

数字藏品业务国内外持续推进，自有版权资产有望价值重估

【前言】

Corbis 图片首次上线公司国内数字藏品平台，自有版权获全额收入。2月14日海外历史图片库 Corbis 中的作品《火车站的情侣》首次上线公司国内的数字藏品平台“元视觉”，该作品摄于二战期间底特律中央火车站。Corbis 图片库是公司完全自有版权，销售收入无需向第三方分成，公司将获取全额销售收入。

基于自有版权，尝试更多创新的机制。相较当前数字藏品普遍以线上图片形式为主，此次《火车站的情侣》用户可选择将其转化为黑白钢印原作，以实物形式收藏，也可以获得动态图形式的数字藏品，机制更加多样。这也得益于 Corbis 图片是公司完全自有版权，在机制的开发设计方面有更大自主权。

【摘要】

海外数字藏品市场并非寡头垄断，主要依靠内容和平台机制取胜，这样的竞争格局有助于公司打开海外市场：内容端，公司自有版权历史图库 Corbis 以数字藏品形式销售，版权资产价值将获得重估；流量/渠道端，摄影师社区 500px 可提供首批购买的种子用户，二次创作/二次交易等机制也将助推交易额增长。

一、内容端：数字藏品交易平台，助推自有版权价值重估

2016年，公司以5.25亿元人民币收购 Corbis。Corbis 曾经由比尔盖茨拥有，视觉中国对4000多万张 Corbis 的图片版权资产进行收购。其中包含了大量19-20世纪，在西方社会非常具有影响力，具有历史、文化与符号价值的图片，包括《长崎原子弹蘑菇云》《爱因斯坦吐舌头》等。这些图片不仅数量众多，且影响力大，受美国主流媒体认可：17年《时代周刊》公布自摄影诞生以来最具影响力的100张照片，据我们不完全统计，其中至少有超过1/4来自 Corbis 图库，该评选的标准是图片的传播与影响力，是由全球专业策展人和历史学家等共同选出，也从侧面说明 Corbis 图片具有很强的社会影响力。

通过收购，这4000万张图片成为公司自有版权资产。2022年3月，公司即将上线海外数字收藏品平台，这4000万张在西方社会高影响力的图片，也将成为新平台重要的竞争优势。

1) 差异化的自有版权资源：虽然当前海外数字藏品市场，已经诞生了 OpenSea 这样的巨头（2021年该平台总交易额达到146亿美元）。通过研究发现，海外市场非常看重数字藏品的艺术价值和稀缺性，如限量1万枚的艺术品头像藏品 CryptoPunks 成为头部爆款。此外，目前海外市场主流的数字藏品，主要是以卡通头像、

视觉中国 (000681)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

18910213127

SAC 执证编号：S1440519060002

SFC 中央编号：BQI330

发布日期：2022年02月18日

当前股价：16.88元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	-30.59/-27.91	-6.74/-0.96	24.21/45.01
12月最高/最低价(元)			27.6/10.63
总股本(万股)			70,057.74
流通A股(万股)			60,461.81
总市值(亿元)			118.26
流通市值(亿元)			102.06
近3月日均成交量(万股)			3,939.03
主要股东			
梁军			12.91%

股价表现



相关研究报告

【中信建投互联网传媒】视觉中国 (000681):迭代与嬗变:视觉中国获客体系再梳理
20.05.17

3D 玩偶以及潮流图片为主。视觉中国 4000 万张独家版权，以历史经典老照片为主，这些内容首次进入海外数字藏品的交易市场，在稀缺性之外，也同时具备很强的内容差异化。

2) **自有版权图片价值重估空间大**：按照数字藏品交易平台的规则，交易平台通常收取创作者一定比例的交易佣金。从海外来看，这个交易佣金的比例从 3%-30% 不等。对于视觉中国而言，4000 万张自有版权资产，不需要再进行创作者分成，其绝大部分收入均归属于公司所有。

在 2016 年对 4000 万张图片进行收购时，评估机构将图片按知名度、稀缺度与史料价值等划分为经典/重要/档案/普通四个级别。其中经典级知名度与稀缺度最高，共计 628 张，包括《爱因斯坦吐舌头》《莱特兄弟试飞飞机》《电话发明人贝尔首次试音电话》等；重要级共计 12.2 万张，包括《1984 年迈克尔杰克逊演唱会》等；档案级共计 44.25 万张，包括《扣篮的迈克尔乔丹》等；普通级 4000 万余张，目前仍未完全整理。在收购评估报告中，对经典/重要/档案普通级图片的评估价格分别仅为 4.8 万元/2300 元/480 元/0.16 元。

目前，海外数字藏品交易平台 Foundation 主要交易具有较高艺术价值的数字藏品。我们对 Foundation 平台上的交易价格进行抽样分析，同样可以分为四个价格档次：最高档（对应 4000 万张中的经典级）/中高档（对应重要级）/中低档（对应档案级）/最低档（对应普通级），均价分别为 4.1-4.8 万/2.4-3.4 万/1.2-1.5 万/0.2-1.2 万。可以看到，Foundation 上的中高档/中低档/最低档的价格，远高于 Corbis 重要级/档案级/普通级的评估单价。尤其是 Corbis 的 4000 多万张普通级照片目前未经过编辑挖掘，未来有望通过精细化的筛选、运营和宣传，实现价值的不断增长。

因此我们认为，随着视觉中国海外数字藏品平台的正式上线和运营推进，公司现有的 4000 万张自有版权资产，转化为数字藏品进行销售，其商业价值和为公司带来的潜在收入空间，都相较于 2016 年 5.25 亿的收购价格，有明显的提升。

二、平台/社区端：摄影社区 500px 提供交易平台

2018 年公司全资收购海外摄影师社区 500px。500px 成立于 2009 年的加拿大，是全球知名摄影社区，目前覆盖 195 个国家/地区，超过 1700 万会员，签约摄影师超 40 万，截至 1Q21 累计上传图片超 2.3 亿张。2022 年 3 月，公司的海外数字藏品平台，也将主要基于 500px 平台进行搭建。

目前，海外市场除头部平台 OpenSea 累计交易额超过百亿美金外，Foundation/SupereRare 等其他平台均能获得过亿美元交易体量。作为新进入者的视觉中国，除了拥有稀缺的内容资源，摄影师社区 500px 在一定程度上能帮助公司实现平台的“冷启动”，以低成本获取用户和流量。

1) **500px 的摄影师会员活跃度高**：根据 Similarweb，500px 海外官网在 4Q21 的跳出率在同类网站中较低，且单人平均使用时长也较高，体现了 500px 对用户的较强吸引力。这些摄影师会员用户，本身的正版化意识、对稀缺版权资源的认知更高。我们认为，500px 平台积累的会员用户，将有希望成为公司数字藏品的首批购买者。

2) **购买者也是创作者**：基于 500px 的社区属性、数字藏品平台的交易属性，以及海外活跃的二次交易，随着数字藏品平台的逐步成熟，一部分顶尖摄影师有望再转化为数字藏品的创作者，目前我们已经在国内平台看到这种趋势：500px 摄影师王竣彦的数字藏品《Cyberpunk Changing 2022》，此前已经上线公司国内平台“元视觉”销售，完成从摄影师，到数字藏品平台创作者的转化。

3) **二次交易与二次创作**：数字藏品的二次交易机制可以打开藏品的流动性，各方均能获得便利与收益，其中创作者能够再次获得增量的版权费用，购买方/售卖方也在理想价格实现交易，既激励一级市场的创作持续供给，也增加用户购买的意愿。二次创作机制则能为购买者带来更多乐趣，比如 B 站前期限量发售的数字藏品头像“鸽德”支持用户进行二次创作，海外 10KTF 平台支持购买者在原有数字藏品基础上二次加工设计，数字藏品也将更加个性化。此外二次创作后诞生的新“衍生品”可以继续销售，这也帮助数字藏品的持有人实现更大价值。基于 500px 的数字藏品交易平台，也更好的具备了二次交易和二次创作的条件。首先，海外市场二次交易

非常活跃。SuperRare/MakersPlace/AsyncArt/Zora/Foundation 几大平台二次交易与一次交易次数的比值约为 30%/25%/22%/8%/3%，除了 Foundation 二次交易手续费较高（为 10%）导致交易频率偏低，其他平台的二次交易活跃度均较高。其次，二次创作的核心也是创作者社区。通过社区，创作者之间的交流、启发，二次创作的价值才能得到凸显。

三、海外数字藏品的竞争格局：OpenSea 交易额创新高，特色平台层出不穷

目前来看，海外数字藏品平台呈现出“一超多强”的局面，其中 OpenSea 交易量最大，这是基于 OpenSea 开放、不设限制的平台化和交易属性，任何用户都可以成为数字藏品的创作者，这也提升了平台供给端的丰富度。但是 OpenSea 并没有完全垄断市场，在它之外，Foundation/SupereRare/MakerPlace/Zora 等新兴平台也快速发展壮大，艺术类主要平台 CryptoPunks/SuperRare/Foundation 累计交易额均超过亿级美元体量。与 OpenSea 不同，其他平台更具有鲜明特点，Foundation/SupereRare 主要交易的品类为艺术性较高的藏品。

从成立时间来看，OpenSea 成立于 2017 年，Foundation/SupereRare/MakerPlace/Zora 几家分别成立于 2021/2018/2018/2021 年。可以看到，海外数字藏品市场正呈现出百花齐放的状态，具备独特特色的独立平台，虽然成立时间不长，但都获得了快速发展。

这些平台快速发展的背后，来源于海外数字藏品市场及其用户（买家）的特点：

- 1) **用户来源：自然流量为主。**从 Similarweb 的统计来看，Foundation、SuperRare、OpenSea 等六个主要平台的流量主要都来自用户直接进入（自然流量）。我们认为这背后与过去几年区块链获得更多社会公众认可，比特币价格走高，以及海外用户本身的版权意识等，都有密切关系。
- 2) **藏品内容：注重稀缺性与艺术创意性。**头部作品往往有知名 IP 加持，如 OpenSea 平台中，有西甲、皇马等头部足球俱乐部 IP 的数字卡片平台 Sorare 销售额领先；若没有知名 IP 的帮助，数字藏品也可以凭借自身的创意和艺术性获得高的交易额，其中最具有代表性的是艺术头像系列 CryptoPunk。CryptoPunks 是由算法生成的、像素画风的艺术头像类藏品，每个藏品根据类型（如异形、猿形、僵尸形）、头饰、胡须等不同属性，构成不同的稀有度，其中销售额最高的类型包括人像、外星人与僵尸。据 Non-Fungible，截至目前 CryptoPunks 的累计销售额超过 20 亿美元。
- 3) **平台机制：既有完全开放平台，也有邀请制平台。**头部平台 OpenSea 在 UGC 创作端完全开放，而以 Foundation 为代表的艺术类数字藏品以邀请制为主。

四、投资建议：数字收藏品平台，是公司重要的增量业务。目前，上线 2 个月的国内元视觉平台总销售额已达到 500 万元；海外平台 3 月上线可期。公司在数字藏品平台上具备较强的资源禀赋。4000 万张自有版权图片变现潜力大，将获得价值重估；500px 社交平台又可在前端获取用户和流量，推动交易额提升。

同时，公司原有图片版权销售业务经过调整后，目前业务恢复速度较快，国内行业龙头地位仍然稳固。不考虑新业务的增量收入，我们预计 21-23 年公司实现收入 7.2/9.6/11.9 亿，同比增长 26.2%/33.5%/23.7%，预计实现归母净利润 1.94/2.54/3.19 亿，同比增长 36.8%/31.4%/25.4%，当前最新市值对应预计净利润的市盈率分别为 61/47/37x，给予推荐。

重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722	570	720	961	1,189
增长率(%)	-26.9	-21.0	26.2	33.5	23.7
净利润(百万元)	219	142	194	254	319
增长率(%)	-31.8	-35.4	36.8	31.4	25.4
毛利率(%)	63.1	63.5	63.7	62.0	62.0
净利率(%)	30.3	24.8	26.9	26.5	26.8
ROE(%)	7.1	4.5	5.8	7.1	8.1
EPS(摊薄/元)	0.31	0.20	0.28	0.36	0.46
P/E(倍)	54.2	84.0	61.4	46.7	37.3
P/B(倍)	4.0	3.8	3.6	3.4	3.1

数据来源: wind, 中信建投

风险提示: 互联网平台/广告营销与服务/企业客户对视觉产品的预算下降; 数字藏品行业海内外监管风险; 社区机制建设不合理导致用户流失; 用户需求不及预期; 行业竞争加剧。

目录

前言：自有图片库 Corbis 照片首上线国内数字藏品平台	1
一、海外数字藏品布局的禀赋：再看 Corbis 与 500px 价值	3
（一）内容端：数字藏品交易平台，助推自有版权价值重估	3
（二）平台/社区端：摄影社区 500px 提供交易平台	11
（三）总结：视觉中国如何布局海外数字藏品业务？	15
二、海外数字藏品的竞争格局：OpenSea 交易额创新高，特色平台层出不穷	19
（一）海外数字藏品市场：交易额快速提升，各细分品类均有较旺盛的需求	19
（二）海外数字藏品平台格局：OpenSea 头部地位明显，其他平台快速成长	21
（三）数字藏品平台生意模式要点：独特的内容，活跃的社区	22
报表预测	29

图表目录

图表 1：视觉中国国内数字藏品平台“元视觉”已上线数字藏品情况	1
图表 2：摄影作品《火车站的情侣》	2
图表 3：Corbis 图片库其他著名摄影作品	2
图表 4：Corbis 发展史	3
图表 5：Corbis 及收购标的对应的地域覆盖范围	4
图表 6：视觉中国收购 Corbis 时对其图片的价值评估（截至 2016 年）	5
图表 7：《爱因斯坦吐舌头》原作	6
图表 8：《爱因斯坦吐舌头》在多场景出现	6
图表 9：《德国“兴登堡”号飞艇空难》原作	6
图表 10：齐柏林飞船乐队首张同名专辑的封面图片	6
图表 11：《摩天楼上的午餐》原作	7
图表 12：《摩天楼上的午餐》衍生的纪录片及雕塑	7
图表 13：Corbis 其他具有重大影响力的图片素材	7
图表 14：Corbis 部分重要级、档案级作品	8
图表 15：2017 年《时代周刊》评选的“100 张最有影响力的照片”来自 Corbis 的照片（部分）	8
图表 16：Foundation 图片类数字藏品价格区间（抽样结果）与公司收购 Corbis 对应档次图片单价的对比	10
图表 17：500px 发展史	11
图表 18：500px 海外官网功能	12
图表 19：flickr 与 500px 对比	12
图表 20：4Q21 期间全球摄影社区网站全网流量对比	12
图表 21：500px 部分高粉丝量摄影师的粉丝量	13
图表 22：4Q21 期间 500px 海外桌面网页端用户地区分布	13
图表 23：500px 部分高热度作品互动情况	13
图表 24：500px 成员数前 10 兴趣社群	14

图表 25: 500px 作品浏览界面	15
图表 26: 500px 兴趣社群界面	15
图表 27: 4Q21 全球摄影社区网站全网粘性数据对比.....	15
图表 28: 4Q21 期间 500px 海外桌面端网站流量来源分布.....	15
图表 29: 500px 创作人作品《Cyberpunk Changing 2022》	16
图表 30: 《光绘山海经神兽》	16
图表 31: 截至 2022 年 2 月 17 日元视觉内创作者的已发售总额（万元）及粉丝数量.....	18
图表 32: 全球数字藏品交易额与增速	19
图表 33: 全球数字藏品交易者数量（单位：个）	19
图表 34: 头部数字藏品平台 OpenSea 交易额（亿美元）	20
图表 35: 比特币价格走势（美元）	20
图表 36: 2021 年前 10 月全球数字藏品交易量分布（蓝色为超头部，黄色为头部，橘色为中长尾）	20
图表 37: 2021 年前 10 月全球数字藏品交易额分布（蓝色为超头部，黄色为头部，橘色为中长尾）	20
图表 38: 全球数字藏品交易平台访问量来源	21
图表 39: 2020 及 3Q21 各类型数字藏品的市场规模占比.....	21
图表 40: 全球数字藏品平台累计交易额（亿美元）	22
图表 41: 主要艺术品类综合数字藏品平台的藏品细分.....	22
图表 42: Stay Free	23
图表 43: Dreaming at Dusk	23
图表 44: TIME The Future of Business	23
图表 45: 体育类数字藏品 Sorare.....	23
图表 46: All Time High in the City	24
图表 47: 艺术品类数字藏品 CryptoPunks.....	24
图表 48: 摄影类数字藏品 Twin Flames.....	24
图表 49: 摄影类数字藏品 Where My Vans Go.....	24
图表 50: SuperRare 的 \$RARE 策展令牌机制	25
图表 51: 2021 年一二级市场月交易额对比（万美元）	25
图表 52: 艺术品数字藏品平台累计交易额（亿美元）	26
图表 53: 4Q21 艺术类数字藏品平台流量来源分布.....	26
图表 54: 数字藏品平台通过 Twitter 宣发活动或作品.....	26
图表 55: 各平台在 Twitter 的粉丝数与平台的访问量与时长不成正比	27

前言：自有图片库 Corbis 照片首上线国内数字藏品平台

2021 年 12 月 31 日，视觉中国国内的数字藏品平台“元视觉”推出，用户可通过微信小程序或官网购买藏品，首批藏品《我要上学（大眼睛女孩）》开售后 40 分钟内售罄。截至目前，平台销售总额 507.65 万元，目前已推出 15 个系列的数字藏品，平均每周推出 2-3 款新品，藏品类型与题材丰富。

- **从藏品的表现形式来看：**不止于视觉中国此前擅长的传统摄影作品，还包括与书法结合的照片、光绘照片、计算机程序生成的影像、手绘插画、版画原画、年画剪纸和藏书票等多种类型的藏品。
- **从藏品的内容题材来看：**包括《我要上学》（大眼睛女孩）这类与国家历史、国民共同记忆等相关的 IP，也包括虎年春节相关题材、山海经神兽等中国文化题材，以及赛博朋克等新锐的潮流题材。

图表1：视觉中国国内数字藏品平台“元视觉”已上线数字藏品情况

作品系列名	发售日期	作品类型	创作者	子系列数量	单价（元）	已售总份数（个）	已售总额（万元）
我要上学（大眼睛女孩）	2021/12/31	照片	解海龙	1	199	10,000	199.0
矩阵 THE MATRIX	2022/1/7	照片与书法结合	李舸	1	199	800	15.9
雪花工场首期	2022/1/11	计算机程序生成影像	孙略	6	1-1999	2,204	12.3
如花在野	2022/1/14	版画原画	贾伟（KK）	3	19.9-299	6,500	32.9
《壬寅虎年》系列	2022/1/18	中式印象插画、插画、朋克风动态图、潮流画	张振宇等 4 位	7	19.9-29.9	3,798	7.9
荣耀之路藏书票	2022/1/20	手绘插画	视觉中国历史影像档案	2	19.9	6,000	11.9
壬寅虎年 II	2022/1/21	国潮风插画、电脑仿生水彩	朱艺彤等 2 位	8	9.9	4,000	4.0
光绘山海经神兽	2022/1/25	照片	王思博 Roywang	5	66	330	2.2
生肖 34	2022/1/27	四方连续图案	张维、曾德林等	34	19.9	17,000	33.8
年年岁岁	2022/1/31	传统节日文化和食物绘画	卢佳	1	6.6	6,666	4.4
灶王爷送禧	2022/2/3	原创 IP	詹江燕	1	6.6	6,666	4.4
蔚县剪纸在：12 生肖福娃演绎冰雪运动	2022/2/4	年画剪纸	高佃亮	12	29.9	36,000	107.6

虎年迎财神	2022/2/1	中国元素结合现代审美	土豆男爵	3	18.8	2,664	5.0
赛博朋克：重庆	2022/2/11	重庆超现实	王竣彦等 6 位	6	29.9	4,800	14.4
火车站的情侣	2022/2/14	经典摄影作品（黑白原作或数字动效）	Corbis 典藏	1	520	999	51.9
合计				91	46.82	108,427	507.6

资料来源：元视觉，中信建投

公司旗下历史图片库 **Corbis** 内的照片首次在国内平台上线。2 月 14 日，元视觉首次发售来自旗下 **Corbis** 图片库的作品《火车站的情侣》，据观测于 1 分钟内售罄，单价 520 元，共 999 份，合计 51.9 万元，购买的用戶将获得动态图形式数字藏品，也可选择转化为黑白钢印原作实物收藏。

- **自有版权无需分成。**《火车站的情侣》摄于二战期间底特律中央火车站，除该照片外，**Corbis** 图片库包括约 4000 万余张在西方社会具有历史、文化与符号价值的图片，包括《长崎原子弹的蘑菇云》《贝尔首次试音电话》《爱因斯坦吐舌头》等。**Corbis** 图片库是公司完全自有版权，销售收入无需向第三方分成。
- **尝试更多创新的机制。**相较当前数字藏品普遍以线上图片形式为主，此次《火车站的情侣》用户可选择将其转化为黑白钢印原作，以实物形式收藏，也可以获得动态图形式的数字藏品，机制更加多样。这也得益于 **Corbis** 图片是公司完全自有版权，在机制的开发设计方面有更大自主权。

图表2：摄影作品《火车站的情侣》



资料来源：Corbis，中信建投

图表3：Corbis 图片库其他著名摄影作品



资料来源：Corbis，中信建投

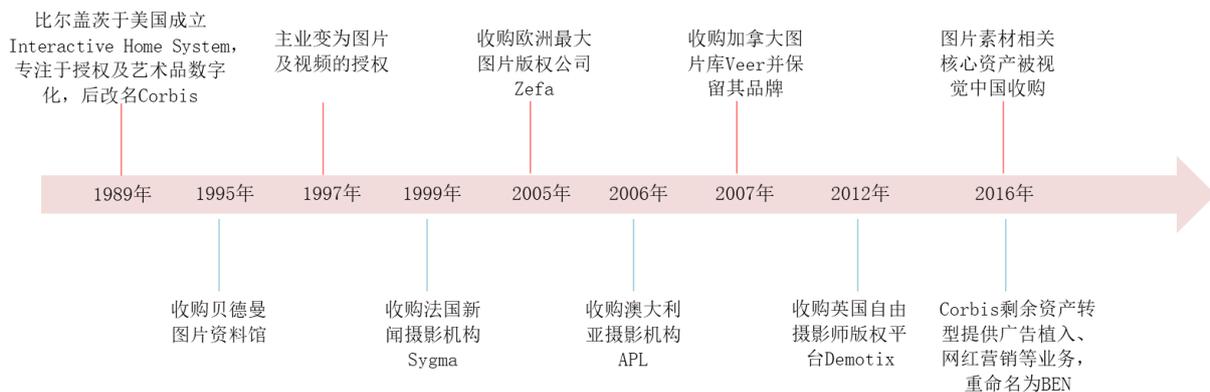
一、海外数字藏品布局的禀赋：再看 Corbis 与 500px 价值

海外数字藏品市场并非寡头垄断，主要依靠内容和机制取胜，这样的竞争格局有助于公司打开海外市场：在内容端公司自有的稀缺历史图库 Corbis 测算价值超百亿，收入独享无需分成；摄影社区 500px 可提供首批购买的种子用户，二次创作、多链兼容与二次交易等市场化机制也将助推交易额增长。

（一）内容端：数字藏品交易平台，助推自有版权价值重估

1、Corbis 是由比尔盖茨成立的图片资料库，不断收拢全球珍贵的历史图片。1989 年，比尔盖茨在美国成立 Corbis 公司，通过不断收购全球著名的图片资料库、图片机构等，Corbis 成为全球最大的可视化信息资源库之一。截至 2016 年，其在线图片库储备有约 5000 万张图片，19 万条视频，记录了 19 世纪至 20 世纪的全球重大历史事件，包括贝德曼、Sygma 全球两大知名图片库的素材。

图表4： Corbis 发展史



资料来源：维基百科，CreativePro，abouttheimage，中信建投

1) **贝德曼图片资料馆 (Bettmann Archive)**: 1936 年在美国成立，为 20 世纪最大照片资料库之一，据 Photos.com，其拥有包括追溯至美国内战的超 1100 万张来自全球各地的图片储备。Corbis 于 1995 年收购贝德曼图片资料馆。

2) **Sygma**: 1973 年在法国成立，为 20 世纪全球最大照片机构之一，拥有 4000 万张摄影照片、65 张数字图片，以及约 500 名签约摄影师。Corbis 于 1999 年收购 Sygma。

3) **Zefa**: 1958 年成立于德国，据 Creativepro，其为 21 世纪初全球第三大图片版权公司，在全球设有 16 家子公司和合作伙伴机构，合计拥有超 45 万张图片，被广泛应用于广告、公司、文章中。Corbis 于 2005 年收购 Zefa。

4) **APL (Australia Picture Library)**: 1979 年在澳大利亚成立的图片机构，曾作为 Corbis 在当地的分发商。Corbis 于 2006 年收购 APL。

5) **Veer**: 2002 年成立于加拿大，在纽约、柏林均有分部。据 Readwrite，其为全球第四大库存照片公司，目标客户为图片设计者，区别于 Corbis 面向的报纸、杂志等编辑类客户。2007 年，Corbis 收购 Veer，以提升在

北美市场广告及设计领域市占率。

6) **Demotix**: 2009 年成立于英国的自由摄影师版权平台。据雅虎，其拥有超 6500 名活跃自由摄影师，在全球大多数国家都有记者人员，在欧洲、中东、亚洲地区有较强本地联系。据雅虎前 CEO Gary Shenk, Demotix 能弥补 Corbis 在新闻、娱乐类图片中的短板。2012 年，Corbis 收购 Demotix。

图表5: Corbis 及收购标的对应的地域覆盖范围



资料来源: Corbis, Yahoo, 中信建投

通过收购欧洲、澳大利亚、加拿大等地的主要图片机构与平台，Corbis 基本收拢了西方世界主要具备文化价值、符号价值和历史价值的珍贵图片资料。

2、视觉中国以 5.25 亿收购 Corbis 全部资产，后续价值重估空间大

2016 年，视觉中国通过全资孙公司联景国际以 5.25 亿元人民币收购了 Corbis 核心图片资产，包括 Corbis Images、Corbis Motion、Veer 等品牌相关的图片素材知识产权、域名、商标等资产。即在获得数字版权之外，视觉中国还获得了 Corbis 图片资产的原版图片、底片、印刷物等物品，目前存放在美国铁山公司。

据视觉中国 2016 年的收购公告，Corbis 的图片素材按照知名度、稀缺性、史料价值等被分为经典级、重要级、档案级、普通级。其中：

- **经典级**：反映 19-20 世纪时代特征的照片，知名度与稀缺度最高，存量 628 张。主要是 19-20 世纪反映时代的重点事件、世代特征、文化符号的经典摄影作品，包括《爱因斯坦吐舌头》《莱特兄弟试飞飞机》《电话发明人贝尔首次试音电话》等。
- **重要级**：记录 20 世纪重大历史事件的照片，存量 12.2 万张。题材广泛，包括 20 世纪期间的战争、体育娱乐、科技以及日常生活等各个方面，是人类历史重要的影像记忆，包括《1983 年戴安娜王妃和查尔斯王子在新西兰接受访问》《1984 年迈克尔杰克逊胜利巡回演唱会》《1972 年毛泽东会见尼克松》等。
- **档案级**：记录 19-20 世纪全球新闻、人物、社会风貌等各类图片，存量 44.25 万张。包括《纽约夜景》《林肯塑像上的修理工》《微笑的李小龙》《扣篮的迈克尔乔丹》等。

图表6：视觉中国收购 Corbis 时对其图片的价值评估（截至 2016 年）

等级	数量(张)	评估单价 (元)	收购时估值 (万元)	分级说明
经典级	628	48,000	3,014	19 世纪、20 世纪反映时代重大事件或时代特征的，具有文化符号象征意义的全球知名的经典摄影作品，具有唯一性、稀缺性
重要级	121,918	2,300	28,041	记录了 20 世纪重大历史事件，内容包括战争、体育娱乐、科技以及日常生活等各个方面，是人类历史重要的影像记忆。
档案级	442,455	480	21,238	记录 19 世纪、20 世纪的世界各地的新闻、人物、社会风貌等各类图片。
普通级	不少于 40,000,000	-	640	尚未经过编辑挖掘整理和数字化的原始文件。
估值合计 (万元)			52,933	

资料来源：视觉中国公告，中信建投

视觉中国收购 Corbis 价格仅为 5.25 亿元，我们认为 Corbis 图片后续的价值重估空间大。上述经典级、重要级、档案级照片合计 56.5 万张，集中体现 Corbis 的资产价值，在评估价值时的单价仅 48000/2300/480 元。其中的代表作品《爱因斯坦吐舌头》，在 2017 年 7 月美国的一场竞标拍卖中，以 12.5 万美元价格成交（折合人民币约 79.2 万元），该价格是评估 Corbis 重要级图片单价 4.8 万元人民币约 16-17 倍。

此外，其余 4000 多万张照片在收购时未经过编辑挖掘与数字化，仅给予 640 万元的评估，这些图片数量庞大，未来也有望通过精细化的筛选、运营和宣传，实现价值的不断增长。

3、Corbis 价值几何？集合西方世界主要历史、文化和符号价值的珍贵图片资料

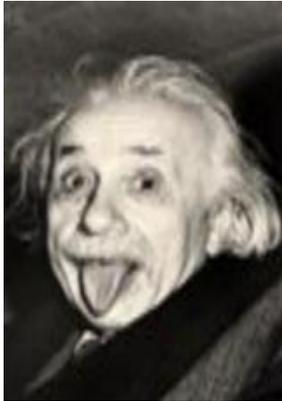
Corbis 图片题材多样，提供宝贵历史研究及收藏价值。Corbis 的图片具有文化符号、象征意义及稀缺性，以及当前市场已有数字藏品不具备的历史及文化价值，在西方社会及全球具备高知名度，被广泛应用在多个场景中，部分作品甚至引发激烈的社会反响或奠定了摄影师的成名之路。这些作品涉及题材丰富：

- 1) 历史上国际社会的重要事件，如《长崎原子弹的蘑菇云》《马丁路德金（我有一个梦想）演讲现场》；
- 2) 重大技术发明突破的瞬间，如《贝尔首次试音电话》《莱特兄弟试飞飞机》；
- 3) 历史名人的真实生活瞬间，如《爱因斯坦吐舌头》《玛丽莲梦露白裙被风拂起》；
- 4) 当时社会人们的日常生活，如《摩天楼之上共进午餐》。

以《爱因斯坦吐舌头》为例，成为符号化和现象化图片。于 1951 年爱因斯坦 72 岁生日时拍摄，爱因斯坦因不愿配合记者微笑而吐舌头。爱因斯坦本人喜欢该作品，曾将该照片放在寄给好友的问候卡片中，据 CNN，其中一张在 2009 年以超 7.4 万元美金价格出售。至今该作品也被众多艺术家频繁使用于波普、插画、涂鸦等场景中，传遍全球各地，丰满了当今时代人们对爱因斯坦的认识，被知名媒体 the Guardians 称作“关于 20 世纪名

人的最知名媒体照片之一”

图表7: 《爱因斯坦吐舌头》原作



资料来源: 视觉中国公告, 中信建投

图表8: 《爱因斯坦吐舌头》在多场景出现



资料来源: DW, 中信建投

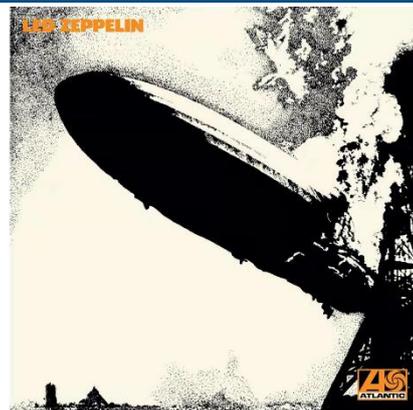
《德国“兴登堡”号飞艇空难》成为时代印记，用于著名乐队的专辑封面。摄于 1937 年，记录了当时全球最大飞艇之一的“兴登堡”号飞艇起火爆炸的时刻，该空难中 36 人丧生，62 人奇迹生还，此事件传遍全球。该作品被知名学者博蒙特纽荷尔在其《摄影史》(The History of Photography)中评为“历史上最著名的新闻事件影像之一”，创作者希尔凭借此图片，成为历史上最著名新闻突发事件摄影师之一。至今，该作品作为重要历史文化符号，被多次刊登在世界各地媒体上，英国著名摇滚乐队齐柏林飞船 (Led Zeppelin) 也将其作为首张同名专辑的封面图片。

图表9: 《德国“兴登堡”号飞艇空难》原作



资料来源: 视觉中国公告, 中信建投

图表10: 齐柏林飞船乐队首张同名专辑的封面图片



资料来源: 纽约邮报, 中信建投

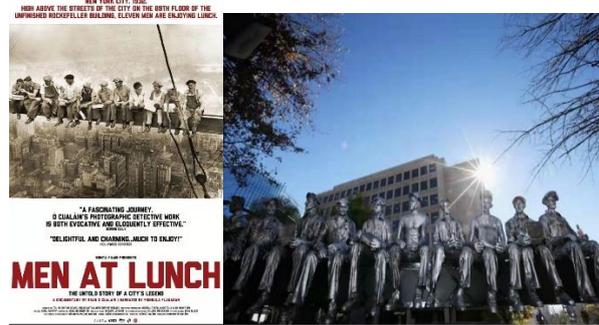
此外，《摩天楼上的午餐》等图片也成为大萧条时期普通人的生活写照。摄于 1932 年大萧条时期的美国，工人们坐在纽约洛克菲勒广场 RCA 大楼(今 G.E 大厦)的钢铁横梁上。该作品反映了美国人民用双手为梦想奋斗的精神，被誉为记录“美国梦”的最重要照片之一，《时代》周刊将其评选入“有史以来最具影响力的 100 张照片”。2012 年基于此照片的纪录片《Men at Lunch》上映，2015 年，艺术家 Sergoi 在华盛顿制作了基于此的雕塑。

图表11: 《摩天楼上的午餐》原作



资料来源: 视觉中国公告, 中信建投

图表12: 《摩天楼上的午餐》衍生的纪录片及雕塑



资料来源: Sonta Films, 华盛顿邮报, 中信建投

图表13: Corbis 其他具有重大影响力的图片素材

名称	影响力描述	图样
战争的恐怖	摄于 1972 年, 描述越战飞机汽油弹掉落引发的恐慌, 其引发了美国社会对越战意义的讨论, 引发《纽约时报》在内多家媒体关于是否应当在新闻中带有裸体的激烈讨论, 并引起美国尼克松总统的关注, 该照片创作者于 1973 年获普利策奖, 照片中的赤裸小孩被命名为联合国教育、科学及文化组织的名誉大使	
电话发明人贝尔首次试音电话	记录了 1892 年人类首次试音电话成功	
莱特兄弟试飞飞机	记录了 1903 年人类第一次飞行的历史瞬间	
马丁·路德·金向人群挥手	记录了马丁·路德·金 1963 年在华盛顿人权组织集会上发表《我有一个梦想》演讲的时刻	

资料来源: 视觉中国公告, CNN, the Guardians, 中信建投

图表14: Corbis 部分重要级、档案级作品



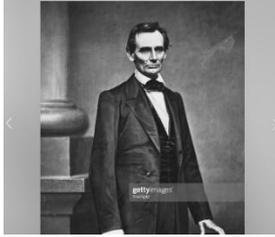
资料来源: 视觉中国公告, 中信建投

Corbis 图片的影响力和价值受美国主流媒体《时代周刊》认可。2017 年,《时代周刊》公布自摄影诞生以来最有影响力的 100 张照片。该评选的专家团由全球范围内的专业策展人、历史学家与图片编辑等组成, 评选标准是图片的传播及影响力, 评选结果则历经 3 年时间与数千次访谈。据《时代周刊》编辑团队, 该 100 张图片的共同点为“我们人类经验上的转折”。

经过我们的不完全统计,《时代周刊》杂志评选的 100 张图片中, 至少有 22 张来自 Corbis。(注: 统计方法: 首先查询《时代周刊》选出的 100 张图片的版权来源(部分图片未标注或不能确定版权来源), 再比对视觉中国收购 Corbis 的价值评估报告中披露的所属 Corbis 的部分经典图片, 在两次统计的照片中, 梳理不重复的图片, 共 22 张)。

图表15: 2017 年《时代周刊》评选的“100 张最有影响力的照片”来自 Corbis 的照片(部分)

中文名	图片	中文名	图片
战争的恐怖 (The Terror Of War, Nick Ut, 1972)		饥饿的孩子和秃鹫 (Starving Child And Vulture, Kevin Carter, 1993)	
摩天楼之上共进午餐 (Lunch Atop A Skyscraper, 1932)		长崎原子弹的蘑菇云 (Mushroom Cloud Over Nagasaki, Lieutenant Charles Levy, 1945)	

<p>犹太男孩在华沙投降 (Jewish Boy Surrenders In Warsaw, 1943)</p>		<p>移民母亲(Migrant Mother, Dorothea Lange, 1936)</p>	
<p>德国“兴登堡”号飞艇空 难(The Hindenburg Disaster, Sam Shere, 1937)</p>		<p>窗外的风景(View From The Window At Le Gras, Joseph Nic �phore Ni �pce, 1826)</p>	
<p>棉纺厂女孩 (Cotton Mill Girl, Lewis Hine, 1908)</p>		<p>黑拳礼 (Black Power Salute, John Dominis, 1968)</p>	
<p>动态中的马 (The Horse In Motion, Eadweard Muybridge, 1878)</p>		<p>亚伯拉罕·林肯 (Abraham Lincoln, Mathew Brady, 1860)</p>	
<p>马柏利街, 雅各布 里斯 的强盗屋 (Bandit's Roost, Mulberry Street, Jacob Riis, Circa 1888)</p>		<p>消失的种族 (The Vanishing Race, Edward S. Curtis, 1904)</p>	
<p>贝蒂 格拉布尔 (Betty Grable, Frank Powolny, 1943)</p>		<p>庙宇大街(Boulevard Du Temple, Louis Daguerre, 1839)</p>	

安提塔姆之死(The Dead Of Antietam, Alexander Gardner, 1862)		悲伤 (Grief, Dmitri Baltermants, 1942)	
伊朗行刑队(Firing Squad In Iran, Jahangir Razmi, 1979)		操舵 (The Steerage, Alfred Stieglitz, 1907)	

资料来源：时代周刊，Corbis，中信建投

4、Corbis 照片转化为数字藏品后，理论价值有多高？

Corbis 图片按知名度、稀缺度与史料价值等可划分为经典/重要/档案/普通四个级别，若按收购时价格计算单张图片的均价，则收购时经典/重要/档案普通级图片均价分别为 4.8 万元/2300 元/480 元/0.16 元。

我们对海外同类平台 Foundation 数字藏品交易情况并抽样分析，发现平台内交易价格分布大致也可划分四个价格层级，最高档（对应 Corbis 经典级）/中高档（对应重要级）/中低档（对应档案级）/最低档（对应普通级），均价分别为 4.1-4.8 万/2.4-3.4 万/1.2-1.5 万/0.2-1.2 万。

除 Foundation 最高档与 Corbis 经典级的价格较为相近外，Foundation 中高档/中低档/最低档的价格，远高于 Corbis 重要级/档案级/普通级的收购单价，尤其是 Corbis 的 4000 多万张普通级照片目前未经过编辑挖掘，未来有望通过精细化的筛选、运营和宣传，实现价值的不断增长。

因此我们认为 Corbis 照片转化为数字藏品后，相较于 2016 年 5.25 亿的收购价格，价值重估空间较大，考虑到这部分为视觉中国独占的资产，不会与任何创作者或平台分成，因此产生的理论价值也由公司全部享有。

图表16： Foundation 图片类数字藏品价格区间（抽样结果）与公司收购 Corbis 对应档次图片单价的对比

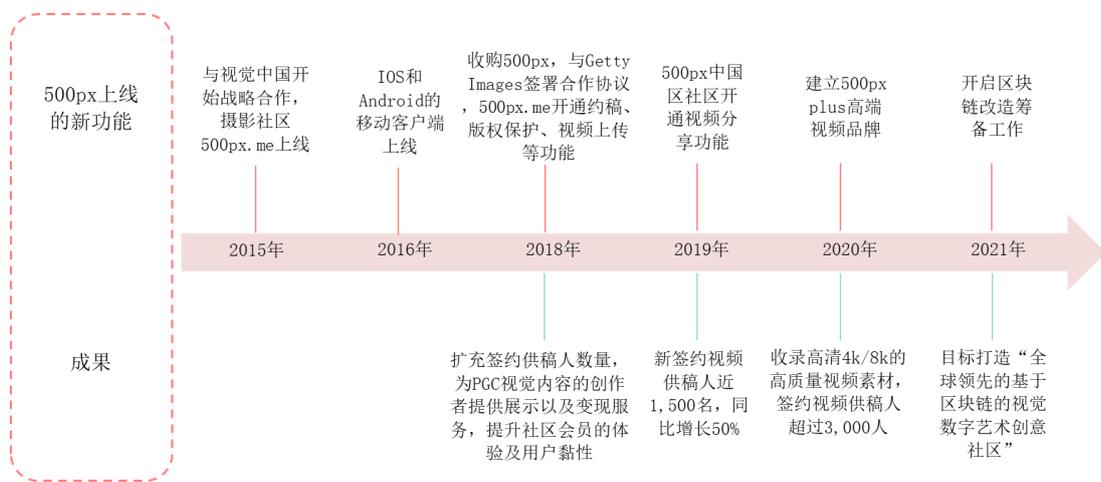
价格档次	Foundation 平台数字藏品单价分布情况（抽样）					公司收购 Corbis 图片时单价			Foundation 单价与公司收购对应档次 Corbis 图片单价之比
	以太币		人民币(元,按 1 以太币=24279.26 人民币)			等级	评估单价 (元)	收购时估值 (万元)	
	最低	最高	最低	最高	中位数				
最高档	1.7	2	41,032	48,316	44,673	经典级	48,000	3,014.0	0.9
中高档	1	1.4	24,279	34,477	29,378	重要级	2,300	28,041.0	12.8
中低档	0.5	1	12,139	24,279	18,209	档案级	480	21,238.0	37.9
最低档	0.1	0.5	2,427	12,139	7,283	普通级	0.16	640.0	超过 40000
-						合计		52,933.0	

资料来源：Foundation，中信建投

（二）平台/社区端：摄影社区 500px 提供交易平台

1、500px 是成立于 2009 年的全球知名摄影社区，2018 年视觉中国完成对其收购。2009 年，500px 于加拿大多伦多正式创建，为北美头部摄影师社区，为用户提供摄影图片版权交易服务。2018 年 2 月，视觉中国全资子公司视觉中国香港有限公司以 1700 万美元收购 500px 100% 股权。该交易完成后，500px 陆续通过与 Getty Images 签署独家版权代理分销协议、开通视频上传功能等，促进优质内容的分发与供给。据 1H21 公告，视觉中国将借助非同质化通证技术（NFT）对 500px 进行升级，将其作为数字藏品业务的主要运营平台，帮助公司拓展海外市场并提升变现能力。

图表17： 500px 发展史



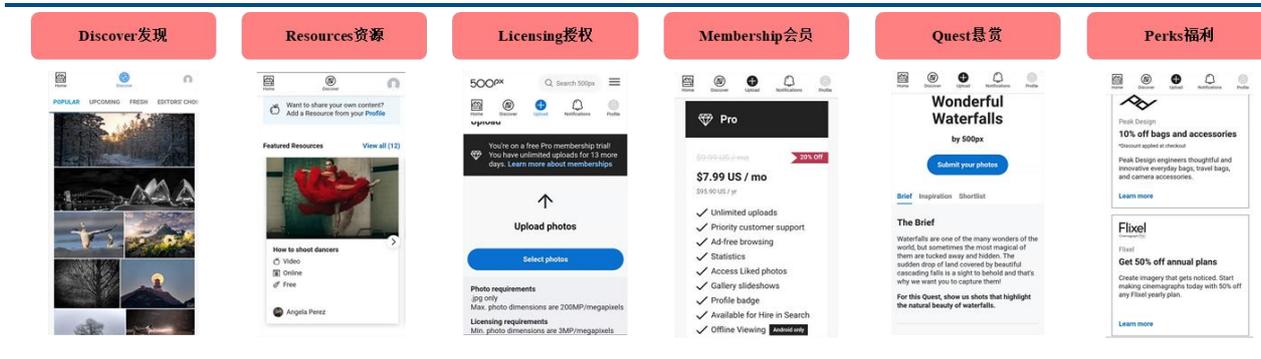
资料来源：视觉中国公告，中信建投

2、以摄影师用户为中心，形成强粘性社区

摄影师为主要用户，平台丰富功能赋能创作。根据 500px 官网，其目前有超 1500 万摄影师，而 2018 年公司公告表明全球累计注册用户已接近 1,700 万，说明平台内用户中摄影师群体占据多数。由于非注册用户仅可浏览图片，因此摄影师以外的注册用户为有与摄影师或作品有深入互动需求的用户，如 B 端客户。同时，根据 500px 网站列示的主要功能，我们认为其也主要为摄影师或创作端用户提供便利，是以摄影师用户为中心的社区，为摄影师提供提升摄影水平、展现才华及变现的机会，从而为 500px 的优质内容供应提供了基础。

- 1) **Discover 发现**：类似 Instagram，用户可以持续浏览图片信息流，并为喜欢的作品点赞、留言；
- 2) **Resources 资源**：社区用户上传、学习摄影经验，促进交流进步；
- 3) **Licensing 授权**：照片授权，摄影师最高获得 60% 分成，购买者可无限次和永久使用；
- 4) **Membership 会员**：摄影师订阅后能获得数据分析、无限上传、个性化个人界面等特权；
- 5) **Quest 悬赏**：特定摄影主题作品悬赏，编辑选出的获胜者获得现金激励；
- 6) **Perks 福利**：摄影师可获得 Peak Design 等合作伙伴的福利，如相机包打折、个人 Logo 打造打折等。

图表18： 500px 海外官网功能



资料来源：500px 官网， 中信建投

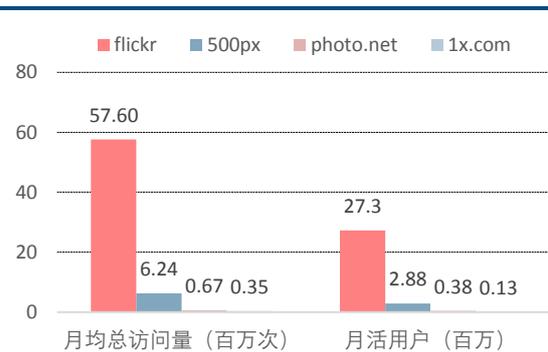
C 端用户访问量较低，但作品专业性更强。flickr 是线上的图片文件存储与分享平台，偏 C 端普通消费者属性，叠加雅虎收购期间的导流作用，flickr 平台内的 C 端消费者用户较 500px 多。据 Similarweb，flickr 在 4Q21 期间的访问量及月活用户数均显著高于 500px，说明目前 500px 海外版在普通用户方面的曝光或受众偏弱，但在作品质量上更高、专业性更强。

图表19： flickr 与 500px 对比

对比方面	500px	flickr
主要功能	授权、学习、交流、浏览、分析	存储、管理、分享、授权、交流、浏览、分析
储存空间	较小	大
相册分类管理	无	有
标签分类	有	有
作品可见权限	公开	私密或公开
版权规范要求	高	低

资料来源：flickr， 500px， 中信建投

图表20： 4Q21 期间全球摄影社区网站全网流量对比



资料来源：Similarweb， 中信建投

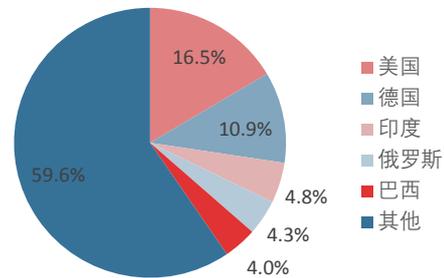
摄影师间形成良好社区氛围。虽然目前 500px 对 C 端用户尚未充分引入，但 500px 摄影师之间已经形成了较好的社区氛围，具备较高参与感。

1) 头部摄影师关注度高，兼容多样文化背景：在我们选取的 10 位粉丝数量较多的摄影师中，有 3 位粉丝数超 10 万，且均来自不同的国家、主打不同作品类型，受到社区其他用户充分认可。据 2018 年公司公告，500px 通过网站、App 已覆盖全球 195 个国家和地区，根据 Similarweb，在 4Q21 为 500px 海外官网贡献 76.3% 的访问量的桌面端 (desktop) 整体用户分布较为分散，用户占比前二的美国、德国合计仅占 27.4%，反映了 500px 广泛的用户触达及创作者来源，保障了需求和供给的多样性。

图表21： 500px 部分高粉丝量摄影师的粉丝量

摄影师	所属国家	主要作品类型	粉丝数量
Tanner Wendell Stewart	美国	风景	235,251
Sean Archer	俄罗斯	人像	204,533
Shihya Kowatari	日本	微距	124,564
Navid Baraty	美国	城市景观	98,306
Kristina Kazarina	俄罗斯	人像	70,603
Iurie Belegurschi	冰岛	风景	52,980
Georg Scharf	卢森堡	自然风景	38,480
Daria Klepikova	俄罗斯	人像	32,192
Angela Perez	美国	时尚	25,742
Brett Gasser	英国	风景	12,966

资料来源：500px，中信建投

图表22： 4Q21 期间 500px 海外桌面网页端用户地区分布


资料来源：Similarweb，中信建投

2) 热门作品互动次数多, 涉及题材广泛: 500px 根据社区用户参与互动的情况计算出 pulse 热度(百分制), 我们选取的 10 张 pulse 值较高的作品均具备上百的点赞量及 2 万以上的浏览量。据 2018 年公司公告, 500px 平台内累计社交行为(点赞、评论、分享等)数已超过 80 亿次。这 10 张作品涉及多种类型, 目前据 500px 官网显示其有包括动物、人物、风景、抽象、时尚等 29 个作品类别。

图表23： 500px 部分高热度作品互动情况

名称	类型	点赞数	评论数	pulse (热度)	浏览次数	图样
野奢	风景	1.5k	142	98.9	56.4k	
Under the snow	动物	885	22	98.3	39.8k	
Paco the Siberian	动物	452	20	98.2	72.3k	
Paradise	风景	517	12	97.9	77.2k	
Lady in the fields	人物	271	1	97.4	106.7k	

Speicherstadt Hamburg	风景	458	10	96.8	64.8k	
The red hair	人物	493	9	96.8	20.6k	
Infinity Bridge	风景	409	9	96.4	53.0k	
Asian ramen soup with shrimp	食物	177	1	95.5	105.0k	
Do you have a light?	人物	208	2	93.2	62.4k	

资料来源：500px，中信建投

3) 兴趣社群集中优秀摄影师相互促进：据 500px 官网，兴趣社群（Group）是摄影爱好者基于共同的摄影题材自发组织的社区，虽然 500px 不对摄影师入驻设置任何限制，仅在上传至平台的内容上提出了技术性操作建议及版权合规要求，但不同的兴趣社群有着自己的特色规定，其中成员数量前三的兴趣社群均要求或鼓励成员进行评论互动。我们认为鼓励评论的社群氛围能有效促进摄影师的相互学习、持续吸引摄影师加入，促进沟通交流，提升摄影师参与感和归属感，从而提高平台内容供给质量。据公司公告，2018 年时 500px 已有超 700 个兴趣社群。

图表24： 500px 成员数前 10 兴趣社群

兴趣社群	成员数量	照片数量	照片类型	入群要求
Landscapes	122,150	122,956	风景	对自己上传的每个作品要有建设性评论
Black and White	102,262	103,756	黑白	禁止广告营销，欢迎留言评论
Portrait Photography	90,672	59,420	人像	禁止广告营销，欢迎友好的建设性评论
Long Exposure Photography	64,434	32,598	长时间曝光	无
Cityscape Photography	62,271	42,251	城市景观	无
Street Photography	55,905	55,049	市民街景	没有人像的作品将被删除
Canon Users	55,714	78,136	不限	佳能相机使用者
Portraits	51,390	42,537	人像	禁止快照
Travel	51,130	67,183	旅途风光	发帖时附带至少三张并配上故事或描述

Nikon Users	46,429	75,656	不限	尼康相机使用者
-------------	--------	--------	----	---------

资料来源: 500px, 中信建投

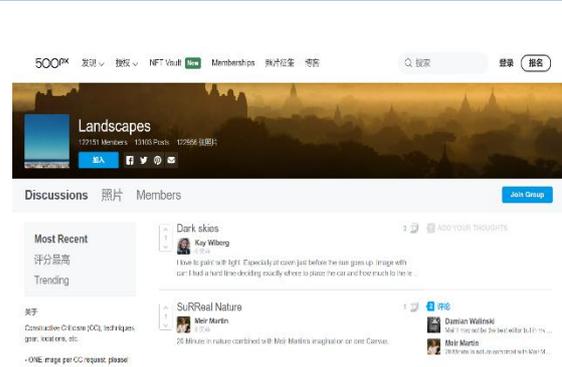
我们认为, 目前 500px 已经形成了让优秀摄影师及作品有充分曝光机会的机制, 让摄影师的参与获得社区认可, 激励内容创作, 同时形成了对优秀作品、特定题材进行充分互动的氛围, 助力信息交流, 从而让用户对平台保持积极参与及强粘性。

图表25: 500px 作品浏览界面



资料来源: 500px, 中信建投

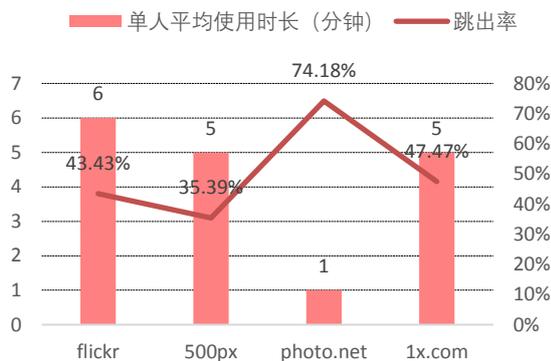
图表26: 500px 兴趣社群界面



资料来源: 500px, 中信建投

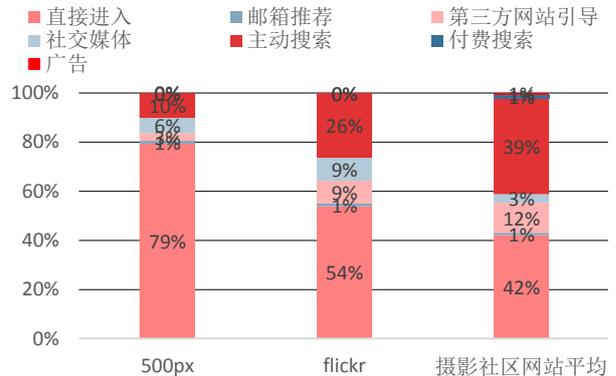
社区粘性较强, 用户忠诚度高。跳出率为从首页离开网站的用户占所有访问用户的百分比, 比率越低说明用户对网站的整体粘性更强, 更多用户愿意浏览网站的多个界面。根据 Similarweb, 500px 海外官网在 4Q21 的跳出率在同类网站中较低, 且单人平均使用时长也较高, 体现了 500px 对用户的较强吸引力。同时, 相比于其他同类网站, 500px 海外的用户有近 80% 直接进入桌面端网站, 没有经过中间的搜索或其他平台导流环节, 反映了用户对网站乃至 500px 品牌的强忠诚度。

图表27: 4Q21 全球摄影社区网站全网粘性数据对比



资料来源: Similarweb, 中信建投

图表28: 4Q21 期间 500px 海外桌面端网站流量来源分布



资料来源: Similarweb, 中信建投

(三) 总结: 视觉中国如何布局海外数字藏品业务?

相较国内较为保守的监管环境，海外数字藏品平台业务将更加市场化。当前，视觉中国国内数字藏品平台“元视觉”已推出，海外平台 Vault 正在筹建。由于国内市场对数字货币、二级市场交易均较为谨慎，海外市场则相对自由与开放，Vault 官网也表示，未来将基于以太坊区块链开展交易，用户使用以太币交易数字藏品。我们预计多链兼容、二次交易等平台机制也将逐渐放开。此外，在内容和平台机制方面：

1、丰富的内容供给：Corbis 自有版权+500px 持续新内容

1) Corbis 图片价值高，自有版权无需分成

经过报告第二部分的分析，我们认为 Corbis 的图片资产既具备稀缺性，也具备艺术性，此外

- 相对目前市场上主流的数字藏品以非写实的卡通头像类、3D 玩偶类、二次加工的设计内容为主，Corbis 写实风格的历史照片，更多了文化价值。
- Corbis 的图片大部分记录的是发生在西方世界的重要时刻，因此在文化调性和接受度方面，是符合海外用户价值取向的。
- Corbis 图片是公司的完全自有版权，交易额无需与第三方分成。

2) 500px 持续提供新内容，藏品类型也不止于传统摄影作品

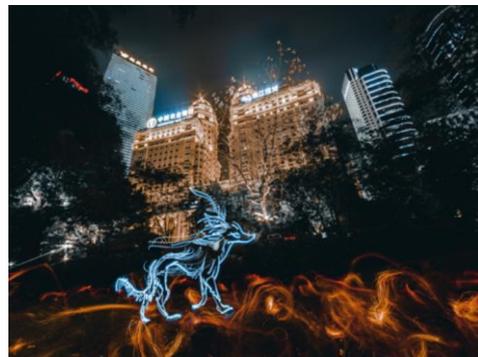
- 500px 平台可以帮助后续新内容的持续输入。当前元视觉已经上线的 8 批数字藏品中，已有 500px 摄影师的作品，即超现实照片“Cyberpunk Changing 2022”。
- 500px 虽然是摄影师平台，但藏品类型不限于传统的摄影作品。例如此前已在“元视觉”售卖的光绘数字藏品《光绘山海经神兽》，融合了神兽的光绘图及城市夜景，具备新奇视觉效果。此外，视频内容也丰富数字藏品类型，自 2019 年，500px 中国区推出了视频上传功能，2020 年社区签约的视频供稿人已超 3,000 名，同比翻倍，我们认为后续也有望在 500px 海外版推出视频类数字藏品。

图表29： 500px 创作人作品《Cyberpunk Changing 2022》



资料来源：元视觉，中信建投

图表30： 《光绘山海经神兽》



资料来源：元视觉，中信建投

2、良性的社区互动氛围，调动用户参与及促成交易。

1) 社群把控作品质量的机制：500px 的兴趣社群内有作品的分享交流，部分社群还对发布的内容提出要求，预计 Vault 将充分利用社群生态，可能参考 Foundation 设置邀请入驻的机制，让每个社群自主扩大规模并把握调性；也可能参考 SuperRare 让部分社群成员决定适合展出的作品，并从售出的作品中获得分成激励，甚至能在社群之间开展竞赛活动以提高平台内容供给质量。

2) 大量种子用户引入，助力冷启动：目前 500px 的用户对平台具备较强粘性及品牌忠诚度，我们认为这背后受益于 500px 提供的变现机会、学习交流机会。而随着后续 Vault 的放开，500px 将积极引导这部分忠诚用户迁移至 Vault，转化为其种子用户，带动 Vault 成立初期的数字藏品交易，并获得版权授权以外二次变现机会，从而进一步增强这部分用户对平台粘性的同时，吸引更多摄影师乃至消费者用户的入驻。

3) 二次创作机制或为原作品带来新的价值：据金色财经，视觉中国创始人、执行董事柴继军于 2021 年 12 月表示，公司将推出协同共创平台，借助区块链技术支持数字内容二次创作。二次创作机制能为购买者带来更多乐趣，比如 B 站前期限量发售的数字藏品头像“鸽德”支持用户进行二次创作，海外 10KTF 平台支持购买者在原有数字藏品基础上二次加工设计，数字藏品也将更加个性化。我们认为未来公司数字藏品业务也有望支持二次创作，充分融合摄影师、创作者的创造性与现有的众多优质图片资源，实现持续内容创新。

4) 二次交易机制有望开启以助推交易额：数字藏品的二次交易机制可以打开藏品的流动性，各方均能获得便利与收益，其中创作者能够再次获得增量的版权费用，购买方/售卖方也在理想价格实现交易，既激励一级市场的创作持续供给，也增加用户购买的意愿。海外的 OpenSea、Foundation、SuperRare 等均支持二级交易，公司海外数字藏品业务也有望开放二次交易，适应海外用户需求。

5) 维持现有 500px 对优秀作品的曝光机制：在 500px 内，现有的优秀作品能获得较多的评论点赞量，预计 Vault 内将保持对优秀作品、特定题材进行充分互动的氛围，从而带动用户对数字藏品的沟通互动，促进交易乃至二次交易的达成。

6) 引入 500px 现有的粉丝关注机制：目前“元视觉”平台内已发布数字藏品的创作者已经获得了一定数量的粉丝关注，500px 目前也有粉丝关注机制，预计 Vault 也会引入此机制，帮助粉丝跟进优秀摄影师的藏品发布动态，高效促成供需匹配。

图表31：截至 2022 年 2 月 17 日元视觉内创作者的已发售总额（万元）及粉丝数量

创作者	粉丝数	已发售总额（万元）	创作者	粉丝数	已发售总额（万元）
解海龙	622	199	南国夏	178	1.33
贾伟（KK）	635	32.89	生肖 34	11	33.83
李舸	470	15.92	Rewind	172	2.39
孙略	417	12.32	原来是子逸呀	150	2.39
视觉中国	789	11.94	cVv-INF	143	2.39
土豆男爵	206	3.88	Dopamine 猫-INF	143	2.39
ZZZ 小朱小朱	305	1.98	陆离-INF	134	2.39
Benyo	159	1.98	王思博 Roywang	267	2.18
薛善武	251	1.33	龙丘野 Nero	145	2.39
唐意 TY	220	1.33	灶王爷	193	4.4
Corbis 典藏	352	51.95	简爱手绘	115	4.40

资料来源：元视觉，中信建投

二、海外数字藏品的竞争格局：OpenSea 交易额创新高，特色平台层出不穷

海外数字藏品行业发展迅速，经过梳理与分析，我们认为海外数字藏品行业不是移动互联网模式下的流量生意，竞争格局也并非寡头垄断：除头部平台 OpenSea 累计交易额超过百亿美金外，其他中小平台均能获得不小的交易额，且 OpenSea 平台的交易额也分散在不同特点的品类之上。我们认为这背后体现，数字藏品本质是创意文化内容，内容的稀缺性、艺术创意性较为重要，此外平台机制也是助推交易额的重要因素。

1) 内容特点：看资产稀缺性与艺术创意性

头部作品往往有知名 IP 加持，如 OpenSea 平台中，有西甲、皇马等头部足球俱乐部 IP 的数字卡片平台 Sorare 销售额位于头部，无知名 IP 的藏品也凭借内容本身的创意和艺术性得到旺盛的交易，如艺术头像系列 CryptoPunk。

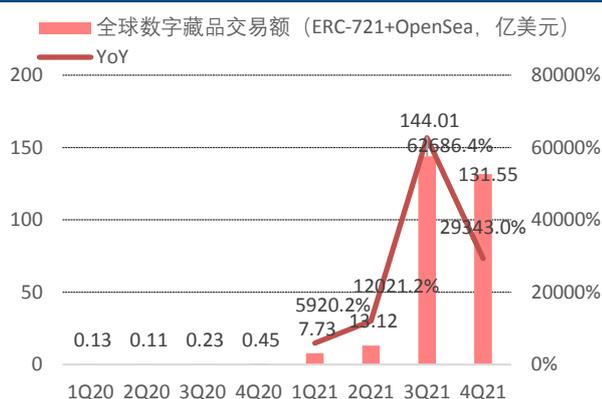
2) 平台机制：看社区互动、活跃和用户粘性

交易平台活跃的用户氛围以及独特的社区机制，往往能助推交易额的提升，如 Foundation 的创作者邀请入驻机制，保证平台藏品的高质量；SuperRare 平台的机制调动社区用户的积极性，精选出高交易额的作品。

（一）海外数字藏品市场：交易额快速提升，各细分品类均有较旺盛的需求

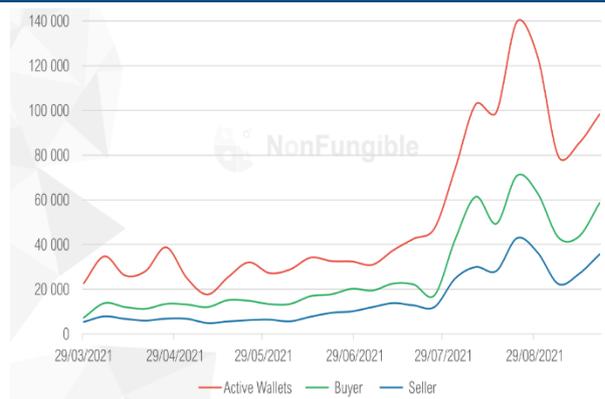
交易规模与参与用户数持续上升。根据 NonFungible& Dune Analytics，全球主要数字藏品平台的交易额在 2021 年快速增长，全年累计超过 296 亿美元（折合接近 1900 亿人民币）。交易用户层面，海外数字藏品周活跃独立账户 3Q21 末近 10 万，活跃买家/卖家分别接近 6 万/4 万。

图表32：全球数字藏品交易额与增速



资料来源：Nonfungible, Dune Analytics, 中信建投

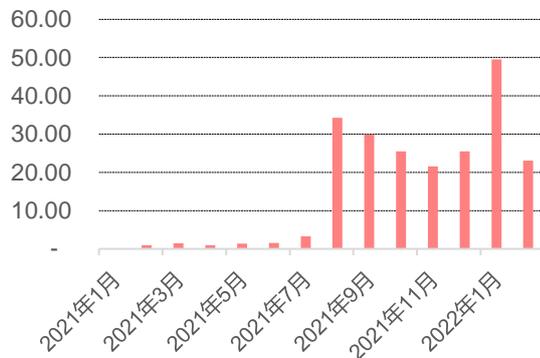
图表33：全球数字藏品交易者数量（单位：个）



资料来源：NonFungible, 中信建投（基于 ERC-721 的 NFT）

数字藏品行业有相对独立的交易市场与逻辑。比特币价格从 21 年 Q4 进入下跌区间，同期数字藏品行业交易额不断增加，头部交易平台 OpenSea 的交易额在 22 年 1 月创单月新高，接近 50 亿美元，也说明数字藏品有相对独立的交易市场与定价逻辑。

图表34： 头部数字藏品平台 OpenSea 交易额（亿美元）



资料来源: Nonfungible, Dune Analytics, 中信建投

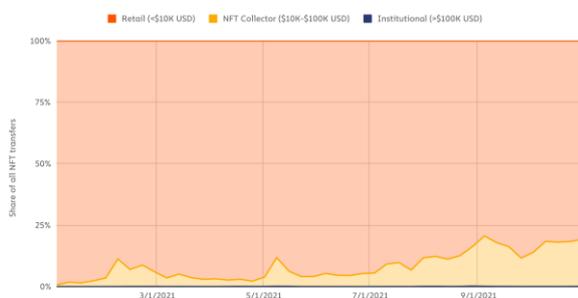
图表35： 比特币价格走势（美元）



资料来源: Yahoo, 中信建投

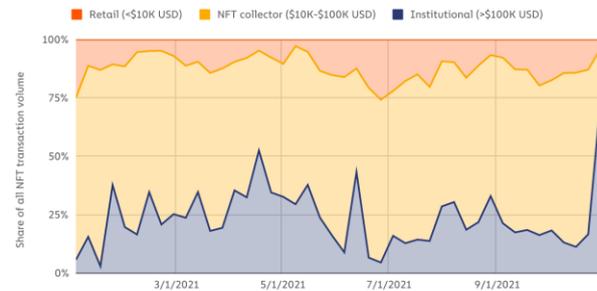
中长尾作品贡献主要交易量，但交易额仍由头部与超头部作品贡献。我们将单价低于 1 万美元的藏品视为中长尾，单价在 1-10 万美元之间的藏品视为头部，单价超过 10 万美元的藏品视作超头部。根据 Chainalysis，2021 年前 10 个月，海外数字藏品的交易量主要由中长尾藏品贡献 (>75%)，而从交易额来看，则是头部与超头部藏品贡献，其中头部藏品交易额占比约 63%，超头部藏品交易额占比约 25%，中长尾藏品交易额约 12%。总体而言，海外数字平台市场仍然以高单价的头部和超头部藏品交易为主。

图表36： 2021 年前 10 月全球数字藏品交易量分布(蓝色为超头部，黄色为头部，橘色为中长尾)



资料来源: Chainalysis, 中信建投

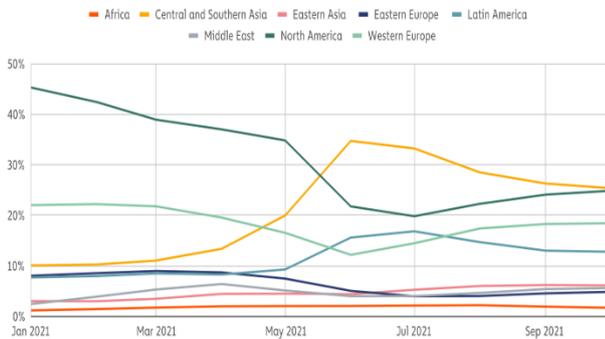
图表37： 2021 年前 10 月全球数字藏品交易额分布(蓝色为超头部，黄色为头部，橘色为中长尾)



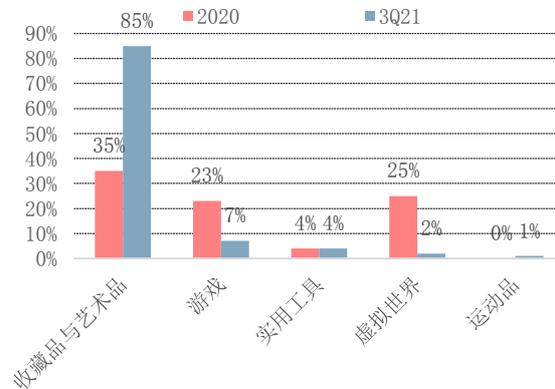
资料来源: Chainalysis, 中信建投

海外数字藏品市场以欧美发达地区为主，收藏品&艺术品类最受欢迎。

- 1) 根据 Chainalysis 报告，目前全球 NFT 数字藏品交易平台的访问量主要来自北美、西欧、中亚及东亚、拉美地区，而单个地区的访问量占比均小于 30%，表明数字藏品在全球范围内已形成一定的流行度。
- 2) 根据 NonFungible，收藏、艺术品类市场份额最高，3Q21 占比同比提升 50pct，是当前数字藏品市场的主要交易品类。

图表38：全球数字藏品交易平台访问量来源


资料来源: Chainalysis, 中信建投

图表39：2020 及 3Q21 各类型数字藏品的市场规模占比


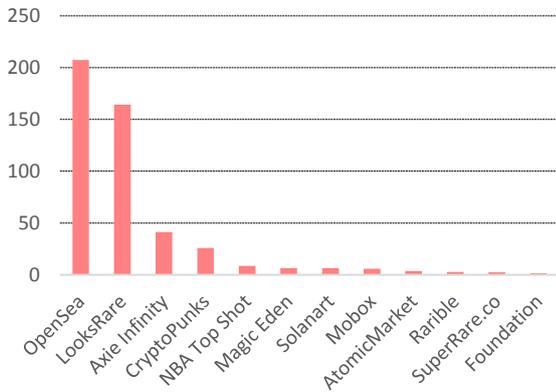
资料来源: NonFungible, 中信建投

（二）海外数字藏品平台格局：OpenSea 头部地位明显，其他平台快速成长

海外数字藏品平台当前呈现一超多强局面。截至 2022 年 2 月 17 日，OpenSea 是成立至今交易规模最大的数字藏品平台，累计交易额为 207.4 亿美元，1 月新成立的 LooksRare 次之，为 164.2 亿美元，均为综合性交易平台，而其他平台交易额相对较小，主要针对特定垂类，例如 NFT 游戏 Axie infinity、艺术类的 CryptoPunks 系列。其中艺术类主要平台包括 CryptoPunks/SuperRare/Foundation/MakerPlace/Zora/AsyncArt，其成立至今的累计交易额分别为 26.00/2.33/1.45/0.26/0.13/0.06 亿美元，但都保持较快的增速。

OpenSea 当前处于海外数字藏品规模第一的原因在于：

- **内容端/创作者端：放开 UGC 创作端。** OpenSea 向所有用户或商家免费开放数字藏品创建，官网显示截至 2021 年 11 月底，平台已拥有 60 万个用户，而其他平台的创作者端多数为平台进行把控。
- **二级市场交易规则：二次交易费用低。** OpenSea 对首次及再次交易均只收取 2.5% 的服务费，而其他平台则普遍在 10-15% 之间，低费率可以有效促进交易。
- **兼容多链，拓宽品类。** OpenSea 兼容以太坊、Polygon 及 Klaytn 区块链，基于不同链的数字藏品都能在平台内交易，拓宽了藏品品类。

图表40： 全球数字藏品平台累计交易额（亿美元）


资料来源: dappadar, 中信建投 (截至2022年2月17日)

图表41： 主要艺术品类综合数字藏品平台的藏品细分

平台	类型	成立日期	累计交易额 (亿美元)
SuperRare	图片、动图、3D、视频	2018/4/2	2.33
Foundation	图片、视频、模型	2021/2/21	1.45
MakersPlace	图片、绘画、视频、音乐、动图	2018/7/9	0.26
Zora	图片、动图、视频、音乐、文本、HTML	2021/2/27	0.13
Async Art	图片、绘画、音乐、文本、3D	2020/2/23	0.06

资料来源: 各平台官网, NonFungible, 中信建投 (截至2022年2月17日)

（三）数字藏品平台生意模式要点：独特的内容，活跃的社区

虽有头部平台 OpenSea 在前，但如 SuperRare、Foundation 等中小平台也同样做出过亿美元体量的交易额，我们认为背后主要是几个原因：

1、内容端：看稀缺性（或 IP 价值）和艺术&创意性（内容本身的价值）

我们梳理了 OpenSea、Foundation、SuperRare 等平台上主要的数字藏品，发现销售额靠前的系列或具备稀缺性，或内容本身有较好的艺术创意性。

1) 兼具稀缺性、艺术创意性的数字藏品

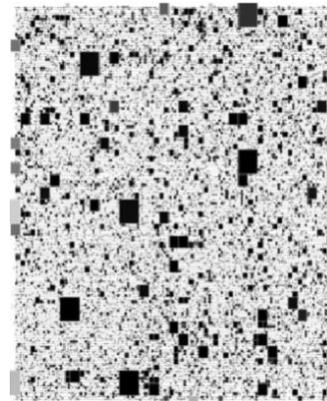
- **Foundation 头部作品 Stay Free:** 平台累计销售额第一的作品，反映美国“棱镜”计划的唯一数字藏品，勾勒出斯诺登本人的肖像，具备较高稀缺性、艺术创意性，其在 Foundation 以 545 万美元出售。
- **Foundation 头部作品 Dreaming at Dusk:** 平台累计销售额第二的作品，是视频类的数字藏品，纪念美国 Tor 成立这一隐私历史上的里程碑事件，具备较高稀缺性、艺术创意性，在 Foundation 以 201 万美元出售。

图表42: Stay Free



资料来源: NonFungible, 中信建投

图表43: Dreaming at Dusk



资料来源: NonFungible, 中信建投

2) 稀缺性更显著的数字藏品

- **SuperRare 头部作品 TIME The Future of Business:** 平台累计交易额排名第七, 知名加密艺术家 Beeple 的创作界面, 背景为《时代周刊》。在创作者个人影响力及《时代周刊》IP 的加持下, 限量发售 2 件的合计交易额达 284 万美元。
- **体育类头部系列 Sorare:** 该系列在 OpenSea 的合计价值已达到约 1.92 亿美元, 是基于足球运动员的数字卡片数字藏品, 据 Tech Crunch 其通过与 180 个全球足球组织合作, 为其数字藏品提供内容 IP 壁垒, 包括皇家马德里、利物浦、尤文图斯。

图表44: TIME The Future of Business



资料来源: Yahoo, 中信建投

图表45: 体育类数字藏品 Sorare

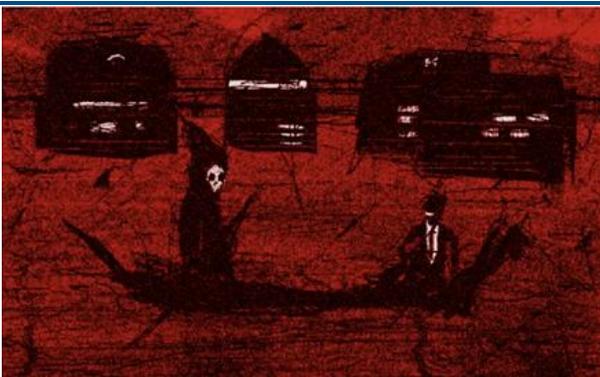


资料来源: SorareGuide, 中信建投

3) 创意性更显著的数字藏品

- **艺术品类头部系列 CryptoPunks:** 包含了 1 万枚不同外形的像素化人脸作品, 是最早的 NFT 数字藏品之一, 于 2017 年发售, 其稀缺性、先发性、高识别度受到诸多海外用户认可, 已形成 IP 并引发激烈竞标, 据雅虎, 价格最高的作品以 1170 万美元成交, 最低价也超过 3.7 万美元。
- **SuperRare 头部作品 All Time High in the City:** 平台累计交易额排名第三, 反映创作者 XCOPY 的标志性创作风格, 虽没有 IP 加持, 但内容本身具备较高的艺术创意性, 在 SuperRare 内合计出售 4 份, 累计交易额 913.56 万美元。

图表46: All Time High in the City



资料来源: NonFungible, 中信建投

图表47: 艺术品类数字藏品 CryptoPunks



资料来源: NonFungible, 中信建投

- **摄影类头部系列 Twin Flames:** 根据创作者 Aversona 在 2017 年拍摄的 100 对双胞胎人像摄影作品生成, 于 2021 年在 OpenSea 出售, 是最早的一批人像摄影作品类数字藏品之一, 此创意受到了来自 CryptoPunks 追捧者、摄影师群体的认可, 在 OpenSea 内合计价值已达到约 1700 万美元。
- **摄影类头部系列 Where My Vans Go:** 创作者通过攀爬至较危险的位置拍摄自己的 Vans 帆布鞋, 并生成一系列摄影作品数字藏品, 具备独特的风景视角及高识别度的元素创意 (Vans 帆布鞋), 让该系列逐渐获得收藏家认可, OpenSea 内合计价值达到 700 万美元。

图表48: 摄影类数字藏品 Twin Flames



资料来源: ONE37, 中信建投

图表49: 摄影类数字藏品 Where My Vans Go



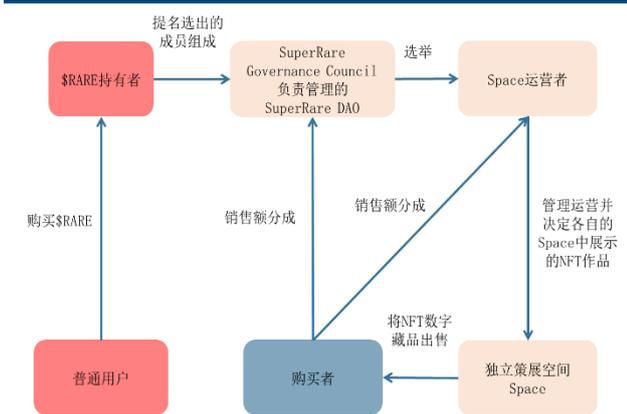
资料来源: ONE37, 中信建投

2、平台机制与机制：调动社区氛围，助推用户购买

1) **Foundation**：创作者邀请入驻机制，保证平台藏品的高质量。Foundation 也注重社区属性，这主要体现在其社区主导的邀请策展模式：先邀请 50 位创作者入驻平台，当入驻成员在平台成功售出一件原创作品后，便可获得 2 个新人邀请名额。被邀请者成功出售首件作品时也会获得 2 个邀请码，以此类推。但若创作者恶意买卖邀请码，将被永久剥夺入驻资格。我们认为此类机制有助于为平台引进优质创作者，保障平台藏品的质量，进而促进交易。

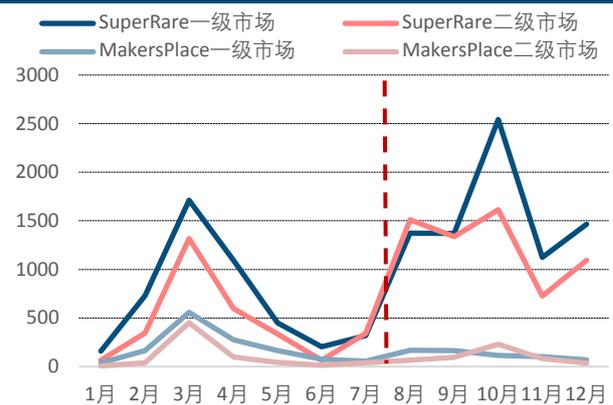
2) **SuperRare**：新机制调动社区积极性，提高数字藏品供给质量。2021 年 8 月，SuperRare 宣告了一系列新机制，优化平台生态。此前创作者是否被允许入驻及开放作品展示，完全由 SuperRare 平台的员工决定。8 月，平台推出 \$RARE 策展令牌 (curation token) 机制，\$RARE 持有者成为独立策展空间 Space 的运营者后，可决定所负责的 Space 内可展示的作品，其可从成功出售的 NFT 数字藏品获得分成。我们认为此机制能充分调动社区成员筛选优秀作品的积极性，让作品更贴合消费端用户需求。根据 NonFungible 数据，SuperRare 的一二级市场交易额在 8 月后有较显著提升，而缺乏类似机制的 MakersPlace 在 8 月后并没有交易额的明显变化。

图表50： SuperRare 的 \$RARE 策展令牌机制



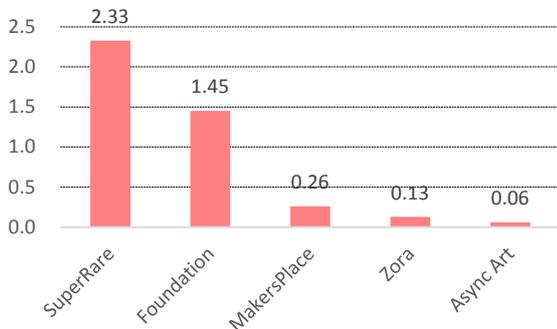
资料来源：中信建投

图表51： 2021 年一二级市场月交易额对比（万美元）



资料来源：NonFungible，中信建投

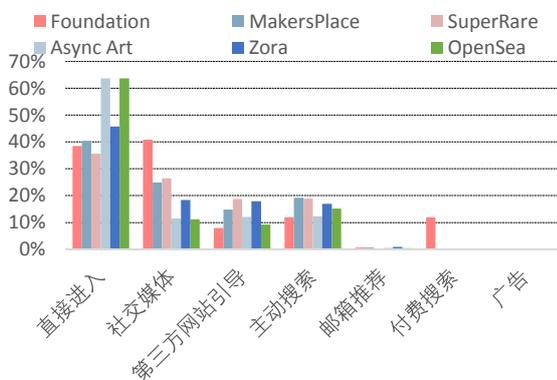
我们认为，以上两种将平台内容与社区生态紧密联系的机制，能让用户具备强参与感、让用户之间形成较强联系，以社区带动内容质量提升，以内容带动社区互动及交易达成，形成良性循环，让 Foundation、SuperRare 具备强平台粘性，从而在交易额上领先于其他平台。

图表52： 艺术品数字藏品平台累计交易额（亿美元）


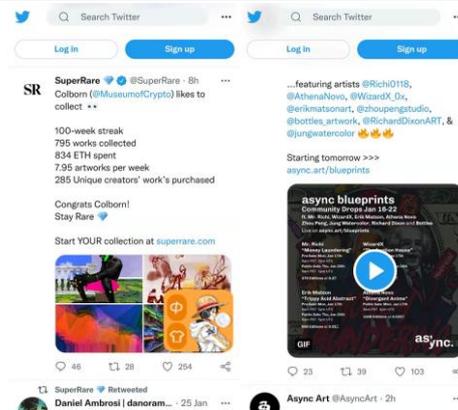
资料来源: NonFungible, 中信建投 (截至 2022 年 2 月 17 日)

3、流量营销不是驱动平台发展的核心因素

据 Similarweb，Foundation、SuperRare 等六个主要平台的流量主要都来自用户直接进入，虽然各平台均有借助 Twitter、Instagram 等社交媒体进行流量营销，但平台在 Twitter 开设账号的粉丝数与平台的访问量、用户时长并没有显著正相关，说明流量不能显著促进用户留存。

图表53： 4Q21 艺术类数字藏品平台流量来源分布


资料来源: Similarweb, 中信建投

图表54： 数字藏品平台通过 Twitter 宣发活动或作品


资料来源: Twitter, 中信建投

图表55： 各平台在 Twitter 的粉丝数与平台的访问量与时长不成正比

平台名称	网站月均访问量（百万）	人均访问时长（分钟）	Twitter 粉丝数（万）	Twitter 在社交媒体流量占比
SuperRare	1.5	3.75	25.98	86.77%
MakersPlace	0.58	1.67	9.91	66.22%
Zora	0.25	2.00	5.74	88.43%
Async Art	0.18	3.50	5.34	86.80%
Foundation	4.18	4.67	26.51	79.43%

资料来源: Similarweb, Twitter, 中信建投

综上所述，我们认为海外数字藏品平台发展的核心要点在于：

- 1) 内容要有稀缺性、创意性或 IP 作为支持；
- 2) 平台要有灵活、独特的机制和机制，核心是调动用户在平台的参与感；
- 3) 流量营销不是驱动平台发展的核心因素。

风险提示：

- 1、互联网平台/广告营销与服务/企业客户对视觉产品的预算下降：**视觉中国目前主营业务收入来自视觉内容与服务，即通过整合全球及本土海量优质图片、视频等版权内容素材，为党政与媒体、企业客户、广告营销与服务、互联网平台等客户提供授权及有关技术服务。2018-1H21 收入占比为 79.15%/98.93%/99.31%/99.67%。公司不断丰富可供应内容、开拓多样市场、升级底层技术，不断提升产品体验、服务交付和管理效率，但在新冠疫情及公司网站整改的影响下，下游客户经营压力可能影响使用公司内容素材的需求。据 2021 中报，互联网平台/广告营销与服务/企业客户的贡献收入分别为 50.9/67.8/94.4 亿元，同比分别增长 25.1%/39%/9.5%，分别占公司视觉内容与服务收入的比例分别为 15%/20%/28%。1) 若此三类客户的收入在 2021 年全年及此后延续合理增长，则 2021-2023 年预计贡献合计收入 4.5/5.4/6.0 亿元；2) 若此期间增速受疫情影响低于预期 20%，则 2021-2023 年预计净利润下降 0.03/0.08/0.13 亿元；3) 若此期间增速高于预期 20%，2021-2023 年预计净利润上升 0.03/0.09/0.14 亿元。
- 2、数字藏品行业海内外监管风险：**近期《“十四五”数字经济发展规划》发布，其中提及“推动版权保护与数据确权”，一定程度上肯定区块链技术对数字经济的发展作用，但仍有相关政策风险；海外数字藏品市场发展相对市场化，也不排除相关政策风险的可能性。
- 3、社区机制建设不合理导致用户流失：**数字藏品交易平台需要设计合理机制以提高用户对平台的粘性及参与活跃度，若机制设计不合理，可能导致平台用户流失而影响交易。
- 4、用户需求不及预期：**数字藏品可用于收藏、观赏、社交、学习等，近年获得了较大的市场关注度及交易增量，但也存在应用场景较少、流通性较低等问题，若用户对数字藏品需求不及预期，则对公司数字藏品业务带来发展压力。
- 5、行业竞争加剧：**国外竞争格局呈现“一超多强”，众多平台凭借具备吸引力的内容产品、特色的制度设计促成了较高的平台内交易额，伴随数字藏品的逐渐流行，后续可能吸引更多玩家推出数字藏品，抢占用户及内容资源，可能对公司平台带来竞争压力。

报表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	691	692	727	1035	1358
现金	373	302	211	417	517
应收票据及应收账款合计	171	181	257	284	388
其他应收款	103	40	73	145	129
预付账款	12	11	9	27	18
存货	0	0	63	28	194
其他流动资产	31	159	114	133	111
非流动资产	3426	3347	3464	3538	3615
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	1913	1901	1891
资产总计	4117	4039	4191	4572	4973
流动负债	651	649	604	638	754
短期借款	201	181	181	181	181
应付票据及应付账款合计	128	124	160	224	267
其他流动负债	322	344	263	234	307
非流动负债	392	220	210	207	203
长期借款	203	30	26	21	16
其他非流动负债	189	190	184	186	187
负债合计	1043	870	813	845	957
少数股东权益	-0	4	4	4	4
股本	74	74	74	74	74
资本公积	1614	1626	1626	1626	1626
留存收益	1357	1486	1678	1930	2246
归属母公司股东权益	3074	3165	3374	3723	4012
负债和股东权益	4117	4039	4191	4572	4973

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	93	112	143	282	176
净利润	217	142	193	255	319
折旧摊销	11	17	16	19	21
财务费用	23	32	18	24	28
投资损失	-58	-35	-48	-44	-46
经营性应收项目的减少	287	3	-75	-45	-94
经营性应付项目的增加	-396	-29	112	39	119
其他经营现金流	-388	-47	38	72	-51
投资活动现金流	25	66	-39	-45	-41
资本支出	27	39	36	11	17
长期投资	-57	90	-68	-63	-66
其他投资现金流	-5	196	-71	-98	-90
筹资活动现金流	-271	-164	-195	-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	0	0	0
资本公积增加	0	13	0	0	0
其他筹资现金流	-221	16	-190	-26	-30
现金净增加额	-153	5	-91	206	100

资料来源:公司公告, 中信建投

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	722	570	720	961	1189
营业成本	266	208	261	365	452
营业税金及附加	4	4	4	6	7
销售费用	78	68	79	106	131
管理费用	106	99	122	135	155
研发费用	44	50	61	77	95
财务费用	23	32	18	24	28
资产减值损失	13	0	10	12	13
公允价值变动收益	21	30	13	16	20
其他收益	2	6	6	6	5
投资净收益	58	35	48	44	46
营业利润	262	183	230	302	378
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	8	2	2	3
利润总额	262	176	228	300	376
所得税	44	34	34	45	56
净利润	217	142	193	255	319
少数股东损益	-2	1	-0	1	0
归属母公司净利润	219	142	194	254	319
EBITDA	288	197	248	322	394
EPS (元)	0.31	0.20	0.28	0.36	0.46

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-26.9	-21.0	26.2	33.5	23.7
营业利润(%)	-33.1	-30.2	25.3	31.6	25.1
毛利率(%)	63.1	63.5	63.7	62.0	62.0
净利率(%)	30.3	24.8	26.9	26.5	26.8
ROE(%)	7.1	4.5	5.8	7.1	8.1
ROIC(%)	17.4	9.9	13.0	17.3	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.3	21.5	19.4	18.5	19.2
净负债比率(%)	12.5	8.2	5.2	-1.0	-3.6
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.6	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.6	1.5
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	4.1	3.3	3.3	3.6	3.6
应付账款周转率	2.0	1.6	1.8	1.9	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.20	0.28	0.36	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.15	0.20	0.40	0.25
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.43	4.70	5.06	5.51
估值比率					
P/E	54.2	84.0	61.4	46.7	37.3
P/B	4.0	3.8	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	5.6	7.5	5.7	3.7	2.8

分析师介绍

杨艾莉： 传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk