

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

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张衡 021-60875160
证券分析师：夏妍 021-60933162

◆ 传媒 · 数字媒体

zhangheng2@guosen.com.cn
xiayan2@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980517060002
执证编码：S0980520030003

事项：

视觉中国与百度正式签署战略合作协议，公司与百度旗下的 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；

国信传媒观点：1) 公司与百度达成国内首个版权图库与 AI 作画平台战略合作，有助于发挥双方各自在图片素材资源以及 AIGC 相关算法、算力等方面的优势，加速双方 AIGC 在国内的产业化落地、提升公司图片等素材资源在元宇宙时代的商业化变现能力，进一步打开长期成长空间；2) 疫情管控政策转向、经济预期向上，广告行业有望底部拐点向上从而带动图片素材资源需求释放，公司业绩有望拐点逐步向上；3) 考虑疫情对 Q4 影响，我们下调 22 年盈利预测，维持 23-24 年盈利预测，预计公司 2022-24 年净利润分别为 1.02/2.30/2.85 亿元（22 年前值为 1.45 亿元），摊薄 EPS=0.15/0.33/0.41 元，当前股价对应 PE=87/39/31x。我们持续看好公司在创意素材领域的资源优势，疫情冲击过去、下游需求有望拐点向上，元宇宙时代 AIGC、数字藏品应用具备较好的商业化前景，我们持续看好公司长期价值，结合公司基本面拐点变化可能以及较低的历史市值水平，继续维持“买入”评级。

评论：

◆ 与百度战略合作，AIGC 加速落地

AIGC (AI Generated Content, 运用人工智能来生成内容)，是基于生成对抗网络 GAN、大型预训练模型等人工智能技术，通过已有数据寻找规律，并通过适当的泛化能力生成相关内容的技术，被认为是继 PGC、UGC 之后的新型内容创作方式，也是元宇宙时代内容创作的重要基础。在深度学习模型持续迭代，算法、算力、素材等资源不断完善的基础上，AIGC 正在在文字、语音、代码、图像、视频、机器人动作等各个领域加速落地并展现出巨大生命力和商业化潜力。

图1: AIGC 生成的获奖绘画作品《太空歌剧院》



资料来源：甲子光年，国信证券经济研究所整理

图2: AIGC 相关深度学习模型迭代进程

| 序号 | 深度学习模型 | 出现时间 | 特点 |
|----|------------------------------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | GAN (Generative Adversarial Network) | 2014年 | 1. 生成器用来生成图片，判别器用来判断图片质量，两者互相平衡之后得到结果； 2. 对输出结果的控制能力较弱，容易产生随机图像、分辨率比较低。 |
| 2 | CLIP (Contrastive Language-Image Pre-Training) | 2021年 | 1. 进行自然语言理解和计算机视觉分析； 2. 使用已经标注好的“文字-图像”训练数据，一方面对文字进行模拟训练。另一方面对图像进行另一个模拟的训练，不断调整两个模型内部参数，使得模型分别输出的文字特征和图像图正值并确认匹配。 |
| 3 | Diffusion | 2022年 | 1. 通过增加噪声破坏训练数据来学习，然后找出如何逆转这种噪声过程以恢复原始图像； 2. 经过训练，该模型可以应用这些去噪方法，从随机输入中合成新的“干净”数据。 |

资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

百度具备领先的 AI 技术实力，文心一格拥有国内领先的 AI 艺术和创意辅助平台。文心·一格是百度依托飞桨、文心大模型的技术创新推出的“AI 作画”首款产品，上线于 2022 年 8 月 19 日，中国图象图形大会 CCIG 2022；依托于百度在 AI 算法、算力、数据等方面的综合优势，文心一格已成为国内领先的 AI 艺术和创意辅助平台。

图3：百度文心一格



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理估算

与百度合作将发挥各自在 AI 技术与素材资源端优势，加速 AIGC 在图片等领域商业化落地。1) 视觉中国目前提供 4 亿张图片、3000 万条视频和 35 万首音乐等可销售的各类内容素材资源，是全球最大的数字版权内容平台之一；2) 与百度战略合作，将发挥双方各自在 AI 技术与内容资源的优势，加速 AIGC 产业落地速度、丰富公司内容资源服务模式和创作者生态、提升内容资源中长期变现潜力。

图4：视觉中国商业模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 外部环境改善，下游需求有望拐点向上，公司业绩有望逐步改善

2022 年前三季度公司实现营业收入 5.28 亿元、归母净利润 0.80 亿元，同比分别增长 1%、-47%，对应全面摊薄 EPS 0.11 元；其中 Q3 实现营业收入 1.77 亿元、归母净利润 0.26 亿元，同比分别增长-3.7%、-52.9%，对应全面摊薄 EPS 0.04 元，同比下滑幅度相比上半年进一步扩大；业绩下滑主要在于疫情影响之下广告市场疲软，导致对创意素材资源需求减弱。

下行周期中持续优化客户结构，拐点时刻有望迎来基本面底部修复。 1) 在宏观环境下行的背景下，公司持续巩固和改善客户资源体系，一方面公司通过“视觉+”战略进一步巩固在大中型 KA 客户的服务广度与深度，同时将扩大在中小企业、长尾市场占有率。作为长期重点战略党政与媒体机构、企业客户、广告营销与服务、互联网平台四类客户收入占比分别为 39%、27%、18%、15%，年度销售额 10 万元以上的长协客户续约率继续保持在 80%以上。公司数字版权交易平台直接签约客户数超过 14,000 家，同比增长 6%；其中年度销售额 10 万元以上的长协客户续约率继续保持在 80%以上；通过互联网平台触达长尾用户继续保持快速增长，数量超过 200 万，较 2021 年上半年同比增长超过 100%；2) 通过投资国内领先的视频素材交易平台光厂创意 (VJshi.com)、爱设计智能设计工具 (isheji.com)，全面覆盖中小企业、长尾市场；3) 在疫情管控措施优化、宏观经济预期拐点向上之下，广告市场有望底部向上，创意素材资源需求逐步释放，叠加公司独特的资源和行业客户优势，公司业绩 23 年有望开始逐步改善。

图5: 视觉中国营业收入及增速



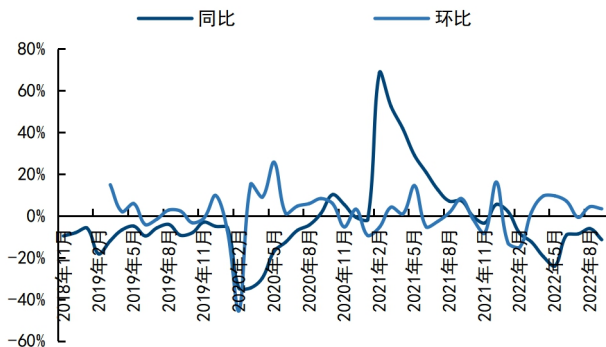
资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图6: 视觉中国归母净利润及增速



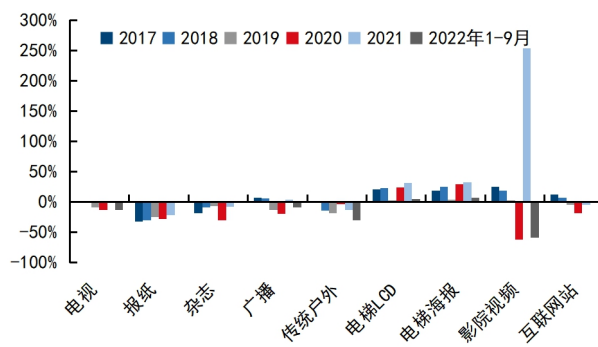
资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图7: 广告市场刊例花费增速



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

图8: 2017-2022年（截至9月底）各媒介广告刊例花费变化

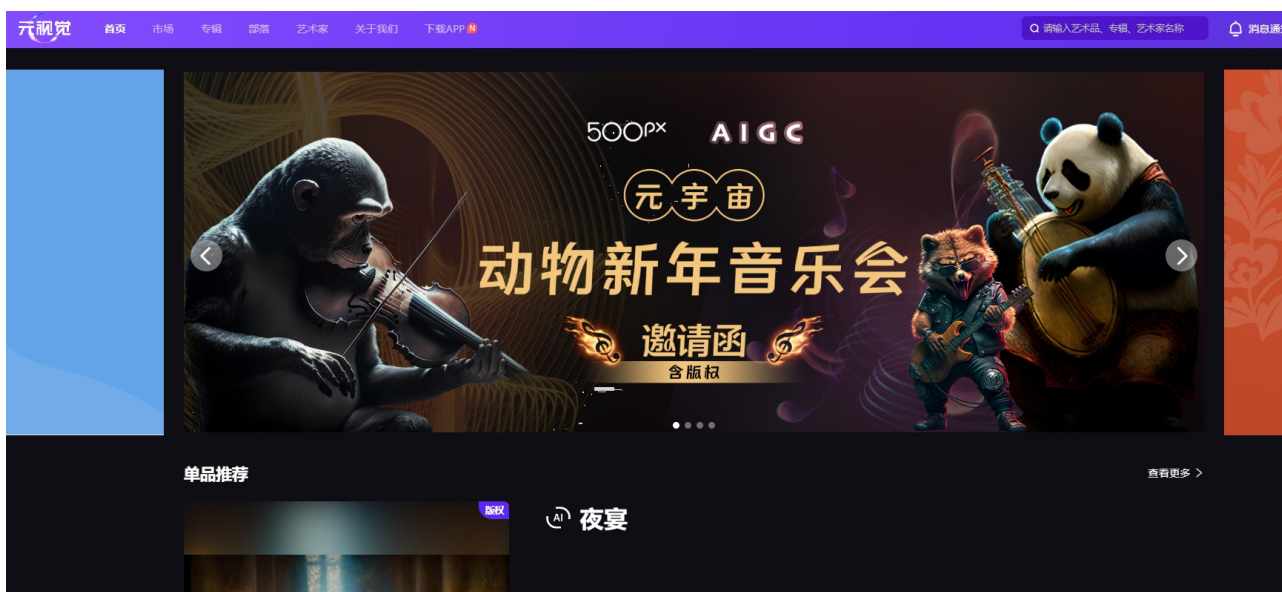


资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

◆ “区块链+”战略落地，数字艺术 C 端市场持续拓展

1) 2021 年底公司率先在国内推出数字艺术交易平台——元视觉艺术网，与艺术家与版权 IP 方建立合作，为创作者和艺术家、使用者和收藏家等相关主体提供基于区块链信任机制的协同创作、交易变现等多种场景赋能；元视觉依托国内首个自主可控联盟链长安链，长安链拥有自主可控的区块链专用加速芯片、每秒处理交易数达 10 万笔以上；2) 合规方面，元视觉艺术网先后取得《艺术品经营机构备案证明》、ICP 备案等资质证明；3) 出海方面，2022 年 5 月底在 500px 海外社区平台推出视觉艺术品交易平台——Vault by 500px，实现了海外布局。

图9：元视觉

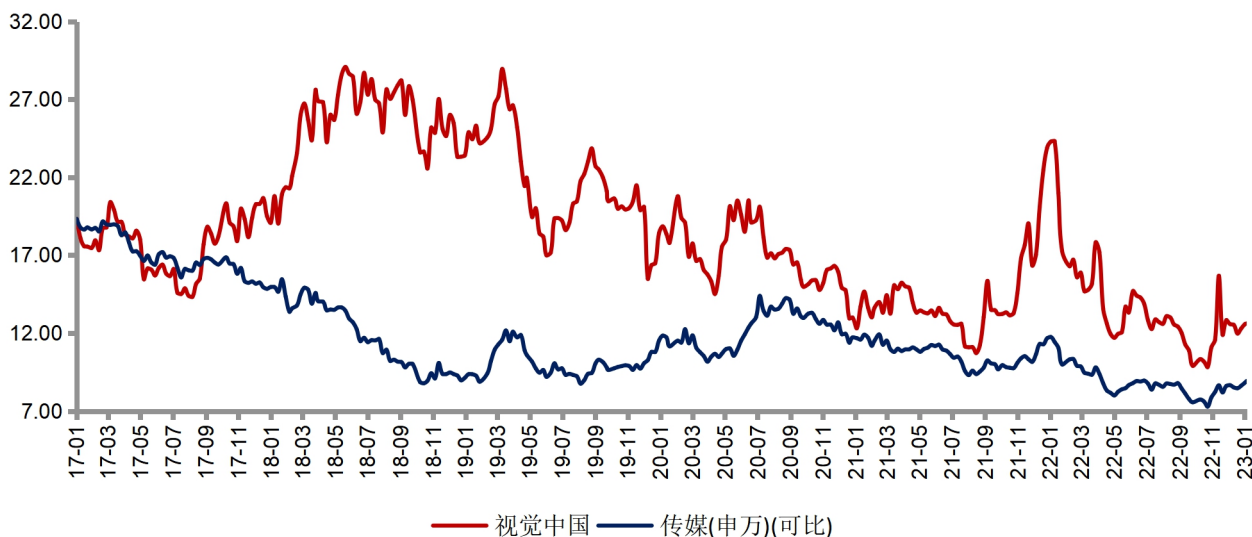


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：基本面有望触底向上，AIGC、元宇宙布局未来，看好公司长期价值，维持“买入”评级

考虑疫情对 Q4 影响，我们下调 22 年盈利预测，维持 23-24 年盈利预测，预计公司 2022-24 年净利润分别为 1.02/2.30/2.85 亿元（22 年前值为 1.45 亿元），摊薄 EPS=0.15/0.33/0.41 元，当前股价对应 PE=87/39/31x。我们持续看好公司在创意素材领域的资源优势，疫情冲击过去、下游需求有望拐点向上，元宇宙时代 AIGC、数字藏品应用具备较好的商业化前景，我们持续看好公司长期价值，结合公司基本面拐点变化可能以及较低的历史市值水平，继续维持“买入”评级。

图10: 视觉中国股价表现



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | | 12月以来涨跌幅 |
|-----------|------|------|---------|----------|------|-------|-------|------|-------|-------|----------|
| | | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 买入 | 7.07 | 1021 | 0.42 | 0.21 | 0.32 | 17 | 33 | 22 | 18% |
| 301102.SZ | 兆讯传媒 | 买入 | 42.02 | 84 | 1.60 | 1.12 | 1.80 | 26 | 38 | 23 | 38% |
| 000681.SZ | 视觉中国 | 买入 | 12.62 | 88 | 0.22 | 0.15 | 0.33 | 58 | 87 | 39 | 4% |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 买入 | 32.45 | 607 | 1.13 | 1.38 | 1.64 | 29 | 24 | 20 | 29% |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

监管政策风险, 宏观经济系统性风险, 新技术导入可能低于预期, 新竞争者进入风险等。

相关研究报告:

- 《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
- 《视觉中国-000681-2020 年年报暨 2021 年一季报点评: 疫情冲击逐步消除, Q1 增长可观》 ——2021-05-05
- 《视觉中国-000681-深度报告: 从三个维度看基本面拐点》 ——2021-03-30

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 302 | 325 | 360 | 449 | 612 | 营业收入 | 570 | 657 | 687 | 849 | 1095 |
| 应收款项 | 188 | 243 | 254 | 314 | 405 | 营业成本 | 208 | 291 | 309 | 374 | 482 |
| 存货净额 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 4 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 其他流动资产 | 75 | 47 | 49 | 60 | 78 | 销售费用 | 68 | 94 | 124 | 110 | 141 |
| 流动资产合计 | 692 | 640 | 689 | 848 | 1120 | 管理费用 | 99 | 105 | 131 | 107 | 137 |
| 固定资产 | 2 | 2 | 63 | 121 | 176 | 研发费用 | 50 | 65 | 76 | 75 | 97 |
| 无形资产及其他 | 157 | 183 | 175 | 169 | 163 | 财务费用 | 32 | 9 | 1 | (0) | (3) |
| 投资性房地产 | 1880 | 1811 | 1811 | 1811 | 1811 | 投资收益 | 35 | 72 | 50 | 50 | 50 |
| 长期股权投资 | 1307 | 1319 | 1330 | 1341 | 1352 | 资产减值及公允价值变动 | 30 | (0) | 15 | 15 | 15 |
| 资产总计 | 4039 | 3954 | 4068 | 4290 | 4622 | 其他收入 | (41) | (63) | (76) | (75) | (97) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 358 | 207 | 207 | 207 | 207 | 营业利润 | 183 | 166 | 109 | 245 | 303 |
| 应付款项 | 124 | 147 | 156 | 187 | 241 | 营业外净收支 | (7) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 167 | 139 | 164 | 171 | 220 | 利润总额 | 176 | 164 | 109 | 245 | 303 |
| 流动负债合计 | 649 | 493 | 527 | 565 | 668 | 所得税费用 | 34 | 10 | 6 | 13 | 16 |
| 长期借款及应付债券 | 30 | 10 | 10 | 12 | 16 | 少数股东损益 | 1 | 2 | 1 | 3 | 3 |
| 其他长期负债 | 190 | 187 | 185 | 182 | 179 | 归属于母公司净利润 | 142 | 153 | 102 | 230 | 284 |
| 长期负债合计 | 220 | 197 | 195 | 194 | 195 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 870 | 690 | 721 | 759 | 863 | 净利润 | 142 | 153 | 102 | 230 | 284 |
| 少数股东权益 | 4 | 6 | 7 | 9 | 12 | 资产减值准备 | (13) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 3165 | 3259 | 3340 | 3522 | 3748 | 折旧摊销 | 15 | 20 | 9 | 11 | 14 |
| 负债和股东权益总计 | 4039 | 3954 | 4068 | 4290 | 4622 | 公允价值变动损失 | (30) | 0 | (15) | (15) | (15) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 32 | 9 | 1 | (0) | (3) |
| 每股收益 | 0.20 | 0.22 | 0.15 | 0.33 | 0.41 | 营运资本变动 | 181 | 34 | 18 | (35) | (9) |
| 每股红利 | 0.06 | 0.04 | 0.03 | 0.07 | 0.08 | 其它 | 14 | 2 | 1 | 2 | 3 |
| 每股净资产 | 4.52 | 4.65 | 4.77 | 5.03 | 5.35 | 经营活动现金流 | 309 | 208 | 115 | 193 | 277 |
| ROIC | 4.45% | 4.90% | 2% | 8% | 10% | 资本开支 | 0 | (1) | (47) | (48) | (48) |
| ROE | 4.47% | 4.69% | 3% | 7% | 8% | 其它投资现金流 | (107) | 102 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 64% | 56% | 55% | 56% | 56% | 投资活动现金流 | (125) | 90 | (59) | (60) | (60) |
| EBIT Margin | 25% | 15% | 7% | 21% | 21% | 权益性融资 | (10) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 27% | 18% | 8% | 23% | 23% | 负债净变化 | (173) | (20) | 0 | 1 | 2 |
| 收入增长 | -21% | 15% | 5% | 24% | 29% | 支付股利、利息 | (43) | (29) | (21) | (47) | (58) |
| 净利润增长率 | -35% | 8% | -33% | 126% | 24% | 其它融资现金流 | 188 | (177) | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 22% | 18% | 18% | 18% | 19% | 融资活动现金流 | (255) | (275) | (21) | (45) | (54) |
| 股息率 | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.5% | 0.7% | 现金净变动 | (71) | 23 | 35 | 88 | 163 |
| P/E | 62.5 | 57.8 | 86.8 | 38.5 | 31.2 | 货币资金的期初余额 | 373 | 302 | 325 | 360 | 449 |
| P/B | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 货币资金的期末余额 | 302 | 325 | 360 | 449 | 612 |
| EV/EBITDA | 62.1 | 79.2 | 177.4 | 50.1 | 38.9 | 企业自由现金流 | 0 | 147 | 22 | 98 | 180 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (50) | 21 | 100 | 185 |

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

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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提及的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