

## 大麦娱乐 (01060.HK)

## 线下娱乐与 IP 双轮驱动，打造综合性娱乐集团

公司是一家以科技赋能、内容驱动为核心的综合性娱乐集团，业务涵盖电影出品与发行、现场演出及票务、IP 授权与衍生、剧集与艺人经纪等全产业链环节，形成“内容生产—宣发服务—商业衍生—科技创新”的生态体系。公司在电影、音乐、戏剧、展览、体育等多元演出领域累计服务观众逾 1.5 亿人次，旗下阿里鱼位列全球 TOP11 授权代理商，构建了涵盖头部至轻量级的 IP 矩阵。我们预计公司 FY2026/2027/2028 财年实现总营业收入 71.67/77.76/84.92 亿元。首次覆盖给予强烈推荐评级。

- 大麦娱乐是一家主要从事内容制作、宣传和发行、IP 衍生授权及商业运营、院线及娱乐活动票务管理，以及互联网数据服务的投资控股公司。2014 年 6 月，阿里巴巴收购“文化中国传播集团”，更名为阿里影业，进入影视行业；2017 年，大麦网纳入阿里全资子公司；2023 年 11 月，阿里影业完成对大麦的全资收购；2025 年 6 月，公司正式更名为大麦娱乐控股有限公司，定位“现实娱乐平台”，突出现场体验、沉浸互动与 AI 科技驱动。
- 营业收入和归母净利润恢复增长，近两年保持高增态势。公司近两年在票务与 IP 衍生业务带动下实现高增，营业收入延续快速扩张态势，归母净利润在扭亏后持续改善，盈利能力稳步回升，展现出“内容+科技”战略驱动下的强劲增长动能与长期发展潜力。其中，2020-2025 财年营业收入分别达到 28.75/28.59/36.52/35.20/50.52/67.02 亿元；2020-2025 财年归母净利润分别达 -11.51/-0.96/1.70/-2.91/2.85/3.64 亿元。
- 票务龙头协同内容布局，乘演出市场复苏东风。全球巡演市场与国内演出行业在疫情后强劲复苏，票房与观演规模持续创新高，行业进入稳定增长新阶段。大麦娱乐凭借大麦票务平台的行业领先地位与技术优势，持续服务国内外头部艺人演唱会及大型赛事，GMV 高速增长，并在场馆合作与高并发交易保障方面保持显著优势。同时，公司加速现场娱乐内容布局，依托六大投制厂牌，覆盖演唱会、音乐节、话剧、展览、脱口秀等多元品类，逐步形成“票务+内容”的协同效应，巩固其在中国现场娱乐市场的核心地位与品牌影响力。
- IP 矩阵多层布局，稳居国内龙头跻身全球 TOP11。中国 IP 行业进入成熟期，零售额稳健增长，Z 世代高溢价消费意愿推动市场扩容。大麦娱乐旗下阿里鱼凭借 200 余个 IP 矩阵和阿里生态流量优势，跻身全球 TOP11 授权代理商，2025 财年 IP 衍生业务收入同比增长 73%。依托三丽鸥、宝可梦等头部 IP，以及吉咖瓦等新兴 IP 的孵化，阿里鱼已形成“头部稳固+中腰成长+长尾孵化”的分层管理体系，并通过商品、空间、广告多元授权模式持续释放商业化潜力，强化其国内领先与全球竞争力。
- 内容矩阵与票务生态双轮驱动，巩固影视娱乐行业领先地位。大麦娱乐依托三大品牌与青年导演孵化计划打造高质量国产电影内容，累计出品影片票房领先行业，并储备约 40 部重点项目；同时，淘票票与凤凰云智构建高黏性票务平台，AI 赋能影院全链路运营，并通过灯塔全域数据与大模型支持精细化宣发与票房预测，实现电影与现场娱乐业务协同增长，持续巩固行业领先地位。

## 强烈推荐 (首次)

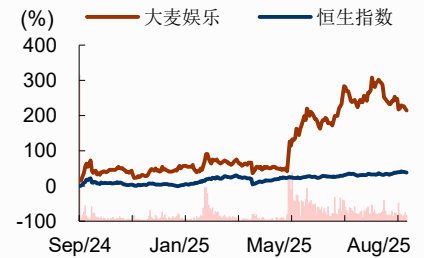
TMT 及中小盘/传媒  
目标估值: NA  
当前股价: 1.04 港元

## 基础数据

总股本 (百万股)	29876
香港股 (百万股)	29876
总市值 (十亿港元)	31.7
香港股市值 (十亿港元)	31.7
每股净资产 (港元)	0.5
ROE (TTM)	2.2
资产负债率	29.9%
主要股东	Alibaba Investment Limited
主要股东持股比例	53.8492%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	89	190
相对表现	-22	78	146



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

顾佳 S1090513030002  
✉ gujia@cmschina.com.cn  
谢笑妍 S1090519030003  
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn  
刘玉洁 研究助理  
✉ liuyujie1@cmschina.com.cn

- 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司凭借内容矩阵、票务平台与 IP 生态协同优势，构建了国内领先的影视与现场娱乐全链路竞争力。我们预计公司 FY2026-2028 年营业收入分别为 71.67/77.76/84.92 亿元，同比增速分别为 7%/8%/9%。实现归属普通股股东净利润分别为 8.95/10.92/12.03 亿元，同比增速分别为 146%/22%/10%，对应 PE 分别为 29.2/23.9/21.7 倍。
- 风险提示：线下观演消费恢复力度不足；行业竞争加剧及政策环境变化带来的不确定性等。

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	5040	6702	7167	7776	8492
同比增长	43%	33%	7%	8%	9%
营业利润(百万元)	194	343	559	700	807
同比增长	533%	77%	63%	25%	15%
归母净利润(百万元)	285	364	895	1092	1203
同比增长	198%	28%	146%	22%	10%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.04	0.04	0.05
PE	91.7	71.8	29.2	23.9	21.7
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 公司介绍.....	5
1、 公司简介：科技赋能内容升级，产业联动生态共荣.....	5
2、 历史沿革：从文娱基建到现实娱乐平台.....	6
3、 阿里巴巴集团控股，管理层持股利益绑定.....	7
4、 财务分析：营业收入回升，盈利能力稳步改善.....	8
二、 大麦票务与现场娱乐内容协同布局，把握演出市场复苏机遇.....	9
1、 全球巡演市场强劲复苏，Live Nation 业绩持续高增.....	9
2、 中国演出市场全面攀升，2024 年票房、场次与观众规模再创新高.....	11
3、 大麦票务平台与现场娱乐内容协同发展，引领市场格局.....	12
三、 中国 IP 行业稳健增长，阿里鱼凭矩阵优势跻身全球 TOP 11.....	14
1、 中国 IP 行业进入成熟期，Z 世代高溢价支付意愿助推市场扩容.....	14
2、 阿里鱼：国内领先的 IP 授权与商业化平台.....	17
四、 内容矩阵与票务生态双引擎，筑牢影视娱乐核心壁垒.....	19
1、 三大品牌+导演孵化计划，构筑国产影视内容护城河.....	19
2、 淘票票与云智构建票务核心竞争力，助力电影与演出业务持续扩张.....	21
3、 灯塔：全域数据与 AI 赋能，优化宣发与票房预测.....	22
五、 盈利预测.....	23
六、 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1：大麦娱乐主要业务.....	6
图 2：大麦娱乐发展历程图.....	7
图 3：大麦娱乐股权结构图（截至 2025 年 3 月 31 日）.....	7
图 4：2020-2025 年营业收入及同比增长率.....	9
图 5：2020-2025 年归母净利润及同比增长率.....	9
图 6：2020-2025 年公司费用率.....	9
图 7：2020-2025 年公司盈利能力.....	9
图 8：2015-2024 年全球 TOP100 巡演总收入.....	10
图 9：全球巡演的平均票价.....	10

图 10: Live Nation 2015-2024 年营业收入和归母净利润 (合并调整前) ..... 10

图 11: Live Nation 分业务收入 ..... 11

图 12: Live Nation 业务结构 ..... 11

图 13: 2019-2024 年全国营业性演出 (不含娱乐场所演出) 票房收入及同比增速 ..... 11

图 14: 2019-2024 年全国营业性演出 (不含娱乐场所演出) 场次 ..... 11

图 15: 2023 年演出行业细分板块票房及与 2019 年的同比 ..... 12

图 16: 2024 年演出行业细分板块表现 ..... 12

图 17: 苏超南京场购票界面 ..... 13

图 18: 六大内容投制厂牌 ..... 14

图 19: 中国 IP 行业产业链 ..... 14

图 20: 中国授权商品零售总额 ..... 15

图 21: 消费者购买过的 IP 类型 ..... 16

图 25: 阿里鱼热门 IP ..... 18

图 26: 2025 年度三丽鸥合作伙伴大会 ..... 18

图 27: 吉咖瓦上海快闪店 ..... 19

图 28: 国产电影票房前十大大麦出品的电影 ..... 20

图 29: 锦橙合制代表影片 ..... 20

图 30: 可能制造代表影片 ..... 21

图 31: 海纳圆桌对谈 ..... 21

图 32: 长安三万里首映礼暨淘麦 VIP 音乐游园会 ..... 22

图 33: 凤凰云智智能票务平台 ..... 22

图 34: 灯塔数据平台 ..... 23

表 1: 大麦娱乐核心管理层履历表 ..... 8

附: 财务预测表 ..... 25

## 一、公司介绍

### 1、公司简介：科技赋能内容升级，产业联动生态共荣

大麦娱乐是一家主要从事内容制作、宣传和发行、IP 衍生授权及商业运营、院线及娱乐活动票务管理，以及互联网数据服务的投资控股公司。大麦娱乐构建了内容制作、互联网宣发、泛娱乐内容数据服务及衍生品开发的全产业链生态体系。

**演出全品类涵盖广泛，服务亿万观众品质卓越。**大麦娱乐的演出业务覆盖了电影、音乐演出、剧场演出、体育赛事、展览休闲和演艺旅游等全品类现实娱乐票务领域，累计服务演出超过 240 万场次，累计观众人数达到 1.55 亿，致力于为观众提供高品质的现场体验。旗下拥有六大内容投制厂牌，分别是演出内容投制厂牌“大麦 Mailive”、音乐内容制作厂牌“虾米音乐娱乐”、戏剧内容制作厂牌“当然有戏”、展览内容投制厂牌“艺展鸿图”、亲子演出厂牌“酷小麦”以及文化惠民厂牌“好戏连台”。

**阿里鱼：国内领先 IP 授权平台，跻身全球 TOP11，IP 矩阵持续扩容。**大麦旗下的阿里鱼是国内领先的 IP 授权管理与商业化开发平台，其业务模式为从上游版权方引入 IP，再授权给下游商家并收取授权费用。2024 年，阿里鱼跃升至全球顶级授权代理商第 11 位。目前公司 IP 库约涵盖 200 个 IP，按照层级分为头部、中腰部及轻量级：其中头部 IP 包括三丽鸥家族、宝可梦（自 2017 年起合作，至今近十年）、2024 年新签的吉咖瓦、蜡笔小新，以及环球影业旗下形象如功夫熊猫、小黄人；中腰部 IP 包括猫福山迪、卡酷；轻量级方面，2025 年 4—5 月又新签了《乱码 1/2》。

**多元品牌，精品电影；票房领先，持续称雄。**大麦娱乐在电影领域累计参与出品、发行及推广的影片超过 300 部，涵盖了口碑与票房兼备的优质作品，如《绿皮书》、《流浪地球》、《长安三万里》和《孤注一掷》。旗下拥有三大电影品牌：联合顶尖团队打造高质量院线影片的「锦橙合制」，自成立以来已有 40 部影片上映，累计票房超过 354 亿元；专注于独特题材与年轻视角，兼具温度与创意的自制品牌「可能制造」；以及聚焦动画领域，布局武侠、东方奇幻与科幻内容的「小宇宙未来事务所」。在中国电影票房历史中，大麦娱乐参与制作的国产电影有 7 部跻身票房 TOP10，且其出品电影的累计票房已连续 7 年稳居民营企业首位。

**科技驱动内容创新，产业联动生态共赢。**于 2025 年 6 月，公司由「阿里影业」升级为「大麦娱乐」，战略定位进一步深化，实现从单一电影业务向覆盖电影、演出、商业衍生、剧集及艺人经纪等多元现实娱乐生态的拓展。依托科技与内容双轮驱动，构建涵盖科技赋能、内容生产、宣发服务、商业衍生与创新的影视产业全链路布局，强化核心竞争力及市场影响力，提升长期成长空间。

图 1：大麦娱乐主要业务



资料来源：大麦娱乐官网、招商证券

## 2、历史沿革：从文娱基建到现实娱乐平台

**2014–2017：夯实文娱基础设施，完成业务整合。**2014年6月，阿里巴巴以约62.44亿港元收购香港上市公司“文化中国传播集团”，更名为“阿里影业”，正式进军影视行业。2015年，阿里影业收购广东粤科软件（云智平台）100%股权，搭建影院票务系统基础；并注入淘宝电影（后更名淘票票）与娱乐宝，构建线上售票与宣发基础设施。2016年，推出IP平台“阿里鱼”，布局IP衍生业务（如影视衍生产品开发）。2017年，大麦网成为阿里全资子公司，进一步整合票务与演出渠道，构建线下娱乐基础设施。

**2018–2021：全产业链布局，深化全球IP运营。**2018年，启动“锦橙合制计划”，约定未来五年推出20部合制电影；同时将“授权宝”与阿里鱼整合，加强全球IP业务布局。2019年，推出影院数字化管理平台“凤凰云智”与一站式宣发平台“灯塔”，完善科技与宣发基础设施。2021年，推出潮流品牌“另物（KOILAND）”，进军年轻消费市场，并上线淘麦VIP会员体系，联动淘票票与大麦，提升用户黏性。

**2021至今：内容与科技双轮驱动，迈向现实娱乐平台。**2023年11月，阿里影业完成对大麦的全资收购，补足现场演出业务短板，打造电影+现场演出的联动生态。2024年，收购天浩盛世51%股权，加码音乐与艺人经纪版图；进一步丰富内容生态。2025年5月21日，阿里大文娱集团宣布更名为“虎鲸文娱集团”，旗下阿里影业拟更名为“大麦娱乐控股有限公司”。2025年6月5日，更名正式完成，公司注册名称由“阿里巴巴影业集团有限公司”变更为“大麦娱乐控股有限公司”，品牌升级意在强化现实娱乐平台定位，以“现实娱乐”理念为核心，强调现场体验、沉浸互动与AI科技支撑。

图 2: 大麦娱乐发展历程图

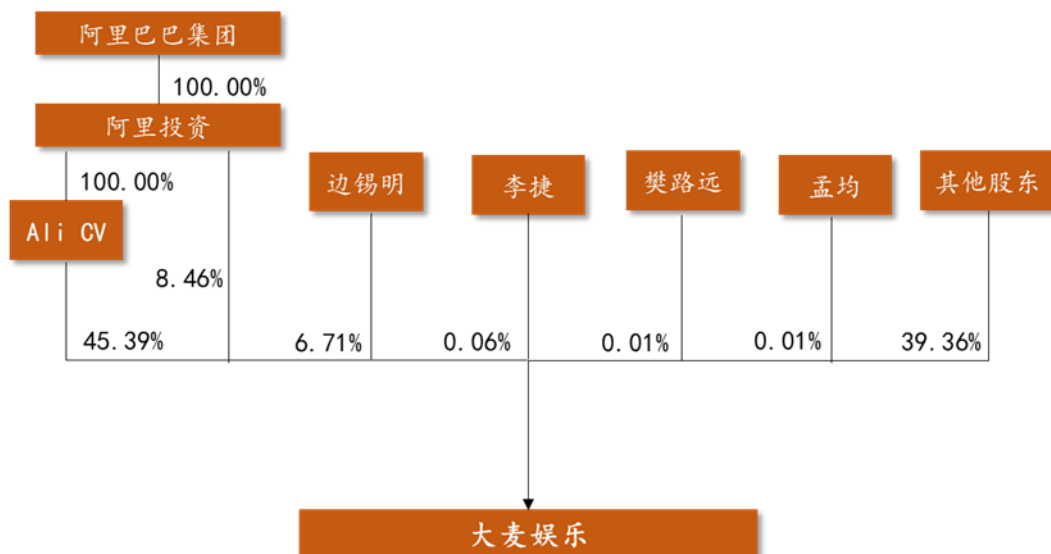


资料来源: 大麦娱乐公告、维基百科、新浪财经、招商证券等

### 3、阿里巴巴集团控股，管理层持股利益绑定

**股权结构:** 阿里巴巴集团控股，管理层少量持股。截至 2025 年 3 月 31 日，阿里巴巴集团控股有限公司为公司控股股东，合计持股比例为 53.85%。其中，AliCV Investment Holding Limited 持股 45.39%，Alibaba Investment Limited（阿里投资）持股 8.46%。AliCV 为 AIL（Alibaba Investment Limited）的全资子公司，而 AIL 由阿里巴巴控股有限公司全资持有。除控股股东外，公司管理层亦持有少量股份，以实现利益绑定与战略协同。

图 3: 大麦娱乐股权结构图（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源: iFinD、招商证券

组织焕新与管理团队稳定支撑战略升级。2023 年，阿里巴巴启动“1+6+N”组织架构改革，在集团层面设立阿里云智能、淘宝天猫商业、本地生活、国际数字商业、菜鸟及大文娱六大业务集团，以及多家独立业务公司，并实行“董事会领导下的 CEO 负责制”，各业务集团与公司独立对经营结果负责。在大文娱板块，业务主要涵盖优酷、阿里影业及大麦。2025 年 5 月，阿里大文娱集团在“品牌焕新发布会”上宣布更名为“虎鲸文娱集团”，同日阿里影业宣布拟更名为“大麦娱乐”，总裁李捷将其称为公司“二次创业”。目前，公司管理层普遍具备深厚的互联网及影视行业背景。多数高管在集团内任职多年，对阿里生态的运营模式与战略方向高度熟悉，具备较强的战略执行力与文化认同感。

表 1: 大麦娱乐核心管理层履历表

姓名	职位	履历概要
樊路远	董事会主席、首席执行官、执行董事	2016 年起任董事会主席兼 CEO，阿里巴巴合伙人、阿里文娱董事长；2007 年加入支付宝，历任多项高管职务，主导快捷支付、余额宝等创新产品；长江商学院 EMBA。
李捷	执行董事、总裁	2020 年起任执行董事，2017 年加入集团，现任大麦文化总裁、阿里巴巴集团副总裁；曾任光线传媒非独立董事、优酷土豆高管；天津大学工学学士，中欧国际工商学院 EMBA。
孟钧	执行董事、首席财务官	2019 年起任执行董事兼 CFO，2018 年加入集团；曾在阿里多业务单元担任财务管理岗位，早期在安永、IBM 任职；现兼任博纳影业非独立董事、乐华娱乐非执行董事；北京工商大学经济学学士。

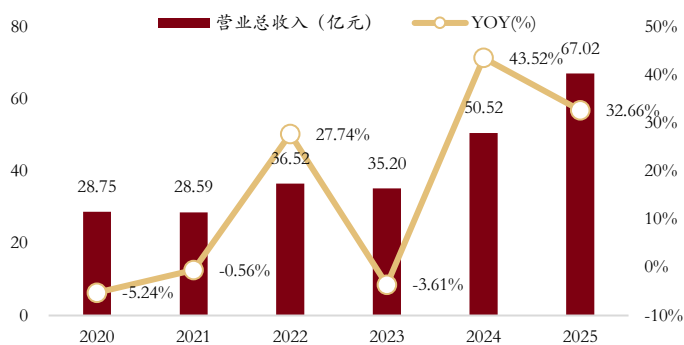
资料来源：公司数据、招商证券

#### 4、财务分析：营业收入回升，盈利能力稳步改善

营业收入恢复增长，近两年保持高增态势。FY2020-2021 财年基本持平，2022 财年大幅增长 27.74%，2023 财年小幅回落 3.61%。2024-2025 财年增速显著，分别同比增长 42.61%和 33.51%，业务扩张与市场开拓成效明显，集团坚持“内容+科技”战略，拓展 IP 衍生及票务业务，实现多元化收入快速增长，增长动能强劲。

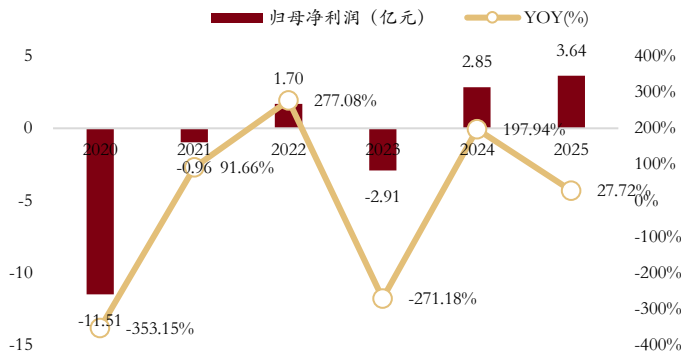
归母净利润增速显著，盈利能力持续改善。2020 财年公司亏损 11.51 亿元，2021 财年亏损收窄至 0.96 亿元，2022 财年实现扭亏为盈 1.70 亿元，但 2023 财年再次出现亏损 2.91 亿元。2024-2025 财年，大麦票务业务成长最为显著，IP 授权及衍生业务（阿里鱼）也表现强劲，公司盈利能力呈现显著回升趋势，归母净利润分别为 2.85 亿元和 3.64 亿元，同比增长率分别达 197.94%和 27.72%，盈利能力持续改善。

图 4: FY2020-2025 财年营业收入及同比增长率



资料来源: iFinD、招商证券

图 5: FY2020-2025 财年归母净利润及同比增长率

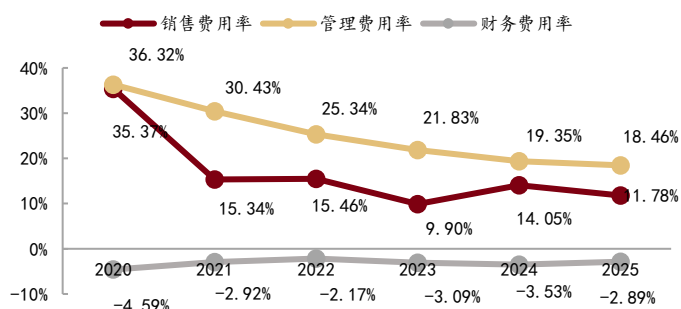


资料来源: iFinD、招商证券

**公司费用率结构持续优化。** FY2020-2025 财年，销售费用率由 35.37% 下降至 11.78%，管理费用率由 36.32% 降至 18.46%，财务费用率长期维持在约-3%至-4%区间。总体来看，公司在营销投入效率、内部管理管控及财务成本控制方面成效显著，有效支撑盈利能力提升与运营效率改善。

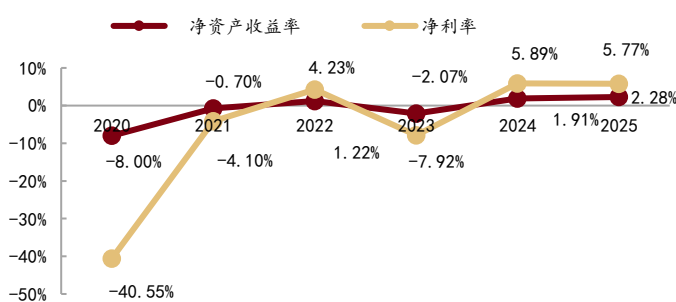
**公司盈利能力呈波动回升态势。** FY2020-2025 财年，净资产收益率（ROE）由 -8.00% 回升至 2.28%，净利率由 -40.55% 回升至 5.77%，显示公司在盈利水平和资本回报方面逐步改善。尽管历年存在周期性波动，但近两年盈利指标稳定转正，表明公司核心业务盈利能力稳步恢复，盈利质量和财务稳健性均有所提升。

图 6: FY2020-2025 财年公司费用率



资料来源: iFinD、招商证券

图 7: FY2020-2025 财年公司盈利能力



资料来源: iFinD、招商证券

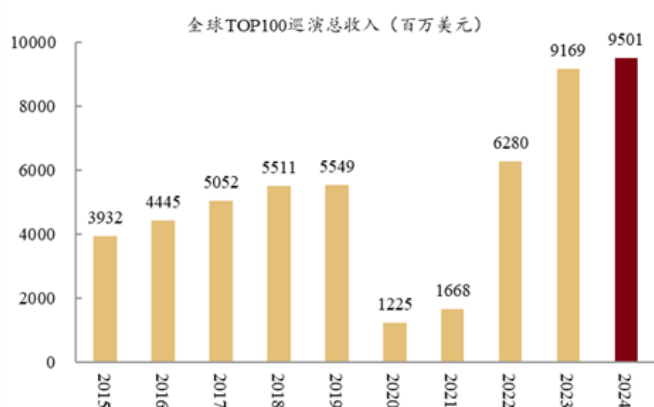
## 二、大麦票务与现场娱乐内容协同布局，把握演出市场复苏机遇

### 1、全球巡演市场强劲复苏，Live Nation 业绩持续高增

**全球巡演市场活力四射。** 2023 年，全球 TOP100 巡演总票房从 2022 年的 62.8 亿美元大增 46%，达到 91.69 亿美元。单场平均票房从 154 万美元飙升到 237 万美元，涨幅达 53.2%。2024 年全球 TOP100 巡演总收入实现小幅增长，达到 95 亿美元，增幅为 3.62%，同时平均票价上涨了 3.91%，达到 135.92 美元，演出数量增长 5.7%；自 2019 年以来，全球 TOP100 巡演排行榜上总收入已经增长了 71.2%，这一显著增长表明全球巡演行业的强劲复苏与持续发展，预计未来能维持稳定增长态势。且全球巡演的平均票价也持续提升，从 2015 年的 78.77 美元/张上升到 2019 年的 105.55 美元/张，并且在疫情后大幅攀升到 2023 年的

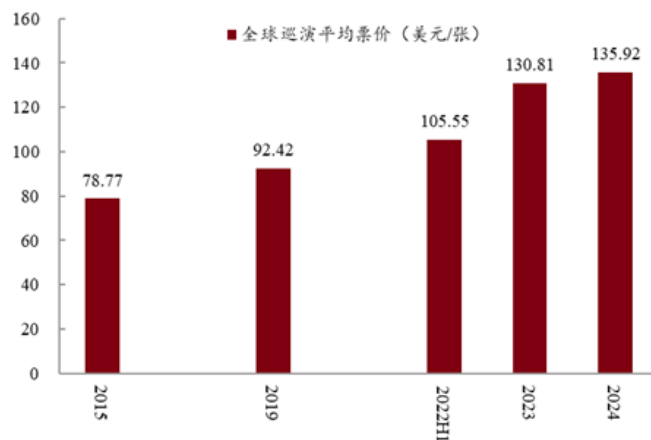
130.81 美元/张、2024 年的 135.92 美元/张(以全球 TOP100 巡演票房数据替代), 彰显出人们在疫情“失去的三年后”对于演唱会的高度青睐, 娱乐消费势头强劲。

图 8: 2015-2024 年全球 TOP100 巡演总收入



资料来源: Pollstar, 音乐财经、招商证券

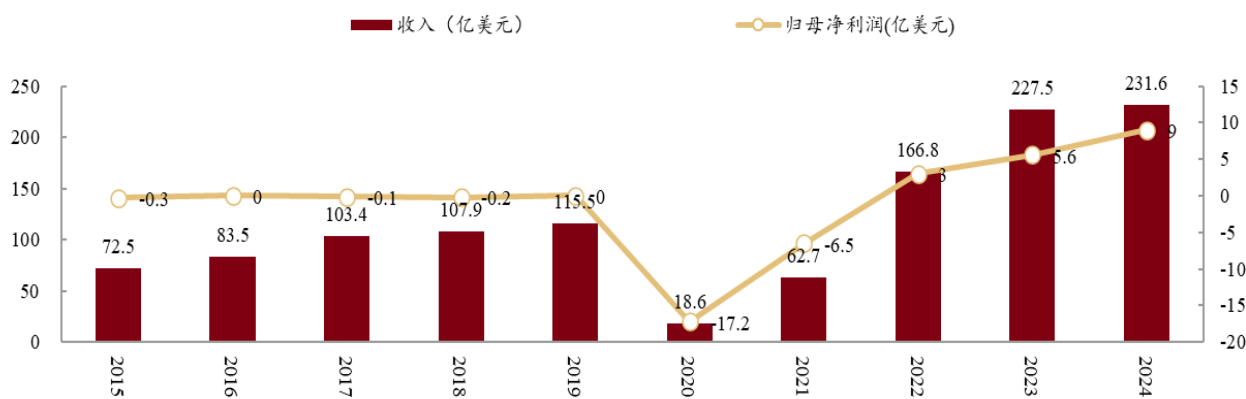
图 9: 全球巡演的平均票价



资料来源: Pollstar, 音乐先声、招商证券 (注: 2023、2024 年采用全球 TOP100 巡演数据替代)

**全球娱乐行业消费强劲, Live Nation 业绩高增。** Live Nation 作为全球最大的线下演出服务商, 其营业收入从 2015 年的 72.5 亿美元增加到 2024 年的 231.6 亿美元, CAGR 达 13.8%。疫情后 Live Nation 实现强劲复苏, 2022 年收入约 166.8 亿美元, 同比增长 166%, 净利润约 3 亿美元, 同比增长 146%; 2023 年实现营收 227.5 亿美元, 收入体量首次突破 200 亿美元量级。2024 年公司收入达到 231.6 亿美元, 同比增加 3%, 净利润持续增厚达到 9 亿美元。每股收益也实现显著增长, 从 2023 年的 1.34 美元跃升至 2.74 美元。

图 10: Live Nation 2015-2024 年营业收入和归母净利润 (合并调整前)

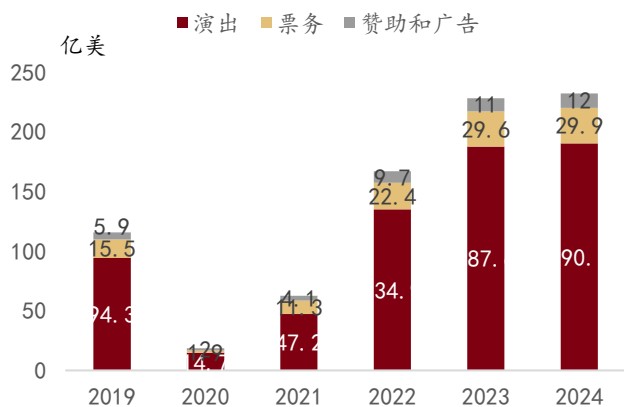


资料来源: iFinD, 公司公告、招商证券

**Live Nation 的三大主营业务结构稳定, 成熟度高。** Live Nation 是集演唱会主办、艺人经纪、售票业务为一体的海外线下演出龙头。当前业务主要包括演出业务、票务业务、广告和赞助业务三块。**演出业务:** 公司的演出业务包含通过自主经营和管理音乐场地进行现场音乐活动、全球推广参与世界各地音乐节的制作以及向签约艺人提供管理和其他服务。2024 年收入达 190.2 亿美元, 占公司营业收入的 81.9%, 贡献主要收入来源。**票务业务:** 2024 年, Ticketmaster 售出 6.37 亿张门票, 同比增长 2.7%, 年收入达 29.9 亿美元, 占公司营业收入的 12.9%。

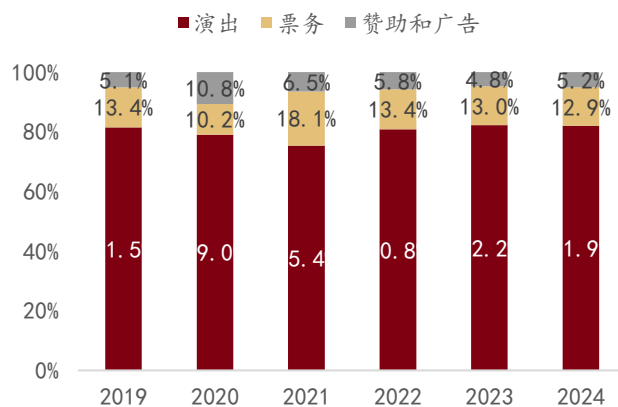
**赞助与广告业务:** 公司旗下 Live Nation Sponsorship, 以演唱会和线上票务平台为基础, 帮助广告主触及海量潜在消费者, 2024 年赞助和广告业务收入达 5.2%。疫情后的 2022-2024 年, Live Nation 的三大主营业务营收占比保持稳定: 演出业务占比在 82% 左右, 票务业务占比在 13% 左右, 赞助与广告业务在 5% 左右。可见公司业务发展的协同效应开始体现, 通过产业链上下游一体化经营, 各项业务协调发展, 营收增速比例相若, 公司已经形成了成熟稳定的业务架构体系。

图 11: Live Nation 分业务收入



资料来源: iFinD, 公司公告、招商证券

图 12: Live Nation 业务结构

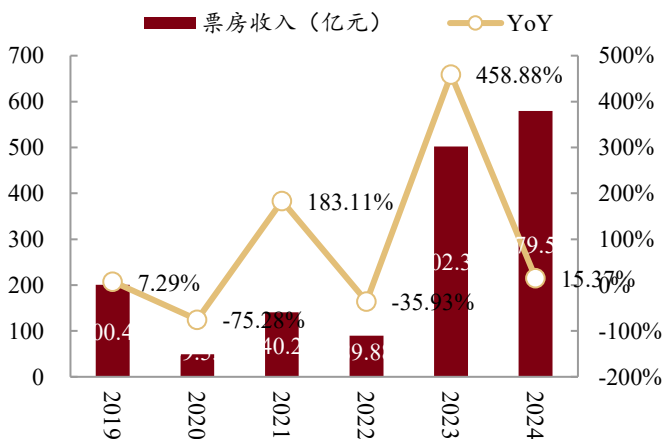


资料来源: iFinD, 公司公告、招商证券

## 2、中国演出市场全面攀升, 2024 年票房、场次与观众规模再创新高

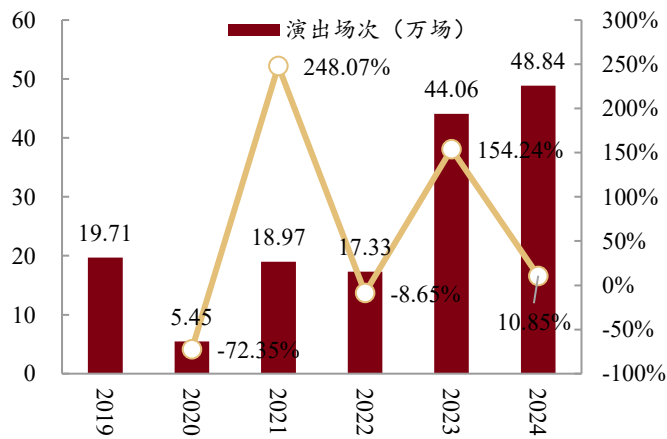
**2024 年营业性演出的票房、场次、观众人数在 2023 年基础上再攀新高。** 2024 年, 全国演出市场供给丰富, 需求旺盛, 市场整体保持增长态势。全国营业性演出 (不含娱乐场所演出) 场次 48.84 万场, 同比增长 10.85%, 票房收入 579.54 亿元, 同比增长 15.37%, 观众人数 17618.16 万人次, 同比增长 2.95%。同时追溯到疫情后复苏的元年, 即 2023 年的票房收入 502.32 亿元, 与 2019 年同比增长 150.65%; 观演人数 17113.64 万人次; 与 2019 年同比增长 83.01%。演出行业的整体数据连续两年创新高, 可见疫情调整过渡期已经结束, 演出行业在发展新阶段的增长态势已然形成, 有望持续向上打开增量空间。

图 13: 2019-2024 年全国营业性演出 (不含娱乐场所演出) 票房收入及同比增速



资料来源: 中国演出行业协会、招商证券

图 14: 2019-2024 年全国营业性演出 (不含娱乐场所演出) 场次



资料来源: 中国演出行业协会、招商证券

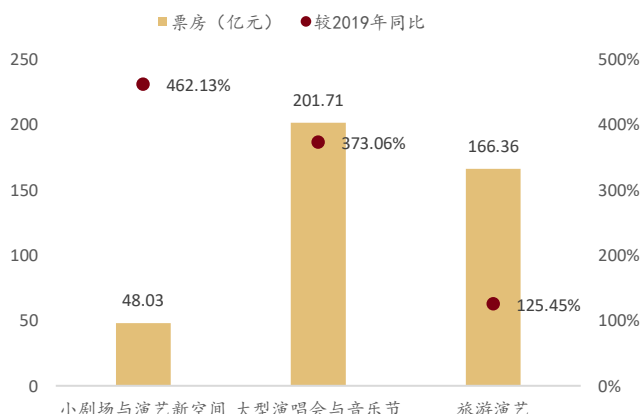
**2023 年春风又绿, 各子板块同步复苏蓬勃向上。口碑剧目带动专业剧场热度不**

减:2023年专业剧场演出场次 9.74 万场,与 2019 年同比增长 31.09%;票房收入 86.23 亿元,与 2019 年同比增长 14.21%;小剧场、演艺新空间拔节生长:演出场次 18.69 万场,与 2019 年同比增长 471.07%;票房收入 48.03 亿元,与 2019 年同比增长 463.13%;

演唱会、音乐节带动效应凸显:2000 人以上大中型演唱会、音乐节 2023 年演出场次 0.56 万场,与 2019 年同比增长 100.36%;票房收入 201.71 亿元,与 2019 年同比增长 373.60%;附加值高、融合性强旅游演艺快速增长:2023 年旅游演艺场次 15.07 万场,与 2019 年同比增长 72.61%;票房收入 166.36 亿元,与 2019 年同比增长 125.45%

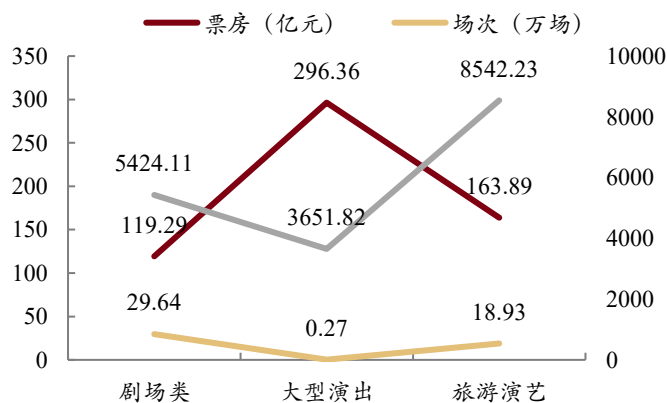
2024 年各子板块再上台阶。剧场类演出共计(含演出新空间和小剧场等)29.64 万场,票房收入 119.29 亿元,观众人数 5424.11 万人次,在专业剧场演出中,市场化程度较高的音乐剧成为关注亮点,2024 年音乐剧演出场次同比增长超过 5%,票房增长超过 10%,在小剧场和新空间演出中,脱口秀(单口喜剧)演出场次和票房上升幅度最大,分别上升 53%和 48%。5000 人以上大型营业性演出 0.27 万场,票房收入 296.36 亿元,观众人数 3651.82 万人次,其中演唱会场次与 2023 年同比增长 49.90%,万人以上的演唱会场次同比增长 84.37%,成为演出市场票房成绩最为突出品类。旅游演艺演出场次 18.93 万场,票房收入 163.89 亿元,观众人数 8542.23 万人次。

图 15: 2023 年演出行业细分板块票房及与 2019 年的同比



资料来源:中国演出行业协会、招商证券(注:大型演唱会与音乐节的为 2000 人以上)

图 16: 2024 年演出行业细分板块表现



资料来源:中国演出行业协会、招商证券(注:大型演唱会与音乐节的为 2000 人以上)

### 3、大麦票务平台与现场娱乐内容协同发展，引领市场格局

大麦是大麦娱乐在现场娱乐市场的核心业务,其中包含大麦票务平台和现场娱乐内容。大麦票务平台是行业领先的娱乐购票平台,凭借广泛的用户基础与完善的服务体系,持续引领票务数字化发展。与此同时,大麦在现场娱乐内容的投资与制作领域也表现突出,打造出一系列优质项目,已成为现场娱乐市场最具竞争力的参与者之一。

大麦票务:巩固行业领先地位,打造综合票务服务平台。1)公司继续保持演出票务市场的领先地位,服务了张杰、周杰伦、孙燕姿、Ed Sheeran、Imagine Dragons 等国内外艺人的大型演唱会,成为用户首选购票平台。凭借为中国几乎所有大型演唱会提供票务服务,大麦实现了交易总额(GMV)的持续高速增长,2024 财年,大麦整体业务的 GMV 同比增幅超过 500%。2025 财年大麦票务业务实现营收 20.57 亿元人民币,再次创下高速增长的记录。2)在演出现场服务方面,大麦交付逾 3,800 场大型项目,保障演出安全稳定、零事故,赢得合作伙伴高度认可。报告期内,大麦与内地及港澳多家头部场馆建立深度合作,进一步巩固在重要场馆的核心优势。3)技术研发方面,持续加大核心技术研发

投入，通过算力整合与云资源升级，提升数据处理能力与系统性能，在高并发抢票场景下确保系统稳定与交易流畅，显著优化用户体验。报告期内，秒级并发用户超 10 万的项目超过千场，同比增加 63%。4) 大麦拓展旅游演艺赛道并覆盖更多海外项目。通过产品升级，实现电影与演出票务的双平台合并，覆盖更广泛的娱乐消费场景，持续扩大“买票上大麦”的品牌影响力，致力于打造行业领先的综合票务服务平台。2025 江苏省城市足球联赛（南京赛区）南京队 VS 苏州队在大麦 APP 开售，延续了赛事一贯的高流量、高热度态势，开售前大麦想看预约已达 68.8 万。开售后，共 80 万人参与抢票，大麦并发量达 300 万。

图 17: 苏超南京场购票界面



资料来源：大麦 APP、招商证券

**现场娱乐内容：多元内容布局驱动现场娱乐品牌影响力提升。**近年来，大麦加速布局现场娱乐内容业务，建立六大内容投制厂牌分别为，演出内容投资厂牌：Mailive；音乐内容制作厂牌：虾米音乐娱乐；戏剧内容制作厂牌：当然有戏；展览内容投制厂牌：艺展鸿图；亲子演出厂牌：酷小麦；文化惠民厂牌：好戏连台。该业务累计参与逾 120 个 IP 的投资与制作，涵盖演唱会、音乐节、话剧、展览、脱口秀等多元品类，逐步建立起品牌影响力。代表项目包括 2024 年阿那亚虾米音乐节，莫文蔚、王源、陆虎等艺人的大型演唱会，《受到召唤·敦煌》《魔幻时刻》等话剧，以及呼兰、小鹿等脱口秀演出。凭借高水准的演出与舞美呈现，大麦不断为观众带来优质的现场娱乐体验。

图 18: 六大内容投制厂牌



资料来源：大麦娱乐官网、招商证券

### 三、中国 IP 行业稳健增长，阿里鱼凭矩阵优势跻身全球 TOP 11

#### 1、中国 IP 行业进入成熟期，Z 世代高溢价支付意愿助推市场扩容

IP 经济产业链涵盖 IP 创作、运营、生产及终端渠道等核心环节。上游 IP 创作端以国产 IP（占比 35%）和日本 IP（占比 45%）为主，通过版权代理及联合开发实现 IP 价值孵化；中游运营与生产环节呈现明显分化，头部企业依托自建产能确保产品品质（如泡泡玛特），中小企业则依赖珠三角代工集群以优化成本结构；下游销售渠道多元化趋势显著，除传统二次元门店外，潮玩店、文创集合店等新兴渠道增速达到 40%。产业链价值高度集中于上下游：上游 IP 授权溢价可达 300%，下游限量款产品毛利率超 60%，而中游制造环节利润率普遍低于 15%，显示产业链利润主要由创意与零售端驱动。

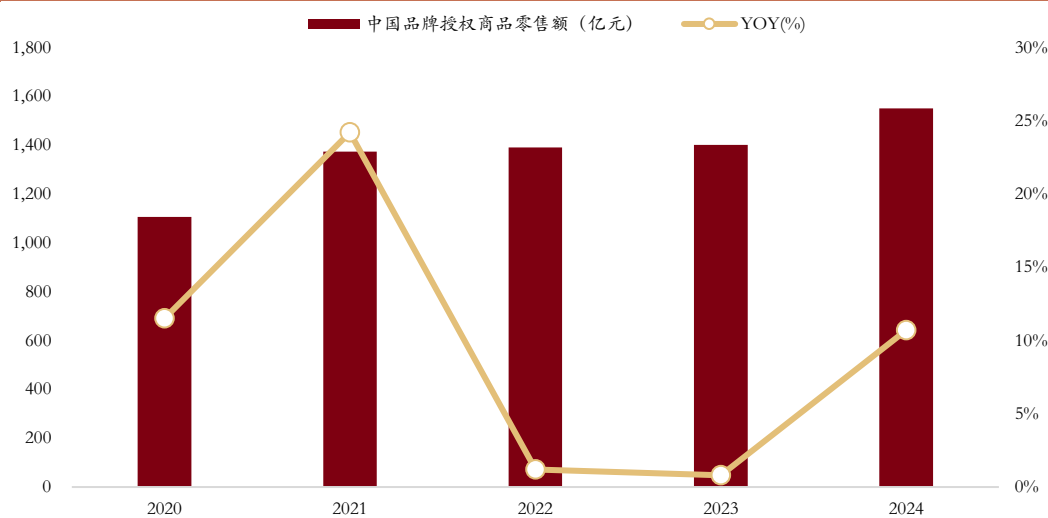
图 19: 中国 IP 行业产业链



资料来源：智研咨询、招商证券

**中国 IP 行业稳健增长：市场成熟与消费潜力持续释放。**近年来，中国 IP 行业保持稳健增长，展现出广阔的市场前景。2020-2024 年，中国品牌授权商品零售额从 1,106 亿元增长至 1,550.9 亿元。其中，2020-2021 年增速高达 24.2%，反映市场从疫情后复苏向快速发展转变；2022-2023 年增速趋缓，显示行业经历结构性调整；2024 年增速回升至 10.7%，表明消费需求稳健回暖。中国 IP 行业在品牌授权领域的市场规模不断扩大，零售额持续增长，表明行业正在逐步成熟并形成稳定的商业化闭环。随着 IP 创作、运营、衍生品开发及多元化渠道的不断完善，未来几年，中国 IP 行业有望维持稳健增长，进一步释放消费潜力，为产业链上下游企业创造可观价值。

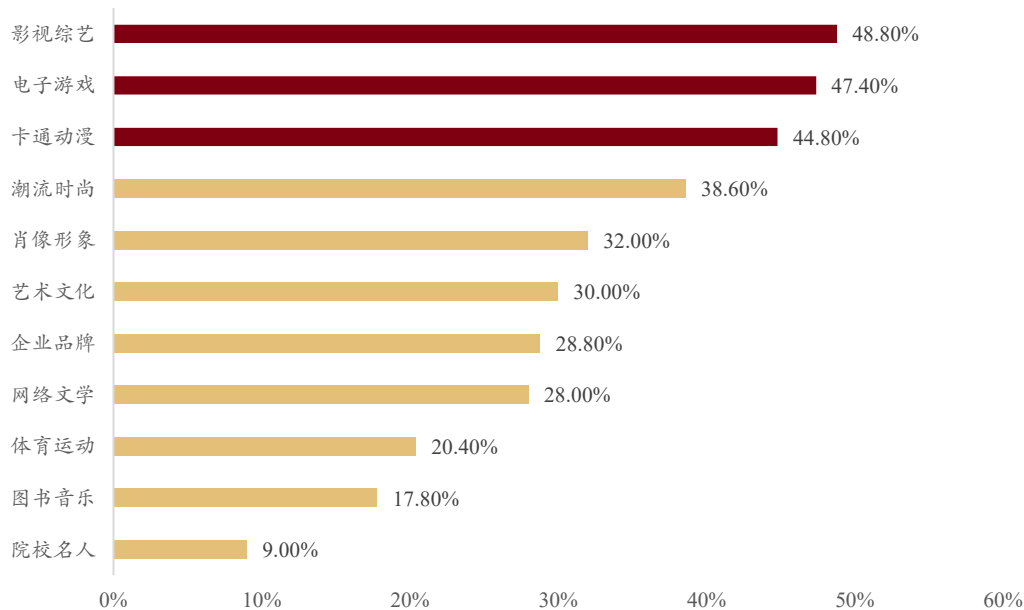
图 20：中国授权商品零售总额



资料来源：中国玩协、iFind

**Z 世代消费偏好情绪价值优先，不断夯实 IP 经济的消费基础。**根据国家统计局数据，中国大陆在 1995 年至 2009 年出生的人口总数约为 2.6 亿，Z 世代占总人口的比重不到 20%，但其所贡献的消费规模已占到 40%。预计到 2035 年，73% 的 Z 世代人口将步入职场，整体消费规模有望增长至 16 万亿元，是未来消费市场增长的核心驱动力。该群体更关注自尊与情绪价值的满足，强调个性化与社交化的消费体验，推崇多元文化，并通过小圈层社交与圈层消费来寻求认同与陪伴感。Z 世代深受热剧综艺、电子游戏及卡通动漫等内容影响，能够与相关 IP 衍生品建立情感共鸣，从而激发强烈的购买意愿，推动演出周边、盲盒、潮玩、文创衍生等新兴消费业态快速破圈。根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告，消费者购买过的 IP 类型 TOP3 依次为影视综艺（48.8%）、电子游戏（47.4%）和卡通动漫（44.8%），均为与 IP 经济高度契合的核心赛道。同时，超过 70% 的用户表示在选购商品时会优先考虑其中的 IP 元素，说明 IP 消费心智已逐步形成。

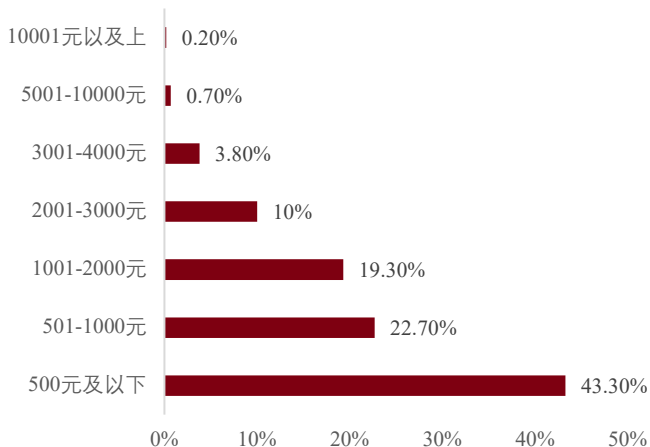
图 21: 消费者购买过的 IP 类型



资料来源: 阿里鱼消费品与营销项目授权报告、iFind

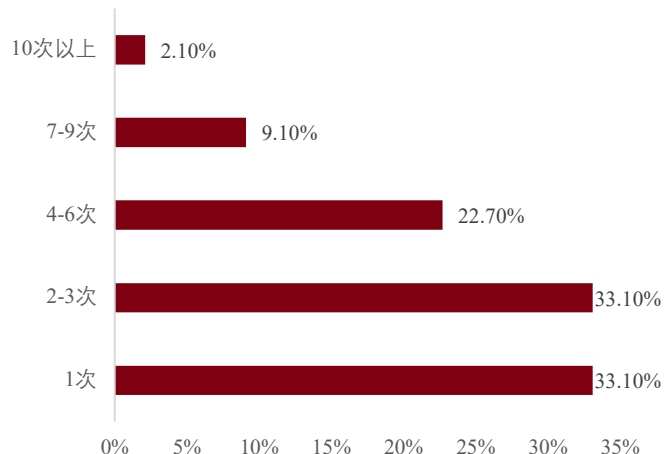
**Z 世代兼具消费能力和溢价支付意愿, 新消费升级成大趋势。**根据阿里鱼消费品与营销项目授权报告, 在半年内 Z 世代用户购买 IP 商品频次多数为 1-3 次 (占比 66.2%)、4-6 次 (占比 22.7%), 其中 56.7% 的消费者的 IP 商品消费力在 500 元以上, 消费能力和消费意愿普遍较高。且 89.3% 的年轻消费者愿意接受溢价, 溢价程度超过 40% 的占比高达 65.7%, 表明年轻消费者认可 IP 商品的高附加值属性并具备强烈溢价支付意愿, 对 IP 商品的价格敏感度较低, 未来在消费升级趋势下或反哺 IP 经济效应不断再生和扩大, 促进 IP 衍生消费快速成长。

图 22: 过去半年 Z 世代 IP 商品消费力



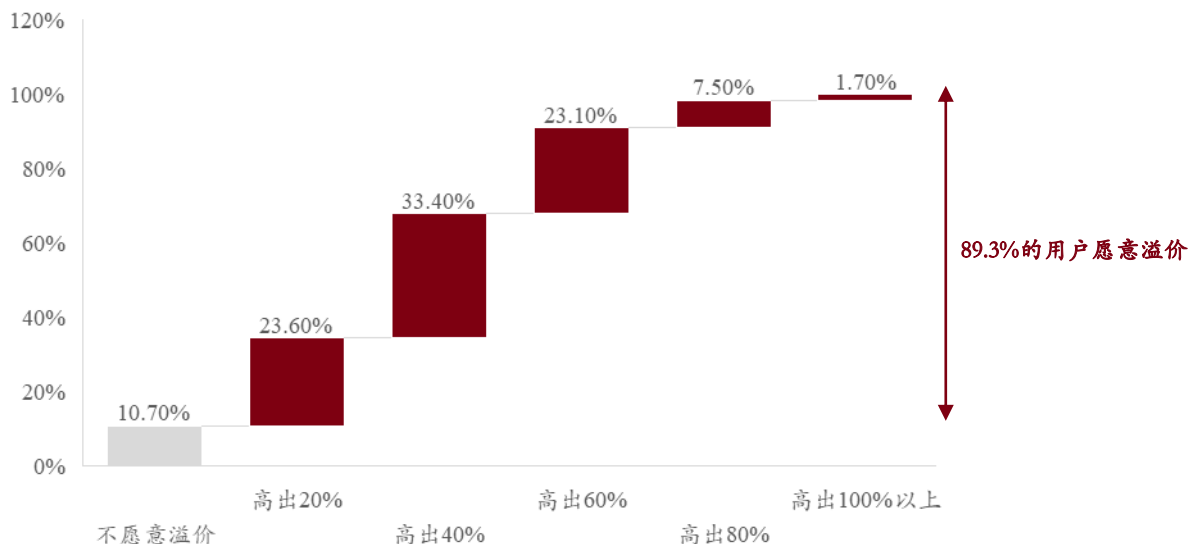
资料来源: 阿里鱼消费品与营销项目授权报告、招商证券

图 23: 过去半年 Z 世代购买 IP 商品频率



资料来源: 阿里鱼消费品与营销项目授权报告、招商证券

图 24: 年轻消费者对于 IP 商品的溢价意愿



资料来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告、招商证券

## 2、阿里鱼：国内领先的 IP 授权与商业化平台

阿里鱼是阿里巴巴集团旗下以 IP 运营、授权与商业化开发为核心的平台，主要通过“IP2B2C 全链路服务模式”连接上游 IP 版权方与下游品牌商家，致力于打造一站式 IP 商业化生态系统。上游：与国内外知名 IP 版权方建立合作，包括影视、动漫、游戏、艺术及文化 IP。中游：通过阿里鱼平台进行 IP 资产的管理、营销策划和授权分发，帮助 IP 完成商业价值转化。下游：将 IP 授权给覆盖快消、服装、玩具、文创、餐饮、数码等消费品类的品牌及厂商，并收取授权费用或分成。自 2016 年起，阿里鱼逐步建立起完整的 IP 生态体系，并依托阿里巴巴电商体系（天猫、淘宝）实现流量和交易转化。2024 年，阿里鱼跻身全球 TOP 11 授权代理商（Licensing International 榜单），成为全球 IP 商业化的重要参与者。2025 财年 IP 衍生业务收入为 14.33 亿元人民币，同比增长 73%；其中，阿里鱼授权收入同比增长超过 90%。

**IP 资源布局与分层管理。**阿里鱼目前拥有约 200 个 IP，按头部、中腰部和轻量级进行分层管理。头部 IP（高认知度、强商业化能力）包括三丽鸥家族、宝可梦（合作始于 2017 年）、2024 年新签的吉咖瓦、蜡笔小新以及环球影业旗下形象（如功夫熊猫、小黄人），这些 IP 按下游授权零售额（GMV）评估，年 GMV 达到一定量级以上即被认定为头部 IP，并贡献超过 80% 的收入。中腰部 IP（圈层受众精准，成长潜力大）包括猫福山迪、卡酷、圣斗士星矢，而轻量级 IP（新兴、长尾，测试与孵化阶段）则包括 2025 年新签的乱码 1/2、点赞鹅目。

图 25: 阿里鱼热门 IP



资料来源：国际授权业协会，招商证券

阿里鱼多元授权模式，三丽鸥合作创纪录。阿里鱼的 IP 授权分为商品、空间和广告三类。商品授权覆盖快销、潮玩和玩具领域；空间授权用于快闪活动和发布会；广告授权用于营销推广。授权形式上，三丽鸥获得大中华区商品授权独家代理。2024 年，阿里鱼与三丽鸥合作再创新高：全年合作品牌超 200 家，累计推出 3 万+SKU 新品。依托阿里生态，阿里鱼打造“6 场主题营销+全年种草”策略，导入超 33 亿流量，助推三丽鸥电商搜索热度同比提升 110%。吉咖瓦获得全授权（商品、空间、广告）并运营中国大陆线上旗舰店，猫福山迪、卡酷、旅行青蛙、卢浮宫、故宫及轻量级 IP《乱码 1/2》也为独家授权；宝可梦、蜡笔小新及环球影业 IP 为非独家授权。

图 26: 2025 年度三丽鸥合作伙伴大会



资料来源：新浪财经、iFind

**新兴 IP 孵化与 C 端战略：吉咖瓦。**吉咖瓦为 2024 年底新签 IP，2025 年成为重点孵化对象。其线下快闪店在上海表现火爆，8-9 月计划开设正式线下店，动画将在中国大陆视频平台上线。吉咖瓦收入在 IP 矩阵中排前三，体现出 IP 授权业务的增量亮点。公司 C 端战略包括：基于现有 IP 开发自有品牌（如二创、联名、贴牌销售），以及新签设计师 IP 通过线上线下渠道销售。为支撑业务增长，ToB 团队需扩招 BD 人员，ToC 团队正组建中，产品开发周期约 6-9 个月。

图 27：吉咖瓦上海快闪店



资料来源：搜狐、iFind

## 四、内容矩阵与票务生态双引擎，筑牢影视娱乐核心壁垒

### 1、三大品牌+导演孵化计划，构筑国产影视内容护城河

出品多部口碑票房兼具的优质影片，七部作品跻身国产影史前十。近年来，大麦娱乐先后出品及联合出品了《绿皮书》《流浪地球》系列、《热辣滚烫》等多部兼具口碑与票房的优质影片。2024 年，公司参与出品影片的累计票房达到 185 亿元，位列行业第一。在中国电影票房史国产影片前十榜单中，大麦娱乐占据七席，彰显其在国内影视制作领域的核心竞争力与行业影响力。其中，2021 年上映的《长津湖》票房达 57.75 亿元，位列第二；2017 年上映的《战狼 2》票房达 56.94 亿元，位列第三；2021 年上映的《你好，李焕英》票房达 54.13 亿元，位列第四；2019 年上映的《流浪地球》票房达 46.87 亿元，位列第六。

截至 2025 年 7 月，公司重点储备影片约 40 部，其中投资待映项目与自主研发/合制项目各占约一半。储备影片将根据市场节奏陆续推出，有望在未来 2-3 年形成稳定票房与口碑输出，已排期上映的重点影片包含：《东极岛》、《抓特务》、《无名之辈 2/3》、《7 天》等。

图 28: 国产电影票房前十大大麦出品的电影



资料来源: 大麦娱乐官网, 招商证券

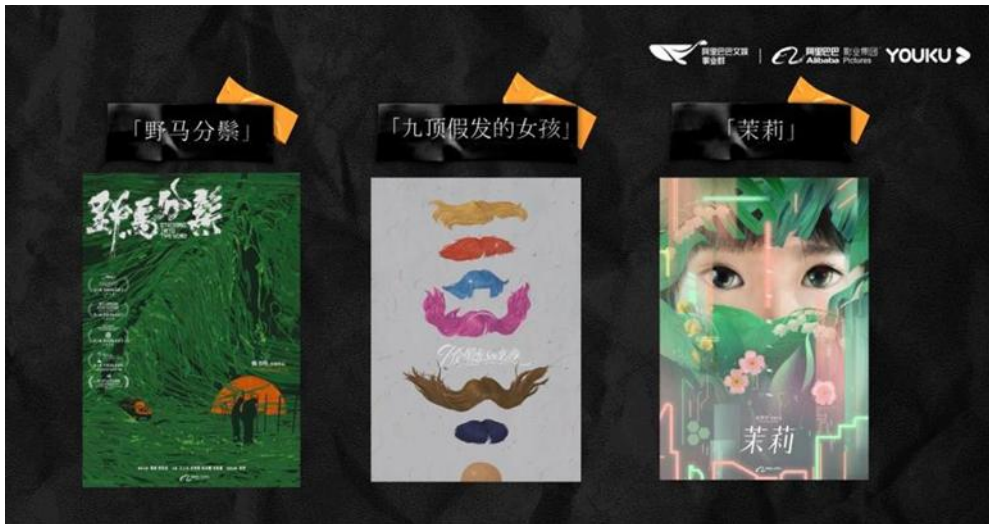
**多元品牌驱动, 持续引领票房。**大麦娱乐深耕电影制作领域, 形成了由三大电影品牌及一个青年导演孵化计划组成的多元化内容矩阵, 兼顾商业化与艺术性, 票房与口碑齐驱并进。「**锦橙合制**」: 以联合国内外顶尖制作团队合制高品质院线影片为核心, 自成立以来已推出 40 部影片, 累计票房超 354 亿元。该品牌聚焦于高水准制作与商业潜力兼备的项目, 持续打造行业标杆作品。代表作品有《刺杀小说家》、《拆弹专家 2》等。「**可能制造**」: 自制电影厂牌, 主打题材独特、视角年轻且富有情感温度与创意思维的内容, 旨在满足多元化市场需求并吸引新生代观众群体, 强化公司在中小成本精品片领域的话语权。3 年计划, 10 部影片项目并行, 每年开机 3 部影片, 代表作品有《野马分鬃》、《茉莉》等。「**小宇宙未来事务所**」: 聚焦动画电影领域, 重点布局武侠、东方奇幻与科幻赛道, 致力于打造具有东方美学和国际影响力的原创动画品牌, 为国产动画电影注入差异化竞争力。代表作品有《长安三万里》、《新神榜: 杨戬》等。

图 29: 锦橙合制代表影片



资料来源: 澎湃网, 招商证券

图 30: 可能制造代表影片



资料来源: 澎湃网, 招商证券

**海纳国际青年导演发展计划:** 作为国内电影行业首个全链路护航的导演人才发展项目, 该计划面向全球选拔具备国际视野与工业化制作思维的海归青年导演, 孵化兼具中国文化内核与国际表达能力的影视作品, 推动创作与制作团队的可持续发展。

图 31: 海纳圆桌对谈



资料来源: 大麦娱乐官网, 招商证券

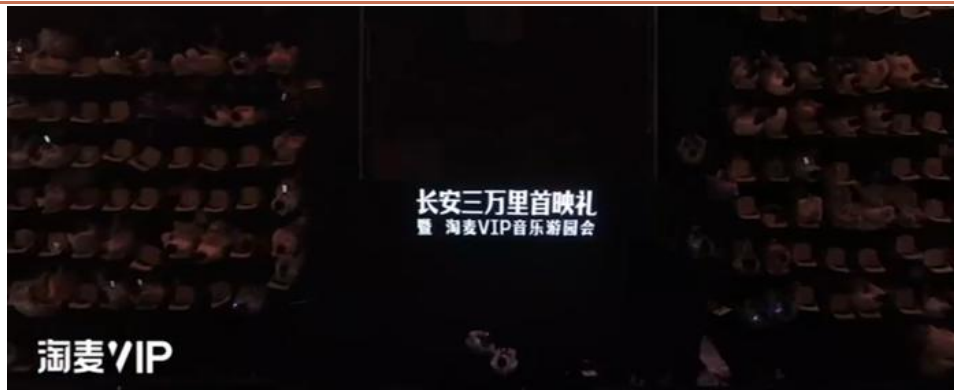
## 2、淘票票与云智构建票务核心竞争力, 助力电影与演出业务持续扩张

电影票务业务是大麦娱乐电影分部的重要组成部分, 也是行业基础设施的核心环节, 主要通过淘票票和云智两大平台运营。淘票票和云智不仅提供基础票务服务, 更通过会员体系和海外拓展形成差异化竞争优势, 为大麦娱乐在票务和影院服务领域奠定稳固基础, 并为未来电影及演出业务的协同增长提供支持。

**淘票票:** 打造超高黏性会员淘麦VIP, 驱动票务与演出业务增长。作为广受市场欢迎的在线购票平台, 面向观影用户提供便捷购票服务, 并通过收取服务费实现收益。报告期内, 淘票票联合大麦业务推出了“淘麦VIP”会员体系, 这是行业首个打通电影与演出双消费场景的等级型会员计划, 为用户提供买一赠一、演出

优先购票、明星见面会及电子纪念票等权益。多年的运营积累使淘麦会员在淘票票与大麦双平台展现出超高黏性，尤其是高频次消费会员数量降幅远低于整体观影人次下降，显示出核心高价值用户群体的忠诚度，淘麦 VIP 用户规模已突破 2000 万。未来，电影票务与大麦演出票务平台的整合，以及淘麦会员体系的持续高黏性，有望推动用户直接购票频次和平台活跃度提升。

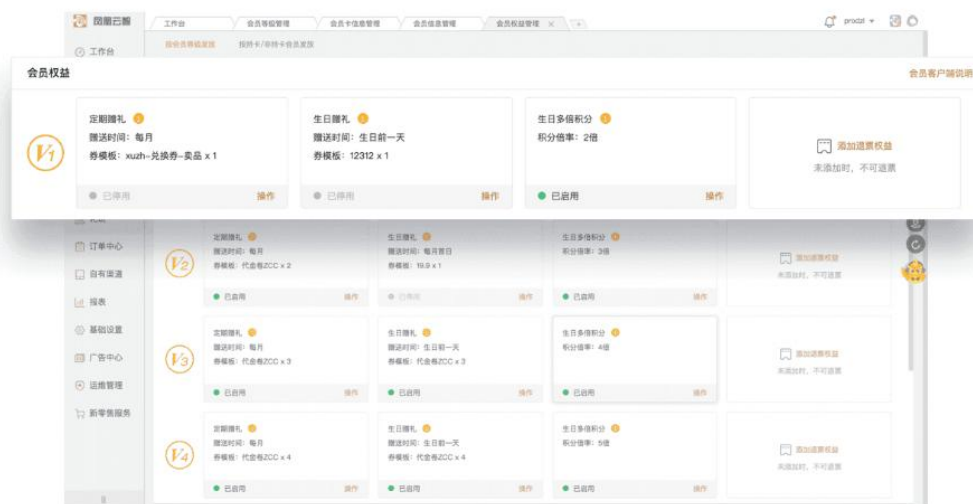
图 32: 长安三万里首映礼暨淘麦 VIP 音乐游园会



资料来源：大麦娱乐官网，招商证券

凤凰云智：AI 赋能影院全链路，稳居全国出票首位并拓展海外市场。作为全球领先的影院数字平台，融合智能项目、商业决策与场景服务生态三大引擎，以 AI 重构影院全链路价值网络，覆盖影城数 5200 家，位居行业第一，观影人次行业占比 40%。积极拓展海外市场，与中国香港及东南亚多家影院建立合作，实现业务国际化布局，从而驱动行业效率与营收双增长。

图 33: 凤凰云智智能票务平台



会员等级管理后台展示

资料来源：凤凰云智官网，招商证券

### 3、灯塔：全域数据与 AI 赋能，优化宣发与票房预测

全链路数据与 AI 赋能，灯塔优化宣发决策与票房预测。灯塔是覆盖电影、剧集、综艺及演出全数据的数字宣发平台，现已接入通义千问大模型，通过 AI 赋能宣

发监测与数据分析。平台可精准回答影片发行情况、档期分析等问题，为行业上下游提供及时、全面、凝练的舆论汇总及票房预测，支持影片宣发策略和排片决策优化，显著提升行业参与者的工作效率。

图 34: 灯塔数据平台



资料来源：灯塔官网，招商证券

## 五、盈利预测

大麦娱乐是中国领先的文娱综合平台，涵盖电影、演出及票务业务，通过内容制作、数字票务和科技赋能构建多元化业务矩阵，实现票房与用户粘性双驱动增长。大麦娱乐的收入结构正从传统院线投资向票务平台与 IP 衍生业务倾斜，高增长的票务及 IP 衍生业务有效支撑公司整体收入稳健增。我们分产品进行盈利预测：

(1) 电影投资制作与宣发：大麦娱乐电影投资制作与宣发板块作为公司传统核心业务，虽具备行业龙头地位与优质内容储备，但受制于电影大盘增长乏力，我们预计其 FY 2026-2028 财年营收将持续小幅下滑，分别为-14%/-18%/-20%。

(2) 剧集制作：大麦娱乐剧集制作板块在内容品质与制作能力上保持稳健，但受制于行业整体需求承压与短剧市场的冲击，预计 FY2026-2028 财年营收将维持 FY25 财年水平，增速分别为-20%/-25%/-25%。

(3) 大麦：大麦业务主要依托现场演出市场的高景气度，凭借票务平台优势、品类拓展及出海布局，预计 FY2026-2028 财年将保持稳健增长，营收增速分别为 22%/18%/13%。

(4) IP 衍生业务：受益于行业快速发展及公司持续获取头部优质 IP 资源，同时在潮玩、文创及 2C 高附加值产品上逐步落地，公司 IP 价值释放空间广阔。我们预计 FY2026-2028 财年营收增速分别为 36%/35%/30%。

我们预计公司 FY2026/2027/2028 年实现总营业收入 71.67/77.75/84.92 亿元。

表 6: 分产品营业收入预测

单位：亿元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总收入	50.36	67.02	71.67	77.75	84.92
YoY		33%	7%	8%	9%
经营利润	13.25	17.09	21.42	26.00	30.47
经营利润率	26%	25%	30%	33%	36%
电影投资制作与宣发	29.92	27.12	23.21	18.92	15.14
YoY		-9%	-14%	-18%	-20%

经营利润	8.12	0.73	0.74	0.66	0.64
经营利润率	27%	3%	3%	4%	4%
<b>剧集制作</b>	5.96	5.00	4.00	3.00	2.25
YoY		-16%	-20%	-25%	-25%
经营利润	0.14	0.25	0.25	0.25	0.25
经营利润率	2%	5%	5%	5%	5%
<b>大麦</b>	6.13	20.57	25.11	29.72	33.58
YoY		236%	22%	18%	13%
经营利润	2.81	12.3	15.01	17.77	20.08
经营利润率	46%	60%	60%	60%	60%
<b>IP 衍生业务</b>	10.53	14.33	19.35	26.11	33.95
YoY		36%	35%	35%	30%
经营利润	2.18	3.8	5.42	7.31	9.51
经营利润率	21%	27%	28%	28%	28%

资料来源：公司数据、招商证券

## 六、风险提示

(1) **IP 生命周期存续风险**。内容 IP 衍生品开发依赖创作端赋能，若 IP 内容热度下降或衍生品 SKU 更新不足，可能导致销售下滑。

(2) **政策与合规风险**。未成年人消费行为及行业监管趋严可能限制业务发展，并增加合规成本。

(3) **票务及演出市场波动风险**。现场演出及电影票务业务受宏观经济、突发公共事件，观演人次及收入可能出现波动。

(4) **竞争加剧风险**。文娱行业竞争激烈，新兴平台及传统企业均可能通过内容、价格或技术手段争夺市场份额，影响公司盈利能力。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	13094	12139	12506	13312	14198
现金及现金等价物	4414	2506	2846	2959	3030
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	3416	2001	1500	1500	1500
应收账款及票据	1840	2499	2673	2900	3167
其它应收款	1160	1488	1591	1726	1885
存货	31	41	43	46	50
其他流动资产	2233	3604	3854	4182	4567
<b>非流动资产</b>	8366	11361	11376	11376	11376
长期投资	4034	6357	6357	6357	6357
固定资产	38	115	130	130	130
无形资产	3798	4535	4535	4535	4535
其他	496	353	353	353	353
<b>资产总计</b>	<b>21460</b>	<b>23499</b>	<b>23882</b>	<b>24688</b>	<b>25574</b>
<b>流动负债</b>	5524	6678	6602	7040	7616
应付账款	945	717	754	805	872
应交税金	80	110	110	110	110
短期借款	0	397	0	0	0
其他	4499	5455	5738	6125	6634
<b>长期负债</b>	115	356	356	356	356
长期借款	0	0	0	0	0
其他	115	356	356	356	356
<b>负债合计</b>	<b>5639</b>	<b>7034</b>	<b>6958</b>	<b>7396</b>	<b>7972</b>
股本	6026	6079	6079	6079	6079
储备	9696	10149	10541	10829	11048
少数股东权益	98	238	304	385	475
归属于母公司所有者权益	15722	16228	16620	16907	17127
<b>负债及权益合计</b>	<b>21460</b>	<b>23499</b>	<b>23882</b>	<b>24688</b>	<b>25574</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	822	(1056)	576	701	836
净利润	285	364	895	1092	1203
折旧与摊销	54	108	115	130	130
营运资本变动	157	(1915)	(208)	(255)	(239)
其他非现金调整	327	388	(226)	(267)	(258)
<b>投资活动现金流</b>	(299)	(1276)	670	220	220
资本性支出	(12)	(176)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	1	20	20	20	20
投资增减	4753	12147	(501)	0	0
其它	2239	5275	300	350	350
<b>筹资活动现金流</b>	(94)	430	(907)	(807)	(985)
债务增减	(37)	470	(397)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	502	805	983
其它筹资	(56)	(40)	(8)	(2)	(2)
其它调整	0	(0)	(1004)	(1611)	(1966)
<b>现金净增加额</b>	<b>494</b>	<b>(1908)</b>	<b>340</b>	<b>114</b>	<b>70</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	5040	6702	7167	7776	8492
主营业务收入	5036	6702	7167	7776	8492
营业成本	3019	4224	4443	4743	5138
<b>毛利</b>	2017	2478	2723	3033	3354
营业支出	1827	2136	2164	2333	2548
<b>营业利润</b>	194	343	559	700	807
利息支出	1	46	8	2	2
利息收入	216	239	200	200	200
权益性投资损益	(191)	(548)	(150)	(100)	(100)
其他非经营性损益	119	306	250	250	250
非经常项目损益	(36)	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	300	294	851	1048	1155
所得税	(59)	(92)	(110)	(126)	(138)
少数股东损益	24	23	66	81	90
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>285</b>	<b>364</b>	<b>895</b>	<b>1092</b>	<b>1203</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	43%	33%	7%	8%	9%
营业利润	533%	77%	63%	25%	15%
净利润	198%	28%	146%	22%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.0%	37.0%	38.0%	39.0%	39.5%
净利率	5.7%	5.4%	12.5%	14.0%	14.2%
ROE	1.8%	2.2%	5.4%	6.5%	7.0%
ROIC	2.4%	2.2%	5.6%	6.7%	7.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.3%	29.9%	29.1%	30.0%	31.2%
净负债比率	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	1.8	1.9	1.9	1.9
速动比率	2.4	1.8	1.9	1.9	1.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	86.4	117.0	105.4	106.2	106.9
应收帐款周转率	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8
应付帐款周转率	4.6	5.1	6.0	6.1	6.1
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.01	0.01	0.04	0.04	0.05
每股经营现金	0.03	-0.04	0.02	0.03	0.03
每股净资产	0.63	0.65	0.66	0.67	0.68
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04
<b>估值比率</b>					
PE	91.7	71.8	29.2	23.9	21.7
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	70.2	61.3	28.2	23.3	21.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。