

广博股份 (002103)

——加速 IP 文创转型, IP 多元化+载体丰富化+长期出海驱动增长

报告原因: 首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据: 2025年06月20日

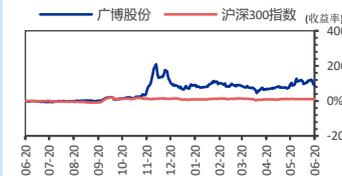
收盘价(元)	10.09
一年内最高/最低(元)	18.78/4.55
市净率	5.0
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	3,805
上证指数/深证成指	3,359.90/10,005.03

注:“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年03月31日

每股净资产(元)	2.02
资产负债率%	44.38
总股本/流通A股(百万)	534/377
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《日本潮玩企业增长超预期, 精神消费需求向上, 优质供给增加——IP 衍生品行业点评之三》 2025/02/18

《从《哪吒2》看国产 IP 产业链崛起——IP 衍生品行业点评之二》 2025/02/16

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

联系人

黄莎
(8621)23297818x
huangsha@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **广博股份: 依托传统文具制造优势, 加速 IP 文创转型。**2023 年以来互联网营销业务收缩, 并聚焦纸制品文具和办公直销, 2023-2024 年收入利润修复明显。公司抓住 IP 衍生品市场发展契机, 依托传统纸制品文具印刷设计和供应链优势、内销线上线下一完整渠道网络资源, 快速发展 IP 文创业务, 2024 年 IP 文创收入 1.87 亿元, 总收入中占比 7%, 占比同比提升 0.7pct。IP 文创业务具备高盈利特点, 2024 年 IP 文创业务毛利率 43.3%, 同比提升 8.9pct; 公司综合毛利率 15.9%, 同比提升 1.2pct。
- **“新消费”崛起来自人口代际变化, 高边际消费倾斜的年轻 Z 世代创造主要消费增量。**根据联合国贸易和发展数据, 国内 2021-2025 年 15-29 岁人口基本维持稳定, 2025-2033 年小幅增长后见顶下滑, 2033 年以前相对稳定的人口基数将继续支持“新消费”需求增长。
- **丰富的 IP+多样化的载体, 构成庞大的 IP 衍生品市场。**IP 衍生品指基于漫画、小说、影视、动画、游戏、艺术家形象等娱乐作品中的角色、场景、故事情节而生产的实物商品。2024 年国内 IP 衍生品 GMV 达到 1742 亿元, 同比增长 30.2%; 其中, 卡牌、拼搭玩具、玩偶、毛绒玩具、文具、服装、其他品类(包含吧唧、明信片等)分别占总市场规模的 15.1%、15.4%、14.2%、8.2%、2.9%、17.5%、26.8%。**全球 IP 授权方格局集中, 国内 IP 产业链成熟化, 国产优质内容输出、线下零售渠道转型、长期人均消费量和出海推动 IP 衍生品市场持续增长。**
- **IP 衍生品细分赛道消费属性及受众存在差异。**按照 IP 载体类型不同, 可以划分为谷子和收藏卡、TCG 卡牌、拼搭玩具、潮玩四类, 其中广博股份主要经营品类为谷子和收藏卡, 载体通常为卡牌、徽章等, 并与动漫、游戏、小说、影视剧等有内容 IP 相结合, 满足消费者对 IP 内容认同的情感表达及社交需求, 用户受内容吸引后为 IP 衍生品付费, 因此也对 IP 内容高度依赖, 品类需求与 IP 内容供给高度相关。
- **早期印刷及纸制品文具起家, 积累供应链资源优势。**1993 年公司购买第一台 01 单色印刷机, 开始向彩印包装行业发展, 公司位于宁波市, 产业链集群完善, 周边配套工厂及产品品类众多, 基地智能化产线布局, 有效应对 IP 衍生品内容快速变化、多 SKU 快速迭代, 柔性化生产需求。2023-2024 年公司 IP 文创毛利率在行业内表现好于传统玩具公司(奥飞娱乐、华立科技)。
- **国内自有品牌打造, 设计力沉淀, 具备 IP 运营经验。**2017 年以来公司陆续打造了“kinbor”、“fizz 飞兹”、“papiest 派乐时刻”、“汐西酱”等子品牌, kinbor 品牌微博、微信公众号等自媒体矩阵粉丝超过 276 万。Kinbor 已有宇宙、樱花、mimo 等多个原创系列, 并推出与盗墓笔记、迪士尼、三丽鸥、阴阳师、知否知否等知名 IP 联名产品。
- **基于优势文具品类率先实现 IP 联名产品热销, 获得授权方认可, 强化 IP 获取能力, 形成产品验证到 IP 获取正循环。**2023 年以来公司获得 IP 授权包括, “初音未来”、“名侦探柯南”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“盗墓笔记”、“间谍过家家”、“葬送的芙莉莲”、“魔道祖师”、“诡秘之主”、“鲨鱼猫”等。2024 年末公司长期待摊费用中授权费达到 1119.52 万元, 较年初金额 24.25 万元大幅增加。
- **公司顺应 IP 衍生品需求崛起趋势, 依托持续积累的设计研发和供应链、渠道优势, 积极切入新赛道, 通过持续 IP 授权增加、品类扩充将实现高增, 叠加中长期出海空间, 公司 IP 文创业务成长性突出。**选取可比公司 2026 年平均 PE 估值 26X, 公司 2026 年归母 2.61 亿元, 对应目标市值 68 亿元, 较当前 23%向上空间, 首次覆盖给予“买入”评级!
- **风险提示:**行业竞争加剧的风险、IP 内容吸引力不足的风险、政策监管的风险、终端消费力持续走弱、关税政策、汇率、原材料变化的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,778	484	3,202	3,637	4,090
同比增长率(%)	3.3	10.1	15.3	13.6	12.5
归母净利润(百万元)	152	30	195	261	318
同比增长率(%)	-10.1	31.2	28.4	33.6	21.6
每股收益(元/股)	0.29	0.06	0.37	0.49	0.59
毛利率(%)	15.9	20.5	17.0	18.1	19.0
ROE(%)					
市盈率	35		28	21	17

注:“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

广博股份依托传统文具制造优势，加速 IP 文创转型。2023 年以来互联网营销业务收缩，并聚焦纸制品文具和办公直销，2023-2024 年收入利润修复明显。2024 年 IP 文创收入 1.87 亿元，总收入中占比 7%，占比同比提升 0.7pct；IP 文创业务具备高盈利特点，带动公司盈利能力持续向上。

“新消费”崛起来自人口代际变化，高边际消费倾斜的年轻 Z 世代创造主要消费增量。根据联合国贸易和发展数据，国内 2021-2025 年 15-29 岁人口基本维持稳定，2025-2033 年小幅增长后见顶下滑，2033 年以前相对稳定的人口基数将继续支持“新消费”需求增长。2024 年国内 IP 衍生品 GMV 达到 1742 亿元，同比增长 30.2%；**全球 IP 授权方格局集中，国内 IP 产业链成熟化，国产优质内容输出、线下零售渠道转型、长期人均消费量和出海推动 IP 衍生品市场持续增长。**

公司早期印刷及纸制品文具起家，积累供应链资源优势，依托完善产业链集群、基地智能化产线，有效应对 IP 衍生品内容快速变化、多 SKU 快速迭代，柔性化生产需求。国内自有品牌打造，设计力沉淀，具备 IP 运营经验。**基于优势文具品类率先实现 IP 联名产品热销，获得授权方认可，强化 IP 获取能力，形成产品验证到 IP 获取正循环。**2023 年以来公司获得 IP 授权包括，“初音未来”、“名侦探柯南”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“盗墓笔记”、“间谍过家家”、“葬送的芙莉莲”、“魔道祖师”、“诡秘之主”、“鲨鱼猫”等。2024 年末公司长期待摊费用中授权费达到 1119.52 万元，较年初金额 24.25 万元大幅增加。**通过持续 IP 授权增加、品类扩充将实现高增，叠加中长期出海空间，公司 IP 文创业务成长性突出。**选取可比公司 2026 年平均 PE 估值 26X，公司 2026 年归母 2.61 亿元，对应目标市值 68 亿元，较当前 23%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级！

关键假设点

IP 文创：为公司内销核心发力业务，2025 年授权 IP 相较于 2024 年大幅增加，并且品类从学品、谷子（吧唧、贴纸、立牌等）进一步延伸至毛绒、生活轻周边等，预计未来三年将保持较高增长，假设 2025-2027 年收入增速同比+100%/50%/30%。考虑公司规模效应不断释放，假设 2025-2027 年毛利率保持提升，分别为 45%/46%/47%。

办公直销：政策约束下，办公直销行业将进一步规范化发展，利好头部企业，公司有望份额提升，假设 2025-2027 年收入增速同比+12%/10%/10%。办公直销行业竞争激烈，假设公司未来三年毛利率维持稳定，均为 4.6%。

外销代工：公司越南、柬埔寨、马来海外基地布局优势显著，外部关税扰动下，有望逆势份额提升，预计外销代工业务保持稳健增长，假设 2025-2027 年收入同比+10%/10%/10%，毛利率维持稳定，2025-2027 年均为 31.2%。

有别于大众的认识

市场担心“新消费”需求见顶，及公司 IP 衍生品业务增长持续性。我们认为：1)
“新消费”崛起来自人口代际变化，高边际消费倾斜的年轻 Z 世代创造主要消费增量，

Z世代年轻群体的特点决定了“新消费”需求的产品，15-29岁消费主力军多为独生子女，成长过程更关注自我，结婚、购房比例下降、家庭小型化，同时受工作生活压力影响，情绪消费逐步成为刚需。根据联合国贸易和发展数据，国内2021-2025年15-29岁人口基本维持稳定，2025-2033年小幅增长后见顶下滑，2033年以前相对稳定的人口基数将继续支持“新消费”需求增长。2) 国内IP产业链成熟化，国产优质内容输出、线下零售渠道转型、长期人均消费量和出海推动IP衍生品市场持续增长。3) 国内IP衍生品，尤其是“谷子”（吧唧、立牌、贴纸等）竞争格局仍较为分散，广博依托早期长期积累的供应链、设计研发和渠道优势，快速切入新赛道，并获得较好增长，后期行业格局集中过程，仍需比拼企业产品力、渠道、营销核心竞争力，广博具备制造和自有品牌运营先发优势。4) 2024年以来公司IP大量增加，并依托研发和供应链优势，持续拓展新的品类，通过不同IP+载体结合，公司增长确定性较强，中长期仍有出海空间。

股价表现的催化剂

新IP产品推出，IP新品销售超预期。

核心假设风险

行业竞争加剧的风险、IP内容吸引力不足的风险、政策监管的风险、终端消费力持续走弱、关税政策、汇率、原材料变化的风险。

目录

1. 广博股份：加速 IP 文创转型，驱动盈利提升.....	6
2. 行业：IP 衍生品需求高景气，格局塑造期	9
2.1 丰富的 IP+多样化的载体，构成庞大的 IP 衍生品市场.....	10
2.2 行业格局仍在塑造期，优质企业保持市占率提升.....	17
3. 公司：IP 多元化+载体丰富化+长期出海，驱动文创 IP 增长 放量.....	19
4. 盈利预测和估值分析.....	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值分析	22
风险提示.....	24
附件.....	25

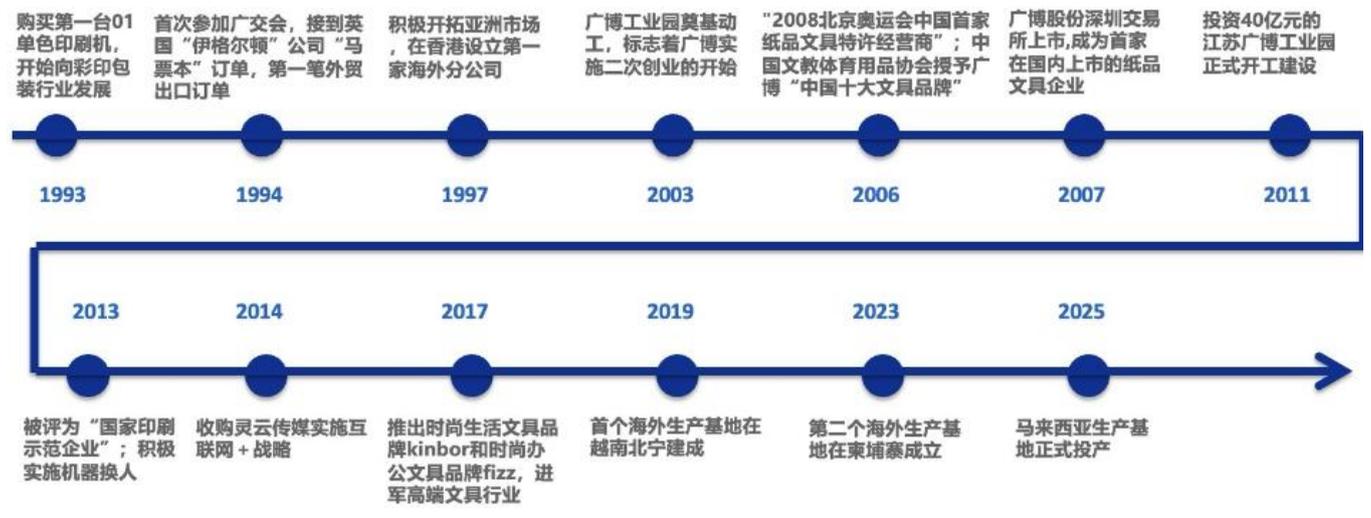
图表目录

图 1: 广博股份发展历史.....	6
图 2: 2024 年公司收入 27.78 亿元, 同比增长 3.3%.....	7
图 3: 2024 年公司归母净利润为 1.52 亿元.....	7
图 4: 2024 年公司内销收入占比 72%.....	7
图 5: IP 文创业务毛利率表现突出.....	7
图 6: 公司股权结构较为稳定.....	8
图 7: 麦肯锡 2024 年底对 1.7 万名中国消费者消费意愿和信心调查统计.....	9
图 8: 2033 年以前 15-29 岁人口数量保持相对稳定.....	10
图 9: 2024 年国内 IP 衍生品 GMV 达到 1742 亿元, 同比增长 30.2%.....	10
图 10: IP 衍生品载体多样化.....	10
图 11: IP 衍生品各赛道市场规模及增速表现.....	11
图 12: 2024 年 18-34 岁情绪消费人群占比 77.5%.....	12
图 13: 2024 年消费者悦己、个性化购物动机占比提升.....	12
图 14: 2025 年以来线下零售谷子店保持月度增长.....	16
图 15: 2024 年全球 IP 衍生品市场规模 1.4 万亿元.....	17
图 16: 北美、日韩 IP 衍生品市场较为成熟.....	17
图 17: IP 衍生品产业链及代表性公司.....	18
图 18: 可比公司毛利率比较.....	19
图 19: kinbor 原创系列及联名系列产品多样化.....	20
图 20: 广博 IP 新品持续投放.....	21
表 1: 不同形式 IP 衍生品受众差异大.....	12
表 2: 全球 IP 授权方格局集中, 影视动漫类占比较高.....	14
表 3: IP 内容丰富.....	15
表 4: 国漫和国产游戏 IP 快速发展.....	16
表 5: IP 衍生品行业竞争格局.....	17
表 6: 集换式卡牌竞争格局.....	17
表 7: IP 玩具竞争格局.....	18
表 8: 公司保持每年新品类研发投入.....	21
表 9: 可比公司估值表.....	23
表 10: 公司利润表.....	25

1. 广博股份：加速 IP 文创转型，驱动盈利提升

依托传统文具制造优势，加速 IP 文创转型。广博集团成立于 1992 年，位于浙江宁波，公司 1994 年首次参加广交会，获得第一笔外贸出口订单，1996 年广博股份成立，并确定“广博”作为企业注册商标，早年凭借印刷制造优势，本册、相册出口快速发展，1997-2001 年在香港、美国、阿联酋设立分公司/办事处，构建全球销售网络；2007 年广博股份深交所上市，为首家在国内上市的纸品文具企业，并持续加大内销市场拓展，2017 年推出高端文具品牌 kinbor（生活文创）、fizz（办公文具）；2019 年越南北宁首个海外生产基地建成，2023-2025 年柬埔寨、马来西亚海外基地相继投入使用，打造全球化供应链。2024 年以来公司抓住 IP 衍生品市场发展契机，依托传统纸制品文具印刷设计和供应链优势、内销线上线下完整渠道网络资源，快速发展 IP 文创业务，并持续增加授权 IP、产品类型，助力中长期增长。

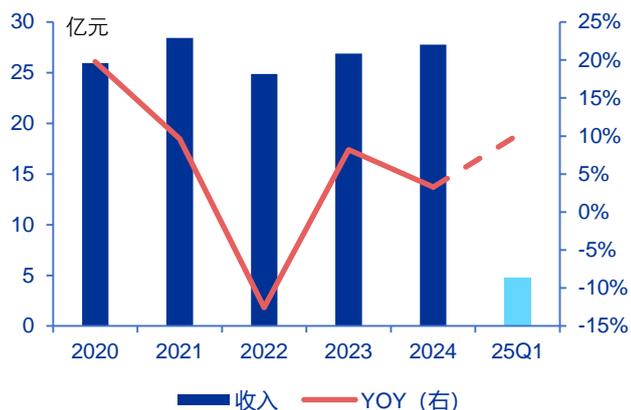
图 1：广博股份发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

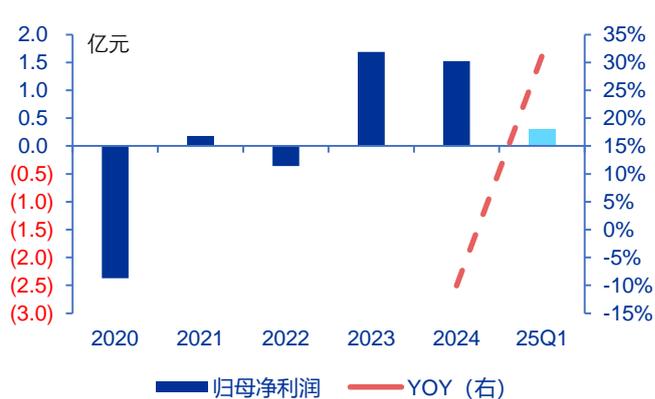
业务重新聚焦纸制品文具和办公直销，2023 年以来经营持续修复。公司 2014 年收购主业为互联网营销服务的灵云传媒，2022 年以来行业竞争加剧，该业务收入大幅下滑，并且存在应收账款回收风险，公司对业务主动控制收缩，2024 年将灵云传媒公司注销，聚焦纸制品文具和办公直销主业，并加大公司 IP 衍生品市场布局，经营持续修复。2024 年公司收入 27.78 亿元，同比增长 3.3%，若剔除互联网营销业务收入，2020-2024 年公司收入 CAGR 为 19.3%，主业保持稳健增长。2024 年公司归母净利润为 1.52 亿元，同比下滑 10.1%，主要受 2023 年灵云传媒应收账款收回及减值冲回高基数影响，剔除该影响 2024 年归母净利润同比增速达到 66.8%。25Q1 收入 4.84 亿元，同比增长 10.1%，归母净利润 2991 万元，同比增长 31.2%。

图 2: 2024 年公司收入 27.78 亿元, 同比增长 3.3%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2024 年公司归母净利润为 1.52 亿元

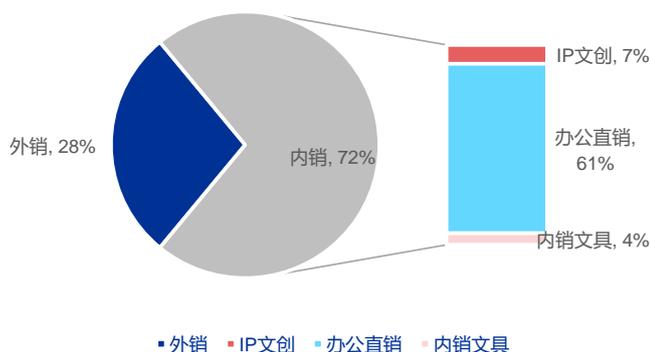


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

内销收入占比超过 70%, IP 文创业务占比保持提升。2024 年公司内销业务收入 19.98 亿元, 占总收入 72%。2018 年以来公司加大办公直销业务拓展, 2024 年办公直销收入 16.96 亿元, 占总收入 61%。2023 年以来公司引入 IP 合作产品保持增长, 2024 年 IP 文创收入 1.87 亿元, 同比增长 15.4%, 总收入中占比 7%, 占比同比提升 0.7pct。2024 年公司外销收入 7.8 亿元, 占总收入 28%; 其中出口代工收入 7.05 亿元, 占总收入 25%, 跨境电商业务收入 0.75 亿元, 总收入占比 3%。

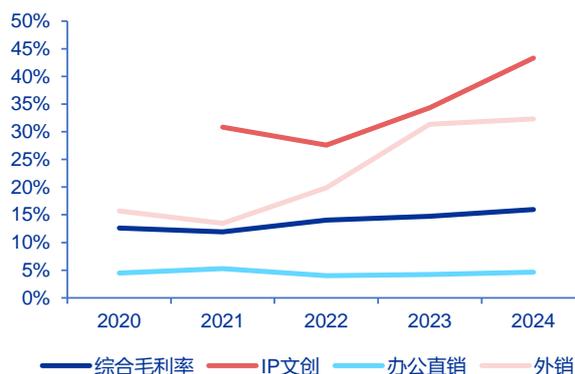
IP 文创业务具备高盈利特点, 将有望带动整体毛利率向上。消费者为 IP 内容付费意愿更高, 因此 IP 文创业务具备高毛利特征, 2023 年公司加大 IP 联名产品, 2024 年以来增加谷子 (徽章、贴纸、立牌等) 等产品, 带动 IP 文创业务毛利率持续提升, 2024 年 IP 文创业务毛利率 43.3%, 同比提升 8.9pct; 公司综合毛利率 15.9%, 同比提升 1.2pct。

图 4: 2024 年公司内销收入占比 72%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

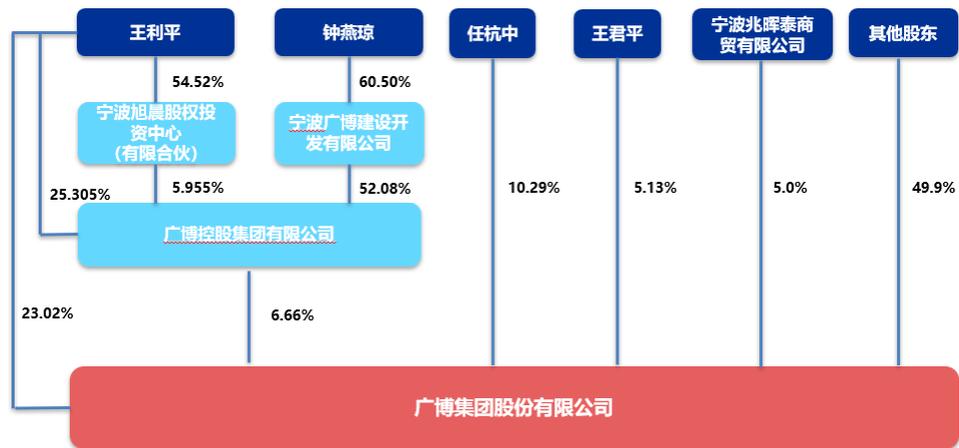
图 5: IP 文创业务毛利率表现突出



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司股权结构较为稳定。截至 2025 年 3 月末, 公司实控人王利平合计持股比例 29.68%, 其中直接持股比例 23.02%, 通过广博控股集团持有公司 6.66% 股份。

图 6：公司股权结构较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 行业：IP 衍生品需求高景气，格局塑造期

“新消费”崛起来自人口代际变化，高边际消费倾斜的年轻 Z 世代创造主要消费增量。根据麦肯锡 2024 年底对 1.7 万名中国消费者消费意愿和信心调查统计，农村老年人（乡村振兴）、城镇 Z 世代（18-25 岁）对经济和消费信心增强最为明显，体现出 Z 世代消费者更高的消费倾向，即这部分消费者更愿意将收入用作消费而不是储蓄，并且受外部环境影 响相对更小，这部分年轻消费群体构筑了主要的消费增量。Z 世代年轻群体的特点决定了 “新消费” 需求的产品，15-29 岁消费主力军多为独生子女，成长过程更关注自我，结婚、 购房比例下降、家庭小型化，同时受工作生活压力影响，情绪消费逐步成为刚需。

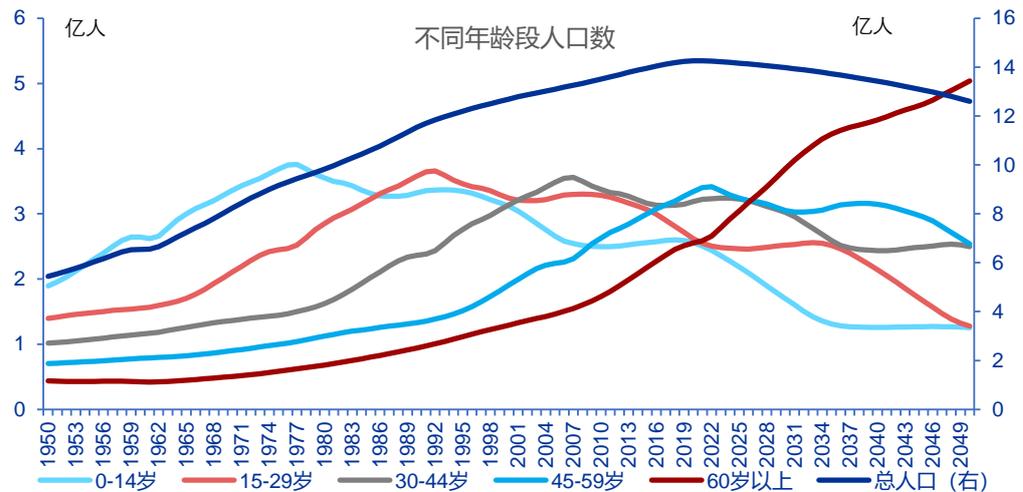
图 7：麦肯锡 2024 年底对 1.7 万名中国消费者消费意愿和信心调查统计



资料来源：麦肯锡《新常态下的中国消费》，申万宏源研究

15-29 岁人口 2021-2025 年基本维持稳定，2025-2033 年小幅增长后见顶下滑。根据联合国贸易和发展数据，国内 2021-2025 年 15-29 岁人口基本维持稳定，2025-2033 年小幅增长后见顶下滑，2033 年以前相对稳定的人口基数将继续支持 “新消费” 需求增长。

图 8：2033 年以前 15-29 岁人口数量保持相对稳定



资料来源：联合国贸易和发展，申万宏源研究

2.1 丰富的 IP+多样化的载体，构成庞大的 IP 衍生品市场

丰富的 IP+多样化的载体，构成庞大的 IP 衍生品市场。IP 衍生品指基于漫画、小说、影视、动画、游戏、艺术家形象等娱乐作品中的角色、场景、故事情节而生产的实物商品。

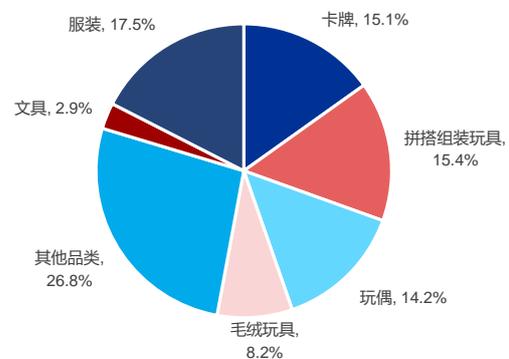
国内 IP 衍生品 GMV 超千亿, IP 载体多样化, 各细分赛道规模有限但均保持较快增长。2024 年国内 IP 衍生品 GMV 达到 1742 亿元, 同比增长 30.2%, 2019-2024 年 CAGR 达到 13.6%, 根据灼识咨询预测 2024-2029 年 CAGR 为 14%。IP 衍生品主要品类包括卡牌、拼搭玩具、玩偶、毛绒玩具、文具、服装、其他品类 (包含吧唧 (徽章)、明信片、色纸、立牌等), 2024 年市场规模分别为 263、268、247、143、50、304、466 亿元, 分别占总市场规模的 15.1%、15.4%、14.2%、8.2%、2.9%、17.5%、26.8%。

图 9：2024 年国内 IP 衍生品 GMV 达到 1742 亿元, 同比增长 30.2%



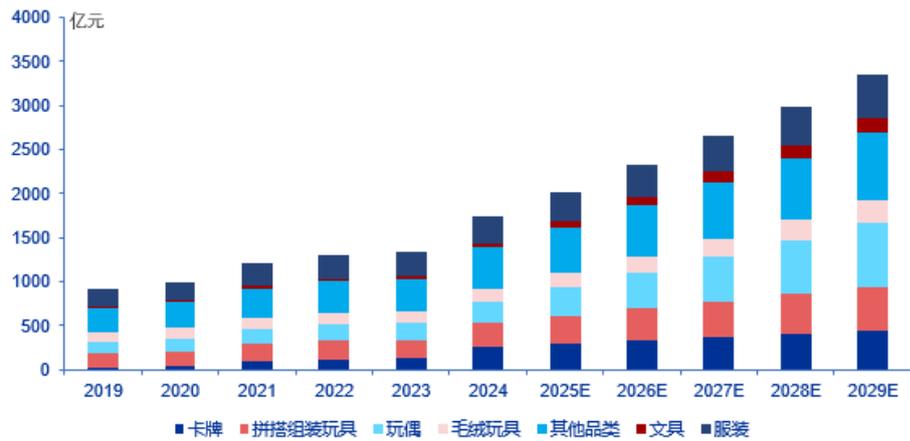
资料来源：国家统计局、灼识咨询报告，申万宏源研究

图 10：IP 衍生品载体多样化



资料来源：中国玩具协会、灼识咨询报告，申万宏源研究

图 11: IP 衍生品各赛道市场规模及增速表现



增速	卡牌	拼搭组装玩具	玩偶	毛绒玩具	其他品类	文具	服装
2020	25.0%	9.9%	12.6%	0.8%	10.2%	5.9%	3.6%
2021	171.4%	14.0%	17.2%	4.0%	13.2%	27.8%	27.1%
2022	28.4%	6.9%	10.2%	-3.9%	7.0%	8.7%	4.7%
2023	2.5%	0.0%	8.1%	2.4%	2.5%	36.0%	0.7%
2024	110.4%	23.5%	32.1%	12.6%	24.3%	47.1%	11.8%
2025E	13.7%	16.0%	29.6%	16.1%	11.8%	38.0%	11.2%
2026E	12.7%	14.5%	25.9%	15.1%	11.5%	30.4%	10.4%
2027E	11.3%	13.2%	23.8%	13.1%	10.0%	32.2%	9.4%
2028E	9.3%	11.7%	21.2%	11.6%	9.2%	20.2%	8.8%
2029E	8.8%	10.7%	18.5%	10.8%	9.7%	13.3%	13.1%
19-24CARG	56.5%	10.6%	15.7%	3.1%	11.2%	24.1%	9.2%
24-29CAGR	11.1%	13.2%	23.8%	13.3%	10.5%	26.5%	10.6%

资料来源: 中国玩具协会、灼识咨询报告, 申万宏源研究

IP 衍生品细分赛道消费属性及受众存在差异。按照 IP 载体类型不同, 可以划分为谷子和收藏卡、TCG 卡牌、拼搭玩具、潮玩四类, 其中**广博股份主要经营品类为谷子和收藏卡**, 载体通常为卡牌、徽章等, 并与动漫、游戏、小说、影视剧等有内容 IP 相结合, 满足消费者对 IP 内容认同的情感表达及社交需求, 用户受内容吸引后为 IP 衍生品付费, 因此也对 IP 内容高度依赖, 品类需求与 IP 内容供给高度相关。谷子和卡牌类产品受众以 18-22 岁年轻消费者为主, 女性消费者占比达到 61%。

潮玩品类以泡泡玛特为代表, 通常基于无内容 IP, 通过设计形成直观的视觉吸引, 用户为设计和审美买单, 受众更为广泛, 用户年龄层 18-40 岁之间, IP 载体包括人偶、手办、毛绒玩具等。TCG 卡牌、拼搭玩具的对战、拼搭益智“功能性”更为突出, 男性受众占比高, 其产品对 IP 内容的依赖度低于谷子和收藏卡。

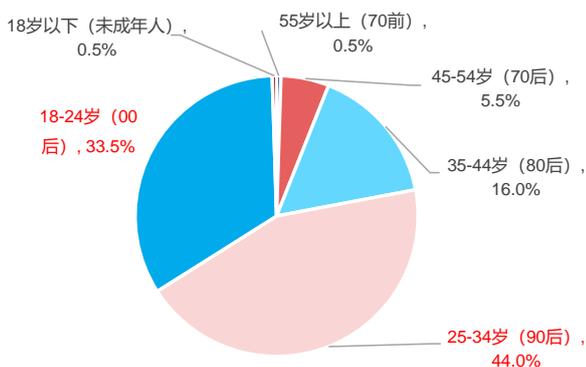
表 1: 不同形式 IP 衍生品受众差异大

品类	谷子&收藏卡 (广博、卡游)	TCG 卡牌 (宝可梦卡牌、游戏王)	拼搭玩具 (布鲁可)	潮玩 (泡泡玛特)
消费属性	精神消费品 (抽卡 + 交易)	精神消费品 (抽卡 + 对战)	实用价值 + 情绪消费玩具 (拼搭 + 收藏)	精神消费品
消费心理	IP、社交、抽卡、收藏交易	对战竞技、收藏交易	拼搭益智	审美、小众、情感寄托、收藏交易
IP 类型	女性向或者通用类 IP: 小说、动漫、游戏、电视剧等, 例如《小马宝莉》、《柯南》、《排球少年》、《鬼灭之刃》等 男性向或高端类: 《奥特曼》、《NBA 球星》等	男性向 IP 为主: 《奥特曼》、《漫威》、《宝可梦》、《游戏王》、《变形金刚》等	男性向 IP 为主: 《奥特曼》、《漫威》、《变形金刚》等	通常基于无内容 IP, 例如 Molly、Labubu、Bearbrick、Kaws 通过设计形成直观的视觉吸引
消费心智	为共识买单 (基于IP社交圈的衍生品价值共识)	为卡牌对战玩法、玩家互动交易付费	为拼搭玩法付费	为设计和审美付费
消费人群	动漫、游戏等二次元用户为主, 女性占比61% 18-22岁消费者为主 (小学生占比17%、中学生60%、大学生20%、其他3%)	男性占比比较高 年龄分布广, 小学生到成年发烧友	男性占比高 小学到高中为主, 也有成年发烧友	有一定的欣赏能力和购买能力的门槛 主要在18-40岁区间
产品类型	卡牌、徽章、手办、立牌、叠叠乐、毛绒玩具等	卡牌	积木	人偶、手办、毛绒玩具、积木等
平均单价	十几元左右, 高端球星卡千元甚至更高	几十元左右, 高端球星卡千元甚至更高	平价几十元, 高端乐高、万代百元至千元	百元左右, 高端收藏品千至万元

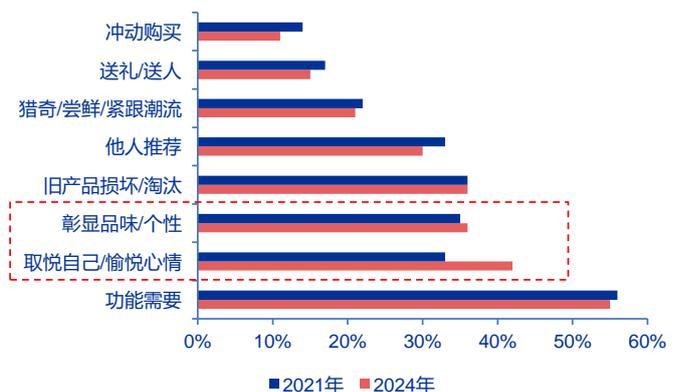
资料来源: 全拓数据、艾媒咨询, 申万宏源研究

国内情绪消费需求崛起, IP 衍生品情感表达+社交属性+低单值特点, 精准满足年轻消费者需求。国内 90-00 后群体多为独生子女, 成长过程更关注自我, 结婚、购房比例下降、家庭小型化, 同时受工作生活压力影响, 情绪消费逐步成为刚需。根据 MobTech 研究院数据, 2024 年国内情绪经济消费人群中, 18-34 岁 (00-90 后) 占比 77.5%; 同时消费者悦己、个性化购物动机占比提升, 2024 年悦己、彰显个人品味消费动机占比分别为 42%、36%, 较 2021 年提升 9pct、1pct。

谷子和卡牌等 IP 衍生品定价多在百元以内, 相较于传统手办, 具备低价、轻量、多样化特点, 降低了消费门槛, 对年轻消费者吸引力充足; 消费的底层逻辑都是通过共同的文化产品消费趣味, 从而满足情绪价值、达到社交目的。此类产品多植根于丰富的作品内容, 将虚拟角色实体化, 提供“在身边的陪伴感”和“拥有感”, 充分满足年轻消费群体情绪价值需求。Z 时代年轻消费者热衷于网络社交分享“晒谷”, 如微博“谷子”兴趣人群规模持续增长, 2024 年已突破 1 亿人; 以及用喜欢的 IP 衍生品装饰挎包提袋、服装等, 通过“痛包”、“痛衣”等展示个人爱好, 基于相同偏好和审美趋向形成小圈层, 强化特定群体的认同感和归属感, 带给 IP 衍生品较强社交属性。

图 12: 2024 年 18-34 岁情绪消费人群占比 77.5%


资料来源: MobTech 研究院, 申万宏源研究

图 13: 2024 年消费者悦己、个性化购物动机占比提升


资料来源: MobTech 研究院, 申万宏源研究

全球 IP 授权方格局集中，影视动漫类占比较高。根据授权行业全球知名刊物《License Global》杂志公布的《2024 全球顶级授权商榜单报告》，全球共 88 家企业上榜，上榜企业授权商品零售总额达到 2812 亿美元，其中零售额超过 10 亿美元的授权商共 38 家。88 家授权商中，排名前 20 授权商总零售额 2337 亿美元，占上榜公司总零售额的 83.1%；排名前 10 授权商的总零售额达 1923 亿美元，占比 68.4%。

上榜企业类型多样化，**其中影视动漫相关企业 17 家，授权商品零售额在上榜公司总零售额占比 39%**；包括当前的好莱坞五大电影公司迪士尼、华纳兄弟、环球影业、派拉蒙和索尼影视娱乐，日本四大动画公司其二的东映动画和东宝，中国动漫文化产业代表性公司奥飞娱乐以及众多闻名全球影视动漫 IP 的工作室和出品公司。**上榜企业中玩具游戏授权商共 14 家**，其中玩具公司共有 6 家，包括北美玩具三巨头孩之宝、美泰、斯平玛斯特，北美毛绒玩具新巨头 Jazwares 以及日本两大玩具公司三丽鸥与万代南梦宫；游戏及其他公司共 8 家上榜，包括拥有“宝可梦”这一全球最赚钱 IP 的宝可梦国际公司、推出系列游戏总销量突破 2200 万份的大热游戏《女神异闻录》日本的电子游戏公司世嘉，以及多次上榜的中国 IP 授权商上海天络行等。

表 2：全球 IP 授权方格局集中，影视动漫类占比较高

类型	总榜单排名	公司简称	国家/地区	代表性品牌/IP	授权商品零售额 (美元)	总榜单占比
影视动漫	1	华特迪士尼	美国	米老鼠/维尼熊/冰雪奇缘	620亿	22.05%
	4	华纳兄弟探索	美国	指环王/哈利波特/超人	150亿	5.33%
	6	NBC环球	美国	侏罗纪世界/小黄人	115亿	4.09%
	11	派拉蒙	美国	星际迷航/碟中谍/海绵宝宝	65亿e	2.31%
	12	东映动画	日本	假面骑士/光之美少女/数码宝贝	54亿e	1.92%
	20	沃贝	加拿大	天线宝宝	29亿e	1.03%
	35	芝麻街工作室	美国	芝麻街	12亿e	0.43%
	36	Crunchyroll	日本	虚构推理/神之塔	11亿e	0.39%
	38	东宝	日本	火影忍者/哆啦A梦/蜡笔小新	10亿e	0.36%
	42	姆明家族	芬兰	姆明家族	7.70亿e	0.27%
	43	索尼影视娱乐	美国	精灵旅社/蓝精灵/蜘蛛侠	7.50亿e	0.27%
	47	奥飞娱乐	中国	喜羊羊与灰太狼/超级飞侠/萌鸡小队	6.09亿e	0.22%
	57	Miraculous Corp	法国	瓢虫少女	4.00亿	0.14%
	60	Studio 100 Group	德国	玛雅蜜蜂历险记/维京小英雄	3.31亿	0.12%
	61	Animaccord工作室	俄罗斯	玛莎和熊	3.21亿e	0.11%
	65	Cloudco娱乐	美国	爱心熊罗兹	2.94亿e	0.10%
78	费雪兄弟工作室	美国	贝蒂娃娃	1.15亿e	0.04%	
类型	总榜单排名	公司简称	国家/地区	代表性品牌/IP	授权商品零售额 (美元)	总榜单占比
玩具游戏	5	孩之宝	美国	龙与地下城/万智牌	141亿e	5.01%
	7	宝可梦国际公司	日本	宝可梦	108亿	3.84%
	9	美泰	美国	芭比娃娃/风火轮/费雪-普莱斯	85亿e	3.02%
	14	三丽鸥	日本	Hello Kitty/库洛米/大耳狗	51亿	1.81%
	21	万代南梦宫	日本	万代魂/机动战士高达	27亿	0.96%
	30	Jazwares	美国	Squishmallows毛绒	15亿e	0.53%
	33	斯平玛斯特	加拿大	汪汪队立大功	13亿e	0.46%
	39	世嘉	日本	女神异闻录/如龙	9.51亿	0.34%
	49	上海天络行	中国	泰迪珍藏/幸运猴/蛋黄猫	5.67亿e	0.20%
	52	碧日	日本	RWBY/星之声	5.50亿e	0.20%
	55	The Smiley Company	法国	Smiley/SmileyWorld	4.11亿	0.15%
	62	游戏车间	英国	中古战锤	3.10亿	0.11%
	66	Emoji公司	德国	emoji town	2.93亿e	0.10%
	82	Mob Entertainment	美国	波比的游戏时间	0.50亿e	0.02%

资料来源：《2024 全球顶级授权商榜单报告》，申万宏源研究（注：e 表示估算值）

IP 内容丰富，谷子和卡牌类产品多联名动漫、游戏 IP。按照 IP 内容不同，可以分为动漫、游戏、影视、文学、艺术和文化类。根据微博数据，动漫和游戏类的 IP 为互动量最高的两种谷子 IP，主要因动漫和游戏作品通常具有丰富故事情节和让人印象深刻人物形象，能够与消费者产生强烈的情感共鸣，通过谷子产品呈现独特的视觉风格和设计元素，增加了产品的吸引力和收藏价值。

表 3: IP 内容丰富

IP内容	特点	代表性IP
动漫	日漫	占主导地位, 如《咒术回战》《排球少年》《蓝色监狱》等
	国漫	25Q1以来快速增长, 《哪吒》《非人哉》等
游戏	国产二次元手游为主	米哈游《原神》、网易《第五人格》、腾讯《王者荣耀》等
影视	基于电视剧、电影	如《流浪地球》《长安三万里》《陈情令》《庆余年》等
文学	网络文学为主	如《魔道祖师》《三体》《三生三世十里桃花》等
艺术/文化	国潮文化、跨界联名	如故宫文创、敦煌画院系列



资料来源:《2024 年微博谷子经济洞察报告》, 申万宏源研究

国产 IP 兴起, 加速国内 IP 谷子和卡牌类 IP 衍生品发展。国家“十四五”规划明确支持文化产业数字化, 光线传媒、泡泡玛特等企业打通“内容创作 - 衍生品开发 - 销售”链条, 国内 IP 运营逐步成熟化, 叠加 Z 世代对本土文化认同感增强, 助推国内优质内容产出和 IP 衍生品增长。根据《2025 闲鱼谷子趋势报告》, 2024 年谷子消费进入爆发期, 交易额同比激增 105%; 25Q1 交易额再创新高, 同时“国谷”交易额反超“日谷”。从 IP 销量情况看, 25Q1 国产女性向游戏《恋与深空》和手游《第五人格》销量登顶, 强势超越去年大爆的日谷“顶流”《排球少年》《蓝色监狱》和《咒术回战》; 2025 年春节档电影《哪吒之魔童闹海》现象级破圈, 25Q1 国风谷子销量大涨 167%, 其中哪吒 IP 谷子销量同比激增 2346.2%、中国神话题材的国漫《非人哉》因新谷仙山琼阁、敦煌画院联名系列的中式美学实力圈粉, 25Q1 销量同比涨幅 1003.5%。

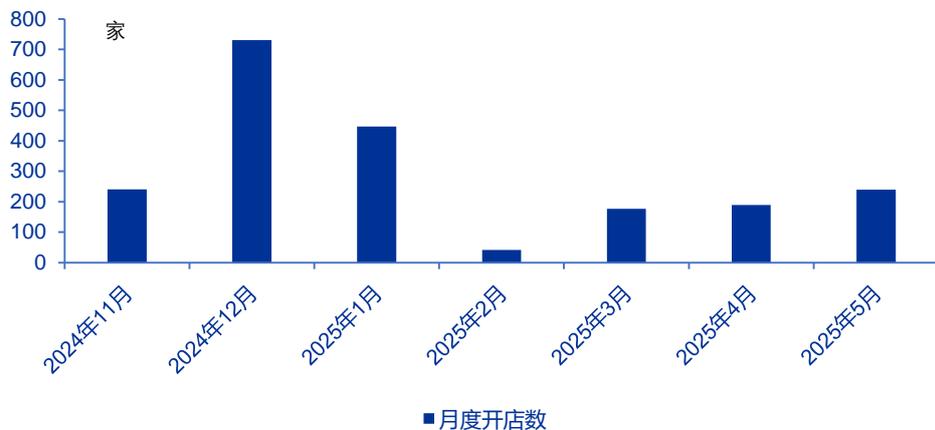
表 4：国漫和国产游戏 IP 快速发展

2024年排名	IP名称	分类	国别	较2023年排名变化	25Q1排名	IP名称	国别	分类	较2024年排名变化
1	排球少年	动漫IP	日本	-	1	恋与深空	中国	游戏IP	+4
2	蓝色监狱	动漫IP	日本	+3	2	第五人格	中国	游戏IP	+5
3	咒术回战	动漫IP	日本	+7	3	排球少年	日本	动漫IP	-2
4	光与夜之恋	游戏IP	中国	-2	4	名侦探柯南	日本	动漫IP	+4
5	恋与深空	游戏IP	中国	+70	5	明日方舟	中国	游戏IP	+1
6	明日方舟	游戏IP	中国	-	6	光与夜之恋	中国	游戏IP	-2
7	第五人格	游戏IP	中国	+6	7	非人哉	中国	动漫IP	+17
8	名侦探柯南	动漫IP	日本	+1	8	咒术回战	日本	动漫IP	-5
9	原神	游戏IP	中国	-6	9	崩坏：星穹铁道	中国	游戏IP	+3
10	文豪野犬	动漫IP	日本	+1	10	蓝色监狱	日本	动漫IP	-8
11	恋与制作人	游戏IP	中国	-4	11	原神	中国	游戏IP	-2
12	崩坏：星穹铁道	游戏IP	中国	+4	12	文豪野犬	日本	动漫IP	-2
13	未定事件簿	游戏IP	中国	-9	13	未定事件簿	中国	游戏IP	-
14	时空中的绘旅人	游戏IP	中国	-6	14	时空中的绘旅人	中国	游戏IP	-
15	盗墓笔记	小说IP	中国	+2	15	家庭教师	日本	动漫IP	+6
16	火影忍者	动漫IP	日本	+11	16	银魂	日本	动漫IP	+4
17	代号鸢	游戏IP	中国	+4	17	恋与制作人	中国	游戏IP	-6
18	初音未来	虚拟偶像IP	日本	-3	18	鬼灭之刃	日本	动漫IP	+4
19	崩坏3	游戏IP	中国	-7	19	火影忍者	日本	动漫IP	-3
20	银魂	动漫IP	日本	+3	20	世界之外	中国	游戏IP	+7

资料来源：《2025 闲鱼谷子趋势报告》，申万宏源研究

线下零售渠道转型，加速谷子类 IP 衍生品门店扩张。传统线下零售业态面临较大的流量下滑压力，IP 衍生品需求爆发，以及线下消费体验、社交场景更利于谷子产品销售，传统线下零售业态通过谷子等 IP 衍生品门店引入，客流与销售额爆发式增长。如上海百联 ZX 创趣场 2024 年前三季度销售收入同比上涨 84%，客流量增长 40%；上海静安大悦城 2024 年商场客流同比提升超 30%，全场销售同比提升近 45%。根据雷报数据，2025 年 1 月末全国谷店数量在 30 家以上的城市至少有 39 个，合计谷店数量高达 3239 家；2025 年 1 月以来保持净开店，同时 5 月新增门店数量达到 240 家。

图 14：2025 年以来线下零售谷子店保持月度增长

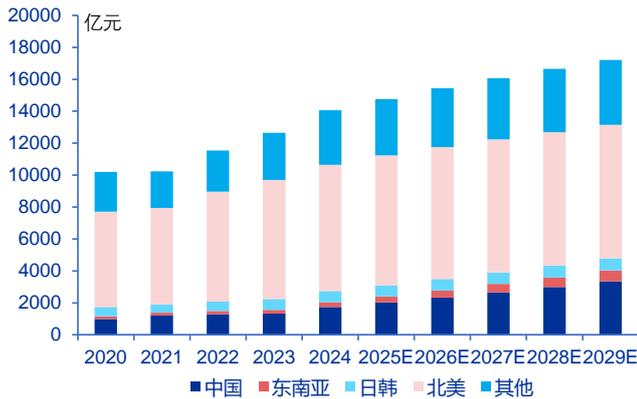


资料来源：小红书全国谷店地图，申万宏源研究

国内 IP 衍生品市场仍在发展期，全球 IP 衍生品市场广阔，北美、日韩市场成熟度高，东南亚区域快速增长。 年全球 IP 衍生品市场规模 . 万亿元，其中最大的北美市场

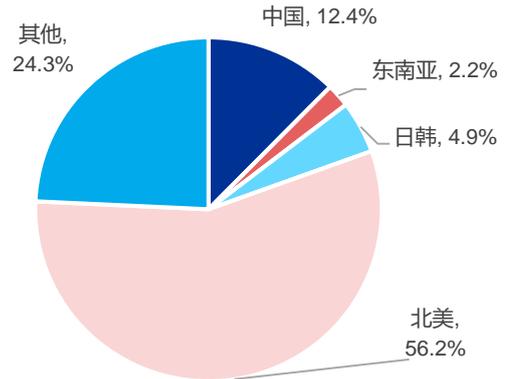
7904 亿元，占比 56.2%、其次为中国市场 1742 亿元，占比 12.3%、日韩市场 692 亿元，占比 4.9%、东南亚市场 308 亿元，占比 2.2%。从人均消费量角度，中国集换式卡牌人均消费支出仅 18.7 元，美国达到 64 元、日本 119.3 元；中国 IP 玩具人均支出仅 53.6 元，美国达到 387 元、日本 244.7 元。北美和日韩为成熟 IP 衍生品市场，中国市场仍有较大提升空间。东南亚市场发展潜力大，2021-2024 年东南亚市场规模 CAGR 为 22.1%，根据灼识咨询预测 2024-2029 年 CAGR 为 16.9%，为全球增速最快市场。

图 15: 2024 年全球 IP 衍生品市场规模 1.4 万亿元



资料来源：国际授权业协会、灼识咨询，申万宏源研究

图 16: 北美、日韩 IP 衍生品市场较为成熟



资料来源：国际授权业协会、灼识咨询，申万宏源研究

2.2 行业格局仍在塑造期，优质企业保持市占率提升

国内 IP 衍生品细分赛道卡牌、玩具均有优势龙头，其他品类格局较为分散。从 IP 衍生品整体来看，2024 年行业 CR5 为 30.6%，其中卡游市占率 13.3%、乐高 6.9%、泡泡玛特 5%、迪士尼 2.9%、布鲁可 2.5%。卡游为卡牌细分赛道龙一，2024 年市占率达到 71.1%。国内 IP 玩具行业龙一为乐高，市占率达到 15.9%，泡泡玛特市占率为 11.5%，行业 CR5 达到 39.4%。卡牌赛道高度集中化，玩具领域同样有大体量龙头，其他品类（包含徽章、明信片、色纸、立牌等）、文具、服装等仍较为分散。

表 5: IP 衍生品行业竞争格局

排名	公司	2024 年商品交易总额 (十亿元)	2024 年市场份额
1	卡游	23.1	13.3%
2	乐高	12	6.9%
3	泡泡玛特	8.7	5.0%
4	迪士尼	5	2.9%
5	布鲁可	4.3	2.5%

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

表 6: 集换式卡牌竞争格局

排名	公司	2024 年商品交易总额 (十亿元)	2024 年市场份额
1	卡游	18.7	71.1%
2	广州杰森动漫 (集卡社)	1.2	4.7%
3	万代	1	3.8%

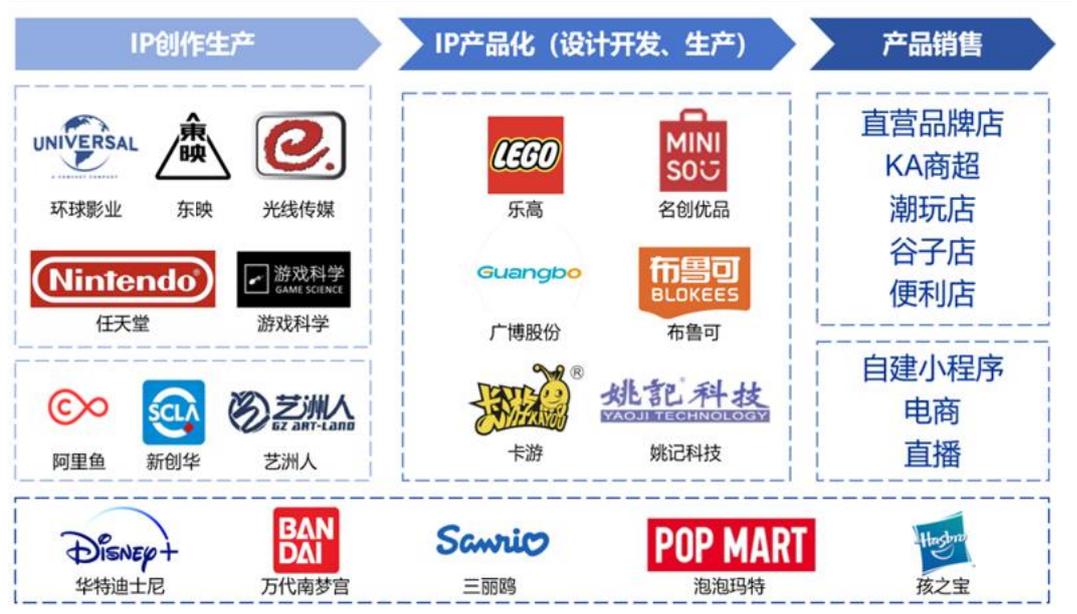
资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

表 7: IP 玩具竞争格局

排名	公司	2024 年商品交易总额 (十亿元)	2024 年市场份额
1	乐高	12	15.9%
2	泡泡	8.72	11.5%
3	布鲁可	4.3	5.7%
4	迪士尼	2.5	3.3%
5	万代	2.3	3.0%
6	美泰	1.5	2.0%
7	52TOYS	0.93	1.2%

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

IP 产品化公司核心竞争力回归产品力、渠道力、营销力比拼，构筑优势企业实现赛道高市占。IP 衍生品产业链包含上游的 IP 原作创作+授权、中游 IP 衍生品研发设计及生产、下游销售及分销。泡泡玛特实现从上游 IP 内容生产，到商业化和终端销售全产业链布局，除了具备消费品公司必备的产品、渠道和营销能力，还具备持续 IP 内容产出能力，逐步成为 IP 孵化平台。卡游、布鲁可、广博股份等为 IP 产品化公司，依托优势产品设计开发和供应链优势、渠道网络资源，持续将外部合作 IP 商业化，并结合品牌、内容和粉丝运营形成品牌正向强化。

图 17: IP 衍生品产业链及代表性公司


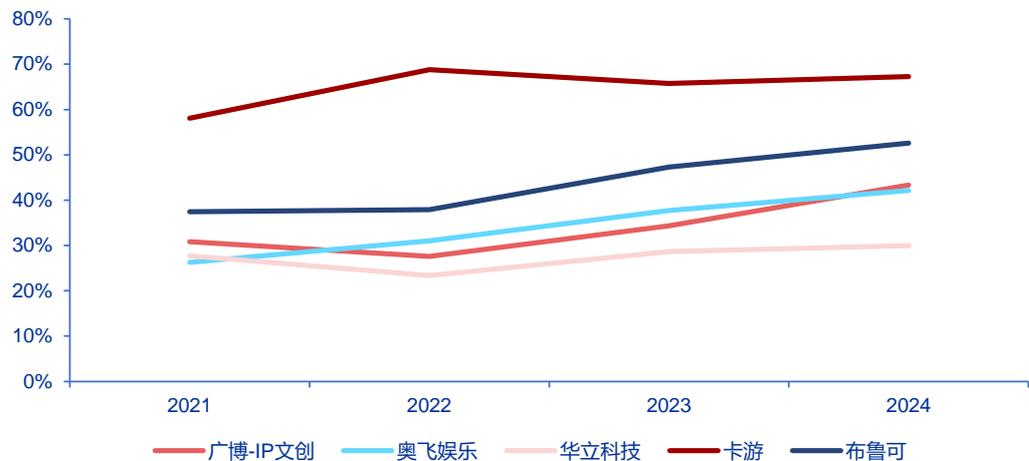
资料来源：各公司官网，申万宏源研究

3. 公司：IP 多元化+载体丰富化+长期出海，驱动文创 IP 增长放量

早期印刷及纸制品文具起家，积累供应链资源优势。1993 年公司购买第一台 01 单色印刷机，开始向彩印包装行业发展，1994 年获得英国“伊格尔顿”公司“马票本”首个外贸订单，从最早期印刷业务起家，逐步外贸出口模式进行本册、相册等纸制品文具供应，国内加大学生和办公文具品牌建设，积累长期产品研发设计和供应链优势。公司位于宁波市，即“中国文具之都”，产业链集群完善，周边配套工厂及产品品类众多；2013 年公司已经积极实施机器换人，公司基地智能化产线布局完善，品控体系完善，保障交付效率。通过持续供应链打造、产业集群优势，有效应对 IP 衍生品内容快速变化、多 SKU 快速迭代，柔性化生产需求，助力公司快速切入 IP 衍生品新赛道。

伴随公司 2023 年以来 IP 联名产品增加，IP 文创毛利率持续保持提升，2023-2024 年 IP 文创毛利率在行业内表现好于传统玩具公司（奥飞娱乐、华立科技）。广博 IP 文创毛利率表现弱于同类型经销渠道的卡游、布鲁可，后期 IP 文创收入提升，仍有规模效应降本空间，毛利率仍有提升空间。

图 18：可比公司毛利率比较



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国内自有品牌打造，设计力沉淀，具备 IP 运营经验。2017 年以来公司陆续打造了“kinbor”、“fizz 飞兹”、“papiest 派乐时刻”、“汐西酱”等子品牌，主打不同品类赛道，一站式解决文创、办公、学生、素质教育及智能文具消费需求。kinbor 为公司 2017 年推出文创时尚品牌，以手帐及文具周边衍生产品为主，积极联合国内外新锐设计师，热门 IP 推出系列联名作品，目前已进入我国手账头部品牌阵营，品牌微博、微信公众号等自媒体矩阵粉丝超过 276 万。Kinbor 已有宇宙、樱花、mimo 等多个原创系列，并推出与盗墓笔记、迪士尼、三丽鸥、阴阳师、知否知否等知名 IP 联名产品。kinbor 与盗墓笔记从产品联名到线上线下全方位展销，其中青铜门后套装开售 3 小时，创下 6000+套销量，山海地图 1 天内 5000 套售罄，并持续推出新品。

图 19: kinbor 原创系列及联名系列产品多样化



资料来源: kinbor 官网, 申万宏源研究

组建完善设计研发团队，助力新品快速迭代。公司不仅宁波本部拥有一支资深设计研发团队，还在杭州、上海、广州等一线城市设立设计工作中心，以获取一线潮流趋势，激发设计灵感，引领市场前沿。同时，公司不断招收专业院校的优秀毕业生进行培养，充实产品设计研发团队力量；与国外设计研发团队合作，以技术顾问、合作研发、项目攻关等形式引导公司的设计开发工作。公司设计开发团队以市场需求为导向，关注消费者喜好，紧抓市场热点，紧跟市场动向，每年根据消费者需求推出超千款新产品，涵盖学生文具、办公用品、二次元及生活周边等众多品类。

基于优势文具品类率先实现 IP 联名产品热销，获得授权方认可，强化 IP 获取能力，形成产品验证到 IP 获取正循环。2023 年公司首先将热门 IP 三丽鸥与公司优势文具产品相结合，从色彩搭配、造型设计到功能规划，都融入三丽鸥的经典形象元素，实现 IP 价值与产品设计的完美统一，最大化激发 IP 价值潜力，满足用户情感共鸣需求。2023 年三丽鸥与学品联名带动，2023 年公司 IP 文创收入 1.62 亿元，同比增长 22.7%。通过优势品类与 IP 联名产品验证，助力公司 IP 持续扩充，2023 年以来公司获得 IP 授权包括，“初音未来”、“名侦探柯南”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“盗墓笔记”、“间谍过家家”、“葬送的芙莉莲”、“魔道祖师”、“诡秘之主”、“鲨鱼猫”等。2024 年末公司长期待摊费用中授权费达到 1119.52 万元，较年初金额 24.25 万元大幅增加。

图 20：广博 IP 新品持续投放



资料来源：广博小红书官方账号，申万宏源研究

IP 多元化+载体丰富化+长期出海, 构筑公司 IP 文创收入增长。基于公司研发设计优势, 公司持续将多元化 IP 与不同载体相结合, 除了学品外, 公司 2024 年以来加大如吧唧、立牌、贴纸等谷子产品推出。公司保持每年新品研发投入, 如 2024 年研发完成毛绒吧唧, 在传统吧唧品类上做差异化设计, 相较于市场形成产品差异化吸引力。公司 2019 年首个海外越南基地建成, 2023 年柬埔寨基地、2025 年马来西亚基地相继投入使用, 公司全球化供应链布局完善, 中长期 IP 文创产品出海空间广阔。

表 8：公司保持每年新品类研发投入

2024年研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标
陶瓷鱼线剪	开发一款适用于钓鱼的剪刀, 目标: 可安全携带, 不易生锈, 可以轻松剪切PE线	已完成	a、采用陶瓷剪片, 解决普通金属材质剪刀生锈问题。 b、采用隐藏式刀头设计, 安全携带, 轻松剪切。 c、采用镀镍挂钩设计, 可方便携带, 也可以防锈。
毛绒吧唧	在传统吧唧品类上做差异化设计	已完成	a、把材质由马口铁改成毛绒, 触感更加柔软。 b、兼具装饰性和实用性, 可以作为挂件、包饰, 更受女性用户欢迎。
卡通中性笔	在国家减负背景下, 开发趣味文具产品, 缓解中小学生学习压力	进展中	a、研究仿硅胶材质握杆舒适性、及材料弹性技术。 b、解决转动常规笔芯及换芯, 解决用户替芯便捷。 c、研究动物食物滑动结构技术, 给用户增添趣味。 d、研究双钢珠笔头、速干油墨技术, 以达到书写速干、顺滑特点。
2023年研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标
面包中性笔	在国家减负背景下, 开发减压趣味类产品, 缓解中小学生学习压力	已完成	a、研究硅胶材质握杆舒适性、及材料弹性技术。 b、解决用户书写指尖起茧痛点需求, 同时增加握杆舒适度体验。 c、研究滑动甜甜圈树脂工艺技术, 以及滑动甜甜圈给用户增添趣味。 d、研究双钢珠笔头、速干油墨技术, 以达到书写速干、顺滑特点。
豌豆中性笔	在国家减负背景下, 开发减压趣味类产品, 缓解中小学生学习压力	已完成	a、研究硅胶材质握杆舒适性、及材料弹性技术。 b、解决用户书写指尖起茧痛点需求, 同时增加握杆舒适度体验。 c、研究豌豆滑动, 配合底色渐变, 增添用户使用趣味。 d、研究双钢珠笔头、速干油墨技术, 以达到书写速干、顺滑特点。
不倒翁剪刀	开发一款趣味减压的桌面剪刀	已完成	a、研究整体产品的重心点设置, 达到不倒翁的效果 b、剪刀本体表面增加特氟龙涂层, 防粘防锈 c、产品本体需要增加一个收纳储存功能 d、可爱趣味外观

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测和估值分析

4.1 盈利预测

IP 文创：为公司内销核心发力业务，2025 年授权 IP 相较于 2024 年大幅增加，并且品类从学品、谷子（吧唧、贴纸、立牌等）进一步延伸至毛绒、生活轻周边等，预计未来三年将保持较高增长，假设 2025-2027 年收入增速同比+100%/50%/30%。考虑公司规模效应不断释放，假设 2025-2027 年毛利率保持提升，分别为 45%/46%/47%。

办公直销：政策约束下，办公直销行业将进一步规范化发展，利好头部企业，公司有望份额提升，假设 2025-2027 年收入增速同比+12%/10%/10%。办公直销行业竞争激烈，假设公司未来三年毛利率维持稳定，均为 4.6%。

外销代工：公司越南、柬埔寨、马来海外基地布局优势显著，外部关税扰动下，有望逆势份额提升，预计外销代工业务保持稳健增长，假设 2025-2027 年收入同比+10%/10%/10%，毛利率维持稳定，2025-2027 年均为 31.2%。

跨境电商：2024 年以来公司跨境电商业务主动收缩，因此假设 2025-2027 年收入同比均-50%，毛利率均维持 40%。

预计公司 2025-2027 年收入分别 32.02/36.37/40.90 亿元，分别同比+15.3%/13.6%/12.5%；归母净利润 1.95/2.61/3.18 亿元，分别同比+28.4%/33.6%/21.6%。

4.2 估值分析

公司顺应 IP 衍生品需求崛起趋势，依托持续积累的设计研发和供应链、渠道优势，积极切入新赛道，通过持续 IP 授权增加、品类扩充将实现高增，叠加中长期出海空间，公司 IP 文创业务成长性突出。

我们选取泡泡玛特、布鲁可、晨光股份、华立科技作为可比公司。泡泡玛特、布鲁可、华立科技主业均为 IP 衍生品，晨光股份为传统文具公司，通过授权 IP 结合方式，加速主业发展。广博股份传统主业为文具制造生产，后期主要发力方向为 IP 文创业务，与上述企业具备较强可比性。**我们选取上述可比公司 2026 年平均 PE 26X 作为目标 PE 估值，根据我们对公司 2026 年盈利预测 2.61 亿元，对应目标市值 68 亿元，较当前 23%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。**

表 9：可比公司估值表

公司代码	公司名称	总市值	归母净利润 (亿元)			PE		
		亿元	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9992.HK	泡泡玛特	3,051	64.93	94.13	119.11	47	32	26
0325.HK	布鲁可	351	10.90	15.87	19.56	32	22	18
603899.SH	晨光股份	284	16.04	17.36	18.98	18	16	15
301011.SZ	华立科技	42	1.07	1.29	1.38	39	32	30
行业平均						34	26	22
002103.SZ	广博股份	55	1.95	2.61	3.18	28	21	17

资料来源：Wind，申万宏源研究（数据截至 2025/6/19，泡泡玛特、布鲁可市值和归母净利润单位均为人民币）

注：华立科技盈利预测为 Wind 一致预测，泡泡玛特、布鲁可、晨光股份为申万宏源研究预测

风险提示

行业竞争加剧的风险。IP 衍生品需求高景气度，吸引大量企业布局，未来行业存在竞争加剧风险。

IP 内容吸引力不足的风险。IP 衍生品对 IP 内容较为依赖，若行业内阶段性没有热门 IP，可能导致企业业绩出现波动。

政策监管的风险。IP 衍生品存在盲盒形式，并且受众涉及未成年人，产品销售可能存在政策监管风险。

终端消费力持续走弱。受外部及宏观经济环境影响，终端消费力持续走弱可能影响文具产品消费量和单价，导致公司增长压力较大。

关税政策、汇率、原材料变化的风险。公司外销收入受关税政策、汇率、原材料外部环境扰动影响，若发生较大变化可能盈利短期盈利。

附件

表 10：公司利润表

利润表		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、	营业总收入	2,486	2,690	2,778	3,202	3,637	4,090
其中：	营业收入	2,486	2,690	2,778	3,202	3,637	4,090
	其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、	营业总成本	2,417	2,590	2,621	3,011	3,375	3,761
其中：	营业成本	2,137	2,294	2,335	2,658	2,979	3,313
	其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
	税金及附加	13	15	14	16	18	20
	销售费用	190	186	174	208	236	266
	管理费用	81	86	82	102	116	131
	研发费用	18	19	21	26	29	41
	财务费用	-24	-10	-5	1	-4	-10
加：	其他收益	3	3	2	2	2	2
	投资收益	5	13	21	21	20	20
	净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
	公允价值变动收益	-10	-14	-18	-8	-8	-8
	信用减值损失（损失以“-”填列）	-69	74	0	0	0	0
	资产减值损失（损失以“-”填列）	-23	-7	-4	0	0	0
	资产处置收益	-1	0	0	0	0	0
	汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、	营业利润	-25	170	158	207	277	344
加：	营业外收入	2	11	4	0	0	0
减：	营业外支出	2	2	2	0	0	0
四、	利润总额	-24	179	160	207	277	344
减：	所得税	13	10	8	11	15	26
五、	净利润	-37	169	152	196	261	318
	持续经营净利润	-37	169	152	196	261	318
	终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
	少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
	归属于母公司所有者的净利润	-36	169	152	195	261	318
六、	其他综合收益的税后净额	5	-1	-2	0	0	0
七、	综合收益总额	-32	168	150	196	261	318
	归属于母公司所有者的综合收益总	-32	169	150	195	261	318
八、	基本每股收益	-0.07	0.32	0.29	0.37	0.49	0.59
	全面摊薄每股收益	-0.07	0.32	0.28	0.37	0.49	0.59
	当期发行在外总股数	534	534	534	534	534	534

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。