

IP起，万物生

——潮玩行业研究报告

行业评级：看好

2025年01月09日

分析师

邮箱

电话

证书编号

史凡可

shifanke@stocke.com.cn

18811064824

S1230520080008

分析师

邮箱

证书编号

马莉

mali@stocke.com.cn

S1230520070002

研究助理

邮箱

电话

陈秋露

chenqiulu@stocke.com.cn

18811561806

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

□ 中国潮玩行业发展现状？

中国潮玩行业市场广，景气高，外延空间更大。中国泛娱乐行业24年预计近2万亿市场，近5年CAGR近14%，其中潮玩近900亿市场。潮玩运营的天花板是塑造IP，可通过授权和改编打开更大市场，IP授权市场规模超1500亿元，IP改编市场规模近6000亿元。

中国正处于精神消费时代起点，近年有加速趋势。1) **需求端**：对照美日创意文化产业起点，中国人均GDP已超1万美元；目前中国泛二次元用户达5亿人，Z世代成长为消费主力，治愈/颜值/IP/社交为潮玩产品核心消费动机。2) **供给端**：以《黑神话：悟空》为代表的中国优质游戏/动画/小说频出，国产IP崛起；以泡泡玛特/卡游/布鲁可为代表的优质潮玩产品公司崛起，优质产品供给提升；谷子店开启全国加速开店周期。3) **潮玩出海，是下一阶段核心**。欧美Kidult热潮兴起，东南亚随经济水平提升精神消费需求激发，中国潮玩出海具有产品和供应链优势。

□ 潮玩品类分析

哪些品类更优？1) **市场规模**：积木>手办>卡牌>毛绒，受不同品类目标人群和均价差异影响；2) **市场增速**：卡牌>手办>积木>毛绒，与不同品类在中国发展的成熟度有关；3) **竞争格局**：积木>卡牌>手办>毛绒>徽章立牌，由商业模式和壁垒差异决定。

不同品类商业模式差异？我们把潮玩商业模式归结为IP和运营两点，形成天秤两端，不同品类侧重度不同。运营能做的差异化空间越小（比如产品工艺和玩法），对IP依赖度越大，典型如徽章/立牌，此时，IP自有化独家化才能构造绝对壁垒，如果需要依赖第三方IP，规模或二创运营能力是拿到头部IP资源的关键。对于天秤另一端更重视运营的品类，典型如积木和卡牌，由于玩法独特性和强互动性，运营壁垒更高，格局也更容易集中。

□ 潮玩公司竞争力分析

复盘全球潮玩公司，我们发现呈四大梯队：1) **第一梯队迪士尼**，构建迪士尼IP宇宙，布局IP全生态运营；2) **第二梯队为乐高和万代南梦宫**，乐高占据积木品类优势，产品运营和制造壁垒深厚；万代南梦宫是日本动漫产业共生体，拥有IP全品类运营版图；3) **第三梯队为孩之宝和美泰**，均拥有全球顶尖玩具IP，且具有玩具IP内容化能力，手握多个全球高价值玩具品牌。4) **第四梯队为差异化产品公司**，比如宝可梦，FUNKO，泡泡玛特等。

以上四大梯队的形成由潮玩公司竞争力差异导致，我们总结下来，全球潮玩公司竞争力由IP、品类、运营三部分构成，IP和品类决定公司天花板，运营决定公司下限。我们认为泡泡玛特具有进入第三梯队的的能力。

□ **投资建议** 我们认为IP版权方高壁垒、资源稀缺且延展空间广，IP运营方优选具有自有IP/系统性IP运营能力强/占据优势品类的公司。推荐泡泡玛特，名创优品，晨光股份，关注布鲁可，卡游（未上市），广博股份，姚记科技，华立科技，奥飞娱乐等。

□ **风险提示** 行业需求不及预期；行业竞争加剧；海外扩张不及预期等

目录

CONTENTS

01

潮玩行业现状

- 1) 中国潮玩市场规模和衍生空间?
- 2) 为何中国潮玩行业近年有加速趋势?

02

潮玩品类分析

- 1) 哪些品类更优?
- 2) 不同品类商业模式差异?

03

潮玩公司竞争力分析

- 1) 全球潮玩公司复盘
- 2) 不同公司竞争力差异? 什么公司能长大? 不同特性公司对应天花板多少?
- 3) 怎么看泡泡玛特等公司天花板?

04

投资建议

01

潮玩行业现状： 中国处于精神 消费时代起点

本章节针对中国潮玩现状进行分析，核心回答：

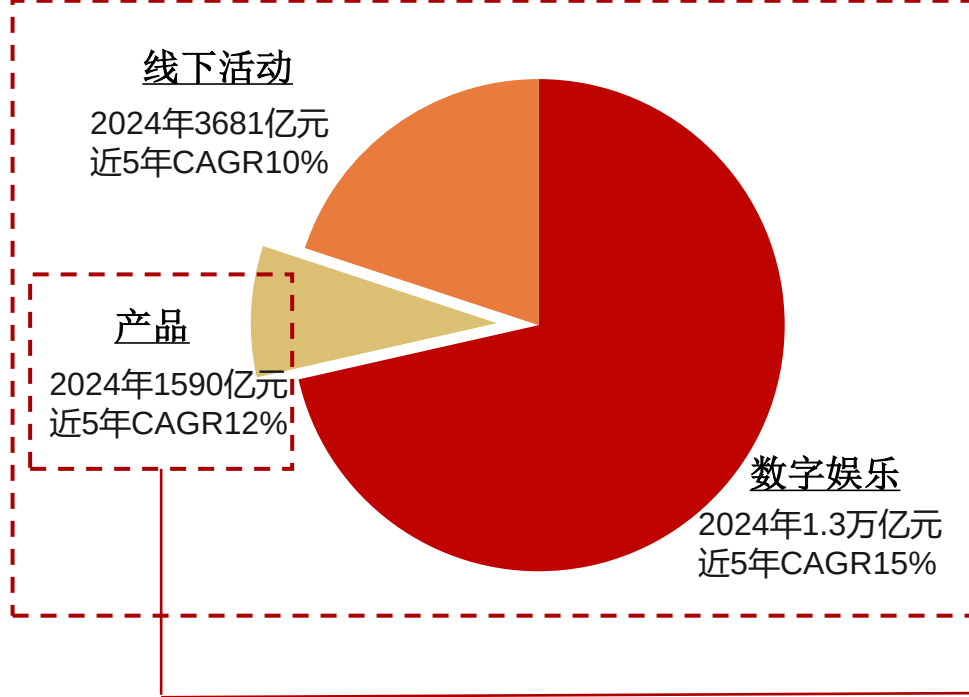
1) 中国潮玩市场规模和衍生空间？ 2) 中国潮玩行业相比海外处于什么发展阶段？为何近年加速？

根据沙利文和灼识咨询，泛娱乐行业2024年预计近2万亿市场，19-24年CAGR近14%。泛娱乐行业包括数字娱乐（游戏/动漫/直播等）、产品（包括玩具/书籍/文具/服装等），线下活动（包括电影/网咖/主题公园等），近5年CAGR分别是15%、12%、10%。

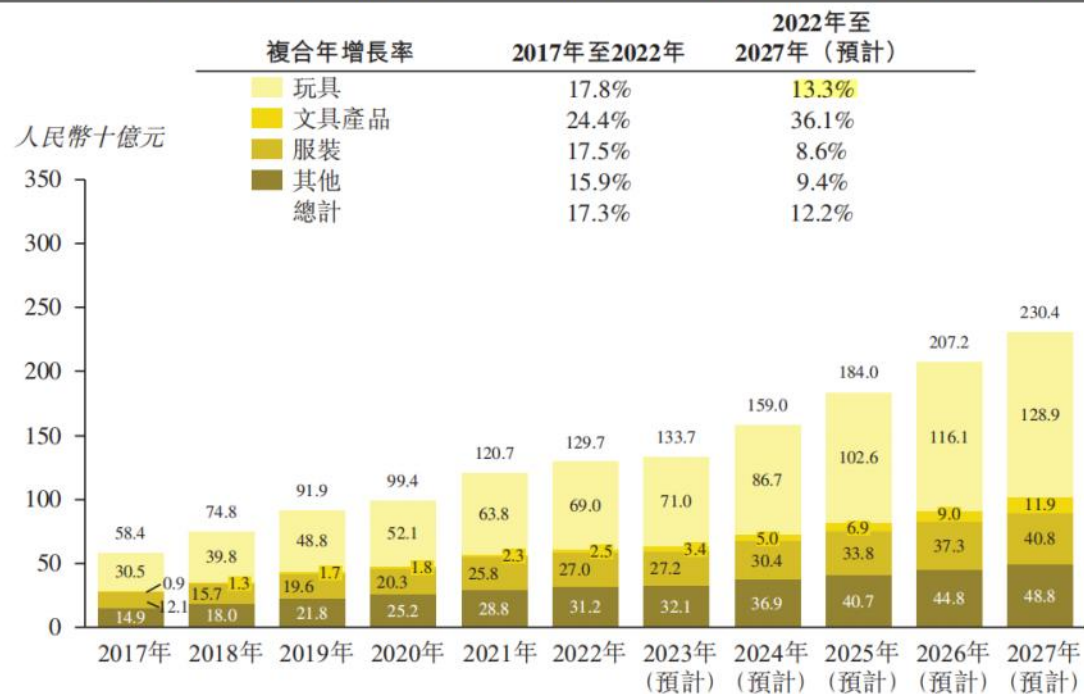
根据灼识咨询，泛娱乐产品行业2024年预计超1500亿市场，19-24年CAGR近12%。泛娱乐产品包括玩具/文具/服装等，近5年CAGR分别是12%、24%、9%。

根据灼识咨询，潮玩市场2024年市场规模预计近900亿元，19-24年CAGR为12%，预计未来3年CAGR为14%，2027年达到近1300亿元。

2024年中国泛娱乐市场预计1.8万亿元，近5年CAGR14%



中國泛娛樂產品行業市場規模，以商品交易總額計，2017年至2027年（預計）

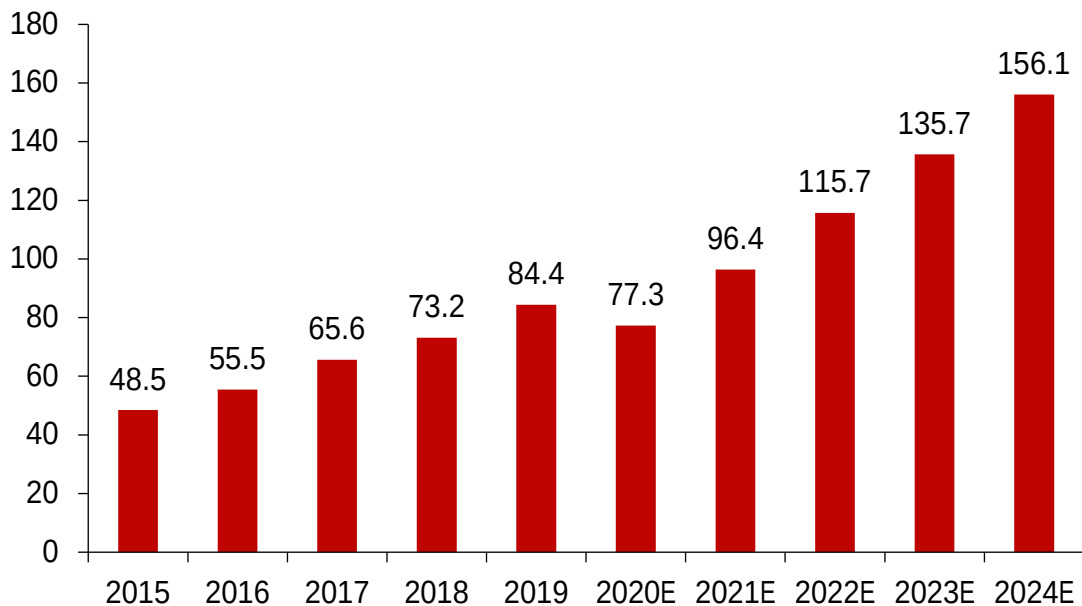


潮玩运营的天花板是塑造IP，可以通过授权和改编打开除了产品销售以外更大的市场空间。

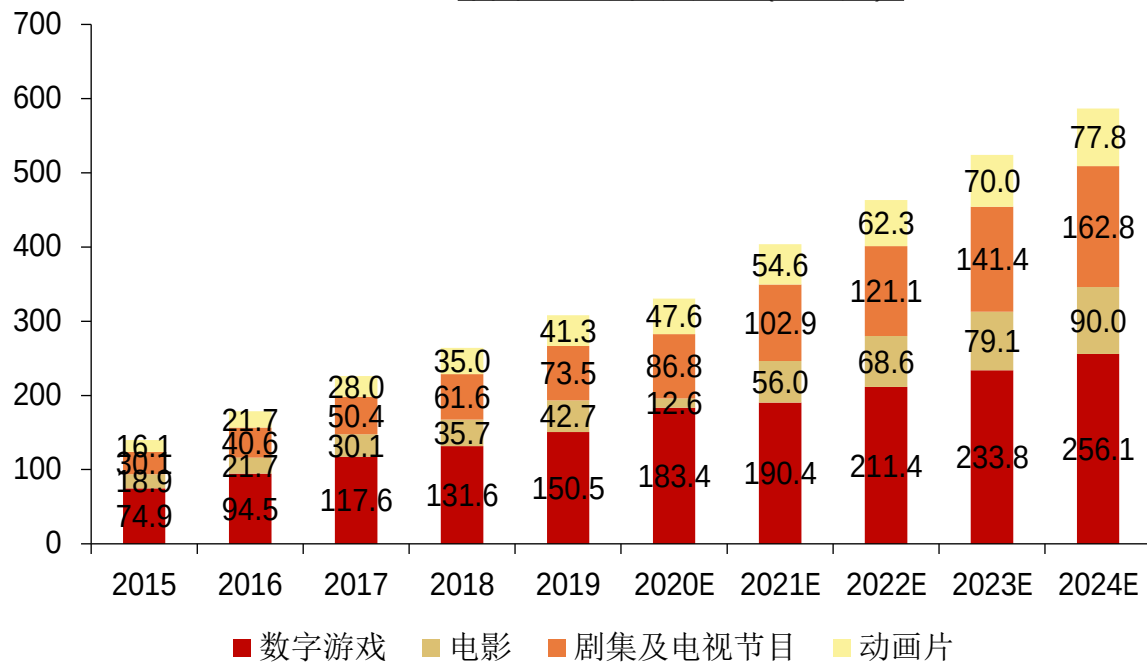
根据沙利文，IP授权市场2024年预计1561亿元，近5年CAGR 13%。IP授权包括商品授权和空间授权，商品授权指IP拥有人允许授权方基于IP开发及销售品牌产品，比如瑞幸咖啡联名泡泡玛特等，空间授权指以IP为概念进行主题活动或空间装饰（如展会、展览、主题店及主题公园），比如迪士尼乐园、泡泡玛特城市乐园等。

根据沙利文，IP改编市场2024年预计5867亿元，近5年CAGR 14%。IP改编形式包括数字游戏、电影、剧集及电视节目、动画片等，比如泡泡玛特梦想家园手游，乐高大电影等。

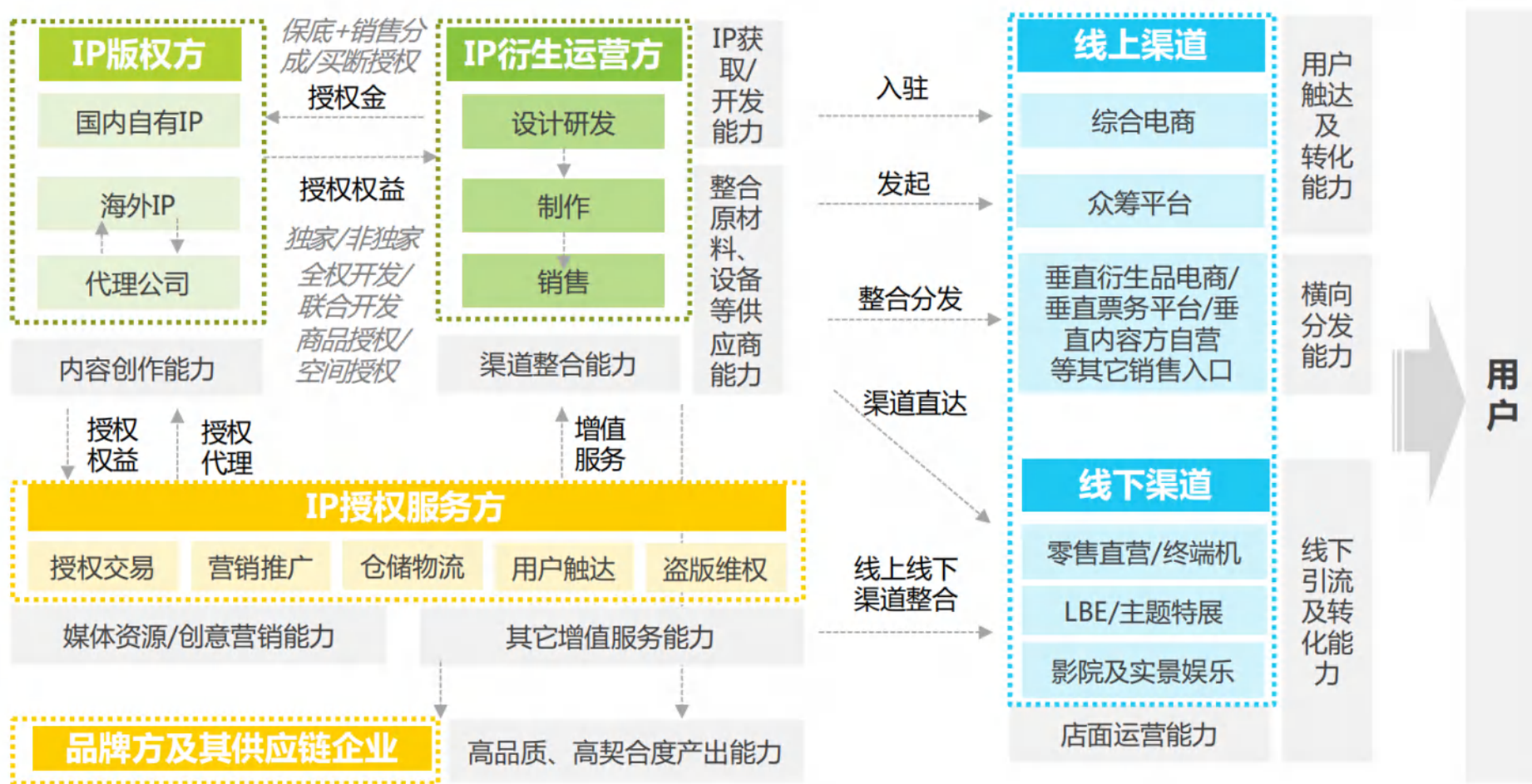
IP授权行业市场规模（十亿元）



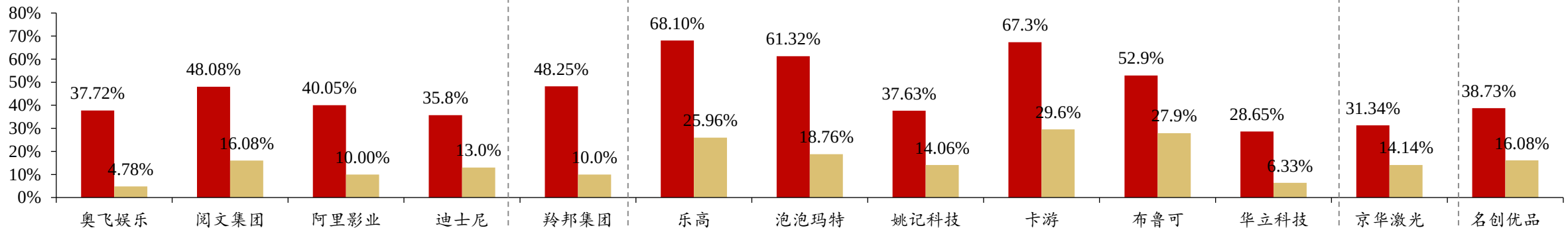
中国IP改编市场规模（十亿元）



潮玩产业链基本由IP版权方、IP运营方、IP授权方、供应链工厂、终端零售商5个核心部分构成。IP版权方主导IP创作，IP价值越高，稀缺性和壁垒越高，IP运营方负责IP商品设计研发运营，常见IP版权方同时承担运营方和授权方角色，IP授权方分离通常出现在海外市场拓展，供应链工厂为产业链价值量最低环节，因而IP运营方大多采取代工形式，终端零售商负责产品生产和销售，强势零售商可上溯到IP运营环节，部分IP运营方也会采取直营模式以延伸零售业务。



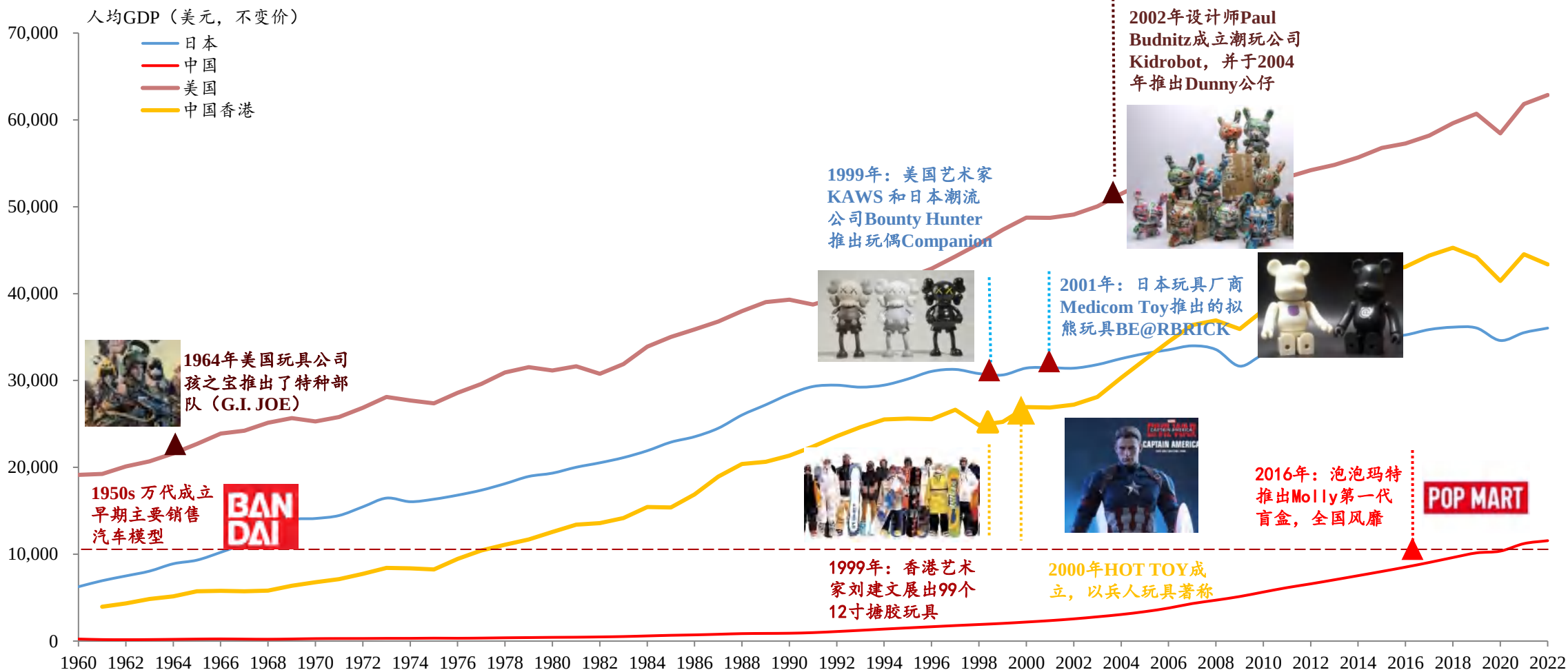
潮玩产业链由5个部分构成：1) **IP版权方**：高壁垒环节，以影视/游戏等公司为主，授权业务为纯利生意，但考虑IP创造成本，普遍毛利率在30-40%，净利率在5-15%之间；2) **IP授权方**：中国主要是羚邦/木棉花muse/阿里鱼等（IP主要来自日本），以羚邦为例，毛利率接近50%，净利率在10%；3) **IP运营方**：产业链核心环节，产品间差异较大，毛利率在30-70%不等，净利率在5-30%不等，同时担任IP版权方和运营方的公司为奥飞娱乐/阅文集团/米哈游/泡泡玛特/阿里影业；4) **供应链工厂**：京华激光为卡游代工厂，毛利率31%/净利率14%；5) **零售商**：同时担任IP运营方和零售商的为名创优品/泡泡玛特/52TOYS，以名创优品为例，毛利率接近40%/净利率16%。



注：以上除布鲁可取自2024年中报外，其他取自各公司2023财年

数据来源：艾瑞咨询，公司公告，公司官网

需求端：中国人均GDP 2019年超1万美元，正处于精神消费时代起点。全球文化创意产业起源符合经济学“人均1万美元”指标，这是指当人均GDP突破1万美元时会迎来行业加速，1913年美国人均GDP达1万美元后迎来好莱坞电影黄金时代，1930s 丹麦人均GDP突破1万美元后乐高诞生；1960s日本人均GDP突破1万美元后，动漫行业崛起。全球潮流玩具产业，作为文化创意的一个分支，最早起源于20世纪90年代，在中国香港、日本、美国同时蔓延，这三个地区是潮玩行业成熟地域代表。



注：以上采用不变价

数据来源：， 百度百科， 维基百科，

更多免费行业报告

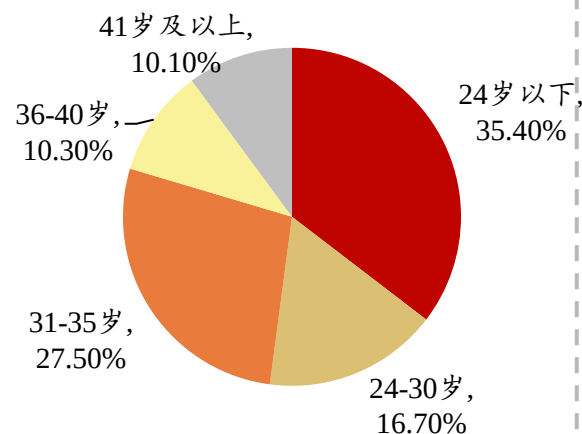
并购家

www.ipoipo.cn

用户破圈：中国泛二次元用户约5亿人



用户画像：一线城市学生/白领



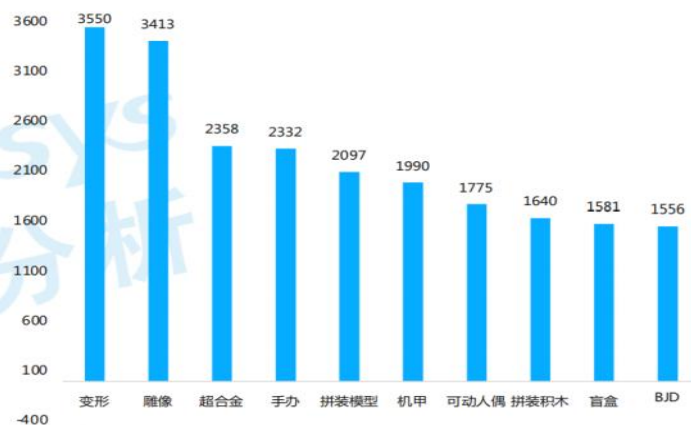
消费动机：治愈/颜值/IP/社交为核心消费动机

不同收入水平的收藏玩具消费者的消费动机



人均消费额：收藏玩具核心玩家年均消费2200元

各类收藏玩具人均年消费总额



参与调研人群年均收藏玩具消费额2200元

注：用户画像/人均消费额/消费动机来自易观分析《2021收藏玩具消费市场调研问卷》 N=3000

数据来源：艾瑞咨询，易观分析，浙商

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

供给端：中国优质游戏、动画、小说频出，国产IP崛起。以游戏为例，2024年中国自研游戏国内销售收入2607亿元/同增1.7%，海外销售收入186亿美元，同增13.4%，创新高，《黑神话：悟空》贡献重要增量，并获得24年TGA最佳动作游戏和玩家之声，近年优质国产游戏包括腾讯《和平精英》/《王者荣耀》等，米哈游《原神》，网易《第五人格》/《蛋仔派对》，乙游也逐渐破圈，包括叠纸《恋与制作人》/《恋与深空》/《无线暖暖》，腾讯《光与夜之恋》等。除游戏外，优质国产动漫包括《天官赐福》/《哪吒》/《大圣归来》等；优质小说包括《盗墓笔记》/《流浪地球》/《三体》等。以上大部分IP授权谷子产品已面世，根据易观调研，玩家对于国内原创IP收藏玩具增购意愿排名靠前。

优质国产游戏崛起



黑神话：悟空



原神



第五人格



蛋仔派对



玩家对各IP类型玩具的未来增购意愿



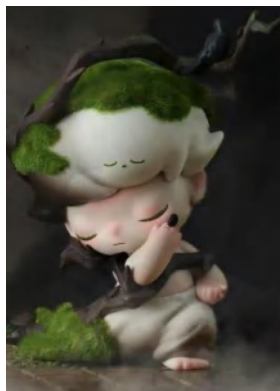
数据说明：数据来自2021年12月易观分析关于中国收藏玩具用户的问卷，N= 3000

1.3

产业阶段：中国正处于精神消费时代起点

供给端：背靠优质供应链和产品设计逐步优化，中国潮玩公司快速崛起。

手办



泡泡玛特



52TOYS



寻找独角兽



若来

卡牌



卡游



闪魂



集卡社

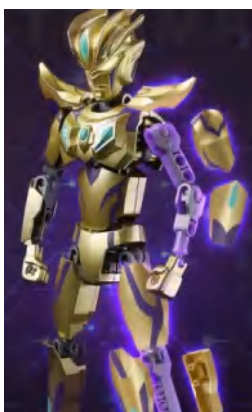


HITCARD

积木



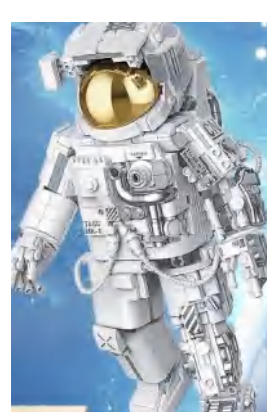
布鲁可



启蒙



森宝



TOP TOY

毛绒



名创优品



泡泡玛特



问童子



寻找独角兽

供给端：谷子店开启全国加速开店周期，终端销售反响热烈。根据雷报不完全统计，目前全国头部二次元零售商品品牌累计开出门店1022家，包括卡游、潮玩星球、暴蒙等，若包括名创优品、The Green Party等零售集合店，以及TOP TOY、酷乐潮玩等潮玩零售店，预计全国二次元周边门店至少近万家，核心第一梯队城市为上海、北京、成都。谷子店这两年在快速开店期，也与商业地产急需引入新业态修复客流有关，以酷乐潮玩为例，2023年新开60+门店，2024年拓店计划高达80-100家。谷子店快速开店同时终端销售反响热烈，以上海百联ZX创趣场为例，2023年1月开店，平日客流达2-3万，节假日客流达5-6万，增加了3-8倍，截至24年中，累计客流超1500万人次，销售额超5亿元。根据虎嗅，谷子店综合毛利率为35-40%。

全国主要城市谷子店分布情况



图表绘制: 雷报
数据来源: @全国谷店地图 (更新中)

国内主要二次元零售品牌门店数量统计

数据统计 | 制图: 雷报



截止时间：2024年11月27日 | 注：包含同品牌不同类型店铺及年内预计开业店铺

以上统计截止日期为：2024年11月27日
数据来源：雷报，虎嗅，浙商证券研究所

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

全球治愈和怀旧需求同样旺盛，中国潮玩出海广阔。根据艺恩，全球治愈市场稳步增长，2027年预计达到8.47万亿美元规模，放松、减压及身心疗愈是消费者最看重的体验，中国潮玩企业依靠优质IP/产品/供应链出海空间广阔。

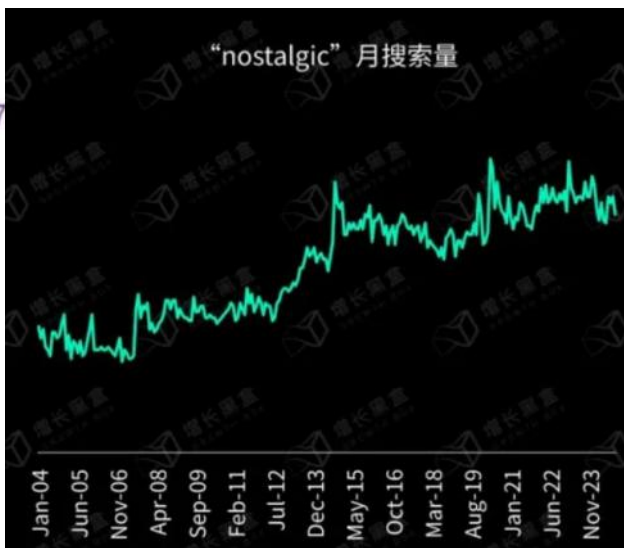
欧美Kidult掀起潮玩购买热潮。Kidult由Kid和Adult组合而成，指童心未泯的成年人，通常表现为偏好消费玩具、动漫等，喜欢怀旧童趣。全球卫生事件期间推动了玩具行业繁荣，根据美国一项调查，从2021年6月-2022年6月，Kidult购买了美国市场24%的玩具，并贡献了玩具市场销售增长的2/3，12岁及以上的玩具销售份额自2017年以来几乎翻番。而这个热潮在2024年得以延续，美国近50%的18岁以上的购物者在过去一年为自己购买玩具，18岁以上购物者在24Q1玩具销售占比历史上首次超过了学龄前儿童（3-5岁）。

Jellycat快闪活动全球爆火也印证了这一点。

全球治愈市场行业规模



全球怀旧搜索量快速提升

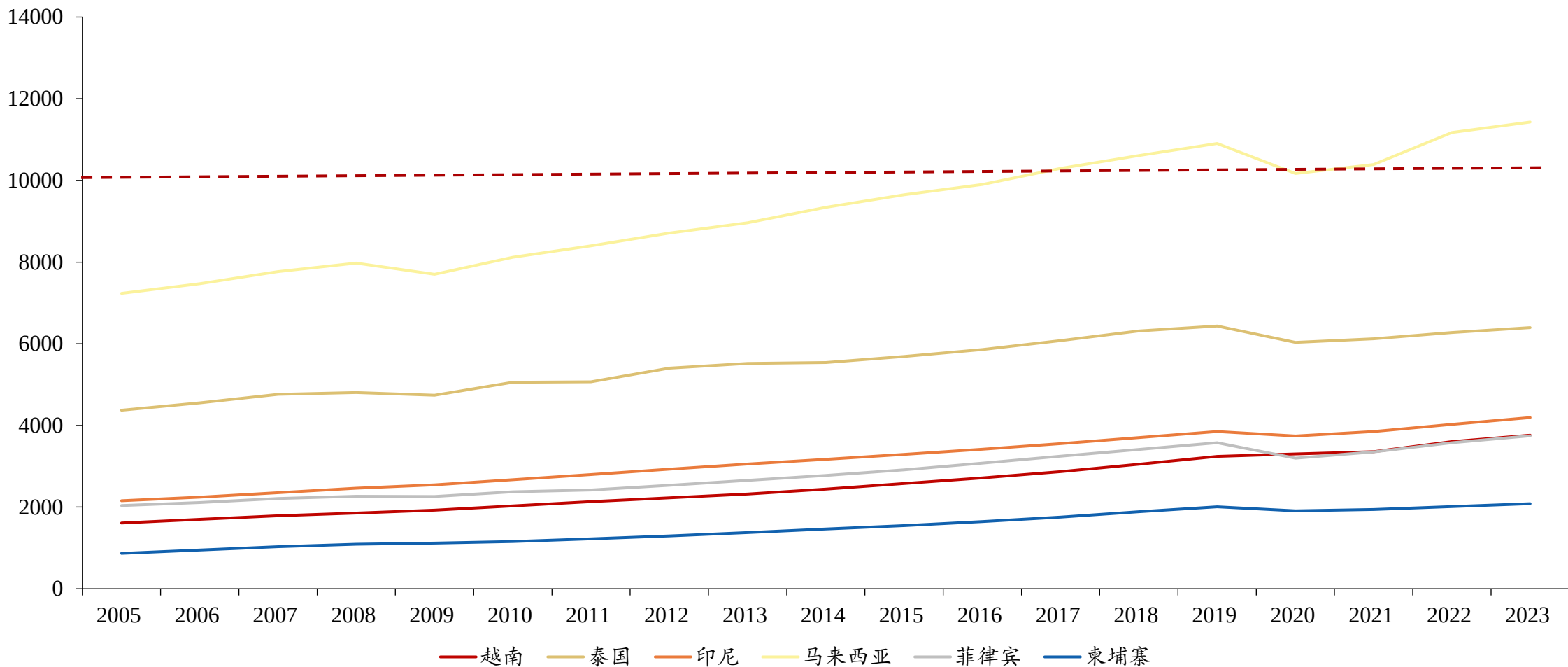


Jellycat快闪活动全球爆火



与欧美不同，东南亚国家由于经济水平提升，物质生活更加丰富，正处于精神消费时代开启前夜。

东南亚国家人均GDP（美元）



中国潮玩公司陆续出海，包括泡泡玛特、名创优品、52TOYS，寻找独角兽，卡游，布鲁可等。

公司	海外收入	海外收入分布	海外销售情况
泡泡玛特	24H1境外收入13.5亿元，收入占比30%，同比增长260%	按收入占比，24H1东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳及其他占比分别为41%/35%/13%/10%，收入同比+478%/154%/378%/159%	截至24年7月，境外门店数已突破100家，24H1境外平均月店效达到195万元，是内地的2倍以上，7月5日泰国 LABUBU主题店首日营业额超1000万元，破全球首日店效记录。
名创优品	24H1海外收入27.3亿元，收入占比37%，收入同比+43%	按门店数占比，24H1亚太/拉美/北美/欧洲门店数占比分别为54%/21%/9%/10%	截至24Q3,海外 MINISO 门店共计2936家，8/31印尼雅加达Central Park门店单日销售额突破118万人民币，创全球门店单日销售额新高；TOP TOY重点发力东南亚，10/19泰国首店，马来西亚门店正在布局。
52TOYS	2022年年底，海外销售额同比增长246%，其中，澳大利亚市场的业绩增幅达到1468%。预计2024年泰国收入同比增长突破300%，东南亚同比增长220%	形成以东南亚、北美和日本市场为主的海外战略，已进入日本、新加坡、泰国、印尼、马来西亚、菲律宾、澳大利亚、北美、欧洲和中国香港、中国台湾等地区。	泰国首店首月销售额260万元。

02

潮玩品类分析： 潮流迭起 花落谁家

本章节针对潮玩不同品类拆解，解决2个核心问题：

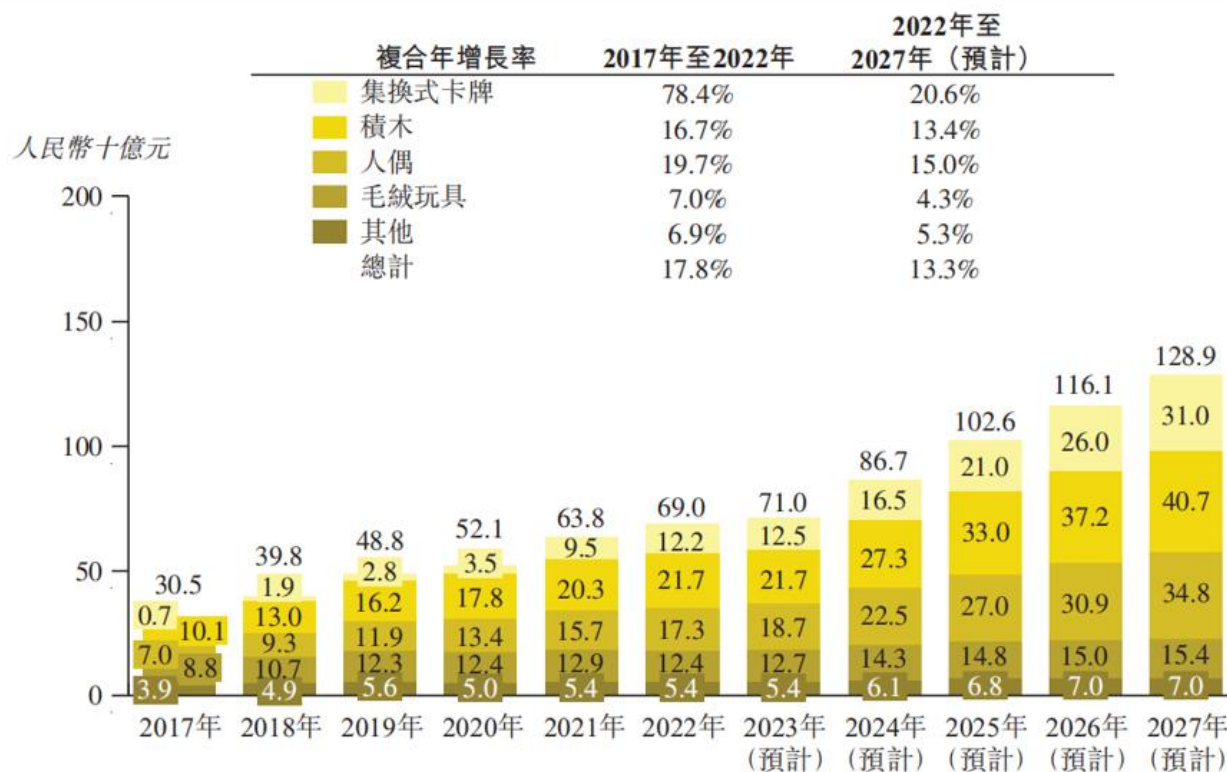
- 1) 哪些品类更优？
- 2) 不同品类商业模式差异？

我们将从市场规模、市场增速、竞争格局3个方面分析：

1) **市场规模：积木>手办>卡牌>毛绒。**根据灼识咨询（卡游招股书），预计2027年中国潮玩行业市场规模1289亿元，其中，积木/手办/卡牌/毛绒市场规模分别为407/348/310/154亿元，积木规模最大。**市场规模差异由不同品类目标人群和均价相关。**

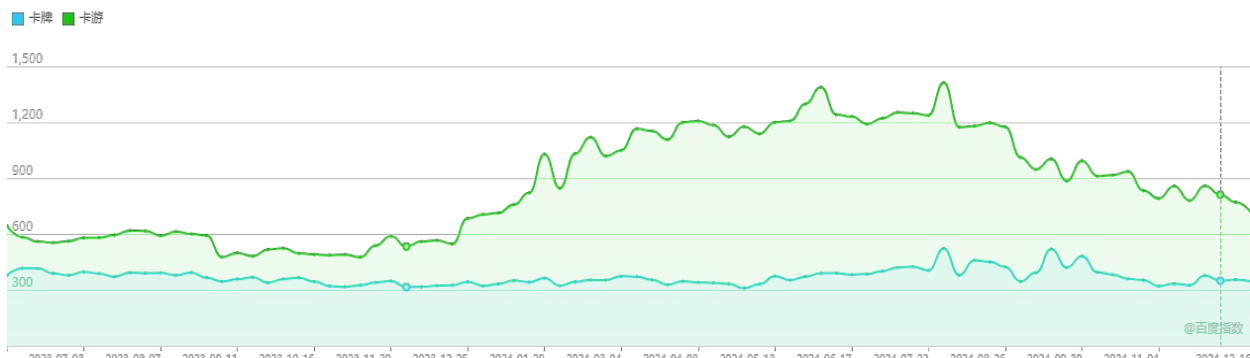
2) **市场增速：卡牌>手办>积木>毛绒。**根据灼识咨询（卡游招股书），预计2022-2027年中国潮玩行业年复合增速13.3%，其中，卡牌/手办/积木/毛绒市场年复合增速为20.6%/15.0%/13.4%/4.3%，卡牌增速最快。**市场增速差异与品类在中国发展的成熟度有关。**

中國按產品類別拆分的泛娛樂玩具行業市場規模，以商品交易總額計，2017年至2027年（預計）



卡牌：卡游翻倍高增

卡牌/卡游百度搜索指数自2023年底明显提升

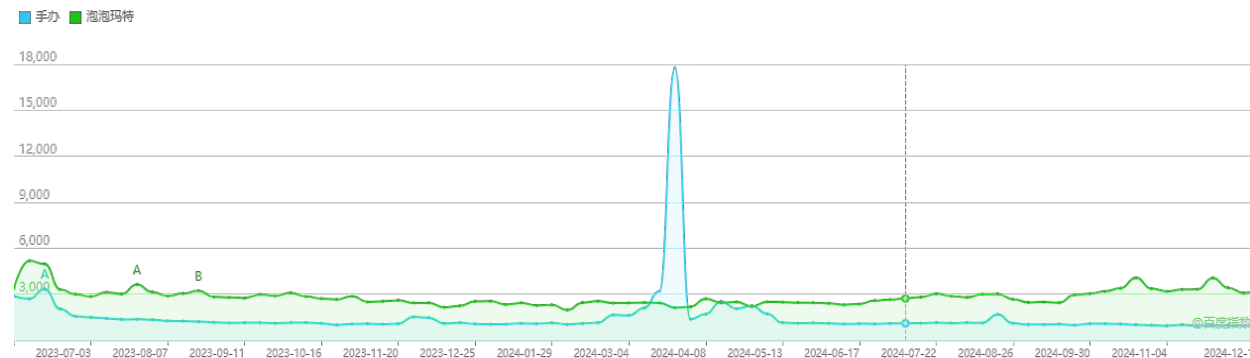


卡游财务数据一览

单位：百万元	2021A	2022前3Q	2022A	2023前3Q
营业总收入	2298.86	3654.39	4135.14	1955.87
YOY			79.9%	-46.5%
归母净利润	-153.18	-115.25	-296.03	260.16
YOY			93.3%	-187.9%
经调整净利润	795.40	1567.60	1619.70	578.10
YOY		97.08%	103.63%	-64.31%
毛利率	58.10%	69.84%	68.80%	67.35%
期间费用率	17.46%	20.14%	25.31%	45.23%
其中：销售费用	181.25	283.46	375.02	296.19
销售费用率	7.88%	7.76%	9.07%	15.14%
其中：行政费用	218.38	448.82	666.48	583.29
行政费用率	9.50%	12.28%	16.12%	29.82%
其中：财务费用	1.86	3.87	5.25	5.25
财务费用率	0.08%	0.11%	0.13%	0.27%
归母净利率	-6.66%	-3.15%	-7.16%	13.30%
经调整后净利率	34.60%	42.90%	39.17%	29.56%

手办：泡泡玛特再掀热潮

手办/泡泡玛特百度搜索指数维持3000以上高位

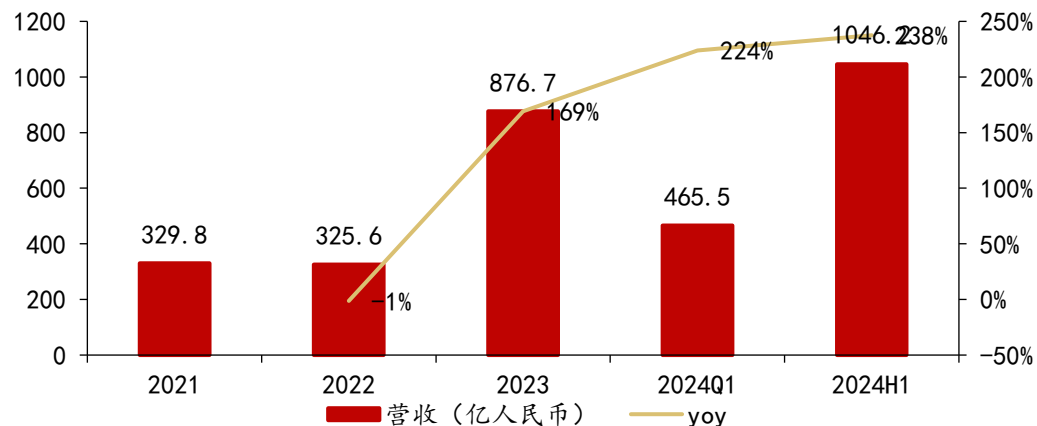


泡泡玛特财务数据一览（单位：百万元）

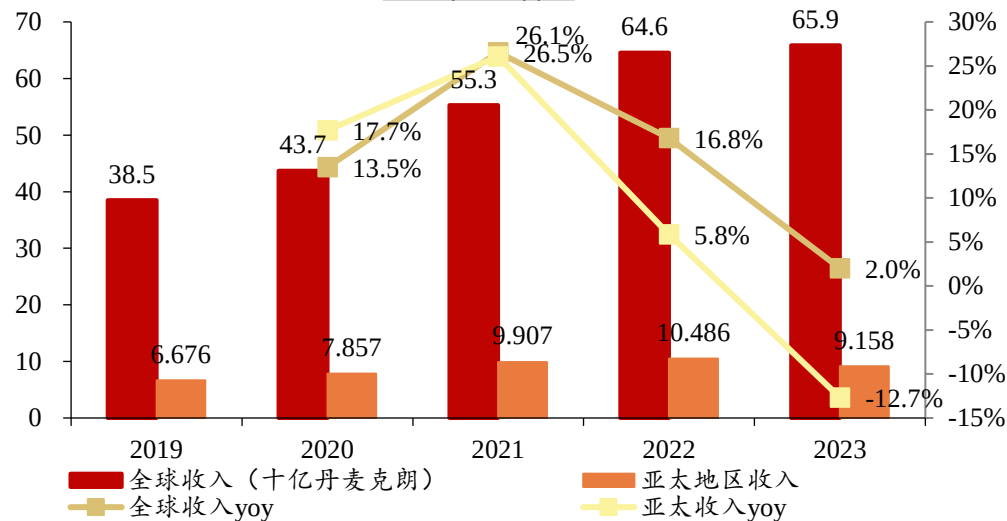
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
营业收入	1683.4	2513.5	4490.7	4617.3	6301.0	4557.8
yoy		227%	49%	79%	3%	62%
内地销售收入	1656.5	2439.3	4306.9	4163.4	5234.9	3206.4
yoy		222%	47%	77%	-3%	26%
境外销售收入	26.9	74.2	183.7	453.9	1066.1	1351.5
yoy		176%	148%	147%	135%	260%
毛利润	1090.3	1594.1	2758.6	2654.5	3864.1	2919.1
毛利率	64.8%	63.4%	61.4%	57.5%	61.3%	64.0%
归母净利润	451.1	523.5	854.3	475.7	1082.3	921.3
净利率	26.8%	20.8%	19.0%	10.3%	17.2%	20.2%
调整后净利润	469.1	590.5	1001.6	573.5	1190.5	1017.6
调整后净利率	27.9%	23.5%	22.3%	12.4%	18.9%	22.3%

积木：乐高稳健增长，布鲁可爆发增长

布鲁可爆发增长

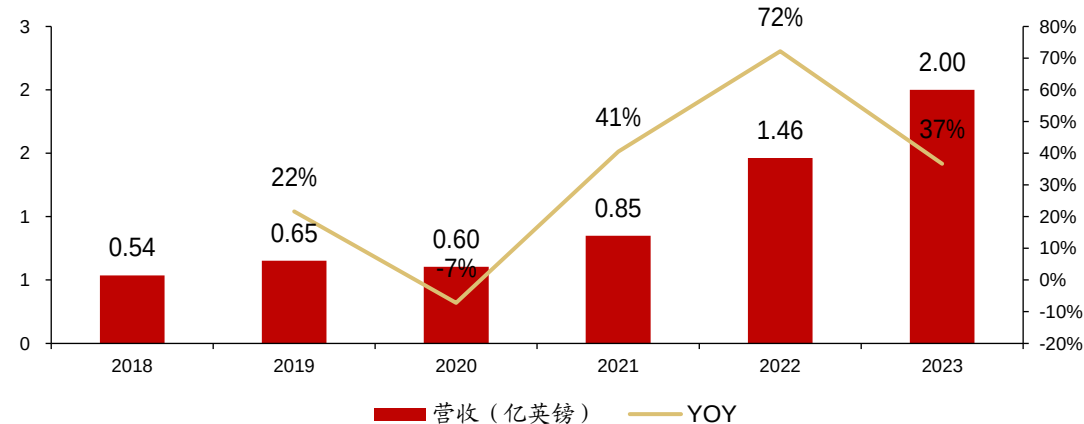


乐高稳健增长

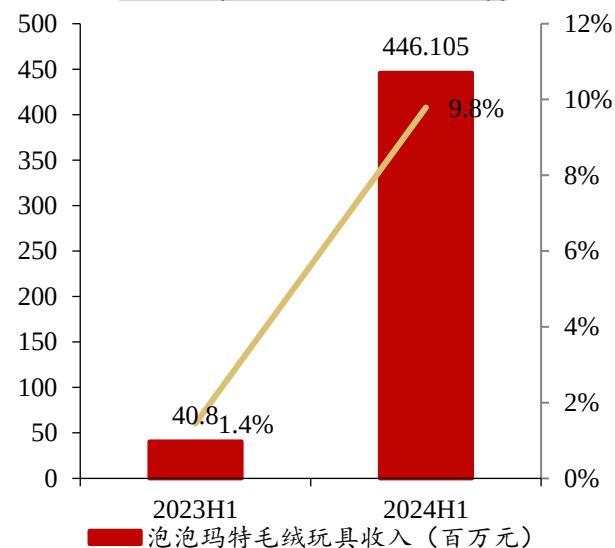


毛绒：Jellycat引领，泡泡玛特强势入局

Jellycat高增风靡



泡泡玛特毛绒接近10倍高增



泡泡玛特毛绒二手市场价格高企



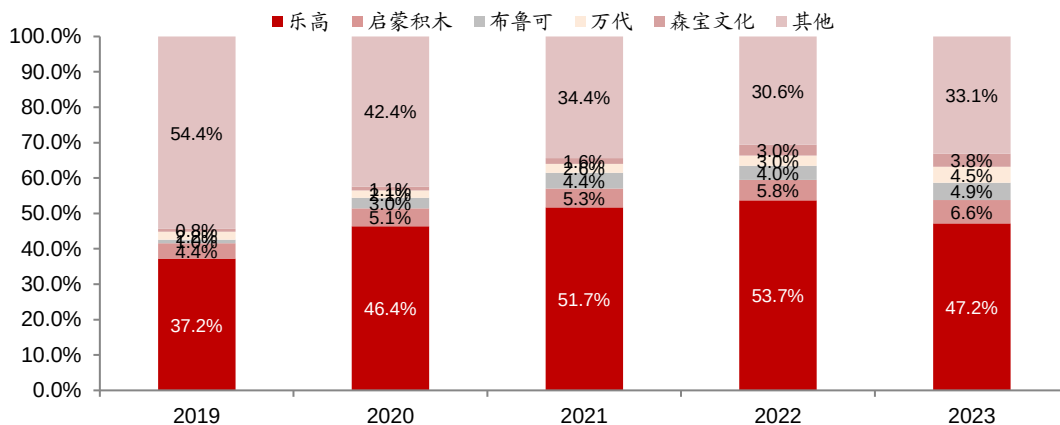
原价159
二手价261

原价159
二手价502 20

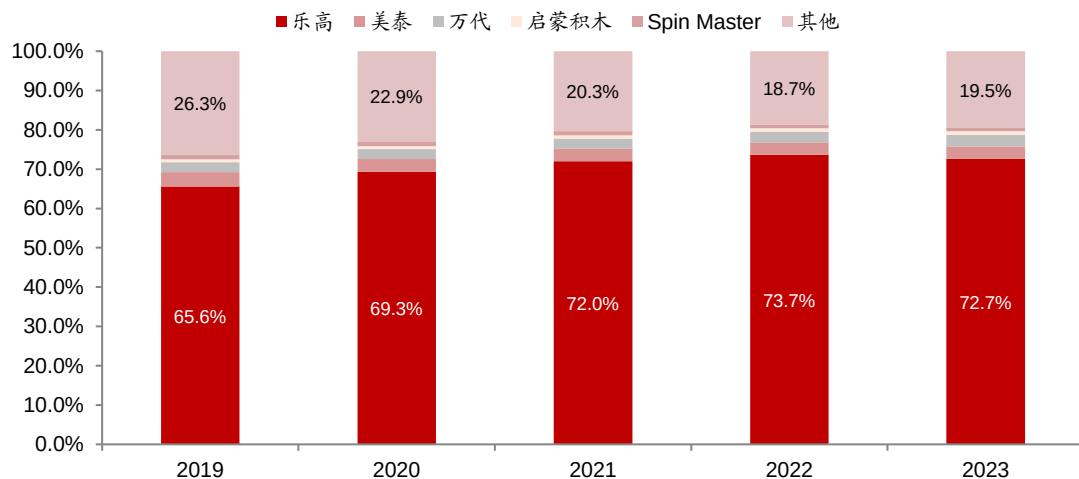
3) 竞争格局（按头部集中度）：积木>卡牌>手办>毛绒>徽章立牌。不同品类的格局差异本质上由商业模式和壁垒差异决定。

积木格局：TOP1 50-70%，CR5 70-80%

中国积木市场格局

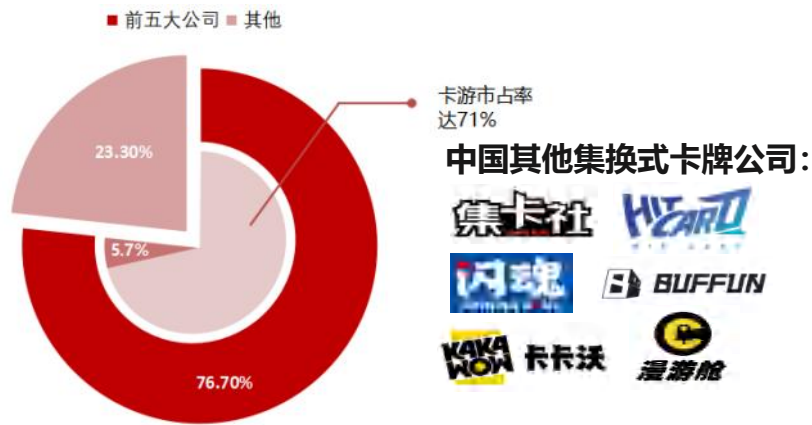


全球积木市场格局

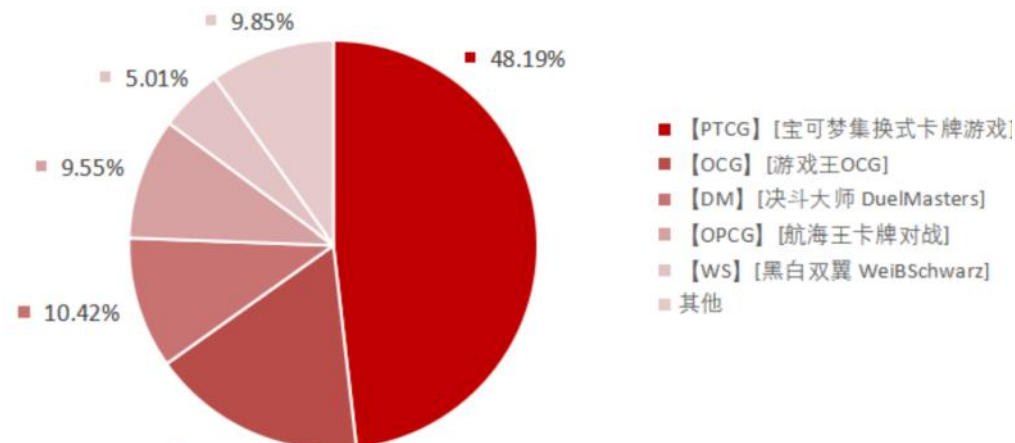


卡牌格局：TOP1 50-70%，CR5 80-90%

2022年中国集换式卡牌市场格局



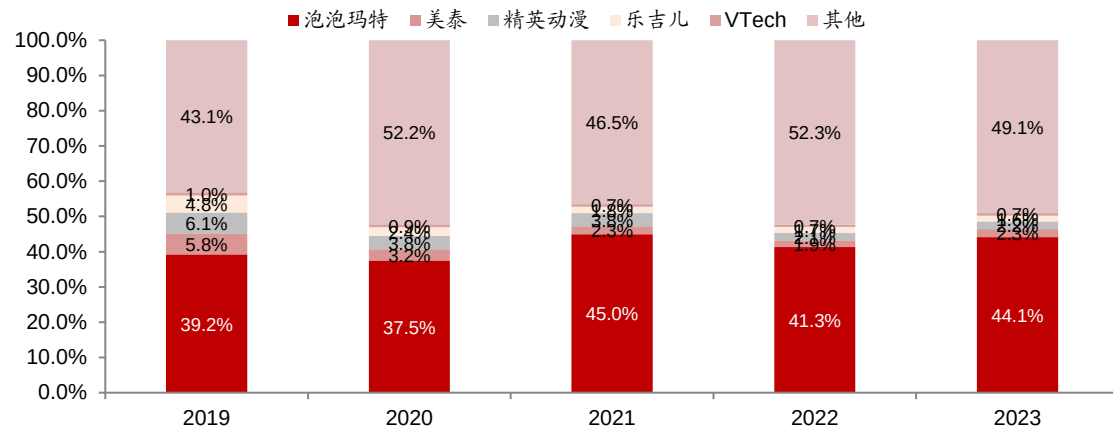
2023年日本TCG卡牌市场格局（销售额占比）



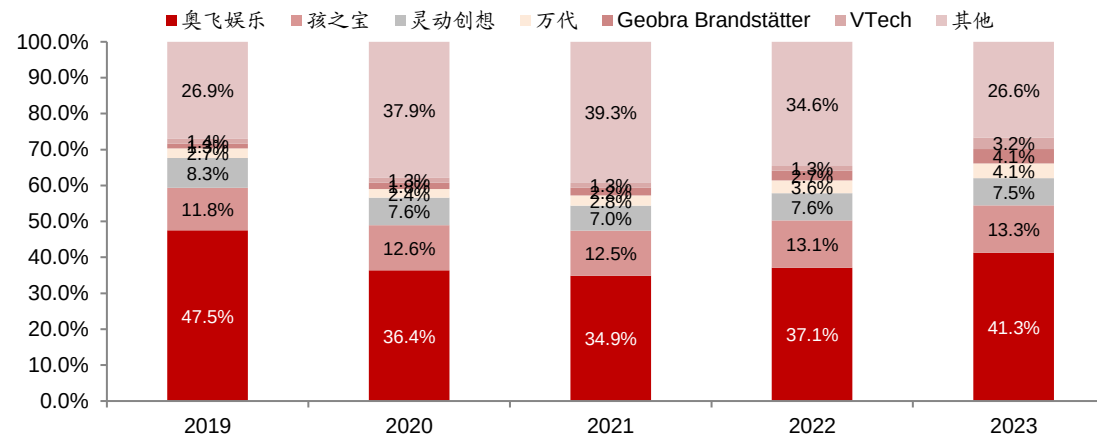
3) 竞争格局（按头部集中度）：积木>卡牌>手办>毛绒>徽章立牌。不同品类的格局差异本质上由商业模式和壁垒差异决定。

手办格局：TOP1 20-40%，CR5 50-70%

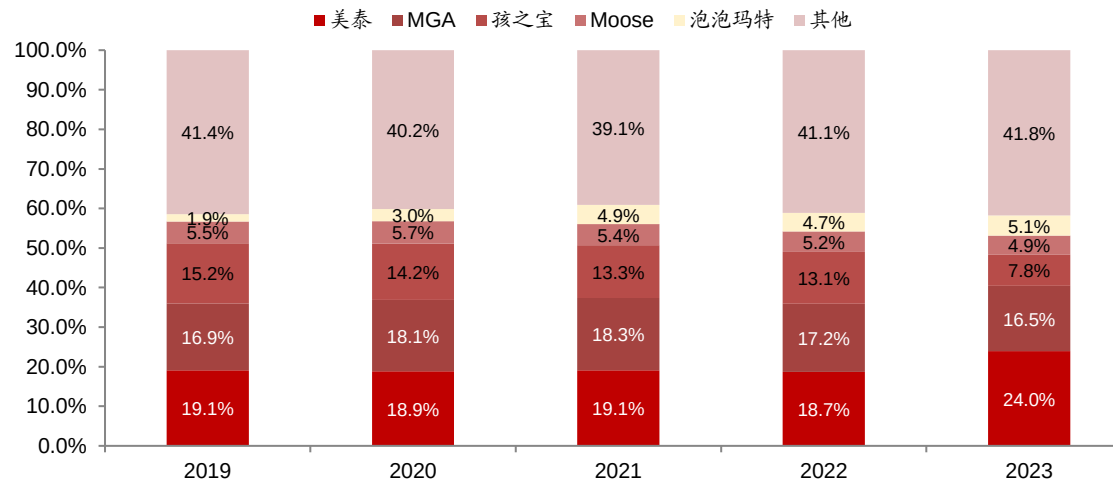
中国手办玩偶市场格局



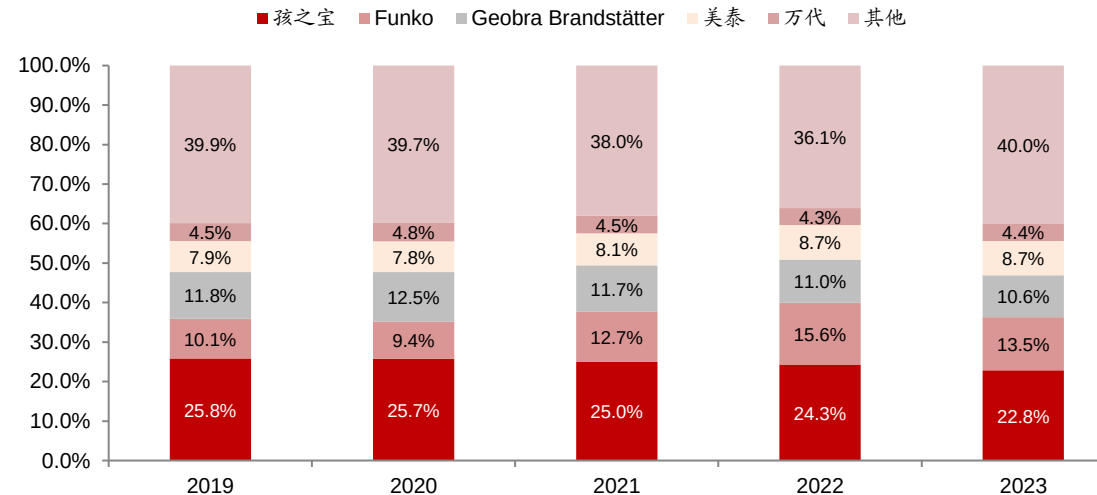
中国动作人偶市场格局



全球手办玩偶市场格局



全球动作人偶市场格局

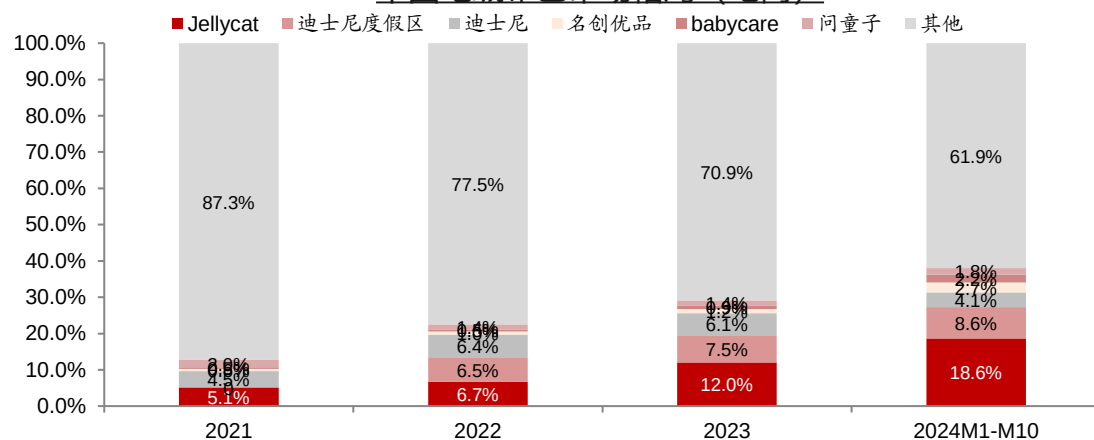


注：动作人偶通常指偏男性向拟人手办，如美少女战士/泡泡玛特等
数据来源：欧睿，久谦，浙商证券研究所

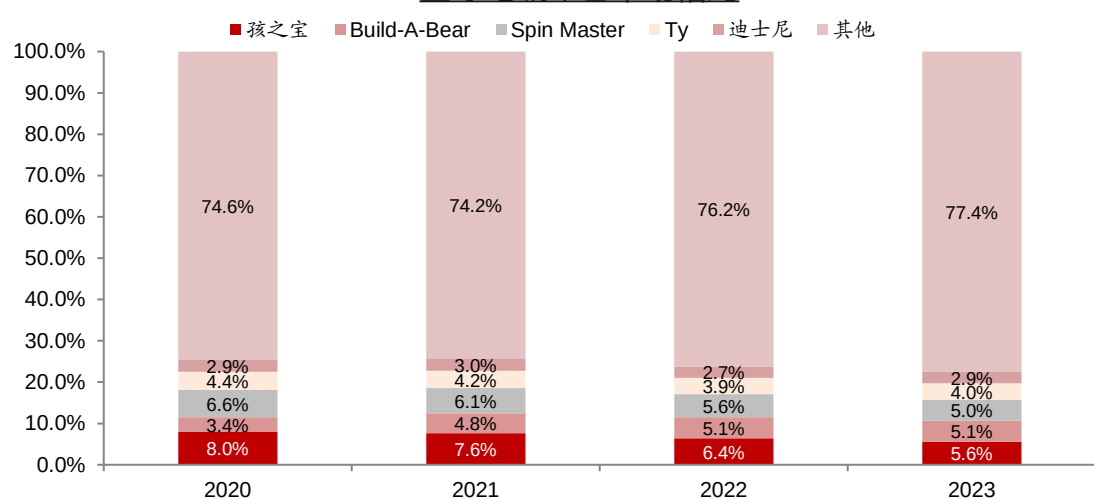
3) 竞争格局（按头部集中度）：积木>卡牌>手办>毛绒>徽章立牌。不同品类的格局差异本质上由商业模式和壁垒差异决定。

毛绒格局：TOP1 5-20%，CR5 20-40%

中国毛绒布艺市场格局（电商）



全球毛绒布艺市场格局



徽章格局：极度分散

排球少年立牌品牌商分散（淘宝）



初音未来徽章品牌商分散（淘宝）



潮玩商业模式和壁垒：我们核心归结为IP和运营两点，运营能做的差异化空间越小（比如产品工艺和玩法），对IP依赖度越大，如徽章/立牌等偏2D印刷类产品，而IP端自有化独家化才能构造绝对壁垒。积木和卡牌（特别是TCG）由于玩法独特性和强互动性，运营壁垒最高，积木还叠加制造工艺壁垒。手办、毛绒根据IP属性分为内容类（如二次元或真人偶像）和形象类（无内容），形象类对运营要求更高。

由此决定竞争格局：IP市场具有分散性，决定了对IP依赖度越大的品类越难集中，龙头需要有IP平台化能力，因此徽章/立牌/有属性毛绒市场分散；运营玩法独创可独占赛道，且玩法互动性越强，越容易形成集群效应，行业集中度越高，因此卡牌/积木格局最为集中，龙头需要有稳健运营和持续推新的长效机制。

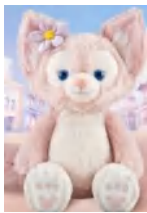
潮玩商业模式	IP							运营	
潮玩品类	徽章/立牌	毛绒		手办		卡牌		积木	
		有属性娃	无属性娃	二次元手办	潮流手办	CCG卡牌	TCG卡牌		
定义	基于二次元IP用亚克力等制作商品	用聚酯纤维/棉花等作为填充物和覆盖层组成的质软玩具		基于特定IP形象利用树脂/PVC等开模涂装的人物模型		具有特定主题供消费者收藏、交换、对战互动的实体卡		由木头、塑料等材质制成的易建、易倒、易拆的玩具	
核心玩家	广博股份/晨光股份/奥飞娱乐等	迪士尼/Jellycat/Squishmallows 名创优品/泡泡玛特等		万代/孩之宝/美泰/Funko 泡泡玛特/寻找独角兽/奥飞等		宝可梦/航海王/万智牌/游戏王 卡游/集卡社/闪魂等		乐高/万代/布鲁可/启蒙等	
市场集中度	低								高

03

潮玩公司竞争力分析

本章节对全球潮玩产品公司复盘分析，以回答：

- 1) 不同公司竞争力差异？
- 2) 什么公司能长大？不同特性公司对应天花板多少？
- 3) 怎么看泡泡玛特等公司天花板？

公司名	迪士尼	乐高	万代	孩之宝	美泰	宝可梦	Funko
所属国家	美国	丹麦	日本	美国	美国	日本	美国
成立时间	1923	1932	1950	1926	1968	1998	1998
公司简介	全球最大的综合性娱乐公司	全球头部积木玩具品牌商	全球头部潮流玩具及游戏娱乐品牌商	全球头部玩具和游戏公司，旗下著名品牌包括龙与地下城、NERF、变形金刚等	全球最大的玩具公司之一，著名产品有风火轮Hot Wheels、芭比娃娃等	全球头部IP授权商，主营游戏，动画，卡牌等。	全球头部潮流玩具品牌商，以人形玩偶如POP!系列著称
收入体量（亿美元）	913.61	95.66	67.00	50.03	54.41	19.84	10.96
收入增速	2.77%	1.96%	6.07%	-14.57%	0.12%	26.85%	-17.13%
收入近5年CAGR	6.92%	12.62%	7.72%	1.17%	3.85%	25.48%(近4年)	6.63%
毛利率	35.75%	68.06%	35.32%	65.90%	47.48%	/	30.38%
经营利润率（经调）	13.04%	25.96%	8.63%	9.53%	10.32%	29.81%	-9.47%
收入结构（分地区）	美洲/欧洲/亚太占比 78.98%/11.25%/9.76%	美国/欧中非/亚太占比 46.5%/38.5%/14%	日本/美国/欧洲/亚洲占比 59.47%/15.78%/12.28%/12.47%	北美/欧洲/亚太/拉丁美占比 57%/23%/9%/11%	北美/国际/美国女孩部占比 55%/41%/4%	/	美国/欧洲/其他地区占比 69%/24%/7%
收入结构（分产品）	娱乐/体育/体验占比 45.08%/19.29%/37.38%	产品销售/授权业务 99%/1%	玩具兴趣/数码/IP产品/娱乐/其他占比 48.55%/35.48%/7.85%/11.39%	玩具等消费品/游戏/娱乐占比 58%/29%/13%	玩偶/学前玩具/动作人偶/赛车模型占比 44%/18%/20%/30%	/	POP玩偶/LONGEFLY潮流服饰/其他占比73%/20%/7%
IP	自有IP为主，米老鼠、维尼熊、星球大战、迪士尼公主位列全球价值最高的IP TOP5	授权IP为主	著名IP包括高达(自有)，龙珠、航海王、奥特曼、假面骑士(授权)，TOP5 IP销售额占比91.5%	既有自有IP(变形金刚、特种部队、小马宝莉、小猪佩奇)，也有大牌授权IP如星战、漫威	Barbie; Fisher-Price and Thomas & Friends, and PowerWheels; Hot Wheels等	自有IP宝可梦	以授权IP为主，迪士尼、漫威和卢卡斯影业销售额占比38%，TOP5 IP/长青IP占比17%/67%
渠道	直营(迪士尼商店、乐园)+授权	2023年总门店1031家（195直营+836授权）	游戏门店1121家（直营318+其他803）；玩具门店为经销代理模式	经销代理为主，公司前五大零售客户收入占比34%，2B最大客户为沃尔玛和亚马逊，各占收入11%。	经销代理为主，三大客户沃尔玛/Tar/亚马逊收入占比44%	授权经销为主，直营门店包括宝可梦中心和宝可梦商店	代理商收入占比79%，零售合作伙伴有塔吉特、沃尔玛等，DTC占比21%
供应链	代工厂	自有工厂,分布全球（现有5家, 2家新建中）	代工厂	代工厂	自有工厂+代工厂，代工厂主要位于中国/印尼/马来西亚/墨西哥/泰国	自有工厂(22年收购Millennium Print Group负责卡牌印刷)+代工厂	代工厂,主要分布在中国及越南
热销产品示例	 						
	玲娜贝儿玩偶 疯狂动物城手办	乐高星球大战系列	龙珠手办&高达模型	变形精工模型&蜘蛛侠手办	芭比娃娃	宝可梦集换式卡牌	FUNKO-星球大战-格洛古

注：迪士尼为FY24(截至24年9月)，乐高为FY23(截至23年12月)，万代为FY24(截至24年3月)，多美为FY24(截至24年3月)，FUNKO为FY23(截至23年12月)，孩之宝为FY23(截至23年12月)，美泰为FY23(截至23年12月)，宝可梦FY24(截至24年2月)

资料来源：公司公告，彭博，浙商证券研究所

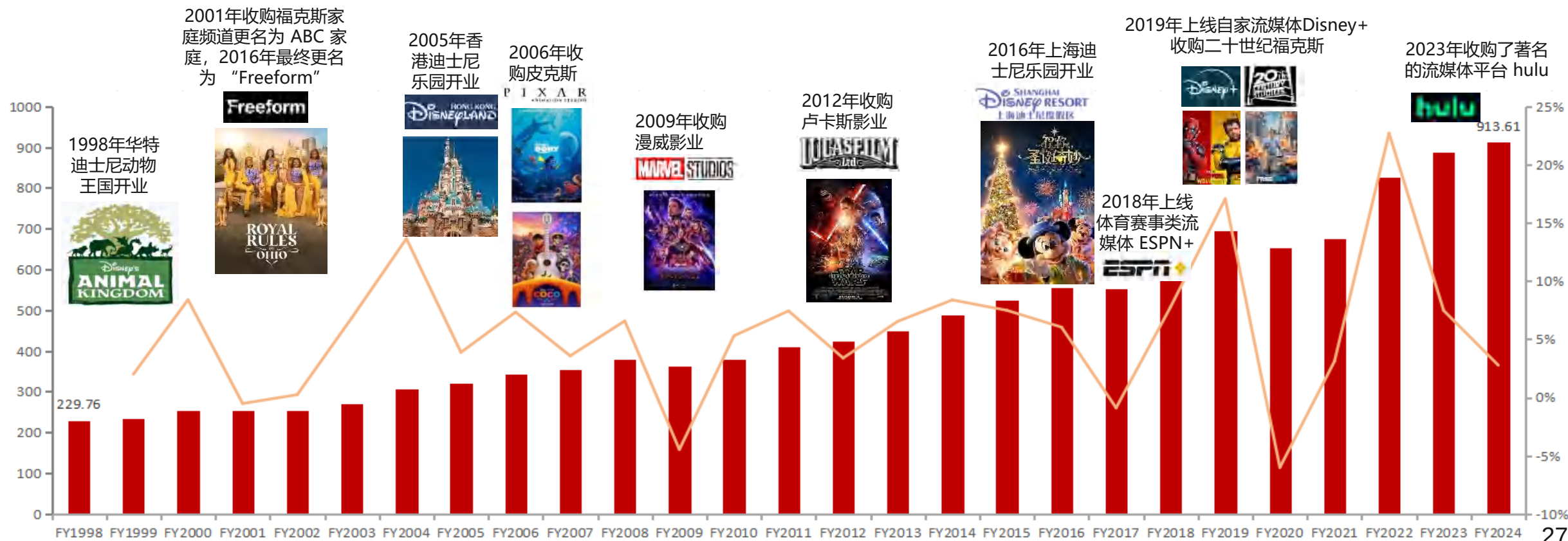
3.3

迪士尼：动画电影发家，构建迪士尼IP宇宙+全生态运营王国

迪士尼以动画电影起家，具有IP内部孵化机制，并通过收购形成IP宇宙，并打造从影视、乐园、游戏、零售商品，IP授权，出版，音乐，舞台剧等全IP生态链。24年迪士尼营收达913.6亿美元，全球头部IP包括米老鼠、维尼熊、星球大战、迪士尼公主等。

IP自研，擅长世界观和价值观引领，动画设计班底深厚：1923年迪士尼兄弟制片厂成立，并创作出米老鼠动画，在战争和经济危机大背景下传达乐观冒险精神，成为全球国民IP，1937年第一部长篇动画《白雪公主与七个小矮人》宣扬正义战胜邪恶，上映即收获1.84亿美元票房，后续持续推出《睡美人》、《小美人鱼》等迪士尼公主系列，近年《冰雪奇缘》强调女性自由与力量，《疯狂动物城》直指种族歧视。

资金实力强劲，持续收购，形成迪士尼IP宇宙：2006年收购皮克斯（代表作《玩具总动员》/《海底总动员》），2009年收购漫威（《钢铁侠》），2012年收购卢卡斯（《星球大战》/《夺宝奇兵》），2019年收购福克斯（《阿凡达》《泰坦尼克号》《X战警》《死侍》等）。



注：财年口径截至到当年9月底或10月初
数据来源：公司官网，公司公告，浙商证券研

成功打造IP全生态运营王国：从IP衍生影视，乐园，游戏，零售商品，IP授权，出版，音乐，舞台剧到电视台、流媒体等发行渠道。1930年纽约商人乔治·博格费尔特向迪士尼购买了米奇和米妮形象在玩具、书籍和服装上的使用权；1952年迪士尼成立WED公司开始建设乐园，1955年加州迪士尼乐园开业；1956年迪士尼唱片公司成立；80年代后期开始发展游戏板块；1996年斥资190亿美元收购ABC与ESPN电视台，延展内容传播渠道；2018年迪士尼上线体育赛事类流媒体 ESPN+；2019年以713亿完成福克斯大部分资产收购，包含福克斯电影、电视公司，FX、国家地理电视网络，30%流媒体平台Hulu股权，39%欧洲电视台SkyTV股权，印度Star电视台及亚洲付费电视星空传媒。2019年上线自家流媒体 Disney+，开始大力发展流媒体。

迪士尼业务版图

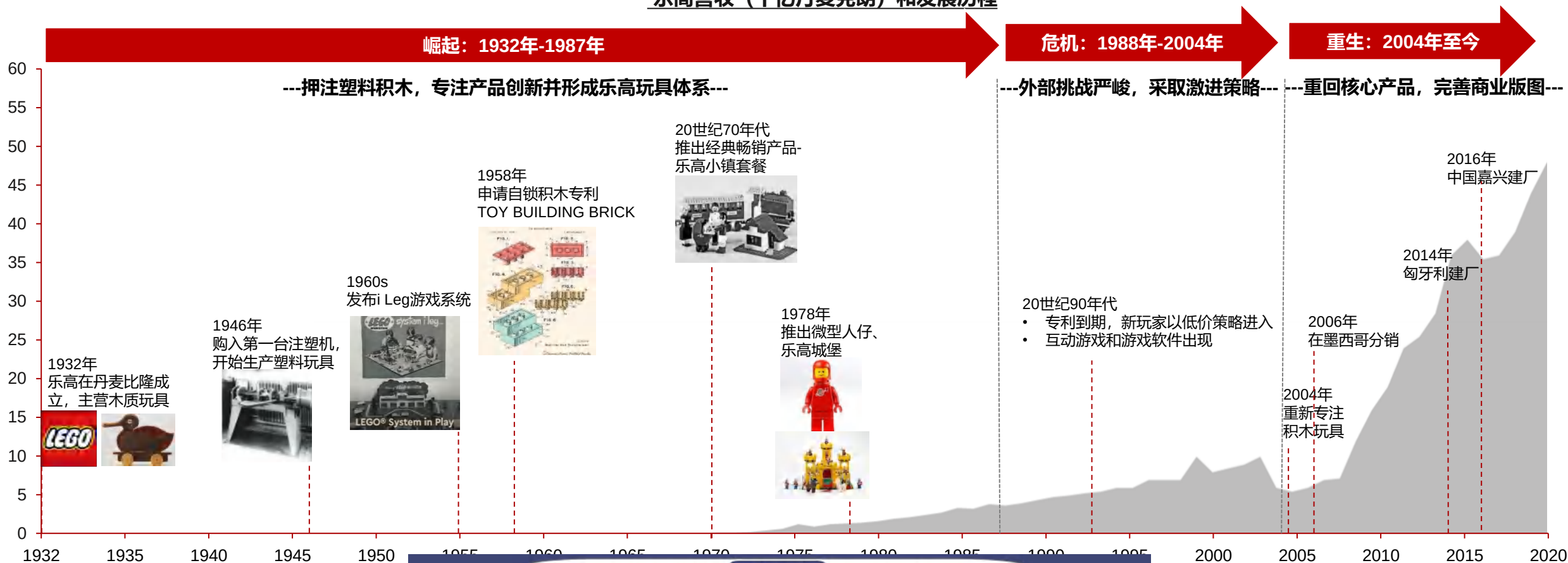


3.4 乐高：全球积木龙头，产品壁垒深厚，独创设计语言

乐高精耕积木品类，打造深厚产品制造壁垒，独创设计语言，构建乐高共创粉丝圈，实现品类即品牌，积木全球市占率超70%。2023年乐高营收659亿丹麦克朗（折合约96亿美元）。

公司发展历史分为3大阶段：1) 崛起期(1932-1987年)：1958年推出现代乐高积木雏形并申请专利，形成三大产品线：幼儿大积木得宝，乐高经典积木，乐高IP联名主题套装；2) 危机期(1988-2004年)：自锁积木专利到期导致竞争加剧，游戏电影兴起抢夺用户，新业务扩张过分激进(包括游戏/电影/教育中心/儿童服饰/主题公园/品牌商店等)，陷入亏损和财务危机，面临破产；3) 蜕变期：出售无关业务(包括主题公园和电子游戏)，专注核心积木产品研发。

乐高营收（十亿丹麦克朗）和发展历程



3.4 乐高：全球积木龙头，产品壁垒深厚，独创设计语言

构造深厚产品制造壁垒，自有工厂全球布局。开模成本高昂设置积木品类进入的第一道门槛，标准乐高零件模具成本高昂，约5万-8万美元/个，乐高通过标准化设计以及规模化优势，单个模具在使用期限内可以制作大约600亿块积木以充分分摊成本。进而，积木产品越精细，对工艺水平要求越高，毫厘之差决定了消费者在滑、插、卡、扣的拼搭过程中是否顺滑、省力，是影响使用体验和消费决策的关键，乐高工艺技术可实现精度公差近0.002毫米，背后由其高标准、自动化供应链支撑，目前乐高拥有5个自有工厂，2个新建厂房，预计分别于24年和25年投入使用。

独创设计语言，构建乐高共创粉丝圈。截至24年5月，乐高产品拥有42个主题系列，基本可分成三大类：1) 经典生活场景主题线，如乐高城市，乐高艺术；2) 第三方授权IP主题线，如星球大战等；3) 自有IP主题产品，如乐高朋友。以上产品都具有统一“像素级”设计语言，打造“万物皆可乐高”。同时，乐高注重构建共创粉丝圈，比如乐高IDEAS平台允许粉丝提交MOC产品（My Own Creation），还有机会成为官方套装，设立LUG(LEGO User Group)供粉丝分享产品及线下聚会，设立LCP(LEGO Certified Professionals)作为乐高玩家最高评价，并可成为全职工作，乐高粉丝还有自己的黑话系统，包括杀肉、作弊砖等。

截至2022年乐高全球工厂

国家/地区	工厂/供应商 (家)	国家/地区	工厂/供应商 (家)
中国	22	中国台湾	2
墨西哥	20	比利时	2
丹麦	11	斯洛伐克	2
德国	9	西班牙	1
波兰	7	巴西	1
捷克	6	韩国	1
瑞典	6	泰国	1
匈牙利	5	印尼	1
美国	3	爱尔兰	1
荷兰	3	瑞士	1
澳大利亚	2	合计	109
英国	2		

乐高IDEAS平台已被做成官方套装的粉丝作品



万代南梦宫以模型玩具发家，背靠日本动漫产业成长，通过强绑定和收购方式构建IP矩阵，产品创新运营能力极强，开创扭蛋/模型手办/拼装玩具/卡牌/游戏机等多类玩法，构造IP全品类运营版图。FY2024万代南梦宫营收10502.1亿日元（折合约67亿美元），销售前5大IP包括高达/龙珠/航海王/假面骑士/火影忍者，销售额分别为1457/1406/1121/315/253亿日元。

天时地利，日本动漫产业共生。公司发家于模型玩具，1955年发行合金玩具车热销；1963年匹配《阿童木》漫画热销推出第一款IP玩具受追捧；1969年收购静岡工厂开始涉足塑料模型生产；而后随日本动漫IP崛起推出多个爆款产品包括假面骑士，圣斗士星矢、龙珠、航海王等。以高达为例，1979年动画首播，万代次年推出高达模型把IP热度推到顶峰，1994年万代收购Sunrise，获得高达影像制作和出版发行权，2019年收购创通获得高达商品化权利。**万代南梦宫的发展史也是日本动漫产业史。**

万代南梦宫发展史

1950年成立，1955年发行合金玩具车，1963年推出第一款IP玩具「阿童木」热销。1969年收购“今井科学”静岡工厂涉足塑料模型生产。1972年与东映合作匹配动画推出《魔神Z》金属机器人玩具。1970s与东映牵手推出的“假面骑士变身腰带”大获成功。

1977年首创扭蛋机玩法。1977年发布宇宙战舰大和号塑料模型。1980年匹配高达动画推出高达拼装玩具，使用免胶卡榫定位技术和多色成形技术甩开竞争对手。后续匹配日本动漫崛起，如阿拉蕾、龙珠、圣斗士星矢等超人气作品都被万代陆续玩具化，奠定全球玩具龙头地位。

1994年收购高达动画制作公司Sunrise。1996年旗下电子宠物玩具拓麻歌子爆火，加密游戏业务拓展。1999年开发黑白游戏掌机，不敌任天堂。2005年，万代宣布与南梦宫合并。2010年，公司业务及股价均遇冷，改革迫在眉睫。

2010年，万代南梦宫大刀阔斧调整组织架构，明确IP价值最大化。2015-2021年进行了三次内部结构重组，逐步走向正轨。目前，万代实施“IP轴战略”，以IP培养和共创为轴，衍生玩具，游戏，娱乐设施，纸牌等多部门，以IP价值最大化为核心。

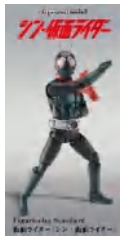
阶段一：50-70年代
初创探索，建立基础

阶段二：70-80年代
玩具龙头地位确立

阶段三：1990-2010
拓展游戏业务，业绩滑坡

阶段四：2010至今
组织改革，焕发新生

万代南梦宫销售额前九大IP

IP名称	DRAGON BALL	Gundam series	ONE PIECE	KAMEN RIDER	Ultraman	NARUTO	Anpanman	Super Sentai	PRETTY CURE!
IP中文名称	龙珠系列	高达系列	航海王	假面骑士系列	奥特曼系列	火影忍者	面包超人	超级战队系列	光之美少女系列
IP典型形象									
IP诞生年份	1984	1979	1997	1971	1966	1999	1988	1975	2004
IP所有者	集英社，东映等	万代南梦宫	集英社等	东映等	圆谷（日本）	集英社等	FROEBEL馆、	东映等	东映等

数据来源：万代财报，万代官网，维基百科，

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

3.5

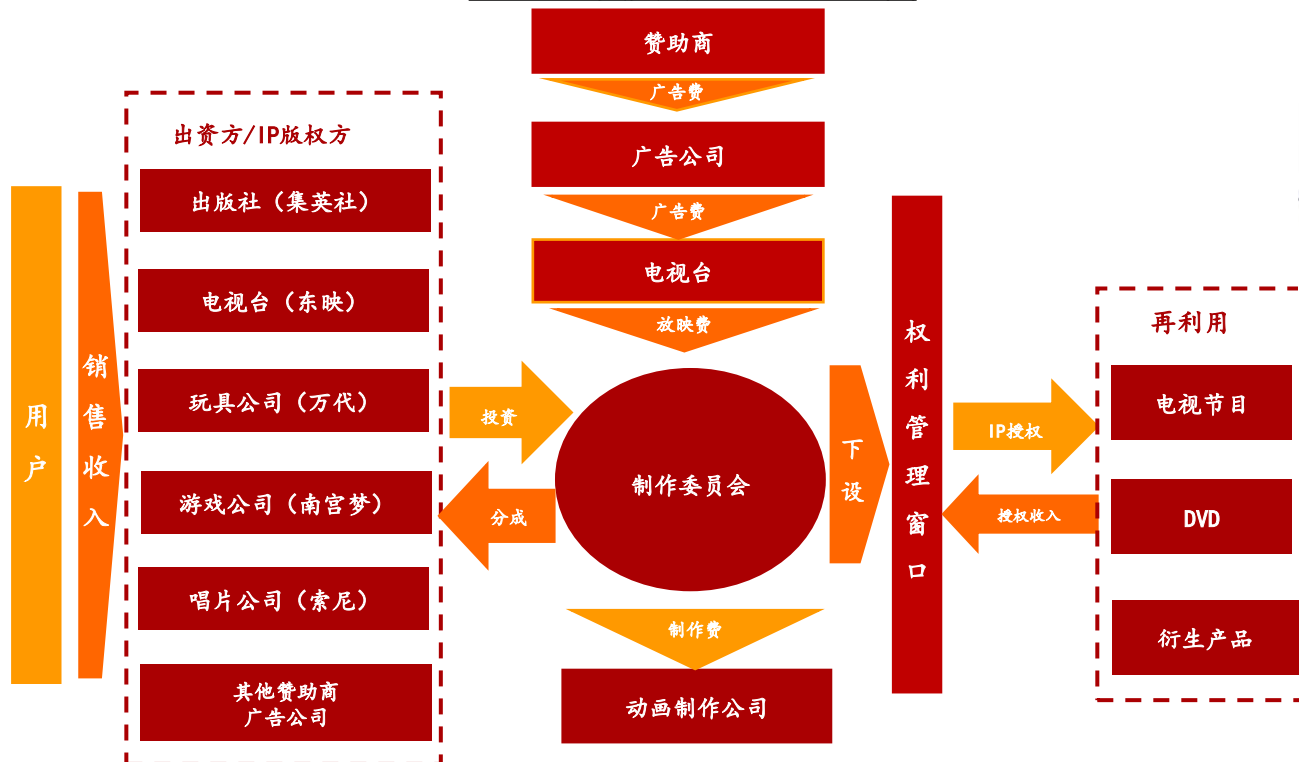
万代南梦宫：模型玩具发家，日本动漫产业共生体，产品创新王者

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

兼有人和，日本制作委员会核心成员，头部日漫IP版权共享或独家化。日本动漫产业形成“制作委员会”模式，单个IP由出版社、动画制作公司、电视台、产品商、广告商等多个版权方共同拥有，并通过统一权利窗口对外授权，相关收益按出资额分配，万代南梦宫作为日本玩具和游戏巨头，是制作委员会核心成员，获得IP在游戏和玩具领域的优先改编权。

玩具品类创开创者，构造IP全品类运营版图。1970年南梦宫推出赛车游戏机《Racer》，采用3D投影技术大火；1977年万代首创扭蛋机玩法；1980年万代推出高达拼装玩具，并使用免胶卡榫定位技术和多色成形技术甩开竞争对手；1980年南梦宫推出吃豆人游戏，风靡全球；1996年万代旗下电子宠物玩具拓麻歌子爆火；1997年万代推出悠悠球；1998年万代从东映获得《游戏王》商品制作授权并推出卡牌；2005年万代与游戏公司南梦宫合并；2022年推出《航海王》卡牌。目前，航海王、奥特曼等IP都有相应卡牌游戏机推出。

日本制作委员会运作模式示意图



万代IP产品运营版图



高达拼装玩具



航海王手办



龙珠可动人偶



万代扭蛋机



航海王TCG卡牌

奥特曼卡片游戏机
(汉化版)

吃豆人游戏

3.6

孩之宝：具备玩具IP内容化实力，手握多个全球高价值玩具品牌

孩之宝以儿童玩具起家，自有IP包括小马宝莉/变形金刚/小猪佩奇，且具有玩具IP内容化能力，旗下拥有多个高价值玩具品牌，包括万智牌/培乐多/热火/龙与地下城/地产大亨。23年孩之宝营收50亿美元，当年全球玩具品牌价值排行榜TOP25位列8席。

儿童玩具起家，开创或收购多个高价值玩具品牌。1952年推出经典玩具土豆先生，1964年为应对美泰芭比娃娃风靡，推出面向男性的特种部队，开创兵人玩具品类；1982年推出马形梳头娃娃，即小马宝莉前身，1984收购儿乐宝，1991年收购TONKA，包括旗下Play-Doh彩泥/NERF热火玩具枪/Monopoly地产大亨，1998年推出菲比精灵，开创互动玩具，1999年收购了威世智，包括旗下万智牌和龙与地下城等。

自研IP，辅以收购及第三方合作。1952年已与迪士尼合作发行周边，1982年推出小马宝莉，1984年从日本TAKARA公司收购变形金刚，2006年获得漫威授权，2016年获得迪士尼公主和冰雪奇缘授权，2019年收购小猪佩奇。

1952年经典玩具 土豆先生 1982年小马宝莉 1991年收Tonka 1999年收购威世智



2006年获得漫威授权推出手办周边



2016年获得迪士尼冰雪奇缘授权推出娃娃



2019年收购 Entertainment One



1964年特种部队



1984年收购变形金刚



Play-Doh彩泥



2000年收购老虎电子(包括菲比精灵)



2023年全球玩具品牌价值排行榜(Brand Finance)			
排名	品牌	较上年	所属地
1	乐高(Lego)	—	丹麦
2	万代南梦宫(Bandai Namco)	—	日本
3	费雪(Fisher-Price)	—	美国
4	芭比娃娃(Barbie)	—	美国
5	热火(Nerf)	—	美国
6	风火轮(Hot Wheels)	↓ 2	美国
7	Pop!	↑ 2	美国
8	龙珠(Dragon Ball)	↓ 2	日本
9	万智牌(Magic: The Gathering)	↑ 8	美国
10	孩之宝(Hasbro)	↑ 3	美国
11	美泰(Mattel)	—	美国
12	机动战士高达(GUNDAM)	—	日本
13	小马宝莉(My Little Pony)	↓ 3	美国
14	哈驰魔法蛋(Hatchimals)	—	加拿大
15	星球大战(Star Wars)	未入榜	美国
16	地产大亨(Monopoly)	未入榜	美国
17	培乐多(Play-Doh)	↓ 2	美国
18	变形金刚(Transformers)	↓ 2	美国
19	凯蒂猫(Hello Kitty)	未入榜	日本
20	Air Hogs	↓ 1	加拿大
21	迪士尼公主(Disney Princess)	未入榜	美国
22	儿乐宝(Playskool)	↓ 4	美国
23	美国女孩(American Girl)	↓ 3	美国
24	航海王(One Piece)	未入榜	日本
25	美高积木(MEGA Bloks)	未入榜	美国

3.6 孩之宝：具备玩具IP内容化实力，手握多个全球高价值玩具品牌

具有玩具IP内容化能力，拓展影视与电子游戏版图。匹配1964年推出的特种部队玩具，1983年孩之宝和漫威、Sunbow合作推出《特种部队：真正的美国英雄》TV动画；匹配1982年推出的马形梳头娃娃，1984年4月孩之宝与DHXMedia共同制作出品彩虹小马系列动画；同年9月变形金刚动画首播，并同期推出《变形金刚 G1》漫画；1995年孩之宝互动公司成立，负责电子游戏制作和发行；2007年孩之宝与派拉蒙联合打造《变形金刚》系列首部大电影；2009年Hasbro Studios成立，负责自有或合作IP相关的影视制作与发行，同年与探索通信公司合作推出Hub Network，14年更名为探索家庭频道，播出孩之宝品牌相关的大部分节目；2019年孩之宝收购eOne拓展在儿童和家庭娱乐市场的份额；2023年组建孩之宝娱乐部门，为全年龄段的观众开发与制作跨平台优质内容；同时19-23年孩之宝投入收购游戏工作室；23年手游《Monopoly Go!》大获成功，拓展移动游戏市场份额。



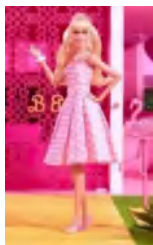
3.7

美泰：创造芭比娃娃，手握多个全球高价值玩具品牌

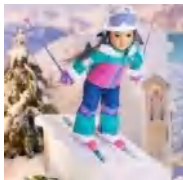
美泰以儿童玩具起家，著名IP为芭比娃娃，23年推出电影再掀热浪，手握多个全球高价值玩具品牌，如风火轮等/费雪/UNO/美高积木等。
FY2023美泰营收54亿美元，当年全球玩具品牌价值排行榜TOP25位列6席。

创造芭比娃娃，与迪士尼合作紧密。1959年推出闻名世界的芭比娃娃，2010年推出Monster High时尚娃娃，2011年收购HIT Entertainment（以托马斯IP闻名），2022年宣布从孩之宝手中夺回迪士尼公主系列的玩具生产许可权，并获得《冰雪奇缘》的特许经营权。

自研或收购多个全球高价值玩具品牌，运营车模/娃娃/桌游/积木等多品类。芭比娃娃开创女孩装扮玩具品类，1968年研发推出微型压铸车玩具，即风火轮Hot Wheels，1992年收购UNO卡牌，1993年收购学前玩具品牌费雪，1998年收购娃娃品牌美国女孩，2014年收购积木品牌美高。

1959年推出
芭比娃娃1992年
收购UNO

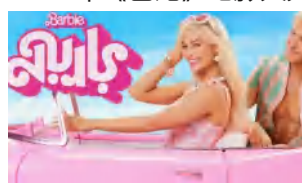
1993年收购费雪

1998年
收购美国女孩2011年推出
Monster High2011年收购
托马斯小火车

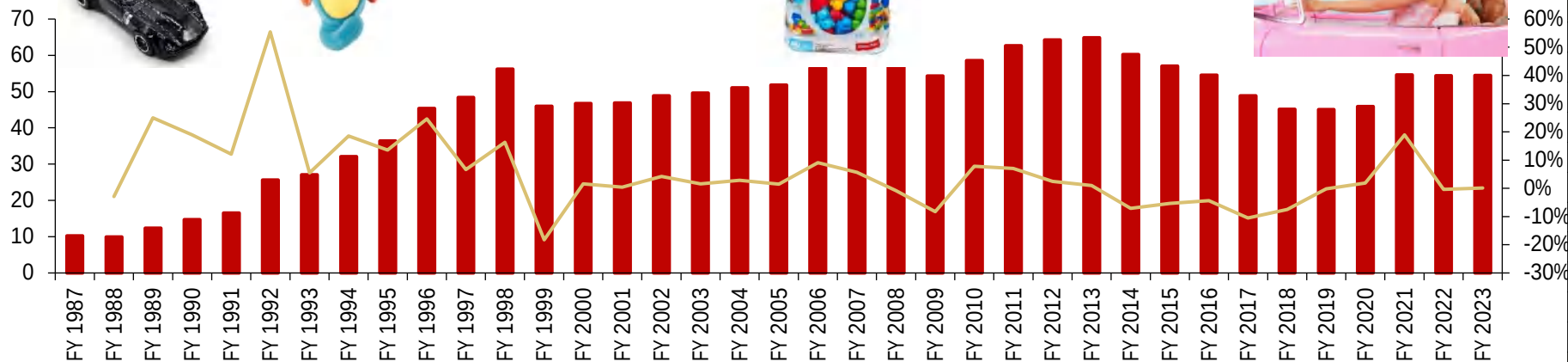
2014年收购美高积木

2021年推出
风火轮NFT玩具2022年夺回迪士尼公主
玩具生产许可权

2023年《芭比》电影大火



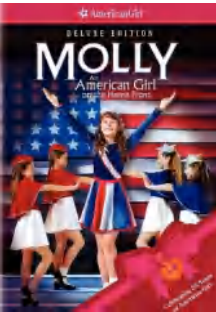
1968年风火轮



2023年全球玩具品牌价值排行榜(Brand Finance)			
排名	品牌	较上年	所属地
1	乐高(Lego)	—	丹麦
2	万代南梦宫(Bandai Namco)	—	日本
3	费雪(Fisher-Price)	—	美国
4	芭比娃娃(Barbie)	—	美国
5	热火(Nerf)	—	美国
6	风火轮(Hot Wheels)	↓ 2	美国
7	Pop!	↑ 2	美国
8	龙珠(Dragon Ball)	↓ 2	日本
9	万智牌(Magic: The Gathering)	↑ 8	美国
10	孩之宝(Hasbro)	↑ 3	美国
11	美泰(Mattel)	—	美国
12	机动战士高达(GUNDAM)	—	日本
13	小马宝莉(My Little Pony)	↓ 3	美国
14	哈驰魔法蛋(Hatchimals)	—	加拿大
15	星球大战(Star Wars)	未入榜	美国
16	地产大亨(Monopoly)	未入榜	美国
17	培乐多(Play-Doh)	↓ 2	美国
18	变形金刚(Transformers)	↓ 2	美国
19	凯蒂猫(Hello Kitty)	未入榜	日本
20	Air Hogs	↓ 1	加拿大
21	迪士尼公主(Disney Princess)	未入榜	美国
22	儿乐宝(Playskool)	↓ 4	美国
23	美国女孩(American Girl)	↓ 3	美国
24	航海王(One Piece)	未入榜	日本
25	美高积木(MEGA Bloks)	未入榜	美国

3.7 美泰：创造芭比娃娃，手握多个全球高价值玩具品牌

具有玩具IP内容化能力，拓展影视与电子游戏版图。2004年与派拉蒙合作推出《美国女孩》电视电影，2021年，美泰推出风火轮NFT车库系列，成为首家推出NFT的玩具公司。2023年《风火轮终极挑战赛》在美国全国广播公司（NBC）推出，这是一项全新的汽车改造比赛，也是美泰的首个黄金时段节目。2023年推出《芭比》，打破了多项票房纪录。2023年，《Monster High》在全球重新启动，在Nickelodeon播出真人电影音乐剧续集和动画系列剧第二季。此外，美泰网易合资创立游戏公司美泰163（Mattel 163），目前旗下有卡牌手游《UNO!™》《Phase 10: World Tour》以及《Skip-Bo™》等产品。

内容 IP矩阵	影视	变现 电子游戏
自研    收购    第三方  	   	  

04

投资建议

据前文，我们看好中国潮玩行业，市场广、景气高、外延空间大，且近年有加速趋势，出海蓄势待发。从品类看，基于市场规模、增速和壁垒，我们认为：积木>卡牌>手办>毛绒>徽章立牌。我们认为潮玩公司竞争力由IP、品类、运营三部分构成，IP和品类决定公司天花板，运营决定公司下限。

梳理潮玩产业链，我们认为重视IP版权方和IP运营方两大环节：1) IP运营方：优选拥有自有IP或绑定头部IP资源，IP运营能力强，或占据优势品类的公司，推荐**泡泡玛特**（IP全产业链运营稀缺标的，自有IP生命力向上，已形成长效IP创造运营机制，海外业务高弹性），**名创优品**（IP+零售模式标杆，头部IP绑定+供应链高效+规模优势强+IP运营能力强，海外业务高增），**晨光股份**（文创龙头，渠道壁垒深厚，拥有潮玩零售品牌九木杂物社和潮玩品牌奇只好玩），关注**布鲁可**（中国拼搭角色玩具龙头），**卡游**（中国集换式卡牌龙头，未上市），**姚记科技**（中国扑克牌龙头，游戏业务企稳向好，卡牌全产业链布局，包括球星卡/卡淘二手平台/宝可梦卡牌中国经销/闪魂品牌等），**广博股份**（专注文创领域，初音未来、柯南等头部IP合作），**华立科技**（中国游艺设备龙头，奥特曼、宝可梦卡牌游戏机销售高增）；2) IP版权方：高壁垒、资源稀缺且延展空间广，重点关注**奥飞娱乐**（拥有喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙、铠甲勇士等国民级IP，玩具业务底蕴深厚，拥有潮玩子品牌玩点无限和积木品牌维思积木）、**阅文集团**（中国网文龙头，拥有潮玩品牌阅文好物）、**阿里影业**（参与热门电影出品制作，旗下阿里鱼拥有三丽鸥在中国制造和销售产品的独家授权，拥有潮玩品牌锦鲤拿趣）等。

股票名称	股票代码	总市值 (亿元/港币)	营业收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
泡泡玛特	9992.HK	1,135	63.45	120.03	166.85	218.87	10.82	28.97	40.74	54.25	41.7	29.6	22.3
yoy			36%	89%	39%	31%	128%	168%	41%	33%			
名创优品	9896.HK	604	114.73	153.91	193.37	233.63	17.69	24.49	31.88	40.45	26.3	20.2	15.9
yoy			14%	34%	26%	21%	177%	38%	30%	27%			
晨光股份	603899.SH	263	233.51	253.55	276.33	300.43	15.27	15.37	17.22	19.20	17.1	15.3	13.7
yoy			17%	9%	9%	9%	19%	1%	12%	11%			
姚记科技	002605.SZ	104	43.07	42.77	46.82	51.00	5.62	6.22	7.35	8.29	16.7	14.1	12.5
yoy			10%	-1%	9%	9%	61%	11%	18%	13%			
华立科技	301011.SZ	36	8.16	10.02	11.72	13.18	0.52	0.82	1.08	1.33	44.6	33.9	27.4
yoy			35%	23%	17%	12%	-173%	57%	32%	23%			
奥飞娱乐	002292.SZ	122	27.39	28.94	31.84	35.16	0.94	1.31	2.22	3.11	93.4	55.1	39.2
yoy			3%	6%	10%	10%	-155%	40%	69%	41%			
阅文集团	0772.HK	250	70.23	78.03	81.82	86.29	8.05	11.43	13.44	14.51	21.9	18.6	17.3
yoy			-8%	11%	5%	5%	32%	42%	18%	8%			
阿里影业	1060.HK	141	35.23	50.40	62.76	75.90	-2.91	2.85	5.76	8.82	49.6	24.5	16.0
yoy			4%	42%	25%	21%	271%	108%	102%	52%			

注：标黑为浙商证券预测，标红为wind一致预期

更多免费行业报告

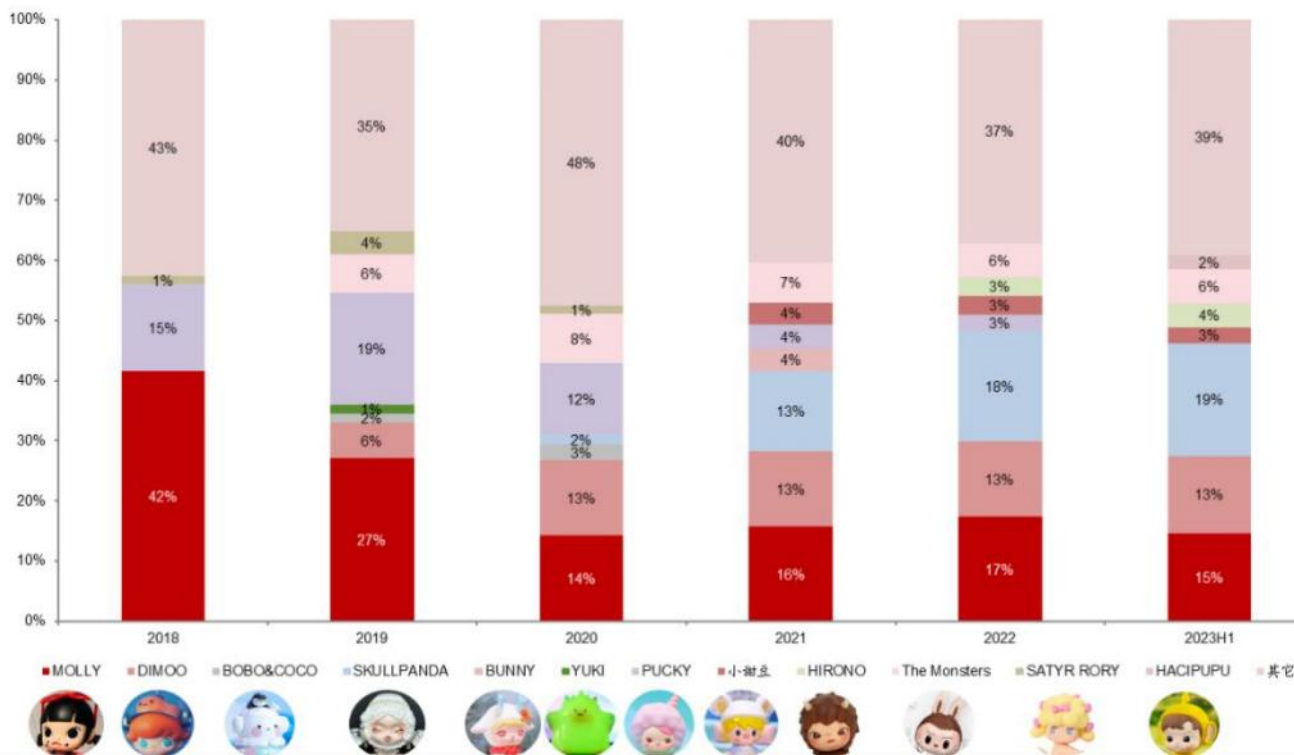
并购家

www.ipoipo.cn

4.2 泡泡玛特：潮玩全链路运营，长效IP平台运营机制，海外加速扩张

中国潮玩龙头，全链路运营稀缺标的。泡泡玛特于2010年成立于北京，业务贯穿IP创造-IP运营-IP销售全链路，近年建立起长效IP平台化运营机制，且能力边际强化，壁垒深厚，是近年公司业绩高增的根本。**1) IP创造和运营机制确立，爆款IP层出不穷，IP生命周期延长：**2018年公司主力IP MOLLY，收入占比高达42%，后续持续推出 PUCKY/DIMOO/THE MONSTERS/SKULLPANDA等，截至目前，IP收入贡献更均衡化，且多矩阵IP热销，24年头部IP THE MONSTERS爆发（2019年推出），MOLLY高增（2016年推出），新锐IP CRYBABY强势，经典IP PCUKY翻红（2018年推出），从盲盒延展到毛绒品类，24H1毛绒收入占比从1%提升到10%，收入同增超10倍，这背后由IP创造和运营机制支撑；**2) 供应链和门店运营明显优化。**为支撑多SKU快速上新，公司提升供应链快反速度，提高销售预测准确度，推动利润优化。

泡泡玛特头部IP收入占比



泡泡玛特财务数据一览

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
营业收入	2513.47	4490.65	4617.32	6301.00	4557.83
YOY	49.31%	78.66%	2.82%	36.46%	61.98%
归母净利润	523.50	854.34	475.66	1082.34	921.33
YOY	16.04%	63.20%	-44.32%	127.55%	93.32%
调整后净利润	590.51	1001.64	573.54	1190.52	1017.63
YOY	25.87%	63.20%	-42.74%	107.57%	90.08%
毛利率	63.42%	61.43%	57.49%	61.32%	64.05%
期间费用率	36.56%	36.88%	46.09%	41.50%	37.38%
其中：销售费用	630.07	1106.08	1470.75	2004.71	1353.21
销售费用率	25.07%	24.63%	31.85%	31.92%	29.69%
其中：管理费用	279.97	557.51	686.28	707.30	434.41
管理费用率	11.14%	12.41%	14.86%	12.00%	9.53%
其中：财务费用	8.99	-7.36	-29.10	-151.88	-83.78
财务费用率	0.36%	-0.16%	-0.63%	-2.42%	-1.84%
归母净利率	20.83%	19.02%	10.30%	17.18%	20.21%
调整后净利率	23.49%	22.30%	12.42%	18.89%	22.33%

4.2 泡泡玛特：潮玩全链路运营，长效IP平台运营机制，海外加速扩张

核心观点：公司IP运营能力强，品类突破打开内地天花板，境外仍处扩张初期,预计境内外销售高景气可延续，且直营模式下店效提升带来利润优化弹性大，持续推荐。

内地业务：店效高位稳健，新品类新业态贡献增量。回顾24年，线下店效同比双位数提升，进而带动线上高增，屡超预期，24年多IP爆火（LABUBU顶流/MOLLY加速/PUCKY再翻红等），多品类突破（毛绒/积木/卡牌），新业态延展（乐园/游戏/饰品/甜品），本质反应公司已形成长效IP创造和运营机制，且能力明显强化。展望25年，我们预计内地业务维持双位数增长，主因多品类延展增量明显（毛绒/积木/卡牌等），同时多业务延展贡献全新增量（手游/乐园二期储备/甜品/饰品/福赏等）。长期看，公司长效IP推新和运营机制具有系统性长效性，新品类新业态打开国内运营天花板，开店空间充足，有望稳健增长。

境外业务：线上线下加速成长，全球影响力提升。回顾24年，境外收入加速成长，大幅超预期，主要源于：1) 海外运营成熟，开店加速，电商开拓开始贡献增量；2) IP全球影响力提升，自有IP LABUBU爆火东南亚，泰国门店首日营收突破1000万元；3) 本土化IP运营模式跑通，如CRYBABY及叛桃等当地热销。展望25年，我们预计境外业务维持高增，其中开店加速，泰国热潮传导东南亚，新开店集中在店效更好的东南亚和欧美，对店效继续提升形成支撑，传导多跨境电商平台拓展爆发(已进入Lazada/Amazon/Shopee/TikTok等)，IP全球影响力继续提升。长期看，公司海外运营模式已成熟，有望迎来下一阶段开店加速和传导电商爆发阶段。

图：泡泡玛特积木



图：泡泡玛特卡牌



图：泡泡玛特甜品



图：泡泡玛特时尚服饰



图：泡泡玛特游戏



中国拼搭角色类玩具龙头。布鲁可于2014年成立于上海，起家于积木玩具，2019年开始研发拼搭角色类玩具，目前已成功推出两款自有IP，并获得超过50个知名IP的授权，包括奥特曼、变形金刚等。截至24H1，公司实现营收10.46亿元/同比+237.6%，经调净利率27.9%，拼搭角色类玩具/积木玩具分别占收入97.8%/2.2%，自有IP/授权IP收入占比16.5%/81.3%，其中奥特曼/变形金刚收入占比57.4%/18.7%。以2023年GMV计，布鲁可在中国拼搭角色类玩具市场位列第一，市占率30%，在全球拼搭角色类玩具市场位列第三，市占率6%。

布鲁可财务数据一览

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024Q1	2024H1
营业总收入	329.77	325.57	876.69	465.51	1,046.20
YOY		-1.3%	169.3%	223.8%	237.6%
归母净利润	-502.59	-419.89	-206.10	43.71	-257.89
YOY		-16.5%	-50.9%	扭亏	
经调整净利润	-355.79	-225.34	72.88	121.57	292.17
YOY		-36.67%	扭亏	扭亏	扭亏
毛利率	37.40%	37.90%	47.30%	52.00%	52.93%
期间费用率	136.23%	87.68%	27.39%	15.59%	50.24%
其中：销售费用	388.65	232.89	189.28	53.23	120.76
销售费用率	117.85%	71.53%	21.59%	11.44%	11.54%
其中：研发费用	83.02	98.44	94.66	30.78	76.02
研发费用率	25.17%	30.24%	10.80%	6.61%	7.27%
其中：行政费用	58.29	51.00	49.23	18.98	403.95
行政费用率	17.67%	15.67%	5.62%	4.08%	38.61%
其中：财务费用	2.32	1.57	1.65	0.37	0.89
财务费用率	0.70%	0.48%	0.19%	0.08%	0.09%
归母净利率	-152.41%	-128.97%	-23.51%	9.39%	-24.65%
经调整后净利率	-107.89%	69.21%	8.31%	26.12%	27.93%

布鲁可产品矩阵



头部IP强绑定，自有IP表现优异。公司IP储备丰富，目前已获得超过50个知名IP的授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南等，并成功将10个授权的知名IP商业化，截至24H1，公司拥有134个在售奥特曼SKU和64个变形金刚SKU。IP授权呈现时间长且范围广特征，如奥特曼自2021年获得授权，预计2027年到期，如变形金刚获得中国、美国、欧洲、东南亚等产品销售授权。此外，公司还推出了两款自有IP，即百变布鲁可和英雄无限，动画系列累计播放量超过152亿，粉丝量超500万，截至24H1，百变布鲁可有50款在售SKU，英雄无限拥有53款在售SKU。

渠道网络密布。截至24H1，公司拥有511名经销商，覆盖超过15万个线下网点，包括所有一线、二线城市，以及超80%的三线及以下城市，与国内大型商超和专业网点合作销售，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。线上渠道覆盖了主流电商平台，如天猫、京东、抖音、拼多多等，包括微信小程序。同时拓展海外市场，进入了包括美国和东南亚的多个国家和地区。

布鲁可部分IP矩阵

IP	授权区域	授权到期年份	IP	授权区域	授权到期年份
奥特曼	中国、北美洲、欧洲、亚洲部分地区	2027	名侦探柯南	中国	2026
变形金刚	全球超 50 个国家	2028	假面骑士	中国	2025
火影忍者	中国	2025	新世纪福音战士	中国	2026
小黄人	全球超 150 个国家	2027	新假面骑士	中国	2025
宝可梦	中国	2025	王者荣耀	中国	2026
三体	中国	2027	超级战队	中国	2025
三丽鸥：Hello Kitty、美乐蒂、大耳狗、布丁狗、库洛米、帕恰狗、半人鱼和小香梅	中国	2027	机动奥特曼	中国	2026
斗罗大陆	中国	2026	初音未来	中国	2026
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲、欧洲共计 40 个国家	2026	星球大战	中国	2028
叶罗丽	除美国、墨西哥、加拿大以外的全球地区	2026	圣斗士星矢	中国	2026
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	亚洲 9 个国家	2025	哈利波特和 DC：超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠、神奇女侠	中国	2027

布鲁可部分渠道矩阵



中国集换式卡牌龙头。卡游于2011年成立于上海，2018年推出首个授权IP卡牌系列产品，头部IP深度合作，包括奥特曼，小马宝莉等，近年品类延展到人偶、徽章、贴纸、文具等。截至2023年前3Q，公司实现营收19.6亿元，集换式卡牌/人偶/文具分别占收入86%/4%/7%，目前在中国集换式卡牌行业排名第一，市占率71%。

卡游财务数据一览

单位：百万元	2021A	2022前3Q	2022A	2023前3Q
营业总收入	2298.86	3654.39	4135.14	1955.87
YOY			79.9%	-46.5%
归母净利润	-153.18	-115.25	-296.03	260.16
YOY			93.3%	-187.9%
经调整净利润	795.40	1567.60	1619.70	578.10
YOY		97.08%	103.63%	-64.31%
毛利率	58.10%	69.84%	68.80%	67.35%
期间费用率	17.46%	20.14%	25.31%	45.23%
其中：销售费用	181.25	283.46	375.02	296.19
销售费用率	7.88%	7.76%	9.07%	15.14%
其中：行政费用	218.38	448.82	666.48	583.29
行政费用率	9.50%	12.28%	16.12%	29.82%
其中：财务费用	1.86	3.87	5.25	5.25
财务费用率	0.08%	0.11%	0.13%	0.27%
归母净利率	-6.66%	-3.15%	-7.16%	13.30%
经调整后净利率	34.60%	42.90%	39.17%	29.56%

卡游产品矩阵

产品品类	定价	产品示意图
集换式卡牌	1-99元	 宇宙英雄奥特曼收藏卡  奥特曼英雄对决卡  卡游三国收藏卡
人偶	10-25元	 卡游三国人偶
其他玩具	5-70元	 集换式卡牌收藏册  贴纸  徽章  亚克力立牌  拼图
文具	5-30元	 名偵探柯南筆  葉羅麗筆  櫻花筆  小馬寶莉本冊  托列夫本冊

全球头部IP深度绑定，自有IP蓄力。截至23年Q3，公司IP矩阵共计44个，包括奥特曼、叶罗丽、斗罗大陆动画、蛋仔派对、火影忍者、名侦探柯南和哈利波特等知名IP，合作时长在5-14年不等，此外，公司于23年4月推出首个自有IP—卡游三国主题产品。

渠道网络密布。截至23前3Q，公司经销商渠道/直营渠道/零售渠道收入占比分别是81.0%/9.8%/9.0%，公司拥有230个经销商，分布全国31个省；同时拥有覆盖中国17个省的31家线下卡游旗舰店以及11家线上自营店；与头部零售商合作，包括MINISO、酷乐潮玩、KKV、7-11便利店、永辉超市等。

卡游部分IP矩阵

IP名称	IP来源	主要产品类型	权利性质	主要产品类型的有效期限	与IP合作伙伴开始关系的年份
奥特曼	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2029	2018
叶罗丽	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2033	2019
斗罗大陆动画	获得授权	集换式卡牌	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2025	2020
蛋仔派对	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地及东南亚的设计和开发、生产、销售和营销权利	2025	2019
卡游三国	自有产权	集换式卡牌	不适用	不适用	不适用

卡游部分渠道矩阵



- 1、**行业需求不及预期：**潮玩作为可选消费，受经济环境影响；
- 2、**行业竞争加剧：**潮玩行业高景气吸引大量企业入局，行业竞争加剧或对公司收入和盈利产生影响；
- 3、**海外扩张不及预期：**潮玩公司海外扩张受当地政策、经济环境等影响较大。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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，表示投资的相对比重。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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发表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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>