

**证券研究报告—深度报告**

传媒

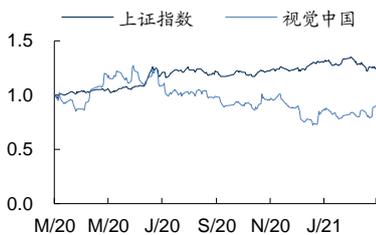
互联网

**视觉中国(000681)**
**买入**

合理估值: 21.54-22.83 元 昨收盘: 14.82 元

(维持评级)

2021年03月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	701/664
总市值/流通(百万元)	10,558/10,009
上证综指/深圳成指	3,405/13,606
12个月最高/最低(元)	21.70/11.86

**相关研究报告:**

《视觉中国-000681-2020年三季度业绩点评: 业务逐步恢复, 受益平台加码正版化》——2020-10-31  
 《视觉中国-000681-重大事件快评: 与未来影像战略合作, 视频化步步为营》——2020-09-10  
 《视觉中国-000681-2020年中报业绩点评: 疫情冲击短期供需结构, 长期向上趋势不变》——2020-08-31  
 《视觉中国-000681-重大事件快评: 音乐素材网站上线, 抢占视频化桥头堡》——2020-08-03  
 《视觉中国-000681-重大事件快评: 入驻头条创意服务市场, 视频化战略下又下一城》——2020-07-13

**证券分析师: 张衡**

电话: 021-60875160  
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

**证券分析师: 高博文**

电话:  
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

**证券分析师: 夏妍**

电话: 021-60933162  
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

**独立性声明:**

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。

**深度报告**

# 从三个维度看基本面拐点

**● 业绩维度: 疫情因素消除, 股权激励夯实底部**

疫情导致 20 年图片主业供、需乏力, 随着负面因素消除, 21 年业绩拐点已至。供给角度, 疫情导致体育赛事、娱乐事件等内容供给停滞, 客户需求无法满足; 需求角度, 疫情对旅游等行业影响较大, 企业营销需求锐减, 供需因素叠加公司业绩短期承压。此前, 公司发布股票期权激励计划, 以 20 年营业收入为基数, 21 年-23 年营业收入增长率分别不低于 30%、55%、75%, 彰显增长信心。

**● 维权维度: 知识产权持续加码, 区块链重塑维权**

19 年视觉内容素材行业监管趋严, 行业企业受到不同程度的冲击, 但整改不改版权规范化大趋势。《著作权法》迎来十年后再修正, 包括加强网络空间著作权保护、引入惩罚性赔偿制度、丰富执法手段、增加作品登记制度、完善著作权保护体系等。区块链等技术有望推动维权模式升级。对比传统模式, 区块链省时间, 降成本, 全流程线上化, 实现“一次都不跑”的专业省心版权保护。

**● 视频维度: 素材需求井喷, 视觉把握客户和场景**

内容富媒体化趋势不减, 视频成为创作者争夺的流量洼地。流量在哪里意味着广告主营销需求在哪里, 也意味着正版化素材需求在哪里。视频素材行业处于野蛮生长, PGC 和 UGC 内容矛盾加剧, 中间服务商将在未来出现。公司有望凭借客户、场景优势, 合纵连横, 成为视频素材领域的“头号玩家”。

**● 风险提示**

宏观经济下行风险, 政策监管风险等。

**● 投资建议: 基本面拐点叠加市场拐点, 维持“买入”评级**

维持盈利预测。我们预计公司 2020/21/22 年净利润分别为 1.7/2.5/3.4 亿元, 对应全面摊薄 EPS 分别为 0.25/0.36/0.48 元。业绩、维权、视频三个维度说明基本面拐点, 叠加经济复苏下, 配置价值凸显。维持“买入”评级。根据绝对估值和相对估值法, 未来一年目标股价 21.54-22.83 元/股。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	988	722	642	867	1,170
(+/-%)	21.3%	-26.9%	-11.1%	35.0%	35.0%
净利润(百万元)	321	219	174	251	337
(+/-%)	10.4%	-31.8%	-20.7%	44.4%	34.3%
摊薄每股收益(元)	4.35	0.31	0.25	0.36	0.48
EBIT Margin	44.2%	37.1%	28.5%	31.9%	32.0%
净资产收益率(ROE)	11.1%	7.1%	5.4%	7.4%	9.3%
市盈率(PE)	3.5	48.2	60.7	42.1	31.3
EV/EBITDA	5.5	41.8	61.2	41.3	30.9
市净率(PB)	0.4	3.4	3.3	3.1	2.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为公司具备版权好公司的两个重要特点：一是所处高端领域竞争格局稳定，二是分成型商业模式现金流好、强者恒强。从业绩、维权和视频化三个维度上看，公司基本面拐点已至，重新步入高增长轨道。预计公司 20-22 年每股收益 0.25/0.36/0.48 元，利润增速分别为 -20.7%/44.4%/34.3%。维持“买入”评级。未来一年合理估值区间 21.54-22.83 元。

### 核心假设与逻辑

第一，疫情因素消除，业绩增长回归常态化。

第二，政策持续加码知识产权，区块链等技术提高维权效率，正版化率提升。

第三，视频素材需求提升，作为版权服务商逐步解决 PGC 和 UGC 内容矛盾。

### 与市场的差异之处

第一，市场认为公司获客方式改变会影响客户增速和销售费用率。我们认为，自上而下看，图片行业正版化率低，获客潜力大；自下而上看，“高续约率+调解”取代“鹰眼+诉讼”的模式是长久增长之道，长期增长中枢不变。

第二，市场认为视频素材需求处于早期，未来竞争也会较为激烈。我们认为，仅 3 年时间短视频占互联网娱乐时长从 10% 上升至 40%，企业跑步入场视频化营销和宣传，视频素材商业化有望逐步爆发。公司卡位视频资源和客户，仍有望继续在视频素材领域占据龙头地位。

### 股价变化的催化因素

第一，业绩恢复超预期。

第二，维权模式优化、区块链提升维权效率。

第三，视频化进展超预期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济下行风险；

第二，人才流失风险；

第三，互联网巨头（字节跳动、快手等）进入视频素材版权市场等。

## 内容目录

<b>业绩维度：疫情因素消除，股权激励夯实底部</b> .....	5
疫情导致图片供需乏力，21年恢复性高增长.....	5
股权激励彰显增长信心，股价、业绩形成正向循环.....	6
<b>维权维度：知识产权持续加码，区块链重塑维权</b> .....	7
新著作权法即将落地，惩罚性赔偿震慑侵权行为.....	7
区块链确权、维权降本提效，直击行业痛点.....	9
<b>视频维度：素材需求井喷，视觉把握客户和场景</b> .....	11
UGC内容成为主流内容形态，视频素材需求激增.....	11
资源和客户优势卡位中高端版权，无虞视频化路径.....	12
<b>护城河：平台模式强者恒强，掌握资源和大客户</b> .....	13
<b>行业格局：高端微利半分天下，高端靠销售、微利靠流量</b> .....	16
<b>盈利预测：2021年重回高增长通道</b> .....	17
<b>估值与投资建议：基本面拐点叠加市场拐点</b> .....	18
<b>风险提示</b> .....	19
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	21
<b>国信证券投资评级</b> .....	22
<b>分析师承诺</b> .....	22
<b>风险提示</b> .....	22
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	22

## 图表目录

图 1: 视觉中国单季营业收入及增速 (单位: 百万、%) .....	5
图 2: 视觉中国单季归母净利润及增速 (单位: 百万、%) .....	5
图 3: 视觉中国图片主业各业务线收入占比及增速 .....	6
图 4: 黑洞事件引发舆论危机 .....	8
图 5: 全景网络等公司受“维权模式”受限影响业绩大幅下滑 .....	8
图 6: 区块链服务及优势 .....	10
图 7: 视觉与鹤凿合作 .....	10
图 8: 字节跳动与鹤凿合作 .....	10
图 9: 内容形态越来越富媒体化 .....	11
图 10: UGC 视频平台时长超过 PGC 平台 (单位: 百万小时) .....	12
图 11: 视频将取代图文成为企业宣传的新阵地 .....	12
图 12: 与众多专业视频资源方合作 .....	13
图 13: 500PX 上线视频区 .....	13
图 14: 视觉中国采用平台型分成模式 .....	14
图 15: 视觉中国 TOP 5 供应商集中度 .....	15
图 16: Corbis 拥有大量珍贵历史图片 .....	15
图 17: 阿里、京东版权素材库采用视觉内容 .....	15
图 18: 视觉是字节巨量广告平台重要合作伙伴 .....	15
图 19: 中国图片库市场空间 (单位: 十亿美元) .....	16
图 20: 中国图片市场划分 .....	16
图 21: 视觉中国费用率 .....	17
图 22: Shutterstock 费用率 .....	17
表 1: 激励对象获授的股票期权分配情况 .....	7
表 2: 各年度业绩考核目标 .....	7
表 3: 著作权法修改前后对照及影响 .....	8
表 4: 加快知识产权强国进行计划 .....	9
表 5: 区块链维权降本提效 .....	9
表 6: 中国图片库公司一览 .....	16
表 6: 视觉中国业务拆分及预测 .....	18
表 7: 可比公司盈利及估值情况一览 .....	18
表 8: 绝对估值法 FCFF 公司自由现金流模型 (单位: 百万) .....	19

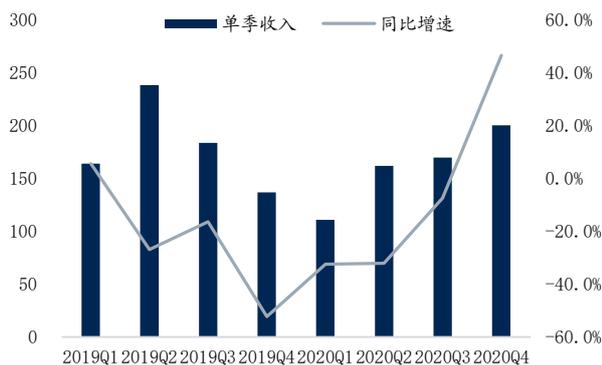
## 业绩维度：疫情因素消除，股权激励夯实底部

我们依次按照短、中、长三个方面分析投资者最关心的业绩和增长问题。公司受到关站、疫情影响，蛰伏两年，第一个问题就是 21 年的业绩增长和确定性。我们从定性、定量两个角度来看：定性方面，疫情拖累图片业务供、需，21 年恢复性高增长可期；定量方面，股票期权激励计划 21 年营收增速不低于 30%，彰显公司决心。

### 疫情导致图片供需乏力，21 年恢复性高增长

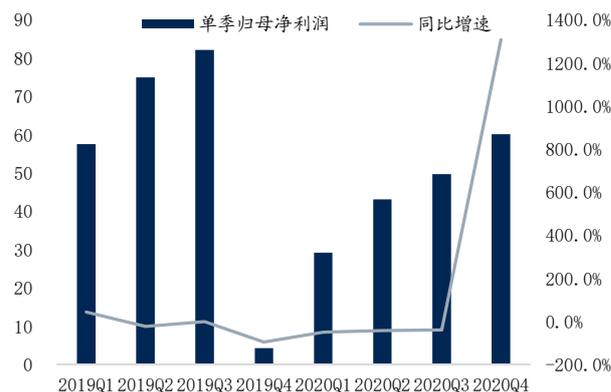
逐步走出疫情影响，恢复性高增长可期。视觉中国是以内容为导向的企业，疫情影响内容供需导致短期业绩承压。供给角度，疫情导致体育赛事（十大联赛、网球公开赛、欧冠等）、娱乐事件（戛纳电影节、车展等）等内容供给停滞，客户需求无法满足。需求角度，疫情对旅游、出行等行业影响较大，企业营销需求锐减，其中如黄山旅游前三季度收入下降 60%，旅游行业图片需求也相应大幅减少。供需因素叠加公司业绩短期承压，这种内外部环境下尤显公司韧性，恢复性高增长可期。

图 1：视觉中国单季营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理（Q4 为预测值）

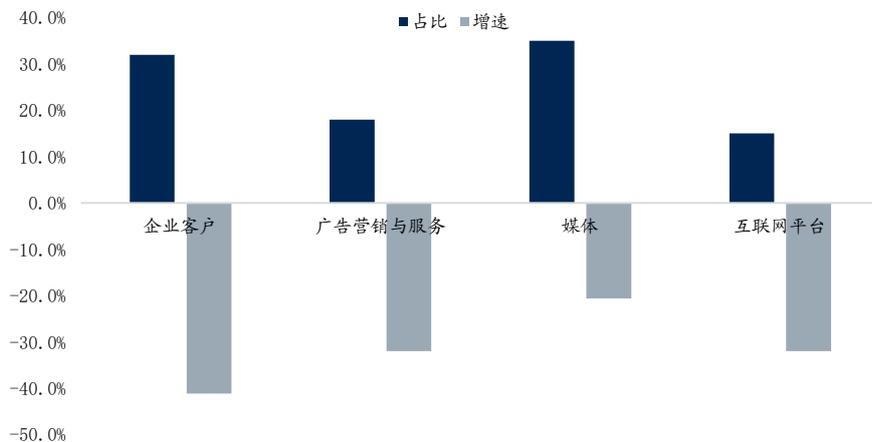
图 2：视觉中国单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理（Q4 为预测值）

分业务来看，2020 年上半年，公司党政与媒体、企业客户、广告营销与服务、互联网平台四类客户收入占比分别为 35%、32%、18%、15%，各业务出现不同程度下滑。其中党政与媒体业务主要由于停站后时政类新闻逐步恢复；企业客户上半年重点在于客户续约、“负面市场正面获客”基本停滞、旅游等行业影响以及中小企业需求下降所致；广告营销与服务客户下滑主要由于部分行业需求不足所致（如汽车等）；互联网平台下滑则由于体育赛事、娱乐事件等内容供给不足推动。

图 3: 视觉中国图片主业各业务线收入占比及增速



资料来源: 视觉中国、国信证券经济研究所整理

### 股权激励彰显增长信心，股价、业绩形成正向循环

股权激励彰显增长信心，覆盖新晋高管及核心销售，形成良好正向循环。2021年1月，公司发布2021年股票期权激励计划，拟授予股票期权1728.7万份，约占公司总股本的2.47%，行权价格为12.14元/股。激励计划主要针对公司新晋高管及核心销售人员，其中包括：

- ✓ 王刚：07年加入公司，任公司高级副总裁，分管销售（除企业、400外）、运营。获授股权期权110万份，占授予股票期权总数6.36%。
- ✓ 张宗堂：03年进入新华社工作，历任中央新闻采访中心政文室副主任，长期负责重大活动和时政新闻报道工作。20年加入公司，任总编辑、副总裁，负责内容。获授股权期权90万份，占授予股票期权总数5.21%。
- ✓ 刘楠：19年加入公司，任公司副总裁、财务负责人、董秘。获授股权期权65万份，占授予股票期权总数3.76%。
- ✓ 白怀志：18年加入公司，任公司副总裁、人力总经理。获授股权期权48万份，占授予股票期权总数2.78%。
- ✓ 中层管理人员及核心骨干（95人）：获授股权期权1104万份，占授予股票期权总数63.89%，平均获授股权期权11.6万份。

本次激励主要覆盖新晋高管和骨干销售人员，其一，对于新晋高管，其担负着运营、内容、人力等方面重任，激励有利于提高积极性；其二，对于骨干销售人员，正如我们此前深度报告中提到的“图片作为非标品，销售非常重要”，有利于确保业绩目标达成。

**表 1: 激励对象获授的股票期权分配情况**

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
王刚	高级副总裁	110	6.36%	0.16%
张宗堂	副总裁	90	5.21%	0.13%
刘楠	董事会秘书、副总裁、财务负责人	65	3.76%	0.09%
白怀志	副总裁	48	2.78%	0.07%
中层管理人员及核心骨干(95人)		1,104.55	63.89%	1.58%
首次授予合计		1,417.55	82.00%	2.02%
预留		311.15	18.00%	0.44%
合计		1,728.70	100.00%	2.47%

资料来源: 视觉中国、国信证券经济研究所整理

股票期权激励 2021-2023 各年度业绩考核目标, 以 2020 年营业收入为基数, **营业收入增长率不低于 30%/55%/75%**。按照 2020 年 wind 营收一致预期 6.5 亿计, 营业收入分别不低于 8.45/10.08/11.38 亿。营业收入增长率是衡量公司经营况况和市场占有能力、预测公司经营业务拓展趋势的重要指标, 有效反映公司成长能力和行业竞争力提升。我们认为公司护城河深厚且具有明显的规模效应, 未来净利润率有望回到 2018 年水平(净利润率 34%左右)。

**表 2: 各年度业绩考核目标**

行权期	业绩考核目标	按照 2020 年 6.5 亿收入计
首次授予的股票期权 第一个行权期	以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 30%;	不低于 8.45 亿
首次授予的股票期权 第二个行权期	以 2020 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 55%;	不低于 10.08 亿
首次授予的股票期权 第三个行权期	以 2020 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 75%;	不低于 11.38 亿

资料来源: 视觉中国、国信证券经济研究所整理

## 维权维度: 知识产权持续加码, 区块链重塑维权

第二个问题是维权和正版化。公司核心图片主业 17-18 年保持着 30%+增长, 一方面受益于微信、微博等自媒体渠道蓬勃发展, 另一方面受益于鹰眼技术的应用(通过爬虫技术, 全网发现侵权行为)。“411”、“1210”事件后, 公司更多采用调解模式取代原有的“鹰眼+诉讼”模式, 又碰到疫情因素影响, 近 2 年来新客获取速度较为缓慢。维权是错误的吗? 答案必定不是, 拒绝“敲诈式”维权, 倡导正规维权。新著作权法 2021 年 6 月正式实施, 区块链技术广泛应用于版权领域, 正版化加速可期。

### 新著作权法即将落地, 惩罚性赔偿震慑侵权行为

回顾视觉两次关站事件, 主要为行业层面影响, 不改正版化大趋势:

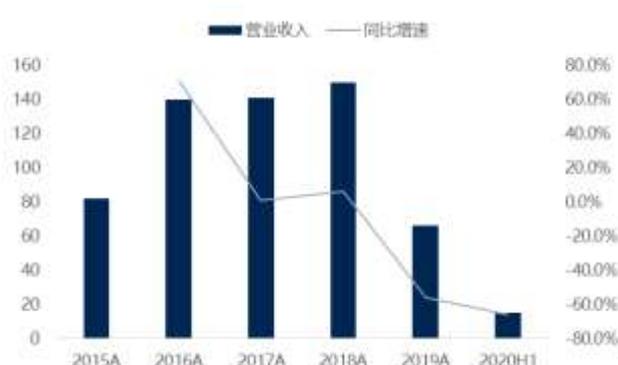
- 411 事件: 视觉中国网站上“黑洞照片”违规售卖(版权方授权署名无需付费使用, 视觉高价销售), 同时大量媒体爆出视觉出售“国旗、国徽”等版权, 公司自愿关闭网站 1 月。本次事件主要是舆论引起, 公司销售存在不当行为, 对年协客户适度补偿。
- 1210 事件: 东方 IC、视觉中国因“违规从事互联网新闻信息服务、违规与境外企业开展涉及互联网新闻信息服务业务的合作”等问题网站在度关停。国家规范时政类图片使用, 主要是行业层面影响。

图 4: 黑洞事件引发舆论危机



资料来源: 蚂蚁链、国信证券经济研究所整理

图 5: 全景网络等公司受“维权模式”受影响业绩大幅下滑



资料来源: 蚂蚁链、国信证券经济研究所整理

2019 年视觉内容素材行业监管趋严, 行业企业受到不同程度的冲击, 但整改不改版权规范化大趋势。在技术变革、科技进步与模式创新驱动下, 内容产业高速发展; 在国家对著作权保护力度不断加大、相关政策法规不断完善、公众版权意识不断增强。近期《著作权法》迎来十年后再修正, 草案包括加强网络空间著作权保护、引入惩罚性赔偿制度、丰富执法手段、增加作品登记制度、完善著作权保护体系等。这一系列举措, 将有效降低权利人诉讼维权成本、缩短诉讼周期、加大损害赔偿力度和化解当事人举证难, 切实增强司法保护的實際效果, 推动版权行业发展。其中比较重要的内容有:

- 将电影作品和以类似摄制电影的方法创作的作品修改为视听作品。短视频、直播等视听内容纳入著作权保护范畴, 未来短视频、直播等视听内容版权规范化有望进一步加强。
- 引入惩罚性赔偿制度, 对于侵权行为情节严重的, 可以适用 1-5 倍惩罚性赔偿 (法定赔偿额上限由五十万元提高到五百万元), 对侵权盗版行为产生震慑, 有助于加快客户转化。

表 3: 著作权法修改前后对照及影响

章条	修改前	修改后	相关影响
第一章第三条 (六)	电影作品和以类似摄制电影的方法创作的作品	视听作品	短视频、直播等视听内容纳入著作权保护范畴
第一章第八条		著作权集体管理组织根据授权向使用者收取使用费等	加大执法力度, 有利于提高著作权领域治理效能
第二章第十二条		使用改编、翻译等已有作品而产生的作品, 应取得原作品的著作权许可	加大改编等限制, 防止著作权滥用
第二章第二十二条	为报道时事新闻中, 在报纸、期刊、广播电台、电视台等媒体中不可避免地再现或者引用已发表的作品	为报道新闻中, 在报纸、期刊、广播电台、电视台等媒体中不可避免地再现或者引用已发表的作品	扩大不受著作权限制媒体报道
第五章第五十三条		对于侵权行为情节严重的, 可以适用赔偿数额一倍以上五倍以下的惩罚性赔偿; 将法定赔偿额上限由五十万元提高到五百万元。	对侵权盗版行为将产生强大的震慑和警示作用

资料来源: 中国人大网、国信证券经济研究所整理

国务院知识产权战略实施工作部际联席会议办公室印发《2020 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》(简称《推进计划》), 深化知识产权领域改革、加大知识产权保护力度。《推进计划》包括配合做好《著作权法》修订工作、大力培育知识产权仲裁机构和调解组织、继续开展打击网络侵权盗版治理“剑网”专项行动等内容, 都将切实地更好解决版权保护问题。自“黑洞图片”版权问题后, 国家版权局将把图片版权保护纳入即将开展的“剑网 2019”专项行动, 进一步规范图片市场版权秩序。

**表 4: 加快知识产权强国进行计划**

主题	内容	负责部门
完善法律法规规章	配合做好《著作权法》修订工作	中央宣传部、广电总局
加强保护长效机制建设	优化知识产权保护中心建设布局。加强知识产权维权援助公共服务平台建设。	知识产权局
加强保护长效机制建设	大力培育知识产权仲裁机构和调解组织，完善调解制度规范。推进成立中国贸促会调解中心知识产权分中心。	知识产权局、司法部、贸促会
强化知识产权行政保护	继续开展打击网络侵权盗版治理“剑网”专项行动。	中央宣传部、中央网信办、工业和信息化部、公安部负责

资料来源：《2020 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》、国信证券经济研究所整理

此外，视觉加强与人民网等党媒、央媒合作。“1210 事件”后视觉中国不得单独从事社会公共事务视觉素材服务。公司通过为人民网提供独家技术平台支持与客户服务，深化同人民网合作，从事时政类新闻视觉素材服务。人民视觉网是由人民网主办、视觉中国独家战略合作的视觉内容在线服务平台，基于人民网自有大型新闻图片库“人民图片网”基础上深度整合和技术升级赋能。人民网是党网，是中央重点新闻网站的排头兵，将成为“党的主张最职业的传播者，人民利益最坚强的捍卫者”，成为网络舆论的“定海神针”和“中流砥柱”。（《人民网深度融合发展三年规划（纲要）》）深化与人民网合作，对于视觉素材内容合规合法、打击盗版侵权等方面都有着积极意义。

### 区块链确权、维权降本提效，直击行业痛点

版权行业存在着**缺乏规范、保护费时费力、维权耗时久成本高等**痛点。对于内容管理方：缺乏行业规范化服务，版权交易过程中信息不联通，版权收益难以公平有效地在原创作者和相关机构间分配。对于内容平台方：传统保护费时费力成本高，海量内容难以全量保护，内容分发难以掌控传播安全问题。对于原创作者：传统模式权属自证繁琐，需奔波于多个部门/组织之间，侵权发现难，维权耗时久成本高，多数作品难以被有效保护。

**表 5: 区块链维权降本提效**

	确权存证	传播监测	侵权取证	司法维权	智能交易
传统版权保护	方式：线下登记 时效：7-30 天 费用：200 元/件	方式：项目制 时效：依赖人工 费用：数万	方式：公证处 时效：2-3 天 费用：800-3000 元	方式：律所、法院 时效：3-8 个月 费用：数万/件	方式：线下撮合 时效：无法保证 费用：无价格体系
区块链版权保护	方式：发布即存证 时效：1 分钟 费用：1-10 元/件	方式：SaaS 服务 时效：即发及得 费用：数元	方式：线上取证 时效：1-30 分钟 费用：5-300 元/件	方式：线上办理 时效：20 天以内 费用：数百/件	方式：在线交易 时效：实时完成 费用：低服务费

资料来源：蚂蚁链、国信证券经济研究所整理

区块链技术为版权保护降本增效。有效提高因权属问题产生版权纠纷的解决效率，因版权联盟链证据公信力强，诉讼周期可降至 20 天，相关费用节省 95% 以上，普惠每一位创作者。

- **权益存证**：快速确权登记工具。基于区块链特性，实现“发布即确权”，1 分钟搞定传统 7-30 天的工作。将权利人身份信息、登记内容唯一身份 ID（哈希值）、注册登记时间等信息安全上链。
- **传播监测**：高精度全网监测工具。基于 DNA 溯源技术为原创作品盖上“身份戳”，毫秒间亿级检索能力，全网内精确识别侵权行为，随用随监测。
- **电子取证**：可信有效取证工具。基于专利取证技术，发现侵权行为，通过网页截屏、视频录屏等方式在线取证，并记录在区块链，为维权提供可信的司法证据。

- 维权服务：便捷高效维权服务。基于链上权威节点见证的取证证据效力，引入权威律所、仲裁、司法鉴定机构，提供全流程更高效的维权服务。

图 6：区块链服务及优势



资料来源：蚂蚁链、国信证券经济研究所整理

以蚂蚁为例，此前其推出基于区块链技术的“盗图维权”工具鹊凿。视觉中国与鹊凿深入合作，利用一体化版权服务，为原创图片作品提供作品上链存证、传播检测、取证出证在内的全流程服务，给作品更全方位的安全保护。

图 7：视觉与鹊凿合作



资料来源：蚂蚁链、国信证券经济研究所整理

图 8：字节跳动与鹊凿合作



资料来源：蚂蚁链、国信证券经济研究所整理

## 视频维度：素材需求井喷，视觉把握客户和场景

第三个问题是视频素材潜力和路径。内容富媒体化趋势不减，视频成为创作者争夺的流量洼地。流量在哪里意味着广告主营销需求在哪里，也意味着正版化素材需求在哪里。视频素材行业处于野蛮生长，PGC 和 UGC 内容矛盾加剧，中间服务商将在未来出现。

### UGC 内容成为主流内容形态，视频素材需求激增

移动互联网下半场，内容即是流量，并且互联网内容形式也越来越富媒体化，图片和视频的价值凸显。纵观中国互联网内容形态发展，从最早的门户、博客以文字形式为主，到微博、公众号以图片形式为主，再到短视频、直播以视频形式为主，内容形态越来越富媒体化、内容的表现力越强、用户的体验和互动越好。在所有内容载体中，图片仍然是性价比及传播效率最高的媒介。随着 5G 时代的到来，视频、VR 等应用成为趋势，优质的视觉内容是高效的传播媒介和稀缺资源。

图 9：内容形态越来越富媒体化

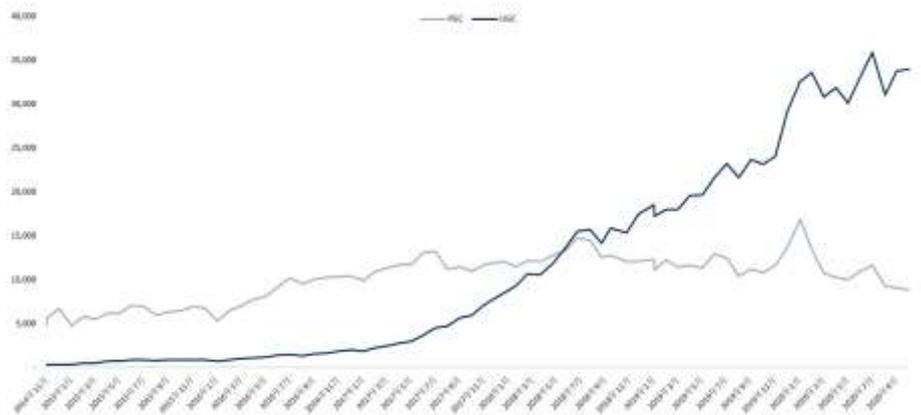


资料来源：国信证券经济研究所整理

PGC 和 UGC 是两大内容生产形式(PUGC 介于之间,但本质上仍属于 UGC 范畴), UGC 内容正逐步成为用户的主要娱乐消费形式。

- **用户数角度：**跟据 Questmobile 数据，2020 年 11 月，以爱奇艺、优酷、腾讯、芒果为代表的 PGC 视频，移动端 MAUs 13.7 亿（非去重）、DAUs 2.5 亿（非去重）；以抖音（包括极速版、火山等）、快手、西瓜、B 站为代表的 UGC 视频，移动端 MAUs 15.4 亿（非去重）、DAUs 7.7 亿（非去重）。UGC 视频平台的用户数超越 PGC 平台，并且黏性（即 DAU/MAU）远高于 PGC。
- **用户时长角度：**跟据 Questmobile 数据，2020 年 11 月，以爱奇艺、优酷、腾讯、芒果为代表的 PGC 视频，移动端总时长 88.8 亿小时；以抖音（包括极速版、火山等）、快手、西瓜、B 站为代表的 UGC 视频，移动端时长 339.8 亿小时。UGC 视频平台占据移动端用户时长接近 PGC 平台的 4 倍，时长和单用户时间价值意味着商业化能力，UGC 平台的商业化能力也非常优秀。

图 10: UGC 视频平台时长超过 PGC 平台 (单位: 百万小时)



资料来源: Questmobile、国信证券经济研究所整理 (PGC 平台包括爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV 等; UGC 平台包括抖音、抖音极速版、抖音火山版、西瓜视频、快手、快手极速版、哔哩哔哩等)

视频形式正在占据越来越多的互联网时长以及广告预算, 视频素材版权市场有望迎来爆发。正如微信和微博的快速发展带动图片行业需求激增以及视觉中国 17-18 年快速增长, 我们认为抖音、快手的崛起也有望带动视频素材需求增长以及成为公司业绩增长的新驱动力。以抖音企业号为例, 截止目前抖音企业号覆盖 267 个行业, 500 万+商家, 帮助企业建立品牌、推广产品、获取粉丝、成交转化, 短视频企业号迎来新的发展。

图 11: 视频将取代图文成为企业宣传的新阵地



资料来源: 抖音、国信证券经济研究所整理

### 资源和客户优势卡位中高端版权, 无虞视频化路径

内容呈现富媒体化趋势, 音频、视频前景广阔, 二者有望极大提升版权市场天花板, 视觉中国抢先卡位。首先, 图片与视频并不是替代关系, 而是互补关系。一方面, 视频是内容, 而图片是素材, 视频对创意的要求更高。另一方面, 尽管视频比图片生动形象, 但表现效率“逊于”图片。视频、音频版权市场是对图片版权市场扩充, 而不是替代。其次, 视觉中国率先布局音频、视频领域, 抢先与优质供应商合作并通过内容社区、视频模板等方式提供优质内容。公司拥有 1500 万视频、35 万音频素材, 19 年签约近 20 家视频、音频供应商, 内容更注重素材场景。

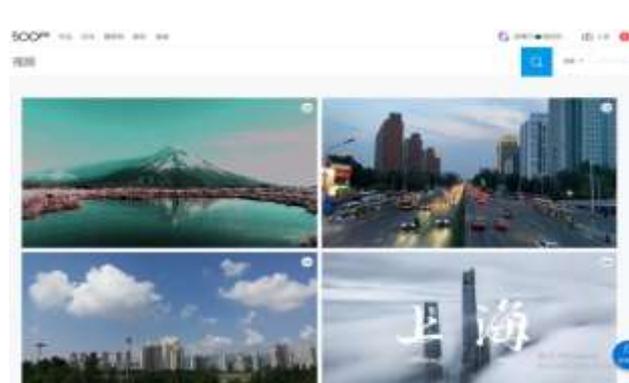
- 与头部音频、视频供应商合作：公司率先与头部、国内外音频、视频素材供应商合作，获得先发优势。公司整合全球优质视频资源，提供超过 500 万条的编辑及创意类视频素材，每月更新 3 万条视频素材；独家代理合作国际视频品牌超过 46 家，包括 Getty Images、Corbis Motion、BBC Motion Gallery 等。
- 针对不同企业，提供差异化内容：针对大客户，提供摄影师实拍；针对于中小企业，提供视频素材模板。
- 顺应全民内容创作，上线视频社区：500PX 中国区已开通视频区，19 年签约人数增长 1500 多人，高质量图片素材与视频素材创作者重合度高，社区模式进一步推动视觉中国未来视频版权领域霸主地位。

图 12: 与众多专业视频资源方合作



资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理

图 13: 500PX 上线视频区



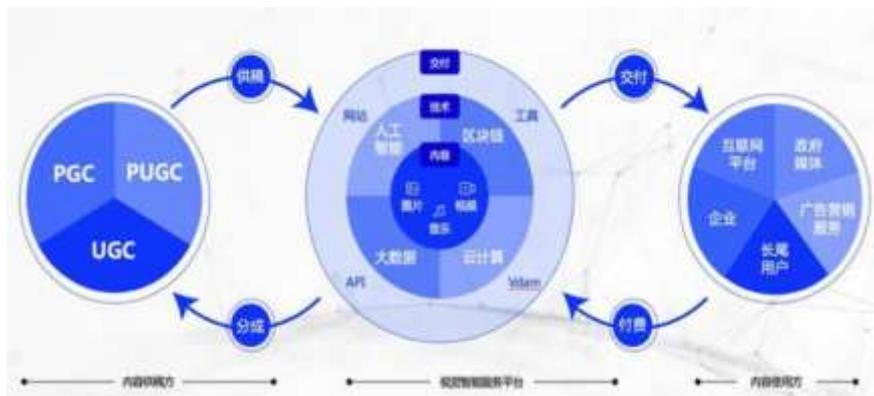
资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理

为什么我们认为视觉中国在视频素材领域能复制图片素材成功路径？公司能够在图片素材领域取得龙头地位，主要由于平台模式具有马太效应，客户越多带来的图片资源也就越多，图片资源越来越吸引的客户也就越多，形成正向循环。**视频素材与图片素材的供应商/摄影师重合，客户及客户需求重合，也就是说相比于先进入者，视觉中国已经具备相当的资源和商业化能力，先发优势明显。**此外，我们回顾视觉内容素材的正版化路径，其中素材提供者主要由专业摄影师向业余摄影师到普通用户转变，客户从大型广告主向中小企业再到普通用户转变。对于大型广告主，其支付能力强、正版化意识高，是视频素材最新落地的客户，我们认为版权视频化进程有望超预期。

## 护城河：平台模式强者恒强，掌握资源和大客户

成立于 2000 年 6 月，是国内最早将互联网技术应用于版权视觉内容服务的平台型文化科技企业。公司的核心商业模式为：整合全球及本土海量优质全面的图片、视频、音乐、矢量、插画、字体等版权素材内容，通过业内领先的大数据、人工智能、云计算、区块链等技术为支撑的互联网智能服务平台，为上下游海量的供稿方与使用方提供基于“优质内容+智能技术”的高效交易服务。

图 14：视觉中国采用平台型分成模式

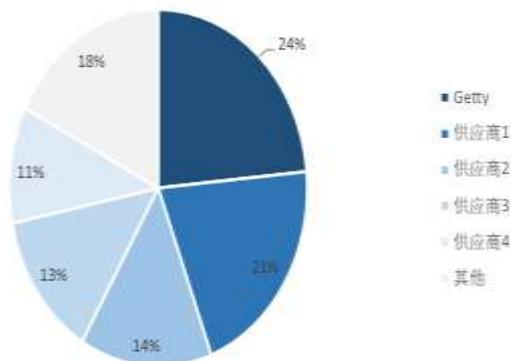


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

公司上游供稿方包括：专业供应商、个人供稿者以及公司自有版权内容；公司下游则包括使用“视觉内容”的广告营销服务机构、传媒、企业等；也包括百度、腾讯、阿里巴巴等互联网平台。获得公司内容授权的客户可将内容用于广告及营销推广、影视制作、媒体出版、产品包装设计、网站/APP 以及装饰展示等用途。公司通过网站、API、数字内容管理系统、工具等互联网服务提供产品和服务的交付。除了图片、视频、音乐、矢量、插画、字体等版权素材内容素材服务外，公司还为客户提供内容增值服务（创意趋势洞察、内容定制、版权保护、肖像权物权清除、传播应用等）和视觉智能服务（AI lab、数字内容资产系统），通过提供一站式的“视觉+”解决方案以促进客户更多的使用内容，帮助客户提升工作效率，增加客户黏性和服务体验。

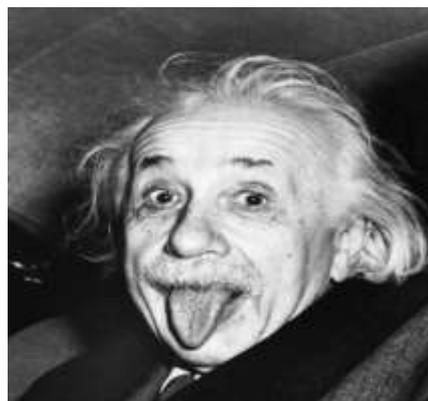
资源端，公司拥有 2 亿张图片、1500 万视频和 35 万音乐素材，并且其中超过 2/3 是高水准的的独家内容。（独家授权是维权的必要非充分条件）上游资源包括：1)合作图片素材供应商：供应商较为分散，其中占比最大 Getty 仅占 24%。视觉中国与全球 50 万供稿人、280 余家品牌机构建立内容合作，多年来建立了和全球知名图片机构（Getty、中新社、法新社、BBC、路透社等）的独家代理关系。2)自有内容库：Corbis，全球第二大图片库，拥有超过一亿张创意类、娱乐类与历史类图片，还有一个丰富而全面的短片资源库。3)摄影师平台：500px，国际知名的线上摄影社区，汇集全球的优秀摄影专业人士、摄影爱好者（1300 万注册摄影师，超 100 万月活用户）。

图 15: 视觉中国 TOP 5 供应商集中度



资料来源: 视觉中国、国信证券经济研究所整理

图 16: Corbis 拥有大量珍贵历史图片



资料来源: 视觉中国、国信证券经济研究所整理

客户端, 视觉中国直接合作客户 1.5 万家, 同比增长 2%, 年度销售额 10 万以上的客户占比约 70%、续约率超过 80%; 公司通过互联网平台触达长尾用户超过 70 万, 同比增长超过 110%。通常来说 SaaS 业务的获客费用非常高, 有赞、微盟代理商提点都在 40-60%, 视觉前期通过服务和维权模式获得 1.5 万直客价值非凡。此外, 视觉中国先后和淘宝、抖音、金山软件、万兴剪辑软件等平台、软件合作, 通过” 2 平台 2B “方式收割长尾市场。

图 17: 阿里、京东版权素材库采用视觉内容



资料来源: 京东、国信证券经济研究所整理

图 18: 视觉是字节巨量广告平台重要合作伙伴



资料来源: 视觉中国、国信证券经济研究所整理

综合来看, 平台分成模式强者恒强。不像视频平台的采购模式导致现金流较差, 分成模式保障公司现金流健康。此外, 分成模式下, 摄影师更在意周转和总收入, 视觉中国的摄影师分成比例在 30% 以下, 也展现其议价能力。

## 行业格局：高端微利半分天下，高端靠销售、微利靠流量

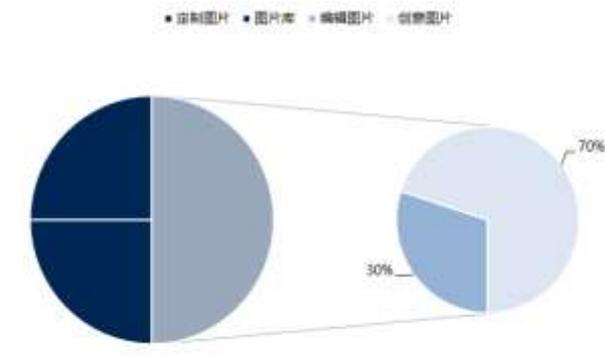
19年中国图片库实际市场规模约30亿人民币，理论市场空间约100亿人民币，正版化率不足30%。图片市场主要包括定制（50%）和图片库（50%），随着图文内容生产规模化，图片库的占比持续提升。图片库市场又包括编辑类（30%）和创意类图片（70%），其中编辑类图片主要涉及新闻、体育、娱乐、时政等，创意类图片主要涉及广告等商业化用途。

图 19：中国图片库市场空间（单位：十亿美元）



资料来源：站酷海洛、国信证券经济研究所整理

图 20：中国图片市场划分



资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理

高端图片库市场，视觉中国一家独大；低端图片库市场，千图、包图系异军突起。2020年视觉中国收入约6.5亿（wind一致预期），包图系收入低于视觉中国，然而包图系的日均PV是视觉系的7-8倍以上。高端图片库市场主要商业模式是“单张收费+年度打包收费”，微利图片库市场主要是“年度会员费”，包图系主要采取共享模式（用户上传视频，避免侵权风险）、自购模式（自己买断、生产设计素材）等。高端图片库壁垒在于独家内容，微利图片库护城河在于流量获取（广告投放等）。

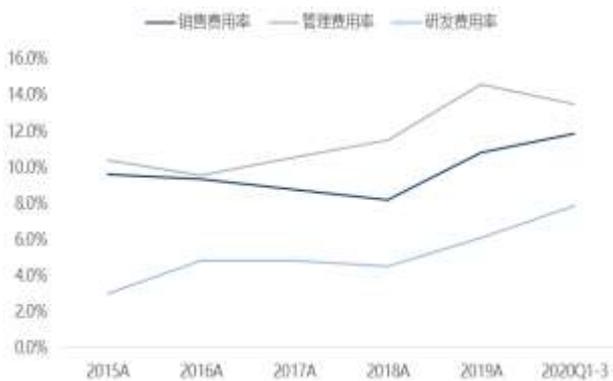
表 6：中国图片库公司一览

网站	网站地址	收入规模(万)	日均IP访问(万)	日均PV访问(万)	会员价格(企业版)	日收入/日均PV
视觉中国	vcg.com	65,000	2.99	18.78		9.1
	veer.com		0.60	2.40	7800元/600张	
全景视觉	quanjing.com/	3,000	0.53	3.83	3万/1000张	4.6
站酷海洛	hellorf.com	10,000	3.71	11.35	2.5万/1000张	2.4
千图网	58pic.com	-	5.38	46.39	499-2999元/年	-
包图网	ibaotu.com	-	3.38	32.65	999-5999元/年	-
昵图网	nipic.com	-	16.29	106.01	50-300元/年	-
我图网	ooopic.com	-	8.25	38.50	399-799元/年	-
摄图网	699pic.com	-	4.51	30.23	399-2999元/年	-

资料来源：Alexa、国信证券经济研究所整理（2020年第某周计）

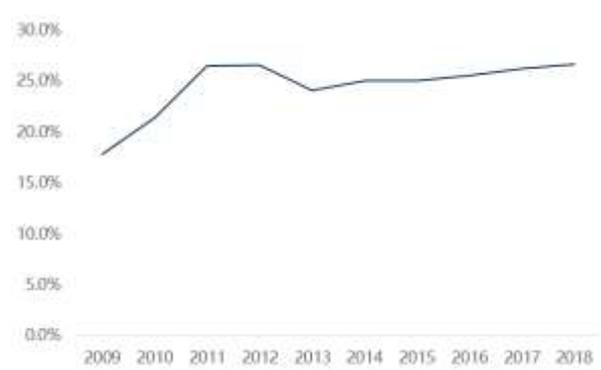
图片和视频都属于非标准化产品，但图片不可效果化（价值难以衡量，很难证明某张图片可以带来多少流量或者销售转化），在版权维护中“独家”和销售能力都十分重要；视频可以效果化（播放量可以代表一定价值），内容创意和流量运营能力起到关键作用。对于大客户来说，主要采取调解、连锁获客（通过集团渗透子公司等）；对于小客户来说，主要采取平台、工具获客的“2大B2小B”模式。视觉大客户导向，新股权激励有望提升销售积极性，实现正向循环。

图 21: 视觉中国费用率



资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理

图 22: Shutterstock 费用率



资料来源：视觉中国、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测：2021 年重回高速增长通道

我们总结核心假设如下：

- 受到网站关停及疫情影响 2020 年各业务收入阶段性承压，2021 年开始各项业务逐步恢复。2020-2022 年核心主业各项业务增速分别为：企业客户-10%/40%/40%、广告营销与服务-10%/30%/30%、媒体-10%/30%/30%、互联网-10%/40%/40%。
- 公司图片等业务分成比例稳定，毛利率稳中有升；获客方式改变不影响销售费用率。
- 出于严谨性考虑，暂未考虑行业集中度提升以及视频素材对公司业绩的贡献。

**表 7: 视觉中国业务拆分及预测**

业务分类	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>1、视觉内容与服务</b>	<b>781.90</b>	<b>714.41</b>	<b>641.97</b>	<b>866.73</b>	<b>1,169.95</b>
yoy		-8.6%	-10.0%	34.8%	35.0%
-企业客户	312.76	242.90	218.61	306.05	428.48
yoy		-22.3%	-10.0%	40.0%	40.0%
-广告营销与服务	156.38	142.88	128.59	167.17	217.32
yoy		-8.6%	-10.0%	30.0%	30.0%
-媒体	226.75	228.61	205.75	267.48	347.72
yoy		0.8%	-10.0%	30.0%	30.0%
-互联网	86.01	100.02	90.02	126.02	176.43
yoy		16.3%	-10.0%	40.0%	40.0%
毛利率	68.6%	63.0%	62.2%	64.0%	64.0%
<b>2、广告创意服务</b>	<b>38.98</b>	<b>7.46</b>			
yoy		-80.9%			
毛利率	62.7%	62.7%			
<b>3、其他</b>	<b>166.96</b>	<b>0.23</b>			
<b>合计收入</b>	<b>987.84</b>	<b>722.11</b>	<b>641.97</b>	<b>866.73</b>	<b>1,169.95</b>
yoy		-26.9%	-11.1%	35.0%	35.0%
毛利率	64.7%	63.1%	62.2%	64.0%	64.0%

资料来源:wind、国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议: 基本面拐点叠加市场拐点

我们采取相对估值方法计算公司的合理估值:

► **相对估值法:** 我们选数字阅读版权公司——掌阅科技、阅文集团; 2B SaaS 服务公司——Adobe、Salesforce 作为可比公司。关于选择可比公司的合理性, 由于视觉中国商业模式和所处行业龙头地位特殊, 我们从不同维度选取可比公司: 其中数字阅读版权与图片版权、视频版权共同属于版权行业, 受益于版权正版化大趋势; 2B SaaS 服务公司主要由于视觉中国服务性质及其续约率表现等, 并且其与金山合作类似于“Adobestock”。由于 20 年公司受到疫情影响, 我们选取公司 21 年 EPS 以及可比公司平均 60 倍 PE(剔除阅文, 其他三家公司平均 2020 年 PE), 合理市值 150 亿, 合理价格 21.54 元。

**表 8: 可比公司盈利及估值情况一览**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603533.SH	掌阅科技	无评级	34.03	149.00	0.40	0.60	0.92	85.08	56.72	36.99
0772.HK	阅文集团	无评级	77.65	789.00	1.10	-4.48	1.31	57.88	-14.21	48.61
ADBE.O	Adobe	无评级	469.09	2246.00	7.87	9.71	11.08	59.60	48.31	42.34
CRM.N	Salesforce	无评级	209.09	1926.00	2.75	2.99	3.14	76.03	69.93	66.59
<b>平均值</b>								<b>69.65</b>	<b>40.19</b>	<b>48.63</b>

资料来源: 公司公告、Wind 一致预期、彭博一致预期、国信证券经济研究所预测(不同公司采用所在股票市场货币计量)

► **绝对估值法:** 我们假设 2023-25 年公司保持 30% 收入增长, 2026-29 年保持 20% 收入增长, 10 年后永续增长率保持 2%。按照 Beta 0.85、无风险利率 2.5%、风险溢价 6.5%, 计算 WACC 8.1%。通过公司自由现金流模型, 公司股票价值 160 亿, 目标价格 22.83 元。

**表 9：绝对估值法 FCFF 公司自由现金流模型（单位：百万）**

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
EBIT	183.2	276.5	374.9	488.8	636.8	829.2	996.0	1,196.2	1,436.3	1,724.5	
所得税税率	13.95%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	157.7	235.1	318.7	415.5	541.3	704.9	846.6	1,016.7	1,220.9	1,465.8	
折旧与摊销	6.6	7.1	7.7	8.4	9.1	9.7	10.4	11.1	11.7	12.4	
营运资金的净变动	29.3	(12.6)	(1.8)	(3.0)	(5.8)	(9.3)	(8.1)	(10.9)	(14.1)	(17.8)	
资本性投资	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	
FCFF	183.6	219.6	314.7	410.8	534.6	695.3	838.9	1,006.9	1,208.5	1,450.4	24,269.0
PV(FCFF)	169.8	187.9	249.1	300.9	362.2	435.8	486.5	540.2	599.8	665.9	11,141.8
核心企业价值	15,139.9										
减：净债务	(856.3)										
股票价值	22.83										

资料来源：国信证券经济研究所预测

维持盈利预测。我们预计公司 2020/21/22 年净利润分别为 1.7/2.5/3.4 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 0.25/0.36/0.48 元。业绩、维权、视频三个维度说明基本面拐点，叠加经济复苏下，配置价值凸显。维持“买入”评级。根据绝对估值和相对估值法，未来一年目标股价 21.54-22.83 元/股。

## 风险提示

### 估值风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 43.3-45.8 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司短期受到停站、疫情等影响，对应 2021 年业绩最终给予公司 60 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 宏观经济下行风险

视觉内容素材的应用领域包括企业宣传和广告等，其中广告营销与服务占收入比例约 20%，受到宏观经济影响较为明显。宏观经济下行可能导致广告主预算下降，从而影响相关视觉内容需求。

### 人才流失风险

销售人才和技术人才是公司业务发展的中坚力量，其中销售人员可以更好满足大客户多样化素材需求、技术人员可以更好的研发相关产品提高客户体验。若后续核心人才持续流失，客户增长速度和 ARPU 值增长可能会受到影响。

### 互联网巨头进入视频素材版权市场

国内短视频行业玩家主要包括抖音、快手、B 站等，其直接对接海量用户，有着充足的短视频库存，是国内最大的 UGC、PUGC 视频社区。若其进入视频素材版权市场，行业竞争将进一步加剧。

### 行业监管风险

内容行业处于监管趋严、行业规范化趋势下，相比于图片，视频素材行业的内容监管更加严格。若公司内容审核不细致，仍然存在行业监管风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	373	554	742	957	营业收入	722	642	867	1170
应收款项	178	158	214	289	营业成本	266	243	312	421
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	4	4	5	7
其他流动资产	119	105	142	192	销售费用	78	77	95	129
<b>流动资产合计</b>	<b>691</b>	<b>839</b>	<b>1119</b>	<b>1460</b>	管理费用	106	135	178	238
固定资产	3	6	9	10	财务费用	23	24	23	21
无形资产及其他	116	112	107	102	投资收益	58	40	40	40
投资性房地产	2017	2017	2017	2017	资产减值及公允价值变动	34	0	0	0
长期股权投资	1289	1289	1289	1289	其他收入	(76)	4	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4117</b>	<b>4263</b>	<b>4541</b>	<b>4878</b>	营业利润	262	203	293	394
短期借款及交易性金融负债	381	411	432	408	营业外净收支	(1)	(2)	0	0
应付款项	128	117	150	203	<b>利润总额</b>	<b>262</b>	<b>201</b>	<b>293</b>	<b>394</b>
其他流动负债	141	144	185	250	所得税费用	44	28	44	59
<b>流动负债合计</b>	<b>651</b>	<b>671</b>	<b>768</b>	<b>861</b>	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	203	203	203	203	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>174</b>	<b>251</b>	<b>337</b>
其他长期负债	189	189	189	189					
<b>长期负债合计</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1043</b>	<b>1064</b>	<b>1160</b>	<b>1254</b>	净利润	219	174	251	337
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	(4)	资产减值准备	(4)	5	5	5
股东权益	3074	3200	3383	3629	折旧摊销	9	7	7	8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4117</b>	<b>4263</b>	<b>4541</b>	<b>4878</b>	公允价值变动损失	(34)	0	0	0
					财务费用	23	24	23	21
关键财务与估值指标					营运资本变动	(117)	29	(13)	(2)
每股收益	0.31	0.25	0.36	0.48	其它	3	(6)	(6)	(7)
每股红利	0.08	0.07	0.10	0.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>209</b>	<b>244</b>	<b>341</b>
每股净资产	4.39	4.57	4.83	5.18	资本开支	(31)	(10)	(10)	(10)
ROIC	10%	7%	10%	14%	其它投资现金流	159	0	0	0
ROE	7%	5%	7%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>91</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
毛利率	63%	62%	64%	64%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	29%	32%	32%	负债净变化	(73)	0	0	0
EBITDA Margin	38%	30%	33%	33%	支付股利、利息	(60)	(47)	(68)	(92)
收入增长	-27%	-11%	35%	35%	其它融资现金流	54	29	22	(24)
净利润增长率	-32%	-21%	44%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(211)</b>	<b>(18)</b>	<b>(47)</b>	<b>(116)</b>
资产负债率	25%	25%	26%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>(45)</b>	<b>181</b>	<b>188</b>	<b>215</b>
息率	0.6%	0.4%	0.6%	0.9%	货币资金的期初余额	418	373	554	742
P/E	48.2	60.7	42.1	31.3	货币资金的期末余额	373	554	742	957
P/B	3.4	3.3	3.1	2.9	企业自由现金流	83	184	220	315
EV/EBITDA	41.8	61.2	41.3	30.9	权益自由现金流	64	192	221	272

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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