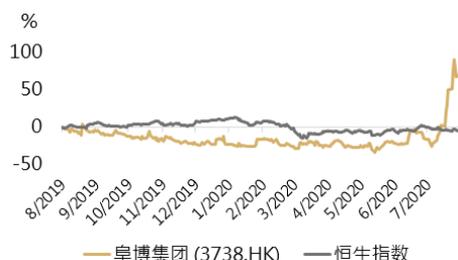


2020年8月12日

SaaS 概念股-阜博集团 (03738)

股价表现



投资亮点

■ 在线视频内容消费增加

自新冠疫情蔓延，大部分国家出台居家隔离令，线下社交、观影等娱乐方式受到限制，消费者转向在线娱乐平台。其中流媒体视频平台增长最为明显。据尼尔森数据，在三月份的首三个星期，美国消费者在电视上观看了4千亿分钟的串流内容，较2019年同期激增85%。随着疫情持续，消费者在线视频的支付意愿变得更强、频率更高。根据 Statista 数据，全球视频点播市场规模按收入计预期以9.5%的复合年增长率由2020年增加至2025年的960亿美元。版权运营和内容变现在线视频内容消费增加的背景下应运而生，阜博作为版权保护的龙头，其2020年上半年营收21.5百万美元，按年大增166.4%。

■ 具 OVCP 行业领导地位，助版权拥有人保护内容的价值

媒体娱乐业务成功与否，在很大程度上取决于客户所创作的媒体产品及服务有否获得IP权的保护。阜博具全球领先地位，按2016年收入计算占全球市场份额7.5%，其VDNA技术是一项集团专有的数码指纹技术，让阜博可在全球超过200,000个网站中搜查出潜在侵权内容。阜博于2017年获得国家电视艺术与科学学院颁发的第69届年度技术及工程艾美奖，证明了其在「保障内容价值及版权视频识别技术」方面的工程创新能力。由于集团有能力开发及提升产品以满足客户的需求，集团持续成为主要电影公司首选的供应商。

■ 来自在线 PPT 平台的持续增长

全球在线视频广告支出于2012年的67亿美元迅速增长至2016年的172亿美元，复合年增长率达26.6%，相比电视广告的4.5%增长率，反映全球广告市场由传统往在线视频内容的不断转变。全球在线视频广告支出的快速增长主要因在线视频内容的普及程度增加，以及利用较低成本提供更多实时针对性广告的能力提高。根据 Statista 数据，全球视频广告支出预期将以7.1%的复合年增长率由2017年的217亿美元维持迅速增长至2024年的350亿美元。在线广告市场的快速增长为收入分成模式的AVOD市场增长提供有力支持。

谭美琪, CFA

电话：(852) 2379 8906

电邮：cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：



■ 收购 ZEFR 带来的进一步增长

为进一步拓宽服务种类与地理范围，阜博于 2019 年 11 月收购了加州洛杉矶的 ZEFR 旗下 RightsID 及 ChannelID 业务。透过是次收购，集团能够向包括主流媒体电影工作室、电视联播网等客户提供进一步的内容变现服务、互补科技以及改善的销售建议。阜博现时成为全球唯一与 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并符合要求的第三方版权管理供应商。成功收购 RightsID 及 ChannelID 业务的阜博，正逐步成为综合视频保护及变现解决方案的优质供应商。长期而言，收购带来的协同效应料为集团业务收入带来提速，从而稳固其长期增长逻辑。

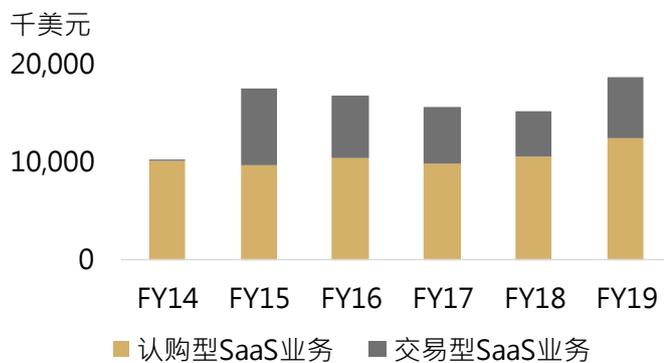
■ 估值

基于阜博集团强大的产品开发及技术能力、较高的客户粘度，并考虑到 2019 年 11 月战略收购 ZEFR 旗下 Rights ID 与 Channel ID 业务所带来的协同效应，我们预期集团 2020/2021/2022 营业收入为 51.0/58.6/67.4 百万美元，同比增长率为 171.3%/15.0%/15.0%。在香港及美国上市的 SaaS 企业平均 P/S 估值为 9.6 倍。考虑到阜博市值较小，我们保守给予阜博 6.2 倍 2020 年市销率，对应目标股价为 5.7 港元，较现股价升幅为 23.8%。下行风险包括前期保证模式/多频道联播网/内部团队带来的潜在威胁。

数据一览.....	4
1. 公司背景	5
2. 商业模式	6
3. 投资亮点	15
4. 估值	23
5. 财务报表分析和预测	24

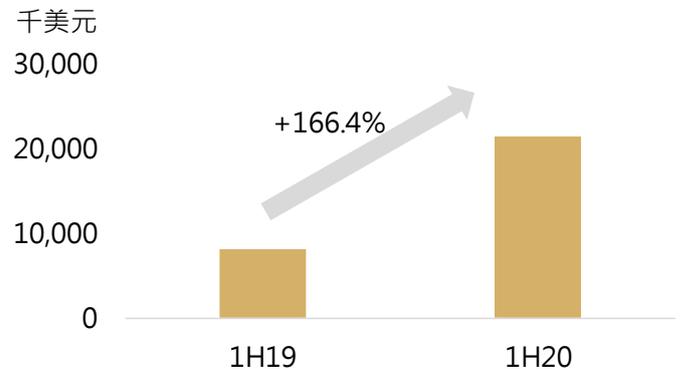
数据一览

图 1：按业务分部划分的收入



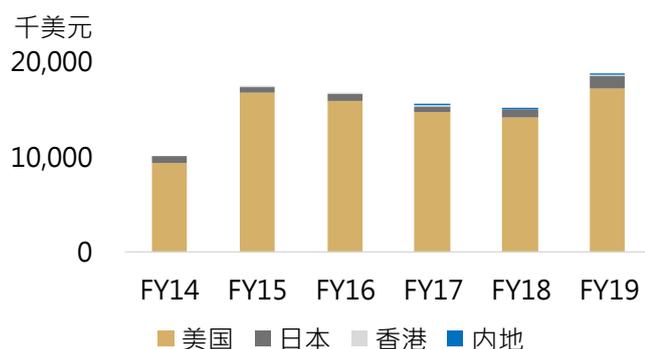
资料来源：公司年报

图 2：收入于 2020 年上半年按年增长 166.4%



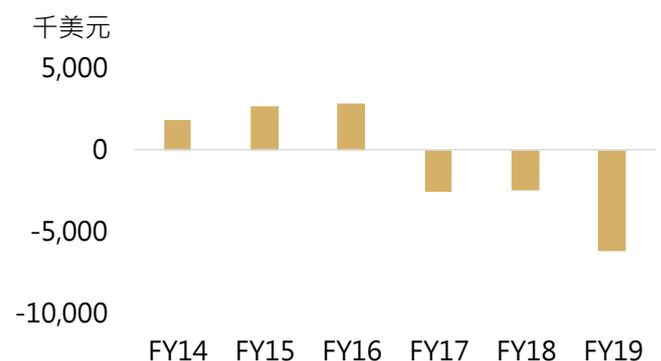
资料来源：公司年报

图 3：按地区划分的收入



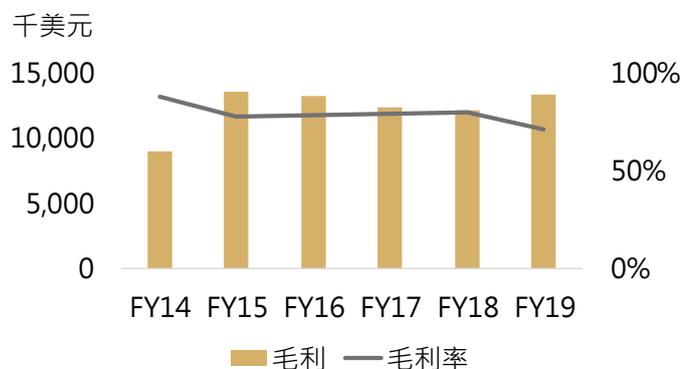
资料来源：公司年报

图 4：盈利



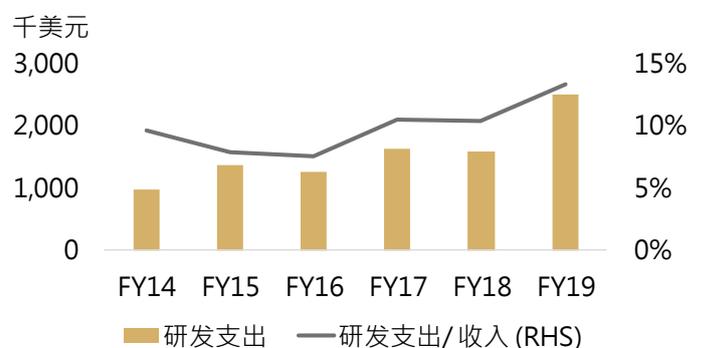
资料来源：公司年报

图 5：毛利率



资料来源：公司年报

图 6：研发投入

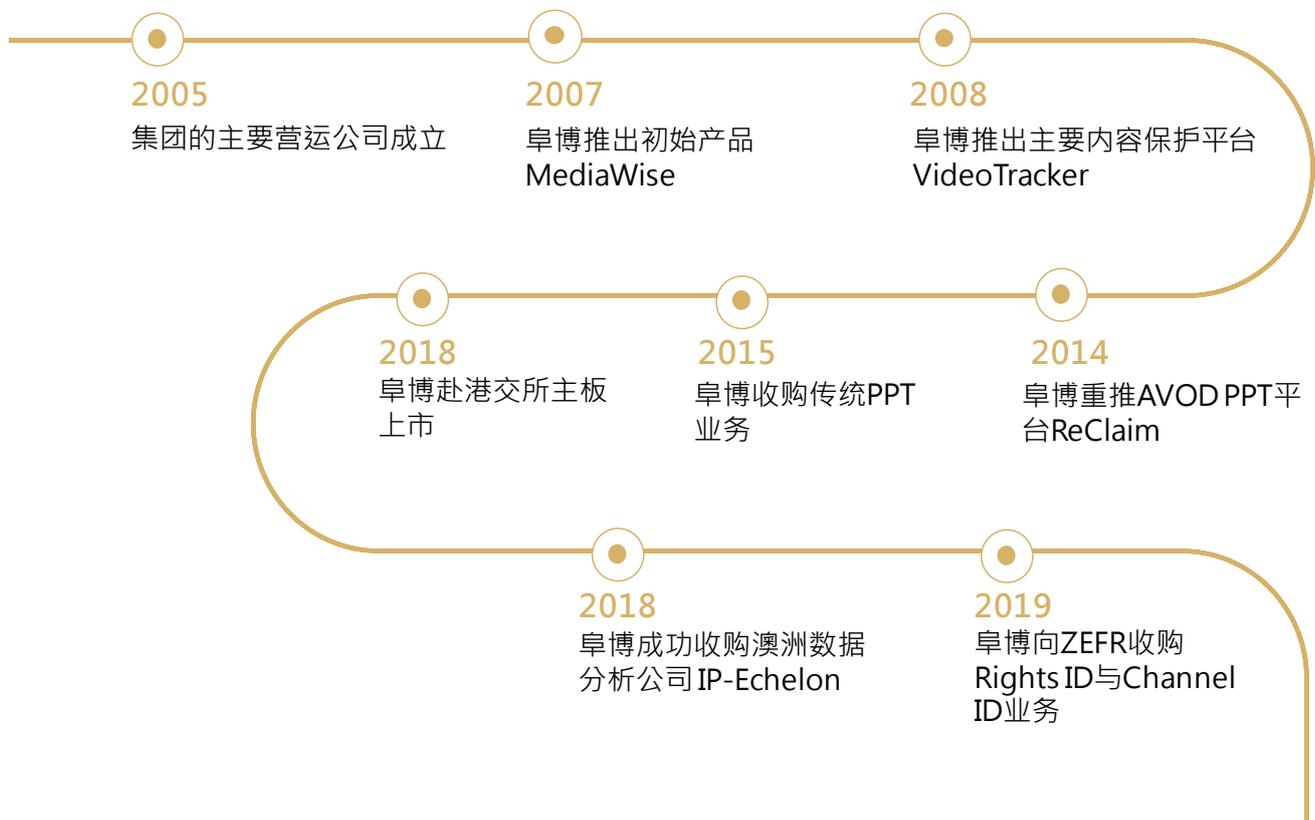


资料来源：公司年报

1. 公司背景

阜博集团(03738)是一家全球领先的在线视频内容保护、内容计量和变现服务供应商。集团通过其 SaaS 平台为内容所有者和分销商创建尖端技术解决方案，使用领先的专利技术 VDNA 为主流媒体电影工作室、电视联播网以及其他财富 500 强内容供应商提供视频内容保护服务。阜博的平台帮助内容所有者降低侵权导致的收入损失，并增加在线视频分发的新收入。2019 年阜博成功收购 ZEFR 的 Rights ID 及 Channel ID 业务，成为综合视频保护及变现解决方案的优质供应商。现时阜博在社交媒体平台识别、优选及提高视频变现方面，拥有最佳平台及专长，并成为全球唯一一间同时与 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并符合要求的第三方版权管理供应商。

图 7：公司历史及里程碑



资料来源：招股书、公司年报

2. 商业模式

凭借公司内容保护平台的核心内容识别技术及通过收购传统 PPT 业务取得的客户关系，公司提供两个使用收入分成模式的内容变现平台以协助在线视频内容分销，来扩大集团在在线视频内容分销市场的份额。同时，公司亦继续经营传统 PPT 业务。总括而言，集团业务模式的核心为软件即服务 (SaaS)。

集团的业务模式可分为两部分：

- 认购型 SaaS 业务：包括内容保护平台、内容计量平台，以及 Channel ID 内容管理平台；及
- 交易型 SaaS 业务：包括传统的按每笔交易付款平台、交易型视频点播平台（别名按每笔交易数字付款平台）、广告型视频点播及 Rights ID 内容变现平台。

表 1：按产品和地理位置划分的收入明细

千美元	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
认购型SaaS业务						
内容保护	9,965	9,313	10,033	9,350	10,002	11,385
内容计量	168	356	408	474	610	1,097
小计	10,133	9,669	10,441	9,824	10,612	12,482
交易型SaaS业务						
- 传统PPT	0	7,786	5,010	1,994	1,180	615
- 在线PPT	11	121	1,343	3,848	3,433	5,292
- 内容管理	0	0	0	0	0	392
小计	11	7,907	6,353	5,842	4,613	6,299
合计	10,144	17,576	16,794	15,666	15,225	18,781
按地理位置						
美国	9,473	16,887	15,999	14,773	14,269	17,353
日本	671	584	639	657	764	1,250
香港	0	105	156	161	113	158
内地	0	0	0	75	79	20
总计	10,144	17,576	16,794	15,666	15,225	18,781

资料来源：招股书、公司年报

简而言之，通过专有的软件平台，卓博协助内容拥有者客户保护其内容免遭未经授权的使用，并通过收入分成的模式就其视频内容的分销而使其内容变现。此外，集团提供内容计量平台，以助公司的内容拥有者客户计算其内容的观看次数。

■ 2.1 认购型 SaaS 业务

➤ 内容保护

集团的内容保护平台包括 VideoTracker 及 MediaWise 产品。VideoTracker 监察所有视频分享网站，包括用户原创内容、P2P、搜索引擎、网盘、视频转换、链接网站及流媒体直播。其服务内容包括识别未经授权使用的版权持有人电影或电视节目内容，发送 DMCA 通知及管理对版权侵权的有效打击。MediaWise 使出版商能管理数码媒体内容，以消除侵犯版权行为及帮助建立更佳业务。

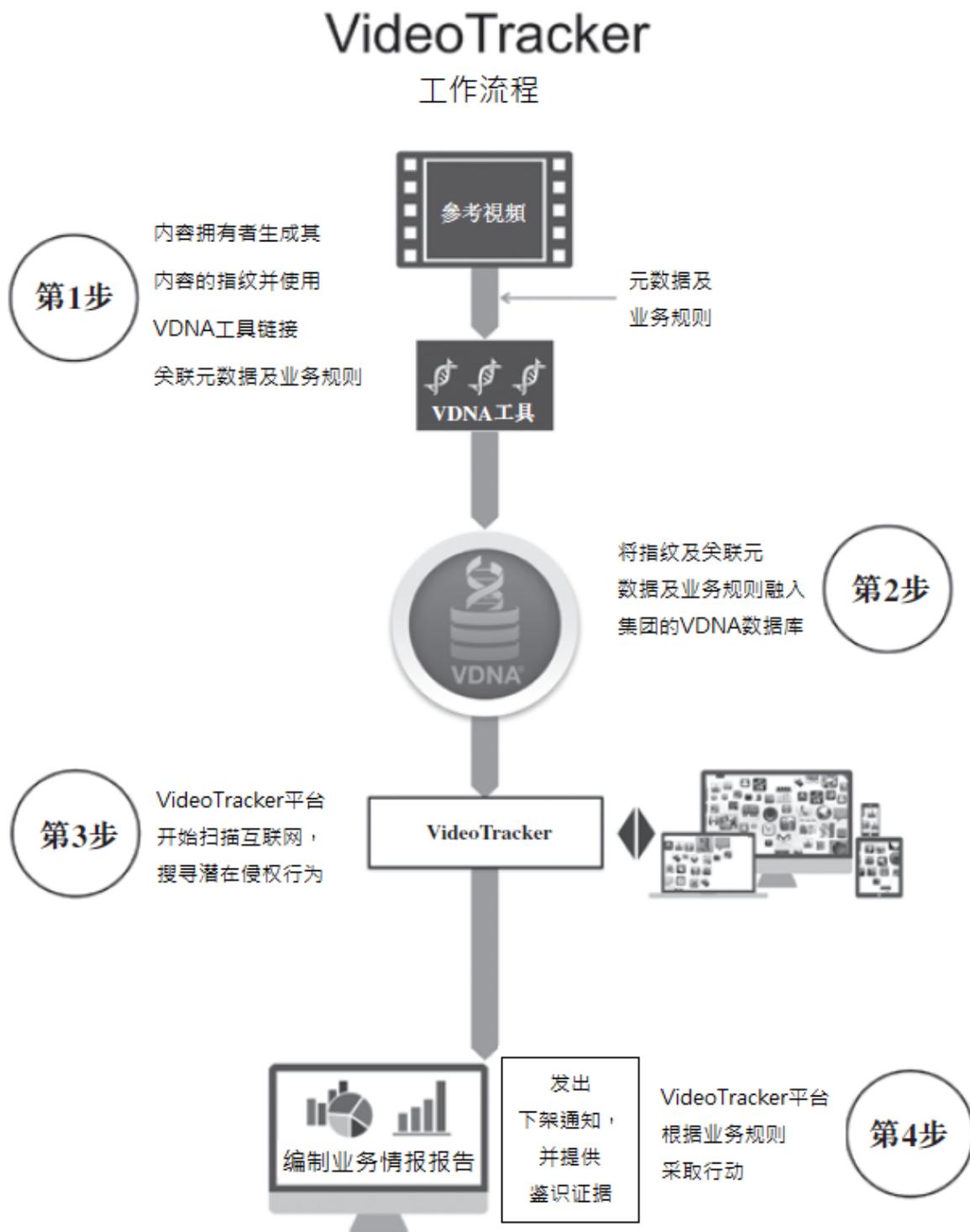
VideoTracker 内容保护平台

阜博集团于 2008 年推出 VideoTracker，是集团主要内容保护平台。VideoTracker 基于集团专有的 VDNA 技术，其本质是一项数码指纹技术，能够提取内容的关键特征以用作识别。集团或集团的内容拥有者客户可利用该项 VDNA 工具为其视频内容生成数码「指纹」，能够在全球超过 200,000 个网站中搜查出潜在侵权内容。其后，集团的内容拥有者客户便可透过该平台采取适当行动，包括收集数据及发出内容删除要求或下架通知。阜博集团利用该项技术建立 VDNA 综合数据库，载有内容拥有者客户的授权数码指纹、元数据及业务规则等信息。VideoTracker 平台能够提供有关内容侵权发生的时间、地点以及何人使用受侵权内容的大数据见解。就 VideoTracker 而言，集团根据不同客户的特定需要，每月按可定制的性能采取个性化收费。

MediaWise 内容保护平台

阜博提供其他内容保护 SaaS 软件平台，例如 MediaWise (一项内容识别及过滤产品)。MediaWise 让在线视频网站可实时对比集团的 VDNA 数据库以识别及过滤用户上传的视频，并向在线视频网站提供用户上传内容的版权数据，供其厘定是否发行或封锁该内容。MediaWise 使出版商能管理数码媒体内容，以消除侵犯版权行为及帮助建立更佳业务。就 MediaWise 而言，集团按在线视频网站提交以供识别的视频内容数量来收取每月认购费。

图 8：阜博集团 VideoTracker 内容保护平台的工作流程步骤



资料来源：招股书

➤ 内容计量

集团的内容计量平台主要包括 TV Ad Tracking and Analysis 产品。TV Ad Tracking and Analysis 于广播网络中识别及追踪广告、标志及图象，协助品牌诠释广告数据及验证广告内容运行效果。广告商越来越重视将其产品直接整合至视频内容中，从而吸引其目标观众的注意，并使用数据导向的方法计量其市场推广支出的成效。

TV Ad Tracking and Analysis 及 mSync 内容计量平台

集团的 TV Ad Tracking and Analysis 平台为一项营销市场情报产品，可追踪在电视网络播放的广告、预告片及品牌标志，以协助品牌确认其内容如期播出。集团的 mSync 平台能自动识别内容，为内容拥有者制作移动设备上的第二屏幕应用程序以及互动型电视节目，从而增加观众参与程度及观看次数。集团就该等平台向客户收取每月认购费。

图 9：卓博内容计量平台的应用

1. 音频



2. 视频



3. 图像



资料来源：卓博

Channel ID 内容管理平台

集团的内容管理平台主要包括 Channel ID 产品。Channel ID 帮助客户管理其于 YouTube 的品牌频道。Channel ID 亦提供数据分析及优化策略，旨在扩大频道覆盖范围，并帮助加强其观众与粉丝之间的连系。

■ 2.2 交易型 SaaS 业务

➤ 内容管理及变现

凭借集团内容保护平台的核心内容识别技术及通过收购传统 PPT 业务取得的客户关系，阜博透过两个使用收入分成模式的内容变现平台以协助在线视频内容分销。此外，ZEFR 的 Rights ID 可与原有业务产生协同效应。

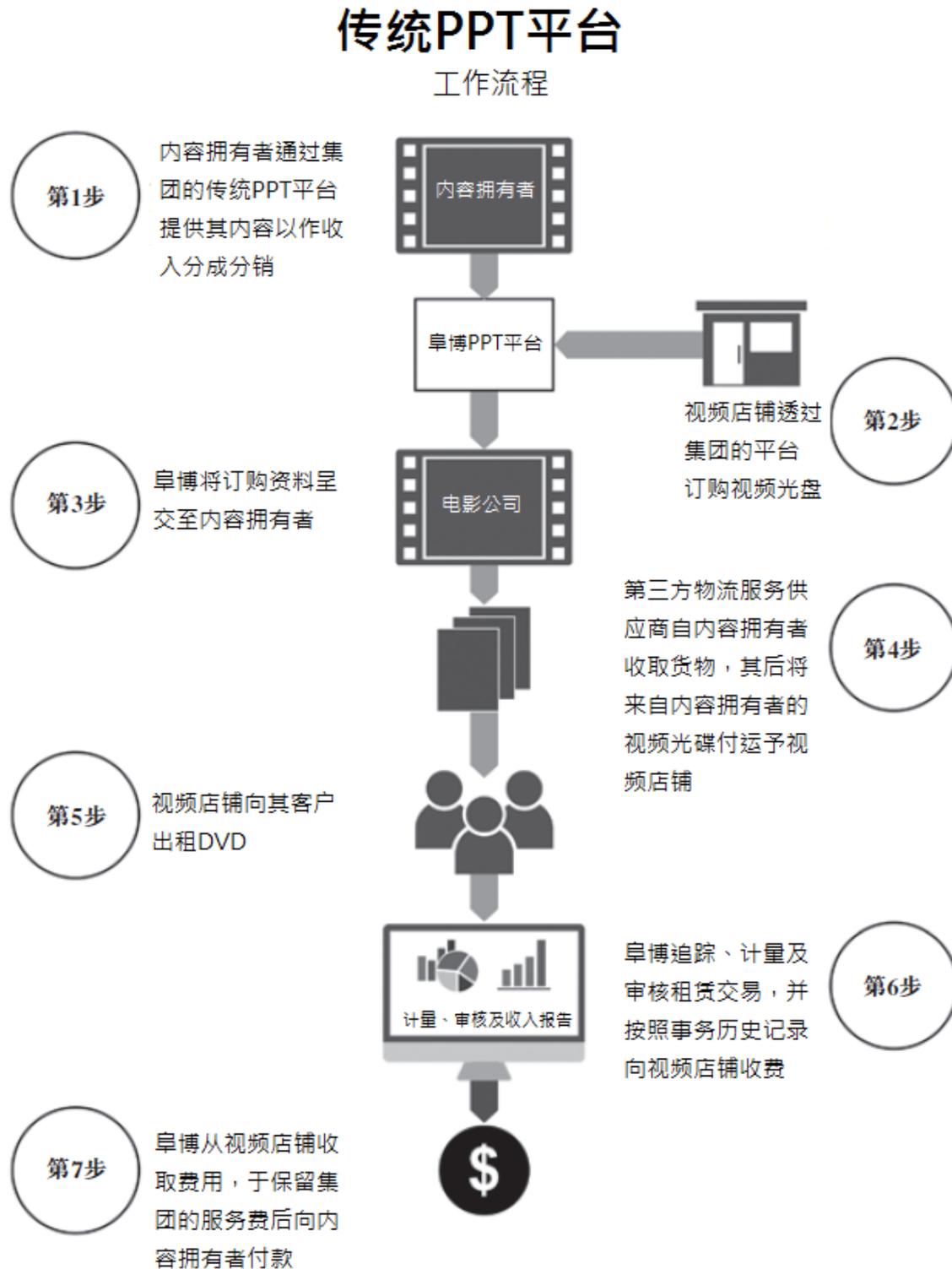
传统 PPT 内容变现平台

集团于 2015 年从 Rentrak 收购传统 PPT 平台，该平台帮助阜博的内容拥有者客户以实体视频光盘的形式分销家庭视频内容。阜博与内容拥有者协商分销权及收入分成条款，且提供交易数据计量及审计的软件解决方案，使集团客户的内容可按收入分成基准高效地分销予数以百计的视频店铺。就传统 PPT 业务而言，阜博透过客户于视频店铺出租视频光盘从而赚取服务费。阜博从视频店铺收取总额，并于扣除服务费后向内容拥有者客户支付余下金额。

传统 PPT 平台对内容拥有者客户的主要价值定位在于(1)提供针对参与的视频店铺的租赁活动的第三方公正数据计量及审计服务，以使内容拥有者能够应用收入分成模式以分销其视频光盘；及(2)整合及管理数百间实体视频店铺，以为内容拥有者提供单一的关系管理点，从而大幅降低内容拥有者的营运成本。

阜博于 2015 年 1 月 31 日收购传统 PPT 业务，当时该业务处于下降趋势。该项收购并非着眼于其独立业务的价值，而是作为集团新兴在线 PPT 业务的推动力。有关推动主要表现在(a)利用与传统 PPT 内容拥有者客户的长期关系，交叉销售在线 PPT 服务；及(b)利用传统 PPT 平台的技术及审计方法，以发展及提升集团的 TVOD PPT 平台。

图 10：阜博集团传统 PPT 平台的工作流程



资料来源：招股书

➤ 在线 PPT 内容变现平台

在线视频网站通常需要支出大量前期保证费及通过繁重的谈判购买内容版权。在线视频收入分成模式使在线视频网站能够向内容所有者获取大量视频而毋须大量前期保证，而是将其广告(AVOD)及/或消费者支出(TVOD)产生的收入中的一部分进行分成。凭借节约成本的优势，在线视频收入分成模式于过往几年快速扩展。

集团的每笔交易支付平台已成功从植根于实体 PPT 业务提供视频租赁店服务演变为利用收入分成模式向在线视频网站进行数码分销，为在线视频消费行业中正在快速增长的细分行业提供服务。

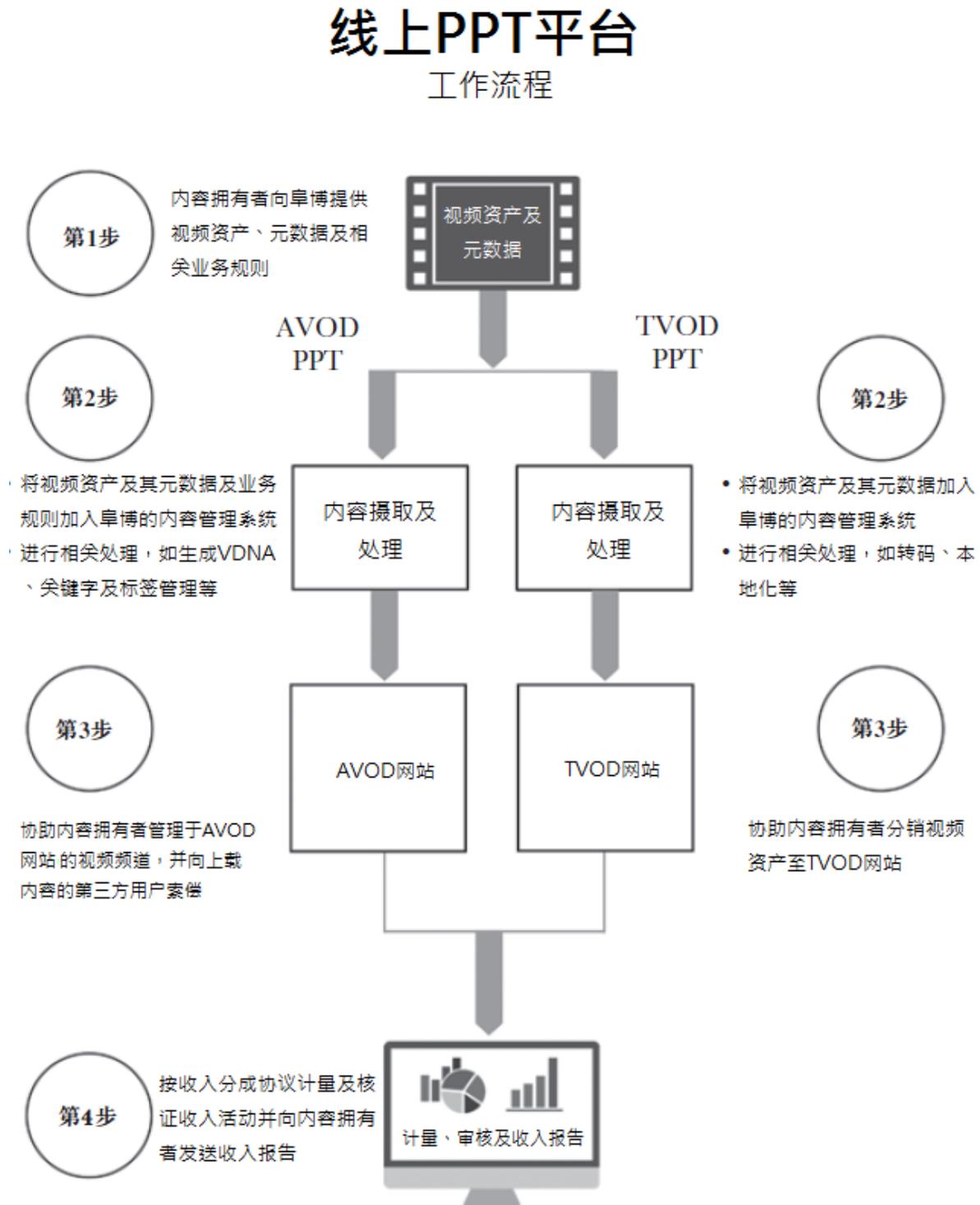
AVOD PPT 平台

集团的 AVOD PPT 平台 (又称 ReClaim) 使内容所有者客户 (包括 YouTube 及 Facebook) 能够通过在线视频网站 (其免费向消费者提供内容，但以广告模式产生收入) 将其内容变现。集团 AVOD PPT 平台主要客户为 YouTube、Dailymotion 及 Facebook 等在线视频网站的内容所有者。该平台利用 VDNA 技术识别可能构成侵权的用户上载视频，并协助客户向在线视频网站提出索偿。就 AVOD PPT 业务而言，阜博一般向在线视频网站收取广告收入，并保留部分收入作为阜博的服务费，亦让客户从其网站取得内容的收看次数等重要数据。ReClaim 的重要性日益增加，乃由于内容所有者越来越依赖在线视频网站以推广及分销内容、建立爱好者基础并以广告赞助形式产生收入。有别于传统 PPT 业务 (向视频店铺分销商收取相对统一的租赁交易费用)，在 AVOD PPT 中，每项申索产生的收入视乎阜博已申索视频的观看次数及已申索视频的 CPM (每一千次观看的广告费用) 而有所不同。该等因素取决于内容的质量及受欢迎程度，当中较受欢迎的视频内容导致更高观看次数及更高 CPM。因此，影响阜博 AVOD PPT 平台收入的主要因素为其拥有追索权的受欢迎内容数量。就 AVOD 网站而言，内容一般汇集至观众可选择收看的多个视频频道，而每个视频频道能够专注于其选择的特定内容类。

TVOD PPT 平台

于 2017 年，集团推出第二个在线 PPT 平台，即 TVOD PPT 平台，可让内容所有者客户以收入分成模式通过在线视频网站将其内容变现，该等网站就串流或下载每项视频内容向消费者收取交易费。阜博的 TVOD PPT 平台就交易性数据计量及审计提供第三方解决方案，以协助根据收入分成模式进行收入报告。该模式与分销实体视频内容使用的传统 PPT 平台相似。集团的 TVOD PPT 平台亦将内容所有者客户的视频内容转换成切合特定市场需要的适当格式，并通过云端基础设施将已转换视频内容上载在线视频网站。凭借 TVOD PPT 平台，阜博初期针对中小型在线视频网站。这些网站没有数据管理及报告的内部解决方案，因此无法直接实施与内容所有者的收入分成模式。就 TVOD PPT 业务而言，阜博向在线视频网站收取收入，并保留部分收入作为服务费。

图 11：阜博集团在线 PPT 平台的工作流程



资料来源：招股书

于 2019 年，集团作出庞大投资整合大量电影及电视剧集，以促进按每笔交易数字支付业务（即交易型视频点播（TVOD）业务）发展。阜博已订立多项协议，担任中国主要视频平台（例如阿里巴巴、爱奇艺及华数）的内容供应商。此类平台为阜博向中国数以百万计的消费者提供优质的视频内容影片库开拓途径。

Rights ID 内容变现平台

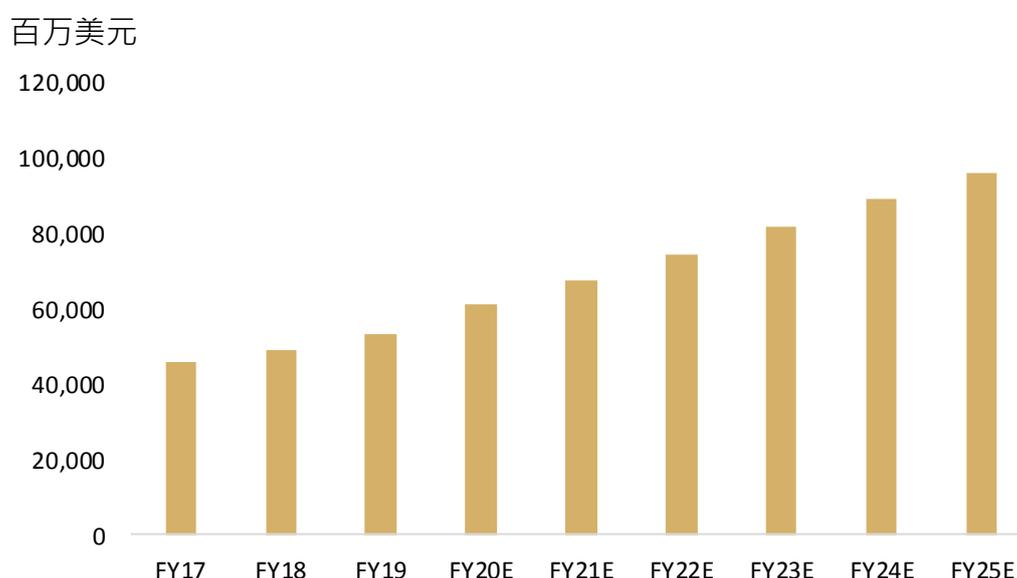
Rights ID 提供全面的版权管理系统，不仅帮助媒体娱乐公司在社交平台上识别、优选并最大限度实现视频盈利，同时也为它们解决了每日需要面对的海量所有权及繁杂的业务规划相关的问题。Rights ID 是唯一与 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并符合要求的第三方版权管理供应商。

3. 投资亮点

■ 3.1 在线视频内容消费增加

随着在线视频消费的选择增加，观看者可从在线资源下载或串流内容，为消费者提供了广泛选择的同时，也让消费者对于观看的内容、时间及方式拥有更大的控制权。根据 Statista 数据，全球视频点播市场规模按收入计预期于 2020 年达到 610 亿美元，并将以 9.5% 的复合年增长率由 2020 年增加至 2025 年的 960 亿美元。在线视频市场规模强劲增长，较传统实体视频消费模式而言，消费者在在线视频的支付意愿更强、频率更高，以收入分成模式经营的公司能够由此扩大市场潜能。

图 12：全球视频点播市场规模按收入计 (2017-2025E)



资料来源：Statista

目前，大量消费者仅通过应用程序及其智能电视或不同的数码视频/游戏设备内置的 over-the-top (OTT) 传输技术观看数码视频节目。这导致内容制作、聚合及分销模式出现重大变化。2019 年是为全球媒体娱乐行业的历史留下大事纪的一年，特别是迪士尼+流媒体服务推出及 Apple TV+ 服务推出。主要电影公司及内容拥有者为成就更美好将来，纷纷转向 DTC (Direct-To-Consumer) 模式。为向现有及潜在订户凸显服务价值主张，DTC 服务供应商正投入数十亿美元与顶级内容创作者制作原创内容。最瞩目的是，Netflix 于 2019 年从约 150 亿美元的原创及授权内容总预算中，斥资约 60 亿美元制作原创视频内容。Apple TV+ 及亚马逊 Prime Video 各自的全年原创内容制作预算均预计约为 60 亿美元。主要电影公司亦正逐步就其本身的 DTC 服务增加原创内容制作。于 2019 年，迪士尼斥资约 10 亿美元于曼达洛人及其他原创内容上，以推动订户注册新的迪士尼+ 服务。迪士尼表明，这预算将于 2020 年将增至约 25 亿美元。至于 HBO，为支持于 2020 年推出的 DTC 服务 HBO Max，预计投放幅度将与迪士尼+ 相若。随着行业发生的巨大变化，内容保护和内容变现都变得越来越重要。

■ 3.2 具 OVCP 行业领导地位，助版权拥有人保护内容的持续价值

媒体娱乐业务成功与否，在很大程度上取决于客户所创作的媒体产品及服务有否获得 IP 权的保护，而这些产品及服务主要以数码格式在互联网上消费。阜博的核心内容保护业务对于媒体娱乐业务而言是重要的服务，而且会日益重要。由于对直接面向消费者 (DTC) 服务作出高额参股投资，原创内容制作的总投资额一直急剧增加。这种形式的发展令 DTC 服务供应商需投放更大量资源于内容保护。现时，阜博在在线视频内容保护市场的主要竞争对手包括使用数码指纹及/或水印技术提供在线视频内容保护解决方案的 SaaS 供应商，全球在线视频内容保护市场的竞争格局相对分散，其中前五大参与者于 2016 年占市场份额的 27.8%。相对其竞争对手，阜博具全球领先地位，按 2016 年收入计算占全球市场份额为 7.5%。

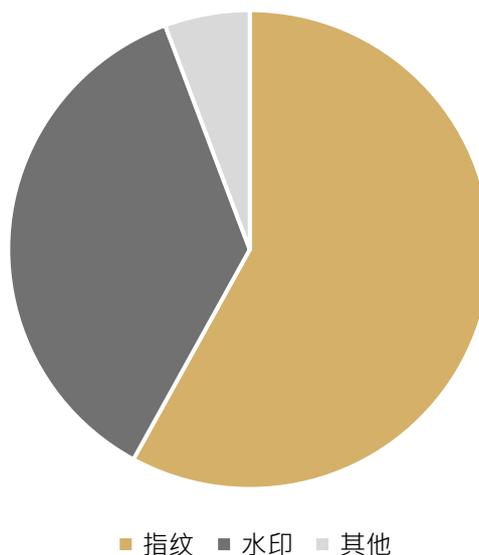
➤ 为何选择阜博？

强大的产品开发及技术能力

具竞争力的 OVCP 产品需要获得大笔投资，包括研究及开发的高额开支。技术能力对于市场参与者竞争力至关重要。拥有丰富经验及强大研发能力的公司能够根据 OVCP 技术及其他先算法做出全面内容保护平台，为客户提供更有效可靠的解决方案。

OVCP 服务供应商主要透过采用水印及指纹技术协助保护视频内容，水印及指纹技术能够促进多项重要业务功能，包括为视频、相片或音乐内容拥有者提供内容识别、行为追踪、数据智能及版权控制。该技术亦有助于内容拥有者开发新的收入模式，例如在在线视频网站索回广告收入。在多方面广泛应用 OVCP 技术正为 OVCP 服务供应商提供大量机会。

图 13：2016 年按收入计美国 OVCP 市场规模明细



资料来源：招股书

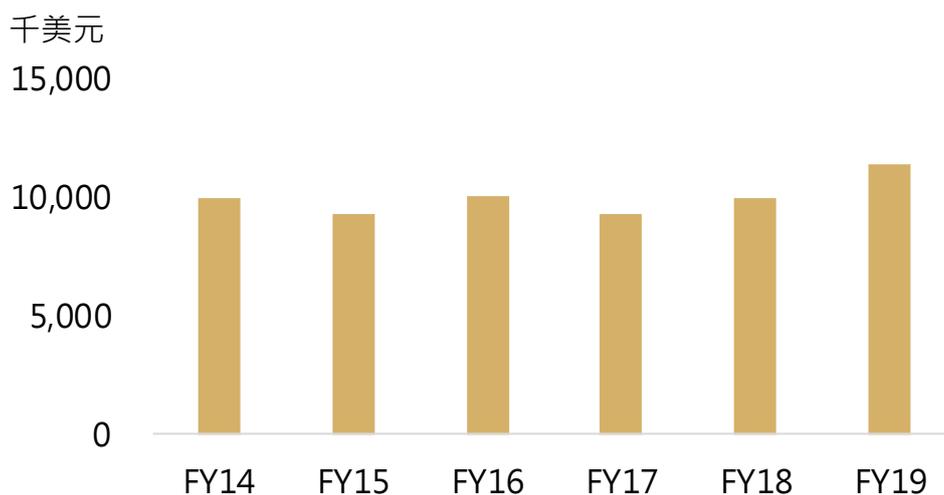
集团的 VDNA 技术，是一项集团专有的数码指纹技术，其功能为提取内容的关键特征以用作识别。集团或集团的内容拥有者客户可利用此项 VDNA 工具，为其视频内容生成数码「指纹」，让阜博在全球超过 200,000 个网站中搜查出潜在侵权内容。VDNA 技术可识别经过侵权人更改（包括裁切、改变对比度、旋转、颜色调控、模糊及/或倒放）的视频内容。

其后，内容拥有者客户便可透过阜博的平台采取适当行动，包括收集数据及发出内容删除要求或下架通知。阜博已透过该项技术建立 VDNA 综合数据库，储存内容拥有者客户的授权数码指纹、元数据及业务规则等信息。与此同时，内容侵权者正不断更新其技术以避免被类似技术侦测。阜博持续投资 VDNA 算法及视频搜索、探查能力，以提供全面的内容保护解决方案。由于集团有能力开发及提升产品以满足客户的需求，尽管电影公司不断进行内部比较测试，阜博集团仍然是主要电影公司首选的供应商。

高程度的品牌忠诚度

OVCP 服务供应商的竞争力是从口碑上建立起来的，市场领先者以优质服务质量见称。在大多情况下，终端用户会倾向于采用更有效可靠的成熟解决方案。阜博于 2017 年获得国家电视艺术与科学学院颁发的第 69 届年度技术及工程艾美奖，证明了其在「保障内容价值及版权视频识别技术」方面的工程创新能力。阜博的先进 VDNA 技术及其就交易数据管理及审计的 PPT 平台、营运规模、及作为 AVOD PPT 或 TVOD PPT 产品一部分所提供一层内容保护的能力，加上阜博与来自传统 PPT 及 VideoTracker 的内容拥有者所建立的互信关系，均为集团带来竞争优势。

图 14：阜博集团的内容保护收入



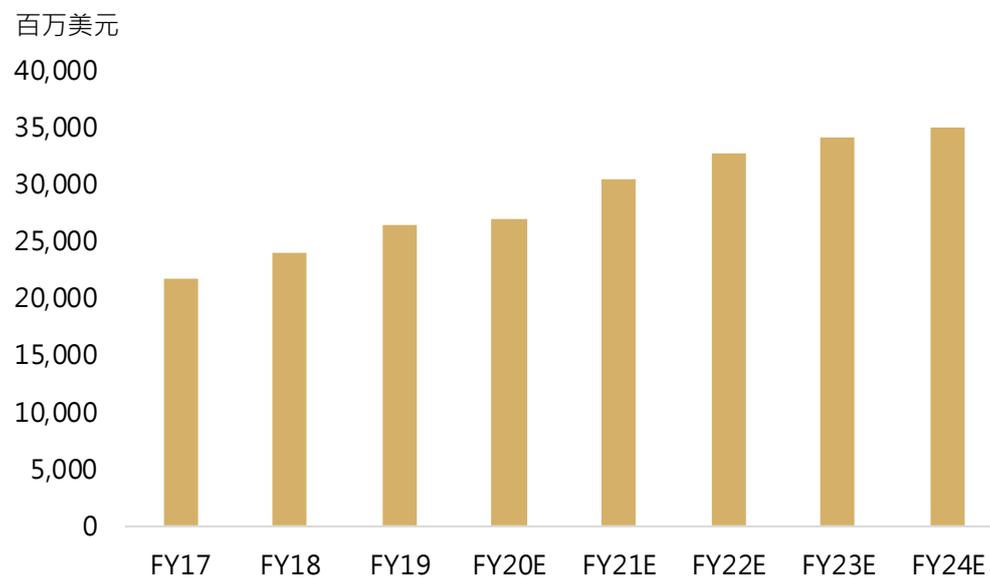
资料来源：招股书、公司年报

■ 3.3 来自在线 PPT 平台的持续增长

在线视频收入分成模式指 TVOD 及 AVOD 市场所用的一种交易型视频分销业务，乃通过计量视频消费而实现变现。在线视频收入分成模式使在线视频网站能够向内容拥有者获取大量视频而毋须大量前期保证，而是将其广告及/或用户支付的租金费用产生的收入中的一部分与内容拥有者分成。内容拥有者赚取的收入部分取决于在线视频网站或第三方服务供应商提供的数据计量及报告。

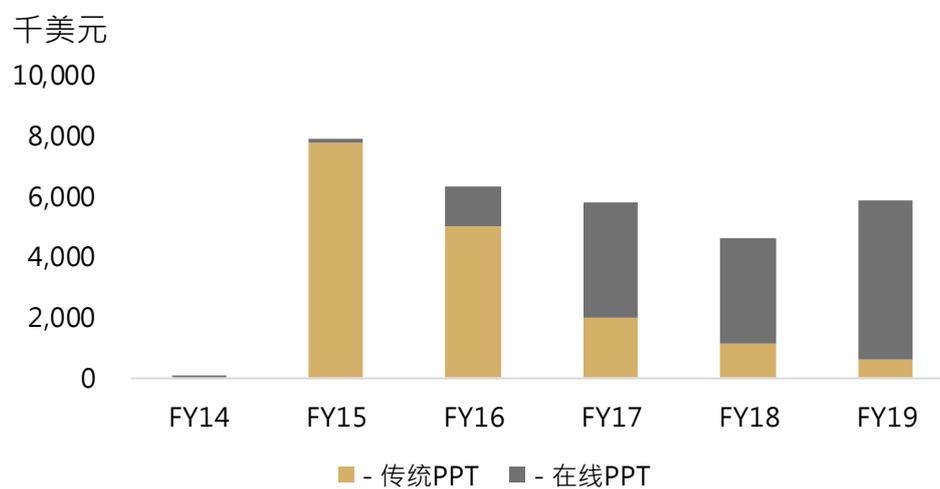
全球在线视频广告支出于 2012 年的 67 亿美元迅速增长至 2016 年的 172 亿美元，复合年增长率达 26.6%，相比电视广告的 4.5% 复合年增长率为高，反映全球广告市场由传统往在线视频内容的不断转变。全球在线视频广告支出的快速增长主要因在线视频内容的普及程度增加，以及利用较低成本提供更多实时针对性广告的能力提高。根据 Statista 数据，全球视频广告支出预期将以 7.1% 的复合年增长率由 2017 年的 217 亿美元维持迅速增长至 2024 年的 350 亿美元。在线广告市场的快速增长为收入分成模式的 AVOD 市场的增长提供有力支持。

图 15：全球视频广告支出 (2017-2024E)



资料来源：Statista

图 16：卓博集团的内容变现收入



资料来源：招股书、公司年报

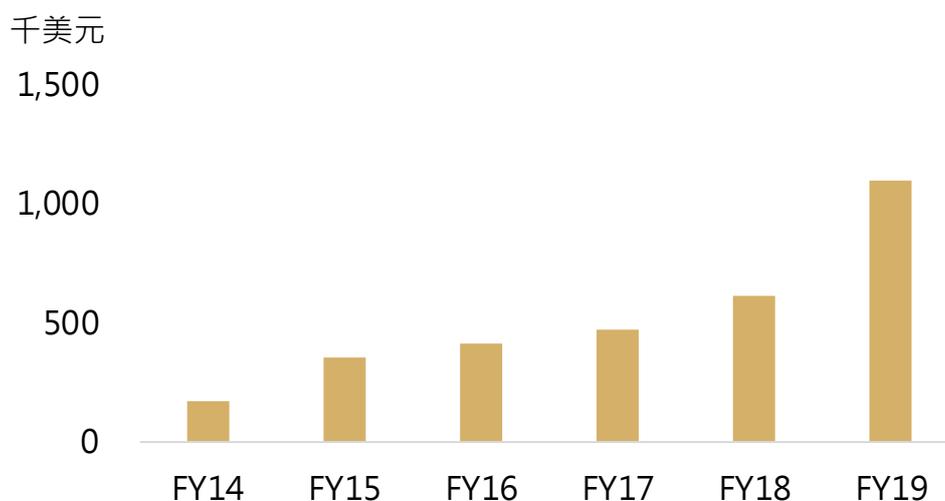
■ 3.4 视频计量市场重要性正在增加

视频计量正在吸引愈来愈多的关注，其对于在线视频的生态系统至关重要。视频计量会确认观看次数、观众、行为及视频广告性能，确保来自广告商的信任及收入。视频广告计量解决方案有助于媒体买家及卖家更深入地了解各个广告宣传。根据 Markets and Markets 数据显示，视频计量市场规模在 2018 年估计为 4.23 亿美元，预计到 2023 年将达到 6.36 亿美元，2018 年至 2023 年的复合年增长率为 8.5%。

广告主越来越重视将其产品直接整合至视频内容中，从而吸引其目标观众的注意，并使用数据导向的方法计量其市场推广支出的成效。除了计划增加 TV Ad Tracking and Analytics 平台的客户基础，阜博亦计划通过持续开发计算器视觉、机器学习及数据挖掘技术能力，以向媒体娱乐行业的内容所有者及其他持份者提供数据分析产品。

集团的 TV Ad Tracking and Analysis 平台为一项市场推广情报产品，可在广播及有线电视网络追踪电视广告、电影预告片、节目宣传、信息广告节目及品牌标志，帮助品牌确认其内容按计划播出。集团的 mSync 平台为一项自动内容识别产品，为广播商及内容所有者创作移动设备上的第二屏幕应用程序以及互动电视节目，从而增加观众参与程度及观看次数。

图 17：阜博集团的内容计量收入



资料来源：招股书、公司年报

■ 3.5 通过战略联盟及收购进行业务扩张

集团于 2018 年收购澳洲数据分析公司 IP-Echelon，该次是集团上市后第一次的收购行为。该收购向阜博提供澳洲研究、产品开发的人才储备，也拓宽了其服务及地域增长空间。此举巩固了阜博在数码视频内容保护市场的龙头地位，强化集团提供打击网络版权侵犯的综合解决方案能力。为进一步拓宽服务种类与地理范围，阜博于 2019 年 11 月收购了加州洛杉矶的 ZEFR 旗下 Rights ID 及 Channel ID 业务。

➤ ZEFR 的服务范围

ZEFR 旗下 Rights ID 及 Channel ID 业务聚焦内容变现及观众参与度最大化。两项服务共享同一客户群，并协助内容拥有者客户管理其互联网资产。Rights ID 产品提供语义搜索技术，并为在视频及社交媒体平台上的版权内容提供版权管理及变现服务。Channel ID 产品就内容版权拥有者在 YouTube 的官方观看渠道提供渠道管理及内容发布服务。

Rights ID 产品

Rights ID 产品在最大的视频及社交媒体平台（包括 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud）代表内容拥有人运作。Rights ID 提供全面的版权管理系统，在考虑领先媒体公司每日面临的广泛所有权及业务规则复杂后，协助该类型企业组织识别、优选及变现视频。Rights ID 产品的创新平台使得内容拥有人可有效控制其内容，包括更全面的内容变现及释放大量增量收入，以最大化知识产权的价值。目前，该业务是与 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并符合要求的第三方独立版权管理供应商。

Channel ID 产品

Channel ID 为媒体公司、权利持有者及品牌的 YouTube 频道管理领导者。Channel ID 客户使用 Channel ID 供应产品管理其在 YouTube 的官方品牌频道。除监管客户的 YouTube 频道外，Channel ID 亦纳入数据分析及优化策略，扩大频道覆盖范围，更好地与内容粉丝进行沟通。运营上，Channel ID 产品通过在 YouTube 视频内容最大化方面提供全面服务解决方案，解决其客户的关键业务需求，包括内容及编程策略咨询、视频上传、视频优化、数据分析以及数据查看报告。

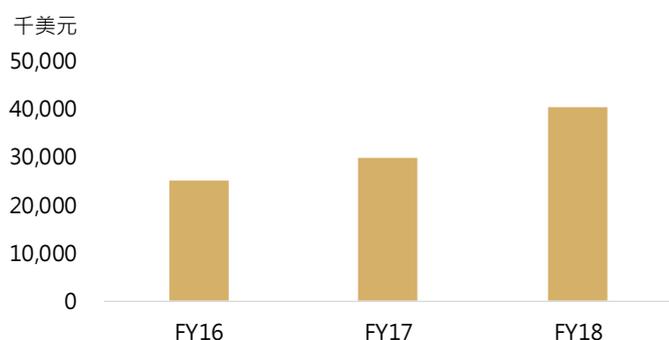
➤ 收购产生的协同效应

透过是次收购，集团能够向包括主流媒体电影工作室、电视联播网等客户提供进一步的内容变现服务、互补科技以及改善的销售建议。

拓展变现渠道

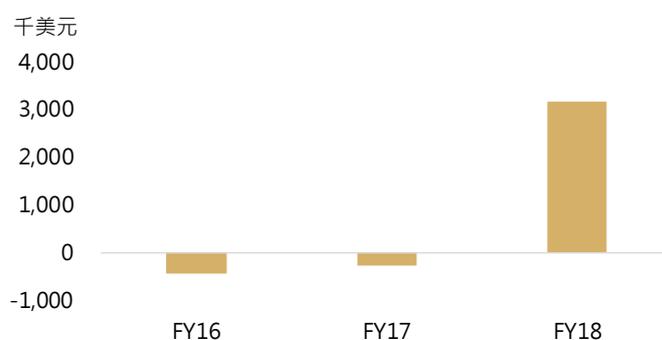
阜博透过是次收购，强化其业务自身变现能力，拓展其在视频及社交媒体平台、视频版权声明内容存货的变现机会。此举将进一步加强集团提供广泛产品及服务方面的竞争地位，确保集团的持续增长，也进一步增强其在现有内容保护产品及服务方面的竞争优势。收购后，ZEFR 能为集团业务收入带来提速。集团 2020 上半年营业收入达到 21.5 百万美元，按年增长 166.4%，部份归因于 ZEFR 收购。

图 18 : ZEFR 收入



资料来源：公司公告

图 19 : ZEFR 利润



资料来源：公司公告

技术互补

ZEFR 已开发一种市场领先技术，为识别、分类流行视频及社交媒体平台上语义搜索终端用户平台，旨在发现内容版权持有人拥有的内容的全长或剪辑内容。ZEFR 将随后代表内容版权持有人，就语义搜索结果产生的任何内容发表声明，然后透过广告将有关声明内容变现。经扩大集团现将拥有在视频及社交媒体平台网页的指纹及语义搜索相关内容识别的技术专业知识。

改善的销售建议

Rights ID 及 Channel ID 业务有助于集团获取新的目标客户，包括在社交媒体上(例如 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud) 拥有版权的内容所有者，籍此集团成为在 YouTube 及 Facebook 上领先的内容变现平台。经扩大集团与其共享版权持有人客户可拥有更深入的关系，并拥有改善的销售建议以服务新交叉销售版权持有人客户。

➤ 总结

收购 ZEFR 旗下 Rights ID 及 Channel ID 业务，是集团发展历程的里程碑之一。主流媒体公司正透过「直接面对消费者」(DTC) 的订阅模型重塑视频分发模式，在此商业背景下，收购可拓宽集团业务范围，增强市场竞争力。藉此，阜博成为全球唯一与 YouTube、Facebook、Instagram 及 SoundCloud 合作并符合要求的第三方版权管理供应商。成功收购 Rights ID 及 Channel ID 业务的阜博，正逐步成为综合视频保护及变现解决方案的优质供应商。长期而言，收购带来的协同效应料为集团业务收入带来提速，从而稳固其长期增长逻辑。

4. 估值

基于阜博集团强大的产品开发及技术能力、较高的客户粘度，并考虑到 2019 年 11 月战略收购 ZEFR 旗下 Rights ID 与 Channel ID 业务所带来的协同效应，我们预期集团 2020/2021/2022 营业收入为 51.0/58.6/67.4 百万美元，同比增长率为 171.3%/15.0%/15.0%。

我们采用 P/S 比例估值，原因有：1) 集团暂未实现盈利；2) 集团作为 SaaS 企业，其商业本质导致前期研发成本高企，未能盈利，而随着软件服务逐步成熟，规模化效应凸显，盈利能力大幅改善。因此传统的 P/S 估值方法较传统 P/E 更能反映 SaaS 企业在扩展阶段的真实价值；3) 在线视频内容消费高速增长，阜博作为内容保护龙头有望收获行业增长红利，有利于后期营收放量，其股价估值水平由营业收入支撑。

表 2：SaaS 全球同业比较

代码	公司名称	收盘价 (本地货币)	市值 (百万)	市盈率			市销率		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
香港上市SaaS厂商									
2013.HK	微盟	11.10	25,017	433.51x	114.61x	68.76x	10.91x	7.80x	6.08x
268.HK	金蝶	21.30	70,965	255.11x	172.37x	119.58x	17.40x	14.38x	11.68x
8083.HK	有赞	1.74	29,987	NA	NA	NA	13.91x	8.52x	5.99x
1753.HK	兑吧	3.93	4,234	11.57x	8.72x	7.20x	2.24x	1.77x	1.49x
3888.HK	金山	40.45	55,527	91.07x	53.59x	37.69x	9.23x	7.85x	6.61x
1588.HK	畅捷通	14.24	3,093	29.96x	27.39x	31.20x	5.36x	4.85x	3.88x
香港上市均值				164.24x	75.34x	52.89x	9.84x	7.53x	5.96x
香港上市中位数				91.07x	53.59x	37.69x	10.07x	7.82x	6.03x
国际上市SaaS厂商									
SAP.US	SAP	159.64	196,118	27.67x	24.57x	21.26x	5.61x	5.56x	5.00x
ADBE.US	Adobe	443.29	212,631	45.72x	40.04x	34.23x	15.63x	14.49x	12.62x
ADSK.US	Autodesk	231.88	50,827	61.26x	43.16x	31.35x	13.16x	11.54x	9.80x
WDAY.US	Workday	181.05	42,547	79.62x	65.88x	50.60x	9.82x	8.58x	7.21x
ORCL.US	Oracle	54.94	168,593	13.63x	12.54x	11.66x	4.29x	4.20x	4.11x
CRM.US	Salesforce	197.16	177,641	66.03x	55.15x	43.22x	8.59x	7.52x	6.36x
ZEN.US	Zendesk	87.26	10,072	187.66x	123.95x	77.08x	9.02x	8.01x	6.39x
美国上市均值				68.80x	52.19x	38.49x	9.44x	8.56x	7.35x
美国上市中位数				61.26x	43.16x	34.23x	9.02x	8.01x	6.39x
总结									
可比公司均值				108.57x	61.83x	44.49x	9.63x	8.08x	6.71x
可比公司中位数				63.65x	48.38x	35.96x	9.23x	7.85x	6.36x

资料来源：彭博

在香港及美国上市的 SaaS 企业平均 P/S 估值为 9.6 倍。考虑到阜博市值较小，我们保守给予阜博 6.2 倍 2020 年市销率，对应目标股价为 5.7 港元，较现股价升幅为 23.8%。

5. 财务报表分析和预测

损益表(千美元)

截至12月31日	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	18,781	50,957	58,600	67,390
所提供成本	-5,329	-26,885	-28,592	-30,207
毛利	13,452	24,072	30,008	37,183
其它收入及收益	328	941	1,141	1,514
销售及营销开支	-7,456	-10,038	-11,544	-13,276
行政开支	-11,093	-14,811	-17,032	-19,587
研发开支	-2,501	-4,238	-4,874	-5,605
融资成本	-649	-734	-946	-1,142
其它开支	-142	-385	-443	-510
除税前亏损	-8,061	-5,193	-3,690	-1,421
所得税抵免	1,871	935	664	256
年度溢利	-6,190	-4,258	-3,025	-1,165

资产负债表(千美元)

截至12月31日	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	378	440	509	586
使用权资产	1,017	1,017	1,017	1,017
其他无形资产	8,350	8,350	8,350	8,350
商誉	78,921	78,921	78,921	78,921
其它	4,302	3,737	3,101	1,357
总非流动资产	92,968	92,465	91,897	90,231
贸易应收款项	13,743	20,383	23,440	26,956
现金及现金等价物	4,825	14,863	27,576	41,420
其它	4,435	5,451	5,215	5,094
总流动资产	23,003	40,697	56,231	73,471
总资产	115,971	133,161	148,128	163,701
贸易应付款项	5,695	13,442	14,296	15,103
其他应付款项及应计费用	6,306	13,442	14,296	15,103
租赁负债	753	753	753	753
计息借贷	1,500	1,500	1,800	2,000
流动负债总额	14,254	29,138	31,145	32,960
计息借贷	48,500	55,065	71,050	85,974
其它	18,100	18,100	18,100	18,100
非流动负债总额	66,600	73,165	89,150	104,074
总负债	80,854	102,303	120,295	137,034
股本	42	42	42	42
库存股份	-2,558	-2,558	-2,558	-2,558
储备	37,633	33,375	30,349	29,184
权益总额	35,117	30,859	27,833	26,668
总权益及负债	115,971	133,161	148,128	163,701

资料来源：公司资料、宝新证券

现金流量表(千美元)

截至12月31日	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	-8,061	-5,193	-3,690	-1,421
非现金项目	-6,066	-5,767	-4,511	-2,490
经营活动所得现金流量净额	-8,575	2,228	-5,580	-3,942
资本支出	-33	-255	-293	-337
自由现金流	-8,608	1,973	-5,873	-4,279
其它	-30,571	0	0	0
投资活动的现金流量	-30,604	-255	-293	-337
新增贷款	30,000	8,065	18,585	18,124
其它	-3,522	0	0	0
融资活动的现金流量	26,478	8,065	18,585	18,124
现金及现金等价物增加/(减少)净额	-12,701	10,038	12,712	13,845
年/期初之现金及现金等价物	17,641	4,825	14,863	27,576
外汇汇率变动的净影响	-115	0	0	0
年/期末之现金及现金等价物	4,825	14,863	27,576	41,420

主要比率

截至12月31日	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
增长 (%)				
收入		171.3%	15.0%	15.0%
毛利		78.9%	24.7%	23.9%
溢利		NM	NM	NM
盈利能力 (%)				
毛利率	71.6%	47.2%	51.2%	55.2%
净利润率	NM	NM	NM	NM
平均资产回报率	NM	NM	NM	NM
平均股本回报率	NM	NM	NM	NM
流动性 (x)				
流动比率	161.4%	139.7%	180.5%	222.9%
现金比率	33.9%	51.0%	88.5%	125.7%
净负债比率	128.6%	135.1%	162.7%	174.6%

资料来源：公司资料、宝新证券

免责声明

本文件所载之数据仅作参考之用，并未顾及任何获得本文件人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之数据并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的资料来源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司（「宝新证券」）之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本文件或其内容承担任何责任。本文件所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本文件所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此文件由宝新证券所提供，文件并未受证券及期货事务监察委员会审阅。
