

视觉中国 (000681)

买入 (上调)

智慧旅游打造流量入口，中国版 Instagram 可期

市场数据

报告日期	2015-03-10
收盘价(元)	33.40
总股本(百万股)	669.99
流通股本(百万股)	196.68
总市值(百万元)	22377.56
流通市值(百万元)	6568.96
净资产(百万元)	1358.72
总资产(百万元)	1523.7
每股净资产	2.03

相关报告

《三大业务再起航，智慧旅游平台值得期待》2015-01-15

分析师:

张衡

hengzhang@xyzq.com.cn

S0190515020001

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	391	493	663	832
同比增长	49.3%	26.1%	34.5%	25.4%
净利润(百万元)	142	260	318	373
同比增长	76.5%	83.6%	22.1%	17.4%
毛利率	55.4%	59.7%	59.8%	59.7%
净利润率	36.2%	52.8%	47.9%	44.9%
净资产收益率(%)	10.4%	11.6%	12.4%	12.7%
净资产收益率	0.10	0.12	0.12	0.13
每股收益(元)	0.21	0.39	0.47	0.56

投资要点

- **公司三大业务板块全面进军 C 端，市场空间不断打开。**进入 2015 公司全面发力 C 端业务，打造智慧旅游平台流量入口，推出旅游图片社交产品，变素材为视觉产品进军营销，以及艾特凡斯迎来跨越式发展切入主题公园市场，这将图片素材市场 2015 年 25 亿的狭小市场空间，帮助公司业务规模快速扩张。
- **智慧旅游平台打造流量入口，值得期待。**1) 公司以 BOO 方式运营国家智慧旅游平台，国家旅游局的推广将带来最初的天使用户。2) 景区人流量监测与投诉功能满足用户刚需，具备较强粘性，用户数增长可期，预计用户覆盖也可达到 5600 万人。
- **基于旅游平台流量，切入旅游图片社交平台，具备天然土壤。**公司具备社区产品打造经验。旅游人群一般也是图片拍摄及分享主流人群的用户高度重合背景下，公司旅游平台用户向图片社交转型存在天然用户土壤。
- **盈利预测：**1) 短期图片库业务依然是未来一两年的业绩贡献主力。我们预计 2015~2017 年公司营业收入分别为 4.93、6.63 和 8.3 亿元，净利润分别是 2.60 亿，3.18 亿和 3.73 亿元，对应全面摊薄 EPS 0.39/0.47/0.56 元，当前股价分别对应同期 86/70/60 倍 PE。2) 从估值来看，我们认为图库库业务合理市值 150 亿元。智慧旅游的中期合理市值或可参考去哪儿，约 200 亿。当前公司市值仅反映了图片库以及部分智慧旅游平台价值，尚未充分反映公司向 B2C 转型以及图片社交未来的成长空间。基于公司未来在持续向 2C 业务转型升级下较大的市值空间，我们上调公司评级至“买入”!
- **风险提示：**盗版风险；旅游平台推出和体验不达预期；智慧旅游政策执行力度有限的风险。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅特别声明

目 录

投资概要	4
1、三驾马车布局围绕“视觉+互联网”核心	5
1.1、视觉+互联网基因为公司增长内核驱动	5
1.2、图片库一马当先，2014 年成功实现大 B 向小 B 的延伸	7
1.3、2015 年三驾马车齐向 C 端挺近，市值空间打开在望	9
2、视觉社交：智慧旅游平台打造自有流量，切入旅游视觉社交	11
2.1、智慧旅游时代到来，国家智慧旅游平台未来流量可期	11
2.2、基于旅游平台流量，切入旅游视觉社区	15
3、视觉内容与服务：发力 2C 图片消费，成功可期	18
3.1、依托社交平台，挖掘 C 端用户后端变现价值	18
3.2、海外借鉴：Getty 如何发力 C 端用户	21
4、数字娱乐：IP 运营模式享受主题公园市场红利	25
4.1、国内主题公园市场处于快速发展期	25
4.2、依托视觉中国 IP 资源，艾特凡斯终将迎来跨越式发展	27
5、盈利预测与评级	28
5.1、盈利预测	28
5.2、估值	29
5.3、风险提示	30
图 1、视觉中国社区——视觉 me 界面	5
图 2、视觉中国十大股东及其关联公司	6
图 3、视觉中国集团旗下四大图片库平台	7
图 4、视觉内容与服务走向微利图片库模式	9
图 5、视觉中国构建三驾马车业务布局，向 C 端用户挺近	10
图 6、从大 B 到小 B，再到 2C，公司用户量级不断提高	10
图 7、中国图片行业复合增长率达 40%	11
图 8、2016 年全球图片库市场规模达 60 亿美元	11
图 9、雄厚的资金为用户流量供保障	13
图 10、分别从景区、旅行社、导游三个角度估计游客覆盖度	13
图 11、近年全国旅游游客满意度	14
图 12、智能旅游平台提高游客反馈的话语权（携程口碑榜 VS 广东旅游诚信网）	15
图 13、垂直化网络社区作用原理	16
图 14、2013 年 4 月-2014 年 10 月携程攻略社区频道月度覆盖人数	17
图 15、Pinterest 发展历史	17
图 16、Instagram 发展历史	18
图 17、新浪微博信息流平台使得原生态广告更好发挥效果	19
图 18、微信朋友圈日变现能力近千万	19
图 19、华为杂志锁屏	21
图 20、瀑布流阅读案例展示	22
图 21、视觉中国与社交平台合作意义	23
图 22、Getty Images 免费图片依靠社交平台抵达个人用户端	23
图 23、Getty Images 免费开放部分图片的布局	24
图 24、Getty Images 与 facebook 合作方式	25
图 25、中国主题公园游客人数迅速增加	26
图 26、国外主题公园游客人数趋于稳定	26
图 27、国内主题公园游客量高速增长	26

图 28、中国主题公园创意设计市场巨大	- 27 -
图 29、艾特凡斯经典案例之球幕飞行影院《帝国江山》	- 27 -
表 1、国内创意类社区统计	- 6 -
表 2、视觉素材快速积累，图片电商平台地位不断夯实	- 8 -
表 3、各公司国内图片市场份额比重	- 8 -
表 4、智慧旅游迎政策利好	- 12 -
表 5、景区十一假期旅游舒适度实时信息	- 14 -
表 6、公司盈利预测结果	- 29 -
附表	- 31 -

投资概要

1、估值及投资建议

1) 短期图片库业务依然是未来一两年的业绩贡献主力。我们预计 2015~2017 年公司营业收入分别为 4.93、6.63 和 8.3 亿元，净利润分别是 2.60 亿，3.18 亿和 3.73 亿元，对应全面摊薄 EPS 0.39/0.47/0.56 元，当前股价分别对应同期 86/70/60 倍 PE。

2) 从估值来看，我们认为图库业务合理市值 150 亿元。智慧旅游的中期合理市值或可参考去哪儿，约 200 亿。当前公司市值仅反映了图片库以及部分智慧旅游平台价值，尚未充分反映公司向 B2C 转型以及图片社交未来的成长空间。基于公司未来在持续向 2C 业务转型升级下较大的市值空间，上调公司评级至“买入”！

2、关键假设

智慧旅游平台顺利推进；图片业务向 B2B2C 商业模式持续转型

3、股价表现催化剂

2C 转型获得进展；智慧旅游平台流量超预期；图片社交获得突破。

4、风险提示

盗版风险；旅游平台推出和体验不达预期；智慧旅游政策执行力度有限的风险

1、三驾马车布局围绕“视觉+互联网”核心

1.1、视觉+互联网基因为公司增长内核驱动

- 视觉 ME 社区：领先的创意类垂直社区构筑公司“视觉”核心

视觉 me (Shijue.me) 是中国最大的创意人群垂直社区之一。2012 年，设计师社区“视觉 ME” (<http://shijue.me>) 正式上线运营。视觉 ME 聚焦设计师的核心需求，提供最新鲜的行业资讯、最新锐的创意灵感、最丰富的素材以及最专业的原创设计作品分享交流平台。视觉 ME 依托视觉中国集团海量的正版创意素材，为政府、企业、机构提供定制化的创意众包服务。目前大约拥有注册人数 140 万，活跃人数 20 万左右。

图 1、视觉中国社区——视觉 me 界面



资料来源：公司网站，兴业证券研究所

视觉 me (Shijue.me) 相比于竞争对手拥有巨大优势。目前国内创意社区众多，比如站酷网，昵图网，一品泊，千图网，花瓣网等，但多数尚未找到理想的商业模式。视觉 me 是唯一一家纳入上市体系的社区，与其它的同类社区来比，有以下几方面优势：大平台构筑竞争壁垒、强大的资金运作能力、维权能力强大保护社区用户利益。

表 1、国内创意类社区统计

	视觉 me	站酷网	昵图网	千图网
成立时间	2006 年	2006 年	2007 年	2009 年
销售门户	华盖创意 汉华易美 视图网	海格创意	汇图网	内嵌
社区注册用户	140 万	260 万	150 万	500 万
资本情况	上市	A 轮数百万美金	无	无
维权情况	20 人维权团队	无	无	无

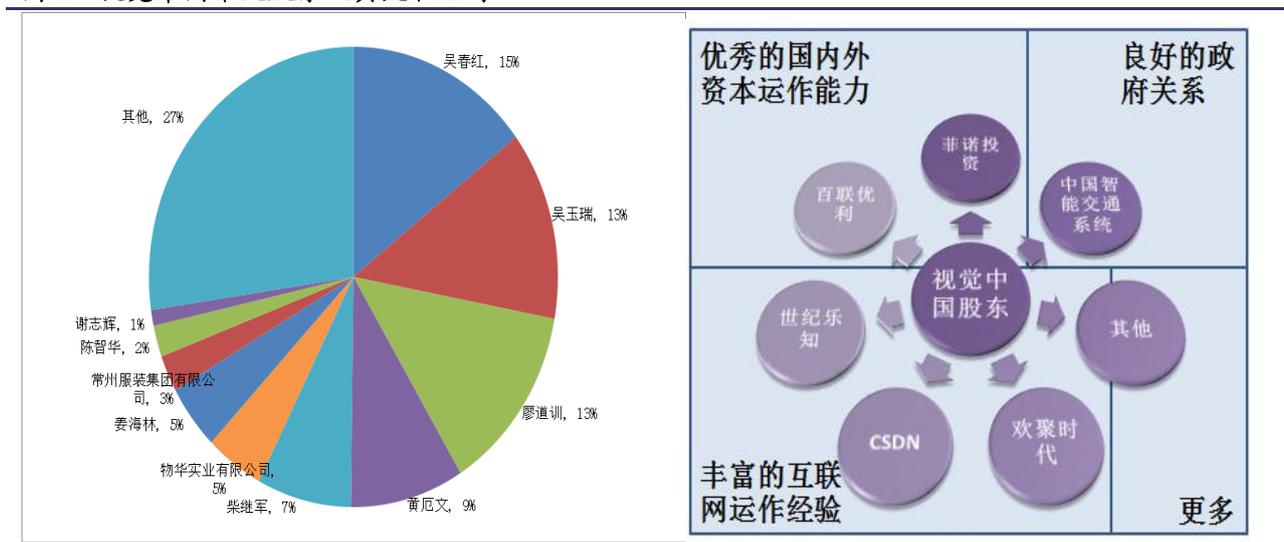
资料来源：兴业证券研究所

视觉 me (Shijue.me) 是视觉中国所打造的视觉产业链的内核。Shijue.me 在服务用户的同时为视觉中国旗下的华夏视觉，汉华易美以及视图网提供人才、素材及客户，基于“垂直社区+图片电商”的模式，形成了连接视觉内容、销售和用户端产业闭环。“垂直社区+图片电商”作为公司的 1.0 阶段，未来随着公司三驾马车业务布局的成型，公司视觉内核将在更广泛的互联网产品和形态中体现，商业模式也将更加多元。

● 团队互联网基因在 A 股的稀缺性凸显

公司核心团队在互联网产业拥有丰富的经验，使得视觉中国成为 A 股稀缺的互联网基因公司。公司团队在资源整合，资本运作和互联网产业都有非常丰富的资源和经验，除视觉中国以外，还成功运营如世纪乐知（北京）网络技术有限公司、北京百联优力科技有限公司、中国智能交通系统（控股）有限公司及子公司、CSDN Group Limited 及 YY Inc.及子公司等近 20 家公司。

图 2、视觉中国十大股东及其关联公司



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

1.2、图片库一马当先，2014 年成功实现大 B 向小 B 的延伸

图片库是公司自 2000 年持续至今的主营业务板块，主要为面向 B 端客户的视觉素材的版权图片销售的电商平台，并采取与供稿人分成的商业模式。公司目前拥有“汉华易美”、“华盖创意”、“东星娱乐”等独立品牌，以及编辑类图片平台（www.cfp.cn）、创意类图片平台（www.gettyimages.cn）、东星娱乐和视图网四大图片库平台。

图 3、视觉中国集团旗下四大图片库平台



资料来源：公司年报，兴业证券研究所

公司图片库签约摄影师和图片数量不断攀升，平台地位不断夯实。根据 2014 年年报数据，视觉中国聚集了全球 240 多家供应商和万余名签约供稿人，拥有 7000 万幅图片、125 万条视频、20 万条音乐，并为 15000 多家媒体、政府机构、企业、广告创意及公关公司提供优质视觉内容，占领中国图片素材市场的近 50% 以上的份额。

表 2、视觉素材快速积累，图片电商平台地位不断夯实

时间	2014 年	2015 年
供应商	240 家	240 家
摄影师	10100 人	14000 人
		创意类 1000 人
		编辑类 13000 人
图片	3400 万张	7000 万张
		创意类 3000 万张
		编辑类 4000 万张
视频	105 万条	125 万条
在线音乐		20 万条
合作客户	11000 家	15000 家
	媒体客户 4500 家	媒体客户 4500 家
	商家客户 7000 家	商业客户 10500 家

资料来源：兴业证券研究所

表 3、各公司国内图片市场份额比重

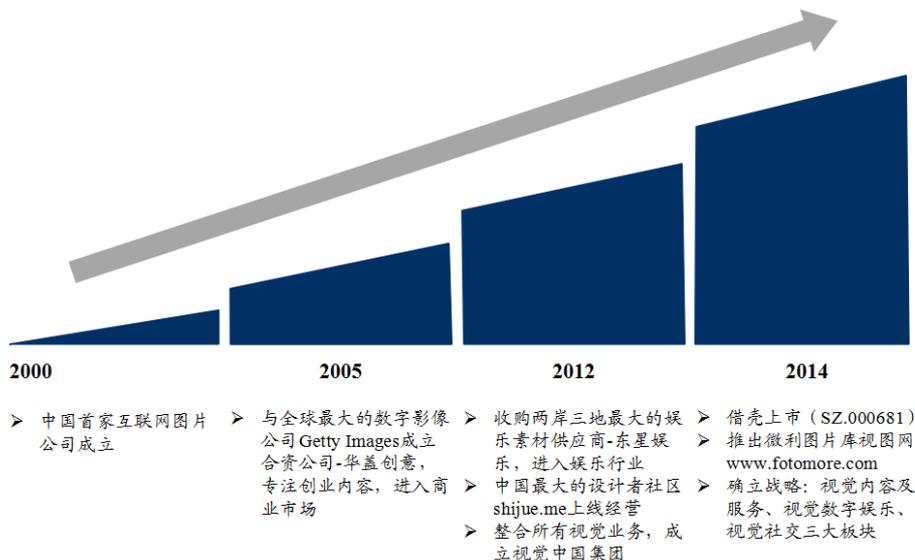
	视觉中国	东方 IC	高品图像	新华社
市场份额 (商业类)	50%	5%	10%	
市场份额 (媒体类)	30%	10%	<10%	50%

资料来源：兴业证券研究所

2014 年公司图片库业务成功实现大 B 向小 B 的延伸，客户量级实现从万级到千万级的跨越。随着移动新媒体的迅速发展，微利图片成为视觉素材的发展趋势。公司顺应发展趋势已于 2014 年 9 月 9 日推出自有的、性价比高的视觉中国微利图片网站“视图网”(www.fotomore.com)，以便捷的在线支付模式为中小企业和个人服务，实现客户量级向千万级的跨越。

作为国内最大微利图片网站，“视图网”目前已拥有 2000 万张海量创意素材，公司的 14000 多名签约摄影师还将为视图网提供稳定且源源不断的素材资源，与 Getty image 形成了独家合作。截止 2014 年 12 月 31 日，视图网注册用户数达到 40 万人。我们认为，视图网率先行业推出微利图库，在国内微利图片库市场方兴未艾的当下，其胜出的概率极大。

图 4、视觉内容与服务走向微利图片库模式



数据来源：视觉中国、兴业证券研究所

1.3、2015 年三驾马车齐向 C 端挺进，市值空间打开在望

视觉中国，成立 15 年来一直从事视觉相关业务，并形成了“视觉+互联网基因”的强大内核。2014 年至 2015 年，公司重新规划战略发展，确定了“视觉内容与服务”、“视觉社交”、“视觉数字娱乐”三驾马车的业务体系，实质上体现的是公司从 2B 业务模式向 2C 模式演进的发展路线。

公司具体提出，将（1）做大视觉内容版权交易与服务的核心业务，重点推进视觉素材转化为视觉产品的研发、多频分发、整合营销的开展，实现从 B-B 向 B-C 模式的延展；（2）深化视觉数字娱乐的创意建设和运营；重点推进从 IP 引进、创意策划、建设实施、运营管理的生态打造，并通过社会资金的引入和基金管理公司的模式，切入主题公园运营。（3）重点进行国家智慧旅游公共服务平台项目建设，以保证按照《特许经营协议》的约定保质按时完成该项目的开发、建设和而初步运营工作，建立基于图片的旅游社交集群。

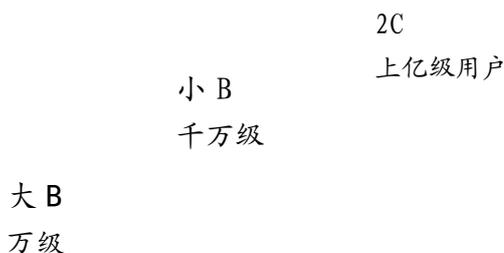
图 5、视觉中国构建三架马车业务布局，向 C 端用户挺进



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

用户量级飞跃可期。我们认为，随着公司发展从“垂直社区+图片电商”的 1.0 阶段，进入围绕视觉核心，布局“三驾马车”2C 业务模式的 2.0 时代，公司所面向的服务对象的规模从千万级的小 B，提高到了亿级的用户。

图 6、从大 B 到小 B，再到 2C，公司用户量级不断提高

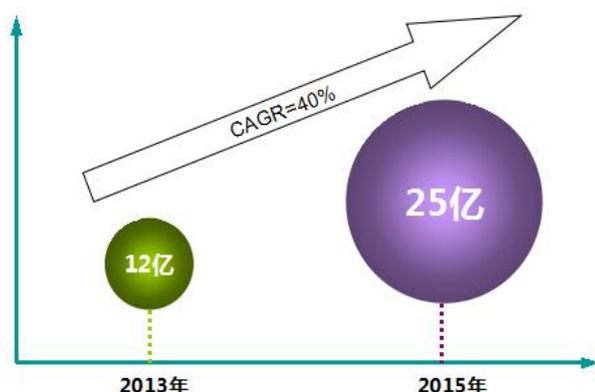


资料来源：兴业证券研究所

市场空间和增长空间也随之打开，进而公司的市值空间有望随之打开。据赛迪研究的《中国图像素材行业研究报告》，中国图像素材行业先后经历了导入期和成长期，并已从 2012 年开始进入快速增长期。2013 年国内图像素材行业增长率均保持在 40% 以上，市场规模达到 12 亿元。预计行业规模在“十二五”期间将保持超过 40% 的年化增长，2015 年市场规模将超过 25 亿元。而全球图片库作为成熟市场，其 2011 年图片库市场大概为 40 亿美元，预计未来 5 年图片库的市场规模将以 9% 的速度复合增长，并在 2016 年达到 60 亿美元。2B 模式下，全球成熟市场从大 B 走向小 B 后，图片库市场规模依然有限。因此，我们认为，视觉中国发力

C端用户，是其市值空间快速跃升的关键。

图 7、中国图片行业复合增长率达 40%



数据来源：赛迪研究、兴业证券研究所

图 8、2016 年全球图片库市场规模达 60 亿美元



数据来源：L.E.K.Consulting LLC、兴业证券研究所

短期内，2B 图片库业务依然是业绩贡献主力。图片库作为公司发展的 1.0 时代的业务核心，目前是公司的现金流业务。公司基于视觉核心，成功构筑了“垂直社区+图片电商”的商业模式。随着公司发展进入围绕视觉布局三驾马车业务逐渐从 2B 向 2C 模式挺进的 2.0 时代，我们认为短期内，新业务短期业绩贡献较为有限，传统 2B 的图片库业务依然是公司短期内公司的业绩贡献主力。

2、视觉社交：智慧旅游平台打造自有流量，切入旅游视觉社交

2.1、智慧旅游时代到来，国家智慧旅游平台未来流量可期

- 智慧旅游政策红利期，2015 年有望爆发

政策力推下，2015 年智慧旅游将进入实质运营阶段。2014 年至今，国家多次发布政策推动智慧旅游产业的发展，高度重视旅游行业信息化管理水平提升。我们认为，通过国家智慧旅游平台，对国家、旅游城市和旅游景气等各个核心环节的数据的进行打通，有望实现智慧旅游管理，提升游客旅游体验，是国家推动智慧旅游的目的。2014 年底，公司以 BOO 的商业化运营方式来打造国家智慧旅游公共服务平台，标志着智慧旅游将在 2015 年底进入实质的运营阶段。

表 4、智慧旅游迎政策利好

时间	政策名称	政策要点
2014 年	《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》	以满足旅游者现代信息需求为基础,以提高旅游便利化水平和产业运行效率为目标,以实现旅游服务、管理、营销、体验智能化为主要途径,加强顶层设计,完善技术标准,整合信息资源,建立健全市场化发展机制,鼓励引导模式业态创新,有序推进智慧旅游持续健康发展,不断提升我国旅游信息化发展水平
2015 年	《关于促进智慧旅游发展的指导意见》	建设一批智慧旅游景区、智慧旅游企业和智慧旅游城市,建成国家智慧旅游公共服务网络和平台。到 2020 年,我国智慧旅游服务能力明显提升,智慧管理能力持续增强,大数据挖掘和智慧营销能力明显提高,移动电子商务、旅游大数据系统分析、人工智能技术等旅游业应用更加广泛,培育若干实力雄厚的以智慧旅游为主营业务的企业,形成系统化的智慧旅游价值链网络

资料来源:国家旅游局、兴业证券研究所

公司运营国家智慧旅游平台,将于 2015 年下半年推出相关产品,于 2016 年进入运营期。2014 年 12 月 3 日公司取得《国家智慧旅游公共服务平台项目中标通知书》,将投入 3 个亿建设国家智慧旅游公共服务平台项目,并以 BOO 方式运营国家智慧旅游公共服务平台项目 20 年。我们预计国家智慧旅游平台产品将于 2015 年下半年推出,公司有望成为旅游领域的入口级平台,并占据智慧旅游产业高点。

国家智慧旅游平台产品,将首先满足国家智慧旅游管理要求,预计将具有六大功能(权威资讯、旅游推广、行业监督投诉、客流预警、大数据平台和全媒体交互中心)。我们预期,公司将会负责搭建整体数据平台,并做成一个开放平台,将国家旅游局、地方旅游局、城市和景点、社旅单位和游客汇集到这个平台上,形成信息交流和互动体验。

● 国家推广,带来天使用户

充足的资金为用户的培养和流量的增长提供保障。2014 年 12 月 3 日视觉中国收到《中标通知》,“国家智慧旅游公共服务平台项目”由视觉(中国)文化发展股份有限公司中标,整个项目拟投资额不低于 3 亿元。凭借公司优秀的资本运作能力,该项目将会得到更多的资金支持。

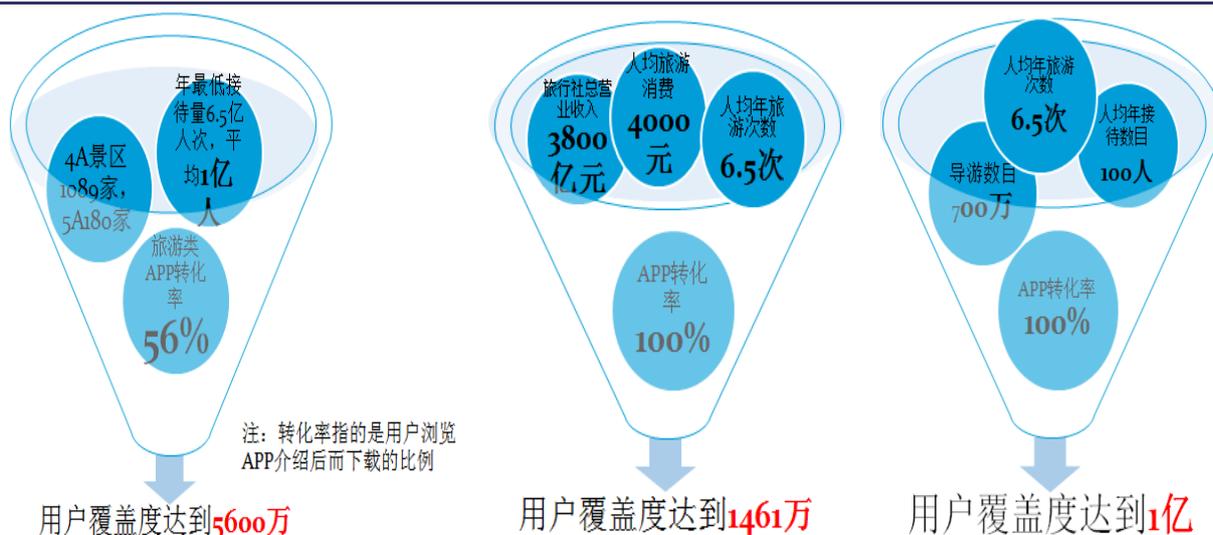
图 9、雄厚的资金为用户流量供保障



资料来源：兴业证券研究所

国家行政推广，有望导入景区、旅行社、导游等天使用户。国家智慧旅游平台产品，将首先满足国家智慧旅游管理要求，预计将具有六大功能（权威资讯、旅游推广、行业监督投诉、客流预警、大数据平台和全媒体交互中心）。我们预期，公司将会负责搭建整体数据平台，并做成一个开放平台，将国家旅游局、地方旅游局、城市和景点、社旅单位和游客汇集到这个平台上，形成信息交流和互动体验。我们认为，最初的天使用户将由行政推动来实现。此外，“国家智慧旅游公共服务平台项目”为各个景区、旅行社和导游提供了优质的宣传渠道，可以盘活他们的客户变成旅游平台的注册用户。而最保守估计，用户覆盖也可达到 5600 万人。

图 10、分别从景区、旅行社、导游三个角度估计游客覆盖度

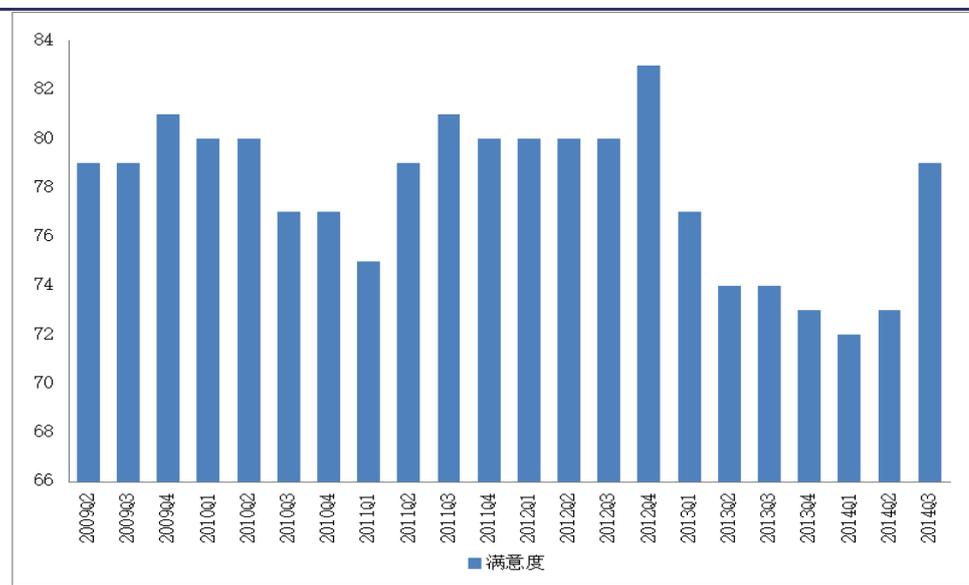


资料来源：《2015 中国手机应用行业趋势绿皮书》，国家旅游局，艾瑞咨询，公司调研，兴业证券研究所

- 流量监测与投诉功能满足刚需，平台用户增长可期

我们预计，2015年下半年推出的国家智慧旅游平台 1.0 版本将主打资讯和投诉功能，改善旅游体验。2013 年以来，游客满意度屡创新低，导致全国游客满意度下降的原因有三：游客对景区信息不对称，游玩效果与预期不符；景区导游服务质量差；投诉无门，景区无法街道游客反馈及时改善。

图 11、近年全国旅游游客满意度



资料来源：兴业证券研究所

权威资讯解决信息不对称，提高旅游体验。国家智慧旅游平台将推出资讯功能，通过对景区信息实时更新，对游客规模动态预警，周边交通监控，为游客推荐快捷的交通出行信息，快速电子门票检票通道，以及金牌导游，让游客最充分享受旅游的乐趣。

表 5、景区十一假期旅游舒适度实时信息

景区名称	9:00		10:00		11:00		12:00		13:00		14:00		15:00	
	人数 (万人)	游览 舒适 度指 数												
故宫	2.19	3	3.22	1	3.96	1	4.3	1	4.35	1	4.22	1	4.03	1
故宫周边交通	拥挤													
颐和园	1.53	5	2.22	4	2.91	2	3.26	2	3.38	1	3.4	1	3.35	1
颐和园周边交通	缓行		缓行		拥挤		拥挤		拥挤		拥挤		缓行	
天坛公园	1.27	4	1.62	4	1.89	3	1.92	3	1.83	3	1.82	3	1.91	3
天坛周边交通	缓行		缓行		缓行		拥挤		拥挤		缓行		缓行	
八达岭	3.73	1	4.24	1	4.69	1	5.04	1	5.64	1	5.43	1	5.14	1
十三陵景区	1.03	5	1.22	5	1.37	5	1.52	5	1.59	5	1.48	5	1.11	5
北海公园	0.24	5	0.36	5	0.48	5	0.56	4	0.6	4	0.62	4	0.62	4
北海周边交通	缓行		缓行		拥挤									
中山公园	1.19	5	1.54	5	1.82	4	1.85	4	1.53	5	1.36	5	1.27	5

资料来源：兴业证券研究所

投诉功能将在原来 12301 电话投诉的基础上大大升级。投诉是旅游平台主打功能，能够完成实时的投诉反馈，并建立最权威的景区评价机制，由游客直接参与，使得游客的监督真正转化为景区提升服务的动力。

我们看好视觉中国“国家智慧旅游平台”进入运营期后用户数的增长。视觉中国，与 2000 家旅行社等涉旅单位对接，为景区，旅行社和导游搭建了一个“电话+网站+APP”三位一体的展示平台，首先它是一个信息的收入端，接受汇集游客的反馈意见，并形成一个社会评级体系，直接关系到等级评定，保障服务为广大游客所监督；更重要的是它是一个信息的提供方，具有良好服务的景区，旅行社和导游，会在平台上逐渐脱颖而出，逐渐被游客认可和选择。

图 12、智能旅游平台提高游客反馈的话语权（携程口碑榜 VS 广东旅游诚信网）



资料来源：兴业证券研究所

2.2、基于旅游平台流量，切入旅游视觉社交社区

智慧旅游入口平台作为公司切入旅游视觉内容消费的一个抓手未来具备较大的延展空间。我们认为，打造智慧旅游流量入口，只是公司切入智慧旅游的第一步，第二步必然是打造一个旅游视觉社区。公司在保证按照《特许经营协议》的约定保质按时完成该项目的开发、建设和初步运营工作智慧，将利用自身核心“视觉”资源优势，紧紧围绕“旅游”属性，大力发展视觉社交社区。

基于“视觉 me”经验，再造一个基于旅游视觉领域的垂直社区。垂直化网络社

区时代的到来，引领了一股“去组织化”、“去中心化”的潮流，带来的是个人的崛起，不同的人，因为相同的兴趣而聚在一起，于是形成了垂直社区。通过频繁的互动，垂直社区的用户带来了巨大的流量，并且产生相当的黏性，还能吸引更多新用户体验使用。我们认为，视觉中国核心团队给予其打造过的“视觉 me”社区、程序员社区经验，有望基于智慧旅游平台的巨大流量，真正地实现一个成功的旅游视觉社交产品，并将公司视觉优势与用户旅游体验的提升相结合。

图 13、垂直化网络社区作用原理

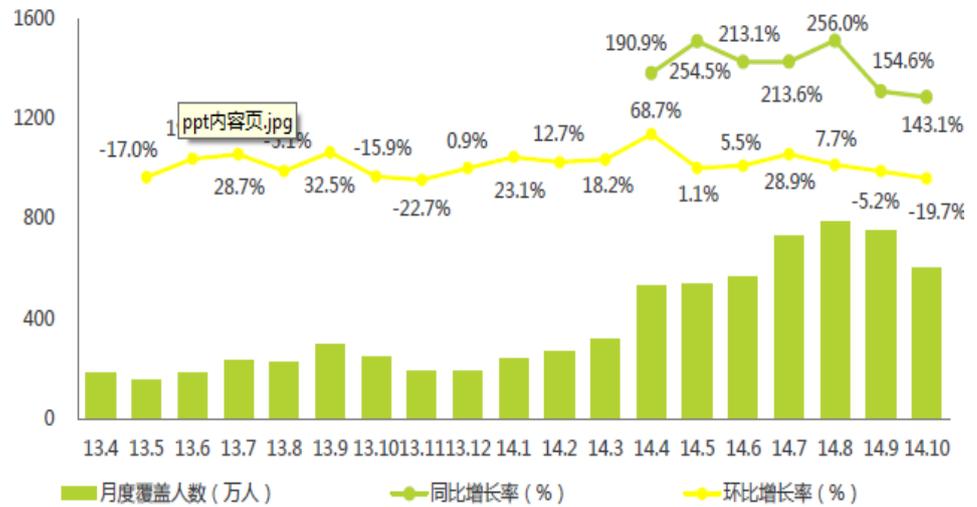


资料来源：兴业证券研究所

国内对比来看：以携程的攻略社区为类比，我们认为公司若成功打造旅游视觉社交社区产品，其用户数有望达到亿级。

携程攻略社区是基于 UGC 的模式，与图片素材社区 PGC/UGC 比较接近。自从 2013 年 3 月起，携程推出了自己的垂直社区——携程攻略社区以后，携程攻略社区流量平均呈两倍速度增长。截止到 2014 年上半年，携程攻略社区用户达到 9000 万，日均活跃用户数突破 100 万达到 150 万，用户的真实点评总数也远超其他同类网站，其中酒店点评总量超过 2700 万，日均增加最高超过 6 万；景点、餐馆点评累积近 100 万条。此外，携程攻略社区的游记总量接近 30 万篇，每日游记新增分享量超过 500 篇。旅游问答总量超过 60 万，每天提问回答量近 3000 条，都处于行业领先水平。

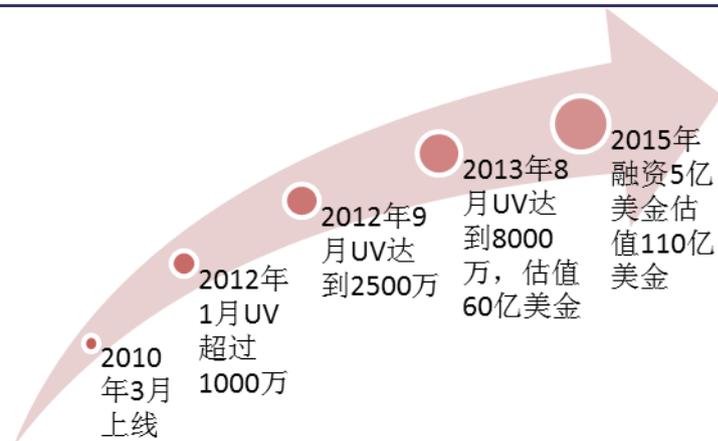
图 14、2013 年 4 月-2014 年 10 月携程攻略社区频道月度覆盖人数



资料来源：公司财报，兴业证券研究所

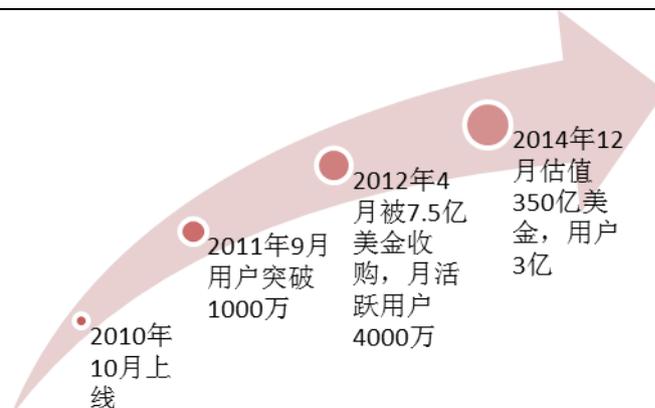
海外对比来看：围绕图片建立视觉社交社区并不是异想天开，国外有图片社交先例，Pinterest 目前估值 110 亿美金，未来市场规模有望赶超 google 与 facebook。图片社交火爆，Pinterest 成为美国第三大社交网站。近年来，移动社交时代的到来带动了多个国外图片社交工具，如 Pinterest 及 Instagram。它们贴合移动端使用习惯，极致的简约化和流畅的瀑布流展示形式深深吸引了用户。这种垂直化的体验超越了 Facebook 等传统社交平台简单的将 PC 端复制到移动端的做法，因此迅速的获得了大量用户。Instagram 被 facebook 收购，而 pinterest 正在自由飞速发展，刚刚融资 5 亿美金的 pinterest 目前已经估值 110 亿美金。

图 15、Pinterest 发展历史



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 16、Instagram 发展历史



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

3、视觉内容与服务：发力 2C 图片消费，成功可期

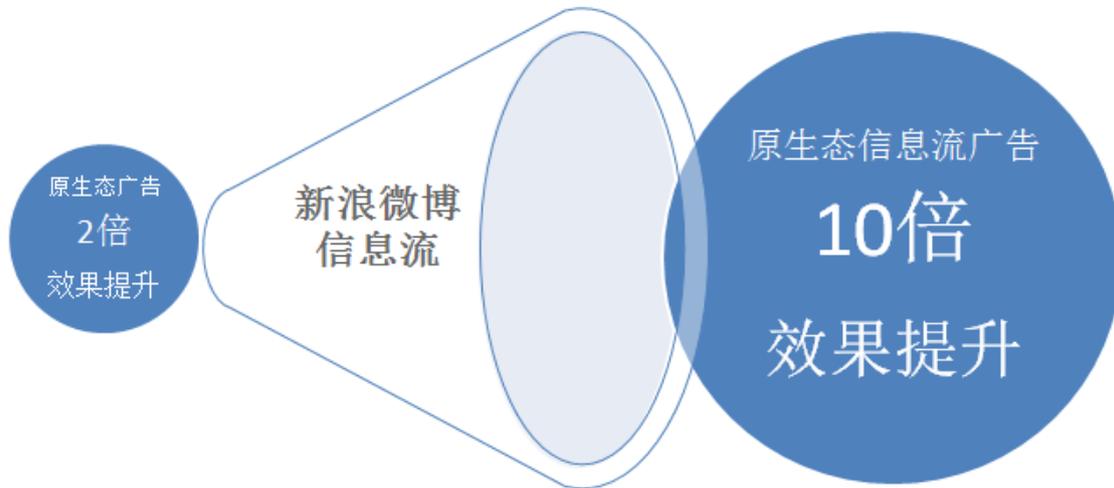
3.1、依托社交平台，挖掘 C 端用户后端变现价值

- 变素材为视觉产品进军营销，符合国内原生广告发展趋势

公司在“视觉内容与服务”板块，2015 年将重点推进视觉素材转化为视觉产品的研发、多频分发，积极构建整合营销平台。在移动端，中国原生态信息流广告兴起的背景下，视觉中国的视觉素材内容转化成原生广告较为容易。我们认为，公司往广告营销方向延伸的成功概率较高。

中国原生态信息流广告兴起，市场空间巨大。原生广告，立足新闻和创意，实现内容即是广告微博自 2013 年引入信息流广告之后，由于其信息发布方式与广告形式得到完美结合，使得原生态信息流广告在微博平台上取得了非常好的表现。根据 NativeX 给出的数据，原生广告的点击率比其他广告高出 220%，eCPMs 也比其他广告高出 150%，而对于微博平台，根据公司统计，原生态信息流广告比右侧的微博展示类广告效果提升了 10 倍左右。

图 17、新浪微博信息流平台使得原生态广告更好发挥效果



资料来源：NativeX，公司公告，兴业证券研究所

继微博推出原生态信息流广告之后，微信在朋友圈也开始试水。目前微信 11.2 亿注册用户，月活跃用户在 4.5 亿左右，大约 76.4% 的用户会刷新朋友圈动态，微信日活跃用户数更加可观，在 1.3 亿左右，所以每天会有 1 亿人打开朋友圈。面对巨大的流量，可以估计其市场规模，日收益 1000 万左右。在业务稳定时候，朋友圈每天推送 4 条广告，在一个 ecpm25 元的情况下（25 元差不多是广点通的均价），微信朋友圈信息流广告一天的收益大概是 1000 万元（1 亿*4*25/1000）。我们预计，由于微信对用户体验的重视，短期不会大规模放开广告，微信 2015 年在朋友圈信息流广告的市场规模为 100 亿左右。

图 18、微信朋友圈日变现能力近千万

1 亿朋友
圈用户

4 条广告

25 元的
ecpm1000 万
广告收益

资料来源：凤凰科技，兴业证券研究所

视觉中国图片库拥有大量的新闻和创意素材，可以转化为视觉产品，变成原生广告，进入移动营销环节。视觉中国的视觉素材内容优势在国内可谓无独有偶。目前公司也在这方面做积极的探索，比如将视觉素材做成图集或短视频集在社交平台 and 各个终端上，给常州市做城市宣传推介。我们认为，公司基于其内容优势，在原生广告大发展的背景下，往广告营销方向延伸的成功概率较高。

● 变素材为消费图片服务 C 端用户

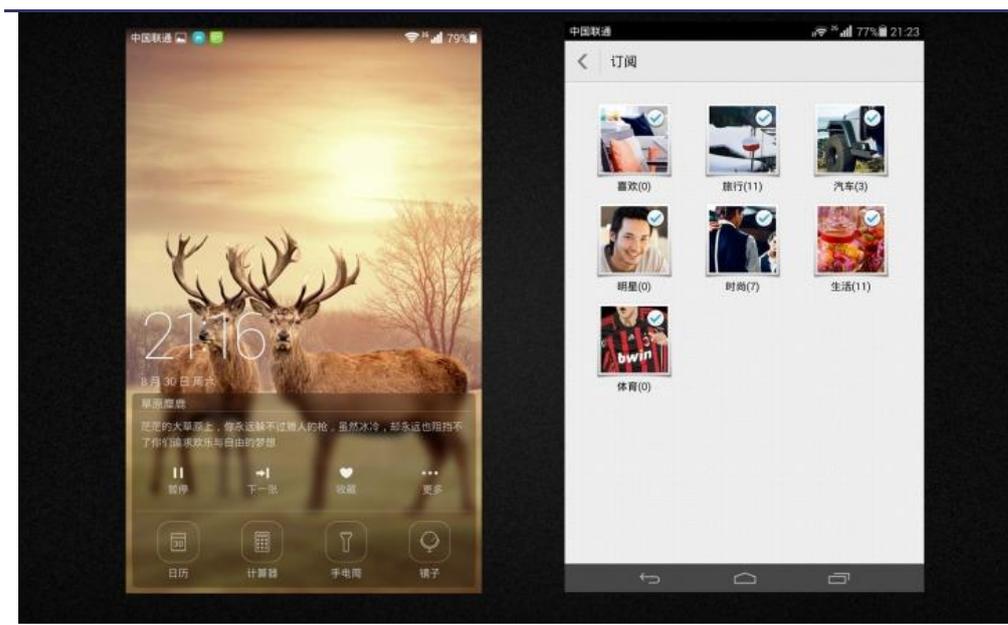
把素材做成视觉产品，通过消费电子平台进行共同运营和分发。通过合作分发，与软硬件入口形成紧密合作。常见的与消费电子产品相关的视觉产品还有壁纸、表情、锁屏等。公司积极与三大运营商渠道以及新兴的移动新媒体渠道合作，依靠拥有的千万级高品质图片、视频内容资源，来满足普通消费者对读图应用、壁纸下载、主题设计、个性表情等海量需求，并可以与各种软件入口合作，实现用户个性化。

公司亦在探索基于各个消费电子屏的消费视觉产品开发，服务于用户视觉消费。公司的运作模式为把素材图片做成可以直接向用户展示的视觉产品，借助屏的控制者的屏上进行分发，实现共同运营，并最终通过广告主等 B 端进行收费。常见的与消费电子产品相关的视觉产品有壁纸、表情、锁屏等。公司积极与三大运营商渠道以及新兴的移动新媒体渠道合作，依靠拥有的千万级高品质图片、视频内容资源，来满足普通消费者对读图应用、壁纸下载、主题设计、个性表情等海量需求。

例如：华为手机的锁屏杂志为公司探索的一个模式。华为手机的新功能锁屏图片，

视觉中国提供 20 张为一个组群,比如一张车的图片,点车就会到他的经销商网页,点视觉中国就会扫视觉中国的网页;如果是一张风景图,点一下就会到景区网页,通过这样广告主可以计量效益。

图 19、华为杂志锁屏



数据来源：互联网、兴业证券研究所

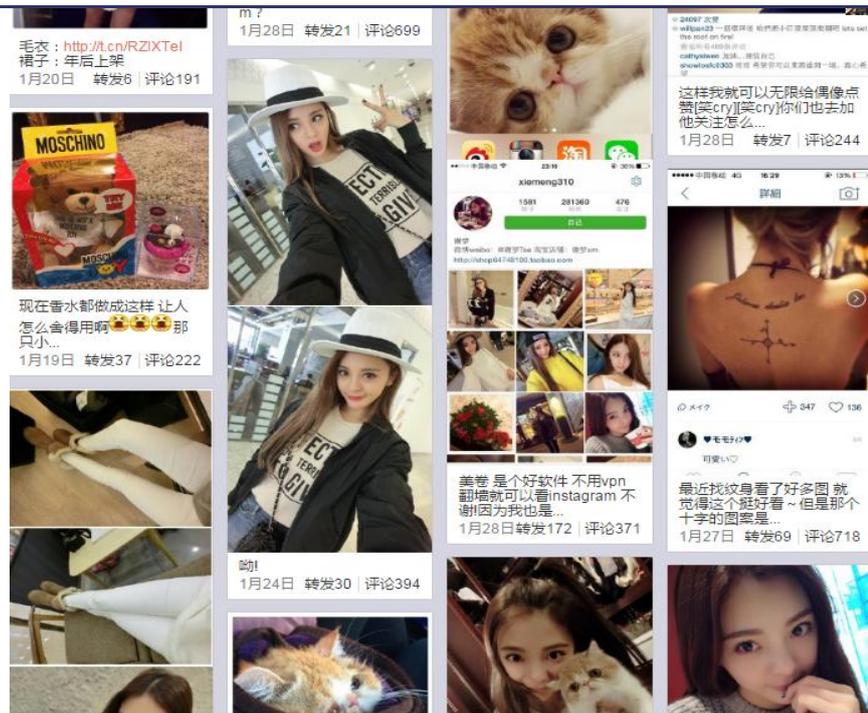
3.2、海外借鉴：Getty 如何发力 C 端用户

- 开放免费图片，进入用户和数据运营

移动端上，图片瀑布流阅读成为主流，个人图片需求暴增。随着读图时代的到来，个人在图片需求市场崛起，每个个体对图片的需求日益明显，并最终细分出了一个巨大的图片市场。移动互联网技术的发展，移动端的普及，更进一步推动读图

时代的演变，甚至改变了社交方式。移动端下拉的阅读方式使得瀑布流展示方式应运而生，而以简约流畅著称的瀑布流显示技术非常适合图片阅读，最终使得传统的社交变成了移动端的图片社交。

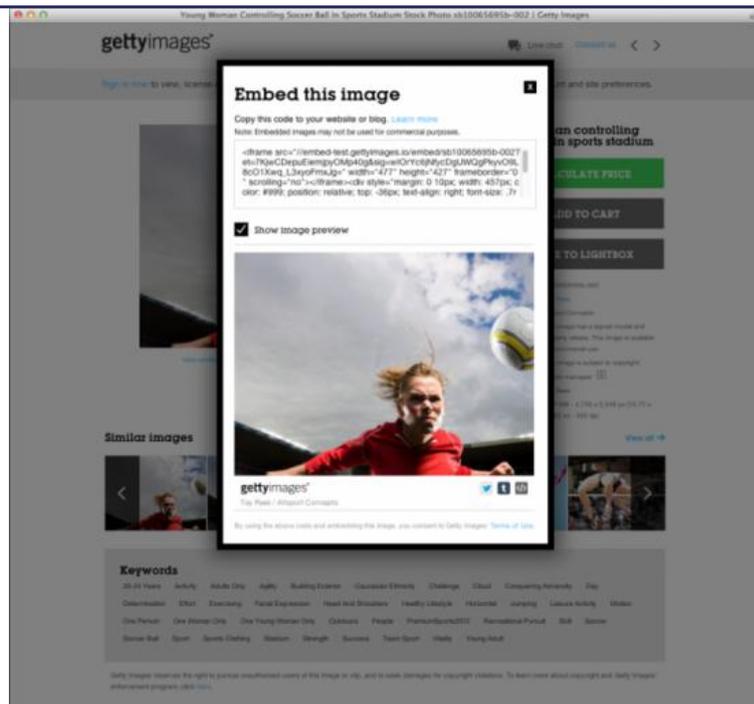
图 20、瀑布流阅读案例展示



资料来源：兴业证券研究所

开放免费图片，面向个人用户的非商业用图需求。去年3月，Getty Images 免费开放 3500 万张图片，并随后发布应用 Stream 完成图片在社交网站上的分享功能，方便个人用户对图片的非商业应用，用户可以将这些图片自由地嵌入其它网页。自此 Getty Images 的优质图片变免费出现在 facebook、Twitter、Tumblr 以及 Wordpress 等社交媒体上面。

图 21、视觉中国与社交平台合作意义



资料来源：The Verge、兴业证券研究所

图 22、Getty Images 免费图片依靠社交平台抵达个人用户端



资料来源：兴业证券研究所

Getty Images 通过社交平台，连接个人用户，符合互联网时代低成本和免费的精神。一向依靠图片前端收费模式经营的 Getty images 需要新的时代下，寻找适合自己的新型商业模式，即能否开辟出合理的后端商业模式，成为是否可以占领巨大个人图片市场的关键。免费图片嵌入到其它网页后，Getty Images 开启后端收费模式，主要通过加入广告或者收集用户数据创造收入。

图 23、Getty Images 免费开放部分图片的布局



资料来源：兴业证券研究所

以精品内容换用户策略，Getty Images 进入用户数据运营。与社交网站合作，除了赚取图片后端收费市场的利润，还能够获得宝贵的用户信息，Getty Images 提供免费图片，与 facebook 的合作是图片与用户信息的交换，即 Getty Images 通过自己的注册用户，在 facebook 分享图片的时候，进一步获取用户在 facebook 的信息及对于图片的偏好，通过对用户数据的实现精准定位。

数据分析帮助 Getty Images 为用户传递完美图片，同时数据分析还可以帮助 Getty Images 了解个体用户，挖掘后端收费市场，因为只有深入了解用户并能够精准定位，更好的服务广告主，增强自身的竞争力。

图 24、Getty Images 与 facebook 合作方式



资料来源：兴业证券研究所

- C 端读图需求背景下，Getty 成为社交平台重要的图片供应合作商

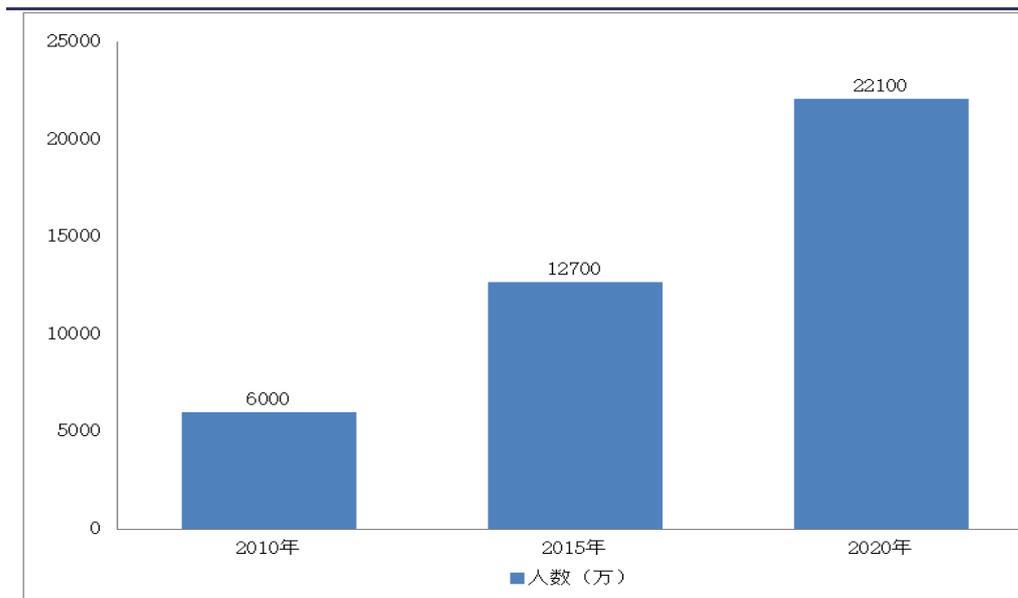
由于图片是图片社交的重要媒介,在图片社交的兴起的同时,Getty Images 被众多图片社交平台选作合作伙伴。以目前第三大社交平台 Pinterest 与 Getty 的合作为例,以“图片收藏墙”的身份经过五年的发展,成为了市值 50 亿美金的公司。Pinterest 推出了图片的背景信息追溯功能。它刚刚与 Getty Images 建立了合作关系,通过接入 Getty Images 的海量元数据库, Pinterest 允许用户获取图片相关的摄影师、日期、创作地点、描述文本等信息。

4、数字娱乐：IP 运营模式享受主题公园市场红利

4.1、国内主题公园市场处于快速发展期

随着生活水平提高,越来越多的居民选择主题公园消费。我国目前处于消费升级阶段,随着国民收入水平的提高,对于旅游、文化、艺术等消费规模将迅速扩大,而集合旅游、文化、艺术为一体的主题公园,成为越来越多消费者的选择。

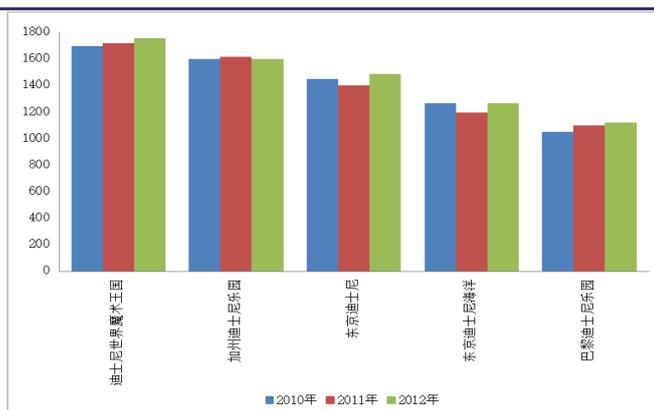
图 25、中国主题公园游客人数迅速增加



资料来源：AECOM，兴业证券研究所

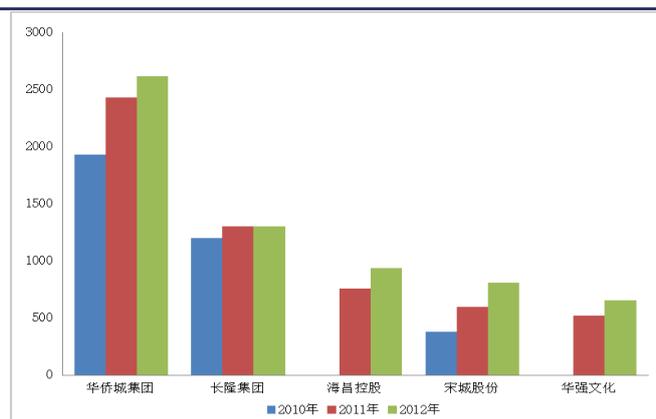
相比于海外主题公园成熟市场，国内主题公园市场仍处于蓬勃发展期。国外的主题公园经历了多年的快速发展，目前市场已经趋于成熟，从迪斯尼数据来看，2010至2012年，其主题公园的游客数量已经趋于平稳。反观国内市场，华侨城、宋城股份等多家公司旗下相关主题公园和游乐园客户量都处于高速增长期。

图 26、国外主题公园游客人数趋于稳定



数据来源：《华强文化招股书》，兴业证券研究所

图 27、国内主题公园游客量高速增长



数据来源：《华强文化招股书》，兴业证券研究所

主题公园创意设计市场规模可期。随着主题公园覆盖人数的迅速增加，新主题公园如雨后春笋般涌现，新一轮兴建的主题公园投资在 5000 万元以上的就有 300 家左右，截止到目前国内共计拥有 2500 余家主题公园。由于主题公园创意设计业

务占总投资额的 0.5%-15%，我国主题公园创意设计市场容量高达 30 亿。

图 28、中国主题公园创意设计市场巨大



资料来源：AECOM，兴业证券研究所

4.2、依托视觉中国 IP 资源，艾特凡斯终将迎来跨越式发展

艾特凡斯是国内领先的主题公园设计施工服务提供商。公司视觉数字娱乐业务的平台，子公司深圳艾特凡斯智能科技有限公司（www.advance.so）正是整体数字娱乐行业领先公司之一。

- 1) 深圳艾特凡斯智能科技有限公司成立于 2011 年 9 月，是国内一流的高科技主题公园创意设计企业和一站式解决方案供应商；2012 年 6 月，远东股份以 1200 万元收购艾特凡斯 51% 股权。因此，艾德凡思（51% 股权）作为原上市公司的壳资产，重组进入视觉中国体系。
- 2) 艾特凡斯核心团队拥有出身于华强文化等一流游乐园的技术人士，并且拥有全国第一的自主开发大型球幕和裸眼 3D 技术。主要产品有：天幕影院、黑暗骑乘、360° ride 灾难体验、环境 4D 影院、巨型环幕 LED 立体影院、动感球幕影院以及魔幻剧场等。

图 29、艾特凡斯经典案例之球幕飞行影院《帝国江山》



资料来源：公司网站，兴业证券研究所

新管理层入驻后，借助视觉中国的 IP 优势，艾特凡斯有望实现跨越式发展。依托视觉中国全球 IP 资源整合能力和视觉 IP 资源积累，双方深度合作之下主题乐园业务商业模式有望从简单设计施工向运营分成模式升级，公司主题公园业务的跨越式成长可期。

2015 年艾特凡斯的主题公园业务有望实现模式的变革，从 IP 引进、创意策划、建设实施、运营管理的生态打造，并通过社会资金的引入和基金管理公司的模式，保持在这一板块的轻资产业务形态。借助视觉中国最丰富的素材 IP 资源，不仅仅包括图片的 IP，还有很多品牌形象的 IP 运营权。未来公司有望以项目合作方式，进入主题公园运营，并为主题公园设计提供方艾特凡斯带来大量业务订单。因而，艾特凡斯有望以后来居上的姿态迅速抢占主题公园设计市场。

5、盈利预测与评级

5.1、盈利预测

图片库作为公司发展的 1.0 时代的业务核心，目前是公司的现金流业务。公司基于视觉核心，成功构筑了“垂直社区+图片电商”的商业模式。随着公司发展进入围绕视觉布局三驾马车业务逐渐从 2B 向 2C 模式挺进的 2.0 时代。

我们认为，由于主题公园运营是一个长周期的项目，同时智慧旅游项目处于流量成长期，未来一年尚无法进行流量变现。因此，图片库业务依然是未来一两年的业绩贡献主力。

根据我们对汉华易美、华盖创意两大核心图片库，以及艾特凡斯的业绩预测，我们预计 2015~2017 年公司营业收入分别为 4.93、6.63 和 8.32 亿元，归属于母公司

净利润分别是 2.60 亿, 3.18 亿和 3.73 亿元, 对应全面摊薄 EPS 0.39/0.47/0.56 元, 当前股价分别对应同期 86/70/60 倍 PE。

表 6、公司盈利预测结果

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	391	493	663	832
增长率	49.3%	26.1%	34.5%	25.4%
营业利润(百万元)	121	174	235	293
增长率	22.4%	43.8%	34.9%	24.8%
净利润(百万元)	142	260	318	373
增长率	76.5%	83.6%	22.1%	17.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.21	0.39	0.47	0.56
每股净资产(元)	2.03	3.36	3.84	4.40
动态市盈率(倍)	157.8	86.0	70.4	59.9
市净率 (倍)	16.5	9.9	8.7	7.6

数据来源: 兴业证券研究所整理

5.2、估值

图库业务: 参考海外可比上市公司, 合理市值 150 亿元。1) 参考 shutterstock 动态 PE, 80-100 倍 PE 处于合理区间, 对应市值在 130-160; 2) 假设中国图片市场潜在规模 30 亿, 公司综合市占率 30%, 对应 9 亿收入、5 亿净利润, 假设市场成熟时期给予 30 倍 PE, 对应 150 亿市值。

智慧旅游: 中期成长支点, 合理市值或可参考去哪儿, 约 200 亿。1) 国内游客年人流量 36.3 亿人次, 其中 4A 以上景区 6.5 亿人次; 2) 在行政助推智慧旅游平台之下, 潜在覆盖用户数有望达到 2 亿人, 与去哪儿当前覆盖用户数基本一致; 去哪儿月覆盖人数大约 5000 万, 我们保守预计公司月覆盖数据大约为 5600 万; 考虑到智慧旅游平台所具备的免费流量、底层数据汇集等特点, 估值体系有望向去哪儿靠拢, 目前去哪市值 32.78 亿美金。考虑到 A 股互联网标的的稀缺性, 公司有望获得更高估值。

图片社交: 长期成长支点, 潜在市值成长空间有望进一步打开。1) 依托智慧旅游平台, 公司将有望成功从 B2B 转型成为 B2C 型互联网公司; 在用户高度重合背景下(旅游人群一般也是图片拍摄及分享主流人群), 向图片社交转型存在天然用户土壤。在智慧旅游平台引流下, 旅游图片社交社区有望拥有上亿的活跃用户数。2) 从美国互联网社交发展经验来看, 以 Instagram、Pinterest 为代表的图片社交已经成为资本市场热点。2013 年 Pinterest 拥有 800 万用户估值达到 60 亿美金, 2014 年 Instagram 拥有 3 亿用户达到 350 亿美金估值, 每个用户对估值的贡献在 100 美金左右。

最后, 我们认为, 当前公司二级市场市值或仅反映了图片库以及部分智慧旅游平台价值, 尚未充分反映公司向 B2C 转型以及图片社交未来的成长空间。基于公司

未来在持续向 2C 业务转型升级下较大的市值空间，我们上调公司评级至“买入”！

5.3、风险提示

公司的风险主要来自于：

- 1) **盗版侵权风险**。由于国内版权保护意识仍然较弱，中小网络媒体用图片需求虽然快速增长，但其为图片付费的习惯无法快速培养，导致行业环境恶化。
- 2) **智慧旅游平台设计开发进展不达预期**。公司将于下半年推出相关智慧旅游产品 12301 和手机 APP，存在产品开发进度以及产品体验不达预期的风险。
- 3) **智慧旅游相关政策风险**。智慧旅游相关政策的执行力度将影响到公司智慧旅游平台项目的推荐，以及用户数的增长情况。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	478	816	1150	1577
货币资金	284	636	1013	1389
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	151	24	26	24
其他应收款	12	16	21	26
存货	8	114	55	92
非流动资产	1046	1029	1029	1022
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	8	7	7	6
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2	0	-3	-4
资产总计	1524	1845	2179	2599
流动负债	141	198	210	253
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	47	54	72	91
其他	93	144	138	162
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	141	199	211	253
股本	670	670	670	670
资本公积	1068	1068	1068	1068
未分配利润	247	553	899	1322
少数股东权益	24	24	24	24
股东权益合计	1383	2273	2595	2973
负债及权益合计	1524	2472	2806	3226

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	142	260	318	373
折旧和摊销	4	2	2	2
资产减值准备	4	23	-13	7
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	-4	4	4	4
财务费用	0	0	-1	0
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	0	0	0
营运资金的变动	-56	76	55	-7

利润表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	391	493	663	832
营业成本	174	199	267	335
营业税金及附加	3	3	5	6
销售费用	31	41	54	68
管理费用	63	76	104	130
财务费用	-1	0	-1	0
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动	4	4	4	4
投资收益	0	0	0	0
营业利润	121	174	235	293
营业外收入	41	100	100	100
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	161	274	335	393
所得税	18	14	17	20
净利润	143	260	318	373
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	142	260	318	373
BPS(元)	0.21	0.39	0.47	0.56

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性				
营业收入增长率	49.3%	26.1%	34.5%	25.4%
营业利润增长率	22.4%	43.8%	34.9%	24.8%
净利润增长率	76.5%	83.6%	22.1%	17.4%
盈利能力				
毛利率	55.4%	59.7%	59.8%	59.7%
净利率	36.2%	52.8%	47.9%	44.9%
ROE	10.4%	11.6%	12.4%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	9.3%	8.0%	7.5%	7.8%
流动比率	3.40	4.12	5.47	6.24
速动比率	3.34	3.54	5.21	5.87
营运能力				
资产周转率	42.7%	29.3%	33.0%	34.8%
应收帐款周转率	330.4%	548.0%	2591.7%	3231.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.39	0.47	0.56

经营活动产生现金流量	67	351	374	377	每股经营现金	0.10	0.52	0.56	0.56
投资活动产生现金流量	102	1	2	0	每股净资产	2.03	3.36	3.84	4.40
融资活动产生现金流量	-30	0	1	0					
现金净变动	139	352	377	377	估值比率(倍)				
现金的期初余额	120	284	636	1013	PE	157.8	86.0	70.4	59.9
现金的期末余额	260	636	1013	1389	PB	16.5	9.9	8.7	7.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。