

艾特凡斯转型上路

——视觉中国(000681)跟踪点评

核心观点

昨天5月11日，公司发布公告称其控股子公司艾特凡斯和洛克互娱智能科技有限公司就共同发展建设《洛克王国》等大型主题乐园及城市综合体内主题乐园的互动项目达成战略合作协议后，公司股价在过去两个交易日连续涨停之后再次涨停，当前公司市值已经超过330亿，按照万德上盈利一致预测数据，2015年净利润2.4亿对应PE为138倍。我们认为，视觉中国作为国内领先的视觉素材提供商，其图片库业务良好的成长性为公司未来业绩提供安全垫的同时，其独特的商业模式以及高毛利率，都给公司提供了高估值的溢价。在美股中跟公司主营业务相同的Shutterstock(SSTK)当前估值也达到了100倍以上；而和公司签订国内独家代理协议的美国知名图片库GrttyImages在2012年被凯雷收购时估值也达到80倍（总价33亿美元）左右。另外公司控股的艾特凡斯作为国内主题公园解决方案供应商也已经进入快速发展期，未来具有较高的业绩潜力。所以虽然当前视觉中国的市值和估值都已经较高，但是由于其商业模式的独特性和稀缺性，并且所具有的成长性，未来仍然值得积极关注。

股价走势图

基础数据

总股本(万股)
流通A股(万股)
52周内股价区间(元)
总市值(亿元)
总资产(亿元)
每股净资产(元)
目标价
6个月
12个月

相关报告

(亿美元)	当前股价	当前总市值	2014年净利	PE
Shutterstock(NYSE:SS TK)	64.16	22.88	0.22	103.58

研究员：苏国印

电话：010-84183274

Email：suguoyin@guodu.com

执业证书编号：

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

目录

- 1、公司简介
- 2、成长性及盈利能力分析
- 3、盈利预测及投资建议

一、公司简介：

公司业务架构未来将包括“视觉内容与服务、视觉数字娱乐、视觉社交社区”三大板块，当前主营业务及收入、利润还是来自商业图片库（即视觉内容与服务）。该业务在 2014 年公司总收入中占比 82.03%，毛利润占比 93.39%。

主要控股公司	持股比例	主要业务内容	所属板块
华盖创意（北京）图像技术有限公司	100%	创意类图片	视觉内容与服务
北京汉华易美图片有限公司	100%	编辑类图片	视觉内容与服务
东星（天津）视讯科技有限公司	100%	娱乐新闻视频及图片	视觉内容与服务
深圳艾特凡斯智能科技有限公司	51%	主题公园解决方案	视觉数字娱乐

万元	收入	占比	毛利	占比
视觉内容与服务	32081.42	82.03	19976.76	92.23
视觉数字娱乐	7027.79	17.97	1684.01	7.77
合计	39109.21	100.00	21660.77	100.00

数据来源：公司年报

目前公司拥有在线图片 7000 万张（编辑类图片 4000 万张，创意类图片 3000 万张）、在线视频 125 万条；公司签约供应商 240 家，个人摄影师 14000 名，其中公司与 GettyImages 等国内外知名图片库签订的均是独家合作协议。

公司拥有 4500 家媒体客户和 10500 家商业客户，媒体客户包括了中央电视台、新浪、腾讯、爱奇艺等全国各大主流媒体，商业客户包括了电通、奥美、宝马等知名广告、商业公司。公司的图片分为编辑类图片和创意类图片，其中编辑类图片，公司在国内仅次于新华社，占据 30% 的市场份额；创意类图片占据 50% 的市场份额。因此公司也成为国内最重要的商业图片库。

行业：根据普华永道《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》、Shutterstock 招股说明书数据，2011 年我国广告市场规模约 2,333 亿元，其中图片市场规模占比不足 0.5%（约 11.6 亿元）；而同期美国图片行业在广告市场中占比 2.4%（约 40 亿美元）。未来视觉素材行业具有较大的市场空间和增速：（1）下游广告、传媒以及互联网等需求行业保持较快增长。

我国广告市场平均每年增速在 15% 以上，而互联网市场尤其移动互联网市场增速更快。（2）版权保护环境的改善将增加下游客户数和需求量的双增长。（3）微利图片将客户拓展到中小企业，打开客户数量空间。商业模式：公司的图片库业务具有 A 股中独特的版权分销模式，即以互联网为载体展示图片等素材，通过版权分销与版权所有进行分成获得收入。独特的商业模式使公司具有了：“零存货、零预付款”的轻资产运营优势；高额的毛利率并且持续提高；销售收入的稳定快速增长。

（万元）	2013年末	2014年末
存货	0	796.68
预付款	71.32	2199.4
货币资金	12032.79	28355.5

固定资产	438.98	776.94
------	--------	--------

	2011	2012	2013	2014
毛利率	56.63%	54.61%	61.51%	62.27%

数据来源：重组预案、公司年报、国都证券 注：2014年预付款和存货的增加主要因为艾特凡斯并表的影响

二、成长性及盈利能力

2011-2014年公司图片库业务收入、利润

(亿元)	2011	2012	2013	2014
营业收入	1.56	1.88	2.62	3.28
同比		20.51%	39.36%	25%
净利润	0.2	0.38	0.8	1.16
同比		90%	110.50%	45%

数据来源：公司年报、国都证券

图片数量的不断增长可以满足不同客户的不同需求，也就带来了客户数量的增长和购买频次、数量的增加，所以图片业务收入保持了快速增长。2011-2014年公司图片库业务收入和利润均保持了稳定快速增长，复合增长率分别达到了28%和80%。

(亿元)	2011	2012	2013	2014
净利率	12.82%	20.21%	30.53%	35.37%
毛利率	56.63%	54.61%	61.51%	62.27%

图片库业务 2011年-2014年毛利率、净利率持续增长，原因在于图片供应商之间分成比例不同，顺序是：GettyImages ≥ 国内品牌供应商 ≥ 个人签约摄影师 ≥ 自主销售。公司高分成比例供应商图片销售占比逐年增加导致毛利率提高，并且这一趋势仍将持续。

(万元)		2011年		2012年		2013年	
Getty		8,581.54		8,250.06		8,585.21	
	占比		55.06%		43.79%		32.77%
其他供应商		6,704.71		9,345.25		11,769.55	
	占比		43.02%		49.6%		44.92%
自主销售		298.69		1,246.73		5,846.67	
	占比		1.92%		6.61%		22.31%

数据来源：国都证券

费用数据：

	2011	2012	2013	2014
费用率	33.86%	27.37%	23.09%	24.03%

数据来源：国都证券

公司图片库业务是基于互联网平台进行版权分销，所以虽然 2010-2014 年收入规模快速增长，但费用增长速度远低于收入增长速度，表现为费用率的下降。

三、盈利预测及投资建议

图片库业务在 2014 年录得 25% 的增长，预计未来在保持 25%-30% 稳定增速的基础上，图片业务还有以下看点：微利图片在 2014 年下半年正式上线，年底开始形成销售但对 2014 年业绩影响较小，有望在 2015 年贡献规模收入。东星娱乐目前收入规模较小，公司在 2015 年利用华盖创意、汉华易美的原有媒体客户资源大力支持东星娱乐发展，今年的销售目标为 6000-8000 万，并有望在未来三年保持快速增长。艾特凡斯开始由重资产运营模式向轻资产转型，未来盈利能力会逐渐恢复。目前艾特凡斯在手订单较多，预计总规模在 3-4 个亿，并且最新公告艾特凡斯与洛克互娱的合作都将对艾特凡斯未来三年业绩产生积极影响。

(万元)		2013	2014	2015E	2016E
收入	图片库	26201	32081	45000	56000
	艾特凡斯		7028	10000	13000
	合计	26201	39109	55000	69000
毛利率	图片库	61.51%	62.27%	64%	64%
	艾特凡斯		23.96%	25%	25%
	合计	61.51%	55.39%	56.91%	56.65%
费用		6051	9399	11000	12000
营业利润		9888	12099	20300	27090
营业外收入			4052	5000	5000
净利润		8034	14302	22000	28000

公司目前总市值和估值都处于高位，但由于处在互联网传媒行业，并且公司的商业模式独特，在 A 股具有稀缺性，与公司同类型业务的 Shutterstock 在美股估值也在 100 倍以上。结合公司图片库业务当前良好的成长性，并且考虑有艾特凡斯等潜在业绩推进因素，建议积极关注。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com	李晨光	医药	lichenguang@guodu.com
李存	材料、新能源	licun@guodu.com	苏国印	通信、互联网	yangzhigang@guodu.com
武浩翔	建筑建材	wuhaoxiang@guodu.com	乔磊	军工机械	qiaolei@guodu.com