

传媒

破局重生，积木龙头何以稳字当头？——潮玩盲盒系列报告三

引言：乐高成立于1932年，作为积木玩具行业领军者发展至今已经历了89年的历史，搭建类玩具市占率达到68.8%。本篇报告我们将复盘乐高发展历史、总结核心壁垒，以探讨其对于泡泡玛特和潮玩盲盒的借鉴意义。

乐高89年历史复盘：初期为木制玩具生产商，1960年转型塑料积木生产商。早期（1960-1988年）通过技术创新夯实专利壁垒，并增强产品、供应链、渠道等竞争力，在行业增长期快速抢占份额。1988年由于外部竞争和其它娱乐形态冲击，销量出现停滞，公司采取激进扩张策略导致利润率持续下滑，1998年首次转亏（-2.5%）。2004年公司聚焦核心，剥离不必要的产品线并坚持“13.5%”利润率准则，业绩改善显著。随后公司恪守创新准则，迭代畅销品并开拓新市场（中国）和新领域（科技、教育），开启第二个增长阶段。我们认为，乐高能够实现持续增长的关键在于能在早期构建“设计-生产-渠道”全产业链运营能力，并围绕公司核心业务进行可盈利的创新，成功建设乐高独特的产品生态系统并持续提升品牌影响力，形成滚雪球效应。

积木行业集中度高，乐高的核心壁垒为其品牌效应。当前自锁性积木专利已过期，市场上包括邦宝益智、美高等低价竞争者，乐高的品牌壁垒体现在高市占率、强议价能力以及社区效应之上。乐高在全球、中国搭建类玩具市占率分别为68.8%、42.3%，且过去数年持续提升，已成为积木行业“第一代言人”。公司产品价格远高于同类产品，毛利率稳定在70%左右（邦宝益智仅30%），产品议价能力强。此外，不仅局限于儿童领域，乐高粉丝圈层遍布全球、各个年龄层的消费者，并已建立了庞大社区网络（全球具备347个线下社区和106个线上社区），产品价值得到广泛认可。

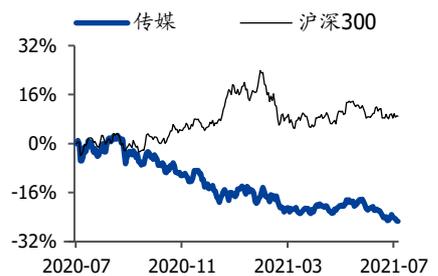
品牌壁垒来自于“乐高模式”下设计、生产环节所构筑的产品力。乐高拼搭体系标准：（1）所有元素能够相互匹配；（2）元素可无限组合。该模式下，产业链设计环节需兼具兼容性、可玩性、真实性、创新性；生产环节需保持高精度以保障新旧零件有效兼容。乐高累计申请外观设计专利数超过5000件，创新能力领先行业并具备自动化生产流程和高标准模具，全产业链运营能力强并能够保持高推新频率。由于高阶产品设计、生产壁垒更高，积木行业其它竞争对手如邦宝益智、美高等针对低年龄层产品展开差异化竞争，受限于规模与技术因素产品覆盖广度远小于乐高。乐高当前已形成覆盖全年龄段、多元化的产品矩阵，其中高阶产品上新数量逐年增加，2020年上新1000-2000颗粒套装33款、2000+颗粒套装17款。

投资建议：参考乐高发展路径，具备先发优势的龙头公司在行业高速发展期通过技术创新夯实专利壁垒，并持续增强产品、供应链、渠道等核心竞争力，构筑品牌力护城河、巩固龙头地位。泡泡玛特当前已在“IP-渠道-供应链”各环节依托先发优势构筑壁垒，并形成了强品牌认知和独特生态系统。在行业高速发展期，公司快速汇集头部IP并持续创新、扩大产品矩阵，同时依托互联网+线下渠道加速品牌知名度建设，已成功成为潮玩行业代言人，有望持续巩固其行业龙头地位，提升市场份额。展望未来来看，公司已率先拓展海外市场并成效显著，公司未来有望成为类似乐高的全球化头部玩具公司，成长为世界级的中国企业。持续推荐泡泡玛特（9992.HK，买入评级）。

风险提示：IP吸引力低于预期，知识产权风险，市场竞争风险

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 何欣仪

邮箱：hexinyi@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：线下娱乐场景全梳理：重参与、强互动，借力综艺打开市场空间》2021-06-17
- 2、《传媒：线上聚焦短视频变现主线，线下重视沉浸式娱乐消费》2021-06-07
- 3、《传媒：时长优势助力档期票房创新高，旅游热潮下观影人次仍有提升——2021年五一档票房点评》2021-05-06



内容目录

1 引言：为什么研究乐高与积木玩具行业？	4
2 复盘乐高发展史，如何实现持久增长？	5
2.1 探索期（1932-1954）：把握机遇，转型见效	6
2.2 增长期（1955-1988）：积极创新，生态渐成	6
2.3 瓶颈期（1989-2003）：内忧外患，风险显现	7
2.4 重回增长（2004-至今）：回归核心，渐进创新	8
3 从核心业务出发，乐高有何独特性？	12
3.1 积木玩具第一代言人，品牌力护城河稳固	12
3.2 “乐高模式”下设计、生产等多环节铸就的产品力	15
3.2.1 主题设计：兼具兼容性、可玩性、真实性、创新性	16
3.2.2 生产：高效模块化，具备高精度度以保证新旧零件能够有效兼容	17
3.2.3 产品：推新频率高，多元化产品匹配不同年龄段用户需求	17
4 乐高与泡泡玛特的共性与特性	19
5 投资建议	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：中国潮流玩具市场规模及其同比增速	4
图表 2：全球积木市场规模及其同比增速	4
图表 3：泡泡玛特与乐高关键指标对比	4
图表 4：乐高营收及其同比增速	5
图表 5：乐高经营利润及经营利润率	5
图表 6：乐高发展过程中经历“探索期、增长期、瓶颈期、重回增长”四个主要阶段	5
图表 7：自动结合积木块的发展历程，1949 年乐高开始类似 Kiddicraft 的积木并持续迭代改良	6
图表 8：乐高 1958 年申请的改良版积木玩具专利图	6
图表 9：相同形状、数量的砖块 Kiddicraft 砖与乐高改良版可拼形态对比	6
图表 10：1970 年后期各类 LEGOLAND Town 套装	7
图表 11：早期乐高人仔模型	7
图表 12：乐高销量、利润和新玩具种类数量	8
图表 13：乐高竞争对手 Tyco 宣传旗下玩具与乐高完全兼容	8
图表 14：1995-2004 年乐高净利率变化情况	8
图表 15：1995-2000 年乐高员工数变化情况	8
图表 16：乐高 2004-2020 年净利率（%）变化情况	9
图表 17：乐高“共同愿景计划”具体方针	9
图表 18：全球积木玩具市场市占率变化情况	9
图表 19：乐高在全球积木市场增速放缓阶段实现市占率持续提升	9
图表 20：乐高 2010 年以后部分核心产品推出时间表	10
图表 21：乐高在中国品牌零售店数量（家）变化情况	11
图表 22：乐高分地区产品销售收入拆分	11
图表 23：乐高在中国积木市场的市占率持续提升	11
图表 24：2020 年全球最有价值的 25 大玩具品牌	12

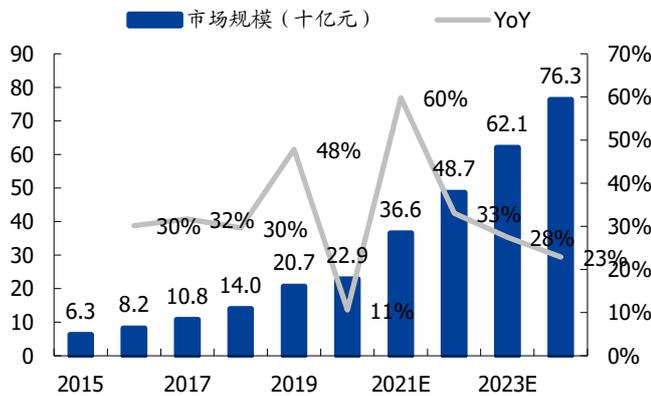
图表 25: 2020 年全球搭建类玩具市场竞争格局 (按品牌划分)	12
图表 26: 2020 年中国搭建类玩具市场竞争格局	12
图表 27: 积木玩具领域主要参与者具体情况	13
图表 28: 乐高产业链生产模式 (灰色框为乐高涉及部分)	13
图表 29: 乐高与邦宝益智毛利率对比	14
图表 30: 世界上最活跃的 AFOL (乐高成年粉丝) 社区聚会分布情况	14
图表 31: 乐高部分绝版产品在不同交易平台的售价情况	15
图表 32: 自 2019 年 4 月以来乐高 42056 (保时捷 911 GT3 RS) 封装/全新版本的价格变化	15
图表 33: 乐高城市系列警署玩具设计	16
图表 34: 乐高每 10 年申请的专利数量情况	16
图表 35: 乐高城市系列高速列车所涉及的专利情况	16
图表 36: 乐高与邦宝益智在生产环节对比	17
图表 37: 乐高每年推出的新套装数、主题数情况	17
图表 38: 乐高核心产品系列不完全统计	18
图表 39: 乐高不同年份推出的高阶产品套装数量逐步增加	19
图表 40: 乐高兰博基尼拼搭套装完成品	19
图表 41: 泡泡玛特与乐高产业链各环节对比分析	20

1 引言：为什么研究乐高与积木玩具行业？

我国潮流玩具行业正处于发展初期，龙头公司泡泡玛特 2019 年市占率 8.5%（盲盒品类市占率约 25%），众多玩家陆续入局（名创优品、酷乐潮玩、52Toys 等），市场担忧未来竞争加剧。在报告《再论泡泡玛特的壁垒与空间》中，我们从公司本身出发，认为泡泡玛特的根本壁垒在于“IP-供应链-渠道”先发优势构筑的强品牌认知和规模优势，从而汇集优质设计师 IP 和用户，进一步巩固其行业龙头地位。本篇报告我们将以历史悠久的积木玩具行业、沉淀 89 年仍稳固行业龙头的乐高公司（2020 年全球积木市场市占率 68.6%）为例，着重探讨以下核心问题：

- （1）乐高发展过程中经历了哪些阶段？为什么能实现持久增长？
- （2）乐高为什么能够维持持久竞争力？与同业公司的差异在哪里？
- （3）乐高的发展对泡泡玛特的借鉴意义

图表 1：中国潮流玩具市场规模及其同比增速



资料来源：泡泡玛特招股书，国盛证券研究所

图表 2：全球积木市场规模及其同比增速



资料来源：Euromonitor，国盛证券研究所

图表 3：泡泡玛特与乐高关键指标对比

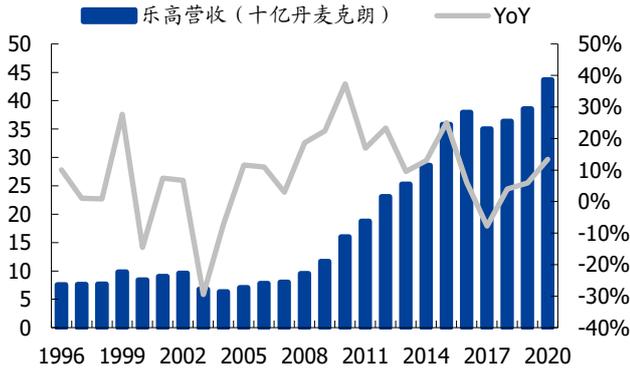
	泡泡玛特（中国）	乐高（丹麦）
成立时间	2010 年	1932 年
2020 年营收	25 亿元	437 亿丹麦克朗（约 452 亿人民币）
主营业务	盲盒、手办、衍生品	积木玩具、棋牌游戏
所属行业及市占率	中国潮流玩具市场：8.5% 中国盲盒市场：约 25%	全球玩具市场：9.5% 全球积木市场：68.6%

资料来源：公司公告，Euromonitor，Mob 研究院，国盛证券研究所

2 复盘乐高发展史，如何实现持久增长？

乐高成立于1932年，作为积木玩具行业的领军人物发展至今已经经历了89年的历史。**2020年乐高营收达到437亿丹麦克朗（约452亿），净利润达到99亿丹麦克朗（约103亿人民币），并成为全球最大的玩具公司之一（收入、利润体量超过美泰）。**纵观公司财务数据和销量表现，可以发现乐高的发展并非一帆风顺，而是经历了“探索期、增长期、瓶颈期、重回增长”四个主要阶段，后文我们将对以上四个阶段进行详细复盘。

图表4：乐高营收及其同比增速



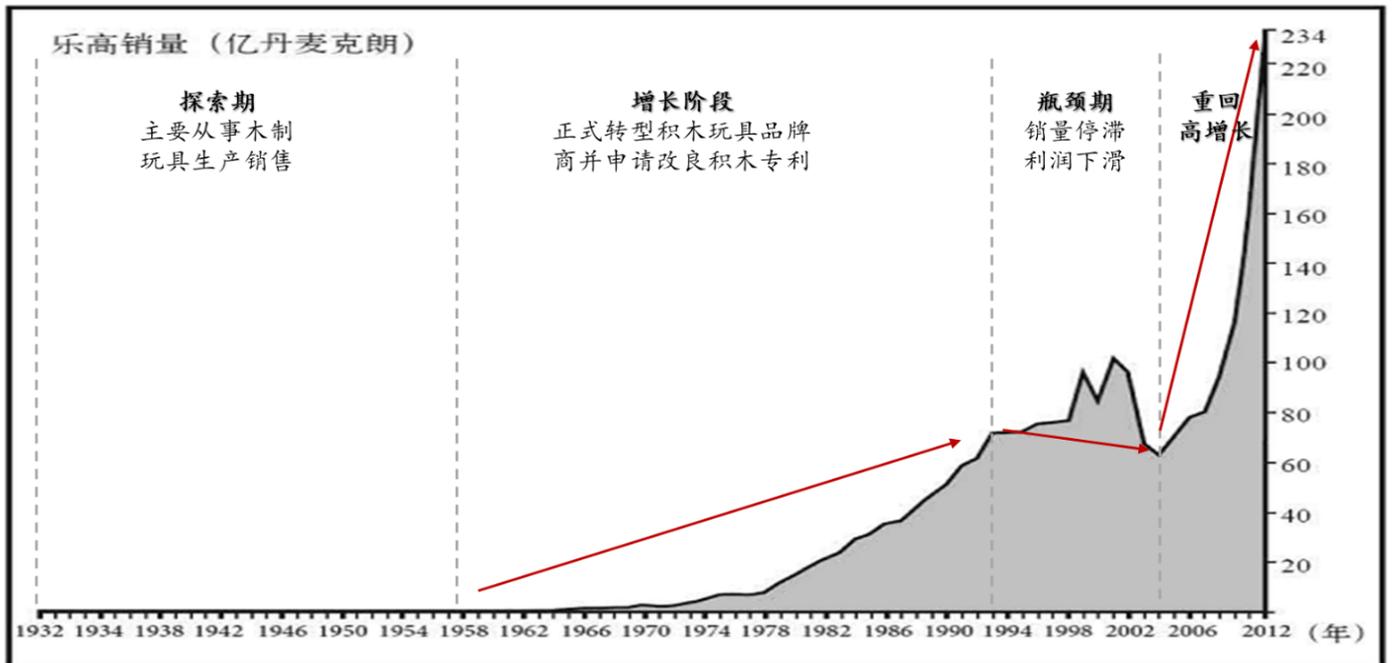
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5：乐高经营利润及经营利润率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：乐高发展过程中经历“探索期、增长期、瓶颈期、重回增长”四个主要阶段



资料来源：《乐高：创新者的世界》，国盛证券研究所

2.1 探索期（1932-1954）：把握机遇，转型见效

乐高成立于1932年，早期为木制玩具制造厂商，该阶段行业内玩具公司均选取木头、橡胶作为材质。1939年Kiddicraft首次生产出塑料拼插式积木，并于1947年发明出经典的2*4基础颗粒。由于原创者Kiddicraft仅在英国市场申请了专利，也给乐高带来了发展契机。乐高创始人及时洞察到该种塑料玩具的发展潜力，并于1946年购入首台注塑机（价格为上一年利润的12倍），开始逐步探索塑料积木玩具市场。**1949年乐高问世首款塑料拼插式积木玩具，1951年塑料玩具产量占比已过半，进军欧洲市场。**

图表7：自动结合积木块的发展历程，1949年乐高开始类似Kiddicraft的积木并持续迭代改良



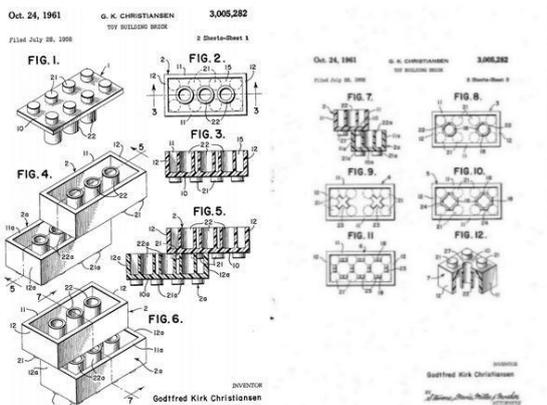
资料来源：中外玩具网，国盛证券研究所

2.2 增长期（1955-1988）：积极创新，生态渐成

1960年乐高剥离木制玩具生产业务，正式转型塑料积木制造商。在此阶段，乐高迎来首个黄金增长期，并完成了从模仿到超越的逆袭。我们认为，乐高在该阶段能够通过持续创新构筑专利与生态壁垒，不断优化生产技术实力并开拓新市场（西欧、美国、亚洲、澳大利亚、南美洲等），是其能够在高成长性赛道中拔得头筹、实现成功的重要原因。

- (1) **迭代生产技术实力，注册改良版积木专利，构筑专利壁垒。**Kiddicraft首个自锁性积木专利（英国地区）已于20世纪60年代左右到期。乐高在生产塑料积木的近十年来对玩具持续改进创新，并于1958年申请了首个改良版自锁性积木专利。相比此前Kiddicraft的专利，乐高改良砖更坚固稳定，以此极大程度提升了拼法的多样性和可玩性。1963年，乐高采用ABS塑料替代CA塑料，更加精准地控制了产品误差在1/200毫米以内。

图表8：乐高1958年申请的改良版积木玩具专利图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表9：相同形状、数量的砖块Kiddicraft砖与乐高改良版可拼形态对比



资料来源：dracos的玩具空间，国盛证券研究所

(2) **合理创新、扩大产品外延，奠定乐高积木生态矩阵。**乐高掌舵人 Godtfred 于 1955 年提出重要概念 **“Lego System in Play”**，重要意义在于使公司每个简单、经典的零件都具备持久价值，共同融入乐高玩具生态系统中，相互关联并构建无限的可能性。基于上述原则，乐高通过推陈出新不断完善其生态产品矩阵和玩具生态系统，包括乐高车轮 (1962 年)、乐高火车系列 (1966 年)、乐高得宝 (1969 年)、乐高小镇套装 (1978 年)、乐高人仔 (1978 年)、乐高城堡系列 (1978 年)、乐高太空系列 (1978 年左右) 等。**1978 年随着乐高玩具系统逐渐成型，公司进入销量增长快车道，1988 年销量是 1978 年的 5 倍。**

图表 10: 1970 年后后期各类 LEGOLAND Town 套装



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 11: 早期乐高人仔模型



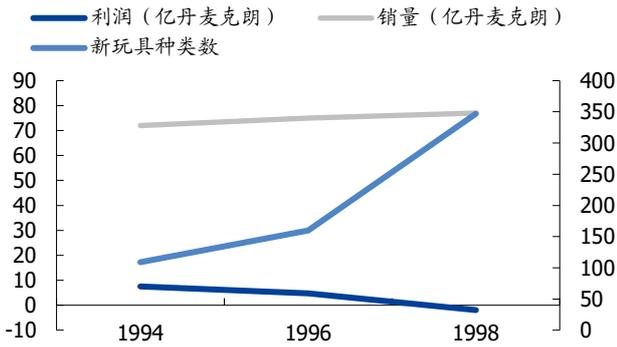
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.3 瓶颈期 (1989-2003): 内忧外患, 风险显现

受益于专利壁垒和持续迭代的创新产品体系，乐高在 19 世纪 80 年代持续稳坐积木玩具的头把交椅。然而，自 19 世纪 90 年代开始乐高开始面临一系列外部挑战。一方面，1988 年乐高申请的自锁性积木专利到期，采用低价策略的竞争对手兴起，包括 Mega Blocks、Tyco 等；另一方面，电子游戏等其它形态的娱乐方式一定程度上抢占了儿童的娱乐时间，传统积木玩具空间受到挤压。受到外部环境影响叠加新市场扩张节奏放缓，公司 1994 年产品销量增速放缓。

针对困局，乐高管理层选择采取激进的发展战略，大肆扩张产品线博求增长。1994-1998 年间，公司推出的新玩具种类数从 109 种增加到 347 种，但伴随而来的是销量的停滞、利润率的持续下滑，新产品推出效率低下且仅少部分产品产生盈利（主要盈利贡献仍来自于经典产品）。纵观该阶段公司策略，核心失误主要在于：(1) 忽视积木系统生态价值，新产品线与原有玩具生态系统不兼容，如新推出的“探索”系列取代原“得宝”系列但表现惨淡，盲目设计新元素而 90% 的新元素只使用了一次；(2) 忽视财务系统的重要性，多数新品引进昂贵的生产线、新零件而并没有考虑投入产出效率；(3) 盲目展开转型战略，自行组建团队涉足不擅长、高成本的新业务，包括软件（电子游戏和电影工作室）、教育（乐高教育公司）、服饰（乐高儿童服饰）、乐园（3 家主题乐园）等。

图表 12: 乐高销量、利润和新玩具种类数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

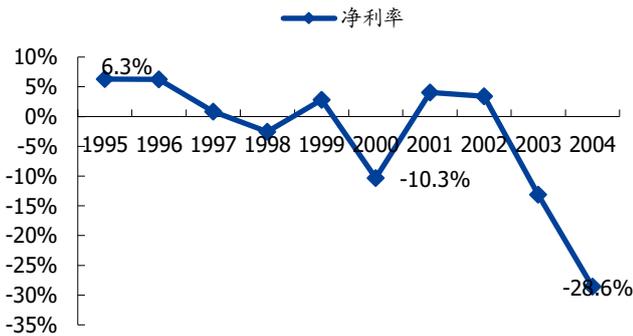
图表 13: 乐高竞争对手 Tyco 宣传旗下玩具与乐高完全兼容



资料来源: 网易新闻, 国盛证券研究所

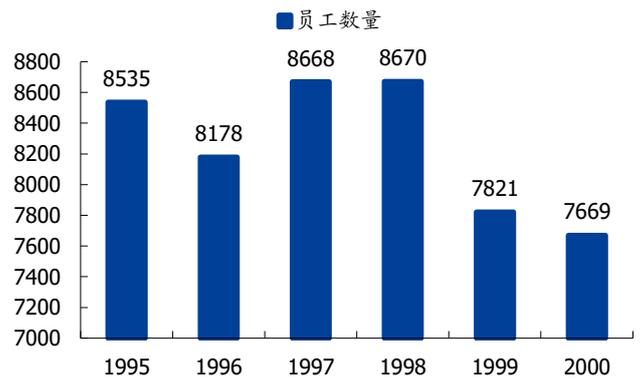
内忧外患下, 乐高对核心业务失去控制, 逐步陷入财务困境。净利率自 1995 年的 6.3% 开始持续下滑, 1998 年首次转亏 (-2.5%), 2000 年净亏损率超过 10%。1998 年开始乐高首次进行大规模裁员, 员工人数从 1998 年的 8670 人下降到 1999 年的 7821 人。

图表 14: 1995-2004 年乐高净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 1995-2000 年乐高员工数变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

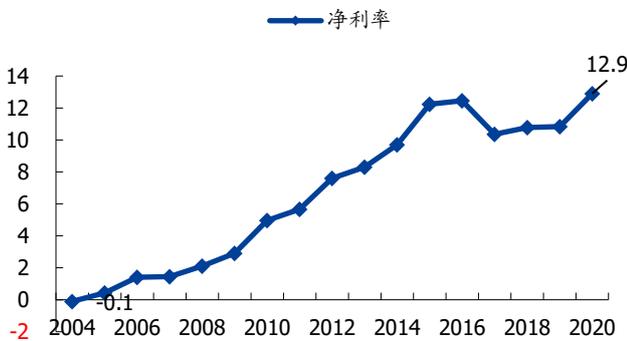
2.4 重回增长 (2004-至今): 回归核心, 渐进创新

面对财务危机, 乐高新任 CEO 约恩·维格·克努德斯道普上任, 制定了让公司重获新生的“共同愿景计划”, 该计划分为生存、稳固和增长三个阶段, 成为了公司逐步脱离困境、实现正增长的关键指导。

- **生存阶段 (2004-2005 年):** (1) 缩减不必要的开支 (出售主题乐园、删减不盈利的 SKU), 聚焦积木核心业务 (如恢复乐高得宝系列和城市系列), 设立 13.5% 为每项业务必须实现的利润率, 自 2004 年开始公司销量增速转正 (图表 6)。(2) 管理层加强对核心业务的认知, “积木、拼搭体系、品牌和社区”使乐高独一无二, “乐高拼搭体系”能够让用户以系统化的模式进行无限创新。

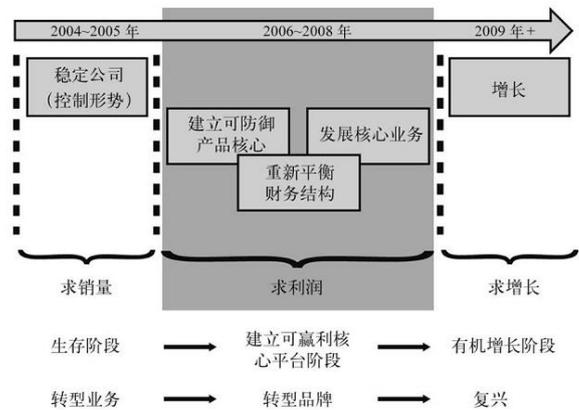
- **稳固阶段 (2006-2008年):** (1) 负债危机逐步消除利润率转正, 需围绕核心业务进行可盈利的创新。公司成立“前端创新小组”, 力求在一年内发现两个有希望为公司贡献 10% 利润的新机会, 在此阶段公司推出头脑风暴 NXT 系列、乐高建筑大师系列均取得了成功。2006-2008 年净利率分别为 16.5%、12.8%、14.2%, 远高于 2004 年 (-28.6%)、2005 年 (3.0%) 水平。(2) 尝试与伟创力工厂合作, 将 80% 的生产工作外包, 但进一步发现伟创力塑料积木生产的精准率无法达到乐高标准, 合作因此终结。该事件进一步加强了对公司供应链体系成熟度、独特性的认知, 生产在乐高模式的重要性显现。
- **增长阶段 (2009-2010年):** 提高运营效率、确定可持续的增长计划。在此阶段乐高已步入正轨并且进入增长快车道, 2008 年营收、净利润分别达到 95、14 亿丹麦克朗, 分别同比增长 18.7%、31.5%, 远超此前水平。公司开始制定新业务发展计划, 如开拓新兴市场 (中国)、打造乐高教育体系等。

图表 16: 乐高 2004-2020 年净利率 (%) 变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

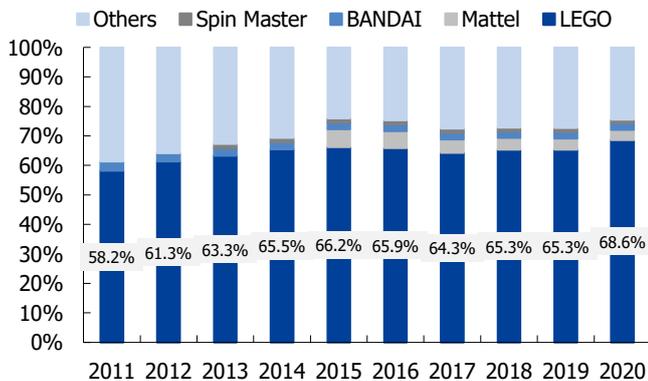
图表 17: 乐高“共同愿景计划”具体方针



资料来源: 《乐高: 创新者的世界》, 国盛证券研究所

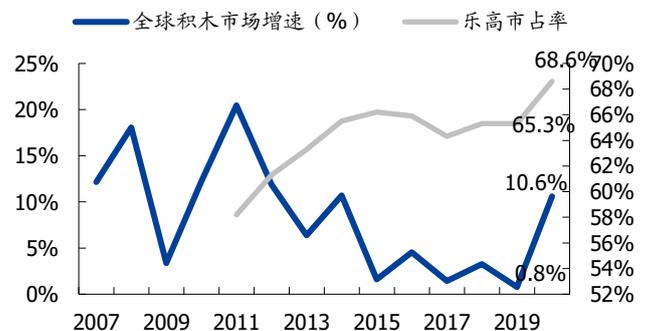
“共同愿景计划”的内核在于让乐高认知自身的核心业务与独特性, 并围绕核心业务进行可盈利的创新。随着该计划的成功实施, 乐高在“积木拼搭体系”、“供应链能力”的优势和独特性逐步凸显, “聚焦核心、渐进创新”模式下业绩改善显著。2010年后公司净利率已维持在 22-25% 左右, 呈现相对稳定态势; 除 2017 年外, 其余年份均保持了收入、利润的正增长。与之同时, 尽管众多竞争者入局, 公司仍能在行业增速放缓的阶段实现市占率的持续提升。2020 年乐高在全球积木玩具市场的市占率达到 68.6%, 相比 2011 年的 58.2% 增加了 10.4pct, 而同期美泰、Spin Master 的市占率呈现下滑趋势。

图表 18: 全球积木玩具市场市占率变化情况



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 19: 乐高在全球积木市场增速放缓阶段实现市占率持续提升



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

恪守创新准则，新老领域爆款频出。(1) 积木领域：优化头部系列，推出全新畅销产品线。针对城市系列、星战系列、技术系列等老牌头部畅销系列，乐高每年对产品进行更新迭代，2010-2020年间在年报中收获“最佳产品表现”的次数分别是10、7、5次；新畅销系列包括 Minifigure 系列盲盒（2010年）、忍者 Ninjago 系列（2011年）、Friends 系列（2012年）、Chima 系列（2013年）等，其中，ninjago 系列被提名“最佳产品表现”5次，Friends 系列 9次，为公司贡献较大业绩增量。

(2) 新领域：在巩固核心业务的同时，乐高逐步在科技、影视、教育等新领域展开探索，并多采取战略合作的方式进行，加快创新步伐。2014年与华纳兄弟联合出品的《乐高大电影》全球票房超过5亿美元；2015年 TT games 开发、华纳兄弟发行的乐高维度系列上市，首次将乐高积木与交互式主机游戏相结合；在进军中国市场后，2018年乐高也与头部玩家腾讯在手游领域展开合作。此外，乐高加强教育领域布局，进一步增强寓教于乐体验，包括推出头脑风暴机器人套装（2013年），WeDo 2.0 科学机器人套装（2016年），STEAM 百变探索乐园（2017年），编程启蒙小火车（2018年），Education SPIKE Prime 科创套餐（2020年）等。

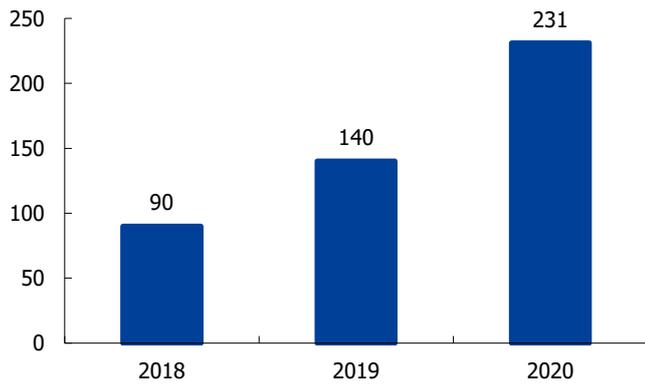
图表 20: 乐高 2010 年以后部分核心产品推出时间表



资料来源：乐高官网，公司公告，国盛证券研究所

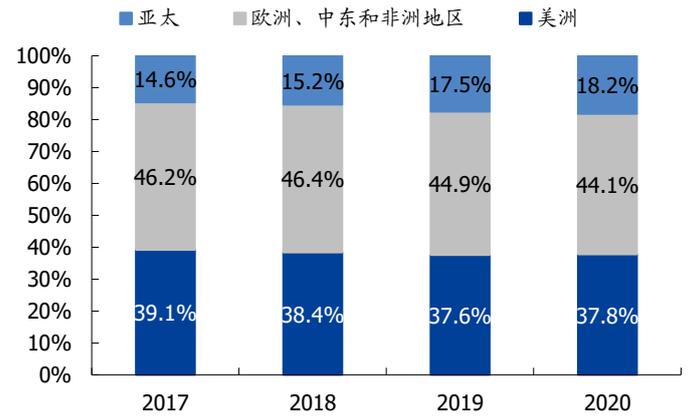
扩张中国市场成效显著。乐高自 1993 年即通过与分销商合作进军中国市场，但早期由于产品上新不及时、价格较高、宣传不到位等因素未得到明显普及。2007 年开始乐高开始在中国建立第一家品牌零售店，2016 年开设大陆第一家乐高探索中心以及首家非代理商运营的品牌零售店；乐高嘉兴工厂亦于 2016 年正式投产，逐步实现了产品同步中国市场发售，乐高中国市场拓展节奏持续加速。从 2018 年到 2020 年，乐高中国线下店数量从 90 家激增至 231 家，亚太地区收入占总收入的比重由 15.2% 提升至 18.2%；截至 2020 年，公司在中国积木市场市占率已达 42.3%。

图表 21: 乐高在中国品牌零售店数量(家)变化情况



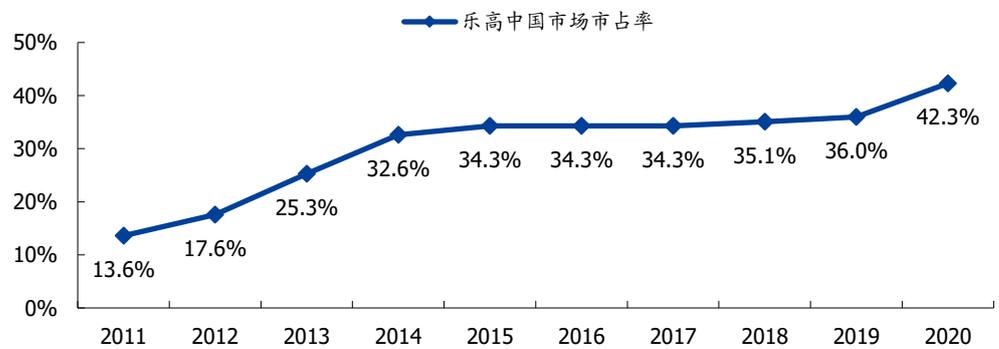
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 乐高分地区产品销售收入拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 乐高在中国积木市场的市占率持续提升



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

通过梳理乐高的发展脉络, 我们认为有以下几点启示:

- (1) **把握核心业务并以此构建护城河, 是乐高能够实现持续增长的根基。**乐高的核心业务在于能够高效率、高标准、强创新地构建积木玩具系统, 即“拼搭玩具生产商”。作为具备先发优势的行业龙头, 公司在行业高速发展期通过技术创新夯实专利壁垒, 并持续增强产品、供应链、渠道等核心竞争力, 构筑品牌力护城河, 也是其能够在困局后重振雄风、与竞争对手拉开差距的根基。
- (2) **创新是增长的关键要义, 但需围绕核心业务和战略布局进行有限制、可盈利的创新。**乐高早期通过持续创新构筑产品生态系统, 但后续又因盲目创新陷入财务困局, 其根本原因在于忽视了自身能力边界和创新投入产出率。在乐高脱离财务困局后的第二个黄金增长期(2010年以后), 公司以巩固长青产品(城市系列、星战系列等)为核、围绕核心业务渐进创新(忍者 Ninjago 系列、Chima 系列等)保障经营业绩增长, 同时采取战略合作的方式不断打开自己的能力边界(电影、游戏等)提升品牌认知, 形成滚雪球效应, 成功实现收入、利润持续双增。
- (3) **因地制宜地开拓新兴市场打开第二增长曲线。**尽管在乐高未进军中国市场前已出现部分采取低价策略的模仿者, 但公司仍凭借因地制宜的策略(开设零售体验店)、强品牌认知和差异化产品快速抢占市场份额。随着中国市场潜力得到认可, 乐高在中国嘉兴开设全球第五家乐高工厂以扩产能、优化新市场供应链能力, 快速响应消费者需求, 有利于持续扩张和业绩增长。

3 从核心业务出发，乐高有何独特性？

3.1 积木玩具第一代言人，品牌力护城河稳固

我们认为，在自锁性积木已经不具备专利壁垒的当下，乐高的核心护城河在于其在积木领域构筑的强品牌效应。根据 Brand Finance 发布的 2020 年全球最有价值的 25 大玩具品牌排行榜，乐高位列榜首，品牌价值达到 65.56 亿美元。乐高的品牌壁垒主要体现在：（1）品类代言人；（2）上下游议价能力；（3）社区效应与价值认可。

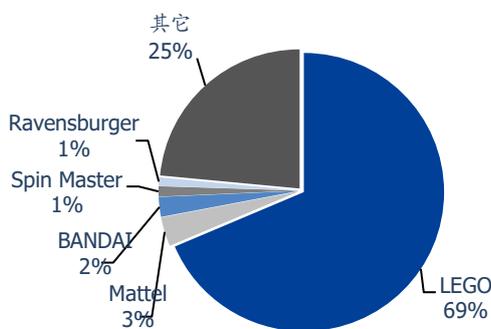
图表 24: 2020 年全球最有价值的 25 大玩具品牌



资料来源: Brand Finance, 国盛证券研究所

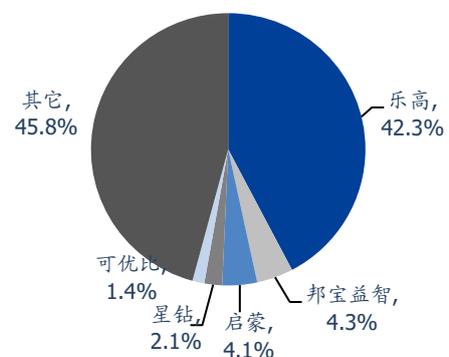
- (1) 建立在高市占率之上，乐高品牌认知深入人心，为拼插式塑料积木“第一代言人”。根据 Euromonitor，乐高在全球、中国搭建类玩具市场市占率分别达到 68.8%、42.3%，龙头地位稳固。其中 Meccano 主营业务为机械模型，积木玩具行业主要参与者包括美泰旗下子品牌 Mega Bloks，以及中国积木厂商邦宝益智、启蒙等，对比来看多数同类型产品价格低于乐高，但在全球市场的市占率均未超过 5%。

图表 25: 2020 年全球搭建类玩具市场竞争格局 (按品牌划分)



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 26: 2020 年中国搭建类玩具市场竞争格局



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

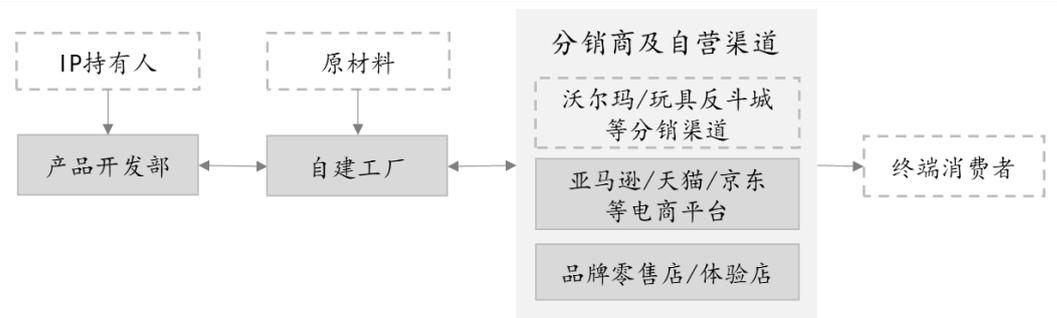
图表 27: 积木玩具领域主要参与者具体情况

	LEGO 乐高	Mega 美高	邦宝益智	启蒙
属性	独立品牌	美泰子品牌	独立品牌	独立品牌
归属地	丹麦	加拿大	中国	中国
成立时间	1932	1967	2003	1994
主营业务	积木玩具	儿童积木	儿童积木	儿童积木
全球市占率	68.6%	3.4%	0.6%	0.6%
中国市占率	42.3%	/	4.3%	4.1%
基础产品价格	Duplo brick box (65 粒) \$29.99	Big Buidling Bag (80 粒) \$19.9	大颗粒基础包 (95 粒) 75 元/\$11.5	大颗粒积木桶(100 粒) 79 元/\$12
IP 产品价格	哈利波特密室 (1176 粒) /\$129.99	权力的游戏 (1200 粒)/\$110.77	斗罗大陆套装 (1350 粒)498 元/\$77	/

资料来源: 公司官网, 亚马逊, 国盛证券研究所

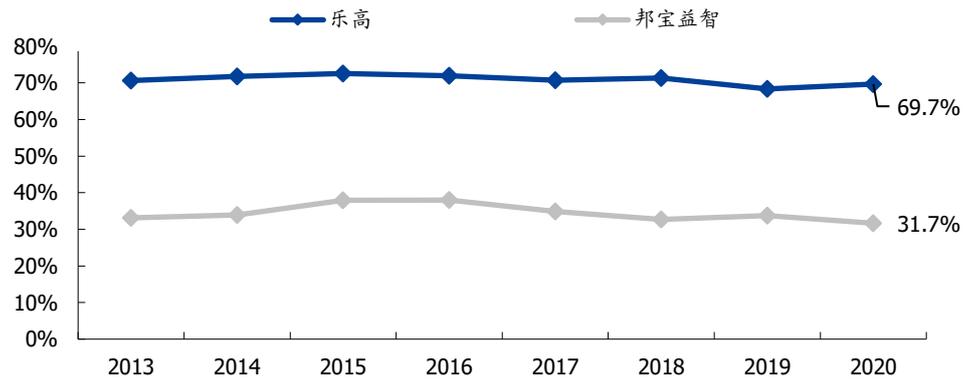
- (2) **强议价能力体现在高毛利率和产品价格之上。**在积木玩具产业链中, 乐高覆盖产品研发和生产环节, 上游对接原材料厂商和 IP 提供商, 下游对接分销商或消费者。原材料成本主要为 ABS 塑料, 乐高选取的塑料材质为业内最高标准, 但具备一定规模效应。产品价格方面 (图表 27), 我们选取了针对 3 岁以下的儿童大颗粒基础套装产品进行对比, 乐高 65 粒套装的价格为 29.99 美元, 远高于美高 (80 粒/\$19.9)、邦宝益智 (95 粒/\$11.5) 和启蒙 (100 粒/\$12)。高品牌溢价下乐高毛利率远高于邦宝益智水平, 2013-2020 年均为 70% 左右, 而同期邦宝益智仅为 30% 左右。

图表 28: 乐高产业链生产模式 (灰色框为乐高涉及部分)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 乐高与邦宝益智毛利率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

(3) 社区自发性传播, 产品价值得到广泛认可

不仅局限于儿童领域, 乐高粉丝圈层遍布全球、各个年龄层的消费者, 并已建立了庞大粉丝网络。乐高的成年粉丝被称作“AFOL”, 在全球拥有 347 个粉丝线下交流社区与 106 个线上社区。此外, AFOL 也建立了众多线上网站供二手交易和 MOC (My Own Creation), 如创意分享平台如 MOCpages; 百科统计平台如 Rebrickable, Brickipedia; 线上交易平台以及估价统计平台如 BrickEconomy 等。

图表 30: 世界上最活跃的 AFOL (乐高成年粉丝) 社区聚会分布情况



资料来源: The LEGO Ambassador Network, 国盛证券研究所

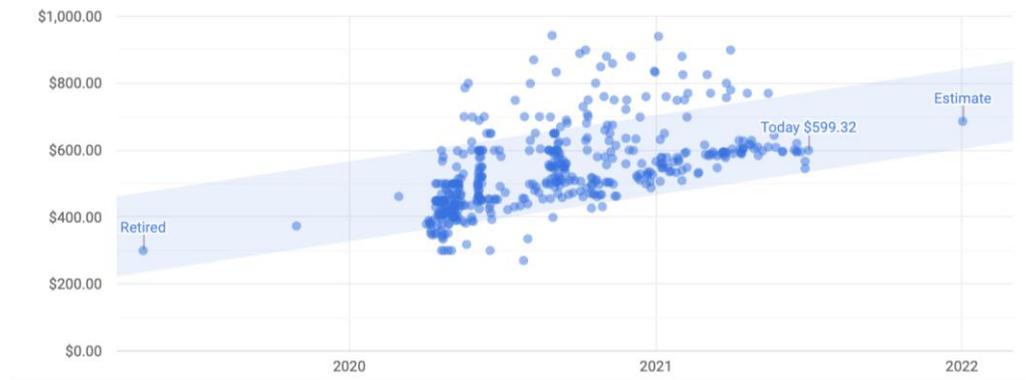
乐高产品价值得到广泛认可。我们统计了乐高部分绝版商品在不同平台的交易价格, 发现其二手交易价格是商品原价的 1-2 倍; 而其它品牌商邦宝、美高在闲鱼等平台上鲜有广泛交易的绝版产品。根据 Brickeconomy 统计, 乐高“保时捷 911GT3”产品自上线以来价格持续提升, 具备一定投资价值 and 收藏价值。

图表 31: 乐高部分绝版产品在不同交易平台的售价情况

产品名/平台	原价	亚马逊 (均价)	eBay	Bricklink	闲鱼
保时捷 911GTRS (2016 下架)	\$299.99	\$769.99	~\$617.30	\$494.83-\$628.76	¥5000
幻影忍者三合一套装 (2021.6 下架)	\$9.99	/	\$39-\$79	\$35.57-\$62.24	¥300
科技旗舰 卡车起重机 (2010 下架)	\$149.99	\$793.34	\$499.99-\$950	\$475-\$491.10	¥3999

资料来源: 各交易平台, 国盛证券研究所

图表 32: 自 2019 年 4 月以来乐高 42056 (保时捷 911 GT3 RS) 封装/全新版本的价格变化



资料来源: Brickeconomy, 国盛证券研究所

综上, 乐高的品牌壁垒体现在高市占率、强议价能力和社区效应之上。我们认为, 具备先发优势的“拼搭体系”模式是乐高构筑品牌效应的基石, 而产业链各环节优势助力打造多元化、精品化产品矩阵, 进一步强化壁垒并使公司成功抢占消费者心智, 成为“积木玩具”的第一代言人。下文我们将从乐高拼搭体系的特点出发, 拆解“系统化创新”模式下乐高如何在设计、生产等环节构筑壁垒。

3.2 “乐高模式”下设计、生产等多环节铸就的产品力

1955 年乐高掌舵人 Godtfred 提出重要概念“**Lego System in Play**”是乐高拼搭体系的雏形, 其关键要素包括: (1) 所有元素都能相互匹配; (2) 元素组合起来可以形成无限组合。乐高积木满足了这样的条件, 6 个相同颜色的积木可以创造出 915103765 种不同的组合, 所有新旧零件都可以有效兼容, 具备长期价值。在这一“系统化创新”模式下, 公司可以利用相对较低的成本来激发无限的创意, 并通过推陈出新来刺激购买。具体来看, 若落实到设计、生产环节, 我们认为该模式需要满足的标准包括以下几点:

3.2.1 主题设计：兼具兼容性、可玩性、真实性、创新性

消费者需求与经济效益导向出发，乐高主题设计兼具四大属性。（1）兼容性：提高通用件占比以节省成本，特殊零件创新需考虑未来兼容性。乐高具备 51 种颜色超过 7000 块积木，其中包括 1416 种基础块，支撑了 13000 种主题套装。（2）可玩性：核心受众儿童的需求包括“拼搭过程”、“角色扮演”，因此玩具设计需兼顾故事性和可玩性。以乐高城市组警署系列为例，玩具的主题为“在坏人逃离监狱前与警察一起阻止他们”，因此需设计建筑结构以创造出合理的逃脱线路，并配备形象化的人仔等。（3）真实性：乐高设计师在设计相关主题前往往会前往真实场景进行调研。（4）创新性：无论是主题设计还是 IP 合作，乐高均远远领先行业，率先以系统化的方式推出城市、建筑等多个系列，并在 1999 年推出首款星球大战系列，后续与迪士尼、环球影城等众多 IP 提供商展开合作。

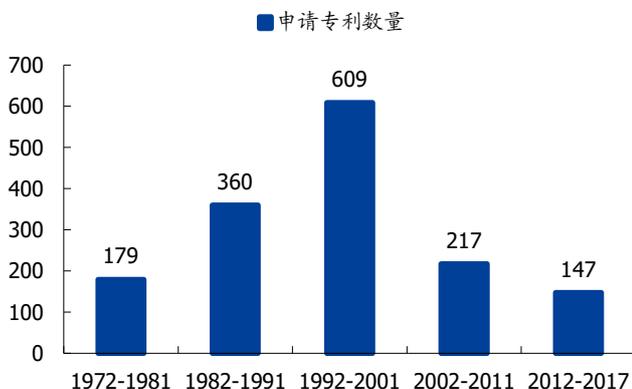
图表 33：乐高城市系列警署玩具设计



资料来源：亚马逊，乐高国盛证券研究所

由于基础组件的拼搭模式专利已到期，乐高当前主要针对创新组件的外观设计申请专利。截至 2017 年 4 月 1 日，乐高累计申请专利数量达到 5836 件，其中发明专利 1342 件，外观设计专利 4494 件。对比来看，根据邦宝益智招股书，截至 2014 年末公司累计拥有 33 个实用新型专利和 137 个外观设计专利，远低于乐高水平。

图表 34：乐高每 10 年申请的专利数量情况



资料来源：搜狐新闻，国盛证券研究所

图表 35：乐高城市系列高速列车所涉及的专利情况



资料来源：搜狐新闻，国盛证券研究所

3.2.2 生产：高效模块化，具备高精度以保证新旧零件能够有效兼容

积木玩具生产涵盖“开模-注塑-上色-包装”四大环节，自动化的生产流程和高标准模具为核心竞争力。原材料为 ABS 塑料。作为改良版自锁性塑料积木的创始人（1958 年），乐高在 20 世纪 60 年代与德国化工集团拜耳探讨研究出安全、高强度、高柔韧性的 ABS 树脂塑料并沿用至今，当前致力于研发环保级可降解材料，在生产材料领域始终采用最高标准。开模为生产核心环节，根据纪录片《超级工厂：乐高》，乐高单个零件模具成本为 4-25 万欧元不等，远高于邦宝益智平均成本（约 2 万元），高标准的模具是积木玩具质量的核心保障。生产效率方面，由于生产计划与销售情况、研发过程环环相扣，乐高不仅所有工程均采用自营模式，同时高度自动化积木玩具的注塑、上色、包装流程（均为机器人控制），加强 IT 系统投入及时根据市场变化进行产能的预测调整，截至 2021 年乐高共开设了 5 家工厂。

图表 36: 乐高与邦宝益智在生产环节对比

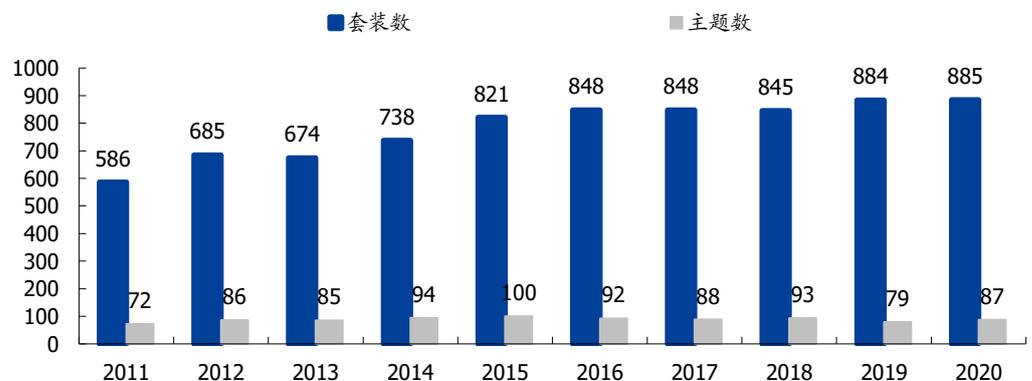
	乐高	邦宝益智
模式	自建工厂	自建工厂
原材料	ABS 树脂塑料	ABS 树脂塑料
模具成本	4-25 万欧元不等	模具自产+外销结合，15 年招股书披露工厂中 1500 台模具平均成本约为 2 万元
工艺精确度	第一颗和第一百万颗的误差基本为 0，（十万个积木里仅 12 个未通过质量检测）	精度达到 $\pm 2 \mu m$ ，最高精度可达 $\pm 1 \mu m$ ，首次试模产品尺寸误差 5% 以内
产能	5 家工厂，其中丹麦总部工厂（全球最大的塑胶模塑工厂之一）年生产超过 200 亿块积木，中国嘉兴工厂产量预计覆盖亚洲市场的 70%-80%。	益智玩具 2020 年生产量 2347 万套
其他技术	高度自动化，每三周检查修复模具	

资料来源：公司公告，公司官网，国家地理纪录片《超级工厂：乐高》，国盛证券研究所

3.2.3 产品：推新频率高，多元化产品匹配不同年龄段用户需求

在高效率、高标准的产业链各环节支持之下，乐高始终保持高推新频率，以通过不同主题进一步激发消费者的创造力。根据 Brickable 数据统计，2011-2020 年乐高每年推出套装种类数量呈现小幅提升态势，对应主题种类数量稳定在 70-100 款之间。

图表 37: 乐高每年推出的新套装数、主题数情况



资料来源：Rebrickable，国盛证券研究所

产品矩阵完善体系化，满足不同年龄段用户多样化需求。乐高针对不同年龄段人群推出

多样化产品，多以玩具颗粒大小、拼搭难易程度区分。对比来看，其它竞争对手多针对设计难度更低的低年龄层展开差异化竞争，产品覆盖广度远小于乐高。其中邦宝益智仅针对18岁以下儿童推出益智玩具；美高头部产品为大颗粒（针对1岁+儿童），旗下Mega contrux品牌亦针对10岁以上“pro builders”推出产品，但产品丰富度远低于乐高，目前亚马逊官方旗舰店中仅包括权力的游戏城堡等7款套装。

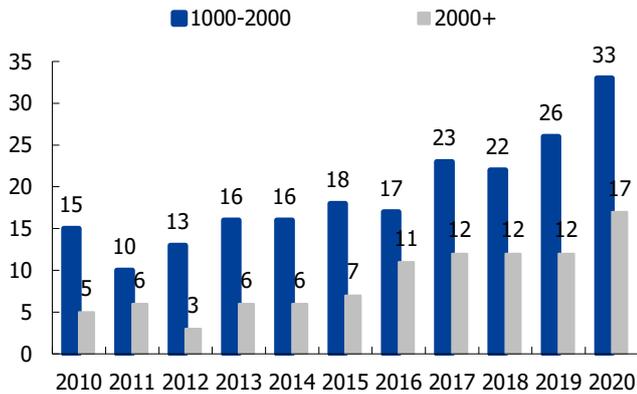
图表 38: 乐高核心产品系列不完全统计

类型	系列名称	0-10	11-20	21+	类型	系列名称	0-10	11-20	21+	
人仔	人仔	✓			游戏 IP	守望先锋		✓	✓	
	方头仔		✓	✓		超级马里奥	✓	✓	✓	
	得宝	✓				我的世界		✓		
小朋友 专属	好朋友	✓			电影 IP	迪士尼	✓	✓		
	创意拼搭	✓				小黄人	✓	✓		
	经典	✓				飞天小女警	✓	✓		
	Dots	✓				忍者神龟	✓	✓		
	独角猫	✓				愤怒的小鸟	✓	✓		
	合体小精灵	✓				玩具总动员	✓	✓		
	小拼搭师	✓				海绵宝宝	✓	✓		
	教育	✓				汽车总动员	✓	✓		
	创意系列	IDEAS		✓		✓	辛普森	✓	✓	
		创意百变		✓		✓	幻影忍者		✓	✓
积木素描		✓	✓	✓	悟空小侠		✓	✓		
节日游戏		✓	✓		幽灵秘境		✓	✓		
桌面游戏			✓	✓	原创 IP	✓	✓			
高阶玩家	机械组			✓	生化战士		✓	✓		
	建筑		✓	✓	气功传奇		✓	✓		
	机器人			✓	英雄工厂		✓	✓		
	创意高手		✓	✓	城市	✓	✓			
	超级赛车		✓	✓	电影片场	✓	✓			
	Boost			✓	环球竞速	✓	✓			
	动力组			✓	海底探险	✓	✓			
漫威/DC	DC/漫威超英		✓	✓	场景	恐龙	✓	✓		
	DC超英美少女	✓				太空	✓	✓		
	蜘蛛侠		✓	✓		探险	✓	✓		
	蝙蝠侠		✓	✓		埃及	✓	✓		
乐高 大电影	幻影忍者大电影		✓	✓		西部	✓	✓		
	蝙蝠侠大电影		✓	✓		亚特兰蒂斯	✓	✓		
	乐高大电影 2		✓	✓		城堡	✓	✓		
	乐高大电影		✓	✓		海盗	✓	✓		

资料来源: 乐高的阿板子, 国盛证券研究所

高阶产品颗粒更小、配件与搭建难度更复杂，亦考验强设计功底和模具生产精准度。乐高近年来高阶产品上线数量逐年增加，2020年上新1000-2000颗粒套装33款、2000+颗粒套装17款。高阶产品多针对18岁以上成人消费者，拼搭体系具备挑战性且多具备较强的收藏价值，也是乐高区别于其它儿童积木品牌的重要原因之一。以2020年发行的超级旗舰系列“兰博基尼跑车”（天猫旗舰店售价3399元）为例，该套装产品颗粒数量达到3696块，真实复刻跑车的外观和内部机械组织，拼搭完成后可进行开门和滑动操作，具备极高的可玩性和收藏价值。

图表 39: 乐高不同年份推出的高阶产品套装数量逐步增加



资料来源: Rebrickable, 国盛证券研究所

图表 40: 乐高兰博基尼拼搭套装完成品



资料来源: 亚马逊, 乐高, 国盛证券研究所

综上，在乐高“系统化创新”的拼搭体系模式下，产业链设计、生产环节具备较高标准，对于高阶产品的生产壁垒更高。因此其它厂商（如美高、邦宝益智、启蒙等）受限于规模和技术因素，仅局限在相对简单的“儿童积木领域”展开差异化竞争。乐高则借助产业链各环节先发优势持续扩大产品矩阵和受众圈层，助力品牌知名度和市占率的提升，持续巩固行业龙头地位。

4 乐高与泡泡玛特的共性与特性

我国潮玩盲盒行业尚处于发展初期，泡泡玛特通过平台化模式规模化运营潮玩 IP，并以盲盒为主要载体进行变现，驱动行业快速增长。我们认为乐高与泡泡玛特商业模式具备一定共性特征。（1）均为玩具子行业，涉及“IP 获取-产品研发-生产-渠道”多个环节，品牌商需具备全产业链运营能力；（2）产品具备收藏属性，儿童非唯一目标群体。（3）细分领域开创者，具备独特生态系统，乐高为“拼搭体系”，泡泡玛特为“潮玩盲盒”。

对标乐高，我们认为玩具行业核心壁垒在于基于产业链多环节先发优势构筑的品牌力。乐高、泡泡玛特在细分领域具备稳定高市占率、高毛利率的特征，同时拥有忠实粉丝群体与强社区效应，分别成为了积木、潮玩盲盒行业的代言人，均具备强品牌壁垒。具体到“IP-产品研发-生产-渠道分发”各个环节来看，乐高、泡泡玛特均具备强产业链一体化运营能力与强品牌力，但侧重点各有不同。乐高的设计生产能力构筑壁垒，而泡泡玛特的自有、独家 IP 矩阵彰显品牌独特性。

- （1）**IP 获取：**区别于积木玩具，IP 为潮玩盲盒的核心。泡泡玛特本质上为以盲盒为载体的潮玩 IP 全产业链经营公司，率先获取头部 IP 并构建差异化 IP 矩阵是其具备强品牌效应的核心。对于积木玩具来说，IP 仅是附加值，非 IP 作品如乐高城市系列、太空系列亦具备强影响力。

- (2) **设计**: 潮玩盲盒设计仅局限在单个人偶的形象创意和可行性层面, 一般设计周期为 1-2 个月; 而积木玩具多为场景套装, 设计需考量故事性、兼容性、真实性等多角度, 相对难度更大且设计周期亦更长。
- (3) **生产**: 自建供应链能构筑壁垒, 但生产工艺存在差异。积木玩具组件具备系统化特征, 单一组件开模后往往可重复使用, 乐高、邦宝益智均自建厂商进行生产。对比来看, 潮流玩具生产工艺标准化程度低, 品牌商一般选取轻资产的 OEM 代工生产模式以实现效益最大化。
- (4) **渠道销售**: 由于市场环境不同, 泡泡玛特依托国内“MALL 生态”开设 200 余家零售店, 不设分销渠道。而乐高早期集中于欧美市场, 与经销商保持紧密合作, 后续陆续开设零售店加强品牌知名度建设。

图表 41: 泡泡玛特与乐高产业链各环节对比分析

	泡泡玛特	乐高
商业模式	以盲盒为载体的 <u>IP 全产业链经营公司</u>	积木拼搭体系生产商
IP	拥有独家/自有 IP, IP 差异化程度高	获取授权内容 IP+少量原创 IP
设计	95%内部团队+5%外部设计师合作完成	非 IP 授权产品由自有设计师完成
生产	合作厂商, 不具备生产能力	自建厂商, 生产技术实力领先同业
销售	线上+线下渠道均为自营	线上自营、线下分销(占比更高)与自营结合

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5 投资建议

参考乐高发展路径, 具备先发优势的龙头公司在行业高速发展期通过技术创新夯实专利壁垒, 并持续增强产品、供应链、渠道等核心竞争力, 构筑品牌力护城河、巩固龙头地位。我们认为, 泡泡玛特当前已在“IP-渠道-供应链”各环节依托先发优势构筑壁垒, 并形成了强品牌认知和独特生态系统。在行业高速发展期, 公司快速汇集头部设计师与 IP 并持续创新、扩大产品矩阵, 同时依托互联网+线下渠道加速品牌知名度建设, 已成功成为潮玩行业代言人, 有望持续巩固其行业龙头地位, 提升市场份额。

展望未来来看, 乐高的发展对泡泡玛特有以下借鉴意义: (1) 高标准、体系化的设计、生产能力是乐高能够持续打造差异化创新产品的核心, 泡泡玛特供应链能力建设或是进一步提升产品力与竞争力的必经之路。(2) 乐高产品矩阵根据拼搭难度与主题分为不同系列, 覆盖广泛用户圈层, 泡泡玛特目前产品体系已从盲盒向整个潮玩领域扩张, 持续巩固产品差异化优势。(3) 乐高出海中国等新兴市场打开第二增长曲线, 泡泡玛特已率先拓展海外市场并成效显著, 公司未来有望成为类似乐高的全球化头部玩具公司, 成长为世界级的中国企业。持续推荐泡泡玛特(9992.HK, 买入评级)。

风险提示

IP 的市场吸引力低于预期风险：公司的产品是基于自有或代理的 IP 进行设计和推广，以满足消费者的偏好和兴趣。但 IP 的吸引力难以把握，可能会影响相关公司的盈利能力。

知识产权风险：公司的产品很大程度上取决于产品设计，虽然公司有注册合法的知识产权，但是若授权方无法维持和保护相关知识产权，公司竞争力可能受到负面影响

市场竞争风险：我国潮玩行业处于快速发展期，行业红利吸引大量玩家入场，且目前行业集中度较低，存在竞争风险。此外。公司与 IP 方的合作若是非独家，则可能面对同 IP 产品的激烈竞争。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com