

2025年11月10日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

廿载风华焕新颜，多维布局见春山

—小黄鸭德盈（2250.HK）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	1.05
总市值（亿港元）	10.3
总股本（百万股）	981.0
流通股本（百万股）	981.0
52周价格范围（港元）	0.8-1.84
日均成交额（百万港元）	1.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

本公司为【华强方特（834793）】做市商，请留意潜在的利益冲突风险。

相关研究

1、《小黄鸭德盈（2250）：业绩显著改善，内生外延贡献增量》2025-09-24

■ 国民IP廿载风华，国际赛场榜上有名

公司于2001年在香港成立，围绕B.Duck开展授权与销售业务，2022年于港股上市，2025年位列全球授权商第46位。

■ 市场扩容空间广阔，海外巨头一超多强

规模：2024年中国IP授权市场规模为1551亿元（同增11%），2019-2024年CAGR为9.35%，对标美日仍有千亿空间。**格局：**迪士尼一超多强，国创前五仅占一席，CR5不足40%。**细分：**产品向全品类延伸，潮玩景气延续，实景娱乐需求旺盛。**趋势：**国潮出海落本土运营，全链布局发挥协同效应，AI赋能提质增效，行业发展欣欣向荣。

■ “IP+X”业态破局，内生外延拐点显现

IP端：并购拓新摆脱单一角色依赖。**业务端：**四轮驱动成型，被授权商量质齐升，潮玩增量稳健，乐园/文旅先发卡位，游戏生态起步。**市场端：**国内市场超九成，东南亚首战见效占比提升，美洲市场加速布局。**展望：**授权基本盘4倍修复可期，新业务放量多点开花。

■ 盈利预测

预计2025-2027年EPS分别为0.01/0.04/0.13元，当前股价对应PE分别为92/23/8倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，市场竞争加剧，渠道拓展不及预期等。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128.53	308.10	545.35	797.54
YoY	-0.78%	139.72%	77.00%	46.24%
净利润(百万元)	-46.40	10.42	41.76	128.03
YoY	--	--	300.69%	206.61%
每股收益(元)	-0.05	0.01	0.04	0.13
EBIT Margin	-20.73%	6.41%	10.10%	18.89%
净资产收益率(ROE)	-24.22%	5.16%	17.13%	34.44%
市盈率(PE)	-20.69	92.12	22.99	7.50
EV/EBITDA	-92.23	48.71	22.67	9.25
市净率(PB)	5.01	4.75	3.94	2.58

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、浴室小鸭萌力破圈，多维布局开疆拓土	6
1.1、历史沿革：缘起亲子羁绊，版图多维扩张	6
1.2、股权架构：股权高度集中，高管经验丰富	6
1.3、主营业务：授权根基稳固，海外加速拓展	8
1.4、财务分析：营收持续修复，利润显著改善	11
2、国际巨头主导，国创奋起直追	13
2.1、基本情况：行业快速发展，市场空间广阔	13
2.2、竞争格局：海外巨头主导，国创奋起直追	25
2.3、发展趋势：深挖文化价值，营造生态闭环	34
3、“IP+X”多元拓展，内生外延业态破局	36
3.1、IP矩阵：浴室小鸭根基深厚，外延并购贡献增量	36
3.2、商业模式：“IP+X”生态破局，四轮驱动延拓版图	40
3.3、业务出海：东南亚首战告捷，阶段性稳健渗透	51
4、未来展望	53
5、盈利预测	54
6、风险提示	55

图表目录

图表 1：公司历史沿革	6
图表 2：公司股权架构	7
图表 3：公司管理层架构	7
图表 4：公司天猫旗舰店	8
图表 5：公司角色授权业务细分	9
图表 6：公司分业务结构占比	9
图表 7：公司分业务营收与增速	9
图表 8：公司角色授权业务细分结构	10
图表 9：2024 年与 2025H1 角色授权业务细分结构演变	10
图表 10：公司角色授权业务细分营收与增速	10
图表 11：公司分区域结构占比	11
图表 12：公司分区域营收与增速	11
图表 13：公司 2018-2025H1 营收规模与增速	12
图表 14：公司 2018-2025H1 利润规模与增速	12
图表 15：公司分部毛利率及净利率	12
图表 16：可比公司毛利率	12
图表 17：公司各项费用开支结构占比	13

图表 18: 公司核心费用开支占营收比重	13
图表 19: IP 分类	14
图表 20: IP 授权商业模式	15
图表 21: 中国 IP 授权行业发展历程	16
图表 22: 中国 IP 授权行业市场规模与增速	16
图表 23: 中国 IP 授权行业活跃企业数量与增速	16
图表 24: 中国 IP 授权产业链	17
图表 25: 中国市场主流 IP 版权方	18
图表 26: 2025 全球顶级授权代理商排行榜的中国企业	19
图表 27: 国内部分 IP 周边零售品牌	19
图表 28: 全球授权商品服务零售额规模与增速	20
图表 29: 2023 年全球授权商品服务零售额分布	21
图表 30: 2023 年全球授权商品服务零售收入分布	21
图表 31: 2023 年全球授权商品服务零售额分布与人口错配	21
图表 32: 2023 年各国授权商品服务人均消费及增速	21
图表 33: 中国 IP 授权行业线上渠道迅速发展	22
图表 34: 2025 年 618 天猫榜单	22
图表 35: 行业相关政策	23
图表 36: 2024 年中国居民人均可支配收入突破 4 万元	24
图表 37: 中国城镇居民人均文娱支出持续增长	24
图表 38: Z 世代接棒消费主力为情绪买单	24
图表 39: 新质生产力对文娱产业的影响	25
图表 40: 中国年度授权金市场规模与增速	25
图表 41: 中国授权市场 IP 所属地域分布	25
图表 42: 2020 年中国角色授权竞争格局(按授权收益计)	26
图表 43: 2023 年中国角色授权竞争格局(按授权收益计)	26
图表 44: 中国市场头部 IP 版权方业务模式对比	26
图表 45: IP 授权显著带动商品销售提升	28
图表 46: 被授权商合作 IP 数量	28
图表 47: 2024 年中国授权 IP 品类	28
图表 48: 2024 年中国 IP 授权商品品类	28
图表 49: 2024 年中国 IP 玩具竞争格局(按 GMV 计)	29
图表 50: 2024 年中国 IP 消费者分性别分布	29
图表 51: 2024 年中国 IP 消费者分城市分布	29
图表 52: 中国部分代表性 IP 主题公园	30
图表 53: 2024 年全球主题乐园集团接待游客人次 TOP10	30

图表 54: 国内游客规模与增速	31
图表 55: 国内旅游人均花费与增速	31
图表 56: 潮流玩具与传统玩具区别	31
图表 57: 中国 IP 潮玩消费市场规模与增速	32
图表 58: 中国潮玩行业相关企业注册量	32
图表 59: 2024 年中国潮玩市场份额	32
图表 60: 2030 年中国有望成为全球最大潮玩市场	32
图表 61: 2024 年中国潮玩行业竞争格局 (以零售额计)	33
图表 62: 中国潮玩重点品牌	33
图表 63: IP 消费者偏好与期望	34
图表 64: 泡泡玛特全产业链布局	35
图表 65: AI 赋能 IP 授权产业相关案例	35
图表 66: 公司现有 IP 矩阵	36
图表 67: 公司原创 IP 角色	37
图表 68: B. Duck 小黄鸭形象演变	37
图表 69: 公司潮玩 IP	38
图表 70: B. Duck x 抓大鹅	39
图表 71: 凹凸世界 Reborn	39
图表 72: 公司授权代理产品 IP	40
图表 73: 公司商业模式	40
图表 74: B. Duck 自营原创经典系列	41
图表 75: B. Duck x HIDDEN WOOD 联名产品	41
图表 76: 公司线上平台店铺	41
图表 77: B. Duck 小黄鸭万象前海旗舰店	42
图表 78: B. Duck Kids 授权店	42
图表 79: 公司推出首个 AI 智能陪伴玩具	43
图表 80: 公司授权工作流程图	44
图表 81: 公司线下被授权商数量与增速	44
图表 82: 公司线下被授权商平均创收与增速	44
图表 83: 公司版权保护取得成果	45
图表 84: 公司部分实景娱乐授权案例	46
图表 85: 黄果树 x B. Duck 小黄鸭多彩漂流乐园	47
图表 86: 携程旅行 x B. Duck 亲子主题房	47
图表 87: 乡伴集团 x B. Duck 小黄鸭亲子度假村	47
图表 88: 城市乐园、主题公园与室内乐园对比	48
图表 89: 城市乐园配套设施 (部分)	49

图表 90: 公司授权与代理发行游戏 (部分)	50
图表 91: 2025 年公司推出小游戏联动专项扶持计划	50
图表 92: 公司跨境电商与 KOL 布局 (部分)	51
图表 93: B. Duck 20 周年嘉年华泰国首秀	52
图表 94: B. Duck 泰国 Loft 门店	52
图表 95: 公司盈利预测	54

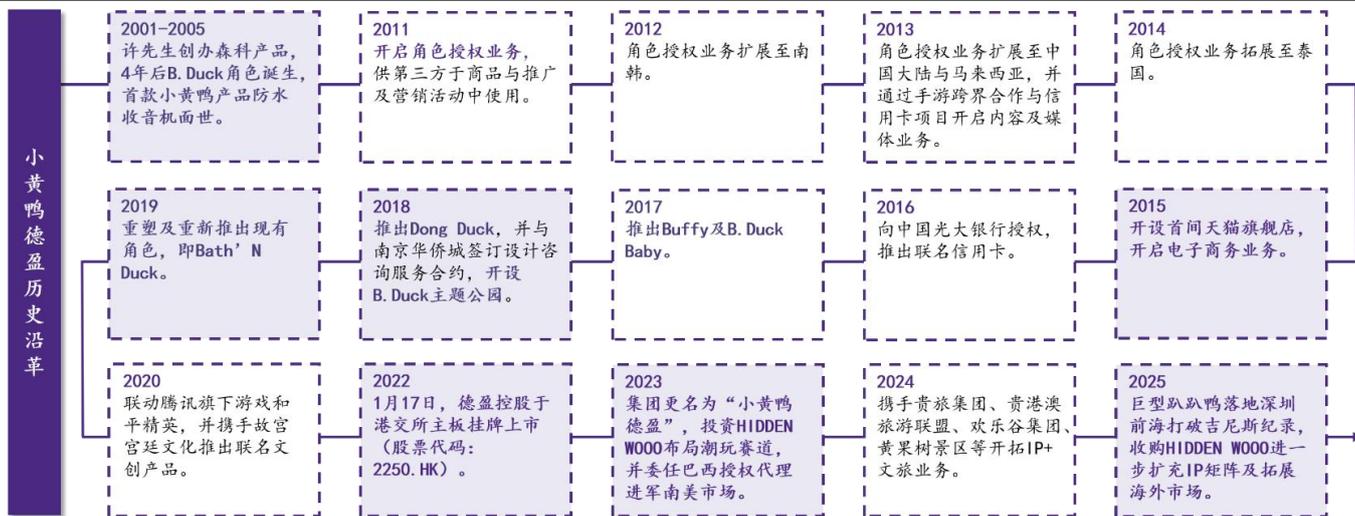
1、浴室小鸭萌力破圈，多维布局开疆拓土

1.1、历史沿革：缘起亲子羁绊，版图多维扩张

国民 IP，稳步扩张。集团营运附属公司森科产品于 2001 年在香港成立，2005 年创始人许夏林先生受 1992 年小黄鸭漂流事件启发，创造出核心 IP 角色 B. Duck（小黄鸭），将其作为陪伴孩子成长的礼物。2011 年公司开展角色授权业务，商业版图快速扩张至中国大陆及东南亚各国；2015 年设立首间天猫旗舰店开拓电商业务；2017-2019 年聚焦 IP 矩阵丰富重塑，小黄鸭系列角色拓展至 26 个；2022 年 1 月 17 日成功于港交所挂牌上市。

谋定而动，实至势成。上市后，公司紧抓 IP 行业窗口，2023 年由“德盈控股”更名为“小黄鸭德盈”，将核心 IP 融入公司名称，进一步扩大品牌声势，同时投资 HIDDEN WOOD 布局高景气潮玩赛道；2024 年起积极与全国各大文旅集团开展战略合作，依托当地禀赋打造沉浸式 IP 文旅项目。经二十余载发展，B. Duck 小黄鸭已成为中国国民级长红 IP，业务覆盖服饰、餐饮、家居、3C、潮玩、游戏、文旅等多个领域，足迹遍布全球，全渠道粉丝量超 2300 万。据弗若斯特沙利文报告，2021-2023 年公司为最大国内角色知识产权公司（按授权收益计）；据国际授权业协会报告，2025 年公司跻身全球顶级授权商排行榜第 46 位，为中国唯三入选公司之一。

图表 1：公司历史沿革



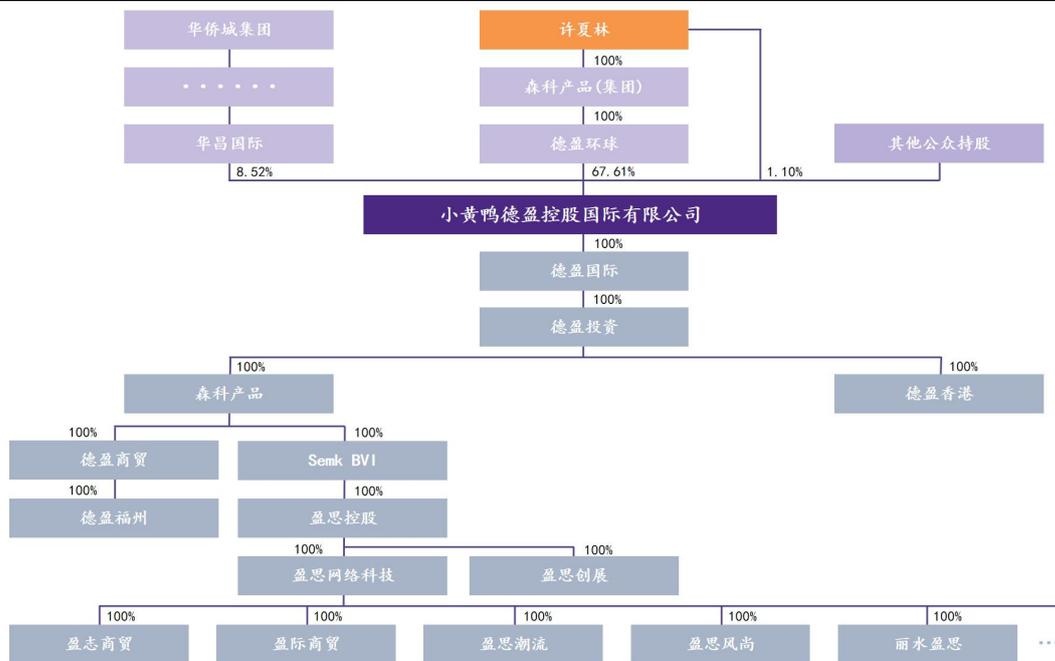
资料来源：公司官网，公司公告，格隆汇，华鑫证券研究

1.2、股权架构：股权高度集中，高管经验丰富

股权架构高度集中，配售募资拓展业务。公司创始人许夏林先生通过直接持有及控股森科产品间接持有公司股份共 68.71%，为公司实际控制人；华侨城集团通过多层穿透华昌国际间接持股 8.52%，为公司第二大股东。2025 年 9 月 30 日，公司公告将向不少于六名承

配人以每股 1.13 港元配售 7100 万股，认购股份占经认购后公司已发行股本约 6.75%，预计所得款项净额为 7943 万元，计划其中约 60% 用于购买游乐设施设备，以开拓自营城市娱乐项目；30% 用于扩展零售店铺网络及产品制造；10% 用于一般营运资金。

图表 2：公司股权架构



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

管理团队多年深耕，年富力强经验丰富。创始人许先生拥有逾 20 年设计、市场营销、授权及品牌宣传行业经验，2020-2022 年任国际授权业协会大中华区顾问委员会成员，2023 年起获委任为香港设计中心督导委员会委员，是香港玩具、授权、品牌行业的资深专家。首席投资官吕先生于 2022 年 7 月加入本集团，并于 2025 年 7 月 11 日获任为执行董事，主要负责领导本集团战略投资、并购整合、投资者关系、公共事务及资本管理工作。吕先生历任长城证券投行事业部并购融资部经理/高级经理，及长城汇理投资副总监/执行董事，曾负责主导多个消费科技、游戏、非银金融等领域的并购交易及融资项目，累计涉及交易金额超过 200 亿港元，在教育、消费、酒管领域的战略投资实现了良好的投资回报，拥有丰富的集团战略整合与资本运作经验。

图表 3：公司管理层架构

姓名	职务	加入集团时间	年龄
许夏林	执行董事，董事会主席，行政总裁	2001	51
郭振杰	执行董事，营运总监	2003	52
吕行远	执行董事，首席投资官	2022	36
宋治强	执行董事，首席财务官，公司秘书，授权代表	2021	50
陈华品	中国内地授权总经理	2012	39
张展耀	海外授权总经理	2011;2015	44

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

1.3、 主营业务：授权根基稳固，海外加速拓展

公司业务划主要分为电商业务与角色授权业务两大板块。

- **电商业务：**专注于角色知识产权产品电子商务市场，通过中国香港、中国第三方电子商务平台（如天猫、京东、唯品会及HKTVmall等）以及海外电商平台（如Lazada、Tik Tok及亚马逊经营）提供以小黄鸭家族角色为特色的产品。

图表 4：公司天猫旗舰店



资料来源：天猫，华鑫证券研究

- **角色授权：**围绕核心 IP 对外提供商品授权、实景娱乐授权、推广授权、内容及媒体授权及设计咨询等服务。商品授权业务系设计并销售以小黄鸭形象为核心的特色产品，覆盖家居生活用品、服装及配饰、玩具及婴幼儿个人护理、鞋履、消费电子产品等各品类；实景娱乐授权业务主要打造线下 IP 消费体验场景，涵盖主题公园、景区、餐饮、商场快闪等不同类型；推广及内容媒体授权业务则通过 IP 赋能营销，达成角色印象与品牌影响力同步扩大的协同效应。

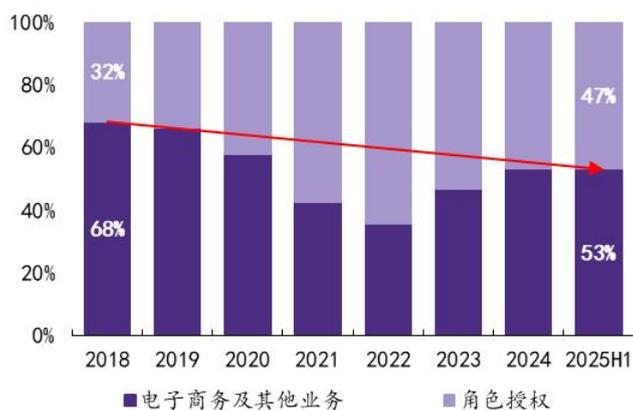
图表 5: 公司角色授权业务细分



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华鑫证券研究

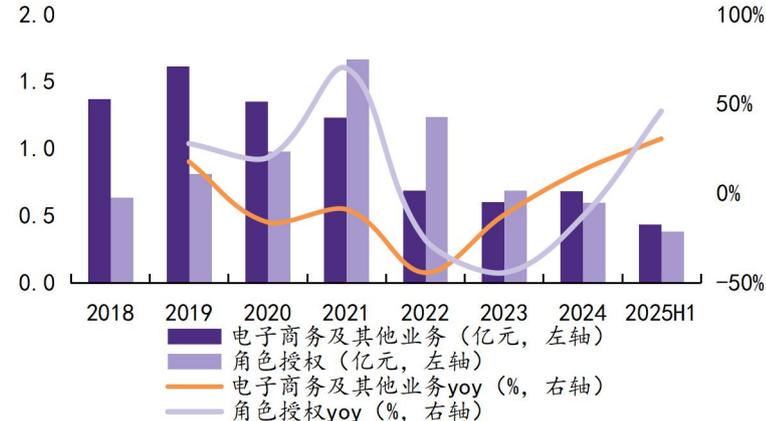
业务结构趋于均衡，角色授权占比提升。2018-2025 年公司业务结构逐渐趋于均衡，其中 2020、2022 年疫情影响造成客流量显著下滑、消费者消费意愿减弱，导致公司业绩有所下滑；上市后公司积极推动战略转型，聚焦 IP 多元化、生态化运营，推动渠道优化，并进一步加大电商平台推广力度，加速拓展海外市场，业绩初步修复；2025H1 公司电商业务/角色授权业务营收分别同增 31%/46%至 0.44/0.38 亿元。

图表 6: 公司分业务结构占比



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 7: 公司分业务营收与增速



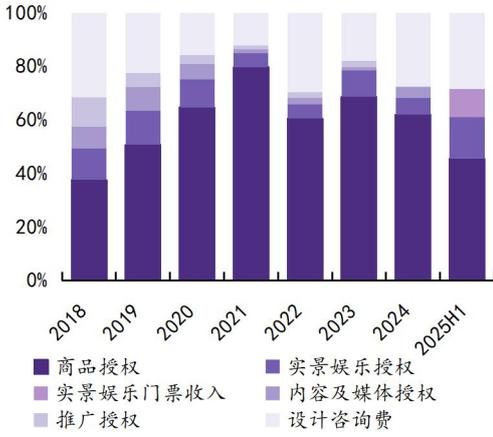
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

商品授权夯实大盘，实景娱乐贡献增量。从营收贡献角度进一步拆解公司角色授权业务，商品授权、实景娱乐授权与设计咨询费三足鼎立，推广授权与内容媒体授权占比极小。

- 商品授权: 系主要收入来源，占角色授权收入比重 45%+。**2020、2022 年受疫情影响销售额下滑明显，2023 年被授权商高库存压力叠加市场竞争加剧，致使公司基于产量收取的授权收入下滑，后续年份跌幅稳步收窄，2025H1 已同比转正。

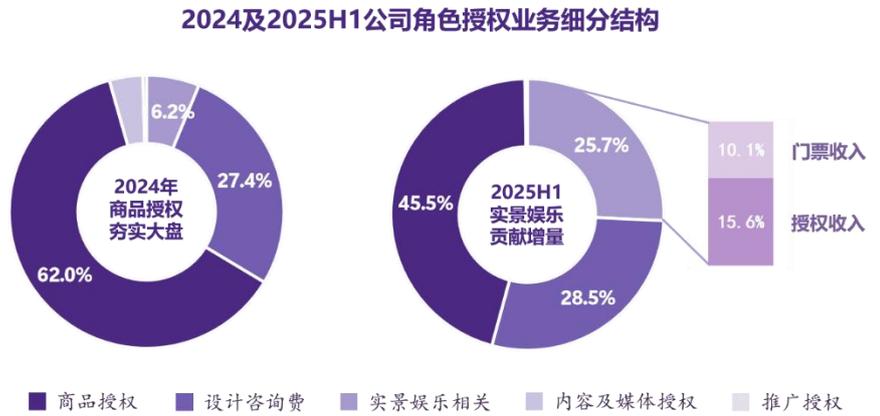
- 2) **实景娱乐授权：自营项目全新启程，占角色授权收入比重增至 25%+。**2020 年疫情爆发冲击线下消费场景导致收入承压；2024 年起公司重点发力 IP+文旅业务，签约国内外多个文旅集团与景区，并于 2025 年开展自营城市乐园项目，上半年即获得门票收入 0.04 亿元，开辟新收入来源；2025H1 实景娱乐相关总收入同增 560%至 0.10 亿元。
- 3) **设计咨询费：与授权业务全局强关联，占角色授权收入比重近 30%。**2021-2025H1 期间，除 2023 年因授权业务整体萎靡而下滑外均保持良好增势，2025H1 设计咨询收入同增 48%至 0.11 亿元。

图表 8：公司角色授权业务细分结构



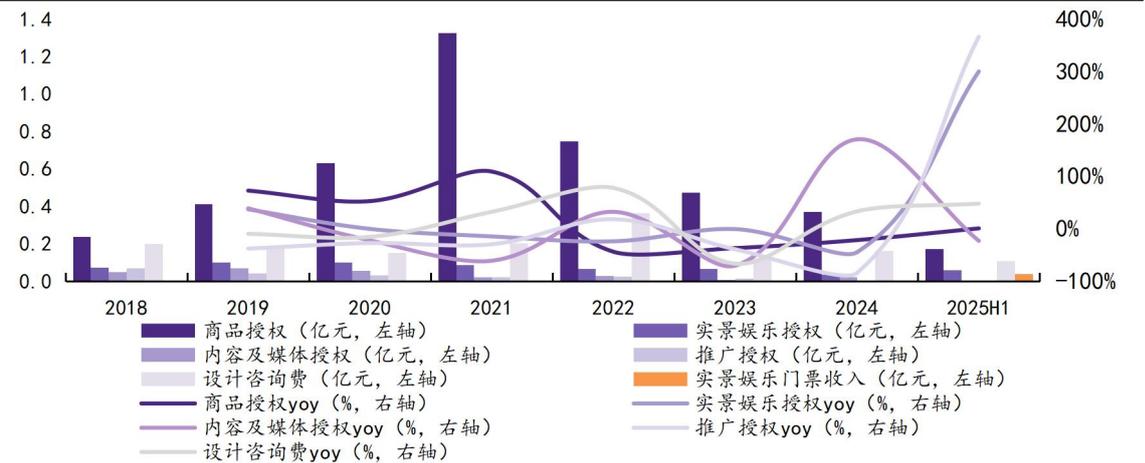
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 9：2024 年与 2025H1 角色授权业务细分结构演变



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 10：公司角色授权业务细分营收与增速

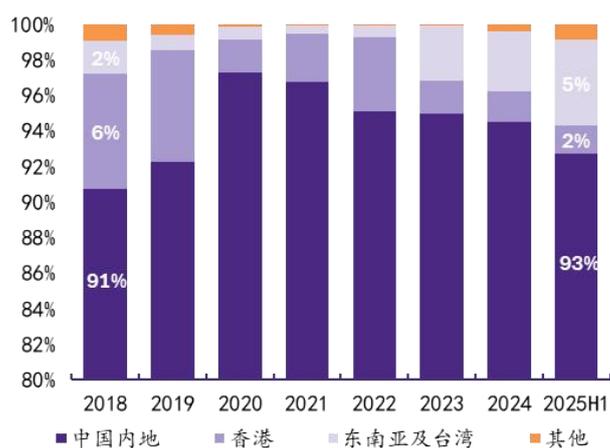


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

中国市场根基深厚，海外市场快速扩张。公司业务以中国市场为主，营收占比始终维持在 90% 以上，其中 2022 年疫情反复对公司销售造成较大影响，同时被授权商承受高库存压力，致使次年公司基于产量收取的授权金收入持续承压，2024 年内地/香港营收跌幅显著收窄，2025H1 分别实现正增 34%/35% 至 0.76/0.01 亿元。此外，得益于公司积极的市场拓

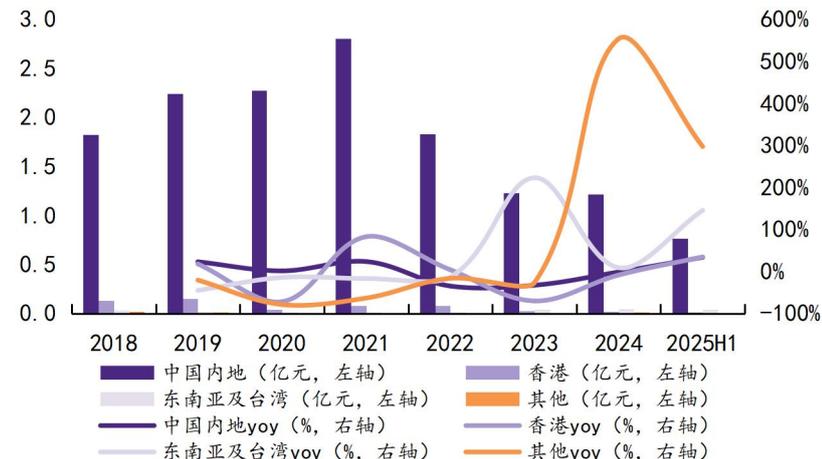
展战略，海外市场近两年增势亮眼，2023 年公司于泰国成立合营公司，于印尼、越南、菲律宾、马来西亚等国开拓电商业务，并新委任巴西代理商开拓南美市场，成果显著：2023 年东南亚及台湾地区收入同增 223%，2024 年其他地区收入（巴西、拉丁美洲及其他国家）同增 554%，2025H1 两区域收入分别同增 145%/297%，延续高增态势。目前海外业务尚处于初步成长阶段，未来潜力可观。

图表 11：公司分区域结构占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 12：公司分区域营收与增速

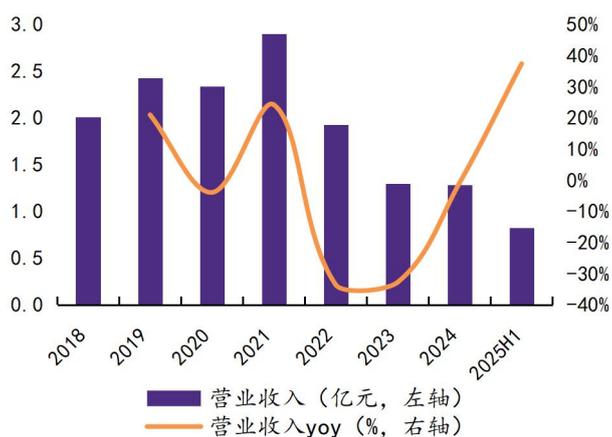


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.4、财务分析：营收持续修复，利润显著改善

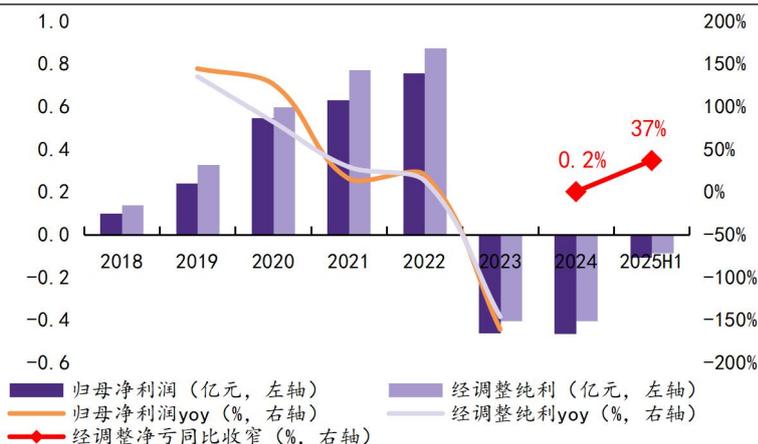
营收增速回正，利润显著改善。营收端来看，2020、2022 年疫情对公司业务造成较大影响，期间渠道老化叠加盗版产品泛滥进一步延长负面影响，使公司收入持续承压；2025 年公司积极调整业务布局并进行渠道优化出清，同时维权成果落地，上半年营收同增 37% 至 0.82 亿元，初步验证战略有效性。**利润端来看**，公司 2018-2022 年保持稳健增长，2023-2024 年因营收下滑而费用维持战略性投入产生短期亏损，2024 年净亏企稳，2025H1 亏损同比大幅收窄 37%，全年有望实现利润扭亏。

图表 13: 公司 2018-2025H1 营收规模与增速



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

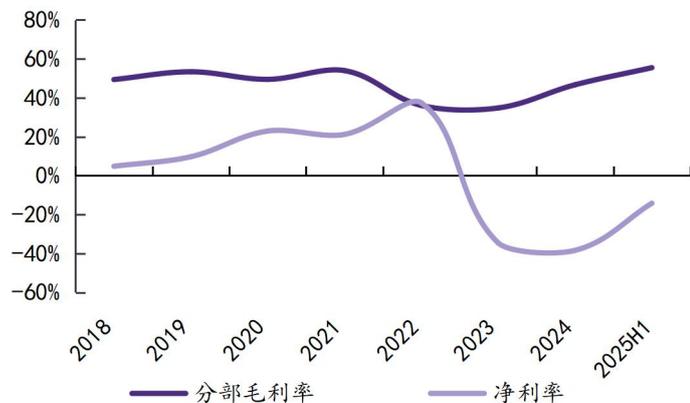
图表 14: 公司 2018-2025H1 利润规模与增速



资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

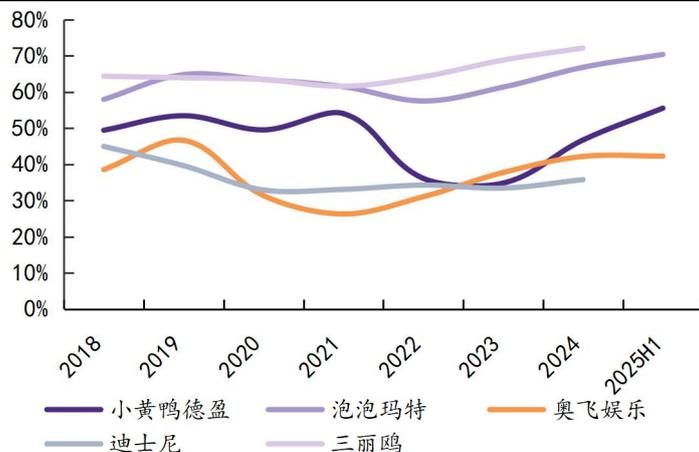
毛利整体稳健, 净利持续修复。从毛利率来看, 公司分部毛利率整体稳健, 较同业可比公司保持中位, 2025H1 分部毛利率较 2018 年增长 6pct 至 55.50%。从净利率来看, 2022 年商标转让收入及侵权赔偿推升净利率至最高点 37.40%, 2023 年因营收大幅下滑而费投持平下滑至最低点, 随后逐步回升, 2025H1 净利率环比 2024 全年修复 24pct 至 -14.16%。

图表 15: 公司分部毛利率及净利率



资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

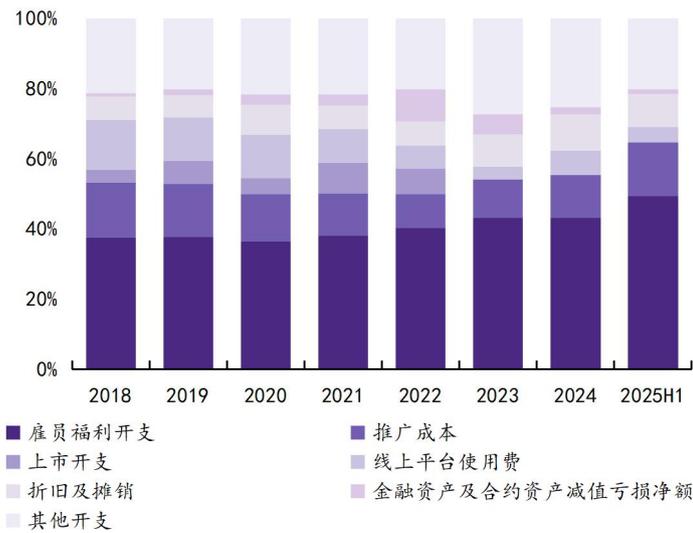
图表 16: 可比公司毛利率



资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

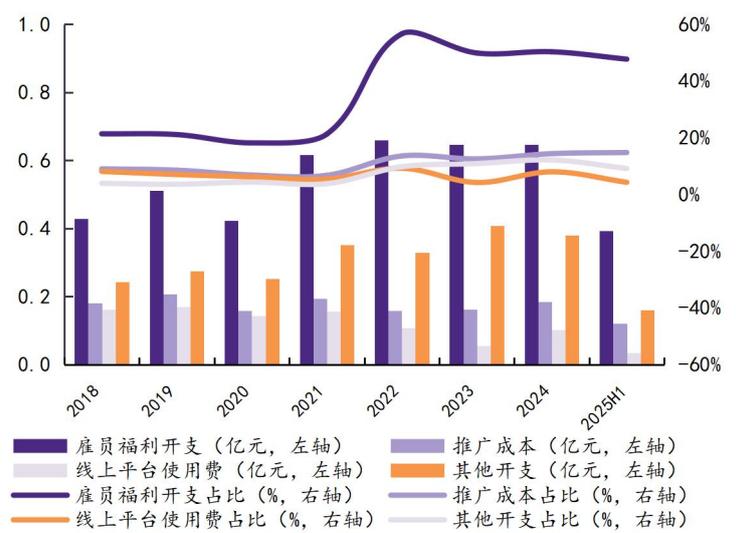
费投战略维稳, 员工薪酬居高。从费用端来看, 公司雇员福利开支结构占比最大且持续走高, 主要系 2023 年起公司为保持 IP 创新节奏, 调高薪资待遇以吸引设计人才所致, 同时营收下滑致使其占营收比重超过 50%, 2025H1 随营收增长同减至 47.66%; 其他支出仅次于雇员福利开支, 其中 IP 保护为主要支出项, 公司平均每年投入超一千万用以产权保护; 推广成本于疫情期间有所下降, 近两年公司锚定 IP+文旅陆续推出大型实体活动, 其占比略有上升; 线上平台使用费系向电商平台支付的佣金及服务费, 与公司电商业务同步变动, 占营收比重较 2018 年减少 4pct 至 4.24%。

图表 17: 公司各项费用开支结构占比



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 18: 公司核心费用开支占营收比重



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

转型阵痛逐步消退, 行至拐点预期向上。整体来看, 新冠疫情及战略转型对公司近几年业务经营带来一定阻力, 费投高位运行致使利润短期承压, 而随着疫情影响消退和新业务布局逐步完善, 公司业绩迅速修复。2025年起, 随着公司国内外多个文旅合作项目及自营城市乐园项目开启运营, 以及外延并购 IP 逐步落地/入表贡献增量, 考虑到当前潮玩 IP 行业高景气、国家政策大力促消, 叠加下半年含文旅消费旺季, 判断公司拐点已至, 未来有望持续向好。

2、 国际巨头主导, 国创奋起直追

2.1、 基本情况: 行业快速发展, 市场空间广阔

2.2.1、文化价值的商业变现, 行业进入发展快车道

知识产权跨领域延伸, 文化价值的商业变现。IP (Intellectual Property) 意为知识产权, 最早作为法律术语用于表示对原创知识成果的法律保护范畴, 由商标权、著作权、专利权等组成, 随后在互联网语境中衍生为具有开发价值的文化产品、品牌形象或创意内容的统称, 当前市场主流 IP 依据有无故事内容基础可分为内容 IP 与形象 IP 两大类。IP 授权指 IP 持有方 (版权方) 通过签订授权协议, 将自身拥有的知识产权中的部分或全部使用权, 在特定期限、特定区域内许可给被授权方使用, 并以此获取经济收益的商业行为, 其本质是 IP 价值的跨领域延伸与风险共担机制, 核心在于通过专业运营将 IP 的文化价值

转化为消费市场的商业价值。

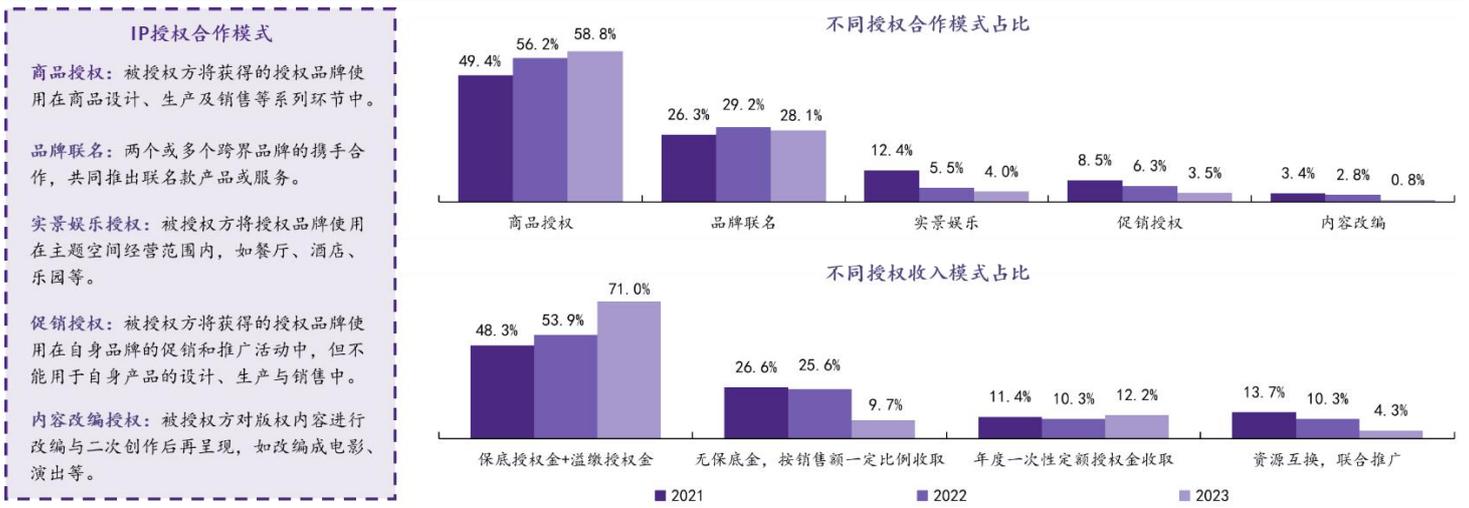
图表 19: IP 分类

对比维度	内容 IP	形象 IP
核心定义	以叙事为核心，通过完整故事线、世界观及角色弧光构建情感壁垒的 IP 形态（代表：漫威、哈利·波特、原神）	以视觉符号为核心，通过独特设计语言与潮流元素引发情感投射的 IP 形态（代表：Hello Kitty、KAWS、LABUBU）
价值核心	内容本身思想深度、文化内涵及角色命运带来的情感共鸣	视觉符号的文化隐喻、潮流属性及社交属性
创作逻辑	围绕“世界观构建-角色塑造-情节推进”展开，依赖工业化内容生产体系	围绕“视觉辨识度-潮流适配性-情感留白”设计，依赖设计师创意与圈层文化捕捉
变现路径	内容付费：电影票房、剧集点播、游戏流水 全品类衍生品：玩具、服饰等 实景娱乐：主题乐园、沉浸剧场	潮流商品：盲盒、手办、谷子 跨界联名：与家居、服饰等不同领域品牌推出联名商品 实景娱乐：文旅促销、城市营销、主题乐园
生命周期	头部 IP 可达 50 年以上，依赖持续内容更新延长周期	平均 3-5 年，受审美迭代与潮流周期影响大
用户特征	画像：依据故事类型各有不同，覆盖全年龄段 连接：通过价值观认同形成“精神共同体” 消费：高复购、高溢价	画像：Z 世代为主，女性消费者居多 连接：通过符号标签实现“圈层身份认同” 消费：冲动消费驱动，多数用户购买后发布社交动态
商业壁垒	工业化内容生产能力、全球分发网络、版权保护体系	设计师资源储备、粉丝社群运营、潮流趋势捕捉能力
核心风险	内容制作成本高，票房/流水波动风险 叙事逻辑漏洞导致粉丝流失	审美疲劳导致 IP 降温 盗版侵权严重
运营关键	世界观扩展：引入新角色/故事线 代际传承：家庭向内容设计，实现粉丝代际传递	快速试错：新 IP 孵化周期一般不超过 1 年，迅速推多个 社群共创：许多 IP 设计灵感来自用户提案

资料来源：Walt Disney 官网，三丽鸥公司官网，中外嘉宾授权 深圳展，华鑫证券研究

商品授权为主要模式，保底+分成系最佳选择。从合作模式看，中国 IP 授权合作类型可分为 5 种，其中商品授权为核心模式，占比逐年提升至 2023 年的 58.8%。从收入模式看，2023 年保底授权金+溢缴授权金的商业模式占比高达 71%。对授权方，该模式可在保证一定收益的基础上，分享合作带来的额外收益；对被授权方，虽然前期需要支付一定保底金，但若产品销售情况良好，也能够通过分成激励授权方提供更多的支持与资源。

图表 20: IP 授权商业模式



资料来源: 华经产业研究院, CLE 中国授权展, 华鑫证券研究

行业发展量质齐升, 多元拓展欣欣向荣。中国 IP 授权行业起步较晚, 早期市场以海外知名 IP 为主, 随着现代通信技术普及迭代, 文娱产业迅速发展, 催生大量优质国产 IP 抢占市场, 同时设计玩法趋向多元化, 潮流设计强化感官刺激, 内容营销重视情绪共鸣, 全方位提升消费体验, 头部授权商加快出海布局, 国际影响力持续扩大。

- **萌芽期 (1990-2008):** 中国 IP 授权行业始于 20 世纪 90 年代, 早期市场以引入海外知名 IP (迪士尼、漫威、宝可梦等) 为主, 2008 年《国家知识产权战略纲要》的顺利通过标志着中国开始建立起知识产权保护体系, IP 意识开始强化。
- **探索期 (2009-2015):** 随着互联网普及、新媒体崛起和文化消费升级, 中国 IP 授权行业进入探索阶段, 《巴啦啦小魔仙》、《喜羊羊与灰太狼》等爆款国产动画电影带动周边产品销售热潮, 大量网文 IP 被改编为影视、动漫、游戏并通过授权将生命线延展至实体商品、线下娱乐等全产业链。
- **快速发展期 (2016-至今):** 文娱产业高速发展, Z 世代接棒消费主力, 推动以国潮、二次元、网络热梗为代表的精神文化消费需求爆发, 情绪价值跃升为产品服务核心价值之一。2023 年中国授权市场规模超越德国, 位列全球第四, 2014-2023 年 CAGR 达 10.63%。2024 年潮玩兴起, 泡泡玛特 LABUBU 爆火, 并于 2025 年打败 Hello Kitty 成为亚洲第一 IP, 并入选全球潮玩 IP 影响力 TOP10, 中国 IP 的国际竞争力进一步跃升。

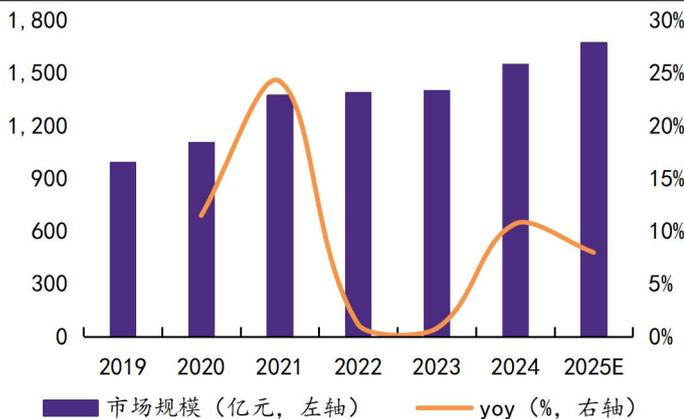
图表 21：中国 IP 授权行业发展历程



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

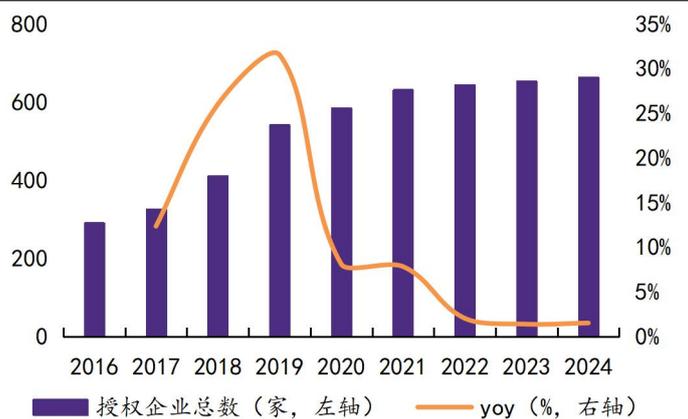
市场规模稳健增长，玩家数量逐渐饱和。中国 IP 授权市场规模持续快速攀升，2024 年市场规模同增 11%至 1551 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 9.35%；预计 2025 年市场规模将进一步增长 8%至 1675 亿元。随着行业快速发展，活跃授权企业总数也从 2016 年的 291 家增长至 2021 年的 632 家，5 年 CAGR 达 16.78%；2022 年起，市场竞争白热化，玩家数量接近饱和，增速显著放缓，2024 年活跃企业总数同增 2%至 664 家。整体来讲，中国 IP 授权行业已从初期扩量转向中期提质，进入壁垒逐步成型。

图表 22：中国 IP 授权行业市场规模与增速



资料来源：中商产业研究院，中国玩协，华鑫证券研究

图表 23：中国 IP 授权行业活跃企业数量与增速



资料来源：中国玩协，华鑫证券研究

2.2.2、全链布局趋于成熟，线上线下深度融合

价值增值环环相扣，全产业链布局趋于成熟。中国 IP 授权产业链是一个环环相扣的价值增值系统。上游是 IP 的创作方与持有方；中游是核心的授权运营与生产制造，版权方或

授权代理平台及制造商对 IP 进行价值评估、市场定位与商业化设计，并批量生产，将 IP 形象转化为服装、玩具、文具、食品等各类实体商品或主题场景；下游为渠道销售，通过线上下门店、会展、主题场景等为消费者提供商品与服务，而市场表现与情绪反馈又会逆向推动上游 IP 的孵化和运营，从而形成一个持续循环、共生共赢的产业生态闭环。

图表 24：中国 IP 授权产业链



资料来源：头豹研究院，艾瑞咨询，华鑫证券研究

- 上游：内容与形象共存，国创 IP 奋起直追。目前，中国市场内容 IP 与形象 IP 并重，国创 IP 与海外 IP 争锋。海外 IP 如迪士尼、三丽鸥等经数十年发展，全球化布局体量庞大，品牌心智十分成熟，构建稳定商业帝国。对于国创 IP，近十年来中国文娱产业蓬勃发展，诞生诸如原神、庆余年、哪吒等优质内容 IP，同时以泡泡玛特、TOP TOY 为代表的潮玩 IP 异军突起，推动中国潮玩产业落地生花，头部企业加速追赶并实现超越。2025 年天猫 618 期间，以 IP 相关商品交付 GMV 计，泡泡玛特力压迪士尼与三丽鸥，登上淘系玩具潮玩成交榜 TOP 1。

图表 25: 中国市场主流 IP 版权方

	IP 版权方	代表 IP	经营规模	
国外	内容 IP	迪士尼	漫威、冰雪奇缘、星球大战、小熊维尼、米老鼠等 2024 财年营收 914 亿美元，其中商品 IP 授权收入 37.84 亿美元，授权品类包括玩偶、饮食、服饰、家居等，主题乐园及体验业务营收 342 亿美元（以衍生品为主）	
		华纳兄弟	哈利·波特、DC 超级英雄 2024 财年营收 116 亿美元，其中影视发行及内容授权板块营收 92 亿美元	
		NBC 环球影业	侏罗纪公园、功夫熊猫、神偷奶爸等 2024 财年营收 111 亿美元，其中内容授权收入 81 亿美元	
		万代南梦宫	高达、七龙珠、海贼王、Jump Comics（游戏）等 2024 财年营收 12338 亿日元（约合人民币 601.7 亿元），涵盖游戏、玩具、IP 制作（影视）和娱乐业务	
		美泰	芭比娃娃 2024 财年营收 53.8 亿美元，包括娃娃类、汽车玩具类、婴幼儿类以及可动人偶等 4 类商品	
		孩之宝	变形金刚、小马宝莉等 2024 财年营收 41.36 亿美元，其中消费品（玩具销售及品牌授权）营收 25.44 亿美元	
		宝可梦	宝可梦 2024 财年营收 4109.32 亿日元（约合人民币 196 亿元）	
		任天堂	马里奥、塞尔达等 2024 财年 IP 衍生收入 927 亿日元（约合 44.2 亿元人民币）	
国外	形象 IP	三丽鸥	Hello Kitty、大耳狗等 2025 财年营收约合人民币 8.16 亿元，其中 IP 授权销售额 4.33 亿元	
		Jellycat	巴塞罗熊、邦尼兔、趣味花生、活泼茄子等 2024 财年营收约 3.33 亿英镑（约人民币 32 亿元），销售 IP 毛绒玩具	
国内	内容 IP	腾讯游戏（港股）	王者荣耀、英雄联盟、和平精英等 2024 年营收 1977 亿元，以游戏为主，IP 授权与衍生品未披露	
		米哈游	原神、崩坏：星穹铁道、未定事件簿等 2024 年营收 273.4 亿元，以游戏为主，其中 IP 授权业务预计营收数亿元，2024 年天猫双十一潮玩销售破亿元	
		阅文集团（港股）	庆余年、诡秘之主等 2024 年营收 81.2 亿元，其中 IP 版权运营及其他收入达 40.9 亿元，衍生品 GMV 首次突破 5 亿元（卡牌超 2 亿元）	
		阿里影业（改名大麦娱乐，港股）	甄嬛传、山河令、藏海传、觉醒年代等 2025 财年营收 67.02 亿元，其中 IP 衍生业务（含 IP 授权，以阿里鱼为主体）收入 14.33 亿元（同增 73%），以代理 IP 为主，通过锦鲤拿趣孵化、开发潮玩自主 IP	
		光线传媒	哪吒之魔童降世、哪吒之魔童闹海、大鱼海棠等 预计 2025 年上半年营收超 40 亿元，其中 IP 衍生品营收超 10 亿元	
		奥飞娱乐（A 股）	喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙、铠甲勇士等 2024 年营收 27.15 亿元，其中玩具销售 10.26 亿元	
	国内	形象 IP	泡泡玛特（港股）	LABUBU、Molly、DIMOO、PUCKY、THE MONSTERS 等 2024 年营收 130.38 亿元（同增 107%），包含手办（69.4 亿元）、毛绒玩具（28.3 亿元）、MEGA 系列（16.8 亿元）、衍生品及其他（15.8 亿元）四大品类
			TOP TOY（名创优品，港股已递表）	大力招财、卷卷羊、糯米儿等 2024 年营收 19.09 亿元，其中潮玩产品营收 18.24 亿元，IP 授权收入 0.36 亿元，自研产品收入占比近 50%
			TNTSPACE	DORA、BabyZoraa、Liita、BoyRayan、ANM00 2024 年 GMV 达 9 亿元，以潮玩产品为主，年销售盲盒约 2000 万只
			52TOYS（乐自天成，港股已递表）	猛兽匣、Sleep、Nook、胖哒幼 PandaRoll 等 2024 年营收 6.3 亿元，其中自由 IP 收入 1.54 亿元，IP 玩具涵盖玩偶、变形机甲及拼装玩具、毛绒玩具及衍生周边等，以授权代理 IP（如蜡笔小新）为主
	小黄鸭德盈（港股）	B. DUCK、BUFFY、DONG DUCK 等 2024 年营收 1.29 亿元，包含商品授权、实景娱乐授权、推广授权等		

资料来源：深企投产业研究院，中国玩协，中外玩具网，TOP TOY 招股书，尺度商业，界面新闻，雷报，华鑫证券研究

- **中游：阿里鱼资源整合优势显著，成为国内最大授权代理商。**授权代理方面，阿里鱼以“电商生态+全域运营”为核心优势，构建了覆盖游戏动漫、文博文创、影视剧综等多领域的 IP 服务体系。以三丽鸥家族合作为例，2024 年阿里鱼提供“IP2B2C”全链路模式支持，推动超 200 家品牌与三丽鸥达成授权合作，累计 3 万余个 SKU 全新商品投入市场，并为其量身定制 6 场主题营销活动，通过整合生

态资源为 IP 和商家导入超 33 亿流量曝光支持，使三丽鸥在电商渠道搜索热度同增 110%。2025 年，阿里鱼以零售额约 41 亿美元位列全球顶级授权代理商第 6 位，较 2023 年上升 5 位，两年时间销售额增长近十倍，并成为首个进入榜单前十的中国授权代理商。在生产制造端，则普遍以中小企业代工为主要模式。生产制造方面，行业以中小企业代工为主，在回避重资产投入的同时，以规模效应摊薄成本。

图表 26：2025 全球顶级授权代理商排行榜的中国企业

名次	公司	零售额（美元）	排名变动
6	阿里鱼	41.00 亿	+5
12	艺洲人	31.00 亿	-
41	安素	2.50 亿	新入榜
46	羚邦动画	2.09 亿	-4

资料来源：国际授权业协会，雷报，华鑫证券研究

- 下游：线上线下深度融合，氛围体验驱动增长。**线上以电商平台为核心阵地，天猫、京东、抖音电商等依托官方旗舰店与直播带货等新型模式激发消费热情。线下在体验式消费拉动下活力凸显，除泡泡玛特、TOP TOY 等官方品牌店外，潮玩星球、三月兽等连锁谷子店亦成为流量焦点，结合 IP 主题与互动体验吸引客流，目前国内一二线城市的超 60 个核心商圈都在陆续打造二次元消费城市地标，除上海领跑以外，北京吃谷地至少 220 家，广州和深圳两市合计谷店近 300 家。

图表 27：国内部分 IP 周边零售品牌

店铺	成立时间	门店数	简介
潮玩星球	2017	超 110 家	客单价 50-100 元，依托于艾漫丰富 IP 资源，扩张速度较快，2023 年新开 60+ 门店，2025 年仍有 80-100 家拓店计划，合作 IP 包括柯南、JPJP 的奇妙冒险、鬼灭之刃、非人哉、魔道祖师、原神、恋与制作人等。
多摩万事屋	2023	超 10 家	主打授权同人谷的连锁店，以周为单位进行店铺 SKU 的更新，仅创立一年左右，但势头迅猛，计划年底前将门店拓展至百家
黑扎咔	2023	超 50 家	计划 2025 年底前开出 100+ 家门店，拥有天官赐福、时光代理人、未定事件簿、排球少年、文豪野犬、原神等国内外热门 IP，目标成为谷子店连锁领跑者。
Goods love	2023	约 40 家	客单价 80-100 元，拥有时光代理人、排球少年、雪山归途、星瞳等 IP。
暴蒙	2013	超 50 家	二次元“国谷之光”，客单价 30-60 元，目前已与新世界福音战士、排球少年、道诡异仙、狐妖小红娘等热门 IP 展开合作
漫库	2019	超 20 家	瞄准 14 岁左右年轻群体，背靠力潮文创，拥有排球少年、斗罗大陆、咒术回战、间谍过家家等 149 个热门 IP，南昌单店复购率可达 74%
谷谷逛谷 GuGuGuGu	2023	超 30 家	背靠母公司路画影视，打造谷子+咖啡+互动体验，拥有铃芽之旅、灌篮高手、间谍过家家、排球少年！垃圾场决战、罗小黑战记等国内外热门动漫 IP。
三月兽	2021	超 30 家	万代代理商起家，引进过海贼王、死神、火影忍者等多部头部日漫，与国内外 IP 方有十余年合作，能够拿到很多独家 IP 与产品，可与日厂谈热门产品再贩。
墟弥 Goods	2023	超 20 家	客单价 50-100 元，拥有天官赐福、排球少年、恋与制作人、时空中的绘旅人、鬼灭之刃、不健全关系、二哈和他的白猫师尊、全职高手、狐妖小红娘等热门 IP

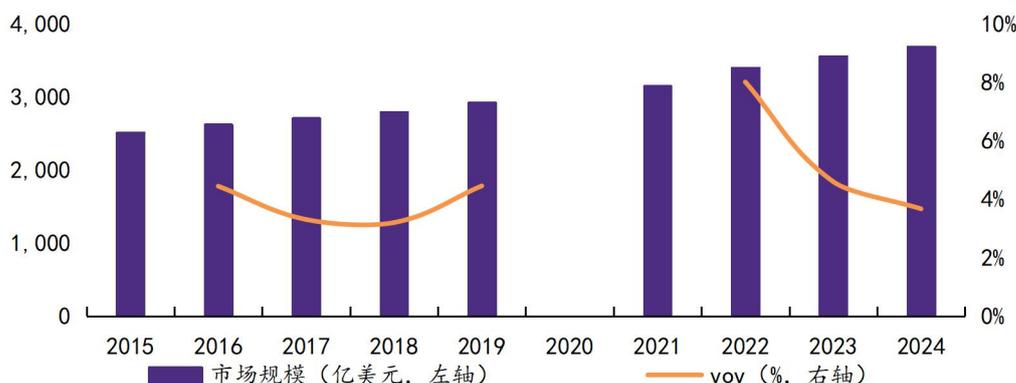
模玩熊	2018	超 9 家	线上店铺业绩常年霸榜动漫模型类前三，新成立子品牌“谷子熊”，专注于企划、目前已同蓝色监狱、盗墓笔记、灵能百分百、路人超能 100 等 IP 推出自研谷子产品
bilibiliGoods	2020	9 家	B 站旗下文化创意衍生品品牌，主要产品包括 bilibili 22/33，小电视形象等官方商品，自有 IP 喵铃铛等对外授权合作及其相关商品；知名授权 IP 有一人之下、狐妖小红娘、女神异闻录、clamp 等动漫游戏作品形象的商品。

资料来源：中商产业研究院，IP 角研社，华鑫证券研究

2.2.3、市场空间：美国市场占比过半，中国市场空间广阔

全球市场平稳扩容，多元发展韧性强劲。近年来，在经济不确定性持续、通胀压力高企情况下，全球授权商品与服务零售额规模保持稳健增长，在体育、娱乐、名人、时尚等多个领域呈现多样化的扩张趋势。2024 年全球授权商品与服务零售额同增 4% 至 3696 亿美元，再创历史新高，展现强劲韧性与持续动能，2015-2024 年 CAGR 为 4.36%。

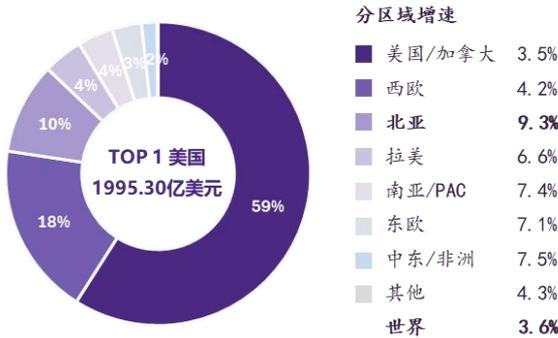
图表 28：全球授权商品服务零售额规模与增速



资料来源：国际授权业协会，华鑫证券研究

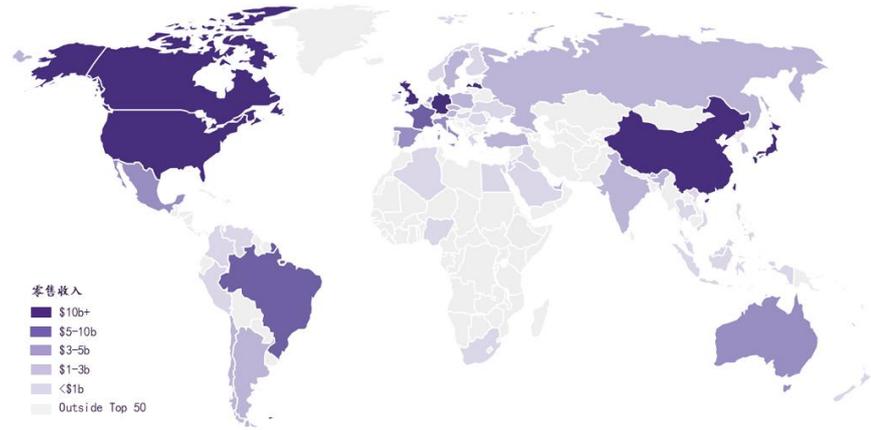
美国占据霸主地位，亚洲市场快速增长。分区域来看，美加市场发展成熟，占据全球授权市场的 59%，其中美国凭借其健全完善的影视产业与知识产权保护体系，以 1995.30 亿美元的市场规模一骑绝尘；欧洲市场紧随其后，占据全球市场的 21%；亚洲市场迅速崛起，北亚/南亚地区分别以 9.3%/7.4% 的增速跑赢大盘，市场规模位列第三。

图表 29: 2023 年全球授权商品服务零售额分布



资料来源: 国际授权业协会, 华鑫证券研究

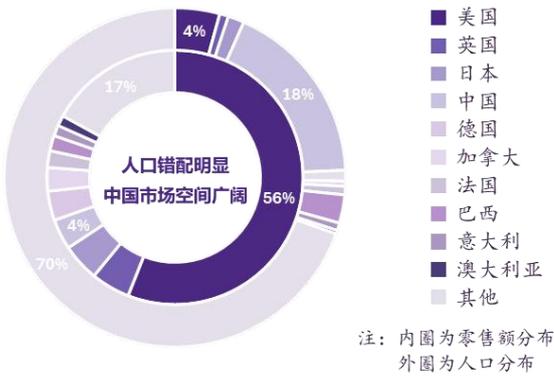
图表 30: 2023 年全球授权商品服务零售收入分布



资料来源: 国际授权业协会, 华鑫证券研究

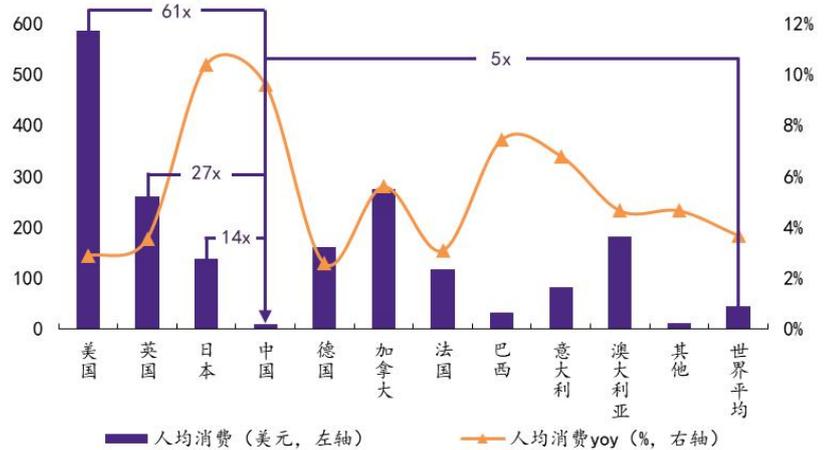
全球市场存在错配, 中国增量空间广阔。从人均消费来看, 全球授权零售额分布与人口错配明显, 美国以全球 4% 的人口占据 56% 的市场份额, 中国人口占比达 18% 而市场份额仅 4%, 人均消费约 9.66 美元, 是美国的 1/61 (美国人均消费 586.86 美元)、日本的 1/14 (日本人均消费 137.70 美元) 及世界平均水平的 1/5 (世界人均消费 44.31 美元)。若对标美/日/世界人均 IP 消费水平, 以 2023 年人口计, 中国市场规模约为 8366.68/1963.19/631.79 亿美元, 增量空间达 8228.95/1825.46/494.06 亿美元, 前景广阔。

图表 31: 2023 年全球授权商品服务零售额分布与人口错配



资料来源: 国际授权业协会, 华鑫证券研究

图表 32: 2023 年各国授权商品服务人均消费及增速

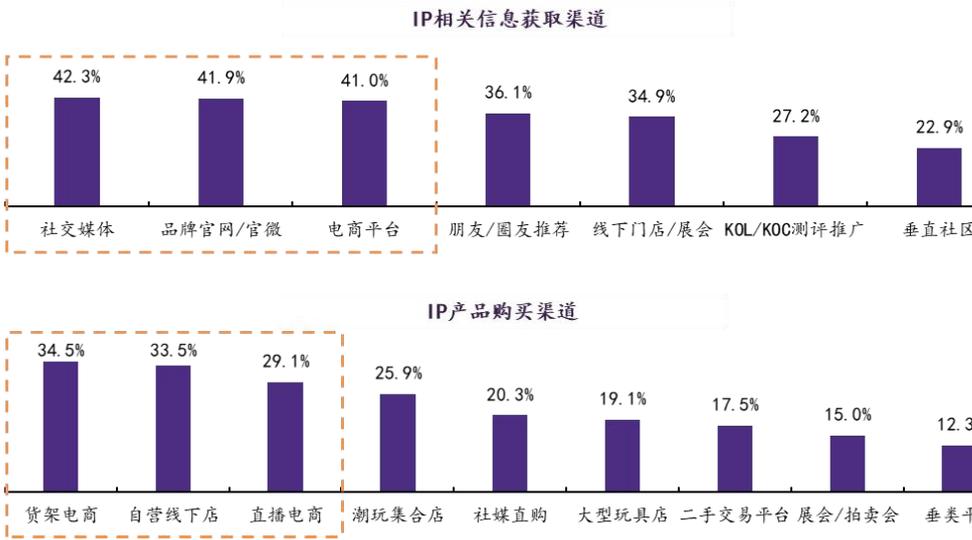


资料来源: 国际授权业协会, 华鑫证券研究

线上线下双轨并行, 潮玩爆发竞争加剧。中国 IP 授权行业的渠道格局已形成线上 (综合/内容/跨境电商) 与线下 (集合店/专卖店/沉浸式场景) 并重的全渠道体系。线上渠道消费者基数更大、增长更快, 渗透率已超过 60%; 线下渠道则在 IP 曝光、品牌体验与高端消费中保持重要作用。**线上渠道来看,**社媒成为 IP 产业触达消费者的重要通路, 电商平台系主要购买渠道, 特别是 2025 年潮玩爆发, 淘宝天猫 618 类目销售再创历史新高, 超 2400 家店铺实现同比三位数增长, 行业高景气延续。**线下渠道来看,**随着潮玩概念兴起和谷子

经济破壁增长，线下零售转型加速，终端谷子店、潮玩店数量激增，截至 2024 年底，国内潮玩门店总数较年初净增 1116 家至 3770 家。

图表 33：中国 IP 授权行业线上渠道迅速发展



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 34：2025 年 618 天猫榜单



资料来源：中国经济网，华鑫证券研究

2.2.4、增长驱动：多因驱动供需升级，行业发展蓬勃向上

中国 IP 授权行业近年来展现出蓬勃的发展势头，其背后是政策支持、市场需求、技术革新等多重因素共同驱动的结果。

- **政策驱动产业发展。** 国家通过加强版权保护与执法，严厉打击侵权盗版，为 IP 的创作和交易营造安全可信的市场环境。与此同时，政策从消费端积极引导，鼓励开发具有文化特色的原创 IP，并将动漫、游戏等衍生品消费作为提振内需的重要抓手；推动文旅融合与新型消费场景建设，直接激励文学、影视、动漫等不同形态知识产权的相互转化与商业化应用，从顶层设计上为 IP 授权行业提供从确权保护到商业变现的全链路支持。

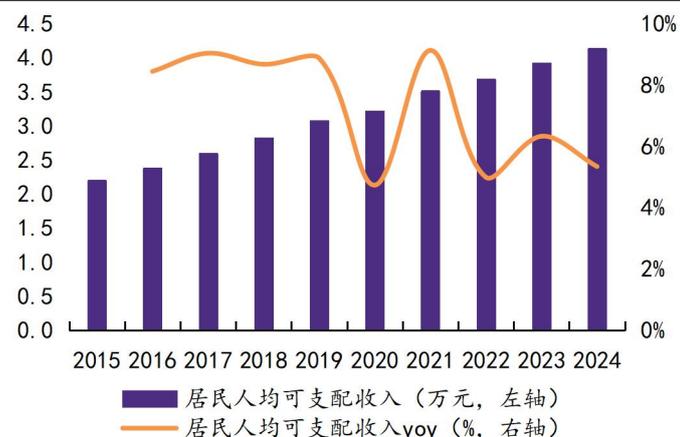
图表 35：行业相关政策

政策名称	颁布时间	颁布主体	重点内容
《关于加快推进版权事业高质量发展的意见》	2025-07	国家版权局	提出加强重点网站平台版权监管，完善重点作品版权保护预警及侵权防控机制建设，强化重点领域版权专项整治。加大对影视和网络视听、网络文学、电商、搜索引擎等领域的版权保护力度。依法惩治版权领域恶意维权、虚假维权和非法集体管理等不法行为。
《提振消费专项行动方案》	2025-03	国务院	提出强化消费品牌引领。聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，分类制定提升服务品质政策，打造更多中国服务品牌。将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。
《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	2025-01	国务院	提出实施“百城百区”文化和旅游消费行动计划，将更多优质资源投向文旅领域；打造新型消费场景，支持在文博场馆、景区、街区等打造沉浸式体验空间，推动文学、动漫、游戏、演艺、影视等知识产权相互转化，建设空间型虚拟现实体验项目。
《推动知识产权高质量发展年度工作指引》	2024-03	国家知识产权局	指引旨在深化 IP 保护运用，主要目标包括加强 IP 法制保障、提高审查质量效率、推进专利转化运用、完善保护体系和提升公共服务效能。强调以质量和价值为导向，促进知识产权质的有效提升和量的合理增长。
《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》	2022-12	国务院	提出促进消费投资，推动 IP 授权产品和服务市场需求增长。随着居民消费水平提升，消费者对具有文化内涵、创意设计的 IP 授权产品需求将不断增加，促使 IP 授权企业加大创新投入，推出更多符合市场需求的优质产品。强调建设高标准市场体系，加强知识产权保护，有利于维护 IP 授权企业的合法权益，激发企业创新活力，促进 IP 授权行业健康发展。
《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	2022-12	国务院	旨在强化知识产权保护，促进知识产权合理运用，激发创新活力，构建新发展格局。规划提出完善知识产权法律政策体系、加强司法和行政保护、提升知识产权服务能力、推进国际合作等目标。
《关于推动数字文化产业高质量发展的意见》	2020-11	文旅部	旨在实施文化产业数字化战略，促进数字文化产业高质量发展。针对 IP 板块，强调培育塑造一批具有鲜明中国文化特色的原创 IP，充分运用动漫游戏、网络文学、网络音乐、网络表演、网络视频、数字艺术、创意设计等产业形态，推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展，打造更多具有广泛影响力的数字文化品牌。

资料来源：头豹研究院，中国政府网，华鑫证券研究

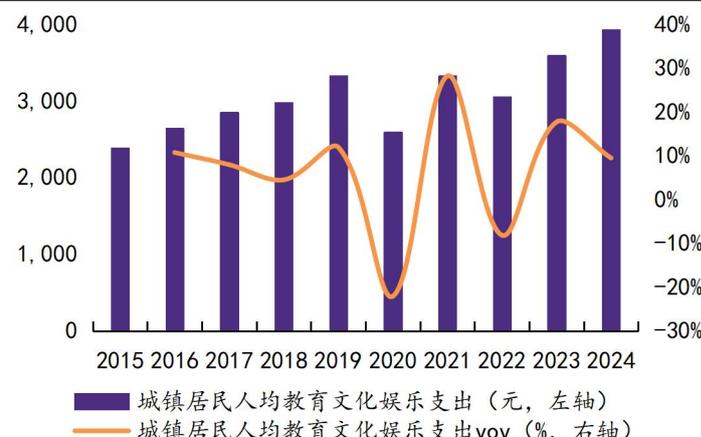
- **Z 世代情绪消费推升需求。**从需求端看，中国 IP 授权市场高速发展也直接得益于消费能力的提升与消费观念的转变。随着居民人均可支配收入的稳步增长，人们在文娱领域的消费支出水涨船高，为 IP 衍生品创造了广阔的购买基础。更重要的是，逐渐接棒消费主力的 Z 世代群体更愿为情感共鸣和圈层认同买单，消费占比近 86%；IP 产品已成为其表达个性、寻求精神慰藉的重要载体，高达 90% 的受访群体计划在未来一年增加/持平 IP 消费支出，这种“情绪消费”的崛起显著放大 IP 商业价值，驱动授权市场规模扩张与品类创新。此外，18 岁以下群体（α 世代为主）购买率显著高于 Z 世代，生于网络时代使其对潮流文化接受良好，推测消费占比低主要系受限于经济不独立，购买力尚未释放；尽管随着出生率下滑其结构占比会有所下滑，但结合日本发展经验，α 代新生力量叠加 Z 代坚实大盘，下一轮消费代际更替后市场规模仍有望进一步攀升。

图表 36: 2024 年中国居民人均可支配收入突破 4 万元



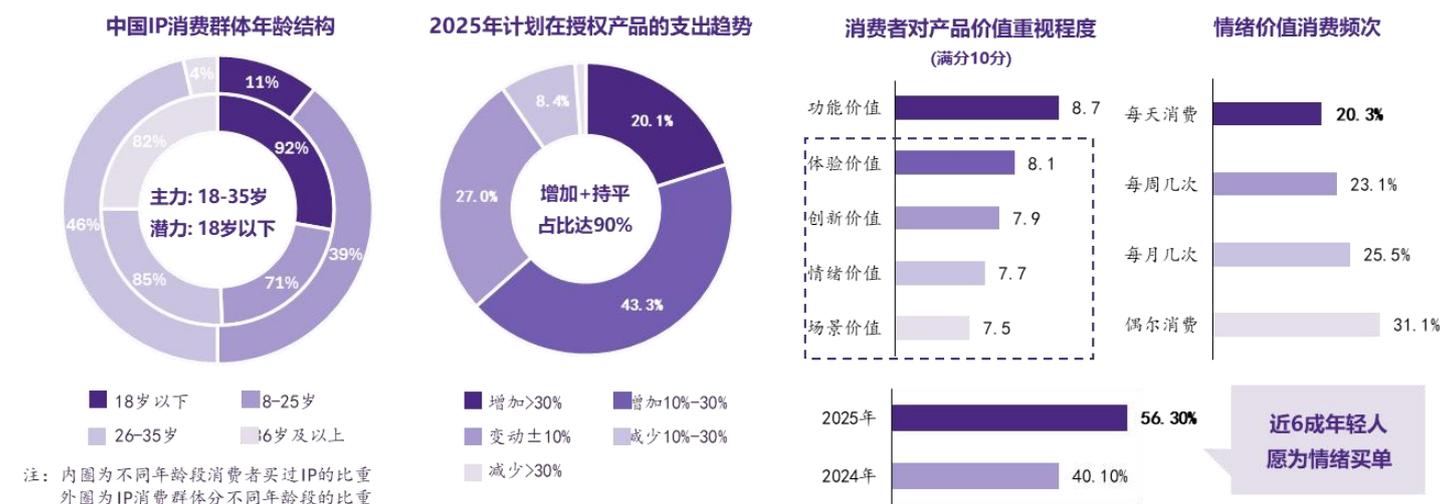
资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

图表 37: 中国城镇居民人均文娱支出持续增长



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

图表 38: Z 世代接棒消费主力为情绪买单



资料来源: 头豹研究院, 艾瑞咨询, 汉博商业, CLE 中国授权展, 中国玩协, 华鑫证券研究

- **AI 赋能产业革新。** AI 在影视文娱、游戏、旅游业等行业具备广泛的应用场景，核心主线就在于内容生产力的释放与升级，推动 IP 产业及其联动产业生态协同升级。一方面，整体提升产业工业化水平，形成 AI 赋能全流程的工业化生产体系；另一方面，AIGC 赋能精品内容形成 IP 全生态开布局，延长优质 IP 生命周期，释放内容生产者的效能，使其专注于创意与情感共鸣等方向的纵深挖掘。

图表 39：新质生产力对文娱产业的影响

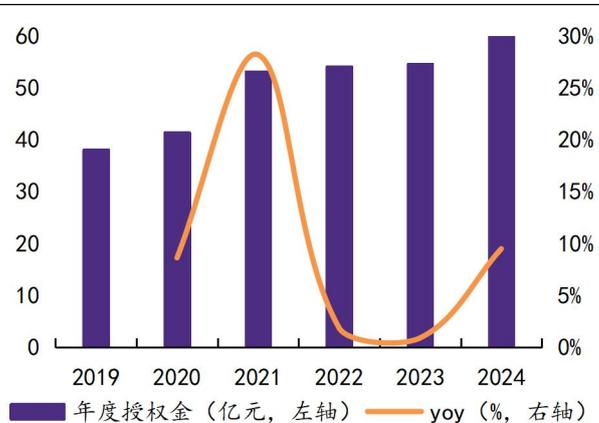


资料来源：三川汇文化科技，易观分析，华鑫证券研究

2.2、竞争格局：海外巨头主导，国创奋起直追

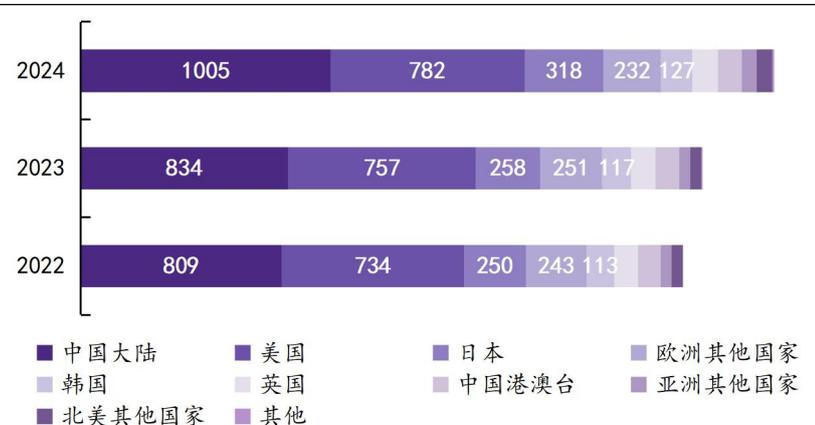
授权收入稳健增长，本土 IP 占比提升。近年来中国品牌授权市场快速发展，2024 年年度授权金市场规模同增 10%至 59.9 亿元，2019-2024 年 CAGR 达 9.41%，展现强劲动能；市场 IP 数量同增 6%至 4782 个，其中中国大陆及港澳台 IP 数量占比同增 3pct 至 39.92%，本土 IP 创作活力与竞争力持续提升。

图表 40：中国年度授权金市场规模与增速



资料来源：奥飞娱乐2024年年报，CLE中国授权展，中国玩协，华鑫证券研究

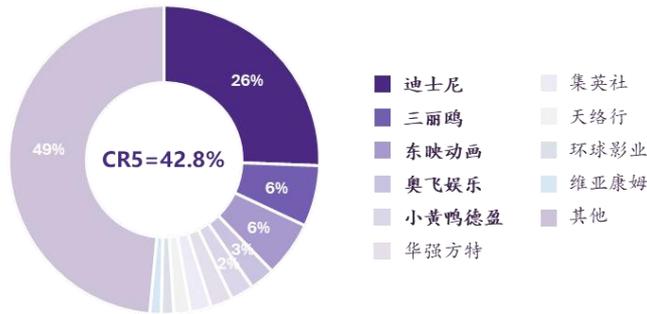
图表 41：中国授权市场 IP 所属地域分布



资料来源：IP新商业，中国玩协，华鑫证券研究

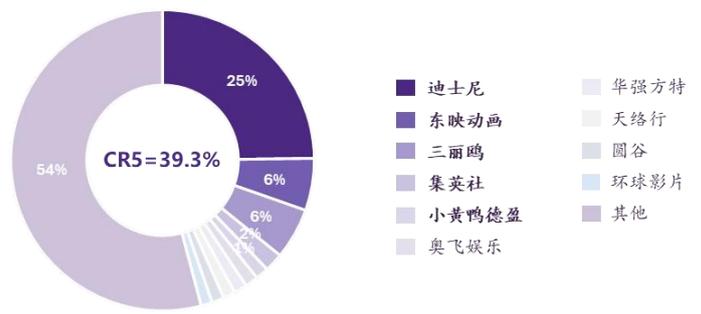
海外巨头主导，国创差距悬殊。中国角色授权市场格局相对分散，随着授权企业与 IP 数量持续上升，行业集中度有所下降，前五大版权方市场份额从 2020 年的 42.8% 下降至 2023 年的 39.3%，市场竞争进一步加剧。此外，虽然国创 IP 数量持续增长，但头部市场依旧长期被海外 IP 占据，呈现国创 IP 多而散、海外 IP 少而精的局势。2023 年迪士尼以 25% 的绝对优势稳居榜首，而前五名中仅小黄鸭德盈一家中国企业，国创 IP 公司较其仍有较大差距。2025 年，中国共有三家公司入选《2025 全球顶级授权商排行榜》，分别为奥飞娱乐（第 44 位，零售额 7.22 亿美元）、小黄鸭德盈（第 46 位，零售额 7.00 亿美元）和天络行（第 51 位，零售额 6.12 亿美元）。

图表 42：2020 年中国角色授权竞争格局(按授权收益计)



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

图表 43：2023 年中国角色授权竞争格局(按授权收益计)



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

图表 44：中国市场头部 IP 版权方业务模式对比

IP 类型	海外授权商				国内授权商	
	迪士尼	三丽鸥	东映动画	奥飞娱乐	小黄鸭德盈	天络行
自有内容 IP + 自有形象 IP 内生外延矩阵多至 200+	自有形象 IP 为主 + 延展内容 旗下 IP 达 450 个	自有内容 IP 以《龙珠》、《海贼王》为核心支柱	自有内容 IP + 授权 IP	自有形象 IP + 拓展内容 IP + 授权 IP	自有形象 IP + 拓展内容 IP + 授权 IP	自有形象 IP + 授权 IP 侧重中式美学
业务模式	深度融合内容、零售与体验，构建全产业链生活方式帝国。2025 年以零售额 620 亿美元位列全球授权商排行榜第 1 名。	本土化深耕与数字化升级。与阿里鱼深度合作强化线下体验，全渠道系统提升运营效率。2025 年以零售额 84 亿美元位列全球授权商第 10 名。	经典 IP 巡回变现，通过期间限定店、主题展等形式，持续激活粉丝消费。2025 年以零售额 70 亿美元位列全球授权商排行榜第 13 名。	全产业链运营与 IP 年轻化。从动画到玩具、婴童、潮玩、实景娱乐全面布局。2025 年以零售 7.2 亿美元位列全球授权商排行榜第 44 名。	“IP+”生态扩张，轻量化运作，通过 IP+商品零售/角色授权/实景文旅/游戏协同发展。2025 年以零售额 7 亿美元位列全球授权商排行榜第 46 名。	轻资产授权与潮流化运作，专注于 IP 形象设计、品牌联名和授权管理。2025 年以零售额 6.1 亿美元位列全球授权商排行榜第 51 名。
商品授权与销售	2024 年 12 月以来，大中华区《疯狂动物城》相关授权业务实现 3 倍增长，预计截至 2025 年底将发布超过 2000 款相关授权产品。此外，亚太区消费品跨境发展业务同增 45%，已有 70 多家跨境发展业务合作伙伴。	2024 年超 200 家品牌与三丽鸥家族达成授权合作，累计 3 万余款 SKU 新品投入市场，并在全国核心城市新开 20 家官方门店。	2017 年成立东映（上海）品牌管理有限公司，重点负责知识产权服务、品牌管理、市场营销策划等业务，与多家被授权商合作，商品涵盖谷子、盲盒、文具、毛绒玩偶、日用品等多种品类。	2024 年除基于自有 IP 开发产品外，还与米哈游、叠纸、网易、B 站等合作，协同三福百货、名创优品、杂物社等知名潮玩渠道，陆续推出多个 IP 主题产品。	2024 年与 530 家被授权商达成合作，线下授权门店超 1000 家，累计 SKU 超 5 万个。2025 年旗下新增国产动画《凹凸世界 Reborn》，公司为其代理商品产销。	覆盖 IP 全产业链的品牌管理公司，提供 IP 全生命周期运营及相关市场衍生的商业化服务，2025 年国内授权商已超过 100 家。

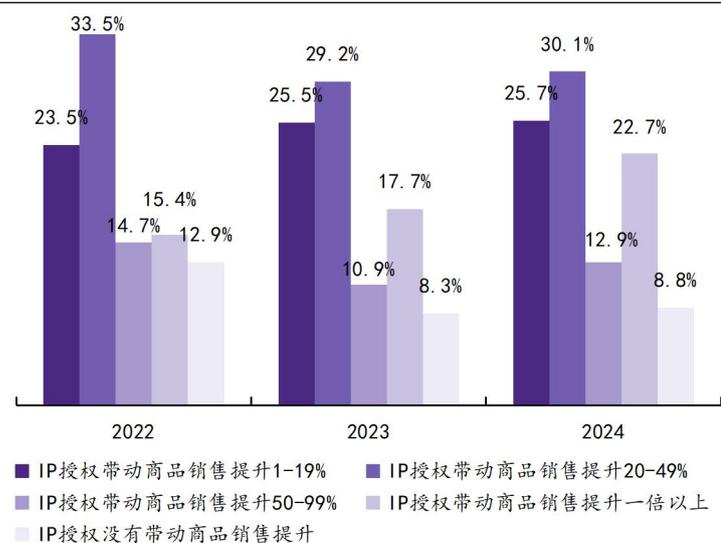
实景娱乐	2024 年上迪客流量 1400 万人次，港迪客流量 770 万人次。2025 年启动上海迪士尼乐园第九大主题蜘蛛侠园区扩建，并官宣二期项目规划，总面积约 2.7 平方公里，预计建成后面积翻倍。	以每季度 2-4 场主题活动的频率，举办艺术展、快闪活动，开设主题餐厅等（三丽鸥嗨翻节、Hello Kitty 可持续艺术展、Hello Kitty 50 周年等）。	近年举办多场线下活动，包括围绕单一 IP 开展的快闪活动（如数码宝贝主题限定店等）；以版权方名义开展的快闪活动（东映动画期间限定店）；还有基于知名经典 IP 推出主题展览（如航海王动画 25 周年特展等）。	开设奥飞欢乐世界室内乐园，与欢乐谷等共同打造“超级飞侠训练营”等主题乐园项目。2024 年底，奥飞环梦之乡落户浙江湖州，项目总投资约 25 亿元，分三期建设。	2025 年自营城市乐园项目运营，5 月与乡伴集团合作的首个小黄鸭亲子度假村开业，7 月黄果树小黄鸭多彩漂流乐园开业，初期每天接待 500 人次，并以每天增加 100 人次的速度递增。2025 年上半年实景娱乐收入约 1 亿元。	无
影视动画	发布 2026 “史上最强”片单，除了玩具总动员、冰雪奇缘、疯狂动物城、复仇者联盟等长青系列 IP 新作，还有时隔近 20 年重启的《穿 prada 的女魔头》，正如去年的《星际宝贝史迪奇》。	2024 年将抖音原创动画短片更新频率升级为周更，全年社媒总阅读量突破 2 亿次，用户互动量超 750 万次；阿里鱼定制全新科幻冒险题材动画短片预计于 2026 年暑期上映。	2023 年上映《灌篮高手》，中国内地票房达 6.59 亿元；同年联合开心麻花共同出品原创音乐动画《辣糖甜心》，上半年全网播放量超过 61.8 万。	2024 年推出超级飞侠第 16-17 季，铠甲勇士第六季、量子战队第二季以及动画电影《喜羊羊与灰太狼之守护》等。2025 年《喜羊羊与灰太狼之异国破晓》票房约 6200 万元。	无	无

资料来源：国际授权业协会，消费物语，东西文娱，上海国际旅游度假区，知酷文旅，SHANGHAIWOW，中外玩具网，界面新闻，新浪财经，南都娱乐，天络行，奥飞娱乐，小黄鸭德盈，腾讯新闻，华鑫证券研究

2.2.1、商品授权：商品矩阵全品类覆盖，动漫+玩具为消费主流

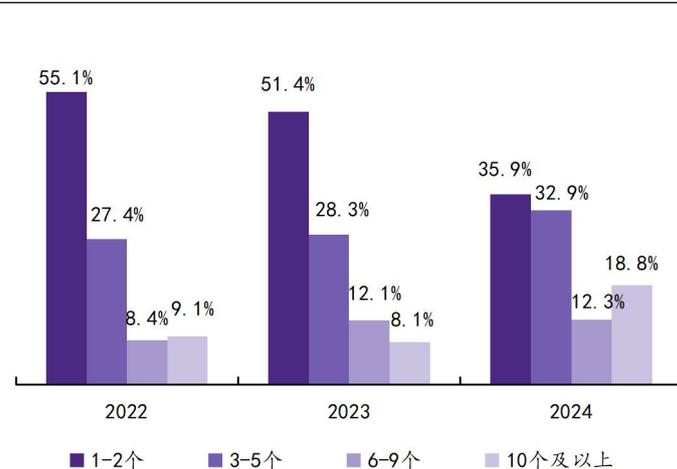
IP 授权基石，全品类覆盖。商品授权作为 IP 价值转化最直接、最成熟的路径，是整个 IP 授权行业的基石型赛道，贡献了授权市场的绝大部分份额，覆盖从快消品到耐用品的全品类商品矩阵。与其他授权形态相比，商品授权具有三大显著特征：1) 受众覆盖面广，可通过玩具、服饰、食品等日常消费品触达全年龄层用户，突破 IP 原生受众局限；2) 变现效率高，从 IP 授权到商品上市的周期最短可压缩至 3 个月，远快于实景娱乐等重资产形态；3) 数据反馈及时，通过商品销售数据能快速验证 IP 热度与用户偏好，反向赋能 IP 运营优化。2024 年，多达 91.4% 的受访被授权商均认为 IP 授权带动了商品销售提升，其中认为带动商品销售提升一倍以上的达 22.7%（同增 5pct），同时合作 IP 数量显著增多，合作 10 个及以上 IP 的比重同增 11pct 至 18.8%，授权合作意愿高涨。

图表 45: IP 授权显著带动商品销售提升



资料来源: CLE 中国授权展, 中国玩协, 华鑫证券研究

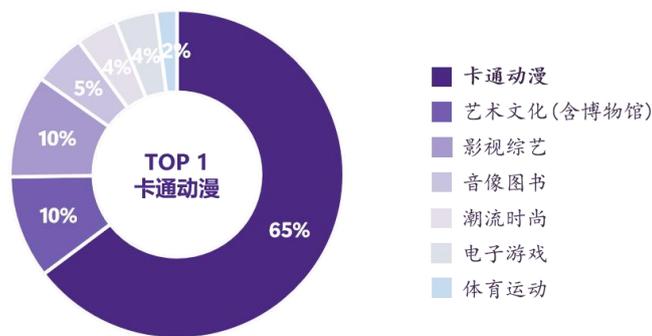
图表 46: 被授权商合作 IP 数量



资料来源: CLE 中国授权展, 中国玩协, 华鑫证券研究

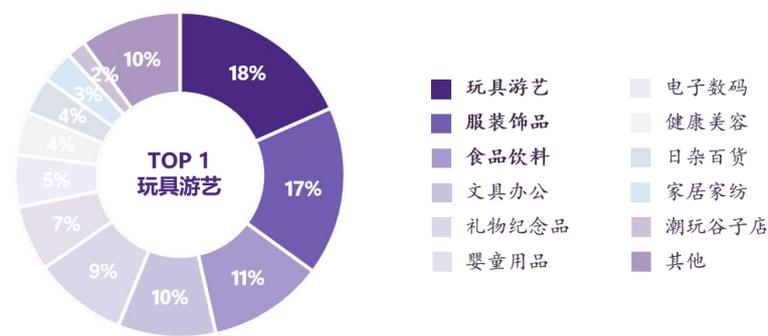
供给端: 卡通动漫维持主导, 玩服食饮授权近半。从 IP 品类看, 2024 年约 38.8% 的受访授权商有新 IP 投入运营, 其中 65% 均为卡通动漫类型。当前中国泛二次元用户规模已达 5.03 亿, 周边消费热情高涨, 是卡通动漫 IP 的主要受众与驱动引擎。从授权商品品类看, 玩具游艺、服装饰品与食品饮料授权占比近半, 合计为 46.5%。

图表 47: 2024 年中国授权 IP 品类



资料来源: CLE 中国授权展, 中国玩协, 华鑫证券研究

图表 48: 2024 年中国 IP 授权商品品类



资料来源: CLE 中国授权展, 中国玩协, 华鑫证券研究

IP 玩具三大梯队, 中企崛起占席过半。IP 玩具市场头部由乐高 (120 亿)、泡泡玛特 (87.2 亿)、布鲁可 (43 亿) 占据, 三者年营收均超 40 亿, 乐高作为国际巨头遥遥领先, 本土的泡泡玛特与布鲁可凭潮玩和拼搭创新强势崛起, 形成一超双强格局。迪士尼 (25 亿)、万代 (23 亿)、美泰 (15 亿) 等海外品牌构成国内市场第二梯队, 多年来经营稳定。第三梯队均为中国企业 (52TOYS、TNTSPACE 等), 营收集集中在 8-10 亿, 与头部企业断层明显。此外, 行业前 10 名中, 中国品牌已占 6 席, 展现出本土企业在潮玩、动漫 IP 等细分领域的创新活力和本土化运营优势。

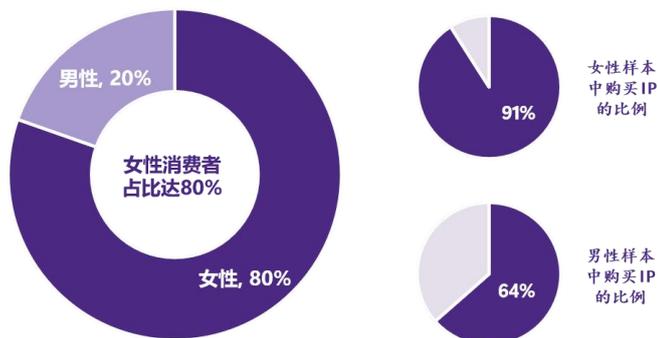
图表 49：2024 年中国 IP 玩具竞争格局（按 GMV 计）



资料来源：勤策消费研究，华鑫证券研究

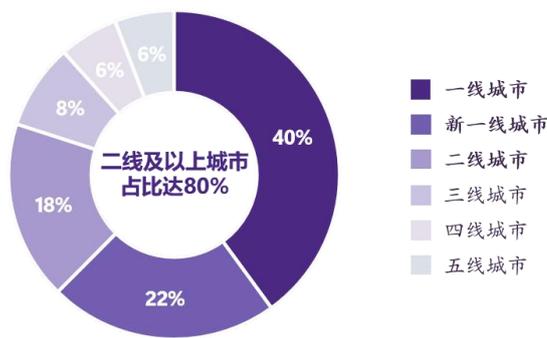
需求端：女性构成消费主力，高线城市分布占优。分性别来看，女性消费者占比达 80%，为消费主力，调研样本中有高达 91% 的女性购买过 IP 产品，而男性比例仅为 64%；分城市级别来看，高线城市因人均收入较高、对商品价值追求更高而成为 IP 授权消费的主要圈层，2024 年二线及以上城市占比达八成。

图表 50：2024 年中国 IP 消费者分性别分布



资料来源：LEC 授权展，华鑫证券研究

图表 51：2024 年中国 IP 消费者分城市分布



资料来源：CLE 中国授权展，中国玩协，华鑫证券研究

2.2.2、实景娱乐授权：中国市场需求旺盛，多元融合创新业态

沉浸体验引领消费，主题公园方兴未艾。实景娱乐授权产业是将影视、动漫、游戏等文化 IP，以品牌授权或关联经营的形式落地到线下沉浸式娱乐空间，如电影主题小镇、主题街区、主题公园、文旅综合体等，通过沉浸体验进行二次变现，属于文化旅游融合的新业态。其中，主题公园作为热门细分赛道，具有投资额高、游客量大、体验感强、文化影响力大等特点，是集科技、文化、娱乐体验为一体的造梦世界。

图表 52: 中国部分代表性 IP 主题公园



资料来源: 新诺维信, 奥飞娱乐, 中国国家旅游杂志, 北京青年报副中心新媒体, 赢商网, 团聚湖州, 凤凰空间, 恒利益建, CLE 中国授权展, 华鑫证券研究

中美相争一超多强, 中国贡献核心动能。后疫情时代, 全球主题公园行业保持平稳发展, 呈现一超多强、中美相争的竞争格局。分国家来看, 迪士尼仍以绝对优势占据榜首, 中美企业在前十强中各占4席, 呈现双强争霸竞争格局。从增势来看, 2024年前十强共接待5.50亿游客, 同比增长3.3%, 其中中国市场的增长是拉动整体增长的主要因素, 华侨城、长隆、海昌海洋公园增速显著领跑同业, 揭示中国市场旅游消费需求旺盛、企业更具活力。

图表 53: 2024 年全球主题乐园集团接待游客人次 TOP10

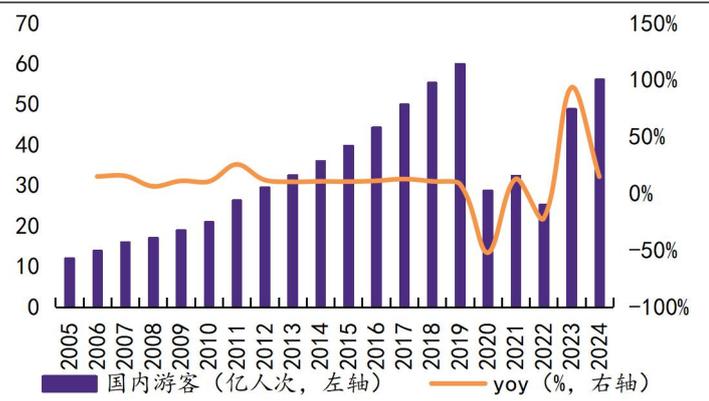
序号	集团	所属国家	2024年游客人次 (单位: 万人次)	2023年游客人次 (单位: 万人次)	2024年同比增长
1	迪士尼	美国	14520	14343	1.2%
2	华强方特	中国	8717	8569	1.7%
3	默林娱乐	英国	6280	6210	1.1%
4	环球影城	美国	5898	5941	-0.7%
5	六旗娱乐	美国	5030	4895	2.8%
6	华侨城	中国	4110	3571	15.1%
7	长隆	中国	3937	3609	9.1%
8	联合公园	美国	2295	2161	6.2%
9	海昌海洋公园	中国	2260	2014	12.2%
10	团聚公园	西班牙	1940	1934	0.3%

资料来源: 知酷文旅, TEA, 华鑫证券研究

IP 文旅创新业态, 多元融合体验升级。自疫情结束后, 国内游客规模迅速回弹, 中国人均旅游消费已修复至疫情前正常水平并保持稳增。同时随着新质生产力发展和文旅产业

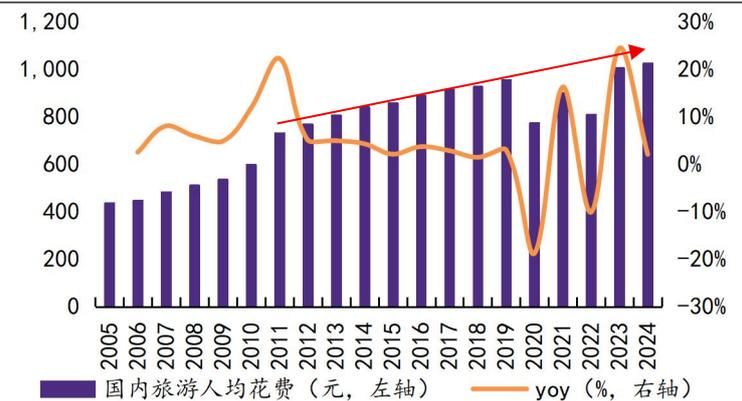
变革，以 IP 引领的“文旅 4.0”已初露端倪，IP+文旅极大增强文旅供需的内涵与外延，并进一步衍生新消费需求、新体验场景和新业态产品。截至 2024 年 10 月，中国共有 385 座主题公园，其中 59% 已实现经营性盈利，86 座大型主题公园于 2023 年实现营收同增 98% 至 303.89 亿元，接待游客量同增 72% 至 1.3 亿人次；此外，国漫、非遗、神话等本土 IP 主题公园数量占比从 2023 年的 15% 提升至 2025 年的 30%，传统文化、地域文化与 IP 叙事结合，推动主题公园从“游乐体验”向“文化场景”升级，形成中国特色的内容表达体系。2025 年，中国沉浸式体验消费增速达 35%，用户停留时长较传统景区提升 2 倍。

图表 54：国内游客规模与增速



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

图表 55：国内旅游人均花费与增速



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

2.2.3、潮玩：小众收藏进阶千亿市场，身份认同建立情感连接

潮玩 IP 景气爆发，个性表达风靡全球。作为 IP 商品的新兴力量，潮玩区别于传统玩具，以情感共鸣和艺术属性为核心竞争力，是融合艺术设计、潮流文化与 IP 价值的成人向收藏级玩具。IP 由独立设计师或艺术家原创，主打独特视觉风格与细节质感，多无固定剧情，侧重通过美学特征建立情感连接。一般采用限量发行策略，隐藏款等稀缺设定推高收藏价值，二级市场常见数倍溢价，兼具艺术收藏、情绪寄托与社交货币功能，既是年轻人取悦自我、缓解压力的情感载体，也是彰显品味、拓展圈层的身份符号。

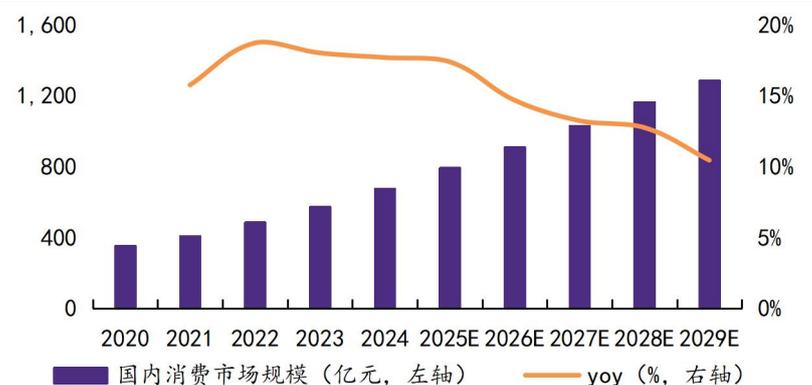
图表 56：潮流玩具与传统玩具区别

	潮流玩具	传统玩具
设计理念	艺术化表达： 融入设计师、艺术家的独立创作理念，或基于文化娱乐 IP 进行二次设计，风格前卫且限量发行 IP 驱动： 消费者购买决策高度依赖 IP 价值	功能优先： 设计注重安全性、耐用性及适龄性，形象根据常见的设计，缺乏独立艺术表达
价值属性	多重文化价值： 包含艺术价值、情感价值、社交价值及收藏价值 溢价空间： 价格不完全由生产成本决定，部分稀缺款可通过拍卖或二级市场升值	实用价值为主： 价格与生产成本直接相关，通常不具备收藏溢价
目标受众	主要面向 14+ 年轻潮流人群，尤其是注重个性表达、艺术审美的成年消费者	以 14 岁以下儿童和青少年为主，设计需优先考虑安全性、适龄性和教育性
主要类别	盲盒、手办、徽章、模型、积木、扭蛋、卡牌、可动人偶等	毛绒玩具、益智玩具、体育玩具、户外玩具和电动玩具等

资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

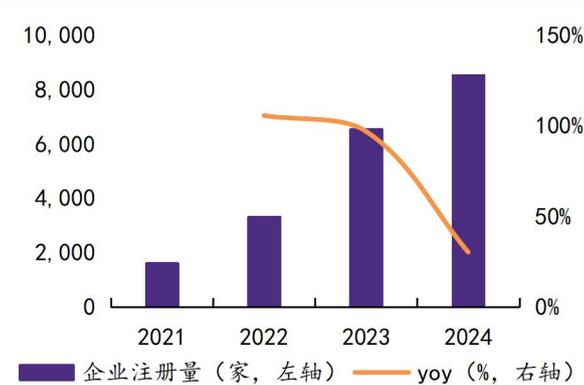
中国市场蓬勃发展，千亿空间前景广阔。中国潮玩消费市场正处于爆发式增长阶段，连年保持两位数高增扩容，2024年市场规模同增18%至678亿元，占全球市场份额的22%，2020-2024年CAGR达18%；同时行业相关企业注册量同增30%至8543家，2021-2024年CAGR高达74%。预计2029年市场规模将进一步增至1288亿元，以13%的复合增速持续攀升，2030年有望成为全球最大潮玩市场，市场份额达28%。

图表 57：中国 IP 潮玩消费市场规模与增速



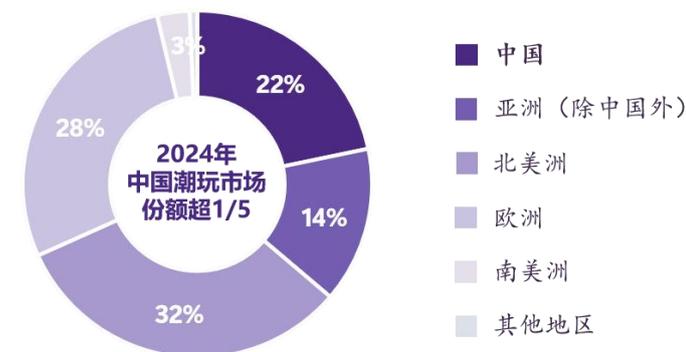
资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 58：中国潮玩行业相关企业注册量



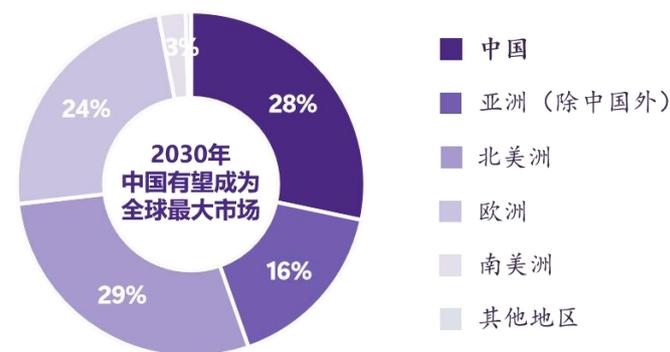
资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 59：2024 年中国潮玩市场份额



资料来源：TOP TOY招股书，弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

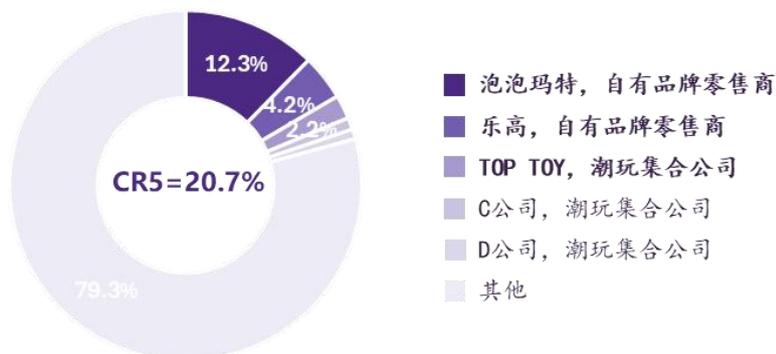
图表 60：2030 年中国有望成为全球最大潮玩市场



资料来源：TOP TOY招股书，弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

竞争格局相对分散，泡泡玛特强势引领。中国潮玩市场因进入壁垒低较为分散，以零售额计，前五大品牌市占率仅达 20.7%，其中泡泡玛特作为全球标杆企业，国内市场份额达 12.3%，近两年以高知名度领跑行业并迅速推广至全球市场，2024 年营收同增 107%至 130.38 亿元，全产业链布局为规模化扩张奠定坚实基础。

图表 61：2024 年中国潮玩行业竞争格局（以零售额计）



资料来源：TOP TOY 招股书，华鑫证券研究

图表 62：中国潮玩重点品牌

品牌名称	所属企业	核心 IP/产品线	核心竞争力
POP MART	泡泡玛特	MOLLY、LABUBU、SKULLPANDA、DIMOO	全球最大潮玩企业, 140+线下门店覆盖 60+国家, LABUBU 呈国际现象级 IP (奥斯卡影星带货), 海外收入同增 375%
TOP TOY	名创优品	外采 IP (迪士尼、三丽鸥) 原创 IP (卷卷羊、Twinkle)	依托名创优品全球供应链, 东南亚单店 4 个月实现盈利; 全球共 234 家门店, IP 产品占海外销售 40%+
布鲁可	布鲁可集团	奥特曼 (收入占比 57.4%)、 变形金刚、英雄无限 (中国神话 IP)	拼搭玩具龙头, 获 50+全球 IP 授权; 海外社媒粉丝 140 万+, BFC 用户共创生态成熟
卡游	卡游动漫	奥特曼卡牌 (占国内 90%)、 《卡游三国》、《戴敦邦红楼梦》	卡牌领域绝对龙头, 单卡叠加 8 种印刷工艺; 海外推出“冰河小象”文化适配产品
奥飞娱乐	奥飞娱乐	玩点无限 (潮玩品牌)、《喜羊羊》 AI 数字人、《崩坏: 星穹铁道》联名	传统动漫龙头转型, AI+IP 融合 (如喜羊羊超能铃铛娃娃); 年轻向 IP 合作覆盖二次元群体
52TOYS	乐自天成	BEASTBOX 机甲、超活化文物系列	设计创新能力强, 泰国业务增长 300%; 覆盖盲盒、手办等多元品类
十二栋文化	十二栋文化	长草颜团子、制冷少女 (表情包 IP)	互联网原生 IP 开发, 线下“街机占”娱乐业态; 社交传播效应显著
酷乐潮玩	酷乐潮玩	多品牌 IP 集合 (盲盒、手办、饰品)	全国 55 城 300+门店, 精准定位 Z 世代; 全场景零售+直播带货
若来 Roloife	若态科技	Nanci 因茜系列 (女性用户占 70%)	主打国风治愈系设计, 结合 DIY 手工体验; 差异化切入女性市场

资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

2.3、发展趋势：深挖文化价值，营造生态闭环

传统文化历久弥新，体验引领价值升维。从IP创新角度来看，伴随文化自信提升，各地文旅纷纷结合自身禀赋联动大势IP引流或打造区域特色形象，文博、传统文化及国潮IP受到追捧，正从单纯的产品输出转向文化内涵与情感价值的全球化传递。未来，国潮出海将更注重跨文化转译与本土化共创，通过提炼文化中的普世价值，结合海外受众的情感偏好进行创意重构，打破文化隔阂。从商品服务形态来看，行业持续向多元化业态创新推进，潮玩盲盒通过不确定性给予消费者情绪刺激带动复购，沉浸式体验打造高质量感官互动场景衍生额外消费需求，突破传统景色、设施、服务等单一性桎梏，实现全年龄段与多消费场景覆盖，结合定制化产品策略驱动IP价值维度跃迁。

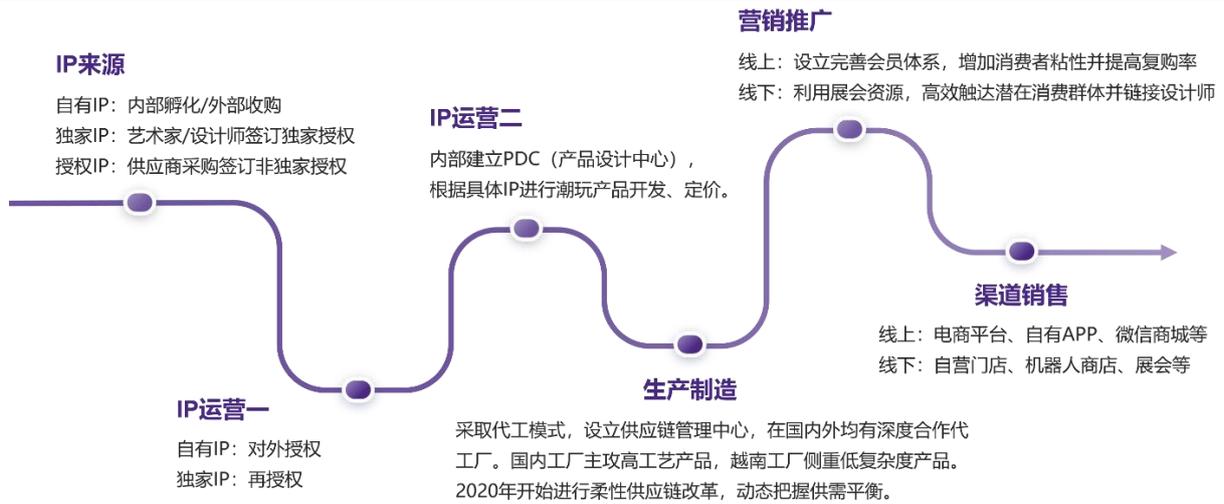
图表 63：IP 消费者偏好与期望



资料来源：艾媒咨询，艾瑞咨询，华鑫证券研究

线上线下协同产销转化，全链布局打造生态闭环。从渠道发展来看，线上直播/社媒种草+线下门店体验消费的底层联结日趋紧密，集合店成为重要销售渠道，传统零售店快速向主题消费空间概念转型升级。从行业竞争来看，企业正从单一IP的产品运营向全域生态的综合实力较量升级。头部企业凭借资源整合优势，构建“IP+产业+场景”的闭环生态，形成跨媒介协同和多渠道变现体系，实现从内容创作到衍生品开发、线下体验的全链路运营；中小企业则聚焦细分赛道，通过差异化IP定位与垂直场景深耕寻求突围。

图表 64: 泡泡玛特全产业链布局



资料来源: 艾瑞咨询, 华鑫证券研究

AI 赋能产业升级, 数实融合提质增效。 AI 技术正从辅助工具升级为 IP 授权行业的核心生产力, 深度渗透内容创作、交易撮合、版权保护等全产业链环节。在创作端, AI 打破创意瓶颈, 结合生成式、交互式等大模型实现 IP 衍生内容的高效生成与个性化定制; 在流通端, 优化 IP 与品牌的匹配效率, 缩短合作周期; 在保护端, 提升版权监测与维权的精准度, 降低行业信任成本。此外, 区块链技术通过 NFT 确权机制, 赋予数字藏品不可复制的稀缺性与流转价值; 元宇宙平台构建沉浸式社交空间, 用户可通过虚拟形象穿戴、展示藏品, 使数字潮玩从静态展品升级为动态社交媒介。未来, 新兴技术发展将进一步推动 IP 开发从经验驱动转向数据与创意协同, 催生更多 AI+IP 创新形态。

图表 65: AI 赋能 IP 授权产业相关案例

技术应用升级			商业模式创新		
驱动内容创作革命	驱动 IP 全生命周期管理	多模态交互与沉浸式体验	IP 授权数字化转型	跨行业融合与场景拓展	全球化与本土化平衡
设计效率跃升 《明日周一》利用 AI 创作, 以 10 人+45 天+50 集的极效创作模式, 创下无流量扶持单平台 5 天破 500 万播放的 AI 行业纪录, 验证 AI 漫画的商业化成熟性。	精准 IP 评估与筛选 盟世奇构建 IP 潜力评估模型, 整合电商销售数据、社交媒体声量、用户评论情感倾向等多维指标, 使 IP 合作成功率大幅提升。	智能硬件与 IP 融合 百度智能云与实丰文化合作推出 AI 玩具智造计划, 首批产品包括智能陪伴机器人、AR 互动绘本等, 通过大模型实现个性化内容生成与情感化交互。	全链路数字化管理 百度智能云推出的 AI+IP 全链路生态合作模式, 为企业提供合规授权 + 技术工具 + 商业变现一站式服务, 降低 IP 使用门槛。	IP+科技 殷墟博物馆以商代女将军妇好为原型, 设计 3D 模型并开发文创手办, 配套 AR 应用扫描可观看其征战动画, 推动历史人物 IP 从静态展示向互动叙事转型。	文化符号转译 云南省南亚东南亚区域国际传播中心与厦大合作打造郑和 IP 矩阵, 结合 AI 技术与平台算法, 研究海外平台内容偏好与热词走向, 开展立体化分众传播。
IP 维度跃迁 深圳盐田原创动漫 IP “盐小鲤” 应用 AIGC 技术, 实现从形象 IP 到交互智慧体的跨越, 成为具备独立思考能力的虚拟人 IP。	一体化授权运营管理 鄂文创新构建 “文化 IP 确权+数字资产发行+产业运营” 一体化数字生态, 提供文物数字重生、非遗创新传承与文旅融合传播三大核心文化服务。	元宇宙场景重构 迪士尼宣布推出名为 Magic Kingdoms: AR Immersion 的元宇宙项目, 用户可通过 AR 设备在现实世界中叠加迪士尼 IP 场景, 新系统搭载的 AI 引擎会根据用户行为生成动态剧情。	虚拟资产价值提升 中手游推进经典游戏 IP 《仙剑奇侠传》资产数字化, 可将 IP 的未来收益权、限量数字藏品 (NFT) 等, 通过区块链技术转化为可交易的 RWA 代币。	IP+文旅 《万里长城》全感剧场运用 VR、光学动捕、游戏引擎与空间音频等技术, 再现明代宏伟长城、军事科技与戍边故事, 实现沉浸式文旅新体验。	区域化合规运营 百度智能云通过双向授权机制开发标准化 IP+AIGC 服务包, 确保合规性。

资料来源: 生数, 时代慧道, 深圳龙岗发布, 极目新闻, 百度智能云, 今日头条, 财中 TMT, 城市光网, 中国新闻网, 中国一带一路网, 华鑫证券研究

3、“IP+X”多元拓展，内生外延业态破局

3.1、IP 矩阵：浴室小鸭根基深厚，外延并购贡献增量

IP 矩阵多元拓展，摆脱单一角色依赖。公司作为国内头部 IP 授权公司，多年来已形成丰富矩阵。自 2005 年核心角色 B. Duck 诞生后，公司陆续丰富小黄鸭家族，IP 矩阵逐步拓展至 26 个，2022 年底公司将青少年形象的 Bath' N Duck 以人民币 8800 万元转让给利讯集团，截至目前小黄鸭家族共计 25 个角色 IP。2023 年，公司以 700 万元投资潮玩公司 HIDDEN WOOD，积极布局潮玩赛道，并于 2025 年公告启动收购程序，加码潮玩 IP 与产品研发销售。此外，公司于 2025 年 7 月与 8 个新 IP 达成若干合作安排，包括潮玩 IP 好好家族、游戏 IP 抓大鹅以及内容 IP 凹凸世界 Reborn 等，多维拓展打开公司发展空间，摆脱单一 IP 依赖。

图表 66：公司现有 IP 矩阵



资料来源：公司调研，公司公告，华鑫证券研究

- **原创 IP：定位国际中高端消费市场，产品为锚驱动粉丝转化。**2005 年，创始人许夏林先生在儿子出生前夕，将自己的发型融入创作，打造出 B. Duck 小黄鸭，并在此后年份围绕其拓展角色关系脉络，陆续推出受众为 0-6 岁婴幼儿的 B. Duck Baby 与受众为 15-34 岁年轻女性的 Buffy 等角色。区别于迪士尼、宝可梦等通过动漫或影视破圈的内容 IP，作为形象 IP 的小黄鸭发展路径更似三丽鸥，自诞生起就以产品而非故事为锚点，将“认知-购买-习惯”作为 IP 核心成长路径，消费者可能因形象可爱初次购买，因产品好用形成复购，最终成为粉丝。

图表 67: 公司原创 IP 角色

角色名称	主要特征	目标消费者	创作年份	商业化推出年份	主要用途
B. Duck 	<ul style="list-style-type: none"> 好玩、开朗、天性善良 一双伶俐的眼睛、厚嘴唇及大肚子 	6-24 岁 男性及女性	2005 年	2005 年	服饰鞋履 家居生活用品 玩具及婴幼儿个人护理 包装食品及饮料 主题公园及餐饮 手机游戏 信用卡
Buffy 	<ul style="list-style-type: none"> 时髦、富好奇心、充满热情 浅黄色、头上总是别着不同的小发夹 	15-34 岁 年轻女性	2016 年	2017 年	服饰鞋履 家居生活用品 玩具及婴幼儿个人护理 包装食品及饮料 餐饮
B. Duck Baby 	<ul style="list-style-type: none"> 活泼、开朗、性情温和 浅黄色、头大身小 	0-6 岁 婴幼儿	2010 年	2017 年	服饰鞋履 玩具及婴幼儿个人护理
Dong Duck 	<ul style="list-style-type: none"> 活力四射、乐观、富想象力 浅黄色、厚嘴唇及长睫毛 	15-34 岁 年轻女性	2017 年	2019 年	服饰鞋履 家居生活用品 玩具及婴幼儿个人护理 包装食品及饮料
Bath'N Duck 	<ul style="list-style-type: none"> 酷帅、时髦、自信 肤色黝黑、身材高大、男性青少年的身材比例、总是身穿黑色短裤 	15-34 岁 年轻女性	2012 年	2019 年重塑 2022 年出售	服饰鞋履
Buffy 朋友 	<ul style="list-style-type: none"> 可爱、活泼、风趣 身材矮小、毛茸茸 	15-34 岁 年轻女性	2016 年	2023 年	服饰鞋履 家居生活用品 玩具及婴幼儿个人护理 包装食品及饮料

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 68: B. Duck 小黄鸭形象演变



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

- 潮玩 IP：收购 HIDDEN WOOD，加速布局潮玩赛道。**2023 年，公司公告以人民币 700 万元投资 HIDDEN WOOD，共同推出 B. Duck (S) 放飞鸭系列潮玩产品，正式进军潮玩赛道。2025 年 7 月，公司转向外延并购战略，拓展 MILOLO、好好家族两大潮玩 IP，推进潮玩赛道布局。8 月，公司宣布拟以人民币 14.6 百万元现金及人民币 24.0 百万元股票收购 HIDDEN WOOD 约 27.74% 的股份，同时为其提供人民币 0.10 亿元的可转换贷款，加速研发推广潮玩产品、拓展海外市场。从增收角度来看，公司与 HIDDEN WOOD 协议约定 2025-2027 年彼分别为公司贡献不少于 0.4/0.6/1.0 亿元的营收及一定正向净利，依据历史业绩（HIDDEN WOOD 于 2023/2024/2025H1 营收分别同增 276%/72%/79%至 0.15/0.26/0.15 亿元）叠加下半年为确收旺季，判断该绩效承诺具备良好实现基础，待 2026 年并表后可大幅增厚公司业绩。

图表 69：公司潮玩 IP

IP 系列	旗下部分 IP/联名			简介
	独家签约 (6个)	自研 IP (3个)	合作 IP	
HIDDEN WOOD				旗下汇聚 CHUBBY FAMILY、Diudiu 等国内外知名 IP，聚焦 18-35 岁潮流群体。全平台 200 万+ 粉丝矩阵及破亿曝光量。爆款单品月销超 2000 万元，全年售罄约 100W+ 只潮玩。现已覆盖全国超 3000 家线下渠道，并进驻美、日、泰等国际潮流市场，形成全球化 IP 商业版图。
MILOLO	B. Duck 联名 	QQ 音乐联名 	京东联名 	一个有渴睡症的小朋友，游走于梦境和现实的边界，寻找虚幻之下的真实自我。全网粉丝 50w+，核心垂直粉丝 5w+；主打女性用户。先后与 B. Duck、QQ 音乐、京东京喜等联名互动，并持续推出茶饮、美妆等女性消费者喜爱的联名商品，吸引大众关注。
好好家族	好好家族系列 			好好家族以“快乐真的会传染”作为品牌概念，旗下 IP 有好好家族系角色：好好虎宝、好好男孩、好好女孩、好好兔宝、好好象宝等。好好家族与快手、小娇诗、Kappa、上海美术电影制片厂、白象方便面等进行品牌合作，均取得热烈反响。

资料来源：公司调研，ELLAMOR，华鑫证券研究

- 游戏 IP：年度最火《抓大鹅》，全链合作协同拓市。**2024 年，《抓大鹅》爆火，作为 Z 世代“摸鱼党”“职场牛马”的精神图腾、2024-2025 年最火的全民休闲游戏，抓大鹅拥有超过 2 亿的用户体量，日活 800w+，成为年度休闲游戏标杆。公司抓住机会，与其开展全链路合作探索，将线上游戏与线下消费有机结合。2025 年，《抓大鹅》登上《歌手 2025》节目，全球抽送限定款毛绒玩偶，并在芒果 TV 官方互动平台推出“抓大鹅·鹅是歌手”节目特别版游戏，IP 影响力持续扩大。

图表 70: B. Duck x 抓大鹅



资料来源: 公司调研, IP 角研社, 华鑫证券研究

- 内容 IP: 拓展 00 后最爱国动, 同人创作激发 IP 活力。2025 年, 公司拓展旗下首个动漫 IP《凹凸世界 Reborn》, 开展授权合作。作为“00 后最爱国动”, 截至 2025 年 10 月, 《凹凸世界》全系列番剧收获近 20 亿全网播放量, B 站追番数约 487 万, 全网平台矩阵粉丝量约 1200 万。与其他国动最鲜明的区别是, 凹凸世界拥有极高参与度、活跃度的同人社区, Lofter 的#凹凸世界 tag 有近 22 亿浏览和超 100 万参与, 位列国创二次元之最, 高粘性的粉丝群体使 IP 热度多年不减。2025 年, 《凹凸世界 Reborn》动画重置版上线 2 集试播, 依据粉丝对旧作问题反馈进行修改, 引发大量粉丝回流, 衍生游戏苹果商店下载量翻 3-4 倍, 待剧集正式播出有望进一步推升 IP 热度, 带动周边消费。

图表 71: 凹凸世界 Reborn



资料来源: 哔哩哔哩弹幕视频网, 华鑫证券研究

- 产品 IP: 糖果巨头授权代理, 调性互补协同运营。公司自 2011 年起成为全球糖果巨头 PVM (不凡帝范梅勒) 中国授权总代理, 开启与曼妥思、珍宝珠、比巴卜、阿尔卑斯四大糖果品牌的深度合作, 依托自身突出 IP 运营能力, 为其提供从策略到落地

的全链路服务。双方凭借“萌趣+甜蜜”的调性互补，以及创新营销与成熟渠道赋能，构建起共赢的商业生态，让糖果 IP 突破品类局限，触达更广泛消费群体。

图表 72：公司授权代理产品 IP

 <p>Chupa Chups 珍宝珠</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 国际棒棒糖品牌 ● 可时尚可复古、无限制跨度大 ● 以6-25岁儿童及年轻人为主 ● 可与不同风格品牌进行跨界营销 		 <p>Big Babol 比巴卜</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 以泡泡糖为主的国际潮流零食品牌 ● 童趣、可爱、色彩 ● 以儿童和年轻人为主 ● 可与不同品牌进行联名合作 	
 <p>Alpenliebe 阿尔卑斯</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 国际糖果品牌 ● 甜蜜、浪漫时刻 ● 以儿童和年轻人为主 ● 全品类跨界合作 		 <p>Mentos 曼曼思</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 国际糖果品牌 ● 潮流、艺术、色彩 ● 以15-40岁消费者为主 ● 适合多重场景与风格 	

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

3.2、商业模式：“IP+X”生态破局，四轮驱动延拓版图

小黄鸭德盈作为中国 IP 授权头部企业，已初步构建起“商品零售+实景文旅+角色授权+游戏代理发行”四轮驱动的商业模型。未来三年，公司将以“IP 矩阵化、渠道数字化、市场全球化”为战略主轴，计划通过并购+孵化方式扩充家族 IP，持续提升渠道自营比重，充分利用 AI 技术赋能增效，并在全球城市落地 200 个“B. Duck CityFuns”主题乐园，加速布局海外市场。

图表 73：公司商业模式



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

3.2.1 IP+商品零售：外延并购贡献增量，关注渠道店型调试进展

研产销一体化运营，全链式多点位精耕。公司始终聚焦 IP+商品核心主线，依托丰富的行业资源和产品经验，线上线下齐头并进，构建起“自研、自产、自销”商品零售体系，打造 IP 衍生品全链条运营生态，推出 B. Duck x HIDDEN W000 联名盲盒、B. Duck X 大英博物馆联名浮水鸭等多款热门产品。

图表 74：B. Duck 自营原创经典系列



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

图表 75：B. Duck x HIDDEN W000 联名产品



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

线上全平台运营，国内跨境双覆盖。公司委聘多家国内 OEM 供应商负责产品生产，并向角色授权业务的被授权商采购产品，通过第三方电商平台售卖。2015 年，公司于天猫成功开设首家官方旗舰店，电商业务持续扩展至京东、唯品会、拼多多、抖音等 11 个平台，售出 SKU 超 7400 个；2019 年，公司搭建首支直播团队，负责规划直播营销策略及数码营销内容、委聘 KOL 合作等，自此广泛开展直播电商活动。在海外，公司积极布局亚马逊、Lazada、Tik Tok 等跨境电商，于 ins、facebook 等海外社媒平台同步推广，目前主要于泰国、印尼、美国等开展海外电商业务。

图表 76：公司线上平台店铺



资料来源：天猫，抖音，小红书，公司调研，华鑫证券研究

授权网络遍布全国，直营渠道加速建设。公司线下门店体系由授权、联营、自营三类店型构成，截至目前，线下门店总数超过 2000 家，覆盖全国 600+个城市。

- **授权店：**公司授权门店实际运营方开展业务经营，按销售额一定比例收取分成；公司目前与 577 家被授权商开展合作，拥有 1000+家 B. Duck 授权零售店。
- **自营店：**公司自主经营，视觉设计高端化升级，产品以潮玩、文创及其他新兴爆款品类居多，为当前重点发展模式；现已于深圳前海落地首家自营旗舰店，并同步打磨 2.0 店型，丰富 IP 与产品品类，未来持续发力自营零售渠道店拓展，直接触达终端消费者，增强品牌曝光与体验升级。
- **联营店：**公司参投，按参投比例收取销售分成；主要分布于非核心商圈或非重点点位，起到边缘销售补充作用。

图表 77: B. Duck 小黄鸭万象前海旗舰店



资料来源：公司官微，华鑫证券研究

图表 78: B. Duck Kids 授权店



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

积极推动 AI 赋能，加码智能玩具研发。公司积极拥抱 AI 技术变革，自 2023 年成立 AIGC 小组以来，通过应用 ChatGPT、Midjourney 等 AI 多模态大模型，显著提升 IP 孵化、设计产出和商品企划效率。2025 年 4 月，公司与马克数创签订协议成立合资公司，专注于开发与销售基于 IP 矩阵的 AI 大模型智能产品，并于 10 月推出首款 AI 智能陪伴玩偶。针对市面 AI 玩具户外断网的场景限制，公司产品内置终身免费 4G 信号，开机 1 秒即用，同时采用 1+2+N 多元模式，支持按键对话与自由对话随时切换，叠加情绪感知、长期记忆等技术优势，构筑坚实护城河。公司计划以情感陪伴产品为起点，逐步构建覆盖儿童成长全场景的 AI 产品矩阵，未来有望充分受益赛道景气，打开新兴增量空间。

图表 79：公司推出首个 AI 智能陪伴玩具

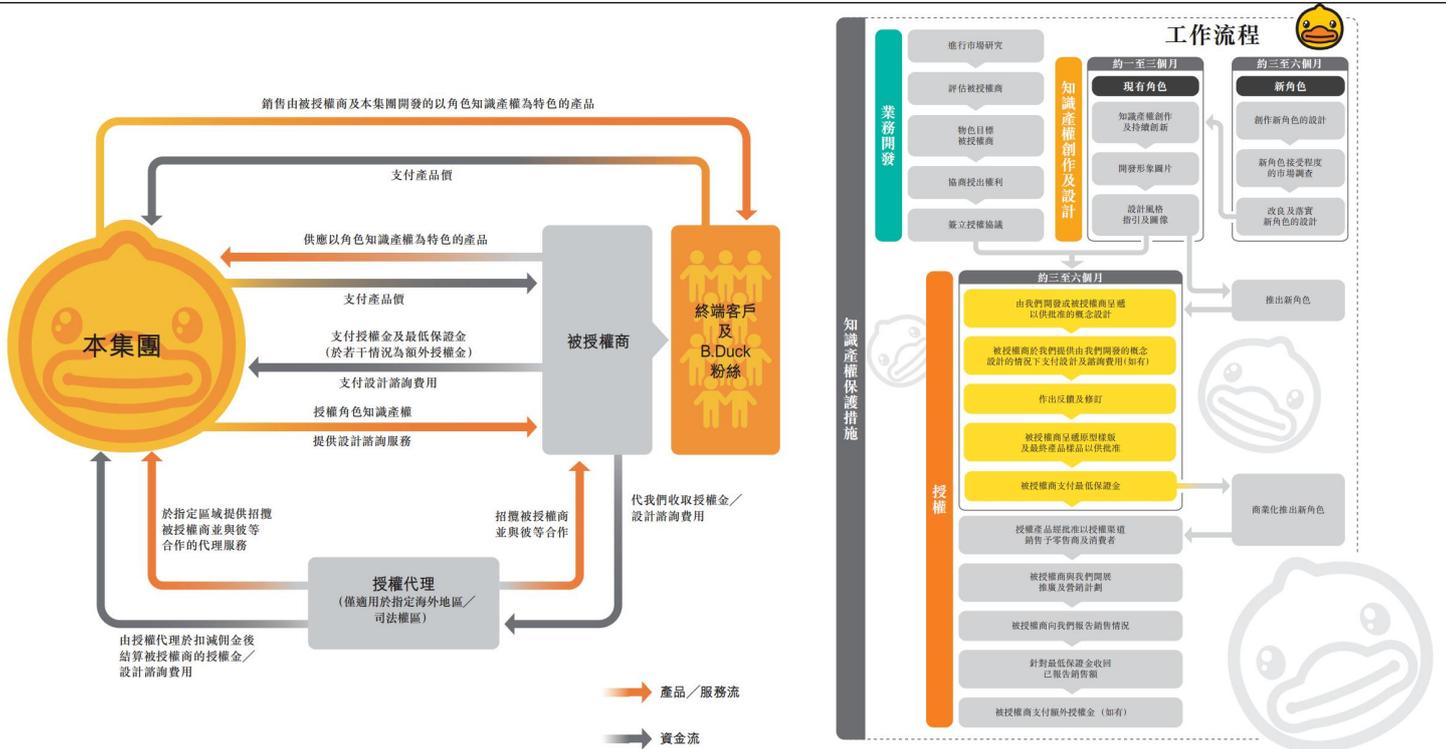


资料来源：公司官微，华鑫证券研究

3.2.2 IP+角色授权：下游验证品牌实力，尚存数倍增长空间

深耕角色授权，竞争壁垒成型。公司授权业务收入一般以保证金或规定的最低保证金形式收取，以降低业务风险并鼓励被授权商积极销售。最低保证金为固定不可退还金额，根据预估销量按批发价、礼品成本或主题公园二次消费等收益的固定比例计算，若有超额营收则根据授权金报告（通常按季度出具）收取额外授权金。受益于庞大粉丝基础与强劲品牌实力，头部企业在开展授权业务中往往更易获得灵活的合作模式与较强的议价能力，能够释放部分利润空间，形成竞争壁垒。自 2011 年开展授权业务以来，公司已形成多达 1200+ 个风格指引，开发超 5 万件商品，累计周边零售总额超过 200 亿港元。

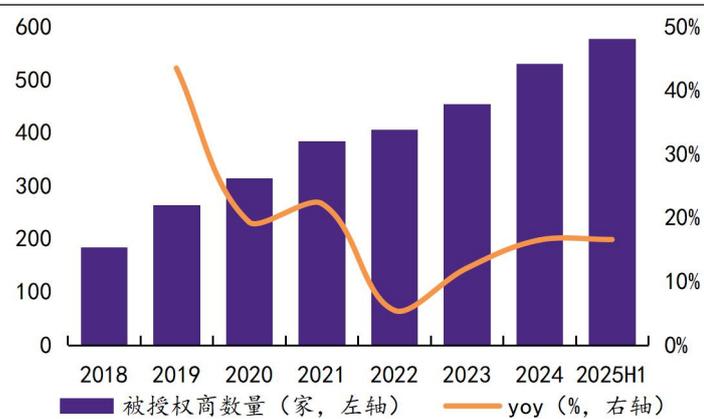
图表 80: 公司授权工作流程图



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

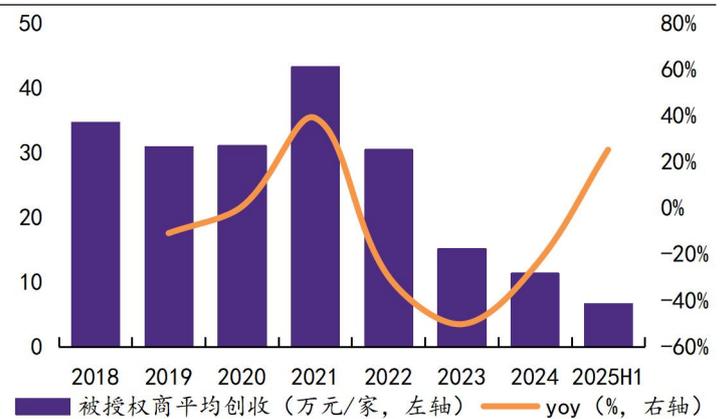
授权扩张验证 IP 力，平均创收企稳回升。被授权商数量持续增长，从 2018 年的 184 家实现近 3 倍增长至 2025H1 的 577 家，合作热情高涨侧面验证了小黄鸭 IP 的市场影响力。从平均创收情况来看，2023 年被授权商平均创收出现大幅下滑，主要系疫情期间销售受限造成一定库存积压叠加市场竞争加剧所致，2024 年降幅明显收窄，2025H1 通过对渠道经销体系进行汰换出清实现同比正增 25%。目前公司渠道优化成效初显，预计未来被授权商单商创收有望逐步修复，以 2025H1 末的 577 家经销商数量计，若公司单商创收修复至 2021 年水平，则线下经销贡献收入可达 2.50 亿元，约为 2024 年的 4 倍；假设未来三年公司经销商数量保持 10% 的平稳增速（2025H1 同比增速为 17%），则 2027 年线下经销收入体量可达 3.19 亿元，约为 2024 年的 5 倍。

图表 81: 公司线下被授权商数量与增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 82: 公司线下被授权商平均创收与增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

版权保护成效明显，坚定维护品牌心智。公司构建了全方位版权保护体系，近年来面对层出不穷的侵权事件坚持法律维权，成果显著。2024年，公司胜诉与 LT. Duck、G. Duck 的商标侵权案，并获司法认定为“驰名商标”。

图表 83：公司版权保护取得成果

	B. Duck	Rubber Duck (大黄鸭)	LT. Duck	Walnut Duck (核桃小鸭)	G. Duck (哈罗小黄鸭)
形象					
创作时间	2005	2007	1948	2017	2015
注册时间	2010	无	2022	2017	2018
品牌归属	森科产品有限公司	Florentijn Hofman (荷兰艺术家)	得意创作有限公司	禧冠有限公司	温州小黄鸭品牌运营有限公司
IP 设定	伶俐的眼睛、厚嘴唇及大肚子。天性善良，乐观开朗，聪明调皮，总希望成为独一无二。作为大家庭中的老大，总是照顾和保护着弟弟妹妹们。喜欢吃爆米花、冰激凌和巧克力，最爱烟熏三文鱼。	大黄鸭内部空旷，尾部有一处拉链入口，需要时维护人员可以由此进入橡皮鸭体内去检查及维修。由 200 块巨片组成的大黄鸭不吹气已达 600 公斤，充饱气需要 25-30 分钟，放气要 10 分钟。	鸭妈妈“林梦”善解人意、温柔坚强、鼓励宝宝自由成长。大哥“力力”在外彬彬有礼模范学生，在家高冷倔强坚持自我。二哥“达达”莽撞冲动但简单快乐，勇敢无畏。妹妹“迪迪”腹黑搞怪、聪明伶俐。	品牌形象以黄、白、黑三色区分本我、自我、超我三种个性状态，口号为“All My Best, Be Myself”，设定中出生于英国伦敦贝克尔街，具有巨蟹座性格特征，喜爱旅行。	以黄色、橙色为主。黄色，有大自然的涵义，通常被认为是快乐和有希望的色彩；橙色是欢快活泼的热情色彩，是暖色系中最温暖的色彩，使人联想到金秋硕果，富足、快乐、幸福。
知识产权相关争议	—	—	2021 年因销售童鞋产品商标侵权被 B. Duck 起诉索赔 200 万元，2024 年法院认定小黄鸭上海公司等 5 被告构成商标侵权，需共同赔偿 50 万元。	2019 年因授权主题展览被 B. Duck 起诉索赔 50 万元，法院终审认定两者形象不构成实质性相似，驳回诉讼。	2020 年 10 月其第 35073115 号“G. duck”商标被国家知识产权局裁定无效；2024 年因使用近似 B. Duck 商标被判侵权，需赔偿 430 万元并停止侵权行为。

资料来源：国家知识产权局，LT. Duck 公司官网，G. Duck 公司官网，核桃小鸭官微，澎湃新闻，万通知识产权，品源知识产权律师，知产宝，华鑫证券研究

3.2.3 IP+实景文旅：城市乐园跑马圈地，构筑第二增长曲线

加码文旅赛道，抢占增长高地。近年来，公司全面加码文旅赛道，通过 IP 深度融合，构建涵盖地方文旅、主题公园、城市乐园、城市事件等多样化文旅场景，并融入特色产品销售、游戏摊位等经营项目，为游客提供多维度文旅体验。2025 年 1 月，公司成立小黄鸭德盈文旅（深圳）有限公司，聚焦中型文旅项目和小型游乐项目，先后与贵州黔灵山公园、上海黄浦文旅、中国文旅投资等集团签约合作，计划落地多个主题乐园与亲子度假村；7 月，与复星国际旗下南钢星博基金成立合资公司，计划依托小黄鸭 IP 和复星国际文旅资源共同

开发 IP 文旅项目，强强联合加速推进业务布局。

图表 84：公司部分实景娱乐授权案例

主题公园与景点	 2020 南京欢乐谷	 2021 兰州小黄鸭主题公园	 2023 南京小黄鸭乐园	 2024 武汉造梦游乐场	 2025 小黄鸭元宇宙乐园	 2025 黄果树主题漂流	 2025 巨型趴趴鸭气模乐园	 2025 深圳城市乐园
文旅签约	 2023 苏州相城文旅	 2023 大未可可	 2024 贵旅集团、贵港澳旅游联盟	 2025 贵州黔东南三岔河	 2025 贵州黔灵山公园	 2025 上海黄浦文旅	 2025 中国文旅	
推广营销	 2023 玩转新濠影汇	 2023 煤气绿焰未来实验室	 2023 黑灯屋联名主题展	 2023 Gummy夏日游乐园	 2024 小黄鸭滨海迎春	 2024 广州热雪奇迹	 2024 小黄鸭嗨YA狂欢节	 2024 承德避暑山庄欢乐跑
	 2024 曼谷LOFT Art Toys Fest	 2025 招财鸭潮玩快闪	 2025 贵州多彩嘉年华	 2025 京东坚果蜜饯快闪	 2025 小黄鸭亲子度假村	 2025 曼谷城市乐园快闪	 2025 富龙四季小镇度假区	 2025 珍宝珠联名快闪

资料来源：公司官网，公司官微，华鑫证券研究

轻量化赋能地方景区，打造休闲娱乐综合体。景区文旅合作项目以政府为主导，由政府管控基金或地方城投负责出资，公司授权设计建设，并在开业后取得门票分账收入。2025年1月，公司与黄果树旅游区签约打造全球首个B. Duck主题漂流项目，地点位于黄果树旅游区郎官景区，全长约8.5公里，其中漂流河段全长约4.2公里，途中有12处险滩，漂流时长约1小时。该项目除提供完善的主题漂流设施外，还计划在未来进一步覆盖酒店、餐饮、露营及衍生品销售，丰富游玩项目的同时打造二销场景，全面赋能景区业态。2025年6月中旬，项目开启试营业，游客接待量不断攀升，截至8月底，项目游客接待量已超3万人次，实现营业额370余万元。

图表 85：黄果树×B. Duck 小黄鸭多彩漂流乐园



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

锚定稚子娱乐需求，撬动家庭度假消费。公司与携程旅行共同推出 B. Duck 亲子主题房，定位中高端亲子度假市场，房间全面融入 B. DUCK 标志性黄色与萌趣元素，针对儿童喜好打造童趣房、滑梯房、豪华套房等特色房型，并配套相关餐饮、活动设施、互动空间、儿童礼赠等服务，以稚子需求撬动家庭消费。2025 年 4 月，乡伴集团 x B. Duck 小黄鸭亲子度假村落地常州，门店抖音上线销售 1 小时 GMV 达 100 万+，并荣获“GBE 酒店设计大奖 2025-最佳主题酒店奖”。

图表 86：携程旅行 x B. Duck 亲子主题房



资料来源：公司官微，华鑫证券研究

图表 87：乡伴集团 x B. Duck 小黄鸭亲子度假村



资料来源：乡伴，华鑫证券研究

城市乐园业态创新，跑马圈地先发制胜。作为实景娱乐授权业务的延伸，公司于 2025 年开启自营实景娱乐项目（即 B. Duck Cityfuns 与 B. Duck 城市乐园），上半年国内外各开业 2 家，园内设有亲子游戏、热点签到及零售商品快闪店，公司自行经营位于核心商圈的项目，其他点位则由被授权商或联营运营商合作经营。与以迪士尼为代表的主题公园、以

华强方特熊乐园为代表的室内儿童乐园不同的是，城市乐园的本质是小型商业综合体，主要分布在一二线城市核心商圈，设立于商场外围，兼具动力与非动力设备，具有资本投入少、客单价高、客流丰富、消费壁垒低等优势。目前，国内 IP 商业综合体市场仍较为空白，行业处于跑马圈地阶段，公司率先抢占国内高线城市黄金商圈，具备明显先发优势。

图表 88：城市乐园、主题公园与室内乐园对比

	B. Duck 城市乐园	熊乐园	上海迪士尼乐园
核心 IP	B. Duck 小黄鸭	熊出没	米老鼠、漫威、迪士尼公主、玲娜贝尔等系列
开业时间	2025 年 5 月 1 日	2024 年 9 月 26 日	2016 年 6 月 16 日
占地面积	2000 m ²	1600 m ²	1.16 km ²
营业时间	周日至周四： 10:00-22:00 周五至周六： 10:00-22:30	周一至周日： 10:00-21:00	8:30-21:30 (节假日期间有调整)
地理位置	深圳万象前海 L1·桂湾大街 (室外)	深圳宝安华强时代广场 L3 (室内)	上海浦东川沙镇黄赵路 310 号 (室外)
门票价格	各设施门市价 50 元/次， 会员价 30 元/次	1 大 1 小 3 次票 299 元 1 大 1 小 5 次票 399 元 1 大 1 小 10 次票 699 元	常规日 475 元 特别常规日 599 元 高峰日 719 元 特别高峰日 799 元
游乐项目	6 项动力游戏：飞行日记、桌球对对碰、环球之旅、风车蹦床、摇摇乐、浪漫巴黎	5 大项目类别，含汽车乐园、电玩、餐饮、影院、书屋、滑梯等近 40 种体验项目	8 大主题园区，共 31 个游乐项目，包含全球度假项目(创极速光轮、飞跃地平线)
图示			
优势	<ul style="list-style-type: none"> 室外场景通透、视觉冲击力强，契合商业综合体引流地标需求 地理位置便利，利于吸引冲动消费 单次消费门槛低，试错成本小 强社交属性，项目设计和室外环境适合拍照打卡，易于在社媒传播 	<ul style="list-style-type: none"> 室内环境恒温可控，不受天气限制，运营稳定性高 项目种类和数量较多，能显著提升顾客满意度 通票模式下，体验项目越多越划算，10 次票设置强复购钩子 	<ul style="list-style-type: none"> 规模浩大，八大主题园区提供极致沉浸式体验 内容强支撑，百年 IP 库叠加内容持续创新 员工培训严格，服务质量优异 衍生品溢价能力极强
劣势	<ul style="list-style-type: none"> 室外运营受天气影响大，极端天气下营收波动明显 若想体验多个项目，总花费迅速攀升，性价比感知较弱 项目数量有限，内容深度不足，消费者停留时间和重复消费意愿偏弱 	<ul style="list-style-type: none"> 室内面积有限，项目密集度高可能影响体验舒适度 由于项目更多、场地装修更复杂，前期投入成本更高 通票模式需维持较高客流才能保证盈利，对商场引流能力和自身营销能力要求高 	<ul style="list-style-type: none"> 室外运营受天气影响大，极端天气下营收波动明显 重资产投资运营，中小企业无法负担 价格高昂，消费门槛高 地理位置偏远，需计划出游 人流过大，排队耗时拖累体验

资料来源：公司官微，大众点评，走进华强方特，华鑫证券研究

图表 89：城市乐园配套设施（部分）



资料来源：鸭鸭户外游乐园，华鑫证券研究

全球布局稳健推进，构筑第二增长曲线。2025H1 公司 B. Duck 城市乐园项目已先后在深圳、雅加达、曼谷等地落地，开心农场首店于 5 月落地泉州。得益于自营城市乐园的成功，公司上半年实景娱乐授权收入同比提升 300%，录得约 389 万元的门票收入，占总营收比重达 10%。公司积极推动全球化布局，短期内以国内一二线城市为主阵地，加速国内 60+ 乐园建设，同步试水东南亚及北美市场，规划 5000 m² 洛杉矶市内乐园；未来三年计划在全球落地 200 个主题乐园，打造第二增长曲线。

3.2.3 IP+游戏：广泛联动大热 IP，探索微信游戏生态

广泛联动大热 IP，探索微信游戏生态。近年来，公司广泛联动国内大热游戏 IP，2025 年与《王者荣耀》携手推出多个联动视频，收获全平台总曝光量超 2.1 亿、小红书阅读量超 1 亿、微博 TOP50 热搜话题达 4 个。2023 年，公司组建大文娱创新业务发展中心，并与微信小程序游戏头部研发运营商梦作坊成立合资公司德趣科技，以游戏研发制作、衍生品销售为核心业务，开拓游戏电竞市场；2024 年起，公司陆续与等多款微信小游戏落地联动，合作期间游戏日付费数据提升 2.5 倍，玩家在线时长增加，游戏整体收入上涨约 40%。除了游戏授权，公司也开始探索 IP 定制游戏业务，2024 年上线《抓了个鸭》、《小黄鸭奇旅》、《冲鸭！比达克》3 款定制游戏，另有一款合成+模拟经营类游戏《小黄鸭！DUCK 世界》预计于 2025 年 Q3 上线。

图表 90：公司授权与代理发行游戏（部分）

图例							
时间	2013	2020	2022	2022	2022	2023	2023
游戏	神魔之塔	和平精英	第五人格	PUBG BATTLEGROUNDS	天天爱消除	QQ炫舞	女孩与海
图例							
时间	2024	2024	2024	2024	2024	2025	2025
游戏	第五人格	QQ飞车	生死狙击2	仙境传说:爱如初见	冒险大作战	小鸡舰队出击	向僵尸开炮
图例							
时间	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025
游戏	遗迹大俠	四季物语	王者荣耀	保卫向日葵	碳碳岛	极品飞车	晶核
图例						旗下游戏IP	
时间	2024	2024	2024	2024	预计2025Q3		2025
游戏	抓了个鸭	小黄鸭奇旅	冲鸭!比达克	秘境契约	小黄鸭! DUCK世界		抓大鹅

资料来源：公司官网，公司官微，公司公告，IP角研社，华鑫证券研究

游戏授权迅速增长，推出小游戏扶持政策。公司在游戏授权业务中采用不同合作模式，在IP联动方面，单次联动2-3个月，采用版金模式和最低保证金+道具分成模式；在IP研发授权方面，采用版金+预付模式和流水分成模式。2024年公司已签约游戏授权产品突破14款，同时实现大型端/手游、小游戏品类扩充以及海外游戏合作拓展；2025年，公司推出小游戏专项扶持计划，明确三类优惠合作模式，在微信小游戏生态构建方面再度迈出坚实一步。

图表 91：2025 年公司推出小游戏联动专项扶持计划

游戏类型	授权金模式	简介	特点
精品游戏	低 MG+流水分成	游戏方先支付一笔较低的“最低授权金”（保底费），以确保获得 IP 授权。游戏上线后，IP 方除了收取这笔保底费外，还会根据游戏内特定 IP 联动道具的销售收入，按约定比例抽取分成。	风险共担，激励共存。IP 方有保底收入，同时也有动力配合游戏方进行宣传推广，以提升分成收入。游戏方的初期授权成本也得以降低。
高日活 IAA	无 MG+流水分成	游戏方无需支付首笔授权费用。IP 授权方的收益完全来自于游戏上线后，根据游戏的总流水（或净流水）按一定比例进行分成。	IP 方的收益完全取决于游戏商业成功程度。若游戏成为爆款，收益通常远超固定授权金；反之则可能颗粒无收。这种模式通常发生在 IP 方对游戏项目极具信心，或双方关系非常紧密的情况下。
其他	返 MG+周边赠送	IP 方在收取基础授权金后，将返还 10% 的金额作为联合研发/营销基金，并通过游戏运营活动向玩家赠送 IP 在售周边或定制联名周边产品。	通过资金返还与实物资源双重支持，既降低合作方的现金压力与运营成本，又能通过联合推广与产品共创，将 IP 联动从单纯形象授权升级为品牌价值共建，有利于实现声量与销量的同步提升。

资料来源：IP角研社，华鑫证券研究

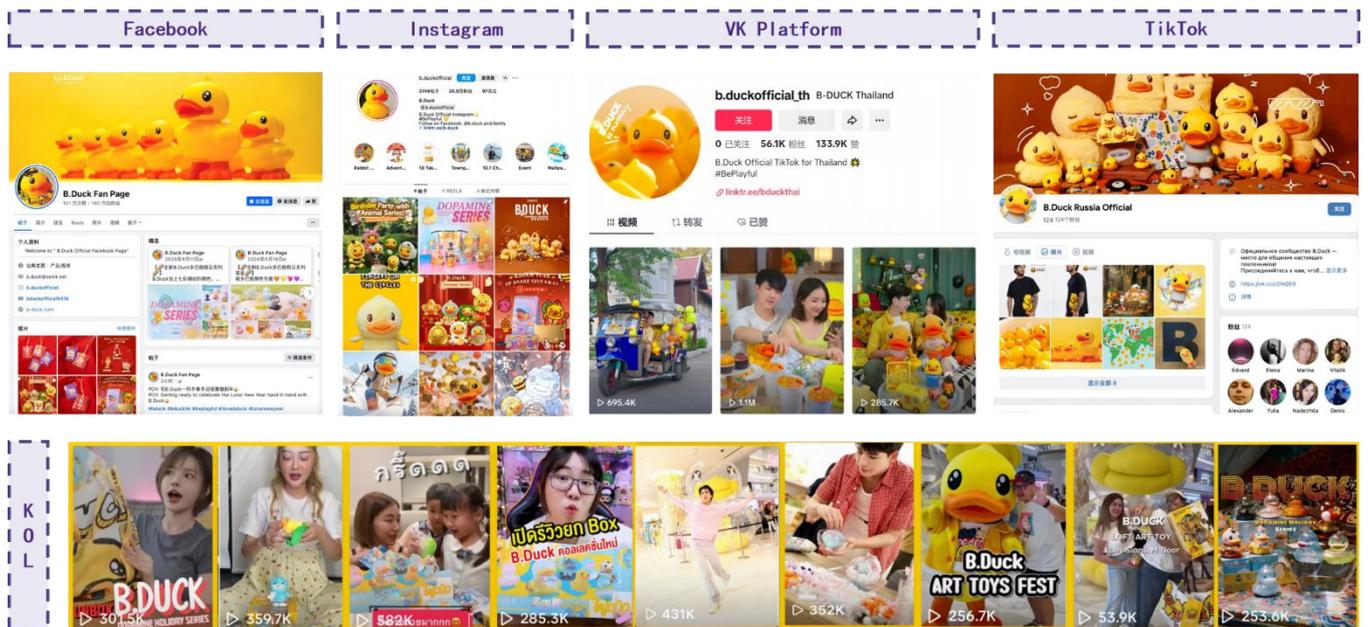
授权+开发+商城协同，打通流量变现链路。此外，公司进一步探索游戏流量变现新路径，利用微信小程序生态内游戏与商城便捷直连特性，简化购买流程，提高转化率。以《抓大鹅》为例：在线上，玩家可以在游戏过程中抓取或参加活动获取到小黄鸭代金券，该券可在小黄鸭商城“抓大鹅专区”中直接抵扣购买金额，在这种游戏和电商的结合案例中，核销率可高达6-8%；在线下，公司计划2025年内与《抓大鹅》做100场地推活动，分布在一线城市主要商圈及人群聚集场景，微信小游戏的便捷之处在于只要扫码就可以体验、领礼品，相比大型端游、手游更易从线下带来用户增量，有望给予产品更多支持与曝光。

3.3、业务出海：东南亚首战告捷，阶段性稳健渗透

公司全球化之路分三阶段渗透：高性价比产品形成认知、授权体系建立本土网络、文旅体验深化情感联结。

跨境电商打开认知，内容营销先声造势。公司前瞻布局跨境电商，以差异化、本土化策略切入不同市场。2024年，公司跨境电商团队正式启动KOL直播带货战略，截至2025年1月，短短两个月内，团队已成功策划并成功举办50余场直播活动，精准锁定东南亚和北美两大目标市场。直播期间重点推介B. Duck授权产品、女装服饰及自主研发商品，成功吸引海外消费者踊跃参与。被授权方还可依托B. Duck现有的跨境电商平台，助力产品海外销售，共同开拓国际市场。截至目前，公司在全球拥有2300多万粉丝，业务已拓展至18个国家和地区。

图表 92：公司跨境电商与 KOL 布局（部分）



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

优先拓展东南亚市场，泰国成为战略切入点。公司积极部署以泰国为首的东南亚市场，成效显著。2023年，公司与凯登成立合营公司 B.Duck Thailand Company Limited，专注于泰国市场拓展与产品销售；2025年，泰国首家 B.Duck 城市乐园落地曼谷，5组 IP 主题设备在周末吸引超 2 万家庭客流，带动周边商场销售额提升 30%。截至目前，公司在泰国已拥有 40 家被授权商，产品成功进驻 LoFt 等线下零售渠道，覆盖母婴、3C、餐饮等领域。2024/2025H1 公司东南亚及台湾市场同增 9%/145%至 0.04/0.04 亿元，营收占比从 2018 年的 2%提升至 5%。

图表 93: B. Duck 20 周年嘉年华泰国首秀



资料来源：CLE 中国授权展，华鑫证券研究

图表 94: B. Duck 泰国 LoFt 门店



资料来源：公司调研，华鑫证券研究

巴西推进乐园落地，积极布局北美市场。在南美市场，公司主要布局大型文旅项目，巴西首个小黄鸭十年期大型乐园已在筹备过程中，涵盖漂流、VR 游戏等沉浸式项目，同步带动本地被授权商的玩具、服饰销售。公司亦将透过持续深化海外品牌授权、建立海外旗舰店与本地化实景娱乐体验，积极布局北美等地区市场，开发具地域特色的 IP 产品，复制国内成功模式。2024/2025H1 公司其他市场（包括来自巴西、拉丁美洲及其他国家的收益）营收同增 554%/297%，扬帆起航，未来可期。

4、未来展望

公司是中国领先的 IP 授权企业，业务足迹遍布全球，粉丝基础雄厚，疫情时代受限于环境与策略双重影响，业绩持续承压。公司积极调整发展战略，内生外延重构业务布局，修复存量叠加开拓增量，2025H1 业绩显著好转，随着新兴战略顺利推进，判断公司拐点已至，未来有望持续向好。

商品零售：关注渠道店型调试进展，外延并购贡献增量。

- **内生：**公司计划未来 IP 矩阵拓新保持稳健节奏，带来一定收入转化，同时加速推进自营渠道店建设，逐步摆脱对单一 IP 和授权金依赖，持续关注单店模型打磨与落地进展。
- **外延：**公司收购 HIDDEN WOOD 约定 2025-2027 年彼分别贡献不少于 0.4/0.6/1.0 亿元的营收及一定正向净利，据 HIDDEN WOOD 于 2023/2024/2025H1 营收分别同增 276%/72%/79%至 0.15/0.26/0.15 亿元，叠加下半年为消费品企业确收旺季，我们判断该绩效承诺具备良好实现基础，待 2026 年并表后有望持续增厚公司业绩。

实景文旅：城市乐园跑马圈地，文旅项目稳定运行。

- **城市乐园：**目前，国内 IP 商业综合体市场处于跑马圈地阶段，公司率先抢占国内高线城市黄金商圈，具备明显先发优势。公司积极推动全球化布局，短期内以国内一二线城市为主阵地，加速国内 60+乐园建设，同步试水东南亚及北美市场，规划 5000 m²洛杉矶市内乐园；未来三年计划在全球落地 200 个主题乐园，打造第二增长曲线。
- **政府文旅：**以黄果树漂流项目为标杆，从 6 月中旬至 8 月底，项目游客接待量已超 3 万人次，实现营业额 370 余万元；公司主要通过门票分账获取收益，考虑到国内出游规模与人均支出持续增加，各地 IP 文旅项目签约建设加速推进，预计未来可贡献稳定收入。

角色授权：授权合作意愿高涨，仍有数倍增长空间。

公司渠道优化成效初显，被授权商单商创收逐步修复，以 2025H1 末的 577 家被授权商数量计，若公司单商创收修复至 2021 年水平，则线下被授权商贡献收入可达 2.50 亿元，约为 2024 年的 4 倍；假设未来两年公司被授权商数量保持 10%的平稳增速（2025H1 同比增速为 17%），则 2027 年线下授权收入体量可达 3.19 亿元，约为 2024 年的 5 倍。

5、 盈利预测

预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.01/0.04/0.13 元，当前股价对应 PE 分别为 92/23/8 倍，维持“买入”投资评级。

图表 95：公司盈利预测

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128.53	308.10	545.35	797.54
YoY	-0.78%	139.72%	77.00%	46.24%
净利润(百万元)	-46.40	10.42	41.76	128.03
YoY	--	--	300.69%	206.61%
每股收益(元)	-0.05	0.01	0.04	0.13
EBIT Margin	-20.73%	6.41%	10.10%	18.89%
净资产收益率 (ROE)	-24.22%	5.16%	17.13%	34.44%
市盈率 (PE)	-20.69	92.12	22.99	7.50
EV/EBITDA	-92.23	48.71	22.67	9.25
市净率 (PB)	5.01	4.75	3.94	2.58

资料来源：华鑫证券研究

6、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 行业竞争加剧风险；
- 3) 市场拓展不及预期；
- 4) 项目建设不及预期。

公司盈利预测 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23	72	49	48	利润表				
应收款	79	189	335	490	营业收入	129	308	545	798
存货	14	3	3	3	营业成本	0	0	0	0
其他流动资产	20	47	84	122	营业税金及附加	0	0	0	0
流动资产合计	176	339	506	698	销售费用	51	114	196	259
固定资产	13	13	15	18	管理费用	104	174	294	388
无形资产及其他	20	15	10	5	财务费用	-2	4	8	10
投资性房地产	76	76	76	76	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	9	12	16	18	资产减值及公允价值变动	-3	-4	-1	0
资产总计	293	454	622	814	其他收入	-22	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	46	164	242	256	营业利润	-50	11	46	140
应付款项	8	2	1	2	营业外净收支	-1	0	0	0
其他流动负债	35	71	115	158	利润总额	-51	11	46	140
流动负债合计	90	237	359	415	所得税费用	-1	0	1	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	少数股东损益	-3	1	3	8
其他长期负债	10	14	15	14	归属于母公司净利润	-46	10	42	128
长期负债合计	10	14	15	14					
负债合计	100	250	374	430	现金流量表				
所有者权益					净利润	-46	10	42	128
少数股东权益	1	2	5	13	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	192	202	244	372	折旧摊销	14	7	7	7
负债和股东权益总计	293	454	622	814	公允价值变动损失	3	4	1	0
					财务费用	-2	4	8	10
					营运资本变动	17	-95	-136	-152
					其它	-3	1	3	8
关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	-14	-74	-84	-9
每股收益	-0.05	0.01	0.04	0.13	资本开支	-9	-5	-5	-5
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	0	12	-8	1
每股净资产	0.20	0.21	0.25	0.38	投资活动现金流	-8	4	-17	-6
ROIC	-12%	8%	15%	29%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	-24%	5%	17%	34%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	100%	100%	100%	100%	支付股利、利息	-5	0	0	0
EBIT Margin	-21%	6%	10%	19%	其它融资现金流	3	118	78	13
EBITDA Margin	-10%	9%	11%	20%	融资活动现金流	-6	118	78	13
收入增长	-1%	140%	77%	46%	现金净变动	-29	49	-23	-1
净利润增长率			301%	207%	货币资金的期初余额	52	23	72	49
资产负债率	35%	56%	61%	54%	货币资金的期末余额	23	72	49	48
息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	-3	-74	-81	-4
P/E	-20.7	92.1	23.0	7.5	权益自由现金流	2	40	-11	0
P/B	5.0	4.8	3.9	2.6					
EV/EBITDA	-92	49	23	9					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。