

阜博集团 (03738.HK)

领先的数字内容资产保护商，国内外业务双轮驱动

阜博集团是全球领先的数字资产保护与交易的 SaaS 服务提供商，致力于让每一个创作者的内容更有价值。自 2005 年始创于美国硅谷，2018 年 1 月在港交所主板上市。近年来公司秉承订阅服务为基础的商业模式，长期稳定服务全球顶级内容方，通过多样增值服务实现 IP 产权价值最大化。伴随着 AIGC 技术不断发展，公司紧跟时代浪潮，业务规模有望快速提升。

- 全球领先的数字资产保护与交易的 SaaS 服务提供商，营收增长迅速。公司长期稳定服务于迪士尼、YouTube 等国内外大型内容及平台客户，营收从 2018 年的 1.2 亿港元增长至 2024 年的 24.0 亿港元，CAGR 达 65%，2024 年同比增长 20%。近年来，公司逐渐转向中美两大市场并重，国内市场潜力巨大，基于订阅服务的商业模式稳定，增值业务占比逐渐增加。2023 年公司因研发支出较大导致亏损，2024 年扣非归母净利润达 1.43 亿港元。
- 海外流媒体平台兴起，国内政策鼓励文化出海，内容保护和标识需求大幅上升。海外流媒体订阅用户数量连年增长，版权保护需求日益旺盛；国内平台版权保护意识不断增强，国家接连出台传媒文化出海支持政策；2025 年，网信办发布《人工智能生成合成内容标识办法》，自 9 月 1 日起 AIGC 内容须添加标识，公司数字指纹及数字水印技术或大有可为。
- 订阅&增值业务迅速增长，完成收购音频内容识别技术提供商 PEX，AIGC 时代确权保驾护航。公司通过自主研发的影视基因数字指纹 (VDNA) 和水印核心技术专利，帮助内容方追踪侵权行为。订阅服务内，公司代客户向侵权方发送内容下架要求、维护客户知识产权；增值服务内，公司为客户向侵权方按比例追回广告等传播收入，公司获取分成；两项业务 2020-2024 年 CAGR 分别为 79%、54%，2024 年占收入比重分别为 46%、54%。公司 2020 年起布局 AI，凭借多模态大模型提升了审核确权和内容变现效率，与多个高校合作研发 AI 领域数字内容确权技术和解决方案；持续推进 API 端口与平台对接的合作，推动国内业务增长。2025 年，公司接连发布数字资产贸易平台 MAX 及 AI 创作生态&版权管理变现平台 DreamMaker；4 月 14 日，公司完成收购音频内容识别技术提供商 PEX，增强了公司为音乐行业提供的服务内容与质量，业务边界进一步拓展。
- 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。考虑到公司订阅&增值业务迅速增长，积极拥抱 AI 逐步提升业务营运效率，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 28.03/35.31/44.80 亿元，归母净利润 1.86/2.51/3.42 亿元，对应当前股价 PE 为 38.7/28.6/21.1 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：商誉减值风险、DTC 落地不及预期风险、国内 API 业务发展不及预期风险、YouTube 等平台渗透率增长不及预期风险、核心内容客户流失风险、核心平台客户流失风险。

强烈推荐 (首次)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值: NA

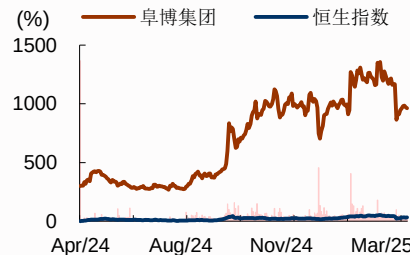
当前股价: 3.35 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2287
香港股 (百万股)	2287
总市值 (十亿港元)	7.7
香港股市值 (十亿港元)	7.7
每股净资产 (港元)	0.9
ROE (TTM)	6.8
资产负债率	41.5%
主要股东	Yangbin Bernard WANG
主要股东持股比例	18.3046%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	31	144
相对表现	-5	24	112



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
魏连昆 研究助理
✉ weiliankun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1813	2224	2803	3531	4480
同比增长	41%	23%	26%	26%	27%
营业利润(百万元)	90	227	273	311	426
同比增长	-23%	152%	20%	14%	37%
归母净利润(百万元)	(7)	132	186	251	342
同比增长	-119%	1967%	41%	35%	36%
每股收益(元)	(0.00)	0.06	0.08	0.11	0.15
PE	-997.8	54.5	38.7	28.6	21.1
PB	4.0	3.7	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况	5
1、发展历程：持续业务整合协同，积极探索 AI 领域	5
2、公司业务：以订阅服务为基础，提供多样化增值服务	5
3、股权结构及管理层信息	6
4、财务分析	8
二、行业情况	9
1、海外：流媒体平台兴起，订阅用户数快速增加，内容保护需求上升	9
2、国内：政策持续鼓励文化出海，版权保护意识逐步加强	11
三、公司情况	15
1、订阅服务为基，稳定保护内容和平台方知识产权	15
2、增值服务助力实现 IP 价值最大化	19
3、前瞻布局 AIGC 时代，API 业务空间广阔	21
四、盈利预测	26
五、风险提示	27

图表目录

图 1：阜博集团发展历程	5
图 2：阜博集团股权结构	7
图 3：2018-2024 年公司营业收入情况	8
图 4：2018-2024 年公司归母净利润情况	8
图 5：2018-2024 年公司分地区营业收入情况（亿港元）	8
图 6：2018-2024 年公司分业务营业收入情况（亿港元）	8
图 7：2018-2024 年公司毛利率情况	9
图 8：2018-2024 年公司费用率情况	9
图 9：美国用户大部分娱乐时间被数字媒体平台占据	10
图 10：美国 Netflix 及迪士尼订阅用户数（百万人）	10
图 11：美国流媒体平台简况	11
图 12：2020-2023 年国内版权保护相关政策	14
图 13：VideoTracker 通过 VDNA 技术追踪侵权行为	16

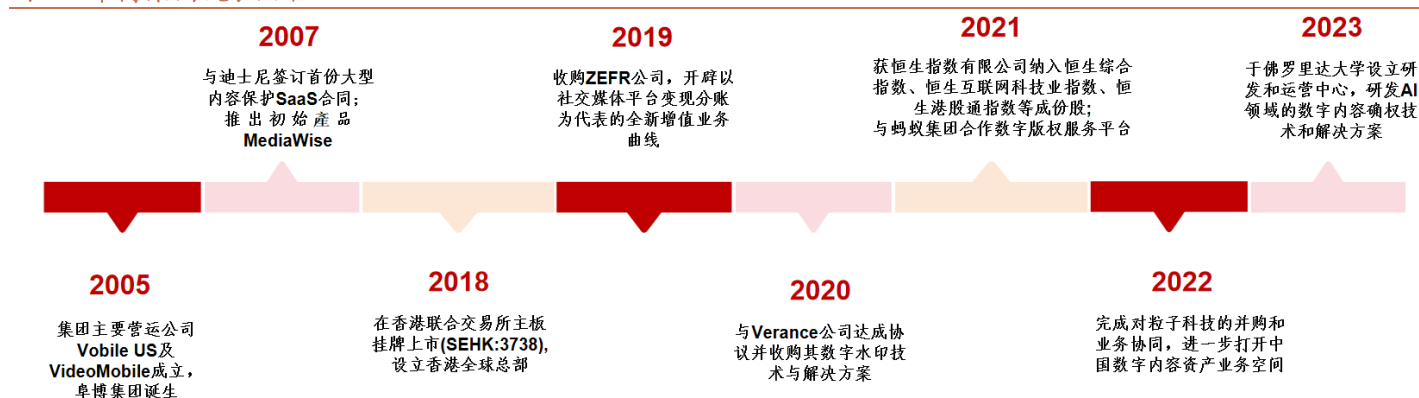
图 14: 水印技术追踪侵权行为	16
图 15: API 算力输出服务	16
图 16: 订阅服务收入及增长率	16
图 17: 订阅服务&增值服务收入占比	16
图 18: 公司业务拓展	17
图 19: 公司客户及合作伙伴	18
图 20: 公司增值服务在订阅服务基础上促进 IP 价值最大化	19
图 21: 公司增值服务内容	20
图 22: 增值服务收入及增长率	20
图 23: 公司乘中国数字资产发展之风	21
图 24: 公司助力中国内容出海	21
图 25: 公司研发投入方向	22
图 26: 公司 API 业务模式	22
图 27: 公司发布数字内容资产贸易平台 MAX	23
图 28: MAX 平台	23
图 29: DreamMaker 平台	24
图 30: Media2 技术堆栈	24
图 31: 公司数字指纹&数字水印技术在 AIGC 时代大有可为	25
表 1: 订阅业务主要服务内容	6
表 2: 增值业务主要服务内容	6
表 3: 公司高级管理层情况	7
表 4: 近期文化出海相关政策	12
表 5: 二十届三中全会与文化出海相关内容	12
表 6: 中共中央政治局第十七次集体学习与文化出海相关内容	12
表 7: 2019 -2021 年二次创作短视频盗版情况	15
表 8: PEX 技术能力	17
表 9: 公司上市以来收购事件	25
表 10: 公司收入预测	26
附: 财务预测表	28

一、公司概况

1、发展历程：持续业务整合协同，积极探索 AI 领域

阜博集团是全球领先的数字内容资产保护与交易软件及服务（SaaS）提供商。公司由行政总裁王扬斌于 2005 年在硅谷成立办公室，2017 年完成重组并获得第 69 届年度技术与工程艾美奖，2018 年 1 月在港交所主板上市。2018 至 2022 年，公司接连收购澳洲 IP-Echelon 公司、ZEFR 公司 Rights ID 及 Channel ID 业务、Verance 公司视频水印专利及相关软件等技术和粒子科技，完成多轮战略融资和股权融资，先后与蚂蚁科技、环球影业、华数传媒、省广集团等企业达成合作。通过订阅和增值 SaaS 业务并重的模式，公司营收由 2018 年的 1.2 亿港元提升至 2024 年的 24.0 亿港元，复合年增长率超过 65%。随着生成式 AI 技术的兴起及其对内容生产和发行格局的影响，阜博集团继续强化在数字确权与交易服务领域的核心竞争力。公司在 2020 年开始布局 AI 领域，持续加强与佛罗里达大学在人工智能等技术应用领域的探索与合作，已逐步通过大模型产品优化业务流程效率，并通过对 AI 工具的整合有效提升了内容变现业务的效能。全球数字化时代，AI 成为推进产业发展的新引擎，有效的版权管理和确权机制仍是创意经济的基础与价值核心，阜博集团近 20 年的行业经验以及在 AI 领域的积极探索，为未来业绩的持续增长奠定了良好的基础。

图 1：阜博集团发展历程



资料来源：公司官网、公司年报、招股说明书、招商证券

2、公司业务：以订阅服务为基础，提供多样化增值服务

以订阅服务为基础的商业模式，长期稳定地服务于全球顶级内容方和平台。版权检测服务方面，公司于 2008 年推出的 VideoTracker 基于独有的 VDNA 数字指纹技术，通过提取内容的关键特征进行识别，为用户提供关键保护。公司于 2021 年引入算力输出 API 服务，为大型短视频平台和音乐平台提供涵盖站内及站外的版权监测和保护服务。与粒子科技业务顺利融合后，公司与大型 UGC 平台实现全量内容合作，同时与大型电信运营商的视频基地达成内容运营合作。

表 1: 订阅业务主要内容

业务模式	主要服务和产品	内容
订阅服务	版权监测服务 VideoTracker®	为大型电影公司、影音内容版权方、流媒体平台等不同类型内容客户的视频内容在全网范围监测其使用情况，帮助版权所有方识别潜在侵权风险
	算力输出服务 API	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。
	用户订阅服务	收购粒子科技并实现业务成功融合后，公司为互联网内容平台、海内外头部内容方在电信运营商、广电新媒体等影视付费平台提供用户订阅服务。

资料来源：公司官网、公司年报、招商证券

在加强版权保护技术的基础上进一步提供多样化的增值服务，帮助客户实现 IP 价值最大化。RightsID 利用专利内容识别技术，监控社交平台上的未经授权内容，帮助客户确认权利并确保广告收入；ChannelID 则提供频道运营监测、数据分析、分析报告和优化策略等服务，助力频道扩大覆盖范围并优化粉丝互动。影视付费平台变现服务方面，阜博集团通过数百位全套运营与销售储备和超 120 种内容分发渠道，将视频内容分发到数百个影视付费观看平台，并基于个人用户订阅和观看效果，帮助版权方进行变现。数字资产服务方面，阜博与多家战略合作伙伴积极探索 Web3 阶段的版权服务方案，通过智能合约和区块链记录交易信息，为内容方提供安全、透明和可追踪的交易体验。

表 2: 增值业务主要内容

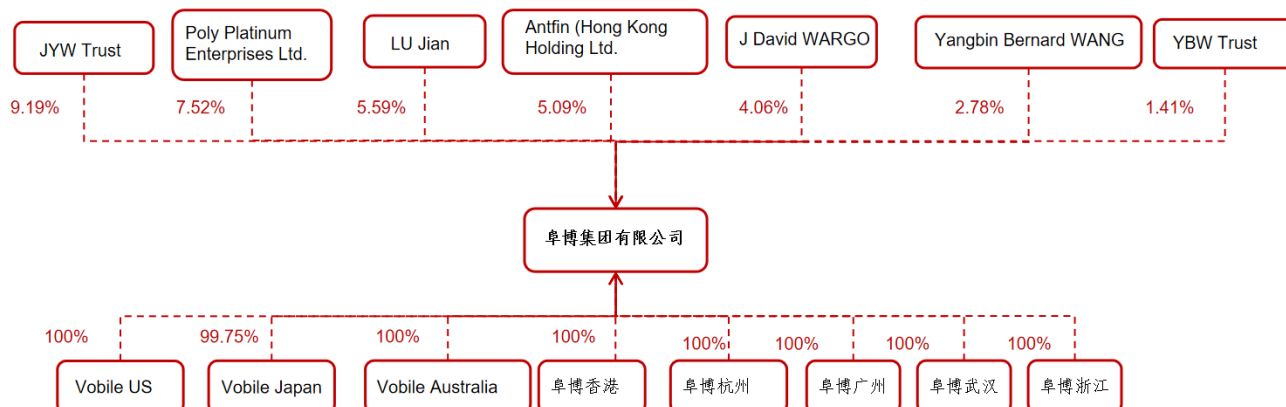
业务模式	主要服务和产品	内容
增值服务	社交媒体平台变现服务 RightsID® /ChannelID®	为内容客户在 YouTube、Facebook、Instagram 等在线内容社交平台提供全面的版权管理服务，提供频道运营和监测能力，利用核心确权技术协助客户保护其内容并进行变现。
	影视付费平台变现服务	通过与头部平台内容方及海内外影视公司开展战略合作，以单点、融合包的形式在影视付费平台进行变现，根据内容资产的活跃程度和消费情况获取内容变现分账收入。
	数字资产 Web3 服务	打造内容消费者与创作者端到端的综合生态系统，为各类型创意内容提供便捷访问和交易基础，帮助小众、长尾创意内容提供渠道，并实现精准受众对接。

资料来源：公司官网、公司年报、招商证券

3、股权结构及管理层信息

公司主要股东持股占比分散。截至 2024 年底，公司第一大股东即为公司创始人王扬斌，通过 JYW Trust、YBW Trust 等累计持股 18.30%。大湾区共同家园投资有限公司通过 Poly Platinum Enterprises Limited 持股 7.52%，LU Jian 持股 5.59%，蚂蚁科技集团股份有限公司持股 5.09%。

图 2: 阜博集团股权结构



资料来源: 同花顺 iFinD、招商证券

公司高管产业经验丰富。集团创始人王扬斌兼任执行董事、董事会主席和行政总裁,自 2005 年 5 月 20 日集团第一家附属公司 Vobile US 成立时加入并担任行政总裁以来,已领导集团超过 12 年,负责企业愿景、产品策略、业务发展及经营。业务发展高级副总裁 Ben Smith 在 Blayze 担任过行政总裁,曾在 Google 担任战略合作发展高级经理。业务运营高级副总裁 Chris Marshall 曾在 ZEFR 负责 Channel ID 相关业务,在 Select Staffing 担任全国客户经理。产品与创新高级副总裁 Mark Hall 在派拉蒙影业工作了 14 年,曾在梦工厂担任信息技术员,并曾担任 Merchants Billing Services 首席技术官。

表 3: 公司高级管理层情况

姓名	职务	任职日期	简介
Yangbin Bernard WANG	行政总裁	2017-12-19	执行董事、董事会主席兼行政总裁,集团创办人。1993 年在佛罗里达大学电机与计算机工程系毕业获得硕士学位;1991 年于浙江大学获得工程学士学位。同时担任佛罗里达大学赫伯特·沃特海姆工学院院长顾问委员会成员。
何世康	财务总监、公司秘书	2016-11-26	于 2008 年 9 月至 2015 年 9 月任职于安永会计师事务所核证部,现为英国皇家特许会计师公会资深会员及香港会计师公会会员。2008 年 5 月毕业于香港科技大学,获得经济及会计工商管理学士学位。2017 年起兼任公司秘书。
赵健	首席技术官	2021-03-01	负责为客户进行技术开发及推广监督,以改善和增加业务,2010 年至 2022 年担任 Verance Corporation 的先进技术副总裁。获德国达姆施塔特工业大学计算机科学哲学博士学位,华东师范大学计算机科学硕士学位。
Benjamin Russell SMITH	业务发展高级副总裁	2014-02-01	监督 ReClaim 产品的销售以及其他相关业务发展活动。2003 年 9 月至 2009 年 10 月于 Google Inc. 担任战略合作发展高级经理。1997 年 12 月毕业于美国威斯康星州伯洛伊特的伯洛伊特学院,主修政治学,副修法学。
Christopher Mark MARSHALL	业务运营高级副总裁	2021-12-31	兼任 Channel ID 副总裁。2012 年至 2019 年 11 月间任职于 ZEFR, Inc., 并领导 Channel ID 业务。于 2005 年毕业于杨百翰大学,获得文学学士学位,主修营销传播,副修创意广告。
Mark Woodrow HALL	产品及创新高级副总裁	2021-12-31	负责监督产品及创新职能。2006 年 2 月至 2020 年 3 月在派拉蒙影业任职 14 年,最后职位为数字内容变现副总裁。1989 年至 1992 年期间在圣地亚哥州立大学修读英国文学。
Michael Paul WITTE	业务发展及销售行政副总裁	2008-01-14	负责监督美国内容保护产品的所有销售及客户成功以及其他相关业务发展活动,包括物色新客户、管理和增进现有客户关系、进行售后服务及向客户提供持续支持,以及管理在硅谷的销售团队。于 1982 年 3 月从美国加利福尼亚州的加利福尼亚大学圣塔芭芭拉分校获得文学学士学位,主修英语。

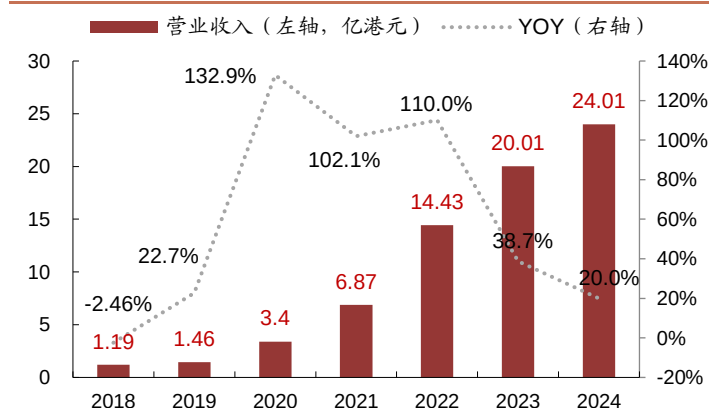
资料来源: 同花顺 iFinD、公司年报、招商证券

4、财务分析

2024 年，公司营业收入达 24.01 亿港元，同比增长 20.0%，主要由于美国的业务持续增长，及战略及商业合作带动中国内地的业务发展所致，其中订阅服务收入增长 27.1%，增值服务收入增长 14.6%，可服务内容资产的数量及其为 IP 产权持有者客户带来丰富收入的能力是业务增长的关键驱动因素。

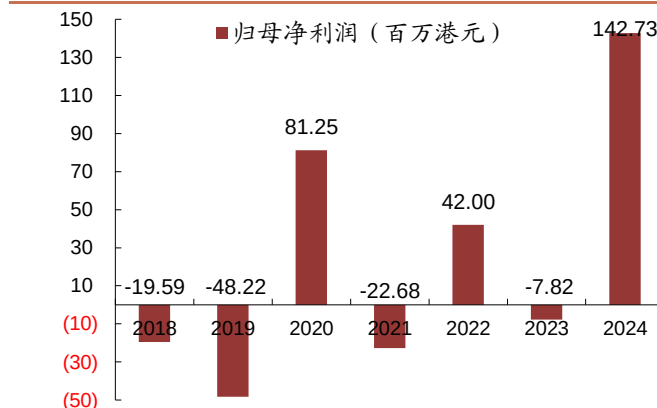
2018~2024 年公司实现归母净利润-19.59/-48.22/81.25/-22.68/42.00/-7.82/142.73 百万港元，其中 2024 年归母净利润扭亏主要系毛利率提升和运营效率优化。

图 3：2018-2024 年公司营业收入情况



资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

图 4：2018-2024 年公司归母净利润情况

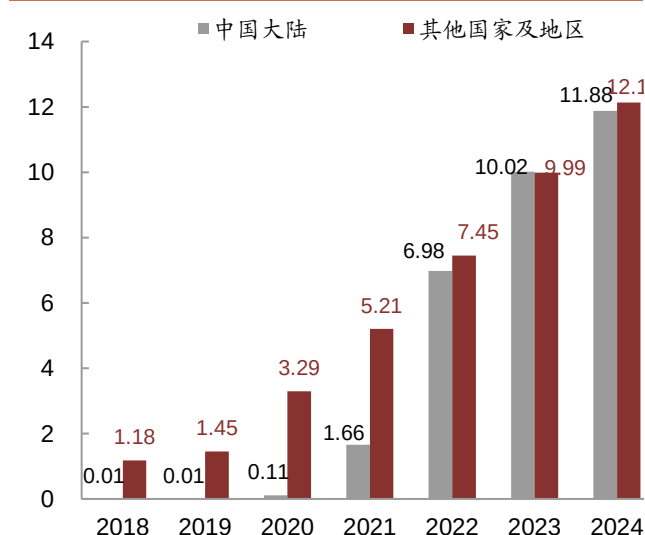


资料来源：iFinD、公司公告、招商证券

2018-2024 年公司海外营业收入稳步增加，并逐渐由海外市场主导转型为中国大陆市场和海外市场并重。国内市场在 2021 年和 2022 年较同期分别扩张 11 倍和 4.2 倍，2023 年营收略高于海外市场，公司国内市场未来潜力巨大。

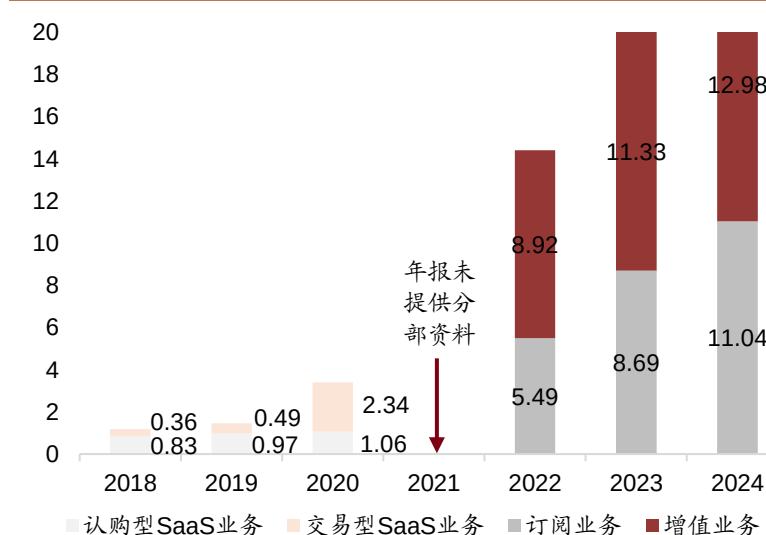
2018-2020 年公司认购型 SaaS 业务收入稳步增长，交易型 SaaS 业务在 2020 年实现较大增长。公司于 2021 年、2022 年对业务分类口径进行变更，后续采用订阅业务和增值业务的业务分类。2022-2024 年公司营收以增值业务为主，占比分别为 62%、57%、54%，增值业务和订阅业务的差距在逐渐缩小。

图 5：2018-2024 年公司分地区营业收入情况 (亿港元)



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、招商证券

图 6：2018-2024 年公司分业务营业收入情况 (亿港元)

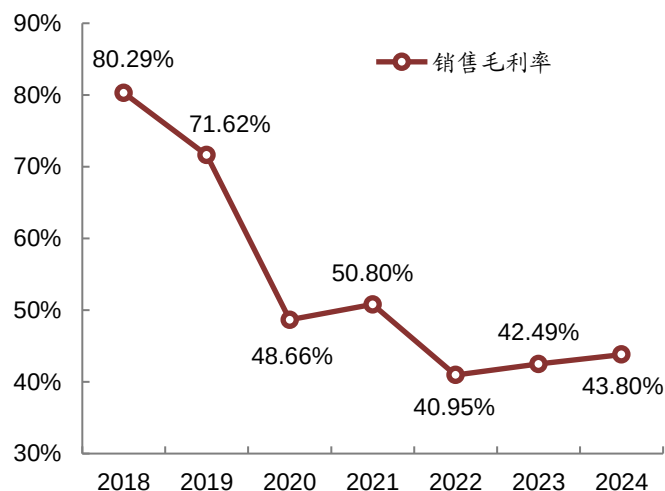


资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、招商证券

公司毛利率方面，2020 年收购 ZEFR 的部分产品毛利率较低导致整体毛利率降低；2022 年毛利率下降主要是由于年内收购粒子科技，其毛利率较其他业务较低所致。2022-2024 年，公司毛利率稳定在 40%以上。

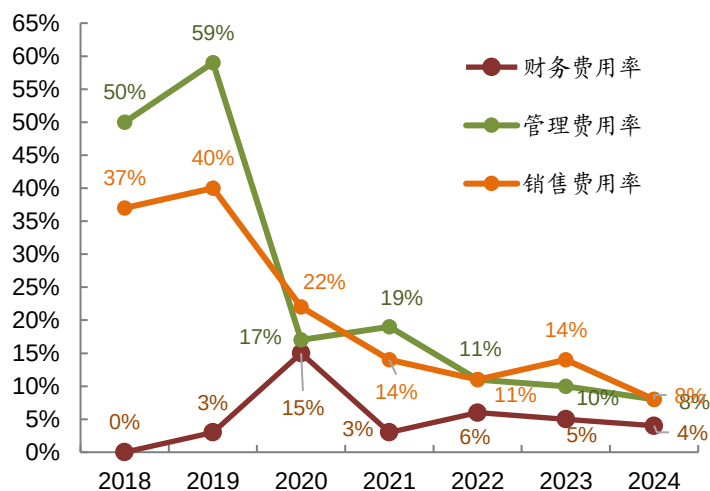
公司期间费用方面，2019 年收购 ZEFR 完成后，期间费用率整体大幅下降，2022 年尽管收购粒子文化引起期间费用增加，但收入增长较大，因此期间费用率仍下降。公司在 2022-2024 年的总体期间费用率均保持稳步下降，2024 年期间费用率下降至 25%。

图 7：2018-2024 年公司毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、招商证券

图 8：2018-2024 年公司费用率情况



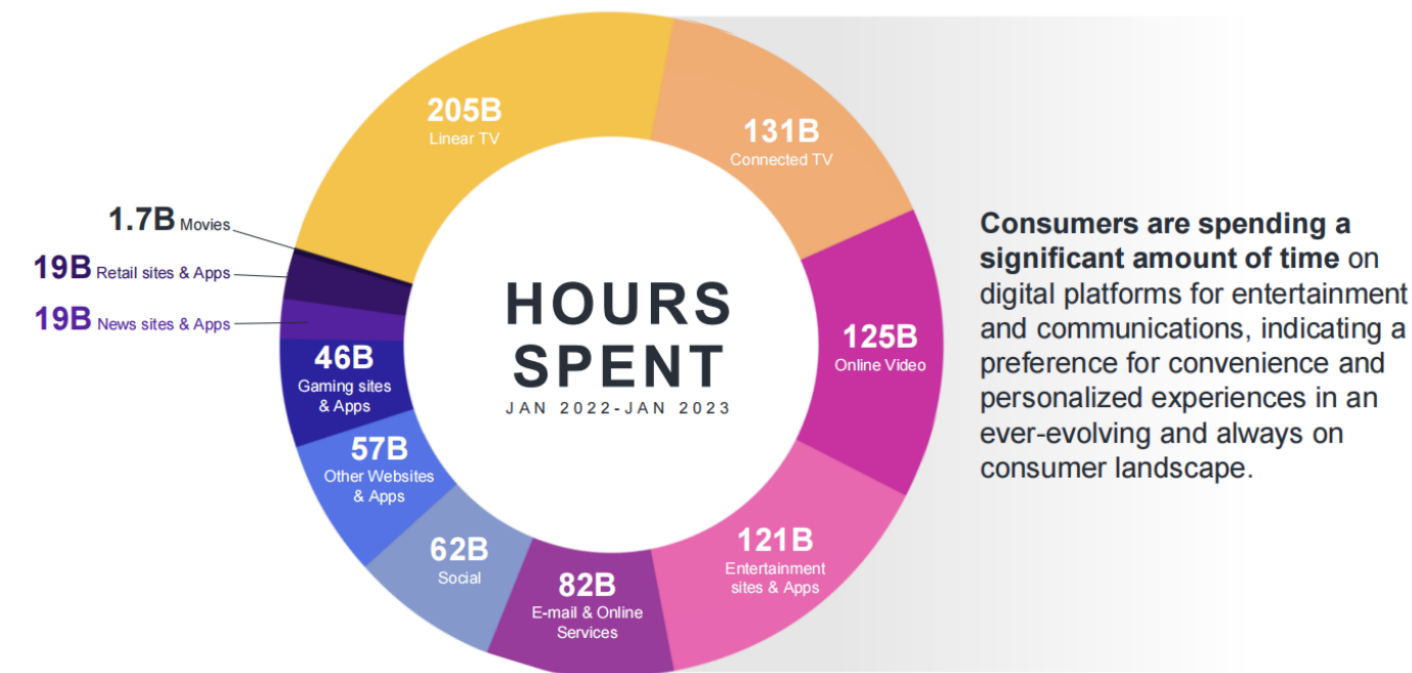
资料来源：同花顺 iFinD、公司公告、招商证券

二、行业情况

1、海外：流媒体平台兴起，订阅用户数快速增加，内容保护需求上升

伴随互联网的快速普及，长视频娱乐渠道更迭显著。美国电视产业链主要由内容制作（好莱坞、电视网、流媒体自制等）、内容整合（ABC 等四大广播电视网、HBO 等）、内容分发（Comcast 等多频道节目视频分发商）。随着互联网的快速普及，长视频娱乐渠道更迭显著，传统媒体与新兴媒体陆续搭建自有流媒体平台，通过自制内容或购买授权内容直接触达用户，以 Netflix 为首的视频流媒体巨头平台布局全产业链，集内容制作、整合与分发功能于一身。DTC 模式下用户可自主选择观看时间、内容与方式，观看体验大幅提升使得内容消费向流媒体平台聚集，数字媒体平台占据用户大部分娱乐时间，付费电视订阅用户数持续下滑。

图 9：美国用户大部分娱乐时间被数字媒体平台占据

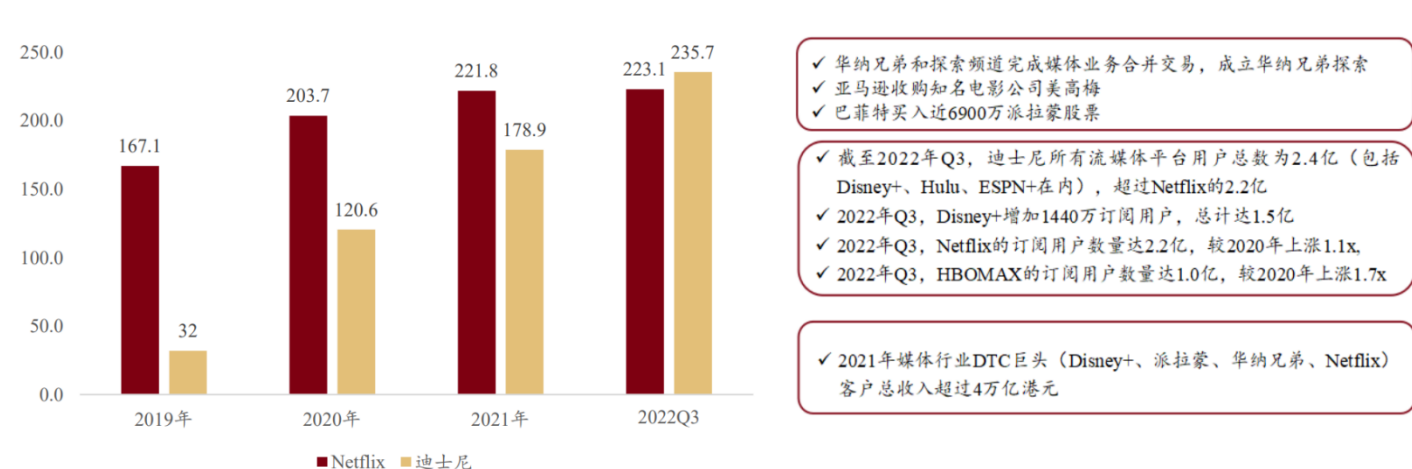


资料来源：Comscore，招商证券

美国影视传媒巨头改变行业格局，吸引 DTC 业务模式快速拓展。流媒体时代，以 Disney+、Netflix 为主的头部平台布局，拉动美国产业链实现整合，将内容制作、内容整合与分发融为一体，推动 DTC 模式兴起。

流媒体订阅用户数量增长幅度较大。截至 FY24Q2，Disney+ 订阅用户 1.536 亿，ESPN+2480 万，Hulu5030 万，总计 2.287 亿的订阅用户，其中 Disney+ 付费用户环比净增 630 万，北美核心地区净增 790 万，涨价周期内用户逆势增长。Netflix 4Q24 季度净增用户 1891 万，全球总用户数同比增长 16% 至 3.02 亿，媒体行业巨头订阅用户数量持续增加，版权保护需求日益旺盛。

图 10：美国 Netflix 及迪士尼订阅用户数（百万人）



资料来源：公司公告，招商证券

2019 年后 Disney+ 异军突起，截至 2023 年 9 月订阅用户数超越 Netflix。2020 年以前，Netflix、Amazon PrimeVideo 和 hulu 是传统三强，在订阅数上保持了多年的领先地位。2020 年后，凭借自身内容优势以及疫情带来的增长红利，迪

士尼的流媒体业务（旗下流媒体平台有 Disney+、hulu 和 ESPN+，合计订阅会员已突破 2.35 亿）快速发展，超越 Netflix 和 Amazon Prime Video。至此，Disney+ 和 Netflix 成为流媒体两强。这些平台的发展过程中更多的头部内容商为吸引用户订阅其流媒体平台会员，需要通过社交媒体做更多的推广和变现，对独家优质内容版权保护需求也加强。

图 11：美国流媒体平台简况

母公司	品牌	上线时间	订阅形式
Netflix	Netflix	2007	SVOD
Disney	Disney+	2019	SVOD
	ESPN+	2018	SVOD
	Hulu	2001	SVOD
Amazon	Amazon Prime Video	2006	SVOD
Warner Bros Discovery	discovery +、HBO、HBO Max	2020	SVOD
环球NBC	Peacock	2020	AVOD+SVOD
Paramount Global	Paramount+	2021	AVOD+SVOD
Apple	Apple TV+	2019	AVOD+SVOD

资料来源：公司公告，招商证券

侵权对 DTC 平台造成了直接的利益损失，版权保护需求日益旺盛。内容质量为用户选择订阅平台的首要原因，优质内容的独家性成为流媒体平台的核心竞争力。在内容为王的流媒体时代，盗版侵权成为行业痛点，平台通过自有内容与独家内容吸引用户付费或观看广告，侵权内容分流用户则直接导致平台收入的损失与竞争力的削弱。国外视频盗版已经侵蚀了包括 Netflix 等 OTT 服务和 Comcast 等付费电视流媒体供应商的潜在收入。据 P&A 预估，2021 年的视频盗版将使付费电视和 OTT 提供商损失 91 亿美元的收入，到 2024 年，这个数字将增加到 125 亿美元，增长率为 38%。

2、国内：政策持续鼓励文化出海，版权保护意识逐步加强

支持政策不断出台，持续鼓励文化出海。习近平总书记在主持中共十八届中央政治局第十二次集体学习时指出，提高国家文化软实力，关系“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦的实现。近年来，国家鼓励传媒文化出海传播，接连出台相关政策提供支持，不断加速文化出海发展。2022 年 7 月 18 日，商务部、发改委等 27 部门联合发布的《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》对游戏、视听、网文、出版等内容出海作出了详细指导。

表 4：近期文化出海相关政策

时间	发布机关	相关文件	文化出海相关内容
2021 年 10 月	商务部、中央宣传部等 17 部门	《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》	鼓励优秀传统文化产品、文化创意产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”。支持基地建立文化出口重点企业名录和重点项目库，建立重点企业联系制度，畅通基地所在省（区、市）相关部门与企业联系渠道，及时协调解决企业发展中遇到的问题和困难。积极支持、指导基地企业申报国家文化出口重点企业和重点项目。 到 2025 年，建成若干覆盖全国的文化贸易专业服务平台，形成一批具有国际影响力的数字文化平台和行业领军企业，我国文化产品和服务的竞争力进一步增强，文化品牌的国际影响力进一步提高，文化贸易对中华文化走出去的带动作用进一步提升、对文化强国建设的贡献显著增强。 大力发展数字文化贸易。积极培育网络文学、网络视听、网络音乐、网络表演、网络游戏、数字电影、数字动漫、数字出版、线上演播、电子竞技等领域出口竞争优势，提升文化价值，打造具有国际影响力的中华文化符号。
2022 年 7 月	商务部、发展改革委等 27 部门	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	扩大出版物出口和版权贸易。推动主题出版物出口，扩大文学艺术、传统文化、哲学社会科学、自然科学出版物和学术期刊、教材、少儿读物、学术数据库产品出口。积极发展版权贸易，扩大版权出口规模，提升版权出口质量，优化内容品质和区域布局，拓展版权出口渠道和平台。 鼓励优秀广播电视节目出口。支持电影、电视剧、纪录片、动画片、综艺节目创作和出口，加大海外推广力度，做强“中国联合展台”，创新叙事方式，推进中国故事和中国声音的全球化表达、区域化表达、分众化表达。加强与海外媒体平台合作，拓展广播影视节目出口渠道。鼓励影视制作机构开展国际合拍。
2022 年 8 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《“十四五”文化发展规划》	统筹推进对外宣传、对外文化交流和文化贸易，增强国际传播影响力、中华文化感召力、中国形象亲和力、中国话语说服力、国际舆论引导力；鼓励有国际竞争力的文化企业稳步提高境外文化领域投资合作规模和质量。

资料来源：中国政府网，招商证券

表 5：二十届三中全会与文化出海相关内容

会议名称	日期	相关文件	文化出海相关表述
中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议	2024 年 7 月 18 日	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	· 聚焦建设社会主义文化强国 · 提升国家文化软实力和中华文化影响力 · 构建更有效力的国际传播体系 · 加快构建多渠道、立体式对外传播格局 · 加快构建中国话语和中国叙事体系，全面提升国际传播效能 · 扩大国际人文交流合作

资料来源：新华社，招商证券

表 6：中共中央政治局第十七次集体学习与文化出海相关内容

会议名称	日期	文化出海相关表述
中共中央政治局第十七次集体学习	2024 年 10 月 28 日	· 不断发展具有强大思想引领力、精神凝聚力、价值感召力、国际影响力的新时代中国特色社会主义文化 · 不断提升国家文化软实力和中华文化影响力 · 推进国际传播格局重构，创新开展网络外宣，构建多渠道、立体式对外传播格局 · 更加主动地宣介中国主张、传播中华文化、展示中国形象 · 广泛开展形式多样的国际人文交流合作 · 更加积极主动地学习借鉴人类一切优秀文明成果，创造一批熔铸古今、汇通中外的文化成果

资料来源：新华社，招商证券

版权保护相关政策频出。2021 年 12 月 15 日，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》(2021)。规定短视频不得未经授权自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段。2022 年 4 月 8 日，国家版权局《关于做好 2022 年全国知识产权宣传周版权宣传活动的通知》中指出，为增强全社会尊重和保护版权的意识，积极推进版权强国建设，集中组织开展版权宣传活动，从法律法规和基本知识等方面对版权保护开展宣传。2022 年 10 月 13 日，国家知识产权局《关于知识产权助力专精特新中小企业创新发展的若干措施》强调加大涉及“专精特新”等中小企业专利侵权纠纷行政裁决办案力度，提供知识产权快速协同保护；加大对专精特新中小企业海外知识产权维权援助力度，强化企业知识产权维权援助。

图 12: 2020-2023 年国内版权保护相关政策

颁布时间	名称	具体内容
2020/6/11	《关于规范摄影作品版权秩序的通知》	加大图片领域版权整治力度, 针对摄影作品版权保护明确规范秩序、降低维权难度。
2020/9/15	《关于依法加大知识产权侵权行为惩治力度的意见》	全面加大对于知识产权侵权行为的惩治力度, 集中规定了行为保全、证据保全、举证妨碍、停止侵权、惩罚性赔偿、法定赔偿以及从重刑事处罚等措施。
2020/11/11	《著作权法》第三次修订决定通过, 于 2021 年 6 月 1 日实施	扩大可受保护作品范围, 修改著作权管理制度提高保护效率, 新增权利使用费作为赔偿方式且大幅提高法律赔偿数额。
2020/11/16	《关于加强著作权和与著作权有关的权利保护的意见》	通过提升知识产权审判质效, 切实加强文学、艺术和科学领域的著作权保护, 缩短涉及著作权案件审理周期, 完善知识产权诉讼证据规则。
2020/11/26	《关于进一步做好著作权行政执法证据审查和认定工作的通知》	为提升著作权行政执法效能, 完善著作权行政执法工作机制, 对权利证明、侵权证据、侵权认定三方面作出明确工作规定。
2020/12/2	中国国际著作权集体管理高峰论坛	严格规范著作权集体管理组织的业务活动, 纠正查处违规行为, 呼吁加强各国著作权集体管理组织交流合作, WIPO 希望继续深化与中国在版权领域的合作。
2021/4/9	《关于保护影视版权的联合声明》	倡导短视频平台加强内容治理、账号运营者提高版权意识。
2021/4/25	贯彻落实“十四五”规划纲要, 加快建设知识产权强国新闻发布会	倡议短视频平台和公众账号生产运营者提高版权意识, 将影视作品版权专项治理纳入打击网络侵权盗版“剑网”行动, 公布重点影视作品预警名单, 加大对短视频侵权行为的打击力度。
2021/6/1	中国网络版权保护与发展大会	全面加强版权保护, 强化网络空间治理, 针对短视频、直播等领域的侵权盗版乱象, 加大专项整治力度。
2021/9/23	《知识产权强国建设纲要(2021-2035 年)》	明确加强知识产权保护、提高国家经济竞争力发展目标, 2025 年版权产业增加值达到 GDP 的 7.5%。
2021/12/15	《网络短视频内容审核标准细则 2021》	细则明确了禁止出现的内容类型, 其中第二十一条要求“不得未经授权自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段”。
2021/12/29	《版权工作“十四五”规划》	提出将网络领域作为版权保护“主阵地”, 更全面地明确了监管范围和对象, 强调推动新业态、新领域的版权保护工作, 首次正式强调数字技术在版权保护中的作用。
2022/4/8	《关于做好 2022 年全国知识产权宣传周版权宣传活动的通知》	为增强全社会尊重和保护版权的意识, 积极推进版权强国建设, 集中组织开展版权宣传活动, 从法律法规和基本知识等方面对版权保护开展宣传。
2022/8/16	《“十四五”文化发展规划》	提出加强数字版权保护, 推动数字版权发展和版权业态融合, 鼓励有条件的机构和单位建设基于区块链技术的版权保护平台, 加强传统文化、传统知识等领域的版权保护。
2022/12/2	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	指出数据基础制度建设事关国家发展和安全大局, 要维护国家数据安全, 保护个人信息和商业秘密, 促进数据高效流通使用、赋能实体经济, 统筹推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理, 加快构建数据基础制度体系。
2023/2/27	第七届中国网络版权保护与发展大会	会上国家版权局、工业和信息化部、公安部、国家互联网信息办公室联合发布了《“剑网 2022”专项行动十大案件》, 推进使用正版软件工作部际联席会议办公室发布了《新时代软件正版化创新发展大事记》, 中国版权保护中心和中国人民银行征信中心就版权质权登记金融创新达成合作进行签约。
2023/3/16	《新时代的中国网络法治建设》白皮书	指出加强网络知识产权保护是支持网络科技创新的关键, 要准确把握网络环境下知识产权创造、保护、运用的特点规律, 通过建立健全监管机制、构建知识产权保护社会共治新格局, 推动平台建立知识产权保护合作机制, 开展打击网络侵权盗版专项行动等多重举措。
2023/3/30	知识产权与数字经济论坛	聚焦数字世界中的知识产权问题, 探讨人工智能、大数据、云计算等前沿技术给知识产权制度带来的挑战和机遇。
2023/5/7	2023 视频行业版权保护研讨会	长短视频平台的合作已经呈现良好效果, 继续谋求合作共赢是视频产业良性发展、高质量发展的重要方向。但针对视频版权的保护, 要充分考虑到算法、区块链、人工智能等新技术发展的进度, 既要立足法律规定, 又要着眼科技长远的发展, 更加科学和正确地把握视频版权保护的方法。

资料来源: 各政府机构官网, 招商证券

长短视频平台纷争不断, 版权保护意识不断增强。2021 年 4 月 9 日, 15 家影视行业协会和 53 家影视公司以及腾讯视频等 5 家视频网站发布了关于保护影视版权的联合声明, 对网络上出现的公众账号生产运营者针对影视作品内容未经授权

进行剪辑、切条、搬运、传播等行为，将发起集中、必要的法律维权行动。

据《2021 年中国短视频版权保护白皮书》显示，2019 年 1 月至 2021 年 5 月，12426 版权监测中心对 1300 万件原创短视频及影视综等作品的二次创作短视频进行监测，累计监测到 300 万个侵权账号，1478.6 万条二创侵权及 416.31 万条原创侵权短视频，涉及点击量 5.01 万亿次，按万次点击 10 元计算，直接损失达 50.1 亿元。

表 7：2019 -2021 年二次创作短视频盗版情况

作品类别	被侵权作品量 (件)	盗版短视频 (万条)	单部作品盗版量 (条)
国家版权局重点预警名单作品（含影视综等）	150	85.28	5685
电视剧	1179	1344.21	7556
电影	2238	53.25	238
——其中院线电影	175	14.27	816
综艺	1120	415.67	3711
体育	37（8200+场次）	181.27	48991（场均 211）
动漫	177	42.95	2427
其他	175	4.48	256
合计	5525	2056.10	3721

资料来源：12426 版权监测中心，招商证券

三、公司情况

1、订阅服务为基，稳定保护内容和平台方知识产权

以订阅服务为基础的商业模式长期稳定服务于全球顶级内容方和平台。公司通过自主研发的影视基因数字指纹（VDNA）和水印核心专利技术，帮助内容方追踪侵权，保存有力的侵权证据，并根据向客户提供的服务规模收取订阅费。同时，公司为在线视频网站和平台如 YouTube 等提供内容识别服务以及溯源能力，赋能平台客户。公司视频数字确权的核心能力由两个技术支撑：**1）指纹技术：**把视频每秒钟画面的每一帧特征值提取出来并连贯，合成一串类似 DNA 螺旋码的视频指纹，在搜索引擎、流媒体站点、短视频平台上进行大量扫描比对，识别盗版情况。**2）水印技术：**对原有的内容加入隐形的独特水印，每个用户端的水印都不同，一旦画面流出，通过隐形水印可追溯到用户账号，以实现对盗版传播的源头进行溯源。两项技术形成了完整的识别和溯源链条。

针对大型内容客户，公司为大型电影公司、影音内容版权方、流媒体平台等不同类型内容客户的视频内容在全网范围监测其使用情况；针对汇聚不同创作者或内容的平台客户，公司通过 API 算力输出服务，为平台客户提供基于影视基因数字指纹和数字水印技术的标准化服务，帮助合作伙伴建立完整的版权服务和管理系统。收购粒子科技并实现业务成功融合后，公司升级了在中国的主流内容平台对接能力，为互联网内容平台、海内外头部内容方在电信运营商、广电新媒体等影

视付费平台提供用户订阅服务。

图 13: VideoTracker 通过 VDNA 技术追踪侵权行为



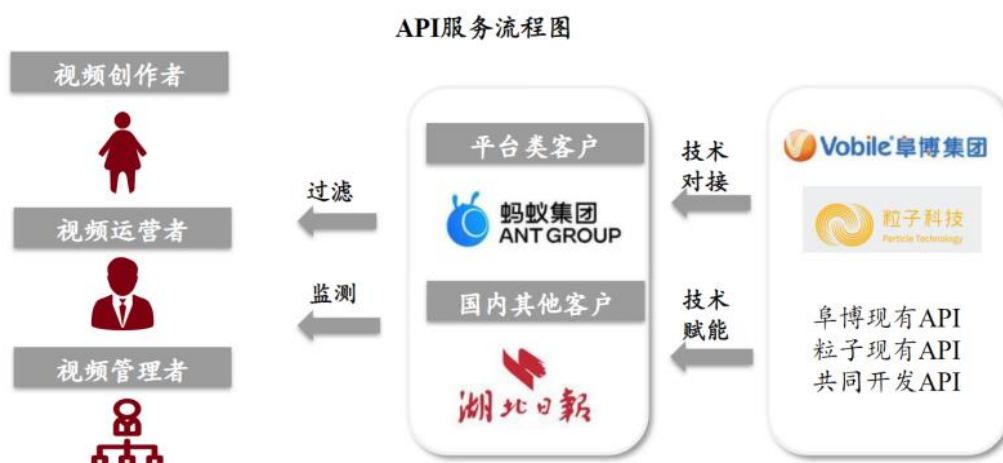
资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

图 14: 水印技术追踪侵权行为



资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

图 15: API 算力输出服务



收费模式：协助平台方进行版权确权收取服务费 + 客户直接付费调用API服务，公司分成

资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

订阅服务收入快速增长，收入占比有所上升。2020-2022 年，公司订阅服务收入连续实现翻倍以上增长，分别达到 101%、167%，2023 年进一步同比增长 58%，2020-2023 年 CAGR 为 104%，增长迅猛，2024 年增速有所放缓，为 27%。订阅服务收入占总收入比重有所提升，2020 年为 30%左右，2024 年达到 46%。

图 16: 订阅服务收入及增长率

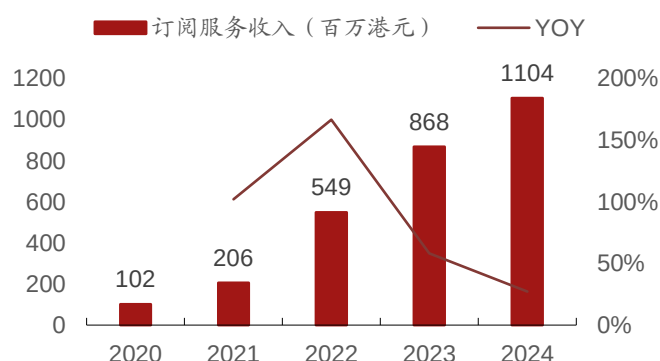
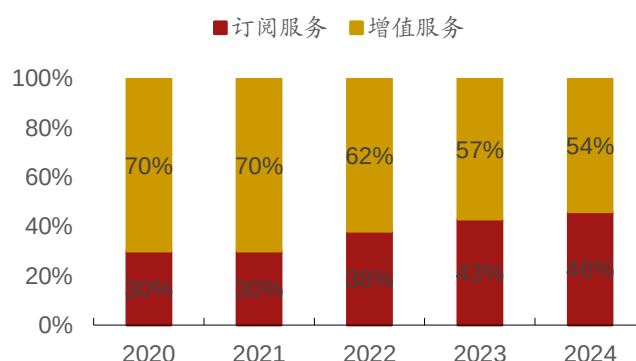


图 17: 订阅服务&增值服务收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

不断发掘客户资源，业务持续拓展。2024 年，公司持续深化数字版权保护技术的场景化应用，服务边界拓展至直播、微短剧、音乐、电商用图、网络小说等新兴领域，形成覆盖全品类数字内容的全生命周期管理体系。在直播方面，公司提升服务技术与系统能力，成功为全球顶尖流媒体平台提供实时内容流处理服务，在 YouTube、Facebook 等平台实现对直播内容的分钟级确权保护。

此外，公司在电商领域取得突破性进展，为包括拼多多、淘宝在内的行业领先电商平台搭建了商品图片版权识别体系（拼多多的知识产权保护平台即为合作成果之一），基于 VDNA 视频指纹技术实现日均超 50 万张图片的自动化确权，显著缩短知识产权纠纷处理周期。在微短剧领域，公司通过自主研发的智能监测系统为头部短视频平台定制内容提供版权确权服务，并与赣江国家级新区共建微短剧创新服务平台，旨在为当地微短剧相关企业提供全方位服务的同时，打造具备全球影响力的行业级综合服务平台。

图 18：公司业务拓展



资料来源：公司公告，招商证券

音乐版权保护方面，公司为头部音乐平台构建了跨管道监测网络，针对其核心曲库在在线音乐、音视频、直播等场景的侵权行为建立了分钟级响应机制，2024 年取得积极进展的重点项目包括华亚音乐、YouTube Shorts 项目以及网易音乐。

2025 年 4 月 14 日，公司宣布已完成收购音频内容识别技术提供商 PEX，PEX 于 2014 年在洛杉矶成立，提供音乐内容识别技术以及版权管理服务，曾获环球音乐、华纳音乐和索尼音乐三大音乐集团及腾讯和腾讯音乐娱乐集团投资。PEX 拥有全球领先的音乐领域内容识别技术，版权方能够全面监测其所拥有的音频内容，目前覆盖的平台超过 20 个，包括 TikTok、YouTube、Facebook、Instagram、SoundCloud 等主流平台，已注册的唱片公司录音作品数量达 1 亿+，已收集并索引的音频数量达 250 亿+。

表 8：PEX 技术能力

技术类型	技术能力
音频识别	能够识别原始录音、混音、变速、变调、低质量音频等多种形式的音频内容

技术类型	技术能力
旋律识别	即使在歌词变更、语言转换、现场演出等情况下，也能准确识别旋律，常用于翻唱歌曲的识别
语音识别	通过自动语音识别技术，匹配歌词的发音，识别不同语言和风格的演唱内容
声音识别	基于生物特征识别技术，识别歌手或说话者的声音，支持检测 AI 生成的音频内容

资料来源：公司公告，招商证券

客户数量稳步增长。截至 2024 年末，公司拥有内容类客户 241 个，平台方客户 136 个，合计客户数 377 个，2024 年新增 24 个；公司所管理的社交媒体活跃资产总量达 370 万个，影视付费平台上管理的内容总时长达 251 万小时。公司大客户占比保持稳定，将继续通过拓展大客户及新增客户，特别是在大客户层面，持续提升服务渗透率，以保障业务经营质量稳步提升。

图 19：公司客户及合作伙伴



资料来源：公司公告，招商证券

公司业务技术的基础设施性质决定客户的高粘性，有望受益于 AIGC 时代的内容大爆炸。迪士尼、华纳等内容方客户委托公司保护其内容免受侵权，需向公司共享大量内容数据以便于公司比对追踪，形成庞大的 VDNA 数据库，导致较高的迁移成本；YouTube 等平台方客户则会以向公司提供 API 接口等方式与公司合作，而 API 接口与平台数据均为平台资产，不会进行大量分发，选择一家稳定的服务供应商为最佳选择，因此公司客户粘性极高，2024 年客户留存率达 97%，净收入留存率 134%。

作为虚拟内容版权确权行业内目前少有的大型第三方服务供应商，公司潜在的竞争对手包括诸多 MCN 机构以及大型平台方自身确权系统。但是随着 AIGC 技术的发展，创作门槛不断降低，互联网内容数量或出现爆炸式增长，MCN 机构的小体量将越发鞭长莫及，而平台方自身版权追踪保护系统如 YouTube 的 Content ID 为免费提供服务，出于扩张用户群体与丰富平台内容的商业需求，平台不会向用户收费，在系统技术更新以及保护用户版权方面的积极性天然弱于公司，随着内容规模的快速膨胀，将专业的事交给专业的人做亦是最佳选择，公司作为业内大型第三方确权服务供应商有望充分受益。

2、增值服务助力实现 IP 价值最大化

增值服务助力 IP 价值进一步提升。通过订阅服务，公司已与全球主要内容制作方、电视网络、流媒体平台及其他内容方建立了长期稳定的合作关系。伴随业务的持续发展以及客户的多样化需求，公司在加强版权保护技术的基础上进一步提供多样化的增值服务，以帮助客户实现 IP 价值最大化。公司通过提供丰富的变现方案以提升对客户内容的渗透率和盈利能力，并通过分账模式获取收益。2024 年公司延续了与大型内容方的合约升级趋势，实现了对头部内容的更大规模覆盖，为增值服务业务的增长提供了保障。

图 20：公司增值服务在订阅服务基础上促进 IP 价值最大化



资料来源：公司官网，招商证券

针对侵权内容，版权方在下架之外，还可选择通过其传播力带来收入，内容变现机制应运而生，比如在 YouTube、Facebook、Instagram 等平台上，创作者制作的内容中使用了未经授权的内容 IP，版权方不对其进行下架处理，而是对该内容传播后产生的广告等收入基于平台规则和创作者进行分成。公司可以代表所服务的内容版权方，帮助客户在平台内确权后，将视频所产生的收入（主要为广告）追回，一条视频可以为客户追回约 55% 的广告收入，公司则参与这笔收入的分账。

针对客户在 IPTV 等中国视频点播平台上的内容发布需求，公司提供本地化的资源和服务，并在超过 120 个平台上进行内容发行。融合粒子科技的业务能力后，通过与头部平台内容方及海内外影视公司开展战略合作，公司能够汇聚全球优质内容，以单点、融合包的形式在中国电信运营商、广电新媒体、互联网平台等影视付费平台进行变现，根据内容资产的活跃程度和消费情况获取内容变现分账收入。此外，公司还可通过为上游内容创作者提供内容运营策略获取收入。

2024 年，公司新增管理 19 个国际大型影业集团的新媒体频道，为其新增订阅用户近 4000 万，年度观看量增长达 274 亿次。此外，公司着力构建数字版权价值转化生态系统，2024 年 12 月发布了 Vobile MAX 数字资产交易平台，该平台集成视频确权、区块链及 Web3 技术等，实现创作者赋能、版权变现、保护及交易的一站式服务闭环。

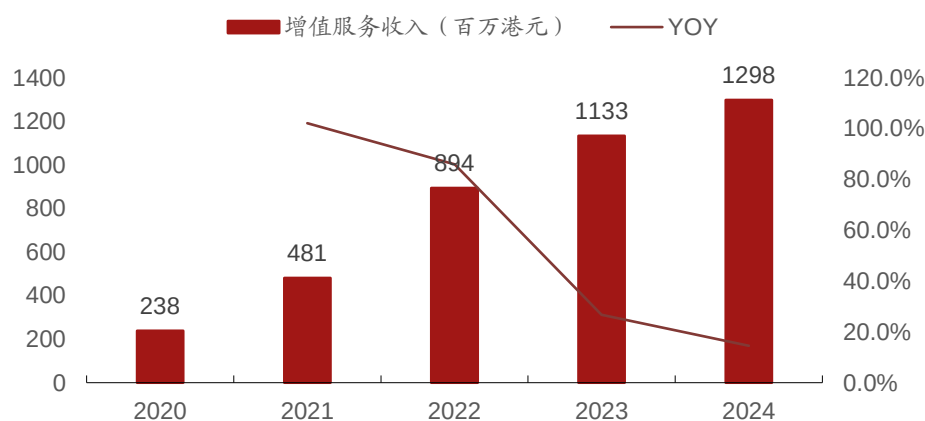
图 21：公司增值服务内容



资料来源：公司公告，招商证券

收入稳步提升，为最大收入来源。公司增值服务收入近年为最大收入来源，2021-2022 年均保持接近翻倍增长速度，分别为 102%、86%，后有所放缓，2023 年为 27%，2024 年为 14%，收入占比从 2020、2021 年的 70%左右降低至 2023 年的 57%，2024 年为 54%。

图 22：增值服务收入及增长率



资料来源：公司公告，招商证券

中国内容出海机会显现，加大短视频&短剧服务力度。2023 年，公司大幅提升了对于大客户的内容管理渗透率，在中国市场为客户进行平台建设从而系统化地管理其版权，完成了多个项目的参与和在途建设；同时中国内容出海服务展现出巨大需求，公司与多家中国主要内容方建立持续合作并不断拓展服务范围。2024 年，在文化出海方面，公司“海韵”文化出海平台的建设取得阶段性成果，且年内助力某头部内容方打造 YouTube/Meta 全球传播矩阵，实现年度国际曝光量超千亿次。

图 23：公司乘中国数字资产发展之风



资料来源：公司官网，招商证券

2024H1，公司在 YouTube 旗下短视频平台 Shorts 上运营内容的观看量大幅提升，提供变现服务的内容也更加丰富多元，活跃资产数量持续提高。期内公司不仅加大了对大型内容平台方的内容库渗透，还汇聚优质微短剧内容形成创新的产品体系，为微短剧的版权保护和全球传播提供服务。

图 24：公司助力中国内容出海

文化出海战略不断取得成果



覆盖多种海外平台，形成全矩阵



在重点国家包括越南，泰国等区域建立本地化运营



进一步战略拓展及在品牌广告合作、海外会员发展、微短剧变现等多方面深化合作

资料来源：公司公众号，招商证券

3、前瞻布局 AIGC 时代，API 业务空间广阔

及早布局，为客户知识产权在 AIGC 时代提供保护方案。公司 2020 年开始布局 AI 领域，凭借在确权领域持续积累的综合优势，公司将在生成式 AI 时代为客户提供系统性的解决方案。

2022 年，公司在美国佛罗里达州盖恩斯维尔新设立了研发和运营中心，与佛罗里达大学合作，此外还与浙江大学、香港科技大学等全球多所知名院校展开紧密合作，研发 AI 领域的数字内容确权技术和解决方案，并且通过这些合作节省了

大量超算资源方面的开支；2023 年，公司通过整合多模态大模型能力，提升了内容自动化审核场景中的文本推理和理解效率；在内容出海业务方面，通过对 AI 工具的整合，公司大幅提高了自动识别视频字幕、多语种翻译等工作流程的效率，有效提升了内容变现业务效能。

图 25：公司研发投入方向

持续技术投入夯实行业领先地位



与美国、中国内地和香港地区的知名院校展开技术研发紧密合作



与全球最领先的芯片和平台公司沟通和合作AIGC领域的版权挑战



推出多样化的水印技术解决方案，减少推行成本，完成商业化部署



持续升级内容确权技术，提高确权准确度和效率，扩大对直播内容的覆盖

资料来源：公司公众号，招商证券

API 对接跨平台确权维权，业务空间潜力大。2021 年公司与蚂蚁链达成合作，主要基于其区块链平台“鹊凿”，公司 API 端口对接到蚂蚁的平台上，平台创作者通过付费可以查看是否有人将其创作的内容盗搬至其他平台，从而大幅提升创作者确权、维权效率。将 API 端口直接开放给平台客户的模式成为公司国内 API 业务落地的典范，未来公司将继续复制该模式，助推公司本土 API 业务持续增长。目前蚂蚁对公司收入贡献已接近 10%，公司与抖音也已达成了类似合作。

图 26：公司 API 业务模式



资料来源：公司官网，招商证券

公司发布数字内容资产贸易平台。2024 年 12 月 18 日，公司在香港正式发布数字内容资产贸易平台。该平台将于 2025 年正式上线，旨在支持香港建设区域知识产权贸易中心，为数字经济持续增长提供新动力。MAX 平台通过融合区块链技术与 Web3 商业模式，把握数字经济和人工智能发展机遇，突破传统版权交易模式限制，驱动数字内容资产的自由流转与价值最大化，助力香港在全球数字经济格局中脱颖而出。

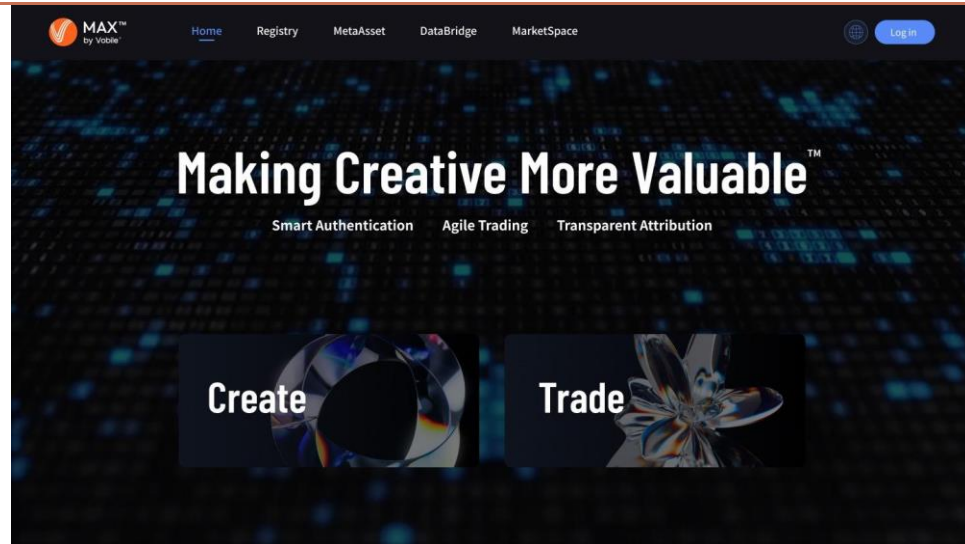
图 27：公司发布数字内容资产贸易平台 MAX



资料来源：公司公众号，招商证券

MAX 平台作为面向 AI 时代大规模生成的创作型内容，实现从确权到便捷变现的全流程服务，可被视为 AI 内容时代的“收益引擎”，其服务对象不仅包括由 AI 参与创作的内容，也涵盖大量传统内容生产者。平台预计将覆盖更多独立创作者及中小型内容机构，并让其因此受益。

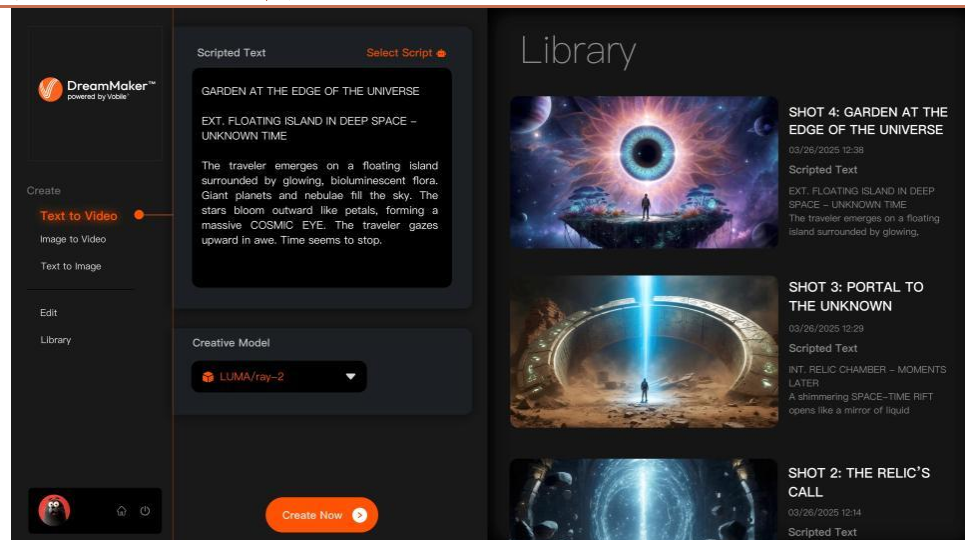
图 28：MAX 平台



资料来源：公司公众号，招商证券

公司于 2025 年 3 月 28 日推出 DreamMaker 平台。该平台基于 Media2 技术构建，依托头部芯片厂商加速计算基础设施的强大性能，为创作者提供从创意构思到内容变现的一站式解决方案。作为行业内首个深度融合 AI 大模型与高效生产工具的平台，DreamMaker 突破性地将创意视频制作、智能版权管理和多元变现路径无缝整合，使独立创作者能够以更低的门槛、更高质量、更快的速度将灵感转化为具象化作品，同时确保内容合规性与收益保障。目前平台已率先面向美国地区专业创作者开放，致力于重塑数字内容创作生态，为创意经济注入全新动能。

图 29: DreamMaker 平台

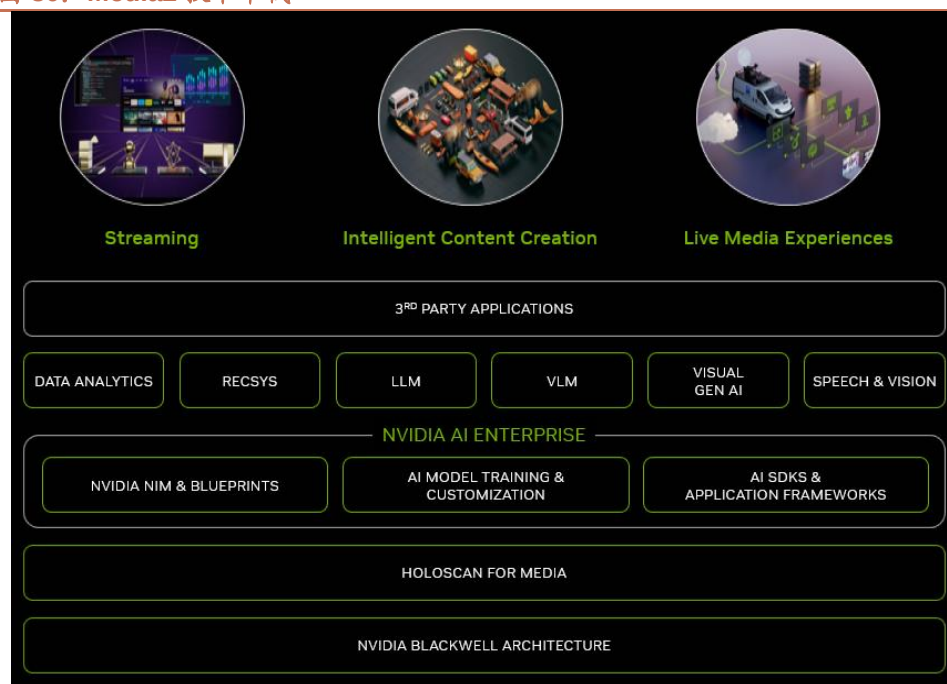


资料来源：公司公众号，招商证券

公司在 CES 上展示确权产品，与 Media2 技术对接或成业务增长新动力。2025 年 1 月 8 日，在 CES 国际消费电子展上，公司正式展示其水印技术在生成式 AI 实时视频内容中的应用成果。阜博此次演示的技术基于头部芯片厂商的云端 GPU 架构运行，实现了水印软件与 AI 生成视频内容的实时无缝集成，此次技术展示进一步印证了阜博集团在数字内容管理领域的技术领先性。

此外，Media2 系统平台在最新的 GPU 架构 Blackwell 上集成了多种 AI 软件和生态能力，进一步让 AI 赋能内容创作、流媒体、直播等领域。Media2 集成高效的确权变现生态能力，有望吸引更多的影视创作方加入使用，推动 Media2 可持续高速发展，而阜博的版权管理系统已与 Media2 完成技术对接，其融合方案能为创作者提供更全面的版权保护及价值传播支持，或成为公司新增业务机遇。

图 30: Media2 技术堆栈

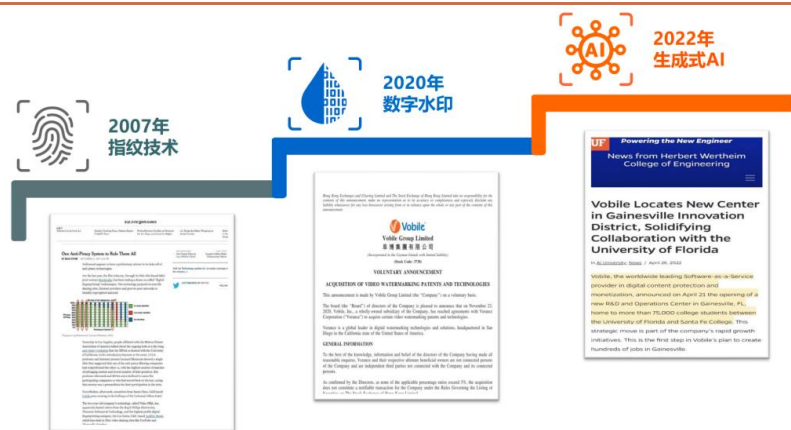


资料来源：Nvidia 博客官网，招商证券

《人工智能生成合成内容标识办法》发布。2025 年 3 月 15 日，国家互联网信息办公室等多部门联合发布了《人工智能生成合成内容标识办法》（以下简称“《办法》”）以及配套强制性国家标准，自 2025 年 9 月 1 日开始施行。人工智能生成合成内容标识包括 1）显式标识：是指在生成合成内容或者交互场景界面中添加的，以文字、声音、图形等方式呈现并可以被用户明显感知到的标识；2）隐式标识：是指采取技术措施在生成合成内容文件数据中添加的，不易被用户明显感知到的标识。

公司数字指纹及数字水印技术大有可为。根据《办法》，人工智能内容生成合成服务提供者应当按照要求对生成合成内容添加显式标识，在生成合成内容的文件元数据中添加隐式标识，隐式标识包含生成合成内容属性信息、服务提供者名称或者编码、内容编号等制作要素信息。此外，《办法》提到，鼓励服务提供者在生成合成内容中添加数字水印等形式的隐式标识。公司拥有业内先进的影视基因数字指纹及数字水印技术方案，有望受益于《办法》实施带来的 AIGC 标识需求。

图 31：公司数字指纹&数字水印技术在 AIGC 时代大有可为



资料来源：公司官网，招商证券

收购或助推业务进一步拓展。公司历次收购均达成最初的收购目标，2019 年收购 ZEFR 公司 Rights ID 和 Channel ID 两条业务线，帮助公司从内容保护进入到内容变现服务模式；2020 年收购水印技术，补足盗版溯源能力，形成版权保护完整闭环；2022 年收购粒子科技，快速打开国内发展空间；2025 年收购音频内容识别技术提供商 PEX，增强了为音乐行业提供的服务，以上收购均无业绩承诺。

表 9：公司上市以来收购事件

时间	收购对象	收购方式及具体金额	作用
2018	IP-Echelon	收购标的体量较小，未披露	进一步巩固公司在视频内容保护市场的全球领导地位
2019	Rights ID	现金收购（5000 万美元）& 盈利支付（0~4000 万美元）	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，协助客户确认其权利并确保广告收入
	Channel ID		ChannelID 提供频道运营和监测能力，以及数据分析、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
2020	向 Verance Corporation 收购若干视频水印专利及技术	收购标的体量较小，未披露	补足盗版溯源能力，形成版权保护能力完整闭环
2022	粒子科技	8.54 亿元计划收购粒子文化及附属公司 61.18% 股权	粒子科技当时已与国内外 200 多名内容营运商客户和逾百个变现平台开展合作，收购粒子科技让公司快速打开国内发展空间
2025	PEX	收购标的体量较小，未披露	增强了公司为音乐行业提供的服务，巩固了公司数字音视频内容保护与变现全球解决方案提供商的地位

资料来源：公司公告，招商证券

公司计划未来的收购往小规模发力，例如在日本、欧洲等拥有大量 IP 和客户积累的市场内，通过收购当地小团队帮助公司快速进入市场或新业务板块。公司核心的数字确权技术相对比较完整，对于需要突破的如商标等细微领域，力求找到合适的“小而美”技术公司或团队进行补足。

四、盈利预测

订阅服务：公司覆盖客户数量多、粘性高，截至 2024 年末客户留存率达 97%，净收入留存率 134%，随着公司客户数量不断增加、现有客户合作程度逐渐加深，订阅业务有望实现量价齐升，叠加国内包括 API 服务在内的业务快速拓展，政策规定下 AIGC 内容标识需求的涌现，以及全球 AIGC 技术发展带来的影视、UGC 等内容数量爆发，业务规模有望快速增长，我们预计 2025-2027 年公司订阅服务收入为 13.49/17.94/24.22 亿元。

增值服务：公司技术业内领先，与头部社交媒体平台保持紧密合作，渗透率存在较大增长空间，同时公司紧跟 AIGC 技术发展趋势，接连发布 AI 创作生态&版权管理变现平台 DreamMaker、数字资产交易平台 MAX 等，前者负责高效生产高质量内容，后者负责内容资产流通，相辅相成形成生态闭环，未来预计将覆盖诸多独立创作者及中小型内容机构，有望推动增值服务业务规模不断增长，我们预计 2025-2027 年公司增值服务收入为 14.53/17.37/20.58 亿元。

表 10：公司收入预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	1813	2224	2803	3531	4480
YoY	130%	23%	26%	26%	27%
毛利率	40.9%	43.8%	44.6%	45.5%	46.4%
订阅服务	787	1022	1349	1794	2422
YoY	60%	30%	32%	33%	35%
增值服务	1026	1202	1453	1737	2058
YoY	29%	17%	21%	20%	18%

资料来源：公司公告，招商证券

五、风险提示

1、商誉减值风险

公司商誉及无形资产从 2015 年末的 0.45 亿元逐年增加至 2024 年报披露的 15.68 亿元，主要系公司为实现业务拓展和技术升级进行的多次收购，其中导致商誉增长较快的主要事件为：（1）2019 年，公司收购 ZEFR 的 Rights ID 和 Channel ID 业务，公司商誉及无形资产从 1.30 亿增加至 6.16 亿；（2）2022 年，公司以 8.54 亿元收购粒子文化及附属公司 61.18% 股权，公司商誉及无形资产从 6.07 亿增加至 14.23 亿。

综合来看，版权保护行业整体处于快速发展阶段，公司作为全球版权保护 SaaS 龙头具有技术优势与市场地位，其相关业务有望随市场扩大持续增长，减少了商誉减值的可能性；但市场竞争加剧的潜在可能性，版权保护领域技术迭代较快，公司现有技术存在被更先进的技术替代的风险，导致被收购资产价值下降，这也会引发商誉减值风险。

2、DTC 落地不及预期风险

公司的 DTC 业务主要为 Netflix、迪士尼等流媒体平台提供数字水印技术，但面临技术迭代与行业收缩的双重挑战。例如，流媒体平台可能探索自研技术以降低对第三方服务的依赖（如 YouTube 母公司谷歌的 SynthID 工具已应用于版权保护）；同时，若全球流媒体行业因盈利压力普遍调整预算，头部客户可能压缩相关技术采购需求。若公司未能通过持续技术优化巩固差异化优势，其 DTC 业务的市场份额及收入增速可能受到显著影响。

3、国内 API 业务发展不及预期风险

公司在国内市场的 API 业务需应对《数据安全法》《个人信息保护法》等法规的合规要求，包括数据本地化存储与接口权限审批，推高运营成本。同时，本土竞争对手（如蚂蚁链“鹊凿”平台）已建立市场优势，若抖音、快手等头部平台自建版权管理系统并持续提升处理能力，将进一步挤压第三方服务需求。若公司无法突破政策壁垒或与本土生态深度融合，其国内业务的市场渗透率可能长期低于预期。

4、YouTube 等平台渗透率增长不及预期风险

公司的 Right ID 和 Channel ID 业务高度依赖 YouTube 等平台的 API 接口权限，但平台规则的动态调整可能影响数据调用效率。例如，YouTube 于 2023 年更新 API 政策，限制第三方数据调用频次；同时，短视频内容（如 YouTube Shorts）日均播放量已突破 700 亿次。若公司技术对短视频的适配性不够，可能限制业务增长。

5、核心内容客户和平台客户流失风险

尽管公司与好莱坞头部内容方（如华纳、迪士尼）及 YouTube 绑定较深，但行业整合可能削弱客户黏性。若客户建立并强化自有版权管理团队，可能导致部分业务流失；同时，平台方持续升级自有工具，可能替代部分第三方服务。若公司未能通过技术迭代维持不可替代性，其核心客户的收入贡献比例存在下降风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1319	1678	2111	2678	3374
现金及现金等价物	218	204	253	338	405
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	958	1299	1636	2062	2616
其它应收款	126	160	202	254	323
存货	4	16	19	24	30
其他流动资产	13	0	0	0	0
非流动资产	1858	1949	1999	2039	2189
长期投资	245	285	285	285	285
固定资产	64	61	111	151	301
无形资产	1468	1568	1568	1568	1568
其他	81	34	34	34	34
资产总计	3177	3627	4110	4717	5563
流动负债	668	949	1422	1868	2345
应付账款	409	432	537	665	830
应交税金	39	32	32	32	32
短期借款	119	396	743	1034	1313
其他	101	89	110	137	170
长期负债	571	556	410	271	271
长期借款	496	522	376	237	237
其他	75	34	34	34	34
负债合计	1238	1505	1831	2138	2616
股本	0	0	0	0	0
储备	1333	1771	1943	2079	2360
少数股东权益	168	179	199	218	244
归属于母公司所有者权益	1771	1943	2079	2361	2703
负债及权益合计	3177	3627	4110	4717	5563

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	100	201	(4)	(50)	(55)
净利润	(7)	132	186	251	342
折旧与摊销	123	0	0	0	0
营运资本变动	(168)	0	(257)	(328)	(430)
其他非现金调整	152	69	67	26	33
投资活动现金流	(194)	77	(38)	(27)	(137)
资本性支出	(190)	0	(50)	(40)	(150)
出售资产所得现金	0	0	0	0	0
投资增减	3	0	0	0	0
其它	0	77	12	13	13
筹资活动现金流	126	20	91	162	259
债务增减	(398)	0	201	152	279
股本增减	428	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	96	20	(110)	10	(20)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	12	298	49	85	68

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1813	2224	2803	3531	4480
主营收入	1813	2224	2803	3531	4480
营业成本	1043	1250	1553	1925	2401
毛利	770	974	1250	1607	2079
营业支出	680	747	977	1296	1653
营业利润	90	227	273	311	426
利息支出	84	85	60	20	20
利息收入	4	0	5	6	6
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	9	31	7	7	7
非经常项目损益	24	0	17	15	15
除税前利润	43	173	242	319	434
所得税	43	26	37	48	66
少数股东损益	7	15	19	19	26
归属普通股股东净利润	(7)	132	186	251	342
EPS(元)	(0.00)	0.06	0.08	0.11	0.15

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	41%	23%	26%	26%	27%
营业利润	-23%	152%	20%	14%	37%
净利润	-119%	1967%	41%	35%	36%
获利能力					
毛利率	42.5%	43.8%	44.6%	45.5%	46.4%
净利率	-0.4%	5.9%	6.6%	7.1%	7.6%
ROE	-0.4%	6.8%	9.0%	10.7%	12.7%
ROIC	-0.0%	7.2%	7.1%	7.1%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	41.5%	44.6%	45.3%	47.0%
净负债比率	19.3%	25.3%	27.2%	26.9%	27.9%
流动比率	2.0	1.8	1.5	1.4	1.4
速动比率	2.0	1.8	1.5	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
应收帐款周转率	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7
应付帐款周转率	3.2	3.0	3.2	3.2	3.2
每股资料(元)					
每股收益	-0.00	0.06	0.08	0.11	0.15
每股经营现金	0.04	0.09	-0.00	-0.02	-0.02
每股净资产	0.79	0.85	0.91	1.03	1.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04
估值比率					
PE	-997.8	54.5	38.7	28.6	21.1
PB	4.0	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	36.5	32.0	28.9	25.5	18.8

资料来源：公司数据、招商证券 注：公司 2024 年现金流量表暂未公布，表中数据以 NA 列示。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。