

视觉中国（000681）中报点评： 现有业务维持稳定，图片社交潜力巨大

分析师：陈勇

执业证书编号：S0300515060002

研究助理：王瑛

Email: chen Yong@lxsec.com

日期：2015年9月22日

www.lxzq.com.cn

事件：

2015年上半年，公司实现营业收入2.02亿元，同比增长8.13%；归属于母公司所有者的净利润4785.21万元，同比增长9.98%；扣除非经常性损益净利润4610.42万元，同比增长6.40%；归属于上市公司股东的净资产14.05亿元，较期初增长3.42%；基本每股收益0.07元。

点评：

1、B端客户变现能力较强。2015年上半年，公司实现营业收入2.02亿元，同比增长8.13%。主营业务收入中视觉内容与整合营销实现销售收入1.94亿元，占比96%，同比上升34.85%，收入增加原因主要有增加了符合客户需求的丰富PGC素材，成功对接更多客户；根据目前市场上客户应用场景的变化提供相应的素材，引入新的授权模式和合作模式；扩展增值服务等。

随着读图时代和碎片化阅读时代的来临，未来市场对于优质素材的需求也会持续增长。公司拥有的素材（图片，视频以及音乐等）丰富且高质量，逐渐建立的反盗版搜索识别技术也能够有效地防止侵权行为，未来B端业务相对稳健。

2、C端凝聚人气打造垂直社区。公司在现有2B平台以电商模式盈利的基础上，计划打造以“视觉”为核心的垂直社区平台，营造PGC生产及消费的完整生态。从北美互联网发展经验来看，pinterest和Instagram等均已拥有大批用户，成为炙手可热的图片社交平台。将来在保证用户体验的基础上，公司一方面可以以广告来变现；另一方面，由于社区里上传照片的人既有一些公司还未签约的专业摄影师，也有一些拍摄技术优秀的业余摄影爱好人群，从中可以选取优秀的作品和人才，向B端电商平台输送，进一步丰富了电商平台的素材库同时实现变现；其次，可以通过给摄影师们提供增值服务来实现变现，比如版权认证服务等等。

公司领投了全球顶尖摄影师图片社区500px，500px为全球顶尖的摄影师图片社区网站，拥有超过600万注册摄影师会员，每月活跃会员数量超过100，拥有5500万张以上优质图片素材

材。投资500px图片社区是公司打造垂直社区平台的重要一步，在500px向公司全面开放其技术平台、图片素材库、运营经验、会员体系等资源后，双方可以共同打造专业摄影社区的中文网站和相关联的APP产品。

公司目前着力打造的智慧旅游平台在实现基本功能，形成一定的数据流量后，也可作为一个C端平台，完成公司在旅游领域的C端业务扩展；另外，公司收购湖北司马彦公司，该公司主要从事字帖图书的编写、策划、制作和发行，市场占有率在70%以上。将来公司可以基于6000万级别的线下K12用户，结合公司优质视觉内容及互联网平台技术，将包括字帖在内的教育资源数字化、视觉化，进而提供针对K12群体的视觉产品增值服务，形成高效的线上线下互动模式，完成教育领域2B向2C业务的延伸；此外公司还会与相关智能终端企业合作开发锁屏、壁纸等个性化终端产品，直接面对C端用户。

3、数字娱乐视觉向IP运营转型，尚处整合期拖累业绩。上半年公司数字娱乐视觉解决方案实现销售收入795.63万元，同比下降81.46%，在该业务中，公司在战略上将由系统集成供应商转型为IP运营商，由重资产向轻资产转型。公司控股子公司艾特凡斯主营数字娱乐业务，2015年5月11日，艾特凡斯与洛克互娱智能科技有限公司签订了《战略合作协议》，共同发展建设《洛克王国》等大型室内外主题乐园及城市综合体主题乐园的互动项目。

近年来，IP在娱乐领域的地位越来越重要，但是对于视觉中国来说，未来如何真正做到管理和运营好IP，实现IP价值的流转和最大化，由重资产向轻资产转型，还具有很大不确定性，未来一到两年内，公司主营业务收入可能还是来源于视觉内容和整合营销，但是公司丰富的素材库储备可能会对该项业务提供一些帮助。

4、盈利预测及评级。预计2015-2017年净利润增速分别为9.67%，60.39%和50.23%，EPS分别为0.22、0.36、0.53元，对应上一交易日（2015/9/21）收盘价的市盈率为96、60、40倍；尽管公司相对估值稍高，但是考虑到未来由2B向2C业务衍生，社交平台潜力较大，艾特凡斯向IP运营商转型成功等可能因素，不排除超预期的可能。

首次给予公司“增持”评级。

6、风险提示：1) C端业务扩展不达预期，2) 旅游平台推出不及预期，3) 宏观经济下滑导致下游广告行业低迷。

图表1 盈利预测表

百万元（人民币）	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	105.49	391.09	518.20	784.06	1085.25
<i>增速</i>	<i>192.34%</i>	<i>270.75%</i>	<i>32.50%</i>	<i>51.31%</i>	<i>38.41%</i>
营业成本	71.82	174.48	210.66	302.54	385.92
<i>毛利率</i>	<i>31.92%</i>	<i>55.39%</i>	<i>59.35%</i>	<i>61.41%</i>	<i>64.44%</i>
销售费用	0.99	30.75	41.46	62.72	86.82
管理费用	22.72	63.24	83.95	126.23	173.64
财务费用	(0.21)	(0.81)	(1.81)	(1.96)	(2.17)
营业利润	12.58	120.99	176.23	285.16	429.81
利润总额	13.08	161.38	179.63	289.16	434.81
归属于母公司所有者的净利润	4.46	141.77	155.48	249.38	374.63
<i>增速</i>	<i>-31.29%</i>	<i>3079.58%</i>	<i>9.67%</i>	<i>60.39%</i>	<i>50.23%</i>
基本每股收益(元)	0.02	0.23	0.22	0.36	0.53

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。