

正式更名大麦娱乐，线下娱乐+IP 双轮驱动

核心观点

持续推荐公司，近期港股名称正式由阿里影业改为大麦娱乐，同时公司还有两项业务变化，代表在核心业务上更加清晰和聚焦：

1) 大麦：成为苏超南京苏州站的官方购票渠道标志大麦进入区域型体育赛事票务市场，扩大在男性用户中的知名度，与以女性为主的音乐演出市场形成互补。看好大麦的票务覆盖范围扩张，加强“买票上大麦”的用户心智，提升长期增长空间。音乐演出依然高景气，同时看好平台继续提升在本地演出、文旅演出、体育赛事等领域的市占率。

2) IP：锦鲤拿趣品牌调整不影响公司 C 端衍生业务开展。且从阿里鱼近况看，三里鸥、Chiikawa 等 IP 授权和营销活动增加，看好业绩增量贡献。阿里鱼的全链路 IP 运营能力，有望为公司后续签约更多优质 IP 打下基础。

我们预计 2026-2028 财年公司归母净利润 9.46/11.41/13.43 亿元，同比增长 160.18%/20.64%/17.65%，2025 年 7 月 7 日收盘价对应 PE 为 25.89/21.46/18.24x，维持“买入”评级。

事件

2025 年 6 月 25 日，据 36 氪，基于市场、经营等综合因素考量，大麦娱乐（阿里影业）决定关停旗下全资控股的潮玩品牌锦鲤拿趣。

6 月 26 日，据江苏省城市足球联赛公众号，7 月 5 日的南京队 vs 苏州队比赛的官方购票渠道为大麦 APP。

重要财务指标

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	5,052.31	6,702.33	7,494.97	8,358.36	9,195.81
增长率(%)	43.52	32.66	11.83	11.52	10.02
归母净利润(百万元)	284.79	363.58	945.96	1,141.24	1,342.62
增长率(%)	197.82	27.66	160.18	20.64	17.65
EPS(元/股，摊薄)	0.01	0.01	0.03	0.04	0.04
P/E(倍)	86.00	67.37	25.89	21.46	18.24

资料来源：wind，中信建投

大麦娱乐(1060.HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

蔡佳成

caijiacheng@csc.com.cn

010-56135149

SAC 编号:S1440524080008

发布日期：2025 年 07 月 09 日

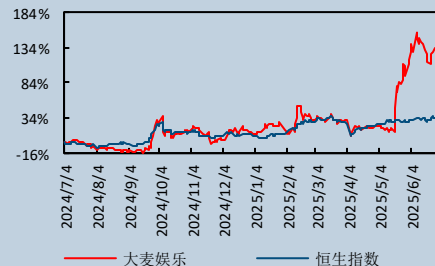
当前股价：0.92 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.75/1.81	67.27/63.53	127.16/91.70
12 月最高/最低价(港元)		1.06/0.35
总股本(万股)		2,987,586.43
流通 H 股(万股)		2,987,586.43
总市值(亿港元)		273.37
流通市值(亿港元)		273.37
近 3 月日均成交量(万)		39165.82
主要股东		
Ali CV Investment Holding Limited		45.39%

股价表现



相关研究报告

【中信建投影视院线】阿里影业 25.05.25 (1060):25 财年点评：大麦和 IP 高增，看好继续受益线下演出高景气

一、大麦和 IP 业务近况和核心观点

1、大麦：票务类型扩张，成为苏超联赛官方渠道

成为苏超联赛官方购票渠道。据江苏省城市足球联赛公众号，将于 7 月 5 日进行的苏州队 vs 南京队比赛，其球票官方购票渠道为大麦 APP。

成为苏超官方购票渠道标志大麦票务品类正稳步扩张。大麦的票务收入目前主要来自于音乐演出市场，而本地演出、文旅演出和体育赛事等其他线下票务在大麦的收入占比相对较低。据公司 2025 财年交流会，大麦除了将继续保持在音乐演出市场的高市占率以外，还将扩大线下票务覆盖范围，提升公司长期增长潜力。从大麦 APP 看，平台已经拓展了脱口秀、话剧、展览、F1 赛车等各类线下娱乐票务。而大麦成为苏超的官方购票渠道，标志着大麦进入区域型体育赛事这一有高增长潜力的赛道。

苏超为大麦带来更高的流量和全民关注度。近年来，包括江苏省城市足球联赛（苏超）、贵州和美乡村篮球大赛（贵州村 BA）等区域型体育赛事蓬勃发展。以苏超为例，虽然目前官方票价低，定价多在 10-20 元之间，但人次高，常州队 vs 南京队比赛打破上座记录，上座人数达 3.6 万人，已与头部艺人演唱会上座规模相当，可见苏超等区域型体育赛事的极高社会关注度。有了苏超的经验，后续其他省市的体育赛事，大麦都有望获得票务销售代理。

体育赛事男性用户多，与女性居多的音乐演出形成流量互补。据灯塔和中国演出行业协会的报告，2024 年大型演唱会和音乐节的女性观众占比分别达 66.1% 和 67.1%，显著高于男性。而体育赛事的主要观众为男性，因此体育票务代理有望扩大大麦的覆盖用户范围，有效提升平台流量。

大麦技术能力的体现。此前苏超门票的销售主要是在本地的公众号上进行。随着赛事火爆对抢票系统技术能力要求变高。大麦在演唱会的技术积累，可以更好的应对瞬时的高并发需求。对于各个举办城市来说，稳定公平的购票平台，让当地球迷有更好购票体验，是大麦相较于其他临时性的购票平台的核心优势。

2、IP 授权：关停“锦鲤拿趣”，但仍将继续 C 端 IP 衍生业务

关停潮玩品牌“锦鲤拿趣”。据 36 氪 6 月 26 日消息，大麦娱乐（阿里影业）决定关停旗下的潮玩品牌“锦鲤拿趣”。锦鲤拿趣是公司旗下的潮玩品牌，其产品主要包括自有 IP 的衍生品和影视剧综的 IP 衍生品。

我们认为关停对公司业绩的影响不大。2025 财年，公司的 IP 授权业务收入为 14.3 亿元，其中我们推算锦鲤拿趣收入占比约在高个位数，利润贡献端我们预测盈亏平衡。公司 IP 授权业务是以阿里鱼为核心，贡献了绝大部分的收入和 EBITA，因此锦鲤品牌关停不会对公司利润产生显著影响。

公司未来还会继续开展 C 端 IP 衍生业务。此次调整之后，公司未来不再通过锦鲤拿趣这个品牌开展 C 端衍生业务。但这并不代表公司会放弃直接面向消费者的 IP 衍生品。我们认为，公司未来还会继续加大 IP 开发。或将借助阿里鱼的 IP 引入和运营能力，继续推进 IP 和产品的研发。

在此背景下，我们看好 2026 财年公司的 IP 衍生业务实现高增长：

1) **2025 财年新签的 Chiikawa 将贡献增量。**Chiikawa 是 2024 年 10 月的新签 IP，还未在上一财年贡献显著业绩。据阿里鱼公众号，Chiikawa 线上线下渠道和 SKU 持续扩张：线下 5 月 30 日 Chiikawa 寿司主题快闪店落地上海；线上品牌的天猫官方旗舰店 SKU 持续增加。此外，5 月，Chiikawa 还与膳魔师推出联名水杯。因此，我们看好 Chiikawa 作为新签 IP 为 26 财年贡献业绩增量。

2) **三丽鸥、宝可梦等也将继续贡献业绩增量。**据阿里鱼公众号，4-5 月三丽鸥和宝可梦对外授权合作项目分别达 23 个和 5 个。阿里鱼为三丽鸥策划的线上线下活动将陆续落地：三丽鸥嗨翻节将于 8 月 2 日至 3 日在上海世博展览馆开幕；三季度，公司还将借助淘宝天猫平台，举办三丽鸥超品日（超级品牌日）。

根据媒体报道，2024 年三丽鸥“超品日”吸引 TOPTOY、雷蛇、周生生等 30 多家三丽鸥被授权商参与，三丽鸥官方旗舰店销售额同比增长超 600%。

3) **阿里鱼的全链路 IP 运营服务有望签约更多全球头部 IP。**阿里鱼已经形成覆盖营销策划、客户开拓和维护、IP 监修、知识产权的法务管理等全链路 IP 运营服务，结合阿里体系的资源优势，构筑自身壁垒，有望获得更多签约 IP。

二、阿里鱼：IP 运营管理及商业化开发平台

IP 衍生业务业绩高增，从分部业绩贡献来看，已是公司第二大业务。2025 财年，阿里影业 IP 衍生业务实现收入 14.33 亿元，同比增长 73.2%，占总收入的 21.4%；实现分部利润 3.80 亿元，同比增长 74.7%。IP 业务收入主要来自 IP 运营管理及商业化开发平台——阿里鱼。近年来，阿里鱼旗下的 IP 资源持续扩充，已签约三里鸥、宝可梦、环球影业等全球头部 IP 资源；2024 年上半年签约 Chiikawa、蜡笔小新等 IP；2025 年 1 月与《黑神话：悟空》达成战略合作，提供长线运营及营销支持等全链路专业服务。

商业模式主要来自于 IP 版权金差价。阿里鱼的收入主要是通过对外授权签约的 IP，获得保底金和基于销售额的分成，其中保底金从几十万到上千万不等，分成比例从 5%-10%不等。成本主要是向 IP 授权方进行分成。因此公司的利润主要是版权金间的差价。2025 财年，IP 授权业务的分部利润率为 26.5%，同比基本持平。

阿里鱼的 IP 运营及商业化开发，不是简单的赚取差价和低买高卖的服务。而是通过专业的 IP 运营能力，主动提升 IP 商业价值，扩大 IP 影响力，从而扩大授权范围。这篇报告也对以下问题进行了详细介绍和分析。

什么是阿里鱼的 IP 运营能力？是指阿里鱼为签约的 IP 提供营销策划、客户开拓和维护、IP 监修、知识产权的法务管理等各类服务。

如何实现业绩增长？阿里鱼为不同的 IP 策划线上线下活动、为 IP 创作娱乐内容，扩大 IP 在国内的知名度和商业价值，再对外授权给各类品牌，从而推动阿里鱼的收入增长。尽管从商业模式看，阿里鱼是类似中介的 IP 运营管理平台。但阿里鱼从 IP 引入到 IP 运营的主动权较大，能同时为 IP 授权方、IP 本身，下游客户提供各类服务，从而实现商业价值的最大化。

未来空间有多大？根据我们计算，三里鸥在日本的商品总销售额达人民币 150 亿元。对比成熟 IP 运营市场日本，国内 IP 授权市场的增长空间巨大。公司签约有三里鸥、宝可梦、环球影业、蜡笔小新和 Chiikawa 等头部 IP，我们看好阿里鱼的国内 IP 授权市场的增长前景。

图表1：阿里鱼签约 IP 情况

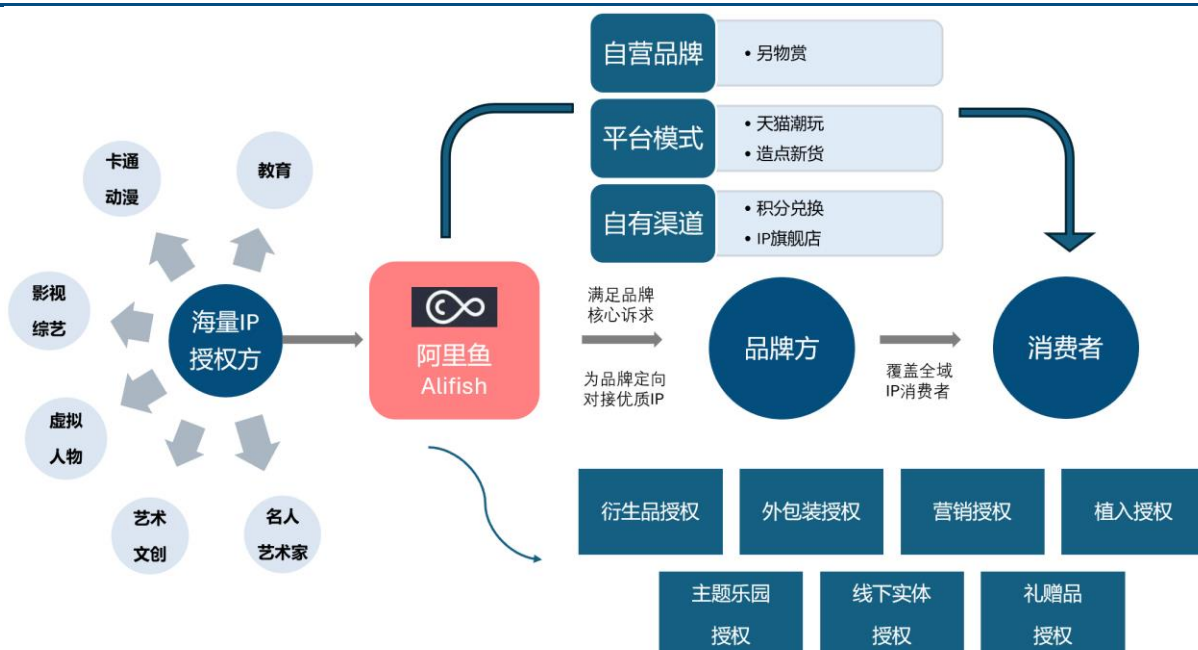
IP 类型	IP 名称	授权开始时间	IP 类型	IP 名称	授权开始时间	IP 类型	IP 名称	授权开始时间
动漫	宝可梦	2017	动漫	圣斗士星矢	-	游戏	黑神话：悟空	2025
	高达系列	2019		王牌御鼠	-		王者荣耀	-
	点赞鹅	2019		星际迷航	2016		颐和园	2018
	Kakao Friends	2020	影视	这就是街舞	2020	艺术	中国国家博物馆	2018
	巧虎	2020		小黄人	2022		天野喜孝-Candy Girl	2018
	头文字D	2020		侏罗纪世界	2022		敦煌博物馆	2020
	熊本熊	2020		功夫熊猫	-		卢浮宫	2020
	非人哉	2020		大名风华	-		中国长城学会	-
	三丽鸥旗下 IP	2022		鹤唳华亭	-		非遗大师	-
	小马宝莉	2023		国家宝藏	-	其他	CBA	2019
	chiikawa	2024	游戏	旅行青蛙	2019		耶鲁大学	2020
	蜡笔小新	2024		太鼓达人	2019		麦甜亲子生活节	-
	仓鼠助六的日常	-		吃豆人40周年	2020		哈佛大学	-
	足球小将	-		阴阳师	2020		世界电子竞技运动会	-
	冰上的尤里	-		刺猬索尼克	2020		昆仑决	-

资料来源：公司公告，中信建投

1、发展历程：以 IP 授权代理起家，全产业链布局

2016 年阿里巴巴集团成立大文娱板块，同时成立阿里鱼切入 IP 授权业务。2018 年初，阿里鱼正式并入上市公司阿里影业，与阿里影业原有的 IP 授权代理业务合并，共同以阿里鱼作为对外运营的品牌。阿里鱼以“IP2B2C”模式，成为连接 IP 版权方、B 端品牌商家和 C 端消费者的桥梁。一方面帮助全球优质 IP 连接中国市场，拓展合作伙伴，完成后续商业化链路的铺设；另一方面也能够为品牌商家提供从 IP 选择、授权商品设计、供应链支持、营销玩法、渠道铺设等整体授权合作解决方案。

图表2：阿里鱼商业链条



资料来源：公司公告，中信建投

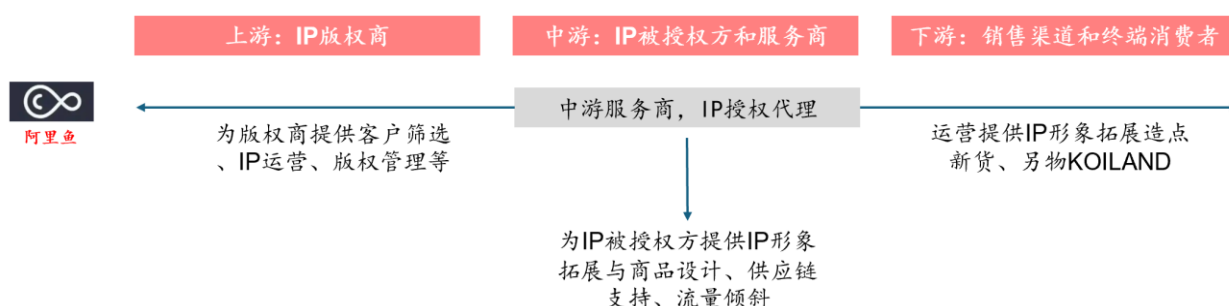
早期以影视 IP 的衍生和授权为主。2015 年 3 月，阿里巴巴成为光线传媒的第二大股东，并在电影投资、制作发行和 IP 开发等多方面展开合作。2016 年，阿里鱼获得光线传媒主投的动画电影《大鱼海棠》的线上独家授权权利，并将 IP 授权给美妆、服饰、珠宝首饰等品牌。据界面新闻，《大鱼海棠》上映后，衍生品销售总额超 5000 万元，创下当时国产动画电影的衍生品销售记录。阿里鱼后续又获得《三生三世十里桃花》的 IP 授权，60 余个授权品牌的衍生品销售额突破 3 亿元。

获得海外头部 IP 资源，与宝可梦达成 IP 授权合作。2017 年，阿里鱼与宝可梦公司达成战略合作，获得宝可梦在中国的衍生品和营销授权，并可借助阿里巴巴的商家资源进行 IP 衍生品的开发和上架。据中国证券报，在最初的合作协议中，阿里鱼向 IP 版权方和品牌方提供设计报审、淘系资源整合、商家联合营销、跨界合作、线下 IP 主题嘉年华等五大服务。首批 IP 衍生品联合了伊利、得力、潮宏基珠宝等 12 个品牌商家，开发近百件衍生商品。

2、商业模式：IP 运营平台

从 IP 产业链视角看，阿里鱼主要位于 IP 授权产业的中游。IP 产业链主要包括上游的 IP 版权方、中游的被授权方和相关服务商，以及下游的销售渠道和终端消费者。阿里鱼作为中游的服务商，以 IP 授权代理为业务基础，向上帮助 IP 版权方更好地进行 IP 商业化，向下为被授权方提供 IP 选择、衍生品设计、销售渠道铺设等全链路的 IP 衍生品开发服务，增加自身在产业链中贡献的价值量。

图表3： 阿里鱼在 IP 产业链中所处的位置



资料来源：公司公告，中信建投

阿里鱼上游是 IP 版权方，下游是各领域的品牌和商家。收入端，公司主要是通过向各领域的品牌和商家授权公司签约的 IP，获得保底金和基于销售额的分成。其中保底金和分成比例根据 IP 的知名度，范围较大，分成比例从 5%-10% 不等。成本则主要是向 IP 授权方进行的授权分成。因此公司的利润主要是版权金间差价。据公告，2025 财年，IP 授权业务的分部利润率为 26.5%，同比基本持平；据我们测算，该业务 EBITDA/营业收入约 14%。

图表4： 阿里鱼收入和成本结构

2025财年阿里鱼收入和成本结构	
收入（主要是来自品牌和卖家的保底金和分成）	100%
成本（主要是向IP版权方支付的保底金和分成）	(73.1%)
销售及市场费用 →	(0.4%)
分部业绩	26.5%
管理及其他费用 →	(12.6%)
EBITDA	14.0%

资料来源：公司公告，中信建投

3、核心价值：阿里体系联合运营+IP 运营服务

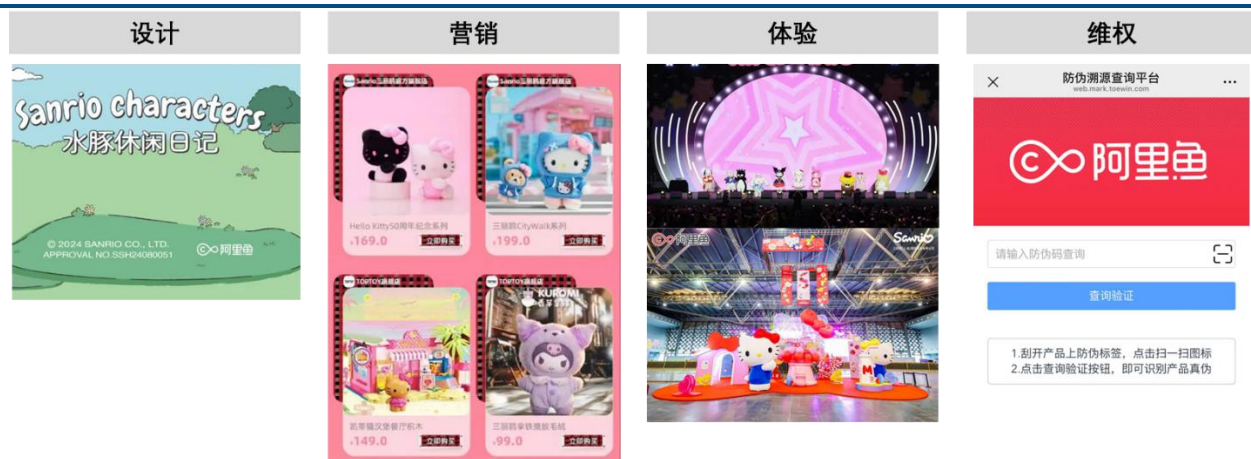
阿里鱼作为专业的 IP 运营和服务平台，为版权方和品牌方提供全链路服务。阿里鱼提供的服务包括为签约的 IP 提供营销策划、客户开拓和维护、IP 监修、知识产权的法务管理等各类服务。

1) 营销策划：阿里鱼为合作 IP 在国内策划各类型的线上线下营销活动。

三丽鸥：自 2023 年 1 月 1 日起，阿里鱼获得三丽鸥旗下 26 个造型人物在中国大陆的独家商品化授权代理权。2024 年双方的 IP 授权合作再创高峰，据界面新闻，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。

- 线上内容：阿里鱼依托优酷、阿里影业、大麦网等泛内容矩阵，持续丰富三丽鸥 IP 在国内的动画和短视频内容产出。2024 年创作完成 50 多套图库内容，2026 年暑期还将上映由阿里鱼为三丽鸥定制的动画项目。
- 线下活动：阿里鱼与版权方合作举办第一届三丽鸥嗨翻节，包括三丽鸥大明星演出、IP 设计师签绘、IP 主题游戏等，参与人次超 2 万。
- 阿里体系合作：2024 年，阿里鱼联合三丽鸥、天猫共同打造第一届“三丽鸥天猫超级品牌日”，三丽鸥官方旗舰店与 30 余家被授权商参与。

图表5： 阿里鱼与三丽鸥的合作覆盖图库设计、营销、体验、维权等多个方面



资料来源：公司公告，中信建投

吉伊卡哇 Chiikawa：阿里鱼与 Chiikawa 的版权方 Spiral Cute 于 2024 年 10 月 15 日正式达成战略合作，发布会上宣布针对吉伊卡哇、猫福珊迪、点赞鹅三大 IP 展开合作。一方面为其运营淘宝官方旗舰店，另一方面提供 IP 授权代理和运营服务。IP 授权代理方面，目前已成功推动卡乐比 Calbee、周大福、DQ 等品牌的跨界联名项目；IP 运营方面，IP 官方动画短片的中文配音版已于 2025 年 1 月登陆优酷平台，登顶动漫频道亲子类节目热度榜首；5 月推出寿司主题快闪店，线上预约爆满。

图表6：阿里鱼运营的 Chiikawa 天猫旗舰店



资料来源：天猫APP，中信建投

图表7：吉伊卡哇在抖音的官方动画账号



资料来源：抖音APP，中信建投

2) IP 监修：在文化产业中，监修是指管理和审核有 IP 形象的画稿和实物样品等，保证 IP 形象符合版权方要求，同时也保证形象统一，例如根据三丽鸥的要求，Hello Kitty 服饰必须是粉色系。公司在与三丽鸥合作的早期阶段，监修工作主要由三丽鸥负责，现已转由阿里鱼负责。

3) 知识产权的法务管理：阿里鱼提供镭射标管理、衍生品打假等服务，官方公众号也设立了专门的验证产品真伪的板块。对全球头部 IP 而言，版权管理至关重要，需要确保使用 IP 就必须获得版权方的官方授权。如果盗版泛滥，商家和品牌获得正版授权的必要性降低，那这既损害了 IP 价值，也损害了版权方的权益。

以上也正是阿里鱼作为专业 IP 运营管理平台的核心优势，既能让公司与现有 IP 版权方保持稳定合作，也能让公司持续获得更多全球头部版权：1) 客户筛选：确保商家和品牌的资质和调性符合 IP 形象。2) 营销：既能为签约 IP 提供阿里体系内的联合运营，也能在体系外为 IP 策划线上线下营销活动，提升 IP 影响力和商业价值。3) 知识产权管理：既要保障阿里鱼自身合法权益，在获得的授权范围内，必须向阿里鱼申请使用 IP 并支付相应的授权费；同时也为 IP 版权方保障其 IP 在国内使用的规范性和合法性，并保障 IP 形象统一。

4、从三丽鸥财报看阿里鱼 IP 运营能力

三丽鸥是目前阿里鱼最大的版权来源方，同时也是一家上市公司。1984 年三丽鸥（8136.T）在东京证券交易所上市。当前市值 1.73 万亿日元，约合 119 亿美金。当前 PE（TTM）为 40 倍。

根据三丽鸥公告，我们分别从业务布局和业绩贡献两个角度，梳理出三丽鸥对阿里鱼的评价和未来合作规划：

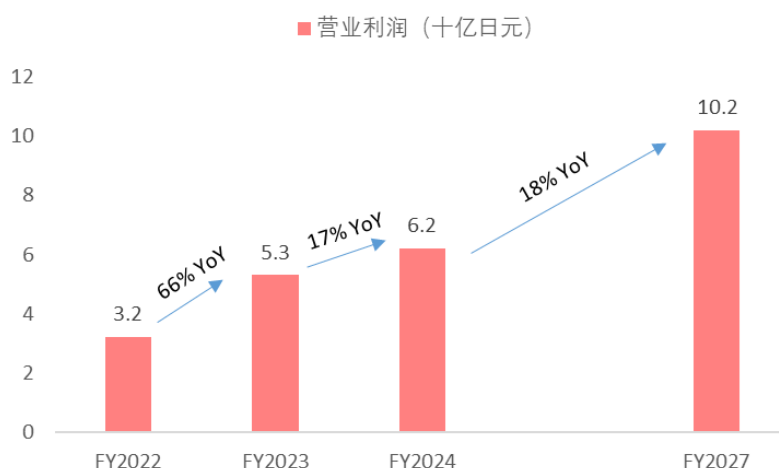
业务布局：持续最大化与阿里鱼的合作。三丽鸥在 2024 年中发布了未来三年的业务规划，其中大篇幅谈到了中国区的业务规划。三丽鸥将最大化与阿里鱼的合作，通过营销和内容投入实现更快的业绩增长。除了 IP 转授权以外，目前双方的合作已覆盖 IP 内容投入和 IP 营销活动开展。

2023 和 2024 年阿里鱼分别创作了超过 30 和 50 套 IP 图库内容，为被授权商提供更丰富的选择，并为三丽鸥定制开发全新的动画作品，预计 2026 年暑假上映。同时双方合作举办多场营销活动，包括第一届三丽鸥嗨翻节、第一届“三丽鸥天猫超级品牌日”，这两大活动将在 2025 年延续。一系列举措提高了三丽鸥 IP 的知名度，Kuromi（库洛米）、Cinammoroll（玉桂狗）和 My Melody（美乐蒂）在国内的知名度均接近 Hello Kitty。

此外还将面向中国区采取其他业务措施：1）加强自身法律团队，采取全面的反侵权措施；2）加强中国本土的设计团队建设；3）专门为中国市场创造一些本土化 IP，分享中国 IP 市场高增长的红利。

业绩贡献：中国收入驱动三丽鸥海外收入增长，来自阿里鱼的 IP 授权收入贡献主要增量。2024 和 2025 财年中国收入分别贡献超过 30% 和 20% 的海外收入增量。三丽鸥预计到 2027 财年中国业务将实现 5 亿元人民币的营业利润，贡献三丽鸥整体营业利润的 25%，2024-2027 财年的年均复合增长率 18%。

图表8： 三丽鸥中国区营业利润指引



资料来源：三丽鸥公告，中信建投

2025 年阿里鱼与三丽鸥将继续合作推动中国业务增长。据界面新闻，2025 年 3 月 25 日，阿里鱼与三丽鸥共同主办“用微笑连接世界”2025 年度三丽鸥合作伙伴大会。会上有阿里鱼副总裁江旭恒，三丽鸥亚洲事业部高级董事总经理兼三丽鸥中国区 CEO 大塚泰之等多位阿里鱼和三丽鸥的高管出席。

会上再次明确阿里鱼对三丽鸥 IP 的增长贡献。据界面新闻，阿里鱼副总裁江旭恒介绍，2024 年国内有超 200 家品牌与三丽鸥家族达成授权合作，超 3 万款 SKU 新品投入市场。依托阿里巴巴集团内外部资源，阿里鱼为三丽鸥量身定制了以 6 场主题营销活动为核心、搭配全年种草推广的运营策略，通过整合平台生态为 IP 和商家导入超 33 亿流量曝光支持，推动三丽鸥在电商渠道的搜索热度同比大幅增长 110%。

阿里鱼将借助阿里电商体系，继续助力三丽鸥增长。1) 打造第二届“三丽鸥超品日”，预计在 2025 年三季度落地，助力 IP 及被授权商业业务增长。2) 阿里鱼计划在 2025 年围绕 618、双 11 等重要节点，为三丽鸥策划主题活动，预计全年将投入超过 30 亿的曝光流量，助力三丽鸥及其授权产品的市场推广与销售转化。

图表9： 2025 年三丽鸥合作伙伴大会



资料来源：界面新闻，中信建投

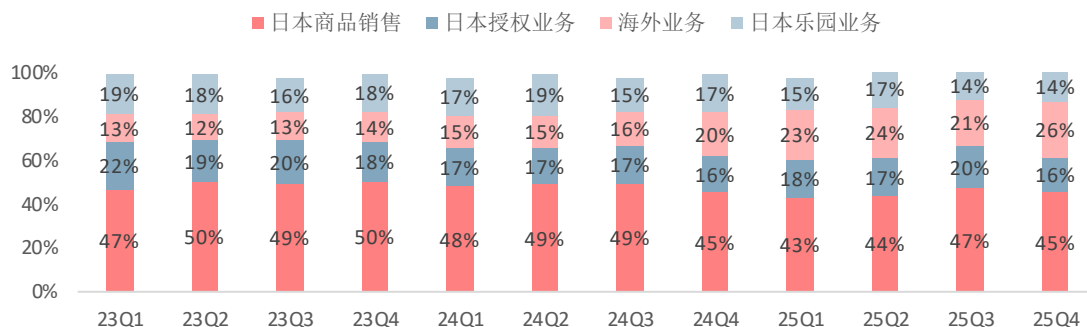
据三丽鸥公告，公司由两大板块构成，分别是三丽鸥总部和三丽鸥娱乐。三丽鸥娱乐主要是游乐园业务，三丽鸥总部是与 IP 运营相关的业务。总部的 IP 运营主要包括 1) 商品销售；2) IP 授权；3) 海外业务。

从财报来看，2025 财年三丽鸥总部在日本地区的收入为人民币 55.0 亿元，其中商品销售业务为人民币 24.7 亿元，IP 授权业务为人民币 9.8 亿元，分别占总收入的 44.9%和 17.7%。

三丽鸥商品在日本的终端 GMV 约为 150 亿元。三丽鸥对外 IP 授权的授权费率为零售价格的 5%-7%，或产品批发价格的 10%-14%。基于此，我们可以推算，2025 财年三丽鸥对外授权的商品的终端 GMV 约为人民币 122.5 到 163.3 亿元。再加上三丽鸥自有商品销售收入人民币 24.7 亿元，在日本市场，三丽鸥商品的总销售额达到了人民币 147 到 188 亿元，其中自有商品销售和对外 IP 授权分别占终端 GMV 的 15%和 85%。

阿里鱼储备 IP 丰富，国内 IP 授权市场有高增长前景。据三丽鸥财报，2025 财年三丽鸥来自中国的总收入为 8.4 亿元，其中商品销售占 24.9%约 2.1 亿元，IP 授权占 55.5%约 4.7 亿元。按上述分成比例推算，三丽鸥在中国市场的总销售额大致约为 60.9 到 80.4 亿元。相比三丽鸥在日本超 150 亿元的终端 GMV，国内仍有较高的增长空间。

图表10：三丽鸥日本分部的各业务收入占比



资料来源：三丽鸥公告，中信建投

5、全球 IP 授权代理市场：阿里鱼已成为全球第六的 IP 授权代理方

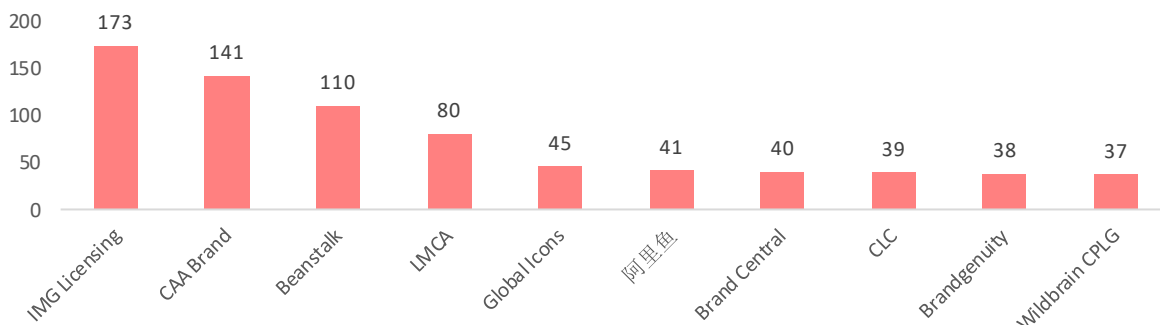
按授权 IP 衍生品的零售 GMV 排序，阿里鱼已成为全球第六、国内第一的 IP 授权代理平台。

1) 从 GMV 绝对值看：据全球授权行业杂志《LICENSE GLOBAL》，2024 年阿里鱼授权 IP 衍生品的终端总 GMV 为 41 亿美元，2023 和 2024 年增速分别达 540%和 49%。

2) 从 GMV 相对排名看：据《LICENSE GLOBAL》对 2024 年各代理商的衍生品零售额的统计，阿里鱼位列全球第 6、国内第 1；且排名处于快速上升态势，前两年全球排名分别为 25 和 11 名。

海外头部公司为 IMG Licensing、CAA Brand Management、Beanstalk 等，零售 GMV 稳定全球前三。国内其他公司包括新创华（奥特曼、初音未来等日本 IP 的授权代理）、广州艺洲人（海绵宝宝、忍者神龟、汪汪队立大功等 IP 的授权代理）、安素香港（汽车品牌的授权代理）、羚邦动画（小王子、时光代理人、芝麻街等数百个 IP 授权代理）等。

图表11：全球 IP 授权代理商 Top10（基于 2024 年衍生品零售 GMV 排名，亿美元）



资料来源：《LICENSE GLOBAL》，中信建投

投资建议：

持续推荐公司，近期公司的两项业务变化，代表公司在核心业务上更加清晰和聚焦：

1) 大麦：成为苏超南京苏州站的官方购票渠道标志大麦进入区域型体育赛事票务市场，借助赛事流量扩大在男性用户中的知名度，与以女性为主的音乐演出市场形成互补。看好大麦的票务覆盖范围扩张，加强“买票上大麦”的用户心智，提升长期增长空间。音乐演出依然高景气，同时看好平台持续提升在本地演出、文旅演出、体育赛事等领域的市占率。

2) IP：锦鲤拿趣品牌调整不影响公司 C 端衍生业务开展。且从阿里鱼近况看，三里鸥、Chiikawa 等 IP 授权和营销活动增加，看好业绩增量贡献。阿里鱼的全链路 IP 运营能力，有望为公司后续签约更多优质 IP 打下基础。

我们预计 2026-2028 财年公司归母净利润 9.46/11.41/13.43 亿元，同比增长 160.18%/20.64%/17.65%，2025 年 7 月 7 日收盘价对应 PE 为 25.89/21.46/18.24x，维持“买入”评级。

风险分析

影视剧面对剧本杀和其他线下娱乐活动竞争的风险、影视剧拍摄进度不及预期的风险、影视剧内容监管风险、影视资产减值风险、艺人道德风险、音乐演出票房增长不及预期的风险、全国场馆排期接近饱和导致音乐演出供给难以增长的风险、大麦出海布局进展不及预期的风险、演出票务市场竞争加剧的风险、知识产权保护不力的风险、与三里鸥等版权方合作无法续约的风险、难以与更多头部版权方达成合作协议的风险、企业风险识别与治理能力不足风险。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

蔡佳成

中信建投证券传媒互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk