

大麦娱乐

(01060)

——IP收入超一倍增长，演出业务多元探索

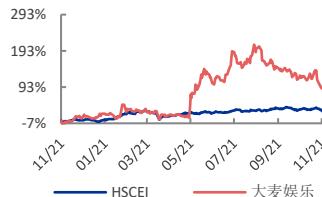
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年11月21日

收盘价(港币)	0.82
恒生中国企业指数	8919.78
52周最高/最低(港币)	1.37/0.40
H股市值(亿港币)	244.98
流通H股(百万股)	29,875.86
汇率(港币/人民币)	0.9106

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 A0230124080001

zhangqy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- FY26H1 (截止 25 年 9 月 30 日六个月) 公司收入 40.5 亿，同比增长 33%；归母净利润 5.2 亿，同比增长 54% (此前已预告净利超 5 亿)；经调整 ebita5.5 亿，剔除掉 FY25H1 单笔 1.6 亿金融资产减值拨回的影响，FY26H1 同比增长 14%。

投资要点：

- IP 衍生业务收入同比翻倍：ToB 授权业务高增，ToC 快速起步中。** FY26H1 收入 11.6 亿，同比+105%，分部业绩 (毛利-分配至分部的销售费用) 2.3 亿，同比+44%。利润率下降受锦鲤拿趣关停一次性影响，**核心阿里鱼业务收入同比增速超 100%、利润基本实现翻倍**。分业务：1) ToB 转授权：头部 IP 优质：三丽鸥家族、吉伊卡哇、宝可梦，新增环球影业。阿里鱼将继续加大团队投入，下游合作品牌快速扩张中。2) 零售品牌运营 (搭建 IP 店铺模型、授权运营方开店经营)：已开多个品牌国内首店，如 Chiikawa 大陆首店、TOPPS 天猫店。后续有望布局更多线下体验类业态：餐饮类 (如面店、咖啡店)、小型室内乐园等
- 演出：核心国内演唱会品类稳增，启动向外出海、向上游延伸。** FY26H1 实现收入 13.4 亿，同比+14.5%；分部业绩 7.5 亿，同比+4.7%。利润率下降可能系国际化提前布局+演出内容投资业务的利润率偏低。1) 票务：核心品类演唱会受制于供给 (头部内容供给、场馆饱和等供给限制使得增速有所回落)，大麦平台 GMV 稳中有升，需求侧仍然旺盛，抢票用户数同比+17%。现场服务构筑壁垒：为主办方提供一站式解决方案，大麦演出 FY26H1 服务演出数量超 2500 场，场次同比+19%。2) 现场娱乐内容：收入同比+50%。参与主办/投资多个场大型演唱会 (如易烊千玺 2025 巡回)、音乐节、戏剧、脱口秀，向行业上游延伸。3) 出海：海外艺人来华演出日益频繁、国内观众跨境观演需求提升，以东南亚和日韩为起点稳步推进中。同时公司积极布局上游，中短期将邀约全球头部艺人赴亚洲演出。
- 影视内容业务仍在磨底。** 电影：FY26H1 收入 10.6 亿，同比-15%；分部业绩 0.95 亿，同比-22%。半年报明确调整电影投资策略：聚焦金额小、风险低、内容优质影片，暑期档《捕风追影》投资回报优于预期。剧集制作：收入 4.8 亿，利润 0.4 亿，同比扭亏。
- 管理效率有所提升，投资风险去年已明显释放。** 管理费用率有所下降，FY26H1 16.5%，同比-3.1pct。FY26H1 投资亏损 673 万 (FY25H1 投资亏损 2686 万+投资减值 1.5 亿)。
- 维持买入评级。** 考虑到公司 IP 业务高增、演出业务稳步扩张，我们上调 FY26-28 年调整后归母净利润预测至 10.43/13.92/16.29 亿元 (原预测为 9.15/11.18/12.88 亿元)。看好公司在高景气现场娱乐赛道的中长期价值，维持买入评级。
- 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

人民币 百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	5,036	6,702	8,510	9,982	11,336
同比增长率 (%)	43%	33%	27%	17%	14%
归属普通股东净利润	285	364	1,043	1,392	1,629
同比增长率 (%)		28%	187%	33%	17%
每股收益 (元/股)	1.03	1.23	3.52	4.70	5.50
ROE (%)	1.80	2.21	5.95	7.33	7.87
市盈率	79	62	22	16	14
市净率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

注：“每股收益”为归属普通股东净利润除以总股本

表 1：大麦娱乐盈利预测

百万 人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营收	5,036	6,702	8,510	9,982	11,336
<i>YoY</i>	43%	33%	27%	17%	14%
大麦	1,482	2,057	2,357	2,676	3,019
<i>YoY</i>		39%	15%	14%	13%
分布业绩	281	1,230	1,325	1,526	1,721
利润率 (%)	19%	60%	56%	57%	57%
IP 衍生品业务	828	1,433	2,809	3,933	4,916
<i>YoY</i>	52%	73%	96%	40%	25%
分布业绩	218	380	630	983	1,278
利润率 (%)	26%	27%	22%	25%	26%
电影业务	2,999	2,712	2,375	2,404	2,433
<i>YoY</i>		-10%	-12%	1%	1%
分布业绩	812	73	292	361	365
利润率 (%)	27%	3%	12%	15%	15%
剧集制作	596	500	969	969	969
<i>YoY</i>	-24%	-16%	94%	0%	0%
分布业绩	14	25	76	77	77
利润率 (%)	2%	5%	8%	8%	8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并利润表

人民币 百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	5,036	6,702	8,510	9,982	11,336
营业成本	-3,019	-4,224	-5,556	-6,435	-7,269
毛利	2,017	2,478	2,954	3,547	4,067
其他收入	-19	197	155	221	217
销售费用	-710	-789	-655	-630	-660
管理费用	-978	-1,237	-1,383	-1,623	-1,843
EBIT	119	101	1,057	1,501	1,768
净财务成本	182	193	246	289	328
税前利润	300	294	1,304	1,790	2,096
所得税费用	59	92	-237	-325	-381
净利润	297	386	1,067	1,465	1,715
少数股东权益	13	23	24	73	86
归属普通股东净利润	285	364	1,043	1,392	1,629

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受到任何形式的补偿。

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.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，表示投资的相对对比建议；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”）在中华人民共和国内地（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資目标、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形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。