

社会服务

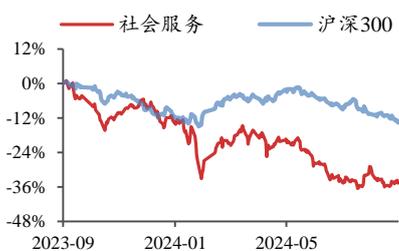
2024年09月08日

全球精神快乐需求共振，IP潮玩行业繁荣交叉验证

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《线下游艺业态供需两旺，暑运民航客流稳步增长—行业周报》-2024.9.1

《潮玩“口红”效应强于口红本身，体育明星收藏卡行情高涨—行业周报》-2024.8.25

《教培大逻辑持续验证，阿里本地生活亏损收窄—行业周报》-2024.8.18

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

程婧雅（联系人）

chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790123070033

● 行业：中国潮玩全域高增，美国成人儿童化需求强劲

2024年上半年，IP角色在全球通过串联内容、产品、线下场域、商户品牌、主站活动等撬动了IP衍生品类线上+线下多维度全域增长。**(1)国内线上：**根据久谦数据，单6月线上销售额为13亿元，同比增长68.1%。分品牌来看，泡泡玛特稳居潮玩动漫品类线上销售额第一，卡牌品类一超多强，卡游和集卡社表现亮眼。**(2)国内线下：**受益于行业高景气，头部潮玩品牌加速开店。截至2024/6/30，潮玩品类在营门店数为2920家，2024Q1/Q2分别新开业287/333家。除客单价较高的乐高以外，多数潮玩品牌线下店效呈现增长。2024年1-6月泡泡玛特线下样本本月均店效同比增长19.6%。**(3)美国：**根据Circana，疫情后美国玩具行业快速增长，2023年规模达到约410亿美元，成年人贡献重要增量。

● 万代梦宫：多品类、多区域全面开花，头部IP仍有强劲增长

2024Q2实现收入125.6亿元，同比增长24.8%，营业利润19.7亿元，同比增长57.3%，营业利润率提升至16%。**(1)分业务：**得益于主机游戏的贡献数字业务快速增长，玩具业务贡献主要利润。**(2)分地区：**2024Q2万代美洲、欧洲、亚洲地区收入分别同比增长129.7%、71.2%、24.3%。**(3)分IP：**卡牌推动海贼王IP销售高增，头部IP仍有强劲增长。全年来看，万代预计FY2025高达、龙珠、海贼王的销售额分别为1450、1450、1050亿日元。

● 三丽鸥/乐高：三丽鸥中、美业务持续高增，乐高店稳健加码中国市场

三丽鸥：2024Q2实现收入12.93亿元，同比增长42.3%；营业利润4.81亿元，同比增长80.1%，营业利润率提升至37%，上调全年业绩指引。**(1)分业务：**三丽鸥2024Q2乐园业务、授权业务、产品销售及其他业务的收入分别同比增长18.2%、67.5%和28.3%。**(2)分地区：**2024Q2日本本土收入（剔除海外事业部）同比增长22.4%，美洲和亚洲收入同比分别增长141.1%和61.1%。海外业务收入占比38%，营业利润占比75%。授权业务和多角色战略成功，推动海外营收及利润占比上行。**乐高：**2024H1实现营收310亿丹麦克朗，同比增长13%；营业利润81亿丹麦克朗，同比增长26%，营业利润率提升至16%，同比提升3pct，经营效率大幅优化。欧美市场延续强劲增势，中国市场销售表现同比持平，2024H1全球新开门店41家，中国占比近半，公司长期看好国内市场增长潜力。

● 泡泡玛特：IP及产品矩阵持续丰富，扬帆出海迈入大潮玩时代

2024H1实现收入45.6亿元，同比增长62%；归母净利润为9.2亿元，同比增长93.3%。分地区来看，港澳台及海外收入和利润占比均提升至30%左右。**(1)国内：**2024H1内地收入为32.1亿元，同比增长31.5%。线下新开20家门店至374家，同店增长14%。线上抖音延续高增、抽盒机渠道转正。**(2)海外：**2024H1港澳台及海外收入为13.5亿元，同比增长259.6%。线下门店数量已突破100家，经测算上半年海外平均店效为1168万元，持续重点开拓东南亚和欧美市场。**(3)分IP：**经典IP高增验证运营能力，新晋IP实现全球化突破。**(4)分产品：**多品类保持高速增长。

关注全球潮玩IP经济，受益标的：万代、三丽鸥、泡泡玛特、海昌海洋公园

● **风险提示：**全球化推进不及预期、宏观经济波动较大、IP推新不及预期等。

内容目录

1、 行业数据：中国潮玩线上线下同繁荣，美国成人儿童化需求强劲.....	4
1.1、 国内线上：全行业突破式增长，潮玩品类泡泡玛特稳居第一.....	4
1.2、 国内线下：多品牌同店连续增长，行业净开店数量回正.....	5
1.3、 美国：2023 年玩具行业规模约 410 亿美元，成人向玩具贡献增量.....	7
2、 万代南梦宫：多品类、多区域全面开花，头部 IP 仍有强劲增长.....	8
2.1、 万代：最新季度收入同比增长 25%，营业利润同比增长 57%.....	8
2.2、 分业务：数字业务快速增长，玩具业务贡献主要利润.....	9
2.3、 分地区：本土业务稳健，海外地区增长强劲.....	9
2.4、 分 IP：卡牌推动海贼王 IP 销售高增，头部 IP 仍有强劲增长.....	10
3、 三丽鸥：中、美业务持续高增，多角色推广战略获成功.....	11
3.1、 三丽鸥：最新季度收入同比增长 42%，营业利润同比增长 80%.....	11
3.2、 分业务：授权业务大增，带动利润率大幅上行.....	11
3.3、 分地区：中、美区域业绩增长强劲，多角色战略大获成功.....	12
4、 乐高：产品组合持续拓宽，展店稳健加码中国市场.....	14
5、 泡泡玛特：IP 及产品矩阵持续丰富，扬帆出海迈入大潮玩时代.....	15
5.1、 分 IP：经典 IP 高增验证运营能力，新晋 IP 实现全球化突破.....	17
5.2、 分产品：多品类保持高速增长，积木、卡牌、一番赏有待放量.....	17
6、 可比公司估值.....	18
7、 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 2024Q2 以来潮玩动漫品类“天猫+抖音+京东”销售额维持较快增长.....	4
图 2： 2024Q2 各玩具动漫品牌“天猫+抖音+京东”销售额，卡牌公司增速较高.....	4
图 3： 截至 2024/6/30，潮玩品类在营门店数为 2920 家，较低点净增 344 家.....	5
图 4： 2024H1 泡泡玛特、Toptoy、卡游、X11、潮玩星球门店分别净增门店 40、39、70、39、15 家.....	5
图 5： 2023 年美国玩具行业市场规模同比减少 8%.....	7
图 6： 2024 年 1-4 月美国玩具市场规模同比减少 1%，仍较 2019 年同期高出 38%.....	8
图 7： 2024Q2 万代实现收入 125.6 亿元，同比增长 24.8%.....	8
图 8： 2024Q2 万代实现营业利润 19.7 亿元，OPM 达到 16%.....	8
图 9： 2024Q2 万代数字业务营收为 1063 亿日元，同比增长 56.2%.....	9
图 10： 2024Q2 万代数字业务和玩具业务贡献主要营业利润.....	9
图 11： 2024Q2 万代美洲地区收入同比增长 129.7%.....	9
图 12： 2024Q2 万代日本地区营业利润率为 19.2%.....	9
图 13： 2024Q2 万代旗下海贼王 IP 销售额为 333 亿日元，同比增长 33.2%，超越龙珠成为第二大 IP（单位：亿日元）.....	10
图 14： 万代预计 FY2025 高达、龙珠、海贼王的销售额分别为 1450、1450、1050 亿日元（单位：亿日元）.....	10
图 15： 2023 年泡泡玛特前两大 IP 的销售额均为 10.2 亿元（单位：亿元）.....	11
图 16： 2023 年泡泡玛特前五大 IP 收入均保持较快增长.....	11
图 17： 2024Q2 三丽鸥实现收入 12.9 亿元，同比增长 42.3%.....	11
图 18： 2024Q2 三丽鸥实现营业利润 4.8 亿元，OPM 达到 37%.....	11
图 19： 2024Q2 三丽鸥授权业务收入为 134 亿元，同比增长 67.5%.....	12
图 20： 2024Q2 三丽鸥日本本部授权业务的 OPM 为 84.6%.....	12

图 21: 2024Q2 三丽鸥美洲和亚洲收入同比分别增长 141.1%和 61.1%	13
图 22: 2024Q2 亚洲地区营业利润率为 38.9%	13
图 23: 2024Q2 三丽鸥美国和中国收入同比分别增长 144.6%和 49.6%	13
图 24: 2024Q2 三丽鸥美国和中国营业利润率分别为 24.9%和 51.3%	13
图 25: 截至 2024 年 6 月, 三丽鸥会员数量突破 200 万人	14
图 26: 截至 2024 年 6 月, SNS 平台上的总粉丝数量超 7600 万人	14
图 27: 2024H1 乐高营收同比增长 13%	14
图 28: 2024H1 乐高营业利润同比增长 26%	14
图 29: 2023 年 10 月推出模拟经营游戏《乐高堡垒之夜》	15
图 30: 2024H1 全球新开门店 41 家	15
图 31: 2024H1 公司实现收入 45.6 亿元, 同比增长 62%	15
图 32: 2024H1 公司归母净利润为 9.2 亿元, 归母净利率为 20%	15
图 33: 2024H1 海外收入为 13.5 亿元, 占比达到 29.7% (单位: 亿元)	16
图 34: 2024H1 海外经营利润为 4 亿元, 占比达到 31.1% (单位: 亿元)	16
图 35: 截至 2024H1, 内地门店数为 374 家	16
图 36: 2024H1 内地零售单店收入为 399 万元, 同店增速为 14%	16
图 37: 截至 2024H1, 海外门店数为 83 家 (不含合营)	16
图 38: 2024H1 海外零售单店收入为 1168 万元, 同比增长 133.6%	16
图 39: 2024H1 泡泡玛特东南亚收入为 5.6 亿元, 同比增长 478.3%	17
图 40: 2024H1 泡泡玛特东南亚收入占海外收入的比重为 41.1%	17
图 41: 2024H1 艺术家 IP 实现收入 36.9 亿元, 同比增加 70.4% (单位: 亿元)	17
图 42: 2024H1 经典 IP Molly 实现收入 7.8 亿元, 同比增长 90.1% (单位: 亿元)	17
图 43: 泡泡玛特手办品类收入占比由 2023H1 的 72.5%下降至 58.3%, 毛绒和 Mega 占比大幅提升	18
图 44: 近 5 年万代南梦宫的平均 PE (TTM) 约为 25 倍	18
图 45: 近 5 年三丽鸥的平均 PE (TTM) 约为 69 倍	19
图 46: 上市以来泡泡玛特的平均 PE (TTM) 约为 48 倍	19
表 1: 潮玩动漫品类线上销售额泡泡玛特稳居第一 (“天猫+抖音+京东”)	5
表 2: 2024H1 泡泡玛特线下样本店月均店效同比增长 19.6%	6
表 3: 除客单价较高的乐高以外, 多数潮玩品牌线下店效呈现增长态势	6
表 4: 2023 年美国建筑套装/长绒毛玩具市场规模同比增长 8%/1% (单位: 亿美元)	7
表 5: 行业相关公司 PE 估值如下	19

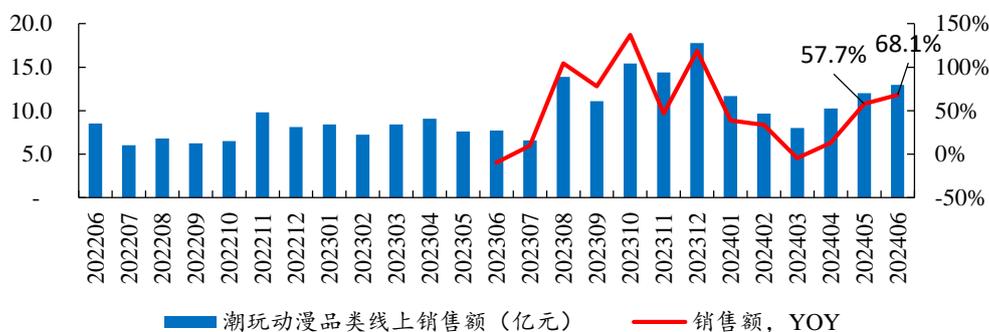
1、行业数据：中国潮玩线上线下同繁荣，美国成人儿童化需求强劲

1.1、国内线上：全行业突破式增长，潮玩品类泡泡玛特稳居第一

2024年6月：潮玩动漫品类线上销售额为13亿元，同比增长68.1%；其中销量同比+122.3%，件单价同比-24.4%。

2024年1-6月：潮玩动漫品类线上销售额为64.6亿元，同比增长33.3%；其中销量同比+54.7%，件单价同比-13.9%。

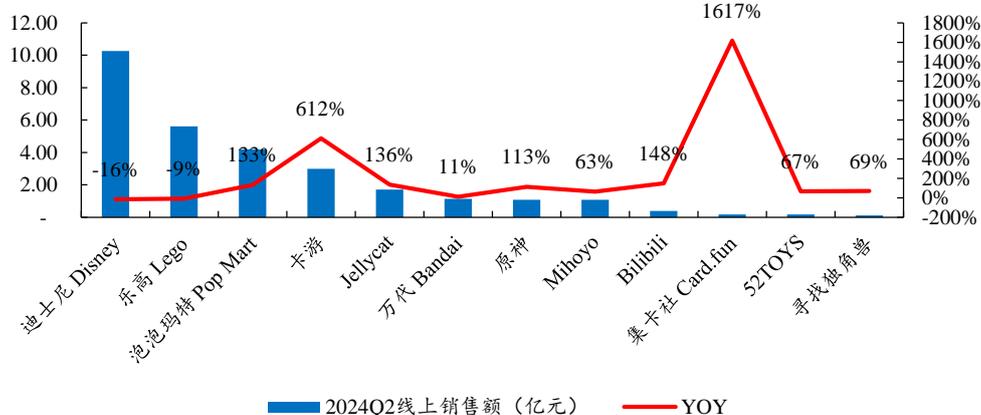
图1：2024Q2以来潮玩动漫品类“天猫+抖音+京东”销售额维持较快增长



数据来源：久谦、开源证券研究所

分品牌看：2024Q2 泡泡玛特“天猫+抖音+京东”销售额为4.2亿元，同比增长133%，高于行业整体增速。高单价的迪士尼、乐高出现负增长，卡牌品类的卡游和集卡社异军突起。

图2：2024Q2各玩具动漫品牌“天猫+抖音+京东”销售额，卡牌公司增速较高



数据来源：久谦、开源证券研究所（销售数据包含各品牌所有品类的产品）

表1: 潮玩动漫品类线上销售额泡泡玛特稳居第一 (“天猫+抖音+京东”)

品牌	2021				2022				2023				2024		同比 %
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2				
泡泡玛特 Pop Mart	272	221	110	106	189	156	176	178	248	209	416	136			
卡游	66	73	66	52	45	36	29	24	32	52	241	734			
万代	109	74	97	79	97	110	96	60	95	67	109	14			
Mihoyo	42	31	47	30	54	69	66	38	30	29	108	63			
原神	35	31	33	41	49	64	51	90	87	74	106	109			
第五人格	1.8	1.4	8.5	2.3	8.0	1.9	4.8	17	19	1.4	43	804			
Bilibili	10	8.9	7.6	7.4	11	10	16	27	37	25	39	147			
任天堂	10	12	19	10	27	16	27	20	37	19	26	-4.6			
如喜	32	39	25	13	27	26	24	25	35	38	23	-5.1			
宝可梦	1.1	1.2	1.1	0.7	18	7.4	5.5	6.2	20	21	21	290			
偶像梦幻祭	19	75	33	16	24	18	21	11	16	5.2	19	-6.5			
乐高	0.5	0.5	0.4	0.5	0.8	1.2	4.0	1.3	38	18	19	374			
明日方舟	12	5.6	15	5.6	7.7	6.8	5.0	5.6	6.2	6.5	19	276			
变形金刚	27	12	17	10	24	15	25	14	14	11	18	-30			
集卡社	4.3	4.3	1.2	1.4	5.4	1.0	0.8	1.3	6.6	11	17	999			
52TOYS	30	20	13	14	14	12	10	18	28	16	17	66			

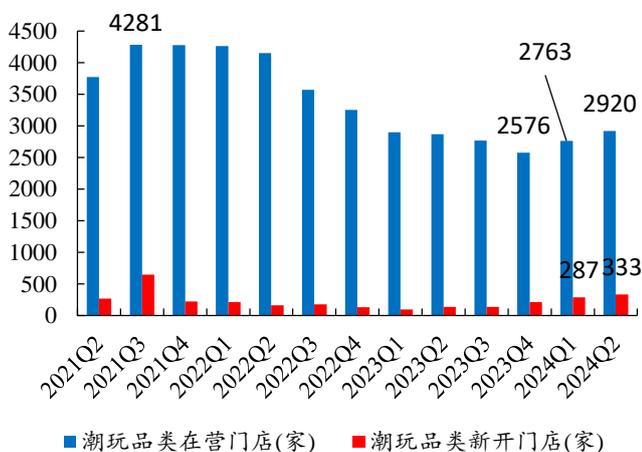
数据来源: 久谦、开源证券研究所 (销售数据仅包含各品牌潮玩动漫品类的产品)

1.2、国内线下: 多品牌同店连续增长, 行业净开店数量回正

整体: 截至 2024/6/30, 潮玩品类在营门店数为 2920 家, 2024Q1 新开业 287 家, 2024Q2 新开业 333 家。

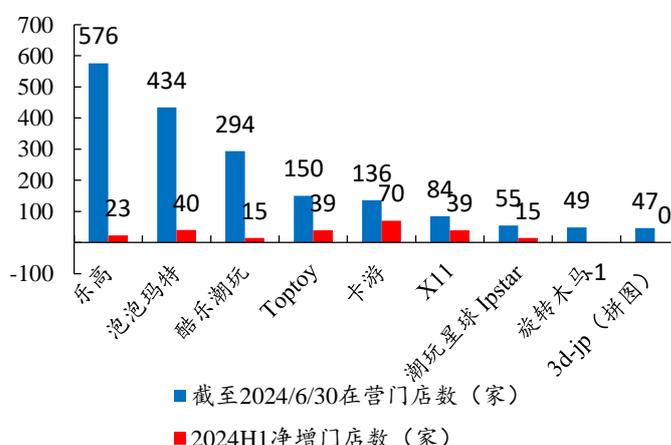
分品牌: 受益于行业高景气, 头部潮玩品牌加速开店, 抢占购物中心, 竞争呈加剧态势。2024 年上半年泡泡玛特、Toptoy、卡游、X11、潮玩星球门店数量分别同比增加 16%、50%、202%、79%和 90%。

图3: 截至 2024/6/30, 潮玩品类在营门店数为 2920 家, 较低点净增 344 家



数据来源: 久谦、开源证券研究所

图4: 2024H1 泡泡玛特、Toptoy、卡游、X11、潮玩星球门店分别净增门店 40、39、70、39、15 家



数据来源: 久谦、开源证券研究所

2024年6月：泡泡玛特线下样本店效为单店70万元，同比增长23%，保持双位数的强劲增长。

2024年1-6月：泡泡玛特线下样本店效月均店效为64万元，同比增长19.6%。

表2：2024H1 泡泡玛特线下样本店月均店效同比增长19.6%

品牌	月份	店效(万元)	同比增速(%)
泡泡玛特	202406	70	23.0%
	202405	67	30.8%
	202404	56	20.6%
	202403	56	23.6%
	202402	71	37.7%
	202401	64	8.0%
	2024年1-6月月均店效	64	19.6%

数据来源：久谦、开源证券研究所

表3：除客单价较高的乐高以外，多数潮玩品牌线下店效呈现增长态势

品牌	2023						2024						同比 %	店铺家
	单位：千元	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M1	M2	M3	M4	M5		
乐高	674	644	531	506	367	550	617	705	442	416	523	536	-11	576
泡泡玛特	559	581	514	556	547	662	629	695	551	552	668	699	23	434
酷乐潮玩	338	323	274	280	271	330	326	405	285	286	341	382	25	294
Toptoy	660	585	423	487	399	525	503	584	427	378	447	500	5.4	150
卡游	340	356	118	146	96	143	158	247	175	252	357	467	107	136
X11	412	507	473	563	373	463	391	621	438	360	530	533	30	84
潮玩星球	271	259	113	129	105	147	144	208	148	115	119	139	-26	55
3d-jp	131	139	100	112	91	129	116	126	94	90	99	94	2.4	47
潮玩社	599	658	220	207	144	161	170	247	177	205	204	224	-35	33
IP小站	10	8.4	7.9	69	57	59	78	60	43	37	42	40	321	28
十二光年	164	143	115	128	79	103	128	130	93	130	108	142	12	20
52TOYS	497	516	286	414	228	380	1,154	289	234	207	359	386	7.1	14
三月兽	2,056	1,767	991	1,463	1,040	1,376	1,443	2,150	1,590	730	591	664	-53	9
摩太潮玩	125	103	55	122	95	101	53	74	59	72	79	82	-13	6
I am here	162	164	146	161	137	165	174	204	147	140	167	172	7.8	6
Detopia	53	75	41	46	32	64	26	44	23	50	11	7.9	-84	5
万代	70	81	64	74	77	90	63	91	48	92	129	114	30	5
乐盼生活	322	352	262	314	235	371	324	771	280	281	411	446	105	3
萌奇 Mq	113	115	88	112	71	87	100	150	100	95	118	130	30	3

数据来源：久谦、开源证券研究所

1.3、美国：2023 年玩具行业规模约 410 亿美元，成人向玩具贡献增量

行业整体：疫情后美国玩具行业快速增长，2023 年规模达到约 410 亿美元。

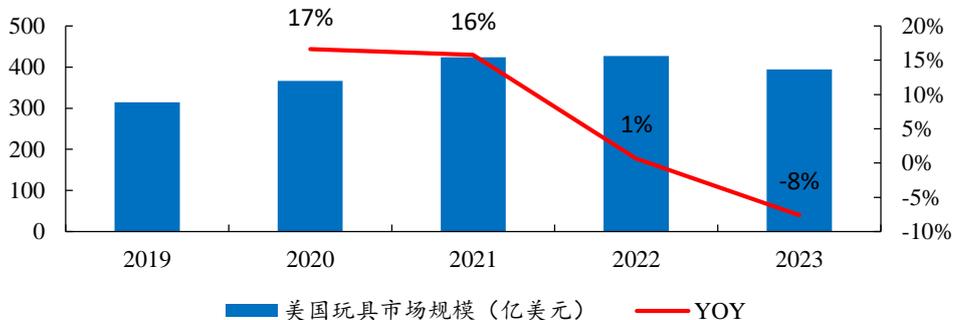
成人向玩具：带有解压和深层互动属性的建筑套装，以及带有慰藉属性的长绒毛玩具贡献增量，2023 年分别同比增长 8% 和 1%。

表4：2023 年美国建筑套装/长绒毛玩具市场规模同比增长 8%/1%（单位：亿美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2020 vs. 2019	2020 vs. 2019	2022 vs. 2021	2023 vs. 2022
玩具品类合计 (71%覆盖率)	223	260	301	303	280	17%	16%	1%	-8%
可动人偶及配件	18	18	22	23	20	0%	25%	5%	-13%
艺术与手工艺品	11	12	13	13	12	13%	6%	2%	-8%
建筑套装	18	23	27	29	31	26%	16%	8%	8%
娃娃	33	37	39	34	29	11%	4%	-11%	-16%
探索玩具和其他	15	17	25	28	25	14%	47%	14%	-12%
游戏/拼图	23	30	35	36	35	33%	18%	1%	-2%
婴幼儿/学龄前玩具	31	34	38	37	34	9%	12%	-2%	-9%
户外和运动玩具	42	54	60	54	45	29%	11%	-10%	-16%
长绒毛	13	14	19	25	26	8%	37%	34%	1%
车辆	14	16	18	18	18	17%	11%	0%	0%
青年电子	5	5	5	5	4	3%	6%	-9%	-11%

数据来源：Circana、开源证券研究所

图5：2023 年美国玩具行业市场规模同比减少 8%



数据来源：Circana、开源证券研究所

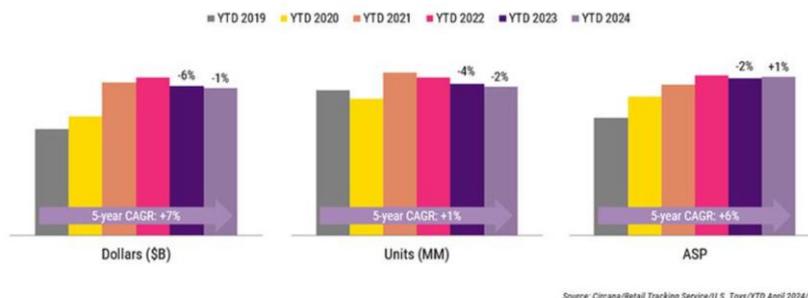
2024 年 1-4 月美国玩具行业美元销售额与 2023 年同期相比下降 1%，跑赢更广泛的日用百货行业。此外，玩具销售额仍比 2019 年的水平高出 38%。与情人节和复活节的季节性提振相吻合，建筑套装、毛绒玩具、户外玩具和运动玩具的销量实现同比增长。

疫情以来，美国成人玩具市场热度较高，并且仍然有越来越多的成年人参与其中。仅在第一季度，18 岁及以上的成年人就贡献了超过 15 亿美元的销售额，超过了 3 至 5 岁的年龄段，成为玩具行业最重要的年龄组。事实上，美国 43% 的成年人在过去一年中为自己购买了玩具，其中最主要的原因是社交、享受和收藏。

图6：2024年1-4月美国玩具市场规模同比减少1%，仍较2019年同期高出38%

U.S. toy industry: YTD April 2024

Declines have slowed year-to-date compared to 2023 performance. Dollars declined 1% or \$97MM. Units declined 2% and the ASP of \$10.59 increased 1%. Compared to 2019, dollar sales have increased 38% or +\$2.0B (+7% CAGR).



资料来源：Circana

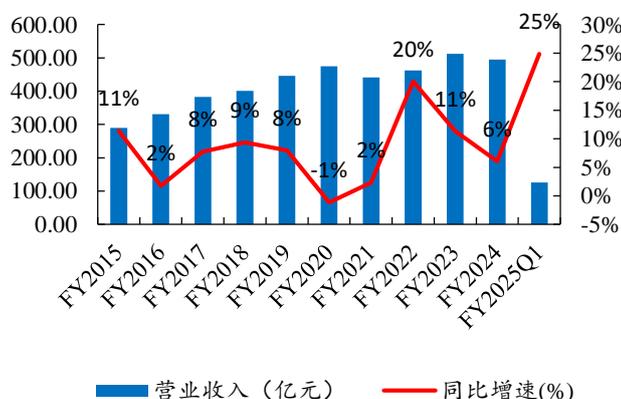
2、万代南梦宫：多品类、多区域全面开花，头部IP仍有强劲增长

2.1、万代：最新季度收入同比增长25%，营业利润同比增长57%

万代发布 2024Q2 业绩（2024/4/1-2024/6/30, FY2025Q1），实现收入 2806 亿日元（综合人民币 125.6 亿元），同比增长 24.8%，营业利润 440 亿日元（综合人民币 19.7 亿元），同比增长 57.3%，营业利润率提升至 16%。

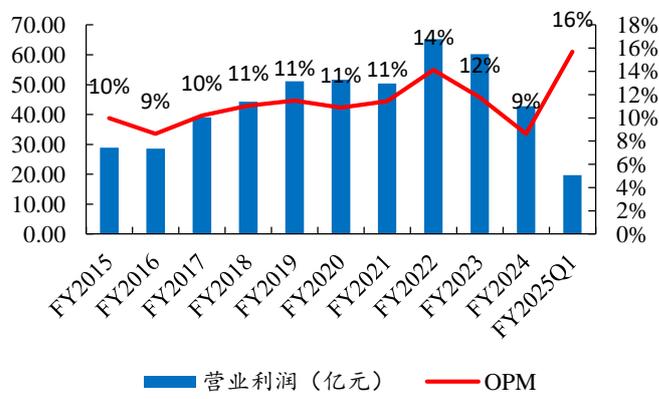
由于 2024Q2 的出色表现，万代上调 FY2025H1 半年报业绩指引。公司此前预计净销售额为 5150 亿日元，利润为 400 亿日元；上调后，净销售额为 5550 亿日元，利润则达到 600 亿日元。

图7：2024Q2 万代实现收入 125.6 亿元，同比增长 24.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q2 万代实现营业利润 19.7 亿元，OPM 达到 16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

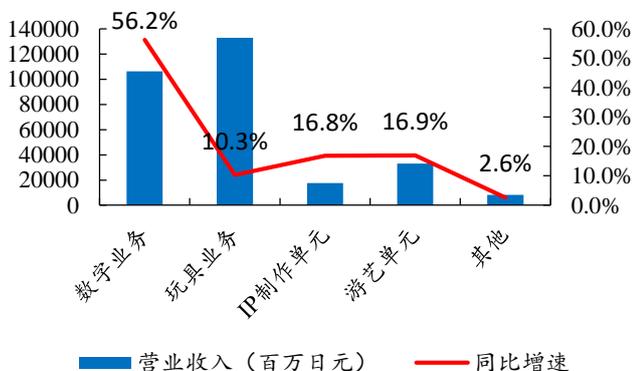
2.2、分业务：数字业务快速增长，玩具业务贡献主要利润

2024Q2 万代数字业务、玩具业务的营业收入分别为 1063、1328 亿日元，分别同比增长 56.2%和 10.3%，占总体收入的比重分别为 38%和 47%；营业利润分别为 147、270 亿日元，同比增长 453.5%、14.1%。

数字业务的大幅增长得益于主机游戏的贡献，6月21日发布的《艾尔登法环 黄金树之影》在发售前三天在全世界范围内的销售量即突破 500 万部，2024Q2 万代南梦宫的主机游戏销售额同比大增 148%至 558 亿日元。

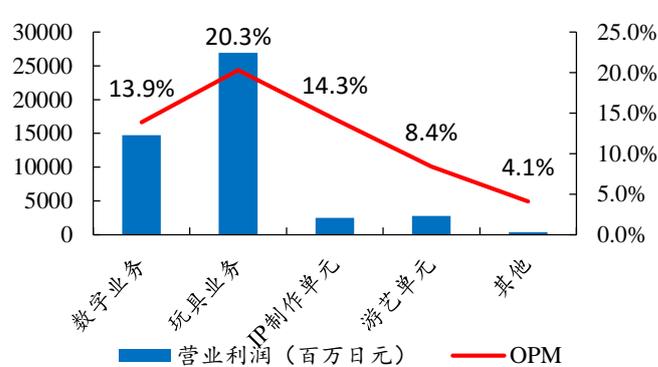
玩具业务方面，《机动战士高达》整系列的塑料模型，以及面向成人的高端收藏类模型的销售持续呈现出良好态势。由于扩大了产品线和目标群体市场，《海贼王》和《龙珠》系列的交换卡玩、扭蛋玩具、食品类商品等也为销售额做出了贡献。

图9：2024Q2 万代数字业务营收为 1063 亿日元，同比增长 56.2%



数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

图10：2024Q2 万代数字业务和玩具业务贡献主要营业利润



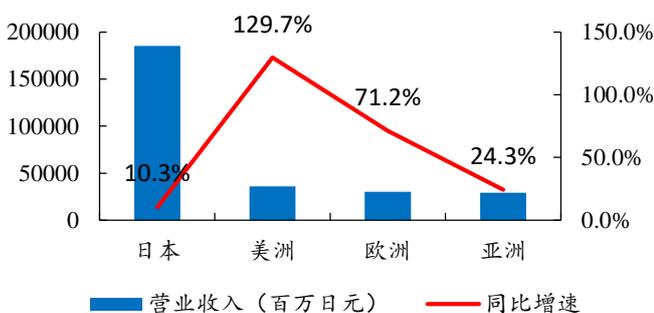
数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

2.3、分地区：本土业务稳健，海外地区增长强劲

2024Q2 万代美洲、欧洲、亚洲地区收入分别同比增长 129.7%、71.2%、24.3%，占整体收入的比例达到 13%、11%、10%，海外业务合计收入占比达到 44%。受益于游戏业务的成功和战略倾斜，欧美业务取得强劲增长。

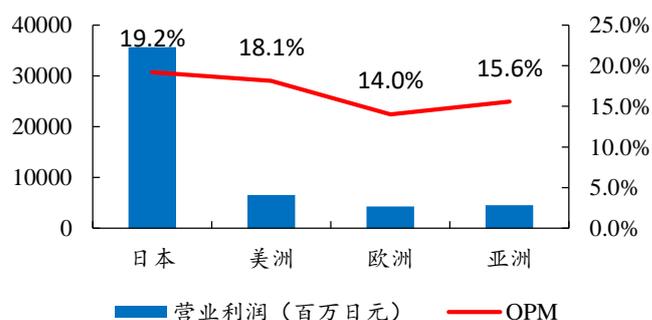
2024Q2 万代日本、美洲、亚洲地区营业利润分别同比增长 21.7%、841.6%和 59%，利润增速快于收入增速。

图11：2024Q2 万代美洲地区收入同比增长 129.7%



数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

图12：2024Q2 万代日本地区营业利润率为 19.2%



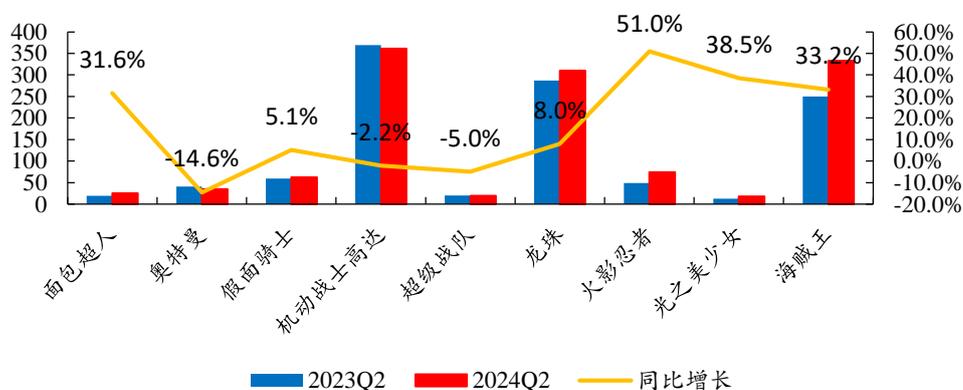
数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

2.4、分 IP：卡牌推动海贼王 IP 销售高增，头部 IP 仍有强劲增长

多 IP 表现亮眼，对头部 IP 依赖度有所缓解。2024Q2 万代头部的三个 IP 高达、龙珠、海贼王的销售额分别为 361、310、333 亿日元，分别同比-2.2%、+8%、+33.2%。海贼王的游戏卡牌产品推动销售额高增，此外面包超人、火影忍者、光之美少女表现突出。2024Q2 前九大 IP 总体销售额达到了 1237 亿日元，同比增长 11.7%。前九大 IP 中的销售额占比从 2023Q2 的 49.2% 回落至 44.1%，而 TOP3 的 IP 的销售额占比则从 40.3% 回落至 35.8%。

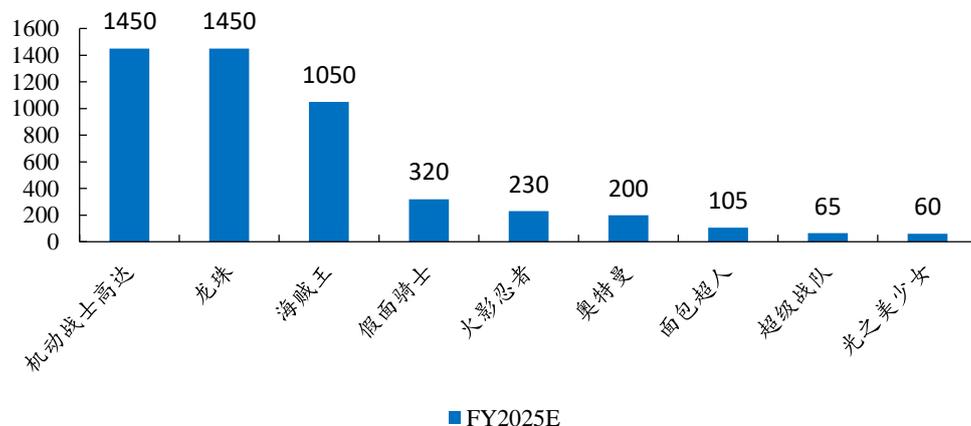
全年来看，万代预计 FY2025 高达、龙珠、海贼王的销售额分别为 1450、1450、1050 亿日元，分别同比-0.5%、+3.1%、-6.3%（FY2025Q1 财报公布后，万代仅上调半年报指引未上调全年指引，全年预测或偏保守）。

图13：2024Q2 万代旗下海贼王 IP 销售额为 333 亿日元，同比增长 33.2%，超越龙珠成为第二大 IP（单位：亿日元）



数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

图14：万代预计 FY2025 高达、龙珠、海贼王的销售额分别为 1450、1450、1050 亿日元（单位：亿日元）

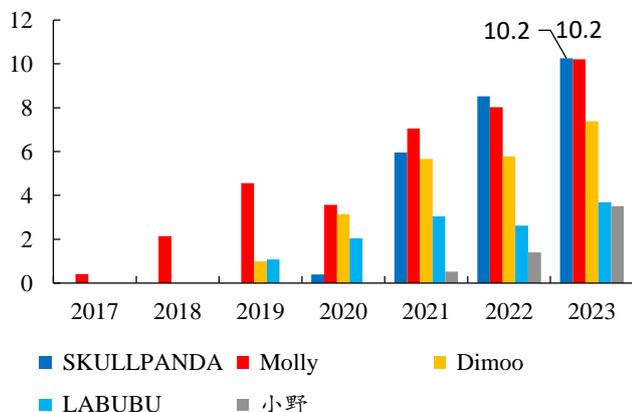


数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

对比万代，国内头部 IP 销售额仍有较大增长空间。2023 年国内头部 IP SP、Molly、

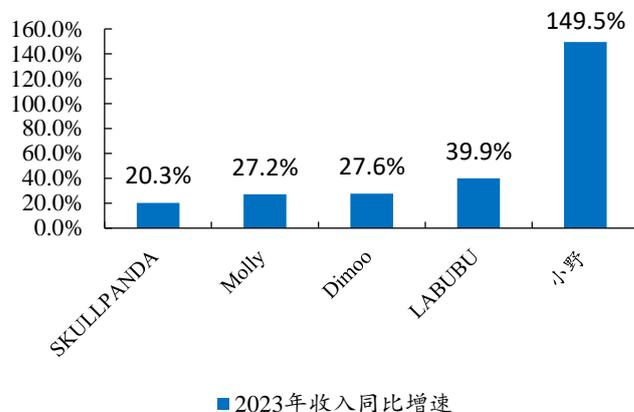
Dimmo、LABUBU、小野的销售额分别为 10.25、10.2、7.38、3.68、3.51 亿元，较万代单个 IP 有较大差距。

图15：2023 年泡泡玛特前两大 IP 的销售额均为 10.2 亿元（单位：亿元）



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图16：2023 年泡泡玛特前五大 IP 收入均保持较快增长



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

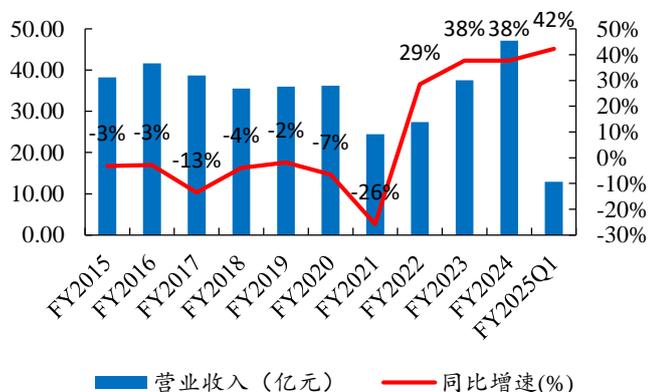
3、三丽鸥：中、美业务持续高增，多角色推广战略获成功

3.1、三丽鸥：最新季度收入同比增长 42%，营业利润同比增长 80%

三丽鸥发布 2024Q2 业绩（2024/4/1-2024/6/30, FY2025Q1），实现收入 289 亿日元（综合人民币 12.9 亿元），同比增长 42.3%；营业利润 107 亿日元（综合人民币 4.8 亿元），同比增长 80.2%，营业利润率提升至 37%。

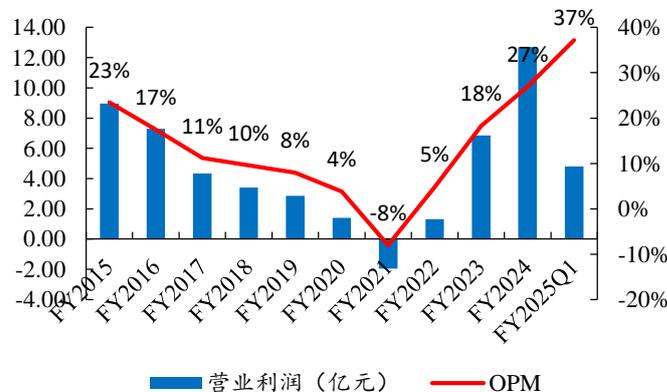
2024Q2 三丽鸥北美和中国地区均有亮眼表现，上调全年业绩指引。公司预计 FY2025 全年收入将达到 1193 亿日元，同比增长 19.3%，营业利润 371 亿日元，同比增长 37.6%。

图17：2024Q2 三丽鸥实现收入 12.9 亿元，同比增长 42.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024Q2 三丽鸥实现营业利润 4.8 亿元，OPM 达到 37%



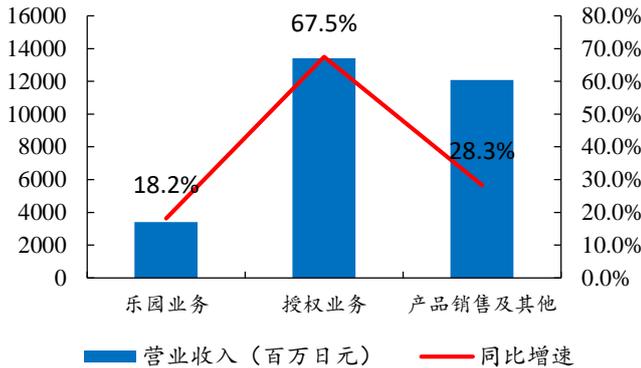
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、分业务：授权业务大增，带动利润率大幅上行

收入方面，三丽鸥 2024Q2 乐园业务、授权业务、产品销售及其他业务的收入分别为 34、134、121 亿日元，占整体收入的比重分别为 12%、46%、42%，分别同比增长 18.2%、67.5%和 28.3%，受益于多角色战略，授权业务快速增长。

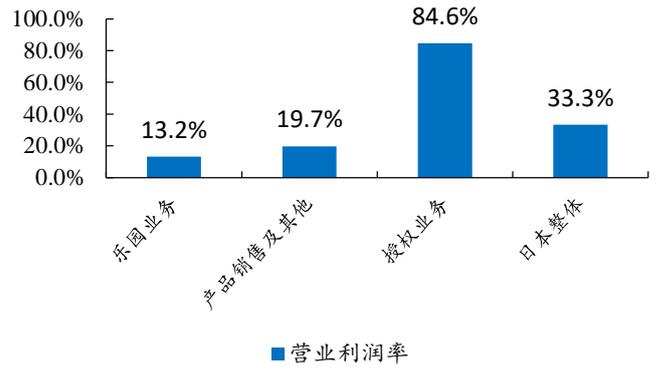
营业利润率方面，2024Q2 三丽鸥日本本部（未披露集团分业务利润率）乐园业务、授权业务、产品销售及其他业务的营业利润率分别为 13.2%、19.7%和 84.6%，高利润率的授权业务收入占比提升，带动利润率大幅上行。

图19：2024Q2 三丽鸥授权业务收入为 134 亿元，同比增长 67.5%



数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

图20：2024Q2 三丽鸥日本本部授权业务的 OPM 为 84.6%



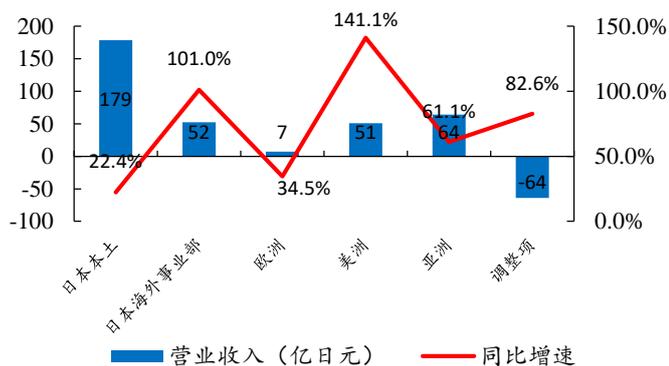
数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

3.3、分地区：中、美区域业绩增长强劲，多角色战略大获成功

本土：2024Q2 三丽鸥日本本部收入同比增长 34.3%，若剔除收取的海外子公司授权费用，收入同比增速为 22.4%。具体来看，2024Q2 日本本部总销售额（包含日本本部向各海外子公司收取的授权费用）为 231 亿日元，同比增长 34.3%；营业利润为 77 亿日元，同比增长 75.9%。其中，日本本部的海外事业部门 2024Q2 收入为 52 亿日元，同比增长 101.0%，营业利润为 50 亿日元，同比增长 105.9%，贡献日本本部营业利润的 65%。若剔除海外事业部，日本本土 2024Q2 实现收入 179 亿日元，同比增长 22.4%，营业利润 27 亿日元，同比增长 38.1%。日本国内的主题公园通过开展 Hello Kitty50 周年等活动，使来自海内外的客流量显著增长，实体店铺的外国游客销售份额增长至 38.0%。若还原海外事业部，日本本土收入占整体收入的比重为 62%，营业利润占比为 25%。

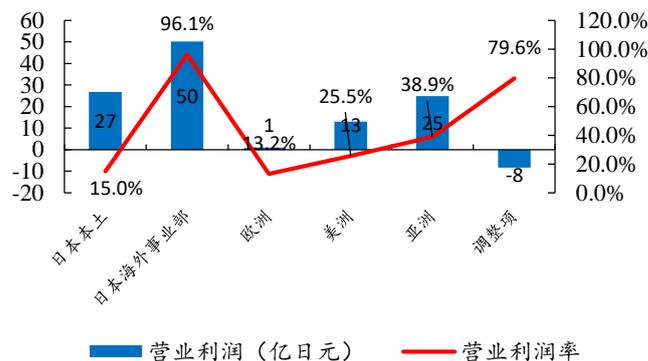
海外：2024Q2 三丽鸥美洲和亚洲收入同比分别增长 141.1%和 61.1%。多角色推广的战略大获成功，尤其是在北美地区和中国大陆地区的业绩带动下海外地区大幅增长，2024Q2 三丽鸥海外整体（总收入减去日本本土收入）实现收入 110 亿日元，同比增长 92.9%。此外，由于销售额超出期初计划、IP 授权业务销售结构比重的增加使盈利能力得以提升，销售管理费用低于预期，海外整体（总营业利润减去日本本土营业利润）当期的营业利润达到 80.7 亿日元，同比增长 100.4%。

图21: 2024Q2 三丽鸥美洲和亚洲收入同比分别增长141.1%和61.1%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所 (日本本土收入=日本分部总收入-日本海外事业部收入, 收入的调整项主要为内部消除或转移的关联交易金额)

图22: 2024Q2 亚洲地区营业利润率为38.9%

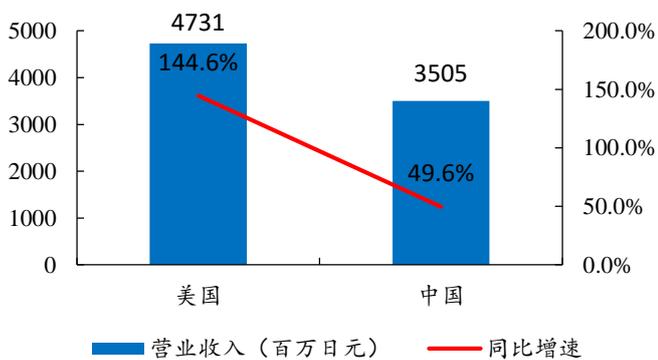


数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所 (日本本土营业利润=日本分部总营业利润-日本海外事业部营业利润, 营业利润的调整项主要为无法归属于各区域分部的一般和行政费用)

美国:2024Q2 三丽鸥美国收入为 47.31 亿日元, 同比增长 144.6%; 营业利润 11.78 亿日元, 同比增长 92.2%, 营业利润率为 24.9%。

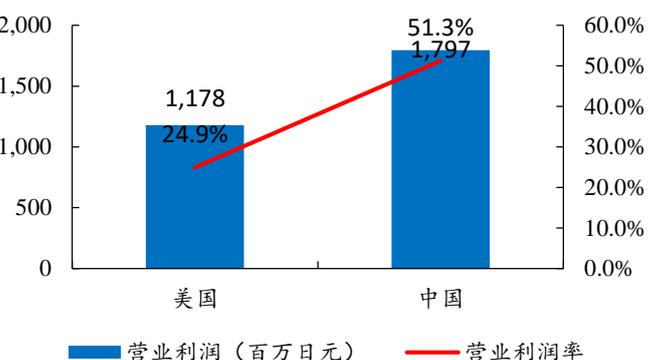
中国: 2024Q2 三丽鸥中国收入为 35.05 亿日元, 同比增长 49.6%, 占亚洲区域收入的 55%; 营业利润 17.97 亿日元, 同比增长 111.2%, 营业利润率为 51.3%。

图23: 2024Q2 三丽鸥美国和中国收入同比分别增长144.6%和49.6%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

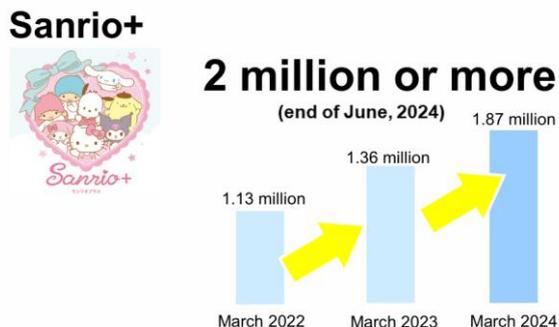
图24: 2024Q2 三丽鸥美国和中国营业利润率分别为24.9%和51.3%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

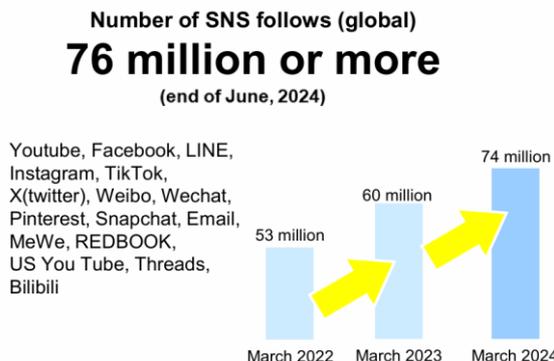
三丽鸥全球粉丝数量呈现较快增长, 推动海外营收及利润占比上行。三丽鸥粉丝会员应用“Sanrio+”的会员人数超 200 万人, 在全球各大 SNS 平台上的总粉丝数量超 7600 万人, 获得较高人气的同时也提高了客单价, 为销售额做出贡献。

图25：截至 2024 年 6 月，三丽鸥会员数量突破 200 万人



资料来源：三丽鸥业绩会 PPT

图26：截至 2024 年 6 月， SNS 平台上的总粉丝数量超 7600 万人

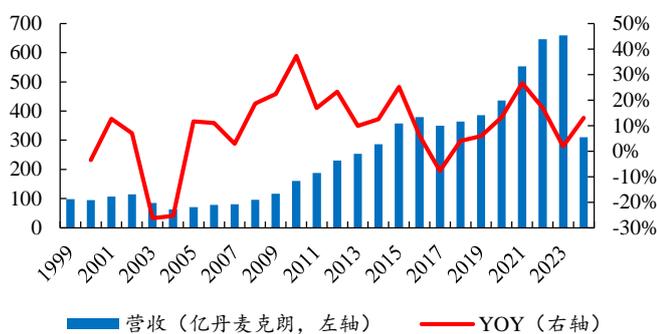


资料来源：三丽鸥业绩会 PPT

4、乐高：产品组合持续拓宽，展店稳健加码中国市场

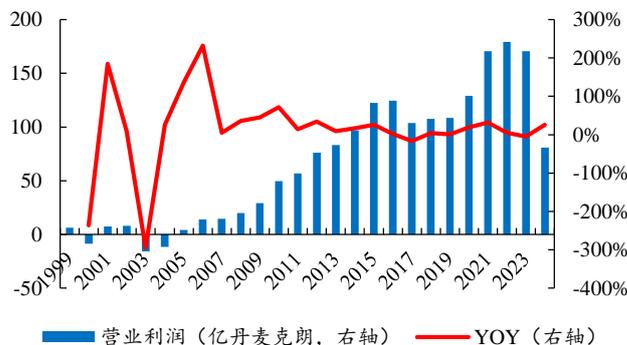
2024H1 乐高营收/利润重回双位数增长。得益于多元化产品组合推动，实现营收 310 亿丹麦克朗，同比增长 13%；营业利润 81 亿丹麦克朗，同比增长 26%，营业利润率提升至 26%，同比提升 3pct；归母净利润 60 亿丹麦克朗，同比增长 18%，对应净利率 19.4%，同比提升 0.7pct，经营效率大幅优化。

图27：2024H1 乐高营收同比增长 13%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图28：2024H1 乐高营业利润同比增长 26%



数据：乐高公司公告、开源证券研究所

2024H1 各产品线表现强劲，后续推出堡垒之夜联动产品。产品端，2024H1 乐高推出约 300 款新品，畅销主题系列包括 ICONS、星球大战、Technic、CITY 或哈利波特，各产品线销售表现均强劲，2024H1 乐高全球商品销售额同比增长 14%。乐高将持续扩大与 Epic 合作开发的模拟经营游戏《乐高堡垒之夜》(2023 年 12 月上线)相关产品供给，为各个年龄段和兴趣的粉丝提供搭建体验，四款联动乐高套装将于 10 月正式发售。

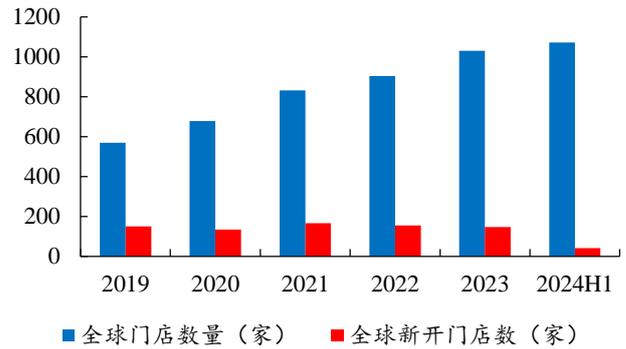
2024H1 中国市场表现同比持平，仍看好长期增长潜力。2024H1 乐高美国和欧洲区域销售依然强劲，中国区域表现同比持平，主要系消费者高价位产品的消费频率下滑，但公司仍看好中国市场的长期成长潜力。门店端，2024H1 全球新开门店 41 家，其中 20 家位于中国，下半年计划新开门店 60 家，中国区域新开 20 家，展店节奏稳健持续加码中国市场，预计目前中国门店已超过 500 家。

图29：2023年10月推出模拟经营游戏《乐高堡垒之夜》



资料来源：堡垒之夜官网

图30：2024H1 全球新开门店 41 家

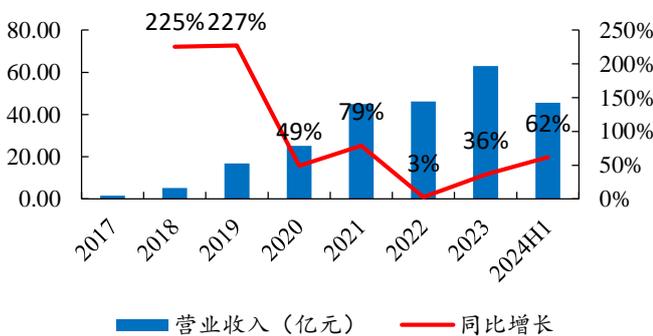


数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

5、泡泡玛特：IP 及产品矩阵持续丰富，扬帆出海迈入大潮玩时代

泡泡玛特公布 2024H1 业绩，收入及利润率均有大幅提升，全年营收有望突破 100 亿元。2024H1 公司实现收入 45.6 亿元，同比增长 62%；归母净利润为 9.2 亿元，同比增长 93.3%，归母净利率为 20%；经调整净利润为 10.2 亿元，同比增长 90.1%。其中根据公司公告，一季度公司收入同比增速为 40-45%，二季度增速进一步提升。业绩会上，管理层表示 2024 年全年营收有望突破 100 亿元，全年收入增速不低于 60%，海外全年增速不低于 200%。

图31：2024H1 公司实现收入 45.6 亿元，同比增长 62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024H1 公司归母净利润为 9.2 亿元，归母净利率为 20%

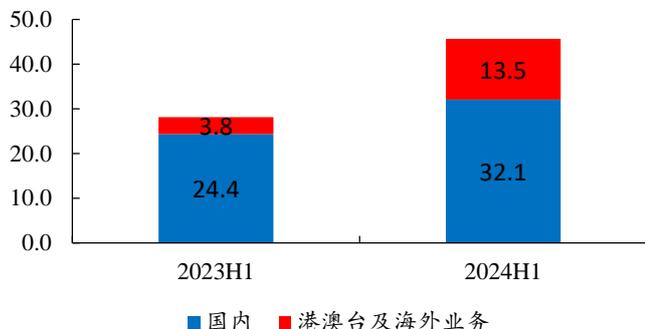


数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区来看，港澳台及海外收入和利润占比均提升至 30% 左右。2024H1，公司内地、港澳台及海外业务的收入分别为 32.1、13.5 亿元，分别同比增长 31.5% 和 259.6%。港澳台及海外收入占比由 2023H1 的 13.4% 提升至 2024H1 的 29.7%。2024H1，公司

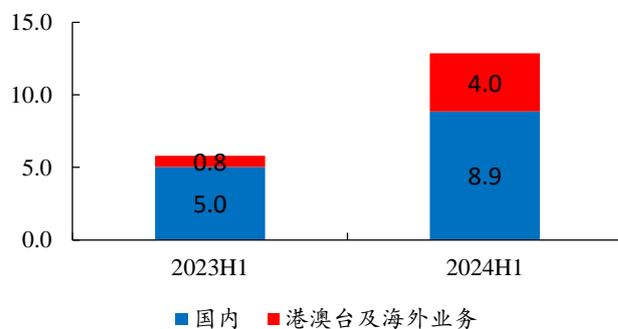
内地、港澳台及海外业务的经营利润分别为 8.9、4.0 亿元，2024H1 公司港澳台及海外业务贡献的经营利润占比达到 31.1%。

图33：2024H1 海外收入为 13.5 亿元，占比达到 29.7%
(单位：亿元)



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图34：2024H1 海外经营利润为 4 亿元，占比达到 31.1%
(单位：亿元)



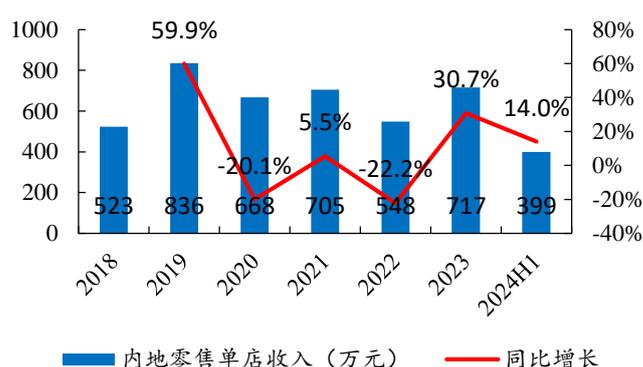
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图35：截至 2024H1，内地门店数为 374 家



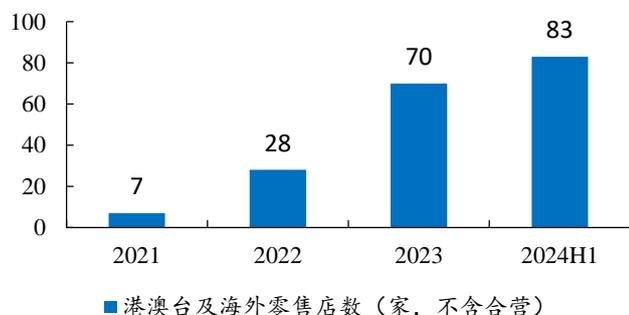
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图36：2024H1 内地零售单店收入为 399 万元，同店增速为 14%



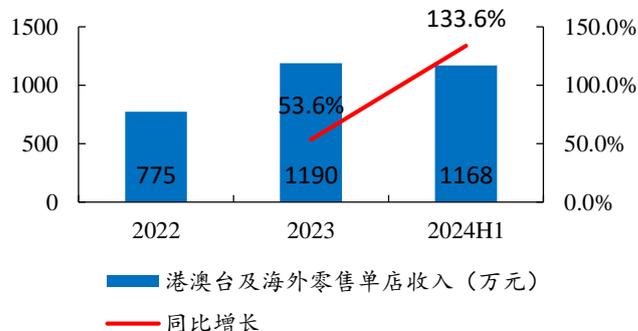
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图37：截至 2024H1，海外门店数为 83 家 (不含合营)



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图38：2024H1 海外零售单店收入为 1168 万元，同比增长 133.6%

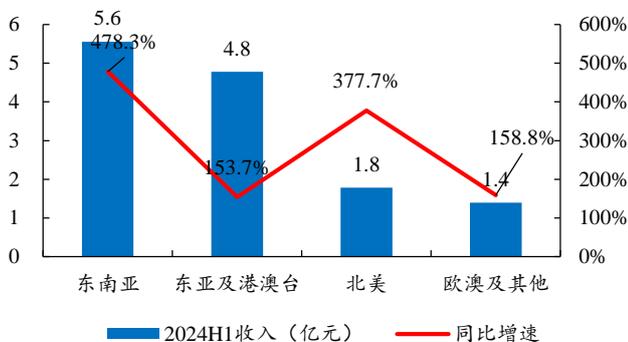


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

海外收入仍集中在东南亚和东亚地区。2024H1 公司东南亚、东亚及港澳台、北

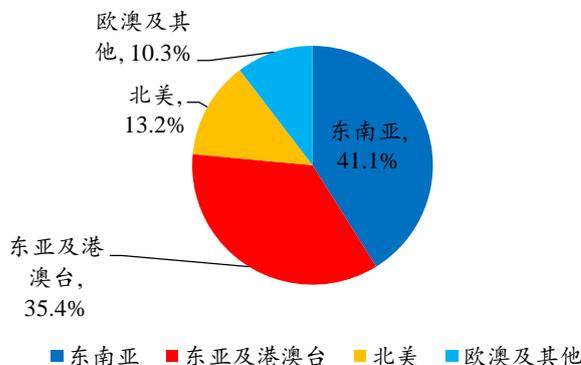
美、欧澳及其他地区的收入分别为 5.6/4.8/1.8/1.4 亿元，分别占比 41.1%/35.4%/13.2%/10.3%。公司计划在下半年新增 30-40 家海外门店，特别是在高潜力的市场，比如北美和东南亚地区进一步扩大市场版图。

图39：2024H1 泡泡玛特东南亚收入为 5.6 亿元，同比增长 478.3%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图40：2024H1 泡泡玛特东南亚收入占海外收入的比重为 41.1%

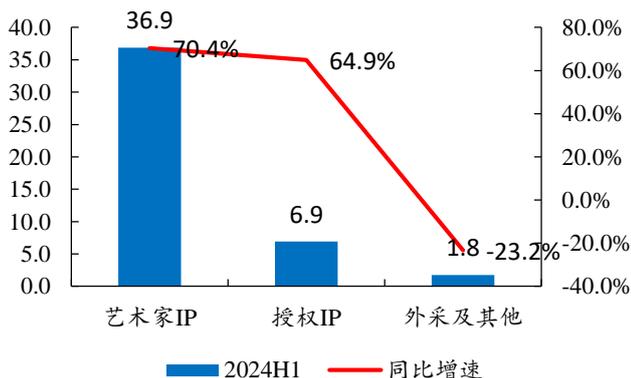


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

5.1、分 IP：经典 IP 高增验证运营能力，新晋 IP 实现全球化突破

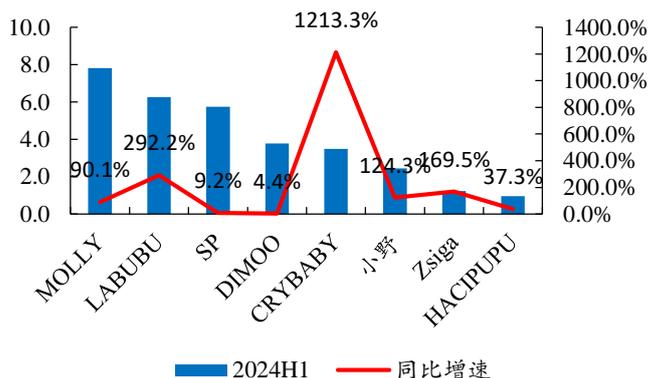
2024H1 各艺术家 IP 中，MOLLY、LABUBU、SKULLPANDA、DIMOO、CRYBABY、小野、Zsiga 的营业收入分别为 7.8、6.3、5.7、3.8、3.5、2.5、1.2 亿元，分别同比增长 90.1%、292.2%、9.2%、4.4%、1213.3%、124.1%、169.5%。经典 IP Molly 同比增长超 90%，验证公司持续运营 IP 和延长 IP 生命周期的能力，受益于全球认知度提升，LABUBU 和 CRYBABY 实现跨越式增长。

图41：2024H1 艺术家 IP 实现收入 36.9 亿元，同比增加 70.4% (单位：亿元)



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图42：2024H1 经典 IP Molly 实现收入 7.8 亿元，同比增长 90.1% (单位：亿元)



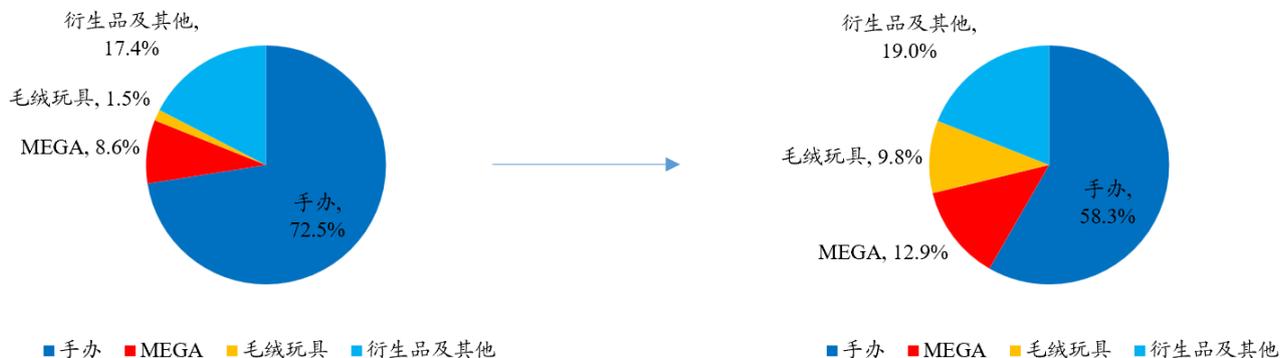
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

5.2、分产品：多品类保持高速增长，积木、卡牌、一番赏有待放量

进入大潮玩时代，盲盒外的多品类保持高速增长。分产品看，2024H1 泡泡玛特手办、Mega、毛绒玩具、衍生品及其他品类收入分别为 26.6/5.9/4.5/8.7 亿元，同比增长 30.2%/141.9%/993.6%/77.5%。参考 Mega 之于 Molly，毛绒之于 LABUBU，好

的产品表现形式对于 IP 形象的丰富至关重要，公司通过持续拓展品类，为每个 IP 找到最适合的发展路径。

图43: 泡泡玛特手办品类收入占比由 2023H1 的 72.5%下降至 58.3%，毛绒和 Mega 占比大幅提升



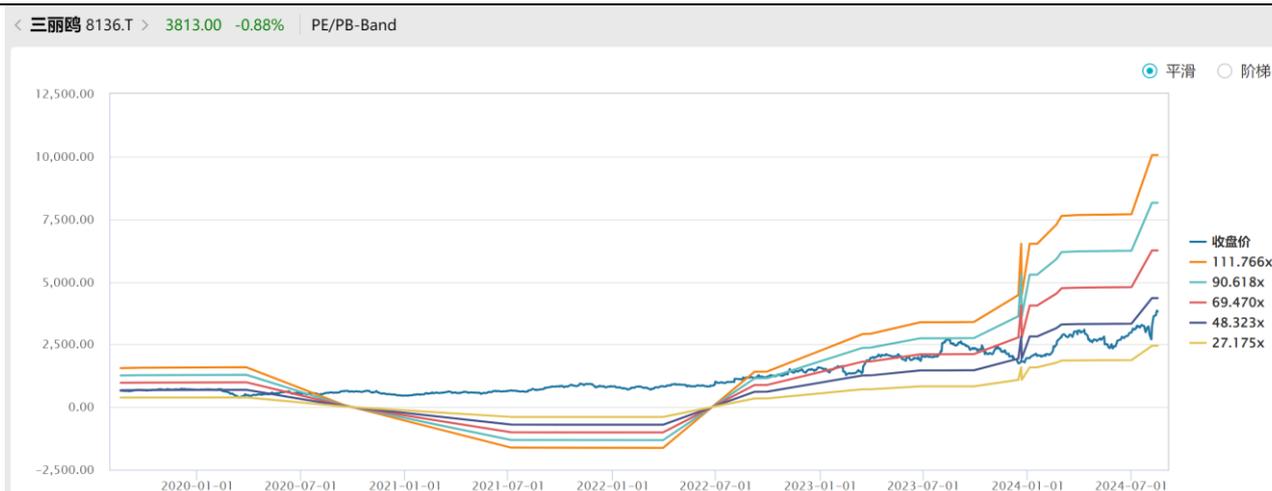
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

6、可比公司估值

图44: 近 5 年万代南梦宫的平均 PE (TTM) 约为 25 倍



资料来源：Wind

图45：近5年三丽鸥的平均 PE（TTM）约为 69 倍


资料来源：Wind

图46：上市以来泡泡玛特的平均 PE（TTM）约为 48 倍


资料来源：Wind

表5：行业相关公司 PE 估值如下

代码	公司名称	9月6日			EPS			PE			评级
		收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
FNKO.O	Funko	9.71	-0.01	0.35	1.17	-1265.3	27.5	8.3	未评级		
DIS.N	迪士尼	88.65	4.91	5.18	5.84	18.0	17.1	15.2	未评级		
7832.T	万代南梦宫	3,259.00	153.97	158.97	171.90	21.2	20.5	19.0	未评级		
8136.T	三丽鸥	3,709.00	111.61	126.41	133.60	33.2	29.3	27.8	未评级		
002292.SZ	奥飞娱乐	5.55	0.14	0.21	0.28	40.1	26.2	20.0	买入		
9896.HK	名创优品	32.55	2.17	2.69	3.30	15.0	12.1	9.9	买入		
9992.HK	泡泡玛特	48.30	1.58	2.06	2.61	30.6	23.5	18.5	买入		
平均							26.4	22.3	16.9		

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除奥飞娱乐、名创优品、泡泡玛特采用开源研究所盈利预测外，其余标的采用 Bloomberg 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 2024/3/31。上述股票收盘价均为当地市场货币，Funko、迪士尼的 EPS 单位为美元，万代南梦宫、三丽鸥的 EPS 单位为日元，奥飞娱乐、名创优品、泡泡玛特的 EPS 单位为人民币。港元兑人民币汇率为 1: 0.91003）

7、风险提示

全球化推进不及预期、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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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3层
邮编：200120
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

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

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