投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元)： 19.89

合理价格区间(元)： 24.40～30.50

证券分析师

雷涛

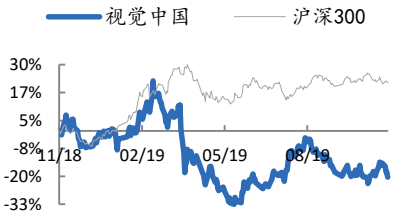
资格编号：S0120518060001

电话：021-68761616-6307

邮箱：leitao@tebon.com.cn

联系人

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-6.1	-5.7	-18.0
相对涨幅（%）	-4.5	-5.9	-19.6

资料来源：德邦研究所

相关研究

聚焦核心主业，凤起视觉内容版权服务

视觉中国(000681)

投资要点：

- **版权付费潜力巨大，公司的行业主导地位稳固。**我国广告市场规模和 GDP 之间长期存在正相关关系，广告市场仍有巨大潜力可以被挖掘。根据艾意凯咨询评估，版权图片行业的市场空间约为广告市场规模的 2.7%。按此估算，2018 年版权图片行业的市场渗透率（正版化率）不足 11%，即使到 2021 年市场渗透率或仍不足 20%。目前行业的商业模式上仍以“版权交易”为主要变现渠道，相关企业主要集中在“中游内容分发层”。模式核心是向下游进行内容收费、向上游提供收入分成，相关公司承担了上下游便捷融通的渠道商角色。我们认为公司所在行业的发展潜力是巨大的，且随着公司近几年对内容资源端持续不断地兼并收购和整合丰富，其在“一超多强”的相对稳定的竞争格局中将继续保持主导地位。

- **客户开发三维并进，上下游愈发分散，渠道话语权渐显。**公司客户既有广告营销公司、传媒机构等大型企业，也有中小企业和个人消费者。公司在传统市场耕耘多年，通过直接或集团性企业间接获客，与国内大量企业签订年度合作协议。同时，公司也积极把握新媒体的发展机遇，与众多新兴互联网公司签署长期合作协议，通过与大流量平台的 API 对接，提升了优质正版内容触达长尾用户的可能。我们认为公司从覆盖广度、细分深度和长期黏性三个维度齐抓手，获客效率有望进一步提升。并且公司的上、下游均呈愈发分散的趋势，其既不依赖于单一客户，也不绑定于单一供应商，公司的渠道优势和话语权将愈发明显，业绩稳定性也将进一步提高。

- **“411 事件”已成过去式，影响短期业绩但不影响长期逻辑。**事件本身，公司仅受到三十万元行政处罚，对经营业绩不产生重大影响，不触及重大违法强制退市情形。事件之后，公司进行了全方位的积极整改，一个月内全面恢复服务网站和相关业务。公司成立独立的内容安全审核团队，与人民网建立合作，整体提升了其内容质量与合规服务能力。我们认为事件不会产生持续性影响，长远来看，事件有关问题的消除殆尽有利于公司商业模式的进一步优化，有利于其内容、技术、获客等核心竞争力的持续提升。

- **投资建议。**首次覆盖给予“增持”评级。基于国内版权意识持续渗透、公司以内容资源筑高竞争壁垒并保持行业主导地位、渠道价值及对上下游话语权进一步凸显的假设，我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 8.76、11.29 和 13.26 亿元，净利润分别为 3.31、4.28 和 5.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.61 和 0.74 元。当前股价对应的 2019-2021 年 PE 分别为 42、33 和 27 倍。考虑到公司历史估值中位值约为 50 倍和业内较高的 ROE 水平、较为稳定的净利润增速，我们认为公司合理的估值区间为对应 2020 年市盈率 40-50 倍，对应目标价区间为 24.40-30.50 元，首次覆盖公司给予“增持”评级。

- **风险提示。**版权保护风险，被诉讼风险，竞争加剧风险，质押风险，商誉减值风险。

股票数据

总股本(百万)	700.58
流通 A 股(百万)	700.58
52 周内股价区间(元)	30.69-16.87
总市值(百万)	13,955.50
总资产(百万)	4,209.74
每股净资产(元)	4.40

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万	815	988	876	1129	1326
（+/-）YoY（%）	10.7	21.3	-11.3	28.9	17.4
净利润（百万元）	291	321	331	428	520
（+/-）YoY（%）	35.5	10.4	3.2	29.1	21.5
全面摊薄 EPS	0.42	0.46	0.47	0.61	0.74
毛利率（%）	65.9	64.7	66.0	67.0	68.0
净资产收益率	11.3	11.1	10.4	12.0	12.9

资料来源：公司年报（2017-2018），德邦证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：国内最大的正版视觉内容与服务平台 5
1.1 从多元化外延发展到内敛聚焦核心主业 5
1.2 财务关键指标健康，整体表现稳健且具备可持续性 7
2. 行业概况：版权意识渐入人心，开启内容付费新时代 8
2.1 广告市场规模跟随 GDP 将继续稳增，网络广告仍是核心增长点 8
2.2 版权图片市场空间巨大，长期渗透率取决于版权意识和版权维护 9
2.3 一超多强，国内市场竞争格局基本稳定 11
3. 核心主业：模式和路线清晰，壁垒和话语权渐显 12
3.1 商业模式：融通上下游对版权内容的供需，授权使用方式多样 12
3.2 客户结构：开发对象多元化，广度、纵深、黏性三维并进 13
3.3 产品生态：以海量内容满足全方位需要，以技术赋能提升用户体验 15
3.4 海外双雄：高端图片之王 Getty，微利图片后起之秀 Shutter stock 17
4. “411 事件”：已成过去式，不影响公司长期逻辑 19
5. 投资建议 19
5.1 盈利预测关键假设 19
5.2 投资建议 20
6. 风险提示 21

图表目录

图 1 2010-2019H1 公司的各业务营业收入占比情况.....5
图 2 公司的股权结构.....5
图 3 公司的历史沿革.....6
图 4 2010-2019Q3 公司总营收和核心主业营收及其增速(亿元).....7
图 5 2010-2019Q3 公司归母净利润及其增速（亿元）.....7
图 6 2010-2019Q3 公司毛利率、净利率情况.....7
图 7 2014-2019Q3 公司 ROE、ROA 情况.....7
图 8 2014-2019Q3 公司经营性现金流净额及净现比（亿元）.....7
图 9 2010-2019Q3 公司资产负债率情况.....7
图 10 2014-2019H1 公司应收账款账龄结构.....8
图 11 2014-2019H1 公司前五欠款方应收款、客户销售额占比.....8
图 12 2014-2019Q3 公司研发支出及其占营收比例（亿元）.....8
图 13 2014-2019Q3 公司销售、管理、财务费用率情况.....8
图 14 2000-2018 年中国广告市场经营额、经营额增速与 GDP 增速情况.....8
图 15 2005-2019H1 中国网民规模及互联网普及率情况.....9
图 16 2005-2019H1 中国手机网民规模及其占整体网民比例.....9
图 17 2013-2018 年中国五大媒体广告收入规模（亿元）.....9
图 18 2017Q3-2019Q2 中国网络广告市场规模（亿元）.....9
图 19 2013-2018 年版权图片行业理论市场空间及其增速.....10
图 20 2014-2020 年版权图片行业估算市场规模及其渗透率.....10
图 21 2009-2018 年全国著作权登记数量、作品自愿登记数量及其增速情况.....10
图 22 2016 年 Pixsy 图片盗版占比情况.....10
图 23 2017 年百度图片版权卫士样检结果中侵权主体的分布.....10
图 24 版权图片行业维权过程.....11
图 25 版权图片行业基本架构.....11
图 26 公司的核心商业模式流程图.....12
图 27 2010-2013H1 公司的客户群体划分及其营收占比情况.....13
图 28 2018 年公司的客户群体划分及其营收占比情况.....13
图 29 公司覆盖的部分广告营销客户.....14
图 30 通过 360 搜索引擎单击版权声明图片进入公司网站内相关授权交易页面的流程.....15
图 31 公司的海外收入及其增速情况.....15

图 32 2010-2018 年公司支付给 Getty 的采购额占总额比例 15
图 33 公司旗下主要产品线.....16
图 34 2013H1-2018 年公司内容资源的积累情况（百万件）.....16
图 35 公司内容资源的三大主要来源 16
图 36 公司的互联网智能服务平台主体框架 16
图 37 1996-2007 年 Getty 的营收及增速情况.....17
图 38 1996-2007 年 Getty 的净利润及增速情况 17
图 39 2007-2018 年 Shutter stock 的营收和增速情况 18
图 40 2008-2018 年 Shutter stock 的净利润和增速情况.....18
图 41 2009-2018 年 Shutter stock 的付费下载次数及增速 18
图 42 2009-2018 年 Shutter stock 的单次下载收入及增速 18
图 43 1996-2018 年 Getty Images、Shutter stock 和视觉中国核心主业的毛利率变化情况 18
图 44 2016-11-28 至 2019-11-26 期间的公司 PE-Band.....20

表 1 2014 年版权图片行业的主要竞争者及其市场份额 11
表 2 2018 年国内各版权图片公司现状.....12
表 3 国内主要版权图片交易平台的授权方式.....13
表 4 公司覆盖的部分媒体类型及相关案例 14
表 5 公司在不同应用场景的互联网平台接入案例 14
表 6“411 事件”过程始末 19
表 7 公司各业务营收预测（百万元）.....20
表 8 2019-11-26 各可对比公司估值情况.....21

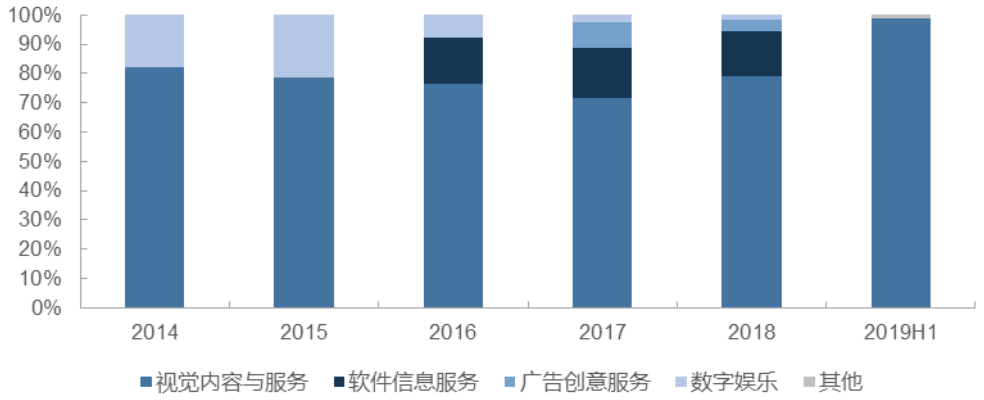
1.公司概况：国内最大的正版视觉内容与服务平台

公司是一家国际知名的以“PGC 视觉内容”为核心的互联网科技文创公司。公司整合全球优质版权内容资源，基于大数据、人工智能技术，通过互联网版权交易平台提供数以亿计的高质量、专业性的图片、视频及音乐素材，为内容生态中的生产者与使用者提供全方位的版权交易和增值服务。公司经过多年发展，在图像识别、搜索算法、智能大数据分析、云服务等方面不断创新，将“内容”与“科技”相结合，与腾讯、百度、阿里、华为和 2022 年北京冬奥会组委会等在内容生态建设、人工智能、大数据等领域建立了战略合作伙伴关系。公司通过外延并购、股权合资和战略合作等多种方式，在视觉内容主营业务的上下游及相关文化产业细分领域积极布局，构筑了较高的竞争壁垒。

1.1从多元化外延发展到内敛聚焦核心主业

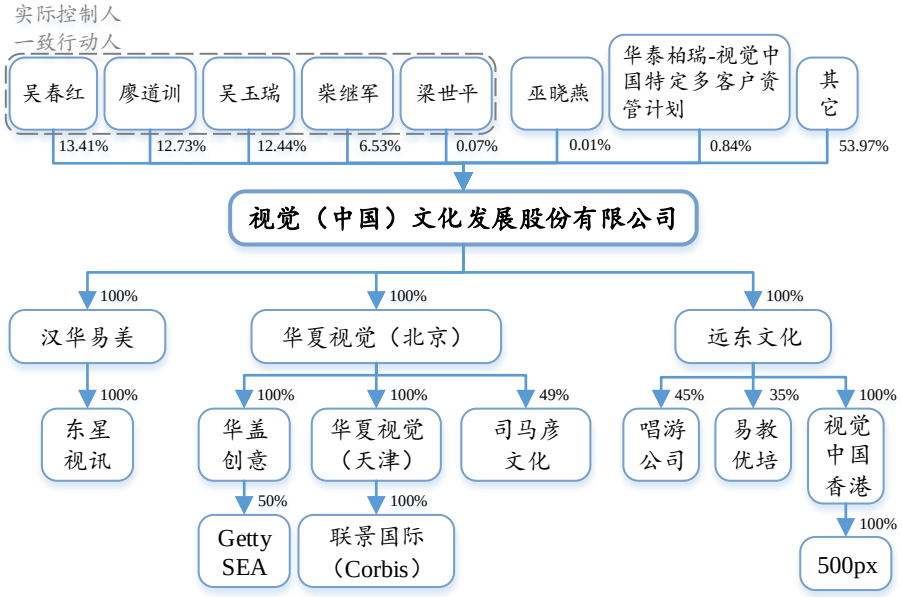
2019 年上半年，公司的营业收入几乎全部来自公司核心主业，即视觉内容与服务业务，占比提升至 99%。而回顾公司 2014 年上市以来的营收构成，还包括软件信息服务、广告创意服务和数字娱乐等。其中，软件信息服务业务主要来自公司 2015 年 9 月收购 73%股权的、国内领先的全媒体交互中信解决方案供应商-亿迅资产组，该资产已于 2018 年 Q4 剥离；广告创意服务业务主要来自公司 2015 年 11 月收购 51%股权的、从事全案整合营销的上海卓越，该资产已于 2019 年 Q1 剥离；数字娱乐业务主要来自公司原全资子公司、从事主题公园和城市综合体内的数字娱乐项目全流程服务的艾特凡斯，该资产已于 2017 年 Q3 剥离。

图 1 2010-2019H1 公司的各业务营业收入占比情况



资料来源：wind，德邦研究所

图 2 公司的股权结构

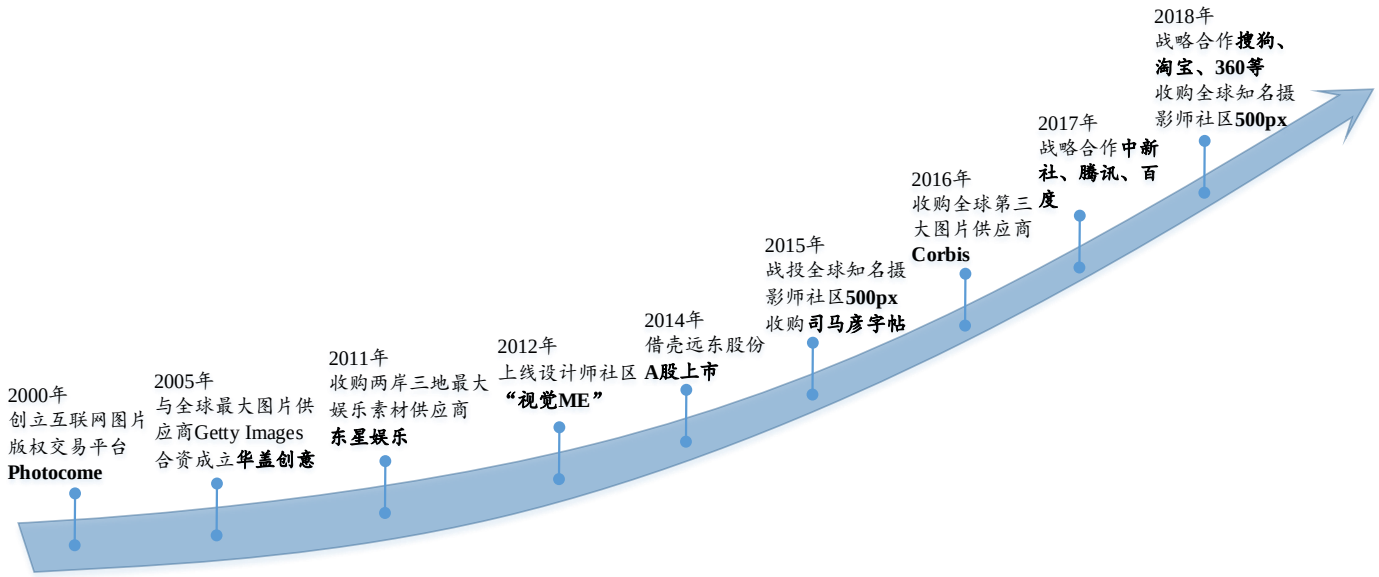


资料来源：wind，德邦研究所

公司目前的实际控制人为包括吴春红女士、廖道训先生、吴玉瑞女士、柴继军先生、梁世平先生在内的 5 名一致行动人。华泰柏瑞-视觉中国特定多客户资产管理计划为公司 2015 年非公开发行股份的认购对象，其实际出资人为廖道训先生、吴春红女士和柴继军先生；而巫晓燕女士则为柴继军先生配偶。上述股东合计持有公司 46.03%的股份。另外，公司核心创始团队中，公司当前董事长廖杰先生为大股东廖道训先生和吴玉瑞女士之子；公司当前董事、总裁兼财务负责人梁军女士为大股东吴春红女士之女、梁世平先生之妹；公司当前董事、副总裁柴继军先生为公司前身 Photocome 最早的创始人之一。

2000 年，创始人柴继军先生、李学凌先生和陈智华先生联手创办国内首家互联网图片版权交易平台 Photocome，并获得彼时刚从加拿大回国创立百联优力投资有限公司（UIG）的董事长廖杰先生的投资。

图 3 公司的历史沿革



资料来源：公司公告，德邦研究所

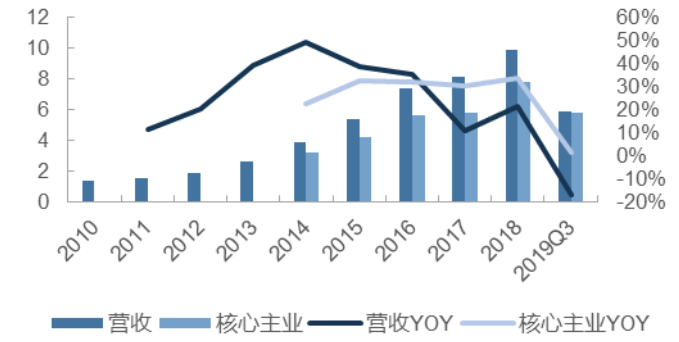
在上游视觉内容资源方面，公司持续提高竞争壁垒。公司与全球公认的最大图片版权交易平台 Getty Images 一直保持独家双向多维度战略合作，分别于 2005 年合资成立华盖创意，于 2016 年合资成立 Getty SEA。后者是成立于美国西雅图的全球数字媒体的缔造者，首创图片的在线授权模式，截至 2016 年已拥有 8 亿张图片，2500 万张精品创意图片。2011 年，公司收购了两岸三地最大的娱乐素材供应商东星娱乐。2015 年，公司战略投资了全球知名的摄影师社区 500px，并于 2018 年收购其 100%股权。后者截至 2018 年已拥有超过 1300 万注册会员，约 30 万名全球签约供稿人，超过 1 亿 2000 万张图片。2016 年，公司收购比尔•盖茨于 1989 年创办的全球第三大图片供应商 Corbis Images 的 100%股权。后者经评估拥有 628 张经典级图片、超过 12 万张重要级图片、超过 44 万张档案级图片和超过 4000 万张尚未经过编辑挖掘整理和数字化的原始文件（记录了 19 世纪至 20 世纪的全球重大历史事件，是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产），拥有 1.5 万多名全球签约供稿人。2017 年，公司又与中新社在全球范围内展开图片授权、内容分享和海外传播等方面的战略合作。后者是我国加强国际传播能力建设的 6 家中央媒体之一，现库存图片约 300 万张，包含大批历史事件、历史名人图片，拥有 46 个境内外分社、100 多名摄影记者和 1.5 万多名签约摄影师。

而在拓展下游客户资源方面，公司除了与传统媒体（例如 CCTV、人民日报和新华网等）、企业（例如华为、小米、招商银行和奔驰等）、广告营销（例如蓝色光标、新意互动等）和互联网新媒体（例如新浪、搜狐和网易等）等 B 端大客户建立友好合作关系外，还通过与腾讯、百度、搜狗、淘宝和 360 等互联网大流量平台建立战略合作关系，持续扩大对小 B 或 C 端中小客户长尾市场的覆盖。

1.2财务关键指标健康，整体表现稳健且具备可持续性

公司全面覆盖客户，持续强化竞争壁垒并提升产品竞争力，聚焦核心主业，营业收入和净利润逐年稳增。虽然 2019 年前三季度的营收、净利润受到“411 事件”影响增速明显下滑，但拉长时间轴看公司业务的发展速度是可观且可持续的。公司 2010-2018 年的营收复合增速为 27.67%，净利润复合增速则高达 39.80%。

图 4 2010-2019Q3 公司总营收和核心主业营收及其增速(亿元)



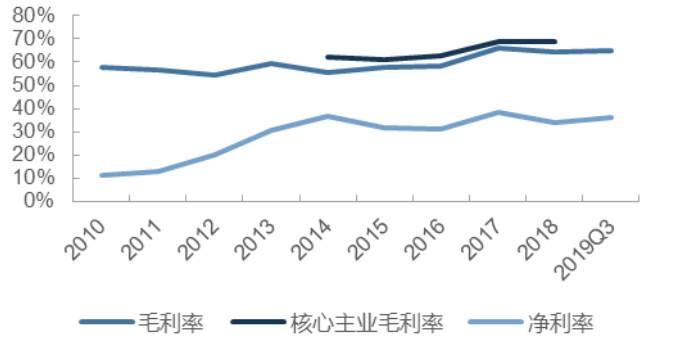
资料来源：wind，德邦研究所

图 5 2010-2019Q3 公司归母净利润及其增速（亿元）

资料来源：wind，德邦研究所

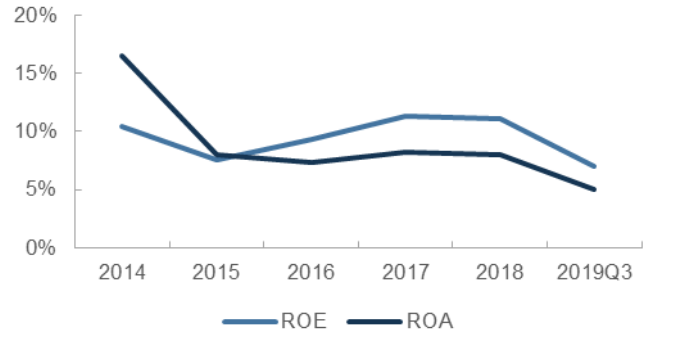
上市至今，公司在核心主业上持续深耕细作，毛利率、净利率均保持总体向上趋势，2019 年 Q3 分别达到 64.77%和 36.42%。ROE 方面，2015-2018 年同样呈现逐年增长态势，近两年已维持在 11%以上的水平。

图 6 2010-2019Q3 公司毛利率、净利率情况



资料来源：wind，德邦研究所

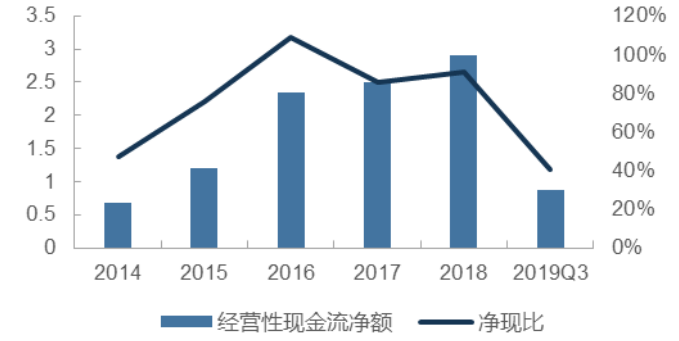
图 7 2014-2019Q3 公司 ROE、ROA 情况



资料来源：wind，德邦研究所

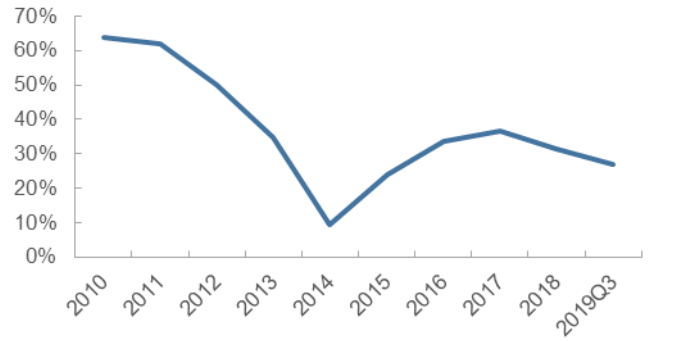
公司的经营性现金流净额持续向好，净现比常年保持在 85%-110%之间。公司的资产负债率整体较低，2015-2017 年负债率伴随着有息负债的增加而有所抬升，但从 2018 年开始继续回落。

图 8 2014-2019Q3 公司经营性现金流净额及净现比（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 9 2010-2019Q3 公司资产负债率情况

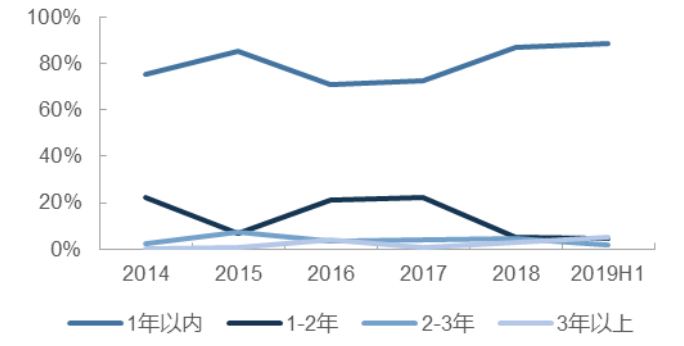


资料来源：wind，德邦研究所

公司的应收账款账龄持续向 1 年以内集中，且前五欠款方的应收账款占比和前五客

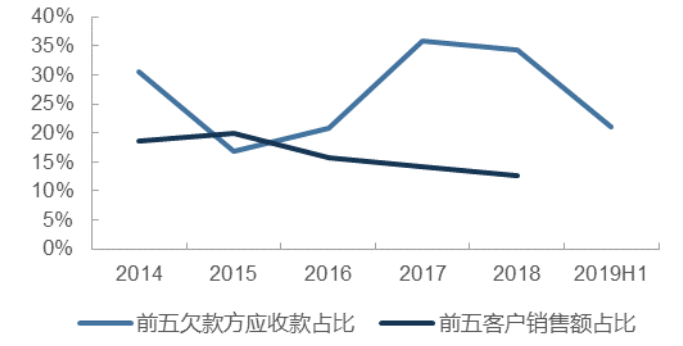
户的销售额占比集中度都持续降低，相关风险较为分散而可控。

图 10 2014-2019H1 公司应收账款账龄结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

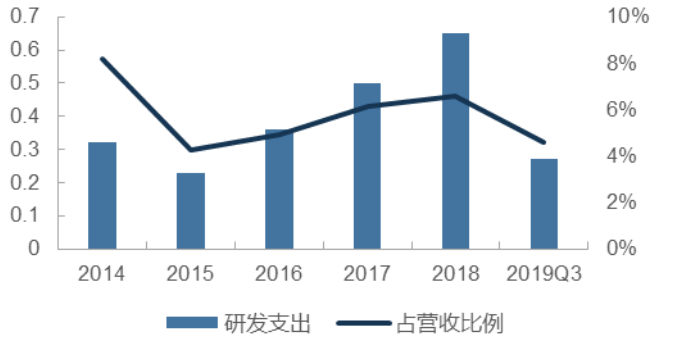
图 11 2014-2019H1 公司前五欠款方应收款、客户销售额占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

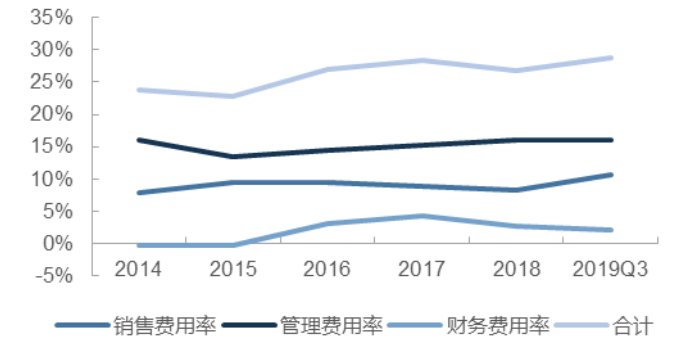
公司持续加大在研发方面的投入，研发支出的绝对额和占营收比例均逐年提升。三费方面，财务费用率受分期支付相关资产收购价款在 2016 年和 2017 年有所抬升，而随着各资产组的相继剥离已有所回落；管理费用率和销售费用率整体呈稳定状态，但受“411 事件”影响，2019 年 Q3 的销售费用率有所抬升。

图 12 2014-2019Q3 公司研发支出及其占营收比例（亿元）



资料来源：wind，德邦研究所

图 13 2014-2019Q3 公司销售、管理、财务费用率情况

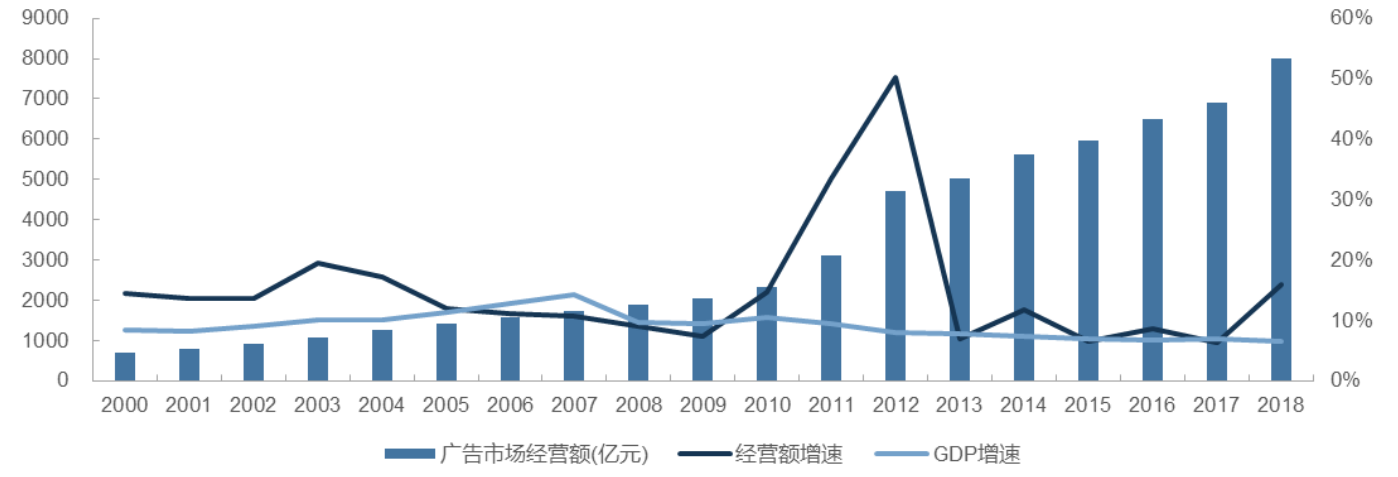


资料来源：wind，德邦研究所
注：管理费用中均包含研发费用

2.行业概况：版权意识渐入人心，开启内容付费新时代

2.1广告市场规模跟随 GDP 将继续稳增，网络广告仍是核心增长点

图 14 2000-2018 年中国广告市场经营额、经营额增速与 GDP 增速情况



资料来源：国家市场监督管理总局（国家工商总局），国家统计局，中国广告协会，德邦研究所

我国广告市场规模和 GDP 间存在长期的正相关关系，随着我国广告经营体制改革和经济结构调整的稳步推进，广告市场仍有巨大潜力可以被挖掘。根据国家市场监督管理总局最新数据显示，2018 年中国广告市场表现超出预期，实现经营额 7991.48 亿元，同比增长 15.88%，占国民生产总值（GDP）的 0.88%，是近六年来增幅最大的一年，较前几年与 GDP 增速个位数的差距提升明显。

截至 2019 年 H1，中国网民规模达到 8.54 亿人，互联网普及率达到 61.2%，手机网民规模达到 8.47 亿人，占整体网民比例达到 99.1%。而随着中国网民规模，尤其是手机网民规模的长期快速发展，网络广告的价值越来越显著。

图 15 2005-2019H1 中国网民规模及互联网普及率情况

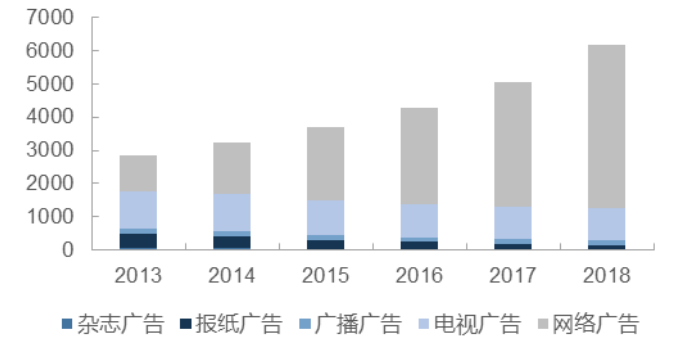
资料来源：中国互联网络信息中心（CNNIC），德邦研究所

图 16 2005-2019H1 中国手机网民规模及其占整体网民比例

资料来源：中国互联网络信息中心（CNNIC），德邦研究所

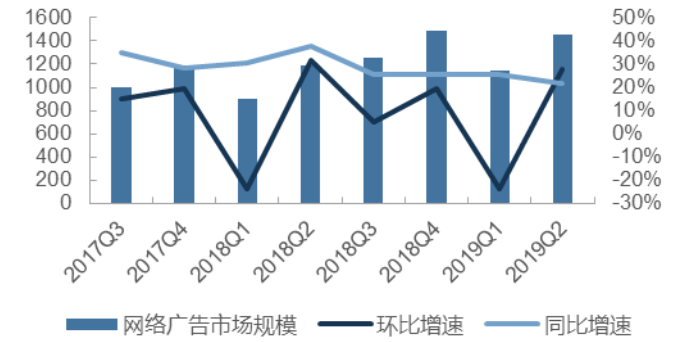
从五大媒体广告收入来看，网络广告正持续快速发展并逐步占据广告市场绝对核心地位，其单季度同比增速仍维持在 20%以上，显示出较为良好的生命力。根据艾瑞咨询预测，2020 年中国网络广告市场规模或将接近 8000 亿元。

图 17 2013-2018 年中国五大媒体广告收入规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 18 2017Q3-2019Q2 中国网络广告市场规模（亿元）



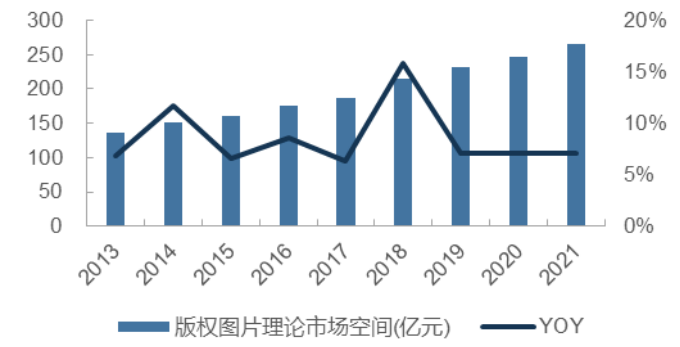
资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

2.2版权图片市场空间巨大，长期渗透率取决于版权意识和版权维护

根据艾意凯咨询（L.E.K）评估，全球版权图片行业市场规模约为全球广告市场规模的 2.7%。根据中商产业研究院《2017-2022 年中国广告业市场分析及发展战略咨询报告》，2018 年国内版权图片行业市场规模已突破 200 亿元。

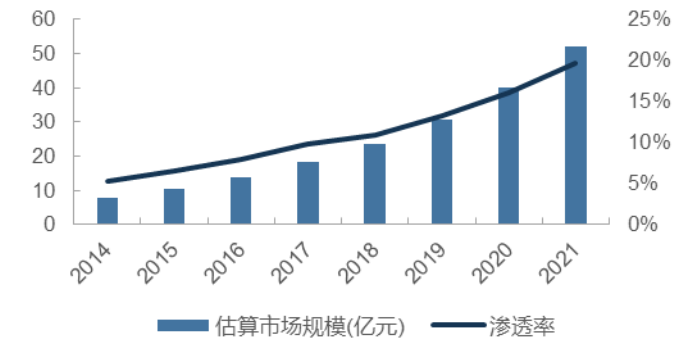
关于版权图片行业的实际市场规模，由于缺乏口径统一的权威数据，以中国产业信息网按照视觉中国上市时披露的市占率情况和近几年的业务增速情况估算，2018 年版权图片行业的市场规模约为 24 亿元，渗透率不足 11%。按照当前的发展速度，即使到 2021 年市场渗透率仍将不足 20%，可以挖掘的潜力是巨大。

图 19 2013-2018 年版权图片行业理论市场空间及其增速



资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

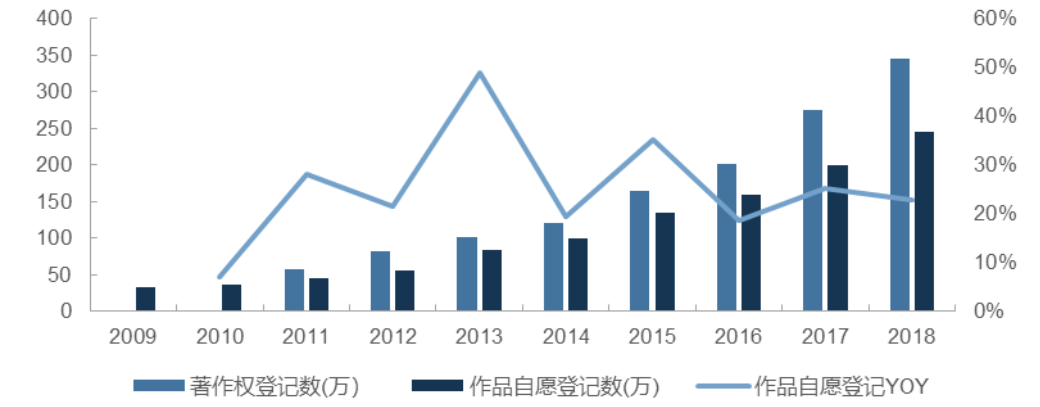
图 20 2014-2020 年版权图片行业估算市场规模及其渗透率



资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

2011 年以来，全国版权作品资源登记数量始终保持 20%以上的高增速，越来越多的作者有意识通过版权登记的方式确立并保护其原创作品的归属权。

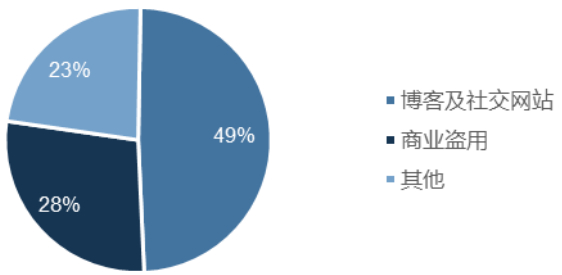
图 21 2009-2018 年全国著作权登记数量、作品自愿登记数量及其增速情况



资料来源：国家版权局，德邦研究所

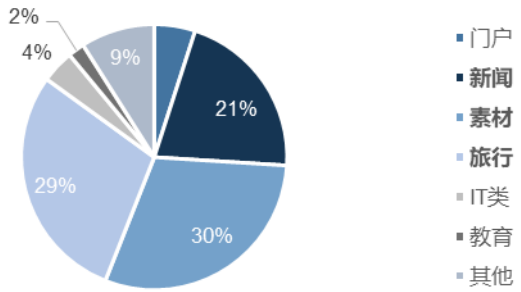
但根据 2018 年百度图腾联合视觉中国发布的《2017 中国版权图片行业观察》显示，图片盗版现象普遍存在，自媒体、素材网站等是图片侵权的多发地。64%的摄影师经历过图片被盗用，其中 49%为博客及社交网站盗用，28%为商业盗用。而 2017 年百度图片版权卫士抽样检测 500 张版权图片，侵权企业有近 800 家，侵权线索有 1300 条，按侵权主体分主要集中在新闻、素材和旅行类自媒体或者网站。也就是说，国内单位或个体在相关作品的使用权限和范围上，尚未形成全面的版权意识。

图 22 2016 年 Pixsy 图片盗版占比情况



资料来源：互联网公开资料，德邦研究所

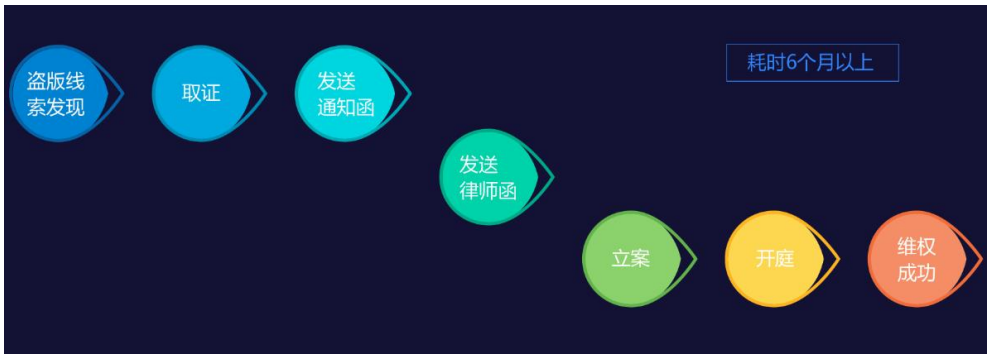
图 23 2017 年百度图片版权卫士样检结果中侵权主体的分布



资料来源：百度图片版权卫士抽样数据，德邦研究所

另外，在版权维护方面，盗版线索筛选困难、法律知识储备不足、流程复杂、时间周期长等都对版权方（特别是个体版权方）的维权之路造成严重阻碍。因此，从长期来看，版权图片行业的市场渗透率既取决于版权意识的逐步加强，也将取决于版权维护的难易程度。

图 24 版权图片行业维权过程



资料来源：《2017 中国版权图片行业观察》，德邦研究所

2.3一超多强，国内市场竞争格局基本稳定

版权图片行业可以划分为“版权交易”和“版权保护”两大产业支柱，两者相辅相成。但目前的主流商业模式仍以“版权交易”为主要变现渠道，相关企业则主要集中在“中游内容分发层”，相对而言“上游内容供应层”和“下游内容需求层”都较为分散。

图 25 版权图片行业基本架构

资料来源：《2017 中国版权图片行业观察》，德邦研究所

在版权图片交易中，按照图片的应用场景分，可以将其分为编辑类和创意类两种。编辑类图片常见于新闻出版物，并以新闻出版的形式刊载使用，如新华社、人民日报等发布的新闻报道。而创意类图片则主要应用于商业用途，常见于广告创意或宣传印刷品、网页、APP 等网络广告和瑞光项目。并且随着新媒体的发展，创意类图片也被越来越多地应用于事件消息的配图中。

从 2014 年版权图片行业的主要竞争者及其市场份额看，公司在国内版权图片的两大细分市场中分别占比 50%和 30%以上，资源优势明显。而随着其近几年对内容资源端持续不断地兼并收购和整合丰富，行业主导地位愈发牢固。

表 1 2014 年版权图片行业的主要竞争者及其市场份额

公司名称	市场份额（创意类图片）	市场份额（编辑类图片）
视觉中国	50%	30%
全景网络	20%	5%
东方 IC	5%	10%
高品图像（原 Corbis 中国）	10%	＜10%
台湾达志影像	＜5%	＜1%
新华社	-	50%

资料来源：赛迪顾问，智研咨询，德邦研究所

表 2 2018 年国内各版权图片公司现状

公司名称	公司简介	内容资源	营收规模
视觉中国 (VCG、VEER)	成立于 2000 年；2014 年在 A 股主板上市；	与 Getty Images 独家双向战略合作；拥有超过 2 亿张图片资源，1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材；与超过 40 万名签约供稿人及 240 余家专业版权内容机构合作；	9.88 亿元
映脉文化 (东方 IC、图虫创意)	成立于 2000 年；2016 年获字节跳动战略投资；	独家代理全球 300 多家著名通讯社和优质图片社资源，拥有 2 万多名签约合作摄影师，全面覆盖国内外超 1 亿张高端精选编辑和创意图片；2017 年整合推出图虫创意，拥有 2 亿张高清图片资源；	--
全景网络 (全景网)	成立于 2005 年；2015 年在新三板上市；	代理全球百家著名视觉内容品牌与 10 万多名国内外摄影师的作品，整合全球 1.5 亿张正版高品质视觉内容；	1.50 亿元
站酷网络 (站酷海洛)	成立于 2006 年；2014 年获 IDG 和时尚集团数百万美金 A 轮融资；2018 年获得 Shutter stock 的 1500 万美金 B+轮融资；	Shutterstock 中国独家代理商；在线销售的正版图片超 2.8 亿张，高清视频超 1400 万条；	--
台湾达志影像	成立于 1978 年；	在线提供超过 7000 万张创意图片及百万影像影视素材；国内外合作厂商超 200 家，逾千名记者及摄影师；	-
新华社	成立于 1931 年；中国国家通讯社、世界性现代通讯社；	1500 多万张图片；每天 24 小时实时播发新闻图片 700 余底，全年发稿 20 多万底；	-

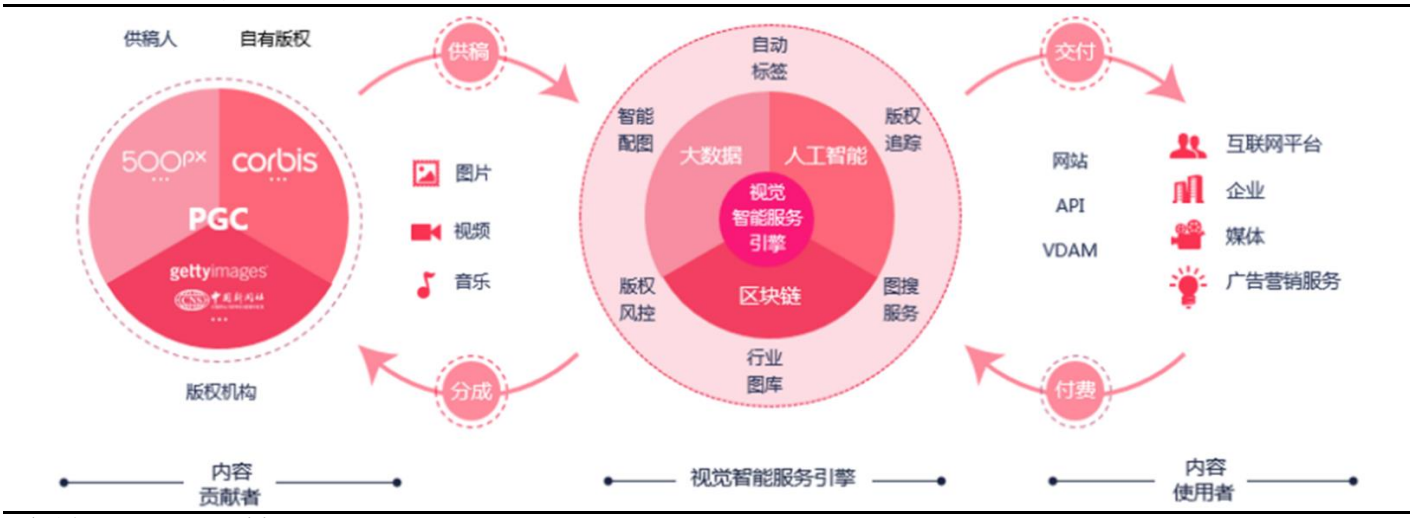
资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

3.核心主业：模式和路线清晰，壁垒和话语权渐显

3.1商业模式：融通上下游对版权内容的供需，授权使用方式多样

公司的核心商业模式是向下游进行内容收费、向上游提供收入分成，承担了上下游便捷融通的渠道商角色。一方面，内容使用者通过付费获得版权内容的使用授权；另一方面，公司与内容贡献者签署代理协议，获得内容的分销权，将收取的授权许可费按协议约定的分成支付给相应的内容贡献者，如果是公司的自有版权内容，则公司无需支付许可费分成。

图 26 公司的核心商业模式流程图



资料来源：公司公告，德邦研究所

在版权图片交易中，按照图片的授权方式分类，一般可分为 RM（Rights-Managed）版权管理模式和 RF（Royalty-Free）免版税使用模式两种。前者授予有特定使用范围的图片，并根据产品使用的具体情况如图片尺寸、使用用途、使用期限、使用区域、发布渠道、使用次数来计算交易价格，被授权人不享受排他性使用内容的权利；后者是一次性支付授权许可费，之后可以重复使用内容而无需再次付费，不受使用次数、时间、空间和用途限制，授权价格主要取决于图片的尺寸，但同样不享有排他性使用内容的权利，且只能供购买者自己使用，不可以转让或者再次出售。另外，RF 授权模式又可细分为标准 RF 授权和扩展 RF 授权，其中前者只能用在非盈利性质的产品上（如免费的海报、主页图或有限的书籍、杂志等），而后者可以用在盈利性质的产品上（如转售商品、商业广告和影视作品等）。

表 3 国内主要版权图片交易平台的授权方式

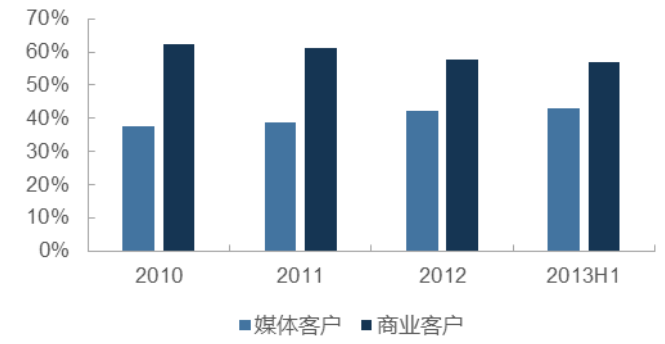
交易平台	授权方式
视觉中国	RF 授权、RM 授权、RR 授权
图虫创意	新媒体套餐、标准套餐、扩展套餐
全景网	标准授权、完整授权
站酷海洛	标准授权、扩展授权、PLUS（高级授权）

资料来源：公司官网，德邦研究所

3.2客户结构：开发对象多元化，广度、纵深、黏性三维并进

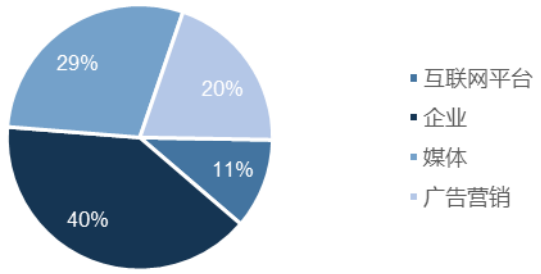
视觉素材行业是围绕视觉素材版权授权交易而形成的内容行业，公司客户既有广告营销公司、传媒机构等大型企业，也有中小企业和设计师、创意人士以及个人消费者。根据公司定增发行时的报告书显示，其主要客户可以分为媒体客户和商业客户。其中，前者主要包含报纸、杂志、出版社、广电及互联网等，而后者主要包含广告公关公司、企事业单位和政府机构等。2010-2013 年，受到互联网平台及相关新媒体快速发展的影响，公司来自媒体客户的营收占比处于稳步上升的态势。目前，其主要客户进一步细分为企业客户、媒体客户、广告营销客户及互联网平台四大类。公司 2018 年报显示来自各客户群体的营收占比分别为 40%、29%、20%及 11%，2019 半年报显示来自各客户群体的营收占比分别为 37%、30%、18%和 15%。公司从覆盖广度、细分深度、长期黏性等多维度齐抓手，综合提升获客效率。2018 年公司的直接签约合作客户数超 1.4 万家，同比增长 90%，2019 上半年则同比增长 31%。

图 27 2010-2013H1 公司的客户群体划分及其营收占比情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 28 2018 年公司的客户群体划分及其营收占比情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

在企业客户市场中，各实有企业为顺应“互联网＋”及移动互连网时代企业营销的数字化、社会化、场景化趋势，对优质版权内容产生巨大需求。公司抓住企业新媒体营销的市场机遇，强化企业客户销售体系，并以自研“图像互联网版权保护平台”作为辅助手段， 客户转化效率不断提升，为在巨大的市场空间中高速发展打下了坚实的基础。2017 年，企业客户同比增长 48.7%，其中年度长协客户占比超过 43%。

在广告营销客户市场中，公司作为专业的版权服务公司，不断加强为客户提供全球范围内专业化的版权增值服务。公司针对广告营销公司所服务的最终客户的行业及特性，精细化管理、深挖客户需求、全面参与客户工作流程，成为客户可依赖的专业视觉顾问，用户黏性不断提升。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、广东省广告集团等行业重要客户均与公司签署了年度框架合作协议。2017 年，在整个广告行业面临社会化营销挑战的前提下仍然实现了广告客户群超 20%的增长。

图 29 公司覆盖的部分广告营销客户

资料来源：公司年报，德邦研究所

媒体客户市场又可以细分为传统媒体市场和新媒体市场。公司在传统媒体市场耕耘多年，与国内大量传统媒体机构签订了年度合作协议。同时，公司也积极把握新媒体的发展机遇，响应市场需求，与众多新兴互联网公司签署了长期合作协议。

表 4 公司覆盖的部分媒体类型及相关案例

媒体类型	公司案例
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、东方网等
报业	人民日报、中国青年报、中国日报、广州日报、南方日报、新华日报等
电视台	央视、北京电视台、湖南卫视、江苏电视台等
杂志	时尚、赫斯特、康泰纳仕、现代传播、财新等
商业门户网站	新浪、腾讯、搜狐、网易、凤凰等
视频网站	优酷、爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、PPTV 等

资料来源：公司年报，德邦研究所

互联网平台方面，公司通过与大流量平台的对接，很好地提升了优质正版内容触达长尾客户的广度和深度。根据主要应用场景，可以分为搜索引擎、网络广告平台、自媒体平台、平面设计平台、视频编辑平台、旅游出行平台、电商平台和智能终端等等。截至 2018 年末，公司通过互联网平台进行内容授权的用户近 33 万，同比增长超 500%。

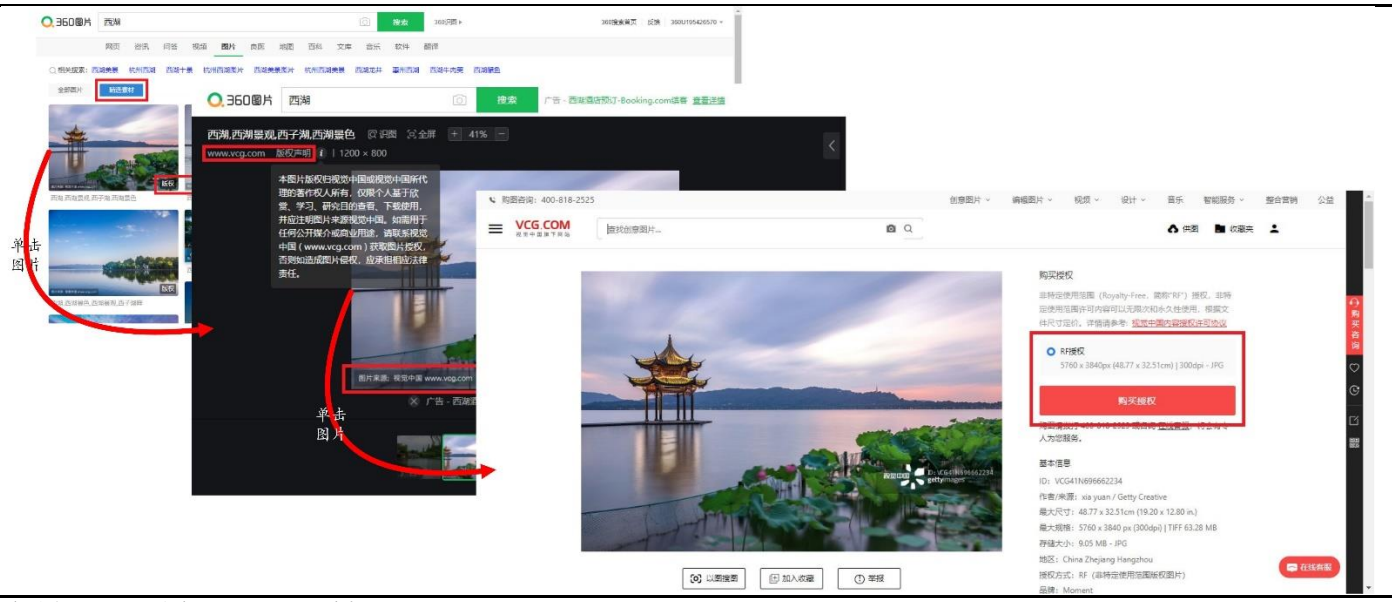
表 5 公司在不同应用场景的互联网平台接入案例

应用场景	公司案例
搜索引擎	百度、搜狗、360
网络广告平台	百度霓裳、阿里汇川、腾讯 TSA
自媒体平台	企鹅号、百家号、大鱼号、一点号、快传号
平面设计平台	阿里鹿班、Canvas、易企秀
视频编辑平台	微博云剪、新华智云、Onvideo
旅游出行平台	12301、百度地图
电商品台	阿里巴巴、京东
智能终端	华为、小米、oppo、vivo、京东方

资料来源：公司公告，德邦研究所

以搜索引擎合作为例，2018 年公司已完成和百度、搜狗、360 国内三大搜索引擎的合作布局。当用户检索图片时，引擎会优先展示公司的版权图片，并标注“版权”信息，用户通过单击图片可直接跳转至公司网站内相关图片的授权交易页面，从而为公司带来更多的流量。

图 30 通过 360 搜索引擎单击版权声明图片进入公司网站内相关授权交易页面的流程



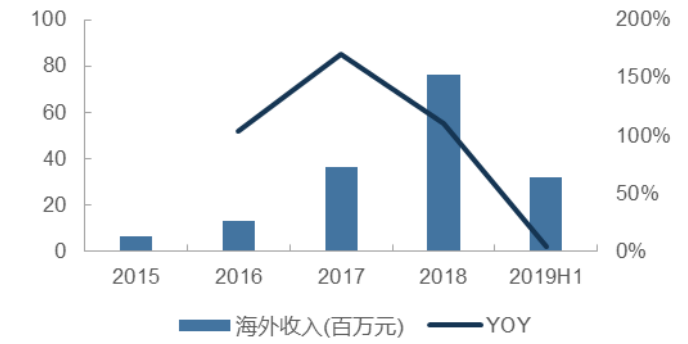
资料来源：360 搜索，公司官网，德邦研究所

海外市场方面，公司借助与 Getty Images 的独家双向战略合作关系及后者在全球范围内的强大渠道资源，近年来海外收入增速迅猛。

另外，根据公司定增发行时披露的其来自代理 Getty 版权图片国内授权交易业务形成的收入占比，在 2013 年年中已下降至 36.33%。虽然后续年报未有继续披露相关数据，但我们以公司每年支付给第一大供应商的采购金额占比情况结合销售分成模式不难判断，公司来自代理 Getty 形成的收入占比应同样呈整体下降趋势。

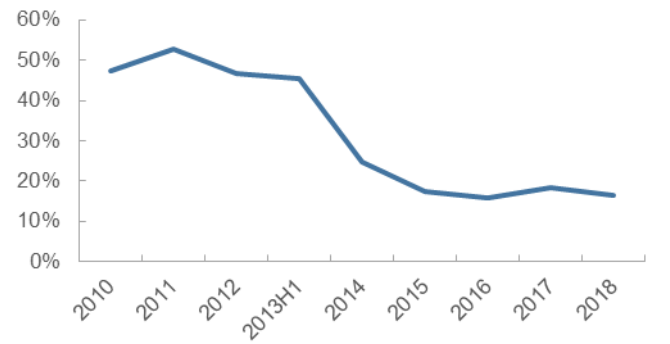
总的来说，公司的上下游均呈愈发分散的趋势，不依赖于单一客户或单一供应商，渠道优势和话语权越来越明显，业绩稳定性大大提高。

图 31 公司的海外收入及其增速情况



资料来源：wind，德邦研究所

图 32 2010-2018 年公司支付给 Getty 的采购额占总额比例

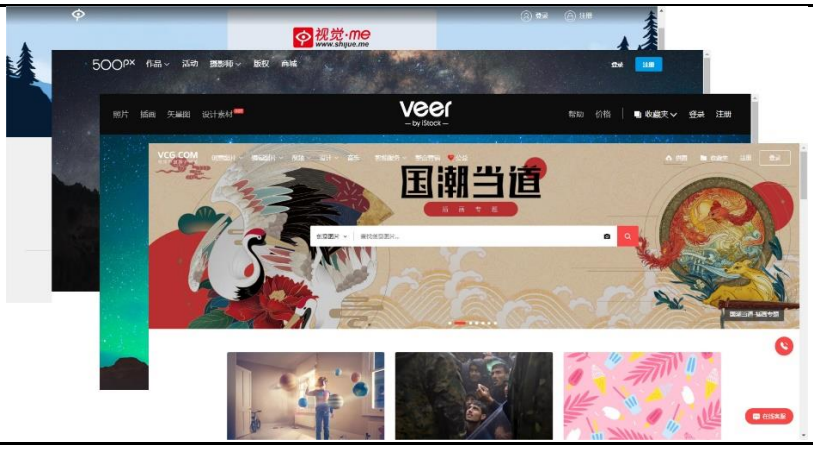


资料来源：公司公告，德邦研究所
注：2014-2018 年公司对 Getty 的采购额参考年度第一供应商采购额

3.3产品生态：以海量内容满足全方位需要，以技术赋能提升用户体验

公司旗下主要包括四大产品线，分别为高端图片库“vcg.com”、微利图片库“veer.com”、摄影师社区“500px.com”及设计师社区“shijue.me”。公司的产品发展战略已从“交易平台”上升至围绕“工具+社区+交易”建设的闭环生态。其中，视觉 ME 为相关用户提供了最新鲜的行业资讯、最新锐的创意灵感、最丰富的版权素材以及最专业的原创设计作品分享交流平台。而全球化的 500px 社交平台，不仅为全球千万级内容供稿方提供版权交易服务，还将为其提供社交互动、知识付费、工具服务、衍生品电商、版权保护等“全链条、一站式”的各类增值服务。

图 33 公司旗下主要产品线

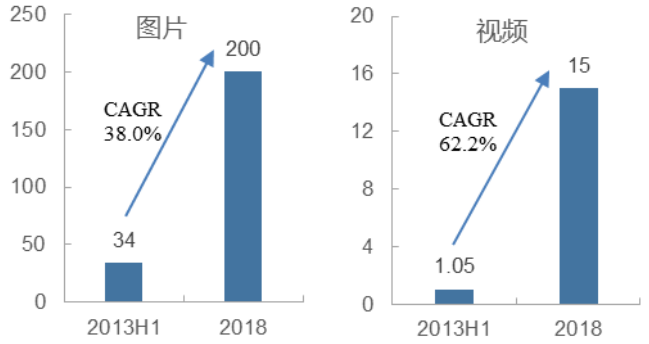


资料来源：公司官网，德邦研究所

在内容资源上，公司与全球顶级的超过 40 万名签约供稿方及 240 余家专业版权内容机构展开合作，可在线提供并每日更新超过 2 亿张图片、1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，其中超过 2/3 为高水准的自有或独家内容。

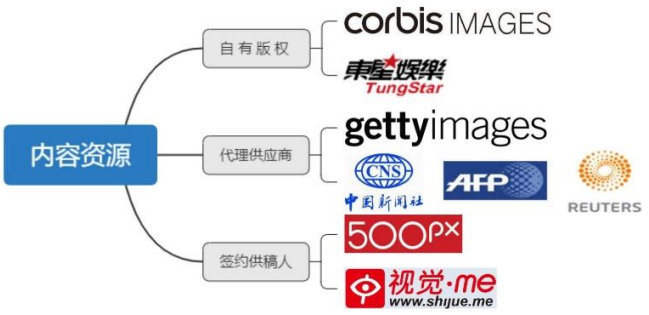
公司的内容资源主要来源于自有版权、代理供应商和签约供稿人三部分。其中，自有版权内容主要包括公司收购的 Corbis 图片库和东星娱乐素材库；代理供应商内容主要包括公司战略合作的 Getty 图片库、中新社、法新社、路透社、南方日报、浙报集团等；而签约供稿人内容则主要来自公司旗下的“500px”和“视觉 me”两大社区持续上传。

图 34 2013H1-2018 年公司内容资源的积累情况（百万件）



资料来源：公司公告，德邦研究所

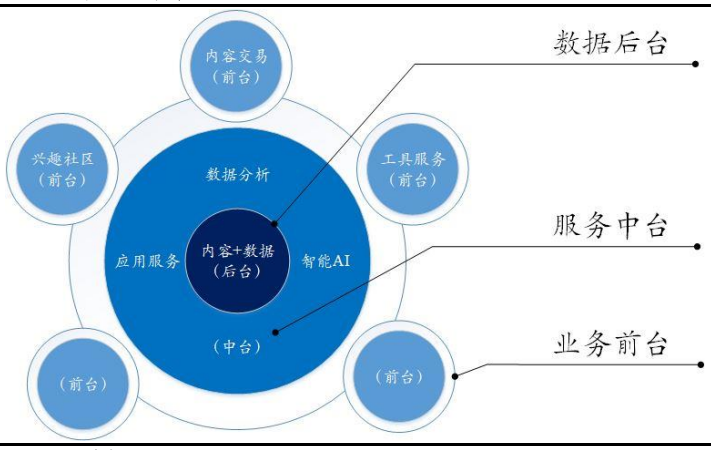
图 35 公司内容资源的三大主要来源



资料来源：公司公告，德邦研究所

在技术研发方面，公司将技术部门改组为独立体系，划分核心技术研发和应用技术研发。其中，前者主要摸索包括大数据、AI、云等方面的前沿先进技术，后者主要服务于内容交易、兴趣社区以及工具服务等业务板块。

图 36 公司的互联网智能服务平台主体框架



资料来源：公司公告，德邦研究所

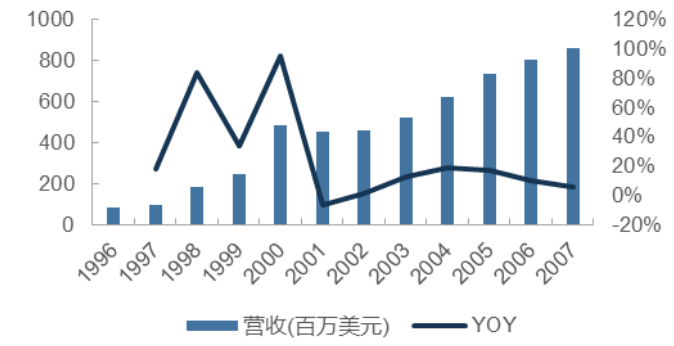
公司以数据后台、服务中台和业务前台为主体框架，以客户需求为导向持续建设互联网智能化服务平台近 20 年。聚集海量数据，包括超 2 亿份素材的内容数据、220 万的结构化标签库及知识图谱、超 60 亿的内容应用标签、超 2000 万用户（供稿方与使用方）持续产生每天约 7000 万的用户行为数据、超 3000 万/年的用户使用场景数据等等。结合计算机视觉技术，为用户提供诸如智能搜图、个性推荐、图片/视频识别、自动标签、智能文章配图、行业图库和版权风控等一些列服务。收集各类客户的使用反馈和应用的数据反馈从而进行有规划的版本迭代和需求改进。已构成“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的良性闭环运行模式。

3.4海外双雄：高端图片之王 Getty，微利图片后起之秀 Shutter stock

Getty Iamges 于 1995 年成立于美国西雅图，是全球最大的图片库，首创图片的在线授权模式，曾先后并购超 100 家全球其他知名图片社，如 Tony Stone、Art.com、Allsport、Online USA、Word View、Hulton Press Library、Image Bank、iStock、Media Vast、Jupiter images 等。截至 2016 年，Getty 已拥有 8 亿张图片，2500 万精品创意图片，每月更新约 5 万多张图片，40 万个国际品质视频片段。Getty 于 1998 年在美国纽交所上市。2008 年，Getty 被私募基金 Hellman & Friedman 收购并退市，私有化价格为 24 亿美元。2012 年，凯雷集团（Carlyle Group）又以 33 亿美元的价格向 Hellman & Friedman 收购了 Getty。

从净利润表现看，Getty Iamges 在 2002 年之前都处于亏损状态，但营收处于高速发展期，1996-2001 年期间的复合增速高达 39.8%，其中 2000 年由于前一年并购的 Art.com 没有达到业绩目标，商誉减值导致当年亏损迅速扩大。2002-2007 年 Getty Iamges 扭亏为盈，期间营收的年复合增速仍有 13.1%，净利润的年复合增速则为 42.4%。

图 37 1996-2007 年 Getty 的营收及增速情况



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

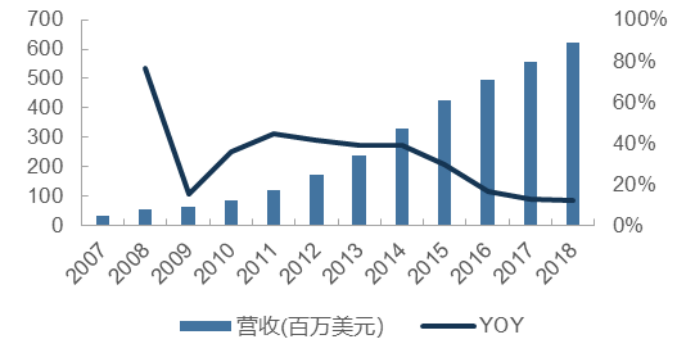
图 38 1996-2007 年 Getty 的净利润及增速情况

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

Shutter stock 于 2003 年成立于美国纽约，是全球最大的微利图片库，首创图片的订阅付费模式。与 Getty 一样，Shutter stock 通过并购扩大市场份额或进军新的细分领域。2009 年，Shutter stock 以 330 万美金收购了微利图库 Bigstock；2015 年收购了欧洲最大的独立摄影新闻机构 Rex Feature 和领先的音乐、声音素材提供商 Premium Beat。2012 年，Shutter stock 在美国纳斯达克上市。Shutter stock 主要面向中小企业机构和 C 端客户，其依靠较高的图片质量、较好的图片检索体验和较为便宜的图片价格满足各色用户的需求，与 Getty 之间形成差异化。并且，Shutter stock 积极实施 API 战略，通过将自有的图片进行不同类型的打包和第三方平台连接，让图片实际使用者可以在自身的使用场景和相关平台内直接调用，从而将图片的销售场景进一步扩大，触达了更多潜在的图片使用者。

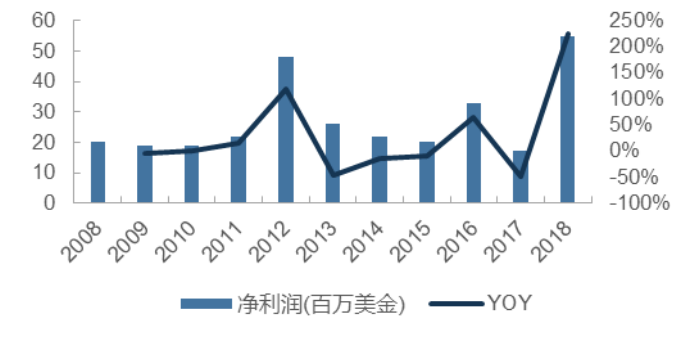
从营收角度看，Shutter stock 上市以来一直保持稳健的增长，2007-2018 年期间的复合增速高达 31.8%。但净利润方面经历了几轮波动，主要与其销售费用的快速增加有关。为了进一步提升图片交易的规模，其在获取新客户方面上需要投入更多的营销工作，新客户增速与广告投放规模和增速有较大的相关性。另一方面，由于微利图片本身的交易模式导致其提价空间也相对较窄。

图 39 2007-2018 年 Shutter stock 的营收和增速情况



资料来源：wind，德邦研究所

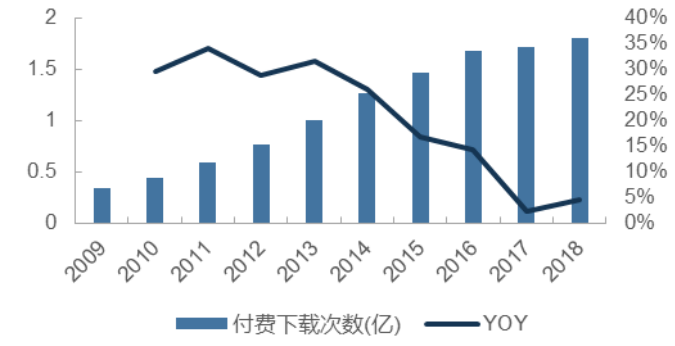
图 40 2008-2018 年 Shutter stock 的净利润和增速情况



资料来源：wind，德邦研究所

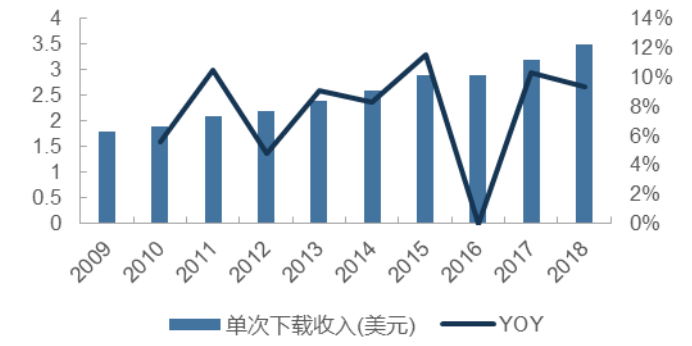
尤其是随着全球图片市场龙头 Getty 收购的 iStock 推出与 Shutter stock 相近的订阅计划、图形图像生产商 Adobe 收购图片库网站 Fotolia 布局版权图片市场，美国版权图片市场，尤其是微利图片领域的行业竞争加剧，Shutter stock 的付费客户数量增速明显放缓。

图 41 2009-2018 年 Shutter stock 的付费下载次数及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

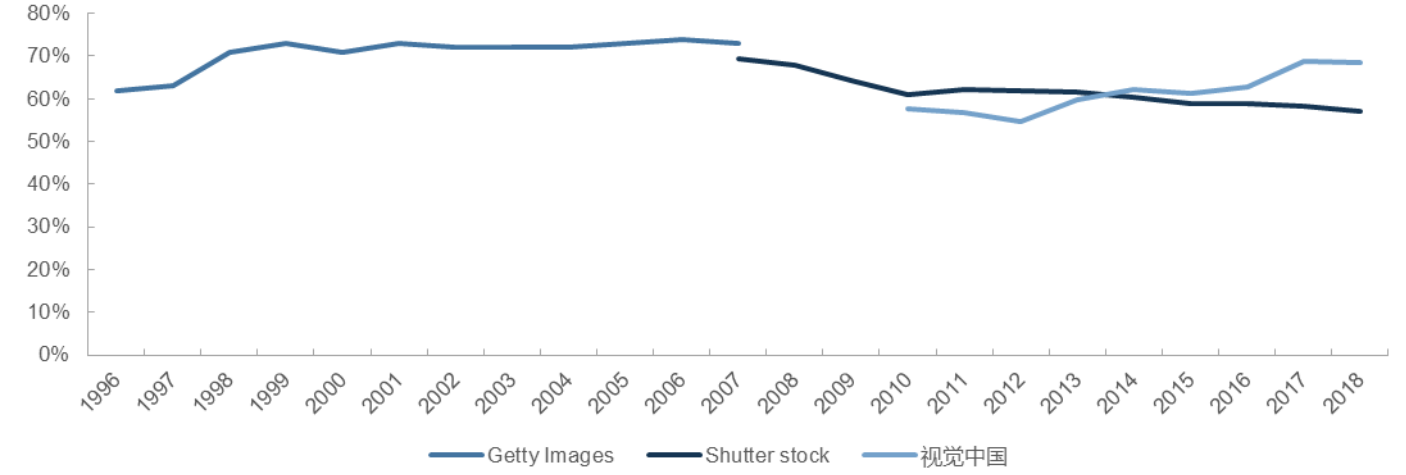
图 42 2009-2018 年 Shutter stock 的单次下载收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

整体而言，Getty Images 和 Shutter stock 仍是世界范围内的高端图片和微利图片之王，但前者的毛利率水平显然更高也更稳定。两者存在交叉市场，也存在各自的独立市场。视觉中国则走出了以高端图片交易为主、微利图片交易为辅的更适应当下国内版权意识尚且薄弱状态下的图片交易市场的发展路线。而随着其自有版权图片库的不断壮大、上游图片供应商的不断扩充和丰富，其在产业链中的话语权显著上升，毛利率不断向 Getty 退市前的水平靠拢。

图 43 1996-2018 年 Getty Images、Shutter stock 和视觉中国核心主业的毛利率变化情况



资料来源：Bloomberg，wind，德邦研究所

4.“411 事件”：已成过去式，不影响公司长期逻辑

受“411 事件”影响，公司积极配合进行相关情况调查，并主动关停和整改服务网站。就事件本身而言，公司仅受到天津市网信办给予的三十万元行政处罚，对公司的经营业绩不产生重大影响，不触及重大违法强制退市情形。

事件之后，公司广泛听取行业内各相关方面的意见，加强与政府有关主管部门、行业协会、业内专家和广大用户的沟通，并主动接受监督。公司对内容安全审核、版权规范标注等进行了全方位的积极整改；同时，全面审视市场变化，对品牌公关、组织架构、产品服务、市场获客等方面作出了快速应对与调整，在较短的时间内全面恢复了服务网站和相关业务。在完善内容安全审核制度与流程方面，公司成立了独立的内容安全审核团队，并与人民网建立合作，整体提升了公司的内容质量与合规服务能力。

影响上看，事件短期内确实对公司的业绩造成了一定的冲击，但并不产生持续性影响。换一个角度或者从长远来看，事件的解决和有关问题的消除殆尽有利于公司商业模式的进一步优化，有利于其内容、技术、获客等核心竞争力的持续提升。另一方面，“411 事件”让公众对版权的关注更加强烈、认知更加深刻。即便受到“411 事件”的影响，前三季度公司的客户数仍是处于增长态势，既是客户对公司的认可，也是对市场正版化发展必然趋势的佐证。“411 事件”也将促进整个行业的规范有序发展，为公司更加健康快速地发展作铺垫。

表 6“411 事件”过程始末

时间节点	事件描述
4 月 10 日	黑洞图片的版权水印引发大众关注和讨论。
4 月 11 日	@共青团中央 发表微博质疑公司部分图片占用国旗国徽版权，舆论迅速发酵。
4 月 11 日	天津市互联网信息办公室依法约谈公司网站负责人。经查，公司网站发布的多张图片包含敏感有害信息标注，行为违反了《网络安全法》《互联网信息服务管理办法》有关规定，责令整改。公司网站随即关停整改。
4 月 18 日	天津市互联网信息办公室认为公司对用户发布的信息未尽到安全管理义务，没有及时发现和处置用户发布的法律、行政法规禁止发布或传输的内容，依据相关法规给予汉华易美天津罚款三十万元的行政处罚。
5 月 12 日	公司在网信、版权等政府有关主管部门的指导下，全面自查并整改后恢复网站上线运营。

资料来源：公司公告，公开资料整理，德邦研究

5.投资建议

5.1盈利预测关键假设

公司的核心商业模式是向下游进行内容收费、向上游提供收入分成，承担了上下游便捷融通的渠道商角色。一方面，内容使用者通过付费获得版权内容的使用授权；另一方面，公司与内容贡献者签署代理协议，获得内容的分销权，并将收取的授权许可费按协议约定的分成支付给相应的内容贡献者。公司的主要客户既有广告营销公司、传媒机构等大型企业，也有中小企业和设计师、创意人士以及个人消费者。公司从覆盖广度、细分深度、长期黏性等多维度齐抓手，综合提升获客效率。公司的上下游均呈愈发分散的趋势，不依赖于单一客户或单一供应商，渠道优势和话语权越来越明显，业绩稳定性大大提高。

公司旗下主要包括四大产品线，分别为高端图片库“vcg.com”、微利图片库“veer.com”、摄影师社区“500px.com”及设计师社区“shijue.me”。公司的产品发展战略已从“交易平台”上升至围绕“工具+社区+交易”建设的闭环生态。在内容资源上，公司与全球顶级的超过 40 万名签约供稿方及 240 余家专业版权内容机构展开合作，可在线提供并每日更新超过 2 亿张图片、1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，其中超过 2/3 为高水准的自有或独家内容。在技术框架上，公司已构建了“数据提升技术、技术驱动服务、服务回馈数据”的良性闭环运行模式，从而以技术赋能很好地提升了用户体验。

我国的版权意识基础尚且薄弱，图片市场正版化将持续渗透。公司有望在国内的版

权图片行业继续保持主导地位，且对上下游的话语权进一步强化，预计 2019-2021 年公司的核心主业（即“视觉内容与服务”业务）的营收增速分别为 11.16%、29.91%和 17.40%。随着广告创意服务业务在 2019 年 Q1 的剥离，公司的业务发展路径完成了由多元化外延到内敛聚焦的转变，预计 2019-2021 年公司的营收合计增速分别为-11.30%、28.87%和 17.40%。

表 7 公司各业务营收预测（百万元）

细分业务	指标	2018	2019E	2020E	2021E
视觉内容与服务	营收	782	869	1129	1326
	YOY		11.16%	29.91%	17.40%
软件信息服务	营收	149			
	YOY				
广告创意服务	营收	39	7		
	YOY		-82.05%		
数字娱乐	营收	18			
	YOY				
合计	营收	988	876	1129	1326
	YOY		-11.30%	28.87%	17.40%

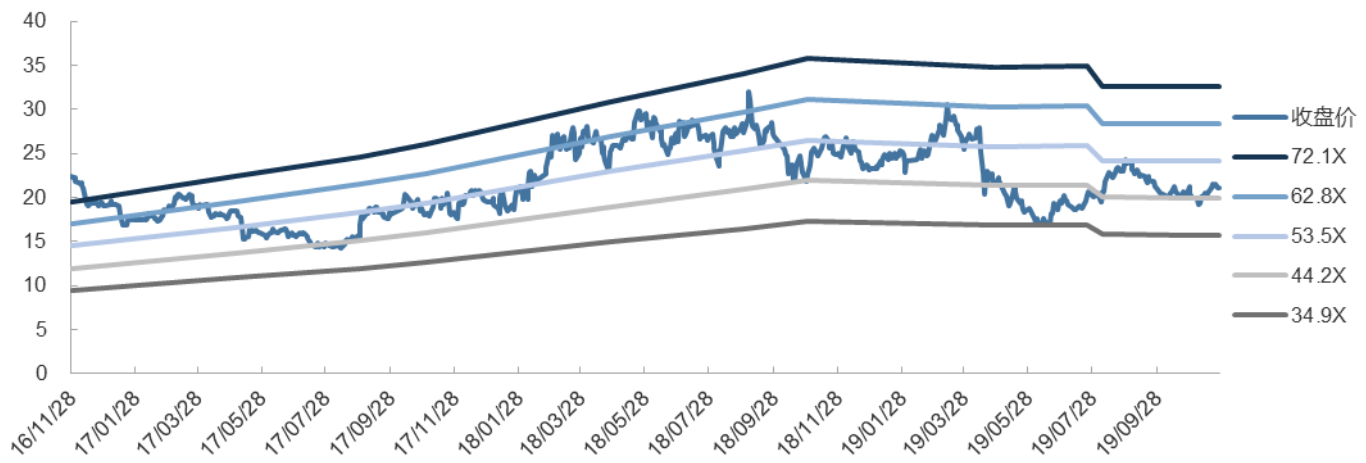
资料来源：wind，德邦研究所

5.2投资建议

基于上述盈利预测关键假设，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 8.76、11.29 和 13.26 亿元，同比增速分别为-11.30%、28.87%和 17.40%；预计 2019-2021 年实现归母净利润分别为 3.31、4.28 和 5.20 亿元，同比增速分别为 3.18%、29.10%和 21.47%；预计 2019-2021 年实现全面摊薄 EPS 分别为 0.47、0.61 和 0.74 元，以 2019-11-29 收盘价 19.89 元计算，对应 PE 分别为 42、33 和 27 倍。

从公司的 PE-Band 看，其近 3 年的历史估值中位值约为 50 倍，当前估值 45 倍处于中枢偏低位置。参考美股同行业可比公司 SSTK、A 股互联网传媒平台型公司芒果超媒和东方财富、SAAS 型可比公司 Adobe、Salesforce、用友网络、广联达和石基信息的扣非后 ROE（摊薄）、2019-2020 年一致预测市盈率情况，我们认为公司合理的估值区间为对应 2020 年市盈率 40-50 倍，对应目标价区间为 24.40-30.50 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 44 2016-11-28 至 2019-11-29 期间的公司 PE-Band



资料来源：wind，德邦研究所

表 8 2019-11-26 各可对比公司估值情况

可比公司	股票代码	扣非后 ROE (2018)	PE^{TTM}	PE (2019E)	PE (2020E)
Shutterstock	SSTK.N	5.35%	45	-	-
芒果超媒	300413.SZ	5.10%	53	46	36
东方财富	300059.SZ	6.03%	60	53	41
Adobe	ADBE.O	29.07%	54	-	-
Salesforce	CRM.N	4.54%	149	-	-
用友网络	600588.SH	8.10%	77	80	63
广联达	002410.SZ	12.82%	122	94	68
石基信息	002153.SZ	4.96%	82	73	61
平均值	-	9.50%	80	69	54
视觉中国	000681.SZ	11.53%	45	42	33

资料来源：wind，德邦研究所
注：上述估值以 2019-11-29 收盘价计算，PE（2019E）和 PE（2020E）参考 wind 一致预测（180 天）

6.风险提示

版权保护风险：公司所采集的数字图片、视频素材，存在被未经授权的使用者下载、使用及传播的可能。虽然公司已经采取了许多措施，但公司产品仍存在被非法使用的风险，进而对公司的经营业绩产生不利的影响。

被诉讼风险：公司所采集的数字图片、视频素材，坚持合法授权的原则，要求供应商提供证明：（1）不侵犯或违反第三方的版权、专利权、商标权、商业秘密、隐私权、公开权或其它知识产权或专有权利；（2）不违反任何法律、法规、条例或者规定；（3）不具有诽谤性，不构成商业诽谤；（4）不具有色情或者淫秽内容；（5）不包含病毒、木马、蠕虫、定时炸弹或其它类似的有害或者恶意的编程程序。虽然公司采取了比较完善的版权管理措施，但未来仍存在其他公司或个人仍起诉公司挪用或以其他方式侵犯了他们的知识产权的可能。这些诉讼可能对公司的声誉产生不利的影响，从而对公司的经营业绩产生不利的影响。

行业竞争加剧风险：视觉内容与服务产业发展迅速，新的竞争者可能会进入版权交易市场，导致行业竞争加剧。虽然公司在版权维护及客户资源等方面存在明显的竞争优势，在行业中处于主导和领先的地位，但出现新竞争者或其他竞争者恶意价格竞争都有可能对公司的经营业绩产生不利的影响。

股权质押风险：根据公司公告披露的前 10 达股东质押统计显示，前 10 大股东未解押股权合计占总股本的比例达 28.07%，占其持有的股权比例达 60.86%。公司大股东的股权质押比例较高，存在质押股份被强制处分的可能性，从而对公司股价带来不利影响。

商誉减值风险：公司每年进行减值测试，如果相关子公司未来的经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对公司造成不利的影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.46	0.47	0.61	0.74
每股净资产	4.13	4.54	5.09	5.76
每股经营现金流	0.42	1.00	0.65	0.75
每股股利	0.00	0.45	0.58	0.70
价值评估（倍）				
P/E	50.86	42.04	32.57	26.81
P/B	5.65	4.38	3.91	3.45
P/S	1.49	1.68	1.30	1.11
EV/EBITDA	5.20	3.67	1.84	0.59
股息率%	0.0	2.3	2.9	3.5
盈利能力指标（%）				
毛利率	64.7	66.0	67.0	68.0
净利润率	32.5	37.8	37.9	39.2
净资产收益率	11.1	10.4	12.0	12.9
资产回报率	7.6	8.1	9.3	10.1
投资回报率	10.4	10.1	13.4	16.3
盈利增长（%）				
营业收入增长率	21.3	-11.3	28.9	17.4
EBIT 增长率	17.2	-9.2	30.2	20.0
净利润增长率	10.4	3.2	29.1	21.5
偿债能力指标				
资产负债率%	31.2	21.9	21.5	20.4
流动比率	1.2	1.3	1.8	2.4
速动比率	1.1	1.3	1.8	2.3
现金比率	0.5	0.8	1.3	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	99.6	99.6	99.6	99.6
存货周转天数	15.4	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	197.0	552.3	-352.2	-181.5

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	321	331	428	520
少数股东损益	14	14	19	23
非现金支出	26	6	12	12
非经营收益	-1	-37	-47	-57
营运资金变动	-70	389	46	26
经营活动现金流	**291**	**704**	**457**	**523**
资产	-24	0	0	0
投资	-135	-16	0	0
其他	23	-130	50	60
投资活动现金流	**-135**	**-146**	**50**	**60**
债权募资	-61	-178	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-69	-282	-45	-54
融资活动现金流	**-130**	**-459**	**-45**	**-54**
现金净流量	**26**	**99**	**463**	**529**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**988**	**876**	**1129**	**1326**
营业成本	349	298	373	424
毛利率%	64.7	66.0	67.0	68.0
营业税金及附加	8	7	9	10
营业税金率%	0.8	0.8	0.8	0.8
营业费用	81	71	89	102
营业费用率%	8.2	8.1	7.9	7.7
管理费用	114	96	122	141
管理费用率%	11.5	11.0	10.8	10.6
研发费用	44	48	73	93
研发费用率%	4.5	5.5	6.5	7.0
EBIT	392	356	463	556
财务费用	26	5	-9	-16
财务费用率%	2.7	0.6	-0.8	-1.2
资产减值损失	17	-1	5	4
投资收益	33	50	50	60
营业利润	**392**	**405**	**522**	**634**
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	**392**	**404**	**522**	**634**
EBITDA	401	362	470	564
所得税	57	58	75	92
有效所得税率%	14.4	14.4	14.4	14.4
少数股东损益	14	14	19	23
归属母公司所有者净利润	**321**	**331**	**428**	**520**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	418	517	980	1509
应收款项	187	239	308	362
存货	0	0	0	0
其它流动资产	405	130	102	81
流动资产合计	1010	886	1391	1952
长期股权投资	1253	1195	1195	1195
固定资产	4	-1	-5	-9
在建工程	0	0	0	0
无形资产	94	92	89	84
非流动资产合计	3220	3230	3222	3213
资产总计	**4230**	**4116**	**4612**	**5165**
短期借款	178	0	0	0
应付账款	141	152	192	214
预收账款	136	121	156	183
其它流动负债	400	391	408	421
流动负债合计	855	664	756	819
长期借款	276	47	47	47
其它长期负债	189	189	189	189
非流动负债合计	466	236	236	236
负债总计	**1320**	**900**	**992**	**1055**
实收资本	74	74	74	74
普通股股东权益	2890	3182	3567	4035
少数股东权益	20	34	53	76
负债和所有者权益合计	**4230**	**4116**	**4612**	**5165**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 29 日
资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。