

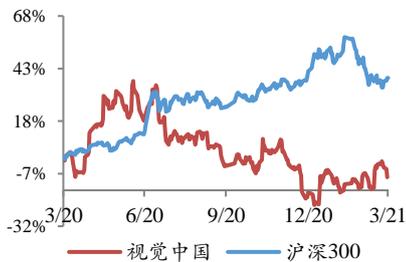
## 潮平两岸阔，龙头帆已悬

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-03-31

收盘价(元)	14.12
近12个月最高/最低(元)	21.19/12.08
总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	664
流通股比例(%)	94.80
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	94

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

### 联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 立足内容，布局上下游，强化和筑造核心主业竞争优势

公司深耕行业 20 余年，收购 Corbis 与 500px，独家合作 Getty Images，签约供稿人超 50 万，合作专业版权内容机构达 280 家，有超过 2/3 的素材为高水准内容。目前，公司可为用户提供超 2 亿张图片、1500 万条视频素材、35 万首音乐素材。我们认为，图片版权授权生意的门槛在于内容的积累，公司在独家、稀缺、优质内容上已高筑竞争壁垒，内容优势长期延续的确定性强。

#### ● 经历整改后公司情况改善显著

在两次黑天鹅事件发生后，图片成为 2019 年网络版权保护的重点整治领域。我们认为，国家对于图片版权行业的管理整改，短期来说是挑战，长期来看反而有利于提高行业规范化程度、不断打开市场空间。公司经过整改后，内容合规性上，对外合作两家主流媒体平台，对内建立总编辑负责制，引入行业资深从业人员把关。在获客方式上，告别“维权式”获客，以正面市场为主，通过梳理细分行业营销案例形成打法。我们看好公司组织架构调整与激励措施并行所带来的生产关系的新变革，将带动公司生产力的发展、推动营收持续增长。

#### ● 国内版权图片市场增长潜力大

虽然两次行业整顿以及疫情的影响打断了行业增长，但从历史数据来看，2017-2018 年中国图片版权市场规模同比增速较快，分别为 18.2%、23.2%；行业仍具备较大增长潜力，2019 年购买版权方图片库的国内企业占比尚不足一成，而图文仍是主流内容体裁，图片素材占自媒体素材使用比例超六成。我们认为，在企业客户方面，渗透率有望随着版权保护意识加强而不断提升；而且自媒体蓬勃发展有望拉动新增需求，其中创意类图片由于其稀缺性和独家性价值将愈发凸显。

#### ● 从高端到微利，竞争策略立体化，公司优势明显

我们认为，视觉中国在传统图库市场已构筑起垄断性优势地位，看好公司后续发展情况。1) 公司推出微利图库 veer.com，短期将给其他微利图库平台带来经营压力，长期有助于培养用户的版权意识。2) 推出“视觉+”服务，充分挖掘大客户的全应用场景的全内容素材需求，从图片延展到音视频，全品类覆盖，有望提升大客户价值量，为公司带来新的业绩增量。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2020 年至 2022 年将实现收入 6.50/8.54/10.85 亿元，归母净利润分别为 1.92/2.69/3.59 亿元，EPS 分别为 0.27/0.38/0.51 元。对应 PE 分别为 47/34/25 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

图片内容载体需求变化风险；版权环境改善不及预期；内容审核及经营合规风险；行业监管政策风险；行业竞争加剧风险。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	722	650	854	1085
收入同比 (%)	-26.9%	-9.9%	31.4%	26.9%
归属母公司净利润	219	192	269	359
净利润同比 (%)	-31.8%	-12.5%	40.5%	33.2%
毛利率 (%)	63.1%	63.1%	64.5%	65.5%
ROE (%)	7.1%	5.9%	7.6%	9.2%
每股收益 (元)	0.31	0.27	0.38	0.51
P/E	55.14	47.49	33.80	25.38
P/B	3.93	2.79	2.58	2.34
EV/EBITDA	6.31	5.21	2.76	1.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 报告缘起：困境反转.....	6
2 公司龙头底色不改.....	6
2.1 商业模式：始于内容，忠于服务，解决的是效率问题.....	6
2.2 发展历程：从“加法”到“减法”，聚焦核心主业.....	7
2.3 管理层：人员稳定经验丰富，引入版权保护专家加盟.....	10
2.4 参控股公司：围绕视觉内容，保留优质资产.....	11
2.5 业绩表现：2019-2020 年调整，未来向上.....	12
3 整改后公司改善显著.....	16
3.1 整改性质：影响全行业，利好头部.....	17
3.2 内容审核：合作主流媒体，加强内部审核.....	18
3.3 获客方式：梳理细分行业典型打法，正面获客为主.....	18
4 图片版权市场前景广阔，行业马太效应明显.....	20
4.1 产业链：上下游较分散，为中游服务商成长为巨头提供土壤.....	20
4.2 市场规模：增速较快、潜力巨大.....	23
4.3 需求侧：自媒体拉动新增需求，创意类图片素材价值凸显.....	24
4.4 版权环境：版权规范化持续推进，不断打开成长空间.....	26
5 公司立足内容，布局上下游，强者愈强.....	31
5.1“内容+技术”双轮驱动.....	31
5.2 从“平台”到“生态”，上下游深度布局.....	33
5.3 竞争策略立体化，优势明显.....	35
5.4 深挖大客户需求，从图片延展到音视频，全品类覆盖.....	36
6 盈利预测和投资建议.....	38
6.1 收入与盈利预测.....	38
6.2 相对估值.....	39
风险提示：.....	40
财务报表与盈利预测.....	41

## 图表目录

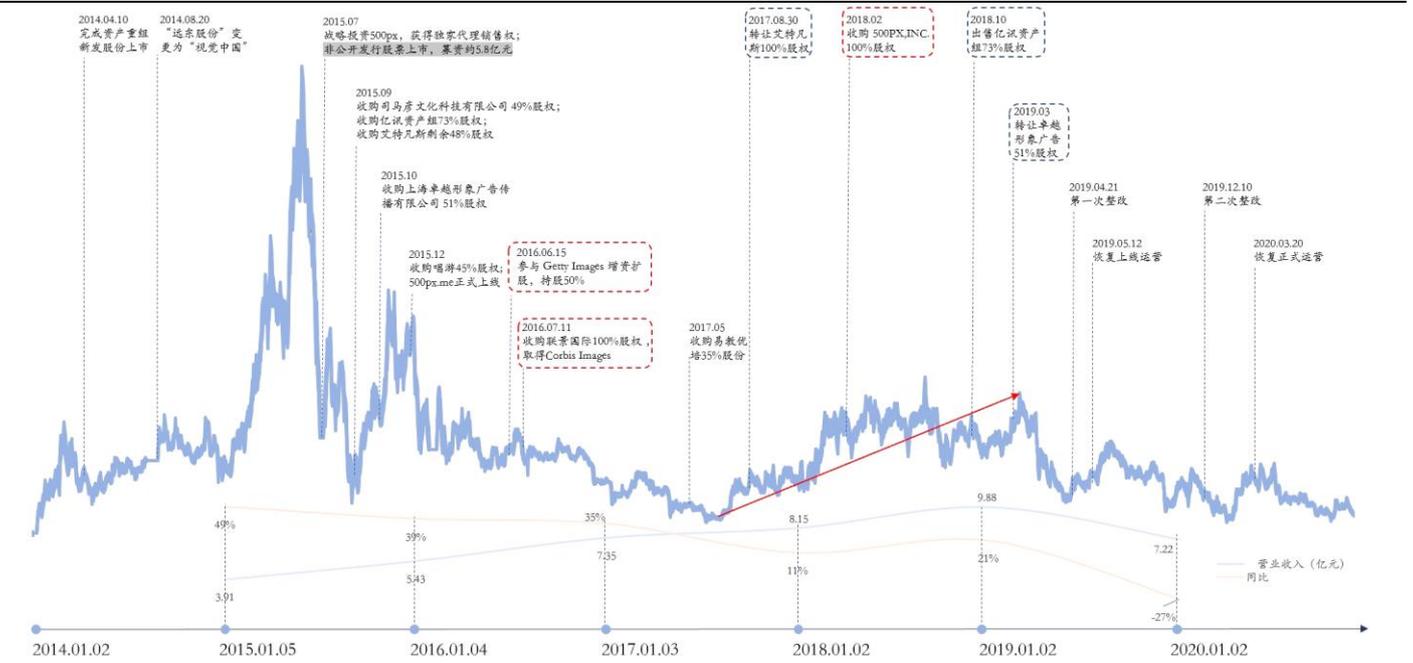
图表 1 2014 年 4 月-2020 年 11 月公司股价复盘	6
图表 2 公司业务模式	7
图表 3 2000-2014 年公司主要发展历程	8
图表 4 2014-2017 年公司业务拓展情况	9
图表 5 CORBIS IMAGES 发展历程	9
图表 6 2017-2019 公司业务拓展情况	10
图表 7 公司部分核心高管履历	10
图表 8 公司 5 名一致行动人、实际控制人持股情况 (截止 2020 年 9 月)	11
图表 9 公司主要参控股公司及业务介绍 (截至 2021 年 3 月)	12
图表 10 2016-2020H1“华夏视觉+汉华易美”合计营收与净利润情况	12
图表 11 2015-2020H1 湖北司马彦营收及净利润情况	12
图表 12 2014-2020Q3 公司营收及同比情况	13
图表 13 2014-2020Q3 公司净利润及同比情况	13
图表 14 2014-2020H1 公司视觉内容与服务占营收比重情况	13
图表 15 2014-2020Q3 公司毛利率与净利率情况	14
图表 16 2014-2020H1 全景网络毛利率与净利率情况	14
图表 17 2014-2020Q3 公司应收账款周转天数与应付账款周转天数情况	14
图表 18 2014-2020H1 全景网络应收账款周转天数与应付账款周转天数情况	14
图表 19 2014-2020H1 公司与全景网络销售费用情况	15
图表 20 2014-2020H1 公司与全景网络销售费用率情况	15
图表 21 2015-2020Q3 公司营收同比增速与销售费用同比增速情况	15
图表 22 2015-2020H1 全景网络营收同比增速与销售费用同比增速情况	15
图表 23 2014-2020H1 公司与全景网络的销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入情况	16
图表 24 2014-2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额/净利润情况	16
图表 25 2018-2020Q3 公司营收及同比情况	16
图表 26 2018-2020H1 公司与全景网络营业收入情况对比	17
图表 27 2018-2020H1 公司与全景网络营业收入同比情况	17
图表 28 人民视觉	18
图表 29 视觉中国学习强国号	18
图表 30 公司总编辑工作情况简介	18
图表 31 2017-2020 年与视觉中国公司相关的侵权行为诉讼事件数 (截止 2020 年 8 月底)	19
图表 32 公司股权激励对象获授的股票期权分配情况	19
图表 33 公司股权激励业绩考核情况	19
图表 34 编辑类图片展示	20
图表 35 创意类图片展示	20
图表 36 2019 年全景网络和视觉中国前 5 大供应商采购占比情况	21
图表 37 2019 年全景网络和视觉中国前 5 大客户销售占比情况	21
图表 38 图片版权行业产业链	22
图表 39 2014-2020H1 视觉中国与全景网络营业收入情况 (单位: 亿元)	23
图表 40 创意类图片市场格局	23
图表 41 编辑类图片市场格局	23

图表 42 2016—2020 年中国图片行业市场规模及同比 (亿元)	24
图表 43 2019 年中国企业使用图片来源分布	24
图表 44 2014-2019 年末微博月活用户数及同比情况	25
图表 45 2013-2018 年微信公众号数量及同比情况	25
图表 46 自媒体平台为旗下原创作者提供版权图片内容资源支持情况	25
图表 47 内容创作者的生产内容体裁分布	26
图表 48 自媒体创作时主要使用素材类型占比情况	26
图表 49 自媒体素材收集时间占比情况	26
图表 50 自媒体人创作流程中比较费时费力的环节	26
图表 51 2016-2019 年中国版权图片行业正版化率	27
图表 52 2015 年国家版权局分布监管工作规划	27
图表 53 2015-2019 年网络版权侵权案件作品类型分布情况	28
图表 54 2019 年图片作品的网络版权保护情况	29
图表 55 2019 年新媒体平台配合下线未授权图片数量情况	29
图表 56 2016-2019 年中国网络版权产业用户付费情况	30
图表 57 2014-2019 年中国版权局版权作品自愿登记情况	30
图表 58 图片作品维权流程	31
图表 59 技术应用驱动版权治理手段升级情况	31
图表 60 2014-2020H1 公司内容素材相关数据情况	32
图表 61 2020H1 国内主要图片版权公司图片素材数量情况 (亿张)	32
图表 62 公司闭环运行模式	33
图表 63 2015-2019 年公司研发人员数量及占比情况	33
图表 64 2015-2019 年公司研发金额及占营收比重	33
图表 65 500PX 相关用户使用数据情况	34
图表 66 公司在金山办公稻壳儿提供图片素材	34
图表 67 公司 API 接口提供服务内容图示	35
图表 68 公司企业内容管理平台图示	35
图表 69 公司微利图库 VEER 图片套餐情况	36
图表 70 2017-2019 年公司直接签约客户数	36
图表 71 2018-2019 年公司直接签约客户 ARPPU 值	36
图表 72 2018-2020H1 公司各类型目标客户占比情况	37
图表 73 2017-2020H1 年公司长尾客户数	37
图表 74 公司主要客户情况统计 (部分)	37
图表 75 公司主营业务营收及净利润预测 (百万元)	39
图表 76 公司主营业务营收及净利润预测 (百万元)	40

# 1 报告缘起：困境反转

复盘公司发展历程以及历史股价表现，我们研究发现，相较于公司短期业绩表现，市场更关注公司业务经营发展模式。具体而言，在 2015 年 7 月公司完成 5.8 亿的募资后，开启了一系列的外延式股权收购，两年内相继收购了湖北司马彦、亿迅资产组、艾特凡斯、上海卓越、唱游、易教优培，共计 6 家公司的大部分股权。而同期公司股价呈下跌态势，即便当时公司营收增幅均在 30% 以上。我们认为，这反映出市场对于公司切入与核心主业协同性不高领域的忧虑，以及担心公司主业图片版权授权这门生意是否是个好生意。而从 2017 年下半年开始，公司开始对之前收购的部分非核心资产进行剥离，并收购了 500PX 全部股权。公司聚焦核心主业的经营思路，也获得了市场的认可，股价在这个时期实现了翻倍。到 2019 年，受两次整改的影响，公司营收出现大幅下滑。而第二次整改距今已约一年，那么目前公司与行业情况怎样，是否有困境反转的可能，这些方面的思考促成了本篇报告。

图表 1 2014 年 1 月-2020 年 11 月公司股价复盘



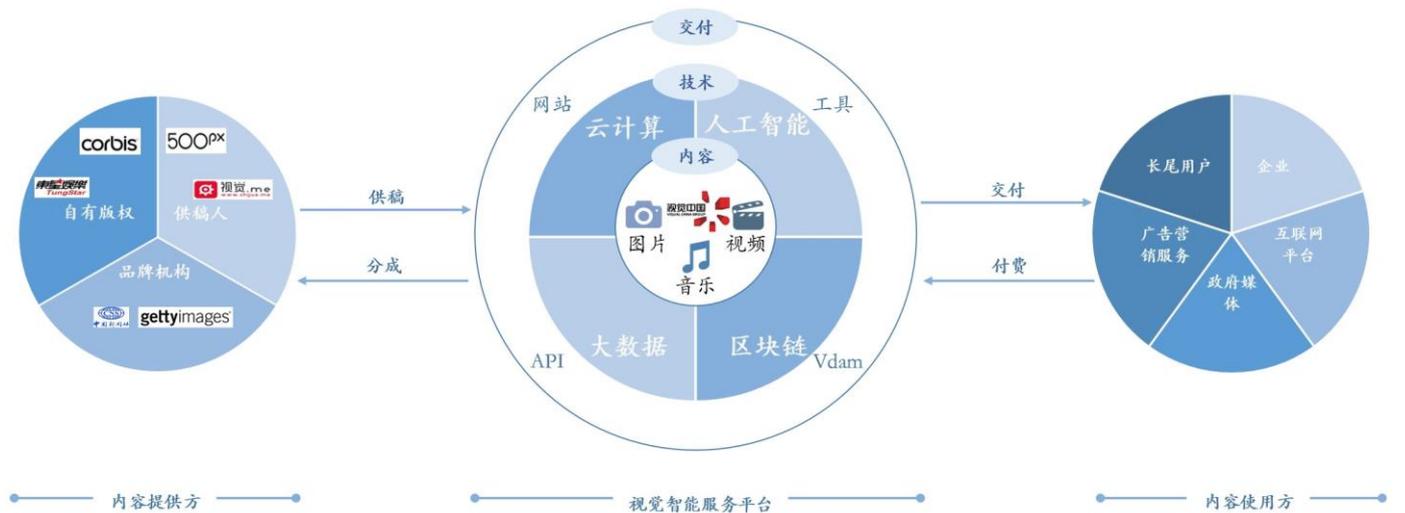
资料来源：公司公告，Wind，华安证券研究所

## 2 公司龙头底色不改

### 2.1 商业模式：始于内容，忠于服务，解决的是效率问题

视觉中国是一家国际领先的提供专业版权视觉内容与增值服务的平台型互联网公司，其前身为创办于 2000 年的图片库网站 Photocome，2014 年借壳“远东股份”上市，深耕图片版权授权行业近 20 年，龙头地位稳固。公司以优质、独家的 PGC 视觉内容为根基，通过旗下视觉内容版权授权交易平台 vcg.com，连接内容生产者与使用者，为其提供图片、视频及音乐素材的版权授权交易和增值服务。

图表 2 公司业务模式



资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们认为，公司作为一家平台型企业，高效连接供需两端是重点，核心竞争力体现在服务上。在供给侧，公司以版权变现为核心，帮助内容创造价值，并为摄影师提供诸如版权保护、社区分享、委托拍摄等增值服务，帮摄影师节省时间，让内容创作者回归内容创作本身，形成正向反馈、增强用户粘性；在需求侧，公司以素材的搜寻效率为核心，依托自身庞大的优质视觉内容版权资源库，提供丰富的图像、视频和音乐素材供用户选择，借助大数据、搜索算法、人工智能等技术，帮助平台用户快速、高效地找到所需素材，节省用户时间。

## 2.2 发展历程：从“加法”到“减法”，聚焦核心主业

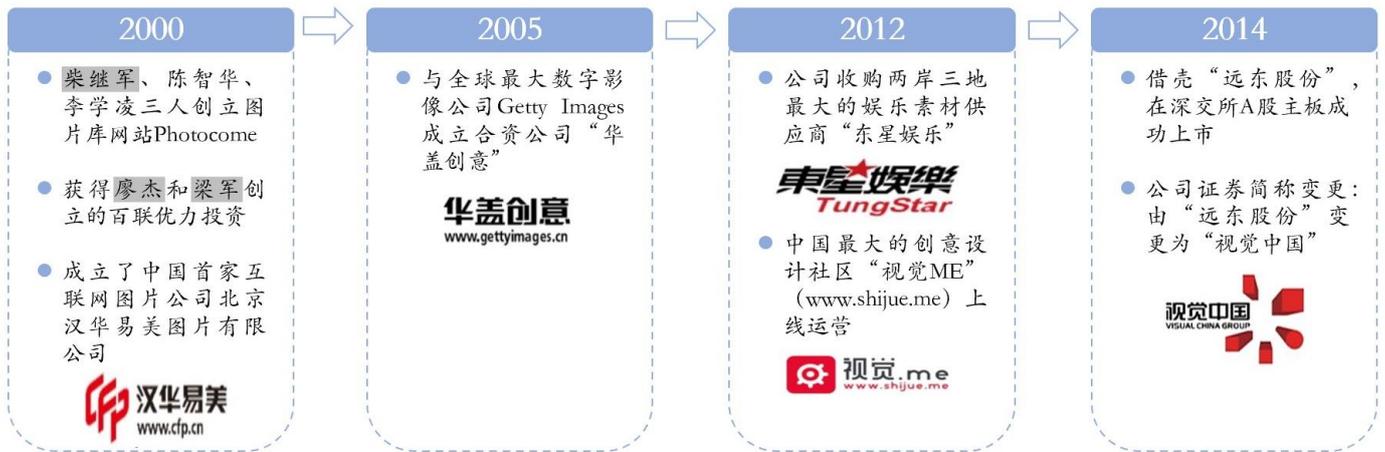
公司发展历程主要分为三个阶段：

### (1) 2000-2014 年，踏准互联网门户网站发展节奏，顺势崛起

2000 年，廖杰和梁军创立的百联优力投资了，由陈智华、柴继军和李学凌三人创立的图片库网站 Photocom，随后成立了中国首家互联网图片公司——北京汉华易美图片有限公司。公司成立之初，中国互联网才刚刚开始兴起，第一个客户就是新浪网，当时公司的所有业务流程、产品理念，都是围绕互联网门户网站展开的，所以公司自然领先于市场，随后也很快覆盖了传统媒体市场。

2003 到 2005 年，公司从代理全球最大的数字影像公司 Getty Images 的编辑类图片开始，随后与之成立合资公司“华盖创意”，共同开拓中国广告商业市场。站在巨人的肩膀上，公司视野被拓宽，开始进入快速发展阶段。2012 年公司收购两岸三地最大的娱乐素材供应商“东星娱乐”，正式进入娱乐行业；同时中国最大的创意设计社区“视觉 ME”（www.shijue.me）上线运营；同时整合所有视觉业务，成立视觉中国集团。2013 到 2014 年，公司抓住了资本市场的窗口期，借壳“远东股份”，成功上市。

图表 3 2000-2014 年公司主要发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

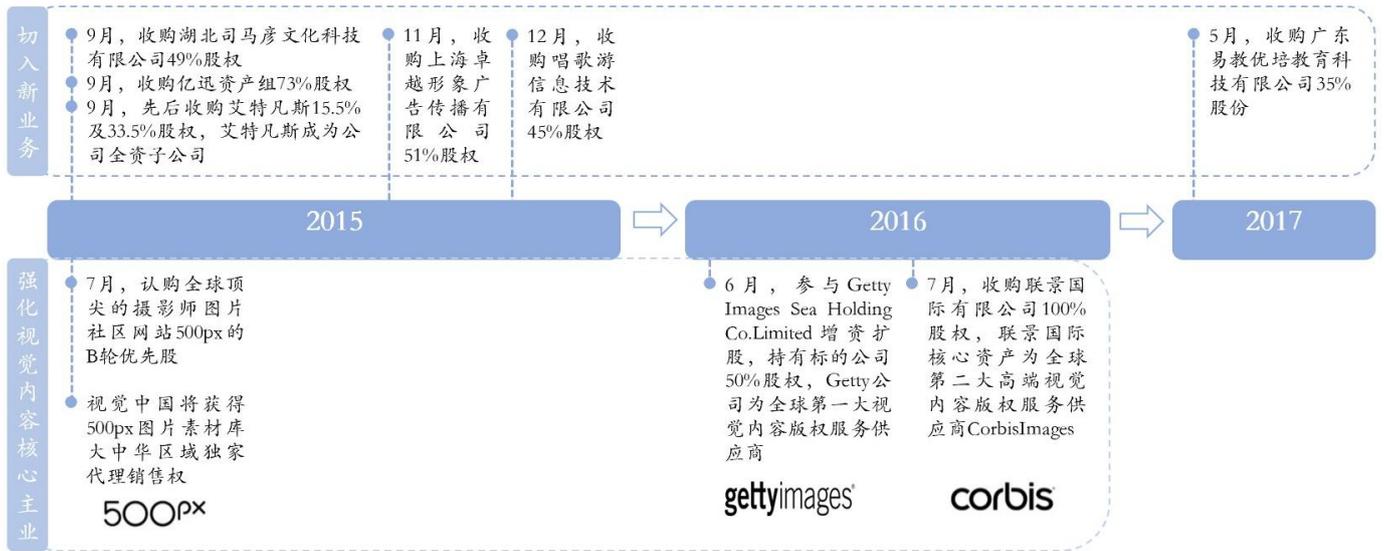
### (2) 2014-2017 年，横向拓展业务范围，纵向强化优质版权内容

A 股上市成功，为公司跨越式发展了奠基。随后公司进行了一系列的战略合作、收购等方式，来强化公司对全球优质视觉内容版权的控制力，构筑护城河。

外延式收购，拓展公司业务范围。2015 年 9 月，旗下全资子公司北京汉华易美出资 3 亿元人民币购买湖北司马彦文化科技有限公司 49% 股权，切入教育行业。同时，公司全资子公司远东文化收购亿迅资产组 73% 股权，亿迅资产组主要从事语音分析与为客户提供联络中心解决方案。2015 年 11 月，旗下全资子公司北京汉华易美出资 7880 万元人民币收购吉安市正鼎投资管理有限公司持有上海卓越形象广告传播有限公司 51% 股权，而上海卓越是一家全案整合营销公司。2015 年 12 月，全资子公司远东文化出资 4500 万元参与唱游信息技术有限公司定向增资扩股，持股比例 45%，而唱游公司为“国家智慧旅游公共服务平台项目”的项目公司。2017 年 5 月，全资子公司远东文化以 1.1 亿元人名币收购广东易教优培教育科技有限公司 35% 股份，切入 K12 教育培训行业。

战略合作与收购，强化核心业务优势。2015 年 7 月，旗下全资子公司“VCG 香港”出资 800 万美元参与认购全球顶尖的摄影师图片社区网站 500px 的 B 轮优先股定向增资扩股计划，同时双方签订了《素材独家代理协议》，视觉中国将获得 500px 图片素材库大中华区域独家代理销售权，视觉中国的创意类高端图片素材数量获得大幅提升。2016 年 6 月，通过全资子公司“VCG 香港”取得 Getty Images Sea Holding Co.Limited 50% 股权，Getty 公司为全球第一大视觉内容版权服务供应商，拥有两大版权授权交易平台 www.gettyimages.com 和 www.istock.com，此次合作将有助于公司夯实“PGC 视觉内容”核心业务，协同效应明显。2016 年 7 月，全资子公司华夏视觉（天津）信息技术有限公司出资 4033 万美元收购联景国际有限公司 100% 股权，联景国际核心资产为全球第二大高端视觉内容版权服务供应商 Corbis Images 公司。

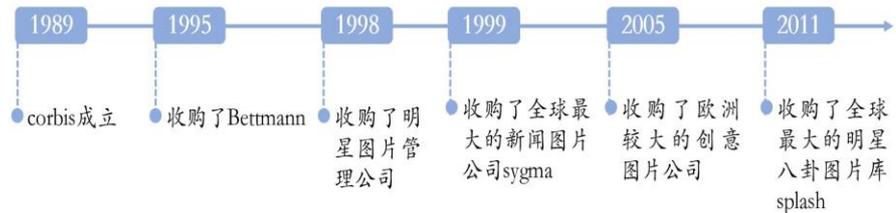
图表 4 2015-2017 年公司业务拓展情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

Corbis Images 公司由比尔·盖茨于 1989 年创建，旗下包括了全球两大知名图片库 Bettmann 和 Sygma，并拥有大量的原版图片、底片、印刷物等档案，记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件，是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产。此次交易与公司核心业务高度协同，Corbis Images 优质的 PGC 内容将大大丰富视觉中国的自有版权素材和高端内容，进一步加强了视觉中国在中国乃至全球图片行业的领导地位，增强了公司在这一领域的核心竞争优势。

图表 5 Corbis Images 发展历程

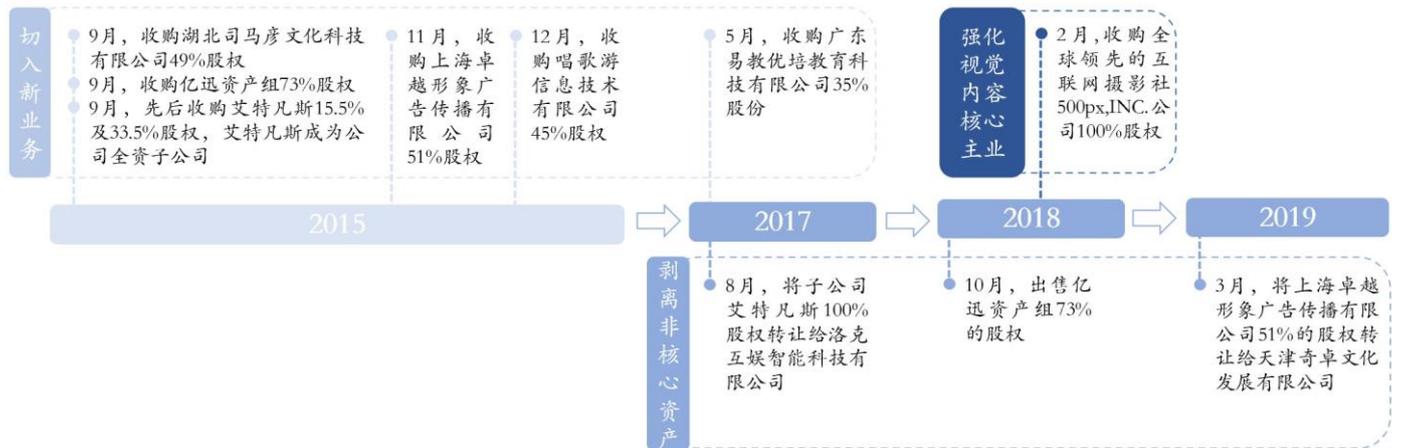


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**(3) 2017-2019 年，持续剥离非核心资产，聚焦视觉内容主业**

公司基于战略发展规划，聚焦视觉内容与服务，持续剥离非主营业务相关资产。2017 年 8 月，公司以 1.45 亿元的价格，将子公司艾特凡斯 100% 股权转让给洛克互娱智能科技有限公司；2018 年 10 月，出售亿迅资产组 73% 的股权；2019 年 3 月，公司以 0.92 亿元的价格，将所持上海卓越形象广告传播有限公司 51% 的股权转让给天津奇卓文化发展有限公司。此外，在 2018 年 2 月公司收购了美国 500PX,INC. 公司 100% 股权，极大地拓展了公司获取全球优质视觉内容的能力，加强了公司在图片行业的主导地位。

图表 6 2015-2019 年公司业务拓展情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 2.3 管理层: 人员稳定经验丰富, 引入版权保护专家加盟

公司管理层人员稳定且经验丰富, 董事长廖杰、总裁梁军、副总裁柴继军为公司创始团队。此外, 公司副总裁王刚亦在公司任职均超过 10 年以上。

吸纳版权保护领域专家进入管理层, 提升公司核心竞争力。2020 年上半年, 公司积极吸引版权保护领域的专家、人才加盟, 公司新任董事中, 既有长期从事知识产权法的教学、基础理论研究和学科建设的学界专家—刘春田, 又有在知识产权诉讼领域深耕多年, 经验丰富的资深律师—李长旭。我们认为, 版权保护能力是公司内容素材版权变现的重要支柱, 此次引入的专家人才在知识产权领域的造诣和积累, 能够帮助公司提高经营决策水平、防范经营风险, 进一步提升公司核心竞争力。

图表 7 公司部分核心高管履历

姓名	职务	工作情况
廖杰	董事长	2014 年 5 月 9 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事长
梁军	总裁/董事	2005 年 11 月至 2012 年 8 月任优力易美(北京)图像技术有限公司董事; 2005 年 8 月至 2016 年 7 月任华盖创意(北京)图像技术有限公司董事、总经理; 2006 年 8 月至 2016 年 7 月任北京汉华易美图片有限公司董事、总经理; 2014 年 4 月 15 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司总裁; 2014 年 5 月 9 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事
柴继军	副总裁/董事	2006 年 3 月至今任北京汉华易美图片有限公司董事、总编辑; 2012 年 6 月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司执行董事、总编辑; 2016 年 4 月至 2019 年 7 月任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事会秘书; 2014 年 4 月 15 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁、总编辑; 2014 年 5 月 9 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事
王刚	副总裁	2007 年 8 月至今任华盖创意(北京)图像技术有限公司副总裁; 2007 年 8 月至今任北京汉华易美图片有限公司副总裁; 2007 年 8 月至今任华夏视觉(北京)图像技术有限公司副总裁; 2014 年 4 月 15 日至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司副总裁
刘春田	独立董事	博士研究生导师, 现为中国人民大学知识产权学院院长、中国人民大学知识产权教学与研究中心主任;

兼任中国知识产权法学研究会会长、国家知识产权专家委员会委员，最高人民法院知识产权司法保护研究中心副主任，最高人民法院特邀咨询专家，最高人民法院案件指导委员会委员，最高人民检察院特邀咨询专家，中华商标协会副会长、中国版权协会副会长、中国文字著作权协会副主席、中美知识产权学者对话联席会议中方主席；

2020年6月至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司独立董事

1994年至2003年任中联知识产权调查中心董事长、总经理；

2003年至2012年任北京中联友诚知识产权代理有限公司董事长、北京市中诚友联律师事务所合伙人；

2012年至今任上海新诤信知识产权服务股份有限公司董事长；

2020年6月至今任视觉(中国)文化发展股份有限公司董事

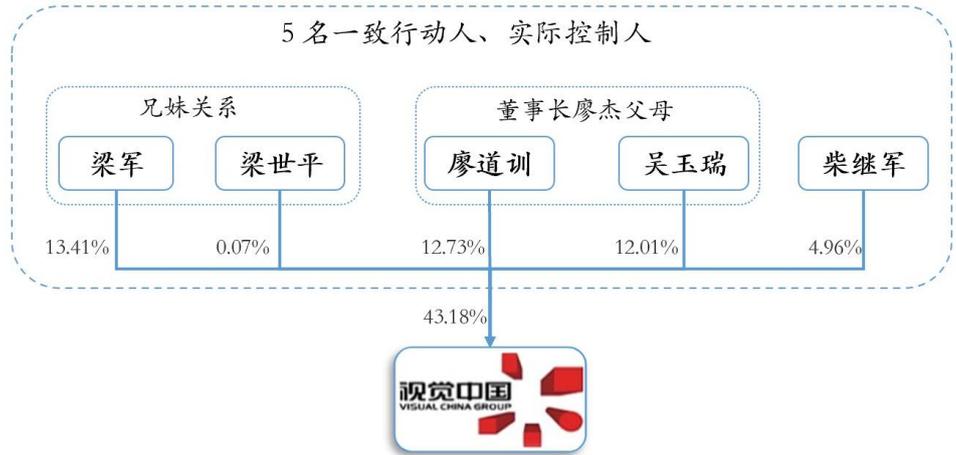
李长旭

董事

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**控股股东多为管理层及其直系亲属，管理层与股东利益高度一致。**公司董事长廖杰为股东廖道训与吴玉瑞之子，二人分别持有公司 12.73%、12.01% 的股份；公司总裁梁军与股东梁世平为兄妹关系，分别持股 13.41%、0.07%；公司副总裁柴继军为视觉中国前身 Photocome 创始人，持股 4.96%，上述 5 名股东为一致行动人，合计持有公司 43.18% 的股份，为公司实际控制人。

图表 8 公司 5 名一致行动人、实际控制人持股情况 (截止 2020 年 9 月)

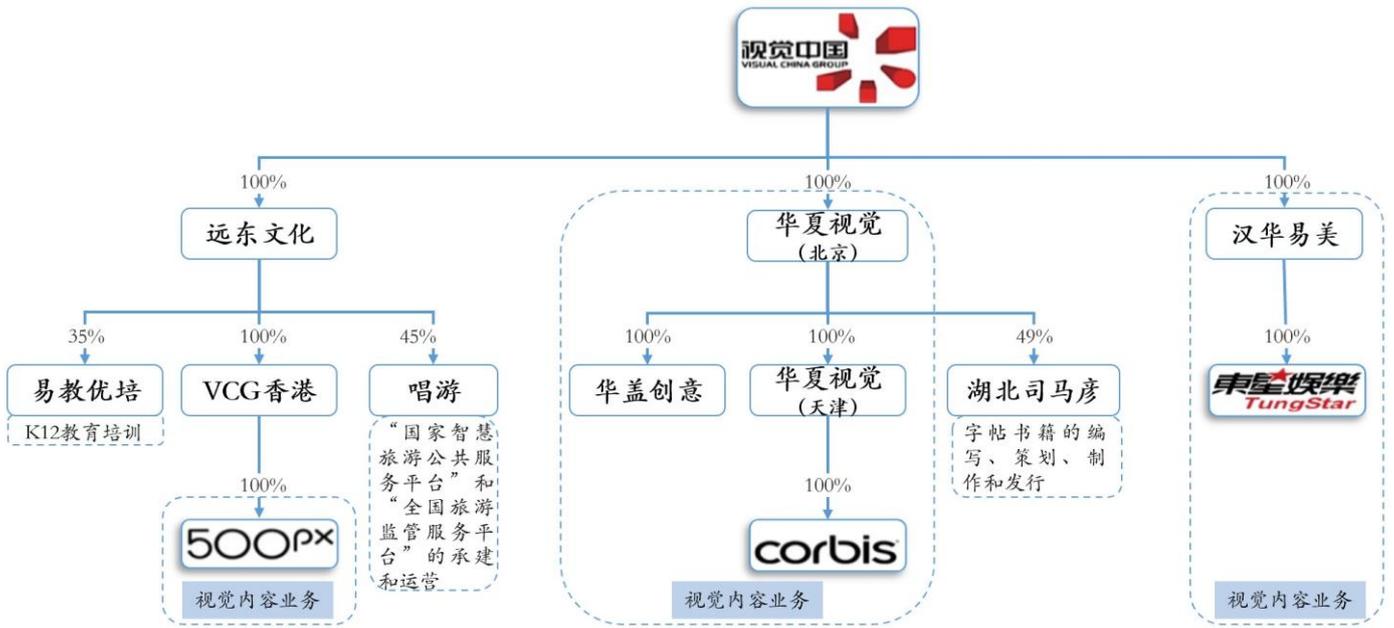


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.4 参控股公司：围绕视觉内容，保留优质资产

多措并举聚焦核心业务，保留优质资产助力增厚利润。2000-2018 年，公司通过自行生产、代理、战略合作、收并购等方式，不断强化对优质版权视觉内容的控制力，逐渐构筑起了“人无我有，人有我优”的竞争壁垒。而对于在公司经营发展过程中收购的与主业协同性不高的部分非核心资产，公司在 2017-2019 年期间持续进行了剥离，最终形成了以“华夏视觉+汉华易美”为核心，湖北司马彦、唱游、易教优培为补充的参控股公司结构。

图表 9 公司主要参控股公司及业务介绍 (截至 2021 年 3 月)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

“华夏视觉+汉华易美”贡献公司主要营收，其中子公司湖北司马彦业绩持续增长。2016-2020H1，“华夏视觉+汉华易美”合计营收占公司总营收比例与合计利润占公司净利润的比重一直保持在 90%以上，“华夏视觉+汉华易美”作为公司核心的重要性不言而喻。而子公司湖北司马彦主要从事字帖书籍的编写、策划、制作和发行业务。经过 30 年的不断积累和沉淀，已编写出版钢笔字帖、毛笔字帖、多体汉语字帖、多笔体英文字帖等近 800 种，已与 400 多家经销商建立了长期、稳固的合作关系。在 2015-2019 年湖北司马彦业绩持续增长，CAGR 达到 15.6%，2019 年由于公司产品单价提升，同时纸张成本下降，公司首次实现净利润超过 1 亿元。

图表 10 2016-2020H1“华夏视觉+汉华易美”合计营收与净利润情况 | 图表 11 2015-2020H1 湖北司马彦营收及净利润情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

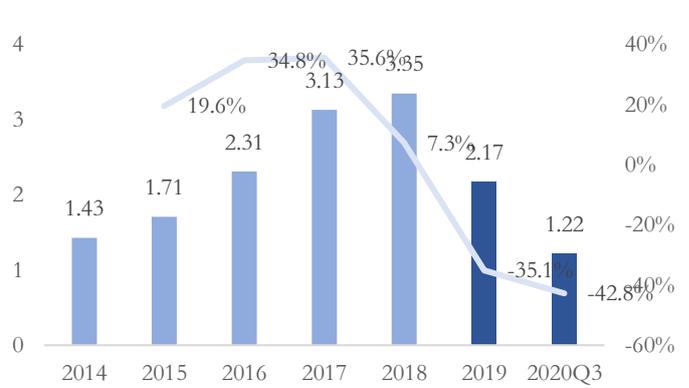
## 2.5 业绩表现：2019-2020 年调整，未来向上

2019 年是公司业绩的分水岭。在 2019 年之前，公司营收与净利持续保持较快增长速度，2014-2018 年公司营收与净利的 CAGR 分别达到 26.1%、23.7%；之后，2019 年公司营收同比减少 26.9%，净利润同比下滑 35.1%，主要系公司网站两次整改与 2018

年底剥离亿讯公司的影响。第一次整改历时 21 天，从 2019 年 4 月 21 日到 2019 年 5 月 12 日恢复；第二次整改历时 101 天，从 2019 年 12 月 10 日到 2020 年 3 月 30 日才恢复正式运营；其中 2019 年、2020 年网站关停整改时间分别是 43 天、79 天。

图表 12 2014-2020Q3 公司营收及同比情况

图表 13 2014-2020Q3 公司净利润及同比情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

**公司始终以视觉内容与服务业务为核心。**视觉内容与服务业务主要是指，通过公司的互联网交易平台，为内容供稿方与使用方提供图片、视频、音乐、矢量、插画、字体等版权素材。自 2014 年上市以来，公司进行了多项收购活动，相继收购了湖北司马彦、亿讯、上海卓越、唱游、易教优培等公司部分股权，切入新业务领域，削弱了公司主业视觉内容与服务在总营收中的占比，使得公司主业占比从 2014 年的 82.03% 下降至 2017 年的 71.66%。而 2017 年之后，公司持续剥离非核心资产，聚焦主业，到 2020H1 视觉内容与服务业务占比已高达 99% 以上。

图表 14 2014-2020H1 公司视觉内容与服务占营收比重情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

**公司毛利率稳定，成本控制能力强。**视觉内容版权授权行业供需两端较分散的市场格局，使得作为连接二者的平台公司，在整个产业链中具有天然的优势地位。一方面，表现在该行业中的公司均能获得较高的毛利率，如视觉中国和全景网络 2020H1 的毛利率均在 60% 以上；另一方面，表现在对上下游资金的占用上，如视觉中国和全景网络在 2018-2020H1 应付账款周转天数均远高于应收账款周转天数。与同业相比，2017-2020H1，公司毛利率稳定且波动较小，一直维持在 60% 以上；同时，公司经过两次停业整改，再叠加疫情影响，在固定成本变动不大的情况下，随着营收下滑，公司净利率下滑至 2020H1 的 26.6%。我们认为，在 2019 年监管部门对整个图片版权内容行

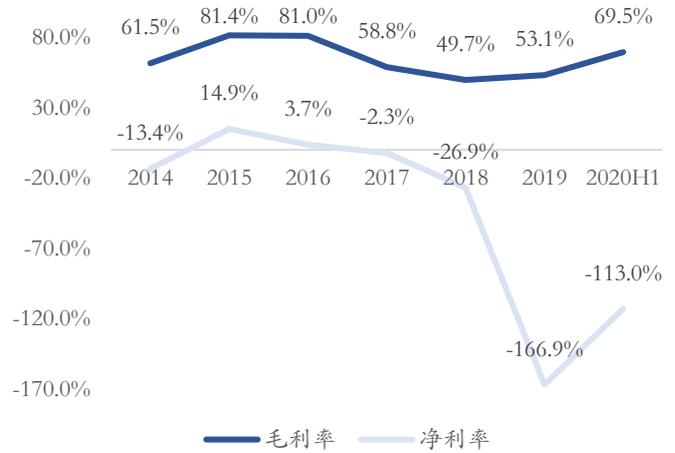
业进行整改的大背景下,与同业相比,公司净利率并未出现大幅下滑,反映出公司规模效应所带来的成本控制能力较强,优势明显。

图表 15 2014-2020Q3 公司毛利率与净利率情况



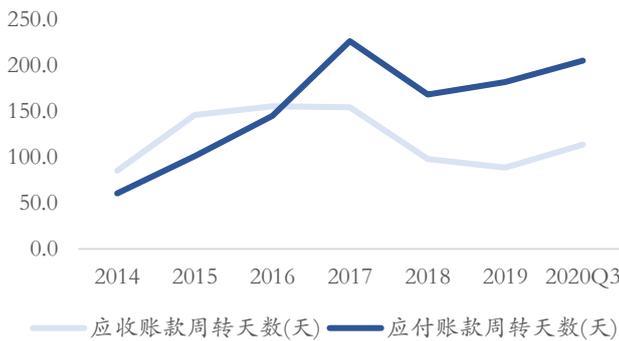
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 2014-2020H1 全景网络毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 2014-2020Q3 公司应收账款周转天数与应付账款周转天数情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 18 2014-2020H1 全景网络应收账款周转天数与应付账款周转天数情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司销售费用率相对稳定,且用对营收拉动作用较强。由于视觉中国与全景网络体量不同,2015-2020H1,视觉中国的销售费用长期高于全景网络,同时视觉中国的销售费用占营收比重一直维持在8%-10%左右,远低于全景网络。虽然全景网络的销售费用率呈上涨趋势,从2014年的44%上升至2019年的55%,但全景网络销售费用对营收的拉动作用不及视觉中国。受益于自行研发的图像版权网络追踪系统——“鹰眼”,2016-2018年公司营收增速高于销售费用增速,到2019年受公司网站两次整改与剥离亿讯公司的影响,营收增速开始下滑。

图表 19 2014-2020H1 公司与全景网络销售费用情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 2014-2020H1 公司与全景网络销售费用率情况



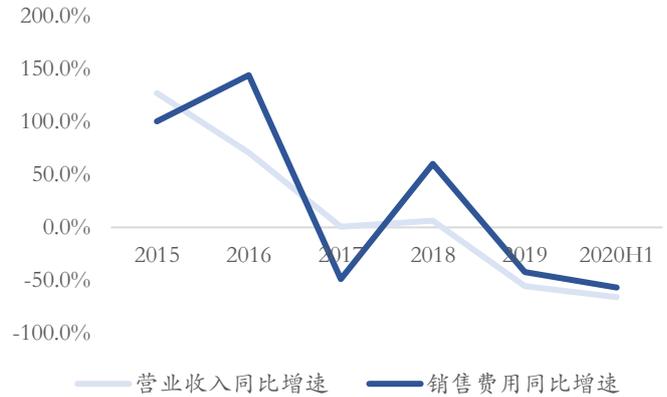
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 2015-2020Q3 公司营收同比增速与销售费用同比增速情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 22 2015-2020H1 全景网络营收同比增速与销售费用同比增速情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

**公司营收质量较高, 现金流状况良好。**2014-2020H1, 不仅公司应收票据及应收账款占总资产的比重从 9.9%降至 4.1%, 而且收现比 (销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入的值) 也逐渐提升, 从 91.3%增长至 96.3%, 一直维持在 90%以上营收质量远好于同行; 于此同时, 公司净现比 (经营活动产生的现金流量净额/净利润) 也持续提升, 从 2014 年的 46.9%增长至 2018 年的 86.9%, 但从 2019 年开始公司净现比大幅下降, 主要系 2019 年公司受到网站两次暂停服务的影响, 放宽客户信用回款政策, 导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。

图表 23 2014-2020H1 公司与全景网络的销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入情况



图表 24 2014-2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额/净利润情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

我们认为，虽然自 2019 年起公司营收开始出现大幅下滑，但考虑到这两次整改事件所带来的影响是全行业性的，而且与同业相比公司在财务指标上表现出了足够的韧性，不管是营收的规模和质量、利润率水平及稳定性，还是在整个产业链上下游中的地位，都展示出公司作为行业龙头的底色。2019 年的整改事件带来行业景气度下行的同时，也会加速行业产能出清，未来以视觉中国为代表的龙头公司有望凭借着自身的规模优势所带来的成本控制能力不断提高市场份额。

### 3 整改后公司改善显著

在 2019 年“黑洞图片”事件之后，公司营收同比增速大幅下滑。我们认为，公司营收大幅下滑的主要原因有三点：一是在此期间，公司经历两次关站与疫情影响，使得相关长协客户合同延期。其中，第一次关站整改历时 21 天，从 2019 年 4 月 21 日到 2019 年 5 月 12 日；第二次整改历时 101 天，从 2019 年 12 月 10 日到 2020 年 3 月 30 日。二是公司停止了“维权式营销”获客方式，处于调整销售打法时期；三是 2020 年由于疫情原因诸多大型活动及体育赛事暂停召开，一部分影响了公司编辑类图片的收入。

图表 25 2018-2020Q3 公司营收及同比情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

到 2020 年底，公司长协客户延期合同均已结束，所以 2021 年公司业绩基本就不会

再受到合同延期影响。站在当前这个时点，我们认为，公司在经历两次整改之后，市场关心的问题主要聚焦在两方面：

1) 如何从源头上避免图片内容版权不合规问题？

2) 在告别“维权式营销”为主的获客方式之后，能否采取其他行之有效的销售策略拉动营收增长？

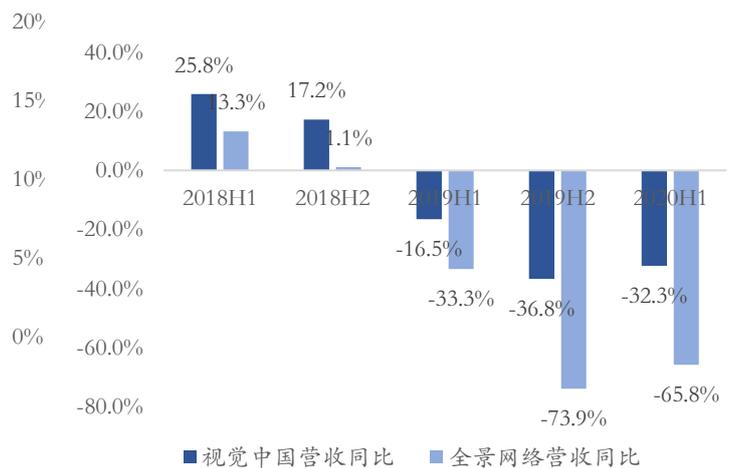
对于问题一：我们认为，首先，对整个行业而言，经过 2019 年行业的两轮整改后，不论是对图片版权平台还是用户而言，对图片版权问题的关注已是大势所趋。然后，相较于小的图片内容品台，视觉中国作为头部企业不仅运营更规范，而且对政策的理解更深。公司在图片版权内容的合规性上做了充足的工作：一方面，对外合作主流媒体；另一方面，对内引入行业资深从业人员，建立总编辑负责制。我们认为，视觉中国作为行业龙头，深耕行业 20 余年，有着深厚的版权内容积淀，其图片版权内容上的优势将会随着版权意识的不断提高而逐渐凸显。

对于问题二：我们认为，公司已摆脱了“维权式营销”为主的获客方式，以正面市场获客为主，通过在各细分行业树立典型案例的打法来进行获客。而即便存在负面市场获客，公司也是通过调解的方式开展。我们看好公司组织架构调整与激励措施并行所带来的生产关系的新变革，将带动公司生产力的发展，有望推动公司营收持续增长。

### 3.1 整改性质：影响全行业，利好头部

我们认为，2019 年“黑洞图片”事件，不仅对公司带来影响，而且也给整个图片版权行业带来影响。此次事件的影响主要表现在两方面：一是，短期来看，整个行业的营收开始出现急速下滑。例如，视觉中国与全景网络的营收同比增速，从 2019H1-2020H1 持续下滑，分别为-16.5%/-36.8%/-32.3%与-33.3%/-73.9%/-65.8%。二是，长期来看，有利于整个图片版权行业提高规范化程度，同时教育市场增强用户的图片版权意识。例如，已有爱设计、汇图网等不少微利图库及素材视频网站与视觉中国展开合作。

图表 26 2018-2020H1 公司与全景网络营业收入情况对比 图表 27 2018-2020H1 公司与全景网络营业收入同比情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

我们认为，长期来看，对图片版权行业的监管与整改利好头部，视觉中国将受益。因为，相较于小公司，头部企业不仅运营更规范，而且对政策的理解更深。这将有助于头部公司进一步占据市场份额。从视觉中国和全景视觉在 2019 年前后的营收情况来看，可以明显观察到，在行业整体营收下滑的大趋势下，全景视觉与视觉中国的营收差距逐

渐拉大，其营收与视觉中国营收的比值从 2018H2 的 16% 一路降至 2020H2 的 6%。

### 3.2 内容审核：合作主流媒体，加强内部审核

我们认为，为了保证用户放心使用平台图片版权素材，公司在内容合规性上做了充足的工作，主要包括两方面：对外，合作主流媒体；对内，引入行业资深从业人员，建立总编辑负责制。具体来看：

一是，与主流媒体平台合作，彰显平台图片内容合规性：1) 2020 年 3 月 26 日，与人民网合作，成立人民视觉网站。公司与人民视觉在新闻类素材上的合作，不仅有利于加深公司与主流媒体服务，而且对平台图片版权内容的合规性帮助较大；2) 2020 年 9 月 24 日，“视觉中国”学习强国号上线，权威内容来源，让用户放心使用。

图表 28 人民视觉



图表 29 视觉中国学习强国号



资料来源：人民视觉网，华安证券研究所

资料来源：学习强国 App，华安证券研究所

二是，公司建立了总编辑负责制。由总编辑对内容的安全、创作、生产、传播负总责；确保内容导向正确、事实准确、来源规范、合法合规。

三是，引入行业资深人才。2020 年 4 月公司聘任在新华社有丰富工作经历的张宗堂先生为总编辑，负责公司图片版权内容合规性相关工作，之后升任至公司总裁。

图表 30 公司总编辑工作情况简介

姓名	职务	工作情况
张宗堂	副总裁	2003 年 7 月进入新华社工作，长期从事重大活动和时政新闻报道工作，先后担任新华社办公厅副调研员、中央新闻采访中心政文室副主任、国内部分社业务管理室主任等职务； 2020 年 4 月起任视觉（中国）文化发展股份有限公司总编辑； 2021 年 1 月 7 日聘任为公司副总裁

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3 获客方式：梳理细分行业典型打法，正面获客为主

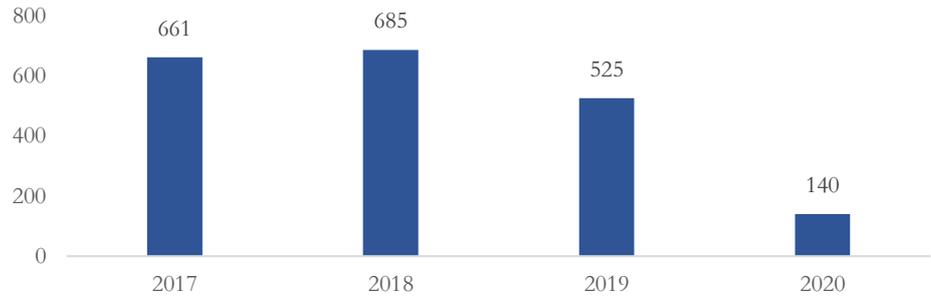
我们认为，公司目前已经告别了“维权式营销”为主的获客方式。公司施行“负面市场，正面获客”的方式。以正面市场为主，进行了组织架构调整，并推出了相关的股权激励制度。我们看好公司组织架构调整与激励措施并行所带来的生产关系的新变革，将带动公司生产力的发展，有望推动公司营收持续增长。

对于正面获客，从 2019 年 4 月份开始，公司便进行了组织架构调整，主要集中于销售人员相关的组织架构的调整。具体来看：首先，公司将 KA 客户和中小客户服务团队彻底分开，并且将 KA 客户进行了细分；然后，公司鼓励销售负责人针对各个行业特性总结典型的打法，通过形成典型案例的方式获客。此外，公司也新增了两种获客方式，分别是通过在线营销获客与通过行业协会获客。

对于负面市场，公司在“鹰眼”平台的基础之上，加入了区块链技术，使得公司的维

权活动能延伸到确权环节。其次，告别以往维权诉讼的获客方式，主要通过调解进行。目前公司已与中国版权保护中心、首都版权联盟、中国互联网协会等多家调解机构建立合作关系。而且根据中国裁判文书网披露的与视觉中国公司相关的侵权行为诉讼事件数量来看，公司“维权式营销”已经大幅减少。

图表 31 2017-2020 年与视觉中国公司相关的侵权行为诉讼事件数(截止 2020 年 8 月底)



资料来源：中国裁判文书网，华安证券研究所

除了组织架构的调整以外，公司还进行了股权激励。公司在 2021 年初公布了股权激励方案，对公司高级管理层以及中层管理人员和核心骨干进行了股权激励。其中包括了公司核心高管王刚、张宗堂、刘楠、白怀志和 94 名中层管理人员及核心骨干。对其业绩考核的标准主要以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营收增长率分别为 30%/55%/75%。

图表 32 公司股权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	110.00	6.36%	0.16%
张宗堂	副总裁	90.00	5.21%	0.13%
刘楠	董事会秘书、副总裁、财务负责人	65.00	3.76%	0.09%
白怀志	副总裁	48.00	2.78%	0.07%
中层管理人员及核心骨干(94人)		1072.25	62.03%	1.53%
首次授予合计		1385.25	80.13%	1.98%
预留		343.45	19.87%	0.49%
合计		1728.70	100.00%	2.47%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 公司股权激励业绩考核情况

行权期	业绩考核目标
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%；
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%；

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%。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 4 图片版权市场前景广阔, 行业马太效应明显

### 4.1 产业链: 上下游较分散, 为中游服务商成长为巨头提供土壤

按照用途的不同, 图片素材通常可以分为编辑类图片 (亦称新闻类图片) 和创意类图片 (亦称商业类图片)。其中, 编辑类图片是指用于新闻事件报告, 或相关新闻消息的配图, 不可用于商业用途, 通常分为时政、社会、财经、体育、趣闻等类别; 而创意类图片是指用于企业宣传推广或者产品服务相关的商业用途, 也被广泛应用于书籍、出版物、新闻传播内容的配图。

图表 34 编辑类图片展示



图表 35 创意类图片展示



资料来源: 图虫《2019 上半年图片版权市场销售趋势》, 华安证券研究所

资料来源: 图虫《2019 上半年图片版权市场销售趋势》, 华安证券研究所

**图片版权行业产业链上下游较分散。**图片版权行业上游的供稿方主要包括: 供稿人、供应商和公司自有版权。其中供稿人主要是指摄影师和设计师群体, 作为 PGC 他们是独立且分散的创作者。而且随着智能终端的普及与人工智能算法技术的成熟, 开始有大量的非职业内容创作者进入图片内容生产领域, 海量创作者提供海量内容的趋势愈加明显。同时, 参考 2019 年全景网络和视觉中国的前 5 大供应商采购占比数据, 可知两公司均未出现对单一供应商采购依赖过重的情况, 而且从两公司前 5 大供应商采购占比之和均未超过 50% 与排名第五的供应商年度采购占比情况, 进一步可以推出两公司余下的供应商采购占比均在 3.5% 一下, 内容供给方高度分散。图片版权行业下游则包括所有需要将图片素材用于公开媒介发布或设计、展示及推广的最终材料的客户, 比如广告营销服务公司、传媒、企业等。此外, 众多互联网平台企业, 比如阿里巴巴、腾讯、百度等, 它们也是图片版权行业产业链下游的客户, 主要通过和中游的图片内容服务平台合作, 为其平台上的长尾客户提供图片内容服务。除了企业客户之外, 在国内商业图片版权保护环境逐渐改善的背景之下, 叠加移动互联网快速发展的影响, 以微博、微信公众号为代表的社交媒体蓬勃发展, 导致了对图片素材内容需求的增加, 有望将图片素材市场从原有的小众的专业市场变成大众的海量市场。同时, 参考 2019 年全景网络和视觉中国的前 5 大客户销售占比数据, 可知两公司前 5 大客户销售占比之和分别为 4.71%、23.08%, 未出现对单一客户依赖较重的情况, 全景网络绝大部分客户销售占比在 1% 以下, 而视

视觉中国绝大部分客户销售占比在 2.5% 以下,由此可见图片版权行业产业链下游的内容需求市场亦呈高度分散的格局。

**图表 36 2019 年全景网络和视觉中国前 5 大供应商采购占比情况**

序号	供应商名称	年度采购占比	供应商名称	年度采购占比
1	Depositphotos Inc	16.02%	供应商 1	19.79%
2	Image Navi Corporation	14.31%	供应商 2	13.97%
3	Masterfile Corporation	6.96%	供应商 3	6.54%
4	Panther Media	5.24%	供应商 4	3.87%
5	Topic	3.53%	供应商 5	2.88%
	合计	46.06%		47.06%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

**图表 37 2019 年全景网络和视觉中国前 5 大客户销售占比情况**

序号	全景网络客户名称	全景网络年度销售占比	视觉中国客户名称	视觉中国年度销售占比
1	交通银行股份有限公司	1.64%	客户 1	10.31%
2	电通东派广告有限公司	0.89%	客户 2	5.16%
3	北京嘀嘀无限科技发展有限公司	0.78%	客户 3	2.61%
4	长安福特汽车有限公司	0.73%	客户 4	2.56%
5	扬子江文化传媒(上海)有限公司	0.67%	客户 5	2.44%
	合计	4.71%		23.08%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 38 图片版权行业产业链



资料来源：百度图腾与视觉中国联合发布《2017 中国版权图片行业观察》，华安证券研究所

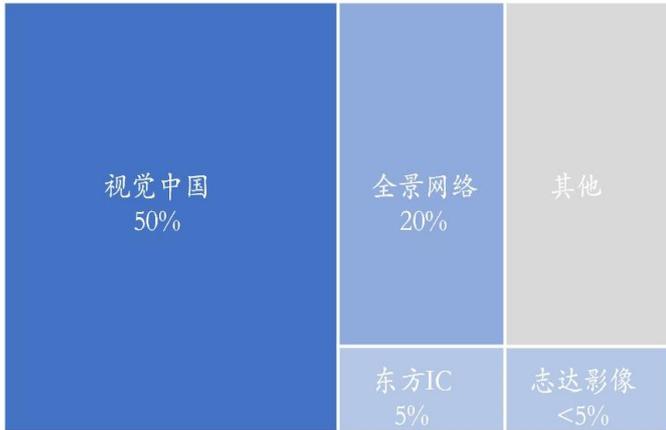
图片版权行业产业链的中游平台服务商集中度较高，视觉中国居龙头地位，行业马太效应明显。由于缺乏近年关于国内图片市场格局的公开且权威的数据，我们参考在 2015 年发布的《全景网络：公开转让说明书》中的数据可知，中国图片库市场集中度较高，行业前 5 家企业市场份额就超过了 70%。其中，在创意类图片版权市场中，视觉中国市场份额高达 50%，而全景中国也取得了 20% 的市场份额，同时我们比较视觉中国与全景网络营业收入之比，发现两公司营收差距正逐步拉大，在 2019 年行业开始整改之后表现得尤为明显，这也从侧面反映了视觉中国在国内图片版权市场中的龙头地位稳固，所以视觉中国在创意类图片素材市场中占比超过 50% 到现在仍是具有可信度的。而在编辑类图片版权市场中，中国图片集团（原新华图片社）作为新华通讯社直属企业和国家级图片社占据了 50% 的市场份额，而视觉中国占比达 30%。

图表 39 2014-2020H1 视觉中国与全景网络营业收入情况 (单位: 亿元)

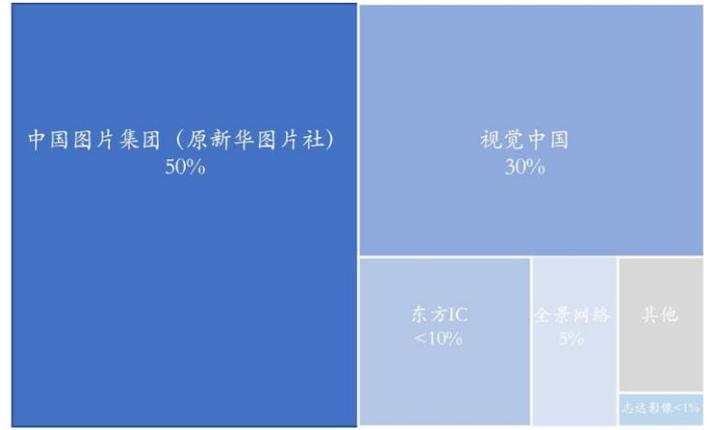


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 创意类图片市场格局



图表 41 编辑类图片市场格局



资料来源: 2015 年《全景网络: 公开转让说明书》, 华安证券研究所

资料来源: 2015 年《全景网络: 公开转让说明书》, 华安证券研究所

我们认为, 图片版权行业上游、下游比较分散的市场格局, 为中游的平台服务商最终进化成巨头提供了产业链土壤。未来国内图片版权市场大概率不会出现很多竞争者, 因为行业的门槛在于内容的积累, 而内容需要多年的时间来沉淀, 所以强者恒强, 马太效应明显; 同时, 行业会呈现寡头垄断的格局, 类比国外图片版权市场也是如此, 作为图片内容服务的中间平台, 它为内容供应商和需求方牵线搭桥, 为他们提供了效率, 但凡有效率存在最后就变成寡头。此外, 小的内容平台仍会继续存在, 因为除了代理图片版权内容以外, 他们还可以组建创意团队提供创意类图片作品或者做销售。

## 4.2 市场规模: 增速较快、潜力巨大

过去国内版权图片行业市场规模增速快, 根据艾媒数据, 2016-2018 年中国图片行业市场规模呈逐渐增长态势, 2017、2018 年增速分别为 18.8%、23.2%。虽然第三方数据预测 2019 以及 2020 年仍然高速增长, 但是两次行业整顿以及疫情的影响打断了行业增长, 故原有预测是不准确的。

即便如此, 我们依然看好未来图片行业的增长。参考艾媒数据, 2019 年有接近一半

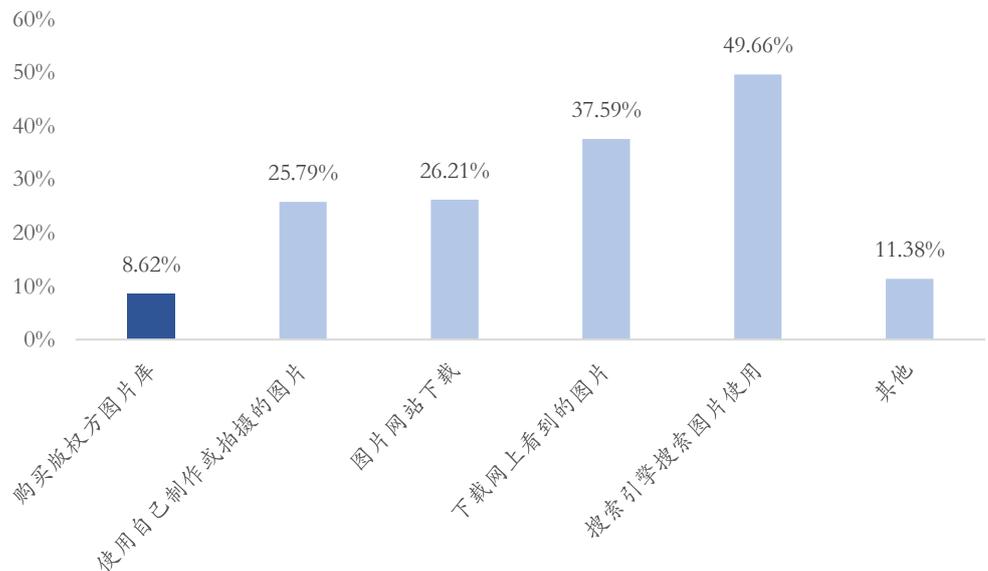
的中国企业会通过搜索引擎搜索图片来使用、约四成的企业会下载网上看到的图片来使用、近三成的企业会在图片网站下载图片使用，而会购买版权方图片库图片来使用的企业占比不足一成，说明国内企业对图片版权意识较淡薄，未来国内图片版权市场增长潜力较大，有望随着企业规范化使用版权图片来不断打开国内图片版权行业的市场空间。

图表 42 2016—2020 年中国图片行业市场规模及同比 (亿元)



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 43 2019 年中国企业使用图片来源分布



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

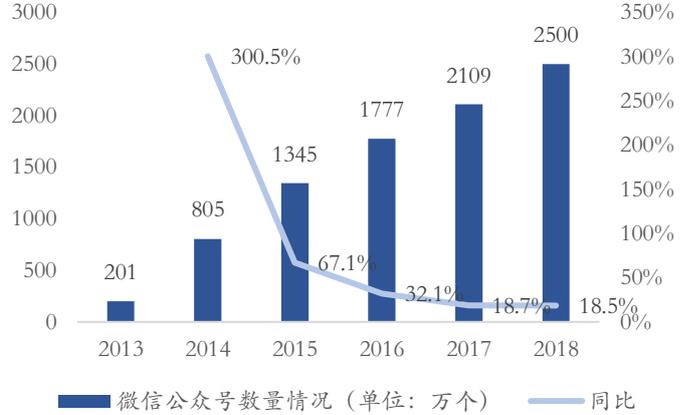
### 4.3 需求侧：自媒体拉动新增需求，创意类图片素材价值凸显

自媒体对版权图片需求潜力巨大。伴随着移动互联网的快速发展，网站、APP、微博、微信、公众号、电子商务、自媒体等众多新兴媒介的出现，对于图片的需求量有望大幅增加。以微博和微信公众号为例，2014-2019 年微博月活用户数持续增长，到 2019 年四季度末微博月活用户数已达 5.16 亿；而根据 2020 年微信公开课发布的数据显示，截止 2020 年初微信公众号创作者数量已经超过 2000 万。目前已有众多自媒体平台将版权图片作为“内容资源软扶持”，平台通过接入正版图库，为原创作者提供支持，比如在

2016年6月企鹅号就接入视觉中国图库,这是国内第一家为其平台创作者提供免费正版图片的自媒体平台,之后诸如头条号、百家号、一点资讯、大鱼号等自媒体平台都相继开展类似的“内容资源软支持”行动。

图表 44 2014-2019 年末微博月活用户数及同比情况

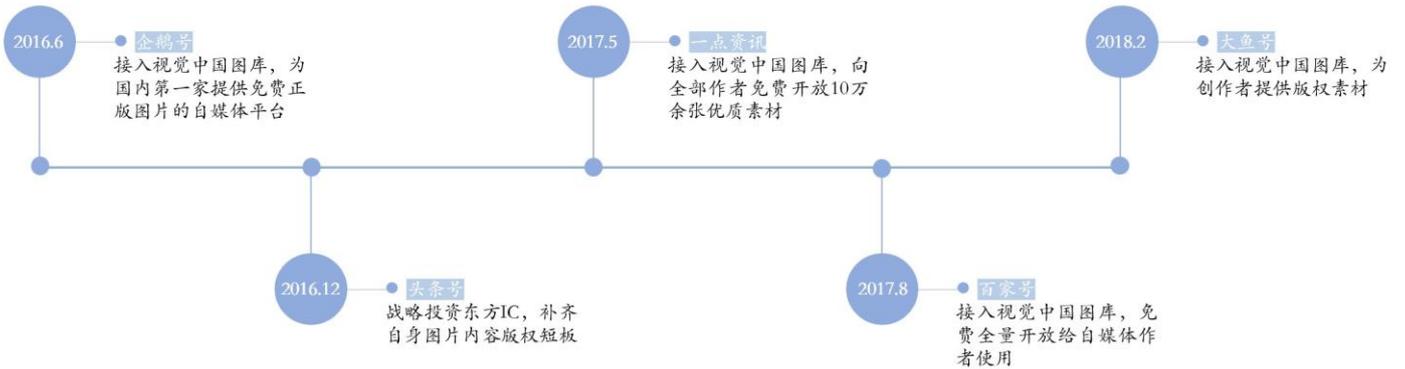
图表 45 2013-2018 年微信公众号数量及同比情况



资料来源:公司公告,华安证券研究所

资料来源:《很快:年度微信公众号数据洞察报告》,华安证券研究所

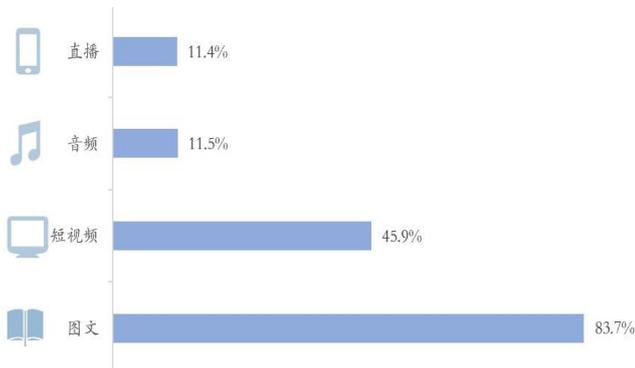
图表 46 自媒体平台为旗下原创作者提供版权图片内容资源支持情况



资料来源:百度图腾与视觉中国联合发布《2017 中国版权图片行业观察》,华安证券研究所

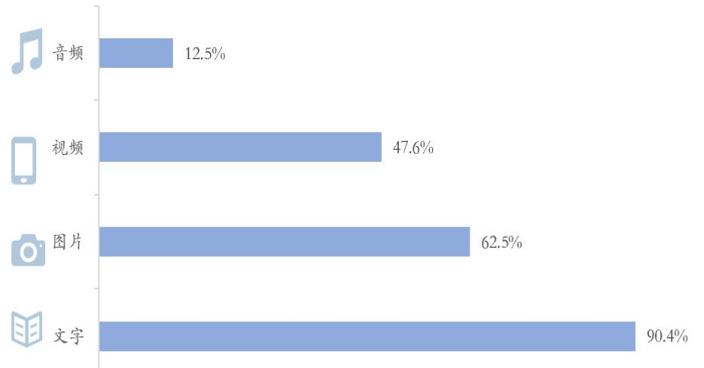
图文仍是主流内容体裁,图片素材占自媒体使用素材比例超6成。虽然图文与短视频、音频、直播这些体裁不同,但是不同的体裁各有其适用门类、适用场景、适用深度,批次之间无法取代,而是互为补充、共同发展。据今日头条联合新榜发布的《2020 内容创作发展趋势报告》称,图文内容占比超八成,是创作者最普遍使用的内容体裁。同时根据网易人工智能事业部发布的《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》显示,图片仍是自媒体在创作时的主流素材选择,占比为62.5%。

图表 47 内容创作者的生产内容体裁分布



资料来源：今日头条联合新榜发布《2020 内容创作发展趋势报告》，华安证券研究所

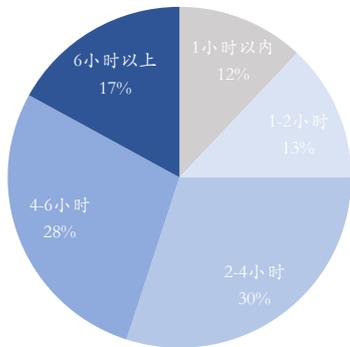
图表 48 自媒体创作时主要使用素材类型占比情况



资料来源：网易人工智能事业部发布《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》，华安证券研究所

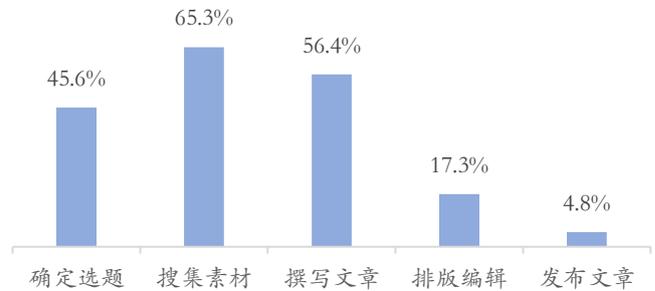
**素材搜集是痛点，对效率的追求凸显图片版权平台价值。**多位自媒体用户表示，现有搜索方式信息庞杂无区分，无法快速定位有效素材，素材搜集目前是其核心痛点。根据网易人工智能事业部发布《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》报告称，自媒体从业者创作亿片文章的主要流程包括确定选题、搜集素材、撰写文章、排版编辑和发布文章，超过 6 成的自媒体人表示素材搜集是他们整个创作流程中比较费时费力的环节，而且有超 7 成的自媒体从业者素材搜索时间在两小时以上。对于其中的图片素材，自媒体从业人员可以借助图片版权公司的服务来提升搜寻图片素材的效率，图片版权服务商能为创作者节省时间，帮助他们将更多的精力集中在创作上。

图表 49 自媒体素材收集时间占比情况



资料来源：网易人工智能事业部发布《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》，华安证券研究所

图表 50 自媒体人创作流程中比较费时费力的环节



资料来源：网易人工智能事业部发布《自媒体行业现状研究与未来趋势分析》，华安证券研究所

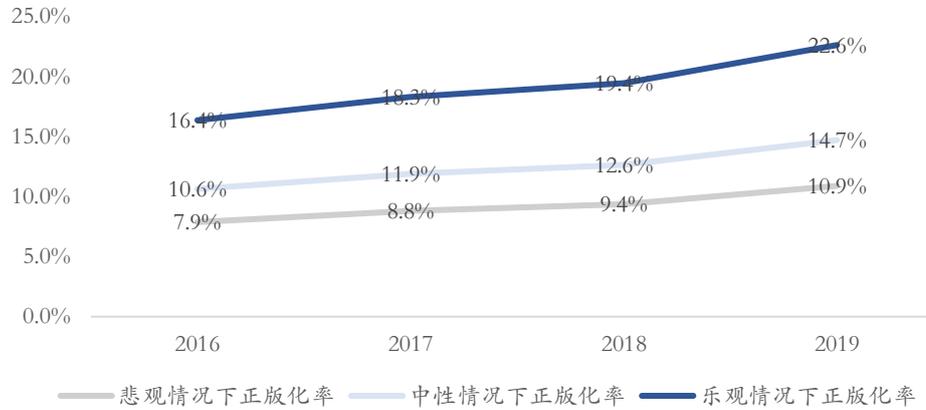
我们认为，随着新媒体的快速发展会拉动图片市场需求，其中创意类图片表现尤为明显，有望进一步打开成长空间。创意类图片素材不同于编辑类图片素材：一方面，创意类图片稀缺性强，而相较于编辑类图片来说，部分自媒体可通过自身拍摄获取所需的编辑类图片，而创意类图片由于其稀缺性和独家性，要想使用只能通过图片版权授权的方式取得；另一方面，相较于十几元一张的编辑类图片来说，由于创意类图片附加值更高，所以相应的单价也越高。由此可见，随着新媒体的蓬勃发展，创意类图片市场前景广阔。

#### 4.4 版权环境：版权规范化持续推进，不断打开成长空间

国内版权图片行业正版率较低，版权规范化将助力图片素材市场正版化率持续提升，有望不断打开市场空间。参考国家市场监督管理总局、艾意凯咨询 (L.E.K) 与艾媒咨询的数

据，我们做了进一步的测算，从测算结果来看，自 2016 年到 2019 年国内版权图片行业正版化率不断提升，预计 2019 年正版化率在 10.9%-22.6%，虽然预测数据的区间波动较大，但总的来看国内版权行业正版化率仍处于较低水平，那么在版权规范化的有利形势下，行业有着巨大的增长空间。

图表 51 2016-2019 年中国版权图片行业正版化率



资料来源：国家市场监督管理总局，艾意凯咨询 (L.E.K)，艾媒咨询，华安证券研究所

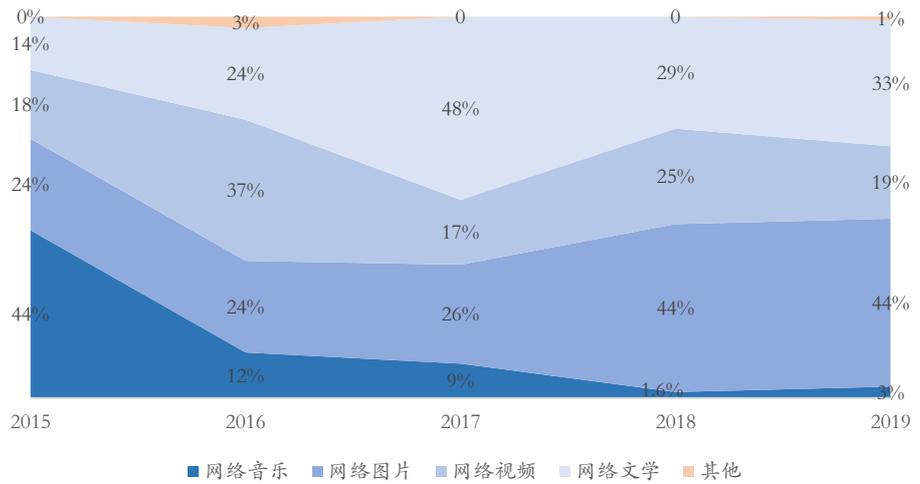
国家版权局根据不同版权内容领域特点实施有针对性的分类管理，效果明显。2015 年国家版权局提出“分类监管、分布监管”的工作思路，第一步规范网络视频、第二步规范网络音乐、第三步规范网络文学。从实际工作效果来看，网络视频领域的版权纠纷数量占比从 2013 年的 50% 以上急剧下降至 2015 年的 18%，显示出 2015 年网络视频行业版权秩序的良好态势；在网络音乐版权领域，自 2015 年国家版权局开展专项整治网络音乐版权行动以来，我国的网络音乐版权环境不断净化，网络侵权占比从 2015 年的 44% 骤降至 2019 年的 3%，体现出网络音乐版权的正版使用已成为常态化趋势。

图表 52 2015 年国家版权局分布监管工作规划



资料来源：中国信息通信研究院《2015 年中国网络版权保护年度报告》，华安证券研究所

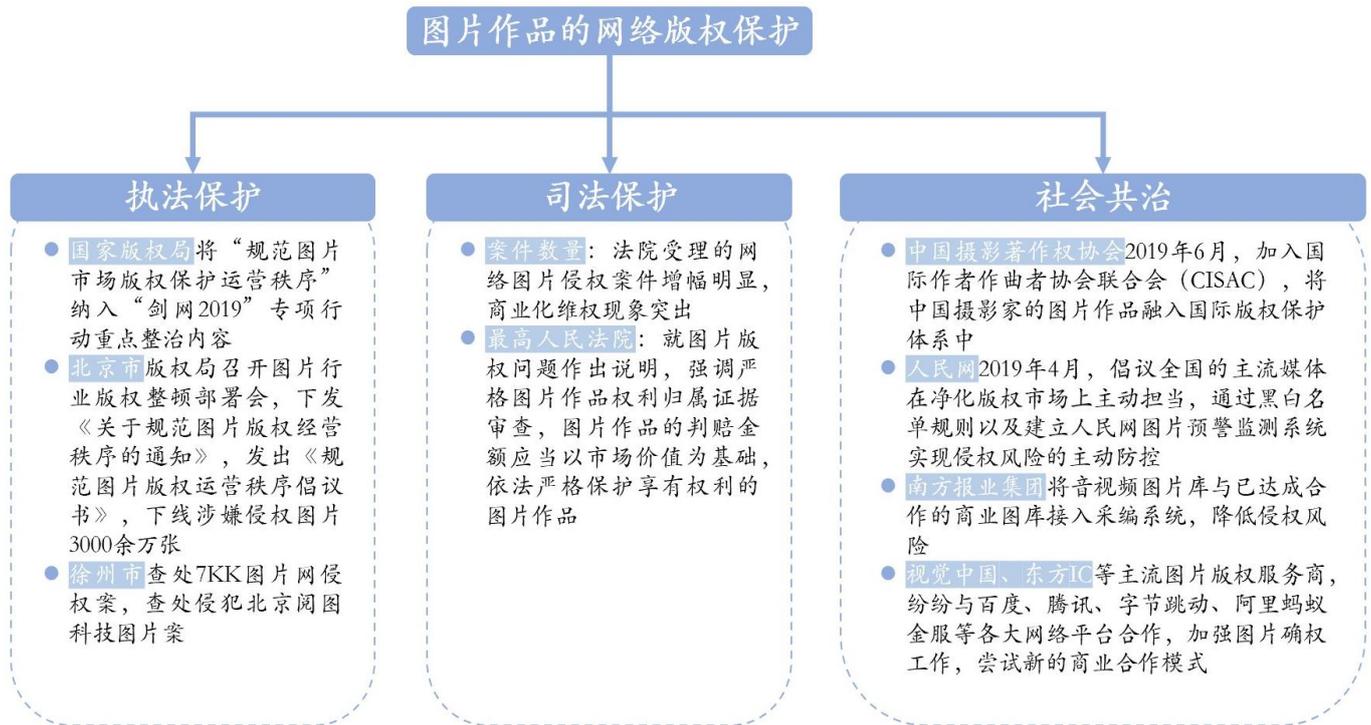
图表 53 2015-2019 年网络版权侵权案件作品类型分布情况



资料来源：中国信息通信研究院，华安证券研究所

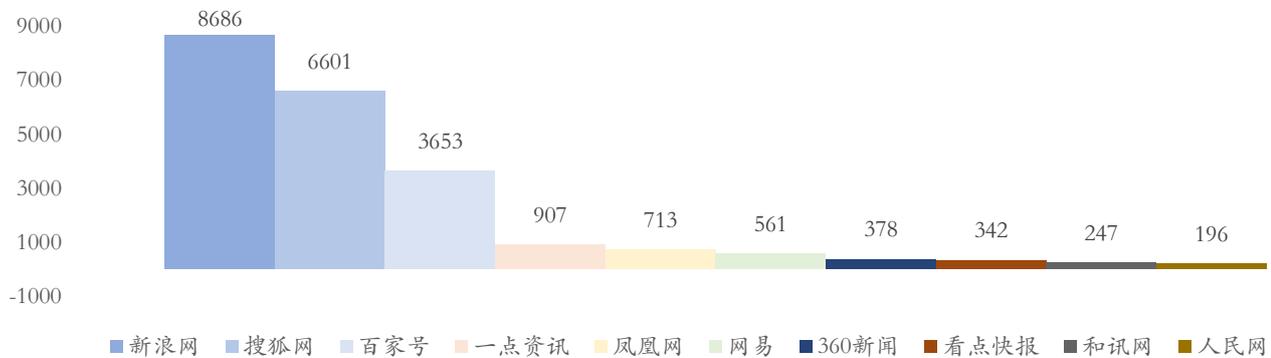
“411 事件”后图片是 2019 年网络版权保护的重点整治领域之一。针对每年的版权热点事件和焦点问题，版权部门不断调整打击网络版权侵权盗版的重点领域和重点行为。“剑网 2019”主要对院线电影、图片、媒体融合与流媒体等领域的侵权盗版情况进行了重点治理。互联网技术飞速发展推动了“读图时代”到来，自媒体时代，对图片需求量和用量不断增长，网络图片的低传播门槛和图片使用不当而引起的版权纠纷越来越多。2019 年 4 月，“黑洞图片”事件引发社会广泛关注，国家版权局将网络图片纳入“剑网 2019”重点整治领域，图片领域的版权乱象成为版权治理的新热点。主管单位主要从执法保护、司法保护以及社会共同治理三个层面开展图片作品网络版权保护工作，从结果来看，据 12426 版权监测中心数据统计，2019 年各大新媒体平台配合下线未授权图片超 2 万余张。2019 年 11 月底，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于强化知识产权保护的意见》，提出“力争到 2022 年，侵权易发多发现象得到有效遏制，权利人维权“举证难、周期长、成本高、赔偿低”的局面明显改观”。我们认为，“411”事件发生后，国家对于版权行业的管理整改，短期来说是行业挑战，但长期来看反而是提高了正版化率。

图表 54 2019 年图片作品的网络版权保护情况



资料来源：中国信息通信研究院《2019年中国网络版权保护年度报告》，华安证券研究所

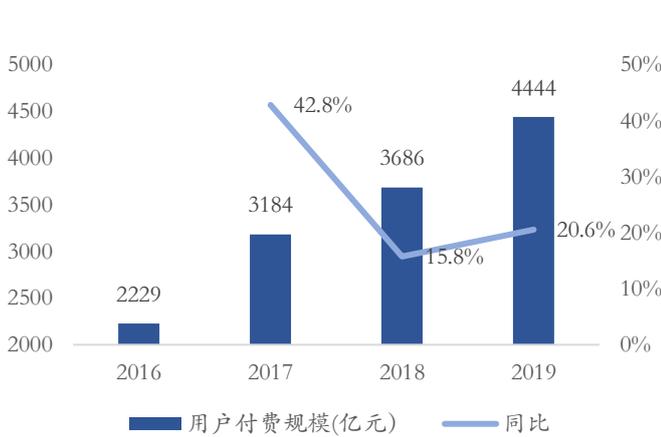
图表 55 2019 年新媒体平台配合下线未授权图片数量情况



资料来源：12426 版权监测中心，华安证券研究所

**社会版权意识普遍提升。**在内容创作者角度来讲，2014-2019年，全国著作权登记数量持续增长，从121.1万件增长至418.7万件，与此同时其同比增速一直保持在20%以上，说明越来越多的作者用版权登记来确立原创作品归属。其中，全国摄影作品著作权登记数量从2014年的42.9万件增长至2019年的101.6万件，CAGR达18.8%。在内容创作者版权保护意识增强的同时，用户的版权使用意识也不断提高，具体表现在中国网络版权产业用户付费规模的持续增长上，在2016-2019年的四年时间里，中国网络版权产业用户付费规模从2229亿元增长至4444亿元，增幅接近100%。

图表 56 2016-2019 年中国网络版权产业用户付费情况



图表 57 2014-2019 年中国版权局版权作品自愿登记情况



资料来源：国家版权局，华安证券研究所

资料来源：国家版权局，华安证券研究所

**新技术加速赋能版权保护和运用，贯穿网络版权保护全流程。**以图片作品面临的网络版权保护问题为例，图片作品案件面临着维权成本高、判决赔偿额低的难题。据中国信息通信研究院《2019 年中国网络版权保护年度报告》数据显示，目前法院判决支持的每张图片赔偿金额仅为 800 元至 2500 元，其中图片被盗后 66.7% 的案件单图判赔金额不足 500 元。而且，维权流程复杂，时间周期长。从发现盗版线索→取证→发送通知函→发送律师函→立案→开庭→维权成功，通常耗时 6 个月以上。特别是个体版权方由于盗版线索筛选困难、法律知识储备不足、个人精力等原因，维权之路困难重重。而区块链、大数据、人工智能等新技术发展，能对版权治理进行数字化改造，赋能版权确权、维权、交易全流程：

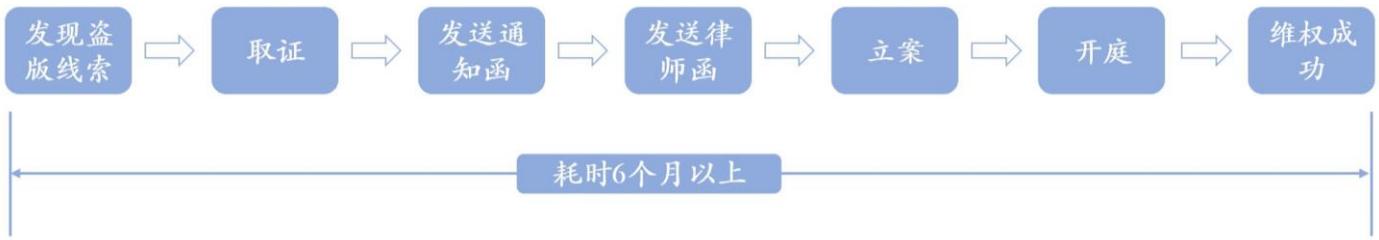
(1) 区块链作为一种具备公开透明、防篡改、可追溯等特点的技术，在保存、处理、追溯电子数据这些方面具有天然优势，可以实现对数字版权流转的全过程监督，解决海量版权授权交易中确权难问题，因此广泛运用于作品存证中。比如，2019 年 4 月，北京互联网法院利用区块链技术“天平链”进行电子存证，作出首个版权侵权案件的判决。与此同时，百度、爱奇艺、新华智云等平台均推出区块链凭证功能，有望从源头解决盗版、“洗稿”等问题。区块链的广泛应用，正在改造文化创作、生产、传播、消费各个环节，大大降低信息流转成本，改变网络版权治理方式。

(2) 在人工智能技术方面，百度图像识别技术的精准度可达 99%，通过爬虫系统抓取全网数据，并与正版图片做对比，能为版权方提供高度精准的查询结果。而微信平台融合智能识别技术和能力，建立关键词提前保护机制、图像识别模型及音频识别模型，梳理并搭建影视作品权利预警库，对公众号中盗版侵权影片的发布和传播开展主动预警拦截。

(3) 各大网络平台积极打造“版权中台”，通过人工智能、区块链及大数据等技术，积极赋能版权确权、版权监测、取证和维权，引入专业的第三方监测维权机构，为其生态下的作者提供一站式版权保护服务。

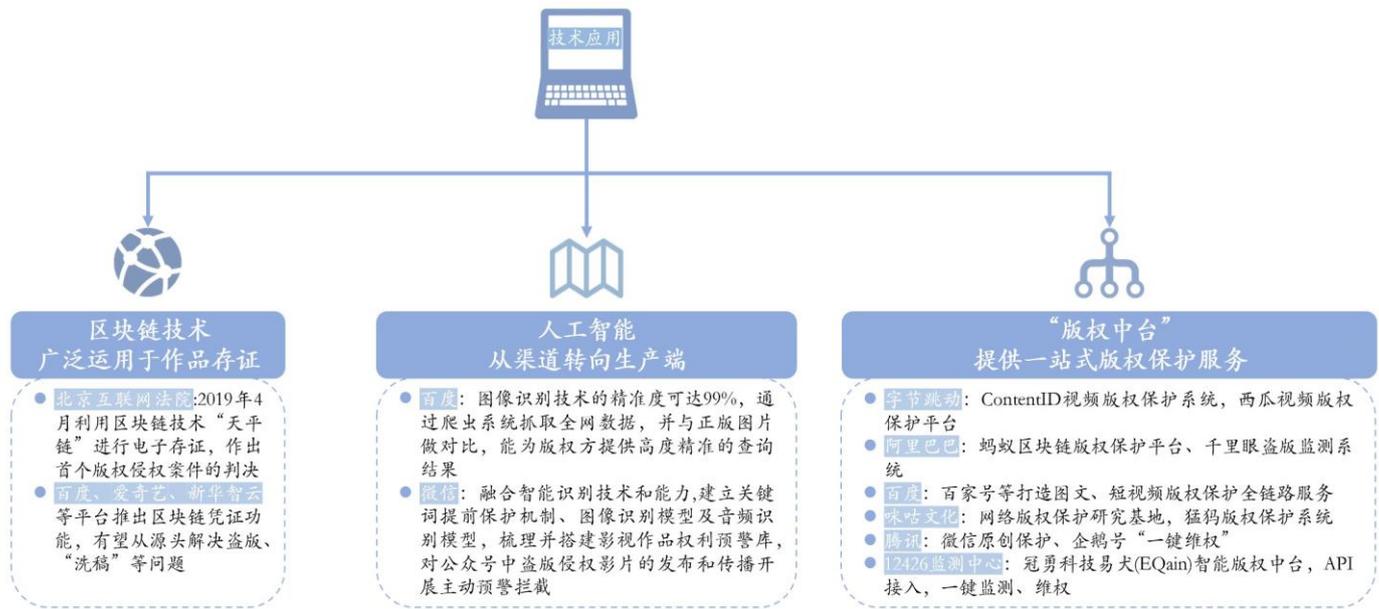
我们认为，随着国家对著作权保护力度不断加大，相关法律不断完善，公众版权意识不断增强，版权产业快速持续增长的趋势明显。

图表 58 图片作品维权流程



资料来源：百度图腾与视觉中国联合发布《2017 中国版权图片行业观察》，华安证券研究所

图表 59 技术应用驱动版权治理手段升级情况



资料来源：中国信息通信研究院《2019 年中国网络版权保护年度报告》，华安证券研究所

## 5 公司立足内容，布局上下游，强者愈强

### 5.1“内容+技术”双轮驱动

公司深耕行业 20 余年，拥有海量优质视觉内容资源，高筑竞争壁垒。一方面，独家代理优质内容资源：公司自 2003 年以来就是全球第一大高端视觉内容版权服务供应商 Getty Images 在中国大陆地区的独家代理，而且在 2016 年参与了 Getty 香港增资扩股，并持有 50% 的股权，双方建立起了紧密的战略合作关系。另一方面，收购整合扩大自有内容：2016 年收购比尔盖·茨创办的全球第三大图片库 Corbis Images、2018 年收购国际知名摄影社区 500px。公司拥有了近乎垄断的海量、全面、独家的优质正版视觉内容资源，建立了强大的内容护城河。目前，公司与超过 50 万名签约供稿人以及 280 家专业版权内容机构合作，公司的互联网内容交易平台在线提供并每日更新超过 2 亿张

图片、1,500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，而且公司提供的内容超过 2/3 为高水准的自有或独家内容。我们认为，公司市占率已经超过 50%，主要源于独一无二的内容造就了不可逾越的内容壁垒。

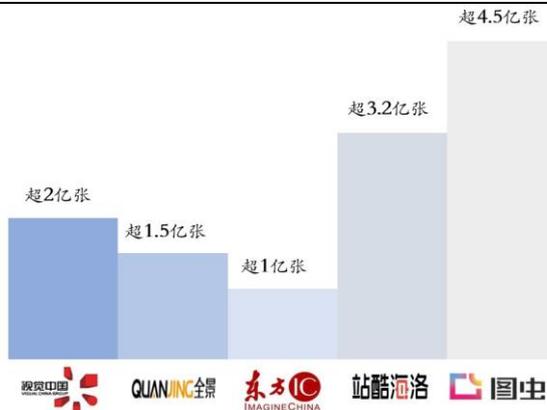
图表 60 2014-2020H1 公司内容素材相关数据情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
签约供稿人(万人)	1.4	1.5	1.8	30	40	50	50
合作专业版权内容机构(家)	240	240+	240+	240+	240+	280	280
图片素材(万张)	7000	26900	20000+	20000+	20000+	20000+	20000+
音乐素材(万首)	125	457	500	1000	1500	1500	1500
签约供稿人(万人)	20	30	35	35	35	35	35

备注：公司提供的内容超过 2/3 为高水准的自有或独家内容

资料来源：公司公告，华安证券研究所

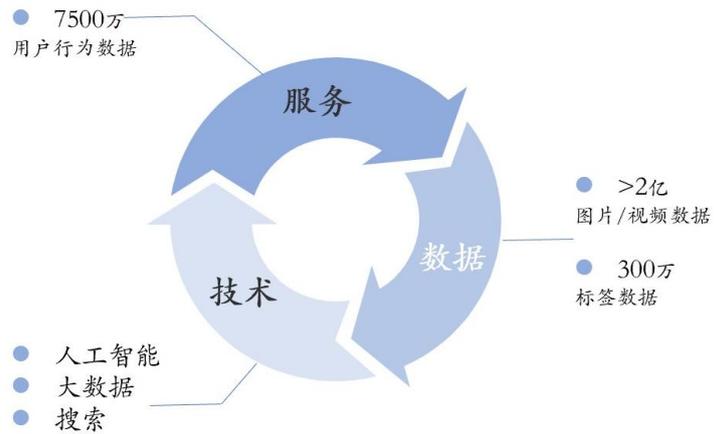
图表 61 2020H1 国内主要图片版权公司图片素材数量情况 (亿张)



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

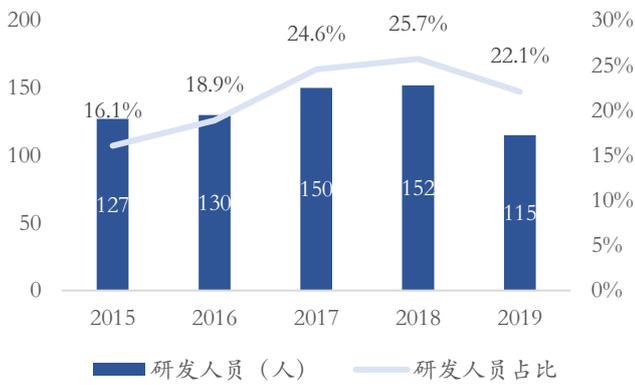
“数据提升技术”、“技术驱动服务”、“服务回馈数据”闭环运行模式，强者愈强。视觉中国的生意模式类似于 C2B2B：C 为第一个环节的生产者，如摄影师；第二环节的 B 代表图片版权授权平台；第三个环节的 B 为被授权方，即使用者。而对 To B 性质的公司而言，更多讲究的是对企业体统服务和价值的传递，也就是说视觉中国需要高效地解决“用户根据需求快速找到匹配度最高的素材”这一核心诉求。由此可见，**图片版权授权生意的本质是服务效率**。而素材搜寻效率的提升依赖于数据量的积累和技术的提升，在这些方面作为行业龙头的视觉中国优势明显：一方面，平台的供需两端碎片化程度较高、数量大而且市场覆盖范围广，有利于提升平台的数据化、智能化的服务能力，形成自我加强的平台效应；另一方面，公司有经过近 20 年的运营积累，拥有亿级图片/视频的图像大数据、近百万的结构化的关键词标签体系和持续产生的千万级的用户行为数据。在此基础上，公司通过自主研发的业内领先的大数据、人工智能和区块链技术，形成了“数据提升技术”、“技术驱动服务”、“服务回馈数据”的独具特色的闭环运行模式，将内容链接到各种客户应用场景，高效提升客户的搜索体验，不断提升产品体验、服务交付和管理效率，驱动业务快速增长，帮助公司在行业内建立更强的竞争能力。从 2015 年到 2019 年公司研发人员占比及研发金额占营收比重情况我们可以看出公司对技术投入的重视程度。表现在数据上，2015-2019 年，公司研发人员占比呈上升趋势，从 2015 年的 16.1% 增长至 2019 年的 22.1%，同期的研发金额及占比亦持续提升，研发金额从 0.23 亿元增加至 0.70 亿元，CAGR 达 32.1%，研发金额占营收比重也从 4.2% 增长至营收的一成。

图表 62 公司闭环运行模式



资料来源：2019 年公司年报，华安证券研究所

图表 63 2015-2019 年公司研发人员数量及占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 64 2015-2019 年公司研发金额及占营收比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 从“平台”到“生态”，上下游深度布局

**布局上游：收购 500px，从内容生产者抓住了源头。**500px 是国际知名的线上摄影社区，截止 2019 年末拥有超过 1700 万注册会员，汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀摄影专业人才、摄影爱好者，累计上传图片数量超过两亿张，社交互动超过 25 亿次，可销售图片近 2000 万张。早在 2015 年公司便以战略投资者的身份参与了 500px 的增资扩股计划，持有其 15.48% 的股份，随后公司与 500px 共同打造了视觉中国摄影师社区 500px.me，并在在 2015 年 11 月 13 日正式上线运营。2018 年 2 月，公司收购了 500px 100% 股权。对 500px 这样的全球性摄影创作社交网络平台的收购，有助于公司以此发掘高质量视觉内容，不断巩固和强化公司内容的核心竞争力，同时也打通了内容生产、分发、消费和版权保护的全流程，强化了公司作为视觉行业基础设施的作用。

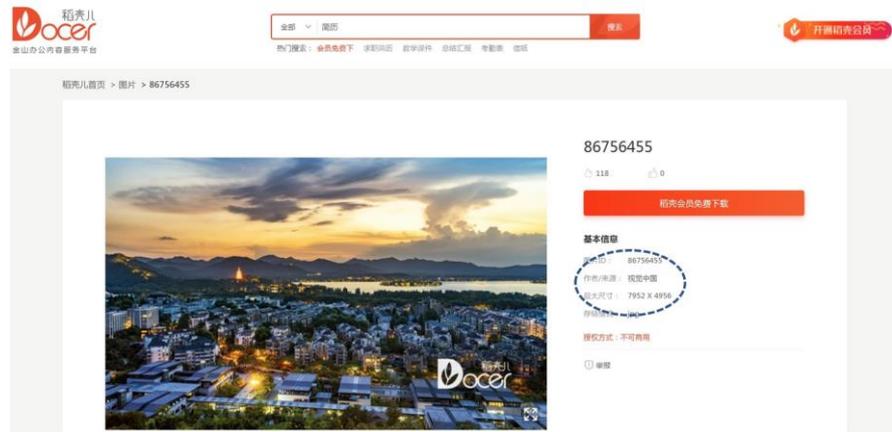
图表 65 500px 相关用户使用数据情况



资料来源：2020 年公司年报，华安证券研究所

**布局下游：拓宽应用场景，打开新的营收增长点。**一方面，在传统的用图场景以外，公司自 2016 年开始便陆续布局各大新媒体平台，通过 API（Application Programming Interface，应用程序编程接口）的形式接入各大新媒体平台，让自媒体人免费使用有版权的高质量图片，到 2017 年底公司的 API 就与百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、网易、新浪、凤凰网、新华网、360、搜狗、高德地图、途牛网等 28 家各类客户的应用场景完成对接；而且数字电视的锁屏壁纸、手机壁纸这样的应用场景也在公司的布局范围之内，譬如华为使用的壁纸和展示图片中就有视觉中国所提供的素材；到 2020H1 公司也在短视频、设计工具、办公文档、内容付费等细分的场景建立了平台级合作，比如与金山办公在稻壳会员板块达成提供图片素材的合作。另一方面，不光使用场景，公司对图片管理场景也做了布局，专门制作了一套 V DAM（Visual Digital Asset Management，视觉数据资产管理系统）系统，针对企业管理图片的需求，提供一站式服务，满足企业用图和管图的需求，提高用户黏性的同时也增大了用户流失的成本，比如 2019 年公司度销售额 10 万以上的客户续约率超过 80%。

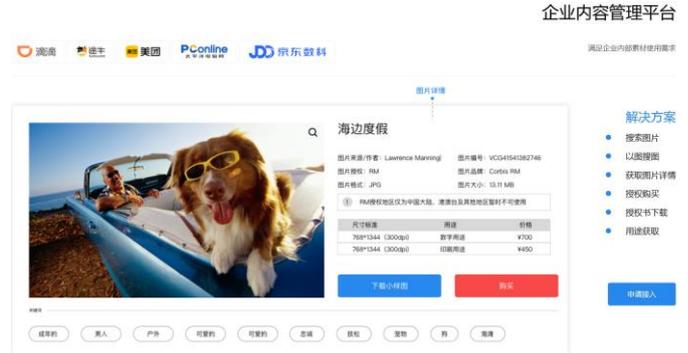
图表 66 公司在金山办公稻壳儿提供图片素材



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 67 公司 API 接口提供服务内容图示

图表 68 公司企业内容管理平台图示



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

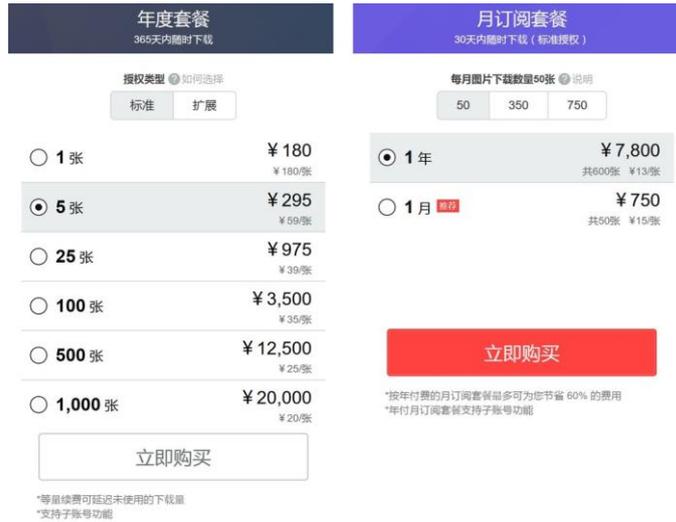
我们认为，公司在聚焦主业的同时，也逐渐往产业链上下游延伸，整合核心业务上下游资源：视觉内容的生产、赋能工具、传播渠道和营销整合，有利于提升公司全面服务平台两端的内容创作者和使用方的能力，进而打造围绕公司核心主业的“视觉+生态”，进一步强化和筑造核心主业的竞争优势。

### 5.3 竞争策略立体化，优势明显

就商业数字素材来说，主要包括特定拍摄、传统商业图库和微利图库市场。公司在传统图库市场已取得优势地位的同时，也布局了特定拍摄与微利图库市场，形成了立体化的竞争策略。对于特定拍摄来说，公司主要帮助企业进行征集稿，这主要集中在 500px 社区。对于微利图库来说，公司在 2017 年打造了 veer.com，其图片版权内容主要源于全球微利图库的鼻祖 iStock，主要针对中小企业，采用电商模式，为客户提供性价比高、支付便捷的产品。公司欲通过 veer.com 持续高效开发中小客户群，2020 年 4 月 29 日 veer.com 推出“免费专区”，提供了近 50 万张正版高清图片，所有的 veer 注册用户，无论个人、企业客户均可注册后免费下载免费专区的图片，客户下载图片后可以用于任何商业用途，并可在线下载正版授权书。

传统图库市场具有授权价格高昂、大量独家签约作者和内容供应商、客户关系管理接触性高的特点，素材包括了限制版权素材 (RM) 和无约束版权素材 (RF)，而且对于素材的使用时间、次数、期间、地区等都有严格规定，通常每笔授权都需要单独协商。而微利图库市场是以低价、无约束版权 (RF) 和非独家版权方式授权素材的自助市场，具有薄利多销的特点，有利于拓展长尾市场、大幅增加中小企业在预算约束下的正版素材可下载量。微利图库自助式上传和下载 (电商) 方式都较传统图库服务甚至协商简便高效，素材来源采用众包方式，由大量非独家签约摄影师、插画家等提供作品，搜索结果不会有所偏向。

图表 69 公司微利图库 Veer 图片套餐情况



资料来源: Veer 公司官网, 华安证券研究所

我们认为, 视觉中国在传统图库市场已构筑起垄断性优势地位, 而且传统图库市场是其主要收入来源, 发力微利图库将形成立体化的竞争策略, 能对其他微利图片库企业实现降维打击。因为虽然微利图库覆盖用户范围广、市场空间较大, 但是微利图库图片版权市场内容同质化程度高, 不具备高端图库市场凭借其内容的稀缺性和独家性所带来的议价能力。视觉中国推出 Veer 入局微利图库市场, 微利图库市场的竞争势必会愈发激烈, 但是对于视觉中国来说即便这部分业务不赚钱也不会对其营收产生太大影响, 反而会对其他微利图片库企业带来竞争压力。从长远来看, 微利图库 Veer 覆盖了大量的中小企业客户, Veer 推出“免费专区”有助于培养用户的版权意识, 为今后健康的市场环境做下铺垫。

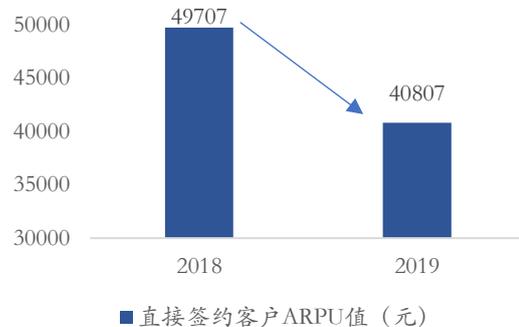
#### 5.4 深挖大客户需求, 从图片延展到音视频, 全品类覆盖

公司客户群分为: 大客户、中小客户以及长尾用户, 目前公司收入主要来自大客户。据我们测算, 2018-2019 年公司大客户数变化不大, 但是其平均客单价呈下降趋势, 预计从 49707 元下降了约 8900 元, 主要是受 2019 年两次整改的影响。同时, 公司针对四个目标市场: 党政与媒体、广告营销与服务、互联网平台、企业客户重点开拓。从 2018-2020H1, 互联网平台客户收入占比持续提升, 主要来自于互联网平台背后所覆盖的大量长尾用户数量的增长, 从 2017 年的 5.5 万户迅速增加至 2020H1 的 70 万户, CAGR 达到 133.5%。

图表 70 2017-2019 年公司直接签约客户数



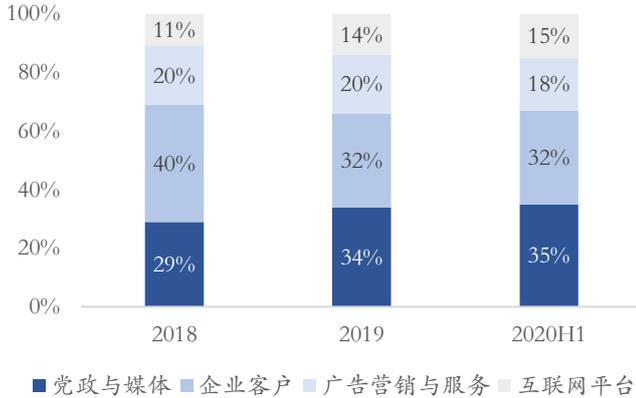
图表 71 2018-2019 年公司直接签约客户 ARPPU 值



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

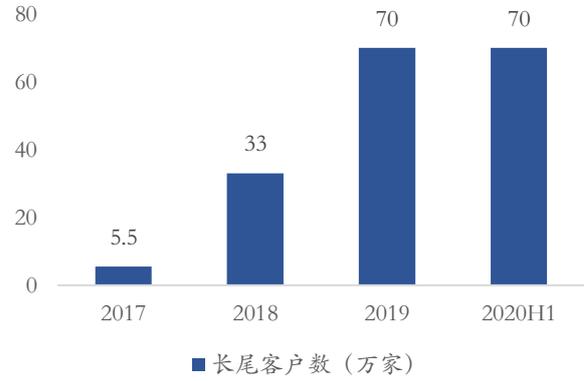
资料来源: 华安证券研究所

图表 72 2018-2020H1 公司各类型目标客户占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 73 2017-2020H1 年公司长尾客户数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 74 公司主要客户情况统计 (部分)

客户类型	主要客户	
党政与媒体	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
	报纸业	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
	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
新媒体客户	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	
广告营销与服务公司	电通集团、蓝色光标、华扬联众、卅六策、广东省广告集团、WPP 集团、宏盟集团、IPG 集团、阳狮集团、HAVAS 集团	
互联网平台客户	百度、腾讯、阿里巴巴、搜狗	
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、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、中国电信、中国旅行社协会、北京国际设计周、上海工业设计协会、中国影视后期产业联盟、国务院国有资产监督管理委员会新闻中心、国家旅游局、江苏省旅游局、2022 北京冬奥会、国资委新闻中心	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020H1 开始公司重点聚焦企业大客户市场，深挖大客户需求。在产品服务上，推

出“视觉+”解决方案，充分挖掘大客户的全应用场景的全内容素材（图片、视频、设计、音乐）需求；同时，为满足大客户的多样性需求，提供包括内容增值服务（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（Allab、数字内容资产系统），为大客户提供全面的“一站式”产品与服务，增加客户的黏性和满意度

**从图片延展到音视频，全品类覆盖，有望提升大客户 ARPPU 值，为公司带来新的业绩增长。**在满足客户对音乐素材的需求方面，2020 年 8 月 3 日公司内容素材版权交易网站 vcg.com 音乐素材全面升级改版，除了提供海量的优质版权曲库外，每月保持 200-300 首更新。而且本次音乐素材与 Epidemic Sound 达成中国区独家代理，包含 3.2 万首音乐和 6.4 万首音效。Epidemic Sound 成立于 2009 年，是全球领先的新锐音乐素材内容提供商，服务超过 200 万家企业品牌、电视台、制作公司和个人视频创作者，其音乐素材广泛应用于广告、影视、Youtube 等视频频道。Epidemic Sound 获得 Youtube“最受欢迎曲库”称号，超过 10 万在线视频作者使用。在满足客户对视频素材的需求方面，2020 年 3 月公司建立 500pxplus 高端视频品牌，收录高清 4k/8k 的高质量视频素材；2020 年 9 月 9 日公司与国内优质正版创意类影像内容机构未来影像达成战略合作；2020 年 9 月 16 日公司旗下汉华易美视觉科技有限公司与四开花园网络科技（广州）有限公司（简称“4K 花园”）达成战略合作，双方将在视频彩铃、背景音乐、渠道分发等领域展开合作，合力提升超高清视频实景拍摄、彩铃制作、动画创意、渠道分发水平。视觉中国已经具备为客户提供从图片、视频到音乐，从时效编辑类内容到创意素材，从当代时事热点到历史档案、从高端到微利、从全球创意趋势到本土东方潮流的全方位一站式内容服务的能力。

## 6 盈利预测和投资建议

### 6.1 盈利预测

核心假设：

1) 视觉内容与服务为公司核心业务，近几年随着公司陆续剥离非主业相关资产，核心业务占营收比重逐渐提高，到 2020 H1 已高达 99.54%，所以我们假设 2020-2022 年公司视觉内容与服务占营收的 100%；

2) 随着两次整改的结束，公司平台恢复正常运营状态，平台型公司的轻资产特征会开始凸显，因为公司视觉内容产品成本是相对固定的，随着不断拓展长尾客户数量以及挖掘大客户潜在需求，核心业务毛利率有望恢复至 2017、2018 年的水平；

3) 公司将客户分为四类，分别是党政与媒体、广告营销与服务、互联网平台、企业客户。其中，党政与媒体、广告营销与服务、企业客户这三类客户通常是与公司直接签约的，而互联网平台型客户主要帮助公司获取内容素材需求量较小一些的中小企业等长尾客户。所以我们假设直接签约客户收入=党政与媒体收入+广告营销与服务收入+企业客户收入；

4) 在公司业务方面，随着公司直接签约客户数相对较稳定，而且客单价开始下滑，所以 2020H1 开始公司将经营重点放在了公司重点聚焦于挖掘大客户的全应用场景的全内容素材（图片、视频、设计、音乐）需求，通过提升大客户客单价来实现营收的增长。考虑到在 2020 年公司大客户协议延期，假设 2020 年大客户 ARPPU 值下降 15%，同时我们认为通过“视觉+”服务公司有望持续提升大客户 ARPPU 值，假设在 2021-2022 年大客户 ARPPU 值增长率分别为 25%、20%。同时考虑到微利图库市场竞争的激烈程度，假设 2020-2022 年长尾客户 ARPPU 值增速分别为-15%/10%/10%，而长尾客户数假设

在 2020-2022 年分别实现 20%/20%/20% 的增长;

5) 公司 2019 年年报中未披露 2019 年直接签约客户数, 而公司公告披露在此期间相关客户数维持稳定, 那么我们假设 2019 年直接合作客户数=2019 年直接签约客户数;

**图表 75 公司主营业务营收及净利润预测 (百万元)**

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	814.57	987.84	722.11	650.36	854.37	1,084.58
YOY(营业收入)		21.27%	-26.90%	-9.94%	31.37%	26.95%
营业成本	278.1	349.17	266.47	239.99	303.30	374.18
毛利	536.47	638.67	455.64	410.37	551.07	710.40
毛利率	65.86%	64.65%	63.10%	63.10%	64.50%	65.50%
视觉内容与服务收入	583.74	781.90	714.41	650.36	854.37	1084.58
视觉内容与服务收入占营收比重	71.66%	79.15%	98.93%	100.00%	100.00%	100.00%
视觉内容与服务净利润	181.72	245.67	264.12	233.29	256.51	286.18

**视觉内容与服务各类型目标市场客户占比**

①党政与媒体	29%	34%				
②企业客户	40%	32%	84.31%	84.24%	83.61%	
③广告营销与服务	20%	20%				
④互联网平台	11%	14%	15.69%	15.76%	16.39%	

**直接签约客户与长尾客户收入情况**

直接签约客户收入=①+②+③ (百万元)	695.89	614.39	548.35	719.70	906.83	
长尾客户收入=④ (百万元)	86.01	100.02	102.02	134.66	177.76	

**直接签约客户数与长尾客户数**

直接签约客户数 (家)	7368	14000	15056	15809	16599	17429
YOY		90.01%	7.54%	5%	5%	5%
长尾客户数 (家)	55000	330000	700000	840000	1008000	1209600
YOY		500.00%	112.12%	20%	20%	20%

**ARPPU 值情况**

直接签约客户 ARPU 值 (元)	49707	40807	34686	43358	52029	
YOY		-17.90%	-15%	25%	20%	
长尾客户 ARPU 值 (元)	261	143	121	134	147	
YOY		-45.18%	-15%	10%	10%	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 6.2 投资建议

视觉中国作为 A 股唯一一家从事图片版权内容授权及服务的上市企业, 在 A 股市场上缺乏直接可比标的公司。考虑到公司内容壁垒优势与商业模式的强平台型属性, 我们

选取同是作为互联网内容载体的移动阅读平台上市公司掌阅科技为可比公司；考虑到公司下游客户中党政媒体类客户占据近 3 成比例，我们选取新华网作为可比公司。2020-2022 年，两家公司平均 PE 分别为 56.39、41.12、30.22 倍。考虑到视觉中国是图片版权行业龙头，行业马太效应明显，且目前图片内容版权规范化趋势向好，有利于进一步打开成长空间，给予公司 2021 年 50 倍 PE，预计合理市值在 134.5 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 76 公司主营业务营收及净利润预测 (百万元)**

公司	股票代码	收盘价 (元)	EPS(元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
掌阅科技	603533.SH		0.40	0.62	0.97	1.30	80.25	51.66	33.11	24.78
新华网	603888.SH		0.55	0.59	0.66	0.76	32.52	30.58	27.33	23.74
PE 平均值								56.39	41.12	30.22

资料来源：Wind 一致预期，华安证券研究所

## 风险提示：

图片内容载体需求变化风险；版权环境改善不及预期；内容审核及经营合规风险；行业监管政策风险；行业竞争加剧风险。



## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕。三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券, 2020 年加入华安证券研究所

**联系人:** 郑磊, 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。