



视觉中国(000681.SZ)

【联讯传媒公司深度】视觉中国(000681.SZ, 增持)商业模式壁垒稳固, 业绩稳健增长

2018年05月08日

投资要点

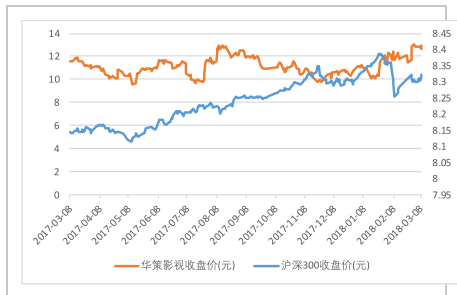
增持(首次评级)

当前价: 26.44 元
目标价: 26.50 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: +86-021-51782239
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	815	1100	1430	1801
(+/-)	+11	+35	+30	+26
归母净利润	287	374	489	620
(+/-)	+34	+30	+31	+27
EPS(元)	0.41	0.53	0.70	0.88
P/E	61.59	47.33	36.20	28.57

资料来源: 联讯证券

◇ 我们测算视觉素材付费市场规模为138亿元, 渗透率仅10.6%

根据2%的广告市场占有率来计算, 中国图片行业市场规模约为138亿元。而根据我们测算的2017年中国图片行业市场规模约为14.6亿元, 占比整体广告市场规模仅0.2%, 市场渗透率仅10.6%。近年来, 针对版权的立法和司法保护全面趋严, 为视觉素材付费业务的发展提供了保障。目前, 视觉中国已占据该行业综合市场份额的40%以上。

◇ 视觉中国定位为上游视觉内容版权所有者与下游视觉内容使用者的平台方, “确权+用权+维权”的平台型商业模式具有强变现能力。

视觉素材产业链上下游高度分散化, 视觉中国按照为两端提供高效率的解决方案的思路: 对上帮助原创作者高效变现, 使内容作者专心创作; 对下帮助用户快速获得需要的素材, 提高了使用效率。公司同时参股控股了旅游、广告和教育等行业多家公司, 目前已形成了协同效应, 只有更高的变现效率才能颠覆视觉中国已有的商业模式, 这在中短期内是小概率事件。

◇ 2014-2017年公司经营业绩稳健增长, 营收和净利润CAGR达27%以上, 视觉素材业务占比70%, 营收平均增速超30%。

2017年, 公司营业收入8.15亿元, 同比增长10.75%; 其中公司核心主营业务一“视觉内容与服务”实现营业收入5.84亿元, 同比增长30.13%, 占比总收入70%以上, 实现营业毛利4.02亿元, 同比增长31.06%, 毛利率达65.86%, 实现归母净利润2.91亿元, 同比增长35.48%, 营业成本首次出现下降, 整体费用率不足30%。

◇ 盈利预测及投资建议

公司商业模式清晰, 轻资产, 且该等模式对应的现金流节奏优异(先向下游收钱, 后向上游供应商付费, 极为轻资产, 扩张无需大规模占用资本金); 先发优势使得市场领导者地位极为巩固, 理应享有较高估值。

我们预测公司2018/19/20年归母净利润分别为3.74/4.89/6.20亿元, 分别对应EPS为0.53/0.70/0.88元, 分别对应2018/19/20年的PE为47.3/36.2/28.6倍, 首次覆盖给予“增持”之评级。

◇ 风险提示

中短期内中国图片类版权保护升级无明确预期风险。



目 录

一、投资摘要	4
(一) 投资评级与估值	4
(二) 关键假设点	4
(三) 有别于大众的认识	4
(四) 股价表现催化剂	5
(五) 核心假设风险	5
二、行业概况——市场空间超百亿，视觉中国已建立先发优势	6
(一) 市场规模：我们测算为 138 亿元，渗透率仅 10.6%	6
(二) 市场结构：视觉中国占据约五成的市场份额	7
(三) 版权保护：针对版权的立法和司法保护全面趋严	7
三、公司概况——视觉素材版权付费行业引领者	9
(一) 公司基本情况	9
(二) 公司发展大事记	10
(三) 实际控制人持股超 50%，具有多年行业积淀和管理经验	10
(四) 产业链上下游高度分散化，“确权+用权+维权”平台型模式变现能力强	11
1、上游：帮助视觉内容作者高效变现构筑壁垒	12
2、中游：技术优势巩固版权内容交易平台领航者地位	14
3、下游：大 B 端客户仍是付费主力，小 B 和 C 端通过大 B 端付费模式可期	15
(五) 构建“视觉+产业”战略布局，发挥多板块协同效应	18
四、财务概况——2014-2017 年公司经营业绩稳健增长	19
(一) 基本财务状况：2014-2017 年公司营收和净利 CAGR 均为 27%	19
1、公司连续三年实现营收和净利润高速增长	19
2、平均毛利率约 60%，彰显议价能力强	19
3、2017 年公司商业模式基本成熟，营业成本大幅下降	20
4、整体费用率随公司发展逐年提升	21
(二) 关键财务指标分析：2014-2017 年公司现金流量较大，资产增长较快	22
(三) 收入按业务拆分：核心业务占比 70%以上，增速达 30%以上	23
五、盈利预测及投资建议	24
六、风险提示	24

图表目录

图表 1： 预计 2018 年中国广告业年营业额将超过 7 千亿	6
图表 2： 视觉中国占据综合市场份额 40%以上	7
图表 3： 中国知识产权保护发展历程	7
图表 4： 2000-2017 年视觉中国发展大事记	10
图表 5： 前十大股东明细	10
图表 6： 高级管理人员明细	11
图表 7： 连接上游内容和下游用户的平台型商业模式十分清晰	12
图表 8： 视觉中国 Corbis Image 专区	13



图表 9: 视觉中国 Getty Image 专区	13
图表 10: 视觉中国 500 px 专区	14
图表 11: 视觉中国媒体客户分类	16
图表 12: 公司主要客户涵盖互联网、媒体、大企业和广告营销	16
图表 13: 公司已对接大量互联网平台	17
图表 14: 2011 年起中国自媒体数量和规模开始爆发式增长	18
图表 15: 2014-2017 年公司营收 CAGR 为 27.74%	19
图表 16: 2017 年归母净利润 CAGR 为 27.02%	19
图表 17: 平均毛利率约 60%	20
图表 18: 2017 年公司经营成本负增长	20
图表 19: 购买视觉内容版权支出占比超 60%	21
图表 20: 2014-2017 年公司整体费用率接近 30%	21
图表 21: 2014-2017 年公司研发投入逐年上升	22
图表 22: 2014-2017 年公司现金净流量	23
图表 23: 2014-2017 年公司资产负债率增长较快	23
图表 24: 2017 年公司 ROIC 与 ROA 分别为 9.53 和 8.2	23
图表 25: 2014-2017 年公司视觉素材业务占比超 70%	24
图表 26: 2017 年公司更加专注核心业务	24
图表 27: 财务预测表	25



一、投资摘要

- (1) 我们测算视觉素材付费市场规模约为 **138 亿元**，渗透率仅 **10.6%**。根据 2% 的广告市场占有率来计算，中国图片行业市场规模约为 138 亿元。而根据我们测算的 2017 年中国图片行业市场规模约为 14.6 亿元，占比整体广告市场规模仅 0.2%，市场渗透率仅 10.6%。近年来，针对版权的立法和司法保护全面趋严，为视觉素材付费业务的发展提供了保障。目前，视觉中国已占据该行业综合市场份额的 40% 以上。
- (2) 视觉中国定位为上游的视觉内容版权所有者与下游视觉内容的使用者（的平台方，“确权+用权+维权”的平台型商业模式具有强变现能力。视觉素材产业链上下游高度分散化，视觉中国按照为两端提供高效率的解决方案的思路：对上帮助原创作者高效变现，使内容作者专心创作；对下帮助用户快速获得需要的素材，提高了使用效率。公司同时参股控股了旅游、广告和教育等行业多家公司，目前已形成了协同效应，只有更高的变现效率才能颠覆视觉中国已有的商业模式，这在中短期内是小概率事件。
- (3) **2014-2017 年公司经营业绩稳健增长，营收和净利润 CAGR 达 27% 以上，视觉素材业务占比 70%，营收平均增速超 30%**。2017 年，公司营业收入 8.15 亿元，同比增长 10.75%；其中公司核心主营业务——“视觉内容与服务”实现营业收入 5.84 亿元，同比增长 30.13%，占比总收入 70% 以上，实现营业毛利 4.02 亿元，同比增长 31.06%，毛利率达 65.86%，实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 35.48%，营业成本首次出现下降，整体费用率不足 30%。

（一）投资评级与估值

公司商业模式清晰，轻资产，且该模式对应的现金流节奏优异（先向下游收钱，后向上游供应商付费，极为轻资产，扩张无需大规模占用资本金）；先发优势使得市场领导者地位极为巩固，理应享有较高估值。我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润分别为 3.74/4.89/6.20 亿元，分别对应 EPS 为 0.53/0.70/0.88 元，分别对应 2018/19/20 年的 PE 为 47.3/36.2/28.6 倍，首次覆盖给予“增持”之评级。

（二）关键假设点

中国视觉素材付费业务已经起步。

（三）有别于大众的认识

公司向下游预先收钱，再向上游支付版权费用的商业模式，搭配于中国视觉付费素材的市场领导者地位，理应享有较高估值。



（四）股价表现催化剂

中短期内中国图片版权保护政策趋严或执行力度加强。

（五）核心假设风险

估值风险。



二、行业概况——市场空间超百亿，视觉中国已建立先发优势

“一图胜万言”，视觉内容是连接媒体、品牌以及消费者的最高效的传播媒介。

据统计，人类通过图片获取信息比通过其他媒体获取信息要快 10 倍；带有相关图片的内容相比于没有图片的内容，能得到 94% 更多的观看；在社交媒体发布的带有图片或视频的帖子具有 80% 更强的参与度；在观看产品视频后，观众 85% 更可能购买，93% 的用户认为在购买决定中，图片是决定性因素。

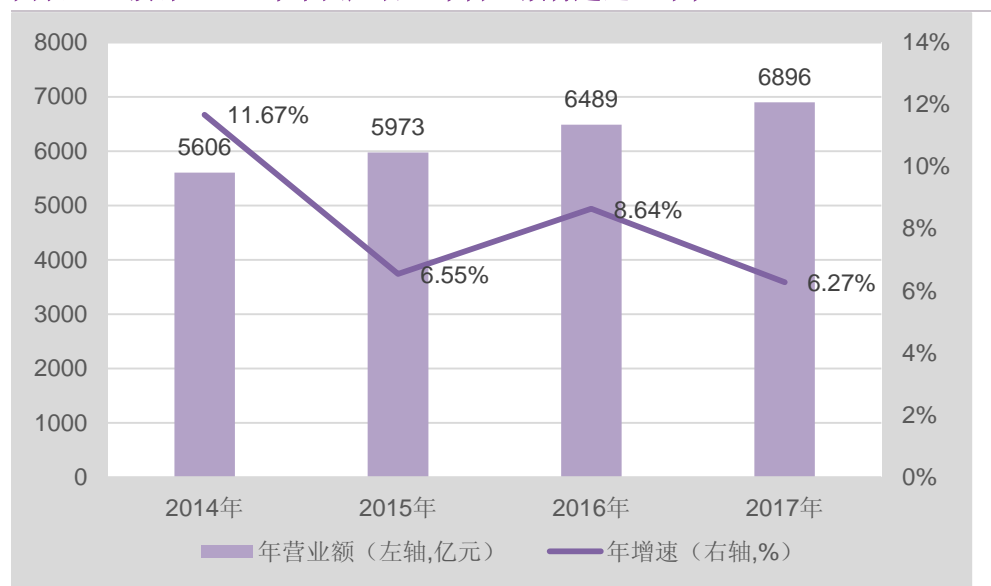
一系列数据表明包括图片在内的视觉素材在传媒和互联网领域具有极高的价值，图片的信息传播效率远远超文字内容，“读图时代”的到来空前利好图片版权付费行业。

（一）市场规模：我们测算为 138 亿元，渗透率仅 10.6%

近年伴随移动通信、互联网、社交媒体等新兴媒介的飞速发展，中国广告行业飞速发展，中国已成为世界第二大广告国，作为商业广告行业快速增长的受惠者之一，视觉素材版权付费行业将成为下一个全新增长点。

根据国家工商总局数据显示，2017 年全国广告经营额 6,896.41 亿元，同比增长 6.3%。2014-2017 年中国广告业年营业额 CAGR 为 7.15%。据 2018 年 1 月中国互联网络信息中心第 41 次《中国互联网广告发展状况统计报告》，2017 年中国网络广告市场规模 2,957 亿元，较 2016 年同期增长 28.8%。据艾瑞咨询《2017 年度数据发布》预测，2018 年至 2020 年中国网络广告市场规模将达到 4,970 亿元、6,214 亿元及 7,651 亿元。

图表 1： 预计 2018 年中国广告业年营业额将超过 7 千亿



资料来源：国家工商总局，联讯证券

根据普华永道在《2016-2020 年全球娱乐及媒体行业展望》公布的数据显示，美国的图片行业市场规模占广告市场规模比例为 2.4%，中国目前尚无关于此数据的第三方权威统计，若按 2% 的广告市场占有率来计算，中国图片行业市场规模约为 138 亿元，基本符合“视觉中国”创始人柴继军先生 120 亿-150 亿的预测。

我们根据 2017 年中国广告行业市场规模 6896.41 亿元和“视觉中国”公布的 2017 年图片主业收入 5.84 亿，其市场占有率约 40% 的数据，倒推出 2017 年中国图片行业市场规模约为 14.6 亿元，占比整体广告市场规模仅 0.2%，市场渗透率仅 10.6%。我们认



为，中国图片市场即将走过萌芽期，进入快速发展期。

（二）市场结构：视觉中国占据约五成的市场份额

图片版权付费的广阔市场空间已被多家视觉素材提供商看好，视觉中国通过提前布局内容市场，整合商业渠道和抢占客户资源的方式，已成为视觉素材付费市场的领军企业。全景网络旗下品牌——站酷与全球视觉素材付费行业领先者 Shutterstock 于 2016 年达成协议，全权代理销售其旗下的创意图片、视频产品；东方 IC 与大量海内外媒体保持合作关系，使上述两家公司成为行业新贵。

图表2：视觉中国占据综合市场份额 40%以上

公司	素材品牌	市场份额(商业类)	市场份额(媒体类)	资源量
视觉中国	Getty Image、Corbis Image 500px、汉华易美、华盖创意、东星娱乐	50%	30%	拥有超过 2 亿张图片、500 万部视频和 30 万条音乐资源，同时签约 17,000 多名摄影师和 240 多家供应商。
全景网络	Panoramastock、站酷	20%	5%	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	5%	10%	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 亿张图片和视频素材，服务上千家中外媒体和广告客户。
新华社	新华社图片中心及其子公司、新华影廊公司	-	-	库存 1500 余万张照片，包括 500 余万张珍贵历史档案图片。

资料来源：各公司官网，智研咨询，联讯证券

（三）版权保护：针对版权的立法和司法保护全面趋严

《2017 中国网络版权产业发展报告（摘要版）》显示，在 2006-2016 的 10 年间，我国网络核心版权产业行业规模从 2006 年的 163.8 亿元增长到 2016 年的 5,086.9 亿元，年增长率保持在 30% 以上，产业规模增长超过了 30 倍，中国网络核心版权产业规模大幅增长，已经成为中国经济增长的新动能。近年来版权产业对促进经济社会发展的重要作用日益凸显，中国版权的创造、运用、保护和管理水平不断提高，立法、司法保护、行政执法、版权社会服务、版权产业发展成绩斐然，各界对版权保护的力度也在不断加大，版权事业进入快速发展的新阶段。

图表3：中国知识产权保护发展历程

时间	政策、法律名称	主要内容
1984 年 3 月	《中华人民共和国专利法》	中国第一部专利保护专项法律
1990 年 9 月	《中华人民共和国著作权法》	中国第一部著作权保护专项法律
1992 年	《中华人民共和国专利法》第一次修正	扩大了专利的保护范围，将发明专利的保护期限从自申请日起 15 年延长为自申请日起 20 年，进一步强化了对专利权的保护，重新规定了对专利实施强制许可的条件。
2001 年 7 月	《中华人民共和国专利法实施细则》	对相关法律进行了细化
2002 年 9 月	《中华人民共和国著作权法实施条例》	对《著作权法》未详细规定的内容进行了明确
2002 年 12 月	《专利代理惩戒规则（试行）》	明确了对侵犯专利的行为应当承担侵权责任



时间	政策、法律名称	主要内容
2005年5月	《互联网著作权行政保护办法》	明确互联网信息服务活动中根据互联网内容提供者的指令,通过互联网自动提供作品、录音录像制品等内容的上载、存储、链接或搜索等功能,且对存储或传输的内容不进行任何编辑、修改或选择为违法行为。
2009年12月	《中华人民共和国侵权责任法》	明确了网络用户、网络服务提供者利用网络侵害他人民事权益应当承担侵权责任。
2010年12月	《中华人民共和国著作权法》第二次修正	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》	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》	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实施条例》	著作权侵权非法经营额难以计算的,赔偿上限提至25万;进一步明确了著作权侵权行为的范围
2013年	《信息网络传播权保护条例》	保护著作权人、表演者、录音录像制作者等的信息网络传播权,鼓励有益于社会主义精神文明、物质文明建设的作品创作和传播。
2014年8月	《关于在北京、上海、广州设立知识产权法院的决定》	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》	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。
2015年4月	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	明确了著作权法律法规中涉及网络版权转载的几个重要问题;引导报刊单位和传统媒体进一步改进内部版权管理工作,特别是针对报刊单位明确有关作品权属提出了指导意见;鼓励报刊单位和互联网媒体积极开展版权合作,营造健康有序的网络转载环境;要求各级版权行政管理部门加大版权监管力度。
2015年10月	《关于规范网盘服务版权秩序的通知》	将通过网盘传播侵权作品、实施侵权盗版行为纳入版权保护范围
2015年	《著作权行政处罚实施办法》修订	就行政处罚程序、网络服务提供者的行政责任以及网络环境下的版权执法等内容进行了修改。
2016年11月	《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》	完善产权保护制度、推进产权保护法治化,加大侵犯知识产权行为的惩治力度。
2017年7月	首次图片版权保护专题研讨会	呼吁多关注图片侵权案件。
2018年2月	《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》	确立了新时代人民法院知识产权审判工作的指导思想、基本原则、改革目标和重点措施,将从程序和制度上全面加快我国知识产权保护的审判体系和审判标准的现代化进程。

资料来源:国务院、最高人民法院、国家版权局、国家知识产权局,联讯证券

2017年,国家版权局、国家网信办、公安部、工信部等四部门联合开展了第13次打击网络侵权盗版“剑网2017”专项行动。各级版权执法监管部门会同网信、工信、公安等部门共检查网站6.3万个,关闭侵权盗版网站2,554个,删除侵权盗版链接71万条,



收缴侵权盗版制品 276 万件，立案调查网络侵权盗版案件 543 件，会同公安部门查办刑事案件 57 件、涉案金额 1.07 亿元，并向社会公开发布 20 件网络侵权盗版典型案件。

2018 年第十三届全国人大《政府工作报告》中明确指出：“强化知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度”。2018 年 2 月 27 日，中共中央办公厅国务院办公厅印发《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》。《意见》是“两办”印发的第一个专门面向知识产权审判的里程碑式的纲领性文件，确立了新时代人民法院知识产权审判工作的指导思想、基本原则、改革目标和重点措施，将从程序和制度上全面加快我国知识产权保护审判体系和审判标准的现代化进程。政策的出台为我国版权事业发展注入了强劲动力，为建设版权强国和创新型国家提供了保障。

三、公司概况——视觉素材版权付费行业引领者

（一）公司基本情况

视觉中国是一家全球性的提供优质正版图片、视频等视觉内容及增值服务的平台型互联网科技公司。公司为“版权视觉内容”的生产者和使用者提供了以大数据、人工智能和区块链等核心技术为基础的互联网交易平台（www.vcg.com）。公司拥有近乎垄断的全球优质视觉内容资源，到 2017 年末，在线提供并每日更新来自于全球顶级的约 30 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构的超过 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首各种曲风的音乐或音效；同时公司为互联网平台、传媒、企业、广告营销公司、数百万的社交媒体等客户群体提供全方位的视觉内容与服务，到 2017 年末，获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个，图片内容每日被阅读达十亿次量级。公司以其强大的“版权视觉内容”的整合能力及全面的市场覆盖能力，成为连接中国“版权视觉内容”的生产者及使用者的第一平台，是中国内容产业的“基础设施”和“流量引擎”。



(二) 公司发展大事记

图表4: 2000-2017年视觉中国发展大事记



资料来源：公司官网，联讯证券

(三) 实际控制人持股超 50%，具有多年行业积淀和管理经验

公司董事长廖杰先生、总裁梁军女士、执行董事、副总裁柴继军先生为公司创始团队，在公司任职均超过 10 年以上，具有丰富的行业与管理经验。廖杰先生为股东廖道训、吴玉瑞之子，梁军女士为股东吴春红之女、梁世平之妹，柴继军先生为公司股东，公司核心管理层均为控股股东或其直系亲属，上述股东作为十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。公司聚集了一批在互联网传媒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，具有丰富管理经验及国际化视野。

图表5: 前十大股东明细

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
吴春红	一致行动人暨实际控制人	97,912,627	13.98%
廖道训	一致行动人暨实际控制人	89,161,290	12.73%
吴玉瑞	一致行动人暨实际控制人	89,161,290	12.73%
柴继军	一致行动人暨实际控制人	49,762,128	7.10%
黄厄文	境内自然人	30,746,800	4.39%
姜海林	一致行动人暨实际控制人	30,610,125	4.37%
常州服装集团有限公司	境内非国有法人	16,102,425	2.30%
陈智华	一致行动人暨实际控制人	14,830,762	2.12%
常州产业投资集团有限公司	国有法人	12,868,633	1.84%
陕西省国际信托股份有限公	国有法人	8,000,000	1.14%



股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
司-陕国投·金元宝 56 号证券投资集合资金信托计划			

资料来源：公司 2017 年报，联讯证券

公司高管在摄影、图像编辑和图像技术领域浸淫已久，拥有丰富经营管理经验，公司总裁梁军于 2005-2012 年任优力易美(北京)图像技术有限公司董事；创始人柴继军先生 1995—2006 年在中国青年报摄影部任图片编辑、摄影记者，2006 年担任国务院新闻办公室图片库执行总编辑。

图表6： 高级管理人员明细

姓名	职务	任职日期	个人简历
廖杰	董事长	2014-05-29	男,加拿大籍,1966年3月出生,硕士学历.2008年2月任中国智能交通系统(控股)有限公司董事会高级顾问;2011年8月任中国智能交通系统(控股)有限公司董事兼CEO;2012年7月至今任中国智能交通系统(控股)有限公司董事会主席;2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事长.
梁军	总裁	2014/4/15	女,美国国籍,1966年7月出生,硕士学历.2005年11月至2012年8月任优力易美(北京)图像技术有限公司董事;2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事,总裁.
柴继军	副总裁	2014/4/15	男,1974年4月出生,本科学历.1995年8月至2006年3月任中国青年报图片编辑,摄影记者;2006年3月至今任北京汉华易美图片有限公司董事,总编辑;2012年6月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司执行董事,总编辑;2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事,副总裁,总编辑.
王刚	副总裁	2014/4/15	男,1968年10月出生,硕士学历.1993年3月至2004年任联想集团事业部总经理;2004年5月至2005年8月任TCL电脑技术(深圳)有限公司事业部总经理;2005年11月至2006年12月任东芝电脑网络(上海)有限公司副总经理/首席运营官;2007年8月至今任华盖创意(北京)图像技术有限公司副总裁,北京汉华易美图片有限公司副总裁,华夏视觉(北京)图像技术有限公司副总裁,2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁.
张宏麟	副总裁	2017/12/19	男,1967年7月出生,大学本科学历.自2005年加入视觉中国集团旗下华盖创意(北京)图像技术有限公司,主持并负责法律维权部工作,历任经理,高级经理,总监,高级总监;2014年至今担任视觉(中国)文化发展股份有限公司助理副总裁,并承担企业组销售工作.
柴继军	董事会秘书	2016/4/27	男,1974年4月出生,本科学历.1995年8月至2006年3月任中国青年报图片编辑,摄影记者;2006年3月至今任北京汉华易美图片有限公司董事,总编辑;2012年6月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司执行董事,总编辑;2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事,副总裁,总编辑.
柴继军	总编辑	2015/8/27	男,1974年4月出生,本科学历.1995年8月至2006年3月任中国青年报图片编辑,摄影记者;2006年3月至今任北京汉华易美图片有限公司董事,总编辑;2012年6月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司执行董事,总编辑;2014年5月9日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事,副总裁,总编辑.

资料来源：公司 2017 年报，联讯证券

(四) 产业链上下游高度分散化，“确权+用权+维权”平台型模式变现能力强

视觉素材产业上下游高度分散化是指上游视觉内容版权所有者数量繁多、摄影师难以兼顾创作和变现、素材市场缺少行业标准，下游客户遍布各行各业、商业需求与内容提供不对口、上下游对接困难的情况，导致视觉素材版权市场长期发展缓慢。

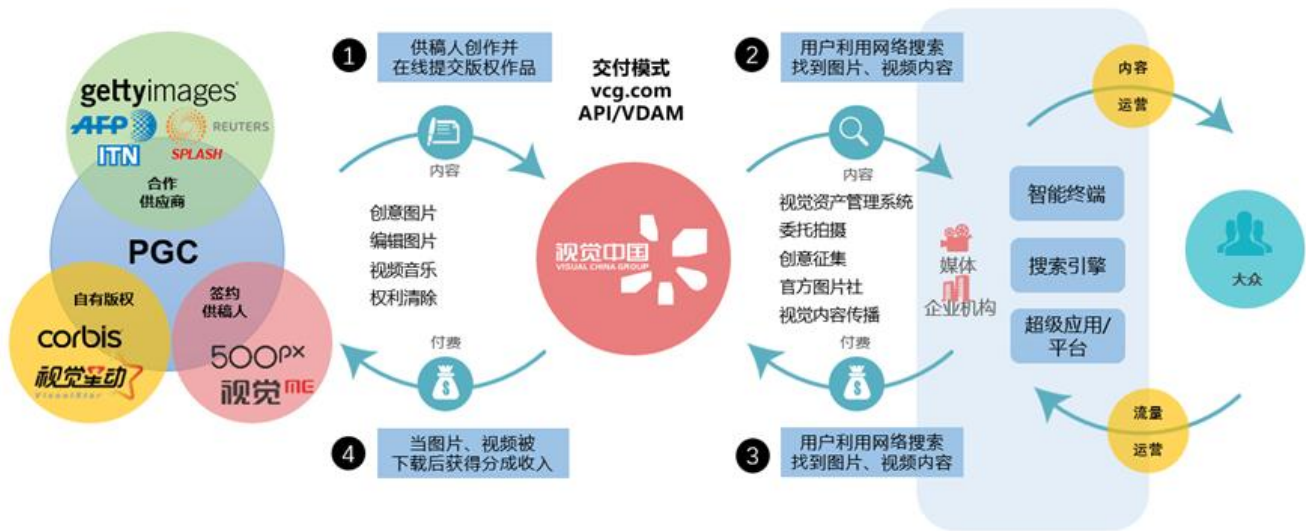
视觉中国定位为上游的视觉内容版权所有者（如摄影师、音乐人和导演等）与下游



视觉内容的使用者（如互联网、媒体、企业和个人用户等）的平台方。通过该平台，下游用户可以快速找到或订制需要的素材，提高了素材二次加工的效率和信息传播的时效性；上游内容版权所有者可以实现高效变现，让摄影师、音乐人和导演有更多时间专注在创作上。

凭借对于全球优质的 PGC 视觉内容的控制力、灵活多样的产品组合及授权模式、业界领先的基于图像大数据的人工智能技术、以及持续增强的获客能力及服务客户的能力等优势，视觉中国已占据中国逾五成的市场份额，成为视觉内容版权市场的规则制定者。

图表7： 连接上游内容和下游用户的平台型商业模式十分清晰



资料来源：公司官网，联讯证券

1、上游：帮助视觉内容作者高效变现构筑壁垒

视觉中国目前拥有超过 2 亿张图片、500 万部视频和 30 万条音乐资源，同时签约 17,000 多名摄影师和 240 多家供应商，公司理解摄影师的核心需求是内容货币化，赢得摄影师的核心在于变现效率，让摄影师的时间更多的专注在创作，而非变现上。通过“自有版权+合作供应+签约供稿”模式，解除内容提供者的后顾之忧，视觉中国在内容提供方面已占据行业绝对优势。

自有版权：东星娱乐+corbis Images

2000 年，视觉中国前身汉华易美创立国内第一家互联网图片版权交易平台，客户范围覆盖报纸、网站、杂志期刊、出版社、电台、电视台以及其它新媒体客户，具有广泛的市场影响力并拥有长期专业的编辑类图片行业经验。

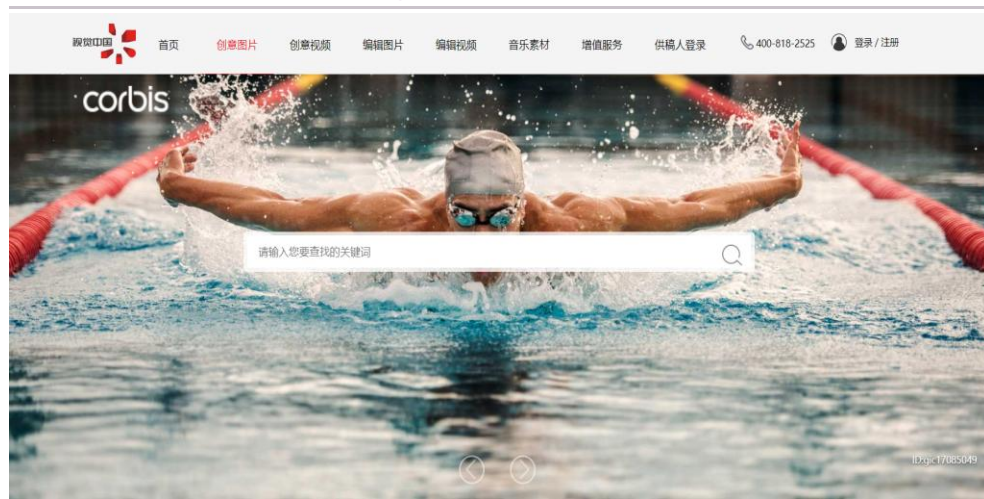
2012 年，收购大中华地区知名的娱乐时尚通讯社 Tungstar 东星娱乐。东星娱乐成立于 2002 年，是一家从事娱乐新闻图片和视频素材采编的专业制作机构，在香港、台湾、北京、上海、广州等地配有专职娱乐采编队伍，提供包括图片素材、视频素材、精编素材、视频短片、专题八卦短片等不同视频类型，最大限度满足媒体客户需求。

2016 年，收购全球第三大视觉内容版权服务供应商 Corbis 全部资产。Corbis Images 由微软创始人比尔盖茨创建于 1989 年，是全球第二大高端视觉内容版权服务供应商，在线图片库拥有近 5000 万张图片，19 万条视频，记录了 19 世纪至 20 世纪全球



重大历史事件。上世纪九十年代，Corbis Images 分别收购了著名的 Bettmann 历史图片档案馆、全球最大的新闻摄影机构之一 Sygma、明星图片公司 Outline；2005 年收购全球知名创意图片公司 Zefa，2011 年收购了全球最大的明星八卦图片库 Splash。

图表8：视觉中国 Corbis Image 专区



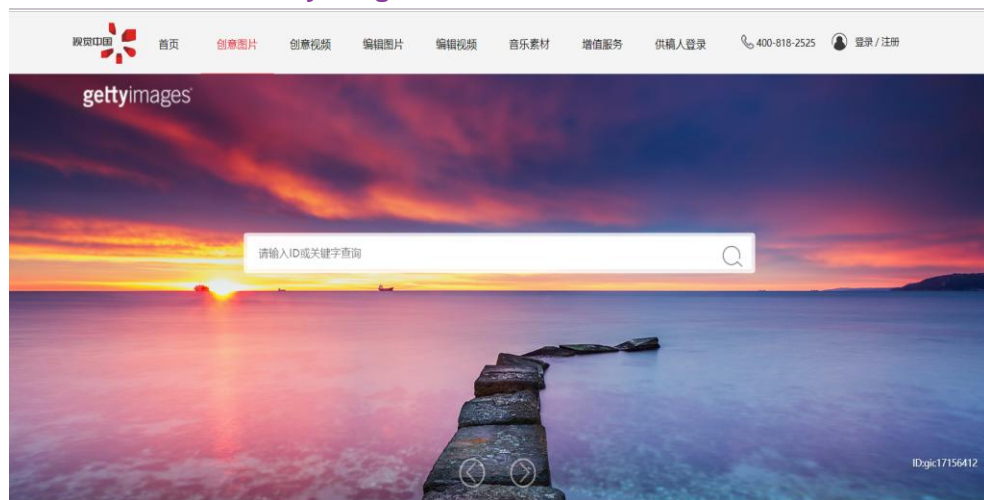
资料来源：视觉中国官网，联讯证券

合作供应：与 Getty Images 、中国新闻社达成战略合作

Getty Images 1995 年成立于美国西雅图，作为全球数字媒体的缔造者首创并引领了独特的在线授权模式——在线提供数字媒体管理工具以及创意类图片、编辑类图片、影视素材和音乐产品。Getty Images 服务全球 120 多个国家和地区，全球设有 65 个分支机构，拥有 Stone, Vetta, TongRo 等优质品牌、超过 1.5 亿张版权图片、全球 4500 余位签约摄影师和专业创意分析团队，旗下众多屡获殊荣的图像产品，在世界最具影响力的报纸、杂志、广告、影视、书籍和网站上随处可见。

2005 年视觉中国与 Getty Images 成立合资公司：华盖创意，与亚洲及中国本土的优秀摄影师紧密合作，持续补充大量优质的中国元素内容，向用户在线提供海量优质创意图片、影音素材和视觉服务，满足用户的多样化需求。

图表9：视觉中国 Getty Image 专区



资料来源：视觉中国官网，联讯证券



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发展有限公司签订了《战略合作协议》，双方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。该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。

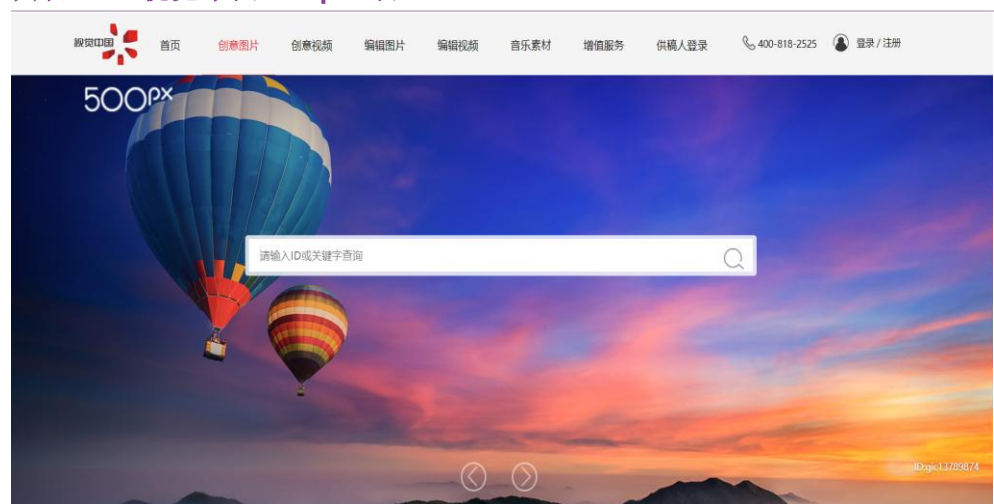
2017年公司还与路透社、法新社、南方日报、浙报集团、环球网、财新传媒等主要内容供应商完成了内容的合作签约或续约。

签约供稿：视觉 ME+500px

视觉 ME（Shijue.me）为设计师提供高质量创意灵感图片；5000名签约设计师、插画师、摄影师，每日上传原创作品2000幅，为签约供稿人提供作品分享、交易以及版权保护等服务；插画作品以“Shijue+”品牌入驻视觉中国的版权交易平台，让会员的原创作品带来更大的商业价值。依托视觉中国集团海量的正版创意素材，300万视觉设计注册会员，为政府、企业、机构提供定制化的创意众包服务。近十年来，已携手300余家合作伙伴成功举办了从平面、插画、产品&旅游纪念品、动漫、吉祥物、主题UI等众多领域的创意众包活动。

2015年7月13日，视觉中国全资收购了全球高端摄影师图片社区500px，共同打造专业摄影社区中文网站。500px拥有覆盖195个国家和地区的1,300万注册摄影师、100万的月活用户，汇集了全球优秀的摄影专业人才、大量摄影爱好者，每周有超过20万张图片被上传，每天产生200万次社交互动。视觉中国获得500px图片素材库大中华区域专属代理销售权，并全面开放其技术平台、图片素材库、运营经验、会员体系等资源。“人人都是摄影师”，以500px为代表的社会化生产成为行业趋势。

图表10：视觉中国 500 px 专区



资料来源：视觉中国官网，联讯证券

2、中游：技术优势巩固版权内容交易平台领航者地位

经过近20年的运营积累，公司拥有全面、高水准的亿级图片、视频、音乐数据，与之关联的近百万的结构化的关键词标签数据、以及持续产生的千万级的用户行为数据。



大数据：公司拥有大量行业内独有的高质量核心数据，包括（1）亿级的准确元数据的图像大数据、（2）超过 100 万条词库标签、（3）近 30 万条基于垂直领域（行业）的标签、（4）超过 2,000 万/天的用户行为数据、（5）超过 10 万以上的人物知识图谱。技术方面，公司拥有行业内领先的图像识别、图像理解等视觉人工智能技术。结合大数据，公司建立了一整套研究、开发、迭代体系，同时与国内外大学研究机构等建立了合作科研体系，不断提升人工智能在视觉方面的各项应用：（1）图像识别技术、（2）智能搜索技术、（3）词库技术。

交付平台技术：2017 上半年，正式推出 API(Application Programming Interface, 应用程序编程接口) 服务。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。目前，公司 API 与百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、网易、新浪、凤凰网、新华网、360、搜狗、高德地图、途牛网等 28 家各类客户的应用场景完成对接。同时，公司也完成了基于 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，为公司保持领先优势和持续发展提供动力。

图像追踪系统（鹰眼系统）：该平台包括自动全网爬虫、自动图像比对、授权比对自动生成报告等多项自主研发的技术能力，自动处理约 200 万/天以上的数据，能够追踪到公司拥有图片在网络上的使用情况，并提供授权管理分析、在线侵权证据保全等一站式的版权保护服务，大幅降低版权保护的成本，有效的保护了版权人的利益。鹰眼平台既为公司自身的版权保护提供技术服务，也正在逐步将向第三方开放相关能力，提供版权保护服务。

行业标杆式的版权保护实践，解除原创作者的后顾之忧：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权创新性典型案例”。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”。2017 年 6 月 14 日，由全国人大常委会副委员长吉炳轩带队的全国人大常委会著作权法执法检查组到公司进行实地检查，就版权保护的发展、版权传播等问题进行了深入调研，充分肯定了视觉中国在贯彻著作权法方面取得的成绩。2017 年 7 月 28 日，由中国版权协会主办、中国版权产业网承办的“互联网+图片版权保护与产业发展”研讨会在北京举行，这是国内首次召开以图片版权保护为专题的高规格研讨会，视觉中国作为版权图片行业代表应邀参会并发言，为版权图片行业发声。

3、下游：大 B 端客户仍是付费主力，小 B 和 C 端通过大 B 端付费模式可期

（1）传统媒体和大企业客户需求稳定增长

根据公司 2017 年报显示，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；企业类客户收入占比 40%，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接客户。

媒体：媒体市场是图片版权的核心目标市场之一，公司凭借强大的编辑类内容的竞争优势，及自有的经验丰富的编辑内容运营团队，在编辑类图片资源、运营、内容交付与服务上优势突出，公司严格的内容审核体系，及全面优质的体现核心价值观的内容，是广大媒体客户的安全优质的主要内容来源。公司的主要客户包括报纸、电视台、门户网站、视频网站以及杂志等



图表11: 视觉中国媒体客户分类

类型	客户名称
报纸	人民日报、中国青年报、中国日报、广州日报、南方日报、新华日报等
电视台	央视、北京电视台、湖南卫视、江苏电视台等
国有新闻网站	新华社、人民网、中国网、中国日报、东方网等
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	中国国家地理、时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新等

资料来源: 公司公告、联讯证券

广告营销与服务: 公司多年致力为各类广告公司提供全球及本土高质量及丰富全面的内容, 针对广告公司所服务的最终客户的行业及特性, 精细化管理, 深挖客户需求, 全面参与客户的工作流程, 提供相应的内容产品以及委托拍摄、版权清除等增值服务, 使客户能安全无忧使用图片及视频音乐素材, 发挥创意, 成为客户可依赖的专业视觉顾问, 大大加强了客户对公司的黏性和依赖。在整个广告行业面临社会化营销挑战的前提下仍然实现了广告客户群的超过 20% 的业绩增长。

公司主要客户包括。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、广东省广告集团等。

大企业: 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, 提供“视觉+品牌”的营销方案, 全方位满足客户的视觉内容需求。截至 2017 年底, 企业客户数较上年新增 48.7%, 其中年度长协客户占比超过 43%。

2017 年公司主要客户包括: 华为、索尼、宝马、雀巢、维多利亚的秘密、摩拜单车、ofo、统一、青岛啤酒、华侨城、美克美家、海昌集团、嘉实基金、中信银行、国家旅游局、江苏省旅游局、北京冬奥会组委、国资委新闻中心等品牌与机构。

图表12: 公司主要客户涵盖互联网、媒体、大企业和广告营销



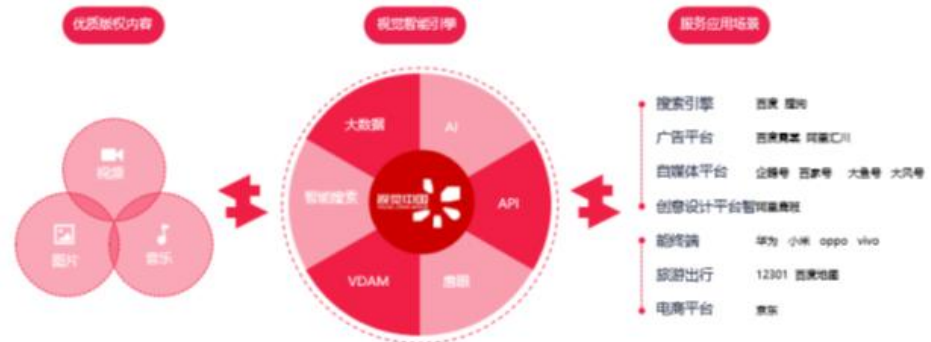
资料来源: 公司官网, 联讯证券

BAT 等互联网平台: 2017 年, 视觉中国与百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、凤凰网、搜狗等互联网平台签署战略合作协议, 初步完成了基于内容的技术对接, 使得公司内容能覆盖到的海量的长尾市场。目前, 公司已对搜索引擎、广告平台、自媒体平台、



创意设计平台以及智能终端、旅游出行、电子商务等服务应用场景完成了接入。

图表13: 公司已对接大量互联网平台



资料来源: 公司公告, 联讯证券

2017年2月,视觉中国与凤凰网、一点资讯达成战略合作,将所有的图片、素材、音乐以及视频跟“凤凰号&一点号”的后台打通,全面的开放给自媒体人。内容创造者可充分利用视觉中国所提供的资源,提炼、生产出更为优质的内容,通过“凤凰一点”平台更为直观的影响用户。此次合作,是视觉中国初步进入自媒体行业,通过向“凤凰一点”的全平台输入授权的视觉内容,使授权素材有依据可循,规避了内容创作者生产内容时的风险,同时也严谨了自媒体行业的版权环境。

2017年一季度,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。公司向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐资源,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7月,视觉中国与百度就正版图片在百度商业广告上的应用,签署合作协议。此次合作,视觉中国的优质图片等内容资源将全面提供给百度图片搜索、百家号、百度百科、百度知道、百度贴吧、百度原生商业推广部等百度系全线产品使用。同时百度将向视觉中国提供百度云技术输出,利用百度云基础能力与人工智能技术结合视觉中国积累的大数据,打通接口引入的创意类正版图片库。

2018年1月,视觉中国与搜狗共同宣布达成紧密战略合作,双方将在图片搜索、版权授权等方面建立深度合作。

2018年1月,视觉中国与北京亿幕共同宣布达成紧密战略合作关系,与“微博云剪平台”共同服务数百万政府、媒体、MCN机构用户,提供优质正版图片、视频、音乐素材。

2018年4月,视觉中国全资子公司与淘宝中国签订《战略合作协议》,双方将在在线创意设计领域开展为期三年的合作。共同打造在电商领域的正版素材授权平台,助力新零售。

(2) 探索大B端一揽子付费,其平台上的小B和C端免费使用的全新路径



尽管近年来保护著作权、专利权的法律、政策和监管趋严，图片识别等技术提升以及民众版权意识觉醒，但由于非大型商用的图片侵权行为不易被发现，取证困难，诉讼难度大，赔偿金额较低，维权性价比不高等原因，中短期来看对长尾用户直接收费仍为小概率事件。而小 B 和 C 端通过大 B 端（如微博、微信公众平台）实现付费的模式，将开辟覆盖长尾用户的新路径。

“博客”开启自媒体时代。随着移动互联网的起飞以及对用户碎片化时间的发掘逐步加深，2009 开始，以博客为代表的新媒体形式蓬勃发展，截至目前已形成了包括门户网站、微博微信等公共社交平台、直播和短视频在内的自媒体体系。

图表 14： 2011 年起中国自媒体数量和规模开始爆发式增长



资料来源：公司公告，联讯证券

自媒体平台体量惊人，人人都可以成为自媒体。2017 年，微信公众号总量突破 2000 万，月活跃用户数达 350 万；微博月活跃用户数达 3.92 亿，月均阅读量大于 10 万的“大 V”突破 30 万；今日头条日活跃用户数高达 1.2 亿，活跃头条号超 30 万个；问答社区知乎和直播巨头斗鱼 tv 月活跃用户数均超 3 亿，快手短视频用户数超 7 亿。数以百万的“自媒体”形成新的内容生态；根据网易人工智能事业部发布的《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》显示，图片仍是自媒体在创作时的主流素材选择，占比为 62.5%。

我们发现，绝大多数自媒体都依托于包括微博（大 V）、微信（公众平台）、百度（百家号）、阿里巴巴（大鱼号）和一点资讯（一点号）/凤凰网（大风号）在内的自媒体平台获取流量，公司只需与平台达成版权合作，即可为数百万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。

（五）构建“视觉+产业”战略布局，发挥多板块协同效应

旅游板块：旅游行业与公司的主营业务有着较高的协同效应，是公司“互联网+视觉+行业”战略的重要体现。公司于 2014 年 12 月中标国家旅游局“12301 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。唱游专注“服务游客，监管企业，监测行业”，打造了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服务聚合平台和全国旅游行业大数据中心。该平台已经覆盖了 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，并在此基础上，拓展了与旅游业相关的增值服务。

广告板块：2015 年 11 月，公司通过全资子公司汉华易美收购上海卓越广告 51% 股权，使其成为控股子公司。上海卓越广告是一家集“品牌营销咨询”、“数字化传播”、“电商营销顾问”线上线下一体的全平台品牌营销服务集团，提供全方位品牌营销咨询、



创意传播、销售顾问等服务，客户涵盖 IT、金融、通讯、家电、旅游、商超等多个领域。

教育板块：教育产业对优质内容是刚需，对教育的投入也符合国家的发展战略。2015年9月，视觉中国通过全资子公司汉华易美以3亿元人民币的价格收购湖北司马彦49%股权。湖北司马彦由书法家司马彦及其家族创立，主要从事字帖书籍的编写、策划、制作和发行业务，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。

2017年6月，视觉中国通过子公司远东文化以1.1亿元的价格收购广东易教优培35%股权。易教优培是一家K12教师培训云服务提供商，具体包括教师远程培训的平台建设、技术支持服务、课程资源建设、教学教务管理等，例如基于“国家教师网”、“南方教师在线”等互联网平台为教师提供职前考试、职后继续教育以及专业素养的培训服务。

视觉中国通过对旅游、广告和教育等领域的投资，增强了对图片版权付费潜在市场的覆盖，并依托参股公司的市场资源，将“视觉”核心业务逐步地拓展到其他行业。

四、财务概况——2014-2017年公司经营业绩稳健增长

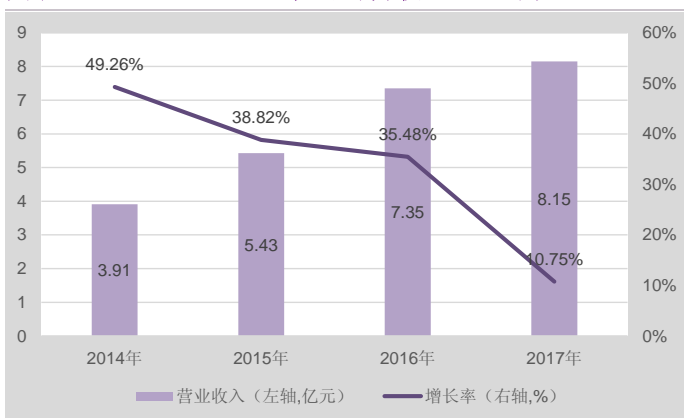
（一）基本财务状况：2014-2017年公司营收和净利CAGR均为27%

1、公司连续三年实现营收和净利润高速增长

2014-2017年营业收入分别为3.91亿元、5.43亿元、7.35亿元和8.15亿元，同比增长率分别为49.26%、38.82%、35.48%和10.75%，CAGR为27.74%。我们注意到2017年营业收入8.15亿，同比增长仅8.15%，主要原因系公司在2017年7月转让全资子公司深圳艾特凡斯智能科技有限公司100%股权，剥离了“数字娱乐”等非主营业务，专注公司的核心业务，不再计入后续确认收入项目，导致收入下降。

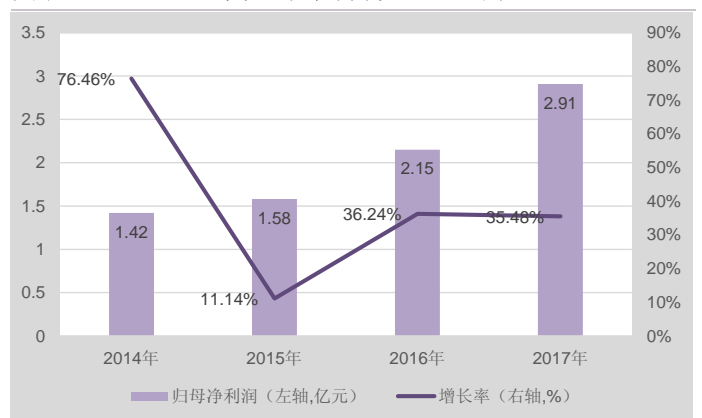
2014-2017年归母净利润分别为1.42亿、1.58亿、2.15亿和2.91亿，同比增长率分别为76.46%、11.14%、36.24%和35.48%，CAGR为27.02%。

图表15：2014-2017年公司营收CAGR为27.74%



资料来源：公司财报，联讯证券

图表16：2017年归母净利润CAGR为27.02%



资料来源：公司财报，联讯证券

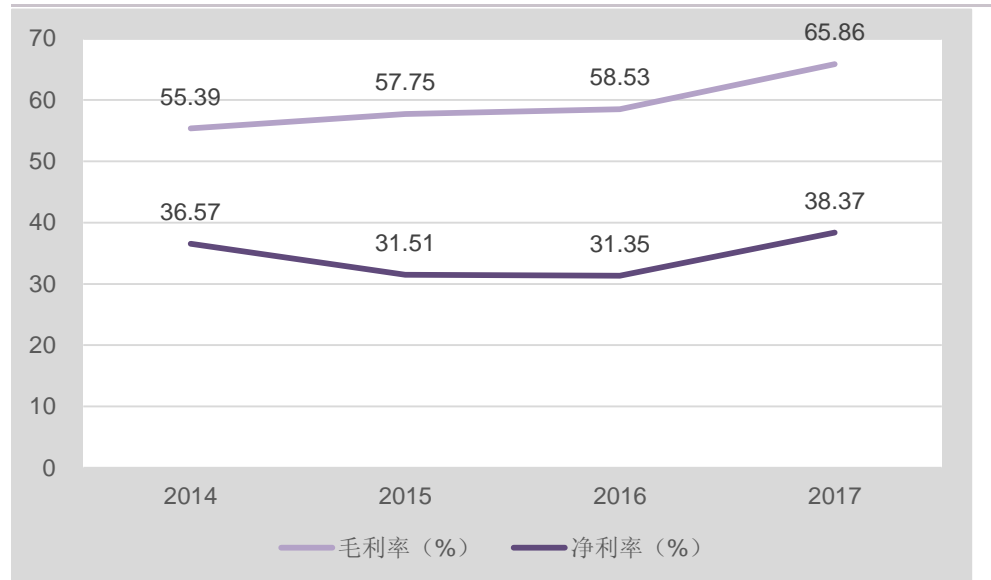
2、平均毛利率约60%，彰显议价能力强

毛利率方面，公司2014-2017年毛利率分别为55.39%、57.75%、58.53%和65.86%。



其中，视觉素材及增值服务的平均毛利率高达 62.1%。受益于公司图片内容壁垒较高、市场格局地位占优，2017 年实现营业毛利 4.02 亿元，较 2016 年同期增长 31.06%，主要原因系公司 2017 年经营成本下降，并剥除了成本较高、毛利率低的非主营业务“艾特凡斯”。

图表17： 平均毛利率约 60%

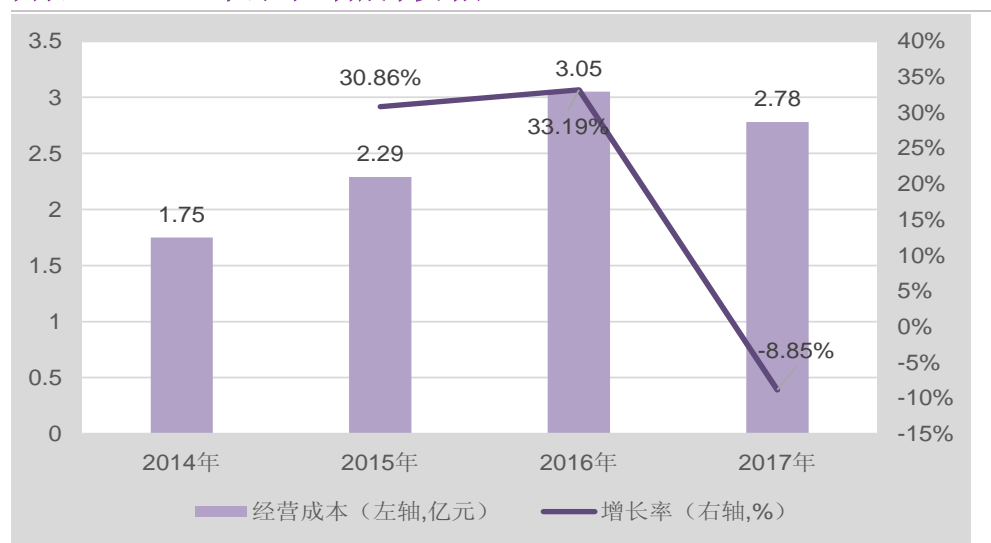


资料来源：公司公告，联讯证券

3、2017 年公司商业模式基本成熟，营业成本大幅下降

2014-2016 年随着公司规模和营业收入的大幅上升，营业成本也随之增加。其中营业成本分别为 1.75 亿元、2.29 亿元和 3.05 亿元，同比增长率分别为 30.86%和 33.19%。2017 年公司经营成本为 2.78 亿元，同比下降 8.85%。

图表18： 2017 年公司经营成本负增长



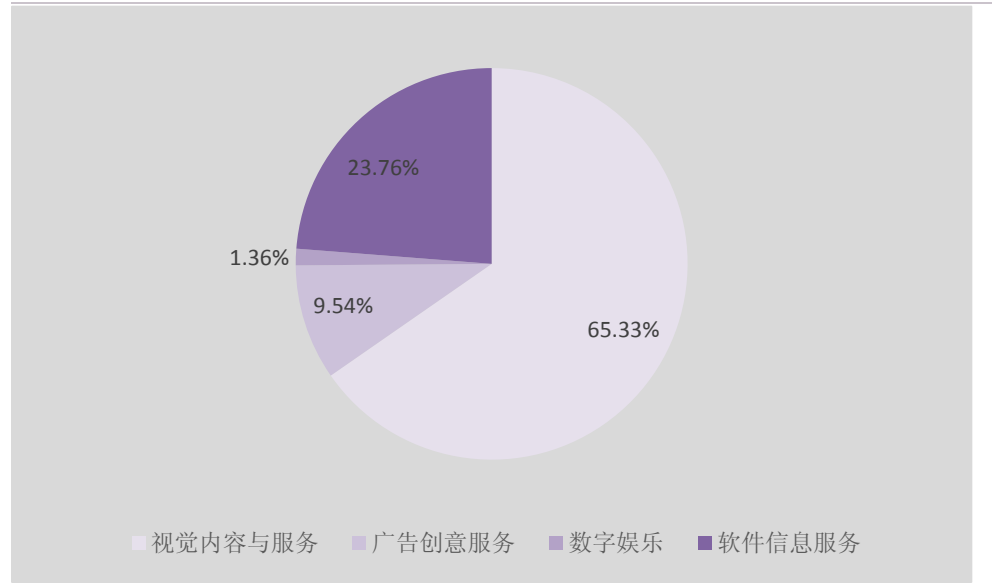
资料来源：公司公告，联讯证券

2014-2017 年，视觉内容业务占营业成本分别为 69.4%、71.8%、68.52%和 65.33%，即购买版权服务的费用占营业成本的 70%左右，包括广告创意服务、数字娱乐和软件信



息服务在内的服用支出占营业成本的 30%左右。

图表19： 购买视觉内容版权支出占比超 60%

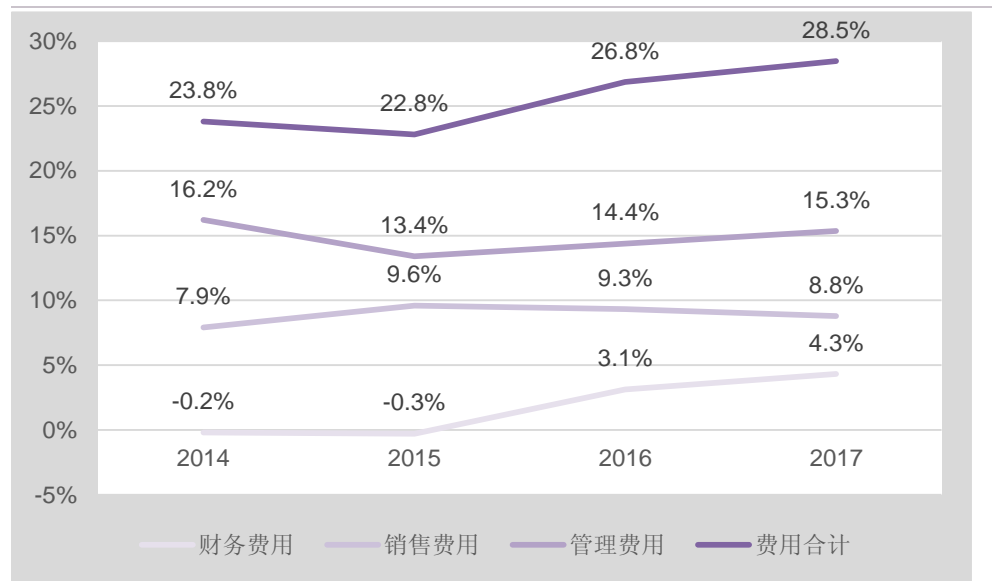


资料来源：公司公告，联讯证券

4、整体费用率随公司发展逐年提升

2014-2017 年，公司各项费用伴随公司业务发展呈逐年增长态势。2014-2017 年总费用率年分别为 23.8%、22.8%、26.8%和 28.5%。公司销售费用和管理费用趋势稳定，表明公司上游端内容采购成本保持平稳，管理费用控制较好；财务费用在 2015-2017 年快速上升主要原因系公司进行了教育和广告行业的股股权并购，拓展了相关业务以及完成了对内容提供方 Corbis 和 500px 的战略投资。

图表20： 2014-2017 年公司整体费用率接近 30%



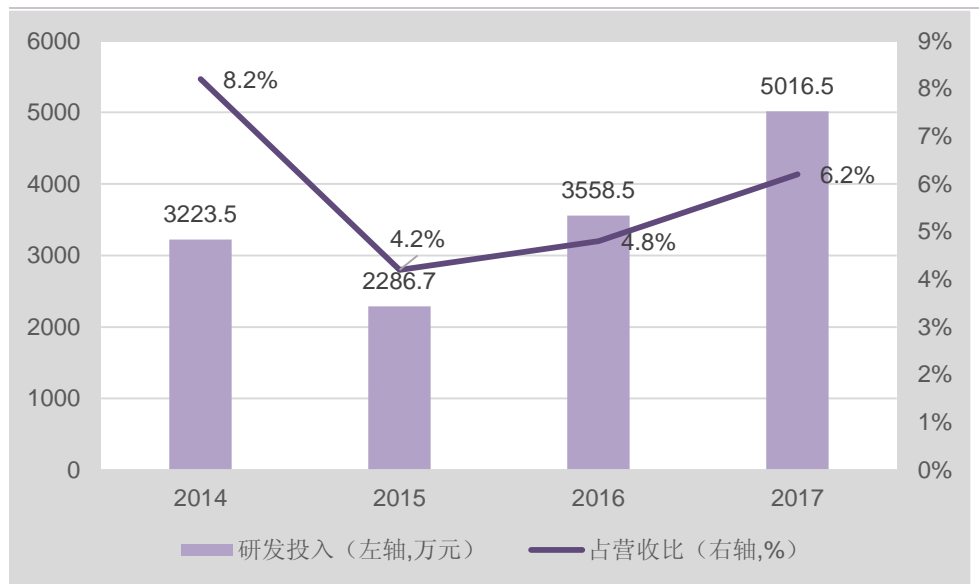
资料来源：公司公告，联讯证券

2017 年，公司研发人员数量达 150 人，同比 2016 年的 130 人，增长了 15.38%，研发人员占总员工数量的比重由 18.87%提高到 24.55%。



2014-2017 年公司研发投入金额分别为 3223.5 万元、2286.7 万元、3558.5 万元和 5016.5 万元，占营业收入比例为 8.2%、4.2%、4.8%和 6.2%。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 21: 2014-2017 年公司研发投入逐年上升



资料来源: 公司公告, 联讯证券

(二) 关键财务指标分析: 2014-2017 年公司现金流量较大, 资产增长较快

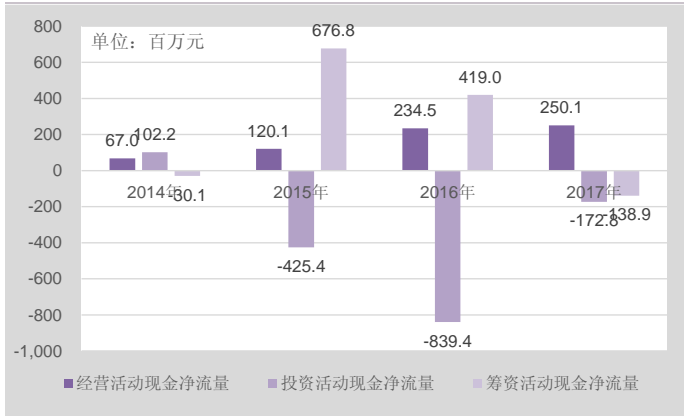
根据现金流量表, 2015-2017 年公司进行了大量投资活动, 包括对旅游、广告和教育板块的战略投资, 与视觉内容服务主营业务形成协同效应, 投资活动现金呈净流出。2017 年投资现金净流出减少, 主要原因系公司于 2017 年 7 月出售艾特凡斯 100% 股权, 回笼了大量现金。

经营活动净现金为正, 且呈逐年递增趋势, 表明公司经营业绩良好, 盈利能力不断提高。随公司主营业务发展向好, 可以预见公司未来盈利能力也将持续增强。

公司 2015 年和 2016 年的筹资活动现金净流量较高和投资活动现金的净流出, 对应着公司在这两年资产负债率的快速上升, 与公司的快速扩张趋势一致。



图表22: 2014-2017 年公司现金净流量



资料来源: 公司公告, 联讯证券

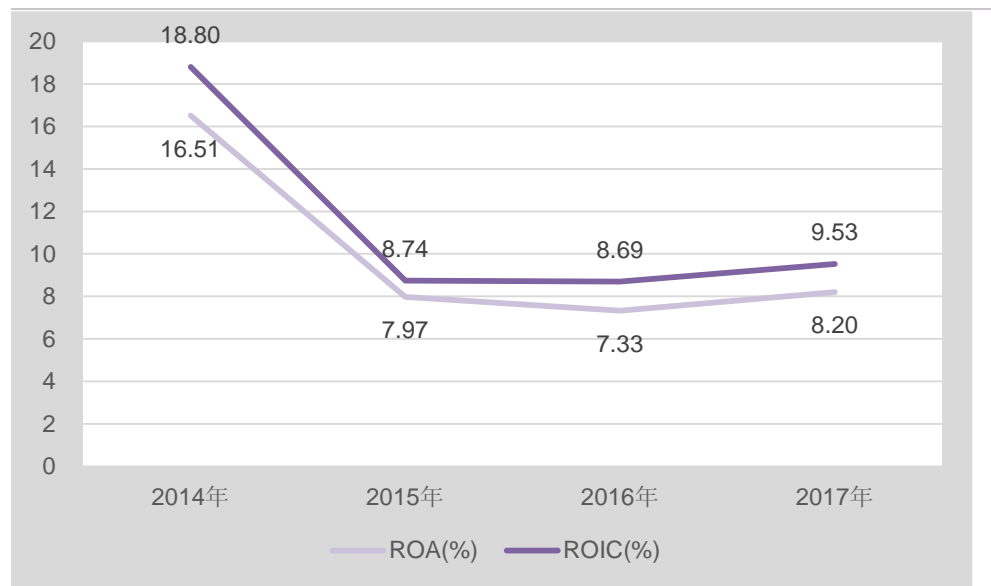
图表23: 2014-2017 年公司资产负债率增长较快



资料来源: 公司公告, 联讯证券

2015-2017 年, 公司进入稳定运营期后, ROIC 与 ROA 稳中有升。我们认为主要原因系公司正处于快速扩张期, 受频繁密集的资产收购以及视觉内容付费市场尚处成长期的影响, 资产增速大于收入和利润增速。

图表24: 2017 年公司 ROIC 与 ROA 分别为 9.53 和 8.2



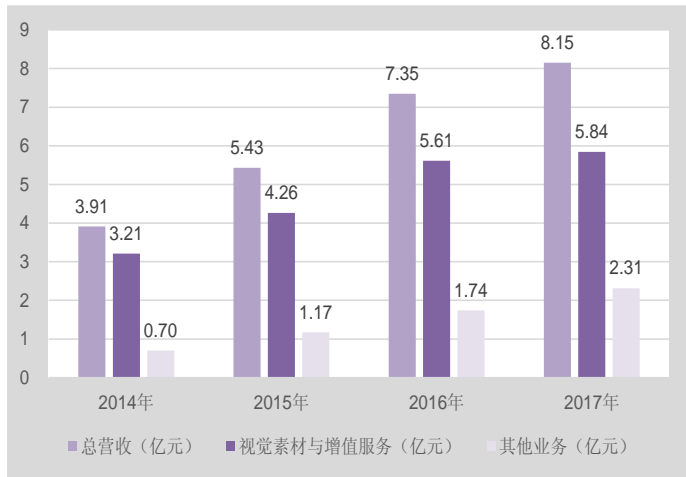
资料来源: 公司公告, 联讯证券

(三) 收入按业务拆分: 核心业务占比 70%以上, 增速达 30%以上

2014-2017 年公司核心主营业务—“视觉内容与服务”营业收入分别为 3.21 亿、4.26 亿、5.61 亿和 5.84 亿元, 同比增长率分别为 32.66%、31.88%和 30.13%, 2017 年主营业务收入增长率为 30.13%的原因是: 公司在 2017 年报中将原 2016 年“视觉内容与服务”业务拆分成“视觉内容与服务”和“广告创意服务”, 其中“视觉内容与服务”营业收入调整为 4.49 亿元。主营业务占总收入比重分别为 82.03%、78.39%、76.31%和 71.66%, 均超过 70%。

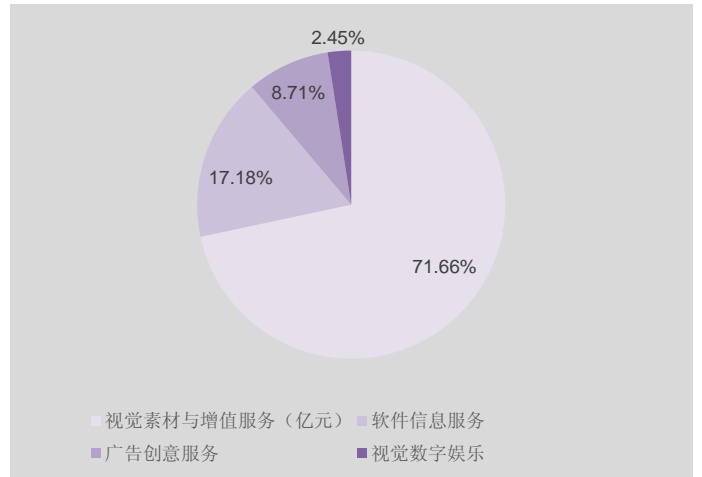


图表25: 2014-2017 年公司视觉素材业务占比超 70%



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表26: 2017 年公司更加专注核心业务



资料来源: 公司公告, 联讯证券

五、盈利预测及投资建议

我们基于以下三点给出投资建议: 1.公司商业模式清晰, 轻资产, 且该等模式对应的现金流节奏优异 (先向下游收钱, 后向上游供应商付费, 极为轻资产, 扩张无需大规模占用资本金); 2.先发优势使得市场领导者地位极为巩固, 理应享有较高估值; 3.公司 2017 年和 2018 年一季度经营业绩良好。

我们预测公司 2018/19/20 年归母净利润分别为 3.74/4.89/6.20 亿元, 分别对应 EPS 为 0.53/0.70/0.88 元, 分别对应 2018/19/20 年的 PE 为 47.3/36.2/28.6 倍, 首次覆盖给予“增持”之评级。

六、风险提示

中短期内中国图片类版权保护升级无明确预期, 估值风险。



图表27: 财务预测表

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	单位: 百万元	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
货币资金	375.96	309.89	157.25	720.57	935.18	经营性现金净流量	251.94	262.18	55.94	605.46	247.99
应收和预付款项	383.96	379.25	646.51	687.16	993.38	投资性现金净流量	-839.35	-172.80	-23.81	-23.81	-23.81
存货	29.41	29.39	24.61	46.00	43.23	筹资性现金净流量	418.95	-138.90	-184.76	-18.33	-9.58
其他流动资产	183.64	8.41	8.41	8.41	8.41	现金流量净额	-166.37	-53.53	-152.64	563.32	214.61
长期股权投资	820.10	1073.61	1153.31	1250.01	1367.31	财务分析和估值指标汇总					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	单位: 百万元	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
固定资产和在建工程	6.04	5.94	4.51	3.07	1.64	收益率					
无形资产和开发支出	1272.80	1284.91	1300.40	1313.88	1325.37	毛利率	58.53%	65.86%	65.60%	65.40%	65.30%
其他非流动资产	356.24	924.60	924.45	921.29	921.29	三费/销售收入	26.84%	28.46%	26.10%	24.92%	24.17%
资产总计	3428.13	4016.01	4219.45	4950.41	5595.81	EBIT/销售收入	38.33%	45.68%	48.77%	48.04%	47.66%
短期借款	22.00	157.63	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.18%	46.38%	49.87%	49.24%	48.54%
应付和预收款项	371.94	310.66	269.42	474.36	453.31	销售净利率	31.35%	37.96%	36.59%	36.80%	37.00%
长期借款	235.54	489.66	489.66	489.66	489.66	资产获利率					
其他负债	465.69	454.59	454.59	454.59	454.59	ROE	9.35%	11.17%	12.69%	14.23%	15.28%
负债合计	1095.17	1412.55	1213.67	1418.61	1397.56	ROA	8.22%	9.27%	12.71%	13.87%	15.34%
股本	73.89	73.89	73.89	73.89	73.89	ROIC	14.56%	15.43%	14.83%	16.61%	20.97%
资本公积	1600.35	1600.35	1600.35	1600.35	1600.35	增长率					
留存收益	622.53	898.25	1272.28	1761.30	2380.88	销售收入增长率	35.47%	10.75%	35.00%	30.00%	26.00%
归属母公司股东权益	2296.78	2572.50	2946.53	3435.55	4055.13	EBIT 增长率	35.05%	31.97%	44.14%	28.05%	24.99%
少数股东权益	36.18	30.96	59.26	96.25	143.12	EBITDA 增长率	34.05%	31.09%	45.18%	28.35%	24.22%
股东权益合计	2332.96	2603.46	3005.78	3531.80	4198.25	净利润增长率	34.79%	34.11%	30.11%	30.74%	26.70%
负债和股东权益合计	3428.13	4016.01	4219.45	4950.41	5595.81	总资产增长率	27.36%	17.15%	5.07%	17.32%	13.04%
利润表						股东权益增长率	10.40%	12.00%	14.54%	16.60%	18.03%
单位: 百万元	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	经营营运资本增长率	-45.57%	-172.26%	416.95%	-59.90%	351.22%
营业收入	735.50	814.57	1099.67	1429.57	1801.26	资本结构					
减: 营业成本	305.02	278.11	378.29	494.63	625.04	资产负债率	31.95%	35.17%	28.76%	28.66%	24.98%
营业税金及附加	4.97	5.69	7.12	9.26	11.67	投资资本/总资产	61.90%	70.68%	76.76%	64.74%	65.41%
营业费用	68.65	71.54	101.69	132.20	166.57	带息债务/总负债	23.52%	45.82%	40.35%	34.52%	35.04%
管理费用	105.84	125.03	158.20	205.65	259.13	流动比率	1.86	1.11	1.83	2.21	3.09
财务费用	22.95	35.23	27.13	18.33	9.58	速动比率	1.45	1.05	1.76	2.13	3.01
资产减值损失	12.64	14.86	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
加: 投资收益	54.16	65.71	79.70	96.70	117.30	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
公允价值变动损益	0.63	-0.63	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标					
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	单位: 百万元	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
营业利润	270.22	349.19	506.94	666.19	846.58	EBIT	281.95	372.10	536.32	686.78	858.41
加: 其他非经营损益	6.24	-0.28	2.25	2.25	2.25	EBITDA	288.18	377.76	548.43	703.88	874.36
利润总额	276.46	348.92	509.19	668.45	848.83	EPS	0.306	0.410	0.534	0.698	0.884
减: 所得税	45.90	39.71	106.87	142.43	182.38	PE	82.47	61.59	47.33	36.20	28.57
净利润	230.56	309.21	402.32	526.01	666.45	PB	7.71	6.88	6.01	5.15	4.37
减: 少数股东损益	15.90	21.75	28.29	36.99	46.87	PS	24.07	21.73	16.10	12.38	9.83
归属母公司股东净利润	214.66	287.47	374.03	489.02	619.58						

数据来源: 公司公告, 联讯证券



分析师简介

陈诤娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com