

视觉中国 (000681.SZ)

迈过低谷，NFT 推动图片龙头内容资产价值重估

绝对领先的行业地位及宽厚的内容护城河支撑公司高估值水平。公司主业为视觉内容服务，2019 年受两次“整改”风波影响，公司估值及业绩经历低谷。2020 年 3 月，网站恢复运营，公司业务持续恢复。但从历史复盘看，公司一直享受较高的估值水平，不考虑 2015 年的牛市极端情况，公司 Forward PE 基本在 30X-40X 区间，即使在整改期间的低点，其 Forward PE 也在 20X 以上。高估值的背后是公司在商业图片领域绝对领先的行业地位及宽厚的内容护城河。此外，近年虽有互联网平台入局图片业务，但其主要目的在于延伸平台服务而非打造自有图库，定位也基本聚焦于中小客户，并不与公司构成直接竞争。我们认为公司已经建立起极深的护城河，竞争对手难以逾越。

技术变革带来行业机遇，目前海内外外均已 NFT 项目落地。在新的元宇宙背景之下，NFT 在内容领域解决的问题在于降低虚拟物品交易流通成本，带来数字虚拟资产的价值重估。目前海外已有成熟的 NFT 交易平台上线，包括 Opensea，（平台类似于交易大厅，累计交易额超 50 亿美元，销售服务费为 2.5%），Foundation 等。国内的 NFT 市场仍处于起步阶段，互联网大厂均有 NFT 产品的布局，主要交易平台包括阿里“支付宝粉丝粒”“光笺收藏家”、腾讯“幻核”等。

NFT 推动图片内容价值重估，TO C 消费场景有望打开。公司筹备利用 NFT 技术对社区进行升级，预计对公司影响将体现在三点：1. 对图片的确权更加简单明晰，公司图片素材销售效率有望提升。2. 珍贵图片的收藏级属性增强，自有版权图库图片价值迎来重估。3. 500px 平台有望成长为成熟的 NFT 交易平台，TO C 商业模式有望跑通。500px 已是成熟的摄影社区，其优势在于内容及流量，而这两点正是运营 NFT 交易平台的核心。参考海外成熟的 NFT 交易平台，交易额排名前十的平台月交易额量级均在千万美元以上，NFT 升级后的 500px 平台有望为公司贡献收入增量。

盈利预测与估值。预计公司 2021-2023 年公司营业收入分别为 7.1/9.9/12.7 亿元，归母净利润 2.0/2.5/3.3 亿元。分部估值法估算公司估值：1) 传统业务：考虑到公司视觉内容主业持续恢复且内容护城河稳固，给予公司 2022 年 35-40XPE，传统图片业务市值 87.5-100 亿。2) NFT 业务：采用 PS 法估值。收入预期方面，参考国际成熟平台 Fundation 及 Superrare，月均交易额在 3000 万美金左右，佣金率 15%，对应年收入 5400 万美金，约 3.4 亿人民币。考虑到目前元宇宙处于萌芽初期，NFT 业务潜在空间较大，前期收入增速高，该业务 15X-20X PS 对应市值 51-68 亿元。综上，公司合理市值约 138.5-168 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：图片业务恢复不及预期风险，政策风险，NFT 项目无法如期上线风险。

| 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 722 | 570 | 708 | 989 | 1,273 |
| 增长率 yoy (%) | -26.9 | -21.0 | 24.1 | 39.7 | 28.8 |
| 归母净利润 (百万元) | 219 | 142 | 204 | 254 | 328 |
| 增长率 yoy (%) | -31.8 | -35.4 | 44.3 | 24.2 | 29.4 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.31 | 0.20 | 0.29 | 0.36 | 0.47 |
| 净资产收益率 (%) | 7.1 | 4.5 | 6.2 | 7.1 | 8.5 |
| P/E (倍) | 42.0 | 65.0 | 45.1 | 36.3 | 28.1 |
| P/B (倍) | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |

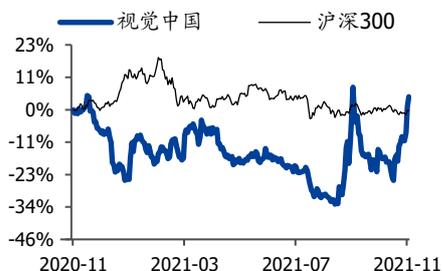
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 互联网传媒 |
| 前次评级 | |
| 11月12日收盘价(元) | 16.80 |
| 总市值(百万元) | 11,769.70 |
| 总股本(百万股) | 700.58 |
| 其中自由流通股(%) | 86.30 |
| 30日日均成交量(百万股) | 26.03 |

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号: S0680519100003

邮箱: gusheng@gszq.com

分析师 吴璟

执业证书编号: S0680521010001

邮箱: wujun@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 691 | 692 | 1479 | 1687 | 2021 |
| 现金 | 373 | 302 | 908 | 1042 | 1192 |
| 应收票据及应收账款 | 171 | 181 | 256 | 355 | 432 |
| 其他应收款 | 103 | 40 | 137 | 110 | 208 |
| 预付账款 | 12 | 11 | 18 | 22 | 29 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 31 | 159 | 159 | 159 | 159 |
| 非流动资产 | 3426 | 3347 | 3431 | 3516 | 3603 |
| 长期投资 | 1289 | 1307 | 1376 | 1442 | 1507 |
| 固定资产 | 3 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 无形资产 | 116 | 157 | 173 | 193 | 214 |
| 其他非流动资产 | 2017 | 1880 | 1879 | 1879 | 1878 |
| 资产总计 | 4117 | 4039 | 4910 | 5203 | 5624 |
| 流动负债 | 651 | 649 | 690 | 754 | 872 |
| 短期借款 | 201 | 181 | 181 | 181 | 181 |
| 应付票据及应付账款 | 128 | 124 | 222 | 302 | 339 |
| 其他流动负债 | 322 | 344 | 287 | 272 | 352 |
| 非流动负债 | 392 | 220 | 216 | 211 | 206 |
| 长期借款 | 203 | 30 | 26 | 21 | 16 |
| 其他非流动负债 | 189 | 190 | 190 | 190 | 190 |
| 负债合计 | 1043 | 870 | 905 | 966 | 1078 |
| 少数股东权益 | 0 | 4 | 10 | 14 | 17 |
| 股本 | 74 | 74 | 701 | 701 | 701 |
| 资本公积 | 1614 | 1626 | 1626 | 1626 | 1626 |
| 留存收益 | 1357 | 1486 | 1694 | 1949 | 2277 |
| 归属母公司股东权益 | 3074 | 3165 | 3995 | 4223 | 4528 |
| 负债和股东权益 | 4117 | 4039 | 4910 | 5203 | 5624 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 93 | 112 | 205 | 209 | 226 |
| 净利润 | 217 | 142 | 210 | 258 | 332 |
| 折旧摊销 | 11 | 17 | 16 | 19 | 21 |
| 财务费用 | 23 | 32 | 8 | 2 | 6 |
| 投资损失 | -58 | -35 | -48 | -44 | -46 |
| 营运资金变动 | -108 | -25 | 31 | -10 | -66 |
| 其他经营现金流 | 8 | -18 | -13 | -16 | -20 |
| 投资活动现金流 | 25 | 66 | -40 | -45 | -42 |
| 资本支出 | 27 | 39 | 16 | 19 | 21 |
| 长期投资 | -57 | 90 | -68 | -66 | -66 |
| 其他投资现金流 | -5 | 196 | -92 | -92 | -86 |
| 筹资活动现金流 | -271 | -164 | 441 | -31 | -35 |
| 短期借款 | 23 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -73 | -173 | -4 | -5 | -5 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 627 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -221 | 16 | -181 | -26 | -29 |
| 现金净增加额 | -153 | 5 | 607 | 134 | 150 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 722 | 570 | 708 | 989 | 1273 |
| 营业成本 | 266 | 208 | 285 | 432 | 528 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 5 | 7 | 8 |
| 营业费用 | 78 | 68 | 78 | 109 | 142 |
| 管理费用 | 106 | 99 | 113 | 148 | 201 |
| 研发费用 | 44 | 50 | 28 | 40 | 51 |
| 财务费用 | 23 | 32 | 8 | 2 | 6 |
| 资产减值损失 | -13 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 2 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 21 | 30 | 13 | 16 | 20 |
| 投资净收益 | 58 | 35 | 48 | 44 | 46 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 262 | 183 | 251 | 312 | 403 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 8 | 2 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 262 | 176 | 249 | 309 | 400 |
| 所得税 | 44 | 34 | 39 | 51 | 68 |
| 净利润 | 217 | 142 | 210 | 258 | 332 |
| 少数股东损益 | -2 | 1 | 6 | 4 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 219 | 142 | 204 | 254 | 328 |
| EBITDA | 288 | 197 | 258 | 311 | 399 |
| EPS (元) | 0.31 | 0.20 | 0.29 | 0.36 | 0.47 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -26.9 | -21.0 | 24.1 | 39.7 | 28.8 |
| 营业利润(%) | -33.1 | -30.2 | 36.8 | 24.3 | 29.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | -31.8 | -35.4 | 44.3 | 24.2 | 29.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 63.1 | 63.5 | 59.7 | 56.3 | 58.5 |
| 净利率(%) | 30.3 | 24.8 | 28.8 | 25.6 | 25.8 |
| ROE(%) | 7.1 | 4.5 | 6.2 | 7.1 | 8.5 |
| ROIC(%) | 6.0 | 3.9 | 5.5 | 6.1 | 7.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.3 | 21.5 | 18.4 | 18.6 | 19.2 |
| 净负债比率(%) | 12.6 | 8.2 | -15.5 | -18.3 | -20.8 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 2.1 | 2.2 | 2.3 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.9 | 1.9 | 2.0 | 2.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 应收账款周转率 | 4.0 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| 应付账款周转率 | 2.0 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.31 | 0.20 | 0.29 | 0.36 | 0.47 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.13 | 0.16 | 0.29 | 0.30 | 0.32 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.39 | 4.52 | 4.81 | 5.13 | 5.57 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 42.0 | 65.0 | 45.1 | 36.3 | 28.1 |
| P/B | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 33.3 | 47.9 | 33.5 | 27.4 | 21.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 迈过低谷，公司视觉主业重回高增长 | 4 |
| 1.1 历史复盘：高质量内生增长是公司走出独立行情的重要原因 | 4 |
| 1.2 高估值的背后：绝对领先的行业地位及宽厚的内容护城河 | 5 |
| 1.3 视觉主业持续恢复，最困难的时刻已经过去 | 7 |
| 2. 元宇宙背景下重新审视公司业务，NFT 推动内容价值重估 | 8 |
| 2.1 技术变革孕育行业机会，NFT 推动图片内容价值重估 | 8 |
| 2.2 NFT 有何特点？如何应用于图片市场？ | 10 |
| 2.3 目前较成熟的 NFT 交易平台及其商业模式如何？ | 11 |
| 2.4 国内有哪些 NFT 项目落地，与海外有何不同？ | 13 |
| 2.5 500px 作为 NFT 交易平台有何优势，对公司影响如何？ | 15 |
| 3. 盈利预测与估值： | 20 |
| 风险提示： | 21 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 公司股价相对于传媒指数的变化 | 4 |
| 图表 2: 公司 Forward PE 保持在较高水平 | 5 |
| 图表 3: 各商业图库资源量对比 | 5 |
| 图表 4: 互联网平台图库对比 | 6 |
| 图表 5: 公司主要素材来源渠道 | 6 |
| 图表 6: 公司 2014H1-2021H1 营业收入 | 7 |
| 图表 7: 公司 2014H1-2021H1 归母净利润 | 7 |
| 图表 8: 公司 2021H1 视频及音频素材情况 | 8 |
| 图表 9: 公司素材数量变化 | 8 |
| 图表 10: 技术变革带来图片产业巨大的行业机会 | 9 |
| 图表 11: 市面上常见的 NFT 项目 | 10 |
| 图表 12: OpenSea 平台月度交易量 | 12 |
| 图表 13: Foundation 平台月度交易量 | 12 |
| 图表 14: OpenSea、Foundation、SuperRare 模式对比 | 13 |
| 图表 15: OpenSea、Foundation、SuperRare 模式对比 | 13 |
| 图表 16: 阿里、腾讯目前推出的 NFT 项目 | 14 |
| 图表 17: 国内外主流 NFT 交易平台对比 | 14 |
| 图表 18: 支付宝推出的 NFT 产品类型 | 15 |
| 图表 19: NFT 确权方式 | 16 |
| 图表 20: 图片的几种确权方式 | 16 |
| 图表 21: NFT 销售场景与传统销售场景对比 | 17 |
| 图表 22: 500px 国内版与海外版功能对比 | 18 |
| 图表 23: 500px 2016-2021H1 营业收入与净利润情况 | 18 |
| 图表 24: 海外 Top10、Top20 NFT 交易平台近 10 月平均月度交易量 | 19 |
| 图表 25: 平台收入相对于费率及交易额的敏感性测试 | 20 |
| 图表 26: 公司各项收入假设及盈利预测 | 21 |
| 图表 27: 可比公司估值 | 21 |

1. 迈过低谷，公司视觉主业重回高增长

1.1 历史复盘：高质量内生增长是公司走出独立行情的重要原因

1) 2014年8月-2017年8月：公司上市后持续外延并购，股价波动与传媒指数相关性高。2014年公司借壳“远东股份”上市，股票于当年8月复牌后业绩稳定增长，叠加牛市效应，公司股价于2015年6月达到峰值，随后其股价变动趋势也基本与传媒指数一致。在此阶段中，公司先后收购艾特凡斯、卓越广告、畅游、联景国际（Corbis），但外延并购并未给公司带来相对于传媒指数的超额收益。

2) 2017年8月-2019年初：剥离非核心业务聚焦主业，业绩高质量增长，股价稳步拉升。2017年8月公司转让艾特凡斯股权，10月出售亿迅资产组73%股权，2019年3月转让卓越形象广告51%股权；同时于2018年2月收购500px社区巩固视觉主业。聚焦于主业的战略带来公司视觉内容主业的高质量增长（2018年视觉主业收入同比增长25%）及估值的持续提升（Forward PE由2017年8月27X提升至2018年3月38X）。

3) 2019年受两次“整改”风波影响，估值及业绩遭遇“戴维斯双杀”。公司业务是以内容为核心，“411事件”及“1210事件”导致网站关停，对政策的担忧也使得估值承压。

4) 2020年3月，网站恢复运营，估值有所抬升。公司重点在合规流程和获客方式上做出重大变革，业绩持续恢复，公司估值也恢复至2018年30x-40x Forward PE的水平。

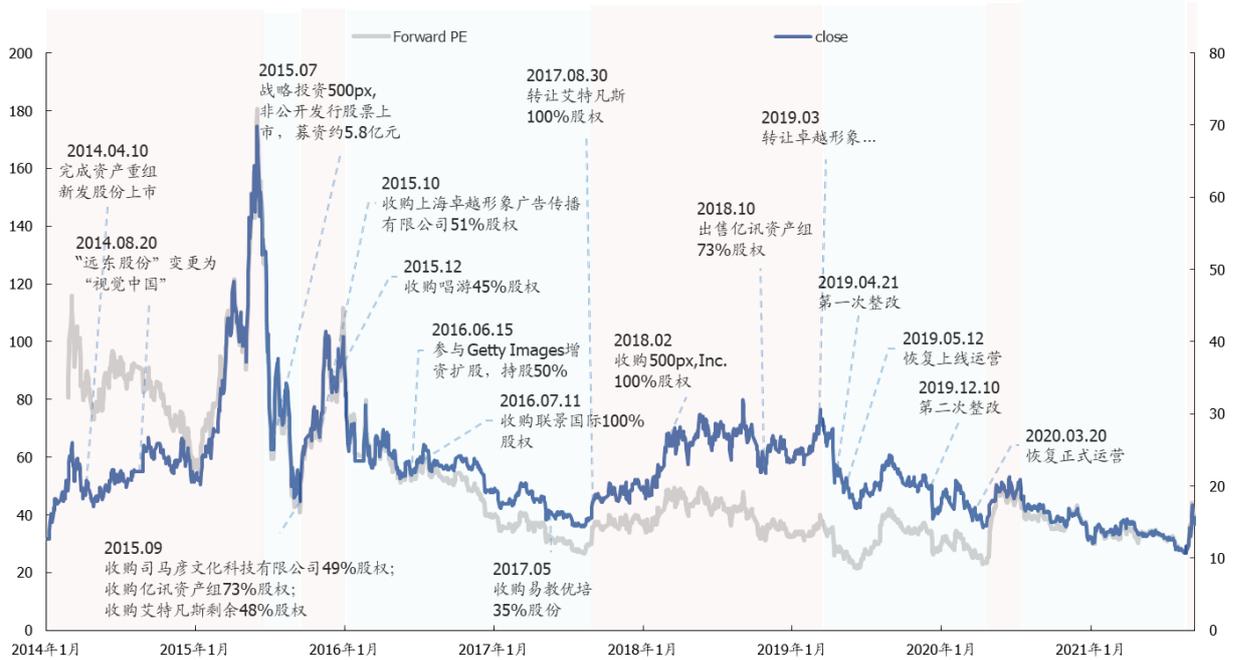
图表 1：公司股价相对于传媒指数的变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司持续享受较高估值水平。不考虑2015年的牛市极端情况，公司Forward PE基本在30X-40X区间，即使在整改期间的低点，其Forward PE也在20X以上。我们认为，公司享有较高估值水平的原因在于在商业图片领域绝对领先的行业地位及宽厚的内容护城河。

图表 2: 公司 Forward PE 保持在较高水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 高估值的背后: 绝对领先的行业地位及宽厚的内容护城河

公司在图片视觉领域拥有绝对领先的行业地位。按照图片类型分类, 公司的竞争对手主要包括, 1) 编辑类图片供应商: 东方 IC (今日头条控股, 编辑类图片市占率 10%)、新华社 (国内最大的新闻图库, 编辑类图片市占率 50%)。2) 创意类图片供应商: 全景网络 (创意类图片市占率 20%)。视觉中国创意类图片占比超过 50%, 编辑类图片占比超过 30%, 资源较均衡且均处于领先地位。

- 互联网平台入局图片业务, 主要目的在于延伸平台服务而非打造自有图库, 定位聚焦于中小客户, 并不与公司构成直接竞争。

腾讯云: 于 2020 年推出“正版图库直通车”图片服务业务, 联合易维视、全景视觉等供应商提供图片, 腾讯在其中的作用仍是平台。目前“正版图库直通车”包含摄影图、漫画、图标等类型的共计 800 万张图片, 主要服务生态内 (公众号、云社区等) 的中小客户。

阿里云: 官网上线“正版图片”, 素材量为 200 万图片, 可单张付费或者 VIP 时长付费。
京东: 上线“京东版权素材中心”, 面向全量商家和京东平台达人用户免费开放, 规避商家的侵权风险。

图表 3: 各商业图库资源量对比

| | 视觉中国 | 全景网络 | 东方 IC | 新华社 |
|----------|---------|--------|--------|-----|
| 图片数量 | 4 亿+ | 3.5 亿+ | 1 亿+ | — |
| 签约供稿人数 | 50 万摄影师 | — | 2 万摄影师 | — |
| 编辑类图片市占率 | 30% | 5% | 10% | 50% |
| 创意类图片市占率 | 50% | 20% | 5% | — |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 互联网平台图库对比

| 图库名称 | 上线时间 | 素材种类 | 主要使用场景 | 解决问题 | 收费模式 |
|-------------|---------|----------------------------|---------------------------------|-----------------------|---|
| 腾讯 正版图库直通车 | 2020年1月 | 包含摄影图、漫画、图标等类型的共计800万张图片 | 广告营销创意、自媒体配图、线下印刷等多类场景 | 内容创作过程中存在的图片版权问题 | 包月、包年会员费为69元和699元 |
| 阿里 阿里云正版图库 | 2020年1月 | “200万张”正版图片素材资源 | 媒体、在线广告等 | 打造阿里云中小企业一站式服务平台 | 「单张购买」(10-180元/张)和「图片VIP」(包月优惠价39元/月,年费360元)。 |
| 京东 京东版权素材中心 | 2020年6月 | 创意图片、设计素材、人物肖像、矢量ICON、主流字体 | 适用于电商使用场景需求的版权库,满足商家日常素材使用需求的同时 | 节省合作商家的版权素材成本,规避侵权风险。 | 免费开放 |

资料来源: 公司公告、腾讯云、阿里云、京东官网, 国盛证券研究所

海量独家内容建立高壁垒。公司起步于编辑类图片内容, 2005年与全球图片巨头 Getty 合作切入创意类图片市场, 经过19年的垂直领域深耕, 通过收购兼并的方式不断完善自身的数据资源。公司2012年收购东星娱乐, 2016年收购 Corbis 加深内容护城河。合作机构 Getty 是全球第一大高端视觉内容版权服务供应商, 与公司长期的独家战略合作伙伴关系建立起深厚的信任壁垒, 海量优质内容为公司独享。公司自有版权和独家素材占全素材量的2/3以上, 已经建立起极深的护城河。竞争对手难以逾越, 行业外资本也很难在短期内找到与之相当量级的并购标的。

强大的品牌力持续吸引供稿方, 稳定的内容供应和高粘性的消费形成正循环。公司自有品牌及合作方均已建立起品牌知名度, 形成对下游消费者的认知壁垒, 内容生产者将不断向头部平台集中。

图表5: 公司主要素材来源渠道

| | 素材内容 | 平台类型 |
|------|--|-------------|
| 自有版权 |  收录自成立以来10余年8万余场近百万张各种形式的相关活动图片, 全面记录2002年以来华语娱乐圈的发展历程。日均提供超过1000张中港台娱乐时尚活动。 | 娱乐类图片素材平台 |
| |  拥有5000万张原版图片、底片和印刷物等档案, 记录超过一个世纪的全球重大事件, 资产包含Bettmann和Sigma两大知名自有版权图片库。 | 创意类图片素材平台 |
| 合作机构 |  全球最大的图像素材平台, 库存图片包括珍贵史料、获奖作品等摄影领域。拥有超过8亿张图片, 并保持每月超过5万张的更新速度, 服务全球120多个国家和地区, 拥有全球4500余位签约摄影师、摄像师。 | 创意类图片素材平台 |
| | 中新社、南方日报、法新社、BBC、路透社等全球知名图片机构 | 创意类/编辑类图片平台 |
| 摄影社区 |  设计师&插画师交流平台 | 设计师社区 |
| |  全球最大的摄影社区, 拥有195个国家和地区的1300万注册摄影师、100万月活用户, 每周上传超过40万张图片, 拥有1亿在线图片, 每天社交互动超200万次。 | 摄影师社区 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 视觉主业持续恢复，最困难的时刻已经过去

公司业绩持续恢复，签约客户数亦有所增长。2021H1 公司营收 3.4 亿元，已恢复至 2019 年同期 85%。2021H1 直接签约客户数超过 13000 家，同比增长超过 40%；年度销售额 10 万元以上的长协客户的续约率进一步提升至 85%。中小企业付费客户数同比增长 66%，通过互联网平台触达的长尾用户超过 91 万，同比超过 30%。值得注意的是，2021 年公司客户增长基本来自于“正面获客”，用户的增长质量更高更具有持续性。

经历两次整改，公司获客方式、审核机制方面均发生了较大的变化。

1. 获客方式。 整改前公司“鹰眼”系统+“技术获客”的模式带来了较高的客户增长，但以牺牲客户的心态及体验作为代价。目前公司强调“正面获客”，一方面与权威的调解平台和互联网法院等机构合作，另一方面全面梳理和调整业务架构，针对平台客户利用借船出海的方式触及长尾客户，而对企业机构客户推出“视觉+服务增强用户粘性”。

2. 审核机制。 1) 建立起“机器+人工审核”机制，对内容的审核及标签的定义更加严格；2) 巡查机制：与外部第三方（如人民网编辑团队）合作，质量团队定期对内容巡查；3) 健全举报机制。

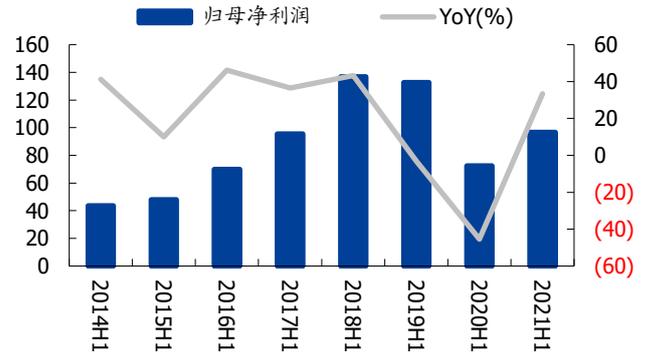
短期看，“技术获客”到“正面获客”的转变导致用户增速有所下滑，但中长期看，由于“正面获客”更加强调用户体验与配套服务，客户的主观付费意愿增加，相比于过去用户的增长质量更高，利于提升平台长期的粘性。

图表 6: 公司 2014H1-2021H1 营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司 2014H1-2021H1 归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为未来公司图片视觉传统主业的增长驱动力来自: **1) 大客户客单价及粘性提升; 2) 向中长尾客户的拓展; 3) 素材品类的延伸。**

➤ **客户仍有增长潜力:**

大中 KA 客户: 以拓展客户数量和挖掘客户需求为主。大中型 KA 客户具有内容需求高频, 以编辑、设计师等专业用户为主, 对内容品质和专业服务要求高的特点。获客方面, 公司积极采取战略合作、品牌推广、行业联盟、活动营销等多种市场手段获客。提高粘性方面, “视觉+”战略是公司的核心重点战略, 全面的“一站式”服务大大提高了客户的黏性和满意度。

中长尾客户: 通过使用场景切入, 强化同互联网平台的战略合作。1) 自建图片电商平台 veer.com, 推出相对标准化的商品, 采用数字营销手段定向高效获取新客户, 并通过运营手段提升用户留存与复购。2) 完成了对 VJshi (视频素材电商交易平台)、红动中国设计网 (设计模版电商交易平台) 与爱设计 (智能设计工具) 的战略投资与合作, 快速提升公司对中小企业与长尾市场的覆盖。

➤ 素材品类的延伸:

视频: 形式包括 1) 实拍视频, 摄影师实际拍摄的素材, 向 PGC 内容创作者提供创作素材; 2) 设计类视频, 例如视频模板等, 满足中小企业和小微客户需求。截至 2021 年上半年, 公司合作视频签约供稿人数量已超过 5000 人, 同比增长超过 100%。此外, 公司战略投资国内领先的视频素材电商交易平台 vjshi.com。VJshi 月均独立访客超过 200 万, 在线视频素材约 200 万条, 截至 2021 年上半年, 付费用户超过 15 万, 营业额超过 5000 万, 同比增长超过 100%。

音频: 目前收入额度较小, 但增速较高。与腾讯音乐等综合音乐平台的素材种类与授权模式都存在较大差异, 视觉中国授权范围为商业授权而非网络传播权, 种类也偏向于素材的配乐, 与视频素材的协同性较高。

图表 8: 公司 2021H1 视频及音频素材情况

| | 视频 | 音乐 |
|------|--|-------|
| 素材数量 | 3000 万条 | 35 万首 |
| 素材来源 | 1) 独立供稿人: 2021H1 合作视频签约供稿人数量已超过 5000 人, 音视频供应商数量近 90 家。 2) 合作机构: 战略投资视频素材电商交易平台 vjshi.com , 平台在线视频素材约 200 万条; 3) 拓展机构供应商: 2021H1 与 32 家机构签署音视频合作协议, 包括央视旗下环球国际视频通讯社 (CCTV+)、新华社新闻信息中心等。 | |
| 素材种类 | 实拍视频、设计模板 | 音乐、音效 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司素材数量变化

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 图片素材 | 7000 万 | 2.7 亿 | 2 亿+ | 2 亿+ | 2 亿+ | 2 亿+ | 4 亿+ | 4 亿+ |
| 视频素材 | 125 万 | 457 万 | 500 万 | 1000 万 | 1500 万 | 1500 万 | 3000 万 | 3000 万 |
| 音乐素材 | 20 万 | 30 万 | 35 万 | 35 万 | 35 万 | 35 万 | 35 万 | 35 万 |
| 签约摄影师 | 1.4 万 | 1.5 万 | 1.8 万 | 30 万 | 40 万 | 50 万 | 50 万 | 50 万 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 元宇宙背景下重新审视公司业务, NFT 推动内容价值重估

2.1 技术变革孕育行业机会, NFT 推动图片内容价值重估

回顾图片交易行业的发展历程, 每一次技术变革均孕育巨大的行业机会, 也深度影响到企业的发展路径。根据赛迪发布的报告, 图片交易行业的发展历程可概括为四个阶段: “底片交易时期-CD 交易时期-在线图库时期-微利图库时期”。

底片交易时期: 90 年代之前, 图片库由签约摄影师提供底片, 图片库制作部分图册, 邮寄给需要用图的客户。缺点在于 1) 照片难以检索; 2) 对底片损耗严重; 3) 时间周期长。

CD 光盘交易时期: 随着数字技术和电脑行业的发展, 图片库将底片通过扫描的方式变成数字格式, 继而分类刻录成 CD 光盘, 用户根据图片分类购买光盘。虽然大幅提高了交易效率, 但是需要购买整张 CD 的模式造成了资源浪费, 购图仍需要一定的时间成本。

在线图片库时期: 90 年代末, 互联网兴起, 图片行业的运营逻辑也随之改变。图片库将底片数字化之后直接展示于互联网之上, 图像的销售自此不受时间地域的限制, 检索也更为高效, 即下即用的模式也使得图片交易的时间成本迅速降低。Getty 及 Corbis 在这

一时期迅速发展，影响力超越传统图片库。

微利图片时期：21世纪初，数码相机代替胶卷相机成为市场主流产品，随着移动手机可搭载摄像头相机，图片的“全员创作”时代到来，拍摄者门槛不断降低，供稿人由专业摄影机构向摄影爱好者延伸，此阶段出现图像交换分享平台，继而发展成为微利图库的商业模式。

图表 10: 技术变革带来图片产业巨大的行业机会

| | 底片交易时期 | CD 光盘交易时期 | 在线图片库时期 | 微利图片时期 | 元宇宙爆发期 |
|---------|------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------|----------------------|
| 时间 | 90年代之前 | 90年代 | 90年代末 | 21世纪 | 2021年—? |
| 底层技术 | 胶片摄像机 | 计算机普及 | 互联网技术 | 摄影器材便携化, 摄像手机普及 | 区块链&NFT |
| 实现功能 | 图像的储存与流转 | 实体图片内容数字化 | 数字内容可于线上展示与交易 | 供稿人门槛降低 | 版权确权, 虚拟数字资产交易 |
| 代表性交易平台 | 马格南、伽玛、黑星等图片社 | —— | Getty Images, Corbis | istockPhoto | opensea |
| 商业模式 | 签约摄影师提供底片, 图片库邮寄底片给用户, 用户付费使用后邮寄回来 | 图片库扫描底片变成数字格式, 分类刻录 CD 光盘, 用户根据分类购买光盘 | 主要为 2B 模式, 底片数字化通过检索系统和数据库在网站展示 | 互联网电商模式, 用户自行操作交易 | 拍卖行模式, 数字资产于区块链上交易 |
| 解决痛点 | 满足客户图片使用需求 | 运作效率提高, 保护底片 | 销售无地域时间限制, 即时下载使用 | 图片丰富度对客户使用限制少、价格低 | NFT 技术对资产确权 |
| 缺点 | 时间周期长, 来回邮寄底片损耗严重 | 时间周期长, 用户需购买整张光盘而不是单张图片 | 盗版图片难以维权; 需根据客户的使用情况收费, 客户有使用时间和领域限制 | 盗版图片难以维权; 质量与商业图片库相比有差距 | 监管法规尚不完善, 交易币价格波动较大 |
| 满足用户群 | 区域性客户, 主要为报纸杂志 | 行业级客户 | 主要为行业级客户, 也有消费级客户 | 中小型企业, 个人消费者 | 收藏家, 投资者, 主要为 C 端消费者 |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

NFT 带来了什么？理论上可用于任何需要进行唯一认证的领域，包括艺术作品的确权。基于区块链的 NFT 技术具有不可分割性、独特性、唯一性等特点，它往往以一段加密代码作为数字艺术资产所有权的证明，创作者在创作乃至售出 NFT 作品后仍可通过区块链加密技术来实现归属权的确认和溯源。

● 目前 NFT 项目主要集中在数字收藏品、游戏资产和虚拟世界三个领域：

数字收藏品：具有特定的文化印记的多媒体内容，如 NFT 头像、NBA Top Shot 球星短视频视频剪辑收藏品等；

游戏资产：如区块链游戏 Axie Infinity 是基于 NFT 的养成游戏，玩家可以交易游戏道具；

虚拟世界：一般拍卖其中的地块和特殊物品，如 Decentraland 中的地块 NFT，用户拥有该 NFT 就可以建设改造相应的虚拟土地。

图表 11: 市面上常见的 NFT 项目

| 市面上常见的 NFT 项目 | | |
|---------------|------------|---|
| 收藏艺术 | 艺术 | MakersPlace、SuperRare、KnowOrigin、Mintbase |
| | 收藏品 | Cryptoities、Avastars、Blockchain Cuties Universe |
| | 黄金支持的 NFT | Bullionix、DigixDGX |
| | 纪念品 | POAP、Decentraland |
| | 卡牌收藏 | NBA Top Shot、WAX.io、Topps |
| | 实体商品 | MetaFactory、Digitible |
| | 虚拟土地 | Somnium Space、Cryptovoxels、The Sandbox |
| 游戏类型 | 虚拟场景 | MetaZoneio |
| | 卡牌 | Gods Unchained、Splinterlands、SkyWeaver |
| | 体育 | MLB Champions、Sorare |
| | 赛车 | CryptoMotors、F1 DeltaTime、BattleRacers |
| | 游戏昵称 | EnsDomains |
| 其他类型 | 交易平台 | OpenSea、TokenTrove、Myth.Market、Enjin、FFF |
| | 保单 | Gabby Dizon、Rarible、Safe |
| | 版权 | MintBase、DAPrecords、Rarible |
| | 社区&社交 | WHALE、COIN |
| | 域名 | Unstoppable Domains、Ethereum Name Service |
| | NFT 项目启动平台 | Enjin、WAX.io、GAME CREDITS |
| | NFT 赞助 | BasedProtocol |
| | 活动门票 | Mintbase、DigiTxio、Digitibles |
| 产权 | NIFTEX | |

资料来源: Cryptoslam, 国盛证券研究所

2.2 NFT 有何特点? 如何应用于图片市场?

NFT 产品的特点体现在:

- 1) 不可替代:** 每一个 NFT 都绑定的是持有者的某张图片收藏品, 并且无法被复制, 为数字资产提供了唯一的产权证明, 实现了数据和资产的融合。
- 2) 不可篡改:** 其信息载入区块链中, 上链之后的 NFT 相当于一个公共账本, 每个人都可以验证资产的真实性和所有权。
- 3) 不可分割:** 仅能以整数个的形势存在, 不能如比特币一样被拆分成 0.1 个、0.5 个等形式。

基于以上特点, **NFT 解决的问题在于成为具有公信力的独一无二的凭证, 从而降低虚拟物品交易流通成本, 带来数字虚拟资产的价值重估。**

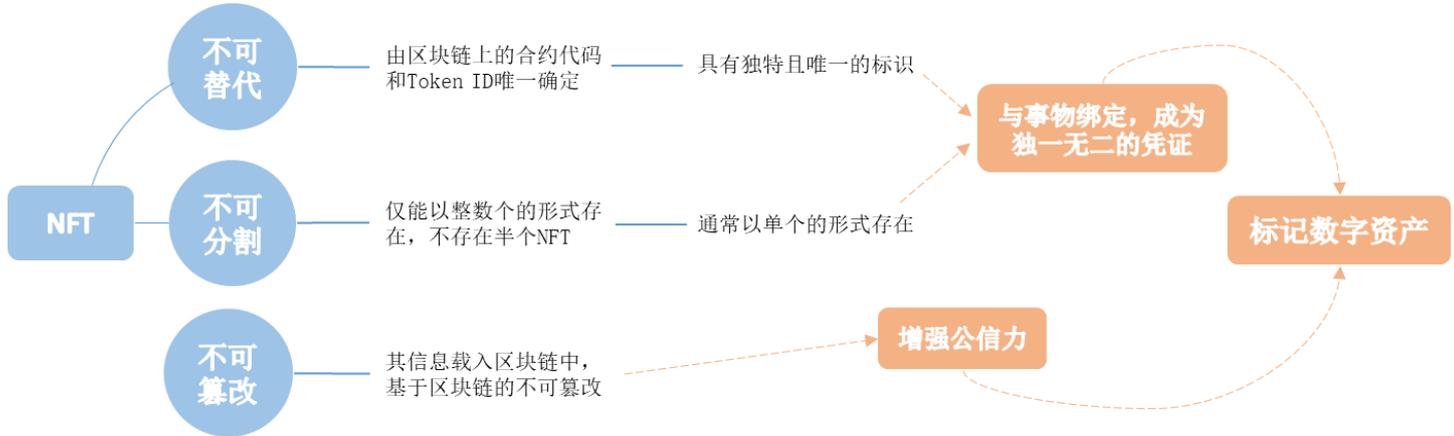
1) 传统艺术品交易的最大难点在于能否确认其是“真品”, 故而鉴别真伪的成本较高, 且保存及运输均较为困难。NFT 产品由于具备稀缺性的特点, 其价值很容易被证明。创作者的作品一旦被铸造成 NFT 则没有被盗版和复制的风险, 买家可基于公开的链上信息对 NFT 产品进行辨认和交易。

2) NFT 商品基于区块链, 通过多媒体传播, 其展示范围原则上不受空间和时间的限制, 故覆盖人群更广, 理论上其价值更容易被公允评估。数字艺术创作者能在每次转手中获

利，更好地保障了创作者的权益。

3) NFT商品的独特之处在于其稀缺性，获得者将实现一定程度的“心理满足感”，因而每一位收藏家对其的价值判断均在差别，在二级交易市场中存在基于供需博弈的投资机会，而虚拟物品也在确权、定价交易、再次流转的过程中，价值被重估。

图表 12: NFT 的特点



资料来源: 知乎, 国盛证券研究所

2.3 目前较成熟的 NFT 交易平台及其商业模式如何?

根据美国区块链权威媒体 **CoinDesk**2021 年 7 月交易额的排名, **Opensea** 是目前最大的 NFT 交易平台, 其他包括 **Foundation**、**SuperRare** 等。

OpenSea: 成立于 2018 年的基于区块链的全球数字物品买卖市场。其在 OpenSea 平台上, 用户可以与世界上任何一个人进行代币买卖和交换。

Foundation: 实行邀请制, 只有受邀请的创作者可以上架作品。平台的 NFT 于 2021 年 2 月开始投放, 使用以太坊公共区块链, 截至 2021 年 9 月 14 日, 交易量达到 32,965 以太, 超过 8000 万美元。

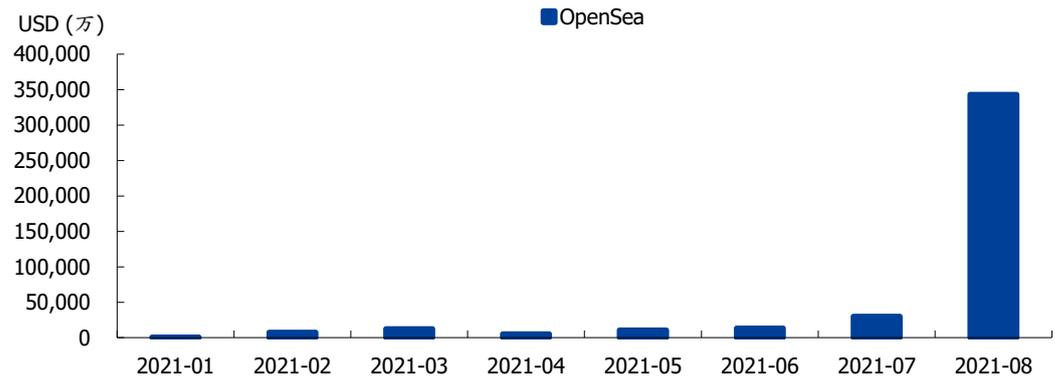
SuperRare: 创立于 2017 年, 提供了面向创作者和收藏者的社交网络, 创作者可以通过以太坊区块链创建自己的 NFT, 收藏者可以购买和交易艺术品。2021 年 8 月平台宣布推出 **SuperRareDAO** 社区, 可以通过治理代币投票并参与决策, 同时发行治理代币 **\$RARE**, 总供应量为 10 亿枚, 其中 1.5 亿枚以空投的形式发放给社区。

图表 13: 2021 年 7 月各 NFT 平台交易量

| 平台 | 七月交易量 | 排名 |
|------------|-----------|----|
| OpenSea | \$130.41M | 1 |
| Rarible | \$8.81M | 2 |
| Foundation | &4.04M | 3 |
| SuperRare | &2.75M | 4 |
| ODin NFT | \$845K | 5 |

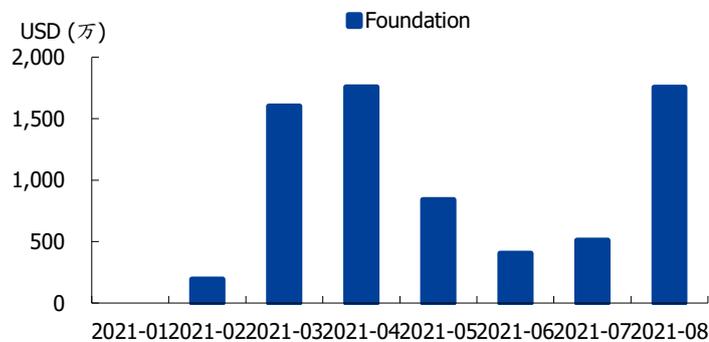
资料来源: CoinDesk, 国盛证券研究所

图表 12: OpenSea 平台月度交易量



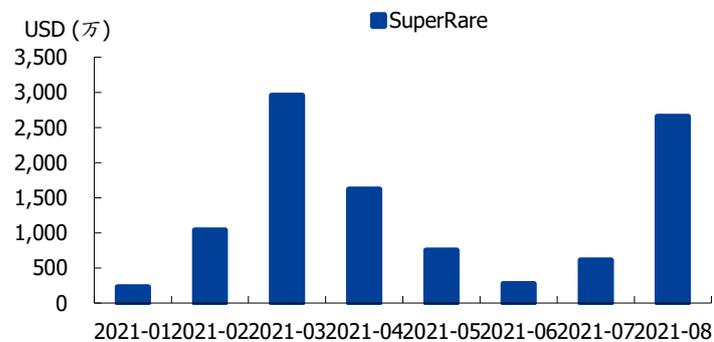
资料来源: CoinDesk, 国盛证券研究所

图表 13: Foundation 平台月度交易量



资料来源: CoinDesk, 国盛证券研究所

图表 16: SuperRare 平台月度交易量



资料来源: CoinDesk, 国盛证券研究所

NFT 平台的商业模式均为在销售交易额的基础上抽佣，而根据商业模式的不同，其费率有较大差异。

Opensea: 平台定位是业界领先的去中心化交易所(DEX)。提供点对点的以太坊同质化代币交易。其特点在于: 1) 低门槛: 任何人均可在平台发布 NFT; 2) 无 GAS 费: 铸造无需 Gas 费, 首次出售才需 Gas 费。平台类似于交易大厅, 销售服务费为 2.5%。

Foundation: 对创作者的进驻平台采用邀请制和社区投票, 主要商业模式为拍卖, 由卖家设置拍卖底价。平台类似于线上拍卖行, 提供相应的增值服务, 收取的首次销售服务费为 15%、二次销售服务费 5%。

SuperRare: 更偏向具有稀缺性的原创艺术家, 只有提交申请并被审核通过的创作者才能收到 SuperRare 的加入邀请。收取的首次销售服务费为 15%、二次销售服务费 3%。

图表 14: OpenSea、Foundation、SuperRare 模式对比

| 平台 | 成立时间 | 累计总交易量 | 参与方式 | | 商业模式 | |
|------------|--------|----------|-------------|--|------------------|---|
| OpenSea | 2017 年 | 52.9 亿美元 | 公开 | 无限制,任何人都可以发行 NFT | 拍卖 报价 立即购买 | 分为竞价拍卖和降价拍卖 买家直接对作品进行出价 卖家设定“一口价”, 买家直接购买 |
| Foundation | 2020 年 | 8000 万美元 | 邀请制 社区投票 | 创作者在第一次成功售出作品后会获得邀请名额,并在艺术家的个人资料上显示谁邀请了谁。 社区用户将获得 5 票支持 5 位创作者,平台会定期从顶部选择几位创作者加入。 | 拍卖 | 卖家设定拍卖底价,首次有人出价后开启为期 24 小时的拍卖 |
| SuperRare | 2017 年 | 1.18 亿美元 | 申请审核制 | 只有提交申请并被审核通过的创作者才能收到 SuperRare 的加入邀请,更偏向具有稀缺性的原创艺术家 | 拍卖 报价 立即购买 | 分为底价拍卖和定时拍卖 买家直接对作品进行出价 卖家设定“一口价”, 买家直接购买 |

资料来源: OpenSea、Foundation、SuperRare、国盛证券研究所

图表 15: OpenSea、Foundation、SuperRare 模式对比

| 平台 | 首次销售服务费 | 二次销售服务费 | 创作者版税 | 收藏家版税 | Gas 费 | 原生平台治理代币 |
|------------|---------|---------|---------|-------------|-------------------------|----------|
| OpenSea | 2.50% | 2.50% | 创作者自行设定 | 无 | 铸造无需 Gas 费,首次出售才需 Gas 费 | 无 |
| Foundation | 15% | 5% | 10% | 无 | 创作者承担 | 无 |
| SuperRare | 15% | 3% | 10% | 第一任从 1% 起递减 | 创作者承担 | \$RARE |

资料来源: OpenSea、Foundation、SuperRare、国盛证券研究所

2.4 国内有哪些 NFT 项目落地, 与海外有何不同?

国内的 NFT 市场仍处于起步阶段, 目前尚无符合国际交易规则的合规 NFT 平台落地。目前国内比较大的 FT 交易所如火币、OKEX 都开发了 NFT 交易平台, 但法律意义上看两家均注册于海外不是严格意义上的国内平台。国内看, 互联网大厂均有 NFT 产品的布局, 主要交易平台包括阿里“支付宝粉丝粒”“光笺收藏家”、腾讯“幻核”等。

阿里: 2021 年 5 月, 阿里拍卖率先推出 NFT 数字艺术专场。6 月 23 日, 支付宝在“蚂蚁链粉丝粒”小程序上限量发售“敦煌飞天”“九色鹿”两款付款码 NFT 皮肤, 售价 9.9 元, 各限量 8000 份, 上线后迅速告罄。8 月 15 日“光笺收藏家”小程序在支付宝和微信同时上线, 除“数字艺术”板块外, 还上线“数字版权”“卡牌收藏”的版块。

腾讯: 其 NFT 交易通过“幻核”APP 实现。2021 年 8 月隶属 PGC 部门的新产品“幻核”APP 的发布, 并推出产品“限量版十三邀黑胶唱片 NFT”, 总数量为 300 枚, 售价 18 元人民币; 8 月 20 日发售数字民族图鉴 NFT, 共 56 种 NFT 商品, 总发行 3136 枚 NFT, 且后续不以任何形式增发。以上两款产品均在发售迅速售罄。腾讯音乐正积极探索 NFT 在数字音乐领域的应用实践。8 月中旬, 腾讯音乐首发了“TME 数字藏品”, 例如胡彦斌《和尚》20 周年纪念黑胶 NFT 在 QQ 音乐平台发行。

图表 16: 阿里、腾讯目前推出的 NFT 项目

| 平台 | 时间 | 事件 |
|----|-------|--------------------------------------|
| 阿里 | 6月23日 | 支付宝在“蚂蚁链粉丝粒”小程序上限量发售“敦煌飞天”付款码 NFT 皮肤 |
| | 8月15日 | “光笺收藏家”小程序在支付宝和微信同时上线 |
| | 9月12日 | 支付宝发布“我不是胖虎”系列 NFT 付款码皮肤 |
| | 9月16日 | 支付宝发售杭州亚运会数字火炬 |
| | 9月22日 | 发布“觉醒时代”音乐数字藏品 |
| | 9月23日 | 发布“镇魂街”3D手办 |
| | 9月26日 | 发布数字科幻卡牌 |
| 腾讯 | 8月1日 | 发布“幻核”APP, 并推出产品“限量版十三邀黑胶唱片 NFT” |
| | 8月15日 | 腾讯音乐首发“TME 数字藏品” |
| | 8月20日 | 发售数字民族图鉴 NFT, 共 56 种 NFT 商品 |

资料来源: 腾讯幻核, 搜狐网, 国盛证券研究所

从商业模式和底层架构看, 国内主流 NFT 产品的区块链类型及支付方式与国际通行方式均存在差别:

- 1) 仅支持法币交易。虽基于链上售卖, 腾讯“幻核”与阿里“计价和付款方式均为人民币”。
- 2) 不基于公链。腾讯旗下的“幻核 app”使用联盟链“至信链”; 阿里的相关产品使用联盟链“蚂蚁链”, 而海外 NFT 产品大多基于以太坊等公链而架构底层设施。
- 3) 仅采用“邀请制”, 平台均未对所有创作者公开开放。
- 4) 暂不支持转让和交易。国内市场用户购买后仅可收藏展示, 既不能自行推出 NFT, 也无法转手交易。蚂蚁粉丝粒平台的 NFT 产品支持 180 天后在好友间转送。而在海外的 NFT 产品, 买家在购买之后能立即对外进行交易。

图表 17: 国内外主流 NFT 交易平台对比

| 国内外主流 NFT 交易平台对比 | | | |
|------------------|-----------------------|-----------------|-----------------|
| NFT 平台 | 阿里 | 腾讯 | OpenSea |
| 区块链 | 联盟链: 蚂蚁链 | 联盟链: 至信链 | 以太坊公链 |
| 交易方式 | 链上售卖: 支付方式与链上分离 | 链上售卖: 支付方式与链上分离 | 全程链上交易 |
| 交易媒介 | 使用支付宝蚂蚁链 | 使用幻核 app 注册 | 通过官方网站 |
| 交易逻辑 | 180 天后可转赠 (无偿), 但不能交易 | 不可转赠或转卖 | 可流转 |
| 所有权 | 有使用权, 购买者无版权 | 用于收藏, 购买者无版权 | 所有权归购买者, 且具备唯一性 |
| 是否公开 | 邀请制 | 邀请制 | 公开 |

资料来源: 阿里, 腾讯, 国盛证券研究所

由于监管环境及发展阶段的不同, 当前阶段国内平台主流 NFT 产品 (数字藏品) 的本质更接近于基于 IP 的商业变现。以阿里推出的 NFT 项目为例: 6 月 23 日以来, 支付宝发行的各类 NFT 的总量及品类均超过腾讯, 具体包括:

- 1) 付款码皮肤: 2021 年 6 月推出多款付款码皮肤 NFT, 其中包括与敦煌美术研究院联合推出的付款码 NFT 皮肤“祥瑞鹿王”及“幸运飞天”; 与热门国产动漫《刺客伍六七》联名推出的付款码 NFT 皮肤也分为“伍六七”和“伍六七玄武国”; 8 月推出两款丰子恺

付款码皮肤，均以漫画大师丰子恺的作品为主题；与电影《白蛇2：青蛇劫起》联名，推出两款皮肤。9月12日支付宝推出“我不是胖虎”系列付款码皮肤的抢购。

2) NFT 艺术藏品：9月13日推出根据马王堆二创的4款“祥瑞图腾，湘楚文化”NFT作品，9月16日推出吾皇万睡贺中秋系列NFT作品；9月16日中午12点整点开放抢购杭州2022第19届亚运会数字NFT火炬。9月23日上新流浪地球系列NFT五款。

3) 音乐藏品：9月22日首次上架音乐数字藏品。

4) 卡牌：9月26日推出数字科幻卡牌。

5) 虚拟手办：9月22日《镇魂街》系列手办。

梳理支付宝推出的 NFT 产品可以发现：1)从6月至9月，其产品推出的节奏不断加快，品类也由皮肤及艺术藏品向其他品类延伸。2)由于尚未开放草根创作者加入，各品类推出的产品均为基于PGC的成熟IP；3)NFT价格带基本在10-30元之间，进入门槛较低，且无二级交易流通市场，消费者购买后仅有收藏展示的用途，此阶段NFT产品满足的更多是消费者“猎奇”心理，商业模式更接近于基于IP的商业变现。

图表 18: 支付宝推出的 NFT 产品类型

| 类型 | 名称 | 时间 |
|----------|----------------|-------|
| 付款码皮肤 | 敦煌“祥瑞鹿王”“幸运飞天” | 6月23日 |
| | 《刺客伍六七》联名系列 | 6月24日 |
| | 《白蛇2：青蛇劫起》联名系列 | 8月12日 |
| | 丰子恺漫画系列 | 8月19日 |
| NFT 艺术藏品 | “我不是胖虎”系列 | 9月12日 |
| | 马王堆“祥瑞图腾，湘楚文化” | 9月13日 |
| | “吾皇万睡贺中秋”系列 | 9月16日 |
| | 杭州第19届亚运会数字火炬 | 9月16日 |
| 音乐藏品 | “流浪地球”系列 | 9月23日 |
| | “觉醒时代”系列 | 9月22日 |
| 虚拟手办 | 《镇魂街》系列 | 9月22日 |
| 卡牌 | 数字科幻卡牌 | 9月26日 |

资料来源：支付宝粉丝粒，国盛证券研究所

2.5 500px 作为 NFT 交易平台有何优势，对公司影响如何？

公司筹备启动 500px 社区的区块链改造，利用 NFT 技术对社区进行升级。公司在 2021 年半年报中披露，500px 社区将在技术、运营等各个环节为创作者创作 NFT 艺术作品赋能，协助其将图像、视频作品同步打包成链上的 NFT 资产，并为创作者存储、推广以及销售其作品提供一站式的服务。NFT 技术对视觉中国的影响预计将体现在三点：

1. 对图片的确权更加简单明晰，公司图片素材销售效率有望提升。

图片的确权方式主要包括：

1) 图片“署名”：包括权利声明和水印，但是修图后水印可以被轻松去掉，版权保护仍有难度。

2) 著作权登记：耗时较长，登记手续繁琐且需要登记费用专利申请流程耗时长、效率低

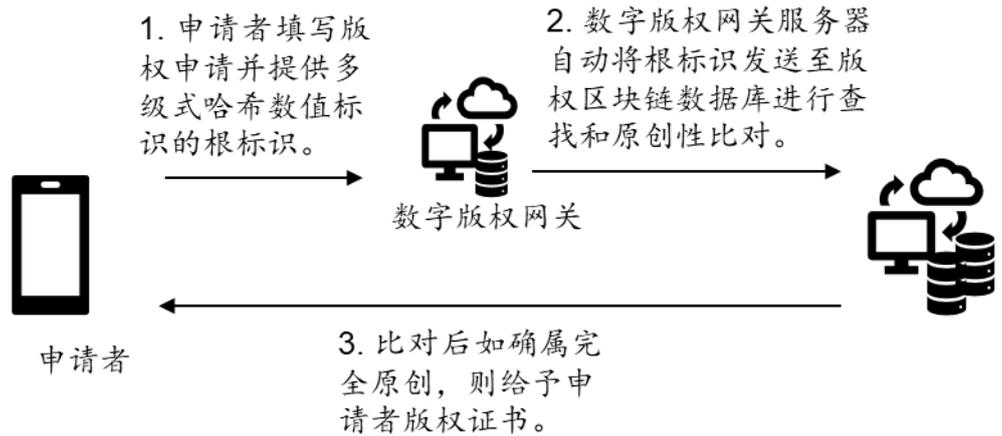
下。

3) 可信时间戳: 由联合信任时间戳服务中心签发电子凭证, 用于证明电子数据文件自申请可信时间戳后内容保持完整、未被更改。但自建时间戳的时间可以通过更改时间戳设备进行重新签发确权。一般可信时间戳是由法定时间机构授权进行。

4) 区块链技术: 将内容数据写入区块链中, 以区块链的共识作为数据公证, 利用这种数据公证可以追溯内容数据的起源, 确认数据版权归属。但现阶段区块链技术还尚未成熟, 不同区块链版权认证平台之间存在技术标准、认证效力不一致、不统一的问题。

NFT 市场的爆发使得区块链底层技术迅速推进, 随着联盟链的成熟及作品上链的普及度提升, 图片在确权方面将更加简单明晰, 对于公司而言, 图片素材的销售效率有望持续提升。

图表 19: : NFT 确权方式



资料来源: 国盛证券研究所

图表 20: 图片的几种确权方式

| 确权方式 | 优点 | 缺点 |
|--------|--------------------------|-------------------------------|
| 图片“署名” | 权力声明和水印, 方便添加 | 修图后水印可以被轻松去掉 |
| 著作权登记 | 登记信息集中、可查询 | 手续繁琐、耗时较长、需登记费用 |
| 可信时间戳 | 法定时间机构授权, 可证明内容保持完整、未被更改 | 自建时间戳的时间可以通过更改时间戳设备进行重新签发确权 |
| 区块链技术 | 数据公证可追溯、不可篡改 | 不同区块链版权认证平台之间技术标准、认证效力不一致、不统一 |

资料来源: 版权登记中心, 国盛证券研究所

2. 自有版权库图片价值迎来重估:

公司自有版权库包括: **1) 东星娱乐:** 2012 年, 公司收购大中华区领先的娱乐通讯社东星娱乐。东星娱乐自 2002 年成立以来积累了海量视频、图片素材, 覆盖北京、上海、台湾、香港、澳门、韩国 6 地重大娱乐资讯。**2) Corbis:** 2016 年, 公司收购比尔·盖茨于 1989 年创办的全球第三大图片库 Corbis Images 持有并管理的数千万张记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件的原版图片、底片、印刷物等档案, 是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产。

在传统的商业模式中, 版权库素材资源被分为新闻类图片及创意类图片, 多为企业级客户提供广告、新闻插图等服务, 销售方式多为打包服务的模式; 而在 **NFT 场景中:** **1) 自有版权库图片均为稀缺的素材资源, 有望打开 C 端客户收藏级消费的新场景;** **2) 素材的二次创作及二次销售也能为版权所有者带来超额收益;** **3) 数据资产上链后, 流通性**

更高，单张图片的价值容易被市场发现和定价。因此。我们认为平台的自有图片价值迎来重估。

图表 21: NFT 销售场景与传统销售场景对比



资料来源：国盛证券研究所整理

3. 500px 经过技术升级后，有望成为成熟的 NFT 交易平台，类似于 Opensea、Superrare 的商业模式有望跑通。

500px 为国际知名摄影师社区，于 2018 年以 1700 万美元被公司收购，目前为公司孙公司。500px 拥有超过 1300 万注册摄影师会员，汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀的摄影专业人才、大量摄影爱好者，图片数量超过一亿两千万张，体现全球范围内的多元化及创意趋势。

500px 社区国内版与海外版独立运营。两个版本的用户账号不可互通，但用户上传到中国版 500px.me 站点的图片会自动同步到海外版 500px.com 站点，但是来自 500px.com 的内容却不会自动在 500px.me 上出现，除非图片所有者选择共享到此站点。

1) 国内版：2015 年，视觉中国作为 500px 在中国的代理商，与之合作推出了 500px 中文站（500px.me）以及基于 iOS 和 Android 系统的摄影师社区移动客户端。该平台采用两个层次的内容呈现模式，首页精选内容呈现世界知名摄影师的作品，而其社区成为中国业余摄影爱好者和专业摄影师的分享平台。

2) 海外版：500px 成立于加拿大多伦多，为面向摄影师和摄影爱好者的社交网站。视觉中国收购之后将其海外分销权独家授予 Getty。

图表 22: 500px 国内版与海外版功能对比

| 500px | 国内版 | 海外版 |
|----------|----------------------|--------------------------------------|
| App 下载 | 苹果商店、安卓下载 | 苹果商店、Google Play |
| 社交媒体账号 | 微博、微信公众号 | Facebook、Twitter、Instagram、Pinterest |
| 数据内容互通 | 用户在国内版上传的图片会自动同步到海外版 | 用户在海外版上传的内容不会自动同步到国内版，需要主动选择共享 |
| 摄影比赛 | 赞助商合作/网站官方组织 | 网站官方组织 |
| 网站付费会员 | 暂无 | 分两档收费，增加无限上传、无广告浏览等功能 |
| 课程资源/工作坊 | 暂无 | 用户可以免费/付费观看摄影教程，会员用户可以发布教程 |

资料来源: 500px 官网, 国盛证券研究所

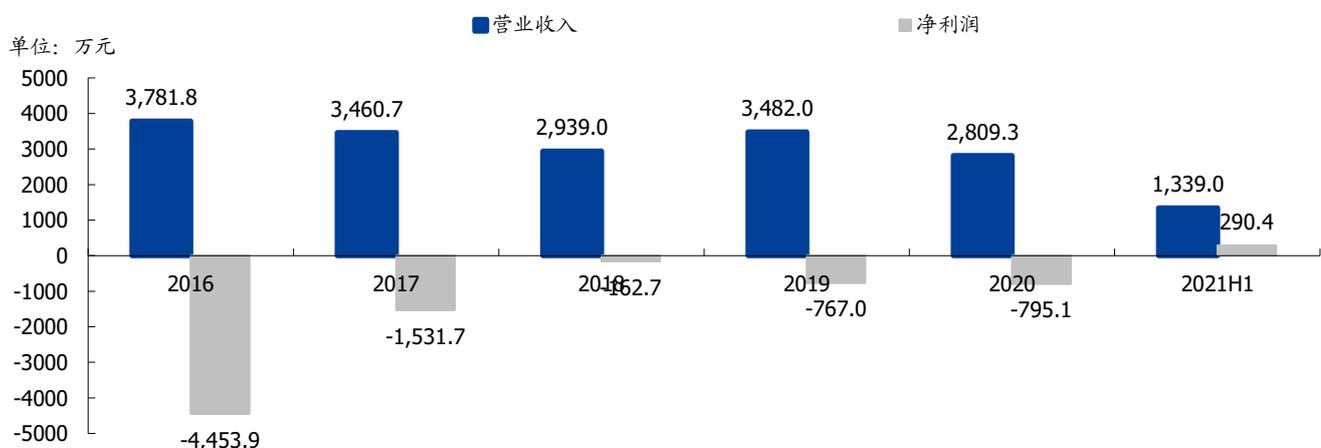
500px 的商业模式: 以专业摄影师、摄影爱好者的互联网社群为基础，拓展出面向企业客户和面向会员用户的两种业务模式。

面向企业用户: 主要是视觉内容版权授权服务以及定制拍摄服务;

面向会员用户: 主要是会员订阅服务以及其他增值服务服务。会员业务提供免费和付费两种用户服务，通过线上平台（500px.com）开展。免费服务包括可以浏览社区图片、上传图片、电子杂志、参加摄影比赛等。付费服务在免费服务基础上，享有更多的增值服务。

从财务表现看，**500px.2016-2020** 年均处于亏损状态，**2021** 年由于疫情政府补助表现盈利。2016-2017 年未被视觉中国收购前，500px 营业收入分别为 3781.8/3460.7 万元，净亏损 4453.9/1531.7 万元。2018 年，500px 营业收入 2939.0 万，净亏损 162.7 万，盈亏基本平衡。2019 年，500px 营业收入 3482.0 万，较 2018 年增长 18.5%，净亏损 767.0 万。2020 年，500px 营业收入 2809.3 万，同比下滑 19.3%，净亏损 795.1 万，亏损进一步扩大。2021 年上半年，500px 营业收入 1339.0 万元，净利润 290.4 万元，主要由于疫情下的政府补助。

图表 23: 500px 2016-2021H1 营业收入与净利润情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

500px作为成熟的摄影社区，其优势在于内容及流量，而这两点正是运营 **NFT** 交易平台的核心。

1) 内容: 截至 2019 年末累计上传图片超过 2 亿张，可销售图片近 2000 万张。2020 年社区开放视频上传功能，建立 500px plus 高端视频品牌，收录高清 4k/8k 的高质量视频素材，满足客户对高清视频的需求。

2) 流量: 平台吸引全球摄影师成为 500px 社区用户，分享及交流摄影作品，平台社交互动超过 25 亿次，全球累计注册用户近 1700 万。

鉴于国内外的监管环境不同，预计经区块链技术升级后，500px 海外及国内版的商业模式也会存在差异。

参考海外成熟的 **NFT** 交易平台，排名前十的平台月交易额量级均在千万美元以上，且除了 **Opensea** 其他平台基本采用拍卖行的模式（费率 15%）。中性假设平台能够达到前十平台的交易额水平。若 500px 月交易额为 1000 万美金（年交易额为 12000 万美金），按照 15% 费率计算，则每年贡献 1800 万美元服务费收入。对费率及交易额做敏感性测试，在费率 12%-18% 之间，交易额每月 900-1200 万美金之间时，其收入贡献为 1296-2592 万美金。

图表 24: 海外 Top10、Top20 **NFT** 交易平台近 10 月平均月度交易量

| 最近三十日交易量 (单位: 万美元) | | |
|--------------------|-----------------|----------------|
| 1 | OpenSea | 280000 |
| 2 | Axie Infinity | 49471 |
| 3 | CryptoPunks | 20462 |
| 4 | PancakeSwap | 3707 |
| 5 | SuperRare | 3347 |
| 6 | Rarible | 2227 |
| 7 | AtomicMarket | 2016 |
| 8 | NBA TopShot | 1622 |
| 9 | Hic et nunc | 1419 |
| 10 | Foundation | 1036 |
| Top10 平均 | | 36530.7 |
| 11 | Aavegotchi | 896 |
| 12 | WavesDucks | 586 |
| 13 | NFTTrade | 304 |
| 14 | Decentraland | 272 |
| 15 | MakersPlace | 217 |
| 16 | The Sandbox | |
| | Marketplace | 0.54925 |
| 17 | KnownOrigin | 0.3806 |
| 18 | Kalamint | 0.32774 |
| 19 | Treasureland | 0.13339 |
| 20 | MegaCryptoPolis | 0.1136 |
| Top20 平均 | | 18379.2 |

资料来源: CoinDesk, 国盛证券研究所

图表 25: 平台收入相对于费率及交易额的敏感性测试

| | 10% | 12% | 15% | 18% | 20% |
|------|------|------|------|------|------|
| 700 | 840 | 1008 | 1260 | 1512 | 1680 |
| 800 | 960 | 1152 | 1440 | 1728 | 1920 |
| 900 | 1080 | 1296 | 1620 | 1944 | 2160 |
| 1000 | 1200 | 1440 | 1800 | 2160 | 2400 |
| 1100 | 1320 | 1584 | 1980 | 2376 | 2640 |
| 1200 | 1440 | 1728 | 2160 | 2592 | 2880 |
| 1300 | 1560 | 1872 | 2340 | 2808 | 3120 |
| 1400 | 1680 | 2016 | 2520 | 3024 | 3360 |
| 1500 | 1800 | 2160 | 2700 | 3240 | 3600 |

资料来源: 国盛证券研究所预测

3. 盈利预测与估值:

● 盈利预测:

我们预计公司 2021-2023 年公司营业收入分别为 7.1/10.1 /12.8 亿元, 归母公司净利润 2.0/2.5/3.3 亿元, 相关假设如下:

1) 视觉内容主业: 主要收入增长驱动力来自于客户数量的增长及 ARPPU 的提升。

对于大中型客户, 公司积极采取战略合作、品牌推广、行业联盟、活动营销等多种市场手段获客。随着公司完善销售体系、针对不同类型客户提供个性化的内容和服务。中长尾客户通过使用场景切入, 强化同互联网平台的战略合作。从 2021 年前三季度看, 目前收入已恢复至 2021 年 90% 的水平, 预计随着全球疫情的好转, 公司海内外业务将加速恢复。考虑到 2020 年低基数, 预计互联网客户/企业客户/媒体客户/广告营销类客户收入 2021 年分别增长 30%/25%/25%/18%, 2022 年分别增长 30%/30%/25%/20%。2021 年前三季度由于海外疫情, 毛利率较高的海外业务占比下滑导致拉低公司整体毛利率, 但预计长期视觉业务毛利率将保持平稳。

2) **NFT 业务(未上线):** 目前 NFT 业务处于筹备阶段, 若公司 2022 年上线该业务, 预计前期处于积累用户阶段, 收入转化的效果将逐步显现, 根据前文对 500px 收入空间测算逻辑, 预计 2022-2023 年该业务收入 1/1.5 亿元计入其他业务收入口径。但业务上线初期预计各项成本支出较高, 毛利率水平预计较低, 估值模型中暂不考虑该业务贡献的净利润。

图表 26: 公司各项收入假设及盈利预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 987.8 | 722.1 | 570.5 | 708.0 | 988.8 | 1,273.1 |
| YoY | 21.27% | -26.90% | -21.00% | 24.11% | 39.66% | 28.75% |
| 视觉素材与增值服务 | 781.9 | 714.4 | 566.5 | 704.0 | 888.8 | 1,123.1 |
| YoY | 33.95% | -8.63% | -20.71% | 24.28% | 26.25% | 26.36% |
| 企业客户 | 312.8 | 242.9 | 164.3 | 205.4 | 267.0 | 347.0 |
| 占比 | 40.00% | 34.00% | 29.00% | 29.17% | 30.04% | 30.90% |
| YoY | 37.18% | -22.34% | -32.37% | 25.00% | 30.00% | 30.00% |
| 广告营销与服务 | 156.4 | 142.9 | 119.0 | 140.4 | 168.5 | 202.1 |
| 占比 | 20.00% | 20.00% | 21.00% | 19.94% | 18.95% | 18.00% |
| YoY | 48.93% | -8.63% | -16.74% | 18.00% | 20.00% | 20.00% |
| 媒体 | 226.8 | 228.6 | 198.3 | 247.8 | 309.8 | 387.2 |
| 占比 | 29.00% | 32.00% | 35.00% | 35.20% | 34.86% | 34.48% |
| YoY | 25.28% | 0.82% | -13.27% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 互联网平台 | 86.0 | 100.0 | 85.0 | 110.5 | 143.6 | 186.7 |
| 占比 | 11.00% | 14.00% | 15.00% | 15.69% | 16.16% | 16.62% |
| YoY | 22.87% | 16.29% | -15.04% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 其他主营业务 | 205.9 | 7.7 | 4.0 | 4.0 | 100.0 | 150.0 |

资料来源: 国盛证券研究所

● 估值: 分部估值法

传统图片业务-PE 估值。公司为 A 股图片版权互联网平台龙头公司, 我们将 A 股互联网细分领域龙头作为其可比公司, 2022 年 PE 算数平均值为 35X。考虑到公司视觉内容主业持续恢复且内容护城河稳固, 给予公司 2022 年 35X-40XPE, 传统业务合理市值 87.5-100 亿。

图表 27: 可比公司估值

| 股票名称 | 证券代码 | 总市值 | PE | | | | 净利润 (百万元) | | | |
|-------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|---------|---------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 芒果超媒 | 300413.SZ | 790.94 | 39.90 | 32.15 | 26.17 | 21.90 | 1982.2 | 2460.2 | 3022.4 | 3,611.2 |
| 国联股份 | 603000.SH | 152.59 | 47.94 | 50.03 | 38.34 | 30.64 | 318.3 | 305.0 | 398.0 | 498.0 |
| 东方财富 | 300059.SZ | 3661.96 | 76.64 | 53.50 | 41.30 | 32.50 | 4778.1 | 8076.6 | 10641.5 | 13365.0 |
| 算数平均值 | | | 85.80 | 45.23 | 35.27 | 28.35 | | | | |
| 视觉中国 | 000681.SZ | 117.70 | 83.16 | 57.63 | 46.41 | 35.87 | 141.5 | 204.2 | 253.6 | 328.1 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (除视觉中国外, 其他公司净利润为 wind 一致预期, 股价为 2021 年 11 月 12 日收盘价)

NFT 业务-PS 估值。公司 NFT 业务尚未上线, 但公司已有相关业务预上线公告。市场对此已有预期, 但该业务在国内尚处于探索阶段, 且考虑到该业务的商业模式为基于区块链, 发展初期相较于净利润, 用户量及收入规模是较为关键的指标, 故采用 PS 法估值。收入预期方面, 参考国际成熟平台 Foundation 及 Superrare, 月均交易额在 3000 万美金左右, 佣金率 15%, 对应年收入 5400 万美金, 约 3.4 亿人民币。考虑到该业务潜在空间较大, 前期收入增速高, 该业务 15X-20XPS 对应市值 51-68 亿元。

综上, 公司总合理市值约为 **138.5-168 亿元**。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

图片业务收入增速恢复不及预期风险: 受整改事件及疫情影响,公司的获客方式发生了较大转变,可能会进一步影响公司收入增速。

政策影响公司经营风险: 公司主营业务为视觉内容服务,受行业政策影响较大,相关政策可能影响公司经营。

NFT项目无法如期上线风险: 目前公司的平台升级仍处于筹备阶段,若政策进一步趋严或发生较大变化,相关的NFT项目可能无法按原计划节奏上线。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com