


Company Report: VOBILE GROUP (03738 HK)

中文版

Teddy Lin 林荣叶

(86755)2397 6692

公司报告: 卓博集团 (03738 HK)

Chinese version

rongye.lin@gtjas.com.hk

17 April 2023

Dual-Track Growth: Pioneering New Frontiers in Domestic and International Business

双轨道成长, 开拓国内外业务新天地

- **卓博 2022 年的收入符合我们的预期, 超彭博一致预期 6.4%。**来自订阅服务和增值服务业务的收入分别实现了 167%和 94%的同比增长, 2022 年总收入同比增长 108%。2022 年卓博的毛利达到 5.90 亿港元, 毛利率为 41%。经营费用占收入的比率由 2021 年的 49%降至 2022 年的 30%, 卓博成功扭亏为盈, 2022 年实现股东净利 4,200 万港元。
- **公司的中国业务实现了井喷式增长, 目前中国与海外业务的收入规模基本持平。**2022 年卓博在中国的收入达到 7.00 亿港元, 与 2021 年的 1.70 亿港元相比, 同比增长 320%。若剔除粒子科技在中国的业务, 卓博在中国实现了 64%的同比增长。卓博中国业务增长不仅归因于完成对粒子科技的整合, 还由于通过 2021 年落地的 API 服务为内容平台赋能, 扩大了中国版权保护新商业模式的规模, 以及协助中国内容版权持有者向海外输出内容。
- **我们认为公司的海外业务有望超预期。**市场普遍认为公司已经覆盖了海外市场几乎所有的顶级内容版权持有者, 因此难以进一步增加海外的客户数量和收入。然而, 我们认为, 虽然卓博的内容保护和 SaaS 订阅服务已经覆盖了世界上大多数领先的影视内容持有者, 但随着流媒体行业的快速发展, 海外影视内容版权侵权的情况增多, 尤其是在社交媒体平台。基于其核心技术, 卓博在不断发展其覆盖的内容资产的同时, 还拥有多样化的变现应用。因此, 卓博的内容保护增值业务在广度和深度层面仍有很大的潜力。
- **维持目前 5.79 港元的目标价和“买入”评级。**根据彭博的数据, 2023 年可比公司的市销率在 1.9 倍到 6.8 倍之间, 加权平均市销率为 5.1 倍。基于公司巨大的成长空间和在中 SaaS 行业中领先的盈利能力, 我们给予公司 5.9 倍 2023 年市销率。
- **风险提示:** 客户对新开发的保护服务接受度低; 中国内容保护意识发展慢于预期。

Rating:
Buy

Maintained

评级:
买入 (维持)
6-18m TP 目标价:
HK\$5.79

HK\$5.79

Share price 股价:
HK\$3.260
Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(11.4)	(24.4)	(20.1)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(16.1)	(19.1)	(15.1)
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	1.0	1.2	1.3

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(HK\$ '000)	(HK\$ '000)	(HK\$ Cent)	(Δ %)	(x)	(HK\$)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
2021A	686,528	(22,677)	(1.185)	(2,621.3)	(294.5)	0.803	4.3	0.000	0.0	(2.0)
2022A	1,442,670	58,103	1.983	n.a.	176.0	0.790	4.4	0.000	0.0	3.8
2023F	2,055,272	98,063	3.047	62.0	108.6	1.026	3.4	0.000	0.0	5.4
2024F	2,832,110	253,894	7.735	151.3	43.2	1.134	3.1	0.000	0.0	10.9
2025F	3,793,980	423,105	12.877	66.7	0.0	1.312	0.0	0.000	0.0	15.7
Shares in issue (m) 总股数 (m)				2,232.8	Major shareholder 大股东			Yangbin Bernard WANG		19.6%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				7,278.9	Free float (%) 自由流通比率 (%)					47.9%
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				23,175.2	FY23 Net gearing (%) FY23 净负债/股东资金 (%)					Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				5.280 / 1.660	FY23 Est. NAV (HK\$) FY23 每股估值 (港元)					6.1

Source: the Company, Guotai Junan International.

卓博 2022 年的收入符合我们的预期，超彭博一致预期 6.4%。基于按产品划分的收入，公司来自订阅服务和增值服务业务的收入分别实现了 166.8%和 93.9%的同比增长。对粒子文化科技集团（“粒子科技”）的收购为卓博在中国的业务提供了巨大的增长动力。2022 年卓博在中国的收入达到 7.00 亿港元，与 2021 年的 1.70 亿港元相比，同比增长 320%。若剔除粒子科技在中国的业务，卓博在中国实现了 64%的同比增长。2021 年来自中国的收入占总收入的 24%，2022 年增加到 48%。卓博中国业务大幅增长不仅归因于完成对粒子科技的整合，还由于通过 2021 年落地的 API 服务为内容平台赋能，扩大了中国版权保护新商业模式的规模，以及协助中国内容版权持有者向海外输出内容。2022 年卓博的毛利达到 5.90 亿港元，毛利率为 41%。经营费用占收入的 30%左右，低于 2021 年的 49%，卓博成功扭亏为盈，2022 年实现股东净利 4,200 万港元。

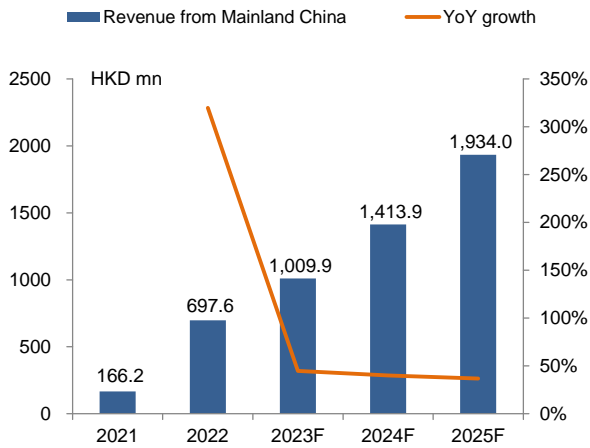
表-1：卓博 2022 年业绩要点

(百万港元)	2H22	2H21	同比	环比	2022	2021	同比
各业务收入							
订阅服务	347.2	120.3	188.6%	72.1%	549.0	205.8	166.8%
增值服务	539.2	226.3	138.3%	52.8%	892.1	460.0	93.9%
其他	0.1	28.8	(99.5%)	(89.7%)	1.6	29.1	(94.6%)
总收入	886.6	375.4	136.2%	59.4%	1442.7	694.9	107.6%
所提供服务成本	(526.0)	(182.0)	189.1%	61.4%	(852.0)	(337.8)	152.2%
毛利	360.5	185.1	94.8%	56.6%	590.7	348.8	69.4%
其他收入及收益	42.3	3.7	1050.9%	278.3%	53.5	5.5	869.7%
销售及营销开支	(102.7)	(61.3)	67.6%	108.5%	(152.0)	(97.9)	55.3%
行政开支	(105.5)	(95.1)	10.9%	83.6%	(162.9)	(128.8)	26.4%
研发开支	(74.9)	(63.2)	18.4%	28.5%	(133.1)	(111.8)	19.0%
经营利润	77.5	(34.6)	n.a.	18.7%	142.7	10.2	1295.2%
融资成本	(70.3)	(8.3)	750.0%	212.1%	(92.8)	(20.2)	359.9%
应占一家联营公司亏损	0.1	(0.1)	n.a.	n.a.	(0.1)	(0.1)	(13.9%)
其他开支	(2.0)	(6.6)	(69.3%)	(76.9%)	(10.8)	(10.3)	4.5%
税前利润	47.6	(45.9)	n.a.	5.7%	92.5	(14.9)	n.a.
所得税开支	(18.6)	0.1	n.a.	17.3%	(34.4)	(7.8)	341.5%
年内利润/(亏损)	29.0	(45.7)	n.a.	(0.6%)	58.1	(22.7)	n.a.
以下人士应占：							
公司拥有人	12.9	(45.7)	(128.1%)	(55.9%)	42.0	(22.7)	n.a.
非控股权益	16.1	-	n.a.	n.a.	16.1	-	n.a.
每股盈利（港元）	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0198	(0.0119)	n.a.
毛利率	40.7%	49.3%			40.9%	50.2%	
经营利润率	8.7%	(9.2%)			9.9%	1.5%	
净利率	1.5%	(12.2%)			4.0%	(3.3%)	

资料来源：公司、国泰君安国际。

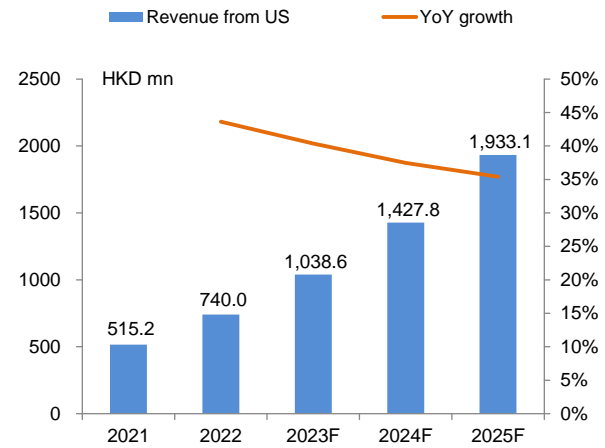
卓博在美国的业务相对成熟，但仍有巨大的增长潜力。2022 年公司来自美国地区的收入达到 7.40 亿港元，与 2021 年相比，同比增长了 44%。美国业务方面，卓博继续增强为内容版权持有者提供内容保护的能力，并将其保护服务扩展至各服务场景，包括面向第三代互联网（Web 3）提供数字资产保护和交易相关的数字基础设施服务。同时，卓博继续深化现有客户内容库的渗透率，2022 年与客户签订的新升级合同已经反映在收入增长上。此外，卓博继续积极探索社交媒体变现方式，包括在短视频为主的大型社交平台上推出创新的变现服务。

图-1: 卓博来自中国内地的收入及同比增长



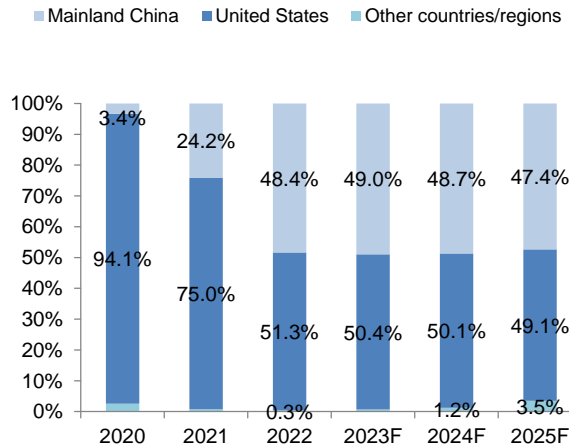
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-2: 卓博来自美国的收入及同比增长



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-3: 按地理区域划分的卓博收入占比



资料来源: 尼尔森、公司、国泰君安国际。

基于卓博与客户之间长期信任的合作关系，公司管理的变现内容和客户数量继续增长。截至 2022 年底，卓博的客户数量达到 335 家，与 2022 年上半年相比增加了 32 家。其中，内容客户数量达到 203 个，新增客户 24 个，平台客户数量增加 8 个。2022 年底，卓博的月均社交媒体活跃资产达 255 万，与 2021 年相比增加了 92 万。卓博管理的社交媒体活跃资产数量增加的主要原因之一是与华纳媒体（美国跨国大众媒体和娱乐集团）签订了升级合作合同，管理其全量内容库。最近，卓博还与拥有世界级内容库的客户 Discovery 签订了升级合同。在卓博管理的内容库的规模方面，由于公司对一些世界级客户的内容资产的覆盖率还较低，大客户的内容增长仍有巨大空间。从管理内容的变现角度来看，随着流媒体行业的发展，基于卓博核心技术的应用场景也愈加多样化。总体而言，我们对卓博的海外业务的增长仍充满信心。

我们维持目前 5.79 港元的目标价和“买入”评级。我们采用基于市销率的相对估值法。根据彭博的数据，2023 年可比公司的市销率在 1.9 倍到 6.8 倍之间，加权平均市销率为 5.1 倍。基于公司巨大的成长空间和 SaaS 行业中领先的盈利能力，我们给予公司 5.9 倍 2023 年市销率。

表-5: 同业估值—香港上市 SaaS 公司

公司名称	股票代码	货币	收市价	市销率			销售同比增长(%)			市净率	净资产收益率	市值 百万港元
				23F	24F	25F	23F	24F	25F			
SaaS 行业												
金蝶国际	00268 HK	HKD	13.42	6.8	5.5	4.5	21.8	23.9	20.0	n.a.	(3.9)	46,642
金山软件	03888 HK	HKD	36.10	4.7	4.0	3.4	16.5	19.7	16.8	64.6	3.3	49,179
微盟集团	02013 HK	HKD	4.24	4.3	3.5	3.0	28.9	23.3	15.8	n.a.	(15.6)	11,789
明源云	00909 HK	HKD	4.70	3.6	3.0	2.7	16.7	19.9	14.8	n.a.	(5.5)	9,002
移卡	09923 HK	HKD	22.85	1.9	1.5	1.3	36.1	24.0	19.0	20.1	12.6	10,191
联易融科技-W	09959 HK	HKD	3.35	5.5	4.4	3.8	29.3	24.0	18.0	20.3	3.1	7,655
阜博集团	03738 HK	HKD	3.26	3.6	2.6	1.9	39.4	39.5	37.4	47.9	8.7	7,279
医渡科技	02158 HK	HKD	7.98	6.5	5.2	3.8	(16.8)	26.4	34.6	n.a.	(13.2)	8,164
中国有赞	08083 HK	HKD	0.22	2.2	1.8	1.8	5.7	17.7	3.7	n.a.	(4.9)	4,016
简单平均				4.3	3.5	2.9	19.8	24.3	20.0	29.4	(1.7)	
加权平均				5.1	4.1	3.5	20.1	23.0	19.4	52.3	(1.1)	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 以上估值和净资产收益率基于彭博一致预期。市值及收市价截至2023年4月14日。

主要风险: 1) 中国内容版权持有者的版权保护意识未能如预期般提高, 阜博在中国的内容保护业务渗透速度慢于预期; 2) 海外内容版权持有者对阜博的新增值服务的需求低于预期。

财务报表及比率

损益表					
Year ended 31 December (HK\$'000)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Total Revenue	686,528	1,442,670	2,055,272	2,832,110	3,793,980
Cost of revenues	(337,757)	(851,958)	(1,154,892)	(1,532,775)	(1,956,127)
Gross (loss)/profit	348,771	590,712	900,380	1,299,335	1,837,853
Other gains and losses	5,516	53,491	29,504	41,497	35,500
Selling and marketing expenses	(97,862)	(151,951)	(216,474)	(298,296)	(399,606)
General and administrative expenses	(128,840)	(162,912)	(236,356)	(283,211)	(379,398)
Research and development expenses	(111,840)	(133,129)	(195,251)	(269,050)	(360,428)
Operating profit	10,229	142,720	252,299	448,778	698,422
Total other income/(expenses), net	(10,339)	(10,804)	(15,392)	(19,825)	(26,558)
Share of losses of an associate	(108)	(93)	0	84	88
Finance costs	(20,174)	(92,772)	(110,224)	(66,150)	(33,562)
Profit before tax	(14,876)	92,542	156,187	404,383	673,890
Income tax	(7,801)	(34,439)	(58,124)	(150,489)	(250,785)
Profit After Tax	(22,677)	58,103	98,063	253,894	423,105
Non-controlling Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' Profit / Loss	(22,677)	58,103	98,063	253,894	423,105
Basic EPS (HK cents)	(1.185)	1.983	3.047	7.735	12.877

现金流量表					
Year ended 31 December (HK\$'000)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
(Loss)/profit before tax	241,720	92,542	156,187	404,383	673,890
Finance costs	20,174	92,772	110,224	66,150	33,562
Interest income	(1,615)	(4,549)	0	0	0
Depreciation of PPE	1,028	6,523	927	2,059	0
Changes in investment properties	(447)	6,962	(1,993)	(2,738)	(2,847)
Depreciation of right-of-use assets	10,676	11,212	10,065	12,077	13,285
Loss on disposal of PPE	0	0	0	0	0
Amortisation of other intangible assets	11,745	67,812	47,644	0	0
Impairment of financial assets	65	0	0	0	0
Changes in financial assets at FVTPL	5,075	(17,039)	3,870	(5,688)	7,812
Share of losses of an associate	108	0	0	0	0
Others	67,830	18,115	(17,442)	(176,364)	(286,562)
Change in working capital	(109,274)	(291,298)	147,709	(233,672)	(230,453)
Cash from operating activities	247,532	(23,910)	459,182	68,946	211,534
Change in PPE	(25,852)	(25,713)	(2,087)	(5,727)	(4,946)
Purchases of other intangible assets	(40,430)	(35,943)	(43,897)	(24,496)	(50,185)
Others	(98,380)	0	0	0	0
Cash from investing activities	(164,662)	(61,656)	(45,983)	(30,223)	(55,132)
Proceeds from issue of convertible bonds	0	105,620	0	0	0
Issue of shares	629,702	0	463,653	0	0
Purchase of shares	(59,444)	(42,043)	0	0	0
Interest paid	(6,308)	0	(110,224)	(66,150)	(33,562)
Repayment of borrowings	(155,050)	0	(351,232)	(326,327)	(326,327)
Principal portion of lease payments	(10,191)	0	(13,031)	(13,380)	(14,774)
Cash from financing activities	398,709	63,577	(10,834)	(405,858)	(374,663)
Net changes in cash	481,579	(21,989)	402,365	(367,135)	(218,261)
Cash at beg of year	262,362	496,865	226,495	623,785	245,963
Effect of exchange rate changes	9,229	0	0	0	0
Cash at end of year	496,865	226,495	623,785	245,963	14,979

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year ended 31 December (HK\$'000)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Property, plant and equipment	26,190	47,140	48,300	51,967	56,913
Investment properties	45,328	66,446	68,439	71,177	74,024
Right-of-use assets	23,239	20,129	24,155	26,570	29,227
Goodwill	607,297	1,184,396	1,184,396	1,184,396	1,184,396
Other intangible assets	111,449	388,056	384,309	408,805	458,990
Financial assets at FVTPL	48,316	193,481	189,611	195,300	187,488
Investment in associates	0	1,018	1,018	1,018	1,018
Deferred tax assets	83,603	93,785	121,921	158,497	206,046
Prepayments and deposits	1,986	1,951	3,125	3,916	4,048
Total non-current assets	947,408	1,996,402	2,025,274	2,101,645	2,202,150
Inventories	0	17,092	20,174	28,123	38,000
Trade receivables	269,637	686,151	821,608	1,132,278	1,516,985
Prepayments and other assets	50,877	114,479	153,134	191,869	198,356
Tax recoverable	5,363	11,863	13,049	14,354	15,790
Pledged deposits	0	207,843	0	0	0
Cash & cash equivalents	496,865	226,495	623,785	245,963	14,979
Total current assets	822,742	1,263,923	1,631,750	1,612,587	1,784,109
Total Assets	1,770,150	3,260,325	3,657,024	3,714,233	3,986,260
Trade payables	136,218	279,691	369,565	459,833	586,838
Other payables and accruals	25,709	71,089	96,366	122,622	156,490
Lease liabilities	9,473	11,496	12,071	12,674	13,308
Tax payable	20,094	34,606	38,067	41,873	46,061
Interest-bearing bank borrowing	0	652,654	652,654	326,327	0
Convertible bonds	0	4,680	0	0	0
Total Current Liabilities	191,494	1,054,216	1,168,723	963,329	802,697
Convertible bonds	0	97,006	48,503	0	0
Interest-bearing borrowings	0	351,232	0	0	0
Lease liabilities	14,790	9,695	10,180	10,689	11,223
Deferred tax liabilities	27,543	74,541	81,995	90,195	99,214
Total Non-current Liabilities	42,333	532,474	140,678	100,883	110,437
Total Liabilities	233,827	1,586,690	1,309,401	1,064,213	913,134
Share capital	417	417	417	417	417
Treasury shares	(62,437)	(79,893)	(79,893)	(79,893)	(79,893)
Equity component of convertible bonds	0	8,614	61,797	110,300	110,300
Reserves	1,598,343	1,563,311	2,184,116	2,438,010	2,861,115
Total Shareholders' Equity	1,536,323	1,492,449	2,166,437	2,468,834	2,891,939
Minority Interest	0	181,186	181,186	181,186	181,186
Total Equity	1,536,323	1,673,635	2,347,623	2,650,020	3,073,125

财务比率					
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Gross margin (%)	50.8	40.9	43.8	45.9	48.4
Cost to revenue (%)	49.2	59.1	56.2	54.1	51.6
Selling expense to revenue (%)	14.3	10.5	10.5	10.5	10.5
R&D expense to revenue (%)	16.3	9.2	9.5	9.5	9.5
Admin expense to revenue (%)	18.8	11.3	11.5	10.0	10.0
Operating profit margin (%)	1.5	9.9	12.3	15.8	18.4
Net margin (%)	(3.3)	4.0	4.8	9.0	11.2
ROE (%)	(2.0)	3.8	5.4	11.0	15.8
ROA (%)	(1.6)	2.3	2.8	6.9	11.0

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com