万联证券 WANLIAN SECURITIES

正版化浪潮下最后的价值洼地，视频化未来增量可期

——视觉中国（000681.SZ）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020 年 07 月 31 日

报告关键要素：

视觉（中国）文化发展股份有限公司于 2000 年 6 月成立，于 2014 年借壳上市。公司主营图片、视频、音乐、字体等版权素材的代理销售，是全球最大的同类数字内容平台之一。我们认为图片等泛视觉素材是内容正版化浪潮下最后一块价值洼地，随着富媒体化对音视频素材需求增加，提供平台化服务的龙头公司必将受益于市场空间的不断提升。19 年-20 年初，公司两次下线整改加上疫情影响对 Q1 业绩造成拖累，但逐季回暖趋势确定，年内有望迎来拐点。

投资要点：

- **宽护城河+高议价力，平台效应实现护城河加宽：**1）公司是全球最大的版权数字视觉交易平台之一，大量高质量独家素材筑起宽护城河。2）视觉素材上下游皆分散化，平台可实现资源的聚合，并解决交易痛点，在产业链中为最具价值环节，平台的规模效应和网络效应可实现护城河的自动拓宽。
- **正版化率、富媒体化趋势不断提升市场空间：**1）正版化浪潮下最后一块价值洼地，政策不断加码推升正版化节奏，当前我国图片市场正版化率不足 10%，市场提升空间巨大。对标此前音视频等内容行业，版权公司必将在正版化过程中充分受益。2）随着 5G 和富媒体化，图像素材从静态到动态将有明显扩容。
- **以服务驯化技术，客户结构优化&获客效率提升：**1）合规与服务意识提升：19 年-20 年初，公司历经 2 次下线整改，合规意识与服务意识唤醒，加强了与行业主管部门、各地版权中心的交流合作，转变服务模式提升客户满意率与续约率。2）销售体系理顺：针对大客户，深挖行业场景，提供增值与个性化服务，19 年大客户续约率超 80%；依靠互联网平台触达长尾客户，获客效率提升，19 年长尾客户增长超 110%。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2020-2022 年公司实现营业收入为 8.00/9.59/11.44 亿元，归母净利润分别为 2.47/3.17/4.20 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.45/0.60 元，现价（7 月 31 日收盘价）对应 PE 为 48.51X/37.86X/28.54X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济下滑风险、政策监管风险、参股公司业绩承诺风险。

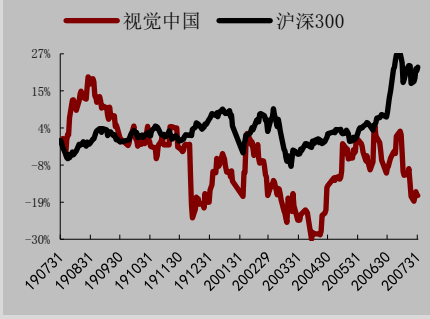
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	722	800	959	1,144
增长比率（%）	-26.9%	10.7%	20.0%	19.3%
净利润(百万元)	219	247	317	420
增长比率(%)	-31.8%	12.9%	28.1%	32.7%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.45	0.60
市盈率(倍)	54.8	48.5	37.9	28.5

资料来源：Wind、万联证券研究所

基础数据

行业	传媒
公司网址	https://www.vcg.com
大股东/持股	吴春红/13.98%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	700.58
流通A股（百万股）	661.18
收盘价（元）	16.91
总市值（亿元）	118.47
流通A股市值（亿元）	111.81

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND、万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 07 月 31 日

相关研究

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 徐益彬
电话：075583220315
邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、国内最大视觉版权交易平台，从图片供应商到平台服务商 4
1.1 20 年发展史，围绕视觉业务做大做强版图 4
1.2 股东结构稳定，高管从业经验丰富 5
1.3 高质量素材筑起护城河，平台效应使其不断拓宽 6
2、伴随市场空间不断提升，龙头企业将持续受益 8
2.1 市场空间提升原因之一：正版化率提升 8
2.2 市场空间提升原因之二：富媒体化趋势 11
2.3 竞争格局：从行业看企业，龙头企业强者恒强 12
3、从技术、客户结构、内容品类扩充看公司基本面改善 14
3.1 大中台、小前台，技术赋能提升生意效率 14
3.2 整改唤醒意识，对技术的驾驭改变：驯化技术、提升服务 14
3.3 客户结构改善，党政客户合作加强、长尾客户得以拓展 16
3.4 布局音乐、视频，供应品类增加，内容护城河加深 19
4、不利因素消散，业绩逐季改善拐点可期 20
4.1 受外部因素冲击业绩下滑，拐点逐渐显现 20
4.2 抗风险能力高，上下游议价能力强 21
5、盈利预测与估值 22
6、风险提示 23

图表 1：公司发展历程 4
图表 2：17-19 年公司主营业务营收占比 5
图表 3：17-19 年公司版权分成费用占营业成本比例 5
图表 4：公司提供的视觉服务 5
图表 5：版权图片分类模式 5
图表 6：公司股权结构 6
图表 7：版权图片行业基本架构 6
图表 8：公司业务模式 7
图表 9：视觉中国与主要竞争对手资源对比 7
图表 10：14-18 年著作权、摄影作品登记情况 8
图表 11：2016 年至今版权相关政策（不完全统计） 8
图表 12：国内图片市场理论与实际规模预测 9
图表 13：腾讯 15-19 年增值服务收入、成本变动情况 11
图表 14：当前公众号发文类型以图文为主 12
图表 15：各类应用使用时长占比（2018.11） 12
图表 16：各类应用使用时长占比（2019.12） 12
图表 17：15-19 年公司与同业毛利率对比 13
图表 18：15-19 年公司与同业净利率对比 13
图表 19：国内图片库市场格局 13
图表 20：15-19 年公司研发投入情况 14
图表 21：数据、技术、服务闭环模式 14
图表 22：鹰眼系统介绍 15
图表 23：技术发展之于版权，从“带来问题”到“解决问题” 15
图表 24：15-20 年 7 月视觉中国为原告的裁判文书数量变动情况 16
图表 25：公司 2018-2019 年客户结构变动情况 16

万联证券

图表 26：“人民视觉网”网页 17
图表 27：公司与部分客户合作一览表 17
图表 28：视觉中国战略合作伙伴 18
图表 29：京东版权素材中心免费服务京东商家/达人 18
图表 30：金山办公-稻壳儿价格亲民 18
图表 31：全球视频广告投入（单位：百万美元） 19
图表 32：视觉中国-视频素材 19
图表 33：视觉中国-音乐素材 19
图表 34：字节跳动-巨量引擎-巨量创意 20
图表 35：2014-2020Q1 公司营业收入及同比增速 20
图表 36：2014-2020Q1 公司归母净利润及同比增速 20
图表 37：2014-2019 年公司经营现金净流量及其占归母净利润比重 21
图表 38：2014-2019 年公司销售毛利率、净利率 21
图表 39：2014-2019 年公司费率变动情况 21
图表 40：2014-2019 年公司流动比率、长期债务与营运资金比率 22
图表 41：2014-2019 年公司上下游支付变动情况 22
图表 42：2014-2019 年公司流动资产与应收账款周转率 22
图表 43：未来 3 年主营业务拆分预测 23

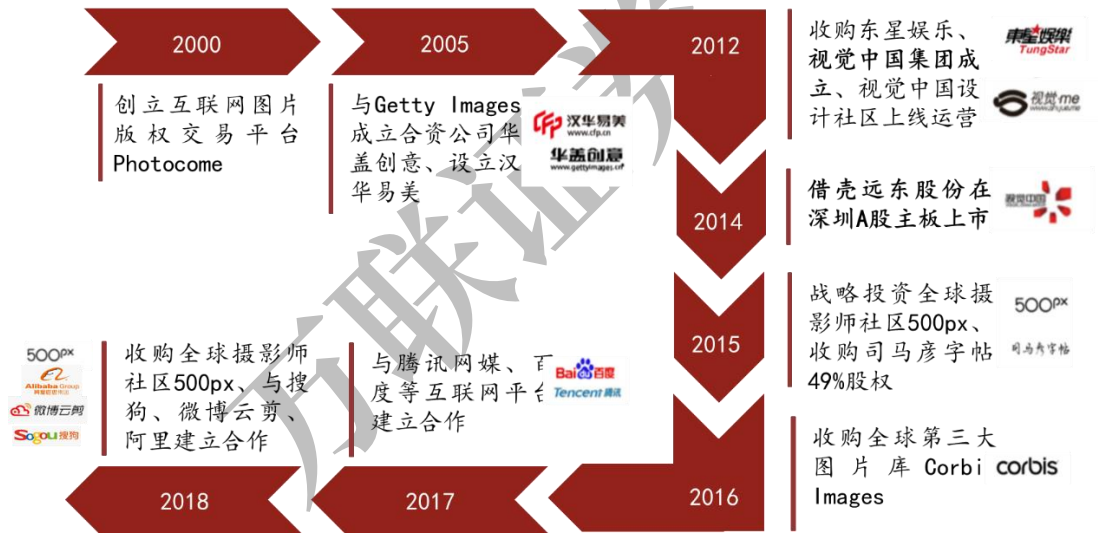
万联证券

1、国内最大视觉版权交易平台，从图片供应商到平台服务商

1.1 20年发展史，围绕视觉业务做大做强版图

公司现为中国大陆最大的视觉素材版权交易平台，也是全球最大的版权数字视觉内容交易平台之一。视觉（中国）文化发展股份有限公司于2000年6月成立，公司以提供优质的视觉素材为核心，整合全球的高质量图片、音频、字体、矢量、插画等版权素材，并结合大数据、AI打造互联网智能服务平台，其主要业务为图片、视频、音乐、字体等版权素材的代理销售。公司与超过50万名签约供稿人、280家专业版权内容机构合作，提供并每日更新图片超2亿张、视频和音乐素材分别达1500万条、35万首，成为全球最大的同类数字内容平台之一。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告、万联证券研究所

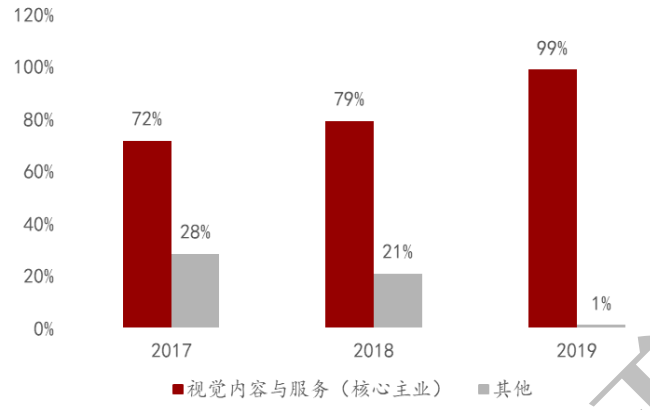
发展历程：

1）成立至上市：收购扩大版图。公司创立初期，主体为中国第一家互联网版权图片交易平台Photocome，也即子公司汉华易美前身。2005年7月，公司与全球第一大图片库Getty Images共同成立华盖创意(Getty Images China)；2006年收购视觉ME，战略投资视觉中国网站（China Visual），2012年成立视觉中国集团VCG，收购东星娱乐。2014年，视觉中国通过将子公司汉华易美和华夏视觉资产转移至远东股份（000681.SZ），合计持有该上市公司57.92%股权，完成借壳上市，同年8月证券名称正式变更为视觉中国。

2）上市至今：从分散到聚焦，拓展下游客户，发展思路逐渐清晰。上市后，公司的投资步伐加快，收购了一系列主业与非主业相关的股权。2015年，战略投资500PX 15.48%股权，并分别收购亿讯资产组、湖北司马彦文化科技有限公司、上海卓越形象广告传播有限公司、唱游信息技术有限公司73%、49%、51%、45%的股权；2016年，分别收购Corbis Images（全球第三大高端视觉内容版权供应商）、Getty Images 100%、50%股权；2018年，进一步收购500PX余下股权至实现全资控股。近年来，公司聚焦主营业务，主抓“视觉+行业”方向布局，深耕行业场景。2017年，公司转让全资子公司深圳艾特凡斯智能科技有限公司100%股权;2018与2019年分别处置了亿迅资产组和上海卓越等非核心主业资产,专一聚焦主营业务。2019年公司实现营业收入7.22亿元，**其中视觉内容与服务业务贡献了98.97%收入，98.90%的毛利，视觉内容与服务业务的**

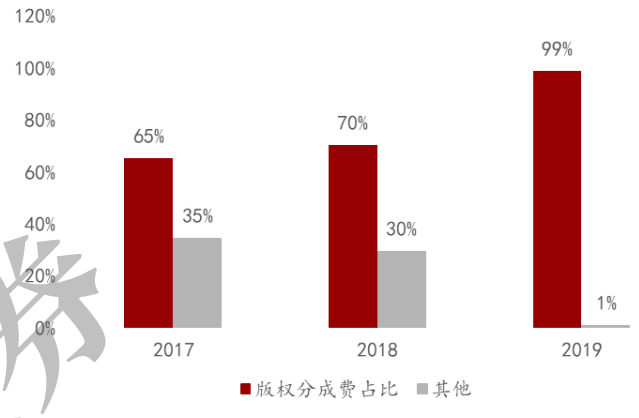
对应成本版权分成费占营业成本比例呈稳定上升态势。目前，公司以视觉服务为核心，深度结合以视觉内容为重度使用场景的垂直行业，构建“视觉+旅游/教育”布局，顺应国家发展方向，进入优质视觉内容消费市场，与视觉内容与服务等核心主业协同发展。

图表2：17-19年公司主营业务营收占比



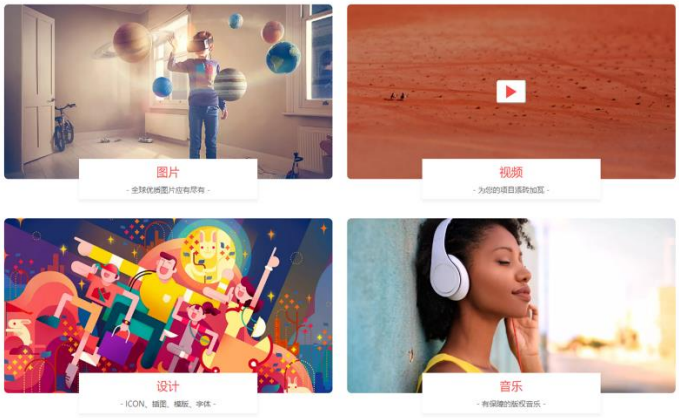
资料来源：公司年报、万联证券研究所

图表3：17-19年公司版权分成费用占营业成本比例



资料来源：公司年报、万联证券研究所

图表4：公司提供的视觉服务



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表5：版权图片分类模式

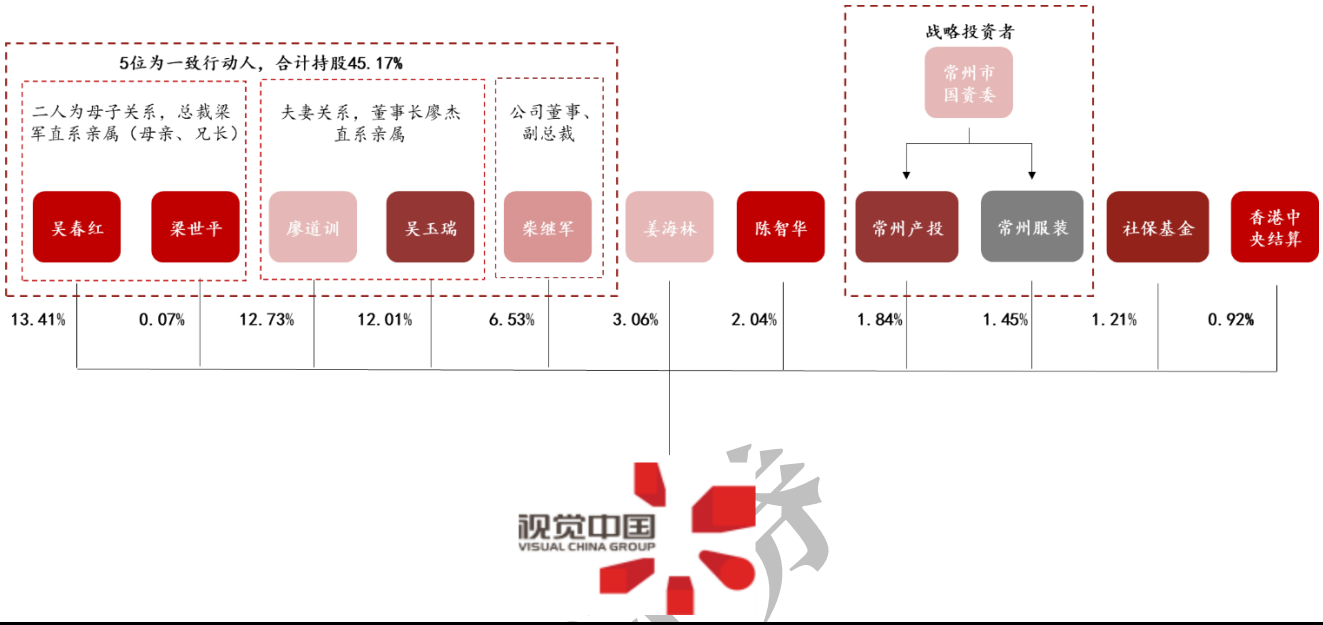
编辑图片	授权图片常见于新闻出版物，并以新闻出版的形式刊载使用，如新华社、人民日报发布的新闻报道。
创意图片	多用于商业用途，常见于广告创意或宣传印刷品、网页、App等网络广告和推广项目、新媒体消息配图等。
RM (Rights-Managed)	有特定适用范围，仅限于所选择的特定用途、媒介、期间、发布数量、投放位置、内容尺寸和区域。
RF (Royalty-Free)	一次性支付授权许可费，后续可永久性、无限次、在任何区域任何媒体中使用。

资料来源：公开资料、万联证券研究所

1.2 股东结构稳定，高管从业经验丰富

实控人为 5 个一致行动人，从背景、履历来看具有稳定性。公司实际控制人为吴春红、廖道训、吴玉瑞、柴继军、梁世平 5 人，该 5 人构成一致行动人，合计持股 45.17%，其中吴春红、梁世平，廖道训、吴玉瑞皆与公司总裁、董事长为亲属关系，柴继军为 Photocome 创始人。19 年 11 月 15 日控制人之一吴春红女士逝世，其持有的公司股份将办理法定股份继承手续，并会导致上述股东及其一致行动人发生变化，根据最新相关公告（7 月 2 日）显示，后续事宜尚未披露。股东与公司高管关系密切，故具有稳定性。公司高管多为公司元老级人物，作为国内图片版权行业的开拓者，具有深厚行业资源和丰富从业经验。

图表6：公司股权结构

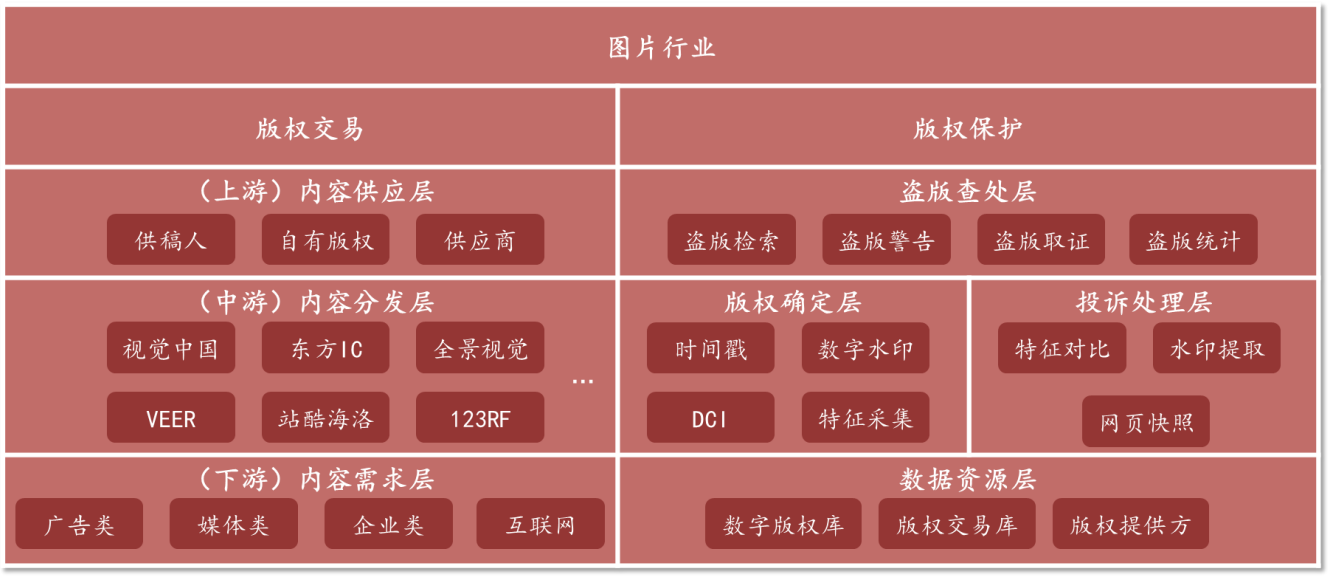


资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 高质量素材筑起护城河，平台效应使其不断拓宽

图片是生产创作的重要原材料，目前正逐步版权化。从商业模式来看，图片行业两大支柱分别为版权交易和版权保护。公司打通图片的生产、分发、消费、版权保护全流程，为视觉行业打造基础设施，使得图片交易成为可能。同时平台具有极强规模效应与网络效应，两种特性使得公司形成素材（供给）增加、用户（需求）增加的正循环，护城河不断拓宽。

图表7：版权图片行业基本架构

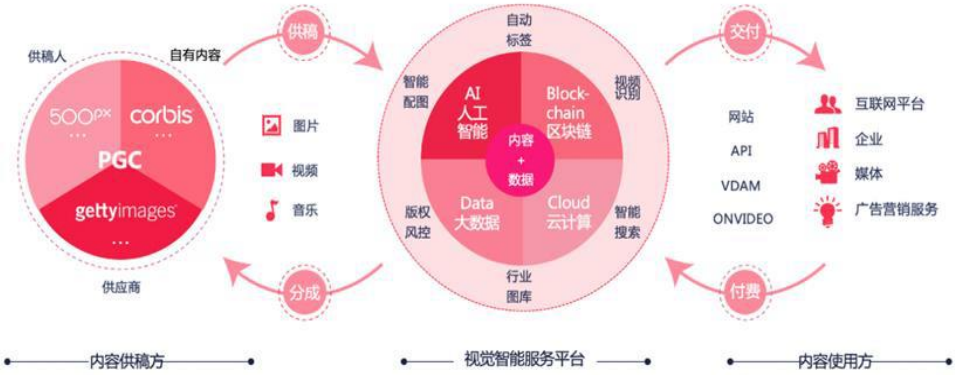


资料来源：《2017中国版权图片行业观察》、万联证券研究所

上下游分散化，平台方扮演撮合交易角色，为产业链最具价值环节。上游方的源头为摄影师，下游为广告、媒体等客户。公司目前的视觉内容以代理内容为主，具体流程包括与上游供稿方签订代理协议，获得内容分销权，将供稿人提供的素材记录入库、通过互联网技术整合后，通过互联网平台与下游客户进行对接，并为各类客户提供不

同种类的产品组合、价格体系以及增值服务，将收取的内容使用方付费按照代理协议约定的分成比例支付给相应的内容供稿方。

图表8：公司业务模式



资料来源：公司年报、万联证券研究所

公司原有+收购+代理不断扩充内容版权库，持续增厚版权内容的竞争壁垒。根据2019年报，公司已经与超过50万名全球签约供稿人以及280家专业版权内容机构达成合作，公司拥有高清图片资源超过2亿张图片、视频资源约1500万、音乐资源35万首，是全球最大的同类数字内容平台之一。素材来源主要有：**1）原有平台：**子公司汉华易美、华夏视觉（公司与Getty Images为独家战略合作关系，代理Getty Images公司图片、视频、音乐在国内的版权销售）。**2)收购国外优质平台：**包括加拿大线上摄影师社区500PX、全球第三大视觉素材供应公司Corbis Images。公司依托500PX摄影社区，继续扩大签约供稿方的数量和质量。截至20Q1，500PX全球累计注册用户近1700万，累计上传图片超过2亿张，社交互动超过25亿次，可销售图片近2000万张。2019-2020Q1，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%。**3）代理：**公司与全球最大的图片服务商、国际版权巨头Getty Images为独家战略合作关系，代理Getty Images公司图片、视频、音乐在国内的版权销售。

图表9：视觉中国与主要竞争对手资源对比

公司	图片资源	视频资源	授权方式	特点
视觉中国	超过2亿张	约1500万条	RM&RF	Getty Images独家战略合作伙伴，拥有500PX摄影者社区资源，市场份额第一
全景视觉	超过1.5亿张	约1000万条	RM&RF	中国早期的数字商业图片库之一，覆盖视频、音频、VR素材
东方IC	超过1亿张	-	RM&RF	拥有中超、欧洲足球、时尚街拍等专线资源以及稳定的PGC创作者
站酷海洛	超过3.2亿张	超过1600万条	RM&RF	高品质创意内容共享平台，是Shutterstock中国区独家伙伴
图虫网	超过3亿	-	RM&RF	Adobe Stock中国独家伙伴，超过八百万摄影爱好者入驻

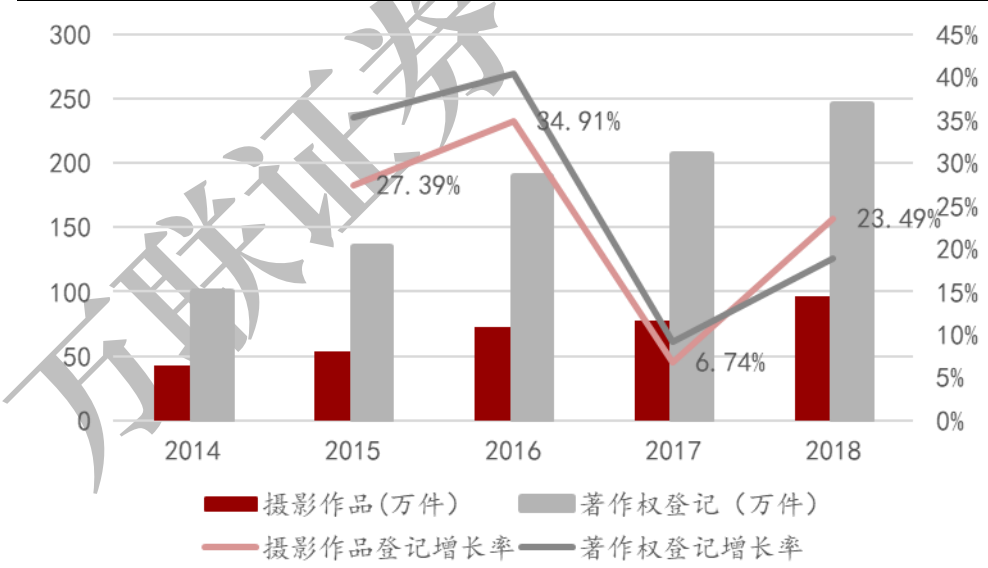
资料来源：公开资料、万联证券研究所

2、伴随市场空间不断提升，龙头企业将持续受益

2.1 市场空间提升原因之一：正版化率提升

我国版权立法起步较晚，但立法、司法实践、政策等层面动作在不断加快，内容创作者对版权保护意识逐渐增强。2010年，国家版权局、工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室四部门联合启动打击网络侵权盗版的专项治理“剑网行动”，该代号行动已多次开展且持续至今。随着针对版权的相关政策和法律密集出台，我国版权内容创作者对版权保护的意识逐渐增强，根据国家版权局的统计数据，14-18年著作权登记从99.74万件增至245.90万件，CAGR达25.31%，摄影作品从42.44万件增至96.16万件，CAGR达22.68%。

图表10：14-18年著作权、摄影作品登记情况



资料来源：国家版权局、万联证券研究所

政策不断加码，公司持续受益于正版化浪潮。17年1月，国务院印发《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》，包括版权在内的知识产权规划首次被列为国家重点专项规划，且后续出台若干政策落实这一规划。**19年底-20年政策更为重磅，明确约定了时点和进展。**2019年下半年至今，各部门联合出台大量相关政策，深化知识产权领域改革，其覆盖范围包括境内外的影视、音乐与摄影等作品类型以及视觉内容与服务、在线教育等细分领域，明确建设知识产权强国战略；同时从金融、法律等角度为版权和知识产权发展保驾护航，推出知识产权质押融资、知识产权维权援助服务等具体措施。随着对各类版权的监管和保护力度加大，公司以视觉内容与服务为核心业务，发挥赛道优势、紧抓图片版权正版化利好，将最大程度受益于政策。

图表11：2016年至今版权相关政策（不完全统计）

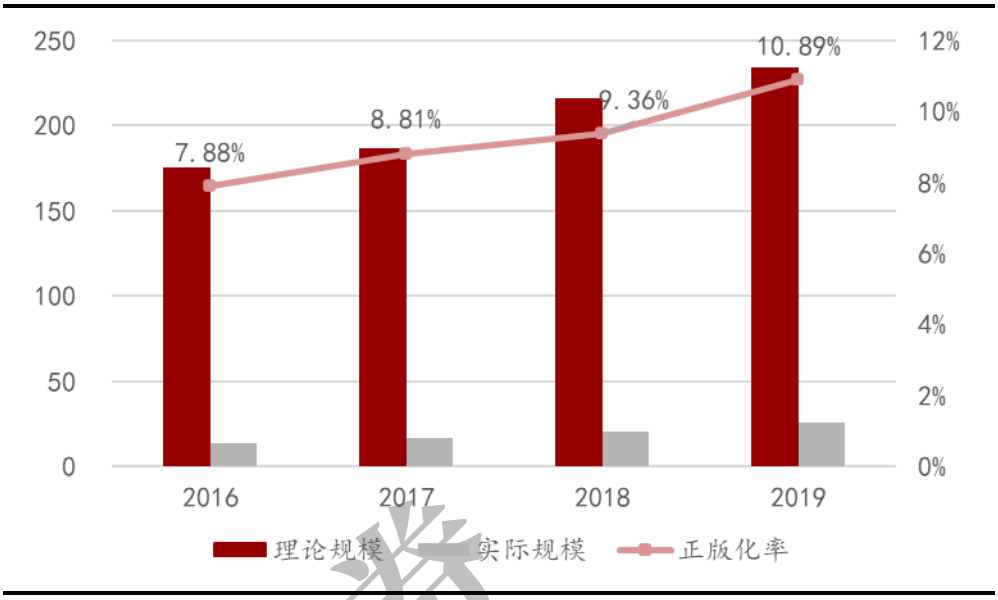
发布时间	发布部门	政策文件名称
2020-6-17	国家版权局、工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室	《国家版权局等关于开展打击网络侵权盗版“剑网2020”专项行动的通知》
2020-6-16	国家知识产权局	《关于进一步加强知识产权维权援助工作的指导意见》
2020-6-11	国家版权局	《国家版权局关于规范摄影作品版权秩序的通知》
2020-5-13	国务院知识产权战略实施工作部际联	《2020年深入实施国家知识产权战略加快建设知识

	席会议办公室	产权强国推进计划》
2020-2-26	国资委、知识产权局	《关于推进中央企业知识产权工作高质量发展的指导意见》
2019-11-28	中共中央、国务院	《关于推进贸易高质量发展的指导意见 》
2019-11-24	中共中央、国务院	《关于强化知识产权保护的意见》
2019-11-20	国家版权局	《关于依法加强对境外著作权认证机构常驻中国代表机构管理的意见》
2019-10-22	国务院	《优化营商环境条例》
2019-9-2	国家知识产权局	《关于新形势下加快建设知识产权信息公共服务体系的若干意见》
2019-8-6	银保监会、国家知识产权局、国家版权局	《关于进一步加强知识产权质押融资工作的通知》
2019-6-12	国家知识产权局	《推进知识产权高质量发展年度工作指引（2019）》
2019-4-8	市场监管总局、公安部、农业农村部、海关总署、版权局、知识产权局	《加强网购和进出口领域知识产权执法实施办法》
2018-12-12	最高人民法院	《最高人民法院关于审查知识产权纠纷行为保全案件适用法律若干问题的规定》
2018-3-18	国务院	《知识产权对外转让有关工作办法（试行）》
2018-2-27	中共中央、国务院	《关于加强知识产权审判领域改革创新若干问题的意见》
2018-2-11	认监委、知识产权局	《知识产权认证管理办法》
2017-3-9	国务院	《关于新形势下加强打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作的意见》
2017-1-25	国家版权局	《版权工作“十三五”规划》
2016-12-30	国务院	《“十三五”国家知识产权保护和运用规划》
2016-12-22	知识产权局、工业和信息化部	《关于全面组织实施中小企业知识产权战略推进工程的指导意见》
2016-11-11	国家版权局	《关于加强网络文学作品版权管理的通知》

资料来源：中国政府网、国家知识产权局、国家版权局、万联证券研究所

图片市场目前正版化率较低，图片成内容正版化下最后一块价值洼地。广告业是图片行业的重要下游市场之一，据LEK评估，全球图片市场行业市场规模约占全球广告市场规模的2.7%，2019年我国广告市场经营额达8674.28亿元，据此推算，2019年国内图片行业市场规模将达234.21亿元。根据艾媒咨询的数据，2019年国内图片市场规模预测值为25.5亿元，据此推算图片市场正版率仅为10.89%，尽管已不断提升，但依然空间较大。

图表12：国内图片市场理论与实际规模预测



资料来源：LEK、国家市场监督管理总局、艾媒咨询、万联证券研究所

回顾内容领域的发展路径，正版化过程中版权公司都将显著受益（视频领域爱奇艺腾讯VS优酷土豆；音乐领域：QQ音乐网易云音乐VS天天动听），正版化率足够高后，盗版土壤不再、用户习惯养成，版权公司亦将持续受益于受众对正版内容的需求。

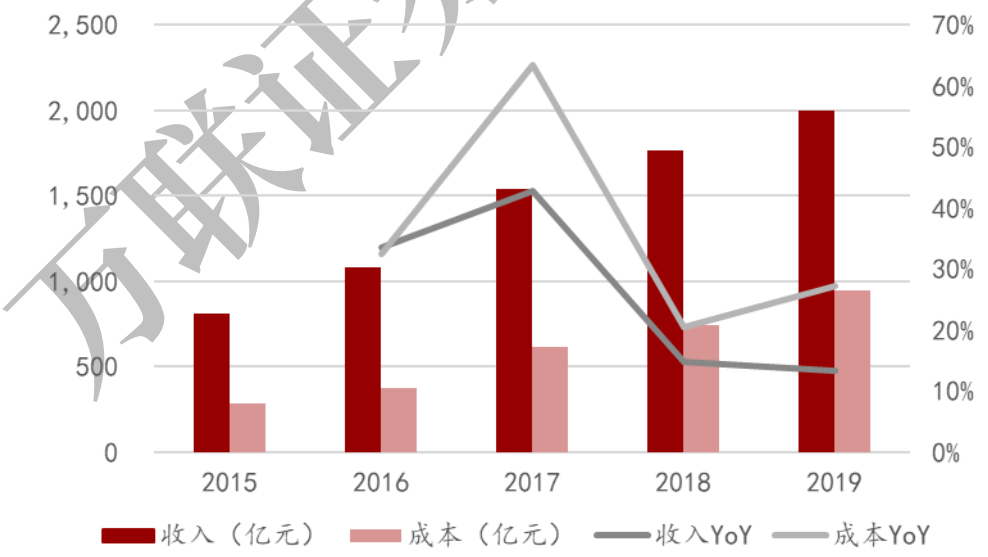
1）在线视频领域：版权采买使爱奇艺与腾讯视频一改视频领域“尘埃落定”局面，奠定日后坐稳行业头把交椅基础。06年搜狐视频首创国内UGC模式；随后，土豆提出“每个人都是生活的导演”,优酷倡导“拍客无处不在”,都在鼓励用户自由上传视频，二者通过UGC模式逐渐占领视频网站领域头部位置。但由于用户缺少产出好内容的能力和意愿，盗版海内外资源被随意上传，电视台内容被技术手段盗播，国家版权管理逐渐将目光从音像制品转移到互联网，相关版权正规化政策出台，正版化浪潮掀起。最终优酷与土豆合并，其余中小视频网站大部分被并购或倒闭，爱奇艺、腾讯视频凭借背靠强大资本异军突起,通过大量购买视频版权实现弯道超车,快速成为领域龙头。

2）在线音乐领域：版权化进程与市场规模增长同步。制约中国音乐市场发展的最大问题曾是盗版，据2014年IFPI数据显示，就音乐市场规模而言，中国在世界上排名仅为21名，与中国的实际市场规模极不匹配。彼时天天动听等音乐App仍为主流选择，免费听歌、下载是用户的第一直觉，直至腾讯介入这一市场，全面改变了中国的音乐市场格局。2014年11月，腾讯与华纳音乐集团签署战略合作协议，成为国内音乐公司与国际唱片公司达成的首个战略合作，此后不到1个月又拿下了索尼音乐在中国大陆地区的数字音乐版权推广、管理及分销业务；17年5月，腾讯音乐与环球音乐集团达成战略合作，获得环球音乐在中国大陆地区的分销业务，至此腾讯正式获得全球三大唱片公司的中国大陆版权业务。与腾讯音乐的崛起形成对照的是，天天动听于2016年10月发布公告称停止服务。2018年IFPI数据显示全球录制音乐总收入达191亿美元，中国的市场排名已上升至第7位。

与视频、音乐等版权的天价版权费不同的是，图片版权成本更低、变现能力更强。成于版权，发展中却因版权成本“拖累”难以实现盈利成视频、音乐平台的主要问题。视频与音乐领域有起色者皆因背靠互联网巨头，资金实力雄厚，重金投入是行业的竞争基础，但盈利尚不理想，具体来说原因如下：**1）版权投入大。**在线视频领域，过去几年平台方相对于内容方议价能力不足，购买版权以争夺用户成各平台的关键，版权价格水涨船高，17年年初电视剧《孤芳不自赏》单集综合收益突破千万元一集，到年底传出欢瑞世纪2400万元单集的《盗墓笔记3》，接连跨过1000万、2000万元的两个

大关；2020-2025年的NBA中国数字媒体版权腾讯视频花费约15亿美元取得，而15年版权费仅为5亿美元。音乐领域，在环球音乐版权争夺站中，腾讯、百度、阿里、网易等巨头都参与其中，最终腾讯以3.5亿美元+价值1亿美元的股权拿下环球的3年独家版权，该价格已高出环球音乐报价10倍以上。自2014年腾讯拿下华纳和索尼音乐的版权后，每年用于版权采购的费用都在急剧上涨。**2）变现尚弱于版权投入。**2019年腾讯增值服务收入成本达941亿元，连续几年成本增速高于收入增速。虽然正版视频为网站带来巨大流量，但随之而来的还有用户增长带来的昂贵带宽费用，且视频网站缺少除广告、会员费以外的流量变现方法，2019全年腾讯视频亏损约30亿元，爱奇艺净亏损约103亿元。音乐平台面临同样问题，相对较低的成本让他们稍好于视频网站。**反观图片版权，平台相对于供稿人有较强议价能力，不会被内容方“绑架”，且付款方式对公司资金压力较小。**平台一般直接以分成形式（包括常规授权分成、广告流量分成）分配收益，供稿人获得约20%权益，稿费一般按月结算。公司的分成形式既能降低成本，不需要一次性支付版权费，还能提高平台资金流动性，集中精力于运营业务。

图表13：腾讯15-19年增值服务收入、成本变动情况



资料来源：Wind、万联证券研究所

2.2 市场空间提升原因之二：富媒体化趋势

自媒体扩张阅读生态，图文占据主流市场；5G富媒体化进一步加深，短视频等新业态带来广阔空间。从手机应用用户使用时长上看，即时通讯始终排在首位，微信为第一大国民级应用。腾讯20Q1财报显示微信月活用户超12亿，QuestMobile2019年2月的数据显示微信公众号渗透率超过80%，意味着从公众号发文类型即可窥见国民阅读习惯。西瓜数据2019年调查显示公众号发文类型以图文为主，反映自媒体时代大量图片需求得以产生。自媒体大V的不断涌现和商业化程度的不断提升，加上出于合规运营的考虑及自身支付能力的提升，公众号主理人对版权图片的需求将持续扩大。在短视频逐渐成为用户获取信息的新方式下，微信也已做出变化，主攻视频内容，推出1分钟以下的视频号和1分钟以上的微信公众号视频。微信切入短视频赛道，自身用户基数优势预计将给视频号带来可观增量。

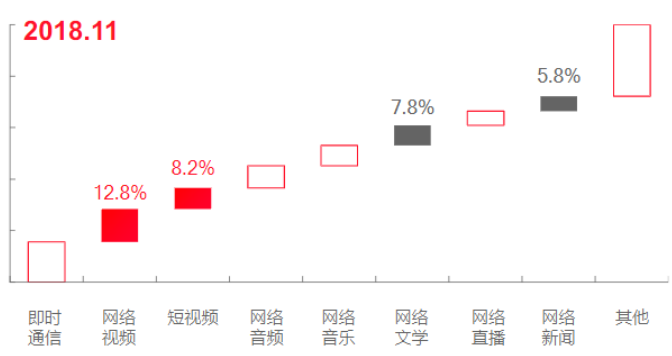
图表14：当前公众号发文类型以图文为主



资料来源：西瓜数据《2019年公众号生态趋势调查报告》、万联证券研究所

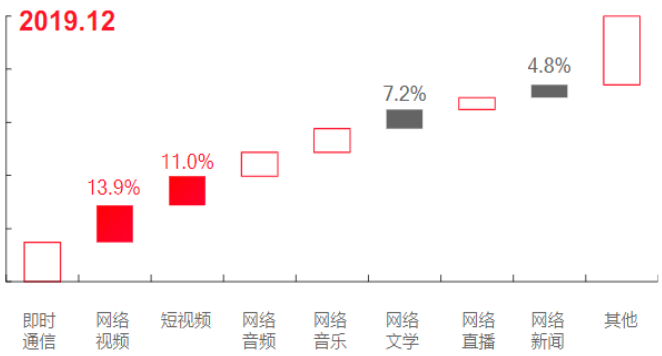
相比于图文，视频更切合当下受众的生活方式，视频化增量进一步打开视觉素材市场空间。根据Ipsos的数据，19年网络视频、短视频使用时长占比共为21.0%，远高于网络文学和网络新闻的13.6%；且二者领先份额在扩大，与18年相比网络视频和短视频占比分别上升1.1pct和2.8pct，网络文字和网络新闻则下降0.6pct和1.0pct。在注意力稀缺时代，视频的动态化展示方式更能吸引受众，更切合当下的生活方式。图像素材愈发富集，视觉素材增长空间广阔。

图表15：各类应用使用时长占比（2018.11）



资料来源：Ipsos 2020、西瓜视频《图文作者跨体裁趋势报告》、万联证券研究所

图表16：各类应用使用时长占比（2019.12）



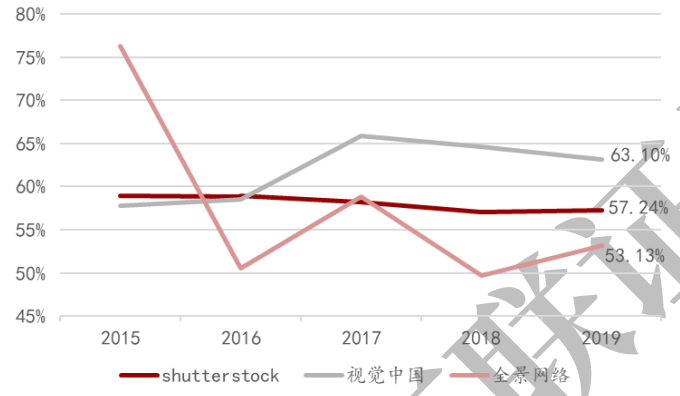
资料来源：Ipsos 2020、西瓜视频《图文作者跨体裁趋势报告》、万联证券研究所

2.3 竞争格局：从行业看企业，龙头企业强者恒强

国外图像市场发展成熟，亚洲等新兴市场原创比例提高。从全球市场来看，尤以欧美为代表的国外图像市场发展成熟，Shutterstock、500PX等公司占据大量市场份额；亚洲为代表的新型市场起步较晚，对于供应商和供稿人的吸引力较弱，产品供给不足，同时代理比重较大，自身稳定创作能力尚未完全具备。随着国内图片市场不断成熟，行业内资源将得到整合，市场份额将集中，原创比例持续提升。

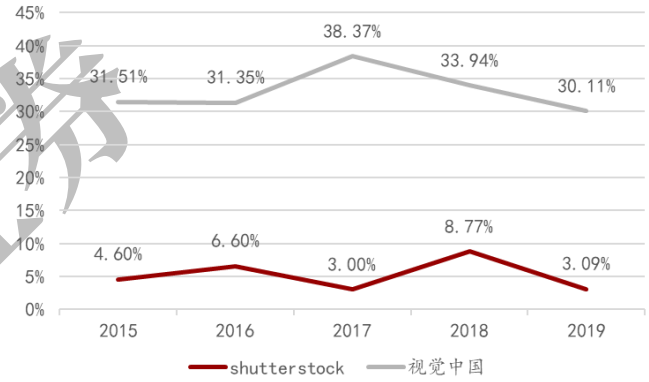
与微利图片库对比，高端图片库拥有更强议价能力，毛利率水平更高。高端、微利图库的定价和分成方式皆不同，定价上：高端图库提供单独购买和套餐购买方式，微利图库为随用随买和订阅计划（按时间、数量、授权方式不同而有不同价格）；分成上：高端图库依据作品授权方式和类型给予摄影师分成，视觉中国19年给予编辑类、创意类的多为25%、35%，微利图库除依据授权方式、类型外还有作品下载次数，全球微利图库鼻祖iStock的分成比例在15-45%，同行业中最高可分成50%。模式差异在毛利率、净利率上得以体现，**公司以高端图库为主**，超过2/3为高水准的自有或独家内容，以Getty Images等高端图片库为核心供应商，毛利率处于较高水平，而Shutterstock主营互联网微利图片库，以量取胜，毛利率、净利率远低于公司。

图表17：15-19年公司与同业毛利率对比



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表18：15-19年公司与同业净利率对比



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：全景网络17-19年为亏损，故未列出。

无论是商业类还是媒体类，视觉中国在国内市场份额都位于民营企业首位。现今国内几个大型民营图片库包括视觉中国、全景视觉、IC Photo和达志影像（中国台湾），其中视觉中国商业类有效市场份额为50%，占据半壁江山；媒体类图片上，由于具有引导舆论、信息权威等属性，新华图片社占据一半的市场份额，但除此之外，视觉中国仍以30%份额牢牢占据民营企业龙头地位。

图表19：国内图片库市场格局

	视觉中国	全景视觉	IC Photo	达志影像	中国图片集团（原新华图片社）
有效市场份额（商业类）	**50%**	20%	5%	<5%	-
有效市场份额（媒体类）	**30%**	5%	<10%	<1%	50%
特点	中国综合性视觉影像产品和服务提供商	中国成立较早的图片版权交易机构	国内少有的拥有官方新闻发布资质的图像平台	台湾最大的图片库企业之一	新中国历史最早的官方图片社

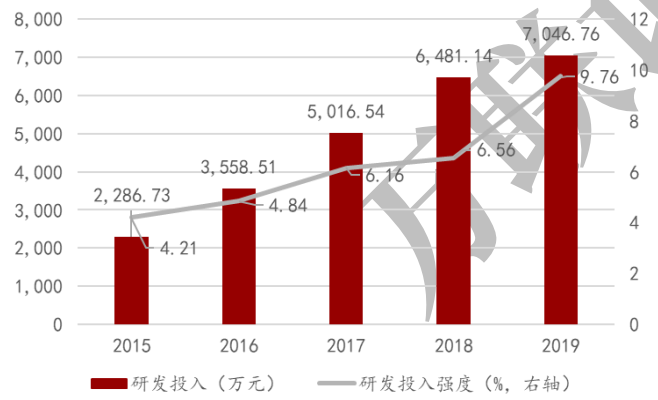
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

3、从技术、客户结构、内容品类扩充看公司基本面改善

3.1 大中台、小前台，技术赋能提升生意效率

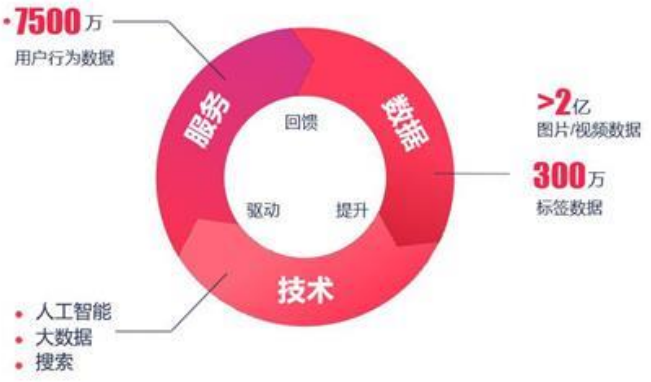
多年运营沉淀丰厚数据，数据、技术双向赋能实现业务高速增长。近年来，公司研发投入和投入强度都在不断攀升，围绕核心技术和应用技术进行开发。2019年公司完成了“大中台、小前台”的研发体系建设，数据后台积累的海量数据经过“中台”结构化处理与分析，支撑前台业务开展。数据端，1）内容数据：近20年的运营积累，公司拥有超2亿高水准的图片、视频、音乐内容数据，300万的结构化标签库及知识图谱；2）用户行为数据：超过2000万用户（包括供稿方和使用方）持续产生每天7500万次行为数据；3）用户使用场景数据：通过公司自主研发的业内领先的大数据、人工智能技术和特有的商业模式，形成了“数据提升技术”、“技术驱动服务”、“服务回馈数据”的独具特色闭环运行模式，“越服务，越懂服务”，建立了行业内的高技术壁垒，形成了显著的竞争优势，以产品、技术驱动业务快速增长，内容使用场景数据达到3,000万/年。

图表20：15-19年公司研发投入情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表21：数据、技术、服务闭环模式



资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.2 整改唤醒意识，对技术的驾驭改变：驯化技术、提升服务

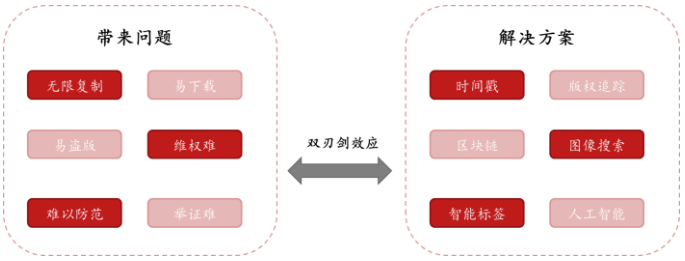
技术发展之于版权，从“带来问题”到“解决问题”。互联网易传播的特性一度滋生了盗版的土壤，同时由于识别盗版线索难、举证难等一系列问题导致被盗版者难以维权。但近些年来区块链、AI等新兴技术的出现使得识别盗版、确权等棘手问题得以解决，具体来说包括：1）版权确权：区块链+时间戳，记录图片生成时间且不可篡改，公司是首家将此用于图片版权确权和认证的公司；2）版权保护：利用全网爬虫、自动图像比对、授权比对自动生成报告等技术的“鹰眼系统”，实现精准营销，发现潜在客户。

图表22：鹰眼系统介绍



资料来源：《2017中国版权图片行业观察》、万联证券研究所

图表23：技术发展之于版权，从“带来问题”到“解决问题”



资料来源：《2017中国版权图片行业观察》、万联证券研究所

鹰眼系统+维权式获客，虽曾大幅带动客户增加，但也会后期埋下隐患，并集中爆发。2017年，视觉中国通过“鹰眼”发现的潜在客户数量同比增长超过84%，签约客户数量同比增长超过54%。但2019年4月10日，视觉中国将全球 6 地同步发布的首张黑洞照片纳入版权图片库，并被发现国旗、国徽、各大公司Logo也在付费版权图库中，遭遇舆论风波。公司为此公开发表致歉信，并被天津市互联网信息办公室连夜约谈，主动决定停止公司网站服务，并进行彻底整改，于5月11日恢复上线运营。2019年12月10日，国家互联网信息办公室指出视觉中国网站存在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问题，视觉中国再次暂停网站服务，进行整改。2020年2月3日，公司对网站违规图片、视频进行了集中清理下线，网站已恢复试运营，并于3月20日恢复正常运营。**问题集中爆发后，也给公司带来深刻反思，经过2次整改，公司合规性与合规意识增强，并做出转变成长驱动的举措。**

1）获客渠道的改变

改变通过鹰眼系统发现的客户因“碰瓷式”营销而不满反弹的情形。**获客方式上，通过行业渠道触达中长尾客户，实现“借船出海”。**如京东上线的京东版权素材中心，图片主要来自公司独家签约的iStock（iStock为公司联营企业Getty Images旗下微利图库，公司旗下微利图库VEER图片亦主要来自iStock），并配套DAM（Digital Asset Management）系统，是全国电商行业首个大型免费版权素材平台，向全量商家和京东平台达人用户免费开放，拥有包括图片、字体在内的8000万素材。在自媒体和电商行业，最容易侵权的就是图片和字体，由于版权保护意识不足及行为过程中难以获得相应“警告”，中小商家容易在不知不觉中侵权。该项合作可拓展京东的入驻商家，同时也培养商家的版权意识。

2）让技术服务于提升LTV

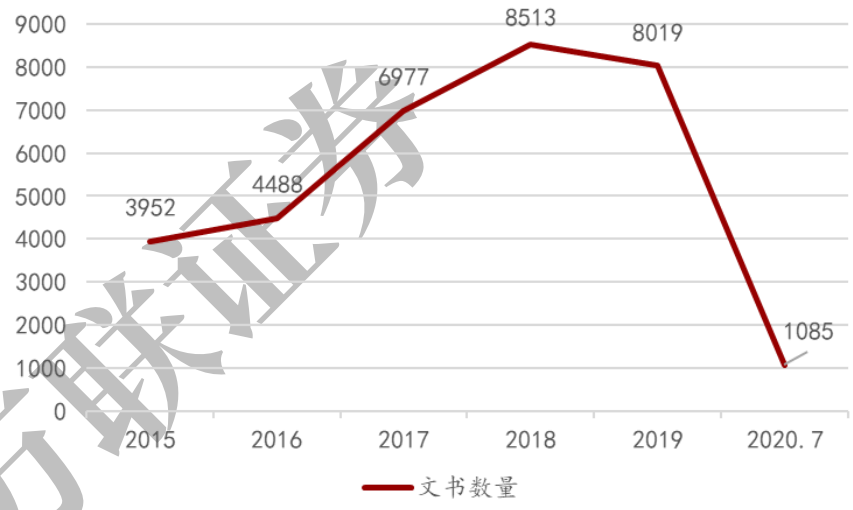
客户满意才会有高续约率，充分挖掘客户诉求才能带来内容使用数量的增加，从而增加LTV。公司针对不同的客户群体，制定了不同的产品组合与价格体系，以技术赋能并采用差异化打法满足不同类型客户的需求。针对大客户群体，数据赋能+深耕行业场景+多样化服务（定制图库、战略合作、品牌市场、活动营销等）；针对中小企业，通过行业协会+在线数字营销等高性价比、自助化高的方式定向高效开发客户；针对长尾用户群，广泛与互联网平台深入合作，通过互联网平台连接长尾用户。

公司先后与阿里巴巴、腾讯、百度、微博、搜狗、360、京东、一点资讯、金山办公、字节跳动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

内容和服务能覆盖到互联网平台所聚集的海量的个人、小微企业等长尾用户。

3）加强与各地区知识产权保护中心的合作，注重诉前调解。19年，在国家版权局等主管部门指导下，公司倾听来自监管、客户、媒体等多方意见，并加强与各地版权调解中心的合作，使得不同需求的客户都能得到满足。Q4季度，公司与中国版权保护中心、首都版权联盟、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。调解已取得成效，根据OpenLaw的数据显示，以视觉中国（连同子公司在内）为原告的裁判文书数量在18年达到高点后，19年开始下降，20年降幅更为明显。

图表24：15-20年7月视觉中国为原告的裁判文书数量变动情况



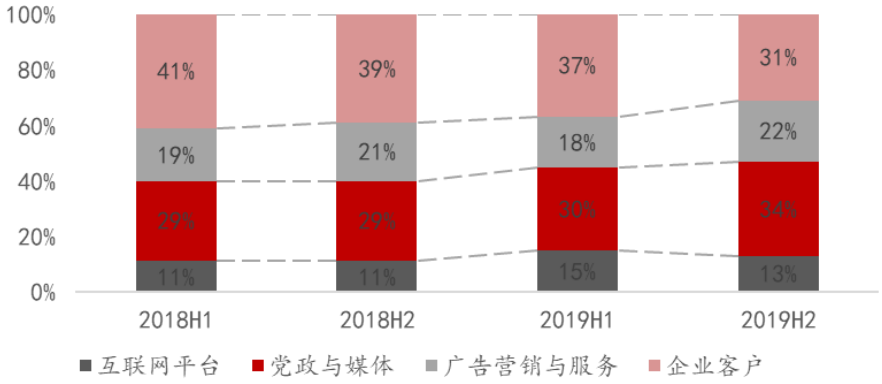
资料来源：OpenLaw、万联证券研究所

注：统计截至20年7月28日。

3.3 客户结构改善，党政客户合作加强、长尾客户得以拓展

2019年在平台下线2个月的情况下，公司在客户服务和销售方式的改进举措上仍取得了进展，大客户续约率高，中长尾客户高增长。2019年公司直接合作客户15056家，同比增长2%。值得注意的是，从客户结构来看，年度销售额10万以上的客户续约率超80%，通过互联网平台触达的长尾用户超过70万、同增超110%；从客户行业类型看，党政与媒体客户收入占比增加至34%，超越企业客户成为公司第一大客户类别。

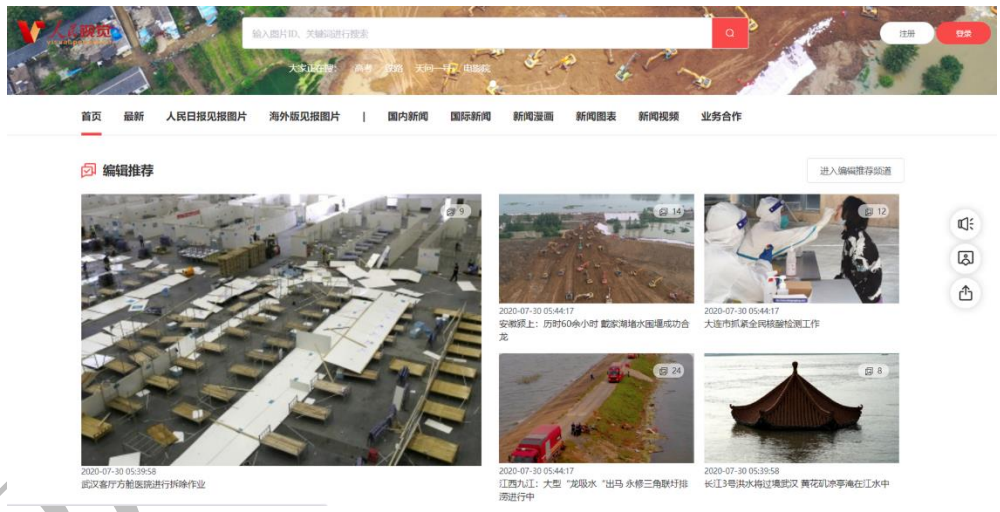
图表25：公司2018-2019年客户结构变动情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司充分重视与党政机关和主流媒体的合作，专门成立独立部门对其提供重点服务。服务对象涵盖新华社、人民日报等中央新闻单位，新华网、中国网络电视台等中央重点合作网站，人民教育出版社等国有出版集团以及党政机关新兴融媒体等。2020年3月25日，视觉中国与人民网独家战略合作的视觉内容在线服务平台“人民视觉网”正式上线，平台集内容分发与运营于一体，公司提供独家技术支持与服务。此外，今年公司还将作为人民日报智慧媒体研究院首批理事单位之一，与其他理事单位多方面展开合作：包括与农民日报社共建“大国三农”视听资源共享平台建设、支持农民日报社多方面整合视听资源，实现“三农”新闻深度融合报道。

图表26：“人民视觉网”网页



资料来源：人民视觉网、万联证券研究所

针对长尾客户群，公司主要通过互联网平台进行连接及赋能，提升优质正版内容触达客户的深度和广度。公司先后与自媒体平台（百家号、大鱼号、企鹅号等）、互联网广告平台（百度霓裳平台、阿里汇川平台、腾讯社交广告平台）、创意设计平台（阿里鹿班智能设计平台、京东版权素材中心、字节跳动旗下巨量创意）进行合作，高效拓展长尾市场。未来公司还将提升API的交付能力，通过API向第三方平台开放服务，从而触达更多长尾用户。

图表27：公司与部分客户合作一览表

时间	隶属集团	客户	合作内容
2017年2月18日		一点资讯、凤凰网	开放图片、视频、音乐素材等内容资源
2017年2月28日	腾讯	腾讯网媒	开放全部正版图片、视频、音乐资源
2017年6月1日	/	中新社	在全球范围内展开图片授权、内容分发、海外传播等方面的合作
2017年4月12日	百度	百度	全面开放PGC(Professional Generated Content)版权资源库（图片、视频、音频），接入并服务于所有百度系产品
2018年1月12日	搜狗	搜狗	向搜狗及其用户开放全平台的图片版权资源库，搜狗为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台基于用户使用场景提供优先展示机会
2018年1月12日	微博	亿幕公司（微博系）	向微博云剪开放全部的正版图片、视频、音乐素材，并通过 API 方式提供一站式的交付服务，供平台用户购买使用

2018年2月1日	阿里巴巴	大鱼号媒体平台、汇川广告平台	开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容
2018年4月19日	阿里巴巴	淘宝中国	给予华盖创意天津战略优先权益，双方开展关于创意素材方面的为期3年深度合作
2018年6月4日	360	奇虎科技	图片搜索：对方为汉华易美天津提供基于图片相关性等原则在平台优先展示的机会
2018年6月22日	腾讯	腾讯社交广告平台	对方给予汉华易美天津战略优先权益、开展关于创意素材的深度合作

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表28：视觉中国战略合作伙伴



资料来源：公司公告、公开资料、万联证券研究所

此外，公司还通过与金山办公在稻壳会员板块达成合作，拓展to C端。金山办公用户数和月活量高，会员高速增长，为to C端业务带来较大空间。截至2019年12月，金山WPS office PC版MAU达1.54亿，移动版MAU为2.48亿，用户覆盖范围广。金山办公个人会员服务包括超级会员、稻壳会员和WPS会员，会员可享受模板特权、PDF特权、实用功能和资源特权，且定价较有吸引力，2019年度累计年度付费个人会员数达到1202万，同比增长104.42%。

图表29：京东版权素材中心免费服务京东商家/达人



资料来源：京东版权素材中心官网、万联证券研究所

图表30：金山办公-稻壳儿价格亲民

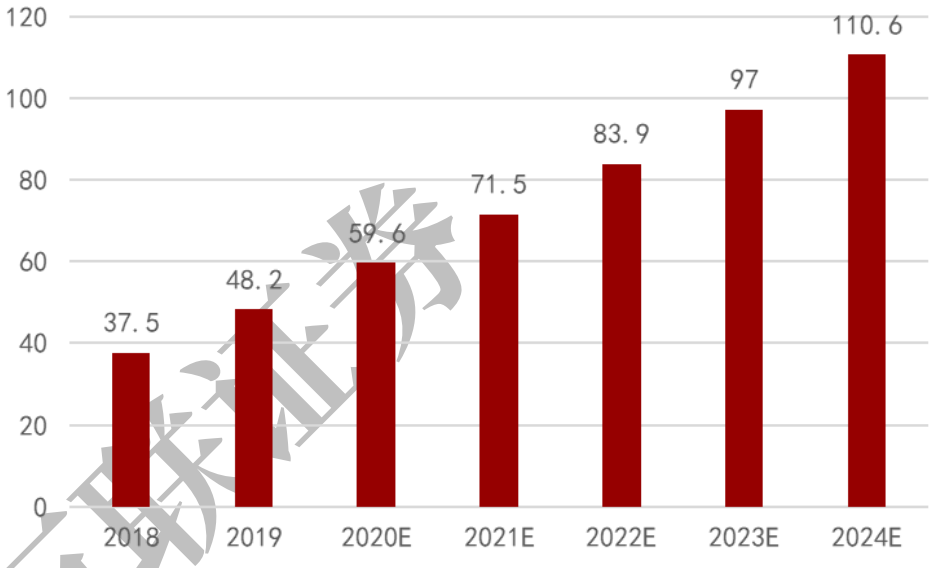


资料来源：稻壳儿官网、万联证券研究所

3.4 布局音乐、视频，供应品类增加，内容护城河加深

5G富媒体化趋势下，抖音、快手等短视频APP快速崛起，微信、微博社交平台等对视频内容纷纷加码，视频传播将成为主流传播媒介。据PubMatic发布的《2020全球网络广告趋势报告》显示，全球视频广告投入呈快速上升趋势，2019年全球视频广告投放达到4820万美元，同比增长28.5%，预计2020年投放将达到5960万美元。

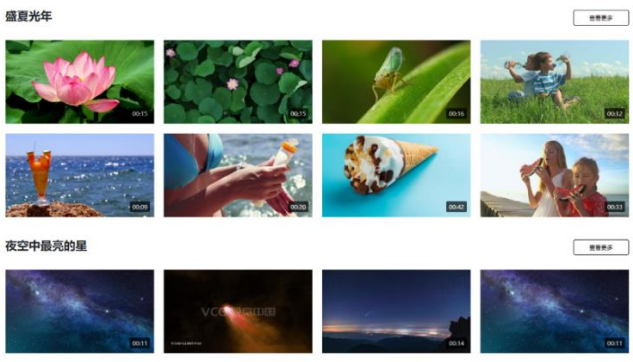
图表31：全球视频广告投入（单位：百万美元）



资料来源：PubMatic、万联证券研究所

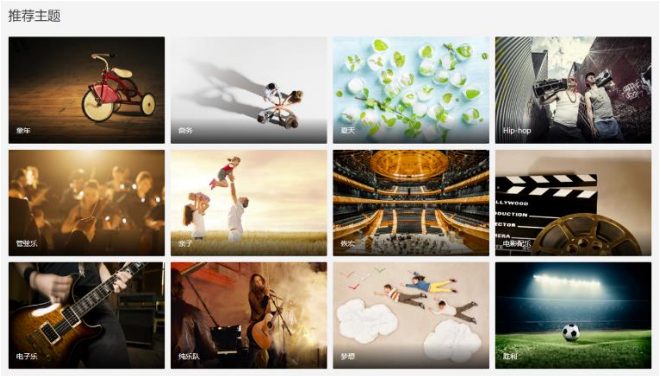
富媒体化趋势下，音乐、视频内容前景广阔，公司已提前布局。公司率先与头部音视频素材供应商合作，提供超过1500万条视频素材、35万条音乐素材，与包括Getty Images、Corbis Motion在内的46家视频品牌进行独家代理合作。近年来更是不断优化视频内容业务：2019年，500PX中国社区率先开通了视频分享功能，会员可在社区分享视频内容。2020年3月，公司专门建立500PX Plus高端视频品牌，提供4K/8K的优质视频素材满足客户需求。

图表32：视觉中国-视频素材



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表33：视觉中国-音乐素材



资料来源：公司官网、万联证券研究所

与字节建立合作，视频化取得初步进展。2020年7月9日，字节跳动旗下的创意服务平台巨量创意正式上线，为用户解决短视频生产中的素材搜寻、服化道租赁等问题，提供真人配音、小程序等创意服务，促进视频内容的生产，公司作为经验丰富的图文、

视频素材提供商入驻平台。视觉中国与字节跳动进行合作能够借助平台对于短视频生产者的聚合效应，提高获客效率、触达更多中长尾客户，进一步加速公司视频内容业务的发展，实现多元变现。顺应市场对音视频内容的旺盛需求，未来公司将加大对视频、音乐内容的投入，与全球优质视频、音乐内容供应商展开合作，丰富音视频资源储备。

图表34：字节跳动-巨量引擎-巨量创意



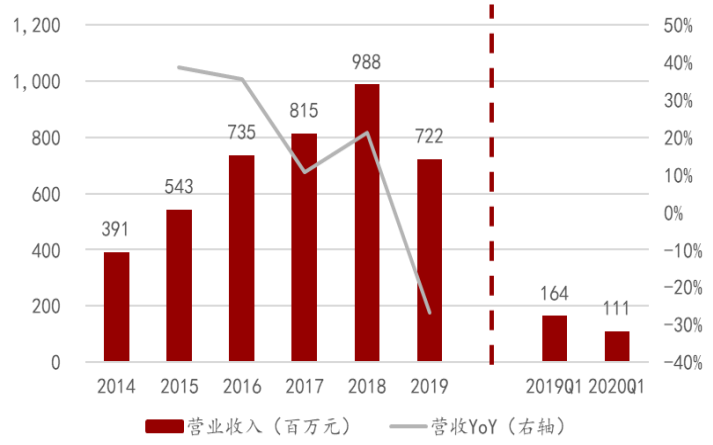
资料来源：巨量创意官网、万联证券研究所

4、不利因素消散，业绩逐季改善拐点可期

4.1 受外部因素冲击业绩下滑，拐点逐渐显现

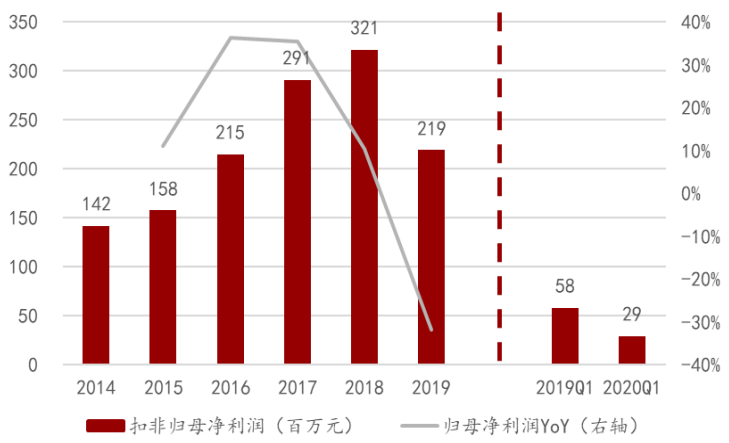
非经常性事项导致19年公司营收、净利润双下滑。19年全年实现营业收入7.22亿元（YoY-26.90%），归母净利润2.19亿元（YoY-31.81%），14-19年CAGR分别为13.05%和9.09%。业绩下滑原因主要系：1）剥离非主营业务：18年末剥离亿讯资产组、19年出售上海卓越股权导致非主营业务收入下降；2）网站两度临时性关停彻底整改引起主营业务收入大幅减少所致。网站按照相关部门规定分别在2019.4.11-2019.5.11日和2019.12.10-2020.2.3日关停整改，由于第二次网站关停整改延续至20年2月，海内外疫情影响体育、娱乐等部分类型图片供给，复工复产推迟降低降低客户需求，20Q1继续下滑。**但随着疫情逐步控制、资金使用效率提升以及整改后商业模式优化的竞争优势逐步体现（大客户续约率提高，长尾用户大量增长等），预计公司图片下载量将快速恢复，今年业绩有望实现正向增长，业绩或将迎来拐点。**

图表35：2014-2020Q1公司营业收入及同比增速



资料来源：公司财报、万联证券研究所

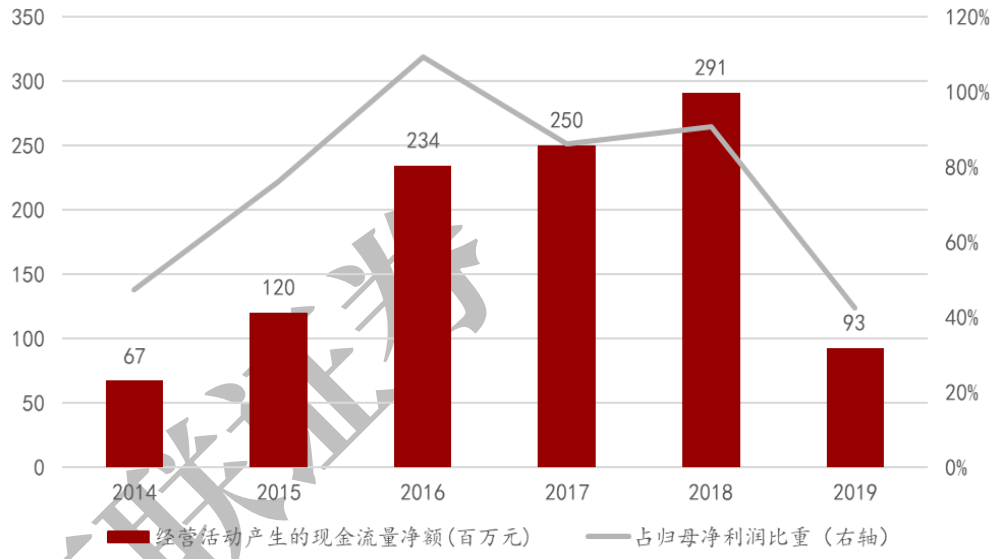
图表36：2014-2020Q1公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报、万联证券研究所

受业务规模缩减影响，上年度经营活动产生的现金流量净额出现滑坡。19年经营活动产生的现金流量净额为0.93亿元（YoY-68.18%），占归母净利润比重42.28%，前值为90.61%。目前，公司没有大规模裁员计划，支付给职工以及为职工支付的现金略有上升，经营活动现金流出变化不大。随着疫情逐渐稳定、整改对业绩的不利影响消散和商业模式优化，本年度经营性现金流量净额增速有望修正至上升态势。

图表37：2014-2019年公司经营现金净流量及其占归母净利润比重

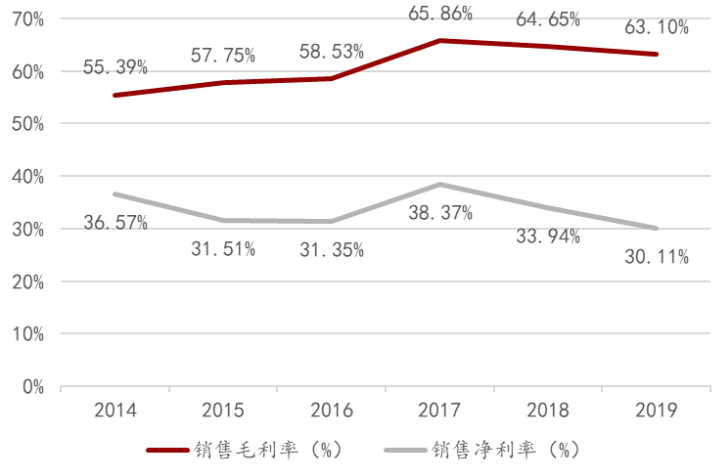


资料来源：公司财报、万联证券研究所

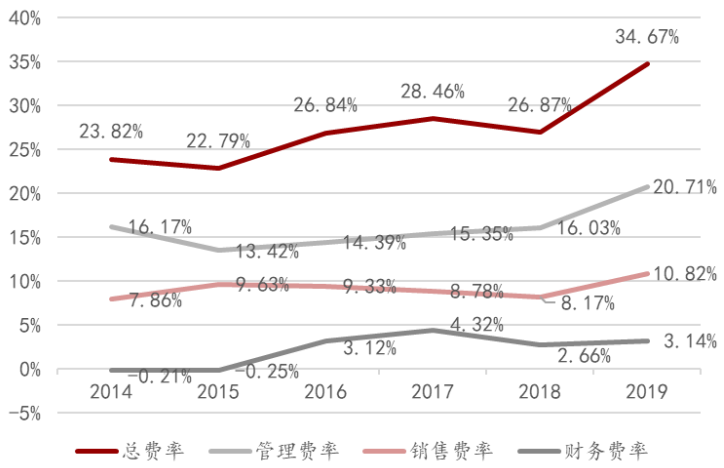
4.2 抗风险能力高，上下游议价能力强

中台建设加强，版权保护意识崛起、客户结构优化下，毛利率、净利率有望逐步回升。19年销售毛利率63.10%，销售净利率30.11%，分别较上年有所下降，其中毛利率略有下滑主要系营收较上年减少较多而营业成本略有增加所致。费率方面，19年研发费率较18年提升3.2pct，主要系公司加大在智能服务方面的研发投入，为平台两端更多用户提供智能技术服务，而服务效率的提升必将在业绩端得到体现。目前图片版权正处于正版化改革过程中，公司或将受益于版权保护，实现维权成本降低；在中高端客户续约率高、长尾客户通过互联网平台得以拓展的情形下，销售费率也有望降低，从而带动净利率回升。

图表38：2014-2019年公司销售毛利率、净利率



图表39：2014-2019年公司费率变动情况



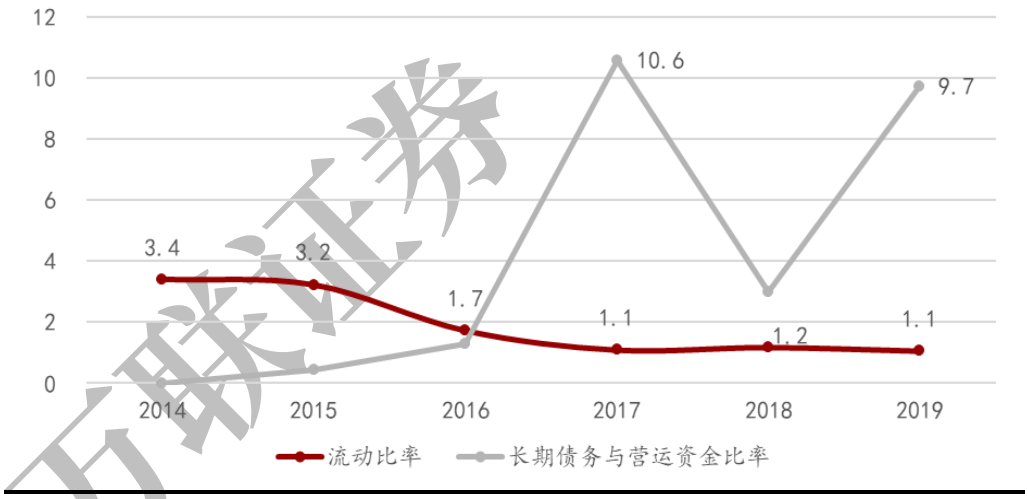
资料来源：公司财报、万联证券研究所

资料来源：公司财报、万联证券研究所

注：管理费率包含研发费率在内。

在网站关停的冲击下，公司信贷政策放宽，长期偿债能力略受削弱。近年来公司流动比率较为稳定，基本维持在1以上，轻资产运作，现金流充足，短期债务偿还能力得到保证。19年长期债务与营运资金比率高达9.7%，主要原因在于受到整改和疫情同时冲击，业务难以开展，公司通过放宽信贷客户回款政策，牺牲现金流量扩大业务规模，长期偿债能力略受削弱。公司一直往轻资产方向转型，本身现金流量充足，负债率并不高，预计业务量重回正常水平后，客户信用回款政策收紧，偿债能力也将回到常态。

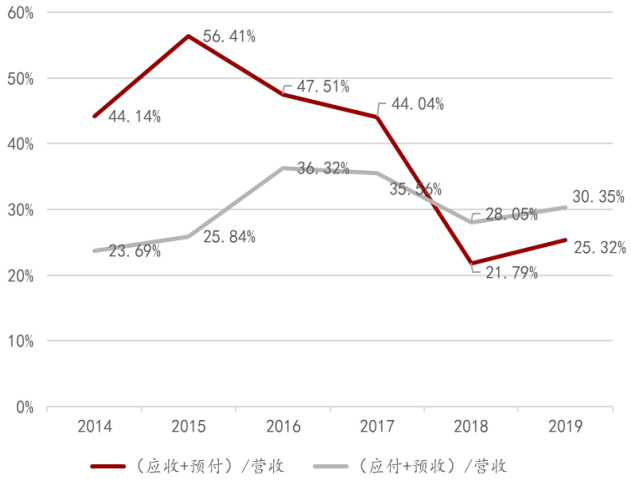
图表40：2014-2019年公司流动比率、长期债务与营运资金比率



资料来源：公司财报、万联证券研究所

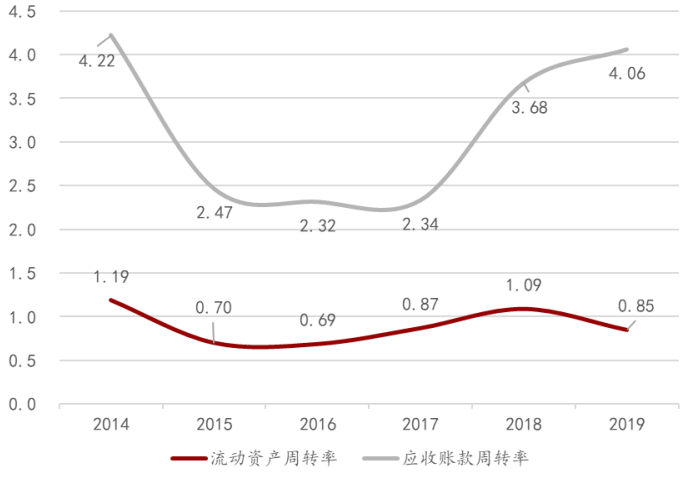
近年来公司上下游议价能力提高，营运能力基本回复到冲击前水平。18年应付+预收占营收比重首次超过应收+预付占营收比重，上下游议价能力得到显著提升。原因在于公司18年处置了部分非主营资产组后，合并报表范围发生变更，资金使用效率提高，资产结构优化，应收账款从3.5亿元下降到1.85亿元。19年应收账款周转率为4.06，应收账款周转天数约为89天，营运能力提升显著。

图表41：2014-2019年公司上下游支付变动情况



资料来源：公司财报、万联证券研究所

图表42：2014-2019年公司流动资产与应收账款周转率



资料来源：公司财报、万联证券研究所

5、盈利预测与估值

假设依据：2019 年公司剥离了非核心资产，聚焦于主营业务，视觉内容与服务业务贡献了 98.97%收入，98.90%的毛利，故可以将对该业务的预测作为对整体的预测。其中，互联网平台收入占比 14%，假设其构成长尾客户来源；余下为直接客户来源。

假设一：直接客户收入保持稳定增长。公司坚持以客户为中心的服务理念，围绕客户需求提供一系列增值服务和个性化服务，用户黏性较高，客单价平稳增长。

假设二：长尾用户持续高速增长。公司 19/20 年不断开拓互联网客户，富媒体时代对图像音像素材需求不断增加，长尾海量创作者是未来增长点，预计在营收中比重不断增加，20-22 年占比 22%/25%/28%。

图表43：未来3年主营业务拆分预测

	2019	2020E	2021E	2022E
直接客户				
客户数（家）	15056	15508	15973	16452
YoY	2%	3%	3%	3%
年均付费（万元）	4.08	4	4.5	5
长尾客户				
客户数（万家）	70	112	145.6	189.28
YoY	110%	60%	30%	30%
年均付费（元）	142.88	160	165	170
加总：视觉素材与增值服务				
营业收入（亿元）	7.14	8.00	9.59	11.44
YoY	-8.63%	11.91%	19.95%	19.33%

资料来源：公司财报、万联证券研究所

基于以上假设，我们预计2020-2022年公司实现营业收入为8.00/9.59/11.44亿元，归母净利润分别为2.47/3.17/4.20亿元，对应EPS为0.35/0.45/0.60元，现价（7月31日收盘价）对应PE为48.51X/37.86X/28.54X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

6、风险提示

宏观经济下滑风险。广告业是图片行业的重要下游市场之一，广告业与宏观经济密切相关，宏观经济疲软或降低广告主投放预算，进而影响公司的业务收入。

政策监管风险。尽管公司已与行业主管部门建立密切沟通关系，但公司经营视觉素材广泛，若内容审核把控不够严格则仍可能造成合规风险。

参股公司业绩承诺风险。19年参股公司易教优培未完成业绩承诺，计提了长期股权投资减值1324.10万元，20年为业绩承诺的最后1年，若业绩仍未达预期，则有可能继续造成减值。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	691	874	1,114	1,533
货币资金	373	470	600	910
应收票据及影视账款	171	229	316	393
其他应收款	103	126	147	177
预付账款	12	17	20	22
存货	0	0	0	0
其他流动资产	31	31	31	31
非流动资产	3,426	3,516	3,612	3,673
长期股权投资	1,289	1,339	1,389	1,439
固定资产	3	4	3	2
在建工程	0	0	0	0
无形资产	116	155	203	214
其他长期资产	2,017	2,017	2,017	2,017
资产总计	4,117	4,389	4,726	5,206
流动负债	651	709	754	785
短期借款	201	254	266	277
应付票据及应付账款	128	124	150	165
预收账款	91	88	86	80
其他流动负债	231	244	251	263
非流动负债	392	382	377	427
长期借款	203	193	188	238
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	189	189	189	189
负债合计	1,043	1,092	1,131	1,213
股本	74	74	74	74
资本公积	1,614	1,614	1,614	1,614
留存收益	1,357	1,579	1,869	2,264
归属母公司股东权益	3,074	3,295	3,586	3,980
少数股东权益	0	2	9	13
负债和股东权益	4,117	4,389	4,726	5,206

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	93	163	239	335
净利润	217	250	323	425
折旧摊销	11	8	5	4
营运资金变动	-108	-80	-78	-89
其它	-28	-14	-11	-5
投资活动现金流	25	-58	-63	-30
资本支出	-27	-47	-51	-14
投资变动	30	-50	-50	-50
其他	21	40	38	34
筹资活动现金流	-271	-9	-46	5
银行借款	270	43	7	61
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-541	-52	-54	-56
现金净增加额	-153	97	130	310
期初现金余额	408	373	470	600
期末现金余额	255	470	600	910

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	722	800	959	1,144
营业成本	266	280	326	366
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	78	80	91	103
管理费用	106	112	115	114
研发费用	44	52	62	74
财务费用	23	18	18	15
资产减值损失	-13	0	0	0
公允价值变动收益	21	0	0	0
投资净收益	58	40	38	34
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	262	294	380	499
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	262	294	380	499
所得税	44	44	57	75
净利润	217	250	323	425
少数股东损益	-2	2	6	4
归属母公司净利润	219	247	317	420
EBITDA	235	280	364	485
EPS（元）	0.31	0.35	0.45	0.60

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-26.9%	10.7%	20.0%	19.3%
营业利润	-33.1%	12.0%	29.4%	31.3%
归属于母公司净利润	-31.8%	12.9%	28.1%	32.7%
获利能力				
毛利率	63.1%	65.0%	66.0%	68.0%
净利率	30.1%	31.2%	33.7%	37.1%
ROE	7.1%	7.5%	8.8%	10.6%
ROIC	5.1%	5.9%	7.2%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	25.3%	24.9%	23.9%	23.3%
净负债比率	6.9%	4.8%	1.0%	-5.4%
流动比率	1.06	1.23	1.48	1.95
速动比率	1.04	1.21	1.45	1.92
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.18	0.20	0.22
应收账款周转率	4.23	3.50	3.04	2.92
存货周转率	—	—	—	—
每股指标（元）				
每股收益	0.31	0.35	0.45	0.60
每股经营现金流	0.13	0.23	0.34	0.48
每股净资产	4.39	4.70	5.12	5.68
估值比率				
P/E	54.75	48.51	37.86	28.54
P/B	3.90	3.64	3.34	3.01
EV/EBITDA	6.31	5.09	3.57	2.17

资料来源：wind、万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场