

互联网 | 公司研究

2023年11月27日

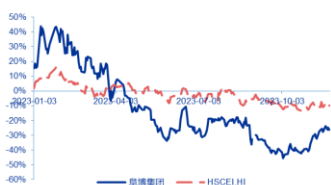
买入

维持评级

市场数据：2023年11月24日

收盘价(港币)	2.48
恒生中国企业指数	6171.01
52周最高/最低价(港币)	4.82/1.91
H股市值(亿港元)	56
股本(百万股)	2240
汇率(港币/人民币)	0.92

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

林起贤  
A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
任梦妮  
A0230521100005  
renmn@swsresearch.com

联系人

林起贤  
(8621)23297818x  
linqx@swsresearch.com

## 阜博集团：版权 SaaS 维持高增，积极拓展短剧版权保护市场

阜博集团 (3738.HK)

阜博集团 23Q3 单季度营业收入同比增长 31%，在完成收购后可比口径下，实现较高营收增速（23H1 营收 10.03 亿港元，同比+80.3%，实现归母净利润 0.29 亿港元，同比+23.2%。公司于 22H1 完成对粒子的收购并实现并表），体现了公司作为版权保护 SaaS 充分受益于正版化趋势。

**升级关键技术及拓展新场景并举，海内外业务保持高增长。**公司保持较高的研发强度（23H1 研发费用率为 9.5%），持续迭代升级数码指纹技术、水印技术等关键技术，巩固公司在版权保护方面的领先优势；2023 年公司正积极探索 Web3.0、AIGC 领域的数字内容确权等应用机会，有望在 AIGC 时代开拓新业务增量。**分地区来看：**公司在收购粒子科技后融合顺利，并积极拓展中国市场，23Q3 中国市场收入同比增长 33%，美国市场收入同比增长 36%。**分产品来看：**1) 23H1 订阅服务收入为 4.67 亿港元，同比增长 131.4%；2) 23H1 增值服务收入为 5.36 亿港元，同比增长 51.8%。

**新客户拓展顺利，社交平台活跃资产快速扩容。**23H1，公司内容客户、平台客户分别为 216 个、137 个，社交媒体平台活跃资产数量超过 281 万个，影视付费平台管理内容时长超过 230 万小时。23Q3 每月持续收入 MRR 同比增长 37%，客户留存率 99%。2023 年，公司在客户拓展上进展：1) API 服务，深化与抖音、蚂蚁集团的合作，未来有望拓展更多内容平台客户；2) 与华纳兄弟的合约已升级，华纳已成为公司主要客户之一。3) 与火山引擎达成合作，增强自身智慧运营平台与新媒体管理与分发平台的产品能力。4) 与各省广电集团加强合作。23 年 11 月，公司与福建广电共同发布“海韵”优秀文化视频出海平台，中国数字文化集团和中国东方演艺集团已入驻“海韵”出海平台，成为首批内容合作伙伴。

**拓展微短剧版权保护和全球发行业务。**微短剧市场高速增长同时监管收紧、精品化趋势明显，版权管理和丰富变现的需求提升。公司有望将服务能力拓展至短剧的版权保护和全球发行领域。

**维持买入评级。**公司作为版权 SaaS 领军企业，受益于视频 DTC 和 UGC 时代浪潮，公司 23 年客户拓展顺利，并考虑公司收购粒子科技后的财务成本影响，我们调整 23-24 年公司营收为 20.62/28.00 亿港元（原预测为 20.21/28.51 亿元），新增 25 年预测为 38.57 亿港元。我们认为公司版权保护业务的基本盘稳固，社交媒体变现和 API 服务业务有望逐步落地带来增量贡献。给予 23 年目标 PS 4x（可比公司中，根据 wind 一致预测，A 股用友网络 23 年对应 PS 5.7x，港股微盟集团 23 年对应 PS 3.8x），对应目标市值 82.5 亿港元，当前仍有 47% 上涨空间，维持买入评级。

**风险提示：**核心客户流失导致公司收入下滑的风险；新业务进展不及预期的风险；新技术或 DTC 等平台自建版权保护部门造成业务流失的风险

### 财务数据及盈利预测

货币单位：港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	687	1,443	2,062	2,800	3,857
同比增长率(%)	102%	110%	43%	36%	38%
经调整净利润(百万港元)	64	99	104	171	307
同比增长率(%)	291%	56%	5%	64%	79%
每股收益(港元)	0.03	0.05	0.05	0.08	0.14
净资产收益率(%)	4.14%	6.23%	6.34%	9.85%	15.88%
市盈率(倍)	87	56	53	33	18
市销率(倍)	8.1	3.9	2.7	2.0	1.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 附注

表：利润表（百万港元）

单位：百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	687	1,443	2,062	2,800	3,857
营业成本	-338	-852	-1,217	-1,652	-2,256
毛利	349	591	846	1,148	1,601
其他收入	6	53	7	2	-4
销售及分销成本	-98	-152	-221	-291	-386
行政开支	-129	-163	-214	-291	-379
研发费用	-112	-133	-217	-294	-405
其他支出	-10	-11	-31	-42	-58
经营利润/亏损	5	185	170	231	369
财务费用	-20	-93	-99	-80	-56
除税前利润/亏损	-15	93	71	151	313
所得税开支/收益	-8	-34	-26	-56	-116
本公司股权持有人应占年/期内亏损	-23	58	45	95	197
经调整净利润/亏损净额	64	99	104	171	307

资料来源：阜博集团财报，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。