

视觉中国 (000681)

需求、新模式共驱行业升级，三维度发力攫取市场红利
买入 (首次)

2018年3月12日

证券分析师 张良卫
执业证书编号: S0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖
执业证书编号: S0600517110002
021-60199792
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	735.50	896.50	1119.01	1360.04
同比 (%)	35.47	21.89	24.82	21.54
净利润 (百万元)	214.66	292.94	379.83	488.78
同比 (%)	36.24	36.47	29.66	28.68
毛利率 (%)	58.64	60.58	59.27	59.31
ROE (%)	9.35	7.96	9.44	10.95
每股收益 (元)	0.31	0.42	0.54	0.70
P/E	88	65	50	39
P/B	8.24	5.14	4.70	4.24

投资要点

■ **视觉中国：中国图片交易第一平台。**公司拥有的内容素材包括超 2 亿张图片、500 万条视频素材和 35 万首各种曲风音乐或音效，数量及内容类型均稳居行业第一，公司在图片交易领域布局早、起点高，相比竞争对手整整领先了一个身位，第三方数据显示公司市占率超过 50%。行业需求持续释放趋势明确，公司近年来收入、利润均保持中高速增长，2014-2016 年收入增速为 49%/39%/35%，归属净利增速为 76%/11%/36%。

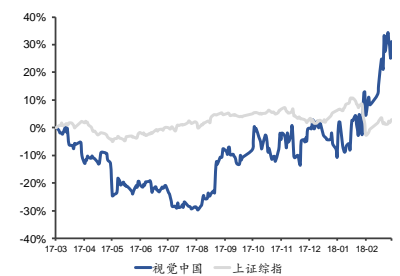
■ **完善内容、技术创新、客户拓展三维度发力。**内容：重组后公司通过加强与 Getty 战略合作、收购 Corbis、战略投资并拟收购 500px 等，不断强化自身在 PGC 及微利图片领域内容储备。**技术：**公司保持较高研发投入，增加客户体验及粘性，降低版权保护成本，在平台、交易以及版权保护技术上已立于行业前沿。**客户：**2017 年上半年成立企业大客户拓展部门，重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户，企业大客户部门新增年度签约客户数较 2016 年同期增长超过 50%。公司正拓展长尾小 B 客户及自媒体市场，2017 年至今，公司先后与一点资讯、凤凰网、腾讯网、百度、搜狗、云剪达成战略合作协议，绑定大型流量入口。

■ **中国市场：需求爆发及模式升级的双重机遇。**传统图库模式看重稀缺优质内容竞争，马太效应明显；微利交易模式更依赖流量及技术，平台特征明显，市场潜力大（保守测算公司微利图片交易潜在销售规模在 10 亿量级）。国内图片交易市场仍处于较初期阶段，但基于：1) 微利图库降低了内容门槛，同时以更便捷采购及更低价格降低客户门槛。2) 付费正成为内容产业增长最重要驱动因素，版权环境极大改善。3) 技术手段解决了传统图片侵权难以取证的核心痛点。公司当前正迎来行业跨越机遇，公司 2B、2C 两种销售模式双线推进，既有传统图库的内容壁垒与先发优势，又借助新媒体崛起的机遇，与渠道巨头建立起战略合作，比较下我们认为公司当前发展机遇要远优于增长初期的 Shutterstock（美国对标企业）。

■ **首次覆盖给予“买入”评级。**预计公司 2017/2018/2019 年归属净利分别为 2.93/3.80/4.89 亿，参考 Shutterstock 及公司历史估值，给予公司 2018 年 60 倍估值，目标市值 228 亿。同时建议重点关注公司客户拓展情况，未来长尾客户及 C 端客户的业绩弹性有望带来估值中枢上行潜力。

■ **风险提示：**管理风险；商誉减值；盗版风险；汇率变化；人才管理等。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	27.00
一年最低/最高价	13.98/28.45
市净率 (倍)	7.70
流通 A 股市值 (百万元)	7,557

基础数据

每股净资产 (元)	3.51
资本负债率 (%)	35.89
总股本 (百万股)	700.58
流通股 (百万股)	279.87

相关研究

目录

1. 视觉中国：中国图片交易第一平台	4
1.1. 公司概况：图片内容资源数量稳居行业 No.1	4
1.1.1. 核心业务：视觉内容与服务业务	5
1.1.2. 其他业务：软件信息服务	10
1.2. 三维度发力：完善内容+技术创新+客户拓展	12
1.2.1. 完善内容，构建资源壁垒	12
1.2.2. 技术创新，强化领先优势	12
1.2.3. 客户拓展，助力持续增长	13
1.3. 财务概览：主营稳步增长，盈利能力持续提升	14
2. 中国市场：需求爆发及模式升级的双重机遇	17
2.1. 传统图库看重内容竞争，马太效应明显	17
2.2. 微利图库依赖流量及技术，平台特征明显	18
2.3. 为什么说现在是中国市场的跨越机遇？	20
3. 行业空间测算及公司盈利预测	22
3.1. 对于图库市场规模的测算	22
3.2. 盈利预测及投资建议	22
4. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程及关键事件.....	4
图表 2: 2017H1 各类主营业务收入占比.....	4
图表 3: 图像素材终端客户及需求.....	5
图表 4: 视觉内容与服务业务商业模式.....	5
图表 5: 公司视觉素材资源数量.....	6
图表 6: Corbis Images 公司介绍.....	7
图表 7: 视觉内容与服务主要客户.....	8
图表 8: 公司视觉内容互联网版权交易平台 www.vcg.com 示意.....	9
图表 9: API 服务应用的场景.....	9
图表 10: 视觉资产管理平台 VDAM 技术及优势.....	10
图表 11: 2C 业务模式.....	10
图表 12: 2016 年视觉中国重要控股和参股公司情况.....	11
图表 13: 公司对图片库资源的整合.....	12
图表 14: 视觉中国图片存量规模 (单位: 万张).....	12
图表 15: 公司市占率绝对领先.....	12
图表 16: 2013 年至今公司在研发上的投入保持较高水平.....	13
图表 17: 公司的技术产品.....	13
图表 18: 公司前五大客户销售额.....	14
图表 19: 公司第一大客户销售额情况.....	14
图表 20: 公司主营业务收入情况.....	15
图表 21: 各业务板块营收情况.....	15
图表 22: 公司各项经营成本占比.....	15
图表 23: 公司三项费用情况 (单位: 万元).....	15
图表 24: 公司各业务板块毛利率保持增长.....	16
图表 25: 公司整体毛利率持续上升.....	16
图表 26: Getty 和 Shutterstock 营业成本情况.....	17
图表 27: 视觉中国借壳上市前发展情况.....	17
图表 28: Shutterstock 营业收入情况.....	18
图表 29: Shutterstock 毛利率情况.....	18
图表 30: Shutterstock 公司的营收增长是靠量和价两方面共同驱动的.....	19
图表 31: Shutterstock 客户数量增长与营业收入对比.....	19
图表 32: 视觉中国 2016 年成本及费用结构.....	20
图表 33: Shutterstock 2016 年成本及费用结构.....	20
图表 34: Shutterstock 上市时的员工构成.....	20
图表 35: Shutterstock 研发费用占营收比例.....	20
图表 36: 2015 年 shutterstock 在美国平均每家中小企业下载数量.....	21
图表 37: 行业市场规模测算 (单位: 亿元).....	22
图表 38: 报纸、杂志、门户网站及资讯广告收入 (亿元).....	23
图表 39: 视觉内容与服务业务收入测算结果 (单位: 万元).....	23
图表 40: 旅游及其他业务收入测算结果 (单位: 万元).....	23
图表 41: 2014 年至今 Shutterstock 的单季度业绩增速与市盈率 (PE_TTM) 情况.....	24
图表 42: 2016 年至今视觉中国的单季度业绩增速与市盈率 (PE_TTM) 情况.....	25

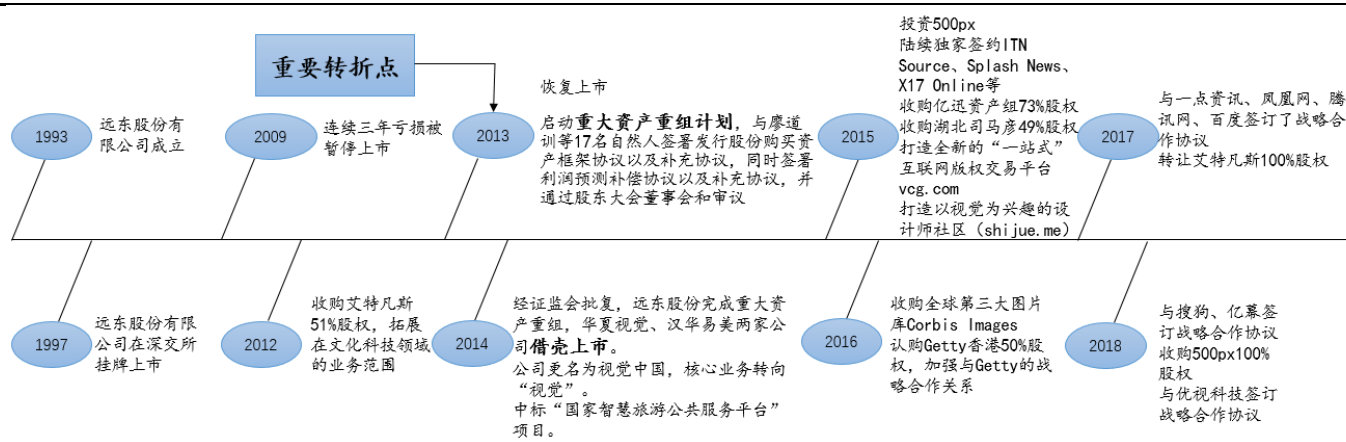
1. 视觉中国：中国图片交易第一平台

1.1. 公司概况：图片内容资源数量稳居行业 No.1

公司原名远东实业股份有限公司，成立于1993年，1997年上市，股票简称苏常远东，后股票简称变更为远东股份。2013年2月，公司启动重大资产重组，2014年2月、3月，通过非公开发行股票购买的华夏视觉、汉华易美两家公司完成资产过户，公司控制权发生改变，主营业务发生重大变化，围绕“视觉”这一核心业务，逐渐形成三大板块。2014年8月15日，公司更名为视觉（中国）文化发展股份有限公司。

截止2017年6月30日，公司拥有素材包括大约2亿多张图片、500万条视频素材和35万首各种曲风的音乐或音效，位居行业第一。

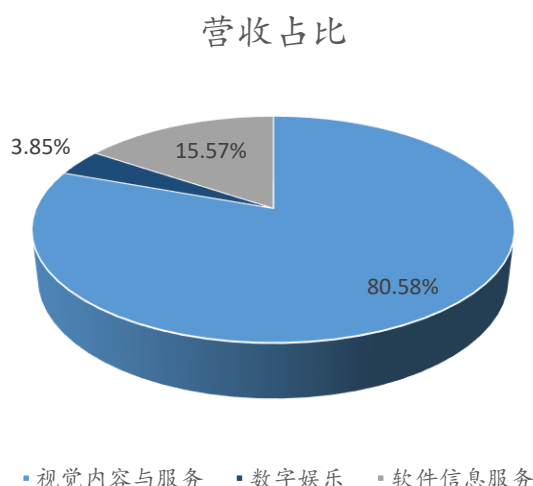
图表 1：公司发展历程及关键事件



资料来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

公司主营业务视觉内容与服务2014年、2015年、2016年及2017年前三季度营收占比均超过70%，其他主营业务包括数字娱乐和软件信息服务，2017年8月，公司转让艾特凡斯股权完成，未来将通过远东文化围绕公司核心业务实现“视觉数字娱乐业务”由重资产运作向轻资产运作的转型，保证该业务的可持续发展。

图表 2：2017H1 各类主营业务收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1.1. 核心业务：视觉内容与服务业务

该业务主要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。

编辑类图片一般使用于报纸期刊杂志以及互联网门户网站及资讯，而创意类图片则使用于广告公司、企业、互联网平台等。目前由于互联网广告市场增长迅速，创意类图片市场具有较好的行业成长土壤。

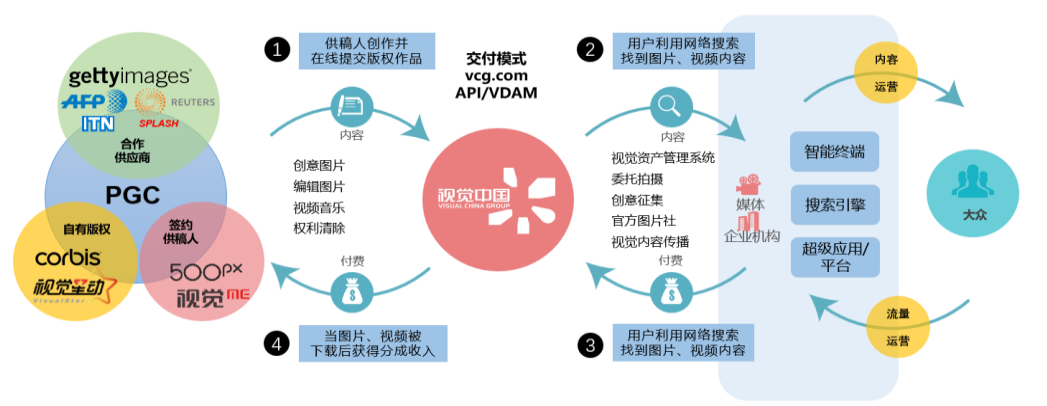
图表 3：图像素材终端客户及需求

客户分类	需求特点	需求量	定价情况	竞争程度
报纸期刊杂志	以新闻报刊为代表，强调图像新闻价值；对质量要求不高	极大	根据图像的新闻价值而定	-
图书出版机构	要求资料意义，质量要求不高	范围广阔，用片数量巨大	选择性较强，价位相对较低	一般
广告公司	要求艺术价值、创意性，质量要求高	范围广泛，需求量大	价位高	极为剧烈
直接企业类客户	集中在年报、宣传品、内部刊物、展示设计等，要求专业性，图像涉及面比较窄	一般	比较高	激烈
包装、装饰类企业客户	用于产品的包装，贺年卡、装饰画、月历等，要求图像艺术价值及欣赏性	一般	比较高	激烈
互联网类客户	最新也是发展最快的市场	巨大	范围跨度大	十分激烈

资料来源：赛迪顾问，东吴证券研究所整理

公司视觉素材包括图片、视频两类，图片是最重要部分，公司还会根据客户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。

图表 4：视觉内容与服务业务商业模式

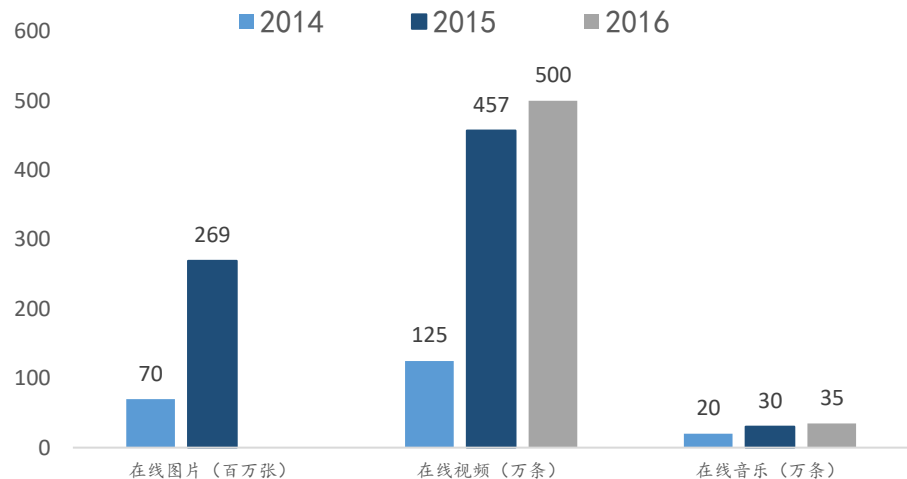


资料来源：公司网站，东吴证券研究所

■ 内容来源：自有版权内容、签约供应商和供稿人

截止 2016 年 12 月 31 日，公司与 Getty Images、ITN、500px 等全球 240 余家知名图片社、影视等版权机构建立了独家内容供应的合作关系。

图表 5：公司视觉素材资源数量



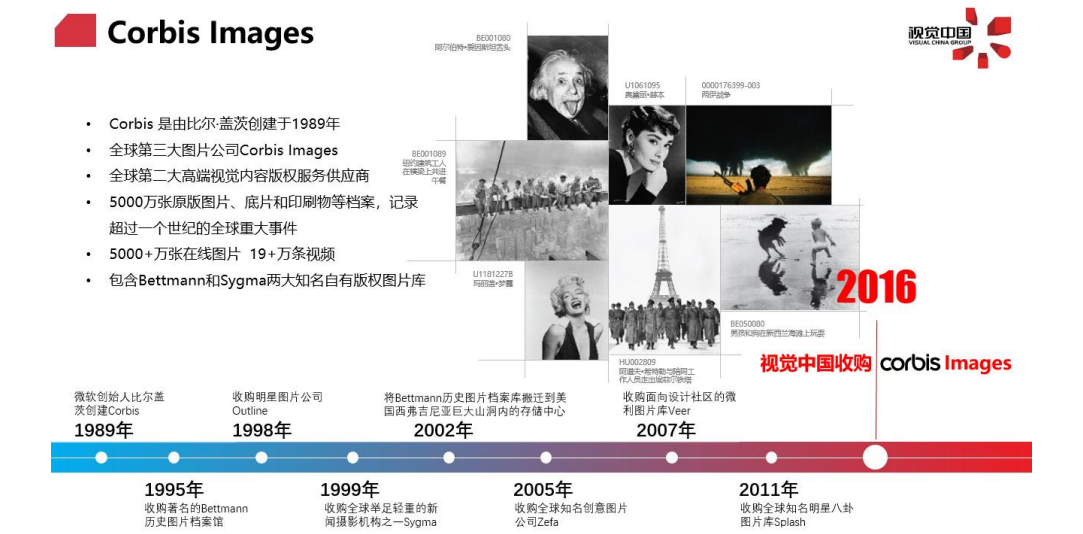
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1、自有版权：东星娱乐、Corbis Images 是公司自有版权核心资源

2012 年，公司通过现金加股权支付方式收购了东星娱乐（TUNGSTAR），东星娱乐成立于 2002 年，是一家从事娱乐新闻图片和视频素材采编的专业制作机构，在香港、台湾、北京、上海、广州等地配有专职娱乐采编队伍，凭借灵活多样的运作方式及先进的网络技术传输手段，从时效、视觉、数量、品质等多方面满足中国大陆、港澳台以及亚洲地区平面媒体、电视媒体及新媒体对娱乐新闻图片和视频资讯素材的传播需求。东星娱乐收录自成立以来 10 余年 8 万余场近百万张各种形式的相关活动图片，全面记录 2002 年以来华语娱乐圈的发展历程。

2016 年，华夏视觉通过承债式收购了联景国际（核心资产为全球第三大图片库 Corbis）100% 股权，Corbis 持有并管理的近 5000 万张记录了 19 世纪至 20 世纪全球重大历史事件的原版图片、底片、印刷物等档案，是不可再生的、稀缺的、极其珍贵的人类历史影像遗产。

图表 6: Corbis Images 公司介绍



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

2、签约供应商：主要是全球第一大图库企业 Getty，主打 PGC 内容

自 2003 年以来，公司就与全球第一大高端视觉内容版权服务供应商 Getty Images 在中国大陆地区建立了独家合作关系。2016 年，公司与 Getty Images 在香港进行合资公司股权合作，形成更加紧密的全球范围内的战略合作关系，从而不断巩固和加强了公司在 PGC(Professional Generated Content, 专业生产内容)视觉内容领域的绝对优势地位。

3、供稿人：包括摄影师社区和设计师社区

公司打造了中国领先的基于视觉为兴趣的互联网垂直社区集群：摄影师社区 (www.500px.me) 和设计师社区 (www.shijue.me)，同时在 2017Q1 开通签约供稿人功能。2017 年上半年，社区 (shijue.me 以及 500px.me) 开通了签约供稿人功能，社区注册用户经过审核后即可成为视觉中国的签约供稿人，直接在社区上传内容、查阅授权记录、查看统计数据。社区为 PGC 视觉内容的创作者（摄影师、设计师、漫画师、插画师等）提供展示、分享、交流、学习以及变现服务，提升社区会员的体验以及用户黏性，是公司“社区+内容+交易”商业模式中的关键一环，大大提升了公司在本土内容方面的竞争力。截止 2017 年 6 月 30 日，公司与近 17000 名供稿人建立了合作关系。公司于 2018 年 2 月公告拟收购 500px100%股权，500px 拥有 1300 万+注册会员，在线图片 1.2 亿。

■ 客户来源：互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业大客户和中小企业

公司根据市场变化，重点对互联网平台、媒体、广告营销与服务、企业大客户和中小企业等五个目标市场进行了开拓。

图表 7：视觉内容与服务主要客户



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

1、互联网平台

公司先后与一点资讯、凤凰网、腾讯网、百度、搜狗、优视科技等签订了《战略合作协议》，扩大与夯实了与互联网平台（大流量入口）的战略合作，提升了多渠道高效分发交付能力，不断提升获客效率，高效拓展长尾市场，促进业务增长。

2、媒体

国内主要媒体客户均为公司合作多年的年度合作客户，合作期内均顺利续约合作，包括：国有新闻网站、报纸、电视台、商业门户网站、视频网站以及杂志。

2016 年以来，媒体市场出现新的发展趋势，移动互联网资讯聚合平台、自媒体、视频直播、短视频等发展迅猛，公司及时把握市场变化，与今日头条、一点资讯、YY、虎牙直播、陌陌、十点读书、黎贝卡的异想世界等公司签署长期合作协议。

3、广告营销与服务公司

行业重要客户主要有 WPP 集团、宏盟集团、IPG 集团、阳狮集团、HAVAS 集团、电通集团、蓝色光标、华扬联众、卅六策。结合新媒体及自媒体的发展趋势，公司也积极拓展与数字广告公司的合作。

4、企业大客户

2017 年上半年，公司专门成立了企业大客户拓展部门，抓住了企业新媒体的市场机遇，通过公司研发的图像版权跟踪系统挖掘企业新媒体商机，并为有需求的企业提供线上及线下全方位的服务。公司针对细分垂直行业采用差异化的商机管理、客户拓展、客户引导转化、及产品授权模式，重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户。2017 年，公司企业大客户部门新增年度签约客户数较 2016 年同期增长超过 50%。

5、中小企业客户

公司采取市场化手段与销售服务相结合的手段，持续高效开拓中小客户的长尾市场。公司通过与互联网大流量平台建立战略合作关系、优化 400 客服电话、提升在线客服、网站注册、电邮等方法 and 手段，加大市场推广和品牌营销，更好地培育和服务长尾市场。

■ 交付模式：主要采取 www.vcg.com 进行交易，辅以 API 系统和 VDAM 系统

➤ www.vcg.com

公司视觉内容互联网版权交易平台 www.vcg.com 于 2015 年 12 月 31 日正式上线，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，实现了品牌、内容交付、产品体验的“一站式”无缝统一。

图表 8：公司视觉内容互联网版权交易平台 www.vcg.com 示意



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

用户可以通过登陆 vcg.com 搜索、浏览和授权下载所需的创意类图片、编辑类图片、视频素材等全部内容，2016 年，公司对 www.vcg.com 进行了全面改版升级，初步实现编辑类图片、创意类图片、视频素材、音乐素材的内容交付、产品体验的“一站式”无缝统一。

➤ API（应用程序编程接口）

2017 年上半年，公司正式推出 API（Application Programming Interface，应用程序编程接口）服务，以方便客户使用。客户可通过 API 服务连接视觉中国高质量正版内容，结合自己的应用场景自由调用 API，灵活满足内容需求。截至 2017 年 6 月底，视觉中国 API 已接入百度、腾讯、阿里巴巴、一点资讯、网易、新浪、凤凰网等 23 家客户。

图表 9：API 服务应用的场景

场景分类	特点	具体应用示例
产品集成	用户可直接从 API 接入端的产品中搜索并下载视觉中国素材	社交平台、移动应用、商业平台、创意工具
DAM/CRM/CMS 集成	将公司素材库集成到 API 接入端企业内部的 IT 系统，如 CMS、DAM 或 CRM	媒体编审后台、企业素材库、自媒体平台
分销联盟集成	将公司素材库集成到 API 接入端的网站，产生订单可获得分成佣金	MAKA

资料来源：公司网站，东吴证券研究所

➤ VDAM（视觉数据资产管理系统）

2017 年上半年，公司初步完成基于 SaaS (Software as a Service) 的 VDAM (Visual

Data Asset Management, 视觉数据资产管理系统) 产品的开发, 帮助公司客户进行视觉内容的生产和管理、视觉内容的传播和分发, 为客户提供“内容+技术”的全面服务, VDAM 的推广能够增加客户黏性, 提升客户使用公司产品与服务的体验, 为公司保持领先优势和持续发展提供动力。

图表 10: 视觉资产管理平台 VDAM 技术及优势



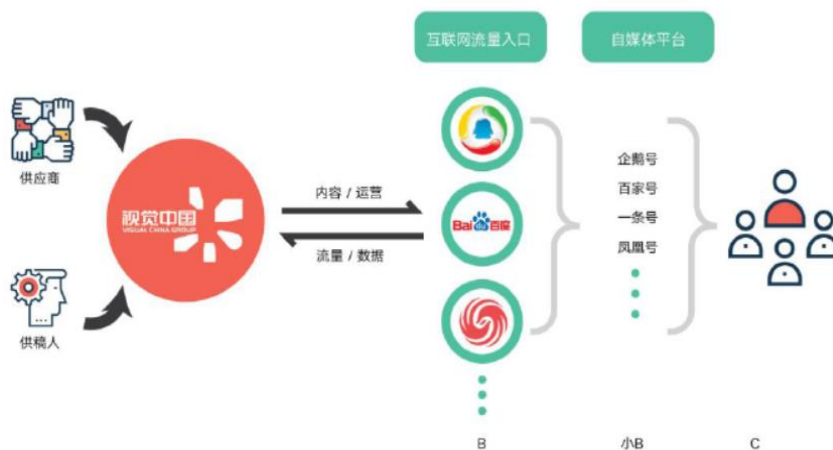
资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

➤ 2C 业务模式

一是与各大互联网大流量入口平台合作, 实现从 B 端客户全覆盖的同时向 C 端客户延展 (如公司与腾讯网、一点资讯、凤凰网、百度等大型流量入口企业签订一系列战略合作协议);

二是根据公司“互联网+视觉内容+行业”的战略, 将业务延展至旅游、教育等行业, 从而触达 C 端客户, 如“12301 国家智慧旅游公共服务平台项目”以及收购广东易教优培 35% 股份。

图表 11: 2C 业务模式



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

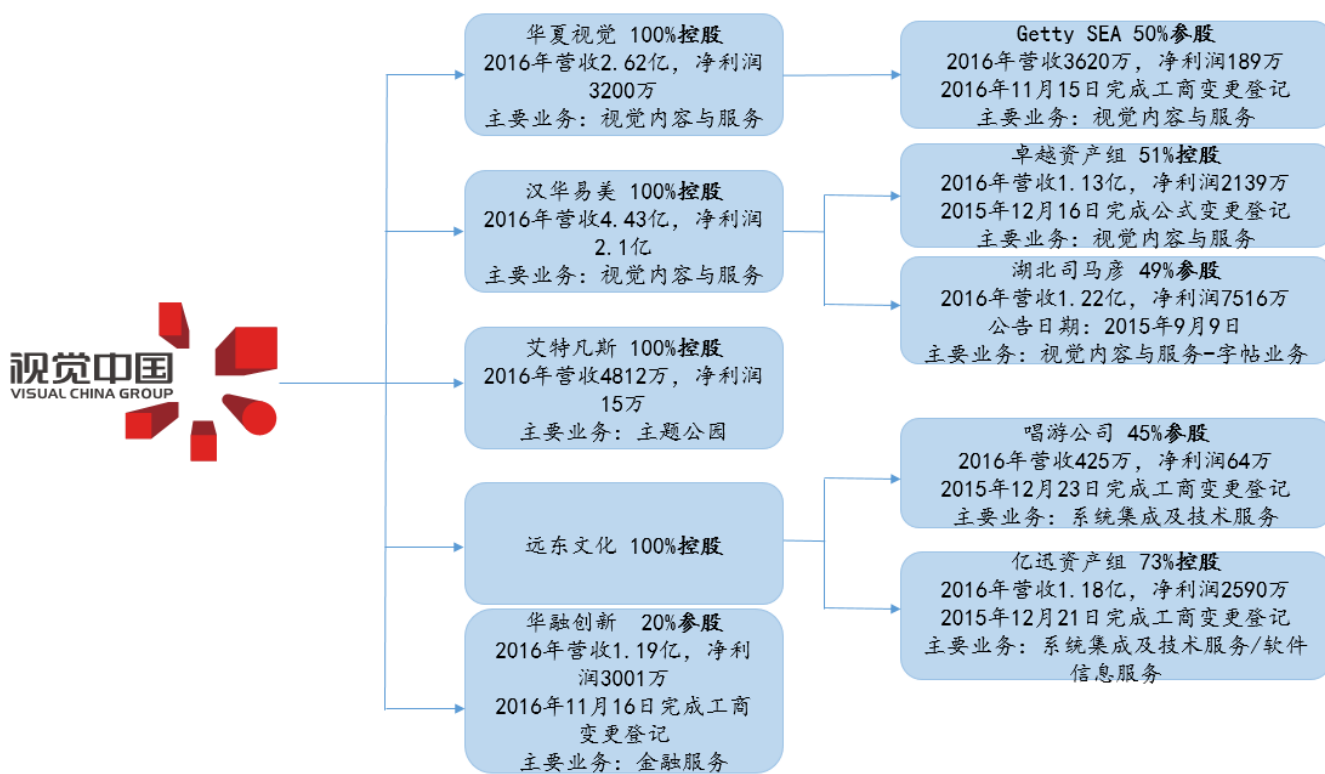
1.1.2. 其他业务: 软件信息服务

唱游公司：公司于2014年12月中标国家旅游局“国家智慧旅游公共服务平台”20年的特许经营权，并参股45%成立了唱游信息技术有限公司作为视觉中国在旅游行业的项目实施载体。过去三年，唱游专注“服务游客，监管企业，监测行业”，打造了连接旅游行业出行者、从业者及管理者的具有公信力的服务聚合平台和全国旅游行业大数据中心。该平台已经覆盖了57.2万导游、3.3万旅行社、3900家出境社、3400家四级旅游主管机构的日常业务流程和相关业务数据。在此基础上，视觉中国开拓性地开展了与旅游业相关的增值服务。

亿迅资产组：亿迅资产组为公司控股73%的子公司（2015年9月收购），是国内领先的全媒体交互中心解决方案供应商，即采用设计+销售+开发服务型的经营模式，根据不同行业的客户需求进行设计，为客户提供全媒体交互中心解决方案，为不同客户开发定制，并提供后续技术支持及维护服务。2016年，亿迅资产组从产品销售公司向技术服务公司转型持续投入进行新技术和新客户开发，公司在互联网企业发展迅速，连续赢得滴滴用车、美团大众点评、VIPKID等项目。

其他业务：2016年视觉中国投资1亿元参股华融创新资本投资有限公司（现更名为华融创新投资股份有限公司），持股20%，目的是为了借助华融的专业团队及资产管理经验，为公司在文化传媒行业的并购、整合提供支持 and 帮助。2017年，公司斥资1.1亿元收购广东易教优培教育科技有限公司35%股份，这是因为基于视觉中国发展战略的实施计划，教育行业是公司深耕的行业之一，结合湖北司马彦公司从事的K12字帖市场，公司通过这次投资进一步增强对K12教育市场的覆盖。

图表 12：2016年视觉中国重要控股和参股公司情况



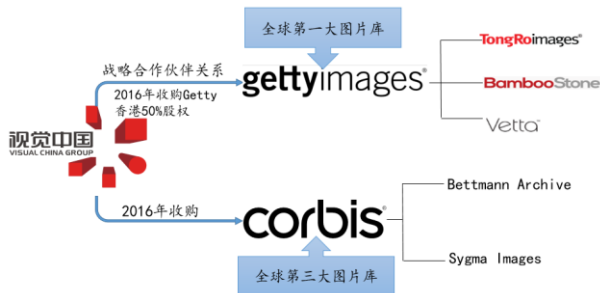
资料来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

1.2. 三维度发力：完善内容+技术创新+客户拓展

1.2.1. 完善内容，构建资源壁垒

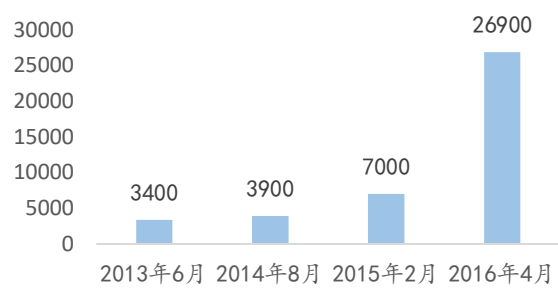
公司于 2005 年与全球最大图库 Getty 建立合资公司，达成合作协议，在这一点上，公司相比同行竞争者整整领先了一个身位。先发优势让视觉中国提早布局，建立内容护城河。上市后，公司通过加强与 Getty 战略合作、收购 Corbis、战略投资并最终公告拟收购 500px 等，不断丰富自身的内容储备。

图表 13：公司对图片库资源的整合



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 14：视觉中国图片存量规模（单位：万张）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

不仅仅是量的差距，公司主要竞争对手产品类型都相对单一，新华社、东方 IC 重心在编辑图片市场，全景网络重心在创意类图片市场。截止 2018 年 1 月，全景网有 8000 多万张图片，东方 IC 有 1 亿张左右，而新华社中国图片社有 2000 万张。公司在视觉类素材数量上、类型丰富度和市场占有率上均为行业第一。

图表 15：公司市占率绝对领先

公司	市场份额（商业类）	市场份额（媒体类）
全景网络	20%	5%
东方 IC	5%	10%
高品图像 (原 Corbis 中国)	10%	<10%
台湾达志影像	<5%	<1%
视觉中国	50%	30%

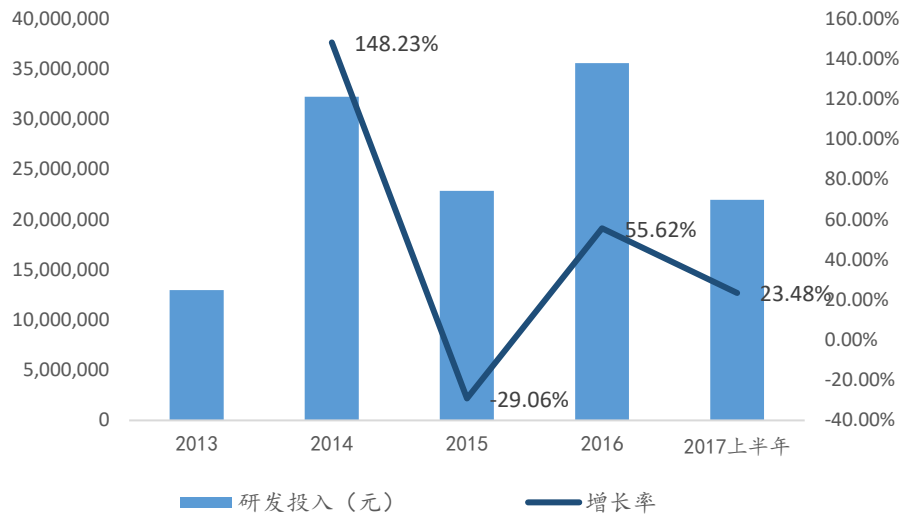
资料来源：智研咨询，东吴证券研究所整理

1.2.2. 技术创新，强化领先优势

随着互联网及移动互联网的出现，正逐渐改变传统图库的交易模式、盈利模式及市场格局，技术正成为图库公司的核心竞争力之一。

公司研发投入保持在较高水平，增加客户的体验及粘性，降低版权保护成本，在平台、交易以及版权保护技术上，公司已经走在国内视觉素材行业的前沿。

图表 16: 2013 年至今公司在研发上的投入保持较高水平



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2015 年, 公司打造了全新的视觉内容互联网版权交易平台 www.vcg.com, 实现了品牌、内容交付、产品体验的“一站式”无缝统一, 实现从内容的人为分类到由技术搜索统一交付的蝶变。2017 年上半年, 公司进一步推出 API 服务, 初步完成 VDAM 产品的开发。此外, 公司在图像搜索、识别、自动化标签等技术领域也有相关成果。

图表 17: 公司的技术产品

技术研发与改进	目的
vcg.com 交易平台	客户资源的整合
API 接入服务	使客户方便、促进视觉素材推广
VDAM 视觉资产管理平台	更好服务客户、增加客户黏性
图像版权网络追踪系统	降低版权保护的成本, 更好地锁定潜在客户
图像搜索、识别、自动标签等技术	提升交付能力、提高产品体验

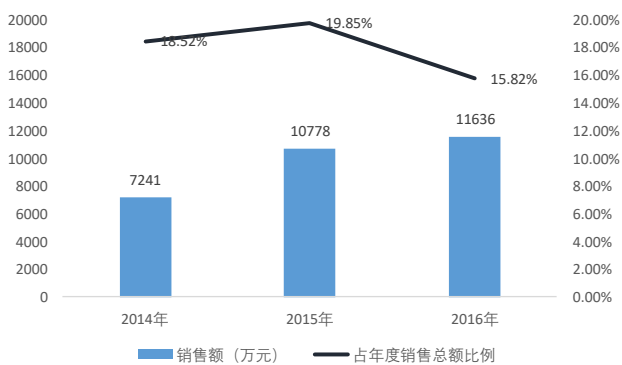
资料来源: 东吴证券研究所整理

1.2.3. 客户拓展, 助力持续增长

公司在 2017 年上半年专门成立了企业大客户拓展部门, 重点开拓金融、旅游、交通、快消、互联网科技等行业客户, 企业大客户部门新增年度签约客户数较 2016 年同期增长超过 50%。

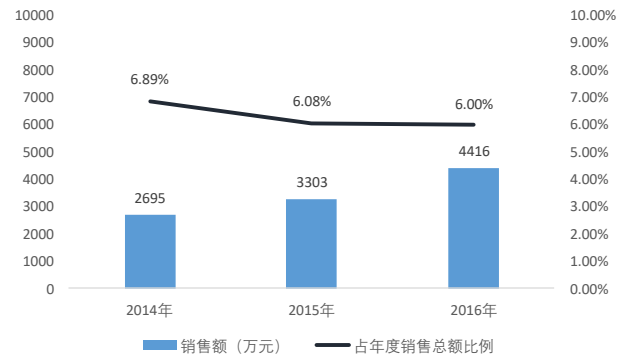
通过拓展大客户的数量, 加强与已经签约的大客户的合作关系, 同时不断拓展新客户, 公司头部客户呈现出销售额快速增长但收入占比下降的特点。

图表 18：公司前五大客户销售额



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 19：公司第一大客户销售额情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

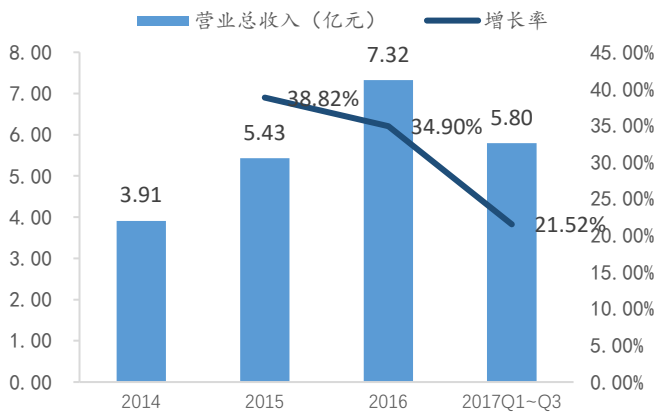
另一方面，公司正拓展长尾客户及自媒体市场，2017 年至今，公司先后与一点资讯、凤凰网、腾讯网、百度、搜狗、云剪达成战略合作协议。通过签订一系列战略合作协议，将公司的 PGC 版权资源库向合作伙伴全面开放，通过合作伙伴的流量优势，提高公司客户规模及品牌认知。

- ◇ 百家号：截至 2017 年 3 月入驻作者数量已超过 40 万
 - ◇ 一点号：截止 2017 年 2 月自媒体用户超 15 万
 - ◇ 凤凰号：截止 2017 年 2 月自媒体用户超过 10 万
 - ◇ 微信公众号：2017 年 9 月月活跃公众号 350 万
 - ◇ 云剪：微博一百多万政府、媒体、企业、MCN 机构用户
 - ◇ 优视科技：大鱼号媒体平台及汇川广告平台的 30 万自媒体及数万中小企业客户
- 我们认为，未来客户数量的持续拓展将是公司收入增长的保障。

1.3. 财务概览：主营稳步增长，盈利能力持续提升

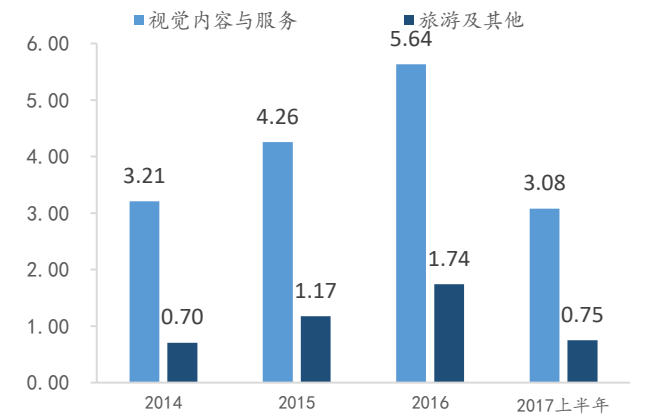
2017H1 公司营收同比增长 36.43%，前三季度主营业务收入同比增速下滑，主要原因是 2017 年 7 月公司转让艾特凡斯股权使得公司在第三季度营收出现波动，单季增长率仅为 0.24%。我们认为，艾特凡斯 100%股权转让有助于公司专注核心业务。视觉内容与服务收入增速稳定，2015 年和 2016 年的同比增长率均超过 30%。

图表 20: 公司主营业务收入情况



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

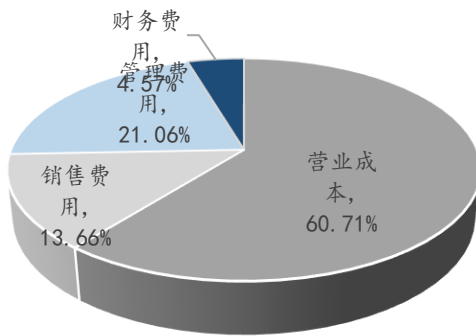
图表 21: 各业务板块营收情况



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

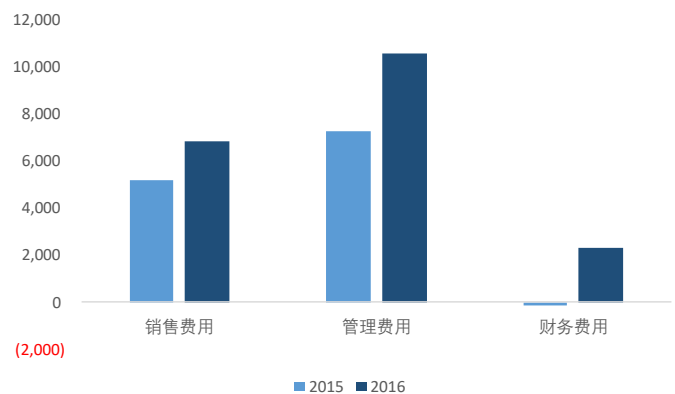
营业成本是公司主要成本项, 销售费用率、管理费用率均保持平稳, 2016 年财务费用增长显著, 主要系由于 2016 年包含分期支付亿迅资产组及上海卓越投资款而产生的未确认融资费用。

图表 22: 公司各项经营成本占比



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

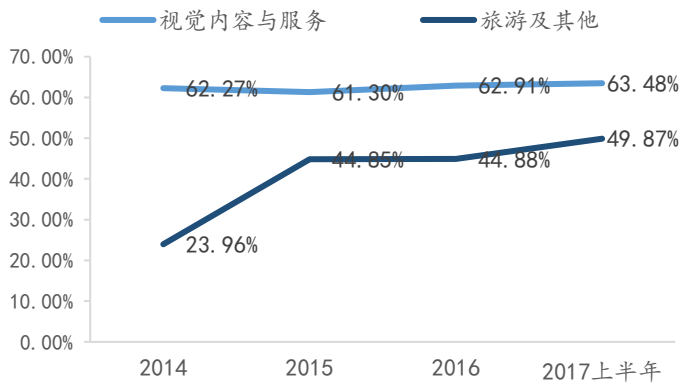
图表 23: 公司三项费用情况 (单位: 万元)



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

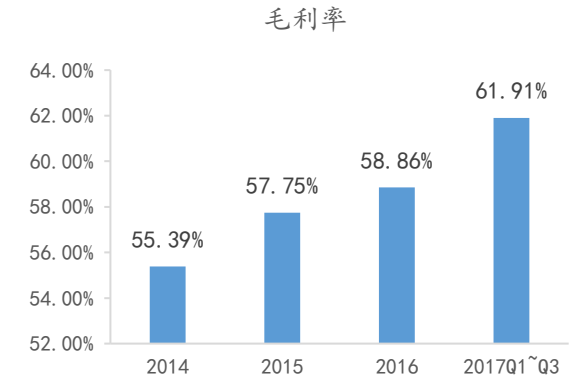
在毛利率方面, 视觉内容和服务以及旅游及其他两块的毛利率均呈现上升趋势, 视觉内容与服务业务营业成本主要为版权使用费。

图表 24：公司各业务板块毛利率保持增长



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 25：公司整体毛利率持续上升



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

2. 中国市场：需求爆发及模式升级的双重机遇

2.1. 传统图库看重内容竞争，马太效应明显

由于传统图库商业模式图片资源的稀缺性及高制作门槛，传统图片交易的商业模式看重内容竞争，从美国等成熟市场的发展历程来看，行业并购整合频繁，集中度逐渐提升。在行业竞争中，内容积累门槛越来越高，而随着市场竞争加剧，行业马太效应日益明显。规模小、实力弱、信誉差的企业淡出舞台；管理规范、资金充足的视觉素材库进入良性发展，形成一个成熟的图片市场。这一特点使得传统图库市场具有明显的规模壁垒，从 Getty 的发展历程来看，其高速发展期成本率逐年下降。

相比而言，新的微利电商交易模式并不具备这一特点，美国最大的微利图片交易平台 Shutterstock 虽然单次图片下载价格持续上行，但是版税占比一直保持 28% 左右，后文我们会做解释。

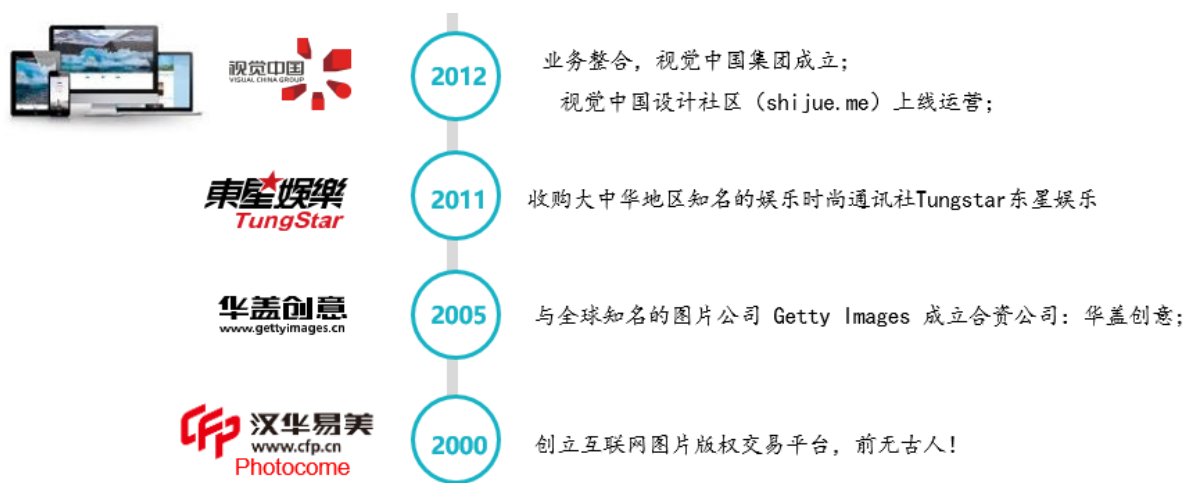
图表 26：Getty 和 Shutterstock 营业成本情况

Getty	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
营业收入 (万美元)	8,501	10,080	18,508	24,784	48,485	45,099
营业成本 (万美元)	3,216	3,751	5,283	6,726	14,067	12,239
成本率	37.82%	37.22%	28.54%	27.14%	29.01%	27.14%
Shutterstock	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入 (万美元)	12,027	16,962	23,552	32,797	42,515	49,432
营业成本 (万美元)	4,550	6,468	9,063	13,002	17,453	20,313
成本率	37.83%	38.13%	38.48%	39.64%	41.05%	41.09%
版税费 (万美元)	3,460	4,838	6,564	9,176	12,267	14,107
版税费占营收比例	28.76%	28.52%	27.87%	27.98%	28.85%	28.54%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从视觉中国的发展来看，2000 年柴继军、李学凌等人创立了中国第一家互联网图片版权交易平台 Photocome，2005 年与全球知名的图片公司 Getty Images 成立合资公司华盖创意，在中国的视觉素材内容积累方面，公司已有非常明显的先发优势。

图表 27：视觉中国借壳上市前发展情况



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

2.2. 微利图库依赖流量及技术，平台特征明显

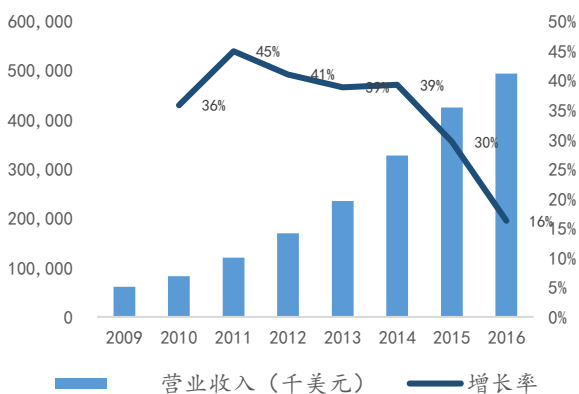
图片库市场发展大致经历了以下几个阶段：

- 起源于 20 世纪初：图片库大部分由摄影师创建，主要为报纸杂志服务。
- 20 世纪 70 年代：图片库交易迅速发展，主要以纸质图像目录册展示和邮寄底片销售为主。
- 20 世纪 90 年代初：随着扫描及存储技术的成熟，图片以 CD 形式进行销售。
- 20 世纪 90 年代后期：借助于互联网优势，新兴图片库公司建立了基于互联网的商业图片库，将图片库数字化，提供现代化的搜索和授权管理系统。
- 2005 年后：Web2.0 及摄影器材的发展促使了互联网图片新一轮整合，以 Shutterstock 为代表的微利图片交易平台逐渐兴起。微利图库的出现一方面提高了交易的效率、降低了交易的门槛，带来市场增量；另一方面，由于微利图库逐渐向传统图库客户进行渗透，也与传统图库形成了一定的直接竞争关系。

Shutterstock 是一家互联网商业视觉素材交易商，成立于 2003 年，2012 年在纽约交易所上市，总部位于美国纽约，是 2005 年后崛起的微利图库的代表企业。通过供稿人主动向网站上传素材来收集素材，用户通过获得授权下载需要的素材，当素材被付费的用户下载后，Shutterstock 与供稿人根据相互约定的分成比例进行分成。

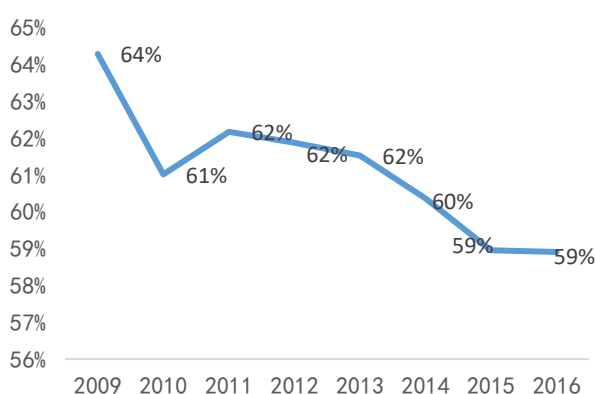
Shutterstock 经营业绩表现优秀，营业收入复合增长率较高。2016 年公司营业收入增长率下降的原因主要是付费下载次数增速下滑，并且因为公司有大约 60% 的海外市场，排除外汇走势的影响，公司 2016 年营业收入增长 18%。

图表 28: Shutterstock 营业收入情况



资料来源：wind，东吴证券研究所

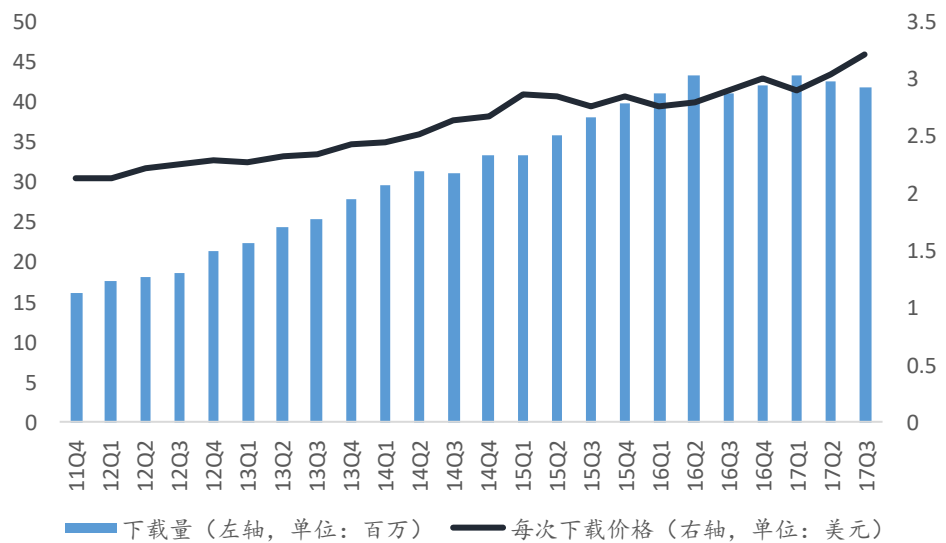
图表 29: Shutterstock 毛利率情况



资料来源：wind，东吴证券研究所

Shutterstock 营收增长是靠量和价两方面共同驱动的，在公司高速发展期间，数量保持高速增长，价格也保持平稳增长，最终营收呈现稳健增长的态势。在视觉素材出售价格方面，Shutterstock 的每次下载收入逐年增长，视觉素材出售价格稳步增长。2016Q4 单次下载收入为 3.02 美元，同比增长 5.59%。2008 年到 2016 年，公司单次下载收入复合增速为 8.06%。

图表 30: Shutterstock 公司的营收增长是靠量和价两方面共同驱动的



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

Shutterstock 公司主要客户为中小客户, 在 2012 年上市时候, 其招股说明书披露大客户占比不足 10%, 绝大部分客户都是中小型客户。同时, Shutterstock 客户数量增速与营收增速趋势匹配。Shutterstock 上市后, 做出了拓展企业大客户的发展战略, 营收增速一直高于客户数增速。Shutterstock 美国本土收入增速远高于美国本土图库市场的行业增速 (约为 10%), 说明其市占率在持续提升中。

图表 31: Shutterstock 客户数量增长与营业收入对比

	客户数量 (万)	客户数量增速	营业收入 (千美元)	营收增速
2012	75		169,616	
2013	90	20%	235,515	38.85%
2014	120	33.33%	327,971	39.26%
2015	140	16.67%	425,149	29.63%
2016	160	14.29%	494,317	16.27%

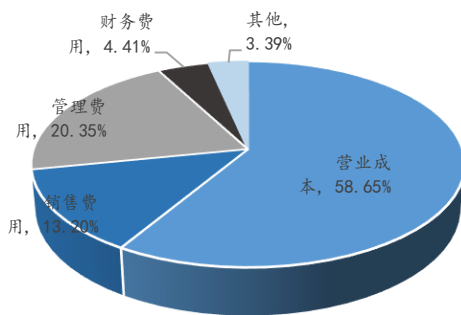
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

总结之, 不同于传统的线下图片交易授权, 微利模式的平台特征明显:

1) 流量驱动, 更重营销

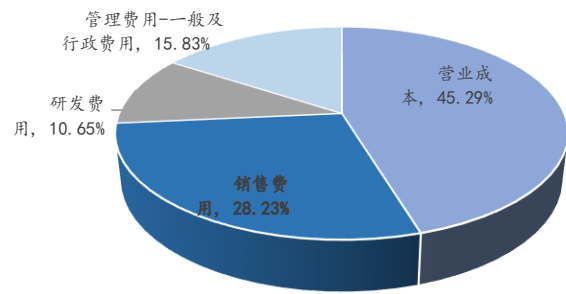
Shutterstock 相比传统图库交易模式最大差异在于成本结构, 2016 年, Shutterstock 销售费用占比高达 28.23%, 该项主要是广告营销费用, 包括搜索引擎营销、品牌广告等。费用率高企直接导致公司净利率远低于视觉中国近年来的净利率。图片交易平台在内容端较为依赖自主上传, 在内容端差异性较弱; 在销售端较为依赖渠道流量, 分析 Shutterstock 近年来的财务数据, 该项已经成为微利图片交易平台最重要的一块刚性成本。

图表 32: 视觉中国 2016 年成本及费用结构



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 33: Shutterstock2016 年成本及费用结构

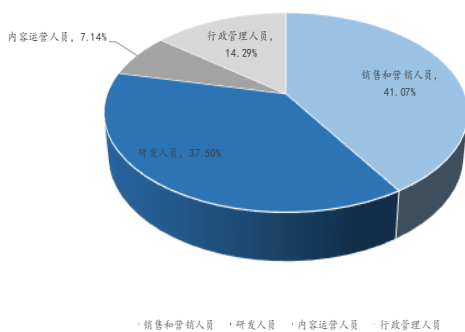


资料来源: wind, 东吴证券研究所

2) 技术的重要性更加凸显

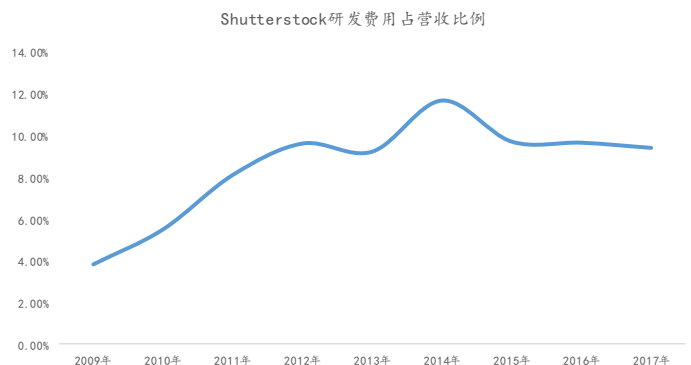
区别于普通网站, 图像社区、搜索和分享的设计以及数据库的建立都需要功能特殊的互联网技术, 尤其是搜索, 对于大体量的图片筛选具有关键作用。这一变化从视觉中国近年来的发展战略也可以得到印证。

图表 34: Shutterstock 上市时的员工构成



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 35: Shutterstock 研发费用占营收比例



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 为什么说现在是中国市场的跨越机遇?

视觉中国 2017 年前客户主要为大 B 客户, 客户数量较少 (直客在一万量级, 广告公司代理客户在十万量级), 单位客户贡献销售收入较高。我们以 Shutterstock 作为对标来做简单空间测算。

Shutterstock 目前下载数量趋于停滞状态, 悲观假定目前 Shutterstock 在美国市场业务达到天花板, 测算美国平均每家中小企业年下载量为 1.466 张。

图表 36：2015 年 shutterstock 在美国平均每家中小企业下载数量

$$\begin{array}{c}
 \text{Shutterstock在美国平均每家中小企业下载数量} \\
 = \\
 \frac{\text{Shutterstock全球下载数量 (2015年为 1.472亿)} \times \text{Shutterstock美国业务占比 (2015年为 39\%)} \times \text{Shutterstock中小客户业务占比 (2015年为 71.50\%)}}{\text{美国中小企业数量 2015年为 2800万}} \\
 = \\
 1.466
 \end{array}$$

资料来源：东吴证券研究所测算

视觉中国在中国市场市占率大幅领先，Shutterstock 在美国面临 Getty 等传统图库企业及新兴微利图库的双重竞争。考虑到国内版权意识相对薄弱，且图库市场起步较晚，保守假定视觉中国在拓展国内中小企业客户过程中平均每家中小企业下载数量只能达到 Shutterstock 的一半，即平均每家中小企业客户在视觉中国图片库下载数量为 0.733 张；保守假定图片价格为视觉中国微利图片库（veer.com，主要针对中小客户）目前套餐最低价格 20 元/张（最低零售价格，实际售卖价格应远高于此）；

据工信部中小企业司副司长王建翔：中国 2017 年中小企业约为 7000 多万，保守假定中国中小企业数量为 7000 万。对标 Shutterstock，公司在中小企业客户上收入空间约为 10.26 亿。

从逻辑上来看，我们认为在线微利图片交易模式的崛起对于中国图库市场而言是跨越机遇：

1、微利图库商业模式的出现对于供应商而言，实现了更广泛的内容来源，降低了内容的生产门槛，对于需求方而言，更便捷采购、更低单价（制图软件的普及也带来了素材价格的降低）大大降低了采购门槛。我们在研究这一商业模式时，试图将图片交易与电商市场进行比较，发现有甚多可比性。中国传统零售行业相比美国基础较弱，区域化特征明显，电商商业模式的出现进一步刺激了消费，根据《2017 中国电商年度报告》，2016 年，中国网购规模（不含服务）达到 7500 亿美元，为美国 2.4 倍。

2、中国版权意识处于培养阶段，从数据上来看付费购图企业渗透率远低于美国水平。但可喜之处在于，版权市场环境近年来已明显好转，内容付费正成为内容产业增长最重要驱动因素。2018 年，“惩罚性赔偿”首次出现在政府工作报告中（以前是补偿性赔偿制度），我们期待更具体的政策落地，我们认为该政策的提出与落地将进一步规范国内的版权环境，有利于公司扩大客户群体，也符合公司此前对行业的判断。

李克强：完善产权制度和要素市场化配置机制。产权制度是社会主义市场经济的基石。要以保护产权、维护契约、统一市场、平等交换、公平竞争为基本导向，完善相关法律法规。对各种侵权行为要依法严肃处理，对产权纠纷案件要依法甄别纠正。强化知识产权保护，**实行侵权惩罚性赔偿制度**。加快技术、土地等要素价格市场化改革，深化资源类产品和公共服务价格改革，打破行政垄断，防止市场垄断。要用有力的产权保护、顺畅的要素流动，让市场活力和社会创造力竞相迸发。

——2018 年《政府工作报告》摘录

3、技术手段有助于显著降低版权保护成本，解决了传统图片侵权难以取证的核心痛点。

公司 2B 及 2C 两种销售模式双线推进，既有传统图库的内容壁垒与先发优势，又借助互联网及移动互联网崛起的机遇，与渠道巨头建立起战略合作，当前的发展机遇及市场格局均要远优于 Shutterstock。

3. 行业空间测算及公司盈利预测

3.1. 对于图库市场规模的测算

2011 年中国图片库市场规模在广告市场规模中占比不足 0.5%，而美国占比为 2.4%。

假设：

- 1、2014 年公司编辑类图片市占率为 30%，创意类图片市占率为 50%，假设 2016 年公司创意类和编辑类市占率不变，在此估计下，根据公司的营收情况，我们倒推 2016 年中国图片库市场销售规模估计为 14.72 亿元。
- 2、我们分谨慎、中性、乐观三种预期来测算中国图片库市场规模。中性判断，中国图片库市场潜在规模 2016 年约为 94 亿元，当前市场渗透率仅为 15.7%。

图表 37：行业市场规模测算（单位：亿元）

	谨慎	中性	乐观
广告市场规模	6489	6489	6489
图库市场占比	0.5%	1.5%	2.4%
图库市场规模	32	94	156

资料来源：东吴证券研究所测算

3.2. 盈利预测及投资建议

公司目前主要分为视觉内容与服务和旅游及其他两个板块，视觉内容与服务业务又细分为华夏视觉（编辑类为主）和汉华易美（创意类为主），旅游及其他主要包括艾特凡斯和其他资产，其中艾特凡斯已于 2017 年 7 月出售。

1、视觉内容与服务。

我们试图按照编辑类图片及创意类图片进行分拆，但由于公司子公司间存在内部抵销，因此我们假设创意类图片营收包括汉华易美+其他（抵消项）。值得注意的是，此处只是为了测算方便，在公司统一平台入口后，实际上并不会严格区分编辑类图片及创意类图片的收入占比。

编辑类图片：在编辑类图片应用的市场中，报纸、杂志、门户网站及资讯的广告收入总和在逐年下降，连续 4 年负增长。其中门户及资讯广告收入保持结构性的高增长，我们认为未来编辑类图片市场将主要由门户及资讯网站来驱动。结合过往的营业收入增长率，我们预测 2017/2018/2019 年华夏视觉营收增长率为 5%/5%/5%。

图表 38: 报纸、杂志、门户网站及资讯广告收入 (亿元)

收入	报纸广告	杂志广告	门户及资讯广告	合计	合计增长率
2012 年	455	83	80	619	-
2013 年	425	78	96	599	-3.2%
2014 年	360	50	111	521	-13.1%
2015 年	233	41	157	430	-17.4%
2016 年	137	29	214	380	-11.6%

资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

创意类图片: 我们预计 2017/2018/2019 年的网络核心版权市场规模增速分别为 30%/28%/26%, 公司市占率的增加带来额外增速分别为 5%/4%/3%; 我们预计小 B 及自媒体客户在 2017/2018/2019 年贡献收入分别为 0.5/1.2/1.5 亿元。合计, 除华夏视觉外, 公司视觉内容与服务营收增速 2017/2018/2019 年分别为 52%/43%/29%。

根据过去三年公司毛利率情况, 我们预计 2017/2018/2019 年公司视觉内容与服务毛利率分别为 63%/63%/63%。

图表 39: 视觉内容与服务业务收入测算结果 (单位: 万元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
华夏视觉	21991.85	24416.80	26236.27	27548.09	28925.49	30371.76
增长率		11.03%	7.45%	5%	5%	5%
汉华易美+其他	10089.57	18142.74	29890.10	45439.08	64814.67	83344.19
增长率		79.82%	64.75%	52%	43%	29%
合计	32081.42	42559.54	56126.37	72987.16	93740.16	114216.58
增长率		32.66%	31.88%	30.04%	28.43%	21.84%
毛利率	62.27%	61.30%	62.91%	63%	63%	63%

资料来源: 东吴证券研究所预测

2、旅游及其他业务

考虑到艾特凡斯 2017 年 7 月份已出售, 2017 年收入参考其 2017H1 收入。假定其他项 2017/2018/2019 年收入增速分别为 20%、20%、20%。假设整体毛利率在 2017/2018/2019 年分别为 50%、40%、40%。

图表 40: 旅游及其他业务收入测算结果 (单位: 万元)

	2014 年	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
艾特凡斯	7027.79	5928.60	4812.10	1532.11		
增长率		-15.64%	-18.83%	-68.16%		
毛利率	23.96%	25.11%	33.63%	70.33%		
其他	0	5802.11	12611.22	15133.47	18160.16	21792.19
增长率			117.36%	20%	20%	20%
毛利率		65.02%	50.20%	-	-	-
旅游及其他						
收入	7027.79	11730.71	17423.33	16665.57	18160.16	21792.19
增长率		66.92%	48.53%	-4.35%	8.97%	20%
毛利率	23.96%	44.85%	44.88%	50%	40%	40%

资料来源: 东吴证券研究所预测

综上,我们预计公司营业收入在 2017/2018/2019 年分别为 8.97 亿元、11.19 亿元、13.60 亿元,毛利率分别为 60.58%、59.27%、59.31%。

公司此前销售费用率保持稳定,参考 2017H1 情况,我们预计 2017/2018/2019 年销售费用率分别为 9.51%、8.34%、7.51%。公司管理费用率持续降低,预计 2017/2018/2019 年分别为 13.19%、11.51%、10.39%。财务费用方面,由于公司 2016 年收购了联景国际(收购了 Corbis)带来 4050 万美元的负债,从 2017 年三季度开始将联景国际并表,三季报披露长期借款比 2016 年年报增长超过 1 倍,预计该事件将影响公司财务费用情况。

综上,我们预测 2017/2018/2019 年公司归母净利润分别为 2.93/3.80/4.89 亿元,增速分别为 36.5%/29.7%/28.7%。

3、估值情况

比较 Shutterstock 历史上的收入增速、利润增速、动态市盈率情况,我们发现:

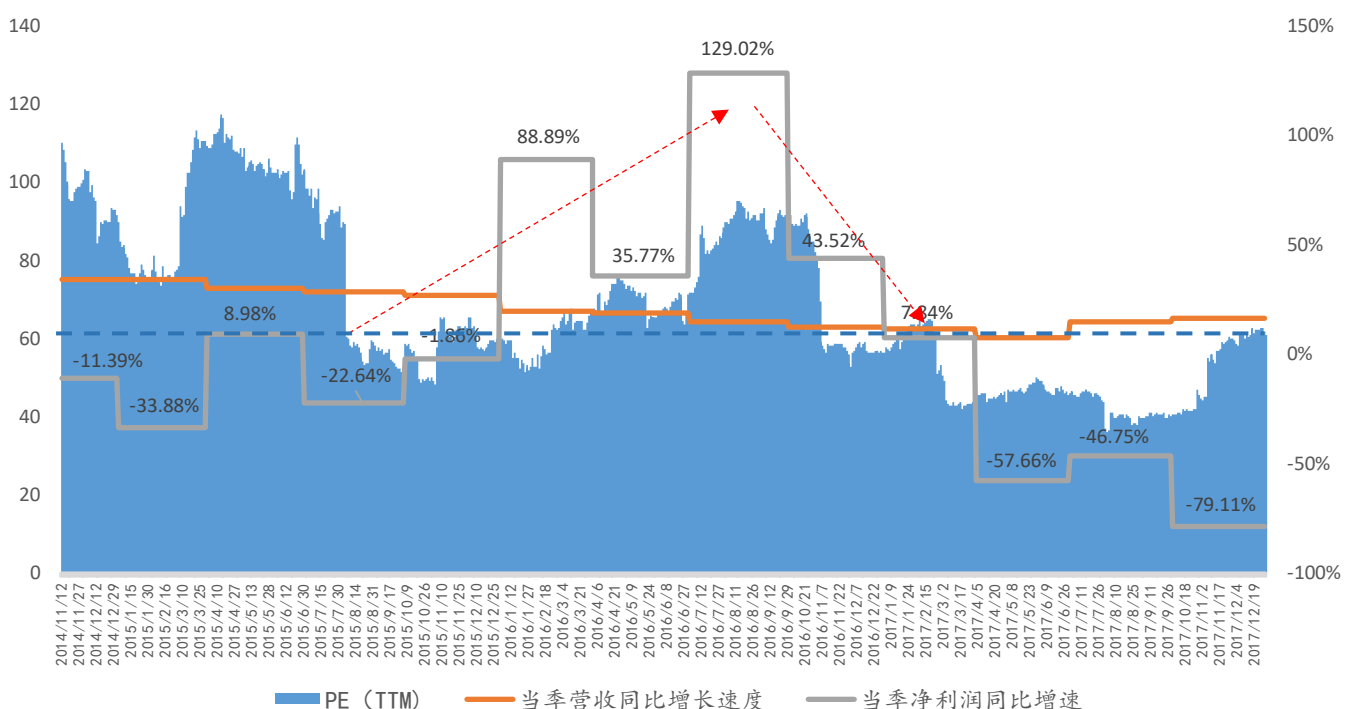
1) 高速成长期: 收入高增长,其绝对估值高,PE_TTM 在 60-120 倍之间,我们认为这主要是基于公司的商业模式、市场竞争优势与利润释放潜力,这一逻辑与公司当前逻辑相似;

2) 利润释放期: 动态市盈率变化趋势与公司利润增速的变化趋势相匹配,最高 PE_TTM 接近 100 倍。

3) 稳健增长期: 公司收入保持稳定增长,业绩受到费用、汇率波动等非经常性因素影响,短期承压,估值在 40-60 倍之间。

整体来看,公司 PE_TTM 估值中枢位置在 60 左右。

图表 41: 2014 年至今 Shutterstock 的单季度业绩增速与市盈率 (PE_TTM) 情况



资料来源: wind, 东吴证券研究所

视觉中国近年来经营稳健，收入保持中高速增长，2016年初至今估值中枢保持在50倍左右，根据我们预期，公司2017年归属净利增速为37%，与2016年同比增速基本持平。我们认为：

1) 公司当前发展处于 Shutterstock 早期阶段，而且我们认为当前公司所面临的市场机遇要远优于 Shutterstock 发展初期，我们认为公司估值相比 Shutterstock 估值中枢应给予一定溢价。

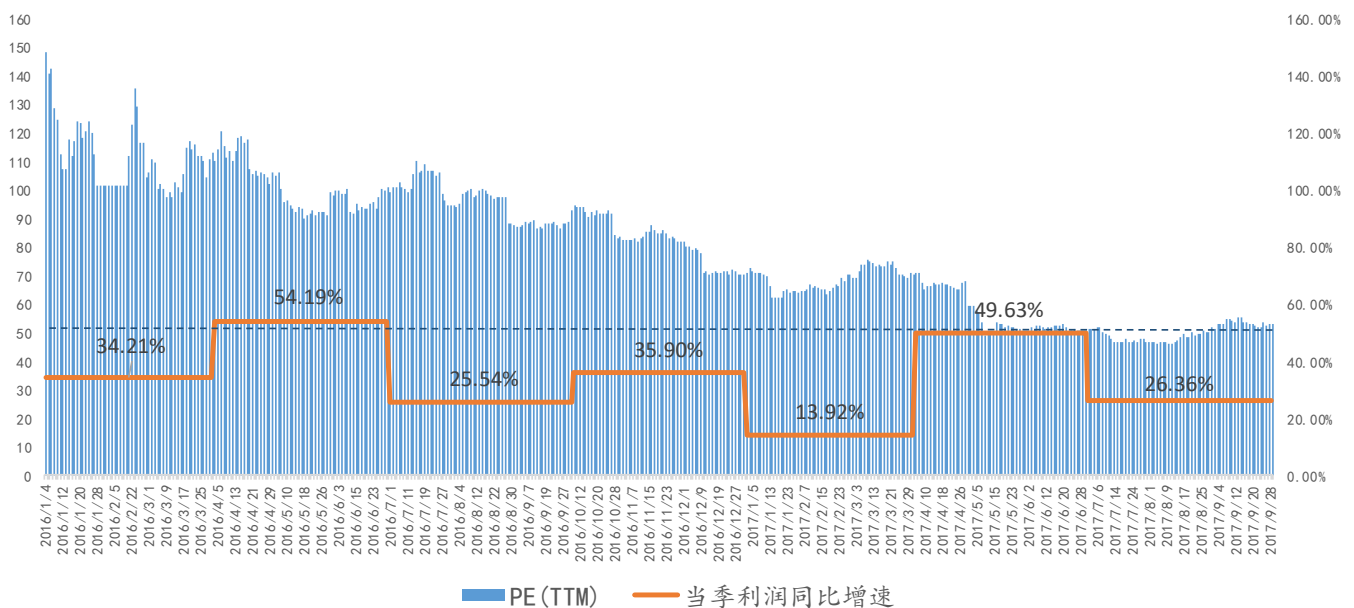
2) 根据我们拆分及预测，公司创意类图片收入2017年增速在50%以上，考虑到客户数量上的空间，我们认为高增速有望维持；

3) 行业持续向好，公司在2017年实现了技术的突破以及客户的拓展，验证成长逻辑，考虑到微利图库市场未来市场潜力，公司增速有望超预期。

综上，我们在公司历史估值及 Shutterstock 估值中枢上给予一定的溢价，给予公司2018年净利润以60倍估值，目标市值228亿。同时建议重点关注公司客户拓展情况、未来长尾客户及C端客户的业绩弹性有望带来估值中枢上行潜力。

首次覆盖，给予“买入”评级！

图表 42：2016 年至今视觉中国的单季度业绩增速与市盈率 (PE_TTM) 情况



资料来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

我们认为公司潜在风险主要包括：

- 1) 管理风险。公司业务增长迅速，参、控股公司扩大到四十余家，使得公司在战略规划、制度建设、组织机构设置、运营管理和内部控制等方面面临更大的挑战。
- 2) 商誉减值。公司部分股权投资参、控股公司的存在业绩承诺，如不能履行业绩补

偿承诺，可能会对公司现金流产生不利影响，从而影响投资股权回报的实现。

3) 盗版风险。目前图片市场盗版现象仍然比较普遍，虽然政府有关部门近年来通过逐步完善知识产权保护体系，但盗版现象屡禁不止。

4) 汇率变化。预计公司未来境外业务比例及所面临的汇率风险都将有所上升，因此面临汇率变化风险。

5) 人才管理。公司加强人才资源的培养，但仍然不能弥补可能的因核心专业人才变动给公司经营业务带来的负面影响。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	735	897	1119	1360
营业成本	305	353	456	553
毛利	430	543	663	807
%营业收入	58.5%	60.6%	59.3%	59.3%
营业税金及附加	5	6	8	9
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	69	85	93	102
%营业收入	9.3%	9.5%	8.3%	7.5%
管理费用	106	118	129	141
%营业收入	14.4%	13.2%	11.5%	10.4%
财务费用	23	38	44	44
%营业收入	3.1%	4.2%	3.9%	3.2%
资产减值损失	13	3	5	5
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	54	76	94	113
营业利润	270	369	479	618
%营业收入	36.7%	41.1%	42.8%	45.5%
营业外收支	6	5	5	5
利润总额	276	374	484	623
%营业收入	37.6%	41.7%	43.3%	45.8%
所得税费用	46	62	80	103
净利润	231	312	404	520
归属于母公司所有者的净利润	214.7	292.9	379.8	488.8
少数股东损益	16	19	24	31
EPS (元/股)	0.31	0.42	0.54	0.70

现金流量表 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流净额	234	250	357	449
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-2	-19	-21	-24
其他	-838	0	0	0
投资活动现金流净额	-839	-19	-21	-24
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	1120	0	0
银行贷款增加 (减少)	340	-152	0	0
筹资成本	6	-67	-82	-92
其他	72	0	0	0
筹资活动现金流净额	419	901	-82	-92
现金净流量	-186	1132	254	333

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资产负债表 (百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	468	1600	1854	2187
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	380	463	577	702
存货	29	34	44	54
预付账款	4	5	6	7
其他流动资产	184	215	235	257
流动资产合计	1066	2317	2720	3219
可供出售金融资产	99	99	99	99
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	820	896	987	1092
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6	24	43	63
无形资产	8	8	7	7
商誉	1265	1265	1265	1265
递延所得税资产	2	1	1	1
其他非流动资产	257	257	257	257
资产总计	3524	4866	5379	6003
短期贷款	152	0	0	0
应付款项	164	190	245	298
预收账款	103	126	157	190
应付职工薪酬	14	16	21	25
应交税费	70	93	120	154
其他流动负债	114	132	161	189
流动负债合计	616	557	704	857
长期借款	236	236	236	236
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	338	338	338	338
负债合计	1191	1131	1278	1431
归属于母公司所有者权益	2297	3680	4022	4462
少数股东权益	36	55	79	110
股东权益	2333	3735	4101	4572
负债及股东权益	3524	4866	5379	6003
基本指标				
EPS	0.31	0.42	0.54	0.70
BVPS	3.28	5.25	5.74	6.37
PE	88.12	64.57	49.80	38.70
PEG	2.79	2.05	1.58	1.23
PB	8.24	5.14	4.70	4.24
EV/EBITDA	63.23	43.06	32.92	25.48
ROE	9.3%	8.0%	9.4%	11.0%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

