

传媒

2025年06月09日

阿里影业 (01060)

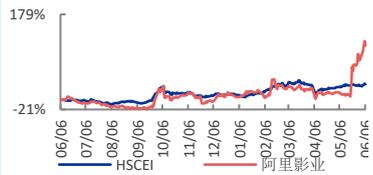
——现场演出+IP 衍生高景气，打造现实娱乐平台

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2025年06月06日
收盘价(港币)	0.95
恒生中国企业指数	8629.75
52周最高/最低(港币)	1.01/0.35
H股市值(亿港元)	283.82
流通H股(百万股)	29,875.86
汇率(人民币/港币)	1.0920

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
任梦妮 A0230521100005
renmn@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

研究支持

张淇元 A0230124080001
zhangqy@swsresearch.com

联系人

张淇元
(8621)23297818x
zhangqy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **拟更名大麦娱乐，打造现实娱乐平台。**阿里影业是阿里巴巴控股子公司(持股53.85%)。2025年5月，阿里大文娱更名虎鲸文娱集团(优酷+大麦为核心业务)，阿里影业拟更名“大麦娱乐控股有限公司”，提出了“现实娱乐”公司战略定位，标志业务重心从传统电影向线下演出、IP衍生等多元化娱乐场景延伸，此前阿里影业收入和利润主要以电影票务和电影内容制作投资为主，FY2025公司分部业绩72%来自大麦的现场娱乐票务和内容控制业务，22%来自IP衍生品业务。
- **大麦：演出票务领军，向上游延伸，现场娱乐全产业链布局。**2024年演出票房收入579.54亿元，yoy+15.37%，大型营业性演出296.36亿元，占比提升至51%，观众人次yoy+31%，单价yoy+27.27%。大麦在演出票务市场份额超过50%，演唱会品类份额超70%，FY25收入20.57亿(yoy+39%)，分部业绩12.3亿。竞争优势在于：(1)技术积累、活动管理现场服务能力。(2)亿级用户池与多平台联动提升粘性。(3)稀缺演出内容合作获取能力，以及投资自主内容完善产业链布局。大麦票务持续增长动力驱动：(1)大型演唱会需求仍强劲，基本盘有保障。(2)扩充旅游演艺、剧场、体育赛事等线下演出品类。(3)票务出海。此外，参考Live nation，预计大麦将继续延展上游内容布局，现已投资六大厂牌。
- **IP衍生品：依托阿里娱乐和电商生态助力IP商业化并反哺IP。**阿里鱼在版权授权业务上的优势体现在：(1)全链条运营能力的沉淀：版权管理、商务谈判、设计中台、营销推广、打假维权等，以及配套的SaaS系统和人才培养机制，可助力IP快速变现。(2)双边网络效应：大量优质上游IP和淘天优质品牌商家，且具备泛娱乐生态营销传播能力，帮助IP方提供多元变现、并协同塑造IP形象和用户破圈，反哺IP生命周期价值。三丽鸥23年与阿里鱼开始合作后，FY25三丽鸥中国内地收入增长44%，版权收入增长55%，阿里影业IP衍生收入同比增长73%。考虑到24年公司新签Chiikawa、蜡笔小新以及25年三丽鸥多项合作计划，预计中期IP衍生品仍将保持较高景气。
- **依靠强大支撑拥抱AI应用，以AIGC助推影视工业化。**前瞻布局虚拟拍摄棚、宣发降本增效、灯塔、数字人。背靠阿里，公司优势：技术先发与全链路布局、数据资产与行业标准制定能力、生态协同与资源整合。
- 预计FY26-28收入75.66/86.84/97.39亿元，归母净利润9.15/11.18/12.88亿元，SOTP目标估值319亿人民币，目标价1.17港元/股。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**内容和互联网平台监管环境变化风险；项目延期/表现不及预期风险；票务业务不及预期风险；IP衍生品业务不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	5,036	6,702	7,566	8,684	9,739
同比增长率(%)	43%	33%	13%	15%	12%
归母净利润(百万元)	285	364	915	1,118	1,288
同比增长率(%)		28%	152%	22%	15%
每股收益(元/股)	0.01	0.01	0.03	0.04	0.05
净资产收益率(%)	1.80	2.21	5.25	6.01	6.45
市盈率	91	72	28	23	20
市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

SOTP 估值方法下，公司整体目标估值 319 亿人民币，对应港股目标价 1.17 港币/股，对应上行空间 22.9%，给予“买入”评级。

关键假设点

预计阿里影业 FY2026-2028 年收入分别为 75.66/86.84/97.39 亿元，对应增速分别为 13%/15%/12%。1) 大麦：大麦核心收入主要来源于大型演唱会，FY25 年呈现明显供不应求，FY26 演唱会票房预计主要由供给拉动（虽场馆利用率已在高位，但我们预计仍有一定提升空间），中期大麦横向扩展（扩品类、出海）以及纵向产业链扩张（内容投资）均有较大空间，我们预计 FY26-28 年分别实现营收 23.81/26.68/28.51 亿元，同比分别增长 16%/12%/7%。预计大麦利润率微降，主要系内容投资业务占比提升影响。2) IP 衍生品及其他：受益于 IP 衍生品行业高速增长，预计营收快速增长，FY26-28 年营收分别实现 20.07/28.09/36.52 亿元，同比分别增长 40%/40%/30%。预计 IP 衍生业务利润率稳定 3) 电影业务及剧集制作业务：公司在 FY25 业绩会表明，会基于更审慎的原则进行项目投资，预计电影业务 FY26-28 收入增速为-1%/1%/1%。剧集制作业务收入有较强不确定性，预计 FY26-28 收入增速为 0%/0%/0%。

有别于大众的认识

市场低估了大麦持续增长的潜力。23-24 年疫情后大型演出经历高速发展，但 25 年增长仍有持续性。大麦行业领军，具备较高的技术实力和现场活动服务能力，持续获取优质内容供给，依托阿里系资源获客、宣发和提升粘性等方面的优势。(1) 大型巡演当前需求未充分满足，大麦的基本盘有较强保证。(2) 扩充演唱会之外的新品类和出海也是票务增长驱动。(3) 布局自有厂牌，向上游延伸。

市场对阿里影业在 IP 衍生品行业的优势认知不足。1) ToB 业务已积累大量优质上游 IP 和下游品牌厂商，背靠阿里的娱乐生态和电商生态，阿里鱼不仅助力 IP 和品牌方推广和销售变现，还能通过丰富的线上线下营销活动反哺 IP 影响力。公司与三丽鸥的合作已带来 FY25 双方在中国内地市场的加速增长，Chiikwa、蜡笔小新等头部 IP 的合作预计接力增长。2) ToC 业务有望创造业绩弹性。

股价表现的催化剂

IP 衍生品 ToB 受益于 IP 品牌合作爆发超预期、自有 ToC 业务扩展超预期；线下娱乐景气度超预期；AI 降本增效的协同效应以及商业化进展超预期

核心假设风险

内容和互联网平台监管环境变化风险；项目延期/表现不及预期风险；票务业务不及预期风险；IP 衍生品业务不及预期风险。

目录

1.	阿里影业：拟更名大麦娱乐，打造现实娱乐平台.....	6
2.	大麦：演出票务领军，向上游延伸，现场娱乐全产业链布局	8
3.	IP 衍生品：依托阿里娱乐和电商生态助力 IP 商业化并反哺 IP	13
4.	AI 影视工业应用的初探索	18
5.	电影行业进入内容供给驱动阶段.....	19
6.	财务分析、盈利预测及估值分析.....	21
6.1	财务分析：营收净利显著改善，大麦提振业绩效果显著.....	21
6.2	盈利预测	22
6.3	估值分析	23
7.	风险提示.....	24

图表目录

图 1: 阿里影业业务结构 FY20-23 (百万元, %)	7
图 2: 阿里影业业务结构 FY24-25 (百万元, %)	7
图 3: 阿里影业股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	7
图 4: 大麦业务布局: 票务平台+场馆服务+内容投资	8
图 5: 整体演出市场票房及增速 (亿元, %)	9
图 6: 国内大型营业性演出市场情况	9
图 7: 大麦收入及增速 (百万元, %)	9
图 8: 大麦调整净利润及分部业绩 (百万元, %)	9
图 9: 大麦票务行业中台 (tPaaS)	10
图 10: Live Nation 业务布局	12
图 11: Live Nation 业务结构以演唱会为核心 (%)	12
图 12: Live Nation 各项业务 AOI (%)	12
图 13: 中国年度被授权商品零售额 (亿美元)	13
图 14: IP 衍生品产业链	14
图 15: 阿里鱼位列全球授权代理商 top 6	14
图 16: 阿里鱼 IPtoBtoC 商业模式	16
图 17: 阿里鱼和三丽鸥合作内容	16
图 18: 三丽鸥中国内地收入 FY2021-2025	17
图 19: 三丽鸥中国内地营业利润 FY2021-2025	17
图 20: 锦鲤拿趣天猫旗舰店头部 IP 衍生品	17
图 21: 阿里影业 IP 衍生品业务收入及增速	18
图 22: 阿里影业 IP 衍生品业务分部业绩及增速	18
图 23: 国内电影票房 (亿元, 含服务费)	19
图 24: 电影平均票价 (元/张, 含服务费)	19
图 25: 网络出票渗透率 (%)	20
图 26: 23 年 10 月-24 年 9 月平均 MAU (亿)	20
图 27: 阿里影业主营收入及增速 (亿元, %)	21
图 28: 阿里影业利润率 (%)	21
图: 公司归母净利及经调整 EBITA (亿元, %)	

图 30: 阿里影业费用率呈下降趋势 (%)	21
图 31: 阿里影业分业务收入 (%)	22
图 32: 阿里影业分业务利润率 (%)	22
表 1: 阿里影业部分 IP 合作方	15
表 2: 阿里影业、阿里大文娱在 AI 应用上的探索	18
表 3: 阿里影业部分重点影片	20
表 4: 阿里影业分部收入预测	22
表 5: 阿里影业费用及盈利预测	23
表 6: 阿里影业可比公司 (使用 2025/6/6 收盘数据)	24
表 7: 阿里影业 FY2026 分部估值 (人民币)	24

1. 阿里影业：拟更名大麦娱乐，打造现实娱乐平台

经历多次并购整合及业务完善布局，阿里影业现已成为涵盖演出、IP 衍生、电影的现实娱乐集团。

- **2014-2017 电影产业链完善布局：**2014 年，阿里巴巴集团耗资 62.44 亿港元收购“文化中国”，并更名为“阿里影业”。此后资产整合完善电影产业链：2015 年收购淘宝电影（即淘票票，电影票务平台）、娱乐宝（影视娱乐投资平台），粤科软件（影院票务系统供应商）等，2017 年收购合一影业。
- **2018-2022 年电影夯实数字化基建同时 IP 衍生品奠基：电影数智化：**2018 年里影业推出影院管理平台凤凰云智，上线专业电影数据产品灯塔。2021 年淘票票和大麦发布淘麦 VIP 联合会员体系，与影视制片流程数字化平台云尚制片。**与此同时建立 IP 衍生品业务并持续迭代：**2018 年阿里巴巴阿里鱼与阿里影业授权宝整合，开启 IP 授权全链条服务；2021 年成立潮玩品牌锦鲤拿趣。
- **2023 年以来现场娱乐成为业务重心+IP 衍生品获得头部 IP 迎来高速发展：**IP 衍生品方面，获得签订了三丽鸥、《蜡笔小新》和 chiikawa 授权。2023 年 9 月，阿里影业以总价 1.67 亿美元全资收购经营“大麦”品牌的 Pony Media Holding。2025 年 5 月，阿里大文娱更名虎鲸文娱集团（优酷+大麦为核心业务），阿里影业拟更名“大麦娱乐控股有限公司”，提出了现实娱乐（Real-life Experience）公司战略定位，业务重心从传统电影向线下演出、IP 衍生等多元化娱乐场景延伸。

FY2025 看演出业务和 IP 衍生品成为主要的利润来源。 FY2025 之前阿里影业的收入和利润主要来源以电影票务和电影内容制作投资为主，FY2025 大麦+IP 衍生品收入占比达 52%，分部业绩构成看 72%来自大麦的现场娱乐票务和内容投制业务，22%来自 IP 衍生品业务。

图 1: 阿里影业业务结构 FY20-23 (百万元, %)

旧口径	业务范围		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
科技	平台票务 (淘票票、凤凰云智)、数智化业务 (灯塔、黑马) 以及其他 (TOB云尚制片等)	分部收入	1,618	1,127	1,264	1,268
		yoy		-30%	12%	0%
		分部收入占比	56%	39%	35%	36%
		分部业绩	358	462	431	345
		yoy		29%	-7%	-20%
		分部业绩/收入	22%	41%	34%	27%
内容	电影内容、剧集内容以及其他领域内容	分部收入	1,037	1,425	1,948	1,709
		yoy		37%	37%	-12%
		分部收入占比	36%	50%	53%	49%
		分部业绩	108	344	317	282
		yoy		220%	-8%	-11%
		分部业绩占比	18%	36%	34%	36%
IP衍生及商业	阿里鱼转授权业务; 联合运营天猫潮玩类目和IP电商旗舰店运营; TOC潮玩锦鲤拿趣	分部收入	220	307	440	544
		yoy		39%	43%	23%
		分部收入占比	8%	11%	12%	15%
		分部业绩	119	161	197	156
		yoy		35%	22%	-21%
		分部业绩占比	20%	17%	21%	20%
合计		分部业绩/收入	54%	53%	45%	29%
		分部收入合计	2,875	2,859	3,652	3,520
		yoy		-1%	28%	-4%
		分部业绩合计	585	967	946	783
		yoy		65%	-2%	-17%
		业绩/收入	20%	34%	26%	22%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

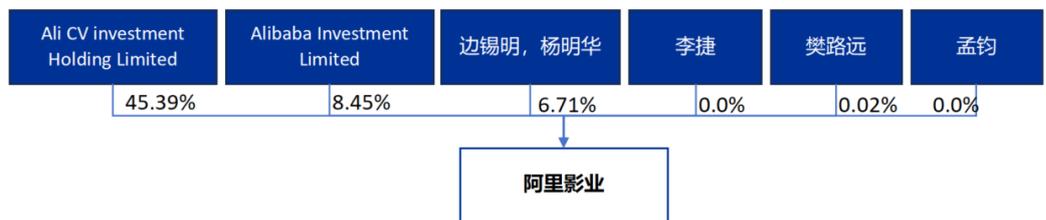
图 2: 阿里影业业务结构 FY24-25 (百万元, %)

新口径	业务范围	项目	FY2024	FY2025
电影科技与投资制作宣发平台	电影票务、电影投资制作及宣发以及科技	收入	2,999	2,712
		yoy		-10%
		分部收入占比	60%	40%
		分部业绩	812	73
		yoy		-91%
		分部业绩占比	61%	4%
大麦票务及现场娱乐内容平台	大麦, 现场娱乐票务及内容控制	分部业绩/收入	27%	3%
		分部收入	613	2,057
		yoy		236%
		分部收入占比	12%	31%
		分部业绩	281	1230
		yoy		339%
IP衍生业务	阿里鱼转授权业务; 联合运营天猫潮玩类目和IP电商旗舰店运营; 潮玩锦鲤拿趣	分部业绩占比	21%	72%
		分部业绩/收入	46%	60%
		分部收入	828	1,433
		yoy		73%
		分部收入占比	16%	21%
		分部业绩	218	380
剧集制作	剧集制作	yoy		75%
		分部业绩占比	16%	22%
		分部业绩/收入	26%	27%
		分部收入	596	500
		yoy		-16%
		分部收入占比	12%	7%
合计		分部业绩	14	25
		yoy		76%
		分部业绩占比	1%	1%
		分部业绩/收入	2%	5%
		分部收入	5,036	6,702
		yoy		33%
合计		分部业绩	1,325	1,709
		yoy		29%
		分部业绩/收入	26%	26%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

股权结构: 阿里巴巴持股比例高, 核心高管互联网及现实娱乐领域经验丰富。截至 2024 年 9 月 30 日, 实际控制人阿里巴巴集团合计持股比例提升至 53.85%。公司核心高管樊路远 (公司董事会主席兼 CEO, 阿里文娱董事长及 CEO)、李捷 (公司总裁, 阿里集团副总裁及大麦总裁)、孟钧 (公司 CFO) 等均在阿里体系内部或影视行业有资深履历。

图 3: 阿里影业股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)



资料来源: Wind, 公司官网, 申万宏源研究

2. 大麦：演出票务领军，向上游延伸，现场娱乐全产业链布局

大麦为线下演出票务领军，先发优势显著，已建立较强用户心智。大麦前身为 1999 年成立的中国票务在线，2005 年大麦品牌成立。2010 年以前，中国现场娱乐票务市场主要为传统专业票务代理公司及主办 PC 端网站；2010 年后，在互联网+和市场用户需求的发展与增长的驱动下，传统票务代理开始向互联网+转型，以大麦为首的在线票务平台崛起。2017 年大麦被阿里巴巴集团全资收购，纳入阿里大文娱板块；2023 年 11 月 30 日，阿里影业完成对大麦的收购，成为全资子公司。**向上游延伸**：大麦已经积累了虾米音乐娱乐、Mailive、当然有戏等六大内容厂牌。演出内容业务覆盖了多种品类，包括演唱会、音乐节、话剧、展览、脱口秀等。

图 4：大麦业务布局：票务平台+场馆服务+内容投资



资料来源：公司公告，申万宏源研究

疫情后，演出票房持续高景气，情绪消费带动量价提升。（1）大型演唱会是演出市场的主要增长拉动因素：根据中国演出行业协会，2024 年全国演出市场总收入 796.29 亿元，yoy+7.61%，其中演出票房收入 579.54 亿元，yoy+15.37%，尽管增速回落但仍延续了疫情后的较高景气（23 年票房收入 502.32 亿元，与 2019 年同比增长 150.65%）。其中 2024 年大型营业性演出票房 296.36 亿元，占比提升至 51%，仅大型演唱会的票房就突破了 260 亿元，同比增长 78.1%，是演出市场的主要增长来源；此外，剧场类演出 119.29 亿元，旅游演出 163.89 亿元。2025 年“五一”假期全国营业性演出(不含娱乐场所演出)票房收入 21.59 亿元，yoy+3.60%，全国 5000 人以上的大型营业性演出票房收入达到 12.12 亿元，yoy+5%。

（2）大型演出（大麦强势品类）增速突出，量价齐升：大型营业性演出观众人次 24 年 yoy+31%，达 3651.82 万人；单价由 23 年的 638 元/人次升至 24 年的 812 元/人次，yoy+27.27%，沉浸氛围、社交属性与群体认同形成显著的“情绪溢价”。其中万人以上演唱会场次 yoy+84.4%，单场票房 3000 万以上的头部大型演唱会占全部大型演唱会场次的 11.8%，yoy+3.4%。

图 5：整体演出市场票房及增速（亿元，%）



资料来源：中国演出行业协会，申万宏源研究

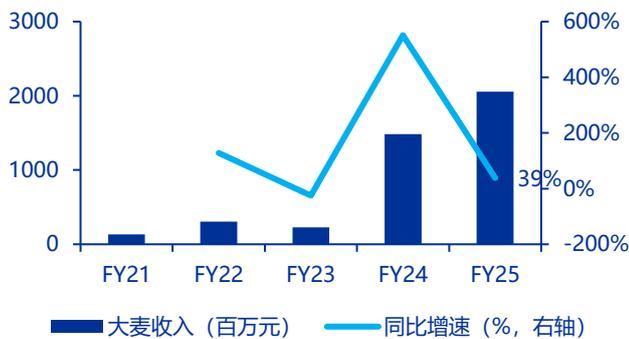
图 6：国内大型营业性演出市场情况



资料来源：中国演出行业协会，申万宏源研究

大型演唱会贡献大麦核心收入。根据公司 25 年 5 月 20 日公开业绩会，大麦整体票务业务中，音乐品类约占 80%；在音乐品类中，演唱会占比约 80%；在演唱会中，巡演级别的艺人占比约 80%。随国内大型演出体量快速增长，大麦业绩实现较大突破，收入从 FY21 的 1.33 亿增长至 FY25 的 20.57 亿：FY21 经调整亏损 3.22 亿元，FY25 并表后分部业绩（分部业绩=分部收入-销售及服务成本-已分配至相关分部的销售及市场费）实现 12.30 亿，分部业绩/收入为 60%。

图 7：大麦收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：大麦调整净利润及分部业绩（百万元，%）



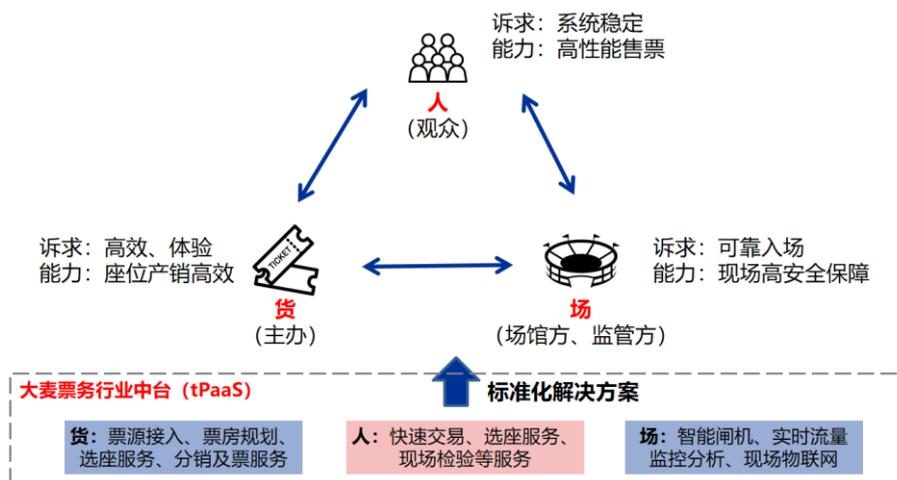
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：分部业绩=分部收入-销售及服务成本-已分配至相关分部的销售及市场费

大麦演出票务平台份额较高。根据公司 FY25 业绩会，大麦在国内整体票务市场份额占比超 50%，演唱会品类占比超 70%。演出产业链包括上游演出内容制作方、活动主办方、场馆运营、票务平台（包括一级交易和二级交易），除了票务平台较为集中，其他环节较为分散。票务平台包括（1）大型综合平台：技术实力和售后服务、庞大用户和丰富的演出选择形成双边网络效应（大麦、猫眼）；（2）主办方和场馆直销平台，意在用户私域流量沉淀，但囿于演出供给有限，规模较小，如纷玩岛。**大麦的核心竞争力包括：**

- **技术积累、活动管理现场服务能力：**平台拥有较高的系统流量承载能力以应对抢票高峰，地堆大型演出依赖公安报批、场馆安防、现场检票服务等本地化资源，大麦积累了丰富的大型项目地面团队执行经验。
- **亿级用户池与多平台联动提升粘性：**阿里生态协同赋能，背靠阿里大文娱资源（优酷、淘票票等），获得流量入口与 IP 联动支持。2025 财年(2024 年 4 月-2025 年 3 月)大麦平台“想看”用户规模已达 3.16 亿人次，同比增长 29%，通过淘麦 VIP 会员体系串联双平台用户（截至 23 年 8 月 15 日，淘麦 VIP 会员规模已突破 2000 万）。新大麦客户端也将随之变化，将电影、票务等业务整合入一个 App，覆盖电影、演唱会、音乐节、体育、演艺旅游等 40 多个细分品类。庞大流量可助力演出内容营销推广。
- **内容优势：**稀缺演出内容合作获取能力，以及投资自主内容完善产业链布局。头部艺人大型演唱会供给较稀缺（受时间空间限制多、艺人产能有限），因此与头部艺人达成合作是平台保证优质供给的关键，大麦扎根演出行业多年，与上游形成较强的信任关系。2024 财年大麦网的头部明星演唱会覆盖率接近 100%，大麦是周杰伦、五月天、薛之谦、林俊杰、张杰等艺人 2024 年演唱会的票务总代。自有内容方面，阿里重点打造六大内容厂牌矩阵，掌握独家内容，目前旗下已有虾米音娱、Mailive、当然有戏、艺展鸿图、酷小麦、好戏连台等六大内容厂牌。

图 9：大麦票务行业中台 (tPaaS)



资料来源：全球软件开发大会，申万宏源研究

第一，大麦票务业务增长驱动有三：

1) **大型演唱会场基本盘稳固**：当前大型演唱会市场需求依然强劲，根据公司 FY25 业绩会，大麦用户演唱会购票成功率不足 20%，尽管 23-24 年规模已在较高水平但仍能错峰排期+“一馆多用”+“一周多场”等精细运营保证稳健增长。

2) **扩充线下演出品类**。大麦在多个线下娱乐赛道逐渐加大布局：（1）体育赛事：从 2024 年起，大麦从“票务系统供应商”转向“票务平台销售方”，参与综合运动会（如亚运会）及垂类赛事（如足球、篮球联赛）门票销售，增幅达数倍；（2）小剧场与沉浸式体验：重点布局脱口秀、沉浸式剧场等细分领域，依托低票价、高频次特点吸引年轻用户；

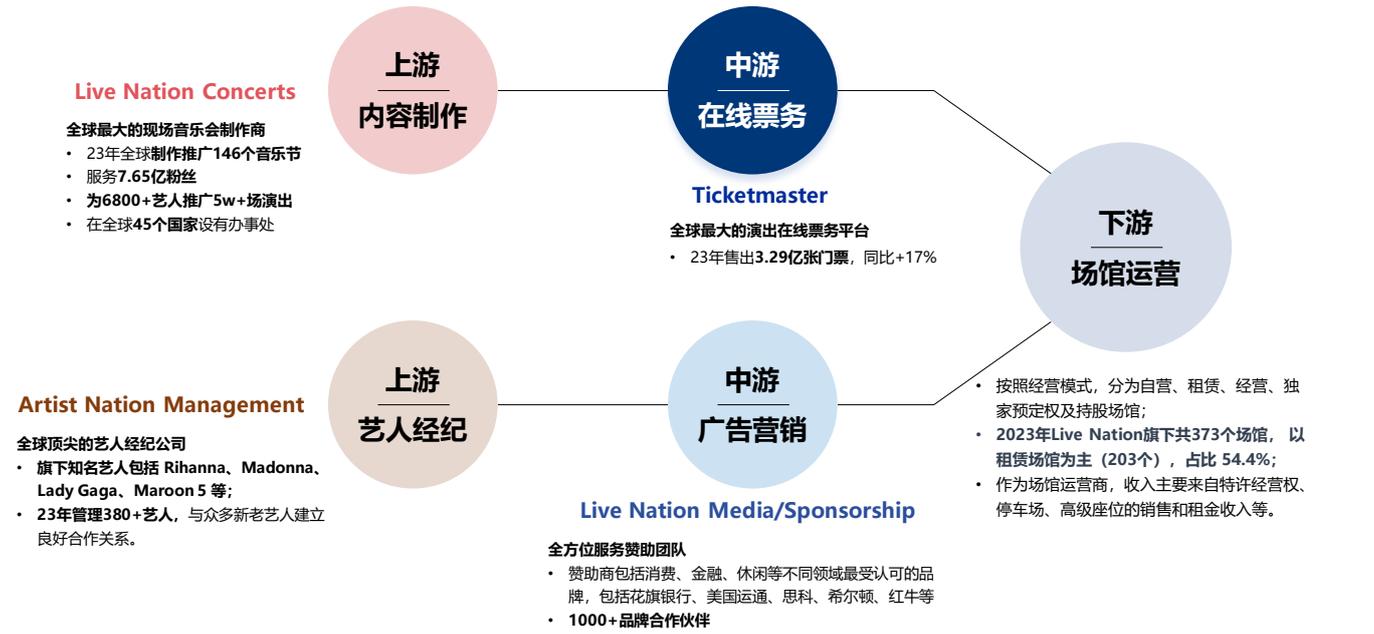
（3）文旅与展览赛道：接入旅游演艺（如景区驻场演出）、博物馆/美术馆展览票务，2024 年 12 月上线旅游演艺功能后，春节期间 GMV 快速突破 1000 万元。虽然音乐品类占大麦收入比例较高，但大麦的票务行业中台（tPaaS）是通用的线下娱乐解决方案，具备复用于其他品类的能力。

3) **票务业务出海**。初步结合中国游客出境旅游与当地华人文化消费需求，通过三阶段战略，逐步打开中国内地以外的亚洲地区（如中国港澳台地区以及东南亚）。第一阶段（现阶段）：“境外演出，国内售票”，打通大量境外演出的购票渠道，（不仅限于华语歌手，正全方位开拓市场）。第二阶段：票务系统 ToB 出海。大型演唱会对 IT 系统要求加高，大麦票务系统已在境外受到多个市场客户欢迎，如澳门银河、香港启德等。第三阶段（未来规划）：“境外演出，境外售票”。根据公司业绩会描述，预计三个阶段计划用 3 到 5 年逐步实现。

第二，除票务业务外，大麦同时积极布局内容投资。对标 Live Nation 产业链纵向延伸，发力内容制作，有望建立一体化演出生态闭环。

Live Nation：一体化演出商业布局的全球领军企业。Live Nation 前身为 SFX Entertainment，多年来通过外延并购票务经纪商 Ticketmaster、艺人经纪公司、不同地区演出主办公司及音乐节 IP 等，发展成全球现场音乐活动及票务平台龙头。目前其旗下涵盖四家公司——Ticketmaster（票务大师）、Live Nation Concerts（Live Nation 音乐节）、Artist Nation Management（国家艺术家组织）和 Live Nation Media/Sponsorship（传媒与赞助），实现演唱会制作推广、在线票务、赞助广告以及场馆运营的全产业链布局，构建起较强的垂直一体化壁垒。

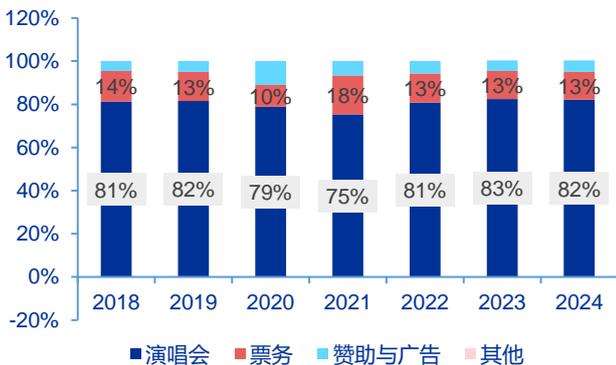
图 10: Live Nation 业务布局



资料来源: Live Nation 公司公告, Live Nation 官网, 申万宏源研究

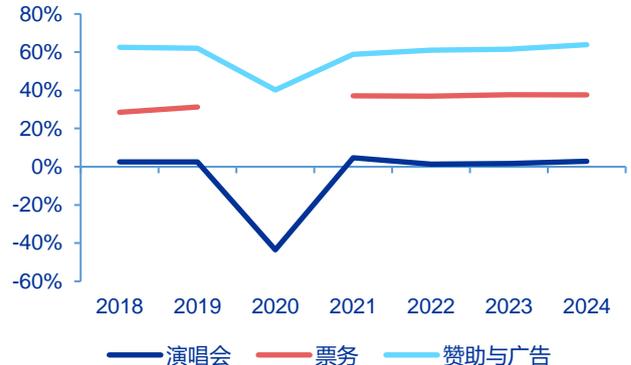
拆分 Live Nation 业务结构，演唱会制作推广贡献核心收入来源。疫情后 Live Nation 业绩实现强劲复苏，2023 年演唱会/票务/赞助业务分别实现收入 187.4/29.6/11.0 亿美元，同比增长 39%/32%/13%，创历史新高，24 年继续稳步增长。其中，演唱会制作推广构成营收基本盘，占比维持 80%以上，票务收入占比 13%，赞助广告占比 5%。从利润端 AOI 看，赞助广告>票务>演唱会，公司在上游内容端的优势充分带动中下游票务和赞助广告收入提升，从而带动盈利提升。23 年 Live Nation 实现归母净利润 5.6 亿美元，YoY+109%，增速快于营收，24 年继续维持高增长，实现归母净利润 8.96 亿美元，YoY+61%。

图 11: Live Nation 业务结构以演唱会为核心 (%)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 12: Live Nation 各项业务 AOI (%)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

对标 Live Nation: 大麦产业链纵向延伸，发力内容制作，有望建立一体化演出生态闭环。

上游拓展-加大内容投入: 大麦目前业务以票务为主，对比 Live Nation 不到 20%的票务占比，存在巨大的发展机遇。公司将沿用电影业务从票务进入内容的成功经验，深度布

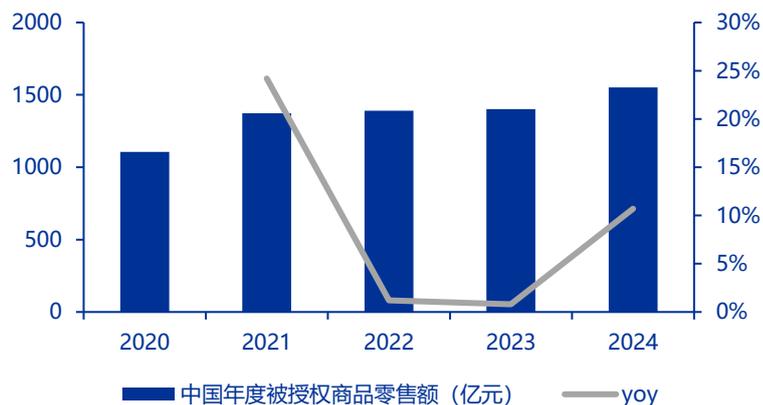
局演出内容制作，旗下共有六大厂牌。FY2024 公司在莫文蔚、钟汉良等演唱会已经做了落地，近年来凭借多部自制舞台剧、话剧、沉浸式戏剧以及阿那亚虾米音乐节打响了大麦自制厂牌的知名度。未来将加大中长尾剧场、话剧、舞台剧等品类的制作投入，有望通过外延收购等形式丰富自身内容供给，强化内容端优势，链接更多艺人合作资源。

下游拓展-加强场馆运营：2024 年 Live Nation 在全球拥有 394 个场馆，主办演出采用“自营场馆+租赁场馆”模式，而国内娱乐公司多采用租赁场馆，较少自主经营场馆业务。目前大麦持续加强与城市地标性场馆合作，包括北京工体、上海梅奔、上海工体、深圳华润等标志性场馆，港澳地区打通 5 个场馆和 3 个平台。未来，大麦可借鉴 Live Nation 场馆运营模式，以自营、租赁或持股场馆等多样化方式参与各类场馆运营，丰富旗下场馆资源，增强全产业链竞争力。

3. IP 衍生品：依托阿里娱乐和电商生态助力 IP 商业化并反哺 IP

IP 市场 24 年以来加速增长。中国年度被授权商品零售额 2024 年达到 1550.9 亿，同比增长 10.70%，明显加速。IP 衍生品多维度提供情感价值：1) 悦己价值。泛年轻用户偏好潮流、时尚等个性化表达；2) IP 价值：出于对内容的喜爱消费周边产品。3) 收藏、交易价值。通过制造稀缺性等方式凸显产品溢价，并围绕 IP 衍生品形成二手交易市场；4) 社交价值，产品成为 IP 共识群体中的社交货币；5) 玩法附加值。伴随盲盒、抽卡等玩法，带来额外体验感、惊喜感。

图 13：中国年度被授权商品零售额（亿美元）



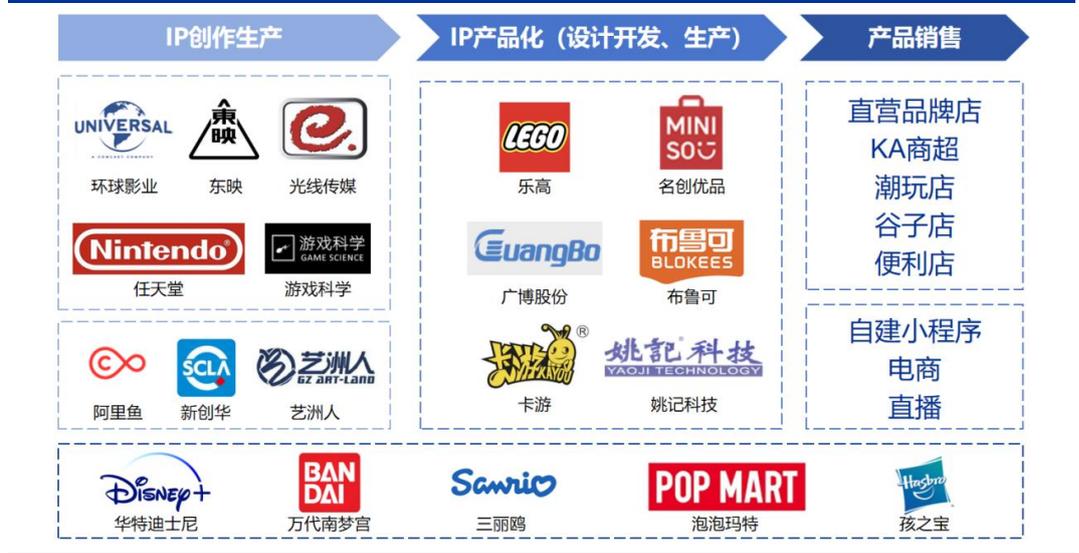
资料来源：《中国品牌授权行业发展白皮书》，申万宏源研究

IP 衍生品产业链大致可分为 IP、产品开发和设计以及渠道 3 个环节。

- **上游 IP 版权方：**其商业模式的核心在于持续不断地孵化打造爆款 IP，并且通过长期运营拉长 IP 的生命周期。上游 IP 公司的优势是掌握核心资产，但同时需要承担孵化 IP 的风险。
- **中游产品品牌方：**核心在于链接上下游的能力：向上获取热门或经典的成功 IP，向下拓展分销渠道，为 IP 方提供变现规模的保证。

- 下游销售渠道：主要分为直营和分销，前者利于打造品牌效应，后者容易快速实现大规模用户触达。

图 14：IP 衍生品产业链



资料来源：阿里鱼官网，申万宏源研究

阿里巴巴 IP 衍生品业务以 B 端授权为主，并开始向 C 端布局：(1) 向上游版权方获取多个优质 IP，并授权给下游商家从而收取授权金的阿里鱼转授权业务；(2) 联合运营天猫潮玩类目的 IP 电商旗舰店的运营业务；(3) 将潮玩 IP 与多个影剧综合作打造并销售潮玩产品的锦鲤拿趣(KOITAKE)业务。根据全球授权展旗下授权行业杂志《LICENSE GLOBAL》发布的《2025 全球顶级授权代理商报告》：2024 年，排名前十的公司实现 60 家 IP 授权商总收入（1044 亿美金）的 71.2%。阿里鱼以 41 亿美元的零售总额排在第 6 位。

图 15：阿里鱼位列全球授权代理商 top 6

2025全球顶级授权代理商TOP60			
数据来源：LICENSE GLOBAL 翻译及图表制作：雷报			
序号	公司简称	零售额（美元）	排名变动
1	IMG LICENSING	173亿（预计）	-
2	CAA BRAND MANAGEMENT	141亿（预计）	-
3	BEANSTALK	110亿（预计）	-
4	LMCA	80亿（预计）	-
5	GLOBAL ICONS	45亿（预计）	+1
6	阿里鱼 (ALIFISH)	41亿（预计）	+5
7	BRAND CENTRAL	40亿（预计）	-1
8	CLC	39亿（预计）	-
9	BRANDGENUITY	38亿（预计）	-
10	WILDBRAIN CPLG	37亿（预计）	-3

资料来源：LICENSE GLOBAL，申万宏源研究

表 1: 阿里影业部分 IP 合作方

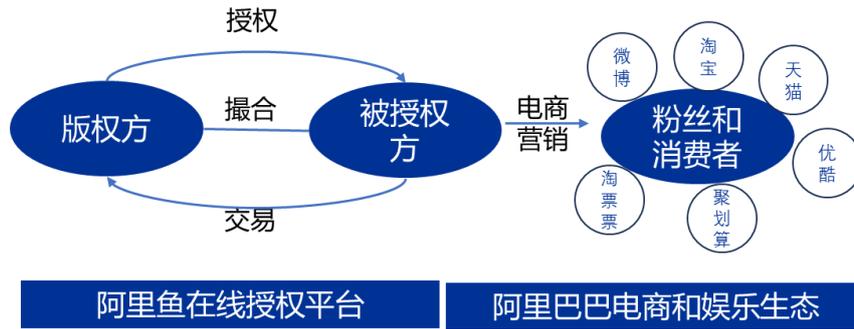
合作企业	主要 IP	签订时间	合作内容
宝可梦	Pokémon 精灵宝可梦	2016	展开其在中国的衍生品周边开发, 并针对合作计划了一系列市场推广动作。
三利鸥	Hello Kitty (凯蒂猫)、My Melody (美乐蒂)、Cinnamoroll (大耳狗)、GUDETAMA (蛋黄哥)、Kuromi (酷洛米) 等	2022.7	阿里鱼拥有三利鸥旗下 26 个形象在中国大陆开发及销售衍生产品为期五年 (2023-2027) 的独家代理权。
Spiralcute	吉伊卡哇、猫福珊迪与点赞鹅	2024.1	双方围绕吉伊卡哇、猫福珊迪、点赞鹅等 IP 展开深度运营
日本双叶社及上海双叶社品牌管理有限公司	蜡笔小新	2024.1	阿里鱼是其中国地区的战略合作伙伴, 双方即将围绕 P 授权、联合营销、线下活动等开展一系列合作。
小学馆	《乱马 1/2》	2025.4	未来 5 年围绕《乱马 1/2》的 IP 授权、联合营销、线下活动等开展一系列合作

资料来源: 阿里鱼合作伙伴大会, 阿里大文娱, 申万宏源研究

如何理解 IP 授权代理商在 IP 衍生品产业链中的价值, 以及阿里影业 IP 授权业务的价值?

- **从 IP 方角度来看: IP 竞争逐步加剧, IP 方寻求优质品牌合作方、利用好产品持续提升 IP 影响力的需求更强烈, 通过代理授权也可以实现轻资产模式、风险更低、更快速扩张。** IP 方选择合作伙伴时通常考虑自身 IP 价值最大化: IP 价值 = (IP 变现规模 * IP 生命周期) = (合作商家 * 渠道规模 * 口碑)。阿里电商和泛娱乐生态可帮助放大 IP 影响力、助力 IP 方和授权商家触达更广泛的消费者。
- **从品牌方角度来看: 通过 IP 授权代理商获取 IP 合作更加便利, 且可以借助 IP 授权代理商加深消费者洞察。** 品牌方核心诉求是需要拿到可变现的大 IP 并且能确保自身 ROI。阿里鱼 IP 矩阵积累丰富, 种类繁多, 包括卡通动漫 (三丽鸥、Chiikawa、宝可梦、高达、小马宝莉)、影视综艺 (甄嬛传、大明风华)、艺术文创 (国家博物馆、卢浮宫)、虚拟人物 (初音未来) 等。公司选 IP 眼光优秀, 22 年签约三丽鸥, 24 年签约 Chiikawa, 同时, 背靠阿里的电商和娱乐生态, 阿里鱼通过立体的用户画像以及销售数据, 助力商家选品、营销和销售转化。
- **阿里影业转授权业务的核心壁垒在于全链条运营能力的沉淀以及 IP 和品牌方的双边网络效应。** (1) 全链条运营能力的沉淀: 版权管理、商务谈判、设计中台、营销推广、打假维权等全流程体系, 以及配套的 SaaS 系统和人才培养机制, 可助力 IP 快速变现。(2) 双边网络效应: 积累大量优质上游 IP 和阿里淘天 10 万+的优质品牌商家, 以及泛娱乐生态多元营销传播能力 (助力内容改编、和 IP 内涵丰富以及传播), 帮助 IP 方提供多元变现、同时通过协同塑造 IP 形象以及用户破圈, 反哺 IP 生命周期价值。

图 16: 阿里鱼 IPtoBtoC 商业模式



资料来源: 阿里鱼, 申万宏源研究

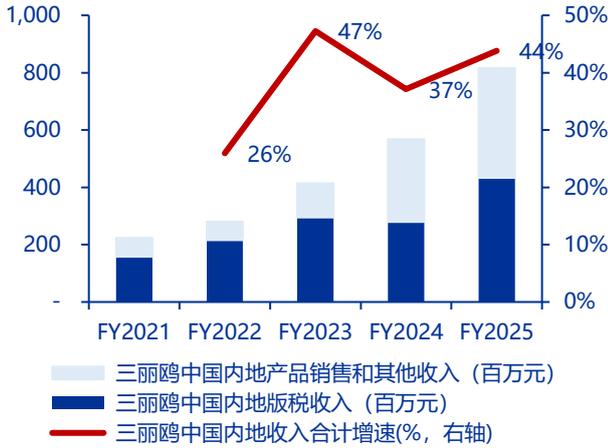
以阿里鱼和三丽鸥的合作为例, 从内容开发、图库素材设计、营销电商资源整合等方面助力三丽鸥在中国内地破圈和变现。三丽鸥中国内地市场和阿里鱼合作后, 2023 年经过 IP 运营和品牌曝光, 2024 年进一步爆发迎来加速, 2025 年市场规划看, 有望保持稳健增长。根据阿里鱼和三丽鸥合作发布会, 2023 年, IP 合作近百家品牌, 超过 2 万个 SKU; 2024 恰逢 Hello Kitty 50 周年, 双方合作再上台阶: 全年超过 200 家品牌与三丽鸥家族达成授权合作, 累计 3 万余款 SKU 新品投入市场。得益于阿里鱼的合作, 三丽鸥中国内地 FY24-25 收入同比增长 37%/44%, 其中版税收入同比增长 FY-5%/55%, 营业利润同比增长 24%/58%。根据《三丽鸥股份有限公司 2024 年度综合报告》, 三丽鸥未来中国内地市场三大举措: (1) 最大化与阿里鱼的合作, (2) 加强反侵权措施、扩大本土设计团队 (3) 关注中国国产 IP 的创造, 并提出了三年内中国地区贡献利润从 3.1 亿 (62 亿日元) 提高到 5 亿 (102 亿日元) 复合增速 18% 的目标。

图 17: 阿里鱼和三丽鸥合作内容

内容活动开发	图库素材设计	营销资源整合
<ul style="list-style-type: none"> 24H1动画片《Hello Kitty魔法蝴蝶结》《蛋黄哥大冒险》上限优酷 2026年暑期上映三丽鸥定制动画 	<ul style="list-style-type: none"> 23年30余套图库素材 24年50多套图库 	<ul style="list-style-type: none"> 23年: 6电商整合营销活动 24年: 第一届三丽鸥嗨翻节、第一届三丽鸥天猫超级品牌日 25年: 阿里联合小红书三丽鸥宝贝大赏、第二届三丽鸥嗨翻节、第二届“三丽鸥超品日”

资料来源: 阿里鱼和三丽鸥合作发布会, 申万宏源研究, 申万宏源研究

图 18: 三丽鸥中国内地收入 FY2021-2025



资料来源: 三丽鸥公告, 申万宏源研究

图 19: 三丽鸥中国内地营业利润 FY2021-2025



资料来源: 三丽鸥公告, 申万宏源研究

ToC 业务构建“IP+电商”的独特模式: 代运营 IP 旗舰店、打造自有潮玩品牌锦鲤拿趣。一方面, 与天猫联合运营潮玩类目, 并通过 IP 旗舰店代运营服务繁荣生态, 形成“IP 流量-电商转化-用户沉淀”的闭环。目前阿里鱼代运营 Chiikawa 等 IP 旗舰店, 结合商品开发与主题营销。另一方面公司依托 IP 矩阵及自营、分销渠道, 打造自有新潮玩品牌锦鲤拿趣 (KOITAKE)。截止到 FY25, 锦鲤拿趣自主研发或签约逾 10 个原创潮玩 IP (凯拉十世、PiPi 等) 和二次元 IP (优酷独播动漫《沧元图》游戏 IP《恋与制作人》), 并与逾 40 部影视内容结合, 包括《永夜星河》、《白月梵星》《甄嬛传》《知否知否应是绿肥红瘦》等。

图 20: 锦鲤拿趣天猫旗舰店头部 IP 衍生品



资料来源: 锦鲤拿趣天猫旗舰店, 申万宏源研究

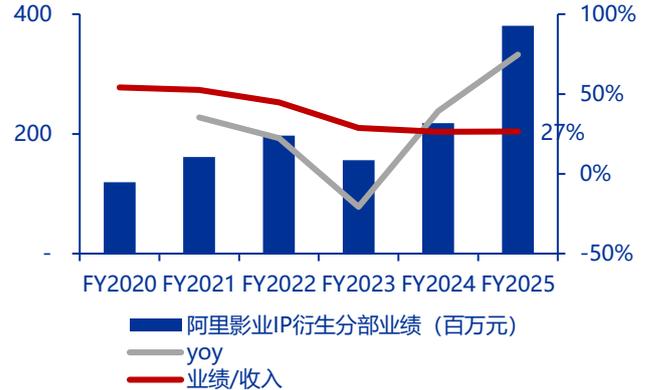
阿里影业前瞻布局 IP 业务, 收入高增长。公司 IP 衍生品业务 22 年 7 月与三丽鸥建立合作, FY2024 实现同比增长 52%, 通过一年运营, FY25 IP 商业化明显加速, IP 衍生业务收入 14.33 亿元, yoy+73%, 其中阿里鱼收入同比增长逾 90%, 分部业绩 (分部业绩=分部收入-销售及市场费-已分配至相关分部的销售及市场费) 3.80 亿元, yoy+75%, 分部业绩/收入约为 27%。考虑到公司 2024 年签约合作了 Chiikawa、蜡笔小新等新的顶级头部 IP, 一年后预计迎 IP 商业化收益充分释放期, 叠加三丽鸥 (2025 恰逢美乐蒂 50 周年、酷洛米 周年) 和宝可梦等 IP 继续贡献增长, 预计中期 IP 衍生品业务仍将保持较高景气。

图 21: 阿里影业 IP 衍生品业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 22: 阿里影业 IP 衍生品业务分部业绩及增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. AI 影视工业应用的初探索

近年来, 阿里影业以 AIGC 助推影视工业化, 目前主要应用在影视制作和宣发环节, 并尝试推出虚拟人产品。

- 内容生产制作环节: 面向 B 端影视工业流程的虚拟拍摄 (帧享)、影视剧妆造垂类大模型“神力霓裳”。横店、周庄等地建设并投产了四个虚拟拍摄棚。公司计划未来在各地继续建设虚拟拍摄棚, 提升影视工业化。
- 宣发环节: 智能宣发数据产品灯塔 AI 已经接入阿里通义大模型, 助力数据预测和舆情分析、物料公司橘子工作室 AI 辅助宣发物料制作。
- 此外, 阿里大文娱发布首个超写实虚拟偶像数字人厘里, 除担任淘麦 VIP 会员品牌代言人后, 今年也签约了大麦, 未来将以虚拟音乐人身份进军音乐领域。后又推出了 5 个全新数字人, 实现了包括代言、定制化合作等商业化变现。
- **2024 年金鸡创投联合阿里通义大模型、阿里影业发起“AI 创造者计划”, 是行业内首个 AI 与影视深度融合的全链路探索:** 通义先进的 AI 大模型技术可提升影视创作效率, 阿里云智能设计中心设计专家团队提供**专业**美术指导+阿里影业提供 AIGC 物料生成、数智化宣发和电影营销服务的支持。

表 2: 阿里影业、阿里大文娱在 AI 应用上的探索

细分场景	具体产品和项目	主要 AI 功能
辅助宣发和预测	灯塔 AI	2023 年上线集成票房预测、舆情分析、AI 物料生成等功能
辅助宣发和预测	橘子工作室	采用 AI 生成电影宣发物料, 缩短制作周期并降低人力成本
辅助创作和制作	“AI 创造者计划”	金鸡创投联合通义、阿里影业共同发起, 支持剧本创作、分镜生成及后期特效, 例如短片《三岔口》通过 AI 生成视频样片, 加速创意落地
数字人	AI 数字人“厘里”	2022 年推出的超写实数字人“厘里”已参演剧集《异人之下》、综艺《盒子里的猫》等, 并接入通义星尘大模型, 实现交互功能。担任淘麦 VIP 会员品牌代言人后,

业务名称	具体内容/项目	主要 AI 功能
		今年也签约了大麦，未来将以虚拟音乐人身份进军音乐领域。
辅助创作和制作	虚拟拍摄技术（帧享）	阿里影业自 2019 年起布局虚拟拍摄技术，通过 LED 屏替代传统绿幕，实现极端场景（如雪地、沙漠）的数字化拍摄，显著提升效率并降低成本。
辅助创作和制作	影视妆造垂直模型“神力霓裳”	2024 年上线，包含造型设计、妆发设计和纹样设计三大功能，造型师在设定朝代、性别、身份等条件后，输入相关提示词，2 分钟就能获得造型图片。
C 端图像工具	AI 人像写真应用妙鸭相机	2023 年上线，通过简单上传素材和个性化设置，用户能迅速获得符合大众审美且价格亲民的 AI 写真。

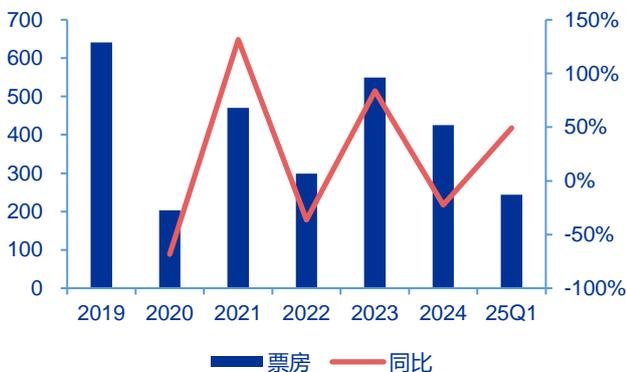
资料来源：阿里影业，阿里大文娱，申万宏源研究

我们认为阿里影业在 AI 内容工业应用领域有较大的潜力和竞争优势：（1）**技术先发优势与全链路布局**，阿里影业在虚拟拍摄、数字人等领域的布局早于行业（如帧享技术始于 2019 年），且覆盖内容制作、宣发、票务全链条。与阿里通义大模型、阿里云、达摩院的技术协同，例如通义大模型接入灯塔 AI 和数字人，强化数据处理与生成能力。（2）**数据资产与行业标准制定能力**：依托淘票票、大麦等平台积累的海量用户行为数据，支撑灯塔 AI 的精准预测与个性化推荐；推动影视工业化进程，例如制定虚拍技术标准、培养“数字影像工程师”等新工种。（3）**生态协同与资源整合**：整合阿里大文娱内部资源（优酷、大麦、阿里鱼），实现 IP 开发、票务、衍生品等多业务联动。

5. 电影行业进入内容供给驱动阶段

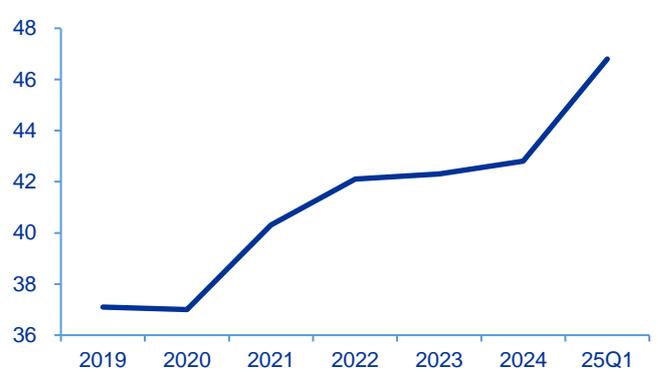
电影近年增长波动较大，疫情后内容驱动更为明显，《哪吒之魔童闹海》带动 25Q1 票房创新记录。根据猫眼专业版，25Q1 国内电影市场票房为 244 亿元（含服务费），同比增长 49%；其中，《哪吒之魔童闹海》票房占比约 62%。平均票价方面，25Q1 达到 46.8 元，亦归功于《哪吒之魔童闹海》拉动。

图 23：国内电影票房（亿元，含服务费）



资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

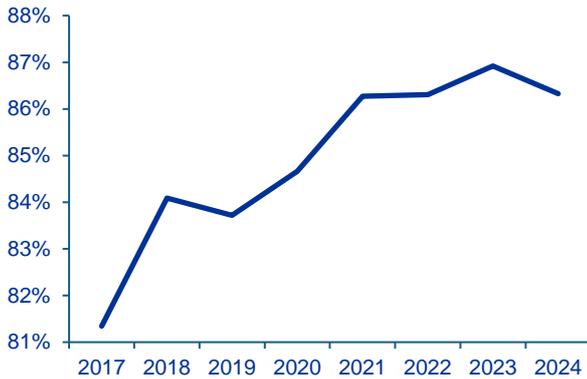
图 24：电影平均票价（元/张，含服务费）



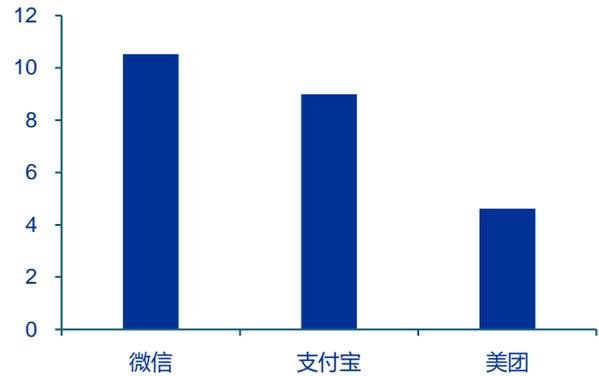
资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

阿里影业电影业务包含票务和内容：票务，包括 toC 购票平台淘票票、影院出票系统平台云智；内容则是电影的宣发和投资。

淘票票：观影人次是核心变量，会员体系提升用户粘性。 toC 票务收入=总出票*线上渗透率*淘票票市场份额*服务费。当前，线上购票渗透率基本达到天花板；猫眼（背靠流量入口为美团/大众点评、微信九宫格）、淘票票（背靠流量入口为支付宝）“一超一强”竞争格局基本稳定；每张票收取固定金额服务费，因此观影人次是核心变量。淘票票联合大麦推出“淘麦 VIP”会员体系，打通电影和演出消费场景，提供买一赠一、演出优先购票、明星见面会、电子纪念票等会员权益，有助于提升高价值消费群体的忠诚度。

图 25：网络出票渗透率 (%)


资料来源：猫眼专业版，申万宏源研究

图 26：23 年 10 月-24 年 9 月平均 MAU (亿)


资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

toB 影院出票，云智保持领先。 公司云智是获得国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室认可的影院售票管理系统之一，为影院提供票务销售、影院管理、数据分析、营销服务并收取服务费。根据阿里影业财报，FY25 云智业务继续保持全国出票影院数量第一及出票人次第一；云智积极拓展境外业务，与中国香港和东南亚其他地区多个影院签订了合作协议。

电影内容业务取决于投资影片票房表现，波动较大。 截至 24 年底，阿里影业储备影片数量约 40 部，其中投资待映项目数量约 20 部，自主研发与合制项目数量约 20 部。公司培养青年导演的海纳国际青年导演发展计划，邀请张艺谋导演、黄建新导演及江志强先生作为主导师，截至 FY25 年底，海纳国际青年导演发展计划累计已招纳 58 位青年导演。

表 3：阿里影业部分重点影片

影片名称	状态	模式
封神第二部	12.4 亿	出品，主宣发
抓娃娃	33.3 亿	出品
默杀	13.5 亿	出品，联合发行
东极岛	待映	出品，主宣发
群星闪耀时	待映	制作，主宣发
镖人：风起大漠	待映	制作，主宣发
欢迎来龙餐馆	待映	出品，联合发行
7 天	待映	制作，主宣发
特立独行	待映	制作，主宣发

资料来源：阿里影业财报，申万宏源研究

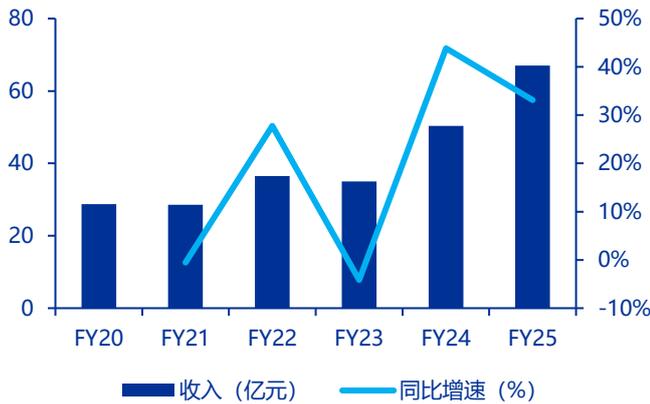
6. 财务分析、盈利预测及估值分析

6.1 财务分析：营收净利显著改善，大麦提振业绩效果显著

随着大麦及 IP 衍生业务占比提升，拉动整体利润率提升。FY2025 大麦+IP 衍生业务收入占比达 52%，大麦 IP 衍生品分部业绩（=分部收入-销售及市场费-已分配至相关分部的销售及市场费）贡献占比达 94%。大麦 FY25 毛利率 63.6%、分部利润率（分部业绩/收入）60%、IP 衍生分部利润率 27%，拉动了整体毛利率和经调整利润率提升。

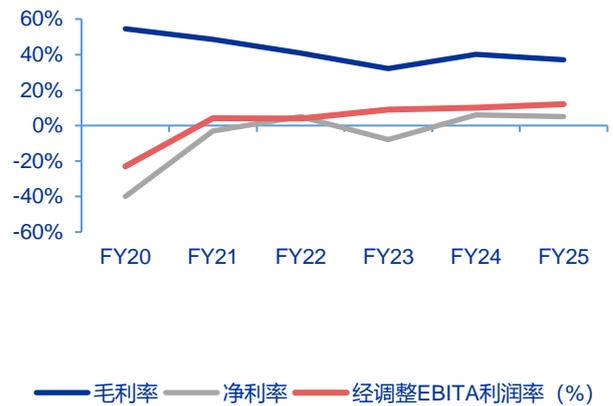
FY25 经调整 EBITA 为 8.09 亿，经营利润 6.5 亿，归母净利润 3.5 亿，其中公司应按权益法入账投资亏损 1.2 亿，按权益法入账投资减值 4.3 亿对利润影响较大。公司目前较大的投资项目为乐华娱乐集团、博纳影业集团和上海亨东影业集团。

图 27：阿里影业主营收入及增速（亿元，%）



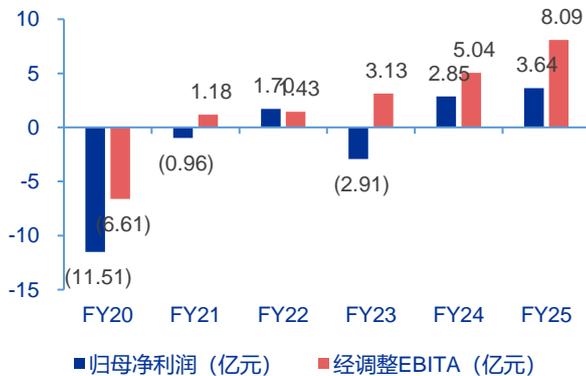
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：阿里影业利润率（%）



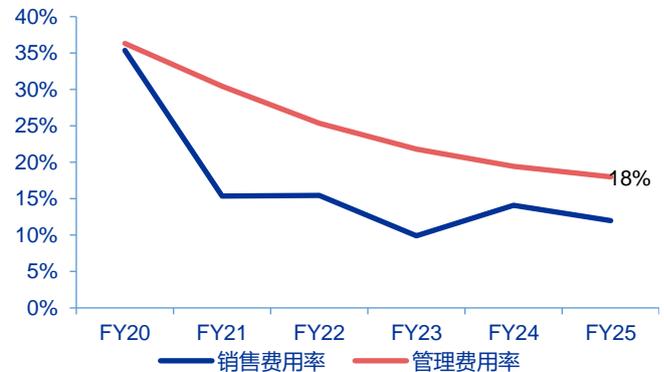
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：公司归母净利及经调整 EBITA（亿元，%）



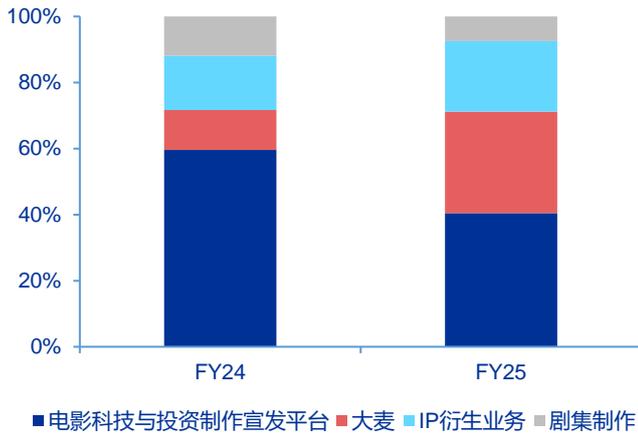
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：阿里影业费用率呈下降趋势（%）



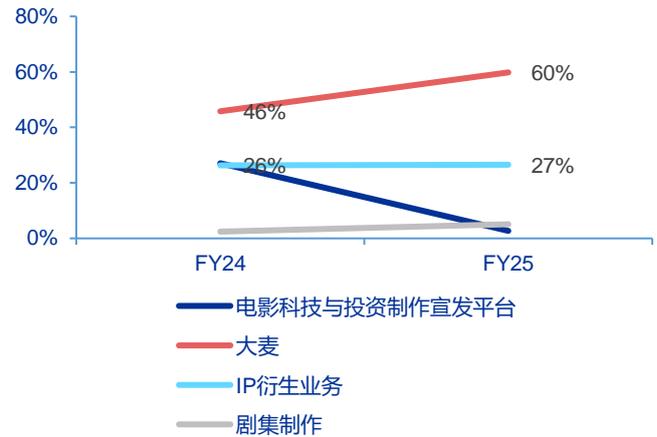
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 31: 阿里影业分业务收入 (%)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 32: 阿里影业分业务利润率 (%)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 利润率采用分部业绩/收入, 分部业绩=分部收入-销售及市场费

6.2 盈利预测

预计阿里影业 FY2026-2028 年收入分别为 75.66/86.84/97.39 亿元, 对应增速分别为 13%/15%/12%。1) **大麦**: 大麦核心收入主要来源于大型演唱会, FY25 年呈现明显供不应求, FY26 演唱会票房预计主要由供给拉动 (虽场馆利用率已在高位, 但我们预计仍有一定提升空间), 中期大麦横向扩展 (扩品类、出海) 以及纵向产业链扩张 (内容投资) 均有较大空间, 我们预计 FY26-28 年分别实现营收 23.81/26.68/28.51 亿元, 同比分别增长 16%/12%/7%。预计大麦利润率微降, 主要系内容投资业务占比提升影响。2) **IP 衍生品及其他**: 受益于 IP 衍生品行业高增长, 预计营收快速增长, FY26-28 年营收分别实现 20.07/28.09/36.52 亿元, 同比分别增长 40%/40%/30%。预计 IP 衍生业务利润率稳定 3) **电影业务及剧集制作业务**: 公司在 FY25 业绩会表明, 会基于更审慎的原则进行项目投资, 预计电影业务 FY26-28 收入增速为-1%/1%/1%。剧集制作业务收入有较强不确定性, 预计 FY26-28 收入增速为 0%/0%/0%。

表 4: 阿里影业分部收入预测

百万人民币	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营收	2,859	3,652	3,520	5,036	6,702	7,566	8,684	9,739
YoY				43%	33%	13%	15%	12%
大麦				1,482	2,057	2,381	2,668	2,851
YoY					39%	16%	12%	7%
分部业绩				281	1,230	1,417	1,574	1,668
利润率 (%)				19%	60%	60%	59%	59%
IP 衍生品业务				828	1,433	2,007	2,809	3,652
YoY				52%	73%	40%	40%	30%
分部业绩				218	380	532	745	969
利润率 (%)				%	%	%	%	%

电影业务	2,999	2,712	2,679	2,707	2,736
YoY		-10%	-1%	1%	1%
分部业绩	812	73	723	731	739
利润率 (%)	27%	3%	27%	27%	27%
剧集制作	596	500	500	500	500
YoY	-24%	-16%	0%	0%	0%
分部业绩	14	25	15	15	15
利润率 (%)	2%	5%	3%	3%	3%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

预计公司毛利率 FY26-FY28 毛利率 40%，相比 FY25 略有提升，主要依靠电影业务毛利率小幅修复，管理费用率和销售费用率整体较为稳定，考虑电影和演出业务进一步整合，FY25-FY28 预计管理费用率 18%/17%/17%。我们预计 FY26-28 公司归母净利润分别为 9.15/11.18/12.88 亿元，对应增速分别为 152%/22%/15% (FY25 归母净利润率偏低系投资亏损以及投资减值较大)。

表 5: 阿里影业费用及盈利预测

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
毛利率	49%	41%	32%	40%	37%	40%	40%	40%
销售费用率	15%	15%	10%	14%	12%	11%	11%	11%
管理费用率	30%	25%	22%	19%	18%	18%	17%	17%
经调整 EBITA (百万元)				504	809	1,044	1,259	1,437
经调整 EBITA 利润率 (%)				10%	12%	14%	14%	15%
归母净利润 (百万元)	-96	170	-291	285	364	915	1,118	1,288
YoY					28%	152%	22%	15%
归母净利率	-3%	5%	-8%	6%	5%	12%	13%	13%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

6.3 估值分析

考虑阿里影业核心业务模式有较大差异，采用分部估值法：1) 大麦：采用 PE 估值法，选取主营影视票务的猫眼娱乐以及全球演出领军 Live Nation 为可比公司，由于受益于线下娱乐景气增速较快、大麦平台在演唱会市场优势较强。横向扩品+出海、纵向延伸内容投资，对标 Live Nation 中长期空间较大，我们给予大麦业务 FY26 年 25 倍 PE；2) IP 衍生品业务：考虑到公司受益于 IP 衍生品行业高景气，且在产业链中上游议价能力较强、平台能力显著竞争壁垒深厚，我们给予 FY26 年 30 倍 PE；3) 电影票务：预计该业务净利率约为 15%，我们认为，电影大盘可能短期承压，但后续淘票票与大麦整合后可以带来用户数量和用户粘性的提升，给予 FY26 年 10 倍 PE。

SOTP 估值方法下，公司整体目标估值 319 亿人民币，对应港股目标价 1.17 港币/股，对应上行空间 22.9%，给予“买入”评级。

表 6: 阿里影业可比公司 (使用 2025/6/6 收盘数据)

行业	公司	代码	市值 (亿元)	净利润/亿元				PE		
				24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
票务	猫眼娱乐	1896.HK	79	3	7	8	9	12	10	9
	Live Nation	LYV.N	2,424	64	43	52	59	56	47	41
	平均值							34	28	25
IP 衍生	泡泡玛特	9992.HK	3,010	34	61	85	107	49	35	28
	三丽鸥	8136.T	3,302	84	90	104	113	37	32	29
	布鲁可	0325.HK	361	6	10	15	19	36	25	19
	平均值							41	31	25

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

注: 全部盈利预测使用 Bloomberg 一致预期; 货币单位为人民币; 汇率采用 1 美元=7.1845 人民币, 1 港元=0.9157 人民币, 1 人民币=5.0019 日元。

表 7: 阿里影业 FY2026 分部估值 (人民币)

业务拆分	估值 方法	收入 (百万元)	分部业绩 利润率	净利率	净利润 (百万元)	估值倍数	分部估值 (亿元)
电影票务		814		15%	122	10.0	12
大麦	PE	2,381	60%	36%	850	25.0	212
IP 衍生品业务		2,007	27%	16%	316	30.0	95
业务总计		5,201			1,288	24.8	319

资料来源: 申万宏源研究

注: 利润率均为申万宏源研究假设

7. 风险提示

内容和互联网平台监管环境变化风险。 互联网和文化产业受到国家相关政策和职能部门监管, 平台经济反垄断、内容题材管理、未成年保护等方面均有涉及。国内外相关监管政策如果收紧可能会影响公司经营。

项目延期/表现不及预期风险。 文化娱乐类产品制作到上线包含立项、开发、版号/许可证申请、测试等多个步骤, 项目延期或项目上线后表现不及预期, 都将影响业绩。影视投资业务、内容制作业务不确定性较强, 可能造成短期业绩波动。

票务业务不及预期风险: 电影票务业务受电影大盘影响较大, 且在市场不景气时可能增大票补力度进一步压低利润; 线下演出票务或面临市场竞争影响利润率。

IP 衍生品业务不及预期风险: 公司 IPtoB 业务增长与头部 IP 获取有明显相关性, 或头部 IP 获取不及预期将影响增长潜力; ToC 业务延展对于公司供应链及渠道扩张、社群运营能力有较大考验, 产能产品质量存在不及预期风险。

合并损益表

百万元 人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总收入	5,036	6,702	7,566	8,684	9,739
收入成本	-3,019	-4,224	-4,540	-5,211	-5,844
毛利	2,017	2,478	3,026	3,474	3,896
销售及市场费用	-710	-789	-832	-912	-1,023
管理费用	-978	-1,237	-1,324	-1,476	-1,607
金融资产减值亏损净额	-53	112	-	-	-
其他收入	57	40	49	49	46
其他收益净额	-24	45	-	-	-
经营利润	310	649	919	1,134	1,312
财务净额	182	193	151	174	195
分占以权益法入账的投资亏损	-79	-120	-	-	-
分占以权益法入账的投资减值	-113	-428	-	-	-
税前利润	300	294	1,070	1,308	1,507
所得税抵免/开支	59	92	-107	-131	-151
经调整 EBITA	504	809	1,044	1,259	1,437
净利润	297	386	963	1,177	1,356
归母	285	364	915	1,118	1,288
少数股东	13	23	48	59	68

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元 人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
物业、厂房及设备	38	115	25	19	12
投资物业	444	396	396	396	396
商誉	3,555	3,844	3,844	3,844	3,844
无形资产	234	458	-95	-115	-135
应收账款、其他应收款项及预付款项	401	350	395	454	509
非流动资产	8,366	11,361	10,763	10,795	10,823
电影及电视版权及投资	2,229	3,602	3,602	3,602	3,602
应收账款、其他应收款项及预付款项	3,413	4,323	4,880	5,602	6,282
结构性存款	706	797.847	797.847	797.847	797.847
现金及现金等价物	4,414	2,506	4,286	5,709	7,297
到期日超过三个月的银行存款	2,297	857	857	857	857
流动资产	13,094	12,139	14,472	16,623	18,899
资产总值	21,460	23,499	25,234	27,418	29,722
递延所得税负债	57	121	121	121	121
租赁负债	58	229	229	229	229
非流动负债	115	356	350	350	350
应付账款、其他应付款项及应计费用	5,094	5,407	6,103	7,006	7,856
合同负债	415	623	703	807	905
流动负债	5,524	6,678	7,455	8,462	9,410
负债总额	5,639	7,034	7,806	8,812	9,761
股本	6,026	6,079	6,079	6,079	6,079
储备	9,696	10,149	11,064	12,182	13,470
归属于本公司所有者的权益	15,722	16,228	17,143	18,261	19,549
非控制性权益	98	238	286	345	413
权益总额	15,821	16,465	17,428	18,606	19,961

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元 人民币	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
税前利润	300	294	1,070	1,308	1,507
物业、厂房及设备以及使用权资产之折旧					

无形资产摊销	20	20	20	20	20
应收账款、其他应收款项及预付款项	-885	-860	-602	-780	-735
合同负债	245	208	80	104	98
应付账款、其他应付款项及应计费用	4,010	313	697	902	851
经营所得现金	3,311	-1,402	1,267	1,553	1,739
已付/退回所得税	59	92	-107	-131	-151
经营活动所用现金净额	3,369	-1,310	1,160	1,423	1,588
投资活动现金流	-187	-0	-0	-0	-0
融资活动现金流	-2,688	-	-	-	-
现金及现金等价物之净增加/减少	494	-1,310	1,160	1,422	1,588
年初之现金及现金等价物	3,920	4,414	3,104	4,286	5,709
年末之现金及现金等价物	4,414	3,104	4,286	5,709	7,297

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 国企指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。