

2025 年 11 月 18 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

战略转型成效显著，生态闭环构筑成长护城河
增持（维持）

盈利预测与估值	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万元）	6,702.33	8,095.94	9,329.32	10,503.62
同比（%）	32.66	20.79	15.23	12.59
归母净利润（百万元）	363.58	902.36	1,283.49	1,768.34
同比（%）	27.66	148.19	42.24	37.78
Non-IFRS 归母净利润（百万元）	524.14	1023.80	1423.43	1925.89
同比（%）	9.50	95.33	39.03	35.30
经调整 EPS-最新股本摊薄（元/股）	0.02	0.03	0.05	0.06
P/E（Non-GAAP）	45.72	23.40	16.83	12.44

数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

投资要点

- **战略转型成效显著，业务定位升级。**2025 年 5 月，公司正式更名为“大麦娱乐”，标志着公司从传统影视投资赛道向现实娱乐生态平台的全面转型。战略重心同步聚焦票务运营、内容孵化、衍生品开发与国际化布局四大核心板块，致力于打造兼具 Live Nation 内容主办能力、Merchbar IP 衍生实力与 Ticketmaster 票务渠道优势的综合文娱平台。
- **核心业务板块全面发力，多元增长曲线构筑竞争壁垒。**票务与演出业务作为公司基本盘持续领跑，演唱会品类可售票市场份额维持 70%+，报告期内服务大型演出场次同比增长 19%，覆盖内地及新加坡、首尔等亚洲多城市；“演出+旅游”创新模式成效显著，“跟着大麦去旅行”消费人次预计财年未突破 100 万，开辟第二增长曲线。内容孵化能力快速提升，六大自有厂牌覆盖音乐节、戏剧、亲子演出等多元品类，现场娱乐内容板块收入同比增长超 50%，易烊千玺巡回演唱会、阿那亚虾米音乐节等重点项目实现口碑与商业双丰收。阿里鱼 IP 衍生业务成为核心增长引擎，积极推动 IP 授权与线上线下零售布局落地。国际化业务稳步起步，已在东南亚及日韩核心城市完成服务落地，依托技术与生态优势探索海外扩张路径。
- **现金储备充足夯实发展基础，支撑战略持续投入。**公司上半财年实现营收 40.5 亿元，同比增长 33%；归母净利润 5.2 亿元，同比增长 54%，盈利能力显著优于营收增速，反映业务结构优化与规模效应释放。财务状况保持稳健，账面现金达 103.8 亿元，现金流极为充裕，为其后续在衍生品零售、国际化布局、内容自制等战略赛道的资源投入提供坚实资金支持，可有效抵御行业波动风险，保障长期战略落地的连续性与稳定性。
- **生态协同与科技驱动双轮发力，中长期成长路径清晰，成长确定性凸显。**公司已构建“内容—平台—消费”三位一体的现实娱乐生态闭环，内容端驱动用户情感连接，平台端实现高效分发与交易闭环，消费端通过衍生品与场景融合提升 ARPU 值，科技则贯穿全流程实现降本增效。未来公司将持续加大对 IP 衍生品、国际化、内容自制三大核心赛道的资源倾斜，推动多业务协同共振。我们认为，现场娱乐刚需属性不改、衍生品放大 IP 价值、全球化是中国文娱出海必然路径，公司中长期成长逻辑清晰，凭借先发的生态优势、稳固的市场地位与充裕的财务储备，有望持续领跑国内现实娱乐赛道，打开全球化成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为，大麦娱乐在战略转型初期已展现出强大的执行能力与生态协同潜力，业务结构更趋健康多元，具备持续增长动能。我们预计 2026-2028 财年公司实现收入 81.0/93.3/105.0 亿元，Non-IFRS 归母净利润 10.2/14.2/19.3 亿元，对应 P/E 约 23x/17x/12x。我们看好公司中长期发展潜力，维持 2026 财年底目标价 1.25 港元。（汇率以 2025/11/18 当天港元/人民币=0.9112 为准）
- **风险提示：**行业竞争加剧与政策监管风险、内容制作与票房预测偏差风险、IP 授权分成波动与生命周期风险、演出安全与场馆管理风险。

股价走势



数据来源：iFinD

市场数据

收盘价(港元)	0.88
一年最低/最高价	0.4/1.37
市净率(倍)	1.48
港股市值(百万港元)	26,290.76

数据来源：iFinD

基础数据

每股净资产(人民币)	0.53
资本负债率(%)	26.28
总股本(百万股)	29,875.86
流通股本(百万股)	29,875.86

数据来源：iFinD

相关研究

- 《大麦娱乐：三丽鸥财报超预期，IP 衍生业务弹性可期》
2025-08-11
- 《大麦娱乐：线下演艺与 IP 双轮驱动，构筑行业增长引擎》
2025-07-25

战略更名完成，转型现实娱乐生态平台。公司于 2025 年 5 月正式将“阿里影业”更名为“大麦娱乐”，标志着从传统影视制作赛道向综合性文娱消费平台的彻底转型。战略重心同步全面转移，构建以“大麦现实娱乐生态”为核心的业务体系，重点聚焦于票务运营、内容孵化、衍生品开发及国际化布局。此次更名作为战略路径的根本性调整，既体现了公司对文娱消费向现实场景延伸趋势的深刻洞察，也彰显主动变革、抢占行业新机遇的决心，为后续业务协同与规模扩张奠定基础。

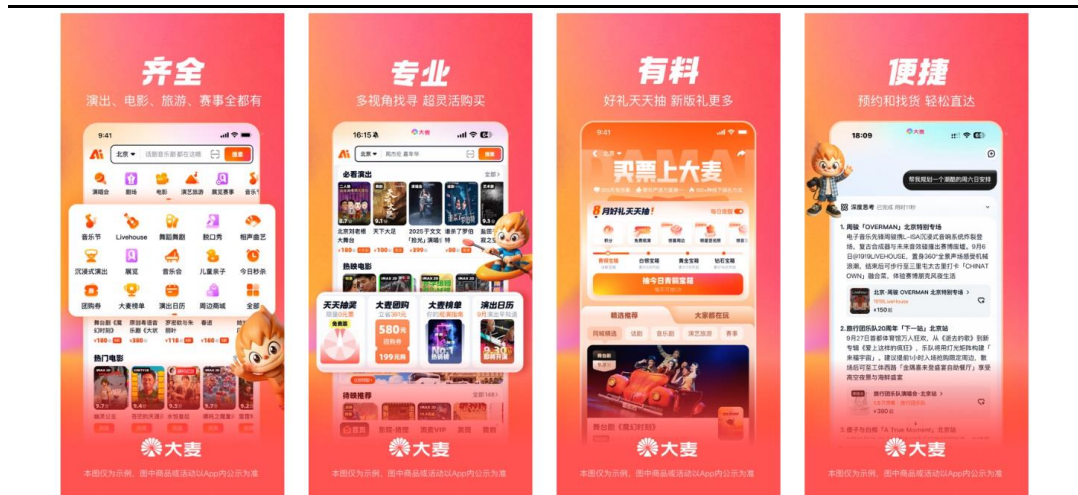
表1：公司核心战略方向与三大增长引擎

增长引擎	定位	当前进展	未来目标
国内演出与票务平台	现有基本盘	份额稳居 70%以上	巩固领先优势，拓展新品类
文娱衍生品赛道	新增长曲线	启动全产业链布局	成为头部收入来源之一
国际化拓展	第二增长极	已覆盖亚洲多国	推进全球化战略布局

数据来源：大麦娱乐，东吴证券（香港）整理

持续领跑国内演出与票务平台行业，第二增长曲线快速崛起。大麦凭借强劲需求与核心优势、持续领跑行业，演唱会抢票用户数同比增长 17%、突破 4000 万；且演唱会可售票市场份额保持 70%+、处于绝对主导地位，平台+服务+内容的闭环已形成高竞争壁垒。同时，创新业务表现亮眼，演出+旅游的模式从零起步，数月内消费人次破 20 万，财年末目标冲刺 100 万，开辟第二增长曲线。此外，公司服务能力持续升级，报告期内服务大型演出同比增长 19%、超 2500 场，覆盖内地及亚洲多城市，成功保障了国家级大型活动且实现“零事故”运营，全流程解决方案成为主办方首选，既优化观众体验，也进一步夯实核心竞争力。

图1：新大麦 APP 首页整合演出、电影、旅游、赛事等多个入口



数据来源：大麦娱乐，东吴证券（香港）

内容孵化与主办能力持续强化，文体融合布局打开长期增长空间。公司已构建覆盖音乐节、戏剧、亲子演出等多元品类的六大自有内容厂牌矩阵，以标准化、品牌化运作实现内容生产规模化。同时，公司重点项目表现亮眼，如易烱千玺巡回演唱会票房优异，第四届阿那亚虾米音乐节融入 AI 导览等创新玩法，实现文化与商业价值双丰收。整体

来看，公司现场内容板块收入同比增幅超 50%，形成了主办分成、投资收益、IP 授权、赞助合作等多元收入模式，标志着公司从单纯票务代理升级为内容核心参与者。展望未来，公司将切入商业化体育赛事领域，计划引入电竞、马拉松等大众体育 IP，文体融合有望复制现有成功模式，进一步丰富现实娱乐内容版图。

表2：公司六大自有内容厂牌矩阵成型

名称	覆盖品类	代表案例
虾米音乐娱乐	音乐节、演唱会	第四届阿那亚虾米音乐节
Mailive	综艺、跨界演出	-
当然有戏	戏剧、话剧	多部原创话剧制作
艺展鸿图	展览、艺术展	多地巡展
酷小麦	儿童剧、亲子演出	-
好戏连台	音乐剧、脱口秀	沉浸式脱口秀项目

数据来源：大麦娱乐，东吴证券（香港）整理

头部 IP 矩阵与全链路服务驱动业绩高增，C 端零售与业态拓展打开长期成长空间。阿里鱼聚焦四大业务模式，目前已签约三丽鸥家族、Chiikawa 等全球头部 IP，并与数百个优质 IP 和数千家品牌渠道商达成合作，稳居国内领先地位。通过上游本土化精细化运营、叠加下游一体化解决方案的全链路服务，阿里鱼与名创优品、喜茶等品牌的多个合作项目销量超预期。同时，阿里鱼后续将向 C 端零售赛道发力，线上开设天猫旗舰店、线下落地 Chiikawa 等首店，将复制该模式至更多 IP，并拓展餐饮、室内乐园等业态。

表3：公司 IP 衍生业务四大商业模式

业务名称	商业模式
IP 转授权	向上游版权方获取多个优质 IP，授权给下游商家并收取授权金
IP 零售品牌运营	搭建 IP 线下店铺模型，授权给运营方开店经营
电商运营/自营	联合运营天猫潮玩品类并收取佣金分成，自营 IP 零售品牌旗舰店
商业化创新	IP 在其他商业化领域的创新业务等

数据来源：公司财报，东吴证券（香港）整理

国际化战略稳步落地开启全球化征程，成长确定性凸显。公司国际化战略稳步推进，已在新加坡、吉隆坡等亚洲城市及港澳地区落地演出服务，服务跨国巡演与文化交流等项目，初步搭建海外运营团队与合作伙伴网络。同时，依托智能票务系统、大规模活动组织能力及“内容+票务+衍生品”生态协同优势，公司计划打造中国领先的全球化文娱消费平台，探索多区域市场进入路径。此外，公司已构建“内容—平台—消费”三位一体的现实娱乐生态，科技贯穿全流程降本提效。我们认为，公司三大战略判断明确，现场娱乐刚需属性、衍生品价值放大效应及全球化必然路径，为业务拓展提供核心指引。

整体来看，大麦娱乐正处于战略转型的关键节点，短期内虽仍需投入大量资源，但中长期成长路径清晰，具备成为中国版“Live Nation + Merchbar + Ticket master”的综合文娱平台。后续建议关注：衍生品业务进展、国际化落地情况、体育赛事布局、AI 技术应用效果和用户 ARPU 变化。

大麦娱乐 (1060.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	12,139	14,026	16,539	19,456	销售收入	6,702	8,096	9,329	10,504
现金	2,508	2,917	4,205	6,096	电影科技与投资制作宣发平台	2,712	2,983	3,162	3,099
应收账款	2,587	3,105	3,578	4,029	大麦	2,057	2,479	2,825	3,212
存货	41	47	53	58	IP 衍生业务	1,433	2,074	2,771	3,611
其他流动资产	7,003	7,957	8,703	9,273	剧集制作	500	560	571	583
非流动资产	11,361	11,175	10,990	10,804	销售成本	4,224	4,855	5,499	6,035
长期股权投资	0	0	0	0	销售费用	789	874	980	998
固定资产	115	97	79	61	管理和研发费用	1,237	1,425	1,493	1,576
在建工程	0	0	0	0	其他经营损益	197	50	50	50
无形资产	688	574	459	344	经营利润	649	991	1,408	1,946
其他非流动资产	10,557	10,504	10,452	10,399	财务费用	-193	-100	-142	-206
资产总计	23,499	25,202	27,529	30,260	其他非经营损益	-548	-80	-80	-80
流动负债	6,678	7,450	8,455	9,362	税前利润	294	1,011	1,470	2,072
短期借款	397	0	0	0	所得税	-92	81	147	249
应付账款	717	798	904	992	净利润	386	930	1,323	1,823
其他流动负债	5,565	6,652	7,551	8,370	少数股东损益	23	28	40	55
非流动负债	356	356	356	356	归属于母公司股东的净利润	364	902	1,283	1,768
长期借款	0	0	0	0	Non-IFRS 归母净利润	524	1,024	1,423	1,926
其他非流动负债	356	356	356	356	经调整 EBITA	809	1,113	1,548	2,103
负债合计	7,034	7,806	8,810	9,718	重要财务与估值指标				
少数股东权益	238	266	305	360		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
归属母公司股东权益	16,228	17,130	18,413	20,182	经调整 EPS-最新股本摊薄 (元/股)	0.02	0.03	0.05	0.06
负债和股东权益	23,499	25,202	27,529	30,260	每股净资产 (元)	0.54	0.57	0.62	0.68
现金流量表 (百万元)					每股经营现金流 (元)	-0.04	0.02	0.04	0.06
经营活动现金流	-1,056	734	1,172	1,711	ROIC (%)	4.06	5.78	8.01	10.82
投资活动现金流	-1,276	-28	-27	-26	ROE (%)	2.24	5.27	6.97	8.76
筹资活动现金流	430	-297	142	206	毛利率 (%)	36.97	40.03	41.05	42.55
现金净增加额	-1,902	410	1,288	1,891	销售净利率 (%)	5.77	11.49	14.18	17.36
折旧和摊销	107	185	185	185	资产负债率 (%)	29.93	30.97	32.00	32.12
资本开支	64	0	0	0	收入增长率 (%)	32.66	20.79	15.23	12.59
营运资本变动	362	449	344	235	净利润增长率 (%)	29.89	140.76	42.24	37.78
					P/E (Non-GAAP)	45.71	23.40	16.83	12.44
					P/B	1.62	1.53	1.43	1.30

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港), 汇率以 2025/11/18 当天港元/人民币=0.9112 为准。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违犯当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>