

知名 IP 授权合作达成，衍生品业务布局再深化

投资要点

- **事件:** 根据公司旗下阿里鱼官方公众号显示, 7月19日, 阿里影业旗下 IP 交易及创新平台阿里鱼与三丽鸥(上海)国际贸易有限公司订立主授权协议, 自2023年1月1日起至2027年12月31日, 阿里鱼将获得三丽鸥旗下26个造型人物在中国大陆制造及销售商品的独家授权。
- **衍生品赛道持续加码, 业绩稳定增长点已现。** 据财报显示, FY22 衍生品业务实现营收4.4亿元, 同比增长43%; 经营利润约2亿元, 同比增长22%; 签约新 IP 数量增长120%, 天猫潮玩类目平台商品 GMV 同比增长57%, 并开发了全新的数字藏品业务。本次合作的三丽鸥旗下拥有 Hello Kitty(凯蒂猫)、My Melody(美乐蒂)、Cinnamoroll(大耳狗)等知名 IP, 有望丰富公司现有 IP 矩阵, 叠加阿里鱼的平台能力与运营优势, 衍生品业务发展有望更上一层楼。
- **净利润首次扭亏为盈, 业绩韧性得到体现。** FY22, 公司实现营业收入36.5亿元, 同比增长28%, 经调整 EBITA 约1.4亿元, 较 FY21 同期的1.2亿元增长21%; 实现归母净利润1.7亿元, 较 FY21 的归母净亏损0.96亿元首次实现扭亏为盈, 毛利率40.9%。整体业绩韧性在疫情冲击下得到体现, 优质内容价值凸显。
- **口碑佳作持续迭代, 夯实业绩增长基本盘。** 暑期档方面, 公司参与投资了《人生大事》《新神榜: 杨戬》《独行月球》等, 均有望成为票房佳作。其中由沈腾、马丽主演的科幻喜剧片《独行月球》定档7月29日, 目前该片位列猫眼暑期档想看榜第1、微博热度榜第1, 淘票票想看人数超52万人。另据灯塔专业版显示, 映前媒体票房预测约为45亿, 潜在爆款作品蓄势待发。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 FY23-FY25 归母净利润分别为2.3亿元、3.2亿元、4.1亿元, 对应 PE 分别为69倍、50倍、39倍。公司为互联网全产业链娱乐平台, 科技业务有望伴随疫情防控常态化稳定增长, 口碑佳作持续产出值得期待, 叠加 IP 衍生业务增长潜力巨大, 维持“买入”评级, 建议积极关注。
- **风险提示:** 影视行业政策变动风险, 内容制作效果不及预期风险, 市场竞争加剧的风险, 其他业务发展不及预期。

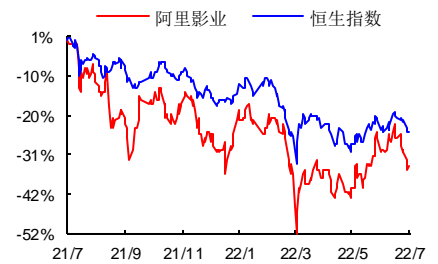
指标/年度	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入(百万元)	3652.17	4504.85	5396.52	6281.54
增长率	27.75%	23.35%	19.79%	16.40%
归属母公司净利润(百万元)	169.85	230.87	317.17	410.65
增长率	276.36%	35.92%	37.38%	29.47%
每股收益 EPS(元)	0.01	0.01	0.01	0.02
净资产收益率 ROE	1.21%	1.56%	2.01%	2.45%
PS	4.38	3.55	2.96	2.55
PE	94	69	50	39

数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	0.5-1.04
3个月平均成交量(百万)	30.79
流通股数(亿)	269.76
市值(亿港元)	186.13

相关研究

1. 阿里影业(1060.HK): 业绩扭亏为盈, 衍生品布局增长可期 (2022-05-12)
2. 阿里影业(1060.HK): 衍生品赛道布局深化, 储备项目表现可期 (2021-11-30)
3. 在线票务系列报告之一: 阿里影业不仅是淘票票 (2021-07-22)

关键假设:

假设 1: 公司 FY23 基本恢复至疫情前运营水平, 预计 FY23-FY25 整体毛利率分别为 45%/46%/47%。公司内容制作业务, 依托先进的基础设施(灯塔、淘票票)科学分析与策略制定下, 爆款产出可能性提高, 随着运营效率逐步提升, 预计 FY23-FY25 该板块收入增速为 25%/20%/15%;

假设 2: 随着疫情影响逐渐消散, 数智化平台、云尚制片业务未来有望贡献稳定营收与利润, 预计科技板块 FY23-FY25 业务收入增速为 15%、13%、12%。

假设 3: 公司设立 IP 潮玩品牌锦鲤拿趣, 叠加公司 IP 衍生业务背靠阿里大文娱生态, 具有巨大的集团内资源协同与 IP 资源获取优势, 与全球著名造型人物品牌发行商三丽鸥达成合作, 衍生品业务或将持续快速增长, 预计 FY23-FY25 收入增速为 40%、35%、30%。

基于以上假设, 我们预测公司 FY23-FY25 分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
合计				
营业收入	3652.3	4505.0	5396.7	6281.8
YOY	27.75%	23.35%	19.79%	16.40%
毛利率	40.90%	46.00%	47.00%	48.00%
内容制作				
收入	1947.9	2434.9	2921.9	3360.1
增速	36.7%	25%	20%	15%
科技(新基础设施及运营)				
收入	1264.1	1453.7	1642.7	1839.8
增速	12%	15%	13%	12%
IP 衍生及商业化				
收入	440.3	616.4	832.2	1081.8
增速	43%	40%	35%	30%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值(单位：百万元)

资产负债表	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	利润表	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
货币资金	3556.89	3880.15	4141.60	4500.65	销售收入	3652.17	4504.85	5396.52	6281.54
应收账款	1674.74	2040.54	2444.44	2845.32	销售成本	2157.03	2477.67	2914.12	3329.22
预付款项	773.48	890.77	1067.09	1242.09	其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售和管理费用	564.57	675.73	836.46	1005.05
存货	17.83	6.83	8.03	9.17	研发费用	925.47	1126.21	1332.94	1538.98
其他流动资产	1838.86	2442.72	2926.22	3406.11	财务费用	(79.29)	(12.81)	(14.04)	(15.12)
流动资产总计	7861.80	9261.01	10587.37	12003.35	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
股权投资和长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	23.35	19.69	16.04	12.38	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	84.38	238.05	327.04	423.42
无形资产	261.72	218.10	174.48	130.86	其他非经营损益	44.52	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	128.90	238.05	327.04	423.42
其他非流动资产	7429.83	7426.99	7424.14	7421.30	所得税	(25.41)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7714.90	7664.78	7614.66	7564.54	净利润	154.32	238.05	327.04	423.42
资产总计	15576.70	16925.79	18202.03	19567.88	少数股东损益	(15.54)	7.18	9.87	12.78
短期债务	9.38	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东的净利润	169.85	230.87	317.17	410.65
应付账款	388.91	453.56	533.45	609.44	EBITDA	49.62	275.36	363.12	458.42
其他流动负债	948.88	1411.64	1687.94	1961.37	NOPLAT	30.51	225.24	313.00	408.30
流动负债合计	1347.16	1865.19	2221.39	2570.81	EPS(元)	0.01	0.01	0.01	0.02
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	186.53	186.53	186.53	186.53	主要财务比率	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动负债合计	186.53	186.53	186.53	186.53	成长能力				
负债合计	1533.70	2051.73	2407.93	2757.35	销售收入增长率	27.7%	23.3%	19.8%	16.4%
股本	5452.98	5452.98	5452.98	5452.98	EBIT 增长率	124.6%	354.0%	39.0%	30.4%
资本公积	8564.13	8157.14	7750.14	7343.15	EBITDA 增长率	141.2%	455.0%	31.9%	26.2%
留存收益	0.00	230.87	548.04	958.69	净利润增长率	231.7%	54.3%	37.4%	29.5%
归属母公司权益	14017.11	14840.98	15751.16	16754.82	盈利能力				
少数股东权益	25.90	33.08	42.94	55.72	毛利率	40.9%	45.0%	46.0%	47.0%
股东权益合计	14043.00	14874.06	15794.11	16810.54	净利率	4.2%	5.3%	6.1%	6.7%
负债和股东权益合计	15576.70	16925.79	18202.03	19567.88	ROE	1.2%	1.6%	2.0%	2.5%
					ROA	1.1%	1.4%	1.7%	2.1%
					ROIC	0.3%	2.1%	2.7%	3.3%
现金流量表	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	估值倍数				
税后经营利润	101.02	238.05	327.04	423.42	P/E	94.18	69.29	50.44	38.95
折旧与摊销	0.00	50.12	50.12	50.12	P/S	4.38	3.55	2.96	2.55
财务费用	(79.29)	(12.81)	(14.04)	(15.12)	P/B	1.14	1.08	1.02	0.95
其他经营资金	(21.74)	(548.55)	(708.72)	(707.50)	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	0.00	(273.18)	(345.60)	(249.08)	EV/EBIT	1.56	1.91	2.75	2.93
投资性现金净流量	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)	EV/EBITDA	1.56	1.56	2.37	2.61
筹资性现金净流量	0.00	596.44	607.04	608.13	EV/NOPLAT	2.53	1.91	2.75	2.93
现金流量净额	0.00	323.26	261.45	359.05					

数据来源：同花顺 iFinD，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn