

视域的价值发现，自豪的收藏家

2018 年 12 月 17 日

【投资要点】

- ◆ **正版化率提升释放市场空间。**商业图片库行业基于的是版权交易，根据测算 2017 年国内图片行业有 138-186 亿市场空间，但正版化率仅 7.8%-10.6%，未来随着法律政策、社会环境对著作权的保护，及互联网巨头牵头，图片市场正版化率有望逐步抬升。
- ◆ **内容壁垒高筑。**视觉中国通过并购构建自有版权库，并与 B 端、C 端优质供应商和供稿人合作，不断强化素材积累，已实现图片与影音、编辑类与创意类素材、高端与微利、图库与社区全方位融合发展，成为国内领先的 PGC 数字内容平台。公司对上游议价能力较强，主因强大的分发渠道，增强了素材的曝光机会和获利可能。
- ◆ **深挖市场潜力，产品与服务双发力。**视觉中国全方位覆盖传统、新兴市场，先后与 BAT 等互联网大流量平台合作，实现视觉内容多渠道分发，有效触达小 B 与 C 端用户，自行研发“鹰眼”大幅降低获客成本。同时，推出不同产品定价和授权模式，满足各类企业的差异化需求，通过高效搜索和智能交付提升服务体验，并提供丰富的增值服务。
- ◆ **核心主业高增长，产业链延伸。**视觉中国是商业图片库行业集大成者，也是唯一一家 A 股上市的企业，极具稀缺性。公司逐步剥离非核心业务，更加聚焦于视觉内容与服务业务的发展，成长性强，同时推行视觉+产业战略，通过并购切入整合营销、智慧旅游和 K12 教育等领域，高效积累 C 端资源，开拓视觉内容多样化应用场景，预计提供更多业绩新增长点。

【投资建议】

- ◆ 首次给予“买入”评级，2019 年 50 倍 PE，12 个月目标价 34.5 元。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	814.57	1007.34	1204.96	1538.82
增长率 (%)	10.75	23.66	19.62	27.71
EBITDA (百万元)	394.18	486.09	563.99	721.35
归母净利润 (百万元)	290.82	371.83	481.92	625.79
增长率 (%)	35.48	27.86	29.61	29.85
EPS (元/股)	0.42	0.53	0.69	0.89
市盈率 (P/E)	60.59	47.39	36.56	28.16
市净率 (P/B)	6.85	5.98	5.14	4.35
EV/EBITDA	45.83	36.40	30.29	22.52

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 视觉内容盗版风险；商业图片库行业竞争风险。

买入 (首次)

目标价: 34.5 元

东方财富证券研究所

证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	17843.71
流通市值 (百万元)	7907.48
52 周最高/最低 (元)	33.02/18.03
52 周最高/最低 (PE)	77.64/45.87
52 周最高/最低 (PB)	8.72/4.97
52 周涨幅 (%)	22.34
52 周换手率 (%)	614.30

相关研究

正文目录

1. 商业图片库行业的发展史	5
1.1. 银盐时代——传统图片库	5
1.2. 数字化革命——在线图片社	6
1.2.1. 商业图片库龙头: Getty Images	6
1.2.2. 技术革新者: Corbis Images	8
1.3. 星星之火——微利图片库	9
1.3.1. 微利图库鼻祖: iStock	9
1.3.2. 首家上市微利图库: Shutterstock	10
1.4. 世界新秩序——图片社交平台	12
1.5. 后浪推前浪——国内商业图片库行业	14
1.5.1. 头号玩家: 视觉中国	15
1.5.2. 背靠大树: 东方 IC	16
1.5.3. 拥抱变化: 全景网络	16
1.6. 从历史中窥见行业规律	18
2. 版权是行业盈利的基石	19
2.1. 作品创作与权益保护互动共生	19
2.2. 侵权事件屡现, 维权成本高企	21
2.3. 完善版权保护制度, 正版化率有望抬升	23
3. 商业图片库集大成者: 视觉中国	26
3.1. 积小流以成江海, 内容壁垒高筑	26
3.1.1. 为有源头活水来	27
3.1.2. 对上游议价能力较强	29
3.2. 从授权到服务, 跟进下游需求	30
3.2.1. 挖掘市场潜力, 让子弹飞一会	30
3.2.2. 以技术为刃, 产品与服务双发力	33
3.3. 推行“视觉+产业”战略, 向C端延伸	36
4. 盈利预测	38
5. 估值与投资建议	39
6. 风险提示	41

图表目录

图表 1: 商业图片库公司运作方式.....	6
图表 2: Getty Images 发展历程	7
图表 3: Getty Images 官网	7
图表 4: Getty Images 营业收入及其增速	7
图表 5: Getty Images 净利润及其增速	7
图表 6: Getty Images 毛利率及净利率	7
图表 7: Corbis Images 发展历程	8
图表 8: 2016 年 Corbis Images 图片素材分类	8
图表 9: iStock 官网	10
图表 10: iStock 付费模式	10
图表 11: iStock 两种采买模式比较	10
图表 12: Shutterstock 发展历程	11
图表 13: Shutterstock 供稿人数（万）及增速	11
图表 14: Shutterstock 图片及视频素材数量（百万）	11
图表 15: Shutterstock 付费下载次数及平均收入	11
图表 16: Shutterstock 营业收入及增速	11
图表 17: 微利图片库 API 排名（截至 2018-11-19）	12
图表 18: Shutterstock 研发、销售、管理费用率	12
图表 19: Shutterstock 净利润及增速	12
图表 20: Instagram MAU (Monthly Active Users)	13
图表 21: Instagram Stories DAU (in millions)	13
图表 22: IGTV Videos 展示	13
图表 23: Instagram 广告情况	13
图表 24: Instagram 收入预测	14
图表 25: Instagram 收入占比预测	14
图表 26: 视觉中国发展历程.....	15
图表 27: 东方 IC 发展历程.....	16
图表 28: 全景网络发展历程.....	17
图表 29: 2015 年国内图片库市场格局	17
图表 30: 全景网络营收及其增速、毛利率表现.....	17
图表 31: 全景网络归母净利润及其增速.....	17
图表 32: 全景网络营业收入构成.....	18
图表 33: 全景网络图片销售业务表现.....	18
图表 34: 商业图片库的发展逻辑.....	18
图表 35: 商业视觉素材的分类.....	19
图表 36: 我国著作权相关法律.....	20
图表 37: 商业图片库版权授权的分类.....	21
图表 38: 图片侵权事件频发的三个国家.....	21
图表 39: 2016 年图片盗用情况	21
图表 40: 2017 年网络版权侵权案件作品类型分布	22
图表 41: 2017 年网络版权各类侵权案件平均赔偿额	22
图表 42: 海淀法院图片侵权案件审理情况.....	22
图表 43: 国内图片版权方维权基本流程.....	22
图表 44: 美国图片维权途径及表现.....	23
图表 45: 著作权登记量及摄影作品登记量占比.....	23
图表 46: 2017 年各类型作品登记量占比	23
图表 47: 近两年出台版权有关政策及版权保护行动.....	24
图表 48: 百度图腾&视觉中国对国内图片行业市场规模的预测.....	25
图表 49: 国内广告业经营额及增速.....	25
图表 50: 国内商业图片行业空间及正版率测算.....	25

图表 51: 视觉中国的商业模式.....	26
图表 52: 视觉中国旗下品牌.....	26
图表 53: 视觉中国视频及音乐素材数量（万条）.....	26
图表 54: 视觉中国内容的三种来源.....	27
图表 55: 东星娱乐基本产品.....	28
图表 56: Iron Mountain 内部.....	28
图表 57: 视觉 ME 与 500px 社区.....	29
图表 58: 核心业务毛利率对比.....	30
图表 59: 500px 和图虫网对比.....	30
图表 60: 视觉中国视觉内容与服务营业收入及增速.....	30
图表 61: 视觉中国分业务收入占比.....	30
图表 62: 视觉中国主要客户.....	31
图表 63: 2018H1 视觉中国下游客户收入占比.....	31
图表 64: 前 5 大客户收入贡献占比.....	31
图表 65: 2018 年视觉中国与互联网平台签署战略合作协议.....	32
图表 66: 百度图片搜索对版权图片注有明显标识.....	32
图表 67: 2017 年视觉中国员工构成分布.....	33
图表 68: 销售人员人均收入贡献（百万元）.....	33
图表 69: 视觉中国销售费用及增速.....	33
图表 70: 视觉中国销售费用率.....	33
图表 71: 视觉中国微利图库与全景网价格体系对比.....	34
图表 72: 视觉中国技术人员数量情况.....	35
图表 73: 视觉中国研发投入情况.....	35
图表 74: 视觉中国 AI lab 自动标签功能.....	35
图表 75: 视觉中国 AI lab 文章智能配图功能.....	35
图表 76: 视觉中国增值服务.....	35
图表 77: 视觉中国“12301 国家智慧旅游公共服务平台”项目建设.....	36
图表 78: 唱游公司与百度地图合作推出“最佳拍照点”项目.....	37
图表 79: 司马彦字帖展示.....	37
图表 80: 中国 K12 在校学生数（百万人）.....	37
图表 81: 湖北司马彦、广东易教优培业绩承诺情况.....	37
图表 82: 盈利预测业务拆分.....	38
图表 83: 盈利预测关键财务数据.....	39
图表 84: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	39
图表 85: 可比公司估值.....	40
图表 86: 近 5 年 Shutterstock PE (TTM) 及当季净利润同比增速.....	40
图表 87: 历史 PE (TTM) 区间.....	40
图表 88: 历史 PB 区间.....	40

1. 商业图片库行业的发展史

图片库即图片的资料库，也可以说是影像信息的数据库。图片库代理许多摄影师的作品，存有大量图片，目的是将摄影师提供的图片和图片用户对图片信息的需求进行有效调配。

历经百年洪流和技术革命的洗礼，商业图片库行业逐渐形成清晰的平台模式，本章将按时间轴来梳理商业图片库的发展史及行业中的主流公司，并从中总结行业的发展逻辑。

1.1. 银盐时代——传统图片库

商业图片代理机制的形成是社会分工的产物。1839年法国画家达盖尔发明“银版摄影法”标志着摄影的诞生。十多年后，“湿版摄影术”的问世使曝光时间缩短至几秒钟，极大地促进了摄影术的普及。这段时期也出现了两个新的行当：照相馆和新闻摄影。

1853年克里米亚战争打响，英国政府派出摄影师罗杰·芬顿(Roger Fenton)前往战场拍摄，一年后芬顿和助理们带着近360张底版回到伦敦，这些作品标志着新闻摄影的问世，照相机变成捕获和展现世界重大事件的新闻工具。

1861年美国内战爆发，照相馆经营者马修·布雷迪(Mathew B. Brady)获准采集一份内战摄影记录，于是他便组建摄影队深入战场。布雷迪在35个作战基地创设了数个旷野摄影组，搭建了一个购买战地照片的网络，之后将照片署上“by Brady”字样及时提供给新闻画报。当时印刷术尚不能直接将照片印在报刊上，需要将照片重新印成木刻画再刊登发表。内战结束时，布雷迪积累了三千多张照片。**这就是早期图片库的雏形，最主要的特点就是将拍摄、制作、发表的环节进行明确分工。**

搭建摄影图片与图片市场间的桥梁。1880年代，柯达公司的创始人乔治·伊士曼(George Eastman)发明了明胶干板，取代了笨重复杂的湿版摄影，随后研制出卷式感光胶卷，并催生了小型口袋式照相机“柯达一号”的问世，同一时期专色印刷技术的发明和电子传真的普及也大大方便了影像的传播。

这时报社开始雇佣摄影师做新闻报道，作品版权归报社所有，摄影师领取固定工资，后来干脆把组织某项图片的任务交给信任的人去做，这个人要了解出版机构需要哪些图片，之后再联络摄影师为他们提供图片。当这种行为逐渐变成长期的并能带来稳定的商业利益时，就形成了**代理关系**——摄影师赢得更多时间与精力从事摄影创作，而其作品通过图片代理人或代理机构供给图片用户从而获得报酬。

1920年代，H·阿姆斯特朗·罗伯特(H·Armstrong Robert)创建了全球首家商业图片库RobertStock，而历史上最著名的玛格南图片社，于1947年在法国成立。**玛格南图片社**是历史上第一个由摄影师经营的编辑类图片公司，成员均是职业摄影师和摄影记者，从事严肃的新闻纪实摄影。在完成一次纪实报道，甚至是一次长达几个月的项目之后，摄影师会将一堆胶卷交到由他们选定的编辑手上，由他们冲洗制作并向各大纸媒机构推销。媒体机构从纸质目录册上选取需要购买的照片，双方再邮寄底片进行交纳，最终图片社的收入按个人提交照片的数量分成。20世纪50、60年代是纸媒的黄金年代，大量图片报道杂志刊登了众多优秀的新闻摄影作品，如美国《生活》杂志、法国《巴黎竞赛

报》和德国的《图片》等，它们都是玛格南图片社的忠实客户。

同样身处这个领域的图片库还有 V II，黑星等，这一时期图片库进入商业运营，在为图片作者与图片使用者提供双重服务的同时产生利润。图片库一方面要接受摄影师的委托，双方签订协议，图片库公司负责在一定范围内代理这些图片的权益，同时要对图片进行分类、整理、编辑使之成为商品。另一方面，图片库公司要积极获客，将图片以租赁方式提供给最终用户，用户按照协议付费使用，之后按时返还图片以便图片库公司再度出租该片的使用权，用户支付的费用由图片库公司与摄影师共享。

图表 1：商业图片库公司运作方式



资料来源：东方财富证券研究所

1.2. 数字化革命——在线图片社

90年代初，随着计算机发明和数字技术的进步，图片库开始将胶卷底片进行扫描刻录以 CD-ROMs 格式销售照片，原来的纸质目录册变成一张张光盘，避免了底片邮寄过程中的磨损和丢失。与此同时数码摄影初露锋芒，CCD 技术和拜耳滤镜很大程度上解决了成像问题，相机厂商纷纷投身数码相机的研制，市面上开始出现采用闪存介质的卡片机和单反机。

90年代中后期，万维网兴起，这一时期诞生了 Getty Images、Corbis Images 等新兴图片电子商务公司。摄影师将数字化的照片通过高带宽的网络线路传输给图片编辑，经由他们筛选收录在图片库里，媒体机构可以在线搜索需要的图片，进行支付下载，图片传播速度明显加快。传统线下图片库也开始转型，例如 Robertstock 成立了两个在线销售网站，玛格南图片社也开始进行网络销售。在线图片库极大地改善了传统图片库销售周期长，地域局限性大，检索困难等缺点。

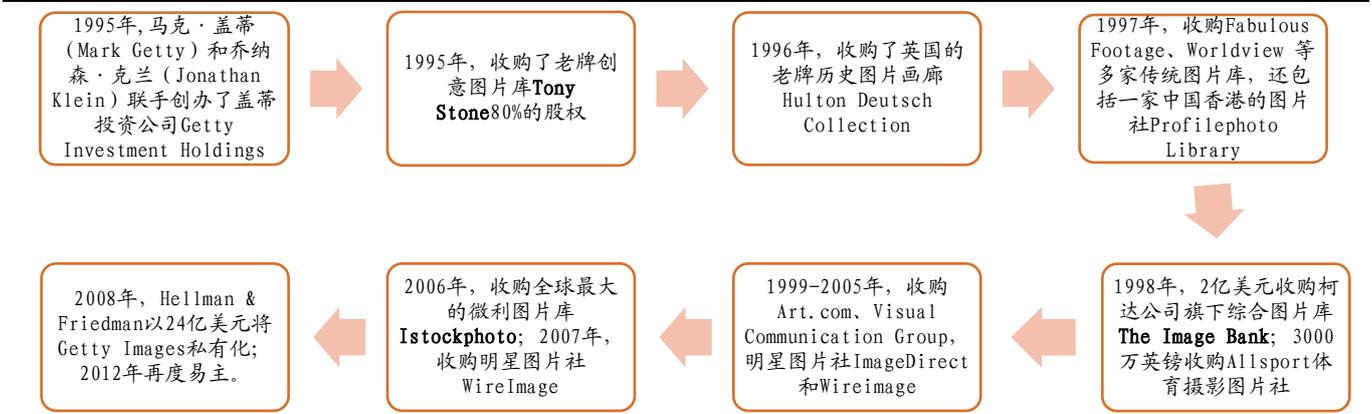
1.2.1. 商业图片库龙头：Getty Images

1995年，Getty Images 成立于美国西雅图，1997年于纽交所上市，上市后收购百余家图片公司，打破了当时传统图片市场一盘散沙的格局，成为全球商业图片库行业龙头，旗下拥有 Stone 和 The Image Bank 两个著名图片品牌，并在 1997 年收购了一家制作图片素材光盘的公司 Photodisc。

1996-2000 年 Getty Images 营收 CAGR 高达 54.54%，收购扩张使得公司收入端快速增长，但部分收购标的业绩失诺，计提商誉减值导致利润端大幅下滑。上市十年，Getty Images 总市值从 7 亿扩张到 20 亿美元，在 2005 年达到 56 亿美元峰值。

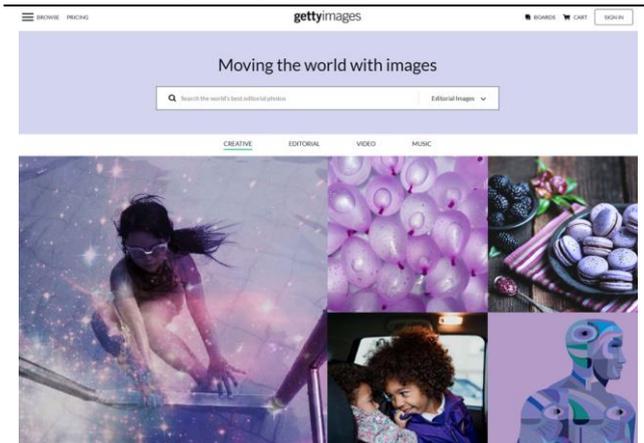
2008年，私募股权公司 Hellman & Friedman 以 24 亿美元将 Getty Images 私有化，较当时的公开市场交易价格溢价 55%。私有化的前两年 Getty Images 毛利率、净利率基本维持在 70%、15% 左右。2012 年，凯雷资本 (Carlyle Group) 再度溢价 37.5% 以 33 亿美元收购 Getty Images。

图表 2: Getty Images 发展历程



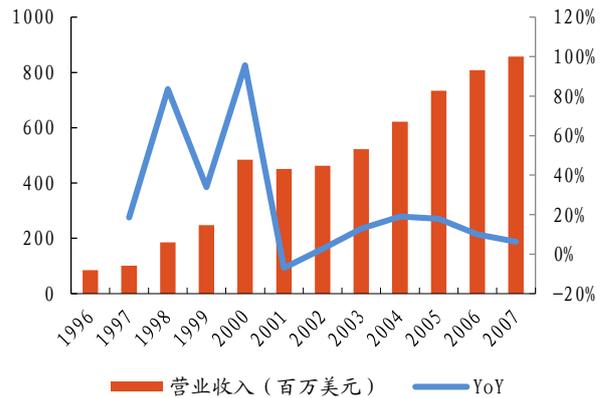
资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 3: Getty Images 官网



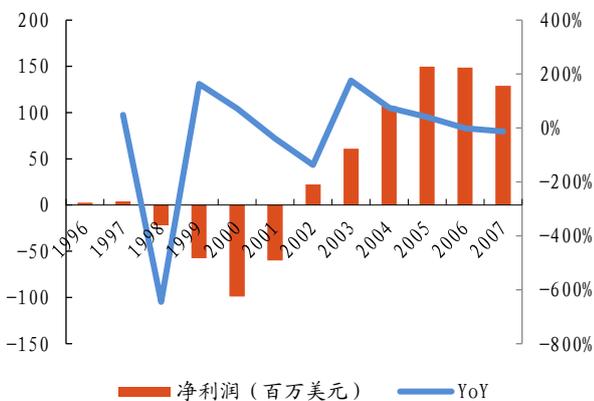
资料来源：gettyimages.co.uk，东方财富证券研究所

图表 4: Getty Images 营业收入及其增速



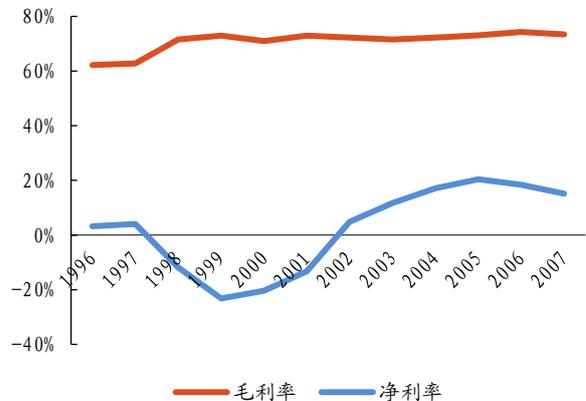
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 5: Getty Images 净利润及其增速



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 6: Getty Images 毛利率及净利率



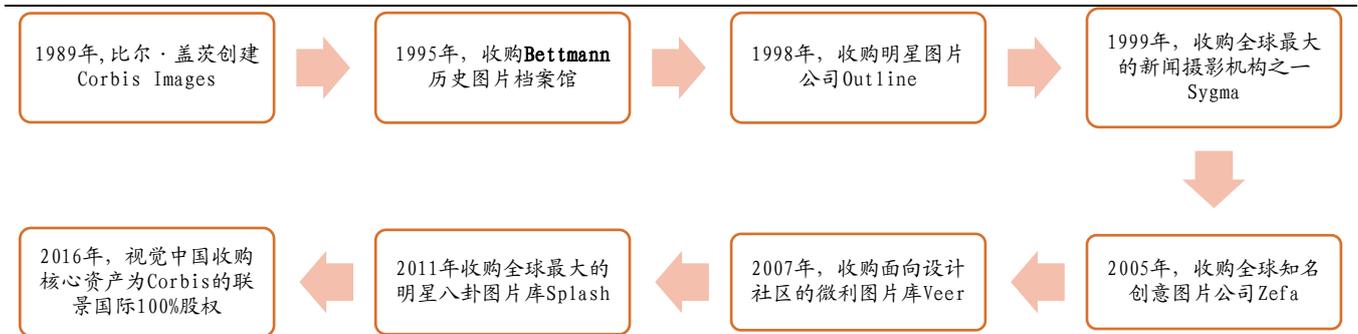
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

1.2.2. 技术革新者: Corbis Images

Corbis Images 由比尔·盖茨创建于1989年，从诞生之初就专注于数字图像，致力于做内容和知识产权管理的图像公司，建立最全面的图形搜索库，提供优质图像服务。技术是 Corbis Images 在图像界发展的根基，1990 年代初 Corbis 就建立了量子博物馆，将一家博物馆的所有藏品资料全部数字化，1992 年建立 Corbis 收藏库，1994 年发明数字水印技术，之后收购了一系列图片库，包括 Bettman 和 Sygma 两大知名自有版权图片库，并于 2005 年开启全球拓展计划。

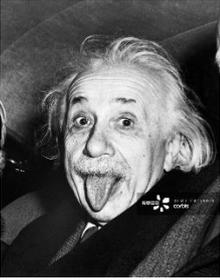
Corbis Images 与 Getty Images 都是大型图片库，运营模式基本相同。2016 年，视觉中国借道关联公司联景国际收购 Corbis Images 的全部资产。同年 7 月 14 日视觉中国拟收购联景国际股权项目评估报告显示，Corbis 拥有经典级图片共计 628 张、重要级 121918 张、档案级 442455 张、普通级逾 4000 万张，并拥有在全世界 50 个国家注册登记的 262 个互联网域名、158 个商标权、451 个著作权。

图表 7: Corbis Images 发展历程



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 8: 2016 年 Corbis Images 图片素材分类

等级	数量 *评估单价	分级说明	图片示例	示例说明
经典级	628 张 *48000 元/张	这类图片是 19 世纪、20 世纪反映时代重大事件或时代特征的，具有文化符号象征意义的全球知名的经典摄影作品，具有唯一性、稀缺性，一些是摄影大师作品，作品的原件（原始底片、原始制作的照片以及包括原始的作者签名文档等）可以以艺术品方式通过拍卖行、画廊销售。		爱因斯坦在 1951 年 3 月 14 日的 72 岁生日庆典上被摄影师要求露出微笑时搞怪地吐出舌头
重要级	121918 张 *2300 元/张	这类图片是记录了 20 世纪重大历史事件，内容包括战争、体育、娱乐、科技以及日常生活等各个方面，是人类历史重要的影像记忆。通常是知名专业摄影师作品；通过拍卖机构或画廊销售。		1972 年 6 月 8 日，越南一座村庄遭凝固汽油弹轰炸，村民抱着孩子跑离村子

档案级	442455 张 *480 元/张	这类图片主要记录 19 世纪、20 世纪的世界各地的新闻、人物、社会风貌等各类图片，作为重要的历史档案资料，具有一定的史料价值。通过拍卖机构或普通市场交易流通。		倚靠着树的奥黛丽·赫本
普通级	不少于 4000 万	尚未经过编辑挖掘整理和数字化的原始文件。	—	—

资料来源：公司公告，图片来自视觉中国，东方财富证券研究所

1.3. 星星之火——微利图片库

1999 年尼康发布第一台数码单反相机 D1，次年，佳能推出了第一块采用 CMOS 传感器的数码单反相机 D30，CMOS 工艺不断提升逐步取代了 CCD，2002 年柯达、康泰时和佳能同时推出全画幅数码单反相机，像素发展进入了新的时期。

这段时期相机成本快速下降，数码相机逐步取代胶片相机成为市场主流产品，拍摄活动逐渐向摄影爱好者普及，2010 年全球共售出 1120 万台数码单反相机，多数售价低于 500 美元。同时，网页浏览趋势刺激了传统媒体和网络通信对图像的需求，微利图片库应运而生。iStock、Sutterstock 这类微利图库以低价免版税图片为那些无法负担高昂使用费的设计师、编辑以及中小型机构提供服务，与高端大型图库形成差异化竞争。

1.3.1. 微利图库鼻祖：iStock

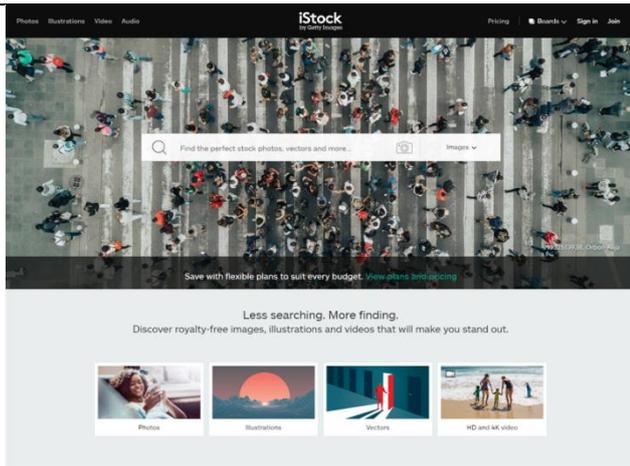
2000 年，iStock 由布鲁斯·利文斯通（Bruce Livingstone）创建于加拿大，最开始是一个摄影师交流社区，摄影师上传分享自己的作品，也供人免费下载使用，长此以往 iStock 积累了一批摄影师及用户，成为了由用户产生的图像文件、插图、向量插图及影片剪辑的发源地。

后来 iStock 决定收取少量下载费，20%给摄影师，其他支付宽带费等维持网站运营，直到 2004 年才开始正式出售照片，开创了 RF（Royalty Free，免版税）图片交易模式，相对于大型图库销售的 RM（Royalty Managed，版税）图片，定价机制更为简单，且售价便宜，根据图片质量每张 1-3 美元不等。

2006 年末，Getty Images 以 5 亿美元的代价收购了 iStock 并保留网站原有运营模式，但随后几年摄影师分成比例被逐渐压缩。2010 年，iStock 推出了两个高端图片品牌 Vetta 和 The Agency Collection，次年又推出了 Exclusive+系列，提供与大型图片库质量接近但价格便宜的图片，也以此拉开了与其他微型图片库的距离。

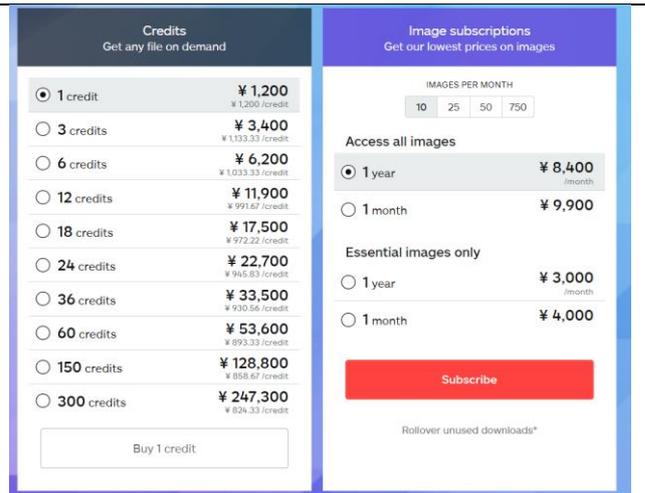
目前 iStock 提供两种付费模式，分别针对一次性和持续的图片需求。前者需要用户购买足以下载所需图片或录像片段的点数（Credits）；后者是以月度或年度的订阅形式，可以选择 Essentials 及优质图片两种图片集，后者包括 Signature 图像库价格相对较高。从 iStock 下载每个档案皆附有标准授权，用户可以支付附加授权费以换取延伸授权，例如无限复印、转售产品、多用户授权等。

图表 9: iStock 官网



资料来源: www.istockphoto.com, 东方财富证券研究所

图表 10: iStock 付费模式



资料来源: iStock官网, 东方财富证券研究所

图表 11: iStock 两种采买模式比较

购买计划	适合对象	图片服务	时间限制	录像片段
点数 (Credits)	一次性或难以预测的图片需求	购买足以下载所需图片的点数, 或把点数储备并节省在未来的下载项目中的费用, 买得越多, 点数的价格就越低	没有时间限制, 只要每年至少登入一次账户, 点数就不会过期	支持购买
订阅 (Image Subscriptions)	有较大或持续的图片需求 (每月至少 4 张图片)	分为月度和年度计划, 每月 10-750 张图片的下载限制, 有两种图片集选择: 1) 仅限 Essentials 图片的订阅, 提供符合行业标准的照片、向量图形与插图; 2) 优质图片订阅, 存取 iStock 中所有图片。包括 Essentials 图像库中的所有图片, 及精挑细选、只由 iStock 独家的优质 Signature 图像库图片	如果有年度订阅或启用自动续约的订阅, 最多可以逐月递延 250 次未使用的下载量; 如果自动续约被停用, 则在订阅条款到期时, 将失去积累的所有递延下载量	不支持, 但与点数购买不冲突

资料来源: iStock 官网, 东方财富证券研究所

1.3.2. 首家上市微利图库: Shutterstock

Shutterstock 网站的初始版本于 2003 年推出, 并且主要采用订阅的销售模式, 提供适合各种预算的会员计划, 2011 年活跃付费用户达到 55 万, 2012 年 10 月于纽交所上市。

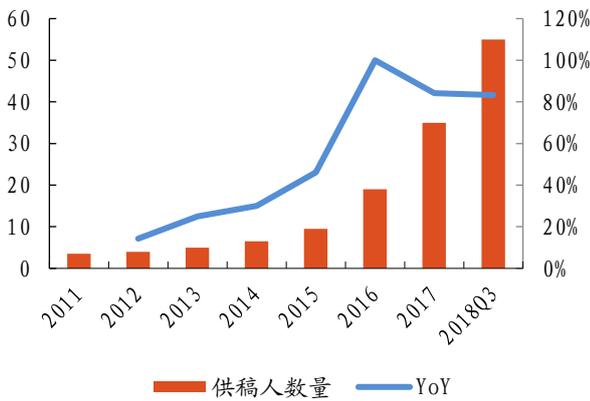
随后的几年 Shutterstock 通过收购不断扩充素材库, 增强行业竞争力。截至 2018 年 9 月 30 日, Shutterstock 的供稿人从 2011 年的 3.5 万增至 55 万人, 并保持 80% 以上增速; 图片数量较 2007 年增长 85 倍至 2.21 亿, 视频从 2012 年的 80 万个增至 1200 万个, 翻了 15 倍; 不过可以看到图片及视频素材增速有所放缓。

图表 12: Shutterstock 发展历程



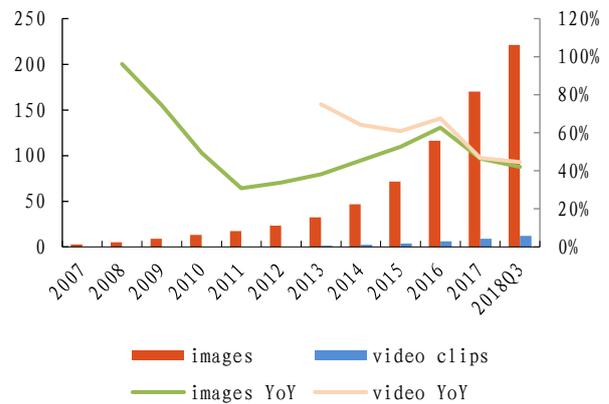
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 13: Shutterstock 供稿人数 (万) 及增速



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 14: Shutterstock 图片及视频素材数量 (百万)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

用户付费下载量增速放缓, 单次支出略增。十年间, Shutterstock 的付费下载次数从 2007 年的 3300 万次增长到 2017 年的 1.72 亿次, 截至 2018Q3 累计付费下载 11.26 亿次。不过年下载次数增速从 2013 年开始放缓, 2018Q3 仅有 3.67%。用户单次付费从 2010 年的 1.88 美元增至 2018Q3 的 3.4 美元。

收入端平稳增长。2007 年至 2012 年 Shutterstock 营收 CAGR 达到 41.41%, 近三年维持 14% 左右的营收增速, 毛利率稳定在 58% 左右, 对上游供稿人有较强的议价能力, 不过根据 MicrostockGroup 每月投票调查的最新结果, Shutterstock 的 API (Average Payment Per Image) 位列榜首, 远超 iStock, 是摄影师最赚钱的微利图库。

图表 15: Shutterstock 付费下载次数及平均收入



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 16: Shutterstock 营业收入及增速



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

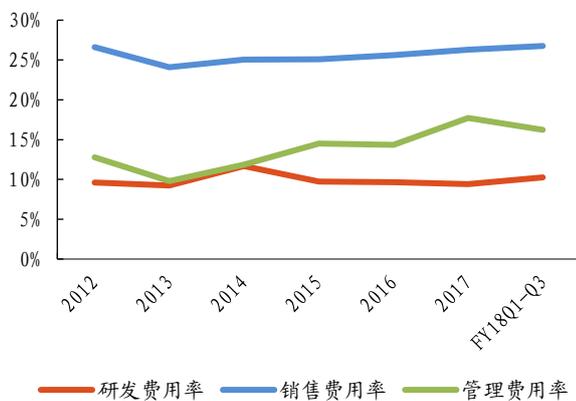
图表 17: 微利图片库 API 排名 (截至 2018-11-19)

Microstock Poll Results		Low Earners	PhotoSpin
Site	Earnings Rating	Bigstockphoto	Pixta
Top Tier - Big 4		ClipartOf	PantherMedia
Shutterstock	85.6	GettyImages	ScanStockPhoto
AdobeStock	46.3	Envato	Stockfresh
iStock exclusive	25.4	Canva	DrawShop
Pond5	16.4	EyeEm	ClipDealer
	131.1	Self-Hosted	Stocksy
		500px	YayMicro
		VectorStock	ImageVortex
		storyblocks	Clipcanvas
		MostPhotos	Crestock
Middle Tier		MotionElements	SuperImageMarket
DepositPhotos	11.5	Dissolve	PressFoto
Alamy	11.5	SignElements	Cutcaster
123RF	11.4	Zoonar	ViscoImages
Dreamstime	4.7	PhotoCase	FeaturePics
Canstockphoto	2.2	ColourBox	PicFair
		Indivstock	GLStock
			Stockami
			Macrografiks
			More Poll Results
			Updated: 2018-11-19

资料来源: Microstockgroup, 东方财富证券研究所

市场拓展致费用增加, 利润端波动较大。上市以来 Shutterstock 销售费用率基本稳定在 26%左右, 研发费用维持在 10%左右, 2018Q3 管理费用率为 16.24%, 在 2012 年仅为 12.76%。2017 年净利润同比下降 48.73%, 2018Q3 利润同比大增 171.1%主因 2 月份数字资产管理业务的剥离。

图表 18: Shutterstock 研发、销售、管理费用率



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 19: Shutterstock 净利润及增速



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

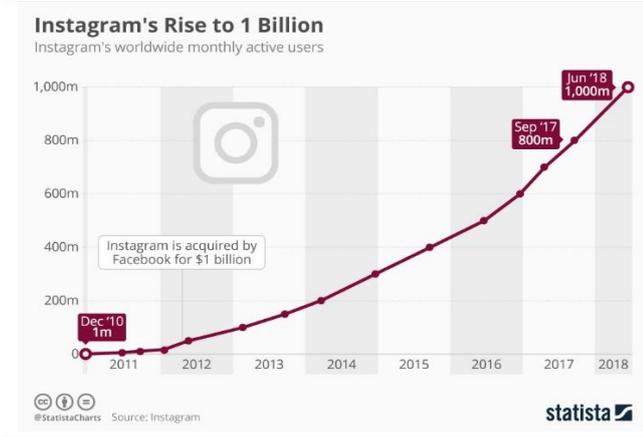
1.4. 世界新秩序——图片社交平台

2010 年, 智能手机和移动互联网带来了又一次革命, 手机逐渐成为互联网第一大终端, 智能手机的拍照功能越发强大, Instagram、Snapchat 等基于移动端的图片社交平台受到用户热捧, 而在此之前公认专业的图片分享网站是创立于 2004 年的 Flickr (后被雅虎高价收购)。

分享的便携性为这些平台赢得了大量用户。Instagram 是一款支持 iOS、

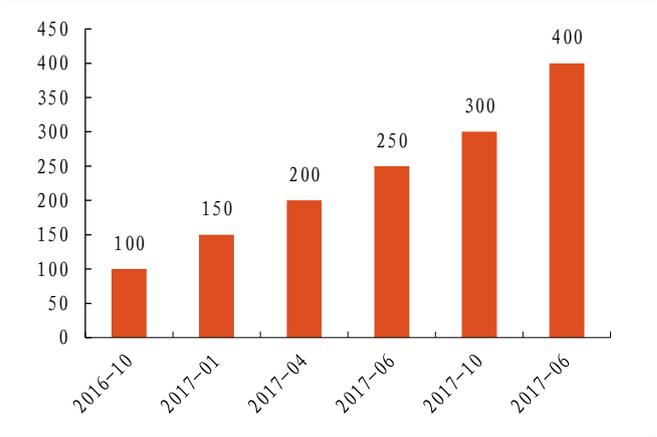
Windows Phone、Android 平台的移动应用，用户可以用手机即拍即传，照片和视频经过滤镜修饰后可以一键分享至各大社交平台上，并可以通过关注、评论、赞等操作与其他用户互动。Instagram 发布首日注册用户已达 2.5 万人，三个月后增长 40 倍至 100 万，2012 年被 Facebook 以 7.15 亿美元收购，随着 Stories 限时动态功能和 Live 直播功能上线，用户数仍在增长，2018 年 6 月 Instagram MAU 突破 10 亿，DAU 达到 5 亿，而 Instagram Stories DAU 达到了 4 亿人。

图表 20: Instagram MAU (Monthly Active Users)



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

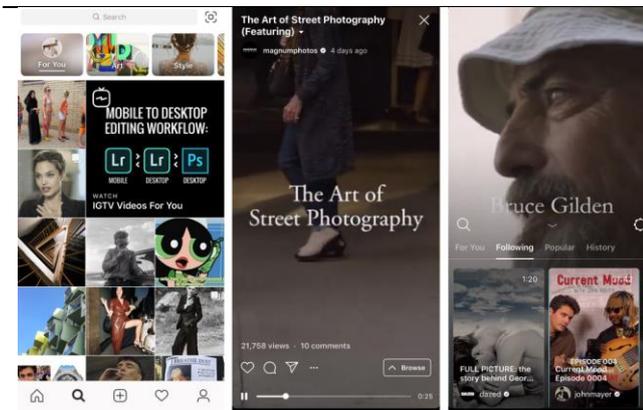
图表 21: Instagram Stories DAU (in millions)



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

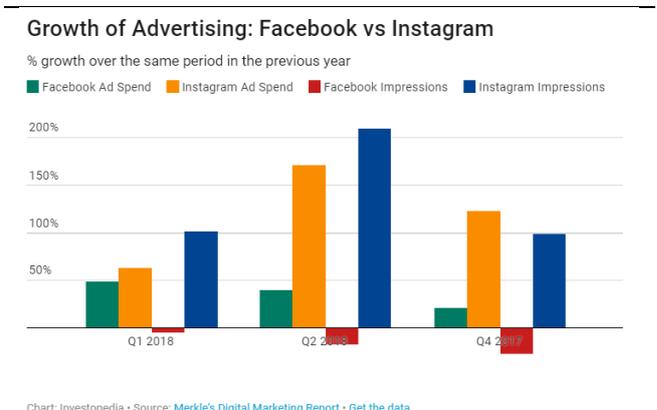
同样是基于来自群众的素材，图片社交应用较商业图片库有几点创新：一是用户参与门槛降低，相对简化了相机拍摄及后续处理的繁琐过程；二是充分利用时间碎片，融入社区互动概念，增强了用户粘性；三是诞生了新的变现模式，目前这类平台并不通过销售图片创收，而是基于用户数据通过精准的广告投放变现。2015 年 Instagram 开始提供广告服务，并陆续推出 IGTV 等新鲜的展示形式，目前活跃广告商超过 200 万。根据 Merkle 的报告，2018Q2 广告商在 Instagram 上的支出同比增长 177%，广告曝光次数同增 209%。KeyBank Capital Markets 预计，2020 年 Instagram 的全球广告收入将达到 222 亿美元，占 Facebook 新增广告收入的 70%。

图表 22: IGTV Videos 展示



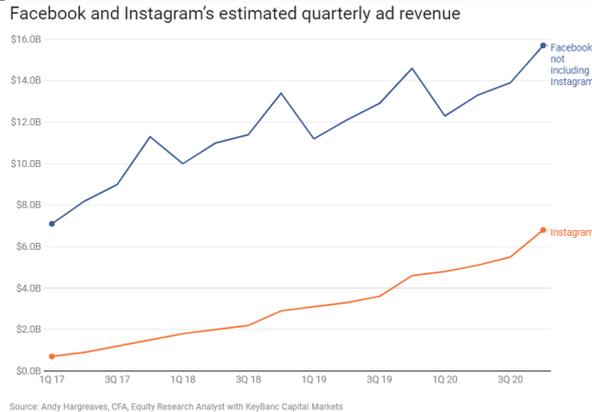
资料来源: Instagram, 东方财富证券研究所

图表 23: Instagram 广告情况



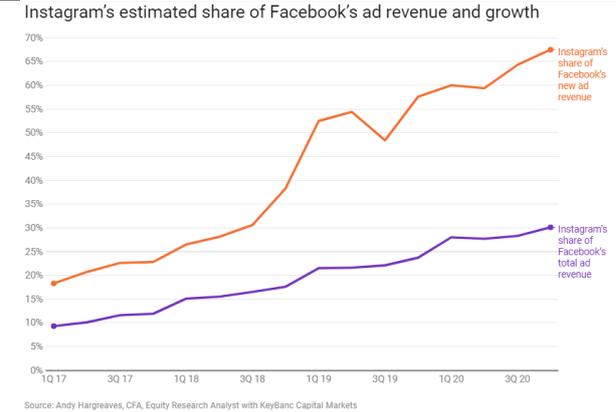
资料来源: Merkle's Digital Marketing Report for Q3 2018, 东方财富证券研究所

图表 24: Instagram 收入预测



资料来源: KeyBanc Capital Markets, 东方财富证券研究所

图表 25: Instagram 收入占比预测



资料来源: KeyBanc Capital Markets, 东方财富证券研究所

1.5. 后浪推前浪——国内商业图片库行业

西方的摄影术在鸦片战争后传入中国，但发展缓慢，直到 19 世纪末，照相铜版制版技术传到中国，国内报刊上才开始出现铜版印刷的新闻照片。进入 20 世纪后，随着世界摄影工艺的进步和国内一些社会变革的影响，中国新闻摄影事业逐渐发展起来，为国内商业图片库行业的诞生打下基础。

摄影通讯社登上历史舞台。从“五四”运动开始，新闻照片逐渐摆脱依附于文字报道的局面，呈现出多样化的态势。20 世纪二三十年代，是中国摄影画报蜂起的年代，其中影响最大的当属《良友》画报，《良友》团结了大批专业、业余的摄影记者和新闻摄影爱好者，能及时提供量多质优的新闻照片。当时全国画刊有两百多种，各报由于竞争需要开始竞相聘用摄影人才，至 1930 年代中期，中国的摄影记者队伍已基本形成，他们熟悉新闻业务，可以随时接受调遣，拍摄的照片质量有保证。**这一时期为满足报刊对摄影图片日益增长的需求，摄影通讯团体也不断涌现。**成立于 1919 年底的中央写真通讯社是中国最早向报纸供应照片的新闻摄影机构，“平均每月送稿八次，每月收取十元”¹，他们提供的新闻照片质量很高颇受欢迎。同一时期还出现了申时电讯社、东北影片社、国际社等官办或民营摄影机构，但当时报刊社支付的酬金很低，一幅新闻照片的酬金约 5 角至 1、2 元不等，这些新闻摄影机构都难以维持很长时间。

中央级新闻摄影机构的成立。经过抗日战争和解放战争战火的洗礼，我国新闻摄影在极其艰难的情况下壮大起来。新中国成立后，国家成立了专门的新闻摄影机构——新闻摄影局，负责领导全国新闻摄影工作。后来新闻摄影局中新闻摄影处、研究室和图片经理部门划归新华社，于 1952 年 4 月 1 日正式成立了**新华社新闻摄影部**。新华社新闻摄影部最初只有几名图片编辑和 27 名摄影记者，到 1959 年发展到 179 人，发稿对象扩大至各省、市、自治区直到县级报刊共 2500 家，发稿方式也从航寄发展为无线电传真，保证了新闻照片的时效性。新华社工作始终是在党中央直接领导下进行的，随着新闻摄影日益得到重视，新华社的发稿量增加非常迅速，到了 1998 年，新华社新闻摄影部全年共发出新闻照片 5200 底，到了 2003 年达到 59000 底，是 25 年前的 11 倍多。

¹ 《中国新闻摄影史》，甘险峰编著

新华社旗下有唯一的国家级图片库“中国全球图片汇总”，占据编辑类图片半壁江山，官方媒体新闻图片大多来源于它。新华社还管理着我国最大的历史图片库——中国照片档案馆，珍藏着 1892 年以来的历史照片 1000 多万张。

从庙堂到民间，国内商业图片库行业渐入佳境。1990 年代初期，数码相机进入了中国新闻摄影界，到了 21 世纪初，数码相机已十分普及。我国最早的商业图片库**美好景象**（Viewstock，原名黑星正片）成立于 1993 年，创始人是路毅。当时国内图片盗版盛行，图片寄送成本较高，尤其新闻图片需要支付昂贵的卫星传输使用费，渠道往往由新华社这类官方机构掌控。直到 21 世纪初，互联网技术扫清图片传输不便等障碍，国内首家互联网图片库网站 Photocome 应运而生，这就是视觉中国的前身。目前国内大型商业图片库公司除了视觉中国，还有东方 IC 和全景网络等，也有站酷海洛（Shutterstock 在中国地区的官方独家合作伙伴）等微利图片库。

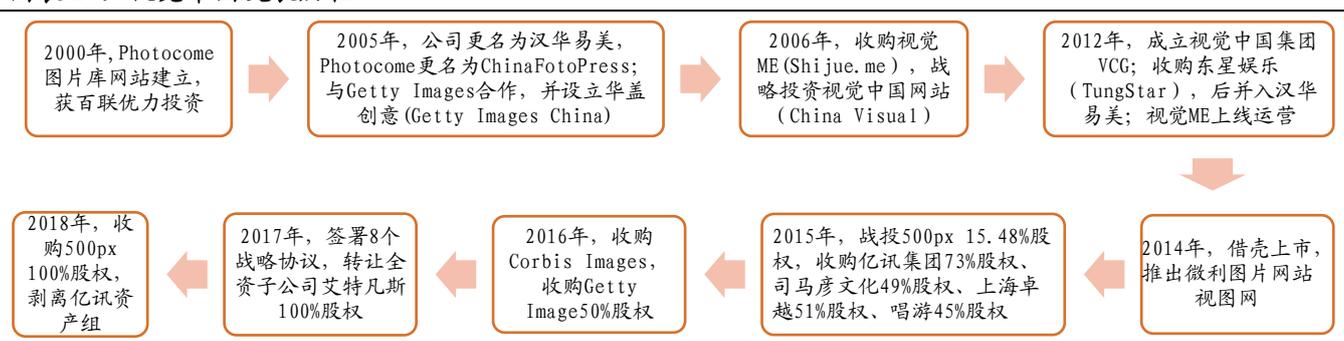
1.5.1. 头号玩家：视觉中国

乘互联网之风，引入商业图片库模式。2000 年，中国青年报记者柴继军、李学凌和技术出身的陈智华创办了国内首个图片库网站 Photocome，并获得百联优力董事长廖杰的投资。同年新浪纳斯达克上市，对规范授权图片产生大量需求，成为 Photocome 首位客户，双方的合作奠定了国内图片市场基本运营模式。2001 年互联网泡沫破灭，各大门户网站缩减购图开支，Photocome 便转向传统媒体，逐步培养起图片编辑从网络图库上找图片素材的习惯。到了 2004 年，成为国内最大的在线图片交易中心，也是 Getty Images、sipa、masxpp、Empics、Aurora、Celebrity，以及俄罗斯官方通讯社塔斯社的国内代理商。

联手 Getty 进入创意类图片市场。2005 年，百联优力联合 Getty Images 在中国收购超景图片公司（Champion Images），并追加投资设立华盖创意（Getty Images China）。2012 年公司收购两岸三地最大的娱乐素材供应商——东星娱乐，上线互联网垂直社区视觉 ME，同年成立视觉中国集团，整合所有视觉内容服务业务。

借壳上市加速资源整合，聚焦“视觉”主业。2014 年借壳远东股份上市。2014-2016 年，公司推出微利图库视图网，战投 500px、Corbis、Getty 香港拓宽素材资源，并通过一些列收购切入整合营销、旅游、教育等领域，不断完善“视觉+产业”战略布局。2017-2018 年，公司转让艾特凡斯 100%股权，出售亿讯资产组，更加聚焦视觉主业的发展。

图表 26：视觉中国发展历程



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

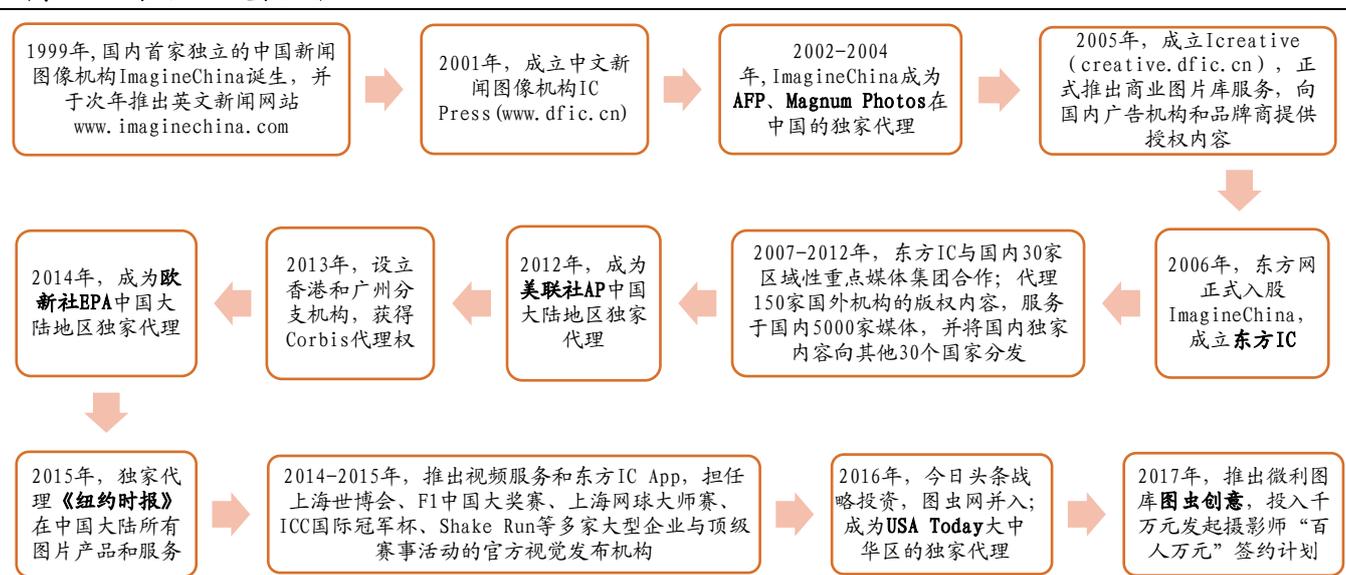
1.5.2. 背靠大树：东方 IC

东方 IC 的前身是 1999 年成立的国内首家独立中国新闻图片机构 ImagineChina，2001 年踏着互联网浪潮成立了 IC 传媒，2005 年正式推出图片授权服务。2006 年 10 月，上海东方网入股，并成立东方 IC。目前东方 IC 独家代理全球 300 多家著名通讯社和顶尖图片社资源，例如美联社、欧新社、玛格南图片社等，拥有 2 万多名签约摄影师，覆盖超过 2 亿的图片、视频和音乐素材，服务于上千家国内外客户，提供从内容拍摄、编辑、管理到推广的整体视觉解决方案。

与强平台合作共赢。2016 年获今日头条战略投资，旗下的摄影师交流社区图虫网并入。今日头条是国内领先的个性化资讯分发平台，目前累计激活用户数逾 5.3 亿，入驻头条号 16 万个。东方 IC 一方面将获得图虫网优质的摄影师资源，充分享受头条在大数据、图像分析和个性化算法方面的技术支持，在内容分发和版权维护上获益，另一方面也将为头条补充更多优质内容。

推动视觉产业良性发展。2017 年，基于头条的“千人万元”原创扶持计划，东方 IC 投入千万元发起摄影师“百人万元”签约计划，向每位签约摄影师提供在东方 IC 销售分成和头条号运营的广告流量收益，两部分收入各不低于 5000 元共计每月 1 万元的收入保障，同时推出了“金牌摄影师”成长服务计划，帮助编辑类摄影师转型为更有价值的 PGC 内容创作者，从而营建集优质生产、编辑整合、个性化分发为一体的视觉生态产业链。

图表 27：东方 IC 发展历程



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

1.5.3. 拥抱变化：全景网络

全景网络成立于 1993 年，并于 2005 年从传统的图片代理成功转型为数字商业图片库。2015 年在屡次冲击纳斯达克未果后，拆除 VIE 架构，转投新三板。目前全景独家代理世界范围内 100 多家著名图片品牌，旗下有 1 万名签约摄影师，提供 8000 多万张品质图片和百万量级的视频素材，从创意图片、编辑图

片、东方元素图片、图片版权服务等各方面为用户提供所需。根据全景网络 2015 年公开转让说明书，中国互联网图片竞争群体可分为官方图片库、商业图片库以及微利图片库。全景视觉在编辑类和创意类图片市场的有效份额均低于视觉中国。

图表 28: 全景网络发展历程



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 29: 2015 年国内图片库市场格局

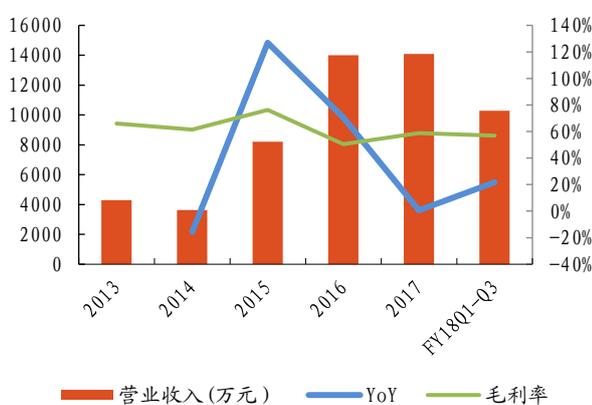
项目	全景视觉	东方 IC	台湾达志影像	视觉中国	新华图片社
有效市场份额 (商业类)	20%	5%	<5%	50%	-
有效市场份额 (媒体类)	5%	<10%	<1%	30%	50%
特点	中国成立较早的图片版权交易机构, 在国际客户和本土客户中均占有较高的市场份额	目前国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台	台湾最大的图片库企业之一, 丰富的内容合作机构和高素质的摄影团队	中国综合性视觉影像产品和服务提供商	新中国历史最早的官方图片社

资料来源: 全景网络公开转让说明书, 东方财富证券研究所

布局微利图片市场, 图片销售业务保持高增长。2015 年全景营收同增 126.92% 至 8212.03 万元, 归母净利润同增 354.99% 至 1224.64 万元。随后两年收入端保持增长, 但增速明显放缓, 由于业务拓展销售费用大增, 净利润大幅下滑, 2017 年亏损 329.57 万, 2018 前三季度经营情况有所改善。

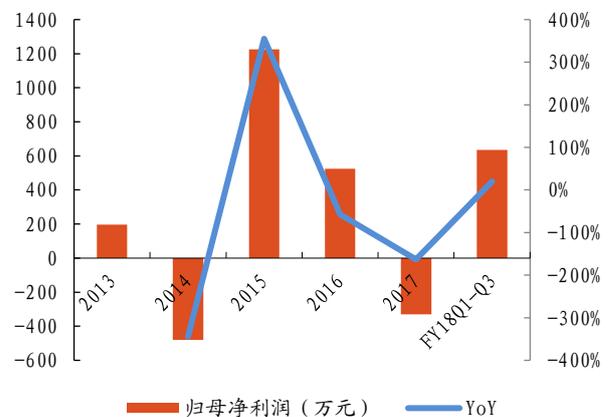
2016 年底, 全景开始布局微利图片市场, 推出了网络套餐 (25-60/张)、出版套餐 (40-60/张) 和线下印刷品套餐 (100-190/张), 实现全用途、打包在线购买, 极具性价比。2018H1 公司未产生广告收入, 而图片销售收入同比增长 109.07%, 占总营收 99.62%, 毛利率 56.52% 同比下滑 8.56pct。

图表 30: 全景网络营收及其增速、毛利率表现



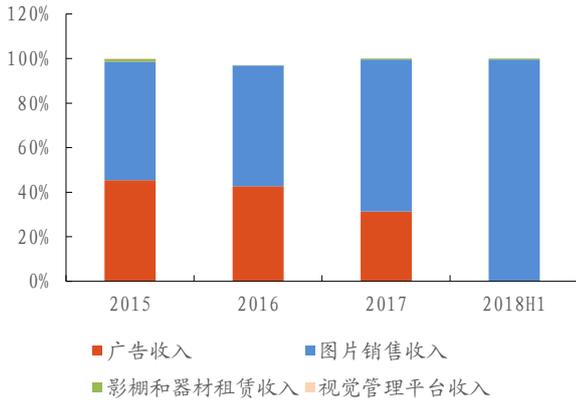
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 31: 全景网络归母净利润及其增速



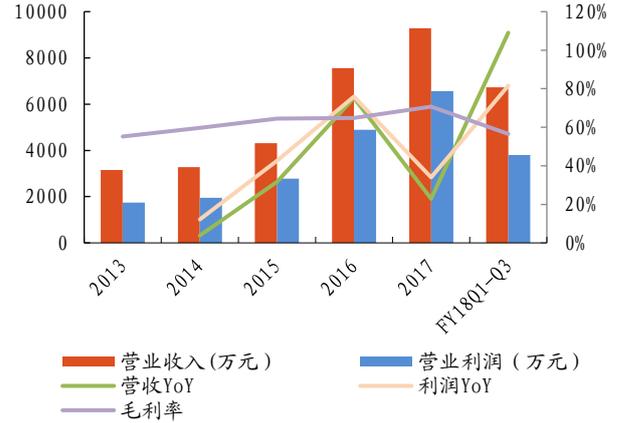
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 32: 全景网络营业收入构成



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 33: 全景网络图片销售业务表现

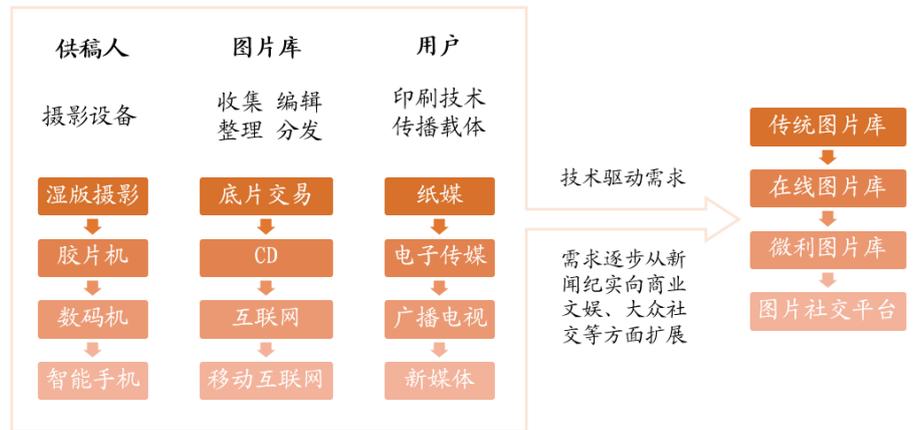


资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

1.6. 从历史中窥见行业规律

技术驱动需求的增长。 供稿人、图片库和用户作为付费图片行业的三个参与方, 可以看到当他们使用的工具, 摄影设备、编辑分发、传播载体中任何一项技术发生变革, 都会拓宽商业图片库行业的市场空间, 图片需求逐步从实用纪实向文娱社交扩展, 从点对点的需求变得更加复杂多元。预计人工智能和区块链技术会继续带动图片库行业全方位的变革, 给整个行业带来增量需求。

图表 34: 商业图片库的发展逻辑



资料来源: 东方财富证券研究所

内容积累为王, 资金门槛较高。 大量收购、兼并案例出现在商业图片库行业, 这表明要在图片库行业做大做强, 内容积累非常重要, 企业需要不断扩充图库规模以满足下游行业的需求。视觉资源的不可再生性使得企业并购成为一条必选之路, 由于内容的协同性后期运营整合难度相对较低, 但总体对企业的资金能力提出了很高的要求。

全产业链化的发展趋势。 在图片市场的激烈竞争中, 市场进一步细分, 诞生了突出性价比的微型图片库, 以及基于图片社交的各类平台。而在这个过程中, 大型图片库企业逐步完成高、中、低市场布局, 高端图库和微利图库并重,

例如 Getty Images 收购 iStock、视觉中国推出微利图库视图网，并向图片社交领域探索，打造 500px、图虫网等垂直摄影社区。此外，为了满足下游客户需求，定制化专业化服务将深入发展。

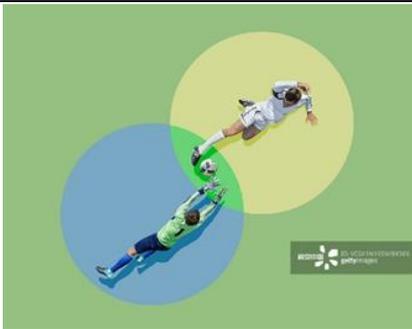
2. 版权是行业盈利的基石

说到底，为视觉内容付费基于的是版权交易，版权是商业图片库行业盈利的基石。全球视觉内容盗版、侵权事件频发，一方面是因为国民版权意识淡薄，另一方面是版权保护机制并不完善。但随着法律政策、社会环境对著作权的肯定与保护，正版化率提升将利好整个行业的发展。

2.1. 作品创作与权益保护互动共生

商业图片创作需要付出经济及时间成本。数码摄影技术使得图片作品的创作日益简单化、大众化，海量的图片充斥在网络上逐渐模糊了商业图片摄影的边界。但事实上，有别于其他摄影活动，商业图片拍摄需要投入大量人力、物力、财力，不仅是购买器材、租借场地、聘请模特等费用，还有时间和机会，有些情况下摄影师需要前往偏僻地方，甚至战争冲突现场拍摄，而按下快门的那一刻也往往凝结着摄影师的经验、构思和判断，可以说种种因素影响着一张高质量作品的诞生。商业视觉素材通常分为编辑类和创意类，这些图片为下游内容创作者提供了创作基础和设计灵感，最终经过选择进入出版物用片、广告用片、企业用片市场等等。

图表 35：商业视觉素材的分类

分类	编辑类	创意类
性质	以体育、娱乐、时尚为主要内容的，有时效性特征并容易引起公众兴趣的素材	画质精美、质量上乘，包含一种情绪、概念、潮流、符号或一种创意的理念
举例	 <p>18/19 德甲第 12 轮：勒沃库森 Vs 斯图加特</p>	 <p>守门员和球员争球，鸟瞰图</p>
用户	报纸、期刊、杂志出版物；图书；广告；企业；包装、装饰；互联网门户等	

资料来源：图片来自视觉中国，东方财富证券研究所

摄影作品受著作权保护，我国著作法与国际接轨。世界上第一部版权法是 1710 年颁布于英国的《安娜法令》，该法规定作品自首次出版之日起，其作者享有 14 年的版权保护期，期满作者尚未去世可顺延 14 年；保护的作品仅限文

字作品及以书面形式出现的美术、音乐作品。该法令第一次引入了作品作者是其版权所有者的概念，承认作者是版权保护的主体，对作者实行有限的保护。

1790年，美国颁布了第一部联邦《版权法》，人们普遍认为这部法律的基本内容均出自英国的《安娜法令》。它仅仅对书籍、地图、插图等“书面作品”给予版权保护，后来才延及戏剧表演、音乐、照片及其他一些艺术品。美国现行版权法是1976年颁布的，将保护期限拓展至75年或作者去世后50年，1998年保护期限拓展至95-120年或作者去世后70年，同年颁布的《千禧年数字版权法》对网上作品著作权的保护提供了法律依据，它使互联网托管公司以及社交网类的服务提供商几乎可以免受其用户侵犯知识产权的牵连。如果版权所有人通知要求撤下某材料，这些公司必须照办；但是如果版权声言人没有起诉，并且如果张贴材料的用户证明其材料没有侵犯版权，则可将内容恢复。

我国对著作权的保护可以追溯到1986年的《民法通则》，1990年第七届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议通过《著作权法》。著作权主要包括著作人身权和著作财产权，作品创作完成即可享有，保护期为作者终生及其死亡后50年。摄影作品属于《著作权法》保护范围，使用前需要获得著作权人许可，后者有权获得报酬。创作者也可以自愿放弃作品版权，将该作品贡献给公有领域（Public Domain）供任意商用。

图表 36：我国著作权相关法律

时间	文件	内容
1986年	《民法通则》	首次明确公民、法人享有著作权
1990年	《中华人民共和国著作权法》	2001年、2010年进行两次修订
1991年	《中华人民共和国著作权法实施条例》	配套著作权法的具体实施条例，2002年再次修订
1992年	成为《世界版权公约》和《伯尔尼公约》的成员国	版权保护在理论上与国际接轨
1992年	《实施国际著作权条约的规定》	国际条约直接适用并优先适用
1997年	《中华人民共和国刑法》	第三章“破坏社会主义市场经济秩序罪” 第七节“侵犯知识产权罪”
2004年	《著作权集体管理条例》	规范著作权集体管理活动
2006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，2013年再次修订

资料来源：国家版权局，东方财富证券研究所

摄影师可以通过加盟图片库获得合理收益。图片版权授权较为复杂，摄影师加盟商业图片库是事半功倍的选择，除了社会分工使得摄影师可以更专注于拍摄、节约精力，其次可以触及更广泛的客群，放大作品的商业价值；此外，大型图片库公司重视作品著作权的保护，面对侵权事件会主动追究侵权者的责任。如前文所述，绝大部分图片库提供RM和RF两类图片的销售，前者对图片的使用次数、时间、空间和用途等有严格的限制，后者不作限制且不具备使用的排他性，售价相对便宜。商业图片库出租的只是图片的一次或数次复制权，不意味着图片著作权的变更，随着摄影师的市场意识不断增强，摄影师取得合理分成收益后才能为创作投入更多热情，形成正向循环。

图表 37: 商业图片库版权授权的分类

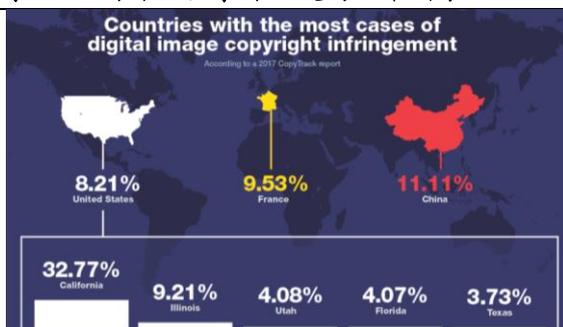
版权图片	定义特征
版税管理 (Royalty Management, RM)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 用户取得的使用授权受次数、时间、空间和用途等条件限制，且每次使用该类图片，都必须获取使用授权； 2) 用户可以买断图片的使用权。例如可以给予图片购买者特殊的许可，使其在图片所用行业和地域范围内，独家使用某张图片，并保证这张图片以及与其类似的所有的图片 (sister photos) 都不会出售给该行业和地域的其他用户； 3) 价格昂贵。授权价格是根据最终客户使用的次数、用途、地域、使用期限、使用周期、图片大小等因素来计算的； 4) 经过图片编辑精心挑选过的高质量图片。Getty Images 发给签约摄影师的版权管理图片指南要求一张成功的版权管理图片必须具备以下几个特征：强烈的概念和沟通；真实、可信、现实生活；微妙、委婉的主题，而不是直白的表达；精心制作，高产品价值；现代的视野，独特和前沿的图像趋势；创造性、超现实、有趣、令人惊讶和影响力；直接，强烈和实用；迷人的，真正吸引眼球的照片。
免版税 (Royalty Free, RF)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 使用图片不受使用次数、时间、空间、用途限制，可以将该图片使用在印刷品、网页、杂志报刊、书籍、广告等媒体上，但不能再销售该图片，且不能以图片产品为营销目的； 2) 可以另外购买扩展协议 (Extended License)，它将允许用户再出售以图片为主要元素的图片衍生产品，或允许用户无限制的印刷含有图片的出版物； 3) 非独占性和非排他性的使用权； 4) 相比 RM 模式售价便宜； 5) 图片内容直观简明，没有特别要求。

资料来源：《浅谈商业图片库摄影的发展与现状》，东方财富证券研究所

2.2. 侵权事件屡现，维权成本高企

全球图片侵权事件普遍存在，中国是“重灾区”。根据 CopyTrack 的报告，2017 年全球数字图片侵权事件中，中国发生最多，占比 11.11%；法国次之，占比 9.53%；美国排在第三。在线图片盗版检测平台 Pixsy 一项调查显示，2016 年 64% 的摄影师至少经历过一次图片盗用，其中 49% 为博客及社交网站盗用，28% 为商业盗用，后者通常采用去除水印，或者改变图片颜色等做法。

图表 38: 图片侵权事件频发的三个国家



资料来源：2017 CopyTrack U.S. Digital Image Theft Report, 东方财富证券研究所

图表 39: 2016 年图片盗用情况



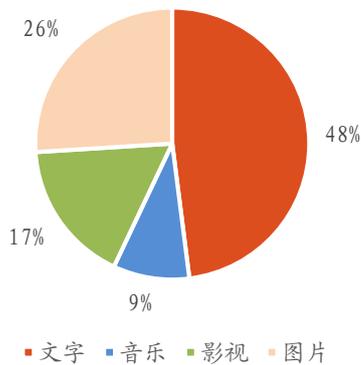
资料来源：2016 Pixsy State of Image Theft Survey, 东方财富证券研究所

国内图片侵权诉讼高发，但维权效率较低。2017 年网络版权侵权案件中，图片作品的侵权案件占比 26%，仅次于文字作品的案件数量，但相对获得的赔偿金额最低。据北京市海淀区人民法院的统计，截至 2017 年 7 月该院当年审理图片著作权案件已达 2879 件，且判赔额上升至平均 2500 元/幅。北京市西

城区人民法院 2015 年受理网络侵犯图片著作权案件 161 件, 2016 年收案 508 件, 2017 年收案 1149 件, 增幅显著。

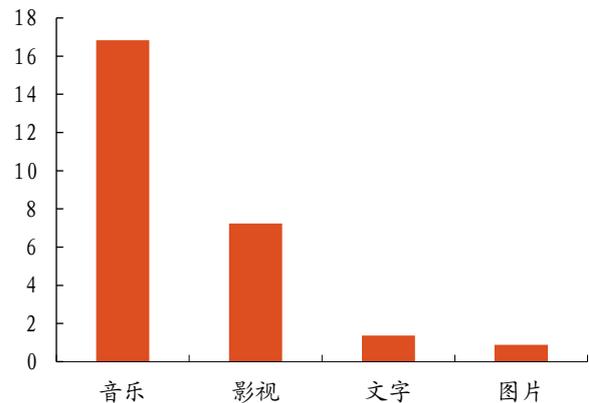
在我国, 著作权侵权可以通过协商、投诉等渠道自行解决, 也可以诉诸法律, 包括提起民事诉讼, 或行政处罚申请, 还可以向公安部门报案, 让检察机关提起公诉, 对严重危害著作权的行为人进行刑事处罚。根据最高人民法院发布的《司法大数据专题报告之知识产权侵权》, 2015-2016 年全国知识产权侵权案件平均审理周期为 105 天。根据百度图腾和视觉中国联合发布的《2017 中国版权图片行业观察》, 版权方特别是个体版权方从盗版线索发现到维权成功, 往往要耗时 6 个月以上。

图表 40: 2017 年网络版权侵权案件作品类型分布



资料来源:《2017年中国网络版权保护年度报告》, 东方财富证券研究所

图表 41: 2017 年网络版权各类侵权案件平均赔偿额



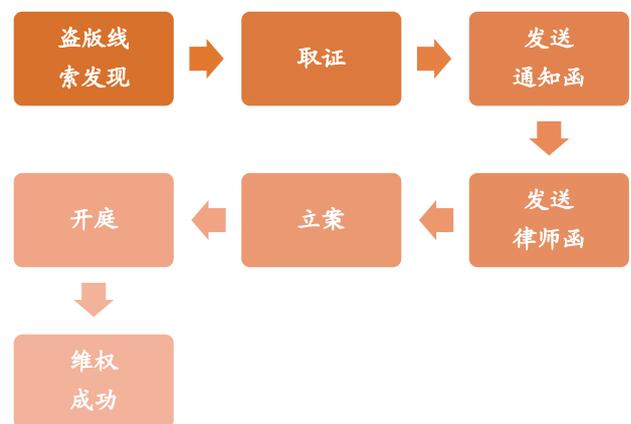
资料来源:《2017年中国网络版权保护年度报告》, 东方财富证券研究所

图表 42: 海淀法院图片侵权案件审理情况



资料来源: 国家版权局新闻资讯, 东方财富证券研究所

图表 43: 国内图片版权方维权基本流程

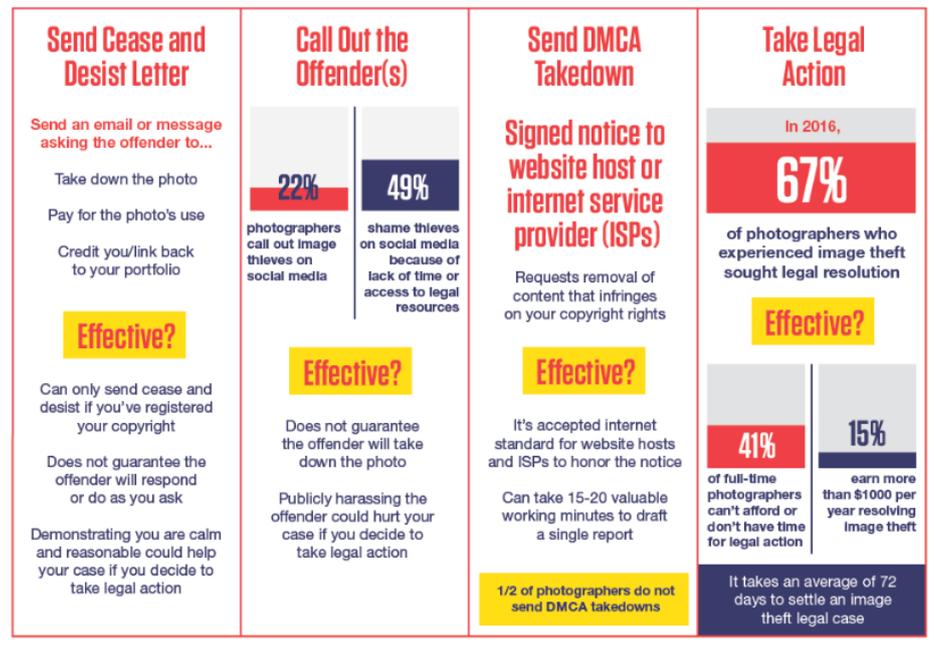


资料来源:《2017中国版权图片行业观察》, 东方财富证券研究所

在美国, 图片侵权追责难度同样很大。据 CopyTrack 测算, 平均每次盗用会导致摄影师及图片机构损失约 446 美元。在美国图片维权有四种途径: 1) 发送勒令停止通知函, 只限注册了版权的作品, 在美国版权注册需要约 35-40 美元/件, 84%的摄影师没有在美国版权局注册登记; 2) 公开揭发盗用者, 22%的摄影师会选择通过社交媒体曝光侵权事件; 3) 向有关网站发送 DMCA (Digital Millennium Copyright Act) 删除请求; 4) 采取法律手段, 2016 年有 67%摄影师诉诸法律解决, 通常侵权事件达成和解协议需要 72 天, 15%的摄影师可以年

入逾 1000 美元的赔偿；33%摄影师放弃法律维权，其中有 41%的全职摄影师是因为无力支付维权费用或没有时间精力。

图表 44：美国图片维权途径及表现

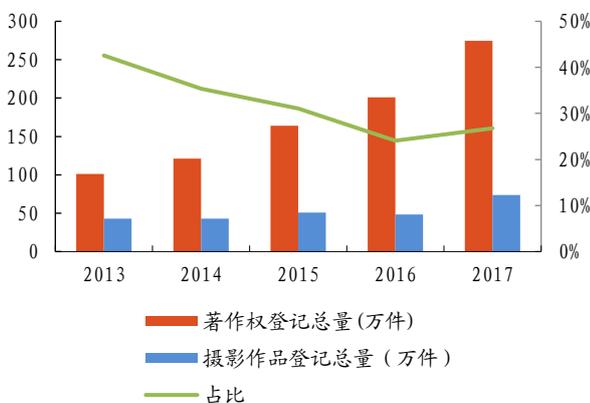


资料来源：Pixsy、CopyTrack、Berify，东方财富证券研究所

2.3. 完善版权保护制度，正版化率有望抬升

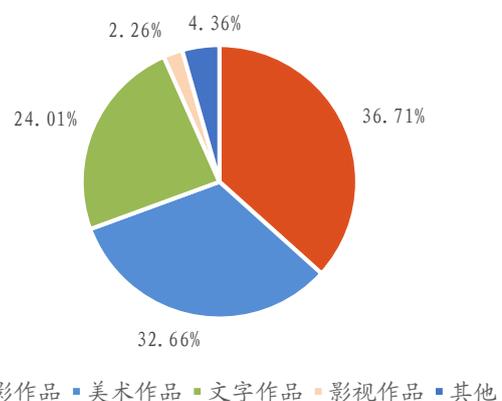
政策密集发力，版权保护制度日益完善。一方面国家版权局著作权登记工作稳步推进，2017 年我国著作权登记总量近 275 万件，从登记作品类型看，摄影作品数量最多；另一方面随着国家知识产权战略的深入实施和知识产权强国建设的推进，有关部门在修订完善好法律法规的基础上，多次对版权保护工作提出新的要求和部署，有效推进执法工作，加大惩治力度，并引领公众参与，有助于营造良好网络版权环境，利好商业图片库行业正版化率的提升。

图表 45：著作权登记量及摄影作品登记量占比



资料来源：国家版权局，东方财富证券研究所

图表 46：2017 年各类型作品登记量占比



资料来源：国家版权局，东方财富证券研究所

图表 47：近两年出台版权有关政策及版权保护行动

时间	事件	内容
2017/1	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》	包括版权工作在内的知识产权规划首次列入国家重点专项规划，在立法方面，要推动修订完善知识产权法律、法规和部门规章；在执法方面，要加强“双轨制”保护，完善行政和司法保护两条途径有机衔接的保护模式，同时全方位加强社会共治
2017/1	《版权工作“十三五”规划》	对“十三五”时期版权工作进行全面部署，明确了版权工作的发展目标和重点任务
2017/1	《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》	要规范网络服务秩序，提高侵权代价和违法成本，有效威慑侵权行为
2017/5	全国人大常委会启动著作权法执法检查	自 1991 年实施以来最大规模的一次执法检查
2017/6	《2017 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》	提出加强网络侵权盗版治理、探索对新型网络侵权盗版行为的有效治理模式等具体工作措施。
2017/7/28	“互联网+图片版权保护与产业发展”研讨会	围绕图片版权的分类、流向、保护、监测、商业模式等问题展开探讨
2017/7-11	“剑网 2017”专项行动	查办影视作品盗版要案、开展电商平台专项整治、巩固网络音乐整治成果
2017/8-9	11 家知识产权法庭的挂牌成立	最高法院批准在南京等 11 个市设立了跨区域管辖的知识产权专门法庭
2017/9/18	上线中国知识产权公证服务平台	以公证法律服务为核心，对知识产权实现从权利产生、权利确认到权利交易、纠纷解决的服务与保护全流程覆盖。
2017/11	《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》	十九届中央深改组第一次会议审议通过第一个专门针对知识产权审判领域改革创新的纲领性文件
2017/12/8	习近平在中共中央政治局第二次集体学习时讲话	强调“要制定数据资源确权、开放、流通、交易相关制度，完善数据产权保护制度。要加大对技术专利、数字版权、数字内容产品及个人隐私等的保护力度”
2018/3/5	李克强总理代表国务院做政府工作报告	提出“加强知识产权保护，实行侵权惩罚性赔偿制度”
2018/4/26	2018 中国网络版权保护大会	就网络版权创作、保护和运用开展了广泛研讨。
2018/8/28	李克强会见世界知识产权组织总干事	表示“中国将采取更严格的知识产权保护制度，进一步完善相关法律法规。对强制转让知识产权的行为，发现一起惩处一起，对侵犯知识产权的行为一经查实将加倍严厉处罚。”
2018/9/14	国家版权局约谈 15 家短视频平台企业	要求加强内容版权管理，加强维权管理和侵权处置，加强社会共治。
2018/9/20	国家版权局约谈 13 家网络服务商	要求进一步规范网络转载版权秩序。
2018/11/9	《2018 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》	明确 2018 年重点任务和措施

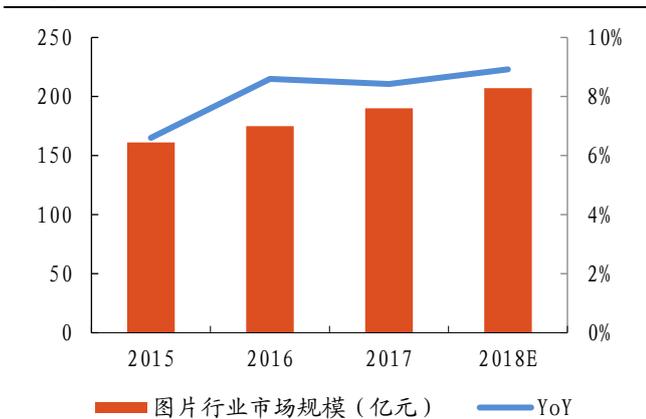
资料来源：国家版权局，东方财富证券研究所

互联网巨头牵头，图片正版化逐渐成为行业共识。在社会保护方面，互联网企业不断加强自律和版权合作力度，2015 年，国内网络音乐、视频版权的秩序有了明显好转。阿里巴巴、腾讯分别于 2016 年、2017 年上线了知识产权保护平台。在版权图片方面，阿里巴巴为卖家提供防盗图产品图片护盾；微信推出图片原创保护功能；百度上线基于区块链技术打造的原创图片服务平台百度图腾。此外各互联网平台也在与商业图片库展开合作，例如今日头条战投东方 IC，百度与视觉中国、全景网签订战略合作协议，阿里大鱼号与视觉中国、法

国希帕图片社合作等等，都有助于不断完善版权保护和维权机制，加速图片正版化的推进。

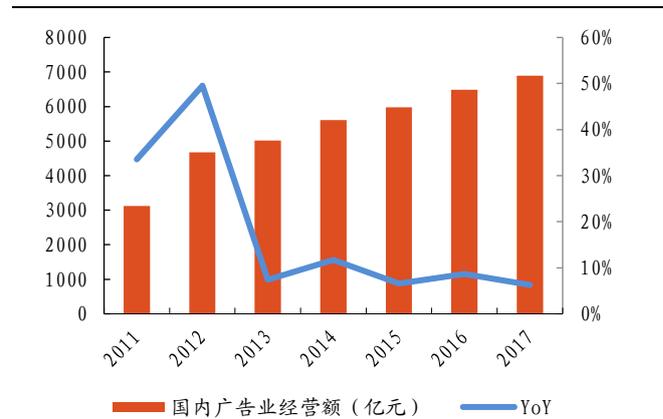
正版率提升将释放市场空间。《2017 中国版权图片行业观察》中推算 2018 年国内图片行业市场规模将达到 207 亿元，同比增长 8.92%。根据 L. E. K. 咨询，全球图片行业市场规模约为全球广告市场规模的 2.7%，我国广告市场经营额增速稳定，假设国内图片行业占广告业比例为 2-2.7%，视觉中国市占率为 40-50%，则 2017 年国内图片行业有 138-186 亿市场空间，但正版图片市场规模仅为 15 亿左右，正版化率 7.8%-10.6%，未来图片市场正版化率有望逐步抬升，将带来市场增量空间。

图表 48：百度图腾&视觉中国对国内图片行业市场规模的预测



资料来源：《2017中国版权图片行业观察》，东方财富证券研究所

图表 49：国内广告业经营额及增速



资料来源：国家工商总局广告司，东方财富证券研究所

图表 50：国内商业图片行业空间及正版率测算

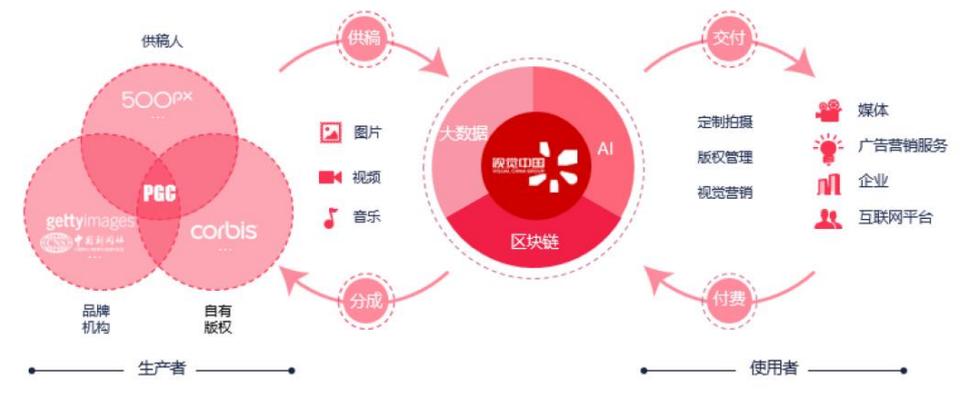
预测区间	年份	广告业规模 YoY	国内广告业规模 (亿)	图片行业占广告业比例	国内图片行业规模 (亿)	视觉中国视觉内容与服务营收 YoY	视觉中国视觉内容与服务营收 (亿)	视觉中国市占率	国内正版图片市场规模 (亿)	正版化率
保守	2016	8.63%	6489.10		129.78	5.40%	4.49	40%	11.21	8.64%
	2017	6.28%	6896.40	2.0%	137.93	30.13%	5.84	40%	14.59	10.58%
	2018E	6.00%	7310.18		146.20	30.00%	7.59	40%	18.97	12.98%
中性	2016	8.63%	6489.10		149.25	5.40%	4.49	40%	11.21	7.51%
	2017	6.28%	6896.40	2.3%	158.62	30.13%	5.84	40%	14.59	9.20%
	2018E	7.00%	7379.15		169.72	33.00%	7.76	45%	17.25	10.17%
乐观	2016	8.63%	6489.10		175.21	5.40%	4.49	40%	11.21	6.40%
	2017	6.28%	6896.40	2.7%	186.20	30.13%	5.84	40%	14.59	7.84%
	2018E	8.00%	7448.11		201.10	36.00%	7.94	50%	15.88	7.90%

资料来源：东方财富证券研究所

3. 商业图片库集大成者：视觉中国

商业图片库行业的本质是链接视觉内容使用者和生产者，而行业变现的核心是内容的版权，视觉中国采用轻资产的平台型商业模式，不断强化素材积累，利用先进技术提升搜索体验，完善交付手段，提供各类增值服务，深耕下游各类传统和新兴市场客户，成为行业的集大成者。

图表 51：视觉中国的商业模式



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.1. 积小流以成江海，内容壁垒高筑

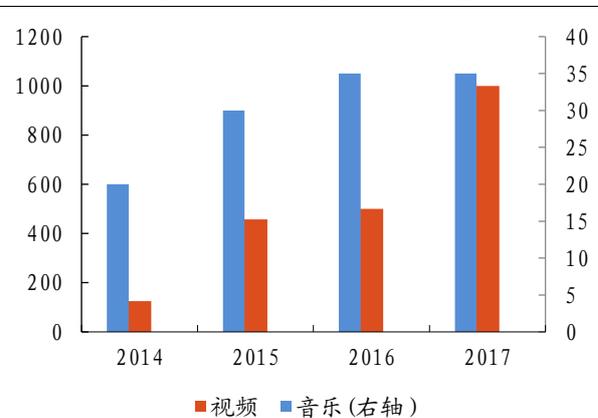
前文中我们按时间线介绍了视觉中国发展的三个阶段，单就视觉内容板块，目前视觉中国已实现图片与影音、编辑类与创意类素材、高端与微利、图库与社区全方位融合发展。2015 年底，视觉中国将汉华易美网站 cfp.cn、华盖创意网站 gettyimages.cn 全部整合到 vcg.com，打造全新的“一站式”视觉内容版权交易平台，同年图片素材同增 284.29%至 2.69 亿张，包括编辑类 1.43 亿、创意类 1.26 亿张。截至 2018 年上半年，视觉中国在线提供超过 2 亿张图片、1000 万条视频素材和 35 万首音乐素材，是全球最大同类数字内容平台之一。

图表 52：视觉中国旗下品牌

品牌	设立年份	类型
汉华易美 cfp.cn	2000 年	编辑类图片库
华盖创意 gettyimages.cn	2005 年	创意类图片库
视图网 veer.com	2012 年	微利图片库
视觉 ME shijue.me	2006 年	设计师社区
500px 500px.me	2015 年	摄影师社区

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 53：视觉中国视频及音乐素材数量（万条）

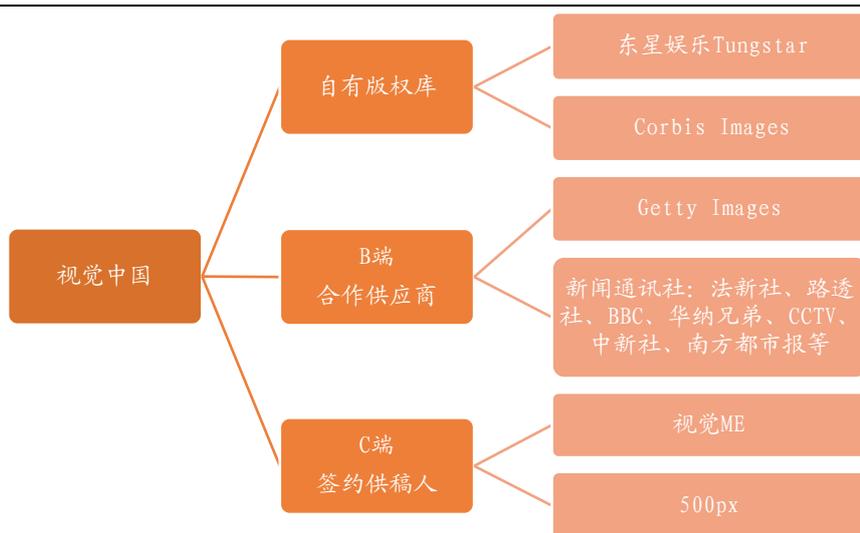


资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.1.1. 为有源头活水来

具体来看，视觉中国的 PGC（Professional Generated Content）主要有三种来源：一是通过收购，构建自有版权图片库，例如收购东星娱乐和 Corbis Images；二是与 B 端合作，在全球范围内寻找优质供应商，包括商业图片库和新闻通讯社，如 2005 年与 Getty Images 战略合作至今；三是从 C 端入手，围绕 500px 和视觉 ME 的社区平台，依靠签约摄影师、设计师源源不断的供稿。

图表 54：视觉中国内容的三种来源



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

丰富的自有版权内容。视觉中国不断加强 Corbis、500px、Tungstar 等自有品牌的建设；到 2017 年末，独家及自有品牌内容的占比已超过 70%并持续增长。东星娱乐成立于 2002 年，是大中华地区最大的娱乐内容通讯社，专业从事数字娱乐资讯图片和视频内容采编的供应，在港澳台京沪粤配有近百人的专职娱乐采编队伍，能及时全面覆盖六地娱乐资讯。2012 年，视觉中国控股有限公司 VCG 以 9400 万元现金加股份的方式购买东星的全部业务资产，为娱乐时尚编辑类素材领域添一利器。

在 1.1.2 我们举例说明了 2016 年视觉中国收购 Corbis 图片库所获得的全部资产，包括 Corbis Images、Corbis Motion 等图片素材知识产权、域名、商标等行业稀缺资产。其中最珍贵的是 Corbis-Bettmann 影像档案馆，收藏了摄影术诞生至今百余年的影像资料，它现在位于美国宾夕法尼亚州匹兹堡东北部一个叫做 Iron Mountain 的公司库房中，铁山公司是利用石灰岩矿坑改造的工业级商业储存机构，这里恒温恒湿的环境可以让大量的原版图片、底片和印刷物等资料稳定安全地存储一千年以上²。经过此次交易，视觉中国丰富了自有版权素材，并拥有了大量不可再生的、具有极大增值空间的人类历史影像遗产和原始照片的物权。目前，在视觉中国官网上有专门的 Corbis 专区，在编辑类图片下还有 Bettmann 专区。

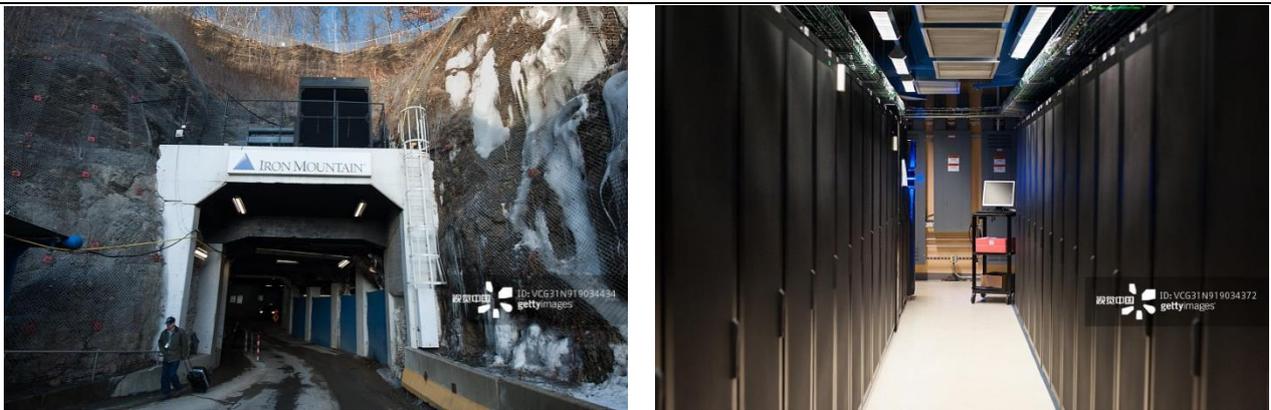
² 《历史的底片——视觉中国银盐档案系列 I》，柴继军主编

图表 55: 东星娱乐基本产品

产品	说明
图片	每日采集港台娱乐资讯约 15-30 组，平均每组图片约 20-50 幅，配有基本文字说明；每日可供最新数字图片不少于 800-1000 幅，内地最新数字娱乐资讯图片 100-200 幅
视频	种类
	源素材：现场场景、同期声（时长 5-15 分钟，限电视台使用）
	粗编素材：对源素材进行简单剪辑，同期声（时长 2-5 分钟）
	配音素材：根据源素材进行撰文、配音、剪辑（时长 1-3 分钟）
	数量：每日更新提供娱乐资讯视频素材 5-15 条（含港澳台京沪粤等），每月不少于 300 条，其中港澳台地区不少于 240 条

资料来源：东星娱乐官网，东方财富证券研究所

图表 56: Iron Mountain 内部



资料来源：图片来自视觉中国，东方财富证券研究所

深度捆绑 Getty，海纳优质资源。2005 年，Getty 和 Corbis 两大国际商业图片库进军中国大陆，前者是以和视觉中国合作的形式进入国内市场的，视觉中国拥有 Getty 中国地区独家代理权，双方合资设立了华盖创意（北京）图像技术有限公司。2016 年，视觉中国以 4800 万美元增资入股 **Getty 香港**，和 Getty 公司各持 50% 股权。Getty 香港包括 Getty 公司自 1995 年起在香港、台湾地区经营视觉内容版权服务授权业务，也包括来自于香港、台湾的 istock.com 业务，双方合作更趋紧密，也有助于视觉中国本土内容在港台市场的推广。

目前视觉中国与 **240 余家** 专业版权内容机构建立合作，2017 年，公司与一些主要供应商如路透社、法新社、南方日报、浙报集团、环球网、财新传媒等完成了内容的合作签约或续约。视频与音乐方面，公司与全球近 **50 个** 品牌独家合作，包括 BBC Creative、Bloomberg、SONY Pictures、Newsflare、浙视频等，还与诸多特色视频内容的供应商合作，如美食类 stockfood，商务类 wavebreak media，日本内容 AFLO 等。2018 上半年，公司还与视频供应商二更、浙视频、东方今报、千龙网、Blend Media、豆瓣音乐/V.Fine 公司签署了素材代理协议，逐步扩充素材数量。

两大专业社区吸纳摄影、设计人才。视觉中国的内容贡献者还包括全球及本土超过 **30 万名** 的优秀签约供稿人，设计师社区视觉 ME 和摄影师社区 500px 形成自有的 C 端流量入口，助力公司实现优质内容直线供给。两大社区均采用 instagram 式的多画面瀑布流视觉效果，用户可以通过关注、点赞、评论、转发以图会友，线上举办的各类创意征集、摄影比赛活动增强了用户粘性；设立

了通畅的在线签约渠道，为用户提供内容变现服务，除非一方提出终止，协议会自动续约；提供社交互动、知识付费、云服务、衍生品电商、版权保护等的全链路一站式各类增值服务。2018年上半年，公司向签约供稿人开放了视频上传通道，开拓视频签约供稿人资源，目前公司已经拥有超过 1200 名视频签约供稿人。

图表 57: 视觉 ME 与 500px 社区

社区	视觉 ME	500px
Logo		
历史沿革	前身是 2000 年成立的视觉中国网站 (ChinaVisual.com)，是中国本土设计师最大的社区平台，2006 年获视觉中国战略投资，2012 年正式上线更名为视觉 ME，域名改为 shijue.me	2003 年创建于加拿大多伦多，是全球专业摄影师和摄影爱好者交流分享的著名社区；2015 年视觉中国战投 500px15.48% 股权，11 月 12 日中国区平台 500px.me 上线；基于 iOS 和 android 系统移动客户端分别于 2015 年 12 月 3 日和 2016 年 2 月 4 日上线；2018 年视觉中国收购 500px100% 股权，2018Q2 完成初步整合，经营接近盈亏平衡
地区	中国	覆盖了全球 195 个国家和地区
注册用户	300 万注册用户	2018H1，注册用户超过 1500 万
使用热度	400 万日综合浏览量，每日上传 2000 幅原创作品	100 万的月活用户，每周有超过 20 万张图片被上传，每日产生 200 万次社交互动
签约供稿人	1.5 万名会员成为视觉中国签约插画师	30 万名签约知名专业摄影师
签约流程	注册账号（填写资料，发送小样图、作品链接）- 审核（通过邮件一周左右通知）- 签约（正规书面协议）- 开通图片库上传权限	1) 提交申请（填写个人信息，提供 20 张原创图片）- 审核结果- 合同信息- 签约；2) 在社区分享图片，邀约图片入库上线达到 30 张，将自动升级签约权限
活动	举办 150 余场创意征集活动	举办各类线上摄影比赛

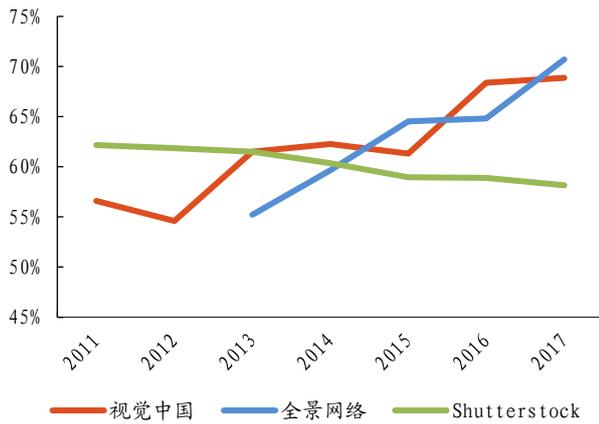
资料来源：公司年报及官网，东方财富证券研究所

3.1.2. 对上游议价能力较强

内容素材使用权的每一次受让，都将产生收益，供应商和供稿人获得按协议约定的分成。近几年，视觉中国核心业务视觉内容与服务（汉华易美+华夏视觉）的毛利率呈现小幅上升趋势，基本维持在 60-70% 左右，可以理解为收益的 30-40% 分给上游供稿人，这一比例较为稳定。即便同行竞争者提供更高的分成比例，视觉中国更强的变现能力仍然深度绑定了大批合作伙伴和独家签约供稿人。

和东方 IC 的图虫网相比，500px 成立更早且具有国际背景，在注册用户数量上更有优势；审核体系更为严格，在官网上有明确的 licensing 板块作签约指导，签约摄影师比例仅 2%（图虫网 20%）；销售所得 80% 归视觉中国所有，对供稿人有很强的议价能力，主要是因为强大的分发渠道，增强了素材的曝光机会和获利可能。

图表 58: 核心业务毛利率对比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 59: 500px 和图虫网对比

摄影师社区	500px	图虫网
成立时间	2003	2009
地区	全球 195 个国家和地区	国内为主
终端	网页、App (国际版和中国版)	网页、App
注册用户	1500 多万	500 多万
签约用户	30 万	100 多万
签约流程	需上传 20 张作品	上传 5 张作品
销售渠道	vcg.com、veer、getty images	东方 ic、图虫创意、今日头条
分成	供稿人 20%	供稿人 50%

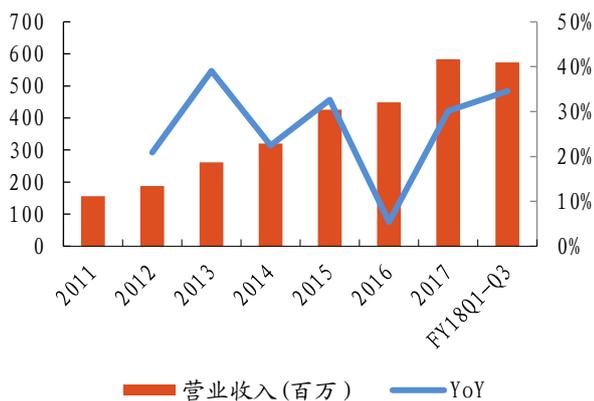
资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

3.2. 从授权到服务, 跟进下游需求

图片、视频最根本是满足人“看”的需求, 包涵对信息及时的捕捉和审美需求, 视觉中国凭借优质全面的编辑类及创意类视觉资源, 服务于各类 B 端客户, 并持续开发小 B、C 端长尾市场。公司具有强大的技术创新能力, 不断提升获客效率, 完善搜索和交付体验, 提供丰富的增值服务。

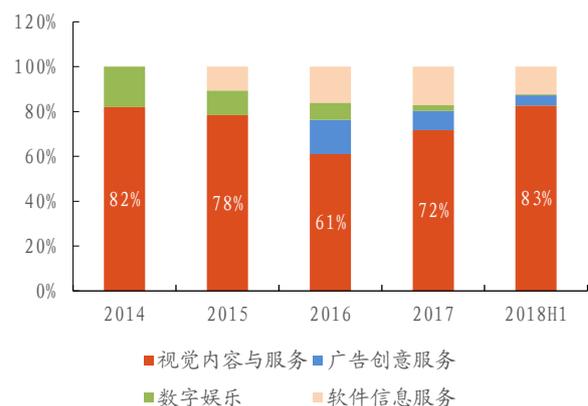
视觉中国核心业务视觉内容与服务营收保持稳健增长, 2018 年前三季度, 营收同增 34.58% 至 5.74 亿, 占总营业收入 81.81%。2017 年 7 月公司出售凡特艾斯 100% 股权, 2018 年 10 月转让亿讯资产组全部股权, 随着的数字娱乐和软件信息服务业务的剥离, 视觉中国更加聚焦于主业, 不断巩固行业领先地位。

图表 60: 视觉中国视觉内容与服务营业收入及增速



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 61: 视觉中国分业务收入占比



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

3.2.1. 挖掘市场潜力, 让子弹飞一会

链接广泛客源, 传统客户优质稳定。视觉中国全方位覆盖包括传统和新兴两大市场, 服务于广告机构、传统媒体与新媒体、企业客户和互联网平台等多类型客户, 截至 2017 年底, 公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个。截至

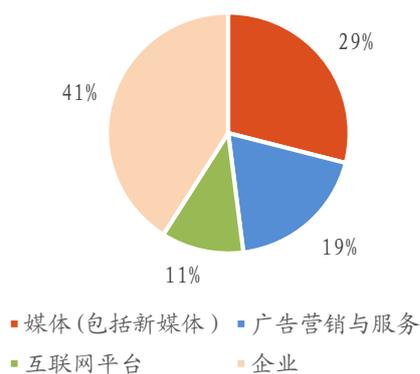
2018 上半年, 客户数同比增长 48%, 互联网平台、媒体、广告、企业客户等收入占比分别为 11%、29%、19%、41%。近几年视觉中国前 5 大客户收入贡献占比不断下降, 2017 年为 14.13%, 远低于全景网络 35.61% 的营收贡献比例。公司的主要的传统媒体客户均为年度合作用户, 广告营销类重要客户也与公司签署了年度框架协议, 2017 年, 公司实现了广告客户群的超过 20% 的业绩增长。

图表 62: 视觉中国主要客户

市场	类型	主要客户
传统市场	国有新闻网站	新华网、中国网、中国日报网、中国青年网、中工网、光明网、东方网
	报业	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
	电视台	央视、北京电视台、湖南卫视、江苏电视台
	商业门户网站	新浪、腾讯、搜狐、网易、凤凰
	视频网站	优酷、爱奇艺、腾讯视频、PPTV、芒果 TV
	杂志	时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新
	广告营销与服务公司	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。
新兴市场	互联网平台客户	百度、腾讯、阿里巴巴、搜狗
	新媒体	一点资讯、趣头条、得到、视觉志、一条、吴晓波、十点读书、黎贝卡的异想世界、秦朔朋友圈、gogoboi、叶檀财经、企鹅号、百家号、大鱼号、微博云剪等
	企业客户 (政府、事业单位)	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、中国电信、五粮液、上海浦东发展银行、微软、中意人寿、携程、蒙牛、瑞幸咖啡、厦门马拉松、昆仑鸿星冰球俱乐部、中国网球公开赛武汉网球公开赛、上海电视电影节等

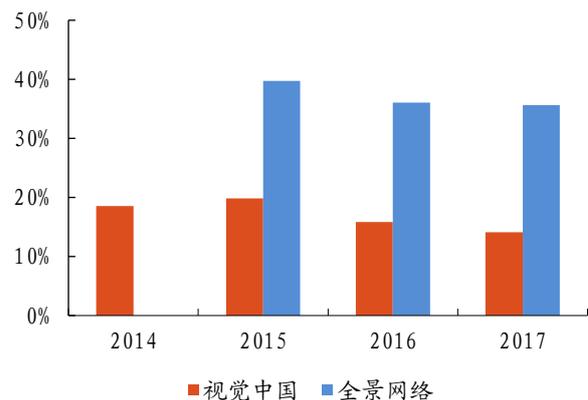
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 63: 2018H1 视觉中国下游客户收入占比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 64: 前 5 大客户收入贡献占比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

强强联合, 借船出海。2017 年至今, 公司先后与腾讯、百度、阿里、搜狗等互联网大流量平台签署战略协议, 在正版内容供给、大数据资源共享、品牌专区建设、自媒体运营等方面展开合作。视觉中国将自身海量正版内容接入搜索引擎 (百度/搜狗/360)、广告 (百度霓裳/阿里汇川/腾讯 TSA)、自媒体 (企鹅号/百家号/大鱼号/大风号)、创意设计 (阿里鹿班/CANVA/易企秀) 平台, 拓展

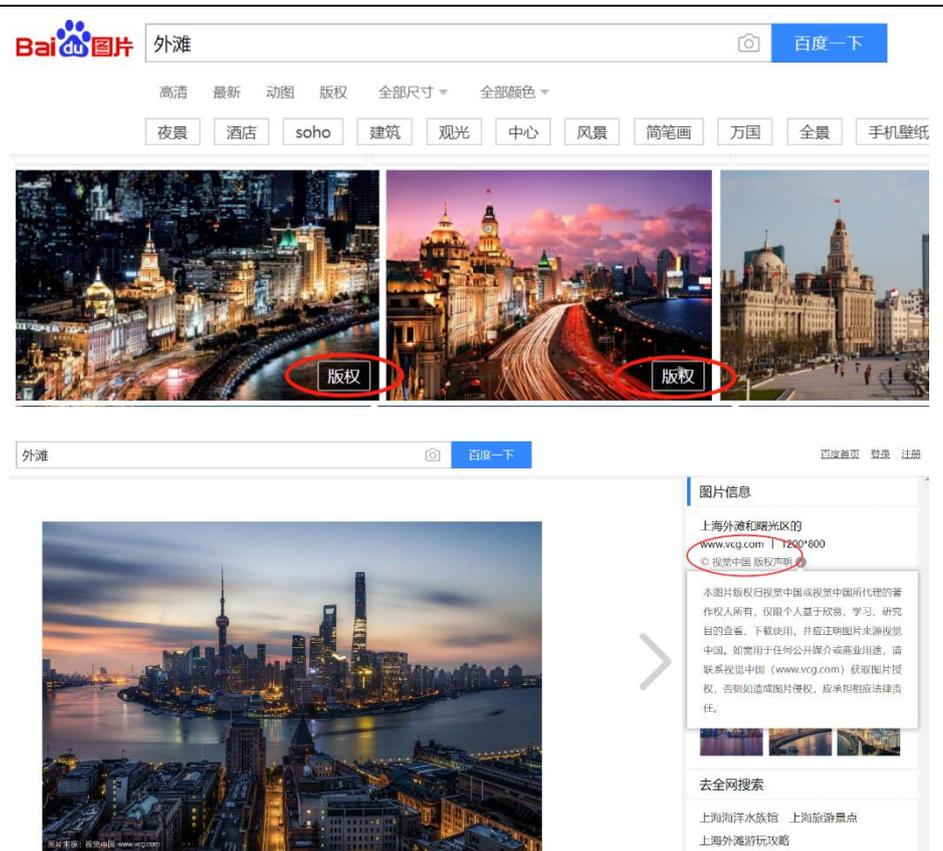
智能终端（华为/小米/oppo/vivo）、旅游出行（12301/百度地图）、电商平台（京东）等应用场景，实现视觉内容多渠道分发，有效触达C端与小B用户。

图表 65：2018 年视觉中国与互联网平台签署战略合作协议



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 66：百度图片搜索对版权图片注有明显标识



资料来源：百度图片，东方财富证券研究所

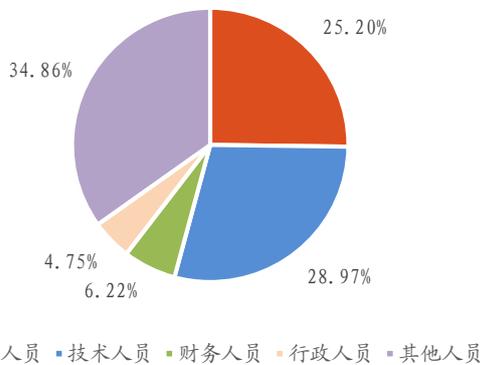
深挖企业客户，“鹰眼”获客事半功倍。新的场景下，企业客户依托新媒体开展营销宣传活动，对视觉内容产生大量需求，视觉中国重点在互联网科技、快消、通讯、电商、银行、金融、旅游、交通、教育等行业发掘潜在客户。2017年，公司企业客户数较上年新增48.7%，其中年度长协客户占比超过43%。

同年，公司自行研发的“鹰眼”图像互联网版权保护平台建设完成，为行业首创。“鹰眼”基于图像大数据及人工智能技术，具备自动全网爬虫、图像

及授权比对等技术能力，每日自动处理约 200 万条以上的数据，能够及时追踪网络上未经授权使用公司图片的企业，同时公司采用“时间戳”的技术进行固定证据和实时公证，锁定潜在客户，进而传递合作意向，对其进行正版化引导及转化。2017 年，公司通过“鹰眼”发现的潜在客户数量同增逾 84%，而新增年度协议客户数量同增超过 54%。

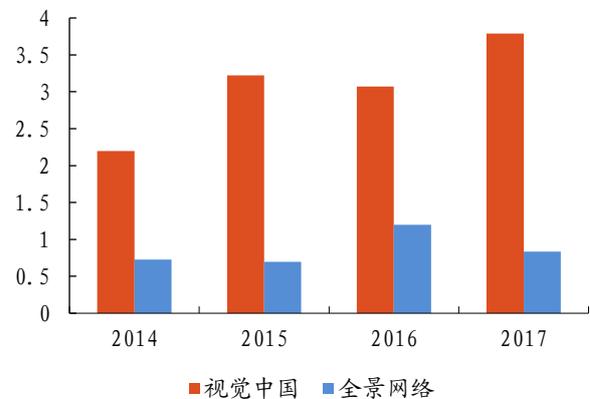
市场营销能力对于商业图片库企业至关重要，2017 年，视觉中国销售人员为 154 人，占比 25.2%，而全景网络销售人员 111 人，占比 56.92%，从销售人员人均收入贡献看，视觉中国以 379.05 万元的人均产值远远领先对手。视觉中国销售费用增速逐年放缓，2018 年前三季度同比下降 1.97%，销售费用率同比下降 2.77pct。“鹰眼”大幅降低获客成本，相对于传统线下销售来说更精准，转化客户的时间成本一般为 2-6 个月，而对于侵权企业合作的最后一道防线仍是对著作权的司法保护。

图表 67：2017 年视觉中国员工构成分布



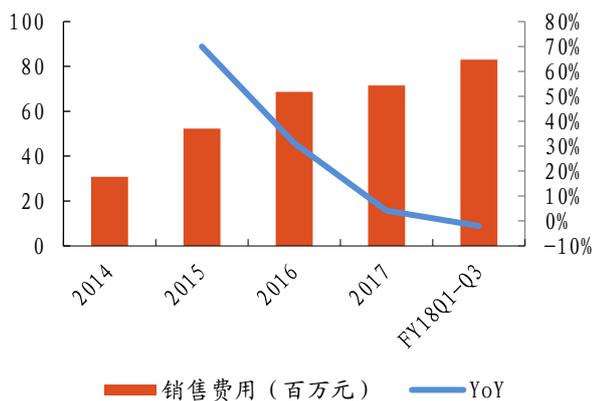
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 68：销售人员人均收入贡献（百万元）



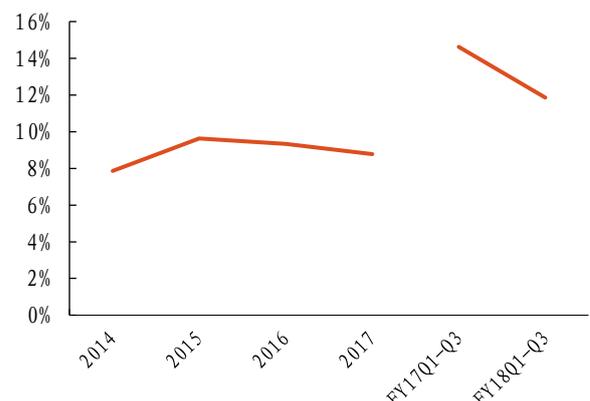
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 69：视觉中国销售费用及增速



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 70：视觉中国销售费用率



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2.2. 以技术为刃，产品与服务双发力

多元化产品组合，满足差异化需求。视觉内容的定价模式较为复杂，前文中我们讲到 RM 和 RF 两种授权模式，总结下来，授权计价受到素材最终用途、使用范围/频次/位置/版幅、发行量、质量和获取素材的难易程度等因素影响。

视觉中国通过高端图库和微利图库推出不同产品定价和授权模式，满足各类企业的差异化需求。2014年9月9日，视觉中国推出微利图片网站“视图网”（fotomore），采用会员制，用户需要先付费才能挑选和下载素材，素材主要来自 iStock。作为国内最大微利图片网站，截止2014年底，已拥有2000万张海量创意素材，14000多名签约摄影师，注册用户数达40万人。微利图库采用在线支付模式，推出年度和月订阅套餐，提供标准授权和扩展授权，相较于全景网，产品线更为全面，价格区间更广，能为各类项目和预算提供匹配的套餐。从产品组合来看，视觉中国编辑类与创意类图片并重，而东方 IC 更偏重编辑类，全景网创意类图片居多。

图表 71：视觉中国微利图库与全景网价格体系对比

微利图片库	Fotomore			全景网		
	标准授权		扩展授权	网络套餐	线下套餐	出版套餐
套餐及单张价格	年度套餐 20-180元	月订阅套餐 4-30元	500-600元	25-60元	100-190元	40-60元
图片格式	M尺寸适合小尺寸印刷和数字媒体使用；XXL尺寸是原图尺寸，适合户外广告印刷和数字媒体使用			Tiff2MB(72dpi)	Tiff20M	Tiff10M
使用范围	数字用途：电商、网站、微博、微信、电邮等	✓	✓	微博、微信、App 移动客户端、H5 应用配图、皮肤/主题、装修模板、网站设计	宣传册、海报、楼书、展板、手提袋、易拉宝、围挡、室内灯箱、商品陈列台、挂历、电子信	报纸配图、杂志封面及配图、图书封面及配图、电子出版物
	线下印刷：宣传页、海报、报纸杂志、包装等，	最多50万份	✓			
	户外广告（楼宇、车身、灯箱、围栏、橱窗、户外广告牌）	×	✓			
	转售设计模板（软件/程序）APP皮肤/主题	×	✓			
	转售品（纺织品、手机壳、贺卡、明信片、日历、杯子、T恤等）	×	✓			
	商标、LOGO	×	×			
	电视、网络视频、电影	制作预算最高10万元	✓			

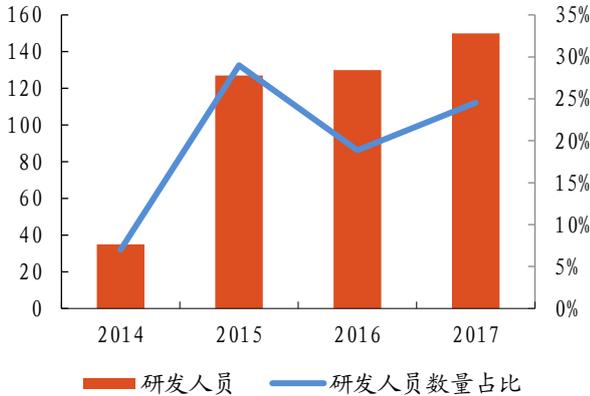
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

高效搜索和智能交付提升服务体验。视觉中国重视研发，2017年研发人员数量达到150人，占总员工数25%左右，研发投入逐步加大，2018年前三季度，研发费用同增55.47%至3170万元，占总营收5%左右。公司不断优化vcg和veer两个交易平台，在搜索、交互和视觉等方面提升用户体验，具备近百万结构化关键词标签，包括超过100万条词库标签，近30万条基于垂直领域的标签，传统客户可以在网站上使用“图搜服务”，包括文字搜索、颜色搜索、以图搜图、感知搜索等多项搜索服务快速找到所需视觉内容。

视觉中国提供3种交付模式（网站/API/VDEM），其中通过API连接第三方产品平台，技术团队可结合产品平台（或企业内部IT系统）应用场景自由调用，实现用户在该平台上查找、下载素材的流畅体验。对于企业大客户，视觉

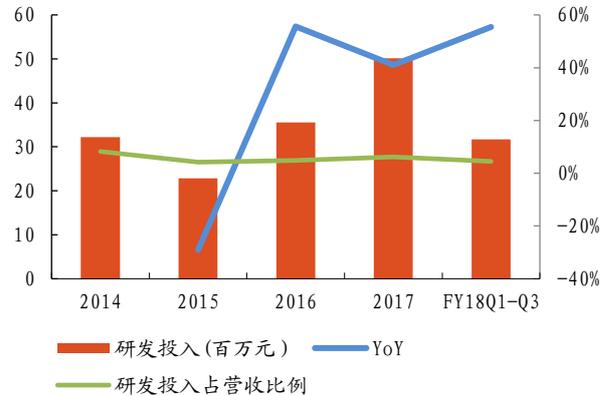
中国提供 6 种智能服务：图搜服务、智能配图、自动标签、版权追踪、行业图库、版权风控，2018 年视觉中国推出 AI lab 对智能服务进行展示。

图表 72: 视觉中国技术人员数量情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 73: 视觉中国研发投入情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 74: 视觉中国 AI lab 自动标签功能



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 75: 视觉中国 AI lab 文章智能配图功能



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

增值服务提供业绩新增长点。公司围绕视觉产业，提供丰富的增值服务，包括商业委托拍摄、官方图片社、“视觉+”整合营销传播、权利清除服务、创意征集，并推出数字资产管理解决方案。2015 年 10 月，视觉中国收购上海卓越 51% 股权，上海卓越主要从事策划营销、广告媒介代理、活动推广业务，与公司业务有较强的协同性，2015-2017 年超额完成业绩承诺。经过深度整合，双方协作增多，卓越的广告创意团队能够服务于视觉中国企业团队所获得的商业机会，其原有品牌客户也能够牵动公司的素材业务，从而实现交叉销售，卓越的经营稳定性会大大增强，也将强化公司为各类客户提供视觉内容生产、管理及传播服务的综合能力。

图表 76: 视觉中国增值服务

增值服务	服务内容	服务客户例举
商业委托拍摄	利用全球优秀的制片资源，通过专业队伍为客户提供从策划、拍摄、后期处理到出片的全流程服务。业务范围涵盖平面制作、宣传片及 TVC 拍摄制作、三维制作、VR 拍摄制作等。	361° 2016 里约奥运会；红星美凯龙裸眼 VR；南航空乘服务

官方图片社	视觉中国通过专业的摄影/摄像/编辑团队，全程为体育组织、大型体育赛事、娱乐活动提供全面优质的影像记录。通过基于云端的内容管理系统向海内外媒体进行内容分发与传播，扩大赛事、活动品牌推广及其商业价值。	2016CBA/WCBA/中国篮球之队官方图片社；2016中国网球公开赛官方图片社；2016上海国际电影节官方图片社
“视觉+”整合营销传播	视觉中国技术团队基于16年互联网在线视觉运营管理经验，推出专业的数字资产管理系统 DAM，用于解决视觉内容资源的在线管理、展示、分发与使用等问题。	芜湖旅游局“视觉+”营销传播案例；抚远县旅游项目营销传播；巴菲特慈善午餐营销传播
权利清除服务	视觉中国专业团队通过遍布全球的律师和经纪公司资源与第三方权利拥有者沟通，协助客户解决明星肖像、建筑物权、艺术品、知名商标、流行音乐等商业使用授权问题。	华为品牌“捕鱼的格瓦尼亚人”照片、视频版权以及渔民肖像权，均由视觉中国协助华为取得；通过与国际赛车场沟通，最终帮助宝马获得赛车场物权授权；洲际酒店肖像权清除
创意征集	依托 PGC 优质视觉内容，通过移动终端、运营商等渠道多屏分发，可为政府、企业、机构等提供高水准的创意征集服务。	世博会博物馆标志全球创意征集；上海旅游纪念品设计大赛；舌尖上的中国 II 海报设计大赛
数字资产管理系统 DAM	系统特点：基于 B/S 架构，只需通过浏览器即可上传下载数据资源；支持本地部署和云部署解决方案；与 VCG.com 无缝对接；集成多项搜索功能，让查找更便捷、更简单、更广泛；清晰用户权限，水印权限管理，保障数据使用安全	中国民航报社中国民航出版社 DAM 解决方案；凉山文广传媒集团 DAM 解决方案；北京 2022 年冬奥会组委会 DAM 解决方案

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.3. 推行“视觉+产业”战略，向 C 端延伸

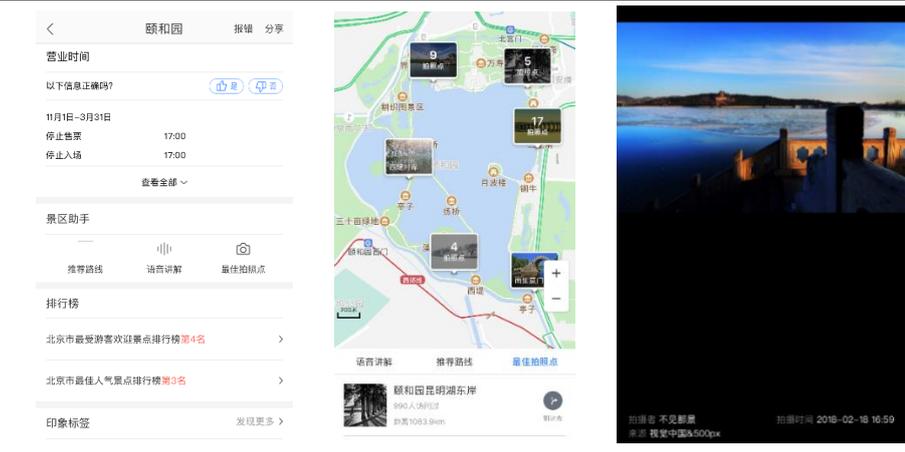
以智慧旅游为切入点。视觉中国于 2014 年 12 月、2017 年 12 月获得原国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”和“全国旅游监管服务平台”20 年特许经营权。2015 年，投资唱游公司作为项目实施主体，同时收购亿讯资产组 73% 股权（于 2018 年 12 月剥离）提供核心技术支持。目前两大平台运行稳定，智慧旅游公共服务平台连接旅游出行者、从业者及管理者的，直接面向 C 端消费者，此外唱游与百度、高德地图合作，逐步开拓旅游出行的应用场景。

图表 77：视觉中国“12301 国家智慧旅游公共服务平台”项目建设



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 78: 唱游公司与百度地图合作推出“最佳拍照点”项目



资料来源: 百度地图, 东方财富证券研究所

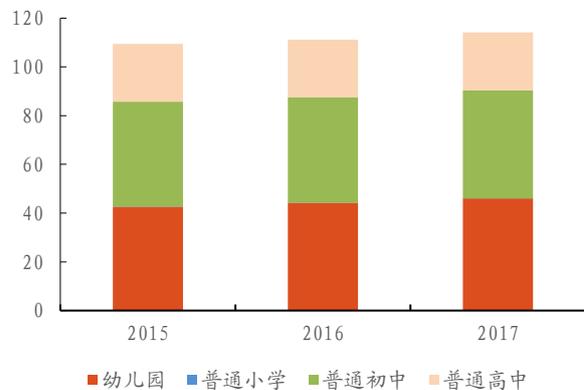
打开 K12 教育的优质“流量”入口。视觉中国于 2015 年参股湖北司马彦 49% 股权, 司马彦主要从事字帖书籍的编写、策划、制作和发行业务, 出版钢笔/毛笔/多体汉语/多笔体英文字帖等在 K12 字帖细分市场占有率逾 70%, 依托于字帖核心版权资源, 司马彦业绩增长稳健, 近三年均超额完成业绩承诺。同时, 视觉中国可以将其教育资源数字化、视觉化, 进而提供针对 K12 群体的视觉产品增值服务。2017 年公司收购广东易教优培 35% 股份, 易教优培是一家 K12 教师培训云服务提供商, 业务包括教师远程培训的平台建设、技术支持服务、课程资源建设、教学教务管理等, 通过此次收购视觉中国可以高效积累师生资源, 逐步增强对 K12 教育领域的覆盖。

图表 79: 司马彦字帖展示



资料来源: 湖北省版权保护中心, 东方财富证券研究所

图表 80: 中国 K12 在校学生数 (百万人)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 81: 湖北司马彦、广东易教优培业绩承诺情况

参股公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020
湖北司马彦	扣非净利润承诺 (百万元)	40.00	50.00	60.00	60.00	-
	实际扣非净利润 (百万元)	61.35	75.1645	71.65	-	-
	完成率	153.38%	150.33%	119.42%	-	-
广东易教优培	扣非净利润承诺 (百万元)	-	-	33.00	43.00	53.00
	实际扣非净利润 (百万元)	-	-	33.09	-	-
	完成率	-	-	100.27%	-	-

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

4. 盈利预测

视觉内容与服务业务：主要来自于汉华易美、华夏视觉及 500px。随着国内版权保护力度加强，以及下游行业需求多元化发展，国内图片行业正版率将逐步提升。视觉中国为商业图片库行业的龙头公司，在内容储备、服务体验和获客渠道上有极大的优势。公司剥离凡特艾斯与亿讯资产组，更加聚焦视觉主业，我们预计公司视觉内容与服务业务将在未来几年保持相对快的增速。公司采用平台型商业模式，对上游供应商及供稿人议价能力强，预计毛利率也将稳中有升。

广告创意服务业务：来自于上海卓越。对赌期完成后，上海卓越经过深度整合，与公司主业的协同性增强，能够服务于视觉中国企业团队所获得的商业机会，经营稳定性和可持续性大大增强，盈利增速将会逐步恢复。

旅游及其他业务：公司于 2017 年 8 月公司转让艾特凡斯股权，2018 年 12 月 8 日，亿讯资产组股权完成变更，不再纳入公司合并报表范围内，公司数字娱乐、软件信息服务业务已基本剥离。由于剥离了毛利率相对低的业务，公司整体毛利率预计将有所抬升。

图表 82：盈利预测业务拆分

科目	分项业务	2018E	2019E	2020E
收入（亿元）	视觉内容与服务业务	788.06	1087.52	1392.02
	广告创意服务	91.75	117.44	146.80
	旅游及其他业务	127.53	0.00	0.00
	合计	1007.34	1204.96	1538.82
YoY	视觉内容与服务业务	35%	38%	28%
	广告创意服务	30%	28%	25%
	旅游及其他业务	-20%	0%	0%
	合计	24%	20%	28%
收入占比	视觉内容与服务业务	78%	90%	90%
	广告创意服务	9%	10%	10%
	旅游及其他业务	13%	0%	0%
	合计	100%	100%	100%
毛利率	视觉内容与服务业务	69%	69%	69%
	广告创意服务	62%	62%	62%
	旅游及其他业务	49%	0%	0%
	合计	65%	68%	68%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

预计公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 10.07/12.05/15.39 亿元，归母净利润分别为 3.72/4.82/6.26 亿元。EPS 分别为 0.53/0.69/0.89 元，对应的 PE 分别为 47/37/28 倍。

图表 83: 盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	814.57	1007.34	1204.96	1538.82
增长率 (%)	10.75	23.66	19.62	27.71
EBITDA (百万元)	394.18	486.09	563.99	721.35
归属母公司净利润 (百万元)	290.82	371.83	481.92	625.79
增长率 (%)	35.48	27.86	29.61	29.85
EPS (元/股)	0.42	0.53	0.69	0.89
市盈率 (P/E)	60.59	47.39	36.56	28.16
市净率 (P/B)	6.85	5.98	5.14	4.35
EV/EBITDA	45.83	36.40	30.29	22.52

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5. 估值与投资建议

绝对估值

首先采用绝对估值方法进行估值。根据基本假设计算出公司对应加权平均资本成本 WACC 为 10.32%。以 WACC 做折现率对公司进行 FCFE 估值, 在已知三年显性期, 假设三年半显性, 三年过渡期后进入永续增长的四段式模型, 公司价值约为 222.96 亿元, 对应权益价值为 214.3 亿元, 对应当前股本每股价值为 30.59 元。截至 12 月 11 日收盘价, 公司股价为 26.27 元, 处于被低估状态。

图表 84: DCF 估值模型 (FCFE) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.05	WACC	10.32%
市场收益率 Rm	10.27%	半显性增速	26.00%
无风险利率 Rf	3.59%	永续增速	3%
风险溢价	6.68%	公司价值	222.96 亿元
实际税率	11.52%	股票价值	214.3 亿元
债务利率	5.00%	每股价值	30.59 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

相对估值

视觉中国是国内商业图片库行业中唯一一家上市企业, 在 A 股市场没有直接对标标的, 我们选取了 A 股上市的具有平台属性的两家互联网公司掌阅科技 (移动阅读平台)、芒果超媒 (新媒体平台), 以及海外微利图片库公司 Shutterstock (SSTK.N) 进行比较, 同时我们比较了公司历史估值水平。

Shutterstock 于 2012 年 10 月登陆纽交所, 在收入高速增长的 2013-2015 年 PE (TTM) 最高达到 128 倍, 近五年 PE (TTM) 均值为 70 倍, PE (TTM) 与当季净利润同比增速变化趋势相匹配。公司上市之初总市值为 7 亿美元, 2014 年曾达到 35 亿美元估值高峰, 目前回落至 13.36 亿美元。

当前视觉中国 PE (TTM) 为 54.96 倍, 2018-2020 年的预测 PE 分别为 47.95/36.8/28.47 倍, 略高于行业平均。考虑到国内商业图片库市场起步较晚, 正版化率有很大提升空间, 视觉中国覆盖业务较 Shutter 更为广泛, 视觉内容与服务核心业务有望保持高增长, 应享有一定的估值溢价, 同时参考公司历史估值中枢, 给予公司 2019 年 50 倍 PE, 12 个月目标价 34.5 元, 首次给予“买入”评级。

图表 85: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE			
			TTM	2018E	2019E	2020E
603533.SH	掌阅科技	81.24	57.56	50.96	41.55	34.85
300413.SZ	芒果超媒	396.01	134.89	38.30	29.56	22.82
SSTK.N	Shutterstock Inc	13.36	31.95	25.95	24.77	-
平均			74.80	38.40	31.96	28.83
000681.SZ	视觉中国	184.95	54.96	47.95	36.80	28.47

注: 数据截至 2018 年 12 月 12 日, SSTK 总市值单位为美元;

资料来源: 掌阅科技、芒果超媒、视觉中国采用 Choice 一致盈利预测, SSTK 盈利预测采用 Yahoo Finance, 东方财富证券研究所

图表 86: 近 5 年 Shutterstock PE (TTM) 及当季净利润同比增速



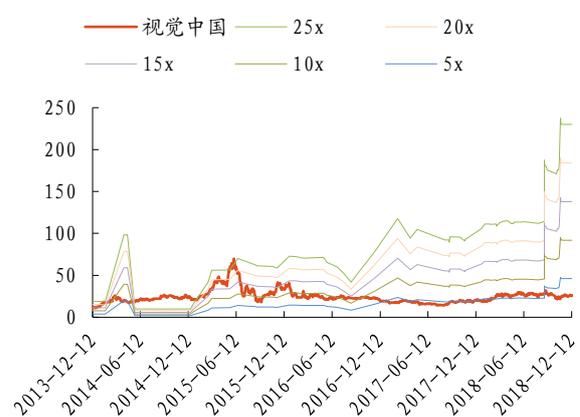
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 87: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 88: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

视觉内容盗版风险；
商业图片库行业竞争风险。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	808.00	1129.52	1770.00	2678.97
货币资金	390.50	759.71	1372.40	2210.94
应收及预付	379.69	322.48	360.12	414.40
存货	29.39	38.47	28.63	44.77
其他流动资产	8.41	8.86	8.86	8.86
非流动资产	3291.46	3493.21	3488.59	3484.26
长期股权投资	1073.61	1123.61	1123.61	1123.61
固定资产	5.94	2.32	-0.77	-3.63
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1291.22	40.25	38.72	37.25
其他长期资产	920.69	2327.04	2327.04	2327.04
资产总计	4099.47	4622.73	5258.60	6163.23
流动负债	736.17	856.07	1010.02	1288.87
短期借款	157.63	157.63	157.63	157.63
应付及预收	388.01	507.90	661.86	940.70
其他流动负债	190.54	190.54	190.54	190.54
非流动负债	759.83	759.83	759.83	759.83
长期借款	489.66	489.66	489.66	489.66
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	270.17	270.17	270.17	270.17
负债合计	1496.00	1615.90	1769.85	2048.70
实收资本	73.89	73.89	73.89	73.89
资本公积	1600.35	1600.35	1600.35	1600.35
留存收益	910.47	1282.30	1764.22	2390.00
归属母公司股东权	2572.50	2944.33	3426.25	4052.04
少数股东权益	30.96	62.50	62.50	62.50
负债和股东权益	4099.47	4622.73	5258.60	6163.23

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	814.57	1007.34	1204.96	1538.82
营业成本	278.11	347.95	384.52	487.31
税金及附加	5.69	8.06	10.24	13.54
销售费用	71.54	84.78	97.96	110.30
管理费用	125.03	92.83	118.64	154.59
研发费用	0.00	70.73	94.01	122.50
财务费用	35.23	25.74	24.45	22.30
资产减值损失	14.86	-5.01	3.27	2.06
公允价值变动收益	-0.63	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.71	57.62	63.58	68.61
资产处置收益	0.00	7.80	0.00	0.00
其他收益	4.36	8.44	0.00	0.00
营业利润	353.55	456.11	535.45	694.83
营业外收入	0.22	0.54	0.81	1.22
营业外支出	0.49	0.77	0.79	0.73
利润总额	353.28	455.88	535.46	695.32
所得税	40.71	52.52	53.55	69.53
净利润	312.57	403.37	481.92	625.79
少数股东损益	21.75	31.53	0.00	0.00
归属母公司净利润	290.82	371.83	481.92	625.79
EBITDA	394.18	486.09	563.99	721.35

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	250.13	545.13	575.66	795.94
净利润	312.57	403.37	481.92	625.79
折旧摊销	5.67	4.47	4.09	3.73
营运资金变动	-47.67	172.60	122.89	206.35
其它	-20.44	-35.30	-33.23	-39.94
投资活动现金流	-172.80	-148.82	64.13	69.70
资本支出	-15.07	-132.72	0.55	1.09
投资变动	-157.73	-16.11	63.58	68.61
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-138.90	-27.10	-27.10	-27.10
银行借款	400.01	0.00	0.00	0.00
债券融资	242.71	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.00	0.00	0.00	0.00
其他	-793.62	-27.10	-27.10	-27.10
现金净增加额	-61.57	369.21	612.69	838.54
期初现金余额	467.84	390.50	759.71	1372.40
期末现金余额	402.25	759.71	1372.40	2210.94

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.75	23.66	19.62	27.71
营业利润增长	30.84	29.01	17.39	29.77
归属母公司净利润增长	35.48	27.86	29.61	29.85
获利能力 (%)				
毛利率	65.86	65.46	68.09	68.33
净利率	35.70	36.91	39.99	40.67
ROE	11.30	12.63	14.07	15.44
ROIC	8.07	8.81	9.88	11.08
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.49	34.96	33.66	33.24
净负债比率	0.17	0.03	-0.15	-0.33
流动比率	1.10	1.32	1.75	2.08
速动比率	1.06	1.27	1.72	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.27
应收账款周转率	2.23	3.13	4.00	4.50
存货周转率	9.32	10.59	12.00	13.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.53	0.69	0.89
每股经营现金流	3.39	7.38	7.79	10.77
每股净资产	34.81	39.85	46.37	54.84
估值比率				
P/E	60.59	47.39	36.56	28.16
P/B	6.85	5.98	5.14	4.35
EV/EBITDA	45.83	36.40	30.29	22.52

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。