

视觉中国 (000681)

增持 (首次)

三大业务再起航，智慧旅游平台值得期待

市场数据

2015-01-15

收盘价(元)	20.47
总股本(百万股)	670
流通股本(百万股)	142
总市值(百万元)	13700
流通市值(百万元)	2901
净资产(百万元)	758
总资产(百万元)	876
每股净资产	1.01

相关报告

分析师:

张衡

A0230513070009

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	105	366	493	663
同比增长	192.3%	247.1%	34.7%	34.5%
净利润(百万元)	4	113	164	234
同比增长	-31.3%	2432.9%	45.7%	42.1%
毛利率	31.9%	59.3%	59.7%	59.8%
净利润率	4.2%	30.8%	33.4%	35.3%
净资产收益率(%)	3.0%	15.3%	18.1%	20.4%
每股经营现金	-0.01	0.13	0.16	0.41
每股收益(元)	0.02	0.17	0.25	0.35

投资要点

- **公司战略清晰，三大业务再起航。** 1) 视觉内容与服务：依托微利图片网站“视图网”实现从大B到小B的延伸； 2) 视觉数字娱乐：基于IP运营能力，主题公园业务有望获得快速发展； 3) 视觉社交：2C的视觉消费为未来三年业务拓展核心：a) 素材消费电子化； b) 基于国家智慧旅游公共服务平台项目，从旅游视觉消费为切入打造视觉社交。
- **依托国家级智慧旅游平台，抢占产业制高点。** 1) 2015年1月10日国家旅游局《关于促进智慧旅游发展的指导意见》出台，核心在于通过旅游信息化、实现各环节的数据打通和公开透明化，实现高效旅游管理； 2) 我们认为，通过以BOO方式运营国家智慧旅游公共服务平台项目，公司有望将其打造成为智慧旅游的入口级平台，占据智慧旅游产业高点，并有望基于其视觉产业优势，构建旅游视觉社交产品平台。
- **盈利预测与投资评级：** 1) 我们预计2014~2016年EPS分别为0.17/0.25/0.35元，当前股价对应同期126/86/61倍PE； 2) 我们认为虽然当前公司估值水平相对较高，但是公司作为A股稀缺的互联网视觉平台公司、理性享受相对较高估值水平（参考海外可比公司）；同时未来在微利图片业务、主题乐园以及智慧旅游平台推进下，公司业绩有望显著超出当前预期、估值水平有望得到逐步消化； 3) 我们长期看好公司三大板块的协同发展，予以“增持”评级。
- **风险提示：** 1) 盗版风险。 2) 旅游平台进展不达预期； 3) 主题乐园项目进展不达预期。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

1. 公司战略清晰，三大业务再起航

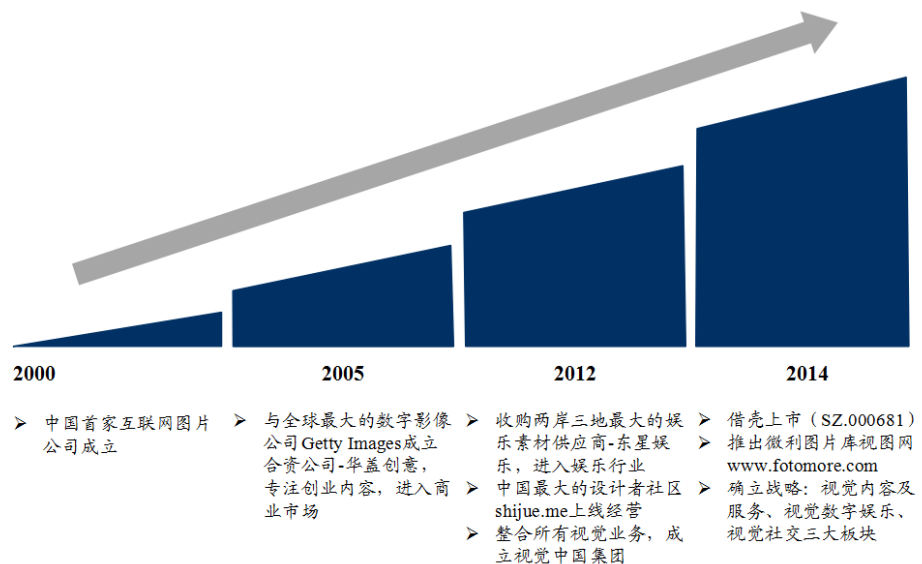
视觉中国，成立 15 年来一直从事视觉相关业务。公司的愿景是“视觉创造价值、视觉服务中国”。2014 年 2 月份，视觉中国借壳原来远东股份（000681）重组上市。上市后，公司逐步明确未来三年战略，即围绕视觉行业，打造三大业务板块：（1）视觉内容与服务（2）视觉数字娱乐（3）视觉社交。

1.1 视觉内容与服务：成功实现从大 B 到小 B 的延伸

定位高端客户是公司早期视觉内容业务显著特点。视觉内容与服务，主要为图片素材业务，为公司创立以来的核心业务。公司旗下华夏视觉和汉华易美是分别定位于创意类图片市场和编辑新闻类图片的两个图片库网站，且主要定位于高端客户的图片销售。

公司正在向微利图片市场拓展。1) 微利图片是全球视觉内容服务行业新趋势。作为国内图片素材电商平台的龙头和 10 年来在图片内容的深厚积累，公司存在向面相小 B 的中小企业市场的微利图片库延伸的天然基础。2) 公司亦于 2014 年 9 月 9 日推出微利图片网站“视图网”（www.fotomore.com），正式进军微利图片市场。3) 视图网目前拥有正版创意素材 1500 万张，与 Getty image 形成了独家合作。公司成功实现从大 B 向小 B 的延伸，有望实现客户量级从万级到千万级的跨越。

图 1、视觉内容与服务走向微利图片库模式



数据来源：视觉中国、兴业证券研究所

1.2 视觉数字娱乐：主题公园业务有望获得快速发展

视觉数字娱乐以主题公园为核心业务。2012 年 6 月，远东股份以 1200 万元收购

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艾特凡斯 51% 股权。因此，艾德凡思（51% 股权）作为原上市公司的壳资产，重组进入视觉中国体系。

艾特凡斯是国内领先的主题公园设计施工服务提供商。1) 深圳艾特凡斯智能科技有限公司成立于 2011 年 9 月，是国内一流的高科技主题公园设计制造型企业 and 一站式解决方案供应商；2) 公司已开发出多种新颖独特、充满魅力的产品，主要有：天幕影院、黑暗骑乘、360° ride 灾难体验、环境 4D 影院、巨型环幕 LED 立体影院、动感球幕影院以及魔幻剧场等。

依托视觉中国 IP 运营资源，艾特凡斯有望迎来跨越式发展机遇。我们认为，1) 重组后的艾特凡斯有望得到新管理团队的重视和助力，双方经营协同效应有望显著提升；2) 不同于艾特凡斯仅提供设计及建设服务，依托视觉中国全球 IP 资源整合能力，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，跨越式成长可期。

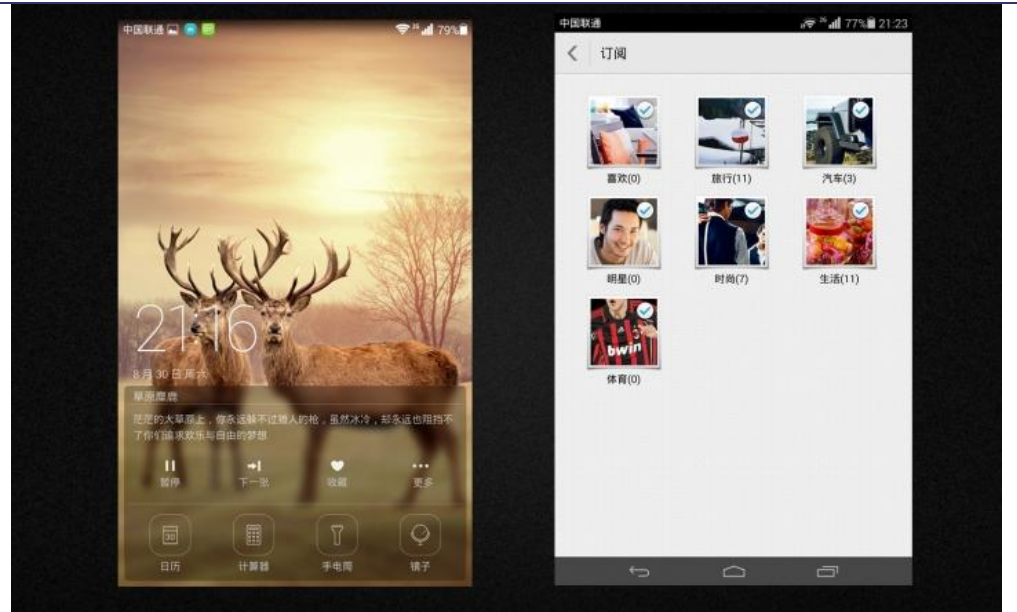
1.3 视觉社交：2C 的视觉消费为未来三年业务拓展核心

内容资源禀赋赋予视觉社交竞争优势。1) 当前 2C 视觉消费的业务模式和商业模式多种多样，有类似 instagram 的视觉图片社交模式、有设计众包模式等；有类似壁纸、表情、锁屏等与消费电子产品相结合的视觉产品等；2) 当前中国消费图片领域刚开始兴起，尚未形成固定商业模式。基于公司内容优势，我们看好其在视觉社交领域成功可能。

两个方向助力公司切入视觉社交。1) 把素材做成视觉产品，通过消费电子平台进行共同运营和分发。2) 从旅游视觉内容消费为切入点，基于国家智慧旅游公共服务平台项目，打造独特的视觉内容运营平台。我们认为，2C 的视觉消费为未来三年业务拓展核心。3) 除了目前已经摸索出来的这两种模式，未来有肯定通过内生或外延拓展，实现更多的模式的尝试。

基于各个消费电子屏的消费视觉产品。常见的与消费电子产品相关的视觉产品有壁纸、表情、锁屏等。公司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。例如：做成图集或短视频集给常州市做城市宣传推介、华为手机的锁屏杂志。公司的运作模式为把素材图片做成可以直接向用户展示的视觉产品，借助屏的控制者的屏上进行分发，实现共同运营。

图 2、华为杂志锁屏



数据来源：互联网、兴业证券研究所

以国家智慧旅游公共服务平台项目为入口，以旅游视觉内容消费为切入点，打造视觉社交平台。1) 2014年12月3日公司取得《国家智慧旅游公共服务平台项目中标通知书》。国家智慧旅游平台公共服务平台项目承载了国家旅游局部分公共服务职能，重点打造六大子平台，如：旅游公共信息发布与咨询平台；中国旅游产业运行监督平台；全国各景区门票预约与客流预警平台；多语种的旅游形象推广平台；国家旅游大数据集成平台；全媒体交互中心平台；2) 我们认为，视觉内容与旅游消费有较多的结合点，公司以BOO方式承接20年的国家智慧旅游项目将成为公司的一个重要的视觉社交入口。

2. 依托国家级平台，占据智慧旅游产业高点

随着中国人均收入水平的不断提高，旅游消费不断提升。然而，踩踏事件、拥堵事件等旅游管理的局限已经影响了一些景区和旅游城市的游客服务质量。因此，我们认为，中国的旅游产业到了实现基于国家级层面的旅游信息化管理提升，实现中国旅游景区供给和需求的有效匹配，以及相应的旅游体验的提升的阶段，而基于旅游大数据的智慧旅游成为了当下旅游产业的发展趋势。

2.1 智慧旅游迎政策利好，产业升级层层推进

2014年《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》(国发〔2014〕31号)，提出以满足旅游者现代信息需求为基础，以提高旅游便利化水平和产业运行效率为目标，以实现旅游服务、管理、营销、体验智能化为主要途径，加强顶层设计，完善技术标准，整合信息资源，建立健全市场化发展机制，鼓励引导模式业态创新，有序推进智慧旅游持续健康发展，不断提升我国旅游信息化发展水平。

2015年1月10日，国家旅游局印发的《关于促进智慧旅游发展的指导意见》提出，到2016年，建设一批智慧旅游景区、智慧旅游企业和智慧旅游城市，建成国

家智慧旅游公共服务网络和平台。到 2020 年，我国智慧旅游服务能力明显提升，智慧管理能力持续增强，大数据挖掘和智慧营销能力明显提高，移动电子商务、旅游大数据系统分析、人工智能技术等旅游业应用更加广泛，培育若干实力雄厚的以智慧旅游为主营业务的企业，形成系统化的智慧旅游价值链网络。

政策力推、15 年智慧旅游将进入实质运营阶段。我们认为，国家政策高度重视旅游行业信息化管理水平提升，通过国家、旅游城市和旅游景气等各个核心环节的数据的打通和公开透明化，来实现智慧旅游管理，提升游客旅游体验。随着，国家 2014 年开始提出要建设智慧旅游产业，并在 2014 年底以 BOO 的商业化运营方式来打造国家智慧旅游公共服务平台，智慧旅游将在 2015 年底进入实质的运营阶段。

2.2 公司运营国家级平台占据产业核心，有望成为入口级平台

公司当前智慧旅游平台进展顺利。1) 2014 年 12 月 3 日公司取得《国家智慧旅游公共服务平台项目中标通知书》，将投入 3 个亿建设国家智慧旅游公共服务平台项目。2) 2014 年 12 月 18 日，公司与常州西太湖科技产业园管委会签订了《视觉（中国）文化发展股份有限公司“国家智慧旅游公共服务平台项目”入驻常州西太湖科技产业园战略合作协议》，并获得租金、政府补助等多项直接优惠¹。我们预期公司智慧旅游平台项目有望在 2015 年下半年推出相关产品，并进入实质运营阶段。

我们认为，公司以 BOO 方式运营国家智慧旅游公共服务平台项目，有望成为旅游领域的入口级平台，并占据智慧旅游产业高点。具体而言，平台将具有六大功能：旅游公共信息发布与资讯平台、多种旅游形象推广平台、中国旅游产业行业监督平台、全国各景区门票预约与客流预警平台、国家旅游大数据平台和全媒体交互中心。我们预期，公司将会负责搭建整体数据平台，并做成一个开放平台，将国家旅游局、地方旅游局、城市和景点、社旅单位和游客汇集到这个平台上，形成信息交流和互动体验。

从公司未来三年重点打造的视觉社交业务来看，我们认为，智慧旅游入口平台作为公司切入旅游视觉内容消费的一个抓手未来具备较大的延展空间。公司基于其视觉优势，以旅游视觉产品为切入点，有望真正地实现旅游视觉社交产品的平台的打造，并将公司视觉内容优势与用户旅游体验的提升相结合。

3、盈利预测与投资评级

公司作为 A 股稀缺的互联网公司、图片库领军企业，微利图片库用户数积累可期。随着艾特凡斯基于 IP 的轻运营模式的确立，以及公司目前切入的国家智慧旅游平台具备想象空间，我们长期看好公司三大板块的协同发展。同时，公司顺利完成

¹根据双方协议，公司于 2014 年 12 月 25 日之前公司将获得 4000 万元扶持资金（将计入公司营业外收入），运营公司及配套建设自入驻园区之日的前六年内享受租金优惠政策

非公开增发，保证了未来业务拓展的资金需求。由于新业务短期业绩贡献有待对后续用户数增长情况的观察，我们维持 2014-2016 年 EPS 分别是 0.17、0.25 和 0.35 元，当前股价对应 2014-2016 年 PE 为 126、86 和 61 倍 PE，予以“增持”评级。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	181	837	1016	1290
货币资金	38	600	713	993
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	34	18	20	20
其他应收款	1	5	6	9
存货	10	110	169	154
非流动资产	27	39	24	21
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3	5	5	4
在建工程	3	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	-4	-7	-12
资产总计	209	876	1040	1311
流动负债	28	107	103	136
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	11	23	31	42
其他	17	84	71	94
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	39	119	114	147
股本	199	670	670	670
资本公积	91	91	91	91
未分配利润	-170	-57	108	342
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益合计	169	758	926	1164
负债及权益合计	209	876	1040	1311

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	4	113	164	234
折旧和摊销	2	1	1	1
资产减值准备	5	-2	1	-1
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	-4	4	4	4
财务费用	0	0	-1	0
投资损失	-4	0	0	0
少数股东损益	9	0	0	0
营运资金的变动	-17	-14	-70	40

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	105	366	493	663
营业成本	72	149	199	267
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	1	40	49	60
管理费用	23	55	69	86
财务费用	-0	0	-1	0
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动	4	4	4	4
投资收益	4	0	0	0
营业利润	13	119	173	246
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	13	119	173	246
所得税	-0	6	9	12
净利润	13	113	164	234
少数股东损益	9	0	0	0
归属母公司净利润	4	113	164	234
BPS(元)	0.02	0.17	0.25	0.35

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	192.3%	247.1%	34.7%	34.5%
营业利润增长率	2.2%	844.8%	45.7%	42.1%
净利润增长率	-31.3%	2432.9%	45.7%	42.1%
盈利能力				
毛利率	31.9%	59.3%	59.7%	59.8%
净利率	4.2%	30.8%	33.4%	35.3%
ROE	3.0%	15.3%	18.1%	20.4%

偿债能力

资产负债率	18.9%	13.5%	10.9%	11.2%
流动比率	6.45	7.80	9.91	9.50
速动比率	6.09	6.77	8.26	8.37

营运能力

资产周转率	52.3%	67.5%	51.5%	56.4%
应收帐款周转率	450.7%	1379.4%	2593.1%	3348.1%

每股资料(元)

每股收益	0.02	0.17	0.25	0.35
------	------	------	------	------

公司调研报告

经营活动产生现金流量	-6	87	109	277	每股经营现金	-0.01	0.13	0.16	0.41
投资活动产生现金流量	3	4	3	4	每股净资产	0.22	1.10	1.35	1.71
融资活动产生现金流量	0	471	1	0					
现金净变动	-3	562	113	281	估值比率(倍)				
现金的期初余额	41	38	600	713	PE	945.0	125.8	86.3	60.7
现金的期末余额	38	600	713	993	PB	95.1	19.3	15.7	12.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，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。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。