

百度图片区块链平台上线提速行业正版化，视觉中国为其合作方

——视觉中国 公司点评

公司点评

姚轩杰 (分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

事件:

4月11日，百度区块链原创图片服务平台“图腾”正式上线。这一服务平台主打全流程版权保护、多渠道内容分发、技术赋能生态等几大功能，试图通过区块链的公开透明性，解决行业信息不对称、流程效率低等切实痛点，重构图片行业秩序。为了吸引更多原创图片作者，百度给出了原创认证、流量导入和品牌曝光等多项专享权益，并为原创者们打造个人品牌专区。

视觉中国 VS 百度“图腾”，双方不存在直接竞争关系:

百度的“图腾”平台是否与视觉中国形成竞争？我们的答案是暂未看到，也没有形成直接竞争的逻辑关系。首先，百度“图腾”尚未打通图片版权交易销售这一最关键的功能；其次，百度对接的是中小企业和个人，而视觉中国的服务对象主要是媒体、广告公司和大企业客户；再次，百度目前能提供的服务仅围绕版权保护，而视觉中国是实实在在的图片版权变现平台；最后，视觉中国作为先入者抢先占据了海量的内容资源，拥有了核心竞争力，百度作为后来者再想进入难度非常大。

视觉中国为百度“图腾”的合作伙伴，未来有望继续深入:

视觉中国是百度“图腾”的合作伙伴，且双方在图片搜索、流量合作、自媒体平台的合作一直非常紧密。我们认为，两者的合作远大于竞争，未来合作还会继续深入和宽广。百度不仅邀请知名摄影师加入，也更深度和视觉中国这样的大型图片库公司合作，一起来扩大正版图片的市场规模。

看好图片行业付费红利的长期逻辑，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、3.96亿元和5.08亿元。考虑到公司大企业客户和自媒体小B客户市场及小微企业的微利图片市场高增长预期逐步释放，并顺应图片正版化带来的付费市场巨大红利增长期，我们对公司维持“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。

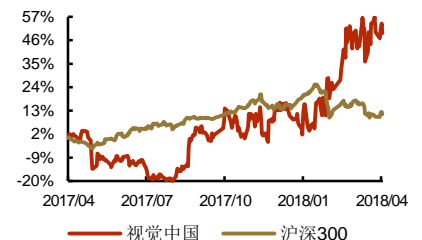
财务摘要和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	543	735	945	1,295	1,770
增长率(%)	38.8	35.5	28.5	37.0	36.7
净利润(百万元)	157.6	215	290	396	508
增长率(%)	11.1	36.2	35.3	36.2	28.4
毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.8	59.3
净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.5	28.7
ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.4	12.7
EPS(摊薄/元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.73
P/E(倍)	122.68	90.0	66.6	48.9	38.1
P/B(倍)	9.29	8.4	6.0	5.4	4.7

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.04.12
收盘价(元):	26.78
一年最低/最高(元):	13.98/28.99
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	187.61
流通股本(亿股):	2.8
流通市值(亿元):	74.95
近3月换手率:	269.57%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	12.35	43.89	43.47
绝对	8.2	37.54	55.44

相关报告

《收购 500px 加固内容护城河，迈向全球化行业龙头》2018-02-27

《图片市场高增长获国际巨头认可 龙头企业搭“顺风车”》2018-02-26

《拟收购同行业境外公司股权，龙头地位有望进一步巩固》2018-02-07

《十八载芳华专注耕耘 缔造图片交易第一平台》2018-02-07

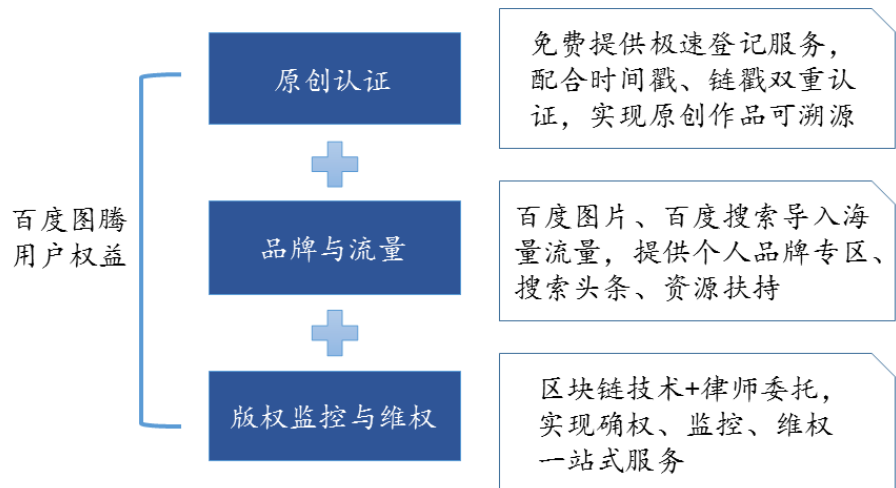
《护城河效益显著，未来长期受益于版权技术革新与付费市场红利》2018-01-11

1、事件

4月11日，百度区块链原创图片服务平台“图腾”正式上线。这一服务平台主打全流程版权保护、多渠道内容分发、技术赋能生态等几大功能，试图通过区块链公开透明性，解决行业信息不对称、流程效率低等切实痛点，重构图片行业秩序。

为了吸引更多原创图片作者，百度给出了原创认证、流量导入和品牌曝光等多项专享权益，并为原创者们打造个人品牌专区。同时，百度也邀请了视觉中国等专业图片公司加入该平台。

图1： 百度图腾用户权益一览



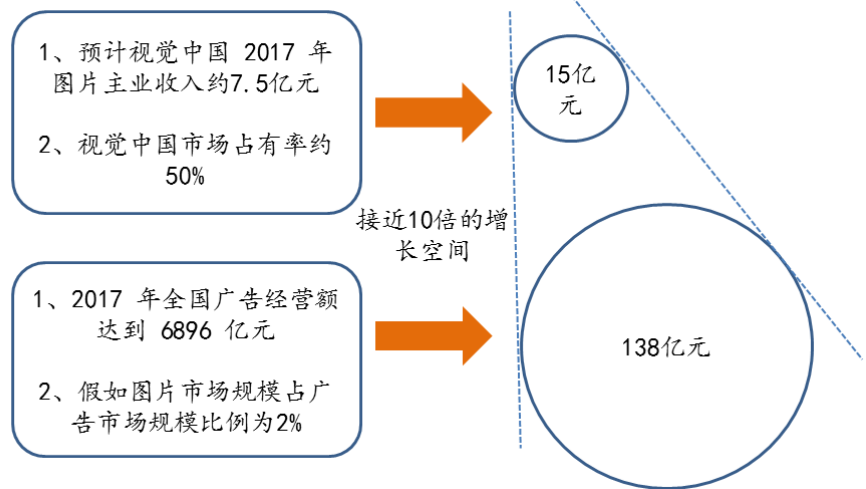
资料来源：百度“图腾”，新时代证券研究所

2、互联网龙头企业带头践行知识产权保护，图片行业正版化有望提速

博鳌亚洲论坛向世界发出清晰的信号，中国将进一步加强知识产权保护。这意味着，政策层面将强化知识产权保护的重要性，继续出台IP行业的支持政策。而社会正版化生态环境的向好，需要企业、组织和个人等各方共同努力，拒绝盗版使用正版。

事实上，图片盗版现象是非常严重的。一般而言，欧美成熟市场的图片行业市场规模占广告市场规模比例为2%-3%。2017年全国广告经营额已达到6896亿元，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138亿元。然而，实际情况是，2017年中国图片市场规模仅15亿左右。正版图片市场规模占广告市场规模的比例仅有0.1%，这恰恰说明中国的图片盗版极其严重。但从正版化空间来看，从15亿元到138亿元，中国图片市场规模有接近10倍的增长空间，潜力巨大。

图2: 中国图片市场增长空间巨大



资料来源：新时代证券研究所测算

百度作为互联网标杆企业，推出图片正版服务平台，这表明龙头企业在践行加强知识产权保护，助力图片行业的正版化水平的提升。我们认为，大企业的知识产权保护的意识提高，将带动其他企业及整个行业的正版化进一步提速，进而提高全社会正版化意识和认识，自觉使用正版抵制盗版。这也意味着，图片行业正版化的外部环境有了更清晰、长期的利好。

3、视觉中国 VS 百度“图腾”，双方不存在直接竞争关系

百度的“图腾”平台是否与视觉中国形成竞争关系？我们的答案是暂未看到，也没有形成直接竞争的逻辑关系。

通过百度“图腾”平台的官方频道介绍可以发现，其主要功能是：通过区块链技术让图片的传播可溯源、可转载、可监控；依托百度系产品流量支持，精准匹配图片内容与用户需求，实现图片供需双方高效连接；发挥百度技术生产力，赋能原创作品版权登记、监控与维权。

图3: “图腾”的核心功能介绍



全流程版权保护

将作品版权信息永久写入区块链，基于区块链的公信力及不可篡改性，结合百度领先的人工智能识图技术优势，让作品的传播可溯源、可转载、可监控，改变传统图片版权保护模式。



多渠道内容分发

基于图像分析、语义理解等多项人工智能技术，构建图片Tag智能推荐和图片检索子系统，依托百度系产品流量支持，精准匹配图片内容与用户需求，实现图片供需双方高效连接。



技术赋能生态

建立基于区块链技术的版权登记系统、人工智能视觉检索系统和版权图片检索系统，发挥百度技术生产力，赋能原创作品版权登记、监控与维权。



全行业秩序重构

基于区块链上链信息的公开透明性，解决行业信息不对称、流程效率低等切实痛点，打破封闭旧模式，构建公平新秩序。

资料来源：百度“图腾”，新时代证券研究所

与视觉中国作为国内最大的图片交易平台不同的是，百度“图腾”尚未提及图片版权交易销售这一最关键的功能，也没有任何虚拟货币或积分机制，原创图片作者们在此能获得的权益尚且停留在版权保护和流量引入等方面。

无疑百度的海量流量将为作者们带来更多曝光，有望形成行业内优质内容的聚合，但作者们拥有的流量怎样实现变现，百度又会否进一步提供电子支付交易，尚待观察中。

退一步讲，即使百度最终打通了图片交易功能，在一个较长时期内也不可能与视觉中国形成直接竞争，原因如下：

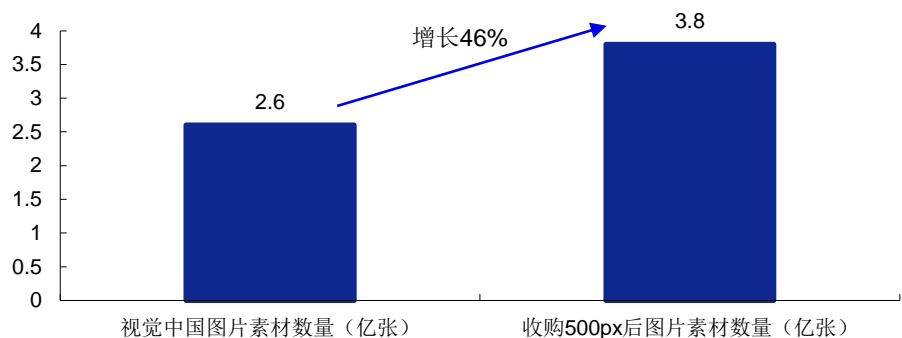
(1) 百度作为流量平台，在其上面搜索图片的用户的用图需求大部分都是不连续的、较为低频的，单一用途的，也就是说基本是小企业和个人为主。大企业的用图需求大都会是连续的、较为高频的、多种用途的，一般会找视觉中国这样的全品类、全功能的专业图片库来对接。

也就是说，百度对接的是中小企业和个人，他们对图片的要求是比较低的；而视觉中国的服务的主要是媒体、广告公司和大企业客户，这类用户对图片要求很高，不仅要求时政、财经、娱乐、体育等全品类的图片，也要求编辑类和商业创意类的海量性，国内和国外兼得，还要求图片检索、标签、权属清晰而高效。百度目前是做不到这一点的。因此，这两者有明显差异。

(2) 版权的核心不是确权和侵权监测，而是变现。版权如果不能很好的变现，确权和监测做的再好，跟躺在档案馆、资料室没有什么两样。只有良好的变现渠道，才能激发版权人更好的创作，才能带动整个产业繁荣发展。百度“图腾”目前提供的服务基本上是版权的登记、确权、监控与维权，暂未看到变现功能。而视觉中国是一个实实在在的图片版权变现的平台，对版权人来说具有非常好的吸引力。

(3) 图片交易平台最核心的竞争优势是要有海量的内容资源，这不是一朝一夕能实现的。视觉中国在内容资源方面具有近乎垄断的优势，其拥有 2.67 亿张图片，比国内第二名到第 5 名的图片公司图片资源数量的总和还要多。且公司还在不断收购海内外优质的图片公司标的，提升其内容资源的竞争壁垒。近期，视觉中国收购全球最大的摄影师社区 500px，500px 拥有超过 1,300 万世界各国注册摄影师会员，图片数量超过 1.2 亿张，这将进一步提高其图片资源数量。

图4：视觉中国图片素材数量及收购 500px 后图片素材数量



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

版权内容资源的特点就是先入者具有明显的先发优势，视觉中国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，不是砸钱就能烧出来的，也就是说外来者短时间内无法复制。

视觉中国积累接近3亿张正版、可变现的图片资源花了18年的时间，百度“图腾”想要积累同样规模的正版图片库，恐怕也需要相当长的时间。百度作为一家技术基因浓厚的公司，且图片是其整体业务非常不起眼的一小块，它是否有这个耐心、有这个精力，是存在很大疑问的。

4、视觉中国为百度“图腾”的合作伙伴，未来有望继续深入

视觉中国是百度“图腾”的合作伙伴，且双方在图片搜索、流量合作、自媒体平台的合作一直非常紧密。我们认为，两者的合作远大于竞争，未来合作还会继续深入和宽广。

图5：百度“图腾”合作伙伴

这些机构已加入我们



资料来源：百度“图腾”，新时代证券研究所

百度不仅邀请知名摄影师加入，也更深度和视觉中国这样的大型图片库公司合作，一起来扩大正版图片的市场规模。

事实上，视觉中国与百度的合作一直很紧密。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。

目前，视觉中国与百度已经在搜索引擎、自媒体平台百家号、百度广告系统三个主要业务线都完成了数据对接。搜索引擎方面，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。百家号自媒体平台方面，视觉中国开放正版图片给自媒体使用，百度为其付费，未来还将形成自媒体字节付费的商业分成模式。百度广告系统的合作模式与搜索引擎类似。

5、区块链技术将促进版权行业发展，视觉中国也在积极尝试

百度“图腾”将会采用自研区块链版权登记网络，配合可信时间戳、链戳双重认证，为每张原创图片生成版权 DNA，真正实现原创作品可溯源。并将基于区块链图片存证系统和全网版权监控维权工具版权卫士，对原创作品进行网络侵权监测。

值得一提的是，老牌胶卷巨头柯达去年推出虚拟货币 KodakCoin，用于同期上线的自家区块链图片交易平台 KodakOne。据悉，该平台同样是以区块链技术来管理摄影作品的知识产权，通过网络爬虫来监控和保护已登记作品的版权，图像交易记录和授权许可等相关信息也将上链存储，试图以此创建一个可持续的全球摄影供应链社区，打造影像经济。

视觉中国也多次表示，区块链技术对版权行业发展具有积极意义，公司也在不断研究和加强技术储备。视觉中国在今年 2 月收购 500px 的时候表示，通过 500px 全球化的互联网平台，视觉中国将为全球用户提供更专业的 SaaS (Software as a Service) 创意支持服务，包括基于大数据、人工智能、时间戳在内的创意工具和能力提升，以及涵盖注册、交易、追溯、保护、艺术品收藏的数字版权服务。

6、看好图片行业付费红利的长期逻辑，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、3.96 亿元和 5.08 亿元。考虑到公司大企业客户和自媒体小 B 客户市场及小微企业的微利图片市场高速增长预期逐步释放，并顺应图片正版化带来的付费市场巨大红利增长期，我们对公司维持“强烈推荐”评级。

7、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。

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
流动资产	1067	1066	1216	1325	1733	营业收入	543	735	945	1295	1770
现金	629	468	478	371	507	营业成本	229	305	386	520	721
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	16	29	28	49	58	财务费用	-1	23	40	54	74
其他流动资产	98	185	186	185	186	资产减值损失	5	13	12	17	12
非流动资产	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	营业利润	211	270	357	478	617
无形资产	9	8	9	9	8	营业外收入	1	8	4	11	12
其他非流动资产	1357	1623	1628	1632	1636	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	2770	3524	4242	4939	5950	利润总额	212	276	360	488	628
流动负债	332	616	444	768	1288	所得税	41	46	50	68	89
短期借款	0	22	22	29	524	净利润	171	231	310	420	538
应付账款	81	164	147	272	309	少数股东损益	13	16	20	24	31
其他流动负债	250	430	276	466	455	归属母公司净利润	158	215	290	396	508
非流动负债	327	574	528	481	434	EBITDA	205	286	358	486	637
长期借款	85	236	189	142	96	EPS(元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.73
其他非流动负债	241	339	339	339	339						
负债合计	658	1191	972	1249	1722	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	31	36	56	80	111	成长能力					
股本	74	74	701	701	701	营业收入(%)	38.8	35.5	28.5	37.0	36.7
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业利润(%)	74.7	27.8	32.0	34.0	28.9
留存收益	405	620	930	1350	1888	归属于母公司净利润(%)	11.1	36.2	35.3	36.2	28.4
归属母公司股东权益	2080	2297	3214	3609	4117	获利能力					
负债和股东权益	2770	3524	4242	4939	5950	毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.8	59.3
						净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.5	28.7
						ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.4	12.7
						ROIC(%)	6.4	7.7	8.0	10.0	10.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.8	33.8	22.9	25.3	28.9
						净负债比率(%)	-21.9	(3.4)	(6.7)	(4.1)	3.8
						流动比率	3.2	1.7	2.7	1.7	1.3
						速动比率	3.2	1.7	2.7	1.7	1.3
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.73
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.37	0.07	0.69	0.37
						每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.28	4.59	5.15	5.88
						估值比率					
						P/E	122.68	90.04	66.56	48.86	38.05
						P/B	9.29	8.42	6.01	5.36	4.69
						EV/EBITDA	93.37	68.7	54.5	40.3	31.3

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	120	234	48	481	256
净利润	171	231	310	420	538
折旧摊销	6	6	4	3	2
财务费用	-1	23	40	54	74
投资损失	-29	-54	-75	-96	-111
营运资金变动	-55	17	-230	100	-246
其他经营现金流	29	12	-1	-1	-1
投资活动现金流	-425	-839	-496	-495	-493
资本支出	8	2	6	5	7
长期投资	-48	-540	-562	-592	-597
其他投资现金流	-466	-1378	-1052	-1082	-1083
筹资活动现金流	677	419	458	-101	-121
短期借款	0	22	0	0	0
长期借款	85	150	-46	-47	(47)
普通股增加	31	0	627	0	0
资本公积增加	532	0	0	0	0
其他筹资现金流	29	247	-122	-54	-74
现金净增加额	370	-184	10	-114	-358

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，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒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	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 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/>