

相信“小”的力量，解密图片业“独角兽”成长记

——视觉中国 公司深度报告

公司深度研究

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

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

● 视觉内容行业是具备 10 倍增长空间的朝阳行业，潜力巨大：

欧美成熟视觉内容行业市场规模占广告市场规模比例为 2-3%。2017 年中国广告经营额已达 6896 亿元，但国内图片市场规模仅 15 亿左右，占广告市场规模的比例仅有 0.22%。假设中国图片市场空间占广告市场规模比例能达到 2%，2017 年我国图片市场空间就有约 138 亿元。因此，从正版化空间来看，15 亿元与 138 亿元，中国的图片市场规模还有接近 10 倍的增长空间。

● 龙头地位稳固，业绩将持续高增长，成长性仍强劲：

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，且开始向全球领先的视觉版权平台龙头公司迈进。2014-2017 年公司主业年复合增速在 30% 以上。未来 3 年，公司业绩有望继续保持高增速。一方面，图片行业高成长期远未结束；另一方面，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。因此，公司的成长性仍然强劲。

● 企业客户数有望持续 50% 以上增长，公司大 B 和小 B 业务空间已打开：

截至 2017 年底，获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个，直接付费客户 1 万个，通过 BAT 链接的自媒体和中小企业客户数量 9 万个。2017 年公司直接付费客户数比 2016 年同期增长 24.7%。媒体、广告公司客户的增长比较平稳，但企业客户数较上年新增 48.7%。我们认为，企业客户市场需求仍然旺盛，其发展还处在高速成长期，未来 1-3 年公司企业客户数量增速仍将可能维持在约 50% 的高位。

● 看好图片行业付费红利的长期逻辑，维持“强烈推荐”评级：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.09、5.82 和 8.36 亿元。对应当前市值的 2018-2020 年 PE 分别为 48、34 和 23 倍。考虑到公司大企业客户和自媒体及中小企业小 B 客户市场的高增长预期逐步释放，我们看好公司未来业绩的增长空间，维持“强烈推荐”评级。

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

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735	815	1,107	1,481	1,996
增长率(%)	35.5	10.8	35.9	33.8	34.8
净利润(百万元)	214.7	291	409	582	836
增长率(%)	36.2	35.5	40.5	42.5	43.6
毛利率(%)	58.5	65.9	65.8	66.6	67.5
净利率(%)	29.2	35.7	36.9	39.3	41.9
ROE(%)	9.9	12.0	11.8	14.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.31	0.42	0.58	0.83	1.19
P/E(倍)	91.22	67.3	47.9	33.6	23.4
P/B(倍)	8.53	7.6	5.4	4.7	3.9

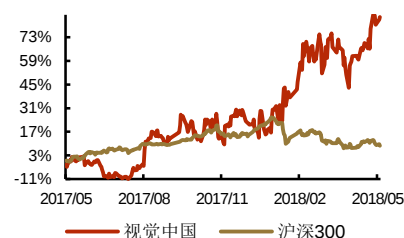
强烈推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2018.05.30

收盘价(元):	27.95
一年最低/最高(元):	13.98/30.55
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	195.81
流通股本(亿股):	2.8
流通市值(亿元):	78.22
近 3 月换手率:	235.76%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	13.57	22.79	73.6
绝对	15.6	18.05	83.74

相关报告

《年报一季报净利增速均超 35%，客户数大幅跃升促未来业绩加速》2018-04-24

《一图品万物，潮来值千金——图片行业深度报告》2018-03-18

《十八载芳华专注耕耘 缔造图片交易第一平台》2018-02-07

投资要件

关键假设

1.公司视觉内容与服务主业未来三年收入增速保持高增长且稳步加速，对此我们的预测从 35%提升至 40%左右；

2.行业发展呈现强者恒强趋势，集中度持续提升，公司平台化优势进一步凸显，主业毛利率能稳步小幅提升，未来 3 年每年提升约 1 个百分点；

3.公司的大企业大 B 客户和自媒体及中小企业小 B 客户市场的业务推进顺利。未来 3 年内，公司大企业客户数量增长能维持 50%左右的高位；

4.国家对知识产权保护力度进一步加强，图片行业正版化提速，公司发展的外部环境持续向好。

我们区别于市场的观点

本篇报告着重分析了视觉中国作为一家成长性优良的公司应该具备的特征和长期投资价值。

20 世纪 50 年代，美国著名的投资家菲利普·费舍出版了其代表作《怎样选择成长股》，书中系统阐述了其成长股的投资哲学。该书问世后，风靡全球，影响巨大而深远，其促进了成长股基础投资理论和重要方法论的形成和完善，至今都是专业投资者的必读经典书籍。

费舍对成长股的选择标准可以概括为三个方面：一是公司所处的行业及业务模式要好；二是公司经营质地要拔尖；三是公司管理层要优秀。据此，费舍列出了投资成长股的 15 条具体原则。

本篇报告对照选择成长股的三个方面和 15 条原则标准，如抽丝剥茧般地梳理和分析了视觉中国的相关情况，最后得出结论：我们认为其完全符合成长性特征，具有长期投资价值。具体而言：

1.行业及公司业务方面：1)公司所处的视觉行业是一个高增长的朝阳行业；2)公司行业领袖地位稳固，竞争优势明显；3)公司具有独特的商业模式，是一个长期耕耘的“好生意”；4)公司拥有良好市场潜力的主业，收入能稳健持续高增长；5)持续开发新产品和服务，保持主业持久迸发活力；6)对行业 and 客户需求变化敏感度高，能及时调整业务重心；7)公司销售团队强大，销售人均产值居行业前列。

2.公司经营质地方面：1)业绩持续高成长，锻造行业“优等生”；2)主业毛利率高达 60%以上，且持续稳步提升；3)高度重视技术创新，研发投入和技术人员逐年增长；4)公司营业成本及费用率控制较好。

3.公司管理层方面：1)公司拥有一支优秀、专心、专注的管理团队；2)公司股权结构稳定；3)公司战略目标清晰、执行力强。

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高增长且逐步加速。业绩增长加速的核心是公司客户数量的增长。目前，公司大 B 端企业客户和小 B 端的自媒体及中小企业客户两大战略业务都在有力推进，重点是付费能力强的大企业客户。大企业客户的渗透率很低，客户数增长迅猛，我们认为未来 3 年保持 50%的持续增长是大概率事件，从而促进公司的业绩加速增长和估值提升。另外，随着自媒体市场付费

意识的培育，海量的自媒体图片市场将呈现巨大的增长空间，这也是公司业绩加速的重要预期。

估值与投资建议

我们认为公司未来三年业绩将持续稳步加速增长，对此我们对公司业绩增速的预测从 35%左右提升至 40%以上，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.09、5.82 和 8.36 亿元。对应当前市值的 2018-2020 年 PE 分别为 48、34 和 23 倍。考虑到公司大企业大 B 端客户和自媒体及中小企业小 B 端客户市场的高增长预期逐步释放，我们看好公司未来业绩的增长空间，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，收购标的业绩不及预期。

目 录

1、 公司业务：具备 10 倍市场空间的朝阳行业.....	7
1.1、 公司所处的视觉行业是一个高增长的朝阳行业.....	7
1.1.1、 中国视觉素材行业近 5 年年均增幅 30%，是全球增长最快的地区	7
1.1.2、 中国图片市场规模还有 10 倍增长空间，潜力巨大	8
1.2、 公司行业领袖地位稳固，竞争优势明显	9
1.2.1、 视觉中国占据 40%以上的市场份额，行业第一	9
1.2.2、 视觉中国的竞争优势同行业无人比肩	10
1.2.3、 行业竞争壁垒——内容、技术、资金三重门	11
1.2.4、 未来行业格局变化——视觉中国“强者恒强”	14
1.3、 公司具有独特的商业模式，是一个长期耕耘的“好生意”	15
1.3.1、 独特的商业模式——平台化、无库存、高毛利	15
1.3.2、 BAT 会否进入图片业，削弱视觉中国的地位？	17
1.4、 拥有良好市场潜力的主业，收入稳健持续高增长.....	18
1.5、 持续开发新产品和服务，保持主业持久迸发活力.....	22
1.5.1、 公司在视觉内容“质与量”持续打造高壁垒，且全品类覆盖	23
1.5.2、 公司持续进行技术创新和迭代，助力业务增长	23
1.5.3、 前瞻布局微利图片市场	24
1.5.4、 完善产业生态链，收购全球最大摄影社区 500px	25
1.6、 对行业 and 客户需求变化敏感度高，能及时调整业务重心	25
1.6.1、 视觉内容价值凸显，市场空间快速扩张	26
1.6.2、 新技术革命将极大改变内容产业模式	26
1.6.3、 内容应用场景化	26
1.6.4、 内容生产社会化	26
1.6.5、 首创“鹰眼”系统极大地提高获客效率	27
1.6.6、 集中力量开拓大企业客户市场	28
1.6.7、 牵手 BAT 打开自媒体市场新蓝海.....	28
1.7、 公司销售团队强大，销售人均产值居行业前列.....	29
1.7.1、 销售人员稳步增长	29
1.7.2、 销售人均产值不断上升	30
2、 公司经营质地：业绩持续高成长，行业“优等生”养成记.....	31
2.1、 业绩持续高成长，7 年复合增长率超 50%.....	31
2.2、 主业毛利率高达 60%以上，且持续稳步提升	32
2.3、 高度重视技术创新，研发投入和技术人员逐年增长.....	33
2.3.1、 研发费用占比超过 6%.....	34
2.3.2、 研发人员数量增长加速	34
2.4、 公司营业成本及费用率控制较好	35
2.4.1、 视觉版权服务费占成本的 70%.....	35
2.4.2、 公司处在扩张期财务费用增长较快	36
3、 公司管理：优秀的管理层专注做强做大主业.....	37
3.1、 公司拥有一支优秀、专心、专注的管理团队.....	37
3.2、 公司股权结构稳定	38
3.3、 公司战略目标清晰、执行力强	38
4、 盈利预测	40
4.1、 关键假设	40

4.2、 盈利预测	41
5、 风险提示	42
附： 财务预测摘要	43

图表目录

图 1: 全球视觉行业规模增长	7
图 2: 中国图片市场增长空间巨大	8
图 3: 2014-2020 年图片行业规模及增速	9
图 4: 海量优质视觉内容高筑竞争壁垒	12
图 5: 全资收购 500px 完善行业生态布局	12
图 6: 视觉中国技术优势概况	13
图 7: 视觉中国与全景网络近三年的营收情况	13
图 8: 视觉中国与全景网络近三年的归母净利润情况	13
图 9: 视觉中国与全景网络近三年的总资产情况	14
图 10: 视觉中国与全景网络近三年的净资产情况	14
图 11: 视觉中国全球化布局	15
图 12: 图片库公司运营的三个环节	16
图 13: 2015-2017 年图片版权诉讼案件数量及增长情况	20
图 14: 2015-2018 年 4 月平均每幅作品判赔金额及增速	20
图 15: 2016 年-2017 年 1-9 月 500px 营业收入（万元）	25
图 16: 2016 年-2017 年 1-9 月 500px 净利润（万元）	25
图 17: 视觉内容产业四大发展趋势	27
图 18: 鹰眼系统的特点描述	28
图 19: 2015-2017 年视觉中国销售人员增长情况	30
图 20: 2015-2017 年全景网络销售人员增长情况	30
图 21: 2015-2017 年视觉中国及全景网络销售人均产值情况（万元）	30
图 22: 2011-2018Q1 年视觉中国营收规模及增速	31
图 23: 2011-2018Q1 视觉中国归母净利及同比增速	32
图 24: 2014-2017 年视觉内容与服务业务营收及增速	32
图 25: 2014-2017 年视觉中国分业务营收占比	33
图 26: 2014-2017 年视觉中国分业务毛利率	33
图 27: 2014-2017 年视觉中国研发金额及占比和同比增速	34
图 28: 2015-2017 年视觉中国研发人员数量及占比和同比增速	35
图 29: 2014-2017 年营业成本及增速	36
图 30: 2014-2017 年视觉中国费用支出情况（百万元）	36
图 31: 2014-2017 年视觉中国三项费用率变化情况	37
图 32: 视觉中国股权结构图	38
图 33: 视觉中国 2018 年业务展望	40
表 1: 国内图片库市场格局	9
表 2: 各主要竞争对手图片资源的对比	10
表 3: 知识产权保护的相关法律法规及主要内容	18
表 4: 侵犯著作权的赔偿标准及惩罚性规定	19
表 5: 大企业客户市场规模敏感性分析	21
表 6: 自媒体市场规模敏感性分析	22
表 7: 视觉中国各素材量及日更新量	23

表 8: 视觉中国的技术创新及迭代产品	24
表 9: 视图网图片报价行情	24
表 10: 公司与 BAT 等互联网平台合作协议的要点总结	28
表 11: 视觉中国营业成本构成占比	35
表 12: 公司核心管理层任职经历情况	37
表 13: 公司收入预测明细	41
表 14: 利润表预测明细	41

1、公司业务：具备 10 倍市场空间的朝阳行业

1.1、公司所处的视觉行业是一个高增长的朝阳行业

一个公司所处行业是不是一个高增长的行业，是判断该公司成长性高低的决定性因素，也是投资者会否重仓投资该公司的关键。视觉中国所处的视觉素材行业就是一个快速成长的朝阳行业。

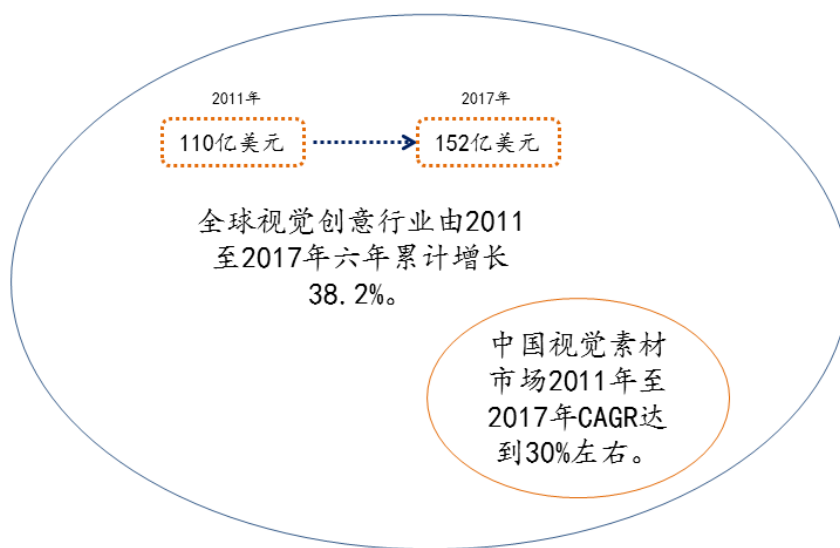
1.1.1、中国视觉素材行业近 5 年年均增幅 30%，是全球增长最快的地区

随着时代的发展，人们对影像传播的需求不止于图片的单一类型，逐步扩展到图片、视频等多种类型。因此，为了更好的体现行业特征，业界将行业定义确定为视觉素材行业，其内容包括图片和视频两大类。

世界各主要国家和地区视觉素材行业发展各有特色。美国是视觉素材行业头号强国，凭借数字化和互联网技术优势，领导了全球视觉素材行业三次大的跨越发展，是当今视觉素材行业主要商业模式的发源地和规则制定者；欧洲具有丰富的历史文化资源，积累了丰富的图像内容，视觉素材产业早期的内容积累多来自欧洲传统视觉素材库，尤其英国是国际文化创意的标杆国家，视觉素材库及艺术机构协会众多；亚洲地区视觉素材行业起步较晚，规模小，但呈现快速增长态势，日本作为亚太地区创意输出国家，拥有技术领先的摄影器材供应商；中国视觉素材行业起步晚，发展快，在文化产业上升为国家战略产业以及版权保护环境改善的情境下，行业呈现快速发展态势。

根据美国 L.E.K 公司的一项调查报告表明，全球视觉创意行业在 2011 年的市场规模约为 110 亿美元，到 2017 年达到 152 亿美元，5 年累计增长 38.2%。其中美国企业占据多数市场份额。值得注意的是，中国视觉素材市场虽然起步比较晚，但是发展迅猛，市场前景广阔，空间巨大，近 5 年来市场规模年均增幅达到 30% 左右，是全球视觉素材行业增速最快的地区。

图1：全球视觉行业规模增长



资料来源：L.E.K，新时代证券研究所测算

1.1.2、中国图片市场规模还有 10 倍增长空间，潜力巨大

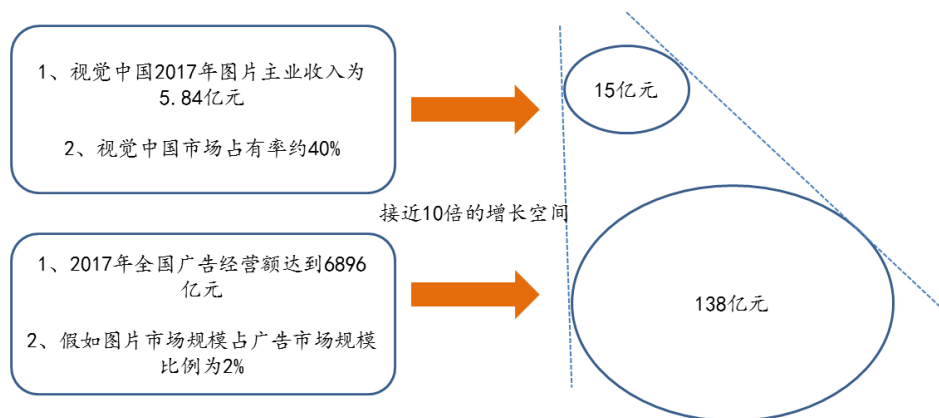
视觉素材行业主要受互联网、创意行业和传媒业的发展影响，其中与广告、创意设计、广电、报刊杂志、互联网新媒体等行业的发展紧密相关，随着这些下游行业的快速发展，视觉素材行业的容量将迅速扩大，行业发展已进入高速增长阶段。

由于视觉素材的用途主要是商业传播、广告营销，因此欧美广告界将其认定为广告行业的一种素材成本支出，占广告产业规模的一定比例。欧美成熟市场的视觉素材行业市场规模占广告市场规模比例为 2%-3%。普华永道发布的《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》显示，美国的视觉素材行业市场规模占广告市场规模比例为 2.4%。

国家统计局数据显示，2017 年全国广告经营额已达到 6896 亿元，假设未来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 0.22%，这恰恰说明中国的图片盗版极其严重。

随着中国对知识产权保护力度的加强，严打盗版支持正版，大众的正版意识将会持续提升，社会正版化生态环境也将不断向好。因此，从正版化空间来看，15 亿元与 138 亿元，从 0.2% 到 2%，中国的图片市场规模还有接近 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：《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》，国家统计局，新时代证券研究所测算

如果把时间轴再拉长一些，以未来 3 年为周期，一般而言，广告行业的增速与 GDP 相当，我们设定 2018-2020 年，中国广告行业规模年均增速为 6%，可以测算出到 2020 年中国广告市场规模为 8213 亿，若以 2% 的比例计算图片市场空间，则为 164 亿。

值得注意的是，图片行业规模占广告业规模的比例也在不断提升。根据美国 L.E.K.公司的评估，2017 年全球图片行市场规模约占全球广告市场规模的 2.7%，比 6 年前的 2011 年占比 2.3%提升了 0.4 个百分点。

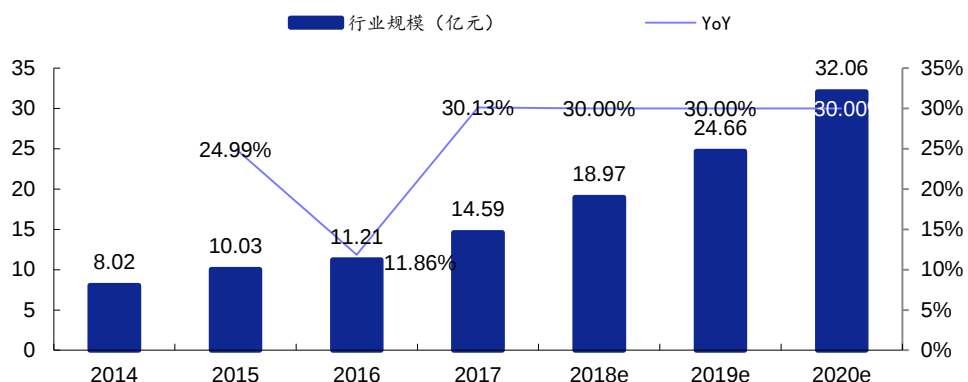
因此，若中国的图片市场规模占广告业规模的比例也按 2.7% 来计算，2017 年中国正版图片市场空间应该为 186 亿，到 2020 年正版图片市场空间预计可以达到 221 亿（8213 亿*2.7%）。

当然，正版化需要一个过程，中国的图片市场规模占广告业规模的比例不可能

在短短几年内从 0.2% 的占比一下子跃升至 2% 甚至 2.7%，但趋势是明显、清晰的，正版化的速度也会因政策加码带动外部版权环境的快速改善而加速。作为龙头公司，视觉中国将充分受益行业的快速发展阶段的红利期。

从未来 3 年来看，随着严打盗版的政策及知识产权保护的法律不断加强和完善，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。参考中国市场近三年 30% 的行业增速，我们预计到 2020 年中国图片版权市场将达 32 亿元左右。

图3： 2014-2020 年图片行业规模及增速



资料来源：视觉中国公告，全景网络公告，新时代证券研究所测算

1.2、公司行业领袖地位稳固，竞争优势明显

看待一家公司的成长性，除了其所处行业的发展情况外，其在行业中的地位也非常重要。该公司是不是龙头公司，竞争优势是不是明显，行业竞争态势是否对它有利，都是投资者判断该公司投资价值的重要参考依据。

如果这家公司是经营良好的行业龙头公司，其行业领袖地位可以创造出很强的竞争优势，而这种竞争优势对投资者来说很有吸引力。显然，视觉中国就是一家龙头地位稳固、商业护城河宽、竞争优势明显、经营良好的优质公司。

1.2.1、视觉中国占据 40% 以上的市场份额，行业第一

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% 以上，在图片版权市场可谓一家独大。

表1： 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：视觉中国公告，新时代证券研究所整理

1.2.2、视觉中国的竞争优势同行业无人比肩

视觉中国的前身是成立于 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。

经过十八年的发展，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。公司目前在编辑类与创意类，图片、视频与音乐，国际与本土，高端与微利等各个方面，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”的良好竞争态势，能够为客户提供一站式的服务。

截至 2017 年 12 月 31 日，视觉中国拥有的 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台(vcg.com)在线提供超过 2 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，是全球最大同类数字内容平台之一。

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。

表2：各主要竞争对手图片资源的对比

公司	素材品牌	资源量
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 亿张图片、 1000 万条视频素材
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

公司	素材品牌	资源量
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

资料来源:全景网络,东方 IC,新华社官网,智研咨询,新时代证券研究所整理

由上图可知,视觉中国的竞争优势非常明显。首先,视觉中国的视觉素材资源总量比其他主要竞争对手的总和还要多。其次,视觉中国是图片市场上唯一一个能做到全品类服务的公司。目前,在国内只有视觉中国能覆盖了编辑类、创意类图片,时政、财经、科技、体育、娱乐等多种类、国际与本土等各个方面的图片资源,能为客户提供一站式服务。只要客户来视觉中国这儿,他们的各种图片需求基本都能被满足。而其他的竞争对手都做不到这一点,比如东方 IC 只有编辑类图片;全景网络只有创意类图片;新华社图片库是编辑类图片老大,但缺少创意类图片,对于客户来说,它们都或多或少“缺胳膊少腿”,可依赖程度明显弱于视觉中国。

1.2.3、行业竞争壁垒——内容、技术、资金三重门

事实上,图片行业里各公司的竞争主要是内容、技术以及资金实力的竞争。视觉中国在这三个方面都是当之无愧的行业龙头,其持续快速的发展不仅拓宽了自身的行业护城河,也抬升了行业进入及竞争的门槛。

1) 内容壁垒

视觉素材行业是基于内容竞争的产业,在这一新兴行业中,视觉素材库的内容及规模在行业竞争中起着决定性作用。一个视觉素材公司若不能建立数千万张的素材库,其规模就不能满足客户的需求;在满足个人应用分享上,只有数量上亿的素材库才能拉开竞争层级。

上文已经部分提到了视觉中国的内容竞争优势。视觉中国自成立以来,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,优质图片内容达到全行业领先水平。根据视觉中国 2017 年年报披露数据,截至 2017 年 12 月 31 日,公司已经拥有超过 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的内容资源,是全球仅次于 Getty 的第二大视觉素材库公司,建立了强大的内容护城河。

2018 年 2 月,公司以现金方式收购 500px100%股权,进一步提高其内容竞争壁垒。500px 是全球最大的摄影师社区网站,拥有超过 1,300 万世界各国注册摄影师会员(包括专业摄影人才、摄影爱好者),100 万的月活用户,签约合作的供稿人近 30 万,每周有超过 20 万张图片被上传,累计图片总量超过 1.2 亿张。

这样一来,视觉中国拥有的图片内容资源数量将再上一个大台阶。此次收购,大大拓展了公司获取海量全球优质视觉内容的能力,并不断巩固和强化公司内容的核心竞争力,进一步加强了公司在图片行业的主导地位,显著提升了其全球化的业务布局能力和影响力。

图4：海量优质视觉内容高筑竞争壁垒

资料来源：视觉中国公众号，新时代证券研究所

图5：全资收购 500px 完善行业生态布局

资料来源：视觉中国公众号，新时代证券研究所

而国内其他同行业的公司，内容资源数量都达不到亿级，上游签约的摄影师和供稿人不超过 1 万，这些量级都远低于视觉中国。且视觉中国抢先收购了诸多海外顶级的、稀缺的内容资源，其他竞争对手更是望尘莫及。因此，视觉中国在内容壁垒方面已经形成了近乎垄断的优势。

2) 技术壁垒

视觉素材企业转变为互联网企业之后，技术的重要性更加凸显。区别于普通网站，图像社区、搜索和分享的设计以及数据库的建立都需要功能特殊的互联网技术，尤其是搜索，若没有先进的搜索技术，一个数以亿计的图片库就会陷入极为尴尬的境地。

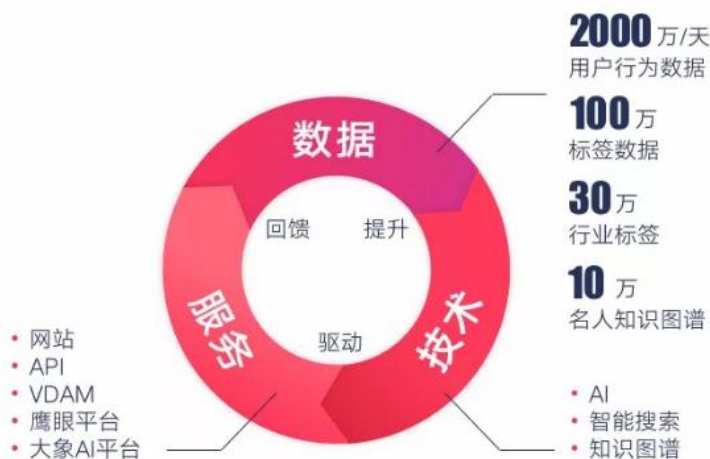
目前像 Getty、视觉中国等龙头公司，其之所以能保持较高的市场占有率和稳定的增长，一个十分重要的因素就在于此类企业拥有技术一流的服务平台，客户体验较好，并在此基础上开发了更多增值服务。

而对于微利图片、摄影社区公司来说，在互联网时代如何更新技术提高社区粘性也是企业得以持续发展的重大问题。优势企业凭借其技术研发优势，在行业内获得了竞争优势。因此，视觉素材行业是一个有较高技术门槛的行业，且技术迭代更新的速度也在不断提升。

经过十八年的运营积累，公司拥有亿级图片、视频、音乐数据，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，大数据已经成为了公司非常有价值的核心资产。

近年来，公司自主研发了业内先进的智能搜索、版权追踪、图像识别、自动标签、智能配图等技术，正式推出“鹰眼”版权追踪系统、API(Application Programming Interface, 应用程序编程接口) 服务及基于 SaaS(Software-as-a-Service)的 VDAM (Visual Data Asset Management, 视觉数据资产管理系统)产品，提升了服务于百度、腾讯、阿里巴巴等互联网平台及各类大型企业的能力，不断优化了客户的产品体验，为公司保持领先优势提供了持续的动力。

图6: 视觉中国技术优势概况



资料来源：视觉中国公众号，新时代证券研究所

在技术创新方面，视觉中国走在了行业前列，多项技术都是完全自主研发，部分技术产品不仅领先国内公司甚至超越国际同行。2017年3月，《科技中的设计报告2017》将视觉中国与阿里巴巴、小米等公司一起入选中国互联网“科技+设计”代表之一，这说明公司的技术实力得到了行业和社会的认可。

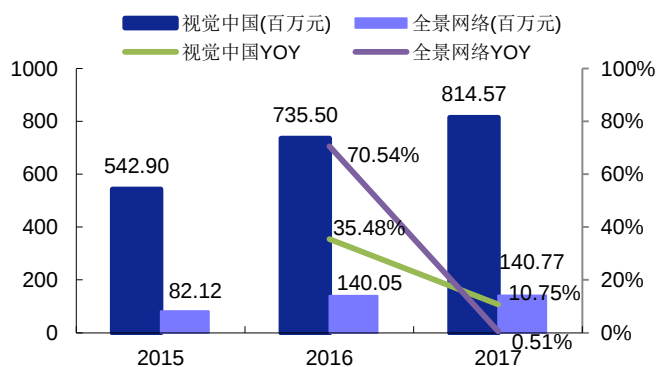
3) 资金壁垒

视觉素材行业是受技术驱动的新兴行业，行业格局变化速度随着技术更新频率的加快而加快，尤其是行业受互联网大型企业潜在进入者竞争压力较大，企业在内容积累以及公司战略运营的竞争中需要一定的资金作为支撑。新参与竞争的企业若在内容的获取上没有充足的资金做保证，寥寥数人的创意师及摄影师的配置组合难以在当前的视觉素材行业具有竞争力。

随着市场竞争的加剧，马太效应日益明显，视觉素材市场会逐渐完成整合，规模小、实力弱、信誉差的企业将淡出舞台，而管理规范、资金充足的视觉素材库公司进入有望良性发展，最终形成一个成熟的视觉素材市场。

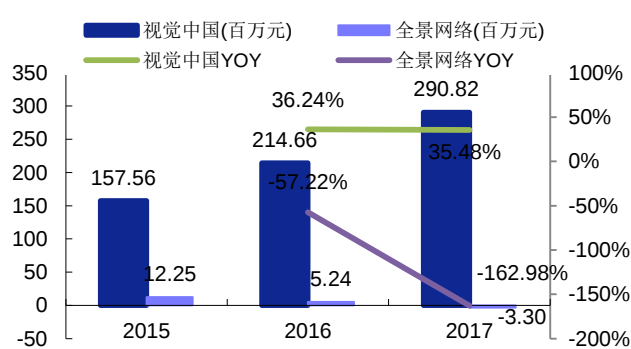
视觉中国作为行业龙头企业，也是第一家上市的图片库公司，其营收及利润规模、融资渠道的便捷性都明显优于其他竞争对手。由于东方IC、新华社图片库属于非上市企业，它们没有公开其财务信息，我们只能比较视觉中国与行业第二的新三板挂牌企业全景网络的财务状况。

图7: 视觉中国与全景网络近三年的营收情况



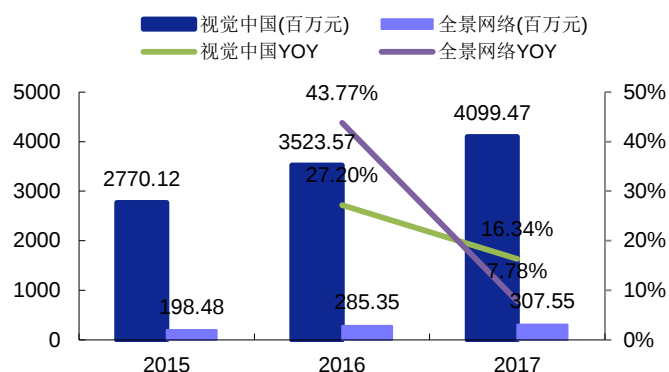
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8: 视觉中国与全景网络近三年的归母净利润情况



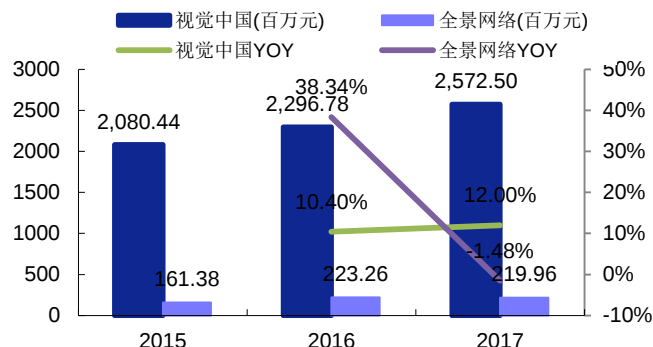
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图9：视觉中国与全景网络近三年的总资产情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图10：视觉中国与全景网络近三年的净资产情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

由上图可知，全景网络营收体量约为视觉中国的五分之一，净利润体量约为视觉中国的十分之一。

1.2.4、未来行业格局变化——视觉中国“强者恒强”

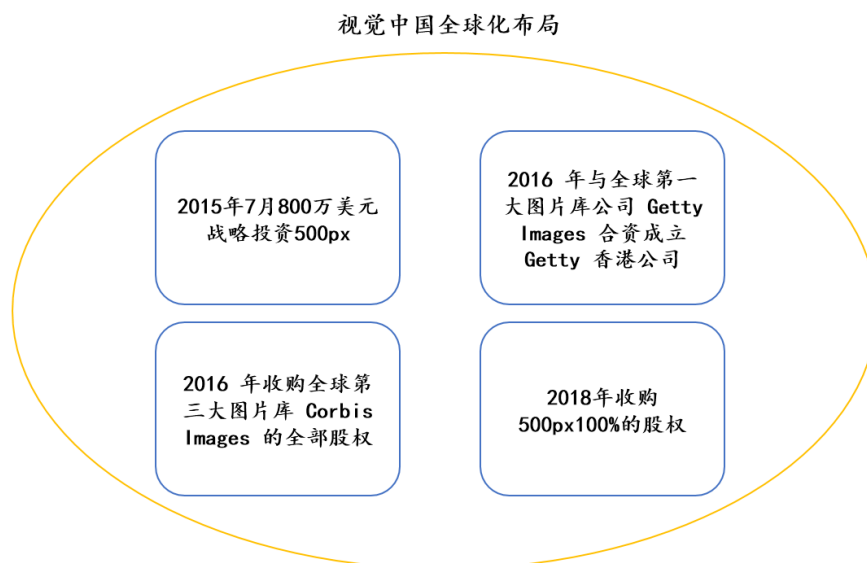
视觉素材行业是一个小行业，有规模的玩家并不多。目前，行业前5大公司所占市场份额已经达到70%。我们认为，行业的竞争格局未来马太效应会更加明显，强者恒强，龙头公司的市占率还将进一步提高。

如上所述，视觉素材行业的竞争壁垒主要是内容、技术和资金。图片库的核心竞争优势是内容资源的积累和效率的提高，这就需要大量资金的投入来建设内容和增加技术研发。中小公司资金实力有限，因此在内容和技术上无法与龙头企业抗衡，那自然而然就会逐渐被淘汰。

此外，行业企业之间整合有望加强。我们认为，随着龙头企业的市占率进一步提升，未来行业玩家会继续减少，最终形成1-2家龙头企业，进入寡头垄断阶段。欧美成熟市场的行业发展历程也告诉我们，行业前三的玩家能够存活并走向强大，其他的公司基本被淘汰出局。

目前，国内市场上规模相对较大的图片库公司，一共就4家，分别是视觉中国、全景网络、东方IC、中国图片社。东方IC已经被今日头条控股收购，中国图片社作为新华社的官办图片机构，虽是商业化运营，但目前看基本不太会被民营企业收购或者控股。视觉中国走综合性图片库路线，产品线全面且内容资源丰富，其龙头地位难以撼动。而全景网络走微利图片库路线，与视觉中国形成差异化竞争。未来，这几家之间是否存在整合的可能，我们认为是可预期的。若如此，我们预测视觉中国将是整合者，其龙头垄断地位有望继续提升。

当然，当国内龙头继续长大，其全球化布局的动力也会明显加强。近3年来，视觉中国不断加大全球化布局，致力于成为全球图片市场的领先企业。

图 11: 视觉中国全球化布局

资料来源：视觉中国公告，新时代证券研究所

我们认为，国内龙头企业全球化布局将是重要趋势，毕竟中国市场是最具有增长潜力的市场，且中国的互联网创新已经走在世界前列，中国的图片企业已经开始有了成为全球性的行业龙头的底气和自信。

1.3、公司具有独特的商业模式，是一个长期耕耘的“好生意”

一个公司是不是具备良好的商业模式，是不是在做一门“好生意”，是投资者判断公司价值非常重要的要件。价值投资者们始终强调要寻找宽护城河的企业说的也是这个道理。

视觉中国是一个具有独特商业模式的公司，其长期耕耘的是一门“好生意”。图片市场这个细分领域在商业需求未大规模爆发的时候被归类为“小众市场”，以前不怎么被大众关注。而如今，随着版权保护力度的加强以及新兴市场需求的快速增长，图片市场规模将出现明显的加速扩大的趋势，“小众市场”将变成“大众市场”。

1.3.1、独特的商业模式——平台化、无库存、高毛利

图片库公司作为视觉素材行业最主要的参与者，其经营运作一般有三个主要环节。

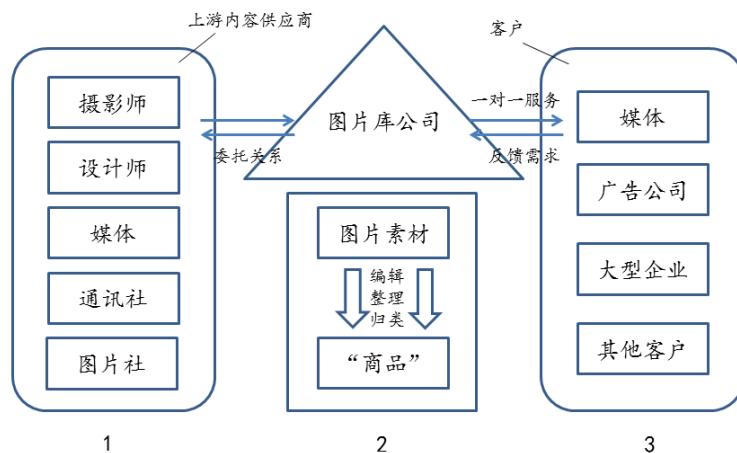
一是接受上游内容提供方的委托，包括摄影师、设计师、媒体、通讯社、图片社等，这些个人或机构与图片库公司形成委托与被委托的关系。内容提供方以协议的方式将其作品委托给图片库公司，由图片库公司代理这些图片的权益，图片权益出售所获得的收益由图片库公司与图片作者共同分享。

二是获得代理权后，图片库公司将对图片素材进行管理，在经过编辑、整理以及分类后，原始的图片才会真正成为图片库里的“商品”。对于多数图片公司而言，图片编辑部门往往是公司团队中人数最多的，他们的编辑能力以及图片展示和搜索的后台处理能力，往往是图片库公司竞争力的重要体现。

三是图片的销售。商业图片库公司会主动与图片用户接触，主要包括媒体、广告公司、大型企业等，目前主流图片公司均不会将个人用户视作目标客户。图片销

售多采取一对一服务方式，包括对客户个性化需求的理解、及时接受图片用户反馈的信息，目标是最大限度开发图片市场价值。

图12： 图片库公司运营的三个环节



资料来源：视觉中国公告，全景网络公告，新时代证券研究所整理

由此可以看出，图片库公司是该产业链中的核心交易平台。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。

视觉中国就是沿着这条路径逐渐发展壮大为国内最大的图片交易平台。对于下游客户来说，与视觉中国合作，不仅节省成本，而且其编辑类、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需求都能全方位满足他们的多样化需求。视觉中国对下游客户的粘性将会越来越大，也越来越能吸引更多的客户。

同理，上游摄影师也都愿意将图片授权给它，因为它平台大、知名度高、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。这也吸引了越来越多的摄影师与之签约。

一旦这种平台优势形成，会进而形成正向循环，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。

此外，视觉中国不需要承担库存压力。对于上游内容提供方，视觉中国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。通俗的说，摄影师把图片上传到视觉中国图片库后，视觉中国是不付钱给摄影师的，只有当这张图片卖出去了，视觉中国才给摄影师结算分成收益。也就是说，视觉中国不需要购买商品、没有库存。这样的商业模式非常具有竞争力。这是图片行业商业模式中最独特的部分，是区别其他行业的重要标志。

正是由于视觉中国的平台性质，议价能力强，其在图片收益中的分成也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。加上不涉及库存及物流费用，该行业普遍保持较高的利润率。目前视觉中国的毛利率可达到 60% 左右，而净利润率可达到 30% 左右。

综合来看，视觉中国构建的图片交易平台模式拥有边际成本低、轻资产、零库存、现金流好、议价能力强等诸多特性。这是一门比其他很多行业都要好的“好生意”，值得长期耕耘。

1.3.2、BAT 会否进入图片业，削弱视觉中国的地位？

根据过去互联网行业的发展态势，哪个细分领域出现成熟的商业模式或者冒出大公司甚至独角兽，BAT 就会加入战局并成为最终的“收割者”。这似乎已经成为做互联网业务的公司管理层担忧的最大问题。关心图片行业的投资者也可能问，未来 BAT 会不会进入图片行业？如果进入，视觉中国该如何应对？

关于这个问题，我们进行过深入思考和分析，我们的答案是：BAT 可能会进入，就算进入它们也很难成为“收割者”和控制者，最有可能的结果是合作共赢做大市场蛋糕，战略入股也可能是一种可预期的选择。

首先，图片行业容量较小，对 BAT 吸引力有限。前文测算过，中国图片市场规模在 100-200 亿之间，这比电影市场都要小得多，更别说超千亿规模的游戏市场。对 BAT 来说，容量较小的市场，它们投入的性价比不一定高。再加上很多细分市场，BAT 不一定能轻易入局，投资风险高，特别是需要长期耕耘和积累的内容领域。中国电影市场规模已经 500 亿了，BAT 也都进入了，但基本都是参投为主，无法成为市场主导力量。参照成熟的欧美市场，其发展规律也是类似的。北美地区的图片业，容量也不大，主要的图片交易平台公司也就三四家，如 Getty、Shutter Stock、Adobe 等。Google、Facebook、Apple 等互联网巨头并没有涉入图片行业。

其次，就算 BAT 进入图片市场，短期内砸钱重新建立一个亿级以上的图片库几无可能。视觉中国已经成为全国最大、全球第二的图片交易平台公司，这种平台公司具有先发优势，其抢先占据了海量的优质内容资源，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，BAT 想重新建立一个图片库，不是光用钱砸就能砸出来的。

图片库的核心资源是优质内容的累积，而优质图片版权具有稀缺性和唯一性。视觉中国不仅持续吸收国内优质图片版权内容，还收购了 Corbis 和 500px，与全球最大的图片库公司 Getty 签有独家协议，囊括了全球最优质的图片内容资源。BAT 再想去找这样现存的优质内容资源库，已经没有标的可以收购的了。这不是砸钱的问题，是优质内容资源的稀缺性问题。从这个角度看，BAT 并没有什么优势可言。

也有人会说，BAT 可以砸钱圈一帮摄影师，让他们来提供新内容。这样做当然也无可厚非。不过，这意味着 BAT 从零开始来和视觉中国竞争，做法无非是向上游的摄影师提高分成比例，向下游客户降低售价。BAT 若要这么做，烧钱当然是不在话下，且 BAT 也不可能让某一家烧钱后霸占这个市场，因为各家都有内容平台，那就会陷入类似视频网站烧钱竞争的“囚徒困境”，大家都持续亏损，但是这个市场目前只有十几亿的规模，BAT 值不值得来为此烧钱是存疑的。

另外，一个不能忽视的事实是，内容的积累是一个脏活苦活累活，需要长时间的积累，这看似没有门槛，实则具有很高的门槛。BAT 想要重新建立一个图片库，至少需要亿级以上的内容资源。就算 BAT 砸钱吸引一众摄影师，花高价争抢图片内容机构的代理权，想做到亿级以上的规模，起码得五六年以上的时间积累，要知道视觉中国内容资源规模积累到 2 亿以上，花了十八年的时间。而如今的 BAT 是不太愿意从零开始去干的，它们若想进入这个行业首要考虑的会是和细分市场龙头企业合作或者收购成熟的平台。

事实上，BAT 也是这么做的。图片作为内容领域非常“不起眼”的一部分，目前在广告营销的预算中只占不到 1% 的比例，BAT 都没有把它当成其内容生态中的核心，而是一个小工具、小素材、小环节等。目前，视觉中国针对自媒体市场和中

小企业长尾客户群的图片需求，分别与 BAT 签订了合作协议，这就说明 BAT 选择的是合作而不是自己单干。

况且，BAT 虽然都是互联网巨头，但也不是每个细分市场都去做、都能做好的。在 BAT 的夹缝中，很多细分市场都涌现出了一批独角兽或者大企业，就是很好的证明。

最后，在图片市场，如果 BAT 直接采取收购的策略，会不会对视觉中国形成压制。我们认为不会。按照正常的商业逻辑，BAT 要收购的话，应该会找这个行业最大最强的公司，国内图片行业最大最强的公司就是视觉中国。若这样的股权收购出现，不是利空视觉中国，而是大大利好，有了 BAT 的流量和资源加持，其发展会更上一层楼。不过，视觉中国是一家上市公司，行业处在高速成长期且公司业绩增长稳健，其实际控制人放弃控制权意愿的可能性很小；再说，这么一个优质的图片版权平台公司，如果真要出让股权，BAT 肯定争着想要，这笔交易将变成卖方市场，股权溢价的可能性很大，视觉中国是掌握主动权的。

因此，对各方最有利的结果可能是，BAT 选择与视觉中国更紧密的合作，共同做大市场蛋糕实现共赢。

1.4、拥有良好市场潜力的主业，收入稳健持续高增长

对于重视成长股机会的投资者来说，一家公司是否拥有一种具备良好市场潜力的产品或服务，使得公司销售收入能在几年内大幅增长，是非常重要的参考依据之一。一家公司如果能在未来几年的销售收入出现迅猛增长，它将可能给投资者带来良好的财富回报。

对于视觉中国来说，视觉内容及服务是其主业，具备非常大的市场增长潜力。前文对视觉素材行业的市场规模及未来增长潜力有过详细介绍。

主业的发展欣欣向荣，我们认为视觉中国未来 3-5 年销售收入可以持续快速增长，主要有两个方面的原因：

1) 外部因素：国家加大知识产权保护力度，版权正版化将提速

A. 国家持续 13 年严打盗版，正版化生态环境向好

国家最高领导人在今年的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。我们认为，这意味着，今年我国借着重新组建国家知识产权局，理顺监管职能，强化知识产权保护的重要性，将继续出台知识产权行业的支持政策，严厉打击、清理整顿侵权行为，维护良好的知识产权生态系统。

事实上，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、网络文学等内容的专项整治，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 年起，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。

表3： 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。

时间	政策名称	部门	主要内容
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实施条例》	国务院	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
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，新时代证券研究所整理

B. 《著作权法》第三次修改将提速，大幅提高侵权赔偿标准和惩罚性金额

我国第一部《著作权法》于 1990 年正式颁布施行，后在 2001 年和 2010 年进行过两次修订完善。但著作权的立法一直滞后于版权行业的发展，为了更好地解决中国面临的著作权保护突出问题，我国在 2011 年 7 月正式启动第三次《著作权法》的修改。经过多年的讨论完善，2018 年 2 月，国务院终于形成了《著作权法（修订草案送审稿修改稿）》，递交给全国人大。

对于公众最为关心的侵权赔偿责任问题，目前的《著作权法》规定侵犯著作权的赔偿标准上限为 50 万元。而《著作权》的第三次修改，随着今年各方对知识产权保护呼声的持续加大，有望提速并尽快出台。根据此前国家版权局公布的修改草案，侵权赔偿标准将由原来的 50 万元提高到 100 万元。草案还规定，当权利人的实际损失或者侵权人的违法所得难以确定时，参照通常的权利交易费用的合理倍数。此外，对于两次以上故意侵权的增加 1-3 倍的惩罚性赔偿规定。

表4： 侵犯著作权的赔偿标准及惩罚性规定

项目	原第二次法案规定	修改草案规定
赔偿标准	上限为 50 万	或大幅提升至 100 万
惩罚性赔偿	无	两次以上故意侵权 处 1-3 倍惩罚性赔偿

资料来源：国家版权局，新时代证券研究所整理

C. 图片盗版判赔金额迅猛上涨，促使企业转向正版

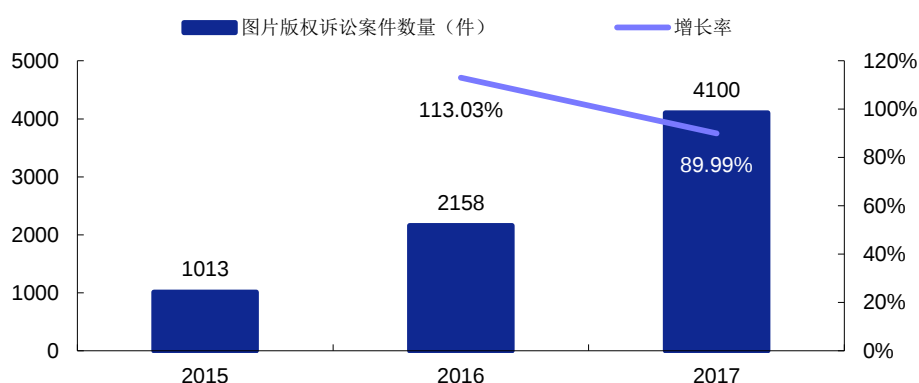
互联网是图片侵权盗版的“重灾区”。自媒体、互联网公司、电商平台都是图片侵权的多发地。但随着监管层不断严打盗版侵权行为，以及公民和企业的维权意识加强，近几年图片版权诉讼案件呈现大幅增长的趋势。

据版权诉讼案件审理最具代表性的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,2017年则达到4100件。在已判决的案件中,原告的胜诉率超过85%,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年的判赔金额1800元,2017年的达到2500元,2018年4月平均判赔金额已经上升到4000元。其复合增速超过30%。

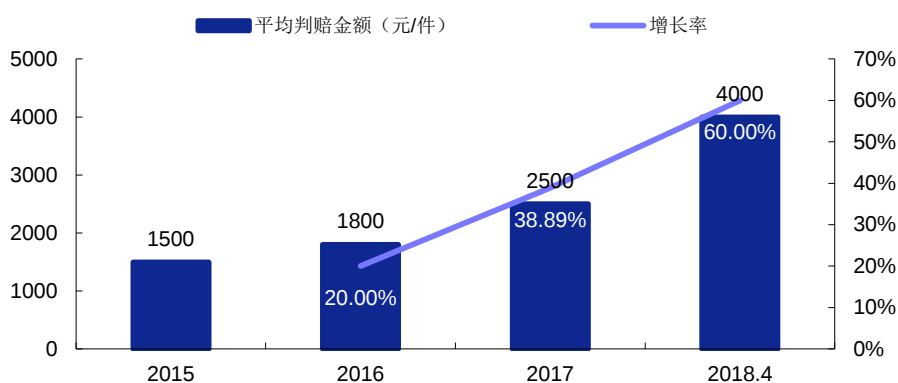
而企业购买正版图片的价格一般都只有几百元(编辑类),这样一对比,走司法程序企业因盗版要赔偿的金额是购买正版图片的5-10倍。因此,图片诉讼案件的数量及判赔金额的显著增长,促使不少企业转化为正版图片购买者。

图13: 2015-2017年图片版权诉讼案件数量及增长情况



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14: 2015-2018年4月平均每幅作品判赔金额及增速



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

2) 内部因素: 企业大B和自媒体小B市场的潜在需求巨大

A. 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 5-20 万。

表5： 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)单个大企业年度付费额(万元)	2	6	10	16
大企业客户市场规模（亿元）				
5	10	30	50	80
10	20	60	100	160
15	30	90	150	240
20	40	120	200	320

资料来源：国家统计局，新时代证券研究所测算

也就是说，大企业客户市场空间未来可以达到 10 亿-320 亿元，中位数区间在 90 亿-100 亿元。

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 4 亿-128 亿元，中位数区间在 36 亿-40 亿元。

事实上，公司企业客户数正在快速增长。公司 2017 年年报披露，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%。我们认为，企业客户市场的开发还处在初始阶段，企业客户市场需求仍然旺盛，其发展还处在高速成长期，因此未来的 1-3 年公司企业客户数量增速仍将可能维持在约 50% 的高位。

B. 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，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。

根据微信官方发布的数据，截至 2017 年 12 月 31 日，微信公众号数量突破 3000 万个，月活跃公众号达到 350 万个。我们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 350 万为基数（月活跃公众号代表其流量大，商业

价值及盈利能力较好)。

(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 3%、6%、9%、12% 四档。

(3) 每日用图量。假设公众号平均每日发 2 篇文章,每篇文章平均用图 1-2.5 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,其中会有一定比例的重复率。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。

表6: 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)	350			
付费率	3%	6%	9%	12%
付费公众号数量 (万个)	10.5	21	31.5	42
单个公众号单日平均推送文章数量 (篇)	2			
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)	2	3	4	5
图片平均单价 (元)	30			
单日购买金额 (元)	60	90	120	150
年图片重复率	50%			
单个公众号年化购买金额 (元)	10800	16200	21600	27000

敏感性分析

付费公众号数量 (万个)	自媒体市场规模 (亿元)			
	10.5	21	31.5	42
单个公众号年化购买金额 (万元)	1.08	8.50	17.00	25.50
	1.62	17.01	34.02	51.03
	2.16	22.68	45.36	68.04
	2.70	28.35	56.70	85.05
				113.40

备注: 年化购买金额按 360 天计算

资料来源: 微信官方, 新时代证券研究所测算

也就是说,自媒体市场规模未来可以达到 8.5 亿-113.4 亿元,中位数区间在 45-51 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 3.4-45.36 亿元,中位数区间 18-20.4 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!

1.5、持续开发新产品和服务,保持主业持久迸发活力

对于投资者来说,一家公司是不是持续开发新产品或者新工艺,以便进一步提高总的销售额,制造出新的利润增长点,是判断其成长性的主要因素。一家公司保持基业长青最稳当的方法是依靠产品的持续升级,为公司赚取源源不断的利润。投资这样的公司自然也就能够获得持久稳健的高回报。

视觉中国在这方面可以说是可圈可点，尽管有些改变“看似不起眼”。近年来，视觉中国围绕视觉内容的积累和交易平台的高效快捷上持续在进行新产品和服务的推陈出新，保持主业持久迸发新活力。主要表现在以下几个方面：

1.5.1、公司在视觉内容“质与量”持续打造高壁垒，且全品类覆盖

经过十八年的持续积累，公司拥有的 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台在线提供超过 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，在编辑类与创意类、图片、视频与音乐、国际与本土、高端与微利等各个方面具有全方位的竞争优势。

目前，公司的创意图片 1 亿张，更新量约为 5-10 万张/月；编辑类图片 1.2 亿张，更新量约为 20000 张/日；视频素材为 1000 万条，更新量约 30000 条/月；音乐素材为 35 万条，更新量约 12000 条/月。

表7：视觉中国各素材量及日更新量

素材类型	素材量	更新速度
创意图片	1 亿张	5-10 万张/月
编辑图片	1.2 亿张	20000 张/日
视频素材	1000 万条	3 万条/月
音乐素材	35 万条	12000 条/月

资料来源：公司公告，公司官网，新时代证券研究所整理

此前，公司的交易平台主要产品是图片，视频和音乐较少涉及。但近两年来，随着短视频行业的快速发展，视频编辑工具的快速普及，新闻机构、广告和企业客户对视频产品的需求也在迅速提升，视觉中国顺应行业发展潮流推出了视频产品。

目前，公司拥有创意视频 200 万条，编辑类视频 800 万条，每月更新超过 30,000 条视频素材。内容涵盖世界各地风光、城市建筑、自然类、野生动植物、历史档案、奇闻趣事、体育娱乐等方方面面，以及航拍摄影、延时摄影、生物摄影、微距摄影、高速摄影、360 等特殊拍摄的视频影像。公司与全球近 50 个品牌独家合作，包括全资收购的 Corbis Motion 以及 BBC Creative, Bloomberg, SONY Pictures, Newsflare, 浙视频等，有近 1,000 名专业视频签约供稿人。

目前，公司官网上线了视频产品的全新界面，优化了搜索引擎，注册用户可直接在网站浏览并下载清晰度较高的低码视频；优化了签约供稿人视频上传流程，方便供稿人实现在线提交视频素材，为未来视频业务的增长奠定了基础。

1.5.2、公司持续进行技术创新和迭代，助力业务增长

作为一家版权交易平台公司，视觉中国始终重视新技术的创新和应用，以技术驱动业务增长。视觉中国管理层多次在公开场合表示，公司的核心竞争力除了内容壁垒外，还有大数据及其技术应用，公司本质上是一个大数据公司。

诚然，经过十八年的运营积累，视觉中国拥有全面、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，形成了行业内独有的高质量核心数据：1) 拥有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。

在产品服务方面，公司依托上述核心技术与大数据，不断进行产品服务的迭代与创新，包括：1）多样的交付平台（打造了网站、API、VDAM 等交付平台）、2）弹性搜索架构、3）鹰眼平台（图像互联网版权保护平台）、4）大象 AI 平台（自动标签、人脸识别、文章智能配图）。

表8：视觉中国的技术创新及迭代产品

类别	具体技术及产品服务
技术方面	图像识别技术
	智能搜索技术
	词库技术
产品服务方面	多样的交付平台
	弹性搜索框架
	鹰眼平台
	大象 AI 平台

资料来源：公司公告，公司官网，新时代证券研究所

1.5.3、前瞻布局微利图片市场

由于中国的图片版权付费意识比较弱，视觉中国从成立之初就主打高端图片市场，主要客户是媒体机构和广告公司。但随着互联网的发展，中小企业的图片需求也在提升，但他们的付费能力有限，对于图片质量要求较低，因此，微利图片模式应运而生。微利图片库主要采用薄利多销的销售策略开拓市场，旨在开拓海量中小企业的中低端市场。在这个细分领域，Shutter Stock 做成了全球最大的微利图片库公司，并于 2012 年 10 月登陆纽交所上市。

视觉中国看到了行业发展趋势，并积极行动并前瞻性布局。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。

表9：视图网图片报价行情

标准授权			扩展授权	
打包数量	打包价格(元)	单价(元/张)	打包价格(元)	单价(元/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

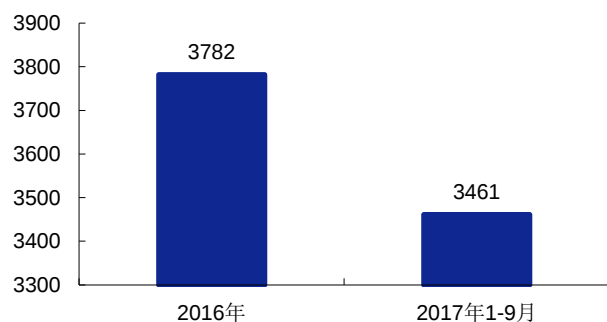
1.5.4、完善产业生态链，收购全球最大摄影社区 500px

前文对 500px 所拥有的内容资源有过介绍，但公司收购 500px，不仅是获得了优质的高端创意图片资源，更重要的是，本次收购 500px，是公司全球化战略的又一重要举措，也是公司“社区+内容+交易”商业模式中的重要一环，将进一步完善公司的行业生态布局，对公司具有重要的战略意义。

500px 的商业模式是以专业摄影师、摄影爱好者的互联网社群为基础，拓展出面向企业客户和面向会员用户的两种业务模式。面向企业用户的业务主要是视觉内容版权授权服务以及定制拍摄服务，面向会员用户的业务主要是会员订阅服务以及其他增值服务。

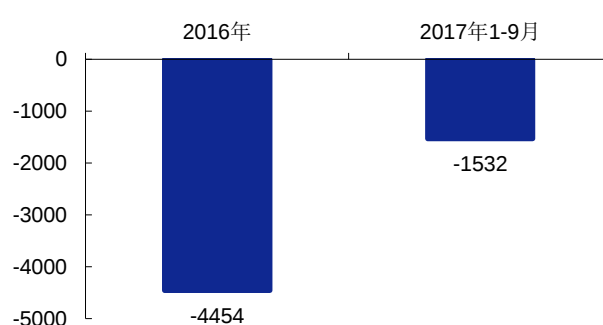
500px 在用户服务、版权授权及定制拍摄业务等方面具有丰富的经验并在业界享有美誉。虽然目前 500px 尚未盈利，但根据其披露的财务数据显示，其亏损额在不断缩窄，说明其盈利水平开始向好，商业模式开始迈过培育期，进入良性循环期。我们认为，视觉中国收购之后，面对中国这个全球最大的市场，且叠加视觉中国的业务协同效应，500px 的企业客户和会员用户的数量有望快速提升，从而带动 500px 盈利进一步向好。

图15: 2016年-2017年1-9月 500px 营业收入(万元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图16: 2016年-2017年1-9月 500px 净利润(万元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

此外，最新最潮的前沿科技——区块链技术在视觉中国的主营业务中具有丰富而广阔的业务应用场景。公司收购 500px 后，将充分利用其全球化的互联网平台，积极探索区块链技术在全流程的业务场景中的应用，将它们更好地运用在视觉服务中，提升服务的效率和透明度。

2018 年，公司将依托版权交易平台和 500px 全球创作者网络社区平台，通过运用数据加密、时间戳、分布式共识和智能合约等区块链技术，开展内容的确权、用权与维权服务。

1.6、对行业 and 客户需求变化敏感度高，能及时调整业务重心

一家优质的成长性公司必须要有很强客户导向，能够识别出行业 and 客户需求变化，然后以合适的方式对这些变化做出回应。这个能力能够使公司源源不断推出新产品。

视觉中国一直践行“以客户为中心”的理念，对行业发展趋势 and 客户需求变化都具有极高的敏感性，及时踩准市场节奏并推出新产品和服务，从而始终保持行业领先地位。

视觉中国对视觉行业的发展趋势有着精准的把握，预计未来 1-3 年，视觉行业

的发展将呈现以下几个重要特征:

1.6.1、视觉内容价值凸显，市场空间快速扩张

“一图胜万言”，视觉内容是连接媒体、品牌以及消费者最高效的传播媒介。目前中国网民规模目前已达到 7.31 亿，移动网民规模近 6.95 亿，网站达 400 万个，APP 总数达到 300 万个，超过 60% 以上的网页都会有图片内容。伴随着移动互联网的快速发展，APP、微博、微信、公众号、电子商务、自媒体等新兴媒介对于图片的需求量正以成倍的速度在增加。

截至 2017 年 12 月，微博月活跃用户增至 3.92 亿；微信公众号月活数量已达 350 万个。以微信公众号、微博、今日头条等为代表的互联网社交媒体实现了爆发式增长，数以百万的“自媒体”形成新的内容生态，图片仍是自媒体在创作时的主流素材选择，占比为 62.5%。

新兴客户群体对图片、视频的需求激增导致图片市场从小众的专业市场变成了大众的海量市场，规模有了一个质的飞跃。这种趋势在未来 5 年内会越来越明显。

1.6.2、新技术革命将极大改变内容产业模式

互联网技术使内容产业呈现生产环节大众化、分发环节去中心化、消费环节个性化的特征，改变了传统内容创作模式、传播模式和消费模式。而大数据、人工智能、区块链等技术已经在内容生产、内容传播、版权保护等各个方面对行业产生巨大影响。

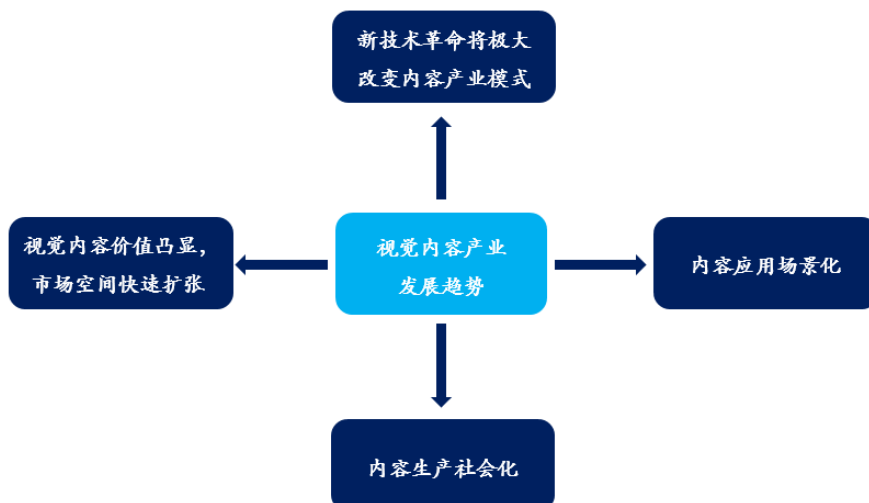
内容生产方面，人工智能可以取代标准化的体力劳动和智力劳动，图像识别、图像搜索、智能标签以及机器学习都大大提高了包括图片、视频等内容生产的效率，降低了内容生产成本；内容传播方面，集合了用户内容消费大数据、社交关系、知识图谱等技术的智能搜索和智能推荐成为主流的内容分发方式，大大提高了内容分发的效率；而区块链、人工智能技术的结合已经开始广泛应用于版权作品的确权和维权领域，大大提升了版权保护的效率。

1.6.3、内容应用场景化

移动互联网应用服务和场景不断丰富，扩展了内容产业细分领域，产业规模不断扩大。自媒体、信息流广告、智能设计、智能视频剪辑等等，通过技术创新，在特定内容消费场景下，为海量的长尾用户提供差异化的内容服务成为行业发展趋势。丰富的互联网场景也为内容变现提供了广阔渠道。这对内容产业的上游在内容生产、平台连接、技术创新方面提出了更高的要求。

1.6.4、内容生产社会化

随着摄影设备的智能化、小型化、廉价化、易用化，社会进入了全民摄影年代。移动互联网，让摄影师的准入门槛降低，将影响金字塔顶部的供稿人，使其由专业摄影师扩展为拥有拍照设备（相机、手机）的个人。“人人都是摄影师”，以 500px 摄影社区为代表所推动的摄影社会化生产将成为行业趋势。

图17： 视觉内容产业四大发展趋势

资料来源：新时代证券研究所整理

视觉中国根据上述行业发展趋势的变化，在近两年内确立了开拓大企业客户和自媒体中小企业长尾客户两大业务重点，并迅速“跑马圈地”，保持市场领先地位。于是，公司有了如下行动：研发图片追踪系统“鹰眼”并商用、集中力量开发企业大客户、与 BAT 签署合作协议对接海量自媒体市场等。

1.6.5、首创“鹰眼”系统极大地提高获客效率

“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，为行业首创。该系统包括自动全网爬虫、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 万条/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。

对于视觉中国来说，“鹰眼”系统的上线意义非凡。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，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，极大提高了获客效率和销售端的人均产值。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。而“鹰眼”上线之后，公司可以通过利用大数据实现精准获客，大大降低了周期和成本，效率成倍提升。

根据年报披露的数据，2017 年，公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量较去年同期有超过 84% 的增长；通过“鹰眼”新增年度协议客户数量较去年同期增长超过 54%。

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平均周期为 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。

图18: 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

1.6.6、集中力量开拓大企业客户市场

客户数量的持续拓展是公司收入增长的重要保障。目前，企业客户的渗透率仍较低，客户数量的增长空间巨大。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。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%。

2018年，公司将继续优化鹰眼平台，提升转化效率，重点拓展互联网科技、快消、通讯、电商、银行、金融、旅游、交通、教育等行业的企业客户；加强对销售及市场的投入，通过鹰眼转换与市场投入相结合的获客手段，获得客数数量与业务的同步增长。

1.6.7、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，公司在2017年与腾讯网（企鹅号）、阿里巴巴（大鱼号）、百度（百家号）、凤凰网（大风号）等自媒体平台以及百度、搜狗等搜索引擎进行合作，在2018年一季度与淘宝签订战略合作协议切入电商图片设计市场，又与南方报业合作成立“南方视觉”，借助地方媒体龙头深耕区域性细分市场，通过多种方式对接线上线下各大平台，持续布局中小客户的长尾市场。

表10: 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“凤凰号&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”。

协议对象	签署日期	协议要点
淘宝中国	2018 年 4 月 19 日	双方共同打造在电商领域的正版素材授权平台；视觉中国授权淘宝中国及其用户使用其平台素材，向淘宝中国提供优质设计师资源辅助，开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

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，相当于由 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。

公司管理层多次公开表示，只有为自媒体创造价值，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，我们预期可能需要两年左右的时间来培育和普及，这从影视、音乐等内容领域的付费周期可以得到验证。我们持续看好视觉中国在中小客户“小 B”端未来的变现潜力，这是一个想象空间很大、前景光明的业务。

1.7、公司销售团队强大，销售人均产值居行业前列

在任何生意中，最基本的业务行为就是销售，离开了销售，企业不可能生存。在这个竞争激烈的时代，即使某些公司的产品或服务极为优秀，但如果在营销方面有所欠缺，就无法发挥最大的市场潜能。

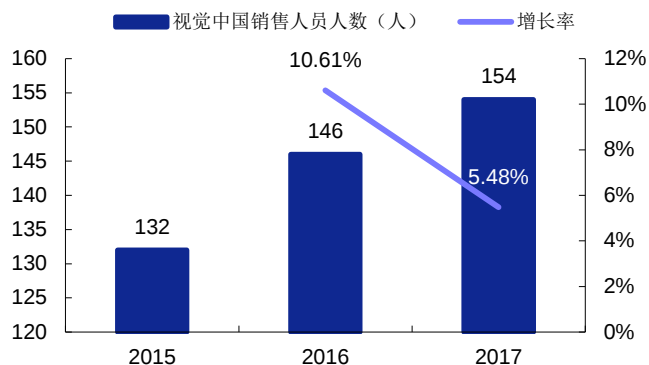
那些经营成功的公司，一定是非常重视并不断提升销售人员素质的公司。一家公司也许可以在缺乏强大销售组织的情况下依靠强大的生产制造能力或研究能力形成若干赚钱的业务，从而取得一时的高利润，但公司如果将要长期稳健地成长，一支强大的销售团队是不可或缺的。因此，一家公司的销售队伍及销售能力是值得投资者重点关注的。

视觉中国作为连接上游摄影师与下游图片需求客户的平台型公司，销售能力的强弱是非常重要的。根据我们的研究，视觉中国的销售队伍及销售能力在同行业里是数一数二的。

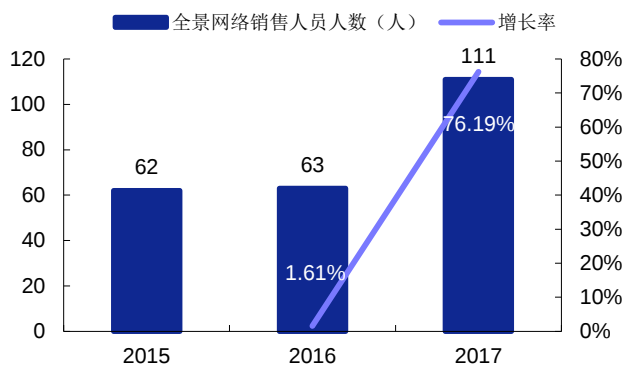
1.7.1、销售人员稳步增长

2014 年以来，基于图片主业快速增长，视觉中国的销售人员也稳步增长。2015-2017 年，视觉中国销售人员数量分别为 132 人、146 人、154 人，复合增速为 8.01%。

行业排名第二的全景网络，2015-2017 年的销售人员数量分别为 62 人、63 人、111 人，复合增速为 33.80%。

图19： 2015-2017 年视觉中国销售人员增长情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图20： 2015-2017 年全景网络销售人员增长情况

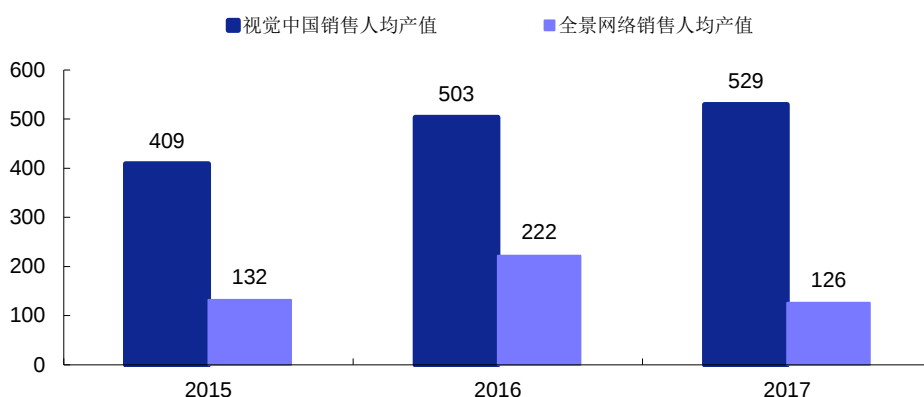
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.7.2、销售人均产值不断上升

由于公司年报中没有将图片主业和其他业务的销售人员数量分别做披露，因此图片主业的销售人均产值尚不能精确计算。但是，公司图片业务的收入占比达到八成，销售人员的配比也是最多的，我们可以把公司总收入除以销售人员总数得出的销售人均产值看做图片主业的销售人均产值。

2015 年视觉中国收入为 5.4 亿元，销售人均产值为 409 万元；2016 年视觉中国收入为 7.35 亿，销售人均产值为 503.4 万元；2017 年视觉中国收入为 8.15 亿元，销售人均产值为 529.2 万元。销售人均产值复合增速达到 13.75%。我们认为，随着未来鹰眼系统的获客效率进一步提升，大企业客户数量增速保持高位，销售边际成本下降，销售人均产值还将继续稳步上升。

2015 年全景网络收入为 0.82 亿元，销售人均产值为 132.25 万元；2016 年全景网络收入为 1.4 亿元，销售人均产值为 222.22 万元；2017 年全景网络收入为 1.4 亿元，销售人均产值为 126.13 万元。全景网络的销售人均产值有较大的波动性，且降幅明显，这也在一定程度上说明其业务发展尚未进入稳健期。

图21： 2015-2017 年视觉中国及全景网络销售人均产值情况（万元）

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

2、公司经营质地：业绩持续高成长，行业“优等生”养成记

2.1、业绩持续高成长，7年复合增长率超50%

一家公司的营收和业绩增长是不是持续稳健，是验证该公司的行业地位及可持续成长的关键因素。如果公司业绩忽高忽低，波动性大，那么该公司的投资价值会大打折扣。

视觉中国自2011年以来，其营收和净利润一直保持快速稳健增长，2014年借壳上市后更有加速增长的势头，这不仅保持了其行业龙头地位，而且向市场证明其成长性具有可持续性。

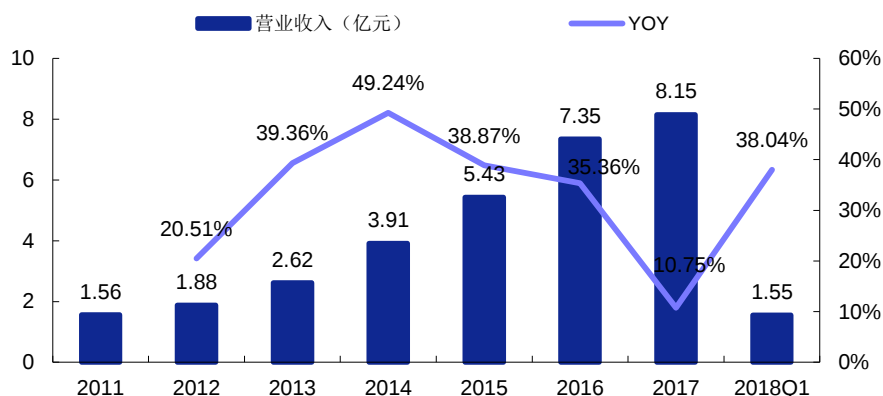
2011-2017年，公司总营收分别为1.56亿元、1.88亿元、2.62亿元、3.91亿元、5.43亿元、7.35亿元、8.15亿元，2012-2017年的同比增速分别为20.51%、39.36%、49.24%、38.87%、35.36%、10.75%，复合增长率高达31.73%。2018年一季度，公司营收1.55亿元，同比增速38.04%。

2011-2017年，公司归母净利润分别为0.2亿元、0.38亿元、0.8亿元、1.42亿元、1.58亿元、2.15亿元、2.91亿元，2012-2017年的同比增速分别为90%、110.53%、77.50%、11.27%、36.08%、35.48%，复合增长率为56.25%。2018年一季度归母净利润0.4亿元，同比增速36.25%。

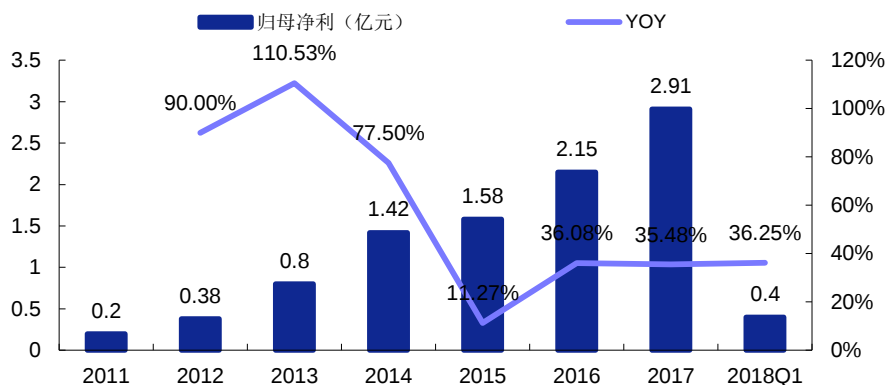
值得注意的是，公司的视觉内容核心主业营收一直保持着快速的增速。2014-2017年，公司的视觉内容与服务业务收入分别为3.21亿元、4.01亿元、4.49亿元、5.84亿元，同比增长分别为22.52%、24.99%、11.86%、30.13%，复合增长率为22.08%。

另外，公司的归母净利润从2016年起增长速度回升到30%以上。2016年净利增速为36.08%，2017年净利增速为35.48%，2018Q1净利增速为36.25%。

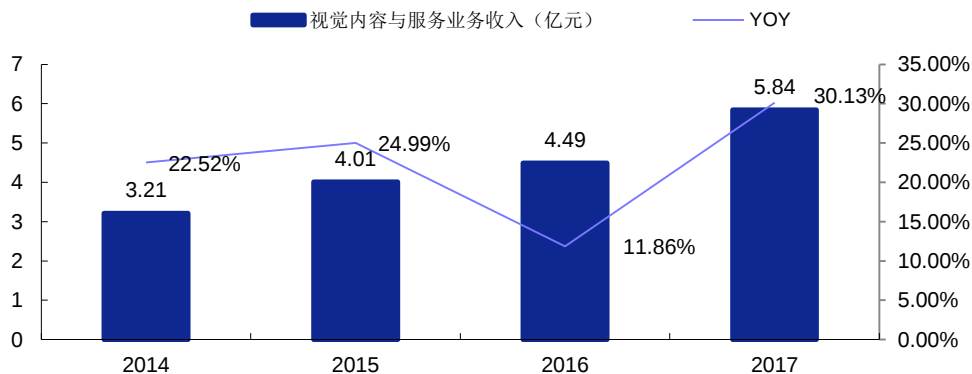
图22： 2011-2018Q1年视觉中国营收规模及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图23: 2011-2018Q1 视觉中国归母净利及同比增速

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图24: 2014-2017 年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

公司业绩持续保持稳健高增长，主要原因有两个方面：首先，外部环境方面，国家对知识产权保护力度加强，正版化提速，年轻用户群对优质内容付费意识明显上升；其次，内部动力方面，公司图片主业处于快速发展阶段，公司下游客户数量尤其是大企业客户数量的拓展增长迅猛。前文对这两个原因有过详细介绍。

2.2、主业毛利率高达 60%以上，且持续稳步提升

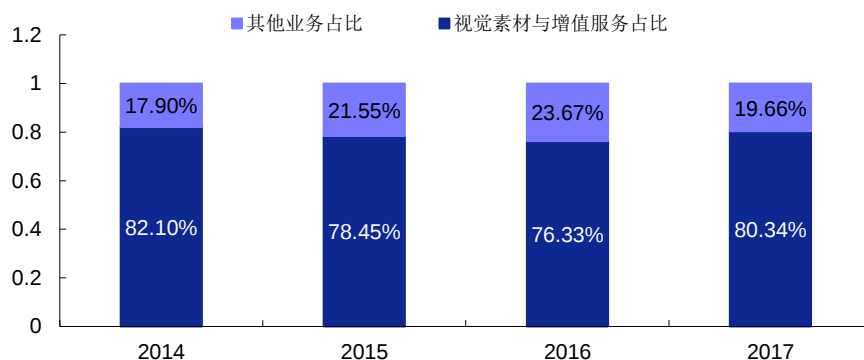
审视公司利润的第一步是研究公司的利润率。投资者不应该只关注一年的利润率，应该着眼于连续多年的利润率。真正能让投资者通过持股赚取高额回报的公司，大部分有具备相对较高的利润率，通常他们有着在各自所处的行业内最高或者排名前列的利润率。视觉中国主业多年来毛利率高达 60%以上，且持续稳步提升，从毛利率水平看它是一个值得长期投资的公司。

由于视觉中国的业务分为两类，核心主业是视觉内容及服务，另外一块业务是通过并购进入的旅游及软件服务等业务。2014-2017 年，公司视觉内容与服务业务在整体营收中占比分别为 82.10%、78.45%、76.33%、80.34%；旅游及软件服务的业务在整体营收中占比分别为 17.90%、21.55%、23.67%、19.66%。可以看出，视觉内容及服务业务占比 80%左右，旅游及软件服务业务占比 20%左右；但这两类业务因性质不同毛利率有较大差异。

从公司毛利率来看，视觉内容与服务业务毛利率稳步提升。2014-2017 年，视觉内容与服务业务毛利率分别为 62.27%、61.30%、62.76%、68.87%。旅游及其他业务毛利率也在不断上升，2014-2017 年，旅游及其他业务毛利率分别为 23.98%、44.87%、44.90%、58.25%。

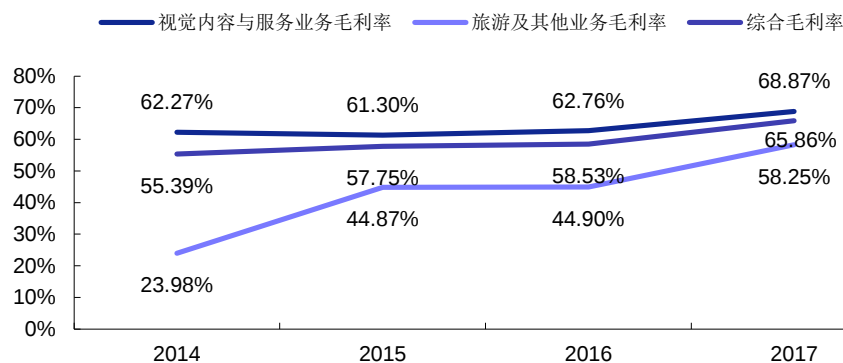
因此，公司的综合毛利率也在稳步提升。2014-2017 年，公司综合毛利率分别为 55.39%、57.75%、58.53%、65.86%。

图25： 2014-2017 年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26： 2014-2017 年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

公司能持续维持高毛利且还在稳步提升，主要得益于其独特的、近乎垄断性的图片交易平台模式拥有边际成本低、议价能力强、零库存、高毛利、现金流好等诸多特性。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。公司独特的商业模式前文有过详细介绍。

2.3、高度重视技术创新，研发投入和技术人员逐年增长

一家公司能够持久保持高毛利率，除了独特的商业模式、行业龙头地位、品牌及影响力等因素，还有一个至关重要的因素——技术创新。投资者想要对某家公司进行投资，应该密切留意企业所采取的降低成本和提升利润的新方法是不是富有创新意义。这方面做得最成功的公司，很可能都建立起了一套成熟的技术创新体系，使得它们在未来能够保持长久的创新能力，这样的公司极有可能为股东创造高额

长期回报。

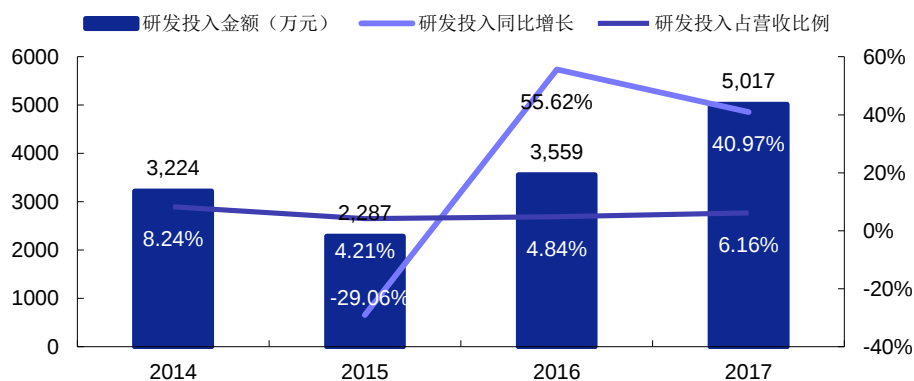
视觉中国在技术研发和创新上可以说在图片行业内首屈一指。公司成立了专注人工智能、搜索算法的技术团队，基于客户使用需求和应用场景，通过数据的沉淀和挖掘，不断打造核心的“数据提升技术”、“技术驱动服务”、“服务回馈数据”闭环运行模式，建立了行业内的高技术壁垒，形成了显著的竞争优势。公司推出了行业内很多首创的新技术产品，比如图像识别、智能搜索、自动标签、词库技术、智能配图、图片理解、版权管理等技术产品或服务。技术创新已经成为公司核心竞争力之一，视觉中国管理层对研发投入的重视程度可见一斑。

2.3.1、研发费用占比超过 6%

2015-2017 年，公司研发投入金额分别为 2287 万元、3559 万元、5017 万元，占营业收入比例为 4.21%、4.84%、6.16%，这个比例放在软件行业、科技行业去比较也是处在中高段位的水平，足以说明公司对技术创新的重视。2016、2017 年公司研发投入同比增长分别为 55.62%、40.97%，增速持续保持在较高水平。

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，全面优化关键词、搜索响应、交付效率等方面的内容；另一部分是针对大数据、人工智能、区块链等新技术在图像行业的应用开发，如智能搜索、自动标签、图像比对识别、智能配图等。

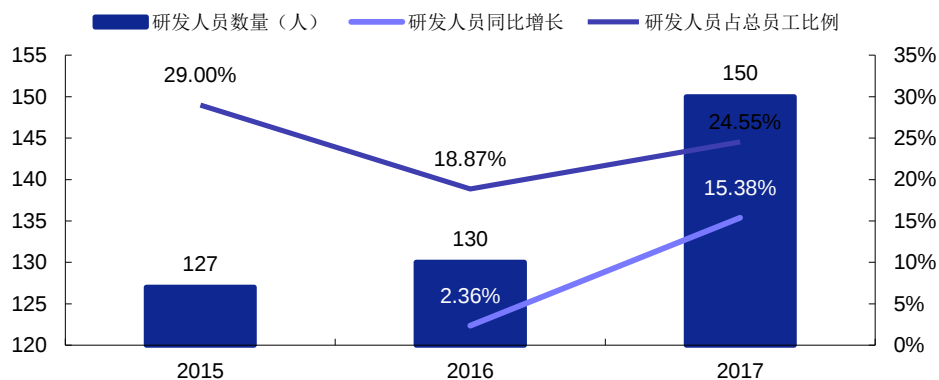
图27： 2014-2017 年视觉中国研发金额及占比和同比增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3.2、研发人员数量增长加速

2015-2017 年，公司研发人员数量分别为 127 人、130 人、150 人；研发人员数量占总员工数量比例分别为 29.00%、18.87%、24.55%。到 2017 年公司的图片主业研发人员已接近销售人员数量，且 2016、2017 年公司研发人员同比增长分别为 2.36%、15.38%，增速明显加快，这体现了公司是一家技术公司并不是一句空话，而是实实在在的实践者。

图28: 2015-2017 年视觉中国研发人员数量及占比和同比增速

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.4、公司营业成本及费用率控制较好

企业的成本及财务控制情况对企业管理层、投资者选择投资标的都具有重要参考意义。如果公司的营收情况很好，但成本及费用支出大于营收增速，业绩增长也是无法持续的。因此，分析一家公司的成本及费用情况是必不可少的。通常来说，一家公司经营能力的大多数方面都高于行业平均水平，那么它在成本及财务控制方面的表现也可能高于平均水平。

近3年来，视觉中国在成本三费方面都表现良好，尽管公司主业处在扩张期，但成本及费用支出低于营收增长，甚至部分指标是下降的。

2.4.1、视觉版权服务费占成本的70%

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。

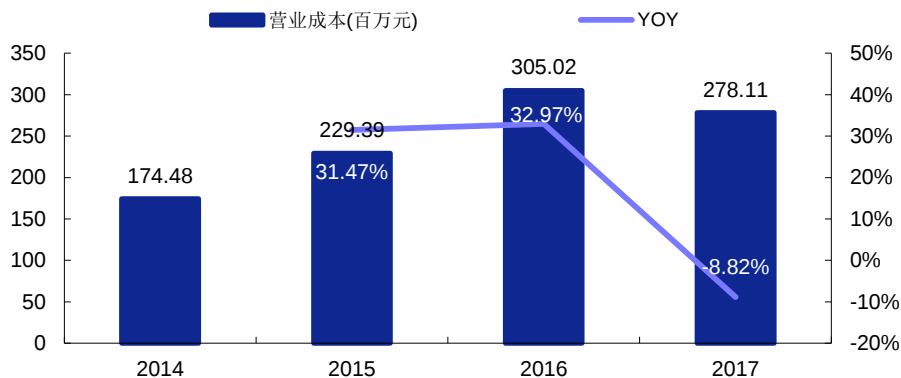
2014-2017年，公司营业成本分别为1.74亿元、2.29亿元、3.05亿元、2.78亿元，2015-2017年的同比增速分别为31.47%、32.97%、-8.82%，复合增长率为16.81%。随着公司规模和营业收入的大幅上升，营业成本也随之增长。

2015-2017年，视觉内容业务在整体成本占比分别为71.8%、68.52%、74.88%，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%。但随着公司剥离艾特凡斯，集中精力发展视觉内容主业，未来视觉内容的成本占比还将进一步提高。

表11: 视觉中国营业成本构成占比

行业分类	项目	2017 年		2016 年		2015 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	20824	74.88%	20899	68.52%	16469	71.80%
旅游及其他	设备采购及安装	6987	25.12%	9603	31.48%	6470	28.20%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图29： 2014-2017 年营业成本及增速

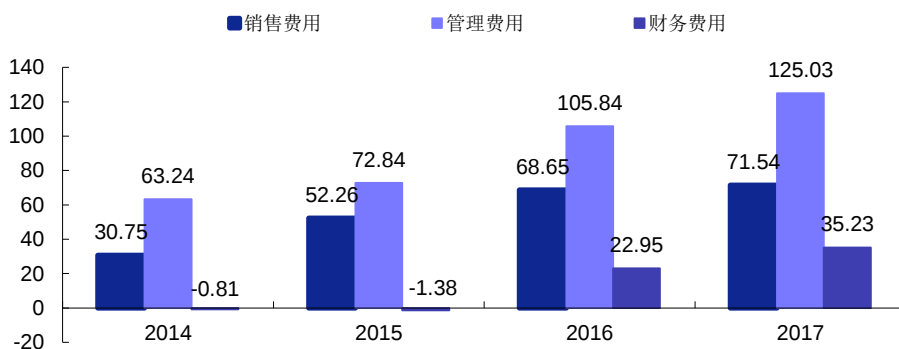
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.4.2、公司处在扩张期财务费用增长较快

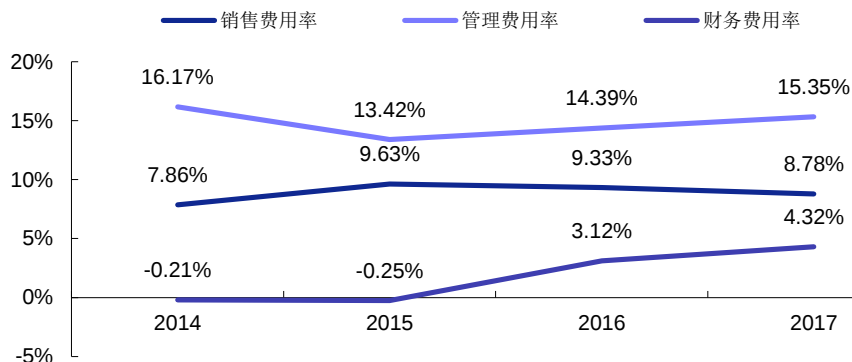
2014-2017 年，公司整体期间费用率分别为 23.82%、22.79%、26.84%、28.46%，公司的销售费用分别为 0.31 亿元、0.52 亿元、0.69 亿元、0.72 亿元；销售费用率分别为 7.86%、9.63%、9.33%、8.78%，出现了回落势头，主要原因是公司销售方式开始转为销售+技术驱动模式，降低了销售边际成本，提升了效率，从而使得销售费用增速明显下降。

2014-2017 年，公司管理费用分别为 0.63 亿元、0.73 亿元、1.06 亿元、1.25 亿元；管理费用率分别为 16.17%、13.42%、14.39%、15.35%，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。

2014-2017 年，公司财务费用分别为-0.01 亿元、-0.01 亿元、0.23 亿元、0.35 亿元；财务费用率分别为-0.21%、-0.25%、3.12%、4.32%，2016 年和 2017 年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30： 2014-2017 年视觉中国费用支出情况（百万元）

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图31: 2014-2017 年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

3、 公司管理: 优秀的管理层专注做强做大主业

3.1、 公司拥有一支优秀、专心、专注的管理团队

一个优秀的管理层对公司的运转有着举足轻重的作用。视觉中国的管理层称得上是一个优秀的管理层, 公司董事长廖杰、总裁梁军、执行董事、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, 不仅业务精湛, 而且一直专心、专注于图片主业, 不好高骛远、不盲目跨界, 为公司一步一步成长为行业龙头贡献了重要力量, 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, 柴继军为公司创始人之一。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, 具有丰富管理经验及国际化视野。可以说, 这支管理团队在业界也是无出其右, 构成了公司核心竞争力的一部分。

表12: 公司核心管理层任职经历情况

核心管理人员	任职经历
廖杰	男, 1966 年 3 月出生, 加拿大国籍, 硕士学历。2011 年至今, 历任中国智能交通系统(控股)有限公司执行董事、总裁, 现任董事会主席。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	女, 1966 年 7 月出生, 美国国籍, 硕士学历。2005 年 11 月-2012 年 8 月任优力易美(北京)图像技术有限公司董事; 2005 年 8 月-2016 年 7 月任华盖创意(北京)图像技术有限公司董事、总经理; 2006 年 8 月-2016 年 7 月任北京汉华易美图片有限公司董事、总经理。2014 年 4 月 15 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司总裁, 2014 年 5 月 9 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事。
柴继军	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 4 月 15 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁、总编辑; 2014 年 5 月 9

核心管理人员	任职经历
	日至今任视觉（中国）文化发展股份有限公司董事；2016年4月27日至至今任视觉（中国）文化发展股份有限公司董事会秘书。
王刚	男，1968年10月出生，硕士学历。2007年8月至今任华盖创意（北京）图像技术有限公司副总裁；2007年8月至今任北京汉华易美图片有限公司副总裁；2007年8月至今任华夏视觉（北京）图像技术有限公司副总裁。2014年4月15日至至今任视觉（中国）文化发展股份有限公司副总裁。
张宏麟	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。2017年12月19日至至今任视觉（中国）文化发展股份有限公司副总裁。

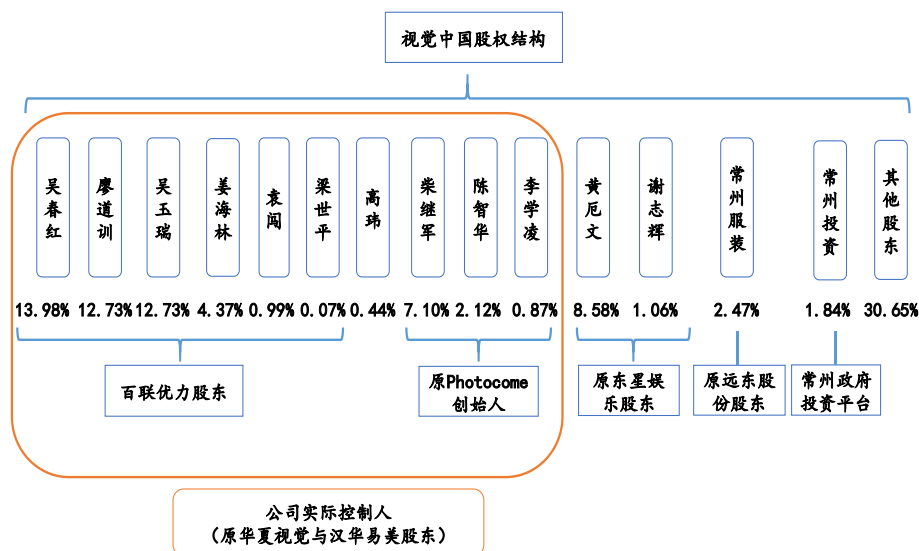
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、公司股权结构稳定

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。

图32：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

3.3、公司战略目标清晰、执行力强

公司管理层对公司未来发展的战略目标是公司持久稳健发展的基石。如果战略方向走偏了走错了，那企业发展很容易陷入困境甚至被淘汰。因此，公司管理层对战略目标的制定及执行，对投资者来说是判断公司价值的重要内容之一。

视觉中国的管理层对公司战略发展目标是清晰的，且行动迅速、执行力强。这从公司 2018 年的业务发展规划就可以看出来。

2018 年，公司将继续聚焦核心主营业务——“视觉内容与服务”，进一步强化从内容到产品，从大数据体系到核心技术，从版权授权到增值服务，从市场到运营到销售等全方面的核心竞争力，提高竞争壁垒，在互联网传媒行业不断变化与升级的行业趋势下提升对客户全面需求的满足及全应用场景的覆盖能力，加强与内容生态的深度对接与赋能，为客户持续创造价值，巩固公司作为行业发展标杆企业及“基础设施”的地位及影响力，对行业的快速发展起到强有力的支撑作用，在版权保护及行业发展的巨大机遇下获得高速增长。

在内容端，进一步强化对全球优质视觉内容资源的整合与持续的内容生产与更新，满足客户对优质内容全方位需求。在客户端，公司会进一步扩大、夯实与互联网平台的深度合作，高效拓展长尾市场；不断提升鹰眼平台效率，加强市场化的获客能力，持续拓展客户数量，提升增值服务，保障收入高速增长。

公司在聚焦核心主营业务前提下，加速整合核心业务的上下游资源，打造“视觉+生态”，并将核心竞争力与旅游、教育等 2C 产业相结合，充分发挥互联网传媒、旅游、教育等业务板块之间的协同效应，构建“视觉+产业”的战略布局。

在全球化的战略下，公司会进一步强化在全球市场的布局，持续打造一个具有领先技术实力及最佳行业实践的世界一流的版权内容企业。

具体业务计划如下：

（1）持续巩固和构筑内容护城河，开拓视频音乐业务

2018 年，公司将进一步加大对 500px 社区的投入，扩大独家优质内容来源。公司将加大视频、音乐业务的投入，上线视频、音乐素材产品。

（2）继续加大技术创新投入，提升服务交付效率和市场覆盖

2018 年，公司继续不断强化基于图像大数据的人工智能技术实力，不断迭代和优化自有版权交易平台，根据不同的客户的不同需求提供灵活、全面的解决方案，全面满足客户的需求。结合客户使用需求和应用场景，将“技术能力”SaaS 化，向行业上下游“赋能”，“连接”各类互联网流量平台，提升公司产品服务的市场覆盖。

（3）加强与互联网平台的战略合作，持续拓展小 B 长尾市场

2018 年，公司将继续积极与 BAT 为代表的搜索引擎、自媒体平台、广告平台、创意设计平台以及智能终端、旅游出行、电商等各类互联网平台方展开战略合作，依托自身的核心竞争优势与各方形成合作共赢的局面，进一步拓展小 B 长尾市场客户。

（4）重点拓展大 B 企业客户商机，全面提升获客能力

2018 年，公司将继续优化鹰眼平台，提升转化效率，重点拓展互联网科技、快消、通讯、电商、银行、金融、旅游、交通、教育等行业的企业客户。加强对销售及市场的投入，获得客数数量与业务的同步增长。

（5）加大“视觉+旅游”投入

在“视觉+旅游”方面，2018 年公司将继续推进国家智慧旅游公共服务平台建

设，开展景区最佳拍摄点、旅游目的地整合营销等业务。

图33： 视觉中国 2018 年业务展望



资料来源：新时代证券研究所整理

4、 盈利预测

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、500px）及旅游及软件服务（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。

4.1、 关键假设

（1）2018-2020 年，视觉内容与服务主业中，华夏视觉+汉华易美的收入增速分别为 36%、38%、40%，主要考虑到公司大企业客户数量增长达到 50%左右，未来几年能保持这一高位，推动公司收入增长加速。上海卓越的收入增速分别为 30%、30%、25%，主要考虑到上海卓越 2017 年主动调整结构，放弃低端客户转向个性化、高端化的全案营销业务，虽然收入下滑，但毛利率大幅提升至 62%，远高于一般广告公司；未来将加强与视觉中国的协同，业务增速将恢复；500px 的收入增速分别为 30%、35%、35%，主要考虑到 500px 与公司主业协同性明显，未来收入增速将加快。

旅游及软件服务业务中，亿迅的收入增速分别为 15%、15%、10%，主要考虑到该业务一直发展稳健，但基数增大后增速会逐步放缓，去年收入增速为 17.42%。公司在保持产品销售稳健的同时，积极向技术服务转变，对收入增设有一定影响。

（2）2018-2020 年，视觉内容与服务主业毛利率分别为 68.5%、69%、69.5%，旅游及软件服务业务毛利率为 50%、50%、50%。图片主业毛利率提升主要是公司平台优势强化带动议价能力增强、边际成本下降所致。旅游及软件服务业务毛利率稳定主要是该业务已较为成熟，过去两年毛利率已稳定在 50%左右，未来也将继续保持。

（3）2018-2020 年，公司的税金及附加率分别为 0.82%、0.86%、0.86%；销售费用率分别为 7.44%、6.11%、4.99%；管理费用率分别为 13.57%、11.96%、10.21%；财务费用率分别为 5.57%、6.25%、6.49%；所得税率分别为 13.5%、12.7%、12%。这主要是根据公司未来三年业务发展情况来综合考虑。

（4）参股公司投资收益：湖北司马彦 2017 年实现扣非净利润 7160 万元，按

照 2018-2020 年湖北司马彦扣非净利同比增速 10%、10%、0%测算，为视觉中国贡献投资收益 0.39 亿元、0.42 亿元、0.42 亿元。

华融创新 2017 年实现净利润 0.8 亿元，按照 2018-2020 年其净利增速 50%、30%、20%测算，贡献投资收益为 0.24 亿元、0.3 亿元、0.37 亿元。

易教优培 2017 年贡献投资收益 577 万元，2018 年-2020 年按照业绩承诺，贡献收益分别为 0.15 亿元、0.186 亿元、0.22 亿元。

其他的如唱游、Getty SEA 等公司投资收益，2018-2020 年预计贡献收益分别为 700 万元、800 万元、800 万元。

公司资产减值损失，按照过往两年的情况来看，每年增长 15%左右。2018-2020 年，公司资产减值损失仍按每年增长 15%增长，分别为 0.17 亿元、0.195 亿元、0.22 亿元。

4.2、盈利预测

(1) 公司收入预测

表13: 公司收入预测明细

(亿元人民币)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
视觉内容与广告服务							
华夏视觉-汉华易美	3.21	4.26	4.49	5.84	7.94	10.96	15.34
卓越资产组 (持股 51%)			1.12	0.70	0.91	1.18	1.48
500px					0.60	0.81	1.09
主题公园							
艾特凡斯	0.7		0.48	0.20	0.00	0.00	0.00
其他			0.08				
旅游及软件技术服务							
亿迅资产组 (持股 73%)			1.18	1.40	1.61	1.85	2.04
合计			7.35	8.14	11.06	14.80	19.95

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

表14: 利润表预测明细

损益表 (亿元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5.43	7.35	8.14	11.06	14.80	19.95
YOY		35.36%	10.75%	35.87%	33.82%	34.80%
营业成本	2.29	3.05	2.82	3.78	4.94	6.48
YOY		33.19%	-7.54%	34.04%	30.69%	31.17%
毛利	3.14	4.30	5.32	7.28	9.86	13.47
毛利率	57.83%	58.50%	65.36%	65.82%	66.62%	67.52%
税金及附加	0.03	0.05	0.06	0.09	0.13	0.17
销售费用	0.52	0.69	0.72	0.82	0.91	1.00
管理费用	0.73	1.06	1.25	1.50	1.77	2.04
财务费用	-0.01	0.23	0.35	0.62	0.92	1.69
其他成本	-0.24	-0.43	-0.60	-0.68	-0.80	-0.87
营业利润	2.11	2.70	3.54	4.93	6.93	9.84

损益表 (亿元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业外收支	0.01	0.06	0.00	0.10	0.10	0.10
利润总额	2.12	2.76	3.53	5.03	7.03	9.94
所得税	0.41	0.46	0.41	0.68	0.89	1.19
净利润	1.71	2.31	3.13	4.35	6.14	8.75
少数股东权益	0.13	0.16	0.22	0.26	0.32	0.39
归母净利润	1.58	2.15	2.91	4.09	5.82	8.36
YOY		36.08%	35.35%	40.55%	42.30%	43.64%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

基于以上假设，经模型测算得出 2018-2020 年公司实现归母净利润分别为 4.09、5.82、8.36 亿元，预期同比增速为 40.55%、42.30%、43.64%，对应 EPS 分别为 0.58、0.83、1.19 元，当前 196 亿市值对应的 PE 分别为 48、34、23 倍。

根据公司未来三年净利润 40%以上的增速预测，以及公司大企业客户数量保持 50%以上的增速及小 B 客户市场的头部自媒体付费分成模式逐渐落地并快速增长的预期逐步释放，我们看好公司未来的业绩增长空间，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示

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、全景网络等图片版权交易平台，为市场份额竞争可能产生价格战，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。

资产负债表(百万元)						利润表（百万元）					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	1066	808	1664	1832	2668	营业收入	735	815	1107	1481	1996
现金	468	391	947	1040	1435	营业成本	305	278	378	494	648
应收账款	345	352	596	673	1037	营业税金及附加	5	6	9	13	17
其他应收款	35	20	54	45	89	营业费用	69	72	82	91	100
预付账款	4	7	8	11	14	管理费用	106	125	150	177	204
存货	29	29	51	54	83	财务费用	23	35	66	83	150
其他流动资产	185	9	9	9	9	资产减值损失	13	15	0	0	0
非流动资产	2457	3291	3612	3943	4297	公允价值变动收益	1	-1	1	0	5
长期投资	820	1074	1378	1696	2041	投资净收益	54	66	56	70	99
固定资产	6	6	11	15	19	营业利润	270	354	478	692	981
无形资产	8	20	22	23	25	营业外收入	8	0	12	15	26
其他非流动资产	1623	2192	2202	2209	2212	营业外支出	1	0	1	1	1
资产总计	3524	4099	5277	5775	6964	利润总额	276	353	490	706	1006
流动负债	616	736	953	931	1331	所得税	46	41	56	81	111
短期借款	22	158	158	158	158	净利润	231	313	433	625	895
应付账款	164	185	290	331	483	少数股东损益	16	22	24	43	59
其他流动负债	430	393	506	443	690	归属母公司净利润	215	291	409	582	836
非流动负债	574	760	663	566	468	EBITDA	286	389	503	707	1000
长期借款	236	490	393	296	198	EPS（元）	0.31	0.42	0.58	0.83	1.19
其他非流动负债	339	270	270	270	270						
负债合计	1191	1496	1616	1497	1800	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	36	31	55	98	157	成长能力					
股本	74	74	701	701	701	营业收入(%)	35.5	10.8	35.9	33.8	34.8
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业利润(%)	27.8	30.8	35.1	44.9	41.7
留存收益	620	910	1343	1966	2857	归属于母公司净利润(%)	36.2	35.5	40.5	42.5	43.6
归属母公司股东权益	2297	2572	3605	4180	5007	获利能力					
负债和股东权益	3524	4099	5277	5775	6964	毛利率(%)	58.5	65.9	65.8	66.6	67.5
						净利率(%)	29.2	35.7	36.9	39.3	41.9
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	9.9	12.0	11.8	14.6	17.3
经营活动现金流	234	250	460	551	915	ROIC(%)	7.7	9.2	9.7	12.3	15.3
净利润	231	313	433	625	895	偿债能力					
折旧摊销	6	6	9	10	14	资产负债率(%)	33.8	36.5	30.6	25.9	25.8
财务费用	23	35	66	83	150	净负债比率(%)	-3.4	17.1	(8.2)	(11.4)	-19.0
投资损失	-54	-66	-56	-70	-99	流动比率	1.7	1.1	1.7	2.0	2.0
营运资金变动	17	-44	7	-98	-40	速动比率	1.7	1.1	1.7	1.9	1.9
其他经营现金流	12	7	-1	-0	-5	营运能力					
投资活动现金流	-839	-173	-274	-271	-263	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出	2	15	16	13	8	应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
长期投资	-540	-299	-305	-320	-346	应付账款周转率	2.5	1.6	1.6	1.6	1.6
其他投资现金流	-1378	-457	-562	-578	-601	每股指标（元）					
筹资活动现金流	419	-139	371	-187	-256	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.42	0.58	0.83	1.19

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

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

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

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/>