

视觉中国 (000681.SZ)

扣非净利润同比向上, 关注下游需求及 AIGC 场景落地

优于大市

核心观点

扣非净利润同比向上。1) 24 年上半年实现营业收入 3.99 亿元、归母净利润 0.51 亿元, 同比分别增长 7.56%、-44.04%, 对应全面摊薄 EPS 0.07 元; 归母净利润大幅下滑主要在于全年同期较多的投资受益影响; 剔除相关因素影响, 上半年实现扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比增长 11.79%; 2) Q2 单季度实现营业收入 2.24 亿元、归母净利润 0.38 亿元, 同比分别增长-6.1%、2.2%, 对应 EPS 0.05 元; 3) 中期计划每 10 股派现金 0.08 元 (含税) 向全体股东实施利润分配, 不进行送股或资本公积金转增股本。

内容服务能力持续提升, 客户侧保持高粘性。1) 图片服务之外, 公司持续发力音视频及 3D 内容资源。当前音视频素材总量超 4600 万, 相关业务收入比例由上年同期的 5.16% 增长到 31.99%。同时上半年先后战略投入 3D 内容企业景致三维及其子公司-觅她、创作者社区与交易平台 CG 模型网, 内容资源进一步丰富; 2) 客户服务端, KA 客户公司依托 vcg.com 网站, 发挥全品类的 content 优势; 中小企业提供高效简单、标准化、自助化程度高的在线交易电商平台; 电商交易销售额占总营收比例由去年同期的 15.66% 增长到 29.21%; C 端用户市场, 通过 API 开放平台建设, 以 B2B2C 的模式通过 AI 智能技术赋能; 与阿里巴巴、腾讯、百度、京东、金山办公、华为、小米、OPPO、VIVO、荣耀等大型平台合作, 并在视频剪辑、创意设计、视频配乐等细分的场景与联想、Canva、万兴科技、小影科技、稿定设计、创客贴等建立了平台级合作。

“AI+内容+场景”战略持续推进。1) 内容数据方面, 拥有近 5 亿的高质量图文对、80 万小时的视频音乐素材, 合计 300 万结构化标签与行业知识图谱; 24 年 7 月公司与爱诗科技正式达成战略合作、拓展 AI 视频应用; 2) 场景方面, 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; 战投企业爱设计&AIPPT, 切入 AI 办公领域。

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 赋能下中长期公司基于内容和场景优势实现版权价值放大可能, 维持“优于大市”评级。我们预计 2024/25/26 年归母净利润分别为 1.76/2.03/2.21 亿元, 对应摊薄 EPS=0.25/0.29/0.32 元, 当前股价对应 PE=43/38/35x。AIGC 时代公司版权运营、数据、创作者生态优势显著, 具备资源价值重估与商业模式再造可能, 广告市场若能复苏营收及利润亦有望持续修复, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	698	781	873	960	1,037
(+/-%)	6.1%	11.9%	11.8%	10.0%	8.0%
净利润 (百万元)	99	146	176	203	221
(+/-%)	-35.1%	46.8%	21.1%	15.2%	8.8%
每股收益 (元)	0.14	0.21	0.25	0.29	0.32
EBIT Margin	12.4%	14.0%	17.6%	18.7%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	4.2%	4.9%	5.4%	5.6%
市盈率 (PE)	76.8	52.3	43.2	37.5	34.5
EV/EBITDA	73.4	61.4	51.1	44.1	40.8
市净率 (PB)	2.26	2.20	2.11	2.01	1.92

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
 证券分析师: 陈瑶蓉 021-61761058 chenyaorong@guosen.com.cn S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	10.87 元
总市值/流通市值	7615/7348 百万元
52 周最高价/最低价	17.93/9.86 元
近 3 个月日均成交额	86.10 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) - 营收及净利润同比向上, 关注下游需求与 AIGC 场景落地》——2024-05-06
- 《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》——2023-08-31
- 《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

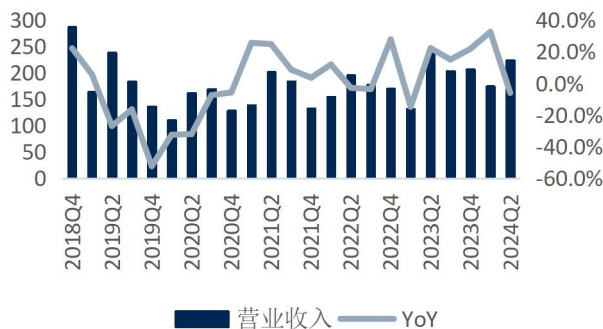
扣非净利润同比向上。1) 24 年上半年实现营业收入 3.99 亿元、归母净利润 0.51 亿元，同比分别增长 7.56%、-44.04%，对应全面摊薄 EPS 0.07 元；归母净利润大幅下滑主要在于全年同期较多的投资受益影响；剔除相关因素影响，上半年实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比增长 11.79%；2) Q2 单季度实现营业收入 2.24 亿元、归母净利润 0.38 亿元，同比分别增长-6.1%、2.2%，对应 EPS 0.05 元；3) 中期计划每 10 股派现金 0.08 元（含税）向全体股东实施利润分配，不进行送股或资本公积金转增股本。。

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

内容服务能力持续提升，客户侧保持高粘性。1) 图片服务之外，公司持续发力音视频及 3D 内容资源。当前音视频素材总量超 4600 万，相关业务收入比例由上年同期的 5.16%增长到 31.99%。同时上半年先后战略投入 3D 内容企业景致三维及其子公司-觅她、创作者社区与交易平台 CG 模型网，内容资源进一步丰富；2) 客户服务端，KA 客户公司依托 vcg.com 网站，发挥全品类的内容优势求；中小企业提供高效简单、标准化、自助化程度高的在线交易电商平台；电商交易销售额占总营收比例由去年同期的 15.66%增长到 29.21%；C 端用户市场，通过 API 开放平台建设，以 B2B2C 的模式通过 AI 智能技术赋能；与阿里巴巴、腾讯、百度、京东、金山办公、华为、小米、OPPO、VIVO、荣耀等大型平台合作，并在视频剪辑、创意设计、视频配乐等细分的场景与联想、Canva、万兴科技、小影科技、稿定设计、创客贴等建立了平台级合作。

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。

内容数据方面，拥有近 5 亿的高质量图文对、80 万小时的视频音乐素材，合计 300 万结构化标签与行业知识图谱；24 年 7 月公司与爱诗科技正式达成战略合作、拓展 AI 视频应用。

场景方面，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。战投企业爱设计&AIPPT，切入 AI 办公领域。

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。

投资建议：维持盈利预测，看好 AIGC 赋能下中长期公司基于内容和场景优势实现版权价值放大可能，维持“优于大市”评级。我们预计 2024/25/26 年归母净利润

润分别为 1.76/2.03/2.21 亿元，对应摊薄 EPS=0.25/0.29/0.32 元，当前股价对应 PE=43/38/35x。AIGC 时代公司版权运营、数据、创作者生态优势显著，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“优于大市”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			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	18.65	349	1.90	1.06	1.18	1.32	10	18	16	14

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	240	407	593	809	1044	营业收入	698	781	873	960	1037
应收款项	225	172	192	212	229	营业成本	321	381	419	461	498
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	3	4	4
其他流动资产	42	48	53	59	63	销售费用	106	88	96	106	114
流动资产合计	522	657	868	1110	1366	管理费用	100	100	88	96	102
固定资产	1	2	31	59	85	研发费用	81	99	114	115	124
无形资产及其他	203	228	219	211	203	财务费用	14	13	(8)	(12)	(18)
投资性房地产	1863	2005	2005	2005	2005	投资收益	41	78	40	40	40
长期股权投资	1305	1287	1268	1250	1231	资产减值及公允价值变动	1	2	2	2	2
资产总计	3895	4178	4391	4634	4889	其他收入	(87)	(107)	(114)	(115)	(124)
短期借款及交易性金融负债	27	111	111	111	111	营业利润	108	168	203	234	254
应付款项	149	151	166	182	196	营业外净收支	(3)	(1)	0	0	0
其他流动负债	139	190	207	227	245	利润总额	106	168	203	234	254
流动负债合计	315	451	483	520	551	所得税费用	6	14	16	19	21
长期借款及应付债券	0	0	0	2	6	少数股东损益	1	8	10	12	13
其他长期负债	205	231	257	282	308	归属于母公司净利润	99	146	176	203	221
长期负债合计	205	231	257	284	314	现金流量表 (百万元)					
负债合计	520	682	740	804	865	净利润	99	146	176	203	221
少数股东权益	3	29	37	47	58	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3372	3468	3614	3782	3966	折旧摊销	25	26	10	12	13
负债和股东权益总计	3895	4178	4391	4634	4889	公允价值变动损失	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	14	13	(8)	(12)	(18)
每股收益	0.14	0.21	0.25	0.29	0.32	营运资本变动	(9)	(17)	32	37	36
每股红利	0.04	0.03	0.04	0.05	0.05	其它	0	7	9	10	11
每股净资产	4.81	4.95	5.16	5.40	5.66	经营活动现金流	114	160	225	260	279
ROIC	4.29%	5.09%	7%	8%	9%	资本开支	0	(3)	(28)	(29)	(29)
ROE	2.94%	4.20%	5%	5%	6%	其它投资现金流	10	(14)	0	0	0
毛利率	54%	51%	52%	52%	52%	投资活动现金流	24	2	(10)	(11)	(11)
EBIT Margin	12%	14%	18%	19%	19%	权益性融资	4	14	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	19%	20%	20%	负债净变化	(10)	0	0	1	2
收入增长	6%	12%	12%	10%	8%	支付股利、利息	(25)	(23)	(30)	(35)	(38)
净利润增长率	-35%	47%	21%	15%	9%	其它融资现金流	(158)	37	0	0	0
资产负债率	13%	17%	18%	18%	19%	融资活动现金流	(223)	6	(30)	(33)	(34)
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	现金净变动	(85)	167	185	217	235
P/E	76.8	52.3	43.2	37.5	34.5	货币资金的期初余额	325	240	407	593	809
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	货币资金的期末余额	240	407	593	809	1044
EV/EBITDA	73.4	61.4	51.1	44.1	40.8	企业自由现金流	0	106	156	186	200
						权益自由现金流	0	143	163	198	219

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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