

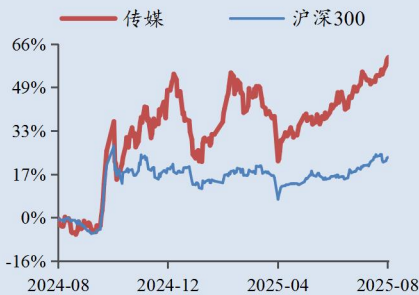
谷子经济：IP 驱动下的产业链协同与消费新生态

——传媒行业专题研究

华龙证券研究所

投资评级：推荐（维持）

最近一年走势



分析师：王佳琪

执业证书编号：S0230525040001

邮箱：wangjq@hlzq.com

相关阅读

《AI 编程模型技术进展显著，开源社区关注度提升——传媒行业周报》2025.07.29

《游戏出海生态新突破——传媒行业周报》2025.07.22

《“AI+IP” 战略布局推动科技文化新生态发展——传媒行业周报》2025.07.08

摘要：

- **谷子经济：IP 衍生品的消费热溯源。**“谷子”指基于二次元文化 IP（漫画、动画、游戏、特摄、虚拟偶像、小说等）衍生的周边商品，包括吧唧（徽章）、立牌、挂件、明信片、杯垫等，其核心价值在于通过 IP 情感联结满足消费者收藏、社交等需求。谷子经济，指围绕二次元 IP 周边商品的消费文化和经济形态。艾媒咨询数据显示，2024 年中国谷子经济市场规模达 1689 亿元，较 2023 年增长 40.63%。国内谷子经济近年热度攀升，2023-2024 年多项展会、商业活动表现亮眼，影响力扩大。其关注热度高的外部因素有情绪需求、商业引流等，内部得益于 IP 积累、产品特性及创新。
- **消费端观念转变，关注谷子经济长期可持续发展。**对标日本，其家庭素养娱乐消费的市场规模具备相对稳定性，非物质消费具备较强韧性，动画市场海外及商品化规模最大，这为中国谷子经济发展提供了参考，二者均面临消费结构升级中精神需求凸显的趋势，且二次元文化在年轻群体中渗透深厚。国内 2024 年泛二次元人群达 5.03 亿人，泛二次元及周边市场规模持续上升；泛 Z 世代群体是二次元产业的主要目标人群，其中女性占比高达 61.39%。同时，谷子的社交属性至关重要，近八成年轻消费者在购买后会进行分享；从消费情况来看，购买金额多在 500 元以内，且超六成用户难以接受超过 60% 的溢价。总体而言，谷子经济因适配情绪价值刚需与轻量化消费，有望在年轻消费群体中持续渗透。
- **产业端逐链竞争，IP 驱动下的上中下游产业格局塑造。**上游聚焦 IP 授权与原创，涵盖动画、游戏等多类 IP，2024 年国内市场年度授权商品零售总额达 1550.9 亿元。中游侧重 IP 产品生成与设计，需具备全产业链运营能力，从授权到产品上市周期一般 1-3 个月。下游围绕产品流通，线上线下渠道结合，2024 年全国谷店超 3239 家，二手交易活跃。其中，万代南梦宫以“IP 轴心战略”构建全链路生态，通过数字、玩具、IP 创作、游乐四大业务协同，从 IP 孵化到全球商品化形成闭环，泡泡玛特凭借旗下多 IP 爆款表现与海内外渠道协同，推动 IP 商业价值持续释放。
- **投资建议：**随着泛二次元人群规模持续扩大及 Z 世代消费主导地位凸显，谷子经济行业正沿着 IP 孵化、全产业链运营及线上线下渠道融合的路径深化发展，IP 价值挖掘与精细化运营能力成为核心竞争力。关注在 IP 储备、产业链整合及渠道拓展方面具备优势

的参与者，把握二次元商业领域的长期成长机遇，建议关注巨人网络、神州泰岳、恺英网络、布鲁可、腾讯控股、心动公司、上海电影、泡泡玛特、网易-S、吉比特、阅文集团、元隆雅图、奥飞娱乐、星辉娱乐、掌阅科技、猫眼娱乐、姚记科技、汤姆猫等。维持传媒行业“推荐”评级。

- **风险提示：**新技术发展不及预期；行业竞争加剧；IP 内容创新及市场接受度不及预期；政策及监管环境趋严；宏观经济波动。

表：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/08/01	EPS (元)					PE					投资评级
		股价 (元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
002558.SZ	巨人网络	24.12	0.59	0.78	0.89	1.04	1.16	20.2	17.2	27.2	23.2	20.7	未评级
300002.SZ	神州泰岳	12.63	0.46	0.73	0.65	0.73	0.80	19.6	15.9	19.4	17.3	15.8	未评级
002517.SZ	恺英网络	18.19	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31	16.4	18.0	17.5	14.9	13.9	买入
0325.HK	布鲁可	118.20	-1.38	-2.69	4.33	6.41	7.98	--	--	27.3	18.4	13.5	未评级
0700.HK	腾讯控股	535.00	12.19	20.94	25.35	28.54	29.18	22.0	18.7	21.1	18.7	16.8	未评级
2400.HK	心动公司	52.80	-0.18	1.71	2.24	2.58	2.62	--	14.4	23.6	20.5	18.4	未评级
601595.SH	上海电影	39.50	0.28	0.20	0.55	0.73	0.88	91.2	122.9	71.5	54.0	44.8	未评级
9992.HK	泡泡玛特	243.20	0.81	2.36	6.27	8.91	10.68	23.0	36.3	38.8	27.3	20.8	未评级
9999.HK	网易-S	201.40	9.15	9.28	11.97	12.83	17.19	14.0	13.9	16.8	15.7	14.9	未评级
603444.SH	吉比特	348.00	15.63	13.15	14.82	16.56	18.13	15.7	16.7	23.5	21.0	19.2	未评级
0772.HK	阅文集团	29.90	0.80	-0.21	1.18	1.34	1.40	33.7	--	25.3	22.3	19.8	未评级
002878.SZ	元隆雅图	18.96	0.11	-0.71	0.34	0.44	0.55	177.0	--	55.8	42.7	34.4	未评级
002292.SZ	奥飞娱乐	9.47	0.06	-0.19	0.10	0.14	0.18	138.2	--	96.7	66.1	52.8	未评级
300043.SZ	星辉娱乐	4.55	0.02	-0.37	--	--	--	166.6	--	--	--	--	未评级
603533.SH	掌阅科技	20.64	0.08	0.11	--	--	--	250.4	180.8	--	--	--	未评级
1896.HK	猫眼娱乐	7.70	0.79	0.16	0.52	0.66	0.71	10.3	47.7	14.9	11.7	9.9	未评级
002605.SZ	姚记科技	26.35	1.38	1.31	1.49	1.63	1.75	16.3	20.5	17.7	16.3	15.2	未评级
300459.SZ	汤姆猫	5.7	-0.25	-0.24	--	--	--	--	--	--	--	--	未评级

数据来源：iFinD，华龙证券研究所；注：恺英网络盈利预测来自华龙证券研究所，其余标的盈利预测均来自 iFinD 一致预期，港股股价货币单位为港元，其他货币单位均为人民币元。

内容目录

1 谷子经济：IP 衍生品的消费热溯源	1
2 消费端观念转变，关注谷子经济长期可持续发展	2
2.1 对标日本，中国谷子经济的长期前景	2
2.2 二次元市场持续扩容，泛用户规模突破 5 亿	4
2.3 青年消费者主导，看重定制独特性	5
3 产业端逐链竞争，IP 驱动下的上中下游产业格局塑造	7
3.1 上游：IP 授权为主，动漫与游戏 IP 成市场核心驱动力	7
3.2 中游：IP 运营全产业链能力构建与运营方类型	10
3.3 下游：线上电商+线下谷子店以及二手交易并行	11
3.4 全链路布局：万代南梦宫与泡泡玛特如何拓展 IP 生态	12
4 投资建议	15
5 风险提示	16

图目录

图 1：中国谷子经济品类占比	1
图 2：中国谷子经济市场规模及预测	1
图 3：谷子经济节点事件	2
图 4：1994-2024 年日本 GDP 与增长率变化趋势	3
图 5：2000-2024 年日本文化娱乐支出及占总消费支出比值变化趋势	3
图 6：日本动画产业市场细分领域年度数据	4
图 7：日本动画产业市场规模	4
图 8：中国 GDP 增速放缓	4
图 9：中国人均教育文化娱乐支出占比稳定于 10% 左右	4
图 10：中国泛二次元用户规模及增长率	5
图 11：中国泛二次元及周边市场规模及预测	5
图 12：国内谷子经济消费者画像	5
图 13：2024 年中国消费者更倾向于购买生活日用品类型	5
图 14：IP 类型商品购买情况	6
图 15：2024 年消费者更倾向于购买生活日用品的类型	6
图 16：2024 年下半年用户消费行为	6
图 17：用户溢价意愿	6
图 18：谷子经济产业链示意图	7
图 19：2024 年中国授权市场新增 IP 的品类分布	9
图 20：2024 年中国市场授权商品零售额增长	9
图 21：2024 年 Q1-Q3 中国游戏市场 IP 类型分布	10
图 22：2025 年 1-5 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（环比）	10
图 23：谷子经济产业链示意图	11
图 24：2025 年 1-5 月谷子店开业数量	12
图 25：万代南梦宫业务板块	12
图 26：泡泡玛特潮玩产业链流程图	14

图 27: 泡泡玛特全产业链示意图 14
图 28: 泡泡玛特 2024 年中国大陆营收占比 14
图 29: 泡泡玛特 2024 年港澳台及海外营收占比 15

表目录

表 1: 原创 IP 与授权 IP 特性对比 8
表 2: 谷子头部 IP 销量 TOP10 对比 9
表 3: 国内主流 IP 运营方 10
表 4: 万代 IP 销售总额与预期 (单位: 十亿日元) 13
表 5: 万代按地区划分的净销售额与预期 (单位: 十亿日元) 13
表 6: 泡泡玛特 2024 年爆款 IP 营收 14
表 7: 泡泡玛特 2024 年区域营收 15
表 8: 重点关注公司及盈利预测 16

1 谷子经济：IP 衍生品的消费热溯源

“谷子”（音译自英文“goods”）指基于二次元文化 IP（漫画、动画、游戏、特摄、虚拟偶像、小说等）衍生的周边商品，尽管本义泛指所有二次元周边，但从本轮“谷子热”火爆的产品品类来看，国内语境下，谷子主要是指软周边，也叫轻周边、轻软周等，通常是一些以角色为中心、体积小、重量轻、单价相对较低的装饰品或日常用品，包括吧唧（徽章）、立牌、挂件、明信片、杯垫、趴趴（Q 版毛绒玩偶）等。

根据闲鱼二手市场数据，吧唧（徽章）凭借其便携性与高收藏价值占据总销量的 60% 以上，成为最受欢迎的品类；与此同时，明信片、色纸、相卡等纸制品热度显著上升。其中，色纸作为印有动漫/游戏角色插画的硬质收藏品，兼具签名展示与装饰功能；相卡则以照片级质感还原角色特写或经典场景；而透卡（PVC/亚克力材质）和镭射票（炫光工艺纸制品）凭借 DIY 互动性与视觉特效，进一步丰富了谷子市场的产品形态，满足用户多元化收藏与社交需求。谷子产品核心价值在于通过 IP 情感联结，满足消费者收藏、社交及圈层融入需求。“吃谷”，即购买二次元 IP 属性的徽章、立牌等周边衍生产品谷子的行为，售卖谷子的店通常被称为“谷店/谷子店”。

谷子经济，即二次元周边经济，是近年来兴起的一种新型消费现象，主要指围绕二次元 IP 周边商品的消费文化和经济形态。艾媒咨询数据显示，中国谷子经济市场规模呈上升趋势，增长速度加快。2024 年中国谷子经济市场规模达 1689 亿元，较 2023 年增长 40.63%。

图 1：中国谷子经济品类占比

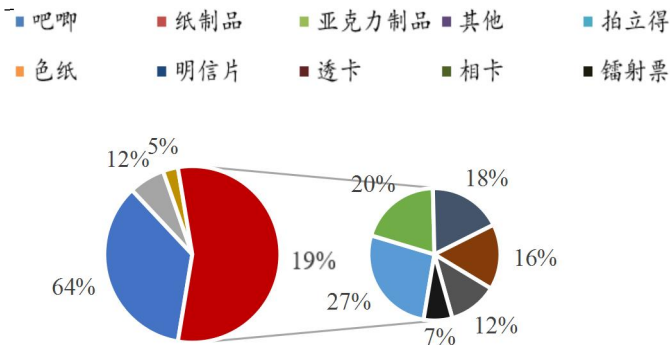
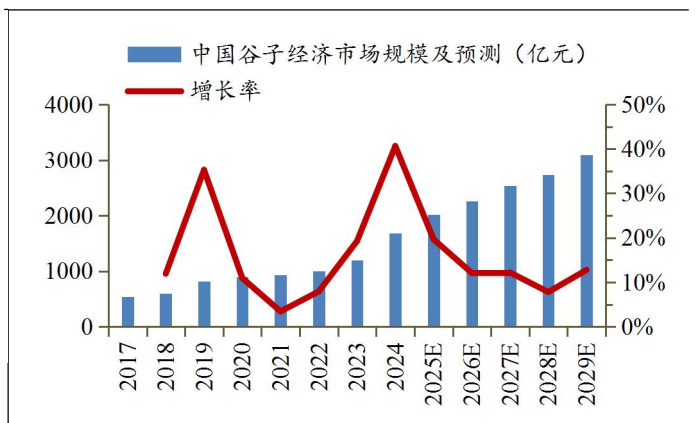


图 2：中国谷子经济市场规模及预测

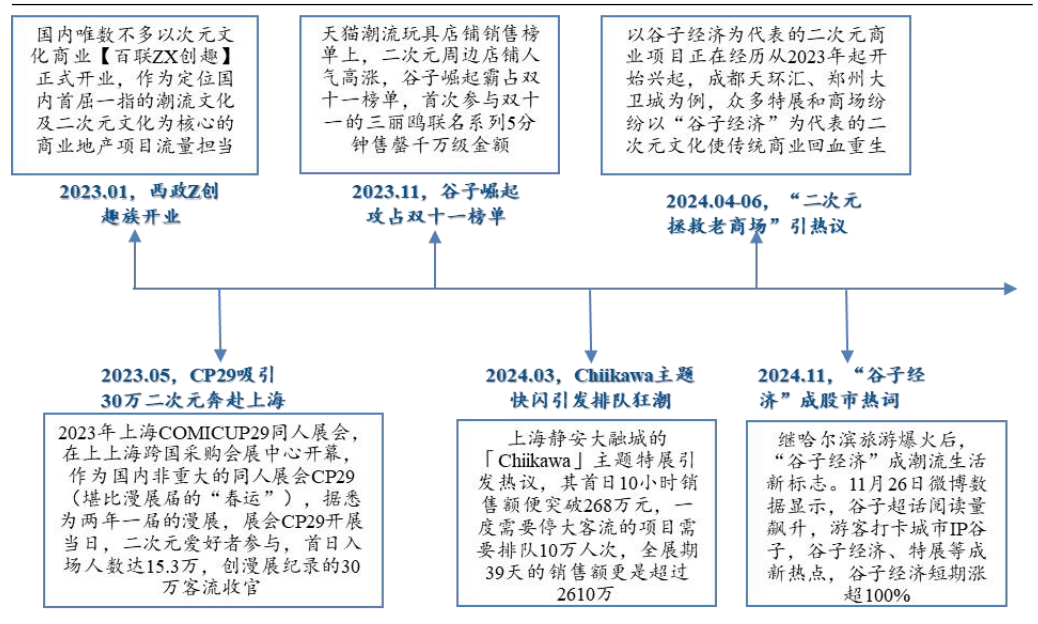


数据来源：2025 闲鱼谷子趋势报告，华龙证券研究所 数据来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

国内谷子经济近年发展热度攀升，2023 年 1 月，国内以次元文化为定位的商业百联 ZX 创趣正式开业，成潮流文化及二次元文化商业地产流量担当；2023 年 5 月，上海 COMICUP29 同人展会（CP29）举办，首日入场 15.3 万，创 30 万客流纪录；2023 年 11 月，谷子相关话题表现突出，在潮流玩具销售榜等数据里占优，众多游客打卡城市 IP 谷子。2024 年 3 月，上海静安大融城“Chiikawa”主题特展引热议，首日销售额高，全展期销售额超 2610 万；2024 年 4-6 月，“二次元拯救商场”引关注，多地以谷子经济为代表的二次元商业助力传统商业；2024 年 11 月，继哈尔滨旅游爆火，“谷子经济”成潮流生活新标志，相关超话阅读数涨、游客打卡城市

IP 谷子，谷子经济呈现 100%涨幅，展现出二次元商业及谷子经济在国内逐步发展、影响力持续扩大的态势。

图 3：谷子经济节点事件



数据来源：雷报公众号，华龙证券研究所

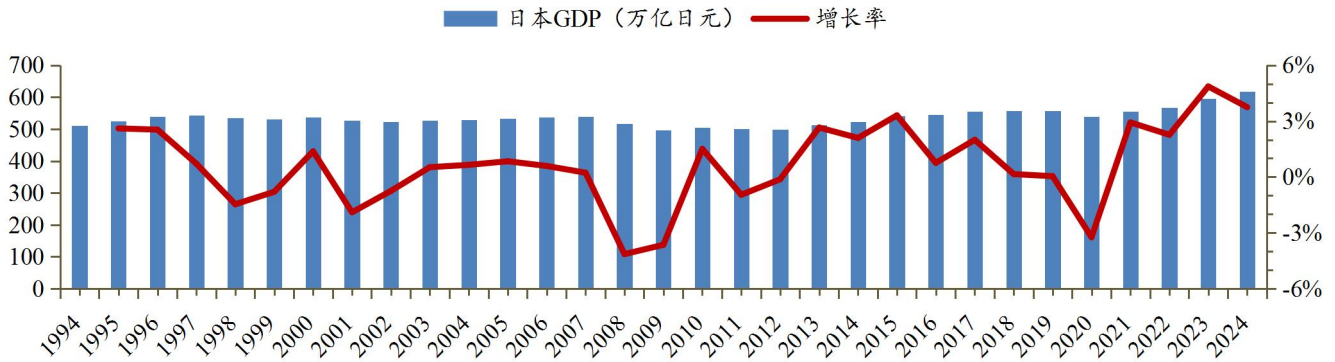
谷子经济爆火是内外因共同作用的结果。外部层面，“情绪经济”下，年轻一代借注重情绪价值的谷子实现心理补偿，商业地产因线上流量难寻、线下消费疲软，希望向谷子经济业态注入新客流。2018-2019年潮玩热完成市场与用户培育，更有日本市场的显著影响，加之经济不景气时谷子经济因表现突出受关注，成为线下实体商业聚客与变现的特例；内部来看，内容产业长期积累，国内近年优质IP内容涌现，谷子具备自身单价低、品类丰富等特点，契合消费者情绪与社交需求，叠加二次元消费者新变化（更爱参与线下场景）催生需求，行业内外企业入局，从技术、玩法、渠道多维创新升级，共同推动爆发。而追溯国内谷子市场起源，可对标日本成熟模式，借海外经验看本土产业从萌芽到借势成长的路径。

2 消费端观念转变，关注谷子经济长期可持续发展

2.1 对标日本，中国谷子经济的长期前景

20世纪90年代初泡沫经济破裂后，日本经济增速骤然下滑，彻底告别了此前的中高速增长轨道。在此后的漫长时期里，经济低速增长成为常态，通缩持续蔓延、消费市场活力不足、私营部门投资意愿低迷以及低利率环境等问题相互交织。从经济数据来看，1994年至2020年间，日本GDP从511.96万亿日元增长至538.79万亿日元，复合年均增长率（CAGR）仅为0.2%，增速回落态势十分明显。不过这一局面在后续4年得到扭转，日本GDP重新进入增长通道，到2024年时已攀升至617万亿日元。

图 4：1994-2024 年日本 GDP 与增长率变化趋势



数据来源：日本内阁府，华龙证券研究所

但与之形成鲜明对比的是，家庭娱乐消费始终保持规模稳定与结构占比固化。2000-2024 年期间，日本两人及以上家庭素养娱乐消费呈现阶段性波动特征，整体维系在 30-40 万日元区间，反映家庭素养娱乐消费的市场规模具备相对稳定性。消费结构占比常年锚定在 10%左右窄幅波动，反映出非物质消费具备较强韧性。

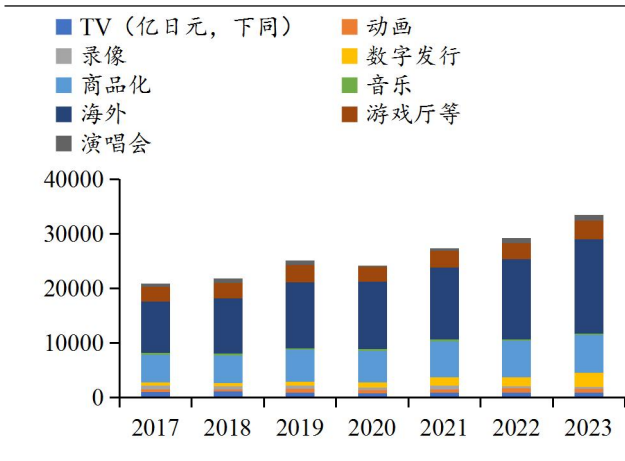
图 5：2000-2024 年日本文化娱乐支出及占总消费支出比值变化趋势



数据来源：日本统计局，华龙证券研究所

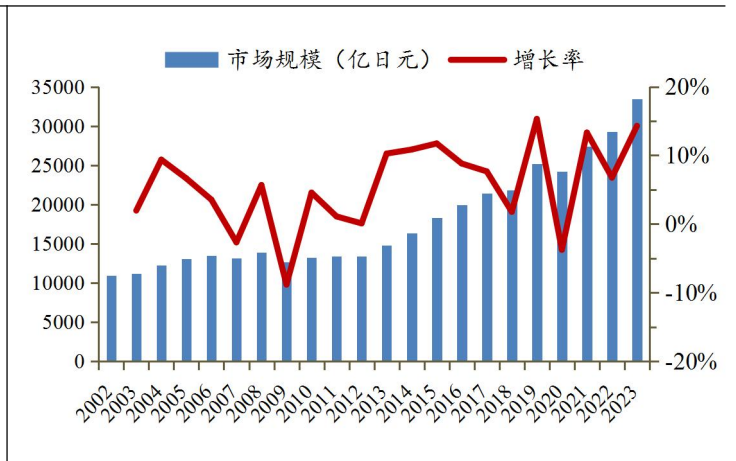
日本经济在泡沫破裂后长期低速增长，却在家庭素养娱乐消费上呈现规模稳定、占比固定的韧性，得益于非物质消费崛起。据日本动画协会数据，从规模来看，动画市场规模呈现出明显的增长趋势，其中海外及商品化规模最大，2023 年两者的规模分别为 1.7 万亿日元和 7008 亿日元，分别占动画产业链规模的 51.46%和 20.94%。从增速来看，日本动画产业市场呈现出显著的波动特征。2020 年受疫情影响，线下消费受阻，增长率再度陷入低谷；2021-2023 年，伴随线上渠道发力、全球化布局深化，增长率快速反弹，2023 年市场规模突破 3.3 万亿日元，增速重拾向上动力。

图 6：日本动画产业市场细分领域年度数据



数据来源：日本动画协会，华龙证券研究所

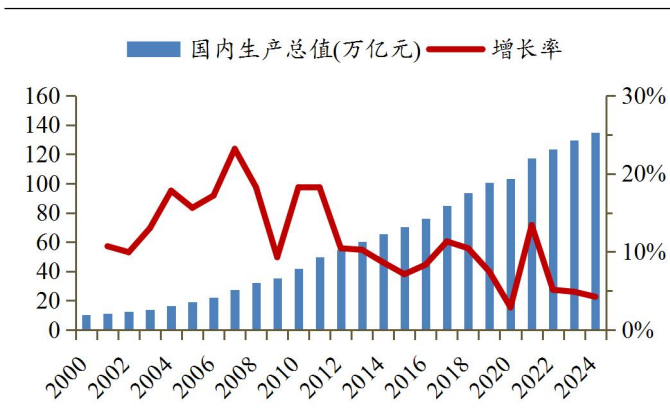
图 7：日本动画产业市场规模



数据来源：日本动画协会，华龙证券研究所

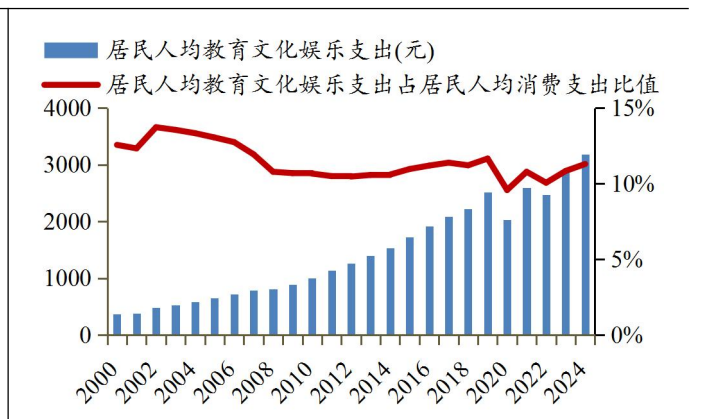
在经济增速换挡阶段，居民在教育文化娱乐方面的消费优先级并未下降。中国人均教育文化娱乐支出占比，长期围绕 10% 左右小幅波动，即便疫情冲击也未大幅偏离。非物质消费向刚性需求转换的趋势下，依托消费韧性和 IP 迭代，谷子经济有望长期受益。

图 8：中国 GDP 增速放缓



数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

图 9：中国人均教育文化娱乐支出占比稳定于 10% 左右



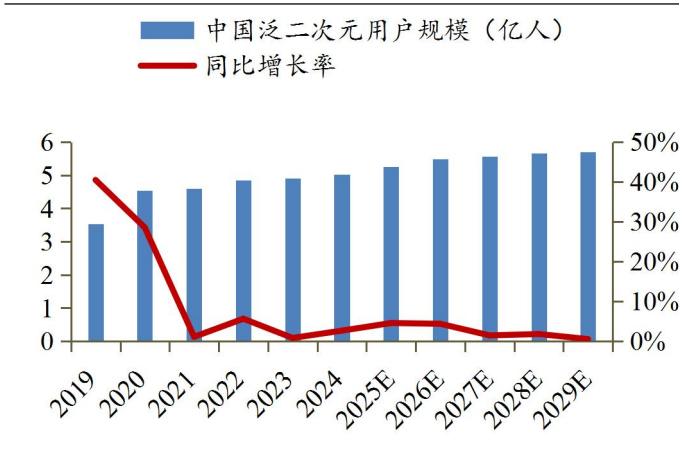
数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

2.2 二次元市场持续扩容，泛用户规模突破 5 亿

在移动互联网的发展浪潮、经济与社会进步和政策推动等多重利好下，中国二次元内容与形式得到了极大丰富，成长于移动互联网时代的 Z 世代人群成为了二次元文化的忠实爱好者。其人群主要特征标签体现在普遍热衷于线上社交和分享、重视精神体验、兴趣多元有个性以及追求时尚。

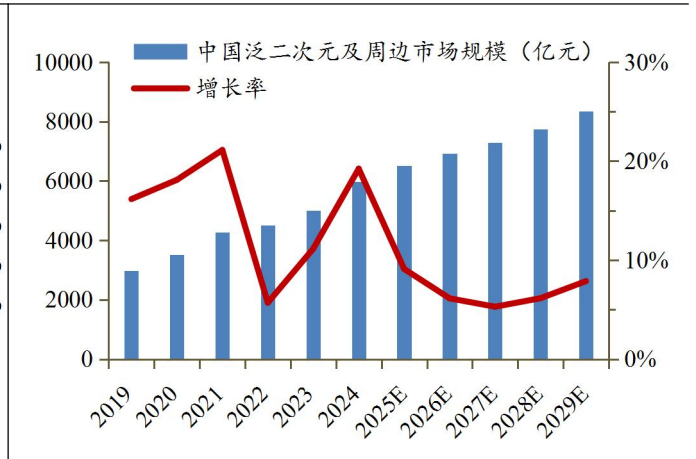
艾媒咨询数据显示，中国泛二次元人群规模逐年递增，2024 年达 5.03 亿人，同比增长率为 2.65%，预计 2029 年将达 5.70 亿人，随着二次元行业的逐渐成熟，泛二次元用户递增趋势放缓，谷子经济与二次元紧密相连，竞争逐渐激烈。同时，中国泛二次元及周边市场规模也呈逐年上升趋势，2019 年中国泛二次元及周边市场规模为 2983 亿元，2024 年则迅速提升至 5977 亿元，2029 年则有望达到 8344 亿元。

图 10：中国泛二次元用户规模及增长率



数据来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

图 11：中国泛二次元及周边市场规模及预测



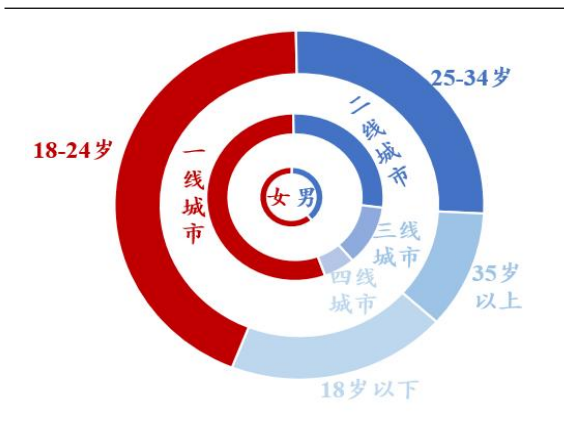
数据来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

2.3 青年消费者主导，看重定制独特性

据《中国二次元内容行业白皮书》统计，2023 年中国泛二次元用户以 13-27 岁的 Z 世代群体为主，该人群占比超过总规模的 60%，“泛 Z 世代”群体成为二次元产业主要目标人群。艾媒咨询数据显示，谷子经济消费者主要为女性，占比为 61.39%；地域分布上看，消费者超半数分布在一线城市，因一线城市消费水平高，消费者更愿为情绪满足买单。

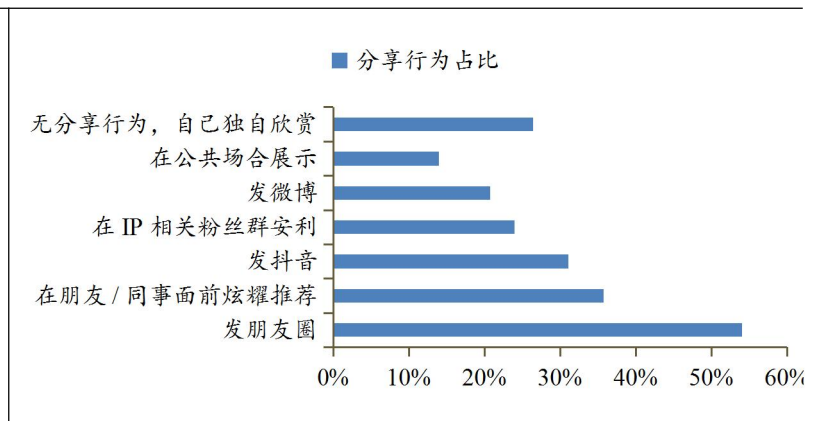
谷子经济的社交属性是其成为高附加值产品销售的关键，优质 IP 商品具备通过用户自发传播来实现口碑扩散的潜力。年轻消费者对心仪的 IP 商品消费意愿强烈，会主动满足购买需求，并用于社交分享。

图 12：国内谷子经济消费者画像



数据来源：艾媒咨询，中国二次元内容行业白皮书，华龙证券研究所

图 13：2024 年中国消费者更倾向于购买生活日用品类型



数据来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告 2024，华龙证券研究所

年轻群体对影视综艺 (25.2%)、电子游戏 (15.6%)、卡通动漫 (28.6%) 类 IP 的高喜好度，直接转化为消费动力。这三类 IP 因年轻群体追剧、打游戏等活动，建立情感共鸣与品牌忠诚，推动相关商品消费，反映出 IP 情感联结对消费决策的驱动，也为 IP 衍生品开发与营销指明方向。IP 衍生

品开发与营销需紧扣年轻群体喜好与情感需求，聚焦热门品类拓展。

新青年消费倾向也有体现，2024 年超半数（52.75%）新青年更爱设计款/IP 联名款生活日用品。凭借独特设计与有趣风格，IP 联名款对新青年吸引力显著，以 IP 为基础的谷子商品，会对新青年群体形成更强吸引力。

图 14：IP 类型商品购买情况

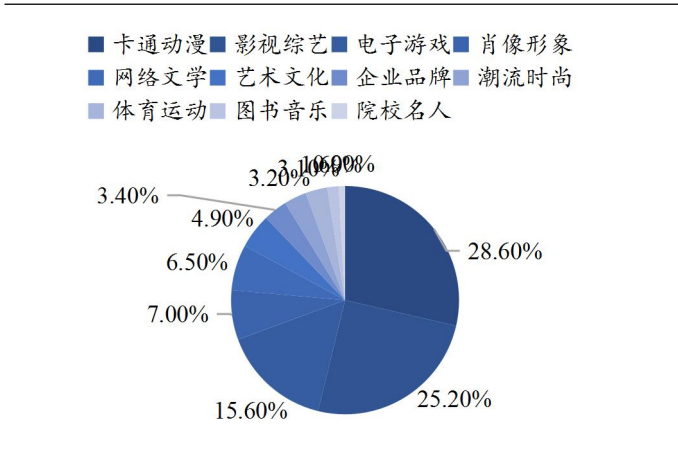
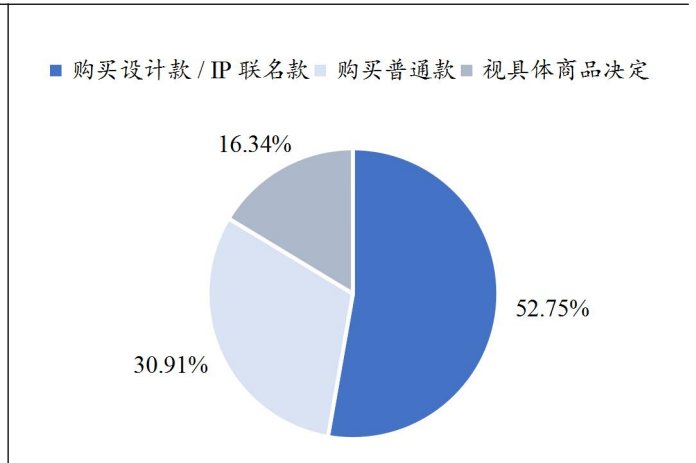


图 15：2024 年消费者更倾向于购买生活日用品的类型



数据来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告 2024，华龙证券研究所

数据来源：艾媒咨询，华龙证券研究所

谷子经济因适配情绪价值刚需与轻量化消费需求，有望在年轻消费群体中持续渗透。2024 年下半年，用户购买 IP 商品消费频次多在 3 次以下，超四成消费为 500 元以内，高频高消费用户占比小，反映年轻消费者消费观理性；同时，年轻消费者对 IP 商品有溢价意愿，认可其高附加价值及对消费升级的满足作用，但超六成用户难接受溢价超 60%，提示溢价需把控合理区间。

图 16：2024 年下半年用户消费行为

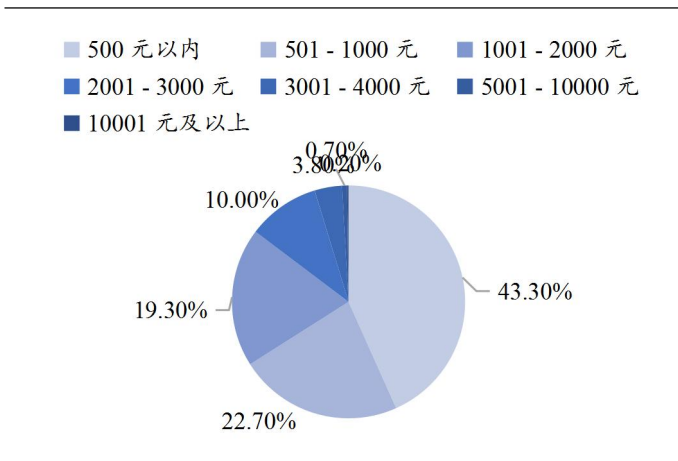
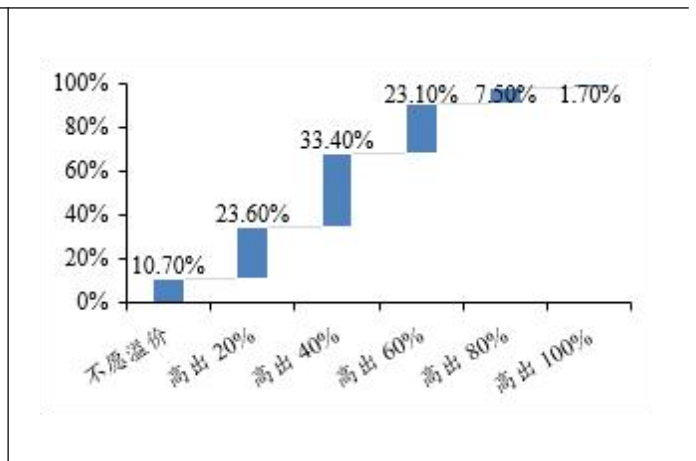


图 17：用户溢价意愿



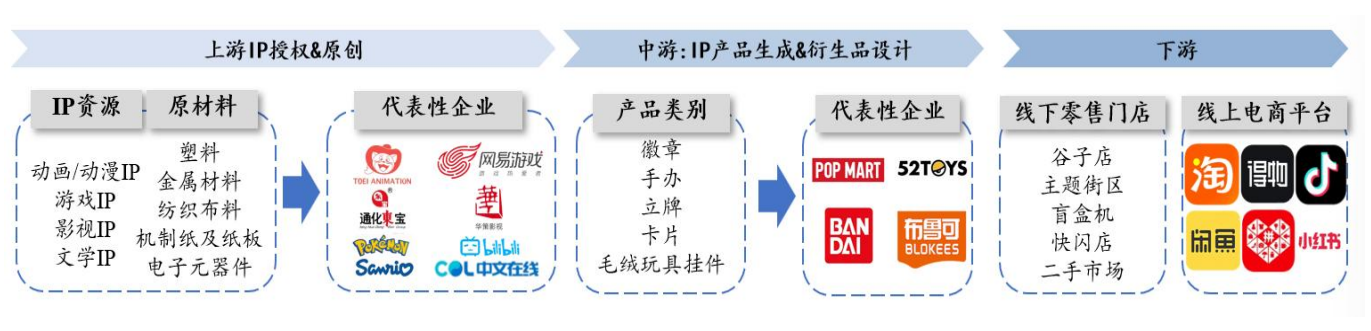
数据来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告 2024，华龙证券研究所

数据来源：阿里鱼消费品与营销项目授权报告 2024，华龙证券研究所

3 产业端逐链竞争，IP 驱动下的上中下游产业格局塑造

从产业布局来看，谷子经济产业链清晰分为三个主要环节。上游聚焦 IP 授权与原创，高度依赖有热度的 IP，涵盖 IP 培育、授权及商业化应用，IP 类型包含动画/动漫 IP、游戏 IP、影视 IP、文学 IP 等。以国产 3A 游戏代表作《黑神话：悟空》为例，其凭借独特东方神话题材与高品质制作，2025 年 1 月该游戏在电商平台开设 IP 衍生品旗舰店，上线三天 30 余款周边累计销售额近 300 万元。中游开展 IP 产品生成与衍生品设计，负责商品开发设计，把 IP 形象转化为徽章、卡片、立牌、手办、毛绒玩具挂件等具体 IP 周边商品，代表性企业有 POPMART、52TOYS。下游聚焦产品流通，销售方式有线下零售门店（分子店、主题街区、盲盒机、快闪店、二手市场）、线上电商平台（淘宝、得物、抖音等）。

图 18：谷子经济产业链示意图



数据来源：央视新闻，新浪财经，华龙证券研究所

3.1 上游：IP 授权为主，动漫与游戏 IP 成市场核心驱动力

在谷子经济领域，IP 运营方获取 IP 资源主要有两条路径。其一，从 IP 版权方或授权代理平台获取衍生品开发授权，借助已有的成熟 IP，快速切入市场；其二，依托自身持有的 IP，或者投入资源自主孵化 IP，这需要长期的内容耕耘和品牌塑造，但能掌握更多的主动权。

结合表 1，在 IP 商业运营模式方面，原创 IP 与授权 IP 有着不同的特性与发展路径。对于原创 IP，以原创文学、游戏、动漫和影视为主，需要筛选头部 IP，锁定高潜力内容源头。在发行阶段与平台紧密合作，借助流量扩大 IP 影响力；在营销上深耕核心粉丝圈层，以 IP 改编为突破口强化情感共鸣。通过转化环节依靠品牌资产管理、品控与话语权等手段，保障商业开发与 IP 内核一致，推动价值增值，最后通过版权质押、联合投资等多元化资金配置，助力 IP 实现资本化运作与生态扩张。

而授权 IP 主要依托已有的 IP，借助授权合作实现 IP 在不同领域的商业延展。盈利模式多样，有买断制、保底版权金或是固定分成、保底版权金加阶梯式分成、零保底纯分成等，实现 IP 的商业价值最大化。

表 1：原创 IP 与授权 IP 特性对比

维度	IP 原创	IP 授权
领域核心	原创的文学、动漫、影视、游戏及相关延伸	依托已有的 IP(可来自内容类、形象类等),借助授权合作实现 IP 在不同领域的商业延展
IP 商业模式以系统化运营实现价值全链路开发	<ul style="list-style-type: none"> 筛选头部 IP, 锁定高潜力内容源头; 发行阶段与平台竞合协同, 借助流量扩大 IP 影响力; 营销上深耕核心粉丝圈层, 以 IP 改编为突破口强化情感共鸣; 转化环节依靠品牌资产管理、品控与话语权三大法则, 推动 IP 改编增值; 最后通过版权质押、联合投资等多元化资金配置方案, 助力 IP 实现资本化运作与生态扩张 	买断制/保底版权金/固定分成 保底版权金+阶梯式分成 零保底+纯分成
代表企业	东映动画《假面骑士》东宝《火影忍者》 米哈游《原神》叠纸《闪耀暖暖》	羚邦集团《小王子》 木棉花《JOJO 的奇妙冒险》 阿里鱼《HelloKitty》 艺洲人《汪汪队立大功》
特性关联	内容力需持续产出原创差异化内容并预留延展空间;人格化赋予鲜明人设如哪吒抗争形象;亚文化以独特生活方式凝聚特定群体;参与感通过互动共创强化粉丝粘性;情感亲和力以人性表达构建连接;仪式感借感染力行为传递情感;消费影响力推动生活方式传播并实现全消费闭环	

数据来源：中国广告协会文创与 IP 产业专委会-文创 IP 产业服务平台，上海交大-南加州大学文化创意产业学院，华龙证券研究所

2024 年国内谷子经济的狂热，正得益于“Chiikawa”“咒术回战”“排球少年”“蓝色监狱”“间谍过家家”等一众热门日漫 IP 正处于自身热度的高点。

整体而言，相较于其他来源的 IP，日漫 IP 在谷圈经济领域的发展历史更长，其版权合作、商品开发标准化、贩售模式成熟度以及核心粉丝群体的收藏习惯与付费意愿使之圈层经济的基础要更为稳固，消费力也更为充足与稳定。再加上 2024 年线下二次元零售尚处初步发展阶段，IP 衍生品的易得性还未充分实现，消费者长期积攒的消费者热情又亟需释放，多方因素叠加下才成就了这场消费热潮。百度搜索指数、百度资讯指数以及基于抖音等 APP 数据的巨量算数关键词搜索指数都清晰地显示，与 2024 年同期相比，2025 年上半年，这些 IP 退热趋势显著。

当前市场上，头部 IP 版权方主要分为三类：日本厂商如东宝、东映动画、三丽鸥等；国内企业包括网易、腾讯、米哈游等；独立授权代理公司如阿里鱼、艺洲人等。三方通过授权合作共同驱动 IP 商业化，覆盖动漫、游戏、小说及虚拟偶像等多元内容形态。据闲鱼数据，头部谷子销量 TOP10 中，游戏与动漫 IP 占据主导，其中国别分布趋势尤为突出。2024 年中日 IP 在头部谷子市场平分秋色，而 2025 年国产 IP 已强势占据 6 席，本土化优势持续扩大。

表 2：谷子头部 IP 销量 TOP10 对比

排名	2024 年			2025 年		
	IP	国别	分类	IP	国别	分类
1	排球少年	日本	动漫	恋与深空	中国	游戏
2	蓝色监狱	日本	动漫	第五人格	中国	游戏
3	咒术回战	日本	动漫	排球少年	日本	动漫
4	光与夜之恋	中国	游戏	名侦探柯南	日本	动漫
5	恋与深空	中国	游戏	明日方舟	中国	游戏
6	明日方舟	中国	游戏	光与夜之恋	中国	游戏
7	第五人格	中国	游戏	非人哉	中国	动漫
8	名侦探柯南	日本	动漫	咒术回战	日本	动漫
9	原神	中国	游戏	崩坏	中国	游戏
10	文豪野犬	日本	动漫	蓝色监狱	日本	动漫

数据来源：MCR 嘉世咨询，闲鱼，华龙证券研究所

聚焦授权行业整体发展，2024 年我国授权行业增长显著。活跃在我国的授权企业总数达到了 664 家，相比上一年增长了 1.5%；已经开展授权业务的 IP 总数为 2758 项，同比增长 11.1%，表明市场对授权业务的需求和参与度在持续提升。

经济表现方面，2024 年国内市场年度授权商品零售总额达到了 1550.9 亿元，比上一年增长了 10.7%，显示出强劲的消费动力和市场潜力。同时，2024 年中国年度授权金收入为 59.9 亿元，同比增长 9.4%，进一步印证了授权行业的经济效益和商业价值。细分到 IP 类型动态，从市场动态看，44.6% 的受访授权商实现授权商品零售额增长；38.8% 的受访授权商有新 IP 投入运营，其中 64.6% 为卡通动漫类 IP。

图 19：2024 年中国授权市场新增 IP 的品类分布

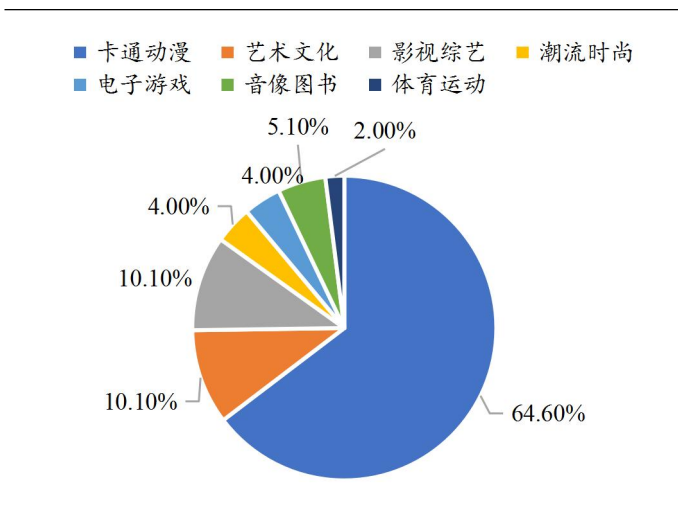
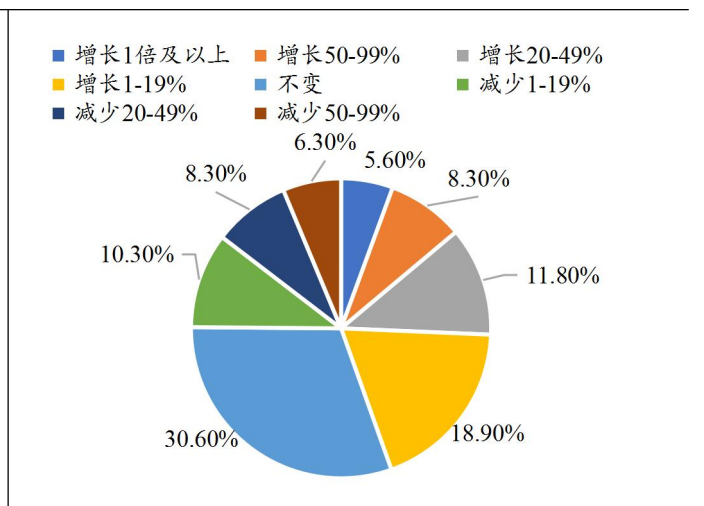


图 20：2024 年中国市场授权商品零售额增长

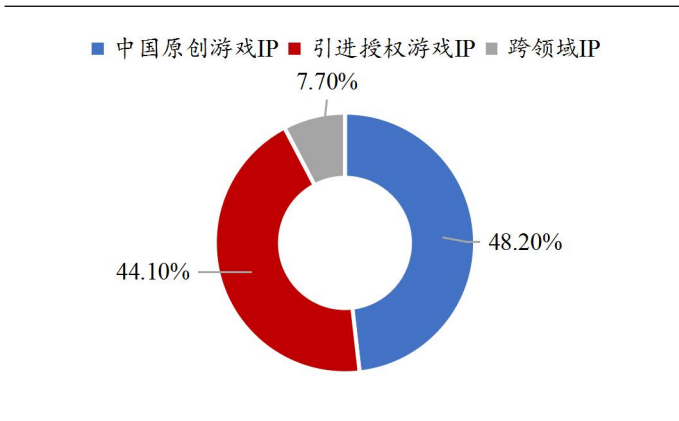


数据来源：2025 中国授权行业发展白皮书，华龙证券研数据来源：2025 中国授权行业发展白皮书，华龙证券研
究所

在游戏领域，伽马数据发布的《2024 中国游戏产业 IP 发展报告》显示，2024 年前三季度，中国游戏 IP 市场实际销售收入达 1960.6 亿元。其

中，中国原创游戏 IP 表现突出，流水占整体市场规模近五成，在各类 IP 里占比居首。从海外市场表现进一步印证，到 2025 年 5 月，中国自主研发游戏海外市场持续发力，实际销售收入达 15.77 亿美元，同比增长 6.93%，环比也实现 1.50% 的增长。

图 21：2024 年 Q1-Q3 中国游戏市场 IP 类型分布



数据来源：伽马数据（CNG），华龙证券研究所

图 22：2025 年 1-5 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（环比）



数据来源：伽马数据（CNG），华龙证券研究所

3.2 中游：IP 运营全产业链能力构建与运营方类型

在谷子产业链中，中游的运营出品方负责根据 IP 特性及受众特点，推动 IP 衍生品的商业化。全产业链的运营能力在此过程中起到关键作用。具体来说，IP 运营方在获得授权后，需要完成衍生品的设计与生产，这涉及画师创作、工作室设计、印刷以及生产等环节，整个流程从获取授权到产品上市的时间周期一般在 1-3 个月。由于谷子在终端的销售周转速度极快，IP 运营方必须紧密关注下游谷子店的 IP 热度和产品销售动态，并将其与上游的设计生产环节相结合，以实现销售效益的最大化，而全产业链的运营能力正是其核心竞争优势。

表 3：国内主流 IP 运营方

国内主流 IP 运营出品方		国内主流生产厂	
类别	企业/团队	类别	企业/工厂
国内游戏大厂	米哈游、网易、腾讯、鹰角等	IP 衍生业务综合布局企业	高乐股份 实丰文化 星辉娱乐 广博股份 晨光股份 ...
上市公司和平台型公司	晨光、广博等文具上市公司； 奥飞娱乐、高乐股份等玩具上市公司；B 站、网易、阅文、摩点等内容平台型公司		
日本企业	万代南梦宫、animate、都爱漫（东京电视台）、Ensky、晞晓文化（AKATSUKI）等	IP 衍生品生产的工厂、代工商	义乌小商品 东莞盲盒手办 广州和温州的服装

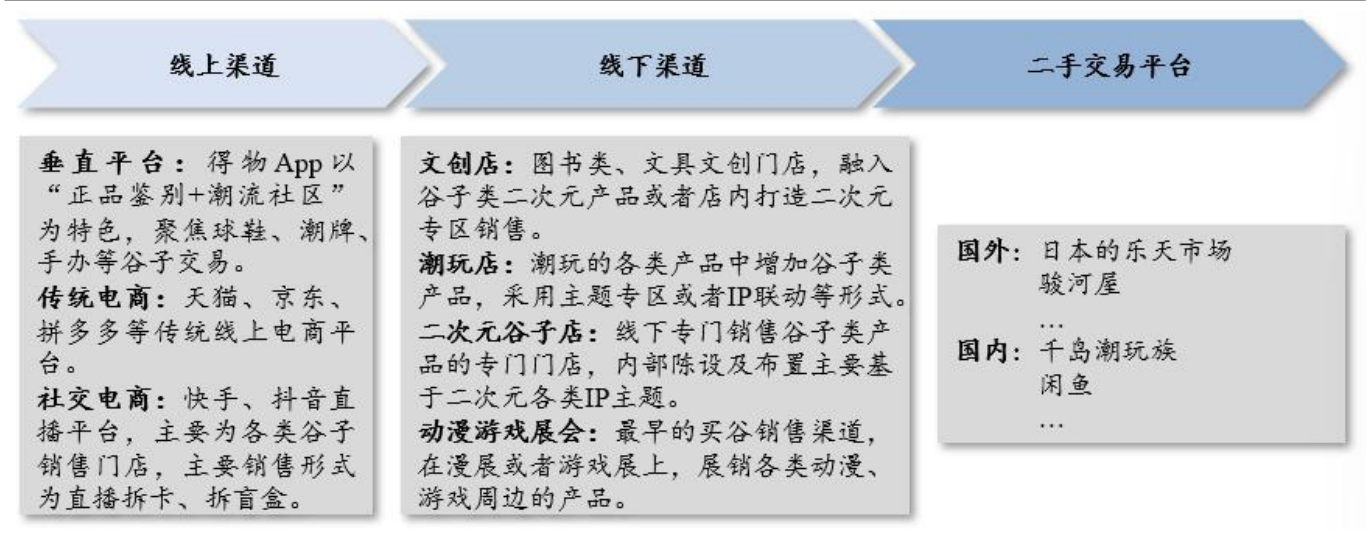
二次元零售/消费多年团队	艾漫、谷制源、雪叶创意等		
“老牌”动漫 IP 内容公司	天闻角川、翻翻动漫、鲜漫、分子互动等		

数据来源：东文出海，《2025 年 IP 行业深度报告》，华龙证券研究所

3.3 下游：线上电商+线下谷子店以及二手交易并行

谷子消费渠道丰富多元，二手交易、得物、千岛等平台已成为国内谷子流通关键阵地，叠加线上电商、线下门店共同构建生态。早期以日本进口为主，消费者多依赖线上购物；随着国产谷子崛起和“吃谷”文化盛行，强调体验感的线下渠道快速发展。线上涵盖电商平台、IP 官网及社交软件；线下则有专卖店、文创店、潮玩店及动漫展会等。销售模式多样，成套发售、盲盒抽取、限购抢购等玩法层出不穷，加之 IP 迭代频繁，进一步催生了二手交易市场的繁荣。

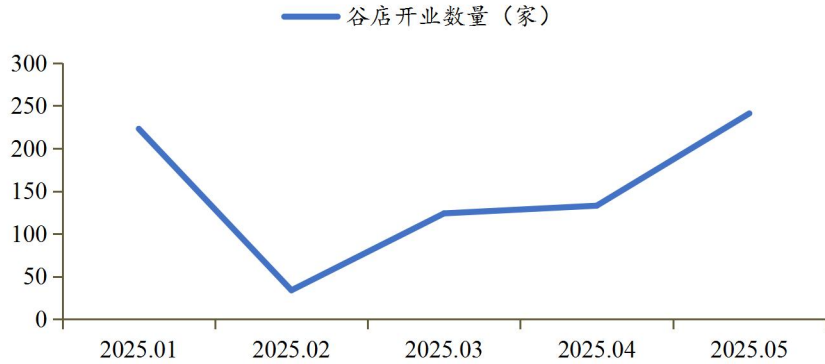
图 23：谷子经济产业链示意图



数据来源：MCR 嘉世咨询，华龙证券研究所

2024 年谷子热潮中谷子店快速扩张，据雷报《2024 谷子经济年终报告》，全国谷店超 30 家的城市至少 39 个、共 3239 家，其中，上海、北京、成都三座城市的谷店数量位居前三，分别高达 308 家、221 家和 211 家。广州、重庆、深圳等 8 座城市的谷店数量都超过 100 家，多集中于一线及新一线城市。尽管今年 2 月全国谷店开店数量由 1 月的 223 家骤降至 2 月的 34 家，但这或主要源于门店开设的行业周期性规律的影响。3-5 月，全国谷店开店数量触底反弹，分别有 124 家、133 家和 241 家，其中 5 月开店数量创造年内新高，前 5 个月的累计开店数量更是高达 755 家。

图 24：2025 年 1-5 月谷子店开业数量

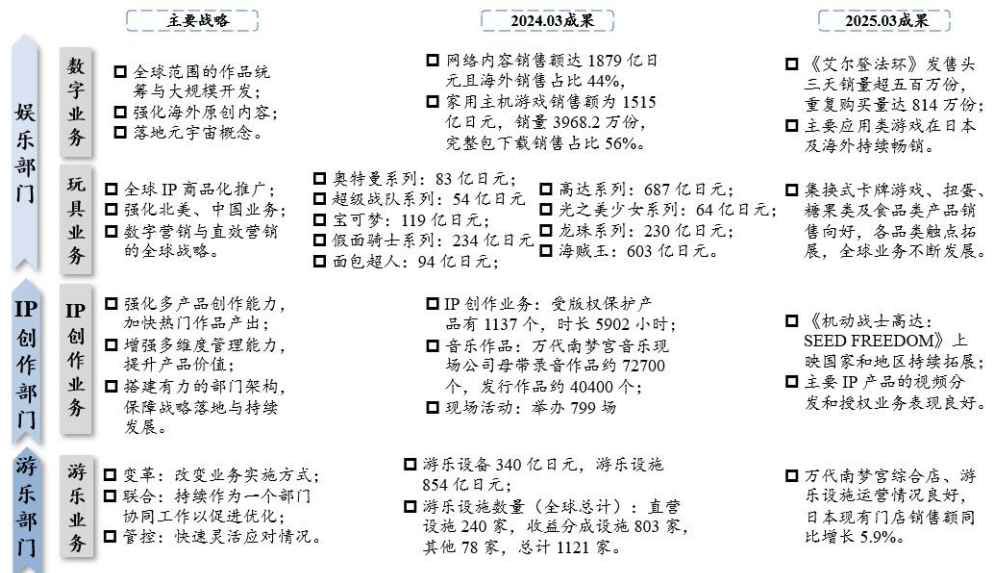


数据来源：雷报公众号，华龙证券研究所

3.4 全链路布局：万代南梦宫与泡泡玛特如何拓展 IP 生态

在日本娱乐产业的版图上，万代南梦宫通过独创的“IP 轴心战略”（IPAxisStrategy）构建了一个横跨游戏、玩具、动漫、电影和主题乐园的庞大商业帝国。万代南梦宫布局数字、玩具、IP 创作、游乐四大协同业务。数字业务发力全球作品开发、海外内容与元宇宙；玩具业务推进全球 IP 商品化，深耕北美、中国市场并做营销；IP 创作业务强化创作与管理以出热门、升价值；游乐业务优化运营与应变。四大业务从 IP 创作到多元价值转化，形成完整娱乐生态，支撑企业发展。

图 25：万代南梦宫业务板块



数据来源：万代南梦宫 2024 年综合报告，万代南梦宫 2025 年财报，华龙证券研究所

从全球 IP 系列销售额看，多数 IP 销售额在 2023 年与 2024 年相比几乎无变化，奥特曼、假面骑士系列、龙珠系列略有下降，高达系列、光之

美少女系列等有小幅提升。其中火影忍者系列增长极为显著,同比增长35%,得益于高达系列在全球的推广,如视觉作品发布、活动举办等,提升了其全球认知度,带动周边产品热销。海贼王系列也有不错增长,同比增长30%,持续的IP影响力推动了销售。

表 4: 万代 IP 销售总额与预期 (单位: 十亿日元)

IP	2023 年	2024 年	同比	2025 年预期	2026 年预期
面包超人	9.9	10.1	2%	11.4	12
奥特曼系列	19.5	19.1	-2%	14	13.5
假面骑士系列	32.1	31.5	-2%	30.7	28
机动战士高达	131.3	145.7	11%	153.5	160
超级战队系列	6.5	6.5	0%	6.4	6.5
龙珠系列	144.5	140.6	-3%	190.6	150
火影忍者	18.7	25.3	35%	26.9	20
光之美少女系列	5.6	6.4	14%	7.9	8.5
海贼王	86.3	112.1	30%	139.5	140

数据来源: 万代南梦宫 2025 年财报, 万代南梦宫 2024 年财报, 华龙证券研究所

从万代按地区划分的净销售额数据来看,各地区表现有别。日本作为万代核心市场,2024 年净销售额达 7584.6 亿日元,同比增 7.20%,2025 年预期进一步提升至 8670.6 亿日元,规模领先且增长稳定。欧洲、亚洲市场稳步拓展,2024 年分别同比增 8.98%、9.70%,后续预期持续增长。美洲市场虽有波动,但 2025 年预期大幅回升,整体展现出万代在全球市场的拓展活力。

表 5: 万代按地区划分的净销售额与预期 (单位: 十亿日元)

地区	2023 年	2024 年	同比	2025 年预期	2026 年预期
日本	707.53	758.46	7.20%	867.06	836.50
美洲	99.34	91.44	-7.95%	140.55	132.50
欧洲	94.45	102.93	8.98%	125.78	126.00
亚洲	88.75	97.36	9.70%	106.13	109.00

数据来源: 万代南梦宫 2025 年财报, 万代南梦宫 2024 年财报, 华龙证券研究所

中国潮流玩具零售市场的价值链包括 IP 采购、IP 运营、生产及消费者触达。潮流玩具公司寻求与艺术家及成熟的 IP 提供商合作以获得高质量 IP 来源。领先潮流玩具公司通常具有可将 IP 商业化的强大 IP 运营及产品开发能力。因此,领先潮流玩具零售参与者更有可能自艺术家及 IP 提供商获得高质量 IP,以提高曝光度及将其 IP 的商业价值最大化。消费者触达指各类销售及分销渠道,包括线上及线下渠道。相较第三方分销渠道,领先参与者致力于建立自营渠道以提升品牌形象、增加品牌曝光度、加强管控及提升运营效率。其中尤以泡泡玛特为典型代表,泡泡玛特已形成完善的 IP 全产业链平台。潮玩产业链包含 IP 采购、运营、生产以及消费者触达等环节,已形成完善的潮玩全产业链平台。

图 26：泡泡玛特潮玩产业链流程图

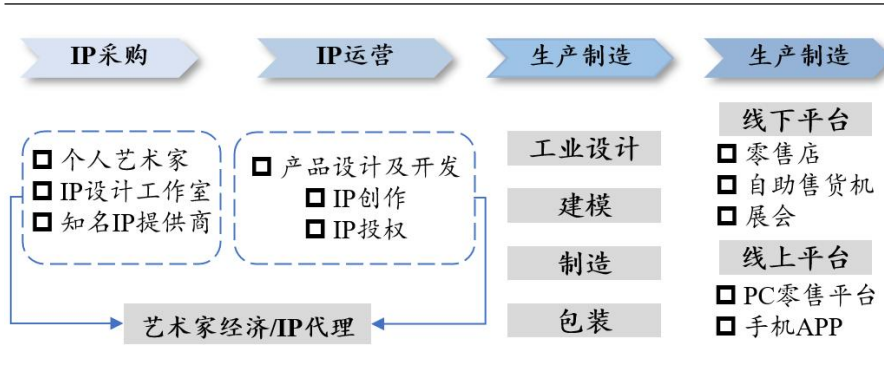
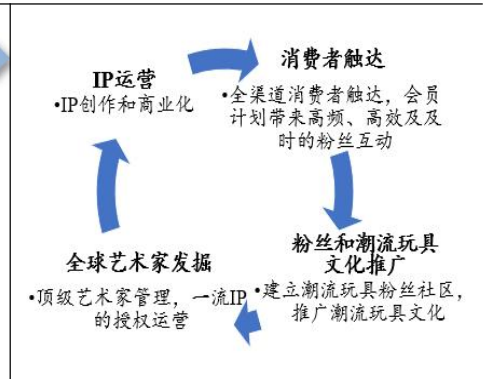


图 27：泡泡玛特全产业链示意图



数据来源：泡泡玛特招股说明书，华龙证券研究所

数据来源：泡泡玛特招股说明书，华龙证券研究所

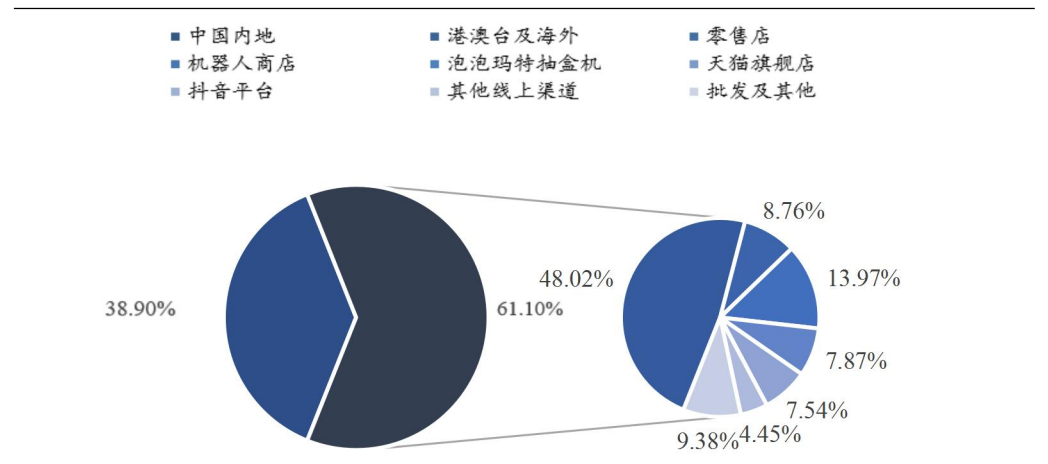
依托全产业链优势，2024年泡泡玛特旗下IP表现亮眼，四大IP营收超10亿、13大IP破亿，LABUBU带动THEMONSTERS收入超30亿，且多个IP营收同比增长迅猛，CRYBABY同比大增1537.3%，THEMONSTERS同比增长726.6%，IP商业价值持续释放。从中国大陆营收结构看，中国内地营收占总营收61.10%，其中线下零售店以48.02%的占比成为内地营收核心支柱，线上天猫旗舰店（7.87%）、抖音平台（7.54%）等也协同发力，多渠道共同推动业务发展。

表 6：泡泡玛特 2024 年爆款 IP 营收

IP 名称	营业收入 (亿元)	YOY	营收占比
泡泡玛特	130.38	106.9%	100.0%
THEMONSTERS	30.41	726.6%	23.3%
MOLLY	20.93	105.2%	16.1%
SKULLPANDA	13.08	27.7%	10.0%
CRYBABY	11.65	1537.3%	8.9%

数据来源：泡泡玛特 2024 年年报，华龙证券研究所

图 28：泡泡玛特 2024 年中国大陆营收占比



数据来源：泡泡玛特 2024 年年报，华龙证券研究所

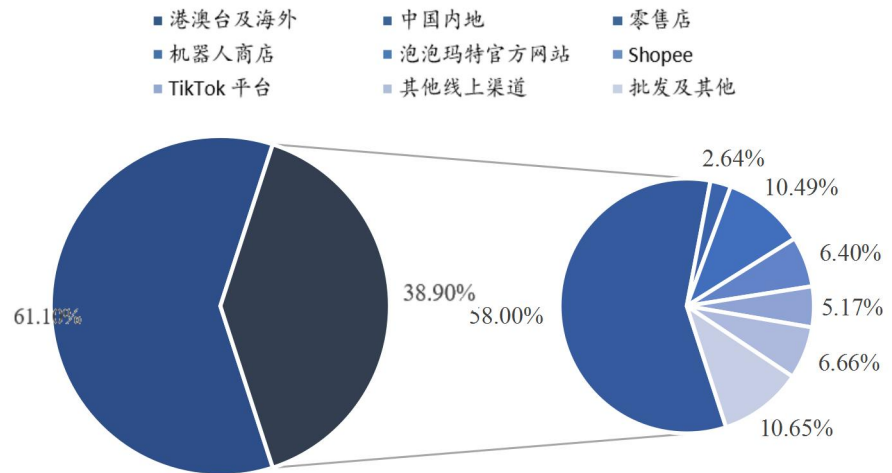
同时，境外业务高速增长，2024 年中国港澳台及海外营收占总营收 38.9%、同比增 375.2%。从渠道分布看，港澳台及海外市场线下以零售店为主，占比达 58.00%，是海外营收的核心线下支点；线上渠道多元，泡泡玛特官方网站占比 10.49%，TikTok 占比 5.17%、Shopee 占比 6.40% 等社交及电商平台同步发力，还有 7% 的其他线上渠道，形成多维度触达。

表 7：泡泡玛特 2024 年区域营收

IP 名称	营业收入 (亿元)	YOY	营收占比
泡泡玛特	130.38	106.9%	100.0%
大陆	79.72	52.3%	61.6%
中国港澳台及海外	50.66	375.2%	38.9%

数据来源：泡泡玛特 2024 年年报，华龙证券研究所

图 29：泡泡玛特 2024 年港澳台及海外营收占比



数据来源：泡泡玛特 2024 年年报，华龙证券研究所

4 投资建议

随着泛二次元人群规模持续扩大及 Z 世代消费主导地位凸显，谷子经济行业正沿着 IP 孵化、全产业链运营及线上线下渠道融合的路径深化发展，IP 价值挖掘与精细化运营能力成为核心竞争力。关注在 IP 储备、产业链整合及渠道拓展方面具备优势的参与者，把握二次元商业领域的长期成长机遇，建议关注巨人网络、神州泰岳、恺英网络、布鲁可、腾讯控股、心动公司、上海电影、泡泡玛特、网易-S、吉比特、阅文集团、元隆雅图、奥飞娱乐、星辉娱乐、掌阅科技、猫眼娱乐、姚记科技、汤姆猫等。维持传媒行业“推荐”评级。

表 8：重点关注公司及盈利预测

股票代码	股票简称	2025/08/01	EPS (元)					PE					投资评级
		股价 (元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
002558.SZ	巨人网络	24.12	0.59	0.78	0.89	1.04	1.16	20.2	17.2	27.2	23.2	20.7	未评级
300002.SZ	神州泰岳	12.63	0.46	0.73	0.65	0.73	0.80	19.6	15.9	19.4	17.3	15.8	未评级
002517.SZ	恺英网络	18.19	0.68	0.76	1.04	1.22	1.31	16.4	18.0	17.5	14.9	13.9	买入
0325.HK	布鲁可	118.20	-1.38	-2.69	4.33	6.41	7.98	--	--	27.3	18.4	13.5	未评级
0700.HK	腾讯控股	535.00	12.19	20.94	25.35	28.54	29.18	22.0	18.7	21.1	18.7	16.8	未评级
2400.HK	心动公司	52.80	-0.18	1.71	2.24	2.58	2.62	--	14.4	23.6	20.5	18.4	未评级
601595.SH	上海电影	39.50	0.28	0.20	0.55	0.73	0.88	91.2	122.9	71.5	54.0	44.8	未评级
9992.HK	泡泡玛特	243.20	0.81	2.36	6.27	8.91	10.68	23.0	36.3	38.8	27.3	20.8	未评级
9999.HK	网易-S	201.40	9.15	9.28	11.97	12.83	17.19	14.0	13.9	16.8	15.7	14.9	未评级
603444.SH	吉比特	348.00	15.63	13.15	14.82	16.56	18.13	15.7	16.7	23.5	21.0	19.2	未评级
0772.HK	阅文集团	29.90	0.80	-0.21	1.18	1.34	1.40	33.7	--	25.3	22.3	19.8	未评级
002878.SZ	元隆雅图	18.96	0.11	-0.71	0.34	0.44	0.55	177.0	--	55.8	42.7	34.4	未评级
002292.SZ	奥飞娱乐	9.47	0.06	-0.19	0.10	0.14	0.18	138.2	--	96.7	66.1	52.8	未评级
300043.SZ	星辉娱乐	4.55	0.02	-0.37	--	--	--	166.6	--	--	--	--	未评级
603533.SH	掌阅科技	20.64	0.08	0.11	--	--	--	250.4	180.8	--	--	--	未评级
1896.HK	猫眼娱乐	7.70	0.79	0.16	0.52	0.66	0.71	10.3	47.7	14.9	11.7	9.9	未评级
002605.SZ	姚记科技	26.35	1.38	1.31	1.49	1.63	1.75	16.3	20.5	17.7	16.3	15.2	未评级
300459.SZ	汤姆猫	5.7	-0.25	-0.24	--	--	--	--	--	--	--	--	未评级

数据来源：iFinD，华龙证券研究所；注：恺英网络盈利预测来自华龙证券研究所，其余标的盈利预测均来自 iFinD 一致预期，港股股价货币单位为港元，其他货币单位均为人民币元。

5 风险提示

新技术发展不及预期。技术发展存在不确定性，例如 AI 技术在内容创作中的应用可能因技术瓶颈、数据安全或算法偏见等问题，导致其未能充分发挥预期效果。

行业竞争加剧。若后续传媒行业竞争加剧，可能会影响相关公司的毛利率水平，进而影响相关公司的盈利能力。

IP 内容创新及市场接受度不及预期。若未能及时推出符合市场趋势的新内容，未能契合市场需求或跨媒介开发失败，可能导致用户流失及 IP 价值贬值。

版权授权到期无法续约风险。核心 IP 授权合作存在不确定性，若未能以合理条款续约或合作伙伴调整授权策略，可能直接影响衍生品开发及收入稳定性。

政策及监管环境趋严。受国家相关政策和职能部门监管，政策收紧可能影响相关公司经营。国家陆续出台多项政策，鼓励人工智能的快速发展和创新，但也对数据安全、内容合规等方面提出了更高要求。

宏观经济波动。宏观经济环境对传媒行业影响显著。在经济增长放缓或不稳定时期，广告主可能减少广告投放，导致传媒企业收入下降。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046