

► **潮玩凭借其情绪、社交、收藏价值展现一定逆周期属性，我国 2026 年潮玩市场规模或达到 1101 亿元。**近年卡牌、谷子、娃娃等多种形态的潮流玩具成为年轻消费者追逐的新宠，在今年整体消费承压的背景下仍展现出较强韧性。随着中国泛娱乐市场的发展和互联网、社交媒体的兴起，潮玩得到进一步推广和发展，逐渐打破小众圈层走向大众视野。Statista 预计 2024 年中国潮玩市场规模达到 764 亿元，2026 年达到 1101 亿元，24-26 年复合增长率高达 20%。分品类看，盲盒/组装玩具、积木/手办分别占到 2024 年整体规模的 36.6%/19.6%/14.5%。中国潮玩消费者数量同样呈现高速增长态势，Statista 预计将从 2015 年的 1900 万人增长至 2025 年的 4000 万人，年复合增长率为 7.7%。

► **消费环境迈入存量市场，兴趣消费和情绪消费逐渐变为消费核心驱动力。**24 年《中国国民心理健康发展报告》显示，18 岁至 34 岁的青年焦虑和忧郁水平高于其他年龄段；这使得年轻人的一些消费需求从功能性向情绪性转变。除了向喜爱的 IP/角色投射特殊感情外，而谷子、盲盒、剧本杀等解压消费能够短暂缓解负面压力。一方面，潮玩等解压消费可以提供即时的满足感，无论是抽盲盒的不确定性、惊喜感还是毛绒玩具的柔软手感、互动性都能够帮助年轻人暂时逃离日常生活中的压力和焦虑。另一方面，从“社会认同”视角来讲，年轻人参与这些流行的消费活动，有助于他们在特定的社会群体中找到认同。例如通过用徽章、挂饰等融入穿搭，装饰“痛包”；在社交平台分享交流购买盲盒、卡牌的经历，这些活动能够帮助年轻人找到共鸣和认同。此外，部分稀有、艺术性高的潮玩产品具有相当的收藏、投资价值。从交易场所看，门店、展会为潮玩主要线下售卖场所，“千岛”、“闲鱼”为主流线上二手平台。以千岛 APP 为例，其向爱好者提供了交流、转卖、商城三项主要功能。此外，APP 提供了卡牌扫描估价、正品验证、不良商家举报、线下活动招募等多重增值功能，进一步提高用户粘性。

► **潮玩可以按照其价值属性分为“收藏”和“互动”两大类。“谷子”、手办、盲盒公仔、艺术玩具相对来说观赏性较高，往往采用具有一定粉丝群体的 IP 作为形象，部分艺术性较高的、限量款式或在二级市场升值，具有收藏价值。以“谷子”为例，“谷子”（goods）指的是动漫、游戏等二次元作品的官方周边商品，如吧唧（徽章）、立牌、挂件等。随着二次元文化在国内的流行，国产 IP、厂牌兴起，爱好者消费意愿增强，从 2021 年开始形成独特的“谷圈文化”，截至 23 年底，谷子相关话题在抖音播放量累计达 67 亿次，小红书浏览量达 19.2 亿次。卡牌、毛绒玩具、BJD/棉花娃娃等品类相对来说互动性、把玩性更高，通过卡牌对战，玩具抚触、娃娃装扮等方式与玩具产生互动情感联结。以集换式卡牌为例，可细分为非竞技型和竞技型，非竞技型卡牌主要用于收藏和欣赏（小马宝莉），竞技型卡牌需要玩家对战（奥特曼）。中小玩家将卡牌作为社交手段，拥有稀有卡牌将受到同伴认可与羡慕；而“拆卡直播”则吸引大量年轻人进入卡牌收藏圈，拆卡带来的刺激感，主播给予开卡结果的情绪正反馈，均成为吸引点；头部卡牌公司卡游 24H1 于抖音的销售额达到 2.78 亿元。**

► **投资建议：**我国潮玩市场处于高速发展阶段，潮玩给予消费者观赏、互动等情绪价值，同时拥有一定的社交、收藏价值；我们认为拥有 IP 运营能力，拥有自主渠道的产业参与方或受益。推荐潮玩龙头**泡泡玛特**，公司聚集 IP 运营及孵化，IP 认可度在全球范围提升；公司产品形态不断拓展，侧重消费者互动的毛绒玩具、侧重收藏的 Mega 大娃（艺术玩具）24H1 收入分别同增 142%/30%。推荐文具龙头**晨光股份**，公司通过文创、潮玩等新业务实现产品升级，聚焦“情绪价值”进行品牌推广；潮玩文创子公司“奇止好玩”已与原神等热门 IP 合作并推出“谷子”等潮玩产品，我们认为改业务有望借力晨光自有供应链、渠道实现较快增长。

► **风险提示：**消费环境不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9992.HK	泡泡玛特	54.23	0.81	1.50	1.87	67	36	29	推荐
603899.SH	晨光股份	30.70	1.65	1.85	2.24	19	17	14	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 15 日收盘价，1HKD=0.92RMB）

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

相关研究

1. “碳中和”深度报告：第三履约周期渐进，碳市场看点几何？-2024/09/19
2. 轻工行业 2024 年中报业绩综述：出清，出海-2024/09/10
3. 家居行业系列报告六：日本家居企业如何度过地产低谷期，家居产业链框架再梳理-2024/08/25
4. 轻工行业 2024Q2 持仓分析：消费景气承压致家居&造纸持仓下行，出海链更具韧性-2024/07/22
5. 纸浆行业深度：紊乱的节奏，不变的周期-2024/07/17

目录

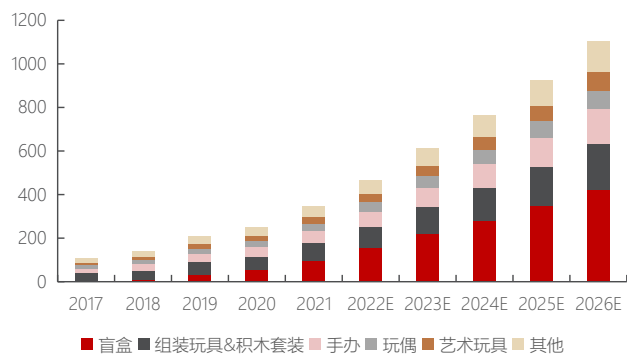
1 逆周期的潮流玩具，年轻人的精神蜜糖	3
1.1 门店、展会成为潮玩主要线下售卖场所，“千岛”、“闲鱼”为主流线上二手平台	3
1.2 年轻人消费新趋势：为情绪消费，为兴趣买单	6
2 以收藏属性为主导的潮玩品类	10
2.1 谷子：在三次元为喜爱的二次元形象付费	10
2.2 手办：个性化、收藏价值较高的玩具模型	11
2.3 盲盒公仔：间歇强化提高粘性，追求“不确定的美好”	12
2.4 艺术玩具：为艺术价值支付溢价	13
3 以互动性为主导的潮玩品类	15
3.1 卡牌：小朋友的社交密码，年轻人的电子榨菜	15
3.2 毛绒玩具：可爱与柔软为成年人提供童趣港湾	18
3.3 BJD、棉花娃娃：强个性化、强情感联结的养成系娃娃	19
4 投资建议	21
4.1 泡泡玛特	21
4.2 晨光股份	22
5 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	25

1 逆周期的潮流玩具，年轻人的精神蜜糖

近年潮流玩具市场在中国迅速崛起，卡牌、谷子、娃娃等多种形态的潮流玩具成为年轻消费者追逐的新宠，在今年整体消费承压的背景下仍展现出较强韧性。我们观察到在中国消费者为海外 IP 买单的同时，优秀本土 IP 同样在海外受到当地消费者的欢迎：如 24 年 3 月 1 日名创优品 X Chiikawa 主题快闪亮相上海静安大悦城，单店 10 小时销售额达 268 万；如 24 年 7 月 12 日泡泡玛特在泰国开设的 LABUBU 主题店首日营业额突破 1000 万元人民币，创造了海外门店单日销售新记录。根据沙利文报告，中国潮流玩具零售市场仍处于早期阶段，但在过去几年内得到快速发展；随着中国泛娱乐市场的发展和互联网、社交媒体的兴起，潮玩得到进一步推广和发展，逐渐打破小众圈层走向大众视野。《潮流产业发展报告(2023)》指出，中国潮流玩具零售市场规模仍有较大增长空间，预计 2026 年零售额将达到 1101 亿元。据 Statista 数据，预计 2024 年中国潮玩市场规模达到 764 亿元人民币，2026 年达到 1101 亿元，24-26 年年复合增长率高达 20%。分品类看，盲盒/组装玩具、

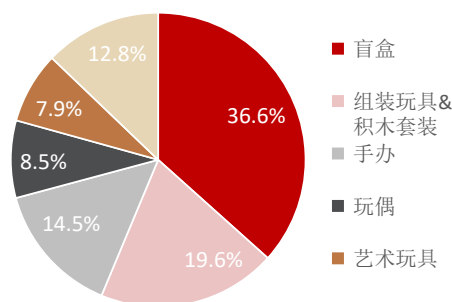
积木/手办为最主要的品类，分别占到 2024 年整体规模的 36.6%/19.6%/14.5%。相对应的，中国潮玩消费者数量同样呈现高速增长态势，Statista 预计将从 2015 年的 1900 万人增长至 2025 年的 4000 万人，年复合增长率为 7.7%。

图1：2017 年-2026 年中国潮玩市场规模 (按产品类型划分, 亿元)



资料来源: Statista, 民生证券研究院

图2：2024 年中国潮玩市场各品类占总规模比例



资料来源: Statista, 民生证券研究院

1.1 门店、展会成为潮玩主要线下售卖场所，“千岛”、“闲鱼”为主流线上二手平台

潮玩的交易渠道可以分为线下与线上，其中线下以自营门店、快闪店、展会等形式为主。其中潮玩快闪店因其独特的购物体验 and 限定商品，吸引了大量年轻人的

关注和参与。2024年7月12日-7月14日，被称为国内二次元庆典的2024年度Bilibili World在上海国家会展中心盛大举行，10万张门票1分钟售罄，官方预计为期三天累计客流量达27万人次；7月13日至8月11日，线条小狗北京首家快闪店限时登陆朝阳合生汇，开业首日便吸引客流超15万人次；7月27日-8月26日，潮玩品牌X11联动热门二次元游戏《重返未来：1999》在上海五角场合生汇开设“箱中展映”主题特贩快闪店，开幕当日前来打卡及消费用户达近万人次，首日销售额更是突破百万元。线上则包括自营官网、电商平台、社交媒体，随着产业链丰富度的提升也衍生出多种社区平台、论坛，如千岛、咸鱼。此外，小红书数据工具显示，小红书仅24上半年（1月1日-4月15日）Chiikawa相关笔记数达到24.7万条，累计获赞达到2563万次，日均获赞24万次。

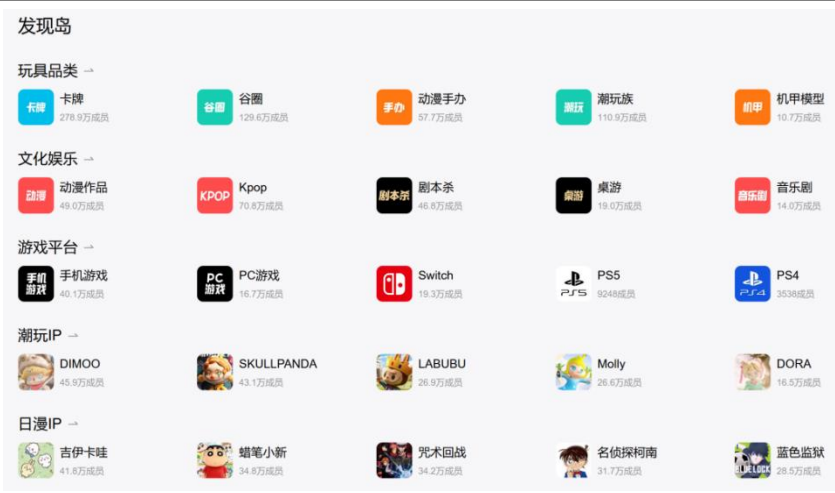
图3：2024年Bilibili World活动现场


资料来源：GameLook，民生证券研究院

图4：X11 x 重返未来开设“箱中展映”主题特贩快闪店


资料来源：创业最前线，民生证券研究院

潮玩产业的火热也相应带动了其二手市场的蓬勃发展，“千岛”与“闲鱼”为国内两大主流二手交易平台。我们认为二手市场的主要价值有二：一方面，通过二手市场消费者可以规避盲盒类产品的不确定性，按需购买自己心仪的款式；另一方面，闲置潮玩/收藏性潮玩的交易也可以缓解消费者经济压力，给予潮玩商品收藏、投资价值。

图5：潮玩社区千岛为不同品类、IP、终端的爱好者提供社交与交易平台


资料来源：千岛 APP，民生证券研究院

- 千岛：**“千岛潮玩族”作为一个专注于潮玩领域的社区平台，聚集了大量的潮玩爱好者，提供品牌入驻、二手交易、寄售交易和拍卖四种交易模式，可以充分满足潮玩爱好者多种需求。为解决真假交易 2023 年 12 月 12 日特推出鉴别寄售服务，不断优化潮玩爱好者的交易体验。同时千岛又作为潮玩社区发挥社交平台作用，同好人群可以在该平台进行分享连结、获得最新的资讯。千岛 APP 向爱好者提供三项主要功能：**交流社区：**千岛 APP 为潮玩爱好者打造了一个互相分享晒图的内容社区，用户可以在不同的“岛”上晒图发帖，软件还支持点赞、评论等社交功能，进一步增强了用户间的互动性和社群的活跃度；**闲置交易：**平台提供卖闲置、寄售、发拍卖、福袋四种售卖方式，用户可根据自身情况来选择适合自己的方式来进行交易。以发闲置为例，用户选择产品系列后，根据页面信息填写闲置物品的来源、状态、价格、数量等信息后，点击【发布】即可；**奇货商城：**商城每晚都有直播和好货抽选，帮助用户更优惠、更清晰的选择商品。除此类潮玩专业 app 外，专业二手平台上潮玩交易也在持续增加。
- 闲鱼：**闲鱼是阿里巴巴集团旗下的一款二手交易平台。通过简单的操作流程，用户可快速发布自己的闲置物品，同时也可便捷地购买二手商品。根据艾媒咨询报告，截至 2022 年有超过 44 万盲盒玩家在闲鱼平台上交易；2022 年 11 月份闲置盲箱交易额突破 1.2 亿元，同比增长 70%以上。

图6：千岛 APP 社区为爱好者提供分享交流平台


资料来源：千岛 APP，民生证券研究院

图7：千岛 APP 闲置交易包含潮玩、卡牌等多个种类


资料来源：千岛 APP，民生证券研究院

图8：千岛 APP 支持“识物”，如消费者可直接扫描卡牌并显示其市场价格


资料来源：千岛 APP，民生证券研究院

图9：千岛 APP 提供“剧本杀”“观影”等同城交友活动发布


资料来源：千岛 APP，民生证券研究院

1.2 年轻人消费新趋势：为情绪消费，为兴趣买单

年轻人亟需“心灵按摩”来缓解生活压力，悦己型消费创造消费新场景。《中国国民心理健康发展报告》显示，18岁至34岁的青年焦虑和忧郁水平比其他年龄段都高，来自工作、家庭、金钱、健康的压力成为焦虑的主要来源。这使得年轻人的一些消费需求从功能性向情绪性转变，情绪价值越来越成为年轻人选择消费的重要因素。随着时代的发展和社会生活的进步，悦纳、幸福、满足、意义、亲密……这些能量满满的情绪渐渐成为人们追求与向往的状态，不仅影响着人们的消费选择和消费行为，也演变为一种消费品。可以说，当下消费市场上不断涌现出的情绪消费产品，既是时尚和潮流，也彰显了人们内在的心理追求和社会心态。通过悦己型消费，可以激活“小确幸”和“小欣慰”，让心理更平衡、生活更有序。

情感与商品相互建构，消费与情绪互相作用。许多潮玩消费者选择收集某个系

列的玩具，是因为对其中的角色有着特殊感情。有的成年人热衷于收集动漫系列潮玩，因为这能唤起他们对童年时光的怀念；也有人收藏与特定电影相关的潮玩，以纪念与爱人度过的美好时光。西南大学心理学部教授滕召军认为，谷子、盲盒、剧本杀等解压玩具能够快速满足年轻人的各种基本心理需求，短暂缓解负面压力。其一，这些活动可以提供即时的满足感，帮助年轻人暂时逃离日常生活中的压力和焦虑。其二，从“社会认同”视角来讲，年轻人参与这些流行的消费活动，有助于他们在特定的社会群体中找到认同。例如背着“痛包”走在街上，无需言语，即可与兴趣相投的人产生共鸣。爱好者认为这不仅是个人的喜好的彰显，更是一种别具一格的时尚。

图10：“痛包”成为展现个性、寻找社会认同的手段



资料来源：知衣炼丹炉，民生证券研究院

图11：Jellycat 可爱怪诞的设计赋予其情绪价值和社交属性



资料来源：Jellycat 官方微博，民生证券研究院

需求催化下企业纷纷入局，企查查数据显示，截至 2023 年，国内相关潮玩企业的存量为 12189 家，远超前三年的存量。越来越多的企业争相涌入，2020 年—2023 年，国内潮玩相关企业的数量逐渐上涨，2024 年相关潮玩企业新增超 6000 家，而 2020 年新增数量为 600 多家。**上市公司中**，除了泡泡玛特、TOP TOY 这类以潮玩为核心业务的企业，我们观察到有多家老牌玩具、传媒企业纷纷加入潮玩赛道。

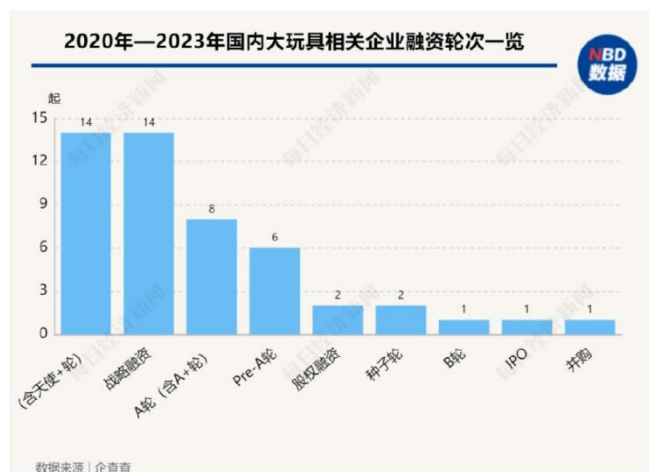
表1：潮玩相关上市公司梳理

公司简称(股票代码)	潮玩布局方向	相关业务体量 (2023 年营收, 亿元)
泡泡玛特 (09992)	中国最大且增长最快的潮流玩具公司之一, 业务覆盖 IP 运营、创意设计、销售、主题乐园等; 产品种类包括盲盒公仔、毛绒娃娃、积木、家居产品等	63.01
星辉娱乐 (300043)	公司玩具实验室和生产基地达国际先进水平, 已与玩具反斗城、孩子王等知名玩具连锁店、TOP TOY、酷乐潮玩等潮玩连锁店进行渠道合作	3.49 (车模业务)
奥飞娱乐 (002292)	公司具备成熟的 IP 商业化运作能力, 并依托全产业链优势开启玩具衍生品、婴童用品、潮玩手办、IP 授权、实景娱乐等多渠道联动变现模式; 推出叠叠乐、徽章、积木人偶等潮玩产品	11.67 (玩具销售业务)
实丰文化 (002862)	协同全球经典、潮流 IP, 精心孵化面向 6 岁到 35 岁年龄受众的潮玩品牌, 打造的品牌和产品有“萌龙学园”、“洛克星球”、与《飞狗 MOCO》联名的“治愈时空”系列潮玩 DIY 场景小屋等	2.84 (玩具业务)
高乐股份 (601566)	中国主要潮玩产品开发商之一, 公司玩具及相关业务的研发、生产和销售, 主要产品包括潮玩盲盒摆件、潮玩 IP 周边产品、毛绒玩具等	2.66
华立科技 (301011)	公司旗下环游嘉年华为动漫游戏主题乐园连锁品牌, 融合“亲子益智、社交互动、动漫潮玩、电子竞技、体育运动”等元素; 同时公司已推出音乐机矩阵、卡片机矩阵相关游戏周边, 公司游乐场和潮玩品牌合作经营线下玩具潮玩店	8.16
名创优品 (09896)	旗下 TOP TOY 为潮玩零售厂牌, 于 2020 年 12 月成立, 致力于打造全球最大最全的潮玩积木梦工厂, 搭建与年轻人深度沟通的潮玩体验和消费主场, 构建种类最全、艺术和商业价值最高的潮玩平台; 截至 24 年 10 月已覆盖 40+ 城市	7.74 (TOP TOY 2023 财年 GMV)

资料来源: ifind, TOP TOY 官网, 华立科技官网, 和讯网, 前瞻经济学人, 民生证券研究院;

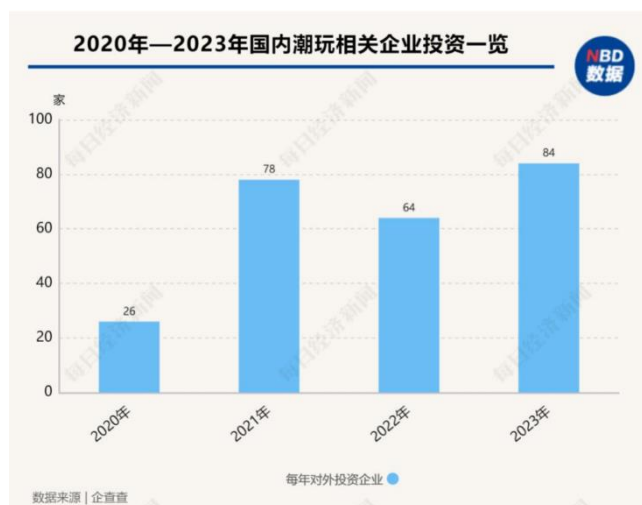
一级市场中, 据《每日经济新闻》统计, 2020 年—2023 年国内潮玩企业融资金额主要集中在千万级别, 在可查的已披露的金额中, 千万级别的融资共有 19 起; 融资轮次则主要集中在潮玩公司的成长期, 资本更偏好战略投资和天使轮。潮玩企业自身对外投资方面, 每日经济新闻数据显示, 2020 年—2023 年国内潮玩企业每年对外投资的企业数量分别为 26 家、78 家、64 家、84 家。

图12：2020年-2023年国内大玩具相关企业融资轮次一览



资料来源：每日经济新闻，36氪，企查查，民生证券研究院

图13：2020年-2023年国内潮玩相关企业投资一览



资料来源：每日经济新闻，36氪，企查查，民生证券研究院

表2：2020-2023年潮玩行业主要投融资事件汇总

时间	公司名称	轮次	金额	主营产品业务
2023-04-06	隐藏哇偶	天使轮	700万人民币	潮流玩具、IP衍生品
2022-12-12	山海潮玩	战略融资	未透露	IP潮玩手办
2022-08-03	未及 Wekki	Pre-A轮	千万级人民币	潮玩积木
2022-04-05	dodowo	战略融资	未透露	盲盒潮玩
2022-03-15	又燃又免	战略融资	未透露	潮玩手办
2022-02-08	森宝积木	A轮	数亿人民币	潮玩积木
2022-01-17	暗星文化 Underverse	战略融资	未透露	IP衍生品
2021-12-09	潮玩族	B轮	1亿美元	潮玩盲盒交易平台
2021-12-07	山海潮玩	天使轮	未透露	IP潮玩手办
2021-10-27	奥飞娱乐	定向增发	5.37亿元	潮流玩具
2021-09-09	52Toys	C轮	4亿人民币	IP孵化、IP衍生
2021-08-03	ToyCity	A+轮	近亿人民币	潮流IP孵化
2021-07-21	未及 Wekki	天使轮	未透露	潮玩积木
2021-06-15	乐之宝 LAM TOYS	A轮	近亿人民币	IP设计、IP衍生品
2021-06-17	华立科技	IPO	2.65亿人民币	潮流玩具
2021-03-23	ToyCity	A轮	数千万元人民币	潮流IP孵化
2020-12-10	泡泡玛特	IPO	50.3亿港元	潮流IP孵化
2020-04-29	泡泡玛特	战略融资	超1亿美元	潮流IP孵化
2020-02-24	52Toys	B轮	未透露	IP孵化、IP衍生

资料来源：前瞻经济学人，民生证券研究院；

潮玩又可按照产品种类、目标受众、功能属性等方式分类，在此篇报告中我们将按照潮玩价值属性分为“收藏”和“互动”两大类，并覆盖介绍市场上主流潮玩品类，探讨消费新趋势。

2 以收藏属性为主导的潮玩品类

2.1 谷子：在三次元为喜爱的二次元形象付费

谷子，源自日语“グッズ”和英语“goods”（原意均为商品）的音译，指的是动漫、游戏等二次元作品的官方周边商品，如吧唧（徽章）、立牌、挂件等。自2007年起，随着二次元文化在国内的流行，谷子文化也逐渐兴起，并在2021年开始形成独特的“谷圈文化”，截至23年底，谷子相关话题在抖音播放量达67亿次，小红书浏览量达19.2亿次。谷子的受众主要是热衷于收集与动漫、漫画、游戏（ACG）等版权作品相关的衍生周边产品的二次元文化爱好者圈层。2024年3月，名创优品与日本动漫chiikawa联名的主题谷子快闪店全国首站登陆上海静安大悦城，据上观新闻报道数据，开展首日10小时销售金额达268万元，活动历时39天，创下超2610万元的销售金额，一举打破商场开业以来IP展销售金额纪录，带动15万人到场购物。

图14：chiikawa×miniso 主体快闪店



资料来源：三湘都市报，民生证券研究院

图15：拍卖出 8.3 万元高价的排球少年流麻



资料来源：TapTap，民生证券研究院

“谷子”近年爆火的原因有多方面。从供应端来看，一是国产IP的兴起。近年来，国产小说、游戏、动漫、广播剧不断发展，头部IP如原神、光与夜之恋、明日方舟等在国内年轻人中积累了大量粉丝。二是国产厂牌迅速入局，国产IP可以找到丰富的供应链，且相比常规的吧唧、亚克力牌，国内制造工厂成熟的产业链为谷子提供了更多玩法与品类，例如最近圈内火爆的“流沙麻将”，一种形似麻将的亚克力摆件，摆件内含有“流沙状”的闪粉，在晃动时形成动态背景，映衬摆件上的二次元人物，营造出流光溢彩的氛围感。

从需求端来看，一是日益庞大的二次元消费群体与消费力。据艾瑞数据显示，2023年中国二次元行业规模同比增长27.6%，达到2219亿元。二是“痛文化”兴起，指用自己喜欢的IP谷子装饰挎包、提袋等来展示自己的“谷圈属性”。痛包也叫itabag，起源于日本ACG，是指挂满二次元周边装饰的包包，因为这样的

包看上去十分夸张，且视觉冲击感强烈，让人看了就觉得「痛々しい」，所以也就被称为“痛包”。常见的痛包最外侧会有一个有 pvc 材料制作的透明夹层，人们通常会将收集来的吧唧，也就是二次元人物的周边徽章整齐排布在夹层里，用来装饰自己的痛包。当然，除了吧唧之外，人们还会用各种方式装饰包包，比如棉花娃娃、手办、玩偶等，以表达自己的个性爱好。这种特殊且极具个性的表达形式，让痛包迅速形成了一种文化并且在社媒平台上广泛传播。据「炼丹炉」概念洞察显示，小红书上痛包相关的笔记数量和讨论热度从今年开始急速上升，截至 24 年 6 月，“#痛包”关联笔记数已经达到了 73 万+篇，话题浏览量更是高达 9 亿余次。与此同时，淘系平台上，痛包相关的商品销量也顺势激增，7 月销量同比增幅已经成功突破了 200%，销售额同比增幅亦达 170%。通过谷子装扮自己来展示喜欢的 IP，进而快速寻找同好，谷子成为了一种社交货币。三是部分谷子的稀缺性和限购的形式让“炒谷”现象在社交媒体上愈发频繁，衍生出繁荣的二手交易市场。2024 年 1 月，日本动漫《排球少年》的一款官方流沙麻将周边在线拍卖，因其属于官方盲抽且数量稀少，一块小小的亚克力制品以惊人的 8.3 万元成交。“炒谷”热也一定程度上刺激着谷圈消费。

图16：常见“谷子”分类



资料来源：新营销研究所，民生证券研究院

图17：奥运冠军全红婵展示她的“痛包”



资料来源：上观新闻，民生证券研究院

2.2 手办：个性化、收藏价值较高的玩具模型

手办(泛指收藏性人物模型)一般指人形(收藏性人物模型)，也可能指汽车、建筑物等玩具模型。在日本，手办文化已成为动漫、游戏等次文化的重要组成部分中国手办市场的起源于 21 世纪初日本动漫文化在中国广泛传播之际，市场起初盗版猖獗，产品粗制滥造，2017 年国内厂商龙桃子与大班因仿冒高达模型被查处超 2.3 亿元后，逐步迎来 bilibili 会员购等官方授权的正规渠道。市场早期，日系手办占据主导地位，一些著名日漫 IP 如火影忍者、机动战士高达、鬼灭之刃等受到二次元爱好者的广泛追捧。然而，随着国创 IP 的崛起，国产手办也逐渐在市场上占据一席之地。

国内市场上手办的受众主要为动漫、游戏、电影等二次元文化的爱好者，以及对艺术收藏和个性化产品有高需求的消费者。根据艾媒咨询调查数据显示，44.76%的手办消费者接受的价格区间为 101-300 元，24.01%的消费者接受 50-100 元。其中，由米哈游开发的《原神》游戏在全球范围内取得巨大成功，其相关手办产品也受到了玩家热烈追捧。例如，《原神》凝光系列手办以 1299 元的售价，在开放预约不到一个月的时间，预约量就达到了 1.1 万件，据广东省动漫协会估算销售额超过 1500 万元。凝光手办在设计中增加了屏风、画卷、灯笼等国风元素，配件精致，微雕生动还原。该角色拥有庞大的游戏玩家粉丝基础，加上限时预约订购等市场策略，共同推动了凝光手办的热销。

图18：原神凝光手办热销



资料来源：米游铺，民生证券研究院

图19：做工精美的《龙珠》手办



资料来源：万代模型官网，民生证券研究院

2.3 盲盒公仔：间歇强化提高粘性，追求“不确定的美好”

盲盒，是指消费者不能提前得知具体产品款式的玩具盒子，具有随机属性。这种诞生于日本的潮玩，最初名字叫 mini figures，流行欧美后也开始被称作 blind box。盲盒公仔在中国市场的起源可以追溯到 1994 年，某知名足球专业报纸推出世界杯纪念册，纪念册中的彩图具有“盲盒”属性。但真正意义上的盲盒文化兴起是在 2012 年之后，特别是在 2016 年泡泡玛特发力盲盒营销，2019-2020 年，在资本的加注下，中国盲盒经济掀起了热潮。泡泡玛特的 Molly 系列盲盒是市场上爆火的代表性产品，2019 年一年就售出了 400 万个，销售额近 4.56 亿元人民币。盲盒公仔的火爆，源于其独特的营销方式和消费者心理的把握。

盲盒的不确定性给予消费者惊喜和期待，同时，盲盒公仔通常与知名动漫、影视 IP 形象相关联，满足了年轻群体对于个性化、情感寄托和社交需求的追求。其受众主要集中在年轻一代，尤其是 95 后消费者，他们对新奇、个性化产品有较高的接受度和购买力。隐藏款的“间歇性强化”产生更深情感联结：盲盒打开之后，大概率是平平无奇的普通款，但也有小概率是高市场溢价的隐藏款、限量款，可谓“开出就是赚到”。闲鱼的统计数据显示，在“泡泡玛特”的盲盒商品中，涨价最

迅猛的“潘神”隐藏款盲盒原价为人民币 59 元，闲鱼价却达到人民币 2350 元，狂涨 39 倍；而“molly”隐藏款原价为人民币 59 元，闲鱼均价为人民币 1350 元，涨幅达 22 倍。偶尔获得一次“隐藏款”的惊喜体验让人难以忘怀，这种不确定性导致的“间歇性强化”，对于重复决策具有较好的强化作用。**爱好者通过“端盒”实现全套收集**：对于忠实爱好者、系列需求者来说，部分消费者会选择“端盒”，即直接购买一整套，省却“单吊”模式，避免出现重复的玩偶。“端盒”不仅能一次性集齐常规款，还有更大几率抽中隐藏款。

图20：泡泡玛特 Molly 六大系列盲盒产品



资料来源：泡泡玛特官网，民生证券研究院

图21：名创优品于英国伦敦开设盲盒店



资料来源：名创优品官网，民生证券研究院

2.4 艺术玩具：为艺术价值支付溢价

在此语境下，我们将艺术玩具定义为艺术价值较高，具有一定稀有性的玩具，通常市场价值在千元人民币以上。1999 年前后，被誉为“香港潮玩教父”的 Michael Lau 发布原创漫画《Gardener》，并制作了“Gardener”系列的 12 寸全身可动人偶，这个系列也被视为 Art Toys（艺术玩具）的雏形。数十年的厚积薄发下，发展至今的 Art Toys 已成为一种艺术形式，无论潮流展会还是艺术画廊，现在我们可以各异场景中看到这种源自街头文化的艺术玩具。其中代表性产品之一是由 KAWS 设计的系列潮玩。KAWS 以其独特的艺术风格和与街头文化的结合而闻名，“X”形双眼和球根状骷髅头骨是他的设计特征。其设计的艺术玩具不仅受到潮流爱好者的追捧，也成为收藏家和艺术市场的热门选择。在拍卖中 KAWS 的价格一度达到 700 美元，在展览商店中的单个售价也达到 1499 元人民币，显著高于普通潮流玩具，显示出其在市场中的稀缺性、收藏价值和受欢迎程度。这些艺术玩具的主要受众是追求个性化和独特审美的年轻群体，他们对艺术和潮流文

化有较高的认同感，并愿意为具有艺术价值和独特设计的产品支付溢价。

图22: KAWS 艺术公仔



资料来源: 理想生活实验室, 民生证券研究院

图23: BE@RBRICK 艺术潮玩



资料来源: 1626 潮流精选, 民生证券研究院

3 以互动性为主导的潮玩品类

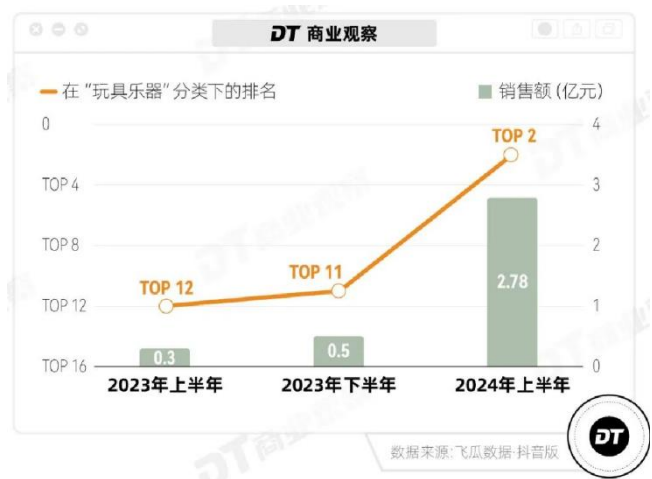
3.1 卡牌：小朋友的社交密码，年轻人的电子榨菜

卡牌通常指的是一种具有图案、数字或文字的小型纸片或塑料片，用于游戏或收藏，可按照玩法大致分为非集换式卡牌和集换式卡牌两类。非集换式卡牌游戏需要的卡牌相对固定，比如各类扑克牌游戏、UNO 以及桌游三国杀。

集换式卡牌（简称：TCG）以收集卡牌为基础，玩家通过购买和交换来丰富自己的卡组。集换式卡牌可进一步细分为非竞技型和竞技型，非竞技型卡牌主要用于收藏和欣赏，竞技型卡牌需要玩家对战。

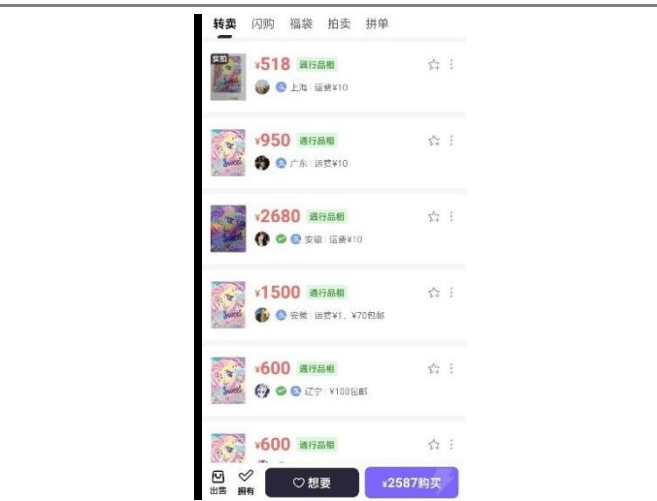
- **非竞技型卡牌：**以近期大受欢迎的小马宝莉卡牌为例，其盲盒按不同规格分为趣影、彩虹、辉月等种类，通常按包或者盒售卖；不同种类的价格、每包张数、每盒包数、和出卡概率不同。小马宝莉卡牌以盲盒抽取的形式售卖，根据卡片的稀有度分为 16 个等级。根据官方数据，稀有的 SC 卡抽出的概率为 1 : 216，但实际上，多数情况下运气普通的玩家可能要花费超过 2000 元才能抽出一张表面带闪粉的稀有卡牌。小马宝莉卡牌在中小学生中非常流行，它们不仅是一种收藏品，更是孩子们的一种社交工具。由于卡牌数量有限和经济限制，孩子们容易产生攀比心理。那些拥有更多稀有卡片的孩子可能会获得更多的关注和羡慕。

图24：头部卡牌公司卡游 24H1 于抖音的销售额达到 2.78 亿元



资料来源：飞瓜数据，36 氪，民生证券研究院

图25：小马宝莉卡牌转卖价格



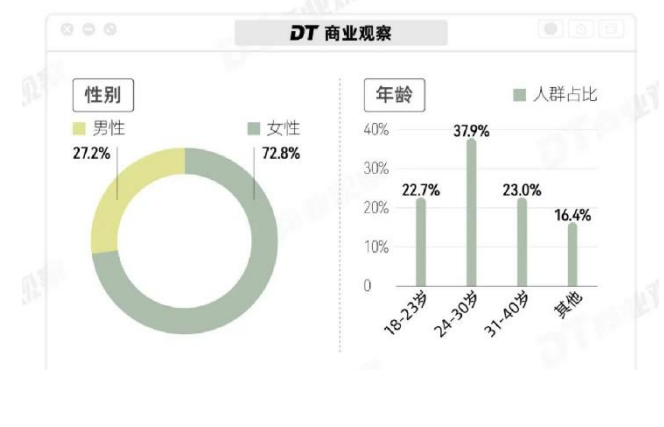
资料来源：千岛 APP，民生证券研究院

卡牌强劲的吸金能力部分归因于直播拆卡形式。随着越来越多人参与收集卡牌，有的直播间开始提供“代拆”服务，消费者在线下单后，主播即时拆卡并展示。在抖音、小红书等社交媒体平台，以“xx 拆卡”为名的账号不少，其中涌现出一批涨粉迅速的拆卡达人。以头部主播@九欧拆卡为例，她 2022 年创号初期，从 1 万粉丝涨到 10 万粉丝仅用了 13 天的时间。截止 24 年 7 月，粉丝数已达 162.3

万人，各项数据还在不断攀升。2024年6月22日至7月21日，30天内15场直播，九欧拆卡总销售额100w-250w元，单次直播销售总额最高可达25w-50w；总观看人数782.8w人次，单次直播观看总人数最高可达113.6w人次。为吸引更多消费者，拆卡直播间还推出“数小马”、“躲小马”、“叠叠乐”、“刺刺乐”、“做公主”等玩法，每种玩法背后对应的是一系列“以小博大”的奖励机制。此外，小马宝莉卡牌的二级市场也相当活跃，一些稀有卡片的价格甚至被炒到了数千元。

“拆卡”直播用户以女性为主，主播提供的情绪价值使得直播成为年轻人“电子榨菜”。用户画像方面，在抖音看拆卡直播间的人主要以喜欢二次元和游戏的女性群体为主——从以模型玩具、动漫、“三坑”为主的购买偏好、和以游戏为主的视频喜爱偏好中可以看出。其次还有一部分给自己小孩买卡、抽卡的家长。在拆卡直播间，无论是主播还是观众，都会给予开卡结果极大的正反馈。不少主播专门准备了一个传唤铃，在开出高卡位时会高声惊呼、按铃祝贺，紧接着互动区有人羡慕，有人祝贺，还有人刷屏“吸欧气（指代运气，源于游戏热词）”。这也是为什么有一部分人不选择直接在淘天等电商平台上直接买卡寄回家，而是选择在直播间下单。在众目睽睽下开出的卡，往往会被赋予更多的满足与价值。

图26：观看拆卡直播的受众以女性为主



资料来源：飞瓜数据，36氪，民生证券研究院

图27：抖音拆卡直播间



资料来源：抖音@汪汪拆卡，36氪，民生证券研究院

- **竞技型卡牌：**其代表为三大TCG卡牌游戏《万智牌》《游戏王》与《宝可梦》系列。不同的竞技卡有不同的攻击值、防御值以及翻转使用说明，作为集换式卡牌，玩家需要通过自己购买卡包获得卡牌并构建符合规则的卡组来进行对战。卡牌分为多个稀有度等级，包括R、SSR、UR、SP、GP、WCR、SGR等等级，这些卡牌在攻击力和视觉上都有所区别。稀有度越高的卡牌攻击力和炫酷程度通常更高。此外，卡游推出的集换式卡牌具有完整故事情节，每个产品都能以独特的方式展现故事的一部分。与此同时，卡游在集换式卡牌设计中融入了拼图元素，当多张卡牌拼接在一起时，可形完整的画面。卡牌竞技活

动主要玩家为年轻人和青少年，卡游自 2021 年起开始组织中国卡牌专业益智竞技活动 TCG 比赛，在全国召集玩家进行线下卡牌对战切磋。当下，除了玩家间的对战玩法，奥特曼卡牌还可在二手市场上进行交易，稀有度越高的卡牌往往具有更高的流通价值。

图28：宝可梦卡牌



资料来源：宝可梦官网，民生证券研究院

图29：卡游奥特曼 UR 拼接卡



资料来源：卡游天猫旗舰店，民生证券研究院

国内卡牌行业与国外相比起步较晚，但在近几年发展迅速，从动漫衍生品发展成为一种独立的收藏和娱乐形式，据观研报告，2022 年我国集换式卡牌市场规模就达到了 8.84 亿元。而随着卡牌热度不断上升，与文化 IP 相关的卡牌更加受到消费者的喜爱，例如小马宝莉、奥特曼卡牌生产商之一的卡游，招股书显示，2021 年、2022 年以及 2023 年前 9 个月，卡游经营利润分别为 9.32 亿元、18.03 亿、4.82 亿元，经调整净利润分别达 7.95 亿元、16.20 亿元、5.78 亿元。据澎湃新闻报道，如果需求量大，一张卡牌的制作成本最低仅需 7 分钱，但单张卡牌的售价却达到 1-2 元，甚至还有售价上百和上千的卡册。其次，作为超级 IP，小马宝莉、奥特曼等拥有庞大的跨世代粉丝团体，从 80 后到今天的 10 后，都有大量消费者愿意为其买单。此外，卡牌由不透明袋子包装，本身存在盲盒属性，吸引着消费者的好奇心。

3.2 毛绒玩具：可爱与柔软为成年人提供童趣港湾

毛绒玩具作为潮玩在中国市场的起源与 90 年代中国玩具制造业的兴起密切相关。随着居民收入水平的提升和消费观念的转变，毛绒玩具开始从传统的儿童玩具向成人市场扩展，成为潮流玩具的一部分。据共研网数据显示，2023 年中国毛绒玩具市场消费者中，00 后是毛绒玩具最庞大的消费群体，占比达到 43%，90 后消费者占比为 36%。根据知行集团分析，淘系平台上的毛绒玩具在低价格（小于 100 元）存在大销量，但销售额还是集中在 200 元以上的产品。截至 2023 年底，在淘宝毛绒玩具的高增长卖点榜中，“呆萌”、“可爱柔软”等相关关键词产品销售额过万，同比增长 1000%+。

Jellycat 等毛绒玩具凭借柔软的手感、可爱的外形以及独特的互动体验，满足成年人对于“童趣”消费的需求。据麦肯锡《2024 中国消费趋势调查》，城镇“Z 世代”人群对社交、情感陪伴和精神享受的追求，更加趋向于解压性消费和体验消费。而毛绒玩具能为人们提供情绪上的慰藉，不少品牌抓住毛绒玩具的情绪治愈卖点，推出各种各样的营销玩法，吸引了一大波消费者。其中代表性品牌 Jellycat 在 2023 年“双十一”期间销量同比增长 44.8%，销售额同比增长超过 70%，超越迪士尼成为淘系平台毛绒布艺品类销售额第一名，成交均价为 465 元。Jellycat 将玩偶拟人化，每一只娃娃都有自己的名字和专属设定，激发用户的收集欲望，让人感觉玩偶是一个有“生命力”的生活情感搭子。在线下门店购买“毛绒水煮蛋”时，店员还会拿着铲子按一按鸡蛋玩偶，并询问顾客要单面煎还是双面煎，是否放调料等，为消费者提供满满情绪价值。毛绒玩具在成年人之间的爆火反映出的是当代消费者对于“童趣”消费的追求。在快节奏、高压力的现代生活中，人们越来越渴望寻找一种能够回归童心、释放压力的方式。

图30：Jellycat 门店售卖毛绒水煮蛋玩具



资料来源：天下网商，民生证券研究院

图31：迪士尼 IP 玲娜贝儿毛绒玩具

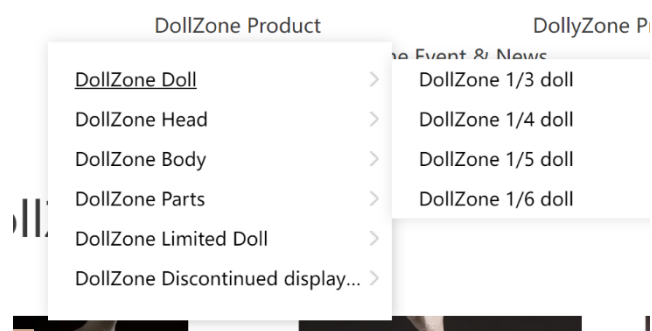


资料来源：什么值得买，民生证券研究院

3.3 BJD、棉花娃娃：强个性化、强情感联结的养成系娃娃

1999年，日本著名娃社VOLKS所生产Super Dollfie系列娃娃（SD娃娃），以其精致的外形被许多人所喜爱，让这个原本更偏向雕塑艺术人偶玩具，正式走向商业化的道路。2005年，中国第一家原创BJD品牌Doll Zone成立，开启了国内BJD（Ball-jointed Doll）娃娃市场的发展。作为中国首个BJD品牌，DZ以其主题系列发售的娃娃而知名，如《鸿鸟系列》、《太空系列》、《精灵系列》等，特别是萌系6分娃非常出名。日本娃社Volks的BJD普遍价格超过2000元，个别款式甚至上万元。国内原创BJD的价格则多在200元到5000元之间。BJD娃娃不仅是玩具，更是艺术品和收藏品。它们可以更换服装、妆容、眼睛甚至发型，提供了高度个性化和创造性的空间。此外，BJD娃娃的养护和装扮过程也成为玩家情感投入和社交互动的重要部分。BJD娃娃的主要受众是追求个性化和情感寄托的年轻人，尤其是“Z世代”。根据MobTech的2021年“Z世代”“潮力量”洞察报告显示，BJD娃娃消费者多分布于一线、新一线和二线城市，其中超2成年均花费3000元以上“领娃”，超3成花费1000元以上为了后续“养娃”。

图32: DollZone 官网售卖不同零件及大小的 BJD 娃娃



资料来源: DollZone, 民生证券研究院

图33: DollZone 官网销量最高的 6 分 BJD 娃娃



资料来源: DollZone, 民生证券研究院

棉花娃娃是指身长10到20厘米，主体用聚酯纤维制成的玩偶娃娃，最早来自韩国。2015年，EXO组合的粉丝以偶像金钟大为原型自制了棉花娃娃并带到演唱会现场应援，以其可爱治愈的形象迅速在饭圈流行，粉丝们纷纷开始自制偶像棉花娃娃。2018年，棉花娃娃开始从“粉圈应援物”的身份独立出来，成为一种专门的潮玩品类，不以任何明星或虚拟人物为原型的“无属性棉花娃娃”开始出现。2019年3月，新浪微博“棉花美娃娃”超话成立，截至24年8月已有154万粉丝，超过“玲娜贝儿”和“BJD”，在潮玩周边超话排名第一。根据微店发布的《2021棉花娃娃玩家洞察报告》（后续简称棉娃报告）显示，2021年在线购买棉花娃娃的用户量达百万级别，线上交易额达10亿元。大量的年轻女性构成了“养娃”大军，微店平台“养娃”群体中98%为女性用户，00后占比43%，95后占比26%。

平台上棉花娃娃均价为 62 元，爱好者人均拥有 8.73 只。微店表示，2023 年微店棉花娃娃线上及线下的交易额为 12-15 亿元，即月交易额超过 1.2 亿元。

棉花娃娃在玩家眼中的角色发生着微妙变化。从早期单纯的明星周边产品，逐步发展为集文化创意、可爱经济、精神消费、国潮等于一身的个性潮玩产品。从《甄嬛传》《苍兰诀》等热播剧到童年回忆《喜羊羊与灰太狼》，各大 IP 推出的棉花娃娃周边，吸引了不少粉丝为情怀买单。“为什么玩棉花娃娃？”棉娃报告显示，有 85% 的受访者多选“外观软萌/可爱治愈”一项，另有 58% 和 55% 的受访者勾选了“情感寄托”和“收藏带来的快乐”选项，选择“分享晒娃的快乐”和“体验养成的快乐”的玩家也都超过了 20%。

图34：服饰多样的棉花娃娃



资料来源：绘客，民生证券研究院

图35：棉花娃娃具有完备产业链条



资料来源：Rua 娃吧，民生证券研究院

4 投资建议

我国潮玩市场处于高速发展阶段，随着当代年轻人对于精神生活的需求增加，以潮流玩具为代表的情绪消费品展现出了较强活力，具有一定逆周期属性；我们认为潮玩产品主要向通过观赏、互动等过程向消费者提供了情绪价值，同时延伸出社交价值、收藏及投资价值。在行业快速发展、竞争加剧、新产品层出不穷的背景下，我们认为相关参与方需要及时洞察消费者多元化需求，并针对性进行产品研发及推广。建议关注具有 IP 运营能力、自主销售渠道的产业参与方。

4.1 泡泡玛特

泡泡玛特已经建立了覆盖潮玩玩具全产业链一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、渠道与销售等。近年来公司收入高速增长，24H1 公司中国内地业务实现收入 32.06 亿元，同比增长 31.5%；我国港澳台及海外业务实现收入 13.51 亿元，同比增长 259.6%，产品受到海外消费者认可。展望未来，渠道方面公司将持续扩张东南亚、欧洲，线下在全球地标开设渠道，线上加强对三方平台、内容电商和官网的投入。

公司不断精进 IP 运营能力，头部 IP 稳健增长。IP 运营与创意设计是推动泡泡玛特发展的关键因素，公司在全球范围内挖掘极具潜力的潮流艺术家和设计师，凭借成熟的 IP 运营体系，成功塑造出备受欢迎的潮流文化 IP 形象。与此同时，公司持续强化产品的设计创新力度，进一步丰富产品品类，旨在满足各类粉丝群体的多元需求。2024 年 H1 艺术家 IP 收入为 36.9 亿元，同增 70.4%，占总收入达 81.0%；头部 IP 保持强劲增长，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA 实现收入 7.82/6.27/5.75 亿元，同比分别增长 90.11%/292.17%/9.15%。

由盲盒公仔向多产品线扩充，毛绒玩具、Mega 大娃等品类展现较高增速。近年泡泡玛特持续推出新产品类型，如萌粒、Mega 大娃、毛绒玩具、积木等，产品形态和工艺的创新在增强现有粉丝黏性的同时扩大了粉丝群体&客单价。以搪胶毛绒类玩具为例，搪胶工艺使得面部表情更为鲜活灵动、可爱迷人，而毛绒玩具又具备方便展示、能作为穿搭配饰等特性，这不仅增强了粉丝与 IP 的情感纽带，还提供了更为丰富多样的互动体验，在吸引众多新粉丝的同时，也极大地增强了粉丝对 IP 的黏性。在 2024 年半年报中，公司首次按照品类划分收入，24H1 手办/MEGA/毛绒玩具/衍生品及其他分别实现收入 26.6/5.9/4.5/8.7 亿元，同比增长 30.2%/141.9%/993.6%/77.5%；上述品类分别占公司收入 58.3%/12.9%/9.8%/19.0%，同比变动-14.2/+4.3/+8.3/+1.6pct，手办占比已低于 60%。

考虑到公司 IP 认可度进一步提升，海外进入收获期；产品形态不断拓展，粉丝数量粘性双提升，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 20.1/25.1/31.8 亿元，对应 PE 36/29/23X，维持“推荐”评级。

泡泡玛特风险提示：潮玩市场竞争加剧，消费需求不及预期，国际贸易摩擦，汇率大幅波动的风险。

表3：泡泡玛特盈利预测

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,301	9,954	12,462	15,394
(+/-)(%)	36.5	58.0	25.2	23.5
净利润	1,082	2,009	2,508	3,175
(+/-)(%)	127.5	85.6	24.9	26.6
EPS	0.81	1.50	1.87	2.36
P/E	67	36	29	23
P/B	9.4	7.5	6.0	4.8

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年10月15日收盘价）

4.2 晨光股份

公司为中国文具行业龙头，近年来发力文创、文化、潮玩产品，或打开新兴增长曲线。在国内需求不及预期，消费者偏好发展转变的2024上半年，公司各项业务实现稳定增长。据公司口径，24H1公司传统核心/新业务分别实现9%/12%的收入增长。24H1核心业务以爆品思路开发产品，聚焦减量提质，注重强功能、高品质的产品，提高书写工具等核心单款上柜率和销售贡献。以文化、文创产品为主的九木杂物社则是增加晨光品牌露出，带动晨光的高端化产品开发。随着国内人口结构变化，出生率下降，公司收入增长将更多来源于消费升级和产品升级。国内文具消费呈现品牌化、创意化、个性化和高端化的趋势，精品文创类产品需求进一步凸显，推动从文具到文创生活的升级转型。

品牌推广强调“情绪价值”，升级与消费者的情感沟通及互动。公司旗下九木杂物社是以15-29岁的品质女生作为目标消费群体，销售的产品主要为文具文创、益智文娱、实用家居等品类，店铺主要分布在各城市核心商圈的优质购物中心，是公司基于文创生活的新零售模式的探索。九木杂物社所售产品包括盲盒公仔、谷子、毛绒玩具等多种潮玩产品；截至24H1，公司在全国拥有九木杂物社671家。近年来，晨光股份以产品作为品牌传播及与消费者互动的发力点，聚焦“调性温度”和“刚需升级”的高端化产品，推动品牌升级，以“有温度的好文具”为传播核心，让消费者感受“不一样的晨光”。以“探店”+“种草”+“情绪价值”的内容形式，赋能产品、渠道，完成与消费者的情感沟通及互动。

潮玩文创子公司“奇止好玩”合作热门IP，晨光自有供应链、渠道赋能潮玩品类孵化。奇止好玩成立于2020年12月24日，作为晨光文具旗下独立潮玩文创品牌，倡导兴趣与潮流相结合生活方式，传递“让生活更好玩”的品牌理念，专注于文创潮玩领域，具有完善的设计开发——生产销售的一条龙商业体系。截至24年10月，奇止好玩已于咒术回战、原神等经典热门IP合作，并推出吧唧（微

章)、立牌、卡牌在类的多种潮玩商品。

考虑到公司核心业务增长稳健,公司积极拥抱代表着新消费习惯的线上、九木等渠道;文创、潮玩等新业务借力自有供应链及渠道,或打开新兴增长曲线。在内需不及预期/对公业务增速放缓的环境下,晨光积极求变:对外发展国际业务,对内组织升级与变革;我们看好公司长期成长性。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 17.1/20.7/25.1 亿元,对应 PE 17/14/11X,维持“推荐”评级。

晨光股份风险提示: 终端需求不及预期,新业务拓展不及预期。

表4: 晨光股份盈利预测

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,351	27,098	32,182	38,679
增长率(%)	16.8	16.0	18.8	20.2
归属母公司股东净利润(百万元)	1,527	1,708	2,068	2,506
增长率(%)	19.1	11.9	21.0	21.2
每股收益(元)	1.65	1.85	2.24	2.71
PE	19	17	14	11
PB	3.6	3.3	2.9	2.5

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 15 日收盘价, 1HKD=0.92RMB)

5 风险提示

- 1) **消费环境不及预期的风险。**若宏观经济环境不及预期,消费者可支配收入、消费意愿均将受到压制;消费者或首先保障必选消费,或减少对于潮玩产品的消费投入。
- 2) **市场竞争加剧的风险。**潮玩行业繁荣发展的同时,吸引了国内外各类参与方,若行业参与者过多、竞争加剧,将迫使企业进行产品价格调整或更大销售费用投放,或挤压企业利润。

插图目录

图 1: 2017 年-2026 年中国潮玩市场规模 (按产品类型划分, 亿元)	3
图 2: 2024 年中国潮玩市场各品类占总规模比例	3
图 3: 2024 年 Bilibili World 活动现场	4
图 4: X11 x 重返未来开设“箱中展映”主题特快闪店	4
图 5: 潮玩社区千岛为不同品类、IP、终端的爱好者提供社交与交易平台	5
图 6: 千岛 APP 社区为爱好者提供分享交流平台	6
图 7: 千岛 APP 闲置交易包含潮玩、卡牌等多个种类	6
图 8: 千岛 APP 支持“识物”, 如消费者可直接扫描卡牌并显示其市场价格	6
图 9: 千岛 APP 提供“剧本杀”“观影”等同城交友活动发布	6
图 10: “痛包”成为展现个性、寻找社会认同的手段	7
图 11: Jellycat 可爱怪诞的设计赋予其情绪价值和社交属性	7
图 12: 2020 年-2023 年国内大玩具相关企业融资轮次一览	9
图 13: 2020 年-2023 年国内潮玩相关企业投资一览	9
图 14: chiikawa×miniso 主题快闪店	10
图 15: 拍卖出 8.3 万元高价的排球少年流麻	10
图 16: 常见“谷子”分类	11
图 17: 奥运冠军全红婵展示她的“痛包”	11
图 18: 原神凝光手办热销	12
图 19: 做工精美的《龙珠》手办	12
图 20: 泡泡玛特 Molly 六大系列盲盒产品	13
图 21: 名创优品于英国伦敦开设盲盒店	13
图 22: KAWS 艺术公仔	14
图 23: BE@RBRICK 艺术潮玩	14
图 24: 头部卡牌公司卡游 24H1 于抖音的销售额达到 2.78 亿元	15
图 25: 小马宝莉卡牌转卖价格	15
图 26: 观看拆卡直播的受众以女性为主	16
图 27: 抖音拆卡直播间	16
图 28: 宝可梦卡牌	17
图 29: 卡游奥特曼 UR 拼接卡	17
图 30: Jellycat 门店售卖毛绒水煮蛋玩具	18
图 31: 迪士尼 IP 玲娜贝儿毛绒玩具	18
图 32: DollZone 官网售卖不同零件及大小的 BJD 娃娃	19
图 33: DollZone 官网销量最高的 6 分 BJD 娃娃	19
图 34: 服饰多样的棉花娃娃	20
图 35: 棉花娃娃具有完备产业链条	20

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 潮玩相关上市公司梳理	8
表 2: 2020-2023 年潮玩行业主要投融资事件汇总	9
表 3: 泡泡玛特盈利预测	22
表 4: 晨光股份盈利预测	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026