

# 上线 AI 创作工具，探索 AI 分成模式，看好图片版权龙头价值重估

## 核心观点

近期，视觉中国旗下的 [vcg.com](http://vcg.com) 上线了基于生成式 AI 的二创工具，我们认为有几个核心的亮点：

**1) 从“图片分发”向“创作平台”延展：**此前公司的主要定位是图片版权的分发、运营，AI 创作工具的加入让公司开始兼具“创作平台”属性。目前的功能虽不是直接由文字生成全新的图片，而是对原始图片进行风格转换，如对模特脸型、插画风格转换等，但已经结合了扩散模型（diffusion）等生成式 AI 技术。

**2) 探索 AI 图片分账模式：**此前，AI 生成图片的版权溯源、收益分成都较难落地，此次用户在为 AI 二创图片付费后，原版权图片创作人可以获得二次分成收益，解决了此前“溯源难、收益难”的问题，也进一步激励创作者，形成图片规模的正向循环。

**3) 后续“AI+”的功能、场景更丰富：**未来，公司也将上线画面扩展、智能修图、灵感绘图、商品背景合成等全新 AIGC 应用，进一步丰富 AI 工具，提升用户体验。

作为国内图片版权龙头，公司积极求变：1) 前期已上线 AI 搜索功能，此次 AI 创作工具进一步满足用户对图片创作、使用更加复杂和多元的需求；2) 版权保护方面，公司在非 AI 图片就有经验和优势，当前也积极探索 AI 图片的版权保护与收益分成，结合海外欧盟《人工智能法案》、Getty 与英伟达合作模型等产业趋势，看好国内图片版权龙头的价值重估。

## 事件

5月8日，公司旗下网站 [vcg.com](http://vcg.com) 继上线首个 AIGC 应用产品——AI 智能搜索后，再次上线 AIGC 新功能——基于生成式 AI 技术的创意工具。用户可通过使用 AI 创意工具——模特转换、插画转换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。

## 视觉中国 (000681)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

18910213127

SAC 执证编号：s1440519060002

SFC 中央编号：BQI330

发布日期：2023年05月11日

当前股价：21.44 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.15/18.46	15.05/17.55	62.0/58.12
12 月最高/最低价 (元)		20.18/9.39
总股本 (万股)		70,057.74
流通 A 股 (万股)		67,242.76
总市值 (亿元)		136.54
流通市值 (亿元)		131.06
近 3 月日均成交量 (万股)		6,951.88
主要股东		
吴玉瑞		10.98%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 23.03.24 【中信建投数字媒体】视觉中国 (000681):自我革新,探索“AI 搜索+AI 生成”双服务模式
- 22.02.17 【中信建投文化传媒】视觉中国 (000681):数字藏品业务国内外持续推进,自有版权资产有望价值重估

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	657	698	870	1075	1238
增长率(%)	15.22	6.13	24.73	23.56	15.16
净利润(百万元)	153	99	162	208	229
增长率(%)	8.00	-35.11	63.33	28.40	10.10
ROE(%)	4.69	2.94	4.63	5.94	6.54
EPS(元/股, 摊薄)	0.22	0.14	0.23	0.30	0.33
P/E(倍)	89.33	137.67	84.29	65.65	59.63

资料来源: wind, 中信建投

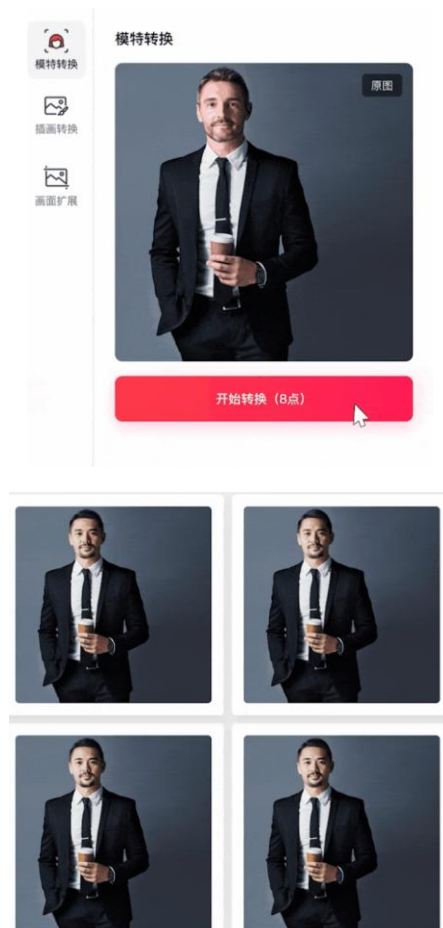
**风险提示:** 生成式 AI 技术发展不及预期、各领域技术融合进度不及预期的风险、算力支持程度不及预期、数据质量及数量支持程度不及预期、用户需求不及预期、技术垄断风险、原始训练数据存在偏见风险、算法偏见与歧视风险、算法透明度风险、增加监管难度风险、政策监管风险、商业化能力不及预期、相关法律法规完善不及预期、版权归属风险、深度造假风险、人权道德风险、影响互联网内容生态健康安全风险、企业风险识别与治理能力不足风险、用户审美取向发生变化的风险。

## 简评

公司上线基于生成式 AI 技术的创意工具，支持**模特脸型转换**、**插画风格转换**。继上线首个 AIGC 应用产品——AI 智能搜索后，公司旗下网站 vcg.com 再次上线 AIGC 新功能——基于生成式 AI 技术的创意工具。用户可以通过使用 AI 创意工具——模特转换、插画转换功能在线对版权图片进行二次创作。

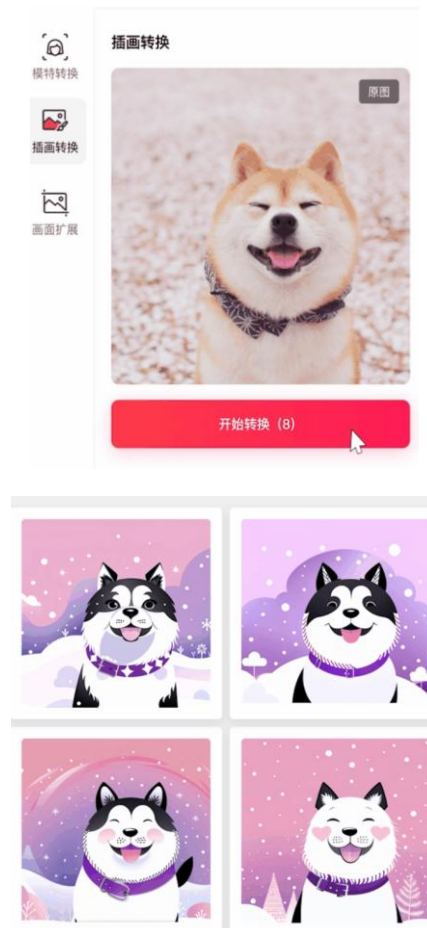
- **模特脸型转换：**该功能结合扩散模型（diffusion）推出，可将西方模特的脸型转变为东方模特脸型，解决图库中东方模特图片数量相对较少但需求更多的问题，同时虚拟人脸应用场景更广泛，没有真人模特应用在医疗、美容、婚恋等行业的局限性。
- **插画风格转换：**可以通过分析摄影作品的色彩、纹理、明暗度等特征，将摄影作品快速转换为插画作品，实现不同风格作品之间的转换。

图表1： 模特转换



资料来源：视觉中国，中信建投

图表2： 插画风格转换



资料来源：视觉中国，中信建投

二次分成有望激发创作者热情，进一步丰富公司内容，形成正向循环。客户下载在二次创作的图片并确认

付费后，原版权图片的创作者依然可以获得相应分成收益，有望进一步激发创作者热情，进一步丰富公司内容。目前公司拥有的 4 亿张图片、3,000 万条视频和 35 万首音乐等素材均可销售，其中超过三分之二的内容为公司独家获授权或自由版权内容，是全球最大的同类数字版权内容平台之一，二次分成带来更多的创作者后公司内容进一步丰富，使用者也有望增加。

图表3：公司“AI+内容+场景”战略



资料来源：视觉中国，中信建投

公司以“AI+内容+场景”为核心战略进行五大布局。

- **改造现有产品服务：**基于自然语言理解的 AI 智能搜索、智能配图、图文转视频等，基于 AIGC 功能的模特转换、插画转换、画面扩充等。
- **研发全新的产品服务：**针对 C 端用户，提供基于场景化的 AIGC 创意工具，例如：灵感绘图（文生图）、商品背景合成、线稿上色、智能修图等功能，满足用户在线高效完成创意需求，采取类 SaaS 服务和订阅模式完成商业闭环。
- **垂类模型定制：**公司依托自身的优质图片、视频、音乐等版权清晰、合法合规的内容数据，与拥有算力、算法优势资源的战略合作伙伴结盟，深耕公司服务的媒体、营销、生产力工具等优势业务场景，探索结合大模型能力为 B 端客户提供安全合规，可商用的专有垂类模型定制 MaaS（模型即服务 Model as a Service）服务。
- **AIGC 生成内容确权与交易：**依托公司 20 多年在数字版权领域积累的经验 and 优势，发挥区块链的存证、共享、协作、信任的优势，探索 AIGC 生成内容的确权、管理、交易、溯源全流程。
- **引导创作者运用 AIGC 工具：**依托公司创作者社区优势，鼓励和引导创作者运用 AIGC 工具进行内容生产，实现 AI 辅助下的高效生产创作能力。

公司后续将上线画面扩展、智能修图、灵感绘图、商品背景合成等全新 AIGC 应用，进一步丰富 AI 工具，

提升用户体验。

图表4：灵感绘图



资料来源：视觉中国，中信建投

图表5：画面扩展



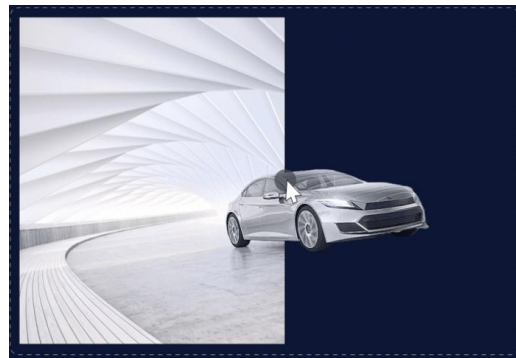
资料来源：视觉中国，中信建投

图表6：商品背景合成



资料来源：视觉中国，中信建投

图表7：智能修图



资料来源：视觉中国，中信建投

投资建议：作为国内图片版权龙头，公司积极求变：1) 前期已上线 AI 搜索功能，此次 AI 创作工具进一步满足用户对图片创作、使用更加复杂和多元的需求；2) 版权保护方面，公司在非 AI 图片就有经验和优势，当前也积极探索 AI 图片的版权保护与收益分成，结合海外欧盟《人工智能法案》、Getty 与英伟达合作模型等产业趋势，看好国内图片版权龙头的价值重估。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.62 亿、2.08 亿、2.29 亿，同比增长 63.33%、28.40%、10.10%，最新市值对应估值为 84.29x、65.65x、59.63x，推荐关注。

**风险提示：**生成式 AI 技术发展不及预期、各领域技术融合进度不及预期的风险、算力支持程度不及预期、数据质量及数量支持程度不及预期、用户需求不及预期、技术垄断风险、原始训练数据存在偏见风险、算法偏见与歧视风险、算法透明度风险、增加监管难度风险、政策监管风险、商业化能力不及预期、相关法律法规完善不及预期、版权归属风险、深度造假风险、人权道德风险、影响互联网内容生态健康安全风险、企业风险识别与治理能力不足风险、用户审美取向发生变化的风险。

## 分析师介绍

**杨艾莉：**传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

## 研究助理

**杨晓玮** 18616817080 yangxiaowei@csc.com.cn

### 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

### 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

### 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

#### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

#### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk