

“眼球经济”开启，视觉中国价值放大

视觉中国(000681.SZ)

推荐 (首次评级)

核心观点：

● 行业的增长前景判断

21世纪是眼球经济时代，图片和影像在生活中无处不在，日益增长的视觉产品需求以及新科技升级共同推动“十二五”期间行业年均增速40%以上，15年视觉行业产值将达到20亿元左右，行业正经历着从导入期向成长期的转变。我们重建评价体系：1)国内企业品牌创意宣传需求大幅提升，商业图片和视频素材有了更多的市场化发展空间；2)越来越多用户的图片分享意愿为市场产业提供庞大的潜在C端客户，视觉产业规模具备扩张基础；3)视觉产业的投融资日益活跃。

● 三大板块协同运转，视觉龙头价值加速放大

视觉中国拥有国内最大的视觉内容互联网版权交易平台，拥有近4000万幅图片和100多万条视频，规模市占率约为40%。经过多年的沉淀，视觉中国不仅是数百亿市场的图片交易公司，而是面向千亿市场的视觉产业龙头：1)积极优化商业模式，微利图片库打通C端渠道，打造中国版Shutterstock；2)艾特凡斯具备国内一流高科技娱乐建设技术，与万达、华谊、腾讯等文化IP巨头展开合作，毛利提升空间大；3)公司借助12301旅游平台积极拓展“旅游-社交”领域，背靠刚性旅游需求资源，未来C端用户具备天然用户基础，估值有望向Pinterest靠拢。

● 行业估值的判断与评级说明

我们预计公司15-17年净利润为1.81/2.40/3.29亿元，EPS为0.27/0.36/0.49元。考虑到公司在视觉产业的稀缺和龙头竞争力，在C端市场的快速布局，首次给予“买入”评级，中长线目标价值1000亿元。

分析师

殷睿

☎：021-68597689

✉：yinrui@chinastock.com.cn

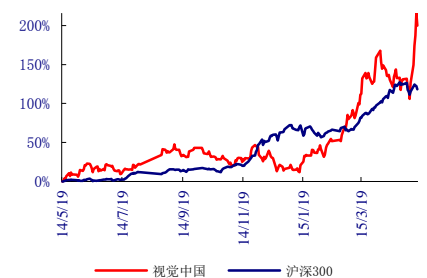
职业资格证书编号：s0130514110002

市场数据

2015-05-15

A股收盘价(元)	54.30
A股一年内最高价(元)	57.99
A股一年内最低价(元)	17.85
上证指数	4308.69
市盈率	256.62
总股本(万股)	66998.67
实际流通A股(万股)	19667.55
流通A股市值(亿元)	47331.13

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	391.09	507.50	684.18	939.74
EBITDA(百万元)	158.95	203.77	266.75	361.38
收入增长率%	270.75%	29.76%	34.81%	37.35%
净利润(百万元)	141.77	180.61	239.79	328.58
摊薄EPS(元)	0.21	0.27	0.36	0.49
PE	100.80	201.42	151.72	110.72
EV/EBITDA(X)	88.27	176.78	134.15	98.48
PB	10.52	23.63	20.45	17.26
ROIC	10.11%	11.38%	12.98%	14.97%
总资产周转率	0.45	0.32	0.37	0.44

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

21 世纪是眼球经济时代，图片和影像在生活中无处不在，日益增长的视觉产品需求以及新科技升级共同推动“十二五”期间行业年均增速 40% 以上，15 年视觉行业产值将达到 20 亿元左右，行业正经历着从导入期向成长期的转变。

作为视觉产业龙头，视觉中国凭借千万量级图片和视频资源、资金优势以及技术服务优势，加速 B-B 向 B-C 延展，行业龙头实力进一步提升。

我们与市场不同的观点：

通过对发达国家视觉产业的发展路径以及龙头企业的成长历程研究来看，我们认为图片储量、资金实力以及技术服务是判断视觉企业成长前景的三个重要衡量指标。与此同时，我们通过研究 Shutterstock 的营业数据和估值数据，发现衡量公司估值的关键并非当前营业利润的多少，而是公司图片下载量的增长以及每下载营收所决定。

基于此，考虑到视觉中国 C 端入口正在前期建设中，虽然已有的视图网注册用户仅为 40 万人，但背靠刚性旅游需求资源，未来 C 端用户具备天然用户基础，估值成长空间广大，中长线目标价值 1000 亿元。

估值与投资建议：

我们预计公司 15-17 年净利润为 1.81/2.40/3.29 亿元，EPS 为 0.27/0.36/0.49 元。考虑到公司在视觉产业的稀缺和龙头竞争力，在 C 端市场的快速布局，首次给予“买入”评级。

股价表现的催化剂：

12301 旅游服务平台上线； C 端布局加速等。

主要风险因素：

12301 建设进度低于预期； C 端布局不达预期等。

目 录

一、深耕视觉产业十五载，战略领先造就视觉生态	3
(一) 国内最大的视觉内容互联网版权交易平台	3
(二) 公司于 2014 年借壳上市	4
(三) 财务状况：视觉素材使用规模扩大，收入与利润加速增长.....	4
二、行业：视觉盛宴正当时，行业成长空间大	5
(一) 新经济背景下的视觉创意产业发展机遇	5
(二) 展望未来：“眼睛经济”发展空间广大	6
(三) 行业格局：优质内容方能赢者通吃	8
三、公司经营：三大板块协同运转，龙头价值加速放大	9
(一) 基石类业务：视觉内容与服务进一步做大做强	9
(二) 新兴业务：视觉数字娱乐打造国内一流高科技主题公园	11
(三) 明星业务：“分享”打开“旅游-社交”广大空间	13
四、核心竞争力：以视觉为核心，商业模式创新撬动千亿市场	15
(一) 以视觉为核心，公司龙头地位持续领先	15
(二) 市场容量和用户规模庞大，行业处于爆发增长前夕	16
五、从 Shutterstock 估值看视觉中国	17
(一) Shutterstock 商业模式	17
(二) Shutterstock 的竞争优势	18
(三) Shutterstock 估值水平	20
六、附录：	21
(一) 公司财务预测表	21
(二) 公司估值表	22
插图目录	23

一、深耕视觉产业十五载，战略领先造就视觉生态

（一）国内最大的视觉内容互联网版权交易平台

视觉中国始创于 2000 年，是一家以“视觉创造价值，视觉服务中国”为愿景，以“视觉内容与服务”、“视觉数字娱乐”和“视觉社交社区”三大业务板块为核心的互联网文化创意公司。

图表 1 视觉中国三大战略板块



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司通过对视觉素材进行审核、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）、商业客户（主要包含广告公关公司、企事业单位、政府机构等）提供视觉素材；并根据客户的需求，提供商业特约拍摄、视觉化营销、图片视频数字内容管理系统，定制化服务等增值服务。

视觉中国拥有国内最大的视觉内容互联网版权交易平台，集聚了全球 240 多家供应商与万余名签约供稿人，拥有 3900 万幅图片、105 万条视频、20 万音乐，为 1 万多家媒体、政府机构、企业、广告创意及公关公司等用户提供优质视觉内容。基于在视觉内容的优势资源，为政府机构、旅游、体育、娱乐、时尚等垂直行业提供行业咨询策划、定制委托拍摄、数字内容管理、品牌营销推广的全流程增值服务。

视觉中国拥有国内最具活力的设计师、摄影爱好者社交网络社区。截至 14 年 6 月底，公司拥有注册会员 260 万，日均 PV400 万。视觉中国旗下包括华盖创意(gettyimages.cn)、汉华易美(cfp.cn)、东星娱乐 (tungstar.com)、视觉中国社区 (shijue.me)、艾特凡斯等业界著名品牌。

(二) 公司于 2014 年借壳上市

2014 年 2 月，远东股份通过发行股份的方式购买廖道训等 17 名自然人持有的华夏视觉 100% 股权和汉华易美 100% 股权，超过上市公司资产总额的 100%，构成借壳上市。

目前公司实际控制人为吴春红等 17 为自然持有人。

图表 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



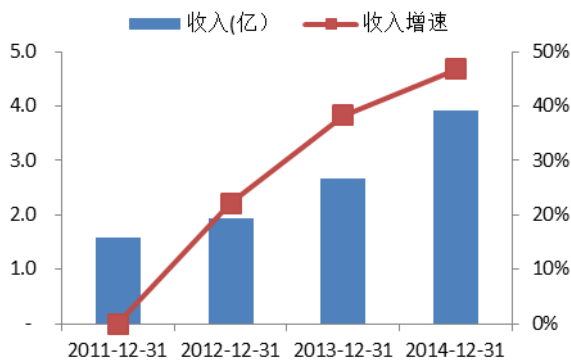
数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

(三) 财务状况：视觉素材使用规模扩大，收入与利润加速增长

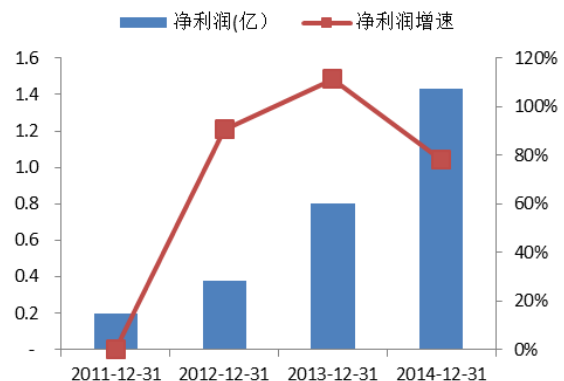
随着广告客户对视觉素材质量要求的提高，不管新媒体、纸媒体对视觉素材的使用量快速增长，公司营业收入和利润均呈现加速增长的态势。2014 年公司实现营业收入 3.9 亿元，净利润 1.41 亿元，分别同比增长 49.26% 和 76.46%。

经过 15 年的发展，公司已成为国内视觉产业的龙头，近三年营收和净利润的复合增速达到 35.3% 和 92.9%，盈利能力持续提升。目前公司的主要营收来自视觉素材与增值服务、视觉数字娱乐两类。2014 年公司积极拓展视觉社交社区，意在打造第三大营收板块。

图表 3 公司收入增速大幅提升



图表 4 近三年公司净利润复合增速达到 93%

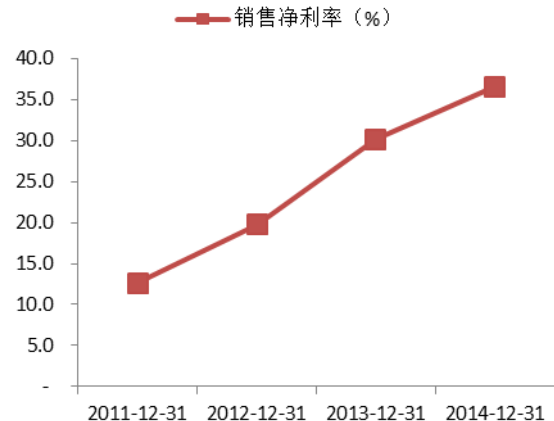
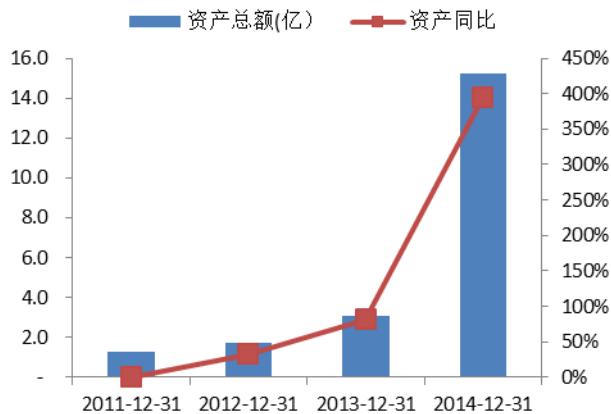


数据来源: wind, 中国银河证券研究部

数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 5 上市后公司资产规模快速增长

图表 6 公司净利率稳步提升



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

数据来源: wind, 中国银河证券研究部

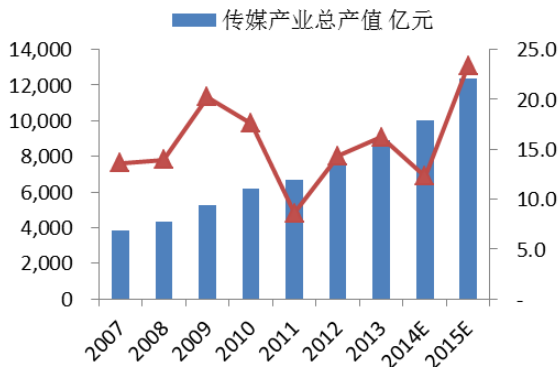
二、行业：视觉盛宴正当时，行业成长空间大

(一) 新经济背景下的视觉创意产业发展机遇

随着现代市场经济的快速发展，民众在满足物质需求的基础上越来越重视精神文化的消费。与此同时，工业经济的发展使得产品以结实、耐用为准的时代越来越远，全球贸易竞争的焦点越发集中在品牌塑造能力上。

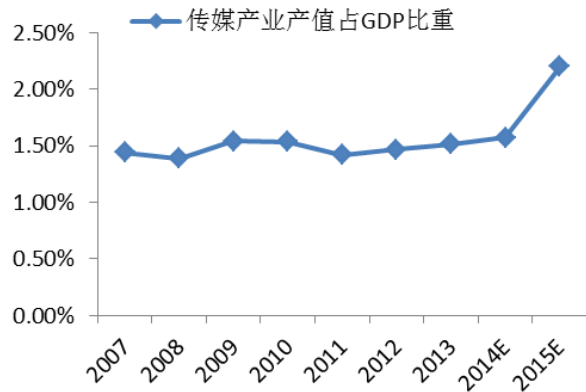
比如，中国是世界工厂，为全球制造业和消费品的贡献做出举足轻重的作用，但中国品牌在全球的知名度少之又少；反观意大利，虽然没有太多的自然资源，但其凭借世界领先的以设计为核心的视觉产业，拥有全球最华丽的服装、世界最棒的跑车，这些都是视觉创意产业发展造就的成就。在发达国家的经济中，有关视觉产业和设计的占比远超我国。因此，从全球视觉产业发展的角度看，视觉设计直接影响和决定了一国产品的国际竞争力，它能产生高额利润，因此能在国民经济产值上创造出巨大的价值。

图表 7 近两年传媒产业产值快速增长



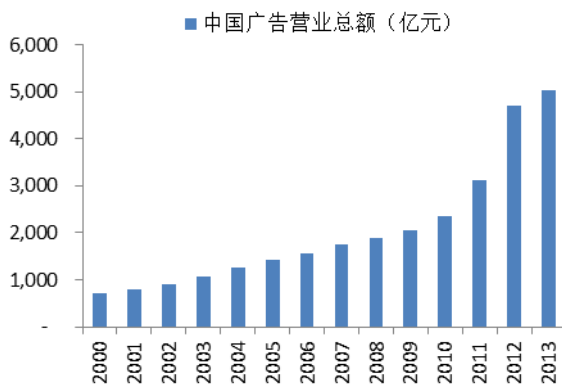
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 8 预计 15 年传媒产业产值占 GDP 比重大幅提升



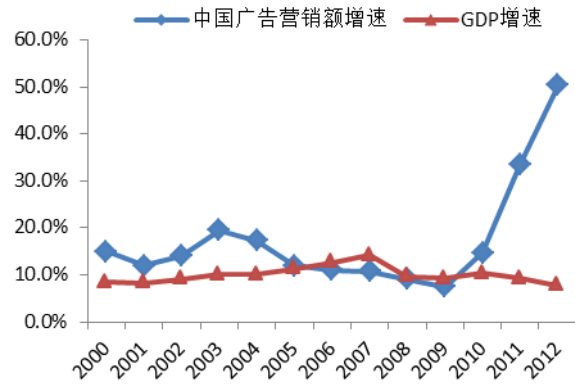
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 9 近几年我国广告产业营业总额大幅扩张



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 10 我国广告营收增速远超 GDP 增速



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

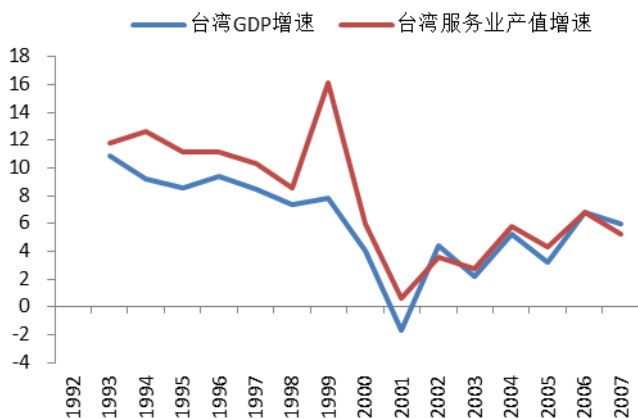
(二) 展望未来：“眼睛经济”发展空间广大

2007年,台湾服务业创造GDP 9.19万亿新台币,占台湾省总GDP的71.5%。在服务产业中,文化创意产业年度产值达到3,044亿新台币,占服务业GDP的3%;而文化创意产业的营业总额达到5,259亿新台币,共创造32.55万就业岗位,其中人均创收161.57万元。

在台湾的文化创意产业中,广告业以1,072亿新台币的营业额位列细分领域第二位,行业贡献占比达到20%;而视觉艺术产业的总收入为53.08亿新台币,行业贡献占比为1%,仅为广告业收入的4%和电影产业的37%。尽管视觉艺术产业的收入规模不高,但行业的就业人数达到2.89万人,是电影产业就业人数的6倍,是文化创意产业最主要的人口集群之一。

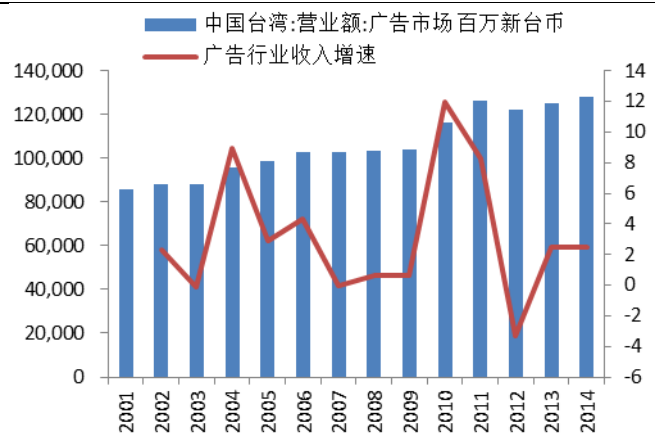
相比之下，我国视觉艺术产业虽然起步较晚，但成长快、增量高。2012年我国文化创意产业规模达到 12,917 亿元，增速明显高于电子信息等领域的增速。其中北京、上海、广东、湖南、云南省等省市的文化创意产业增加值占 GDP 的比重已突破 5%，成为区域经济的战略性支柱产业。近几年来，我国文化创意产业平均增长速度达到 25.1% 以上，比同期 GDP 增速高出 15 个百分点。其中视觉艺术产业市场规模约为 8.5 亿元，同比增速高达 40%，较 2006 年 1.2 亿元的市场规模相比，6 年复合增速达到 38%。尽管如此，当前我国视觉艺术产业的发展规模仅相当于台湾省 2007 年的水平，鉴于我国文化创意产业容量巨大以及国内文化需求的萌芽，视觉创意正进入爆发增长的前期。

图表 11 台湾服务业行业增速高于 GDP 增速



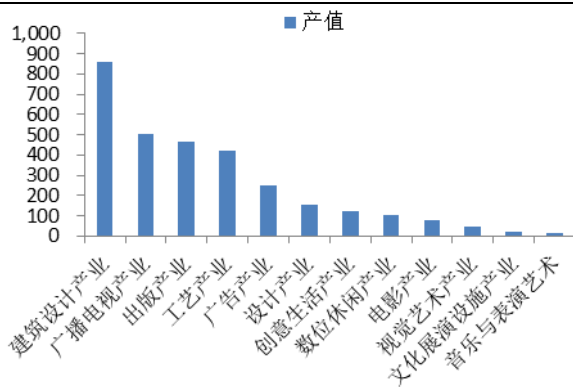
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 12 08 年金融危机后广告收入大幅增长



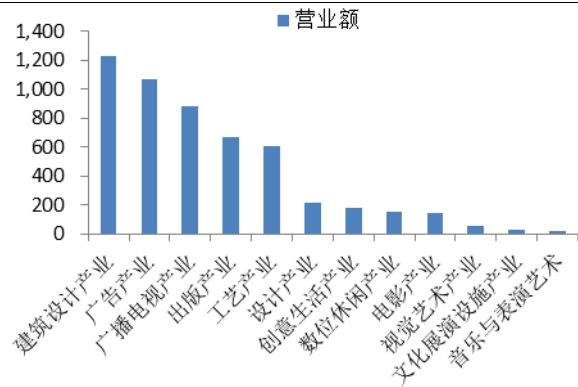
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 13 2007 台湾文化创意子行业产值



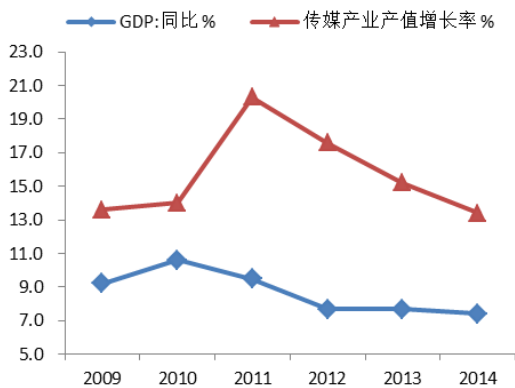
数据来源: 中国银河证券研究部

图表 14 2007 年台湾文化创意子行业营业额



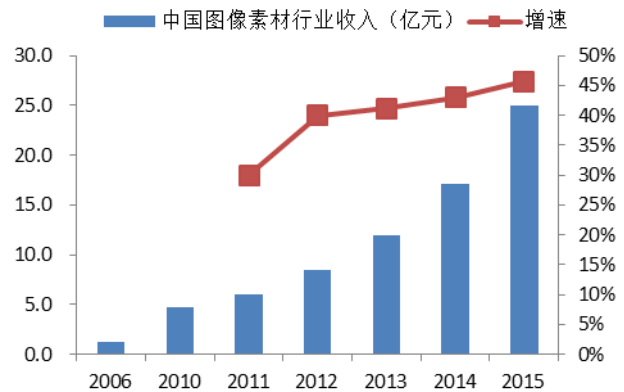
数据来源: 中国银河证券研究部

图表 15 近几年我国传媒产业增速高出 GDP 约 10 个百分点



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 16 近几年中国视觉产业年均增速在 35% 以上



数据来源: 中国银河证券研究部

(三) 行业格局: 优质内容方能赢者通吃

视觉产业行业进入门槛不高, 且行业仍处于高成长期, 对于天生具备独特商业模式以及产品独特性的行业公司而言, 一定程度上降低了业内的竞争程度。

从要素上看, 原生内容主要由文字、图像、视频三大元素组成。在眼球经济时代下, 图像素材行业占据了上游重要的素材源, 也凭借着此独特的艺术性, 使得视觉行业被替代的可能性较小。

从产业链上看, 视觉产业的上游主要为个体摄影者以及创意人士, 谈判优势不强, 但却是主要的素材来源, 竞争压力不大; 中游为平台渠道商, 由于图像艺术以及高端图像具有稀缺性, 因此平台具备定价优势; 行业购买者主要是广告公司、媒体机构、企业企宣部门以及部分文艺爱好者。

由此来看, 视觉产业、平台渠道商之间的竞争主要围绕内容、技术以及服务三方面展开。

- ✓ **内容优势:** 一个图像公司若不能建立千万张的图片库, 其规模就不能满足客户的需求; 由于图片的独特属性, 具有较高的艺术、新闻价值、时间积累、高像素等的稀缺图片的积累也是平台内容价值的判断。
- ✓ **资金优势:** 一方面, 海量图片版权的获取需要支付庞大的成本开销; 另一方面, 随着互联网技术的发展, 技术更新以及规模扩张均需要足够资金做为支撑。
- ✓ **技术与服务优势:** 当图片库企业转变为互联网平台后, 技术的重要性更为凸显。图像社区粘性、搜索功能、分享设计、数据库的建立以及售后服务均需要强大的技术支持。

以 Getty Images 为例, 作为全球图像素材行业龙头, 在互联网快速发展时期, Getty 以收购和兼并作为拓展市场的主要手段, 公司进入快速扩张的阶段。

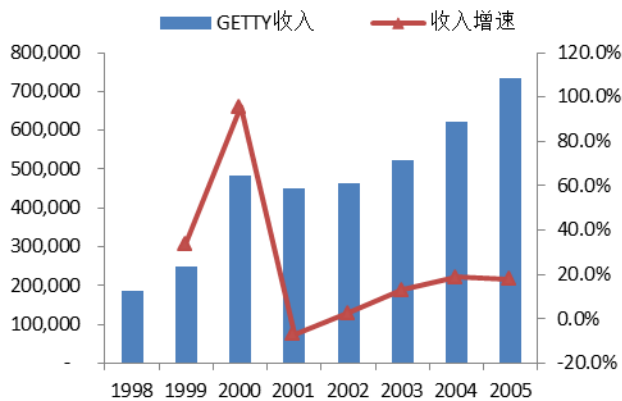
其收购的100多家图片社在影像内容方面的积累奠定了公司在行业内的龙头地位。在拥有庞大图像资源积累的背景下，公司迅速扩大大型机构客户，在全球120多个国家开展图像产品和服务销售；与此同时，Getty积极参与与国际重大活动的官方图像社合作，保证图像资源供应的高关注度和独家代理渠道。随着移动终端技术的发展，公司于2006年以收购iStockphoto为契机挺进微利图片领域，积极开拓大众市场。

图表 17 Getty Images 客户群特征和市场细分

客户群	客户群职业构成	客户群需求特点	提高竞争力的关键因素	子品牌（分公司）	提供产品
创意工作者	广告、图片设计、广播电视、网站设计	每天都需要大量地接触图像；在搜索时已具备明确的目标。	图像的质量以及相关性	Allsport;Artville;Bavaria;Geetyone.com;EyeWire;FPG;PhotoDisc;Pix;Stone;Telegraph Colour Library;The Image Bank.	授权的货免征版税的图像，以及电影剪辑、广告片段等
编辑出版业	报纸杂志出版社、电视台等	集中于对新闻热点事件的追踪	图片的时效性	Allsport;Liaison Agency;Newsmakers;Colorific;Online USA; Hulton Archive.	运动盛会；新闻热点；著名人士以及历史档案图片
商业客户	个体创作者、图片爱好者等其他大众	需求零散，目的性不强	图片的多样性	Getty Imagesworks.com	免征版税的图像、软件、艺术字和其他相关资源

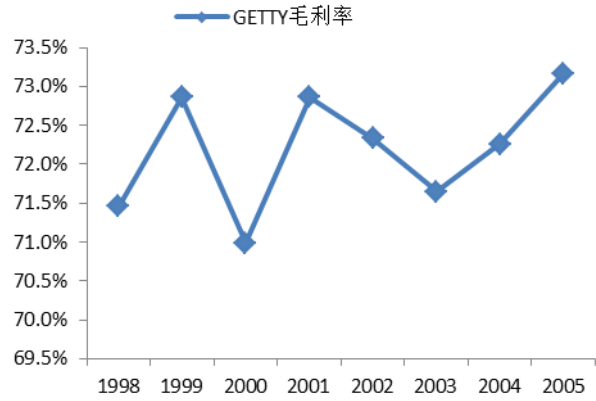
数据来源：中国银河证券研究部

图表 18 Getty 发展初期年均收入增速在 20%



数据来源：中国银河证券研究部

图表 19 Getty 进入稳定成长期后毛利率持续提升



数据来源：中国银河证券研究部

三、公司经营：三大板块协同运转，龙头价值加速放大

(一) 基石类业务：视觉内容与服务进一步做大做强

与行业公司一样，视觉中国的主营业务收入来自于视觉内容与服务版块。该项业务中包含大量的视觉素材，截至14年底，公司版权视觉库拥有在线图

片 7000 万张（其中编辑类图片 4000 万张，创意类图片 3000 万张）、在线视频 125 万条、在线音乐 20 万条。

目前，公司拥有分别专注于创意类图像素材服务、编辑类图片服务、娱乐素材供应、在线创意社区以及微利图片库五大平台，分别是华盖创意、CFP 汉华易美、东星娱乐、shijue.me 社区和 fotomor。

公司视觉内容与服务板块主要建立在 B2B 模式上，即将内容素材做成内容产品，通过运营商提供给个人消费者。在此基础上，公司商业模式逐渐向小 B 端以及 C 端延展：一方面，公司从内容授权付费模式延展为基于流量广告、服务分成的模式，即 B2B2C；另一方面，公司拥有国内最大的微利图片网站视图网，面对的客户以中小企业和个人为主，实现由内容素材到内容产品向终端客户的直接推送。

✓ 看点一：国内最大的微利图片库打通 C 端渠道

视图网（www.fotomore.com）是视觉中国旗下的微利图片在线支付电商网站，于 2014 年 9 月 9 日正式上线，视图网主要内容来源于全球最大的微利图片网站 iStockphoto 及公司 14000 名签约摄影师。目前该图片库有 2000 万张图片，40 万注册用户。

视图网图片的使用范围非常宽泛，包含微博、微信、企业 PPT、网站、电子报告、多媒体简报、线上线下广告、印刷品（贺卡、明信片、日历等）、推广材料等等。视图网可在线“低精度打包下载”、“打包下载”、“包月下载”、“季度下载”、“包年下载”等方式购买图片，图片的销售价格由百元到几元不等。

未来视图网将不断丰富网站的产品线，在图片、插画、矢量素材在线销售的基础上，新增视频、音频素材、ICON、PSD 模板甚至客户定制化产品的销售，为客户提供更加全面的产品服务。另外，视图网还将扩展海外销售业务，开通海外支付账号，整合亚洲本土优质素材与海外图片库的合作，扩充更多销售渠道，扩大亚洲创意素材在世界范围的影响力。

✓ 看点二：视觉内容增值服务提升品牌形象

从 Getty 发展历程上看，为提升公司的知名度与品牌形象，Getty 积极参与国际重大活动，并与活动的官方图像社合作，一方面可获得活动图片的独家代理渠道，另一方面可以凭借活动关注度提升公司品牌形象。

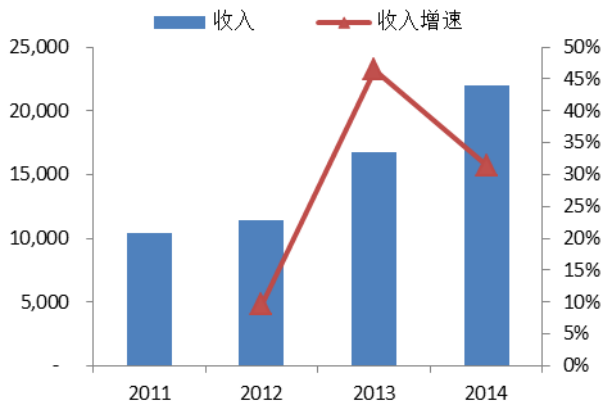
视觉中国也为高端客户提供个性化定制服务，包括商业委托拍摄、公关委托拍摄、娱乐营销服务、体育营销服务、社会化媒体营销等定制化服务。目前公司已有的合作活动包括：第三届北京国际电影节、第四届北京国际电影节、2014 年上海国际电影节、2015 年上海国际电影节、2013 中国网球公开赛、2014 中国网球公开赛、2014 年武汉网球公开赛等等。

在活动现场，公司主要为项目方提供摄影及摄像服务、在线图片库系统、画册制作、总结宣传片制作、负责设计和制作电影节媒体宣传用品、国内外媒

体推送服务等一系列宣传活动。

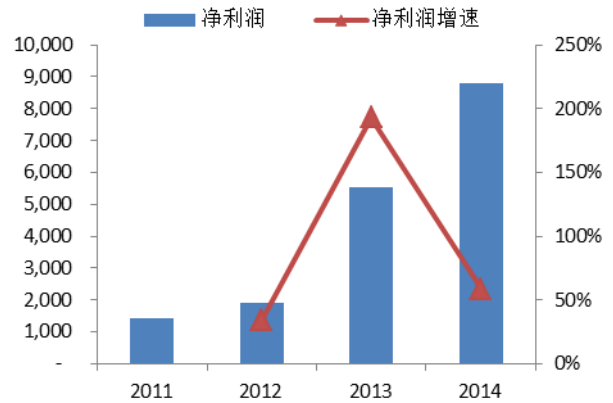
公司现有的视觉内容与服务已是全国视觉行业龙头，14年业务收入3.2亿元，市场占比达到40%以上。

图表 20 华夏视觉收入稳步增长



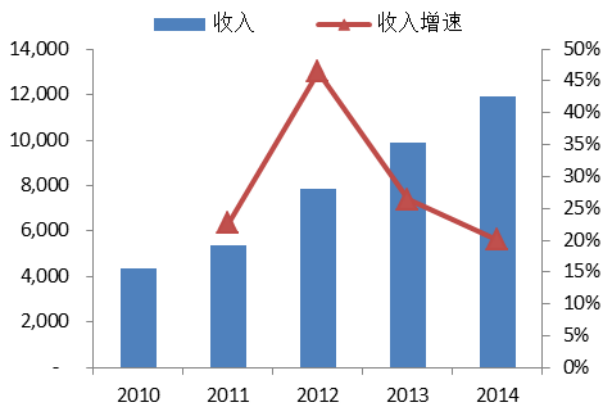
数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 21 14年华夏视觉净利润增速达到58.7%



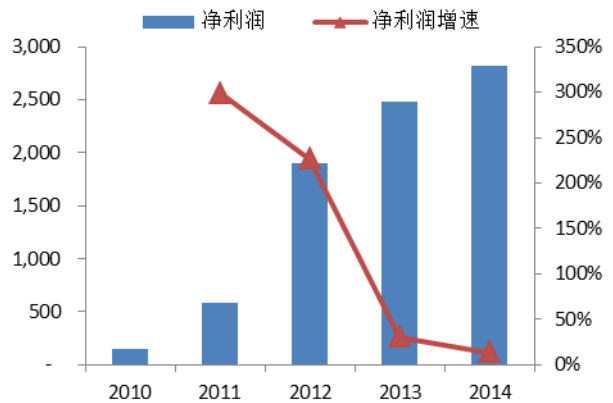
数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 22 汉华易美3年收入复合增速保持在30%以上



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

图表 23 14年汉华易美净利润创历史新高



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 新兴业务：视觉数字娱乐打造国内一流高科技主题公园

公司数字娱乐板块的核心部门是艾特凡斯科技公司，也是数字娱乐行业的领先公司之一。艾特凡斯成立于2011年，作为国内一流的高科技娱乐项目、

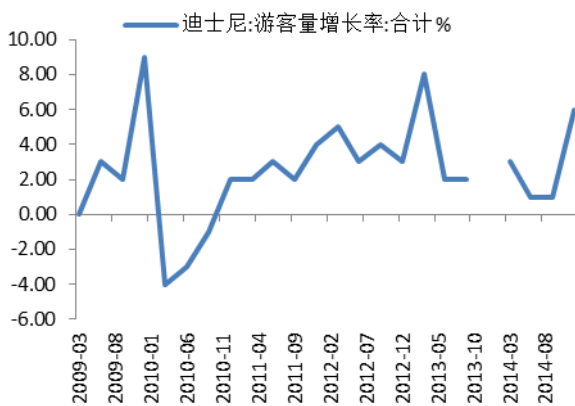
特种影视项目供应商，以“创意领先、科技领先、服务领先”为核心理念，精心为广大客户设计国际顶尖水平的室内娱乐项目、特种影视项目，并提供最专业的整体解决方案与实施服务。目前艾特凡斯实施项目遍及全国多地，并已和万达集团、横店影视、华谊兄弟、洛克互娱等文化 IP 巨头展开合作。

从行业发展角度上看，随着科技的发展，越来越多的科技馆、博物馆、商业地产以及主题公园都大量的引进多媒体技术来展示科学知识、人文历史以及增强娱乐互动性，参观的游客不再仅限于通过简单形式的图片、文字、实物的展示去了解学习知识或主题体验，而是可以通过多媒体的手段，用更直接、更清楚、更主动性的方式深入到活动项目中。

作为专业的数字体验综合服务提供商，艾特凡斯始终坚持以尖端影像科技和创新创业为基础，进行互动体验式数字视觉影视的创意集成与开发，将现代多媒体技术，融合三维动画、虚拟现实、立体影像等数字技术，成功打造出 4D 动感影院、黑暗乘骑、飞翔球幕、4D 环境影院等多种独具创意的特种影院，并成功应用于科教、展览展示、互动、娱乐等多个领域，获得了客户和体验者高度赞赏。这种技术正好迎合了现今社会发展的潮流，对于博物馆、科学馆、主题乐园等传播知识和欢乐的领域提供了最佳的辅助和推进作用。

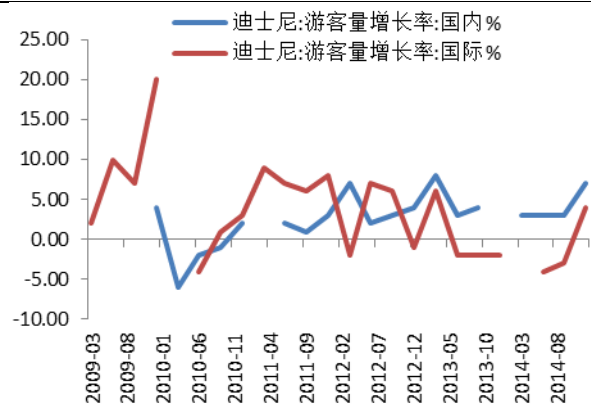
未来公司将在视觉数字娱乐板块中重点推进从 IP 引进、创意策略、建设实施、运营管理的生态打造，并通过社会资金的引入和基金管理公司的模式，保持数字娱乐业务轻资产运转，毛利提升空间大。

图表 24 主题公园的游客增长率持续上升



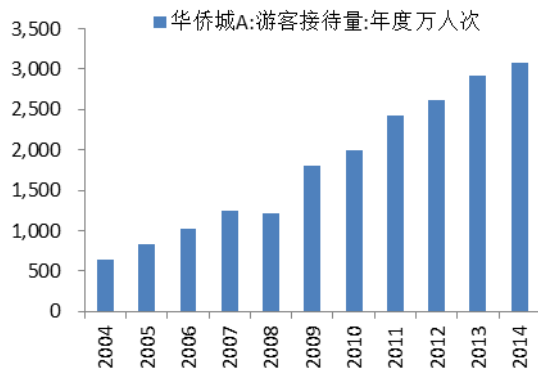
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 25 国内对主题公园偏好高于国外



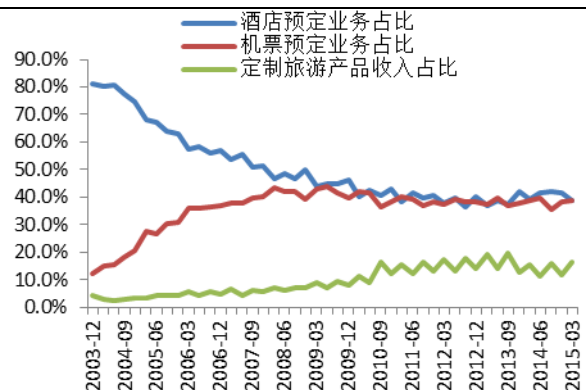
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 26 华侨城的游客接待量持续上升



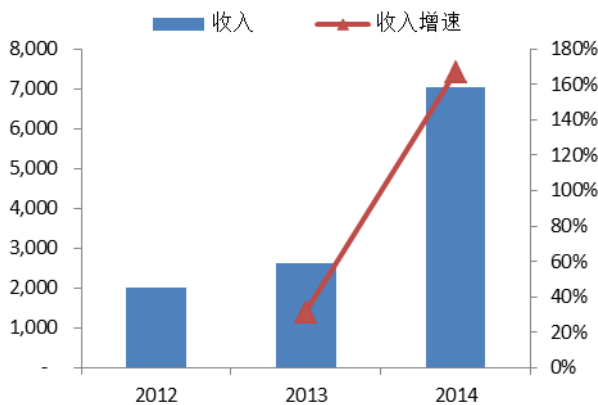
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 27 携程旅游产品收入占比逐步提高



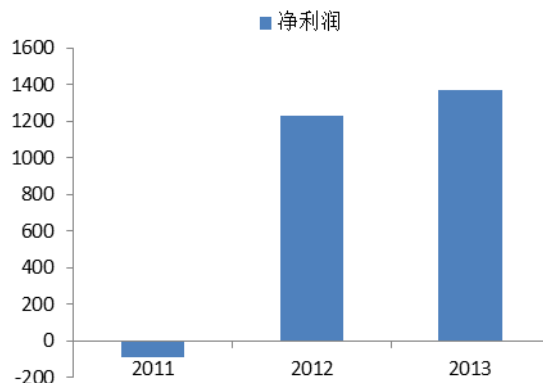
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 28 艾特凡斯 14 年收入实现倍增



数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图表 29 艾特凡斯净利润稳步提升



数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 明星业务：“分享”打开“旅游-社交”广大空间

基于图片的社交模式在国外取得了非常大的成功，具有巨大的商业价值。近两年，视觉社交网站风生水起，如 Instagram 和 Pinterest 等 APP 的用户增长速度一度与几年前的 Facebook 相媲美。

以 Instagram 为例，该 APP 于 2010 年 10 月起登陆 Apple Store，仅仅一年时间用户量已经突破 1000 万，分享照片破 1 亿张，公司最终于 12 年 4 月被 Facebook 以 10 亿美元收购。而另一大视觉社交 Pinterest 目前拥有用户量 300 万以上，于今年 3 月完成的最新一轮融资，估值已经提升至 110 亿美元。

在一个以聊天社交占据移动终端的互联网背景下，以视觉为核心的社交软件为什么能突围而出？

第一，“分享”永远是社交的最基本要素。目前社交软件中最重要的一环就是让用户把自己喜欢的东西用文字、图片、视频等方式贴出来。既然有了分享这个概念，分享的内容一定是用户本人比较喜欢的，也是分享的对象感兴趣的，因此有了聚合效应，扩大社交半径。

第二，以图片分享的便利性更高。如果说 Twitter、微博等工具简化了文字的传播，那么 Instagram 和 Pinterest 便简化了图片的传播。专业化的图片社交软件便利了上手与分享功能，极大地缩减了社交等待时间。

第三，明星与摄影达人的吸引力。摄影在哪一个时代都是极受欢迎的，许多明星和摄影达人在社交软件上分享他们的照片，迅速吸引粉丝，进一步吸引草根网名对视觉设计软件的追随度。

作为国内最大的视觉产业龙头，公司借助国家智慧旅游服务平台，利用自身“视觉”资源优势，围绕“旅游”与“视觉”属性，大力发展视觉社交社区。

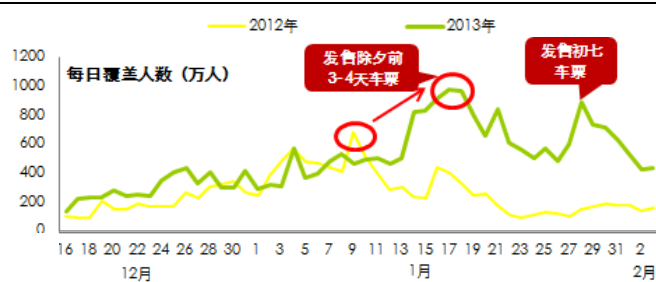
公司于 2014 年 12 月中标“国家智慧旅游公共服务平台”项目，该项目由国家旅游局招标，项目采用 BOO 的建设方式，由公司在约定期限内负责设计、建设和运营相关公共服务职能，并拥有对建设成果的所有权以及增值服务收益权。平台主要内容以旅游公共服务热线 12301 号码以及 12301.cn 为载体，担负旅游公共信息的采集与发布、旅游产业监管信息的采集、景区游客承载量统计与预警、旅游形象推广等功能。该平台预计于今年年底上线并试运行。

视觉中国利用智慧旅游公共服务平台建立自己的 C 端流量入口，并扩张 C 端服务产业链，将收入方式从对 B 端的版权销售分成延伸到交易服务费、广告费等收入方式，发展潜力巨大。

我们认为智慧旅游服务平台最可以类比的国内网站就是 12306 火车票在线购票网站。12306 网站自 2010 年运行后，用户在该网站可查询列车时刻、票价、余票、代售点、正晚点等信息，获得广大用户的青睐。目前 12306 网站是铁路总公司火车票网上订票唯一官网，平均日活在 300 万以上，用户在网站的停留时间也长达 20 分钟，刚性需求极大地吸引了用户的关注与忠诚度。

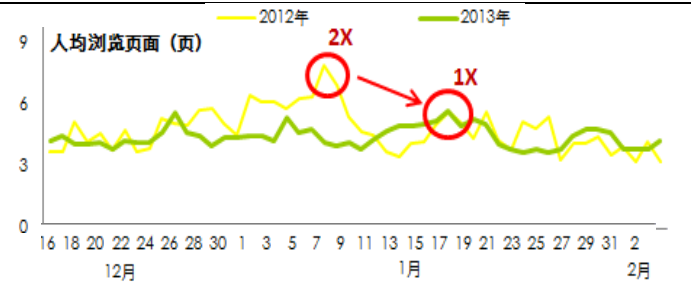
基于此，我们十分看好公司搭建智慧旅游服务平台的机遇，C 端拓展空间巨大。

图表 30 12306 网站平均日活在 300 万以上



数据来源：艾瑞网，中国银河证券研究部

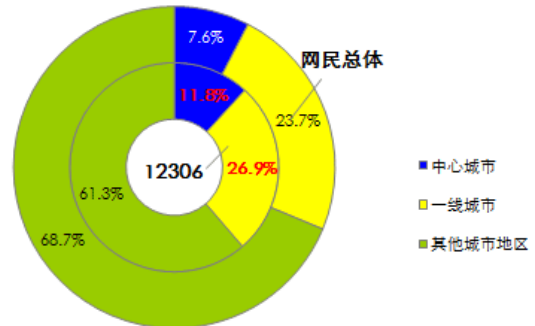
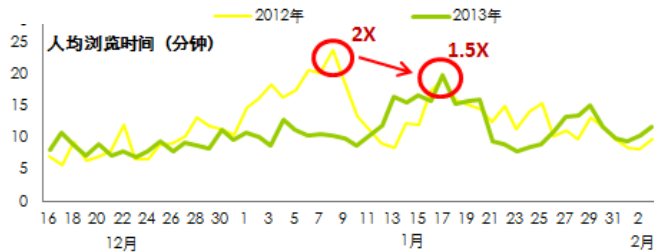
图表 31 12306 网站人均流量页面 3 页以上



数据来源：艾瑞网，中国银河证券研究部

图表 32 12306 网站人均流量时间由 10 分钟向 20 分钟延长

图表 33 公告服务类网站对一线城市网民的吸引力度更高



数据来源：艾瑞网，中国银河证券研究部

数据来源：艾瑞网，中国银河证券研究部

四、核心竞争力：以视觉为核心，商业模式创新撬动千亿市场

(一) 以视觉为核心，公司龙头地位持续领先

公司自 2000 年成立起，已经发展成为国内最大的综合性视觉影像产品和服务提供商：

- ✓ 华盖创意是国内最大的创意类图片和视频服务提供商，在商业图像素材市场占有率超过 50%；
- ✓ 汉华易美是仅次于新华社的编辑类图片供应商，在编辑类突破市场占有率超过 30%；
- ✓ 东星娱乐专业从事港澳台地区及中国内地数字娱乐资讯图片和视频内容采编，是大中华地区最专业的娱乐资讯通讯社；
- ✓ Shijue.me 社区是国内最大的“媒体+社区”在线创意平台。

在多年的平台布局上，公司通过收购、重组、战略合作、上市等一系列举措，有效地整合了平台内外部资源，积累了丰富的内容资源，在此基础上形成了以内容、品牌、技术为核心的综合竞争优势，并确立了坚持“内容+渠道+服务”全价值链扩张的发展方向，公司利润率稳步提升。

未来公司将围绕“视觉”逐步发展“视觉内容与服务”、“视觉数字娱乐”与“视觉社交社区”三大板块，加速 B-B 向 B-C 延展，行业龙头实力进一步提升。

(二) 市场容量和用户规模庞大，行业处于爆发增长前夕

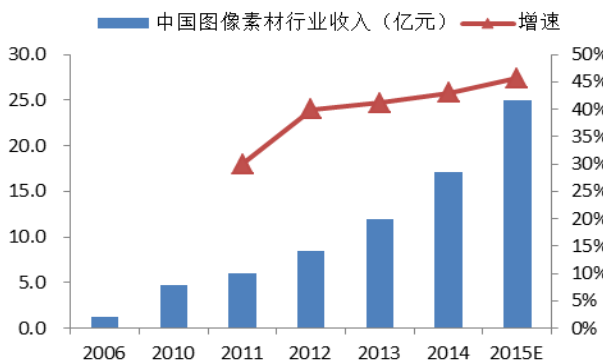
21 世纪是图像化的时代，图片和影像在生活中无处不在。读图时代的形成和数字媒体发展为图像传播提供了社会背景和技术动力，推动视觉内容行业快速增长。依据于读图时代人们日益增长的新的消费需求动力，图像与广告、电视、互联网、手机等数字化新业态密切结合，成为承载和传递信息的重要媒介，形成极具视觉冲击力的传播方式，在商业领域、传媒领域、艺术领域乃至整个社会生活中都产生着越来越重要的作用。

从行业成长路径上看，十二五期间视觉产业年均增速超过 40%，正经历着从导入期向成长期的转变。

从市场结构上看，全球创意类商业图片的销售比例占全部图片销售的 80% 左右；而我国由于视觉产业起步较晚，编辑类图片销售占比一直较高，目前约为 42%，而商业图片仅占 43%。随着视觉产业的国际化发展，商业图片占比会进一步提高，视觉产品商业化程度将进一步提升。

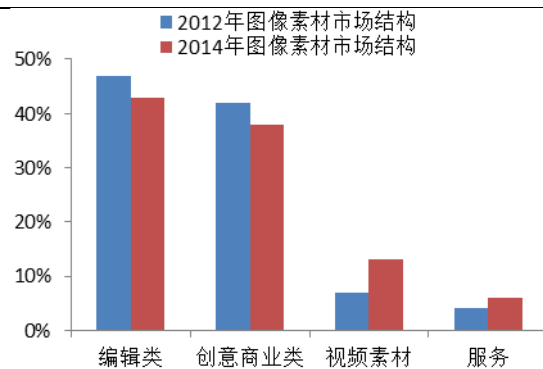
新媒体时代下对另一类视觉产品——视频素材需求增长明显。未来随着拍摄设备和拍摄手法的升级，视频素材将在未来创意产业中发挥更加重要的作用。2015 年视频素材占 15%，相较于 2012 年的 7%，产值 3 年实现翻倍增长。

图表 34 预计 2015 年我国视觉产值达到 20 亿元左右



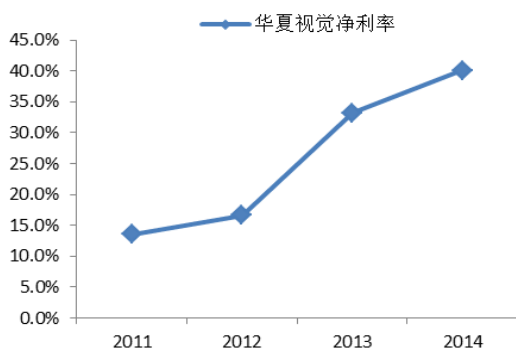
数据来源：中国银河证券研究部

图表 35 我国商业图片和视频素材占比仍有提升空间



数据来源：中国银河证券研究部

图表 36 华夏视觉净利率大幅提高



图表 37 汉华易美净利率维持在 25% 左右



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

五、从 Shutterstock 估值看视觉中国

Shutterstock 是一家商业图片在线交易网站，成立于 2003 年，总部位于美国纽约。2012 年 10 月 11 日登陆纽交所上市，截至 2015 年 5 月 18 日公司市值为 22.71 亿美元。

（一）Shutterstock 商业模式

Shutterstock 本质是利用互联网渠道做平台，联系供需两端：图片供应商（摄影师、插图画家、摄像师等）上传内容（包括图片、插画、录像等）到 Shutterstock，图片需求方（商业客户、营销机构、媒体组织以及有图片需求的长尾用户）到 Shutterstock 寻找所需的图片等。

整个在线交易的链条可分为四个步骤：图片供应商在 Shutterstock 上传照片并经过审核→图片需求方在 Shutterstock 搜索和找到想要的图片→需求方通过预先付费计划下载图片→Shutterstock 与图片供应商合作分成。

Shutterstock 实施微利图片收费模式，包括以订阅和按需定制等为特征的批量微利模式，这种模式一方面可以降低单次付费的单价，从而有利于提高销量，另一方面需要客户提前支付，从而可以为网站提供稳定的现金流。

图表 38 Shutterstock 商业模式



数据来源：中国银河证券研究部

(二) Shutterstock 的竞争优势

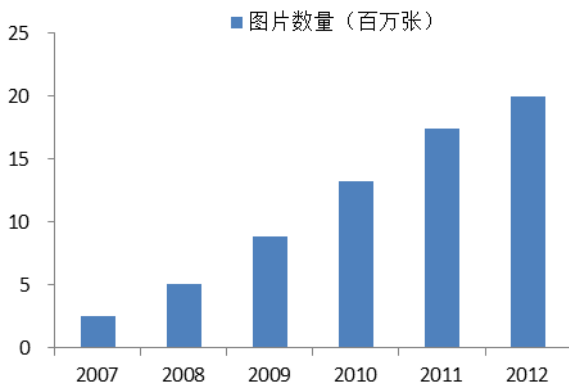
Shutterstock 竞争优势主要体现在内容的积累以及较为充足的现金流。

(1) 内容积累逐步扩张

Shutterstock 图片累积数量由 2007 年的 260 万增长至 2013 年的 2000 万，总量增长 6 倍多。内容积累就好比滚雪球，内容越多、知名度越大，就越能吸引更多的内容供应方上传作品，而大量的作品也更大程度上满足客户的使用和下载需求，从而创造更多的价值。

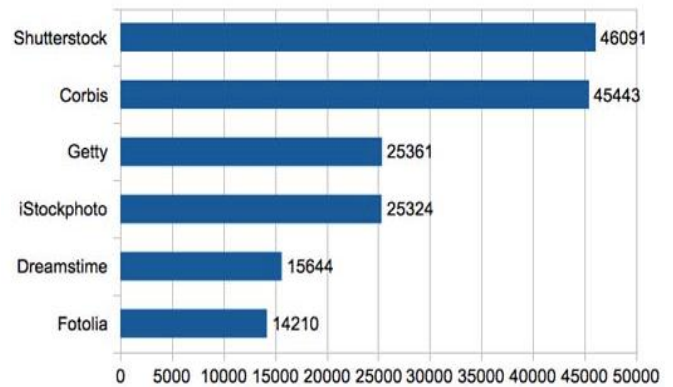
Shutterstock 累计下载量由 2007 年的 3300 万增至 2.5 亿，每下载平均营收分别也有当年的 0.91 美元上升为 15.62 美元，盈利能力大幅提升。

图表 39 Shutterstock 图片累积大幅扩张



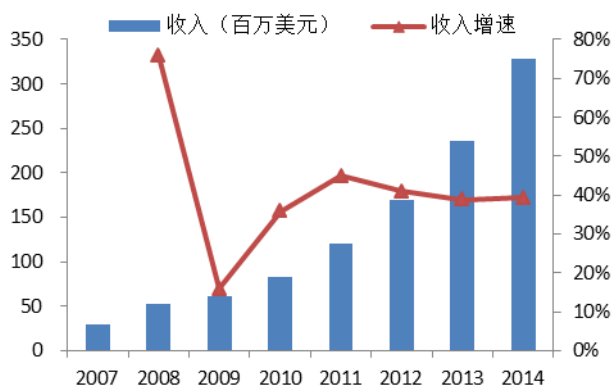
数据来源：中国银河证券研究部

图表 40 美国图库网站图片搜索结果对比



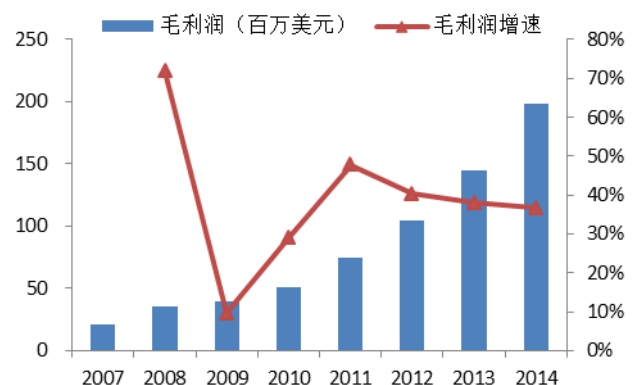
数据来源：赛迪顾问，中国银河证券研究部

图表 41 Shutterstock 年收入保持 40% 增长



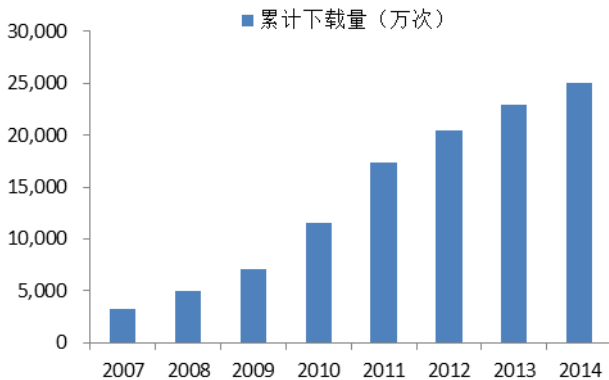
数据来源：Bloomberg，中国银河证券研究部

图表 42 Shutterstock 毛利润复合增速在 40% 以上



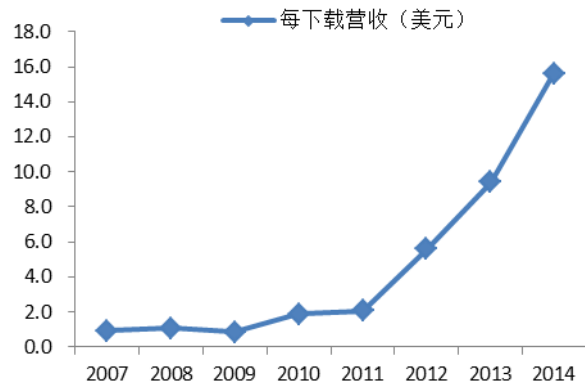
数据来源：Bloomberg，中国银河证券研究部

图表 43 Shutterstock 累计下载量突破 2.5 亿次



数据来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图表 44 Shutterstock 每下载营收达到 15.6 美元

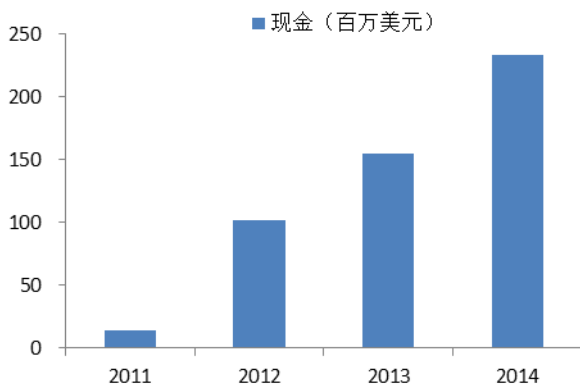


数据来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

(2) 充足的现金流为公司发展提供资源储备和战略布局

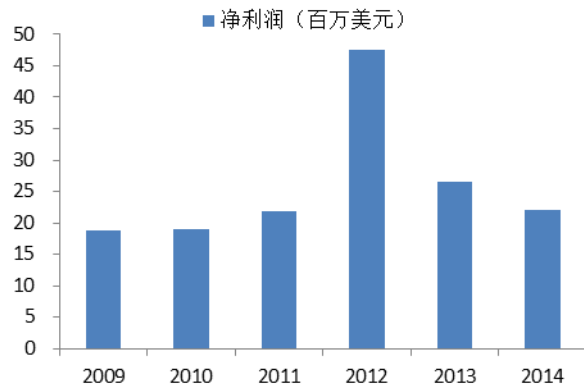
上市以来, 公司一直保持较好的现金留存, 为公司视觉产品储备和战略布局提供强硬的支撑。

图表 45 Shutterstock 现金留存持续增长



数据来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图表 46 每年稳定的净利润收益时 Shutterstock 现金保障



数据来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

在扩张阶段, 兼并收购是公司重要的发展路径。如 2009 年, Shutterstock 以 330 万美元现金的低价收购了微图图库公司 Bigstock, 有利地帮助公司实现微利图片领域的拓展。

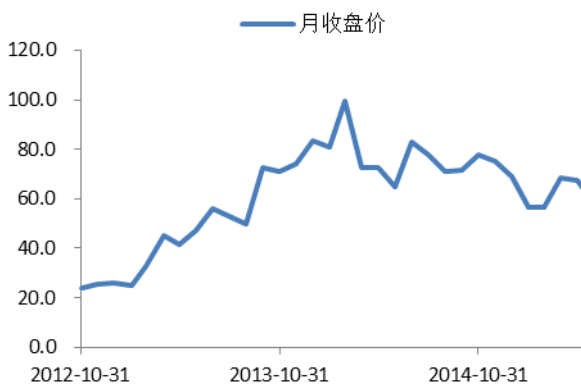
(三) Shutterstock 估值水平

Shutterstock 在 2012 年 10 月 11 日登陆纽交所上市，发行价 17 美元，高于此前 13~15 美元发行价区间上限。此后股价快速上升，在 13 年底创下历史新高 100 美元/股，当年公司总市值也创下 30 亿美元的最高峰。

目前公司最新价格为 63.34 美元/股，对应 PE 为 103 倍，公司总市值为 22.72 亿美元。而另一大视觉社交 Pinterest 目前仅拥有用户量 300 万，估值已经提升至 110 亿美元，表明具备社交功能的图片平台更受资本市场认可。

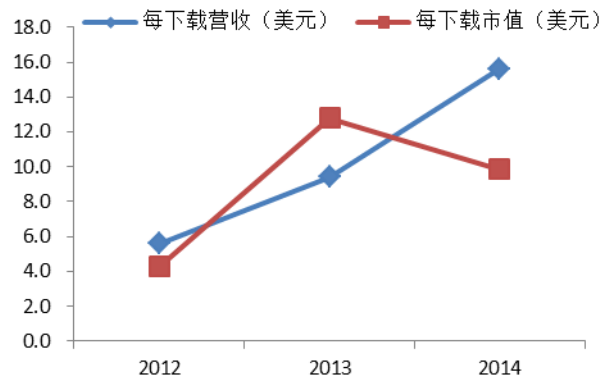
考虑到视觉中国 C 端入口正在前期建设中，虽然已有的视图网注册用户仅为 40 万人，但背靠刚性旅游需求资源，未来 C 端用户具备天然用户基础，成长空间广大。

图表 47 Shutterstock 在 2013 年底创下历史新高



数据来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图表 48 Shutterstock 每下载营收高于每下载市值



数据来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

六、附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表				利润表					
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	478.17	610.33	954.03	1248.23	营业收入	391.09	507.50	684.18	939.74
现金	283.56	383.01	622.48	819.62	营业成本	174.48	216.58	282.35	373.26
应收账款	150.65	195.49	263.56	362.00	营业税金及附加	2.71	3.52	4.74	6.52
其它应收款	12.29	5.38	18.44	14.27	营业费用	30.75	39.90	53.79	73.88
预付账款	21.99	14.79	34.80	33.31	管理费用	63.24	82.06	110.64	151.96
存货	7.97	9.89	12.89	17.04	财务费用	-0.81	-0.27	-1.57	-2.84
其他	1.71	1.77	1.86	1.99	资产减值损失	3.89	5.05	6.80	9.35
非流动资产	1045.54	1043.18	1042.73	1045.42	公允价值变动收益	3.90	3.90	3.90	3.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.27	0.27	0.27	0.27
固定资产	7.77	6.21	6.62	8.39	营业利润	120.99	164.83	231.60	331.79
无形资产	2.29	2.35	2.55	2.91	营业外收入	40.53	40.53	40.53	40.53
其他	1035.48	1034.63	1033.56	1034.12	营业外支出	0.14	0.14	0.14	0.14
资产总计	1523.70	1653.51	1996.76	2293.65	利润总额	161.38	205.21	271.98	372.18
流动负债	140.77	88.71	190.91	157.98	所得税	18.36	23.35	30.94	42.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	143.02	181.87	241.04	329.83
应付账款	47.39	25.40	69.49	55.96	少数股东损益	1.25	1.25	1.25	1.25
其他	93.38	63.30	121.42	102.02	归属母公司净利润	141.77	180.61	239.79	328.58
非流动负债	0.37	0.34	0.34	0.34	EBITDA	158.95	203.77	266.75	361.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.21	0.27	0.36	0.49
其他	0.37	0.34	0.34	0.34					
负债合计	141.14	89.05	191.25	158.32					
少数股东权益	23.85	25.10	26.35	27.60	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
归属母公司股东权益	1358.72	1539.34	1779.13	2107.71	营业收入	270.75%	29.76%	34.81%	37.35%
负债和股东权益	1523.70	1653.48	1996.72	2293.62	营业利润	861.63%	36.23%	40.51%	43.26%
					归属母公司净利润	3079.58%	27.40%	32.76%	37.03%
					毛利率	55.39%	57.32%	58.73%	60.28%
现金流量表					净利率	36.57%	35.84%	35.23%	35.10%
经营活动现金流	67.04	98.73	239.36	198.26	ROE	18.27%	12.26%	14.23%	16.68%
净利润	143.02	181.87	241.04	329.83	ROIC	10.11%	11.38%	12.98%	14.97%
折旧摊销	3.95	6.06	6.07	5.43	资产负债率	9.26%	5.39%	9.58%	6.90%
财务费用	-0.81	-0.27	-1.57	-2.84	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	流动比率	3.40	6.88	5.00	7.90
营运资金变动	61.43	-84.76	-2.03	-130.00	速动比率	3.34	6.77	4.93	7.79
其它	-140.29	-3.90	-3.90	-3.90	总资产周转率	0.45	0.32	0.37	0.44
投资活动现金流	102.24	0.46	-1.45	-3.96	应收帐款周转率	0.39	0.39	0.39	0.39
资本支出	1010.93	-2.32	-0.46	2.69	应付帐款周转率	5.95	5.95	5.95	5.95
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.21	0.27	0.36	0.49
其他	1113.17	-1.86	-1.91	-1.27	每股经营现金	0.10	0.15	0.36	0.30
筹资活动现金流	-30.07	0.27	1.57	2.84	每股净资产	2.06	2.34	2.69	3.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	100.80	201.42	151.72	110.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	10.52	23.63	20.45	17.26
其他	-30.07	0.27	1.57	2.84	EV/EBITDA	88.27	176.78	134.15	98.48
现金净增加额	139.22	99.46	239.47	197.14					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究部

(二) 公司估值表

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EBIT	3.49	11.60	12.23	155.00	197.72	260.67	355.95
所得税	0.00	0.00	-0.03	18.36	23.35	30.94	42.34
NOPLAT	3.49	11.60	12.25	137.37	175.22	231.01	315.45
营运资金净变动					84.76	2.03	130.00
资本支出					-2.32	-0.46	2.69
自由现金流					98.84	235.52	188.19

WACC	10.60%	Ke	10.60%
永续增长率	3.00%	Kd	15.00%
终值	2730.26	t	11.38%
企业价值	4421.23	Rf	4.00%
非核心资产价值	400.01	E (Rm)	10.00%
债务价值	0.00	Rm-Rf	6.00%
股权价值	4796.14	D/A	5.39%
股本	669.99	E/A	0.06
每股价值	7.16	Beta	1.10

估值		g				
		2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
	7.96%	9.56	9.87	10.26	10.73	11.33
C	8.76%	8.51	8.74	9.02	9.36	9.78
G	9.64%	7.63	7.80	8.01	8.25	8.55
A	10.60%	6.88	7.01	7.16	7.34	7.55
W	11.66%	6.23	6.33	6.44	6.58	6.73
	12.83%	5.68	5.75	5.83	5.93	6.05
	14.11%	5.19	5.25	5.31	5.38	5.47

插图目录

图表 1 视觉中国三大战略板块	3
图表 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	4
图表 3 公司收入增速大幅提升	4
图表 4 近三年公司净利润复合增速达到 93%	4
图表 5 上市后公司资产规模快速增长	5
图表 6 公司净利率稳步提升	5
图表 7 近两年传媒产业产值快速增长	6
图表 8 预计 15 年传媒产业产值占 GDP 比重大幅提升	6
图表 9 近几年我国广告产业营业总额大幅扩张	6
图表 10 我国广告营收增速远超 GDP 增速	6
图表 11 台湾服务业行业增速高于 GDP 增速	7
图表 12 08 年金融危机后广告收入大幅增长	7
图表 13 2007 台湾文化创意子行业产值	7
图表 14 2007 年台湾文化创意子行业营业额	7
图表 15 近几年我国传媒产业增速高出 GDP 约 10 个百分点	8
图表 16 近几年中国视觉产业年均增速在 35% 以上	8
图表 17 Getty Images 客户群特征和市场细分	9
图表 18 Getty 发展初期年均收入增速在 20%	9
图表 19 Getty 进入稳定成长期后毛利率持续提升	9
图表 20 华夏视觉收入稳步增长	11
图表 21 14 年华夏视觉净利润增速达到 58.7%	11
图表 22 汉华易美 3 年收入复合增速保持在 30% 以上	11
图表 23 14 年汉华易美净利润创历史新高	11
图表 24 主题乐园的游客增长率持续上升	12
图表 25 国内对主题公园偏好高于国外	12
图表 26 华侨城的游客接待量持续上升	13
图表 27 携程旅游产品收入占比逐步提高	13
图表 28 艾特凡斯 14 年收入实现倍增	13
图表 29 艾特凡斯净利润稳步提升	13
图表 30 12306 网站平均日货在 200 万以上	14
图表 31 12306 网站人均流量页面 3 页以上	14
图表 32 12306 网站人均流量时间由 10 分钟向 20 分钟延长	15
图表 33 公告服务类网站对一线城市网民的吸引度更高	15
图表 34 预计 2015 年我国视觉产值达到 20 亿元左右	16
图表 35 我国商业图片和视频素材占比仍有提升空间	16
图表 36 华夏视觉净利率大幅提高	16
图表 37 汉华易美净利率维持在 25% 左右	16
图表 38 Shutterstock 商业模式	17
图表 39 Shutterstock 图片累积大幅扩张	18

图表 40	美国图库网站图片搜索结果对比	18
图表 41	Shutterstock 年收入保持 40%增长	18
图表 42	Shutterstock 毛利润复合增速在 40%以上	18
图表 43	Shutterstock 累计下载量突破 2.5 亿次	19
图表 44	Shutterstock 每下载营收达到 15.6 美元	19
图表 45	Shutterstock 现金留存持续增长	19
图表 46	每年稳定的净利润收益时 Shutterstock 现金保障	19
图表 47	Shutterstock 在 2013 年底创下历史新高	20
图表 48	Shutterstock 每下载营收高于每下载市值	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

殷睿，研究员行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn