

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

影视娱乐

视觉中国 (000681)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年03月25日

公司网站正式恢复运营，知识产权保护趋势不变

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

证券分析师：高博文

gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004

事项：

2019年12月10日，国家网信办就网站违规从事互联网新闻服务等问题约谈视觉中国和东方IC，责令两家网站立即停止违法违规行为，进行全面整改。经过1个多月整改，2020年1月23日视觉中国网站（www.vcg.com）恢复运营，持续加强管理，2020年3月20日网站恢复正式运营。

国信传媒观点：1）本次整改系行业层面监管，主要涉及有关政治、经济、军事、外交等社会公共事务类图片，短期影响主要是停站期间部分客户无法正常登录网站造成的收入损失，长期影响主要是停止采编社会公共事务类新闻图片，不足图片数量和收入的5%，未来可能通过合作等方式进行该类图片业务。2）强化知识产权保护仍然是未来重点方向，市场上仍存在大量图片网站仍存在“摄影作品创意合成图片”等侵权现象，涉及流水或达亿级别，强化知识产权举措不断落地，图片市场侵权乱象有望逐步改善。3）视觉中国的核心竞争力来自于独家高质量图片资源（2/3约为独家）和客户资源（强大的销售团队），公司竞争力并没有受损，行业地位难以撼动。4）投资建议：我们看好国内强化知识产权和图片正版化趋势，公司业务逐步恢复，预计19-21年归母净利润2.92/3.46/4.41亿，对应EPS为0.42/0.49/0.63元，对应当前股价PE为38.2/32.2/25.3X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、监管风险等。

评论：

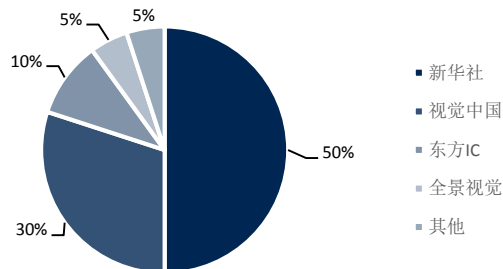
■ 回顾：整改系行业层面监管，短期业绩影响无虞

本次整改系视觉中国和东方IC违规从事互联网新闻信息服务、违规与境外企业开展涉及互联网新闻信息服务业务的合作等。根据《互联网新闻信息服务管理规定》，通过互联网站、应用程序、论坛、博客、微博客、公众账号、即时通信工具、网络直播等形式面向社会公众提供互联网新闻信息服务，应当取得互联网新闻信息服务许可，禁止未经许可或超越许可范围开展互联网新闻信息服务活动。本规定所涉及新闻信息，主要是有关政治、经济、军事、外交等社会公共事务的报道、评论，以及有关社会突发事件的报道、评论；新闻信息服务则包括采编发布服务、转载服务、传播平台服务；其中与境内外中外合资、合作经营和外资经营企业开展涉及互联网新闻信息服务业务的合作，应当报经国家互联网信息办公室进行安全评估。视觉中国相关政治、经济、军事、外交等社会公共事务的图片涉及到采编发布服务，应当取得互联网新闻信息服务许可；并且涉及境外企业互联网信息服务合作，应当进行安全评估，这也就是本次整改的主要内容和方向。

本次事件是针对全行业还是特定公司？

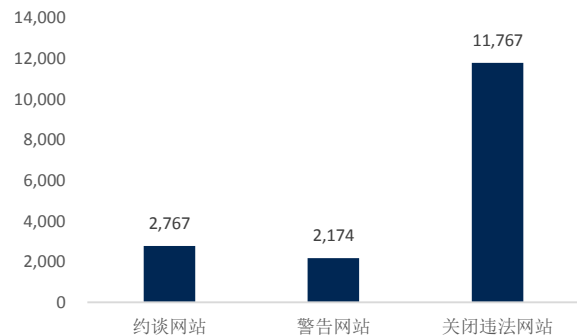
本次要求暂停服务的网站包括视觉中国和东方 IC 等新闻类图片龙头公司。根据赛迪顾问统计,截止 2015 年,在新闻类图片领域,新华社市场份额占 50%、视觉中国占 30%、东方 IC 占 10%,全景视觉占 5%。换句话说,本次互联网新闻信息服务审查是针对除新华社(国家通讯社、法定新闻监管机构)外,几乎全部新闻类图片公司的行业层面的监督整改。我们认为本次对于互联网新闻信息服务的监督管理是全国网信系统持续加大行政执法力度,完善新时期图片监管规则的重要一步。据网信系统统计,2019 年全国网信系统依法约谈网站 2767 家,警告网站 2174 家,关闭违法网站 11767 家。本次整改后,违规风险释放,网站整体平稳运行。

图 1: 2015 年新闻类图片领域格局



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2019 年全国网信系统整治情况

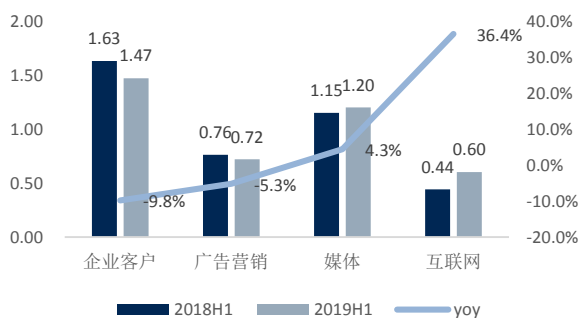


资料来源: 网信中国, 国信证券经济研究所整理

本次整改对公司业绩影响几何?

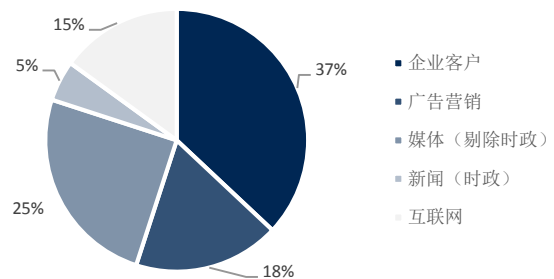
整改对业绩的影响主要分成短期和长期两个部分。短期方面影响主要是 40 余天主网站 (www.vcg.com) 停站影响, 但微利图库 Veer 和部分企业大客户 VIP 账户仍可以下载图片, 业绩影响相对有限。从业务分项来看, 参考 411 事件影响, 互联网影响最小, 媒体业务次之, 企业客户影响最大, 其中商业中小客户受网站关停影响最为明显。长期方面影响主要是涉及政治、经济、军事、外交等社会公共事务类新闻图片, 该部分图片占公司在库图片数量和收入均不足 5%, 影响较为有限。并且我们认为公司未来可以通过申请互联网新闻信息服务许可或通过拥有许可的机构进行业务合作, 重新涉足社会公共事务新闻图片。

图 3: 视觉中国图片主业分项收入及增速 (单位: 亿, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 4: 社会公共事务新闻图片仅占 5%



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

■ 趋势：强化知识产权不逆行，图片侵权乱象横生正版化前景广阔

2020年1月6日，全国知识产权局局长会议在北京召开，2020年重点任务主要包括加快制定知识产权强国战略纲要、强化知识产权保护、持续推进知识产权审查提质增效等七大重点任务。随着一系列创新举措的落地实施，我国知识产权保护能力和保护水平进一步全面提升，强化知识产权保护仍然是未来重点方向。侵权问题在图片行业尤其凸显，近年来中国图片市场发展迅猛，但图片侵权、贩售盗版图片等乱象横生，维权成本高、判决赔偿金额低等问题引起重视。市场上仍存在大量图片网站仍存在“摄影作品创意合成图片”等侵权现象，并通过“个人上传”方式“隔离风险”，部分公司流水或接近亿级别。视觉相关人士在接受媒体采访时表示，公司在2018年9月网络检测时发现，“千图网”、“摄图网”等网站存在大量公司代理的Getty Images图片，上述网站在线图片中侵权数量高达数万张，由于盗版侵权数量巨大，公司已向公安机关报案。我们认为强化知识产权举措不断落地，图片市场侵权乱象有望逐步改善。

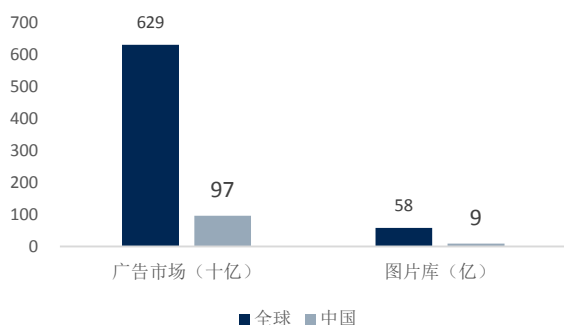
表 1：大量图片网站存在侵权行为

裁决	具体情况
北京美好景象图片有限公司与上海韩众网络科技有限公司一审民事判决书	韩众公司未经美好景象图片公司许可将涉案摄影作品通过其他修图方式修改后对外公开销售，未署名亦未向我公司支付著作权使用费，侵害了我公司对涉案摄影作品享有的修改权、署名权及信息网络传播

资料来源：中国裁判文书网，国信证券经济研究所整理

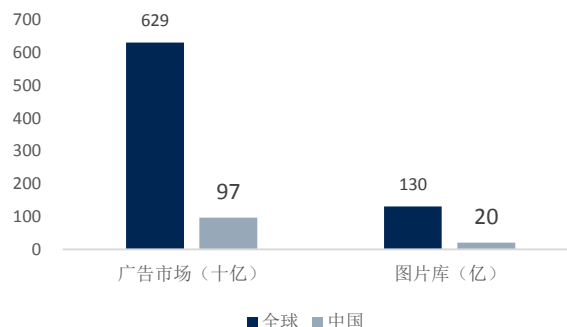
中国图片空间广阔，正版化推动向理论市场规模回归。以 L.E.K.Consulting 数据为基准，全球图片库市场与广告市场比例约 0.9%，全球商业图片（包括委托定制）市场比例约 2.1%，由此估计中国图片库市场理论值约 60 亿人民币、商业图片市场约 130 亿人民币。按照视觉中国核心图片业务 8 亿、约占中国图片库市场 50% 计，国内图片库市场规模约 16 亿，仍存在 3 倍正版化缺口。

图 5：中国图片库市场理论值（美元）



资料来源：L.E.K.Consulting LLC（2012），eMarketer，国信证券经济研究所整理

图 6：中国商业图片市场理论值（美元）



资料来源：L.E.K.Consulting LLC（2012），eMarketer，国信证券经济研究所整理

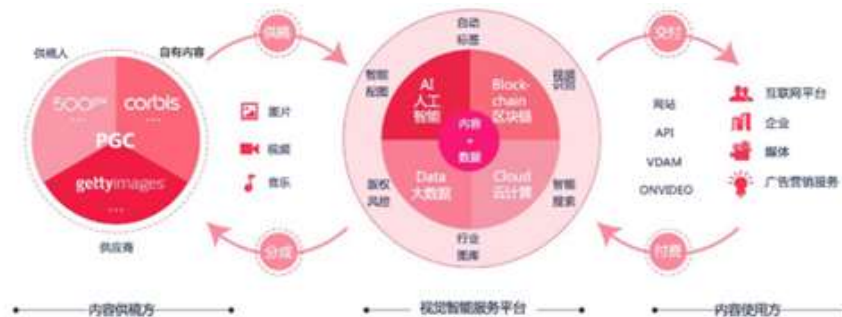
■ 地位：长期逻辑未破，图片库与客户飞轮效应难以撼动

尽管目前社会公共事务类新闻图片受限，但我们认为对公司整体业务并没有连锁反应。首先，新闻类图片并不会影响创意类图片客户选择，相反创意类图片可能会影响新闻类图片客户选择；其次，社会公共事务类新闻图片对其他新闻类图片影响也较为有限，主要由于从事社会公共事务类新闻图片发布的公司也都是拥有互联网新闻信息服务许可专业机构，大部分也都是新华社新闻类图片客户（这部分可以由新华社提供），不会导致客户流失。

视觉中国占据整个图片市场半壁江山，其他图片库是否可以撼动？我们认为视觉中国的核心竞争力来自于独家高质量图片资源（2/3 约为独家）和客户资源（强大的销售团队），并且图片库具有类似 SaaS 业务的高黏性。就像飞轮一样，开

始通过图片库去获取新客户，再通过客户去获得新的图片资源，每一次循环都非常费力，但是当飞轮转动起来，就会越来越快，这也符合视觉中国的发展和收入表现。所以我们认为视觉中国竞争力并没有受损，行业地位难以撼动。

图 7：视觉中国飞轮效应外力难以撼动



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：看好公司业务逐步恢复，维持买入评级

我们看好国内强化知识产权和图片正版化趋势，公司业务逐步恢复。预计 19-21 年归母净利润 2.92/3.46/4.41 亿，对应 EPS 为 0.42/0.49/0.63 元，对应当前股价 PE 为 38.2/32.2/25.3X，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值水平

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE		
					2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300113	顺网科技	买入	21.28	157.81	0.46	0.12	0.71	0.74	177.33	29.97	28.76
300413	芒果超媒	买入	42.40	781.59	0.49	0.66	0.85	1.08	64.24	49.88	39.26
000681	视觉中国	买入	16.01	111.46	0.00	0.42	0.46	0.63	38.43	34.80	25.42
002555	三七互娱	买入	34.47	697.89	0.48	1.01	1.19	1.40	34.13	28.97	24.55

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	418	710	1044	1426	营业收入	988	786	934	1192
应收款项	295	194	230	294	营业成本	349	273	324	413
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	8	4	5	7
其他流动资产	116	93	110	141	销售费用	81	63	70	89
流动资产合计	1010	997	1385	1860	管理费用	114	142	140	178
固定资产	4	13	21	27	财务费用	26	(14)	9	2
无形资产及其他	94	91	87	83	投资收益	33	43	43	43
投资性房地产	1869	1869	1869	1869	资产减值及公允价值变动	(17)	0	0	0
长期股权投资	1253	1253	1253	1253	其他收入	(34)	0	0	0
资产总计	4230	4221	4615	5092	营业利润	392	362	429	546
短期借款及交易性金融负债	505	334	395	411	营业外净收支	(0)	(1)	0	0
应付款项	141	80	95	121	利润总额	392	361	429	546
其他流动负债	209	182	204	260	所得税费用	57	56	67	85
流动负债合计	855	597	694	793	少数股东损益	14	13	15	20
长期借款及应付债券	276	276	276	276	归属于母公司净利润	321	292	346	441
其他长期负债	189	189	189	191					
长期负债合计	466	466	466	467					
负债合计	1320	1062	1160	1260	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	20	33	48	67	净利润	321	292	346	441
股东权益	2890	3127	3407	3765	资产减值准备	2	18	16	17
负债和股东权益总计	4230	4221	4615	5092	折旧摊销	8	7	8	10
					公允价值变动损失	17	0	0	0
					财务费用	26	(14)	9	2
					营运资本变动	209	55	(2)	7
					其它	9	(5)	(0)	2
					经营活动现金流	566	367	368	478
					资本开支	14	(29)	(29)	(29)
					其它投资现金流	(180)	180	0	0
					投资活动现金流	(345)	151	(29)	(29)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(213)	0	0	0
					支付股利、利息	(61)	(55)	(66)	(84)
					其它融资现金流	355	(171)	61	16
					融资活动现金流	(193)	(226)	(5)	(67)
					现金净变动	28	292	334	382
					货币资金的期初余额	391	418	710	1044
					货币资金的期末余额	418	710	1044	1426
					企业自由现金流	604	290	311	414
					权益自由现金流	746	131	364	429

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《视觉中国-000681-2019 年三季度点评：业绩增速环比改善，关注拐点向上可能》——2019-10-30

《视觉中国-000681-2019 年半年报点评：子公司剥离及短期事件致 Q2 业绩下滑，“内容+技术”双轮驱动成长》——2019-08-12

《视觉中国-000681-2018 年三季度点评：核心主业稳健增长，持续看好长期成长潜力》——2018-10-31

《视觉中国-000681-2018 年中报点评：技术助力经营效率快速提升，资源优势深化、商业模式持续拓展》——2018-08-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032