

## 证券研究报告—深度报告

传媒

影视娱乐

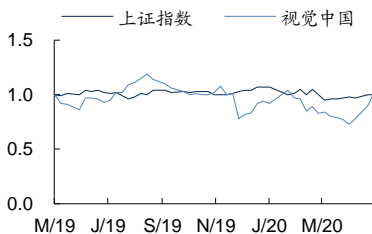
## 视觉中国(000681)

买入

合理估值: 24.80-25.66 元 昨收盘: 19.49 元 (维持评级)

2020年05月20日

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	701/661
总市值/流通(百万元)	13,934/13,151
上证综指/深圳成指	2,875/10,921
12个月最高/最低(元)	24.65/13.90

## 相关研究报告:

《视觉中国-000681-2019 年年报暨 2020 年一季度点评: 图片版权服务初心未变, 蓄势待发再启航》——2020-05-06  
 《视觉中国-000681-重大事件快评: 公司网站正式恢复运营, 知识产权保护趋势不变》——2020-03-25  
 《视觉中国-000681-2019 年三季报点评: 业绩增速环比改善, 关注拐点向上可能》——2019-10-30  
 《视觉中国-000681-2019 年半年报点评: 子公司剥离及短期事件致 Q2 业绩下滑, “内容+技术”双轮驱动成长》——2019-08-12  
 《视觉中国-000681-2018 年三季报点评: 核心主业稳健增长, 持续看好长期成长潜力》——2018-10-31

## 证券分析师: 张衡

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

## 证券分析师: 高博文

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

## 证券分析师: 夏妍

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

## 独立性声明:

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

## 深度报告

## 公司拐点已至, 视频化未来可期

## ● 业务模式调整不改护城河深度和增长中枢

1) 公司在经营合规性和获客方式上不断提升。运营上, 公司与人民网合作加强内容合法合规审核, 通过合作方式开展社会公共事务类新闻图片服务; 获客方式上, 加强与调解机构、行业协会以及互联网平台合作, 提升客户体验; 2) 我们认为续约率、ARPU 值提升与新客获取同样重要, “高续约率+调解”取代“鹰眼+诉讼”模式方是长久之道; 3) 正版化大势所趋的背景下, 公司在素材资源、客户等方面的优势并未消减, 长期的护城河深度和增长中枢并未发生显著变化。

## ● 竞争格局大幅优化, 行业集中度和议价能力有望提升

1) 监管加强对行业内企业均造成不同程度冲击, 作为行业龙头, 视觉中国无论收入、利润规模还是抗风险能力均显著强于主要竞争 (如东方 IC、全景视觉、千图网等), 有望获取更大市场份额; 2) 知识产权保护大势所趋, 加强网络空间著作权保护、引入惩罚性赔偿制度、丰富执法手段将对侵权盗版行为产生震慑, 有助于加快客户转化; 3) 行业出清、下游需求持续释放有望推动公司在新周期中获得更高增速。

## ● 视频素材价值凸显, 视觉中国有望复制图片素材成功路径

(短) 视频形式的用户时长和广告市场规模不断攀升, 企业的宣传营销需求也将从图片转向视频, 带动视频素材需求快速释放。从商业价值上来看, 视频素材的价值和价格是图片素材的数倍, 其市场规模也将是图片市场规模的数倍。视觉中国有望凭借 (供应/客户) 资源的重合优势, 在视频素材市场领跑。

## ● 风险提示

宏观经济下行风险; 人才流失风险; 行业竞争加剧; 行业监管风险等。

## ● 看好行业集中度提升及视频素材发展, 维持“买入”评级

维持盈利预测, 我们预计公司 2020/21/22 年全面摊薄 EPS 分别为 0.33/0.41/0.55 元。我们看好行业集中度提升及视频素材发展潜力, 结合绝对和相对估值法, 公司合理股价为 24.80-25.66 元 (当前股价存在 27.2%-31.7% 上涨空间), 继续维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2016	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	988	722	744	1,019	1,397
(+/-%)	21.3%	-26.9%	3.1%	36.9%	37.1%
净利润(百万元)	321	219	233	284	387
(+/-%)	10.4%	-31.8%	6.3%	21.9%	36.3%
摊薄每股收益(元)	4.35	0.31	0.33	0.41	0.55
EBIT Margin	44.2%	37.1%	30.4%	30.6%	30.7%
净资产收益率(ROE)	11.1%	7.1%	7.2%	8.2%	10.4%
市盈率(PE)	4.5	62.3	58.7	48.1	35.3
EV/EBITDA	6.2	53.0	63.3	46.7	34.4
市净率(PB)	0.5	4.4	4.2	4.0	3.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

1) 我们认为公司具备版权行业优质公司的两个重要特点：一是采取分成的平台轻资产模式，坚持高端定位形成的很好的定价权，盈利能力强、现金流好；二是基于独家内容的版权生态，构建深厚的护城河，大客户的续约率极高，市场占有率稳中有升。在版权监管趋严和规范化大环境下，图片行业正版化率有望持续提升，行业内企业分化加剧，视觉中国市占率有望进一步提升；

2) 互联网内容形态越来越富媒体化、内容的表现力越强、用户的体验和互动越好，（短）视频形式的用户时长和广告市场规模不断攀升。视频素材的价值和价格是图片素材的数倍，视觉中国有望凭借（供应/客户）资源的重合优势，在视频素材市场领跑；

3) 我们预计公司 20-22 年每股收益 0.33/0.41/0.55 元，利润增速分别为 6.3%/21.9%/36.3%，目标价 23.10-25.66 元，继续维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，知识产权保护、版权规范化加速图片、视频、音频行业正版化；

第二，行业集中度提升进一步加快；

第三，内容视频化大趋势，视频素材需求持续攀升，公司有望领跑。

### 与市场的差异之处

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

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

### 股价变化的催化因素

第一，《著作权法》修正案落地，相关深化知识产权保护政策出台；

第二，图片版权行业整合加速；

第三，公司与重要的音频、视频供应商，视频社区等达成合作等。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，宏观经济下行风险；

第二，人才流失风险；

第三，互联网巨头（字节跳动、快手等）进入视频素材版权市场等。

## 内容目录

引言.....	6
变与不变：获客方式改变不改护城河深度和成长中枢.....	7
获客方式：“高续约率+调解”取代“鹰眼+诉讼”模式方是长久之道.....	7
经营范围：加强与人民网合作，共同开展时政类新闻视觉素材服务.....	10
行业趋势：视觉内容监管加强，不改深化知识产权保护风向.....	11
行业出清：竞争格局大幅优化，集中度和议价能力有望提升.....	12
编辑类：新闻类图片重新洗牌，行业集中度有望提升.....	12
诉讼类：诉讼模式难以为继，全景视觉收入出现下滑.....	13
共享类：用户规模大，存在较大侵权风险，未来有望逐步规范.....	15
视频化：视频素材价值凸显，视觉中国有望复制图片素材成功路径.....	16
未来前景：内容形式富媒体化，视频形式掌握更多时长和广告份额.....	16
市场空间：内容即流量，视频素材价值和空间是图片数倍.....	17
战略布局：视觉中国率先卡位视频领域，资源与客户优势构建护城河.....	19
盈利预测.....	20
风险提示.....	22
附表：财务预测与估值.....	23
国信证券投资评级.....	24
分析师承诺.....	24
风险提示.....	24
证券投资咨询业务的说明.....	24

## 图表目录

图 1: 视觉中国单季营业收入及增速 (单位: 百万、%)	6
图 2: 视觉中国单季归母净利润及增速 (单位: 百万、%)	6
图 3: 中国商业图片市场规模约 30 亿美元	7
图 4: 微信公众号日产出 (万)	7
图 5: 公司前五大客户收入持续提升 (单位: 百万)	8
图 6: 满足大客户多样化需求提升收入	8
图 7: 联合信任助力企业维权	8
图 8: 初始获客成本不影响长期盈利能力	8
图 9: 免费图片库吸引潜在用户	9
图 10: 行业联盟战略合作高效开发客户	9
图 11: 视觉中国图片素材进入 WPS 稻壳会员	9
图 12: 稻壳会员快速增长	9
图 13: 视觉中国为人民网提供独家技术平台支持与客户服务	10
图 14: 东方 IC 编辑类图片范围	12
图 15: 视觉中国编辑类图片范围	12
图 16: 2015 年新闻类图片领域格局	13
图 17: 社会公共事务新闻图片仅占 5% (2019H1)	13
图 18: 全景视觉侵权诉讼案件月度开庭数量	13
图 19: 全景视觉营业收入及归母净利润 (单位: 百万)	14
图 20: 全景视觉接近 50% 收入来自于维权	14
图 21: 视觉中国毛利率及费用率	14
图 22: 全景视觉毛利率及费用率	14
图 23: 内容形态越来越富媒体化	16
图 24: 移动互联网娱乐时长分布	17
图 25: 视频形式广告占比逐步提升	17
图 26: 视频将取代图文成为企业宣传的新阵地	17
图 27: 站酷海洛图片素材会员价格	18
图 28: 站酷海洛视频素材会员价格	18
图 29: 视频是内容&内容即流量	18
图 30: 专业视频素材具有相当潜力	19
图 31: 500PX 上线视频区	19
图 32: 视觉内容素材正版化路径	20
表 1: 著作权法修改前后对照及影响	11
表 2: 加快知识产权强国进行计划	11
表 3: 图片库公司一览	12
表 4: 共享类图片网站存在侵权风险	15
表 5: 共享类图片网站用户规模较大	15
表 6: 视觉中国业务拆分及预测	20
表 7: 可比公司盈利及估值情况一览	21

---

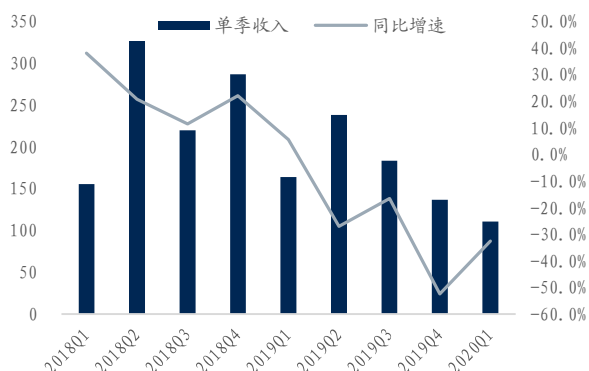
表 8: 绝对估值法 FCFF 公司自由现金流模型 (单位: 百万) .....	21
--	----

## 引言

我们在以前的深度报告中详述了公司的商业模式、护城河。我们认为公司作为商业图片版权服务的平台，受益于内容行业从文字到图文的升级，尤其是微信、微博的崛起。公司卡位高质量独家图片，满足大中型企业的需求；通过分成模式，转动资源与客户的飞轮，打造深厚护城河。2019 年国家对整体图片版权行业大范围整改，视觉中国也经历“411”和“1210”两次整改，短期经营遭受一定冲击，但是长期来看正在迎来全新的成长机遇。本文我们就公司在整改后获客方式、业务经营、监管方向、成长路径等方面的“变与不变”进行分析。

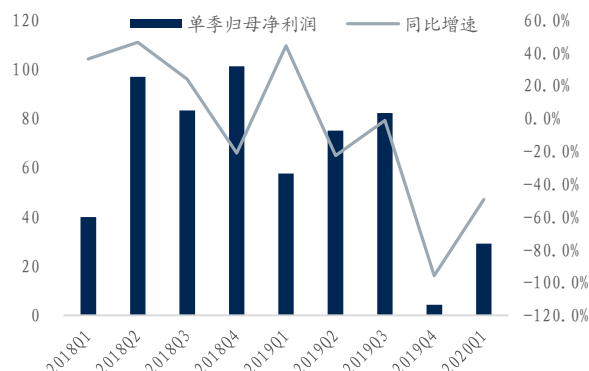
公司业绩阶段性下滑主要受到网站关停及疫情。；自 3 月开始图片下载量恢复明显，业绩迎来拐点。公司 2019 全年实现营收 7.2 亿（-26.9%），归母净利润 2.2 亿（-31.8%），剔除剥离业务影响图片主业 7.1 亿，下降约 8.6%。前三季度主业同增 1.5%，第四季度同比下滑 35.5%。公司图片下载量（包括样图）的快速恢复是业绩增长的前置指标，业绩恢复可期。

图 1：视觉中国单季营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 2：视觉中国单季归母净利润及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

**行业加速出清整合的可能性。**本篇深度报告，我们将从国家对整体图片版权行业大范围整改后视觉中国及其各主要竞争对手情况进行梳理和分析。监管加强对行业企业造成不同程度冲击，东方 IC 缺席社会公共事务类新闻图片服务、全景视觉收入大幅下滑、千图网等网站存在用户上传侵权内容等现象，行业集中度有望进一步提升。

**新赛道的可能性。**本篇深度报告，我们将重新审视视频素材的趋势、市场以及视觉中国未来所处的竞争格局，对公司未来的成长性进行展望。（短）视频形式的用户时长和广告市场规模不断攀升，企业的宣传营销需求也将从图片转向视频。视频素材的价值和价格是图片素材的数倍，其市场规模也将是图片市场规模的数倍。视觉中国有望凭借（供应/客户）资源的重合优势，在视频素材市场领跑。视频素材将成为公司开辟全新的商业化赛道，本篇报告也将重点对此详细阐述。

**市值上再造一个视觉中国的可能。**加强网络空间著作权保护、引入惩罚性赔偿制度、丰富执法手段将对侵权盗版行为产生震慑，有助于加快客户转化。行业出清和整合有望推动公司业绩高成长性加快落地。视频素材市场空间广阔，公司率先发力，有望重现图片版权发展路径，维持龙头地位。公司是传媒行业稀缺的兼具成长确定性和深厚护城河的企业，期待视频领域再造一个视觉中国，见证优秀公司新成长。



## 变与不变：获客方式改变不改护城河深度和成长中枢

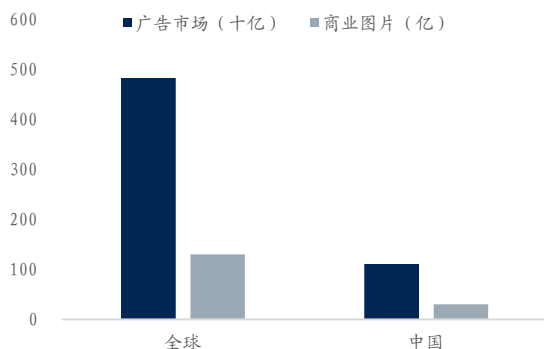
经过两次网站整改，投资者普遍对于公司获客增速、业务范围以及政策法规趋势产生疑虑。我们可以看到，一方面，公司与人民网合作，加强内容合法合规审核，通过合作方式开展社会公共事务类新闻图片服务；另一方面，调整获客方式，加强与调解机构、行业协会以及互联网平台合作，提升客户体验。

### 获客方式：“高续约率+调解”取代“鹰眼+诉讼”模式方是长久之道

对于大客户来说，重要的是挖掘客户的新需求、提升用户体验；对于中小企业及长尾客户，提供自助化程度高的电商交易服务、通过平台的连接及赋能，提升了优质正版内容触达客户的深度和广度。自上而下来看，获客的瓶颈在于正版化率，而国内图片市场正版化率不足 10%，客户数量和正版使用量都存在较大潜力；自下而上来看， $\text{收入增长速度} = \text{老客续约率} * (1 + \text{老客 ARPU 值增长率}) + \text{新客收入贡献增长率} - 1$ ，（推导过程见下文）新客增速固然重要，老客的续约率和收入增长却都与获客方式休戚相关。

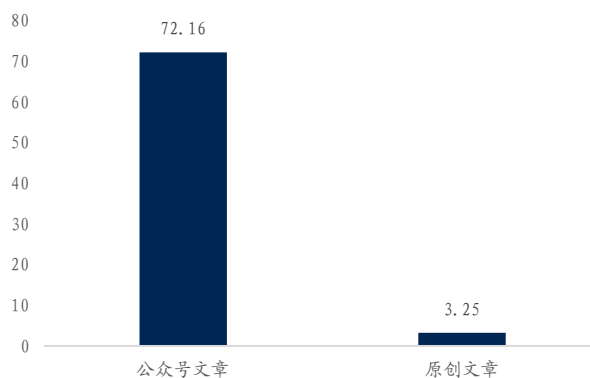
►自上而下看，商业图片市场约 200 亿，正版化率不足 10%，客户数量和正版使用量都存在较大潜力。（根据 L.E.K.Consulting LLC 预测 2016 年狭义图片库市场规模 58 亿美元，委托定制市场规模约 70 亿美元。全球图片库市场与广告市场比例约 1.2%，全球商业图片（包括委托定制）市场比例约 2.7%，由此估计中国商业图片市场约 200 亿）从数量上看，图片素材使用量大，但正版化率仍较低。以微信公众号为例，单日出约 72 万篇文章，其中原创文章 3.2 万篇，保守按照每张图片 5 张估计，年图片需求量近 6000 万。而我们以 200 元/张估计，视觉中国付费下载量约在 350 万左右，包括样图的下载量在千万级别以上。

图 3：中国商业图片市场规模约 30 亿美元



资料来源：eMarketer（2019）、L.E.K.Consulting LLC、国信证券经济研究所整理（全球商业图片市场及广告收入为 2016 年值）

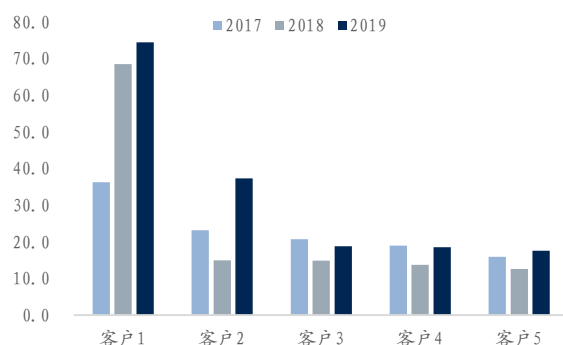
图 4：微信公众号日产出（万）



资料来源：新榜、国信证券经济研究所整理

►自下而上看，公司直接合作客户 1.5 万（+2%），年销售额 10 万以上客户占比 70%，留存率 80%+，头部客户的合作不断提升，“高续约率+调解”取代“鹰眼+诉讼”的模式方是长久之道。事实上，“本期收入 = 老客户收入 + 新客户收入贡献” → “本期收入 = 老客户数量 \* 本期 ARPU 值 + 新客户收入贡献” → “本期收入 = 上一期客户数量 \* 续约率 \* 本期 ARPU 值 + 新客户收入贡献” → “本期收入增长率 = 客户续约率 \* 本期 ARPU / 上期 ARPU - 1 + 新客户收入 / 上期收入”。我们可以看到，收入增长率与续约率、续约客户 ARPU 增长率成正比，也与新客户收入增长率成正比，三者同样重要。

图 5：公司前五大客户收入持续提升（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 6：满足大客户多样化需求提升收入



资料来源：华为官网、国信证券经济研究所整理

对于大客户，相比于“鹰眼+诉讼”，调解模式更有助于续约率、续约客户 ARPU 增长率的提升。市场担忧公司暂停使用鹰眼系统会影响获取新客户。公司将通过联合信任版权保护平台，把多年来版权保护实践中积累的技术和经验向内容创作者、使用者、行政调解机构和司法系统全方位开放，为推动行业生态健康发展做出更大贡献。其中最为重要的是鹰眼系统（2017 年上线），公司将共享自身独家图片侵权追踪系统及数年训练的数据模型，可以快速、准确识别侵权图片，助力行业公司甄别图片侵权和版权保护，检测图片侵权现象并未受到显著影响。此外，公司与国家、地区调解中心达成合作，采取“更温和、更具效率”的调节模式拓展客户。2019 年第四季度，公司与中国版权保护中心（国家版权局直属事业单位）、首都版权联盟（中国出版集团、央视网等机构发起）、中国互联网协会、广东省版权保护中心、江苏版权纠纷调解中心、深圳市版权纠纷人民调解委员会等 8 家调解机构建立合作，在政府有关部门的指导下开展版权保护调解工作。相比与传统的诉讼模式，调解模式兼顾“成本和效率”，传统诉讼模式时间漫长且需要支付给律师一定比例收入，而调解模式时间较短、仅需给予版权中心一定比例分成。“以技术为驱动，通过司法体系”的维权方式备受诟病，其合法性本无可厚非，不过作为服务业的图片生意却难免有“强买强卖”之嫌。长期来看，这也积累了续约率和 ARPU 提升的隐患，调解模式方是长久之道，“高续约率+调解模式”仍能推动公司业绩持续稳定增长。有些投资者疑惑销售费用率提升，调解费用作为一次性支出，凭借类 SaaS 模式的高续约率，长期盈利能力仍然很强。

图 7：联合信任助力企业维权



资料来源：联合信任网站、国信证券经济研究所整理

图 8：初始获客成本不影响长期盈利能力



资料来源：Shutterstock、国信证券经济研究所整理



对于中小企业和长尾用户，通过搜索营销、行业协会及与互联网平台合作等形式覆盖。1) 免费图片模式：公司于近日在 Veer 网站升级重磅推出了“免费图片专区”，这是在国内同行业中率先推出的免费、正版、可商用的图片服务。首期上线自有版权图片 10 万张，未来将持续扩充到 50 万张并定期更新，内容包括城市风光、自然风光、人物、静物、动物、植物、概念、科技、工业、室内建筑等多个品类。通过“免费图片专区”引流，视觉中国还可以以信息流方式加入付费图片，为客户提供更优质的图片内容。2) 行业协会模式：公司和中国旅行社协会联合打造的“旅行社专业图库”，重点服务千余家中国旅行社协会的会员单位，通过行业联盟战略合作的方式定向高效开发行业客户群。3) 互联网平台模式：公司保持与阿里巴巴、腾讯、百度、字节跳动等互联网巨头合作，还全新开拓了同京东、阿里云、金山办公等平台。

图 9：免费图片库吸引潜在用户



资料来源：Veer、国信证券经济研究所整理

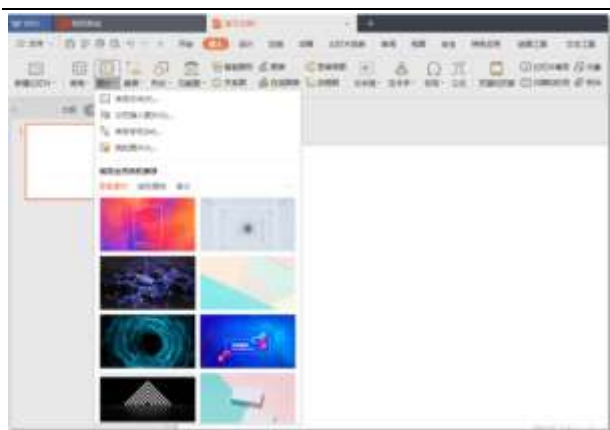
图 10：行业联盟战略合作高效开发客户



资料来源：中国旅行社协会、国信证券经济研究所整理

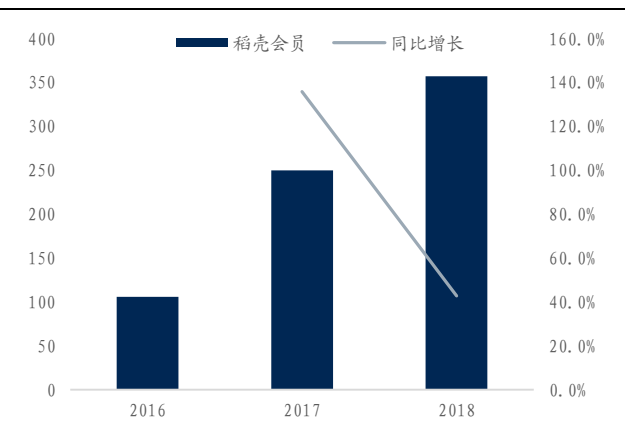
►公司图片素材入驻稻壳会员，软件国产化推动 C 端高速增长。视觉中国成为重要合作伙伴(按照会员费一定比例收取,类似于 Aobe 与 Adobestock 关系)。金山办公个人会员服务包括 WPS 会员和稻壳会员两类，其中稻壳会员可以每月免费下载一定数量的稻壳儿云模板，并在下载限额用完后，以优惠价格购买稻壳儿云模板，享受资源型服务。与金山办公合作有助于快速推进 C 端普及。截止 2019 年 12 月，金山 WPS office PC 版月活用户 1.54 亿，移动版月活跃用户 2.48 亿，覆盖范围广。根据其招股说明书披露，2018 年稻壳会员业务付费用户数 357 万，年收入近亿元，占比约 10%，是金山个人订阅业务重要组成，保持高速增长。

图 11：视觉中国图片素材进入 WPS 稻壳会员



资料来源：WPS 官网、国信证券经济研究所整理

图 12：稻壳会员快速增长



资料来源：金山办公招股说明书、国信证券经济研究所整理

### 经营范围：加强与人民网合作，共同开展时政类新闻视觉素材服务

2019年12月10日，国家网信办就网站违规从事互联网新闻服务等问题约谈视觉中国和东方IC，责令两家网站立即停止违法违规行为，进行全面整改。本次整改系视觉中国和东方IC违规从事互联网新闻信息服务、违规与境外企业开展涉及互联网新闻信息服务业务的合作等。根据《互联网新闻信息服务管理规定》，通过互联网站、应用程序、论坛、博客、微博客、公众账号、即时通信工具、网络直播等形式面向社会公众提供互联网新闻信息服务，应当取得互联网新闻信息服务许可，禁止未经许可或超越许可范围开展互联网新闻信息服务活动。本规定所涉及新闻信息，主要是**有关政治、经济、军事、外交等社会公共事务的报道、评论，以及有关社会突发事件的报道、评论**；新闻信息服务则包括采编发布服务、转载服务、传播平台服务；其中与境内外中外合资、合作经营和外资经营企业涉及互联网新闻信息服务业务的合作，应当报经国家互联网信息办公室进行安全评估。

图 13：视觉中国为人民网提供独家技术平台支持与客户服务



资料来源：人民视觉官网、国信证券经济研究所整理

“1210事件”后视觉中国不得单独从事社会公共事务视觉素材服务。公司通过**为人民网提供独家技术平台支持与客户服务**，深化同人民网合作，从事时政类新闻视觉素材服务。人民视觉网是由人民网主办、视觉中国独家战略合作的视觉内容在线服务平台，基于人民网自有大型新闻图片库“人民图片网”基础上深度整合和技术升级赋能。人民网是党网，是中央重点新闻网站的排头兵，将成为“党的主张最职业的传播者，人民利益最坚强的捍卫者”，成为网络舆论的“定海神针”和“中流砥柱”。（《人民网深度融合发展三年规划（纲要）》）**深化与人民网合作，对于视觉素材内容合规合法、打击盗版侵权等方面都有着积极意义。**人民视觉网将重点关注三方面能力建设：

- 内容能力建设：提升视觉内容质量，扩大主流影响。引导视觉内容的专业性，提升视觉素材的丰富性和时效性，携手各主流媒体、官方机构以及专业视觉内容创作者。同时，打击盗版侵权，建立视觉素材内容合规合法的审核、运营、传播体系，优化输出模式，扩大主流价值影响力版图。
- 技术能力建设：推动视觉内容溯源追踪，为版权保驾护航。推动大数据、云计算、区块链等信息革命成果在数字内容版权领域的落地应用。
- 视觉生态建设：助力内容科技产业融合，实现共赢发展。围绕内容和渠道建设深耕，为业界打造“共建、共享、共赢”的内容科技交易管理平台。

## 行业趋势：视觉内容监管加强，不改深化知识产权保护风向

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

➤将电影作品和以类似摄制电影的方法创作的作品修改为**视听作品**。短视频、直播等视听内容纳入著作权保护范畴，未来短视频、直播等视听内容版权规范化有望进一步加强。

➤引入惩罚性赔偿制度，对于侵权行为情节严重的，可以适用**1-5 倍惩罚性赔偿**（法定赔偿额上限由五十万元提高到五百万元），对侵权盗版行为产生震慑，有助于加快客户转化。

**表 1：著作权法修改前后对照及影响**

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

资料来源：中国人大网、国信证券经济研究所整理

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

**表 2：加快知识产权强国进行计划**

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

资料来源：《2020 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》、国信证券经济研究所整理



## 行业出清：竞争格局大幅优化，集中度和议价能力有望提升

行业规范化及资源向头部集中导致行业产能出清，龙头公司市占率有望提升。根据赛迪顾问（2012）统计，视觉中国在创意类图片库市占率超 50%、编辑类图片库市占率超 30%，编辑类图片仅次于新华图片社（现更为中国图片集团），伴随着数年的快速发展，我们估计视觉中国的市场份额已经超过 50%。在图片领域，视觉中国存在着一些竞争对手，在行业监管趋严下受到不同程度冲击。

➤ **东方 IC**：以编辑类为主的图片库，“1210 事件”后和视觉中国一样不能单独从事时政类新闻图片服务。

➤ **全景视觉**：诉讼维权模式占比较大的图片库，2019 年受到行业监管、宏观经济等影响，收入大幅下滑。

➤ **千图网等**：兼具视觉内容共享及分发网络平台及自有资源的图片库，其“个人上传”方式存在较大侵权风险。

表 3：图片库公司一览

图片库	图片数量	成立时间	订阅计划	按需购买	授权方式	定价/张 图片库特点	收入规模（人民币）
视觉中国	2 亿+	2000	有	有	RM&RF	数百以上 自然/建筑/旅游	7.0 亿
全景视觉	1.5 亿	2000	有	有	RM&RF	数十及几千 自然/建筑/旅游	0.6 亿
东方 IC	1.0 亿	2000	有	有	RM&RF	编辑类较强	1.5 亿左右
站酷海洛	1.5 亿	2006	有	有	RM&RF	数十及数百 SSTK 及设计	1.0 亿左右
中国图片集团		1950			RM	最大编辑类图片	
图虫网	2.0 亿	2011	有	有	RM&RF	10-20 元	
汇图网	1.0 亿	2011	无	有	RM	数百	

资料来源：公司官网、公司财报、国信证券经济研究所整理

### 编辑类：新闻类图片重新洗牌，行业集中度有望提升

如前文所述，视觉中国和东方 IC 均被禁止未经许可或超越许可范围开展互联网新闻信息服务活动（主要是公共事务类新闻图片）。从官网上我们可以看到，目前二者的编辑类图片范围主要是**体育、娱乐、时尚和科技等类型**图片。编辑类与创意类图片由于用途不同，客户区分度相对较高；但公共事务类新闻是编辑类图片素材的重要组成部分，对客户选择的冲击相对较大。

图 14：东方 IC 编辑类图片范围



资料来源：东方 IC 官网、国信证券经济研究所整理

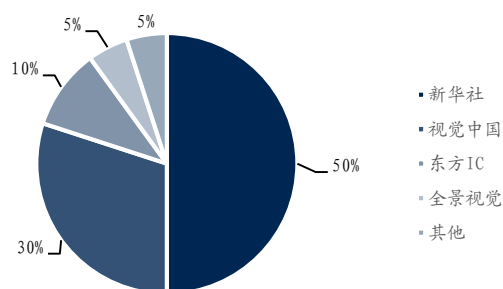
图 15：视觉中国编辑类图片范围



资料来源：视觉中国官网、国信证券经济研究所整理

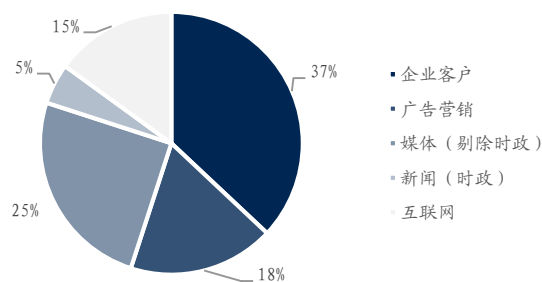
根据赛迪顾问统计,截止 2015 年,在新闻类图片领域,新华社市场份额占 50%、视觉中国占 30%、东方 IC 占 10%,全景视觉占 5%。对于视觉中国来说,社会公共事务类新闻图片占图片数量和收入不足 5% (占比编辑类图片约 20%),并且通过“人民视觉”网站(人民网主办、视觉中国独家战略合作)服务本身媒体类客户。对于东方 IC 来说,整体业务体量相对较小,社会公共事务新闻图片占比较大,对整体业务比较大。

图 16: 2015 年新闻类图片领域格局



资料来源: 东方 IC 官网、国信证券经济研究所整理

图 17: 社会公共事务新闻图片仅占 5% (2019H1)



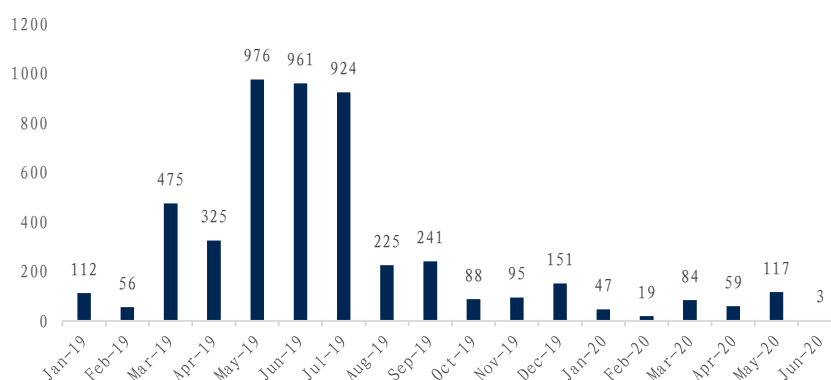
资料来源: 视觉中国官网、国信证券经济研究所整理

我们认为,视觉中国与人民网合作可以扩大编辑类图片领域的市场份额。而此前公司与东方 IC 在编辑类图片领域竞争较为激烈,随着后续市场集中提升,公司的议价能力也有望提升。

### 诉讼类: 诉讼模式难以为继, 全景视觉收入出现下滑

全景视觉是中国领先的视觉内容提供商,拥有 1.5 亿张正版图片,2016-2018 年保持 1.5 亿左右收入。从 2019 年收入构成上可以看到,维权收入占据全景视觉收入的 50% (以往也接近 30%),而视觉中国等龙头公司较为克制,维权收入占比极小。

图 18: 全景视觉侵权诉讼案件月度开庭数量

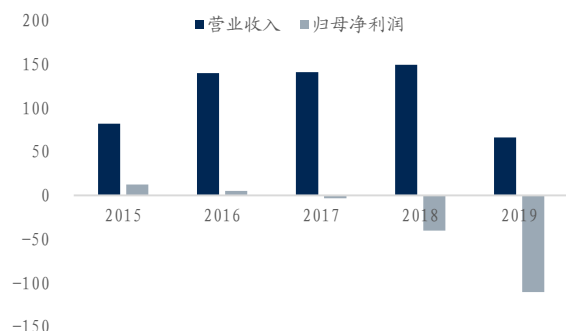


资料来源: 天眼查、国信证券经济研究所整理

受市场环境及行业整顿影响,全景视觉营业收入出现大幅下滑。2019 年全景视觉实现营收 0.66 亿,同比下降 55.6%,归母净亏损 1.11 亿,较 2018 年进一步加大亏损,公司未弥补亏损达实收股本总额三分之一。诉讼维权模式难以为继,图片版权行业是资源、技术及服务的比拼,强者恒强态势明显。

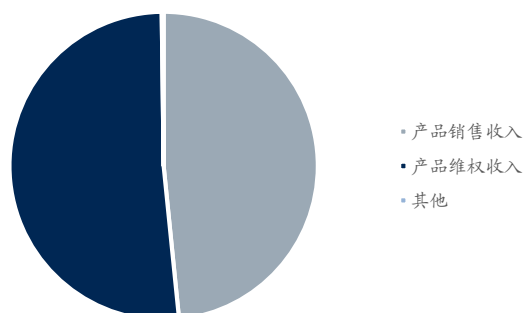


图 19: 全景视觉营业收入及归母净利润 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

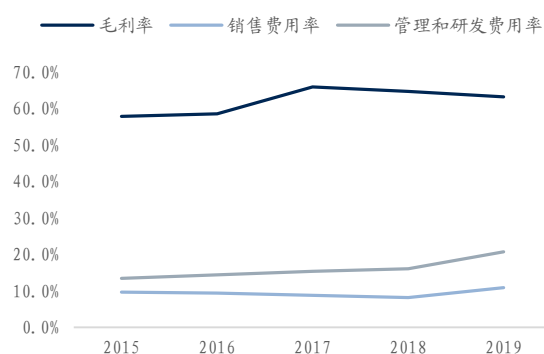
图 20: 全景视觉接近 50% 收入来自于维权



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

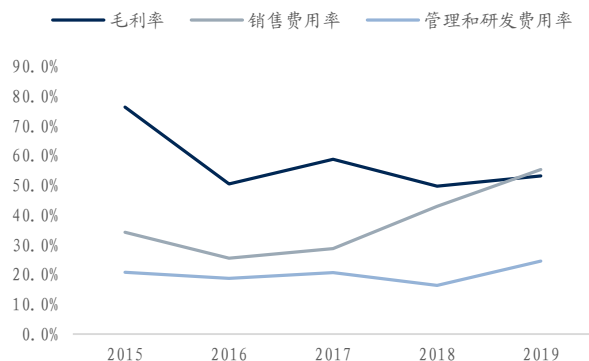
我们从财务角度分析这种强者恒强的原因。对比视觉中国和全景视觉的毛利率、费用率指标, 我们发现, 视觉中国毛利率位于 60% 以上, 全景视觉毛利率位于 50% 以上, 平均差距在 10pct 左右, 同样采用分成模式, 收入体量大带来的议价能力更强。视觉中国的销售费用率位于 10% 左右, 全景视觉销售费用率则位于 30-55% 之间, 平均差距在 20pct, 这是全景视觉和视觉中国的核心财务差异之一。又是什么导致了这种获客成本上的差异? 事实上, 视觉中国有鹰眼系统, 而全景视觉有全景云盾, 都可以实现全网监控和追踪。二者在获客成本上的差异主要来自于两方面: 1) **客户侧重**, 视觉中国侧重于大型客户, 年收入 10 万以上的客户占比超过 70%, 全景视觉侧重于中小客户, 投入产出存在差异; 2) **获客方式**, 此前二者都会发律师函, 但视觉中国来自诉讼维权的收入比较少、多为诉讼前和解; 全景视觉过度依赖于诉讼维权, 客户满意度和续约率与视觉中国存在显著差异。

图 21: 视觉中国毛利率及费用率



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 22: 全景视觉毛利率及费用率



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

### 共享类：用户规模大，存在较大侵权风险，未来有望逐步规范

国内视觉内容市场存在着，以千图网、包图网、我图网及摄图网等为首的共享模式图片类网站。此类网站的图片既包括网站购买的一些多媒体素材及图片库，也包括注册用户上传图片素材。由于共享类网站每周上传素材量大，网站不可能对每个作品进行人工干预和审查，所以存在潜在侵权风险，并且从以往侵权案例来看，**网站和VIP客户均不能够免责**。我们整理了一些近期关于共享类图片网站的侵权裁决案例发现：1）大部分事由均为“未经许可，分享类图片网站发布原告作品”；2）裁决结果均为被告赔偿原告经济损失；3）客户从分享类图片网站下载图片，若涉及侵权，不能够免责。

**表 4：共享类图片网站存在侵权风险**

判决书	判决发布日期	原告	被告	事由	裁决结果
孙国艳与上海包图网络科技有限公司侵害作品信息网络传播权纠纷	2019 年 11 月	孙国艳	包图网络	未经许可，被告在其网站发布原告作品“白露”	被告赔偿原告经济损失 4000 元及为制止侵权行为所支付的合理开支 2000 元
吕九一与上海包图网络科技有限公司侵害作品信息网络传播权纠纷	2019 年 11 月	吕九一	包图网络	未经授权，被告在其网站销售原告视频	被告赔偿原告经济损失 8 万元及为制止侵权行为所支付的合理开支 6400 元
刘尹威与上海包图网络科技有限公司侵害作品信息网络传播权纠纷	2020 年 1 月	刘尹威（Getty 签约摄影师）	包图网络	未经授权，被告在其网站销售原告视频	被告赔偿原告经济损失 8 万元及为制止侵权行为所支付的合理开支 7400 元
北京美好景象图片有限公司与上海宣晟医疗信息咨询有限公司侵害作品信息网络传播权纠纷	2020 年 2 月	美好景象图片公司	宣晟医疗信息咨询有限公司	未经授权，被告擅自对原告享有著作权摄影作品商业性使用	不认定被告图片源于千图网、图汇网、我图网为已获得授权，赔偿 600 元
潘春淑与上海品图网网络科技有限公司侵害作品信息网络传播权纠纷	2020 年 4 月	潘春淑	品图网（千图网）	未经许可，被告在其网站发布原告作品“沪上花”	被告赔偿原告经济损失 2.1 万元

资料来源：中国裁判文书网、国信证券经济研究所整理

那么共享类图片网站的用户规模有多大？通常共享类图片网站以年费会员为主，从数百到数千/年不等，相比于传统图片网站有着较高的“性价比”。根据 Alexa 数据显示，以 2020 年第 18 周计，视觉中国网站日均 IP 访问量（独立 IP 数）约 3.6 万、日均 PV 访问量（页面访问量）21.2 万。相比之下，千图网、包图网等分享类网站日均 IP 访问量在 3-16 万之间，最高是视觉网站的 4 倍；日均 PV 访问量 30-106 万，最高是视觉网站的 5 倍。由此可以推断，**千图网、包图网等分享类网站用户规模大，流水体量或都达亿级别**。

**表 5：共享类图片网站用户规模较大**

网站	网站地址	收入规模（万）	日均 IP 访问（万）	日均 PV 访问（万）	会员价格（企业版）	日收入/日均 PV
视觉中国	vcg.com	70,000	2.99	18.78	7800 元/600 张	9.1
	veer.com		0.60	2.40		
全景视觉	quanjing.com/	6,500	0.53	3.83	3 万/1000 张	4.6
站酷海洛	hellorf.com	10,000	3.71	11.35	2.5 万/1000 张	2.4
千图网	58pic.com	-	5.38	46.39	499-2999 元/年	-
包图网	ibaotu.com	-	3.38	32.65	999-5999 元/年	-
昵图网	nipic.com	-	16.29	106.01	50-300 元/年	-
我图网	ooopic.com	-	8.25	38.50	399-799 元/年	-
摄图网	699pic.com	-	4.51	30.23	399-2999 元/年	-

资料来源：Alexa、国信证券经济研究所整理（2020 年第 18 周计）

共享类模式存在较大侵权风险，惩罚性赔偿制度引入都将对其造成较大冲击，未来有望逐步规范化。视觉相关人士在接受媒体采访时表示，公司在 2018 年 9 月网络检测时发现，“千图网”、“摄图网”等网站存在大量公司代理的 Getty Images 图片，上述网站在线图片中侵权数量高达数万张，由于盗版侵权数量巨大，公司已向公安机关报案。我们认为强化知识产权举措不断落地，图片市场侵权乱象有望逐步改善。

## 视频化：视频素材价值凸显，视觉中国有望复制图片 素材成功路径

互联网内容形态越来越富媒体化、内容的表现力越强、用户的体验和互动越好，（短）视频形式的用户时长和广告市场规模不断攀升，与之相应的是相关素材需求的快速提升。从商业价值上来看，视频素材的价值和价格是图片素材的数倍，视觉中国有望凭借（供应/客户）资源的重合优势，在视频素材市场领跑。

### 未来前景：内容形式富媒体化，视频形式掌握更多时长和广告份额

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

图 23：内容形态越来越富媒体化



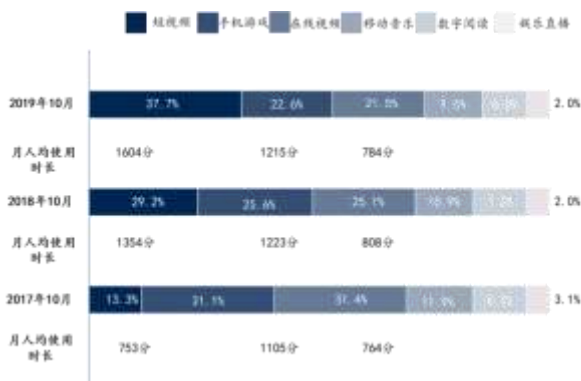
资料来源：国信证券经济研究所整理

视频形式正在占据越来越多的互联网时长以及广告预算，视频素材版权时长有望迎来爆发。

➢ 用户短视频时长激增，未来企业的宣传形式也会以短视频形式为主。根据 Questmobile 数据显示，短视频占据移动互联网娱乐时长（不考虑即时通信）从 2017 年的 13.3% 上升至 2019 年的 37.7%，视频形式内容掌握着用户时长。类似于微信、微博对图片需求量的贡献，抖音、快手等对短视频素材的需求量也将大幅提升。

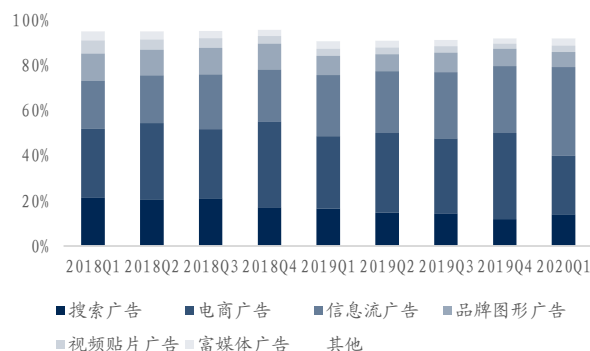
➢ 互联网广告中视频形式占比持续攀升，广告需求推动视频素材需求爆发。根据艾瑞咨询数据显示，2020Q1 信息流广告占比达 39.2%，其中视频形式信息流在 60% 以上，综合来看视频形式广告占整体互联网的 30% 以上，并持续提升。广告是视觉内容素材的重要应用领域，广告形式从图片到视频，也将会推动视觉内容素材的视频化。

图 24: 移动互联网娱乐时长分布



资料来源: Questmobile、国信证券经济研究所整理

图 25: 视频形式广告占比逐步提升



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

正如微信和微博的快速发展带动图片行业需求激增以及视觉中国 17-18 年快速增长, 我们认为抖音、快手的崛起也有望带动视频素材需求增长以及成为公司业绩增长的新驱动力。以抖音企业号为例, 截止目前抖音企业号覆盖 267 个行业, 300 万+商家, 帮助企业建立品牌、推广产品、获取粉丝、成交转化, 短视频企业号迎来新的发展。

图 26: 视频将取代图文成为企业宣传的新阵地



资料来源: 抖音、国信证券经济研究所整理

### 市场空间: 内容即流量, 视频素材价值和空间是图片数倍

我们从视频素材的价格和价值两方面去分析: 价格方面, 以站酷海洛为例, 仅仅是 15s 左右的视频价格在 350-800 元之间 (中小企业), 图片的价格约 14-70 元之间, 视频的价格是图片价格的 10-20 倍。15s 视频实际上更像动图, 与图片的使用量更为接近; 时长更长的视频替代图片的数量更多、但价格也更高。自下而上来看, 视频版权素材市场或是图片市场的数倍; 节省了投放、制作等成本, 客户对视频版权素材的价格承受也更高。

图 27：站酷海洛图片素材会员价格

月度套餐			年度套餐		
适用于每月有固定流量需求，180天内有效			适用于固定流量需求，180天内有效		
10张	¥28/月	¥28/月	10张	¥280	¥280/年
50张	¥88/月	¥88/月	50张	¥1,590	¥1,590/年
100张	¥128/月	¥128/月	100张	¥4,190	¥4,190/年
200张	¥248/月	¥248/月	200张	¥8,790	¥8,790/年
500张	¥608/月	¥608/月	500张	¥15,800	¥15,800/年
1000张	¥1,208/月	¥1,208/月	1000张	¥25,900	¥25,900/年

资料来源：站酷海洛、国信证券经济研究所整理

图 28：站酷海洛视频素材会员价格

HD		SD	
适用于1080P分辨率下载		适用于720P分辨率下载	
1个	¥800	1个	¥500
5个	¥3,800	5个	¥2,250
10个	¥6,400	10个	¥4,000
25个	¥14,800	25个	¥8,750

资料来源：站酷海洛、国信证券经济研究所整理

图片是素材，视频是内容，内容即流量。在流量去中心化的趋势下，内容是可以吸引流量的；无论对于大型企业还是中小企业，内容创作都是较为困难的。相比于图片素材，视频素材的流量价值更为明显。以人民日报新媒体，视觉中国&500px 出品的“云游中国”视频为例，视频汇集大量 4K 高清航拍国内风光，在 App、微博、微信端累计点击观看超过 180 万+，分享超过 3 万+，其流量价值可见一斑。

图 29：视频是内容&内容即流量



资料来源：人民日报、国信证券经济研究所整理

同一张图片，对于不同企业的价值不同，核心是其传播数量和价值不同。公司在一些领域和相关厂商采取图片广告收益分成的模式。我们相信未来按照观看量定价的模式也未可知。



### 战略布局：视觉中国率先卡位视频领域，资源与客户优势构建护城河

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

➤与头部音频、视频供应商合作：公司率先与头部、国内外音频、视频素材供应商合作，获得先发优势。公司整合全球优质视频资源，提供超过 500 万条的编辑及创意类视频素材，每月更新 3 万条视频素材；独家代理合作国际视频品牌超过 46 家，包括 Getty Images、Corbis Motion、BBC Motion Gallery 等。

➤针对不同企业，提供差异化内容：针对大客户，提供摄影师实拍；针对于中小企业，提供视频素材模板。

➤顺应全民内容创作，上线视频社区：500PX 中国区已开通视频区，19 年签约人数增长 1500 多人，高质量图片素材与视频素材创作者重合度高，社区模式进一步推动视觉中国未来视频版权领域霸主地位。

图 30：专业视频素材具有相当潜力



资料来源：哔哩哔哩、国信证券经济研究所整理

图 31：500PX 上线视频区



资料来源：500px 官网、国信证券经济研究所整理

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

图 32: 视觉内容素材正版化路径

图片	专业摄影师	专业/业余摄影师	普通用户
	Getty	500PX shutterstock	shutterstock adobestock
	大型广告主	中小企业	普通用户
视频	影视综艺素材 专业摄影师/设计师	专业/业务摄影师/设计师	普通用户
	专业机构	社区/平台	社区
	大型广告主	中小企业	普通用户

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

我们总结核心假设如下:

✓受到网站关停及疫情影响 2020 年各业务收入阶段性承压, 2021 年开始各项业务逐步恢复。2020-2022 年核心主业各项业务增速分别为: 企业客户 0%/40%/40%、广告营销与服务 0%/40%/40%、媒体 0%/30%/30%、互联网 30%/40%/40%。(互联网平台业务受影响最小)

✓公司图片等业务分成比例稳定, 毛利率持平; 获客方式改变不影响销售费用率。

✓出于严谨性考虑, 暂未考虑行业集中度提升以及视频素材对公司业绩的贡献。

表 6: 视觉中国业务拆分及预测

业务分类	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>1、视觉内容与服务</b>	<b>781.90</b>	<b>714.41</b>	<b>744.42</b>	<b>1,019.32</b>	<b>1,397.33</b>
yoy		-8.6%	4.2%	36.9%	37.1%
-企业客户	312.76	242.90	242.90	340.06	476.08
yoy		-22.3%	0.0%	40.0%	40.0%
-广告营销与服务	156.38	142.88	142.88	200.04	280.05
yoy		-8.6%	0.0%	40.0%	40.0%
-媒体	226.75	228.61	228.61	297.20	386.35
yoy		0.8%	0.0%	30.0%	30.0%
-互联网	86.01	100.02	130.02	182.03	254.85
yoy		16.3%	30.0%	40.0%	40.0%
毛利率	68.6%	63.0%	63.1%	63.1%	63.1%
<b>2、广告创意服务</b>	<b>38.98</b>	<b>7.46</b>			
yoy		-80.9%			
毛利率	62.7%	62.7%			
<b>3、其他</b>	<b>166.96</b>	<b>0.23</b>			
<b>合计收入</b>	<b>987.84</b>	<b>722.11</b>	<b>744.42</b>	<b>1,019.32</b>	<b>1,397.33</b>
yoy		-26.9%	3.1%	36.9%	37.1%
毛利率	64.7%	63.1%	63.1%	63.1%	63.1%

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

我们采取绝对估值和相对估值方法计算公司的合理估值：

► **相对估值法：**我们选数字阅读版权公司——掌阅科技、阅文集团；2B SaaS 服务公司——Adobe、Salesforce 作为可比公司。关于选择可比公司的合理性，由于视觉中国商业模式和所处行业龙头地位特殊，我们从不同维度选取可比公司：其中数字阅读版权与图片版权、视频版权共同属于版权行业，受益于版权正版化大趋势；2B SaaS 服务公司主要由于视觉中国服务性质及其续约率表现等，并且其与金山合作类似于“Adobestock”。由于 20 年公司受到疫情影响，我们选取公司 22 年 EPS 以及可比公司平均 45 倍 PE，合理市值 176 亿，合理价格 24.80 元。

**表 7：可比公司盈利及估值情况一览**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2019A	EPS 2020E	2021E	2019A	PE 2020E	2021E
603533.SH	掌阅科技	无评级	31.39	126.00	0.40	0.67	0.99	78.48	46.85	31.71
0772.HK	阅文集团	无评级	47.25	484.00	1.20	1.32	1.49	39.38	35.80	31.71
ADBE.O	Adobe	无评级	367.97	1773.00	7.87	9.71	11.08	46.76	37.90	33.21
CRM.N	Salesforce	无评级	172.50	1544.00	2.75	2.99	3.14	62.73	57.69	54.94
<b>平均值</b>								<b>56.83</b>	<b>44.56</b>	<b>37.89</b>

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

► **绝对估值法：**我们假设 2023-25 年公司保持 30% 收入增长，2026-29 年保持 20% 收入增长，10 年后永续增长率保持 2%。按照 Beta 0.85、无风险利率 2.5%、风险溢价 6.5%，计算 WACC 8.1%。通过公司自由现金流模型，公司股票价值 180 亿，目标价格 25.66 元。

**表 8：绝对估值法 FCFF 公司自由现金流模型（单位：百万）**

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
EBIT	226.3	311.6	428.9	558.9	728.0	947.8	1,138.2	1,366.8	1,641.1	1,970.3	
所得税税率	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%	
EBIT*(1-所得税税率)	187.9	258.7	356.1	464.0	604.4	786.9	945.0	1,134.8	1,362.5	1,635.8	
折旧与摊销	6.6	7.1	7.7	8.4	9.1	9.7	10.4	11.1	11.7	12.4	
营运资金的净变动	21.4	0.7	(0.2)	(0.9)	(3.1)	(5.7)	(5.0)	(7.2)	(9.7)	(12.5)	
资本性投资	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	
FCFF	205.8	256.5	353.6	461.5	600.4	780.9	940.4	1,128.7	1,354.6	1,625.7	27,337.9
PV(FCFF)	190.5	219.6	280.2	338.4	407.4	490.3	546.4	606.8	674.0	748.5	12,586.0
核心企业价值	17,088.1										
减：净债务	(891.0)										
股票价值	17,979.0										

资料来源：国信证券经济研究所预测

**投资建议：**我们认为在版权正版化趋势之下，图片以及视频素材长期将会持续向上；叠加行业经营规范化之下，行业集中度也有望进一步提升。作为行业龙头视觉中国，经历行业规范之后经营有望逐步回归正常，中长期将会受益于行业集中度提升以及视频素材需求爆发。我们维持盈利预测，我们预计公司 2020/21/22 年净利润分别为 2.3/2.8/3.9 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 0.33/0.41/0.55 元，结合绝对和相对估值法，公司合理估值对应 24.80-25.66 元（当前股价存在 27.2%-31.7% 上涨空间），继续维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值风险

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

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司短期受到停站、疫情等影响，对应 2022 年业绩最终给予公司 42 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 宏观经济下行风险

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

### 人才流失风险

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

### 互联网巨头进入视频素材版权市场

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

### 行业监管风险

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

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	373	589	814	1067	营业收入	722	744	1019	1397
应收款项	178	184	252	345	营业成本	266	275	376	516
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	4	4	6	8
其他流动资产	119	122	167	229	销售费用	78	81	110	151
<b>流动资产合计</b>	<b>691</b>	<b>916</b>	<b>1254</b>	<b>1662</b>	管理费用	106	159	216	294
固定资产	3	6	9	10	财务费用	23	(12)	12	6
无形资产及其他	116	112	107	102	投资收益	58	40	40	40
投资性房地产	2017	2017	2017	2017	资产减值及公允价值变动	34	0	0	0
长期股权投资	1289	1289	1289	1289	其他收入	(76)	0	(0)	0
<b>资产总计</b>	<b>4117</b>	<b>4340</b>	<b>4676</b>	<b>5081</b>	营业利润	262	278	339	463
短期借款及交易性金融负债	381	411	432	408	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	128	132	181	248	<b>利润总额</b>	<b>262</b>	<b>278</b>	<b>339</b>	<b>463</b>
其他流动负债	141	163	223	306	所得税费用	44	47	58	79
<b>流动负债合计</b>	<b>651</b>	<b>705</b>	<b>836</b>	<b>962</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	203	203	203	203	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>233</b>	<b>284</b>	<b>387</b>
其他长期负债	189	189	189	189					
<b>长期负债合计</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1043</b>	<b>1098</b>	<b>1229</b>	<b>1354</b>		2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	(0)	(1)	(3)	(5)	净利润	219	233	284	387
股东权益	3074	3243	3450	3732	资产减值准备	(4)	5	5	5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4117</b>	<b>4340</b>	<b>4676</b>	<b>5081</b>	折旧摊销	9	7	7	8
					公允价值变动损失	(34)	0	0	0
					财务费用	23	(12)	12	6
					营运资本变动	(117)	21	1	(0)
					其它	3	(7)	(6)	(7)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>259</b>	<b>290</b>	<b>392</b>
					资本开支	(31)	(10)	(10)	(10)
					其它投资现金流	159	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>91</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(73)	0	0	0
					支付股利、利息	(60)	(63)	(77)	(105)
					其它融资现金流	54	29	22	(24)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(211)</b>	<b>(34)</b>	<b>(55)</b>	<b>(129)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(45)</b>	<b>216</b>	<b>225</b>	<b>253</b>
					货币资金的期初余额	418	373	589	814
					货币资金的期末余额	373	589	814	1067
					企业自由现金流	83	206	257	354
					权益自由现金流	64	245	268	324

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032