

IP 玩具产业的千亿重构，国内玩家全球化突围

证券研究报告

2025 年 06 月 26 日

IP 玩具行业深度报告

• 核心结论

IP 玩具行业景气度向上，Kidult 文化崛起。据灼识咨询，IP 玩具消费群体不断扩大，成年人成为重要购买力，Kidult（对玩具等热爱的成年人）文化崛起，预计到 2029 年，全球 IP 玩具市场规模 GMV 将达 7717 亿元，24-29 年 CAGR+8.0%。具体看中国 IP 玩具市场，2024 年 GMV 756 亿元，在 20-24 年间，静态玩偶和可动玩偶是所有 IP 玩具细分市场中增长最快的子类目，CAGR 分别+17.2%/15.4%，预计在 24-29 年间，这两个子类目将分别以 23.9%和 23.2%的复合年增长率进一步增长。

IP 内核激发情感共鸣，设计强化记忆锚点。IP 本质上是文化价值的符号化封装与传播，通过复盘魔童哪吒和 Hello Kitty，我们认为，无论是内容 IP 还是形象 IP，其成功关键在于：1) 文化深度与需求锐度的结合，以触发初始用户的情感共鸣；2) 反差感设计强化记忆点与话题性，为 IP 破圈创造可能；3) 开放式生态构建，通过普适且可延展的价值观激发 UGC 传播，最终赢得最广泛的喜爱。

IP 矩阵化与全球化运营，助力穿越周期。三丽鸥早期过度依赖单一 IP，后通过“老带新”动画联动、敏锐捕捉线上社媒热度并快速转化至线下进行曝光、变革渠道提升 IP 调性等，已形成较为成熟的 IP 运营方法论，叠加海外本土化运营，FY21-24 CAGR+35%。乐高深化“积木+IP”战略，绑定顶级影视 IP 开发衍生品，并创立 LEGO Ideas 平台孵化自有 IP，同时全球拓展上，渠道与供应链结合，全球化扩张，打开收入增长天花板。

投资建议：推荐泡泡玛特（9992.HK）、布鲁可（0325.HK），建议关注卡游（已递表）、52TOYS（已递表）等。1) 泡泡玛特：全球超级品牌与超级 IP，出海刚刚开始，想象空间大。海外高速增长，四大区域总部架构落地，组织迭代赋能区域深耕，或有望进一步加速。手办、毛绒品类的接连成功，背后是公司极强的产品设计能力和对消费需求的精准把控，有望延伸至全品类全 IP，中期看全球化×IP 矩阵的乘数效应。2) 布鲁可：重塑拼搭积木新赛道，IP+渠道双轮驱动高增长。创新提出骨肉皮系统，实现好而不贵的价值属性，贯彻“全人群、全价位、全球化”战略，IP 深化+渠道下沉+全球化驱动高成长。3) 卡游：国内集换式卡牌龙头，IP 驱动业绩增长。24 年市占率 70%+，营收超百亿元，70%的毛利率印证商业模式稀缺性，全产业链布局，接连打造奥特曼、小马宝莉、哪吒等 IP 的爆款产品，具备快速的迭代运营与响应能力，背后依托于强中台支持、柔性供应链以及强大的经销商网络的协同作用。

风险提示：新品表现不及预期；IP 授权风险；行业竞争加剧；政策监管风险

行业评级

超配

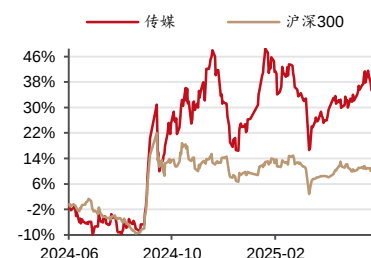
前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现

1 个月

3 个月

12 个月

传媒

5.30

4.42

40.11

沪深 300

2.59

1.04

13.79

分析师



冯海星 S0800524040002



fenghaixing@research.xbmail.com.cn

相关研究

传媒：技术跃迁与政策共振，全场景重构教育新生态—AI 应用专题报告 2025-03-29

传媒：《哪吒 2》领跑春节档，看好 25 年票房修复—2025 年春节档点评 2025-02-05

传媒：社交与收藏属性共振，卡牌赛道快速兴起—卡牌行业专题报告 2024-12-29

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

索引

内容目录

一、 IP 玩具行业景气度向上.....5

二、 内核与设计奠定 IP 魅力，运营放大 IP 价值7

2.1 IP 内核激发情感共鸣，设计强化记忆锚点7

2.2 IP 运营矩阵化与全球化，助力周期穿越11

2.3 不同 IP 载体对比14

三、 投资建议16

3.1 泡泡玛特：全球超级品牌与超级 IP，出海刚刚开始，想象空间大16

3.1.1 出海刚刚开始16

3.1.2 破圈再破圈，国内增长强劲.....18

3.1.3 IP 孵化与运营平台，X 品类的乘数效应释放.....19

3.2 卡游：国内集换式卡牌龙头，IP 驱动业绩增长22

3.2.1 营收超百亿，经调利润率维持高位.....22

3.2.2 IP 驱动业绩增长，供应链与渠道超强协同23

3.3 布鲁可：重塑拼搭积木新赛道，IP+渠道双轮驱动高增长.....29

3.3.1 研发驱动，实现高品质与亲民价的完美结合29

3.3.2 IP 深化+渠道下沉+全球化驱动高成长.....33

四、 风险提示37

图表目录

图 1：预计到 2029 年全球 IP 玩具市场规模 GMV 将达 7717 亿元.....5

图 2：以 GMV 计算的中国 IP 玩具市场规模5

图 3：泛娱乐玩具产业链图5

图 4：1960-1980 年日本 GDP 及增长率9

图 5：1980 年代 Kitty 是时尚的代名词9

图 6：《哪吒之魔童降世》“我命由我不由天”9

图 7：《哪吒之魔童降世》殷夫人拥抱满身刺的哪吒9

图 8：紫色 Hello Kitty10

图 9：《哪吒之魔童闹海》里的哪吒形象10

图 10：hellokitty 表情包.....10

图 11：哪吒 B 站二创视频10

图 12：三丽鸥收入复盘11

图 13：乐高收入复盘.....11

图 14：三丽鸥在 YouTube 推出的动画中部分角色.....12

2 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

图 15: 三丽鸥人气角色投票	12
图 16: 《乐高星战: 天行者传奇》游戏	12
图 17: LEGO ideas 官网界面	12
图 18: Hello Kitty 担任美国棒球开球嘉宾	13
图 19: 三丽鸥在中国开设门店	13
图 20: 乐高“悟空小侠”系列	13
图 21: 乐高集团 2024 年分地区的卖品收入	13
图 22: 不同 IP 载体对比	15
图 23: 泡泡玛特在中国港澳台地区及海外开店节奏	16
图 24: 2024 年泡泡玛特海外收入结构	16
图 25: 泡泡玛特海外各国/地区首店进入节奏	16
图 26: 泡泡玛特组织架构升级示意图	17
图 27: 泡泡玛特 22 年底组织架构调整	17
图 28: 泡泡玛特美国市场门店分布	18
图 29: 国内店效创新高	19
图 30: 泡泡玛特的中国大陆地区门店数量	19
图 31: “LABUBU”国内热度再创新高	19
图 32: 心动马卡龙系列-荔枝莓莓二手溢价率超 100%	19
图 33: 泡泡玛特 2024 年分 IP 收入结构	20
图 34: 泡泡玛特 2024 年分品类收入结构	20
图 35: 25 年 5 月泡泡玛特饰品品牌“POPOP”于上海开设首店	20
图 36: 潘多拉 2024 年收入同比+13%, 14-24 年 CAGR+10%	20
图 37: 泡泡玛特北京城市乐园	21
图 38: 泡泡玛特乐园扩建中	21
图 39: 预计 2029 年中国集换式卡牌市场规模将达 446 亿元	22
图 40: 2024 年卡游在中国集换式卡牌行业市占率达 71.1%	22
图 41: 2024 年卡游营收同比+277.8%至 100.6 亿元	22
图 42: 卡游分品类销量(单位: 百万销售单位)	22
图 43: 卡游成本结构(单位: 百万元)	23
图 44: 卡游分品类毛利率	23
图 45: 卡游费用率	23
图 46: 卡游经调利润率维持高位	23
图 47: 消费者选择 IP 收藏卡考虑因素	24
图 48: 卡游优质 IP 储备丰富	24
图 49: 卡游对《哪吒 2》电影经典画面通过工艺进行二创, 更好的表达故事, 提升观赏价值与收藏价值	25
图 50: 2024 年卡游分渠道收入结构	26
图 51: 2024 年卡游分地域经销商收入结构	26

图 52: 文具类收入&增速.....	27
图 53: 玩具品类中, 非卡牌占比提升	27
图 54: 卡游积极布局出海.....	27
图 55: 2023 年全球拼搭角色类玩具市场竞争格局 (GMV 口径)	29
图 56: 2023 年中国拼搭角色类玩具市场竞争格局 (GMV 口径)	29
图 57: 覆盖全年龄段的产品组合	29
图 58: 布鲁可的主要产品.....	29
图 59: 布鲁可平价价格带变形金刚星辰版	30
图 60: 布鲁可高端价格带奥特曼群星版手办.....	30
图 61: 奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量 (千件)	30
图 62: 布鲁可首届 BFC 创作赛	31
图 63: 布鲁可三大营销途径	31
图 64: 布鲁可积木人.....	31
图 65: 布鲁可原创骨肉皮系统	31
图 66: 1H24 公司研发人员占比超 60%	33
图 67: 公司保持较高比例研发投入 (百万元)	33
图 68: 合作工厂	33
图 69: 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司推出的拼搭角色类 SKU 结构.....	34
图 70: 自有 IP 英雄无限.....	34
图 71: 主要授权 IP	34
图 72: 经销商数量逐年增加	35
图 73: 布鲁可线下快闪活动	35
图 74: 布鲁可在下沉市场关注度高	36
图 75: 布鲁可参加 2025 年纽约玩具展.....	36
图 76: 布鲁可参加 2025 年德国纽伦堡玩具展	36
表 1: 日本玩具市场 (单位: 百万日元)	6
表 2: 全球著名 IP 形象及内核.....	7
表 3: 布鲁可&卡游&泡泡玛特财务数据对比	14
表 4: 卡游主要 IP 到期时间	24
表 5: 卡游生产基地.....	25
表 6: 卡游生产扩产规划.....	25
表 7: 卡游 IPO 募资规划.....	28
表 8: 不同品牌奥特曼积木对比.....	32
表 9: 布鲁可和卡游圣斗士积木人比较.....	32
表 10: IP 授权及到期年份	34

一、IP玩具行业景气度向上

IP玩具行业景气度向上。据灼识咨询，IP玩具消费群体不断扩大，成年人成为重要购买力，Kidult（对玩具等热爱的成年人）文化崛起，预计到2029年，全球IP玩具市场规模GMV将达7717亿元，24-29年CAGR+8.0%；中国和东南亚是过去5年间增长最快的两个市场，并预计24-29年CAGR+17.2%/20.0%。具体看中国IP玩具市场，2024年GMV 756亿元，在20-24年间，静态玩偶和可动玩偶是所有IP玩具细分市场中增长最快的子类目，CAGR分别+17.2%/15.4%，预计在24-29年间，这两个子类目将分别以23.9%和23.2%的复合年增长率进一步增长。

图 1：预计到 2029 年全球 IP 玩具市场规模 GMV 将达 7717 亿元

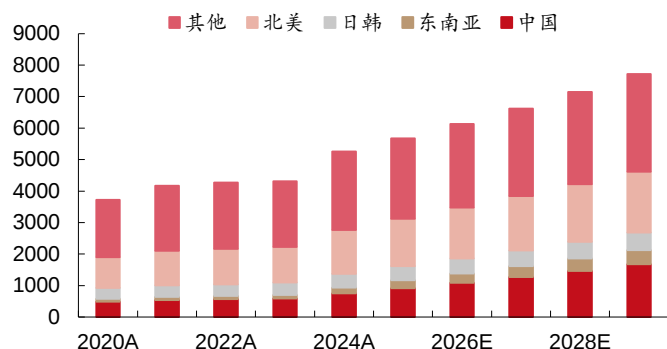
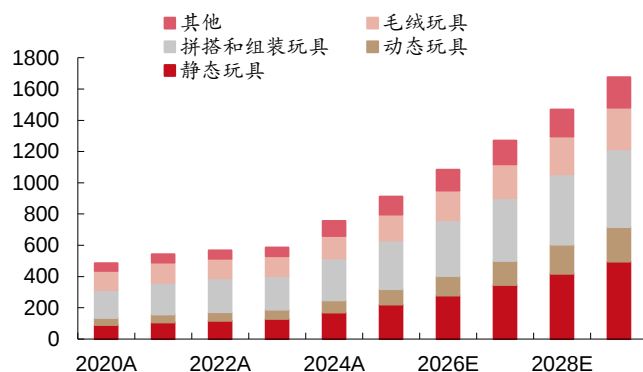


图 2：以 GMV 计算的中国 IP 玩具市场规模



资料来源：52TOYS 招股书，The Japanese Toy Association，灼识咨询，西部证券研发中心

资料来源：52TOYS 招股书，中国玩具和婴童用品协会，西部证券研发中心

图 3：泛娱乐玩具产业链图



资料来源：52TOYS 招股书，灼识咨询，西部证券研发中心

对比日本市场，卡牌和毛绒都是近年来增速较快的细分品类。2023 年日本玩具市场总规模超一万亿日元，20-23 年 CAGR+7.3%，分品类看，卡牌、毛绒都保持比较快的增长，其中卡牌品类 2023 年收入 2774 亿日元，20-23 年 CAGR+31.3%，为近年增长最快的品类；毛绒玩具 2023 年收入 391 亿日元，20-23 年 CAGR+14.1%。

表 1：日本玩具市场（单位：百万日元）

单位：百万日元	2019	2020	2021	2022	2023	3 年 CAGR	5 年 CAGR
玩具市场总规模	814413	824445	892613	952502	1019319	7.3%	4.0%
游戏	16405	19236	18151	18156	18937	-0.5%	1.6%
卡牌	113303	122452	177646	234906	277429	31.3%	20.8%
拼图	11273	17622	14644	12883	12309	-11.3%	4.4%
高科技玩具	5193	6471	9037	10578	12853	25.7%	12.5%
男孩玩具/交通工具类玩具	51870	42914	47973	50262	54741	8.5%	1.7%
毛绒玩具	26372	26314	28331	32358	39066	14.1%	7.0%
教育类	169423	172722	171428	177129	181230	1.6%	1.0%
季节商品	47759	50214	49618	49729	49513	-0.5%	0.1%
杂货	95817	105541	104984	90275	92455	-4.3%	-1.1%
嗜好类	138087	144166	153303	166946	174857	6.6%	5.1%
其他	12410	10744	10733	10852	10032	-2.3%	-5.1%

资料来源：日本玩具协会，西部证券研发中心

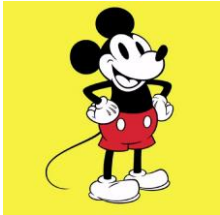
二、内核与设计奠定IP魅力，运营放大IP价值

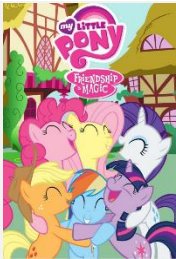
2.1 IP内核激发情感共鸣，设计强化记忆锚点

我们认为，无论是内容 IP 还是形象 IP，其成功关键在于：1)文化深度与需求锐度的结合，以触发初始用户的情感共鸣；2) 反差感设计强化记忆点与话题性，为 IP 破圈创造可能；3)开放式生态构建,通过普适且可延展的价值观激发 UGC 传播,最终赢得最广泛的喜爱。

IP 本质上是文化价值的符号化封装与传播。IP 通过视觉符号、叙事母题等载体，将抽象的文化精神，如价值观、情感认同或集体记忆，转化为可感知、可传播的具象形式。基于文化价值的创造路径，IP 可分为两类，内容 IP 和形象 IP。内容 IP 以叙事为核心驱动，文化价值通过内容沉淀后衍生出符号形象，强调“内容先行，形象后塑”，比如《哈利·波特》通过七部小说构建魔法世界体系，其“霍格沃茨城堡”“魔杖”等符号均源自叙事积累；而形象 IP 以视觉符号为原点，文化价值通过形象设计直接触达用户，再通过内容填充强化认知，遵循“形象先行，内容补位”，如玲娜贝儿凭借粉色毛发、灵动大眼和狐狸耳朵等萌系符号迅速走红，通过粉丝自创表情包、短视频传播反向填充人设。

表 2：全球著名 IP 形象及内核

公司	IP	IP 图案	诞生时间	初始诞生方式	设定/内核
迪士尼	米老鼠		1928.11	内容 IP	圆耳朵，穿戴戴帽的小老鼠，乐观活泼、幽默呆萌、活力满满、充满奇思妙想。
	玲娜贝儿		2021.9	形象 IP	一只有着蓬松尾巴的粉色狐狸，外表可爱、有少女心，同时担负“打工人”的身份，激发年轻人情感共鸣。
	漫威英雄		1939.8	内容 IP	身处统一科幻世界观的超能英雄们，IP 内容蕴含西方个人英雄主义文化，展示英雄情怀。
三丽鸥	hellokitty		1974.11	形象 IP	一只带红蝴蝶结的白色小猫，性格开朗温柔，是可爱与少女心的象征，提供陪伴与治愈。
万代	高达		1979.4	内容 IP	角色在虚拟的科幻世界参与战斗，既有惩恶扬善的英雄情怀，又体现平凡人的人生百态。

光线传媒	魔童哪吒		2019.7	内容 IP	依托《封神演义》的传统故事框架，体现传统文化符号，表达对宿命不公的反抗，表现成长与自身力量的觉醒。
泡泡玛特	labubu		2015	形象 IP	脸上总是带着恶作剧般笑容的小精灵，其顽皮的外表象征着追求个性、生命力与活力、艺术和创造力。
卡游	小马宝莉		2010	内容 IP	一群彩色小马，分享友谊的魔法、传递快乐与正能量。
ICONIX	Loopy		2003.11	内容 IP	一只粉色小海狸，面对“打工人”日常，看似摆烂发疯，实则认真地过着平凡的生活，引起年轻人的共鸣。
spiralcute	chiikawa		2020.1	内容 IP	三只小动物朋友共同生活，角色设计可爱，但剧情暗含工作压力等社会隐喻使观众共情，具有反差萌的吸引力。
华纳兄弟（电影）	哈利波特		2001.11（电影）	内容 IP	四个学院代表不同的个性：格兰芬多代表勇敢和胆识，斯莱特林代表野心与精明，拉文克劳代表智慧，赫奇帕奇代表忠诚与勤奋，每个观众都能找到与自己共鸣的学院。
米哈游	原神		2020.9	内容 IP	一个融合多国文化元素的开放世界，鼓励玩家寻找自我、探索世界，讲述开放与冒险的故事。

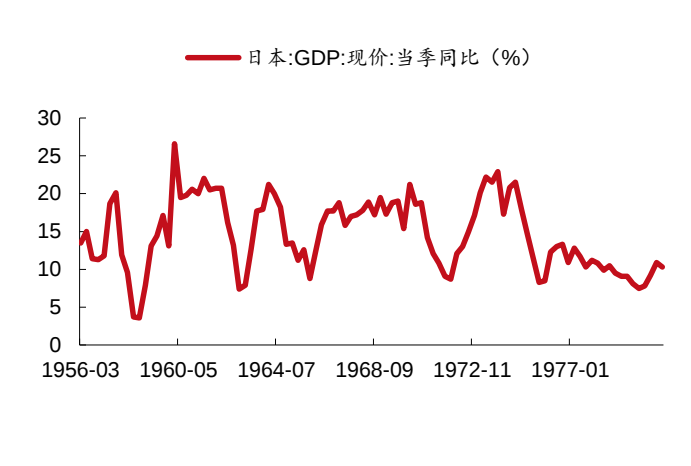
资料来源：迪士尼中国公众号，三丽鸥官网，高达官网，卡游公众号，泡泡玛特官网，华纳兄弟官网，spiralcute 官网，原神游戏官网，西部证券研发中心

下面我们通过复盘内容类和形象类的两个代表 IP，魔童系列的哪吒和三丽鸥的 Hello Kitty，探讨二者的诞生与流行背后的逻辑。

Hello Kitty 的形象设计完美契合日本转型期的 kawaii 文化需求和女性觉醒意识。Hello

Kitty 由三丽鸥公司于 1974 年推出，其诞生于 20 世纪 70 年代日本的社会经济转型及文化心理需求密切相关。一方面，日本正处于经济高速增长后的转型期，石油危机引发社会压力激增，民众对治愈系文化的需求高涨。另一方面，日本女性崛起，据日本总务省，20 世纪 70 年代，日本女性就业率触底反弹，同时大学入学率也显著提升，女性消费市场广阔。Hello Kitty 通过蝴蝶结、粉色调等“少女感”设计，给予用户童真、可爱、温馨的感受，使其跨越年龄层，成为全民精神抚慰符号。

图 4：1960-1980 年日本 GDP 及增长率



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 5：1980 年代 Kitty 是时尚的代名词



资料来源：japanembassy，西部证券研发中心

《哪吒》的文化内核直击 2010 年代末中国阶层固化与逆袭、代际冲突与反思两大痛点。据猫眼专业版，《哪吒之魔童降世》于 2019 年上映，共取得 50 亿票房，系列作《哪吒之魔童闹海》2025 年上映，截止 2025 年 6 月 3 日，累计票房超 150 亿元，位列全球影市票房榜第五名。2010 年代末，中国社会对“内卷突围”和“中国式家庭”两大议题的关注集中爆发，社会资源竞争加剧催生了“内卷”文化，衡水中学的应试模式、互联网企业 996 文化，均成为内卷的典型符号，“小镇做题家”由豆瓣“985 废物引进计划”小组提出后成为社会热词，这些都激发了公众对教育公平与阶层流动、发展模式与劳动权益的广泛讨论。《哪吒》系列作中“我命由我不由天”的反叛精神精准击中当代年轻人对个体价值的追求，成为全民口号。同时，影片将传统孝道重构为“双向救赎”的亲情叙事：李靖以命换命的牺牲、殷夫人对哪吒无条件的爱与奉献等情节，精准击中中国式家庭的情感痛点，引发跨代际共鸣。

图 6：《哪吒之魔童降世》“我命由我不由天”



资料来源：腾讯视频，西部证券研发中心

图 7：《哪吒之魔童降世》殷夫人拥抱满身刺的哪吒



资料来源：腾讯视频，西部证券研发中心

角色设计的反差感引领破圈。21 世纪，Hello Kitty 正式开启海外市场拓展，为了满足不同国家和地区的需求，三丽鸥将经典粉红色改为深紫、暗黑等冷色调，搭配金属亮片、铆钉等元素，注入 Y2K 千禧风潮的科技感与未来主义。在魔童哪吒中，传统哪吒的“正义孩童”形象被重构为烟熏妆、鲨鱼牙、吊儿郎当的“魔童”，这种“丑萌美学”颠覆了观众对神话英雄的期待，却精准契合 Z 世代“反标签化”审美。

图 8：紫色 Hello Kitty



资料来源：数英，西部证券研发中心

图 9：《哪吒之魔童闹海》里的哪吒形象



资料来源：哔哩哔哩，西部证券研发中心

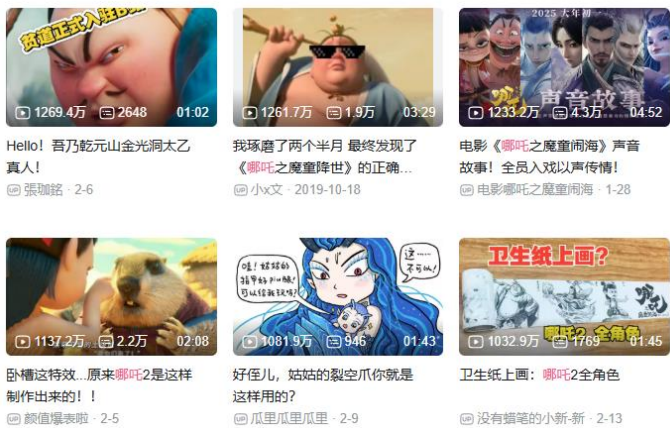
留白设计激发用户情感补全，反差感带来的 IP 共创促使 UGC 传播。Hello kitty 的无嘴设计，恰好成为社会情绪的投射容器，粉丝通过自发设计角色背景、创作同人作品、DIY 表情包等反向定义角色人格，形成“用户即创作者”的分布式叙事网络。魔童哪吒 IP 的制作方通过申公豹开放式结局、敖丙鳞片变色隐喻等留白设计激活用户解读欲望。B 站用户积极制作手书动画、哲学解析、角色混剪等二创视频，将观众转化为内容生产者，形成裂变式传播。两者殊途同归，均将 IP 从封闭的内容产品升维为开放的文化生态，通过轻叙事、高符号化设计增强记忆点、降低参与门槛，进而实现传播裂变。

图 10：hellokitty 表情包



资料来源：堆糖，西部证券研发中心

图 11：哪吒 B 站二创视频

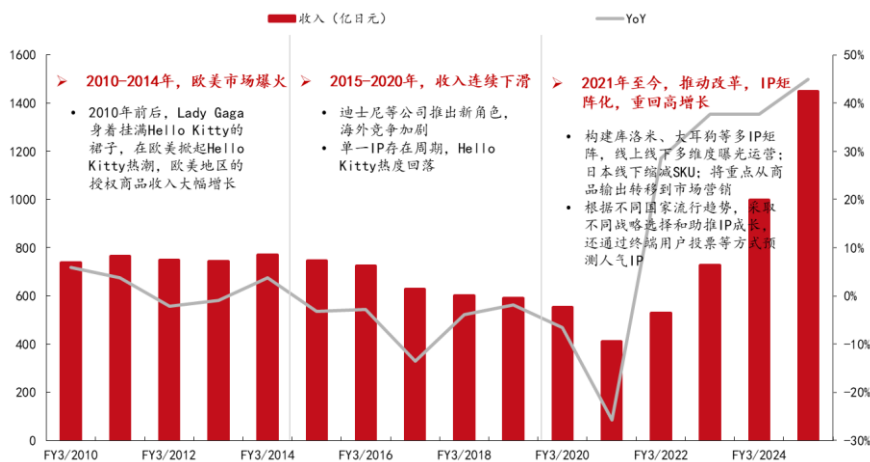


资料来源：哔哩哔哩，西部证券研发中心

2.2 IP运营矩阵化与全球化，助力周期穿越

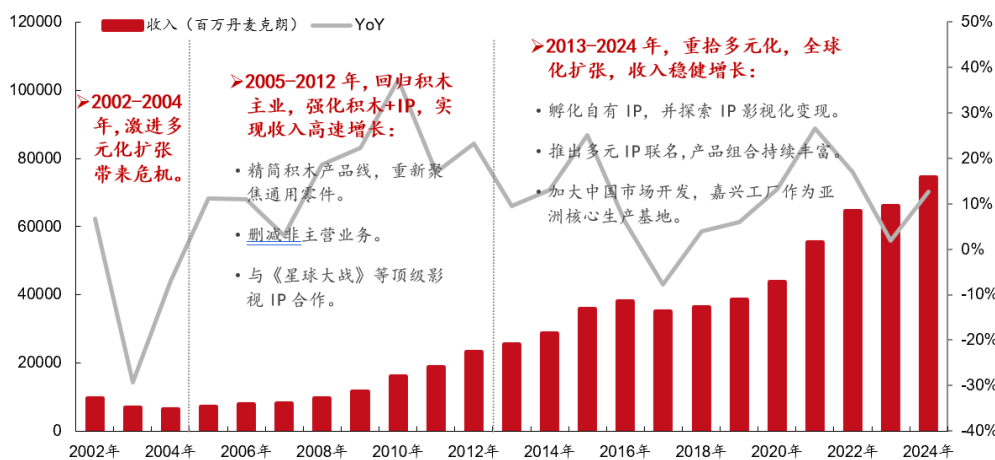
通过复盘三丽鸥与乐高，我们认为构建多元化的 IP 矩阵与深化全球化运营布局，是企业穿越经营周期波动、实现可持续稳健增长的核心路径。

图 12：三丽鸥收入复盘



资料来源：三丽鸥财报，西部证券研发中心

图 13：乐高收入复盘



资料来源：乐高官网，西部证券研发中心

多元化：

- **三丽鸥摆脱对单一 IP 的依赖，多角色 IP 矩阵协同发力。**早期三丽鸥依赖 Hello Kitty 单一 IP 创收，但随着 Hello Kitty 热度减退及市场上其他热门 IP 涌现，FY15 起三丽鸥营业收入连续 7 年负增长。新任社长推动组织改革，注重年轻人群体的品牌营销与数字化建设，将重点从商品输出转移到市场营销。新 IP 推广方面，利用动画短片进行“老带新”曝光，以 Hello Kitty 带动布丁狗、库洛米等新角色人气；对社交媒体的变化非常敏感，IP 有一定热度的苗头后立刻给予各类资源。此外，公司建立角色人气投票网站增强粉丝互动热度，并加大线下曝光力度，如开设直营店、扩建主题乐园等，提升粉丝粘性。目前构建出包括 Hello Kitty、库洛米、美乐蒂、大耳狗等多元 IP 矩阵，并形成成熟的 IP 运营方法论，FY25 三丽鸥营收 1449.04 亿日元，YoY+45%。

图 14：三丽鸥在 YouTube 推出的动画中部分角色



资料来源：Fandom 官网，西部证券研发中心

图 15：三丽鸥人气角色投票



资料来源：三丽鸥明星人气评选官方网站，西部证券研发中心

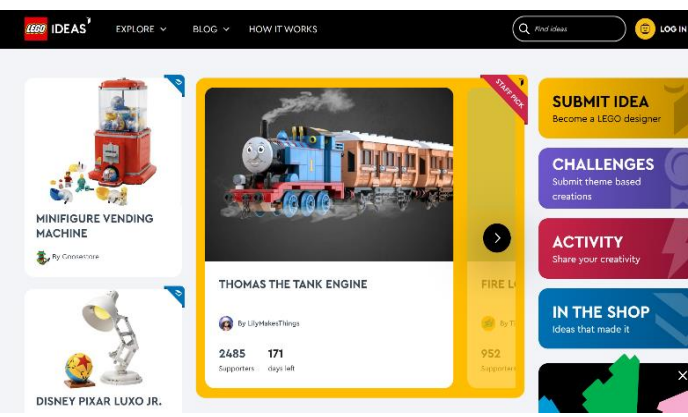
- **乐高聚焦积木核心业务，实现自有 IP 的多元化创新。**90 年代末乐高在业务扩张上相对激进，涉足教育、游戏、乐园等多个领域，同时“去积木化”的创新使其品牌形象模糊，03 年收入同比下跌 29%，亏损达 9.35 亿丹麦克朗，04 年亏损扩大至 19.31 亿丹麦克朗。2005 年开始，乐高回归积木主业，强化“积木+IP”战略，创新驱动，深度绑定《星球大战》《哈利·波特》等顶级影视 IP；另一方面，公司积极孵化自有 IP，包括用户共创的 LEGO Ideas 平台，激发全球粉丝创意，用户可提交设计方案，获得 1 万票支持后由乐高量产并获得版权；构建“电影+游戏+衍生品”的矩阵开发，充分释放 IP 价值。2020-2024 年乐高收入 CAGR+14%，净利润 CAGR+9%，疫情扰动下仍彰显韧性。

图 16：《乐高星战：天行者传奇》游戏



资料来源：steam 官网，西部证券研发中心

图 17：LEGO ideas 官网界面



资料来源：LEGO ideas 官网，西部证券研发中心

全球化：

- **三丽鸥积极拓展海外 IP 授权业务，循序渐进推进 IP 运营本土化。**在各国主要社交媒体平台积累粉丝，便于营销与商业化授权。并因地制宜，针对美国崇尚体育文化的特点，在 Hello Kitty 诞生 50 周年之际，公司安排其担任美国职业棒球大联盟（MLB）洛杉矶道奇队开球嘉宾；美国市场渠道进行分区，在产品设计侧重点也有明显划分，以覆盖更多人群。同时，三丽鸥积极协同当地资源，如 2022 年 6 月与阿里鱼（Alifish）签署协议，授予后者 26 个 IP 在中国大陆的独家销售权；2024 年三丽鸥将抖音原创

动画短片更新频率升级为周更，产出多条百万级播放量爆款内容，线下拓展方面，品牌全年在全国核心城市新开 20 家官方门店。

图 18: Hello Kitty 担任美国棒球开球嘉宾



资料来源: nippon, 西部证券研发中心

图 19: 三丽鸥在中国开设门店



资料来源: 寻艺公众号, 西部证券研发中心

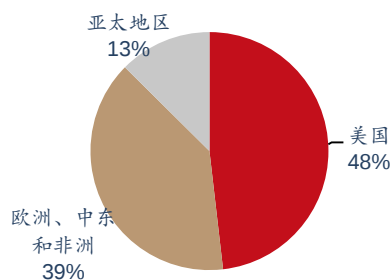
- **乐高渠道与供应链结合，全球化扩张，打开收入增长天花板。**乐高用标准化的积木语言构建全球通用性，分地区卖品收入看，2024 年乐高在美国/欧洲、中东和非洲/亚太地区分别占比 48%/39%/13%，全球专卖店达 1069 家。公司加速全球化供应链布局：中国作为重要增长市场，其浙江嘉兴工厂（2017 年全面投产）成为亚洲核心生产基地，满足区域需求并辐射全球；越南工厂预计于 2025 年投产，美国弗吉尼亚州工厂计划 2027 年投用，将提升北美响应速度。同时，乐高推进本地化创新，如专为中国市场设计的“悟空小侠”系列广受欢迎。

图 20: 乐高“悟空小侠”系列



资料来源: 乐高官网, 西部证券研发中心

图 21: 乐高集团 2024 年分地区的卖品收入



资料来源: 乐高官网, 西部证券研发中心

2.3 不同IP载体对比

拼搭角色积木，IP 与创新驱动。拼搭积木产品以工艺设计和玩法创新形成差异化，玩家通过拼搭过程投入情感，收获满足感。其中以布鲁可为代表的拼搭角色类积木，获取丰富的授权 IP 矩阵，依托中国供应链优势与庞大的经销商网络，将模玩品类推向大众化，IP 衍生品逻辑。拼搭积木较其他品类更具互动性、教育属性，男性玩家偏好机甲/动漫类产品，女性偏好 IP 联名款。

卡牌，收藏与社交属性驱动，IP 授权为核心。集换式卡牌是由 IP 驱动，具备社交属性与收藏属性，优质授权 IP 资源的获取能力为竞争关键，同时卡牌内容呈现的是对所承载 IP 的二次创作，玩法与工艺设计锦上添花。卡牌是最快能承接 IP 热度的衍生品品类之一，据卡游招股书，从产品设计到最终上线时间可短至 20-30 天。产品孵化周期短、节奏快，捕捉热门 IP，快速迭代运营，依托庞大的经销商网络进行 IP 热度放大。

潮玩，自有 IP 孵化与运营能力构筑核心竞争力。不同于传统玩具，潮玩以潮流文化为内核，情绪消费，自有 IP 形成长期壁垒，凭借惊喜体验+收藏价值+圈层认同实现高复购，艺术性与商业性结合。潮玩是成年人的玩具与社交货币，其用户画像聚焦 Z 世代，女性用户占比更高，通过潮玩寄托情感/传递价值观表达。同时全球范围内具备普适性，据泡泡玛特财报，2024 年泡泡玛特 85%的收入来自于艺术家 IP，12%的收入来自于授权 IP；2024 年泡泡玛特中国港澳台及海外收入 50.66 亿元，同比增长 375.2%，占总收入比重达 38.9%。

表 3：布鲁可&卡游&泡泡玛特财务数据对比

公司	年份	收入（亿元）	毛利率	经调整净利率	销售费用率	设计授权费占营业收入比重
布鲁可	2021	3.30	37%	-108%	118%	1%
	2022	3.26	38%	-69%	72%	5%
	2023	8.77	47%	8%	22%	8%
	1H24	10.46	53%	28%	12%	9%
卡游	2021	22.98	58%	35%	8%	7%
	2022	41.31	69%	39%	9%	5%
	2023	26.62	66%	35%	16%	6%
	2024	100.57	67%	44%	6%	8%
泡泡玛特	2021	44.91	61%	22%	25%	2%
	2022	46.17	57%	12%	32%	3%
	2023	63.01	61%	19%	32%	4%
	2024	130.38	67%	26%	28%	4%

资料来源：布鲁可招股书，卡游招股书，泡泡玛特财报，西部证券研发中心

注：布鲁可设计及授权费为销售成本中“授权费”，卡游设计及授权费为销售成本中“版权费”，泡泡玛特设计及授权费为销售成本中“设计及授权成本”

图 22：不同 IP 载体对比



资料来源：布鲁可招股书，卡游招股书，泡泡玛特财报，西部证券研发中心绘制

三、投资建议

3.1 泡泡玛特：全球超级品牌与超级IP，出海刚刚开始，想象空间大

3.1.1 出海刚刚开始

海外表现亮眼，今年以来美洲增速领跑。据泡泡玛特公告，1Q25 海外收入同比增长 475%-480%，其中亚太同比增长 345%-350%，美洲同比增长 895%-900%，欧洲同比增长 600%-605%。据我们对公司社媒不完全统计，1Q 海外新开 14 家门店，节奏符合预期，其中 3 月在美国新开 4 家门店，未来两年将在美国持续开设两具有地标性的旗舰店。据泡泡玛特官网，4 月以来美国市场基础盲盒定价由 17 美金逐步上调至 20 美金，公司产品议价能力强，仍有提价空间，叠加海外产能，预计整体关税影响相对可控，美国市场势能强。

图 23：泡泡玛特在中国港澳台地区及海外开店节奏

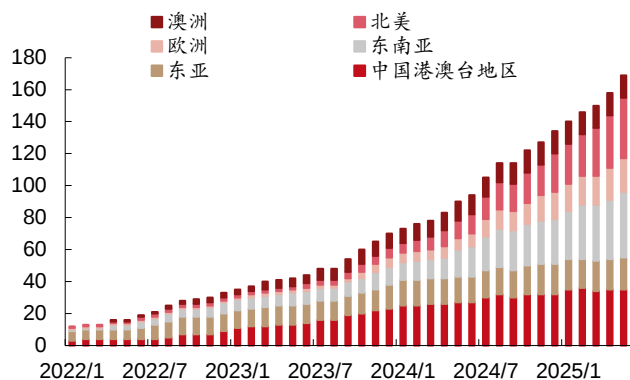
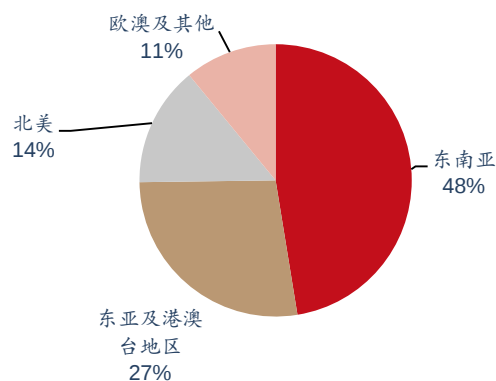


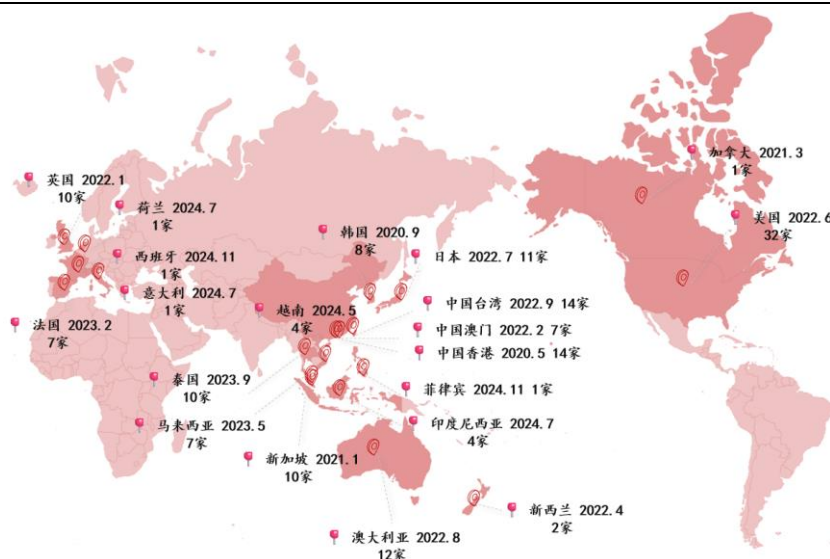
图 24：2024 年泡泡玛特海外收入结构



资料来源：泡泡玛特财报，泡泡范儿公众号，泡泡玛特海外社媒，西部证券研发中心

资料来源：泡泡玛特财报，西部证券研发中心

图 25：泡泡玛特海外各国/地区首店进入节奏

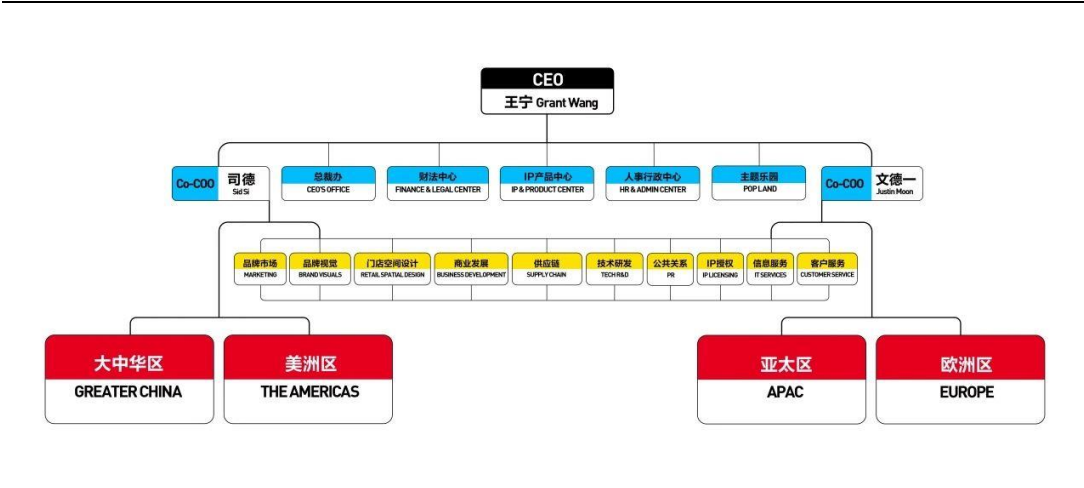


资料来源：泡泡范儿公众号，泡泡玛特海外社媒平台，泡泡玛特官网，西部证券研发中心

注：数据为截至 2025 年 5 月的门店数量，可能存在官网更新不及时的情况

今年 4 月公司完成新一轮组织架构调整，有望进一步助力各区域本地市场拓展。4 月 14 日，公司 CEO 王宁发布《组织架构全面升级，推进集团全球化战略目标》，宣布即日起启动全球组织架构全面升级。此次升级的核心是聚焦区域战略，在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设置区域总部，组织架构更加扁平高效，有望更好地深耕区域市场。

图 26：泡泡玛特组织架构升级示意图

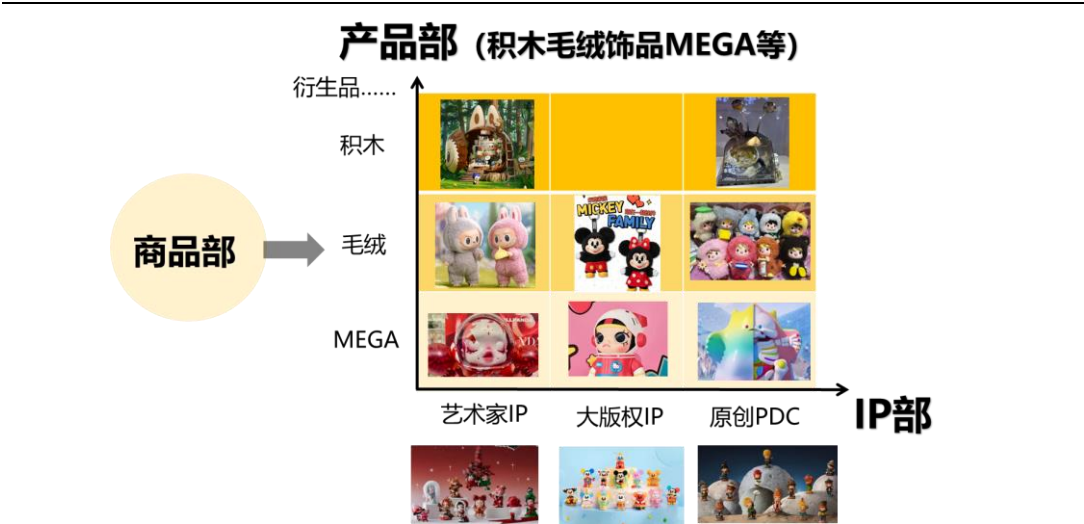


资料来源：泡泡玛特公众号，西部证券研发中心

复盘历次组织架构调整与迭代带来的效果，扁平化与协同性提升，为多品类与海外市场的突破奠定了重要基础：

- 1) 22 年底组织架构调整，商品部拆分为多个部门，创意涌现，SKU 质量与数量都在提升。此前泡泡玛特因大中台架构导致产品同质化、创新受限及资源内耗，22 年底启动组织架构改革，将产品部门按 IP 类型、产品品类（如毛绒、MEGA）组建独立部门，各配专属设计及工程团队，横向 IP 轴，纵向产品轴，碰撞出更多好产品；成立新的工作室灵活签约有潜力的艺术家，拓宽创意来源。拆分之后分工进度追踪都更加有效率和透明，产品多样性显著提升（如 LABUBU 搪胶毛绒系列的推出），开发效率提升，验证了组织扁平化对创新与业绩的提振作用。

图 27：泡泡玛特 22 年底组织架构调整



资料来源：泡泡玛特业绩交流会，《因为独特》，西部证券研发中心

- 2) 海外再造一个泡泡玛特，组织迭代与重点拆分，美国与国内市场统一运营，协同提升，加速美国市场打开。海外市场爆发增长的同时，对公司管理能力也提出了更高要求。此前海外组织独立运营，组织上更多资源聚焦在国内本地，国际团队与国内团队在产品、IP、运营协同中避免不了产生一些摩擦，节奏不匹配。公司将美国市场从国际业务剥离，交由国内团队直接运营，倒逼国内团队提升海外能力，国内团队通过实操理解海外痛点，为全球业务协同奠定基础，同时美国市场加速扩张，24 年底美国门店在 20 家左右，25 年预计不低于 50 家。

图 28：泡泡玛特美国市场门店分布



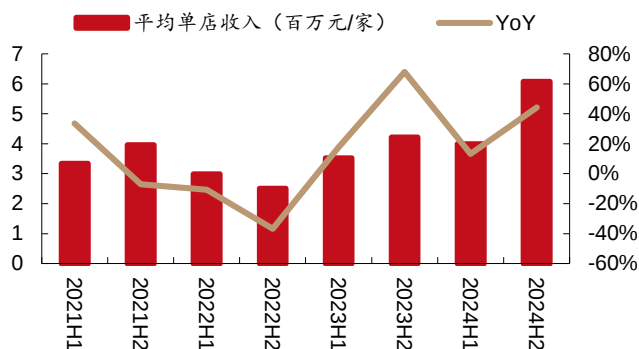
资料来源：泡泡玛特官网，西部证券研发中心

注：截至 2025 年 6 月 4 日，可能存在官网更新不及时的情况

3.1.2 破圈再破圈，国内增长强劲

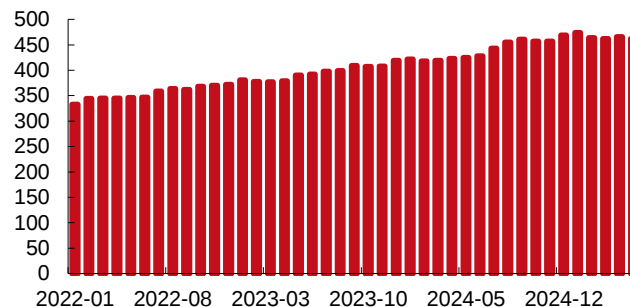
国内表现超预期，线下增长强劲。据公司公告，2024 年中国大陆收入 79.7 亿元，YoY+52%，线下零售店平均单店收入超千万元，同店 COMP 同比提升 28%。1Q25 中国收入同比增长 95%-100%，其中线下渠道收入同比增长 85%-90%，线上渠道同比增长 140%-145%。我们预计 1Q25 国内零售店店效延续去年 4Q 亮眼表现，背后是产品力的提升与玩家的扩圈。据公司公告，2024 年中国内地合计新增注册会员 1172.9 万人，今年 1Q 以来破圈还在继续。除自有 IP 外，多款第三方 IP（联名）产品打爆，哪吒 2 盲盒、The Monsters X 航海王系列手办、DIMOO 迪士尼系列手办&毛绒，IP 飞轮转动。

图 29：国内店效创新高



资料来源：泡泡玛特财报，西部证券研发中心

图 30：泡泡玛特的中国大陆地区门店数量



资料来源：泡泡玛特小程序，西部证券研发中心

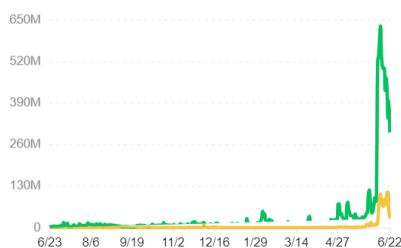
国内大面积破圈还在继续，品牌势能远大于零售表现。据微信指数，“泡泡玛特”今年以来热度持续创新高，春节期间受益于《哪吒 2》电影表现大超预期，联名衍生产品预售至 6 月；4 月底 The Monsters 前方高能系列上线，发售当晚“抢 LABUBU”话题登顶微博热搜榜，国内进一步大范围破圈。同时此系列对“LABUBU”整体的带动效应极强，前两代搪胶毛绒盲盒系列二手溢价率均限制提升。The Monsters 心动马卡龙系列于 23 年 10 月底发售，推出超一年半时间，仍处于供不应求状态。

图 31：“LABUBU”国内热度再创新高

指数趋势 ①

近7天 近30天 全部

● 泡泡玛特 ● labubu



资料来源：微信指数，西部证券研发中心；

注：数据截至 2025 年 6 月 22 日，数据为近一年趋势

图 32：心动马卡龙系列-荔枝莓莓二手溢价率超 100%



荔枝莓莓

价格趋势 ②

已排除规格：仅配件、创意改娃

30日 1年

① 平台内成交价将随市场供需变化而波动，请理性消费



资料来源：千岛，西部证券研发中心；

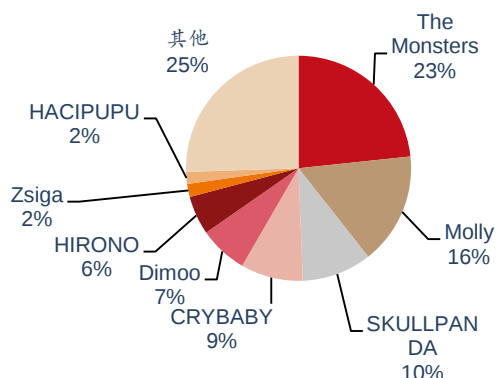
注：数据截至 2025 年 6 月 22 日

3.1.3 IP孵化与运营平台，X品类的乘数效应释放

IP 矩阵持续丰富，多品类布局助力深度延展。泡泡玛特上市以来，包括 MOLLY、SKULLPANDA 等头部 IP 稳健增长的同时，通过内部孵化与外部收购，成功运营了包括 Hirono 小野、Zsiga、CRYBABY、星星人、KUBO、HACIPUPU 等新 IP，IP 基本盘显著向上。2024 年公司打造了 13 款收入过亿元的 IP，4 款收入过 10 亿元的 IP，其中 THE MONSTERS 爆火，收入同比增长 726.6%至 30.4 亿元；SP 收入 13.08 亿元，YoY+27.7%，22 年 11 月推出的温度系列累计销量超过 79.1 万套，长尾效应极强。分品类看，24 年手办/毛绒/MEGA/衍生品及其他占比分别为 53.2%/21.7%/12.9%/12.2%，其中毛绒收入同比

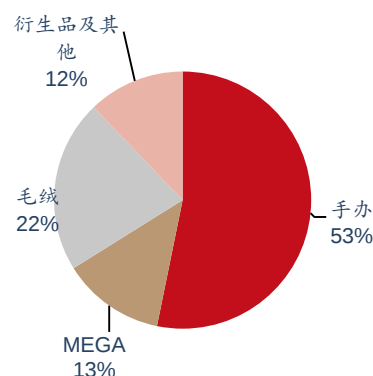
增长 1289%至 28.32 亿元。

图 33：泡泡玛特 2024 年分 IP 收入结构



资料来源：泡泡玛特财报，西部证券研发中心

图 34：泡泡玛特 2024 年分品类收入结构



资料来源：泡泡玛特财报，西部证券研发中心

背后是公司极强的产品设计能力和对消费需求的精准把控，有望延伸至全品类全 IP，中期看全球化×IP 矩阵的乘数效应。相对竞对来说，基于泡泡玛特积累的强品牌力和自上而下从研发到渠道的一体化能力，能够赋予新品更高的爆款率&更快洞察到消费者的需求(衍生品、搪胶毛绒、卡牌等多种细分需求)。不止盲盒，不止玩具，我们认为泡泡玛特还可以做很多新的东西，包括饰品到衣帽服饰、家居家电等等，叠加广阔的海外空间，不止 1+1 的简单加法。

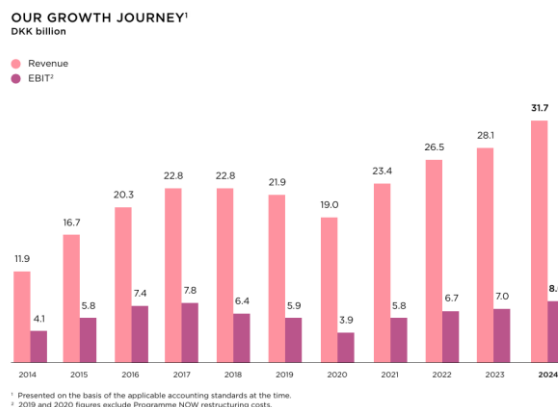
- **饰品：**公司于今年推出饰品线 POPOP，起先通过快闪店试运营，并于今年 5 月在上海港汇恒隆、北京国贸推出正店。POPOP 产品设计围绕着泡泡玛特自有 IP，目前材质以 925 银、14K 金等为主，风格鲜明，价格在百元-小千元不等。对标潘多拉，出海空间广阔。据潘多拉财报披露，2024 年潘多拉实现营收 317 亿丹麦克朗，同比增长 13%，14-24 年 CAGR+10%；其中美国是潘多拉目前收入占比最大的市场，2024 年营收 97 亿丹麦克朗，同比增长 17%，占潘多拉总收入的 31%(VS 中国市场占 1%)。

图 35：25 年 5 月泡泡玛特饰品品牌“POPOP”于上海开设首店



资料来源：POPOP 官方公众号，西部证券研发中心

图 36：潘多拉 2024 年收入同比+13%，14-24 年 CAGR+10%



资料来源：潘多拉财报，西部证券研发中心

- **乐园：**对于 IP 的传播意义远大于目前零售数据。乐园是把 IP 实景化、内容化加深的重要场景，通过线下 IP 互动体验与沉浸式场景布局，例如通过 LABUBU 偶装表演提升 IP 鲜活度，结合活动营销（如乐园打卡）深化用户认知。目前乐园正在推进 1.5 期改造，计划在此区域新增设施，同步探索多元化体验：如乐园夏日夜游活动（面向成年人，提供音乐、轻酒精等场景），丰富 IP 沉浸式体验。未来，乐园 2.0 版本将推出更多大型游乐设施（如过山车、黑暗骑乘等），有望加深玩家与 IP 情感连接，丰富 IP 价值，延长 IP 生命周期。

图 37：泡泡玛特北京城市乐园



资料来源：泡泡玛特城市乐园官方小红书，西部证券研发中心

图 38：泡泡玛特乐园扩建中



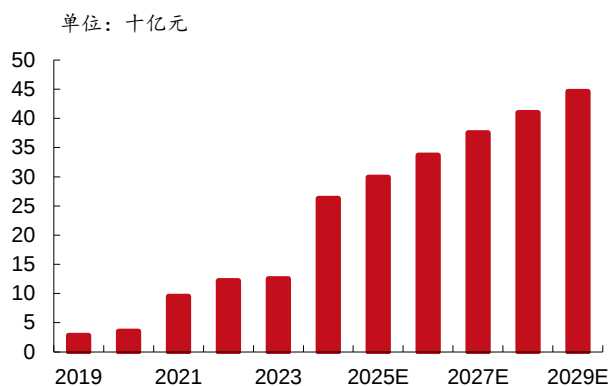
资料来源：泡泡玛特城市乐园官方小红书，西部证券研发中心

3.2 卡游：国内集换式卡牌龙头，IP 驱动业绩增长

3.2.1 营收超百亿，经调利润率维持高位

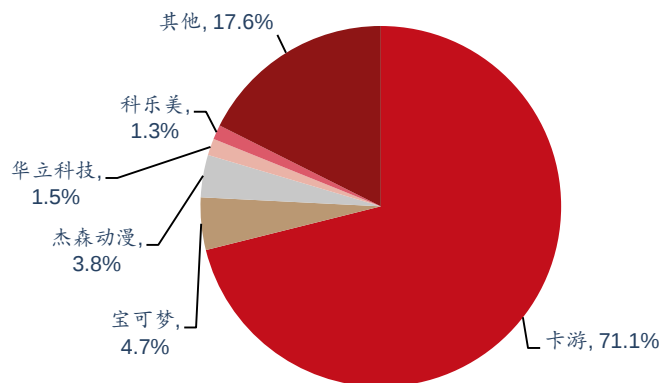
国内集换式卡牌龙头。据卡游招股书披露，我国集换式卡牌行业高度集中，2024 年 CR5 市占率 82.4%（商品交易额计），其中卡游以 71.1% 的市场份额位居中国集换式卡牌行业第一。卡游收入波动主要受 IP 影响，2024 年营收 100.6 亿元，YoY+277.8%。分产品看，集换式卡牌为公司最主要的品类，2024 年收入占比 81.5%，同时公司将业务逐步拓展至文具产品，延展 IP 承载形式与生命周期，与玩具相互渗透，24 年文具收入占比 5.1%。

图 39：预计 2029 年中国集换式卡牌市场规模将达 446 亿元



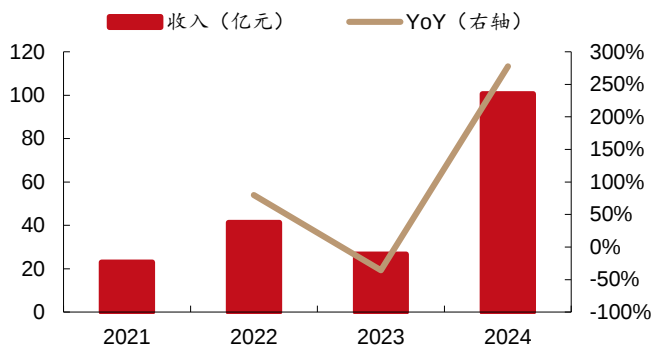
资料来源：卡游招股书，灼识咨询，西部证券研发中心

图 40：2024 年卡游在中国集换式卡牌行业市占率达 71.1%



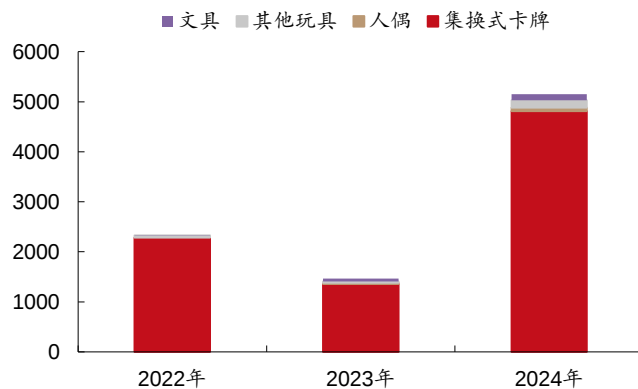
资料来源：卡游招股书，灼识咨询，西部证券研发中心

图 41：2024 年卡游营收同比+277.8%至 100.6 亿元



资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

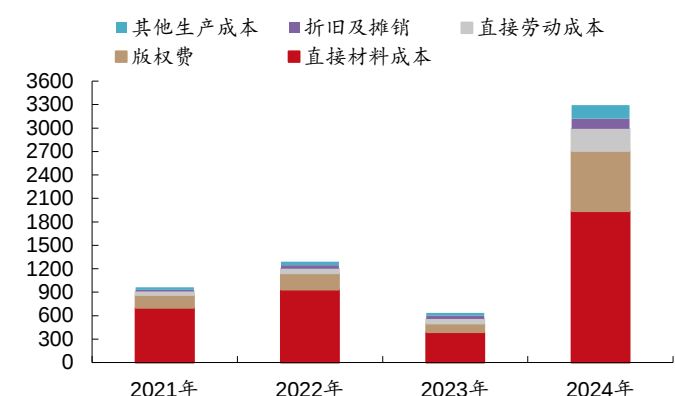
图 42：卡游分品类销量（单位：百万销售单位）



资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

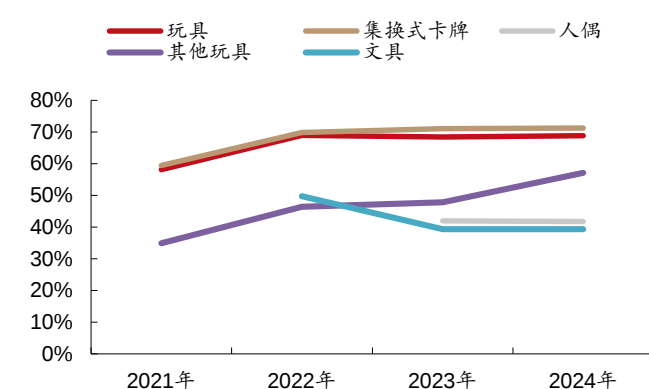
卡牌品类毛利率 70% 左右。据卡游招股书披露，2024 年卡游整体毛利率为 67.3%，其中集换式卡牌毛利率达 71.3%，文具品类毛利率为 39.4%，相对较低一些。卡游成本结构中，直接材料成本占最大，2024 年，直接材料成本占总收入比例为 19.3%，版权费占总收入的 7.6%，同比提升 3.4pct。

图 43: 卡游成本结构 (单位: 百万元)



资料来源: 卡游招股书, 西部证券研发中心

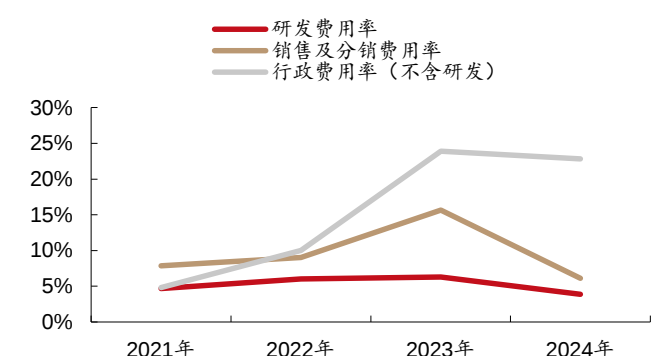
图 44: 卡游分品类毛利率



资料来源: 卡游招股书, 西部证券研发中心

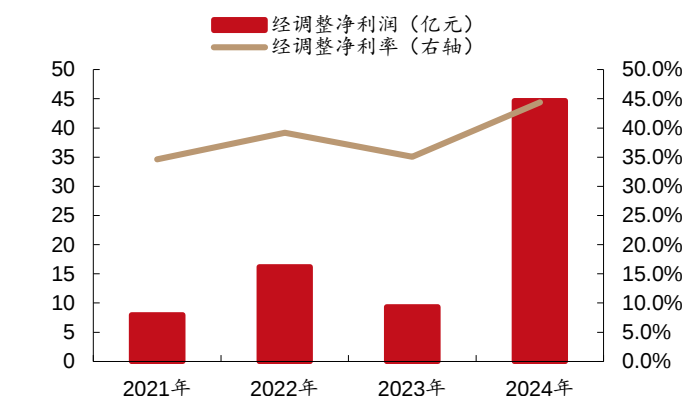
经调利润率维持高位。据卡游招股书披露, 卡游 2024 年销售/行政 (不含研发)/研发费用率分别为 6.1%/22.8%/3.9%。2024 年卡游经调净利润 44.67 亿元, 经调整净利率达 44.41%, 整体维持高位。

图 45: 卡游费用率



资料来源: 卡游招股书, 西部证券研发中心

图 46: 卡游经调利润率维持高位

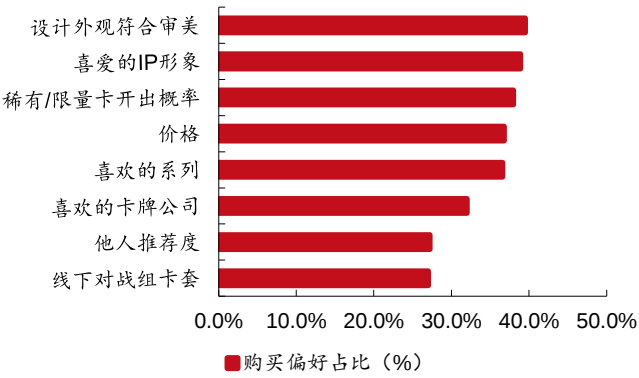


资料来源: 卡游招股书, 西部证券研发中心

3.2.2 IP驱动业绩增长, 供应链与渠道超强协同

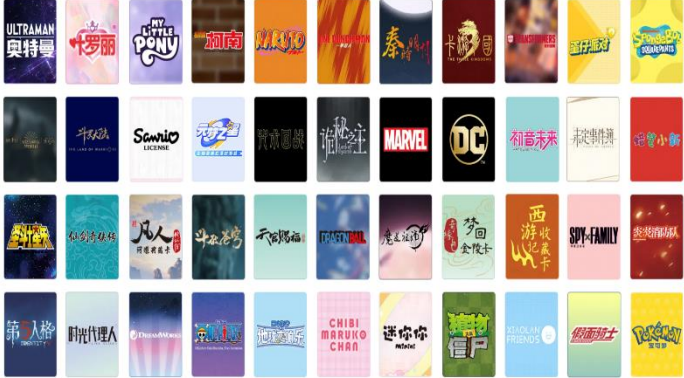
IP 是消费者选择 IP 收藏卡的首要因素, 卡游手握 70+ 头部 IP 授权, 前 5 大 IP 收入占比下降。据艾瑞咨询, 近 40% 的消费者选择 IP 收藏卡时会考虑 IP 形象, 除此之外, “设计外观符合审美”、“喜欢的卡牌公司”及“喜欢的系列”这三个常被大家考虑的因素也与 IP 息息相关。据卡游官网, 卡游陆续获得全球 70+ 头部 IP 授权 (VS 截至 22 年底 30 个, 23 年底 37 个), 包括奥特曼、火影、哈利波特、小马宝莉等, 并助力优质国漫 IP 推广, 与斗罗大陆、叶罗丽、秦时明月等热门 IP 双向赋能, 形成覆盖全年龄段的庞大“IP 宇宙”, 在积极拓展外部优质 IP 的同时自研孵化新 IP。据卡游招股书, 24 年五大 IP 主题产品收入 86.53 亿元, 占公司总收入的 86.1%, 较 2022 年下降 12.3pct, 同时 24 年 10 个 IP 单独收入贡献超过 1 亿元。

图 47：消费者选择 IP 收藏卡考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

图 48：卡游优质 IP 储备丰富



资料来源：卡游情报公众号，西部证券研发中心

表 4：卡游主要 IP 到期时间

IP 名称	IP 授权协议的初始执行时间	续期次数	主要产品类型	主要产品类型的 IP 来源	权力性质	截至最后实际可行日期主要产品类别的 IP 授权协议的到期时间
奥特曼	2018 年	4	集换式卡牌及文具	非独家授权	在中国内地进行设计及开发、生产、销售及营销的权利	2029 年
叶罗丽	2019 年	2	集换式卡牌及文具	集换式卡牌独家授权及文具非独家授权	在全球进行设计及开发、生产、销售及营销的权利	2033 年
小马宝莉	2020 年	4	集换式卡牌及文具	非独家授权	在全球（若干协定的地区除外）进行设计及开发、生产、销售及营销2029 年的权利	
火影忍者	2020 年	2	集换式卡牌及文具	非独家授权	在中国内地及亚洲、欧洲、北美洲及大洋洲的协定地区进行设计及开发、生产、销售及营销的权利	2027 年
斗罗大陆动画	2020 年	2	集换式卡牌	非独家授权	在中国内地、东南亚、韩国及日本进行设计及开发、生产、销售及营销2026 年的权利	
咒术回战	2022 年	2	集换式卡牌、徽章及文具	非独家授权	在中国内地进行设计及开发、生产、销售及营销的权利	2026 年
蛋仔派对	2023 年	-	集换式卡牌及文具	非独家授权	在中国内地及东南亚地区进行设计及开发、生产、销售及营销的权2025 年利	
卡游三国	不适用	-	集换式卡牌	自有	不适用	不适用

资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

从商业模式看，卡牌产品孵化周期短、节奏快，需要快速的迭代运营与响应能力，背后依托于强中台支持、柔性供应链以及强大的经销商网络的协同作用，从产品设计到产品在终端上线所需时间可短至 20 到 30 天，迅速捕捉热度并进行放大。

强中台支持，保证开发效率与灵活性，“解读” IP 而非简单“复制”。截至 24 年底，卡游

有 11 个专注于产品设计及开发的工作室，由 471 名专业从事原画、平面设计及 3D 设计等领域人才组成。此外，还有一支由 100 多名全职雇员组成的支持团队，负责支持美术设计工作，根据需要灵活部署以支持工作室。2022-2024 年，卡游分别推出 168/167/210 个集换式卡牌系列。同时卡游二创能力强，“解读”IP 而非简单“复制”，例如在“哪吒之魔童闹海斗天包（收藏卡）”系列中，卡游通过烫金、闪膜、逆向、光刻等多种先进印刷技术，更好的展现电影经典场面。

图 49：卡游对《哪吒 2》电影经典画面通过工艺进行二创，更好的表达故事，提升观赏价值与收藏价值



资料来源：蓝鲸新闻，西部证券研发中心

工艺水平领先，自建供应链，把控能力强。截至 2024 年 12 月底，卡游拥有三个生产基地和一个物流中心，以及一个准备投产的生产基地及两个在建生产基地。并于浙江建成卡牌、文具智慧产业园区，引进多条德国曼罗兰等世界顶尖印刷设备，搭配卡游专属纸张双面印刷，自主研发冷烫、炫彩、3D 等前沿技术；具备无人 AGV 自动物流系统等信息化系统，实现生产、销售、仓储为一体。据新华社报道，依托自有工厂的制造优势，卡游最快两周能实现从新产品的设计到上市销售；经过印前处理、切纸、胶印、品检、理牌等工艺流程，卡游开化工厂最高日产上亿张卡牌。

表 5：卡游生产基地

生产基地	主要功能	投产时间	概约建筑面积 (平方米)	截至 2024 年底 生产线数量
开化生产基地	集换式卡牌生产	2020 年 8 月	87789.3	25
义乌生产基地	文具生产	2023 年 3 月	15060.0	2
东莞生产基地	包装	2023 年 4 月	9800.0	5

资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

注：集换式卡牌及文具生产线在不同生产类别之间不能互换，而包装生产线既可生产集换式卡牌，也可生产文具。

表 6：卡游生产扩产规划

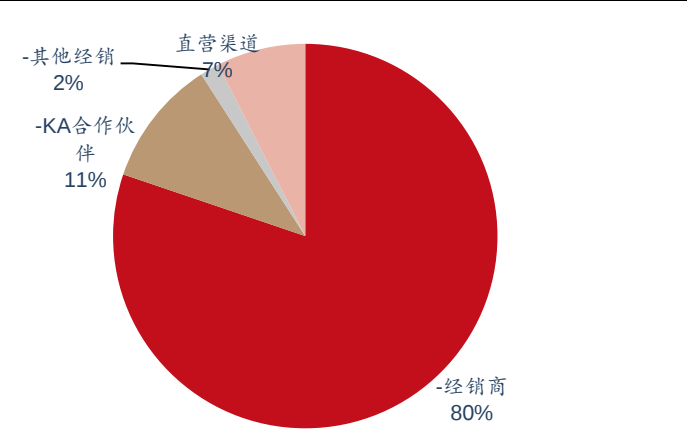
生产基地地点	主要产品	关键时间线	概约建筑面积 (平方米)	年产能 (千生产单位)	估计投资额 (百万元)
义乌	玩具（如立牌）及生产基地已于 2024 年 3 月竣工，预计将于 2025		57000.0	300.0	470.0

		年第二季度安装生产设			
		备后投产			
		生产基地预计将于 2025			
义乌	文具	年 12 月前竣工，并预计	147416.0	3000.0	1920.0
		将于该月投产			
		生产基地已于 2024 年 7			
开化	玩具（如集换式卡	月开始动工，并预计将于	204876.5	7000.0	1030.0
		牌及立牌）			
		2026 年 12 月前竣工			

资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

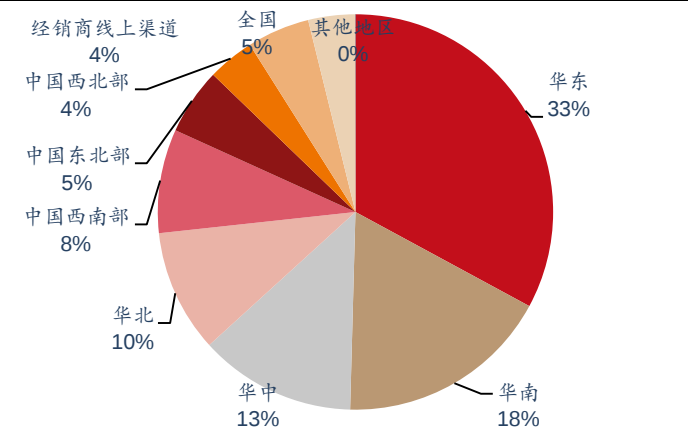
从一线商场到乡镇小卖部，“毛细血管”般的经销网络为放大器。收藏型集换式卡牌受众多为学生、白领等青少年消费群体，消费场景广泛布局街边文具店、集合店、超市和便利店等等，线上也有电商、直播平台。据卡游招股书披露，截至 2024 年 12 月 31 日，卡游拥有 217 个经销商（覆盖全国 31 个省及若干海外地区），直营布局线下卡游旗舰店、自动贩卖机与线上直营渠道，与 39 名零售 KA 合作（名创优品、好想来等），并以加盟形式建立 351 家卡游中心。目前卡游销售收入以经销商渠道为主，2024 年来自经销商渠道的收入占比 80.2%。

图 50：2024 年卡游分渠道收入结构



资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

图 51：2024 年卡游分地域经销商收入结构



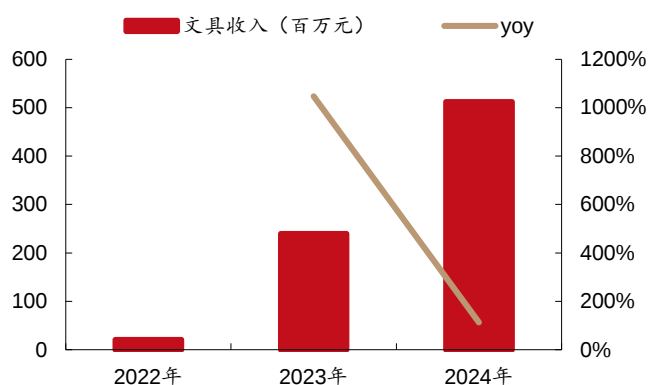
资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

注：全国指获授权在全国范围内销售我们产品的线下经销商

其他地区包括中国香港、澳门特别行政区，中国台湾，以及东南亚等

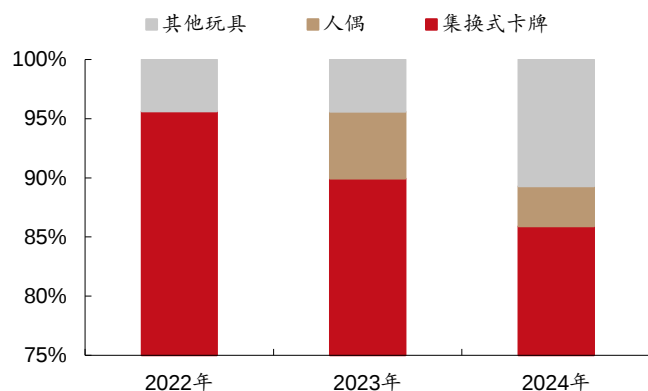
不止卡牌，构建“泛娱乐生态”。依托可重复使用的强大经销商网络与敏锐的市场嗅觉，卡游在文具笔、人偶等细分品类取得突破，构建了包括集换式卡牌、人偶、其他玩具及文具的多元化产品组合。非卡牌类的玩具品类收入占比由 22 年的 4.4% 提升至 24 年的 13.4%，文具品类 24 年实现收入 5.13 亿元，YoY+114%。

图 52: 文具类收入&增速



资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

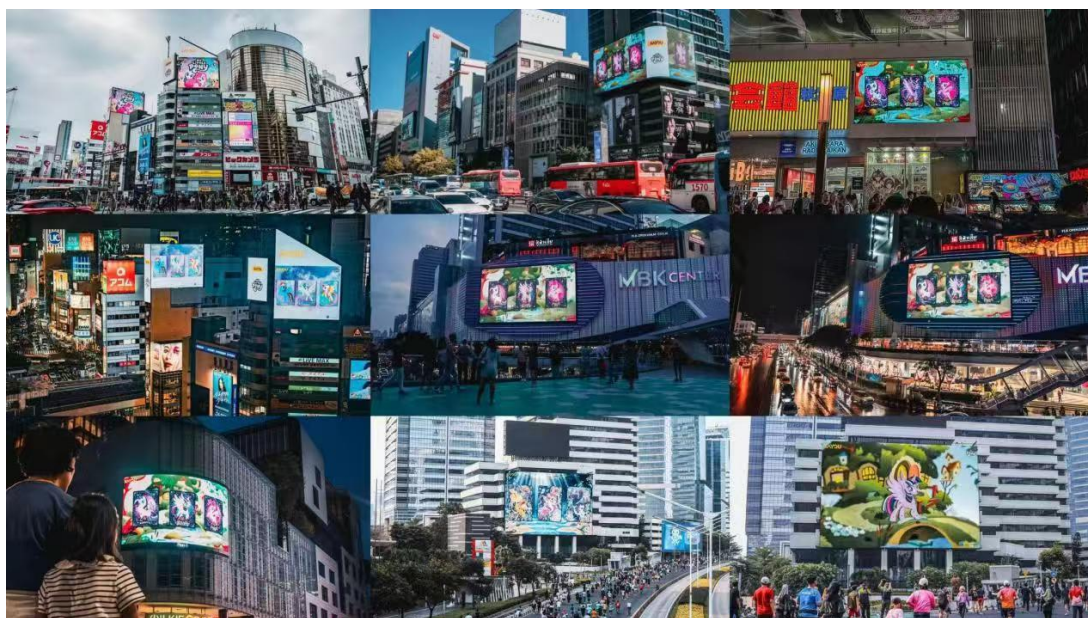
图 53: 玩具品类中，非卡牌占比提升



资料来源：卡游招股书，西部证券研发中心

卡牌“出海”，文化“出圈”。据卡游官网，24 年 10 月 17 日，卡游正式宣布与孩之宝达成深度合作，取得小马宝莉系列的全球授权，小马宝莉英文版、日文版卡牌产品将在日本、韩国和东南亚地区国家发售。除了小马宝莉的常规卡牌，卡游还与在地文化相结合，设计了海外限定版卡牌。小马“紫悦”分别出现在了印尼海滩、新加坡动物园、日本富士山以及泰姬陵前，以知名地标性建筑引起当地玩家共鸣。除了小马宝莉外，《卡游三国》等四大名著系列亮相法国巴黎国际博览会；巴黎奥运会期间，卡游在国家体育总局指导下设计研发的中国首套体育文化卡牌在巴黎亮相；卡游首个原创国漫 IP《英雄对决·破空》也正在日本连载。

图 54: 卡游积极布局出海



资料来源：卡游官网，西部证券研发中心

根据卡游招股书，本次 IPO 募集资金主要用于对于生产设施的扩建和升级，通过引进先进的生产设备和技术，进一步优化生产流程，提高生产效率。丰富 IP 矩阵，加强 IP 的运营能力，并将不断推出更多产品类别和系列，以满足不同消费者的需求。同时，为了优化仓储及物流能力，卡游将投入资金对仓储设施进行扩建和升级，提高仓储效率和准确性。并

投资信息技术，采购数字系统及软件，升级及整合现有业务运营的信息系统。卡游还将通过多种营销策略来提升品牌推广度。

表 7：卡游 IPO 募资规划

序号	项目	具体用途
1	生产设施的扩建和升级	扩建位于浙江义乌的一个在建生产设施及位于浙江开化的一个在建生产基地，分别预计于 2025 年 12 月及 2026 年 12 月前竣工，两个生产基地年产能分别为 300.0 万及 700.0 万生产单位 升级生产设备，优化生产及检测工艺与流程，加强关键生产流程的技术能力，持续提升生产流程的智能化，加强实时监控和分析 深化与拥有丰富 IP 资源的 IP 合作伙伴的合作，继续识别、开发及商业化具有强大潜力的热门 IP
2	丰富 IP 矩阵，增强 IP 运营能力	开发及商业化我们的自有 IP 通过 IP 收购扩展我们的自有 IP 矩阵
3	丰富产品组合，开发更多产品类别及系列	用于研发设计技术及材料，并进一步探索和深化产品开发合作 用于为产品设计开发团队的招聘、保留和培训
4	建设新的自动化仓储物流设施，优化存货管理、提升运营效率	
5	业务运营数字化	投资信息技术和系统，采购数字系统及软件，升级及整合现有业务运营的信息系统 招聘、保留及培训信息技术人才
6	品牌推广	进一步投资营销，尤其是线上平台，持续优化 TCG 活动的组织及推广
7	运营资金及一般公司用途	

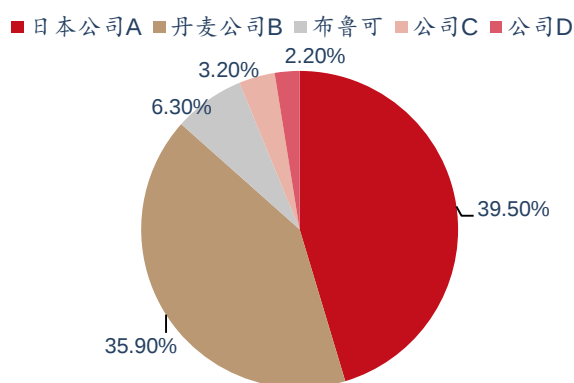
资料来源：卡游招股说明书，西部证券研发中心

3.3 布鲁可：重塑拼搭积木新赛道，IP+渠道双轮驱动高增长

3.3.1 研发驱动，实现高品质与亲民价的完美结合

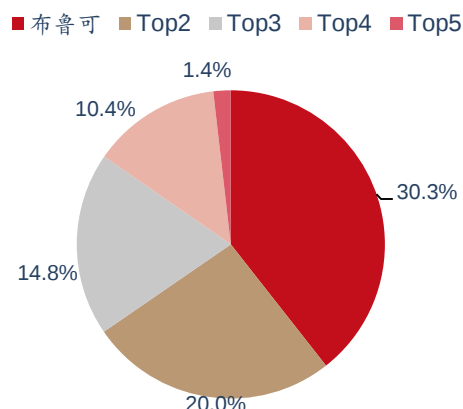
全球及中国的拼搭角色类玩具市场高度集中，布鲁可全球第三，中国第一。据弗若斯特沙利文，在全球拼搭角色类玩具市场的这一竞争格局中，布鲁可表现优异，2023 年在全球排名第三，在中国位列第一，市场份额为 6.3%；在中国拼搭角色类玩具市场，前五大市场参与者所占的市场份额共 76.9%，行业集中度较高，布鲁可作为中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者，2023 年市场份额达到 30.3%。

图 55：2023 年全球拼搭角色类玩具市场竞争格局（GMV 口径）



资料来源：布鲁可招股书，弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

图 56：2023 年中国拼搭角色类玩具市场竞争格局（GMV 口径）



资料来源：布鲁可招股书，弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

从下往上覆盖全年龄段。基于布鲁可体系与丰富的 IP 矩阵，广泛的产品组合满足全年龄段、全性别的多元消费者和粉丝的长期需求。截至 1H24，布鲁可拥有主要面向 6 岁以下儿童的包括百变布鲁可产品的 116 个在售 SKU，主要面向 6 至 16 岁人群的包括英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者产品的 295 个在售 SKU，以及主要面向 16 岁以上人群的包括奥特曼、变形金刚产品的 20 个在售 SKU。

图 57：覆盖全年龄段的产品组合



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

图 58：布鲁可的主要产品



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

全价格带推出好而不贵的产品。依托于上文所述的国内供应链优势基础，布鲁可主流产品的定价从 9.9 元至 399 元不等，主要集中在 19.9 元至 79 元的价格区间，热销的大众价格带产品定价为 39 元，同时具备向上和向下拓展产品组合价格区间的能力，为消费者带来平价、大众、中端及高端价格带产品。在 2022 年 1 月和 2024 年 11 月分别推出了定价 39 元的大众价格带产品奥特曼群星版以及定价 9.9 元的平价价格带产品变形金刚星辰版。

图 59：布鲁可平价价格带变形金刚星辰版



资料来源：布鲁可淘宝官方旗舰店，西部证券研发中心

图 60：布鲁可高端价格带奥特曼群星版手办



资料来源：布鲁可淘宝官方旗舰店，西部证券研发中心

持续的产品创新，产品迭代快。布鲁可于 2022 年首次推出奥特曼群星版本，此后，根据此版本开发并推出 12 个系列的拼搭角色类玩具，迭代更新时间在一个季度左右。据公司招股书披露，截至 2024 年 6 月，奥特曼授权 ip 在售 SKU 达 134 个，零售价范围 39-399 元，奥特曼群星版旗下的所有系列的产品均在销售，第十一系列产品于 2024 年 4 月上市后实现了首季销量相较第十系列增长达 86.7%。

图 61：奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量（千件）



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

内容驱动的互联网营销策略助力。布鲁可采用多重传播渠道，结合 IP 属性和渠道特点并匹配 IP 方的活动，在社交媒体平台进行产品内容传播，据布鲁可招股书，1H24 公司市场推广费用占总收入的比例为 4.6%，远低于行业平均水平。（1）官方账号，通过发布高质感的产品图片与视频来突显产品设计和 IP 角色神韵以提升品牌力。（2）与 KOL 和 KOC 合作，进行二次创作内容，据公司招股书披露，截止 24 年 12 月底，在 2023 及 2024 年

内与布鲁可合作的 KOL 和 KOC 拥有全网粉丝数约 2.4 亿。(3) 用户生成内容，举办成品晒图活动、模玩大赛、线下展会等，在 2023 年 9 月至 2024 年 1 月期间举办的视频分享活动吸引了超过 15,000 个视频投稿，最受欢迎的单个视频累计获得超过 640,000 次播放量。

图 62：布鲁可首届 BFC 创作赛



资料来源：布鲁可公众号，西部证券研发中心

图 63：布鲁可三大营销途径



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

高效的推新节奏与强大的产品力背后，在于对研发与生产的高度重视。

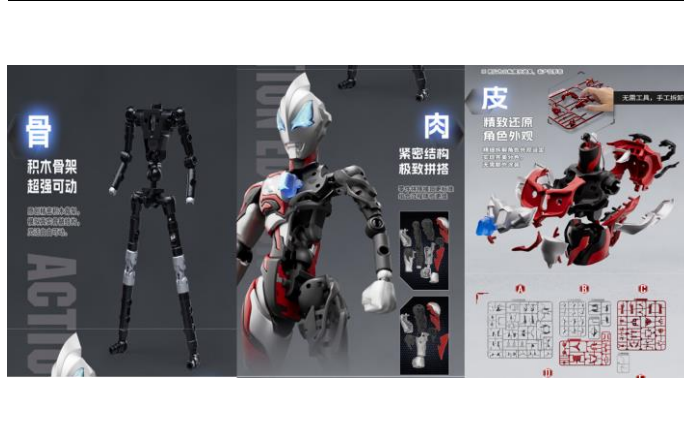
1) 创新提出骨肉皮系统，标准零件与特征零件结合，高度还原 IP 神韵，同时在设计上复用性强，规模效应下兼具性价比。国内市场传统积木人多为方块身体四肢，较其他积木品牌推出的奥特曼积木而言，公司建立了全新的“骨肉皮”积木体系，模仿人类的骨骼结构设计，积木拼搭形成骨系统，板件拼搭形成皮系统，连接件组装形成肉系统，提高了积木产品的关节可动性和立体造型感。标准零件（拼搭结构与关节）可在不同型号产品之间共用，具备规模效应，同时玩家也可以根据自己的兴趣将不同系列特征零件（外观层）组合，兼容性高，带来了更新颖的拼搭玩法和体验。除了产品设计带来的可复用高效外，公司已获得专利的注塑技术降低了注塑压力，并缩短了注塑定型所需的时间，从而有效地提高了生产效率。

图 64：布鲁可积木人



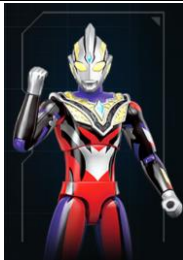
资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

图 65：布鲁可原创骨肉皮系统



资料来源：布鲁可积木人 CLUB 小程序，西部证券研发中心

表 8：不同品牌奥特曼积木对比

产品名称	奥特曼群星版 第 13 弹释放想象	宇宙英雄奥特曼： 欧布奥特曼煌闪形态	奥特曼超级甲积木人 第二弹奔向未来	超可动终极赛罗套装 亚刻（皓月装甲）
				
品牌名称	布鲁可	森宝	启蒙	万代
款式	9 常规款+1 隐藏款	非盲盒形式	6 常规款+2 隐藏款	非盲盒形式
零件数	25-36 颗粒, 23 处关节可动	669 个零件	15 处关节可动	22 处关节可动
价格	39 元	39 元	44.1 元	129 元
发布年份	2024 年	2021 年	2024 年	2024 年

资料来源：布鲁可京东自营旗舰店，启蒙京东自营旗舰店，万代奥特曼京东自营专区，Brick4.com，西部证券研发中心

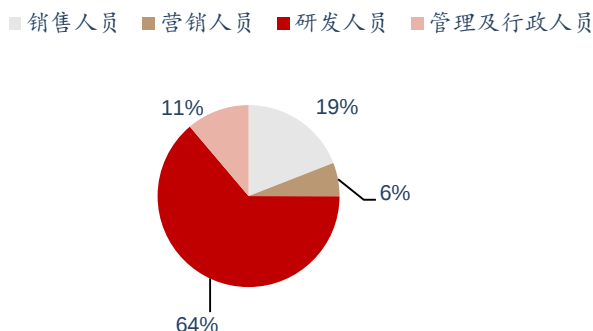
表 9：布鲁可和卡游圣斗士积木人比较

产品名称	圣斗士群星版第一弹	圣域传说第一弹黄金意志
		
品牌名称	布鲁可	卡游
款式	9 常规款+2 隐藏款	6 常规款+2 隐藏款
规格	72mm×72mm×120mm	117mm×65mm×130mm
零件数	约 25 个以内	约 40+零件数，25+可动处
价格	39 元	39 元

资料来源：布鲁可京东自营旗舰店，卡游官方旗舰店，西部证券研发中心

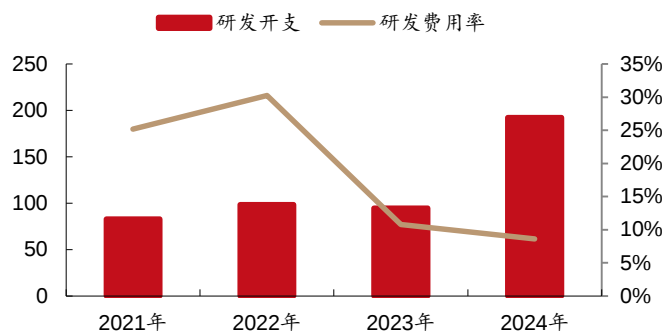
2) 强大的研发团队为依托，研发人员占比超 60%，并计划持续扩充。2024 年公司研发费用 1.92 亿元，YoY+103%。截至 24 年 6 月 30 日，公司研发团队占到所有员工人数的 64%，其中约 84%为产品研发团队；截至 2024 年 12 月，公司已成功申请专利超过 500 项。据公司招股书披露，公司计划于 2027 年前额外聘用约 400 名研发人员，持续夯实研发能力。

图 66: 1H24 公司研发人员占比超 60%



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

图 67: 公司保持较高比例研发投入（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

3) 与代工厂品类独家长期合作，计划新建自有工厂。截至 2024 年 6 月 30 日，公司与六家第三方专业合作工厂建立合作关系，专注生产拼搭角色类产品，其中三家分别于 2017 年、2018 年和 2021 年起开始合作生产积木玩具，并进一步共同生产拼搭角色类玩具，其他三家均于 2023 年后开始合作，为了扩大产能，已物色另外两家具具有资质的工厂。为了快速实现规模经济，布鲁可将建设自有工厂，预期将于 2026 年年底前后竣工，设计产能为每月约九百万件，并为自营工厂配备先进的玩具生产设备，并实现高度的标准化和自动化水平。

图 68: 合作工厂



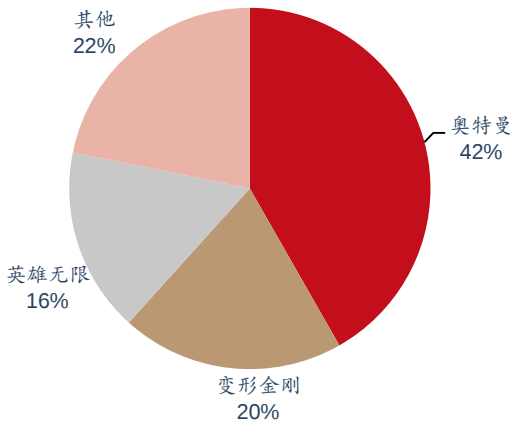
资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

3.3.2 IP 深化+渠道下沉+全球化驱动高成长

IP 矩阵持续丰富，有望触达更广泛的消费者。据布鲁可招股书，截至 2024 年 6 月 30 日，公司合计推出 2 个自有 IP：儿童益智类的百变布鲁可和中国传统文化主题的英雄无限，以及约 50 个知名 IP 的非独家授权：奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威：无限传奇等，同时公司持续加深 IP 积累，正与超过 25 个 IP 进行授权磋商。从拼搭角色类产品孵化看，公司目前主要围绕着自有 IP 英雄无限，以及奥特曼、变形金刚等第三方 IP 进行打磨，24 年底开始加大对储备 IP 的开发力度，陆续推出宝可梦、新世纪福音战士、初音未来 IP 产品，未来计划围绕包括小黄人、名侦探柯南、凯蒂猫、芝麻街等 IP 推出更多 SKU，有望

拓展至女性向/成年人用户。

图 69：截至 2024 年 6 月 30 日，公司推出的拼搭角色类 SKU 结构



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

图 70：自有 IP 英雄无限



资料来源：布鲁可官网，西部证券研发中心

图 71：主要授权 IP



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

表 10：IP 授权及到期年份

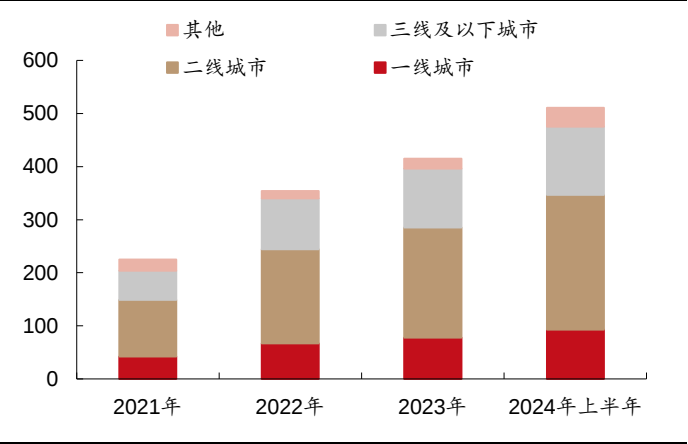
IP 名称	授权区域	授权到期年份
奥特曼	中国北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2027 年
变形金刚	全球超过 50 个国家	2028 年
火影忍者	中国	2025 年
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	在亚洲的九个国家	2025 年
小黄人	全球超过 150 个国家	2027 年
宝可梦	中国	2025 年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗、喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	中国	2027 年
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年
叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大以外的全部地区	2026 年
三体	中国	2027 年

IP 名称	授权区域	授权到期年份
斗罗大陆	中国	2026 年
圣斗士星矢	中国	2026 年
初音未来	中国	2026 年
名侦探柯南	中国	2026 年
假面骑士	中国	2025 年
新世纪福音战士	中国	2026 年
新·假面骑士	中国	2025 年
王者荣耀	中国	2026 年
超级战队	中国	2025 年
机动奥特曼	中国	2026 年
哈利·波特和 DC：超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、 闪电侠及神奇女侠	中国	2027 年
星球大战	中国	2028 年

资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

收入端的快速增长亦依托于强大的经销商网络，覆盖全国约 15 万个线下网点。据布鲁可财报，布鲁可 2024 年收入中来自线下经销商销售额达 20.63 亿元，占总收入的 92%；据布鲁可招股书披露，截至 2024 年 6 月 30 日，合计拥有经销商 511 家，相较于 2021 年底增加 127.11%，其中一线、二线、三线及以下城市的经销商数量占比分别为 18.20%、49.71% 和 25.05%，经销商网络已有效覆盖所有一线和二线以及超过 80% 的三线及以下城市，核心在二线及以下城市，线下经销商数量的快速增加是收入不断提高的驱动力之一，并在中国的大型商超和专业网点进行销售，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。

图 72：经销商数量逐年增加



资料来源：布鲁可招股书，西部证券研发中心

图 73：布鲁可线下快闪活动



资料来源：布鲁可积木人小红书，西部证券研发中心

持续拓展国内线下网点，尤其是下沉市场布局。公司于 24 年下半年推出 9.9 元系列产品拓宽价格带，低价的同时兼具高品质，有望加速低线城市渗透与转化，填补乐高/万代等玩模品牌在下沉市场以及低价格带的空白。

图 74：布鲁可在下沉市场关注度高



资料来源：巨量算数，西部证券研发中心

加速向全球市场扩张。依托全球化 IP，公司销售网络已广泛覆盖美国、东南亚、欧洲等多个关键地区。在营销领域，布鲁可的海外社交媒体粉丝数已突破百万，品牌影响力遍及 114 个国家。通过参加全球重要玩具展/动漫展等活动，公司加深与当地渠道方建立联系，同时逐步建立起产品和品牌认知度。据公司官方公众号，2025 年 3 月，公司推出小黄人神奇版第 1 弹、芝麻街伙伴神奇版第 2 弹产品于美国纽约玩具展进行首次曝光。未来，布鲁可将持续通过全球销售网络拓展、扩大全球营销影响力以及参与国际展会等，持续推进品牌全球化。

图 75：布鲁可参加 2025 年纽约玩具展



资料来源：布鲁可官方小红书，西部证券研发中心

图 76：布鲁可参加 2025 年德国纽伦堡玩具展



资料来源：布鲁可官方小红书，西部证券研发中心

四、风险提示

新品表现不及预期：受 IP 生命周期、IP 接受程度、产品设计、玩家审美喜好变化、营销推广方式等等影响，可能存在新推出的产品表现不及预期风险。

IP 授权风险：与 IP 合作伙伴签订的授权协议到期后，可能存在不会续签的情况，是否能长期保持 IP 采购及重续节奏有待观察。

行业竞争加剧：IP 玩具市场进入者增多，产业链各环节竞争或加剧，可能影响行业格局演变及行业整体盈利能力。

政策监管风险：若对盲盒类的销售实施更严格的监管，则会影响产品销售模式与消费者消费偏好，对相关公司业务产生影响。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。