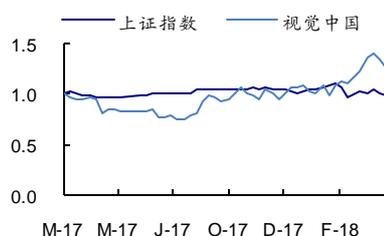


证券研究报告—深度报告
传媒
影视娱乐
视觉中国(000681)
买入

合理估值: 26-43 元 昨收盘: 25.19 元 (维持评级)

2018年03月27日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	701/280
总市值/流通(百万元)	17,648/7,050
上证综指/深圳成指	3,134/10,564
12个月最高/最低(元)	28.45/13.98

相关研究报告:

《视觉中国-000681-重大事件快评:收购500px 深化图片资源优势,“社区+内容+交易”商业模式前景可期》——2018-02-28
 《视觉中国-000681-2017 季报点评:业绩增长稳健,持续看好 B 端变现模式深化》——2017-10-31
 《视觉中国-000681-2017 年半年报点评:营收增长稳健,变现持续深化》——2017-08-31

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002
联系人: 侯帅楠
 电话:
 E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

图片市场百亿规模待耕,业态升级打开成长新空间

● 图片行业百亿规模待耕,公司历史表现优异

1) 国内图片价值严重低估,图片交易规模占广告业产值比例仅为全球市场的 1/4;正版化、“读图时代”带动图片行业进入高速发展期,我们测算 **2019 年图片行业市场规模有望达到 108 亿,三年复合增速 40%**。2) 公司是中国首家互联网图片公司,内容资源覆盖名列前茅、持续受益行业成长。公司近三年收入、业绩复合增速分别达到 41.1%和 39.0%,毛利率维持 60%以上,体现公司对上下游的议价权。

● 上游内容筑壁垒,中游平台技术强,下游获客能力优

1) **内容:**内容方面汇集自有版权内容、合作供应商和签约供稿人(1.7万人)三方资源,提供 2.7 亿图片服务、500 万条视频素材和 35 万首音频等内容资源,构建起较高的内容资源壁垒。2) **平台:**持续加大技术投入,自主研发图像搜索、版权跟踪、自动标签等核心技术,提升客户图像服务体验及盗版图片追踪能力。3) **客户:**传统核心客户(媒体、广告、中小客户)不断夯实,2017H1 客户增速 20%左右;新兴客户(商业大企业客户、互联网平台)持续拓展,2017H1 增速 50%左右;基于资源优势,公司销售费用率显著低于同业,凸显获客能力。

● 大企业客户持续拓展,以巨头为桥梁开拓长尾市场

1) **大 B:**图片正版化政策趋严、图片识别等技术提升普及解决盗版图片维权、追踪痛点,商业、金融机构等“非媒体”大企业客户正版图片消费市场打开; **2017H1 企业大客户部门新增年度签约客户数同比增长超过 50%**。2) **小 B 及 C 端:**近年来伴随媒介更迭,自媒体市场发展迅速:2013-16 年微信公众号数量实现从 200 万到 1200 万的飞跃,自媒体广告收入规模由 15 亿增长至 195 亿;公司基于内容资源优势,一方面通过与互联网平台大 B(自媒体聚合平台)合作进而触及自媒体小 B 客户、C 端客户,另一方面直接与头部自媒体合作,有望为公司带来较大业绩弹性。

● 盈利预测与投资建议

我们预计 17/18/19 年公司全面摊薄 EPS 分别为 0.41/0.53/0.68 元,当前股价分别对应同期 62/46/37 倍 PE;结合绝对及相对估值,我们认为公司合理股价为 26-43 元,乐观情形下存在 70%左右的上涨空间。我们持续看好公司在“社区+内容+交易”商业模式持续深化下的长期成长力,继续维持“买入”评级。

风险提示:商业变现不及预期,盗版风险等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	735	907	1,150	1,465
(+/-%)	35.5%	23.4%	26.7%	27.4%
净利润(百万元)	215	288.76	368.08	475.97
(+/-%)	36.2%	34.5%	27.5%	29.3%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.41	0.53	0.68
EBIT Margin	34.1%	35.6%	36.9%	38.3%
净资产收益率(ROE)	9.3%	11.2%	12.5%	14.0%
市盈率(PE)	82.3	62.1	46.4	37.1
EV/EBITDA	73.7	60.3	43.3	34.3
市净率(PB)	7.69	7.48	7.22	6.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

盈利预测与投资建议

1) 公司在图片领域深耕多年,在上游内容资源、中游平台、下游客户获取上均具备显著优势。依托多年发展,通过汇集自有版权内容、合作供应商和签约供稿人(1.7万人)等三方资源,拥有超过2.7亿张图片资源、500万条视频素材和35万首音频,遥遥领先同业;在完成对Corbis、500px收购后更加强了公司在图片资源端的优势。在平台构建上,持续加大技术投入,自主研发图像搜索、版权跟踪、自动标签等核心技术,提升客户图像服务体验及盗版图片追踪能力,同时区块链技术的逐步成熟与应用也有望进一步提升公司图片资源变现潜力。传统核心客户(媒体、广告、中小客户)不断夯实,2017H1客户增速20%左右;新兴客户(商业大企业客户、互联网平台)持续拓展,2017H1增速50%左右;基于资源优势,公司销售费用率显著低于同业,凸显获客能力。

2) 图片价值严重低估导致国内图片市场规模相对较小,版权保护加强及商业模式深化之下行业将迎来持续高增长期。2016年图片交易市场规模占据全球广告业产值的2.4%;而根据赛迪咨询预测数据,2016年我国图片交易规模仅占广告业产值0.6%。我们假设2019年图片市场对广告市场渗透率达到1%-1.8%左右;我国广告市场进入稳定发展时期,假设广告市场未来3年复合增速在4%-8%之间;测算得到2019年图片行业市场规模有望达到108亿,三年符合增速有望达到40%;

3) 商业模式持续深化,“社区+内容+交易”推动公司持续高成长。在传统2B业务之外,公司正在持续向小B及C端市场延伸。伴随媒介更迭,自媒体市场发展迅速,基于内容资源优势及客户的正版化需求,公司一方面通过与互联网平台(百度、阿里巴巴、腾讯、京东等)合作进而触及自媒体小B客户、C端客户,另一方面直接与头部自媒体合作,分享行业高成长红利。

我们预测公司2017-19年收入分别为9.36/11.63/14.57亿元,同比增速分别为27%/24%/25%;预测公司2017-19年净利润2.84/3.81/4.76亿元,同比增速分别为32.5%/34.0%/25.1%;预计17/18/19年公司全面摊薄EPS分别为0.41/0.53/0.68元,当前股价分别对应同期62/46/37倍PE。我们持续看好公司在图片行业的垄断地位,在“社区+内容+交易”商业模式持续深化以及区块链等新技术应用之下有望持续保持高增长,当前较低市值水平下仍有较高的成长空间,继续维持“买入”评级。

与市场预期的差异之处

1) 投资者普遍对于公司估值有较大疑惑和担心。我们认为,虽然公司估值水平显著高于A股传媒板块整体估值水平,但是考虑到A股传媒板块以内容公司为主的状况,公司作为图片行业稀缺的互联网平台龙头,理应享有显著估值溢价。同时参考音频(音乐)、文字(网络文学)、视频(视频平台)等主要内容形态中诞生的互联网平台估值水平,公司当前估值仍处于相对低估的状态,且显著低于公司历史估值水平。

2) 市场对图片市场成长性存在较大疑虑。我们认为在正版化大潮之下,图片行业收入持续增长的确定性明显;同时在自媒体、区块链等新业态、新技术驱动之下,图片行业变现模式有望快速演进。

股价变化的催化因素

1) 与互联网平台合作持续落地,新商业模式成型; 2) 业绩持续高增长。

风险提示：业绩不达预期、商业模式拓展不及预期、盗版风险等。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值法：26.04-43.68 元.....	7
相对估值法：16.2-43.2 元.....	7
投资建议：合理估值 26-43 元，维持“买入”评级.....	8
公司概况：深耕视觉内容业务，业绩处高速增长期	9
深耕视觉内容业务 17 年，资源整合、生态布局完善.....	9
实际控制人持股超 55%，行业及管理经验丰富.....	10
业绩成长迅速，毛利率超 60% 彰显议价能力.....	11
业务：内容壁垒高、平台技术强、获客能力优	12
内容：“自有版权+合作供应+签约供稿”三方优质内容筑壁垒.....	12
平台：基于大数据与人工智能，提升图像服务能力.....	16
客户：客户构成多元，获客效率高于同业.....	17
其他：多元并购涉足旅游、营销及教育板块.....	20
空间：图片市场百亿规模待耕，商业模式持续深化	22
图片版权市场潜力巨大，公司占据优势地位.....	22
大 B：商业类大企业客户潜在市场打开.....	23
小 B 及 C 端：以巨头为桥梁开拓自媒体长尾市场.....	25
盈利预测与投资建议	29
风险提示	29
附表：财务预测与估值	30
国信证券投资评级	31
分析师承诺	31
风险提示	31
证券投资咨询业务的说明	31

图表目录

图 1: 视觉中国 PE Band	8
图 1: 视觉中国业务体系	10
图 2: 2012-2017 三季度公司 营收及增速	11
图 3: 2012-2017 三季度公司 归母净利润及增速	11
图 4: 2014-2017H1 公司 营收结构 (亿元)	12
图 5: 2014-2017H1 公司 视提升党素材及其他业务毛利率	12
图 6: 视觉中国业务链条	12
图 7: 公司主要资源储备情况	13
图 8: 视觉中国 Corbis 专区	14
图 9: 东星娱乐历史沿革	14
图 10: 视觉中国 Getty 专区	15
图 11: 500px.me 摄影师社区官网	16
图 12: shijue.me 设计师社区官网	16
图 13: 视觉中国便捷搜索技术应用	17
图 14: 视觉中国客户分类	18
图 15: 视觉中国与腾讯网合作模式	19
图 16: 视觉中国销售费用率低于同业	19
图 17: 12301 项目推进情况	20
图 18: 2016 年全球图片版权规模占广告市场 2.4%	22
图 19: 2016 年中国图片版权规模占广告市场 0.6%	22
图 20: 2006-2017 年图片侵权案例数变化	23
图 21: 2010-2016 图片的大规模视觉识别效果	24
图 22: 2017 百度视觉六大技术矩阵	24
图 23: 企业和媒体为微信公众号主要关注对象	24
图 24: 企业和媒体为微信公众号主要关注对象	25
图 25: 网络媒体的发展历程	25
图 26: 以微信为首的自媒体传播平台逐步繁荣	25
图 27: 自媒体行业发展历程	26
图 28: 2013-2017 年微信公众号数量及预测	26
图 29: 微信 (自媒体平台) 成为新闻浏览最大入口 (2016.3)	26
图 30: 自媒体主要使用素材类型	27
图 31: 2013-2019 年网络广告市场规模及自媒体市场占比	27
图 32: 2013-2019 年自媒体广告市场规模	27
图 33: 2016 年自媒体收入来源	27
图 34: 视觉中国渗透自媒体客户的两种方式	28
表 1: 公司盈利预测假设条件	7
表 2: FCFF 估值敏感性分析: 增长率 (纵轴) 与 WACC (横轴)	7
表 3: 视觉中国上游内容端供应商	13
表 4: 视觉中国媒体类客户分类	18

表 5: 视觉中国 2015 年以来的其他业务板块收并购情况	20
表 6: 亿迅集团承诺业绩与完成情况	21
表 7: 司马彦承诺业绩与完成情况	21
表 8: 上海卓越承诺业绩与完成情况	21
表 9: 易教优培承诺业绩	22
表 10: 图片版权交易市场规模预测	22
表 11: 图片正版化相关政策	23
表 14: 公司与百度、腾讯的图片内容合作示例	28
表 15: 自媒体长尾客户增量市场测速	29

估值与投资建议

我们采用绝对和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值法：26.04-43.68 元

按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2017~2019 年收入增速分别为 27.3%/24.2%/25.28%，预计毛利率在稳中有升，管理费用率、销售费用率随着收入规模增长有所下降。

表 1: 公司盈利预测假设条件

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	270.75%	38.82%	35.47%	27.31%	24.24%	25.28%
营业成本/营业收入	44.61%	42.25%	41.47%	39.53%	39.78%	40.01%
管理费用/营业收入	16.05%	13.31%	14.24%	16.00%	10.00%	10.00%
销售费用/销售收入	7.86%	9.63%	9.33%	11.00%	12.00%	11.00%
营业税及附加/营业收入	0.69%	0.57%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
所得税税率	11.38%	19.33%	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%
股利分配比率	0.00%	0.40%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所测算

基于以上主要假设，采用 FCFF 绝对估值方法，得到公司的合理估值区间为 26.04~43.68 元。

表 2: FCFF 估值敏感性分析: 增长率 (纵轴) 与 WACC (横轴)

32.41	7.6%	8.1%	8.57%	9.1%	9.6%
6.5%	97.91	66.57	50.38	40.51	33.86
6.0%	69.24	52.36	42.06	35.13	30.14
5.5%	54.42	43.68	36.45	31.25	27.34
5.0%	45.37	37.83	32.41	28.33	25.14
4.5%	39.27	33.62	29.36	26.04	23.38
4.0%	34.88	30.44	26.98	24.21	21.94
3.5%	31.57	27.96	25.07	22.70	20.74

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

相对估值法：16.2-43.2 元

我们采用三种相对估值方法分析公司合理内在价值:

1、相比业内其他图片公司

当前同样上市的可比公司为 SHUTTERSTOCK INC[SSTK.N]，当前市值 17.9 亿美元，TTM-PE 72.91x；视觉中国 18 年 PE 46 倍，TTM-PE 70x，与其基本相当。但是考虑到 SHUTTERSTOCK 业务主要为微利图片，且视觉中国在资源掌控力以及成长性上更为优秀，理应享有更高的估值水平。

2、选取传媒子版块可比龙头比较：我们从两个维度确定公司估值区间：1) A股电影、游戏、图书公司、广告均为“内容型”公司，在商业模式和资源掌控力上要相对弱于作为互联网平台的视觉中国。我们认为可以横向与电影、游戏、大众图书、广告4个子版块龙头估值进行比较，上述行业龙头估值水平可以作为其估值底部（18年动态PE中位数为30x）；2) 作为网络文学行业的平台型公司，阅文集团在网络文学市场的掌控力与公司比较相似，考虑到网络文学更为广阔的变现空间，其估值水平可以作为视觉中国估值顶部的参照系（按照18年PE 80倍），对应估值区间为16.2—43.2元。

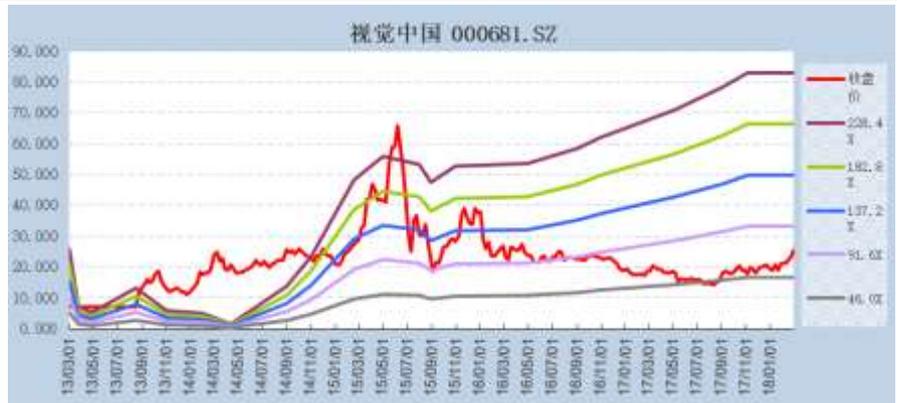
表 3: 传媒各子版块可比龙头估值

公司	市值 (亿元)	股价(元)		EPS			PE		2018	2016-19年		
		2018-3-26	2016	2017	2018	2019	2016	2017	PEG	CAGR		
视觉中国	176	25.19	0.31	0.41	0.53	0.68	82	62	46	37	1.52	30%
分众传媒	1,667	13.63	0.36	0.47	0.54	0.64	38	29	25	21	1.19	21%
万达电影	611	52.04	1.16	1.4	1.72	2.13	45	37	30	24	1.35	22%
三七互娱	400	18.64	0.5	0.78	0.99	1.2	37	24	19	16	0.56	34%
光线传媒	354	12.07	0.25	0.29	0.37	0.45	48	42	33	27	1.51	22%
新经典	98	72.59	1.13	1.67	2.18	2.79	64	43	33	26	0.95	35%
阅文集团	671	74	0.71	0.05	0.90	1.48	104	1644	82	50	2.96	28%

资料来源:Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理(注:以上公司仅做列示,并非推荐排序)

3、纵向历史估值来看：估值处于历史底部。公司自2013年以来,公司 TTM-PE 中值为 137 倍,最大值为 315 倍,最小值为 46 倍。当前公司 TTM-PE 估值 70 倍,估值仍处于公司历史估值的底部位置。

图 1: 视觉中国 PE Band



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：合理估值 26-43 元，维持“买入”评级

综合绝对估值和相对估值,我们认为公司股票合理价格在 26-43 元,相对于 3 月 26 日收盘价有 3%-70%左右的上涨空间,继续维持“买入”评级。

公司概况：深耕视觉内容业务，业绩处高速增长期

深耕视觉内容业务 17 年，资源整合、生态布局完善

公司成立于 2000 年，是中国首家互联网图片公司，专注视觉内容业务 17 年，公司成长经历三个阶段：

1) 2000-2005: 国内首家图片库创立

2000 年 5 月，中国首家图片库网站 Photocom 正式运营，由《中国青年报》记者柴继军、李学凌和技术出身的陈智华创办，并获得百联优力投资。

2) 2005-2014: 图片素材库快速扩张

2005 年，公司与全球最大的数字影像公司 Getty Images 成立合资公司华盖创意，切入创意类图片市场；2011 年，公司收购两岸三地最大的娱乐图片素材供应商，2012 年成立视觉中国集团，整合内容及服务业务。

3) 2014 至今：上市后加速资源整合与生态布局

2014 年，公司重大资产重组成功，借壳远东股份上市，全面进入数字娱乐市场。2014-2017 年公司通过收并购与战略合作，不断扩张业务版图，先后收购了亿迅、500px、司马彦、艾特凡斯（已剥离）、上海卓越、Getty 香港、联景国际（Corbis）、易教优培等。

目前公司的图片版权交易平台在线提供超过 2.7 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，处于行业内绝对领先地位。

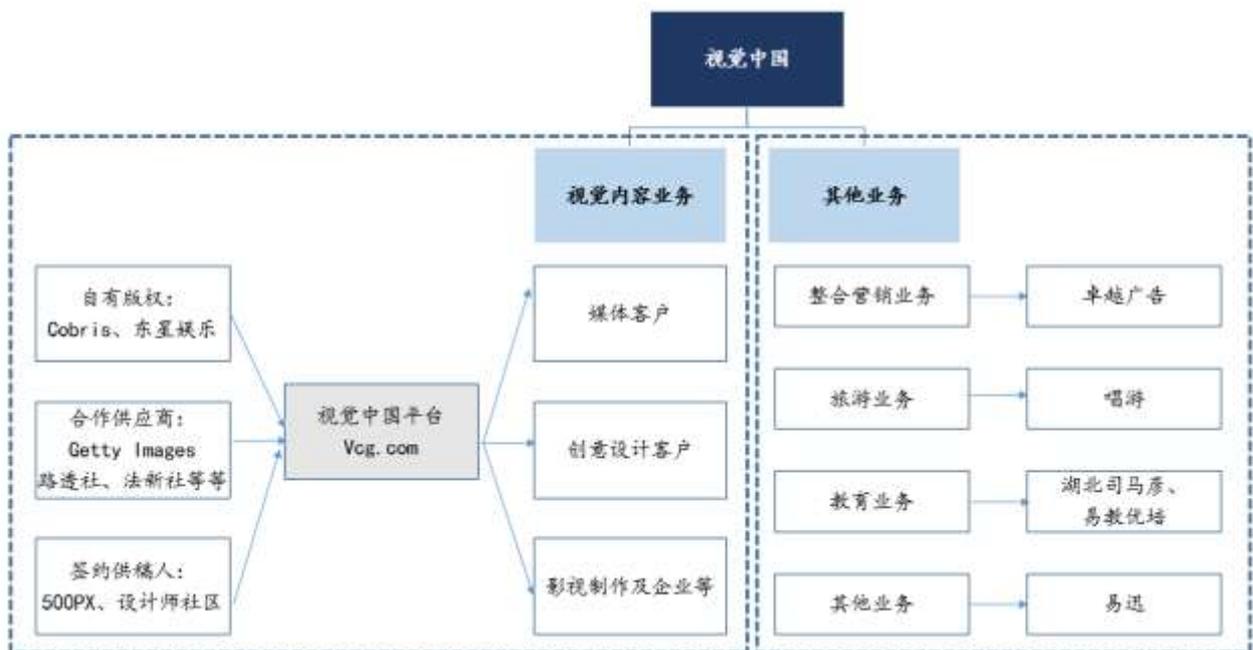
表 4: 视觉中国历史沿革

时间	事件
2000-2005	2000 年 5 月 《中国青年报》记者柴继军、李学凌和陈智华创办中国第一个图片库网站 Photocom 正式运营，百联优力投资
	2005 年 公司更名为汉华易美，Photocom 网站更名为 ChinaFotoPress；与 Getty 合资设立华盖创意，初入创意类图片市场
2005-2014	2011 年 公司收购东星娱乐，是最大的娱乐图片素材库
	2012 年 shijue.me 设计师社区上线，成立视觉中国集团
	2014 年 2 月 借壳远东股份上市
	2014 年 9 月 微利图片网站“视图网”上线
2014 至今	2015 年 6 月 收购亿迅集团 73% 股权
	2015 年 7 月 投资 500px，全球顶尖摄影师社区
	2015 年 9 月 收购司马彦 49% 股权，国家智慧旅游公共服务平台 12301 上线
	2015 年 10 月 收购上海卓越 51% 股权
	2016 年 6 月 参与 Getty 香港增资，持有 50% 股份
	2016 年 7 月 收购联景国际，Corbis 核心版权资产
	2017 年 2 月 与腾讯签订战略合作协议
	2017 年 4 月 与百度签订战略合作协议
	2017 年 6 月 与中新社签订战略合作协议，收购易教优培 35% 股权
	2017 年 7 月 转让艾特凡斯 100% 股权，剥离主题公园重资产业务
2018 年 2 月 收购 500px 100% 股权	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司核心业务为视觉内容业务：搭建了 PGC 图片内容与 B 端、C 端用户间的平台，上游聚合图片内容、下游直接触达客户。视觉中国的主营业务为视觉内容与服务，上游以优质 PGC 视觉内容为核心，平台将内容运营与大数据、人工智能技术相结合，提升视觉内容多渠道高效分发能力，下游实现从 B 端客户全覆盖的同时，向 C 端客户延展；上市后收购全球第三大图片库 Corbis Images，战略投资 Getty、500px 社区，不断完善图片内容资源整合。同时公司不断延伸产业链，围绕主业构建生态：视觉内容主业外，公司收购上海卓越广告、亿迅资产组、司马彦字帖、易教优培、唱游，进入下游数字营销、全媒体交互、教育、旅游等领域。

图 2：视觉中国业务体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

实际控制人持股超 55%，行业及管理经验丰富

公司十名一致行动人暨实际控制人股权比例超过 55%，十人均为原华夏视觉与汉华易美股东：吴春红、廖道训、吴玉瑞、姜海林、袁闯、梁世平为百联优力最早的出资人，柴继军、陈智华、李学凌为原 Photocome 创始人；十名一致行动人在借壳上市时承诺其股份 3.88 亿股锁定期为六十个月（截至 2019 年 4 月）。

实际控制人与管理层行业、管理经验丰富，长期引领公司发展。1) 公司实际控制人之一柴继军先生 1995-2005 年任中国青年报图片编辑、摄影记者，2006 年至今一直担任华夏视觉、汉华易美的总编辑。2) 公司的管理层均为控股股东（一致行动人）或其直系亲属，管理层与股东利益高度一致，且深耕行业多年、管理经验丰富：董事长廖杰先生为实际控制人廖道训、吴玉瑞之子（合计持股 25.46%）；公司总裁梁军为实际控制人吴春红之女、梁世平之妹（合计持股 14.05%）。

表 5: 视觉中国十大股东 (2017 年三季度)

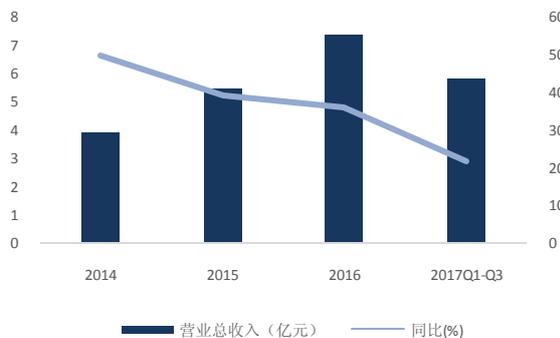
股东性质	股东	股份数量	股权占比 (%)
一致行动人暨实际控制人	吴春红	97,912,627	13.98
一致行动人暨实际控制人	吴玉瑞	89,161,290	12.73
一致行动人暨实际控制人	廖道训	89,161,290	12.73
一致行动人暨实际控制人	柴继军	49,762,128	7.10
原东星娱乐股东	黄厄文	47,240,000	6.74
一致行动人暨实际控制人	姜海林	30,610,125	4.37
	常州服装集团有限公司	17,322,925	2.47
一致行动人暨实际控制人	陈智华	14,830,762	2.12
-	常州产业投资集团有限 公司	12,868,633	1.84
一致行动人暨实际控制人	袁闯	6,956,868	0.99
合计		455,826,648	65.07

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

业绩成长迅速, 毛利率超 60%彰显议价能力

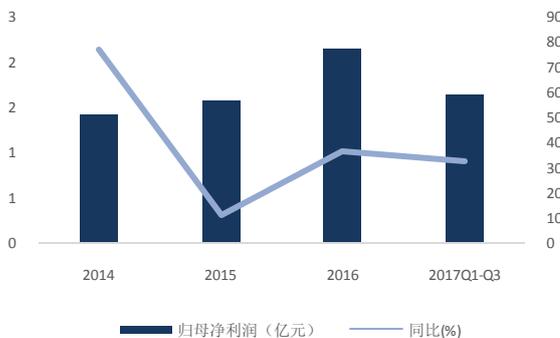
财务表现靓丽, 2017 年前三季度营收及归母净利润均实现高增长。2017 年前三季度实现营收 57.97 亿元 (YOY+21.52%), 实现归母净利润 16.26 亿元 (YOY+32.12%); 2017Q3 实现营收 19.70 亿元 (YOY+0.24%), 实现归母净利润 6.71 亿元 (YOY+26.36%)。近三年营收和扣非归母净利润的复合增速分别为 41.1%和 39.0%, 其中图片素材主业近两年营收增幅超 30%。

图 3: 2012-2017 三季度公司 营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2012-2017 三季度公司 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

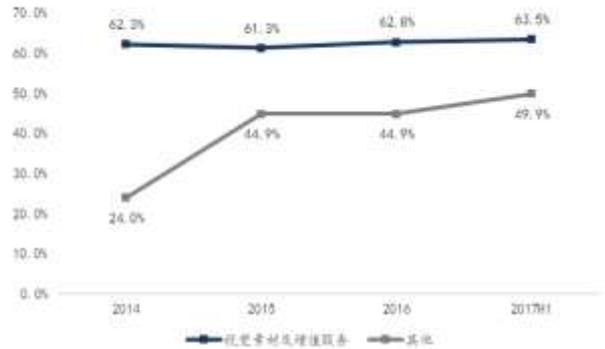
视觉素材主业壁垒高、具备一定议价权, 毛利率超 60%、稳步提升。近年来, 公司视觉素材及增值服务占公司主营业务比重稳定在 80%左右, 2017 年上半年, 视觉素材及增值服务板块实现营业收入 3.08 亿元, 同比增长 25.1%; 其他业务板块营业收入 7483 万元, 同比增长 118%。毛利率方面, 公司 2014-2016 三年平均毛利率为 57.2%, 其中, 视觉素材及增值服务的平均毛利率高达 62.1%, 主要受益于公司图片内容壁垒较高、市场格局地位占优。

图 5: 2014-2017H1 公司营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2014-2017H1 公司视提升觉素材及其他业务毛利率

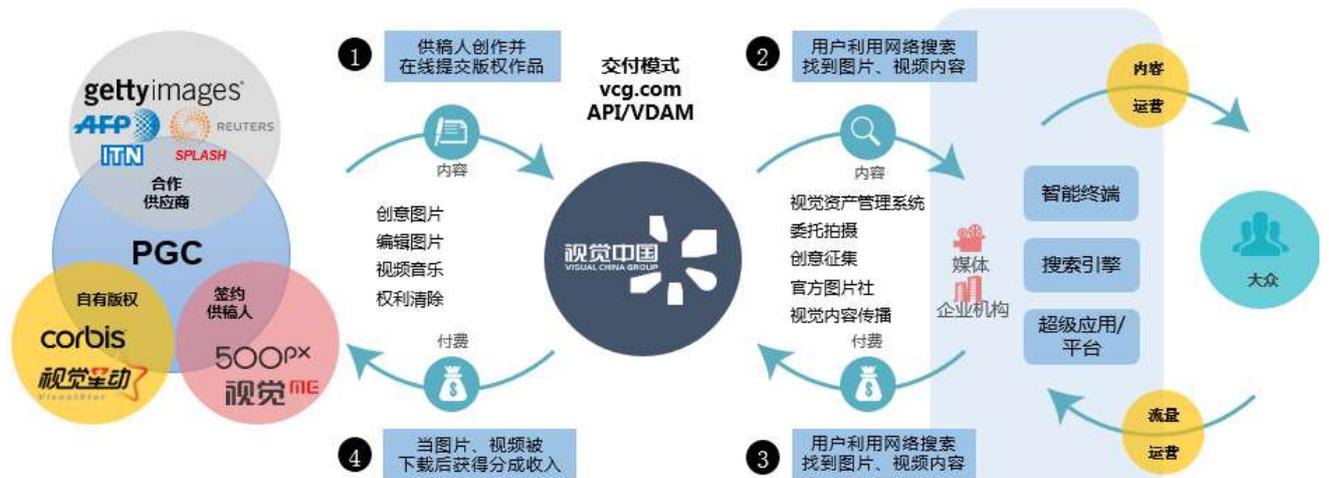


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业务: 内容壁垒高、平台技术强、获客能力优

视觉中国核心价值在于搭建了 PGC 图片内容与 B 端、C 端用户间的平台, 上游聚合图片内容筑壁垒, 下游高效触达客户。视觉中国的主营业务为视觉内容与服务, 上游以优质 PGC 视觉内容为核心, 平台将内容运营与大数据、人工智能技术相结合, 提升视觉内容多渠道高效分发能力, 下游实现从 B 端客户全覆盖的同时, 向 C 端客户延展。

图 7: 视觉中国业务链条



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

内容: “自有版权+合作供应+签约供稿”三方优质内容筑壁垒

目前公司的版权交易平台在线提供超过 2.7 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, 处于行业内绝对领先地位。

公司的内容来源主要分为三部分: 自有版权内容、合作供应商和签约供稿人。截止 2016 年 12 月 31 日, 公司与 Getty Images、ITN、500px 等全球 240 余家知名图片社、影视等版权机构建立了独家内容供应的合作关系。

表 3: 视觉中国上游内容端供应商

公司	类型	合作方式	合作收购时间	创立时间
自有版权内容				
Corbis Images	创意类图片平台	收购	2016 年	1989 年
东星娱乐	娱乐类图片平台	收购	2012 年	2002 年
合作供应商				
Getty Images	创意类图片平台	战略合作伙伴	2005 年	1995 年
中国新闻社下设公司北京中新雅视文化发展有限公司	新闻类图片	战略合作伙伴	2017 年 6 月	2002 年
其他主要供应商等				
签约供稿人				
500px (500px.me 摄影师社区)	社区	战略投资	2015 年 7 月	2003 年
设计师社区 (shijue.me)	社区	自有		2012 年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8: 公司主要资源储备情况

资源类型	储备量
图片	2 亿张
视频素材	500 万条
音乐/音效	35 万首
合作供稿人	1.7 万名

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

1) 自有版权内容：覆盖全球经典图片及娱乐图片

Corbis Images: 比尔·盖茨于 1989 年创办的全球第三大图片库，Corbis Images 在线图片库拥有近 5000 万张照片，19 万条视频，记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件的原版图片、底片、印刷物等档案，是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产。**Corbis 为客户提供包括创意类、纪实类、时事类，以及娱乐类等图像**，协助创意专业人员为网站、杂志、报纸、书刊、电视，以及电影制作出色的作品。

Corbis 成立后，于上世纪 90 年代收购了 Bettmann 历史图片档案馆、全球最大的新闻摄影机构之一的 Sygma、明星图片公司 Outline。在 21 世纪又先后收购了全球知名创意图片公司 Zefa、设计社区 Veer、全球最大的明星八卦图片库 Splash 等。2016 年 7 月，视觉中国以 8083 万美元收购了核心资产为 Corbis 的联景国际 100% 股权。

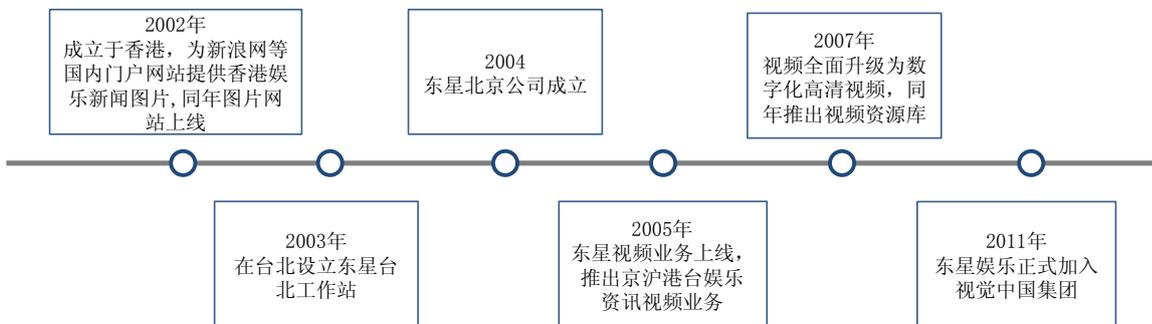
图 9: 视觉中国 Corbis 专区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

东星娱乐：2012 年公司收购大中华区领先的娱乐通讯社东星娱乐。东星娱乐是中华区最大最专业的、从事娱乐新闻图片和视频素材采编的专业制作机构，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+20 余个二三线城市，为专业从事港澳台地区及中国内地数字娱乐资讯图片和视频内容采编的供应商。累积十余年海量素材，拥有数千万张图片，是最全面的娱乐时尚媒体库。

图 10: 东星娱乐历史沿革



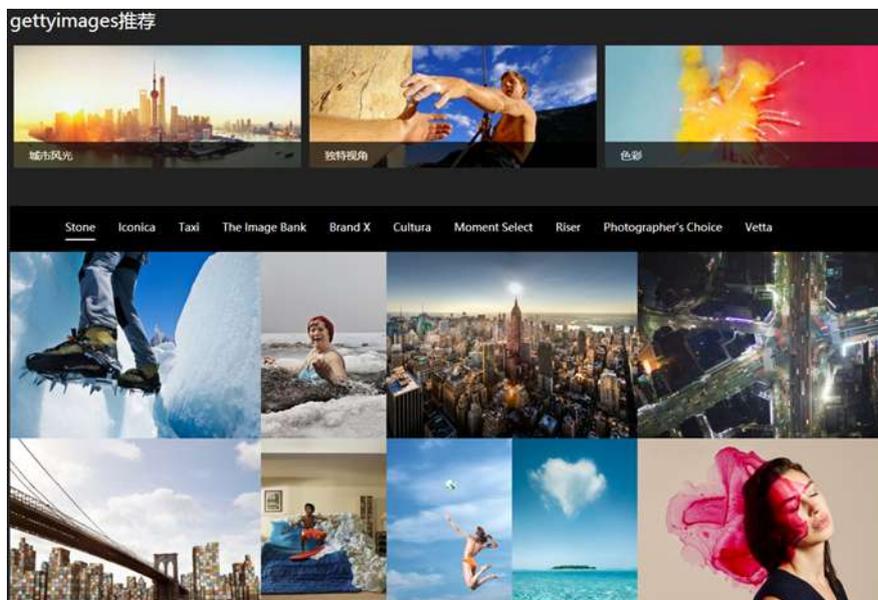
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 合作供应商：覆盖综合类图片及编辑类图片

Getty Images: Getty 是全球最大的图像素材平台，首创并引领了在线授权模式。Getty 涵盖全球优秀摄影师的顶尖作品，为广告公司、大型企业等客户提供海量创意类图片、影视素材及音乐素材。Getty 于 1995 年成立后，先后收购了上百家图片社，2005 年以 5000 万美元收购 iStockphoto，进入微利图片领域。Getty 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。Getty 香港业务覆盖大中华区，包括大陆、港台等地，2016 年 6 月，视觉中国以 3.12 亿人民币收购 Getty 香港 50% 股权。

Getty Images China 华盖创意（北京）图像技术有限公司是 Getty Images 在中国的合资公司，创立于 2005 年，华盖创意是国内最大的创意类图片和视频服务提供商，是 **Getty Image 在中国的独家授权代理商**，涵盖全球优秀摄影师的顶尖作品，客户包括广告公司、大型企业等。

图 11：视觉中国 Getty 专区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中新社：2017 年 6 月 2 日视觉中国与中新社签订战略合作协议。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，中国新闻社图片网络中心（www.cnsphoto.com）归属于中国新闻社，现库存图片约 300 万张，并有大批历史事件、历史名人图片。图片网每天滚动播发时政、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，全年播发数量在 30 万张以上。在国内外拥有超过 100 名摄影记者、15000 余名签约摄影师及一支专业的图片编辑队伍，为海内 2000 余家主流媒体提供服务，日点击率超过 50 万。

3) 签约供稿人：摄影师素材+创意征集服务

500px.me（摄影师社区）：2003 年创建于加拿大的 500px 是全球顶尖的摄影师图片社区网站，拥有超过 1,300 万注册会员，汇集了全球超过 195 个国家和地区的摄影专业人才、摄影爱好者，图片数量超过一亿两千万张，体现全球范围内的多元化及创意趋势。500px 在用户服务、版权授权及定制拍摄业务等方面具有丰富的经验并在业界享有美誉，服务的客户包含如谷歌、索尼、AirBnb、Lonely Planet 等全球知名企业。拥有超过 600 万注册摄影师会员，每月活跃会员数量超过 100 万，汇集了 5500 万张以上优质图片素材。战略投资摄影社区 500px 扩充了 C 端素材规模储备。

2015 年 7 月，视觉中国通过全资二级子公司向“500px”投资 800 万美金，领投 B 轮融资，视觉中国与 500px 共同打造摄影师社区（500px.me）；2016 年，华为、oppo、小米、索尼、茅台、摩拜单车、北京 2022 冬奥会组委会、上海旅游局等与社区联合举办摄影、设计大赛等活动。2018 年 2 月收购 500px 100% 股权。

图 12: 500px.me 摄影师社区官网



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Shijue.me (设计师社区): 设计师社区，创立于 2012 年。围绕着设计师的核心需求，提供海量的正版创意素材，拥有数百万视觉创意设计注册会员，超过 300 万的设计师在此分享和交流。视觉 ME 为用户提供最新鲜的行业资讯、最新锐的创意灵感、最丰富的下吧素材以及最专业的原创设计作品分享交流平台。

图 13: shijue.me 设计师社区官网



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

平台：基于大数据与人工智能，提升图像服务能力

公司基于大数据、人工智能等技术，自主研发了业内先进的图像搜索、版权跟踪、图像识别、自动标签等技术，提升公司产品服务的交付能力，提高客户的产品体验，为公司保持领先优势提供了持续的动力。

1) 关键词精准推荐等完善搜图效率、用户体验。公司基于近百万的结构化的关键词描述体系，以及持续产生的千万级的用户行为数据，供稿人上传照片时系统会直接推荐关键词；而用户搜索图片可以写一句话语义分析搜索关键词。

图 14: 视觉中国便捷搜索技术应用

关键词推荐



以图搜图



色彩限定



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2) API: 2017 年上半年,公司正式推出 API(Application Programming Interface, 应用程序编程接口) 服务, 以方便客户使用。客户可通过 API 服务连接视觉中国高质量正版内容, 结合自己的应用场景自由调用 API, 灵活满足内容需求。**截至 2017 年 6 月底, 视觉中国 API 已接入百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、网易、新浪、凤凰网等 23 家客户。**

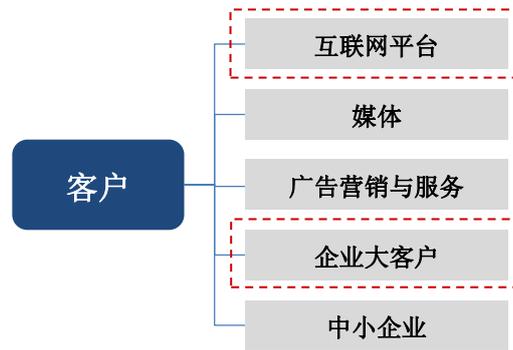
3) VDAM: 2017 上半年, 公司初步完成基于 SaaS(Software as a Service)的 VDAM (Visual Data Asset Management, 视觉数据资产管理系统) 产品的开发, 帮助公司客户进行视觉内容的生产和管理、视觉内容的传播和分发, 为客户提供“内容+技术”的全面服务, VDAM 的推广能够增加客户黏性, 提升客户使用公司产品与服务的体验。

4) 图像追踪系统(鹰眼系统): 2016 年初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, 另一方面也通过大数据获取了客户的内容需求数据。

客户: 客户构成多元, 获客效率高于同业

公司客户群体范围主要包括互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业大客户和中小企业五类。

图 15: 视觉中国客户分类



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) 媒体、广告、中小客户为公司传统核心客户，不断夯实

媒体市场是公司传统核心市场，公司把握 2016 年以来媒体市场出现新的发展趋势：移动互联网资讯聚合平台、自媒体、视频直播、短视频等发展迅猛，公司及时把握市场变化，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签署了长期合作协议。

表 4: 视觉中国媒体类客户分类

类型	具体客户
新媒体平台	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
国有新闻网站	新华社、人民网、中国网、中国日报网、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、芒果 TV 等
杂志	时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

广告客户也是公司传统核心客户之一。公司持续与 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、卅六策等行业重要客户均与公司签署了年度框架合作协议。2016 年，公司在广告营销领域也获得了超过 20% 的增长。

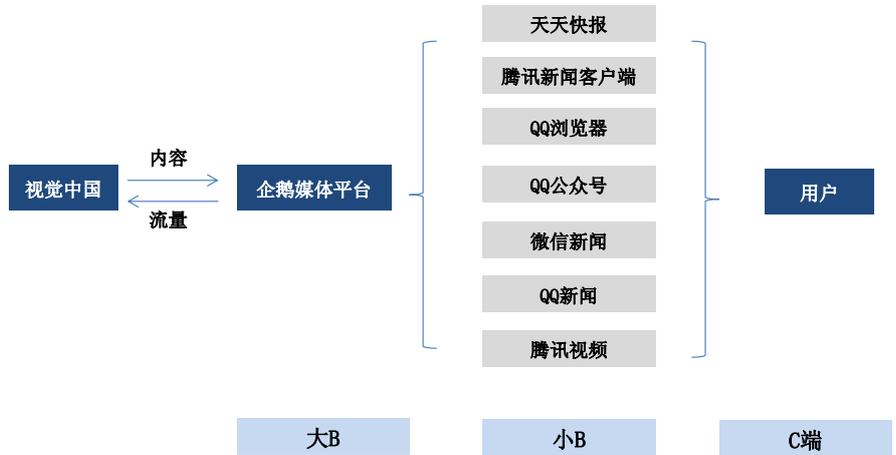
服务长尾客户是公司平台重点特性之一。公司采取市场化手段与销售服务相结合的手段，持续高效开拓中小客户的长尾市场。公司通过与互联网大流量平台建立战略合作关系、优化 400 客服电话、提升在线客服、网站注册、电邮等方法手段，加大市场推广和品牌营销，更好地培育和服务长尾市场。公司不断优化产品组合，为长尾客户提供与之体量需求与预算对应的产品及授权模式，持续扩大对长尾市场的覆盖。

2) 互联网平台、企业大客户为新兴核心客户，贡献成长弹性

互联网平台客户拓展主要旨在透过 BAT 等巨头聚合平台，深度覆盖自媒体等待耕的小 B 市场及 C 端市场。2017 年公司先后与百度、腾讯、凤凰网、一点资讯等互联网平台建立战略合作，将自身 PGC 版权资源接入互联网平台产品线，

提升 C 端用户突破搜索体验，强化覆盖长尾流量。

图 16: 视觉中国与腾讯网合作模式



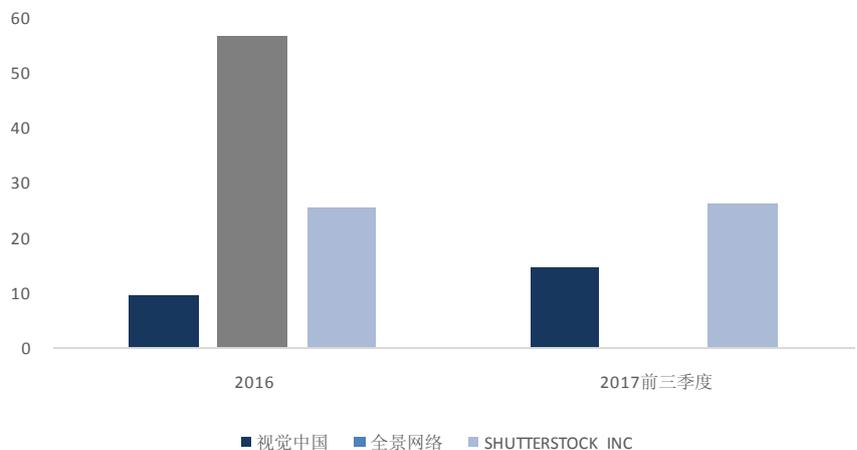
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

伴随“互联网+”渗透各行各业，商业类企业大客户图片需求潜力显现。公司在2016年专门成立了企业大客户拓展部门，抓住了企业新媒体的市场机遇，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。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，2017上半年企业大客户部门新增年度签约客户数较2016年同期增长超过50%。

3) 公司销售费用率显著低于同业，凸显获客能力

2016年全景网络销售费用7840万元，销售费用率高达55%，其中市场推广费达1399万元；视觉中国同期销售费用6865万元，销售费用率9.3%，凸显了公司坐拥高质量上游图片内容下高于同业的获客能力。

图 17: 视觉中国销售费用率低于同业



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

其他：多元并购涉足旅游、营销及教育板块

公司围绕视觉素材业务为核心，近年来陆续投资布局旅游、营销和教育板块优质公司，一方面打开新的盈利点，另一方面旅游、营销及教育板块用户与图片业务具有一定的协同效应，横向能够打通公司客户，充分实现流量价值。

表 5: 视觉中国 2015 年以来的其他业务板块收并购情况

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)
2015-06-29	亿迅集团 73%股权	信息科技咨询与其它服务	18,821.00
2015-09-09	湖北司马彦 49%股权	教育服务	30,000.00
2015-09-15	艾特凡斯 33.5%股权	信息科技咨询与其它服务	1,100.00
2015-10-29	上海卓越 51%股权	广告	7,880.00
2017-05-16	易教优培 35%股权	教育服务	11,000.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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”，由持股 45%的参股子公司唱游实施。唱游公司作为“12301 国家智慧旅游公共服务平台”的实施公司，按照《国家智慧旅游公共服务平台项目特许经营协议》要求，以 12301 国家旅游公共服务号码为载体，全力推动旅游公共信息的发布与资讯服务、旅游产业监管信息的采集、景区游客承载量统计与预警、旅游形象推广等功能，并积极开展与旅游业相关的增值服务。该平台是一个连接旅游行业出行者、从业者及管理者的具有公信力的旅游服务聚合平台，是我国旅游行业大数据平台，也是视觉中国战略实施中打造的第一个直接面向 C 端消费者的互联网平台。

图 18: 12301 项目推进情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

亿迅集团：公司于 2015 年 9 月收购亿迅集团，控股 73%，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，亿迅集团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。亿迅集团 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%。

表 6: 亿迅集团承诺业绩与完成情况

	2015	2016	2017
业绩承诺扣非净利润 (万元)	2030	2551	3392
实际扣非净利润 (万元)	3169	2590	
完成率	156%	102%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

司马彦字帖: 2015 年 9 月, 视觉中国以 3 亿人民币持有湖北司马彦 49% 股权。湖北司马彦由书法家司马彦及其家族创立, 在 K12 字帖细分市场占有率在 70% 以上, 在中小生字帖行业具有绝对垄断地位, 是发行量最大的民营字帖品牌, 与 400 多家经销商建立了长期合作关系, 覆盖超 6000 万线下 K12 用户。公司计划结合优质视觉内容及互联网平台技术, 将包括字帖在内的教育资源数字化、视觉化, 提供针对 K12 群体的视觉产品增值服务, 形成高效的线上线下互动模式, 完成向 2C 业务的延伸。**司马彦字帖 2015 年与 2016 年实现扣非净利润分别为 6135 万元和 7516 万元, 业绩承诺完成率均超过 150%。**

表 7: 司马彦承诺业绩与完成情况

	2015	2016	2017	2018
业绩承诺扣非净利润 (万元)	4000	5000	6000	6000
实际扣非净利润 (万元)	6135	7516		
完成率	153%	150%		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

上海卓越: 视觉中国于 2015 年 10 月以 7880 万元收购上海卓越形象广告传播有限公司, 控股 51%。上海卓越成立于 1993 年, 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, 和公司视觉内容业务具有极强协同性。**2015 年、2016 年公司实际扣非净利润分别为 1445.6 万、2135.87 万, 业绩承诺完成率达 110%、148%, 承诺实现情况良好。**

表 8: 上海卓越承诺业绩与完成情况

	2015	2016	2017
业绩承诺扣非净利润 (万元)	1310	1441	1585.1
实际扣非净利润 (万元)	1445.6	2135.87	
完成率	110%	148%	
承诺经营性现金净流量 (万元)	720	792	871.2
实际经营性现金净流量 (万元)	895.8	1206.36	
完成率	124%	152%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

易教优培: 2017 年 6 月 15 日, 视觉中国子公司远东文化以自筹资金人民币 11000 万元收购易教优培 35% 股权。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。易教优培承诺 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人民币 3300 万元、人民币 4300 万元、人民币 5300 万元、人民币 6150 万元。

表 9: 易教优培承诺业绩

	2017	2018	2019	2020
承诺扣非净利润(万元)	3300	4300	5300	6150

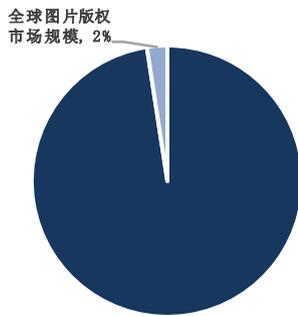
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

空间: 图片市场百亿规模待耕, 商业模式持续深化

图片版权市场潜力巨大, 公司占据优势地位

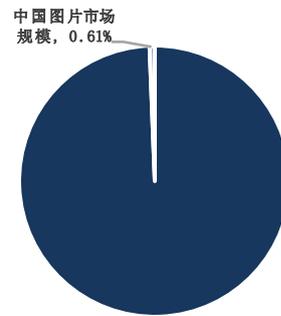
国内图片价值严重低估, 图片交易规模占广告业产值比例仅为全球市场的 1/4。图片版权交易与广告业息息相关, 根据普华永道数据, 2016 年图片交易市场规模占据全球广告业产值的 2.4%; 而根据赛迪咨询预测数据, 2016 年我国图片交易规模仅占广告业产值 0.6%。

图 19: 2016 年全球图片版权规模占广告市场 2.4%



数据来源: 普华永道, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2016 年中国图片版权规模占广告市场 0.6%



数据来源: 赛迪咨询, Wind, 国信证券经济研究所整理

正版化带动图片行业进入高速发展期, 我们测算 2019 年图片行业市场规模有望达到 108 亿, 三年符合增速 40%。我们假设 2019 年图片市场对广告市场渗透率达到 1%-1.8%左右; 我国广告市场进入稳定发展时期, 假设广告市场未来 3 年复合增速在 4%-8%之间; 测算得到 2019 年图片行业市场规模有望达到 108 亿, 三年符合增速 40%。

表 10: 图片版权交易市场规模预测

	广告业增速	4%	5%	6%	7%	8%
图片市场规模对广告市场规模的渗透率	1.0%	73	75	77	79	82
	1.2%	88	90	93	95	98
	1.4%	102	105	108	111	114
	1.6%	117	120	124	127	131
	1.8%	131	135	139	143	147

资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所预测

公司上游内容禀赋壁垒高筑、行业优势地位突出, 持续受益行业成长性。视觉中国在视觉素材市场上有绝对优势, 2015 年媒体类市场份额已达 30%, 商业类市场份额达到 50%; 2016 年又对 Gettyl 香港和核心资产为 Corbis 的联景国际进行了收购, 我们预计公司在图片版权市场的综合份额 40%-50%。

表 21: 2015 年视觉素材市场格局

公司	成立年度	市场份额 (商业类)	市场份额 (媒体类)
视觉中国	2000	50%	30%
全景视觉	1993	20%	5%
东方 IC	2000	5%	10%
Corbis 中国	2005	10%	<10%
台湾达志影像	1998	<5%	<1%

资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所整理

大 B: 商业类大企业客户潜在市场打开

公司传统客户包括媒体、广告创意公司等业务以高频图片使用为基本需求的客户,基本局限于“媒体”行业之内,而“非媒体”商业用途图片正版化困境在于:1) 侵权行为赔偿金额较低,维权性价比不高。2) 盗版图片的获取渠道便利、较难追踪。但近年来伴随图片正版化政策趋严、图片识别等技术提升与普及,商业、金融机构等“非媒体”大企业客户正版图片消费市场打开。

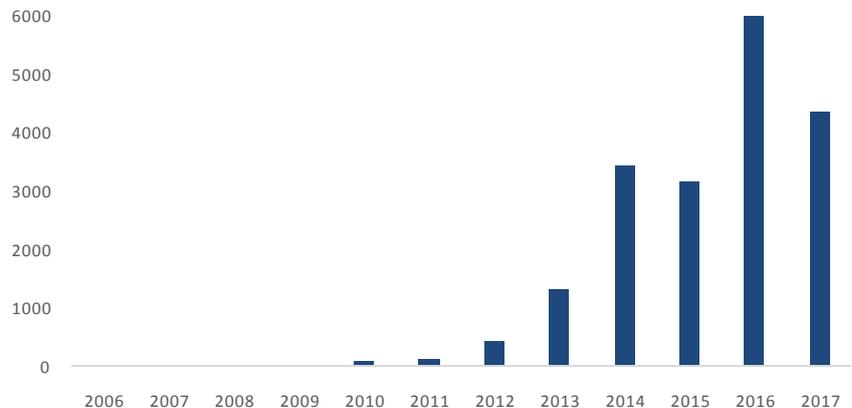
1) 政策趋严、图片维权案例快速增长,激发商业类大企业正版化图片需求。图片正版化较音视频起步较晚,2012 年以来图片正版化相关政策频出,带动图片版权意识提升;中国裁判文书网数据显示,图片侵权案件从 2012 年开始逐步出现,近两年年处理案件数高达 6000 件。平均判赔金额在 2017 年达到 2400 元/幅,维权性价比改善明显。

表 11: 图片正版化相关政策

时间	政策
2002 年 10 月	全国性反盗版组织——中国版权协会反盗版委员会在北京成立
2012 年	国家版权局发布《中华人民共和国著作权法》(修订稿)
2014 年	2013 年进行《中华人民共和国著作权法实施条例》第二次修订,并于 2014 年发布最新的实施条例
2016 年 5 月	国务院办公厅印发《2016 年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点的通知》
2016 年 11 月	中共中央、国务院发布《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》
2017 年 7 月	“剑网 2017”专项行动,开展重点影视及新闻作品、APP 内容分发及电商平台三项专项整治

资料来源: 相关部委网站, 国信证券经济研究所整理

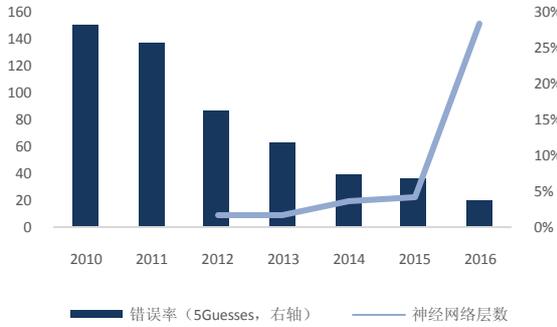
图 21: 2006-2017 年图片侵权案例数变化



数据来源: 中国裁判文书网, 国信证券经济研究所整理

2) 视觉识别技术解决盗版图片追踪痛点。盗版图片的获取渠道极为便利，且较难追踪也是图片盗版痛点之一，近年来伴随人工智能技术快速发展，图片识别效果 2016 年以来提升显著（识别错误率能达到 5%以下），为盗版图片追踪提供了支持，因此也激发更多商业机构正版图片使用需求。

图 22: 2010-2016 图片的大规模视觉识别效果



数据来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

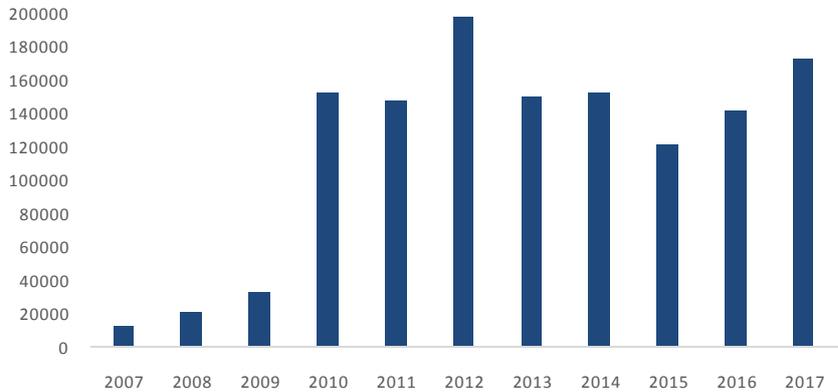
图 23: 2017 百度视觉六大技术矩阵



数据来源：2017 百度世界大会，国信证券经济研究所整理

3) 以金融机构为主的商业大客户正版图片需求旺盛，成为公司重要的潜力市场。一方面，金融机构研报属于图片高频使用载体，正版化下图片版权购买潜力较大。金融机构从 2007 年开始卖方研究市场撰写的研报数量呈逐年递增的趋势，并在 2012 年达到顶峰 19.7 万份，2017 年研报数量也高达万份。金融机构研究报告亦作为一种“媒体”传播载体，其对图片使用需求也较为频繁，正版化趋势之下市场下图片版权购买潜力较大。

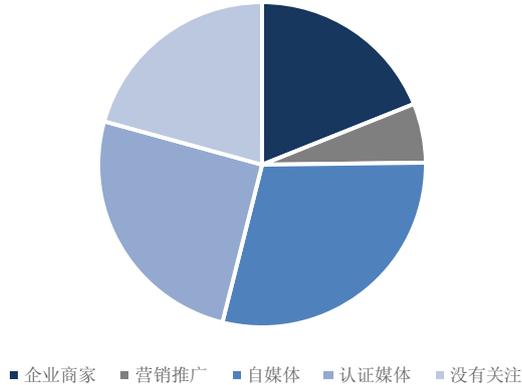
图 24: 企业和媒体为微信公众号主要关注对象



数据来源：通联数据，国信证券经济研究所整理

另一方面，伴随“互联网+”渗透各行各业，商业类企业大客户图片需求潜力显现。例如微信企业号定位为业务互联网化的连接器，为政府、企业及各类组织提供移动应用入口和信息化平台，互联网图片使用需求实现从 0 到 1 的变化，增量市场打开。

图 25: 企业和媒体为微信公众号主要关注对象



数据来源: 企鹅智库, 国信证券经济研究所整理

公司在 2016 年专门成立了企业大客户拓展部门, 抓住了企业新媒体的市场机遇, 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。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, 企业大客户部门新增年度签约客户数较 2016 年同期增长超过 50%。未来企业大客户不断拓展仍有望持续带动公司业绩弹性。

小 B 及 C 端: 以巨头为桥梁开拓自媒体长尾市场

1) 自媒体已成为信息传播首要入口, 图片为重要内容载体

媒介更迭, 自媒体产业蓬勃发展。自 1997 年新浪、网易、搜狐等门户网站的内立, 我国互联网媒体门户时代开启, 这一时代网站的盈利模式主要来自于网页广告; 2005 年来百度、搜狗等集成性搜索网站的普及, 进入主动搜索获取信息的时代, 基于搜索内容的个性化推荐网页广告逐渐出现; 自 2010 年新浪微博开启“自媒体”时代, 互联网巨头、门户网站、新闻分发独角兽纷纷切入自媒体领域, 推出自媒体聚合平台, 并持续扶持自媒体小 B、C 端内容创造者发展。

图 26: 网络媒体的发展历程



数据来源: 各平台网站, 国信证券经济研究所整理

图 27: 以微信为首的自媒体传播平台逐步繁荣

自媒体平台	开放时间
微信公众号	2012.8
搜狐媒体平台	2013.4
网易媒体开放平台	2013.7
百度百家号	2013.12
微博自媒体计划	2014.6
今日头条“头条号”	2014
QQ 公众号平台	2015.7
凤凰网、一点号	2016.11
百度熊掌号	2017.11

数据来源: 各平台官网, 国信证券经济研究所整理

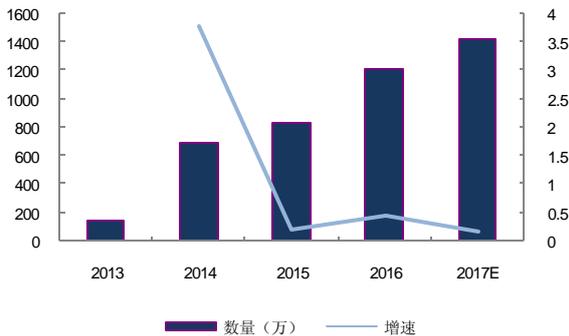
图 28: 自媒体行业发展历程



数据来源: 百度指数, Talkingdata, 国信证券经济研究所整理

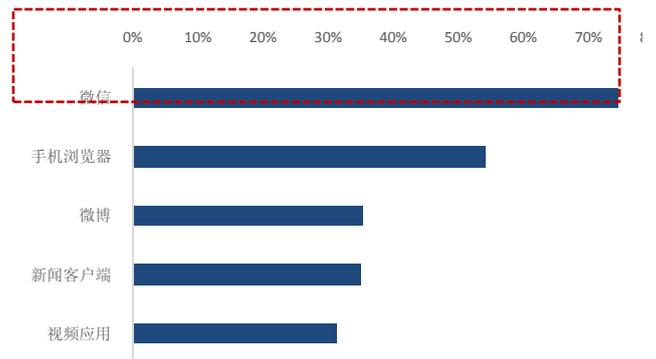
自媒体已成为信息传播最重要的入口。伴随用户获取信息习惯持续从 PC 端迁移至移动端, 持续从浏览器搜索迁移至公众号搜索, 以获取多专业化、高度处理后的有效信息自媒体已经成为移动端信息传播的最大入口。以微信公众号为例, 2013-16 年微信公众号数量实现从 200 万到 1200 万的飞跃; CNNIC 调查显示超 70% 的用户新闻浏览入口为微信 (自媒体平台), 已超过浏览器、新闻客户端。

图 29: 2013-2017 年微信公众号数量及预测



数据来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

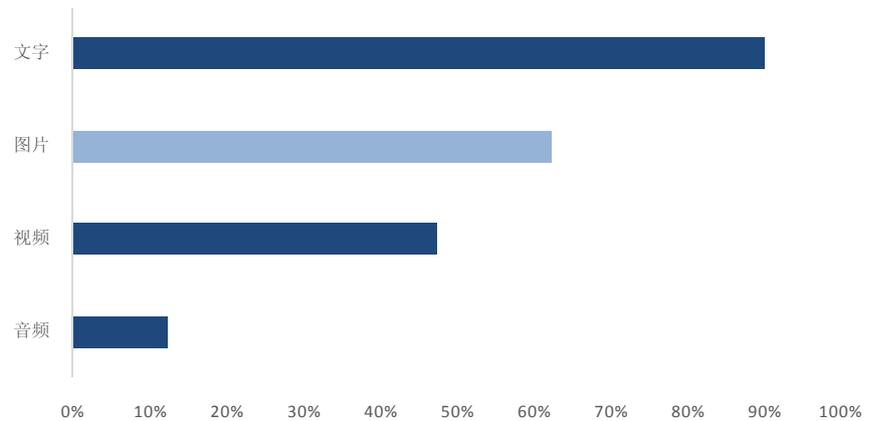
图 30: 微信 (自媒体平台) 成为新闻浏览最大入口 (2016.3)



数据来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图片为自媒体传播重要素材, 潜在正版图片客户群体大。TalkingData 数据显示, 图文是微博、今日头条和微信朋友圈内容偏好的内容形式; 从网易对自媒体从业者的调查显示, 图片使用率高达 62.5%, 是自媒体内容传播重要素材。

图 31: 自媒体主要使用素材类型



数据来源: 网易, 国信证券经济研究所整理

2) 以互联网平台为入口切入自媒体长尾客户, 有望打开十亿收入增量

2016 年自媒体广告市场达到 195 亿, 预计未来三年复合增速超 60%。在我国搜索广告和电商一直是最主要的网络形式, 伴随媒介更迭, 自媒体广告市场规模增长迅速。根据艾瑞披露的网络广告市场规模与自媒体市场份额进行测算, 至 2019 年自媒体广告市场份额有望达到迁移, 未来三年复合增速超 60%。

图 32: 2013-2019 年网络广告市场规模及自媒体市场占比



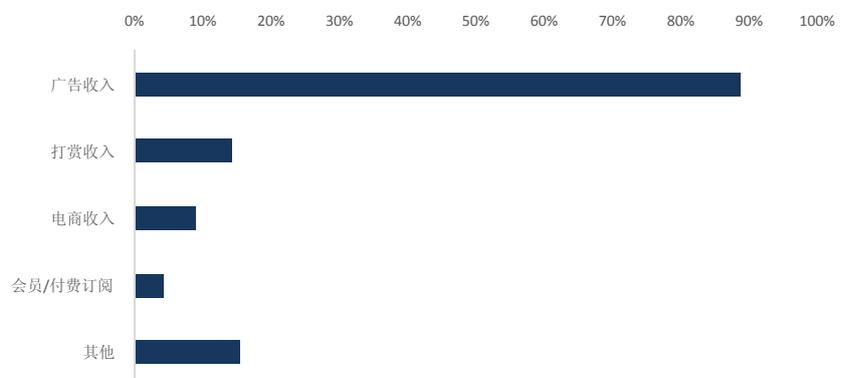
数据来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2013-2019 年自媒体广告市场规模



数据来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

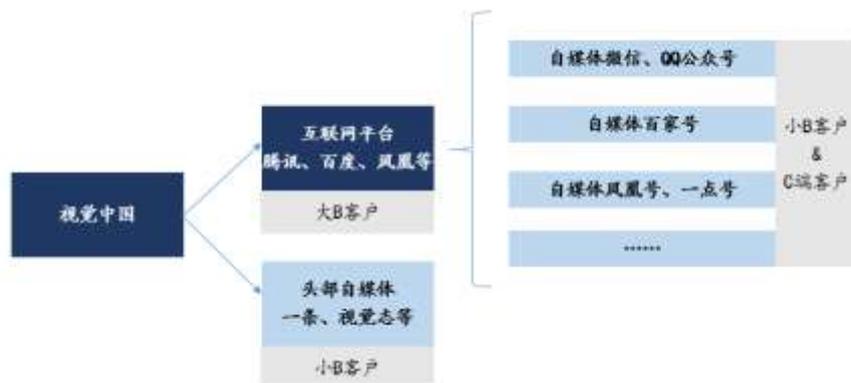
图 34: 2016 年自媒体收入来源



资料来源: 企鹅智库, 国信证券经济研究所整理

公司凭借国内最大的图片版权库储备，一方面通过与互联网平台大 B（自媒体聚合平台）合作进而触及自媒体小 B 客户、C 端客户，另一方面直接与头部自媒体合作，持续挖掘自媒体客户市场潜力。上游：公司拥有自有版权、合作供应和签约供稿三大内容板块，版权内容壁垒高。下游：2017 年上半年，视觉中国先后与一点资讯、凤凰网、腾讯网、百度等 23 家签订了《战略合作协议》，公司向一点资讯、凤凰网、腾讯网等的自媒体平台开放全部正版图片、视频、音乐资源，一起为数十万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，未来公司以其提供的正版图片服务有望实现自媒体广告分成收入；另外一条、视觉志等头部自媒体、高图片使用率的自媒体已与公司签订正版图片使用的打包协议。

图 35: 视觉中国渗透自媒体客户的两种方式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 12: 公司与百度、腾讯的图片内容合作示例

平台	百度	腾讯
时间	2017 年 4 月 12 日	2017 年一季度
内容合作详情	<p>1、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”，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。</p> <p>2、双方将在图片搜索建立深度合作，用户在百度搜索图片时，视觉中国的优质内容会有“版权”标示，用户点击图片将直接跳转至视觉中国的网站，有助于公司优质内容的曝光和潜在客户流量获取。</p>	<p>视觉中国与腾讯共建“企鹅媒体平台内容资源库”，开放全部正版图片、视频、音乐资源，服务数十万自媒体，为自媒体用户提供优质正版内容。</p>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2013-2016 年，自媒体广告市场规模由 15 亿迅速增长至 195 亿，三年复合增速高达 135%。我们假设自媒体广告未来三年复合增速维持 50-70% 的高增长水平。目前图片版权尚未在自媒体这一新媒体传播渠道中实现价值，我们假设未来三年图片版权市场规模占自媒体广告市场规模达到 0.3%-1%（低于整个广告市场渗透率），自媒体长尾客户有望为公司带来 10 亿的收入增量。

表 13: 自媒体长尾客户增量市场测速

		50%	55%	60%	65%	70%
自媒体 图片市 场广告 市场渗 透率	未来 3 年自媒体广 告市场复合增速					
	0.3%	3.37	3.72	4.10	4.49	4.91
	0.5%	5.62	6.21	6.83	7.49	8.19
	0.7%	7.87	8.69	9.56	10.48	11.46
	0.9%	10.12	11.17	12.29	13.48	14.74
	1.1%	12.37	13.65	15.02	16.47	18.01

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2017-19 年收入分别为 9.36/11.63/14.57 亿元，同比增速分别为 27%/24%/25%；预测公司 2017-19 年净利润 2.84/3.81/4.76 亿元，同比增速分别为 32.5%/34.0%/25.1%；预计 17/18/19 年公司全面摊薄 EPS 分别为 0.41/0.53/0.68 元，当前股价分别对应同期 62/46/37 倍 PE。我们持续看好公司在图片行业的垄断地位，在“社区+内容+交易”商业模式持续深化以及区块链等新技术应用之下有望持续保持高增长，当前较低市值水平下仍有较高的成长空间，参考绝对及相对估值方法，公司合理股价为 26-43 元，乐观清醒下存在 70%以上上涨空间，继续维持“买入”评级。

风险提示

商业变现不及预期，盗版风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	468	481	597	749	营业收入	735	907	1150	1465
应收款项	380	467	592	754	营业成本	305	363	449	552
存货净额	29	35	44	54	营业税金及附加	5	6	8	10
其他流动资产	188	232	294	375	销售费用	69	85	107	136
流动资产合计	1066	1217	1529	1935	管理费用	106	130	161	205
固定资产	6	4	2	(1)	财务费用	23	6	3	1
无形资产及其他	8	8	8	7	投资收益	54	54	54	54
投资性房地产	1623	1623	1623	1623	资产减值及公允价值变动	(12)	(6)	(7)	(8)
长期股权投资	820	1093	1476	1858	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3524	3946	4637	5423	营业利润	270	366	468	607
短期借款及交易性金融负债	152	78	104	111	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	164	201	249	307	利润总额	276	372	474	613
其他流动负债	300	349	434	541	所得税费用	46	62	79	102
流动负债合计	616	629	788	959	少数股东损益	16	21	27	35
长期借款及应付债券	236	236	236	236	归属于母公司净利润	215	289	368	476
其他长期负债	339	448	597	715					
长期负债合计	574	683	832	951	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1191	1312	1620	1910	净利润	215	289	368	476
少数股东权益	36	57	83	118	资产减值准备	8	(4)	(5)	(6)
股东权益	2297	2577	2934	3396	折旧摊销	5	2	2	2
负债和股东权益总计	3524	3946	4637	5423	公允价值变动损失	12	6	7	8
					财务费用	23	6	3	1
关键财务与估值指标					营运资本变动	(106)	54	81	23
每股收益	0.31	0.41	0.53	0.68	其它	8	25	32	40
每股红利	0.01	0.01	0.02	0.02	经营活动现金流	141	371	486	544
每股净资产	3.28	3.68	4.19	4.85	资本开支	3	(2)	(2)	(2)
ROIC	11%	14%	19%	27%	其它投资现金流	(1)	(0)	(1)	(1)
ROE	9%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(489)	(275)	(385)	(385)
毛利率	59%	60%	61%	62%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	36%	37%	38%	负债净变化	150	0	0	0
EBITDA Margin	35%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(6)	(9)	(11)	(14)
收入增长	35%	23%	27%	27%	其它融资现金流	(101)	(74)	26	7
净利润增长率	36%	35%	27%	29%	融资活动现金流	187	(83)	15	(7)
资产负债率	35%	35%	37%	37%	现金净变动	(162)	13	116	152
息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	629	468	481	597
P/E	82.3	62.1	46.4	37.1	货币资金的期末余额	468	481	597	749
P/B	7.69	7.48	7.22	6.91	企业自由现金流	111	324	436	492
EV/EBITDA	73.7	60.3	43.3	34.3	权益自由现金流	160	245	459	499

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032