

互联网 | 公司研究

2022年12月1日

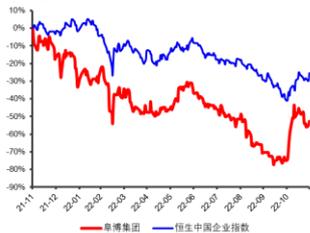
买入

首次覆盖

市场数据：2022年11月30日

收盘价 (港币)	3.470
恒生中国企业指数	6374.44
52周最高/最低价 (港币)	7.420/1.660
H股市值 (亿港元)	73
流通H股 (百万股)	21.18
汇率 (人民币/港币)	1.10

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

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

联系人

任梦妮
(8621)23297818 x 转
renmn@swsresearch.com

阜博集团：版权 SaaS 领军，视频 DTC 和 UGC 时代受益

阜博集团 (03738.HK)

阜博集团是数字内容资产保护和交易领域的 SaaS 服务商。2005 年，创始人王扬斌在美国硅谷创立阜博集团，2018 年 1 月阜博在港交所主板上市。上市以来，公司内生外延并举，拓展产品服务吸纳数字娱乐行业资深管理层和战投，并将产品和业务从美国延伸至全球。2022 年，阜博完成收购粒子文化及附属公司 61.18% 股权，旨在拓展中国大陆市场。全球视频行业的 DTC 浪潮，和 UGC 高速发展，版权保护需求扩容。阜博传统内容保护业务基本盘稳固，海外的社交媒体平台变现业务和国内的 API 服务业务有望逐步落地带来增量。3Q22 公司收入 4.08 亿港元，yoy+130%，剔除粒子并表增厚业绩的影响，仍实现 yoy+51% 的增长，其中中国内地市场收入 yoy+387%，22Q3 美国市场收入同比增速 35%。

海外内容产业 DTC 浪潮，叠加国内 PUGC UGC 视频崛起，版权保护和交易服务市场扩大。(1)

对海外：传统内容方如迪士尼等向流媒体转型，扩大了对版权保护的需求；PUGC、UGC 视频等社交媒体崛起，版权获得新的分发渠道但也加剧了内容版权纠纷，版权保护商能够平衡 PUGC/UGC 视频与原创内容的利益，帮助原创内容分享社交媒体的广告收益，延伸服务链条也获得收入弹性；
(2) 对国内：经历 UGC 的变革，并催生版权保护需求，随着国内版权保护政策逐步完善，公司有望基于粒子科技国内数字内容合作方的积累和阜博的技术优势，复制海外市场的成功经验。

从版权保护到协助变现，中美市场齐头并进。阜博集团基于数码指纹技术 (Video Tracker) 和水印技术提供版权内容的识别和保护的 SaaS 服务，主要包括基础的订阅服务和基于此的增值服务，并基于十余年海外运营经验，与海外内容方、平台合作深厚，国内收购粒子科技有助于拓展客户和平台合作。产品上：**(1) 订阅服务**主要为传统内容客户和平台客户提供版权保护服务，海外增量主要是传统内容方向 DTC 平台转型带来的版权保护需求变化，阜博有望获得更多的合作客户；国内增量主要是复制蚂蚁鹊凿平台合作模式；22H1 订阅服务收入占比 36%，预计 22-24 增速 22%/49%/43%，**(2) 增值服务**主要针对社交媒体变现分账和影视付费分账，弹性来自海外内容方授权阜博更多内容库以及更多平台，阜博 8 月升级与华纳兄弟探索合同，增加授权 HBO 的头部内容和 Facebook 平台，有望带来弹性。22H1 增值服务收入占比 64%，预计 22-24 增速 305%/48%/40%。

首次覆盖，给予“买入”评级。阜博集团是海内外数字内容资产保护和交易领域的龙头 SaaS 服务商。当前，公司传统内容保护业务基本盘稳固，社交媒体变现业务和 API 服务业务有望逐步落地带来增量贡献。我们预计 22-24 年阜博集团总营业收入为 14.20 亿港元，20.21 亿港元，及 28.51 亿港元，同比分别增长 107%、42% 及 41%；22-24 年公司经调整净利润为 1.01 亿港元，1.47 亿港元及 2.33 亿港元，同比分别增长 59%，46% 及 59%。PS 估值法下，我们给予 2023 年行业平均 6.4 倍 PS，目标市值 129 亿港元，目标价 6.104 港元，首次覆盖给予“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

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万港元)	340	687	1,420	2,021	2,851
同比增长率 (%)		102%	107%	42%	41%
经调整净利润 (百万港元)	-33	64	101	147	233
同比增长率 (%)		-291%	59%	46%	59%
经调整每股收益 (港元)	-0.07	0.03	0.05	0.07	0.11
净资产收益率 (%)	-4.22	4.14	6.33	8.73	12.66
市盈率 (倍)	-241	191	73	50	32
市净率 (倍)	24	18	5	4	3

资料来源：Wind，申万宏源研究

投资案件

投资评级与估值

阜博集团是海内外数字内容资产保护和交易领域的龙头 SaaS 服务商。社交媒体平台崛起带来视频传播渠道变革，版权方对内容保护的需求也发生变化。阜博传统内容保护业务基本盘稳固，社交媒体变现业务和 API 服务业务有望逐步落地带来增量贡献。我们预计 22-24 年阜博集团总营业收入为 14.20 亿港元，20.21 亿港元，及 28.51 亿港元，同比分别增长 107%、42% 及 41%；22-24 年公司经调整净利润为 1.01 亿港元，1.47 亿港元及 2.33 亿港元，同比分别增长 59%，46% 及 59%。PS 估值法下，给予 2023 年行业平均 6.4 倍 PS，目标市值 129 亿港元，目标价 6.104 港元，基于 50% 以上空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

假设订阅业务收入：2022-2024 年分别为 5.9 亿港元，7.9 亿港元及 11.3 亿港元。其中平台客户收入分别为 4.6 亿港元，6.4 亿港元及 9.5 亿港元，高增长主要来自 API 服务业务拓展，假设 22 年-24 年 API 客户数量分别为 1 个，2 个及 4 个；客单价分别为 2000 万港元，1700 万港元及 1500 万港元。

增值服务收入：(1) 社交媒体平台收入分别为 7.04 亿港元、9.71 亿港元及 13.35 亿港元，月均活跃资产管理数增长是公司业务增长的主要动力；(2) 影视付费平台分账收入分别为 1.30 亿港元、2.10 亿港元及 2.90 亿港元；(3) 预计经过 22 年测试，公司 DTC 平台业务 23 年开始贡献分账收入，23 年-24 年分别实现收入 0.50 亿港元，1.00 亿港元。

有别于大众的认识

市场对公司业务认识不够清晰。公司由于多次收购且调整业务口径，市场对业务认知不够清晰。我们详细梳理了公司两大业务分类，8 条子产品线的业务模式和增长动力。

市场认为传统媒体 SaaS 订阅模式增长天花板明显。我们认为公司已积极筹备转型应对，流媒体时代，传统内容方随着渠道变化而改变内容传播方式，DTC 是可落地的流媒体保护模式，社交媒体分账模式对平台和内容方双赢，有望带来长期增量。

市场对粒子科技国内业务空间认识不足。粒子 API 服务目前与蚂蚁平台合作，保护内容创作者，未来有望与其他头部内容平台合作，帮助其实现版权监测和内容保护。

股价表现的催化剂

API 业务拓展新平台客户；社交媒体变现业务客户授权更多内容库或平台；DTC 平台测试业务规模化推广

核心假设风险

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

1. 公司概况：世界领先的数字内容资产保护和交易 SaaS 服务提供商

1.1 历史复盘：内生外延相结合，实现技术、业务升级和区域市场拓展

阜博集团是数字内容资产保护和交易领域的 SaaS 服务商，基于自有的指纹和水印核心专利技术，为内容行业客户提供 IP 产权追踪服务，包括内容保护，频道管理及多种增值服务等。公司 2005 年始创于美国硅谷，2018 年 1 月在港交所主板上市。

公司上市以来，积极通过内生外延并举的方式拓展版权保护和交易服务的相关技术和产品，并将业务从美国延伸至全球。

- **技术拓展**：自研 VDNA 指纹技术，收购 IP-Echelon，2019 年 11 月收购 ZEFR 拓展语义搜索技术，和自有的数字视频指纹技术形成互补，2020 年收购 Verance 水印专利及技术。
- **业务拓展**：收购 Blayze，收购 Rentrak 的传统 PPT 业务，收购 ZEFR 后与 Youtube、Facebook 等视频、社交平台建立合作（RightsID 是 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 等独立版权管理供应商），延伸服务链条，为内容版权方客户提供“一站式”服务，完成了从内容保护向内容“保护+变现”的拓展。
- **区域市场拓展**：公司业务从美国市场向全球拓展，其中中国大陆市场是重点布局区域。公司从汇丰银行获得超过 1.27 亿美金并购融资支持，在 2022 年完成收购粒子文化及附属公司 61.18% 股权，旨在拓展中国大陆市场。

图 1：阜博集团历史复盘

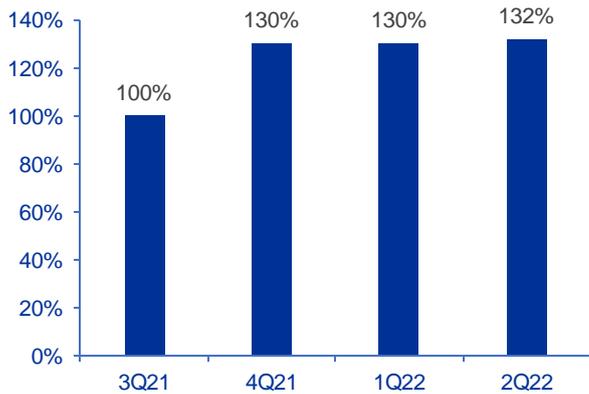


资料来源：申万宏源研究

1.2 财务数据：业务模式创新和全球化提升业务天花板

收入持续高成长，盈利能力关注融资成本的影响。2019年-2021年收入复合增速117%，其中2020年公司实现收入同比增长加速，同比增长133.6%（系Rights ID业务并表2019/11），1Q-3Q22收入9.64亿港元，同比增长94%，3Q22公司收入4.08亿港元，yoy+130%，剔除粒子并表增厚业绩的影响，3Q22公司收入仍实现同比增长51%的亮眼增长。2020年收购ZEFR并表RightsID等业务后，公司毛利率下降至48.7%，主要由于ZEFR收购的部分产品收入较低，22H1毛利率下降较多至41.4%，是由于5月毛利率较低的粒子科技并表，22H1经调整EBITDA为1.3亿港元，同比增长95%，利润率23%；经调整净利润为5003万港元，同比增长39%，利润率9%。2019年收购交易成本使得当年管理费用率明显高于其他年份。随着收购后的业务成功整合，22H1公司的销售费用率，管理费用率分别为8.9%，10.3%，回归正常水平。财务费用方面，2020年融资成本较高，主要来自可换股债券及计息借贷利息开支，2022年上半年包括计息借贷的利息开支仍有2300万港元。2022年上半年公司研发开支占收入比重为10.5%。

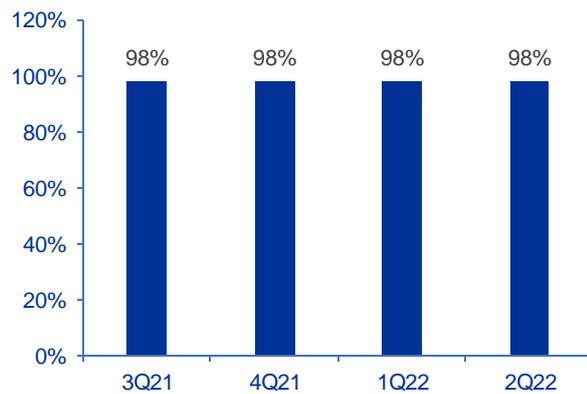
图 2：净留存率（NRR）



注：3Q21实际留存率大于100%，特此标注

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：客户留存率



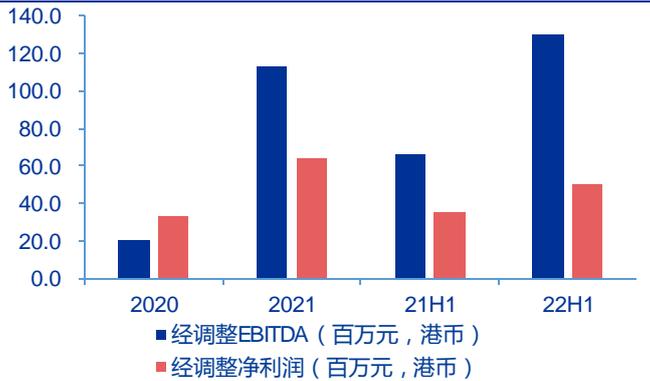
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：阜博集团营业收入（百万元，港币，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：经调整 EBITDA 及经调整净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：毛利率



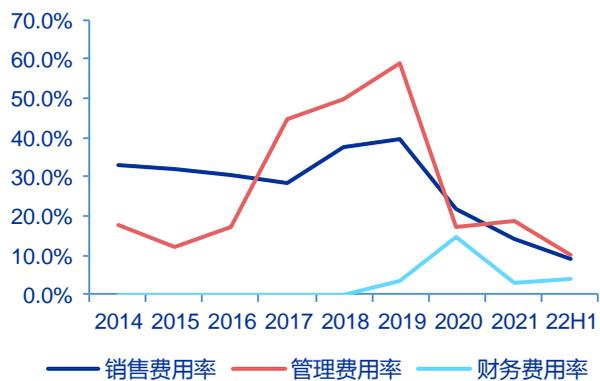
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：研发开支



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：三项费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

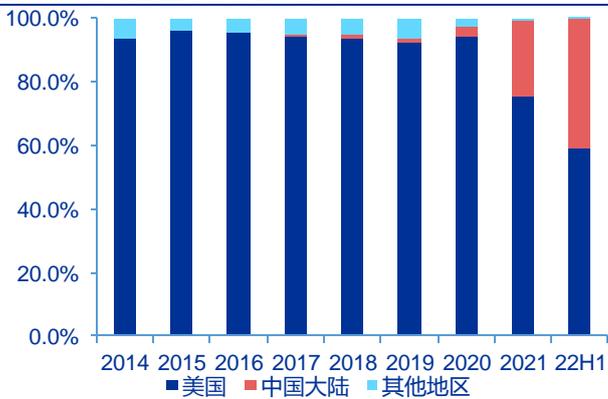
夯实美国市场之外拓展新区域，中国内地成为重点新市场。 21 年中国大陆收入 1.66 亿港元，占比 24%，同比增长 13.55 倍，2021 年上半年，阜博与蚂蚁、快手、华数传媒、省广集团、咪咕、天翼视讯、中国体系等达成战略合作，2021 年 9 月阜博附属公司与浙江文交所签约合作，共同打造领先的数字版权保护交易平台。2022 年阜博集团战略性收购为运营商、新媒体平台、OTT、IPTV 等提供视频分发及边缘计算 SaaS 服务的中国视频技术公司粒子科技，并于 22 年中报并表，22H1 中国大陆市场收入占比达到 41%。根据公司公告，22Q3 美国市场收入同比增速 35%（22H1 同比增长 31%），22Q3 中国内地市场收入同比增长 387%（22H1 同比增长 2.4 倍）

业务结构来看，22H1 订阅服务占比 36%，增值服务占比 64%。

- 21H1 之前公司业务划分为订阅型 SaaS 业务及交易型 SaaS 业务。订阅型 SaaS 业务按年订购收费，交易型 SaaS 业务则以收入分成的方式收费。2019 年 11 月收购 RightID ChannelID，2020 年交易型 SaaS 业务收入占比提升至 69%，订阅型 SaaS 业务收入占比 31%。

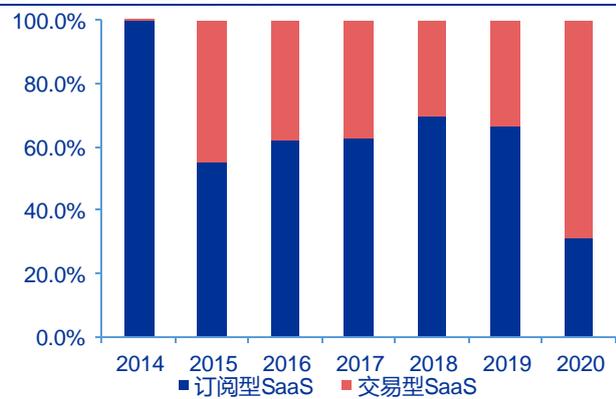
- 21H1 公司将业务划分为内容保护和内容变现，内容保护业务基本是订阅型 SaaS 收入的延续，主要通过 Video Tracker 视频指纹服务使客户能追踪管理数字资产、或者给内容资产加上水印以追踪、阻截侵权行为；内容变现业务主要通过 Rights ID 及 Channel ID 等产品，利用指纹或水印识别平台的内容，代客户分析并向 Youtube、Facebook 等平台收取广告收入，而不是让内容下架。
- 2022 年将业务划分为订阅服务、增值服务。订阅服务包括内容保护（基于卓博的指纹技术和水印技术应用）和专区频道管理（基于卓博和内容发行平台建立的合作，在发行平台上为 IP 产权持有者客户管理专区频道），增值服务为客户进一步实现 IP 产权价值，主要包括社交媒体平台变现分账和影视平台发行分账服务。

图 9：公司营业收入地区分布



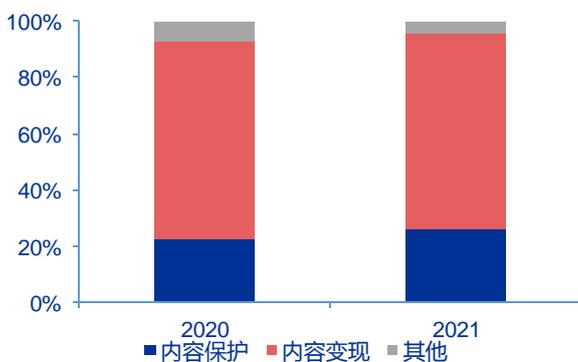
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：公司业务结构，2014-2020



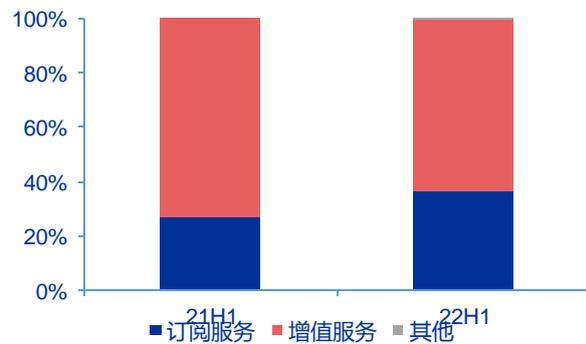
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：公司业务结构，2020-2021



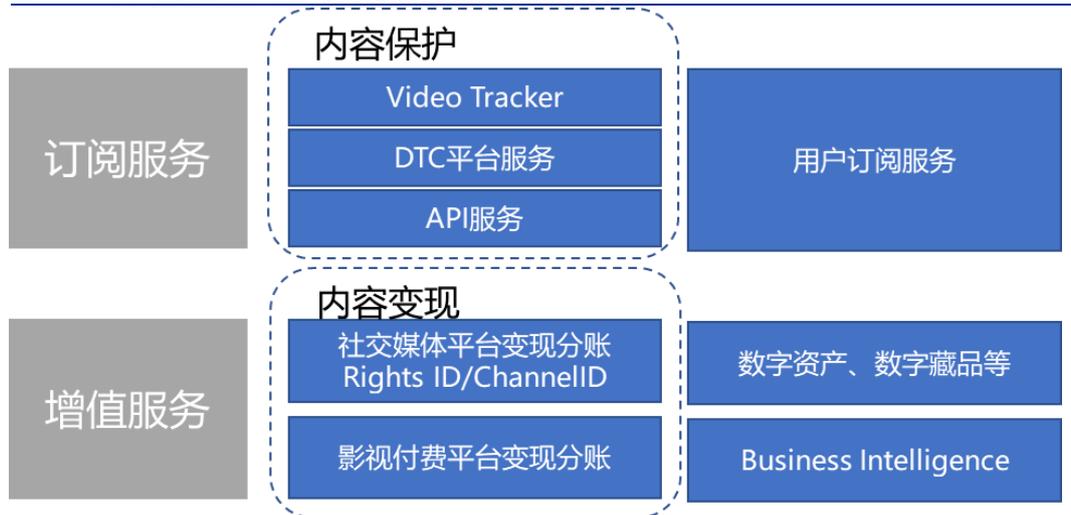
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：公司 22 年中报业务划分



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：公司营业收入结构划分变化



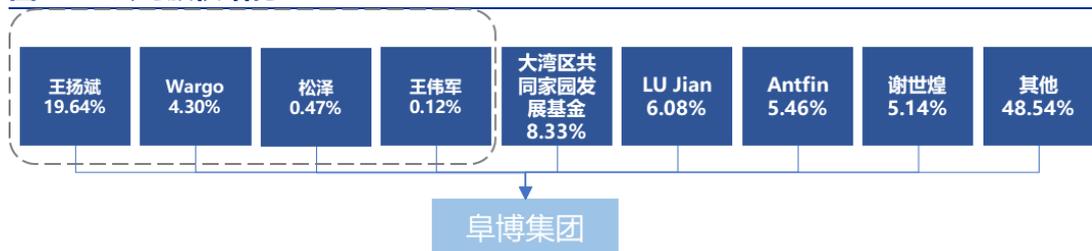
注：原始披露口径中的内容保护和内容变现，与新业务不完全符合

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 股权结构和管理层：高管数字版权行业积累深厚，引进蚂蚁等战投

创始人持股 19.6%，公司引进多家战略投资者。公司董事、高管王扬斌（公司主席）、David Wargo（非执行董事）、松泽正明（战略及投资总裁）、王伟军（非执行董事）均持有公司股份，公司主席、执行董事兼行政总裁王扬斌持有公司股份 19.64%，是公司第一大股东。公司成立以来得到多家知名机构以及多位优秀投资人投资。公司第二大股东为大湾区共同家园发展基金，持股比例达 8.33%；公司第三大股东 LU Jian 持有公司股份 6.08%。此外，蚂蚁集团通过 Antfin (Hong Kong) Holding Limited 间接持有公司股份 5.46%。2020 年 12 月 20 日，公司向蚂蚁链配售 2,890.17 万股新股，每股认购价为 13.84 港元，并签订合作协议：阜博为蚂蚁链营运的数字版权服务提供视频、音频领域的新媒体监测技术和海外新媒体内容版权运营变现服务，此外，阜博与蚂蚁链共同构建全球“去中心化”版权发行及交易平台。

图 14：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司管理团队在数字版权行业有丰富经验积累。创始人、董事会主席兼行政总裁王扬斌深耕版权保护 SaaS 二十余年；战略及投资总裁松泽正明曾先后在 NBA 及高盛任职；业务发展高级副总裁 Benjamin，曾任职于 Blayze、Google；业务发展及销售行政副总裁 Michael 负责美国内容保护产品的销售；战略与运营高级副总裁 Christopher 曾在 ZEFR 负责 Channel

ID 业务；产品与创新高级副总裁 Mark 曾在派拉蒙任职 14 年，曾担任数字内容运营副总裁；首席技术官赵健曾为 Verance 技术副总裁，Verance 被阜博收购后加入公司；财务总监、董秘何世康在所属领域也有十余年从业经验。

表 1：公司高管

姓名	职务	任职日期	简介
王扬斌	执行董事、董事会主席、行政总裁	2005 年 5 月	创始人，负责企业战略、产品策略及开发、业务发展及营运
松泽正明	战略及投资总裁	2021 年 7 月	曾担任 NBA 环球策略高级副总裁，兼任 NBA 中国首席战略官，曾为高盛(Goldman Sachs)董事总经理
Michael Paul WITTE	业务发展及销售行政副总裁	2008 年 1 月	负责监督美国内容保护产品的所有销售，客户维护、进行售后服务，管理硅谷销售团队，SaaS 业务拥有逾十年经验。
Benjamin Russel SMITH	业务发展高级副总	2014 年 2 月	负责监督 ReClaim 产品的销售；曾担任 Blayze Inc.的行政总裁；曾于 Google Inc.担任战略合作发展高级经理
Christopher Mark MARSHALL	业务运营高级副总裁	2014 年 2 月	Rights ID 及 Channel ID 被收购后担任 Channel ID 副总裁。
Mark Woodrow Hall	产品及创新高级副总裁	2020 年 3 月	目前负责监督产品及创新职能。曾于派拉蒙影业(Paramount Pictures)任职 14 年，最后职位为数字内容变现副总裁；曾于 DreamWorks Studios 担任信息技术员，曾为 Merchants BillingServices 的首席技术官。
赵健	首席技术官	2021 年 3 月	负责为客户进行技术开发及推广以改善及增加业务。曾于 Verance Corporation、汤姆逊担任技术官，曾为 MediaSec Technologies,Inc.的创建人、总裁兼首席技术官

资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 传媒业 DTC 时代，版权保护和交易服务市场扩容

2.1 DTC 推动版权保护和内容变现业务加速发展

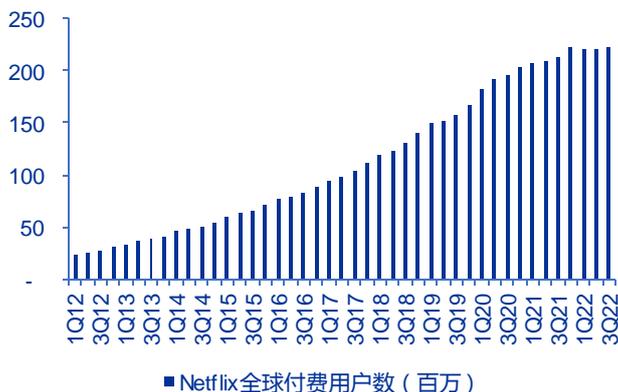
流媒体时代，DTC (Direct-to-Customers) 模式推广，内容的价值创造上限打开。20 世纪初无线电波技术应用下的广播电视时代，五大广播电视台作为稀缺的内容分发渠道，具有较强的议价权，内容制作商由于分发渠道少，瓶颈相对明显。此后的有线电视则通过同轴电缆、卫星直接传输节目信号，HBO 为代表的付费频道开始兴起，但是成本较高。而 20 世纪末-21 世纪初，流媒体传输协议、4G 普及等加速了流媒体时代到来，并且成本更低，传输更快，推动内容触达更广泛的用户。一方面，在流量上具备优势的新媒体渠道抓住用户的核心在于独家优质内容，奈飞、苹果等互联网平台投入内容自制，亚马逊收购美国米高梅影片公司；另一方面，传统传媒巨头凭借内容优势，积极渠道转型，以适应用户媒体消费习惯的变迁，华纳兄弟和探索频道完成媒体业务合并交易，成立华纳兄弟探索，迪士尼为代表的传统传媒巨头推出自有流媒体平台。截止 2022 年 10 月 1 日，迪士尼流媒体在全球的订阅用户达到 2.336 亿，较二季度净增加 1460 万订阅用户，预计 2024 财年末迪士尼流媒体总订阅用户数将达 3-3.5 亿；22Q3 奈飞订阅用户超 2.2 亿，华纳兄弟探索旗下多个流媒体平台合计订阅用户突破 9490 万人。2021 年媒体行业 DTC 巨头客户总收入超过 4 万亿港元。

表 2：海外主要流媒体平台运营数据

流媒体平台	母公司	推出时间	订阅用户数
Netflix	奈飞	2002	截至 22Q3，2.2309 亿
Disney+	迪士尼	2019	截至 22 年 10 月 1 日，1.64 亿
Hulu		2007	截至 22 年 10 月 1 日，4720 万
ESPN+		2018	截至 22 年 10 月 1 日，2430 万
Prime Video	亚马逊	2011	预计为 1.72 亿-2 亿
HBO、HBO Max、Discovery+	华纳兄弟探索	2020	截至 22Q3 突破 9490 万人

资料来源：迪士尼，奈飞，华纳兄弟探索，申万宏源研究

图 15：奈飞全球付费用户数（百万）



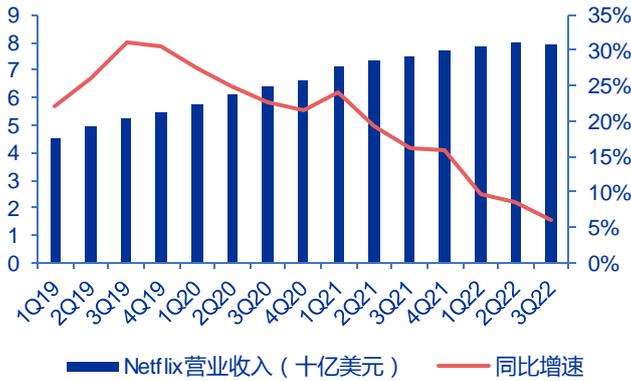
资料来源：奈飞，申万宏源研究

图 16：迪士尼全球付费用户数（百万）



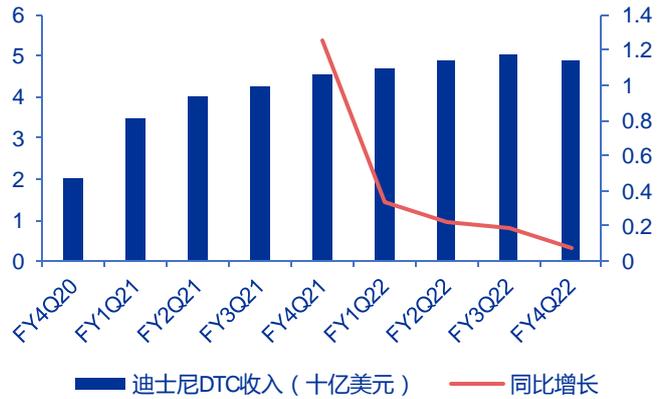
资料来源：迪士尼，申万宏源研究

图 17 : Netflix 营业收入及同比增速



资料来源：奈飞，申万宏源研究

图 18 : 迪士尼 DTC 收入及同比增速

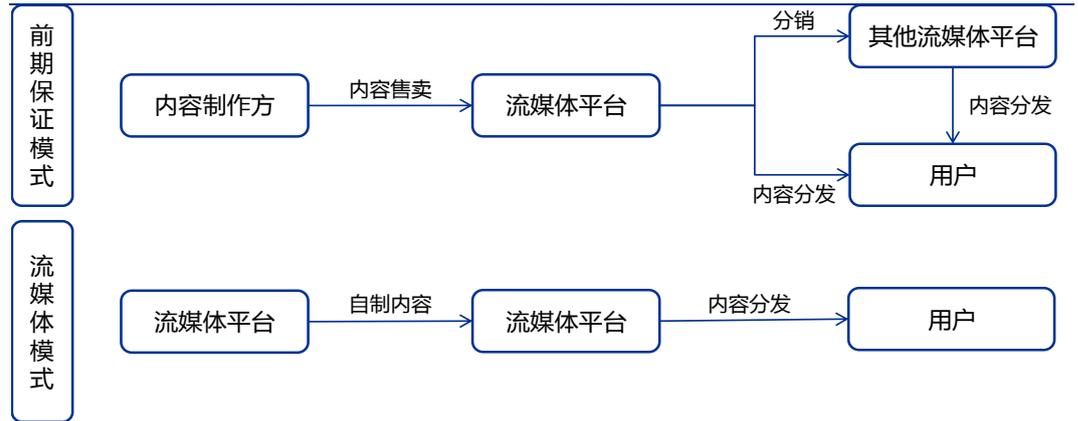


资料来源：迪士尼，申万宏源研究

相应地，DTC 流媒体模式拉升对独家优质内容版权保护的需求。过去，很多影视内容公司主要通过线下发行方或电视媒体等渠道进行发行，内容方和发行方分离，内容方不直接接触达消费者；在价值分配上，主要采用前期保证模式，即头部内容制作方通过一次性买断获得授权收入或保底收入，平台再将内容上架并进一步分销给其他媒体平台，因此版权保护预算较少，因为内容公司已经通过买断式交易获得大部分收入，新增版权保护成本并不能带来收入弹性；其维护版权的成本一般仅是法务部门的成本，有能力支付版权维护费用的也仅是少数头部内容公司。

DTC 实现了内容方与发行方的一体化，给予了原创内容公司、发行公司直接接触达用户的机会；在价值分配上，因为直接接触达用户，内容方可直接按最后终端用户付费收入进行，且触达用户更广泛，优质内容变现天花板打开。且优质独占内容是平台吸引更多订阅用户的关键，各大流媒体公司付出高额成本外购或自制版权。奈飞预计 2022 年的内容支出为 170 亿美元。版权保护可以减少原创内容产生的订阅用户付费收入外流，内容和平台一体化的公司有更强的意愿支付版权保护成本。版权保护服务商的收入天花板得以进一步打开。

图 19 : 前期保证模式与流媒体内容分发流程示意图



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

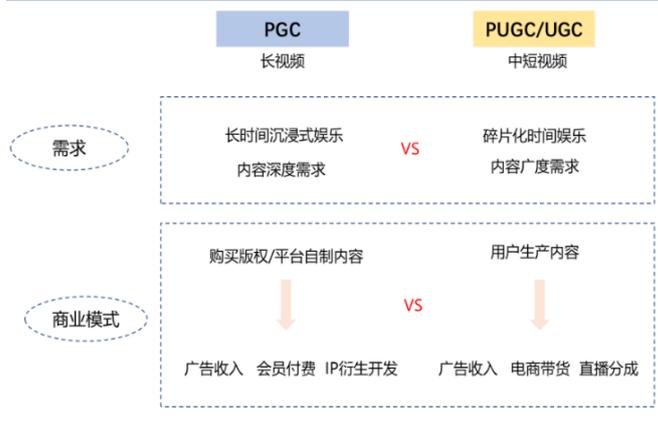
2.2 版权保护商平衡 PUGC/UGC 和 PGC 视频利益，拓展内容变现

随着移动设备普及，内容生产门槛降低、内容消费碎片化，以 Youtube 为代表的 PUGC、UGC 视频崛起，Youtube 2021 年广告收入达到 288 亿美金。

- 长视频：主要为专业化制作及叙事完整的 PGC 内容，满足沉浸式娱乐需求，重在深度，变现上包括多渠道的广告、付费、版权分销以及 IP 运营为核心的二次变现。
- 中短视频：主要为网红主播为代表的 PUGC/UGC 内容，满足打发碎片化时间和用户自我表达的娱乐需求，重在广度；通常生命周期较短，变现集中于眼球时间的一次性变现，平台需要通过算法、运营等指定社区规则形成差异化的社区调性，以提升用户的粘性。
- 过去长视频满足了浅层次的打发碎片化时间需求+深度内容需求，但中短视频凭借更海量内容、更低的观看门槛（免费、信息流广告和非贴片广告），更好地满足了打发碎片化时间的需求。但在深度内容方面，PGC 难被中短视频取代。

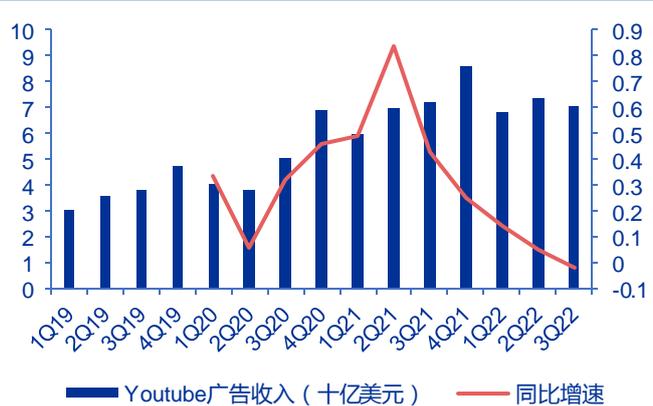
PUGC、UGC 视频有更大的用户覆盖面，可助力长视频的版权内容推广，但另一方面，长短视频之间关于版权问题的纠纷也愈演愈烈。根据美国 1998 年制定的《数字千年版权法案》的避风港原则（网络服务提供者使用信息定位工具，包括目录、索引、超文本链接、在线存储网站，在其链接、存储的相关内容涉嫌侵权，如果其能够证明自己并无恶意，并且及时删除侵权链接或者内容，则其不承担赔偿责任，故“避风港规则”又称为“通知+删除”规则），平台方不主动检测用户上传内容是否侵权，如收到侵权警告后立即下架。这一原则促成了 Youtube 等平台的迅速发展，但又留下了侵权索赔的隐患。为平台生态的长远考虑，YouTube 开发了平台审查检测技术——Content ID，通过比对确认内容是否侵权以保护原创内容所有者的权益。但从版权方角度，平台推出的侵权检测系统既当运动员，又当裁判，缺乏中立性，因此需要第三方版权保护公司来平衡版权所有者和分发平台的关系。

图 20：不同视频商业模式的对比



资料来源：申万宏源研究

图 21：Youtube 广告收入及同比增速



资料来源：Alphabet，申万宏源研究

第三方版权保护服务商，可平衡原创内容与社交媒体等传播平台的利益关系，也能给双方带来增量收入。版权保护服务商可以提前对内容进行识别，从而排除侵权风险，同时，还可以为内容方提供运营管理及变现服务，如可以代表内容客户向分发平台索取版权内容创造的广告收入并进行分成，而对于短视频等传播平台则可合法利用版权内容提升流量和广告收入同时又规避侵权风险。

图 22：阜博集团与 YouTube 合作案例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 国内加大版权保护政策力度，催生版权保护需求

国内 DTC 流媒体以及 PUGC、UGC 高速发展，同样会催生对版权保护商的需求。

- 国内长视频对传统电视的替代已经较为明显，但订阅付费模式发展较慢。2015 年中国网络视频用户就已经达到了 5 个亿（数据来源：CNNIC），21 年爱奇艺和腾讯视频用户数规模约在 5 亿，优酷、芒果 TV 在 2 亿量级。但不同于美国，由于国内早期视频网站免费获客模式、电视时代只有广告变现以及盗版问题更为严重，国内长视频以广告变现为主，再逐步拓展付费会员模式。21 年底数据看，爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 会员合计约 2.7 亿。
- 国内 PUGC、UGC 行业发展迅速。字节跳动旗下的抖音、快手为代表的短视频 22 年 6 月用户 9.62 亿（数据来源：CNNIC）。行业份额第二、2019 年加速广告变现的快手 2021 年，22H2 分别实现广告收入 426.6 亿，224 亿元。

表 3：国内主要长视频平台经营情况

指标	爱奇艺	腾讯视频	优酷	芒果 TV
21 年营业收入（亿元）	305.54 (YoY+3%)	-	-	153.56 亿(YoY+10%)
21 年广告收入（亿元）	71 (YoY+4%)	-	-	55 (YoY+32%)
21 年会员收入（亿元）	167 (YoY+1%)	-	-	37(YoY+13%)
截至 21 年末会员（百万）	97	124	-	50.4
截止 22Q2 末会员（万）	97.7	122	-	
21 年会员月 ARPPU（元）	14	-	-	7

21年平均 MAU (百万)	548 (YoY-0.3%)	450 (YoY-12%)	232 (YoY-9%)	213 (YoY+16%)
21年内容摊销及减值 (亿元)	162	-	-	48

资料来源：爱奇艺，腾讯控股，芒果超媒，申万宏源研究

图 23：哔哩哔哩、快手科技、字节跳动广告收入



资料来源：哔哩哔哩，快手科技，晚点，申万宏源研究

国内版权保护政策逐步完善。

- **侵权问题仍然严重。**据《2021 中国网络短视频版权监测报告》，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艺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，通知删除 1478.60 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，挽回直接经济损失 50.1 亿元。
- **版权保护相关立法、执法行动推进。**21 年 6 月 1 日实行的《著作权法》针对维权过程中存在取证难、周期长、取证成本高、赔偿额低等痛点进行了多项修改，将提供有效法律支持。21 年 12 月，中国网络视听节目服务协会发布《网络短视频内容审核标准细则》（2021）。与 2019 年版相比，新增条款“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 10 月 26 日，西安市中级人民法院就《云南虫谷》案作出一审判决。法院认为，抖音平台上有大量用户对涉案作品实施了侵权行为，虽然抖音采取措施减少了侵权作品的数量，但侵权行为仍未得到有效遏制，抖音因此属于帮助侵权，应立即采取有效措施删除、过滤、拦截相关视频，并赔偿腾讯经济损失及合理费用 3240 余万元。
- 伴随着国内相关法律法规逐步完善落地，短视频平台有望逐步引入专业的视频版权保护技术提高侵权视频检索效率，推动国内版权保护市场实现加速发展。

3. 公司业务：从版权保护到协助变现，中美市场齐头并进

3.1 公司的产品：订阅服务和增值服务

阜博集团基于数码指纹技术（Video Tracker）和水印技术提供版权内容的识别和保护的 SaaS 服务：

1) **数码指纹技术**：阜博集团于 2008 年推出 Video Tracker，基于 VDNA 工具生成数码指纹，将指纹录入 VDNA 数据库，可以在全球超过 20 万个网站中通过 Video Tracker 扫描站点查找出潜在的侵权内容，发送删除要求或下架通知并提供电子证据。公司已经与美国电影制片厂达成合作，将 VDNA 技术嵌入了他们的工作流中，即当制片完成后，公司便有该部影片的 VDNA（目前仅限美国的电影制片厂），提高效率。

2) **水印技术**：阜博集团通过内部研发及 2020 年从 Verance 公司收购视频水印专利及软件等专利及技术。水印技术主要适用于 DTC 平台提供版权保护，将独特的水印嵌入每一个用户观看的内容中，提取水印以识别和跟踪原始内容源，实现对盗版内容的精准溯源。

图 24：数码指纹技术和水印技术



资料来源：公司公告，申万宏源研究

阜博集团提供基于数码指纹技术和水印技术的基础订阅服务，和以订阅服务为基础的多样化增值服务，帮助内容方实现 IP 产权价值最大化。1) 订阅服务是基于用户订阅，按月度固定付费的商业模式，子业务包括四方面：Video Tracker 为内容客户提供版权保护；DTC 平台服务为 DTC 平台客户提供版权保护；API 服务是中国特色的版权保护落地模式；用户订阅服务。2) 增值服务是主要基于公司的版权保护业务，在追溯到侵权行为后，对内容变现进行分账，也包括其他增值变现服务，具体子业务包括：社交媒体变现分账的 Rights ID 和 Channel ID 业务，影视付费平台变现分账，Business Intelligence 业务，以及正在探索的数字藏品和数字资产业务。

3.2 订阅服务：中美客户拓展及 DTC 订阅分成拉动增长

订阅服务是卓博基础的商业模式。公司订阅服务为长期内容客户和平台客户提供版权保护服务，并收取一定的订阅费。卓博主要提供 Video Tracker，DTC 平台服务，API 接口服务和用户订阅服务四种产品。订阅服务是典型的传统 SaaS 模式收取固定费用，收入增长的核心是提高内容库的覆盖，即：1) 获取更多的客户，以及 2) 单一客户向卓博开放更多的内容库。

图 27：卓博集团订阅服务



资料来源：公司官网，申万宏源研究

A) Video Tracker：为内容客户提供版权保护服务，增长动力是覆盖更多内容方和提升对客户内容库的渗透率。

-业务流程：Video Tracker 业务主要是为内容方如海外的派拉蒙 (Paramount)，HBO，FOX，国内的华策影视、华谊兄弟等提供版权保护业务，内容方向卓博开放内容库，卓博根据开放的内容库使用 VDNA 工具生成数码指纹并通过 Video Tracker 在数十万全球网站扫描侵权内容，生成报告并发送下线通知。内容方每年向卓博支付固定费用。截至 2022H1，卓博合作内容客户数 178 个，已经覆盖好莱坞顶级内容制作商。

-增长动力：1) 增加覆盖客户数：【美国】覆盖潜在的腰部内容方和独立内容制作公司；【新市场】增加中国、欧洲新战略市场的客户覆盖。**2) 持续提升对内容客户的服务能力及内容库的渗透率。**公司一方面提高对已有客户的内容保护数量，另一方面增加盗版检测范围，如提升 Web3、NFT 等新场景下的内容保护能力。

图 28 : Video Tracker 业务流程图



资料来源：申万宏源研究

B) DTC 平台服务 :为 DTC 平台客户提供版权保护，业务目前在测试阶段，增长逻辑是海外传统内容巨头转型带来的版权保护需求变化。

-**业务流程** 在 Disney ,Warner 等传统内容巨头从原有的内容版权发行向 DTC 模式转型，内容商从一次性版权销售向流媒体平台转型，意味着版权保护的需求发生变化。阜博为 DTC 平台客户提供技术服务，将独特的水印嵌入到每个用户观看的内容中，提取水印以识别和跟踪原始内容源，实现对盗版内容的精准溯源，并为 DTC 平台提供及时且具有法律意义的侵权存证。收费方式上，阜博预期从 DTC 平台的订阅会员费中抽取一定比例，目前与 Disney ,Warner 的合作正在测试阶段。

-**增长动力** : 1) **合作 DTC 平台数量增加。**传统内容发行巨头向 DTC 平台转型是趋势，公司在原有业务合作基础上扩大客户覆盖； 2) **内容方的订阅会员数量增加。**

图 29 : DTC 平台业务流程图



资料来源：申万宏源研究

C) API 服务：中国特色的版权保护落地模式，增长逻辑是国内中短视频浪潮下，平台方对版权保护的需求提升。

-业务流程：国内的影视内容制作格局与海外不同，上游内容制作方分散，头部内容被流量集中的视频平台买断。因此，阜博与平台方合作，将版权保护能力开放给平台后，平台可以通过调用 API 端口实现两个功能：**1) 版权过滤：**过滤中小内容创作者上传的内容是否侵权；**2) 版权监测：**为平台上中小内容创作者的内容提供版权保护。阜博目前合作方主要是蚂蚁的鹊凿平台，并正在对接短视频平台方。

-增长动力：1) 合作平台增加。国家对版权保护重视度提升，平台类客户需求增加，阜博有望以平台类客户的 API 服务为拓展重点，复制类似蚂蚁链鹊凿的合作模式。**2) 平台类客户自身规模增长带动阜博服务的需求增加。**

图 30：API 服务业务流程图



资料来源：申万宏源研究

D) 用户订阅服务：粒子科技国内的主要业务，增长逻辑是头部视频平台汇聚了大量优质长视频，从用户需求及头部视频平台自身拓展角度，都需要粒子提供的技术中台服务向大屏端延伸。

-业务流程：根据行业相关管理规范，网络视频平台 APP 无法直接进入大屏端，因此，粒子通过融合视频技术平台与网络视频平台（如腾讯视频、优酷、哔哩哔哩等）进行对接，由粒子提供内容审核、内容管理、内容分发等服务，通过新媒体播控平台审核后，由运营商面向最终用户提供产品服务。运营商向粒子科技支付一定的用户订阅费分成，粒子科技再向上游版权方支付一定比例的分成。**-增长动力：覆盖平台数量增加，和平台客户自身规模增长对阜博服务需求的增加。**

图 31：用户订阅服务业务流程图



资料来源：申万宏源研究

3.3 增值服务：社交媒体和视频平台版权收益分账带来弹性

增值服务是在内容变现模式上分账，为版权方进一步实现 IP 价值。卓博主要提供社交媒体平台变现分账、影视付费平台变现分账和 Business Intelligence 三种产品，其中社交媒体平台变现分账业务包括 Rights ID 和 Channel ID 两部分。增值服务在调整口径前主要是交易性 SaaS 业务收入，业务逻辑是社交媒体平台也逐步成为内容宣发的重要渠道，版权方对侵权方的侵权内容变现进行广告收入分账而非下架。

图 32：卓博集团增值服务



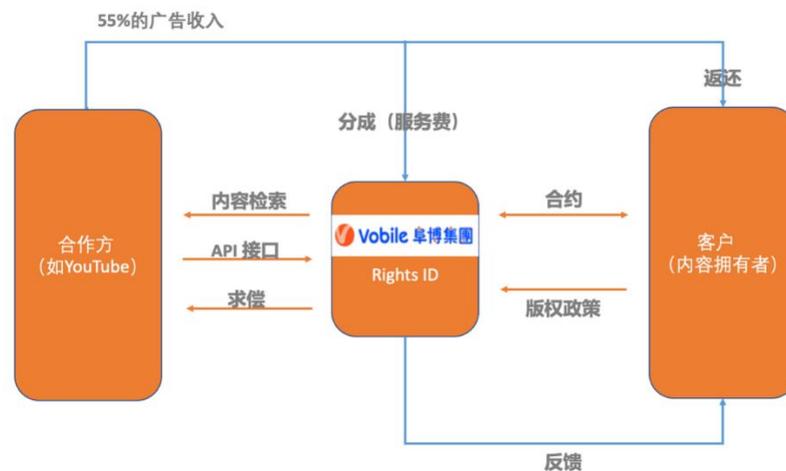
资料来源：公司官网，申万宏源研究

A) 社交媒体平台变现分账：2019 年收购 ZEFR 的主要业务，业务逻辑是内容方在适应社交媒体平台(如 YouTube)过程中，从侵权方在头部内容社交媒体上不能变现转变为更多的用户可以通过社交平台预览，订阅，将社交媒体作为新的宣发渠道。

-**业务流程**：ZEFR 收购的业务主要有两部分。1) **Rights ID** 通过 YouTube 等平台备案的 API 接口，帮助内容版权方自动识别授权给阜博保护的内容，并对找到的内容进行收入分账。阜博收购 ZEFR 可以提升内容管理效率，有明显竞争优势。2) **Channel ID** 主要是品牌的频道管理业务，包含视频上传及优化，内容策略，数据分析与报告，自定义缩略图，元数据优化等内容形式。若品牌方不下架侵权视频，阜博提供内容方的频道管理业务，内容方的频道授权是唯一的。

-**增长动力**：商业模式的核心是头部内容方和平台方的合作，通过对客户的内容库的不断渗透和获取更多的内容管理权限，提高在社交媒体(如 YouTube, Facebook 及 Instagram 等)上管理的活跃资产数量。1) YouTube 广告收入增速放缓的影响？我们认为尽管 YouTube 的广告增速放缓，但阜博管理内容的广告收入在 YouTube 广告收入中的渗透率较低，因此主要增长动力是提升用户内容的覆盖度，阜博在 2022 年 8 月完成对重大客户 Warner Bros Discovery(华纳)的合约升级，为其提供全量内容库的变现管理，较此前增加头部内容 HBO；此外，2) 阜博可以拓展与现有客户的合同，通过实现监管平台的突破实现增量收入。8 月与华纳合同升级，在原有 YouTube 的平台管理上，增加 Facebook 的管理权。

图 33 : Rights ID 业务流程图



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

凭借阜博集团的技术积累，以及粒子科技在国内内容方、平台方的过往合作经验，公司可以在中国内地市场复制阜博与海外客户增值变现的模式：（1）协助海外优质内容公司、创作者在国内抖音、快手、哔哩哔哩等等短视频平台获得内容收益时进行分账；（2）为国内原创内容出海提供技术服务，并助力在海外 Youtube、Facebook 等平台分发时获得广告等收益分成。

B) 影视付费平台变现分账：粒子科技在国内的主要业务，业务核心是管理活跃资产的数量。

-**业务流程**：卓博帮助内容版权方将影视内容通过专业化的内容运营向 120 多个变现渠道进行分发，与平台进行内容变现与分账。粒子的收入来自：1) 完整单一长视频在观看平台被点播及观看产生的收入分账；2) 通过提高在 OTT/IPTV 等影视付费平台上的分发内容时长，增加增值收入。与用户订阅服务的区别是，影视付费平台分账收入是用户对内容的付费和增值收入，而非用户的订阅费的固定比例。

-**增长动力**：提升管理的活跃内容资产的时长，加深与内容版权方的合作。

图 34：影视付费平台变现分账业务流程图



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

C) **Business Intelligence**：主要利用专利技术在社交媒体平台上对视频进行全方位的搜索和数据分析，进而为客户设计内容策略以实现运营目标。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计，2022E-2024E，阜博集团实现营业收入 14.20 亿港元、20.21 亿港元及 28.51 亿港元，同比分别增长 107%，42%及 41%；预计实现经调整净利润 1.01 亿港元，1.47 亿港元及 2.33 亿港元，同比增长 59%，46%及 59%。

表 4：阜博集团盈利预测简表（亿港元，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（亿港元）	3.40	6.87	14.20	20.21	28.51
YoY		102%	107%	42%	41%
营业成本	1.75	3.38	8.08	10.85	14.84
毛利率（%）	48.7%	50.8%	43.1%	46.3%	48.0%
经调整净利润	-0.33	0.64	1.01	1.47	2.33
YoY		291%	59%	46%	59%
经调整净利润率	-9.8%	9.3%	7.1%	7.3%	8.2%

资料来源：Wind，申万宏源研究

（1）订阅服务收入预测

订阅收入：阜博成立之初即定位为版权保护的工具体型 SaaS，通过为客户提供内容及平台的订阅服务收取相应费用作为公司的主要营收。2021 年订阅收入 4.8 亿港元，我们预计 2022-2024 年分别为 5.9 亿港元、7.9 亿港元及 11.3 亿港元，同比分别增长 21.9%、34.9%及 42.5%。

1) 内容客户订阅收入：我们预计公司内容客户将维持高留存率，付费额小幅稳定增长，预计 2022E-2024E，公司内容客户订阅收入分别为 1.3 亿港元、1.5 亿港元及 1.8 亿港元，由于 22 年调整分类口径因此同比增速数据缺失（下同），23 年、24 年同比分别增长 19.2%、17.3%。

2) 平台客户订阅收入：我们预计订阅服务增长主要来自 API 服务业务的增长，随着阜博拓展的平台客户复制类似蚂蚁鹊凿平台模式，公司 API 服务业务将保持较高速增长。我们预计 2022E-2024E，平台服务收入分别为 4.6 亿港元，6.4 亿港元及 9.5 亿港元，23 年、24 年同比增速分别为 39%及 48%。

表 5：阜博集团订阅服务收入预测（亿港元，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
订阅服务收入	2.4	4.8	5.9	7.9	11.3
yoy		101.9%	21.9%	34.9%	42.5%
-内容客户收入			1.3	1.5	1.8
yoy				19.2%	17.3%
-平台客户收入			4.6	6.4	9.5
yoy				39%	48%

资料来源：Wind，申万宏源研究

(2) 增值服务收入预测

增值收入 :增值服务的增长主要来自海外社交媒体平台分账收入。我们预计,2022E-2024E :
 (1) 社交媒体平台收入分别为 7.04 亿港元、9.71 亿港元及 13.35 亿港元,由于 2022 年公司调整业务分类口径,22 年无同比增速(下同),23 年,24 年同比增速均为 38%,月均活跃资产管理数增长是公司业务增长的主要动力;(2) 影视付费平台分账收入分别为 1.30 亿港元、2.10 亿港元及 2.90 亿港元,23 年-24 年同比分别增长 62%及 38%;(3) 预计经过 22 年测试,公司 DTC 平台业务 23 年开始贡献分账收入,23 年-24 年分别实现收入 0.50 亿港元,1.00 亿港元。

表 6 : 阜博集团增值服务收入预测 (亿港元, %)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
增值业务收入	1.02	2.06	8.34	12.31	17.25
Yoy		101%	305%	48%	40%
-社交媒体平台收入			7.04	9.71	13.35
Yoy				38%	38%
月均活跃资产(千个)			2,270	2,724	3,405
Yoy				20%	25%
活跃资产 ARPU(港元)			310	357	392
Yoy				15%	10%
-影视付费平台分账收入			1.30	2.10	2.90
Yoy				62%	38%
-DTC 分账收入				0.50	1.00
Yoy					100%

资料来源:Wind,申万宏源研究

4.2 可比公司估值

我们采用可比公司估值法估值,由于阜博集团是典型的 SaaS 服务模式,主业是版权保护服务,我们选取了:(1) 图片版权保护服务商视觉中国;(2) A 股、港股和美股典型的 SaaS 公司做为可比公司。

在估值方法上,阜博集团 DTC 平台业务,API 服务业务均处于试水阶段,前期有一定投入,商业模式跑通后有望实现高增长,因此我们采用 PS 估值法。我们给予 2023 年行业平均 6.4 倍 PS,目标市值 129 亿港元,目标价 6.104 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 7 : 可比公司估值表(以上市地和财报货币计,截至 2022 年 11 月 30 日收盘价)

代码	公司名称	市值 (亿)	收入(亿)				经调整净利润(亿)				PS			22-24E CAGR	
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	收入	Adj.净利润
000681.SZ	视觉中国	85	7	8	9	11	2	2	2	3	11	9	7	22%	29%
600588.SH	用友网络	787	89	105	129	158	7	6	9	14	7	6	5	23%	59%
2013.HK	微盟集团	111	27	21	26	31	-6	-9	-3	1	5	4	4	22%	
0268.HK	金蝶国际	448	42	50	63	78	-3	-4	-2	1	9	7	6	25%	
0909.HK	明源云	117	22	21	25	29	3	-5	0	2	6	5	4	18%	
SHOP.N	Shopify	473	46	55	67	82	8	-1	0	2	9	7	6	22%	

平均										7.8	6.4	5.2			
3738.HK	卓博集团	73	7	14	20	29	1	1	1	2	5	4	3	42%	52%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 投资分析意见

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计，2022E-2024E，卓博集团实现营业收入 14.20 亿港元、20.21 亿港元及 28.51 亿港元，同比分别增长 107%，42%及 41%；预计实现经调整净利润 1.01 亿港元，1.47 亿港元及 2.33 亿港元，同比增长 59%，46%及 59%。PS 估值法下，给予 2023 年行业平均 6.4 倍 PS，目标市值 129 亿港元，目标价 6.104 港元，基于 50%以上空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

核心客户流失导致公司收入下滑的风险：

公司与海外头部社交媒体平台深度合作，该媒体平台是公司头部客户，若该平台更换服务商，公司收入存在下滑风险。

新业务进展不及预期的风险：

公司正在拓展国内 API 业务，该业务跑通落地的可能性较大，但受国内版权保护环境较差的影响，若该业务最终未能全面落地，或与核心流量平台合作进展不及预期，则公司未来收入、利润增速有下滑风险。

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：

公司目前在版权保护技术方面有领先优势，若有新技术突破或 DTC 等平台自建版权保护部门，或研发相关技术，则公司可能存在业务流失导致收入下滑的风险。

附表

合并利润表

人民币：百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	340	687	1,420	2,021	2,851
营业成本	-175	-338	-808	-1,085	-1,484
毛利	166	349	612	937	1,368
其他收入	142	6	12	8	3
销售及分销成本	-75	-98	-155	-212	-285
行政开支	-58	-129	-156	-220	-310
研发费用	-52	-112	-149	-212	-299
其他支出	-5	-10	-21	-30	-43
经营利润/亏损	117	5	142	270	434
财务费用	-50	-20	-71	-89	-32
除税前利润/亏损	67	-15	71	180	401
所得税开支/收益	14	-8	-11	-91	-245
本公司股权持有人应占年/期内亏损	81	-23	60	89	156
经调整净利润/亏损净额	-33	64	101	147	233

资料来源：公司公告，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 索取有关披露资料或登录 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”）在中华人民共和国内地（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，任何人均无权在任何情况下使用他们。