

# 十八载芳华专注耕耘 缔造图片交易第一平台

## ——视觉中国 公司深度报告

## 公司深度研究

### ◆ 公司是国内图片交易第一平台，竞争优势明显，护城河极宽。

公司经过十八年的积累和发展，已经成为国内最大的图片交易平台，综合市占率达到40%，一家独大。这种平台具备较强的垄断优势，促使议价能力提升；且具有先发优势，抢占了海量的内容资源，后来者再想进入难度非常大。此外，公司已经开始筹划走出国门，向全球顶尖的图片交易平台龙头公司进发。公司2月8日公告，公司正在筹划收购一家同行业的境外公司股权事宜。

### ◆ 国内正版化率不断提升，公司将长期受益于版权付费市场的红利。

2016年国内正版图片市场规模约14亿元，但参照美国的图片市场占广告市场规模2%的比例来测算，国内图片市场规模应该在130亿元，可见国内图片市场的正版化空间巨大。随着知识产权法律法规的完善和加强，年轻网生代对优质内容付费意愿提升，公司将长期受益于版权付费市场红利。

### ◆ 公司业绩有望持续保持高增速，成长性仍强劲。

2014-2017H1年公司图片主业始终保持在30%以上的增长。未来3年，公司业绩有望继续保持这一高增速。首先，图片行业高成长期远未结束；其次，公司通过平台优势和技术革新，客户数量加速增长，客单价也有望稳中有升。公司的业绩增长方式从销售驱动转向技术+销售驱动，边际成本下降，sales人均产值不断提升。这表明公司的成长性仍然强劲。

### ◆ 战略性布局企业大B端和自媒体小B端市场，带动业绩增长加速。

公司业绩增长加速估值空间的提升在于其大企业大B端和自媒体小B端的新业务的推进情况。目前，公司通过自主研发的图片版权追踪系统“鹰眼”发掘大企业客户，通过与BAT合作打开其背后的2000万个海量自媒体市场。前者已经得到市场的验证，后者已初步完成了内容对接。经过一两年的培育，我们预计该业务有望带来公司客户数量的爆发式增长，从而带动业绩增长加速。这个时间周期已经在互联网视频、图书、音乐产品的付费进程中得到充分证明。

### ◆ 估值相对便宜，维持“强烈推荐”

我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.90亿元、3.91亿元和4.99亿元。对应市值120亿的时候17-19年PE分别为41倍、31倍和24倍。考虑到公司大企业客户及自媒体小B客户市场的高增长预期逐步释放，我们给予公司2018年40倍PE估值，目标市值160亿元，维持“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示：**图片正版化进程速度缓慢，行业竞争导致毛利率下滑风险，收购标的业绩不及预期风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	543	735	945	1,294	1,770
增长率(%)	38.8	35.5	28.5	36.9	36.7
净利润(百万元)	157.6	215	290	391	499
增长率(%)	11.1	36.2	35.3	34.5	27.8

## 强烈推荐 (维持评级)

### 分析师

姚轩杰 (执业证书编号：S0280518010001)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

### 联系人

马笑

maxiao@xsdzq.cn

### 市场数据

时间 2018.02.07

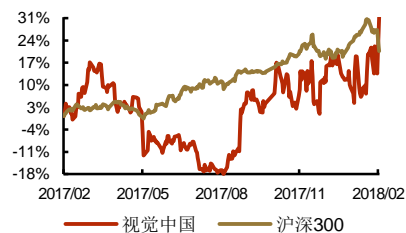
收盘价(元)：22.95

总股本(亿股)：7.01

总市值(亿元)：160.78

近3月换手率：162.26%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.5	16.86	0.14
绝对	11.75	20.04	23.14

### 相关研报

护城河效益显著，未来长期受益于版权技术革新与付费市场红利

2018-01-11

毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.4	58.7
净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.2	28.2
ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.3	12.6
EPS(摊薄/元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.71
P/E(倍)	81.10	59.5	41.4	30.8	24.0
P/B(倍)	6.14	5.6	4.0	3.5	3.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

1. 公司视觉内容与服务主业未来三年增速保持在 30%左右；
2. 图片行业正版化持续推进，没有大的政策利空；未来三年图片行业规模整体增速在 25%以上；
3. 公司的大企业大 B 客户和自媒体小 B 客户市场的业务推进顺利。

### 我们区别于市场的观点

1. 行业方面，本篇报告分析了未来图片行业的市场规模、竞争格局以及发展趋势。我们特别强调，随着国家对知识产权保护的法律法规不断完善和加强，图片版权追踪技术的不断成熟，图片侵权案件的判赔金额大幅增长，以及年轻的网生代对优质内容付费意愿的增强，未来图片行业的正版化会快速推进，公司将持续受益于图片版权付费市场的红利。2016 年国内正版图片市场规模在 14 亿元左右，但参照美国的图片市场占广告市场规模 2%的比例来测算，国内图片市场的规模 2016 年应该在 130 亿元，可见国内图片正版化率未来空间巨大。

2. 我们阐述了公司作为图片交易第一平台的垄断地位和核心优势。公司经过十八年的积累和发展，已经成为国内最大的图片交易平台，综合市占率达到 40%，拥有近乎垄断的图片内容资源。

公司最大的优势是其不可替代性。对于下游客户来说，在国内只有视觉中国能做到编辑类、创意类图片，时政、财经、娱乐等多种类、国际与本土等各个方面的图片资源储备，来满足客户全方位的用图需求。对于上游摄影师来说，视觉中国是最大的平台、下游客户多，摄影师能分得的收入多，且运作规范、图片版权管理、盗版追踪和维权服务高效，是其首选的合作平台。

一旦这种平台优势形成，其会正向循环，自我加强。上游摄影师和下游客户对其依赖性会越来越大，从而促使平台的议价能力越来越强。且这种平台公司还具有先发优势，其抢先占据了海量的内容资源，后来者再想进入难度非常大。这意味着公司的护城河非常之宽。

3. 我们分析了公司业绩能持续保持高增长的逻辑。作为国内最大的图片交易平台，公司过去 3 年图片主业增速保持在 30%以上，带动整个图片行业快速发展。未来 3 年，公司在原有的媒体客户和广告客户增速保持稳健的基础上，通过“鹰眼”防盗版系统，降低获客成本，提升潜在大企业客户触达率。2017H1 大企业客户数量增速超过 50%，未来随着大企业客户数量增长（数量级在数十万个），客单价稳中有升（大企业付费能力强），该业务将持续贡献新的业绩增量。这也意味着公司的业绩增长方式从销售驱动转向技术+销售驱动，边际成本下降，sales 人均产值不断提升。

4. 市场认为目前公司的股价逻辑是业绩增长消化估值，对估值空间的提升存在疑问。我们认为，公司估值空间的提升在于其大企业大 B 端和自媒体小 B 端的新业务的推进情况，预计会带来客户数量的几何式爆发。目前，公司通过自主研发的图片版权追踪系统“鹰眼”发掘大企业客户，通过与 BAT 合作打开其背后的 2000 万个海量的自媒体市场。大企业部分已经得到市场的验证，自媒体部分已经与百度、一点资讯/凤凰网、腾讯网媒的自媒体平台初步完成了内容对接。经过一两年的培育，我们预计该业务有望带来公司客户数量的爆发式增长。这个时间周期已经在互

联网视频、图书、音乐产品的付费进程中得到充分证明。

### 股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩持续保持高增长，以及平台优势和新业务发展打开估值空间。我们认为视觉中国在深耕传统的媒体和广告客户市场之外，加快布局大企业客户和自媒体客户市场的发展战略完全契合图片行业付费市场加快发展的趋势，将持续受益于图片版权付费市场红利。

公司短期的业绩确定性比较高，中长期来看，随着大企业和自媒体两大市场的快速推进，以及公司在内容资源和技术革新的不断积累的强大优势，客户数量及毛利率提升、边际成本下降的空间巨大，从而带动业绩持续保持高增长。

### 估值和目标价格

我们认为公司未来三年业绩年均增速30%，长期来看图片版权付费市场持续扩大，公司行业龙头地位稳固，平台优势愈发明显，成长空间巨大。

我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.90亿元、3.91亿元和4.99亿元。对应市值120亿的时候2017-2019年PE分别为41倍、31倍和24倍。考虑到公司大企业客户及自媒体小B客户市场的高增长预期逐步释放，我们给予公司2018年40倍PE估值，目标市值160亿元，维持“强烈推荐”评级。

### 投资风险

图片正版化进程速度缓慢，行业竞争导致毛利率下滑风险，收购标的业绩不及预期风险。

# 目 录

图表目录.....	1
1、 公司概况——图片市场细分龙头.....	1
1.1、 公司基本情况介绍.....	1
1.2、 公司的商业模式——难以撼动的“好生意”.....	1
1.3、 海外公司对标——Getty Images.....	1
1.4、 公司业务布局——并购优质资产加码主业.....	1
1.5、 图片行业竞争格局及发展趋势.....	1
2、 公司业绩持续高成长 行业“优等生”养成记.....	1
2.1、 营收和净利保持高增长.....	1
2.2、 图片版权服务费占成本七成.....	1
2.3、 公司主业毛利率稳步提升.....	1
2.4、 公司处在扩张期销售费用增长较快.....	1
2.5、 公司研发投入稳步增长.....	2
3、 公司图片版权交易模式详解.....	2
3.1、 上游：聚合优质供应商 累积海量图片资源.....	2
3.2、 图片类型和图片授权方式的介绍.....	2
3.3、 下游：媒体客户是“压舱石”大企业直客增量显著.....	2
3.3.1、 媒体为基础客户，贡献收入稳定.....	2
3.3.2、 广告公司客户仍有 20%增长.....	2
3.3.3、 企业大客户为重点扩展方向，增速超 50%.....	2
3.3.4、 互联网平台导流显著，分成模式促客户转化.....	2
3.4、 公司的销售模式及收入分成模式.....	2
4、 图片正版生态向好 推动大企业客户市场爆发.....	2
4.1、 国家持续 13 年严打盗版，IP 保护力度空前加强.....	2
4.2、 图片盗版判赔金额迅猛上涨 促使企业转向正版.....	2
4.3、 公司“鹰眼”防盗版技术促企业客户数增速超 50%.....	3
4.4、 大 B 端——大企业客户市场敏感性分析.....	3
5、 自媒体和中小企业市场潜力巨大，公司全力布局.....	3
5.1、 2000 万个自媒体的图片需求巨大.....	3
5.2、 牵手 BAT 打开自媒体市场新蓝海.....	3
5.3、 完善微利图片模式 布局中小企业长尾市场.....	3
5.4、 海外对标——全球最大的微利图片库 Shutter.....	3
5.5、 小 B 端——自媒体客户市场规模敏感性分析.....	3
6、 并购进入广告、旅游、教育等非图片业务.....	3
6.1、 旅游板块——唱游.....	3
6.2、 系统集成及技术服务——亿迅资产组.....	3
6.3、 广告营销板块——上海卓越.....	3
6.4、 字帖版权业务——湖北司马彦.....	4
6.5、 K12 教育板块——广东易教优培.....	4
7、 盈利预测及关键假设.....	4
7.1、 关键假设.....	4
7.2、 风险因素.....	4
附：财务预测摘要.....	4

## 图表目录

图表 1: 视觉中国股权结构图 .....	1
图表 2: 公司上市来募集资金情况 .....	1
图表 3: 图片行业模式示意图 .....	1
图表 4: 各主要竞争对手图片资源的对比 .....	1
图表 5: 视觉中国版权交易平台 .....	1
图表 6: 1997-2007 年 Getty Images 营收增长情况 .....	1
图表 7: 2003-2007 年 Getty Images 净利润及增速情况 .....	1
图表 8: 退市前两年 Getty 的毛利率情况: .....	1
图表 9: Getty Images 发展历程 .....	1
图表 10: 视觉中国公司发展历程 .....	1
图表 11: 国内图片库市场格局 .....	1
图表 12: 2014-2019 年图片行业规模及增速 .....	1
图表 13: 2011-2017Q3 视觉中国营收规模及同比增速 .....	1
图表 14: 2011-2017Q3 视觉中国归母净利及同比增速 .....	1
图表 15: 2014-2017H1 视觉内容与服务业务营收及增速 .....	1
图表 16: 视觉中国营业成本构成及占比 .....	1
图表 17: 2014-2017Q3 年营业成本及增速 .....	1
图表 18: 2014-2017H1 视觉中国分业务营收占比 .....	1
图表 19: 2014-2017H1 视觉中国分业务毛利率 .....	1
图表 20: 2014-2017H1 视觉中国费用支出情况 .....	2
图表 21: 2014-2017H1 视觉中国三项费用率变化情况 .....	2
图表 22: 2014-2017H1 视觉中国研发金额及占比和同比增速 .....	2
图表 23: 视觉中国各类素材量及日更新量 .....	2
图表 24: 编辑类图片和商业类图片的比较 .....	2
图表 25: 图片两种授权形式的含义和特点 .....	2
图表 26: 2017H1 各业务收入占比情况 .....	2
图表 27: 百度图片“版权”标识 .....	2
图表 28: 百度图片“版权”图片信息详情 .....	2
图表 29: 两种购买销售模式的比较 .....	2
图表 30: 公司分成模式的特点 .....	2
图表 31: 知识产权保护的相关法律法规及主要内容 .....	2
图表 32: 2015-2017 年北京海淀区法院图片诉讼案件数量及增速 .....	2
图表 33: 图片诉讼案件分类占比 .....	2
图表 34: 图片诉讼案件胜算率情况 .....	2
图表 35: 2015-2017 年北京海淀区法院图片侵权案例判赔金额及增速 .....	2
图表 36: 鹰眼系统的特点描述 .....	3
图表 37: 2015-2017 年视觉中国人均产值 .....	3
图表 38: 大企业客户市场规模敏感性分析 .....	3
图表 39: 微博内容偏好形式 .....	3
图表 40: 微信朋友圈内容偏好形式 .....	3
图表 41: 公司与 BAT 等互联网平台合作协议的要点总结 .....	3
图表 42: 视图网图片报价详情 .....	3
图表 43: Shutterstock 主要营运指标 .....	3
图表 44: 2012-2016 年 Shutterstock 营收及增速 .....	3

图表 45: 2014-2016 年 Shutterstock 毛利及毛利率 .....	3
图表 46: 2012-2016 年 Shutterstock 净利润及增速 .....	3
图表 47: 自媒体市场规模敏感性分析 .....	3
图表 48: 公司的智慧旅游项目进程 .....	3
图表 49: 2015-2017 年亿迅资产组业绩承诺情况 .....	3
图表 50: 2015-2017 年上海卓越承诺业绩承诺情况 .....	4
图表 51: 2015-2017 年湖北司马彦业绩承诺情况 .....	4
图表 52: 2017-2020 年广东易优培业绩承诺情况 .....	4
图表 53: 2016 年广东易优培财务情况 .....	4
图表 54: 盈利预测 .....	4

## 1、公司概况——图片市场细分龙头

### 1.1、公司基本情况介绍

视觉(中国)文化发展股份有限公司(Visual China Group)是国内最大的图片交易平台型公司,主营业务是正版图片的代理和售卖服务。公司前身是成立于2000年的图片网站Photocome,十八年来公司始终耕耘正版图片交易市场,在看似不起眼的“图片买卖”细分领域做到了行业第一的位置,并于2014年借壳远东股份成功登陆资本市场,成为国内第一个图片行业的上市公司。

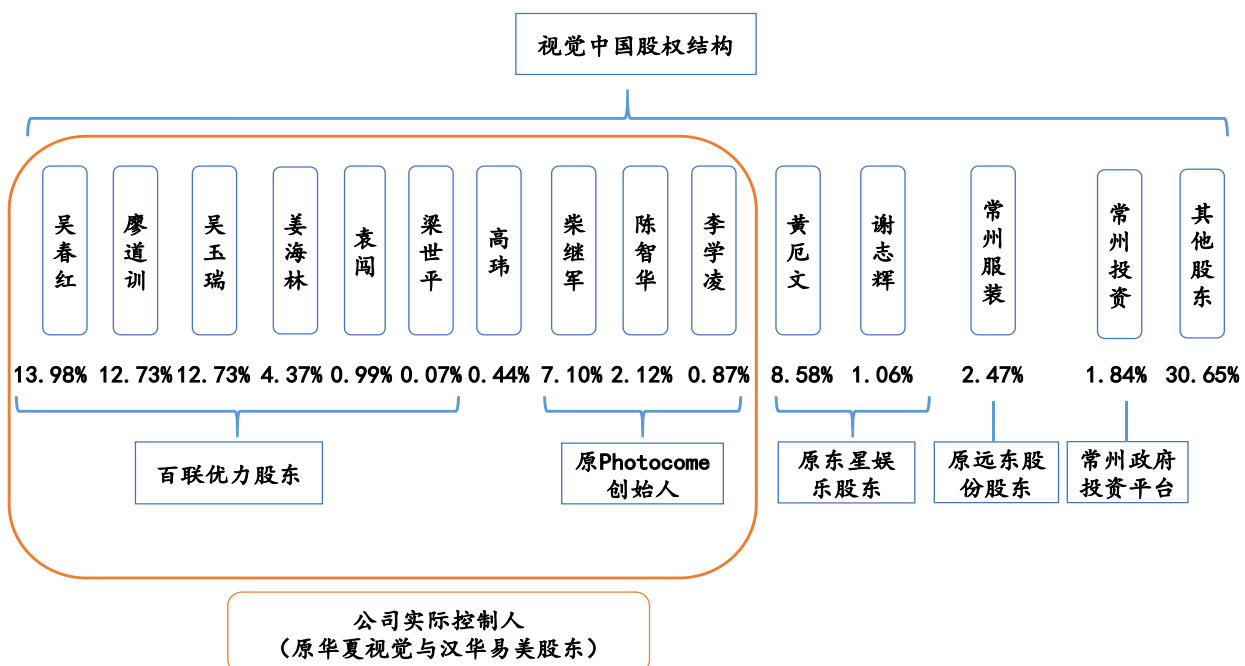
十八年来,公司持续整合全球最优质的PGC视觉内容资源,精耕细作构筑强大的内容资源护城河。公司目前在编辑类、创意类图片与视频、国际与本土等各个方面,拥有全方位的内容竞争优势,在市场上形成了“你无我有,你有我优”的良好态势,为客户提供一站式的服务。

截至目前,公司拥有的PGC视觉内容的互联网版权交易平台(vcg.com)在线提供超过2.6亿张图片、500万条视频素材和35万首各种曲风的音乐或音效,是全球最大同类网络平台之一。

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388,039,891股股份,持股比例为55.39%,为公司实际控制人。

公司董事长廖杰、总裁梁军、副总裁柴继军为公司创始团队,在公司任职均超过10年以上,具有丰富的行业与管理经验。公司核心管理层均为控股股东或其直系亲属,廖杰为股东廖道训、吴玉瑞之子,梁军为股东吴春红之女、梁世平之妹,柴继军为公司股东,上述7名股东作为10名一致行动人的主要成员,共持有公司股份的46.61%。公司管理层人员稳定,与股东利益高度一致。公司聚集了一批在传媒、互联网行业从业多年的核心人才,中高层管理团队均在业内历练多年,具有丰富的管理经验及国际化视野。

图表1: 视觉中国股权结构图





资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司自 2014 年借壳上市以来，分别于 2014 年 4 月以及 2015 年 7 月完成定向增发，目前公司总股本 7.01 亿股，流通股数 2.80 亿。

图表2： 公司上市来募集资金情况

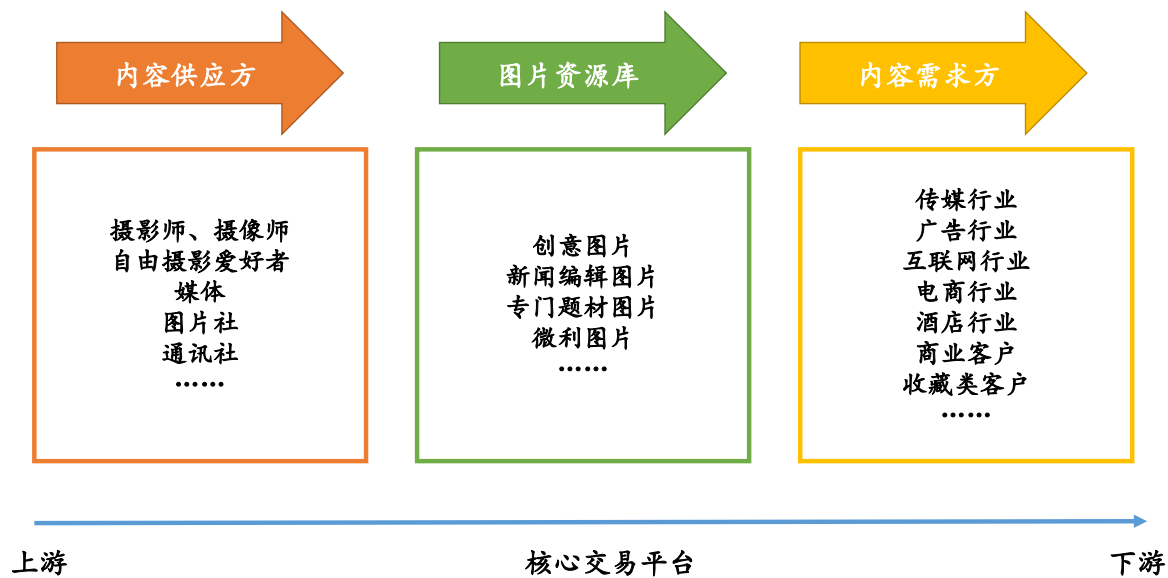
定增上市日期	发行价 (元)	发行数量 (万股)	募集资金净额 (亿元)	发行对象	股份锁定期	资金用途
2014/4/11	5.28	47123.67	不涉及	廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平 (10 名一致行动人) 黄厄文、谢志辉、琴弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军 (7 名自然人)	60 个月 (10 名一致行动人) 36 个月 (7 名自然人)	收购华夏视觉 (北京) 图像技术有限公司 100% 股权, 北京汉华易美图片有限公司 100% 股权
2015/7/27	19	3059.07	5.64	常州产业投资集团有限公司、江苏武进国经投资发展有限公司、江苏慧德科技发展有限公司、华泰柏瑞基金等	36 个月	全部用于补充公司流动资金, 使用募集资金 10000 万元用于收购易迅资产组 73% 股权部分对价的支付, 收购联景国际有限公司 100% 股权

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.2、公司的商业模式——难以撼动的“好生意”

图片行业的生意模式如下：

图表3： 图片行业模式示意图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

产业链上游是专业摄影师、摄影爱好者、其他图片提供机构，下游则是商业企

业、广告公司、媒体、出版社等机构。具体运作为公司与图片供应商和摄影师签订协议，确定分成比例后，把图片交由公司整理上线，存入图片库代售，图片库机构获得销售收入后，再与摄影师或图片供应商按协议进行利益分成。

这条产业链的特点是，上游摄影师和下游客户都高度碎片化，所以中游的图片代理机构撮合交易的空间很大，话语权越来越强，最终形成了平台型的公司。

视觉中国以交易平台为核心，上游聚合 PGC 图片内容，下游连通 B 端客户。经过十八年的积累，公司作为国内最大的图片交易平台地位已经非常稳固。

下游媒体机构和商业公司，图片需求大，但出于成本考虑基本不可能每张图片都去找版权人授权和购买，这必然就创造了图片交易的市场机会。视觉中国作为交易平台，其最大的竞争优势是具有全品类的图片内容资源。

比如媒体机构最大的需求是编辑类图片、广告公司最大的需求是创意类图片，综合类媒体或者门户网站的图片需求涵盖时政、财经、娱乐、体育、旅游等多品类，还有些客户需要国外的图片。在国内只有视觉中国能做到编辑类、创意类图片，时政、财经、娱乐等多种类、国际与本土等各个方面的图片资源储备。

对于下游客户来说，与视觉中国合作，不仅节省成本，其图片需求也能全方位满足。视觉中国对下游客户的粘性必然会越来越大，也越来越能吸引更多的客户。

**图表4： 各主要竞争对手图片资源的对比**

公司	素材品牌	资源量
全景网络	Panoramastock	100 多家著名图片品牌、8000 万张正版图片和 20 万张免费设计素材
东方 IC	图虫创意、美联社、法新社、马格南	独家代理全球 300 多家通讯社和顶尖图片社资源，签约 2 万多合作摄影师、超过 1 亿图片和视频素材、服务上千家中外媒体及广告客户
高品图像（原 Cobis 中国）	高品创意	创意图片 800 多万精品图片
台湾达志影像	欧洲新闻通讯社(EPA)代理全世界最大的影视素材公司 T3media, Framepool。在线超过百万小时以上的素材。	在线提供超过七千万张的创意图片及新闻图片及百万笔新闻影像及视频素材。国内外合作的厂商超过 200 家，逾千名的记者及摄影师
新华社	新华社图片中心及其杭州子公司、成都子公司和新华影廊公司	库存照片 1500 余万张，包括 500 余万张珍贵的历史档案图片
视觉中国	华盖创意、汉华易美、东星娱乐、和 240 余家知名图片社等机构 Gettyimage、Cobisimage、500PX	独家合作、超过 2 亿图片、500 万视频

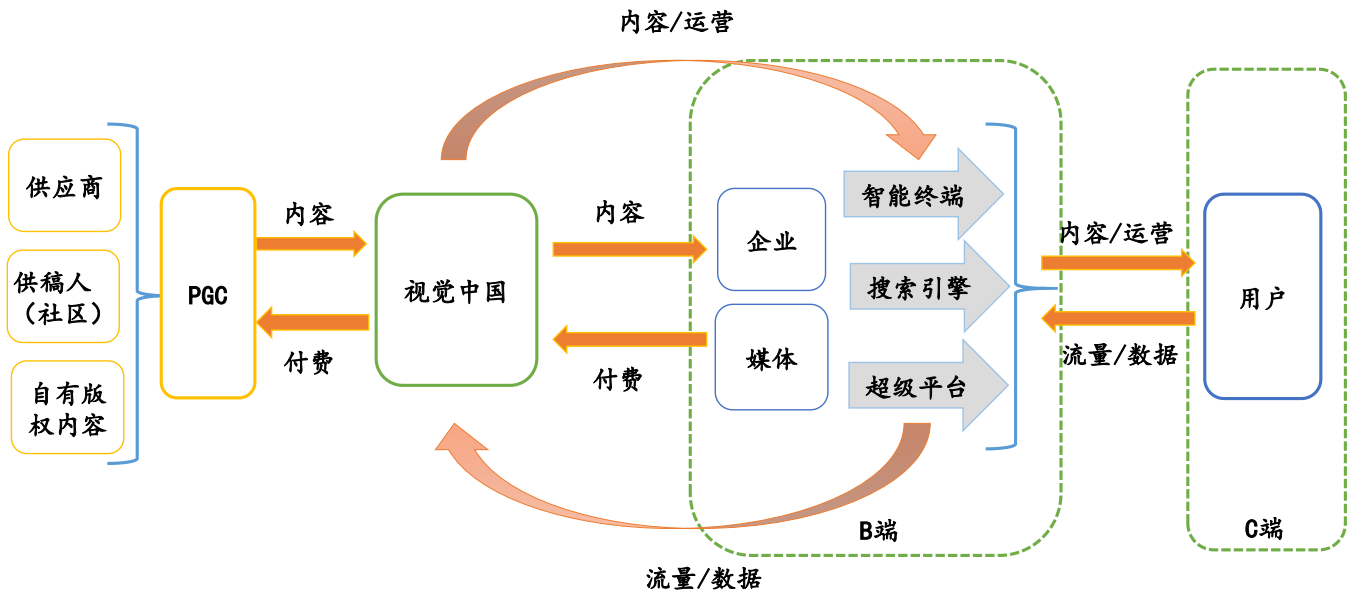
资料来源：全景网络，东方 IC，新华社官网，智研咨询，新时代证券研究所

同理，上游摄影师也都愿意将图片授权给它，因为它平台大、下游客户多，能分得的收入多，且运作规范、图片版权管理、盗版追踪和维权服务高效且周到。这也越来越吸引更多的摄影师与之签约。

一旦这种平台优势形成，其会正向循环，自我加强。上游摄影师和下游客户对其依赖性会越来越大，从而促使平台的议价能力越来越强。且这种平台公司还具有先发优势，其抢先占据了海量的内容资源，后来者再想进来难度非常大，海量的版权积累和摄影师、客户的积累都不是一朝一夕的事情，也就是说外来者短时间内无法复制。

因此，视觉中国的商业模式非常独特，是一个“好生意”，也是难以撼动的。

图表5：视觉中国版权交易平台



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.3、海外公司对标——Getty Images

Getty Images 1995 年成立于美国西雅图，1998 年在纽约证券交易所上市。Getty Images 是全球最大的图片交易平台公司，首创并引领了独特的在线授权模式，是唯一在纽交所上市的图片类公司。2008 年公司被私有化。

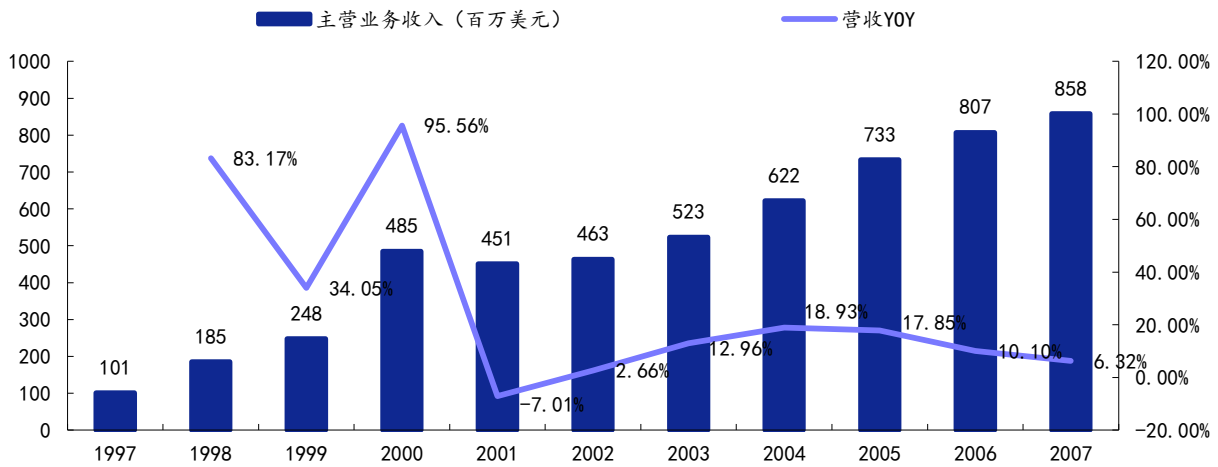
截止 2016 年底，Getty Images 拥有 8 亿张图片库，2500 万精品创意图片，保持每月 5 万余张更新，40 万个国际品质影视镜头，代理 35 个顶级国际品牌，4500 余名顶级签约摄影师、摄像师。公司服务全球 120 多个国家和地区，全球设有 65 个分支机构。

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

1998-2003 年，公司营收复合年均增长率 (CAGR) 高达 39.6%。Getty 在上市后营收快速增长，2000 年营收突破 4.8 亿美元，2000 年后公司进入稳定期，利润率持续提升。2003-2007 年营收复合增速 13.1%，毛利率稳步提升到 70% 以上，平均

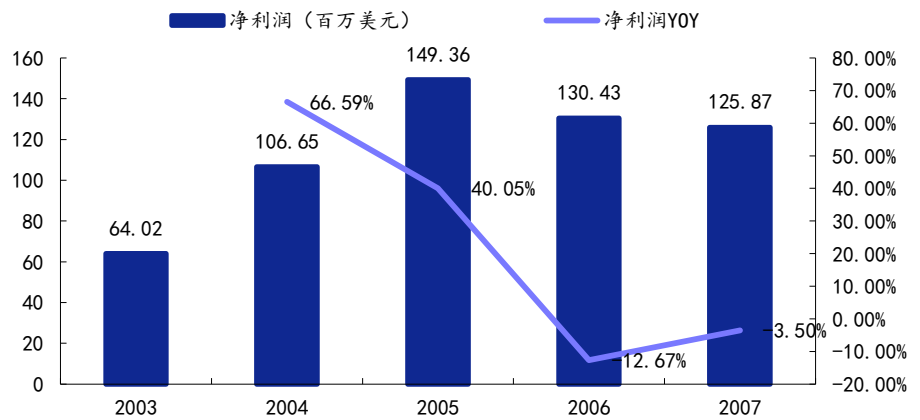
净利润率达到 16.5%。2005 年，Getty 达到巅峰市值 56 亿美元。

图表6： 1997-2007 年 Getty Images 营收增长情况



资料来源：Bloomberg，新时代证券研究所

图表7： 2003-2007 年 Getty Images 净利润及增速情况



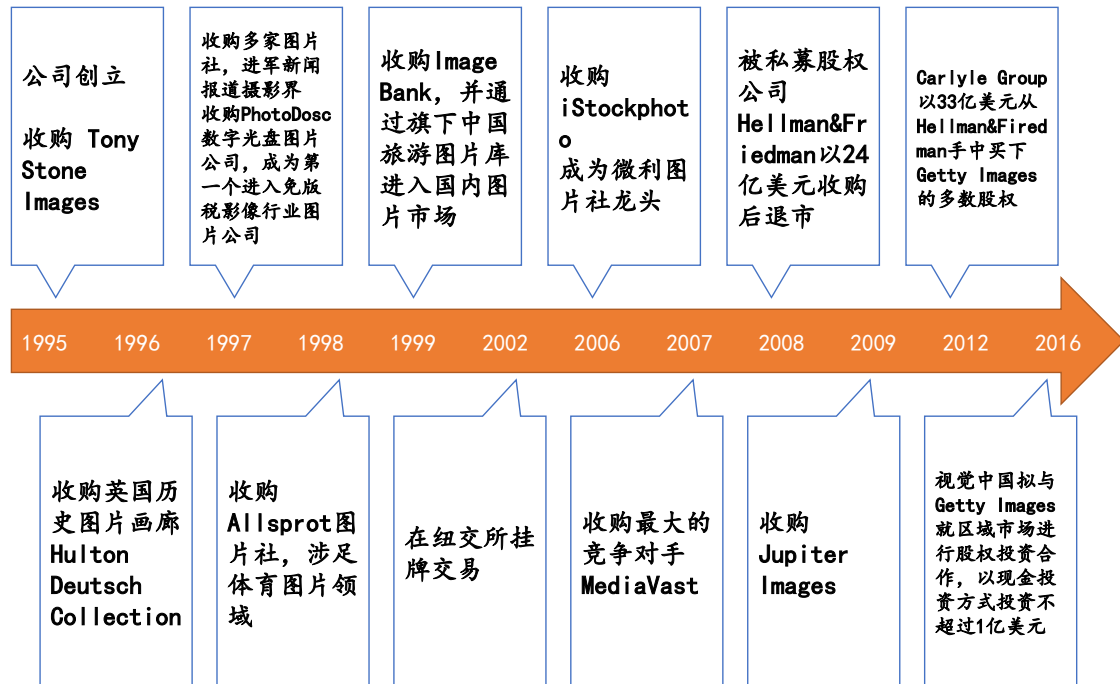
资料来源：Bloomberg，新时代证券研究所

图表8： 退市前两年 Getty 的毛利率情况：

项目	2007	2006
营业成本 (单位：千美元)	857591	806589
营业收入 (单位：千美元)	228157	206761
毛利率	73.40%	74.37%

资料来源：Bloomberg，新时代证券研究所

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

**图表9: Getty Images 发展历程**


资料来源: 维基百科, 新时代证券研究所

#### 1.4、公司业务布局——并购优质资产加码主业

借鉴海外对标公司的发展进程, 公司 2014 年借壳上市后, 就加快了资产并购的步伐。但其资产并购大都围绕主业进行, 最终目的是不断夯实公司的图片内容资源实力和客户数量扩大, 保持行业领导地位。

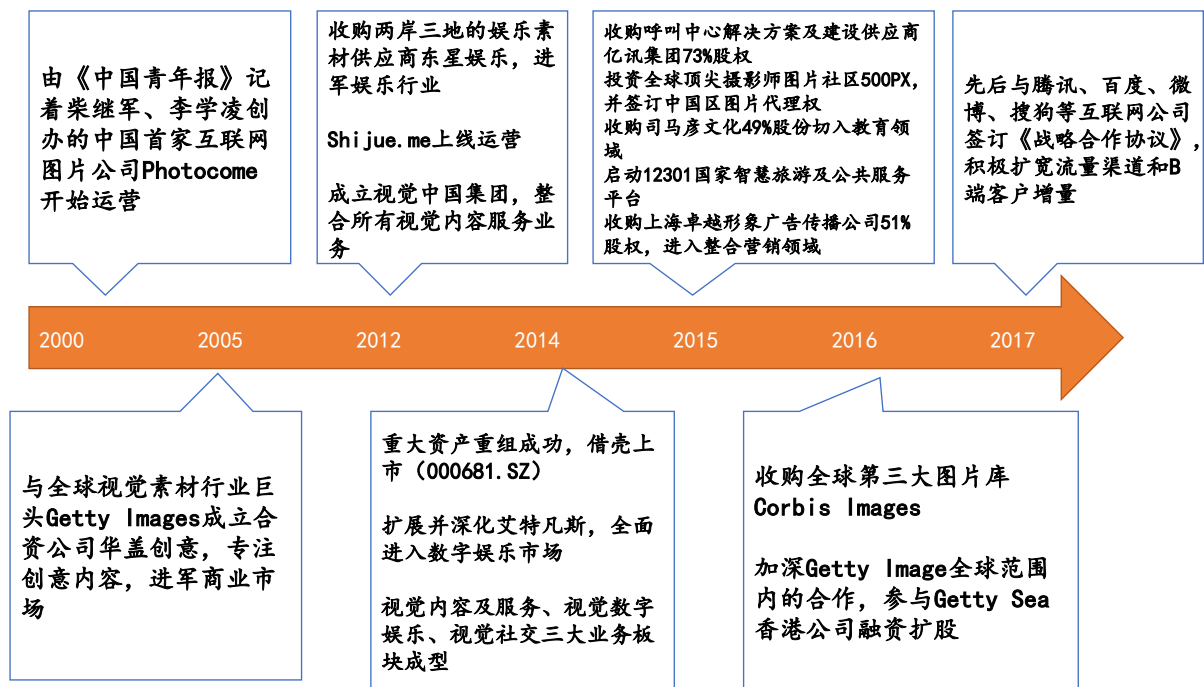
2015 年并购上海卓越、亿迅资产组、湖北司马彦, 相继加强了广告营销及客户资源、技术服务实力、字帖版权业务等, 并战略投资全球最大的摄影社区 500PX。

2016 年, 公司收购了全球第三大图片库 Corbis Images 的全部股权, 与全球第一大图片库公司 Getty Images 合资成立 Getty 香港公司, 进一步丰富了公司图片内容资源。

2017 年, 随着互联网垂直大公司, 和海量自媒体及中小企业的图片需求快速扩大, 公司开始积极布局互联网大 B 客户和自媒体小 B 客户。

视觉中国先后与腾讯、百度、微博、搜狗、一点资讯/凤凰网等互联网平台(大流量入口)签订了一系列《战略合作协议》。公司不仅获得这些大 B 客户的订单, 也开始进入 BAT 背后海量的自媒体小 B 客户市场。截至目前, 公司已经与百度的搜索引擎、广告创意制作平台, 一点资讯/凤凰网、腾讯网媒的自媒体平台初步完成了内容对接。

图表10: 视觉中国公司发展历程



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 1.5、 图片行业竞争格局及发展趋势

中国互联网图片竞争群体可分为三类, 即官方图片库、商业图片库以及微利图片库。官方图片库包括新华社等; 传统民营商业图片库包括视觉中国、东方 IC、全景视觉等; 中国的微利图片库近年来逐渐发展起来, 主要是以上海为核心的大量中小微利图片公司。

目前中国图片市场集中度较高, 行业前5家企业市场份额超过70%。视觉中国在创意类图片及编辑类图片两大领域的市占率分别高达50%和30%, 综合市场占有率达到40%, 在图片版权市场一家独大。

图表11: 国内图片库市场格局

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

	全景视觉	视觉中国	东方 IC	台湾达志影像	新华图片社
特点	中国成立较早的图片版权交易机构,在国际客户和本土客户中均占有较高的市场份额。	中国综合性视觉影像产品和服务提供商。	东方 IC 新闻图像是目前国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台。	台湾最大的图片库企业之一,丰富的内容合作机构和高质量的摄影团队。	新中国历史最早的官方图片社。

资料来源:全景网络,视觉中国,新时代证券研究所

随着广告营销、创意设计、互联网新媒体等行业的快速发展,图片行业进入高速增长期,图片市场买卖双方的数量和规模都在持续扩大。但因盗版严重,正版图片市场规模一直偏小。

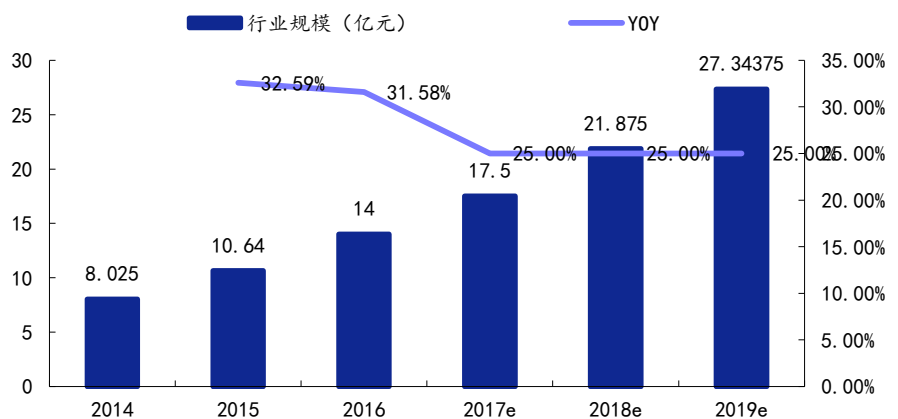
根据普华永道发布的《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》,美国的图片行业市场规模占广告市场规模比例为 2.4%,而中国图片市场规模在广告市场占比不足 0.5%。据此我们推算,2016 年全国广告经营额达到 6489 亿元,假如中国图片市场规模占广告市场规模比例能达到 2%,则图片市场空间约 130 亿元。

然而,实际情况是,2016 年中国图片市场规模仅 14 亿左右(视觉中国 2016 年图片主业收入 5.61 亿,其市场占有率约 40%,倒推出正版图片市场规模为 14 亿元)。正版图片市场规模占广告市场规模的比例仅有 0.2%。

不过,随着严打盗版的政策及知识产权保护的法律不断完善和加强,以及公民维权意识提升、图片版权追踪技术的快速推进,正版化的加速将带动图片付费市场规模持续保持高增长。

参考行业龙头视觉中国近三年 30%的业务增速,我们预计行业 2017-2019 年年均增速为 25%,预计 2019 年图片版权市场将达 27 亿元左右。

图表12: 2014-2019 年图片行业规模及增速



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

## 2、公司业绩持续高成长 行业“优等生”养成记

### 2.1、营收和净利保持高增长

公司 2014 年上市后进入高速增长期。2014-2016 年，公司总营收分别为 3.91 亿元、5.43 亿元、7.35 亿元，复合增长率高达 37.1%。2017 年前三季度，公司总营收 5.8 亿元，同比增速 21.52%。

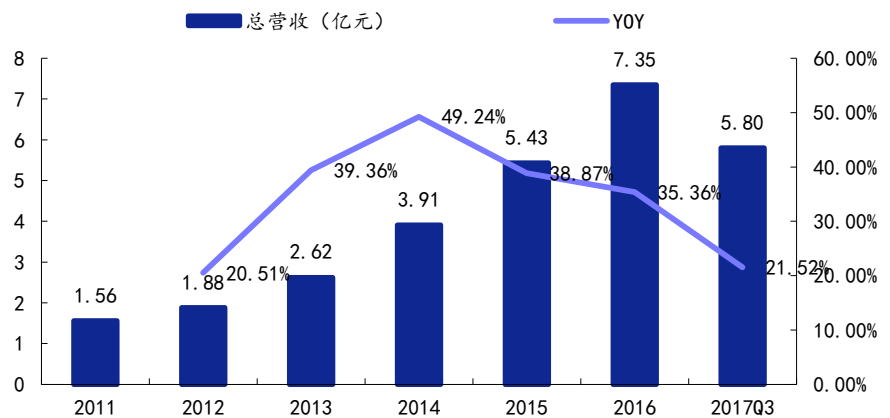
值得注意的是，公司的图片交易核心主业营收一直保持 30% 的增速。2014-2016 年，公司的视觉内容与服务业务收入分别为 3.21 亿元、4.26 亿元、5.61 亿元，同比增长分别为 22.52%、32.71%、31.69%。2017H1 公司视觉内容与服务业务收入 3.08 亿，同比增长 34.82%。

2014-2016 年，公司归母净利润分别为 1.42 亿元、1.58 亿元、2.15 亿元，复合增速为 23%。2017 前三季度归母净利润 1.63 亿元，同比增速 32.12%，高于营收增幅。

且公司的净利润从 2016 年起增长速度回升到 30% 以上。2016 年净利增速为 35.24%，2017H1 净利增速为 36.50%，2017Q3 净利增速为 32.12%。

公司业绩持续保持稳健高增长，主要原因是公司图片主业处于快速发展阶段，公司在图片内容资源积累、下游客户数量的拓展方面均有快速增长，带动图片代理销售快速增长。

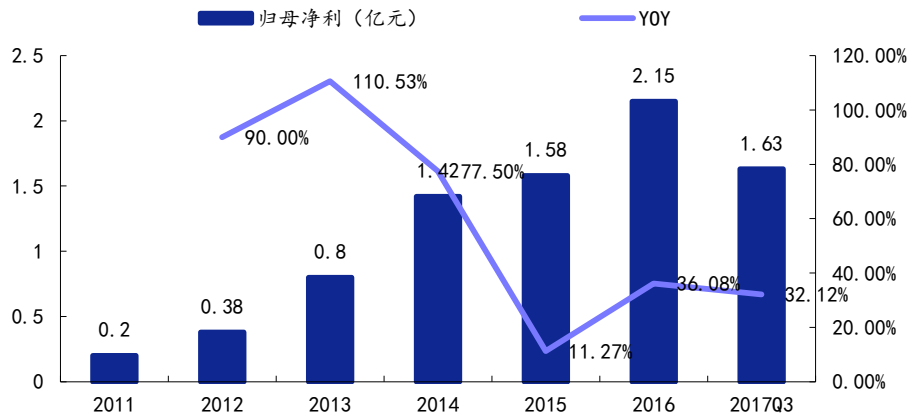
**图表13： 2011-2017Q3 视觉中国营收规模及同比增速**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

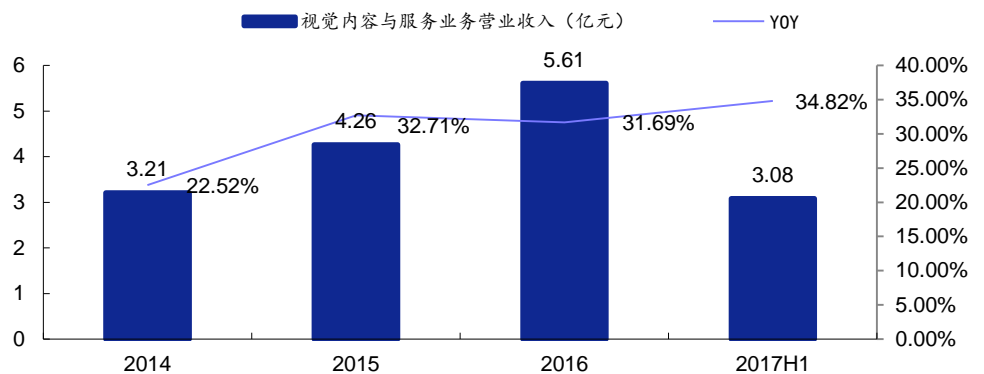
**图表14： 2011-2017Q3 视觉中国归母净利润及同比增速**





资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图表15： 2014-2017H1 视觉内容与服务业务营收及增速**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.2、 图片版权服务费占成本七成

公司的营业成本主要包括图片主业的版权服务及旅游及其他行业的设备安装费用，版权服务费营业成本占比稳定在 70% 水平。

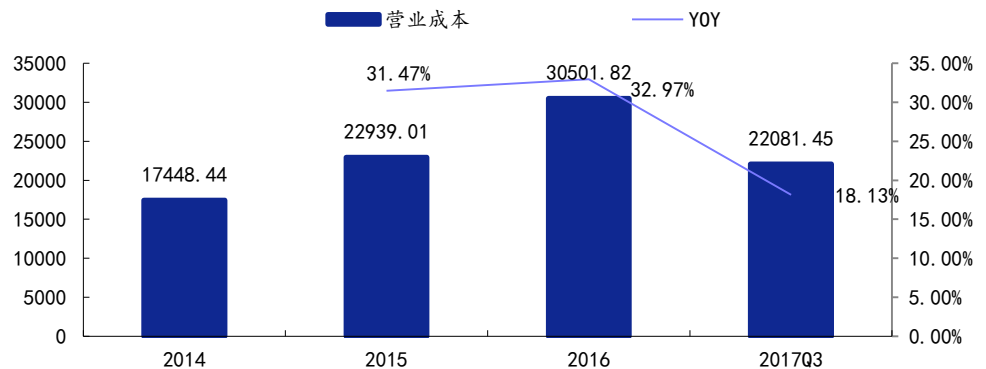
2014-2016 年，公司营业成本的增长基本与营业收入的增长保持一致。2014-2016 年分别为 1.75 亿元、2.29 亿元、3.05 亿元，随着公司规模和营业收入的大幅上升，营业成本也随之增长，3 年年均增长率为 24.76%。2017 年 H1，公司营业成本 2.21 亿元，同比增长 32.97%。

2014-2016 年，视觉内容业务在整体成本占比分别为 69.4%、71.8%、68.52%，基本稳定在 70% 左右的水平。自 2014 年起公司在旅游及其他领域的布局逐渐产生营业收入和成本，成本主要用于设备采购及安装，旅游及其他板块营业成本占比约 30%。

**图表16：视觉中国营业成本构成及占比**

行业分类	项目	2016年		2015年		2014年	
		金额(万元)	占营业成本比重	金额(万元)	占营业成本比重	金额(万元)	占营业成本比重
互联网传媒与娱乐	版权服务费	20898.6	68.52%	16442.2	71.80%	12145	69.40%
旅游及其他	设备采购及安装	9601.4	31.48%	6457.8	28.20%	5355	30.60%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图表17：2014-2017Q3年营业成本及增速**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

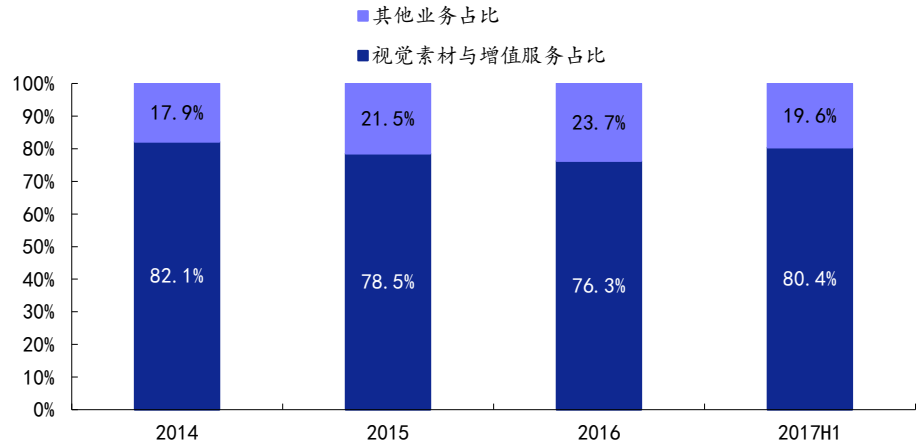
### 2.3、公司主业毛利率稳步提升

2014-2017H1，公司视觉内容与服务业务在整体营收中占比分别为 82.1%、78.5%、76.3%、80.4%，平均占比在 80% 左右。2015-2017H1 该业务营收同比增速分别为 32.7%、31.7%、25.1%，是公司主要的收入和利润的贡献者。

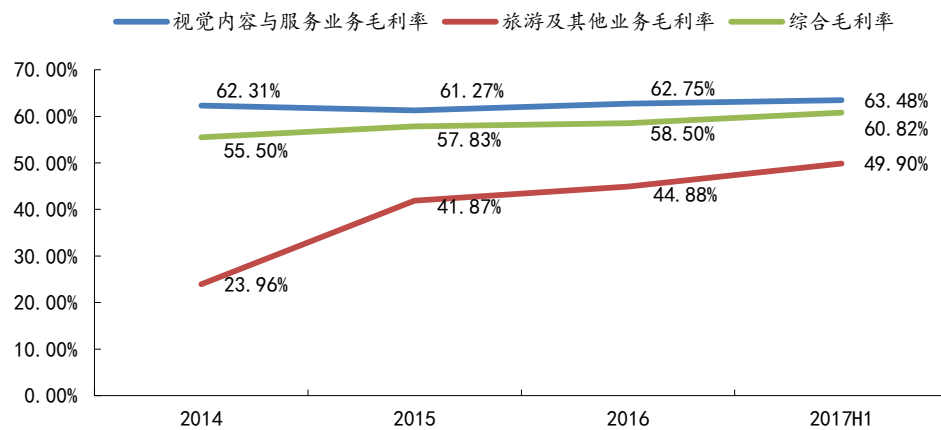
公司从 2015 年期通过并购拓展了旅游及其他业务，其他业务营收规模及增速明显提升，2015-2017H1 增速为 67%、49%、118%。该业务营收占比在 20% 上下浮动。

从公司毛利率来看，视觉内容与服务业务毛利率稳步提升。2014-2017H1，视觉内容与服务业务毛利率分别为 62.31%、61.27%、62.75%、63.48%。旅游及其他业务毛利率也在不断上升，2014-2017H1，该业务毛利率分别为 23.96%、41.87%、44.88%、49.9%。

因此，公司的综合毛利率也在稳步提升。2014-2017H1，公司综合毛利率分别为 55.50%、57.83%、58.5%、60.82%。

**图表18： 2014-2017H1 视觉中国分业务营收占比**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图表19： 2014-2017H1 视觉中国分业务毛利率**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司毛利率的提升，主要得益于公司图片交易平台影响力和竞争力不断提高，以及后台技术不断优化，公司的客户成本逐步降低，公司平台议价能力渐次提升。未来，随着公司的这一优势进一步强化，边际成本下降，其毛利率有望继续稳步提升。

## 2.4、公司处在扩张期销售费用增长较快

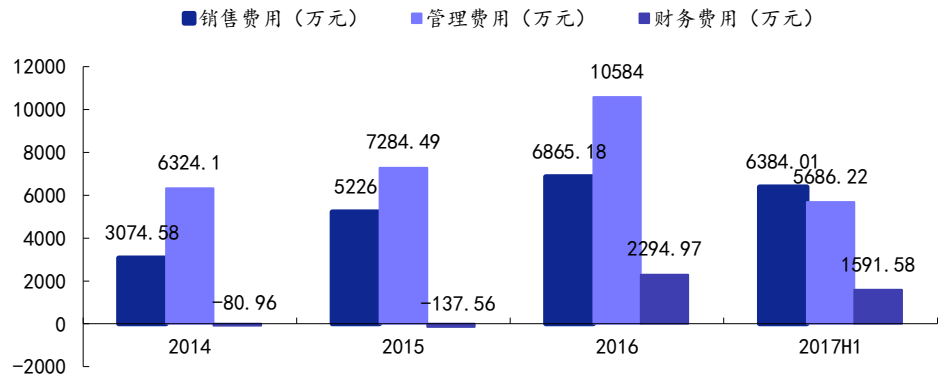
2014-2017H1，公司整体期间费用率分别为 23.8%、22.8%、26.8%、35.7%。其中销售费用率为 7.9%、9.6%、9.3%、16.7%，增长速度最快。主要原因是公司处在扩张期，收购合并子公司大幅增加销售费用，同时随着公司业务规模的上升，营销费用、销售人员的员工薪酬不断上升。

2014-2017H1，公司管理费用率分别为 16.2%、13.4%、14.4%、14.9%，管理费用的增长与营业收入的增长趋势相同，管理费用率较为平稳，说明公司管理费用控

制较为理想。

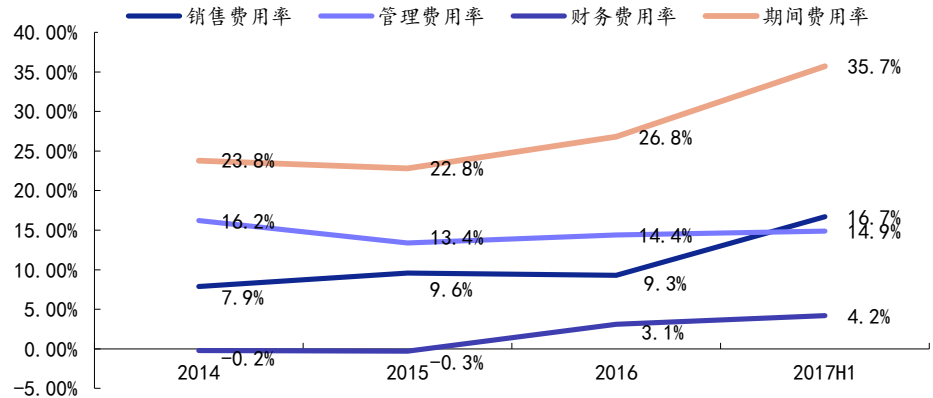
2014-2017H1，公司财务费用率分别为-0.2%、-0.3%、3.1%、4.2%，2016年和2017H1财务费用率快速增长的主要是公司现金收购亿迅资产组和上海卓越，及corbis的并购贷款产生的财务费用大幅提升所致。

**图表20： 2014-2017H1 视觉中国费用支出情况**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图表21： 2014-2017H1 视觉中国三项费用率变化情况**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.5、公司研发投入稳步增长

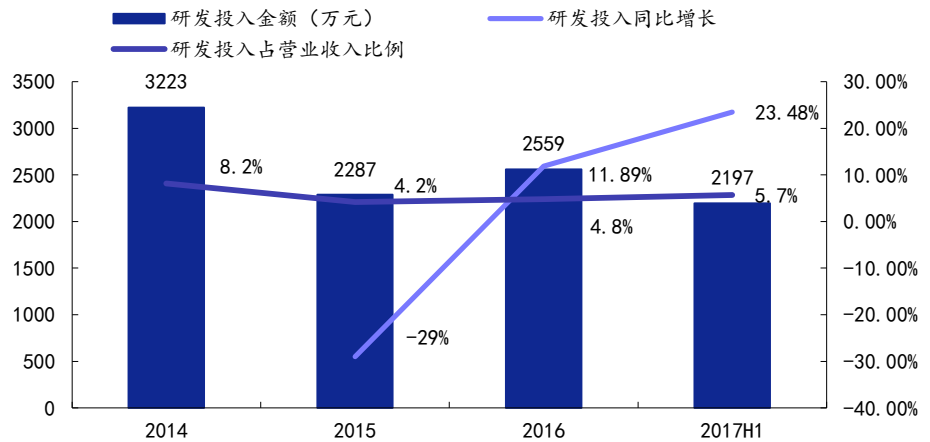
2014-2017H1，公司研发投入金额分别为 3223 万元、2287 万元、2559 万元、2197 万元，占营业收入比例为 8.2%、4.2%、4.8%、5.7%。

2015-2017H1 公司研发投入同比增长分别为-29%、11.89%、23.48%。2015 年研发投入负增长主要是 2015 年研发投入资本化 654 万元，占总研发投入的 29.0%。

公司的研发投入主要用于两部分，一部分是对现有互联网版权交易平台和后台管理系统的改版升级，全面优化搜索、交互和视觉等方面的内容，完善统一内容交付和产品体验；另一部分是图像追踪系统的开发，运用人工智能、图像对比、爬虫

技术等科技手段，利用大数据获得客户的内容需求数据，从而降低版权保护和客户获取的成本。

**图表22： 2014-2017H1 视觉中国研发金额及占比和同比增速**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3、公司图片版权交易模式详解

#### 3.1、上游：聚合优质供应商 累积海量图片资源

公司自成立以来，一直在持续加强优质图片内容的积累。公司先后与全球第一大图片库 Getty Images 建立独家代理合作关系、收购大中华区领先的娱乐图片库东星娱乐、收购比尔·盖茨创办的全球第三大图片库 Corbis Images、战略投资全球最大的摄影社区 500PX，优质图片内容达到全行业领先水平。

截止 2017 年 6 月底，公司的版权交易平台拥有超过 2.6 亿张图片、500 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐，是全球最大的同类平台之一，建立了强大的内容护城河。

公司视觉内容主要来源为三部分：(1) 自有版权内容，包括子公司华夏视觉、汉华易美的自有内容，东星娱乐、Corbis Images 的图片资源；(2) 合作供应商内容，包括与 Getty Images、500PX 等 200 多家国内外知名图片社等版权机构合作的代理图片内容；(3) 签约供稿人提供的内容。截止 2017 年 6 月底，公司与 18000 名供稿人建立了合作关系。公司拥有中国领先的设计师社区 (shijue.me) 以及摄影师社区 (500px.me)。2017 年上半年，社区 (shijue.me 以及 500px.me) 开通了签约供稿人功能，进一步增强了供稿人的粘性。

目前，公司的自有版权内容占比约 30%，合作供应商和签约供稿人内容占比 70% 左右。

#### 3.2、图片类型和图片授权方式的介绍

从客户图片需求来分类，图片一般分为创意类图片和编辑类图片两大类。视觉中国完全覆盖了这两类图片内容资源，子公司华夏视觉主要经营创意类图片、汉华

易美主要经营编辑类图片。

目前,公司的创意图片 1.26 亿张,更新量约为 10000 张/日;编辑类图片 1.43 亿张,更新量约为 20000 张/日;视频素材为 500 万,更新量约 250 条/日;音乐素材为 35 万条,更新量约 400 条/日;全球合作伙伴达 240 家以上。

**图表23: 视觉中国各类素材量及日更新量**

素材类型	素材量	每日更新量
创意图片	1.26 亿张	10000 张
编辑图片	1.43 亿张	20000 张
视频素材	500 万条	250 条
音乐素材	35 万条	400 条

资料来源:公司公告,公司官网,新时代证券研究所

关于图片授权价格,其决定因素包括图片应用场景、授权范围、图片质量等,没有统一的价格,不同的客户授权价格有差异。

应用场景主要分为两类用途,一种是编辑用途,即把照片用于媒体传播性质(如广州日报、新浪网发布新闻图片等),一种商业用途(如奔驰汽车需要图片做形象广告)。

编辑用途图片价格远低于商业用途。编辑类图片单张价格一般在 100-600 元之间,但商业类图片单张价格一般在 2000 元以上,也有一张高达几万块的高价图片。公司最高的商业图片授权价格达到 90 万/张。图片单张价格指的是利用该图片在公开信息渠道上单次发布的价格,发布一次后享有该发布内容的永久使用权,若重复发布至多个渠道或在同一渠道发布多次,需要重复计算价格。

**图表24: 编辑类图片和商业类图片的比较**



资料来源:百度图片,新时代证券研究所

图片的授权方式主要分为两种,一种是 RM (Rights-Managed) 授权,即特定使用范围版权图像。RM 图片产品根据产品使用的具体情况来授权,产品价格根据图片产品大小、使用用途、使用期限、使用区域、使用次数来计算。可以申请境外发布与买断。其主要特点是图片质量上乘、内容广泛、明确使用者的被授权使用范围,可以独家使用。

一种是 RF (Royalty-Free) 授权,即免版权金使用版权图像。RF 图像产品购买

后可以重复使用多次，并且允许在不同项目上，而不需要额外支付多次费用。RF 图像产品的价格取决于图像产品的品牌和尺寸。RF 图像产品只能授权唯一最终用户使用，不可以转让或者再次出售。不可以申请 境外发布与买断。其主要特点是授权方式灵活、简便、价格实惠，适用于企业购买后设立自己的图片库。

从图片使用范围来看，编辑用途与商业用途使用场景各占 50%，大部分都是 RF 授权模式，历史照片为 RM 授权模式。

**图表25： 图片两种授权形式的含义和特点**

授权类型	具体含义	特点
RM (Rights-Managed)	特定使用范围版权图像。RM 图片产品根据产品使用的具体情况来授权，产 品价格根据图片产品大小、使用用途、使用期限、使用区域、使用次数来计 算。可以申请境外发布与买断。	产 图片质量上乘、内容广泛、明确使用者
RF(Royalty-Free)	免版权金使用版权图像。RF 图像产品购买后可以重复使用多次，并且允许 在不同项目上，而不需要额外支付多次费用。RF 图像产品的价格取决于图 像产品的品牌和尺寸。RF 图像产品只能授权唯一最终用户使用，不可以转 让或者再次出售。不可以申请境外发布与买断。	适用于企业购买后设立自己的图片库。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

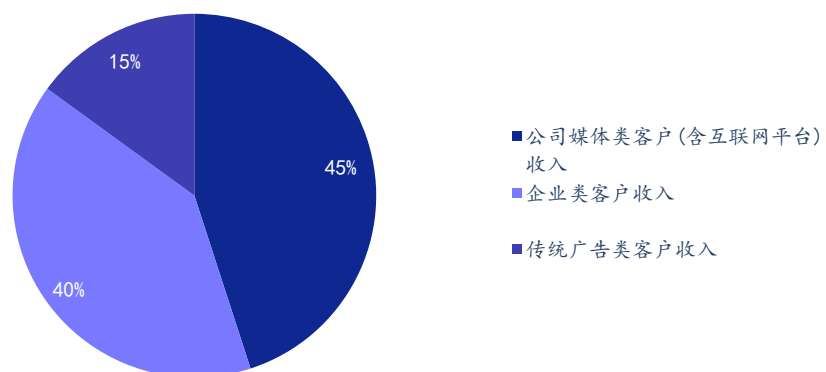
### 3.3、 下游：媒体客户是“压舱石”大企业直客增量显著

视觉中国版权交易平台拥有 100 万注册会员，日页面浏览量(PV)达 350 万次。从客户类别来看，公司客户主要分为媒体机构、广告公司、大企业客户、互联网平台及中小企业客户五类。公司的组织架构与五类客户相对应，每类客户都有专门的部门对接。

前两类为传统客户，公司经过十八年的积累已在媒体和广告领域拥有稳定的客户资源，后三类客户为公司重点扩展领域。

2017 年上半年，公司媒体类客户(含互联网平台)收入占比约 45%，增速在 20% 左右，主要得益于互联网平台的增长；企业类客户收入占比 40%，得益于图像识别跟踪系统大大提高了获客的效率，客户数量及营收增速均大于 50%；传统广告类客户收入占比下降至 15%，更多企业客户逐渐越过广告公司层级转为公司直客。

**图表26： 2017H1 各业务收入占比情况**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3.3.1、媒体为基础客户，贡献收入稳定

视觉中国覆盖国内媒体客户 7000 家以上（2014 年为 4000 家以上，按 3 年增长 70%来测算 2017 年的客户数），主要包括：国有新闻网站（新华网、人民网、中国网、东方网等）、报纸（人民日报、中国青年报、中国日报、广州日报、南方日报等）、电视台（央视、北京电视台、湖南卫视、江苏电视台等）、商业门户网站（新浪、腾讯、搜狐、网易、凤凰等）、视频网站（优酷、爱奇艺、腾讯视频、PPTV 等）以及杂志（时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新等）。

2016 年以来，公司继续挖掘新媒体客户，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。

### 3.3.2、广告公司客户仍有 20%增长

公司另外一个传统优势市场是广告营销与服务公司 (Agency)，公司在这一市场一直保持很高的市场占有率。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、卅六策等行业重要客户均与公司签署了年度框架合作协议。

结合新媒体及自媒体的发展趋势，公司也积极拓展与数字广告公司的合作。2017 年上半年，公司在广告营销领域也获得了超过 20%的增长。

### 3.3.3、企业大客户为重点扩展方向，增速超 50%

2017 年上半年，公司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，部门采用分行业精细化管理，新增年度签约客户数较 2016 年同期增长超过 50%。

公司的各类商业客户数量（广告公司及大企业直客）达到 12000 家以上（2014 年为 7000 家以上，按 3 年增长 70%测算 2017 年客户数）。企业大客户的获取途径主要依赖公司研发的图像版权跟踪系统，通过追踪企业大客户的图片使用情况，开展后续的谈判合作工作，将侵权使用图片的企业转化为视觉中国的合作客户。

### 3.3.4、互联网平台导流显著，分成模式促客户转化

2017 年 4 月 12 日，视觉中国与百度签订了《战略合作协议》，视觉中国与百度图片搜索首先启动合作。用户在百度搜索图片时，视觉中国的优质内容会有“版权”标识，用户点击图片将直接跳转至视觉中国的网站，相当于给视觉中国导流。

互联网平台与视觉中国采用佣金分成模式，任何 B 端/C 端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，该行为促进了公司潜在客户的转化，并推动了图片正版化进程。

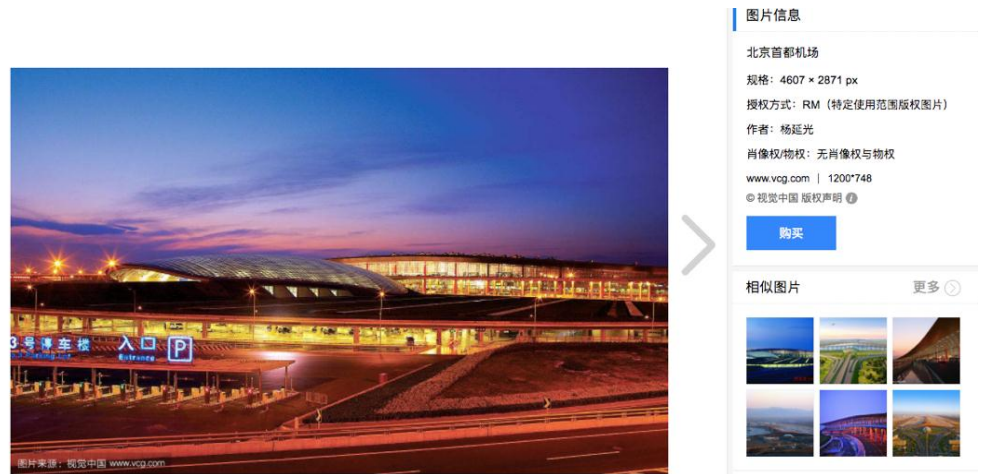


图表27: 百度图片“版权”标识



资料来源: 百度图片, 新时代证券研究所

图表28: 百度图片“版权”图片信息详情



资料来源: 百度图片, 新时代证券研究所

### 3.4、公司的销售模式及收入分成模式

#### 销售模式:

公司的客户根据自身需求, 在图片素材库中寻找合适的素材后, 公司与客户最终形成交易。公司的信息系统记录整个交易过程和客户信息, 自动生成报价单及合同, 同时信控部门会就账期、折扣、付款方式、应收账款等与客户进行沟通。

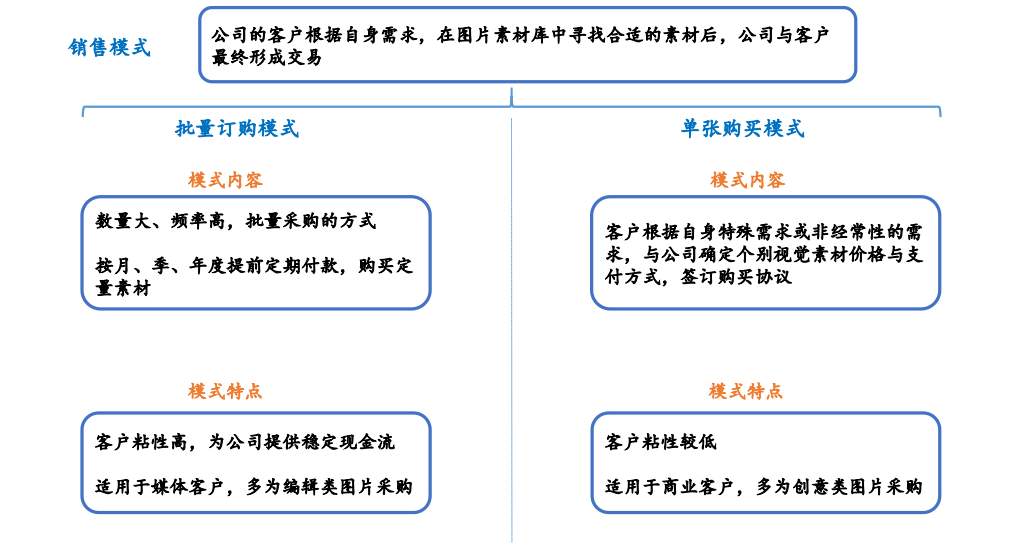
收费模式一般包括批量订购和单张按需购买两种基本模式。

(1) 批量订购模式: 客户由于使用数量大、频率高, 采取批量订购的方式, 按月、季、年度提前定期付款, 购买定额数量的素材。该模式客户黏性较高, 同时为公司提供稳定的现金流, 适用于媒体客户, 多为编辑类图片采购。

(2) 单张购买模式: 客户根据自身特殊需求、或是非经常性的需求, 与公司

协商确定个别视觉素材的价格和支付方式，并签订购买协议。该模式适用于商业客户，多为创意类图片采购。

图表29： 两种购买销售模式的比较



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**收入分成模式：**

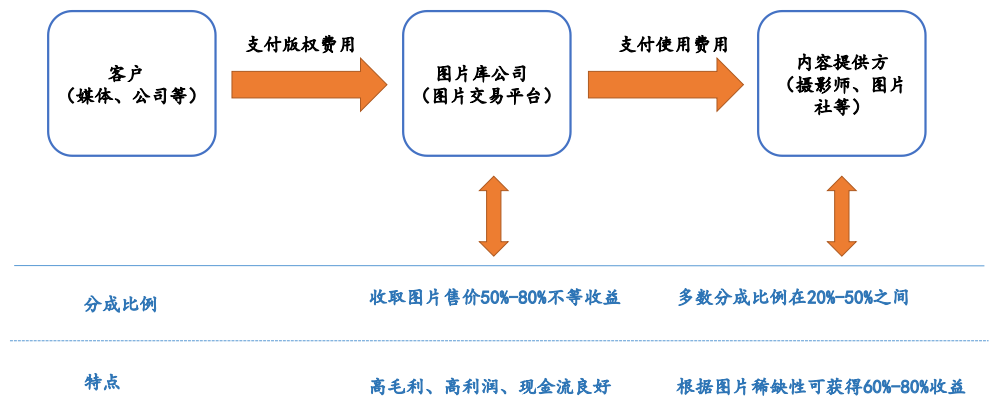
鉴于图片交易平台在整个商业图片产业中重要的增值服务角色，以简单的收益分成比例来看，图片库公司在图片收益中的分成明显高于内容提供方。

就国内市场而言，图片库公司收取图片售价的 50%-80%不等的收益，而上游摄影师的分成比例则在 20%-50%之间。也有少部分摄影师能获得 60%-80% 较高的分成比例，这与图片的唯一性和稀缺性有直接关系。

此外，由于基本不涉及库存及物流费用（随着网络带宽的增加，已较少使用光盘递送），该行业企业普遍保持较高的利润率，目前国内图片库企业的毛利率可达到 60%以上，而净利率可达到 30%以上。

现金流方面，对于上游内容提供方，图片库公司基本不会采取预付费的方式，而是在下游交易完成后再给予上游收益分成。视觉中国给上游摄影师的收入分成周期一般是在交易完成后 3 个月左右。下游客户则多采用即时付款或预付款付费方式，也不会出现欠款问题。因此，图片库公司现金流均表现良好。

图表30： 公司分成模式的特点



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 4、 图片正版生态向好 推动大企业客户市场爆发

### 4.1、 国家持续 13 年严打盗版， IP 保护力度空前加强

网络版权市场的繁荣发展离不开监管部门对盗版侵权的严厉打击，持续不断推进正版化。

自 2005 年起，国家版权局、国家网信办、工信部、公安部等部门连续 13 年开展打击网络侵权盗版“剑网行动”，先后开展了针对网络视频、音乐、内容转载、云存储空间、网络文学等行业的专项整治，相继查处了快播侵权案、番茄花园网软件侵权案等一批盗版典型案件。

自 2009 年期，国家陆续出台了一系列法律法规来加强知识产权的保护，有力促进了网络正版内容的健康发展。

图表31： 知识产权保护的相关法律法规及主要内容

时间	政策名称	部门	主要内容
2009 年 12 月	《中华人民共和国侵权责任法》	全国人大常委会	网络用户、网络服务提供者利用网络侵害他人民事权益的，应当承担侵权责任。
2010 年 2 月	《中华人民共和国著作权法》	全国人大常委会	侵犯著作权的赔偿标准上限提高到 50 万元；明确了著作权集体管理组织的功能。
2012 年 11 月	《最高人民法院关于审理侵害信息网络传播权民事纠纷案件适用法律若干问题的规定》	最高人民法院	规定了涉及网络著作权纠纷案件的管辖；规定了著作权人享有的通过网络传播作品的权利、网络传播作品行为的性质、网络环境下的法定许可使用作品；规定了侵权行为的认定、权力管理信息保护和侵权损害赔偿的责任范围等问题。
2013 年 1 月	《信息网络传播权保护条例》	国务院	明确规定了使用者可以无偿使用版权的情形；版权人发现被侵权维护自身利益的方式；定义了合理使用、法定许可、避风港原则、版权管理技术等一系列内容。
2013 年 1 月	《中华人民共和国著作权法》	国务院	著作权侵权非法经营额难以计算的，赔偿上线提至 25 万；

时间	政策名称	部门	主要内容
	《著作权法实施条例》		进一步明确了著作权侵权行为的范围
2014年8月	《关于在北京、上海、广州设立知识产权法院的决定》	全国人大常委会	标志着中国知识产权司法保护进入一个全新的发展阶段。
2014年10月	《最高人民法院关于审理利用信息网络侵害人身权益民事纠纷案件适用法律若干问题的规定》	最高人民法院	结合互联网技术的发展,合理确定管辖法院和诉讼程序; 明确了网络服务提供者是否“知道”侵权的认定问题; 明确了利用自媒体等转载网络信息行为的过错及程度认定问题; 明确了非法删帖、网络水军等互联网灰色产业的责任承担问题。

资料来源: 全国人大、国务院、最高人民法院官网, 新时代证券研究所

## 4.2、图片盗版判赔金额迅猛上涨 促使企业转向正版

与传统媒体个广告公司使用图片相比,网络是图片侵权盗版“重灾区”。自媒体、互联网公司、电商平台都是图片侵权的多发地。

中国版权协会驻会副理事长王自强表示,图片的侵权率在众多作品类型中位居第二。随着智能手机的普及,人人都是摄影师的时代已经到来,图片的价值也日益凸显,但这些价值并没有转变成真正的图片生产力,大部分价值被盗版抢走了。

但随着监管层不断严打盗版案件,以及公民和企业的维权意识加强,图片版权诉讼案件呈现大幅增长的趋势。

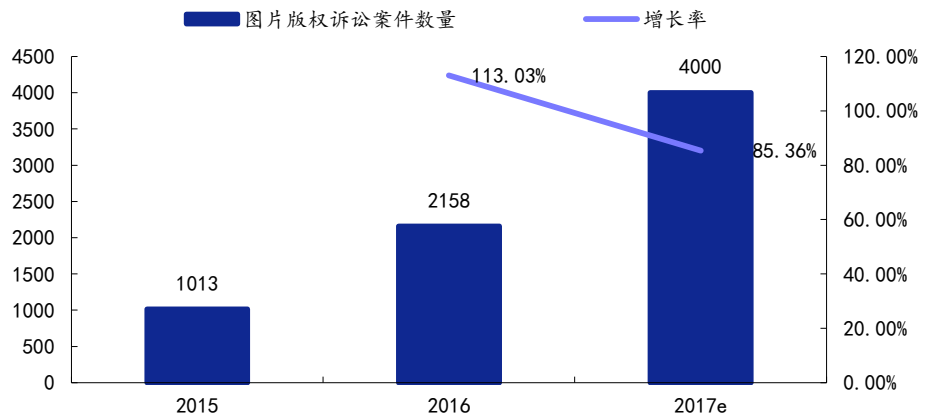
据北京海淀区法院知识产权庭统计,近3年来,图片版权诉讼案件数量增长了3倍。2015年收到的图片类案件1013件,2016年就攀升至2158件,而截至2017年7月,该庭收到的图片类案件已达2879件,2017年年底预计超过4000件。

北京海淀区法院知识产权庭的数据显示,从案件侵权类型来看,网络图片案件所占的比重也越来越大,其中微博、博客、网站在被告中占83%。在已判决的案件中,原告的胜诉率超过80%,绝大多数都能获得经济赔偿。

更重要的是,图片的赔偿金额近年来不断提高,2015年平均每幅作品判赔1500元,2016年平均每幅作品判赔1800元,2017年平均每幅作品判赔2500元,其复合增速超过30%。

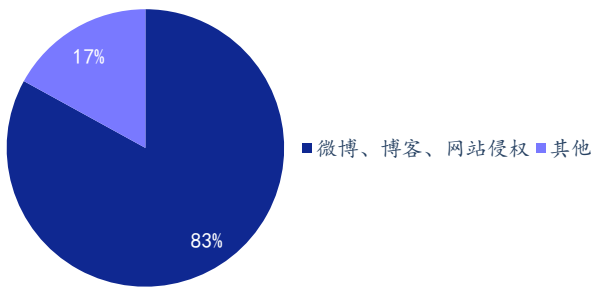
而企业购买正版图片的价格一般都只有几百元(编辑类),这样一对比,走司法程序企业因盗版要赔偿的金额是购买正版图片的5-10倍。因此,图片诉讼案件的数量及判赔金额的显著增长,促使不少企业转化为正版图片购买者。况且,图片购买支出在企业广告营销或其他成本支出占比非常小(不到1%),不会给企业带来负担。

图表32： 2015-2017年北京海淀区法院图片诉讼案件数量及增速



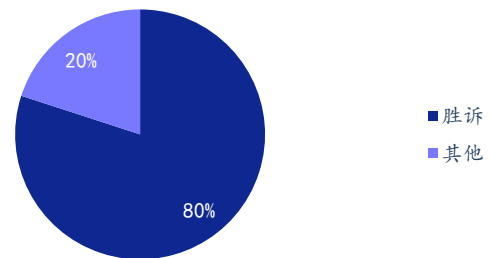
资料来源：北京市海淀区法院知识产权庭，新时代证券研究所

图表33： 图片诉讼案件分类占比



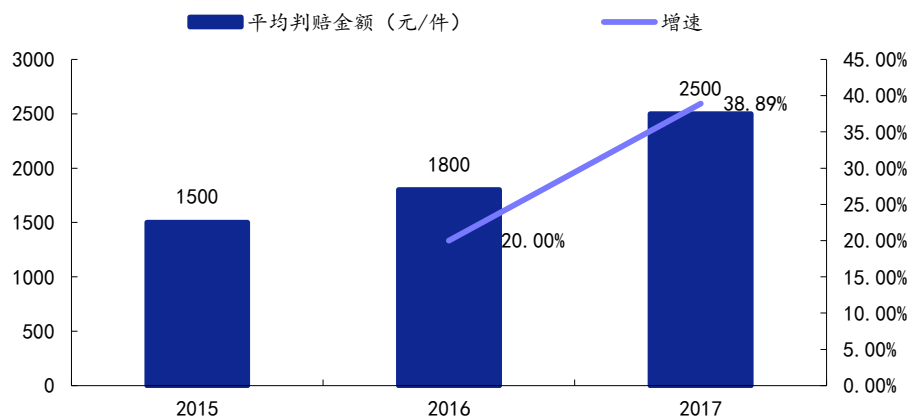
资料来源：北京海淀区法院知识产权庭，新时代证券研究所

图表34： 图片诉讼案件胜算率情况



资料来源：北京海淀区法院知识产权庭，新时代证券研究所

图表35： 2015-2017年北京海淀区法院图片侵权案例判赔金额及增速



资料来源：北京海淀区法院知识产权庭，新时代证券研究所

### 4.3、公司“鹰眼”防盗版技术促企业客户数增速超 50%

2017 年以来，公司通过技术手段发现的潜在客户数量及用图数量均较去年同期有超过 50% 的增长。这主要依赖公司研发的图像版权跟踪系统“鹰眼”，能清楚地发现哪家公司盗用了视觉中国的图片。在版权监管越来越严重的大环境下，再加上判赔金额快速上涨，大企业客户大部分都会权衡利弊，转而购买正版图片。据统计，通过“鹰眼”系统发现的潜在企业客户，有 50% 以上可以转化为公司的正版图片客户。

“鹰眼”系统为公司 2016 年初自行开发的图像版权网络追踪系统，拥有完全自主知识产权，该系统的最大的亮点是通过人工智能、图像比对、爬虫技术，能够追踪到公司拥有的图片在网络上的使用情况。它不仅大幅降低了公司图片版权保护的成本，更为有价值的是，公司因此大大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。

对于视觉中国来说，“鹰眼”系统的上线意义非凡。它改变了视觉中国的获客方式，将从销售驱动变成销售+技术驱动，提高 sales 的人均产值。模式的变更将成为公司未来的客户数量和业绩增长新的引擎之一。

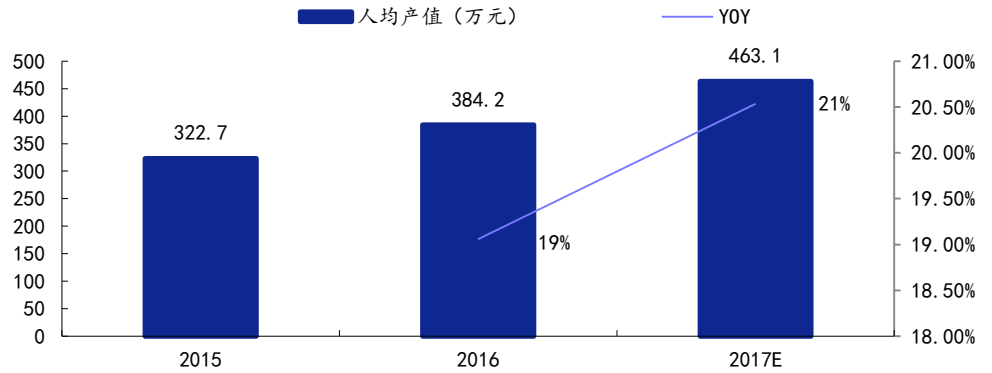
在没有上线“鹰眼”系统之前，公司的获客方式主要是线下销售驱动，也就是说需要销售人员线下逐个拓展客户，周期长、成本高。经过十八年的积累，公司的客户数量也才接近 20000 个。但上线“鹰眼”之后，公司可以通过技术来线上获客，大大降低了周期和成本，从而提高了 sales 的人均产值。

2015 年公司的图片主业的收入为 4.26 亿元，销售人员 132 人，人均产值为 322.7 万元；2016 年公司的图片主业收入为 5.61 亿，销售人员 146 人，人均产值为 384.2 万元；2017 年公司的图片主业收入预计为 7.41 亿元，销售人员预计 160 人，人均产值预计为 463.1 万元。Sales 人均产值年均增幅达到 14.5%。

图表36： 鹰眼系统的特点描述



资料来源：百度图片，新时代证券研究所

**图表37： 2015-2017年视觉中国人均产值**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

此外，“鹰眼”系统发现有侵权行为的企业后，从谈判或走司法程序到最终转化为客户的周期根据公司的实际情况看，虽然每个案子周期不一样，有快有慢，但平均周期需要5个月左右。未来，公司也将进一步提高效率，缩短平均转化周期，比如尝试从5个月缩短到3个月，从另一个维度助力企业客户数量的增长。

#### 4.4、大B端——大企业客户市场敏感性分析

由于有图片需求的大企业主要集中在服务业（信息软件业、批发零售业、餐饮住宿业、仓储邮政业、商务服务业、金融业、房地产业、文化娱乐业等）和部分制造业（汽车、电子通信、食品饮料、服装、医药、文教体育等行业），我们主要考虑这些领域的大企业数量。

根据国家统计局的数据，我国上述服务业和部分制造业的企业法人数量分别为175万个和36万个，两者相加为211万个。我们以此数据作为基础，设定市场规模敏感性分析的相关假设条件：

(1) 大企业数量。上述数据统计的行业，虽然有不全或者不精确，但基本上包含了用图需求的主要行业的企业客户群体。因此，我们按200万个大企业客户来作为测算基础。

(2) 付费率。考虑到大企业付费意愿高于个体户和自媒体，我们把付费率分为1%、3%、5%、8%四档。

(3) 图片价格。大企业一般按年度打包价格来付费，按照市场较低价格区间，大企业客户年度付费金额为2-15万。

**图表38: 大企业客户市场规模敏感性分析****相关主要假设条件**

大企业客户数量 (万个)	200			
付费率	1%	3%	5%	8%
付费大企业客户数量(万个)	2	6	10	16

**敏感性分析**

付费大企业客户数量(万个)	2	6	10	16
单个大企业年度付费额(万元)	2	6	10	16
<b>大企业客户市场规模 (亿元)</b>				
2	4	12	20	32
5	10	30	50	80
10	20	60	100	160
15	30	90	150	240

资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

也就是说, 大企业客户市场规模未来可以达到 4 亿-240 亿元, 中位数区间在 30 亿-60 亿元。

大企业购买图片的主要用途是广告营销。按照未来 3 年国内广告行业增速保持在 6.5%(与 GDP 增速相当)测算, 到 2020 年国内广告市场规模达到 7851.67 亿。若图片市场规模占广告行业比例从 0.2% 提升至 0.5%, 则图片市场规模为 40 亿元。这与上述测算的中位数大致吻合。

当然, 大企业付费率的提高和图片市场规模占广告市场规模的比例提升需要一个过程, 时间周期具有不确定性。

但毫无疑问, 大企业客户是公司未来巨大的市场机会。按上述理论预测值, 再加上公司在传统图片市场占有率达到 40%, 若以此市占率推导到大企业客户市场, 则公司的大企业客户业务收入可以达到 1.6 亿-96 亿元, 中位数区间在 12 亿-24 亿元。

前文提到, 大企业客户的数量增幅 2017 年上半年已经超过 50%, 这说明来自大企业客户的收入已经开始体现在公司报表中了, 未来还将持续增大贡献比例, 非常值得期待!

## 5、 自媒体和中小企业市场潜力巨大, 公司全力布局

### 5.1、 2000 万个自媒体的图片需求巨大

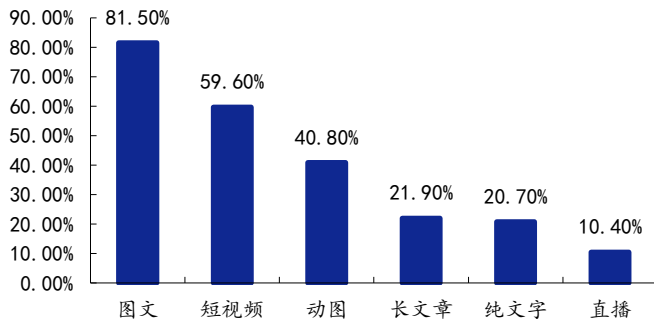
伴随着移动互联网的快速发展, 网站、APP、微信公众号、直播等众多新媒介的出现使得版权图片的需求量迅速增加, 通过 BAT 等互联网平台的中介角色, 图片版权交易平台可以触及未被发掘的中小企业客户。依托于互联网平台生长的中小企业及自媒体构成了图片版权市场巨大的潜在客户。

2009 年, 伴随着国外 Facebook、Twitter 的兴盛, 新浪、微博快速积累用户, 基于社交网络的自媒体形式兴起。2012 年, 微信推出公众号, 今日头条、搜狐、百度、网易、凤凰网等纷纷推出公众号平台, 自媒体发展进入公众号时代。截至 2016 年底, 微信公众账号总数超过 2000 万个。



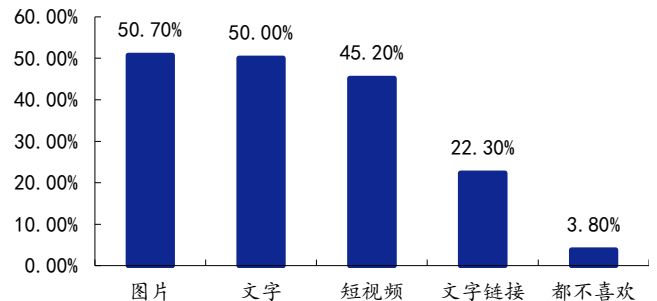
根据 TalkingData&WeMedia 发布的《2016 年度自媒体行业发展报告》显示，图文依然是自媒体最主要的内容形式。2016 年，81.5% 的微博用户内容偏好形式为图片+文字，50.7% 的微信用户，朋友圈内容形式偏好为图片。

图表39： 微博内容偏好形式



资料来源：TalkingData&WeMedia，新时代证券研究所

图表40： 微信朋友圈内容偏好形式



资料来源：TalkingData&WeMedia，新时代证券研究所

“一图胜千言”、“有图有真相”是很多自媒体的“吸睛宝典”，图片也成为其“必备素材”。但绝大部分自媒体文章中的配图都是随便从网上下载的，盗版情况非常突出。

而随着版权监管的加强，及公民的维权意识的觉醒，头部自媒体对图片的需求转向正版将成为可预期的大趋势。

## 5.2、牵手 BAT 打开自媒体市场新蓝海

为了抢占自媒体用图市场的先机，2017 年以来，视觉中国先后与一点资讯/凤凰网、腾讯网媒、百度、搜狗、微博等互联网平台（大流量入口）签订了一系列《战略合作协议》，借此打开其背后的自媒体小 B 客户的图片需求市场。

2017 年 2 月 18 日，公司与凤凰网旗下的一点资讯签署战略合作协议，视觉中国把正版的图片、素材、音乐以及视频与“凤凰号&一点号”的后台打通，全面开放给自媒体。一点资讯是国内重要的新媒体资讯平台，用户量 3.3 亿、日活 5200 万，入驻自媒体超过 15 万家。

2017 年 2 月 27 日，公司与腾讯签署战略合作协议，视觉中国向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐资源，将与腾讯一起服务数十万自媒体用户，为自媒体用户提供优质正版内容，共同构建自媒体共赢生态圈。

2017 年 4 月 12 日，公司与百度签署战略合作协议，视觉中国向百度全面开放 PGC 版权资源库（图片、视频、音频），接入并服务于所有“百度系产品”（手机百度、百家号、贴吧社区、百度百科等），为 C 端用户、内容创作者、商业广告客户提供最优质正版内容资源。

双方将在图片搜索建立深度合作，以显著提升 C 端用户图片搜索体验为核心目标，开展包括但不限于在图片搜索的优先排序、垂直内容专区、C 端用户个性化推送、数据共享等合作。

2018 年 1 月 12 日，公司子公司汉华易美与搜狗签署战略合作协议。视觉中国向搜狗及其用户开放全平台的图片版权资源库，搜狗为视觉中国图片资源在其搜索

引擎平台基于用户使用场景提供优先展示的机会。同时，双方在优质内容素材的正版授权方面达成战略合作。

2018年1月12日，公司子公司汉华易美与北京亿幕签署战略合作协议。北京亿幕的第一大股东是微博，运营“微博云剪”。微博云剪是由微博、亿幕联合推出的 PGC 短视频快速生产、版权素材交易、内容分发及多维度数据分析管理的一站式在线 SaaS 平台。

视觉中国向微博云剪开放全部的正版图片、视频、音乐素材，并通过 API 方式提供一站式的交付服务，供平台用户购买使用。其中，视觉中国为微博云剪平台在图片素材行业的战略合作伙伴，享有优先推荐、核心位置等权益。双方共享用户行为及使用链接等数据信息，并一起根据用户需求确定产品服务形态，包括不限于产品定价、营销推广等。另外，双方将携手构建微博云剪平台的版权保护管理和技术体系。

微博是国内最大的社交媒体平台，拥有海量用户。截至 2017 年 6 月 30 日，经过微博认证的政务机构微博达 132,012 个；2016 年微博企业账号已达 130 万个，同比增长 35%；媒体微博也超过 3 万余家；MCN (Multi-Channel Network) 合作机构总量达 1,200 家，覆盖了 1.6 万个帐号和 53 个垂直领域。

公司通过此次战略合作协议的签署，将与微博战略投资的北京亿幕共建“微博云剪媒体平台内容资源库”，为微博的政府、媒体、企业、MCN 等机构类新媒体客户提供相关内容增值服务，这将有利于公司进一步开拓视频、音乐素材的市场，顺应短视频行业的高速发展趋势；有利于改善自媒体盗版泛滥，推动社交媒体平台内容正版化，共同构建合作共赢的行业生态。

2018年2月2日，视觉中国与阿里巴巴全资子公司优视科技(中国)有限公司签订了《战略合作协议》。视觉中国向阿里巴巴文娱集团大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容，双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”、“汇川广告平台素材资源库”，在平台共建合作领域建立互为优先的合作关系。

同时，视觉中国官方自媒体入驻大鱼号媒体平台，并将整合签约供应商、供稿人(包括摄影师、设计师、艺术家等)入驻大鱼号媒体平台，为用户持续提供优质视觉内容。另外，双方在版权授权方面达成合作。

**图表41：公司与BAT等互联网平台合作协议的要点总结**

协议对象	签署日期	协议要点
凤凰网	2017年2月18日	向新媒体资讯平台“凤凰网&一点号”开放正版图片、素材、音乐以及视频，共建自媒体生态圈。
腾讯	2017年2月27日	向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐，共建自媒体共赢生态圈。
百度	2017年4月12日	向百度全面开放 PGC 版权资源库，并且通过百度系产品为 C 端客户提供正版内容资源。
搜狗	2018年1月12日	向搜狗及其用户开放全平台的图片版权资源库，搜狗为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台基于用户使用场景提供优先展示的机会。双方在优质内容素材的正版授权方面达成战略合作。
北京亿幕(微博)	2018年1月12日	向旗下运营“微博云剪”开放全部的正版图片、视频、音乐素材，并通过 API 方式提供一站式的交付服务，供平台用户购买使用。
阿里巴巴	2018年2月2日	向阿里巴巴文娱集团大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片等全部自有内容或获得合法授权的内容，双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”、“汇川广告平台素材资源库”。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

目前，公司开放正版图片供自媒体使用，但其平台方BAT须为此付费，相当于BAT来补贴自媒体。未来，公司将与BAT相应的自媒体平台数据打通，积累自

媒体用图行为的大数据，分析自媒体画像，可知什么类型的自媒体喜欢用什么样的图片、一篇文章用多少张图、用多大规格的图片、能否帮助自媒体提高图片检索和编辑的效率等诉求，从而开发针对自媒体更有效的服务，能真正为自媒体创造价值。

公司管理层表示，要为自媒体创造价值，视觉中国才能从自媒体那里收到钱，这个潜力巨大的小 B 市场的商业模式才能持久。

至于什么时候，自媒体的付费市场能起来，公司的自媒体客户数量开始爆发？这是一个从 0 到 1 的过程，公司预期可能需要两年左右的时间来培育和普及。但无论如何，这是一个想象空间很大、前景光明的业务，值得期待。

### 5.3、完善微利图片模式 布局中小企业长尾市场

虽然自媒体也属于中小企业范畴，但鉴于自媒体用图频次非常高，因此公司单独把自媒体作为一个新业务来拓展。这里说的中小企业，是指除了自媒体之外的其他中小企业客户。

服务中小企业长尾客户是平台重点特性之一。中国的中小企业多达 3000 万个，如果图片需求渗透率达到 5%，那就是 150 万个客户的市场，潜力空间非常大。因此，中小企业客户是公司未来重点扩展的两个领域之一。

2014 年，视觉中国上线微利图片库“视图网”，主要内容来源于全球最大的微利图片网站 iStockphoto，它拥有上亿张海量创意素材。微利图片库主要采用薄利多销的销售策略赢得和占领市场，旨在开拓海量中小企业的中低端市场(B2B/B2C)。

微利图片最大的优势就是价格便宜。“视图网”上标准授权的图片价格 110 元/张(五张打包)，1000 张以上单价降至 30 元/张。这个价格是传统图片的 1/10 甚至更低。

“视图网”微利图片库作为公司的重要发展战略之一，正在进行从产品设计到运营的全面升级，从搜索体验、打包方式到服务及交付方式更好地满足中小企业客户的需求。

图表42：视图网图片报价详情

打包数量	标准授权		扩展授权	
	打包价格(元)	单价(元/张)	打包价格(元)	单价/张
5 张	550	110	3500	700
10 张	900	90	6300	630
50 张	3500	70	27500	550
100 张	6000	60	45800	458
300 张	13500	45	103200	344
500 张	20000	40	153000	306
1000 张	30000	30	230000	230

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

此外，前文提到过，公司通过与百度、搜狗等互联网大流量平台建立战略合作关系，利用流量平台的聚合效应触及更多的中小企业，更好地培育和服务长尾市场。

比如，用户在百度搜索图片时，视觉中国的优质内容会有“版权”标识，用户点击图片将直接跳转至视觉中国的网站。百度与视觉中国采用佣金分成模式，任何

B 端/C 端客户通过百度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百度, 该行为大大增加了公司的中小企业客户的触达率。

综上, 中长期来看, 中小企业客户的长尾市场是一个看似“不起眼”但潜力巨大的市场, 其数量级可能会达到百万以上, 为公司业绩持续稳健高增长提供保障。

#### 5.4、海外对标——全球最大的微利图片库 Shutterstock

Shutterstock 成立于 2003 年, 总部位于美国纽约, 于 2012 年 10 月登陆纽交所上市, 当前市值 16 亿美元, 是全球最大的电子商务微利图片库。

Shutterstock 在全球 150 余个国家和地区展开业务, 凭借其高质量的图像积累、富有竞争力的价格优势和方便的订阅方式, 吸引了全世界 19 万注册内容供应商和 160 万付费客户。它的所有交易环节(检索、购买、支付和下载)全部在线上完成, 这是与传统图片交易模式最大的区别。

从 2012 年到 2016 年, Shutterstock 的付费下载量从 7,600 万次稳步增长至 1.68 亿次, 复合年均增长率达 21.9%; 下载量增长的同时, 单次下载价格也在不断提升, 从 2012 年的 2.23 美元上升至 2016 年的 2.88 美元, 涨价后的单次下载价格仍仅为 Getty Image 的百分之一(这也是微利图片的核心优势)。受益于互联网的爆发式增长, 公司拥有的版权图片量在短短五年内增加 4 倍, 从 2,330 万张增长至 1.16 亿张。

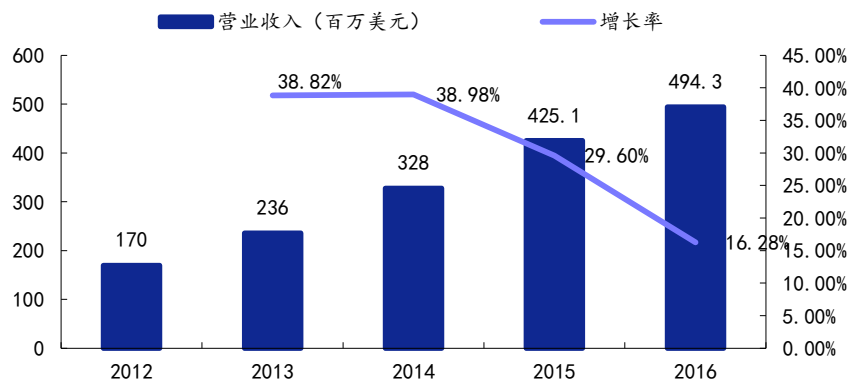
图表43: Shutterstock 主要营运指标

主要营运指标	2012	2013	2014	2015	2016
付费下载量(百万次)	76	100.2	125.9	147.2	167.9
单次下载收入(美元)	2.23	2.35	2.58	2.84	2.88
版权图片量(百万)	23.3	32.2	46.8	71.4	116.2

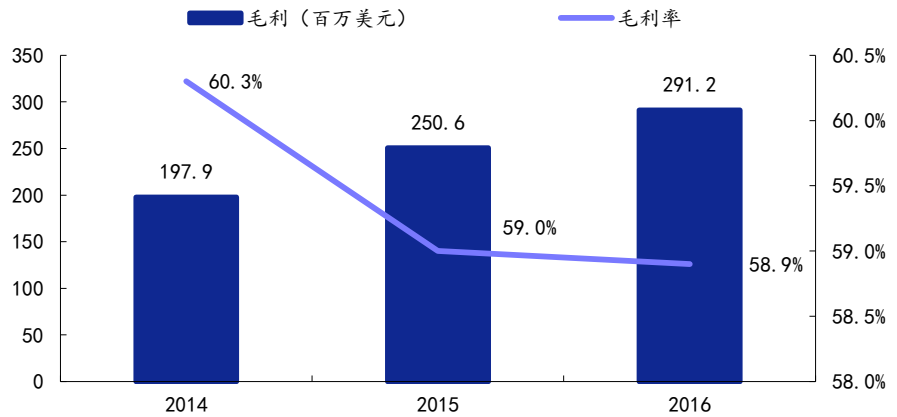
资料来源: Shutterstock 公告, 新时代证券研究所

2012 年至 2016 年, Shutterstock 营业收入从 1.70 亿美元增长到 4.94 亿美元, 复合年均增长率为 23.78%; 但净利润从 4750 万美元下降到 3260 万美元。不过, 2016 年 Shutterstock 净利润在经历了几年的下降后强势翻转, 2016 年 Shutterstock 净利润 3262.8 万美元, 同比增长 66.88%。自 2012 年起, 公司毛利率保持在 60%左右的水平, 这说明微利模式毛利率依然能够和传统模式那样维持高位。

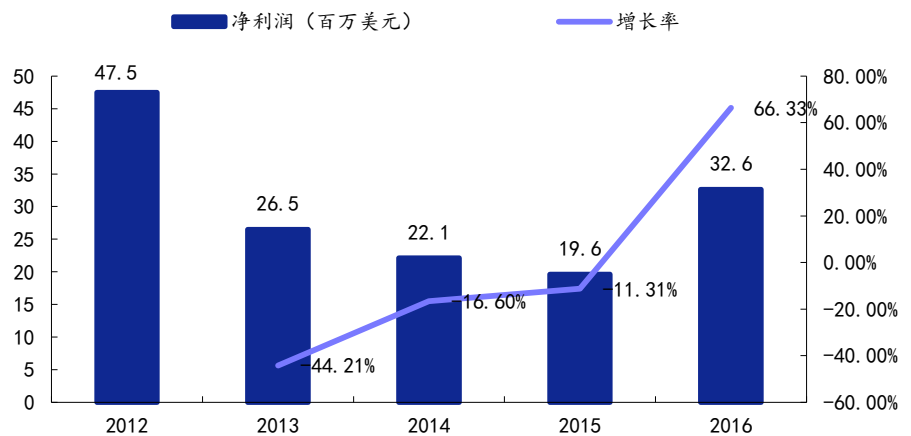
图表44: 2012-2016 年 Shutterstock 营收及增速



资料来源：Shutterstock 公告，新时代证券研究所

**图表45： 2014-2016 年 Shutterstock 毛利及毛利率**

资料来源：Shutterstock 公告，新时代证券研究所

**图表46： 2012-2016 年 Shutterstock 净利润及增速**

资料来源：Shutterstock 公告，新时代证券研究所

## 5.5、小 B 端——自媒体客户市场规模敏感性分析

由于自媒体的媒体属性，图片需求非常大，且微利图片模式非常清晰，因此，我们对公司小 B 客户的业务的收入预测暂时只考虑自媒体的市场。

截止 2017 年 7 月 31 日，微信公众号数量突破 2000 万。若仅以微信公众号平台为统计口径（不考虑今日头条、百度百家号、一点资讯号等其他自媒体平台），设定自媒体市场规模敏感性分析的相关假设条件：

(1) 自媒体基数。我们以 2000 万为基数。

(2) 付费率。考虑到互联网图片付费需要有一个教育和认可的过程，且付费率不会迅速大幅提高。付费率设为 0.5%、1%、1.5%、2% 四档。

(3) 每日用图量。假设公众号平均每日发 1 篇文章，每篇文章平均用图 1.5 张。

(4) 图片重复率。考虑到公众号用图不可能一年 360 天都不重样，其中会有一些比例的重复率。我们设定图片重复率为 50%。

(5) 图片价格。按照微利图片最低档 30 元/张计算。

**图表47： 自媒体市场规模敏感性分析**

**相关主要假设条件**

公众号总量 (万个)	2000			
付费率	0.5%	1%	1.5%	2%
付费公众号数量 (万个)	10	20	30	40
单个公众号单日平均推送文章数量 (篇)	1			
每篇文章平均图片使用数量 (张)	1	1.5	2	2.5
单个公众号每日用图量 (张)	1	1.5	2	2.5
图片平均单价 (元)	30			
单日购买金额 (元)	30	45	60	75
年图片重复率	50%			
单个公众号年化购买金额 (元)	5400	8100	10800	13500

**敏感性分析**

付费公众号数量 (万个)	10	20	30	40
单个公众号年化购买金额 (万元)	5.4	8.1	10.8	13.5
<b>自媒体市场规模 (亿元)</b>				
0.54	5.4	10.8	16.2	21.6
0.81	8.1	16.2	24.3	32.4
1.08	10.8	21.6	32.4	43.2
1.35	13.5	27	40.5	54

备注：年化购买金额按 360 天计算

资料来源：微信官方，新时代证券研究所

也就是说，自媒体市场规模未来可以达到 5.4 亿-54 亿元，中位数区间在 16.2 亿-21.6 亿元，这对公司来说是一个非常大的市场。公司在传统图片市场占有率达到 40%，若以此市占率推导到自媒体市场，则公司的自媒体业务收入可以达到 2.16 亿-21.6 亿元，中位数区间 6.48 亿-8.64 亿元。这有望在未来逐步体现在公司的报表里，非常值得期待！

## 6、 并购进入广告、旅游、教育等非图片业务

公司于 2015 到 2017 上半年完成多起并购投资，快速切入整合营销、教育、旅游等行业，打造以视觉内容与营销增值服务为核心的多业务板块高度协同发展的领袖型互联网文化科技集团公司。

### 6.1、 旅游板块——唱游

公司于 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，并参股 45% 成立了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。

经过三年的发展，“唱游”平台已经覆盖了 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。在此基础上，视觉中国开拓性地开展了与旅游业相关的增值服务

**图表48： 公司的智慧旅游项目进程**

时间	事件
2014 年 12 月	视觉中国持股 45% 的唱游公司作为项目主体，中标国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”
2016 年 8 月	由国家旅游局、视觉中国、唱游公司联合开发建设的“全国导游公共服务监管平台”正式上线
2016 年 9 月	全国旅游投诉举报平台和案件办理管理系统上线，目前已连接全国 1200 家旅游质监所与执法大队，实现旅游投诉实时流转
2016 年 10 月	全国旅游监管服务平台开发工作正式启动，该平台预计 2017 年 10 月上线

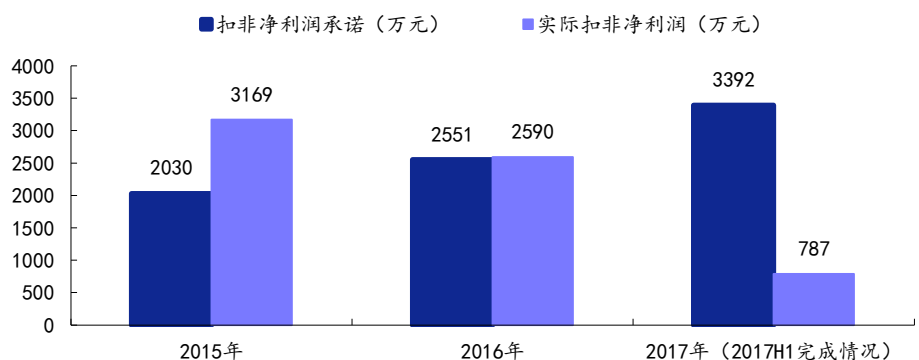
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 6.2、系统集成及技术服务——亿迅资产组

亿迅资产组为公司控股 73% 的子公司(2015 年 9 月收购)，是国内领先的全媒体交互中心解决方案供应商。即采用设计+销售+开发服务型的经营模式，根据不同行业的客户需求进行设计，运用 Genesys、Verint、Every360 等特点为客户 提供全媒体交互中心解决方案，并提供后续技术支持及维护服务。

2016 年，亿迅资产组正处于从产品销售公司向技术服务公司的转型中，连续赢得滴滴用车、美团大众点评、VIPKID 等项目。亿迅资产组 2015 年、2016 年分别实现扣非净利润 3169 万元、2590 万元，业绩承诺完成率分别为 156%、101%。

**图表49： 2015-2017 年亿迅资产组业绩承诺情况**



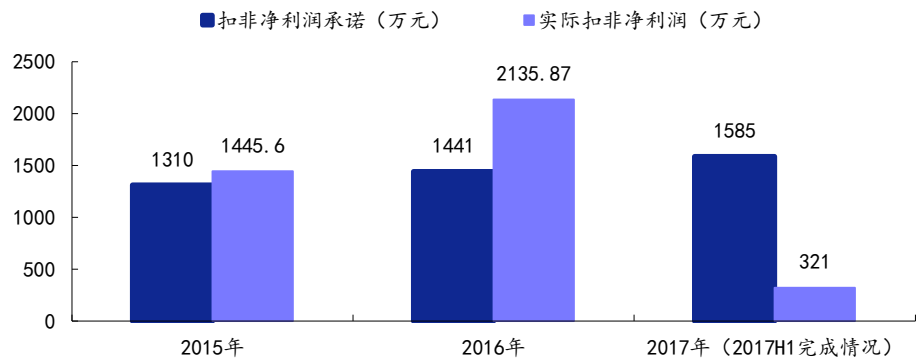
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 6.3、广告营销板块——上海卓越

上海卓越为公司子公司汉华易美控股 51% 子公司(2015 年 11 月收购)，主要从事全案整合营销，业务涵盖快消、IT、金融、旅游等多个领域，集品牌创意、数字营销、电子商务为一体，为客户提供个性化营销，和公司视觉内容主业具有极强协同性。

2015年、2016年公司业绩承诺实现情况良好，2016年扣非净利润完成率高达148%。2017年上半年，上海卓越持续加大市场拓展力度，合同签订总量符合年初预期，实现营收1556万元，净利321万元。

**图表50： 2015-2017年上海卓越承诺业绩承诺情况**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

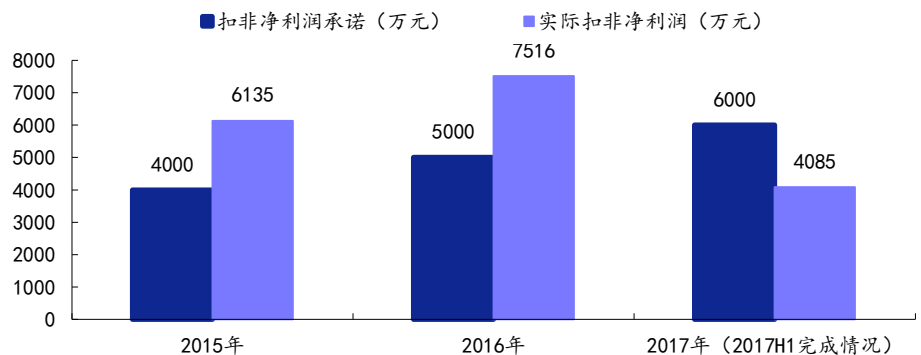
#### 6.4、字帖版权业务——湖北司马彦

湖北司马彦为公司子公司汉华易美持股49%的公司(2015年9月收购)，主要从事字帖书籍的编写、策划、制作和发行业务，是发行量最大的民营字帖品牌。

经过30年的发展积累，公司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，覆盖超6000万线下K12用户，K12字帖细分市场占有率在70%以上，在中小學生字帖行业具有绝对垄断地位。

司马彦字帖2015年、2016年实现扣非净利分别为6135万元、7516万元，业绩承诺完成率均超过150%。2017年上半年，湖北司马彦依托其核心IP资源，业绩稳步上升，实现营收7394万元，净利4085万元，继续超预期。

**图表51： 2015-2017年湖北司马彦业绩承诺情况**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



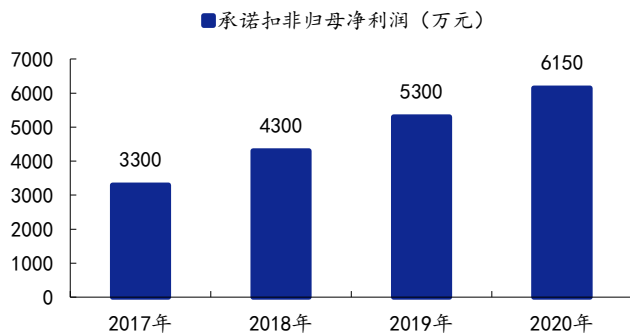
## 6.5、K12 教育板块——广东易教优培

2017 年 5 月，公司全资子公司常州远东文化产业有限公司以 1.1 亿收购广东易教优培教育科技有限公司 35% 股份。广东易教优培 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年经审计扣除非经营性损益后归属于标的公司的净利润分别不低于 3300 万元、4300 万元、5300 万元、6150 万元。

广东易教优培为主要提供在线教育先进技术产品与运营服务的专业机构，其团队拥有丰富的中小学教师培训项目运营经验，目前负责“国家教师专业发展公共服务网”的整体运营。截止 2016 年 12 月 31 日，广东易教优培总资产 4758 万元，净资产 4462 万元，营业收入 4658 万元，净利润 2588 万元。

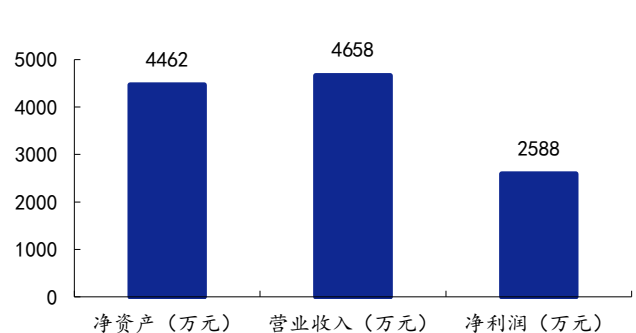
公司将通过本次投资进一步增强对 K12 教育市场的覆盖，与湖北司马彦从事的 K12 市场字帖业务具有很强的协同性。同时，公司将依托转让方的资源，将优质“视觉”核心业务拓展到 K12 市场。

图表52： 2017-2020 年广东易优培业绩承诺情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表53： 2016 年广东易优培财务情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 7、盈利预测及关键假设

公司业务主要包括视觉内容与服务（华夏视觉、汉华易美、卓越广告）及软件信息服务（亿迅资产组）两部分，同时拥有湖北司马彦（持股 49%）、唱游（持股 45%）、广东易教优培（持股 35%）、华融创新（持股 20%）等参股公司权益。

### 7.1、关键假设

(1) 2017-2019 年，视觉内容与服务主业增速分别为 32%、32%、35%，系统集成与技术服务业务增速分别为 73%、55%、40%。图片主业增速加快，主要是公司大企业客户增长明显；系统集成与技术服务增速放缓主要是基数在变大，另外业务转型引起收入有所调整。

(2) 2017-2019 年，视觉内容与服务主业毛利率分别为 63%、64%、64%，系统集成与技术服务业务毛利率为 45%、45%、40%。图片主业毛利率提升主要是公司平台议价能力增强、边际成本下降所致。系统集成与技术服务业务毛利率将逐步回归行业平均水平。

(3) 2017-2019 年，公司的税金及附加率分别为 0.36%、0.38%、0.4%；销售费用率分别为 11.12%、11.5%、12%；管理费用分别为 12.55%、13%、13.5%；

财务费用分别为 4.2%、4.2%、4.3%；所得税率分别为 13.8%、14%、14.2%。这主要是根据公司近三年的费用率情况来综合考虑。

(4) 参股公司投资收益：湖北司马彦 2017 全年实现扣非净利润 9000 万元，按照 2018-2019 年湖北司马彦扣非净利润同比增速 15%、10% 测算，为视觉中国贡献投资收益 5071 万元、5578 万元。

华融创新 2017 年实现净利润预计 1 亿，视觉中国投资收益 2000 万，按照 2018-2019 年其净利增速 20%、20% 测算，贡献投资收益为 2400 万元、2900 万。

易教优培 2017 年贡献投资收益 577 万，2018 年、2019 年按照业绩承诺，贡献收益分别为 1500 万、1855 万。

其他的如唱游、Getty SEA 等预计 2017 年投资收益为 100 万，按照 2018-2019 业绩增长 50%、40% 测算，贡献收益分别为 150 万元、210 万元。

**图表54： 盈利预测**

损益表 (亿元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5.43	7.35	9.45	12.94	17.70
YOY		35.36%	28.53%	36.92%	36.72%
营业成本	2.29	3.05	3.86	5.26	7.31
YOY		33.19%	26.65%	36.27%	38.97%
毛利	3.14	4.3	5.58	7.68	10.41
毛利率	57.83%	58.50%	59.11%	59.35%	58.75%
税金及附加	0.03	0.05	0.03	0.05	0.07
销售费用	0.52	0.69	1.05	1.49	2.13
管理费用	0.73	1.06	1.19	1.68	2.39
财务费用	-0.01	0.23	0.40	0.54	0.76
其他成本	-0.24	-0.43	-0.60	-0.80	-1.00
营业利润	2.11	2.70	3.52	4.72	6.06
利润总额	2.12	2.76	3.60	4.82	6.16
所得税	0.41	0.46	0.5	0.67	0.87
净利润	1.71	2.30	3.10	4.15	5.29
少数股东损益	0.13	0.16	0.2	0.24	0.30
归母净利润	1.58	2.14	2.90	3.91	4.99
YOY		35.70%	35.12%	34.82%	27.72%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

基于以上假设，经模型测算得出 2017-2019 年公司实现归母净利润 2.9 亿元、3.91 亿元、4.99 亿元，同比增长 35.12%、34.83%、27.72%，对应 EPS 为 0.41 元、0.56 元、0.72 元，对应 120 亿市值的 PE 为 41.37、30.77、24.04 倍。

根据公司未来三年营收及净利润 30% 的年均增速预测，以及公司大企业客户及自媒体小 B 客户市场的高增长预期逐步释放，我们给予公司 2018 年 40 倍 PE 估值，目标市值 160 亿元，给予“强烈推荐”评级。

## 7.2、 风险因素

1) 图片正版化进程速度缓慢。公司的大企业客户及自媒体客户收入增长受图片

行业正版化进程速度影响，客户拓展可能存在不达预期的风险，进而影响主营业务的业绩增速。

2)行业竞争导致毛利率下滑风险。公司竞争对手包括主要的包括东方 IC、全景网络等版权交易平台，为市场份额竞争可能导致价格战，从而影响毛利率。

3)收购标的业绩不达预期。公司收购子公司卓越资产组、亿迅资产组及投资参股公司湖北司马彦、广东易教优培、唱游、Getty SEA、华融创新等可能存在业绩不达预期的风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1067	1066	1216	1325	1733	<b>营业收入</b>	<b>543</b>	<b>735</b>	<b>945</b>	<b>1294</b>	<b>1770</b>
现金	629	468	478	371	507	营业成本	229	305	386	526	731
应收账款	289	345	470	647	881	营业税金及附加	3	5	3	5	7
其他应收款	17	35	32	59	65	营业费用	52	69	105	149	212
预付账款	17	4	23	14	36	管理费用	73	106	119	168	239
存货	<b>16</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>50</b>	<b>59</b>	财务费用	-1	23	40	54	75
其他流动资产	98	185	186	185	186	资产减值损失	5	13	12	17	12
<b>非流动资产</b>	1703	2457	3026	3614	4217	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
长期投资	329	820	1382	1965	2562	投资净收益	29	54	75	96	111
固定资产	8	6	7	9	12	<b>营业利润</b>	<b>211</b>	<b>270</b>	<b>357</b>	<b>472</b>	<b>606</b>
无形资产	9	8	9	9	8	营业外收入	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
其他非流动资产	<b>1357</b>	<b>1623</b>	<b>1628</b>	<b>1632</b>	<b>1636</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2770</b>	<b>3524</b>	<b>4242</b>	<b>4939</b>	<b>5951</b>	<b>利润总额</b>	<b>212</b>	<b>276</b>	<b>360</b>	<b>482</b>	<b>617</b>
<b>流动负债</b>	332	616	444	773	1302	所得税	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>88</b>
短期借款	0	22	22	25	531	<b>净利润</b>	<b>171</b>	<b>231</b>	<b>310</b>	<b>415</b>	<b>529</b>
应付账款	81	164	147	277	312	少数股东损益	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>30</b>
其他流动负债	<b>250</b>	<b>430</b>	<b>276</b>	<b>472</b>	<b>458</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>158</b>	<b>215</b>	<b>290</b>	<b>391</b>	<b>499</b>
<b>非流动负债</b>	327	574	528	481	434	<b>EBITDA</b>	<b>205</b>	<b>286</b>	<b>358</b>	<b>480</b>	<b>626</b>
长期借款	85	236	189	142	96	EPS (元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.71
其他非流动负债	<b>241</b>	<b>339</b>	<b>339</b>	<b>339</b>	<b>339</b>						
<b>负债合计</b>	<b>658</b>	<b>1191</b>	<b>972</b>	<b>1254</b>	<b>1737</b>						
少数股东权益	31	36	56	80	110	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	74	74	701	701	701	<b>成长能力</b>					
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业收入(%)	38.8	35.5	28.5	36.9	36.7
留存收益	405	620	930	1345	1874	营业利润(%)	74.7	27.8	32.0	32.3	28.4
归属母公司股东权益	2080	2297	3214	3604	4104	归属于母公司净利润(%)	11.1	36.2	35.3	34.5	27.8
<b>负债和股东权益</b>	<b>2770</b>	<b>3524</b>	<b>4242</b>	<b>4939</b>	<b>5951</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.4	58.7
						净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.2	28.2
						ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.3	12.6
						ROIC(%)	6.4	7.7	8.0	9.9	10.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	23.8	33.8	22.9	25.4	29.2
						净负债比率(%)	-21.9	(3.4)	(6.7)	(4.2)	4.0
						流动比率	3.2	1.7	2.7	1.7	1.3
						速动比率	3.2	1.7	2.7	1.6	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	3.6	2.5	2.5	2.5	2.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.37	0.07	0.69	0.35
						每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.28	4.59	5.14	5.86
						<b>估值比率</b>					
						P/E	81.10	59.53	44.00	32.72	25.59
						P/B	6.14	5.56	3.98	3.55	3.11
						EV/EBITDA	61.41	45.8	36.2	27.2	21.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

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

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

## 分析师声明

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

## 分析师介绍

**姚轩杰**，中国人民大学硕士，4年投资研究经验，曾有传媒业上市公司的工作经历。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

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

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕阳 销售总监</b> 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>