

视觉中国(000681)/传媒

乘新媒体之风，携技术之力，图片王者再起航

评级: 增持(维持)

市场价格:

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊亚威

执业证书编号: S0740517090002

电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735.50	814.57	1,083.38	1,397.56	1,774.90
增长率 yoy%	35.47%	10.75%	33.00%	29.00%	27.00%
净利润	214.66	290.82	384.70	499.19	630.18
增长率 yoy%	36.24%	35.48%	32.28%	29.76%	26.24%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.55	0.71	0.90
每股现金流量	0.33	0.36	0.53	0.63	0.81
净资产收益率	9.20%	11.78%	13.69%	15.19%	16.19%
P/E	74.58	55.05	41.61	32.07	25.40
PEG	2.06	1.55	1.29	1.08	0.97
P/B	6.86	6.15	5.31	4.50	3.78

备注: 公司之前通过反向收购借壳上市, EPS 根据法律上母公司总股本数为测算基准

投资要点

■ 本篇报告主要针对三个问题进行分析: (1) 哪些因素推动近年来图片市场快速增长? (2) 为什么视觉中国能够长期保持图片市场龙头地位? (3) 视觉中国未来的增长点在哪里?

■ (1) 哪些因素推动近年来图片市场快速增长?

■ 新媒体爆发, 图片需求激增。互联网与影像技术迅速发展, 打破了网速限制, 信息传递更为高效、便捷、畅通, 新媒体迎来爆发式增长。同时, 一图胜万言, 视觉内容深刻影响信息传播, 文字文化转向图像文化, 图片需求激增。

■ 版权环境日益改善, 付费意识逐步增强。随着技术进步、消费升级、相关政策及法律不断完善, 盗版成本提高, 用户正版意识提升, 有能力且有意愿为更高品质的正版内容付费。

■ (2) 为什么视觉中国能够长期保持图片市场龙头地位?

■ 稀缺的平台型商业模式, 卡位优势明显。上游连接海量的视觉内容资源, 下游连接海量用户, 平台不断自我加强, 视觉中国已成为全球最大同类数字内容平台之一。

■ 整合全球优质资源, 构筑内容壁垒。视觉中国与全球顶级的超过 30 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构建立合作关系, 在线提供超 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首音乐素材。内容来源主要有自有版权、合作供应商、签约供稿人三类, 公司通过独家代理及并购方式不断拓展内容资源。

■ 基于大数据与人工智能, 构筑“数据、技术、服务”壁垒。“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环运营模式大大提升了公司的核心竞争力。智能配图、自动标签、版权追踪等一些列智能服务大大提升获客效率及用户体验。

■ 获客能力持续增强, 构筑品牌壁垒。公司不断加强媒体、广告等传统客户优势, 同时抓住新媒体爆发带来的机遇, 不断拓展互联网平台、企业等新用户。2018 年上半年, 合作客户总数同比增长 48%。

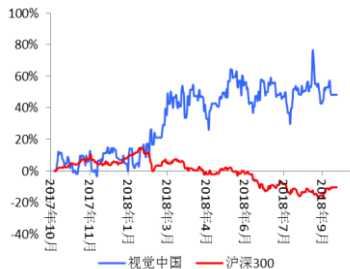
■ (3) 视觉中国未来的增长点在哪里?

■ 市场空间广阔, 正版率仍有较大提升空间。我们预测中国图片市场潜在规模为 130 亿-255 亿元, 而目前实际规模预测不足 30 亿元。2017 年图片市场正版化率仅为 9.4%-22.5%, 提升空间大。

基本状况

总股本(百万股)	700.58
流通股本(百万股)	310.46
市价(元)	22.57
市值(百万元)	15,812.03
流通市值(百万元)	7,007.14

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 【中泰传媒】视觉中国(000681)
首次覆盖报告: 稀缺的平台型公司,
读图时代扬帆起航

- **“内容”与“流量”强强联合，不断拓展长尾市场及应用场景。**视觉中国持续扩大与互联网平台及大流量入口的战略合作，与包括搜索引擎（百度、搜狗）、广告平台（百度霓裳、阿里汇川）、自媒体平台（腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号、一点/凤凰大风号）、电商平台（淘宝）等合作，持续开拓新的应用场景。有利于公司拓展用户，挖掘新的盈利点，提升在图像大数据、人工智能领域的核心竞争力。
- **技术驱动，边界不断拓展。**一方面，大数据与人工智能等相关技术的成熟，使得公司在拓展用户、内容交付等方面效率以及客户体验方面得以跨越式提升。另一方面，通过对用户行为数据分析，可以提供更多针对性、个性化的服务，拓展业务类别。
- **PGC 短视频业务大有可为。**短视频作为近两年新兴的内容载体，市场呈现出爆发式增长。视觉中国是目前国内最大的 PGC 短视频平台之一，与 UGC 短视频平台相比，内容制作壁垒更高，商业价值更大。
- **盈利预测：**我们预测视觉中国 2018-2020 年实现营收分别为 10.84 亿元、13.98 亿元、17.75 亿元，同比增长 33%、29%、27%；实现归母净利润分别为 3.85 亿元、4.99 亿元、6.30 亿元，同比增长 32.28%、29.76%、26.24%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元、0.90 元。
- **风险提示：**公司业务整合及协同性不达预期；C 端业务拓展不及预期；盗版风险；市场风险偏好下行。

内容目录

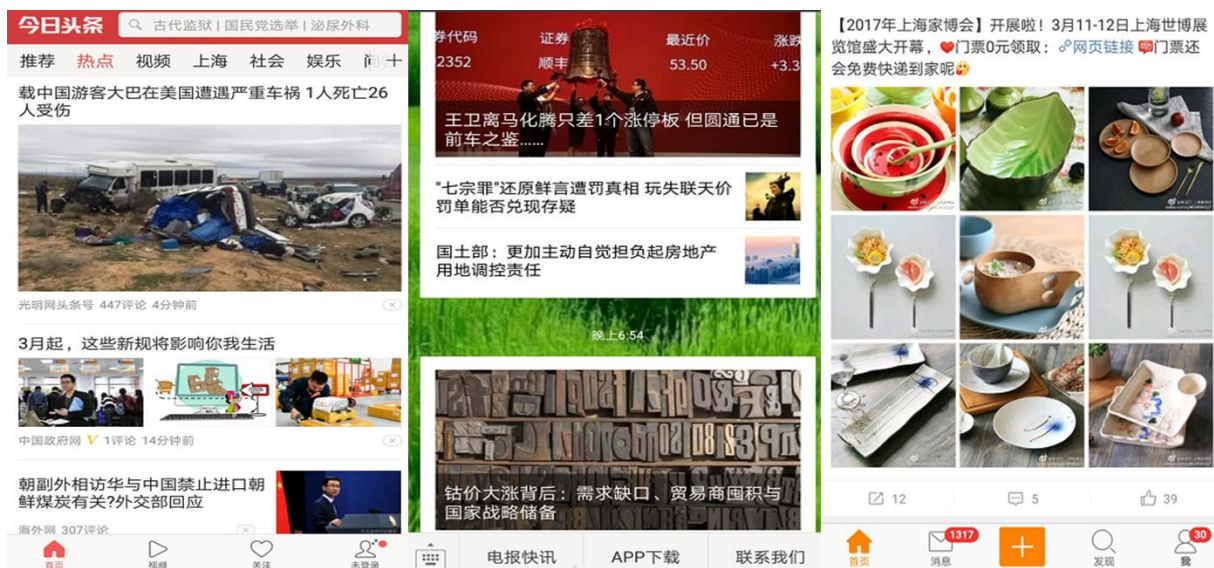
新媒体爆发，版权环境改善助力图片市场快速增长	- 4 -
新媒体爆发，图片需求激增.....	- 4 -
版权环境日益改善，付费意识逐步增强.....	- 7 -
稀缺的平台型公司，多维度构筑壁垒	- 9 -
稀缺的平台型商业模式，卡位优势明显.....	- 9 -
整合全球优质资源，构筑内容壁垒.....	- 10 -
基于大数据与人工智能，构筑“数据、技术、服务”壁垒.....	- 16 -
获客能力持续增强，构筑品牌壁垒.....	- 19 -
空间广阔，边界不断拓展	- 20 -
市场空间广阔，正版率仍有较大提升空间.....	- 20 -
“内容”与“流量”强强联合，不断拓展长尾市场及应用场景.....	- 22 -
技术驱动，边界不断拓展.....	- 23 -
PGC 短视频业务大有可为.....	- 23 -
盈利假设与预测	- 25 -
风险提示	- 26 -

新媒体爆发，版权环境改善助力图片市场快速增长

新媒体爆发，图片需求激增

- **互联网与影像技术迅速发展，图片需求日益旺盛。**
 - **消除地域限制，交易更为高效、便捷、畅通。**随着互联网技术兴起，图片素材行业从最初的底片、CD 交易形式发展到基于电子商务平台的在线图片库时代。在美国新兴的图像电子商务公司如 Getty Images 和 Corbis 仅用几年时间就超越众多传统图片库公司，成为行业龙头。依托互联网，图像交易消除地域限制，运营更为高效、便捷、畅通。
 - **新媒体爆发式增长，4G 网络打破带宽限制，图片需求激增。**移动互联时代，智能手机进入千家万户，互联网普及率迅速提升，以微信、微博、今日头条等为代表的新媒体实现了爆发式增长，同时 4G 网络打破带宽限制，相比文字拥有更多丰富展现形式、信息量更大、传播效率更高的图片需求激增。

图表 1: 新媒体时代对图片需求激增



来源：今日头条，微信，微博，中泰证券研究所

- **一图胜万言，视觉内容深刻影响信息传播，文字文化转向图像文化。**
 - 图像文化传播的门槛低，速度快，以期直观形象、浅显易懂、方便快捷、刺激愉悦等优势迎合大众对文化的需求。

图表 2: 一图胜万言



- 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
- 带图片的广告比纯文字广告信息到达将提高**12%-65%**
- 包含图片的文章比没有图片的文章平均多**94%**的阅读量
- 图片可以增加网页浏览**29%**，高质量图片还能提高**48%**网页浏览量
- 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

来源：视觉中国，中泰证券研究所

- 作为人类无国界、无障碍的语言，图片价值不断凸显。在信息爆炸时代，一张包含更多信息量的好图片能够吸引到更多的关注度与流量，同时图片是全球人类沟通的无国界、无障碍的语言，在企业宣传、树立品牌形象、全球化等方面发挥了越来越重要的作用。

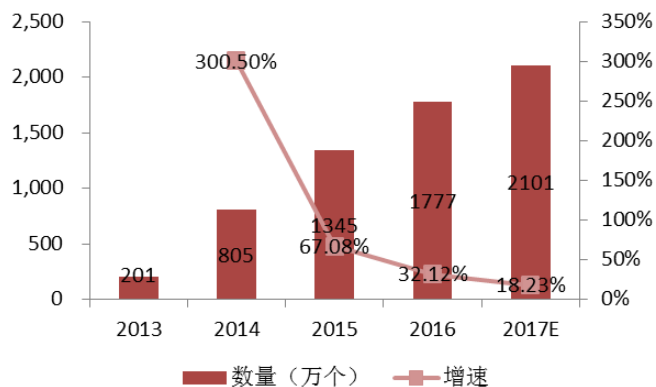
图表 3: 原创图片价值不断凸显



来源：视觉中国，华为，中泰证券研究所

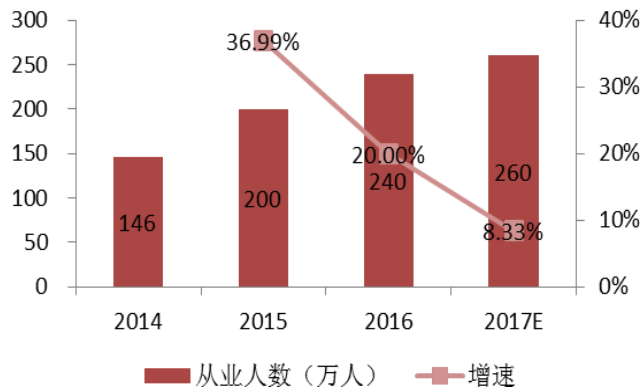
- 以新媒体的代表之一自媒体为例。一方面在移动互联网时代，自媒体迎来快速发展，对能够承载更多信息的高质量图片需求激增。

图表 4: 微信公众号数量快速增长



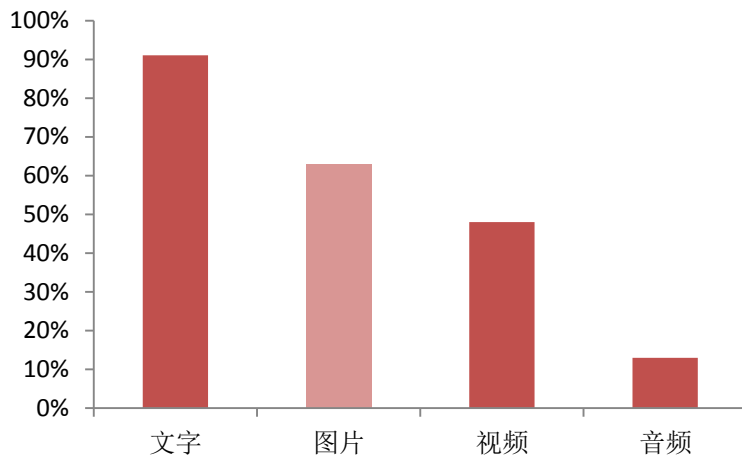
来源:《很快:年度微信公众号数据洞察报告》,中泰证券研究所

图表 5: 自媒体从业人数



来源:艾媒咨询,中泰证券研究所

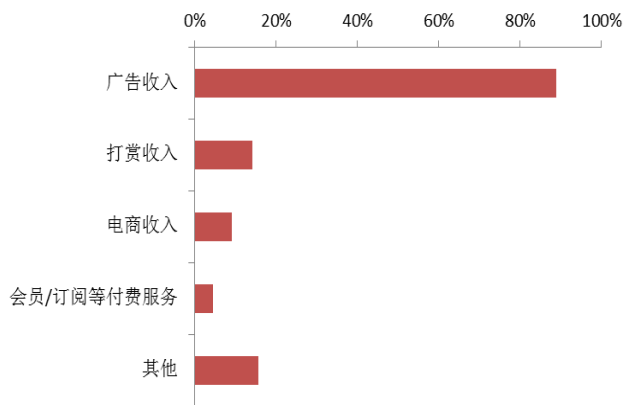
图表 6: 自媒体使用素材类型占比



来源:网易,中泰证券研究所

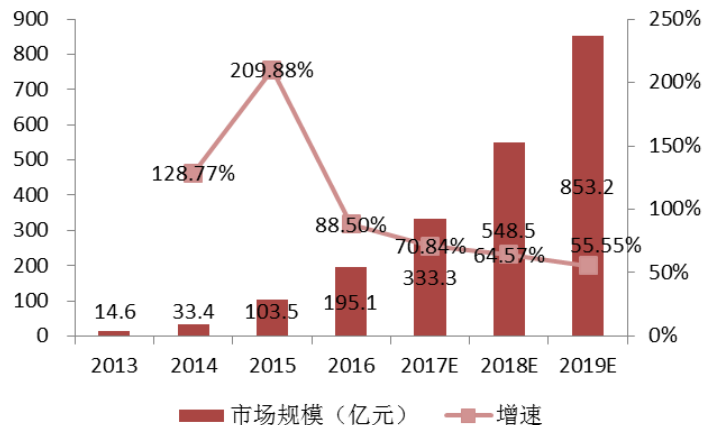
■ 另一方面,自媒体收入的款速提升,使得其有能力为心爱的图片付费。

图表 7: 自媒体收入来源



来源:企鹅智酷,中泰证券研究所

图表 8: 自媒体广告市场规模

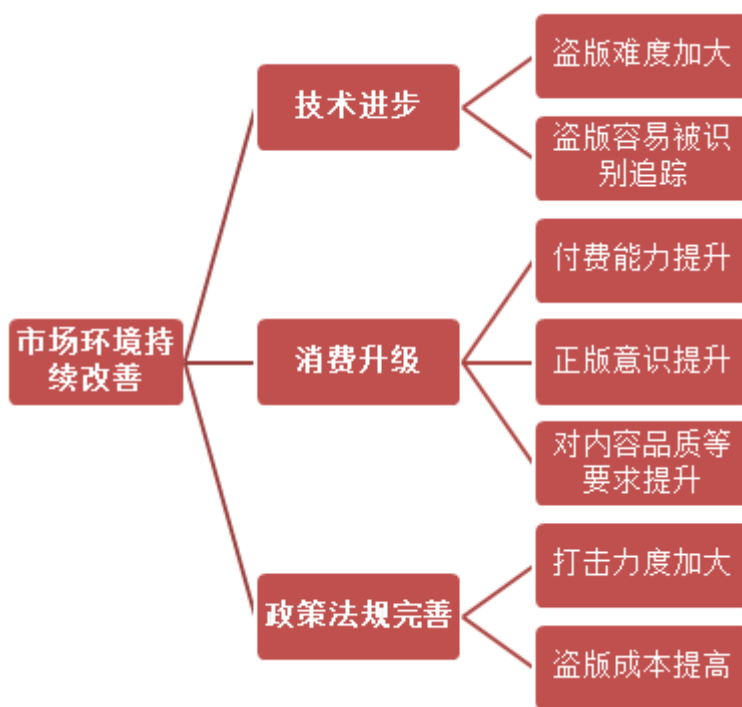


来源:艾媒咨询,中泰证券研究所

版权环境日益改善，付费意识逐步增强

- 长久以来，中国版权市场盗版现象较为严重，屡禁不止，源于其庞大的市场基础。
 - （1）从市场环境来看，相关政策及法律不健全；
 - （2）从商品特性方面来看，盗版与正版互为替代品，且盗版成本远远低于正版，价格优势更为明显；
 - （3）从需求方来看，中国长期以来追求粗放式的增长，创新相对来说不被重视，民众版权意识相对薄弱，在选择购买盗版和正版时以价格为唯一因素进行考量；
 - （4）从供给方来看，盗版成本较低，且法律保护长期滞后，监管机制不够严密，使得大量盗版供应商进入该市场，与此同时，版权所有者维权成本较高。
- 随着技术进步、消费升级、相关政策及法律不断完善，版权市场环境不断改善，中国版权市场迎来迅猛发展。

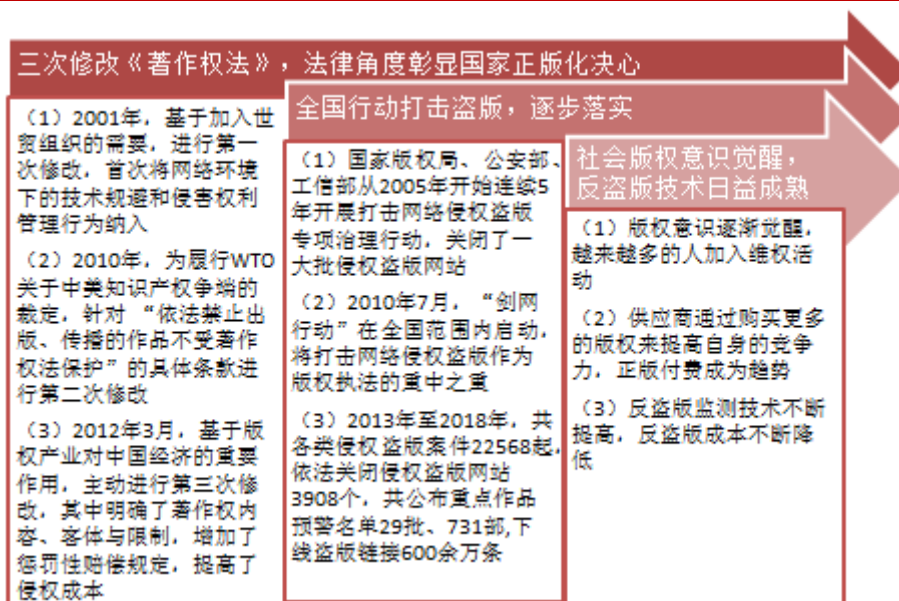
图表 9：版权市场环境不断改善



来源：中泰证券研究所

- 我们可以从三个角度看版权市场的变迁：

图表 10: 三个角度看版权市场变迁



来源：中泰证券研究所

➤ 三次修改《著作权法》，从法律角度彰显国家正版化决心，政策逐渐完善。除了三次大的修改，国务院等部门还出台多项配套政策。

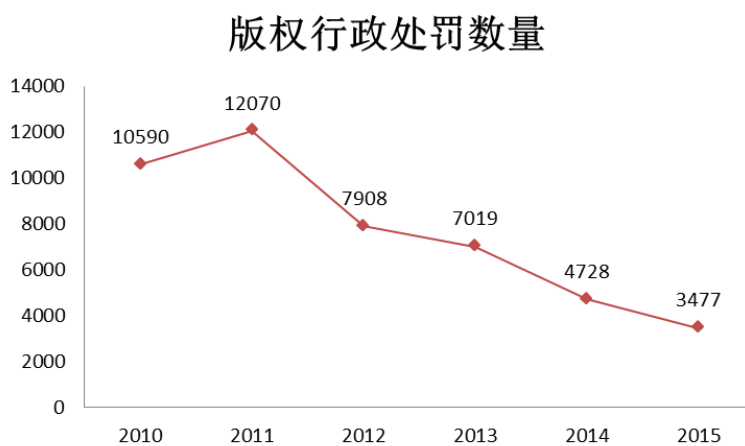
图表 11: 国家版权保护政策汇总 (2011-至今)

时间	机构部门	事件
2011	国家版权局	印发《版权工作“十二五”规划》，进一步健全版权法律体系，促进版权产业发展
	国家版权局	公布中国音乐著作权协会上报的《使用音乐作品进行表演的著作权许可使用费标准》
2012	国家版权局	公布《著作权法》修改草案，进一步明确著作权内容、客体与限制，并增加惩罚性赔偿规定
	国家版权局	就《使用文字作品支付报酬办法（修订征求意见稿）》公开征求意见
2013	国家版权局	《教科书使用作品支付报酬办法》出台，进一步维护公共利益
2014	国家版权局	就《民间文学艺术作品著作权保护条例（征求意见稿）》公开征求意见
	国务院	在《著作权行政处罚实施办法（修订征求意见稿）》加大了网络环境下对侵权盗版行为的行政打击力度
2015	国务院	在《中华人民共和国刑法修正案（九）》增加了知识产权保护，加大了著作权的刑事保护力度
2016	国务院	发布《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》，加大侵犯知识产权行为的惩治力度
	国家版权局	主办 2017 中国网络版权保护大会上，10 家中央新闻单位发起成立“中国新闻媒体版权保护联盟”，并发布了《中国新闻媒体版权保护联盟宣言》
2017	国务院	印发《2017 年推进使用正版软件工作总结》和《2018 年推进使用正版软件工作计划》强调新时代软件正版化
2018	广电总局	下发《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》特急文件，坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为

来源：相关部门网站整理，中泰证券研究所

- **全国行动打击盗版，将正版化逐步落实。**相关部门进行了多次打击盗版的专项整治行动，2013年至2018年，全国各级版权执法部门共查处包括网络案件在内的各类侵权盗版案件 22568 起，依法关闭侵权盗版网站 3908 个，共公布重点作品预警名单 29 批、731 部，下线盗版链接 600 余万条，网络版权环境有了很大的改善。
- **中国社会版权意识觉醒，相关反盗版技术日益成熟。**随着意识觉醒及技术成熟，反盗版成本逐渐降低，行政执法处罚件数呈现逐年递减趋势。

图表 12：中国版权行政执法处罚数量呈现逐年递减趋势



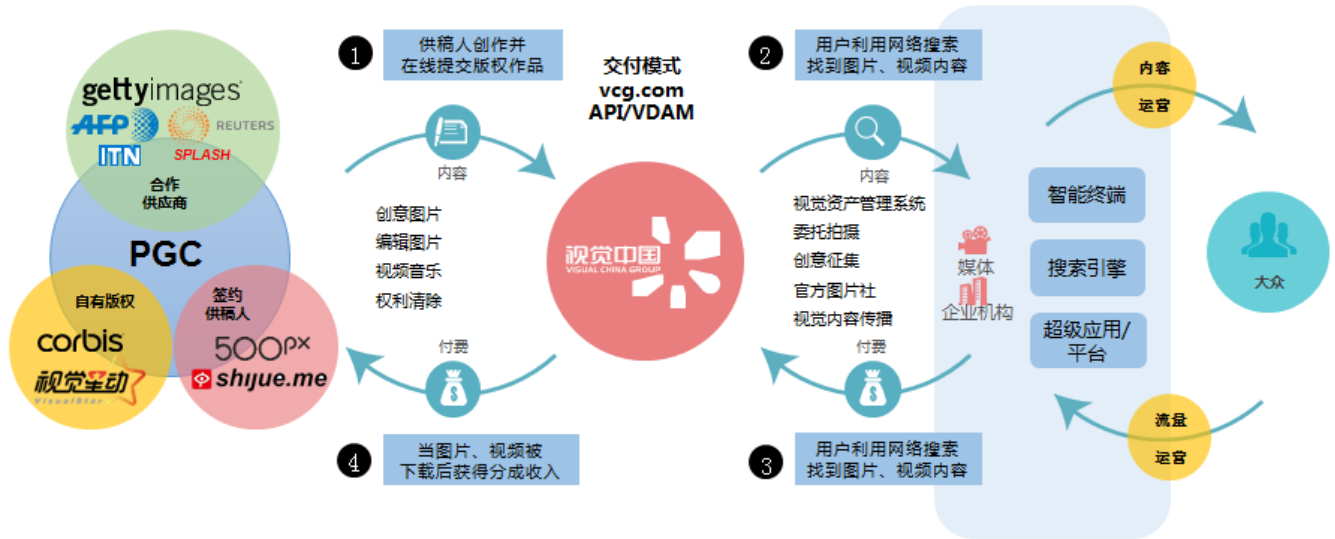
来源：国家版权局，中泰证券研究所

稀缺的平台型公司，多维度构筑壁垒

稀缺的平台型商业模式，卡位优势明显

- 视觉中国拥有的 PGC 视觉内容的互联网版权交易平台（www.vcg.com、www.veer.com）上游连接海量的视觉内容资源，下游连接海量用户，平台不断自我加强，形成卡位优势，已成为全球最大同类数字内容平台之一。

图表 13: 视觉中国的业务链

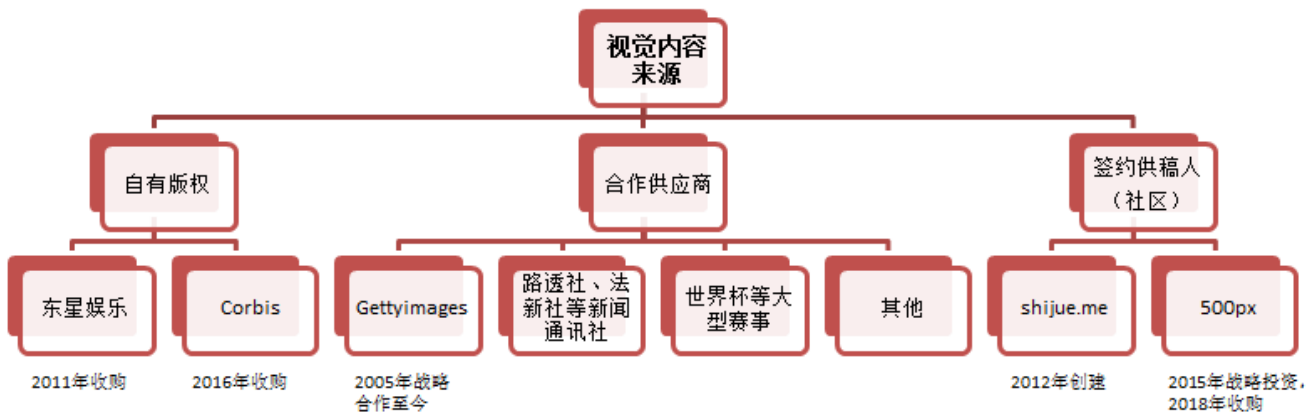


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

整合全球优质资源, 构筑内容壁垒

- 视觉中国与全球顶级的超过 30 万名的签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构建立合作关系, 在线提供超 2 亿张图片、1,000 万条视频素材和 35 万首音乐素材。内容来源主要有三类: 自有版权、合作供应商、签约供稿人。

图表 14: 视觉中国内容来源



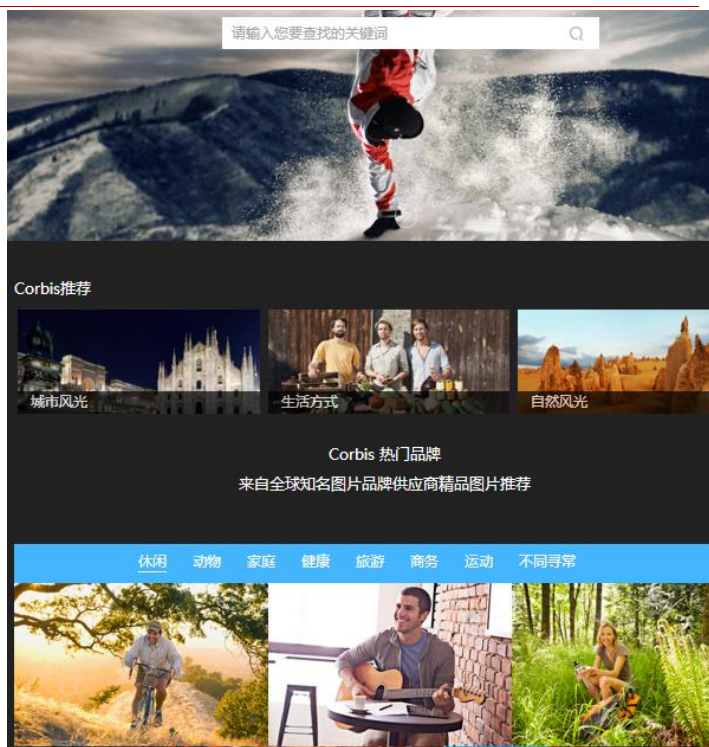
来源: 中泰证券研究所

自有版权内容: 全球经典图片与娱乐图片是最大特色。

- Corbis:** 拥有版权与物权价值共存的稀缺性视觉内容。
 - Corbis 原先为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, 是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史

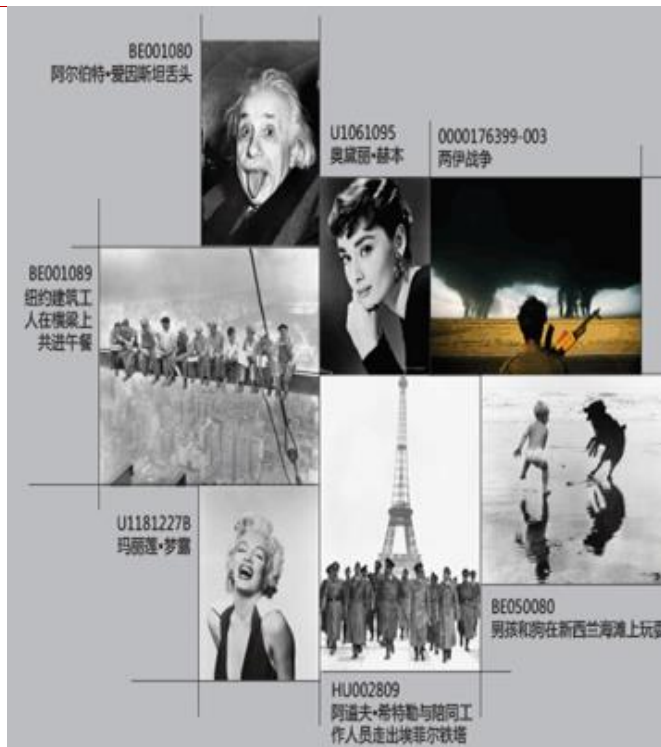
影像遗产。为全球超过 50 个国家的客户提供服务。

图表 15: 视觉中国 Corbis 专区



来源：公司官网，中泰证券研究所

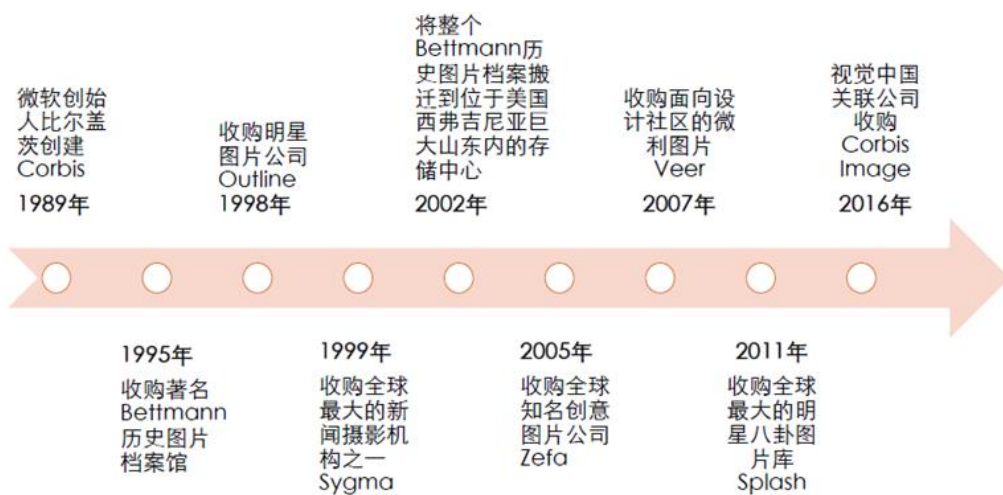
图表 16: Corbis 经典图片



来源：公司官网，中泰证券研究所

- Corbis 由比尔·盖茨于 1989 年创建的，上世纪九十年代，先后收购了著名的 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；进入新世纪，又先后收购全球知名创意图片公司 Zefa，设计社区 Veer，全球最大的明星八卦图片库 Splash 等。2016 年 7 月视觉中国以 8083 万美元收购核心资产为 Corbis 的联景国际 100% 股权。

图表 17: Corbis 发展历程



来源：中泰证券研究所

- **东星娱乐：大中华区领先的娱乐通讯社。**东星娱乐是大中华区最大最专业的娱乐时尚通讯社，拥有遍布北京、上海、台湾、香港、澳门、韩国6地+20余个二三线城市外采团队及签约摄像师。重大娱乐新闻全面覆盖，拥有大量独家一手资料7*24销售全时段服务，突发事件直播能力，重大新闻2小时内资讯上线。累积十余年海量素材，拥有数千万张图片，是最全面的娱乐时尚媒体库。

图表 18: 东星娱乐官网



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 19: 东星娱乐拥有众多合作客户



来源：视觉中国，中泰证券研究所

合作供应商：独家合作 240 余家版权机构

- 视觉中国独家合作并代理全球最大的图片供应商 Getty Images、英国最大的编辑类视频素材供应商 ITN-SOURCE、全球领先的娱乐新闻图片社 Splash News 等业务。

图表 20: 视觉中国与全球全球 240 余家版权机构独家合作



来源：中泰证券研究所整理

- 与全球最大图片库 **gettyimages** 深度绑定。
 - 全球最大图片库，开创在线授权模式，成立后兼并收购不断。公司成立于 1995 年，发展早期先后收购 100 多家图片社，奠定龙头地位。2005 年收购美国第一家微利图片公司 iStockphoto 进入微利图片市场。2008 年退市。Getty 拥有超过 8 亿张图片，并保持每月超过 5 万张的更新速度，服务全球 120 多个国家和地区，拥有全球 4500 余位签约摄影师、摄像师。

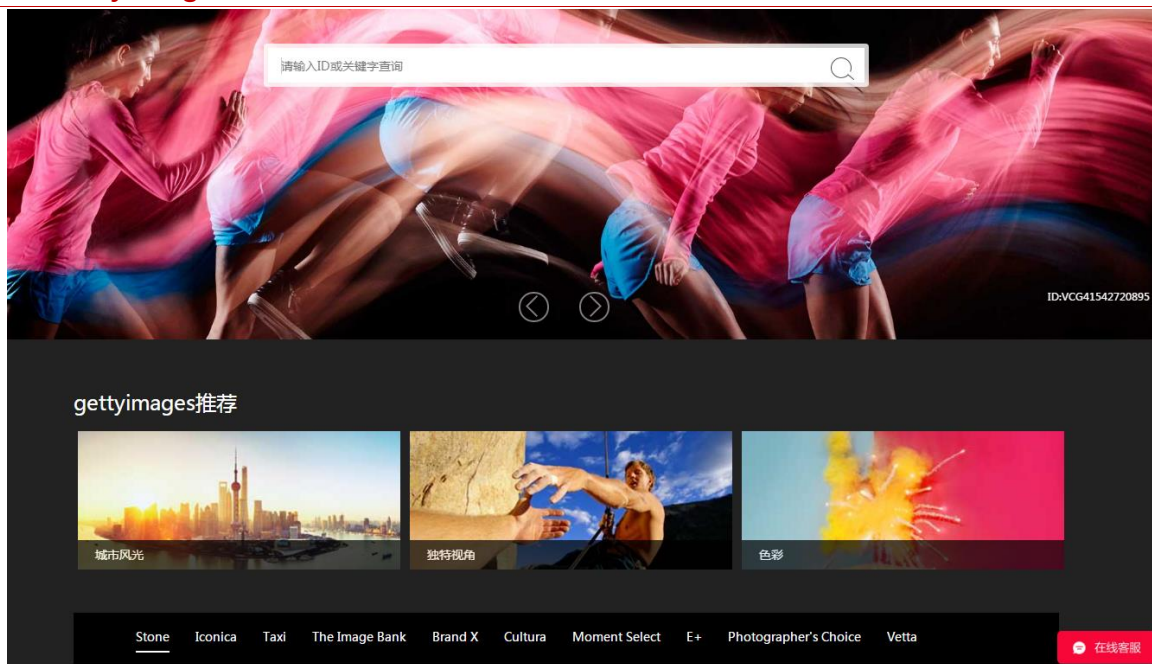
图表 21: Getty Images 发展历程



来源：中泰证券研究所

- 收购 **Getty 香港 50% 股权**。Getty 香港业务覆盖大中华区，包括大陆、港台等地，视觉中国收购其 50% 股权，一方面与全球巨头进一步绑定，加强合作；另一方面，公司之前只是通过在大陆地区代理 Getty 盈利，投资后，还可获得从 Getty 香港的进一步分成。

图表 22: Getty Images 专区



来源：公司官网，中泰证券研究所

签约供稿人：摄影师与设计师社区

- 视觉中国拥有国内先进的以视觉为兴趣的设计师社区（shijue.me）和专业摄影师社区（500px.me），是服务于国内外视觉创意产业的卓越在线媒体、创意人群及摄影师互动社区。可为政府、企业、机构等提供高水准的创意征集服务，包括但不限于创意广告设计、产品定制征集、品牌 Logo 创意征集、交互设计等服务项目。

图表 23: 视觉中国打造的专业社区

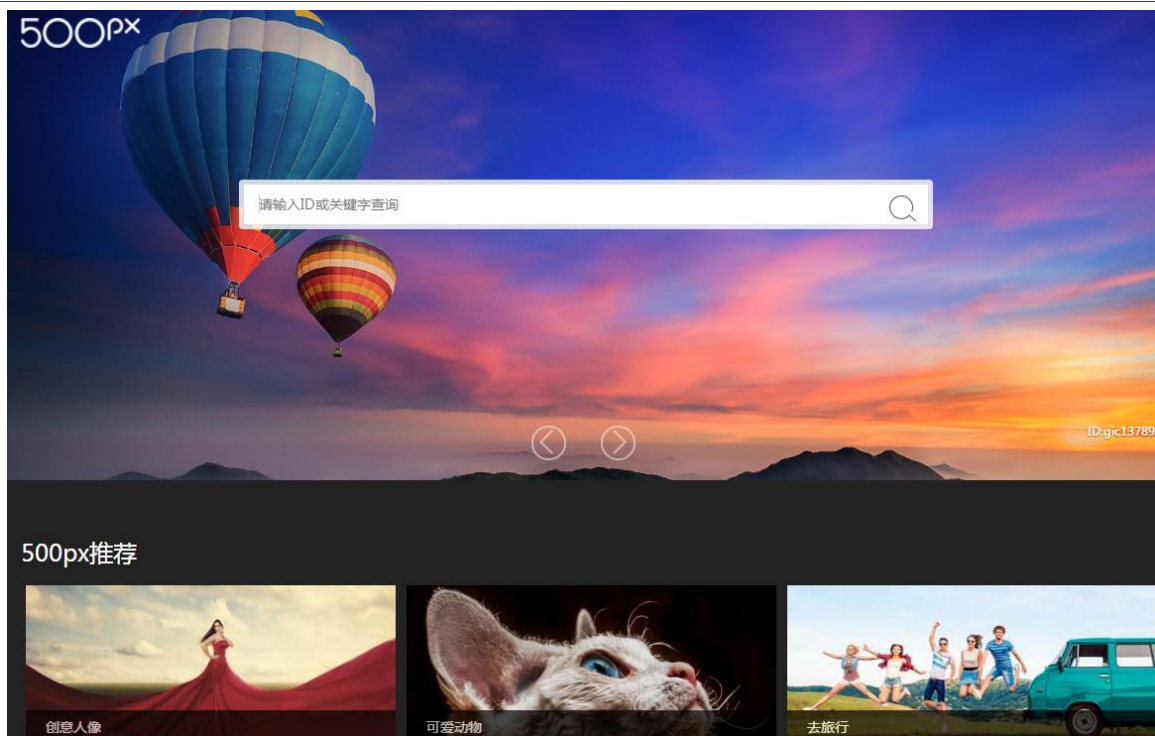


来源：视觉中国，中泰证券研究所

- 500px.me(摄影师社区): 汇聚全球顶级摄影人才, 素材丰富活跃度高。
 - 500px 于 2009 年创建于加拿大, 是国际知名的线上摄影社区, 拥有超过 1,300 万注册摄影师会员, 汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀的摄影专业人才、大量摄影爱好者, 图片数量超过一亿两

- 千万张、
- 视觉中国于 2015 年 7 月领投 “500PX”B 轮融资，获独家代理权及技术平台、素材库、会员体系等相关资源。2018 年初，收购 500px100% 股权，进一步提升公司从全球获取海量优质内容的能力。

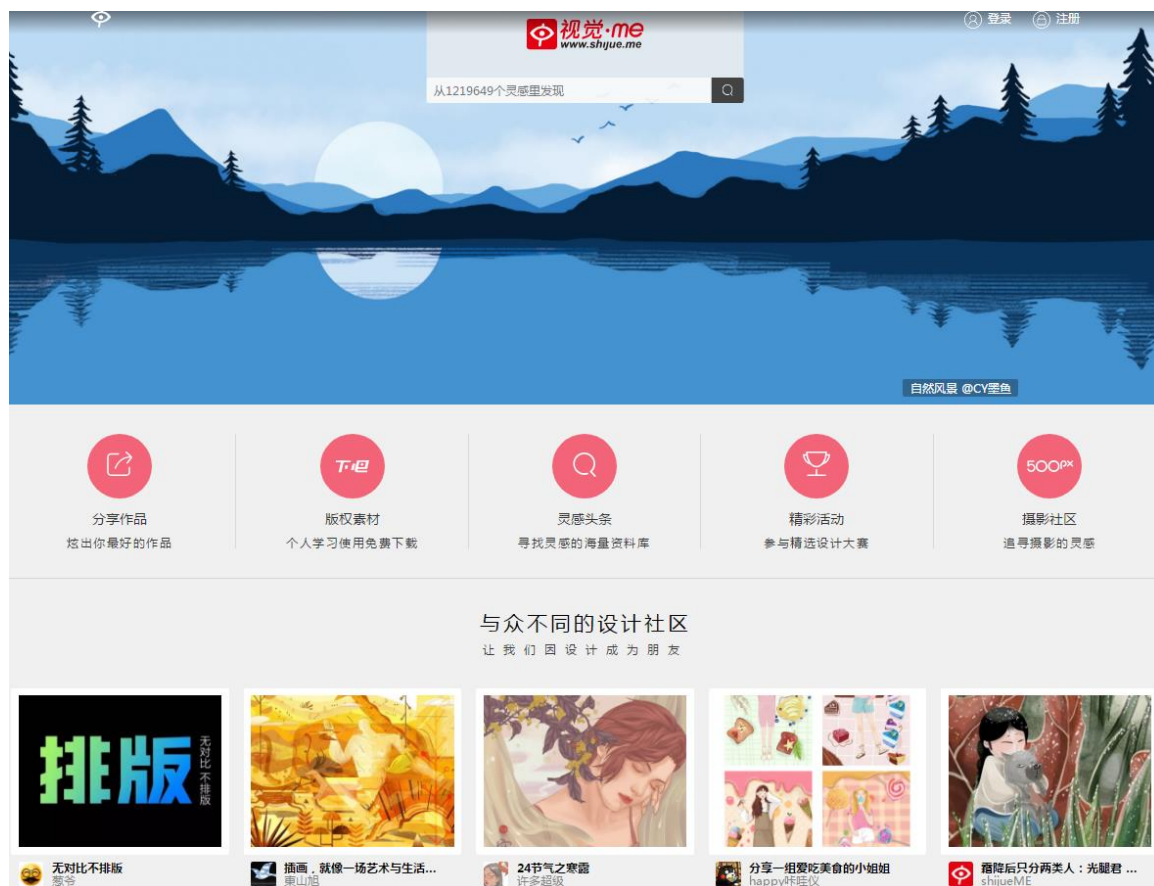
图表 24: 500px 专区



来源：公司官网，中泰证券研究所

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

图表 25: Shijue.me 官网

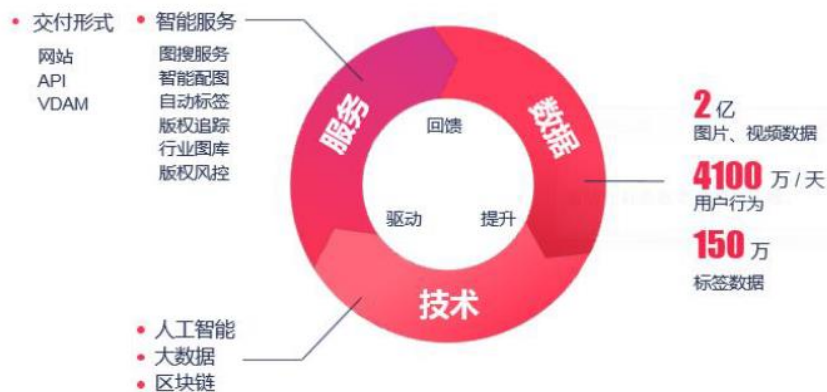


来源：公司官网，中泰证券研究所

基于大数据与人工智能，构筑“数据、技术、服务”壁垒

- 视觉中国拥有全面的亿级图片、视频、音乐数据，加上持续产生的千万级的用户行为数据，形成了公司的核心数据资产。“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的独特的闭环运营模式大大地提升了公司的核心竞争力。

图表 26: 公司构筑的“数据、技术、服务”闭环运营模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 基于大数据与人工智能，自主研发了业内先进的图像搜索及算法、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、明星识别等技术，提高用户产品体验。逐步构筑起公司的技术壁垒。

图表 27: 公司的技术矩阵



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 28: 公司基于 AI 开发的应用



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **鹰眼系统（图像追踪系统）：提升获客效率，降低版权保护成本。**2016年初公司开发的鹰眼系统，通过人工智能、图像比对、爬虫技术，能够追踪公司拥有代理权的图片在网络上的使用情况，一方面可以快速识别侵权行为，将侵权用户转化为客户，大幅降低版权保护成本，提升获客效率；另一方面通过大数据获取了客户的内容需求数据，从而对客户提供更具有针对性的服务。
- **智能图搜、关键词推荐、自动标签、智能配图等智能服务大幅提升搜图、传图效率及用户体验。**公司基于近百万的结构化的关键词描述体系，以及持续产生的千万级的用户行为数据，供稿人上传照片时系统会直接推荐关键词；而用户搜索图片可以写一句话语义分析搜索关键词。

图表 29: 视觉中国自动标签功能



预测结果 15



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 30: 视觉中国文章智能配图功能



来源：公司官网，中泰证券研究所

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

图表 31: 视觉中国 API 应用场景



来源：中泰证券研究所

- **VDAM: 深度服务，增加客户粘性。**2017 上半年，公司初步完成基于 SaaS 的 VDAM (Visual Data Asset Management, 视觉数据资产管理) 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。

图表 32: VDAM 系统应用效果示意

DAM 系统应用效果

- 存储管理** 高达千万张图片存储管理能力，采用云存储实现按需实时扩容
- 资源展示** 多种格式视音频文件的存储管理，高性能的视音频转码器
- 展示平台** 视觉中国专业的平面设计师团队倾力打造
- 资源变现** 量身定制的版权交易平台，短期内实现数字资产的保值增值和变现

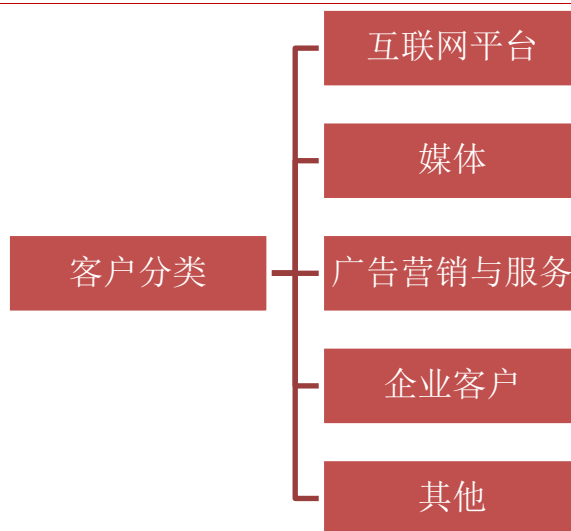


来源：公司官网，中泰证券研究所

获客能力持续增强，构筑品牌壁垒

- **夯实传统客户优势，拓展新兴客户。**公司不断加强媒体、广告等传统客户优势，同时抓住新媒体爆发带来的机遇，不断拓展互联网平台、企业等新用户。

图表 33: 视觉中国客户分类

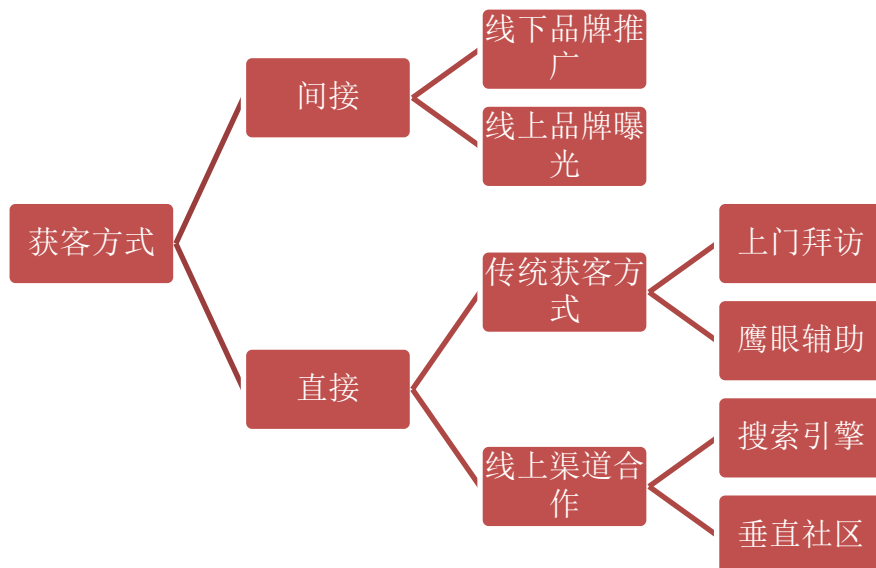


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **品牌优势明显，获客效率不断提升。**公司采用丰富的营销方式，借助鹰

眼系统等新技术的应用，不断提升获客效率。2018年上半年，合作客户总数同比增长48%，其中企业客户数实现了76%的高速同比增长。

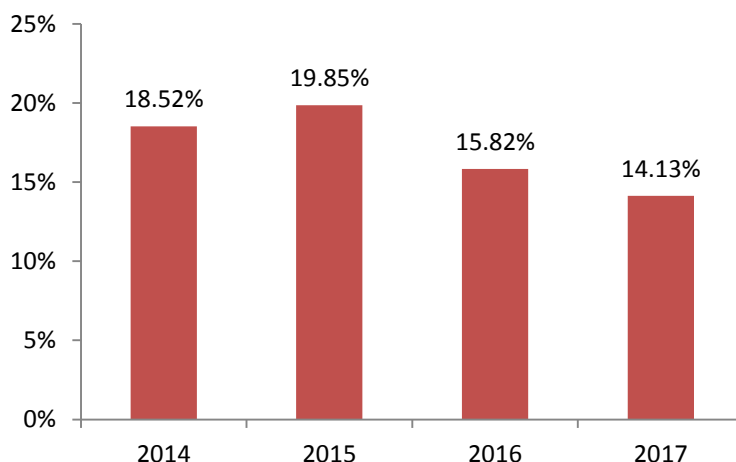
图表 34: 视觉中国获客方式



来源：中泰证券研究所

- 视觉中国业务增长更多源于客户数增长，客户集中度日趋分散。在微利图片等多元化需求的背景下，公司更多依靠客户数的增长实现业绩增长，前五大客户贡献收入占比不断下降。

图表 35: 前五大客户营收贡献占比



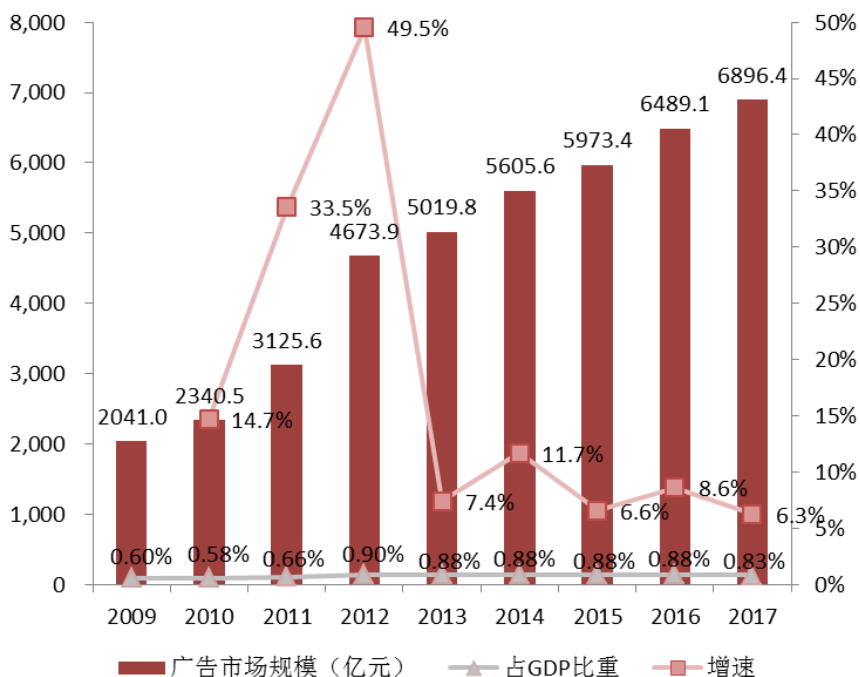
来源：公司公告中泰证券研究所

空间广阔，边界不断拓展

市场空间广阔，正版率仍有较大提升空间

- **中国图片市场处于刚刚起步阶段，未来潜力巨大。**图片素材交易与整个文化传媒市场的发展息息相关。普华永道发布的《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》指出，2011 年图片市场规模在广告市场规模中占比不足 0.5%，即不足 2 亿美元；同期，美国的图片行业市场占广告市场规模比例为 2.4%，市场规模约 40 亿美元。全球图片市场在经历 20 多年的发展仍能保持 20% 以上的发展。
 - 2017 年中国广告市场规模约 6896.41 亿元人民币，同比增长 6.3%，维持了与 GDP 接近的增速，占 GDP 比重为 0.83%，广告市场规模占 GDP 比重未来有望维持在 0.8% 以上。

图表 36: 中国广告市场规模、增速及 GDP 占比



来源：国家统计局、中国广告协会，中泰证券研究所

- 2012 年以来，中国广告市场规模占 GDP 比重稳定在 0.8%-0.9% 区间范围，假设广告市场占 GDP 比重稳定，未来五年保持 5.5-6.5% 的年复合增长率，则到 2022 年广告市场规模有望达 8855 亿-9962 亿元，随着国内版权保护加强，图片市场占比达到 1.5%-2.5%，则对应图片市场潜在规模为 130 亿-255 亿元。

图表 37: 中国图片市场潜在规模测算 (单位: 亿元)

预测区间	未来5年GDP符合增速	广告市场规模占GDP比重	潜在图片市场占广告市场规模比重	潜在市场规模测算
保守	5.5%	0.8%	1.50%	129.72
乐观	6.5%	0.9%	2.50%	254.98

来源：中泰证券研究所

- **正版率仍有较大提升空间。**假设 2017 年图片市场理论规模占广告市场

的 1.25%-2.5%，视觉中国在实际正版图片付费市场市占率为 40%-50%，则图片市场正版化率仅为 9.4%-22.5%，有较大提升空间。

图表 38：2017 年图片市场正版化率测算

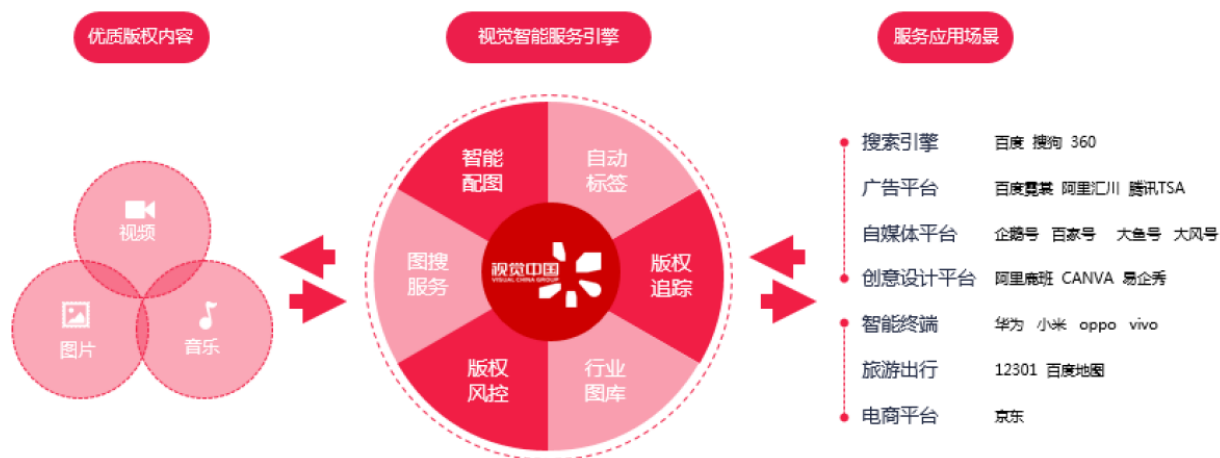
预测区间	图片理论市场规模占广告市场比重	图片理论市场规模（亿元）	视觉中国在正版市场市占率	正版市场规模（亿元）	正版化率
保守	1.5%	103.45	35%	16.28	9.4%
乐观	2.5%	172.41	50%	23.26	22.5%

来源：中泰证券研究所

“内容”与“流量”强强联合，不断拓展长尾市场及应用场景

- 视觉中国持续扩大与互联网平台及大流量入口的战略合作，与包括搜索引擎（百度、搜狗）、广告平台（百度霓裳、阿里汇川）、自媒体平台（腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号、一点/凤凰大风号）、电商平台（淘宝）等合作，持续开拓新的应用场景。有利于公司拓展用户，挖掘新的盈利点，提升在图像大数据、人工智能领域的核心竞争力。

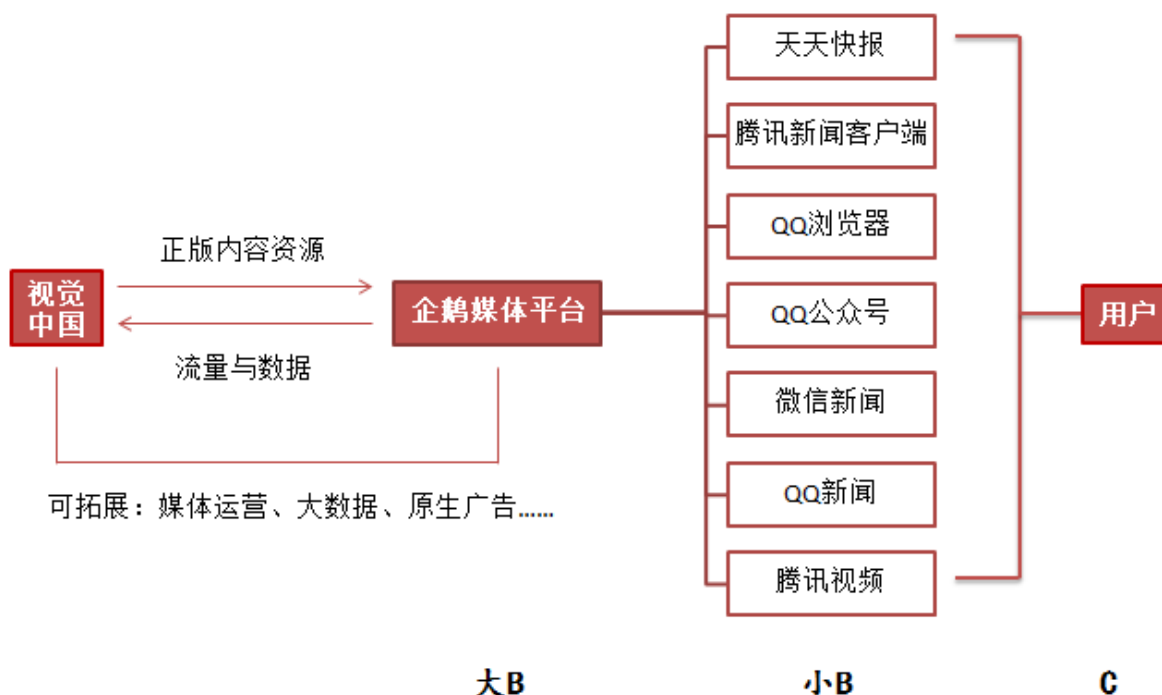
图表 39：视觉中国的服务运营场景



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 一方面，互联网平台可以为用户提供优质的图片资源，提高用户粘性，同时避免盗版风险；另一方面，视觉中国获得流量与数据，拓展盈利来源及应用场景。对公司业务升级具有重要意义：
 - 开拓“借船出海”模式，通过 B2B2C 打通 C 端与小 B 用户，丰富视觉内容分发渠道。
 - 参与内容运营，开阔图片售卖外的后端盈利。例如：广告营销、大数据产品等。

图表 40: 视觉中国与腾讯的合作模式



来源: 中泰证券研究所

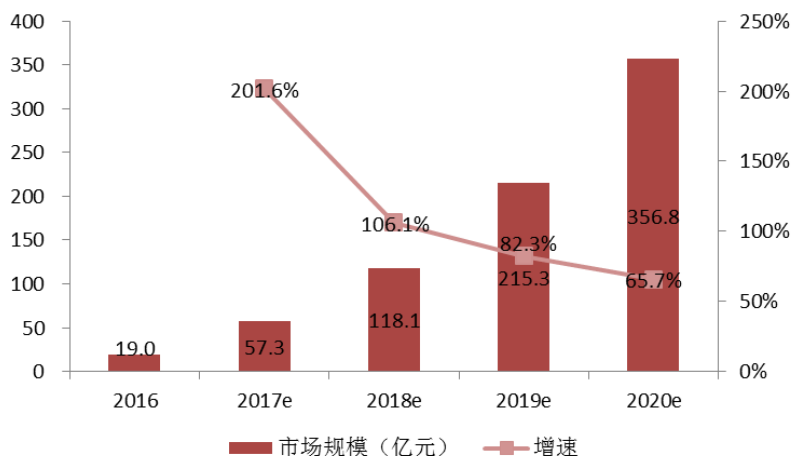
技术驱动，边界不断拓展

- 进入移动互联网时代，视觉中国逐步从传统的图片库进化为由技术驱动的互联网视觉内容服务平台，业务边界不断拓展。
- 一方面，大数据与人工智能等相关技术的成熟，使得公司在**拓展用户、内容交付**等方面效率以及**客户体验**方面得以跨越式提升。
- 另一方面，通过对用户行为数据分析，可以提供更多针对性、个性化的服务，拓展业务类别。

PGC 短视频业务大有可为

- 短视频作为近两年新兴的内容载体，市场呈现出爆发式增长。早期短视频平台已开始尝试通过广告等形式尝试商业化变现。艾瑞咨询预计 2020 年短视频市场规模将超 300 亿。

图表 41: 短视频行业市场规模及预测



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

- 短视频内容按生产方式可分为 UGC、PUGC、PGC 三个类型。

图表 42: 短视频行业 UGC、PUGC、PGC 分类标准和特征

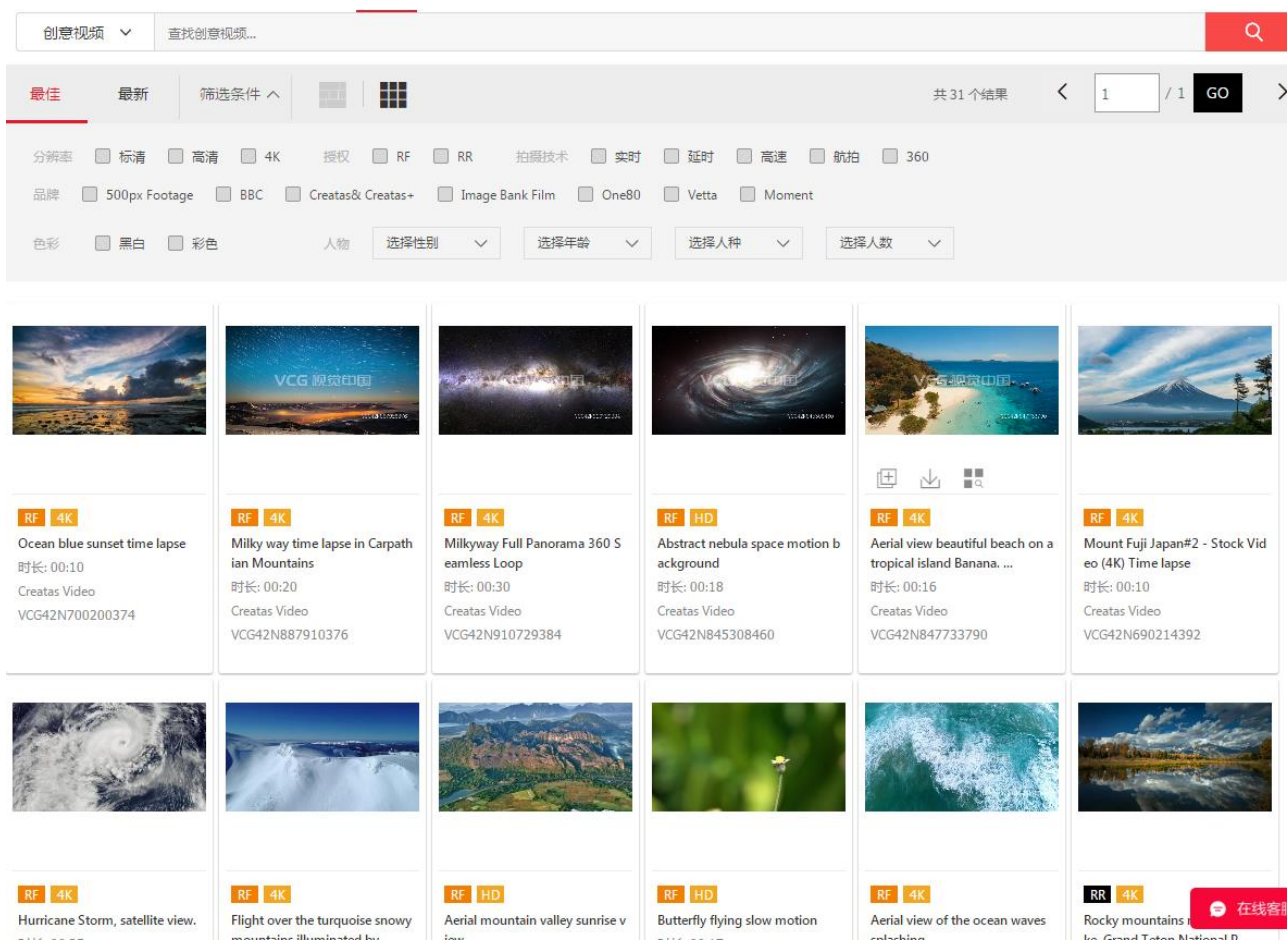
	个人	机构
非专业	<p>UGC</p> <ul style="list-style-type: none"> • 成本低, 制作简单, 无门槛 • 商业价值低, 无盈利目的 • 强社交属性 	
专业	<p>PUGC</p> <ul style="list-style-type: none"> • 成本较低, 有编排, 有人气基础 • 商业价值高, 主要靠流量盈利 • 兼具社交属性和媒体属性 	<p>PGC</p> <ul style="list-style-type: none"> • 成本较高, 专业和技术要求较高 • 商业价值高, 主要靠内容盈利 • 强媒体属性

UGC	PUGC	PGC
<p>平台普通用户自主创作并上传</p>	<p>平台专业用户 (网红、KOL) 创作并上传</p>	<p>专业机构创作并上传</p>

来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

- 视觉中国是目前国内最大的 PGC 短视频平台之一, 与 UGC 短视频平台相比, 内容制作壁垒更高, 商业价值更大。主要提供给媒体、影视公司等机构客户。随着行业逐步成熟, 用户对专业的短视频内容需求日益增长, 视觉中国 PGC 短视频业务大有可为。

图表 43: 视觉中国短视频专区



来源：中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上，主要有如下几点：
 - 假设一：相关行业不发生重大政策变化；
 - 假设二：视觉素材产业保持景气度，公司业务平稳发展；
 - 假设三：旗下公司都能完成承诺业绩；
 - 假设四：短时间内不出现颠覆性技术及内容形式。
- 我们预测视觉中国 2018-2020 年实现营收分别为 10.84 亿元、13.98 亿元、17.75 亿元，同比增长 33%、29%、27%；实现归母净利润分别为 3.85 亿元、4.99 亿元、6.30 亿元，同比增长 32.28%、29.76%、26.24%；对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元、0.90 元。

风险提示

- **公司业务整合及协同性不达预期。**公司收购标的整合与原有业务是否能够发挥协同效应存在不确定性。
- **收购标的无法完成业绩承诺。**收购标的若无法完成业绩承诺可能会出现商誉减值。
- **业务拓展不及预期。**用户的消费习惯和消费能力与国外相比还有较大差距。
- **盗版风险。**市场上充斥着大量盗版图片，侵害公司利益。
- **市场风险偏好下行风险。**市场存在分歧，具有不确定性，风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。啊

图表 44: 视觉中国财务报表预测

利润表(百万)							资产负债表(百万)						
指标名称	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	指标名称	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	543	735	815	1,083	1,398	1,775	货币资金	629	468	391	409	517	733
营业成本	229	305	278	371	482	612	存货	16	29	29	39	51	65
毛利率	57.75%	58.53%	65.86%	65.80%	65.50%	65.50%	应收账款	289	345	352	469	604	768
营业税金及附加	3	5	6	8	10	12	其他流动资产	132	223	36	60	70	82
营业费用	52	69	72	92	120	153	流动资产	1,067	1,066	808	976	1,242	1,647
营业费用率	9.63%	9.33%	8.78%	8.50%	8.60%	8.60%	固定资产	8	6	6	6	6	6
管理费用	73	106	125	164	212	268	长期股权投资	329	820	1,074	1,074	1,074	1,075
管理费用率	13.42%	14.39%	15.35%	15.10%	15.20%	15.10%	无形资产	9	8	20	21	21	22
财务费用	-1	23	35	16	7	5	其他长期资产	1,357	1,623	2,192	2,456	2,808	3,198
财务费用率	-0.25%	3.12%	4.32%	1.51%	0.51%	0.28%	非流动资产	1,703	2,457	3,291	3,556	3,910	4,300
投资收益	29	54	66	50	57	57	资产总计	2,770	3,524	4,099	4,532	5,152	5,947
营业利润	211	270	349	468	608	767	短期借款	0	22	158	0	0	0
营业利润率	38.94%	36.74%	42.87%	43.22%	43.47%	43.21%	应付账款	81	164	185	247	321	408
营业外收入	1	8	0	1	1	1	其他流动负债	250	430	393	471	509	558
营业外支出	0	1	0	0	1	1	流动负债	332	616	736	718	830	966
利润总额	212	276	349	468	608	767	长期负债	85	236	490	490	490	490
所得税	41	46	41	55	71	90	其他长期负债	241	339	270	308	278	261
所得税率	19.33%	16.60%	11.67%	11.67%	11.67%	11.67%	非流动性负债	327	574	760	797	767	750
少数股东损益	13	16	22	29	38	47	负债合计	658	1,191	1,496	1,515	1,598	1,716
归属于母公司股东的净利润	158	215	291	385	499	630	股本	74	74	74	74	74	74
净利率	29.02%	29.19%	35.70%	35.51%	35.72%	35.50%	资本公积	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
每股收益(元)(摊薄)	2.13	2.91	3.94	5.21	6.76	8.53	股东权益合计	2,112	2,333	2,603	3,017	3,554	4,231
							少数股东权益	31	36	31	60	97	145
							负债股东权益总计	2,770	3,524	4,099	4,532	5,152	5,947

现金流量表 (百万元)							主要财务指标						
指标名称	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	指标名称	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	158	215	291	385	499	630	增长率(%)						
少数股东损益	13	16	22	29	38	47	营业收入	38.8	35.5	10.8	33.0	29.0	27.0
折旧和摊销	4	5	4	0	0	0	营业利润	74.7	27.8	29.2	34.1	29.8	26.2
营运资金变动	-56	16	-46	-11	-46	-54	净利润	11.1	36.2	35.5	32.3	29.8	26.2
其他	1	-17	-21	-33	-49	-52	利润率(%)						
经营现金流	120	234	250	369	442	571	毛利率	57.7	58.5	65.9	65.8	65.5	65.5
资本支出	-8	-2	-15	-1	-1	-1	EBIT Margin	34.1	34.1	41.0	41.5	41.0	41.1
投资收益	0	0	32	50	57	57	EBITDA Margin	34.9	34.8	41.6	41.5	41.0	41.1
资产变卖	203	189	221	-264	-352	-389	净利率	29.0	29.2	35.7	35.5	35.7	35.5
其他	-621	-1,027	-411	0	0	0	回报率(%)						
投资现金流	-425	-839	-173	-215	-297	-333	净资产收益率	7.5	9.2	11.8	13.7	15.2	16.2
发行股票	569	0	12	0	0	0	总资产收益率	5.8	6.2	7.7	9.0	10.5	11.6
负债变化	108	425	-106	-120	-30	-17	其他(%)						
股息支出	0	0	0	0	0	0	资产负债率	23.8	33.8	36.5	33.4	31.0	28.9
其他	-1	-6	-45	-16	-7	-5	所得税率	19.3	16.6	11.7	11.7	11.7	11.7
融资现金流	677	419	-139	-136	-37	-22	股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	294	-186	-62	18	108	216							

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。