表 35: Shutterstock 单次平均下载收入.....	19
图表 36: 视觉中国与海外巨头对比.....	20
图表 37: 2014-2018 年视觉中国素材量及供应商情况.....	20
图表 38: 视觉中国提供全品类素材.....	21
图表 39: 视觉中国的多场景营销.....	21
图表 40: 公司“内容+数据”业务架构.....	22
图表 41: 公司智能服务种类及服务的客户类型.....	23
图表 42: 视觉中国研发投入及占营收比例.....	23
图表 43: 全景网络营业收入.....	23
图表 44: 公司媒体类客户架构.....	24
图表 45: 公司部分广告类客户.....	24
图表 46: 公司部分企业客户.....	25
图表 47: 视觉中国与互联网平台合作模式.....	25
图表 48: 公司客户将由大 B 向 B 小 C 渗透.....	26
图表 49: 2017H2 视频素材广告占比大幅提升.....	26
图表 50: 短视频营销市场规模预测.....	27
图表 51: 2014-2018 年公司视频素材数量.....	27
图表 52: 2014-2018 年公司音乐素材数量.....	27
图表 53: 公司核心主营业务收入假设 (单位: 百万元).....	28
图表 54: 可比公司估值.....	28
图表 55: 公司核心主营业务收入假设 (单位: 百万元).....	29
图表 56: FCFF 估值敏感性测试.....	29

1.公司概况：中国图片版权行业绝对领军

1.1 发展历史：深耕垂直图片行业，成就领域绝对龙头

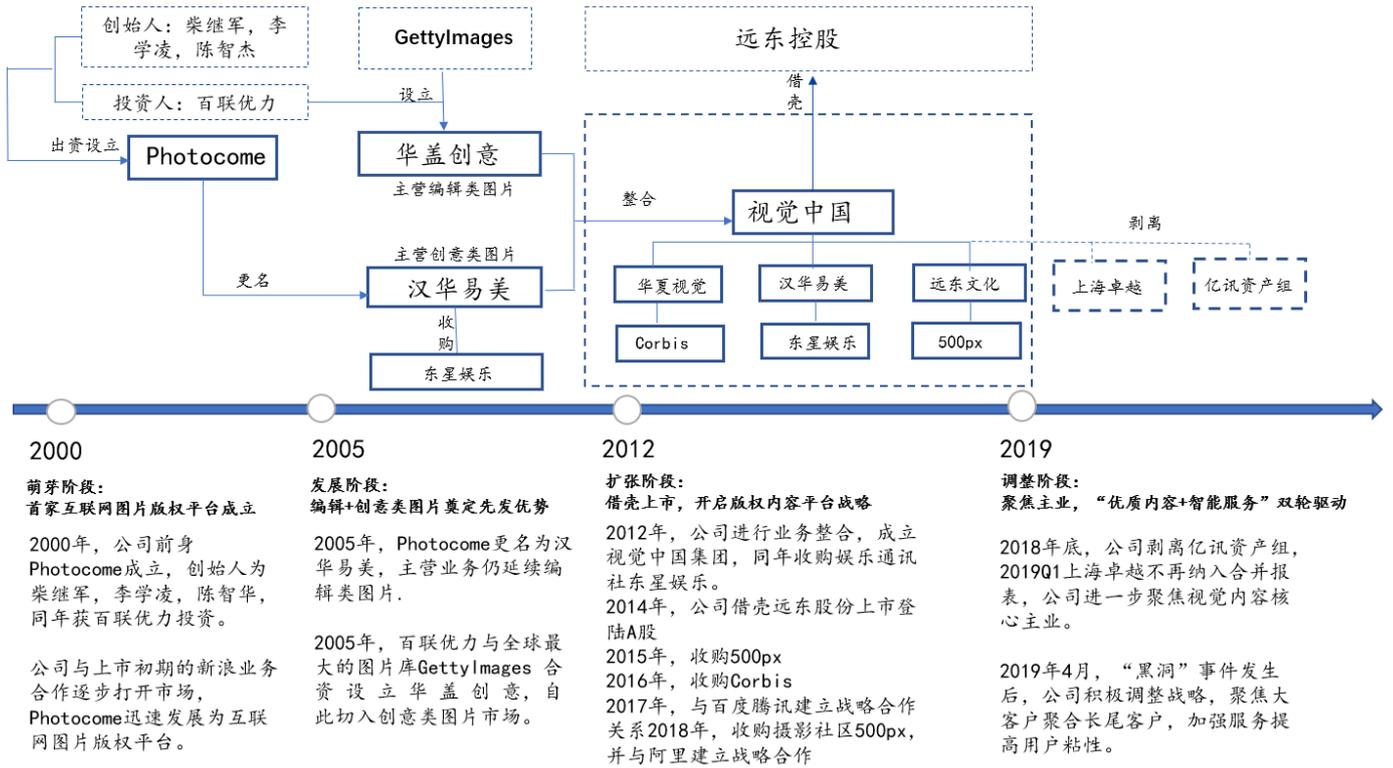
1) 萌芽阶段(2002-2005):首家互联网图片版权平台成立，借助互联网浪潮打开市场。2000年公司前身 Photocome 成立，定位互联网图片交易平台，创始人为柴继军、李学凌、陈智华，同年获百联优力廖杰投资。供图方和需求方的信息不对称使得图片行业资源匹配效率较低，而公司的图片平台连接上游供图者与下游消费者，有效解决了图片供需矛盾。得益于2000年前后IT技术和互联网的兴起，公司与上市初期的新浪进行业务合作并逐步打开市场。

2) 发展阶段(2005-2012):编辑类创意类图片并行，奠定公司先发优势。2005年 Photocome 更名为汉华易美，主营业务仍延续编辑类图片，同年百联优力与全球最大的图片库 GettyImages 合资设立华盖创意，自此切入创意类图片市场。借助 GettyImages 海量优质内容并沿袭其通过法律诉讼方式的经营模式，华盖创意发展成为中国最具品牌影响力的创意图片提供商。汉华易美和华盖创意的发展奠定了公司在编辑和创意两大类图片的优势，建立起行业内唯一的专业版权团队。

3) 扩张阶段(2012-2019):通过收购整合开启版权内容平台战略，并快速与大客户建立战略合作关系。2012年公司进行业务整合，成立视觉中国集团。2014年，公司借壳远东股份上市登陆A股。之后公司开启版权内容平台战略，与核心大客户建立战略合作。在内容收购方面，2015年公司收购全球最大的摄影师社区 500px，2016年收购全球第三大视觉内容版权服务供应商 Corbis，2018年收购摄影社区 500px；在开拓大客户方面，2017年与百度腾讯建立战略合作关系，2018年与阿里建立战略合作。公司通过一系列的并购整合，丰富图片内容的同时开拓下游客户，迅速成为图片行业龙头。

4) 调整阶段(2019年4月起):411事件后，公司更加强调“内容+服务”导向，实施“聚焦大客户+聚合长尾用户”战略。411事件发生后，公司开始从战略根本上调整其获客及运营模式，海量的内容与全方位的服务相结合，全面提升客户的粘性及留存。此外该事件后公众版权意识提升，中国版权市场走向规范化运营，给公司长期稳定发展提供重要契机。

图表 1: 视觉中国发展历史

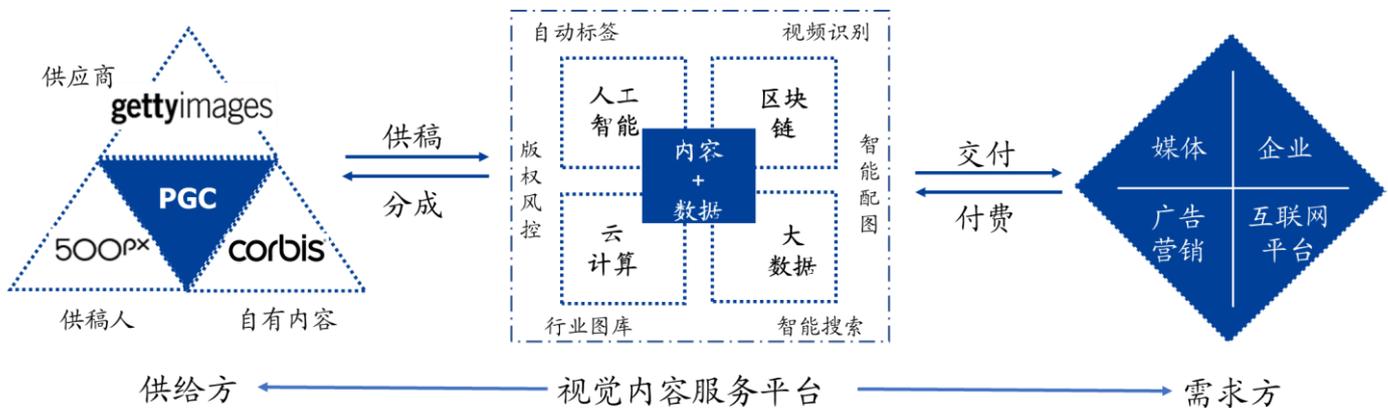


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 商业模式：联接高度碎片化的供需两端，轻资产零库存，强议价能力

公司从上游获得图片素材，通过平台集合后销售给下游客户，是综合的内容与服务平台。上游图片提供方包括自有版权图片库，品牌机构供应商，摄影师供稿人；下游客户包括互联网平台、企业、广告公司及媒体等视觉素材使用者。面对极度分散的上下游市场，公司利用平台技术，集合海量图片资源后通过编辑、整理及分类将图片销售给客户，并提供相应的增值服务。消费者购买内容后向平台付费，平台再按一定比例给供图方分成，其交易模式具备轻资产零库存的特点。此外，由于图片行业上下游极为分散，平台有较强的议价能力。

图表 2: 视觉中国商业模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司素材内容来自三个方面：自有版权，合作机构，签约供稿人社区。

1) 自有版权：主要包括东星娱乐及 Corbis。2012 年公司收购大中华区领先的娱乐通讯社东星娱乐，东星娱乐自 2002 年成立以来积累了海量视频、图片素材，覆盖北京、上海、台湾、香港、澳门、韩国 6 地重大娱乐资讯。公司于 2016 年收购 Corbis，该公司由比尔盖茨于 1989 年成立，拥有 5000 万张原版图片、底片和印刷物等档案，记录超过一个世纪的全球重大事件，资产包含 Bettmann 和 Sygma 两大知名自有版权图片库。东星娱乐和 Corbis 的图片内容具有历史属性，随着时间的推移其价值附加值更高。截至 2018 年底公司独家及自有品牌内容的占比已超过 2/3 并持续增长。

2) 合作机构：公司与全球最大图片库 Getty Images 保持超过十年的独家战略合作伙伴关系，2016 年公司全资子公司 VCG 香港与 Getty Images 进行股权合作，持有 Getty 香港 50% 股权，形成更加紧密的全球范围内的战略合作关系。此外，公司还和中新社、南方日报、法新社、BBC、路透社等全球知名图片机构建立独家代理关系。公司和合作机构的稳定独家合作关系为公司提供了独特而稳定的优质内容，巩固和加强了公司在视觉内容领域的绝对优势地位。

3) 签约供稿人社区：全资子公司 500px 是全球最大的摄影社区，拥有 195 个国家和地区的 1300 万注册摄影师、100 万月活用户，每周上传超过 40 万张图片，拥有 1 亿在线图片，每天社交互动超 200 万次，通过 500px 网站公司与全球近 30 万名供稿人建立了合作关系。公司旗下视觉 ME 设计师社区是国内领先的设计师社区，拥有 260 万有效注册会员、1.5 万名签约及长期合作的国内知名艺术家及设计师，日综合浏览量达 400 万，每日上传超过 2,000 幅原创作品。摄影社区兼具交易及社交属性，供稿人对平台有较高的粘性，可以为平台提供多样化的图片素材。

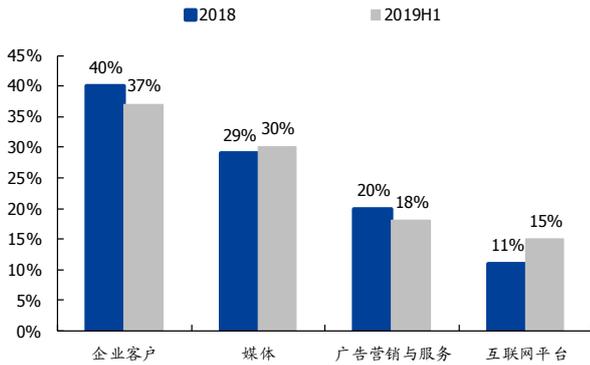
图表 3: 公司版权内容

	素材内容	平台类型
自有版权	 <p>收录自成立以来10余年8万余场近百万张各种形式的相关活动图片，全面记录2002年以来华语娱乐圈的发展历程。日均提供超过1000张中港台娱乐时尚活动。</p>	娱乐类图片素材平台
	 <p>拥有5000万张原版图片、底片和印刷物等档案，记录超过一个世纪的全球重大事件，资产包含Bettmann和Sygma两大知名自有版权图片库。</p>	创意类图片素材平台
合作机构	 <p>全球最大的图像素材平台，库存图片包括珍贵史料、获奖作品等摄影领域。拥有超过8亿张图片，并保持每月超过5万张的更新速度，服务全球120多个国家和地区，拥有全球4500余位签约摄影师、摄像师。</p>	创意类图片素材平台
	中新社、南方日报、法新社、BBC、路透社等全球知名图片机构	创意类/编辑类图片平台
摄影社区	 <p>设计师&插画师交流平台</p>	设计师社区
	 <p>全球最大的摄影社区，拥有195个国家和地区的1300万注册摄影师、100万月活用户，每周上传超过40万张图片，拥有1亿在线图片，每天社交互动超200万次。</p>	摄影师社区

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

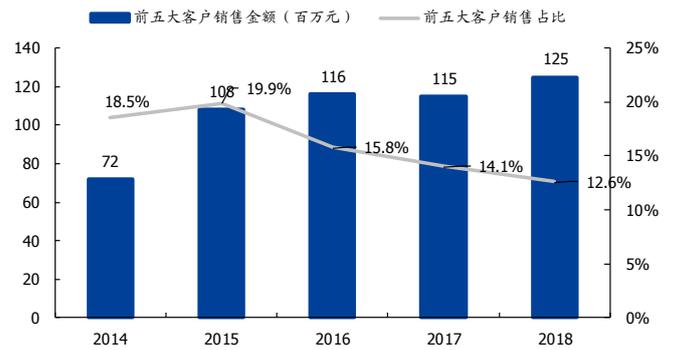
从客户结构看，公司将客户主要分为企业客户、媒体机构、广告公司、及互联网平台。其中媒体与广告客户是公司传统的优势客户资源，2018/2019H1 合计收入占比分别达到 69%/67%，是公司重要的收入来源。公司在巩固原有优势的同时，近年来也不断拓展企业与互联网客户资源，尤其互联网客户收入占比增长显著，由 2018 年 11% 上升至 2019H1 15%。除客户结构比例变化外，客户数量也实现了大幅增长，2019H1 即使有 411 事件影响，公司直接签约的合作客户数仍同比增长 31%。同时，公司对头部客户依赖性减弱，前五大客户占比有所下滑，由 2014 年 18.5% 下降至 2018 年 12.6%。

图表 4: 2018-2019H1 视觉中国各类型客户收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 视觉中国前五大客户占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

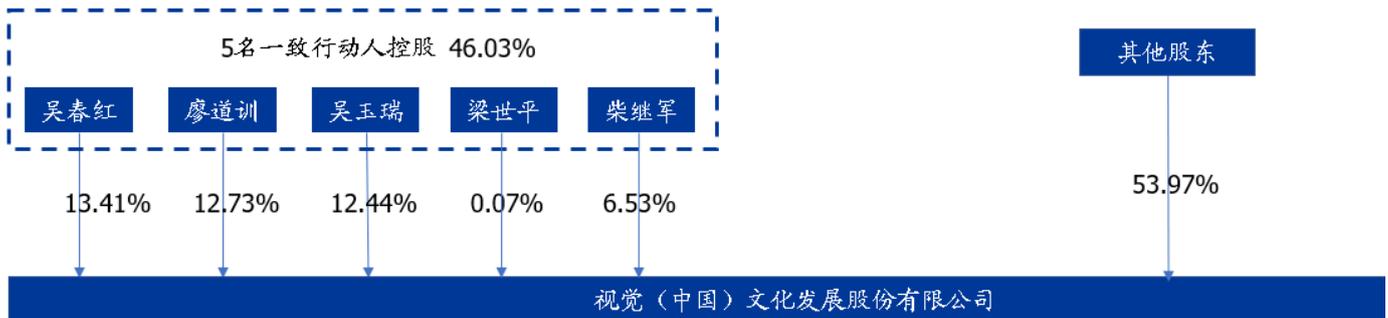
1.3 股权结构: 一致行动人持股比例超 46%，股东与管理层利益高度一致

公司股东与管理层利益高度一致。2019 年 11 月，公司原 10 名一致行动人变更为 5 名，目前公司实际控制人为吴春红、廖道训、吴玉瑞、柴继军、梁世平，合计持股比例为 46.03%。退出股东姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮系华夏视觉、汉华易美原股东，公司重组后未参与公司日常经营管理决策。

●廖道训、吴玉瑞、梁世平、吴春红为百联优力股东，其中持股比例最高的股东为廖道训、吴玉瑞夫妇，合计持股 26.14%，其子廖杰为公司董事。持股比例次高股东为吴春红、梁世平母子，合计持股 13.48%，吴春红之女，梁世平之妹为总裁梁军。（公司 11 月 19 日公告吴春红女士因病逝世，持有的公司股份将按法律、法规规定办理股份继承手续，并会导致公司的实际控制人发生变化，具体方案将另行披露）。

●柴继军为公司创始前身 Photocome 人，目前担任公司董事、副总裁。

图表 6: 视觉中国股权结构 (2019 年 11 月)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司核心管理层深耕图片版权主业，行业经验丰富。廖杰为公司董事长，2000年曾投资公司前身 Photocome；吴斯远任副董事长，曾任唱游信息技术有限公司董事长；总裁梁军，副总裁王刚、张宏麟都曾任华盖创意高管，深耕图片版权行业数十年；董事柴继军为 Photocome 创始人之一。公司核心管理层均具有丰富的行业经验，一路与公司共成长。

图表 7: 视觉中国核心管理层履历

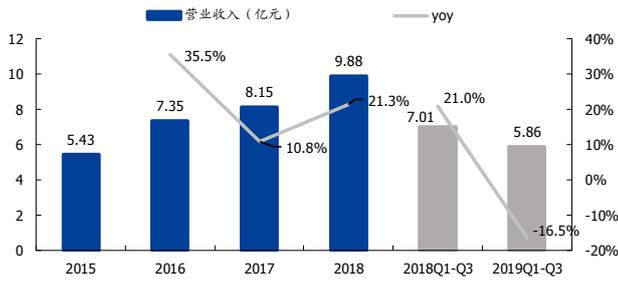
姓名	职务	履历
廖杰	董事长	2011年至今，历任中国智能交通系统(控股)有限公司执行董事、总裁，现任董事会主席。2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事长。
吴斯远	副董事长	2010年1月至2014年9月，任华侨城股份有限公司副总裁；2013年10月至2014年11月，任康佳集团股份公司董事长；2014年9月至2015年9月，任华侨城集团公司副总经理；2016年1月至2018年1月，任唱游信息技术有限公司董事长、法定代表人；2017年7月至今任深圳海王集团股份有限公司副董事长。2016年7月29日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副董事长。
梁军	董事、总裁	2005年11月至2012年8月任优力易美(北京)图像技术有限公司董事；2005年8月至2016年7月任华盖创意(北京)图像技术有限公司董事、总经理；2006年8月至2016年7月任北京汉华易美图片有限公司董事、总经理。2014年4月15日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司总裁，2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事。
柴继军	董事、副总裁	1995年8月至2006年3月任中国青年报图片编辑、摄影记者；2006年3月至今任北京汉华易美图片有限公司董事、总编辑；2012年6月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司执行董事、总编辑；2014年4月15日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁、总编辑；2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事；2016年4月27日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事会秘书。
王刚	副总裁	2007年8月至今任华盖创意(北京)图像技术有限公司副总裁；2007年8月至今任北京汉华易美图片有限公司副总裁；2007年8月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司副总裁。2014年4月15日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁。
张宏麟	副总裁	自2005年加入视觉中国集团旗下华盖创意(北京)图像技术有限公司，历任经理、高级经理、总监、高级总监；2014年起担任视觉(中国)文化发展股份有限公司助理副总裁。2017年12月19日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.4 财务分析：营收净利润稳步增长，毛利率稳定在较高水平

视觉中国营收及净利润稳步增长，三年复合增速分别为 **22.1%/22.3%**。公司2016/2017/2018年分别实现营业收入7.35/8.15/9.88亿元，CAGR为22.1%。2016/2017/2018年分别实现净利润2.15/2.91/3.21亿元，CAGR为22.3%。受411事件影响，及2018年底剥离亿迅资产组导致合并报表范围变化等因素，2019前三季度营收较去年同期下降16.5%至5.9亿元；净利润较去年下滑2.4%至2.2亿元。

图表 8: 2015年-2019 前三季度公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

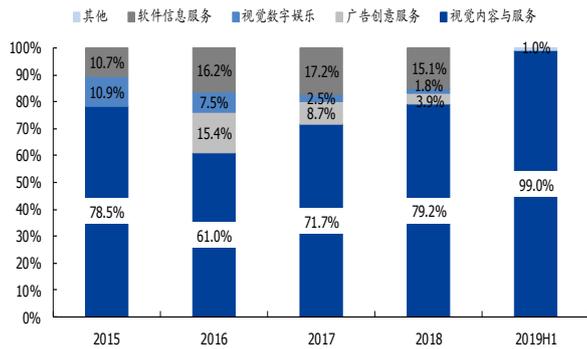
图表 9: 2015年-2019 前三季度公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司业务聚焦于视觉内容与服务。公司 2017 年至 2019 上半年陆续剥离了视觉数字娱乐业务、广告创意服务、软件信息服务业务, 目前专注聚焦于核心主业视觉内容与服务。2019 前三季度核心主业视觉内容与服务实现营业收入 5.83 亿元, YoY+1.55%。

图表 10: 2015-2019H1 公司各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

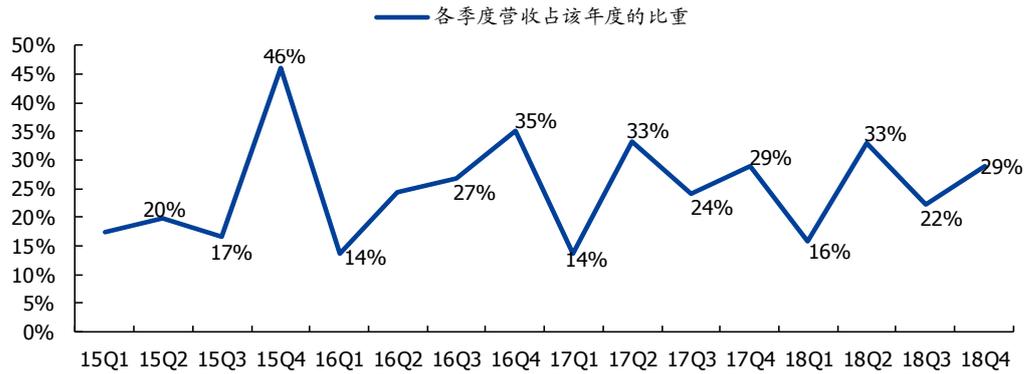
图表 11: 2015-2019H1 公司各业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

视觉中国营收具有季节性规律。从各季度营收占全年比重来看, 波峰通常出现在第二季度和第四季度。2015Q4/2016Q4 营收占比全年最高, 为 46%/35%。2017Q2/2018Q2 营收占比全年最高, 为 33%/33%。营收的季节性规律与公司客户的收入确认时间相关, 一般 Q2 及 Q4 为收入确认高峰。

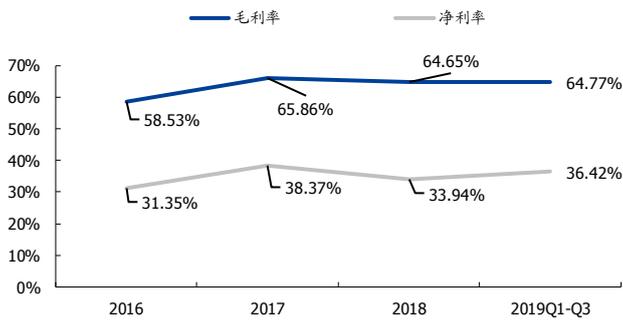
图表 12: 2015Q1-2018Q4 各季度营收占全年比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司近两年毛利率保持在 **60%以上**的较高水平。公司 2016-2018 综合毛利率分别为 58.5%/65.9%/64.7%。其中视觉内容与服务为高毛利率业务, 该业务 2016/2017/2018 毛利率分别为 62.8%/68.9%/68.6%。后续随着公司业务逐步恢复, 并聚焦高毛利的核心主业, 毛利率有望持续提升。

图表 13: 2016年-2019 前三季度公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2016-2019H1 各业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 版权环境改善行业迎来新机遇, 站稳优质赛道强者愈强

2.1 市场空间: 图片市场理论规模超百亿, 与实际值之间的差异在于正版化率低

我国图片实际规模仅 **20 亿**, 正版化率提升仍有较大空间。根据 L.E.K 的数据, 视觉素材市场规模约为全球广告市场规模的 2.7%, 假设中国视觉素材规模占广告市场规模比例为 2.7%, 则 2018 年中国图片行业市场规模超 200 亿。但根据视觉中国披露的市占率及图片版权收入计算中国图片行业的实际规模, 2018 年仅 20 亿, 推算我国图片正版化率不足 10%。而根据 IFPI (国际唱片业协会) 的报告, 2018 年我国音乐正版化率达到 96%, 远高于全球平均水平 (62%), 图片正版化率提升仍有较大空间。

图表 15: 图片行业市场规模 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018
广告市场规模	5973	6489	6897	7481
YoY	6.57%	8.64%	6.29%	8.47%
图片行业市场规模占比	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
图片行业市场理论规模	161.3	175.2	186.2	202.0
视觉中国市占率	40%	40%	40%	40%
视觉中国图片版权收入	4.26	4.49	5.84	7.82
图片市场实际规模	10.65	11.23	14.60	19.55
正版化率	6.60%	6.41%	7.84%	9.68%

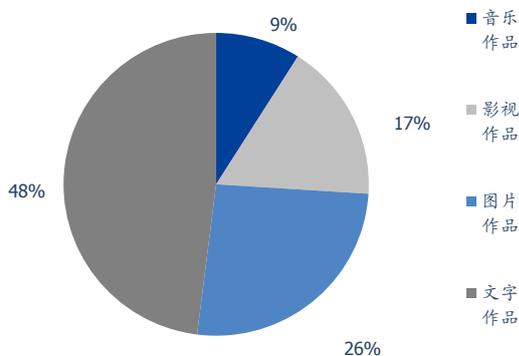
资料来源: 公司公告, 商务部, 国盛证券研究所

根据《2017年中国网络版权保护年度报告》，2017年图片侵权案件占总数的26%，是次于文字作品的第二大网络侵权领域。总体看“图文”的侵权范围远高于“视听”，图片正版化率低原因在于：

- 1) 消费者：图片版权意识薄弱。**图片的上传和下载有即时性，相较视听文件传播更便捷，图片的IP性与视频音乐相比较弱。消费者对版权保护停留在“一告一赔”、“一诉一罚”的阶段，图片版权意识较模糊。
- 2) 供图方：分散度高，维权流程长成本高获赔低。**供图者角度看，图片侵权的平均赔偿金额仅为0.88万元，远低于音乐作品和影视作品。且被侵权后维权成本高，维权时间可长达6个月。由于维权的流程长成本高获赔低，被侵权的供图方维权动力不足。

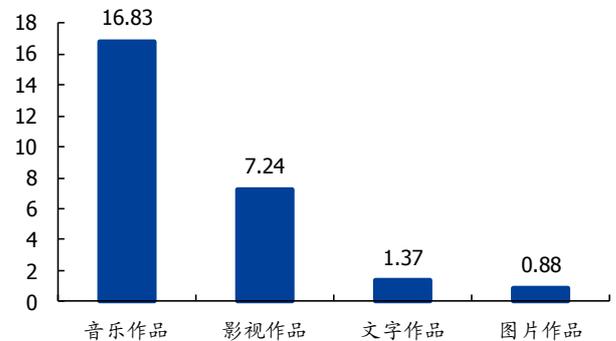
综上，由于图片弱IP碎片化属性，消费者容易侵权，供图者难以维权的状况使得图片正版化率较低。从历史情况看，与图片文化属性相似的视频和音乐在正版化之前都经历了盗版泛滥，版权意识低的发展阶段，但由于各界对版权保护的推进和消费者版权意识的加强，其正版化率不断提升。图片行业目前还处于正版化初期，随着行业多方面的催化，其正版化进程将驶入快车道。

图表 16: 2017年各领域侵权案件占比



资料来源: 中国信息通信研究院, 国盛证券研究所

图表 17: 2017年各领域侵权平均赔偿额 (单位: 万元)



资料来源: 中国信息通信研究院, 国盛证券研究所

2.2 行业催化：国内版权环境改善，行业迎来黄金发展期

版权是推动文化创新发展的重要保障，其战略地位不断提升。继 2017 年十九大报告确立包括版权在内的知识产权工作的总基调并将知识产权“十三五”规划首次列入国家重点专项规划之后，2018 年 2 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》，这是党中央出台的第一个专门面向知识产权审判的里程碑式的纲领性文件。2019 年 10 月，国务院新闻办提出加快修订专利法、著作权法，建立健全侵权惩罚性赔偿制度，推动知识产权“严保护”。作为知识产权体系和现代文化产业体系的集合点，版权在我国经济社会发展中的地位不断上升。版权保护在法律，行政，行业，及技术层面均不断加强，版权环境随之改善，行业迎来黄金发展期。

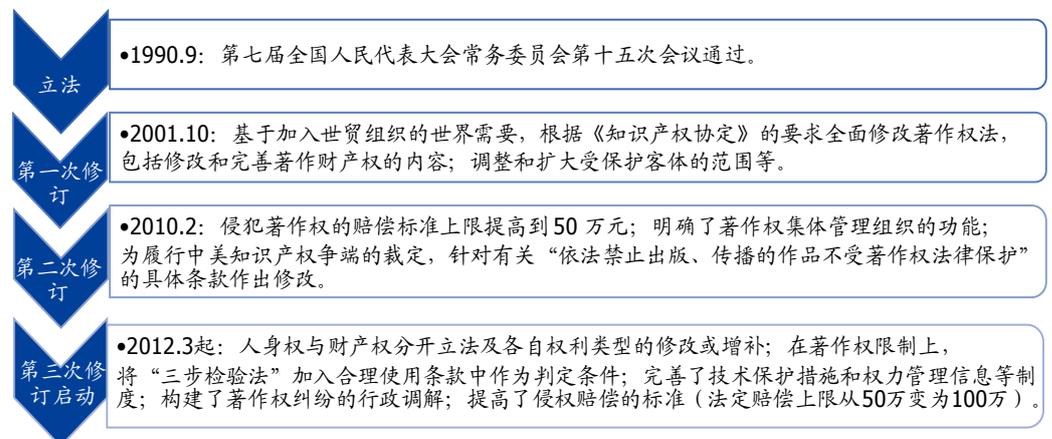
图表 18: 国内版权环境改善



资料来源：国家版权局，摄影公社，《中国版权图片行业观察》，国盛证券研究所

- **法律制度层面：《著作权法》统领，多层次法律规范并行。**我国著作权法制定时间较早，现行法律为 2010 年修订版本，2012 年第三次修订启动，将侵权赔偿的标准从 50 万提升至 100 万。虽然《著作权法》修订过程较慢，但知识产权保护相关法规、政策作为《著作权法》的补充与完善，一直处于不断的更新中，尤其是针对互联网应用场景的版权保护措施不断升级。2018 年我国增设互联网法院，以北京互联网法院为例，成立一周年受理著作权权属、侵权纠纷 26607 件，占比 77.7%。

图表 19: 《著作权法》颁布及修订进程



资料来源：国家版权局，最高人民法院官网，国盛证券研究所

图表 20: 知识产权保护相关法规、政策及动态

时间	主要内容
2018.8	最高人民法院印发《关于增设和北京互联网法院、广州互联网法院的方案》，包括 2017 运行的杭州互联网法院在内，法院试点达到三家。
2018.4	北京市高级人民法院发布《侵害著作权案件审理指南》，从提供信息存储空间服务、提供链接服务、避风港条款、技术措施等方面完善了侵害信息网络传播权的认定规则。
2017.6	实施《网络安全法》明确规定要保护网络技术知识产权。
2017.4	国家版权局支持的版权检测中心官网 www.12426.cn 在北京正式上线，版权方可通过线上进行版权认证、预警、监测、下线、取证诉讼、数据分析等系列维权工作。
2017.2	国家版权局正式印发《版权工作“十三五”规划》，从完善版权法律制度、行政管理体系、社会服务体系和涉外工作体系 4 个方面对全国版权工作进行了全面部署。

资料来源：国家版权局，国务院，最高人民法院官网，《中国网络版权保护年度报告》，国盛证券研究所

- **监管保护层面：2019 年 4 月国家版权局首次把图片版权保护纳入“剑网 2019”专项行动。**“剑网”行动是国家版权局联合工信部、公安部、国家互联网信息办公室等部门开展的打击网络盗版的专项治理行动，自 2005 年来，专项行动共依法关闭侵权盗版网站 6266 个，查办网络侵权盗版案件 6647 起，集中强化对网络侵权盗版行动的打击和震慑力度，提升了网络企业的版权意识。2019 年图片版权首次被纳入剑网专项行动，意味着图片版权保护的战略地位升级。

图表 21: 近年来“剑网”行动成果

年份	成果
“剑网 2016”	各地共查处行政案件 514 起，确认件，行政处罚款 467 万元；移送司法机关刑事处理案件 33 件，涉案金额 2 亿元；关闭网站 290 家。
“剑网 2017”	共检查网站 6.3 万个，关闭侵权盗版网站 2554 个，删除侵权盗版链接 71 万条，收缴侵权盗版制品 276 万件，立案调查网络侵权盗版案件 543 件，会同公安部门查办刑事案件 57 件、涉案金额 1.07 亿元。
“剑网 2018”	各级版权执法监管部门删除侵权盗版链接 185 万条，收缴侵权盗版制品 123 万件，查处网络侵权盗版案件 544 件，其中查办刑事案件 74 件、涉案金额 1.5 亿元，专项行动取得显著成效。
“剑网 2019”	2019.4 国家版权局发布公告称， 将把图片版权保护纳入“剑网 2019”专项行动，进一步规范图片市场版权秩序。

资料来源：《中国网络版权保护年度报告》，国盛证券研究所

- **行业自律层面：**我国摄影著作权协会积极配合国家版权局出台相关文件、开展相关活动，在国际上也倡导与各国艺术家协会开展多维度合作，维护国际摄影师作品版权环境。

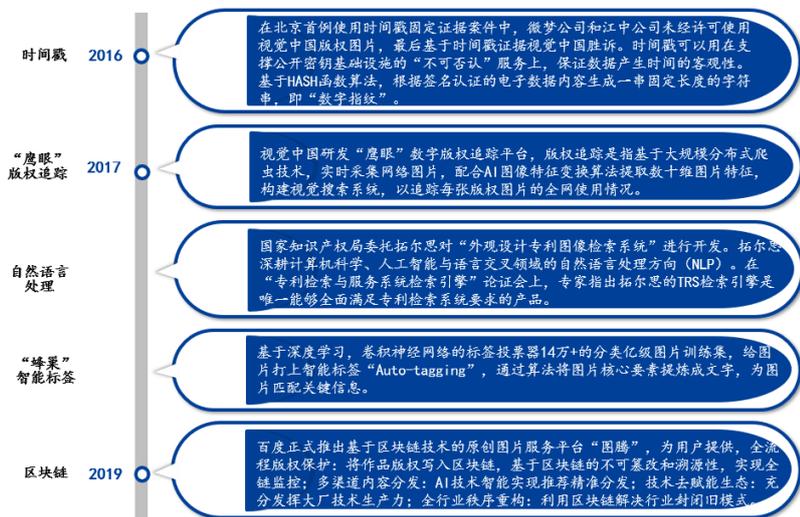
图表 22: 版权行业协会相关事件

时间	事件
2018	中国摄影著作权协会在 2018 年两会期间联合近 50 位著名艺术家委员为《著作权法》修订建言献策。
2017.10	中国摄影著作权协会与美国艺术家版权协会、英国视觉艺术家协会、法国视觉艺术家协会等七国签署版权保护协议，约定由上述国家先行启动中国摄影家的作品版权保护，另外与加拿大、荷兰等达成初步合作意向。
2016	中国摄影著作权协会等集体管理组织积极配合国家版权行政监管，举办“互联网+影像传播与运营发展”等活动。
2002.10	中国版权协会反盗版委员会（全国性反盗版组织）在北京宣告成立。

资料来源：中国版权协会、摄影公社官网，《中国网络版权保护年度报告》，国盛证券研究所

- **技术保护层面：**区块链、时间戳、数字水印、智能标签、NLP、AI 等技术将被广泛应用于版权追踪和确定，版权保护与新兴技术融合有利于遏制互联网飞速发展造成的网络侵权盗版泛滥，同时也降低了版权保护成本。

图表 23: 图片版权保护技术近年不断发展



资料来源：《中国网络版权保护年度报告》，国盛证券研究所

2.3 竞争格局：视觉中国为图片行业绝对龙头

高端商业图库集中度较高格局稳定，微利图库尚未出现显著龙头。图片版权库主要分为 1) 商业图片库 (包括视觉中国、东方 IC、全景网络等); 2) 官方新闻图片库 (包括新华社等); 3) 微利图片库 (包括站酷海洛、istock、shutterstock、veer 等) 三种模式。视觉中国定位高端商业图库，但旗下也有微利图库品牌 veer.com。目前中国市场商业图库集中度较高，行业前 5 家企业市场份额超过 70%，但微利图库公司中仍未出现有显著优势的龙头。

视觉中国在创意类图片市场市占率遥遥领先，编辑类图片市占率仅次于新华社。对比头部图片版权平台在编辑类图片和创意类图片的市占率发现，视觉中国创意类图片占比超过 50%，编辑类图片占比超过 30%，资源较均衡且均处于领先地位。全景网络，东

方 IC 整体市占率均较低，前者以创意类图片为主，后者以编辑类图片为主。新华社是国内最大的新闻图库，在编辑类图片领域占比较高（50%），但供图模式较为单一，缺乏创意类图片。

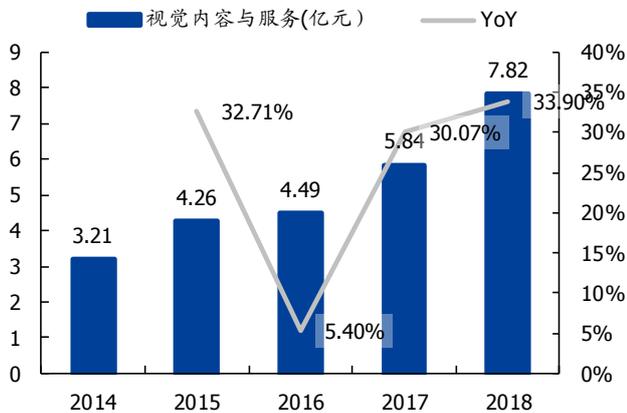
图表 24: 图片版权库分类别图片市占率

	视觉中国	全景网络	东方 IC	新华社
编辑类图片市占率	30%	5%	10%	50%
创意类图片市占率	50%	20%	5%	—

资料来源: 关研天下, 国盛证券研究所

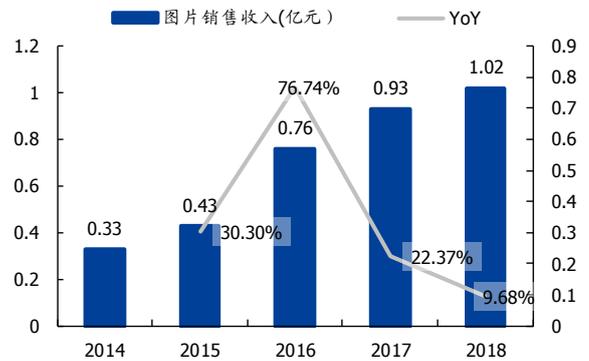
从收入体量和素材数量看，视觉中国均处于绝对领先。2018 年视觉中国视觉内容与服务业务收入为 7.82 亿元，同期全景网络图片销售业务 1.02 亿元，图片业务收入体量差距较大。从收入增长看，2015 年之后受微利图片库冲击，全景网络图片业务营收出现了较大幅度的下滑，但视觉中国仍保持 10% 以上增速。2018 年视觉中国素材数量及签约摄影师数量都高于竞争对手，内容优势明显。

图表 25: 2014-2018 年视觉中国视觉内容与服务业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 2014-2018 年全景网络图片销售业务收入及增速



资料来源: 中国信息通信研究院, 国盛证券研究所

图表 27: 各商业图库资源量对比

	视觉中国	全景网络	东方 IC
图片数量	2 亿+	1.5 亿	1 亿+
视频数量	1500 万	1000 万	—
音乐素材	35 万首	60 万首	—
签约供稿人数	40 万摄影师	10 万摄影师	2 万摄影师

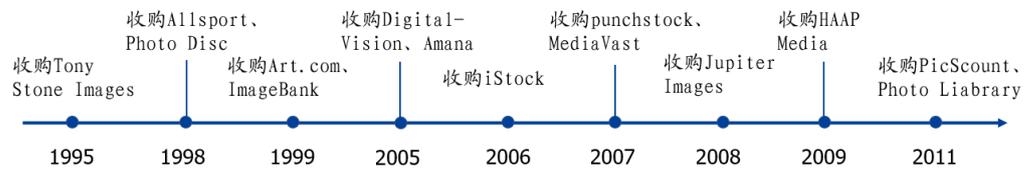
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.4 他山之石：不同的时代机遇下，海外巨头的突围与困境

2.4.1 Getty Images：由高端图片库起家，快速兼并收购成为行业巨头

发展历程：20世纪90年代末，万维网兴起，图片交易由CD交易演变为网络交易。成立于美国西雅图的Getty把握住网络时代机遇，通过收购兼并成为行业巨头，并于1998年在纽约证券交易所上市，至2008年退市总市值由7亿美金上涨至20亿美金。2008年Hellman&Friedman以24亿美元，即高于公开市场55%的溢价率收购公司将其私有化，2012年凯雷投资从Hellman&Friedman以33亿美元的价格接手Getty，并借助其自身的全球网络覆盖帮助Getty推进全球化进程。Getty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。

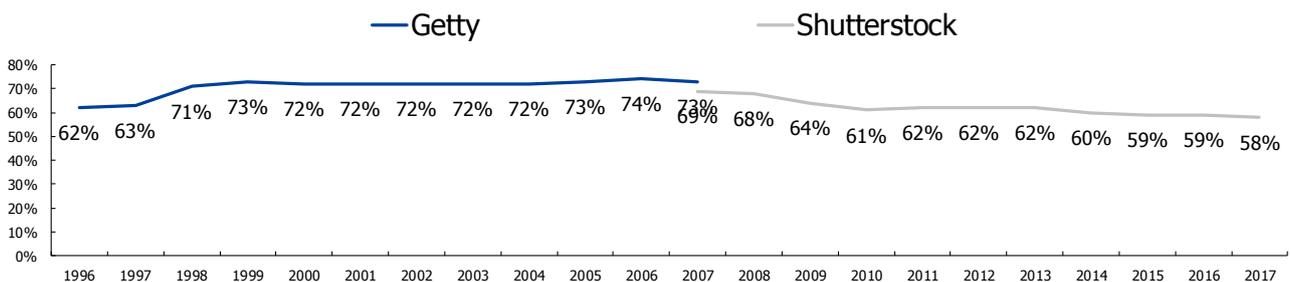
图表 28: Getty 成长路径



资料来源: Getty 官网, 国盛证券研究所

业务特点：公司主要服务大型机构客户，客户粘性和毛利率均较高。公司对接了全球范围内多个国家的大型机构客户，包括奥美、电通、JWT、李奥贝纳等国际性广告公司、大型编辑出版社和其他商业客户，代理超过35个顶级国际品牌。公司图片产品定价较高，有单独购买和套餐购买两种方式，通过套餐购买的图片平均单价在150美元-575美元不等，与摄影师的分成在15-20%不等，保证了公司较高的毛利率。1998-2007年，公司的毛利率持续维持在70%以上。

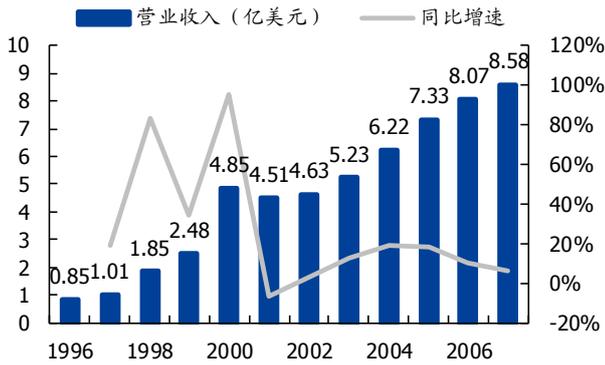
图表 29: Getty 和 Shutterstock 毛利率水平对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

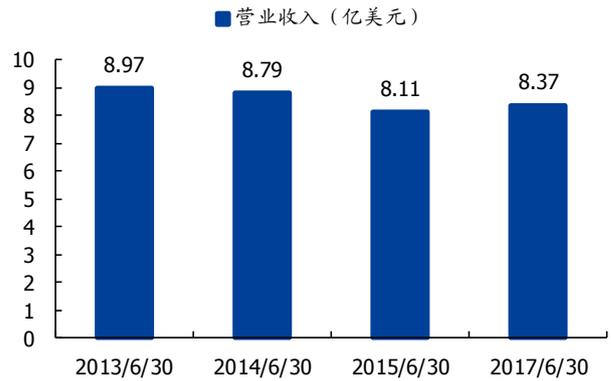
发展瓶颈：经过20多年的开发，大B端客户市场已接近饱和，同时受到后起之秀的微利图片市场的冲击导致部分客户流失和涨价空间有限，进而出现了营收规模的增长颓势。Getty Images上市两年后营业收入迅速增长，但2002年起受微利图片冲击和自身业务瓶颈，营收规模一直维持在8-9亿，增长停滞。

图表 30: Getty Images 退市前营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: Getty Images 退市后营业收入



资料来源: 穆迪评级, 国盛证券研究所

2.4.2 Shutterstock: 从微利图片库切入, 重视技术科研

发展历程: 随着摄影器材的更新换代和升级, 除专业机构外, 独立的供稿人也可以提供素材, 图像供应者规模增加, 图片市场出现微利图库, 摄影社区等新的形式, 大众级图片消费市场被激活。在此背景下 2003 年 Shutterstock 成立并成为首批提供简单订阅支付模式的公司之一, 2009 年公司以约 330 万美元的价格收购了微利图片公司 Bigstock photo 扩充图片资源, 树立了在微利图片市场的领先地位, 2012 年 10 月公司在纽交所上市。目前 Shutterstock 平台上拥有 1.7 亿张图片、910 万个视频, 是全球最大的微利图片库公司。

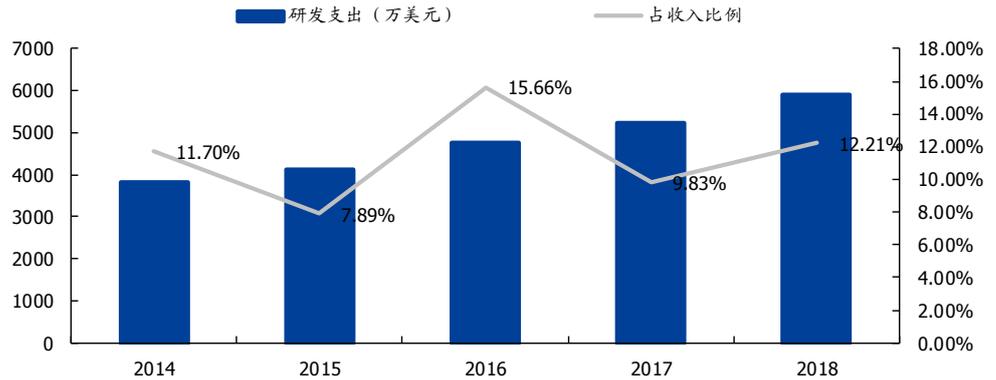
图表 32: Shutterstock 成长路径



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司特点: 定位微利图片, C端客户为主, 重视科技和研发。公司以C端客户为主, 其收入占比60%以上。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。根据2012-2017年 Shutterstock 公司年报披露的数据, 公司研发费用营收占比维持在10%以上。

图表 33: Shutterstock 研发费用



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

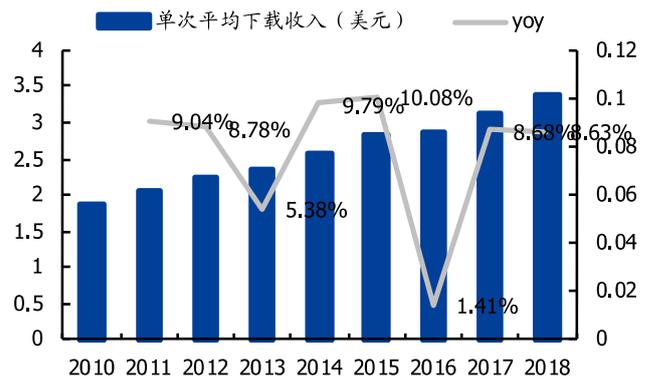
公司瓶颈: 微利图片库门槛相对较低, 欧美微利图片市场的行业竞争激烈, 传统的图片库也开始在低端库存图片市场拓展业务, 导致 Shutterstock 付费客户数量增长放缓。2018 年付费下载次数增速由 2011 年 32.88% 下滑至 4.42%, 即使单次下载收入仍维持平缓增长, 但其总营收增速明显放缓。

图表 34: Shutterstock 付费下载次数



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: Shutterstock 单次平均下载收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.4.3 总结: 技术变革深度影响到企业的发展路径, 视觉中国迎来最好的时代

回顾海外巨头成长史, 每个时代的技术变革都深度影响到企业的发展路径。1995 年成立的 Getty 抓住了互联网浪潮建立线上图库, 2000 年后摄影器材的革新降低了供图门槛, Shutterstock 于 2003 年成立, 把握住微利图片市场的机会, 放宽摄影师通道差异化定位小微客户, 成为首批提供简单订阅模式的公司之一。不同的时代赋予 Getty Image 和 Shutterstock 绝佳的发展机遇, 我们通过梳理海外巨头的成长路径与发展瓶颈, 来思考视觉中国身处的时代与面临的机遇:

视觉中国生于图片版权市场更为广阔的中国, 迎接了最好的时代。视觉中国前身 Photocome 成立于 2000 年, 同年海外行业标杆 Getty 的营收增速接近 96% 达到其增速的巅峰, 视觉中国借鉴其发展之路兼并整合迅速切入高端图片市场获得先发优势。之后顺应互联网发展大浪潮抓住关键客户打开市场, 再学习 Shutterstock 利用互联网平台拓展微利图片领域, 并加大研发投入。相比于海外的图片市场已经较为成熟, 中国图片市场的版权空间更广阔, 图片行业仍在高速增长阶段。公司凭借先发优势已获得了庞大的

用户基础，海量的内容资源与丰富的行业经验，将在中国图片版权这一优质而宽阔的跑道上快速成长。

图表 36: 视觉中国与海外巨头对比

	成立时间	产品定位	客户结构	子品牌
视觉中国	2000年	高端商业图库	B端和大C	veer.com
Getty	1995年	高端商业图库	B端和大C	istock
Shutter	2003年	微利图库	C端客户为主	Bigstock, Offset

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 视觉中国的护城河与天花板

3.1 “海量内容+领先技术” 构筑护城河

3.1.1 内容: 海量独家内容建立高壁垒, 强大品牌力实现需求方和供稿方双向粘性

公司已形成“大数量, 全品类, 多场景”的内容布局。视觉中国作为图片内容的互联网平台, 完善而丰富的视觉内容是其经营的基础和核心竞争力。公司图片战略坚持以高端商业图库为主, 微利图片为辅, 公司经过 19 年的图片垂直领域深耕不断补充自身的图片资源。

大数量: 公司素材数量远超竞争对手。截至 2018 年公司拥有超过 2 亿张图片资源, 1000 万条视频素材与 35 万首音乐或特效; 公司拥有 100 余家全球内容合作伙伴和 50 多家亚洲内容合作伙伴, 合作机构数 240 余家, 签约摄影师 40 万, 其中独家签约创意摄影师 2000 余名。

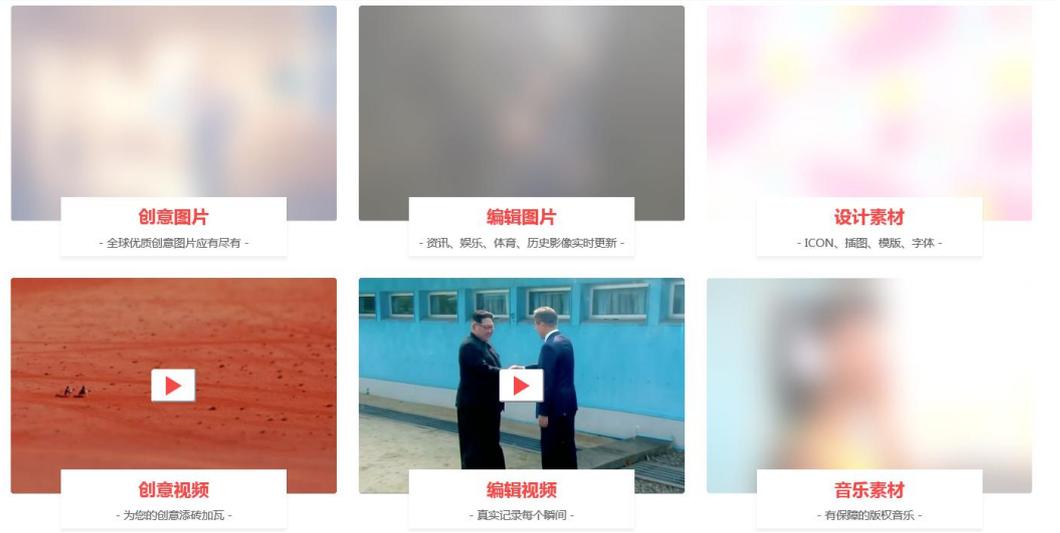
图表 37: 2014-2018 年视觉中国素材量及供应商情况

	2014	2015	2016	2017	2018
图片素材	7000 万	2.7 亿	2 亿+	2 亿+	2 亿+
视频素材	125 万	457 万	500 万	1000 万	1500 万
音乐素材	20 万	30 万	35 万	35 万	35 万
签约摄影师	1.4 万	1.5 万	1.8 万	30 万	40 万
合作机构数	1.4 万	1.5 万	1.8 万	30 万	40 万

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全品类: 视觉中国图片内容涵盖编辑与创意类图片素材, icon 插图等设计素材, 以及音乐视频等素材, 能够满足客户的一站式服务需要。从其他竞争对手的素材库和各类图片市场份额来看, 全景网络提供创意类图片为主; 东方 IC 和新华社以编辑类图片见长, 创意类图片数量较少。

图表 38: 视觉中国提供全品类素材



资料来源: 视觉中国官网, 国盛证券研究所

多场景: 公司在业务前台为客户提供不同的业务场景, 如内容交易、兴趣社区、工具服务等。**1) 内容交易平台:** 包括高端图库 vcg.com, 微利图片库 veer.com (其内容主要来自 Getty 旗下 istock, 由于图片质量较高, 售价相对国内微利图片库也相对更高)。**2) 兴趣社区:** 2018 年公司收购摄影社区 500px, 以摄影、设计垂直社区为载体, 公司为摄影师、设计师提供社交互动、内容生产、交易变现、版权保护的一站式平台, 可实现内容上传和字段编辑、授权记录和收入情况查阅、点赞评论、加入社群等功能。**3) 公司推出** 拍摄服务、设计服务、传播服务及权利服务等多项服务内容, 拓宽应用场景, 增强客户粘性。

图表 39: 视觉中国的多场景营销



资料来源: 视觉中国, 国盛证券研究所

总结: 我们认为公司存量内容优质, 其自有版权和独家素材占全素材量的 2/3 以上, 已经建立起极深的护城河, 除此之外, 公司平台及旗下子公司强大的品牌力也将源源不断地吸引新的供稿商和签约摄影师, 形成良性的生态闭环。

现有素材内容为行业顶级品牌, 短期内竞争对手无法逾越, 圈外资本难以冲击。公司 2012 年收购东星娱乐, 2016 年收购 Corbis 加深内容护城河。合作机构 Getty 是全球第一大高端视觉内容版权服务供应商, 与公司超过 15 年的独家战略合作伙伴关系建立起深厚的信任壁垒, 海量优质内容为公司独享。除机构外, 公司旗下摄影社区 500px 集合了海内外顶级的摄影师, 设计师社区视觉 ME 拓宽了平台设计类素材, 摄影师及设计师对公司

的品牌认知也会增强其供稿的粘性。“自有品牌+合作机构+签约供稿人社区”形成的版权库构筑极深护城河，竞争对手难以逾越，行业外资本也很难在短期内找到与之相当量级的并购标的。

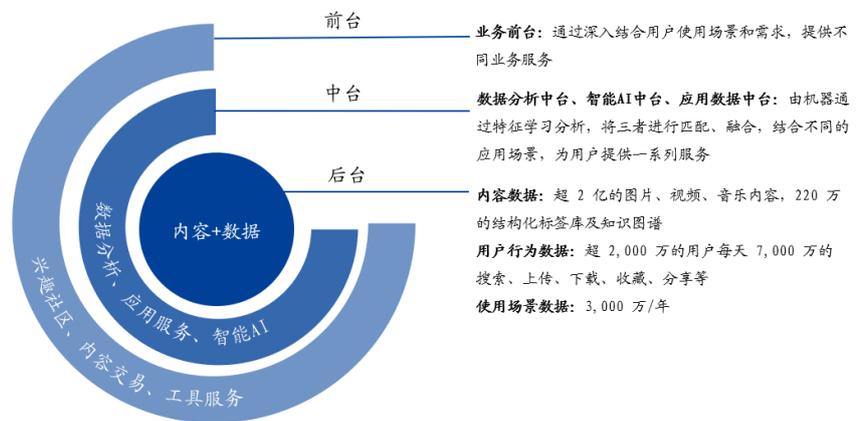
强大的品牌力持续吸引供稿方，稳定的内容供应和高粘性的消费形成正循环。公司自有品牌及合作方均已建立起品牌知名度，形成对下游消费者的认知壁垒，内容生产者将不断向头部平台集中，公司每月创意图片更新量达5-10万，每日编辑图片更新量达2万。内容供应和消费形成正向循环，加深内容护城河。

在保证内容数量和质量的同时，图片内容合规化将是公司未来重点方向。411事件发生后，公司对内容安全审核、版权规范标注等进行了全方位的积极整改；同时，全面审视市场变化，对品牌公关、组织架构、产品服务、市场获客等方面作出快速应对与调整，在较短的时间内全面恢复业务。公司将健全规范平台版权管理机制，推动合规合理的版权保护。

3.1.2 技术：追踪系统精准获客，服务平台增强粘性，研发投入不断增长

公司将技术部门改组为独立体系，主要分为两部分：一是核心技术研发，包括大数据、AI、云等；二是应用技术研发，主要服务于内容交易、兴趣社区以及工具服务等业务板块。公司目前的图像追踪技术帮助持续获客，平台交易系统优化客户体验，智能服务连续收集各类型客户的使用反馈和数据反馈，从而进行目标明确的迭代和改进，一方面提高客户满意度，一方面完成“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环。

图表 40: 公司“内容+数据”业务架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

技术助力获客：大数据精准分析用户行为，独家“鹰眼”技术辅助获客。2016年公司自行研发了图像版权网络追踪系统，也称“鹰眼”，其核心技术在于数据识别和追踪，从而锁定潜在客户实现精准营销，2017年公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量同比增长超过84%；通过“鹰眼”新增年度协议客户数量同比增长超过54%。“411事件”后，“鹰眼”技术不在用于直接追踪，但是该系统经过长时间运营累积了海量的用户行为数据库，公司通过分析用户对图片的搜索和使用行为，以便了解不同行业客户对视觉内容的应用需求，从而更加精准地对接服务。

技术支持服务：AI，大数据赋能提升用户体验。公司自2017年专门成立了专注人工智

能及推荐算法的专业技术团队，不断用技术的方式优化客户体验，进一步挖掘人工智能技术在视觉方面的各项应用，提供一系列的智能服务，如1)图搜服务、2)智能配图、3)自动标签、4)版权追踪、5)行业图库、6)版权风控等，构成了“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环运行模式。在具体的应用上，公司的智能服务已经逐步对接了公司版权交易平台（www.vcg.com、www.veer.com），服务于各类型用户。

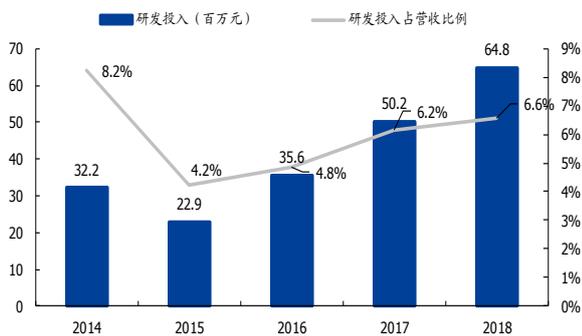
图表 41: 公司智能服务种类及服务的客户类型

类型	定义	传统客户	平台大客户	企业大客户
图搜服务	涵盖了文字搜索、颜色搜索、以图搜图、感知搜索等多项搜索服务。	✓	✓	✓
智能配图	基于图像白金大数据和机器学习模型，为用户提交的任意图片进行自动标签标注。		✓	✓
自动标签	为用户提交的长文本自动匹配若干配图，根据用户提交的文章、标题、文字段落进行自动推荐，形成对应的图片推荐，并从中抽取重点关键词。			✓
版权追踪	在浏览任意网页图片时，一键找到相同、相似的正版图片。			✓
行业图库	为不同行业的客户推荐个性化垂直图片库和搜索结果。			✓
版权风控	帮助客户更加高效使用正版内容，规避侵权风险		✓	✓

资料来源：视觉中国官网，国盛证券研究所

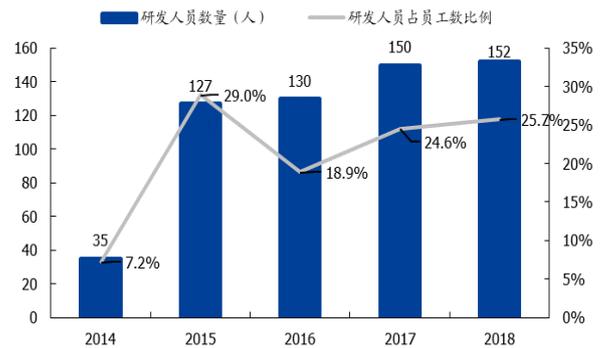
公司重视技术创新，研发投入逐年增长。2014-2018年，公司研发投入金额分别为0.32/0.23/0.36/0.50/0.65亿元、占营业收入比例为8.2%/4.2%/4.8%/6.2%/6.6%。2015年研发投入波动原因为研发投入资本化金额占总研发投入的30%。2014-2018年公司研发人员由35人大幅提升至152人，占总员工比例由7.2%提升至25.7%。

图表 42: 视觉中国研发投入及占营收比例



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 43: 视觉中国研发人员数量及比例



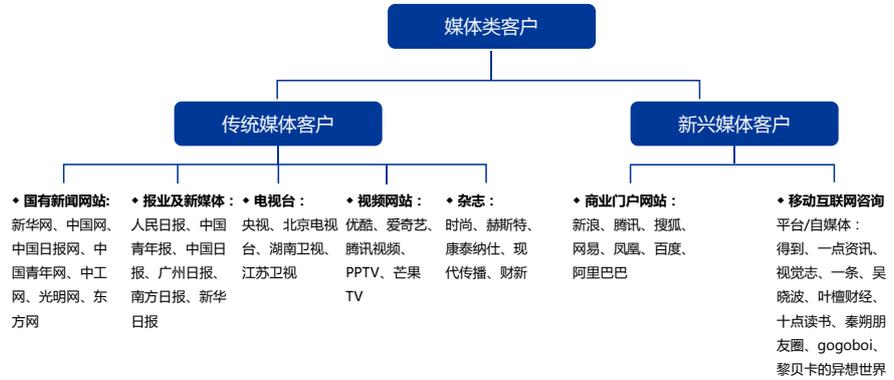
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 “客户拓展+品类延伸” 打开天花板

3.2.1 客户拓展：由大B客户向中长尾客户渗透

●**媒体客户为公司传统优势市场，近年来新媒体客户也是公司挖掘对象。**视觉中国覆盖国内媒体客户主要包括：国有新闻网站、报纸、电视台、商业门户网站、视频网站，以及杂志。2016年以来，公司持续挖掘新媒体客户，与今日头条、一点资讯、YY、虎牙直播、陌陌、十点读书、黎贝卡的异想世界等公司已签署长期合作协议。

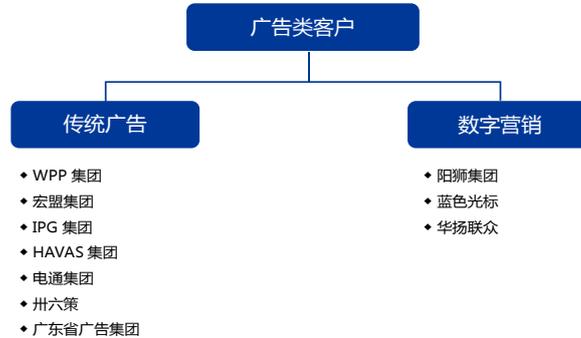
图表 44: 公司媒体类客户架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

●**另一传统优势客户为广告及营销类，近年也积极拓展数字广告公司的合作。**公司与广告行业知名公司 WPP 集团、宏盟集团、IPG 集团、HAVAS 集团、电通集团、卅六策等公司均签署了年度框架协议。另外，随着数字营销移动端广告收入占比不断提升，公司也加大了与蓝色光标、华扬联众、阳狮集团等数字广告公司的合作力度。

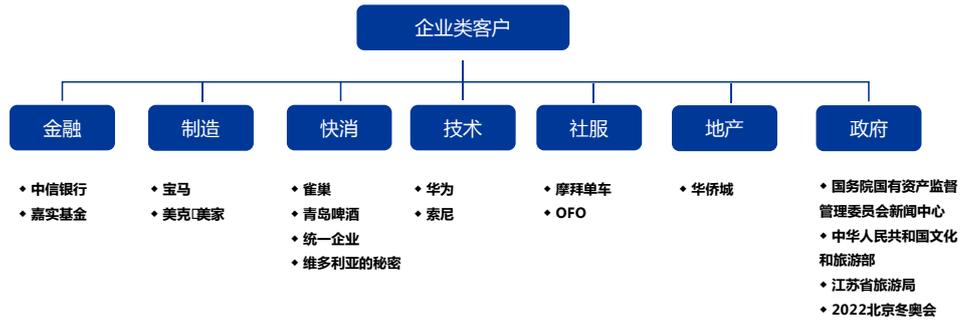
图表 45: 公司部分广告类客户



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

●**企业客户是重点拓展的方向。**公司已于 2017H1 成立企业大客户拓展部门，重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户。2019 年上半年公司与中航集团等多家客户签署了战略合作协议，双方在版权素材、旅游资源、会员服务、视觉资产管理、品牌运营推广和公益活动等领域开展全面合作。

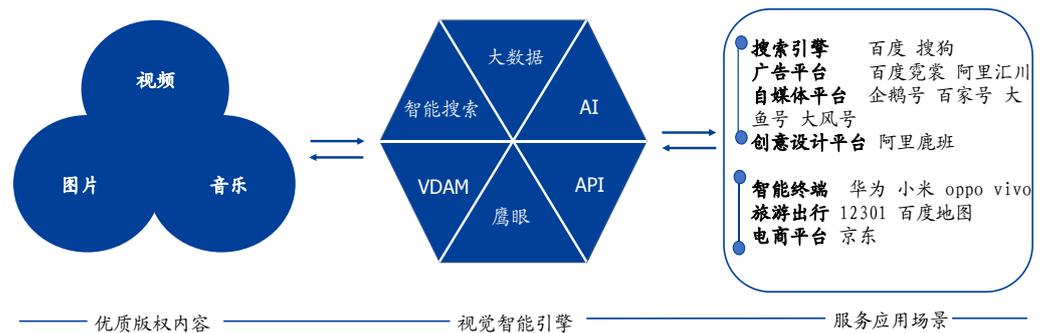
图表 46: 公司部分企业客户



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

● **互联网平台: 既是内容消费者, 也是重要的战略合作方。** 互联网平台与视觉中国合作模式包括图片大数据方面的共享和人工智能技术在图片领域的应用两方面, 双方采用佣金分成模式, 客户通过互联网平台的导流进入视觉中国版权交易平台, 下载交易完成后其收入的一定比例将支付给导流平台。目前公司已经与阿里, 百度, 腾讯等互联网平台达成战略合作, 2019H1 公司继续拓展探索新的应用场景, 正在与京东、阿里云、金山WPS 等互联网平台展开合作。

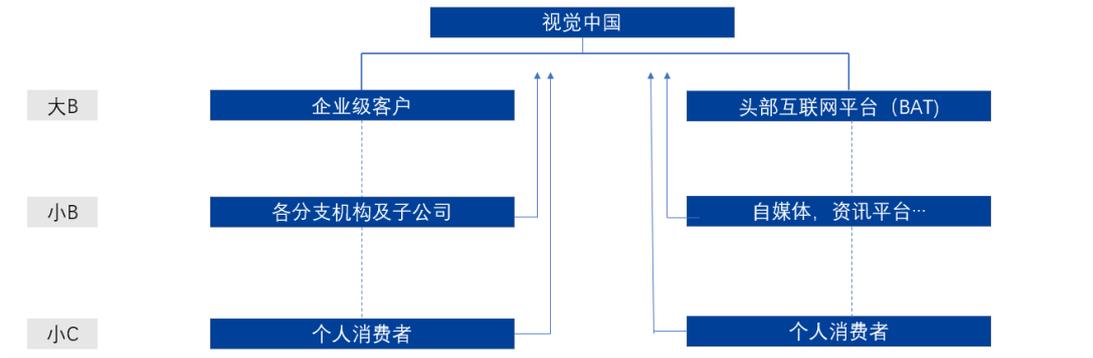
图表 47: 视觉中国与互联网平台合作模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

把握流量入口, 公司客户由大企业客户向中长尾客户渗透。 视觉中国一直定位高端市场, 其企业客户占比高于长尾客户, 企业客户的优势在于销售额高, 有协议可持续性, 客户粘性高, 导流作用强。但随着正版化进程的不断推进, 中长尾用户的价值也有较高的挖掘价值。相比于点对点获取长尾客户, 公司已有资源从头部资源向中长尾渗透, 具体看, 企业机构方面, 公司可从总部向各分支机构延伸; 互联网自媒体及资讯平台方面, 公司可通过合作 BAT 平台找到中长尾客户的聚集点, 从而实现大批量的集中渗透。

图表 48: 公司客户将由大 B 向 B 小 C 渗透



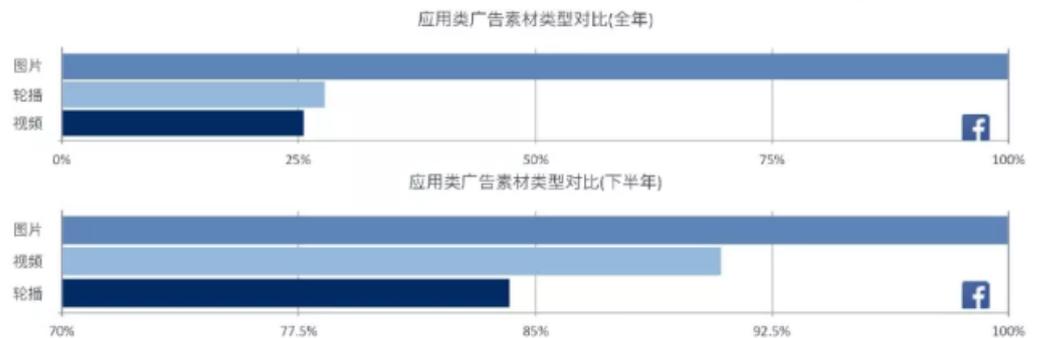
资料来源: 国盛证券研究所

未来获客将更加重视服务，从“版权内容”延展至“智能服务”。公司成立后借鉴 GettyImages 的法律诉讼获客方式，客户数量保持高速增长，但与之相应的，难以深度开发客户价值、社会舆论压力加大等弊端也逐步显现。近年来公司逐步转变获客方式，愈加注重服务，同时结合政府的“净网计划”，健全规范平台版权管理机制，推动合规合理的版权保护。尤其在 411 事件后面面对新的市场形势，公司更加坚持以“客户为中心”的服务理念，进一步完善了标准化的内容素材产品包与价格体系，并针对不同客户开发了相对应的服务方案: 1) 针对企业级大客户的个性化需求, 公司提供定制化的增值服务, 包括拍摄服务、设计服务、权利咨询、以及创意众包、传播推广、创意策划等整合营销服务。2) 针对小微企业、自媒体等新兴市场群体, 公司完善了符合其预算和需求的产品包。相比于过去的维权式营销, 通过“内容+技术+服务”的方式获客不仅能深度开发大客户的价值, 增强平台的粘性, 也将助力业务更为稳定健康的成长。

3.2.2 品类延伸: 视频+音乐素材解锁新的应用场景

视频素材兼具表现力和传播力，5G 时代下商业价值将被进一步放大。视频场景适应性强，可以灵活满足各种视觉展示需求，相比文字和图片更生动，信息承载量丰富集中，可以与用户进行深度互动和沟通。以视频营销场景为例，《2017 年全球移动广告趋势报告》中表明，2017H2 开始视频占比大幅度提升，视频形式素材占图片形式素材比例迅速由上半年 25% 左右提升至 90% 左右，可见由于投放效果较好，视频素材是越来越受到各大广告主的重视。5G 时代下，技术和带宽都将进一步提升，视频和音频素材应用场景将不断拓宽。

图表 49: 2017H2 视频素材广告占比大幅提升

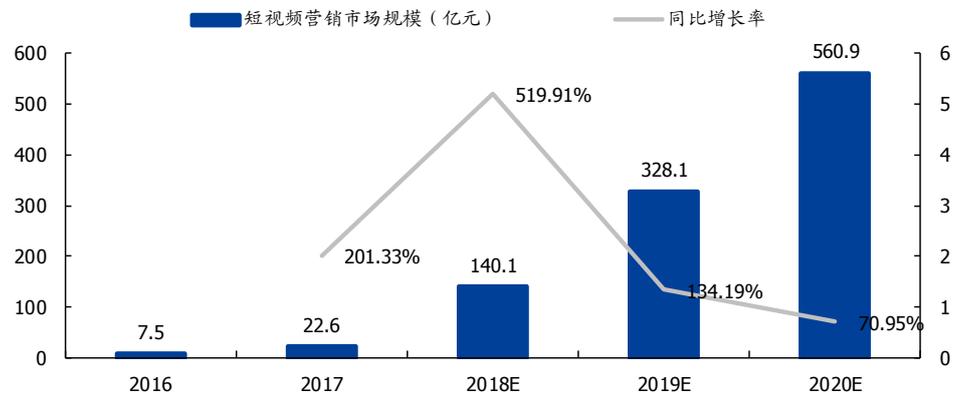


资料来源: Socialpeta, 国盛证券研究所

2020 年短视频营销市场规模有望超 550 亿。根据艾瑞咨询的数据，2018 年短视频营销市场规模达到 140.1 亿元，同比增长 520.7%，未来虽然短视频流量红利会逐渐消退，但由于逐渐有更多广告主开始尝试短视频营销，未来短视频营销市场仍会保持相对较高

的增速发展。艾瑞咨询预测 2020 年短视频营销市场规模将超过 550 亿。

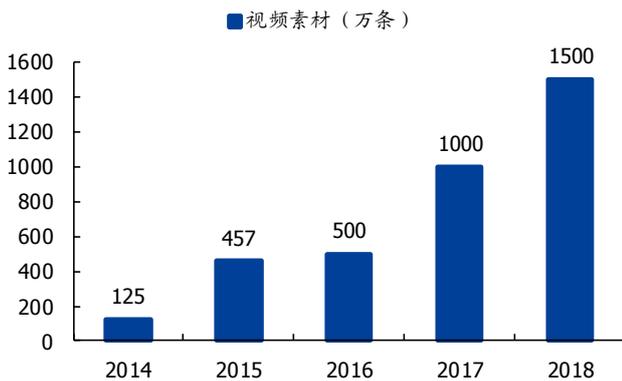
图表 50: 短视频营销市场规模预测



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

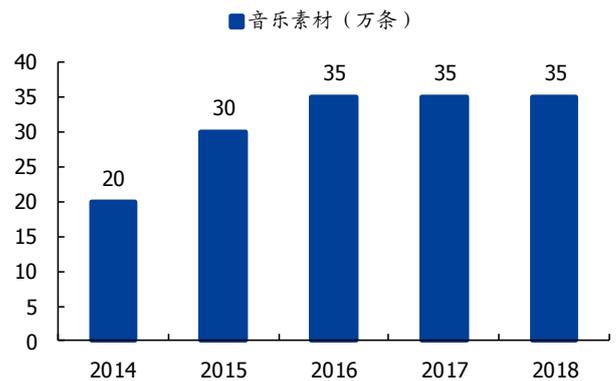
公司提前布局新型视觉素材赛道, 近年加码视频和音频的投入, 积极拓宽平台产品品类。2018 年一季度, 公司网站的创意视频、编辑视频、音乐素材产品全面完成上线, 2018 年上半年, 公司向签约供稿人开放了视频上传通道, 开拓视频签约供稿人资源, 截至 2019 公司有 1500 万视频资源, 35 万音乐或音效资源, 相较 2014 年大幅增长。公司已与视频供应商二更、浙视频、东方今报、千龙网、Blend Media、豆瓣音乐/V.Fine 公司签署了素材代理协议, 将逐步扩大视频、音乐内容的数量, 不断满足市场对视频、音乐的内容需求, 2019H1 公司新增视频类签约供稿人近千名。公司在视频及音频领域前瞻布局, 将助其把握 5G 时代中多应用场景对不同素材需求增长的机遇, 打开营收增长空间。

图表 51: 2014-2018 年公司视频素材数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 2014-2018 年公司音乐素材数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与估值:

我们预计公司 2019-2021 年公司营业收入分别为 8.66/10.35/12.63 亿元, 归母公司净利润 3.12/4.03/4.97 亿元, 相关假设如下:

● **收入端假设：**随着正版化率不断提升，公司作为图片行业龙头深度收益，分客户类型来看：1) 基于互联网客户深度合作的模式，该类客户粘性较高，单客户价值挖掘潜力大，是未来收入增长最重要的驱动力之一，且该类客户目前基数较低，未来高增长可持续。假设 2019-2021 年该类客户收入增速分别为 35%/35%/35%。2) 平台开启大客户战略，企业客户数量将持续增长。2019 年受 411 事件影响，以及平台将部分企业客户归类为互联网客户，企业客户占比略微降低，但未来随着资源不断投入，其占比呈上升趋势。假设 2019-2020 年该类客户收入分别增长 8%/23%/25%。3) 除传统媒体外，公司持续加大与新媒体融媒体的合作，媒体企业收入保持增长，假设 2019-2022 年收入增速分别为 5%/15%/15%。4) 广告营销类客户为公司的传统客户，假设 2019-2022 年收入增速分别为 5%/15%/15%。

● **费用端假设：**1) 公司获客模式将由过去较粗犷的“鹰眼追踪+维权获客”转变为调节配合深度服务的模式，短期看对销售人员的能力要求提高，销售费用短期可能上行。但注重服务品质的销售模式一定程度上增加了客户的粘性和进一步深挖客户需求的可能，因此未来销售效率逐步提升，销售费用降低。2) 公司现金流状况良好，管理层人员稳定，假设财务费用及管理费用保持稳定。

图表 53: 公司核心主营业务收入假设 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	
视觉素材与增值服务	583.74	781.90	856.18	1034.85	1262.98	
	YoY	33.95%	9.50%	20.87%	22.04%	
企业客户	228.00	312.76	337.78	415.47	519.34	
	占比	39%	40.00%	39.45%	40.15%	41.12%
	YoY		37.18%	8%	23%	25%
广告营销与服务	105.00	156.38	164.20	188.83	217.15	
	占比	17.99%	20.00%	19.18%	18.25%	17.19%
	YoY		48.93%	5%	15%	15%
媒体	181.00	226.75	238.09	273.80	314.87	
	占比	31.01%	29.00%	27.81%	26.46%	24.93%
	YoY		25.28%	5%	15%	15%
互联网平台	70.00	86.01	116.11	156.75	211.61	
	占比	11.99%	11.00%	13.56%	15.15%	16.76%
	YoY		22.87%	35%	35%	35%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 1) **相对估值法：**公司为 A 股图片版权互联网平台龙头公司，我们将 A 股互联网细分领域龙头作为其可比公司，其 2020 年平均估值为 43X，公司受益于知识产权保护赛道高成长，给予公司 2020 年净利润以 48 倍估值，目标市值 193 亿，对应股价 27.6 元。

图表 54: 可比公司估值

股票名称	证券代码	总市值	PE				净利润 (百万元)			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
芒果超媒	300413.SZ	549	63.4	46.8	36.3	30.6	866	1172	1511	1793
人民网	603000.SH	206	96.3	67.6	51.8	41.3	214	305	398	498
东方财富	300059.SZ	935	97.5	53.5	41.3	32.5	959	1749	2267	2874
算数平均值			85.8	56.0	43.1	34.8				
视觉中国	000681.SZ	145	45.2	46.5	36.0	29.2	321	312	403	497

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (除视觉中国外, 其他公司净利润为 wind 一致预期, 股价为 2019 年 11 月 22 日收盘价)

- 2) **绝对估值法(FCFF 折现):**公司以轻资产业务模式运营, 具有持续稳定的现金流, 我们采取 FCFF 折现对公司进行估值, 相关核心假设如下表, 计算得出公司每股价值 26.86 元。

图表 55: 公司核心主营业务收入假设 (单位: 百万元)

估值假设		FCFF 估值过程 (单位: 百万元)	
过渡期年数	3	FCFF 预测期现值	1015.13
过渡期增长率	12.00%	FCFF 过渡期现值	1083.06
永续增长率 g	5.00%	FCFF 永续价值现值	14590.34
贝塔值 (β)	1.2	企业价值	16688.52
无风险利率	4.00%	加: 非核心资产	2810.47
市场的预期收益率	7.50%	减: 付息债务	640.09
有效税率	14.50%	减: 少数股东权益	41.22
债务资本成本	5.51%	股权价值	18817.68
债务资本比重	14.34%	总股本	700.58
股权资本成本	8.20%	每股价值 (元)	
WACC	7.70%		26.86

资料来源: 国盛证券研究所

图表 56: FCFF 估值敏感性测试

		永续增长率 g										
		3.10%	3.42%	3.76%	4.13%	4.55%	5.00%	5.50%	6.05%	6.66%	7.32%	8.05%
wacc	4.78%	44.05	52.77	68.48	104.84	278.59	-288.85	-83.95	-45.11	-28.72	-19.71	-14.04
	5.26%	34.96	39.90	47.69	61.71	94.17	249.27	-257.27	-74.36	-39.68	-25.06	-17.01
	5.79%	28.71	31.74	36.14	43.08	55.58	84.50	222.72	-228.68	-65.68	-34.78	-21.74
	6.36%	24.17	26.13	28.82	32.74	38.91	50.02	75.75	198.69	-202.82	-57.83	-30.35
	7.00%	20.73	22.05	23.79	26.18	29.65	35.13	45.00	67.83	176.96	-179.44	-50.74
	7.70%	18.05	18.96	20.13	21.67	23.78	26.86	31.71	40.45	60.68	157.33	-158.33
	8.47%	15.91	16.55	17.36	18.39	19.75	21.62	24.34	28.62	36.34	54.22	139.61
	9.32%	14.17	14.63	15.20	15.90	16.81	18.01	19.66	22.06	25.83	32.64	48.39
	10.25%	12.73	13.07	13.47	13.97	14.59	15.39	16.44	17.89	20.00	23.32	29.30
	11.27%	11.53	11.78	12.07	12.42	12.86	13.40	14.10	15.03	16.30	18.14	21.05
12.40%	10.52	10.70	10.91	11.17	11.48	11.86	12.33	12.94	13.75	14.86	16.47	

资料来源: 国盛证券研究所

结合两种方法, 选取较低股价做为我们的目标价, 即 26.9 元, 对应 2019-2021 年 PE 为 60/47/38X, 基于中国版权视觉素材市场正版化率持续提升且空间较大, 公司已建立起深厚的护城河将充分受益于行业增长红利, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

图片业务收入增速恢复不及预期风险: 受“411”事件影响, 公司的获客方式发生了较大转变, 可能会进一步影响公司收入增速。

政策影响公司经营风险: 公司主营业务为视觉内容服务, 受行业政策影响较大, 相关政策可能影响公司经营。

人才管理风险: 公司目前聚焦大客户战略, 对管理层及销售人员要求较高, 公司核心专业人才变动可能对公司经营业务产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com