

爱建证券有限责任公司

研究所

分析师: 侯佳林

执业编号: S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com



(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	39.13	150.49	218.86
相对表现	34.13	67.88	92.35

**评级: 强烈推荐(首次)**

**基础数据**

收盘价(2015-5-25)	58.50
目标价(未来6个月)	-
52周内高	60.53
52周内低	19.19
总市值(百万元)	39522.52
流通市值(百万元)	11602.15
总股本(百万股)	669.99
已流通(百万股)	196.68
限售股(百万股)	473.31
每股净资产(元)	2.05

数据来源: WIND, 爱建证券研究所

证券研究报告 公司深度报告

发布日期: 2015年5月26日 星期二

文化传媒行业

视觉文化互联网领军企业, 市场潜力与业务延展性大

## 投资要点

□ 公司是视觉文化互联网领军企业。公司作为图片库行业龙头, 无论是从客户资源看还是从图片来源来看, 都是国内稀缺的互联网标的企业。同时, 微利图片模式在海外已快速发展, 并以其更高的效率不断蚕食传统图片库业务, 但国内微利图片库以及在线素材市场仍处在快速增长期, 未来仍有较大的增长空间。

□ 中国图片库市场正处于快速发展期。目前商业图片市场主要由委托定制图片和图片库两部分组成。根据早前LEK的预测, 全球委托制图市场规模将保持平稳, 而图片库市场规模将在2016年达到60亿美元, 保持增长。目前中国图片市场正处于快速发展阶段, 近年的复合增速为40%, 市场规模有望从2013年的12亿元增长到今年接近30亿元的水平。

□ 公司核心优质资产具有技术、平台和内容优势。公司旗下拥有华夏视觉、汉华易美和原壳公司旗下的艾特凡斯三大块业务。其中, 华夏视觉和汉华易美为行业龙头, 分别针对创意类图片和编辑新闻类图片两个图片库市场, 并与多家公司保持长期合作关系, 综合市占率高。艾特凡斯则是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。

□ 公司B2B2C多元化模式正不断推进。公司未来战略总目标是打造中国视觉产业的领袖型文化集团, 通过夯实竞争壁垒, 做大视觉内容版权交易与服务的核心业务, 从B-B向B-C延展。在目前全球图片素材逐渐向C端贴近的大背景下, 我们认为公司这方面的步伐正不断推进, 分别于雅昌、联通合作以及合建国家智慧旅游服务平台, 同时结合旗下艾特凡斯依托集团IP资源不断切入主题公园市场, 未来这些项目的持续推进以及后续合作的发展, 都将进一步推动公司向前发展。

□ 投资建议: 图片库业务作为公司目前发展的核心业务, 也是目前的现金流业务, 未来发展具有很大的延伸性。同时, 结合战略上三大业务协同发展的进一步明确, 尤其是向C端的发展, 市场潜力广阔。我们认为无论是视觉内容与服务、视觉数字娱乐还是视觉社交业务板块, 均具有自身发展内核与亮点, 旗下六大网站也具有综合优势。未来随着公司B2B2C模式的不断推进, 其自身的市值也具有较大提升潜力。预计2015-2017年公司每股收益为0.38、0.49、0.60元, 给予“强烈推荐”的投资评级。

□ 风险提示: 盗版侵权风险, 资源整合管理低于预期以及智慧旅游业务开发进展不达预期。

财务预测简表(单位: 百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	391.09	515.50	710.31	941.35
增长率(%)	270.75	31.81	37.79	32.53
归属母公司股东净利润	141.77	253.63	324.73	398.84
增长率(%)	3079.58	78.91	28.03	22.82
每股收益(EPS)	0.21	0.38	0.49	0.60

数据来源: WIND, 爱建证券研究所预测

## 内容目录

一、公司介绍：国内稀缺的视觉互联网标的企业 .....	3
1.1 稀缺的视觉文化互联网企业 .....	3
1.2 管理团队深谙行业运作 .....	4
1.3 高业绩承诺时间周期长 .....	5
二、在线素材交易：我国市场正步入快速发展阶段 .....	5
三、公司是目前视觉文化行业的领导企业 .....	7
3.1 公司商业销售模式明确，微利图库前景广阔 .....	7
3.2 华夏视觉和汉华易美行业知名度高 .....	8
四、三大业务板块构筑起公司互联网+的核心体系 .....	10
4.1 视觉 ME 社区是领先的创意类垂直社区 .....	11
4.2 依托 IP 资源，艾特凡斯有望迎来跨越式发展 .....	12
4.3 打造智慧旅游平台，切入旅游视觉社交 .....	13
五、向 C 端进军，B2B2C 等多元化变现途径正在成型 .....	15
六、盈利预测与估值 .....	16
6.1 盈利预测 .....	16
6.2 估值 .....	16
七、风险提示 .....	18

## 图表目录

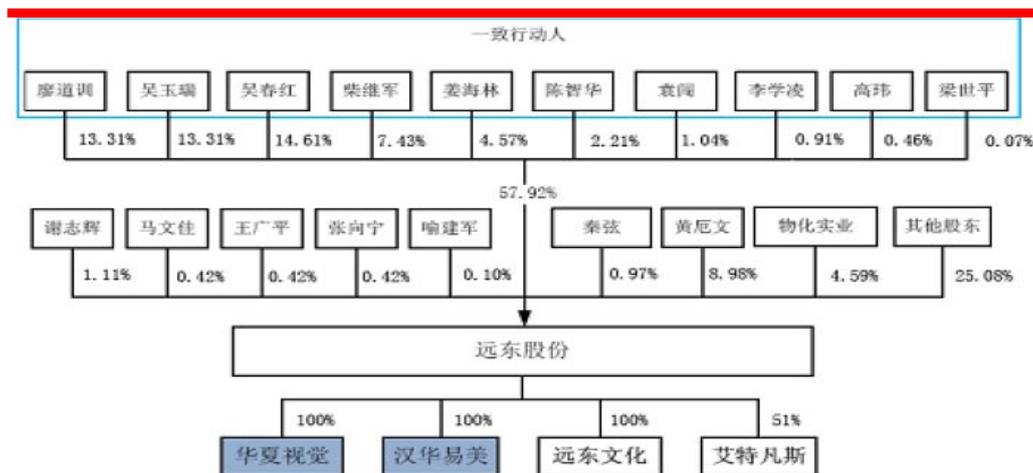
图表 1 公司重组股权结构以及下属公司 .....	3
图表 2 公司实际控制人情况 .....	3
图表 3 以视觉为核心业务发展 .....	4
图表 4 公司核心高管团 .....	4
图表 5 近三年公司业绩变化情况 .....	4
图表 6 公司未来 4 年承诺业绩保持高增长 .....	4
图表 7 未来几年我国在线素材交易增长有望加快 .....	6
图表 8 全球图片库市场将保持增长趋势 .....	6
图表 9 我国图像素材市场结构 .....	7
图表 10 商业图片主要销售模式 .....	8
图表 11 两大市场占有率排名 .....	9
图表 12 2013 年两大公司前五客户情况 .....	9
图表 13 商业图片主要销售模式 .....	10
图表 14 公司三大业务战略布局 .....	11
图表 15 视觉 ME 为国内领先的创意类垂直类社区 .....	12
图表 16 国内创意类社区统计 .....	12
图表 17 艾特凡斯与主题公园业务有望迎来大发展 .....	13
图表 18 智慧旅游建设指导规划全景 .....	14
图表 19 公司向 C 端进军的方式示意图 .....	16

## 一、公司介绍：国内稀缺的视觉互联网标的企业

### 1.1 稀缺的视觉文化互联网企业

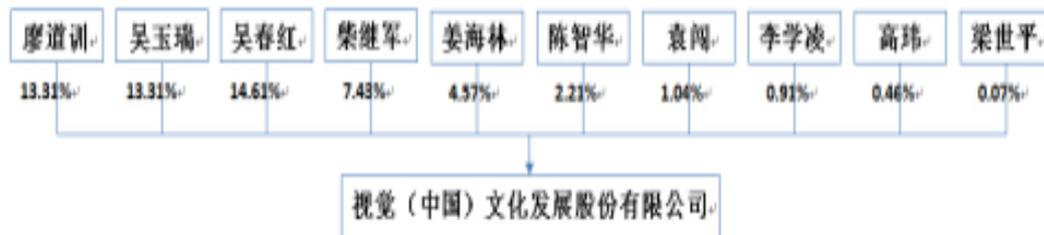
2000年公司在国内成立了首家基于互联网的图片库公司。2013年经过1年的时间，公司前身远东股份通过定向增发方式获得华夏视觉、汉华易美100%股权，完成后实际控制人变更为廖道训等视觉中国团队，远东股份旗下资产也变为华夏视觉、汉华易美、艾特凡斯、远东文化四大块。其中华夏视觉与汉华易美主要利用互联网技术从事视觉素材的交易及相关的增值服务，艾特凡斯主要为高科技娱乐项目与特种影视的供应商，远东文化主要以联合拍摄的形式参与电视剧制作与发行。至此，公司成为国内较稀缺的以视觉为核心业务的上市企业。

图 1 公司重组股权结构以及下属公司



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图 2 公司实际控制人情况



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图3 以视觉为核心业务发展



资料来源：公司网站，爱建证券研究所

### 1.2 管理团队深谙行业运作

公司核心管理层为董事长廖杰、首席执行官梁军、总编蔡继军、副总裁孙晓蔷、销售副总裁王刚、技术总监陈智华、首席行政官魏林。该高管团队在互联网和境内外资本运作方面具有非常深厚的资源与经验，除视觉中国外，还成功运营着中国智能交通、CSDN、欢聚时代等知名上市公司，具备丰富的投行经验与业内资源。同时，其集团股东中也包含了KBCP等全球顶尖的互联网产业风投。我们认为公司优秀的管理团队将为公司在业内资源、资本运作以及良好的公司治理方面带来明显的发展价值与拓展空间。

图2 公司核心高管团队组成



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

### 1.3 高业绩承诺时间周期长

公司过去三年收入加速增长，且随着平台规模优势的逐步显现，净利润也出现了明显提升。同时，公司是A股难得的在借壳上市时采取5年业绩承诺的案例，且5年复合增速高达33%，这也充分说明了对行业前景及公司竞争力的信心。

图 4 近三年公司业绩变化情况

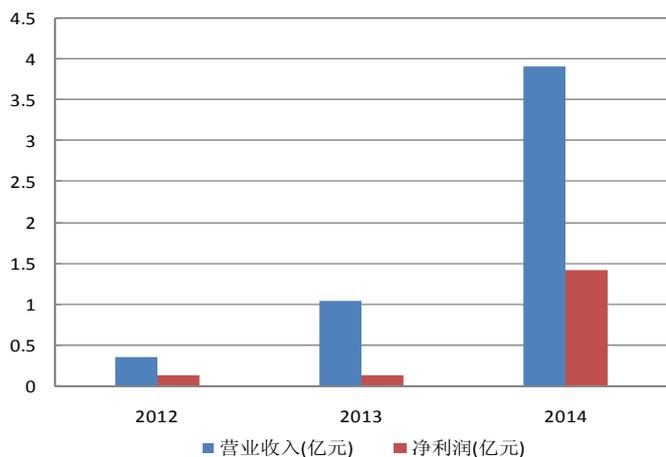
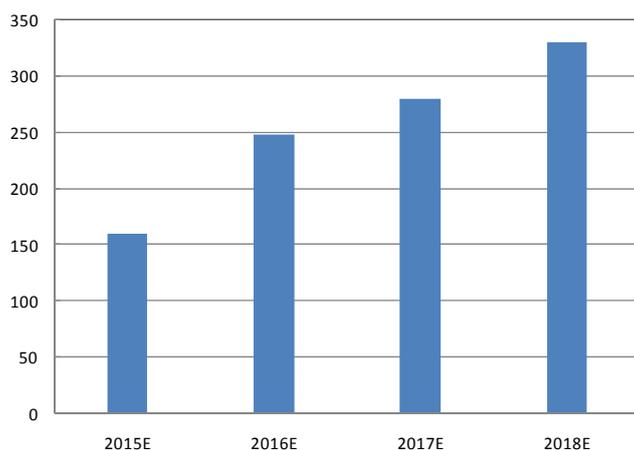


图 5 公司未来 4 年承诺业绩保持高增长

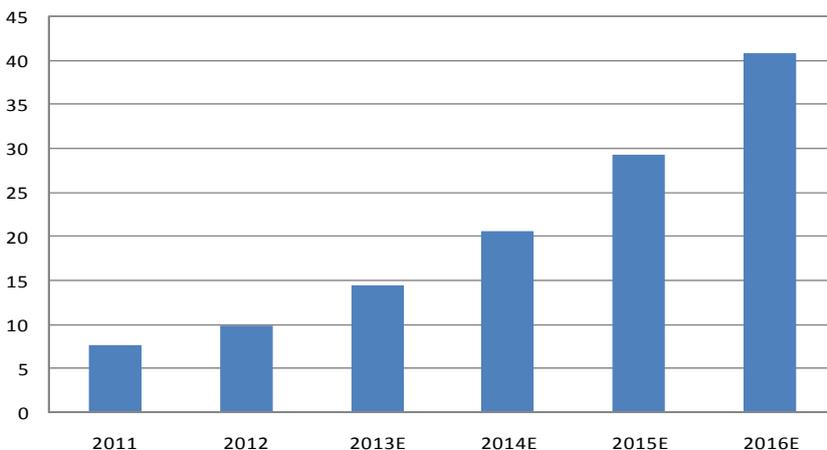


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

## 2、 在线素材交易：我国市场正步入快速发展阶段

中国图片行业市场在过去的10年开始形成，发展经历了从导入期、成长期、快速增长期三个阶段。其中2006-2011年迎来一个明显的成长期，2012以后，受文化创意产业环境、视觉文化及数字媒体发展等多因素推动，图像素材市场进入了加速增长期。我们认为随着国内版权环境的日益改善以及国内对版权保护工作的逐渐重视，公司的视觉素材业务将有较大的商业空间。根据赛迪的《中国图像素材行业研究报告》，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。我们预计2015年行业市场规模有望接近30亿元。

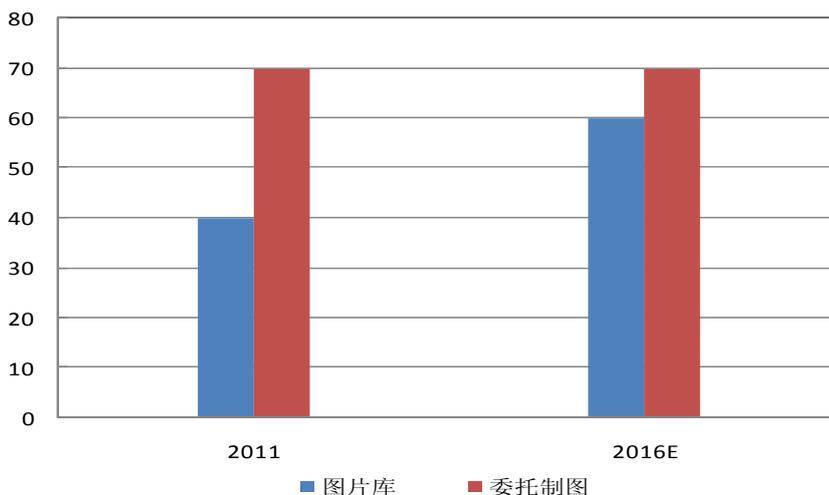
图 6 未来几年我国在线素材交易增长有望加快



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

此外，根据2012年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。我们认为，随着终端移动化与4G带宽的提速，图片和视频相对于文字将更能迎合用户碎片化时间的消费习惯，国内的图片和视频社交市场仍具有较大的发展潜力。

图 7 全球图片库市场将保持增长趋势

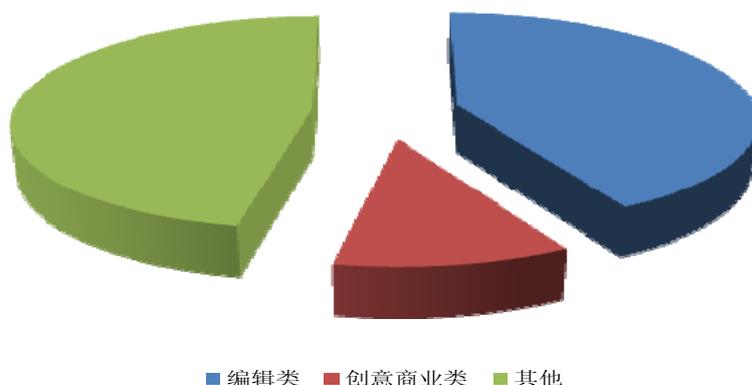


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

### 3、公司是目前视觉文化行业的领导企业

目前图像素材市场分编辑类和创意类两大领域。其中编辑类素材主要偏向报社、杂志等客户，而创意类素材更偏向广告公司、互联网公司等商业客户。在国外创意类市场占比超过80%，而我国由于商业领域的素材版权意识起步较晚，因此编辑类市场占比达到47%，创意类仅占42%。我们认为未来创意类素材的销售占比将会逐渐提高，预计5年后创意类占比将接近60%。

图 8 我国图像素材市场结构



资料来源：赛迪，爱建证券研究所

#### 3.1 公司商业销售模式明确，微利图库前景广阔

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，对应图片市场分别为图片库销售和定制化图片服务。其中，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。增值服务模式即为定制化图片服务业务，由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。

我们看到去年公司微利图片网站视图网正式上线，标志着公司强势进军该市场的决心，未来的发展前景广阔。视图网作为国内最大的微利图库，拥有超过500万张源自iStock品牌的在线创意素材，与iStock保持内容素材的同步更新。同时，公司11000多名签约摄影师为视图网提供稳定且源源不断的素材资源，而随着手机、数码相机的

普及，视图网这一全新的路径为玩图时代的所有大众和用户之间搭建了一座桥梁，即便是非专业摄影师也能通过视图网与用户分享图片。

此外，与传统图片库相比，视图网还能为客户提供灵活多样的下载模式，包括打包下载、包年、季度和包月下载。这种商业模式便于客户按需采购，极大减少了采购和设计成本，让客户能够高效完成设计，在加上视图网采用的在线支付方式颠覆了传统的电话销售模式，使视图网供稿人、视图网本身及用户之间形成了三角闭环，传播方向更精准，售卖率更高，也保障了图片提供者的版权收益。

图9 商业图片主要销售模式

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	客户与图片库或者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，购买价格以及机构使用限制均标准化设定

资料来源：WIND，爱建证券研究所

### 3.2 华夏视觉和汉华易美行业知名度高

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于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。

具体来看，华夏视觉主要面向商业创意类市场，汉华易美主要面向编辑类市场，分别是行业知名度较高的企业。其中，华夏视觉在商业创意类市场中市占率超过

50%，是名副其实的领导者；汉华易美在编辑类市场中市占率超过30%，仅次于老牌国有单位新华社，且两者之间的差距也不大。由于编辑类与商业创意类两个细分市场占整个素材交易市场的比重分别为47%与42%，预计公司合并后的市占率约40%，位居行业第一。

表 1 两大市场占有率排名

	商业创意类市场		编辑类市场	
	公司	市占率	公司	市占率
1	华夏视觉	>50%	新华社	50%
2	全景视觉	20%	汉华易美	>30%
3	Corbis	5%-10%	东方 IC	5%-10%
4	东方 IC	5%	全景视觉	5%
5	其它	15%	其它	5%-10%

资料来源：赛迪，爱建证券研究所

表 2 2013 年两大公司前五客户情况

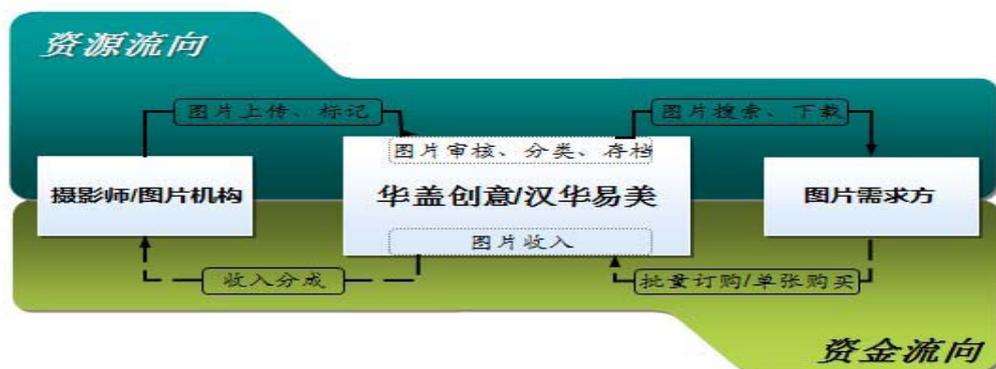
	华夏视觉		汉华易美	
	前五大客户	销售金额(万)	前五大客户	销售金额(万)
1	中央电视台	409	腾讯	532
2	江西华视传媒	316	网易	440
3	巴士在线	302	搜狐	397
4	华为	277	新浪	391
5	顺城若普商贸	265	天盈九州	292

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

此外，华夏视觉和汉华易美在素材内容、创意人才以及平台搜索体验方面也具有自身的独到优势。首先，在素材内容方面，公司通过在内容端与巨头的合作及持续投入，已经成为国内最领先的视觉素材综合提供商。截至2014年，公司获得销售授权的图片约7000万张、视频约125万条，内容囊括了体育、娱乐、时尚、历史、创意、艺术等，其中绝大部分内容为独家合作，且以本土内容居多，海量优质素材是吸引客户的最大动力。其次，在创意人才方面，公司集聚了国内最顶尖的素材提供者，且具有明显的粘性。截至2014年，与公司签约的摄影师约14000名，为公司提供视觉素材的国内外机构超过240家，包括了GettyImages、法新社、欧新社等全球知名机构与大量

著名摄影家艺术家。再者，在搜索体验方面，对素材交易的客户而言，良好的搜索体验至关重要。公司大部分创始人都具有良好的互联网基因，在搜索领域人才储备充足，且作为国内最大的在线素材交易平台积累了最深厚的搜索体验经验。我们认为公司在代表最市场化的互联网巨头与直接企业主的商业类客户中市占率遥遥领先是公司搜索体验的最好印证。

图 10 商业图片主要销售模式



资料来源：WIND，爱建证券研究所

#### 4、三大业务板块构筑起公司互联网+的核心体系

目前公司业务发展正紧紧围绕视觉这一核心业务，逐渐发展形成三大业务板块，分别为视觉内容与服务、视觉数字娱乐、视觉社交社区。公司未来的战略总目标是打造中国视觉产业的领袖型文化集团，通过夯实竞争壁垒，做大视觉内容版权交易与服务的核心业务，从B-B向B-C延展。同时，进一步深化视觉数字娱乐的创意建设和运营，建立起基于图片的互联网社交集群。

图 11 公司三大业务战略布局



资料来源：公司年报，爱建证券研究所

#### 4.1 视觉 ME 社区是领先的创意类垂直社区

视觉内容与服务是公司成立以来一直从事的业务，有成熟的盈利模式。由供稿人向公司提供视觉素材在公司的平台上进行展示，下游客户通过公司的平台寻找到需要的素材形成销售，公司再与供稿人进行分成。同时，公司在平台、内容、客户、技术上均具备优势。目前拥有国内最大的互联网图片交易平台和国内最大的垂直创意社区——www.shijue.me, www.cfp.cn为编辑类图片平台，是中国领先的编辑类图片和视觉服务供应商； www.gettyimages.cn为创意类图片平台，是中国领先的创意图片、视频、音乐素材和视觉服务的供应商。公司拥有签约摄影师14000人，供应商240家。公司版权视觉库拥有在线图片7000万张、在线视频125万条、在线音乐20万条，并已经与4500家媒体客户、10500家商业客户形成长期合作关系。其中长期向中央电视台、新浪、搜狐、网易、腾讯、爱奇艺等30余家主流媒体提供国内外优质的视觉素材。同时，公司拥有自己的技术团队，旗下六个网站也均实现自主开发运营。

我们认为，视觉me是视觉中国所打造的视觉产业链的重要环节。视觉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微利图库提供了大量的人才、素材及客户资源，并基于垂直社区+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+图片电商作为公司发展的初级阶段，未来随着公司三大业务布局的逐步成型，公司视觉内核将有望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化。

图 12 视觉 ME 为国内领先的创意类垂直类社区



资料来源：公司网站，爱建证券研究所

表 3 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 轮融资	无	无
维权情况	20 人团队	无	无	无

资料来源：公司网站，爱建证券研究所

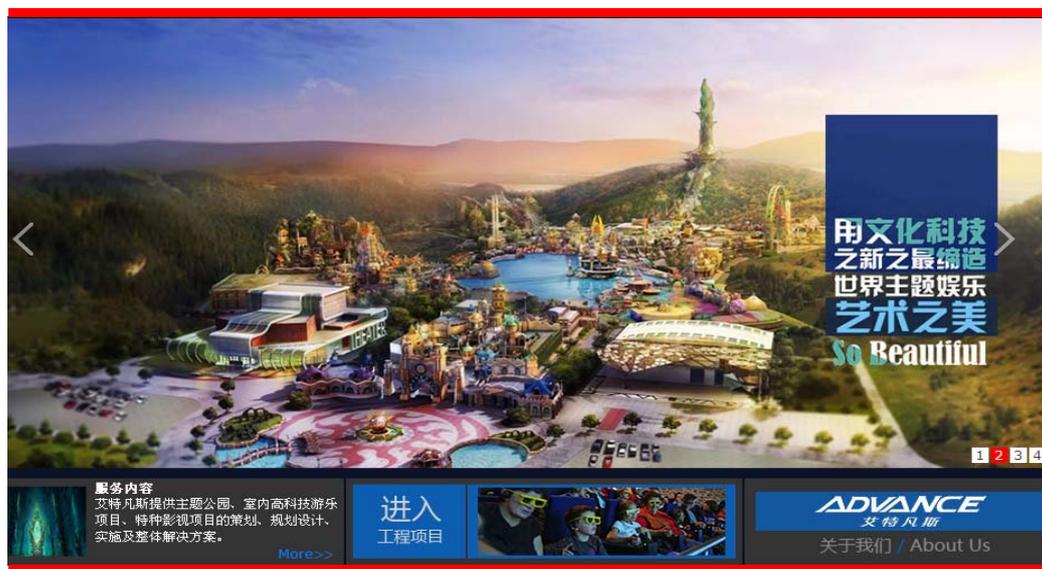
## 4.2 依托 IP 资源，艾特凡斯有望迎来跨越式发展

艾特凡斯是国内领先的主题公园设计施工服务提供商以及公司视觉数字娱乐业务的平台。同时，公司也是整体数字娱乐行业领先公司之一。艾特凡斯拥有一批具备丰富实践经验项目核心团队，已成功为国内多个主题公园打造了全方位的高科技室内娱乐项目，包括特种影院、轨道游乐、虚拟交互、互动剧场等多种项目形式，并已和

万达集团、横店影视、华谊兄弟、嬉戏谷等展开合作。

近期艾特凡斯更是与洛克互娱签订了《战略合作协议》，将共同开发《洛克王国》等大型室内外主题乐园及社区商业中心主题乐园。艾特凡斯也将成为洛克互娱提供主题乐园建设整体解决方案。可以看到新管理层入驻后，艾特凡斯作为原上市公司的壳资产，将依托视觉中国全球IP资源，在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。同时，公司在发展战略上也明确了将艾特凡斯从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。我们认为，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。

图 13 艾特凡斯与主题公园业务有望迎来大发展



资料来源：公司网站，爱建证券研究所

### 4.3 打造智慧旅游平台，切入旅游视觉社交

公司于去年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，计划投资不低于人民币3亿元，由公司负责项目的整体投资，建设期限为12个月，计划在今年8月底前完成核心系统开发，年底前正式上线并试运行。该项目采用BOO的建

设方式，由公司在约定的期限内负责设计、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。该平台主要内容以旅游公共服务热线12301号码及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(包含旅游投诉的受理接口)、景区游客承载量统计与预警、旅游形象推广等功能。目前公司项目团队正在对国家智慧旅游公共服务平台项目进行技术开发，依托该平台项目的推进，公司有望进一步加强核心视觉资源优势和业务开发的综合能力。

此外，公司还与联通达成智慧旅游相关合作，跨出了智慧旅游布局重要一步。公司将为联通在17WO全网业务平台、手机阅读平台上，共享智能交通与智慧旅游等相关信息，并参与栏目的策划、开发及运营。我们认为这将助力培养用户旅游信息获取习惯，为下半年将推出的国家智慧旅游平台带来部分的用户流量，也利于后续旅游视觉业务的开拓。

图 14 智慧旅游建设指导规划全景



资料来源：公司网站，爱建证券研究所

## 5、向 C 端进军，B2B2C 等多元化变现途径正在成型

去年8月中央深改组第四次会议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，这意味着传统媒体的集团化发展与向新媒体转型迎来历史性机遇。对于公司而言，未来借此机会与一批传统媒体合作运营新兴互联网平台获取分成收入，有望开启公司向C端进军的步伐。

在公司财报中，我们也可以看到公司向C端渗透的战略变化。首先，与雅昌影艺合作中采取了基础收费+销售分成的模式，授权雅昌影艺将被授权图像制作成框画、明信片、笔记本等产品，产品销售后雅昌影艺向天津华夏视觉支付销售分成。同时，与联通合作的整合营销平台，将助力联通变现以及公司进军整合营销领域。公司提出今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的战略，本次与联通合作为实现此战略的第一步。我们认为，在移动端原生广告兴起的背景下，视觉中国基于视觉内容优势往广告营销方向延伸的成功概率较高。同时，这种B2B2C的商业模式可以扩展至绝大部分对图片及视频等创意元素有一定要求的细分子行业，例如手机杂志、桌面壁纸、主题馆等。更重要的是这种后端收费模式，在版权保护及搜索追踪技术逐渐成熟的环境下，各类衍生模式会越来越多元。

此外，值得关注的是当前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。首先，公司通过旗下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。其次，随着国内消费者个性化消费需求的提升，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。目前公司正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，这也将会为公司带来较大的拓展空间。

图 15 公司向 C 端进军的方式示意图



资料来源：公司网站，爱建证券研究所

## 六、盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

图片库业务作为公司目前发展的核心业务，也是目前的现金流业务，未来发展具有很大的延伸性。同时，结合公司战略上布局三大业务协同发展的进一步明确，尤其是向C端的发展，市场潜力广阔。我们认为无论是视觉内容与服务、视觉数字娱乐还是视觉社交业务板块，公司均具有自身的发展内核与亮点，旗下六大网站也具有在内容、技术与人才方面的自身发展与协同优势。未来随着公司B2B2C模式的不断推进，其自身的业绩也具有较大提升潜力。

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5.16、7.10和9.43亿元，归属于母公司净利润分别是2.54、3.25和3.99亿元，对应全面摊薄每股收益为0.38、0.49、0.60元，当前股价分别对应的动态市盈率为153.95、119.39、97.50倍。

### 6.2 估值

我们就公司主要业务分别考虑如下：

图片库业务：我们参考与公司该模式类似的shutterstock市盈率区间在80-100，对

应市值在130–160亿元左右。同时，假设仅中国在线素材市场潜在规模30亿，公司综合市占率30%，对应6亿净利润，在市场成熟时期给予35倍PE，对应150亿市值。

**智慧旅游：**该业务有望成为公司中期成长支点，参考去哪儿目前380亿市值。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。目前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5500万。考虑到公司智慧旅游平台所具备的流量、底层数据汇集等特点以及作为A股相关互联网标的的稀缺性，公司有望获得更高估值。

**图片社交：**该业务具有长期性，潜在市值成长空间潜力大。目前公司正从B2B 转型成为B2C 型互联网公司。在未来用户高度重合背景下向图片社交转型存在天然用户土壤。我们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。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，公司如能充分延伸该业务将带来较大发展空间。

此外，我们认为随着主题乐园的建设增长以及IP资源的进一步开拓，艾特凡斯也有望迎来跨越式发展。同时，再叠加结合考虑到公司智慧旅游平台价值以及尚未充分反映的C端转型与图片社交未来的成长空间，在公司三大主业各具潜力与亮点的条件下公司未来的市值提升空间依旧较大。

表 4 公司盈利预测结果

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	391.09	515.50	710.31	943.35
增长率(%)	270.75	31.81	37.79	32.81
营业利润	120.99	184.30	263.81	398.84
增长率(%)	861.76	52.33	43.14	22.87
净利润	143.02	255.87	327.47	402.36
增长率(%)	991.76	78.91	27.98	22.87
每股收益(EPS)	0.212	0.379	0.484	0.595
净资产收益率(ROE)	10.43%	15.73%	16.76%	17.08%

数据来源：WIND，爱建证券研究所

## 七、风险提示

- 行业出现负面事件以及盗版侵权风险
- 各平台资源整合与管理进展低于预期
- 智慧旅游业务设计开发进展不达预期

附： 公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表						利润表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	35.12	252.16	521.13	774.38	969.67	营业收入	105.49	391.09	515.50	710.31	943.35
应收和预付款项	42.16	185.14	138.78	301.51	284.29	减：营业成本	71.82	174.48	208.78	277.59	366.96
存货	10.12	7.97	40.99	23.51	62.10	营业税金及附加	0.53	2.71	3.56	4.90	6.60
其他流动资产	90.11	1.51	1.51	1.51	1.51	营业费用	0.99	30.75	40.47	55.69	74.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	22.72	63.24	83.10	114.72	153.11
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.21	-0.81	-4.70	-6.54	-9.84
固定资产和在建工程	5.73	7.77	6.16	4.55	2.95	资产减值损失	5.29	3.89	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	21.52	1017.21	1016.76	1026.31	1010.86	加：投资收益	4.02	0.27	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.16	19.38	18.19	17.00	17.00	公允价值变动损益	4.21	3.90	0.00	0.00	0.00
资产总计	204.92	1491.13	1743.52	2138.78	2353.37	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	12.58	120.99	184.30	263.96	352.09
应付和预收款项	24.39	108.56	103.52	171.27	183.59	加：其他非经营损益	0.49	40.39	100.00	100.00	100.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	13.08	161.38	284.30	363.96	452.09
其他负债	11.35	0.00	0.00	0.00	0.00	减：所得税	-0.03	18.36	28.43	36.36	49.73
负债合计	35.74	108.56	103.52	171.27	183.59	净利润	13.10	143.02	255.87	327.60	402.36
股本	198.75	43.30	43.30	43.30	43.30	减：少数股东损益	8.65	1.25	2.24	2.87	3.52
资本公积	91.40	1067.99	1067.99	1067.99	1067.99	归属母公司股东净利润	4.46	141.77	253.63	324.73	398.84
留存收益	-140.77	247.43	502.61	827.25	1226.00						
归属母公司股东权益	149.38	1358.72	1613.91	1938.54	2320.89						
少数股东权益	19.79	23.85	26.10	28.96	32.48	业绩和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
股东权益合计	169.17	1382.57	1640.01	1967.51	2369.78	EBITDA	14.37	163.91	280.59	352.52	432.18
负债和股东权益合计	204.92	1491.13	1743.52	2138.78	2353.37	净利润	13.10	143.02	255.87	327.47	402.36
						EPS	0.007	0.212	0.381	0.485	0.595
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	BPS	0.223	2.028	2.409	2.893	3.489
经营性现金净流量	-5.63	67.65	130.27	148.67	184.42	PE	8357.14	275.94	153.54	120.62	98.32
投资性现金净流量	2.83	102.24	98.00	92.01	89.00	PB	262.33	28.85	24.28	20.22	16.77
筹资性现金净流量	0.00	-30.07	18.70	25.57	30.87	EV/EBITDA	814.95	14.21	7.36	5.15	3.30
现金流量净额	-2.80	139.83	246.97	266.25	304.29	股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源：WIND，爱建证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

**强烈推荐：**预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

**推荐：**预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

**中性：**预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

**回避：**预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

**强于大市：**相对强于市场基准指数收益率5%以上；

**同步大市：**相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

**弱于大市：**相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼(陆家嘴商务广场)

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com