

5G 时代：内容生态基础设施，版权素材第一平台

——视觉中国 (000681.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆视觉中国是国内领先的版权视觉内容服务平台，并逐步将服务范围拓展至视频、音乐素材优质内容。公司与超过 50 万名全球签约供稿人及 280 家专业版权内容机构合作，在线提供超过 2 亿张图片、1,500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，是全球最大的同类数字内容平台之一。

◆投资要点一：独家稀缺版权+全球领先摄影师社区，构筑深厚版权壁垒难复制。观察全球版权图片市场超过 20 年的发展史，行业走向集中化并强者恒强的趋势明显。1) 公司与全球图像素材龙头 Getty Images 维持长期独家双向战略合作；收购全球知名图库 Corbis 获得稀缺版权资产。2) 公司收购并经营全球领先的摄影师社区 500px，保障签约供稿方的数量和质量。

◆投资要点二：定制化服务+SaaS，打造行业领先服务能力。1) 企业级大客户：提供包括权利咨询与清除、拍摄服务在内的“一站式”产品与服务；凭借全素材版权、全方位服务优势，19 年 KA 客户续签率超过 80%；2) 通过 SaaS 服务覆盖长尾市场、扩大用户基数：为各类客户提供 100+API 接口；素材库接入 WPS 内容平台“稻壳儿”及企业级云端视频创作平台 OnVideo。

◆投资要点三：图片素材百亿市场潜力，5G 音视频素材需求或带来二次成长曲线。1) 我们分别测算了广告与企业市场及长尾用图市场的规模，得到 19 年中国图库市场规模约为 99.6 亿；2) 5G 驱动视频内容的高速增长，打开音视频素材新市场；视频内容生产对素材需求更加刚性，我们测算 20 年音视频素材市场规模为 138.2-196.9 亿元，22 年或超过 300 亿元。

◆“411”和“1210”事件危后有机，版权行业迎来渗透率上行和集中度提升拐点。1) “411”事件对公司造成一定的冲击，但公司业务护城河依然坚固，相关舆论讨论提升了全社会的版权意识，且版权执法趋严；“1210”事件后，与人民网战略合作人民视觉网规范新闻图片分发；2) 19 年公司合作的专业版权内容机构有增无减；直接合作客户和长尾客户继续保持增长，续签率稳定。经济增速下行和行业性的整顿加速了行业出清和头部化的趋势。

盈利预测、估值与评级：公司整改后经营风险释放，业务恢复叠加行业拐点有望进入发展正轨，平台价值未来逐步提高。略微上调/下调/下调 20-22 年净利润预测至 2.5/3.3/4.1 亿(前值 2.4/3.4/4.2)，现价对应 55/40/33x PE；DCF 法显示公司每股内在价值区间 21.94-36.46 元。维持“买入”评级。

风险提示：监管风险、行业竞争风险、版权受侵犯、内容审核及合规风险

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	988	722	765	916	1,088
净利润(百万元)	321	219	245	333	407
净利润增长率	10.45%	-31.81%	11.86%	36.09%	21.90%
EPS(元)	0.46	0.31	0.35	0.48	0.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.11%	7.13%	7.43%	9.25%	10.22%
P/E	42	62	55	40	33
P/B	4.7	4.4	4.1	3.7	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 25 日

买入(维持)

当前价：19.25 元

分析师

孔蓉(执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebcn.com

联系人

乐济铭

021-52523797

lejiming@ebcn.com

市场数据

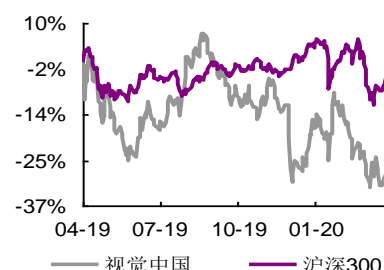
总股本(亿股)：7.01

总市值(亿元)：139.35

一年最低/最高(元)：13.90/24.65

近 3 月换手率：147.34%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	22.08	9.92	-1.61
绝对	22.93	2.78	4.94

资料来源：Wind

相关研报

网站整改及疫情冲击导致业绩下滑 聚焦主业期待盈利反转——视觉中国 (000681.SZ) 2019 年报及 2020 一季报点评

..... 2020-04-29

投资聚焦

关键假设

营业收入预测：考虑到公司对于不同类型的客户采用不同的交付模式，以及不同类型客户的商业价值差异，我们将公司“视觉内容与服务”核心主业收入拆分为直接签约客户收入和长尾客户收入。我们预测 20-22 年：

1) 直客收入（包含企业、党政与媒体、广告营销与服务客户）分别为 6.11/7.08/8.11 亿元；底层假设是直接签约客户数每年增长 3%，单客户年均付费额分别为 4.0/4.5/5.0 万元；

2) 长尾客户收入（主要来自于互联网平台）分别为 1.54/2.08/2.77 亿元；底层假设是长尾客户每年增长 20%，单客户年均付费额分别为 200/225/250 元。

考虑到 20 年业务尚处于业务恢复期以及低毛利率业务的剥离，以及 21 年起随收入恢复毛利率的提升，我们预测 20-22 年公司毛利率分别为 65.0%/68.5%/68.5%，净利率分别为 32.0%/36.4%/37.4%，净利润分别为 2.5/3.3/4.1 亿。

我们的创新之处

由视觉中国主导的视觉素材版权有偿使用，在中国是一种“创新”，因为它颠覆了中国在互联网早期时代的“一切皆免费”的思维，并将引导版权付费概念深入人心。基于创新扩散理论，我们从版权保护宏观环境、服务能力提升、客户基础扩大等方面，判断视觉中国已经站在创新扩散模型的“关键阶段”向“自我推动阶段”过渡的拐点处；该阶段正版渗透率和公司市占率双重提升，将带来图库资产的周转率提升，成长有望提速。

我们对图库市场按照客户类型进行分拆，分别测算了广告与企业市场及长尾用图市场的规模，得到 2019 年中国图库市场的规模约为 99.6 亿元。我们认为 5G 将驱动视频内容的迅速增长，打开音视频素材这一新市场；我们测算 2020 年年音视频素材市场规模为 138.2-196.9 亿元，2022 年或超过 300 亿元。

股价上涨的催化因素

版权部门打击非法经营竞争对手带来市场集中度提高；公司客户拓展和留存情况超预期；客户用图需求超预期

估值与目标价

我们认为，目前是视觉中国由“突破阶段”到“关键阶段”的拐点，发展即将进入快车道，平台价值也会在未来逐步提高。**绝对估值法能够体现公司在永续发展阶段商业价值的折现，我们认为更适用于公司的估值。**DCF 法显示公司每股内在价值区间为 21.94-36.46 元，现价略有低估。相对估值法显示基于现阶段业绩公司股价合理水平为 18.28 元，略低于绝对估值水平；考虑公司的细分产业龙头地位，可考虑给予一定估值溢价。我们略微上调/下调/下调 20-22 年净利润预测至 2.5/3.3/4.1 亿（前值 2.4/3.4/4.2 亿），现价对应 55/40/33x PE，维持“买入”评级。

目 录

1、 公司概况：中国版权视觉内容第一平台	6
1.1、 公司核心商业模式：视觉内容版权素材交易服务	6
1.2、 股权结构与管理层：长期履职，经验丰富	8
1.3、 财务分析：营收稳健，毛利率高	9
2、 从“创新扩散”理论角度看视觉中国成长周期	12
2.1、 2000-2011 年：商业模式探索期	13
2.2、 2012-2016：版权付费模式“突破阶段”	13
2.3、 2017-2018 年：视觉中国的“关键阶段”	14
2.4、 2019 年起：迈向“自我推动阶段”	15
3、 投资要点：版权壁垒深厚，服务能力领先，百亿潜在市场	18
3.1、 独家稀缺版权+摄影师社区，构筑深厚版权壁垒	18
3.2、 定制化服务+SaaS，打造行业领先服务能力	20
3.3、 广告/大型企业+长尾用图，百亿市场潜力待开拓	22
3.4、 5G 时代从“视觉版权”到“泛素材版权”，带来二次成长曲线	26
4、 盈利预测与估值	29
4.1、 收入与盈利预测	29
4.2、 绝对估值	29
4.3、 相对估值	30
4.4、 估值结论与投资评级	31
5、 风险分析	31

图表目录

图 1：公司商业模式示意	6
图 2：视觉中国汇聚优质版权图片及签约供稿人资源	7
图 3：可信时间戳用于固定侵权证据	7
图 4：2017-2019 公司全球签约供稿人数	8
图 5：2017-2019 公司全球签约客户总数	8
图 6：公司形成服务-数据-技术的正向循环	8
图 7：公司实际控制人为五名一致行动人	9
图 8：2014-2019 公司营业收入及同比增速	9
图 9：2014-2019 公司归母净利润及同比增速	9
图 10：2014-2019 公司营业收入分拆	10
图 11：2014-2019 公司分业务毛利率情况	10
图 12：公司期间费用率情况	11
图 13：公司研发人员情况	11
图 14：公司研发费用情况	11
图 15：创新的扩散过程	12
图 16：视觉中国的创新扩散模型	12
图 17：2000-2011 年视觉中国重要事件	13
图 18：2012-2016 年视觉中国重要事件	14
图 19：视觉中国音乐及视频素材示例	14
图 20：视觉中国互联网变现模式	15
图 21：视觉中国对“黑洞”照片的版权标注引发争议	15
图 22：人民网与视觉中国战略合作“人民视觉”项目	16
图 23：2019 年公司合作的专业版权内容机构达 280 家	17
图 24：Corbis (Bettmann) 独家图片示例	19
图 25：人民日报新媒体“云游中国”短片采用 500px 视频素材	20
图 26：“独家内容+版权清除”服务于客户版权用图需求	20
图 27：公司为各类型客户提供多种个性化 API 接口	21
图 28：视觉中国图片素材接入 WPS	21
图 29：视觉中国素材全量接入 OnVideo	21
图 30：2014-2017 年我国广告业年营业额及增速（单位：亿元）	22
图 31：自媒体平台接入版权图片库情况	23
图 32：图片能够提高信息传递效率与阅读量	24
图 33：2017 年微信公众号粉丝规模（单位：万）	24
图 34：百家号自媒体人图片检索量分布	24
图 35：视觉中国代理微利图库 Veer 定价	25

图 36：5G 驱动音视频库增长模型示意.....	26
图 37：视觉中国素材已向视频、音乐拓展.....	26
图 38：2017-2020E 全球移动流量情况（单位：皮比特）.....	26
图 39：全球移动网络年度营收预测（单位：十亿美元）.....	27
表 1：重要子公司股权转让情况.....	10
表 2：Getty Images 通过大量收购不断加深内容壁垒.....	18
表 3：国内主要图片库/版权公司.....	22
表 4：自媒体市场用图规模测算.....	25
表 5：自媒体用图需求市场规模敏感性分析（亿元）.....	25
表 6：音视频素材空间测算（单位：亿元）.....	27
表 7：2019 年音视频素材市场规模敏感性分析.....	28
表 8：视觉中国营收及净利润预测.....	29
表 9：DCF 内在价值敏感性分析.....	30
表 10：可比公司相对估值水平.....	31

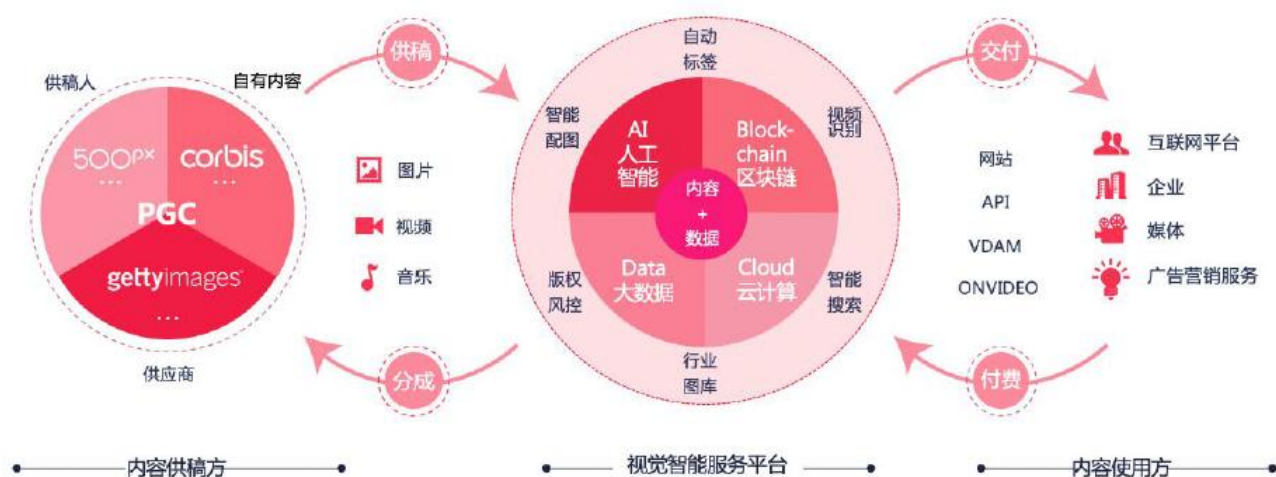
1、公司概况：中国版权视觉内容第一平台

视觉中国是国内领先的版权视觉内容服务平台，并逐步将服务范围拓展至视频、音乐素材优质内容。公司与超过 50 万名全球签约供稿人及 280 家专业版权内容机构合作，运营的互联网内容交易平台在线提供并每日更新超过 2 亿张图片、1,500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，是全球最大的同类数字内容平台之一。

1.1、公司核心商业模式：视觉内容版权素材交易服务

公司运营 PGC 视觉内容互联网版权交易的双边平台，上游对接内容生产者，下游对接各类型的有视觉内容使用需求的客户。公司已经在内容获取、侵权发现、客户服务、技术能力建设等各个经营环节构筑了较高的壁垒，是版权服务行业的龙头公司。

图 1：公司商业模式示意



资料来源：公司年报，光大证券研究所

1.1.1、优质版权内容获取：Getty Images 独家双向战略合作，收购稀缺版权库及设计师社区构筑内容壁垒

公司与全球图像素材行业龙头 Getty Images 长年维持稳定的独家双向战略合作关系，后者拥有超过 1.5 亿张版权图片。公司独家代理其图片、视频、音乐资源在国内的分发销售。

独家自有版权内容方面，2016 年公司收购全球知名图片品牌 Corbis，丰富了公司自有版权的视觉内容素材库，并通过 Corbis/Bettmann 对 Getty Images 的海外独家授权巩固了双方的战略合作。

此外，公司通过摄影师社区锁定优质图片创作源头。2018 年公司收购并经营全球领先的摄影师社区 500px，依托该社区继续扩大签约供稿方的数量和质量。2019 年，500px 全球累计注册用户近 1,700 万，累计上传图片超过 2 亿张，可销售图片近 2,000 万张。

图 2：视觉中国汇聚优质版权图片及签约供稿人资源



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.1.2、版权内容管理：依托成熟的版权保护和线上服务能力，成为内容供稿方首选平台

版权保护能力是公司签约内容生产者和进行商业变现的核心能力，公司在版权保护领域的技术创新处于行业领先地位。1) 公司是国内第一家将“可信时间戳”用于图片版权的确权和认证的公司。2019 年公司战略投资了北京联合信任技术服务有限公司，该公司的主要业务为可信时间戳服务、电子证据及知识产权保护服务、电子签名等，未来有望产生业务协同。2) 公司基于图像大数据与人工智能技术自行研发图像网络追踪系统，能够追踪到公司拥有的图片在网络上的使用情况，大幅降低版权保护的成本，从而有效保护版权人的利益。

图 3：可信时间戳用于固定侵权证据

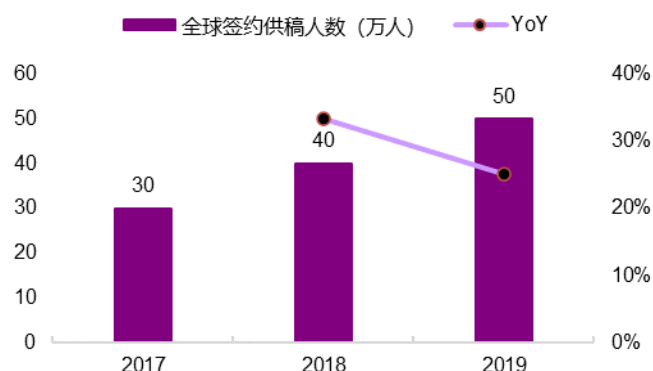


资料来源：500px

依托成熟的版权保护能力和线上服务能力，公司成为内容供稿方的首选平台。1) 版权保护：公司利用自身的版权追踪和保护能力发现未经授权使用客户，推进正版化转化，并将所得收益按协议与供稿方分成，保护供稿方的创作成果和利益；2) 线上服务：公司通过社区为签约供稿人提供完善的内容上传、自动标签、储存管理、收入查询等服务，并为内容创作者提供市

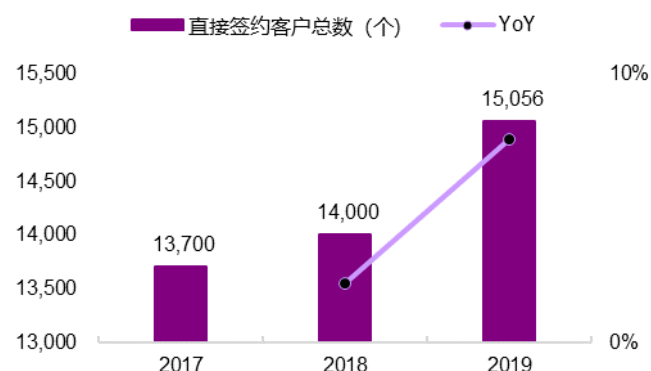
场信息、创意趋势、创作基金等服务。2017-2019 年，公司的全球签约供稿人数由 30 万人左右增长至超过 50 万人。

图 4：2017-2019 公司全球签约供稿人数



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

图 5：2017-2019 公司全球签约客户总数

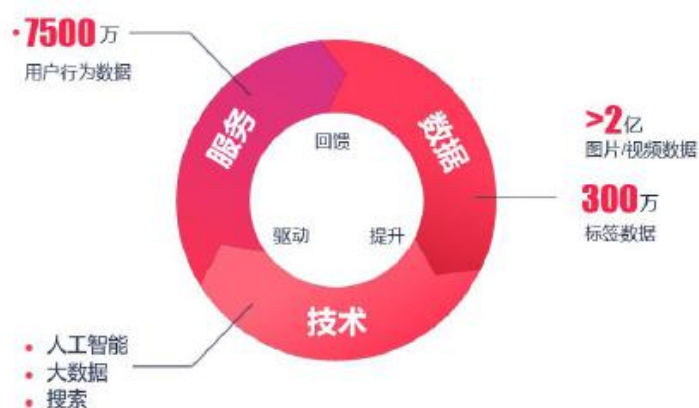


资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

1.1.3、内容分发与销售：数据与技术提升服务能力，SaaS 化促进内容消费

公司作为龙头版权图片平台所累积的数据、技术不断巩固公司在客户端的服务优势。1) 数据：公司平台沉淀了超过 2 亿的图片、视频、音乐内容数据，300 万的结构化标签及知识图谱，内容应用标签超过 60 亿，内容使用场景数据超过 3,000 万/年。2) 技术及服务：公司为客户提供 API、数字内容资产管理、版权风控、行业图库等一系列依托大数据、人工智能技术的智能服务，促进客户更多地使用内容、提升用图效率，从而增强客户粘性。

图 6：公司形成服务-数据-技术的正向循环



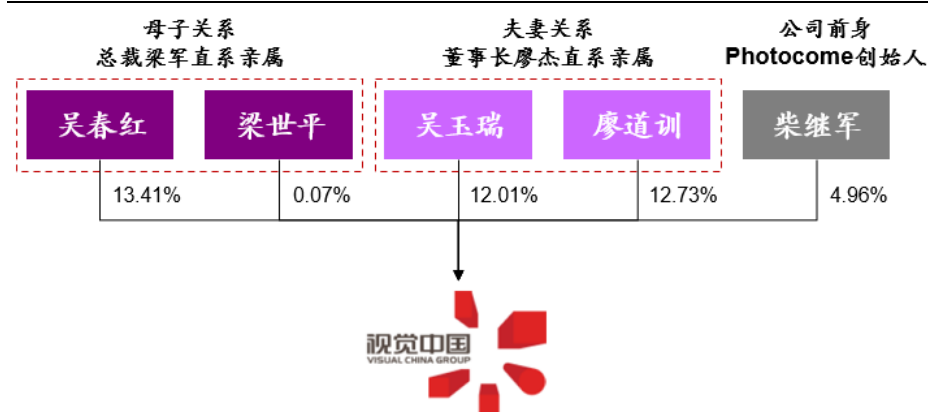
资料来源：公司 2019 年年报

1.2、股权结构与管理层：长期履职，经验丰富

公司实际控制人为五名一致行动人，均为公司的创始股东。五名一致行动人吴春红、梁世平、廖道训、吴玉瑞、柴继军合计持有公司 44.02%，是公司的实际控制人。

公司核心管理层与股东利益一致，且在公司平均任职时间超过 15 年，业务与管理经验丰富。公司董事长廖杰先生系股东廖道训、吴玉瑞之子；公司总裁梁军女士为股东吴春红之女、梁世平之妹；公司副总裁、总编辑柴继军先生为公司前身 Photocome 的创始人。

图 7：公司实际控制人为五名一致行动人



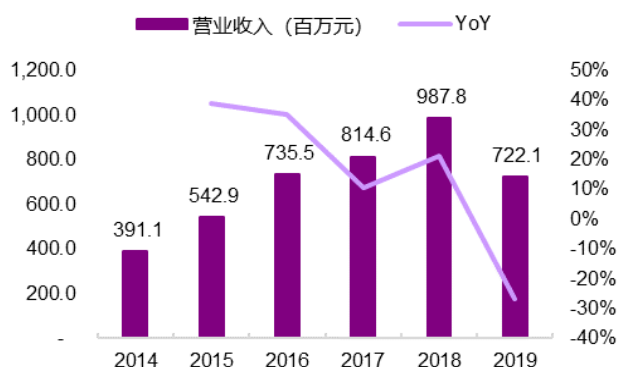
资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：截至 2020 年 5 月 14 日

1.3、财务分析：营收稳健，毛利率高

1.3.1、营收与毛利率：核心主业营收稳步提升，轻资产模式带来高毛利率

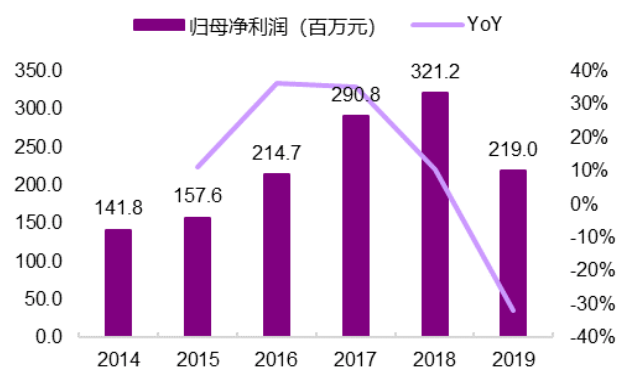
公司从 2014 年借壳上市至 2018 年营业收入与净利润保持增长，2019 年受事件冲击营收利润有所下滑。1) 2014-2018 年公司营业收入由 3.91 亿元增长至 9.88 亿元，CAGR 达 26.1%；公司归母净利润由 1.42 亿元增长至 3.21 亿元，CAGR 达 22.7%。2) 2019 年受到两次网站整改及 18 年底剥离亿迅资产组影响，营收与净利润出现阶段性下降，全年营收 7.22 亿元，归母净利润 2.19 亿元。

图 8：2014-2019 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：2014-2019 公司归母净利润及同比增速

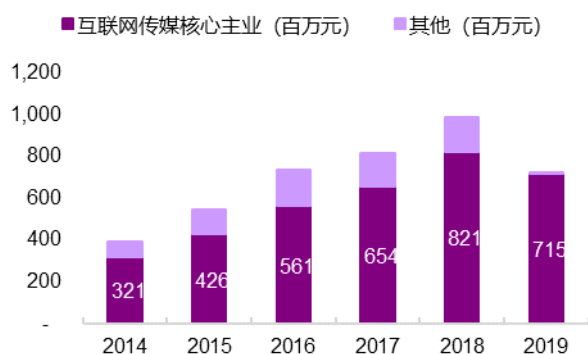


资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至 2019 年末，公司全面回归视觉内容与服务核心主业。2019 年公司核心主业收入 7.15 亿元，占整体收入的 99%，管理层未来会更加聚焦于版

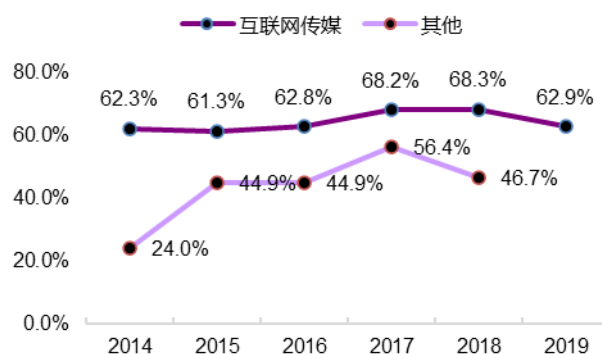
权服务业务。从毛利率情况来看，公司核心主业的毛利率稳定于 60% 以上。

图 10：2014-2019 公司营业收入分拆



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：2014-2019 公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2017 年起，公司基于战略发展规划，聚焦“视觉与内容服务”主业，逐渐剥离协同效应较弱的非主营业务。2017 年，公司转让主题公园数字娱乐服务提供商深圳艾特凡斯 100% 股权；2018 年，公司转让亿迅资产组 76.6% 股权；2019 年，公司转让与核心主业协同效应较弱的广告公司上海卓越 51% 股权。非主营业务资产的剥离有利于公司提高公司资金使用效率，为核心业务的扩张提供必要资金支持。非核心业务的剥离有望使得公司毛利率和净利率与 ROE 逐步恢复到正常水平，未来利润的规模效应也望逐步体现。

表 1：重要子公司股权转让情况

	转让时间	转让价格	转让前一年营收	所属业务分部
艾特凡斯 100% 股权	2017	1.45 亿元	4812 万元	旅游及其他
亿迅资产组 76.6% 股权	2018	2.17 亿元	1.44 亿元	旅游及其他
上海卓越 51.0% 股权	2019	9200 万元	5468 万元	互联网传媒

资料来源：公司公告，光大证券研究所

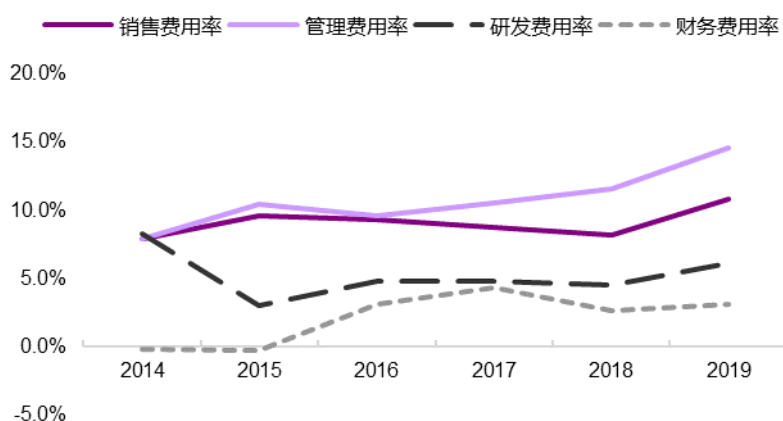
1.3.2、公司费用情况：短期销售下滑造成费用率上升，长期规模效应有望带来费用率下降

15-18 年销售费用率略微下降，或得益于版权追踪系统带来的销售效率提升以及较高的用户留存率。15-18 年公司的销售费用率由 9.6% 下降至 8.2%，19 年受收入端冲击销售费用率提升至 10.8%。

财务费用率 18 年起开始回落。公司为并购筹集资金，于 2015、2016 年新增美元贷款，至 2016 年末长期借款余额为 3834 万美元；此外，公司还向 Getty Images 借款 2400 万美元；2017 年公司完成收购 Corbis，承担标的公司的美元债务 4050 万元；有息负债的增加导致了财务费用率的上升。18-19 年公司财务费用率已回落至 3% 左右。

管理费用率有所提高。将 18 年以前的研发费用从管理费用中剔除后，15-18 年公司的管理费用率从 10.4% 略微提升至 11.5%，19 年受收入端冲击管理费用率提升至 14.6%。

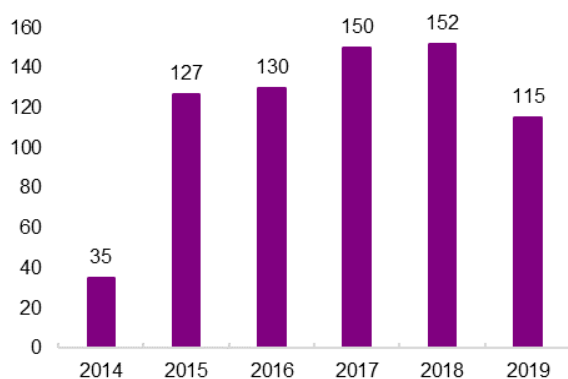
图 12：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

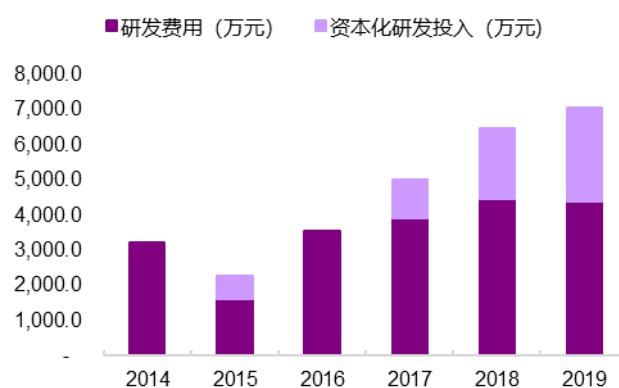
公司持续扩大研发投入金额。技术升级是公司发现商业机会、提升服务能力的重要保证。公司拥有百人以上的研发团队，14-19 年公司研发投入（含资本化部分）从 3224 万元增长至 7047 万元。

图 13：公司研发人员情况（单位：人）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 14：公司研发费用情况

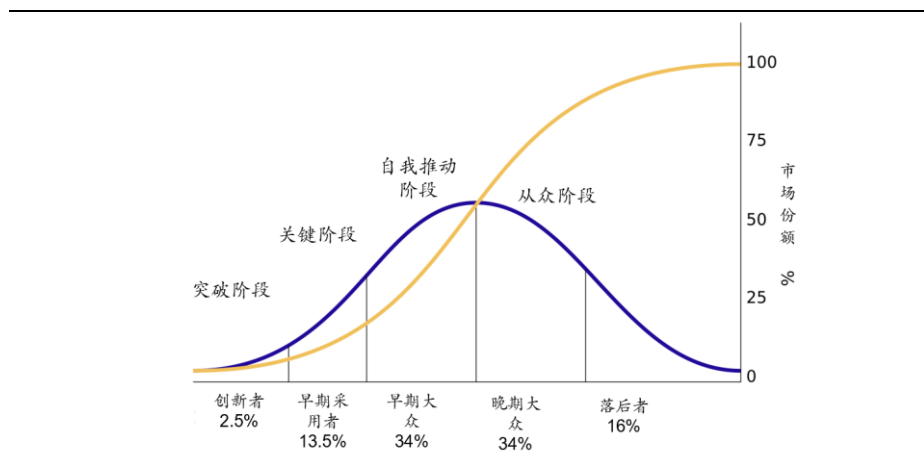


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、从“创新扩散”理论角度看视觉中国成长周期

1962年，传播学教授 Everett Rogers 出版了《创新的扩散》（*Diffusion of Innovations*）一书，系统性地提出了创新扩散理论；该理论解释了创新如何传播、创新为什么能传播和创新以什么样的速率传播等问题。Rogers 提出，“扩散”是一项创新随着时间，在一个社会系统中的参与者中通过交流沟通逐渐被采纳的过程。

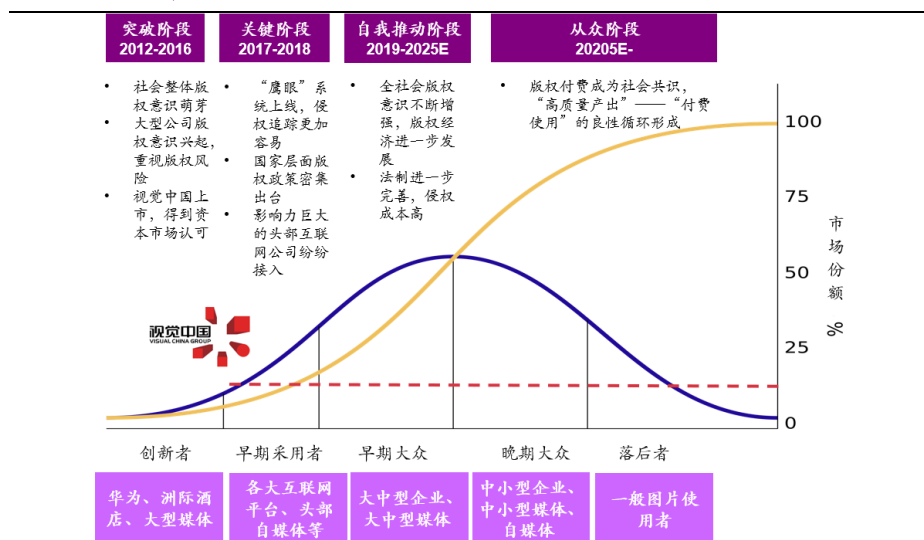
图 15：创新的扩散过程



资料来源：Rogers，光大证券研究所 注：蓝线为创新的扩散速度，黄线为市场份额

由视觉中国主导的视觉素材版权付费使用，在中国是一种“创新”，因为它颠覆了中国在互联网早期时代的“一切皆免费”的思维，并将引导版权付费概念深入人心。因此，我们基于创新扩散理论的框架对于视觉中国的成长历程进行梳理，能够帮助投资者更好地理解视觉中国目前所处的阶段和未来前景。

图 16：视觉中国的创新扩散模型



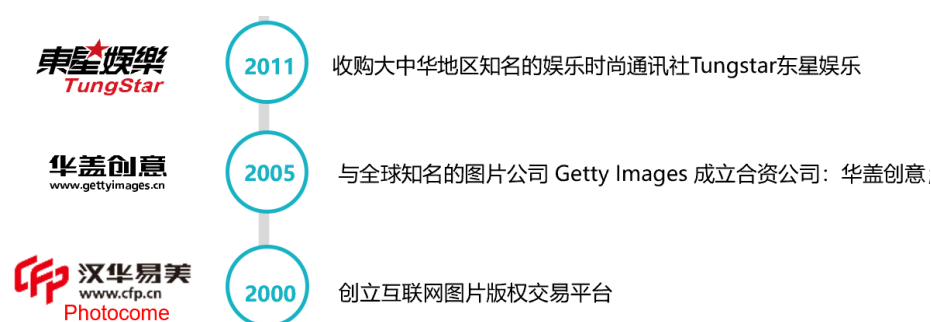
资料来源：光大证券研究所绘制

2.1、2000-2011 年：商业模式探索期

视觉中国的前身为 Photocome 网站，是柴继军与李学凌创立的互联网图片版权交易平台。2005 年，汉华易美成立，主要代理 Getty Images 的编辑类图片；同年与全球最大的视觉素材公司 Getty Images 合作成立合资公司华盖创意，主要代理 Getty Images 的创意类图片。2011 年收购大中华地区知名的娱乐时尚通讯社 Tungstar 东星娱乐。

华为是公司成立早期的重要客户，帮助公司形成了版权图片的服务能力，商业模式初步成型。公司为华为提供创意图片、协助华为获取图片肖像权、版权，使得华为能够在国内外市场高效合规推广。

图 17：2000-2011 年视觉中国重要事件



资料来源：视觉中国，光大证券研究所

2.2、2012-2016：版权付费模式“突破阶段”

版权局加强版权执法监管为公司发展创造了良好的外部条件，公司的客户开发与版权维权得到司法支持，“版权付费”创新进入突破阶段。2011 年国家版权局颁布了《版权工作“十二五”规划》，确定了“十二五”时期版权工作 5 个方面的重点任务：一是强化版权服务功能，完善公共服务和社会参与体系；二是鼓励版权创造运用，促进版权相关产业健康发展；三是完善宣传培训机制，提高公众版权保护意识；四是完善法律政策体系，加强版权执法监管能力；五是强化国际应对体系，切实维护国家根本利益。

在突破阶段，公司获得了华为、洲际酒店、大型媒体的认可。在服务大客户的过程中，“视觉中国”品牌得到了大量的曝光与传播，奠定了中国图片市场的龙头地位。

图 18：2012-2016 年视觉中国重要事件



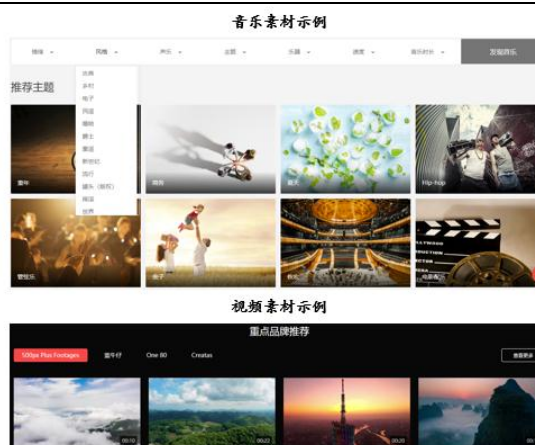
资料来源：视觉中国，光大证券研究所

2.3、2017-2018 年：视觉中国的“关键阶段”

2017 年是公司战略的转折之年，公司业务布局大幅提速，在内容与渠道端均取得众多重大进展，创新扩散加速，进入关键阶段。

内容端来源多元化、品类丰富化。1) 来源多元化：在编辑类图片上，公司与先后与中国新闻社、路透社、法新社、南方日报、环球网等合作签约和续约；在创意类图片上，公司通过收购 500px 与全球近 30 万名供稿人建立了签约合作关系。2) 品类丰富化：公司拓展了在**音乐、视频素材**领域的业务。**视频方面**公司与 46 个国际品牌合作，代理超过 1500 万条编辑及创意类视频素材，每月上线超过 3 万条视频素材；**音乐方面**公司与全球知名唱片公司、音乐制作机构合作，代理超过 35 万首在线单曲及 5 万首在线音效，总时长超过 6900 小时。

图 19：视觉中国音乐及视频素材示例

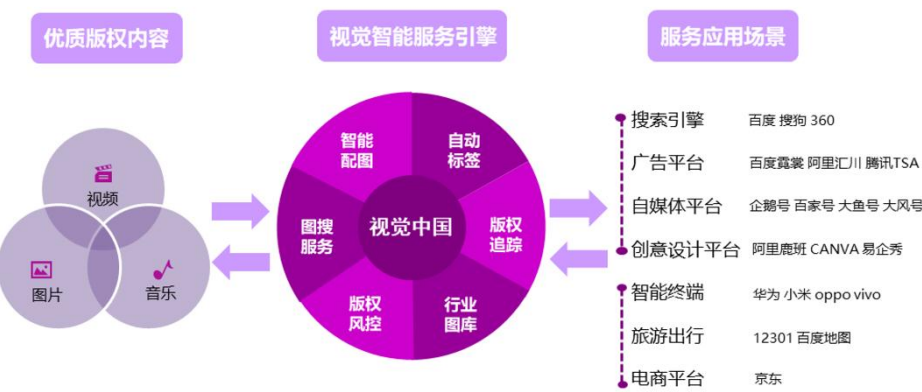


资料来源：视觉中国官网

销售端通过与头部互联网战略合作，覆盖自媒体、搜索引擎、广告平台等小额、分散、高频的长尾市场。1) 自媒体：2017 年公司先后与一点资讯、凤凰网、腾讯、微博、阿里巴巴（大鱼号）签订战略合作协议，向各家自媒体平台开放全部正版图片、视频、音乐资源。2) 搜索引擎：与百度、搜狗、360 三大国内搜索引擎合作；用户搜索图片时，优先展示公司图片，并标注

“版权”信息，用户点击图片后跳转至视觉中国官网，从而实现对长尾客户的触达。3) 广告平台：接入百度霓裳、阿里汇川广告平台、腾讯社交广告平台，完成了 BAT 互联网广告平台的布局，为数十万中小企业组提供广告的创意内容服务。

图 20：视觉中国互联网变现模式



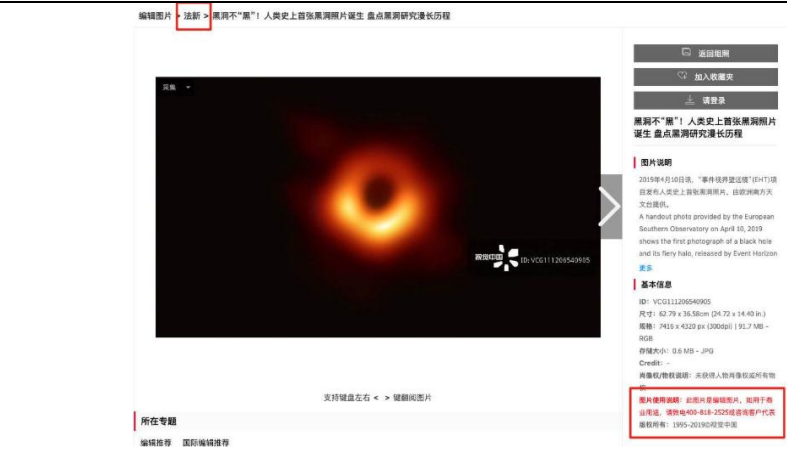
资料来源：视觉中国，光大证券研究所

2.4、2019 年起：迈向“自我推动阶段”

我们认为，在自我推动阶段，正版渗透率和视觉中国市占率双重提升，将带来公司图库的周转率提升，成长有望提速。“411”及“1210”事件危后有机，带来全社会版权教育的机会，是版权行业渗透率上行和集中度提升的催化剂。

2019 年“411 事件（黑洞）”对公司造成了较大冲击，但围绕这一事件的舆论讨论客观上提升了全社会的版权意识。事件发生后，天津网信办成立工作督导组进驻公司，公司主动暂时关停了公司网站（www.vcg.com）开展整改。国家版权局公告将图片版权保护纳入“剑网 2019”专项行动，进一步规范图片市场版权秩序。

图 21：视觉中国对“黑洞”照片的版权标注引发争议



资料来源：视觉中国官网（整改前）

19 年底“1210 事件”，应监管要求再次对涉及新闻信息服务类业务进行整改。1) 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；新闻信息包括有关政治、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；与境内外中外合资经营、中外合作经营和外资经营的企业进行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；2) 国家网信办指出视觉中国网站、IC photo 网站违反国家互联网有关法律法规和管理要求，在未取得互联网新闻信息服务许可情况下从事互联网新闻信息服务，在未经安全评估情况下与境外企业开展涉及互联网新闻信息服务业务的合作。因此公司网站从 19 年 12 月 10 日开始整改，20 年 3 月 20 日恢复上线。

两次整改后，公司在内容和获客两端进行了改进：

在内容端：1) 成立独立内容安全审核团队，并与人民网建立内容审核合作，对平台内容和产品服务进行全面筛查审核；2) 为保证新闻类图片的合规分发，与人民网战略合作“人民视觉网”，聚合海量高品质新闻类图片、漫画图表和视频素材，是集视觉内容聚合分发及交易管理运营为一体的视觉内容在线智能服务平台。公司作为独家战略合作伙伴，为人民网提供独家技术支持与客户服务。

图 22：人民网与视觉中国战略合作“人民视觉”项目



资料来源：人民视觉官网

在获客端：从“鹰眼+诉讼”向调解为主转型。19Q4 起公司与中国版权保护中心、首都版权联盟、中国互联网协会等 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工作。对于长期潜力客户协商合作方案，对于无长期需求的客户，在调解机构协调下按市场价格协商补授权。政府支持下的调解模式缓解了客户与舆论的抵触情绪，有助于长期信任与合作的建立。

从结果来看，两次负面事件冲击危后有机：与公司合作的专业版权内容机构有增无减；经济增速下行和行业性的整顿加速了行业出清和头部化的趋势。1) 2016-2018 年公司合作的版权机构均为 240 家，2019 年增加 40 家至 280 家；公司作为行业龙头，拥有国内最大的用图客户基础和完善的版权保护流程，逐步得到版权机构的认可；2) 在获客端，负面事件冲击下客户

继续增长，反映了公司在行业内的地位难以取代，客户粘性强：2019 年公司直接合作客户 15,056 家，同比增长 2%；年度销售额 10 万元以上的客户续签率超过 80%；通过互联网平台触达的长尾用户超过 70 万，同比增长超过 110%。相较之下，2019 年规模较小的图片版权公司全景网络（834877.OC，图片行业内唯一有公开数据可查的可比公司）营收 6,635 万元，下降 55.64%；亏损达 1.1 亿，未弥补亏损已超过实收股本总额的三分之一；且面临客户和高管人员流失的危机。

图 23：2019 年公司合作的专业版权内容机构达 280 家



资料来源：公司官网，光大证券研究所

以创新扩散理论的视角，我们认为视觉中国或已跨过“关键阶段”进入“自我推动阶段”。1) 宏观环境：全社会版权意识进一步增强，版权局等政府有关部门对图片版权的重视程度与执法力度不断提升，为公司的发展提供了优良的外部环境。2) 服务能力：公司在获得了全球众多重要版权方的认可，在内容丰富度上具备领先优势；同时依托多年经营沉淀的数据、技术与经验，能够为客户提供一站式服务能力。3) 客户基础：公司在国内已经形成了较强的品牌，结合不断提升的服务能力，客户基础稳步扩大，续签率维持较高水平。

3、投资要点：版权壁垒深厚，服务能力领先，百亿潜在市场

3.1、独家稀缺版权+摄影师社区，构筑深厚版权壁垒

从全球版权图片市场超过 20 年的发展史来看，图片行业走向集中化的趋势明显。由龙头公司主导的版权库整合能够为长尾、异质性强的用图客户提供一站式的服务；此外能够为分散的、维权能力较弱的供稿方提供中心化的版权管理服务。因此，我们认为中国的版权图片（亦包括音乐/视频等素材）市场亦将强者恒强，视觉中国依靠“独家稀缺版权+摄影师社区”构筑的版权壁垒很难复制。

3.1.1、Getty Images 与 Corbis 独家稀缺版权，不断拓展专业版权内容机构合作

Getty Images 历史上通过多次收购主要竞争对手，成为全球图片版权的龙头公司。较为重要的有 2000 年以 1.83 亿美元收购图片版权库 Archive Photo 和 2007 年以 2.07 亿元收购图片版权库 Media Vast。

公司拥有 **Getty Images** 在中国的独家代理权，双方合作紧密，但并不存在供应商依赖。1) 2019 年公司向前五大供应商合计采购金额为 1.25 亿元，占年度采购总额的比例为 47.06%；其中第一大供应商采购金额 5,274 万元，占比 19.79%；2) 根据公司重组上市预案披露，2012 年华夏视觉与汉华易美（公司图片业务经营主体）合计从 Getty Images 采购 4,367 万元。因此，我们推测公司对 **Getty Images** 的采购依赖不超过 20%。

表 2：Getty Images 通过大量收购不断加深内容壁垒

收购标的	时间	价格	主要业务/资产
Hulton Press Library	1996	-	英国摄影杂志 Picture Post 的图片存档, 包含 19 世纪以来的 1500 万张图片; 收购后更名为 Hulton Getty
Archive Photo	2000	1.83 亿美元	Getty Images 主要竞争对手, 由两家美国知名图片社合并而来; 与 Hulton Getty 整合为 Hulton Archive
Image.net	2004	2000 万美元	互联网图片分销
iStockphoto	2006	5000 万美元	微利图片库
MediaVast	2007	2.07 亿美元	Getty Images 最大竞争对手, 藉此控制了 WireImage (娱乐、创意、体育图片)、FilmMagic (时尚与红毯图片)、Contour Photos (肖像和工作室图片)
Pump Audio	2007	4200 万美元	独立音乐授权商
JupiterMedia	2008	9600 万美元	在线图片部门
PicScout	2011	-	图片识别技术

资料来源：CrunchBase, Wikipedia 等

收购全球知名图片品牌 **Corbis**，丰富了公司自有版权的视觉内容素材库。2016 年上市公司以 8,083 万美元对价收购 Corbis Images 公司。Corbis Images 由微软创始人比尔·盖茨创建于 1989 年，是当时全球第二大高端视觉内容版权服务供应商，在线图片库拥有近 5000 万张图片，19 万条视频，

记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件。上世纪九十年代，Corbis Images 分别收购了著名的 Bettmann 历史图片档案馆、全球最大的新闻摄影机构之一 Sygma、明星图片公司 Outline；2005 年收购全球知名创意图片公司 Zefa，2011 年收购了全球最大的明星八卦图片库 Splash。

图 24: Corbis (Bettmann) 独家图片示例



资料来源：Corbis

3.1.2、旗下摄影师社区 500px 全球领先，汇聚顶尖图片与视频供稿方

2018 年公司收购并经营全球领先的摄影师社区 500px，依托该社区继续扩大签约供稿方的数量和质量。2019 年至 20Q1，公司通过社区新增各类签约供稿人近 10 万名，同比增长超过 25%，累计在全球签约供稿人达 50 万人。2019 年，500px 中国区率先开通了视频分享功能，会员可以通过社区提交视频内容；全年通过 500px 新签约视频供稿人近 1,500 名，同比增长 50%。

公司帮助 500px 优质内容打通在中国的变现通路。例如，2020 年“五一”期间，人民日报新媒体推出的《云游中国（4K 超高清航拍大美中国）》短片全部由 500px 摄影师提供的视频素材剪辑而成。结合我们在第 2 节对于公司发展阶段的论述，我们认为头部媒体如人民日报对公司优质版权的使用有助于不断加强视觉中国/500px 的品牌认知，从而打开大型企业及媒体用图市场。

图 25：人民日报新媒体“云游中国”短片采用 500px 视频素材



资料来源：《4K 高清云游中国》短片

3.2、定制化服务+SaaS，打造行业领先服务能力

独家稀缺内容与定制化的版权服务能够为大型企业客户创造商业价值，从而维持较高的续约率。1) 例如，在某品牌鸡尾酒新品上市宣传视频中选用了公司图片库中的经典名人肖像，公司为该品牌提供了配套的版权清除服务帮助品牌规避版权风险。2) 根据公司年报，2019 年公司年度销售额 10 万以上的 KA 客户续约率超过 80%；版权用图是经常性商业需求，随着国内版权环境的愈发规范，客户续约率和用图量仍有提升空间。

图 26：“独家内容+版权清除”服务于客户版权用图需求



资料来源：视觉中国

对于媒体、企业、广告、自媒体等不同类型的客户，公司提供了多达百余个 API 接口以满足多样化接入需求。例如，为人民日报、新华网、新浪等媒体类客户接入嵌入自身平台的图文编辑或内容库等模块，媒体编辑可以直接调用为文章配图；自媒体平台可以通过调用 API 为平台上的创作者提供正版素材，从而规范发布平台的资讯内容，避免版权风险。

图 27：公司为各类型客户提供多种个性化 API 接口



资料来源：公司官网

接入 SaaS 服务产品，有望通过交叉销售扩大用户基数。1) 公司将素材库接入了 WPS 内容服务平台“稻壳儿”及企业级云端视频创作平台 OnVideo。2) OnVideo 是一个企业级音视频智能生产云平台，在云端搭建智能音视频生产平台，通过 API、SDK、页面嵌入及系列应用，主要面向传媒、直播/短视频平台、电商视频化、婚庆摄影等领域的用户，提供视音频效率化生产解决方案。该公司 2019 年获得华盖资本旗下华盖安鹭基金 1,500 万元 A 轮融资，而视觉中国为华盖安鹭基金的有限合伙人。公司通过投资构建“视觉+行业”的战略布局逐步落地。

图 28：视觉中国图片素材接入 WPS



资料来源：WPS 稻壳儿会员

图 29：视觉中国素材全量接入 OnVideo



资料来源：OnVideo 官网

在图片版权行业，经营能力是拉开各公司收入差距的核心因素之一；销售和服务能力决定了图库价值的货币化水平。例如，视觉中国与全景视觉在图片数量绝对值上差异并不大（根据两家公司官网口径），但 19 年收入相差超过 10 倍。版权壁垒是公司成为行业龙头的必要条件，而相对较强的销售和服务能力，以及先发累积的客户基础，使得公司的领先优势逐步扩大。

表 3：国内主要图片库/版权公司

公司名称	图片数量	付费模式	授权方式	内容特点	收入体量
视觉中国	超过 2 亿	订阅或按需购买	RM&RF	Getty Images 独家国内授权；Corbis 自有图库；500px 摄影师社区供稿；汇集包含图片、视频、音乐、字体在内的全球高端视觉素材	7.15 亿
图虫网	超过 3 亿	订阅或按需购买	RM&RF	Adobe Stock 中国独家合作伙伴；图虫社区有 800 万摄影爱好者群体；已被字节跳动收购	n/a
东方 IC	超过 1 亿	订阅或按需购买	RM&RF	在赛事图片等编辑类图片上有一定优势，为中超联赛独家官方图片合作机构，代理包括玛格南、美联社、欧新社等众多优质的国际内容供应商	n/a
全景视觉	1.5 亿	订阅或按需购买	RM&RF	整合 1.5 亿张正版图片，向视频、音频拓展	6635 万
站酷海洛	超过 3 亿	订阅或按需购买	RM&RF	美国微利图片库 Shutterstock 持有 1500 万美元可转换优先股（等价于 25% 权益）；拥有 Shutterstock 在国内独家代理权	-

资料来源：各公司官网、公司财报，光大证券研究所整理

注：RM(Royalty-Managed)，版权管理模式；用户取得的使用授权受次数、时间、空间和用途等条件限制

RF(Royalty-Free)，免版税使用模式；用户购买使用授权后，其使用图片不受使用次数、时间、空间、用途限制

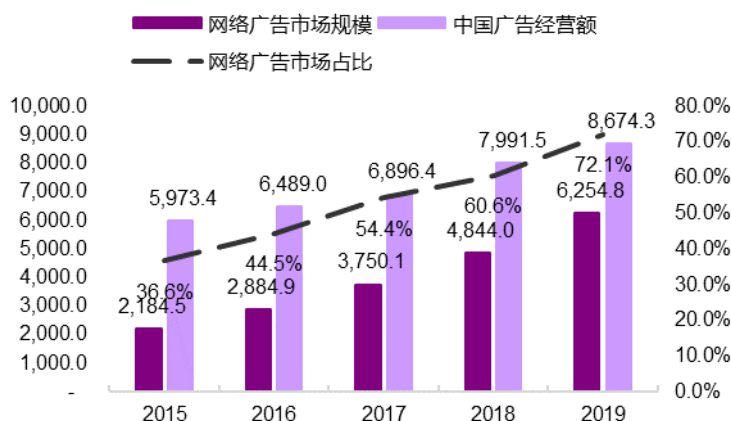
3.3、广告/大型企业+长尾用图，百亿市场潜力待开拓

通过对视觉内容需求较大的广告与企业市场、长尾用图市场进行拆分测算，我们认为版权图片在中国拥有百亿级别的市场潜力；其中大客户为主的广告与企业市场约 65 亿，中小客户为主的长尾市场约 35 亿。公司针对不同类型的客户，以高端图片和微利图库互为补充，并提供差异化的交付模式，帮助客户在正版用图需求和成本控制需求之间实现平衡。

3.3.1、大客户为主的广告与企业市场：“一站式”产品与服务，满足全应用场景需求

随着移动通信、互联网、社交媒体等新兴媒介的飞速发展，我国已经成为仅次于美国的世界第二大广告国，对视觉素材的需求量巨大。1) 根据国家工商总局数据显示，2019 年全国广告经营额达到 8,674 亿元，同比增长 8.5%。15-19 年我国广告业年营业额 CAGR 达 9.8%。2) 结构上，网络广告是广告行业的主要增量，根据艾瑞数据，2019 年网络广告市场规模达 6,255 亿元，15-19 年 CAGR 达 30.1%。

图 30：2015-2019 年我国广告业年营业额及增速（单位：亿元）



资料来源：国家工商行政管理总局，艾瑞，光大证券研究所

作为商业广告行业快速增长的受益者之一，视觉素材版权付费行业将成为下一个全新增长点。1) 2011 年 Shutterstock 招股书披露美国图库市场规模约为 40 亿美元；根据 eMarketer 数据，当年美国整体媒体广告支出为 1582 亿美元，图库市场/媒体广告支出之比约为 2.5%。2) 根据赛迪《中国图像素材行业研究报告》测算，2012 年中国图库市场规模约 10 亿元人民币，当年中国广告行业经营额为 4698 亿元，图库市场/广告行业经营额为 0.21%，与美国渗透率相比存在很大差距。3) 由于版权侵权问题的存在，图库市场的增速严重滞后于广告行业。我们预计随着中国版权保护的加强，版权图片销售渗透率（版权素材销售额/广告市场规模）有望逐步提升。

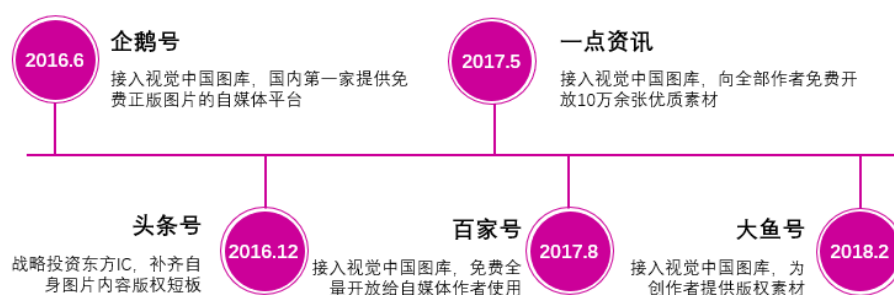
2019 年中国广告经营额已达 8,674 亿元，在渗透率为 0.5%-1% 的保守假设下，广告行业用图的市场空间为 43.4 亿元-86.7 亿元，中值 65.1 亿元。

3.3.2、中小客户为主的长尾用图市场：提供高效、简单的自助化交易服务

长尾用图市场需求分散、应用场景多，公司通过与互联网平台连接并赋能，提升了对长尾客户的覆盖能力。长尾的用图场景包括自媒体、广告、办公文档、创意设计等，公司先后与阿里巴巴、腾讯、百度、微博、金山办公等互联网平台结成战略合作伙伴，通过“内容+技术”平台对接，使得公司内容和服务能够覆盖到互联网平台所聚集的海量个人、小微企业等长尾用户。

以自媒体需求为例，公司主要通过对头部互联网自媒体平台接入图库的模式完成行业的正版化覆盖。2017 年公司完成与一点资讯/凤凰网（大风号）、腾讯网（企鹅号）、百度（百家号）的自媒体平台数据接入工作；2018 年上半年公司完成与阿里巴巴（大鱼号）、微博云剪的自媒体平台接入工作，为数百万自媒体用户提供优质正版内容。

图 31：自媒体平台接入版权图片库情况



资料来源：百度图腾&视觉中国《2017 中国版权图片行业观察》，光大证券研究所

图片能够提升信息的到达率，及文章、网页的浏览量，因此成为长尾市场自媒体、广告等行业的“刚需”。根据公司 2016 年报数据，带图片的广告比纯文字广告信息到达率提升 12%-63%；含图片的文章比没有图片的文

章平均多 94% 的阅读量；图片可以增加 29% 的网页浏览量，若图片质量高增益可达 48%。

图 32：图片能够提高信息传递效率与阅读量

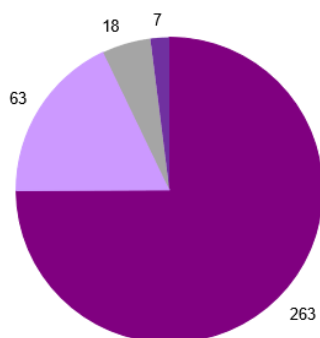


资料来源：公司 2016 年报

自媒体基于互联网创作与传播的特性导致追踪成本低，对于版权图片的需求潜力巨大；且自媒体的变现模式已经较为成熟，对版权内容具备较强的支付能力。根据企鹅智酷数据显示，粉丝量超过 10 万的微信公众号数量达到 25 万，从中抽样调查的 100 个关注数量超过 100 万的大 V 级公众号，正版图片使用率达 100%；其中旅游风光、人物肖像及财经科技类图片需求量较大。

图 33：2017 年微信公众号粉丝规模（单位：万）

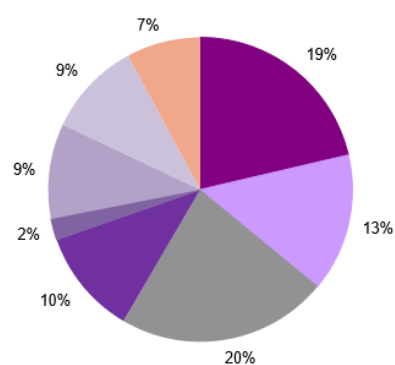
■ 1万人及以下 ■ 1万人-10万人 ■ 10万人-100万人 ■ 100万人以上



资料来源：企鹅智酷《微信 2017 用户研究和商业机会洞察》，光大证券研究所

图 34：百家号自媒体人图片检索量分布

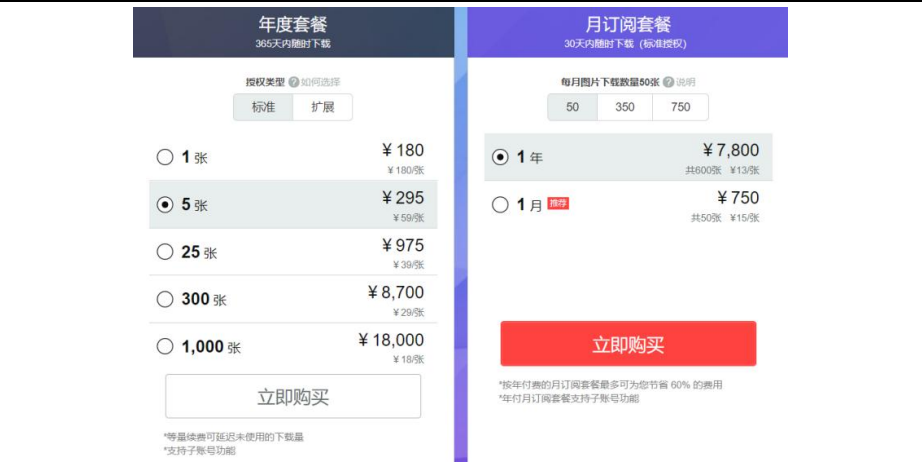
■ 人物 ■ 财经 ■ 旅游 ■ 风格 ■ 萌宠 ■ 健康 ■ 美食 ■ 其他



资料来源：2017 年百家号自媒体用图情况，光大证券研究所

定价模式上，“微利图库+订阅”模式或将使得正版图片在长尾市场的定价更加亲民。公司在国内市场代理了原 Corbis 旗下微利图库 Veer 的销售，根据公司官网，“微利图库+订阅”模式下，年订阅费介于 7,800-36,000 元之间；最高的年订阅费支持每年下载 9,000 张图片，单张图片价格可低至 4 元，使得需求方的正版用图支付压力大为减轻。

图 35：视觉中国代理微利图库 Veer 定价



资料来源：Veer by iStock

我们以微信公众号作为样本测算自媒体市场空间。由于不同粉丝量的微信公众账号商业化能力不同，付费率和支付能力因此也会有差异。假设 10 万粉以上的公众号具备较强的商业化变现能力和支付能力，其中：1) 100 万粉以上的公众号付费率 50%-70%，年均付费额 2 万；2) 10-100 万粉的公众号付费率 20%-40%，年均付费额 1 万（略高于最低年订阅费）；则**微信公众账号用图市场规模为 10.6-17.0 亿元**；3) 假设微信公众账号占整体自媒体市场规模之比为 30%-50%，则自媒体市场规模为 21.2-56.7 亿元，中值为 34.5 亿元。

表 4：自媒体市场用图规模测算

100 万粉以上（万个）			7		
付费率	50%	55%	60%	65%	70%
年付费额			2.0		
10-100 万粉（万个）			18		
付费率	20%	25%	30%	35%	40%
年付费额			1.0		
微信公号用图需求（亿）	10.6	12.2	13.8	15.4	17.0
微信占自媒体市场比重			40%		
自媒体市场规模（亿元）			34.5		

资料来源：企鹅智酷，光大证券研究所测算

表 5：自媒体用图需求市场规模敏感性分析（亿元）

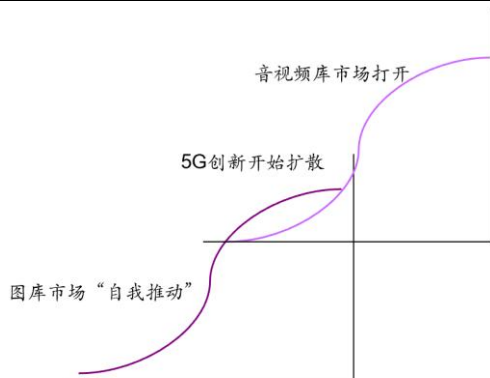
		微信公众号用图市场规模（亿元）				
微信公众号需求占自媒体市场比例		10.6	12.2	13.8	15.4	17.0
	30%	35.3	40.7	46.0	51.3	56.7
	35%	30.3	34.9	39.4	44.0	48.6
	40%	26.5	30.5	34.5	38.5	42.5
	45%	23.6	27.1	30.7	34.2	37.8
	50%	21.2	24.4	27.6	30.8	34.0

资料来源：光大证券研究所测算

3.4、5G 时代从“视觉版权”到“泛素材版权”，带来二次成长曲线

我们认为，视觉中国作为中国最大的视觉素材运营商，将受益于 5G 创新的落地与扩散，从图片运营商升级为音视频运营商。而在这一升级过程中，公司在图片领域积累的运营经验和客户群体可以无缝转化，图片版权领域“强者恒强”的逻辑有望在拓展至视频、音乐素材版权时继续演绎。

图 36：5G 驱动音视频库增长模型示意



资料来源：光大证券研究所

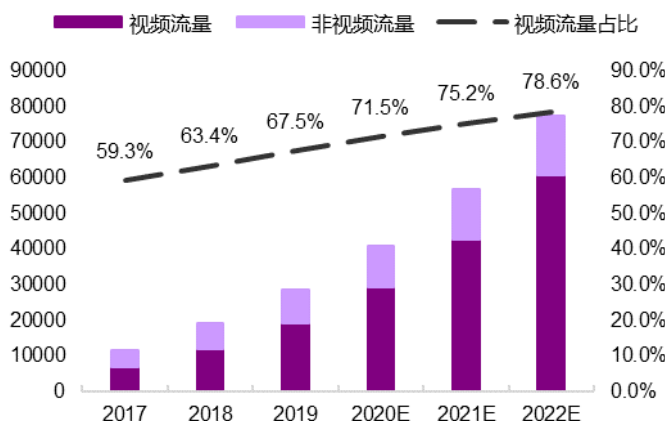
图 37：视觉中国素材已向视频、音乐拓展



资料来源：视觉中国官网

5G 技术将带来超高速的网络连接，驱动以视频为主的富媒体快速发展。根据思科公司估计，全球移动数据流量将由 2017 年的 11512 皮比特（Peta Bytes）/月增长至 2022 年的 77493 皮比特/月，CAGR 达到 46.4%；其中视频内容流量将由 2017 年的 59.3%提高至 2022 年的 78.6%。

图 38：2017-2022E 全球移动流量情况（单位：皮比特）

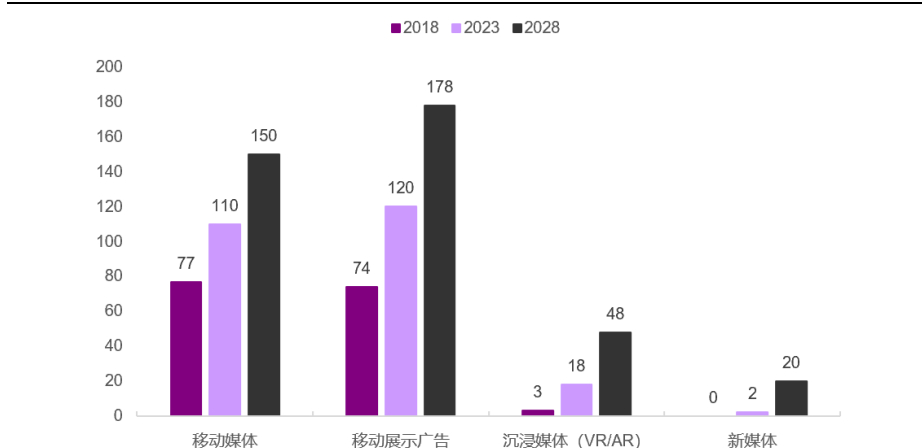


资料来源：Cisco 预测，光大证券研究所

流量的增长和媒体形式的丰富也将带来媒体商业价值的提升。根据 Intel 预测，5G 用户的月均流量使用将从 2019 年的 11.7GB 增长至 2028 年的 84.4GB，其中 5G 流量占比 90%。流量的增加将带来更为丰富的媒体内容，驱动传媒行业的营收增长：2018-2028 年，现有的移动媒体营收将由 770 亿美元增长至 1500 亿美元，CAGR 6.9%；移动展示广告营收将由 740 亿美元

增长至 1780 亿美元，CAGR 9.2%；沉浸媒体（VR/AR）与新媒体（如车载媒体、传感套装等）行业也将迎来爆发，预测营收将分别增长至 480 亿美元和 200 亿美元。同时，Intel 预测，中国的移动运营商和媒体公司将受益于 5G 技术在中国的快速普及。至 2028 年，中国移动媒体营收将翻三倍达到 1000 亿美元，其中来自 VR/AR 的直接收入达到 150 亿美元。

图 39：全球移动网络年度营收预测（单位：十亿美元）



资料来源：Intel/Ovum 《How 5G Will Transform The Business of Media & Entertainment》，光大证券研究所

我们进一步测算了 5G 时代视频素材的市场空间。测算逻辑是：1）取 2019 年图库市场规模预测范围的中值 99.6 亿元；按照英特尔对中国移动媒体营收增速的估计，2018-2028 年增长 200%，CAGR 为 11.6%，以此作为图库市场的增速；2）由于图片素材用于非视频内容，而音视频素材用于视频内容，以 Cisco 预测的视频流量/非视频流量倍数来测算音视频素材相较于图片素材的消费倍数；3）流量与货币化能力并不完全等同；根据草根调研，目前视觉中国的 HD 视频与 48M 图片定价均为 2000 元，但视频所消耗流量大于图片。我们暂取“流量货币化系数”为 0.6，即 1 倍流量会带来 0.6 倍的商业价值。得到 2020 年音视频库市场规模约为 167.3 亿元。

表 6：音视频素材空间测算（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
图库市场规模	99.6	111.2	124.1	138.5
YoY		11.6%	11.6%	11.6%
视频流量/非视频流量倍数	2.1	2.5	3.0	3.7
流量货币化系数	0.6			
视频素材市场规模	124.1	167.3	226.2	304.7

资料来源：Intel, Cisco, 光大证券研究所测算

对图库市场增速和流量货币化系数两个变量进行敏感性分析，取图库增速 10.6%-12.6%，流量货币化系数 0.5-0.7，则 2020 年音视频素材市场规模为 138.2-196.9 亿元。

表 7：2020 年音视频素材市场规模敏感性分析

		图库市场 YoY				
流量货币化系数		9.6%	10.6%	11.6%	12.6%	13.6%
	0.4	109.5	110.5	111.5	112.5	113.5
	0.5	136.9	138.2	139.4	140.7	141.9
	0.6	164.3	165.8	167.3	168.8	170.3
	0.7	191.7	193.4	195.2	196.9	198.7
	0.8	219.0	221.0	223.0	225.0	227.0

资料来源：光大证券研究所测算

4、盈利预测与估值

4.1、收入与盈利预测

营业收入预测：考虑到公司对于不同类型的客户采用不同的交付模式，以及不同类型客户的商业价值差异，我们将公司“视觉内容与服务”核心主业收入拆分为直接签约客户收入和长尾客户分别预测。我们预测 20-22 年：

1) 直客收入（包含企业、党政与媒体、广告营销与服务客户）分别为 6.11/7.08/8.11 亿元：底层假设直接签约客户数每年增长 3%，单客户年均付费额分别为 4.0/4.5/5.0 万元；

2) 长尾客户收入（主要来自于互联网平台）分别为 1.54/2.08/2.77 亿元：底层假设长尾客户每年增长 20%，单客户年均付费额分别为 200/225/250 元。

考虑到 20 年业务尚处于业务恢复期以及低毛利率业务的剥离，以及 21 年起随收入恢复毛利率的提升，我们预测 20-22 年公司毛利率分别为 65.0%/68.5%/68.5%，净利率分别为 32.0%/36.4%/37.4%；略微上调/下调/下调 20-22 年净利润预测至 2.5/3.3/4.1 亿（前值 2.4/3.4/4.2 亿）。

表 8：视觉中国营收及净利润预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
核心主业收入（百万元）	781.9	714.4	765.3	916.2	1,087.8
其中：直客收入 ¹	695.9	614.4	611.3	708.3	810.6
长尾收入 ²	86.0	100.0	154.0	207.9	277.2
直客收入假设					
直接签约客户数（个）	14,000	15,056	15,508	15,973	16,452
YoY	2%	8%	3%	3%	3%
直客年均付费额（万）	5.02	4.23	4.00	4.50	5.00
长尾收入假设					
长尾客户（万个）	33	70	84	101	121
YoY	500%	112%	20%	20%	20%
长尾年均付费额（元）	446.8	194.2	200	225	250

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注 1：“直客收入”包含公司收入分类中的企业客户、党政与媒体、广告营销服务三类

注 2：“长尾收入”主要为互联网平台收入

4.2、绝对估值

我们采用 DCF 法对公司进行绝对估值，公司的每股内在价值区间为 21.94-36.46 元，现价略有低估。关键参数包括：1) 长期增长率：我们认为中国的版权行业将长期景气，保守估计长期增长率为 3%；2) β 值：使用 Wind Beta 计算器计算公司的含杠杆 Beta 为 0.86；3) 税率：公司的经营主体汉华易美所得税率为 15%（高新技术企业优惠税率，预计可持续），以 15%作为公司的有效所得税率。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{levered})$	0.86
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.91%
税率	15.00%
Kd	3.88%
Ve	12,906.0
Vd	610.2
目标资本结构	4.51%
WACC	6.76%

资料来源：光大证券研究所

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,028.95	5.67%
第二阶段	3,214.03	17.71%
第三阶段 (终值)	13,901.23	76.62%
企业价值 AEV	18,144.21	100.00%
加：非经营性净资产价值	1,583.55	8.73%
减：少数股东权益 (市值)	3.43	-0.02%
减：债务价值	610.19	-3.36%
总股本价值	19,114.14	105.35%
股本 (百万股)	700.58	-
每股价值 (元)	27.28	-
PE (隐含)	78.01	-
PE (动态)	58.27	-

资料来源：光大证券研究所

表 9：DCF 内在价值敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
5.76%	30.04	33.54	38.31	45.18	55.93
6.26%	26.08	28.62	31.94	36.46	42.96
6.76%	22.97	24.88	27.28	30.43	34.70
7.26%	20.48	21.94	23.74	26.02	29.00
7.76%	18.43	19.58	20.96	22.67	24.83

资料来源：光大证券研究所

4.3、相对估值

我们选取 4 家互联网内容平台人民网、新华网、掌阅科技、芒果超媒作为可比公司。可比公司 20 年 PE 均值为 47.2x，21 年 PE 均值为 38.1x。由于公司 20 年净利润尚未恢复至正常水平，我们以 21 年估值作为参考基准。我们预测视觉中国 21 年 EPS 为 0.48 元，则相对估值法下公司股价合理水平为 18.28 元，略低于绝对估值水平。我们认为公司在图片版权这一细分行

业具有显著的竞争优势，且视觉素材平台价值不断积累，具备行业地位的稀缺性，相对可比公司可以给予一定的估值溢价。

表 10：可比公司相对估值水平

公司	代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
人民网	603000.SH	19.86	0.30	0.38	0.46	0.54	66.2	51.9	43.1	36.8
新华网	603888.SH	22.83	0.55	0.59	0.66	0.76	41.2	38.7	34.3	30.2
掌阅科技	603533.SH	29.11	0.40	0.67	0.99	1.34	72.8	43.2	29.3	21.7
芒果超媒	300413.SZ	47.23	0.66	0.86	1.04	1.24	71.6	55.0	45.6	38.2
平均值							62.9	47.2	38.1	31.7
视觉中国	000681.SZ	19.25	0.31	0.35	0.48	0.58	61.6	55.0	41.0	33.8

资料来源：wind，光大证券研究所 注：可比公司盈利预测为 wind 一致预期；股价日期为 2020 年 5 月 25 日

4.4、估值结论与投资评级

我们认为，目前是视觉中国由“突破阶段”到“关键阶段”的拐点，发展即将进入快车道，平台价值也会在未来逐步提高。绝对估值法能够体现公司在永续发展阶段商业价值的折现，我们认为更适用于公司的估值。DCF 法显示公司每股内在价值区间为 21.94-36.46 元，现价略有低估。相对估值法显示基于现阶段业绩公司股价合理水平为 18.28 元，略低于绝对估值水平；考虑公司的细分产业龙头地位，可考虑给予一定估值溢价。

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	988	722	765	916	1,088
营业收入增长率	21.27%	-26.90%	5.98%	19.72%	18.73%
净利润（百万元）	321	219	245	333	407
净利润增长率	10.45%	-31.81%	11.86%	36.09%	21.90%
EPS（元）	0.46	0.31	0.35	0.48	0.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.11%	7.13%	7.43%	9.25%	10.22%
P/E	42	62	55	40	33
P/B	4.7	4.4	4.1	3.7	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 25 日

5、风险分析

1) 市场风险：视觉中国的主要产品为数字图片、视频素材，目前视觉素材市场是一个相对较新、快速变化的市场，行业的发展可能不如预期，市场规模和增长的预测有可能与市场的实际发展情况有显著的差异，标的资产所处行业存在市场变化的风险。

2) 行业竞争风险：视觉素材产业是发展十分迅速的产业，新的竞争者可能会进入视觉素材市场，这会导致视觉中国所处行业竞争加剧。虽然公司在版权维护及客户资源等方面存在明显的优势，在行业中处于领先的地位，但新的竞争者的出现有可能对公司的经营业绩产生不利的影响。

3) 版权受侵犯的风险：视觉中国所采集的数字图片、视频素材，可能被未经授权的使用者下载、使用及传播，使得公司的权利受到侵害。

4) 内容审核及经营合规风险：公司所经营的视觉内容素材被广泛应用于社会传播，而部分内容（如新闻类图片）的经营需要取得相关资质，若不能跟主管部门保持紧密、及时的沟通并加强内容审核可能会导致经营中出现合规风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	988	722	765	916	1,088
营业成本	349	266	268	289	343
折旧和摊销	8	9	8	14	19
税金及附加	8	4	4	5	6
销售费用	81	78	84	96	103
管理费用	114	106	119	128	147
研发费用	44	44	38	46	54
财务费用	26	23	16	12	9
投资收益	33	58	50	50	50
营业利润	392	262	288	392	478
利润总额	392	262	288	392	478
所得税	57	44	43	59	72
净利润	335	217	245	333	407
少数股东损益	14	-2	0	0	0
归属母公司净利润	321	219	245	333	407
EPS(按最新股本计)	0.46	0.31	0.35	0.48	0.58

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	291	93	220	270	358
净利润	321	219	245	333	407
折旧摊销	8	9	8	14	19
净营运资金增加	301	-347	20	85	78
其他	-339	211	-53	-162	-145
投资活动产生现金流	-135	25	-60	-85	-60
净资本支出	-24	-27	-60	-60	-60
长期投资变化	1,253	1,289	0	0	0
其他资产变化	-1,364	-1,238	1	-25	0
融资活动现金流	-130	-271	-151	-109	-60
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-54	-197	-113	-72	-16
无息负债变化	-122	-80	12	33	57
净现金流	28	-153	9	75	238

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	64.7%	63.1%	65.0%	68.5%	68.5%
EBITDA 率	40.0%	34.7%	34.3%	40.2%	41.9%
EBIT 率	39.0%	33.1%	33.2%	38.7%	40.2%
税前净利润率	39.7%	36.3%	37.7%	42.8%	44.0%
归母净利润率	32.5%	30.3%	32.0%	36.4%	37.4%
ROA	7.9%	5.3%	5.8%	7.4%	8.3%
ROE (摊薄)	11.1%	7.1%	7.4%	9.3%	10.2%
经营性 ROIC	13.4%	8.8%	9.0%	11.6%	13.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	31%	25%	22%	20%	19%
流动比率	1.18	1.06	1.29	1.62	2.02
速动比率	1.18	1.06	1.29	1.62	2.02
归母权益/有息债务	3.70	5.25	6.98	9.00	10.35
有形资产/有息债务	3.77	4.92	6.26	7.94	9.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,230	4,117	4,239	4,508	4,921
货币资金	418	373	383	458	696
交易性金融资产	0	21	21	21	21
应收账款	185	171	181	216	257
应收票据	2	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	186	103	103	105	107
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	8	10	10	14	18
流动资产合计	1,010	691	711	829	1,116
其他权益工具	0	68	68	68	68
长期股权投资	1,253	1,289	1,289	1,289	1,289
固定资产	4	3	5	6	3
在建工程	0	0	4	5	9
无形资产	94	116	164	210	255
商誉	1,179	1,109	1,109	1,109	1,109
其他非流动资产	622	828	828	828	828
非流动资产合计	3,220	3,426	3,528	3,679	3,805
总负债	1,320	1,043	943	904	945
短期借款	178	201	88	16	0
应付账款	141	128	129	139	165
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	136	91	96	115	137
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	855	651	550	511	552
长期借款	276	203	203	203	203
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	3	3	3	3
非流动负债合计	466	392	392	392	392
股东权益	2,910	3,074	3,296	3,605	3,977
股本	74	74	74	74	74
公积金	1,626	1,633	1,650	1,650	1,650
未分配利润	1,184	1,338	1,543	1,851	2,223
归属母公司权益	2,890	3,074	3,296	3,605	3,977
少数股东权益	20	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.17%	10.82%	11.00%	10.50%	9.50%
管理费用率	11.53%	14.61%	15.50%	14.00%	13.50%
财务费用率	2.66%	3.14%	2.13%	1.33%	0.83%
研发费用率	4.50%	6.10%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	14%	17%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.05	0.03	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.42	0.13	0.31	0.38	0.51
每股净资产	4.13	4.39	4.71	5.15	5.68
每股销售收入	1.41	1.03	1.09	1.31	1.55

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	42	62	55	40	33
PB	4.7	4.4	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	2.6	2.8	2.2	1.3	0.7
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

行业及公司评级体系

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

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼