

公司研究

电影市场承压，大麦&阿里鱼表现亮眼

——阿里影业（1060.HK）FY25H1 业绩点评

要点

事件：公司 FY25H1 实现营收 30.5 亿元人民币（yoy+17%），毛利润 13.2 亿元人民币（yoy+18%），对应毛利率 43.1%，增长主要来源于演出市场的增长以及大麦平台的并表；经调整 EBITDA 为 6.4 亿元，同比增长 39%；归母净利润 3.37 亿元人民币，同比降低 27%，主要由公司投资减值所致。

大麦演出内容及票务业务增速较快，收入结构多元性助力增长：1) **内容业务**收入 12.2 亿元（yoy-17.3%），主要原因是市场环境低迷，公司电影项目投资不达预期。**a) 电影内容**方面 FY25H1 电影市场低迷，后续关注待映影片；目前公司的储备影片数量约为 70 部，其中投资待映影片约为 35 部，待上映的重点影片有《封神 第二部》、《误杀 3》等；**b) 电视剧内容**方面，FY25H1 已播女性传奇剧作《惜花芷》、医疗题材《手术直播间》，待播剧集储备充足。**c) 演出内容**方面，已经完成的阿那亚虾米音乐节、莫文蔚“大秀一场”演唱会等项目观众反响较好；大麦内容投资规模不断扩大，打造自有厂牌，公司致力于将大麦演出内容收入提升至大麦全部收入的 20%-30%；2) **票务及科技平台**收入 12.3 亿元，收入同比增长 138.6%，主要原因是大麦票务业务的高速增长。**a) 电影票务平台业务**方面，淘票票份额保持稳定，联合大麦推出的“淘麦 VIP”会员体系用户忠诚度高，实现会员非票务收入超 2000 万；云智持续保持出票影院数量和出票人次第一。**b) 演出票务平台业务：**FY25H1 大麦 GMV 同比增幅将近 70%；FY25H1 大麦服务 2000 场项目，服务人次 2500 万。**c) 科技业务**方面，AI 持续助力公司降本增效。3) **IP 衍生品业务**方面，收入实现 6.0 亿元（yoy-3.4%），下降主要系去年同期计入大麦代运营收入；阿里鱼作为国内最大的 IP 授权代理平台，持续扩展 IP 矩阵，FY25H1 收入同比增长超 40%，新增转授权业务包括蜡笔小新、Chiikawa 等，市场反响良好；潮玩品牌“锦鲤拿趣”自主研发或签约逾 10 个原创 IP 和动漫 IP，与逾 40 部影视剧结合，利润有望增长。

AI 投入不断加强，探索多种业务形态：1) **虚拟拍摄：**公司目前有 2 个虚拟拍摄棚已经交付，3 个虚拟拍摄棚开始建设。虚拟拍摄棚能够降低影视剧的制作成本、置景成本，提升科幻、奇幻等题材产品的用户体验。2) **虚拟人：**公司已推出厘里、安诊儿等 5 个数字人，进行商业化的变现，成功地实现包括代言、定制化等方面的合作。3) **灯塔 AI：**AI 与宣发物料全场景结合，助力票房预测、宣发决策并参与物料的制作。公司预计未来 AI 将参与物料制作的 70%。

盈利预测、估值与评级：阿里影业作为国内最大的互联网影视公司之一，深度布局影视产业链上下游；阿里鱼 IP 授权业务稳定增长，收购大麦带来显著利润增厚。考虑电影市场低迷，公司影视内容投资利润率较低，下修 FY25-FY27 归母净利润预测至 5.3/8.5/10.3 亿元（较上次预测-35%/-10%/-1%）。考虑估值切换至 FY26，给予 18xPE 估值，维持目标价 0.54 港元，维持“增持”评级。

风险提示：影片上映表现不及预期，演出市场景气度下降，行业竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	3,501	5,036	5,953	7,439	8,424
营业收入增长率	-4.2%	43.9%	18.2%	25.0%	13.2%
归母净利润（百万元）	-291	285	531	849	1,026
EPS（元）	-0.01	0.01	0.02	0.03	0.03
PE	NA	40	21	13	11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为 2024-11-25，汇率为 1 港币=0.9241 人民币。注：阿里影业财年时间为上年 4 月 1 日至该年 3 月 31 日，FY2025 为 2024-4-1 至 2025-3-31

增持（维持）

当前价/目标价：0.41/0.54 港元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

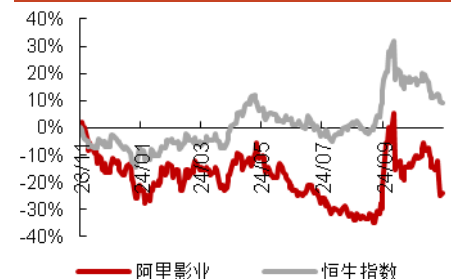
021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	297.15
总市值(亿港元)	121.83
一年最低/最高(港元)	0.35-0.59
近 3 月换手率 (%)	33.7

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.8	5.2	-34.5
绝对	-11.8	12.3	-25.5

资料来源：Wind

相关研报

影视全产业链布局，收购大麦带来显著业绩增厚——阿里影业（1060.HK）投资价值分析报告（2024-08-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入	3,501	5,036	5,953	7,439	8,424
营业成本	-2,384	-3,019	-3,393	-4,166	-4,717
毛利	1,117	2,017	2,560	3,273	3,706
其它收入	-235	33	381	381	430
营业开支	-1,086	-1,741	-2,024	-2,418	-2,696
营业利润	-203	310	916	1,236	1,440
财务成本净额	116	182	9	9	10
应占利润及亏损	-167	-191	-250	-200	-200
税前利润	-254	300	676	1,045	1,251
所得税开支	0	-59	95	146	175
税后经营利润	-254	359	581	899	1,076
少数股东权益	12	13	50	50	50
已终止经营业务亏损	25	61	0	0	0
归母净利润	-291	285	531	849	1,026

现金流量表 (百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	580	822	1,112	809	1,176
投资活动现金流	-233	-299	-365	-446	-338
融资活动现金流	-48	-94	9	9	10
净现金流	299	430	756	372	848

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 注: 阿里影业财年时间为上年 4 月 1 日至该年 3 月 31 日, FY2025 为 2024-4-1 至 2025-3-31

资产负债表 (百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	15,572	21,460	22,317	23,789	25,248
流动资产	8,502	13,094	13,803	14,862	16,075
现金及短期投资	3,922	7,421	8,177	8,549	9,397
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	1,454	1,840	1,786	2,083	2,190
存货	39	31	39	48	55
其它流动资产	3,087	3,802	3,801	4,182	4,433
非流动资产	7,070	8,366	8,513	8,927	9,172
长期投资	1,827	1,672	1,547	1,447	1,347
固定资产净额	18	38	31	24	16
其他非流动资产	5,225	6,656	6,935	7,456	7,809
总负债	1,461	5,639	5,915	6,488	6,871
流动负债	1,294	5,524	5,799	6,373	6,755
应付账款	425	637	713	875	991
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	870	4,887	5,087	5,498	5,765
长期负债	167	115	115	115	115
长期债务	0	0	0	0	0
其它	167	115	115	115	115
股东权益合计	14,110	15,821	16,402	17,301	18,377
股东权益	14,070	15,722	16,254	17,103	18,128
少数股东权益	40	98	148	198	248
负债及股东权益总额	15,572	21,460	22,317	23,789	25,248

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP