

视觉中国(000681)/文化传媒

稀缺的平台型公司, 读图时代扬帆起航

评级: 增持(首次)

市场价格: 19.14

目标价格: 23.1

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

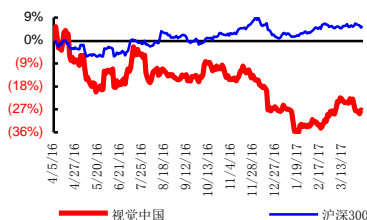
联系人: 熊亚威

电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	197
市价(元)	19.14
市值(百万元)	13,409
流通市值(百万元)	3,764

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	391.09	542.90	722.37	985.05	1,300.99
增长率 yoy%	49.26%	38.82%	33.06%	36.36%	32.07%
净利润	141.77	157.56	217.73	295.67	389.39
增长率 yoy%	689.56%	11.14%	38.19%	35.80%	31.69%
每股收益(元)	0.21	0.22	0.31	0.42	0.56
每股现金流量	0.10	0.17	0.41	0.37	0.50
净资产收益率	10.43%	7.57%	9.47%	11.40%	13.05%
P/E	99.15	169.01	61.58	45.35	34.44
PEG	0.14	15.18	1.61	1.27	1.09
P/B	10.35	19.35	9.54	6.66	6.45

备注: 公司之前通过反向收购借壳上市, EPS 根据法律上母公司总股本数为测算基准

投资要点

- 公司以 PGC 视觉内容为核心, 是全中国最大的正版图片版权交易平台。**上游拥有 240 多家供应商, 超过 1.5 万供稿人, 下游对接 4500 家媒体, 超过 105 00 家企业机构。储备超图片 2.7 亿张, 视频 457 万条, 音频 30 万条。预计市场占有率超过 50%。公司借壳上市后加速生态布局, 整合上下游资源, 将业务延伸至旅游、教育等 2C 端产业。
- 公司拥有稀缺的多边平台型商业模式, 成功实现卡位。**供需两端群体越大, 平台价值越大, 从而吸引更多用户, 形成自我加强的网络效应。这一模式拥有边际成本低、轻资产、现金流好、议价能力强、自我加强等诸多优点, 公司在此基础上不断开发、提供创新型的增值服务, 进一步提升平台价值。
- 海外借鉴: 储备内容, 渗透 C 端, 不断延伸布局。**结合 Getty、Shutterstock、Pinterest 等海外公司发展经验, 我们认为内容资源是平台的核心优势, 并购是最快而有效的获取方式。同时, 向 C 端市场发展是大势所趋, 会为公司打开更加广阔的空间。在这一趋势下, 不断发掘新模式, 不断进行微创新, 不断进行延伸布局。
- 汇聚全球优质资源, 精细耕作构筑壁垒。**公司和全球第一大图片供应商 Getty 战略合作, 国内独家代理, 先后完成大中华区最大娱乐通讯社东星娱乐、全球高端图片库 Corbis 的收购, 参股加拿大顶尖摄影师社区 500px, 建立起强大的护城河, 竞争优势显著。
- 携手腾讯, 搭建网络内容新生态, 打开新的增长空间。**在移动互联网与读图时代, 视觉内容已经成为连接媒体、品牌以及消费者的最高效的传播媒介。公司与腾讯战略合作, 为超过 20 多万企鹅号自媒体服务, 未来将与更多第三方平台合作, 有效对接 C 端与小 B 用户, 拓展长尾市场。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预测视觉中国 2016-2018 年实现收入分别为 7.22 亿元、9.87 亿元、13.07 亿元, 同比增长 33.06%、36.57%、32.45%; 实现归母净利润 2.19 亿元、2.95 亿元、3.86 亿元, 同比增长 38.97%、34.6%、30.86%; 对应 2016-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.31 元、0.42 元、0.55 元。给予公司 2017 年 55 倍 PE, 目标价 23.1 元, 首次覆盖, 予以买入评级。
- 风险提示:** 公司业务整合及协同性不达预期; 收购标的无法完成业绩承诺; C 端业务拓展不及预期; 盗版风险; 市场风险偏好下行。

内容目录

专注视觉发展，借壳上市后加速布局	- 6 -
公司发展经历三阶段，借壳上市后加速布局.....	- 6 -
以“视觉”为核心，坚持“互联网+文化创意+行业”战略.....	- 7 -
公司股权结构稳定，管理层利益一致，深耕行业多年.....	- 7 -
主营业务稳定增长，毛利率保持较高水平.....	- 8 -
拥有稀缺的多边平台型商业模式，行业处于快速增长期	- 10 -
稀缺的多边平台型商业模式，卡位优势明显.....	- 10 -
看图时代，行业高速增长，集中度提升龙头受益.....	- 13 -
技术发展刺激需求，版权意识日益增强.....	- 15 -
海外借鉴：内容资源是核心，C端发展大势所趋	- 18 -
Getty：开创引领在线授权模式，兼并收购奠定全球视觉素材龙头地位....	- 18 -
Shutterstock：抓住用户痛点，借助微利图片快速崛起.....	- 20 -
Pinterest & Instagram：探索图片社交新模式.....	- 23 -
海外借鉴：储备内容，渗透C端，不断延伸布局.....	- 25 -
国内最大 PGC 视觉内容平台，向长尾市场不断延伸	- 26 -
汇聚全球优质资源，精细耕作构筑壁垒.....	- 26 -
全球范围投资布局，整合拓展优质内容.....	- 30 -
挖掘C端用户，拓展长尾市场，实现新增长.....	- 37 -
携手腾讯，搭建网络内容新生态.....	- 39 -
布局智慧旅游、教育等领域，“+行业”战略稳步推进	- 41 -
收购上海卓越51%股权，强化全产业链的整合营销服务能力.....	- 45 -
参股49%司马彦字帖，快速进入教育产业.....	- 45 -
盈利预测与估值	- 46 -
盈利假设与盈利预测.....	- 46 -
估值与投资建议.....	- 47 -
风险提示	- 48 -

图表目录

图表 1：公司发展经历三阶段	- 6 -
图表 2：视觉中国“互联网+文化创意+行业”战略布局情况	- 7 -
图表 3：视觉中国股权结构图	- 8 -
图表 4：视觉中国营收及净利情况（百万）	- 9 -
图表 5：视觉中国借壳上市后营收结构（%）	- 9 -
图表 6：视觉中国毛利率与净利率情况（%）	- 9 -
图表 7：不同业务主体毛利率情况（%）	- 9 -
图表 8：视觉中国拥有多边平台型商业模式	- 10 -
图表 9：“三步走”实现平台价值	- 11 -

图表 10: 商业图片平台采用的主要运营模式.....	- 12 -
图表 11: 主流的图片购买模式.....	- 12 -
图表 12: 多变平台型公司案例.....	- 13 -
图表 13: 中国图像素材行业市场规模及增速.....	- 13 -
图表 14: 网络广告市场高速增长.....	- 14 -
图表 15: 微博用户数高速增长 (单位: 亿人)	- 14 -
图表 16: 中国广告市场规模及增速.....	- 14 -
图表 17: 中国广告市场占 GDP 的比重.....	- 14 -
图表 18: 对图片市场规模的相关预测.....	- 15 -
图表 19: 2014 年前后正版图片市场格局.....	- 15 -
图表 20: 新媒体对图片需求激增.....	- 16 -
图表 21: 一图胜万言.....	- 16 -
图表 22: 原创图片价值不断凸显.....	- 17 -
图表 23: 国家对视觉素材在内的知识产权保护力度日益增强.....	- 17 -
图表 24: 一些企业为使用正版图片支付上百万元.....	- 18 -
图表 25: 主流媒体图片采购正版化趋势明显.....	- 18 -
图表 26: Getty Images 发展历程.....	- 19 -
图表 27: Getty Images 免费开放图片并可分享到社交媒体.....	- 19 -
图表 28: Getty 创新的后端收费商业模式.....	- 20 -
图表 29: shutterstock 的发展历程.....	- 21 -
图表 30: shutterstock 的商业模式.....	- 21 -
图表 31: 传统的图片来源及痛点.....	- 22 -
图表 32: 2010-2015 年 shutterstock 收入 (亿)	- 22 -
图表 33: Shutterstock 净利率与毛利率情况.....	- 22 -
图表 34: Pinterest 发展历史.....	- 23 -
图表 35: Pinterest 的内容生成界面.....	- 23 -
图表 36: Pinterest 的内容收藏与分享界面.....	- 23 -
图表 37: Instagram 发展历史.....	- 24 -
图表 38: Pinterest 与 Instagram 重要数据对比.....	- 24 -
图表 39: 图片市场投资并购近两年呈加速趋势.....	- 25 -
图表 40: 图片经济带动模式创新丰富.....	- 25 -
图表 41: In 模式: 贴纸+标签引入消费场景.....	- 26 -
图表 42: 视觉中国的运营版图.....	- 27 -
图表 43: 视觉中国主要业务板块.....	- 27 -
图表 44: 公司素材数量快速攀升.....	- 28 -

图表 45: 视觉中国与全球全球 240 余家版权机构独家合作	- 28 -
图表 46: 2013 年华夏视觉与汉华易美前五大客户情况	- 29 -
图表 47: 2015 年视觉中国前五大客户情况	- 29 -
图表 48: 视觉中国拥有超过 15000 家客户	- 29 -
图表 49: 视觉中国的内容素材来源	- 30 -
图表 50: vcg.com 主页	- 31 -
图表 51: vcg.com 业务构架	- 31 -
图表 52: 东星娱乐公司主业	- 32 -
图表 53: 东星娱乐拥有众多合作客户	- 32 -
图表 54: 东星娱乐为视频网站定制点播	- 33 -
图表 55: 视觉中国与 Getty 香港间的资金流情况	- 34 -
图表 56: 视觉中国 Corbis 专区	- 35 -
图表 57: Corbis 经典图片	- 35 -
图表 58: Corbis 发展历程	- 36 -
图表 59: Corbis 增长策略	- 36 -
图表 60: 从 B 端到 C 端, 用户量级不断提升	- 37 -
图表 61: 视图网微利图片销售模式	- 37 -
图表 62: 视觉中国与手机厂商推出锁屏壁纸有望成为新的流量入口	- 38 -
图表 63: 视觉中国与多家厂商合作锁屏新媒体	- 38 -
图表 64: 视觉中国与腾讯的合作模式	- 39 -
图表 65: 腾讯打造正版内容生态	- 40 -
图表 66: 若与微信公众平台合作带来的新增图片市场空间测算	- 40 -
图表 67: 国内拥有众多自媒体平台	- 41 -
图表 68: 视觉中国“+行业”业务版图	- 41 -
图表 69: 12301 项目进展	- 42 -
图表 70: 12301 国家智慧旅游公共服务平台	- 42 -
图表 71: 全国导游公共服务监管平台	- 42 -
图表 72: 亿讯集团整体业务分布	- 43 -
图表 73: 亿讯集团营收净利润 (万)	- 43 -
图表 74: 亿讯集团营收结构 (万) 及增速 (%)	- 43 -
图表 75: 亿讯集团承诺利润情况	- 44 -
图表 76: 360°DarkRide 《封神传奇》	- 44 -
图表 77: 环境 4D 影院《海底精灵城》	- 44 -
图表 78: 上海卓越业绩承诺 (万)	- 45 -
图表 79: 上海卓越主要财务数据 (万)	- 45 -

图表 80: 司马彦字帖在 K12 领域具有重大影响力	- 46 -
图表 81: 湖北司马彦业绩承诺 (万)	- 46 -
图表 82: 视觉中国旗下公司的业绩承诺情况 (单位: 百万元)	- 46 -
图表 83: 视觉中国分业务收入增长预测 (单位: 百万元)	- 47 -
图表 84: 可比公司估值情况 (截止 2017 年 3 月 28 日)	- 47 -
图表 85: 指数及海外标的估值情况列举	- 48 -
图表 86: 视觉中国财务报表预测	- 49 -

专注视觉发展，借壳上市后加速布局

- 视觉中国以 PGC 视觉内容为核心，是全中国最大的正版图片版权交易平台。公司拥有视觉内容与服务、视觉数字娱乐和视觉社交三大业务板块，坚持“互联网+文化创意+行业”战略目标。借壳上市后加速布局，通过并购等方式向互联网传媒与娱乐、旅游、教育等行业延伸，并整合全球资源不断完善视觉生态，有望成为全球视觉产业龙头。

公司发展经历三阶段，借壳上市后加速布局

- **阶段一（2000~2005）：**以编辑类图片起家，中国第一个图片库网站诞生，改变行业寻图习惯。
- **阶段二（2005-2013）：**与 Getty Image 合作，进入创意类图片市场，不断拓展素材种类与来源。
- **阶段三（2014-至今）：**成功借壳上市，加速资源整合与生态布局。

图表 1：公司发展经历三阶段

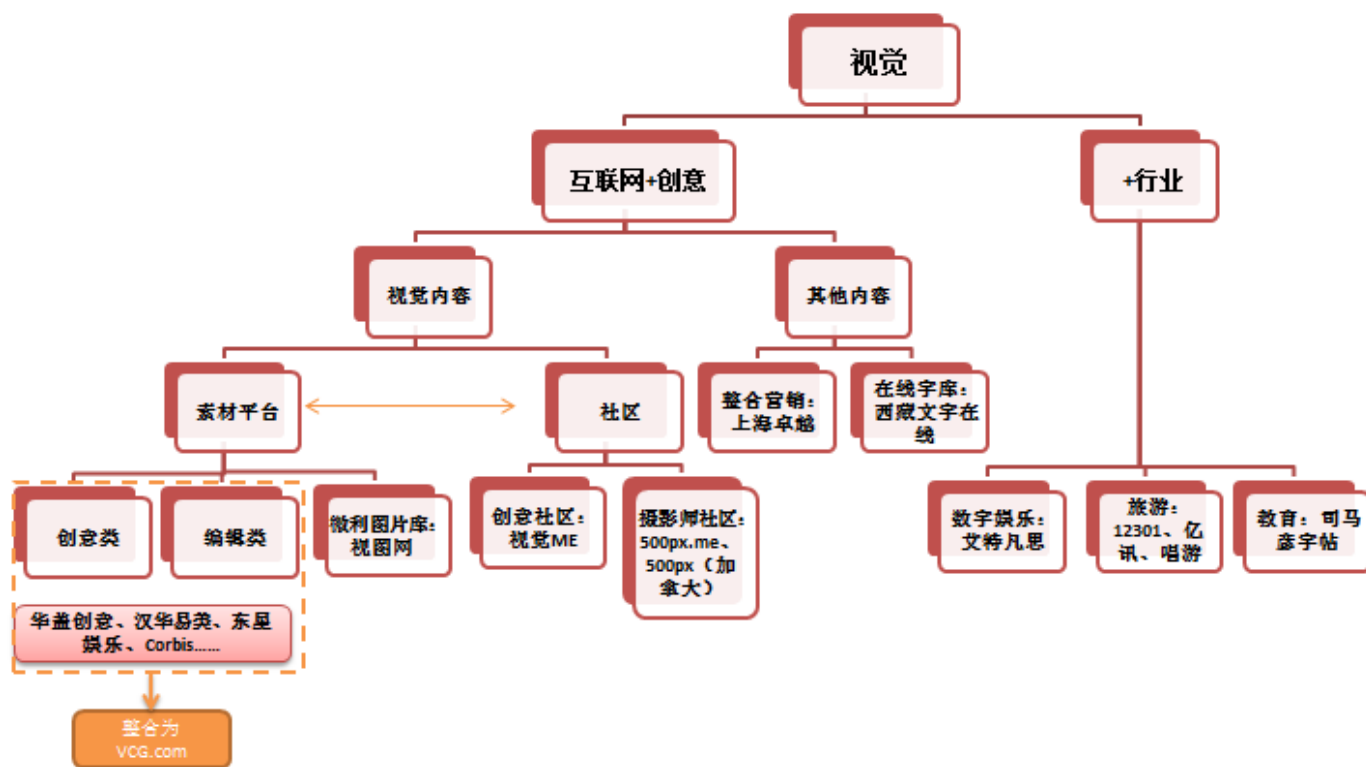


来源：公司公告、中泰证券研究所

以“视觉”为核心，坚持“互联网+文化创意+行业”战略

- 公司紧紧围绕“视觉”这一核心业务，坚持“互联网+文化创意+行业”战略目标，构建视觉内容与服务、视觉数字娱乐、视觉社交社区三大板块。
- 整合视觉产业上下游资源，并将业务延伸至旅游、教育等 2c 端产业。公司通过资本并购的手段加速业务发展和市场整合：
 - 一方面围绕视觉内容，投资上游的图片库（500px、Corbis、Getty 香港），同时也投资进入下游数字营销领域（上海卓越）；
 - 另一方面积极进军与文化创意相关的旅游（启动国家智慧旅游平台项目）、教育（投资司马彦字帖）等行业，打造以视觉为核心的多业务板块高度协同发展的领袖型文化集团公司。

图表 2：视觉中国“互联网+文化创意+行业”战略布局情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

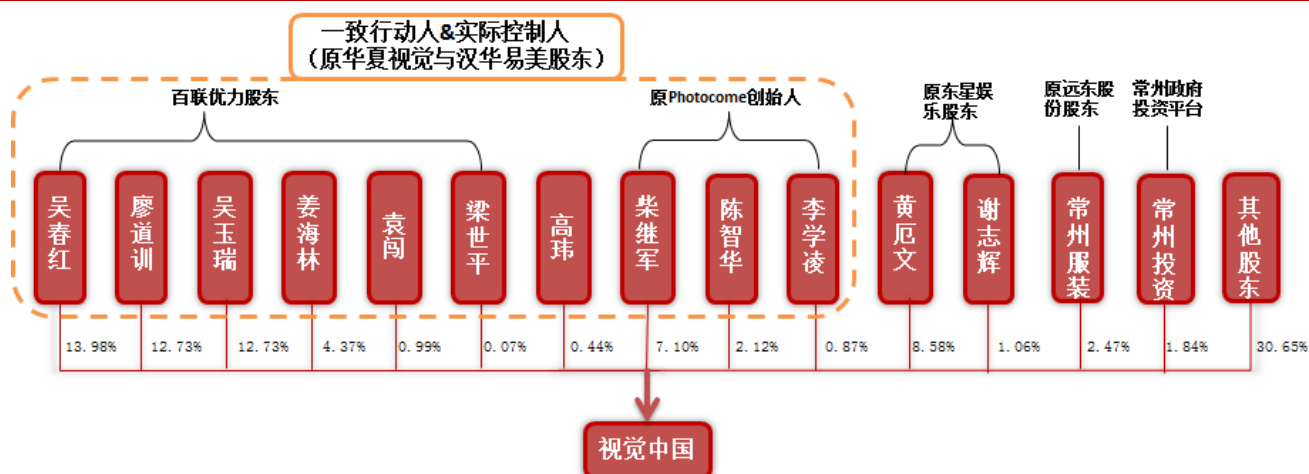
公司股权结构稳定，管理层利益一致，深耕行业多年

- 公司股权结构稳定，实际控制人持股超 55%。
 - 截止 2016 年前三季度，公司十名一致行动人暨实际控制人股权比例超过 55%，十人均为原华夏视觉与汉华易美股东。其中吴春红、廖道训、吴玉瑞、姜海林、袁闯、梁世平为百联优力最早的出资人，柴继军、陈智华、李学凌为原 Photocomme 创始人。十名一致行动人在借壳上市时承诺 60 个月不转让股权（截止 2019 年 4 月）。
 - 其他重要股东中，黄厄文、谢志辉等原东星娱乐股东，解禁时间为 2017 年 4 月。常州服装为原远东股份股东，常州投资为常州市政

府下面国有独资投资平台，属于战略投资。

- **公司股东与高管利益一致，行业深耕多年，经验丰富。**
 - 廖杰：公司董事长，廖道训、吴玉瑞之子（合计持股 25.5%），同时担任中国智能交通系统（控股）有限公司董事会主席，带领百联优力投资 Photocome。
 - 梁军：公司总裁，吴春红之女、梁世平之妹（吴春红与梁世平合计持股 14.05%），自华夏视觉设立以来一直担任华夏视觉的首席执行官。
 - 柴继军：公司董事、副总裁、总编辑、董秘（持股 7.1%）。1995-2006 年任中国青年报图片编辑、摄影记者，2006 年至今一直担任华夏视觉、汉华易美的总编辑。
 - 公司股东中吴春红、廖道训、吴玉瑞均已退休。姜海林还担任中国智能交通系统（控股）有限公司（HK.1900）执行董事、行政总裁。
- **经验丰富的控股人可以有效的引导公司的发展，制定长远的战略布局，在关键时刻妥善解决公司面临的问题。这样的股权结构有利于公司进行高效、正确决策，探寻未来的发展方向，增长路径，在公司快速成长期起到了积极作用。**

图表 3：视觉中国股权结构图

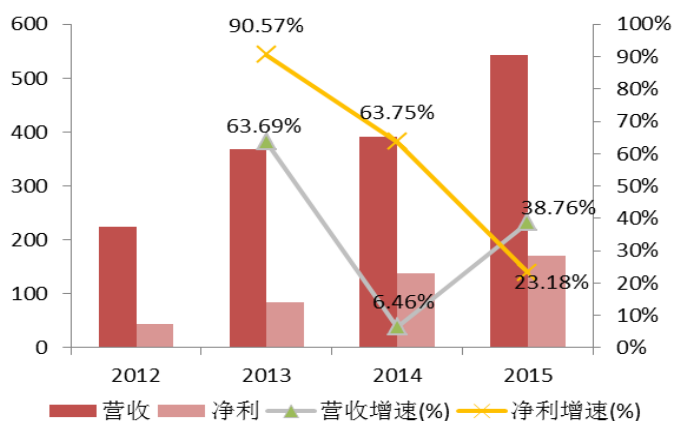


来源：公司公告，中泰证券研究所

主营业务稳定增长，毛利率保持较高水平

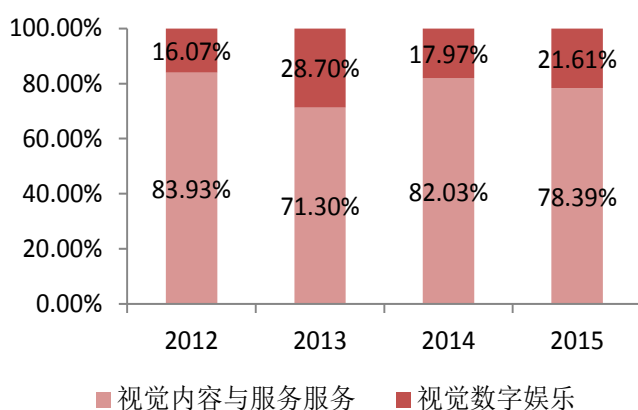
- **利润相对高速增长，营收结构稳定，未来有望继续高速增长。**近几年公司营收增速在 2014 年触底后反弹，净利润则保持了较高增速。2015 年，公司业绩表现亮眼，总体营业收入 5.42 亿，同比增长 38.76%。其中视觉内容与服务业务实现营业收入 4.25 亿元，同比增长 32.66%，占整体营收的 78.39%；视觉数字娱乐业务实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 66.92%，占整体营收的 21.61%。

图表 4: 视觉中国营收及净利情况 (百万)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 视觉中国借壳上市后营收结构 (%)



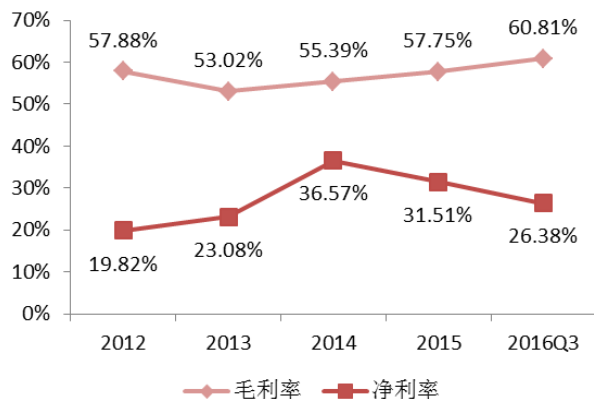
来源: wind, 中泰证券研究所

■ 毛利率、净利率及成本费用结构相对平稳，2016 前三季度的毛利率指标出现小幅提升，其主要原因是：

- 视觉增值业务增长较快。发行人的视觉增值业务自 2013 年起快速增长，占收入的比重不断提高，视觉增值业务主要包括定制化服务、创意众包等，此类业务毛利率高于视觉素材销售业务；
- 公司知名度上升，平台影响力增加，交易活跃度提高，公司支付给本土供应商的分成比例有所下降，从而提高了公司的毛利率水平。
- 开发自有图像追踪系统，大幅降低维权及客户拓展成本。2016 年年初视觉中国开发出了自有的图像追踪系统，通过人工智能、图像比对、爬虫技术，能够清晰地追踪图片去向，获取到客户需求及喜好等相关数据。

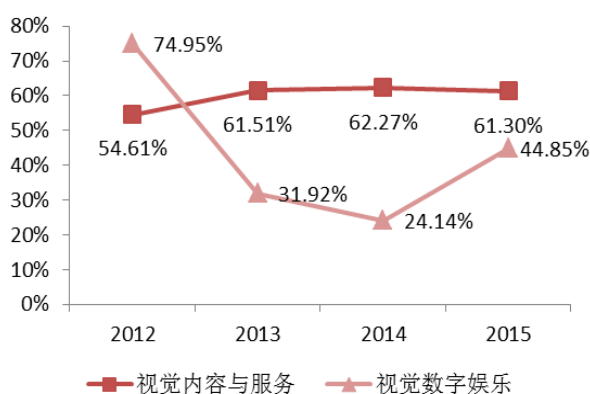
■ 随着拥有较高利润率的视觉内容服务占比不断提升，公司整体利润率水平有望保持稳定并逐步提升。公司净利率水平在 2016 年以来，单季净利率水平高于同期的 2015 年，由于公司的很大一部分业绩确认在第四季度，因此预计 2016 年净利率水平高于 2015 年，未来有望稳中有升。

图表 6: 视觉中国毛利率与净利率情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 不同业务主体毛利率情况 (%)



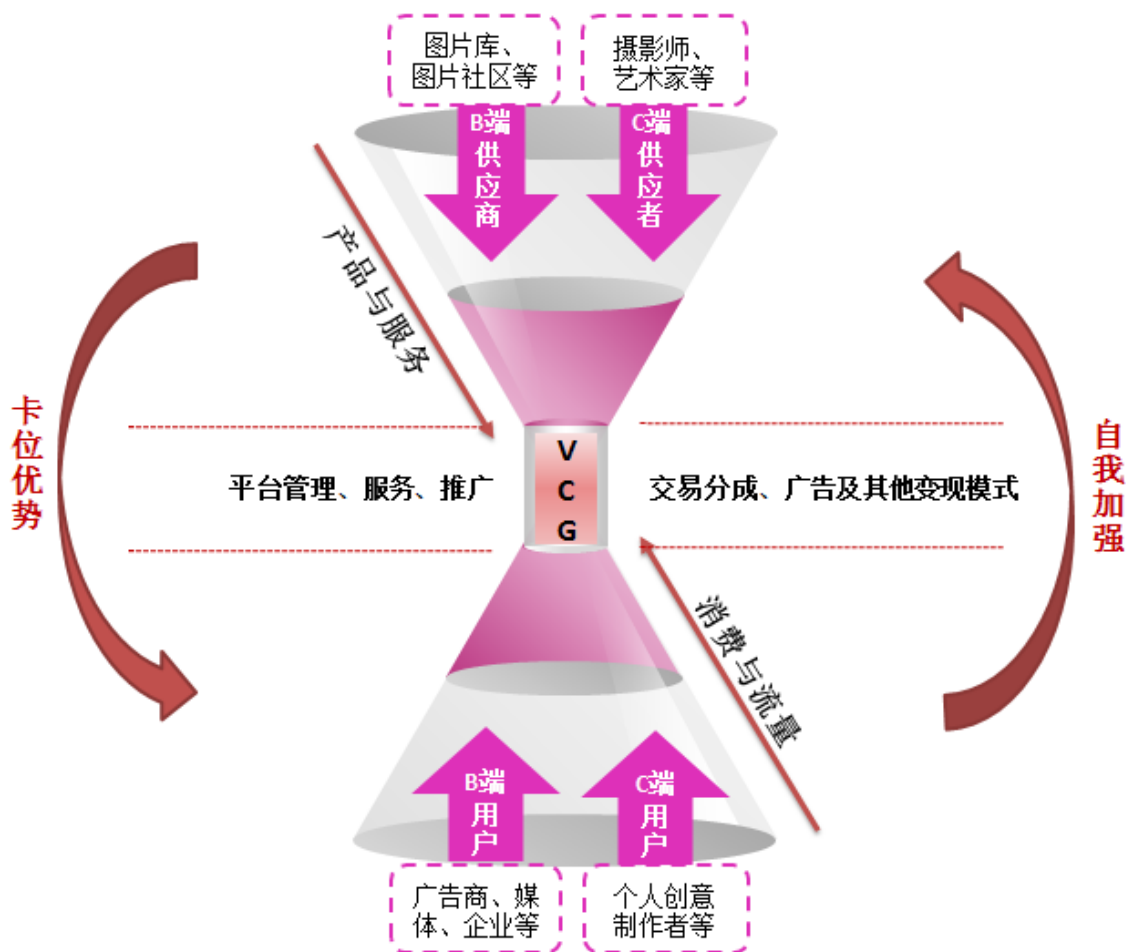
来源: wind, 中泰证券研究所

拥有稀缺的多边平台型商业模式，行业处于快速增长期

稀缺的多边平台型商业模式，卡位优势明显

- 用户群体越大，平台价值越大，从而吸引更多用户，形成自我加强的网络效应。多边平台将两个或者更多有明显区别但又相互依赖的客户群体集合在一起，平台成为这些客户群体的中介来创造价值。多边平台对于某个特定用户群体的价值基本上依赖于这个平台“其他边”的客户数量。

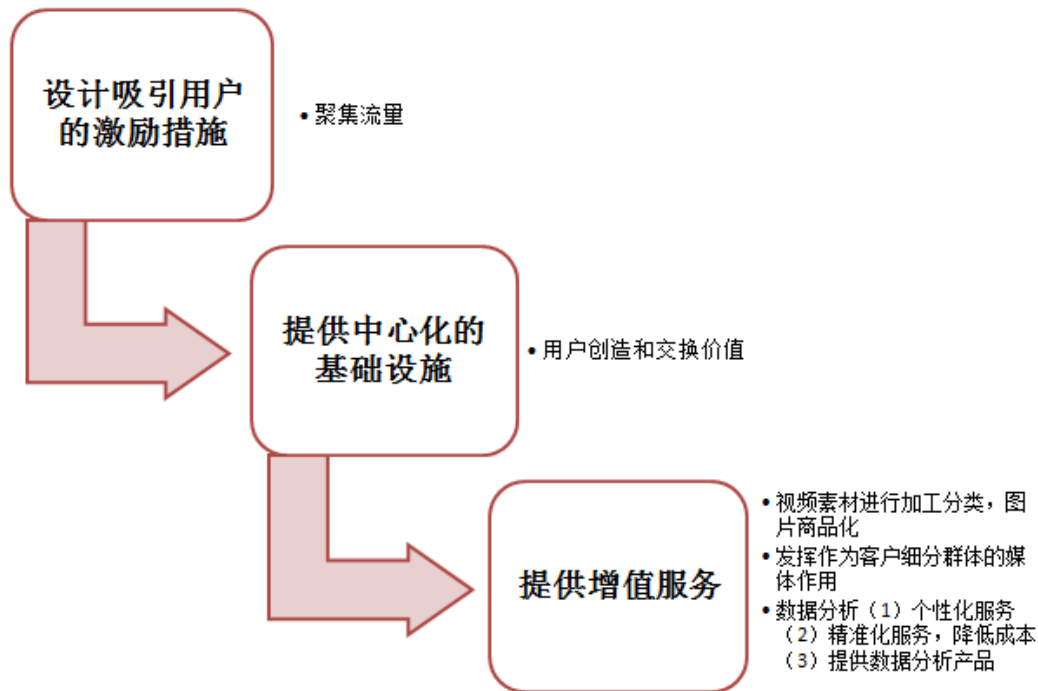
图表 8：视觉中国拥有多边平台型商业模式



来源：中泰证券研究所

- 整体模式的核心资源是平台，三个关键业务通常是平台推广，平台管理，和服务提供。通常通过设计吸引用户的激励措施、提供中心化的基础设施、提供增值服务三步来体现平台价值：

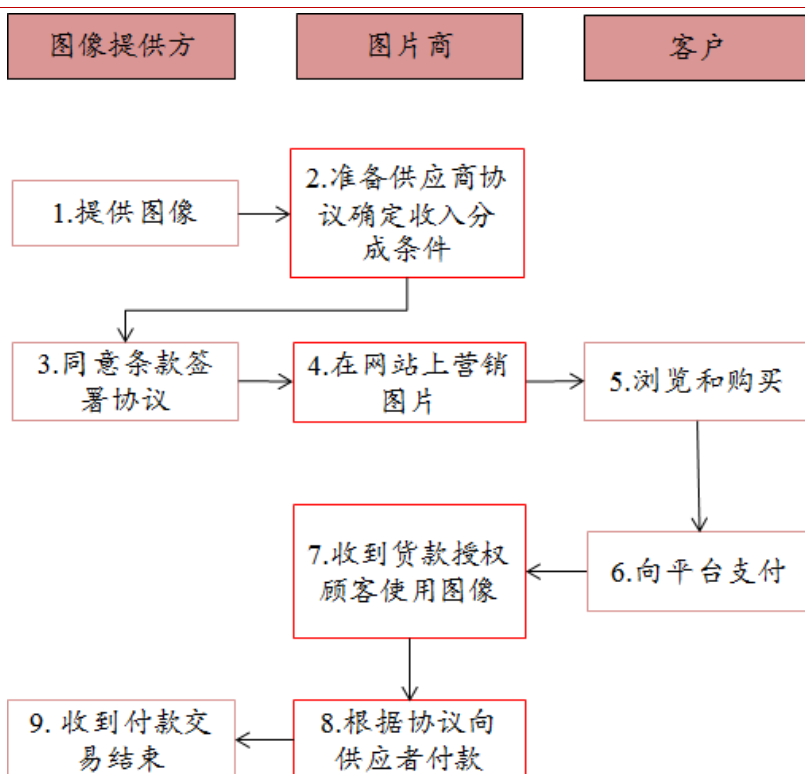
图表 9：“三步走”实现平台价值



来源：中泰证券研究所

- 多边平台型商业模式是信息时代最优秀的商业模式之一，拥有边际成本低、体系自我加强、现金流好等诸多优势。目前比较成功的案例在国外有苹果、谷歌等，国内有腾讯、阿里、视觉中国等。这些公司虽然在盈利来源等方面存在差异，但都充分发挥了多边平台的优势，在各自的领域内成为龙头。
 - 产品与服务可大规模复制，平台边际成本几乎为 0。互联网时代下，多边平台提供产品与服务可以进行大规模复制，边际成本几乎为 0。
 - 平台实现卡位，生态体系自我加强，最终成为行业龙头。供应商会选择拥有更多下游消费者的平台，而消费者会选择拥有更多上游供应商的平台。多边平台是整个生态体系中的核心，随着两边群体的不断增加，平台价值不断加强，从而吸引更多的供给与需求方。形成不断自我加强的正向循环。在这一过程中，规模经济效应不断放大，整个体系的壁垒越来越高，后来者很难在同一纬度内与之竞争，最终成为行业龙头。
 - 轻资产，议价能力强，利润率高，现金流好。平台基本不涉及库存及物流费用，用户增加的边际成本低，利润率较高。同时平台对于上游有较强的议价能力。下游客户多采用即时付款或预付款付费方式，不会出现欠款问题，而对于上游内容提供方，平台在下游交易完成后再给予上游收益分成，因此现金流表现良好。

图表 10: 商业图片平台采用的主要运营模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 主流的图片购买模式

简称	全称	基本内容
RM	Royalty-Managed	版权管理模式： 用户取得的使用授权受次数、时间、空间和用途等条件限制。客户每次使用该类图片，都必须获取使用授权，授权价格是根据最终客户使用的次数、用途、地域、使用期限、使用周期、图片大小等因素来计算的。最终用户也有机会买断图片的使用权。
RF	Royalty-Free	免版税模式： 用户取得的使用授权具有非排他性授权使用的特征。用户购买使用授权后，其使用图片不受使用次数、时间、空间、用途限制。RF产品的授权价格主要取决于图片的尺寸，而非根据特定用途。用户一旦购买了RF图像产品，可以在多重时间内用于多个用途，而不需付任何附加费用（非法用途除外）。RF图像产品只供购买者自己使用，不可以转让或再次出售，也不能被被买断独家使用权。
PE	Price-Easy	简单定价模式： 其授权价格基于RM模式，但是被预先设定好使用次数、时间、空间和用途。这样图片的定价相对可以标准化，简化了图片买家的购买流程。PE模式的图片，其基本预设参数如：使用1次，有效期2年，限中国大陆地区。

来源：中泰证券研究所

- **并购加强。**并购带来的协同效应非常强，客户可能会重合，但资源数量叠加后可以带来更强的马太效应

图表 12: 多变平台型公司案例

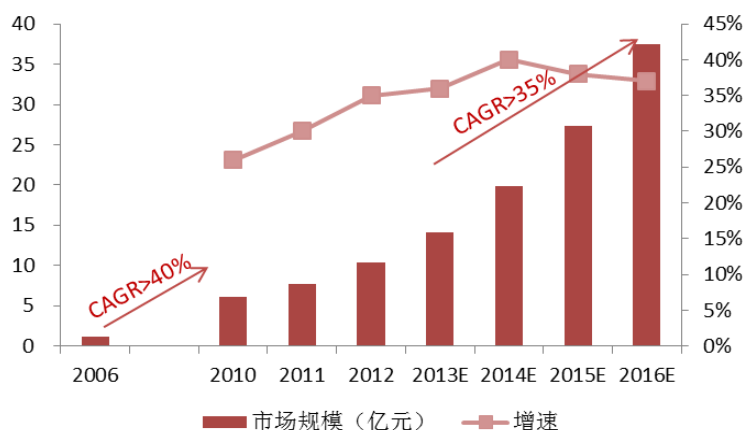
平台	用户	供应商	盈利来源	
国外	苹果	iPhone、iPad、iPod 等终端用户 (ios、APP Store 用户)	各种应用及内容供应商	硬件, 应用及服务交易分成
	Facebook	社交用户	各种应用及内容供应商	广告, 应用及服务交易分成
	谷歌	搜索、地图、安卓等用户	各种应用及内容供应商	广告, 应用及服务交易分成
国内	腾讯	QQ、微信、应用宝等用户	各种应用及内容供应商	会员, 广告, 应用及服务交易分成
	天猫&淘宝	网购者	商家	商户, 广告, 支付宝
	视觉中国	媒体、企业、个人等	摄影师、艺术家、图片库等	图片交易分成

来源: 中泰证券研究所

看图时代, 行业高速增长, 集中度提升龙头受益

- 中国视觉素材行业起步晚, 目前处于高速成长期。赛迪顾问在 2013 年发布的《中国图像素材行业研究报告》中指出 2012 年行业整体规模约 10 亿元, 未来几年有望保持 40%左右的高速增长。普华永道发布的《2012-2016 年全球娱乐及媒体行业展望》指出, 2011 年图片市场规模在广告市场规模中占比不足 0.5%, 即不足 2 亿美元; 同期, 美国的图片行业市场规模占广告市场规模比例为 2.4%, 市场规模约 40 亿美元。全球图片市场在经历 20 多年的发展仍能保持 20%以上的发展, 中国图片市场处于刚刚起步阶段, 未来潜力巨大。

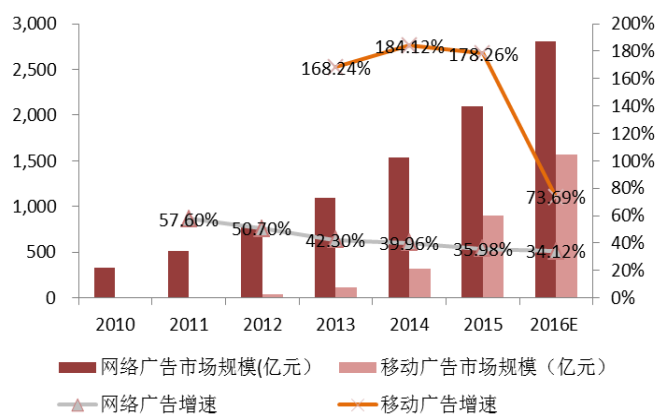
图表 13: 中国图像素材行业市场规模及增速



来源: 赛迪顾问, 中泰证券研究所预测

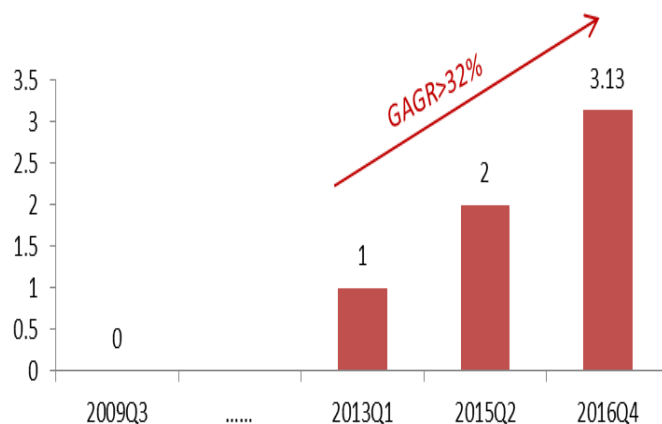
- 根据以上数据及产业调研情况, 我们做出如下预测:
 - 我们参照了网络广告增速、微博活跃用户增长等数据, 预测 2012-2016 市场复合增长率为 27%(保守)-43%(乐观), 对应 2016 年中国图像素材市场规模约 27 亿元-43 亿元。

图表 14: 网络广告市场高速增长



来源: wind, 中泰证券研究所

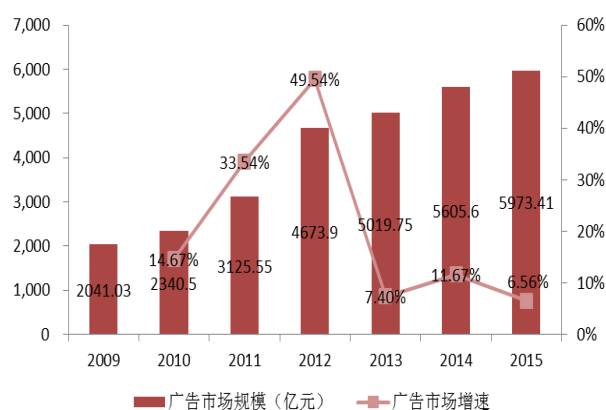
图表 15: 微博用户数高速增长 (单位: 亿人)



来源: 微博财报, 中泰证券研究所

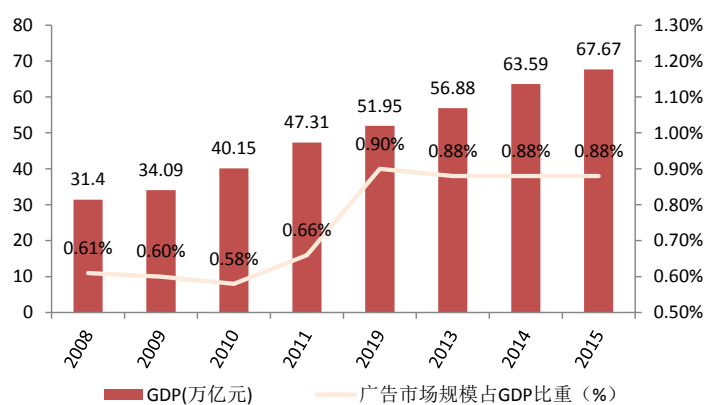
➤ 图片素材交易与整个文化传媒市场的发展息息相关。参考美国微利图库 Shutterstock 的数据, 图片素材交易与广告业息息相关, 图片素材交易市场在美国占据了广告业产值的 2.4%。根据过去十年数据, 中国广告市场规模占 GDP 的比重持续稳定在 0.5%-0.9% 区间范围, 2015 年中国广告市场规模约为 5973.41 亿元, 同比增长 6.56%, 假设广告市场占 GDP 比重稳定, 未来保持 6% 的年复合增长率, 则 6 年内有望达到 9000 亿元的市场规模, 多家市场机构未来广告市场规模有望突破万亿元。我们假设到 2023 年广告市场规模达到 6000-9000 亿元, 随着国内版权保护加强图片市场占比达到 2%-2.5%, 则对应图片市场潜在规模为 120 亿元-225 亿元。

图表 16: 中国广告市场规模及增速



来源: 国家统计局、中国广告协会, 中泰证券研究所

图表 17: 中国广告市场占 GDP 的比重



来源: 国家统计局、中国广告协会, 中泰证券研究所

➤ 2016 年视觉中国视觉素材业务同比增长 27%-37%, 对应收入 5.41 亿元-5.84 亿元, 占市场总规模比例 12%-22%, 在 2012 年这一比例为 18.56%, 预测区间相对合理, 未来随着公司在微利图片等领域持续发力以及行业正版化率提升, 占比有望迅速提升。

图表 18: 对图片市场规模的相关预测

预测区间	2012-2016CAGR	2016市场规模预测	潜在市场规模测算	2016公司视觉素材业务收入增长预测	2016公司视觉素材业务收入预测	收入占市场规模比例
保守	27%	27.06	120	27%	5.41	12%
乐观	43%	43.49	225	37%	5.84	22%

来源: 中泰证券研究所

- 正版图片市场集中度不断提升, 视觉中国作为绝对龙头受益其中。在 2014 年前后, 视觉中国占据国内商业类视觉素材市场份额超过 50%, 媒体类视觉素材份额超过 30%, 龙头地位不可撼动。公司借壳上市后加速发展, 排除非市场化特性的新华社, 我们预测视觉中国在正版图片交易市场公司实际市占率超 50%。

图表 19: 2014 年前后正版图片市场格局

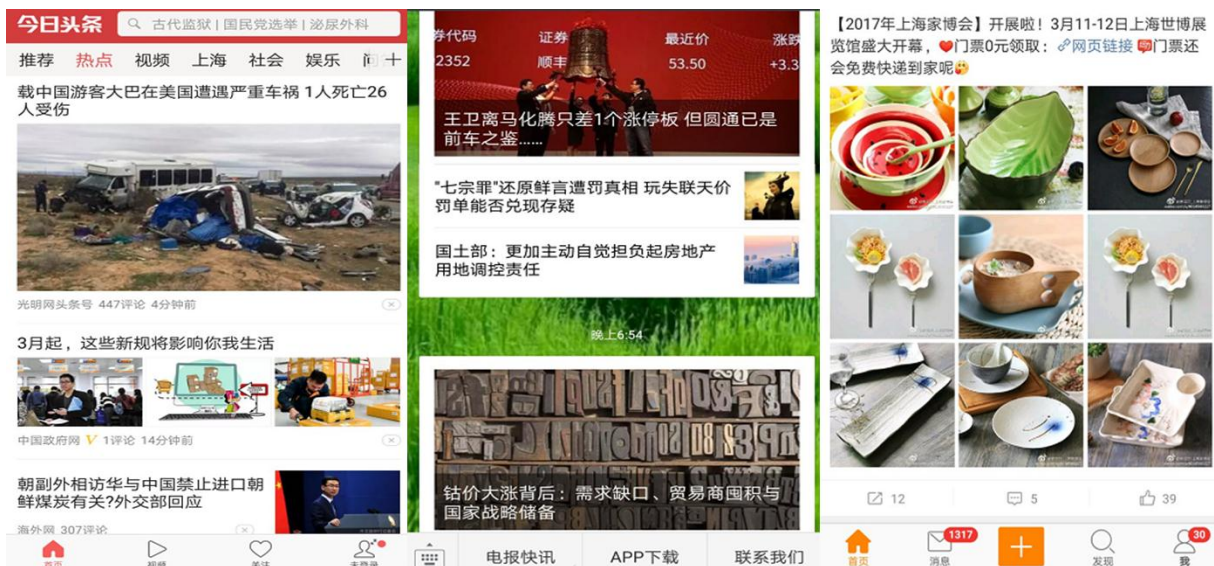
竞争对手	成立时间	市场份额 (商业类)	市场份额 (媒体类)
全景视觉	1993	20%	5%
东方 IC	2000	5%	10%
高品图像 (原 Corbis 中国)	2005	10%	<10%
台湾达志影像	1998	<5%	<1%
视觉中国	2000	50%	30%

来源: 赛迪顾问, 中泰证券研究所

技术发展刺激需求, 版权意识日益增强

- 互联网与影像技术迅速发展, 图片需求日益旺盛。
 - 消除地域限制, 交易更为高效、便捷、畅通。随着互联网技术兴起, 图片素材行业从最初的底片、CD 交易形式发展到基于电子商务平台的在线图片库时代。在美国新兴的图像电子商务公司如 Getty Images 和 Corbis 仅用几年时间就超越众多传统图片库公司, 成为行业龙头。依托互联网, 图像交易消除地域限制, 运营更为高效、便捷、畅通。
 - 新媒体爆发式增长, 4G 网络打破带宽限制, 图片需求激增。移动互联时代, 智能手机进入千家万户, 互联网普及率迅速提升, 以微信、微博、今日头条等为代表的新媒体实现了爆发式增长, 同时 4G 网络打破带宽限制, 相比文字拥有更多丰富展现形式、信息量更大、传播效率更高的图片需求激增。

图表 20：新媒体对图片需求激增



来源：中泰证券研究所

- 一图胜万言，视觉内容深刻影响信息传播，文字文化转向图像文化。图像文化传播的门槛低，速度快，以期直观形象、浅显易懂、方便快捷、刺激愉悦等优势迎合大众对文化的需求。

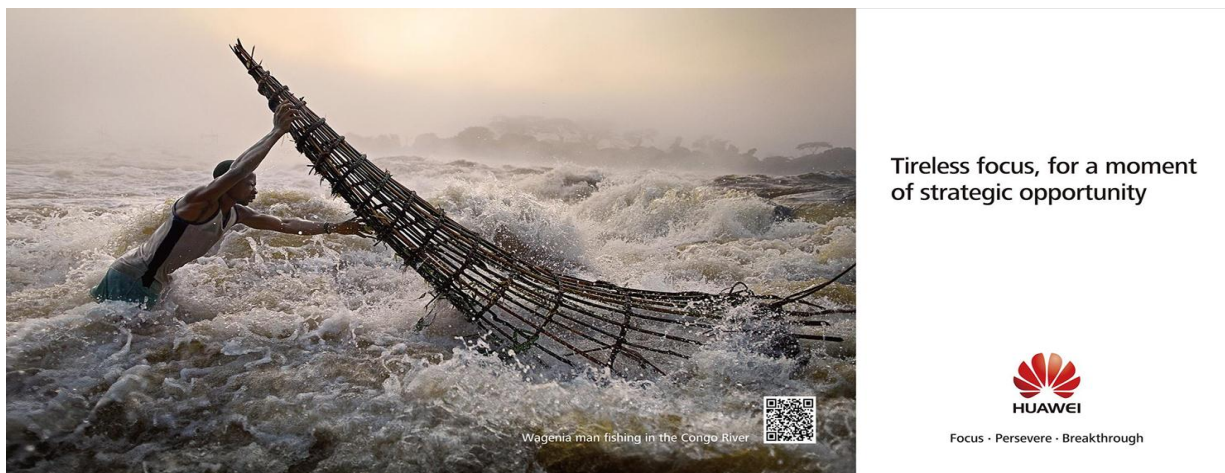
图表 21：一图胜万言



- 人类通过图片获取信息比通过其他媒体获取信息要快**10倍**
- 带图片的广告比纯文字广告信息到达将提高**12%-65%**
- 包含图片的文章比没有图片的文章平均多**94%**的阅读量
- 图片可以增加网页浏览**29%**，高质量图片还能提高**48%**网页浏览量
- 图片用于社交媒体影响巨大，人们更乐意分享高质量图片，Facebook上**70%**互动基于图片

来源：视觉中国，中泰证券研究所

- 作为人类无国界、无障碍的语言，图片价值不断凸显。在信息爆炸时代，一张包含更多信息量的好图片能够吸引到更多的关注度与流量，同时图片是全球人类沟通的无国界、无障碍的语言，在企业宣传、树立品牌形象、全球化等方面发挥了越来越重要的作用。

图表 22：原创图片价值不断凸显


来源：中泰证券研究所

- 对著作权保护力度不断加大，公众版权意识不断增强。**随着法律不断完善，大众版权保护意识觉醒，行业利益将进一步得到保证，近些年影视行业版权保护取得了显著的成效，成为推动视频网站会员数快速上升的因素之一，我们认为图片市场将成为下一个受益者。视觉中国在版权保护与追究方面建立了完善的体系及网络系统，每张图片拥有唯一的终身ID，有效追踪图片去向及盗版情况，盗版使用方通常会成为公司客户。

图表 23：国家对视觉素材在内的知识产权保护力度日益增强

相关条例或组织	简介
中国版权协会反盗版委员会	2002 年 10 月，全国性反盗版组织——中国版权协会反盗版委员会在北京成立；
《中华人民共和国著作权法》	1990 年 9 月全国人大通过《中华人民共和国著作权法》，2011 年启动第三次修订工作，2012 年国家版权局发布《中华人民共和国著作权法》（修订稿）；
《中华人民共和国著作权法实施条例》	2002 年国务院公布《中华人民共和国著作权法实施条例》，2013 年进行第二次修订，并于 2014 年发布最新的实施条例；
《2016 年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点的通知》	2016 年 5 月，国务院办公厅印发《2016 年全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点的通知》，进一步强调对包括视觉素材在内的版权保护。

来源：中泰证券研究所

图表 24：一些企业为使用正版图片支付上百万元



来源：雪花啤酒，中泰证券研究所

图表 25：主流媒体图片采购正版化趋势明显



来源：网易新闻，中泰证券研究所

海外借鉴：内容资源是核心，C端发展大势所趋

Getty：开创引领在线授权模式，兼并收购奠定全球视觉素材龙头地位

- 开创在线授权模式，成立后兼并收购不断。公司成立于 1995 年，发展早期先后收购 100 多家图片社，奠定龙头地位。2005 年收购美国第一家微利图片公司 iStockphoto 进入微利图片市场。2008 年退市。

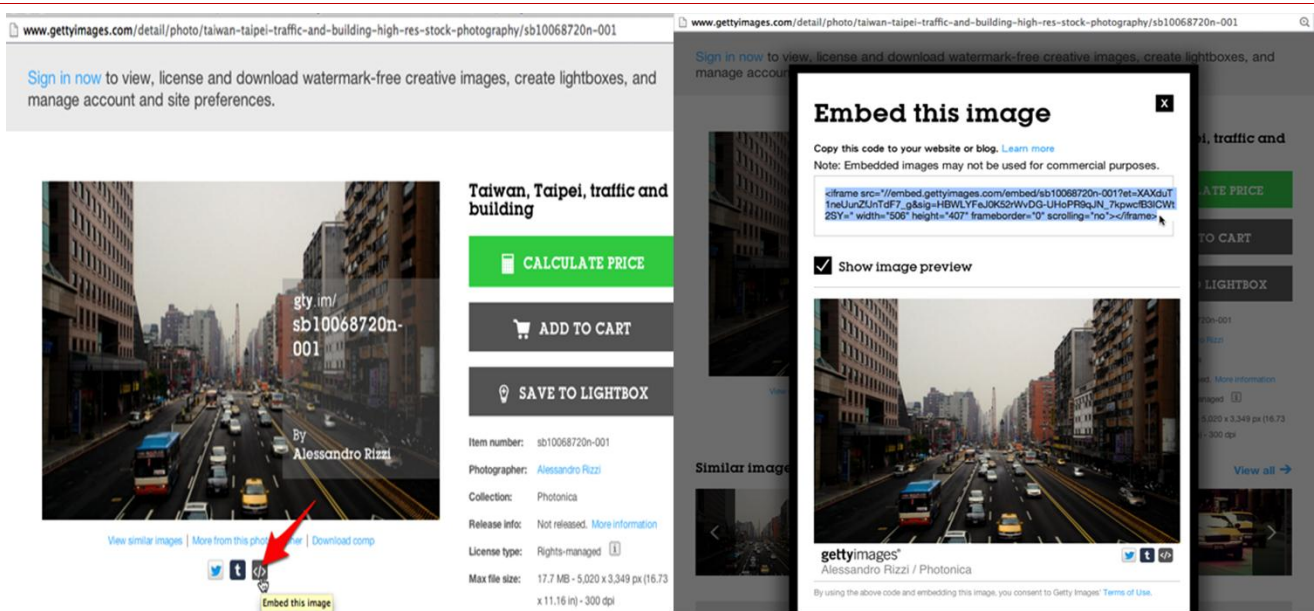
图表 26: Getty Images 发展历程



来源：中泰证券研究所

- 借助社交平台向 C 端渗透，开放免费图片布局新业务运营。2014 年 3 月，Getty Images 免费开放 3500 万张图片，并发布应用 Stream 完成图片在社交网站的分享功能。Getty 的优质图片出现在 Facebook、Twitter 等众多社交媒体。

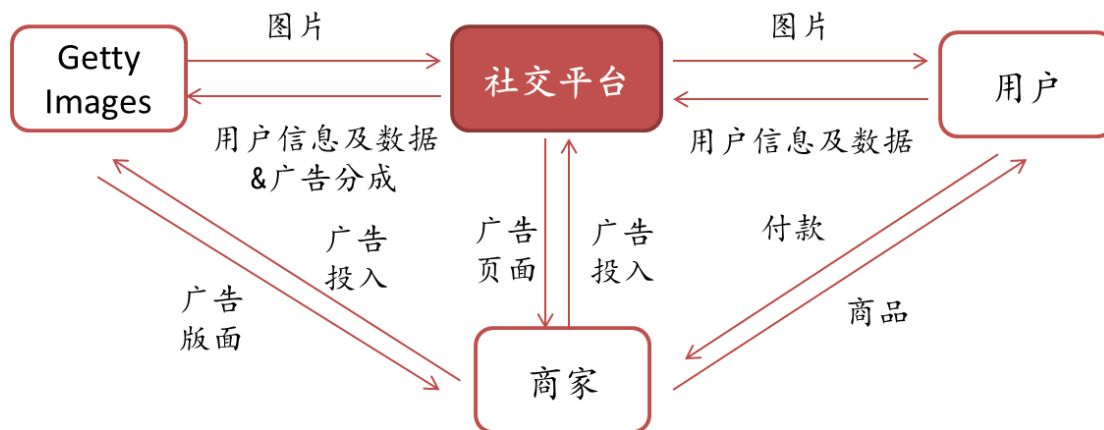
图表 27: Getty Images 免费开放图片并可分享到社交媒体



来源：Getty Images，中泰证券研究所

- 前端免费图片换流量，后端通过数据及广告变现。在面临竞争压力及盗版的情况下，公司借助社交平台，开放免费图片。一方面成功进军 C 端，布局巨大的个人市场；另一方面创新商业模式，通过用户数据及广告进行变现。

图表 28: Getty 创新的后端收费商业模式

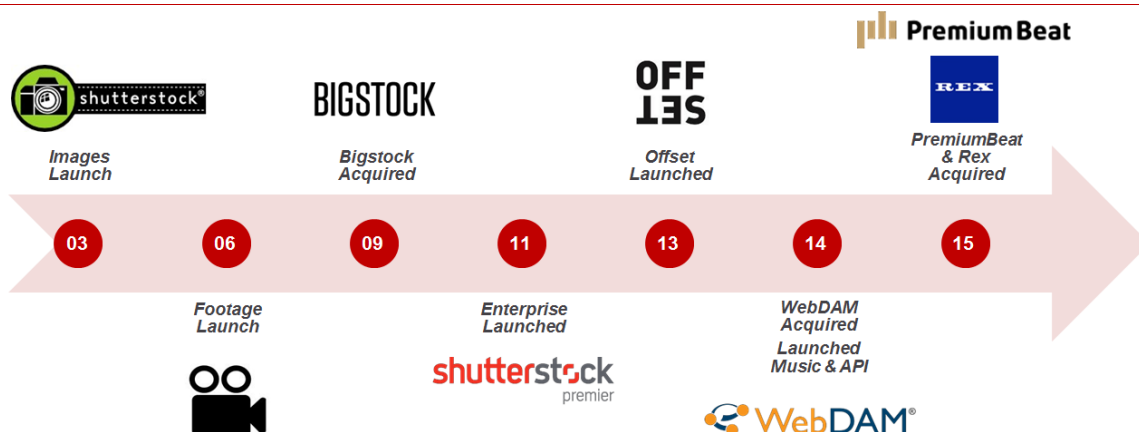


来源：中泰证券研究所

Shutterstock：抓住用户痛点，借助微利图片快速崛起

- 互联网发展带动图片需求快速增长，Shutterstock 抓住用户痛点，借助微利图片快速崛起。互联网发展催生了一批基于互联网的媒体、企业等出现，市场对于价格便宜、易于支付的微利图片有迫切需求。第一家微利图库公司 iStockphoto 成立于 2000 年(六年后以 5000 万美元的价格被 Getty Images 收购)，但并没有完全解决用户痛点，让 Shutterstock 创始人看到商机。
 - 2003 年，29 岁的著名创业者 Jon Oringer 设想将图片众包市场和基于订阅的商业模式相结合，才真正推动了这一市场走向鼎盛。Shutterstock 向博主、媒体和各种规模的企业提供成本低廉的图片，任何人都可以提供图片。
 - 2007 年，Shutterstock 已经能够提供 200 万张图片。
 - 2009 年，Shutterstock 以 330 万美元现金的低价收购了微图图库公司 Bigstock。
 - 2012 年 10 月公司首次公开募股(IPO)——募集了 7650 万美元。随后设立、收购了一系列公司，以简单、快捷、便宜最终赢得了市场。

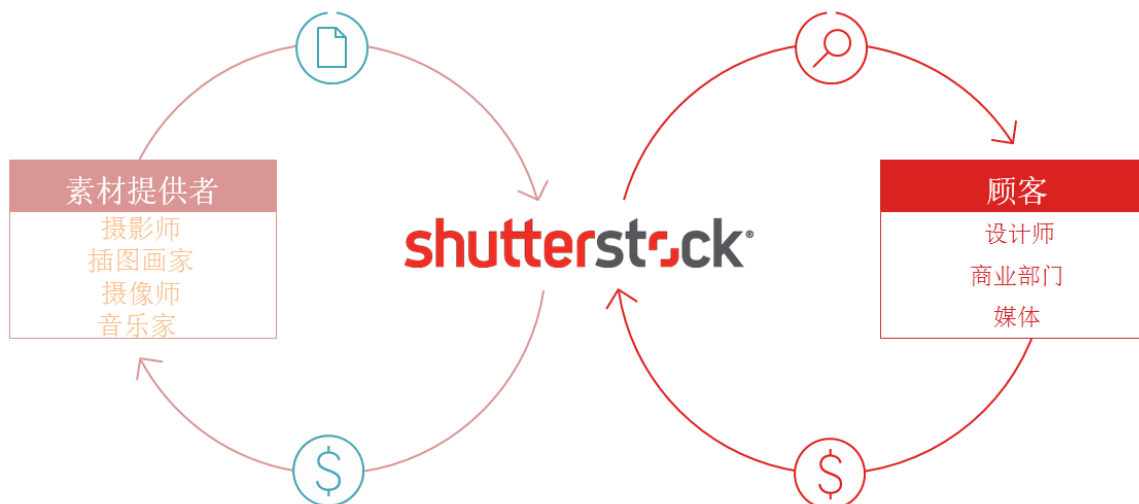
图表 29: shutterstock 的发展历程



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 商业模式上没有实质创新，通过在付费、图片上传、反馈等方面改进实现弯道超车。Shutterstock 以互联网作为平台，连接图片供应方及需求方，实现卡位。公司通过解决供需两端的痛点问题与 Getty 等巨头错位竞争，引领图片进入 2.0 时代。
 - 吸引供应商的特点：全球范围内的付费用户、高效的图片上传方式和实时的反馈和在线社区；
 - 吸引需求方的特点：高质量的授权的图片、卓越的搜索体验和结果以及简易、实惠的付费方式。

图表 30: shutterstock 的商业模式



来源：公司公告、中泰证券研究所

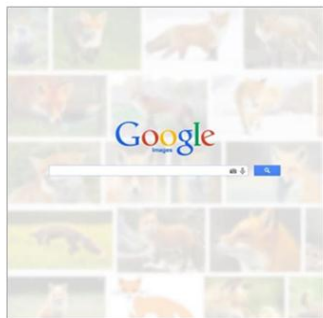
- Shutterstock 提供多种收费模式，包括以订阅和按需定制等为特征的批量微利模式。这种模式一方面可以降低单次付费的单价，从而有利于提高销量，另一方面需要客户提前支付，从而可以为网站提供稳定的现金流。
 - 订阅服务：每天最多可下载 25 次，以 1 个月、3 个月、6 个月和

365 天等不同期限提前支付订阅费用。来自订阅服务的营收占比约 50%。

- 按需定制：这类型的照片根据照片尺寸等需求，在一年之内可随时下载。来自此类服务的营收占比约为 40%
- 其他：为了配合客户的多样化需求，Shutterstock 可以根据用户不同需求等制定不同付费方案。来自此类服务的营收占比为 10%。

图表 31：传统的图片来源及痛点

网上搜索



- 无版权
- 质量参差不齐
- 耗时长

现场拍摄



- 2000-20000美元
- 一星期-一周不等
- 结果不确定

传统图片供应商

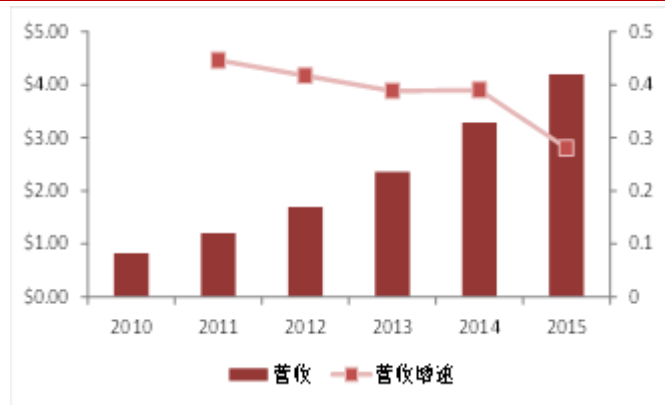


- 200-500 美元
- 耗时较长
- 许可流程复杂

来源：中泰证券研究所

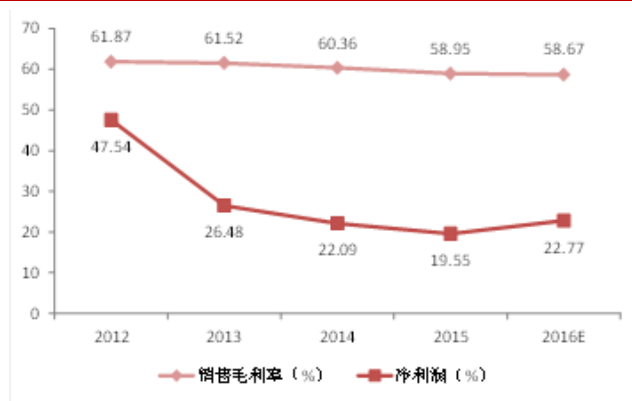
■ Shutterstock 从 2010 年开始到 2015 年收入保持稳定增长，2015 年实现营收 4.25 亿美元，复合年增长率 39%。公司 2012 年开始销售毛利润基本保持平稳维持在 60%左右，而净利润从刚刚 IPO 是的 4754 万逐渐下降至 2015 年维持在 2000 万左右。对比视觉中国的毛利率与净利润，可以得到他们基本保持一致，但是我们国家的外部环境对知识产权相关的法律相比美国并没有那么完善，因此我们认为未来随着我国相关法律法规的完善，客户对内容与版权逐渐重视，视觉中国在微利图片市场才刚刚起步，未来有望实现更高的增长。

图表 32：2010-2015 年 shutterstock 收入 (亿)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 33：Shutterstock 净利率与毛利率情况

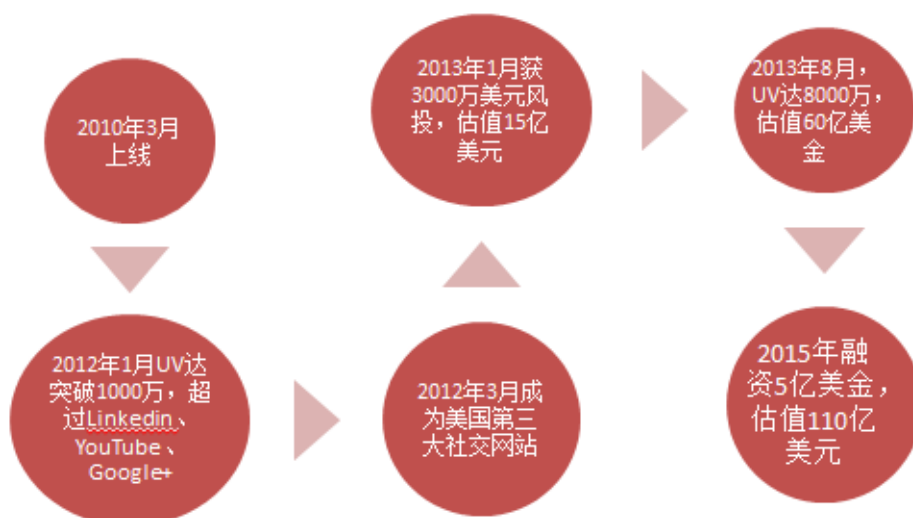


来源：wind，中泰证券研究所

Pinterest & Instagram: 探索图片社交新模式

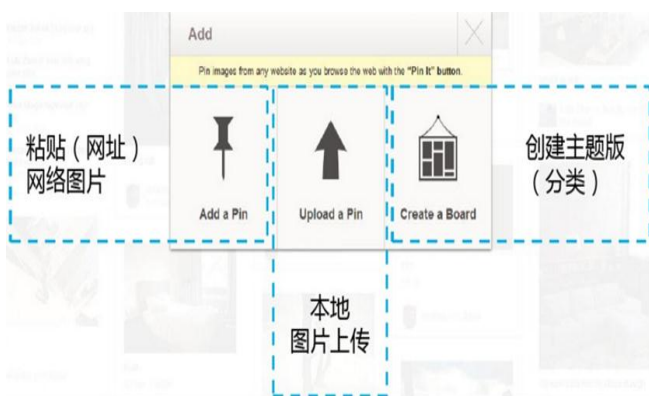
- **移动互联网时代到来，促使更多图片新模式的探索及诞生。** Pinterest、Instagram 等网站出现带动图片社交火爆，成为新一代流量入口及分发平台。
- **Pinterest 是“瀑布流”图片呈现方式的鼻祖。** 为用户提供在线收藏和分享的功能，页面底端自动加载无需翻页，让用户不断发现新图片。目前已成为美国前三大社交网站，目前盈利来源为广告收入和流量分成。国内类似的公司主要有花瓣、堆糖等。

图表 34: Pinterest 发展历史



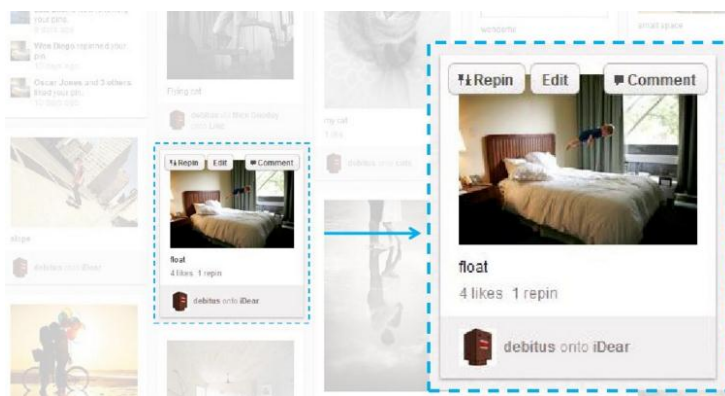
来源：中泰证券研究所根据公开资料整理

图表 35: Pinterest 的内容生成界面



来源：《浅析 Pinterest》，中泰证券研究所

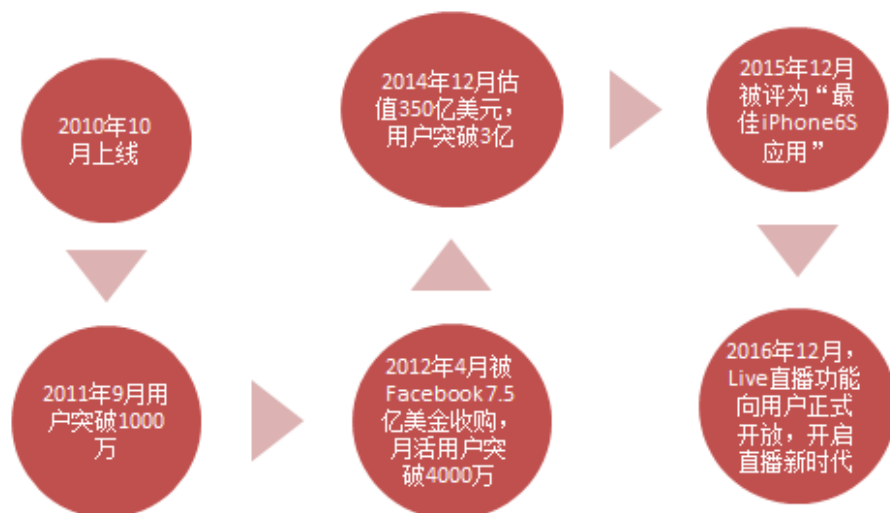
图表 36: Pinterest 的内容收藏与分享界面



来源：《浅析 Pinterest》，中泰证券研究所

- **Instagram 是一款将用户随时抓拍下的图片以快速、有趣的方式进行分享的移动应用软件。** 2010 年 10 月上线,2012 年即被 Facebook 收购，成为 Facebook 布局移动端的重要一环。用户认可度高，曾被评为“苹果商店最佳应用”。国内类似的应用有 LOFTER、In 等。

图表 37: Instagram 发展历史



来源：中泰证券研究所根据公开资料整理

- 微创新改善体验获取流量，未突破流量与广告变现的盈利模式。Pinterest 与 Instagram 类的图片社交类应用崛起，一方面，符合移动互联的时代潮流，同时在许多方面进行创新，不断改善用户体验增强用户粘性；另一方面，从大的商业模式和盈利模式来讲，并没有突破互联网时代“获取流量，广告变现”这一通用模式，未来仍有创新空间。

图表 38: Pinterest 与 Instagram 重要数据对比



来源：中泰证券研究所

海外借鉴：储备内容，渗透 C 端，不断延伸布局

- **借鉴一：内容资源是核心，并购是最快的获取方式。**平台公司需要获得足够的用户粘性，而用户粘性需要靠丰富的内容。无论 Getty、Corbis 还是 Shutterstock，都是通过不断的并购做大做强。这个行业一大特点就是，并购具有较强的协同性，整合难度较低。

图表 39：图片市场投资并购近两年呈加速趋势

时间	投资情况	金额
2015 年 1 月	Adobe 收购图库网站 Fotolia	8 亿美元
2015 年 7 月	视觉中国、Andreeessen-Horowitz 投资 500px	800 万美元
2016 年 6 月	视觉中国投资 Getty 香港	4800 万美元
2016 年 6 月	今日头条投资东方 IC	不详
2016 年 7 月	视觉中国收购联景国际 (Corbis)	8100 万美元

来源：中泰证券研究所整理

- **借鉴二：C 端发展大势所趋，打开更广阔的市场。**互联网的出现，使多边平台型商业模式成为可能，促使 Getty、Shutterstock 等一批公司的诞生。互联网也使得接触到 C 端用户的成本大大降低，像谷歌、脸书、腾讯等大型的互联网公司主要以 C 端业务作为营收来源。因此，Getty 在努力寻求向 C 端渗透，而 Shutterstock 借助微利图片的定位迅速崛起。渗透 C 端将打开更加广阔的市场。
- **借鉴三：不断发掘新模式，不断进行微创新，不断进行延伸布局。**图片的开发与应用带来了丰富的交互、体验等模式，也与众多的行业连接在一起，但目前来看，大多数创新依然没有突破“流量+广告”的变现模式，未来仍有广阔的创新空间。

图表 40：图片经济带动模式创新丰富

类型	国外	国内
分享+社区类	Instagram、Flickr	LOFTER
找图+存图类	Pinterest	花瓣、堆糖
标签+贴纸类		in、nice
社交+美颜类		美图秀秀
专业摄影社区	500px	Fotor、千刻

来源：《饭统戴老板：浅谈视觉》，中泰证券研究所

图表 41: In 模式: 贴纸+标签引入消费场景



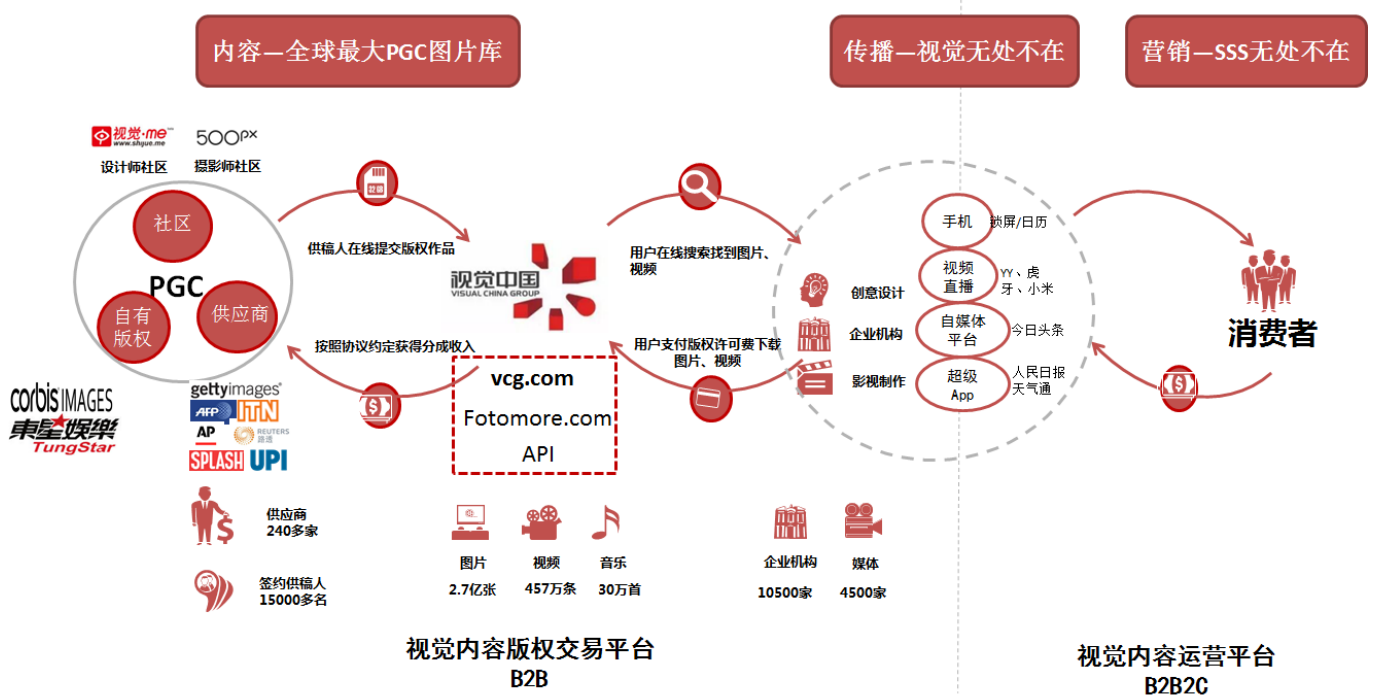
来源: 中泰证券研究所

国内最大 PGC 视觉内容平台，向长尾市场不断延伸

汇聚全球优质资源，精细耕作构筑壁垒

- 从 To B 向 To C 渗透，打造视觉 PGC “生产+传播+营销”全产业链。视觉中国拥有全球最大的优质 PGC 视觉内容互联网版权交易平台 (vcg.com)，打造了国内最大的基于视觉为兴趣的互联网垂直社区集群：设计师社区 (shijue.me) 和摄影师社区 (500px.me)。公司不断夯实并完善“社区+内容+交易”的行业生态，向 C 端客户及长尾市场不断延伸，打造“视觉 PGC 生产”、“视觉 PGC 传播”、“视觉 PGC 整合营销”的全产业链。

图表 42：视觉中国的运营版图



来源：视觉中国，中泰证券研究所

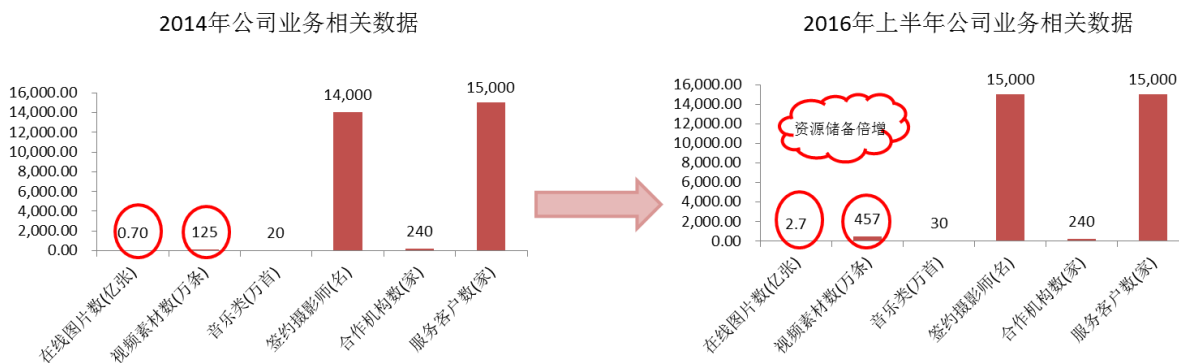
图表 43：视觉中国主要业务板块

品牌	类型	网站	创建时间	业务介绍
华盖创意	创意类图片平台	www.gettyimages.cn	2005年	涵盖全球优秀摄影师的顶尖作品，为广告公司、大型企业等客户提供海量创意类图片，影视素材及音乐素材。
汉华易美	编辑类图片平台	www.cfp.cn	2005年	为中国领先的图片供应商，覆盖报纸、网站、杂志期刊、出版社、电台、电视台以及其它新媒体客户。
东星娱乐	娱乐类图片平台	www.tungstar.com	创始于2004年，2011年被公司收购	为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的供应商。
视觉ME	创意社区	shijue.me	2012年	视觉ME为用户提供最新鲜的行业资讯、最新锐的创意灵感、最丰富的下吧素材以及最专业的原创设计作品分享交流平台。
视图网	微利图片库	www.fotomore.com	2014年9月	以便捷的在线支付模式为中小企业和个人服务，提供的素材类型包含图片、插画、矢量素材。
500px.me	摄影师社区	www.500px.me	2015年11月	与全球顶尖专业摄影师社区——500px共同打造的视觉中国摄影师社区，500px提供技术平台、运营经验、会员体系、图片素材库等资源
vcg.com	版权交易平台	www.vcg.com	2015年12月31日	视觉中国全新版权交易平台vcg.com正式上线，原cfp.cn、gettyimages.cn包含的编辑类与创意类素材全部整合到vcg.com
Corbis Images	创意类图片平台	www.corbisimages.com	创始于1989年，2016年被公司收购	为客户提供包括创意类、纪实类、时事类，以及娱乐类等图像，协助创意专业人员为网站、杂志、报纸、书刊、电视，以及电影制作出色的作品

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 素材数量快速攀升，市场需求爆发增长，平台地位不断巩固。在线提供超过 2.69 亿张图片(其中编辑类图片 1.43 亿张, 创意类图片 1.26 亿张)、457 万条视频素材和 30 万首各种曲风的音乐或音效；公司拥有 15000 余名签约摄影师和艺术家，与 Getty Images、ITN、BBC 等全球 240 余家知名图片社、影视机构等版权机构独家合作，为超过 15,000 家媒体、企业、创意制作等各类客户提供视觉内容版权授权和视觉营销和传播服务。

图表 44：公司素材数量快速攀升



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 视觉中国公司整合全球视觉内容资源，不断丰富视觉素材的两个来源。共同形成公司巨大的、动态的 PGC 视觉素材库，是公司 PGC 视觉素材交易平台和视觉内容运营平台的基础。
 - 一是 B 端-供应商，包括拥有自有版权的东星娱乐及 Corbis Images 以及独家代理的全球最大的图片供应商 Getty Images、英国最大的编辑类视频素材供应商 ITN-SOURCE、全球领先的娱乐新闻图片社 Splash News 等；
 - 二是 C 端-社区，包括设计师社区 (shijue.me) 和摄影师社区 (500px.me)。

图表 45：视觉中国与全球全球 240 余家版权机构独家合作



来源：中泰证券研究所整理

- 下游客户分散、稳定增长，公司作为平台具有定价权。**视觉中国每年的客户数量在平稳增长，与此同时大客户销售金额的不不断提升。以腾讯为例，2011年其采购额仅为142万，2013年，其采购金额提升到了532万。这种提升一方面是客户下载量的提升，另一方面公司每年的提价策略也保障了利润的稳步增长。2015年，公司第一大客户采购额已经达到了3300万，但前五名客户合计销售额占年度销售额比例一直在20%以内，下游客户分散，公司作为平台方具有定价权。

图表 46: 2013 年华夏视觉与汉华易美前五大客户情况

华夏视觉前五大客户	金额 (万)	占比	汉华易美前五大客户	销售 (万)	占比
央视	409	2.45%	腾讯	532	5.36%
江西华视	316	1.89%	网易	440	4.44%
巴士在线	302	1.80%	搜狐	397	4.01%
华为	277	1.65%	新浪	391	3.94%
顺城若普	265	1.59%	天盈九州	292	2.95%
合计	1569	9.38%	合计	2052	20.70%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47: 2015 年视觉中国前五大客户情况

视觉中国前五大客户	金额 (万)	占比
客户 1	3303	6.08%
客户 2	2362	4.35%
客户 3	1887	3.48%
客户 4	1810	3.33%
客户 5	1415	2.61%
合计	10777	19.85%

来源：公司公告，中泰证券研究所

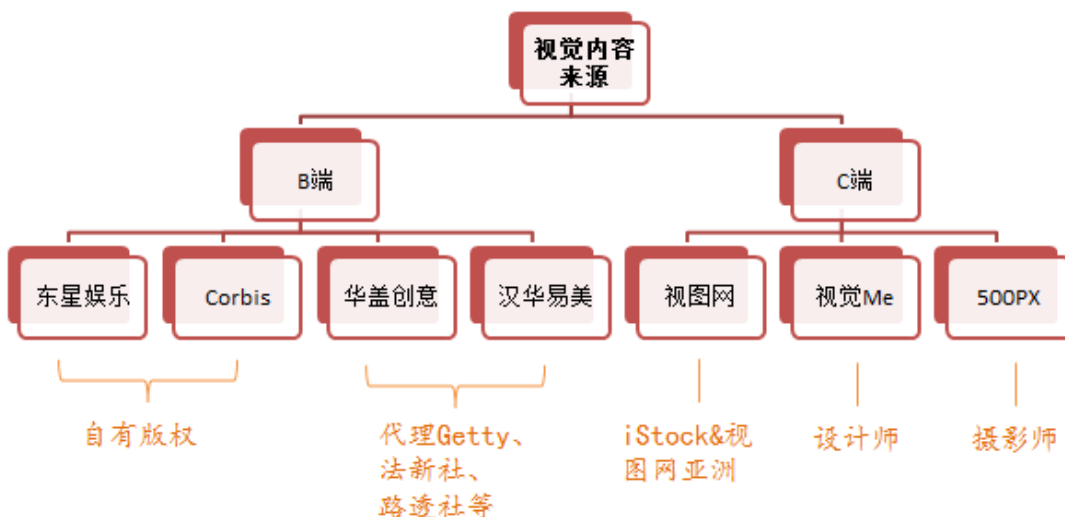
图表 48: 视觉中国拥有超过 15000 家客户


来源：中泰证券研究所

全球范围投资布局，整合拓展优质内容

- 视觉内容资源的丰富度是平台的核心竞争力，而获取这些资源的难易程度则决定了行业的竞争壁垒。视觉中国通过在全球范围内投资并购及签订战略合作协议的方式来绑定优质的内容资源，构筑起巨大的竞争优势及较高的竞争壁垒。

图表 49：视觉中国的内容素材来源



来源：中泰证券研究所

整合资源，打造全新的“一站式”互联网版权交易平台

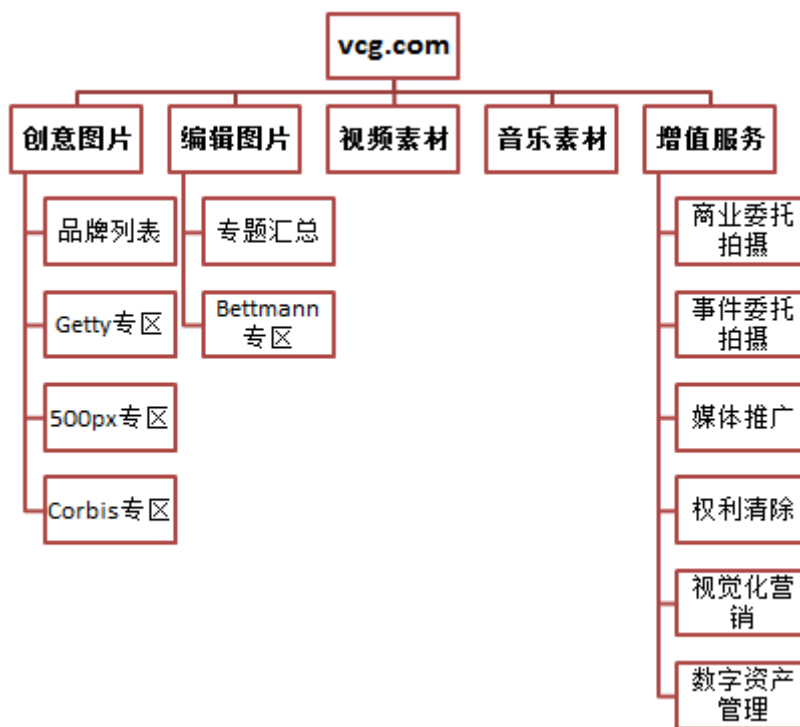
- **vcg.com** 上线，打造一站式服务平台。2015 年 12 月全新的视觉内容互联网版权交易平台 www.vcg.com 上线，将原有的编辑类素材交易网站 cfp.cn、创意类素材交易网站 GettyImages.cn 全部整合到 vcg.com，后序又将 Corbis、500px 等资源进行整合，新增多项增值服务，实现了品牌、内容交付、产品体验等的“一站式”无缝统一；用户可以通过登陆 vcg.com 搜索、浏览和授权下载所需内容，全面提升用户体验和满意度。

图表 50: vcg.com 主页



来源: vcg 官网, 中泰证券研究所

图表 51: vcg.com 业务构架



来源: vcg 官网, 中泰证券研究所

并购东星娱乐, 拥抱大中华区最大的娱乐视觉资源

- 大中华区最大最专业娱乐时尚通讯社, 累积十余年海量素材。东星娱乐是大中华区最大最专业的娱乐时尚通讯社, 拥有遍布北京、上海、台湾、

香港、澳门、韩国 6 地+20 余个二三线城市外采团队及签约摄像师。重大娱乐新闻全面覆盖，拥有大量独家一手资料 7*24 销售全时段服务，突发事件直播能力，重大新闻 2 小时内资讯上线。累积十余年海量素材，拥有数千万张图片，是最全面的娱乐时尚媒体库。

图表 52：东星娱乐公司主业



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 53：东星娱乐拥有众多合作客户



来源：视觉中国，中泰证券研究所

- **拥抱新媒体，培育自有 IP，增加变现渠道。**东星娱乐有 10 支签约合作制片团队，专业后期机房，拥有娱乐时尚八卦类节目日更新能力。依托娱乐素材的内容支持及过往经验，用独特的视角和方式解读娱乐时尚界。公司积极拥抱新媒体，用节目视频作为载体打通资源链，打造自有 IP，将制作的视频节目输送给各大视频网站，创造与媒体间新的合作形式。

图表 54：东星娱乐为视频网站定制点播

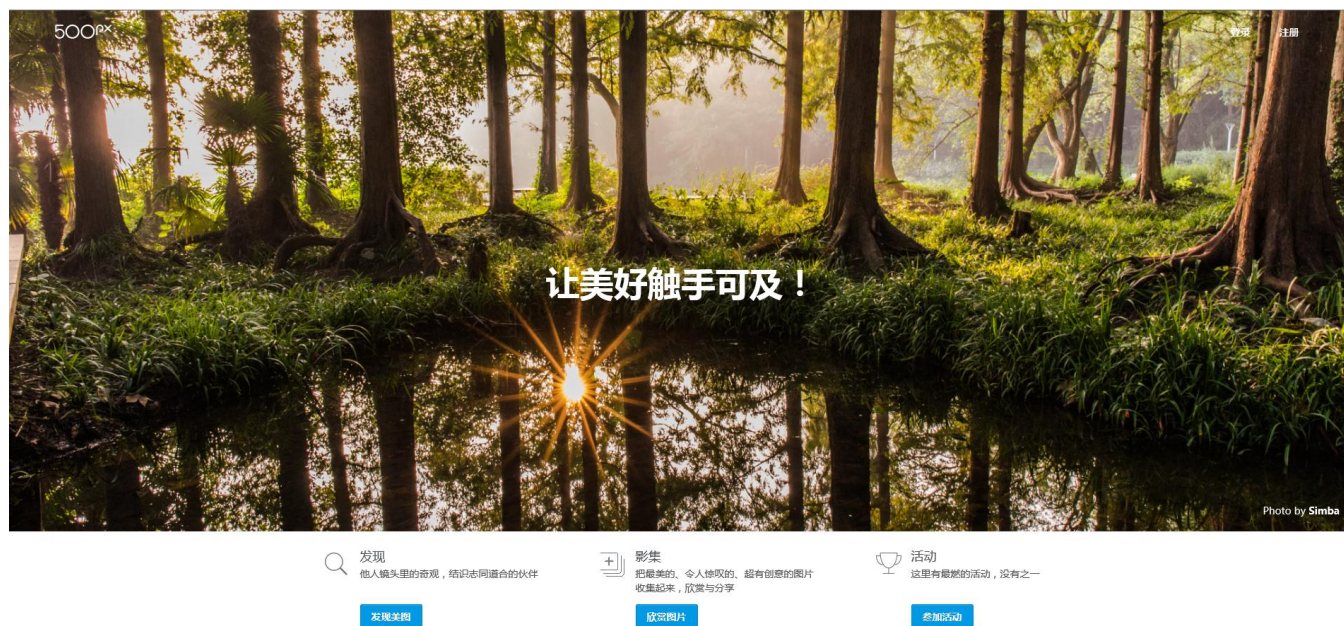


来源：视觉中国，中泰证券研究所

投资 500px，完善 C 端视觉素材来源渠道

- 领投“500PX”B轮融资，获独家代理权及技术平台、素材库、会员体系等相关资源。2015年7月，视觉中国通过全资二级子公司向“500px”投资800万美金，认购500px公司B轮优先股定向增资扩股计划：
 - 视觉中国获得500px图片素材库在大中华区域独家代理销售权。
 - 500px将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，双方共同打造摄影师社区的中文网站——500px.me及手机APP客户端。
- 汇聚全球顶级摄影人才，素材丰富活跃度高。500px是2003年创建于加拿大的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100万，汇集了全球最优秀的摄影专业人才、大量摄影爱好者以及5500万张以上优质图片素材。

图表 9: px500.me 公司主页



来源: 公司网站、中泰证券研究所

收购 Getty 香港 50% 股权，深度绑定全球视觉素材巨头

- Getty Images 目前是全球最大的图像素材平台，首创并引领了独特的在线授权模式。成立后不断通过兼并收购拓展市场，先后收购上百家图片社。2005 年，以 5000 万美元收购 iStockphoto，进入微利图片领域。公司拥有超过 8 亿张图片，并保持每月超过 5 万张的速度更新，服务全球 120 多个国家和地区。
- 深度绑定巨头，拓宽盈利口径。Getty 香港业务覆盖大中华区，包括大陆、港台等地，视觉中国收购其 50% 股权，一方面与全球巨头进一步绑定，加强合作；另一方面，公司之前只是通过在大陆地区代理 Getty 盈利，投资后，还可获得从 Getty 香港的进一步分成。

图表 55: 视觉中国与 Getty 香港间的资金流情况

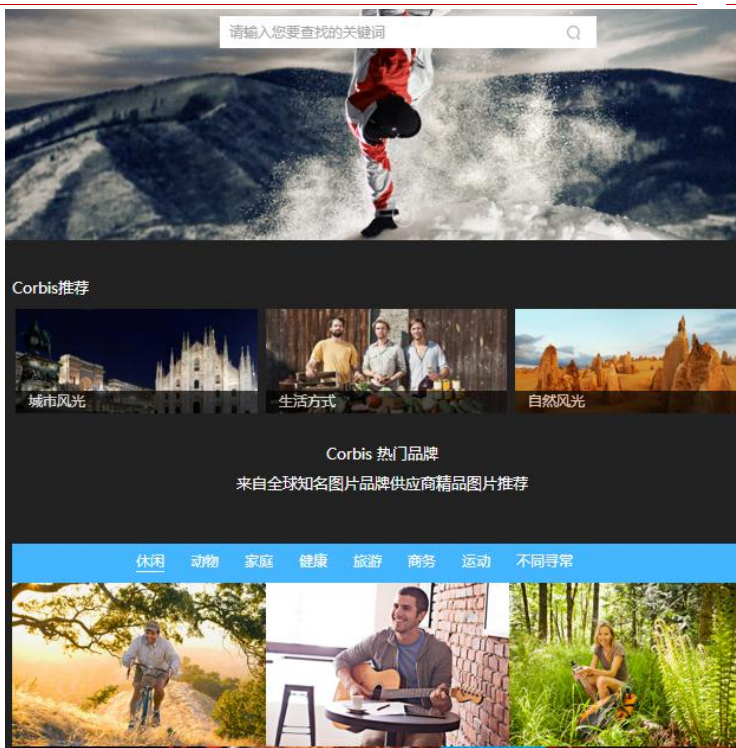


来源: 中泰证券研究所

收购 Corbis，牵手独家的全球最优质 PGC 内容资源

- **Corbis 拥有版权与物权价值共存的稀缺性视觉内容。** Corbis 原先为全球第二大高端视觉内容版权服务供应商，持有并管理 Corbis Images、Corbis Motion、Veer 授权品牌相关的图片素材知识产权、域名、商标等资产。在线图片库拥有近 5000 万张图片，19 万条视频，记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件，是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产。为全球超过 50 个国家的客户提供服务。

图表 56：视觉中国 Corbis 专区



来源：公司官网，中泰证券研究所

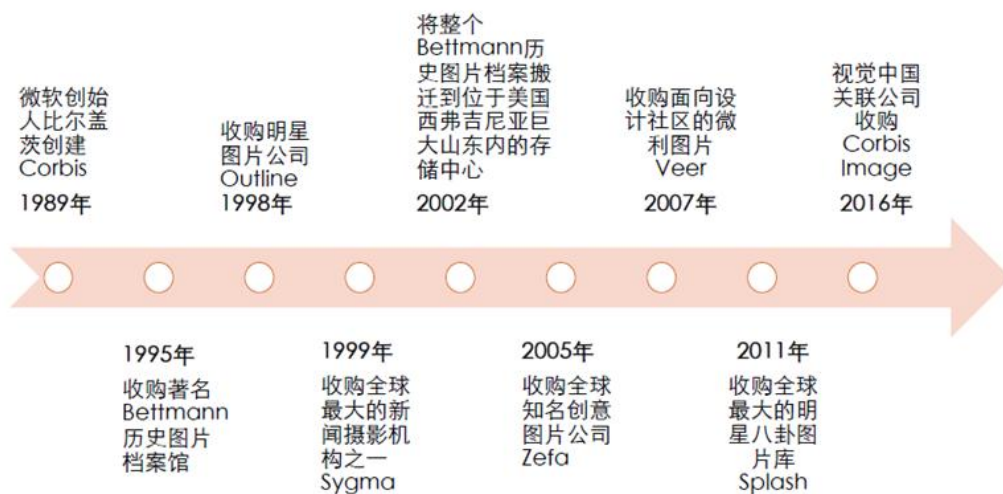
图表 57：Corbis 经典图片



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **Coibis 成立后不断并购图片公司，丰富图片储备。** Corbis 由比尔·盖茨于 1989 年创建的，上世纪九十年代，先后收购了著名的 Bettmann 历史图片档案馆、全球最大的新闻摄影机构之一 Sygma、明星图片公司 Outline；进入新世纪，又先后收购全球知名创意图片公司 Zefa，设计社区 Veer，全球最大的明星八卦图片库 Splash 等。2016 年 7 月视觉中国以 8083 万美元收购核心资产为 Corbis 的联景国际 100% 股权。

图表 58: Corbis 发展历程

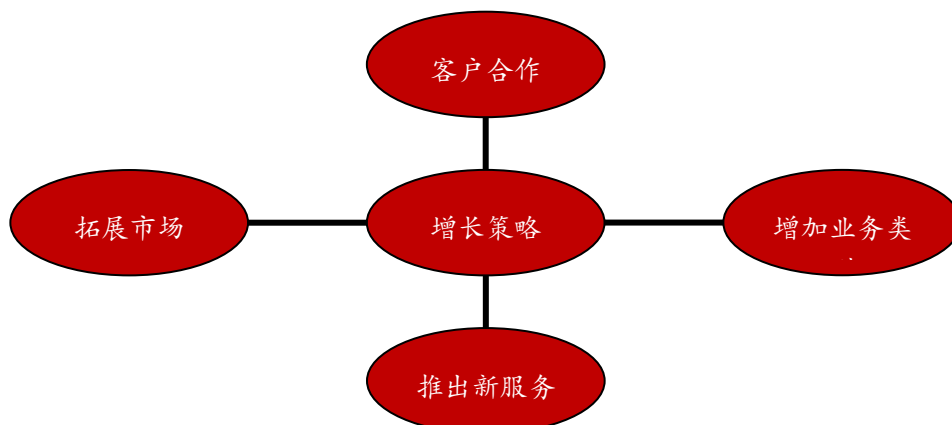


来源: 中泰证券研究所

■ 核心业务高度协同，快速提升视觉中国全球知名度，拓展海外市场。

- Corbis 的资产、业务与视觉中国高度协同，丰富内容资源将进一步提升公司竞争壁垒，同时类似的商业模式大大降低整合难度及成本。有助于视觉中国在全球范围内提升品牌知名度、行业影响力，进一步拓展海外市场。
- Corbis 之前是 Getty 在美国的最大竞争对手，视觉中国将其收购后，借助与 Getty 多年建立起来的战略合作关系，促成 Corbis 品牌与 Getty 进行深入合作，发挥各自优势，进一步拓展市场。
- Corbis 深耕行业多年，专注高端、创意路线，拥有丰富的版权图片资源。

图表 59: Corbis 增长策略



来源: 中泰证券研究所

挖掘 C 端用户，拓展长尾市场，实现新增长

- **2B 业务依然贡献大部分业绩，小 B、2C 业务将打开新市场。**公司在精耕细作大客户的同时，开始采用 B2B2C 的方式向小 B 及 C 端用户渗透，进行平台联盟拓展长尾市场，有望成为公司新增长点。

图表 60：从 B 端到 C 端，用户量级不断提升



来源：中泰证券研究所

推出视图网，打造中国最大的微利图片库

- 随着新媒体快速发展，图片需求日益增加，公司顺应潮流在 2014 年 9 月推出微利图片交易平台“视图网”(www.fotomore.com)，作为 vcg.com 的补充，主要服务中小企业和个人。成立当年，已拥有 2000 万张创意素材。视图网的素材来自 iStock 和视图网亚洲，公司超过 15000 名签约摄影师源源不断提供素材资源。

图表 61：视图网微利图片销售模式

标准授权				扩展授权			
打包数量	打包价格	单价	购买	打包数量	打包价格	单价	购买
5张	¥ 550	¥ 110/每张	○	5张	¥ 3500	¥ 700/每张	○
10张	¥ 900	¥ 90/每张	○	10张	¥ 6300	¥ 630/每张	○
50张	¥ 3500	¥ 70/每张	○	50张	¥ 27500	¥ 550/每张	○
100张	¥ 6000	¥ 60/每张	○	100张	¥ 45800	¥ 458/每张	○
300张	¥ 13500	¥ 45/每张	○	300张	¥ 103200	¥ 344/每张	○
500张	¥ 20000	¥ 40/每张	○	500张	¥ 153000	¥ 306/每张	○
1000张	¥ 30000	¥ 30/每张	○	1000张	¥ 230000	¥ 230/每张	○

来源：中泰证券研究所

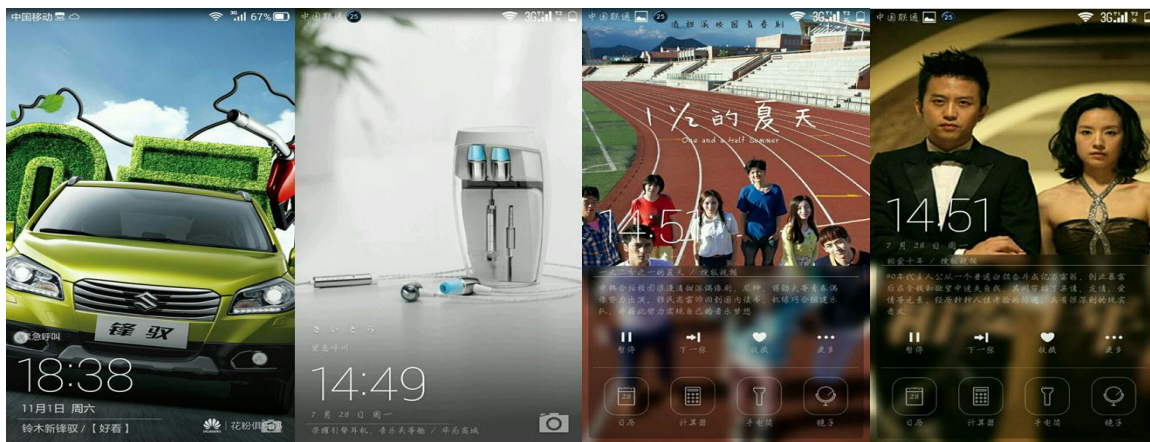
乘原生广告东风，与 APP、终端等合作构筑新入口

- 移动互联时代原生广告兴起，市场空间巨大。除了能够提供更具价值的内容，原生广告更加强调的是与周围的产品内容有机融合。移动原生广

告既不会打断用户与移动 APP 的互交，还最大程度上维护用户体验，用户接受度高。根据 NativeX 给出的数据，原生广告点击率比其他广告高出 220%，eCPM 高出 220%。微博原生广告比展示类广告效果提升 10 倍，而 BuzzFeed 的一条原生广告的点击率是普通硬广告的 30 倍，价格是横幅硬广告的 60 倍。

- **信息过剩时代，优质 PGC 视觉内容将成为更有效的流量入口。**公司从 PGC 视觉内容切入，把优质的内容通过技术支撑、渠道运营的多屏分发，转化为激发流量的入口，最终是希望通过广告、服务等不同方式实现流量变现，在这个信息过剩的时代，优质 PGC 内容会成为互联网和移动互联网的流量入口。

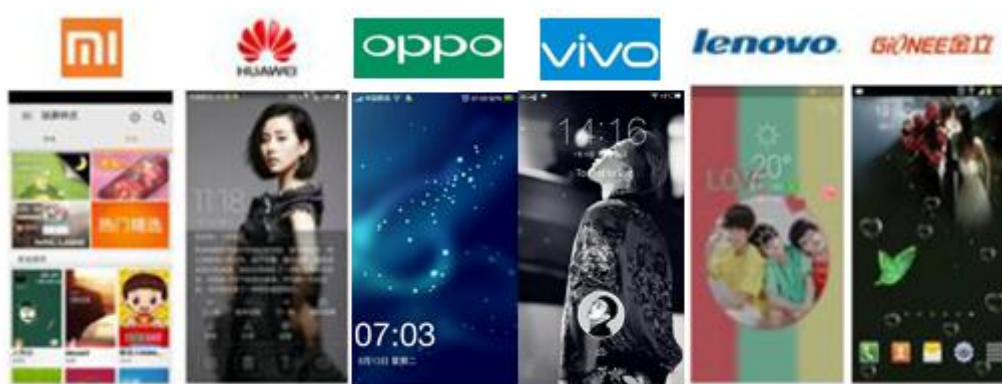
图表 62：视觉中国与手机厂商推出锁屏壁纸有望成为新的流量入口



来源：花粉俱乐部，中泰证券研究所

- **视觉中国多家厂商在壁纸、锁屏等方面开展运营合作，打通 C 端用户。**通过与人民日报 App、天气通 App、小米电视等智能终端和移动 App 展开合作，并为华为、OPPO、VIVO、联想、小米等十余家品牌手机提供壁纸、锁屏应用的运营服务。

图表 63：视觉中国与多家厂商合作锁屏新媒体

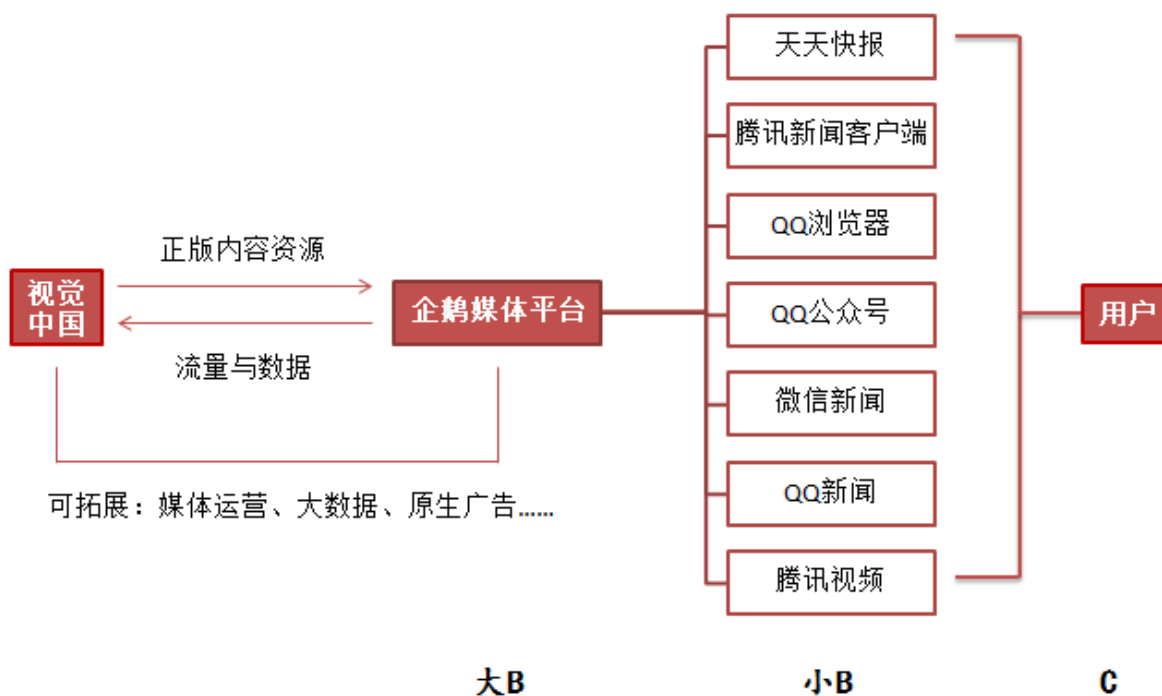


来源：公司公告，中泰证券研究所

携手腾讯，搭建网络内容新生态

- 视觉中国与腾讯网媒签订战略合作协议，双方将进行大流量入口合作。在正版内容采购、共建“企鹅媒体平台内容资源库”以及自媒体运营等方面建立战略合作关系。视觉中国向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐资源，服务腾讯体系下的数十万自媒体用户，为自媒体提供优质正版内容资源，共同构建自媒体共赢生态圈。
- “流量+内容”强强联合，B2B2C 模式推进再下一城。腾讯是中国最大的互联网企业之一，拥有最大的流量入口。视觉中国是中国最大的 PGC 视觉内容版权交易平台。本次合作有望成为视觉中国业务拓展的重要里程碑，对公司业务升级具有重要意义：
 - 开拓“借船出海”模式，通过 B2B2C 打通 C 端与小 B 用户，丰富视觉内容分发渠道。
 - 参与内容运营，开阔图片售卖外的后端盈利。例如：广告营销、大数据产品等。

图表 64：视觉中国与腾讯的合作模式



来源：中泰证券研究所

- 携手腾讯具有重要战略意义，有望打开数十亿的市场空间。
 - 实现双赢，共同推进图片正版化。(1) 对于腾讯而言，公司正积极推进正版内容的生态，已在文学、音乐、视频、漫画等领域进行了大力布局，与视觉中国合作将大大丰富图片内容，完善的素材库也将吸引更多的自媒体入驻。(2) 对视觉中国而言，与腾讯合作符合全球潮流，打通 C 端与小 B 用户，参照全球龙头 Getty Image 经验，即是通过与 Facebook、Twitter 等社交平台合作布局 C 端内容。

图表 65: 腾讯打造正版内容生态



来源: 中泰证券研究所

- 我们推断未来对于腾讯用户,视觉中国将采用类似 Getty 推出的“免费+收费”模式,腾讯作为“会员模式”“增值服务模式”的先驱和集大成者,不排除把这一模式沿用到与视觉中国的合作中。目前腾讯企鹅号对接 20 余万自媒体用户。
- 若未来能与微信公众号合作,将进一步打开市场空间。根据腾讯于 2016 年 2 月发布的《微信影响力报告》,微信公众号的数量超过 1000 万,其中机构、企业开设占比超过 72.7%,娱乐、体育等泛媒体属性占 27.8%。根据腾讯 2016 年 Q2 财报,月活用户达 8.06 亿,同比增 34%,我们假设公众号以低于这一速度的 20%增长,则 2016 年有望达 1200 万。若有 5%-10%的公众号愿意购买正版图片,一年花费 500-2000 元不等,则新增市场空间可达 3-24 亿元。

图表 66: 若与微信公众平台合作带来的新增图片市场空间测算

预测区间	预测微信公众号数量 (万个)	购买图片的比例	购买图片公众号数量 (万个)	一年平均花费 (元)	新增市场空间 (亿元)
保守	1200	5%	60	500	3
乐观		10%	120	2000	24

来源: 中泰证券研究所

- 未来公司将与更多大流量平台合作,共同打通长尾市场。视觉内容已经成为连接媒体、品牌以及消费者的最高效的传播媒介。若跟腾讯的合作顺利推进,模式得到验证,可以推广到微博、今日头条等其他自媒体平台,进一步打开市场空间。目前公司已经与腾讯企鹅号、一点资讯、凤凰号等多家平台达成战略合作。目前国内的自媒体数量已超过 100 万。

图表 67：国内拥有众多自媒体平台



来源：中泰证券研究所

布局智慧旅游、教育等领域，“+行业”战略稳步推进

- 视觉中国积极推进“互联网+文化创意+行业”战略，一方面构建新的盈利增长点，另一方面打通C端用户，为不同业务与场景相互引流。例如喜欢旅游与喜欢摄影的群体往往存在较高的重合度。切入智慧旅游，探索视觉社交新方向

图表 68：视觉中国“+行业”业务版图

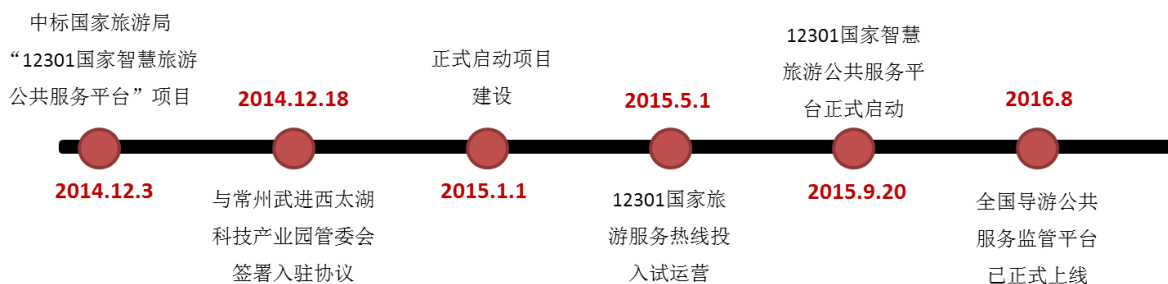


来源：中泰证券研究所

建设 12301 国家智慧旅游平台

- 以智慧旅游业务为切入点，积极探索视觉社交方向。2014 年 12 月，公司中标“12301 国家智慧旅游公共服务平台”项目。该平台是公司战略实施中打造的第一个直接面对 C 端的行业平台，公司将以智慧旅游业务为切入点，积极探索视觉社交方向的移动互联网应用类产品。
- BOO 形式参与，项目进展顺利。公司以 BOO 方式（即“建设、拥有和运营”方式）进行平台项目的建设，计划总投资 3 亿元，资金来源以政府补贴为主，项目公司拥有未来二十年的特许经营权。目前项目进展顺利。

图表 69：12301 项目进展



来源：中泰证券研究所

- “国家智慧旅游公共服务平台”、“全国导游公共服务监管平台”将同时成为面向消费者的全媒体交互平台。目前，12301 热线已经实现 31 省 12301 集中受理咨询与投诉，在几乎没有任何推广的情况下，目前 12301 每个季度有数十万的呼入，10%-20%为投诉电话，剩余为咨询电话。解决周期从 30 天变为了 8 天左右。同时相关微信公众号、微信城市服务旅游投诉、支付宝城市服务旅游投诉已全面开通，游客可以用手机实现一键投诉。

图表 70：12301 国家智慧旅游公共服务平台



来源：公司网站、中泰证券研究所

图表 71：全国导游公共服务监管平台



来源：公司网站、中泰证券研究所

收购亿迅集团 73%股权，建设“全媒体交互中心”

- 为视觉中国提供重要技术支持。亿迅集团主要从事语音分析及客户联络中心解决方案，由各地的专业服务团队及技术支持团队进行定制化系统集成及售后服务。
 - 亿讯集团既为公司 2B2C 战略的实施提供重要的技术支持，也为“12301 国家智慧旅游公共服务平台”提供核心支撑技术。
 - 其为全球 CTI 第一品牌 Genesys 大中国地区的专业代理，同时也是 Verint 企业市场在中国最大的合作伙伴，与多家世界级的合作伙伴建立合作关系，为企业 提供 呼 叫 中 心 整 体 解 决 方 案，在企业联络中心、云联络中心、语音应用等领域构筑了诸多顶尖解决方案。

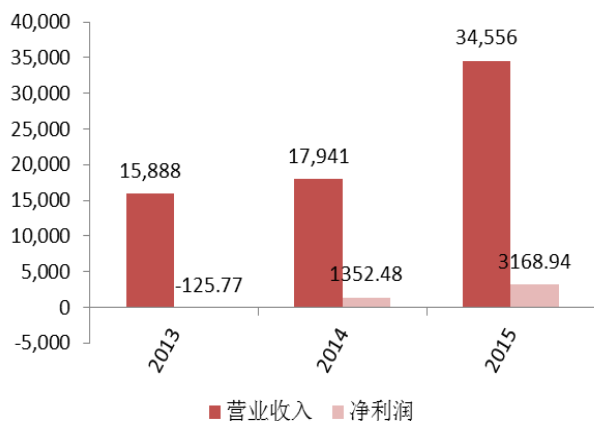
图表 72：亿讯集团整体业务分布



来源：公司公告、中泰证券研究所

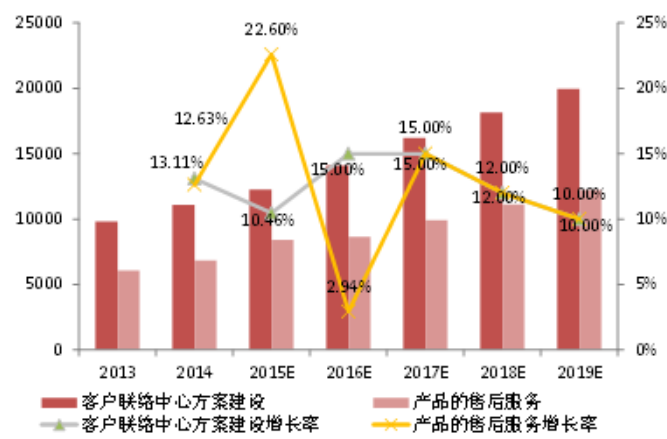
- 公司掌握与客户公司良好的合作伙伴关系，保证了收入和市场份额的稳定增长。2014 年度 Lisence 方面共签署合同 125 份，MA 方面共签署合同 160 份，合同总金额亿讯额 1.8 亿元。公司的营业收入从 2013 年到 2014 年快速增长，从 2013 年的 15887.94 万到 2014 年 17940.98 万，增长率超过 12%。而在营收结构方面，客户联络中心方案建设和产品的售后维护服务近几年均保持 10% 以上的增速，我们预计未来也将保持 10% 的增速。

图表 73：亿讯集团营收净利润 (万)



来源：公司公告，中泰证券研究所

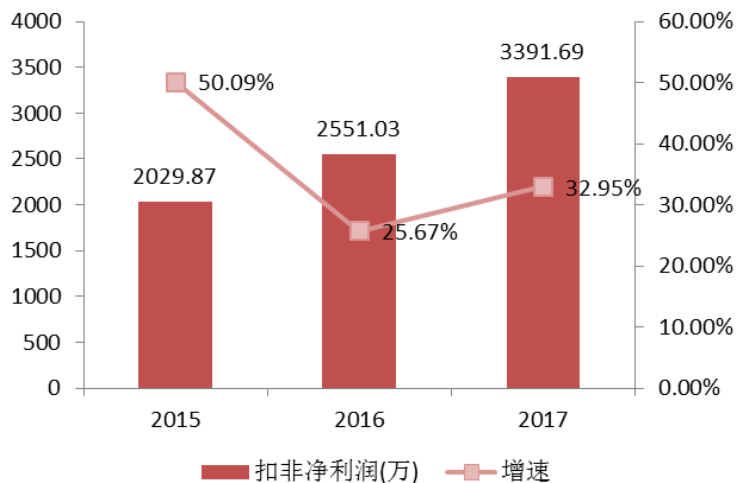
图表 74：亿讯集团营收结构 (万) 及增速 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2015 年大幅超额完成承诺业绩，未来有望高速增长。亿讯集团 2015 年业绩承诺扣非净利润为 2029.87 万，而实际为 3168.94 万，完成率 156.12%，预期未来也能持续保持较高的业绩。

图表 75: 亿讯集团承诺利润情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

艾特凡斯: 室内数字娱乐项目, 打造强 IP

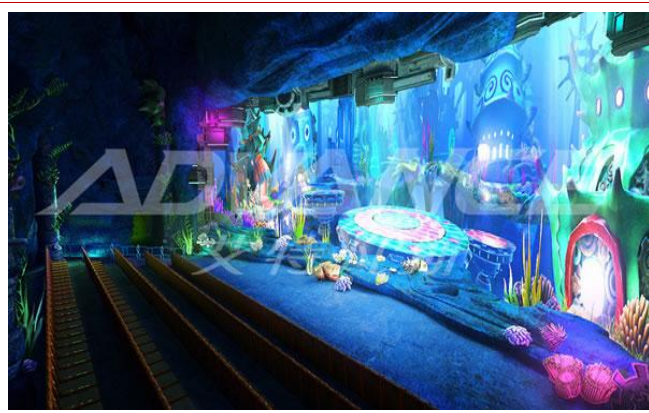
- **数字娱乐服务提供商, 转向 IP 运营开发。**艾特凡斯为主题公园和城市综合体内的数字娱乐项目提供从策划、创意、制作、生产全流程的数字娱乐服务, 从原有的承包模式转向“IP 的生产+运营+衍生开发”。
- **完成多个整体项目, 客户认可度高。**艾特凡斯客户包括横店影视城、华谊兄弟电影乐园、万达电影乐园、环球动漫嬉戏谷等。其中, 2015 年完成项目验收“常州环球动漫嬉戏谷封神演义 360 动感穿越项目”, 同时积极探索向合作及(或)自有知识产权的 IP 运营产品项目落地工作。在城市综合体中, 设立小面积的数字娱乐互动项目, 也是艾特凡斯开发重点之一。

图表 76: 360° DarkRide 《封神传奇》



来源: 公司网站、中泰证券研究所

图表 77: 环境 4D 影院《海底精灵城》



来源: 公司网站、中泰证券研究所

收购上海卓越 51% 股权，强化全产业链的整合营销服务能力

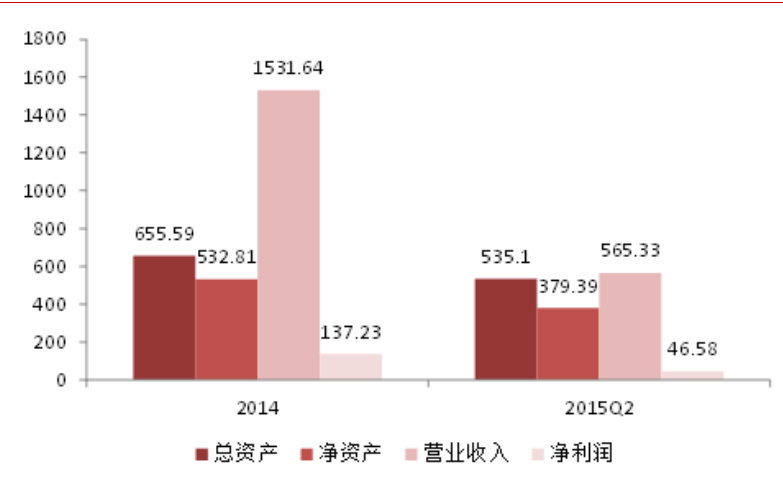
- **强化全产业链的整合营销服务能力，协同效应强。**上海卓越形象广告传播有限公司是一家全案整合营销的公司，可深化与拓展公司的涵盖了视觉内容、创意策略、媒体投放、活动执行的全产业链的整合营销服务能力。它与视觉中国的数字娱乐、智慧旅游、原生广告等业务具有很强的协同效应。
- **订单丰富，保证未来增长。**上海卓越已签署红领集团整合营销合同 3000 万元，已中标浙商银行电子银行推广合同约 1000 万元，已在为蒙牛、英菲尼迪、奔驰等公司提供创意策划与社会化营销服务，合同额累计约为 800 万元，已与两岸和商网签订了金额约为 250 万的合同，为其旗下品牌提供 logo 设计，产品推广方案。
- **超额完成 2015 业绩承诺，看好公司未来发展。**上海卓越 2015 年承诺 1310 万扣非净利润，实际为 1445.60 万元，完成率 110.35%，预计未来仍能保持 10% 以上的增长。

图表 78：上海卓越业绩承诺（万）

年份	2015	2016	2017
扣非净利润	1310	1441	1585

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 79：上海卓越主要财务数据（万）



来源：公司公告、中泰证券研究所

参股 49% 司马彦字帖，快速进入教育产业

- **湖北司马彦主要从事字帖图书的编写、策划、制作和发行。**目标公司由著名书法家和书法教育家司马彦及其家族创立，其前身是司马家族控制且经营 30 多年的字帖事业部，字帖的品牌影响力和认知度决定了市场占有率，全国使用“司马彦字帖”接近 20 亿人次，在 K12 字帖细分市场占有率在 70% 以上，在中小學生字帖行业具有垄断地位，是发行量最大、影响力最强的民营字帖。

图表 80：司马彦字帖在 K12 领域具有重大影响



来源：京东，中泰证券研究所

- 快速切入教育行业，打造基于 K12 群体的视觉产品增值服务。公司投资参股“司马彦字帖”业务不仅盈利能力强，可以增厚公司业绩；同时基于 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 2B 向 2C 业务的快速延伸。

图表 81：湖北司马彦业绩承诺 (万)

项目名称	2015	2016	2017	2018
扣非净利润 (万)	4000	5000	6000	6000

来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利假设与盈利预测

- 结合公司现有业务及行业发展，我们给出以下核心假设：
 - 假设一：相关行业不发生重大政策变化；
 - 假设二：视觉素材产业保持景气度，C 端业务平稳发展；
 - 假设三：旗下公司都能完成承诺业绩。

图表 82：视觉中国旗下公司的业绩承诺情况 (单位：百万元)

子公司	持股比例	2014	2015	2016	2017	2018
华夏+汉华	100%	114.87(116.22)	163.28(181.46)	223.41	277.41	328.56
司马彦字帖	49%		40(61)	50	60	60
卓越资产组	51%		13.10(14.46)	14.41	15.85	
亿讯资产组	73%		20.30(31.69)	25.51	33.92	
备考业绩贡献			200.65	271.72	339.66	

来源：公司公告，中泰证券研究所(括号内为实际完成数额)

- 我们预测视觉中国 2016-2018 年实现收入分别为 7.22 亿元、9.87 亿元、13.07 亿元，同比增长 33.06%、36.57%、32.45%；实现归母净利润 2.19 亿元、2.95 亿元、3.86 亿元，同比增长 38.97%、34.6%、30.86%；对应 2016-2018 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.31 元、0.42 元、0.55 元。

图表 83：视觉中国分业务收入增长预测（单位：百万元）

项目	2015	2016E	2017E	2018E
视觉素材与增值服务				
销售收入	425.6	574.6	792.9	1070.4
增长率	32.7%	35.5%	38.3%	36.0%
毛利率	61.3%	63.2%	62.8%	62.5%
视觉数字娱乐				
销售收入	117.3	147.8	193.6	236.2
增长率	66.9%	26.0%	31.0%	22.0%
毛利率	44.8%	45.2%	45.1%	45.0%

来源：中泰证券研究所

估值与投资建议

- 根据现有股价对应 2016-2018PE 分别为视觉中国在 A 股没有直接对标的标的，公司是唯一一家 A 股上市的视觉素材公司，也是国内为数不多的多平台型公司，有望成为全球行业龙头，具有较强稀缺性。中国图片市场处于发展初期，未来潜力巨大。给予公司 2017 年 55 倍 PE，目标价 23.1 元，首次覆盖，予以买入评级。
 - 选取 A 股中具有一定平台属性的互联网公司进行对比，估值普遍相对较高，根据 wind 一致预期，所选公司 2017 年平均 PE 超过 60 倍，PEG 超过 1.7。
 - 中信互联网指数包含标的平均 PE (TTM) 超过 60 倍，2016 年三季度归母净利润同比增长 16.42%，PEG 超过 3。
 - 海外微利图片龙头 Shutterstock 近五年平均 PE 超 70 倍，在收入高速增长阶段最高曾达到 136 倍。

图表 84：可比公司估值情况（截止 2017 年 3 月 31 日）

证券简称	平台类型	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE			PEG (2017E)
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
中文在线	网络文学	106.16	37.28	0.24	0.47	0.74	152.60	78.73	50.28	0.84
新华网	新闻	174.21	83.91	1.43	1.60	1.78	58.76	52.57	47.17	4.46
乐视网	视频	676.61	33.92	0.39	0.61	0.91	86.20	55.48	37.17	1.00
平治信息	移动阅读	49.42	123.55	1.10	1.75	2.43	112.32	70.48	50.90	1.19
视觉中国	图片	134.09	19.14	0.31	0.42	0.56	61.58	45.35	34.44	1.27
平均							94.29	60.52	43.99	1.75

来源：wind，中泰证券研究所（除视觉中国其他个股盈利预测取自 wind 一致预期）

图表 85：指数及海外标的估值情况列举

名称	PE (TTM) 整体	PE (TTM) 中值	归母净利润同比增速 (2016 三季报)	PEG
中信互联网指数	60.34	66.39	16.42%	3.67
名称	PE(5 年平均)	营收复合增长率 (5 年)	净利复合增长率 (5 年)	
Shutterstock	71.45	32.67	8.34%	

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **公司业务整合及协同性不达预期。**公司收购标的整合与原有业务是否能够发挥协同效应存在不确定性。
- **收购标的无法完成业绩承诺。**收购标的若无法完成业绩承诺可能会出现商誉减值。
- **C 端业务拓展不及预期。**C 端用户的消费习惯和消费能力与国外相比还有较大差距。
- **盗版风险。**市场上充斥着大量盗版图片，侵害公司利益。
- **市场风险偏好下行风险。**市场存在分歧，具有不确定性，风险偏好有不断下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 86: 视觉中国财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	262	391	543	722	987	1,307	货币资金	120	284	629	886	1,188	1,580
增长率	626.13%	49.3%	38.8%	33.1%	36.6%	32.4%	应收款项	84	163	307	278	379	502
营业成本	-163	-174	-229	-292	-401	-531	存货	0	8	16	32	44	58
%销售收入	62.3%	44.6%	42.3%	40.5%	40.7%	40.7%	其他流动资产	2	24	114	141	158	177
毛利	99	217	314	430	585	775	流动资产	206	478	1,067	1,338	1,769	2,318
%销售收入	37.7%	55.4%	57.7%	59.5%	59.3%	59.3%	总资产	67.0%	31.4%	38.5%	43.1%	50.0%	56.7%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-7	长期投资	0	0	403	471	471	471
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	4	8	8	4	0	-3
营业费用	-24	-31	-52	-99	-133	-176	总资产	1.4%	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
%销售收入	9.1%	7.9%	9.6%	13.7%	13.5%	13.5%	无形资产	96	1,020	1,276	1,278	1,282	1,286
管理费用	-37	-63	-73	-98	-133	-176	非流动资产	102	1,046	1,703	1,769	1,770	1,771
%销售收入	14.0%	16.2%	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%	总资产	33.0%	68.6%	61.5%	56.9%	50.0%	43.3%
息税前利润 (EBIT)	37	120	185	230	314	416	资产总计	308	1,524	2,770	3,107	3,539	4,089
%销售收入	14.0%	30.7%	34.1%	31.8%	31.8%	31.8%	短期借款	0	0	82	82	82	82
财务费用	1	1	1	6	9	12	应付款项	74	109	145	202	277	367
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	其他流动负债	33	32	104	150	194	248
资产减值损失	-1	-4	-5	0	0	0	流动负债	107	141	332	435	554	698
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0	长期贷款	0	0	85	85	85	85
投资收益	0	0	29	39	45	50	其他长期负债	0	0	241	241	241	241
%税前利润	0.2%	0.2%	13.9%	14.2%	12.2%	10.5%	负债	107	141	658	761	881	1,024
营业利润	36	121	211	275	368	478	普通股股东权益	201	1,359	2,080	2,299	2,594	2,980
营业利润率	13.9%	30.9%	38.9%	38.1%	37.3%	36.6%	少数股东权益	0	24	31	46	64	85
营业外收支	2	40	1	0	0	0	负债股东权益合计	308	1,524	2,770	3,107	3,539	4,089
税前利润	38	161	212	275	368	478	比率分析						
利润率	14.6%	41.3%	39.1%	38.1%	37.3%	36.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-20	-18	-41	-41	-55	-72	每股指标						
所得税率	53.0%	11.4%	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.590	0.212	0.225	0.313	0.421	0.551
净利润	18	143	171	234	313	406	每股净资产(元)	6.585	2.028	1.965	2.006	2.873	2.970
少数股东损益	0	1	13	15	18	21	每股经营现金净流(元)	3.631	0.100	0.171	0.411	0.373	0.496
归属于母公司的净利润	18	142	158	219	295	386	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.9%	36.2%	29.0%	30.3%	29.9%	29.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.95%	10.43%	7.57%	9.52%	11.36%	12.94%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	5.83%	9.30%	5.69%	7.05%	8.33%	9.43%
净利润	80	143	171	234	313	406	投入资本收益率	21.35%	9.67%	11.98%	16.88%	22.86%	29.93%
少数股东损益	0	0	0	15	18	21	增长率						
非现金支出	4	8	11	4	4	4	营业总收入增长率	626.13%	49.26%	38.82%	33.06%	36.57%	32.45%
非经营收益	-1	-4	-31	-39	-45	-50	EBIT增长率	227.78%	227.31%	54.55%	23.91%	36.74%	32.49%
营运资金变动	27	-80	-31	89	-11	-13	净利润增长率	176.69%	689.56%	11.14%	38.97%	34.60%	30.86%
经营活动现金净流	111	67	120	303	279	368	总资产增长率	58.07%	394.96%	81.81%	12.16%	13.90%	15.54%
资本开支	3	4	8	2	5	5	资产管理能力						
投资	-8	90	-303	-68	0	0	应收账款周转天数	64.9	108.2	147.9	137.0	137.0	137.0
其他	0	16	-115	39	45	50	存货周转天数	16.9	8.3	19.1	40.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-11	102	-425	-31	40	45	应付账款周转天数	37.1	80.6	102.5	120.0	120.0	120.0
股权募资	2	3	569	0	0	0	固定资产周转天数	4.8	5.7	5.3	3.0	0.7	-0.4
债权募资	0	0	106	0	0	0	偿债能力						
其他	-22	-33	0	0	0	0	净负债/股东权益	-59.99%	-20.51%	-21.86%	-30.64%	-38.37%	-46.09%
筹资活动现金净流	-20	-30	675	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-33.8	-148.1	-134.7	-36.5	-35.4	-35.0
现金净流量	79	139	370	272	319	413	资产负债率	34.85%	9.26%	23.76%	24.51%	24.89%	25.05%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。