

社会服务

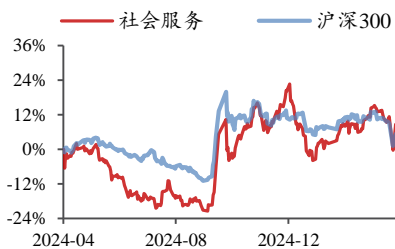
2025 年 04 月 18 日

生态重构与消费边界突围，IP 潮玩步入历史机遇期

——行业深度报告

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

《小积木塑造大生意，国产 IP 拼搭潮玩品牌创新突围——行业深度报告》-2025.2.5

《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》-2024.9.8

《国际化 IP 打开全球空间，新品类拓展新群体——行业点评报告》-2024.4.5

《深入剖析潮玩行业两大趋势，“出海”+“多元”——行业深度报告》-2024.1.10

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790525020004

叶彬慧（联系人）

yebinhui@kysec.cn

证书编号：S0790124070053

● IP 潮玩：玩具消费需求穿越代际，供给侧多维崛起支撑景气

2024 年国内市场玩具（不含潮玩）零售总额为 978.5 亿元/同比+7.9%，国内潮流、收藏玩具及周边产品零售总额达 558 亿元。国内线上：2024 年天猫传统儿童玩具销售表现整体不佳，毛绒布艺/车模/盲盒/手办/机甲模型/收藏卡牌等潮流收藏品类销售额逆势增长，yoy +21.3%/+23.4%/+34%/+17.4%/+13.8%/+47.8%，2025Q1 潮玩类目延续强劲增势。国内线下：根据久谦，截至 2024 年底，国内潮玩门店总数达 3770 家，较年初增长 1116 家门店。2025 年 2 月净关店 26 家，预计短期进入行业洗牌期，长期看随客群渗透，终端门店数量将稳步反弹。欧美：2024 年全球玩具市场规模下跌趋势企稳，成人收藏潮玩驶入快车道；分品类看，2024 年 G12 国家市场积木、毛绒、车辆玩具销售额分别同比增长 14%/1%/3%，全球拼搭类玩具品类增势表现突出，主要受益于其穿透代际的情感投射和价值认同，同时也反映消费者对创意、互动与个性化体验的日益追求。

● 品类多元：不止于潮玩，龙头探索 IP+生态边界

镜鉴海外龙头：（1）迪士尼消费品业务持续延伸，FY2024 迪士尼乐园+消费品实现收入 341.51 亿美元/yoy+5%，消费品收入为 92.04 亿美元（约人民币 663 亿元）/yoy+3.2%，商品 IP 授权收入为 37.84 亿美元（人民币 272 亿元）/yoy+21%。（2）宝可梦 IP 产品生态繁荣，截至 2019 年宝可梦 IP 累计收入 921 亿美元，其中周边商品/电子游戏/TCG 卡牌三大品类分别贡献收入 611/171/103 亿美元，周边包括手办/别针/服饰/包箱/家居/餐饮/首饰/甜品/图书等全品类产品。国内龙头加速构建全品类产品，推动潮玩行业从单一产品向情感经济与生活方式品牌转型：（1）服饰：根据国际授权业协会，服装品类位列全球 IP 授权市场前二，泡泡玛特 HIRONO、Farmer Bob 以“艺术潮牌”为定位，拓展服饰品类。（2）饰品：在审美升级与个性化需求凸显的当下，珠宝 IP 联名正呈现出蓬勃发展的趋势。全球知名珠宝品牌蒂芙尼（Tiffany）与宝可梦 IP 推出 Tiffany & Arsham Studio & Pok é mon 联名系列，泡泡玛特旗下珠宝 POPOP 已于北京设首店。（3）食玩：麦当劳、肯德基、瑞幸等 IP 联名火爆，泡泡玛特/卡游/华立科技均加码布局 IP+食玩领域。

● 经纬全球：IP 潮玩龙头 2024 年业绩亮眼，均已开启新阶段的全球化拓展计划

2024 年全球潮玩产业处于全球化 IP 跨区域渗透、品类加速迭代创新、渠道网络生态趋于完善、IP 文化逐步穿透消费代际的历史机遇期。万代南梦宫/三丽鸥 FY2025Q1-Q3 实现营收 9557/1048 日元，yoy+24%/+44.7%，实现归母净利润 1287/338 亿日元，yoy+113%/+109.4%，全球不同区域均实现增长，中美欧贡献主要增量。乐高/泡泡玛特/布鲁可 2024 年实现收入 785/130/22.4 亿元，yoy+13%/+107%/156%，实现经调整净利 146/34/5.85 亿元人民币（乐高为归母净利润），yoy+5%/186%/+702%。围绕“内容、产品、用户”的 IP 运营框架，我们认为中国 IP 潮玩行业仍处于早中期阶段，有望在更广阔品类上创造情感溢价。

受益标的：万代南梦宫、三丽鸥、迪士尼、泡泡玛特、布鲁可。

● 风险提示：IP 生命周期存续风险、宏观经济波动风险、产品推新不及预期等

目 录

1、 IP 潮玩：长坡厚雪、景气持续，优质供给穿透代际	6
1.1、 国内线上：多品类线上延续景气，优质内容赋能品类弹性	6
1.2、 国内线下：终端零售进入洗牌期，店效表现显著分化	8
1.3、 全球展望：成人玩家贡献增量，拼搭品类逆势增长	11
2、 品类多元：不止于潮玩，龙头探索 IP+生态边界	14
2.1、 镜鉴海外：从迪士尼、宝可梦看品类扩张天花板	14
2.1.1、 迪士尼：消费品业务边界持续延伸，IP 授权壮大商业生态	14
2.1.2、 宝可梦：IP 周边商品多元，线下拓展餐饮零售业态	17
2.2、 国内龙头：积极拓展服饰、珠宝、食玩，丰富粉丝精神世界&生活角落	18
2.2.1、 服饰：全球第一大授权品类，	18
2.2.2、 饰品：IP 联名热迎新生代消费潮，泡泡玛特推出独立珠宝品牌	20
2.2.3、 食玩：国内潮玩+食品企业齐入局，泡泡玛特加码餐饮业态	23
3、 经纬全球：IP 潮玩龙头 2024 年业绩亮眼，生态运营渐入佳境	25
3.1、 万代：FY2025Q3 业绩超预期，IP 内容声量驱动玩具业务共振	27
3.2、 三丽鸥：中、美业务持续高增，IP 矩阵突破单一依赖	32
3.3、 乐高：2024 年业绩创历史新高，持续强化全球化生态	35
3.4、 泡泡玛特：以 IP+艺术+潮流为内核，重塑品类和受众持续破圈	38
3.4.1、 国内：线下门店升级改造，线上重视会员拉新	39
3.4.2、 海外：IP 全球化战略大获成功，线上、线下渠道齐头并进	41
3.4.3、 分 IP：四大 IP 营收破 10 亿，全球影响力跃升	43
3.4.4、 分产品：起于盲盒、不止于盲盒，毛绒、MEGA 表现亮眼	44
3.5、 布鲁可：新 IP、新系列迭出，“三全”战略持续深化	45
3.6、 TOPTOY：全球门店规模扩张，高毛利品类占比提升	48
4、 可比公司估值	49
5、 风险提示	49

图表目录

图 1： 2024 年天猫毛绒布艺/车模品类销售额同比+21.3%/+23.4%	6
图 2： 2024 年天猫潮玩品类中盲盒/手办/机甲模型/收藏卡牌销售额同比+34%/+17.4%/+13.8%/+47.8%	6
图 3： 2025 年 3 月潮玩品类线上销售额同比+96%，2025Q1 累计销售额同比+80.5%	6
图 4： 2025 年 3 月盲盒/积木/毛绒/游戏周边/动漫周边/手办/桌游卡牌/文具卡牌线上销售额分别同比+167%/+29%/+9%/+130%/+148%/+80%/+149%/-3%	7
图 5： 2025Q1 盲盒/积木/毛绒/游戏周边/动漫周边/手办/桌游卡牌/文具卡牌线上累计销售额分别同比+207%/+20%/+17%/+122%/+108%/+71%/+40%/-32%	7
图 6： 2025Q1 泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比+223%/+250%/+30%	8
图 7： 2025 年 2 月国内潮玩门店数净关 26 家	9
图 8： 2025 年 1-2 月潮玩行业平均单店店效同比+5.2%	10
图 9： 2025 年 1-2 月泡泡玛特/TOPTOY/乐高/潮玩社/万代店效表现较好	10
图 10： 2000 年后“少子化”趋势下日本玩具市场规模仍增长，且与动漫产业保持较强相关性	10
图 11： 2024 年 G12 市场授权玩具销售额占比提升至 34%	11
图 12： 2024 年 G12 市场积木玩具保持逆势增长	11
图 13： 不同年龄层对拼搭角色玩具消费者需求差异较大	12

图 14: FY2020-2024 日本角色类拼装模型市场规模实现近翻倍增长	12
图 15: 被 IP 吸引位列消费者拼装模型购买动机首位	13
图 16: 成就感/缓解压力/创造个人世界位列消费者认同拼装模型三大价值	13
图 17: 消费者 2023 年拼装模型平均消费 25740 日元	13
图 18: 消费者平均持有 24.4 个拼装模型	13
图 19: FY2024 迪士尼实现收入 913.61 亿美元, 同比增长 2.77%	15
图 20: FY2024 迪士尼实现营业利润 119.14 亿美元, 营业利润率达到 16.52%	15
图 21: FY2024 迪士尼消费品收入为 92.04 亿美元, 同比增长 3.2%	15
图 22: FY2024 迪士尼商品 IP 授权收入为 37.84 亿美元, 同比增长 21%	15
图 23: 周边玩具/电子游戏/TCG 卡牌为宝可梦 IP 主要收入来源	17
图 24: 宝可梦官方周边包括手办/别针/服饰/包箱/家居/餐具/首饰等全品类产品	17
图 25: 2023 年全球 IP 授权市场规模为 3565 亿美元, 同比增长 4.6%	18
图 26: 分品类看, 2021 年全球授权零售额中服装为第一大品类, 占比 14.3%	18
图 27: 2023 年中国 IP 授权市场规模为 137.7 亿美元, 同比增长 9.5%, 超过德国成为第四大市场	19
图 28: 2021 年中国 IP 被授权高中服装饰品占比 16.9%, 同比+0.4pct	19
图 29: Hirono 小野品牌首店于 2025 年 2 月上海中环广场开业	20
图 30: FARMER BOB 成为国内首个探索时尚潮流服饰鞋履线的潮玩 IP	20
图 31: 弗若斯特沙利文预估 2024 年全球奢侈时尚产业规模为 4036 亿美元, 其中北美和中国市场分别为 719、983 亿美元	20
图 32: 2024 年 APM 线上(天猫+抖音+京东)销售额为 2.01 亿元, 同比增长 18%	22
图 33: 截至 2024 年 APM、潘多拉、施华洛世奇分别在国内拥有 227、255 和 233 家门店	22
图 34: Tiffany 联名宝可梦	22
图 35: 周生生联名泡泡玛特	22
图 36: POPOP 产品已推出 Molly、小野、SP 等多个系列	23
图 37: 泡泡玛特旗下珠宝品牌 POPOP 新开三家快闪店	23
图 38: 2022 年日本食玩市场规模为 501 亿日元, 同比增长 9.4% (单位: 亿日元)	23
图 39: 日本食玩消费群体中 15-29 岁的女性、男性消费人群在逐年增长	23
图 40: 万代食玩销售额快速增长, 2022 年达到 281 亿日元	24
图 41: 预计 2024 年中国休闲食品行业市场规模将突破万亿元, 同比增长 8.69%	24
图 42: 截至 2024 年 10 月, 中国零食门店数量已近 5.5 万家	24
图 43: 漫盒旗下品牌咔咔番推出宝可梦拼拼巧克力	25
图 44: 漫盒旗下蜡笔小新食玩盒取得抖音盲盒爆款榜第一名	25
图 45: 卡游推出叶罗丽食玩, 主打卡牌+软糖	25
图 46: 华立科技联合康师傅干脆面推出特别加傲盘礼盒	25
图 47: 泡泡玛特/布鲁可 2024 年收入高速增长	26
图 48: 泡泡玛特/布鲁可 2024 年海外收入占比同比提升	26
图 49: 泡泡玛特/布鲁可品牌文化在全球范围实现有效传播	26
图 50: FY2025Q3 万代南梦宫提出新一轮中期计划	27
图 51: FY2025Q3 万代营收同比+27.5%	27
图 52: FY2025Q3 万代归母净利润同比+482.8%	27
图 53: FY2025Q1-Q3 万代数字/玩具/IP/游艺业务收入同比+36%/+19%/+10%/+19%	28
图 54: FY2025Q1-Q3 万代玩具业务收入占比达 46%	28
图 55: FY2025Q1-Q3 万代日本/美洲/欧洲/亚洲收入同比+16%/+84%/+37%/+16%	29
图 56: FY2025Q1-Q3 万代海外收入贡献提升至 32%	29
图 57: 万代计划与传奇影业合作推出《机动战士高达》好莱坞系列电影	30

图 58: 万代推出《哪咤 2》“周边产品全家桶”	30
图 59: FY2025Q1-Q3 万代前九大 IP/其他 IP 收入同比+21%/+26%	30
图 60: 万代其他 IP 收入贡献占比超 50%.....	30
图 61: 《七龙珠: 电光炸裂! ZERO》发售 24 小时内全球累计销量突破 300 万台	32
图 62: 万代卡牌游戏狂欢节 2024-2025 在全球举办	32
图 63: FY2025Q3 三丽鸥营收同比+47%.....	32
图 64: FY2025Q3 三丽鸥归母净利润同比+161%	32
图 65: FY2025Q3 三丽鸥版权/商品收入同比+99%/+17%	33
图 66: FY2025Q3 三丽鸥版权收入占比提升至 50%	33
图 67: FY2025Q1-Q3 三丽鸥日本乐园(彩虹+和谐)入园人次/人均消费同比提升	33
图 68: FY2025Q1-Q3 三丽鸥日本/欧洲/美洲/亚洲收入同比+36%/+106%/+140%/+50%.....	34
图 69: FY2025Q1-Q3 三丽鸥海外收入占比提升至 36%.....	34
图 70: Hello Kitty 版 AI 头像传递“另类”和“突破”情绪获白领群体共鸣.....	35
图 71: FY2025Q3 三丽鸥全球 SNS 粉丝量达 8100 万人	35
图 72: FY2025Q3 Sanrio+会员数达 241 万人.....	35
图 73: 2024 年乐高收入达 743 亿丹麦克朗/同比+13%.....	36
图 74: 2024 年乐高归母净利润达 138 亿丹麦克朗/同比+5%	36
图 75: 乐高堡垒之夜系列作品展示	37
图 76: 乐高花植系列展示	37
图 77: 2024 年乐高美洲/欧中东非洲/亚太区域收入分别同比+16%/+13%/+1%.....	37
图 78: 2024 年乐高美洲区域收入占比提升至 48%.....	37
图 79: 2024 年乐高全球新开门店 74 家	38
图 80: 2024 年乐高全球品牌零售店数达 1069 家.....	38
图 81: 2024 年公司实现收入 130.4 亿元, 同比增长 106.9%	38
图 82: 2024 年公司归母净利润为 31.3 亿元, 归母净利率为 24%	38
图 83: 2024 年公司港澳台及海外收入为 50.7 亿元, 同比增长 375.2%.....	39
图 84: 2024 年公司港澳台及海外经营利润为 18.1 亿元, 同比增长 847%.....	39
图 85: 2024 年整体毛利率为 66.8%, 同比+5.5pct.....	39
图 86: 2024 年整体经营利润率为 34.1%, 同比+11.4pct	39
图 87: 2024 年公司内地线上渠道收入 27 亿元, 同比增长 76.9%	40
图 88: 2024 年公司内地线下/线上渠道分别占整体内地收入的 56.8%和 33.8%.....	40
图 89: 细分渠道收入及同比增速, 内地抖音渠道收入 6 亿元, 同比增长 112.2%(单位: 亿元)	40
图 90: 2024 年内地零售店收入占比为 48%, 为最主要的渠道	41
图 91: 截至 2024 年底, 内地门店数为 401 家.....	41
图 92: 经测算, 2024 年内地零售单店收入为 1002 万元, 同店增速为 28%.....	41
图 93: 2024 年公司港澳台及海外线下渠道收入 30.7 亿元, 同比增长 379.6%.....	41
图 94: 2024 年公司港澳台及海外线下渠道占整体海外收入的 60.6%.....	41
图 95: 港澳台及海外零售店渠道收入 29.4 亿元, 同比增长 404%	42
图 96: 2024 年港澳台及海外零售店收入占比为 58%	42
图 97: 截至 2024 年底, 港澳台及海外海外门店数为 120 家(不含合营)	43
图 98: 经测算, 2024 年港澳台及海外零售单店收入为 3093 万元, 同比增长 160%.....	43
图 99: 2024 年公司北美地区收入为 7.2 亿元, 同比增长 556.9%	43
图 100: 2024 年公司东南亚收入占海外收入的比重为 47.4%	43
图 101: 2024 年艺术家 IP 实现收入 111.2 亿元, 同比增加 130.6%	44
图 102: 2024 年 LABUBU 实现收入 30.4 亿元, 同比增长 727%.....	44

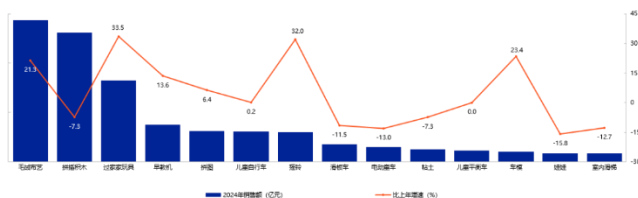
图 103:	2024 年泡泡玛特毛绒玩具品类实现收入 28.3 亿元, 同比增长 1289%.....	44
图 104:	泡泡玛特手办品类收入占比由 2023 年的 76.1%下降至 2024 年的 53.2%, 毛绒占比大幅提升.....	45
图 105:	2024 年布鲁可实现营收 22.4 亿元/同比+156%.....	45
图 106:	2024 年布鲁可实现经调整净利润 5.85 亿元/同比+248%.....	45
图 107:	2024 年布鲁可多元化产品组合 SKU 达 682 个.....	46
图 108:	2024 年布鲁可授权 IP 储备约 50 个.....	46
图 109:	2024 年布鲁可头部 IP 贡献收入均取得大幅增长.....	46
图 110:	2024 年布鲁可前四大 IP 收入占比为 50%/21%/ 14%/8%.....	46
图 111:	2024 年布鲁可内地/海外收入同比+151%/+518%.....	47
图 112:	2024 年海外收入占比提升至 3%.....	47
图 113:	第三届布鲁可 BFC 创作赛首季参赛作品 3 万余件.....	48
图 114:	2025 年布鲁可全球合作伙伴大会设置 BFC 创作赛作品展区.....	48
表 1:	2025 年 QTD 泡泡玛特、桑尼森迪品牌线上销售额同比高速增长.....	8
表 2:	2025 年 1-2 月潮玩品牌展店节奏同环比显著放缓.....	9
表 3:	多部大 IP 电影续作预计将于 2025 年上映.....	11
表 4:	乐高、万代、布鲁可致力于创造全球化的用户共创生态.....	14
表 5:	迪士尼围绕自有 IP 搭建玩偶周边、餐饮、饰品、服装、家居家电等的多元产品矩阵.....	错误!未定义书签。
表 6:	宝可梦公司线下商品业态覆盖零售/餐饮等多元业态.....	18
表 7:	多个潮流 IP 与优衣库、Supreme 等知名服饰品牌合作.....	19
表 8:	FY2025Q3 数字/玩具/IP/游艺业务收入同比+45%/+23%/-12%/+14%.....	28
表 9:	FY2025Q3 日本/美洲/欧洲/亚洲（除日本）市场收入分别同比+15%/+130%/+45%/+12%（单位：亿日元）.....	29
表 10:	万代龙珠、机动战士高达、海贼王收入贡献稳居前三甲.....	31
表 11:	FY2025Q3 美洲/欧洲/亚洲分别实现营收 90/15/86 亿日元, 同比+145%/+160%/+41%（单位：亿日元）.....	33
表 12:	2024 年乐高前五大畅销主题系列保持稳定.....	36
表 13:	2025 年全球合作伙伴大会布鲁可集中发布后续新品/新系列/新 IP 产品企划.....	47
表 14:	2024 年 TOPTOY 内地门店同店 GMV 增长中个位数.....	48
表 15:	行业相关公司 PE 估值.....	49

1、IP 潮玩：长坡厚雪、景气持续，优质供给穿透代际

1.1、国内线上：多品类线上延续景气，优质内容赋能品类弹性

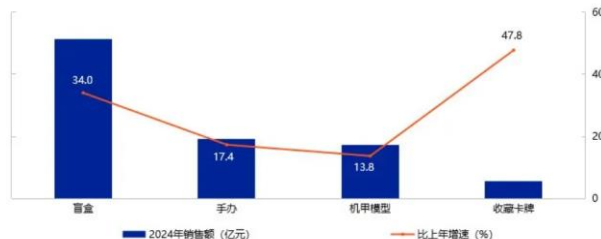
2024 年潮玩、谷子经济增长态势强劲。根据中国玩协，2024 年国内市场玩具（不含潮玩）零售总额为 978.5 亿元/同比+7.9%，国内潮流、收藏玩具及周边产品零售总额达 558 亿元，其中潮流、收藏玩具零售总额为 466 亿元。从线上维度看，2024 年天猫传统儿童玩具销售表现整体不佳，毛绒布艺/车模/盲盒/手办/机甲模型/收藏卡牌等潮流、收藏品类销售额逆势增长，分别同比+21.3%/+23.4%/+34%/+17.4%/+13.8%/+47.8%。

图1：2024 年天猫毛绒布艺/车模品类销售额同比+21.3%/+23.4%



资料来源：中国玩协公众号

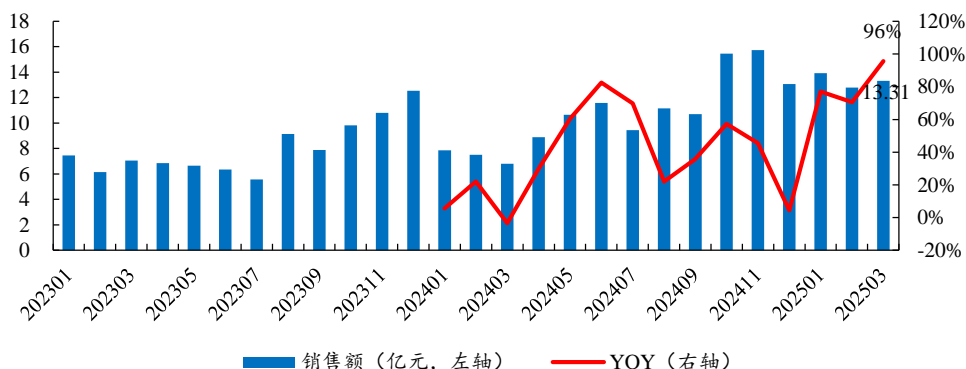
图2：2024 年天猫潮玩品类中盲盒/手办/机甲模型/收藏卡牌销售额同比+34%/+17.4%/+13.8%/+47.8%



资料来源：中国玩协公众号

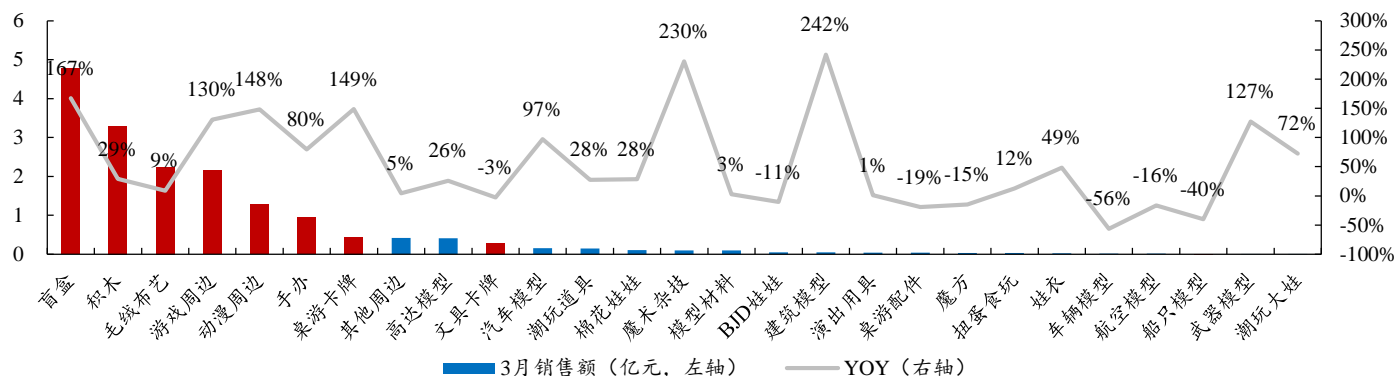
2025Q1 月潮玩多品类线上延续景气，优质内容赋能品类弹性。根据久谦，2025Q1 潮玩动漫品类线上（天猫+京东+抖音，下同）销售额达 40 亿元，同比增长 80.5%；其中 3 月销售额同比增速达 96%，环比 2024Q4 走阔。细分品类看，Q1 盲盒/积木/毛绒/游戏周边/动漫周边/手办/桌游卡牌/文具卡牌线上累计销售额分别同比+207%/+20%/+17%/+122%/+108%/+71%/+40%/-32%，盲盒、ACG 周边、积木类产品增速表现较优，受益于《哪吒 2》等动漫电影 IP 拉动衍生品销售，盲盒、周边品类增速表现更优，儿童积木同比增速表现边际回暖。

图3：2025 年 3 月潮玩品类线上销售额同比+96%，2025Q1 累计销售额同比+80.5%



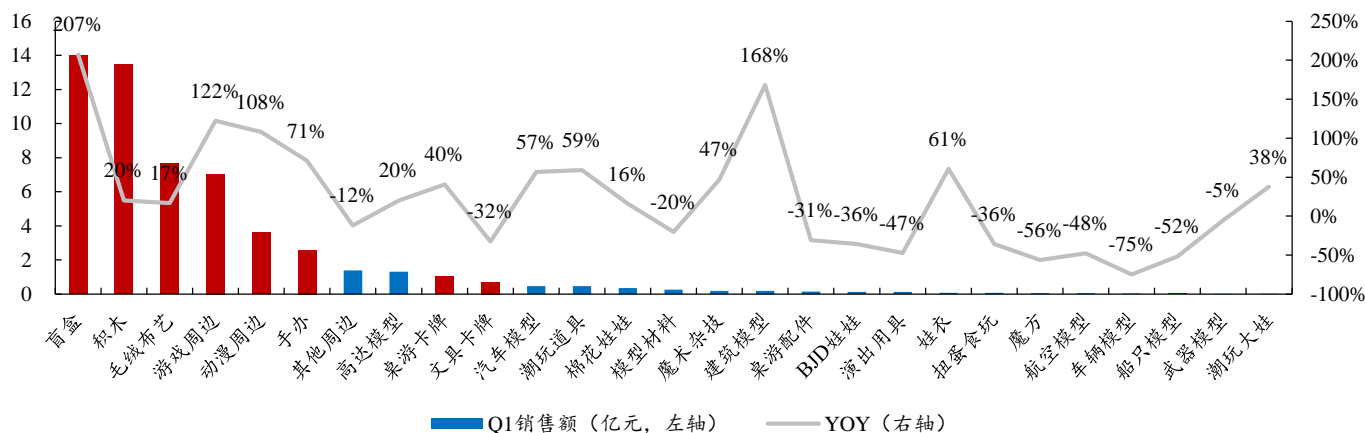
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图4：2025 年 3 月盲盒/积木/毛绒/游戏周边/动漫周边/手办/桌游卡牌/文具卡牌线上销售额分别同比+167%/+29%/+9%/+130%/+148%/+80%/+149%/-3%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

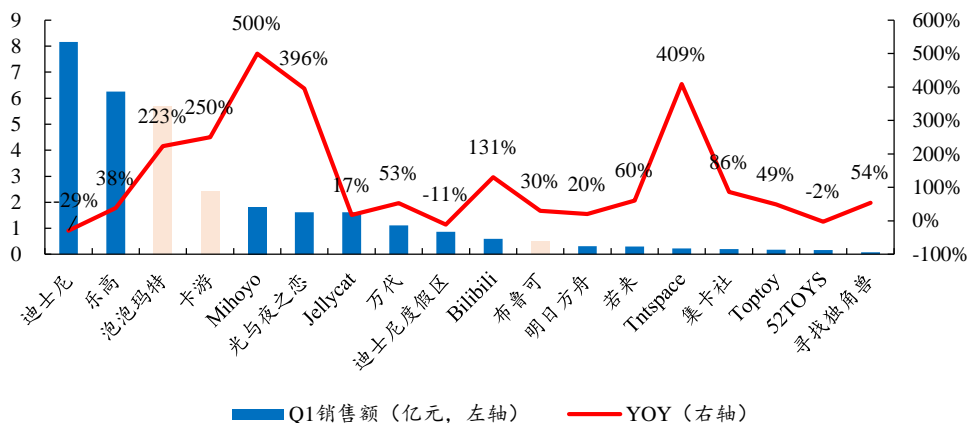
图5：2025Q1 盲盒/积木/毛绒/游戏周边/动漫周边/手办/桌游卡牌/文具卡牌线上累计销售额分别同比+207%/+20%/+17%/+122%/+108%/+71%/+40%/-32%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

分品牌看，国内头部潮玩品牌 Q1 线上表现显著好于国外龙头。2025Q1 泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比+223%/+250%/+30%；对比看，Q1 海外玩具巨头迪士尼/乐高/Jellycat/万代线上销售额分别同比-29%/+38%/+17%/+53%，除迪士尼外增速表现均较为稳健。聚焦到潮玩动漫品类，本土内容 IP 产业崛起势头正盛，叠纸、Mihoyo、光线等旗下《光与夜之恋》、《原神》、《哪吒 2》等游戏、动画 IP 破圈仍持续带动衍生品销售景气，Q1 索尼森迪借哪吒盲盒热销跻身 TOP10，彰显爆款内容力带来的品类高弹性。

图6：2025Q1 泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比+223%/+250%/+30%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所（销售数据包含各品牌所有品类产品）

表1：2025 年 QTD 泡泡玛特、桑尼森迪品牌线上销售额同比高速增长

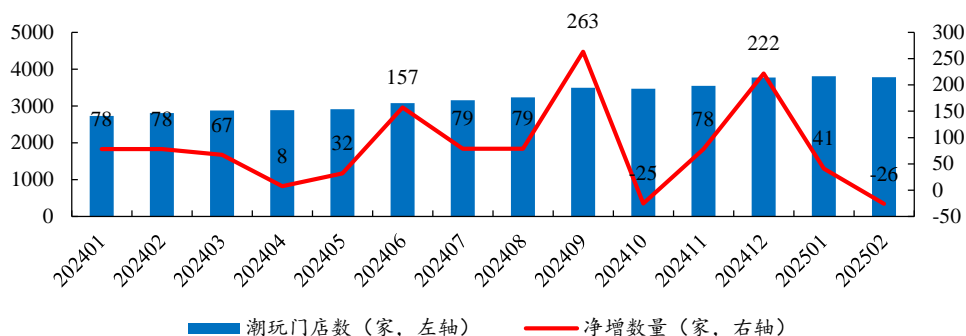
品牌	2023				2024				2025	同比
百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	QTD	%
泡泡玛特	149	176	184	219	173	299	390	521	339	223
光与夜之恋	5.6	22	36	87	33	46	68	35	133	413
Mihoyo	69	66	38	30	30	108	97	131	125	518
卡游	50	40	33	41	64	295	305	195	101	194
桑尼森迪	0.1	1.6	0.7	0.3	5.8	11	1.8	1.3	74	1000+
万代	110	96	61	95	67	108	69	112	70	71
Bilibili	10	16	29	38	26	40	33	35	43	167
原神	64	51	91	88	80	108	85	122	41	-19
明日方舟	8.6	12	14	49	25	55	32	36	22	11
名创优品	7.4	4.6	5.5	15	9.4	13	14	30	14	116

数据来源：久谦中台、开源证券研究所（QTD 时间截至 2025 年 3 月 29 日）

1.2、国内线下：终端零售进入洗牌期，店效表现显著分化

线下门店数显著增加竞争加剧，行业开店边际放缓。2024 年谷子经济破壁增长加速线下零售转型，终端谷子店、潮玩店数量激增，根据久谦，截至 2024 年底，国内潮玩门店总数达 3770 家，较年初增长 1116 家门店。除泡泡玛特/卡游等潮玩独立开发商外，普通零售品牌及个体门店产品端缺乏差异化，商场优质点位、流量竞争加剧，2025Q1 全国潮玩开店节奏同环比显著放缓，2 月净关店 26 家，预计短期进入行业洗牌期，长期看随客群渗透，终端门店数量将稳步反弹。

图7：2025 年 2 月国内潮玩门店数净关 26 家



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

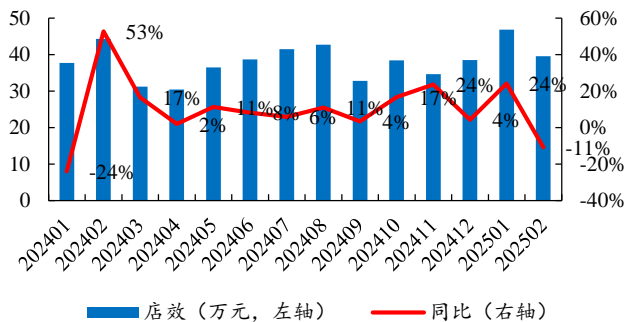
表2：2025 年 1-2 月潮玩品牌展店节奏同环比显著放缓

品牌	2024												2025		2 月环比
	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M1	M2	
乐高	559	571	582	576	573	584	580	584	610	584	583	596	600	590	-10
泡泡玛特	410	410	414	418	424	432	443	450	459	462	475	481	483	486	3
卡游	71	76	85	91	101	139	219	230	298	321	350	402	422	422	0
酷乐潮玩	283	284	286	288	291	294	302	306	315	318	328	339	344	348	4
Toptoy	118	144	149	152	154	165	167	178	215	240	241	248	250	246	-4
X11	57	60	60	58	68	85	90	93	112	130	139	166	179	176	-3
旋转木马	51	50	55	53	55	53	45	47	92	67	66	102	101	95	-6
3d-jp	52	54	55	53	55	56	53	54	57	57	56	56	53	53	0
潮玩社	24	25	34	34	33	36	35	36	41	36	39	51	52	50	-2
AA 国际动漫	35	35	34	34	32	36	29	32	36	29	29	29	29	29	0
馨漫园	41	39	33	33	32	31	28	29	31	23	22	23	23	23	0
52TOYS	17	18	17	17	16	15	15	15	14	12	12	12	12	9	-3
IP 小站	45	45	34	31	30	29	19	18	17	10	10	8	8	7	-1
三月兽	6	6	6	6	7	7	8	8	9	10	10	10	10	10	0

数据来源：久谦中台、开源证券研究所（单位：家）

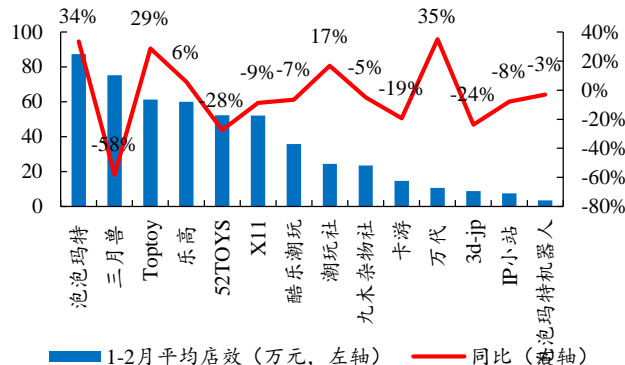
1-2 月线下店效表现分化，验证 IP 潮玩品牌生态壁垒。2025 年 1-2 月国内潮玩门店线下样本平均单月店效为 43 万元/同比+5.2%，**分品牌看**，泡泡玛特/TOPTOY/乐高/潮玩社/万代平均店效分别同比+34%/+29%/+6%/+17%/+35%，对比三月兽、X11、酷乐潮玩等零售渠道商，在 IP、产品和用户层建立完整生态的品牌有望长期突围。

图8：2025 年 1-2 月潮玩行业平均单店店效同比+5.2%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图9：2025 年 1-2 月泡泡玛特/TOPTOY/乐高/潮玩社/万代店效表现较好



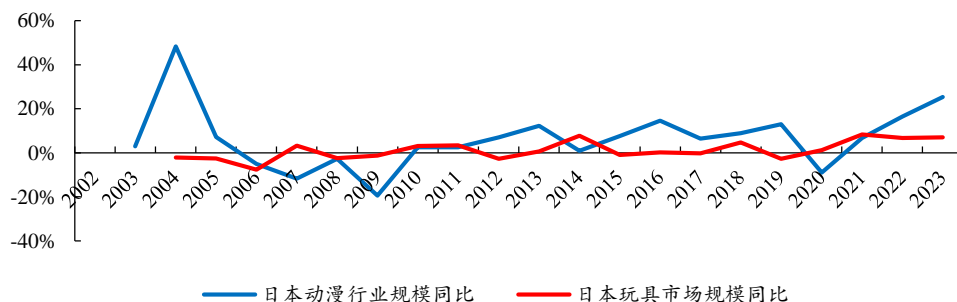
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

中国 IP 衍生品零售仍是星辰大海。(1) 需求侧看，玩具消费逐步穿透代际。受婚育观念变迁影响，国内新生儿人口对传统儿童玩具的长期刚性支撑逐步转向负面冲击，年轻一代二次元 IP 文化和悦己型消费崛起并将形成主流，以情感投射形成复购、目标客群向高年龄段迁移的收藏玩具、谷子经济需求有望维持较高景气。

(2) 供给侧看，国产 IP 产业链多维度崛起。以日为鉴，2003 年以来日本 15 岁以下人口数量逐年下降，但是玩具市场规模仍呈现趋势增长，2023 突破万亿日元，即“大小孩”贡献了日本玩具市场的主要增长；滞后 1-2 期看，行业变动与日本动漫产业表现基本同步，隐含了动漫 IP 成人衍生品对玩具市场的托举作用。

结合供给端 IP 结合度加深以及产品创新，我们认为中国 IP 零售仍处于早中期阶段，一是部分欧美日 IP 内容更新断代，且国民文化自信提升及兴趣消费浪潮下，通过围绕中国本土 IP 的产品打造，或为国内品牌突围主线之一。二是产品开发经验和体系化深度尚有不足，国内品牌在更广阔品类上创造 IP 情感溢价，目前仍有较大潜在空间。

图10：2000 年后“少子化”趋势下日本玩具市场规模仍增长，且与动漫产业保持较强相关性



数据来源：Wind、日本玩具协会、开源证券研究所

1.3、全球展望：成人玩家贡献增量，拼搭品类逆势增长

2024 年全球玩具市场规模下跌趋势企稳，成人收藏潮玩驶入快车道。根据 Circana，受制于全球少子化趋势，2024 年 G12（美、英、西、荷、墨、意、德、法、加、澳、巴西、比利时）玩具市场销售额同比下降 0.6%，但降幅较 2023 年（7%）大幅收窄。其中美国市场 2024 年销售额约 409 亿美元/同比下降 0.3%，市场体量占据 G12 市场一半以上，市场下降走势已基本企稳。尽管 2024 年上线影视内容 IP 较少，但全年 IP 授权玩具仍维持 8% 增长，销售额占比达到 34%/同比+2.9pct；同时，2024 年小型收藏品（公仔盲盒）、TCG 卡牌和毛绒玩具等成人向收藏玩具销售额同比增长近 5%，占总销售额 15%。我们预计 2025 年全球玩具市场将受到院线和流媒体平台热门影视剧 IP 上线积极影响，持续激发年轻消费者对玩具和收藏品的购买兴趣。

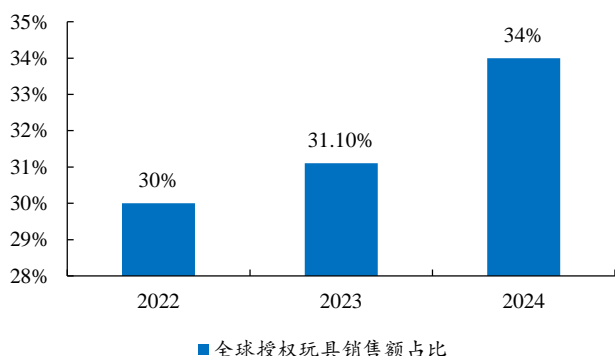
表3：多部大 IP 电影续作预计将于 2025 年上映

片名	上映时间	出品方
《白雪公主》	2025 年 3 月	迪士尼
《我的世界》	2025 年 4 月	华纳兄弟
《星际宝贝史迪奇》	2025 年 5 月	迪士尼
《驯龙高手 3》	2025 年 6 月	梦工厂
《侏罗纪世界 4》	2025 年 6 月	环球影业
《坏蛋联盟 2》	2025 年 8 月	梦工厂
《疯狂动物城 2》	2025 年 11 月	迪士尼
《阿凡达 3：火与烬》	2025 年 12 月	福克斯
《海绵宝宝 4》	2025 年 12 月	尼克罗顿

资料来源：烂番茄、开源证券研究所

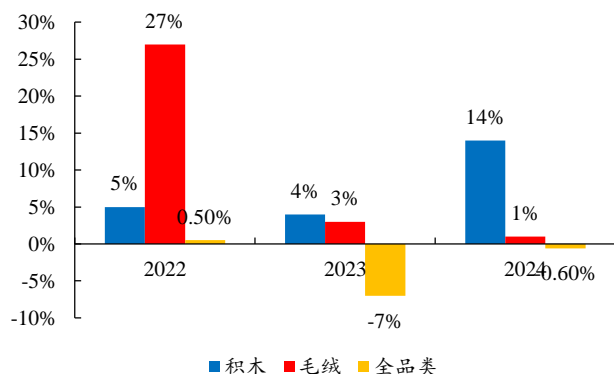
目标客群向高年龄段上移，积木类目保持逆势增长。2024 年 G12 市场积木、毛绒、车辆玩具销售额分别同比增长 14%/1%/3%，三大细分品类均保持连续 5 年保持正增长，其中积木类销售额和增长率方面均位居玩具市场榜首。我们认为全球拼搭玩具行业成长趋同来自于拼搭玩具穿透代际的情感投射和价值认同，同时也反映消费者对创意、互动与个性化体验的日益追求。

图11：2024 年 G12 市场授权玩具销售额占比提升至 34%



数据来源：Circana、开源证券研究所

图12：2024 年 G12 市场积木玩具保持逆势增长



数据来源：Circana、开源证券研究所

(1) 拼搭玩具跨代际属性突出。在传统理解中拼搭玩具受众主要为儿童，培养儿童专注力和动手能力的益智属性是实际决策者家长的主要消费动机。但从玩具设计的底层逻辑出发，拼搭玩具在搭建过程中所建立的及时反馈机制满足了人类对创造力思维和自我实现的天然向往，在受众上横跨益智/潮玩/收藏等多元圈层。成年玩家对于产品素质要求高，但品牌复购意识更强，特别是上一代受到乐高积木和高达模型熏陶的成年群体开始以高品质的拼搭活动参与家庭成员间的互动与联系，可脱离时代文化背景进入代际传承。

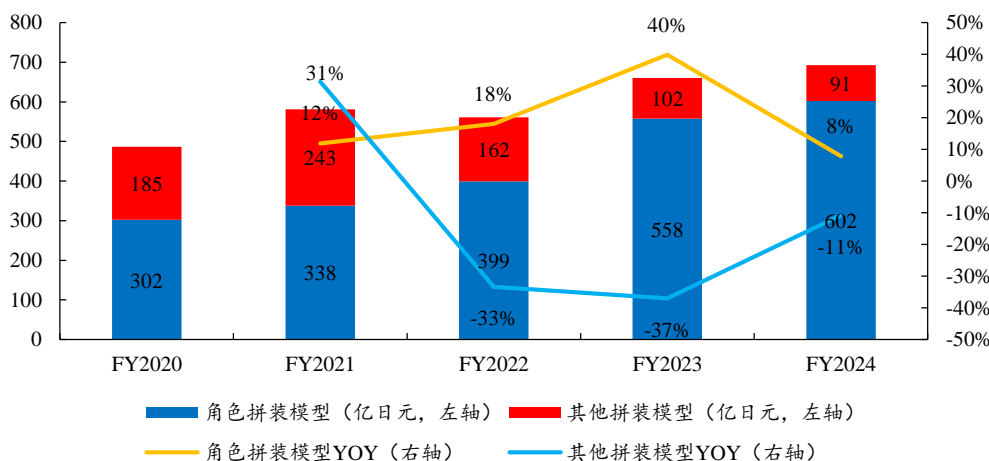
图13：不同年龄层段对拼搭角色玩具消费者需求差异较大

特色人群		学前启蒙	儿童教娱	素质教育/玩乐	潮玩圈层	情怀收藏
用户画像	使用者	0-3岁幼儿	3-9岁儿童	9-18岁 小学/中学生	• 性别分布平均，年龄呈两级分布，18-24岁为主和部分40-49岁人群	• 偏重男性，年龄以35-50岁为主和部分60岁以上及18-24岁人群
	购买者	• 女性为主，年龄以25-34岁为主，部分分布在35-40岁和50-59岁 • 购买意愿低，以低线城市为主	• 女性为主，年龄偏重30-44岁，以及50岁以上 • 购买意愿中，比较偏重三线及以下城市	• 性别分布平均，偏重25-39岁和部分55-59岁 • 有自我购买意识和能力，可识别品牌	• 购买意愿也呈两级分化，低购买意愿和较强购买意愿居多，以1/2线城市为主	• 购买意愿高，以1/2线城市为主
需求场景		亲子陪伴、益智启蒙、能力训练	亲子陪伴、寓教于乐、兴趣开发	课外能力培养、兴趣培养、拼装娱乐	情绪价值、圈层爱好、圈层社交	艺术收藏、硬核拼装
关键购买要素		功能>性价比>品牌>正品>服务		IP>正版>玩法>热点>产品素质		IP>正版>素质>限量>溢价

资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

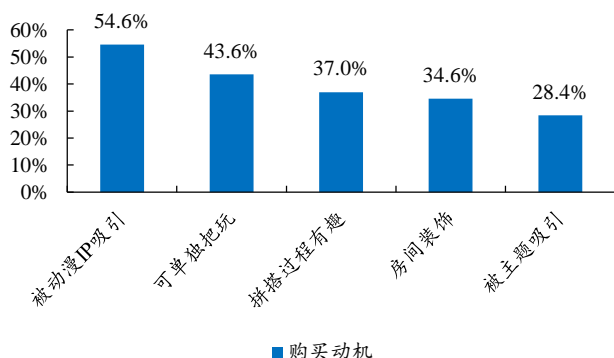
以日为鉴，成人角色类拼搭模型市场快速渗透。根据万代 2023 年本土成人消费者（18-59 岁，性别均衡）调研，较多消费者对拼装模型的购买动机中对 IP 感兴趣位列首位，与收藏、热爱和创造自我的精神内核相契合。2023 年受访者拼装模型平均消费 25740 日元，平均持有 24.4 个拼装模型，展现不俗的购买力空间。品类成年用户渗透下，FY2020-2024 年拼装模型市场规模保持稳健增长，特别是角色类拼装模型市场期间实现翻倍增长，FY2024 市场规模达 602 亿日元/同比+8%。

图14：FY2020-2024 日本角色类拼装模型市场规模实现近翻倍增长



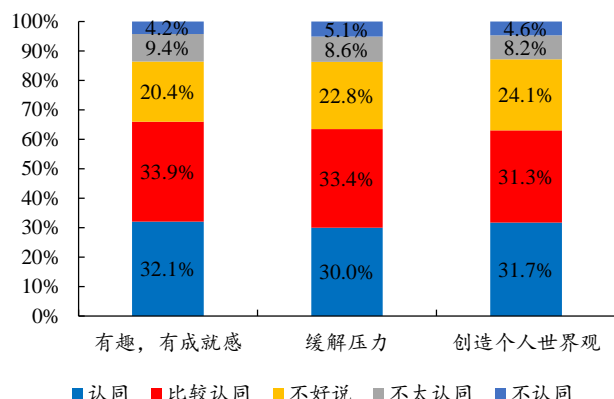
数据来源：万代南梦宫公司公告、开源证券研究所

图15：被 IP 吸引位列消费者拼装模型购买动机首位



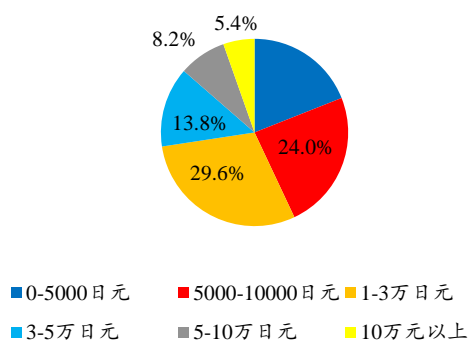
数据来源：万代魂官网、开源证券研究所

图16：成就感/缓解压力/创造个人世界位列消费者认同拼装模型三大价值



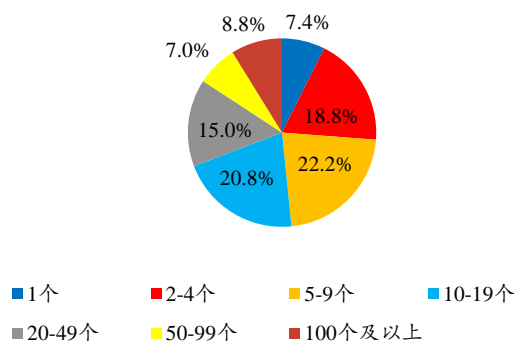
数据来源：万代魂官网、开源证券研究所

图17：消费者 2023 年拼装模型平均消费 25740 日元



数据来源：万代魂官网、开源证券研究所

图18：消费者平均持有 24.4 个拼装模型






数据来源：万代魂官网、开源证券研究所

(2) **正版 IP+高性价比拼装玩具仍相对稀缺。**大量以具有粉丝基础的 IP 为原型设计的正版拼装产品上市，由于其 IP 属性和收藏价值，带来更广泛的消费力较强的成人玩家。在产品设计上，各大头部品牌产品设计思路与电影、游戏、艺术品、汽车的成人兴趣生活领域相结合，产品形式与其他品类边界逐步模糊，添加更多艺术性及功能性内容，比如乐高堡垒之夜、机械组等。此外，依托国内供应链（产能、渠道）优势，更多国产正版高性价比 IP 玩具满足全球更广泛客群的消费需求。

(3) **互动性、创造力带来 UGC 运营空间。**基于拼装玩具可互动、重创造、结圈层的品类属性，由官方搭台、粉丝唱戏，可构建“情感注入-创意表达-社交分享”的互动链条，形成用户驱动、社群互动、品牌赋能闭环。目前头部拼装玩具品牌经过实践均已孵化出成熟的全球性粉丝共创生态，如乐高 IDEAS 平台、万代高达 GBWC（GUNPLA BUILDERS WORLD CUP）大赛、布鲁可 BFC（Blokees Figures Creator）生态，引入创作、分享、竞技的跨文化机制汇聚流量，推动品类的自发式社群裂变渗透，进一步为品牌建立文化认同。

表4：乐高、万代、布鲁可致力于创造全球化的用户共创生态

用户生态	成立时间	覆盖区域	机制介绍	平台会员数	赛事场景
乐高 IDEAS 平台	2014 年	全球	社区会员提交个人设计作品，2 年内获得 10000+ 平台用户支持后经评审成为 LEGO IDEAS 设计师，作品有机会转化为官方套装	截至 2023 年 1 月，注册会员约 260 万	
万代高达 GBWC	2011 年	全球 16 个参赛区域	赛制分为 U-14、U20、OVER-21 三个年龄组，赛程为区域预选赛→区域总决赛→世界总决赛，参赛者原则上需现场出席总决赛，已举办 12 届	/	
布鲁可 BFC	2024 年	全球	赛事体系包括线上创作赛、线下速拼赛、全球作品展三大核心板块，2025 年第 3 届 BFC 创作赛分为 4 个子赛季和最终总决赛	截至 2025 年 3 月，注册会员 300 万	

资料来源：乐高官网、万代 GBWC 官网、布鲁可公众号、酷玩潮公众号、开源证券研究所

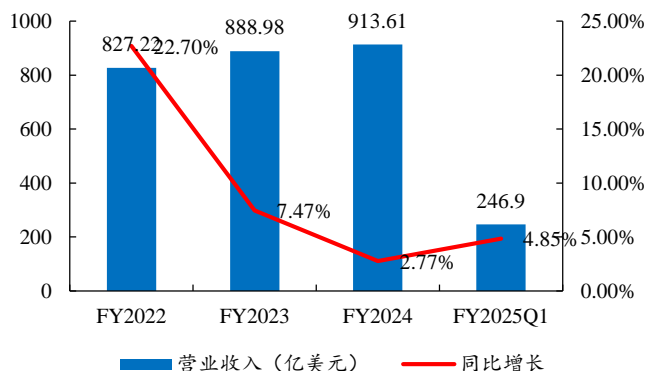
2、品类多元：不止于潮玩，龙头探索 IP+生态边界

2.1、镜鉴海外：从迪士尼、宝可梦看品类扩张天花板

2.1.1、迪士尼：消费品业务边界持续延伸，IP 授权壮大商业生态

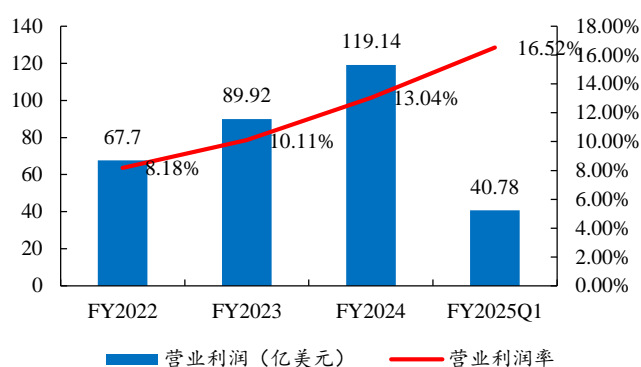
迪士尼收入取得稳健增长，营业利润率连续提升。收入方面，迪士尼 FY2024（以 2024/9/28 为结尾）实现收入 913.61 亿美元，同比增长 2.77%。分板块看，娱乐业务（有线电视、流媒体、内容发行与 IP 授权）实现收入 411.86 亿美元，同比增长 1%；体育业务（ESPN）实现收入 176.19 亿美元，同比增长 3%；体验业务（迪士尼乐园、消费品）实现收入 341.51 亿美元，同比增长 5%。利润方面，迪士尼 FY2024 实现营业利润 119.14 亿美元，同比增长 32.5%；净利润 49.72 亿美元，同比增长 111.22%，利润的增长主要源于流媒体业务的显著改善。

图19：FY2024 迪士尼实现收入 913.61 亿美元，同比增长 2.77%



数据来源：Wind、开源证券研究所（迪士尼 FY2024 以 2024/9/28 为结尾）

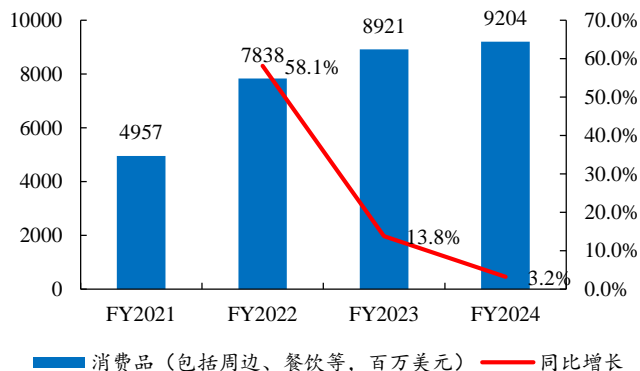
图20：FY2024 迪士尼实现营业利润 119.14 亿美元，营业利润率达到 16.52%



数据来源：Wind、开源证券研究所

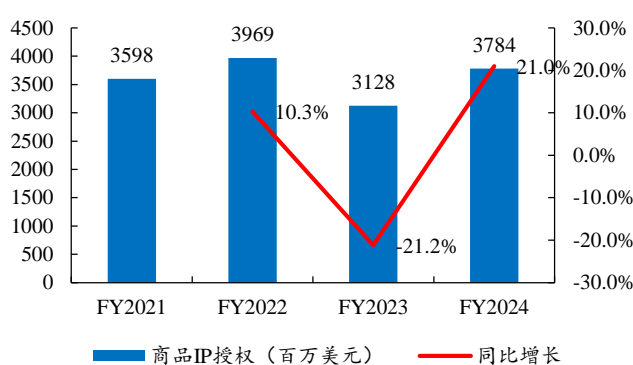
迪士尼消费品年销售规模超 90 亿美金，IP 授权快速增长。聚焦迪士尼消费品板块，FY2024 迪士尼消费品收入为 92.04 亿美元（约合人民币 663 亿元），同比增长 3.2%，商品 IP 授权收入为 37.84 亿美元（约合人民币 272 亿元），同比增长 21%。若按 10% 的 IP 授权抽成计算，授权商品的终端销售额约为 2720 亿人民币。将于 2025 年 5 月上映的《星际宝贝史迪奇》真人版是公司在 IP 授权业务中发力的重点 IP 之一，迪士尼消费品部亚太区高级副总裁林家文表示，未来配合大电影的发行，“史迪奇”将成为下一个顶流 IP。

图21：FY2024 迪士尼消费品收入为 92.04 亿美元，同比增长 3.2%



数据来源：迪士尼公司公告、开源证券研究所

图22：FY2024 迪士尼商品 IP 授权收入为 37.84 亿美元，同比增长 21%



数据来源：迪士尼公司公告、开源证券研究所

表5：迪士尼围绕自有 IP 搭建玩偶周边、餐饮、饰品、服装、家居家电等的多元产品矩阵

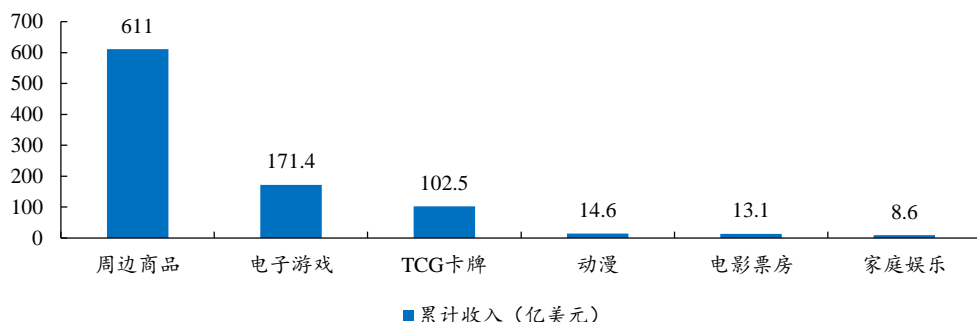
迪士尼 IP 消费品	产品介绍	图片
玩偶周边	玩偶周边是迪士尼非常经典的产品线，以迪士尼经典 IP 如米老鼠、达菲、维尼熊等为原型推出常规款、季节限定款、地狱特供款、联名合作限定款等玩偶周边。	
食品	迪士尼以经典动画角色为灵感打造特定主题餐厅以及趣味美食，如料理鼠王餐厅，复仇者联盟家庭套餐，疯狂动物城动画中同款爪爪冰棍等。	
饮品	迪士尼饮品涵盖果汁、气泡水、茶饮等多元品类，以角色为灵感推出多样口味以及主题包装，如玫瑰番石榴水果茶搭配爱洛公主主题吸管杯、不同口味气泡水搭配不同款米奇系列冷饮杯等。	
饰品	迪士尼饰品以 IP 元素为核心打造精致配饰，涵盖项链、耳饰、戒指、手链、手镯、发夹等多种配饰，如艾莎冰雪项链、达菲和好朋友系列发夹。除常规款外，另有推出各类限定款。此外，饰品品类也积极与 mikimoto、周大福等联名推出限定 IP 饰品。	
服装	迪士尼服装通过联名授权打造潮流穿搭，除自有品牌出品的服饰外，还与优衣库、古驰等联名推出 T 恤、卫衣等产品。除常规款外，另有各类限定款服饰。	
家居	迪士尼家居以动画场景还原生活空间，拥有自主品牌家居馆，涵盖厨房、浴室、卧室等多个居家场景，推出厨具、洗漱用具、厨房用品等。包含《米老鼠》主题餐具、小熊维尼枕头等经典系列产品。并且在亚太地区唯一授权酷漫居与迪士尼一起推出儿童家具系列，如儿童床、儿童座椅等；海外授权 Sourcebynet（SBN）一起推出迪士尼家具系列，如沙发、茶几等。	
家电	迪士尼家电将经典 IP 融入智能生活，授权多个产商如 miworks、i-smarts 等生产并经销如相机、充电宝、电饭煲等家电产品。	

资料来源：迪士尼官网、miWorks 官网等、开源证券研究所

2.1.2、宝可梦：IP 周边商品多元，线下拓展餐饮零售业态

宝可梦 IP 变现生态完整，周边商品贡献主要营收。自 1996 年宝可梦诞生起，宝可梦公司便快速建立起以游戏为根基的内容 IP 轮次收入变现模式，1996 年 10 月首批宝可梦衍生玩具（塑料手指木偶）于日本推出，其后动漫、TCG 卡牌及各类周边的跨媒介产品生态快速健全，在末端环节放大 IP 商业价值。根据 Title Max 数据，截至 2019 年宝可梦 IP 累计收入 921 亿美元，其中周边商品/电子游戏/TCG 卡牌三大品类分别贡献收入 611、171、103 亿美元，周边商品为核心变现渠道。

图23：周边玩具/电子游戏/TCG 卡牌为宝可梦 IP 主要收入来源



数据来源：Title Max、开源证券研究所

宝可梦自营周边品类丰富，线下转型娱乐式零售。宝可梦官方开发周边包括手办/别针/服饰/包箱/家居/餐具/首饰/甜品/图书等全品类产品，1998 年宝可梦公司落地首家复制 IP 虚拟世界的宝可梦中心，作为销售原创商品和传播最新 IP 信息的核心线下业态，目前已在日本开设 16 家中心，拥有新加坡和中国台湾两家门店辐射海外市场，以及 6 家枢纽零售店。除商品零售外，宝可梦中心为消费者提供沉浸式与娱乐化的消费体验，包括：（1）**增加定制化内容**。每个宝可梦中心拥有独立设计店铺形象及融合本地文化特征的独家商品，此外对粉丝开放设计实验室，允许游客自由设计 T 恤。（2）**增强互动性**。不定期线下游戏/卡牌活动，促进宝可梦粉丝间的情感交流，学习游戏玩法、测试技能或交易宝可梦等。此外，2018 年公司于东京尝试了官方中心和毗邻咖啡馆的业态组合，为粉丝提供集合餐饮、零售和角色扮演体验，2019 年开设了首家甜品外卖店“Pikachu Sweets”，进一步延展线下生态。

图24：宝可梦官方周边包括手办/别针/服饰/包箱/家居/餐具/首饰等全品类产品



资料来源：宝可梦中心官网、开源证券研究所

表6：宝可梦公司线下商品业态覆盖零售/餐饮等多元业态

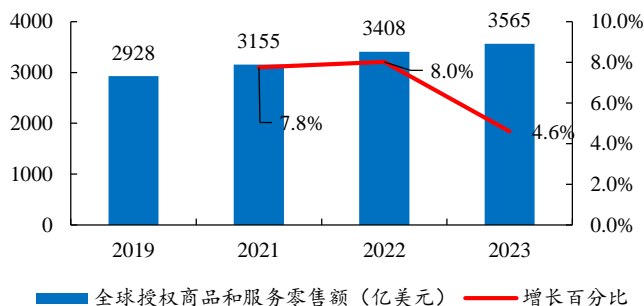
	宝可梦中心	宝可梦专卖店	宝可梦 Cafe	宝可梦 Sweets
成立时间	1998 年	/	2018 年	2019 年
店型	购物中心零售店	街边/枢纽店	餐饮体验店	餐饮外卖店
门店数量	18 家（海外中国台湾/新加坡各一家）	6 家	2 家	1 家
门店展示				

资料来源：宝可梦中心官网、宝可梦公司官网、开源证券研究所

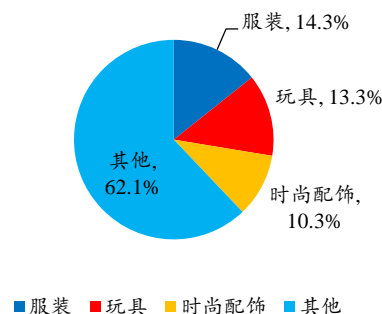
2.2、国内龙头：积极拓展服饰、珠宝、食玩，丰富粉丝精神世界&生活角落

2.2.1、服饰：全球第一大授权品类，头部公司布局潮流服饰市场

全球 IP 授权商品及服务零售额超三千亿美元，服装为第一大品类。根据国际授权业协会，2023 年全球 IP 授权市场规模再次实现稳健增长，达到 3565 亿美元，同比增长 4.6%。全球品牌授权行业的表现整体再次好于全球零售市场，品牌授权是打造差异化的利器。其中北美为第一大市场，美国和加拿大合计授权市场规模为 2103 亿美元，占比 59.6%。分商品类别看，2021 年服装、玩具、时尚配饰为前三大品类，市场规模分别占比 14.3%、13.3% 和 10.3%。

图25：2023 年全球 IP 授权市场规模为 3565 亿美元，同比增长 4.6%


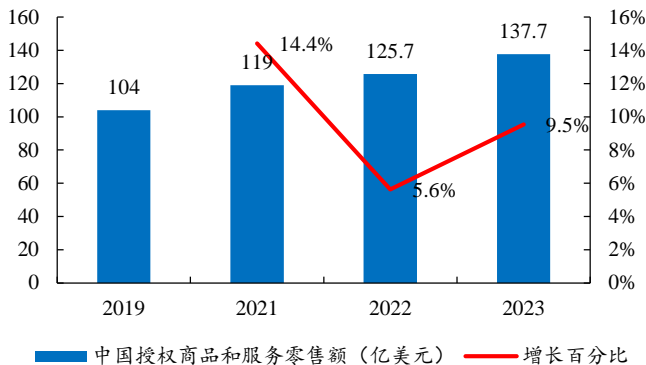
数据来源：国际授权业协会、开源证券研究所

图26：分品类看，2021 年全球授权零售额中服装为第一大品类，占比 14.3%


数据来源：国际授权业协会、开源证券研究所（其他品类包括视频游戏、体育用品、宠物用品、家居装饰和食品饮料等）

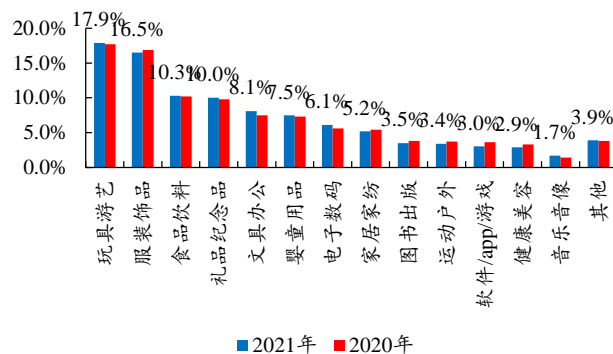
中国 IP 授权超越德国成为第四大市场，服装占比 16.5%。根据国际授权业协会，2023 年中国授权商品和服务零售额高达 137.7 亿美元，较 2022 年的 125.7 亿美元，同比增长 9.5%，达到了一个令人瞩目的新高度。中国首次赶超德国，仅次于美国、英国和日本，跃居全球第四大授权市场。分商品类别来看，根据中国玩具和婴童用品协会，2021 年被授权商中服装饰品占比 16.5%，仅次于玩具游艺，排名第二。

图27：2023 年中国 IP 授权市场规模为 137.7 亿美元，同比增长 9.5%，超过德国成为第四大市场



数据来源：国际授权业协会、开源证券研究所

图28：2021 年中国 IP 被授权商中服装饰品占比 16.5%



数据来源：中国玩具和婴童用品协会、开源证券研究所

表7：多个潮流 IP 与优衣库、Supreme 等知名服饰品牌合作

公司	IP	服饰相关	图片展示
宝可梦	自有 IP 宝可梦	联名优衣库、The North Face 等知名服装品牌，推出衍生自有婴童品牌 monpoke。	
任天堂	游戏 IP 马里奥、塞尔达传说等	与优衣库长期合作 UT 系列，将游戏元素融入日常穿搭，热门款式（如《动物森友会》主题）在部分地区的门店曾出现首日售罄现象。	
KAWS	艺术家 IP KAWS	与 Uniqlo、Dior、Supreme 等品牌联名推出服装，通过限量款引爆市场。	
Funko 旗下 Loungefly	迪士尼、漫威、星球大战等 IP 授权	主要生产流行文化主题的包袋、配饰和服装等，最新季度（2024Q3）Loungefly 占 Funko 整体收入的比重为 16.2%。	

数据来源：马尼亚 Mag 公众号、Funko 公司公告等、开源证券研究所

头部公司布局潮流服饰市场，推动潮玩行业从单一产品向情感经济与生活方式品牌转型。Hirono 小野全球品牌首店于 2025 年 2 月上海中环广场开业，以“情绪疗愈”为核心，通过空间叙事与产品矩阵构建沉浸式生活方式场景，将商品隐喻为“精神良药”，推出涵盖服饰、家居、联名潮玩的「Fight for Joy」主题系列。Farmer Bob

则以“艺术潮牌”为定位，通过服饰鞋履线探索潮流文化的深层表达，其推出的“夹心饼干休闲鞋”融合复古滑板鞋设计与东方传统工艺，衬衫采用可拆卸设计传递“反身材焦虑”态度，将IP内核延伸至服饰、运动及家居领域。头部公司通过“IP 品牌化”，打破潮玩边界，推动行业从“收藏玩具”向“文化符号”跃迁。

图29: Hirono 小野品牌首店于 2025 年 2 月上海中环广场开业



资料来源：泡泡玛特公众号

图30: FARMER BOB 成为国内首个探索时尚潮流服饰鞋履线的潮玩 IP

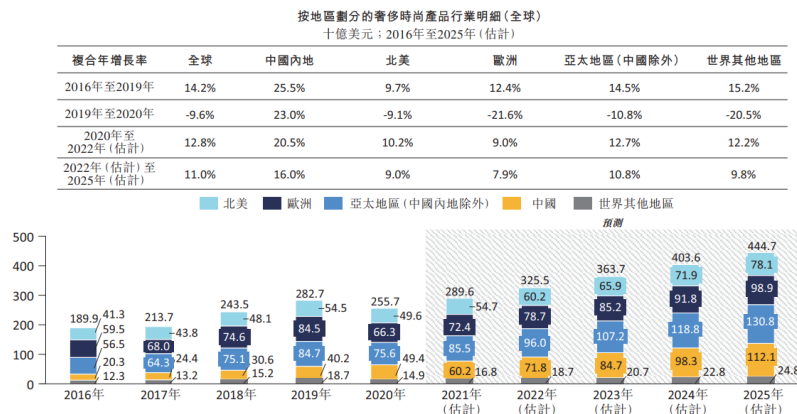


资料来源：FARMER BOB 公众号

2.2.2、饰品：IP 联名热迎新生代消费潮，泡泡玛特推出独立珠宝品牌

奢侈时尚产业全球市场规模约超 4000 亿美元，亚太地区占比超 50%。根据弗若斯特沙利文，预估 2024 年全球奢侈时尚产业规模为 4036 亿美元，2022-2025 年预计全球付费增速为 11%。分地区来看，预估 2024 年北美地区市场规模为 719 亿美元，占比 18%，亚太地区合计为 2171 亿美元，占比为 54%。

图31: 弗若斯特沙利文预估 2024 年全球奢侈时尚产业规模为 4036 亿美元，其中北美和中国市场分别为 719、983 亿美元

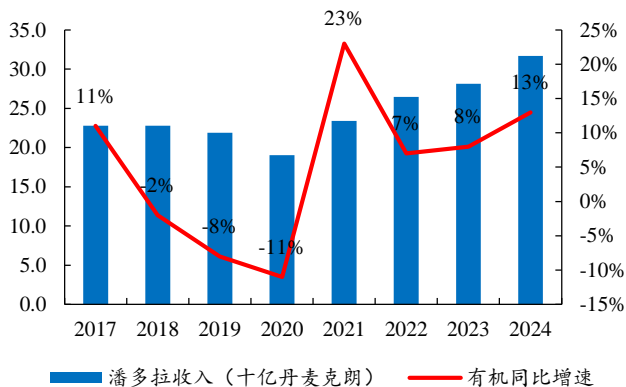


资料来源：APM Monaco 招股说明书

潘多拉业绩稳健增长的同时毛利率持续上行，全球门店数量达 2788 家。潘多拉 2024 年收入为 316.8 亿丹麦克朗，有机增速为 13%，而年初指引仅为 8-10%。潘多拉曾经深陷门店过度扩张、品牌力下降，以及对单一产品过度依赖等问题，导致销售和盈利能力双双下降。当时该集团总收入的 70% 以上来自吊饰和手链，核心系列 Charms 的串珠手链易被复制，缺乏品牌护城河。2019 年 4 月，曾在 Britax 和宝洁等公司任职的企业重组专家 Alexander Lacik 出任 CEO，推动全新战略，将重点放在

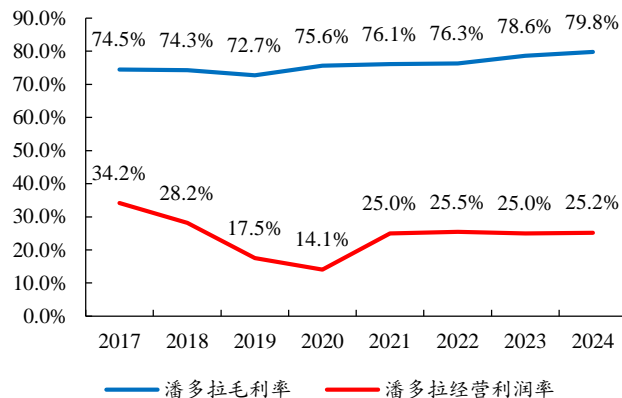
改变品牌形象、推出新设计、关注核心市场和个性化产品上。自 2020 年以来，该公司通过缩减门店网络、推出新系列和更广泛的产品品类来提高品牌吸引力。**利润率方面**，2024 年潘多拉毛利率已达到 79.8%，经营利润率 (EBIT) 连续四年维持在 25% 以上。**门店数量方面**，2024 年潘多拉全球共有门店 2788 家，较 2023 年底增加 137 家，其中美国 484 家较 2023 年底增加 37 家。

图32：潘多拉预期 2024 年收入为 316.8 亿丹麦克朗，有机增速为 13%



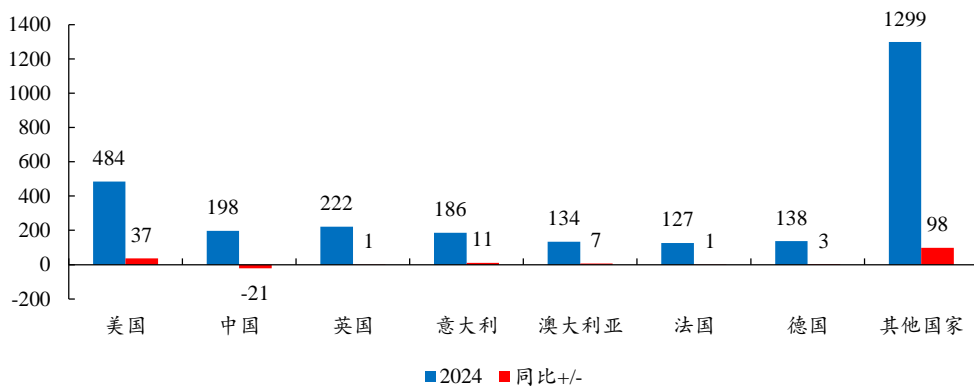
数据来源：潘多拉公司公告、开源证券研究所

图33：2024 年潘多拉毛利率为 79.8%，经营利润率 (EBIT) 为 25.2%



数据来源：潘多拉公司公告、开源证券研究所

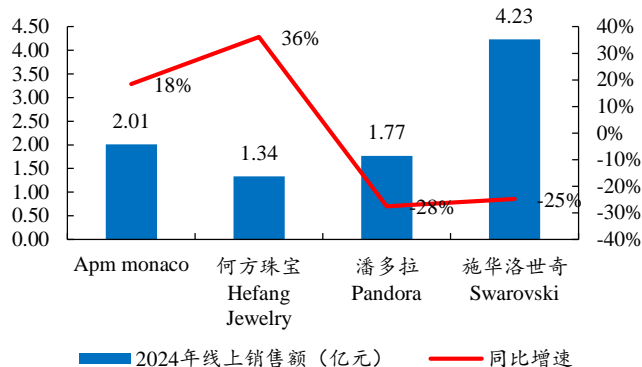
图34：2024 年潘多拉全球共有门店 2788 家，较 2023 年底增加 137 家，其中美国 484 家较 2023 年底增加 37 家（单位：家）



数据来源：潘多拉公司公告、开源证券研究所

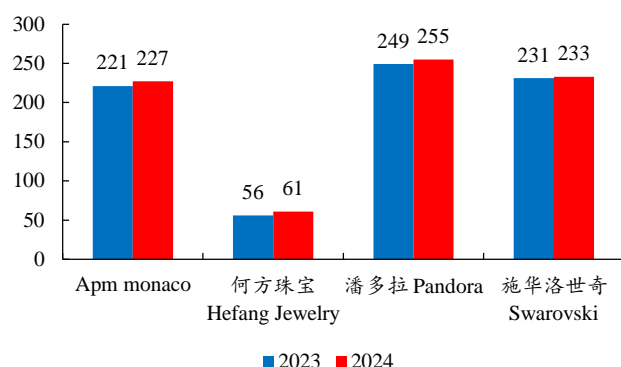
国内时尚珠宝品牌 2024 年线上表现不一，线下均保持扩张。根据久谦数据，2024 年 APM、何方、潘多拉、施华洛世奇的线上（天猫+抖音+京东）销售额分别为 2.01、1.34、1.77、4.23 亿元，同比+18%、+36%、-28%、-25%。线下门店数量维持增长，截至 2024 年，APM、潘多拉、施华洛世奇分别在国内拥有 227、255 和 233 家门店，疫情后重回扩张。

图35：2024 年 APM 线上（天猫+抖音+京东）销售额为 2.01 亿元，同比增长 18%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图36：截至 2024 年 APM、潘多拉、施华洛世奇分别在国内拥有 227、255 和 233 家门店（单位：家）



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

在审美升级与个性化需求凸显的当下，珠宝 IP 联名正呈现出蓬勃发展的趋势。从合作对象来看，联名 IP 的类型不断拓展，除了常见的动漫、影视 IP，如名牌珠宝与蓝精灵、小马宝莉的合作，潮玩、艺术、游戏等领域的 IP 也纷纷入局。2023 年 12 月，全球知名珠宝品牌蒂芙尼(Tiffany)与宝可梦 IP 推出 Tiffany & Arsham Studio & Pok é mon 联名系列。主要以皮卡丘、小火龙、杰尼龟、胖丁、嘎啦嘎啦和梦幻这 6 只宝可梦为主题，共包含 9 款珠宝。2024 年 12 月，继和 Molly 联名串珠后，周生生再推 DIMOO 足金串珠。

图37：Tiffany 联名宝可梦



资料来源：湖南省动漫游戏协会公众号

图38：周生生联名泡泡玛特



资料来源：泡泡玛特公众号、周生生视频号

泡泡玛特推出独立珠宝品牌，单价与潘多拉基本一致。1 月 10 日，潮玩龙头泡泡玛特官宣自己的珠宝品牌 POPOP JEWELRY 即将上线，1 月 15 日，POPOP 线下限时店在上海、深圳及成都三家快闪店正式开售，坐落 ifc 等顶级商圈。POPOP 品牌定位轻奢饰品，现已推出 Molly、小野、SP 等多个系列。目前，首家正式店落址北京国贸。

图39: POPOP 产品已推出 Molly、小野、SP 等多个系列



资料来源: POPOP 公众号

图40: 泡泡玛特旗下珠宝品牌 POPOP 新开三家快闪店

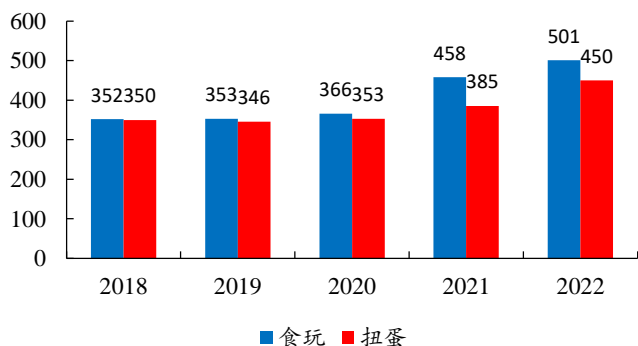


资料来源: POPOP 公众号

2.2.3、食玩: 国内潮玩+食品企业齐入局, 泡泡玛特加码餐饮业态

日本食玩行业发展历史悠久, 受众从儿童扩展到年轻群体。根据万代披露数据, 2022 年日本食玩市场规模已达 501 亿日元, 同比增长 9.39%, 截至 2024 年 3 月, 30 年内万代累计出货近 28 亿个, 需求韧性充足且可穿越周期。近年日本食玩形式愈发多元精致, “玩具”属性更为凸显, 30-49 岁有娃人群, 15-29 岁年轻群体比例快速爬升, 扩客群逻辑清晰。

图41: 2022 年日本食玩市场规模为 501 亿日元, 同比增长 9.4% (单位: 亿日元)



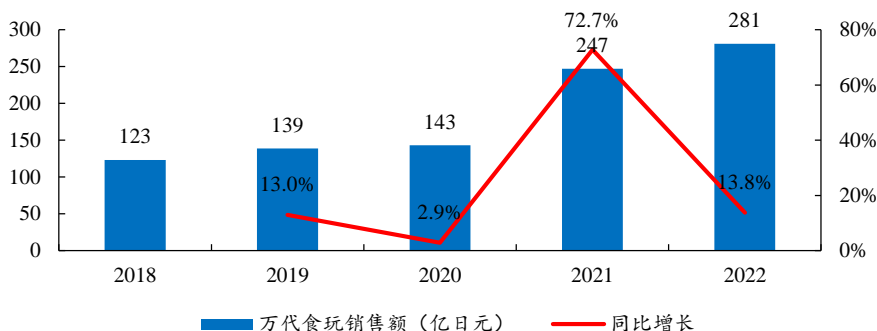
数据来源: 万代公司公告、文创潮公众号、开源证券研究所

图42: 日本食玩消费群体中 15-29 岁的女性、男性消费人群在逐年增长



资料来源: 文创潮公众号

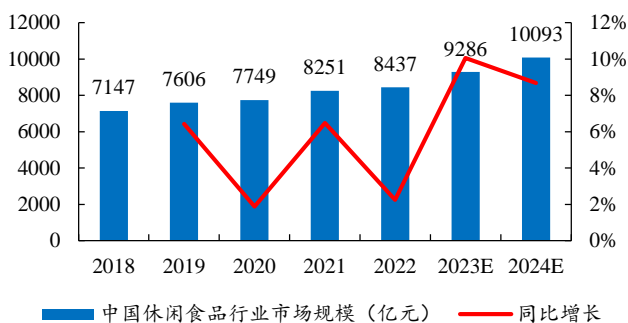
玩具+食品企业齐入局, 增加 SKU 丰富玩法。由于其“食品+玩”的产品特性, 日本主要从事食玩业务的, 既有万代、Re-ment 等玩具企业, 也有 kabaya 食品、江崎固力果等食品企业, 以及嘉娜宝 (kracie) 等综合型企业。最初, “食玩”是为提升食品销量而附赠卡片等小玩具, 以食品为主。近年来, 玩具逐渐成为食玩的主角, 形式更加多元化、精致化, 食品则成为了附属品。日本“食玩”的种类已相当广泛, 包括迷你手办、模型、卡牌、贴纸、拼图、DIY 零食、钥匙扣徽章等杂货周边, 以及微缩模型等等, 其主要消费人群也由儿童发展至成年人。

图43：万代食玩销售额快速增长，2022 年达到 281 亿日元


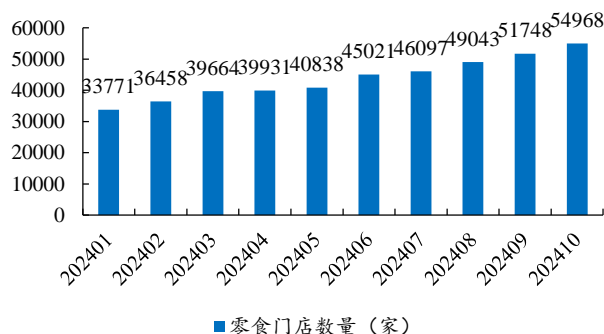
数据来源：文创潮公众号、开源证券研究所

国内初创食玩品牌快速涌现，潮玩龙头加码布局。受益于消费场景日益丰富、创新产品迭出等因素推动，根据中商产业研究院，预计 2024 年中国休闲零食市场规模达 10093 亿元。根据久谦数据，截至 2024 年 10 月全国零食门店数量已近 5.5 万家，同比增长 100%。其中，IP+零食产品加速迭代创新，ACGBOX 等独立食品品牌已完成一级融资，卡游、泡泡玛特、华立科技等老牌公司均入局食玩，新品陆续推出中。

- (1) **卡游：**2024 年 7 月卡游向经销商发布了一则关于“将推出食玩类产品”的公告，以提醒尚未有食品销售资质的经销商增加相关类目，从而更好地推进商品销售。首款食玩类产品“叶罗丽·星之颂曲·维生素 C 软糖（水蜜桃味）-第一弹”已上线。
- (2) **泡泡玛特：**泡泡玛特联合新期天食品，推出泡泡玛特首款小甜豆 3D 软糖。2024 年 9 月 MOLLY 的甜品屋于泡泡玛特乐园上线。
- (3) **华立科技：**联合康师傅干脆面推出特别加傲盘礼盒，包含香爆脆干脆面与一张特别加傲盘，加傲盘可用于在对应游艺机进行游玩或收藏。

图44：预计 2024 年中国休闲食品行业市场规模将突破万亿元，同比增长 8.69%


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

图45：截至 2024 年 10 月，中国零食门店数量已近 5.5 万家


数据来源：久谦、开源证券研究所

图46：漫盒旗下品牌咔咔番推出宝可梦拼拼巧克力



资料来源：玩具视窗公众号

图47：漫盒旗下蜡笔小新食玩盒取得抖音盲盒爆款榜第一名

抖音·盲盒爆款榜，2024.11.16 统计				
商品名	总销量	单价/¥	店铺名	店铺粉丝量/万
1 蜡笔小新垂耳熊食玩礼盒	3万	69	漫盒模玩专营店	1.3
2 Zoraa 好运小猫大娃	2140	599	TNTSPACE潮玩旗舰店	16.4
3 宝可梦PTCG牌中8.0卡牌	1.6万	69.9	欧答卡社	0.2
4 锦鲤拿趣《甄嬛传》第三代系列盲盒	1.6万	79起	锦鲤拿趣官方旗舰店	6.1
5 蓝蛇塔糖胶毛线娃娃公仔	926	499	TNTSPACE潮玩旗舰店	16.4
6 高中宝可梦集换社卡牌	4180	69.9起	盒子推推卡	0.1
7 蜡笔小新奇奇怪怪的小新表情包盲盒	8056	39起	52TOYS官方旗舰店	27.3
8 小马宝莉趣萌包拆包	2.4万	69.9	杰宝拆卡	0.5
9 闪电五连鞭中TCG集换式日月卡牌	1010	79.9起	小马卡牌	-
10 牌中日版宝可梦PTCG	15.5万	29.9	顺心卡牌	2.4

资料来源：文创潮公众号

图48：卡游推出叶罗丽食玩，主打卡牌+软糖



资料来源：IPC 情报局公众号

图49：华立科技联合康师傅干脆面推出特别加傲盘礼盒

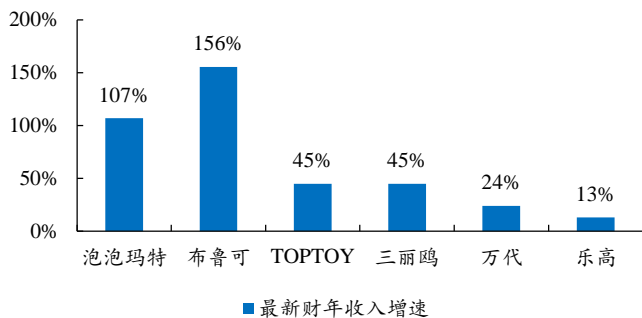


资料来源：IPC 情报局公众号

3、经纬全球：IP 潮玩龙头 2024 年业绩亮眼，生态运营渐入佳境

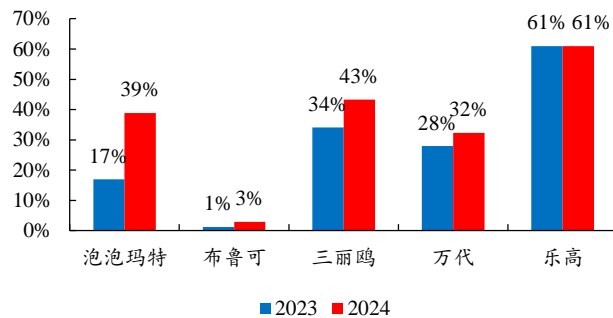
结合前文分析，2024 年全球潮玩产业处于全球化 IP 跨区域渗透、品类加速迭代创新、渠道网络生态趋于完善、IP 文化逐步穿透消费代际的历史机遇期。2024 年全球玩具龙头及国内 IP 潮玩新势力均取得亮眼业绩，同时均已开启新阶段的全球化拓展计划，我们在下文进一步梳理各自经营动态及成功策略，我们认为尽管各玩家起点迥异，成长路径仍落脚到构建“IP-产品-用户”生态上，长期看能够持续扬长补短、具备自主产品深度迭代能力和跨媒介立体用户生态的企业有望在新一轮 IP 浪潮中脱颖而出。

图50：泡泡玛特/布鲁可 2024 年收入高速增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所（万代、三丽鸥收入报告期为 FY2025Q1-Q3）

图51：泡泡玛特/布鲁可 2024 年海外收入占比同比提升



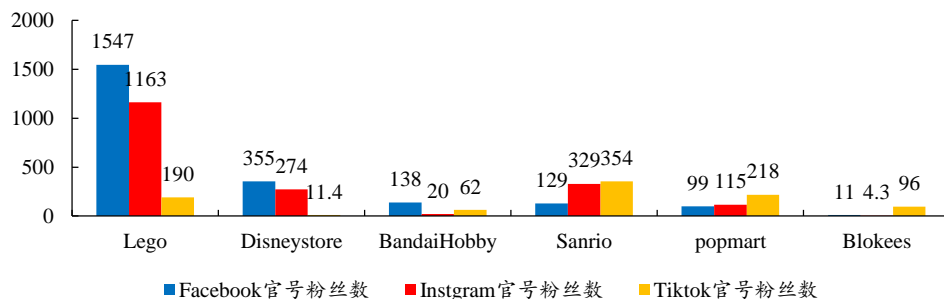
数据来源：各公司公告、开源证券研究所（万代、三丽鸥收入报告期为 FY2024Q1-3 和 FY2025Q1-Q3，乐高本土收入取欧洲中东非洲）

（1）**着力建设头部长青、尾部常新的 IP 矩阵。**乐高、万代均已形成跨圈层、跨年龄、跨性别的塔型 IP 矩阵，是两者全产业链布局长期积淀的必然结果，即通过资本并购、联合开发、生态赋能等方式，获取在 IP 内容、产品开发和用户运营上的主动权，如万代通过影游内容联动推动高达模型焕新长青，同时如《艾尔登法环》等 IP 梯队进行良性补充。2024 年泡泡玛特在 IP 储备、跨媒介内容（游戏）、沉浸式产业（乐园）等均已进行了有益尝试；布鲁可核心授权 IP 矩阵已逐步成型，并与上游版权方形成较稳固的利益绑定，自有 IP 通过动画、产品联动加深叙事深度。

（2）**完善体系化的产品梯度和迭代能力。**围绕细分群体进行价格带切割、新品创新和品类扩张，其中万代横向扩充品类矩阵，目前各大 IP 主力产品各有千秋，充分开发 IP 价值，同时在单独品类上的验证成功经验亦向其他 IP 复制。2024 年泡泡玛特围绕 IP 特性的拓品类战略成效显著，从盲盒出发形成毛绒、周边多类情绪溢价产品。布鲁可围绕经典系列和老 IP 持续迭代和扩展产品线，目前网格化产品组合已成型。

（3）**抢占北美 IP 零售高地，强化全球粉丝群体情感链接。**各 IP 玩具品牌均将全球化拓展作为核心战略，尤其是 2024 年各品牌北美市场销售增速表现均较为亮眼。万代通过联合影视开发及全球赛事举办持续链接全球粉丝，焕活 IP 影响力；三丽鸥则聚焦形象拟人化情绪表达，社交平台成为主战场；泡泡玛特通过产品运营和场景化内容输出 IP 价值；布鲁可借助 BFC 社群形成知识共享网络，建立起活跃的用户圈层。对比全球巨头社媒粉丝量，国内玩家海外品牌声量和消费者认知仍有提升空间。

图52：泡泡玛特/布鲁可品牌文化在全球范围实现有效传播



数据来源：Facebook、Instagram、Tiktok、开源证券研究所（单位：万）

3.1、万代：FY2025Q3 业绩超预期，IP 内容声量驱动玩具业务共振

万代公布FY2025Q3业绩,再次上调财年业绩预期。FY2025Q3(2024.10-2024.12)营收 3443 亿日元/同比+27.5%，归母净利 480 亿日元/同比+483%，对应归母净利率 14%/同比+10.9pct；FY2025Q1-Q3 营收 9557 亿日元（约合人民币 441.9 亿元）/同比+24%，归母净利 1287 亿日元（约合人民币 59.5 亿元）/同比+113%，对应归母净利率 13%/同比+5.6pct。基于 Q3 旗下 IP 多维度变现的优异表现，公司再次上调全年指引，预计 FY2025 全年收入 1.23 万亿日元/同比+17%（前值 1.15 万亿日元），归母净利润 1280 亿日元/同比+26%（前值 1100 亿日元）。同时提出 FY2026-FY2028 新中期计划，继续践行 IP 轴战略，在现有水平上以实现 20%以上良性成长。

图53：FY2025Q3 万代南梦宫提出新一轮中期计划

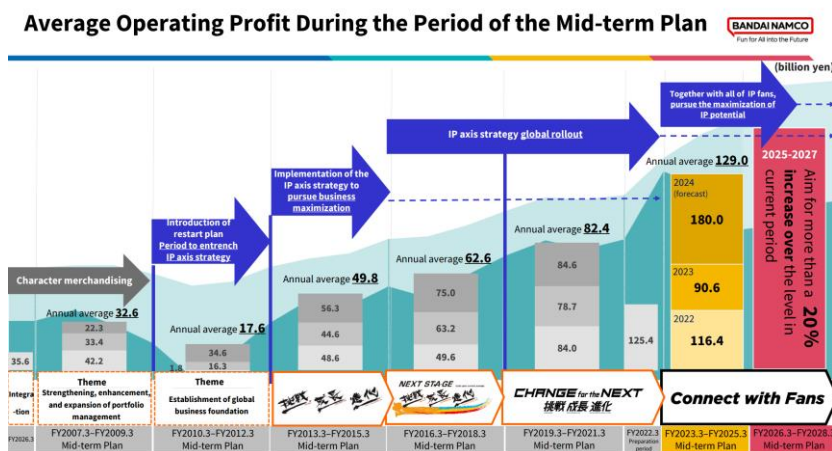
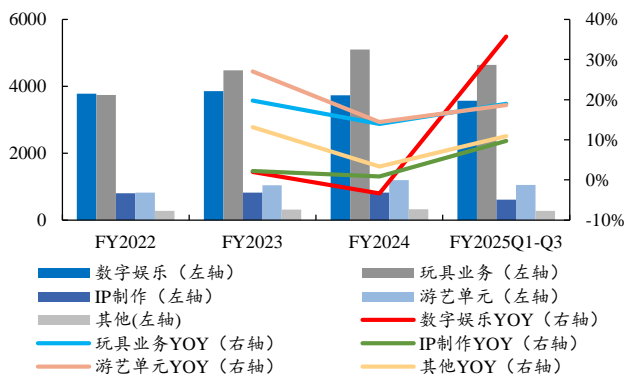


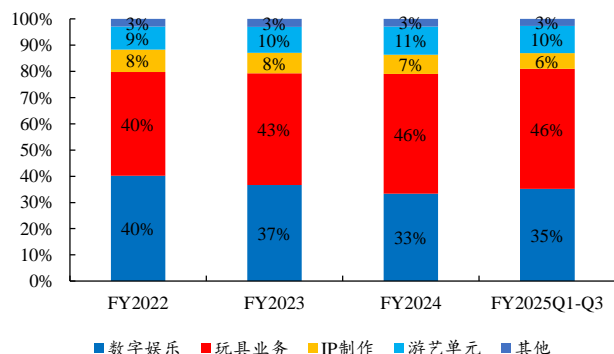
表8: FY2025Q3 数字/玩具/IP/游艺业务收入同比+45%/+23%/-12%/+14%

业务	指标	FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q1-Q3	2024 年
数字娱乐	营收	1063	1222	1285	3570	4666
	同比	56%	15%	45%	36%	30%
	营业利润	147	300	259	706	753
	同比	454%	133%	286%	4315%	1652%
玩具业务	营收	1328	1588	1726	4642	5838
	同比	10%	23%	23%	19%	19%
	营业利润	270	327	379	976	1066
	同比	14%	48%	58%	40%	40%
IP 制作	营收	175	237	197	609	878
	同比	17%	29%	-12%	10%	7%
	营业利润	25	42	27	94	127
	同比	136%	239%	-39%	39%	15%
游艺单元	营收	330	386	331	1047	1361
	同比	17%	25%	14%	19%	19%
	营业利润	28	44	8	80	74
	同比	-12%	18%	46%	8%	13%

数据来源: 万代南梦宫公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

图56: FY2025Q1-Q3 万代数字/玩具/IP/游艺业务收入同比+36%/+19%/+10%/+19%


数据来源: 万代南梦宫公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

图57: FY2025Q1-Q3 万代玩具业务收入占比达 46%


数据来源: 万代南梦宫公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

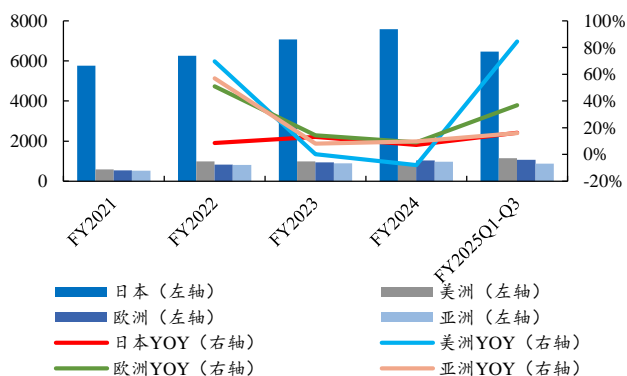
分区域: 万代重视海外 IP 传播和市场扩张, 预计远期形成日本/海外市场并重的均衡格局。 FY2025Q1-Q3 日本/美洲/欧洲/亚洲 (除日本) 市场分别实现收入 6466/1144/1069/877 亿日元, 同比+16%/+84%/+37%/+16%, 欧美市场增速尤为亮眼, 海外收入提升至 32%。根据 IP×World 的中期目标, 万代围绕 IP 轴持续寻求本土化合作, 例如 2025 年 2 月宣布与传奇影业合作, 共同制作自有 IP《机动战士高达》系列好莱坞真人电影, 推动全球粉丝群体扩容和 IP 影响力渗透; 另外, 万代也具备较强的高潜本土 IP 合作嗅觉, 如春节期间与《哪吒 2》提前联名合作布局, 产品涵盖可动手办、娃娃、一番赏、食玩、金属拼装等 7 个系列全家桶产品。

表9: FY2025Q3 日本/美洲/欧洲/亚洲 (除日本) 市场收入分别同比+15%/+130%/+45%/+12% (单位: 亿日元)

	指标	FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q1-Q3	2024 年
日本	营收	1855	2392	2219	6466	8488
	同比	10%	22%	15%	16%	14%
	营业利润	356	619	510	1485	1585
	同比	22%	74%	226%	85%	78%
美洲	营收	359	288	498	1144	1438
	同比	130%	16%	130%	84%	72%
	营业利润	65	36	81	183	217
	同比	842%	290%	1220%	717%	616%
欧洲	营收	303	334	432	1069	1318
	同比	71%	9%	45%	37%	33%
	营业利润	42	27	37	107	117
	同比	340%	-7%	222%	118%	110%
亚洲	营收	290	294	294	877	1095
	同比	24%	13%	12%	16%	18%
	营业利润	45	49	43	137	149
	同比	59%	10%	47%	34%	35%

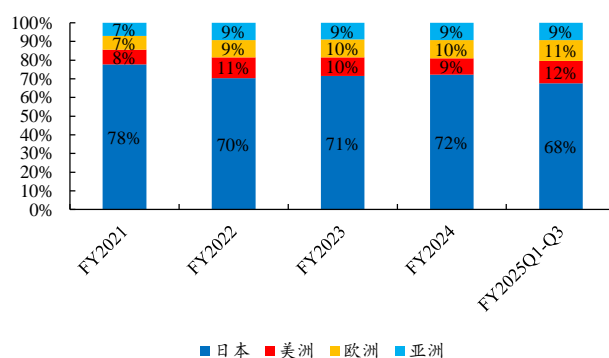
数据来源: 万代南梦宫公告、开源证券研究所

图58: FY2025Q1-Q3 万代日本/美洲/欧洲/亚洲收入同比 +16%/+84%/+37%/+16%



数据来源: 万代南梦宫公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

图59: FY2025Q1-Q3 万代海外收入贡献提升至 32%



数据来源: 万代南梦宫公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

图60：万代计划与传奇影业合作推出《机动战士高达》好莱坞系列电影



资料来源：万代南梦宫公告

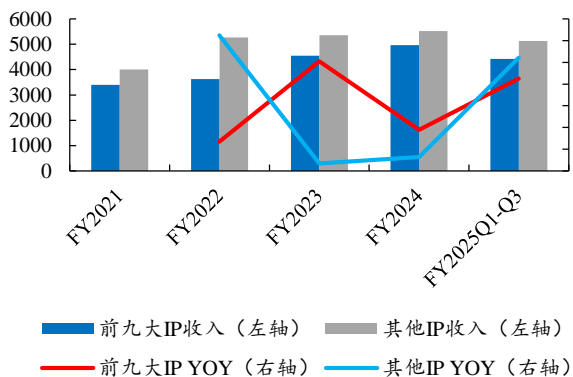
图61：万代推出《哪吒2》“周边产品全家桶”



资料来源：ACGx 公众号

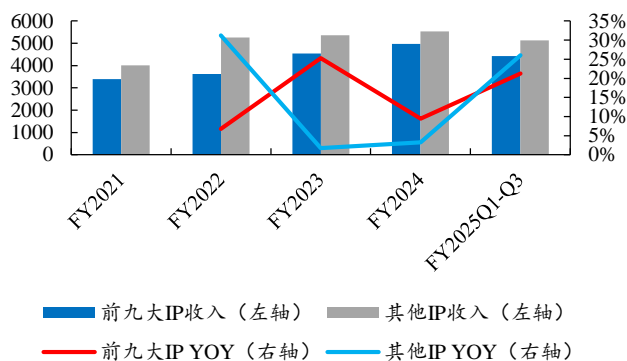
分 IP：头部 IP 生命力持久，长尾 IP 矩阵支撑基本盘。万代头部 IP 地位稳固，商业生命周期长，拥有强大的跨代际传承能力，FY2025Q1-Q3 前九大 IP 收入达 4428 亿日元/同比+21%，其中龙珠/高达/海贼王/假面骑士/火影忍者/奥特曼/面包超人/光之美少女/超级战队等收入分别为 1433/1157/1089/230/211/120/89/52/47 亿日元，同比+44%/+7%/+29%/+2%/+13%/-22%/+16%/+21%/-2%。龙珠/高达/海贼王收入贡献稳居前三甲，奥特曼、超级战队等 IP 本土玩具收入同比有所下滑，预计系受到特摄剧 IP 内容热度影响。其余长尾 IP 亦构筑业务基本盘，常年稳定贡献 50%以上收入，FY2025Q1-Q3 收入达 5129 亿日元/同比+26%。

图62：FY2025Q1-Q3 万代前九大 IP/其他 IP 收入同比 +21%/+26%



数据来源：万代南梦宫公告、开源证券研究所（单位：亿日元）

图63：万代其他 IP 收入贡献占比超 50%



数据来源：万代南梦宫公告、开源证券研究所（单位：亿日元）

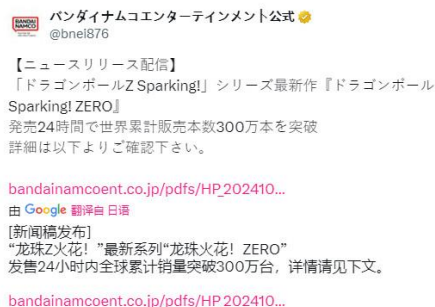
内容端深化跨媒介叙事，头部 IP 多维度成长。FY2025Q3《龙珠》系列游戏新作强势回归，优质内容带动粉丝活跃度和全球 IP 声量提升，驱动周边商品销售形成共振，单季本土玩具收入高增 50%，达到 87 亿日元。年内高达系列亦推出剧场版《机动战士高达 SEED FREEDOM》及游戏《高达破坏者 4》，带动 Q3 本土玩具业务收入同比+22%，连续三季度环比提速；海贼王 TCG 卡牌本土表现强势，全球巡回赛事如火如荼，进一步增加品牌曝光度，触达更广泛粉丝群体，2024 年 12 月海贼王 OPCG 跻身日本 TCG 卡牌销量榜第三，FY2025Q1-Q3 本土玩具收入达到 757 亿日元/同比+63%，超越高达成为 IP 玩具收入榜首。

表10：万代龙珠、机动战士高达、海贼王收入贡献稳居前三甲

IP	指标	FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q1-Q3	2024 年
龙珠	总营收	310	447	676	1433	1846
	同比	8%	13%	119%	44%	30%
	玩具收入	80	78	87	245	295
	同比	23%	37%	50%	36%	31%
机动战士高达	总营收	361	404	392	1157	1531
	同比	-2%	13%	10%	7%	9%
	玩具收入	188	190	199	577	754
	同比	7%	11%	22%	13%	18%
海贼王	总营收	333	399	357	1089	1366
	同比	33%	24%	31%	29%	23%
	玩具收入	221	280	256	757	897
	同比	59%	74%	57%	63%	66%
假面骑士	总营收	62	84	84	230	320
	同比	5%	20%	-13%	2%	3%
	玩具收入	40	62	65	167	230
	同比	-9%	24%	-16%	-2%	-3%
火影忍者	总营收	74	76	61	211	278
	同比	51%	25%	-20%	13%	20%
奥特曼	总营收	35	46	39	120	158
	同比	-15%	-15%	-33%	-22%	-19%
	玩具收入	19	21	17	57	75
	同比	-10%	-5%	-23%	-12%	-15%
面包超人	总营收	25	28	36	89	127
	同比	32%	0%	20%	16%	7%
	玩具收入	22	26	32	80	104
	同比	22%	4%	19%	14%	14%
光之美少女	总营收	18	15	19	52	73
	同比	38%	0%	27%	21%	14%
	玩具收入	17	15	19	51	72
	同比	42%	-6%	27%	19%	13%
超级战队	总营收	19	10	18	47	64
	同比	-5%	-23%	20%	-2%	0%
	玩具收入	15	10	16	41	56
	同比	-17%	0%	45%	5%	4%

数据来源：万代南梦宫公告、开源证券研究所（单位：亿日元，玩具收入为日本本土取得收入）

图64:《七龙珠:电光炸裂! ZERO》发售 24 小时内全球累计销量突破 300 万台



资料来源: 3DM 游戏网公众号

图65: 万代卡牌游戏狂欢节 2024-2025 在全球举办

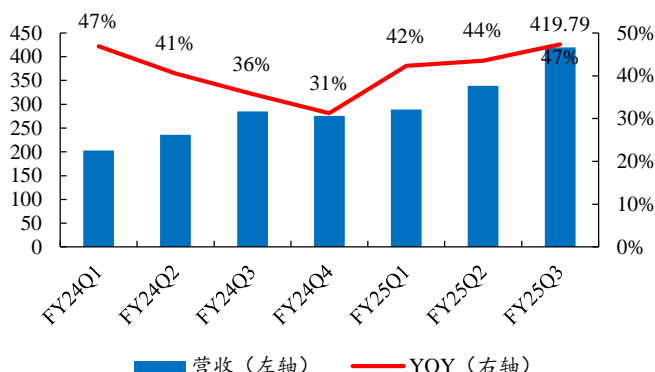


资料来源: bandai card games 官网

3.2、三丽鸥: 中、美业务持续高增, IP 矩阵突破单一依赖

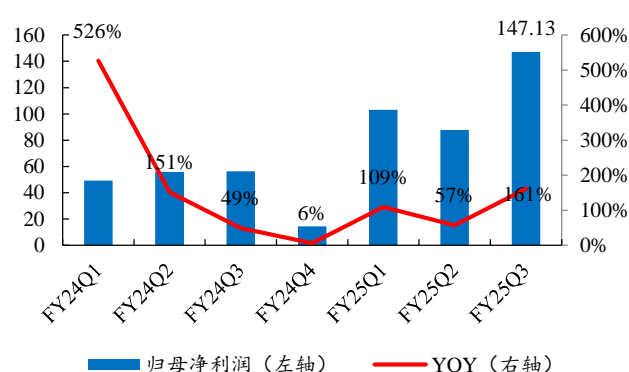
三丽鸥业绩延续强劲增长态势, 授权业务推动利润率大幅改善, 上调全年业绩指引。得益于 Hello Kitty 50 周年、酷洛米 20 周年相关活动推动以及海外授权业务快速增长, FY2025Q1-Q3 (2024/4/1-2024/12/30) 三丽鸥实现收入 1048 亿日元 (约合人民币 48.5 亿元) /同比+44.7%; 归母净利润 338 亿日元 (约合人民币 16.2 亿元) /同比+109.4%。其中 FY2025Q3 实现收入 420 亿日元/同比+47%, 单季增长环比加速; 归母净利润 147 亿元/同比+161%, 对应归母净利率 35%/同比+15pct。基于强劲业绩增势预期, 公司上调全年业绩指引, 预计 FY2025 收入将达到 1405 亿日元/同比+40.5%, 营业利润 512 亿日元/同比+90%。

图66: FY2025Q3 三丽鸥营收同比+47%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

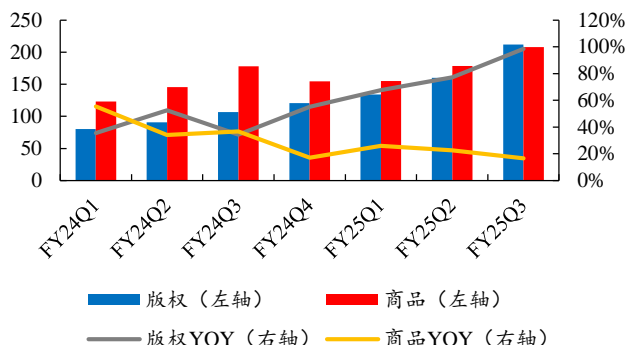
图67: FY2025Q3 三丽鸥归母净利润同比+161%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

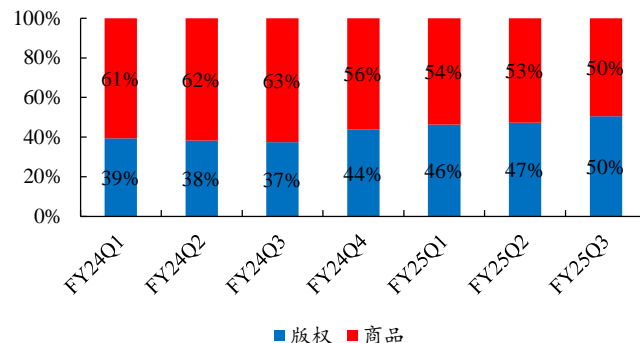
分业务看, 多 IP 全球影响力上行, 授权业务贡献显著提升。三丽鸥 FY2025Q1-Q3 授权业务、产品销售及其他业务的收入分别为 506/542 亿日元, 同比+82.6%/+21.2%, 其中 FY2025Q3 收入分别同比+99%/+17%。受益于差异化 IP 战略对全球细分人群的覆盖, HelloKitty、大耳狗、库洛米等多元 IP 授权业务均表现亮眼, 海外主要由美国、中国两大核心市场驱动, 至 FY2025Q3 授权业务占比提升至 50%, 带动集团整体盈利能力大幅上行。

图68: FY2025Q3 三丽鸥版权/商品收入同比+99%/+17%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所 (单位: 亿日元)

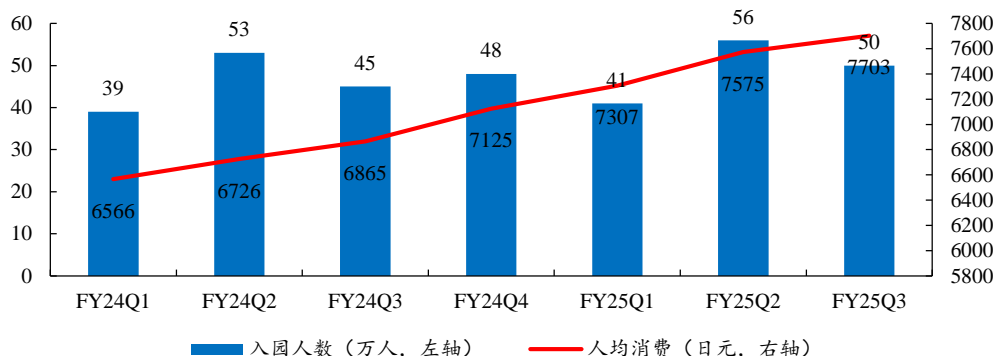
图69: FY2025Q3 三丽鸥版权收入占比提升至 50%



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

中、美市场驱动海外市场贡献大幅提升。分区域看, FY2025Q1-Q3 日本总部实现收入 824 亿日元/同比+36%, 本土乐园来自中国大陆、韩国、中国台湾的国外游客贡献显著提升, 整体入园人次/人均消费呈现稳健的量价齐升态势。**海外市场方面,** 三丽鸥以“萌系文化”的本土化运营为核心, 与海外 IP 运营商 (如阿里鱼) 合作推广角色 IP 并拓展联名合作, 覆盖美妆、服饰、家居等多元品类, FY2025Q1-Q3 三丽鸥欧洲/美洲/亚洲收入同比+106%/+140%/+50%, 海外表现收入占比提升至 36%。

图70: FY2025Q1-Q3 三丽鸥日本乐园 (彩虹+和谐) 入园人次/人均消费同比提升



数据来源: 三丽鸥公司公告、开源证券研究所

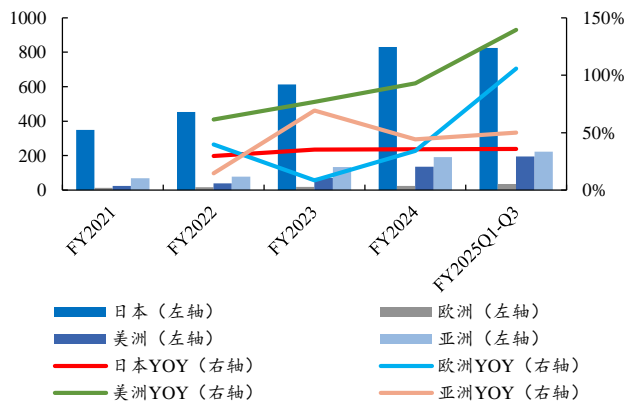
表11: FY2025Q3 美洲/欧洲/亚洲分别实现营收 90/15/86 亿日元, 同比+145%/+160%/+41% (单位: 亿日元)

		FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q1-Q3	2024 年
日本	营收	231	277	316	824	1048
	同比	34%	36%	37%	36%	35%
	营业利润	77	89	107	273	320
	同比	76%	69%	98%	81%	80%
美洲	营收	51	55	90	195	250
	同比	141%	130%	145%	140%	136%
	营业利润	13	11	32	56	71
	同比	101%	55%	1296%	258%	334%
欧洲	营收	7	13	15	36	43

		FY2025Q1	FY2025Q2	FY2025Q3	FY2025Q1-Q3	2024 年
	同比	34%	118%	160%	106%	86%
	营业利润	1	3	5	9	10
	同比	24%	277%	1306%	346%	437%
亚洲	营收	64	73	86	222	266
	同比	61%	53%	41%	50%	42%
	营业利润	25	27	35	87	93
	同比	87%	81%	33%	60%	47%
	营收	-64	-79	-87	-230	-284
调整项	营业利润	-8	-2	-4	-14	-27

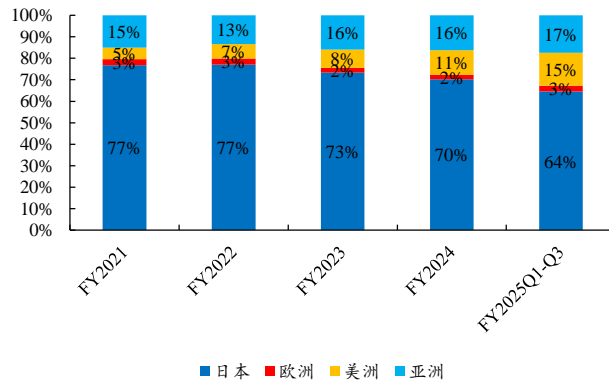
数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所（调整项主要系日本总部海外事业部对国际产品销售和授权业务的重复统计）

图71：FY2025Q1-Q3 三丽鸥日本/欧洲/美洲/亚洲收入同比+36%/+106%/+140%/+50%



数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所（单位：亿日元）

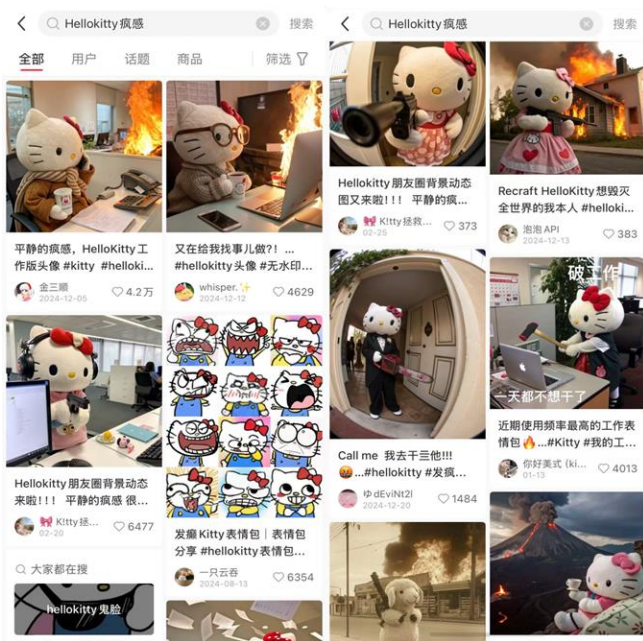
图72：FY2025Q1-Q3 三丽鸥海外收入占比提升至 36%



数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

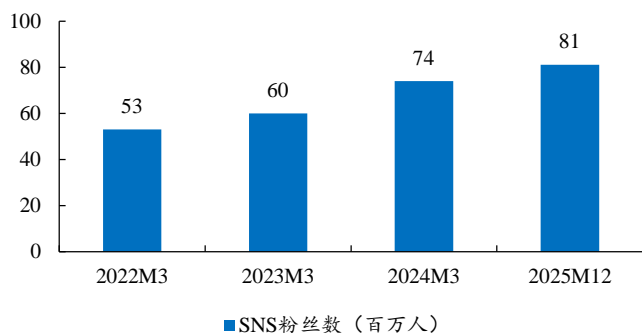
积极把握社交平台流量机遇，三丽鸥品牌影响力稳步提升。三丽鸥注重海外本土化运营，在营销上注重在社交平台的内容营销，以展示拟人化形象的短视频、表情包形式把握话题裂变式传播的流量机遇，持续推动 IP 破圈。比如融合 Hello Kitty 形象的 AI 头像通过超现实的场景传递“另类”和“突破”的情绪，在国内社交平台引发年轻白领群体热议。截至 2024 年底，三丽鸥粉丝会员应用“Sanrio+”的会员人数超 200 万人，在全球各大 SNS 平台上的总粉丝数量超 8100 万人，获得较高人气的同时提高客单价，为销售额做出贡献。

图73: Hello Kitty 版 AI 头像传递“另类”和“突破”情绪获白领群体共鸣



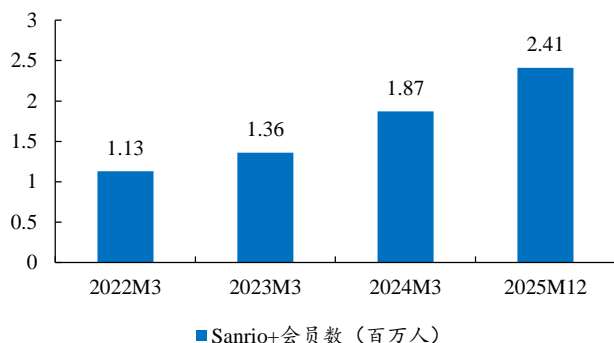
资料来源：小红书

图74: FY2025Q3 三丽鸥全球 SNS 粉丝量达 8100 万人



数据来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

图75: FY2025Q3 Sanrio+会员数达 241 万人

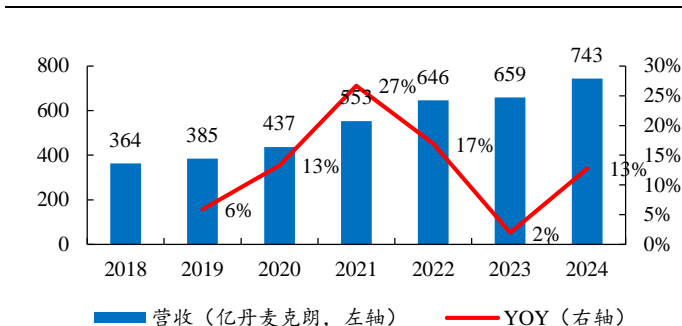


资料来源：三丽鸥公司公告、开源证券研究所

3.3、乐高：2024 年业绩创历史新高，持续强化全球化生态

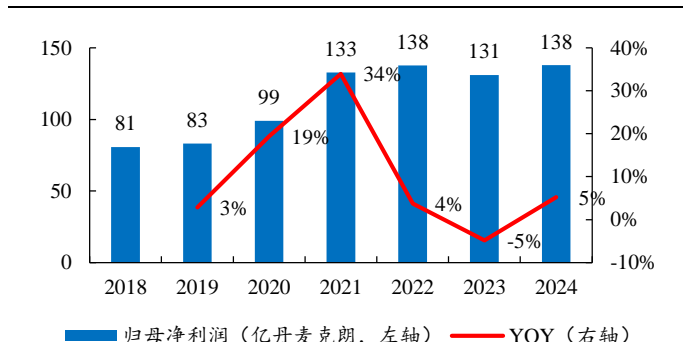
乐高 2024 年营收和营业利润创历史新高，超越全球玩具市场整体水平。得益于庞大且多元化的产品组合，以及欧美、中东市场强劲需求推动，2024 年收入达到 743 亿丹麦克朗（约合 785 亿人民币）/同比增长 13%。终端 GMV 同比增长 12%，在 2024 年全球玩具市场略有下滑（-1%）的情况下，乐高集团的表现持续优于市场。营业利润达到 187 亿丹麦克朗/同比增长 10%，净利润达 138 亿丹麦克朗，超出此前预期。自由现金流达到 102 亿丹麦克朗。经营活动现金流同比增长 24%，达到 192 亿丹麦克朗，为全球化工厂、配送中心等供应链建设提供资金保障。

图76：2024 年乐高收入达 743 亿丹麦克朗/同比+13%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图77：2024 年乐高归母净利润达 138 亿丹麦克朗/同比+5%



数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

从 IP 联名到场景化体验，产品创新站上新高度。2024 乐高产品组合包含 840 款产品，其中新品达到 390 款，围绕 IP 联名持续推动产品创新，覆盖多元群体个性化需求：

(1) 核心 IP 生命力长青。2024 年乐高前五大热销主题仍为 Icon 系列、星战系列、机械组、城市组、哈利波特系列，自有/授权 IP 双轮驱动。

(2) 跨媒介 IP 联名成效初显。在破圈之作方面，乐高堡垒之夜系列于 2023 年底推出后，该系列通过“实体套装+游戏内体验”模式，将虚拟社交与实体玩具结合，吸引 8700 万玩家。同时为进一步挖掘体育爱好者热情，乐高还与耐克、F1 达成战略合作，2025 年将推出联名套装，精准瞄准男性市场。

(3) 扩人群、扩场景。乐高扩展花植系列，2024 年销售额同比激增，成为情人节、母亲节等礼品场景的“现象级单品”，成功吸引 25-40 岁女性消费者。

表12：2024 年乐高前五大畅销主题系列保持稳定

年份	畅销系列
2018 年	城市组、机械组、星球大战系列、好朋友系列、忍者系列
2019 年	城市组、星球大战系列、机械组、好朋友系列、icon 系列
2020 年	机械组、星球大战系列、城市组、经典系列、好朋友系列
2021 年	城市组、机械组、Icon 系列、哈利波特系列、星球大战系列
2022 年	城市组、星球大战系列、Icon 系列、机械组、哈利波特系列
2023 年	城市组、机械组、Icon 系列、哈利波特系列、星球大战系列
2024 年	Icon 系列、星战系列、机械组、城市组、哈利波特系列

资料来源：乐高官网、开源证券研究所

图78：乐高堡垒之夜系列作品展示



资料来源：乐高官网

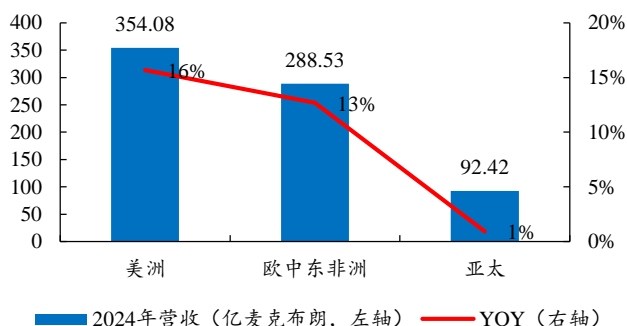
图79：乐高花植系列展示



资料来源：乐高公司公告

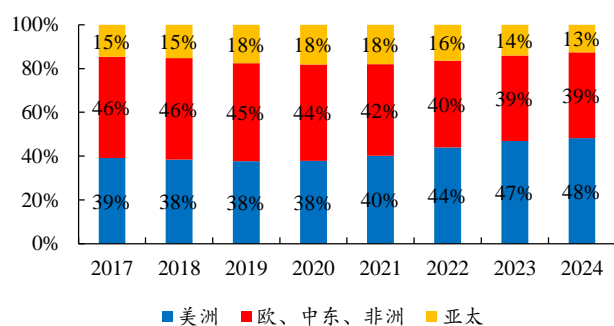
供应链全球化布局全面深化。（1）**产能方面**，乐高进一步加强墨西哥、匈牙利和中国现有工厂的制造能力，乐高越南和美国新工厂取得进展，其中越南工厂预计2025年投运，投产后将覆盖东南亚及部分欧美市场，劳动力成本比欧洲低60%；美国弗吉尼亚州工厂预计将于2027年开业，将缩短北美市场交付周期至3天（目前需7-10天）。（2）**配送中心方面**：持续强化区域灵活配送机制，比利时中心于2024年6月开业，越南中心预计2025年初开业。全球销售分区域看，美洲/欧中东非洲/亚太区域分别贡献收入354/289/92亿丹麦克朗，分别同比增长+16%/+13%/+1%，美洲、欧洲及中东市场为核心驱动力。

图80：2024年乐高美洲/欧中东非洲/亚太区域收入分别同比+16%/+13%/+1%



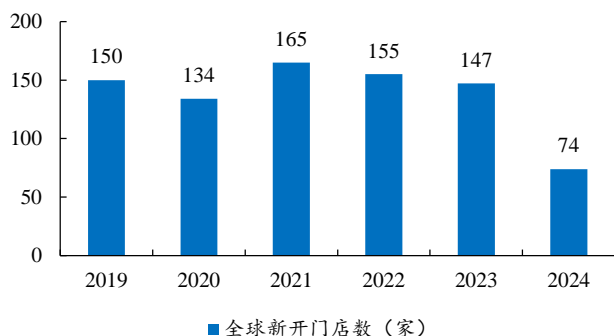
数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

图81：2024年乐高美洲区域收入占比提升至48%

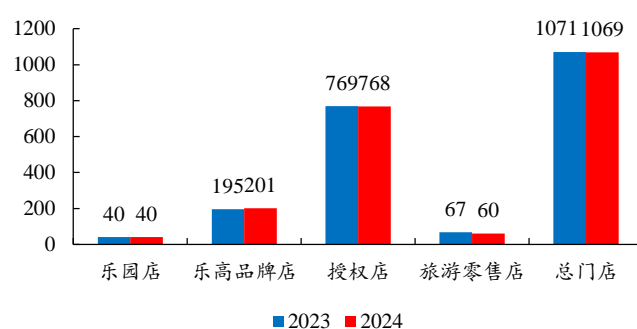


数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

线下加码娱乐式零售，融合实体玩乐体验。乐高持续强化娱乐式零售（Retailtainment）概念，为全球玩家提供沉浸式与娱乐化的消费体验，加深品牌情感链接。2024年乐高在全球15个国家举办超过1400场免费创意工坊，并在印尼开设占地365平的品牌旗舰店（东南亚最大门店）。**门店方面**，2024年乐高全球总门店数达1069家，过去6年整体翻倍增长，并调整门店扩张规划决策，新开设74家品牌门店，并关闭低效门店76家，总数同比减少2家，其中乐园店/品牌店/授权店/旅游零售店各位40/201/768/60家，直营比例同比有所提升。

图82：2024 年乐高全球新开门店 74 家


数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所

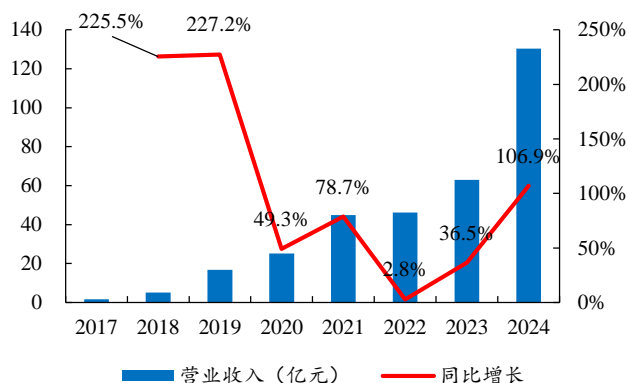
图83：2024 年乐高全球品牌零售店数达 1069 家


数据来源：乐高公司公告、开源证券研究所（单位：家）

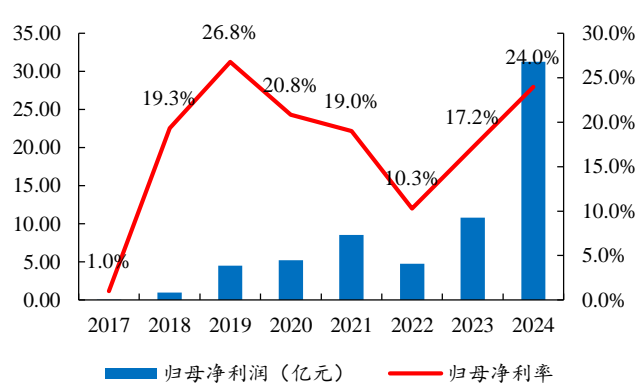
3.4、泡泡玛特：以 IP+艺术+潮流为内核，重塑品类和受众持续破圈

泡泡玛特公布 2024 年业绩，收入实现翻倍增长，利润率大幅提升。2024 年公司实现收入 130.4 亿元，同比增长 106.9%；归母净利润为 31.3 亿元，同比增长 188.8%，归母净利率为 24%；经调整净利润为 34.0 亿元，同比增长 185.9%。

下半年业绩增长明显提速，2024H2 实现收入为 84.8 亿元，同比增长 143.2%（2024H1 为 62%），归母净利润为 22.0 亿元，归母净利率达到 26%，经调整净利润率达到 28.5%。业绩会上，管理层表示 2025 年集团营收有信心实现超过 50% 的同比增长，全年业绩突破 200 亿元；海外超过 100% 的同比增长，海外市场的业绩突破百亿。

图84：2024 年公司实现收入 130.4 亿元，同比增长 106.9%


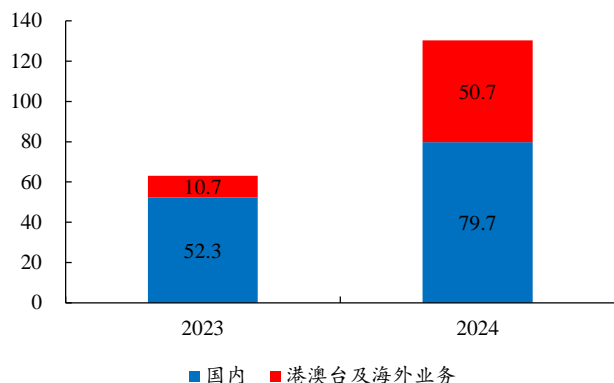
数据来源：Wind、开源证券研究所

图85：2024 年公司归母净利润为 31.3 亿元，归母净利率为 24%


数据来源：Wind、开源证券研究所

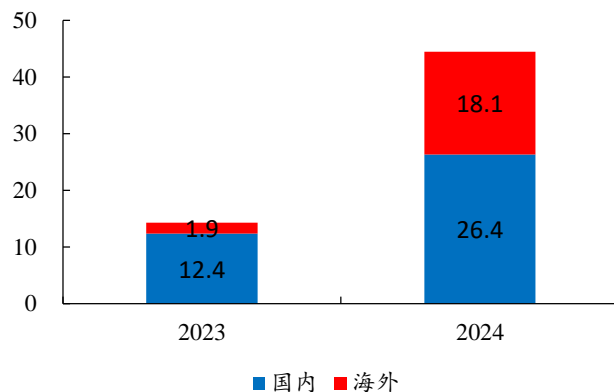
分地区来看，港澳台及海外收入占比达到 39%，利润占比更高。2024 年，公司国内、港澳台及海外业务的收入分别为 79.7、50.7 亿元，分别同比增长 52.3% 和 375.2%。港澳台及海外收入占比由 2023 年的 17% 提升至 2024 年的 39%（2024H2 提升至 44%）。2024 年，公司国内、港澳台及海外业务的经营利润分别为 26.4、18.1 亿元，分别同比增长 113% 和 847%。港澳台及海外收入占比由 2023 年的 13% 提升至 2024 年的 41%（2024H2 提升至 45%）。

图86：2024 年公司港澳台及海外收入为 50.7 亿元，同比增长 375.2%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

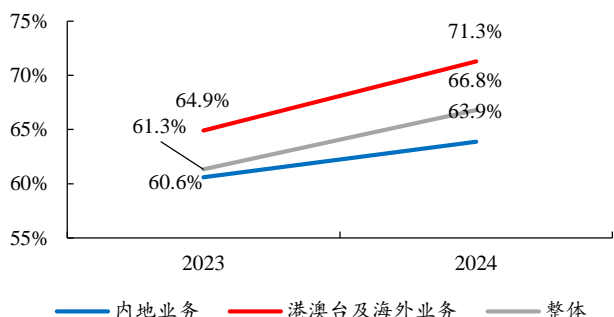
图87：2024 年公司港澳台及海外经营利润为 18.1 亿元，同比增长 847%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

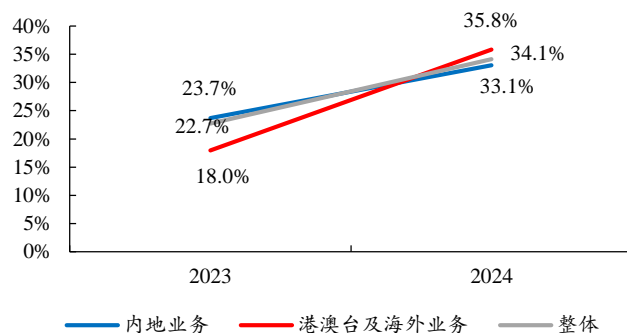
利润率方面，海外占比提升拉动整体利润率上行。2024 年整体毛利率为 66.8%，同比+5.5pct，其中港澳台及海外业务的毛利率为 71.3%，内地业务的毛利率为 63.9%。2024 年整体经营利润率为 34.1%，同比+11.4pct，其中港澳台及海外业务的经营利润率为 35.8%，内地业务的经营利润率为 33.1%。

图88：2024 年整体毛利率为 66.8%，同比+5.5pct



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图89：2024 年整体经营利润率为 34.1%，同比+11.4pct

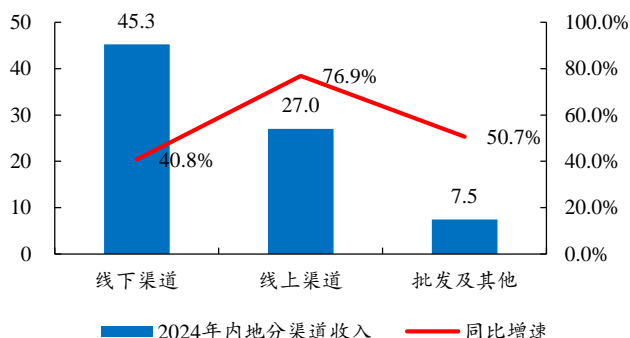


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

3.4.1、国内：线下门店升级改造，线上重视会员拉新

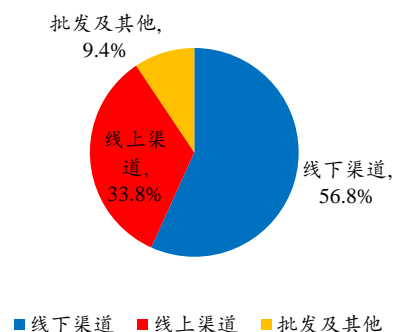
2024 年泡泡玛特内地收入为 79.7 亿元，同比增长 44.8%。分渠道来看，线下渠道收入 45.3 亿元，同比增长 40.8%，占比 56.8%；线上渠道收入为 27 亿元，同比增长 76.9%，占比 33.8%；批发及其他渠道收入为 7.5 亿元，同比增长 50.7%，占比 9.4%。

图90：2024 年公司内地线上渠道收入 27 亿元，同比增长 76.9%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图91：2024 年公司内地线下/线上渠道分别占整体内地收入的 56.8%和 33.8%

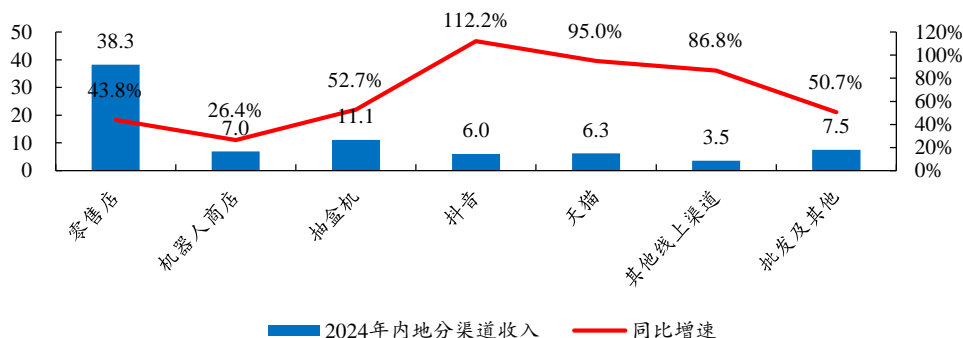


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

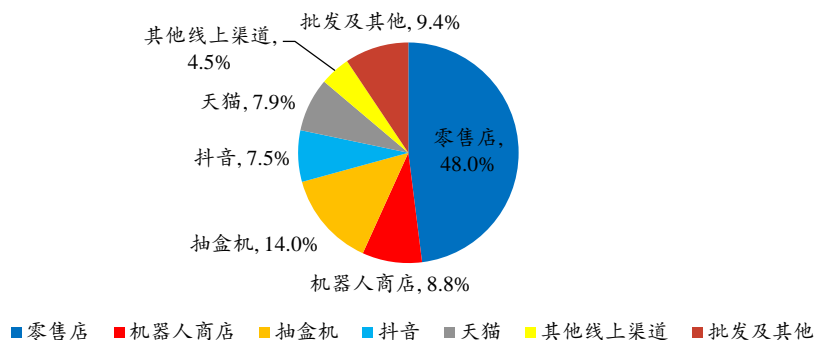
线下精细化运营成果显著，线上全渠道高增。截至 2024 年 12 月 31 日，公司中国内地共有会员 4608 万人，较 2023 年底新增 1173 万人。

- 线下渠道：**2024 年零售店和机器人商店分别实现收入 38.3 和 7 亿元，同比增长 43.8%和 26.4%。商店数量方面，2024 年公司净增 38 家零售店，总数达到 401 家；净增 110 台机器人商店，总数达到 2300 台。单店层面，经测算，零售门店 2024 年平均单店销售额为 1002 万元，同店销售额同比增长 28%，机器人商店单台机器月均销售额同比增长 16%。
- 线上渠道：**抽盒机、抖音、天猫和其他线上渠道分别实现收入 11.1/6/6.3/3.5 亿元，同比增长 52.7%/112.2%/95%/86.8%。2024 年公司抖音消费人数同比增长 143%，天猫新客人数同比增长 110%，抽盒机访问 UV 同比增长 64%。
- 批发及其他：**实现收入 7.8 亿元，同比增长 50.7%，主要由于泡泡玛特城市乐园收入增加。过去一年泡泡城市乐园北京以外的游客占比达 52%，其次是非亲子的游客占比也接近 50%，乐园二期预计 2026 年施工。

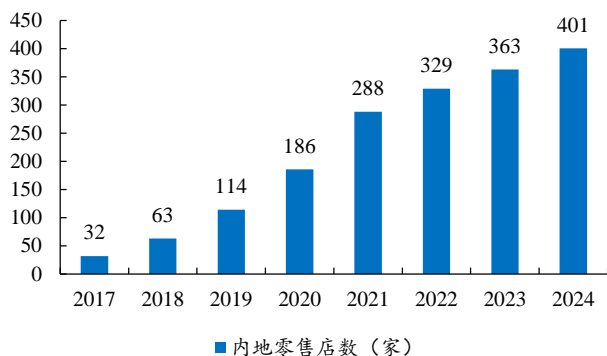
图92：细分渠道收入及同比增速，内地抖音渠道收入 6 亿元，同比增长 112.2%（单位：亿元）



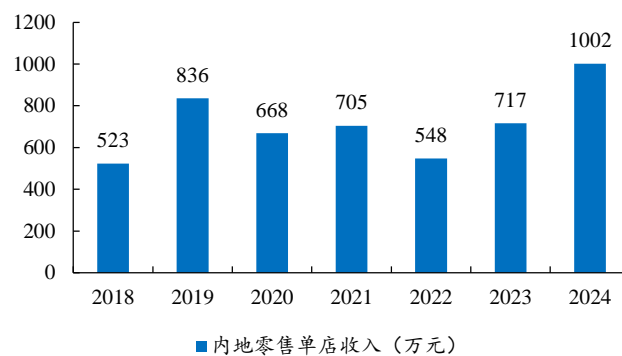
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图93：2024 年内地零售店收入占比为 48%，为最主要的渠道


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图94：截至 2024 年底，内地门店数为 401 家


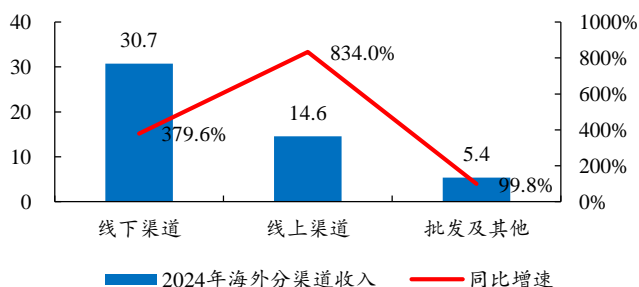
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

**图95：经测算，2024 年内地零售单店收入为 1002 万元，
同店增速为 28%**


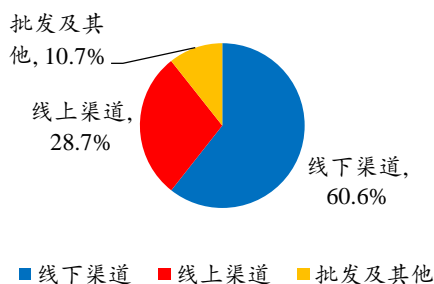
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

3.4.2、海外：IP 全球化战略大获成功，线上、线下渠道齐头并进

2024 年泡泡玛特港澳台及海外收入为 50.66 亿元，同比增长 375.2%。分渠道来看，线下渠道收入 30.7 亿元，同比增长 379.6%，占比 60.6%；线上渠道收入为 14.6 亿元，同比增长 834%，增速快于线下，占比提升至 28.7%；批发及其他渠道收入为 5.4 亿元，同比增长 99.8%，占比 10.7%。

图96：2024 年公司港澳台及海外线下渠道收入 30.7 亿元，同比增长 379.6%


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所 (单位：亿元)

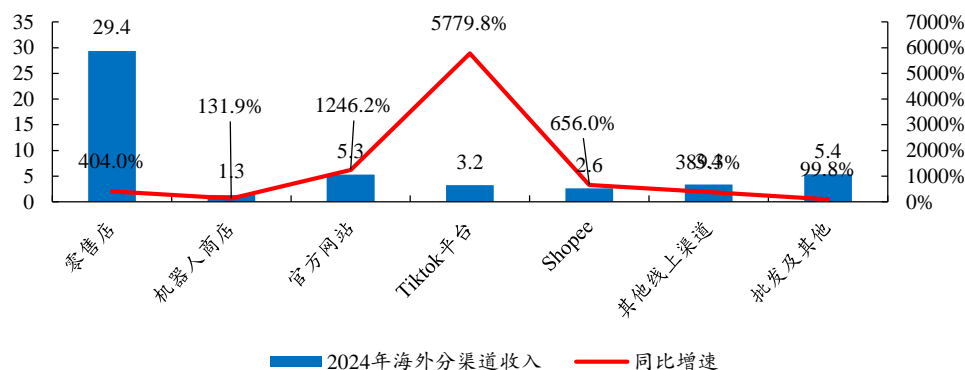
图97：2024 年公司港澳台及海外线下渠道占整体海外收入的 60.6%


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

海外取得里程碑式突破，线下重视地标门店，线上开拓本地电商和直播间渠道。

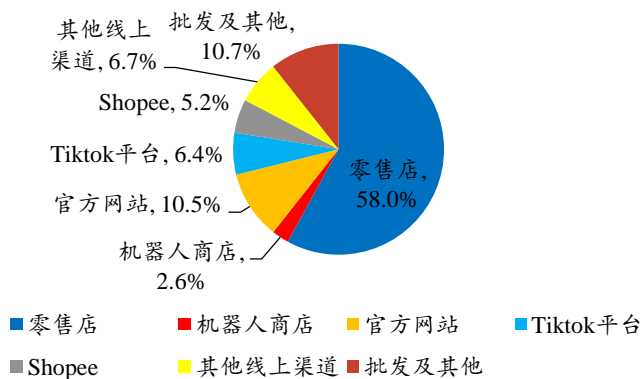
- (1) **线下渠道**：2024 年公司海外零售店和机器人店分别实现收入 29.4 和 1.3 亿元，同比增长 404%和 131.9%。截至 2024 年，公司共有 120 家零售店，净增 50 家；172 家机器人商店，净增 73 家。经测算，海外零售店平均单店销售额为 3093 万元，远高于内地。
- (2) **线上渠道**：受益于海外本地电商和直播间布局，线上渠道取得突破。2024 年海外官方网站、Tiktok、Shopee 分别实现收入 5.3、3.2、2.6 亿元，同比大幅增长。
- (3) **批发及其他**：实现收入 5.4 亿元，同比增长 99.8%。

图98：港澳台及海外零售店渠道收入 29.4 亿元，同比增长 404%



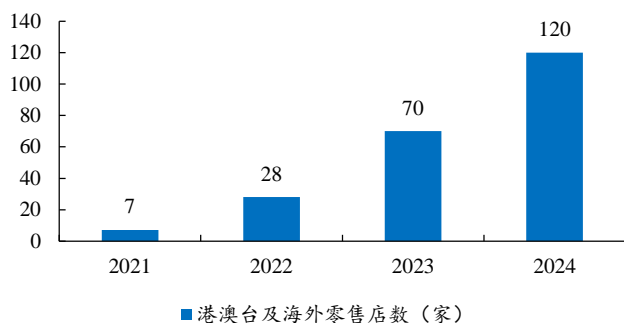
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图99：2024 年港澳台及海外零售店收入占比为 58%



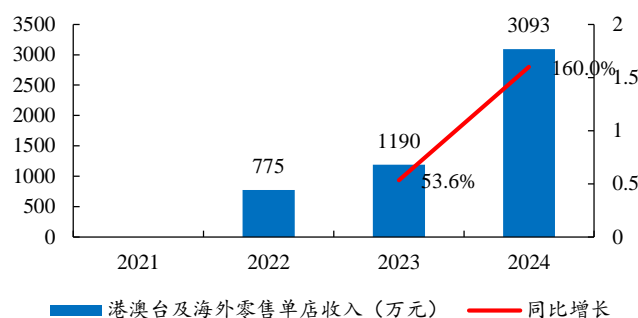
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图100：截至 2024 年底，港澳台及海外海外门店数为 120 家（不含合营）



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

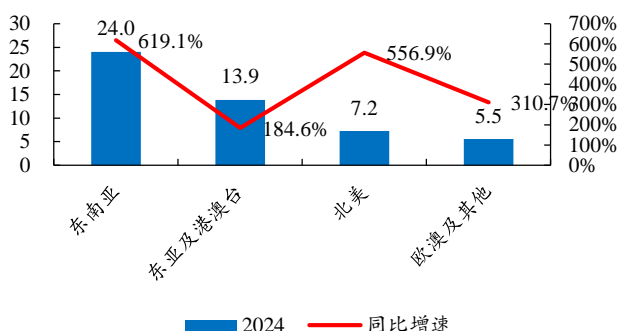
图101：经测算，2024 年港澳台及海外零售单店收入为 3093 万元，同比增长 160%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

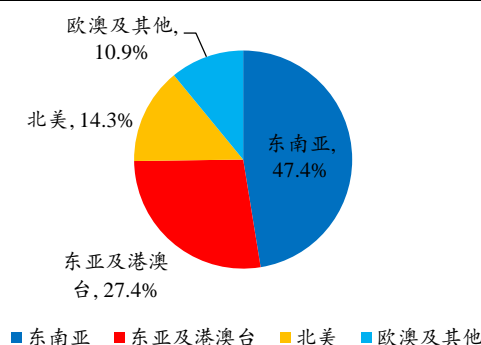
分地区看，东南亚和北美市场增长亮眼。2024 年公司东南亚、东亚及港澳台、北美、欧澳及其他地区的收入分别为 24/13.9/7.2/5.5 亿元，同比增长 619.1%/184.6%/556.9%/310.7%，分别占比 47.4%/27.4%/14.3%/10.9%。公司对北美市场充满信心，2025 年预计北美可以达到 2020 年整个集团的收入（备注：2020 年集团营收 25.13 亿元）。美国市场现已开出 26 家门店，会员数量超过 170 万，未来两年将在美国持续开设两家具具有地标性的旗舰店。

图102：2024 年公司北美地区收入为 7.2 亿元，同比增长 556.9%



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图103：2024 年公司东南亚收入占海外收入的比重为 47.4%

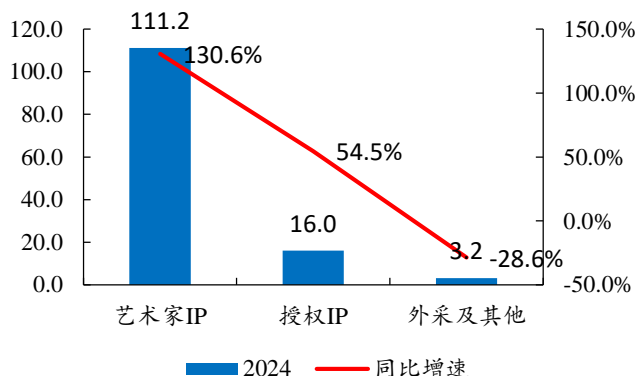


数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

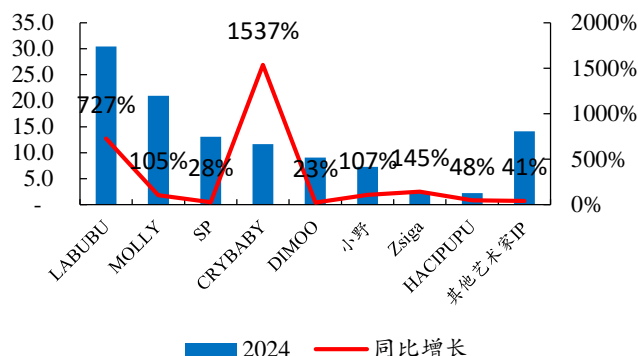
3.4.3、分 IP：四大 IP 营收破 10 亿，全球影响力跃升

2024 年泡泡玛特艺术家 IP、授权 IP、外采及其他的营业收入分别为 111.2、16、3.2 亿元，分别同比+130.6%、+54.5%、-28.6%。

头部 IP 现象级增长，四大 IP 营收破 10 亿，腰部 IP 矩阵崛起。2024 年各艺术家 IP 中，LABUBU、MOLLY、SP、CRYBABY 的营业收入分别为 30.4、20.9、13.1、11.6 亿元，分别同比增长 727%、105%、18%、1537%。DIMOO、小野等 13 个 IP 营收破亿，形成“爆款孵化器”效应。泡泡玛特在海外市场推行“在地化创作”，如泰国推出治愈系 IP CRYBABY，北美打造叛逃系列，降低文化差异阻力。同时，与迪士尼、三丽鸥等国际品牌联名（如 DIMOO×迪士尼），快速提升 IP 全球认知度。

图104：2024 年艺术家 IP 实现收入 111.2 亿元，同比增长 130.6%


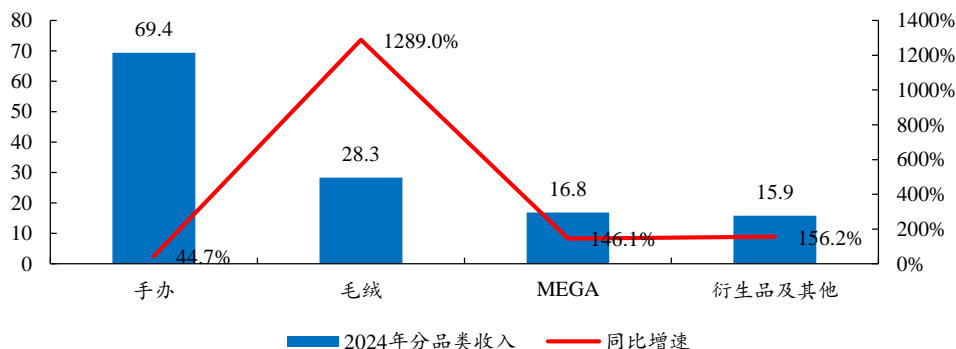
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图105：2024 年 LABUBU 实现收入 30.4 亿元，同比增长 727%


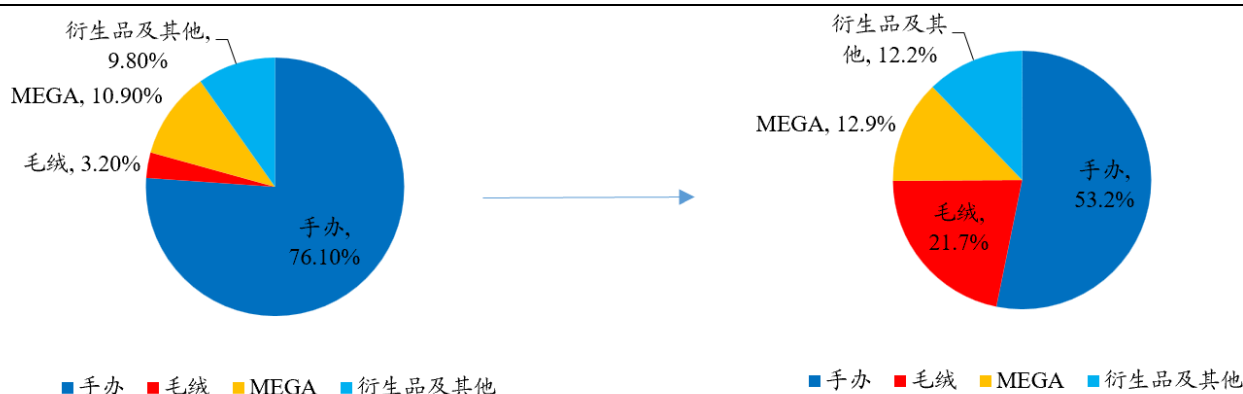
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

3.4.4、分产品：起于盲盒、不止于盲盒，毛绒、MEGA 表现亮眼

品类增加拓展 IP 边界，毛绒、MEGA、衍生品等非盲盒品类保持高速增长。分产品看，2024 年泡泡玛特手办、毛绒、MEGA、衍生品及其他品类收入分别为 69.4/28.3/16.8/15.9 亿元，同比增长 44.7%/1289%/146.1%/156.2%。毛绒成为增速最快品类，LABUBU 搪胶毛绒通过工艺创新解决传统毛绒变形问题，开辟新赛道。首款积木产品热销，2025 年推出珠宝首饰品快闪店，小野服饰店于上海开业，进一步覆盖生活方式场景。

图106：2024 年泡泡玛特毛绒玩具品类实现收入 28.3 亿元，同比增长 1289%


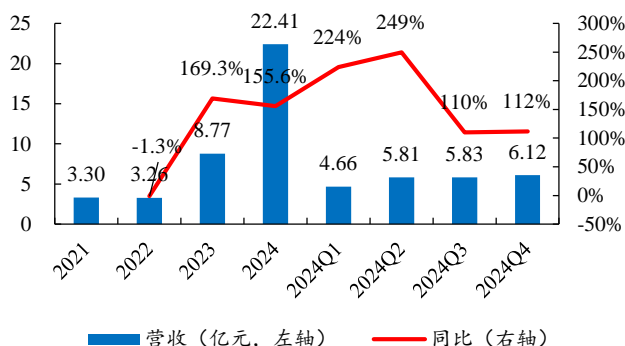
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图107：泡泡玛特手办品类收入占比由 2023 年的 76.1%下降至 2024 年的 53.2%，毛绒占比大幅提升


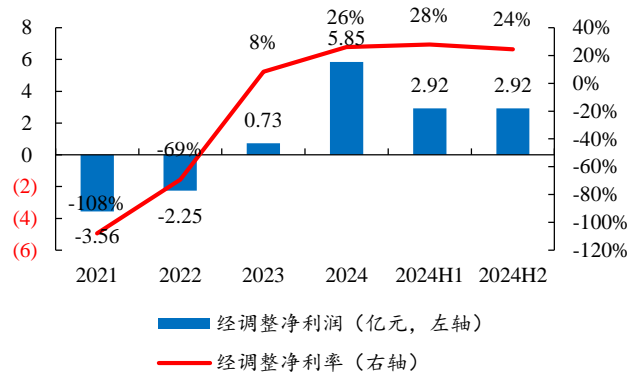
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

3.5、布鲁可：新 IP、新系列迭出，“三全”战略持续深化

2024 年布鲁可迎收获期。公司以“全人群、全价位、全球化”战略为增长引擎，2024 年实现收入 22.41 亿元/同比+155.6%，归母净利润为-3.98 亿元；经调整净利润 5.85 亿元/同比+702.1%，对应经调整净利润率 26.1%/同比+17.8pct。其中，2024H2 实现收入 11.95 亿元/同比+110.8%，经调整净利润 2.92 亿元/同比+248.2%，经调整净利润率 24.5%/+9.7pct，规模效应释放推动盈利大幅改善；分季度看，2024Q3-Q4 分别实现收入 5.83/6.12 亿，同比+110%/+112%，2024H2 增长势能延续。

图108：2024 年布鲁可实现营收 22.4 亿元/同比+156%


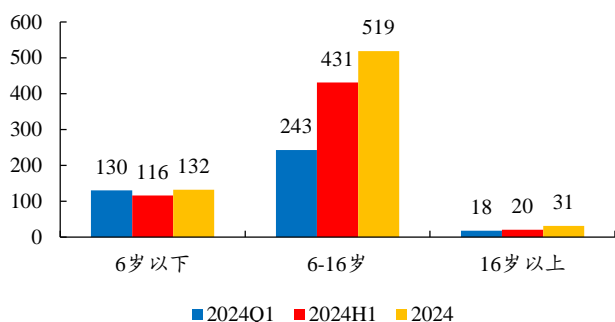
数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

图109：2024 年布鲁可实现经调整净利润 5.85 亿元


数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

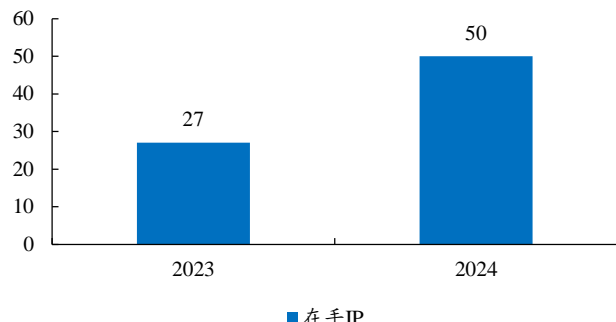
IP/产品矩阵进一步丰富均衡，新 IP 落地、价格带延展驱动增长。截至 2024 年末，公司实现 682 个 SKU 产品组合，其中面向 6 岁以下/6-16 岁/16 岁以上消费者 SKU 分别为 132/519/31 个。2024 年拼搭角色玩具和积木玩具分别实现收入 22/0.39 亿元，同比+286%/-63%。2024 年公司围绕标准化的产品设计延展价格带，向上拓宽奇迹版、超越版等 100-200 元成人线，向下推出 2 弹主打下沉市场的 9.9 元星辰版系列产品，持续挖掘存量 IP 潜力。

图110：2024年布鲁可多元化产品组合 SKU 达 682 个



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所（单位：个）

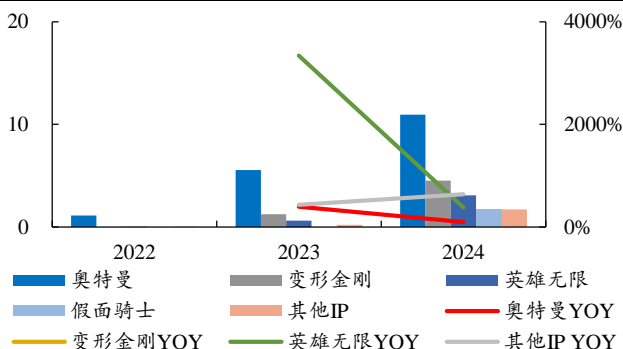
图111：2024年布鲁可授权 IP 储备约 50 个



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所（单位：个）

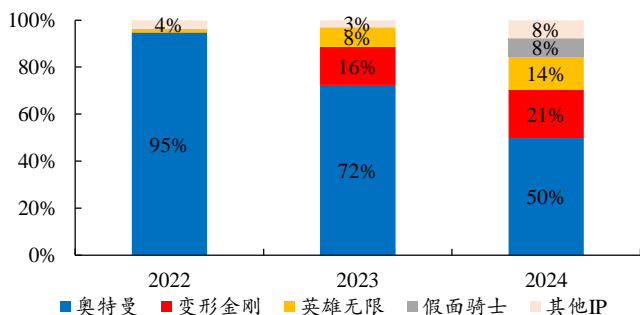
公司稳步推进授权 IP 储备扩容和新 IP 商业化落地，截至 2024 年底，授权 IP 签约数量约 50 个，同比近翻倍增长。分 IP 看，2024 年底储备 IP 约 50 个，其中收入过亿的 IP 已达到 4 个，奥特曼/变形金刚/英雄无限/假面骑士/其他授权 IP 实现收入 10.96/4.54/3.1/1.7/1.72 亿元，分别同比+96.8%/+263%/+383%/纯净增/+642%，奥特曼收入贡献降至 5 成，自有 IP 增速表现尤为亮眼，多元 IP 矩阵逐步成型。

图112：2024年布鲁可头部 IP 贡献收入均取得大幅增长



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

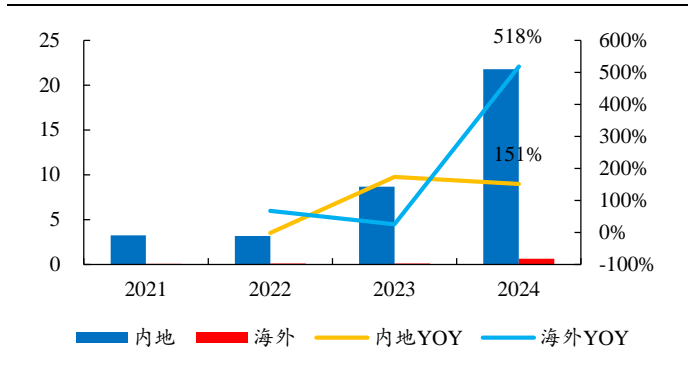
图113：2024年布鲁可前四大 IP 收入占比为 50%/21%/14%/8%



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

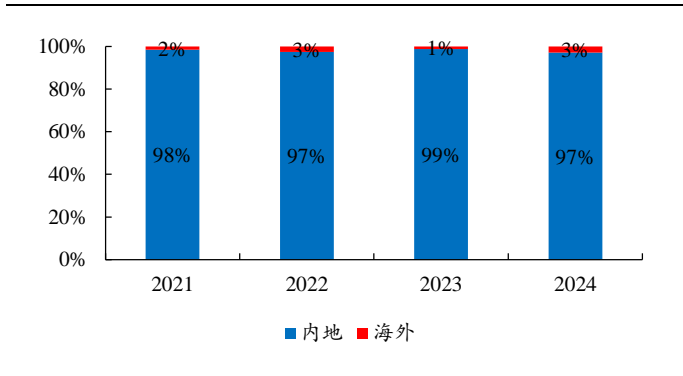
国际渠道布局明显加速，东南亚&北美驱动增长，预计 2025 年为扬帆出海元年。分区域看，2024 年境内市场实现收入 21.77 亿元/同比+151.3%；2024 年海外市场收入 0.64 亿元/同比+518%，其中 2024H2 收入 0.53 亿元/同比+839%。根据公司业绩会交流，海外本土化运营团队已基本成型，渠道建设迈过初期摸索阶段，预计 2025 年国际市场进入快速扩展期。其中，东南亚区域已在新加坡、马来西亚、印尼设置分公司，预计 2025H1 覆盖网点 6W 个；北美区域与沃尔玛/target 等连锁零售商合作，覆盖终端达 6000 多个，将进一步发力法、英、意、德等欧洲区域国家市场拓展。

图114: 2024 年布鲁可内地 / 海外收入同比 +151%/+518%



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所（单位：亿元）

图115: 2024 年海外收入占比提升至 3%



数据来源：布鲁可公司公告、开源证券研究所

新品预告密集发布，打造体系化产品矩阵。近期公司召开 2025 年全球合作伙伴大会，期间多款新品/新系列新 IP 集中亮相，持续推进“经典焕新、增量破圈”的产品创新策略：（1）**经典焕新**：对头部 IP 经典系列进行素体迭代、发布新角色、弹数更新等产品升级；（2）**新系列探索**：深入挖掘叶罗丽、火影忍者、宝可梦、新世纪福音战士、小黄人等 IP 内核，开发更多元产品形态。（3）**全新 IP**：披露名侦探柯南、DC、王者荣耀、机动奥特曼、星球大战、三丽鸥、侏罗纪世界、飞天小女警、哈利波特等高潜力 IP 合作企划，覆盖人群从儿童向青少年、成人收藏群体、女性玩家的跨代际、跨性别渗透，进一步扩大全球化 IP 布局。

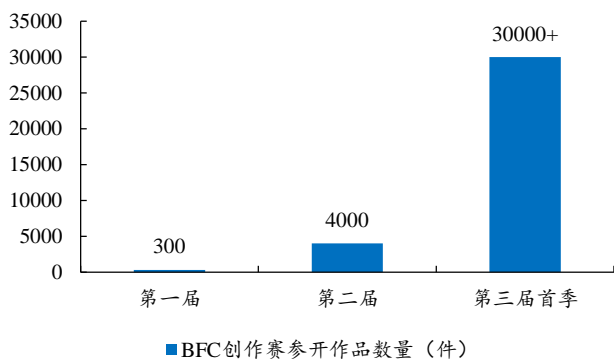
表13: 2025 年全球合作伙伴大会布鲁可集中发布后续新品/新系列/新 IP 产品企划

推新计划	IP	亮相时间
经典焕新	英雄无限法相、装备	近期
	圣斗士群星版、超越版	
	超级战队群星版	
	火影忍者群星版	
	奥特曼群星版、神奇版、传奇版	
新系列探索	漫威群星版、超越版	2025 年夏
	小黄人新系列	
	布朗熊×变形金刚	
	火影忍者超越版、传奇版	
	新世纪福音战士奇迹版	
全新 IP	叶罗丽新系列	2025 年夏
	初音未来新系列	2026 年
	三丽鸥	2025 年夏
	王者荣耀	2025 年夏
	星球大战	2025 年秋
	DC	2025 年秋
	蝙蝠侠	2025 年秋
	机动奥特曼	2025 年冬
	名侦探柯南	2025 年冬
	飞天小女警	2025 年冬
	哈利波特	2026 年

资料来源：布鲁可小红书公众号、开源证券研究所

BFC 互动社区初具规模,用户共创驱动品牌建设。BFC 即布鲁可积木人创作者,通过社群运营汇聚流量、赛事鼓励创新、展览回馈情感模式加强用户交流,颠覆了传统玩具市场的单向传播模式,构建一个以用户为核心的共创生态。2025 年 BFC 赛事涵盖了线上创作赛、线下速拼赛、全球作品展三大核心板块,其中 BFC 创作赛每年举办 4 季,本次合作伙伴大会 BFC 作为创作赛年度总决赛。根据公司公开业绩会交流,BFC 创作赛投稿量从首届 300 件激增至第三届第一季 30000 余件,百倍数量增长反映出用户对共生共创共进的机制的高度认可,同时作品以展览形式参与新加坡、纽约等国际展会以及品牌活动,实现文化符号输出和互动。

图116: 第三届布鲁可 BFC 创作赛首季参赛作品 3 万余件



数据来源: 布鲁可公众号、开源证券研究所

图117: 2025 年布鲁可全球合作伙伴大会设置 BFC 创作赛作品展区



资料来源: 中外玩具网公众号

3.6、TOPTOY: 全球门店规模扩张,高毛利品类占比提升

TOPTOY 门店规模扩张,扬帆布局海外市场,盈利能力有所改善。2024 年 TOPTOY 实现收入 9.84 亿元/同比+44.6%,年内主动优化产品结构推高毛利率,全年经营层面已实现盈利。**产品端,**截至 2024 年底,TOPTOY 合作 IP 超 1000 个,SKU 约 11000 个/同比+31%,覆盖盲盒、积木、手办、拼装模型、玩偶、一番赏等品类。

门店端,截至 2024 年底门店总数达 276 家(内地/海外门店为 272/4 家),全年净增门店 128 家,覆盖全国 80 多座城市的核心商圈。其中 2024 年内地门店全年总 GMV 达 11.48 亿元/同比+41%,产品单价整体下调,监测门店同店 GMV 增长率为中个位数,保持良性增长。出海方面,2024 年 8 月以“店中店”形式试水印尼,Q4 在泰国开出首家海外门店。

表14: 2024 年 TOPTOY 内地门店同店 GMV 增长中个位数

	2023	2024
SKU 数 (个)	8400	11000
内地总 GMV (亿元)	8.14	11.48
交易总量 (百万)	6.7	10.5
SKU 总销量 (百万)	12.9	19.9
平均客单价 (元)	121.3	109.5
平均售价 (元)	63.3	57.8
同店 GMV 增长率	45-50%	增长中个位数

数据来源: 名创优品公司公告、开源证券研究所

4、可比公司估值

2024 年全球潮玩龙头围绕建设头部长青、尾部常新的 IP 矩阵，扩容品类边界和发力产品迭代，加速全球市场拓展和粉丝群体情感连接等多维度路径完善 IP 商业模式，经营层面均取得亮眼表现。我们认为当前全球潮玩产业仍处于全球化 IP 跨区域渗透、品类加速迭代创新、渠道网络生态趋于完善、IP 文化逐步穿透消费代际的历史机遇期。展望 2025 年，全球大 IP 电影续作密集上新多及本土影游 IP 多维度崛起，IP 内容赋能下授权衍生品市场空间广阔。从品类视角看，拼搭玩具互动性特征带来独特的跨代际 IP 运营空间，产品强创新、用户高粘性推动赛道长坡厚雪；同时重视服饰、珠宝、食玩等“IP+”跨品类潮流趋势带来用户价值提升机遇。围绕“内容、产品、用户”的 IP 运营框架，我们认为中国 IP 零售仍处于早中期阶段，有望在更广阔品类上创造情感溢价。**受益标的：万代南梦宫、三丽鸥、迪士尼、泡泡玛特、布鲁可。**

表15：行业相关公司 PE 估值

代码	公司名称	4 月 17 日	EPS			PE			评级
		收盘价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
7832.T	万代南梦宫	5,056.00	203.82	204.30	216.77	24.8	24.7	23.3	未评级
8136.T	三丽鸥	5,874.00	169.89	189.38	218.40	34.6	31.0	26.9	未评级
DIS.N	迪士尼	84.81	5.47	6.11	6.89	15.5	13.9	12.3	未评级
9992.HK	泡泡玛特	164.50	4.20	5.82	7.31	36.4	26.3	20.9	买入
9896.HK	名创优品	30.55	2.40	3.00	3.70	11.8	9.5	7.7	买入
0325.HK	布鲁可	108.80	4.12	6.09	7.99	24.5	16.6	12.6	买入
平均						24.6	20.3	17.3	

数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除泡泡玛特、名创优品、布鲁可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 2025/9/30，三丽鸥财年为 2025/3/31，万代南梦宫财年 2025/3/31。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，泡泡玛特、名创优品、布鲁可的 EPS 单位为人民币。港元兑人民币汇率为 0.9281）

5、风险提示

- （1）IP 生命周期存续风险：**内容 IP 衍生品开发较创作层面端赋能，IP 版权方内容开发未能持续收获消费者关注，或衍生品 SKU 推新空间不足，可能导致产品销售下滑。
- （2）全球宏观经济波动风险：**全球经济不确定性增加，关税措施升级可能加剧经济衰退担忧，进而引发公众消费意愿降低，同时导致出口成本抬升。
- （3）产品推新不及预期风险：**若 IP 潮玩新品玩法、设计和定价不符合消费者兴趣，可能导致用户粘性降低。

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