

## 买入

## CES 展示 AI 版权新技术，推动内容确权新篇章

**阜博集团 (3738.HK)**

2025-01-14 星期二

目标价:	<b>3.50 港元</b>
现价:	2.85 港元
预计升幅:	22.8%

### 重要数据

日期	2025-01-13
收盘价 (港元)	2.85
总股本 (百万股)	2,284
总市值 (百万港元)	6,510
净资产 (百万港元)	2,182
总资产 (百万港元)	3,781
52 周高低 (港元)	3.97/1.12
每股净资产 (港元)	0.87

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

JYW Trust	9.19%
LU Jian	5.59%
Poly Platinum	7.52%
Antchain Technology	5.09%

### 相关报告

阜博集团 (3738.HK) - 首发报告-20230117

### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

### 投资要点

#### ► 三季度持续保持高增长，商业化能力得到印证：

阜博集团发布三季度财报显示，公司实现总收入同比增长了约 29%，业务发展势头强劲。其中中国内地业务的收入按人民币计算，同比增长约 27%，每月持续收入 (MRR) 的增幅高达 32%，可见公司商业化能力得到证明，盈利模式逐渐走向成熟。

#### ► 行业对内容版权保护意识加强，推动 AI 生成确权机制落地：

12 月 1 日法新社报道加拿大多家主要新闻机构 11 月 29 日状告 OpenAI 未经许可使用加拿大媒体文章来训练 ChatGPT。业内人士预计本案可能让 OpenAI 付出数十亿美元代价。我们认为这起诉讼再次将解决人工智能训练中的版权问题提上日程，促使整个行业更加重视数据来源的合法性和版权保护，未来公司将受到行业版权保护意识提升所带来的成长机会。

#### ► 首次在 CES 上推出 AIGC 生态的版权管理服务：

在 2025 年 CES 展会上，阜博现场展示了其水印软件能力如何与 AI 生成的实时视频内容无缝集成，并运行在云端的英伟达 GPU 架构上。这款新产品不仅将生成式 AI 无缝融入实时视频内容创作，还为数字内容的版权保护与交易变现开辟了新天地。未来该技术如果成功落地，将推动行业内形成新的收入分成模式，在不仅保护内容创作者的知识产权的同时，还减少了 AI 科技企业的法律风险，使其能够更加专注于市场化应用，未来有很大的发展空间和潜力。

#### ► 给予“买入”评级：

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.04/0.06/0.08 港元，当前股价对应 2024 年至 2026 年 PE 估值分别为 76/50/36 倍。给予公司对应 2025 年 93 倍 PE/2.6 倍 PS，目标价 3.5 港元，维持“买入”评级。

百万港元	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
主营业务收入	1,443	2,001	2,570	3,025	3,624
同比增长 (%)	110.1%	38.7%	28.4%	17.7%	19.8%
毛利率	40.9%	41.0%	41.5%	41.6%	41.6%
归母净利润	42	(8)	86	130	181
同比增长 (%)	N/A	-49.1%	183.8%	52.0%	39.0%
归母净利润率	2.9%	-0.4%	3.3%	4.3%	5.0%
每股盈利 (HKD)	0.02	0.00	0.04	0.06	0.08
PS	4.51	3.25	2.53	2.15	1.80
PE	N/A	123.0	52.4	34.1	22.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 三季度持续保持高增长，商业化能力得到印证：

阜博集团发布三季度财报显示，公司实现总收入同比增长了约 29%，业务发展势头强劲。其中中国内地业务的收入按人民币计算，同比增长约 27%，每月持续收入(MRR)的增幅高达 32%，可见公司商业化能力得到证明，盈利模式逐渐走向成熟。未来随着国内数据要素相关政策的密集出台，数据要素市场化的进程有望加速推进，阜博集团作为行业的重要参与者将从中受益。公司订阅业务持续扩展，尤其在版权管理领域的的能力得到了增强，阜博集团在 2024 年扩展了订阅业务服务的版权品类，客户数量不断增加，内容库的渗透率也在稳步提升，实现了对全品类版权内容的服务覆盖为公司带来了可持续的收入增长。

### 行业对内容版权保护意识加强，推动 AI 生成确权机制落地：

12 月 1 日法新社报道加拿大多家主要新闻机构 11 月 29 日状告美国开放人工智能研究中心（OpenAI）未经许可使用加拿大媒体文章来训练人工智能聊天机器人 ChatGPT。业内人士预计本案可能让 OpenAI 付出数十亿美元代价。这是加拿大媒体首次因侵犯作品版权起诉 OpenAI。在长达 84 页的诉讼文件中，《环球邮报》、加拿大广播公司、《多伦多星报》等新闻机构表示，OpenAI 经常违反版权和在线使用条款，未经许可从加拿大媒体上抓取大量内容来帮助其开发 ChatGPT 等产品，并利用相关内容获利。此前，美国《纽约时报》也曾以侵犯版权为由，于 2023 年对 OpenAI 及微软提起诉讼。目前，该案仍在取证阶段。2024 年 4 月，另有 8 家美国媒体加入对 OpenAI 和微软的起诉。我们认为这起诉讼再次将解决人工智能训练中的版权问题提上日程，促使整个行业更加重视数据来源的合法性和版权保护，在模型训练过程中更加谨慎地处理数据，避免陷入类似的法律纠纷，推动行业建立更加规范的数据使用和版权保护机制。在国际市场，尤其是美国市场，阜博集团与全球内容提供方合作稳定，同时阜博集团的版权技术应用广泛，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等 335 个全球顶级客户，服务内容涵盖全品类版权内容，实现了从内容保护向内容交易的发展，未来公司将受到行业版权保护意识提升所带来的成长机会。

### 首次在 CES 上推出 AIGC 生态的版权管理服务：

在 2025 年 CES 展会上，阜博现场展示了其水印软件能力如何与 AI 生成的实时视频内容无缝集成，并运行在云端的英伟达 GPU 架构上。这款新产品不仅将生成式 AI 无缝融入实时视频内容创作，还为数字内容的版权保护与交易变现开辟

了新天地。与此同时，英伟达在 CES 展会期间推出视频大模型 Media2。在 AIGC 上，公司此前已进行大量技术储备和布局，其于美国佛罗里达投建的运营中心运行已达三年，此次发布部署在英伟达架构上的确权产品，在内容确权和水印技术领域取得落地成果，充分证明了其研发及技术行业领先能力。未来该技术如果成功落地，将推动行业内形成新的收入分成模式，在不仅保护内容创作者的知识产权的同时，还减少了 AI 科技企业的法律风险，使其能够更加专注于市场化应用，未来有很大的发展空间和潜力。

#### 给予买入评级：

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.04/0.06/0.08 港元，当前股价对应 2024 年至 2026 年 PE 估值分别为 76/50/36 倍。由于公司持续对研发及技术并购上投入，我们下调了全年归母净利润预期，但考虑到公司技术壁垒较高，同时国内版权保护存在巨大市场空间。综上，给予公司对应 2025 年 93 倍 PE/2.6 倍 PS，目标价 3.5 港元，维持“买入”评级。

#### 风险提示

与英伟达合作落地不及预期、市场竞争加剧、国内版权保护机制落地不及预期

**财报报表摘要**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万港元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	1,443	2,001	2,570	3,025	3,624
成本	(852)	(1,151)	(1,503)	(1,767)	(2,116)
毛利	591	850	1,066	1,258	1,507
销售费用	(152)	(285)	(360)	(393)	(435)
管理费用	(163)	(203)	(283)	(339)	(406)
研发费用	(133)	(232)	(296)	(333)	(399)
其他收益	(50)	(84)	5	10	15
税前利润	93	47	134	203	283
所得税	(34)	(47)	(27)	(41)	(57)
净利润	58	(0)	107	163	226
少数股东权益	16	8	21	33	45
归母净利润	42	(8)	86	130	181
增长					
总收入 (%)	110.1%	38.7%	28.4%	17.7%	19.8%
净利润 (%)	N.A	-100.4%	-51064.2%	52.0%	39.0%

**资产负债表**

&lt;百万港元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产	47	71	71	71	71
无形资产	408	450	450	450	450
商誉	1,184	1,170	1,170	1,170	1,170
金融资产	193	199	199	199	199
其他固定资产	162	159	159	159	159
固定资产合计	1,995	2,050	2,050	2,050	2,050
应收账款	686	1,057	1,358	1,598	1,915
按金, 预付款项及	114	128	165	194	233
可收回税款	12	11	11	11	11
货币资金	226	240	178	197	235
流动资产合计	1,039	1,436	1,711	2,000	2,393
应付账款	280	451	589	692	829
租赁	11	8	8	8	8
短期借款	657	136	136	136	136
应计负债及其他应	71	98	128	151	181
应交税费	35	43	43	43	43
流动负债合计	1,054	737	905	1,031	1,197
长期负债合计	532	630	630	630	630
股东权益合计	1,674	2,140	2,247	2,409	2,636

**财务分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	40.9%	42.5%	41.5%	41.6%	41.6%
经营利润率 (%)	6.4%	2.4%	5.2%	6.7%	7.8%
归母净利润率 (%)	2.9%	-0.4%	3.3%	4.3%	5.0%
ROE	3.5%	0.0%	4.8%	6.7%	8.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	31.1%	36.0%	36.5%	35.2%	34.2%
实际税率 (%)	37.2%	100.4%	20.0%	20.0%	20.0%
应收账款天数	29	23	23	23	23
应付账款天数	118	141	141	141	141
财务状况					
负债/权益	0.95	0.64	0.68	0.69	0.69
收入/总资产	0.48	0.57	0.68	0.75	0.82
总资产/权益	1.81	1.63	1.67	1.68	1.69

**现金流量表**

&lt;百万港元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前利润	93	47	134	203	283
非现金调整	204	272	39	39	39
资本变动	(259)	(209)	(170)	(159)	(219)
经营活动现金流	38	110	3	83	103
投资固定资产	(1,042)	(214)	(26)	(26)	(26)
其他资产变动	14	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,028)	(214)	(26)	(26)	(26)
融资活动	1,021	649	0	0	0
其他融资活动	(100)	94	(39)	(39)	(39)
融资活动现金流	921	743	(39)	(39)	(39)
现金变化	(69)	639	(62)	18	38
期初持有现金	497	226	240	178	197
汇兑变化	6	(22)	0	0	0
期末持有现金	434	844	178	197	235

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>