

演出&IP 双轮驱动，轻装上阵布局泛娱乐

——大麦娱乐 (1060.HK) 深度报告

证券研究报告

● 核心观点

大麦娱乐是阿里巴巴旗下主要从事内容制作、宣传和发行、知识产权 (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：线下泛娱乐强 β + 大麦平台强 α ，构建现场文娱生态，增长潜力可期。演出服务持续高景气，演唱会、音乐节等延续高增，大型演出推动演出市场营收高景气。据中国演出行业协会 2019/2023/2024 年 5000 人以上大型营业性演出获得票房 39.6/178.0/296.4 亿元，呈现稳步走高的积极趋势。旅游演艺“量增”，大型演出“价增”，以剧场演出为代表的线下娱乐呈现多元化发展。2025 年以来多地出台文旅奖励政策细则，刺激文娱产业快速发展。公司深耕一级票务市场，具备全流程服务能力与基础设施布局，稳坐行业龙头。积极拓展体育、旅游演艺等新品类，厂牌矩阵化运营，专注内容产出，打造综合性泛娱乐服务平台，潜在市场空间巨大。国际化方面，公司立足港澳，以东南亚和日韩为起点，积极开拓国际市场，创造新增长曲线。

IP 衍生：IP 全链路开发为核心，阿里鱼为载体，平台化运营打造未来增长引擎。受“谷子热”等新消费浪潮驱动，中国 IP 授权行业成长动能强劲，未来前景广阔。2024 年中国年度授权商品零售总额/年度授权金达 1550.9/59.9 亿元，同比增长 10.7%/9.4%，连续多年保持增长。公司依托阿里系资源打造阿里鱼平台，全链路开发、平台化运营，一站式打通 IP 授权上下游。上游来看，公司 IP 库储备丰富，头部 IP 持续扩容，深度绑定三丽鸥、宝可梦、Chiikawa 等热门 IP。下游来看，淘宝+天猫赋能，IP 运营能力强，潜在客户众多。

盈利预测：预计 2026-2028 财年大麦业务收入同比增长 18.1%/14.2%/10.6%。预计 2026-2028 财年 IP 衍生业务收入同比增长 68.1%/45.6%/36.0%。预计 2026-2028 财年公司实现收入 80.1/93.6/109.2 亿元，同比增长 19.5%/16.9%/16.7%；归母净利润 9.4/12.3/15.0 亿元，同比增长 157.3%/31.3%/22.3%，对应 P/E 约 26x/19x/16x。

估值：预计 2026 财年大麦业务实现 7.3 亿 EBITA，给予 25x 估值；IP 衍生业务实现 3.4 亿 EBITA，给予 45x 估值；电影科技与投资制作宣发平台和剧集制作业务暂不给予估值。因此，我们认为公司整体合理估值约 317 亿人民币

风险提示：行业竞争加剧风险、IP 生命存续风险、宏观经济波动风险、测算偏差风险。

重要数据

单位/百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6702	8007	9356	10916
(+/-) (%)	33.10	19.46	16.86	16.67
归母净利润	364	935	1228	1502
(+/-) (%)	27.66	157.28	31.32	22.28
EPS (元/股)	0.01	0.03	0.04	0.05
P/E	65.80	25.57	19.47	15.93

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部

股票代码	01060.HK
公司评级	买入
评级变动	首次
收盘价	0.88
目标价	1.17

近 1 年股价走势



分析师

梁帅气 S0650525050002

联系邮箱: liangshuaiqi@mgzq.com

相关研究

正文目录

一、 大麦娱乐：具有科技基因的现实娱乐公司.....	5
1.1 内容+科技双轮驱动，泛娱乐产业全链路布局.....	5
1.2 股权结构：背靠阿里，管理层行业经验丰富.....	5
1.3 发展历程：聚焦电影到转型泛娱乐.....	6
1.4 财务表现：战略转型推动业绩稳健增长.....	7
二、 大麦：全品类一站式娱乐票务平台	8
2.1 演出市场高景气延续，大型演出快速放量.....	8
2.2 票务行业领军者，全面布局泛娱乐.....	12
三、 IP衍生：平台化运营打造未来增长引擎	16
3.1 IP产业方兴未艾，IP授权或迎来爆发.....	16
3.2 行业强 β +公司强 α ，IP业务潜力可期	19
四、 电影科技与投资制作宣发平台：攻守兼备，科技赋能	23
五、 盈利预测及估值.....	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值分析	26
六、 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 大麦娱乐四大核心业务布局	5
图 2： 大麦娱乐股权结构	6
图 3： 大麦娱乐发展历程	7
图 4： 大麦娱乐营业收入及增速	7
图 5： 大麦娱乐经调整 EBITDA 与归母净利润	7
图 6： 大麦娱乐毛利率及经营利润率	8
图 7： 中国大型营业性演出票房（亿元）	8
图 8： 中国大型营业性演出人次（万人）	8
图 9： 中国大型营业性演出场次（场）	9
图 10： 2024 年大型演唱会省（自治区、直辖市）票房分布	10
图 11： 全国大型演唱会票房占比（%）	10
图 12： 2024 年中国分品类演出票房（亿元）	11

图 13: 2024 年中国分品类演出观众人数 (万人)	11
图 14: 2023 年不同细分品类剧类演出数据	11
图 15: 演出票务行业产业链	12
图 16: 票务一级市场运营模式	13
图 17: 一级票务平台竞争格局	13
图 18: 2023 年演唱会票务平台市占率	14
图 19: 大麦全链路布局	14
图 20: 大麦票务服务广泛涵盖文体娱等领域	14
图 21: 中国国内居民出游人次 (亿人次) 与花费 (右轴, 万亿元)	14
图 22: Live Nation 营收结构	15
图 23: 大麦娱乐部分内容厂牌	15
图 24: 大麦国际官网	16
图 25: IP 零售产业链	17
图 26: 2023 年品牌授权商授权金收取模式构成	18
图 27: 2024 年被授权商所属行业构成	18
图 28: 授权业务的主要合作模式	18
图 29: 中国年度授权商品零售总额 (亿元) 及增速 (%, 右轴)	19
图 30: 中国年度授权金收入总额 (亿元) 及增速 (%, 右轴)	19
图 31: 大麦娱乐 IP 衍生业务营收 (百万元) 及增速 (右轴, %)	20
图 32: 大麦娱乐 IP 衍生分部业绩 (百万元) 及增速 (右轴, %)	20
图 33: 阿里鱼客户价值	20
图 34: 阿里鱼特色服务	20
图 35: 日本 IP 行业制作委员会模式	21
图 36: 阿里鱼平台化运营简化了 IP 授权匹配流程	21
图 37: 传统 IP 授权模式	22
图 38: 阿里鱼一站式互联网授权解决方案	22
图 39: 阿里鱼 IP 库	22
图 40: “灯塔 AI” 部分功能	24
表 1: 大麦娱乐管理层	6
表 2: 2025 年部分省份文娱产业奖励政策细则	12
表 3: IP 授权类型及定义	17
表 4: 大麦娱乐电影项目储备	23

表 5: 大麦娱乐营收拆分	25
表 6: 大麦娱乐费用率预测	26
表 7: 大麦娱乐可比公司估值表	26

一、大麦娱乐：具有科技基因的现实娱乐公司

1.1 内容+科技双轮驱动，泛娱乐产业全链路布局

大麦娱乐是阿里巴巴旗下主要从事内容制作、宣传和发行、知识产权(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。内容分部主要包括电影投资制作及宣发、剧集制作以及现场娱乐投资制作及宣发。票务及科技平台分部主要包括淘票票、云智、大麦及灯塔人工智能(AI)。IP衍生品及其他业务分部通过整合阿里巴巴生态体系内外资源构建知识产权对商业对消费者(IP2B2C)的完整链路。

四大核心布局，影视产业全链路覆盖。公司实现了内容生产、宣发服务、商业衍生创新与科技赋能四个维度的覆盖。大麦娱乐旗下演出业务覆盖全品类现实娱乐票务类型，涵盖电影、音乐演出、剧场演出、体育赛事、展览休闲、演艺旅游等多个领域，累计服务超过240万场次演出，为1.55亿人次观众带去高品质的现场体验。

图1：大麦娱乐四大核心业务布局

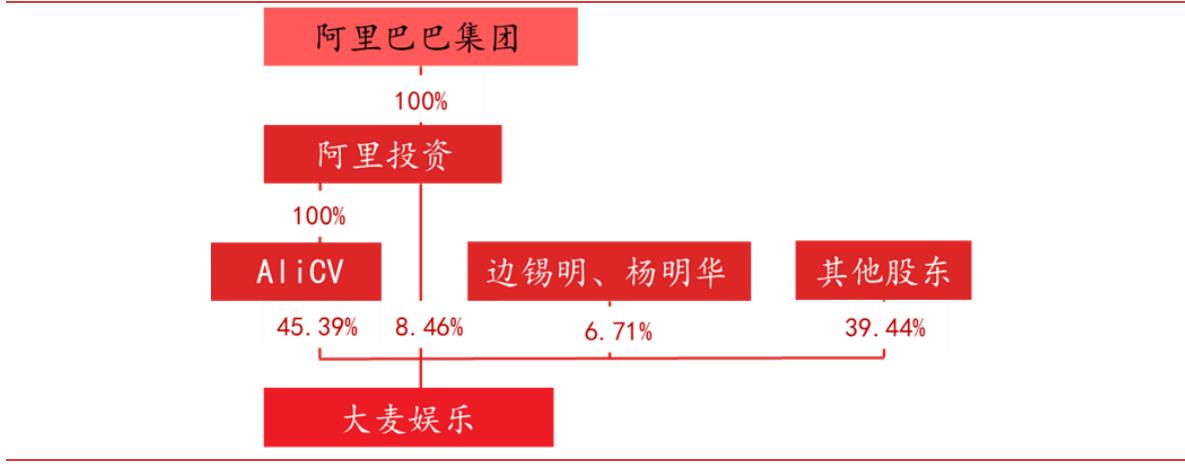


资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

1.2 股权结构：背靠阿里，管理层行业经验丰富

阿里巴巴集团为主要股东。截至2025年3月31日，阿里巴巴集团控股有限公司持股53.85%。其中AliCV Investment Holding Limited持股45.39%；Alibaba Investment Limited（阿里投资）持股8.46%。此外，大麦娱乐的管理高层持有少量股份。阿里巴巴集团作为公司实控人，股权较为集中，股权结构稳定。

图2: 大麦娱乐股权结构



资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部

架构调整激活组织活力，大麦娱乐是大文娛板块两大核心之一。2023年，阿里巴巴对旗下业务板块进行改革，构建“1+6+N”的组织结构，其中阿里大文娛板块主要分为优酷、阿里影业、大麦三大板块，后续进一步整合大麦与阿里影业。2025年5月，阿里大文娛更名为“虎鲸文娱集团”，阿里影业宣布拟更名为“大麦娱乐”，业务重心转移到线下娱乐。

管理层长期任职阿里巴巴集团，泛娱乐行业经验丰富。董事会主席兼CEO樊路远，2007年加入支付宝，具备丰富的互联网与金融行业经验。总裁兼执行董事李捷先生长期负责电影投资相关业务，影视行业履历丰富。CFO兼执行董事孟钧先生曾在阿里巴巴集团下属多个业务单元担任重要财务管理岗位，财务行业经历丰富。

表1: 大麦娱乐管理层

姓名	职位	简介
樊路远	董事会主席、CEO	2016年1月1日加入公司董事会担任执行董事，现任本公司董事会主席、首席执行官、执行委员会及提名委员会主席，以及薪酬委员会成员。阿里巴巴合伙人，现任阿里文娛董事长兼首席执行官。2007年加入支付宝，历任支付宝发展规划部资深总监、总裁助理、副总裁、资深副总裁等职务；曾任蚂蚁金服支付宝事业群总裁及财富管理事业群总裁。
李捷	总裁、执行董事	2020年6月24日成为公司董事会成员，现任本公司执行董事及执行委员会成员。2017年10月1日加入本集团，目前为本集团总裁，负责中国内地电影投资宣发及用户平台业务，阿里巴巴副总裁及大麦总裁。曾任上海亭东影业有限公司董事、光线传媒非独立董事、合一集团（优酷土豆）高级副总裁等。
孟钧	CFO、执行董事	2019年3月5日成为董事会成员，现任本公司执行董事、首席财务官及执行委员会成员。曾任阿里巴巴集团下属淘点点、淘宝电影（淘票票）、天猫超市及阿里文娛等多个业务单元担任重要财务管理岗位。

资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部

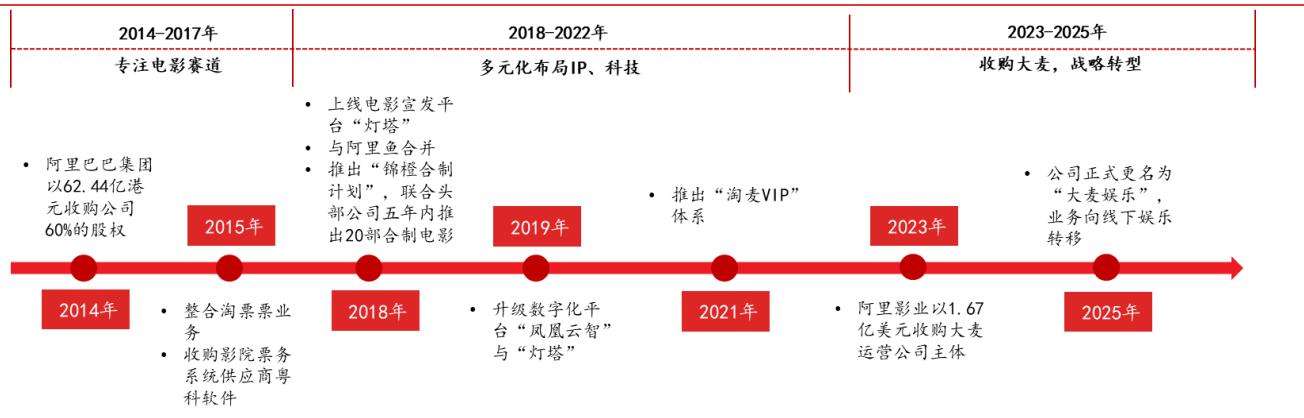
1.3 发展历程: 聚焦电影到转型泛娱乐

2014-2017: 进入阿里旗下，电影业务为主。2014年，阿里巴巴集团以62.44亿港元收购公司60%的股权，并更名为“阿里影业”，成为阿里巴巴集团在影视行业的重要布局。2015年公司收购国内影院票务系统供应商龙头广东粤科软件工程有限公司，即公司旗下云智业务。同年，阿里巴巴将淘票票相关业务整合进入公司。

2018-2022: 以影业为基，多元化布局IP、科技等。2018年推出“锦橙合制计划”，联合头部公司五年内推出20部合制电影。同年，集团将2016年成立的IP交易平台阿里鱼整合进入公司，正式进军IP授权行业。2019年，公司升级数字化平台“凤凰云智”与“灯塔”，加大电影科技投入。2021年，公司推出“淘麦VIP”体系，打通淘票票和大麦，将观影与演出深度绑定，进一步布局线下娱乐场景。

2023-2025：收购大麦平台，转型线下泛娱乐。2023年，阿里影业完成“大麦”收购，进一步完善现场演出票务+服务布局。2025年正式更名为大麦娱乐，业务重心向线下娱乐转移，以“内容”和“科技”作为两大战略方向，形成演出&IP双轮驱动的发展格局。

图3：大麦娱乐发展历程



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

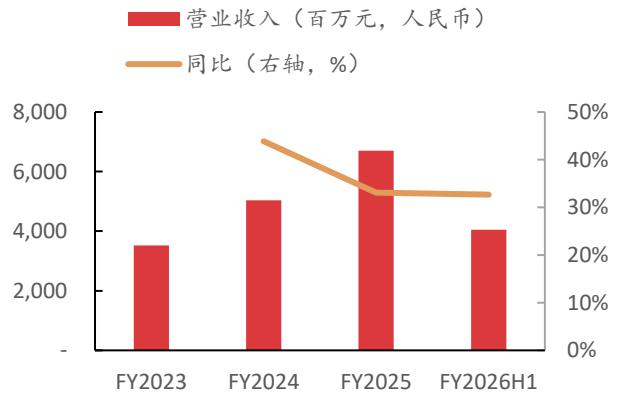
1.4 财务表现：战略转型推动业绩稳健增长

转型成果显著，营收稳健增长。FY2023-FY2026H1公司分别实现营业收入35.2/50.4/67.0/40.5亿元，FY24/FY25/FY26H1同比分别+43.9%/+33.1%/+32.7%。在电影市场疲软的背景下，公司积极推动转型，布局“内容+科技”。受益“谷子经济”与演唱会等大型演出市场的高景气，公司IP转授权业务与大麦票务顺利推进，确保营收始终保持快速增长。

实现扭亏为盈，利润持续增厚。FY2023-FY2026H1公司分别实现经调整EBITA3.1/5.0/8.1/5.5亿元，实现归母净利润-2.9/2.9/3.6/5.2亿元，连续三年快速增长。2020年以来，受累电影业务的不确定性，公司利润端承压。在计提电影业务相关的减值背景下，公司顺利实现扭亏为盈。随着后续转型泛娱乐，电影业务负面影响逐渐减弱，公司利润有望持续增厚。

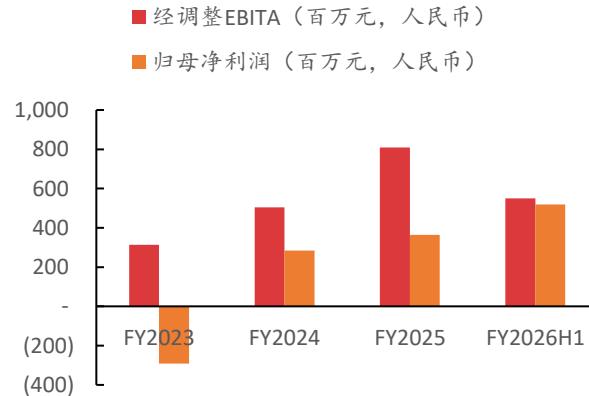
经营利润率上行，盈利能力修复。FY2023-FY2026H1公司毛利率分别为32.1%/40.1%/37.0%/35.7%，经营利润率分别为-5.8%/6.2%/9.7%/13.0%，运营能力持续改善。受行业整体影响，电影科技与投资制作宣发平台业务和剧集制作业务的利润率拖累公司经营利润率表现。随着高毛利IP转授权与大麦票务业务顺利开展，利润率有望进一步改善。

图4：大麦娱乐营业收入及增速



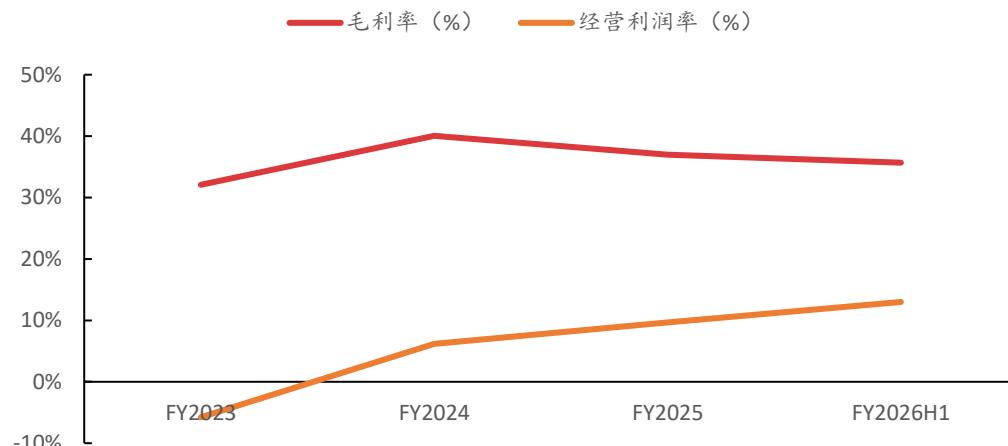
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图5：大麦娱乐经调整EBITDA与归母净利润



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图6：大麦娱乐毛利率及经营利润率



资料来源：Wind, 麦高证券研究发展部

二、大麦：全品类一站式娱乐票务平台

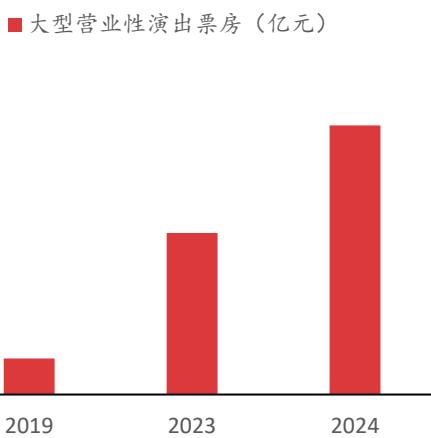
2.1 演出市场高景气延续，大型演出快速放量

2.1.1 演出市场高景气延续，大型演出快速放量

大型演出推动演出市场营收高景气。根据中国演出行业协会的数据，2019/2023/2024 年，5000 人以上大型营业性演出获得票房 39.6/178.0/296.4 亿元，增长较为迅猛，呈现出阶梯式、爆发性的特点。从增长贡献度的角度来看，大型营业性演出在演出票房中的占比从 2023 年的 35.4% 提升至 2024 年的 51.1%，已成为驱动国内演出市场迈向高景气阶段的重要引擎之一。

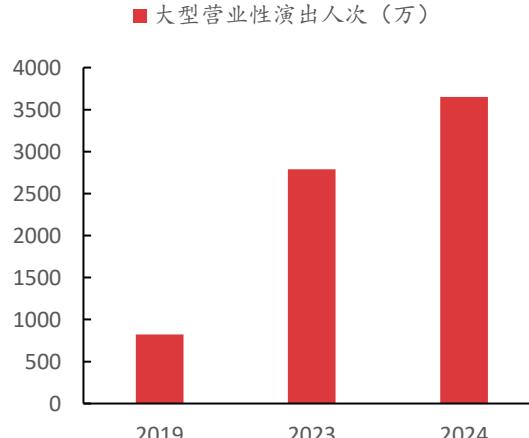
大型演出观众参与度持续提升，消费热情高昂。2019/2023/2024 年共举办 5000 人以上大型营业性演出 1572/3100/2700 场，2024 年相较 2023 年有所减少，但整体仍处于较高水平。一线城市场馆排期较为紧张成为瓶颈，或为拖累 2024 年演出场次增长主要原因。从总观众人次的角度来看，2019/2023/2024 年大型营业性演出总观众人次为 822.4/2789.4/3651.8 万人次，观众参与度仍在持续提升，呈现稳步走高的积极趋势。单场演出人次“场次微调、人次大增”，消费者热情不减，对高品质文化演出的需求持续释放。

图7：中国大型营业性演出票房（亿元）



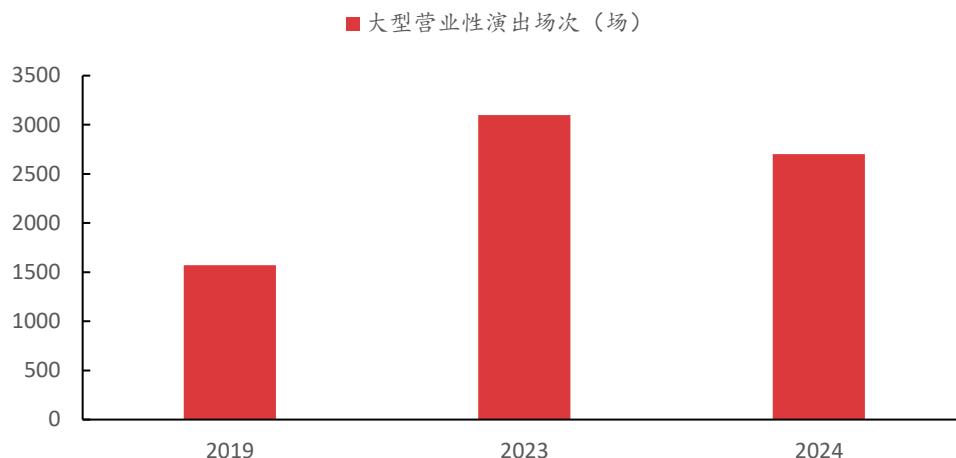
资料来源：中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

图8：中国大型营业性演出人次（万人次）



资料来源：中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

图9：中国大型营业性演出场次（场）



资料来源：中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

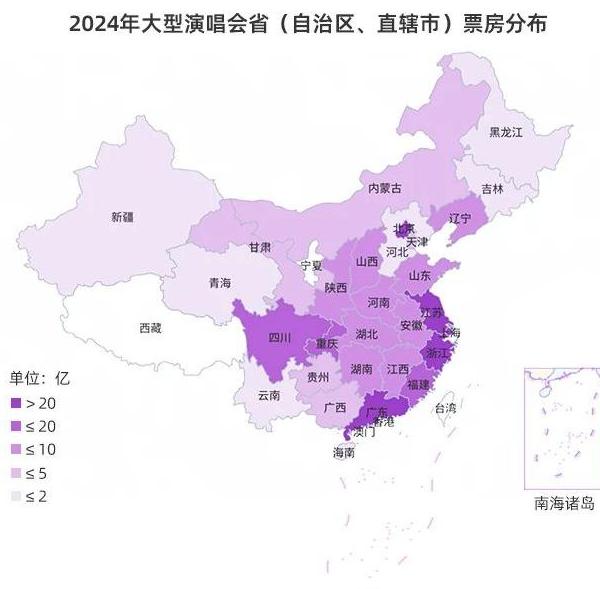
2.1.2 大型演唱会向二线城市集中，长三角仍为核心消费区

地域格局结构性优化，二线城市大型演唱会占比持续提升。分线城市上，2024年二线城市大型演唱会的票房、场次占比均达60%以上，同比2023年大幅提升。从需求的角度来看，二线城市居民收入水平提升、消费观念优化，对于演唱会、音乐节等文娱产业的消费意愿增强，文娱产业市场需求旺盛。从供给的角度来看，北上广深等一线城市大型演出场馆已趋于饱和，资源开发进入精细化阶段，推动演出市场下沉。而二线城市基础设施日趋完善，场馆利用率仍存在较大提升空间，逐渐成为大型演唱会落地的重要承载地。

大型演唱会集中在重点城市群，长三角仍为核心消费区。从重点城市群来看，大型演唱会仍高度集中在经济活力强、人口密度高的区域，京津冀、长三角、珠三角、川渝等城市群凭借成熟的文化消费生态，总票房产出占全国的63.5%，成为支撑全国大型演唱会市场的核心力量。其中，长三角地区表现最为亮眼，票房占比同比提升至31.4%，其强劲的增长势头不仅源于区域内居民较高的文化消费能力，更得益于便捷的交通网络与丰富的文化场景，进一步巩固了其作为全国大型演唱会核心消费区的地位。

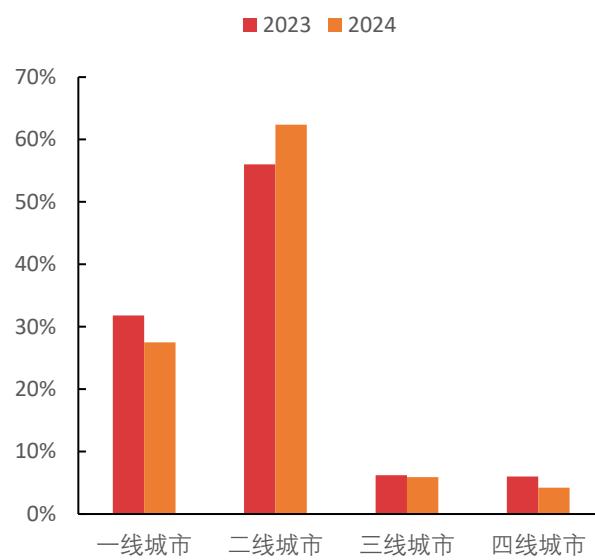
新一代消费者更看重演出内容，逐步打破地域束缚。新一代消费者消费理念不再受限于地域束缚，更将演出内容质量作为消费决策的核心依据，愿意为优质的音乐现场、音乐节、演唱会跨越城市参与体验。以内容为导向的消费需求，激活了二三线城市的场馆资源，更直接推动下沉市场大型演出持续放量。

图10：2024年大型演唱会省（自治区、直辖市）票房分布



资料来源：中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

图11：全国大型演唱会票房占比（%）



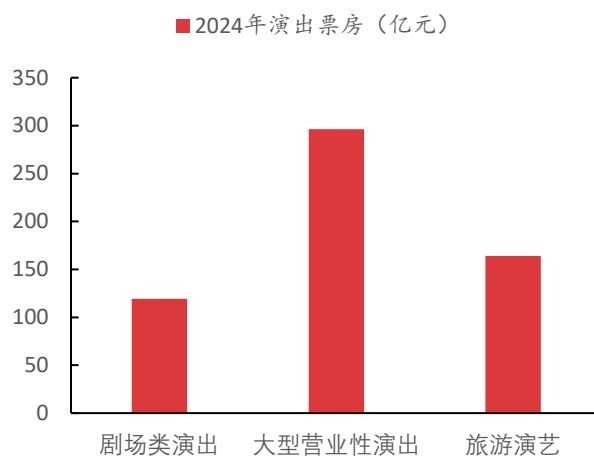
资料来源：中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

2.1.3 多品类持续渗透，线下娱乐百花齐放

旅游演艺“量增”，大型演出“价增”。根据中国演出行业协会数据，2024年剧场演出/大型演出/旅游演艺观影人数分别为5424/3652/8542万人，同比分别-1.50%/+2.81%/+6.05%，旅游演艺凭借与旅游场景的深度融合、沉浸式体验等优势，成为吸引消费者参与的重要载体，有力拉动了演出市场整体人数规模的扩张。剧场演出/大型演出/旅游演艺人均票房分别为219.9/811.5/191.9元，同比分别-9.8%/+42.9%/-7.1%，消费者对高品质、高体验感的大型演出的付费意愿不断增强，推动客单价显著提升。

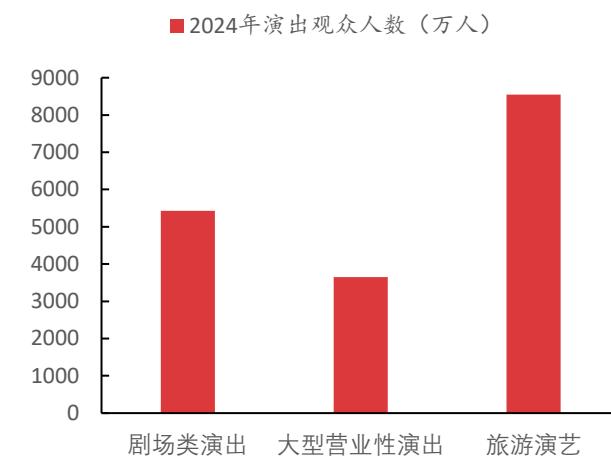
以剧场演出为代表的线下娱乐呈现多元化发展。旅游演艺和演唱会以外的大型演出（如体育赛事、脱口秀等）等线下演出品类都有较大渗透率提升空间。剧类人均消费较高，曲艺、话剧、音乐会为市场份额前三名，受众基础深厚，创造体系成熟，有望持续贡献增量。小剧场、演艺新空间（含小型音乐现场 livehouse）等新业态快速增长，2023年演出场次达18.69万场，与2019年同比增长471.07%；票房收入48.03亿元，与2019年同比增长463.13%；观演人数2442.40万人次，与2019年同比增长250.54%。这类新业态凭借灵活的场地运营、多元的内容形式与亲民的消费门槛，精准契合了新一代消费者碎片化、个性化的娱乐需求，成为推动线下娱乐多元化发展的关键驱动力。

图12: 2024年中国分品类演出票房(亿元)



资料来源：人民网，中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

图13: 2024年中国分品类演出观众人数(万人)



资料来源：人民网，中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

图14: 2023年不同细分品类剧类演出数据

类型	票房(亿元)	场次(万场)	观演人次(万人)	人均消费(元)
话剧	28.52	5.39	1156.21	246.67
舞剧	16.42	0.94	531.96	308.67
音乐剧	13.22	0.83	395.89	333.93
儿童剧	20.55	5.79	894.93	229.68
音乐会	21.82	2.8	788.57	276.75
戏曲	2.01	0.77	139.69	144.05
曲艺(含脱口秀)	29.88	11.02	1430.46	208.89
杂技	1.6	0.77	110.08	145.35

资料来源：中国演出行业协会，麦高证券研究发展部

2.1.4 文旅演艺政策扶持力度持续加大

高层指引，助力线下演艺行业扩容。从政策导向来看，国家层面鼓励演出市场丰富供给，支持演艺+业态产品融合创新，通过顶层设计为线下演艺行业划定发展方向。国务院先后发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》等文件，提出“扩大文化演出市场供给”，支持“音乐+旅游”、“演出+旅游”、“赛事+旅游”等融合业态发展，推动“旅游、演出等服务业领域开放举措全面落实”等内容。

多地出台文旅奖励政策细则，刺激文娱产业快速发展。在国家层面政策指引的基础上，省市层面积极出台文旅奖励政策细则，通过精准化、具象化的扶持举措，为文娱产业快速发展搭建起坚实的政策支撑体系，有效激发市场主体活力，助力消费经济增长目标落地。2025年以来，多个省份进一步加大扶持力度，将文旅产业发展作为促进消费经济发展的重要手段，通过激励奖补等具体政策，引导更多社会资本投入演唱会市场，推动演出市场持续健康发展，助力实现政策目标。

表2：2025年部分省份文娱产业奖励政策细则

地区	时间	文件名称
浙江	2025-08	浙江省演艺经济促消费若干举措
重庆	2025-07	重庆市大型营业性演出奖补实施细则
广东	2025-05	关于推动广东演艺市场高质量发展的若干政策措施
北京	2025-05	北京市推动演艺高质量发展支持办法
四川	2025-04	四川省2025年演艺活动激励奖补实施细则
广西	2025-03	2025“广西有戏”缤纷演艺年演出引进补助实施细则
江苏	2025-01	关于促进全省营业性演出市场规范繁荣发展的实施意见

资料来源：政府官网，麦高证券研究发展部

2.2 票务行业领军者，全面布局泛娱乐

2.2.1 马太效应显著，市场向龙头集中

技术实力构成票务平台护城河。一级票务平台包括综合票务平台、垂直票务平台及主办方/场馆直销平台。综合票务平台凭借技术赋能的全链条服务优势，主导了票务总代理市场格局。通过票务管理系统与票务销售系统的双重技术支撑，这类平台不仅能满足前端消费者便捷购票的需求，更能深度契合主办方在演出场所管理、检票客流监测等后端运营场景的需求，实现从“售票”到“全流程服务”的延伸。这种技术驱动的全链条服务能力，既提升了演出运营效率，又降低了多方协作成本，使得大麦、猫眼等聚合票务平台凭借技术护城河，牢牢占据票务总代理的主导地位，成为演出票务市场稳定运行的重要支撑。

图15：演出票务行业产业链



资料来源：艾瑞咨询，麦高证券研究发展部

大麦具备全流程服务能力与基础设施布局。大麦深耕票务行业近 20 年，已构建起覆盖全流程的服务能力与完善的基础设施布局，通过“服务 + 基建”双重优势，使其在市场理解、资源整合与风险应对上形成差异化竞争力，稳坐市场龙头地位。在前期筹备阶段，前端介入主办决策环节，通过协助制定场馆座位分区、定价策略，为演出商业价值最大化提供专业支持，同时依托各地团队与消防、政府部门的紧密关系提供报批支持，降低主办方合规成本；在中期推广与售票阶段，凭借强大的宣发能力扩大演出影响力，结合覆盖全的票务渠道与纸质票设计印刷配送服务，实现“传播 - 购票 - 取票”的无缝衔接；在后期现场执行阶段，通过投放自主资产的验票闸机提升入场效率，并提供网络应急预案及软件基础设施支持，保障演出现场平稳运行。这种全流程、一体化的服务与基建支撑，不仅提升了演出运营效率，更强化了大麦在行业中的核心协作地位。

图16：票务一级市场运营模式



资料来源：艾瑞咨询，麦高证券研究发展部

图17：一级票务平台竞争格局



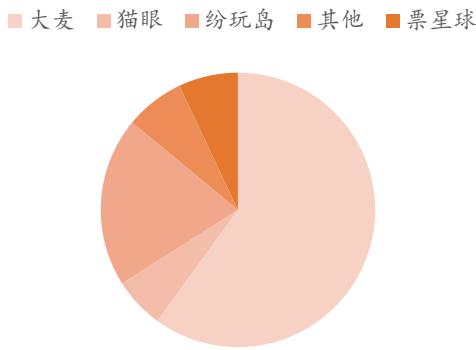
资料来源：艾瑞咨询，麦高证券研究发展部

2.2.2 大麦：全品类一站式娱乐票务平台

深耕一级票务市场，自研票务系统。大麦拥有自主研发的票务管理系统和票务销售系统，能够承接丰富的演出类别与项目，覆盖广泛的城市范围，再搭配全面的技术支持与售后服务，形成从前端购票到后端保障的闭环服务能力，满足不同规模、不同品类演出的多样化需求。

三大业务板块协同发力筑牢优势。在票务业务上，大麦在票务代理领域占据市场绝对领先优势，核心演唱会品类头部项目覆盖率达 100%，凭借对核心演出资源的强掌控力，成为一级票务市场的领导者与用户首选的演出购票平台。在内容业务上，深度介入演出项目策划与投资、艺人经纪与合作、内容宣发与推广全过程，提供全周期服务；在场馆业务上，以“演出现场运营管理 + 自有票务系统服务”为核心，打造“麦座”一站式场馆设施管理数字运营平台，与各大场馆保持稳定合作，既提升了场馆运营效率。最终形成“票务引流、内容增值、场馆落地”的良性循环，进一步巩固了行业龙头地位。

图18: 2023年演唱会票务平台市占率



资料来源：音乐财经，小鹿角 app，麦高证券研究发展部

图19：大麦全链路布局



资料来源：艾瑞咨询，公司官网，麦高证券研究发展部

2.2.3 突破演艺限制，布局文体娱、旅游

内生动能潜力巨大，广泛布局打开增长空间。据中国演出行业协会，2024 年全国旅游演艺演出场次 18.93 万场，票房收入 163.89 亿元，观众人数 8542.23 万人次。2024 年全国 A 级旅游景区旅游收入约为 4700 亿元，若包含全国旅游景区乐园与体育赛事门票收入，潜在市场空间更为广阔。通过布局文体娱、旅游等业务，打造全品类一站式票务平台，娱乐场景覆盖更全，大麦有望抢先布局，提升 C 端影响力。凭借深厚的行业资源、领先的技术平台与完善的服务体系，大麦有望进一步扩大文体旅游等泛娱乐细分行业市场份额。

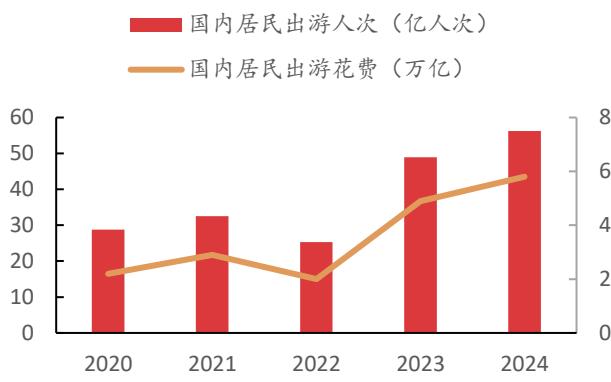
积极拓展旅游演艺、体育等泛娱乐赛道。在巩固一级票务核心优势的基础上，大麦正加速突破单一演出品类局限，积极向旅游演艺、体育等多元赛道延伸，通过跨界合作与客户端升级，构建覆盖“文体娱”全场景的服务生态。与中青旅达成战略合作，提供旅游+文娱的标杆性特色主题产品。成为2025淘宝闪电城市篮球联赛城市争霸赛（“浙BA”）等官方合作售票平台。2025年全新升级的大麦客户端覆盖电影、演唱会、音乐节、话剧、脱口秀、展览、体育、演艺旅游等40+细分内容品类，接入影院12000+、场馆20000+、热门景点10万+，娱乐场景覆盖更全。

图20：大麦票务服务广泛涵盖文体娱等领域



资料来源：大麦微信小程序，麦高证券研究发展部

图21：中国国内居民出游人次（亿人次）与花费（右轴，万亿元）



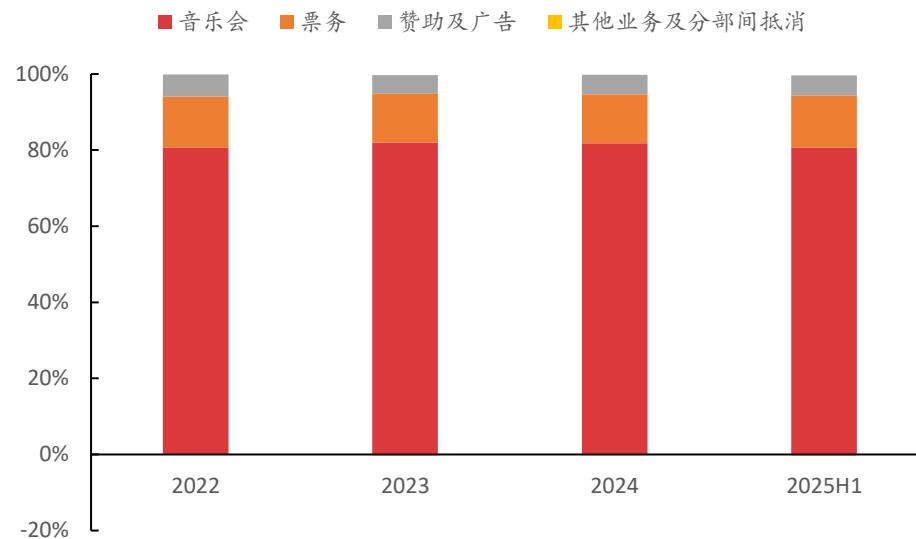
资料来源：文旅部，麦高证券研究发展部

2.2.4 厂牌矩阵化运营，打造新增长曲线

对标 **Live Nation**, 内容制作前景可期。Live Nation 作为全球最大的现场音乐演唱会制作公司, 是全球商业演出及票务行业领军企业。旗下 Ticketmaster、Live Nation Concerts、Artist Nation Management 和 Live Nation Media/Sponsorship 四家子公司, 实现了演唱会制作运营、在线票务、场馆业务等泛娱乐行业全链路布局。2024 年, 公司演唱会/票务/赞助业务分别实现

营收 190.24/29.89/11.95 亿美元，演唱会业务占比达 82.16%。与之对比，大麦娱乐业务仍以票务为主，内容运营有较大的发展机遇。目前，大麦正在加快纵向延伸布局，掘金内容制作市场，也有望打造新增长曲线。

图22: Live Nation 营收结构



资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部

六大内容厂牌，专注于内容产出。公司构建了覆盖多领域投制厂牌矩阵，以专业化、精细化的内容产出策略，持续强化在内容创作与运营领域的核心竞争力。从厂牌布局逻辑来看，六大内容投制厂牌精准覆盖电影、音乐演出、剧场演出、体育赛事、展览休闲、演艺旅游等关键领域，形成“全品类覆盖、各领域深耕”的内容生态：“大麦 Mailive”聚焦演出内容投制；“虾米音乐娱乐”深耕音乐内容制作；“当然有戏”专注戏剧内容创作；“艺展鸿图”发力展览内容投制，拓展文化展览场景；“酷小麦”瞄准亲子演出市场，满足家庭文化消费需求；“好戏连台”主打文化惠民，推动优质演出下沉普及。多维度厂牌布局，既覆盖不同消费群体的需求，又实现对文体娱乐场景的全面渗透。主要产出内容包括 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、小鹿脱口秀等项目。

图23: 大麦娱乐部分内容厂牌



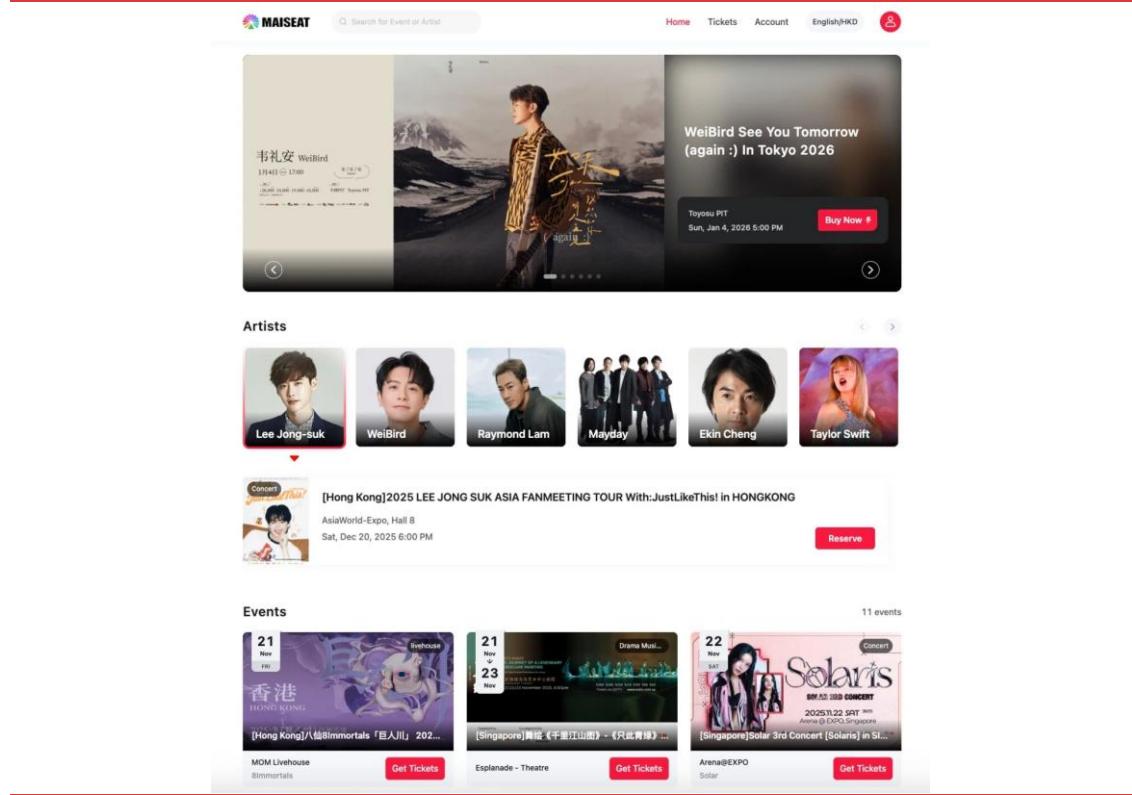
资料来源: 公司官网, 大麦官博, 麦高证券研究发展部

2.2.5 布局海外，大麦国际开拓新增长曲线

立足港澳，以东南亚和日韩为起点，积极开拓国际市场。2025 年 11 月 14 日，大麦娱乐宣布推

出旗下全新业务品牌、全球演出服务平台“大麦国际 (MAISEAT)”，面向全球用户提供海内外演唱会、体育赛事、音乐节、戏剧等各类热门演出的购票、观演服务。目前，大麦国际官方网站已经上线，支持简中、繁中、英、日、韩等多语言浏览，并接入支付宝全球支付网络，提供多支付方式、多币种支付的选择。依靠阿里巴巴集团技术、资源与生态支持，大麦国际版共享大麦娱乐技术与服务，打造国内国外双重生态体系，未来还将上线支付宝国际小程序及独立 App，持续为全球用户提供更多功能和服务。目前大麦国际已经上线香港、日本东京、新加坡、马来西亚吉隆坡站等十余场演出活动。

图24：大麦国际官网



The screenshot shows the MAISEAT website homepage. At the top, there is a search bar and navigation links for Home, Tickets, Account, and English/HK. Below the header, there is a large banner for WeiBird's tour, followed by a section for artists (Lee Jong-suk, WeiBird, Raymond Lam, Mayday, Ekin Cheng, Taylor Swift) and a list of events (e.g., [Hong Kong] 2025 LEE JONG SUK ASIA FANMEETING TOUR, [Singapore] Solar 3rd Concert [Solaris] in S...).

资料来源：大麦娱乐公众号，麦高证券研究发展部

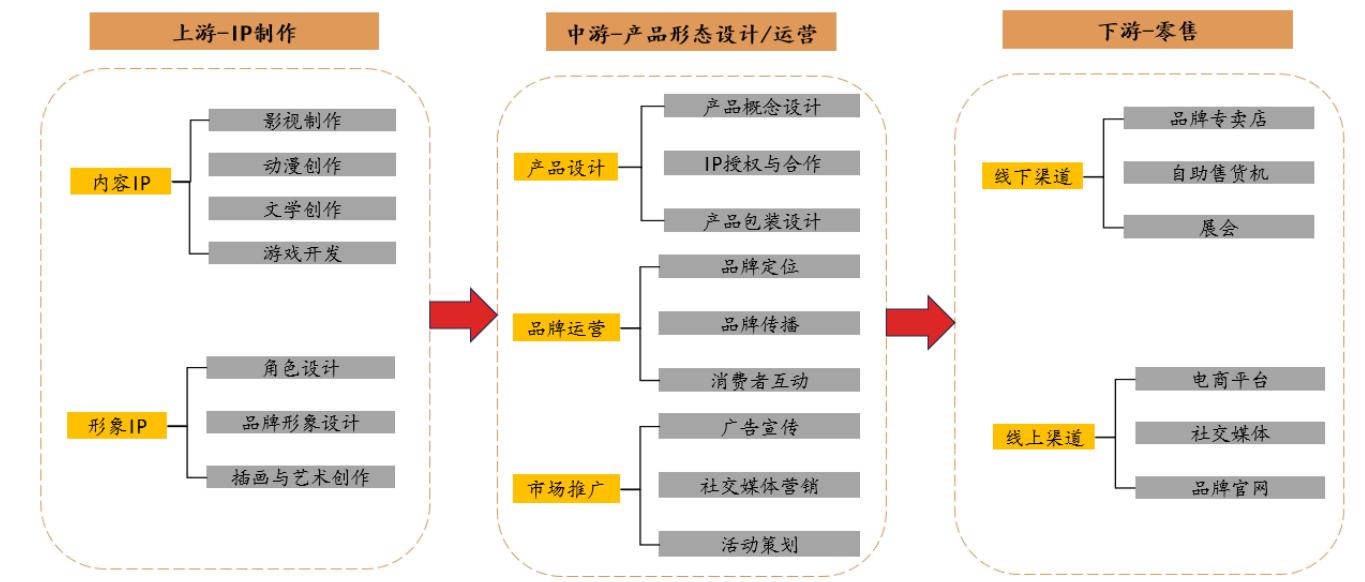
三、IP 衍生：平台化运营打造未来增长引擎

3.1 IP 产业方兴未艾，IP 授权或迎来爆发

3.1.1 IP 产业链：从创作到商业化的生态构建

IP 零售产业链可分为上游 IP 制作、中游产品形态设计/运营及下游零售三大环节。上游 IP 制作：IP 主要包含内容 IP 和形象 IP 两类。内容 IP 主要指以故事、世界观为核心的知识产权，来源包含影视、动漫、文学、游戏等；形象 IP 指具有独特外观、个性特征的虚拟角色，来源包含角色设计、品牌形象、艺术创作等，特点为轻故事重符号化。IP 是产业链的源头创新环节。**中游产品开发与运营：**中游即将 IP 转化为可消费商品。关键环节涵盖产品概念设计、IP 授权、品牌定位及市场推广，核心在于通过产品形态的开发设计和多维度运营实现 IP 价值的最大化。**下游零售渠道：**下游聚焦商品流通与用户触达。线下渠道包含品牌专卖店、自助售货机和展会等；伴随线上渠道的爆发，电商平台、社交媒体、品牌官网也愈发成为重要零售渠道。

图25: IP 零售产业链



资料来源：麦高证券研究发展部

3.1.2 IP 授权行业商业模式

IP 授权的定义：品牌授权是指品牌权利人将自己所拥有的受法律保护的财产以合同形式在一定期限内许可被授权者使用，被授权者按合同规定内容从事品牌产品的设计、生产、销售等经营活动，并根据产品销售额向品牌权利人支付相应的品牌使用费的手法。授权类型包含两类，形象授权，企业商标及品牌授权。

保底授权金+溢缴授权金是最主要的收取模式。根据《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》，2023年 71% 的中国品牌授权商采取保底授权金+溢缴授权金的模式，较 2021 年提升 22.7pct。按照预计保底产品额 \times 版权金率计算保底金（预付款），如销售不及预期，保底金不予退还，如超过保底额度，需要再次计算并支付超额版权金，“撬动”后链路授权金“滚动”后链路数倍流水。

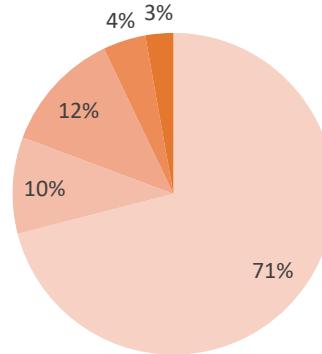
表3: IP 授权类型及定义

授权类型	定义及案例
衍生品授权	将知识产权素材直接用于实物商品上
外包装授权	仅将知识产权素材用于其物流外包装、礼盒外包装等，实际使用商品上未使用知识产权元素
礼赠品授权	将知识产权元素用于赠品
营销授权	将知识产权元素仅用于营销宣传
数字虚拟授权	常见的如输入法皮肤、电脑/手机皮肤主题、开机画面、桌面壁纸等
知识产权改编权	将某一知识产权改编为影视、动画、游戏等
线下实体店授权	主题餐厅、主题酒店、线下商场知识产权展等
主题乐园授权	如主题玩具店
公共交通授权	如公交车、地铁、飞机外部涂装以及内部装饰
植入冠名	影视植入、综艺冠名等

资料来源：中广协文创与 IP 专委会，麦高证券研究发展部

图26: 2023年品牌授权商授权金收取模式构成

■ 保底授权金+溢缴授权金
 ■ 年度一次性定额授权金收取
 ■ 其他



资料来源: 中国玩协, 麦高证券研究发展部

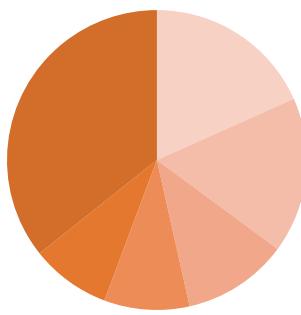
3.1.3 IP 授权行业构成

玩具游艺与快消品是主要 IP 授权客户。玩具游艺与快消品凭借与 IP 的高适配性及广阔的消费场景, 成为 IP 授权最主要的合作领域。2024 年商品授权业务中, 玩具游艺、服装饰品和食品饮料位居前三, 总占比为 46.5%。其中服装、食品饮料、文具等凭借消费频次高、覆盖人群广的特点, 成为 IP 授权的重要下游场景。消费者对“IP+产品”的接受度持续提升, 愿意为带有优质 IP 元素的商品支付更高溢价。

商品授权为最主要合作模式, 占比仍在稳步提升。商品授权凭借与消费市场的深度绑定及商业价值的高效转化能力, 已成为最主要的合作模式, 且占比仍在持续稳步提升。根据《2024 中国品牌授权行业白皮书》, 2022、2023 年商品授权占比达 5 成以上。手办、潮玩、卡牌等“谷子经济”快速崛起, 进一步推动商品授权快速发展。其次为品牌联名, 约占 30%, 整体保持稳定。随着年轻消费群体对于 IP 衍生产品的个性化需求持续释放, IP 行业有望保持高频迭代, 市场热度或长期保持, 进一步推动 IP 授权行业扩容。

图27: 2024年被授权商所属行业构成

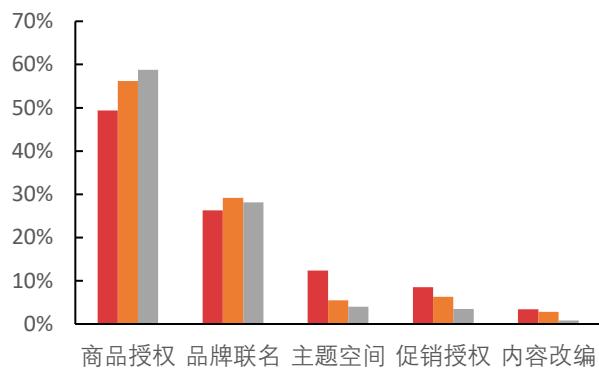
■ 玩具游艺 ■ 服装饰品 ■ 食品饮料
 ■ 礼品纪念品 ■ 文具办公 ■ 其他



资料来源: 中国玩协, 麦高证券研究发展部

图28: 授权业务的主要合作模式

■ 2021 ■ 2022 ■ 2023

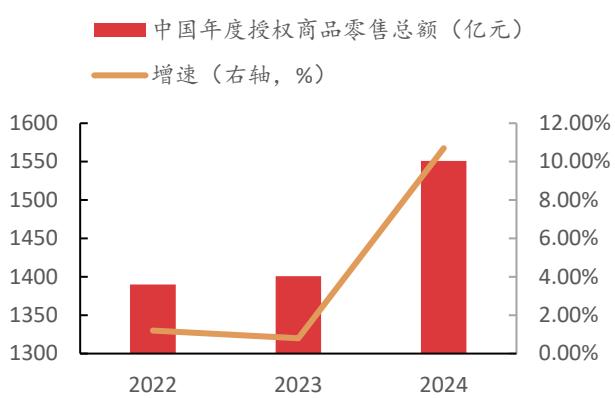


资料来源: 中国玩协, 麦高证券研究发展部

3.1.4 IP 授权，蓝海市场方兴未艾

IP 授权增长潜力巨大，千亿蓝海市场方兴未艾。中国 IP 授权行业正处于快速发展阶段，业态多元化与消费趋势助推，行业成长动能强劲，未来前景广阔。根据《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》，中国市场年度授权商品零售总额和授权金规模已连续多年保持增长。2024 年中国年度授权商品零售总额/年度授权金达 1550.9/59.9 亿元，同比增长 10.7%/9.4%。被授权行业和授权形式呈多元化发展，如潮流玩具受“谷子热”消费浪潮驱动，凭借兼具收藏价值与情感属性的特点成为行业增长的重要驱动。大麦娱乐旗下的 IP 服务平台阿里鱼，与多家头部 IP 达成合作，依托阿里系支持，具有丰富的对接商家的经验与资源。在《2025 年全球顶级授权代理商排行榜》中，阿里鱼以 41 亿美元的零售额拿下了榜单第 6 位，位居中国企业第一位，稳坐国内 IP 授权龙头。

图29：中国年度授权商品零售总额（亿元）及增速（%，右轴）



资料来源：中国玩协，麦高证券研究发展部

图30：中国年度授权金收入总额（亿元）及增速（%，右轴）



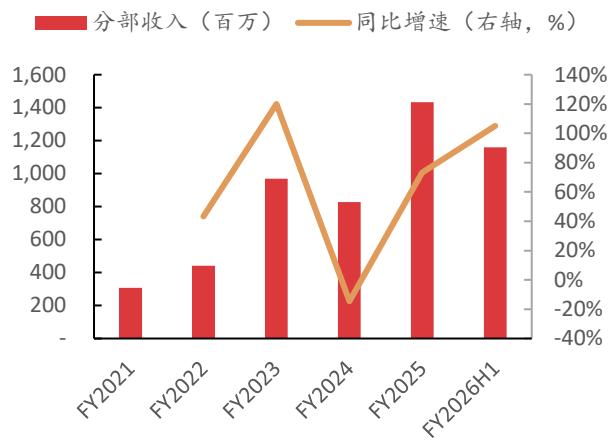
资料来源：中国玩协，麦高证券研究发展部

3.2 行业强 β + 公司强 α ，IP 业务潜力可期

3.2.1 行业高景气，IP 及 IP 衍生品业务快速增长

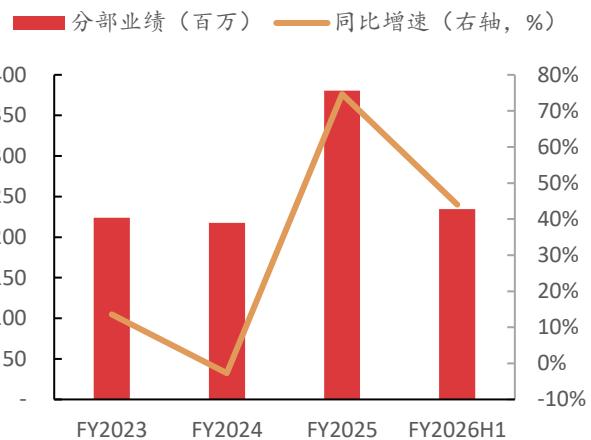
BC 两端双轮驱动，IP 衍生业务收入业绩高增长。大麦娱乐将 IP 衍生业务打造成延展娱乐产业版图的核心抓手，从业务布局来看，已经形成两大核心板块协同发力的格局：一是阿里鱼转授权业务，通过向上游版权方获取优质 IP 资源，再授权给下游商家并收取授权金，这一模式既依托阿里鱼的 IP 资源整合能力构建了稳定的上游供给，又通过下游商家触达广泛消费场景，实现 IP 价值的高效转化；二是联合运营业务，通过天猫潮玩类目与 IP 电商旗舰店运营，直接切入 C 端消费市场，精准捕捉消费者对 IP 衍生产品的需求，形成“B 端授权+C 端运营”的闭环。2025 财年，阿里鱼授权 IP 商品零售额同比大幅增长，带动阿里鱼收入同比增幅逾 90%。2026 财年上半年 IP 衍生业务收入 11.6 亿元，同比增长 105%；IP 衍生业务业绩 2.3 亿元，同比增长 44%。

图31：大麦娱乐 IP 衍生业务营收（百万元）及增速（右轴，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图32：大麦娱乐 IP 衍生分部业绩（百万元）及增速（右轴，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

3.2.2 整合阿里系资源，阿里鱼平台覆盖 IP 转授权全链路开发

提供综合性服务，打造一站式互联网授权解决方案商。业务模式上，公司先与版权方洽谈，将获得授权的IP加入IP库；商家在IP库中匹配需求，再通过阿里鱼平台与版权方进行商谈。合作方式上，商家提出需求，版权方提供授权，阿里鱼提供在线授权解决方案。同时，阿里商家可直接将其授权成功的商品依托阿里巴巴的生态体系，通过天猫、淘宝等平台进行在线营销。阿里鱼可同步提供报表支持，营销覆盖、大数据匹配等线上服务。结合IP与店铺粉丝人群的电商消费行为、品牌偏好、媒体关注等数据，多维度匹配适合洽谈的客户，帮助商家与IP版权方找到最合适伙伴，提高合作的成功率。

依托阿里系资源，打造客群、技术、营销全方位优势。充分利用阿里集团的生态优势，与天猫和淘宝合作密切。从潜在客群的角度，截至2024年阿里生态体系年活跃买家数超10亿。从技术的角度，阿里妈妈大模型LMA-V2升级人货匹配算法，AIGC实现“图生短视频”，助力商家内容创作。从营销的角度，目前淘宝已与微博、微信、支付宝、小红书、知乎、B站等超200家互联网平台建立合作，为商家全网引流。

打破IP衍生各环节壁垒，形成IP转授权上中下游闭环。上游对接版权方获取优质IP，中游通过专业运营挖掘IP价值，下游为品牌提供授权服务，最终依托电商平台触达消费者，实现全链条贯通。平台提供授权交易、授权管理、联合营销、在线销售、自动分账的一站式服务，既简化了品牌方的合作流程，又通过标准化服务降低了IP授权门槛。

图33：阿里鱼客户价值



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

图34：阿里鱼特色服务

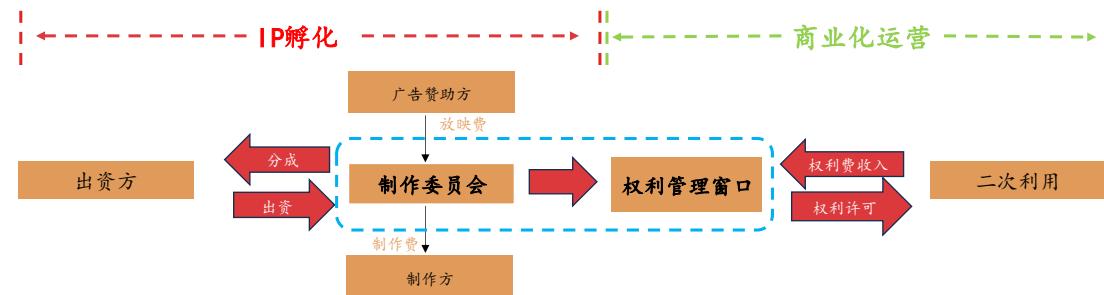


资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

3.2.3 重点布局商业化运营，占据授权管理优势生态位

日本制作委员会模式统筹 IP 孵化与商业化运营。日本 IP 产业的核心优势之一在于其独特的制作委员会模式，制作委员会成员涵盖内容制作、音乐制作、IP 商业化等全环节。该模式大致可以分为 IP 孵化与商业化运营两部分，上游创作源头内容，下游通过衍生开发实现价值提升与反哺，实现商业价值最大化。通过构建风险共担与收益共享机制，整合多方资源实现 IP 价值裂变和最大化。这种模式促进了内容与商业的双向价值循环，实现 IP 价值的最大化。例如《宝可梦》IP 主要通过销售和授权、游戏等多元衍生品获得收入，总收入超 900 亿美元。

图35：日本 IP 行业制作委员会模式



资料来源：日本公平交易委员会，公开资料整理，麦高证券研究发展部

重点布局转授权，专注商业化运营。与日本制作委员会模式类比，大麦娱乐 IP 业务以转授权为主，占据商业化运营授权管理生态位，形成“资源整合 + 风险可控”的双重保障。一方面，能最大程度发挥自身在资源整合与商业运营上的优势，依托淘天系庞大的流量池与丰富的商家资源，为 IP 商业化搭建高效通路，让优质 IP 快速对接消费市场，实现价值转化；另一方面，可巧妙规避 IP 孵化过程中的固有风险，无需承担漫长的制作周期、高额的孵化成本，以及 IP 能否获得市场认可的不确定性，从而将资源与精力集中在商业化运营这一高回报环节。

图36：阿里鱼平台化运营简化了 IP 授权匹配流程



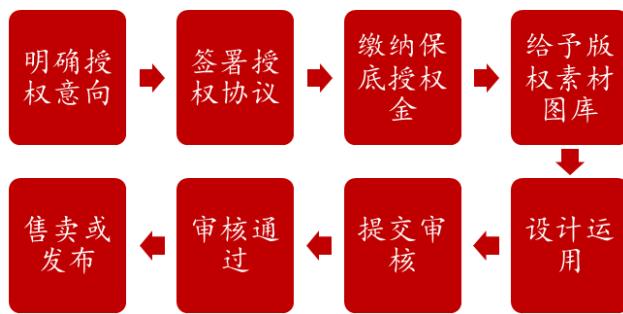
资料来源：公开信息整理，麦高证券研究发展部

3.2.4 平台化运作，打通 IP 授权上中下游

传统 IP 授权以单点运营模式为主，效率较低。在授权行业中，通常的授权流程环节众多，流程复杂，需要商家与授权方深度参与，围绕授权范围、期限、费用、产品设计等细节展开多轮商讨与审核，“层层对接、反复确认”的线性流程协商时间较长。同时单点 IP 运营模式限制了选择空间，商家与授权方需要花费较多的时间和精力进行匹配，转授权代理商 IP 库丰富度较为单一，难以满足商家多元化的 IP 需求，业务范围较为狭窄，盈利空间易受到压缩。

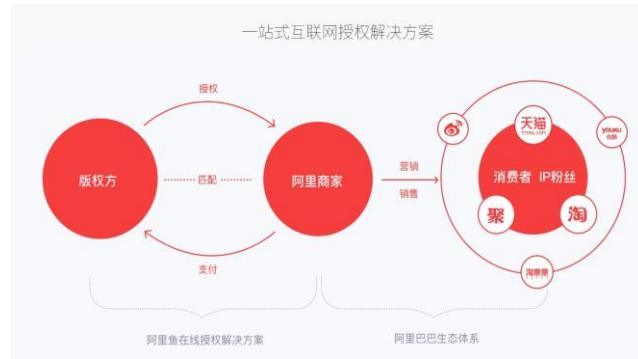
平台化运营，打通 IP 授权全链条。阿里鱼平台化运营有效地压缩了 IP 匹配流程，将点对点的匹配方式，拆分成“授权方-阿里鱼”与“阿里鱼-商家”两个单独流程，使阿里鱼占据核心枢纽的位置，授权方将 IP 资源交付阿里鱼平台统一展示，商家则通过阿里鱼获取标准化授权服务。另一方面，通过 IP 库运营模式整合海量优质 IP，为商家提供丰富的选择空间，降低了合作门槛。同时阿里鱼区别于传统撮合平台，深度参与 IP 授权全周期运营，充分发挥淘天系的流量曝光资源与阿里技术支持。

图37：传统 IP 授权模式



资料来源：中广协文创与 IP 专委会，麦高证券研究发展部

图38：阿里鱼一站式互联网授权解决方案

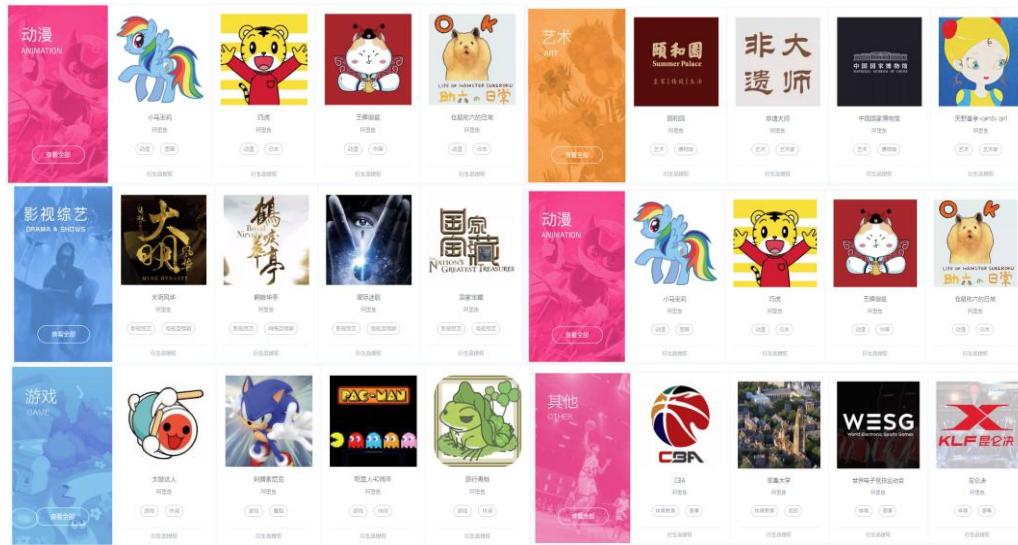


资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

3.2.5 IP 储备丰富，运营能力强

IP 储备丰富，IP 库持续扩容。自 2016 年成立以来，阿里鱼通过持续拓展合作边界，积累了丰富的 IP 资源储备，已与数百个国内外优质 IP 及数千家品牌和渠道商达成合作，IP 矩阵已覆盖二次元、文博文创、影视综艺、教育体育等多个类型，签约了三丽鸥家族、宝可梦、环球影业、蜡笔小新、Chiikawa 等多个全球优质头部 IP。IP 库既覆盖年轻群体热衷的潮流 IP，也包含兼具文化价值与商业潜力的传统 IP，形成品类多元、受众广泛的 IP 资源池。

图39：阿里鱼 IP 库



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

IP 运营能力强，绑定国内外大 IP。阿里鱼在 IP 运营上具备丰富的经验。区别于友商单点 IP 运营模式，阿里鱼以 IP 库运营为核心，依托丰富的整合营销经验，为品牌打造多样化立体营销活

动，如彩虹跑、粉丝节等。在防盗版领域，大麦娱乐拥有专门法务团队打击盗版等行为，为 IP 方与品牌方规避侵权损失，维护合作权益。在监修报审、图库设计等 IP 运营领域，大麦娱乐拥有丰富的对接经验，可以精准捕捉上下游痛点，高效衔接 IP 方与品牌方需求。

强调生态建设，消费者粘性强。在线上生态建设方面，阿里鱼以“官方账号—小红书达人矩阵—社群”为核心，体系化搭建用户互动生态。累计沉淀超 1000 个社群及 400 余位达人，覆盖 2000 万泛 IP 人群，搭建用户沟通桥梁，实时获取用户反馈。通过多触点互动让用户深度参与 IP 话题，既提升了 IP 热度、强化消费者粘性，也为授权商品提供了精准传播支持。通过持续提升 IP 品牌价值，实现长线运营，帮助每一位商家与合适的 IP 打造出行业爆款。

四、电影科技与投资制作宣发平台：攻守兼备，科技赋能

深耕电影行业多年，行业经验丰富。大麦娱乐深耕电影行业多年，在影片的出品、发行和推广方面，积攒了深厚的行业经验。公司累计参与 300 余部电影的出品、发行和推广，涵盖了《绿皮书》《流浪地球》系列、《热辣滚烫》等多元题材作品。中国国产电影票房 TOP10 中大麦娱乐占 7 部，参与出品的电影总票房连续 7 年位列民企第一。

三大电影厂牌，精准发力电影业务。旗下三大电影厂牌“锦橙合制”“可能制造”“小宇宙未来事务所”各有独特定位与优势。“锦橙合制”聚焦“好奇与想象”，“温暖与力量”，“极致商业类型”三个关键词；“可能制造”着眼于挖掘新颖题材，强调“新·锐·有·趣”的创作特色；“小宇宙未来事务所”为布局动画领域设立的专业厂牌，以打通漫画、影视、游戏的内容闭环为目标。

表4：大麦娱乐电影项目储备

影片名称	状态	模式
驚蟄無聲	拍摄中	出品，主宣发
東極島	已上映	出品，主宣发
群星閃耀時	待映	出品，主宣发
抓特務	待映	出品，主宣发
鏢人：風起大漠	待映	出品，主宣发
歡迎來龍餐館	待映	出品，联合发行
無名之輩 2/3	待映	出品，联合发行
7 天	待映	出品，主宣发
特立獨行	待映	出品，主宣发
捕風追影	待映	出品，主宣发

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

AI 赋能，“灯塔专业版”迭代升级。灯塔专业版旨在为电影、剧集、综艺、演出等泛文娱内容行业提供一站式全链路数据及宣发解决方案，可实时显示日票房、排片占比、票房预测、场均人次、平均票价、上座率等指标。2023 年，公司上线文娱行业首个智能宣发数据产品“灯塔 AI”，以 AI 大模型为技术基础，支持高效智能化数据查询，覆盖电影市场大盘、全国省市、影管院线影院、影片等多重维度，包含海量历史数据，自动快速解析、一键下载报表。实时票冠地图、分时预售数据、历史纪录查询等全新功能进一步提升了宣发数据的全面性、实时性和智能化。

图40: “灯塔AI”部分功能



资料来源：灯塔电影实验室公众号，麦高证券研究发展部

五、盈利预测及估值

5.1 盈利预测

5.1.1 营收拆分

大麦：大麦作为国内票务龙头，在演唱会等核心品类市场地位稳固，公司积极探索旅游演艺、体育等细分市场，有望成长为泛娱乐领域综合票务服务平台。另一方面，公司发力内容制作，打造新增长曲线。预计 2026-2028 财年大麦业务收入分别为 24.3/27.7/30.7 亿元，同比增长 18.1%/14.2%/10.6%。

IP 衍生业务：阿里鱼作为国内 IP 转授权行业领军企业，IP 库储备丰富，IP 矩阵完善，与多个全球头部优质 IP 达成合作，有望随着 IP 行业高景气快速放量。预计 2026-2028 财年 IP 衍生业务收入分别为 24.1/35.1/47.7 亿元，同比增长 68.1%/45.6%/36.0%。

电影科技与投资制作宣发平台&剧集制作：公司在行业承压的背景下主动收缩电影业务，投入更为谨慎，减少新项目储备。我们预计 2026-2028 财年电影科技与投资制作宣发平台和剧集制作收入分别为 25.9/24.7/24.5 亿元与 5.7/6.0/6.2 亿元，分别同比增长 -4.4%/-4.7%/-0.8% 和 15.0%/5.0%/3.5%。

表5：大麦娱乐营收拆分

	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
电影科技与投资制作宣发平台					
分部收入 (百万元)	2,999.46	2,711.81	2,592.91	2,470.83	2,450.65
同比增速 (%)	71.28%	-9.59%	-4.38%	-4.71%	-0.82%
分部利润率 (%)	27.07%	2.70%	3.10%	-1.29%	-6.04%
大麦					
分部收入 (百万元)	612.59	2,057.21	2,429.38	2,773.71	3,068.75
同比增速 (%)			18.09%	14.17%	10.64%
分部利润率 (%)	45.80%	59.80%	60.14%	60.78%	60.81%
IP衍生业务					
分部收入 (百万元)	827.55	1,433.39	2,409.41	3,507.98	4,771.45
同比增速 (%)	-14.55%	73.21%	68.09%	45.60%	36.02%
分部利润率 (%)	26.31%	26.53%	28.09%	28.37%	28.86%
剧集制作					
分部收入 (百万元)	596.12	499.92	574.91	603.65	624.78
同比增速 (%)	-23.66%	-16.14%	15.00%	5.00%	3.50%
分部利润率 (%)	2.43%	5.08%	9.21%	10.51%	11.80%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

5.1.2 费用率假设

毛利率：随着公司积极转型，低毛利率电影及剧集制作业务占比有望降低，盈利能力较为优秀的大麦和IP衍生业务占比提升，公司整体毛利率较FY2025有望修复向上，我们预计2026-2028财年公司毛利率约38.5%/38.3%/38.0%。

费用率：一方面，大麦与IP业务快速发展，费用端投入需求较为旺盛；另一方面，公司电影业务费用投入较为谨慎。公司整体费用增长较为稳健，随着公司收入规模增长，费用率将相应摊薄，我们预计FY2026-FY2028公司销售及市场费用率约10.9%/10.0%/9.7%，管理费用率约17.5%/17.3%/17.0%。

归母净利润：我们预计FY2026-FY2028公司实现经调整EBITA10.7/13.5/16.3亿元，同比+32.7%/+25.4%/+21.0%；预计FY2026-FY2028实现归母净利润9.4/12.3/15.0亿元，同比+157.3%/+31.3%/+22.3%；公司整体合理估值PE29倍，对应市值约317亿人民币。

表6: 大麦娱乐费用率预测

单位/百万人民币	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	6,702.33	8,006.61	9,356.18	10,915.64
同比 (%)	33.10%	19.46%	16.86%	16.67%
销售及市场费用	789.31	869.42	943.86	1,054.44
费用率 (%)	11.78%	10.86%	10.09%	9.66%
管理费用	1,237.42	1,401.16	1,613.94	1,855.66
费用率 (%)	18.46%	17.50%	17.25%	17.00%
经调整 EBITA	809.30	1,074.21	1,347.11	1,629.55
同比 (%)	60.71%	32.73%	25.40%	20.97%
归母净利润	363.58	935.41	1,228.40	1,502.03
同比 (%)	27.66%	157.28%	31.32%	22.28%

资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部

5.2 估值分析

大麦: 预计 2026 财年大麦业务实现约 7.3 亿经调整 EBITA。公司稳坐一级票务行业龙头, 受益行业整体高景气; 积极拓展文体旅游等线下泛娱乐业务, 持续加码内容运营, 业务多元化程度不断提高, 打造新增长曲线前瞻布局海外市场; 看好公司大麦业务板块稳健增长, 给予 25x 估值。

IP: 预计 2026 财年 IP 衍生业务实现约 3.4 亿经调整 EBITA。公司 IP 全链路开发为核心, 阿里鱼为载体, 平台化运营打造未来增长引擎。依托阿里系资源打造阿里鱼平台, 全链路开发、平台化运营, 一站式打通 IP 授权上下游。受益于“谷子经济”等新消费潮流, 公司 IP 业务有望迎来快速增长, 给予 45x 估值;

电影&剧集: 电影科技与投资制作宣发平台和剧集制作业务存在较多不确定性, 不给予估值。

综合来看, 我们看好公司战略调整, 商业模式持续优化, 海外布局拓增量。演出&IP 双轮驱动, 轻装上阵布局泛娱乐。首次覆盖, 给予“买入”评级, 给予目标价 1.17 港元。

表7: 大麦娱乐可比公司估值表

票务行业										
公司简称	股票代码	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
猫眼娱乐	1896.HK	72.61	1.82	3.27	5.15	6.94	47	22	14	10
IP 行业										
公司简称	股票代码	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
泡泡玛特	9992.HK	2,671.22	31.25	118.75	167.65	214.16	36	23	16	12
布鲁可	0325.HK	176.11	-4.01	8.15	118.90	160.40	-	22	15	11
市值加权平均值							22	16	12	

资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部 (可比公司数据采用 WIND 一致预期,
数据截至 2025 年 11 月 27 日盘后。为方便比较, 各公司净利润和 PE 计算口径均为归母净利润。)

六、风险提示

行业竞争加剧风险：线下泛娱乐行业市场竞争较为激烈，消费偏好变化速度较快，市场竞争加剧可能会对公司的业务布局与盈利能力造成影响。

IP 生命存续风险：IP 与 IP 授权依赖 IP 开发创作赋能，若 IP 开发未能引起预期市场关注，或 IP 商业运营不及预期，有可能影响公司的收入。

宏观经济波动风险：当前宏观形势尚存在扰动，致使消费者消费意愿存在不确定性，线下泛娱乐行业可能受到影响。

测算偏差风险：泛娱乐行业数据统计口径有所不同，可能导致市场规模与增速测算存在偏差。

财务报告预测与估值数据汇总

资产负债表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12,139	13,467	15,620	17,852	营业收入	6,702	8,007	9,356	10,916
现金	2,506	2,765	3,355	3,694	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	2,499	2,891	3,301	3,790	营业成本	4,224	4,928	5,769	6,771
存货	41	55	64	75	销售费用	789	869	944	1,054
其他	7,093	7,755	8,900	10,292	管理费用	1,237	1,401	1,614	1,856
非流动资产	11,361	10,927	10,751	10,829	研发费用	0	0	0	0
固定资产	115	119	131	150	财务费用	-193	-100	-111	-130
无形资产	4,535	4,498	4,459	4,419	除税前溢利	294	877	1,206	1,511
其他	6,710	6,310	6,160	6,260	所得税	-92	-88	-60	-38
资产总计	23,499	24,394	26,371	28,681	净利润	386	964	1,266	1,548
流动负债	6,678	6,623	7,353	8,135	少数股东损益	23	29	38	46
短期借款	397	0	0	0	归属母公司净利润	364	935	1,228	1,502
应付账款及票据	717	890	1,122	1,411	EBIT	101	776	1,095	1,380
其他	5,565	5,733	6,231	6,724	EBITDA	208	855	1,175	1,463
非流动负债	356	362	362	362	EPS (元)	0.01	0.03	0.04	0.05
长期债务	0	0	0	0					
其他	356	362	362	362					
负债合计	7,034	6,984	7,715	8,496					
普通股股本	6,079	6,079	6,079	6,079					
储备	10,088	11,003	12,212	13,694					
归属母公司股东权益	16,228	17,143	18,351	19,833					
少数股东权益	238	267	305	351					
股东权益合计	16,465	17,410	18,656	20,185					
负债和股东权益	23,499	24,394	26,371	28,681					
现金流量表(百万人民币)	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	-1,056	319	429	446					
净利润	364	935	1,228	1,502					
少数股东权益	23	29	38	46					
折旧摊销	107	78	80	83					
营运资金变动及其他	-1,550	-724	-918	-1,186					
投资活动现金流	-1,276	340	161	-106					
资本支出	-176	-45	-54	-62					
其他投资	-1,100	385	215	-45					
筹资活动现金流	430	-379	20	20					
借款增加	470	-397	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	0	0	0	0					
其他	-40	18	20	20					
现金净增加额	-1,908	259	590	339					
主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E					
成长能力									
营业收入	33.10%	19.46%	16.86%	16.67%					
归属母公司净利润	27.66%	157.28%	31.32%	22.28%					
获利能力									
毛利率	36.97%	38.45%	38.34%	37.97%					
销售净利率	5.42%	11.68%	13.13%	13.76%					
ROE	2.24%	5.46%	6.69%	7.57%					
ROIC	0.78%	4.91%	6.16%	7.01%					
偿债能力									
资产负债率	29.93%	28.63%	29.25%	29.62%					
净负债比率	-12.81%	-15.88%	-17.98%	-18.30%					
流动比率	1.82	2.03	2.12	2.19					
速动比率	1.27	1.42	1.48	1.51					
营运能力									
总资产周转率	0.30	0.33	0.37	0.40					
应收账款周转率	3.09	2.97	3.02	3.08					
应付账款周转率	5.08	6.13	5.74	5.35					
每股指标(元)									
每股收益	0.01	0.03	0.04	0.05					
每股经营现金流	-0.04	0.01	0.01	0.01					
每股净资产	0.55	0.57	0.61	0.66					
估值比率									
P/E	65.80	25.57	19.47	15.93					
P/B	1.47	1.40	1.30	1.21					
EV/EBITDA	58.72	24.75	17.50	13.82					

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

沈阳

上海

地址 沈阳市沈河区热闹路 49 号
邮编 110014

上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com