

阜博集团 (03738.HK)

全球版权保护 SaaS 龙头，积极拓展 AIGC 服务能力

2025 年 01 月 06 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吴柳燕 (分析师)

荀月 (分析师)

wuliuyan@kysec.cn

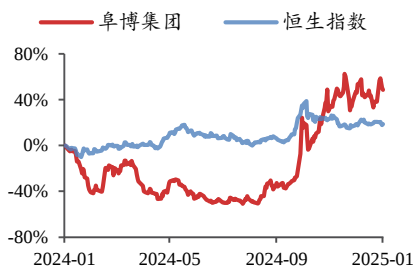
xunyue@kysec.cn

证书编号: S0790521110001

证书编号: S0790522110001

日期	2025/1/3
当前股价(港元)	3.490
一年最高最低(港元)	3.970/1.120
总市值(亿港元)	79.59
流通市值(亿港元)	79.54
总股本(亿股)	22.80
流通港股(亿股)	22.79
近 3 个月换手率(%)	67.49

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球版权保护 SaaS 龙头，首次覆盖给予“买入”评级

卓博集团是全球领先的数字资产和交易服务提供商。公司基于影视基因数字指纹和水印核心专利技术，保护数字内容资产权益。海外大客户内容渗透率提升，国内平台调用量及内容出海区域持续扩张，积极投入 AIGC 领域，未来有望带来增量。我们预计公司 2024-2026 年收入 25.0/31.4/39.6 亿港元，对应同比增速 25.0%/25.5%/26.0%，归母净利润 0.7/1.2/2.1 亿港元，2024 年扭亏为盈，2025-2026 年对应同比增速 61.1%/73.0%，对应摊薄后 EPS0.03/0.05/0.09 港币，当前股价 3.49HKD 对应 PS 3.2/2.5/2.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 技术及客户壁垒稳固，海外国内共同驱动增长

凭借行业领先技术及数据积累，公司覆盖全球顶尖内容客户，包括好莱坞制作公司、大型内容运营商及数字版权平台，以订阅为基础提供多样增值服务，实现 IP 产权价值最大化。(1) 行业地位领先：公司在美国电影协会和 Movie labs 组织的 13 家全球公司的视频内容识别技术评估中排名第一，获得第 69 届艾美奖工程与技术奖；(2) 客户关系稳固：覆盖 335 个全球顶级客户，包括 217 个内容方客户和 136 个平台方客户。2024H1 公司美国市场收入同比增长 30.2%，占比 48.4%；国内市场收入同比增长 8%，占比 51.2%。

● 海外内容渗透率提升，国内输出技术能力服务内容出海，布局 AIGC 领域

(1) 海外：流媒体时代优质内容成为核心竞争力，公司为平台内容独家性提供相应保证，通过帮助内容方在社交媒体平台曝光量和变现能力提升。未来海外聚焦大型内容方服务合约升级，内容管理渗透率持续提升，并积极拓展音乐版权领域。(2) 国内：版权保护监管加强，有望复制阜博海外模式。目前阜博一方面向互联网平台提供 API 技术接口，另一方面通过与广电合作聚拢大量内容，此外基于海外社交媒体平台合作关系有望助力国内内容国际发行和版权管理。(3) 版权保护技术、产品服务和客户关系方面优势有望应用于 AIGC 业务新场景。

● **风险提示：**技术进展不及预期、AIGC 确权规则变化、国内业务落地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	1,443	2,001	2,501	3,139	3,955
YOY(%)	110.1	38.7	25.0	25.5	26.0
净利润(百万港元)	(60)	(51)	74	120	207
YOY(%)	0.0	0.0	0.0	61.1	73.0
毛利率(%)	40.9	42.5	43.5	44.0	45.0
净利率(%)	6.2	1.9	4.5	5.3	6.5
ROE(%)	8.1	1.7	4.9	7.6	9.6
EPS(摊薄/港元)	-0.03	-0.02	0.03	0.05	0.09
P/E(倍)	-131.6	-156.9	107.0	66.4	38.4
P/S(倍)	5.5	4.0	3.2	2.5	2.0

数据来源:聚源、开源证券研究所(注:2024年1月3日,1USD=7.1879CNY,1CNY=1.0812HKD)

目 录

1、 全球版权保护 SaaS 龙头，积极拓展 AIGC 服务能力	3
1.1、 概览：全球领先的数字内容资产保护与交易服务提供商	3
1.2、 历程：长期服务全球顶级内容方，收购完善业务及市场布局	4
1.3、 管理团队具备丰富经验，股东阵营多元化	5
2、 国内海外共同驱动增长，AIGC 有望带来版权变现新增量	6
2.1、 海外：大型内容客户壁垒稳固，版权资产管理渗透率持续增长	7
2.2、 国内：政策聚焦版权保护，服务内容出海变现	8
2.3、 布局 AIGC 领域，推进版权内容拓展新业态服务落地	10
3、 盈利预测与投资建议	11
3.1、 盈利预测	11
3.2、 估值与投资建议	12
4、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 2024H1 公司收入同比增长 17.1%	3
图 2： 2024H1 公司经调整净利润 0.64 亿 HKD	3
图 3： 阜博集团基于数字指纹和水印技术实现内容保护及变现	3
图 4： 阜博以订阅为基础提供多样增值服务，实现 IP 产权价值最大化	4
图 5： 2024H1 公司订阅收入 YOY+16.8%	4
图 6： 2024H1 公司增值服务收入 YOY+18.5%	4
图 7： 阜博长期服务全球顶级内容方，国内海外共同驱动增长	5
图 8： 阜博集团股东阵营多元化	6
图 9： 未来海外内容管理量持续提升，国内参与建设版权生态，布局 AIGC 时代	7
图 10： 阜博覆盖全球顶级内容资产客户	8
图 11： 全球流媒体用户订阅数持续增长	8
图 12： 2024H1 阜博北美地区收入 YOY+30.2%	8
图 13： 中国数字资产市场拥有较大成长空间	9
图 14： 蚂蚁集团“鹊凿”平台通过调用阜博集团 API 进行版权内容 DNA 提取监测	10
图 15： 根据 Patronus 评测，开源及闭源模型中均存在版权内容	10
图 16： 技术变革推动内容发行直达全球用户	11
表 1： 阜博集团提供版权检测、算力输出、版权管理、频道管理服务	6
表 2： 预计公司 2024-2026 年归母净利润 0.7/1.2/2.1 亿港元	12
表 3： 阜博公司 2024-2026 年 PS 低于可比公司均值	12

1、全球版权保护 SaaS 龙头，积极拓展 AIGC 服务能力

1.1、概览：全球领先的数字内容资产保护与交易服务提供商

阜博集团是全球领先的数字资产和交易服务提供商。公司基于影视基因数字指纹和水印核心专利技术，保护电影、电视、流媒体的等数字内容资产权益。2024H1 公司收入 11.81 亿港元,同比增长 17.1%,调整后净利润 0.64 亿港元,同比增长 10.7%。

图1：2024H1 公司收入同比增长 17.1%

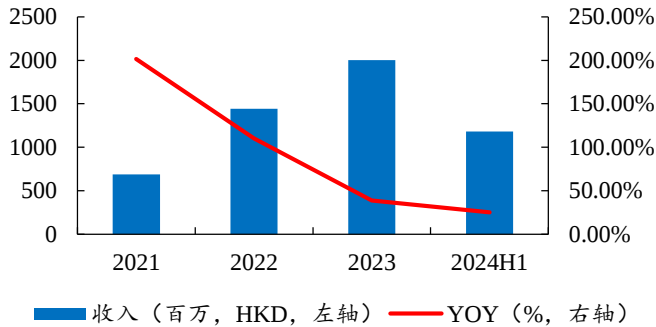
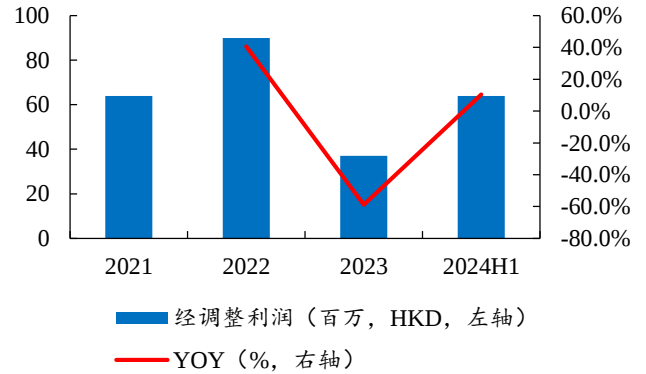


图2：2024H1 公司经调整净利润 0.64 亿 HKD



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：阜博集团基于数字指纹和水印技术实现内容保护及变现



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司以订阅服务为基础长期稳定服务全球顶级内容方和平台，并进一步提供多样化增值服务，通过分账模式获得收入。公司基于指纹技术和水印技术，通过为内

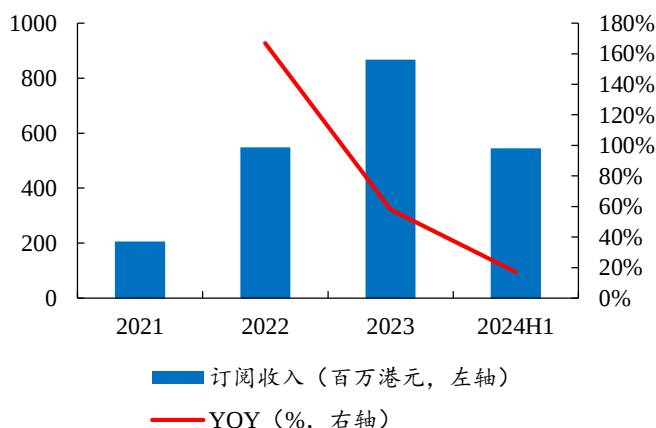
容生产数码指纹或将独特水印嵌入每一个内容，此后通过扫描站点及跟踪原始内容源，搜查潜在侵权内容及对盗版内容精准溯源。此外，通过与社交媒体平台 API 接口，识别平台内容，若为受保护内容则提交相关数据至平台从而获得广告收益，再与内容方进行分成。2024H1 公司收入 11.81 亿港元，同比增长 17.1%，其中订阅服务收入 5.45 亿港元，同比增长 16.8%；增值服务收入 6.35 亿港元，同比增长 18.5%。

图4：阜博以订阅为基础提供多样增值服务，实现 IP 产权价值最大化



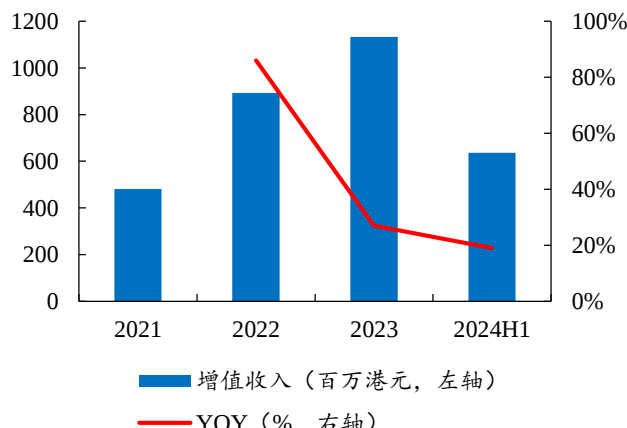
资料来源：公司公告

图5：2024H1 公司订阅收入 YOY+16.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2024H1 公司增值服务收入 YOY+18.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、历程：长期服务全球顶级内容方，收购完善业务及市场布局

2005-2018 年：从内容识别切入版权保护，立足传媒领域提供 SaaS 服务。阜博集团于 2005 年在硅谷成立，基于创始人王扬斌先生自主研发 VDNA 技术开发软件产品与服务，为数字内容资产提供权益保护，2007 年公司与迪士尼签订首份大型内

容保护 SaaS 合同。

图7：阜博长期服务全球顶级内容方，国内海外共同驱动增长



资料来源：公司公告

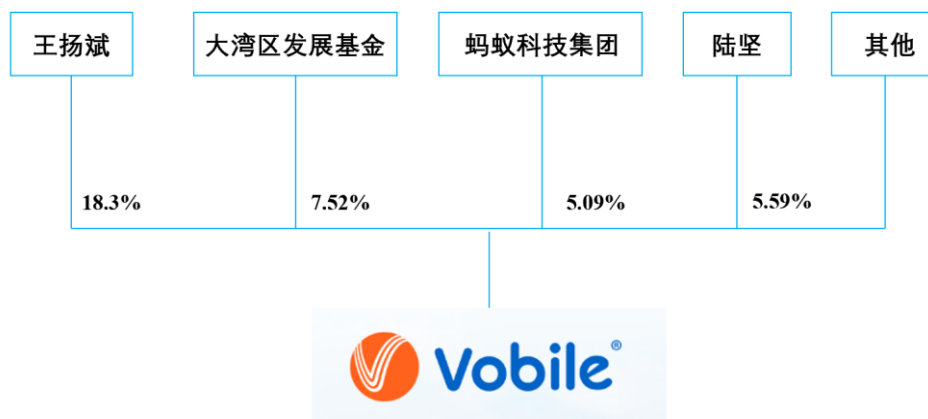
2018-2020 年：并购将业务延伸至互联网视频，帮助内容版权实现流量变现。随着影视内容制作由 PGC 向 PGC+UGC、分发渠道由线下院线向线上流媒体转变，2019 年公司向 ZEFR 收购获得 Rights ID 及 Channel ID 业务，获得 Youtube 平台关键 API 接口，成为与 Youtube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并符合其要求的独立版权管理供应商，开启以社交媒体变现分账为代表的增值业务。

2021 年至今：打开中国数字内容资产交易空间，探索 AIGC 时代场景变现机会。2021 年公司与蚂蚁集团合作，协助蚂蚁搭建数字版权服务平台，将技术服务的标准流程以 API 接口对接到蚂蚁平台。2022 年公司完成对粒子科技的并购，一方面拓展 IPTV 业务，另一部粒子公司创始团队拥有华数、广电等大客户积累，进一步打开中国数字内容资产业务空间。

1.3、管理团队具备丰富经验，股东阵营多元化

核心管理层经验丰富，股东阵营多元化。（1）公司创始人、董事会主席兼行政总裁王杨斌先生为技术出身，1991 年于浙江大学获得工程学士学位，1993 年于佛罗里达大学获得科学硕士学位，深耕数字版权业务。（2）股东阵营多元化，主要股东包括大湾区基金、蚂蚁集团。

图8：阜博集团股东阵营多元化



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：数据截至 2024 年 6 月 30 日）

2、国内海外共同驱动增长，AIGC 有望带来版权变现新增量

凭借行业领先技术及历史数据积累，阜博覆盖全球顶尖内容客户，包括好莱坞制作公司、大型内容运营商及数字版权平台，以订阅为基础提供多样增值服务，实现 IP 产权价值最大化。（1）行业地位领先：公司在美国电影协会和 Movie labs 组织的 13 家全球公司的视频内容识别技术评估中排名第一，2017 年获得第 69 届艾美奖工程与技术奖，基于视频指纹和水印技术作为核心提供确权、分发与变现服务；（2）客户关系稳固：覆盖 335 个全球顶级客户，包括 217 个内容方客户和 136 个平台方客户。

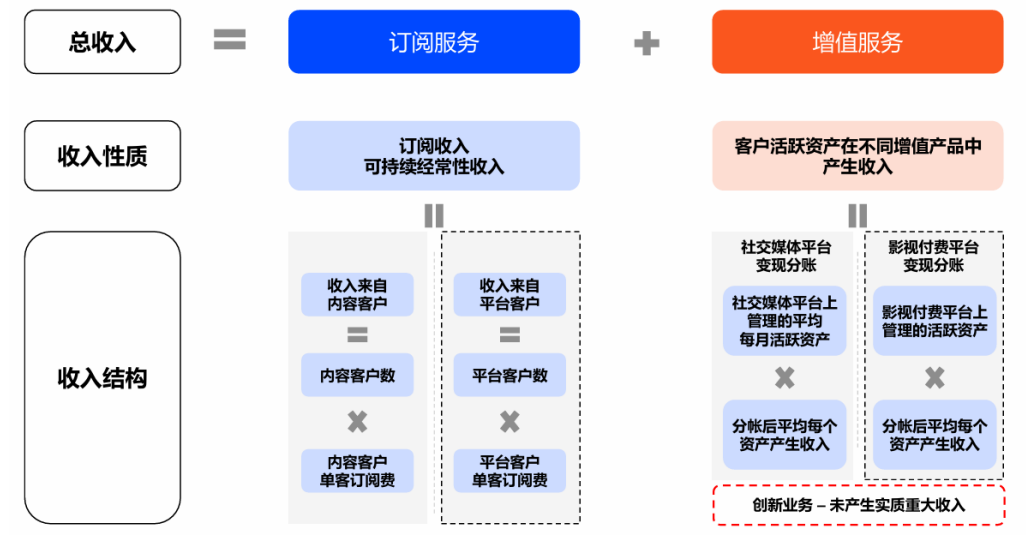
表1：阜博集团提供版权检测、算力输出、版权管理、频道管理服务

产品	服务内容
版权检测服务 VideoTracker®	为内容生成数字指纹，进行持续监测与追踪，覆盖全球所有视频共享网站，包括各类流媒体网站、直播平台、下载渠道、搜索引擎、广播站点、P2P 和移动应用程序等。精准识别分发侵权内容的核心基础设施，并向侵权方发送删除通知，加速其关闭过程并禁止访问未经授权的内容。识别和分析全球范围内的侵权内容，进行证据提取及解析，为客户提供详实的分析报告来衡量、评估和管理客户的数字内容财产。
算力输出服务 API	面向版权服务平台和流媒体网站提供的接口型服务。算力输出服务通过 API 接口的方式，为平台型客户提供基于影视基因数字指纹技术和水印技术的标准化服务，帮助合作伙伴建立完整的版权管理系统。API 算力输出服务为平台级应用生态提供了保障型能力，帮助平台型合作伙伴，建立完善版权保护系统，提升运营效率，迅速构建正版化内容环境，降低侵权风险。通过与平台方的合作穿透，使更多中小创作者在内容平台即可购买并享受全球领先的版权保护服务，方便快捷。
版权管理服务 RightsID®	RightsID®（为 YouTube、Facebook 等）在线内容共享平台上的内容创作者提供全面的版权管理服务。RightsID® 利用专利内容识别技术，监控社交平台上未经授权的内容使用情况，通过专有的语义搜索技术，识别并声明用户上传视频上的 IP 所有权，协助客户确认其权利并确保广告收入。
社交媒体频道管理 ChannelID®	社交媒体及 IPTV 频道管理,ChannelID®服务帮助内容方在线上内容社交分享平台（YouTube、Facebook 等）管理其频道和内容。ChannelID®除提供频道运营和监测能力，也提供数据分析、分析报告与优化策略等服务，帮助频道扩大覆盖范围，优化粉丝互动。ChannelID®收费模式包括订阅制与分成模式两种。

资料来源：阜博集团官网、开源证券研究所

未来海外持续提升大型内容客户渗透率，国内通过与平台合作共建生态并助力文化出海，AIGC 时代版权规则重塑有望带来全新变现空间。（1）海外：流媒体时代优质内容成为核心竞争力，公司为平台内容独家性提供相应保证，通过帮助内容方在社交媒体平台曝光量和变现能力提升。未来海外聚焦大型内容方服务合约升级，内容管理渗透率持续提升，并积极拓展音乐版权领域。（2）国内：版权保护监管加强，版权保护需求扩大，有望复制海外变现模式。目前阜博集团一方面向互联网平台提供 API 技术接口，另一方面通过与广电合作聚拢大量内容，此外基于海外社交媒体平台合作关系有望助力国内内容国际发行和版权管理。（3）公司在版权保护技术、产品服务和客户关系方面优势有望应用于 AIGC 业务新场景。

图9：未来海外内容管理量持续提升，国内参与建设版权生态，布局 AIGC 时代



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、海外：大型内容客户壁垒稳固，版权资产管理渗透率持续增长

流媒体时代内容制作、分发整合融为一体，内容变现模式由买断制转向用户付费，头部平台用户付费数及用户价值持续提升，优质内容成为流媒体平台核心竞争力。阜博与迪士尼、环球影业、华纳兄弟、派拉蒙等好莱坞八大影视公司均建立长期合作，为流媒体内容独家性提供相应保证。此外，公司通过帮助内容方在社交媒体及 UGC 平台触达更多用户，带动社交媒体平台曝光量和变现能力提升，扩大内容生命周期价值。未来海外聚焦大型内容方服务合约升级，内容管理渗透率持续提升，并积极拓展音乐版权领域。2024H1 公司美国市场收入 5.72 亿港元，同比增长 30.2%。

图10: 阜博覆盖全球顶级内容资产客户

内容合作伙伴



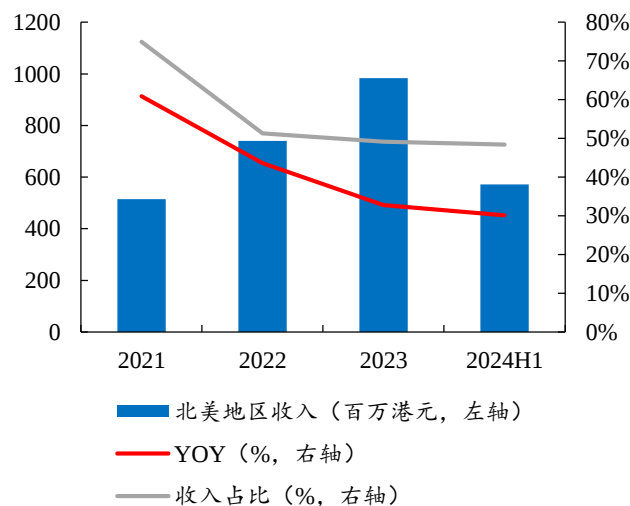
资料来源：公司公告

图11: 全球流媒体用户订阅数持续增长

1.		Netflix	Subscribers	282,720,000		09/2024
2.		Amazon Prime	Subscribers (Estimate)	230,000,000		06/2024
3.		Disney+	Subscribers	158,800,000		09/2024
4.		Tencent Video	Subscribers	117,000,000		06/2024
5.		iQIYI	Subscribers	101,100,000		12/2023
6.		HBO Max	Subscribers (Estimate)	99,000,000		09/2024
7.		Paramount+	Subscribers	72,000,000		09/2024
8.		Hulu	Subscribers	52,000,000		09/2024
9.		Eros Now	Subscribers	39,900,000		03/2021
10.		Peacock	Subscribers	36,000,000		09/2024
11.		ALTBalaji	Subscribers	35,000,000		07/2021
12.		SonyLiv	Subscribers	33,300,000		12/2023
13.		Canal Plus	Subscribers	26,400,000		12/2023
14.		ESPN	Subscribers	25,600,000		09/2024
15.		Apple	Subscribers (Estimate)	25,000,000		06/2024

资料来源：FlixPatrol

图12：2024H1 阜博北美地区收入 YOY+30.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、国内：政策聚焦版权保护，服务内容出海变现

国内影视内容版权保护监管加强，版权保护需求扩大，有望复制海外模式。2021年12月中国网络视听节目服务协会发布了《网络短视频内容审核标准细则》，规定短视频未经授权不得自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段。2022年10月，西安市中级人民发院就《云南虫谷》案做出一审判决，认为抖音平台上有大量剪辑片段，平台负有帮助侵权行为。

图13：中国数字资产市场拥有较大成长空间



资料来源：公司公告

目前阜博集团通过与汇集大量创作者和内容的平台合作，一方面向互联网平台提供 API 技术接口，赋能平台数字确权能力，服务广大中小创作者；另一方面通过平台聚拢大量内容；此外，基于海外主流社交媒体平台长期合作关系及持续扩大的内容资产管理规模，阜博集团有望助力国内内容国际发行和版权管理。

（1）2020 年，公司与蚂蚁集团开展战略合作，协助蚂蚁链进行全球版权发行及交易平台“鹊凿”的搭建，截至 2023 年，阜博集团通过集团鹊凿平台服务超过 100 万内容原创作者，超 8000 万创意作品及超 5 万家电商。

（2）2022 年公司收购粒子科技开展与广电合作，2023 年公司与广电签约打造版权服务中心平台，汇聚央视及地方电视台内容，未来有望对接国内主流短视频平台，提供确权及变现服务。

（3）目前阜博集团已经联合北京广播电视台、中国移动国际、蚂蚁集团、芒果 TV 等共同构建“文化出海生态战略合作联盟”。2024H1 阜博集团国内市场收入 6.05 亿，同比增长 8%。

图14：蚂蚁集团“鹊凿”平台通过调用阜博集团 API 进行版权内容 DNA 提取监测

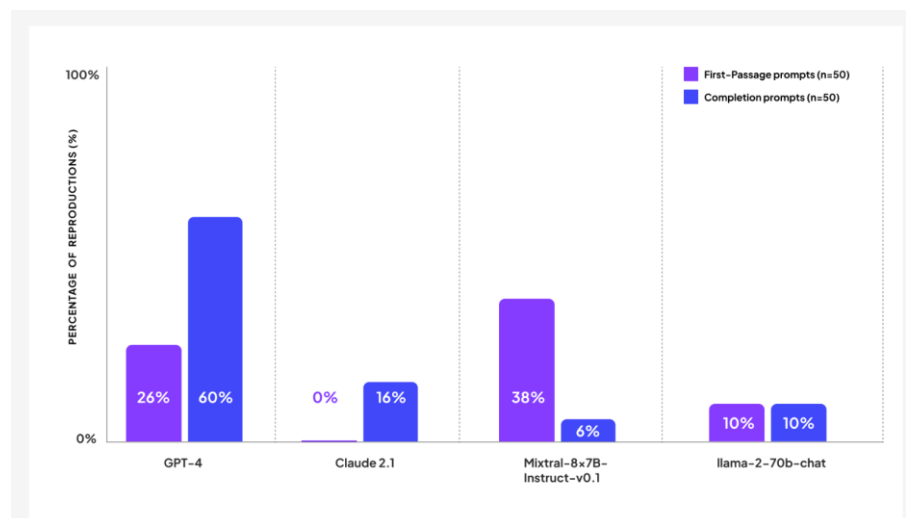


资料来源：鹊凿平台官网、开源证券研究所

2.3、布局 AIGC 领域，推进版权内容拓展新业态服务落地

AIGC 改变内容生成及分发生态，推动内容规模和生产效率进一步提升，但版权内容方对 AI 科技企业侵权诉讼显著增加。2023 年 11 月 27 日，纽约时报公司向 OpenAI 及微软提起诉讼，指控被告未经许可使用《纽约时报》的数百万篇文章训练 ChatGPT 模型，侵害了纽约时报的版权，并构成不正当竞争，起诉索赔 75 亿美元。根据 Patronus AI 发布的版权检测工具评测在 Open AI 的 GPT-4、Anthropic 的 Claude2、Meta 的 Llama2 和 Mistral AI 中都存在版权内容。

图15：根据 Patronus 评测，开源及闭源模型中均存在版权内容



资料来源：Patronus

清晰的版权归属和权益分配机制是支持 AIGC 持续发展的基础。阜博深耕版权保护和交易变现领域，在技术、产品服务和客户关系方面积累显著优势，未来有望应用于 AIGC 业务新场景。(1) 电影制作公司、电视台及在线流媒体平台在 AIGC 时代仍是重要的利益相关方，阜博多年合作服务大型内容方，合作关系将延伸至 AIGC 领域，帮助内容方对高质量素材和训练集进行版权管理；(2) 公司能够帮助 AI 模型公司提供解决方案，减少版权纠纷和诉讼风险，提供 AIGC 的确权和交易服务。目前阜博已进行大量技术储备和布局，公司于美国佛罗里达投建的运营中心运行已达三年，在内容确权和水印技术领域取得关键进展，应用场景和商业化能力有望尽快落地。

图16：技术变革推动内容发行直达全球用户



资料来源：公司公告

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测

收入端：我们预计 2024-2026 年公司收入为 25.0/31.4/39.6 亿港元，对应同比增速 25.0%/25.5%/26.0%。(1) 订阅服务：预计 2024-2026 年收入 10.4/12.9/15.9 亿港元，对应同比增速 20%/23%/24%，其中海外版权订阅服务预计内容客户数保持稳定，随强保护内容渗透率提升稳定增长，平台 API 业务随国内合作平台及深度提升维持高速增长，广电合作搭建平台有望于 2025 年开启变现，粒子视频订阅服务保持稳健增长。(2) 增值服务：随海外客户及国内出海内容管理量提升推动分帐收入增长，我们预计 2024-2026 年收入为 14.6/18.6/23.7 亿港元，对应同比增速 29.0%/27.0%/27.0%。

成本及费用端：(1) 毛利率，2024 年投入 AIGC 领域技术研发及广电合作业务搭建，公司主动收缩低毛利业务，我们预计 2024-2026 年公司整体毛利率随内容渗透率提升及更多场景变现稳步上行，对应毛利率 43.5%/44.0%/45.0%。(2) 费用端，预计随着公司营销渠道建设完全及 AIGC 领域开启变现，销售及研发费用率将持续优化，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 12.7%/12.5%/12.0%，研发费用率为 12.5%/12.0%/11.5%，预计管理费用率保持稳定为 9.0%。

利润端：综合以上假设，海外大客户内容管理渗透率持续提升，国内客户数持续增长，积极投入 AIGC 领域，成本费用持续管控优化，我们预计公司 2024-2026 年净利润为 0.7/1.2/2.1 亿港元。

表2：预计公司 2024-2026 年归母净利润 0.7/1.2/2.1 亿港元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入（百万港元）	1,443	2,001	2,501	3139.1	3955.2
YOY（%）	110.1%	38.7%	25.0%	25.5%	26.0%
订阅服务收入（百万港元）	549	868	1,042	1283.8	1590.5
YOY（%）	166.8%	58.1%	20.1%	23.2%	23.9%
增值服务收入（百万港元）	892	1,133	1,459	1458.9	1458.9
YOY（%）	85.6%	27.0%	28.8%	27.2%	27.5%
毛利率（%）	40.9%	42.5%	43.5%	44.0%	45.0%
管理费用率（%）	-11.3%	-10.1%	-9.0%	-9.0%	-9.0%
研发费用率（%）	-9.2%	-11.6%	-12.5%	-12.0%	-11.5%
销售费用率（%）	-10.5%	-14.2%	-12.7%	-12.5%	-12.0%
归母净利润（百万港元）	(60)	(51)	74	120	207
归母净利率（%）	-4.2%	-2.5%	3.0%	3.8%	5.2%
经调整净利润（百万港元）	90	37	112	166.9	256.5
经调整净利率（%）	6.2%	1.9%	4.5%	5.3%	6.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、估值与投资建议

考虑到公司为版权保护 SaaS 龙头，基于业务及变现模式的类似性，我们选取港股公司微盟集团、A 股公司捷成网络、美股公司 Shopify 作为可比公司，基于 SaaS 业务模式及国内、海外持续增长，采用 PS 估值。

表3：阜博公司 2024-2026 年 PS 低于可比公司均值

股票代码	公司简称	货币单位	市值（亿）	总收入（亿）			2024-2026 E 收入 CAGR	PS		
				2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
SHOP.N	Shopify	USD	1389	88.0	108.4	131.0	22.0%	15.8	12.8	10.6
2013.HK	微盟集团	RMB	95	18.1	21.1	23.9	14.9%	5.2	4.5	4.0
300182.SZ	捷成股份	RMB	157	30.3	32.8	35.8	8.8%	5.2	4.8	4.4
	平均值							8.7	7.4	6.3
3738.HK	阜博集团	HKD	80	25.0	31.4	39.6	25.7%	3.2	2.5	2.0

数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所（注：A 股公司盈利预测来自 Wind 一致预期、美股公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期，市值按照 2024 年 1 月 3 日收盘价计算，1USD=7.1879CNY，1CNY=1.0812HKD）

海外北美地区大客户内容渗透率提升，国内平台调用量及内容出海区域持续扩张，我们预计公司 2024-2026 年收入 25.0/31.4/39.6 亿港元，当前股价对应 PS 3.2/2.5/2.0 倍，低于可比公司 PS 均值 8.7/7.4/6.3 倍。公司客户及技术壁垒稳固，海外大客户内容管理渗透率持续提升，国内平台调用量及内容出海业务持续扩张，积极投入 AIGC 领域，未来有望带来新收入增量，首次覆盖给予“买入”评级。

4、风险提示

技术进展不及预期：公司数字指纹及水印技术进展及商业化落地不及预期对公司收入增长存在可能的负面影响；

AIGC 确权规则变化：AIGC 训练及推理过程对于版权内容使用的确认和交易方式存在不确定性，或对公司现有商业模式形成冲击；

国内业务落地及变现不及预期：国内广电平台及互联网平台业务推进不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,264	1,456	1,426	1,833	2,482
现金	226	240	227	381	657
应收账款	686	1,057	1,000	1,256	1,582
存货	- 0	17	4	- 0	- 0
其他流动资产	351	141	194	196	243
非流动资产	947	1,996	2,051	1,707	1,739
固定资产及在建工程	47	71	106	138	166
无形资产及其他长期资产	900	1,926	1,944	1,569	1,573
资产总计	2,211	3,452	3,477	3,540	4,221
流动负债	1,054	737	551	745	979
短期借款	775	286	56	130	217
应付账款	280	451	495	615	761
其他流动负债	- 0	- 0	- 0	- 0	- 0
非流动负债	42	532	630	598	565
长期借款	- 0	448	547	497	447
其他非流动负债	42	84	83	101	118
负债合计	1,097	1,269	1,180	1,343	1,543
股本	0	0	0	0	0
储备	1,598	1,563	1,978	2,000	2,000
归母所有者权益	1,492	1,954	2,032	2,139	2,139
少数股东权益	- 0	181	186	191	167
负债和股东权益总计	2,211	3,452	3,477	3,540	4,221

现金流量表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	38	110	279	414	516
税前利润	93	47	141	260	434
折旧和摊销	23	86	136	130	200
营运资本变动	210	719	875	1,088	1,504
其他	(288)	(742)	(872)	(1,064)	(1,622)
投资活动现金流	(1,028)	(214)	(200)	(190)	(180)
资本开支	(123)	(210)	(210)	(210)	(210)
其他	(905)	(4)	10	20	30
融资活动现金流	714	139	(92)	(70)	(60)
股权融资	- 0	472	- 0	- 0	- 0
银行借款	915	(427)	- 0	- 0	- 0
其他	(201)	94	- 0	- 0	- 0
汇率变动对现金的影响	46	19	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	(277)	35	(13)	154	276
期末现金总额	226	240	227	381	657

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,443	2,001	2,501	3,139	3,955
营业成本	(852)	(1,151)	(1,413)	(1,758)	(2,175)
营业费用	(285)	(516)	(630)	(769)	(929)
管理费用	(163)	(203)	(318)	(392)	(475)
其他收入/费用	43	9	- 0	- 0	- 0
营业利润	185	139	140	220	376
净财务收入/费用	(93)	(92)	(92)	(70)	(60)
其他利润	- 0	- 0	93	110	119
除税前利润	93	47	141	260	434
所得税	(34)	(47)	(56)	(130)	(217)
少数股东损益	(91)	(3)	(2)	(1)	(1)
归母净利润	(60)	(51)	74	120	207
EBITDA	300	317	390	567	734
经调整净利润	90	37	112	167	257
EPS(元)	(0.03)	(0.02)	0.03	0.05	0.09

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	110.1	38.7	25.0	25.5	26.0
营业利润(%)	36.1	(24.8)	0.5	56.9	71.0
归属于母公司净利润(%)	NA.	NA.	NA.	61.1	73.0
获利能力					
毛利率(%)	40.9	42.5	43.5	44.0	45.0
净利率(%)	6.2	1.9	4.5	5.3	6.5
ROE(%)	8.1	1.7	4.9	7.6	9.6
ROIC(%)	4.1	1.1	3.2	4.7	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.6	36.8	34.0	37.9	36.6
净负债比率(%)	49.2	22.6	16.4	11.2	0.3
流动比率	29.9	2.7	2.3	3.1	4.4
速动比率	1.2	2.0	2.6	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	3.0	8.6	10.7	10.3	7.6
应付账款周转率	4.1	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
每股净资产(最新摊薄)	0.5	1.0	1.0	1.0	1.2
估值比率					
P/E	-131.6	-156.9	107.0	66.4	38.4
P/B	7.1	3.6	3.5	3.6	3.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn