

视觉中国 (000681.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

AI 赋能主营平台效率，视觉素材价值重估指日可待

投资逻辑

■ 主营图库业务壁垒高、粘性强，中长尾客户有望持续增长，布局 3D 或带来增量。1) 公司深耕视觉素材交易，为行业龙头，外延扩张后重新聚焦主业，目前图片素材 4 亿+，视频 3000 万+，音乐 35 万首+，拥有 Corbis 等独家数据库，获得全球最大图库 Getty Images 全部产品代理权。2) 平台已形成创作者-供稿-需求者的良性循环：KA 高粘性，年度销售额超 10 万元的客户续约率多年超 80%；22 年直接签约客户超 2.4 万/同比+4%，通过互联网平台触达的长尾用户超 220 万/同比+10%，1H23 中小企业年度付费客户超 20 万，海量的中小微企业有望保障中长尾客户持续增长。23 年业绩改善，公司预计全年净利润 1.4-1.6 亿元，同增 41.2%-61.3%。3) 24 年 3 月与景致三维签署战略合作协议，布局 3D 产业，有望在百亿级的 3D 素材市场分一杯羹。

■ AI 赋能公司平台，平台便捷性、客户付费动力及平台粘性均有望进一步提升。公司旗下视觉交易平台 VCG.com、及摄影师社区平台 500px 等已上线 AI 智能搜索、AI 灵感绘图等工具，使客户需求能更精准地被满足，有望提高客户付费动力和粘性。

■ 政策鼓励数据要素发展，VDAM 需求有望进入高速增长期。22 年 12 月发布的数据“二十条”明确提出探索数据资产入表新模式，加快数据要素市场发展；公司在视觉数字资产管理系统 (VDAM) 领域经验丰富，客户基础较好 (党政媒体客户占比 29% 左右)，优势突出，23 年公司落地 50+套 VDAM，服务客户 100+。

■ 大模型监管日渐完善，图片的数藏化潜力尚待挖掘，素材价值重估指日可待。1) 模型训练语料正版化是大势所趋。大模型公司逐渐建立与版权方的合作以避免版权问题，Shutterstock 将其版权授权给大模型公司用于模型训练，23 年 Q3 和前三季度，视觉数据授权相关的收入为 0.46、0.80 亿美元，占当期总收入 19.5%、12.1%。2) 依托 500px、Corbis 等平台/数据库，公司积极布局数藏业务，国内上线元视觉网、海外上线 Vaultby500px。

盈利预测、估值和评级

■ 预计 23-25 归母净利 1.6/1.7/2.0 亿元，对应 PE 为 66、61、52X，结合公司 2014 年 4 月以来 PE 中枢，给予 24 年 72X 的 PE，目标价 17.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

■ 下游需求不及预期；3D 业务进展不及预期；AI 赋能不及预期、加剧竞争风险；政策监管风险；大股东股权质押风险；投资收益波动风险；商誉减值风险

传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：陆意 (执业 S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

联系人：马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.23 元

目标价 (人民币)：17.50 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	657	698	804	955	1,081
营业收入增长率	15.22%	6.13%	15.29%	18.80%	13.17%
归母净利润(百万元)	153	99	157	170	198
归母净利润增长率	8.00%	-35.11%	57.92%	8.26%	16.53%
摊薄每股收益(元)	0.218	0.142	0.224	0.242	0.282
每股经营性现金流净额	0.15	0.20	2.27	2.02	2.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.69%	2.94%	4.39%	4.54%	5.02%
P/E	109.54	86.88	65.75	60.74	52.12
P/B	5.14	2.56	2.89	2.76	2.62

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕视觉内容主业，龙头地位稳固.....	4
1.1、图库版权交易龙头，20 余年深耕主业.....	4
1.2、23 年业绩重回正增长，盈利水平回升.....	5
二、主营图库业务壁垒高、粘性强，长尾客户有望带来持续增长力.....	6
2.1、多年经营形成聚合交易双方的良性循环，主营图库业务壁垒高，护城河稳固.....	6
2.2、客户高粘性，中长尾客户有望带来持续增长力.....	8
2.3、布局 3D 视觉内容生产及交易，迎接 MR 时代 3D 内容需求增长的机遇.....	10
三、AI 赋能公司平台，平台便捷度、客户付费意愿及粘性有望进一步提升.....	11
3.1、客户角度：AI 辅助提高搜索精准度、修图便捷性，中长尾客户拓展便利性有望大幅提升.....	11
3.2、创作者角度：AI 使创作过程更加便捷，有望进一步提高创作者社区的商业化程度.....	11
四、政策积极鼓励数据要素发展，视觉数字资产管理系统需求有望快速释放.....	13
4.1、政策鼓励下，数字资产管理系统需求增长.....	13
4.2、公司于视觉数字资产管理系统优势显著，23 年该业务已初步放量.....	14
五、大模型监管日渐完善，数藏潜力尚待挖掘，视觉素材价值重估指日可待.....	15
5.1、大模型语料正版化大势所趋，数据版权价值突显.....	15
5.2、基于图片版权布局数藏业务，图片的数藏化潜力尚待挖掘.....	16
六、盈利预测与投资建议.....	18
6.1、盈利预测.....	18
6.2、投资建议.....	20
七、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司发展历程：深耕视觉素材交易，逐步聚焦主业，借助新技术发展主业.....	4
图表 2：收入结构：目前 95%以上来自视觉内容与服务.....	5
图表 3：主业收入：23 年恢复正增长.....	5
图表 4：23 年净利润逐步修复中.....	5
图表 5：19 年以来净利率有所下滑.....	5
图表 6：营业成本主要为版权服务费.....	6
图表 7：管理费率相对稳定，销售、研发费率有所增长.....	6
图表 8：公司研发费用主要包括工资薪酬、技术服务费及自行开发无形资产的摊销（百万元）.....	6
图表 9：公司投资收益（单位：百万元）波动情况.....	6
图表 10：商业模式：基于视觉内容连接创作者及使用者.....	7
图表 11：公司旗下内容交易网站收费情况.....	7
图表 12：对比竞对，公司优势在于素材库量大且整体质量高.....	7
图表 13：公司直接签约客户数稳健增长.....	8
图表 14：客户构成：党政媒体、品牌企业客户占比较高.....	8
图表 15：公司为客户提供定制化服务，包括拍摄、设计等服务.....	9
图表 16：通过互联网平台触达的长尾用户持续增长.....	9



图表 17: 中小微企业数量超过 5000 万	9
图表 18: 3D 建模应用领域广泛	10
图表 19: 全球 3D 视觉内容交易平台 CR5 均为海外公司	10
图表 20: 全球头部 3D 模型厂商对比	10
图表 21: 公司 AI 工具: 增加搜索、绘图等 AI 功能	11
图表 22: 500px 的图库征稿任务可直达客户需求	12
图表 23: 500px 联合举办摄影赛事奖项设置情况	12
图表 24: 500px 社区点评作品可获得收益	12
图表 25: 政策鼓励数据要素发展	13
图表 26: 公司视觉数字资产管理系统流程: 包括采集、确权、编审、分发、资产化功能	15
图表 27: AI 大模型发布以来, AI 内容版权纠纷频发	15
图表 28: 多家大模型公司与版权方就数据版权达成合作协议	16
图表 29: 中国数字藏品市场尚未完全起量	17
图表 30: 22 年全球 NFT 交易量已达百亿美元	17
图表 31: 元视觉在售数字艺术作品展示	17
图表 32: Vault by 500px 已于海外上线	18
图表 33: 营业收入拆分预测	18
图表 34: 销售费率、管理费率及研发费率预测	19
图表 35: 2018-1H23 公司长期股权投资企业投资收益 (单位: 百万元) 变化情况	19
图表 36: 2014 年借壳上市以来公司 PE 中枢位于 72X 左右	20

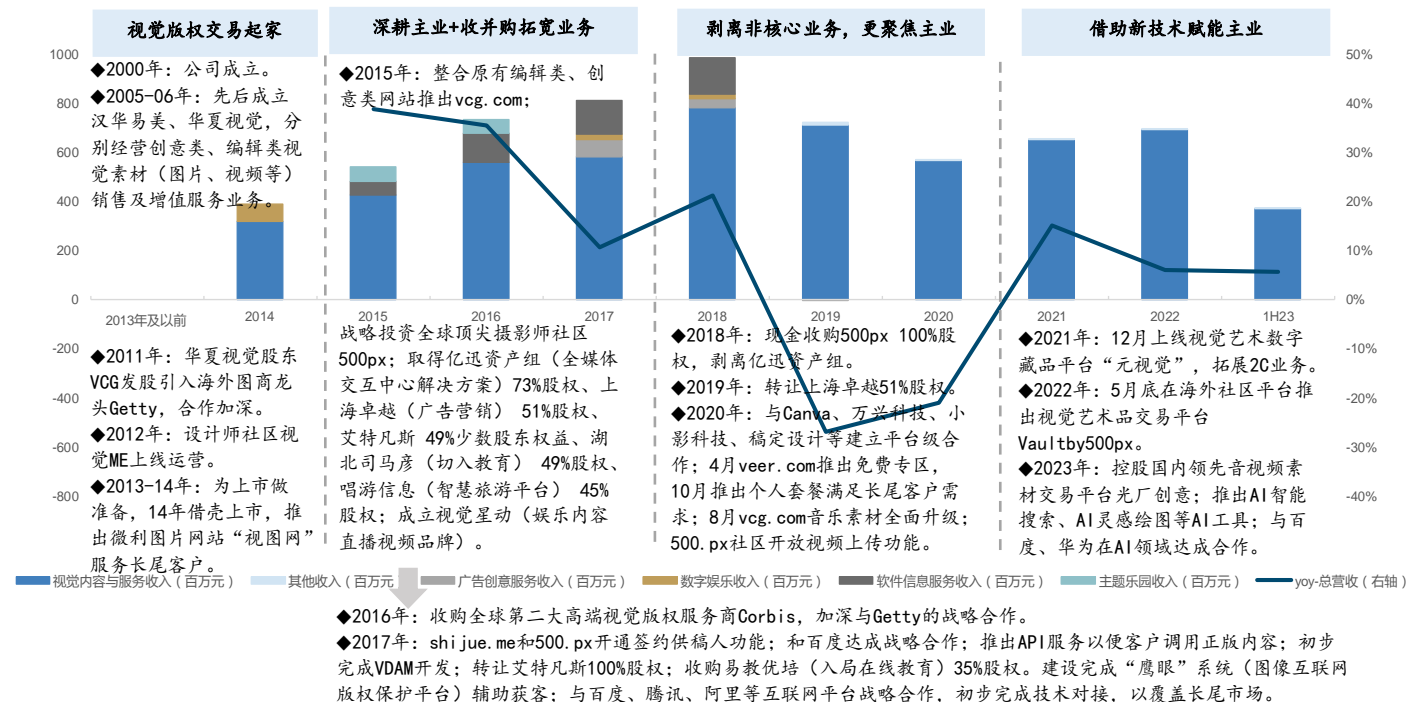


一、深耕视觉内容主业，龙头地位稳固

1.1、图库版权交易龙头，20余年深耕主业

- 图片版权交易起家，深耕视觉素材版权交易行业，借助AI等新技术发展主业。我们将公司发展分成4个阶段：
 - 2000-2014年：图片版权交易起家。2000年公司成立，主营图片版权交易，2005-06年先后成立汉华易美、华夏视觉，分别经营创意类、编辑类视觉素材销售及增值服务，11年华夏视觉的股东VCG发股引入海外图商龙头Getty Images，加深合作，13年开始为上市做准备，14年借壳（远东股份）上市，同年推出了微利图片网站“视图网”服务长尾客户。
 - 2015-17年：通过收并购扩大业务规模。在此期间，1)公司围绕主业深耕，15年整合了编辑类、创意类网站推出一体化经营的平台vcg.com，战略投资全球顶尖摄影师社区500px；16年收购了全球第二大高端视觉版权服务商Corbis，同时加深与Getty Image的战略合作；17年开通签约供稿人服务，推出API服务并初步完成视觉素材经营平台VDAM的开发。此时，公司的核心主业基本搭建完善。2)同时积极收并购拓宽业务，15年收购了提供全媒体交互中心解决方案的易迅资产组、做广告营销业务的上海卓越、教育领域的湖北司马彦、智慧旅游平台唱游信息，增持艾特凡斯（主营主题公园智能娱乐项目），成立娱乐内容直播视频品牌视觉星动；17年收购易教优培布局教育赛道。
 - 2017-20年：剥离非核心业务，聚焦主业。1)持续深化主业布局，17年建设完成鹰眼系统辅助获客，并与百度、腾讯、阿里等互联网平台建立合作以便触达长尾客户；18年收购500px 100%股权，与Canva等达成战略合作；20年与Canva、万兴科技等建立平台级合作，持续升级旗下视觉素材交易平台veer.com、vcg.com和500px。2)逐步剥离非视觉素材业务，18年处置亿迅资产组，19年转让上海卓越股权，至此公司业务包括视觉素材交易及增值服务、VDAM、面向摄影师社群的500px。
 - 2021年以来：聚焦主业，借助区块链、AI等新技术赋能。立足原有的视觉内容服务，21年12月公司推出视觉艺术数字藏品平台“元视觉”，拓展C端业务，22年5月在海外也上线了视觉艺术品交易平台Vaultby500px；23年推出AI智能搜索、AI灵感绘图等AI工具，并与百度、华为等在AI领域达成合作。此外，23年公司控股了国内领先音视频素材交易平台光厂创意，深化主业布局。

图表1：公司发展历程：深耕视觉素材交易，逐步聚焦主业，借助新技术发展主业



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所，注：主题乐园业务自2017年起重新并入数字娱乐统计口径，2015-16年的视觉内容与服务业务

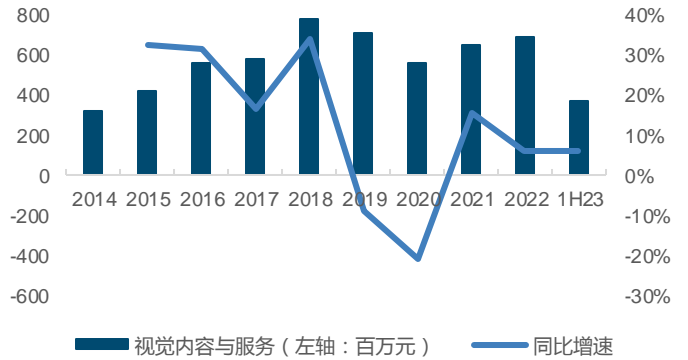
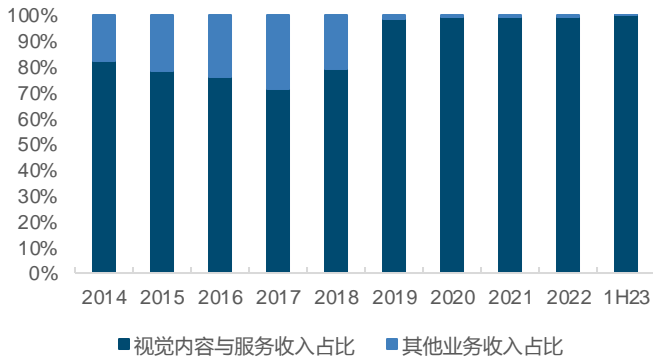


1.2、23 年业绩重回正增长，盈利水平回升

- 95%以上收入来自视觉内容与服务，23 年主业恢复正增长。公司营收构成随业务发展变动，至 19 年广告创意服务、软件信息服务、数字娱乐业务基本均已剥离，视觉内容与服务收入占比超 98%，主要包括版权交易、定制服务、VDAM（视觉数字资产管理平台）、C 端的数藏和 500px（专业摄影师社区）业务。19 年营收同比-26.9%的部分原因也在于非核心业务的剥离，单就视觉内容与服务业务而言，19 年收入同比-8.63%，主要由于“0411”和“1210”两次整改风波的影响，在此之前该业务均保持稳健增长，20 年该业务收入同比-20.7%，除整改风波影响外，还有公共卫生事件影响，21 年该影响减弱，加之 20 年低基数，21 年视觉内容与服务业务收入同比+15.5%，22 年公共卫生事件反复下增速放缓；23 年恢复正增长，前三季度总收入同比+8.82%至 5.74 亿元，增速快于 22 年的总收入增速。

图表2：收入结构：目前 95%以上来自视觉内容与服务

图表3：主业收入：23 年恢复正增长



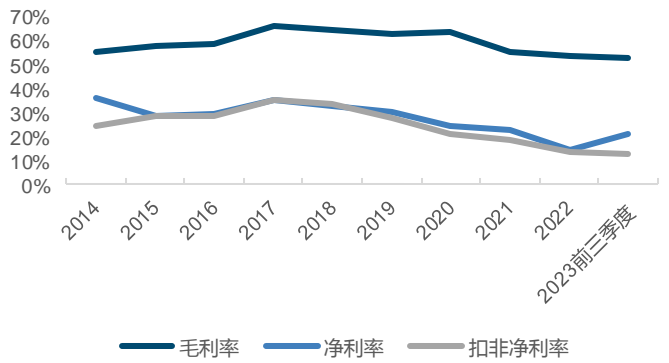
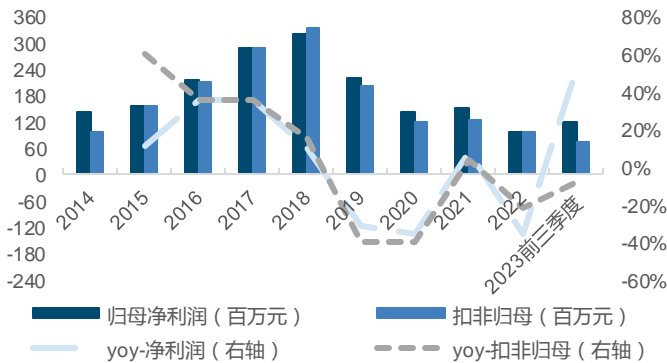
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所，注：15-16 年的视觉内容与服务收入包括广告创意服务，17 年同比增长统计口径为视觉内容与服务+广告创意服务收入

- 19 年以来净利率有所下滑，23 年盈利水平逐步修复。归母净利率从 18 年的 32.5% 将至 23 年前三季度的 21.3%，主要由于毛利率下降的同时，费率提升。23 年以来公司经营重回正轨，公司预计全年净利润 1.4-1.6 亿元，同比增长 41.2%-61.3%，扣非净利润 1.05-1.25 亿元，同比增长 7.8%-28.3%，高于前三季度-7.7%的增速。
 - 1) 毛利率：营业成本的 70%左右为版权服务费，呈现一定程度的刚性，营收因 19 年的两次整改、20 年开始的疫情而承压，毛利率从 18 年的 64.7%降至 23 年前三季度的 53.1%；

图表4：23 年净利润逐步修复中

图表5：19 年以来净利率有所下滑

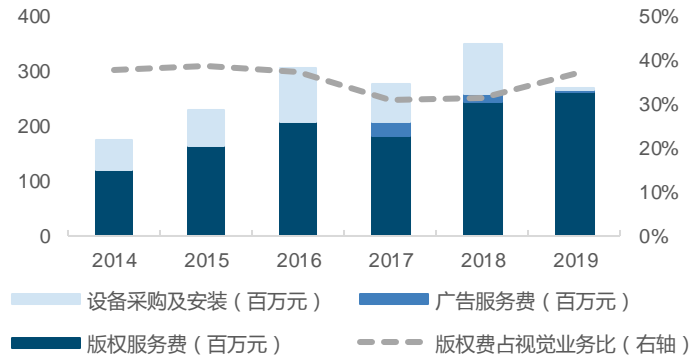


来源：公司公告，国金证券研究所

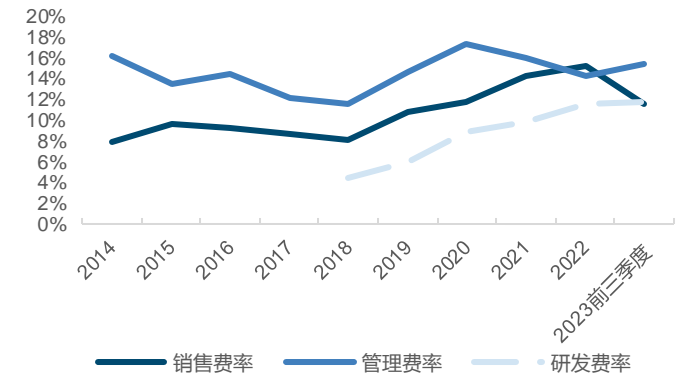
来源：公司公告，国金证券研究所



图表6: 营业成本主要为版权服务费



图表7: 管理费率相对稳定, 销售、研发费率有所增长

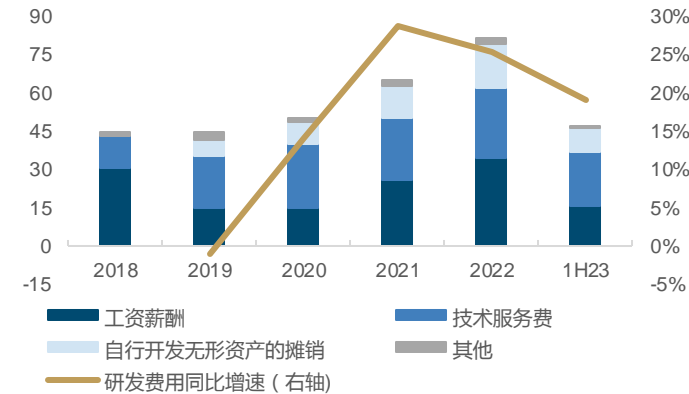


来源: 公司公告, 国金证券研究所

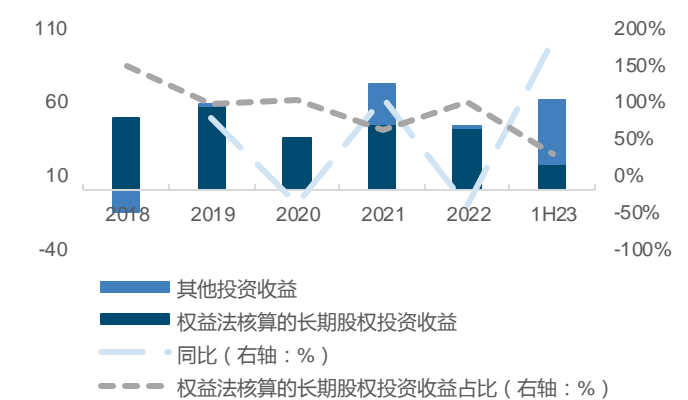
来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 18年前研发费用列示于管理费用

- 2) 期间费率提升。①销售费率从18年的8.2%增至23年前三季度的11.6%，主要系公司17年建设完成的“鹰眼”系统在获客过程中逐步不再使用，该系统主要通过跟踪侵权行为转化客户，弃用后公司主要以品牌推广、战略合作等方式“正面获客”；此外，23年前三季度销售费率较22年下降3.55pct，预计主要由于销售人员薪酬的降低；②研发费率从18年的4.5%提升至23年前三季度的11.8%，主要由于公司持续投入研发费用升级旗下各平台，云服务为刚性支出，而19年起由于整改、公共卫生事件等原因，收入增长承压，同时，公司并紧跟新技术，在区块链、AI等领域投入，21年起上线了一系列相应的平台或功能模块；③管理费率19年以来有所增长，从18年的11.5%增至23年前三季度的15.4%，主要由于管理费用中刚性支出相对较多，比如员工薪酬、租金和使用权资产摊销等，整体而言管理费用波动较小，但19年以来公司收入规模有所降低。

图表8: 公司研发费用主要包括工资薪酬、技术服务费及自行开发无形资产的摊销 (百万元)



图表9: 公司投资收益 (单位: 百万元) 波动情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 投资收入主要随长投企业经营情况波动。公司投资收入主要由权益法核算的长期股权投资收益构成，18年占比超过100%主要系当年处置亿迅资产组产生一次性负投资收益；19年投资收入大幅增长主要系联营企业Getty Images当期净利润大幅增长所致；20年大幅降低主要系参股公司湖北司马彦上半年经营几乎停滞，投资收益贡献大幅降低；21年大幅增长主要系当年公司投资光厂创意（持有30%股权）使权益法核算的长投收益增长，转让厦门视觉像科技有限公司股权带来一次性处置长投企业的投资收益；22年投资收入同比下滑主要系当年未大规模处置长投企业；23年上半年的大幅增长主要系进一步控股收购光厂创意（增持至61.6%）产生投资收益，增持完成后光厂创意将并表。

二、主营图库业务壁垒高、粘性强，长尾客户有望带来持续增长力

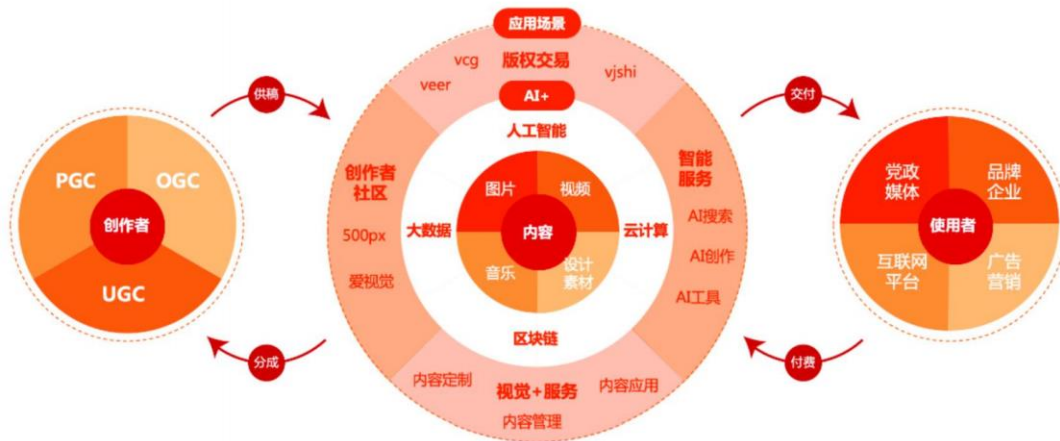
2.1、多年经营形成聚合交易双方的良性循环，主营图库业务壁垒高，护城河稳固

- 公司已建立起对接创作者、使用者的视觉内容平台。1) 创作者社区包括500px、爱视觉，注册成为签约作者后可以售图获取稿费收入；2) 版权交易平台包括



主要面向大 B 客户的 vcg.com、主要面向中小 B 和个人的 veer.com、音视频平台 vjshi.com。其中，veer.com 和 vjshi.com 均推出了单个素材销售，vcg.com 则主要拥有大量、高频视觉素材授权需求的客户。此外，面向 KA 客户，公司通过定制服务深挖其需求，比如定制化摄影等。

图表10: 商业模式: 基于视觉内容连接创作者及使用者



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 公司旗下内容交易网站收费情况

来源: vcg.com、veer.com、vjshi.com 官网, 国金证券研究所

- 视觉素材版权行业龙头，竞争优势稳固。对比竞争对手，公司兼具素材种类全、数量多、质量高的优势。
 - 1) 种类: 涵盖图片、音视频素材;
 - 2) 数量: 图片素材超 4 亿，视频超 3000 万，音乐 35 万首+，单从数量看，位于国内视觉素材版权行业第一梯队;
 - 3) 质量: 公司拥有全球最知名的影像档案馆之一 Corbis，其拥有约 4000 多万张老照片或“原始照片”(Vintage Print)，其中有大量具有历史收藏价值的影像资料，内容基本上涵盖了 20 世纪以来所有经典的历史瞬间，同时获得全球最大图库 Getty Images 的全部产品代理权，500px 是覆盖全球 195 个国家的创作者社区，签约供稿人超过 50 万; 公司 23 年控股的音视频素材交易平台光厂创意(Vjshi)在其所在行业市占率超过 50%。

图表12: 对比竞对, 公司优势在于素材库量大且整体质量高

	成立时间	素材量	版权来源
视觉中国	2000 年	超 4 亿图片, 3000 多万条视频, 35 万首音乐	签约创作者超 50 万, 海外签约创作者数量占比 60%+, Vjshi 音视频创作者超 5.8 万; 国内外近 300 家内容机构; 自有 Corbis 等独家数据库资源。
图虫	2009 年	超 4.6 亿图片, 2000 万条视频, 超百万条音乐素材	供稿人超 500 万, 代理 Pond5、Deposit 等全球视频资源, 拥有 Adobe Stock、EyeEm、TongRo、RMN (法国国家博物馆联盟) 等视觉版权资源。



	成立时间	素材量	版权来源
全景视觉	2005 年	超 3.5 亿张图片，千万高清视频资源	-
IC Photo (原东方 IC)	2000 年	超 2 亿国内外编辑创意类图片和视频素材	独代全球 300 多家通讯社和图片社资源，拥有 2 万多名签约合作摄影师
站酷海洛	2014 年	超 3 亿张图片，超 1600 万条视频	代理 shutterstock 在中国地区的素材销售

来源：公司官网，图虫、全景视觉、IC Photo、站酷海洛官网，国金证券研究所整理

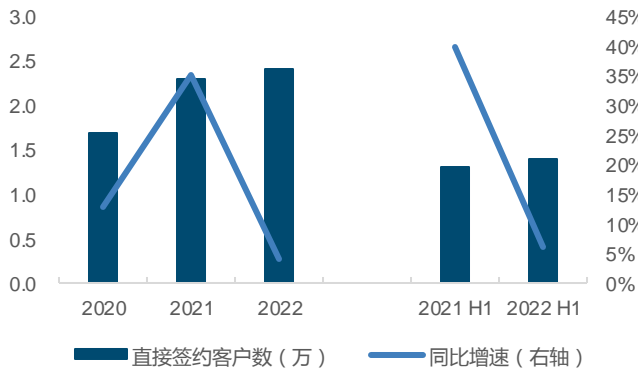
- 基于大量、高质量的素材，公司建立了较深的护城河。我们认为素材交易平台做起规模的关键在于形成“创作者-供稿-需求者”的良性循环，一方面需要创作者在该平台上获得收益，以促进其提供更多素材，因而对客户规模有一定要求，据公司 22 年财报，直接签约客户超过 2.4 万，同比增长 4%，长尾用户数量超过 220 万，同比增长 10%；另一方面需要有大量、高质量素材满足客户需求，二者相辅相成，进而推动平台的规模增长。当前公司在用户、创作者、素材数量方面均已成规模，客户粘性也较高，23 年中报显示公司年度销售额 10 万元以上的客户续约率超过 80%。

2.2、客户高粘性，中长尾客户有望带来持续增长力

我们认为，公司传统发展模式下业绩的增长点主要在于深挖 KA 客户需求、持续拓展中长尾客户。

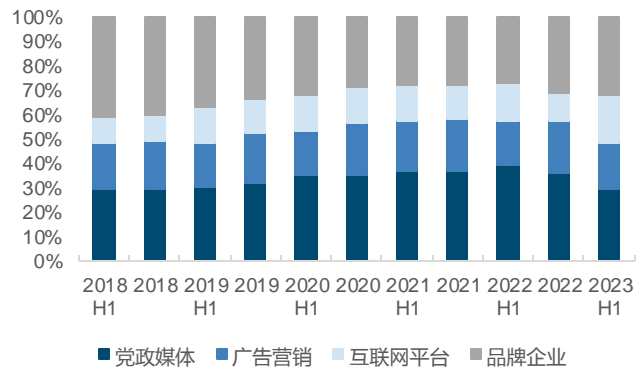
- 党政媒体、品牌企业为公司占比前二的客户类别。23 年上半年党政媒体、品牌企业占比分别为 29%、32%，其中 18 年-22 年，党政媒体客户占比整体呈现增长态势，企业客户略有收缩，广告营销、互联网平台占比稳定，预计主要系党政媒体的需求多为编辑类素材，较企业客户更刚性，19-22 年受整改、疫情影响，营收规模整体下滑，该类客户相对而言受影响更小。
- KA 客户稳健增长且粘性较高，一定程度表明公司的竞争优势较突出。1) 直接签约客户（主要集中于大型客户）数量稳健增长，2020-22 年从 1.7 增至 2.4 万，CAGR 为 18.8%；2) 年度销售额 10 万元以上的客户续约率 20 年以来持续保持在 80%以上。

图表13：公司直接签约客户数稳健增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：客户构成：党政媒体、品牌企业客户占比较高

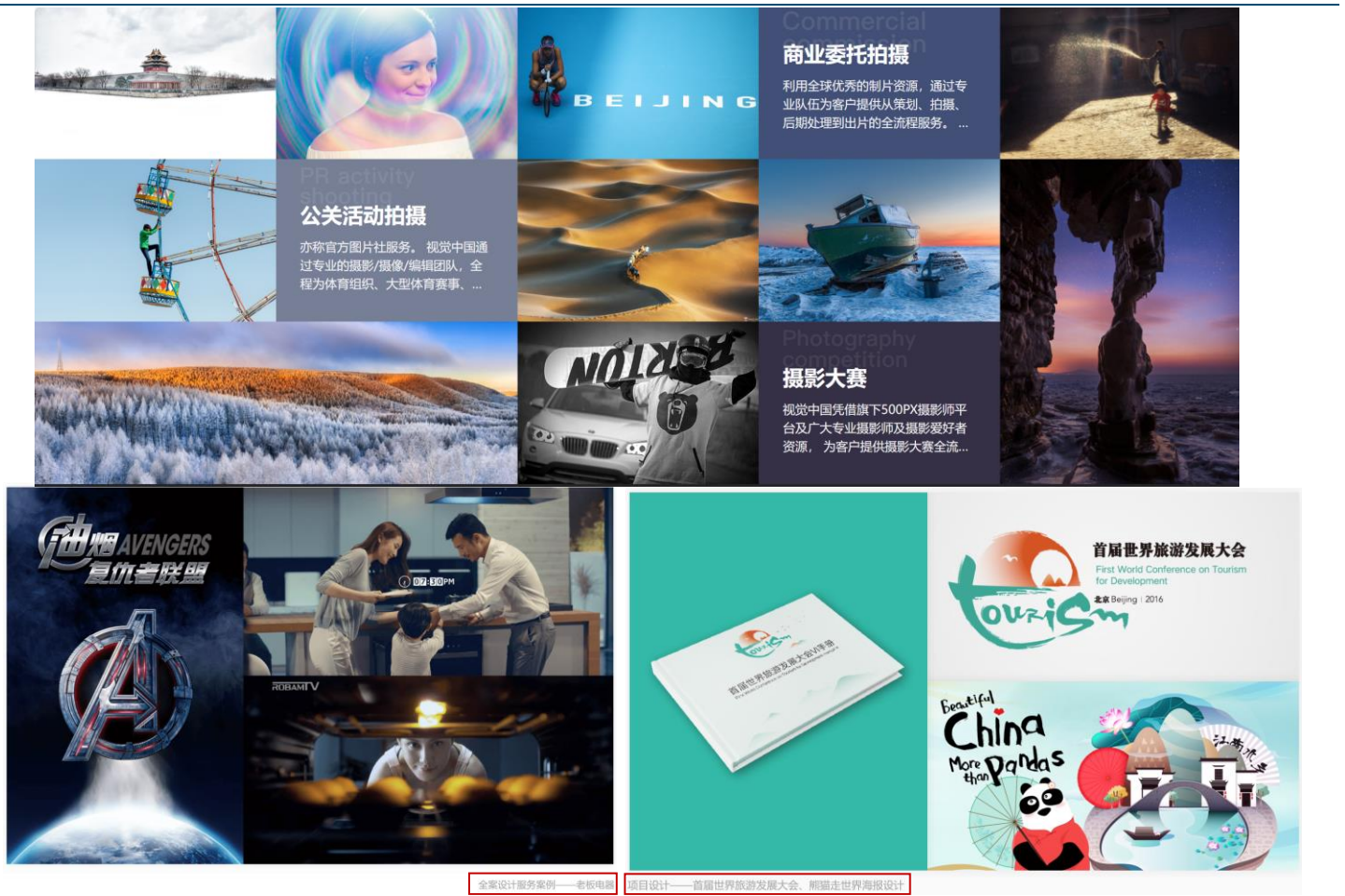


来源：公司公告，国金证券研究所

- 依托基础的版权交易业务，有望通过定制化服务深挖 KA 付费。基于深耕视觉素材行业所积累的创作者、客户等资源，公司为客户提供定制化的服务，在商业拍摄、设计等领域均有标杆性案例，比如 18 年为青岛啤酒全麦白啤完成的 TVC 定制拍摄、为老板电器做全案设计、为首届世界旅游发展大会设计海报等。据公司官网，目前公司服务的 KA 客户包括阿里、百度、财新传媒、惠普、人民日报、新华社等，直接签约客户数超 2.4 万，通过定制化服务挖掘 KA 客户潜力将助力业绩的稳健增长。



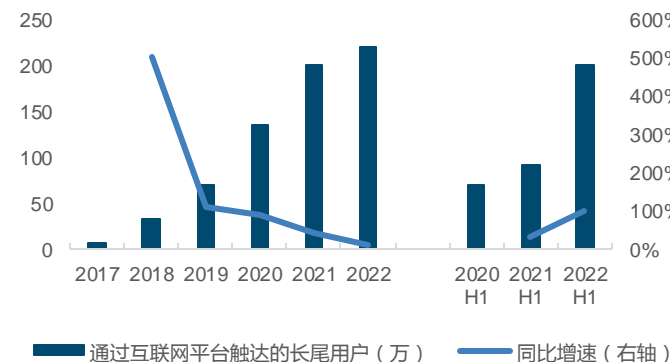
图表15: 公司为客户提供定制化服务, 包括拍摄、设计等服务



来源: 公司官网, 国金证券研究所

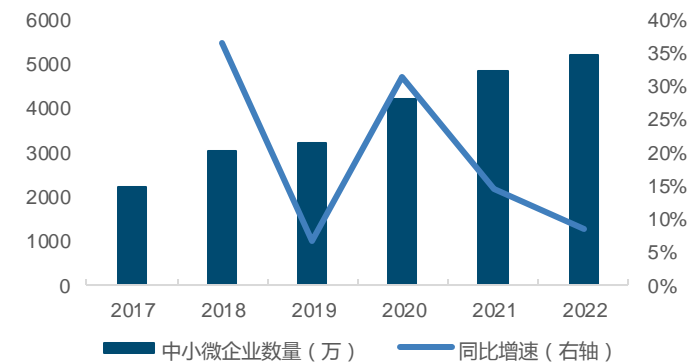
- 中小微企业海量, 拓展空间广; 长尾用户数量增长快。1) 中小 B 方面, 23 年 H1 中小企业年度付费客户数超 20 万, 已达到一定量级, 但对比海量的中小微企业, 尚有较大市场有待开拓。工信部数据显示, 至 22 年, 中国中小微企业主数量已超 5200 万户; 此外, 据阿里 23 年财报, 该财年淘宝新增了 512 万个商家, 国内中小微企业主、个体户等数量庞大, 虽然长尾客户对视觉素材的需求较低频, 但企业主基数大。2) 公司主要通过 B 端客户触达长尾客户 (需求频次极低的客户, 包括个人客户), 据公司财报, 2017 年公司初步与腾讯、百度、阿里等互联网公司达成战略合作, 实现技术层面的对接, 通过互联网平台触达更多长尾用户, 至 22 年底, 公司通过互联网平台触达的长尾用户数达到 220 万, 同比增速超 10%, 17-22 年 CAGR 约 109%。公司已在视觉素材版权交易领域建立了自己的护城河, 有望凭借较强的竞争优势持续开拓中小企业及长尾客户需求。

图表16: 通过互联网平台触达的长尾用户持续增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 中小微企业数量超过 5000 万



来源: 工信部, 国金证券研究所



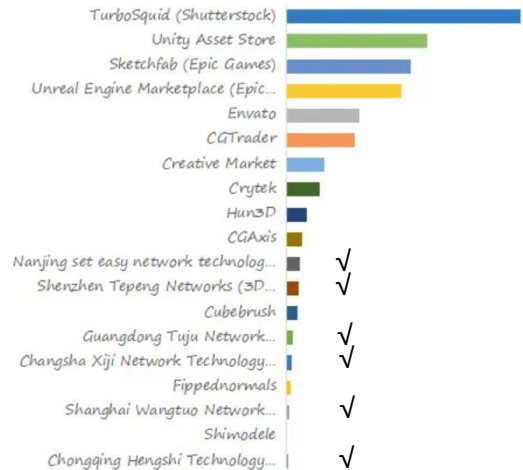
2.3、布局 3D 视觉内容生产及交易，迎接 MR 时代 3D 内容需求增长的机遇

- 24 年 3 月，公司与景致三维签署投资协议，布局 3D 视觉内容生产及交易服务平台。据 24 年 3 月 18 日，公司微信公众号宣布与浙江景致数据技术有限公司签署协议，双方将立足完全自主核心技术，整合包括技术、内容、用户、市场在内的资源优势，共同打造面向全球、尊重原创、开放共享的 3D 视觉内容生产及交易服务平台，为空间计算时代全球 3D 产业发展提供强大的基础数据“原材料”支撑。
- 国内 3D 视觉内容生产及交易服务处于发展早期，竞争格局分散，市场空间较大。
 - 1) 3D 视觉内容应用范围广，需求量大，随着虚拟现实的发展，需求量有望爆发式增长。常见的应用领域包括游戏开发（3D 素材）、电影和动画制作、建筑设计、产品设计（包括电商领域商品图展示）、虚拟现实、医学科研、教育教学等。我们对比多个第三方数据，得出 3D 视觉内容市场规模广阔且增长潜力较大的结论：辰宇咨询预计 2023 年全球 3D 模型平台市场销售额达到 106 亿元，预计 2030 年将达到 224 亿元，2024-30 年 CAGR 为 11.2%；简乐尚博预计 2022 年全球游戏和动画用 3D 建模市场规模约 6.76 亿美元，2018-2022 年 CAGR 约 21.24%；从核心市场看，中国游戏和动画用 3D 建模市场占据全球约 10.37% 的市场份额。综合以上数据，预计 3D 视觉内容市场规模已达到百亿级，目前随着算力、光学显示等基础设施的持续迭代、升级，以及苹果、高通、三星、Meta 等全球互联网巨头的入局，MR 已进入强硬件周期，内容及应用有望随之繁荣，有望催化 2D 素材转 3D 模型的需求爆发。

图表18：3D 建模应用领域广泛



图表19：全球 3D 视觉内容交易平台 CR5 均为海外公司



来源：腾讯云开发者社区，国金证券研究所

来源：QYResearch，国金证券研究所

- 2) 国内 3D 视觉内容交易平台商发展处于早期阶段，市占率较低，海外已出现成规模的 3D 模型交易平台。据 QYResearch 数据，TOP5 全球 3D 视觉内容交易平台均为海外公司，2021 年全球前五大厂商占有大约 67.0% 的市场份额，国内头部厂商主要为建 e 网、3D 溜溜网、CG 模型网等，市占率较低，注册会员数远低于 Sketchfab，公开信息未披露国内 3D 模型交易平台的素材量，但根据市占率推断应该远低于 TurboSquid、Sketchfab 的百万级。我们认为，对比广阔的 3D 模型市场及海外龙头公司，国内 3D 模型厂商大有可为。

图表20：全球头部 3D 模型厂商对比

3D 模型厂商	定位	成立时间	用户/素材数据
TurboSquid	面向开发者、艺术家、广告商等多领域，提供 3D 模型。	2000 年成立，21 年被 Shutterstock 收购	3D 模型数量约 130 万
Sketchfab	3D 模型交易服务平台	2012 年成立，21 年被 Epic 收购	3D 模型超 500 万，注册用户超 1000 万
建 e 网	服务于室内设计师，素材并非全部为 3D 模型	2006	注册会员数超过 400 万
3D 溜溜网	3D 模型素材网站，主要经营素材电商、素材管理软件、效果图云渲染、室内设计教育等业务。	2013	覆盖 300 万室内外效果图从业人员 90% 以上
CG 模型网	以 3D 模型为主，针对所有 CG 设计行业用户的互动、展示平台。	公司 2015 年成立	截至 2021 年 6 月，网站日访问量约 100 万，注册会员超过 200 万
景致三维	专注基于图像三维重建技术的研究与应用，目标是打造三维数据领域的“富士康”，用大规模、高	2016 年成立	目前已在电商领域取得突破



3D 模型厂商 定位	成立时间	用户/素材数据
效率、低成本的 3D（人、物、场景）数据服务，满足日益增长的下一代电子商务产品 3D 展示及 VR/AR 购物需求。		

来源：Shutterstock 公告，TurboSquid、Sketchfab、建 e 网、3D 溜溜网、CG 模型网，国金证券研究所整理

- 公司的 2D 视觉内容服务平台与 3D 视觉内容服务高度协同。据景致三维官网信息及视觉中国公众号，景致三维致力为空间计算时代全球电子商务、MR/VR 产业、文博收藏等行业领域提供 3D 基础数据支撑，拥有国内领先与国际一流的三维数据获取、海量三维数据管理、互联网三维展示等一系列完全自主核心技术。我们认为景致三维在 3D 模型领域的技术积累能够为公司布局 3D 产业提供素材、技术，对于拓展 3D 视觉内容生产及交易服务均能做到较大赋能，同时公司在 2D 素材领域所积累的客户及行业 know-how、搭建的平台均能在 3D 素材领域复用，伴随 MR、AI 行业的发展，3D 素材的需求有望爆发，公司前瞻性的布局有望抓住该机遇，完善产业布局，并进一步扩大业绩规模。

三、AI 赋能公司平台，平台便捷度、客户付费意愿及粘性有望进一步提升

3.1、客户角度：AI 辅助提高搜索精准度、修图便捷性，中长尾客户拓展便利性有望大幅提升

- AI 工具将辅助更加精准地满足客户的需求，尤其是长尾客户。AI 产业已步入快车道，当前 AI 智能检索、文生文、文生图等工具已较成熟，通过 AI 技术，公司已升级旗下平台，上线 AI 功能，包括：
 - 1) 提高搜索效率、准确度，AI 智能搜索已经在 VCG.com、veer.com、Vjshi.com 上线，文字检索的准确性提高，同时也支持图片等其他形式的内容检索。我们认为，该工具使图片-客户需求的匹配更加精准，尤其是中小客户、长尾客户的低频需求，进而推进付费落地。
 - 3) 开放 AI 工具 API 接口。AI 智能搜索、智能配图等产品可以通过 API 接口开放给客户。
 - 4) 赋能定制业务。公司旗下 AI 工具除能满足客户需求外，也可以辅助公司自身的定制化服务。

图表21：公司 AI 工具：增加搜索、绘图等 AI 功能



来源：视觉中国官网，国金证券研究所

- AI 大模型时代将为公司带来更多机遇。市场有观点认为 AI 的发展将冲击中长尾企业客户的拓展，我们认为：1) 对于 KA 客户而言，视觉素材需求量较大，且有定制化服务需求，粘性较高，AI 工具对 KA 客户需求的满足预计不及公司所提供的服务；2) 对于中小 B 而言，公司通过提高检索效率、提供 AI 创作工具更好满足其低频需求，对比纯 AI 工具平台，公司有海量的素材供客户选择，同时也上线了 AI 创作工具，并提供版权保障，优势仍然显著，即时部分小客户流失，对公司基本盘、商业模式的影响也较可控。

3.2、创作者角度：AI 使创作过程更加便捷，有望进一步提高创作者社区的商业化程度

- 公司旗下 VCG.com 等平台已上线辅助创意生成、编辑的 AI 工具。AI 灵感绘图（文生图工具）在 vcg.com、veer.com 上线，目前这些功能仅面向签约客户开放；AI 创

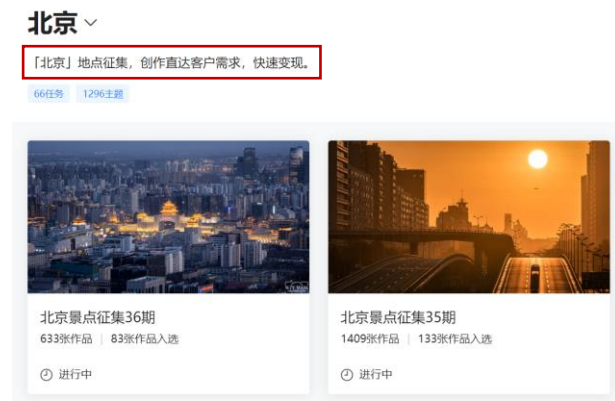


意工具（图片编辑工具）在 vcg.com 上线，功能涵盖模特转换、去除背景、画面扩展等功能。我们认为，该工具主要赋能创作者，完善创作服务的同时，挖掘供给端的付费，同时，相较其他 AI 生图模型，公司的最大优势在于版权有保障，能做到溯源，极大减少了版权纠纷风险。

- 从创作者社区看，AI 辅助摄影师依法合规创作数字艺术作品，并通过更精准的检索促进需求匹配、完成交易。
- 500px 是国际知名的线上摄影社区，为摄影师提供多种变现方式，同时是公司布局 C 端业务的重要平台。1) 500px 功能：公司通过其为个人内容创作者提供分享交流、内容展示、大赛活动等社区服务，及内容交易、版权保护、商业定制、NFT 数字艺术交易等商业变现服务。2) 摄影师如何通过该平台变现：① 售图。包括上传自己的摄影作品成为货架商品出售、通过接任务直接满足客户需求。② 参与摄影大赛获取奖品，500px 每年均会联合一些公司或机构举办摄影大赛，获奖作品会有现金等奖励。③ 点评：摄影作品可邀请 500px 社区摄影师点评，提高作品热度，进而促进出售、提高知名度，不同摄影师点评价格不同。我们认为，通过 500px 社区，公司能触达更专业的摄影师，获取更高质量的作品；也便于提高公司在视觉版权交易服务商中的知名度，加强品牌效应，聚合更多版权素材和客户。

图表22: 500px 的图库征稿任务可直达客户需求

图表23: 500px 联合举办摄影赛事奖项设置情况



来源: 500px 官网, 国金证券研究所

奖项设置		
OPPO 年度超影像大师 1名 170,000 元超影像奖金 ●2024 OPPO 旗舰套装 (手机、手表、耳机) ●作品参演国际影展 ●签约 OPPO 年度摄影师	OPPO 年度超影像精英 4名 70,000 元超影像奖金 ●OPPO Find X7 Ultra 1部 ●作品参演国际影展	OPPO 年度超影像精英 10名 20,000 元超影像奖金 ●OPPO Find X7 Ultra 1部 ●作品参演国际影展
OPPO 年度单元超影像佳作 9个 单元各4名, 共36名 2,000 元超影像奖金 ●OPPO Find X7 1部 ●作品参演国际影展	OPPO 年度青年特别奖 (18-24岁) 5名 10,000 元超影像奖金 ●OPPO Find X7 1部 ●作品参演国际影展	分赛区奖 OPPO 超影像摄影佳作 10名 1000 元超影像大赛奖金 ●OPPO Find X7 1部 ●更多奖励请以分赛区为准
月度活动奖 OPPO 超影像月度佳作 ●冠军: OPPO 新品手机 1部 ●亚军: OPPO 新品手表 1支 ●季军: OPPO 新品耳机 1台	特别说明 以上所有奖项获得者均可获得 ●2024 OPPO 超影像大赛获奖证书 ●来自组委会的专业点评 ●OPPO 官方推广 ●优选合作机会	

来源: 500px 官网, 国金证券研究所, 注: 该赛事为 OPPO 超影像大赛

图表24: 500px 社区点评作品可获得收益

推荐摄影师	推荐点评人
猫BoA 完成时间 72h 点评次数 351 ★★★★★ 4.9 介绍 ¥6.6 求点评	蒙娜 完成时间 72h 点评次数 89 ★★★★★ 4.8 介绍 ¥9.9 求点评
城里的猴叔 完成时间 72h 点评次数 85 ★★★★★ 5.0 介绍 ¥9.9 求点评	瑞叔 Rexw... 完成时间 72h 点评次数 70 ★★★★★ 5.0 介绍 ¥19.9 求点评
金刀木木 完成时间 72h 点评次数 66 ★★★★★ 5.0 介绍 ¥19.9 求点评	静言 完成时间 72h 点评次数 59 ★★★★★ 5.0 介绍 ¥29.9 求点评
张继均 (逮...) 完成时间 72h 点评次数 58 ★★★★★ 5.0 介绍 ¥9.9 求点评	无界 完成时间 72h 点评次数 46 ★★★★★ 5.0 介绍 ¥0.1 求点评

来源: 500px 官网, 国金证券研究所



四、政策积极鼓励数据要素发展，视觉数字资产管理系统需求有望快速释放

4.1、政策鼓励下，数字资产管理系统需求增长

- 在政策鼓励数据要素化的催化下，数字资产管理系统需求旺盛。近几年数据要素化被频繁提及，国务院、各省人民政府发布政策积极鼓励数据要素市场发展，22年12月发布的《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（数据“二十条”）明确提出探索数据资产入表新模式，24年1月发布的《“数据要素X”三年行动计划（2024—2026年）》提出，到2026年底，数据要素应用广度和深度大幅拓展，在经济发展领域数据要素乘数效应得到显现，打造300个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，数据产业年均增速超过20%；24年以来，多个省份相继成立省级数据局，截至2月22日，累计全国已有累计21个省级行政区相继成立了数据局，包括上海市、江苏省、四川省、广东省、湖北省等。我们认为，数据要素市场进入快速发展的阶段，而数据要素化对数字资产的确认、管理、保存、分类、存储等均提出了要求，这个过程将刺激数字资产管理平台的搭建需求增长。

图表25：政策鼓励数据要素发展

文件名称	发布时间	发布机构/部门	主要内容
《关于构建更加完善的数据要素市场化配置体制机制的意见》	2020-03	中共中央、国务院	提出：加快培育数据要素市场。包括推进政府数据开放共享、提升社会数据资源价值、加强数据资源整合和安全保护。
《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	2021-05	国家发改委、工信部、中央网信办、国家能源局	明确数据中心布局、国家枢纽节点重点任务，包括促进数据有序流通（建设数据共享、数据开放、政企数据融合应用等数据流通共性设施平台，建立健全数据流通管理体制机制。试验多方安全计算、区块链、隐私计算、数据沙箱等技术模式，构建数据可信流通环境，提高数据流通效率。索数据资源分级分类，研究制定相关规范标准。）。
《关于印发广东省数据要素市场化配置改革行动方案的通知》	2021-07	广东省人民政府	统筹推进数据要素市场化配置改革，完善法规政策，优化制度供给，保障市场的统一开放；构建两级数据要素市场结构，发挥行政机制和市场机制比较优势，激发各类供需主体活力，促进市场的有序竞争。围绕数据集聚、运营和交易等环节，推动数据新型基础设施、数据运营机构、数据交易场所三大枢纽建设，打通供需渠道，保障数据要素生产、分配、流通、消费各环节循环畅通；推进各个领域场景数据要素赋能，释放数据生产力潜能
《省政府办公厅关于印发江苏省“十四五”数字经济发展规划的通知》	2021-08	江苏省人民政府	突出数据的战略资源和核心要素地位，加大数据资源共享开放，深化数据应用创新，探索数据资源流通交易，加强数据和个人信息安全保护，加速数据资源化、资产化、资本化进程，释放数据要素价值，为数字经济发展提供动力
《“十四五”大数据产业发展规划》	2021-11	工信部	围绕“打造数字经济新优势”，做出了培育壮大大数据等新兴数字产业的明确部署。为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，凝聚各方共识，敏锐抓住数字经济发展的历史机遇，更好地推进大数据产业高质量发展
《关于加快建设全国统一大市场的意见》	2022-03	中共中央、国务院	提出：加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用。
《全国一体化政务大数据体系建设指南》	2022-09	国务院	各地区各部门要深入贯彻落实党中央、国务院关于加强数字政府建设、加快推进全国一体化政务大数据体系建设的决策部署，按照建设指南要求，加强数据汇聚融合、共享开放和开发利用，促进数据依法有序流动，结合实际统筹推进本地区本部门政务数据平台建设，积极开展政务大数据体系相关体制机制和应用服务创新，增强数字政府效能，营造良好数字生态，不断提高政府管理水平和效能，为推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。
《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	2022-12	中共中央、国务院	指出要充分发挥海量数据规模和丰富应用场景优势，同时明确提出探索数据资产入表新模式。这是首部从生产要素高度部署数据要素价值释放的国家级专项政策文件。
《关于促进实体经济高质量发展的实施意见暨2023年“稳中向好、进中提质”政策清单（第三批）的通知》	2023-05	山东省人民政府	提出：促进数据价值化。高水平建设省大数据交易中心，在健康医疗、海洋、智能制造等领域打造行业数据交易中心。建立公共数据授权运营、有偿使用等制度，开展数据（产品）登记和授权运营试点，在济南、青岛、烟台等有条件的市开展数据资产登记试点。建立数据产品和服务价格形成及收益分配机制。
《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》	2023-06	中共北京市委、北京市人民政府	提出：力争到2030年，本市数据要素市场规模达到2000亿元，基本完成国家数据基础制度先行先试工作，形成数据服务产业集聚区。提出：率先落实数据产权和收益分配制度、加快推动数据资产价值实现、全面深化公共数据开发利用、培育发展数据要素市场、大力发展数据服务产业、开展数据基础



文件名称	发布时间	发布机构/部门	主要内容
			制度先行先试、加强数据要素安全监管治理，具体包括探索建立结构性分置的数据产权制度、完善数据收益合理化分配、开展数据资产登记、探索数据资产评估和入表、探索数据资产金融创新、完善公共数据开放体系、推进公共数据专区授权运营、建设一体化数据流通体系、推进社会数据有序流通、率先探索数据跨境流通、发展数据要素新业态、推进数据技术产品和商业模式创新、推进数据应用场景示范、打造数据基础制度综合改革试验田等举措。
《深圳市数据产权登记管理暂行办法》	2023-07	深圳市发改委	规范数据产权登记行为，保护数据要素市场参与主体的合法权益，促进数据的开放流动和开发利用。
《北京市贯彻落实加快建设全国统一大市场意见的实施方案》	2023-07	北京市人民政府	促进数据安全有序流动。推动《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》落实，创建北京数据基础制度先行区，率先推进数据资源持有、加工使用权、产品经营权的结构性分置制度先行先试，依托依法设立的交易场所开展数据资产登记，推进国家数据知识产权登记试点。
《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》	2023-07	上海市人民政府	为上海数据要素产业的发展提出了明确目标和系统性的行动指引
《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	2023-08	财政部	企业应当按照企业会计准则相关规定，根据数据资源的持有目的、形成方式、业务模式，以及与数据资源有关的经济利益的预期消耗方式等，对数据资源相关交易和事项进行会计确认、计量和报告。
《大理州数据资产登记管理办法》	2023-10	大理白族自治州发改委	规范数据资产产权登记行为，保护数据要素市场参与主体的合法权益，促进数据作为生产要素开放流动和开发利用
《温州市财政局关于探索数据资产管理试点的试行意见》	2023-11	温州市财政局	有序推动数据资产化，确保数据资产来源和权属清晰，稳步推进数据资产入表，支持推动数据资产交易流通等
《广西数据要素市场化发展管理暂行办法》	2023-11	广西壮族自治区人民政府	建立完善数据资产评估工作机制，推动数据资产入表，支持企业对数据资产进行确认、评估、计量、披露等。从事数据交易活动的数据处理者可以依法自主定价，执行政府定价、政府指导价的除外
《关于印发加快推进吉林省数字经济高质量发展实施方案（2023—2025年）的通知》	2023-12	吉林省人民政府	深化长春市数据交易市场试点建设，建立健全数据要素市场制度，规范数据交易行为，探索数据确权、评估、定价、交易、安全等机制，深化数据交易机构合作。持续推动公共数据共享开放，按需推进主题数据库、专题数据库建设，强化数据资源汇聚，实现政务数据资源生产、沉淀、治理一体化，为公共数据资源社会化开发利用提供可靠支撑。引导企业开放数据，鼓励市场力量挖掘商业数据价值。加快医疗、交通、金融等行业数据归集共享、融合应用创新。推动数据资源标准体系建设，围绕数据全生命周期管理建立健全标准规范
《关于加强数据资产管理的指导意见》	2023-12	财政部	要以促进全体人民共享数字经济红利、充分释放数据资产价值为目标，以推动数据资产合规高效流通使用为主线，有序推进数据资产化，加强数据资产全过程管理，更好发挥数据资产价值
《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》	2024-01	国家数据局、中央网信办、科技部等	到2026年底，数据要素应用广度和深度大幅拓展，在经济发展领域数据要素乘数效应得到显现，打造300个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，数据产业年均增速超过20%。
《省政府2024年立法工作计划》	2024-01	江苏省人民政府	规范数据处理活动，促进数据依法有序流动，保障数据安全，加快数据要素市场培育，推动数字经济更好服务和融入新发展格局
《广西数据交易管理暂行办法》	2024-01	广西壮族自治区人民政府	旨在规范数据交易行为，加快培育统一的数据交易市场，促进数据要素在更大范围内流通，增强经济发展新动能。明确交易标的、交易场所、数据交易主体、交易行为及安全与监管。
《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》	2024-01	国务院国资委	提出：加强重大资产评估项目管理、明确8类可以不进行资产评估的情形、确定5类可以进行估值的情形、健全完善知识产权、科技成果、数据资产等资产交易流转定价方式等。
《关于加强行政事业单位数据资产管理的通知》	2024-02	财政部	提出：明晰管理责任，健全管理制度；规范管理行为，释放资产价值；严格防控风险，确保数据安全。具体包括：地方财政部门应当结合本地实际，逐步建立健全数据资产管理制度及机制，并负责组织实施和监督检查；行政事业单位主要通过自主采集、生产加工、购置等方式配置数据资产；建立合理的数据资产收益分配机制，依法依规维护数据资产权益等。

来源：国务院、财政部、各省人民政府官网，国金证券研究所整理

4.2、公司于视觉数字资产管理系统优势显著，23年该业务已初步放量

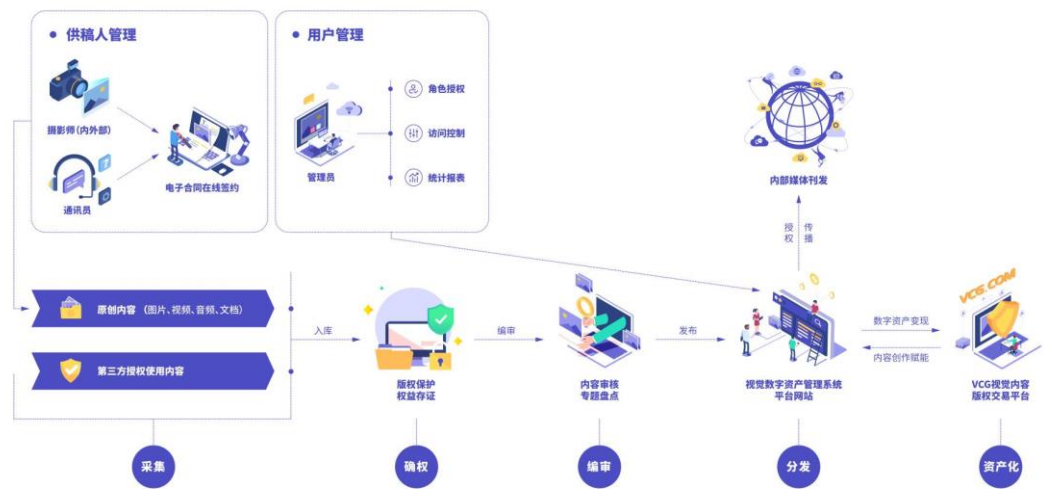
- 公司在视觉数字资产管理系统（VDAM）搭建方面具有一定优势，23年公司推动了50



多套 VDAM 系统落地，累计服务客户 100+。

- 公司优势主要体现在：1) 多年 VDAM 系统经验+管理自身数字资产的经验。公司通过云计算数字资产管理平台向媒体和企业客户提供数字资产管理服务，VDAM 系统的功能包括采集、确权、编审分发、资产化，公司在该领域已积累 10 年左右的经验，也包括自身数字资产管理的经验，对行业 know-how 有一定见解。由于当时数据市场发展相对较慢，目前该业务体量相对较小，后续随数据要素市场的快速发展，该业务有望快速起量。2) 客户基础较好。具体案例方面，21 年公司浙江丽水市委宣传部建设了丽水影像数字中心平台；19 年，公司与农民日报社协议建设了“大国三农”视听资源共享平台建设。从收入构成看，1H23 公司 29% 的收入来自党政媒体，包括中国新闻社、新华网、人民日报等，党政媒体多为国央企，我们认为，政策推动数据要素市场发展下，国央企或将需起到表率作用。

图表26: 公司视觉数字资产管理系统流程: 包括采集、确权、编审、分发、资产化功能



来源: 视觉中国公众号, 国金证券研究所

五、大模型监管日渐完善，数藏潜力尚待挖掘，视觉素材价值重估指日可待

5.1、大模型语料正版化大势所趋，数据版权价值突显。

- 大模型纠纷不断，监管也在日渐完善。ChatGPT 发布以来，基于大量数据训练 AI 模型发展迅速，相应地，AI 相关纠纷也持续不断，主要围绕训练模型的数据是否需要版权、AI 生成的内容是否构成侵权两个问题。其中，国内已出现 AI 生成图片版权判例，根据裁决结果，法院认定案涉图片是原告在 AI 生成图片初稿基础上，通过增加提示词、调整参数等方式，经过智力投入后，产出的“智力成果”，该创作过程本质为人利用工具进行创作，认定其满足“作品”构成的四要件，是著作权法意义上的“作品”。我们认为，随“大力出奇迹”模式的 AI 模型的发展、迭代，及商业化的推进，数据版权的重要性突显，版权纠纷或将影响后续的应用、商业化落地，完善训练数据的版权，做到可溯源将大大降低版权纠纷的风险。

图表27: AI 大模型发布以来, AI 内容版权纠纷频发

时间	事件
23 年 2 月	美国图片交易公司 Getty Images 在特拉华州起诉了 Stability AI，指控其侵犯图片版权。
23 年 3 月	2023 年 2 月 24 日，原告李某使用 AI 图片生成软件“Stable Diffusion”通过输入提示词的方式生成古装少女的图片，后将该图片发布在小红书平台，并标注为“AI 插画”，3 月 2 日，原告发现被告刘某通过百家号账号发布了名为《三月的爱情，在桃花里》的文章，文章里使用了自己先前生成的图片作为插图，并且去除了该图片原有的水印。随后，李某以侵害作品署名权和信息网络传播权为由将刘某起诉到北京互联网法院，要求被告赔偿其经济损失 5000 元，并赔礼道歉。11 月 27 日北京互联网法院对上述案件做出了一审判决，认定案涉图片是满足“作品”构成的四要件，是著作权法意义上的“作品”，最终判决被告向原告赔礼道歉，并向原告赔偿经济损失 500 元。
当地时间 23 年 6 月 28 日	位于北加州的 Clarkson 律所对 OpenAI 提起了集体诉讼，指控 OpenAI 在训练大模型时从网上抓取的数据，严重侵犯了 16 名原告的著作权和隐私，要求赔偿 30 亿美金。
当地时间 23 年 7 月 11 日	克拉克森律师事务在美国加州法院提起集体诉讼，指控谷歌、其母公司 Alphabet 和其人工智能子公司 DeepMind 在用户不知情或不同意的情况下获取用户数据。



时间	事件
当地时间 23 年 9 月 19 日	乔纳森·弗兰岑、约翰·格里森姆、乔治·RR·马丁和朱迪·皮考特等 17 位美国著名作家，通过全美作家协会向纽约曼哈顿联邦法院提起集体诉讼，指控 OpenAI 护的作品，输入到该公司“大语言模型”中，并对用户类似的文本需求进行响应。
当地时间 23 年 12 月 21 日	共计 11 位非虚构类书籍的作者在曼哈顿联邦法院提起诉讼，指控 OpenAI 和微软滥用自己所著的书籍来训练 ChatGPT 以及其他 AI 软件背后的大模型。
当地时间 23 年 12 月 27 日	纽约时报向 OpenAI 及其投资人微软公司提起侵犯版权诉讼，指控这两家机构未经许可就采集该报数百万篇文章以训练人工智能。

来源：路透社，澎湃新闻，新智元，央视财经，中国经营报，国金证券研究所整理

- 大模型公司已逐渐建立起与版权方的合作，财务端已显现出 AI 大模型时代的版权价值。OpenAI 与 Shutterstock（美国头部图商）、美联社等多家媒体公司达成合作协议，主要在于数据或资料库的授权，据 The Information，为了获得用新闻资料训练模型的授权，OpenAI 每年会支付给一些媒体公司 100-500 万美金；Getty Image（美国头部图商）也宣布与英伟达合作推出生成式 AI 工具；国内方面，23 年 7 月中文在线在回答投资者问答时表示近期与多家大模型公司在 AI 方面达成合作，单家合同金额达到千万元级别；据 Shutterstock 财报，公司将其版权授权给大模型公司用于模型训练，23 年 Q3 和前三季度，视觉数据授权相关的收入分别达到 0.455 亿和 0.795 亿美元，占当期总收入的比例分别为 19.5%、12.1%（23 年 Q3 和前三季度收入分别为 2.33 亿和 6.57 亿美元）。

图表 28：多家大模型公司与版权方就数据版权达成合作协议

时间	事件
当地时间 23 年 7 月 11 日	图片库网站 Shutterstock 与 OpenAI 签署新的六年协议，允许 OpenAI 在此期间使用 Shutterstock 的图像、视频、音乐和元数据库来训练其模型。该网站与 OpenAI 的合作始于 2021 年，当时 Shutterstock 开始让该公司使用其图像来训练其文本到图像模型 DALL-E。
当地时间 23 年 7 月 13 日	OpenAI 美联社发布共同声明，宣布两家机构已经签订合作协议，涉及新闻资料库的授权和 AI 技术的合作。
23 年	中文在线（23 年 7 月 12 日的投资者问答回复）与多家大模型公司在人工智能大模型数据方面达成合作，单家合同金额千万元级别，中文在线将提供正版数据内容资源，支持其研发训练人工智能大模型技术及应用。
23 年 9 月	Getty Images 将与英伟达合作推出生成式 AI 工具——Generative AI by Getty Images。
23 年 10 月	视觉中国与华为云正式签署关于视觉大模型的合作协议。双方将以华为云盘古大模型为基础打造视觉大模型，共同实现视觉领域高度智能化发展，推进更深层次的内容产业智能转型。
23 年 12 月	RunwayML 与 GettyImages 达成合作，为视频创作开发符合版权要求的人工智能工具 Runway Getty Images Model (RGM)。
当地时间 23 年 12 月 13 日	跨国媒体 Axel Springer 与 OpenAI 共同宣布，双方建立全球合作伙伴关系。

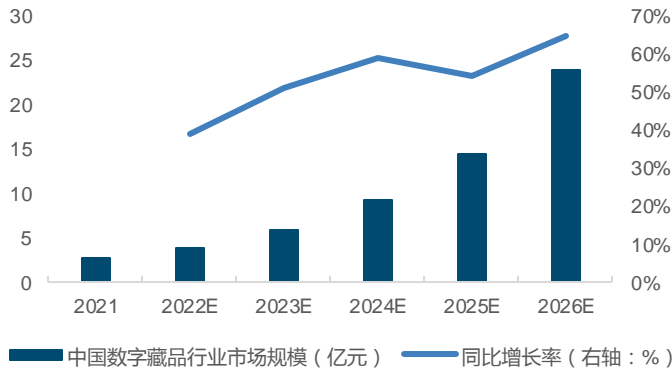
来源：财联社，智东西，视觉中国微信公众号，Shutterstock 官网，国金证券研究所整理

5.2、基于图片版权布局数藏业务，图片的数藏化潜力尚待挖掘

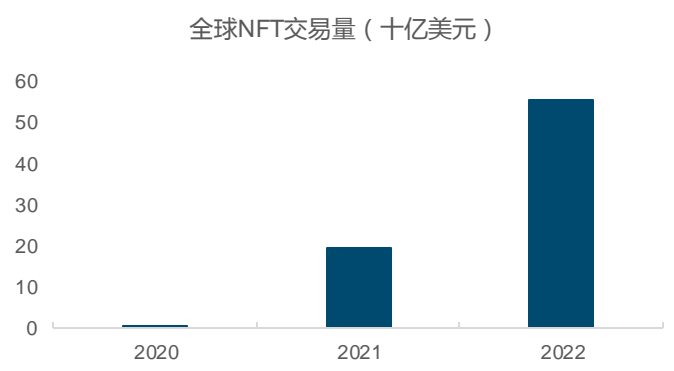
- 现阶段国内数藏主要是限量发行的虚拟文化商品，未放开二级市场交易，国内市场已起量，但对比海外市场仍有较大差距。
 - 1) 对比海外 NFT，国内数藏弱化金融属性，强调权益功能、艺术与收藏价值。据中国通信工业协会区块链专业委员会发布《数字藏品通用标准 1.0》中的定义，数字藏品是基于区块链技术和 NFT 技术对各类作品、艺术品生成的加密数字权益凭证，具有独一无二、不可替代、不可分割、不可篡改等特性，能够实现可监管、真实可信、可追溯的数字化发行、交易、收藏和展示等功能；现阶段国内数字藏品的范围主要包括文字作品、口述作品、音乐、戏剧、曲艺、舞蹈、杂技艺术作品，美术、建筑作品，摄影作品，视听作品，工程设计图、产品设计图、地图、示意图等图形作品和模型作品等。
 - 2) 国内开放二级市场交易后，数藏行业规模有望迅速增长。据艾瑞咨询，自 2019 年全球 NFT 进入爬坡期以来，行业迅速增长，22 年全球 NFT 交易量已达百亿美元（据 CoinMarketCap, CryptoState），21 年中国数字藏品销售达到 2.8 亿元。如果行业相关政策靴子落地以及二级市场打开，艾瑞咨询预测 2026 年数字藏品销售额可达 280 亿元。



图表29：中国数字藏品市场尚未完全起量



图表30：22年全球NFT交易量已达百亿美元

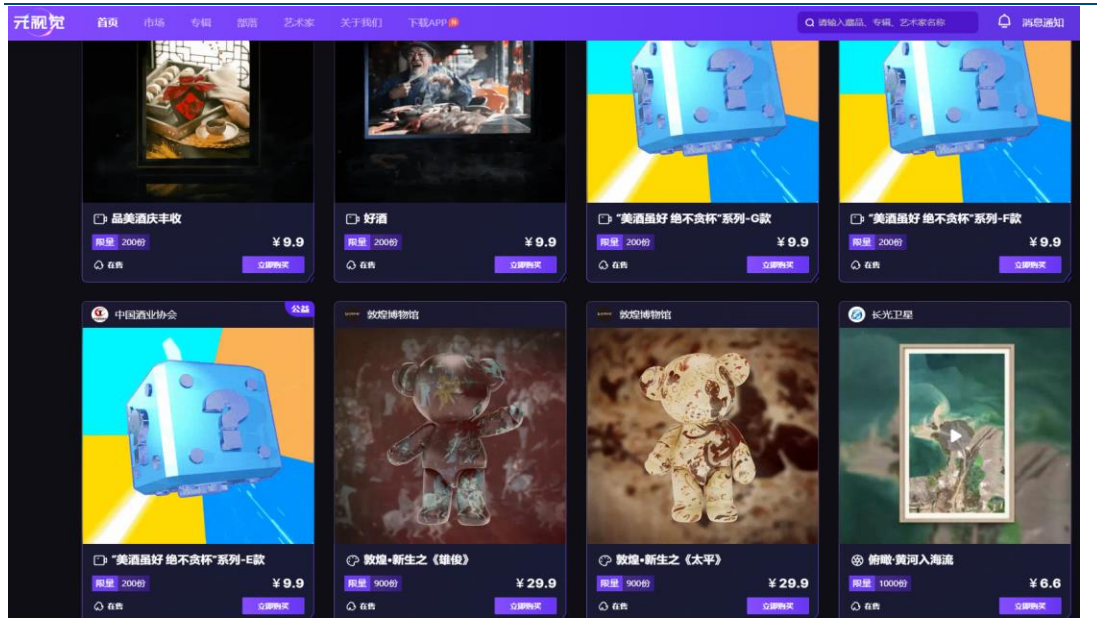


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：CoinMarketCap, CryptoState, 国金证券研究所

- 依托 500px 社区、Corbis 等平台或数据库，公司积极开展数藏业务，拓展 C 端市场。
 - 1) 国内：21 年 12 月 26 日，公司推出基于联盟链的数字艺术品交易平台—元视觉艺术网，帮助国内艺术家将数字作品转化为数字资产，官网提供一系列的数字艺术产品，截至 22 年 Q1 末，其共发售原创数字艺术作品 126 件，累计实现销售额超 1000 万元。我们认为，公司做数藏业务具备一定优势，主要在于：拥有 500px 等创作者社区，具备较多视觉素材版权，对接创作者提供数藏交易平台的链路清晰、流畅；同时公司拥有一些独家视觉素材版权库，最典型的是 Corbis，其是拥有约 4000 多万张老照片或“原始照片”(Vintage Print)，其中有大量具有历史收藏价值的影像资料，内容基本上涵盖了 20 世纪以来所有经典的历史瞬间，是不可复制的人类文化遗产，这些资产兼备艺术与收藏价值。

图表31：元视觉在售数字艺术作品展示

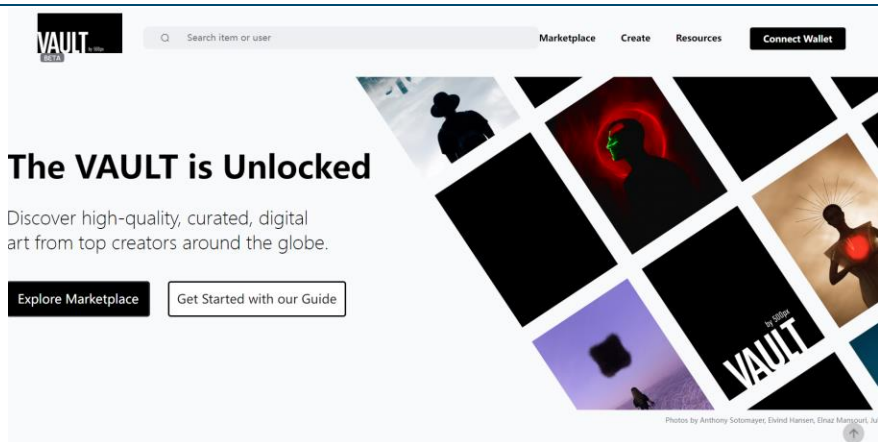


来源：元视觉官网，国金证券研究所

- 2) 海外：22 年 5 月，500px 海外社区平台推出视觉艺术品交易平台 Vaultby500px，基于 500px 平台拓展海外 C 端业务。



图表32: Vault by 500px 已于海外上线



来源: Vault by 500px 官网, 国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1、盈利预测

- 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 8.04/9.55/10.81 亿元，分别同比 +15.29%/+18.80%/+13.17%，归母净利润分别为 1.57/1.70/1.98 亿元，分别同比 +57.92%/+8.26%/+16.53%。主要假设如下：
- 营业收入：视觉内容与服务为主要收入来源，2019 年起收入占比 98%以上，具体而言主要包括素材版权授权、定制化服务、VDAM 业务。结合前文分析，公司在视觉素材领域已建起护城河，基于大量的图片、音视频素材聚合了创作者及客户，形成良性循环，我们认为党政媒体等大客户素材交易需求较大且稳定，KA 客户贡献的素材交易收入有望保持稳健增长；AI 赋能下，公司有望满足更多中长尾客户的素材交易需求，其收入贡献有望提速；数据要素化快速发展过程中，VDAM 需求有望快速释放，其中党政媒体客户收入或率先有所体现；C 端业务方面，国内数藏二级市场尚未放开，海外 NFT 市场正常发展中，预计目前该业务收入也保持相对稳健的态势。结合 2023 年上半年各类客户占比情况，预计 2023 年党政媒体客户收入微降，互联网平台客户收入增速较快；预计 VDAM 推动、AI 赋能下，2024-2025 年党政媒体客户收入分别同比+21.0%、15.5%，广告营销客户收入分别同比+16.4%/+12.9%，互联网平台客户收入分别同比+26.4%/+14.5%，品牌企业客户收入分别同比+13.4%/+10.0%。

图表33: 营业收入拆分预测

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	657.25	697.53	804.20	955.36	1,081.18
同比%	15.22%	6.13%	15.29%	18.80%	13.17%
其中:					
视觉内容与服务	654.17	695.69	802.78	953.79	1,079.45
同比%	15.48%	6.35%	15.39%	18.81%	13.18%
视觉内容与服务中:					
党政媒体	242.04	250.45	246.63	298.34	344.48
同比%	22.08%	3.47%	-1.52%	20.96%	15.47%
广告营销	137.38	146.10	151.86	176.75	199.63
同比%	15.48%	6.35%	3.95%	16.39%	12.94%
互联网平台	91.58	83.48	154.81	195.73	224.08
同比%	7.78%	-8.85%	85.43%	26.43%	14.48%
品牌企业	183.17	215.66	249.48	282.97	311.26
同比%	11.50%	17.74%	15.68%	13.42%	10.00%
其他	3.08	1.84	1.43	1.57	1.72
同比%	-22.30%	-40.23%	-22.53%	10.00%	10.00%
综合毛利率	55.80%	53.96%	53.48%	55.36%	55.62%

来源: 公司财报, 国金证券研究所预测, 注: 公司 21-22 年党政媒体、广告营销、互联网平台、品牌企业收入根据占比计算



- 毛利率：公司营业成本主要由版权成本、设备安装及调试成本构成，虑及 VDAM 收入贡献将保持较快增速，该业务毛利率相对较高，预计 23 年全年毛利率高于 23 年上半年 (51.5%)，为 53.5%，24-25 年综合毛利率稳中有升，分别为 55.4%、55.6%。
- 费用率：1) 销售费率：销售费用主要是工资薪酬 (19 年起占比 75%以上)，预计随收入规模扩大销售费用增长，AI 赋能下人效或提升，预计占收入比有所降低，1H23 销售费率 12.3%，23-25 年销售费率分别为 12.2%、11.4%、11.1%；2) 管理费率：管理费用主要是工资薪酬、中介机构服务费，预计随业务规模扩大有所增长，1H23 管理费率 15.77%，预计全年为 15.2%，24-25 年随营业收入规模扩大、人效增长而有所降低，为 13.8%、13.4%；3) 研发费率：研发费用主要包括技术服务费、工资薪酬、及自行开发无形资产的摊销，虑及公司在 AI 等领域的投入，预计研发费用增多，但费率随收入规模扩大略有增长，23-25 年为 11.87%、11.91%、12.06%。

图表34：销售费率、管理费率及研发费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费率	14.29%	15.17%	12.17%	11.41%	11.12%
管理费率	15.95%	14.36%	15.20%	13.79%	13.38%
研发费率	9.83%	11.59%	11.87%	11.91%	12.06%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 投资收益：预计 23-25 年投资收益分别为 0.79/0.40/0.43 亿元，同比+91.1%/ -50.1%/+9.35。结合前文对投资收益的分析，该部分主要由长投企业所带来的投资收益贡献，随长投企业的经营状况、增减而波动，其中，目前贡献较大的长投企业主要为湖北司马彦、Getty Images SEA 及易教优培，虑及目前业务正常经营中，预计后续贡献在 23 年基础上较为稳健。23 年公司增持成都光厂创意，该公司并表，导致 23 年产生一次性投资收益 0.43 亿元 (原股权按公允价值重新计量产生的利得)，因而预计 23 年投资收益大幅增长，24-25 年无该因素影响，预计仍主要由长投企业投资收益带来，24 年投资收益较 23 年大幅降低，为 0.40 亿元，25 年在 24 年基础上稳健增长，0.43 亿元。

图表35：2018-1H23 公司长期股权投资企业投资收益 (单位：百万元) 变化情况

	企业名称	简介	2018	2019	2020	2021	2022	1H23
合营企业	湖北司马彦	2015 年 9 月收购，持股比例 49%，主营字帖业务，截至 23 年上半年，已运营 30 余年	36.97	49.87	22.40	20.19	14.03	6.87
	华盖映月管理	2016 年参投，持股比例 30%，主营影视文化项目投资	0.41	-0.60	-0.27	-0.12	-0.04	-0.43
	华融创新	主营金融业务，2019 年处置	8.95	-1.03				
	广东南方视觉	2017 年 12 月成立，主营图片版权交易，持股 40%	0.06	0.11	0.05	-0.01	-0.46	-0.28
	常州视觉跃动	2015 年成立常州新视体育发展，16 年变更为常州视觉跃动，并转让 30%股权，目前持股比例 30%	-0.00	0.01	0.47	1.75	0.03	0
	唱游信息	2015 年投资成立，持股 45%，20 年上半年持股比例降至 31.05% (唱游信息引入其他投资方)，主营智慧旅游服务	-10.08	-9.94	-6.09	1.61	-2.17	-0.99
联营企业	易教优培	2017 年 5 月收购，目前持股 33.01%，主营在线教育技术产品与运营服务	15.92	5.67	3.66	2.97	0.64	0.27
	北京灵睿博智	2019 年剥离	0.74	-0.47				
	厦门视觉像	21 年转让	-0.62	-3.51	-1.04	-3.70		
	华盖安鹭基金	2018 年参投	-2.59	-3.22	-3.10	-1.56	-0.87	-0.04
	西藏灵博文化	2019 年 12 月投资，持股比例 38.3%，主营图文设计、营销策划等		0	0.24	0.06	0.10	-0.20
	北京联合信任	2019 年战略投资，主营可信时间戳服务、电子证据及知识产权保护服务等		0	-0.29	2.25	3.03	1.68
	辽宁文创基金	2017 年参投，主营视觉+生态投资	-2.03	-1.91	5.32	-1.45	2.64	-0.69
	成都光厂创意	21 年投资，持股 30%，23 年增持，持股比例由 30%增至 61.6%，主营音视频素材交易				2.25	5.24	1.06
	北京极光视觉	2019 年上半年投资，主营视觉内容与服务		-0.48	-0.15	-0.17	-0.08	-0.00
	Getty Images SEA	2016 年投资，持股比例 50%，主营视觉内容版权服务	0.49	21.64	14.19	19.83	19.21	10.53

来源：公司公告，ifind，企查查，国金证券研究所整理



6.2、投资建议

- 预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 1.57/1.70/1.98 亿元，分别同比增长 57.9%/8.3%/16.5%，对应 PE 为 65.8/60.7/52.1X。22 年基数较低，加之 23 年 VDAM 等业务快速发展，预计 23 年保持较高的增速，24-25 年增速与收入增速保持一致趋势，较稳健。结合公司 14 年借壳上市以来 72X 左右的 PE 中枢，虑及 24 年公司 VDAM 业务、中长尾客户有望有所突破，给予 24 年 72X 的 PE，对应市值 122.7 元，股价 17.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表36：2014年借壳上市以来公司PE中枢位于72X左右



来源：ifind，国金证券研究所

七、风险提示

- 下游需求不及预期。如果党政媒体、互联网平台、品牌企业等客户对图片、音视频素材（光厂创意已并表，主营音视频素材交易）的需求不及预期，VDAM 需求不及预期，则直接影响公司主业增长。
- 3D 业务进展不及预期。公司基于 2D 视觉素材主业拓展 3D 视觉内容的生产、交易平台，若布局不及预期，则将影响业绩增长。
- AI 赋能不及预期、加剧竞争风险。若 AI 对主业赋能不及预期，数据版权价值没有真正释放或释放节奏不及预期，则影响公司收入规模增长；此外，虽然公司也上线了 AI 工具辅助图片制作、编辑，但市面上的 AI 工具或仍对 B 端客户而言具有一定吸引力，尤其是中小企业，对公司而言，面临部分中小企业客户流失风险。
- 政策监管风险。公司版权交易业务、AI 相关产品或涉及版权、政策约束等问题，届时或将影响公司正常经营。
- 大股东股权质押风险。公司第 1、3、8 大股东吴玉瑞、廖道训、佟健分别质押了持股的 38%、29%、38% 的股权，存在一定风险。
- 投资收益波动风险。公司投资收益主要由长投企业带来，长投企业多与公司主业相关，数量较多，无法保障投资收益的稳定，其波动将会导致净利润随之变动。
- 商誉减值风险。22 年底公司商誉 12.0 亿元，23 年光厂创意并表，截至三季度商誉 13.7 亿元，若后续测试中减值，则会影响当年净利润。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	570	657	698	804	955	1,081	货币资金	302	325	240	404	482	639
增长率		15.2%	6.1%	15.3%	18.8%	13.2%	应收款项	221	276	255	270	313	355
主营业务成本	-208	-291	-321	-374	-426	-480	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	36.5%	44.2%	46.0%	46.5%	44.6%	44.4%	其他流动资产	170	40	27	39	43	51
毛利	362	367	376	430	529	601	流动资产	692	640	522	712	839	1,045
%销售收入	63.5%	55.8%	54.0%	53.5%	55.4%	55.6%	%总资产	17.1%	16.2%	13.4%	16.7%	19.2%	22.6%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-3	-4	-5	长期投资	1,368	1,401	1,375	1,351	1,352	1,353
%销售收入	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2	2	1	2	2	2
销售费用	-68	-94	-106	-98	-109	-120	%总资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
%销售收入	11.9%	14.3%	15.2%	12.2%	11.4%	11.1%	无形资产	1,359	1,381	1,411	1,554	1,579	1,605
管理费用	-99	-105	-100	-122	-132	-145	非流动资产	3,347	3,314	3,373	3,546	3,533	3,569
%销售收入	17.4%	15.9%	14.4%	15.2%	13.8%	13.4%	%总资产	82.9%	83.8%	86.6%	83.3%	80.8%	77.4%
研发费用	-50	-65	-81	-95	-114	-130	资产总计	4,039	3,954	3,895	4,258	4,372	4,614
%销售收入	8.8%	9.8%	11.6%	11.9%	11.9%	12.1%	短期借款	358	207	27	83	21	21
息税前利润 (EBIT)	141	101	86	111	170	202	应付款项	163	159	159	186	224	245
%销售收入	24.7%	15.3%	12.4%	13.8%	17.8%	18.7%	其他流动负债	129	126	130	178	159	180
财务费用	-32	-9	-14	-14	-19	-22	流动负债	649	493	315	448	404	447
%销售收入	5.6%	1.3%	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%	长期贷款	30	10	0	0	0	0
资产减值及信用减值损失	3	-9	-10	-4	0	0	其他长期负债	190	187	205	231	216	215
公允价值变动收益	30	0	1	1	1	1	负债	870	690	520	679	620	662
投资收益	35	72	41	79	39	43	普通股股东权益	3,165	3,259	3,372	3,568	3,738	3,936
%税前利润	20.1%	43.8%	39.1%	44.2%	20.2%	18.9%	其中：股本	74	74	74	74	74	74
营业利润	183	166	108	179	197	229	未分配利润	1,467	1,586	1,629	1,786	1,955	2,153
营业利润率	32.1%	25.2%	15.5%	22.3%	20.6%	21.2%	少数股东权益	4	6	3	11	13	16
营业外收支	-7	-1	-3	0	-1	-1	负债股东权益合计	4,039	3,954	3,895	4,258	4,372	4,614
税前利润	176	164	106	179	196	228	比率分析						
利润率	30.9%	25.0%	15.1%	22.2%	20.5%	21.1%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-34	-10	-6	-15	-23	-27	每股指标						
所得税率	19.1%	5.8%	5.6%	8.3%	12.0%	12.0%	每股收益	0.202	0.218	0.142	0.224	0.242	0.282
净利润	142	155	100	164	172	201	每股净资产	4.518	4.651	4.813	5.094	5.336	5.618
少数股东损益	1	2	1	7	3	3	每股经营现金净流	0.161	0.151	0.198	2.268	2.023	2.757
归属于母公司的净利润	142	153	99	157	170	198	每股股利	0.021	0.022	0.015	0.000	0.000	0.000
净利率	24.8%	23.3%	14.2%	19.5%	17.7%	18.3%	回报率						
							净资产收益率	4.47%	4.69%	2.94%	4.39%	4.54%	5.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.50%	3.87%	2.55%	3.71%	3.88%	4.28%
							投入资本收益率	3.19%	2.71%	2.39%	2.81%	3.96%	4.45%
净利润	142	155	100	164	172	201	增长率						
少数股东损益	1	2	1	7	3	3	主营业务收入增长率	-21.00%	15.22%	6.13%	15.29%	18.80%	13.17%
非现金支出	14	44	50	18	14	15	EBIT 增长率	-37.01%	-28.69%	-14.30%	29.10%	52.98%	18.39%
非经营收益	-19	-64	-40	-50	-12	-10	净利润增长率	-35.39%	8.00%	-35.11%	57.92%	8.26%	16.53%
营运资金变动	-25	-30	28	36	-24	-3	总资产增长率	-1.90%	-2.09%	-1.49%	8.28%	3.65%	5.53%
经营活动现金净流	112	106	138	168	149	204	资产管理能力						
资本开支	-39	-47	-47	-175	-41	-51	应收账款周转天数	109.9	112.6	116.2	102.0	100.0	100.0
投资	21	-55	-34	75	-5	-5	存货周转天数	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
其他	85	27	90	79	39	43	应付账款周转天数	221.3	170.4	168.4	165.0	165.0	160.0
投资活动现金净流	66	-75	9	-21	-6	-13	固定资产周转天数	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6
股权募资	2	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-182	-165	-189	44	-31	2	净负债/股东权益	1.78%	-4.11%	-6.79%	-10.23%	-12.59%	-16.03%
其他	16	194	-48	-20	-28	-33	EBIT 利息保障倍数	4.4	11.8	6.2	8.1	8.9	9.3
筹资活动现金净流	-164	29	-236	24	-59	-31	资产负债率	21.53%	17.45%	13.36%	15.15%	14.19%	14.34%
现金净流量	5	56	-85	171	84	160							

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	11	18
增持	0	1	2	3	10
中性	1	1	2	5	10
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.75	1.60	1.68	1.79

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究