

视觉中国 (000681.SZ)

营收及净利润恢复向上，关注需求复苏与AIGC场景落地

买入

核心观点

上半年营收与净利润同比向上。1) 公司披露 23 年半年报，上半年实现营业收入 3.71 亿元、归母净利润 0.91 亿元，同比分别增长 6%、66%，对应全面摊薄 EPS 0.13 元；经营性现金流净额 0.47 亿元，同比增长 35%；2) Q2 单季度实现营业收入 2.39 亿元、归母净利润 0.34 亿元，同比分别增长 22%、41%，对应 EPS 0.05 元，持续改善。

KA 客户保持高粘性，中小微强化运营能力。1) 上半年公司 KA 大客户继续保持了高粘性，年度销售额 10 万元以上的客户续约率继续保持在 80%以上；客户构成上来看，党政媒体、广告营销、互联网平台、品牌企业四类客户收入占比分别为 29%、19%、20%、32%；2) 中小企业市场，公司采用包括搜索营销、内容营销、新媒体营销等数字营销手段定向高效获取新客户，并通过运营手段提升用户留存与复购；公司推出针对性满足目标客户群需求及预算的标准化产品，提供高效简单的自助化程度高的电商交易服务平台。上半年成都光厂实现收入超 9000 万，同比增长 47%；3) 小微企业与个人长尾市场，通过 API 开放平台强化同互联网平台的战略合作针对不同的内容使用场景。

确立“AI+内容+场景”战略，AIGC 赋能崭露头角。1) AI 智能搜索已经在公司旗下网站 VCG.com、veer.com、Vjshi.com 先后上线支持图片、视频搜索；2) 利用 AIGC 技术赋能 B 端客户。目前公司的开放平台可以提供“内容资源”和“AI 智能”两类 API 服务，其中 AI 智能搜索、智能配图等应用产品为媒资管理、版权应用、营销工具、创作工具等业务场景提供更加高效、精准、专业的 AI 智能搜索/配图等智能服务；3) 内容数据方面，与百度正式签署战略合作协议、7 月与华为云等单位联合成立华为云大模型高质量数据联盟，优质数据价值正在不断凸显并有望实现多元化变现。

风险提示：宏观经济波动；监管政策风险；新技术落地不及预期等。

投资建议：维持盈利预测，看好 AIGC 赋能下公司基于内容和场景优势实现版权价值放大可能，维持“买入”评级。

我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.64/2.17/2.26 亿元，同比增长 65.1%/32.3%/4.3%；摊薄 EPS=0.23/0.31/0.32 元，当前股价对应 PE=68/51/49x。在 AIGC 时代，公司具备版权运营、数据、创作者生态优势，具备资源价值重估与商业模式再造可能；广告市场复苏背景下营收及利润亦有望持续修复，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	657	698	821	1,002	1,152
(+/-%)	15.2%	6.1%	17.7%	22.0%	15.0%
净利润(百万元)	153	99	164	217	226
(+/-%)	8.0%	-35.1%	65.1%	32.3%	4.3%
每股收益(元)	0.22	0.14	0.23	0.31	0.32
EBIT Margin	15.3%	12.4%	12.6%	20.7%	18.6%
净资产收益率(ROE)	4.7%	2.9%	4.7%	5.9%	5.9%
市盈率(PE)	72.8	112.2	68.0	51.4	49.2
EV/EBITDA	98.2	105.1	103.6	53.5	51.6
市净率(PB)	3.42	3.30	3.19	3.05	2.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·数字媒体

证券分析师：张衡

021-60875160

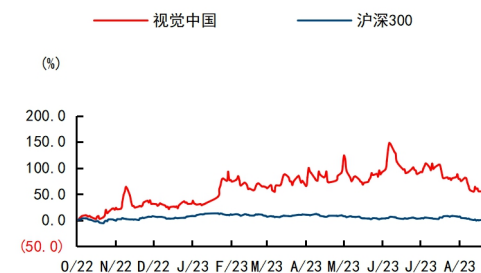
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.89 元
总市值/流通市值	11132/10725 百万元
52 周最高价/最低价	24.74/9.39 元
近 3 个月日均成交额	1113.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《视觉中国 (000681.SZ) -持续看好 AIGC 时代价值重估与商业模式再造机遇》——2023-05-10
- 《视觉中国 (000681.SZ) -下游素材需求有望复苏，与百度战略合作加速 AIGC 落地》——2023-01-10
- 《视觉中国 (000681.SZ) -疫情压制业绩表现，关注数字藏品业务进展》——2022-09-01
- 《视觉中国 (000681.SZ) -疫情压制 B 端需求，关注数字藏品业务进展》——2022-05-09

上半年营收与净利润同比向上。1) 公司披露 23 年半年报, 上半年实现营业收入 3.71 亿元、归母净利润 0.91 亿元, 同比分别增长 6%、66%, 对应全面摊薄 EPS 0.13 元; 经营性现金流净额 0.47 亿元, 同比增长 35%; 2) Q2 单季度实现营业收入 2.39 亿元、归母净利润 0.34 亿元, 同比分别增长 22%、41%, 对应 EPS 0.05 元, 持续改善。

图1: 视觉中国营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 视觉中国单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 视觉中国归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 视觉中国单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

KA 客户保持高粘性, 中小微强化运营能力。1) 上半年公司 KA 大客户继续保持了高粘性, 年度销售额 10 万元以上的客户续约率继续保持在 80%以上; 客户构成上来看, 党政媒体、广告营销、互联网平台、品牌企业四类客户收入占比分别为 29%、19%、20%、32%; 2) 中小企业市场, 公司采用包括搜索营销、内容营销、新媒体营销等数字营销手段定向高效获取新客户, 并通过运营手段提升用户留存与复购; 公司推出针对性满足目标客户群需求及预算的标准化产品, 提供高效简单的自助化程度高的电商交易服务平台。上半年成都光厂实现收入超 9000 万, 同比增长 47%; 3) 小微企业与个人长尾市场, 通过 API 开放平台强化同互联网平台的战略合作针对不同的内容使用场景。

确立“AI+内容+场景”战略 AIGC 技术赋能主业发展

公司在数字版权行业深耕 20 多年, 对新技术、新趋势保持关注并积极付诸实践, 依托全球创作者生态、海量优质合规的内容数据以及内容交易变现场景等核心优

势，确立了“AI+内容+场景”的发展战略。一方面基于开源大模型部署、训练、调优，另一方面与高质量闭源大模型开展战略合作，围绕媒体出版、广告营销、创意影像、创作工具等优势业务场景，以 AI 大模型为基座，提升产品体验与服务能力，赋能核心主业，同时创新商业模式，为上下游的客户/用户提供安全合规，可商用的 AI 智能服务。

AI 智能搜索、AI 创意工具、AI 灵感绘图逐步上线。AI 智能搜索已经在公司旗下网站 VCG.com、veer.com、Vjshi.com 先后上线支持图片、视频搜索。AI 智能搜索可以帮助用户不再局限于通过“关键词”进行检索，同时也可以使用“自然语言”的方式进行搜索。AI 智能搜索可以准确理解用户的搜索需求，对图片进行语义化的搜索召回，大大提升了用户交互和服务交付体验。公司 vcg.com 网站陆续上线针对版权素材的 AI 创意工具，用户可通过使用模特转换、插画转换、画面扩展、去除背景等功能在线对版权图片进行二次创作，从而获得更好的用户体验与更高的工作效率，以提升公司存量内容的变现效率。

在客户下载使用 AI 创意工具创作的图片并确认付费后，原版权图片的创作人依然可以获得相应分成收益。AIGC 不仅赋能平台的内容使用者，而且还可以为上游创作者增加收益。2023 年 6 月，公司在 vcg.com、veer.com 网站为用户提供“AI 灵感绘图”的内容生成服务，以满足客户最新需求。

图5: AI 智能搜索



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

AIGC 技术赋能视觉+服务。利用 AIGC 技术进一步提升对外的技术能力输出服务，不仅提供优质内容授权服务，也通过 AI 技术赋能 B 端客户。公司进一步完善 API 开放平台，结合客户的应用场景，使客户能够非常便捷地集成公司的 AIGC 智能服务到客户自定义工作流程中，成为客户有价值的“效率工具”。目前公司的开放平台可以提供“内容资源”和“AI 智能”两类 API 服务，其中 AI 智能搜索、智能配图等应用产品，已经可以通过开放平台 API 接口，为媒资管理、版权应用、营销工具、创作工具等业务场景提供更加高效、精准、专业的 AI 智能搜索/配图等智能服务。

发挥独有的内容数据、应用场景优势，商业化场景进一步打开。上半年公司与百度正式签署战略合作协议，视觉中国与百度旗下的 AI 作画平台文心一格将在创作者赋能和版权保护等方面展开多项合作，共探 AIGC 内容产业发展方向，此次合作是国内版权图库与 AI 作画平台达成的首个战略合作。2023 年 7 月，华为云与文化大数据产业委员会等单位联合成立华为云大模型高质量数据联盟，公司作

为首倡单位将与华为云一起共同发掘大模型的价值与机遇。公司拥有数以亿计的专业级且获版权许可的优质图片、视频音乐素材，是市场上少有的高质量素材的图像库之一，有助于确保模型生成内容安全合规、可商用，不将风险转嫁给客户。专属的优质数据价值将进一步凸显，有望实现多元化变现。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们维持盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.64/2.17/2.26亿元，同比增长65.1%/32.3%/4.3%；摊薄EPS=0.23/0.31/0.32元，当前股价对应PE=68/51/49x。在AIGC时代，公司具备版权运营、数据、创作者生态优势，具备资源价值重估与商业模式再造可能；广告市场复苏背景下营收及利润亦有望持续修复，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
300364.SZ	中文在线	增持	15.69	115	0.14	(0.50)	0.20	0.27	116	(32)	78	59
002027.SZ	分众传媒	买入	7.76	1121	0.42	0.19	0.34	0.42	18	40	23	19
300413.SZ	芒果超媒	买入	29.94	560	1.13	0.98	1.25	1.49	26	31	24	20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	325	240	336	421	585	营业收入	657	698	821	1002	1152
应收款项	243	225	265	323	372	营业成本	291	321	361	361	441
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他流动资产	47	42	49	60	69	销售费用	94	106	131	160	184
流动资产合计	640	522	666	820	1042	管理费用	105	100	115	138	158
固定资产	2	1	62	120	175	研发费用	65	81	107	130	150
无形资产及其他	183	203	195	188	181	财务费用	9	14	(6)	(8)	(11)
投资性房地产	1811	1863	1863	1863	1863	投资收益	72	41	50	0	0
长期股权投资	1319	1305	1292	1278	1265	资产减值及公允价值变动	(0)	1	15	15	15
资产总计	3954	3895	4078	4270	4526	其他收入	(63)	(87)	(107)	(130)	(150)
短期借款及交易性金融负债	207	27	27	27	27	营业利润	166	108	174	231	241
应付款项	147	149	168	167	203	营业外净收支	(1)	(3)	0	0	0
其他流动负债	139	139	165	179	212	利润总额	164	106	174	231	241
流动负债合计	493	315	360	373	441	所得税费用	10	6	10	13	14
长期借款及应付债券	10	0	0	2	6	少数股东损益	2	1	1	1	1
其他长期负债	187	205	224	242	260	归属于母公司净利润	153	99	164	217	226
长期负债合计	197	205	224	244	266	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	690	520	583	616	707	净利润	153	99	164	217	226
少数股东权益	6	3	4	5	6	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3259	3372	3491	3649	3813	折旧摊销	20	25	10	12	15
负债和股东权益总计	3954	3895	4078	4270	4526	公允价值变动损失	0	(1)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	9	14	(6)	(8)	(11)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	34	(9)	15	(38)	29
每股收益	0.22	0.14	0.23	0.31	0.32	其它	2	0	1	1	1
每股红利	0.04	0.04	0.06	0.08	0.09	经营活动现金流	208	114	174	177	256
每股净资产	4.65	4.81	4.98	5.21	5.44	资本开支	0	(1)	(47)	(48)	(48)
ROIC	4.90%	4.29%	5%	10%	10%	其它投资现金流	102	10	0	0	0
ROE	4.69%	2.94%	5%	6%	6%	投资活动现金流	91	22	(34)	(35)	(35)
毛利率	56%	54%	56%	64%	62%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	13%	21%	19%	负债净变化	(20)	(10)	0	1	2
EBITDA Margin	18%	16%	14%	22%	20%	支付股利、利息	(29)	(25)	(45)	(59)	(62)
收入增长	15%	6%	18%	22%	15%	其它融资现金流	(175)	(153)	0	0	0
净利润增长率	8%	-35%	65%	32%	4%	融资活动现金流	(275)	(222)	(45)	(57)	(58)
资产负债率	18%	13%	14%	15%	16%	现金净变动	23	(85)	96	85	164
股息率	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	302	325	240	336	421
P/E	72.8	112.2	68.0	51.4	49.2	货币资金的期末余额	325	240	336	421	585
P/B	3.4	3.3	3.2	3.1	2.9	企业自由现金流	0	96	76	123	200
EV/EBITDA	98.2	105.1	103.6	53.5	51.6	权益自由现金流	0	(67)	82	132	213

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032