

远东股份(000681.SZ)

立足高端的中国图片库行业龙头

评级： 增持（首次）

 目标价 **19.5 – 21.5**

TMT 首席分析师

联系人

陈运红

丁婉贝

S0740513080002

传媒小组

021-2035198

021-20315193

chenyh@r.qlzq.com.cn

dingwb@r.qlzq.com.cn

2014 年 5 月 22 日

基本状况

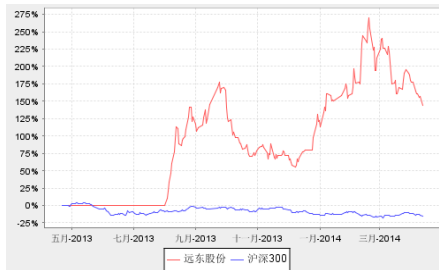
总股本(百万股)	669.99
流通股本(百万股)	141.69
市价(元)	17.12
市值(百万元)	11470.17
流通市值(百万元)	2425.76

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	36.08	105.49	366.13	493.05	663.25
营业收入增速	91.43%	192.34	247.09	34.67%	34.52%
净利润增长率	15.28%	-31.29%	2456.00	44.69%	42.42%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.02	0.17	0.25	0.35
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	101.07	554.07	100.65	69.56	48.84
PEG	6.62	—	0.04	1.56	1.15
每股净资产(元)	0.73	0.75	0.39	0.64	0.99
每股现金流量(元)	0.10	-0.03	0.03	0.25	0.25
净资产收益率	4.48%	2.98%	43.28%	38.51%	35.42%
市净率	4.53	16.54	43.56	26.78	17.30
总股本(百万元)	198.75	198.75	669.99	669.99	669.99

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 视觉中国入主远东股份后，公司核心优质资产为视觉中国集团旗下的华夏视觉、汉华易美和原壳公司旗下的艾特凡斯三大块业务。华夏视觉和汉华易美是立足高端的中国图片库行业龙头，分别是针对创意类图片市场和编辑新闻类图片的两个图片库网站。艾特凡斯智能科技有限公司，拥有国内领先的球幕技术和裸眼 3D 技术，是智能游乐项目和特种影视项目整体解决方案提供和施工商。
- 中国图片库市场处于快速发展期。商业图片市场主要由委托定制图片和图片库两部分组成。中国图片市场处于快速发展期，复合增速为 40%，市场规模将从 2013 年的 12 亿元增长到 25 亿元。图片库是一个图片市场的垂直电子商务网站，并随着国内用图效率提高，其市场不断增长。全球图片库市场规模将在 2016 年达到 60 亿美元。
- 公司作为图片库行业龙头，不论是从其客户资源来看，还是从其图片来源来看，都是定位于与 Getty Image 相似的高端图片库业务。虽然微利图片模式在海外已经快速发展，并以其更高的效率不断地蚕食传统高端图片库业务。但国内微利图片库仍在萌芽期，并未取得快速发展。国内高端图片库业务依然欣欣向荣，并且享受着高毛利。
- Getty 在国内唯一的合作伙伴地位赋予公司图片库内容优势。短期内 Getty 仍是公司关键素材提供商，公司在 2013 年底与 Getty 分别就华盖创意的创意类图片和汉华易美的编辑类图片的销售合作续约到 2018 年，保证公司未来 5 年的图片品质和量的优势。不同于，海外图片库市场的竞争差异化主要在于定价模式不同而图片来源和供应几乎没有差异化的特征，目前国内各家图片库在图片内容上呈现比较大的差异化，内容更优质的平台受到客户更大的青睐。因此，公司基于管理团队在新闻编辑类图片领域的深厚积累，及其在创意类图片领域与 Getty 的紧密合作关系，公司在图片库内容优势上显著优于竞争对手。

- 基于公司在图片行业 10 余年的深厚积累，公司向其他商业模式延展力强，未来成长性可期。其主要增长点表现为：
 - 基于旧有客户的产品延展，提供全链条的服务。我们认为公司基于当前的高端客户的图片素材业务在中短期内仍然是公司业务核心。该部分业务未来的增长主要是基于向高端客户不断推广全线产品和服务，提升客户的平均单产。具体措施包括，1) 提升图片质量，增加新闻编辑类图片的创意元素，增加高附加值的信息图提供和下载。2) 聚焦传统的垂直行业，可能采用如收购东星娱乐的方式进一步向其他行业渗透。3) 新闻逐渐走向视觉化，并从静态内容走向动态内容。视频素材库市场处于快速发展期，未来视频素材在公司业务占比中将不断提升。4) 定制化的比重会逐年加大。
 - 将客户群延伸至中小客户，推出微利图片库。未来公司将在合适的时点推出服务于中小客户群的提供高性价比图片的微利图片库，提升市场占有率和客户覆盖。我们认为公司向微利图片库延展的能力较强，主要基于两点：1) 视觉中国社区 (shijue.me) 圈住了广泛的创意人员和设计师。2) 基于上市后资本市场赋予的资源优势，可能实现如 Getty 收购 iSTOCK 那样的快速布局。
 - 从 2B 的商业图片领域突破，进入 2C 的消费图片领域。当前 2C 消费图片的主要商业模式主要有两种：其一为视觉图片社交和众包；其二为壁纸、表情、锁屏等与消费电子产品相关的视觉素材消费领域。基于 10 余年的行业经验积累、旗下 1 万 3000 人的签约摄影师和设计师社区网站，公司未来有望进入消费图片领域。
- 投资策略：我们认为公司承诺业绩是一个适中的目标，预计 2014~2016 年 EPS 分别是 0.17、0.25 和 0.35 元，当前股价 18.76，对应 2014~2016 年 PE 为 110、75 和 53.6。基于公司作为 A 股稀缺的互联网公司、图片库行业的领袖企业、进一步向微利图片库和社区等其他互联网商业模式延展的能力较强，以及公司未来利用资本市场进行外延整合的资源优势。我们首次给予公司“增持”评级。
- 风险提示：1) 版权风险。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) 媒体环境变化的风险。公司身为行业龙头，是传统图片库模式的既得利益者，享受着高毛利。但媒体的环境正在快速变化，碎片化严重。未来微利图片库应运而之时，公司存在着不能赶上新的商业模式变化的风险。3) 图片资源优势变化的风险。公司与 Getty 签订了五年的合作，使得公司在产品方面和竞争对手相比，具有差异性。但五年后，与 Getty 是否能够续约存在不确定性。如果不续约，公司图片库的质和量存在着不一定能远远胜于竞争对手的风险。

内容目录

视觉中国入驻，远东股份终得优质资产	- 5 -
视觉中国入主远东股份，股权架构和管理团队变化	- 5 -
基于领先的球幕技术，艾特凡斯业务潜力可期.....	- 6 -
视觉中国旗下华夏视觉、汉华易美注入公司	- 6 -
视觉中国：立足高端的中国图片库行业龙头	- 7 -
首创中国图片库网站，快速发展为行业龙头	- 7 -
商业模式：定位高端图片销售，而非微利图片模式	- 9 -
向其他商业模式延展力强，公司未来成长性可期	- 12 -
基于旧有客户的产品延展，提供全链条的服务.....	- 12 -
将客户群延伸至中小客户，推出微利图片库	- 13 -
从 2B 的商业图片领域突破，进入 2C 的消费图片领域	- 14 -
中国图片库方兴未艾，微利图片库亟待崛起	- 14 -
中国图片库市场处于快速发展期	- 14 -
编辑类图片市场集中度高，格局分明	- 17 -
创意类图片市场空间广阔，微利图片成未来趋势	- 19 -
业绩预测与估值	- 20 -
收入预测假设.....	- 20 -
毛利率和费用预测假设	- 21 -
业绩预测结果.....	- 21 -
绝对估值.....	- 21 -
相对估值.....	- 22 -
风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 重组后公司股权结构及下属企业关系	- 5 -
图表 2: 公司新管理团队	- 5 -
图表 3: 成立于 2011 年的艾特凡斯快速成长	- 6 -
图表 4: 视觉中国集团业务体系	- 7 -
图表 5: 华夏视觉近三年财务情况.....	- 8 -
图表 6: 汉华易美近三年财务情况.....	- 8 -
图表 7: 图片库网站的商业模式	- 9 -
图表 8: 媒体客户和商业客户收入占比.....	- 10 -
图表 9: 媒体和商业客户收入快速增长.....	- 10 -
图表 10: 华夏视觉素材客户 2010-2012.....	- 10 -
图表 11: 汉华易美素材客户 2010-2012.....	- 10 -
图表 12: 素材量在行业中处于领先地位.....	- 11 -
图表 13: 机构是图片主要来源，自主销售快速提升.....	- 11 -
图表 14: 华夏视觉素材供应商 2010-2012.....	- 12 -

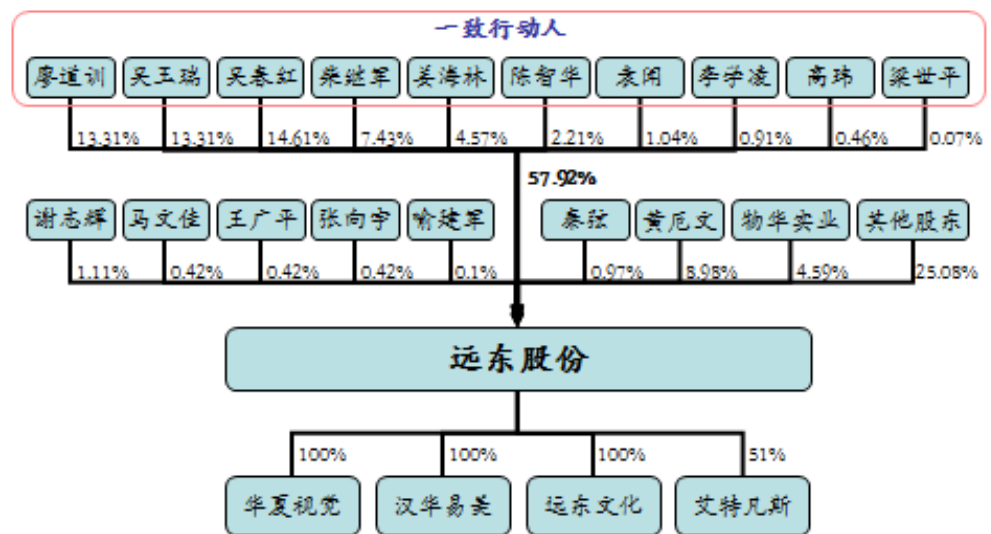
图表 15: 汉华易美素材供应商 2010-2012	- 12 -
图表 16: 信息图范例	- 13 -
图表 17: EG365 的信息图范例	- 13 -
图表 18: 商业图片市场主要由委托定制图片和图片库两部分组成	- 15 -
图表 19: 图片分为编辑类图片和创意类图片两类	- 15 -
图表 20: 商业图片销售模式主要为三种	- 15 -
图表 21: 中国图片行业复合增长率达 40%	- 16 -
图表 22: 2016 年全球图片市场规模达 130 亿美元	- 16 -
图表 23: 微利图片库市场 2016 年达 37 亿美元	- 16 -
图表 24: 微利图片库的主要市场玩家	- 16 -
图表 25: 海外图片龙头企业列表	- 17 -
图表 26: 国内龙头规模对比海外仍然较小	- 17 -
图表 27: 中国全球图片总汇未来走向综合化	- 18 -
图表 28: 新华图片中心的业务模式	- 18 -
图表 29: 东方 IC 图片业务	- 18 -
图表 30: 东方 IC 股权结构	- 18 -
图表 31: 编辑类视觉素材市场的主要参与者	- 19 -
图表 32: 编辑类视觉素材市场格局分明	- 19 -
图表 33: RM 模式创意类图片市场主要参与者	- 20 -
图表 34: 众多的图片分享积分下载/社区网站	- 20 -
图表 35: 全景网全面改版为 PANORAMASTOCK	- 20 -
图表 36: 全景网推出微利图片/特价图片	- 20 -
图表 37: 未来五年营业收入预测	- 21 -
图表 38: 公司毛利率及各项费用预测	- 21 -
图表 39: 公司 DCF 估值情况	- 22 -
图表 40: 传媒可比公司估值表 (对应 2014.05.21 收盘价)	- 22 -
图表 41: 财务报表摘要	- 24 -

视觉中国入驻，远东股份终得优质资产

视觉中国入主远东股份，股权架构和管理团队变化

- 远东股份成立于1997年1月21日，成立初以服装经营为主业，后由于经营不善沦为壳资源。期间，公司经历多次重大资产重组，但并没有得到大规模的好资产注入，直到本次视觉中国借壳远东股份，装入视觉中国集团旗下的华夏视觉和汉华易美两项优质资产。重组完成后，公司实际控制人变更为廖道训等10人，合计持有57.92%的股份。

图表 1：重组后公司股权结构及下属企业关系



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 重组后，公司核心优质资产为视觉中国集团旗下的华夏视觉、汉华易美和原壳公司旗下的艾特凡斯三大块业务。公司新核心管理层为董事长廖杰、首席执行官梁军、总编蔡继军、副总裁孙晓菁、销售副总裁王刚、技术总监陈智华、首席行政官魏林。

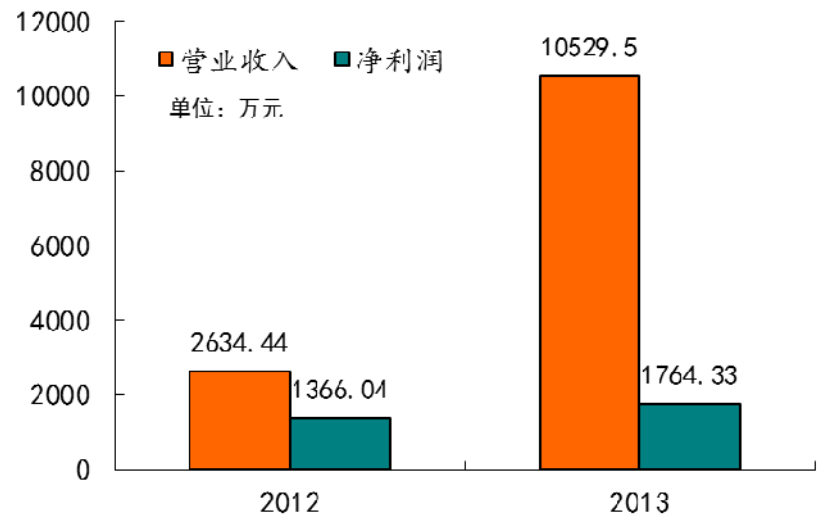
图表 2：公司新管理团队



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

基于领先的球幕技术，艾特凡斯业务潜力可期

- 2012年6月，远东股份以1200万元收购智能游乐项目和特种影视项目整体解决方案提供和施工商艾特凡斯51%股权。因此，当前公司资产中除视觉中国业务之外，还有艾特凡斯51%股权的这样一块优良资产。未来这块业务基于团队在国内一流的球幕技术，将获得新管理层的大力支持和快速发展。
- 深圳艾特凡斯智能科技有限公司成立于2011年9月。艾特凡斯核心团队出身于华强文化等一流游乐园的技术人士，拥有全国排名第一的自主开发的大型球幕和裸眼3D技术。其主要的业务模式为，为大型游乐园、大型屏幕的影院和城市商业综合体等需求方，提供智能游乐项目和特种影视项目整体解决方案，实施从前期的设计方案到后期的施工和维护的整个过程。单个项目的收入一般在几千万到几亿的规模。
- 公司已成功承接并完成了国内多个主题公园室内高科技娱乐项目的设计与实施，与众多知名客户建立了长期战略伙伴关系。2013年公司业务大规模地拓展到了很多的城市综合体，项目储备丰富。我们认为，伴随着国内游乐园和城市综合体等设施的发展，整体对大型球幕技术的需求处于快速上升期，该业务未来发展前景良好。
- 根据远东股份年报数据，艾特凡斯2012年度实现营业收入2634.44万元，本报告期实现营业收入10539.5万元，本报告期较上年同期增长了300%；艾特凡斯2012年度实现净利润1366.04万元，本报告期实现净利润1764.33万元，本报告期较上年同期增长了29.16%。

图表3：成立于2011年的艾特凡斯快速成长


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

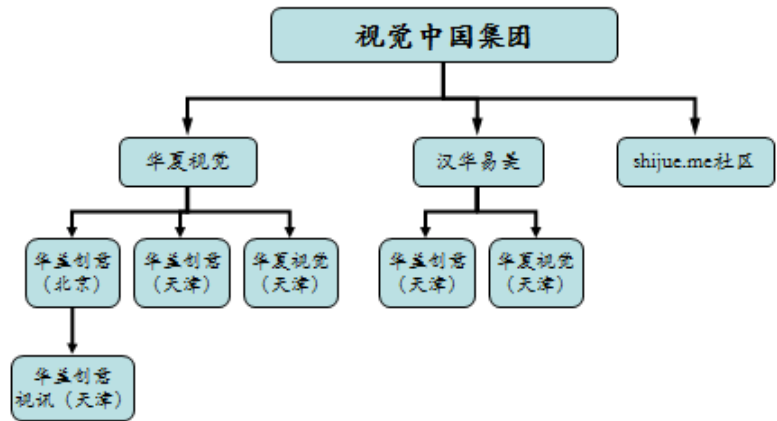
视觉中国旗下华夏视觉、汉华易美注入公司

- 视觉中国集团旗下资产主要包含汉华易美、东星娱乐、华夏视觉和视觉中国四大部分。
 - 汉华易美(CFP)，是公司起家的业务。CFP品牌在编辑类新闻图片库领域处于龙头地位。
 - 东星(天津)视讯科技有限公司，为汉华易美旗下子公司。旗下拥

有图片网站：www.tungstarv.cn。这是一家从事娱乐图片和视频素材采编的专业制作机构，也是大中华地区最专业的娱乐资讯通讯社。此为公司 2012 年 2 月以 9400 万的现金加股权的对价收购而来，收购后并入汉华易美。

- 华夏视觉，为 2005 年公司与 Getty 合资成立的公司，并进入创意类商业图片市场。华盖创意网站为商业客户（主要为广告公关公司和品牌企业）提供商业图片库；提供特约拍摄的定制化图片需求和图片视频数字内容管理系统。
- 视觉中国创意设计社区（shijue.me 社区），shijue.me 是公司 2006 年收购的一个设计师交流社区网站，为用户提供行业资讯、创意灵感以及权威报道。当前社区注册会员超过百万，为政府、企业、机构提供创意众包服务；依托设计师的展示为买家提供选择；同时带动设计师对华夏视觉和汉华易美的图片需求。

图表 4：视觉中国集团业务体系



来源：官方网站、齐鲁证券研究所

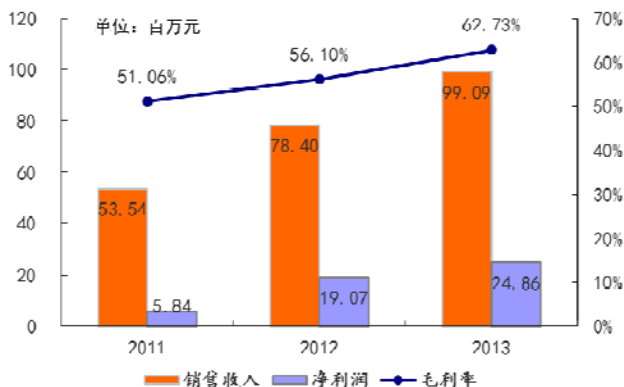
视觉中国：立足高端的中国图片库行业龙头

首创中国图片库网站，快速发展为行业龙头

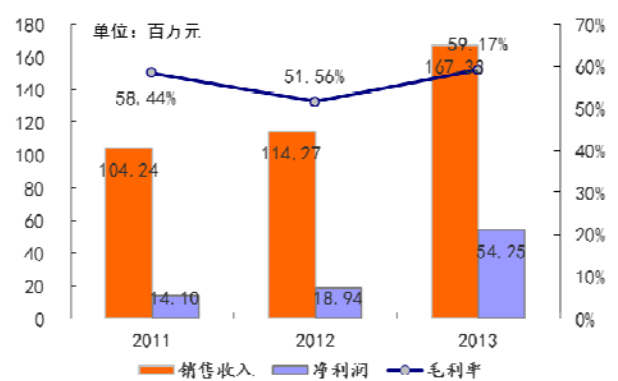
■ 视觉中国公司发展历程简介：

- **2000 年首创中国第一个图片库网站 Photocome。**公司创始人之一的《中国青年报》记者柴继军、李学凌和技术出身的陈智华在 2000 年 5 月开始运营中国第一个图片库网站 Photocome，该网站成立初便获得了百联优力（北京）投资有限公司董事长廖杰的投资。最初网站的主要图片来源于柴继军在《中国青年报》工作期间搜集的来自全国各地的摄影师的照片。
- **新浪等门户成为 Photocome 首批客户。**伴随着 2000 年门户作为新媒体的快速发展，其新闻图片需求激增。公司与新浪合作，并奠定了整个图片库网站的定价和分成等基本运营模式。Photocome 网站签下摄影师，让摄影师们将编辑好图注及标价的规范图片直接上传到网站，形成图片库；新浪等门户客户在交钱后获得下载权，摄

- 影师可通过后台看到下载记录，获得分成。
- **向传统媒体进军，2002 年基本实现全覆盖。**通过业务开拓实现传统媒体图片采购的市场化交易。同时，Photocom 逐渐培养起传统媒体的编辑们从网络图库寻找适用图片的习惯。2003 年新华社开始仿 CFP 的模式签约自己的摄影师队伍。2005 年，柴继军正式辞去中青报的职务，全职担任网站总编辑，并将公司更名为“汉华易美”。Photocom 网站亦更名为国务院新闻办公室图片库（ChinaFotoPress）。
 - **2005 年通过与 Getty Image 合作，进入创意类图片市场。**2005 年 7 月 13 日，世界领先的商业图片公司 Getty Images 和百联优力（北京）投资有限公司签署了一份合资协议书，于 2005 年 8 月份共同创办 Getty Image 中国公司——华盖创意（北京）图像技术有限公司。新公司拥有 Getty Images 创意图片的经营权并旨在签约本土摄影师，开发具有本土文化特色的创意图片市场。
 - **2012 年收购娱乐图片库公司东星娱乐。**东星是一家从事娱乐图片和视频素材采编的专业制作机构，也是大中华地区最专业的娱乐资讯通讯社，拥有娱乐图片库网站 www.tungstarv.cn。公司于 2012 年 2 月以 9400 万现金加股权对价收购而来，收购后并入汉华易美。
 - **从公司发展历程可以看出，目前公司旗下华夏视觉和汉华易美是分别定为创意类图片市场和编辑新闻类图片的两个图片库网站。**其中，以华夏视觉为运营主体的创意类图片库网站所经营的品牌为“华盖创意”，而以汉华易美为运营主体的新闻编辑类图片所经营的品牌为“CFP”。
 - 华夏视觉，通过对创意类视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台为商业客户（主要包含广告公关公司、企事业单位、政府机构等）提供创意类视觉素材。
 - 汉华易美，通过对编辑类视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台为媒体客户（主要包含报纸、杂志、出版社、广电、互联网等）提供编辑类视觉素材。CFP 品牌以 30% 的市场占有率居中国编辑类图片市场第二位，仅次于新华社。

图表 5：华夏视觉近三年财务情况


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

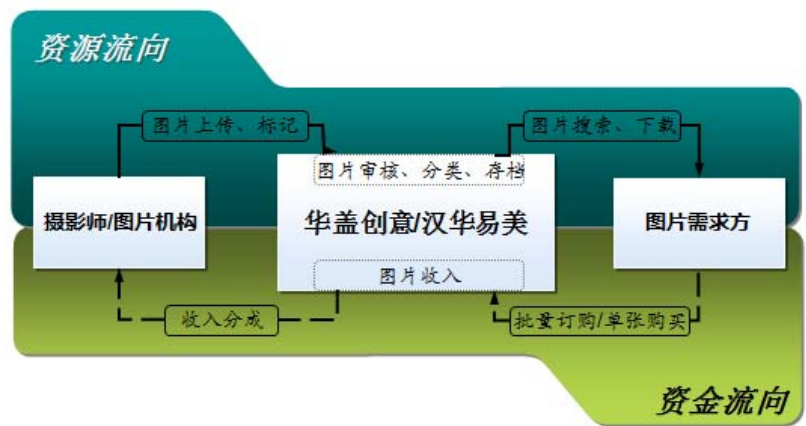
图表 6：汉华易美近三年财务情况


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

商业模式：定位高端图片销售，而非微利图片模式

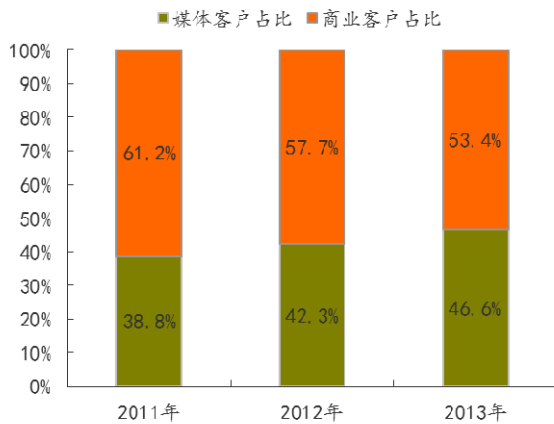
- 商业图片市场一般分成定制化图片和图片库两个细分市场。商业图片的需求来自创意工作者和新闻工作者们对于图片素材的需求。
 - 委托摄影师拍摄图片的定制化需求是商业图片行业最传统的业务。
 - 而媒体环境变化和广告营销行业对更高用图效率的要求，使得事先拍摄好的图片通过互联网平台和强大的搜索引擎，供顾客在其网站上挑选和购买自己需要的图像资料的图片库网站模式逐渐崛起，并成为主流。
- 公司将其商业模式分为**素材销售模式**和**增值服务模式**两类。对应图片市场分类来看，亦即为**图片库销售**和**定制化图片服务**。
 - **增值服务模式即为定制化图片服务业务：**公司提供商业特约拍摄、事件拍摄、专访、视觉化营销、媒体推广、及其它定制化服务，以及图片视频数字内容管理系统。
 - **素材销售模式即为图片库业务：**客户在图片库中搜索合适的素材，并与公司信控部门就账期、折扣、付款方式、应收账款等达成狭义，而后获得账号在网站上下载并使用图片。该业务定价模式主要为两种，①批量订购模式：按月、季、年度提前定期付款，购买定额数量的素材。②单张购买模式：客户根据自身特殊需求、或是非经常性的需求，与公司协商确定价格和支付方式。

图表 7：图片库网站的商业模式

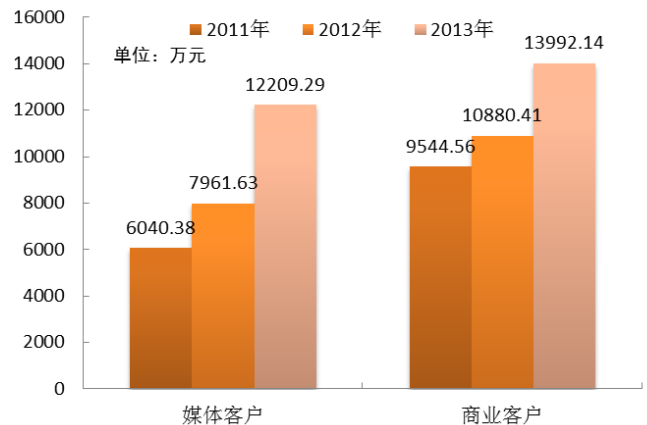


来源：齐鲁证券研究所

- 公司作为图片库行业龙头，不论是从其客户资源来看，还是从其图片来源来看，都是定位于与 **Getty Image** 相似的高端图片库业务。虽然微利图片模式在海外已经快速发展，并以其更高的效率不断地蚕食传统高端图片库业务。但国内微利图片库仍在萌芽期，并未取得快速发展。高端图片库业务依然欣欣向荣，并且享受着高毛利。
- 公司客户资源优势明显，占据着主要媒体和大品牌等高端客户。公司拥有近 7000 多家的商业客户及 4000 多家的媒体客户资源。公司旗下华夏视觉和汉华易美是分别定为于创意类图片市场和编辑新闻类图片市场，因此其主要客户分别是品牌商/4A 等商业客户和各大媒体客户。两大业务都保持较为快速的增长，其中，媒体客户占比不断提升。

图表 8: 媒体客户和商业客户收入占比


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 9: 媒体和商业客户收入快速增长


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- 华盖创意客户以大品牌和大 4A 为主, 前五大客户收入占比较低。2005 年成立之初是 Getty Images 在中国的合资公司, 一方面为国内各行各业的广告主和广告公司客户, 提供国际化品质的图片/影视/音乐素材, 同时也签约国内摄影师, 推动本土创意的图片及影像产品的发展。因此, 华盖创意的客户主要为大品牌 and 大的广告 4A 公司。但整体上前五大客户占比不超过 10%, 较为分散。
- 汉华易美客户主要是各大互联网新媒体和传统媒体, 前五大客户收入占比较高。汉华易美是公司的起家业务, 主要经营新闻编辑类图片。公司在该行业地位显著, 因此是各大媒体的新闻图片提供商。同时由于媒体的格局较广告公司和品牌商更为集中, 因此, 前五大媒体客户收入占比比创意类图片要高, 在 20% 左右。而公司前五大客户主要是腾讯、搜狐、网易和新浪四大门户, 以及凤凰网, 而这都是在美股上市的大公司。

图表 10: 华夏视觉素材客户 2010-2012

序号	客户	销售金额(元)	占比
2010年前五名客户			
1	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	1418415	1.45%
2	中国集邮总公司	1164100	1.19%
3	上海通用汽车有限公司	998432	1.02%
4	上海腾迈广告有限公司	821005	0.84%
5	北京电通广告有限公司第一事业本部	756810	0.77%
合计		5158762	5.27%
2011年前五名客户			
1	北京新东方教育科技(集团)有限公司	1236509	1.19%
2	北京李奥贝纳广告有限公司	1122850	1.08%
3	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	1023497	0.98%
4	上海腾迈广告有限公司	800810	0.77%
5	北京电通广告有限公司第一事业本部	760960	0.73%
合计		4944626	4.75%
2012年前五名客户			
1	广州市广天合传媒有限公司	2591930	2.27%
2	中国中央电视台	1911350	1.67%
3	北京李奥贝纳广告有限公司	1665319	1.46%
4	中国集邮总公司	1613794	1.41%
5	联想(北京)有限公司	1556556	1.36%
合计		9338949	8.17%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

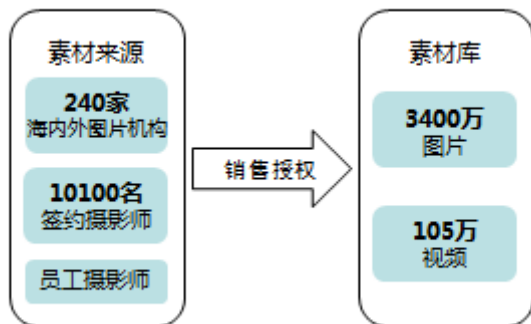
图表 11: 汉华易美素材客户 2010-2012

序号	客户	销售金额(元)	占比
2010年前五名客户			
1	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	2511359	5.76%
2	网之易信息技术(北京)有限公司	2006603	4.60%
3	北京新浪互联信息服务有限公司	1520455	3.48%
4	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1518411	3.48%
5	北京青年报社	917495	2.10%
合计		8474323	19.42%
2011年前五名客户			
1	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	1690037	3.16%
2	网之易信息技术(北京)有限公司	1650287	3.08%
3	北京新浪互联信息服务有限公司	1458239	2.72%
4	深圳市腾讯计算机系统有限公司	1420382	2.65%
5	北京天盈九州网络技术有限公司	1353765	2.53%
合计		7572710	14.14%
2012年前五名客户			
1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	3682137	4.70%
2	网之易信息技术(北京)有限公司	3337261	4.26%
3	北京新浪互联信息服务有限公司	3309330	4.22%
4	北京搜狐新媒体信息技术有限公司	3217185	4.10%
5	北京天盈九州网络技术有限公司	2339937	2.98%
合计		15885850	20.26%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

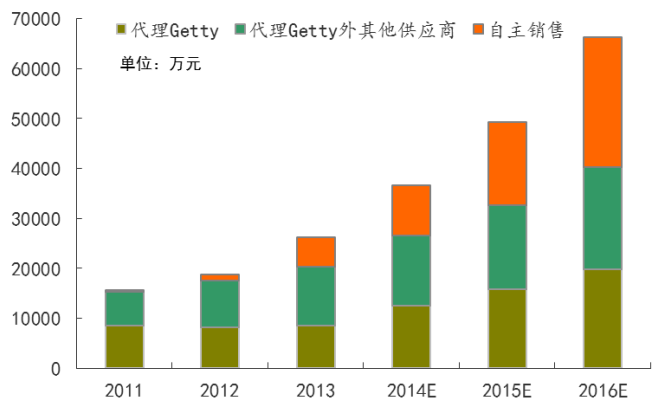
- 图片素材优势保证了公司的定价权。目前公司的图片库的素材量在行业中处于领先地位。其中，获得销售授权的图片约 3400 万张、视频约 105 万条，且数量正不断增长。
- 机构仍然是公司主要的素材来源，与摄影师签约和员工摄影师的自有销售占比较低。从来源来看，截至 2013 年 6 月 30 日，为公司提供图片的国内外机构超过 240 家，与公司签约的摄影师超过 10100 名，既有 Getty Images 等全球知名机构，也有大量著名摄影家艺术家。因此，公司的图片整体质量上乘，属于高端图片。
 - 自主销售快速提升。近两年公司通过摄影师签约和员工摄影师的自主销售比重快速提升，并有望在未来实现一个较大的占比。我们估计，2013 年自主销售大幅增加可能与 2012 年收购东星的娱乐新闻图片库有直接关系。东星娱乐是一个娱乐图片的自有品牌和自主图片制作团队。
 - Getty 图片占比不断下降。随着自主销售图片的占比提升，未来代理 Getty 销售素材收入的占比仍将进一步下降。至 2016 年，预计该比重将降至标的公司总收入的 30%。

图表 12: 素材量在行业中处于领先地位



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 13: 机构是图片主要来源，自主销售快速提升



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- Getty 在国内唯一的合作伙伴地位赋予公司图片库内容优势。短期内 Getty 仍是公司关键素材提供商，公司在 2013 年底与 Getty 分别就华盖创意的创意类图片和汉华易美的编辑类图片的销售合作续约到 2018 年，保证公司未来 5 年的图片品质和量的优势。公司自设立以来与国际视觉素材巨头 Getty 保持良好的合作关系，其是 Getty 在国内唯一的合作伙伴，并与其在创意类素材和编辑类素材销售方面进行的合作。标的公司或其子公司已与 Getty 分别续签了有效期至 2018 年 9 月 15 日的创意类视觉素材采购合同和有效期至 2018 年 11 月 26 日的编辑类视觉素材的采购合同。
- 对比华盖创意和汉华易美的创意类图片和编辑类图片来源的结构，Getty 图片占到了华盖创意的创意类图片销售额的 60%左右，而占汉华易美的编辑类图片销售额的比重仅为 25%-30%。因此，公司与 Getty 的合作对公司在创意类图片的销售的影响甚大。由于目前国内摄影师在创意上与海外摄影师的差距较大，因此在短期内不需要太多创意的新闻编辑类图片可能更快的被本土摄影师取代。而创意类的图片仍需与海外合作来

保障公司图片的高品质和高端定位。
图表 14: 华夏视觉素材供应商 2010-2012

序号	客户	采购金额(元)	占比
2010年前五名供应商			
1	Getty Images International Ltd	22569329	61.80%
2	蓝牛仔影像(北京)有限公司	2005676	5.49%
3	北京美好景象图片有限公司	1111824	3.04%
4	北京河图创意图片有限公司	831438	2.28%
5	北京优谷文化发展有限公司	430989	1.18%
	合计	26949256	73.79%
2011年前五名供应商			
1	Getty Images International Ltd	28839991	66.57%
2	蓝牛仔影像(北京)有限公司	2611192	6.03%
3	北京美好景象图片有限公司	1129700	2.61%
4	北京河图创意图片有限公司	739145	1.71%
5	北京优图佳视影像网络科技有限公司	432718	1.00%
	合计	33752746	77.92%
2012年前五名供应商			
1	Getty Images International Ltd	33586163	60.68%
2	蓝牛仔影像(北京)有限公司	3348848	6.05%
3	北京美好景象图片有限公司	1342478	2.43%
4	北京河图创意图片有限公司	797982	1.44%
5	北京优图佳视影像网络科技有限公司	395507	0.71%
	合计	39470978	71.31%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 15: 汉华易美素材供应商 2010-2012

序号	客户	采购金额(元)	占比
2010年前五名供应商			
1	Getty Images International Ltd	5813600	24.64%
2	Splash News&Picture Agency	844000	3.58%
3	湖北易及文化传播有限公司	590797	2.50%
4	北京麦娱文化传播有限公司	528923	2.24%
5	NewsCom	375271	1.59%
	合计	8152591	34.55%
2011年前五名供应商			
1	Getty Images International Ltd	7812947	29.82%
2	湖北易及文化传播有限公司	834002	3.18%
3	Splash News&Picture Agency	690949	2.64%
4	北京麦娱文化传播有限公司	432501	1.65%
5	NewsCom	389074	1.48%
	合计	10159473	38.77%
2012年前五名供应商			
1	Getty Images International Ltd	10085712	29.60%
2	European Pressphoto Agency	1387592	4.07%
3	华盖创意(北京)图像技术有限公司	1251220	3.67%
4	Splash News&Picture Agency	972957	2.86%
5	湖北易及文化传播有限公司	912351	2.68%
	合计	14609832	42.88%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

向其他商业模式延展力强, 公司未来成长性可期

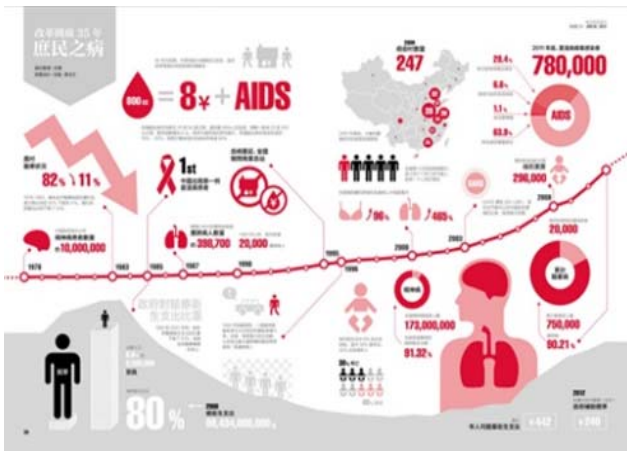
- 公司作为国内图片库行业的领袖企业, 目前在国内没有太多的竞争对手。基于公司在图片行业 10 余年的深厚积累, 我们认为公司能够在未来向其他商业模式延展力强, 不断培育新的增长点, 并持续地引领国内图片行业发展。主要增长潜力为: 1) 基于旧有客户的产品延展, 提供全链条的服务。2) 将客户群延伸至中小客户, 推出微利图片库。3) 从 2B 的商业图片领域突破, 进入 2C 的消费图片领域。

基于旧有客户的产品延展, 提供全链条的服务

- 我们认为公司基于当前的高端客户的图片素材业务在中短期内仍然是公司业务核心。该部分业务未来的增长主要是基于高端客户不断推广全线产品和服务, 提升客户的平均单产。
- 提升图片质量, 增加新闻编辑类图片的创意元素, 增加高附加值的信息图提供和下载。进入读图时代之后, 信息通过图片去表达成为一种趋势。因此, 从单纯拍摄的新闻图片素材出发, 添加创意元素, 加工成高附加值的产品, 如新闻信息图, 将是公司提升图片质量, 区别于竞争对手的关键。
 - 进入“读图时代”后, 更强的新闻视觉传达力使得信息图 (infographic) 取代单纯的文字成为了媒体作者观点表达的有力工具。
 - 公司新闻编辑类前五的图片提供机构“湖北易及文化传播有线公司”就是一个中国领先的信息图服务商。该机构以 EG365 为品牌, 在 Info graphic、Video、Interactive 等领域为中国媒体、企业、机构提供设计制作服务。EG365 创立于 2004 年, 是中国大陆地区最早引入信息可视化理念的专业设计服务商, 向企业、机构客户提供

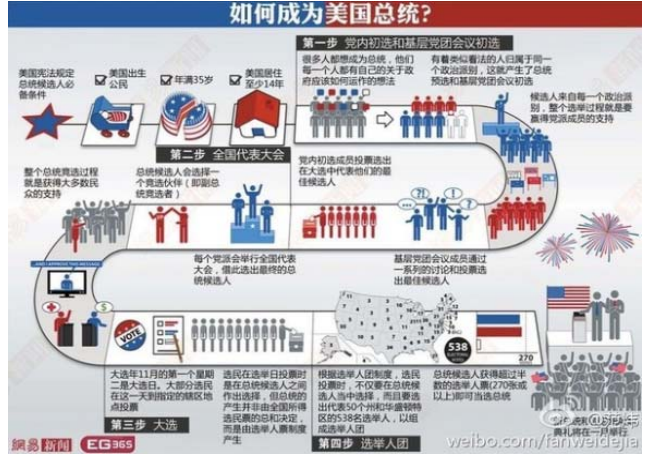
Info Graphic、Video、Interactive 等多种信息可视化解决方案，例如信息图形、信息可视化、视频剪辑、三维虚拟现实、动漫、数字出版等。

图表 16: 信息图范例



来源：百度图片、齐鲁证券研究所

图表 17: EG365 的信息图范例



来源：EG365、齐鲁证券研究所

- **聚焦传统的垂直行业，可能采用如收购东星娱乐的方式进一步向其他行业渗透。**目前新媒体中的四大门户和凤凰网是公司最核心的前五大客户。同时，门户网站走向垂直化，以及垂直门户的崛起已经成为趋势。当前体育行业、娱乐行业、旅游行业和时尚行业是公司图片的最核心的重点产品。未来公司将加大对各个行业的产品推广和提高图片量，以增加收入。比如，体育方面，受重大赛事影响较大，把握奥运会、欧锦、世界杯等赛事对公司在体育方面的图片销售至关重要。再比如，公司 2012 年收购娱乐图片和视频素材采编的专业制作机构东星娱乐，拥有了大量的自有制作的娱乐图片。我们估计，未来公司在其他垂直领域的渗透亦有可能采取类似方式。
- **培育视频素材市场，从静态内容走向动态内容。**随着网络带宽和网络新闻媒体的快速发展。新闻逐渐走向视觉化，在图文并茂的基础上，实现声音、图像和文字的融合。当市场需求不断被激发，未来视频素材在公司业务占比中将不断提升。
 - 需求端来看，视频新闻快速发展成为一种趋势。当前很多视频都是特定拍摄，而不是去素材库买。未来随着需求方对效率要求越来越高，以及视频素材的需求不断被引导和培育。视频素材库市场处于快速发展期，其增速高于图片素材市场。
 - 供给端来看，一方面需要充分挖掘视频素材的存量，比如《舌尖 2》等视频素材入库后会具有一定的商业采购价值；另一方面，随着录像硬件设备的门槛不断降低，视频素材的供应也将不断增多。
- **定制化的比重会逐年加大。**一方面，公司将进一步拓展项目型业务，扩大定向开发业务。另一方面，公司将开发平台级客户，如政府级赛事及文娱类活动主办方，广告公司及公关公司。

将客户群延伸至中小客户，推出微利图片库

- 目前公司服务的只是一小部分高端客户，主要提供高价格高毛利的高端

图片素材。未来公司将在合适的时点推出服务于中小客户群的提供高性价比图片的微利图片库，提升市场占有率和客户覆盖。未来如果公司打造出类似 **Shutterstock** 一样的微利图片电商平台，覆盖到更广泛的中小客户，那么公司的业绩增长将进入爆发期。

- 公司基于 C2B 模式的微利图片库项目处于筹备中，未来将打造成融合国际、亚洲、国内优秀创意素材（图片、插画、矢量图、视频、Psd 素材）的线上电子商业创意素材销售平台，具体推出时间未定。
- 我们认为公司向微利图片库延展的能力较强，主要基于两点：1）视觉中国社区（**shijue.me**）圈住了广泛的创意人员和设计师。2）基于上市后资本市场赋予的资源优势，可能实现如 **Getty** 收购 **iSTOCK** 那样的快速布局。
 - 视觉中国集团旗下的创意设计社区（**shijue.me**）是设计师访问量排名第一的社区。它聚集了全国的设计师，他们中的大部分来自全国各大中小企业和媒体的创意人员和设计师。大量的设计师是微利内容聚集的地方，亦是微利内容销售的出口。未来这一设计社区的设计师是公司推出微利图片库的重要流量来源和图片来源。

从 2B 的商业图片领域突破，进入 2C 的消费图片领域

- 当前 2C 消费图片的主要商业模式主要有两种：其一为视觉图片社交和众包；其二为壁纸、表情、锁屏等与消费电子产品相关的视觉素材消费领域。基于 10 余年的行业经验积累、旗下 1 万 3000 人的签约摄影师和设计师社区网站，公司未来有望进入消费图片领域。
- 社区聚集创意人群，并成为创意众包的产生地。**shijue.me** 是 2006 年收购的一个网站，上面聚集了上百万的设计师，形成了设计师社区的凝聚力。目前大部分的创意社区的商业模式和用户价值的创造在于举办各种创意比赛或者是对接企业设计的创意众包。公司的 **shijue.me** 社区成功举办了《舌尖上的中国》的海报创意的众包，当时参与的会员数达到几万个。再比如，另一个设计师社区网站“站酷”，该网站汇集了大量的 UI 设计师和创意设计师，曾经成功举办了小米主题创意设计大赛、乐视电视 UI 设计大赛等。
- 个人消费图片市场快速崛起。国内消费电子产品渗透率快速提升。与之想伴随的是消费者的个性化消费需求，壁纸、表情、锁屏等与相关的视觉素材个人消费领域迅速崛起。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。

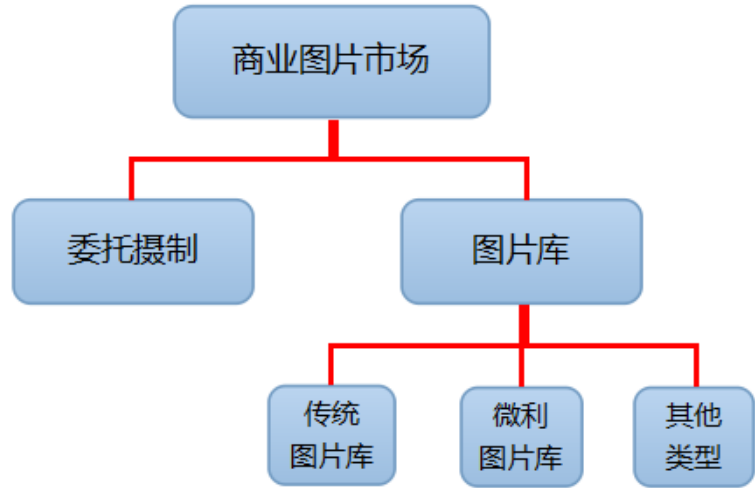
中国图片库方兴未艾，微利图片库亟待崛起

中国图片库市场处于快速发展期

- 商业图片市场主要由委托定制图片和图片库两部分组成。一部分是委托定制图片，需求者付费要求摄影师拍摄特点条件的图片；第二部分是图片库，图片需求者购买已经拍好的授权图片。图片库市场又分成传统图片库、微利图片库及其他。传统图片库市场的图片主要是由专业的图片

摄影师拍摄并授权销售，且往往单个图片售价就达几百美元。而随着数码相机和智能手机的发展，有图片的拍摄门槛大幅下降，因此有无数的业余和半职业的摄影师加入图片拍摄行业，销售微利图片。

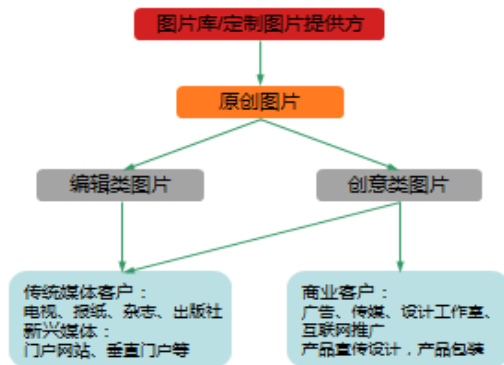
图表 18: 商业图片市场主要由委托定制图片和图片库两部分组成



来源：齐鲁证券研究所

- **图片库是一个图片市场的垂直电子商务网站。**图片库的主要业务是提供网络平台和强大的搜索引擎，从图片机构、签约摄影师等处获得图片素材，供顾客在其网站上挑选和购买自己需要的图像资料。并做成了全球最大的图片销售商，可谓契合了图片市场的电子商务行业的发展。
 - 从图片用途出发，图片素材主要包括编辑类图片和创意类图片两个大类。其中编辑类图片主要需求方为包括报纸、杂志、出版社和互联网新闻等新旧媒体在内的媒体客户，而创意类图片的需求方则主要是广告、传媒、包装设计等更具商业性质的商业客户。
 - 图片库最大的差异化在于销售模式和定价。根据市场需求，图片库分化出多种销售模式，目前比较常见的模式包括 RF 微利授权模式、RM 版权管理模式和标准化的 PE 简单定价模式等。

图表 19: 图片分为编辑类图片和创意类图片两类



来源：齐鲁证券研究所

图表 20: 商业图片销售模式主要为三种

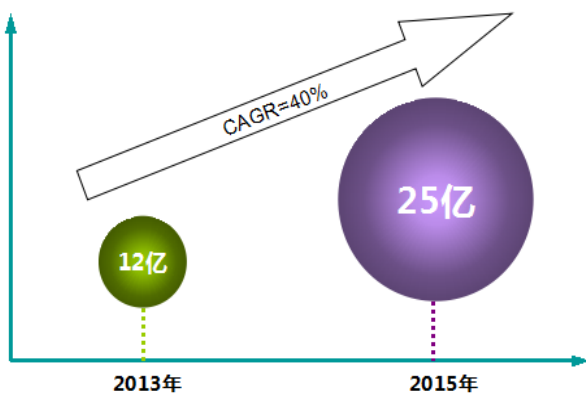
RF微利授权模式	RM版权管理模式	PE简单定价模式
售价较低 购买流程简单 非独家授权	售价较高 图片品质较高 独家授权	售价标准化 购买流程简单 独家授权
客户在授权范围内使用图片不受使用时间和次数的限制，客户不可转让、转售该授权和作品。作品销售后不下架，继续销售。	客户与图片库或作者对某作品约定使用次数、时间、空间和用途，议价购买。客户享有图片独家使用权，但每次使用都需进行授权申请。	客户一次性取得使用次数、时间、空间、用途既定的图片使用权，享有图片独家使用权，购买价格及使用限制均标准化设定。

来源：齐鲁证券研究所

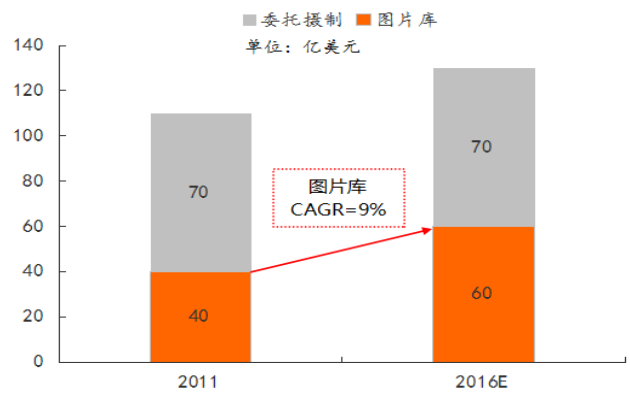
- **中国图片市场处于快速发展期，复合增速为 40%。**中国图片行业市场在过去的 10 年开始形成，并随着传媒行业的发展而快速发展。随着新媒

体的快速发展，以及广告从简单的产品推介走向了创意，国内图片行业在未来仍有很大的空间。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。

- **全球图片库市场规模将在 2016 年达到 60 亿美元。**根据 2012 年 8 月 L.E.K 的研究,2011 年全球商业图片市场规模为 110 亿美元,预计到 2016 年规模将达到 130 亿美元。其中委托定制图片市场为 70 亿美元,预计其市场增长缓慢,2016 年将保持在 70 亿美元。而 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。

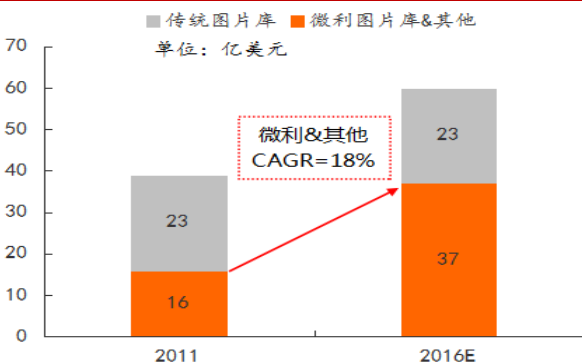
图表 21: 中国图片行业复合增长率达 40%


来源: 赛迪研究、齐鲁证券研究所

图表 22: 2016 年全球图片市场规模达 130 亿美元


来源: L.E.K.Consulting LLC、齐鲁证券研究所

- **全球微利图片库市场迅速崛起, 2016 年规模达到 37 亿美元。**基于 PC、平板和手机的网站和互联网媒体不断增多,而他们需要授权的正版图片,但不需要特别高质量的大图,这使得微利图片市场迅速崛起。根据 L.E.K. 在 2012 年 8 月研究数据,2011 年图片库市场规模为 39 亿美元,其中 23 亿美元为传统的图片库市场,16 亿美元为微利图片库市场。传统图片库市场增长趋于平稳,在 2016 年保持在 23 亿美元,然而微利图片库市场则 18%的复合增长率,将在 2016 年达到 37 亿美元。

图表 23: 微利图片库市场 2016 年达 37 亿美元


来源: L.E.K.Consulting LLC、齐鲁证券研究所

图表 24: 微利图片库的主要市场玩家

一线企业	二线企业	三线企业
Shutterstock	DepositPhotos	Bigstockphoto
iStock	123RF	Veer
Fotolia	Pond5	GLStockImages
Dreamstime	Canstockphoto	YayMicro
	Envato	Zoonar

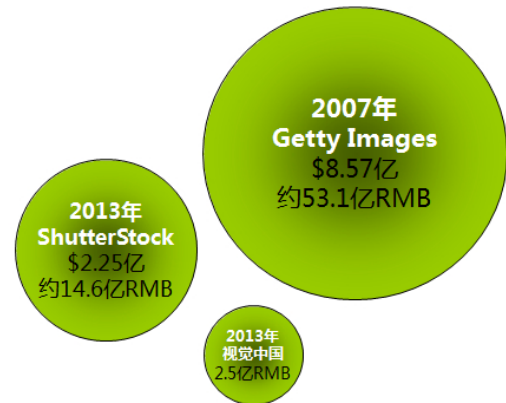
来源: 彭博、齐鲁证券研究所

- 国内龙头对比海外龙头的规模依然较小，增长潜力巨大。全球主流的图片库企业主要在欧美，这些主流企业同时提供全球化的业务，龙头企业主要是 Getty images (iStock)、Corbis Images、Shutterstock 和 Fotolia 这四家。其中，最大的龙头企业 Gettyimages 在 2007 年图片销售额 8.57 亿美金。Shutterstock 2013 年营收为 2.35 亿美金。而国内龙头企业视觉中国规模仅为 2013 年 2.5 亿 RMB，对比之下仍然小很多，增长潜力巨大。

图表 25: 海外图片龙头企业列表

公司名	2013年 图片量(万)	RF微利模式 图片库	传统RM/RF 图片库	2013年 销售额
Getty (iStockPhoto)	80000+	X	X	<1000\$Min
Corbis Images	10000+		X	<300\$Min
Shutterstock	3200	X		235\$Min
Fotolia	2800+	X		80\$Min

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表 26: 国内龙头规模对比海外仍然较小


来源：彭博、齐鲁证券研究所

编辑类图片市场集中度高，格局分明

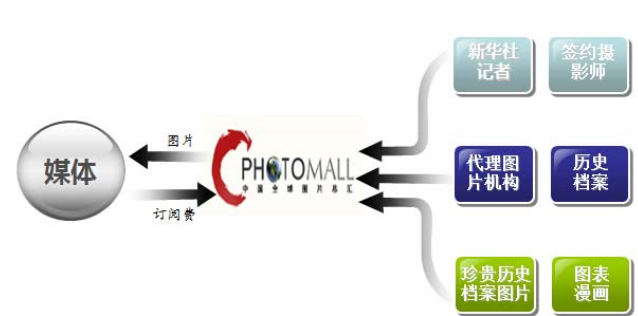
- 2013 年新闻图片市场规模为 4 亿元，未来的增长点更多在于图表类、信息图的增长。2013 年汉华易美 (CFP) 大约是 1.2 亿收入，按 30% 的占比来算，整体 2013 年新闻图片市场规模为 4 亿元。不同于原来的拍摄的图片，进入读图时代之后，对图表类的使用量是一个较大的增量，而以漫画、图表为主的图表类比实物摄制图更强调创意。
- 以媒体客户为主的编辑类视觉素材市场的主要参与者为官方通讯社和民资企业两大类，其中，官方通讯社主要包括新华社、中新社、中国日报旗下的亚洲新闻图片网等，其内容主要为时政类编辑视觉素材，尽管不具有独立的市场地位，但在中国图片交易总量中占有较大份额；民资企业则更多专注于体育、娱乐、财经等编辑视觉素材，主要包括汉华易美 (CFP)、东方 IC。
 - 新华社下属的新华社图片中心，亦称中国国际文化影像传播有限公司 (CIC)，是国内最大、最权威的图片采集和发布机构。从 2002 年开始，新华社开始打造图片库。旗下中国全球图片总汇网站是目前惟一的国家级图片库，已被列入国家重点支持的文化产业项目。截至 2012 年底，图片总汇库存照片近 1000 万张，并以每天约 3000 张的速度增加。其图片来源为新华社记者、签约摄影师 (国内外近 12000 名)、代理图片机构 (美联社、路透社、法新社、俄新社、欧新社、西霸图片社等)、历史档案 (中国照片档案馆) 和珍藏自 19 世纪末至今的各类珍贵历史档案图片，以及各类图表漫画。

图表 27: 中国全球图片总汇未来走向综合化



来源: 新华网、齐鲁证券研究所

图表 28: 新华图片中心的业务模式



来源: 新华网、齐鲁证券研究所

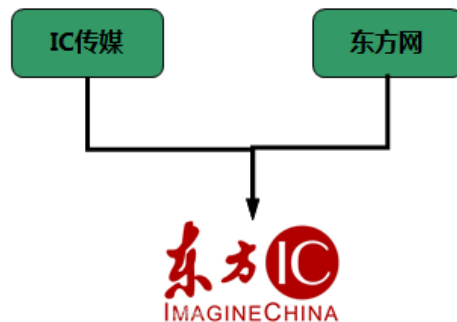
- **中新社**, 中新社新闻图片网络中心是由中新社主办的, 中国大陆目前仅有的几家每天及时播发新闻图片的机构之一。中新社新闻图片网络中心采用当前最先进的电子商务模式, 将每天的国际新闻图片制作成电子文本, 通过国际互联网将用户和图片作者整合成直观、可视化的采编、制作、播发平台, 以最大限度地提高效率和充分利用新闻资源。平台设计充分考虑到人文因素, 设计模式向“图片超市”的目标靠拢。
- **亚洲新闻图片网** (www.asianewsphoto.com), 2006 年 3 月正式上线运行, 由中国日报代表在亚洲最大的国际媒体组织“亚洲新闻联盟”创办, 旨在为亚洲新闻联盟的 12 个成员国共 14 家英文报纸媒体提供图片/交流的基础之上, 建立报刊成员之间的新闻图片交换/交易平台。依托全球近 2000 名注册摄影师、200 多万张图片的积累。
- **东方 IC**, 由上海展宇网络图片设计有限公司 (“IC 传媒”) 于 2000 年创建, 东方网入股企业。旗下拥有 1) **东方 IC 新闻图片**, 自 2000 年成立以来是目前国内少有的拥有官方新闻发布资质的图片平台。2) **东方 IC 创意图片**, 代理大量国际知名品牌, 并致力于中国素材的开发制作, 为中国市场提供五百万张以上高质量广告图片, 是众多广告设计公司的创意首选。3) **东方 IC 包年**, 提供国内用户最全面、最低廉的正版视觉资源和服务; 以及其他服务。

图表 29: 东方 IC 图片业务



来源: 东方 IC 官网、齐鲁证券研究所

图表 30: 东方 IC 股权结构



来源: 东方 IC 官网、齐鲁证券研究所

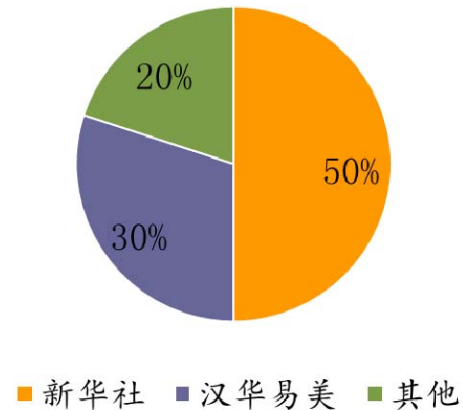
- 市场格局分明，集中度高，大公司垄断性比较强。从 2000 年汉华易美（CFP），2002 年新华社图片中心成立后，国内编辑类视觉图片市场快速发展。在多年的竞争中，新华社和汉华易美（CFP）作为领先的提供商地位不断提升，而很多小的编辑类素材公司都已经在竞争中消亡。新华社图片，作为唯一为其图片提供政治责任背书的图片商，以其内容量大及时、严谨的审稿程度成为了各大媒体的首选，我们估计新华社图片在市场的占有率在 50% 以上。而汉华易美（CFP）以 30% 的市场占有率居市场第二位，仅次于新华社。

图表 31: 编辑类视觉素材市场的主要参与者

市场参与者	网站	创立时间	图片数量	签约摄影师	
通讯社	新华社	PHOTOMALL	2003年	1000万+	12000+
	中新社	cnspphoto.com		30万+	
	亚洲新闻图片网	AsiaNewsphoto	2006年	200万+	2000+
民营企业	汉华易美CFP	www.cfp.cn	2000年	3400万+	10000+
	东方IC	东方IC	2000年		

来源：公司公告、公司官网、齐鲁证券研究所

图表 32: 编辑类视觉素材市场格局分明

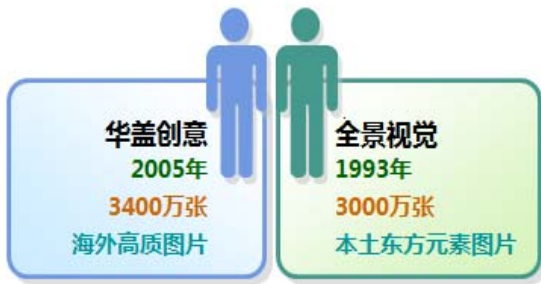


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

创意类图片市场空间广阔，微利图片成未来趋势

- 创意图片库市场空间广阔。创意类图片市场目前主要是广告营销市场的衍生细分市场，其市场需求来自于为品牌提供创意服务的 4A 公司，以及有广告营销需求的品牌主本身。
- 定制和图片库两个细分市场中，当前定制仍占主流。品牌营销宣传整体仍以聘请摄影师自主拍摄为主，而只有难以拍摄或者预算不足的情况下，才会到图片库去买现成的图。未来，随着互联网营销带来的动态创意的变革，未来创意图片的需求量和采用的效率需要极大的提升。因此，随着更低成本的买图需求不断被激发，国内创意图片库的市场的增长空间仍然很大。
- 由于国内创意类图片版权保护不似新闻编辑类图片那么强，因此当前国内创意类图片市场的主要参与者众。其中，以 RM 销售模式提供版权图片的主要就两家，分别是华盖创意和全景视觉。而其中，有非常多的图片网站提供基于用户分享和积分下载等各种方式的图片库，但这些图片库是基于分享，而没有对图片版权进行审慎的审核，因此一般无法用户对外宣传和大型广告用途，但这些网站的图片依然在某些场合被大规模采用。

图表 33: 国内创意类图片市场主要参与者



来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

图表 34: 众多的图片分享积分下载/社区网站



来源: 齐鲁证券研究所

- 全景是公司在创意图片领域的主要竞争对手，其图片品质略低。全景视觉是中国最早的数字商业图片库之一，成立于1993年。2005年全景视觉引入美国风险投资机构中经合300万美元，占30%股权；2006年，中经合对北京全景再次增资。全景视觉定位于本土大型图片库，在东方元素创意内容方面较有特色。全景入驻图片机构达500多家，为用户提供3000万张图片和上百万条视频短片。2011年底，全景网的注册用户有30到40万，每日独立访问量在7-10万。2006年全景收购了上海的一个专业摄影棚，设立子公司“全影”，为客户提供定制化图片服务。

图表 35: 全景网全面改版为 PANORAMASTOCK



来源: 全景视觉、齐鲁证券研究所

图表 36: 全景网推出微利图片/特价图片

创意宝: 5万张图片, 图片10M			
<input type="radio"/> 500元	<input type="radio"/> 2000元	<input checked="" type="radio"/> 4999元	
2张图片	10张图片	100张图片	
创意通: 300万张图片下载, 图片20M			
<input type="radio"/> 10000元	<input type="radio"/> 20000元	<input type="radio"/> 30000元	<input checked="" type="radio"/> 49999元
20张图片	50张图片	100张图片	200张图片

来源: 全景视觉、齐鲁证券研究所

业绩预测与估值

收入预测假设

- **汉华易美收入假设:** 目前汉华易美客户主要是腾讯、搜狐、网易和新浪四大门户、凤凰网，及各个互联网新媒体和传统媒体。作为公司的起家新闻编辑类图片业务，公司在该行业地位显著，市占率达到30%。我们认为，基于新闻图片行业本身的快速发展，以及公司本身提升图片质量、增加信息图等创意元素图片、聚焦传统的垂直行业、提升视频素材占比等市场策略，未来五年汉华易美将保持20%-35%的快速增长。
- **华夏视觉收入假设:** 目前华盖创意客户以大品牌和大4A为主，主要服务于品牌商在广告传播中对创意图片的需求。基于公司与Getty Images

在创意图片方面的合作关系，公司在创意图片上具有产品差异化的竞争优势。我们预计未来五年华夏视觉的收入将保持在 20%-30% 的快速增长。

图表 37: 未来五年营业收入预测

单位: 百万元									
项 目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
汉华易美									
销售收入	43.6	53.54	78.40	103.09	170.04	233.69	320.88	390.61	451.98
增长率 (YOY)		22.71%	46.44%	13.97%	37.57%	37.43%	37.31%	21.73%	15.71%
华夏视觉									
销售收入	97.664	104.244	114.2697	167.33	196.09	259.37	342.37	441.17	531.05
增长率 (YOY)		6.74%	9.62%	46.43%	17.19%	32.27%	32.00%	28.86%	20.37%
销售收入小计		155.9	188.4	270.0	366.1	493.1	663.3	831.8	983.0

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

毛利率和费用预测假设

- 毛利率变化情况: 由于图片销售没有库存成本, 因此其毛利率较高, 未来五年公司毛利率水平保持在 59%-60% 的高水平。
- 费用变化情况: 我们认为, 公司图片业务处于快速增长中, 随着公司图片库业务规模不断增大, 运营效率的提升, 其营业费用率和管理费用率都将稳步降低。

图表 38: 公司毛利率及各项费用预测

	2014E	2015E	2016E
毛利	217.00	294.40	396.47
%销售收入	59.3%	59.7%	59.8%
营业税金及附加	1.84	2.48	3.34
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	40.27	49.31	59.69
%销售收入	11%	10%	9%
管理费用	54.92	69.03	86.22
%销售收入	15.0%	14.0%	13.0%

来源: 齐鲁证券研究所

业绩预测结果

- 我们认为公司承诺业绩目标是一个适中的目标。我们预计 2014~2016 年公司营业收入分别为 3.66、4.93 和 6.63 亿元, 2014~2016 年营业成本分别为 1.49、1.98 和 2.67 亿元, 2014~2016 年归属于母公司净利润分别是 1.14 亿, 1.65 亿和 2.35 亿元。
- 本次借壳交易前公司的总股本为 198.75 百万股, 本次交易新增 471.24 b 百万股, 交易后的总股本为 669.99 百万股, 对应 2014~2016 年 EPS 分别是 0.17、0.25 和 0.35 元。

绝对估值

- 参考前述我们对公司各项业务增长假设的基础上，按照以下绝对估值条件进行估值：
 - 无风险利率=3.75%（两年定存利率），风险溢价=6.5%。
 - 传媒行业 Beta=1.2，公司 Beta=1.2，永续增长率=4%。
- 在上述假设条件下，我们得到公司 DCF/WACC 绝对估值结果为 16.7，DCF/FCFE 绝对估值结果为 16.7。

图表 39：公司 DCF 估值情况

估值方法	每股价值	估值区间		
APV	7.96	5.24	----	16.70
DCF/WACC	6.01	5.24	----	16.70
DCF/FCFE	6.01	5.24	----	16.70
AE	3.92	3.49	----	9.34
DDM	0.06	0.06	----	0.06
EVA	6.21	5.45	----	16.51

来源：齐鲁证券研究所

相对估值

- 从相对估值来看，目前国内没有可以直接对比的图片库网站上市公司。由于图片行业是基于广告行业、媒体行业快速发展而产生的一个细分领域，同时它又是一个图片库电商网站，具有互联网平台的网络效应特征。因此，我们以 A 股的广告营销、媒体和互联网公司作为可比公司。

图表 40：传媒可比公司估值表（对应 2014.05.21 收盘价）

公司	总股本（亿股）	收盘价	EPS			P/E	
			2014E	2015E	15%14	2014E	2015E
人民网	2.76	73.07	1.47	2.04	38.63%	49.16	35.86
三六五网	0.53	96.81	2.93	3.95	35.01%	33.08	24.50
东方财富	6.72	18.32	0.14	0.30	106.42%	126.52	61.29
上海钢联	1.20	39.04	0.29	0.48	64.62%	133.06	80.83
乐视网	8.37	38.88	0.49	0.74	50.97%	78.86	52.24
蓝色光标	4.74	51.06	1.42	1.90	33.50%	35.89	26.88
省广股份	5.78	20.88	0.71	0.92	0.30	29.32	22.64
AVB						76.09	46.93

来源：wind、齐鲁证券研究所

- 我们预计 2014~2016 年公司 EPS 分别是 0.17、0.25 和 0.35 元，对应当前股价 18.76，对应 2014~2016 年 PE 为 110、75 和 53.6。
- 基于公司作为 A 股稀缺的互联网公司、图片库行业的领袖企业、进一步向微利图片库和社区等其他互联网商业模式延展的能力较强，以及公司未来利用资本市场进行外延整合的资源优势。我们首次给予公司“增持”评级。

风险提示

- 版权风险。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。
- 媒体环境变化的风险。公司身为行业龙头，是传统图片库模式的既得利

益者，享受着高毛利。但媒体的环境正在快速变化，碎片化严重。未来微利图片库应运而生之时，公司存在着不能赶上新的商业模式变化的风险。

- 图片资源变化的风险。公司与 Getty 签订了五年的合作，使得公司在产品方面和竞争对手相比，具有差异性。但五年后，与 Getty 是否能够续约存在不确定性。如果不续约，公司图片库的质和量存在着不一定能远远胜于竞争对手的风险。

图表 41: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	19	36	105	366	493	663
增长率	13204.72%	91.4%	192.3%	247.1%	34.7%	34.5%
营业成本	-15	-9	-72	-149	-199	-267
%销售收入	80.3%	25.1%	68.1%	40.7%	40.3%	40.2%
毛利	4	27	34	217	294	396
%销售收入	19.7%	74.9%	31.9%	59.3%	59.7%	59.8%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-2	-3
%销售收入	5.8%	3.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2	-2	-1	-40	-49	-60
%销售收入	10.0%	6.6%	0.9%	11.0%	10.0%	9.0%
管理费用	-16	-12	-23	-55	-69	-86
%销售收入	83.3%	33.6%	21.5%	15.0%	14.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	-15	11	9	120	174	247
%销售收入	-79.4%	31.0%	8.9%	32.8%	35.2%	37.3%
财务费用	0	1	0	0	0	0
%销售收入	-2.1%	-1.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1	0	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	-4	1	4	0	0	0
%税前利润	—	6.7%	30.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-19	12	13	120	174	247
营业利润率	-101.3%	34.1%	11.9%	32.8%	35.2%	37.3%
营业外收支	25	0	0	0	0	0
税前利润	6	13	13	120	174	247
利润率	30.9%	34.7%	12.4%	32.8%	35.2%	37.3%
所得税	0	0	0	-6	-9	-12
所得税率	0.0%	0.0%	-0.2%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	6	13	13	114	165	235
少数股东损益	0	6	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	6	6	4	114	165	235
净利率	29.9%	18.0%	4.2%	31.1%	33.4%	35.4%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6	13	13	114	165	235
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	1	7	0	0	0
非经营收益	-22	-1	-8	0	0	0
营运资金变动	-2	8	-17	-95	1	-69
经营活动现金净流	-15	20	-6	19	166	166
资本开支	-31	-14	1	-22	0	0
投资	0	-101	0	0	0	0
其他	0	0	4	0	0	0
投资活动现金净流	31	-87	3	22	0	0
股权募资	0	4	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-1	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	-1	4	0	0	0	0
现金净流量	16	-63	-3	40	166	166
资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	103	41	38	78	244	410
应收账款	28	13	36	146	155	236
存货	6	15	10	101	85	147
其他流动资产	0	94	97	121	120	137
流动资产	138	162	181	446	604	931
%总资产	97.3%	83.4%	86.8%	98.7%	99.0%	99.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	4	6	6	6	6	6
%总资产	2.7%	2.8%	2.7%	1.3%	0.9%	0.6%
无形资产	0	27	22	0	0	0
非流动资产	4	32	27	6	6	6
%总资产	2.7%	16.6%	13.2%	1.3%	1.0%	0.6%
资产总计	142	195	209	452	610	937
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2	20	24	130	126	201
其他流动负债	1	3	4	28	24	41
流动负债	3	23	28	158	150	242
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	16	11	11	11	11
负债	3	39	39	169	162	254
普通股股东权益	138	145	149	263	428	663
少数股东权益	0	11	20	20	20	20
负债股东权益合计	142	195	209	452	610	937
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.028	0.033	0.022	0.170	0.246	0.351
每股净资产(元)	0.697	0.729	0.752	0.393	0.639	0.990
每股经营现金净流(元)	-0.075	0.103	-0.028	0.028	0.248	0.247
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.07%	4.48%	2.98%	43.28%	38.51%	35.42%
总资产收益率	3.98%	3.33%	2.14%	25.21%	27.05%	25.07%
投入资本收益率	-42.55%	9.68%	7.20%	55.61%	80.92%	86.03%
增长率						
营业总收入增长率	13204.72%	91.43%	192.34%	247.09%	34.67%	34.52%
EBIT增长率	-47.16%	174.72%	-15.60%	1171.78%	44.69%	42.42%
净利润增长率	791.61%	15.28%	-31.29%	2456.00%	44.69%	42.42%
总资产增长率	7.12%	37.61%	7.11%	116.73%	34.86%	53.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	128.3	127.6	80.4	104.0	92.2	98.1
存货周转天数	74.5	430.0	64.2	247.1	155.6	201.3
应付账款周转天数	19.5	87.9	37.6	62.7	50.2	56.4
固定资产周转天数	198.9	16.7	9.1	2.7	2.0	1.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.61%	-26.03%	-22.35%	-27.62%	-54.52%	-60.02%
EBIT利息保障倍数	38.3	-22.0	-44.8	—	—	—
资产负债率	2.18%	19.86%	18.90%	37.37%	26.51%	27.09%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。