

2018年01月15日

视觉中国 (000681.SZ)

共生到多赢构筑闭环生态，2B至2C拓展主导用户

■中国最大的视觉素材交易平台，海量版权搭建内容护城河。公司拥有全球最大的优质PGC (Professional Generated Content) 视觉内容互联网版权交易平台 (vcg.com)，在线提供超过2亿张图片，其中包括大量不可再生的19-20世纪人类历史影像遗产；同时公司独家签约Getty Images、ITN、BBC等全球240余家知名图片社、影视机构等版权机构及1.7万名社区供稿人，持续服务于1.5万家媒体、企业、创意制作等各类客户。

■从内容引流服务，由服务产生内容，构筑“内容+服务”闭环生态。公司以PGC版权内容交易平台为核心，连接内容生产者（供应商）与内容使用者（客户），向其提供双向增值服务。针对供应商，公司提供社区展示、版权保护、委托创作等服务强化其对平台依赖程度；针对客户，公司提供委托拍摄、媒体推广、权利清除等服务最大限度留存客户。通过上述增值服务，公司完成“内容+服务”业务闭环，形成自我加强的平台效应，最终达到夯实公司行业垄断地位的目的。

■公司处于拓展主导客户阶段，针对不同类型用户配适个性化服务体系。根据最新的2018年策略报告观点，我们认为公司作为视觉素材领域的细分平台，正处于拓展主导客户阶段。公司从大客户与长尾客户两个方向发力，针对大客户提供内容打包销售，以品牌推广等增值服务丰富公司利润来源；针对小B及C端长尾客户提供多档次内容包，以较高的单价与较低的边际成本提升公司利润弹性。

■投资K12教育，为公司持续贡献稳定利润。公司积极布局优质12K教育标的，2015年开始公司先后参投湖北司马彦文化科技有限公司（49%股份）、广东易教优培教育科技有限公司（35%股份），通过参股方式获得良好投资收益。

■投资建议：公司以内容构筑壁垒，在强化自有版权的同时绑定供应商与供稿人，不断吸收新鲜内容；以科技驱动交付，使用API接口、大数据追索等手段拓展主导客户，最终通过平台连接供应商与客户完成业务闭环，实现共生多赢，推动图片版权市场发展，具有长期投资价值。预计公司2017-2019年净利润分别为2.72亿元、3.34亿元、4.28亿元，对应EPS 0.39元、0.48元、0.61元。考虑到公司成长性好，且在A股具有稀缺性，我们给予2018年50倍目标PE，对应目标价24元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：素材供应商续约不成功风险，大众版权意识提升不达预期导致客户拓展难度增大。

公司深度分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级 **买入-A**

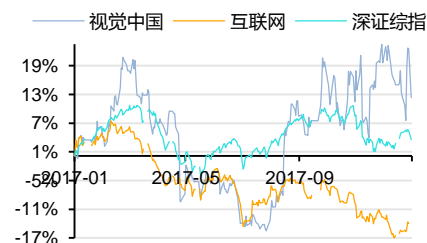
维持评级

6个月目标价：**24元**
股价 (2018-01-15) **19.05元**

交易数据

总市值(百万元)	13,346.00
流通市值(百万元)	5,331.57
总股本(百万股)	700.58
流通股本(百万股)	279.87
12个月价格区间	14.32/20.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.5	9.27	8.83
绝对收益	0.43	3.23	8.45

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

视觉中国：收购顶级内容 强化优势，多领域投资布局 泛娱乐/焦娟	2017-02-16
视觉中国：收购新型文化 企业，旅游板块业绩提升/ 焦娟	2017-02-03

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	542.9	735.5	984.5	1,280.2	1,645.1
净利润	157.6	214.7	272.0	334.4	427.5
每股收益(元)	0.22	0.31	0.39	0.48	0.61
每股净资产(元)	2.97	3.28	4.50	5.00	5.60
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	84.7	62.2	49.1	39.9	31.2
市净率(倍)	6.4	5.8	4.2	3.8	3.4
净利润率	29.0%	29.2%	27.7%	26.5%	26.3%
净资产收益率	7.6%	9.3%	8.6%	9.6%	10.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
ROIC	15.7%	15.7%	14.7%	16.1%	20.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 视觉中国：中国视觉素材行业的先行者	5
1.1. 历史沿革：专注图片版权细分领域，稳健拓展增值服务.....	5
1.2. 财务概况：收入利润稳步增长，期间费用有待改善.....	6
2. 从内容授权到增值服务，实现业务闭环流转	7
2.1. 大而美的图片版权平台，以内容构筑壁垒.....	7
2.1.1. 收购 Corbis，加持不可再生资源.....	7
2.1.2. 独家合作供应商，开启双向输出.....	8
2.1.3. 绑定优质供稿人，占领创意之源.....	9
2.2. 全而精的视觉增值服务，以科技驱动交付.....	10
2.2.1. 定制化一站式营销服务.....	10
2.2.2. 版权追索与权利清除双向维权.....	11
2.2.3. 数字资产管理方案 VDAM 系统.....	12
2.3. 内容+服务，从共生到多赢的闭环生态.....	13
3. 版权意识提升与主导客户拓展助推平台成长	14
3.1. 细分平台：应运而生，建立规则，自我完善.....	14
3.2. 2B 至 2C：公司处于拓展主导用户阶段.....	14
3.2.1. 需求扩大，版权意识提升助推交易平台成长.....	14
3.2.2. 服务升级，针对不同类型客户配适服务体系.....	15
3.2.3. 深耕 B 端，大客户与小 B 客户同步推进.....	16
3.2.4. 触达 C 端，搭建大数据旅游云服务平台.....	17
4. 投资优质教育标的，为公司持续贡献稳定利润	19
5. 投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：2014-2017H1 营业收入及同比增速.....	6
图 3：2014-2017H1 净利润及同比增速.....	6
图 4：2014-2016 毛利率及净利率.....	6
图 5：2014-2016 年期间费用率.....	6
图 6：2017H1 公司主营业务占比.....	7
图 7：2017H1 公司主营业务毛利率.....	7
图 8：Corbis Images 经典级图片案例.....	8
图 9：部分签约供应商（品牌）列表.....	9
图 10：Getty Images 图片分类搜索页面.....	9
图 11：“视觉 ME”设计师资料展示.....	9
图 12：“视觉 ME”设计师作品展示.....	9
图 13：“舌尖上的中国 II—海报设计大赛”作品展示.....	10
图 14：“世博会博物馆标志全球征集”作品展示.....	10
图 15：公司增值服务主要优势.....	10
图 16：公司合作体育赛事案例.....	11
图 17：中国网球公开赛精彩图片.....	11
图 18：2015 年巴菲特慈善午餐.....	11

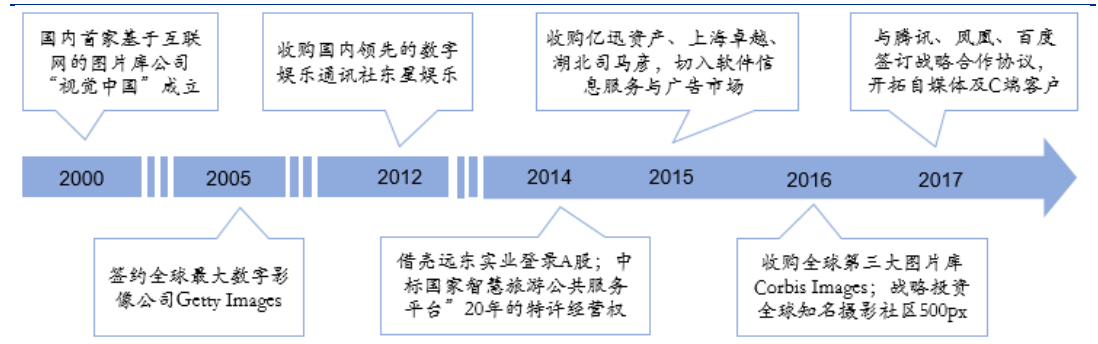
图 19: 2016 年上海电影节	11
图 20: 洲际酒店肖像权清除案例	12
图 21: DAM 系统特点	12
图 22: 2022 年冬奥会图片展示平台	12
图 23: 公司版权交易平台运营模式	13
图 24: “内容+服务”闭环生态	13
图 25: “交易平台+增值服务”闭环生态	13
图 26: 各平台内容形态划分	14
图 27: 公司视觉素材内容划分	14
图 28: 2015 年网络版权侵权案件分布类型	15
图 29: 2016 年网络版权侵权案件分布类型	15
图 30: 不同类型客户的需求与服务配适	15
图 31: 华为“捕鱼的瓦格尼亚人”照片	16
图 32: 公司切入互联网流量入口打通长尾市场	17
图 33: 公司与百度图片搜索合作案例	17
图 34: 12301 国家智慧旅游公共服务平台界面	18
图 35: 易教优培服务案例	19
表 1: Corbis Images 主要图片素材分级	7
表 2: 公司与国家旅游局合作项目进展	18
表 3: 2015-2017H1 唱游公司营业收入与净利润	18
表 4: 湖北司马彦业绩承诺及完成情况	19

1. 视觉中国：中国视觉素材行业的先行者

1.1. 历史沿革：专注图片版权细分领域，稳健拓展增值服务

2000年，公司作为中国首家图片版权公司创立。经过十余年沉淀，公司已成为中国视觉素材行业龙头，2014年公司借壳远东股份登录A股市场。根据公告披露，公司市场份额与客户覆盖度均领先于其他竞争者，在商业类与媒体类视觉素材的综合市场占有率达40%。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

合作+并购，不断扩充版权内容库。2005年开始，公司与全球第一大图片库 Getty Images 建立战略合作伙伴关系，进行双向排他性多维合作；2016年，公司收购比尔·盖茨创办的全球第三大图片库 Corbis Images。根据公告披露，截至2017年6月30日，公司的版权交易平台在线提供2亿张图片、500万条视频素材及35万首各种曲风音乐或音效，是中国最大的图片版权交易平台，也是全球最大的同类平台之一，服务于1.5万家媒体、企业、创意制作等各类客户。

绑定优质供稿人，持续为平台造血。2012年开始，公司与品牌媒体及供稿人共同打造中国领先的互联网垂直视觉社区集群：设计师社区 shijue.me 与摄影师社区 500px.me。根据公告披露，截至2017年6月30日，公司拥有1.7万名签约供稿人，并通过版权保护、分享交流、图库管理、销售统计（例如下载记录实时短信通知）、委托拍摄等增值服务绑定优质供稿人，帮助其提高工作效率、增加收入来源，实现与供稿人的双赢。

切入软件信息服务与广告营销市场，在授权业务之外开展定制化增值服务。2015年公司通过收购亿迅资产组与上海卓越，切入软件信息服务与广告营销市场，为客户提供数字信息系统管理与品牌推广等定制化增值服务。目前，公司已经与 WPP 集团、宏盟集团、IPG 集团、阳狮集团、HAVAS 集团、电通集团、蓝色光标、华扬联众、卅六策等知名广告公司签署了年度框架合作协议，并积累了华为、小米、索尼、茅台、嘉实基金、南方航空、中国网球公开赛、维多利亚的秘密等各行业优质客户。

携手国家旅游局共建大数据云服务平台，触达 C 端用户。2014年公司中标国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”20年特许经营权。2015年9月，12301国家智慧旅游公共服务平台正式投入运营，成为中国首个全媒体旅游公共服务平台，也是公司首个主要面向 C 端用户的产品。同时，公司积极延伸“视觉”核心业务至旅游领域，例如在旅游服务平台中使用公司自有版权图片，提升公司在 C 端用户中的品牌影响力。

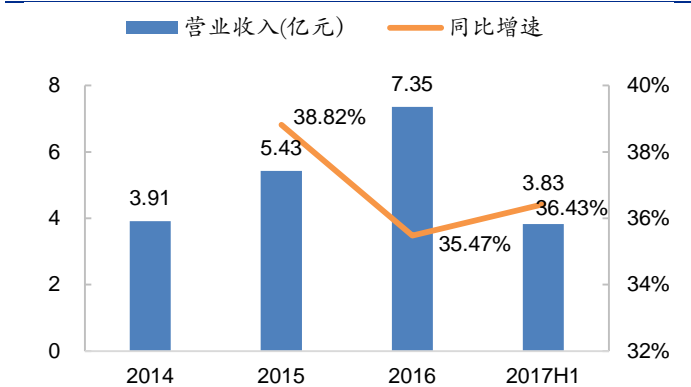
创始人家族占据公司主导权，常州市国资委战略投资。公司股东廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平等10名一致行动人合计持有公司55.39%股权，为公司实际控制人。公司董事长廖杰先生、总裁梁军女士、副总裁柴继军先

生为公司创始团队，核心理层均为控股股东或其直系亲属。公司前十大股东中，常州服装集团（2.47%）与常州产业投资集团（1.84%）的实际控制人同为江苏省常州市国资委，是公司战略投资者。

1.2. 财务概况：收入利润稳步增长，期间费用有待改善

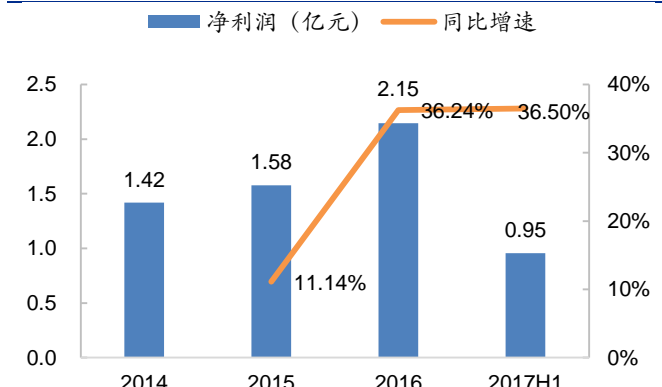
自 2014 年借壳上市以来，公司营业收入及净利润稳步增长，2014-2016 年分别实现营业收入 3.91 亿元、5.43 亿元、7.35 亿元，实现归母净利润 1.42 亿元、1.58 亿元、2.15 亿元。2017 年上半年，公司保持扩张势头，实现营业收入与净利润 3.83 亿元、0.95 亿元，同比增速分别为 36.43%、36.50%。

图 2：2014-2017H1 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2014-2017H1 净利润及同比增速

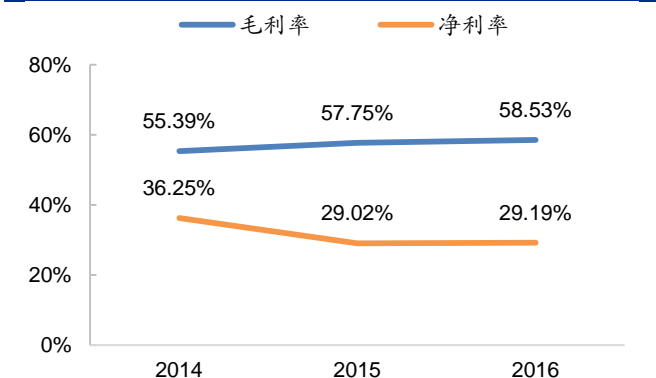


资料来源：Wind，安信证券研究中心

利润率趋向稳定，期间费用有待改善。利润率方面，2014-2016 年公司毛利率分别为 55.39%、57.75%、58.53%，净利率分别为 36.25%、29.02%、29.19%。毛利率提升主要源于公司版权交易平台的边际成本逐渐降低，成本增速低于收入增速所致；净利率有所降低主要系近年来公司加大研发投入所致。2016 年公司研发投入为 3559 万元，同比增长 55.62%。

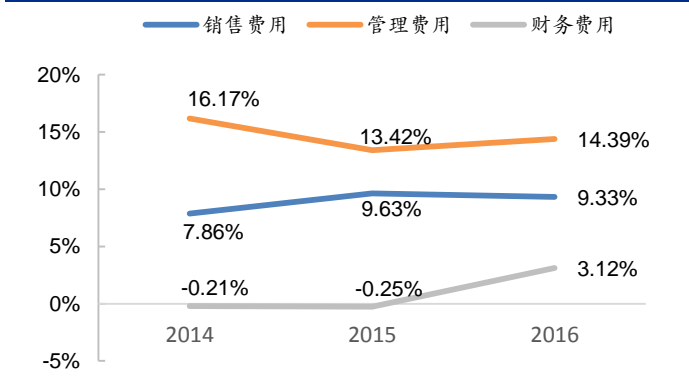
期间费用率方面，2014-2016 年公司管理费用率为 16.17%、13.42%、14.39%；销售费用率为 7.86%、9.63%、9.33%；财务费用率为 -0.21%、-0.25%、3.12%。管理费用率及销售费用率上升主要系并表亿迅资产组及上海卓越所致，财务费用率上升主要因为一系列收购案致使公司融资成本上升。

图 4：2014-2016 毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2014-2016 年期间费用率



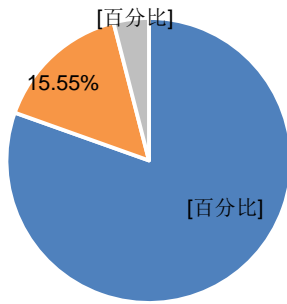
资料来源：Wind，安信证券研究中心

视觉素材及增值服务占主导地位，数字娱乐业务向轻资产转型。2017 年上半年，视觉素材与增值服务板块实现营业收入 3.08 亿元，占总营收的 80%，主要业务为版权交易服务及

委托拍摄、媒体推广、权利清除、数字资源管理等增值服务；软件信息服务板块主要业务为亿迅资产组提供的全媒体交互中心解决方案，包括滴滴用车、美团大众点评、VIPKID 等项目；视觉数字娱乐板块主要包括“合肥万达室内电影乐园飞行剧场和互动项目”及“横店影视城帝国江山飞行影院项目”。随着数字娱乐项目的同质化竞争加剧，公司未来将通过远东文化围绕公司核心业务实现视觉数字娱乐业务由重资产运作向轻资产运作的转型，保证该业务的可持续发展。

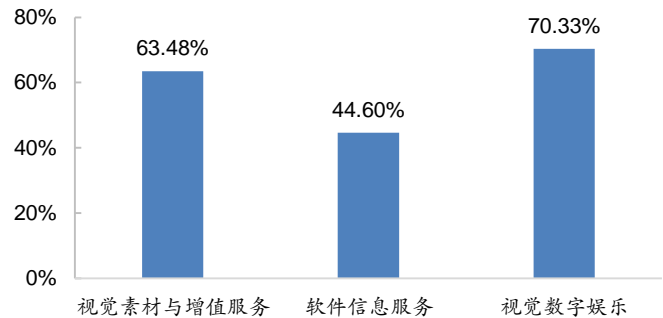
图 6：2017H1 公司主营业务占比

■ 视觉素材与增值服务 ■ 软件信息服务 ■ 视觉数字娱乐



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：2017H1 公司主营业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 从内容授权到增值服务，实现业务闭环流转

2.1. 大而美的图片版权平台，以内容构筑壁垒

公司版权交易平台（www.vcg.com）的图片来源主要有自有版权、签约供应商（品牌）、社区供稿人三方。其中自有版权主要包括全球第三大图片库 Corbis Images 及东星娱乐图片库；签约供应商包括全球第一大图片库 Getty Images、BBC 等全球 240 余家知名图片社、影视等版权机构；社区供稿人主要来自 500px.me 与 shijue.me 两个垂直社区。

2.1.1. 收购 Corbis，加持不可再生资源

2016 年公司收购比尔·盖茨 1989 年创建的全球第二大高端视觉内容版权服务供应商 Corbis Images 原持有并管理的 Corbis Images、Corbis Motion 等授权品牌相关的图片素材知识产权、域名、商标等行业稀缺资产，包含 Bettmann、Sigma 两大全球知名图片库。

拥有珍稀人类历史影像，收藏级原始图片具有增值价值。Corbis Images 核心资产为近 5000 万份原版图片、底片、印刷物等档案，记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件，是不可再生的珍贵人类历史影像遗产。此次交易不仅丰富了公司自有版权的视觉内容素材库，并且公司通过此次交易拥有了大量具有历史收藏价值的老照片或“原始照片”（Vintage Print）的物权，具有较大增值空间。收购 Corbis 后，公司在全球范围内品牌知名度与行业影响力迅速提升，有助于公司未来进一步拓展海外市场。

表 1：Corbis Images 主要图片素材分级

等级	数量（张）	分级说明
经典级	628	这类图片是 19 世纪、20 世纪反映时代重大事件或时代特征的，具有文化符号象征意义的全球知名的经典摄影作品，具有唯一性、稀缺性，一些是摄影大师作品，作品的原件(原始底片、原始制作的照片以及包括原始的作者签名文档等)可以以艺术品方式通过拍卖行、画廊销售。
重要级	12 万+	这类图片是记录了 20 世纪重大历史事件，内容包括战争、体育、娱乐、科技以及日常生活等各个方面，是人类历史重要的影像记忆。通常是知名专业摄影师作品；通过拍卖机构或

画廊销售。

档案级	44 万+	这类图片主要记录 19 世纪、20 世纪的世界各地的新闻、人物、社会风貌等各类图片，作为重要的历史档案资料，具有一定的史料价值。通过拍卖机构或普通市场交易流通。
普通级	4000 万+	尚未经过编辑挖掘整理和数字化的原始文件。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8: Corbis Images 经典级图片案例



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.2. 独家合作供应商，开启双向输出

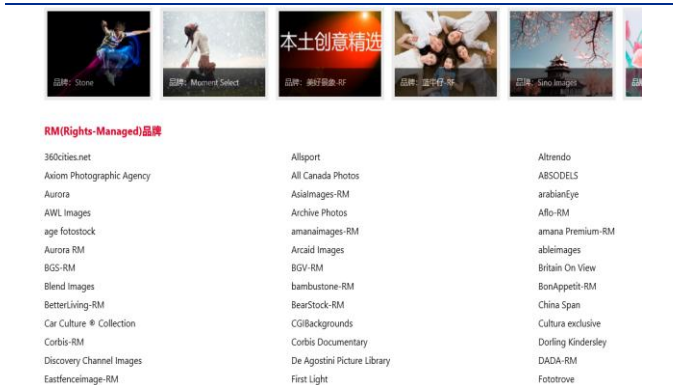
独家代理 240 余家供应商，巩固公司内容壁垒。公司合作的签约供应商主要为新闻社等媒体机构与各类专业图片库，其中媒体机构代表有路透社、法新社、BBC、环球网、财新传媒、娱乐新闻图片社 Splash News、八卦娱乐机构 X17 Online 等；专业图片库代表有全球第一大图片库 Getty Images、英国最大的编辑类视频素材供应商 ITN Source 等。公司与所有签约供应商均为独家内容合作，进一步巩固了公司的行业领先地位。

签约中国新闻社，加强图片时效性与丰富性。根据公告披露，2017 年 6 月，公司与中国新闻社（China News Service）下设公司北京中新雅视文化签订了《战略合作协议》，就中国新闻社下属中国新闻社图片网络中心（www.cnsphoto.com）拥有的图片就内容授权、分发及海外传播达成了合作协议。中国新闻社是中国加强国际传播能力建设的 6 家中央媒体之一，拥有 46 个境内外分社和超过 100 名摄影记者，现库存图片约 300 万张，每天滚动播发时政、经济、文化、教育、娱乐、体育、科技等领域的新闻图片及漫画图表作品 600 张以上。本次合作将在编辑类图片的时效性、丰富性上进一步提升公司的竞争力。

深度合作品牌媒体，提升公司话语权。公司积极与媒体机构展开双向输出，一方面，媒体是公司的内容供应商之一，向公司输送内容；另一方面，公司借助媒体资源开展营销类增

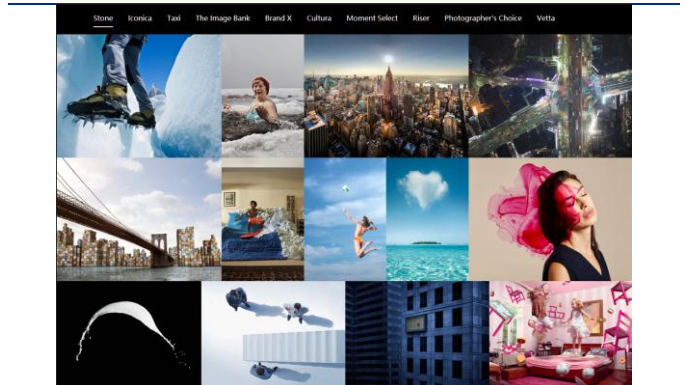
值服务，向媒体输送内容。通过双向输出这一合作模式，公司不仅提升了自身话语权与议价能力，更与媒体实现了双赢共生。

图 9：部分签约供应商（品牌）列表



资料来源：视觉中国官网

图 10：Getty Images 图片分类搜索页面



资料来源：视觉中国官网

2.1.3. 绑定优质供稿人，占领创意之源

全球领先的创意社区。2012 年，公司主导的设计师社区“视觉 ME”（shijue.me）正式上线运营，为政府、企业、机构提供定制化的创意众包服务；2016 年，公司战略投资全球领先的摄影社区 500px（500px.me），为公司社区业务奠定了国际化的基础；2016 年 10 月，针对个人摄影组织、各类摄影协会、艺术院校摄影系及摄影器材厂商，社区正式推出“部落”功能，使每个群体可以在各自的部落中管理成员、组织各类活动。

1.7 万名签约供稿人，定位于“管家式服务”。公司通过版权保护、分享交流、图库管理、销售管理、数据统计（例如客户下载实时短消息通知）、委托拍摄等增值服务绑定优质供稿人，帮助职业摄影师提高工作效率，增加收入来源。2017 年，公司开通签约供稿人功能，社区注册用户经过审核后即可成为视觉中国的签约供稿人，直接在社区上传内容、查阅授权记录、查看统计数据。截至 2017 年 6 月 30 日，公司已与 1.7 万名供稿人建立合作关系。

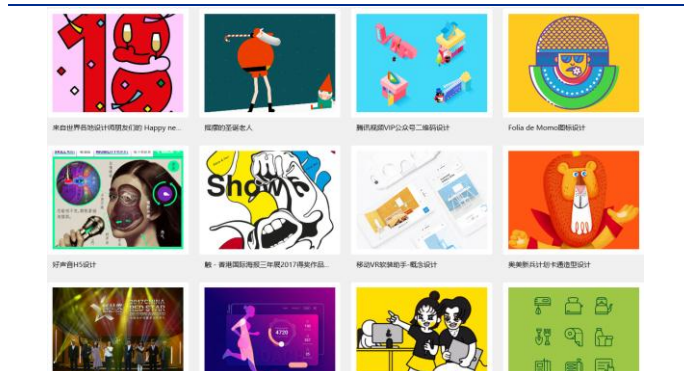
以设计师社区“视觉 ME”为例，公司通过大数据搜索算法将设计师作品进行多维分类，从内容层面，分为平面、插画、动漫、产品、UI、CG、建筑等类型；从社交层面，按编辑推荐、粉丝数量、浏览量等指标进行分类，帮助设计师高效地向客户展示作品，更快捷地与粉丝互动交流。

图 11：“视觉 ME”设计师资料展示



资料来源：视觉 ME，安信证券研究中心

图 12：“视觉 ME”设计师作品展示



资料来源：视觉 ME

社区供稿人为创意大赛贡献优秀作品。公司联合微软、华为、索尼、茅台、摩拜单车、世博会、中央电视台等企业或机构在社区举办了多个摄影、设计大赛，反响热烈。“舌尖上的

中国 II—海报设计大赛”总计收到 4000 名设计师参与的 1917 件作品，大赛专题访问量达 6100 万，并获得 40 余家专业媒体联合信息发布及 100 余家媒体自主采用大赛作品进行传播；由中国职工文化体育协会、中国摄影家协会等单位共同组织的“中国梦·劳动美”第四届全国职工摄影展总计收到 2.3 万幅作品，并在上海中华艺术宫展出 120 幅入围作品。

图 13：“舌尖上的中国 II—海报设计大赛”作品展示



资料来源：视觉中国官网，安信证券研究中心

图 14：“世博会博物馆标志全球征集”作品展示



资料来源：视觉中国官网，安信证券研究中心

2.2. 全而精的视觉增值服务，以科技驱动交付

借助丰富的项目策划经验、专业的签约摄影师、便捷的素材管理系统、以及优质的媒体资源，公司为客户提供全方位视觉增值服务。同时公司不断加强研发创新能力，从内容质量到平台性能，在各个层面提升客户体验，最大限度留存现有客户、并转化潜在客户。

图 15：公司增值服务主要优势



资料来源：视觉中国官网

2.2.1. 定制化一站式营销服务

通过自主研发的图像版权跟踪系统，公司针对细分垂直行业采用差异化商机管理，引导潜在客户转化，并在此基础上深挖企业营销大客户的其它延展商机，向其提供委托拍摄、媒体推广等增值服务。公司已成功完成多个项目，主要包括体育、事件、企业、旅游四类。

体育营销，通过视觉形象赛提升事商业价值，借助媒体宣传渠道扩大赞助企业影响力。自 2013 年以来，视觉中国先后成为中国男女职业篮球联赛与国家队、广州恒大淘宝足球俱乐部、海南（三亚）国际马拉松、中国网球公开赛、深圳网球公开赛、重庆当代力帆足球俱乐部、2017 中国杯国际足球锦标赛等国内外顶级体育赛事和体育机构的官方图片社。

以中国网球公开赛为例，公司一方面借助与各大手机厂商的良好合作关系，运作赛事图片

登陆 12 个安卓智能手机品牌锁屏图片库，总计覆盖近 6000 万用户；另一方面与赛事赞助商嘉实基金达成合作，为其提供中国网球公开赛期间嘉实基金主题馆、场地品牌曝光、包房贵宾礼遇、球员公关活动、球叙等的定制拍摄、系统管理、媒体推送的全方位服务。比赛期间公司累计拍摄超过千余张照片，并获近百家媒体推送相关赛事图片，作为第三方服务机构，公司与赛事方、赞助方一道实现多赢。

图 16：公司合作体育赛事案例



资料来源：视觉中国官网，安信证券研究中心

图 17：中国网球公开赛精彩图片



资料来源：视觉中国官网，安信证券研究中心

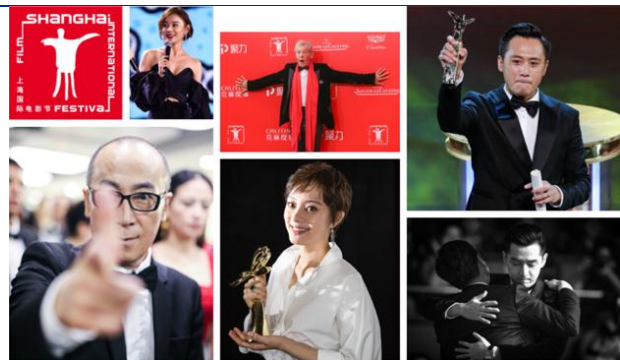
事件营销，强时效性考验团队经验。公司事件营销经验丰富，曾担任 2015 年巴菲特与天神娱乐董事长朱晔慈善午餐、2016 年上海国际电影节、2016 年时尚芭莎媒体慈善夜、2017 年维多利亚的秘密上海服装秀等事件的官方拍摄团队，并负责相关事件的全球媒体传播。

图 18：2015 年巴菲特慈善午餐



资料来源：视觉中国官网

图 19：2016 年上海电影节



资料来源：视觉中国官网，安信证券研究中心

旅游营销，由视觉引导想象，以故事带入旅游。公司曾与抚远县旅游局合作开展“华夏东极抚远冬季摄影大赛”、图片故事拍摄传播等一些列整合营销项目，征集了超过 1500 幅摄影作品并进行故事包装与全媒体传播；并与芜湖旅游局共同完成芜湖市城市旅游从拍摄到宣传的一站式服务，包括邀请跨国摄影师团队前往芜湖拍摄，精选视觉内容在海内外媒体上进行相关报道。

企业营销，以创新型手法展现品牌气质。公司在充分考虑客户需求的基础之上，不断尝试新的技术手段与创意想法，探索视觉效果的多重可能性。以红星美凯龙企业宣传项目为例，公司首次将 VR 技术应用在展馆中，以专业视角表达展览的主题，让受众仿佛站在了原研哉设计的床边，身临其境感受产品的魅力。

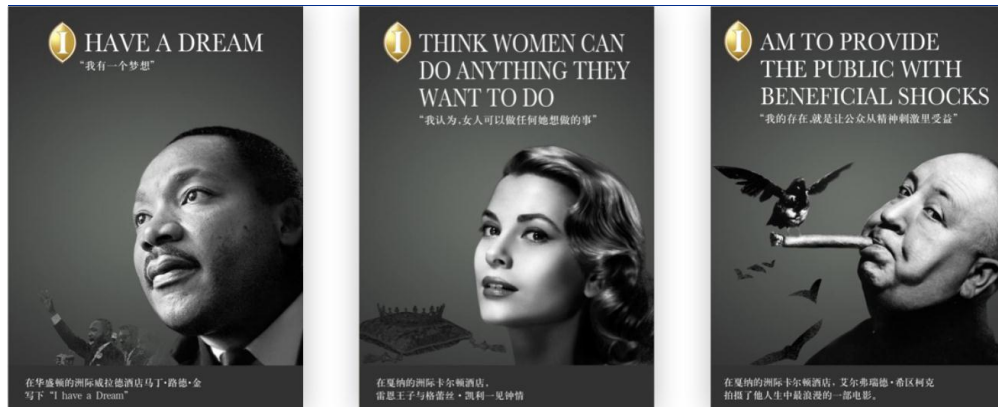
2.2.2. 版权追索与权利清除双向维权

围绕版权拥有者与版权使用者两个角度展开双向维权，探索维权业务潜在经济效益。从版权拥有者角度，公司开发图像追踪系统，通过人工智能、图像比对、爬虫技术，能够追踪

公司拥有代理权的图片在网络上的使用情况，一方面大幅降低版权保护的成本，另一方面降低了客户获取成本以及通过大数据获取客户的内容需求数据。2017年4月20日，视觉中国对版权保护的案件入选2016年度北京法院十大知识产品创新性典型案例。2017年4月26日，视觉中国对版权保护的案例入选“福建省律师知识产权十大典型案例”。

从版权使用者角度，公司团队通过专业律师及经纪公司资源与权利拥有者进行沟通，协助客户解决明星肖像、建筑物权、艺术品、知名商标、流行音乐等商业使用授权问题。成功案例有“华为照片版权清除”、“洲际酒店肖像权清除”、“宝马物权清除”等项目。

图 20：洲际酒店肖像权清除案例



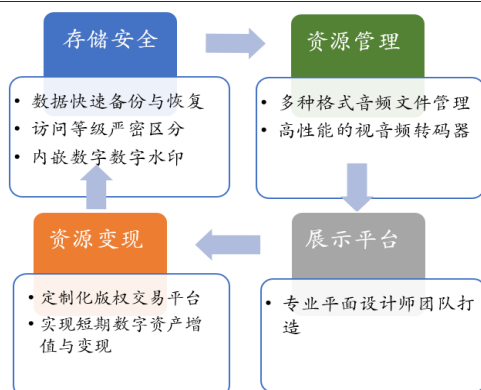
资料来源：视觉中国官网

2.2.3. 数字资产管理方案 VDAM 系统

DAM (Data Asset Management) 系统是基于 B/S 架构，通过浏览器上传下载资源，集成多项搜索功能，支持本地部署与云部署结局方案的综合性数字资产管理系统，具有存储安全、资源管理、平台展示、资源变现等特征。公司已完成多个 DAM 系统建设，包括中国民航报社、中国民航出版社、凉山文广传媒集团北京、2022 年冬奥会组委会等项目。

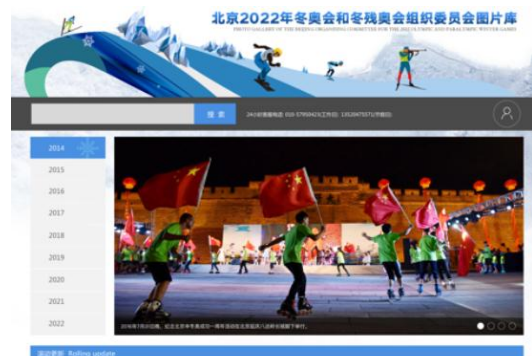
升级 VDMA，保持公司领先优势为可持续发展提供动力。2017 年，公司升级 DAM 系统，初步完成了基于 SaaS 的 VDAM (Visual Data Asset Management) 产品开发，帮助公司客户进行视觉内容的生产和管理、视觉内容的传播和分发，为客户提供“内容+技术”的全面服务。VDAM 系统帮助企业旗下子公司上百个分支账号，让企业在互联网环境下体验使用正版图片的便利，更好地进行新媒体宣传营销。

图 21：DAM 系统特点



资料来源：安信证券研究中心

图 22：2022 年冬奥会图片展示平台

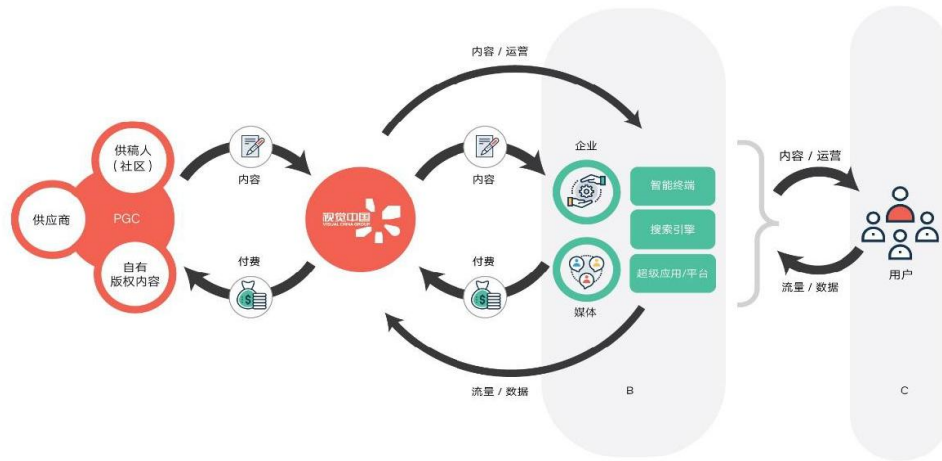


资料来源：视觉中国官网

2.3. 内容+服务，从共生到多赢的闭环生态

以内容为核心的大数据交易平台。公司拥有的 PGC 视觉内容版权交易平台是稀缺的多边平台，连接内容生产者（供应商）与内容使用者（客户），是内容产业的“基础设施”。公司通过大数据、搜索算法、人工智能等互联网技术和产品运营，为平台各端提供高效的版权交易服务。公司与使用者签署授权协议收取授权许可费，并与内容生产者按协议约定进行分成。供需两端碎片化程度高，数量越大，平台价值越大，市场覆盖能力及“数据化、智能化”的服务能力不断增强，形成自我加强的平台效应。这一平台模式拥有边际成本低、轻资产、零库存、现金流好、议价能力强等特性。

图 23：公司版权交易平台运营模式

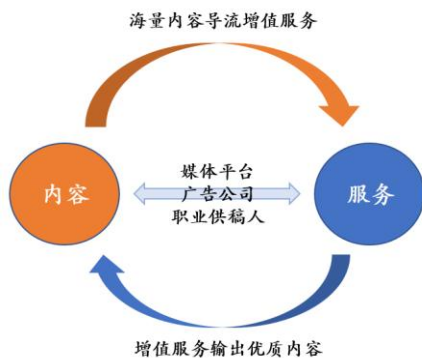


资料来源：公司公告

以多赢为目的的增值服务。在版权交易平台的基础上，公司深度探索与媒体平台、广告公司、社区供稿人、企业广告主间的多边关系。供应商层面，媒体平台、职业供稿人向公司提供图片资源；客户层面，媒体平台、广告公司向公司购买视觉素材使用权；合作伙伴层面，媒体平台、广告公司、社区供稿人协助公司完成企业客户的品牌推广、委托拍摄、创意征集等增值服务。通过对版权交易平台的全面开发，公司打破了供应商、客户、平台三者间的界限，以共生为起点实现三方多赢。

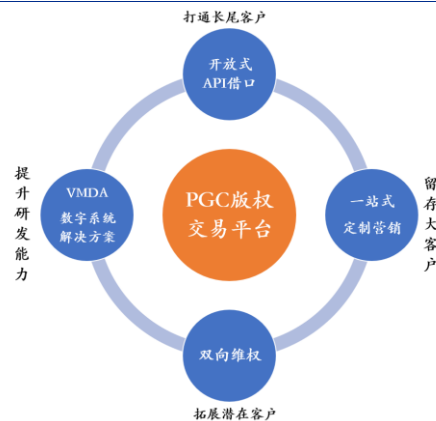
从内容导流服务，由服务产生内容，我们认为公司已经构筑起视觉素材版权行业“内容+服务”闭环生态，以共生多赢思维实现平台价值最大化。

图 24：“内容+服务”闭环生态



资料来源：安信证券研究中心

图 25：“交易平台+增值服务”闭环生态



资料来源：安信证券研究中心

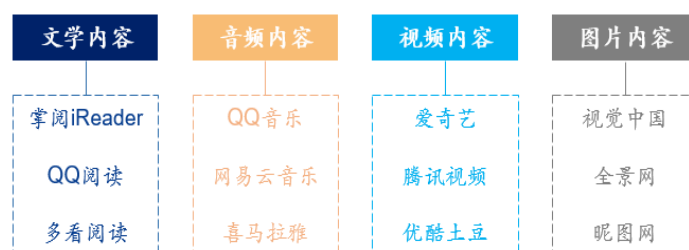
3. 版权意识提升与主导客户拓展助推平台成长

3.1. 细分平台：应运而生，建立规则，自我完善

根据我们最新的 2018 年策略报告，平台作为垂直服务方，其核心是提供影响力，通过一定的规则，将资源汇聚至其内容服务平台，内容提供方通过服从规则进入体系，基于互联网媒介的社交属性，最大限度利用个人传播。

按照内容分类，平台可以分为文学平台、音频平台、视频平台、图片平台等。我们判断公司作为互联网产品已经具有相当大的用户量级，成为具有自我完善生态的图片内容平台，产品优势全面转化为平台优势，平台的商务能力、营销能力、推广能力将不断提高。

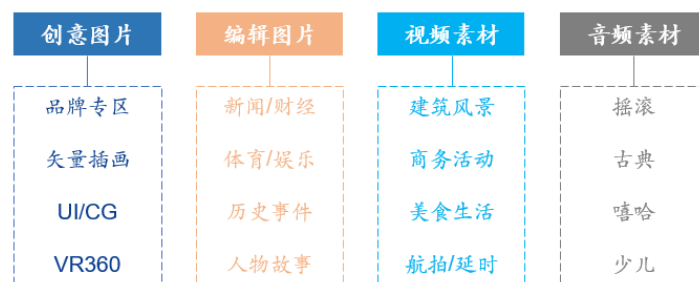
图 26：各平台内容形态划分



资料来源：安信证券研究中心

在内容领域，经过了早期的搬运工时代，随之而来的是细分领域的创作。从用户需求角度，用户对内容的需求是高质、精准、专业等，分发平台尚未进入精耕细作阶段，我们认为公司作为内容领域中的垂直细分方向（视觉素材）平台仍处于拓展主导用户阶段。

图 27：公司视觉素材内容划分



资料来源：视觉中国，安信证券研究中心

3.2. 2B 至 2C：公司处于拓展主导用户阶段

3.2.1. 需求扩大，版权意识提升助推交易平台成长

2016 年网络版权产业整体产值突破 5600 亿元。根据中国信息通信研究院发布的《2016 年中国网络版权保护年度报告》，截至 2016 年中国网络版权产业整体产值突破 5600 亿元，产业规模位居全球前三，版权的经济价值与社会效益日益凸显，成为互联网生态中重要的基础性资源。

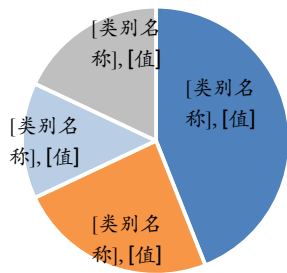
企业已树立成熟版权意识，大众付费意识正在形成。从企业角度分析，2016 年人民日报、新华社、央视等中央主要新闻单位联合发起成立“中国新闻媒体版权保护联盟”；阅文集团、咪咕数媒、掌阅科技等 33 家数字阅读机构共同成立中国网络文学版权联盟发布《自律公约》；首都版权产业联盟联合百度、奇虎 360、阿里、腾讯等国内主要网络广告联盟共同发布《网

络广告联盟版权自律倡议》。上述各类企业联盟的成立表明企业已具有成熟的版权意识。

从大众角度分析，随着大众对知识付费的认可、知识产权保护环境的改善和支付工具的便利，其对数字内容的付费意愿和实际付费行为快速增长。根据《2016年中国网络版权保护年度报告》数据，2016年用户数字内容付费规模为2123亿元，同比增长28%。从付费类型来看，付费内容日趋多元，游戏、直播、视频、音乐、阅读均为用户付费较大的内容，大众付费习惯正在形成。

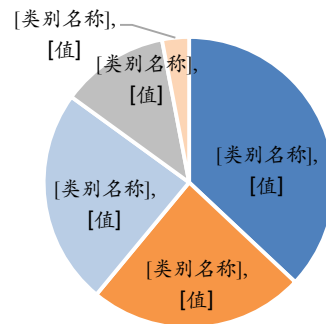
图片侵权在版权侵权案件中占比较高，公司有望充分受益。对比2015、2016年网络版权侵权案件分布类型可以发现，图片侵权占比一直较高，连续两年保持在24%。图片侵权案件高发是公司发展的重要契机：（1）图片侵权案件的数量在一定程度上反映了图片版权市场的交易量，随着企业与大众的版权认知及付费意识上行，公司图片授权业务有望受益；（2）图片侵权案件中涉及的权利确认、权利追索、权利清除等环节属于公司增值服务覆盖范围，侵权案件相关业务有望为公司带来收益。

图 28：2015 年网络版权侵权案件分布类型



资料来源：中国信息通信研究院，安信证券研究中心

图 29：2016 年网络版权侵权案件分布类型

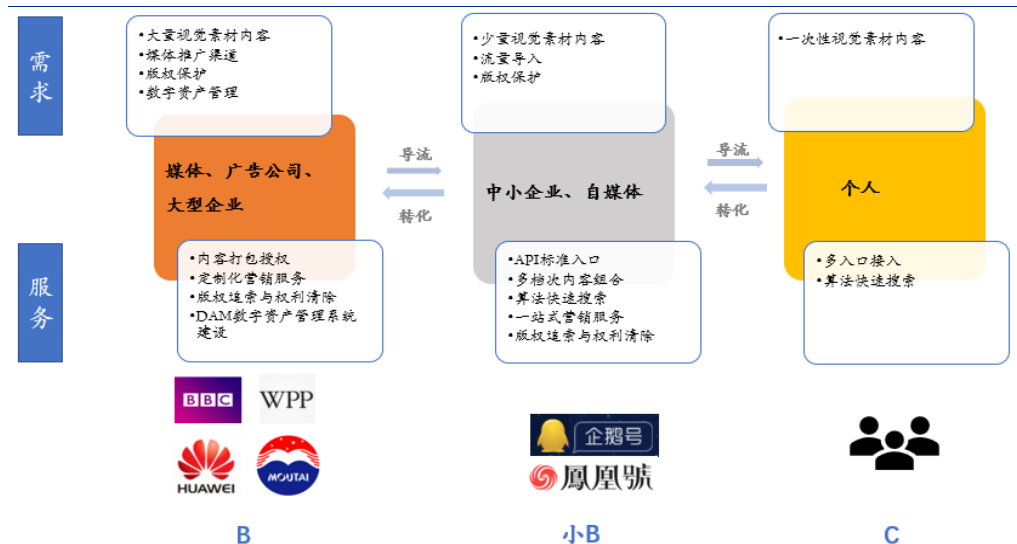


资料来源：中国信息通信研究院，安信证券研究中心

3.2.2. 服务升级，针对不同类型客户配适服务体系

目前公司主要客户为品牌媒体、广告公司、大型企业等B端客户，未来公司将主要向大客户与小B两个维度扩大主导用户群体，同时逐步触达C端用户，针对不同类型的客户需求配适个性化内容及服务体系。

图 30：不同类型客户的需求与服务配适



资料来源：视觉中国，安信证券研究中心

3.2.3. 深耕 B 端，大客户与小 B 客户同步推进

新增年度签约大客户超 50%，增值服务丰富公司利润来源。2017 年公司专门成立企业大客户部，通过公司研发的图像版权跟踪系统挖掘企业新媒体商机，并为有需求的企业提供线上及线下全方位的服务。报告期内，公司针对细分垂直行业采用差异化的商机管理、客户拓展、客户引导转化、及产品授权模式，重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户，根据公告披露，2017 年上半年公司企业大客户部门新增年度签约客户数较去年同期增长超过 50%。在此基础上，公司深挖企业大客户的其它延展商机，为他们提供委托拍摄、版权管理、品牌营销等增值服务。

以华为为例，公司在基础图片授权业务之外，为其提供样张拍摄、创意征集、权利清除等多项增值服务，深度开发大客户多维需求。2016 年 1 月，华为使用由爱尔兰摄影师 Andrew Mcconnel 所摄格瓦尼亚人在刚果博约马瀑布附近捕鱼的照片作为宣传素材，公司帮助华为取得了相关照片、视频版权以及渔民肖像权。2017 年 9 月，华为发起 2017 华为新影像大赛（参赛作品必须为华为手机拍摄），公司作为华为官方合作平台全程参与大赛宣传与作品投稿。

图 31：华为“捕鱼的瓦格尼亚人”照片

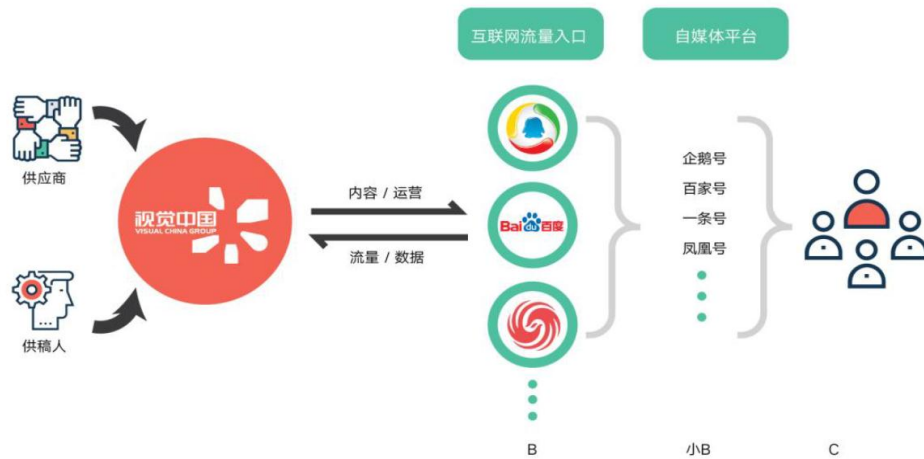


资料来源：视觉中国官网

标准化 API 对接互联网流量平台，拓展小 B 客户。基于拥有海量优质版权的内容优势，公司素材授权业务对 B 端客户采用一次性批量打包销售模式，而对小 B 端客户采用按张/按时间收费模式，其单张售价普遍高于大客户打包平摊价。**受益于小客户的高单价与平台本身的低边际成本，公司业绩弹性有望得到提升。**

公司通过与互联网流量平台建立战略合作关系、优化 400 客服电话、提升在线客服、网站注册、电邮等方法，加大市场推广与品牌营销力度，更好地培育与服务长尾市场。同时，公司不断优化产品组合，为长尾客户提供与之体量需求与预算对应的产品。截至 2017 年 6 月，公司 API（应用程序编程接口）已接入百度、腾讯、一点资讯、凤凰网等 23 家互联网平台，打通了百度百家号、企鹅号、凤凰号等数十万个自媒体用户。

图 32：公司切入互联网流量入口打通长尾市场



资料来源：公司公告

与百度合作搜索引擎导入流量。2017年4月，公司与百度签订《战略合作协议》，在内容正版化、高质内容生态建设、搜索引擎、人工智能、智慧旅游等领域建立全面深入、互为优先的战略合作关系。根据战略合作协议，公司与百度图片搜索首先启动合作，客户在百度搜索图片时，公司旗下优质内容会有“版权”标示，客户点击图片将直接跳转至公司网站，有助于公司优质内容的曝光及潜在客户流量的获取。

与腾讯共建“打包+定制”模式。2017年2月，公司与腾讯签订《战略合作协议》，在正版内容采购、共建“企鹅媒体平台内容资源库”以及自媒体运营等方面建立战略合作关系。据公司官网披露，公司将向企鹅号旗下所有自媒体免费开放部分版权资源（该部分费用由腾讯打包支付公司），同时自媒体客户可进一步根据自身需求向公司购买更多版权内容（该部分费用由客户单独支付公司，腾讯暂不参与公司该项收入分成）。

图 33：公司与百度图片搜索合作案例



资料来源：百度，视觉中国，安信证券研究中心

3.2.4. 触达 C 端，搭建大数据旅游云服务平台

建成中国首个全媒体旅游公共服务平台。2014年，公司中标国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”20年特许经营权，以参股公司唱游公司（45%股份）为主体与国家旅游局共同进行了一系列子平台的建设与运营。12301国家智慧旅游公共服务平台是中国首个以“语音+微信服务号/企业号+官网+城市服务”全媒体形式提供旅游公共服务平台，具备旅游公共信息发布及资讯、中国旅游产业运行监管、景区门票预约与客流预警、多语种旅游形象推广和国家旅游大数据集成等五大功能，根据公告披露，截至2017年6月，平台已覆盖

57.2 万导游、3.3 万旅行社、3900 家出境社、3400 家四级旅游主管机构的日常业务流程和相关业务数据。

表 2：公司与国家旅游局合作项目进展

时间	事件	主要合作内容及意义
2014 年 12 月	中标国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”20 年的特许经营权	公司参股 45% 成立唱游信息技术有限公司作为视觉中国在旅游行业的项目实施载体
2015 年 9 月	12301 国家智慧旅游公共服务平台正式运营	国家部委中第一个以 PPP 模式构建的国家级旅游公共服务平台，实现集中受理全国 31 省的旅游咨询与投诉，游客通过语音电话、微信公众号、微信城市服务、支付宝城市服务、国家旅游局官网等渠道，可在全球范围内获得 7x24 旅游咨询与投诉服务。
2016 年 8 月	全国导游公共服务监管平台正式上线	实现了导游执业管理，导游执业信息全记录，导游服务评价和投诉，旅游部门监管执法和其他公共服务等功能，连接全国超过 1200 家旅游质监所与执法大队，实现旅游投诉实时流转
2017 年上半年	承接“国家旅游监管服务平台”和“国家旅游产业运行监测与应急指挥平台”的建设和运营	逐渐形成了基于旅游行业大数据的国家旅游综合管理平台，在 6 省市进行落地试点，实现全国范围内的游客的投诉、咨询、导游的从业资质和评估、旅行社的资质审批、电子合同和团队信息等数据的对接、融合和分析

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

首次对接 C 端，与公司原有版权交易及软件信息服务协同。2015-2017 上半年，唱游公司分别实现营业收入 396.23 万元、425.29 万元、435.72 万元，净利润 16.01 万元、63.51 万元、19.02 万元。目前唱游公司处于前期成本投入阶段，主要收入来源为政府补助。尽管唱游公司尚未给公司带来实际盈利，但对公司主营业务增长或有帮助，主要体现在以下两点：(1) **触达 C 端用户，提升品牌认知度**，作为公司首个主要面向 C 端的产品，公司将大量带有电子水印的旅游视觉素材接入 12301 平台（例如景点图片展示、资讯报道插图），扩大了公司品牌影响力，与公司授权业务有效协同；(2) **强化研发能力**，旅游服务平台建设的本质是系统开发，与公司软件信息服务及数字资产管理业务形成协同。

表 3：2015-2017H1 唱游公司营业收入与净利润

唱游公司	2015	2016	2017H1
营业收入 (万元)	396.23	425.29	435.72
净利润 (万元)	16.01	63.51	19.02

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 34：12301 国家智慧旅游公共服务平台界面



资料来源：12301 国家智慧旅游公共服务平台

4. 投资优质教育标的，为公司持续贡献稳定利润

参股标的盈利能力较好，业绩对赌超额完成。公司从 2015 年开始先后参股湖北司马彦文化科技有限公司、广东易教优培教育科技有限公司，增强对 K12 教育市场的覆盖。同时，公司依托参股公司的市场资源，将优质“视觉”核心业务逐步拓展到 K12 市场。

2015 年 9 月，公司收购湖北司马彦 49% 股份。湖北司马彦主要从事字帖书籍的编写、策划、制作和发行业务，经过 30 年的不断积累和沉淀，已编写出版钢笔字帖、毛笔字帖、多体汉语字帖、多笔体英文字帖等近 800 种，已与 400 多家经销商建立了长期、稳固的合作关系。2017 年上半年，湖北司马彦分别实现营业收入及净利润 7394 万元、4086 万元，同比增长 49.16%、52.66%。

表 4：湖北司马彦业绩承诺及完成情况

	2015	2016	2017	2018
承诺净利润（万元）	4000	5000	6000	6000
实际净利润（万元）	6135	7516	-	-
完成度	153%	150%	-	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2017 年 5 月，公司以 1.1 亿元自有资金收购易教优培 35% 股份。易教优培是一家中小学教师继续教育和专业发展解决方案提供商，面向全国省、市、区（县）教育行政部门及师培机构提供中小学教师继续教育整体解决方案，助推各地中小学教师继续教育提升针对性与实效性，走向信息化和规范化。目前易教优培已成功完成全国教师专业发展服务平台、浙江中小学教师继续教育综合服务平台等多个项目建设。根据公告披露，2017 年上半年，易教优培分别实现营业收入及净利润 1392 万元、564 万元。

图 35：易教优培服务案例

 国家开放大学主办的全国教师专业发展服务平台	 华南地区教师继续教育与专业发展公共服务平台	 西北五省教师继续教育与专业发展公共服务平台
 浙江中小学教师继续教育综合服务平台	 华南地区教师继续教育与专业发展公共服务平台	 郴州地区中小学教师继续教育与专业发展服务平台

资料来源：广州远程教育中心

5. 投资建议

公司以内容构筑壁垒，在强化自有版权的同时绑定供应商与供稿人，不断吸收新鲜内容；以科技驱动交付，使用 API 接口、大数据追索等手段拓展主导客户，最终通过平台连接供应商与客户完成业务闭环，实现共生多赢，推动图片版权市场发展，具有长期投资价值。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 2.72 亿元、3.34 亿元、4.28 亿元，对应 EPS 0.39 元、0.48 元、0.61 元。考虑到公司成长性好，且在 A 股具有稀缺性，我们给予 2018 年 50 倍目标 PE，对应目标价 24 元，维持“买入-A”评级。

6. 风险提示

素材供应商续约不成功风险，大众版权意识提升不达预期导致客户拓展难度增大。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	542.9	735.5	980.0	1,263.0	1,622.9	成长性					
减:营业成本	229.4	305.0	414.4	536.8	683.0	营业收入增长率	38.8%	35.5%	33.3%	28.9%	28.5%
营业税费	3.1	5.0	6.3	8.0	10.6	营业利润增长率	74.7%	27.8%	35.7%	28.2%	27.2%
销售费用	52.3	68.7	92.5	119.6	152.8	净利润增长率	11.1%	36.2%	26.7%	23.0%	27.8%
管理费用	72.8	105.8	143.7	179.5	234.0	EBITDA 增长率	73.9%	39.0%	26.5%	25.4%	24.8%
财务费用	-1.4	22.9	4.8	-2.6	-9.3	EBIT 增长率	74.8%	39.6%	26.8%	25.8%	25.9%
资产减值损失	4.7	12.6	7.1	8.1	9.3	NOPLAT 增长率	59.1%	44.3%	14.0%	25.8%	25.9%
加:公允价值变动收益	-	0.6	-0.4	0.1	0.1	投资资本增长率	44.4%	21.6%	14.9%	-2.9%	4.9%
投资和汇兑收益	29.4	54.2	55.9	56.5	55.5	净资产增长率	52.7%	10.5%	37.2%	11.7%	12.5%
营业利润	211.4	270.2	366.8	470.2	598.2	利润率					
加:营业外净收支	0.6	6.2	15.8	7.5	9.8	毛利率	57.7%	58.5%	57.7%	57.5%	57.9%
利润总额	212.0	276.5	382.6	477.8	608.1	营业利润率	38.9%	36.7%	37.4%	37.2%	36.9%
减:所得税	41.0	45.9	95.6	119.4	152.0	净利润率	29.0%	29.2%	27.7%	26.5%	26.3%
净利润	157.6	214.7	272.0	334.4	427.5	EBITDA/营业收入	39.5%	40.5%	38.4%	37.4%	36.4%
						EBIT/营业收入	38.7%	39.9%	37.9%	37.0%	36.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	5	3	1	0	0
货币资金	629.4	467.8	940.6	1,356.2	1,666.6	流动营业资本周转天数	80	79	75	79	75
交易性金融资产	-	0.6	0.2	0.3	0.4	流动资产周转天数	512	522	468	532	536
应收账款	306.3	380.0	373.2	707.0	676.2	应收账款周转天数	156	168	138	154	153
应收票据	0.6	-	0.9	0.4	1.1	存货周转天数	8	11	9	9	10
预付账款	16.9	4.0	51.3	15.2	59.0	总资产周转天数	1,424	1,540	1,332	1,179	1,048
存货	16.0	29.4	19.9	46.7	42.5	投资资本周转天数	874	845	747	611	480
其他流动资产	97.5	184.3	94.4	125.4	134.7	投资回报率					
可供出售金融资产	74.0	99.2	57.7	76.9	77.9	ROE	7.6%	9.3%	8.6%	9.6%	10.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	6.5%	7.7%	7.9%	9.3%
长期股权投资	328.8	820.1	820.1	820.1	820.1	ROIC	15.7%	15.7%	14.7%	16.1%	20.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	8.1	6.0	1.9	-2.0	-2.0	销售费用率	9.6%	9.3%	9.4%	9.5%	9.4%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	13.4%	14.4%	14.7%	14.2%	14.4%
无形资产	9.1	8.2	7.1	6.1	5.1	财务费用率	-0.3%	3.1%	0.5%	-0.2%	-0.6%
其他非流动资产	1,283.5	1,524.0	1,362.5	1,389.1	1,425.0	三费/营业收入	22.8%	26.8%	24.6%	23.5%	23.3%
资产总额	2,770.1	3,523.6	3,729.9	4,541.4	4,906.6	偿债能力					
短期债务	-	22.0	-	-	-	资产负债率	23.8%	33.8%	14.2%	21.3%	18.0%
应付账款	86.2	269.1	109.0	350.5	280.7	负债权益比	31.2%	51.0%	16.5%	27.0%	22.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.22	1.73	4.42	3.18	4.16
其他流动负债	245.3	325.3	225.9	357.8	339.3	速动比率	3.17	1.68	4.36	3.11	4.09
长期借款	85.3	235.5	-	-	-	利息保障倍数	-152.68	12.77	77.42	-179.86	-63.32
其他非流动负债	241.4	338.7	193.5	257.9	263.3	分红指标					
负债总额	658.3	1,190.6	528.4	966.1	883.4	DPS(元)	-	-	-	0.00	0.01
少数股东权益	31.4	36.2	50.4	73.9	101.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	2.0%
股本	700.6	700.6	700.6	700.6	700.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
留存收益	2,005.3	2,220.0	2,450.5	2,800.8	3,220.8						
股东权益	2,111.8	2,333.0	3,201.5	3,575.3	4,023.2						
						现金流量表					
							2015	2016	2017E	2018E	2019E
						净利润	171.0	230.6	272.0	334.4	427.5
						加:折旧和摊销	6.2	6.2	5.2	5.0	1.0
						资产减值准备	4.7	12.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.6	-0.4	0.1	0.1
						财务费用	0.4	22.9	4.8	-2.6	-9.3
						投资损失	-30.2	-54.2	-55.9	-56.5	-55.5
						少数股东损益	13.5	15.9	15.0	23.9	28.6
						营运资金的变动	162.7	-233.3	-121.4	31.8	-142.5
						经营活动产生现金流量	120.1	234.5	119.1	336.1	249.9
						投资活动产生现金流量	-425.4	-839.3	98.2	37.1	54.4
						融资活动产生现金流量	676.8	419.0	255.4	42.5	6.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.22	0.31	0.39	0.48	0.61
						BVPS(元)	2.97	3.28	4.50	5.00	5.60
						PE(X)	84.7	62.2	49.1	39.9	31.2
						PB(X)	6.4	5.8	4.2	3.8	3.4
						P/FCF	-86.9	135.8	-40.8	31.6	40.8
						P/S	24.6	18.1	13.6	10.6	8.2
						EV/EBITDA	121.8	43.5	32.8	25.3	19.7
						CAGR(%)	28.0%	25.5%	26.1%	28.0%	25.5%
						PEG	3.0	2.4	1.9	1.4	1.2
						ROIC/WACC	1.5	1.5	1.4	1.5	2.0
						REP	11.2	4.6	4.0	3.7	2.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034