



Research and  
Development Center

**实丰文化点评报告：**

**小游戏业态高速增长，“IP+AI” 带动**

**玩具业务破圈**

证券研究报告

公司研究

公司点评

实丰文化(002862.SZ)

投资评级

上次评级

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 实丰文化点评报告：小游戏业态高速增长，“IP+AI”带动玩具业务破圈

2024年11月20日

## 本期内容提要：

- **【IP】**公司目前拥有原创IP和授权IP两大板块，原创IP有飞飞兔、企鹅嗡嗡、龙宝戏猪等；已获得的授权IP主要有宝可梦、奶龙、贪吃蛇、蛋仔派对等。目前实丰文化知名的自创玩具包含旺仔小六、企鹅嗡嗡、智能飞飞兔、智能飞飞象以及公司近期推出的小狗奔奔等产品。公司响应市场需求，与诸多知名IP联动，已推出宝可梦场景套装全系列、可达鸭款电动模玩、奶龙电动模玩以及贪吃蛇电动惊喜盒等产品。在玩具产品形式上，公司后期将推出包括但不限于毛绒挂件、徽章、摆件等多元化新方向的发展，不断扩大公司在玩具市场的份额。
- **【AI陪伴】**公司致力开发新一代智能玩具产品。目前已与灵优智学、奥飞娱乐等公司达成战略合作。孩子们需要的不仅仅是一款会说话的机器人，而是一个能够理解他们情感、能建立深厚情感连结的伙伴，将大模型装进玩具里，赋予传统玩具以生命力。通过生成式AI技术，实丰文化将实现智能玩具品类的升级，为儿童提供更加智能化和互动性的玩伴。站在AI陪伴、AI玩具赛道快速发展的节点，通过多场景不同模型的接入微调及调用完成，如豆包大模型和扣子专业版等工具的接入，与亲子互动需求天然契合模型的对话、情绪理解能力。
- **【游戏】24年10月游戏业务高速增长，业绩弹性大。**实丰网络上半年实现2995万收入、634万净利润，净利率高达21.2%，在小游戏业务上的投入产出比较高，互联网投流费用及ROI回报合理。10月，该厂商旗下的《小小庇护所》在微信小游戏畅玩榜中位列第7名，同时还有其他3款产品跻身畅玩榜TOP50。我们认为，在公司24年下半年投流增长期，有望带动公司游戏业务业绩大增。假设畅玩榜前十产品单一款游戏（目前有一款）月流水5000万，年化流水6亿，在腾讯小游戏流水分成比例在30%条件下，我们估计有望为公司带来4.2亿收入贡献（ $6 * (1 - 30\%) = 4.2$ ），按照上半年净利率估算约为公司带来8800万年化净利润贡献。
- **观点总结：**游戏业务高速增长有望为公司带来数千万利润增量，截至2024年11月19日，公司估值约30亿，公司24H1归母净利润246.95万，叠加我们对公司游戏业务增量的假设，我们预计公司2025年有望实现过亿归母净利润。而目前IP+AI有关公司如奥飞娱乐、上海电影等，PE(ttm)估值在100x左右，重点关注AI应用催化下AI陪伴、结合IP趋势对实丰文化的估值和业绩提升。
- **风险因素：**游戏流水表现不及预期、IP变现不及预期

## 目录

一、公司概况：IP+AI 促进公司玩具研发，小游戏业态高速增长中 .....	4
二、观点总结 .....	12
三、风险因素 .....	12

## 图目录

图 1: 公司智能产品 GPT 网络版智能飞飞兔（电池版零售价 85 元，充电版零售价 95 元） .....	4
图 2: 实丰文化授权 IP 奶龙及宝可梦（可达鸭）的玩具产品 .....	5
图 3: 2018-2024H1 实丰文化玩具业务收入、成本及毛利率变化趋势 .....	5
图 4: 实丰文化部分热门小游戏 .....	6
图 5: 实丰网络近 90 天投放趋势按玩法划分（截至 2024.11.20） .....	6
图 6: 《小小庇护所》上线后稳居微信小游戏畅玩榜前十 .....	7
图 7: 2024 年实丰文化小游戏素材投放趋势（2024.01.01-2024.11.20） .....	8
图 8: 实丰网络素材投放实例 .....	8
图 9: 2018-2024H1 公司营业收入及 yoy（单位：万元） .....	9
图 10: 2018-2024H1 公司营业收入占比变化趋势 .....	9
图 11: 2018-2024H1 公司各业务毛利率变化趋势 .....	10
图 12: 实丰文化游戏业务子公司实丰网络营业收入及净利润情况 .....	11
图 13: 2021-2024Q3 实丰文化销售费用（单位：万元） .....	12
图 14: 2021-2024Q3 实丰文化归母净利润及归母净利润率（单位：万元） .....	12

## 表目录

表 1: 可比公司估值表 .....	13
--------------------	----

## 一、公司概况：IP+AI 促进公司玩具研发，小游戏业态高速增长中

实丰文化成立于 1992 年，主营业务为各类玩具的研发设计、生产与销售，主要产品包括电动遥控玩具、婴幼儿玩具、车模玩具、动漫游戏衍生品玩具和其他玩具等。公司于 2017 年在深交所上市，目前公司涉足三大业务板块：玩具业务、游戏业务和光伏业务。其中，游戏业务增长迅速，光伏业务仍处于初期阶段，而玩具业务仍然是公司的主要收入来源。

### （一）玩具业务：IP 及 AI 陪伴智能玩具产品

公司的玩具业务主要是各类玩具的研发设计、生产与销售。主要产品包括电动遥控玩具、婴幼儿玩具、车模玩具、动漫游戏衍生品玩具和其他玩具五大类，产品规格品种达 1,000 多种，产品销往全球近百个国家和地区。随着科技的进步，公司不断调整和优化产品策略，形成“智能电动玩具、IP 动漫衍生品玩具、潮流玩具”三大主要产品线。公司将 AI 技术、GPT 技术与玩具有机结合，打造了 GPT 网络版智能飞飞兔等智能产品。

图 1：公司智能产品 GPT 网络版智能飞飞兔（电池版零售价 85 元，充电版零售价 95 元）



资料来源：淘宝、信达证券研发中心整理

在 IP 动漫衍生品玩具方面，公司积极与重磅优质 IP 合作，目前获得宝可梦、奶龙、蛋仔派对、贪吃蛇大作战、超级飞侠等热门 IP 授权，已开发宝可梦场景套装玩具系列、可达鸭款（电动）、奶龙款（电动）玩具正热销中；同时公司不断打造自主研发、原创的 IP 产品，打造了小鸚鵡奇奇、智能飞飞象等多款热销智能电动玩具。

实丰文化与宝可梦的合作产品包括场景套装全系列，这些套装深度还原了宝可梦的场景，目前已有 15 款产品在售。可达鸭款电动模玩是宝可梦系列中的一个热门产品，它于 2024 年正式售卖。宝可梦 3D 场景套装系列和 DIY 场景套装系列也是实丰文化的产品，公司于 2022 年获得授权，这些套装玩具配有宝可梦象征性道具——精灵球，并配套丰富的主题道具，可以自由 DIY 随意摆放。

实丰文化与第七印象签订合作协议，获得高人气国漫 IP 奶龙的电动玩具类目的正版授权。奶龙电动玩具产品线

公司预计将于 2024 年上市，这些产品将搭载丰富的益教内容。

图 2：实丰文化授权 IP 奶龙及宝可梦（可达鸭）的玩具产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：2018-2024H1 实丰文化玩具业务收入、成本及毛利率变化趋势



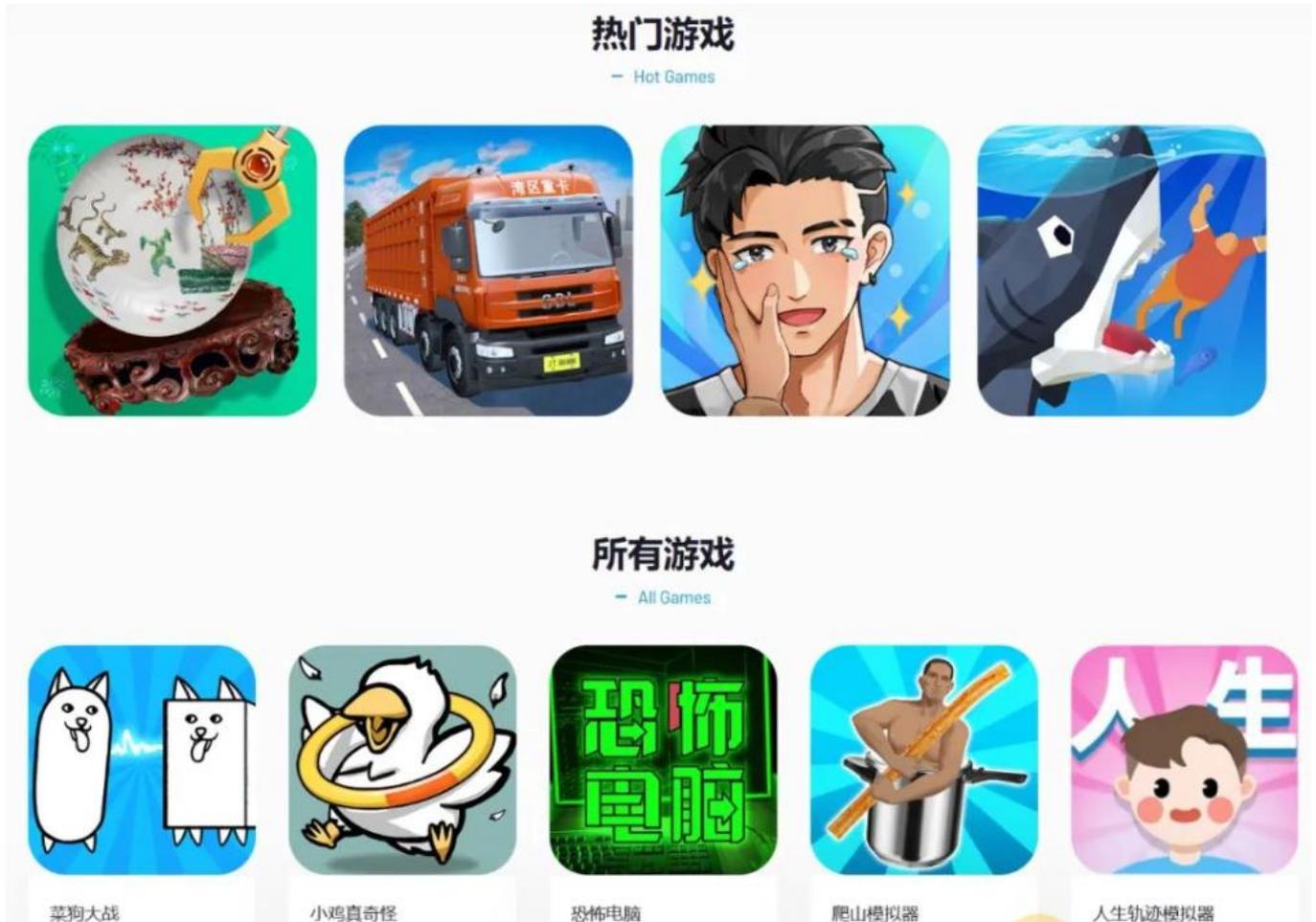
资料来源：ifind，信达证券研发中心

## （二）游戏产品分析：《小小庇护所》等小游戏上畅玩榜 TOP100

公司旗下实丰网络 24H1 推出 100 多款小游戏实现了近 3000 万收入，同比增长 373.5%。10 月，该厂商旗下的《小小庇护所》在微信小游戏畅玩榜中位列第 7 名，同时还有其他 3 款产品跻身畅玩榜 TOP50。

根据 ADX 微信小游戏畅玩榜的数据，在 2024 年 10 月，实丰文化共有 6 款产品跻身微信小游戏畅玩榜 TOP100，其中 3 款为新进榜的产品。《小小庇护所》位列微信小游戏畅玩榜第 7 名，排名高于多款知名产品。

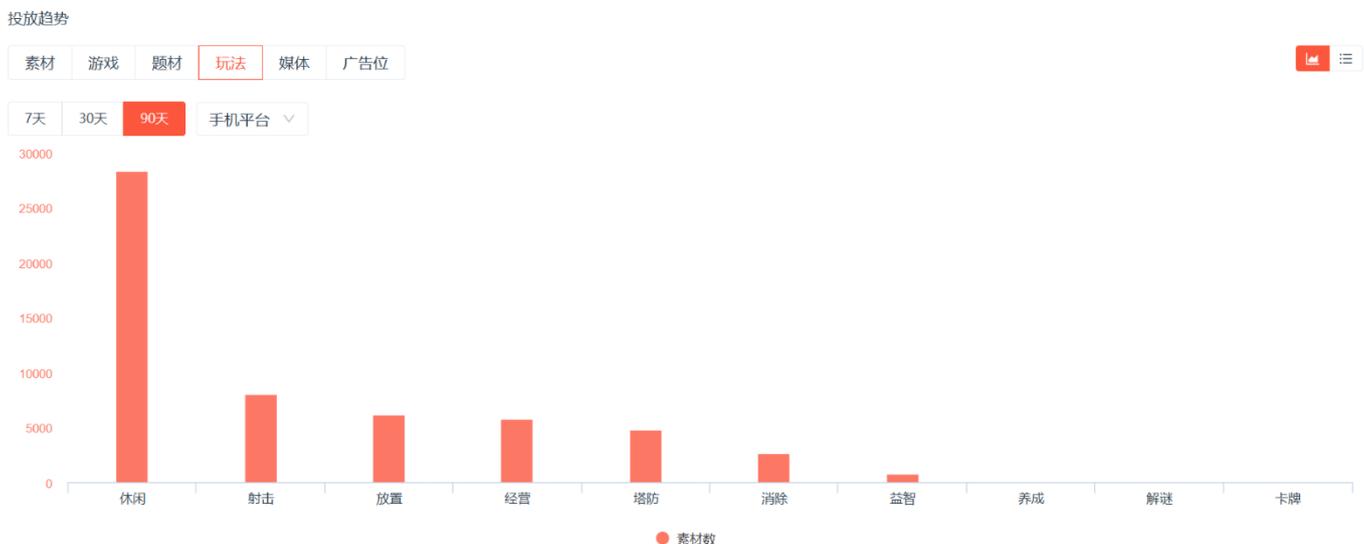
图 4: 实丰文化部分热门小游戏



资料来源: 实丰文化官网、扬帆出海公众号、信达证券研发中心

实丰深圳的游戏产品线丰富多样, 拥有包括《钓鱼模拟器》《生存 21 天》《躺平守卫战》《开局一条狗》《出招吧大侠》《拿下一座城》《我的 KTV 酒店》《我不修仙只练剑》《星际幸存者》《猫咪前哨站》《植物守卫战》《纸上攻防战》等多款受欢迎的游戏作品。这些游戏以其独特的游戏设计和创新的游戏机制, 吸引了广大玩家的关注和喜爱。

图 5: 实丰网络近 90 天投放趋势按玩法划分 (截至 2024.11.20)



资料来源: Dataeye, 信达证券研发中心

图 6: 《小小庇护所》上线后稳居微信小游戏畅玩榜前十

畅玩榜				
1		<b>羊了个羊</b> <span>AD</span> <span>🏆</span> <span>连续霸榜3月</span>	休闲: 第1名   北京简游科技有限公司	
2		<b>疯狂来解压</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第2名   个人开发者	4 ▲
3		<b>无敌螺丝王</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第3名   广州指上科技有限公司	2 ▲
4		<b>看谁能通关</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第4名   长沙指米网络科技有限公司	-1 ▼
5		<b>抓大鹅</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第5名   青岛蓝飞互娱科技股份有限公司...	-3 ▼
6		<b>闯关大聪明</b> <span>AD</span> <span>🏆</span> <span>新进榜</span>	休闲: 第6名   长沙指色网络科技有限公司	
7		<b>小小庇护所</b> <span>AD</span> <span>🏆</span> <span>新进榜</span>	休闲: 第7名   实丰文化发展股份有限公司	
8		<b>最强螺丝王</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第8名   广州指上科技有限公司	-4 ▼
9		<b>砖了个砖</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第9名   北京简游科技有限公司	1 ▲
10		<b>拔了个罐</b> <span>AD</span> <span>🏆</span>	休闲: 第10名   北京简游科技有限公司	6 ▲

资料来源: DataEye 游戏观察、信达证券研发中心

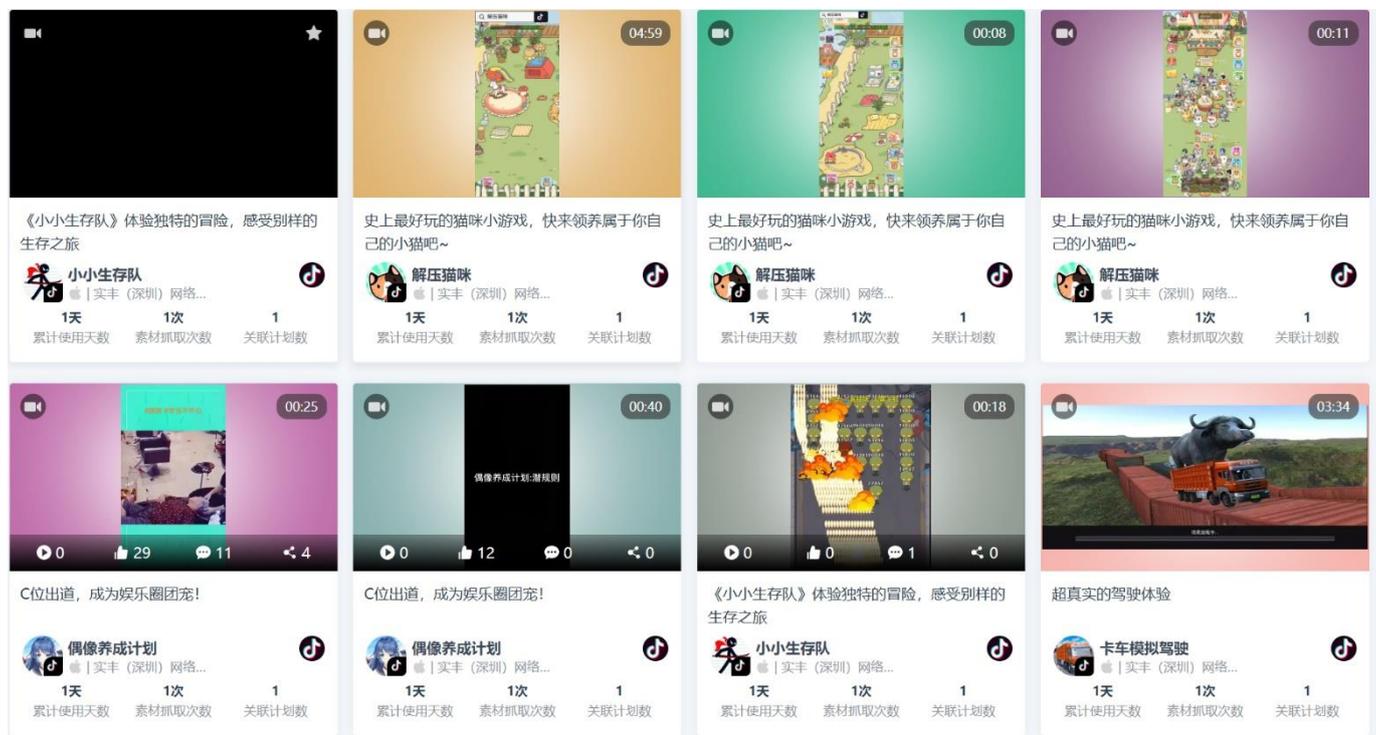
根据 DataEye-ADX 的数据，从 2024Q3 起，实丰网络加大了投放力度，日均投放素材量从约 500 组增加至平均近 6000 组，足足增长了超 10 倍。

图 7：2024 年实丰文化小游戏素材投放趋势（2024.01.01-2024.11.20）



资料来源：Dataeye，信达证券研发中心

图 8：实丰网络素材投放实例



资料来源：Dataeye，信达证券研发中心

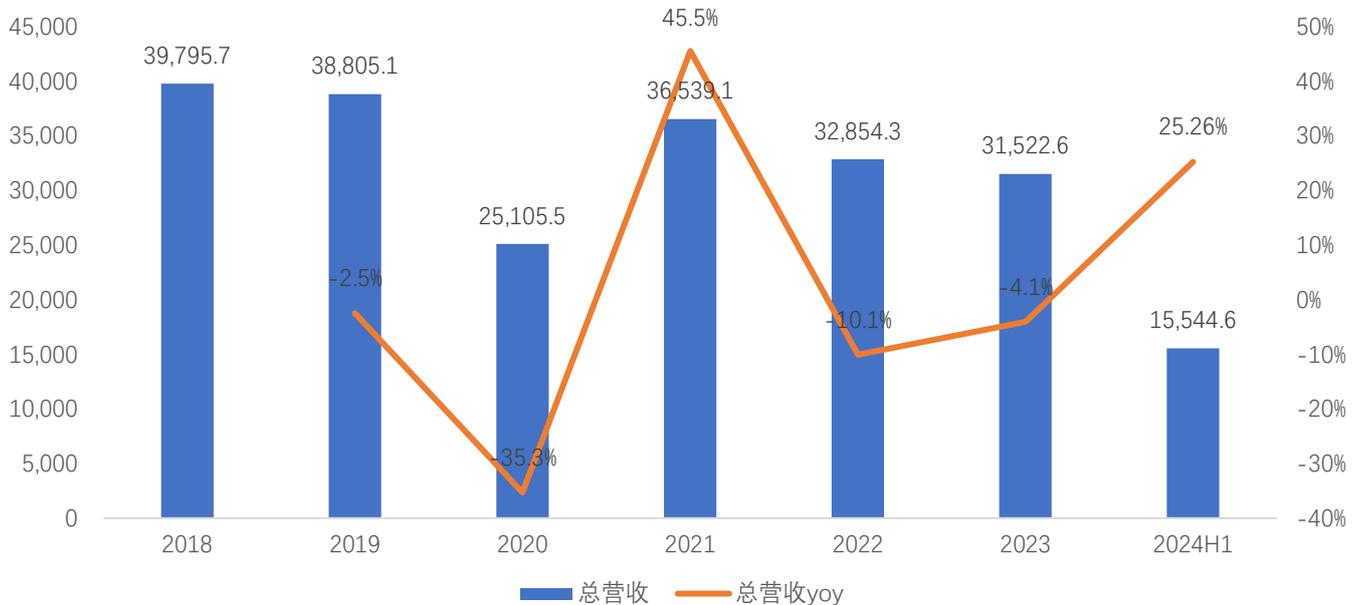
### （三）财报分析：公司大举进军游戏行业，已在 2024 年公司财报的收入及销售费用等科目上有所体现

公司游戏业务增长迅速，光伏业务仍处于初期阶段，而玩具业务仍然是公司的主要收入来源。2024 年上半年，

实丰文化的游戏业务收入达到了 2997 万元，占公司总收入的 19.28%，同比增长 373.5%；玩具业务收入为 1.2 亿元，占总收入的 77.42%（2023 年占比为 90%），同比增长了 2.56%。

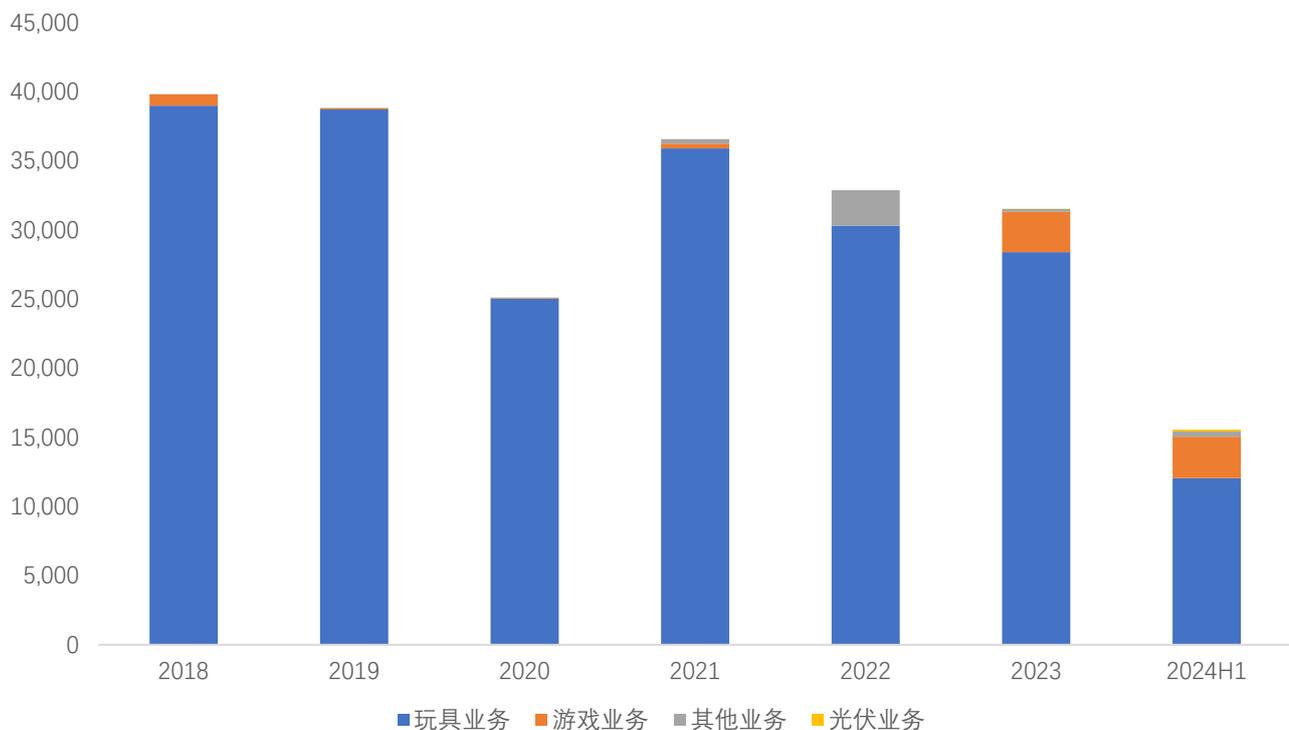
除我们报告重点分析的玩具及游戏业务外，公司光伏业务仍处于初始投入亏损状态。2022 年实丰文化斥资 1 亿元增资安徽超隆光电科技有限公司，获得其 25% 的股权。该公司 24H1 收入达 1.5 亿元，净亏损超 1800 万元。

图 9：2018-2024H1 公司营业收入及 yoy（单位：万元）

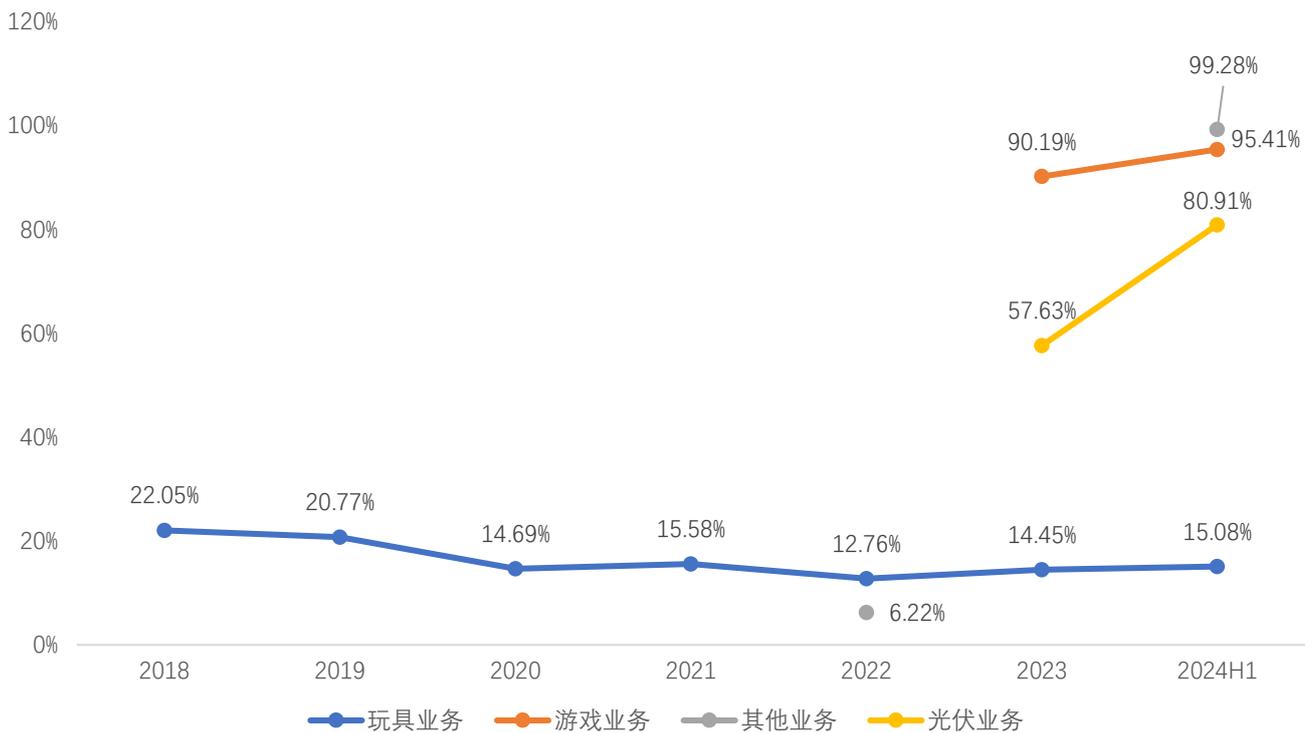


资料来源：ifind、信达证券研发中心

图 10：2018-2024H1 公司营业收入占比变化趋势

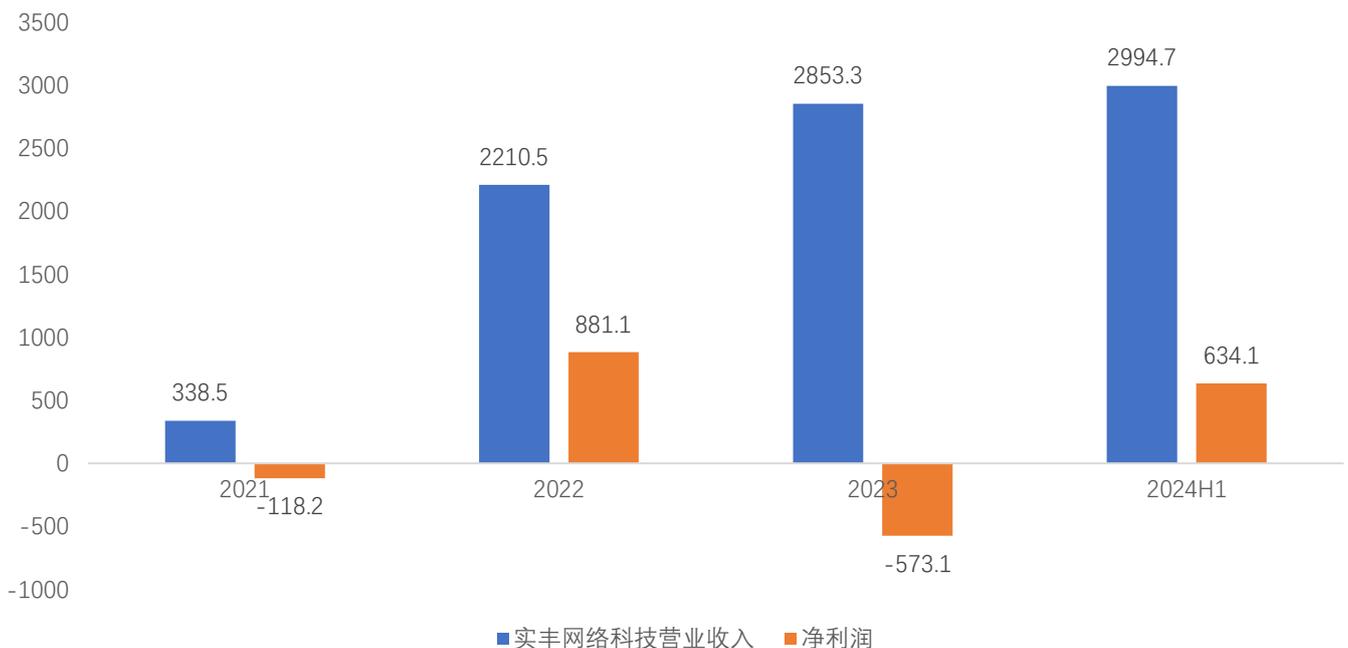


资料来源：ifind、信达证券研发中心

**图 11: 2018-2024H1 公司各业务毛利率变化趋势**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司全资子公司、游戏业务的经营主体实丰网络, 专注于休闲游戏的研发和发行, 已经推出了 100 多款小游戏产品, 代表作品包括《生存 21 天》、《躺平守卫战》、《假如清朝有手机》、《钓鱼模拟器》、《看起来很怪》、《偶像养成计划》等。目前看 24H1 数据, 实丰网络上半年实现 2995 万收入、634 万净利润, 净利率高达 21.2%, 在小游戏业务上的投入产出比较高, 互联网投流费用及 ROI 回报合理。

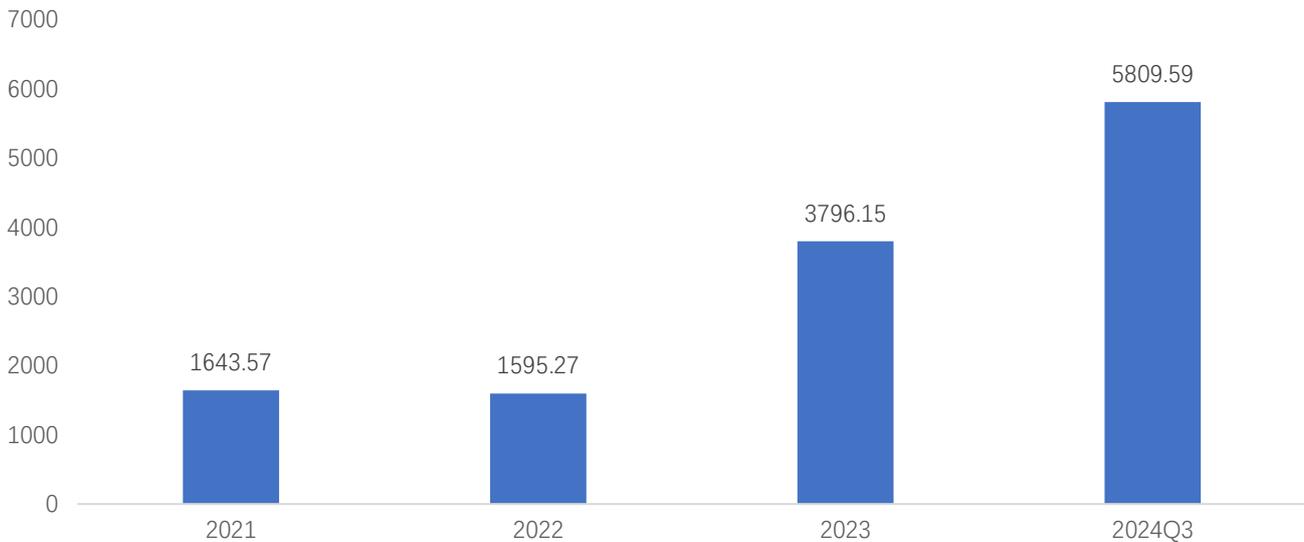
**图 12: 实丰文化游戏业务子公司实丰网络营业收入及净利润情况 (单位: 万元)**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

我们认为，在公司 24 年下半年投流增长期，有望带动公司游戏业务业绩大增。假设畅玩榜前十产品单一款游戏（目前有一款）月流水 5000 万，年化流水 6 亿，在腾讯小游戏流水分成比例在 30% 条件下，我们估计有望为公司带来 4.2 亿收入贡献（ $6 * (1-30%) = 4.2$ ），按照上半年净利率估算约为公司带来 8800 万年化净利润贡献。

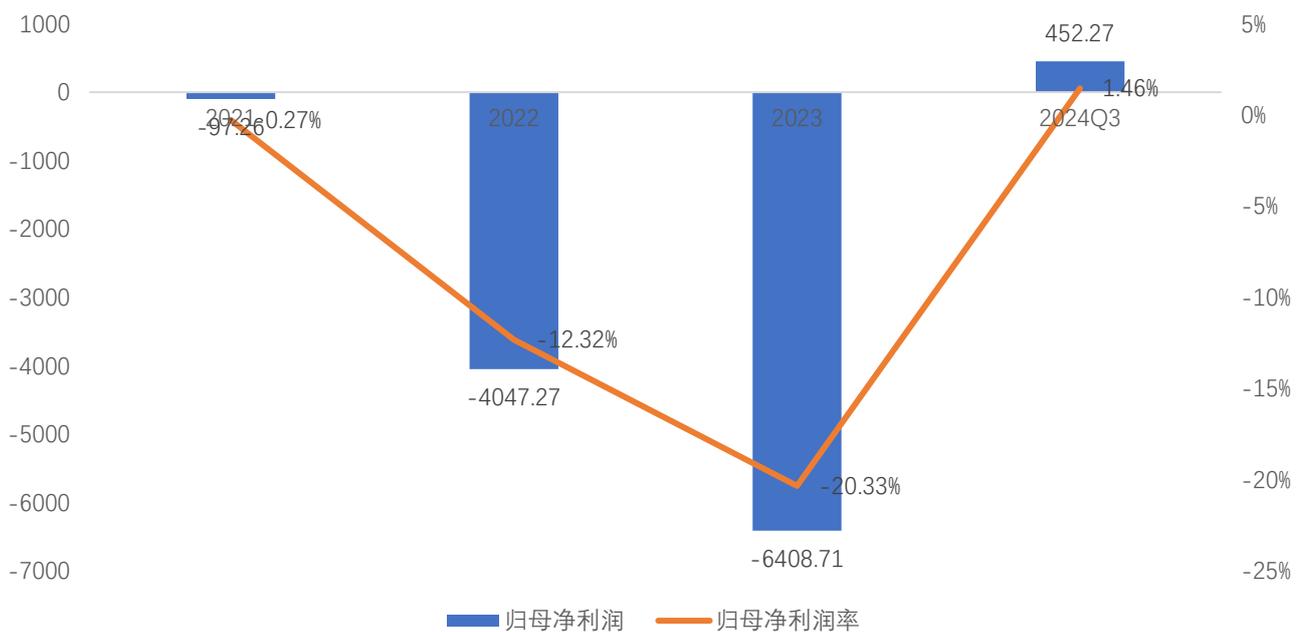
2024 年前三季度公司累计销售费用达到 5809 万元，超过了 2022 年和 2023 年全年的总额，同比增长 183.21%。具体到每个季度，Q1、Q2 和 Q3 的销售费用分别约为 0.13 亿元、0.11 亿元和 0.35 亿元，其中 Q3 的销售费用超过了 Q1 和 Q2 的总和，这与实丰网络的投放情况相吻合。此外，公司的游戏互联网流量费用也在提高。2022 年该项支出约为 300 万元，而到了 2023 年和 2024 年上半年，这一数字分别增至约 2400 万和 1800 万。对于销售费用的大幅增长，公司公告称，主要系小游戏业务在抖音、微信及快手等平台的流量投放费用增加所致。

图 13: 2021-2024Q3 实丰文化销售费用（单位：万元）



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 14: 2021-2024Q3 实丰文化归母净利润及归母净利润率（单位：万元）



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、观点总结

观点总结：游戏业务高速增长有望为公司带来数千万利润增量，截至 2024 年 11 月 19 日，公司估值约 30 亿，公司 24H1 归母净利 246.95 万，叠加我们对公司游戏业务增量的假设，我们预计公司 2025 年有望实现过亿归母净利。而目前 IP+AI 有关公司如奥飞娱乐、上海电影等，PE (ttm) 估值在 100x 左右，重点关注 AI 应用催化下 AI 陪伴、结合 IP 趋势对实丰文化的估值和业绩提升。

表 1: 可比公司估值表 (截至 2024.11.19, 年涨跌幅为 24 年初至今涨跌幅)

代码	公司名称	归母净利润预测 (亿元)			PE			TTM	市值 (亿元)	年涨跌幅
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E			
300459.SZ	汤姆猫	1.0	1.5	2.0	175.8	117.2	87.9	-17.9	175.8	1.2%
002292.SZ	奥飞娱乐	1.4	2.3	3.2	72.1	43.9	31.8	121.0	101.0	-21.9%
300364.SZ	中文在线	0.1	1.0	1.6	2,365.0	193.1	117.3	-187.1	189.2	0.7%
601595.SH	上海电影	1.4	2.6	3.5	85.8	47.7	35.3	112.6	123.7	6.9%
平均值					674.7	100.5	68.1			

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (来源于 ifind 一致预期)

## 三、风险因素

**游戏流水表现不及预期风险:** 小游戏面临流水周期性下滑的风险;

**IP 变现不及预期风险:** 公司的 IP 商品化及其他途径变现进展不及预期的风险。

## 研究团队简介

**冯翠婷**，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

**刘旺**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

**李依韩**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

**白云汉**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。