

公司研究

阿里鱼为国内最大 IP 授权代理平台，有望受益于布鲁可 IP 拓展

——阿里影业（1060.HK）IP 业务更新点评

要点

事件：1月10日，布鲁可在港交所上市，首日涨幅超40%；在公开发售阶段，布鲁可获5999.96倍认购，国际发售获38.6倍认购，反映了市场对拼搭角色类玩具赛道的看好。布鲁可通过自有IP+授权IP打造拼搭角色类玩具产品，与阿里影业旗下阿里鱼存在IP版权相关合作关系。我们认为，阿里鱼有望受益于布鲁可等公司IP版图拓展以及相关授权IP商品销售额的增长。

阿里鱼是阿里影业旗下IP授权代理平台。1) **全球来看：**根据《2024年全球顶级授权代理商排行榜》，23年全球授权代理商的销售额增长了57亿美元，全年的零售总额为936.3亿美元，榜单TOP11是中国授权代理商阿里鱼。22年，阿里鱼进入榜单并位列第25名，23年的排名飙升14位，直接到达第11名，零售额高达27.5亿美元（22年为4.3亿美元）。2) **国内来看：**根据《2024年中国品牌授权行业发展白皮书》，中国品牌授权规模近六年来逐年增长，23年中国年度授权商品零售额为1401亿元，同比增长0.8%；23年中国年度授权金为54.7亿元，同比增长0.9%，阿里鱼是中国最大的IP授权代理平台。3) **阿里鱼版权优势显著：**自2016年成立以来，阿里鱼已经与数百个国内外优质IP和数千家品牌和渠道商家达成合作，构建IP矩阵包括三丽鸥家族、宝可梦、环球影业、Chiikawa、蜡笔小新等。4) **阿里鱼收入增速较快：**FY25H1阿里鱼授权IP商品零售额同比大幅增长，带动阿里鱼收入同比增长超40%。

布鲁可——中国拼搭角色类玩具领先者。1) 衍生品是最具变现价值的IP形态，潮玩规模稳步提升，集换式卡牌、拼搭角色类玩具等新兴赛道具备潜力。根据布鲁可招股说明书，预计23-28年中国拼搭角色类玩具市场规模复合增速达41%。2) **布鲁可IP矩阵：**根据招股书披露，公司与授权方签订非独家授权协议，目前获得了约50个知名IP的授权，其中圣斗士星矢、宝可梦、三丽鸥（凯蒂猫等）IP来自阿里鱼的授权。3) **布鲁可IP集中度相对较高：**公司奥特曼IP贡献主要收入，2024H1该IP收入占比为57.4%，相较23年有所下降。公司的所有奥特曼IP收入均来自上海新创华文化发展授权的有关IP下的产品销售（国内2027年到期）。4) 为降低IP集中度较高的风险，公司计划不断拓展产品组合以覆盖更广泛的人群和价格区间，包括基于知名IP推出更多SKU，包括小黄人、宝可梦、名侦探柯南、初音未来、新世纪福音战士、凯蒂猫和芝麻街。我们认为，随着变形金刚、宝可梦等其余IP相关产品的推进，公司奥特曼收入占比有望进一步下降，同时来自阿里鱼授权IP商品销售额的增长，亦有望提振阿里鱼的收入。

盈利预测、估值与评级：公司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，基于保守性原则，维持FY25-FY27归母净利润预测。鉴于IP衍生品市场景气度较高，阿里鱼作为头部IP授权平台高度受益于下游IP拓展，叠加布鲁可上市催化，有望进一步提振公司估值，上调至“买入”评级。

风险提示：IP授权表现不及预期，电影票房不及预期，行业竞争加剧。

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	48	26	16	13

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为2025-1-13，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

买入（上调）

当前价：0.50 港元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM
执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛
执业证书编号：S0930524070002
021-52523878
yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	297.15
总市值(亿港元)	148.57
一年最低/最高(港元)	0.35-0.59
近3月换手率(%)	35.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.8	20.7	-8.7
绝对	5.3	13.6	7.5

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
主营业务收入	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
行业及公司评级	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