



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

视觉中国 (000681.SZ): 视觉内容主业突出 版权付费空间广阔

——调研简报

2018年7月24日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

王丽丽

执业证书编号: S1380116110015

联系电话: 010-88300857

邮箱: wanglili@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格 (7/24): 27.20

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本 (亿股): 7.01

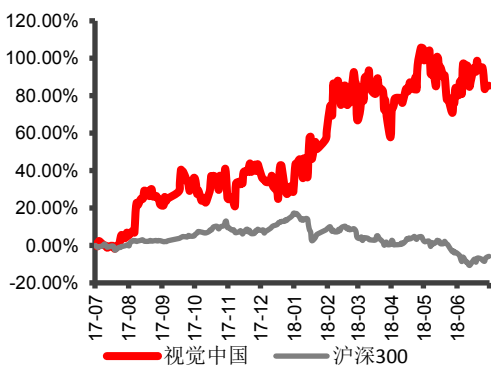
流通股本 (亿股): 2.80

流通 A 股市值 (亿元): 75.57

每股净资产 (元): 3.70

资产负债率 (%): 34.08

视觉中国近一年股价走势



内容提要:

视觉中国是A股稀缺的以提供全球优质视觉内容为主的互联网平台公司, 受益于版权意识增强背景下内容付费对公司边际利润的改善。近期我们对公司进行了调研, 形成主要投资观点如下:

- **收购 500PX 平台实现流量导入, 国内版权意识增强创造增长空间。**公司通过对全球最大的摄影社区 500px 的收购, 切入社区化平台领域。通过社区流量导入形成内容生产、交易变现、版权保护的全链路服务。未来有望全面受益于版权保护立法的推进及版权付费规模的增长, 公司有望充分享受该红利带来的较大规模行业增长, 成长空间广阔。
- **公司业务模式清晰, 收购Corbis强化资源优势。**公司聚集了全球优质的 PGC (Professional Generated Content) 视觉内容, 通过完善的版权授权体系, 向下游以图片为主的视觉内容需求方提供正版资源。公司作为视觉内容的衔接桥梁, 完成自上至下的传播与变现。公司2016年收购全球第三大图片公司Corbis, 承接其大量人类影像遗产, 国际化步伐加大。公司主营业务清晰, 兼具内生、外延资源优势, 竞争壁垒较强。主营毛利率连续四年保持在60%以上, 利润稳定增长。
- **技术创新增强用户体验, “鹰眼”系统提升获客效率。**公司在增强图片储备的同时, 积极通过技术手段提升用户体验。2017年研发投入同比增长40.97%。通过技术创新, 公司海量的图片资源与结构化的关键词标签数据相匹配以提高市场效率, 降低客户搜索难度。用于追踪公司版权图片网络流向的鹰眼系统有效地降低了获客成本。去年基于此技术产生的新增年度协议客户数量同比增长54%。销售费率的下降有望降低公司边际成本, 提升盈利水平。
- **与腾讯等多平台合作, 提升业务市占率。**截至目前, 公司已与腾讯、百度等多家机构客户形成战略合作关系, 通过图片授权、内容分发等多方面的合作实现内容生态的传播。我们认为公司在构筑内容资源壁垒的同时强化与网络平台、企业客户的合作, 既有助于增强客户粘性又便于触及到更多潜在的小微企业、公众号以及C端长尾客户, 增强公司产品的渗透能力和未来转化力。公司目前综合市场占有率处于行业前列, 按现有市场容量估算仍具有一定的提升空间。
- **风险提示:** PGC版权图片数量供应量低于预期, 下游客户需求与公司图片储备相悖, 版权保护意识匮乏形成的盗版风险, 公司业绩低于预期, 相关政策变动风险, 国内外二级市场系统性风险。

近期我们对视觉中国文化发展股份有限公司（以下简称视觉中国或公司）进行了调研，与公司董秘柴继军和证券事务代表蒋蕾就公司经营情况进行了交流，会议纪要整理如下，供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主营业务

视觉中国的核心业务为“视觉内容与服务”，是国内以提供正版图片、视频等视觉内容及增值服务为主的平台型互联网科技公司。公司通过其互联网交易平台，为专业摄影师、广大的摄影爱好者及签约作者等图片生产者提供图片交易入口，同时为下游的B端使用者提供大量的图片资源。

经过十八年的发展，公司目前已经拥有超过2亿张图片、1000万条视频素材在内的全球海量优质视觉内容资源，服务于互联网平台、传媒、企业、广告营销公司等品牌机构。

1.2 公司业绩情况

2017年，公司实现营业收入8.15亿元，同比增长10.75%。其中，“视觉内容与服务”实现营业收入5.84亿元，同期增长30.13%，总营收占比71.66%。公司实现归母净利润2.91亿元，扣非后归母净利润2.88亿元，分别同期增长35.48%和36.05%；基本每股收益0.415元。公司以总股本700,577,436股为基数，向全体股东每10股派现金0.42元（含税）。

2018年一季度，公司实现营收1.55亿元，扣非后归母净利润3807.29万元，分别同比增长38.04%和29.98%。

2、投资观点

2.1 收购500PX平台实现流量导入，国内版权意识增强创造增长空间

今年2月，公司完成了对全球最大的摄影社区500px的收购，切入社区化平台领域。500px作为全球最大的摄影爱好者社区，其覆盖范围包括全球195个国家和地区，注册用户超过1,300万（包括专业摄影人才、摄影爱好者），签约合作的供稿人近30万。目前500px中国版已在iOS及Android应用市场上线，用户通过参与摄影大赛、定向创作活动以及网络分享等形式实现社交需求。公司在满足客户社交需求的同时，实现了流量导入以及由此形成的内容生产、交易变现、版权保护的全链路服务。

随着国内内容付费规模化以及版权保护的增强，版权图片的市场空间相当广阔。根据国家版权局网络版权产业研究基地发布的最新版《中国网络版权产业发展报告》，2017年我国网络版权产业的市场规模为6365亿元，同比增长27.2%，付费规模已过半。在如此体量的网络版权产业中，视觉内容的付费比例仍然较低。未来随着以广

告、媒体为核心的版权图片下游市场的不断扩容和持续增长，图片行业的市场空间正在逐步打开。根据智研咨询的数据，2016 年中国图片市场规模仅14亿左右，占广告市场规模的比例仅0.2%，占比不足美国市场的1/10（美国图片行业占广告市场规模2.4%）。考虑到国内流媒体的多元化及普遍性远高于美国，我们认为该领域具有较大的成长空间。随着版权保护立法的推进及版权付费规模的扩充，公司有望充分享受该红利带来的利润增长，成长空间广阔。

2.2 公司业务模式清晰，收购 Corbis 强化资源优势

视觉中国作为一家互联网文化创意企业，聚焦内容产业中的图片分支。其主要业务模式是自产业链上游聚集全球优质的 PGC（Professional Generated Content）视觉内容，通过公司完善的版权授权体系，向下游以图片为主的视觉内容需求方提供正版资源。公司作为视觉内容的衔接桥梁，完成自上至下的传播与变现。

在聚焦全球 PGC 视觉资源的过程中，公司于 2016 年 1 月收购比尔盖茨创办的全球知名图片库 Corbis Images；并于同年 6 月与全球第一大图片库 Getty Images 建立战略合作伙伴关系。Corbis 同时拥有全球著名的 Bettmann 历史图片档案馆和全球最大的新闻摄影机构之一 Sygma，其在线图片库拥有近 5000 万张图片，19 万条视频，其中包括过去两个世纪间珍贵稀缺且不可再生的有关全球重大历史事件的人类影像遗产。公司通过对 Corbis 的收购以及与 Getty 的合作，一方面整合了全球优质的版权素材，另一方面增强了其在主营业务上的纵深布局，强化了公司的资源优势。截至 2017 年末，公司拥有超过 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。在此基础上，来自于全球约 30 万名的专业签约供稿人和 240 余家专业版权内容机构逐日提供数据图片更新。公司主营业务具有清晰模式，且纵深布局强化内生、外延资源优势，构筑起强有力的竞争壁垒。2017 年公司主营业务中“视觉内容与服务板块”毛利率 68.87%，较 2016 年提高 6.11 个百分点，连续四年稳定在 60%以上且随边际利润改善有所提升。

2.3 技术创新增强用户体验，“鹰眼”系统提升获客效率

公司在增强图片储备的同时，积极通过技术手段提升用户体验。基于大数据与人工智能，公司自主研发了图像搜索及算法、版权跟踪、图像识别、自动标签及文章配图、云服务、智能视觉焦点、场景识别、明星识别等一系列技术。2017 年研发投入 5016.5 万元，同比增长 40.97%，营收占比 6.16%。通过技术创新，公司将海量的图片资源与结构化的关键词标签数据相匹配，从而提高市场效率，降低客户搜索成本。此外持续产生的千万级的用户行为数据又通过机器学习的不断深入，提高标签数据准确度，进而增强 B 端客户与 PGC 生产者的匹配效率。

2017 年，公司自主研发了图像版权网络追踪系统——“鹰眼”，用于追踪公司拥有的版权图片的互联网使用情况。在此数据支持基础上，公司运用精准营销从而有效地降低了获客成本。去年公司通过该技术获取的潜在客户数量增长超过同期的

84%，新增年度协议客户数量同比增长 54%。公司该系统应用在降低销售费率方面效果显著，有望继续降低公司边际成本，提升盈利水平。

2.4 与腾讯等多平台合作，提升业务市占率

在聚集海量以图片为主的内容资源数据的基础上，公司近年来开始着力于向大型 B 端客户倾斜，专注于数据分发环节。通过 API（Application Programming Interface）应用程序接口对接服务，实现 B 端客户直接连接公司内容资源并实现不同场景的灵活应用。目前已实现与百度、腾讯、阿里巴巴、网易等 28 家客户的场景对接。

截至目前，公司已与腾讯、百度、搜狗以及中国新闻社子公司等多家机构客户形成战略合作，通过图片授权、内容分发等多方面的合作实现内容生态的有效传播。我们认为公司在构筑内容资源壁垒的同时强化与网络平台、企业客户的合作，一方面将有利于公司的品牌建设，从而增强 PGC 存量创作者的合作粘性，吸引更多摄影爱好者参与视觉内容创作，扩充公司图片数据资源；另一方面，借助腾讯、百度等互联网平台型客户特有的流量资源，通过数据分发触及到更多潜在的小微企业、公众号以及 C 端长尾客户，增强公司产品的渗透能力和未来转化力。公司目前综合市场占有率处于行业前列，按现有市场容量估算仍具有一定的提升空间。

4、风险提示

PGC 版权图片数量供应量低于预期，下游客户需求与公司图片储备相悖，版权保护意识匮乏形成的盗版风险，公司业绩低于预期，相关政策变动风险，国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

王丽丽，CFA，毕业于中央财经大学，管理学学士，曾任标普道琼斯指数高级分析师，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层