

社会服务

2024年01月10日

深入剖析潮玩行业两大趋势，“出海”+“多元”

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

李睿娴（联系人）

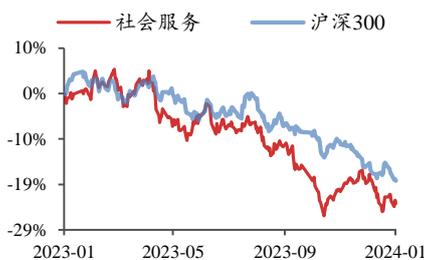
chumin@kysec.cn

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790122120005

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《冰雪主题旅游热度持续，教育部作双减三年部署—行业周报》-2024.1.7

《科技重塑文旅夜游生态，福建省公布首批学科类培训机构“白名单”—行业周报》-2024.1.1

《寒假教培迎招生及游学旺季，关注沉浸式文旅及美容仪优质供应商—行业周报》-2023.12.24

● 供应链和推新是潮玩行业核心壁垒，低成本“情绪满足”看好长期发展

沙利文数据显示，2021年中国潮玩市场规模为345亿元，2017-2021年CAGR达到33%，整体潮玩行业在2019-2021年经历快速增长期。2022年受疫情及潮玩热度降温的影响，约1500家潮玩门店关闭，行业尾部供给出清，柔性供应链、持续推新、社交属性成为行业的核心壁垒。同时以日为鉴，附带情绪共鸣及治愈感的IP产品在经济下行期仍具有一定抗周期属性。行业增速趋稳后，头部玩家积极探索两大新的增长极——潮玩全球化和业务多元化。

● “出海”：中国文创IP出海空间广阔，重点发力北美及东南亚市场

根据玩具行业协会数据，2022年全球玩具市场规模为1074亿美元，格局相对分散，CR5占比合计仅26.5%。从地区分布来看，美国市场占比34.5%，为全球第一大玩具市场；从接受程度来看，东南亚市场或有望最先复制国内四年前的潮玩热，泡泡玛特新加坡展会超2万人入场，泰国首店首日营业额破200万元，北美及东南亚市场发展空间广阔。2022年乐高、孩之宝、美泰三大玩具巨头的海外收入占比分别为60%/42%/41%。中国潮玩出海不只是产品的出海，更是潮玩文化和商业模式的出海。背靠中国供应链优势（供应全球75%的玩具），通过产品本地化和艺术家本地化，头部企业有望站稳海外、长足发展。

● “多元”：以IP为核心，布局授权、改编、乐园三大业务蓬勃IP生命力

回看迪士尼等巨头公司发展史，以IP为核心搭建综合商业框架，多维业务相互赋能，是放大IP商业价值、延长生命周期的关键。（1）IP授权，预计2022年中国IP授权市场规模将突破1000亿元，授权业务高利润，联名经济下有望成为IP业务拓展的重点方向。（2）IP改编，2019年中国IP改编市场规模为3080亿元，预计2019-2024年CGAR为13.8%，双十一游戏等内容IP销售崛起复盘国际巨头，主要通过收并购影视/游戏制作公司开拓IP改编市场。（3）主题乐园，前期乐园主要起营销作用，同时带动二消，后期形成粉丝线下互动闭环，放大IP影响力，迪士尼乐园和三丽鸥乐园二消收入占比分别为70%和65%。

● 受益标的：泡泡玛特、名创优品、奥飞娱乐

中国文创出海空间广阔，看好以IP为核心布局全产业链，同时具备供应链及渠道优势的行业龙头。（1）泡泡玛特：国内抖音以及海外业务快速起量，聚焦全球化、集团化两大战略，积极布局乐园、游戏等多元业务，丰富IP内容，转型IP+泛娱乐公司。（2）名创优品：全球渠道及供应链优势显著，国内以TOP TOY孵化自有IP，打造潮玩集合店；海外以名创优品品牌为先，产品多为国际大IP。（3）奥飞娱乐：玩具厂商转型内容王者，与头部游戏合作探索新兴IP授权。

● 风险提示：全球化推进不及预期、海外文化或宗教差异、国内宏观经济波动较大、IP推新不及预期等。

目 录

1、 中国潮玩市场：国内供给尾部出清，受益于治愈经济.....	6
1.1、 国内市场：潮玩降温尾部出清，格局优化强者愈强.....	6
1.1.1、 市场规模：盲盒引领潮玩市场快增.....	6
1.1.2、 消费客群：15-40 岁为主，渗透率持续提升.....	7
1.1.3、 竞争格局：全产业链玩家壁垒深厚，部分尾部玩家出清.....	7
1.2、 行业壁垒：供应链+推新能力+社交属性，构筑三重壁垒.....	9
1.2.1、 壁垒一：供应链，周期长投入高.....	9
1.2.2、 壁垒二：持续推新，搭建设计师平台为持续造血打下地基.....	10
1.2.3、 壁垒三：社交属性，以潮流为标签形成独特圈层文化.....	12
1.3、 行业展望：产品具备情绪价值，以日为鉴有望保持增长.....	13
1.3.1、 治愈经济：社会转型期，压力较大的年轻人寻求慰藉感.....	13
1.3.2、 以日为鉴：经济下行期仍保持增长，具备一定抗周期性.....	14
2、 趋势一：全面出海，传播中国潮流文化，搭建全球潮玩平台.....	15
2.1、 全球市场：空间广阔，中国潮玩找准差异化定位.....	15
2.1.1、 全球规模：关注北美及东南亚市场.....	15
2.1.2、 海外格局：全球竞争相对分散，找准差异化定位.....	16
2.2、 零售全球化：全渠道为织网，产品本土化为核心.....	18
2.2.1、 全球渠道：东南亚为出海重地，经销及线上渠道先行、实体店跟随.....	18
2.2.2、 海外推广：本土化为核心，结合海外 IP 打造全新市场.....	21
2.3、 平台全球化：中国供应链优势，为海外艺术家搭建变现平台.....	22
2.3.1、 中国供应链：享成本及工艺双重优势.....	22
2.3.2、 海外艺术家：下一步发掘海外独立艺术家，提供潮玩变现渠道.....	23
3、 趋势二：多元布局，从世界 IP 巨头看生命力蓬勃之道.....	24
3.1、 他山之石：回看四大 IP 公司发展史，从单一业务走向多元娱乐.....	24
3.1.1、 迪士尼：米老鼠起家，全球娱乐业的巨型航母.....	24
3.1.2、 三丽鸥：形象 IP 代表，授权+乐园生态完备.....	26
3.1.3、 万代：几经曲折，IP 轴战略站上新高度.....	28
3.1.4、 乐高：积木巨头打造全球版图，“创造力”+“Kidult”是关键.....	30
3.2、 IP+泛娱乐布局：“形象 IP”向“内容 IP”延伸的三大路径.....	32
3.2.1、 IP 授权：差异化营销手段，空间广、利润高.....	32
3.2.2、 IP 改编：赋予形象 IP 故事性，迈入娱乐市场新格局.....	33
3.2.3、 乐园：线下互动闭环，放大 IP 影响力.....	35
4、 受益标的：泡泡玛特、名创优品、奥飞娱乐.....	39
4.1、 泡泡玛特：潮玩龙头企业，构筑 IP 为核心的商业生态.....	39
4.1.1、 产品端：艺术家与授权 IP 双轮驱动，向 Mega 及衍生品延伸.....	40
4.1.2、 渠道端：线下拓展文创快闪，线上抖音快速起量.....	43
4.1.3、 区域端：国内下线城市空间广阔，海外再造一个泡泡玛特.....	46
4.2、 名创优品：全球渠道和供应链优势显著，TOP TOY 孵化初见成效.....	47
4.3、 奥飞娱乐：玩具厂商转型内容王者，IP 为核心布局泛娱乐全产业链.....	49
5、 投资建议与行业估值.....	50
6、 风险提示.....	51

图表目录

图 1: 2021 年中国潮玩市场规模约为 345 亿元 (单位: 十亿元)	6
图 2: 2021 年盲盒销售规模占潮玩市场的 28%	6
图 3: 2030 年中国潮玩客群数量有望增至 4900 万人	7
图 4: 2023H1 泡泡玛特会员人数扩大至 3039 万人, 复购率为 44.5%	7
图 5: 高点至 2023Q1 中国潮玩在营门店数减少约 1500 家	8
图 6: 2019 年中国潮玩市场 CR5 的份额为 22.8%, 泡泡玛特位列第一	9
图 7: 2021 年中国潮玩市场 CR5 的份额为 26.4%, 泡泡玛特位列第一	9
图 8: 一款潮玩需经历约 181 道工序, 复杂 IP 需两百至三百道	9
图 9: 初代 Molly 做工较为粗糙, 供应链对于产品最终呈现至关重要	9
图 10: 2023H1 泡泡玛特存货周转天数为 131 天, 逐步优化	10
图 11: 2022 年泡泡玛特最大供应商和前五大供应商分别占比提升至 19% 和 45.8%	10
图 12: 泡泡玛特通过 Inner flow、潮玩展、内部设计师为 IP 的持续孵化提供平台	11
图 13: 2023 年 1-10 月泡泡玛特/TOPTOY/TNTSPACE/ 52Toys/寻找独角兽/若来平均每月上新 47/18/2/7/5/2 款新品 (单位: 款)	11
图 14: 泡泡玛特平均每周上新约 11 款新品, 推新能力高于竞对 (单位: 款)	11
图 15: 泡泡玛特会员贡献占比提升, 高复购率体现粉丝粘性	12
图 16: 潮玩族平台提供社区、二手交易等功能	12
图 17: 美国经济萧条时期口红能带来更大的消费者效用 (Utility)	13
图 18: 中国经济增速换挡	13
图 19: (1) Molly 初代, 倔强的小画家; (2) “孤独”概念小野, 表达背井离乡的漂泊; (3) “社恐”概念 HACIPUPU	13
图 20: 1981 年日本人均 GDP 达到 1 万美元, 2019 年中国 GDP 达到 1 万美元 (单位: 美元)	14
图 21: 2015 年开始, 中国城镇居民的恩格尔系数降至 30 以下	14
图 22: 泡沫经济期日本动画产业仍保持增长	14
图 23: 预计 2024 年全球潮玩市场规模约为 418 亿美元	15
图 24: 2022 年全球玩具市场美国和中国合计占据约 50% 的份额 (传统玩具+潮流玩具)	15
图 25: 新加坡 PTS 潮玩展入场观众超 2 万	16
图 26: 泡泡玛特泰国首店首日营业额超过 200 万元	16
图 27: 全球玩具市场份额分散, 2022 年 CR5 占比仅 26.5% (传统玩具+潮流玩具)	17
图 28: 三大玩具巨头来自本土以外其他区域的收入占比在 40% 以上	17
图 29: 2023H1 泡泡玛特港澳台及海外实现收入 3.76 亿元, 同比增长 140%	18
图 30: 泡泡玛特于 2021 年开始拓展海外线下门店 (不含合营及加盟)	18
图 31: 泡泡玛特海外已基本完成全渠道覆盖 (港澳台及海外 2023H1 收入占比)	19
图 32: 泡泡玛特直销收入占比大幅增加 (线上、线下渠道属于直销)	19
图 33: 52TOYS 泰国首店于 2023 年 12 月开业	20
图 34: 亚马逊上 52TOYS 盲盒售价多在 \$13.99	20
图 35: 名创优品伦敦盲盒主题店	20
图 36: 名创优品印尼三丽鸥限定主题店	20
图 37: 泡泡玛特法国门店不乏本地消费者	21
图 38: 经测算, 泡泡玛特境外平均单店月销高于国内	21
图 39: 名创优品、泡泡玛特与迪士尼和 DC 合作	21
图 40: 美国潮玩品牌 Funko 的 ins 粉丝数量大幅领先	21
图 41: 美国泡泡玛特官网万圣节推出小丑回魂玩偶	22
图 42: 泡泡玛特往年推出的圣诞节产品	22

图 43: 2022 年, 中国玩具 (不含游戏) 出口额为 483.6 亿美元	23
图 44: 对比 Funko, 泡泡玛特同价位产品使用特殊的搪瓷材质, 且腮红处理更精细	23
图 45: 泡泡玛特与泰国本地设计师 Molly 合作, 共同开发其于 2017 年创作的 IP 形象 Crybaby	23
图 46: 初代米老鼠形象及迪士尼乐园	24
图 47: 80 年代开始迪士尼加大电影投资	24
图 48: 进入并购期后迪士尼收入快速增长, 近年利润受疫情及流媒体业务压缩	25
图 49: 迪士尼乐园及度假区业务收入占比不断扩大 (单位: 亿元)	25
图 50: FY2022 迪士尼乐园及消费品板块收入占 34.3%, 其中 IP 授权及零售占 6.2%	25
图 51: FY2022 迪士尼乐园及消费品板块 OPM 为 27.5%	26
图 52: 转向“IP 授权”战略后三丽鸥收入缩减但营业利润大幅提升	26
图 53: 三丽鸥公司分为日本 (母公司) 和海外两个分部	27
图 54: 疫情后三丽鸥各项业务收入恢复增长 (单位: 百万日元)	27
图 55: FY2023 三丽鸥日本母公司营业收入占比	27
图 56: FY2023 三丽鸥日本母公司各业务营业利润率	27
图 57: 2005 年万代与南梦宫合并, 加强 IP 与游戏的合作与融合	28
图 58: 2010 年实施 IP 轴战略, 随后业绩稳步增长	28
图 59: 万代 FY2023 玩具及相关产品的收入占比为 45.2%	29
图 60: 万代 FY2023 玩具及相关产品的营业利润率为 13.3%	29
图 61: 万代提出以 IP 为核心的 IP 轴战略	29
图 62: 2004 年后公司发展触底反弹, 营收及利润率大幅提升	30
图 63: 2022 年乐高商品销售收入占比约 99%	30
图 64: 2022 年乐高全球共有品牌零售店 904 家	30
图 65: 与华纳合作《乐高蝙蝠侠大电影》	31
图 66: 目前全球共有 11 座乐高乐园	31
图 67: 2022 年乐高乐园营收为 924 百万英镑, 营业利润率为 26.7%	31
图 68: 2022 年乐高乐园游客收入占比 72%	31
图 69: 预计 2024 年中国 IP 授权行业市场规模为 1561 亿元	32
图 70: 影音/游戏赋能的内容型 IP, 授权及许可收入更高	32
图 71: 肯德基与 DIMMO 的联名套餐推出后多地售罄	33
图 72: 2022 年泡泡玛特授权收入达到 3250 万元	33
图 73: 2019 年中国 IP 改编市场规模已突破 3000 亿元 (单位: 亿元)	33
图 74: 迪士尼和万代丰富影视娱乐收入	33
图 75: 《梦想家园》实机演示, 定位面向粉丝群体的轻社交游戏	34
图 76: Dimmo 古堡探险 1 分钟动画短片	34
图 77: 迪士尼乐园二次消费收入占比 70%	35
图 78: 三丽鸥乐园二次消费收入占比 65%	35
图 79: 海昌海洋公园二消收入由 2019 年的 31% 提升至 2023H1 的 50%	35
图 80: 2023H1 园内消费及酒店收入是海昌海洋公园二消收入的主要构成	35
图 81: 玲娜贝儿 IP 走红路径: 前期自有流量池积淀+人格化的养成系形象演绎+多渠道营销传播共振	36
图 82: 泡泡玛特城市乐园内部项目与 IP 深度融合	38
图 83: 由零售转向 IP, 引领潮玩行业发展	39
图 84: 公司打造完整 IP 生态链	39
图 85: 泡泡玛特首个主题乐园 2023 年 9 月在北京开业	40
图 86: 泡泡玛特首款游戏《梦想家园》预计 2024 年推出	40
图 87: 自有 IP 占比不断增加, 第三方产品占比大幅缩小	40

图 88: PDC 团队内部孵化的大热 IP 逐步增多	41
图 89: 2023H1 前三大 IP 收入占比为 46.2%, 不再单一依赖 Molly	41
图 90: 2023 年公司盲盒类和非盲盒类的上新都有提速	42
图 91: MOLLY、DIMMO、SKULLPANDA 的销售额占比大于上新数量占比	42
图 92: 公司新发的兰博基尼联名 Mega、萌粒、衍生品、BJD 产品	42
图 93: 2023 年整体非盲盒类产品上新明显增多	43
图 94: 2023 年 MEGA 系列推新频次明显加快	43
图 95: 线上渠道占比提升至 40% 以上, 线下门店 (零售店+机器人商店) 占比约 50%	43
图 96: 截至 2023H1 公司共有零售店 378 家, 机器人商店 2291 家	44
图 97: 2023H1 抖音渠道在中国内地的线上渠道的收入占比达到 13.4%	44
图 98: 泡泡玛特成都宽窄巷子景区定制店	45
图 99: SKULLPANDA 苏州相门城墙庭前墨梅展	45
图 100: 2022 年 12 月抖音平台泡泡玛特月销售额突破 2000 万元	45
图 101: 受益于 MEGA 产品的销售, 抖音均价高于京东和天猫两个平台	45
图 102: 泡泡玛特国内门店已覆盖除西藏外的其他省份及直辖市	46
图 103: 泡泡玛特国内门店三线及以下占比 19%	46
图 104: 2023H1 公司港澳台及海外业务收入占比达到 13.4%	46
图 105: 2023H1 港澳台及海外分部的利润率更优	46
图 106: 截至 2023 年 9 月名创优品海外门店数量已达 2313 家 (单位: 家)	47
图 107: FY2023 美洲地区名创优品单店平均收入为 300 万元	47
图 108: FY2024Q1 名创优品毛利率为 41.77%, 净利率为 16.31%	47
图 109: 名创优品存货周转天数亦逐步优化 (单位: 天)	47
图 110: FY2024Q1 TOP TOY 门店数量为 122 家 (单位: 家)	48
图 111: FY2023 TOP TOY 线下门店总 GMV 为 6.06 亿元	48
图 112: TOP TOY 共有 8 个自研 IP	48
图 113: 名创优品海外门店摆放漫威及万圣节玩偶	48
图 114: 2022 年奥飞娱乐玩具销售收入 9.9 亿元, 动漫影视收入 3.44 亿元 (单位: 亿元)	49
图 115: 2022 年奥飞娱乐婴童用品、玩具销售、动漫影视业务的毛利率分别为 29.31/32.71/43.58% (单位: %)	49
图 116: 奥飞娱乐“阴阳师”盲盒月销量超 10 万只	50
图 117: 《蛋仔派对》×《喜羊羊与灰太狼》联动	50
表 1: 潮玩行业竞争格局分为全产业链玩家、上游设计玩家、下游零售玩家	7
表 2: 国内潮玩线下门店数增长放缓	8
表 3: 东南亚潮玩市场规模虽小但具成长性, 北美市场广阔待发掘 (单位: 亿美元)	16
表 4: 全球潮玩主要玩家, 中国品牌价格带处于潮玩品牌中的相对低位	17
表 5: 泡泡玛特海外零售门店分布 (不完全统计)	19
表 6: 2023 年天猫双十一“光与夜之恋”、“三月兽”等国产内容 IP 崛起	34
表 7: 近一年海昌海洋公园与成熟 IP 的合作项目密集落地	36
表 8: 泡泡玛特城市乐园小而美定位	37
表 9: 泡泡玛特 IP 类别及代表作品	40
表 10: 泡泡玛特与商场合作举办 Molly 线下主题展形式的快闪店	44
表 11: 行业 2024 年平均 PE 估值在 24.1x 左右	50

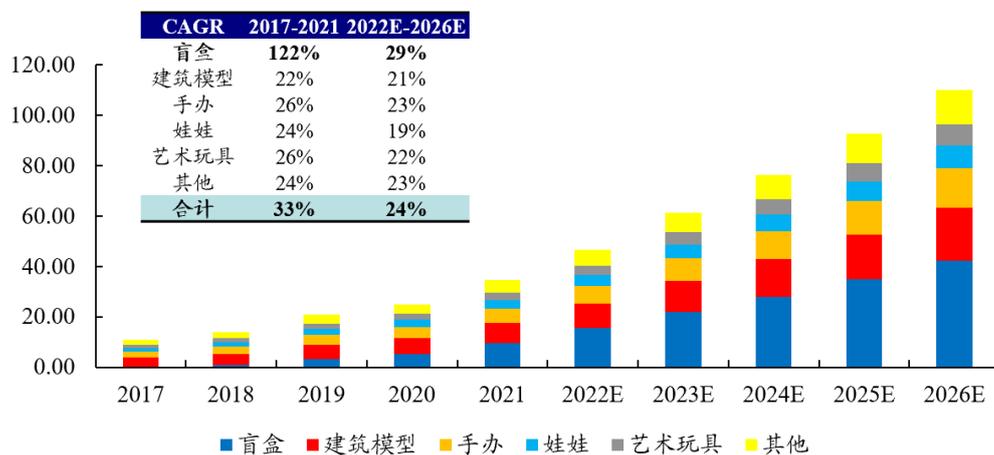
1、中国潮玩市场：国内供给尾部出清，受益于治愈经济

1.1、国内市场：潮玩降温尾部出清，格局优化强者愈强

1.1.1、市场规模：盲盒引领潮玩市场快增

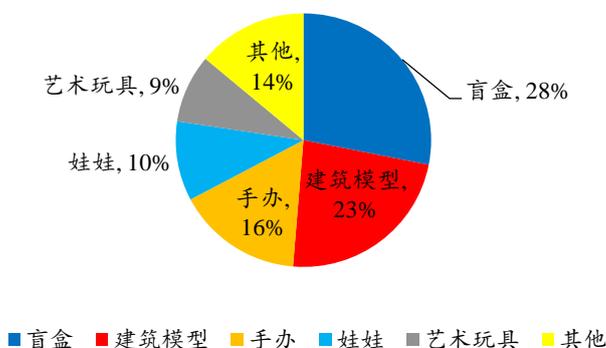
2021年盲盒取代建筑模型(乐高所在赛道)成为中国最大的流行玩具细分市场，整体潮玩市场规模约为345亿元，盲盒占比约28%。2017年至2021年，中国的盲盒市场大幅增长，复合年增长率为122%，整体潮玩市场年复合增长率为33%，盲盒带动整体潮玩市场保持较快增长。2019年中国GDP突破1万亿美元，居民精神消费的需求提升。根据Frost&Sullivan，2022年到2026年预计中国潮玩行业将以24%的复合增速继续增长，预计2026年整体潮玩市场规模将超过1100亿元，盲盒市场规模有望达到424亿元。

图1：2021年中国潮玩市场规模约为345亿元（单位：十亿元）



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图2：2021年盲盒销售规模占潮玩市场的28%



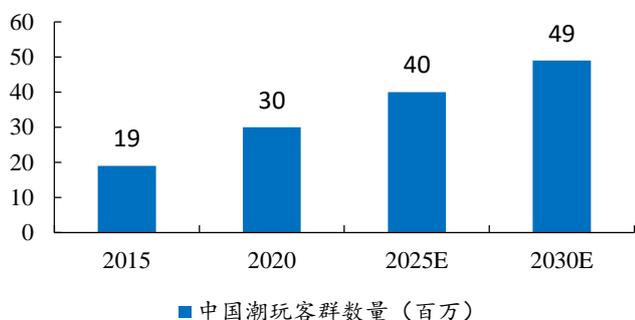
数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

1.1.2、消费客群：15-40 岁为主，渗透率持续提升

传统玩具通常供儿童玩耍，而潮流玩具则以整体介于 15 至 40 岁、追求从表达个性和态度以及和他人分享挚爱获得情感价值的年轻人为目标受众，且大多具有一定收藏价值。

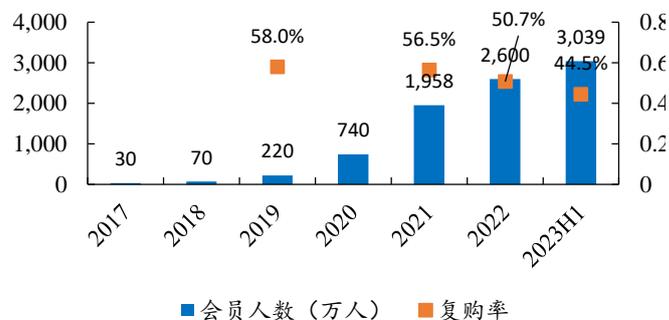
潮玩渗透率约为 6.2%，且具备高复购、强粘性。根据 2021 年人口普查，中国 15-40 岁人口数量约为 4.9 亿，另据 Statista 数据，2020 年中国潮玩客群约为 3000 万人，经测算潮玩渗透率约为 6.2%，伴随潮流文化传播及精神需求的增加，渗透率仍有较大提升空间，预计 2030 年中国潮玩客群数量有望增至 4900 万人。截至 2023 年 6 月 30 日，泡泡玛特会员人数已突破 3000 万人，复购率达到 44.5%，且会员销售额贡献占比达到 92.2%，具备较强用户粘性。

图3：2030 年中国潮玩客群数量有望增至 4900 万人



数据来源：Statista、开源证券研究所

图4：2023H1 泡泡玛特会员人数扩大至 3039 万人，复购率为 44.5%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

1.1.3、竞争格局：全产业链玩家壁垒深厚，部分尾部玩家出清

布局潮玩上下游全产业链，且线下零售门店成规模的玩家较少，其中 TOPTOY 以三丽鸥、迪士尼等第三方 IP 为主，并逐步拓展“中国积木”领域，而泡泡玛特第三方授权 IP 的销售额仅占比 15%。

表1：潮玩行业竞争格局分为全产业链玩家、上游设计玩家、下游零售玩家

定位	品牌	线下渠道	APP	IP	定位
全产业链	泡泡玛特	门店：340 家 机器人商店：2185 家	葩趣	自有及独家 IP40+	(1)上游 IP 获取、IP 设计， (2) 中游设计生产， (3)下游自营线上线下游道+经销商经销渠道
	IP 小站	机器人商店 657 个	IP 小站	自有 IP 5 个，独家 IP30+，合作 IP 总数超过 200 个	
	52toys	14 家门店	蛋趣	自有 IP15 个，合作 IP11 个	
	TOP TOY	118 家门店	TOPTOY	自研 IP 8 个	
上游设计及 IP 运营	寻找独角兽	-	Finding Unicorn	自有 IP5 个，卓大王等	自研、孵化、运营 IP 以及设计生产
	若来	-	若吧 APP	自有 IP3+，Nanci 等	

	Toycity	-	-	自有 IP 8 个, Laura 等	
下游零售	酷乐潮玩	全国门店 300+	酷乐潮玩	-	主要覆盖下游销售环节, 产品来自于上述潮玩品牌
	九木杂物社	门店 531 家	-	-	

资料来源: 各公司官网及公告、开源证券研究所

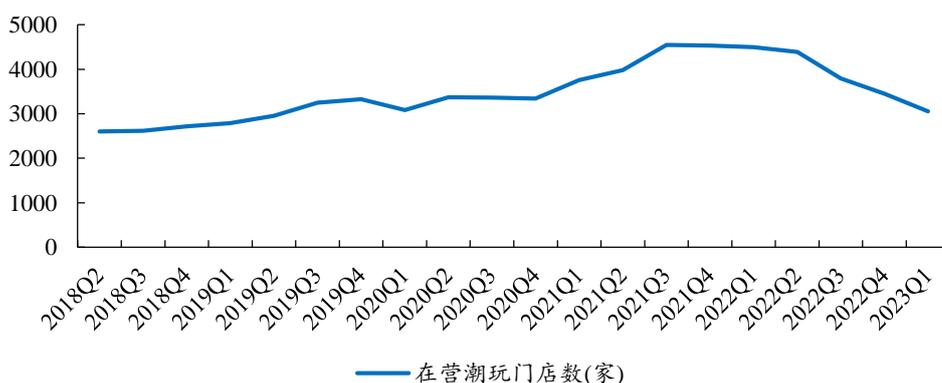
大浪淘沙, 强者恒强。经历 2019-2021 年的快速增长期后, 潮玩行业尾部玩家出清。根据久谦数据, 截至 2023Q1 全国共有潮玩店 3055 家, 较 2021 年的高点减少约 1500 家。上市公司中, 名创优品的 Top Toy 2023H1 仅净增 1 家门店, 处于产品结构调整期。九木杂物社门店数量领先, 以文创产品销售为主, 暂未孵化自有 IP。IP 小站机器人商店数量持续减少, 2023H1 关闭 495 个机器人商店, 收入同比减少 55.13%。泡泡玛特持续拓店、强者恒强, 受益于零售恢复及小幅开店, 2023H1 国内线下渠道收入同比增长 32.4%。

表 2: 国内潮玩线下门店数增长放缓

	2019	2020	2021	2022	2023H1
泡泡玛特 (零售店)	114	186	288	329	340
泡泡玛特 (机器人商店)	825	1351	1861	2067	2185
TOP TOY		5	89	117	118
九木杂物社	261	361	463	489	531
IP 小站 (机器人商店)	415	1621	1799	1152	657

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

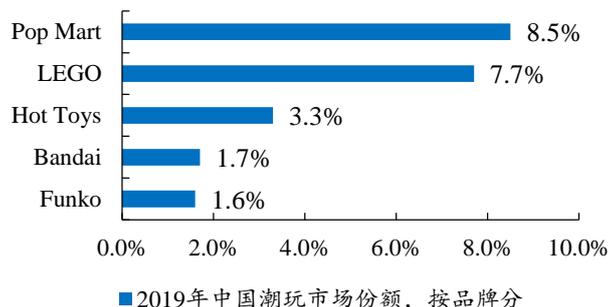
图 5: 高点至 2023Q1 中国潮玩在营门店数减少约 1500 家



数据来源: 久谦、开源证券研究所

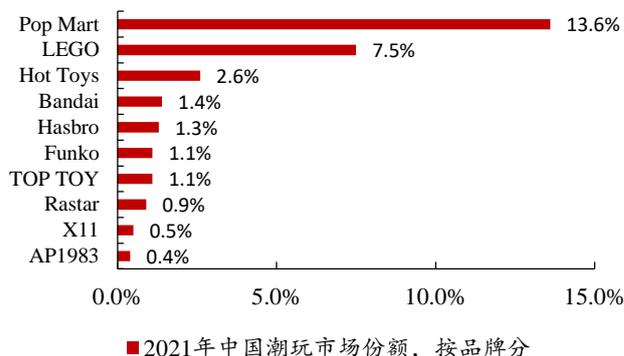
泡泡玛特市占率持续提升, 龙头地位稳固。2019 年泡泡玛特在中国潮玩市场的份额由 8.5% 上升到 13.6%, CR5 集中度由 22.8% 提升至 26.4%, 泡泡玛特市场份额提升的同时另外 4 家公司份额下降。

图6：2019年中国潮玩市场 CR5 的份额为 22.8%，泡泡玛特位列第一



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图7：2021年中国潮玩市场 CR5 的份额为 26.4%，泡泡玛特位列第一



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

1.2、行业壁垒：供应链+推新能力+社交属性，构筑三重壁垒

1.2.1、壁垒一：供应链，周期长投入高

潮玩具有铺货周期长、投入高的特点，对小公司形成壁垒。

(1) **IP 开发周期长**：根据泡泡玛特招股说明书，潮玩产品从设计开发要经历 8-15 个月的培育周期，若涉及 IP 之间的跨界合作或外部 IP，在原有基础上还会增加 2-9 个月的筹备、审核时间。

(2) **高昂的生产成本及起订量**：潮玩产品成本包括早期打样费用、设计费用、开模费用和量产费用，其中最高的是开模的成本和量产的成本，开模越复杂，产量越大，成本就越高。一款盲盒正常开模费用是 2 到 3 万元，按照一套玩具 10 款商品计算，一套玩具的开模成本高达 20 到 30 万元。此外再加设计成本、库存成本等，对于初入行业的企业来说会形成一定的资金压力。且若产品在市场上受欢迎程度不确定，还额外需要一定的容错成本等，规模较小企业或难以支撑。

图8：一款潮玩需经历约 181 道工序，复杂 IP 需两百至三百道



资料来源：窄播微信公众号

图9：初代 Molly 做工较为粗糙，供应链对于产品最终呈现至关重要



资料来源：扑奇 Pookie 潮玩盲盒微信公众号

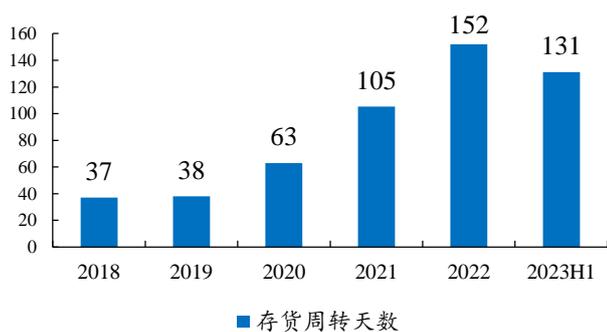
头部玩家与供应商构建新生产关系，打造柔性供应链。

(1) 深度绑定主力工厂：2020年，有超过30家代工厂为泡泡玛特供货，而国际巨头孩之宝（变形金刚）的主力供应商仅有4到5家，贡献基本盘80%的货量。目前泡泡玛特合作工厂已整合至个位数，且公司订单占到合作工厂90%以上的产能。

(2) 派驻团队驻扎工厂：2021年9月，泡泡玛特成立常驻东莞的工程与工艺部门，除了日常帮助工厂解决生产中遇到的工艺问题，工程与工艺部门也是产品工艺创新的核心推动者。盲盒的市场增长进入平缓期，产品创新不仅仅是新IP的开发，也包括产品本身材质、工艺的创新，如环保无毒的水性材料取代油漆等。

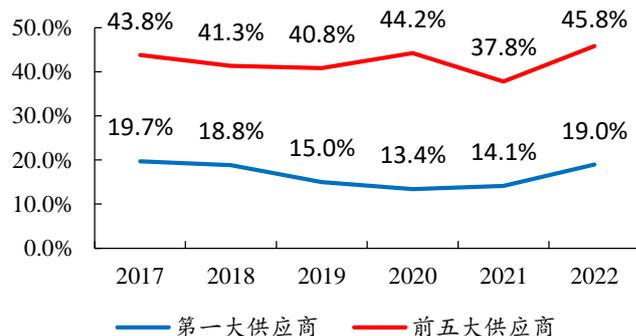
(3) 打造3A供应链：即敏捷性(Agile)、协同性(Aligned)和适应性(Adoptable)。
降低库存缩短周期：2021年泡泡玛特产品的补货周期是平均150天左右，现在已经缩短到平均60天，其中热销款更是缩短到45天，拥有更加敏捷的供应链反应速度。
减少成本提升毛利：大批量长约合作能在满足复杂工艺的前提下，压缩成本，公司毛利率由2022H1的58.1%提升至2023H1的60.4%。

图10：2023H1 泡泡玛特存货周转天数为 131 天，逐步优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022 年泡泡玛特最大供应商和前五大供应商分别占比提升至 19%和 45.8%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

1.2.2、壁垒二：持续推新，搭建设计师平台为持续造血打下地基

头部公司泡泡玛特通过三大平台挖掘并聚拢头部艺术家，为 IP 储备持续造血，保证大热 IP 的不间断扩容与迭代。

Inner flow：创立于2021年，是泡泡玛特旗下的青年当代艺术运营机构，集艺术家经纪、艺术展览、艺术衍生品开发销售、运营于一体，以开发、前瞻性和可持续性为理念，打造“签约艺术家”——“作品孵化”——“IP运营”——“衍生品销售”的全链路运营体系。

PTS/BTS 潮玩展：泡泡玛特于2017年起在北京举办潮流玩具展，2018年起在上海举办潮流玩具展，现已拓展至成都、新加坡等地。泡泡玛特以举办方的形式向潮玩行业宣布其头部地位，潮玩展面向全球艺术家，聚集粉丝人气的同时挖掘优秀艺术家。

PDC 设计师平台：PDC (Pop Design Center)创立于2017年，是POP MART旗下

的设计师平台，致力于培养和挖掘更多优秀的原创潮玩设计师，协力设计及开发潮玩玩具，旗下推出的小野、小甜豆于 2023H1 分别实现 1.09、0.75 亿收入，Pino Jelly 及 Zsiga 等新锐 IP 亦受到市场欢迎。

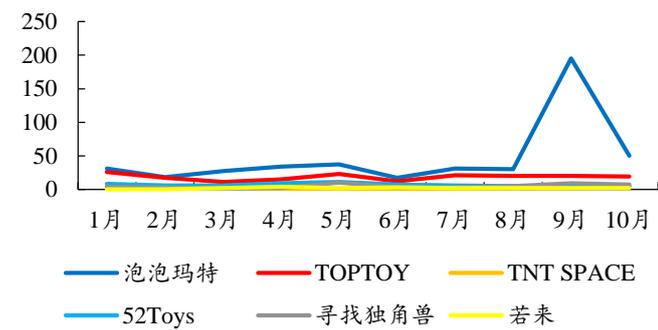
图12：泡泡玛特通过 Inner flow、潮玩展、内部设计师为 IP 的持续孵化提供平台



资料来源：Innerflow 微信小程序、PTS 国际潮流玩具展微信公众号、泡泡玛特微信公众号等、开源证券研究所

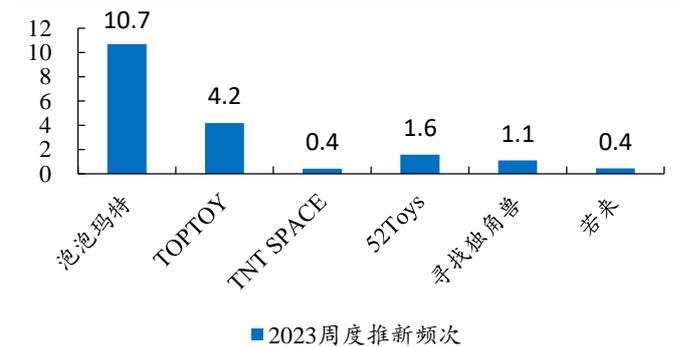
通过凝聚内部及外部的设计师力量，头部的推新能力更强。泡泡玛特 2023 年 1-10 月平均每月上新 47 款新品，若剔除 9 月（因乐园开业及 PTS 潮玩展推出较多新品）影响，平均月度上新约为 31 款，仍远高于行业其他竞对。截至 2023 年 10 月 30 日，2023 年泡泡玛特平均每周上新约 11 款新品。

图13：2023 年 1-10 月泡泡玛特/TOPTOY/TNTSPACE/52Toys/寻找独角兽/若来平均每月上新 47/18/2/7/5/2 款新品（单位：款）



数据来源：各家品牌微信公众号、开源证券研究所

图14：泡泡玛特平均每周上新约 11 款新品，推新能力高于竞对（单位：款）



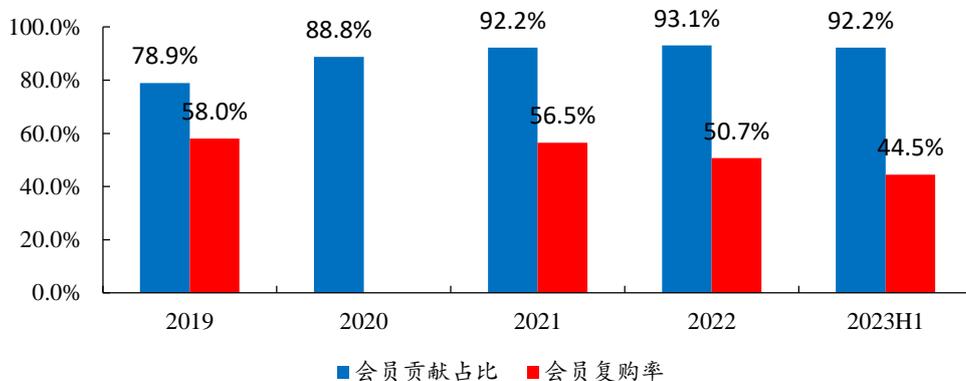
数据来源：各家品牌微信公众号、开源证券研究所（数据统计截至 2023 年 10 月 30 日）

1.2.3、壁垒三：社交属性，以潮流为标签形成独特圈层文化

艺术品商品化，潮玩自带轻奢属性及收藏价值，获圈层认同。对于具有一定鉴赏能力，追求品位生活，相对年轻的“潮”圈层来说，相比传统奢侈大牌的高品牌溢价，他们更愿意投身兼具了好设计和好品质，又能突出个性和时尚敏感度的“轻奢”品类。泡泡玛特将艺术品商品化，在注重产品的创意及时尚性的同时，用年轻人喜欢的方式重新诠释，使得消费者只需付出较低的价格，就能获得较高的精神愉悦，及圈层认同感。

通过隐藏款、Mega 产品等于社交媒体实现裂变式营销，打破圈层。潮玩相关话题常在媒体平台上引发热度，同时通过隐藏款、盲盒的方式释放话题量，提高用户粘性、提升品牌知名度，粉丝与粉丝之间形成圈层互动，从而实现营销裂变，打破消费圈层。泡泡玛特会员数量已由 2017 年的 30 万增长至 2023H1 的 3039 万人，2023H1 会员贡献销售额占比为 92.2%，会员复购率为 44.5%，保持高粘性。

图15：泡泡玛特会员贡献占比提升，高复购率体现粉丝粘性



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

建立线上潮玩社区，加速社交裂变。2016 年泡泡玛特搭建“葩趣”平台，为用户提供最新潮玩咨询、推广艺术家和 IP，同时兼售泡泡玛特旗下潮玩及提供二手转售渠道的功能，但受其他平台扩张影响，其公众号于 2022 年 5 月停止更新。“潮玩族”作为中国最大的潮玩社区和交易平台，拥有几百万核心玩家，与潮玩品牌一同传递潮流文化，提高潮玩社交属性。

图16：潮玩族平台提供社区、二手交易等功能



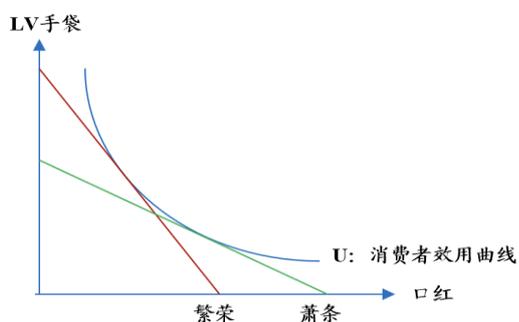
资料来源：苹果商店

1.3、行业展望：产品具备情绪价值，以日为鉴有望保持增长

1.3.1、治愈经济：社会转型期，压力较大的年轻人寻求慰藉感

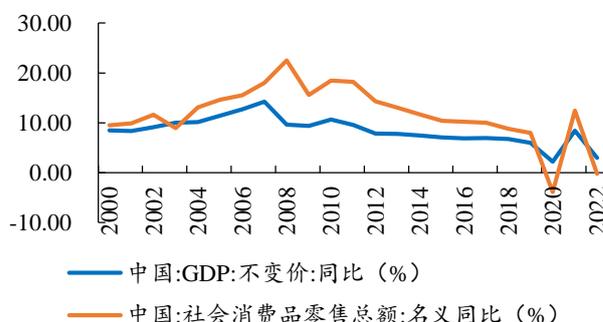
口红效应：经济萧条时，倾向购买比较廉价的奢侈品，起到“安慰”的作用。该术语诞生于美国 20 世纪 30 年代，经济危机时人们的收入以及对未来的预期都会降低，因此不会购买真正的奢侈品，如 Louis Vuitton 手袋或 Chanel 时装等。但人们的购物欲又需要纾解，购买生活必需品无法纾解购物欲。这时候就出现了如口红、电影票这一类非必需低价但能带来精神愉悦的商品，用来安慰经济低迷中的人们。

图17：美国经济萧条时期口红能带来更大的消费者效用 (Utility)



资料来源：开源证券研究所

图18：中国经济增速换挡



数据来源：Wind、开源证券研究所

潮玩通常契合当代年轻人“本我”的情绪表达，收获治愈感。泡泡玛特初代 IP Molly 是一个大眼睛、嘟着嘴，带着自信和倔强的小女孩，城市白领能在其概念里寻找到情感共鸣。2021 年推出成人向 EMO 风 IP，小野，主打孤独感，获得消费者喜爱，2023H1 小野 IP 收入占比已达 3.9%。2022 年推出“社恐”概念的 HACIPUPU，初始设计的 haci 背着手，留着鼻涕，想和大家玩却不知道如何突破，是一个自闭害羞的小男孩。

图19：（1）Molly 初代，倔强的小画家；（2）“孤独”概念小野，表达背井离乡的漂泊；（3）“社恐”概念 HACIPUPU

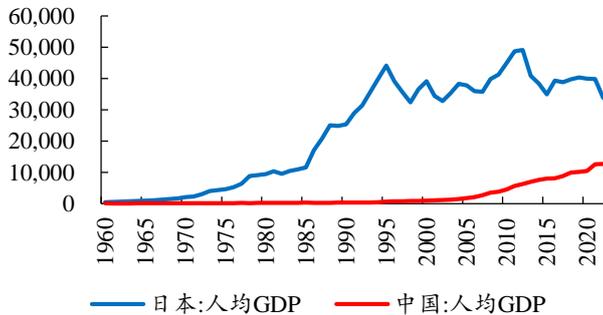


资料来源：泡泡玛特微信公众号

1.3.2、以日为鉴：经济下行期仍保持增长，具备一定抗周期性

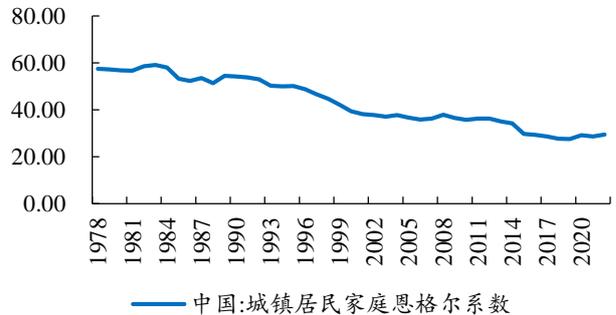
人均 GDP 突破 1 万美元，精神慰藉需求增强。1981 年日本人均 GDP 到达 1 万美元后，动画产业迎来长达 25 年的增长，中国人均 GDP 于 2019 年开始突破 1 万美元，消费市场开始从物质需求转向精神需求。2015 年以后，中国城镇居民的恩格尔系数下降并维持在 30 以下。1990 年日本开始进入泡沫经济期，出现通货紧缩和经济衰退，1995 年以后日本人均 GDP 出现下降，但动画产业仍保持较快增长。我们认为，虽然中国经济增速下台阶，潮玩作为可选消费品或受影响，但因盲盒产品普遍售价在 69 元左右，单价不高，且具备精神慰藉属性，为消费者提供情绪价值，表现将优于其他可选消费品，具备一定抗周期属性。

图20：1981 年日本人均 GDP 达到 1 万美元，2019 年中国人均 GDP 达到 1 万美元（单位：美元）



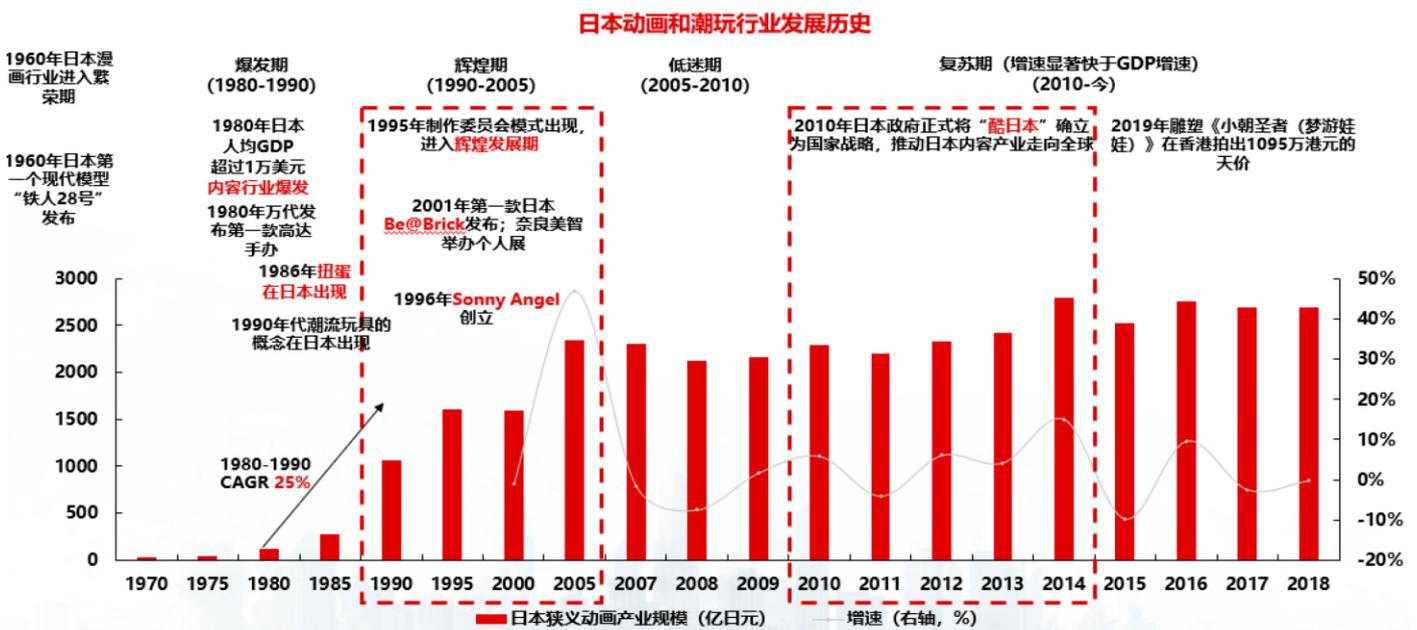
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2015 年开始，中国城镇居民的恩格尔系数降至 30 以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：泡沫经济期日本动画产业仍保持增长



资料来源：《创梦天地 IP 衍生品介绍-2022》

2、趋势一：全面出海，传播中国潮流文化，搭建全球潮玩平台

2.1、全球市场：空间广阔，中国潮玩找准差异化定位

2.1.1、全球规模：关注北美及东南亚市场

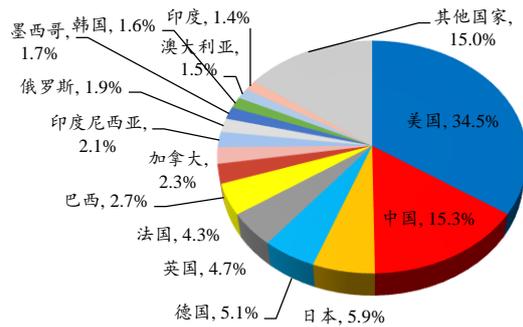
全球潮玩市场保持较快增速，根据 Frost&Sullivan，2019 年全球潮玩市场规模达到 198 亿美元，2015-2019 年的年复合增速达到 22.8%（2019 年中国潮玩市场规模为 207 亿人民币，市场份额约 14.9%），预计 2024 年全球潮玩市场规模将达到 418 亿美金，2019-2024 年的年复合增速为 16.1%。全球玩具市场份额较为集中，根据 The Toy Association，2022 年全球玩具市场规模为 1074 亿美元，经分国家测算，美国占比 34.5%，中国占比 15.3%，合计约 50%，其他国家中，日韩合计占比 7.5%，英法德合计占比 14.2%。

图23：预计 2024 年全球潮玩市场规模约为 418 亿美元



数据来源：Frost&Sullivan、泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

图24：2022 年全球玩具市场美国和中国合计占据约 50% 的份额（传统玩具+潮流玩具）



数据来源：NPD Group、The Toy Association、Statista、开源证券研究所

东南亚市场与我国文化相近，成为快速崛起的新兴潮玩市场。52TOYS 选择泰国作为海外首家实体店。作为东南亚经济最发达的国家，新加坡是泡泡玛特出海的第二站，以新加坡为起点，泡泡玛特逐步在东南亚扩张。根据 36 氪出海公众号，预计到 2023 年底泡泡玛特海外门店的数量有望达到 80 至 90 家，其中 70% 的门店将开在东亚和东南亚。东南亚的潮玩消费者画像也与国内接近，女性比例占比在 65% 左右，年龄集中在 20-35 岁。而欧美市场整体年龄段会更高，在 25-40 岁甚至 45 岁。2023 年 9 月为期三天的新加坡 PTS 潮流玩具展，吸引了来自泰国、马来西亚、印度尼西亚等周边东南亚国家在内的超过 2 万名观众入场。2023 年 9 月泡泡玛特在泰国开设首店，首日营业额超过 200 万元。

图25：新加坡 PTS 潮玩展入场观众超 2 万



资料来源：36 氪出海公众号

图26：泡泡玛特泰国首店首日营业额超过 200 万元



资料来源：泡泡范儿公众号

分地区规模测算：我们选取欧睿数据的玩偶手办（Funko 所在分类）、可动人偶（泡泡玛特所在分类）及建筑玩具（乐高所在分类）三个类目作为潮玩玩具市场规模，由此得到的 2022 年全球潮玩市场规模约为 338 亿美元，与沙利文预测的 312 亿美元较为吻合。

表3：东南亚潮玩市场规模虽小但具成长性，北美市场广阔待发掘（单位：亿美元）

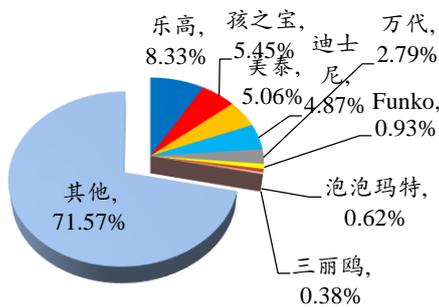
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
东南亚	4.9	4.5	4.7	5.0	5.5	6.0	6.4	6.8
日韩	17.6	17.5	17.7	16.8	17.3	17.5	17.8	18.1
印度	2.5	1.8	1.4	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
澳洲	3.8	4.1	4.2	4.3	4.7	4.9	5.1	5.3
东欧	15.9	17.4	18.6	17.9	18.8	19.4	20.0	20.7
西欧	63.2	66.8	71.2	74.1	80.1	84.5	88.4	92.3
拉丁美洲	24.8	23.9	25.7	30.2	34.2	37.6	41.4	45.5
北美	96.2	104.6	122.8	125.7	124.1	126.6	130.4	134.4

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

2.1.2、海外格局：全球竞争相对分散，找准差异化定位

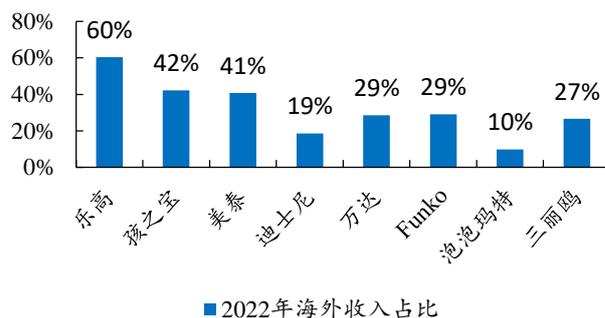
全球玩具市场竞争相对分散，前五大玩家占比合计仅 26.5%（按传统玩具+潮流玩具计算），份额最大的乐高占比 8.33%，泡泡玛特占比仅 0.62%。2022 年乐高、孩之宝、美泰来自除本土以外其他区域的收入占比分别为 60%/42%/41%，泡泡玛特海外收入占比不到 10%，中国潮玩出海空间广阔。

图27：全球玩具市场份额分散，2022年CR5占比仅26.5%（传统玩具+潮流玩具）



数据来源：Statista、The Toy Association、各公司公告、开源证券研究所

图28：三大玩具巨头来自本土以外其他区域的收入占比在40%以上



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（受数据披露局限，乐高本土市场定义为欧洲、中东和非洲地区，孩之宝、美泰本土市场定义为北美洲，迪士尼本土市场定义为美洲）

美国上市潮玩公司 Funko 以漫威、NBA 等授权 IP 为主，KAWS、暴力熊等潮玩产品单价较高，偏潮酷风、男性向，且单个潮玩品牌难有多个大热的自有 IP。相比传统的手办类潮玩，中国潮玩品牌价格带处于相对低位，以自有 IP 为主，供应链及渠道优势为小众艺术家提供变现平台，持续推出多个大热 IP，同时设计包含可爱风，填补女性向潮玩市场，找准差异化定位。

表4：全球潮玩主要玩家，中国品牌价格带处于潮玩品牌中的相对低位

类型	名称	成立年份	地区	核心 IP	主力产品价格带
独立艺术家	KAWS	1999	美国	KAWS	\$200-\$800
	Medicom Toy	1996	日本	Bearbrick	\$13-\$500
	Kidrobot	2002	美国	Dunny/Labbit	\$15-\$40
	Funko	1998	美国	漫威等授权 IP 为主	\$12-\$50
	ALTER	2005	日本	授权 IP 为主	\$150-\$400
	Hot Toys	2000	中国香港	授权 IP 为主	\$50-\$300
	Toy2R	1995	中国香港	Qee	\$9-\$40
	泡泡玛特	2010	中国	MOLLY、DIMMO、SKULLPANDA 等	\$15-\$60
	名创优品	2013	中国	三丽鸥等授权 IP	\$10-\$20
	52toys	2015	中国	Panda Roll、胖虎、罐头猪 LULU 等	\$13-\$50
潮玩品牌	ToyCity	2020	中国	Larua、Mika 等	\$13-\$150
	万代	1950	日本	高达、龙珠、奥特曼等	\$12-\$100
	乐高	1932	瑞士	授权 IP 为主	\$30-\$800
	孩之宝	1923	美国	变形金刚、小马宝莉等	\$16-\$200
综合玩具品牌	美泰	1948	美国	芭比娃娃	\$6-\$30

多美	1924	日本	宝可梦	\$8-\$40
迪斯尼	1928	美国	米老鼠、玲娜贝尔等	\$15-\$50
三丽鸥	1962	日本	Hello Kitty、库洛米等	\$16-\$100

数据来源：各公司官网、亚马逊平台、开源证券研究所

2.2、零售全球化：全渠道为织网，产品本土化为核心

2.2.1、全球渠道：东南亚为出海重地，经销及线上渠道先行、实体店跟随

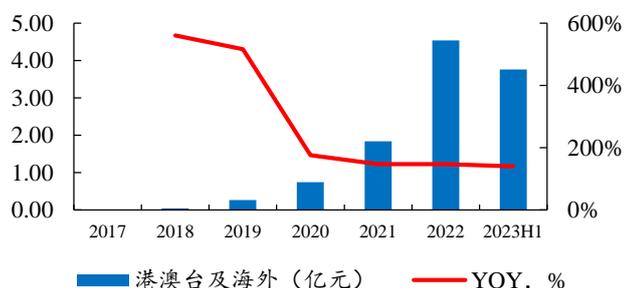
伴随国内市场内卷加剧，中国潮玩出海已成为近年来的行业趋势。除龙头泡泡玛特以外，名创优品、52Toys、ToyCity 也在积极布局海外市场。

案例一：全产业链代表，泡泡玛特

泡泡玛特作为潮玩出海代表，表示 2023 年海外收入有望突破 10 亿元。2018 至 2022，公司港澳台及海外收入由 436 万元增长至 4.5 亿元，年均复合增速为 219%。2023 年半年报业绩沟通会上，泡泡玛特方面表示，2023 年有信心海外业务营收达到 10 亿元，2024 年的海外收入将有信心超过 2019 年整体集团收入。

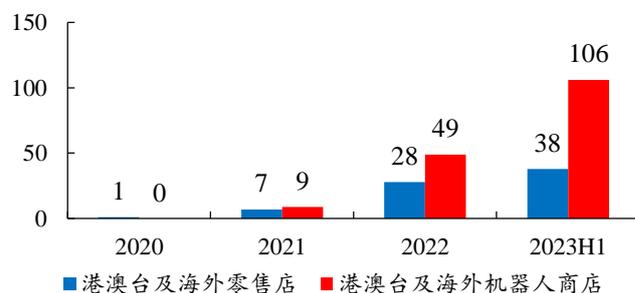
线下已覆盖 20 多个国家市场，线上可辐射 100 多个国家。2018 年 8 月文德一先生（韩国人）加入泡泡玛特集团，负责海外业务拓展。2020 年 9 月，首家海外门店在韩国首尔开业。截至 2023H1，公司港澳台及海外门店达到 55 家（含合营），机器人商店达到 143 台（含合营及加盟），跨境电商平台站点数达到 28 个。公司通过直营/联营/加盟/经销各类线下渠道已进入海外 20 多个国家市场，线上渠道可触达 100 多个国家消费者，除了中东、非洲、南美以外，基本覆盖全球。

图29：2023H1 泡泡玛特港澳台及海外实现收入 3.76 亿元，同比增长 140%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图30：泡泡玛特于 2021 年开始拓展海外线下门店（不含合营及加盟）



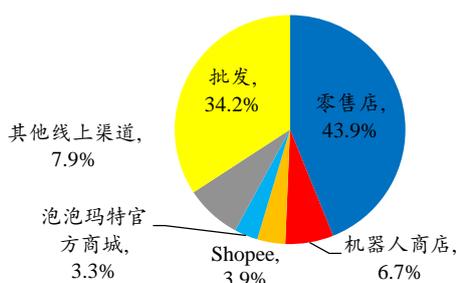
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

表5: 泡泡玛特海外零售门店分布 (不完全统计)

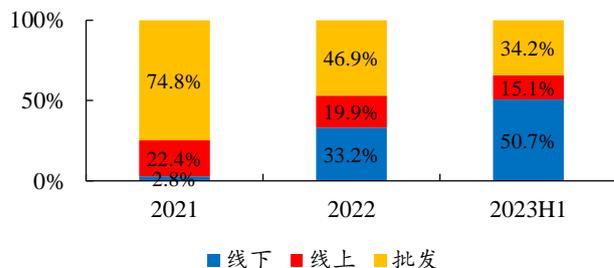
地区	零售门店数量 (家)
日本	2
澳大利亚	7
中国台湾	6
法国	1
英国	1
吉尔吉斯斯坦	1
韩国	3
中国澳门	3
中国香港	8
泰国	1
新加坡	1
马来西亚	1
美国	2

数据来源: 泡泡玛特官网、开源证券研究所

海外经销及线上渠道先行, 后续转向实体销售, 树立品牌形象同时加强渠道管控。海外批发先行, 2021 年以前泡泡玛特海外市场以批发/经销为主要拓展方式, 2021 年开始发力线下门店拓展及线上各电商渠道直销。截至 2023H1, 泡泡玛特批发收入占比已由 2021 年的 74.8% 降低至 34.2%。

图31: 泡泡玛特海外已基本完成全渠道覆盖 (港澳台及海外 2023H1 收入占比)


数据来源: 泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图32: 泡泡玛特直销收入占比大幅增加 (线上、线下渠道属于直销)


数据来源: 泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

案例二：重上游设计公司，52TOYS、TopCity

因下游渠道运营能力较弱，52TOYS、TopCity 等侧重 IP 设计的公司出海以代理、经销为主，东南亚为首站。52TOYS 于 2017 年开始布局海外市场，与泡泡玛特类似，同样采用授权海外代理的方式销售产品，并已成功进入日本、美国、澳大利亚、东南亚等国家和地区。2020 年随着疫情蔓延海外跨境电商快速发展，52TOYS 入驻日本亚马逊，开启线上渠道销售，并于 2023 年 12 月在泰国开出首家海外实体店，落地泰国高端商场 The Emphere。TopCity 同样以与渠道代理商合作的模式拓展海外市场，目前已进入印度尼西亚、泰国、韩国、日本等 40 多个国家和地区。

图33：52TOYS 泰国首店于 2023 年 12 月开业



资料来源：汕头澄海玩具协会公众号

图34：亚马逊上 52TOYS 盲盒售价多在\$13.99



资料来源：亚马逊网站

案例三：重下游零售代表，名创优品

与缺乏零售经验的设计品牌不同，深耕海外的名创优品选择围绕国际 IP，在欧美与东南亚齐发力。2023 年 9 月底，名创优品并未选择 TOPTOY，而是以原品牌于英国伦敦开设首家盲盒主题店，选址唐人街，门店主打三丽鸥和迪士尼等 IP 热销盲盒及公仔。随后 2023 年 10 月下旬，名创优品于印度尼西亚打造全球首家三丽鸥 IP 限定主题店，11 月 10 日在牛津街 100 号开设占地近 3000 平方英尺的英国旗舰店，潮玩产品是重要品类之一。

图35：名创优品伦敦盲盒主题店



资料来源：36 氪未来消费公众号

图36：名创优品印尼三丽鸥限定主题店



资料来源：价值星球 Planet 公众号

2.2.2、海外推广：本土化为核心，结合海外 IP 打造全新市场

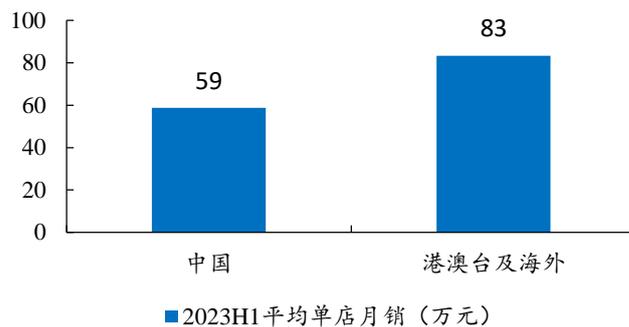
潮玩形象 IP 除其特定的情绪内核外，不具备文化/宗教等的标签，易于海外推广。潮玩产品多为形象 IP，除情绪内核外，如 Molly 的倔强、小野的孤独、Labubu 的顽皮、Hacipupu 的社恐，没有固定的文化标签或者穿搭形式，利于不同装扮和形象的塑造，更易迎合各类民俗风格或地区喜好，具备全球化的发展基础。经测算 2023H1 泡泡玛特港澳台及海外门店的平均单店月销约为 83 万元，国内约为 59 万元，泡泡玛特境外零售店平均单店月销高于国内。

图37：泡泡玛特法国门店不乏本地消费者



资料来源：泡泡玛特公众号

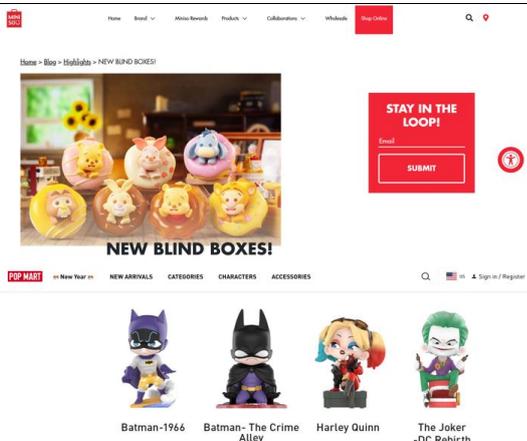
图38：经测算，泡泡玛特境外平均单店月销高于国内



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

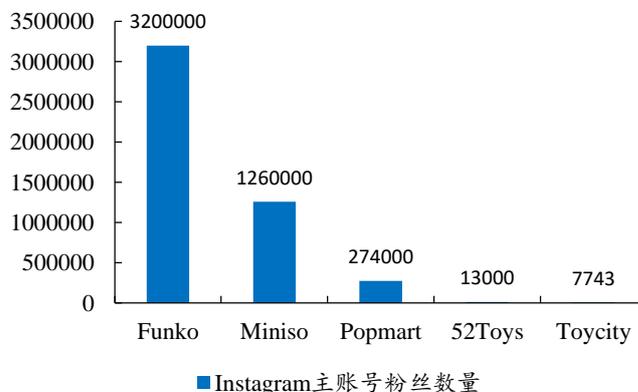
与迪士尼、漫威、三丽鸥等国际 IP 合作，贴近本土文化。为吸引本土客群，泡泡玛特和名创优品选择与更为人熟知的世界级 IP 为切入点，通过授权 IP 引流到店，传播盲盒的潮玩文化，从而逐步培育自有 IP 消费受众。从粉丝量级来看，中国潮玩品牌出海仍处于相对早期。美国潮玩品牌 Funko Instagram 主账号粉丝数量为 320 万，名创优品/泡泡玛特/52Toys/Toycity 的粉丝数量分别为 126/27.4/1.3/0.8 万。

图39：名创优品、泡泡玛特与迪士尼和 DC 合作



资料来源：名创优品和泡泡玛特美国官网

图40：美国潮玩品牌 Funko 的 ins 粉丝数量大幅领先



数据来源：各品牌 Instagram 主账号、开源证券研究所

以开发本地化新品为发展核心，根据当地节日和消费特点出新。泡泡玛特表示欧洲更偏重于精灵类、动物类 IP，东南亚市场更适合采用大 IP 版权组合的策略，联动国际知名 IP 打开市场，北美地区注重男性向 IP，开发大号、收藏版和限定版。通过不同市场的差异化策略给不同国家和地区的消费者带来更丰富多样的潮玩文化体验。

图41：美国泡泡玛特官网万圣节推出小丑回魂玩偶



资料来源：泡泡玛特美国官网

2022 年圣诞节泡泡玛特共在 14 个国家和地区落地 100 家圣诞主题快闪店。圣诞节作为西方的盛大节日，送礼需求有望集中释放，公司产品价格带在 15-50 美金，且具备潮流属性，黑五和圣诞送礼需求有望带动四季度海外业绩高增。

图42：泡泡玛特往年推出的圣诞节产品



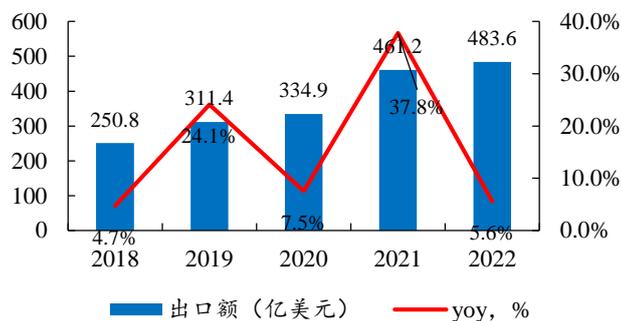
资料来源：泡泡玛特公众号

2.3、平台全球化：中国供应链优势，为海外艺术家搭建变现平台

2.3.1、中国供应链：享成本及工艺双重优势

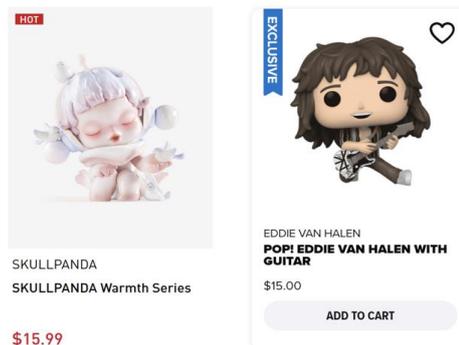
中国是全球最大的玩具出口国，供应世界玩具市场 75% 的玩具，并形成了完善的玩具产业链配套，包括企业先进的生产技术、高素质的生产管理，以及技术工人等优势。根据中国玩具和婴童用品协会，2022 年中国玩具（不含游戏）出口额为 483.6 亿美元，全球约 75% 的玩具产自中国。具备产销规模优势。2021 年 9 月，泡泡玛特成立常驻东莞的工程与工艺部门，设计端与生产端直接对接，将先进的生产工艺与设计理念有机结合。背靠中国供应链，对比海外同类产品，中国潮玩产品工艺能做的更为复杂及精细。

图43: 2022 年, 中国玩具(不含游戏)出口额为 483.6 亿美元



数据来源: 中国玩具和婴童用品协会、开源证券研究所

图44: 对比 Funko, 泡泡玛特同价位产品使用特殊的搪瓷材质, 且腮红处理更精细



资料来源: 泡泡玛特美国官网、Funko 官网

2.3.2、海外艺术家: 下一步发掘海外独立艺术家, 提供潮玩变现渠道

同中国潮玩产业发展初期类似, 海外独立设计师缺乏固定的变现模式。Funko 为首的欧美潮玩公司依赖迪士尼、漫威、NBA 等大 IP, 独立设计师、工作室受制于高昂的生产成本、开模费用及起订量。

中国潮玩出海不只是产品的出海, 更是潮玩文化和艺术理念的出海。2017 年 9 月, 泡泡玛特举办了首届北京国际潮流玩具展, 亮相后泡泡玛特陆续收到韩国、日本、新加坡甚至欧美的合作需求。出海的含义远超过市场本身, 通过在海外发掘优秀艺术家, 开发 IP, 同时加上国内强大的制造业, 中国潮玩有望向国际化 IP 平台进发。

图45: 泡泡玛特与泰国本地设计师 Molly 合作, 共同开发其于 2017 年创作的 IP 形象 Crybaby



资料来源: Tagtoy 公众号、泡泡玛特公众号

3、趋势二：多元布局，从世界 IP 巨头看生命力蓬勃之道

3.1、他山之石：回看四大 IP 公司发展史，从单一业务走向多元娱乐

我们认为，以 IP 为核心搭建综合商业框架，多维业务相互赋能，是放大 IP 商业价值、延长生命周期的关键。

3.1.1、迪士尼：米老鼠起家，全球娱乐业的巨型航母

迪士尼诞生于大萧条时期，电影、乐园等内容互动、以及持续打造爆款新 IP 的平台能力为常青关键。

（一）IP 诞生期 1920s-1970s：1928 年，卡通形象米老鼠诞生，1929 年美国发生经济危机，诙谐幽默的米老鼠系列电影大获成功。1936 年，**华尔街日报将米老鼠称为拯救危机的经济学**。1940s-1950s，白雪公主、匹诺曹、小鹿斑比等迪士尼经典 IP 陆续诞生。1955 年，第一个迪士尼主题乐园于加利福尼亚诞生。1971 年，更大的奥兰多迪士尼乐园开业。

（二）版图拓张期 1980s-1990s：1983 年，第一个海外乐园，东京迪士尼乐园开业，推动迪士尼形象的海外传播。1980s，大量好莱坞动作片涌现，观众不再喜爱迪士尼的合家欢类型，公司几近破产。80 年代后期，公司成立 Touchstone 分部改拍真人电影，多部影片引领票房；同时为适应时代变革，迪士尼乐园新增星际穿越、激流勇进等刺激项目。1988 年，零售方面，收购玩具公司 Childcraft，多个迪士尼商店开业。1990s，小美人鱼、美女与野兽、阿拉丁、狮子王、玩具总动员等电影丰富 IP 矩阵。

（三）加速并购期 2000s-至今：1996 年，以 190 亿美金收购美国广播公司 ABC 及 ESPN 体育频道，完备传媒渠道。2003 年，与皮克斯合作海底总动员，真人电影加勒比海盗票房均过 3 亿美元。2006 年，收购皮克斯动画。2009 年，收购漫威影业，制作了一系列漫威宇宙超级英雄电影。2012 年，收购卢卡斯影业，带来星球大战系列。2018 年，收购福克斯（20th Century Fox），推出 Disney+、Hulu 等网络电视媒体。2020 年，受 Covid-19 扰动，乐园、邮轮等业务暂时停业，电影制作等推迟，收入及利润受到影响。

图46：初代米老鼠形象及迪士尼乐园



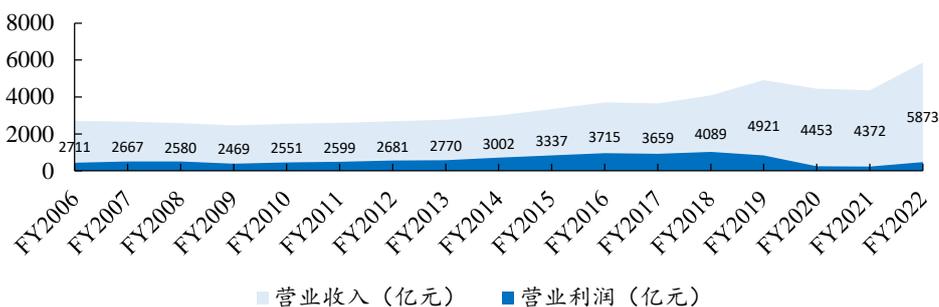
资料来源：迪士尼官网

图47：80 年代开始迪士尼加大电影投资



资料来源：迪士尼官网

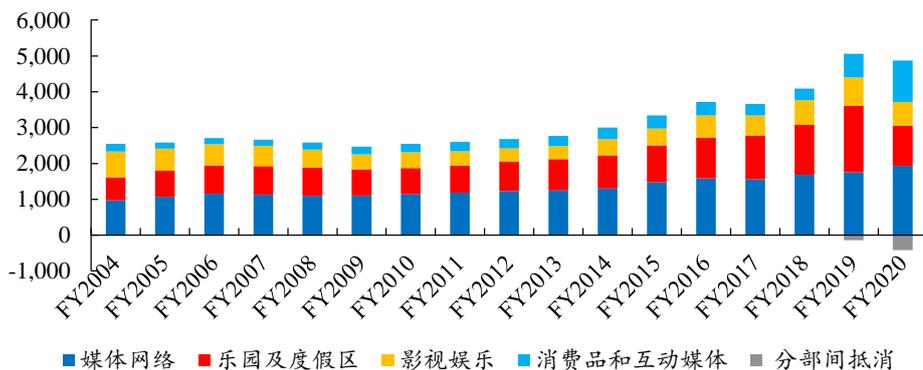
图48：进入并购期后迪士尼收入快速增长，近年利润受疫情及流媒体业务压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所（迪士尼财年以9月最后一周的星期六结尾）

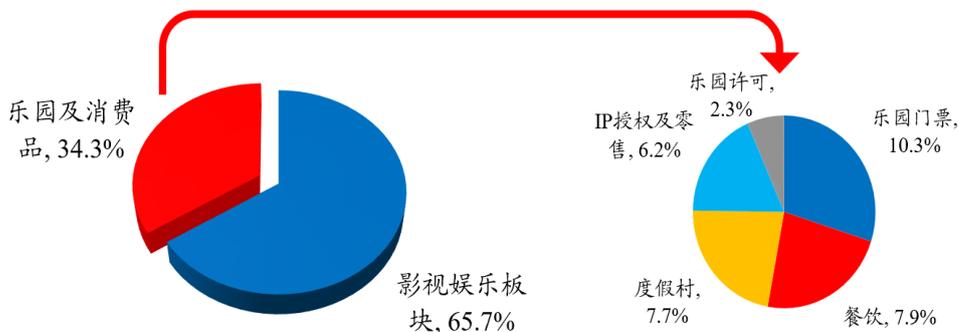
FY2022 迪士尼实现营业收入 5873 亿元，同比增长 34.3%，主因疫情放开后乐园业务大幅增长。分业务看，2005-2020 财年（2020 年受疫情影响），媒体网络/乐园及度假区/影视娱乐/消费品和互动媒体收入的年均复合增速分别为 4.0/7.3/0.6/8.0%，乐园及消费品业务增长较快。迪士尼 FY2022 乐园及消费品板块收入虽仅占比 34.3%，但因其 OPM 达到 27.5%，远高于影视娱乐板块的 7.7%，营业利润占比达到 65.2%。虽然影视业务利于迪士尼 IP 的传播及推新，但由于收购步伐太快部分业务缺乏协同性且处于持续投入期，乐园及消费品业务仍是公司利润的主要贡献。

图49：迪士尼乐园及度假区业务收入占比不断扩大（单位：亿元）

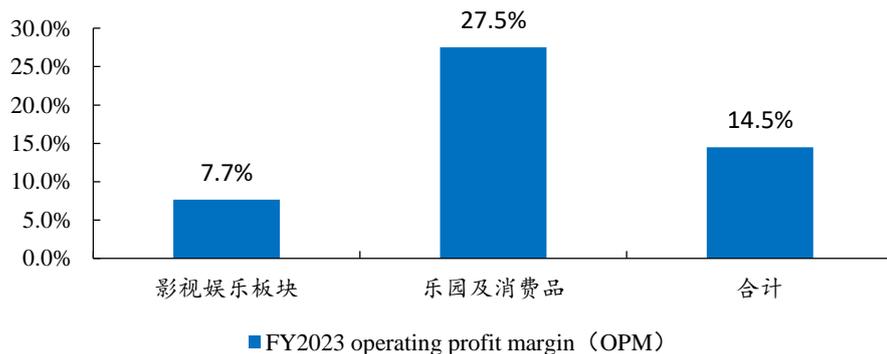


数据来源：Wind、开源证券研究所（FY2021 后公司调整营收拆分口径）

图50：FY2022 迪士尼乐园及消费品板块收入占 34.3%，其中 IP 授权及零售占 6.2%



数据来源：迪士尼公司公告、开源证券研究所

图51: FY2022 迪士尼乐园及消费品板块 OPM 为 27.5%


数据来源: 迪士尼公司公告、开源证券研究所

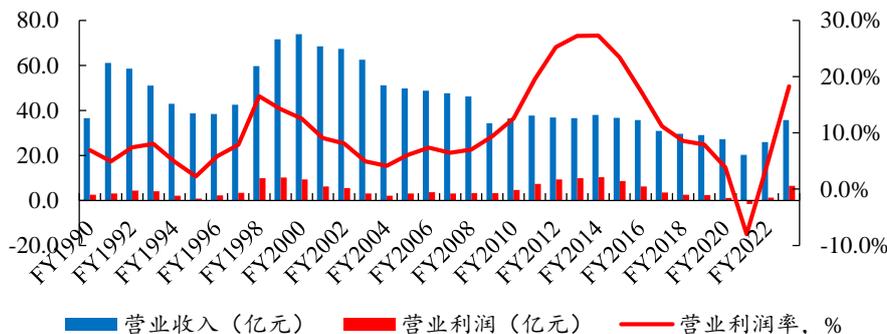
3.1.2、三丽鸥: 形象 IP 代表, 授权+乐园生态完备

三丽鸥自上世纪已形成“商品销售”+“内容生产”+“主题乐园”的生态闭环, 多角色策略开放 IP 授权业绩大幅提升。

(一) **发展期 1970s-2000:** 1962 年辻信太郎推出带有“草莓”图案的商品, 在儿童中获超高人气。1966 年三丽鸥开始了出版物的策划和贩卖业务。1971 年第一家“Gift Gate”开张, 布局直营店。1974 年美国分公司成立, 并涉足电影制作、发行。1975 年第一部动画电影上映, 次年原创角色授权业务正式开启。1990 年, 三丽鸥推出两大主题公园“Sanrio Puroland”和“Harmonyland”(三丽鸥彩虹园和和谐园)。

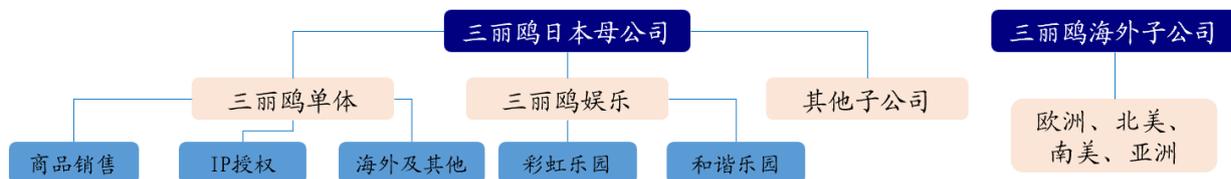
(二) **调整期 2000-2020:** 2000 年, 公司营收突破 1500 亿日元, 达到峰值, 随后进入负增长时期, 门店拓展放缓, 库存叠高。2008 年, 鸠山玲人加入三丽鸥, 由原来的“商品销售”, 转向“开放的 IP 授权”战略, 减少商品销售, 利润率大幅提升。2018 年, 公司提出四项基本战略, 针对性营销、孵化新角色、重振商品销售、海外授权市场分区域战略。

(三) **焕新时期 2021-至今:** 2021 年, 公司 IP 库洛米与美乐蒂于中国抖音走火, 美国通过电商平台和大型在线游戏平台提高客户参与度, 多角色策略推动商品销售及授权业务大幅增长。2022 年, 防疫措施及入境限制的放松, 乐园游客大幅增长。

图52: 转向“IP 授权”战略后三丽鸥收入缩减但营业利润大幅提升


数据来源: 三丽鸥公司公告、Wind、开源证券研究所 (人民币兑日元汇率为 1:20.314, 三丽鸥财年以 3 月 31 日结尾)

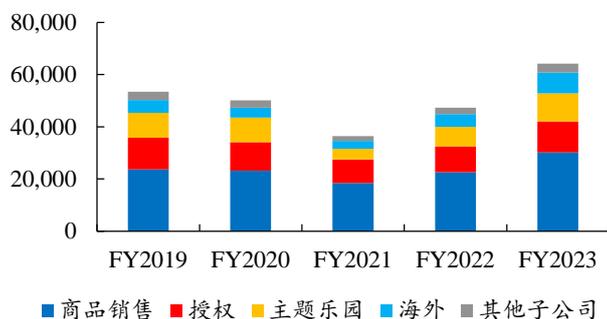
图53: 三丽鸥公司分为日本(母公司)和海外两个分部



资料来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所 (海外子公司按照其特许权使用费收入的比例, 向版权持有人日本母公司支付费用 (计入销售成本))

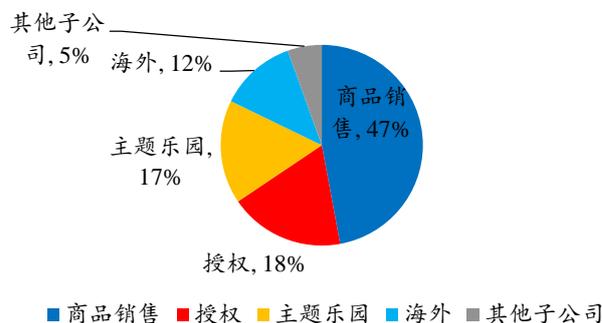
FY2023 三丽鸥实现收入约 726 亿元, 折合人民币 35.8 亿元, 其中日本母公司 31.62 亿元, 占比约 89%。分业务看, FY2023 三丽鸥日本母公司商品销售/授权/主题乐园的收入占比分别为 47%/18%/17%, 其中, 由于缺乏供应链优势, 商品销售的营业利润率仅 7.9%, 而授权业务的营业利润率达到 70.9%, 经典 IP 的授权收入为公司利润的主要贡献。

图54: 疫情后三丽鸥各项业务收入恢复增长 (单位: 百万日元)



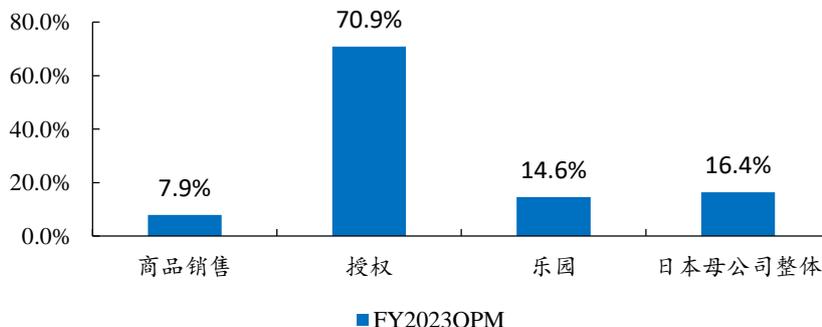
数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

图55: FY2023 三丽鸥日本母公司营业收入占比



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

图56: FY2023 三丽鸥日本母公司各业务营业利润率



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

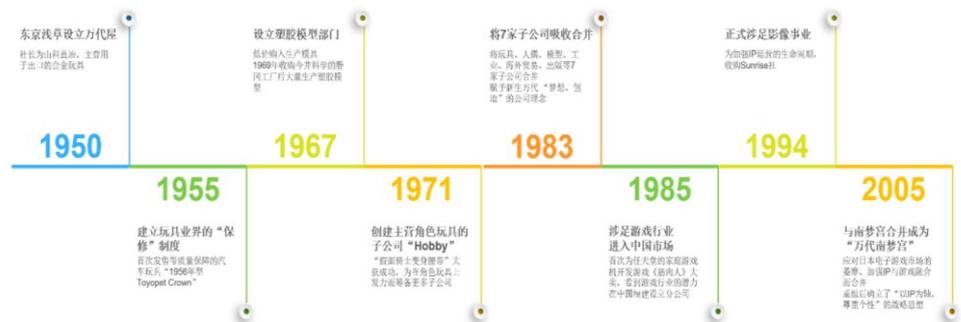
3.1.3、万代：几经曲折，IP 轴战略站上新高度

万代以玩具起家并与日本动画公司紧密合作，但进入游戏业几经曲折，IP 轴战略深度整合各项业务重塑辉煌。

（一）玩具王国多元发展 1950s-1980s: 1950-1970 年，公司主营玩具的生产和零售，以汽车和军事相关玩具为主。1971 年“假面骑士腰带”大获成功，公司决定发力角色玩具。1974 年，与日本动画巨头东映公司合作，美少女战士、龙珠、数码宝贝等火爆全球。1977 年，万代推出自动扭蛋机，创造力全新的玩具购买模式，扭蛋机也是其 1985 年进入中国市场的敲门砖。1980 年拼装玩具高达问世，随后开发圣斗士系列并代理奥特曼玩具版权。

（二）进入游戏业几度沉浮 1990s-2005: 二代掌门人山科诚提出“漫、玩、游”联动，1995 年万代与苹果合作开发游戏机，但遭遇泡沫经济冲击导致亏损。1997 年万代制造出电子宠物机，大获成功，但仅两年过后电子宠物机被便携式游戏机盖过，公司库存高企亏损严重。1999 年进军电子游戏行业但又因任天堂等的竞争而节节败退。2005 年，万代与游戏公司南梦宫合并（南梦宫占比 43%，万代占比 57%），但仍未扭转颓势。

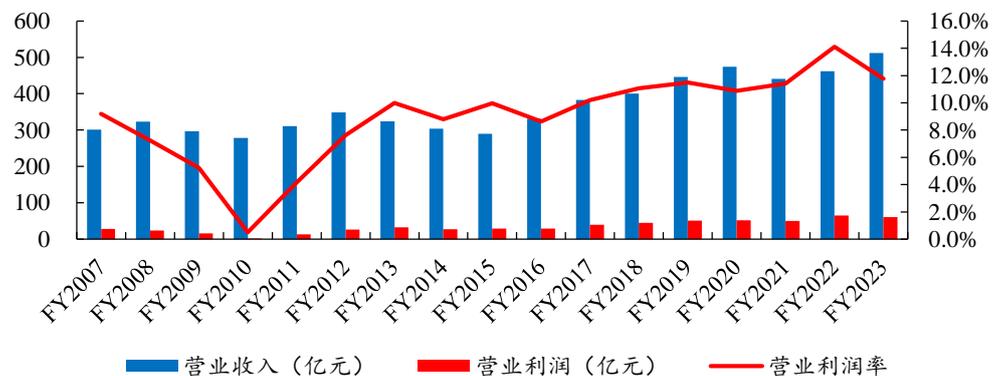
图57：2005 年万代与南梦宫合并，加强 IP 与游戏的合作与融合



资料来源：析道咨询

（三）IP 轴战略深度整合 2010-至今: 2010 年公司业绩最低点时实施以 IP 为核心的“重启战略”，对组织架构进行调整，不再以业务内容进行竖向分割，而是以 IP 为轴的横向联手协作，让同个 IP 的玩具、电影、游戏等环节共同企划、开发、执行，将 IP 价值最大化、IP 发展生态化。

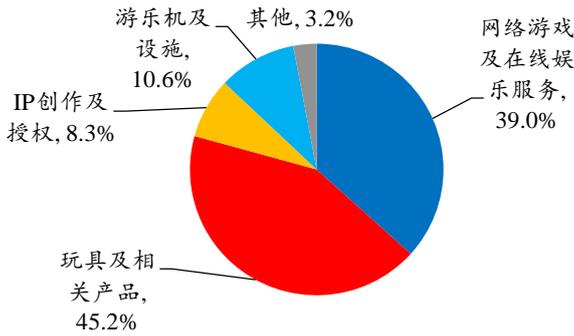
图58：2010 年实施 IP 轴战略，随后业绩稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所（万代南梦宫财年以3月31日结尾）

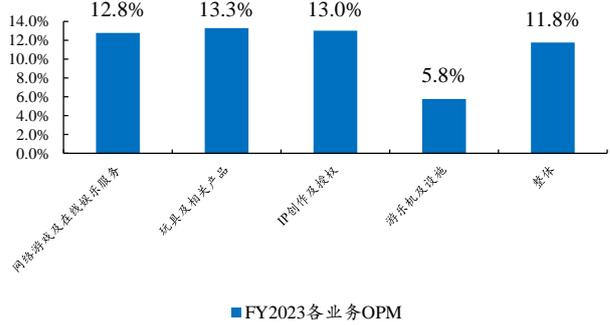
FY2023 万代实现营业收入约 512 亿元，同比增长 10.8%。分业务看，FY2023 万代玩具及相关产品收入约为 231 亿元，占比 45.2%，网络游戏及在线娱乐服务收入约 199 亿元，占比 39.0%，为公司的前两大业务。网络游戏、玩具产品、IP 创作及授权的营业利润率分别为 12.8%/13.3%/13.0%。通过 IP 轴战略，万代将游戏业务与原本的玩具业务有机结合，双线受益，平衡发展。

图59：万代 FY2023 玩具及相关产品的收入占比为 45.2%



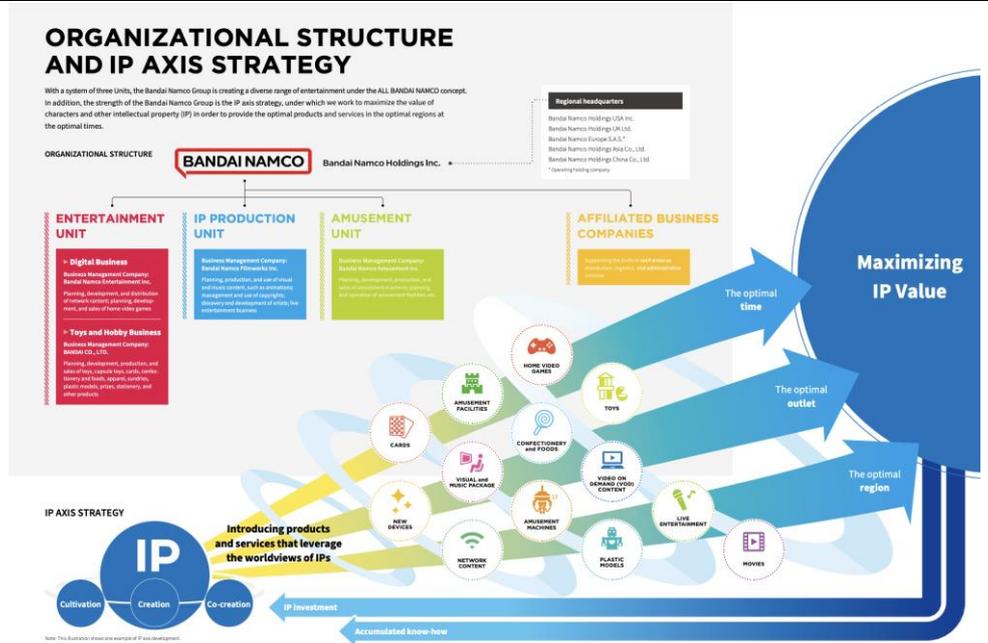
数据来源：万代公司公告、开源证券研究所

图60：万代 FY2023 玩具及相关产品的营业利润率为 13.3%



数据来源：万代公司公告、开源证券研究所

图61：万代提出以 IP 为核心的 IP 轴战略



资料来源：万代南梦宫官网

3.1.4、乐高：积木巨头打造全球版图，“创造力”+“Kidult”是关键

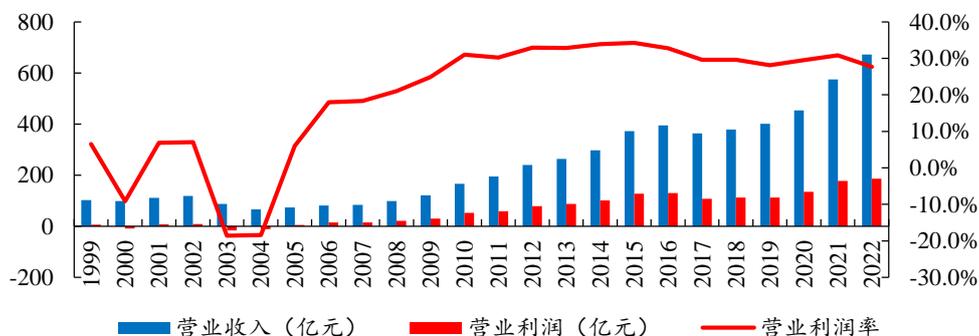
乐高形成自身独特的语言体系，塑造“乐高”=“创造力”的文化认同及品牌标签，受众由儿童扩大到成人，构筑高壁垒。面对2023年上半年业绩挑战，公司将致力于成为多元业务的娱乐品牌，而非传统玩具制造商。

（一）体系建设期 1932-1992：初始到崛起，乐高原为丹麦家族企业，创始人木匠，二代将木质改为塑料玩具，三代建立“乐高语言体系”，发展出得宝系列、机械组系列、公仔系统等，随后不断和星球大战、哈利·波特、建筑大师等一系列IP联名，实现由玩具厂商转型为创造力体验供应商的形象转变。

（二）横向扩张期 1993-2003：危机与震荡，90年代一方面电脑游戏及电视节目占据消费者娱乐时间，另一方面乐高，盲目扩张多项业务导致支出大幅增加。扩张期内乐高一举开设了4个乐高乐园，并建立了生活方式品牌包括儿童服饰、钟表等，同时还拓展学习概念、零售、电视节目、角色、出版和软件等多项新兴业务。多重因素下，乐高经营出现困难。

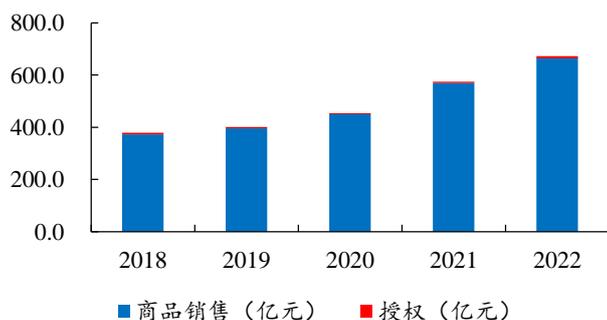
（三）文化重塑期 2004-至今：重生与增长，2004年乐高濒临破产，随后启用第二位职业CEO，由原先的内部团队开发转向粉丝共创，塑造“乐高”=“创造力”的品牌标签，应用互联网建立“成年粉丝”社群，18年间企业营收规模翻10倍。2014年乐高与华纳合作的《乐高大电影》上映，随后连续推出《乐高蝙蝠侠》、《乐高星战》等多部电影，一方面围绕电影推出的玩具套装大卖，另一方面电影也让乐高IP获得新的生命力和价值。

图62：2004年后公司发展触底反弹，营收及利润率大幅提升



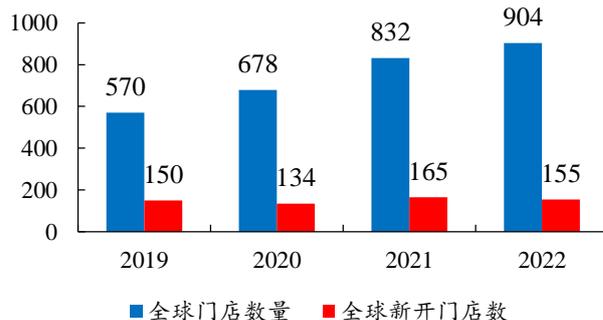
数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所（丹麦克朗兑人民币为1:1.04）

图63：2022年乐高商品销售收入占比约99%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图64：2022年乐高全球共有品牌零售店904家



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

乐高 2022 年收入约为 672 亿元，同比增长 16.9%，OPM 为 27.7%；其中商品销售收入占比约 99%，授权收入占比约 1%。截至 2022 年，乐高全球共有零售门店 904 家，2022 年新开 155 家，其中中国 400 余家，2022 年新开 95 家，新开门店及中国业务贡献主要增量。2023 年上半年乐高营业利润下滑 19%，为 2004 年以来最大跌幅，主因数字化转型受阻，面对挑战，乐高 CEO 表示将发力内容 IP，扩张电影、游戏等领域版图，同时重新开始发展主题乐园业务。

图65：与华纳合作《乐高蝙蝠侠大电影》



资料来源：新京报

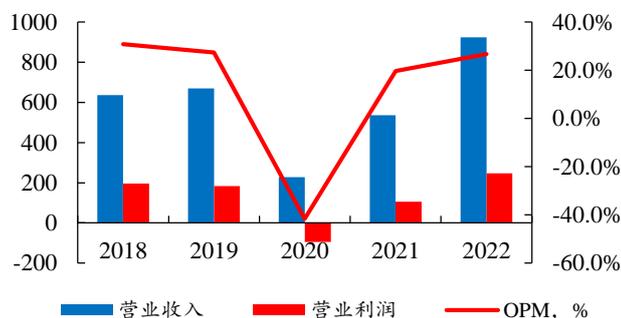
图66：目前全球共有 11 座乐高乐园



资料来源：乐高乐园官网

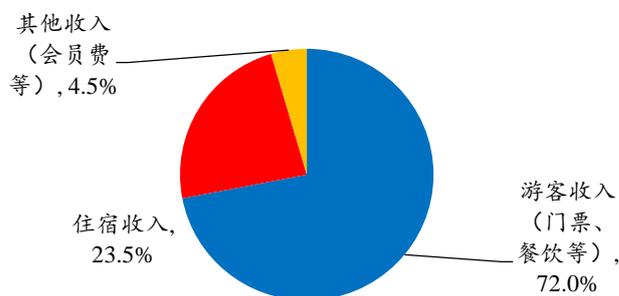
2005 年默林娱乐收购乐高乐园业务，默林娱乐是一家专门运营主题乐园及度假村业务的大型公司，截至 2022 年旗下共有 10 座乐高乐园，分布在欧美及亚太地区，合计 3433 间酒店客房。2022 年营业收入为 9.24 亿英镑，折合人民币 83.5 亿元，已大幅超越疫情前，OPM 为 26.7%。中国的三座乐高乐园有望于 2024 年在四川、深圳及上海开业。

图67：2022 年乐高乐园营收为 924 百万英镑，营业利润率为 26.7%



数据来源：默林娱乐公司公告、开源证券研究所

图68：2022 年乐高乐园游客收入占比 72%



数据来源：默林娱乐公司公告、开源证券研究所

3.2、IP+泛娱乐布局：“形象 IP”向“内容 IP”延伸的三大路径

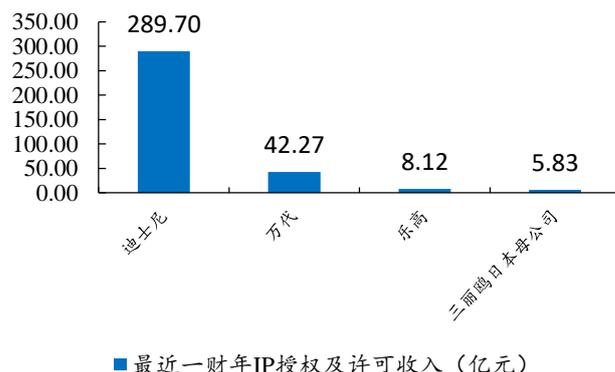
通过复盘四大世界级 IP 巨头，我们发现潮玩单纯的“形象 IP”只能支撑玩具零售的发展，向“内容 IP”做延伸、以 IP 为核心发展电影、游戏、乐园等多元娱乐业务，才能延续 IP 生命力同时拓开天花板。

3.2.1、IP 授权：差异化营销手段，空间广、利润高

中国 IP 授权市场空间广阔，根据 Frost&Sullivan 数据，2024 年中国 IP 授权行业市场规模有望突破 1500 亿元。2019 年中国 IP 授权市场规模（按零售值计）为 844 亿元，预计 2019-2024 年 CGAR 为 13.1%。伴随商品后端供应链整合，逐渐趋于同质化，更多联名商品出现，借助 IP 声量做差异化营销。2022 财年迪士尼、万代、乐高、三丽鸥日本母公司（万代和三丽鸥财年以 3 月 31 日结尾，采用 2023 财年数据）的 IP 授权及许可收入分别为 289.70/40.24/8.12/5.83 亿元，三丽鸥 IP 授权收入的 OPM 为 70.9%，远高于其他业务，是其利润贡献的主要来源。

图69：预计 2024 年中国 IP 授权行业市场规模为 1561 亿元

图70：影音/游戏赋能的内容型 IP，授权及许可收入更高



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（万代和三丽鸥财年以 3 月 31 日结尾，采用 2023 财年数据，迪士尼和乐高采用 2022 财年数据）

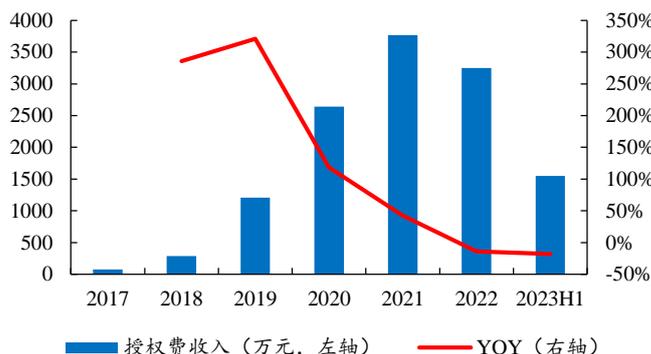
泡泡玛特尝试授权业务，“联名经济”下产品受追捧。2017 年后泡泡积极尝试跨界合作，通过 IP 再授权的方式与其他知名品牌打造联盟款产品。随着公司会员人数增加，粉丝群体扩充，2022 年泡泡玛特实现授权收入 3250 万元。从合作品牌看，泡泡玛特始终坚持精品策略，2023H1 泡泡玛特围绕立体消费场景，新增与优衣库、华为、梦龙、巴黎水等行业头部品牌展开合作，树立独特的品牌调性，同时授权区域已从内地逐步向海外输出。

图71: 肯德基与DIMMO的联名套餐推出后多地售罄



资料来源: 首席商业评论公众号

图72: 2022年泡泡玛特授权收入达到3250万元

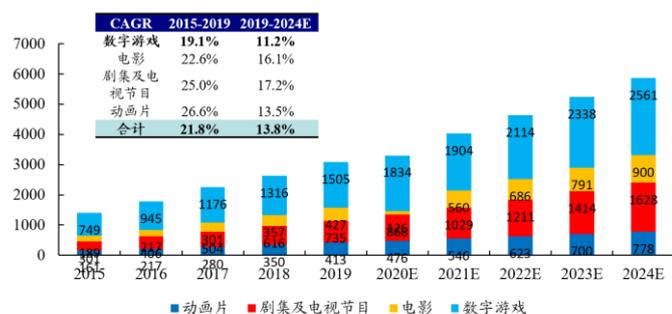


数据来源: 泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

3.2.2、IP 改编: 赋予形象 IP 故事性, 迈入娱乐市场新格局

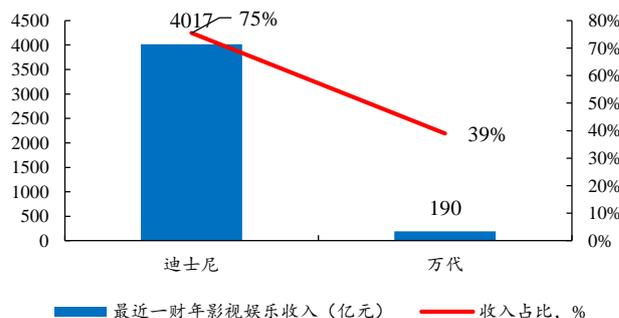
中国 IP 改编市场前景广阔, 复盘国际巨头, 主要通过收并购影视/游戏制作公司开拓 IP 改编市场。根据 Frost&Sullivan, 2019 年中国 IP 改编市场规模为 3080 亿元, 预计 2019-2024 年 CGAR 为 13.8%, 其中份额最大的是数字游戏和剧集及电视节目市场。迪士尼通过收购皮克斯动画、福克斯等丰富影视创作; 万代通过收购南梦宫开发游戏市场; 三丽鸥主要靠内生团队孵化影视动画, 规模较小; 乐高采取与华纳兄弟影业合作的方式推出大电影。

图73: 2019年中国IP改编市场规模已突破3000亿元(单位: 亿元)



数据来源: Frost&Sullivan、泡泡玛特招股书、开源证券研究所

图74: 迪士尼和万代丰富影视娱乐收入



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所 (迪士尼采用 FY2022, 万代采用 FY2023)

2023 年天猫双十一游戏、动漫类内容 IP 衍生品销售额强势崛起。根据天猫和天下网商联合出品的相关店铺销售榜单 (10.31-11.11, 对应店铺累计 GMV 排名), 2023 年玩具潮玩类店铺, 乐高排名第一, 国产乙女游戏光与夜之恋店铺由 2022 年的第七名上升至第二名, 国产动漫衍生品三月兽店铺首次上榜, 排名第四。以游戏、动漫为核心的内容 IP 销售崛起, 产品多为徽章、挂件等 IP 衍生品。

表6：2023年天猫双十一“光与夜之恋”、“三月兽”等国产内容IP崛起

2022年天猫双十一玩具潮玩店铺销售额排名			2023年天猫双十一玩具潮玩店铺销售额排名		
排名	品牌	品类	排名	品牌	品类
1	泡泡玛特	形象	1	乐高	玩具
2	乐高	玩具	2	光与夜之恋	游戏
3	万代	动漫	3	万代	动漫
4	米哈游	游戏	4	三月兽	动漫
5	原神	游戏	5	宝宝巴士	儿童
6	巧虎	儿童	6	米哈游	游戏
7	光与夜之恋	游戏	7	泡泡玛特	形象
8	贝易	儿童	8	贝易	儿童
9	babycare	儿童	9	叠纸心意	游戏
10	弥鹿	儿童	10	明日方舟	游戏
11	酷骑	儿童	11	酷骑	儿童
12	偶像梦幻祭	游戏	12	原神	游戏
13	宝宝巴士	儿童	13	babycare	儿童
14	叠纸心意	游戏	14	宝可梦	动漫
15	宝可梦	动漫	15	迪士尼	动漫
16	小彼恩	儿童	16	曼龙母婴	儿童
17	明日方舟	游戏	17	弥鹿	儿童
18	迪士尼	动漫	18	小彼恩	儿童
19	jELLYCAT	玩具	19	lunastory	儿童
20	曼龙母婴	儿童	20	塑唐	玩具

数据来源：TAMLL 天猫、天下网商、开源证券研究所（根据天猫双 11 活动期间店铺累计 GMV 排名）

泡泡玛特布局游戏、影视等内容领域，上线后有望赋能潮玩销售。泡泡玛特首款游戏《梦想家园》是一款定位模拟经营+派对玩法的虚拟社区类手游（类似动物之森），可提供粉丝用户一款轻社交工具，角色包含 SkullPanda、Molly、Dimoo、Labubu、Pucky 等头部 IP，已于 2023 年 5 月公布 PV，并公布内测实机演示视频，有望于 2024 年上半年正式上线，截至 11 月 20 日 TapTap 预约量达 12 万人。未来结合影视相关布局，有望逐步搭建起丰富的 IP 世界观，进一步提升 IP 影响力。

图75：《梦想家园》实机演示，定位面向粉丝群体的轻社交游戏


资料来源：《梦想家园》官网

图76：Dimmo 古堡探险 1 分钟动画短片

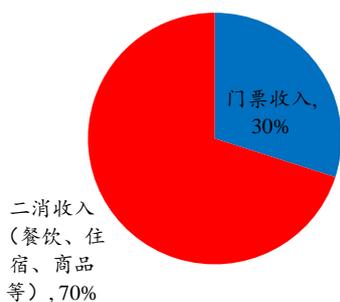

资料来源：泡泡玛特小红书官方号

3.2.3、乐园：线下互动闭环，放大 IP 影响力

成熟的主题乐园需要具备三个要素，一是通过 IP 的影响力和故事力打造游客体验内容，二是以精良的设备设施和主题场馆给游客带来沉浸式体验，三是丰富的娱乐表演和互动活动。

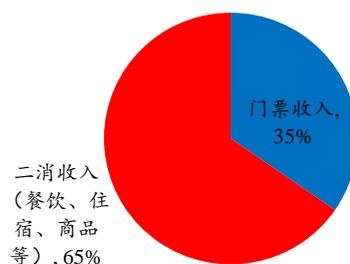
前期乐园主要起营销作用，同时带动二次消费收入，后期形成线下闭环，放大 IP 影响力。IP 主题乐园带给消费者沉浸式体验，线下互动增强粘性，同时网红打卡等社交媒体将扩大 IP 影响力，据前瞻产业研究院，东京迪士尼、美国环球影城、中国欢乐谷和东部华侨城的重游率分别约为 84%左右，50%左右和 30-35%，中国主题乐园的重游率低于国外的知名主题公园较多。同时，IP 的吸引力体现在游客进园后二次消费的意愿。国内大部分主题乐园缺乏优质 IP 或者没有 IP，90%以上的收入来源于门票，但迪士尼乐园和三丽鸥乐园非门票收入占比分别为 70%和 65%，这部分收入主要是 IP 相关商品以及食宿等消费。

图77：迪士尼乐园二次消费收入占比 70%



数据来源：迪士尼公司公告、开源证券研究所

图78：三丽鸥乐园二次消费收入占比 65%

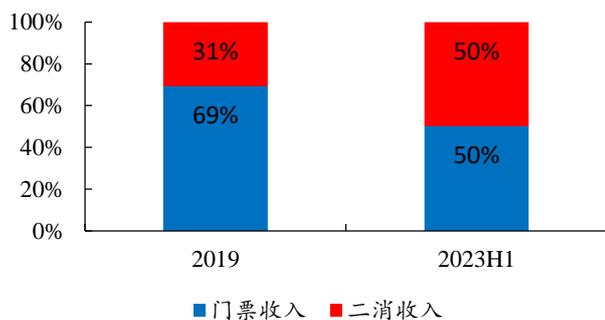


数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

案例一：海昌海洋公园引入成熟 IP

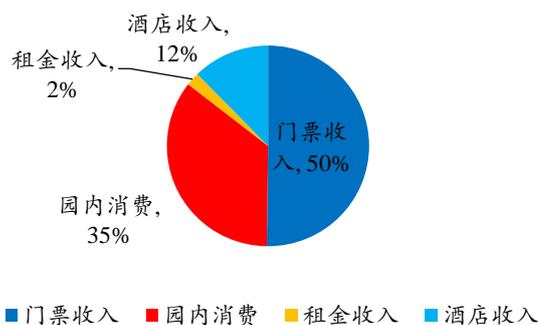
海昌海洋公园进入 IP 战略 2.0，通过结合 IP 大幅增加二消收入，同时提升客户黏性。2023H1 海昌海洋公园实现公园运营收入 6.98 亿元，同比增长 189%，其中门票收入 3.50 亿元，园内消费、租金、酒店等二消收入 3.48 亿元，占比由 2019 年的 31%提升至 50%。

图79：海昌海洋公园二消收入由 2019 年的 31%提升至 2023H1 的 50%



数据来源：海昌海洋公园公司公告、开源证券研究所

图80：2023H1 国内消费及酒店收入是海昌海洋公园二消收入的主要构成



数据来源：海昌海洋公园公司公告、开源证券研究所

成功的 IP 可以帮助主题乐园有效吸引游客，降低运营成本，促进衍生二次消费，提升乐园整体形象和知名度。2021 年 12 月海昌海洋公园与上海新创华文化发展有限公司签署战略合作协议，获授权共同开展“奥特曼系列”主题街区、主题乐园项目，以及相关的餐饮、限定商品、演艺演出、主题商店、快闪等合作。2023 年 1 月全球首家奥特曼主题酒店于上海海昌公园开业，广受欢迎，时常实现 100% 满房率。2023 年 6 月，经东映动画企业有限公司授权，首家航海王 IP 主题馆落户上海海洋公园。未来海昌还将继续落地奥特曼、航海王、Babyshark、《大闹天空》等 IP 项目。

表7：近一年海昌海洋公园与成熟 IP 的合作项目密集落地

	IP 合作	规模	开业时间	
上海海昌海洋公园	奥特曼主题馆	2226 m ²	2022 年 7 月	自有景区
上海海昌海洋公园	奥特曼主题酒店	105 间房	2023 年 1 月	自有景区
大连发现王国	奥特曼主题馆	4147 m ²	2023 年 5 月	自有景区
成都欢乐谷	奥特曼主题馆	2650 m ²	2023 年 6 月	非自有景区
上海海昌海洋公园	航海王主题宝藏区	820 m ²	2023 年 6 月	自有景区
大连发现王国	航海王主题宝藏区	1190 m ²	2023 年 6 月	自有景区

资料来源：海昌海洋公园公司公告、开源证券研究所

案例二：迪士尼乐园捧红玲娜贝儿

玲娜贝儿不同于单纯的形象 IP，依托乐园内的营业互动丰富其个性及内容。玲娜贝儿诞生于 2021 年，是迪士尼最年轻的 IP 之一。起初玲娜贝儿作为达菲熊的朋友出现，并没有过多的内容设定与故事背景，但却通过线下乐园的形象展示，展现出一个俏皮娇憨、行为可爱的小狐狸，收获粉丝喜爱。

第二步玲娜贝儿与粉丝积极营业互动，吸引粉丝参与“二次共创”，借助表情包、短视频等方式，不断走出迪士尼乐园、走进不同媒介，轻松完成裂变式传播，迪士尼乐园顺势依托玩偶等周边实现流量变现。玲娜贝儿的周边产品发售后秒空，火遍全网。泡泡玛特未来或可借鉴上海迪士尼打造玲娜贝儿的路径，同步孵化专属乐园的新 IP 及其动画番剧，有望将乐园打造为 IP 内容生态孵化、线下产品开发、服务创新试点的研发基地。

图81：玲娜贝儿 IP 走红路径：前期自有流量池积淀+人格化的养成系形象演绎+多渠道营销传播共振



资料来源：AECOM 公众号、中国网、上海迪士尼度假区发布公众号等、开源证券研究所

案例三：泡泡玛特打造城市潮流乐园

北京泡泡玛特城市乐园 9 月落地。区别于国内传统主题乐园远郊化、重资产、长周期、轻运营的开发模式，泡泡玛特首个城市乐园采取小型化、轻内容的差异路线，重在提升品牌多维度曝光，创新线下空间体验带给粉丝新鲜感。

小而精内核凸显，打造品牌 IP 辐射据点。选址方面，项目落子城市中心的北京朝阳公园，可依托公园休闲游客流量和区位优势，打造城市潮流社交线下打卡地，向更广泛人群辐射品牌文化。规划方面，乐园占地面积 4 万平方米，远小于国内主流乐园规模，但结合 Molly、Labubu、Dimoo 等头部 IP 元素对硬质景观和互动场景进行创意优化，在有限空间区域设置泡泡街、Labubu 森林区、Molly 城堡区的合理游玩动线，覆盖亲子、演艺、游戏等丰富娱乐休闲场景。泡泡玛特具备相对国内主题乐园更优秀的 IP 商品和衍生品开发基因，园内 IP 特色鲜明的餐饮和限定周边零售有望打开二消空间。

表8：泡泡玛特城市乐园小而美定位

主题乐园	占地面积（公顷）	总投资（亿元）	年客流量（万人）	门票价格（元）
广州长隆度假区	666	363	2100	250
上海迪士尼	116	340	1121	475
郑州方特欢乐世界	117	49.55	384	280
北京欢乐谷	56	-	516	299
深圳世界之窗	48	-	399	220
常州中国恐龙园	40	30	443	230
深圳欢乐谷	35	20	398	299
上海海昌海洋公园	29.7	50	400	330
Sanrio Puroland	2.1	-	219	224
北京泡泡玛特城市乐园	4	3	-	150

数据来源：携程、TEA/AECOM、各乐园官网、泡泡玛特公众号等、开源证券研究所

打造粉丝互动基地，赋予 IP 轻度故事内容。内容方面，北京城市乐园对标日本白色恋人巧克力工厂、吉卜力的三鹰之森美术馆打造粉丝圈层“品牌朝圣地”，通过轻度内容创作赋予 IP 故事背景以活化形象，偶装互动表演、沉浸展动画短片、动捕 AR 游戏等线下互动形式进一步拉近消费者与 IP 之间距离，强化情感链接提高粉丝圈层粘性，反哺潮玩销售。

图82：泡泡玛特城市乐园内部项目与IP深度融合



资料来源：北京朝阳公众号、时尚北京公众号、泡泡范儿公众号、开源证券研究所

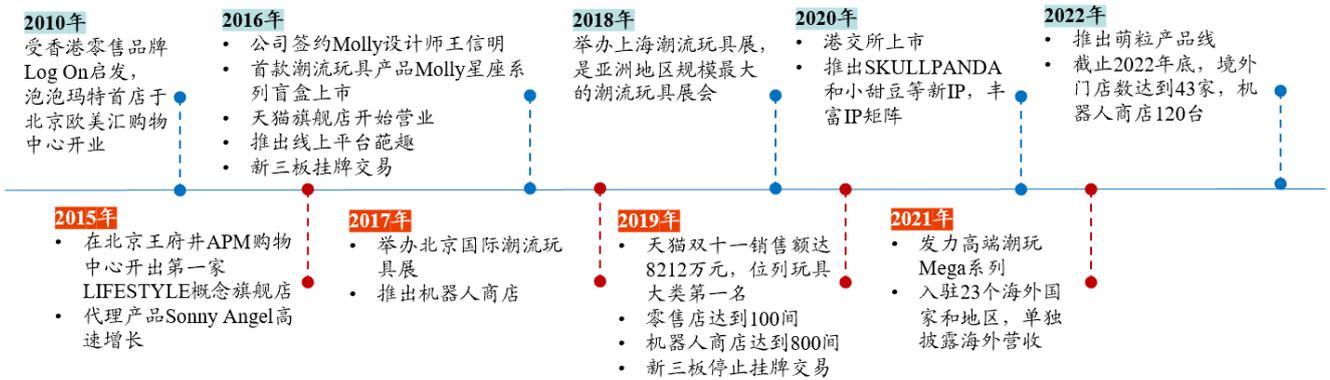
北京泡泡玛特城市乐园二消占比 72%，首月游客超 10 万，构建沉浸式场景消费，有望于其他城市复制。公司披露运营数据，开业首月，北京泡泡玛特城市乐园接待游客近 10 万人次，游客平均在园时长为 4.32 小时，园内二次消费占比 72%，主要来自商店和餐饮，迪斯尼、三丽鸥、海昌等二消占比高的乐园均包含住宿。乐园销售 TOP 10 商品中，LABUBU 单 IP 的 SKU 占比高达 50%，显著高于门店。全平台传播数据显示，受乐园开业等因素影响，LABUBU 的讨论量较之前翻倍。中长期来看，公司会根据首个城市乐园的效果进一步评估，有望在其他城市开出更多的 POP LAND（泡泡玛特乐园）。

4、受益标的：泡泡玛特、名创优品、奥飞娱乐

4.1、泡泡玛特：潮玩龙头企业，构筑 IP 为核心的商业生态

中国最大且增长最快的潮流玩具公司，以 IP 为核心构筑全产业链生态圈。根据弗若斯特沙利文，以 2019 年零售额及 2017-2019 年复合增速计算，泡泡玛特是我国最大且增长最快的潮流玩具公司。公司持续致力于潮流玩具文化推广及创新业务的孵化，通过收购及内部孵化的方式，拥有 Molly、Dimmo、Skullpanda、The Monsters 等众多高知名度的爆款艺术家 IP，同时对外和迪士尼、环球、华纳、三丽鸥等国际知名 IP 企业保持密切合作，推出多款授权 IP 产品。截至 2023H1，公司会员人数突破 3000 万人，会员复购率为 44.5%。

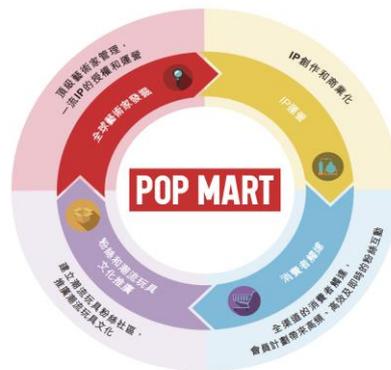
图83：由零售转向 IP，引领潮玩行业发展



资料来源：泡泡玛特公司官网、泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

公司已具备完整 IP 生态链，向泛娱乐集团化延伸。潮流玩具零售市场的价值链包括 IP 采购、IP 运营、生产及消费者触达，公司已建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广，深耕零售业务，持续探索多元业态，向 IP 授权、乐园建设、动画和游戏的开发制作等方向延展，用健康的投入延续 IP 的生命与活力。

图84：公司打造完整 IP 生态链



资料来源：泡泡玛特公司招股书

图85：泡泡玛特首个主题乐园 2023 年 9 月在北京开业



资料来源：泡泡玛特公众号

图86：泡泡玛特首款游戏《梦想家园》预计 2024 年推出

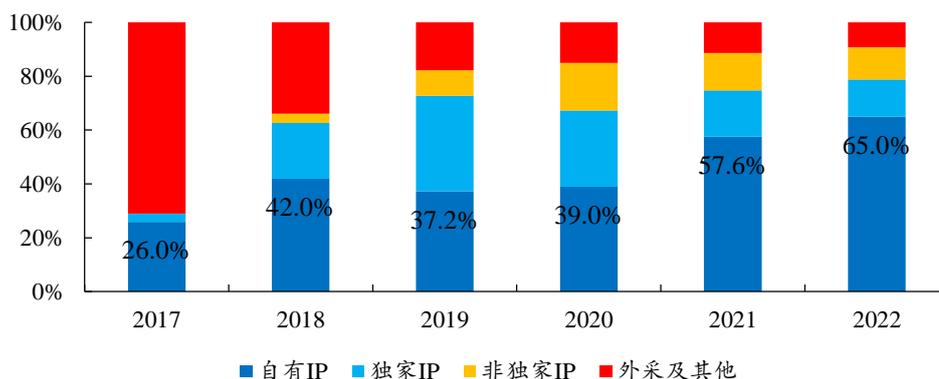


资料来源：泡泡玛特公众号

4.1.1、产品端：艺术家与授权 IP 双轮驱动，向 Mega 及衍生品延伸

公司自有 IP 不断扩充，2022 年已占收入的 65%。对第三方 IP 依赖度下降，SKULLPANDA、Molly、Dimoo 等头部自有 IP 大受欢迎，均已占收入的 10% 以上。同时与迪士尼、漫威等头部 IP 合作，吸引第三方流量进入。也与可口可乐等品牌进行跨界合作，实现与第三方品牌的双赢。

图87：自有 IP 占比不断增加，第三方产品占比大幅缩小



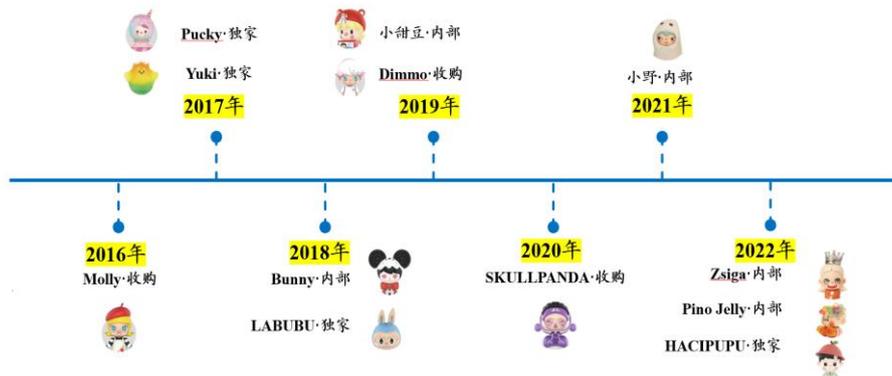
数据来源：Wind、泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（2023H1 报告起，自有+独家 IP 归为艺术家 IP，非独家 IP 改为授权 IP）

表9：泡泡玛特 IP 类别及代表作品

类型	区别	产品
自有 IP	享有完全知识产权	Skullpanda、Molly、Dimmo、小甜豆、小野及其他自有 IP
独家 IP	获权在中国及其他地区开发及销售	The Monsters、Pucky
非独家 IP	获权在中国及其他地区开发及销售但非独家	一般为知名 IP 提供商拥有的世界著名 IP，例如迪士尼及环球影业
外采及其他	第三方产品	基于哈利波特、冰雪奇缘及米奇老鼠开发的手办

资料来源：泡泡玛特招股书、开源证券研究所

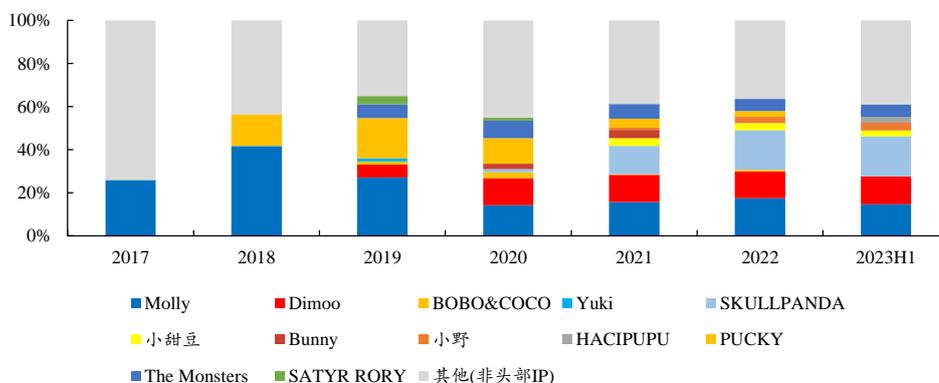
图88: PDC 团队内部孵化的大热 IP 逐步增多



资料来源: 泡泡玛特公司公告、泡泡玛特官方商城、开源证券研究所

借助平台优势持续推新。2018 年以前公司对于单一 IP 的依赖较重, Molly 收入占比达到 41.6%。凭借一体化平台及领先的产品设计及开发能力, 公司持续收购、签约及内部孵化新鲜血液, 2020 年推出的 SKULLPANDA 已接棒 Molly 成为第一大 IP。2023H1 前三大 IP 合计收入占比为 46.2%

图89: 2023H1 前三大 IP 收入占比为 46.2%, 不再单一依赖 Molly



数据来源: 泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

大热 IP 上新提速, 泡泡玛特头部 IP(Molly、Dimmo、SKULLPANDA、LABUBU) 年均盲盒上新系列数量由 2020 年的 5.5 提升至 2023 的 8.5 个左右, 上新频次提升。非盲盒类产品上新在 2023 年显著提速, 其中 LABUBU 的非盲盒上新由 2022 年的 15 个提升至 2023 年的 55 个(截至 2023/10/30), 推新思路发生转换。

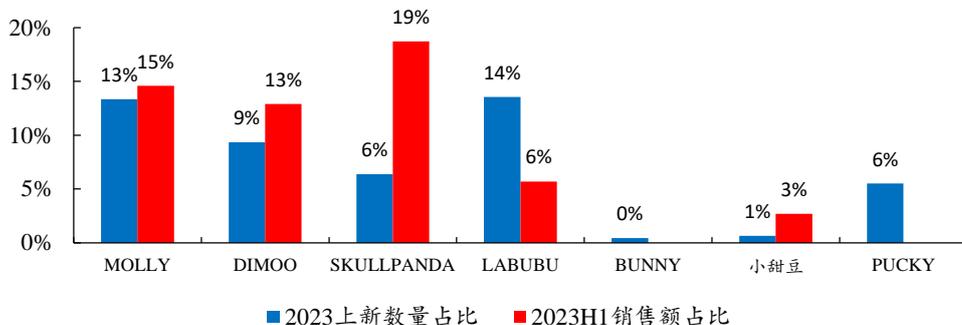
图90：2023 年公司盲盒类和非盲盒类的上新都有提速

	盲盒类上新数量				非盲盒类上新数量			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
MOLLY	8	3	7	7	14	23	36	56
DIMOO	5	7	11	9	12	13	20	35
SKULLPANDA	2	8	5	9	2	10	10	21
LABUBU	7	7	7	9	5	15	15	55
BUNNY	2	5	1	2	0	1	0	0
小甜豆	3	4	3	2	0	8	5	1
PUCKY	9	7	4	5	2	7	2	21

数据来源：泡泡玛特微信公众号、开源证券研究所（2023 年数据为截至 2023/10/30，非盲盒产品包括手办、衍生品、BJD）

从占比来看，公司的三大头部 IP MOLLY、DIMMO、SKULLPANDA 的销售占比均大于上新数量占比，其中 SKULLPANDA 以 6% 的上新数量于 2023H1 达到 19% 的销售占比，头部效应、爆款效应较为明显。

图91：MOLLY、DIMMO、SKULLPANDA 的销售占比大于上新数量占比



数据来源：泡泡玛特微信公众号、开源证券研究所（2023 年上新数据为截至 2023/11/6，BUNNY 和 PUCKY 缺少 2023H1 销售额数据）

公司致力于持续拓宽潮玩品类，进一步发展 MEGA、萌粒、衍生品、BJD 等的产品品类，丰富玩家体验增强复购。2023 年是 Mega 系列推出的第三年，已形成了 Grand、Art、Lifestyle、Joy 及 Original 五大产品体系，借助抖音的流量及曝光，MEGA 系列在抖音平台持续破圈，2023 年 9 月泡泡玛特抖音直播间销售额前 10 的产品均为 MEGA 系列。2023H1 MEGA 系列共实现收入 2.42 亿元，占总收入的 8.6%。

图92：公司新发的兰博基尼联名 Mega、萌粒、衍生品、BJD 产品



MEGA 400% 售价：¥1299

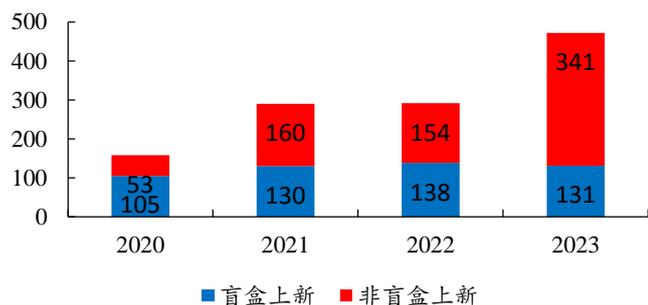
萌粒售价：¥249 (17-20个)

充电线售价：¥49

捕鼠毛绒公仔：¥499

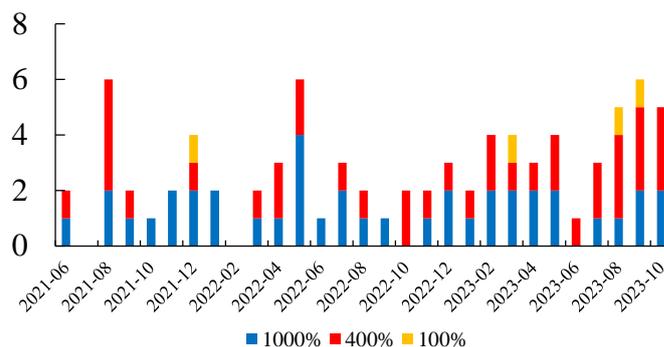
资料来源：泡泡玛特公众号及官方商城、开源证券研究所

图93：2023年整体非盲盒类产品上新明显增多



数据来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所（2023年数据为截至2023/11/6，非盲盒产品包括手办、衍生品、BJD）

图94：2023年MEGA系列推新频次明显加快

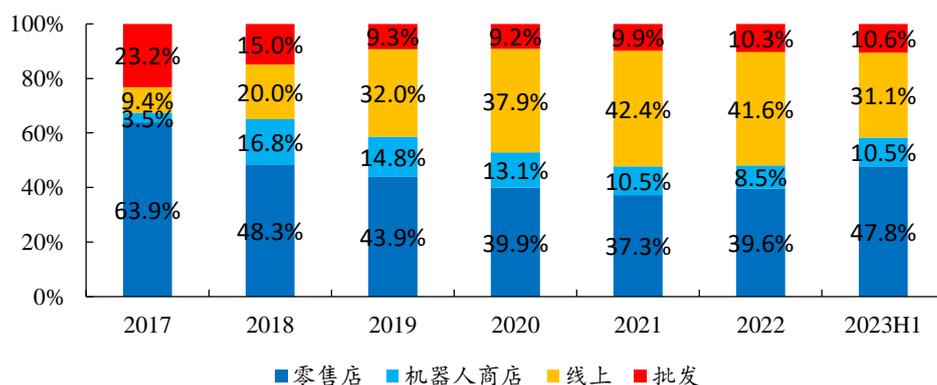


数据来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

4.1.2、渠道端：线下拓展文创快闪，线上抖音快速起量

泡泡玛特近三年线下、线上、批发渠道收入占比约为5:4:1。（1）线下：受益于潮玩盲盒热潮，公司单店效益提升，零售店及机器人商店数量大幅扩张，截至2023H1公司在全球已布局378家零售店，2291家机器人门店，2019-2022年数量增长的CAGR分别为46%和37%。2023H1受益于疫情放开、消费场景恢复，零售店收入占比提升至47.8%。（2）线上：2019-2022年整体线上收入增长的CAGR为53%。2023H1抖音渠道快速起量，实现收入1.1亿元，同比增长569%，在中国内地的线上渠道的收入占比达到13.4%，其余抽盒机、天猫和其他线上渠道分布占比45.6%/19%/22%。

图95：线上渠道占比提升至40%以上，线下门店（零售店+机器人商店）占比约50%



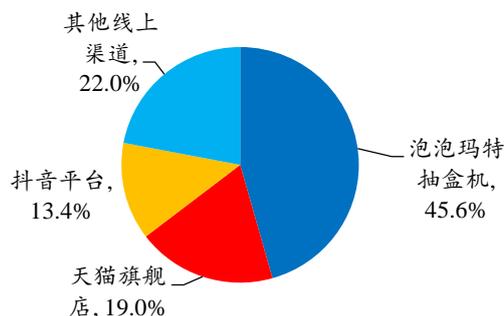
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图96：截至 2023H1 公司共有零售店 378 家，机器人商店 2291 家



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图97：2023H1 抖音渠道在中国内地的线上渠道的收入占比达到 13.4%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

线下拓展快闪店、旅游景区店，拓宽选址点位同时以文创艺术破圈，引领中国特色潮玩风尚。

(1) 快闪店 (Pop-up store) 是一种短期经营的品牌游击店，通常位于商场核心的空地或区域，是创意营销模式与零售店面结合的新业态。泡泡玛特在沈阳、温州、南京、武汉等多个城市开设快闪店，在有限的成本投入下宣传品牌形象、加深记忆，吸引购物中心的非粉丝客流，同时试水新市场。

(2) 旅游景区门店将 IP 与文创结合，打造现象级网红打卡地，带来 1+1>2 的潮流破圈效应。如南京的云章公所店、成都的宽窄巷子店、广州的永庆坊店、北京的环球影城店、三亚的亚特兰蒂斯店等，将古建筑或景区特色相结合，进行文化二创，吸引年轻客群，展现潮玩 IP 的跨界融合。

表10：泡泡玛特与商场合作举办 Molly 线下主题展形式的快闪店

活动主题	合作项目
“MOLLY 放空的一天”主题展	深圳欢乐港湾
Molly 昆虫全国首展	上海世茂广场
Molly 城市派对主题展	西安老城根 Gpark
Molly 新春魔力生肖特展	厦门万象城
Molly 胡桃夹子主题展	新田 360 广场郑州国贸店
Molly 海洋奇趣世界主题展	青岛万象城
Molly 童话梦之旅主题展	长沙步步高梅溪新天地
Molly 圣诞梦幻游园会主题展	天津和平大悦城
MOLLY 十五周年特展	北京国贸商城
Molly 潮乐派对主题展	深圳布吉万象汇
Molly 宫廷主题展	北京颐堤港

资料来源：WIN 商业地产头条公众号、开源证券研究所

图98：泡泡玛特成都宽窄巷子景区定制店



资料来源：泡泡玛特公众号

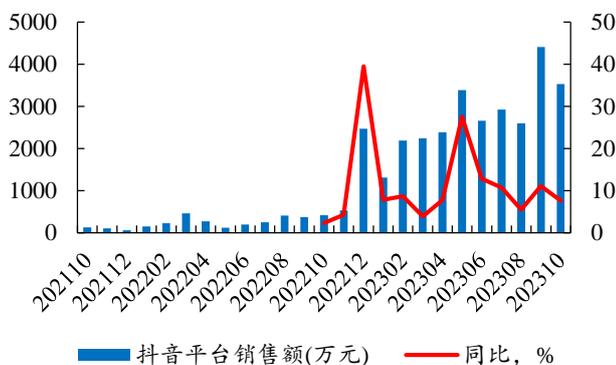
图99：SKULLPANDA 苏州相门城墙庭前墨梅展



资料来源：泡泡玛特小红书账号

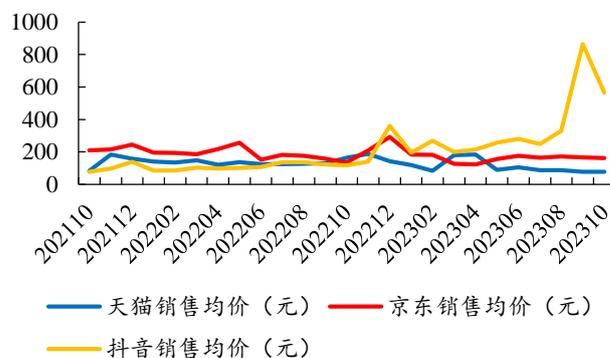
线上抖音渠道快速起量，MEGA 销售带动客单价提升。2022 年，泡泡玛特将资源大量倾斜至抖音直播间，包括开设多个抖音账号、培养自己的主播。2022 年 12 月开始泡泡玛特抖音销售额快速起量，成为公司增长最快的线上渠道。2023H1 抖音渠道销售额同比增长 569%，2023Q3 同比增长 875-880%，抖音官方账号粉丝数增长至 1844.8 万。同时利用抖音交互式的视频展示场景，抖音直播间内一些高客单价产品的销量远超其他平台。比如定价超过千元的收藏级艺术品 MEGA 系列，在抖音旗舰店内上架就“秒售罄”。

图100：2022 年 12 月抖音平台泡泡玛特月销售额突破 2000 万元



数据来源：久谦、开源证券研究所

图101：受益于 MEGA 产品的销售，抖音均价高于京东和天猫两个平台



数据来源：久谦、开源证券研究所

4.1.3、区域端：国内下线城市空间广阔，海外再造一个泡泡玛特

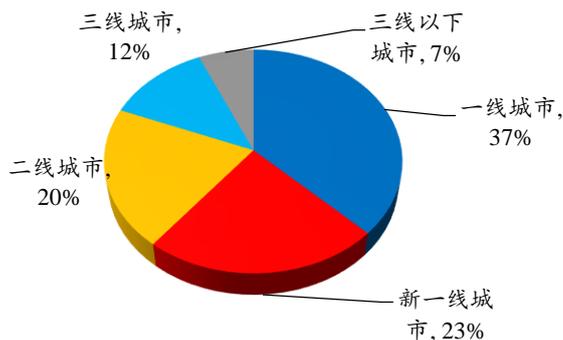
国内公司已覆盖除西藏外的其他省市，其中北京、上海、江苏、广东等地区门店较为密集，另有 18 个省市自治区的门店数量未超过 10 家。以城市线级分布来看，零售店三线及以下城市占比仅 19%，81% 的门店都分布在一二线城市，下沉空间广阔。

图102：泡泡玛特国内门店已覆盖除西藏外的其他省份及直辖市



资料来源：泡泡玛特官网、镝数图表、开源证券研究所

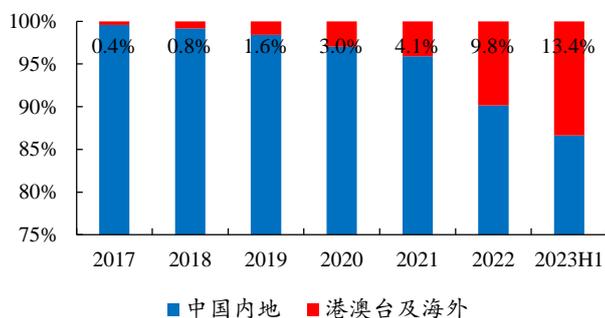
图103：泡泡玛特国内门店三线及以下占比 19%



数据来源：泡泡玛特官网、开源证券研究所（城市划分取自赢商网《2022 城市商业力排行榜报告》）

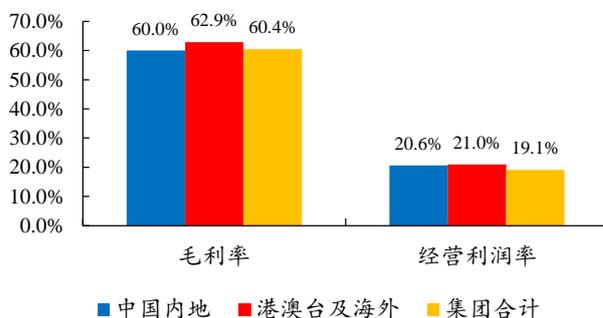
截至 2023H1，公司港澳台及海外门店达到 55 家（含合营及加盟），机器人商店达到 143 台（含合营及加盟），跨境电商平台站点数达到 28 个，包含 Shopee、Shopify、Amazon 等网站。2023H1 公司港澳台及海外业务收入同比增长 140%，占比达到 13.4%，份额持续提升。2023H1 港澳台及海外分部经营利润率达到 21%，盈利能力更优。

图104：2023H1 公司港澳台及海外业务收入占比达到 13.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图105：2023H1 港澳台及海外分部的利润率更优

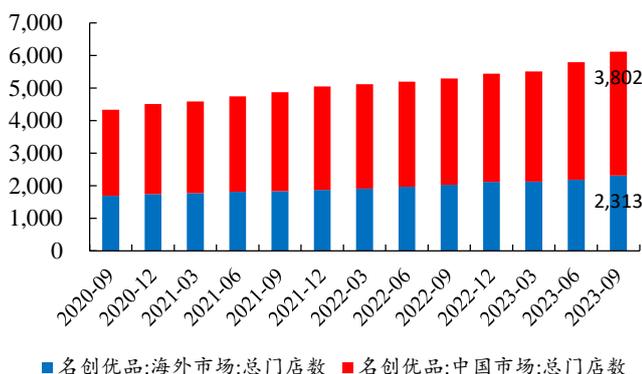


数据来源：泡泡玛特业绩会 PPT、开源证券研究所（集团的经营利润率包含不可分摊至分部的总部费用）

4.2、名创优品：全球渠道和供应链优势显著，TOP TOY 孵化初见成效

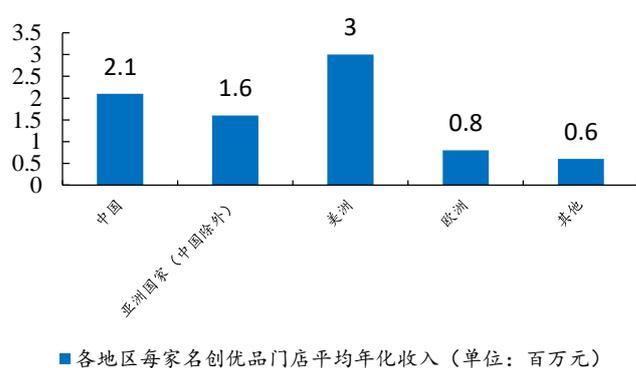
名创优品是一家全球领先的生活好物集合企业，全球门店数量突破 6000 家，海外渠道优势显著。2013 年，创始人叶国富自日本生活用品专营店获得灵感，在广州创办“以 IP 设计为特色的生活潮流品牌”，名创优品。2015 年启动全球化战略正式进军海外市场，目前已进入 107 个国家和地区。截至 2023 年 9 月 30 日，名创优品全球门店总数达到 6115 家，其中海外门店 2313 家。其中美洲地区 FY2023 的单店平均收入达到 300 万元，较国内单店高出 43%。

图106：截至 2023 年 9 月名创优品海外门店数量已达 2313 家（单位：家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

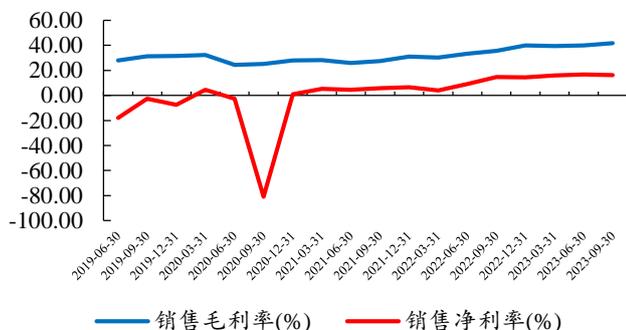
图107：FY2023 美洲地区名创优品单店平均收入为 300 万元



数据来源：名创优品公司公告、开源证券研究所（名创优品财年以 6 月 30 日结尾）

背靠中国供应链，凸显性价比。根据公司 FY2023 年报，名创优品中国门店的平均售价仅为 13.1 元，但各渠道平均每月推出约 530 个 SKU，为消费者提供约 9,700 个可选的核心 SKU 组合，同时 FY2023 毛利率达到 38.73%，净利率 15.53%，背后是强大供应链带来的性价比优势。

图108：FY2024Q1 名创优品毛利率为 41.77%，净利率为 16.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图109：名创优品存货周转天数亦逐步优化（单位：天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

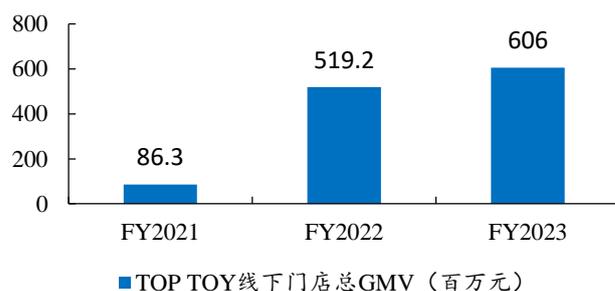
创办第二品牌 TOP TOY，聚焦潮玩市场。2020 年，创始人叶国富于业内首次提出“兴趣消费”概念，并于 2020 年 12 月创办潮玩品牌 TOP TOY，致力于打造全球最大最全的潮玩积木梦工厂。自 2020 年 12 月在广州正佳广场开出首家店以来，TOP TOY 在全国 40 座城市黄金圈迅速扩张，布局北京、上海、广州、深圳、成都等 40 多个城市，覆盖 100 多个主要核心商圈。截至 2023 年 9 月 30 日，TOP TOY 共有门店 122 家，FY2023 TOP TOY 线下门店总 GMV 达到 6.06 亿元。

图110: FY2024Q1 TOP TOY 门店数量为 122 家(单位: 家)



数据来源: 名创优品公司公告、开源证券研究所

图111: FY2023 TOP TOY 线下门店总 GMV 为 6.06 亿元



数据来源: 名创优品公司公告、开源证券研究所(名创优品财年以 6 月 30 日结尾)

潮玩方面，国内以 TOP TOY 孵化自有 IP，打造潮玩集合店；海外以名创优品品牌为先，产品多为国际大 IP。截至 2023 年 6 月 30 日，TOP TOY 品牌提供了约 7,000 个 SKU，涵盖 8 个主要品类，包括盲盒、积木、手办、拼装模型、玩偶、一番赏、雕塑和其他潮流玩具，并已成功孵化 8 个自研 IP，包括 TWINKLE、TAMMY 等。公司选择以知名度更高的名创优品品牌作为潮玩出海的首店，2023 年 9 月底于英国伦敦开设首家名创优品盲盒主题店，产品以三丽鸥和迪士尼等国际 IP 为主。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已与 80 个 IP 授权商建立品牌联名关系。

图112: TOP TOY 共有 8 个自研 IP



资料来源: TOP TOY 官方网站

图113: 名创优品海外门店摆放漫威及万圣节玩偶

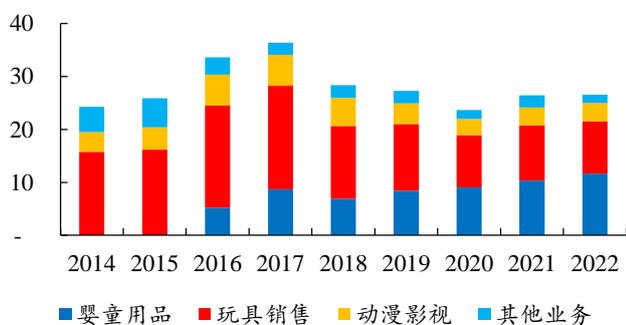


资料来源: 元气财经

4.3、奥飞娱乐：玩具厂商转型内容王者，IP 为核心布局泛娱乐全产业链

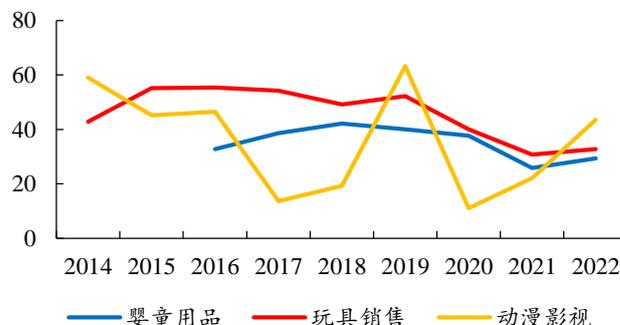
奥飞娱乐以玩具起家，转型升级布局以 IP 为核心的泛娱乐文化产业。奥飞娱乐成立于 1993 年，前身为广东奥迪玩具实业有限公司，主要产品为四驱车。2006 年公司推出首部原创动漫作品《火力少年王》，开启“动漫+玩具”商业模式先河。2010 年公司与广东电视台合作运营嘉佳卡通卫视，打通媒体播放环节。2012 年，奥飞娱乐开始转型，耗资近 20 亿元收购十余家公司，商业版图遍及动漫制作、手游、网游、以及婴童用品等，旗下 IP 包含“十万个冷笑话”、“雏蜂”、“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”等，覆盖全年龄段。2015 年，公司参考迪士尼模式，打造包含旗下丰富 IP 的主题乐园，除玩具、周边外通过多种变现模式打通动漫 IP 全产业链。

图114：2022 年奥飞娱乐玩具销售收入 9.9 亿元，动漫影视收入 3.44 亿元（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图115：2022 年奥飞娱乐婴童用品、玩具销售、动漫影视业务的毛利率分别为 29.31/32.71/43.58%（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

向内：引入手游 IP 赋能玩具销售，2020 年下半年正式切入潮玩赛道。2020 年 8 月奥飞娱乐与网易合作，推出正版授权的“阴阳师”IP 叠叠乐盲盒系列，切入潮玩赛道。随后再获腾讯“王者荣耀”游戏 IP 授权，开发潮玩盲盒、剑旋陀螺等产品。并获得“元梦之星”IP 授权，负责研发生产、销售相关角色的徽章等品类衍生产品。公司产品目前已与 B 站、晨光文具、得力文体、名创优品等渠道合作，持续推动更多跨界文创合作模式。

向外：与知名游戏合作推进 IP 授权，扩大 IP 影响力、增厚 IP 营收。2023 年上半年公司通过游戏品类授权大力开拓年轻人市场，“喜羊羊与灰太狼”“巴啦啦小魔仙”“铠甲勇士”等 IP 已经与十多款游戏联名，涵盖腾讯、网易、西山居等众多游戏厂商的头部游戏产品，例如“喜羊羊与灰太狼”与“蛋仔派对”联动合作期间，稳居付费榜第一名长达 14 天。

图116: 奥飞娱乐“阴阳师”盲盒月销量超10万只



资料来源: 中国玩具和婴童用品协会

图117: 《蛋仔派对》×《喜羊羊与灰太狼》联动



资料来源: 蛋仔派对官网

5、投资建议与行业估值

中国潮玩在经历了2019-2021年的快速成长期后,进入有序发展期,呈现“出海”和“多元”两大趋势。根据Frost&Sullivan, 2024年全球潮玩市场规模有望达到418亿美元,北美和东南亚为重点市场。回看迪士尼等巨头公司发展史,以IP为核心搭建综合商业框架,多维业务相互赋能,是放大IP商业价值、延长生命周期的关键。中国文创出海空间广阔,看好以IP为核心布局全产业链,同时具备供应链及渠道优势的行业龙头。受益标的: 泡泡玛特、名创优品、奥飞娱乐。

表11: 行业2024年平均PE估值在24.1x左右

代码	公司名称	1月10日		EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
FNKO.O	Funko	7.35	-0.91	-0.02		-8.1	-367.5		未评级	
DIS.N	迪士尼	89.67	2.98	4.39	5.30	30.1	20.4	16.9	未评级	
7832.T	万代南梦宫	2,972.50	1.03	1.03	1.12	19.9	19.9	18.3	未评级	
8136.T	三丽鸥	6,192.00	0.78	1.48	1.66	54.7	28.8	25.7	未评级	
002292.SZ	奥飞娱乐	8.07	0.12	0.22	0.34	65.9	36.8	23.5	买入	
9896.HK	名创优品	40.75	1.40	1.76	2.07	26.5	21.1	17.9	买入	
9992.HK	泡泡玛特	19.00	0.75	0.99	1.25	23.0	17.5	13.9	买入	
	平均					36.7	24.1	19.4		

数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所(除奥飞娱乐和名创优品采用开源研究所盈利预测外,其余标的采用Bloomberg或Wind一致预期。迪士尼财年为2023/9/30,三丽鸥财年为2024/3/31,万代南梦宫财年为2024/3/31,因Funko盈利预测为负数,遂在行业平均值中剔除;美元兑日元汇率为1:145.036,港元兑人民币汇率为1:0.90897)

6、风险提示

全球化推进不及预期、海外文化或宗教差异、国内宏观经济波动较大、IP 推新不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn