



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

方寸潮玩，万象人间

轻工制造

2025 年 12 月 03 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

轻工制造

投资评级

看好

上次评级

看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

潮流玩具：方寸潮玩，万象人间

2025 年 12 月 03 日

本期内容提要：

- **潮玩市场持续扩张，Z 世代为消费主力。**根据乐自天成公司招股书，2024 年全球 IP 玩具市场规模达到 5251 亿元，同比增长 21.7%，预计 2029 年增至 7717 亿元；中国 IP 玩具市场规模达到 756 亿元，同比增长 29.2%，预计 2029 年达 1675 亿元；品类结构趋于均衡，静态与可动玩偶增长最快。Z 世代成为主要消费群体，占比超 70%，消费能力与意愿强，购买动机以情感寄托、社交需求和陪伴属性为主。IP 是潮玩行业的核心竞争力，全球收入最高 IP 宝可梦累积收入达 989 亿美元。国产 IP 逐渐崛起，2024 年中国授权市场上本土 IP 占比达 40%，涌现出《黑神话：悟空》等爆款作品，竞争格局愈发多元，仍处于快速发展阶段。社交媒体成为 IP 传播主阵地，微信、小红书等在裂变传播中表现突出。
- **头部 IP 会通过影视、动画、游戏、社交媒体等路径丰富 IP 文化，为消费者打造跨媒介的 IP 内容生态。**各潮玩企业的实现路径存在差异：迪士尼与三丽鸥本身即为内容生产者，内容创新力强，通过高热度 IP 引领授权产品。乐高则拥有垄断级的强大产品力与线下渠道，凭借积木的拼搭属性开发出“IP 载体”这一独特生态位，联动外部 IP 实现破圈，并尝试孵化自有叙事。游戏工坊、万代则兼备深度内容 IP 与核心产品，采取 IP 与产品高度协同战略：一方面通过内容生产塑造 IP 文化，催动产品的持续更新；另一方面打造可玩度高的标志性产品，在售出后持续发挥文化影响。其文化产品消费与玩具消费间相互驱动，形成横跨媒体与产品的 IP 生态。三种路径最终都导向“内容+产品”的生态构建。
- **潮玩企业积极拓展 IP 价值转化路径。**各潮玩企业对于 IP 产品的开发均实现了多品类扩张、多价格梯度、全生态构建，以实现对各消费客群的全面覆盖。各潮玩企业在产品思路存在共性。一方面在单一产品品类内通过价格、设计、材质、限量策略等维度构建价格梯度，引导玩家逐渐转向为情绪买单的收藏性消费，另一方面积极开发新产品品类，扩充产品矩阵以实现对消费者的多维度切割与覆盖。成功的价值转化模式使各企业头部 IP 生命周期普遍超过 30 年，积累了较高的社会认知度与品牌认可度。
- **覆盖全产业链是潮玩企业成熟的必经之路。**游戏工坊/乐高/三丽鸥/迪士尼/万代的商业模式差异显著：游戏工坊规模最小，凭借核心粉丝与垂直生态实现高利润率；乐高规模大且稳健，属品牌+制造驱动；三丽鸥依赖 IP 授权，利润波动大；迪士尼是重资产的全媒介娱乐帝国；万代 IP 矩阵多元稳健，增速适中。企业差异根源于 IP 类型、产品特性、企业发展阶段等要素禀赋层面的竞争力差异。行业趋势显示，潮玩企业普遍从单点突破（IP/产品/渠道）逐步向全产业链布局演进，通过控制上游 IP 生产与下游营销渠道以实现更稳定的价值转化与风险抵御能力。迪士尼与乐高已实现全链布局，三丽鸥、万代、游戏工坊仍在补

强短板，迈向成熟。

- **投资建议：**看好全产业链布局的**泡泡玛特**，零售业务转型 IP 的**名创优品**、**晨光股份**等，IP 矩阵多元化的积木人龙头**布鲁可**，以及 IP 零售渠道 TOP TOY、乐自天成等。
- **风险因素：**消费复苏不及预期，行业竞争加剧，IP 生命周期管理不及预期。

目 录

一、IP 授权玩具市场规模逐年攀升，Z 世代成为消费主力	7
1. 潮玩市场持续扩容	7
2. 潮玩产业链拆解	8
3. 消费群体聚焦 Z 世代	9
4. IP 为王，运营支撑	11
5. 竞争多元，国产 IP 崛起	14
二、多路径实现价值转化，头部玩家构建“全产业链”模式	17
1. 迪士尼：影视打造海量优质 IP，从内容生产转向全赛道娱乐巨头	17
2. 乐高：积木龙头创意赋能，全产业链+IP 载体优势实现价值转化	25
3. 万代南梦宫：从玩具生产转向 IP 生态运营，打造日本头部潮玩供应商	34
4. 三丽鸥：轻量级形象 IP 持续破圈，多渠道触点实现粉丝价值转化	44
5. 游戏工坊：产品&IP 协同发展，战棋领域为核心内伸外延	52
三、覆盖全产业链是行业必然趋势，也是企业成熟必经之路	62
1. 财务分析	62
2. 如何看待各类企业间的商业模式差异？	63
3. 如何看待各产品品类间差异？	64
4. 多渠道实现 IP 全产业链布局是潮玩行业发展必然趋势	64
5. 投资建议	65
风险因素	66

表 目 录

表 1：潮玩与传统玩具对比	7
表 2：内容 IP、形象 IP 特点对比	11
表 3：全球收入最高媒体特许经营权列表	12
表 4：泡泡玛特 IP 积累途径	13
表 5：2024 年中国市场前 10 大 IP 玩具公司	16
表 6：2024 天猫潮流玩具店铺销售榜	16
表 7：迪士尼分地区收入（百万美元）	17
表 8：迪士尼分业务收入（百万美元）	18
表 9：迪士尼分来源收入（百万美元）	18
表 10：全球动画电影票房收入排行榜（前 10 名）	19
表 11：迪士尼收购时间表	20
表 12：2024 全球累计收入最高商业 IP TOP10	20
表 13：迪士尼乐园及开园年份	21
表 14：体验板块分来源收入（百万美元）	21
表 15：迪士尼旗下流媒体	23
表 16：订阅者人均月均收入（美元）	23
表 17：乐高分地区营收（百万丹麦克朗）	25
表 18：乐高在全球及主要地区拼搭玩具市场市占率	25
表 19：通用零件、特殊零件成本对比	26
表 20：乐高部分主题风格	27
表 21：主要早期自有 IP 内容	30
表 22：乐高 IP 主题分类	31
表 23：万代南梦宫分地区收入占比（十亿日元）	34
表 24：万代南梦宫分业务收入（十亿日元）	35
表 25：万代南梦宫全球分 IP 收入（十亿日元）	35
表 26：万代南梦宫日本市场分 IP 收入（十亿日元）	36
表 27：bilibili 动漫播放量 TOP5（截至 2025.2）	36
表 28：万代旗下 IP 作品分品类销额（十亿日元）	38
表 29：《机动战士高达》系列动画更新时间分布	38
表 30：高达主要产品系列	39
表 31：高达各系列模型累计销量及海外累计销量（百万件）	40
表 32：Z 高达拥有横跨多系列的多款模型	40
表 33：新社长辻朋邦主要改革措施	45
表 34：2016-2025 年三丽鸥明星人气评选结果排名	46
表 35：三丽鸥主要市场分业务收入（亿日元）	46
表 36：三丽鸥彩虹/和谐乐园收入（亿日元）	49
表 37：2025 财年主题公园主要活动、举办时间	49
表 38：游戏工坊分地区营业收入（亿英镑）	52

表 39: 游戏工坊分渠道营收 (亿英镑)	53
表 40: 游戏工坊游戏系列矩阵	56
表 41: 塑料、树脂材料性质差异对比	58
表 42: 官方店分地区数量 (家)	59
表 43: 2015-2024 年各公司业绩 (亿美元)	62
表 44: 各公司要素特征对比	63
表 45: 各公司主要社媒粉丝数 (万) (截至 2025 年 11 月 4 日)	64
表 46: 可玩性表现形式	64
表 47: 可比公司估值	65

图 目 录

图 1: 全球 IP 玩具市场规模 (十亿元)	8
图 2: 中国 IP 玩具市场规模 (十亿元)	8
图 3: IP 衍生品行业产业链	9
图 4: 2024 中国潮玩消费者年龄分布	9
图 5: 潮玩消费者月收入区间分布 (元)	10
图 6: 潮玩消费者潮玩消费支出趋势与上一年比较	10
图 7: IP 爱好者购买授权产品支出占可支配收入比例	10
图 8: 潮玩消费者购买动机	11
图 9: 全球最赚钱 IP 排行榜 TOP132 原始媒体品类分布 (截至 2024 年)	12
图 10: 全球最赚钱 IP 排行榜 TOP132 品类比例分布 (截至 2024 年)	12
图 11: 泡泡玛特合作艺术家&合作品牌	13
图 12: 泡泡玛特各品类 IP 收入 (十亿元)	13
图 13: 2024 年 IP 的主要发行和传播渠道	14
图 14: 2023、2024 年 IP 使用的平台	14
图 15: 2024 年中国授权市场的 IP 品类	15
图 16: 2024 年中国授权市场的 IP 所属地域分布	15
图 17: 国产 IP 涌现优秀作品, 消费市场反应热烈	15
图 18: 迪士尼收入 (百万美元) 及同比	17
图 19: 迪士尼净利润 (百万美元) 及同比	17
图 20: “迪士尼经典动画长片”系列部分电影	19
图 21: 试金石影业部分影视作品	20
图 22: 迪士尼主题乐园接待游客总人次 (百万人次) 及同比	21
图 23: 迪士尼授权商品、周边品类丰富	22
图 24: 流媒体平台付费订阅者数量 (百万人)	23
图 25: Disney+提供服务地区	24
图 26: 乐高营业收入 (百万丹麦克朗) 及同比	25
图 27: 乐高净利润 (百万丹麦克朗) 及同比	25
图 28: 乐高研发费用 (百万丹麦克朗) 及占营收比例	26
图 29: 乐高每年推出新品占总产品数量比例	26
图 30: “凸点与管道”设计草图	26
图 31: 乐高标准零件	26
图 32: 60 年代早期乐高小镇宣传内容	26
图 33: 乐高艺术主题产品: 向日葵	27
图 34: 2013 年动漫展限量款蜘蛛侠小人	27
图 35: 埃菲尔铁塔: 积木件数 10001 块	27
图 36: 高阶复杂产品商业逻辑	28
图 37: LEGO® Ideas 平台官网	29
图 38: LEGO® Ideas 平台运作机制	29
图 39: “幻影忍者”系列产品与剧集海报	30
图 40: “悟空小侠”系列产品与剧集海报	30
图 41: 乐高电影系列	31
图 42: 乐高全球门店数量 (家) 及同比	32
图 43: 丹麦比隆乐高之家	32
图 44: 北京乐高探索中心	32
图 45: LEGO® Builder APP 合作拼搭界面	33
图 46: LEGO® Play APP 分享创意界面	33
图 47: 万代南梦宫营收 (十亿日元) 及同比 (FY2026 预测来自万代南梦宫公司公告)	34
图 48: 万代南梦宫净利润 (十亿日元) 及同比 (FY2026 预测来自万代南梦宫公司公告)	34
图 49: 15-79 岁日本人对万代 IP 的认知率及好感率	37

图 50: 万代版权作品数 (部)	37
图 51: 万代版权作品小时数 (小时)	37
图 52: 可按需点播的动画作品数量 (部)	37
图 53: 有偿点播动画作品累积观看量 (百万次)	37
图 54: 2024 年日本各年龄段人群对高达的认知率及好感率	38
图 55: 万代官方商城支持按《高达》系列作品检索模型商品	39
图 56: 高达 HG 系列 1/144 异端审判者·火炬	39
图 57: 高达系列内容&衍生产品	41
图 58: 高达基地&高达乐园	42
图 59: 中国境内高达基地数量 (家)	42
图 60: 三丽鸥营收 (亿日元) 及同比	44
图 61: 三丽鸥净利润 (亿日元) 及同比	44
图 62: 三丽鸥分地区收入占比	44
图 63: 三丽鸥分业务收入占比	44
图 64: 1990-2023 三丽鸥营业利润 (十亿日元)	45
图 65: 三丽鸥分 IP 收入占比	45
图 66: 三丽鸥中国、北美地区分 IP 收入占比	45
图 67: 2023-2025 年三丽鸥在中国大陆主要营销活动	47
图 68: 三丽鸥官方 YouTube 账号, 已发布 1742 个视频, 订阅数 453 万	47
图 69: 三丽鸥官方 Instagram 账号, 已发布 4856 个帖子, 粉丝 347 万	47
图 70: 三丽鸥官方微博账号, 粉丝 144 万, 视频累计播放量 5777 万次	48
图 71: 《美乐蒂&酷洛米》海报: 美乐蒂 50 周年与酷洛米 20 周年的联合庆祝动画	48
图 72: 三丽鸥官方表情包	48
图 73: 微信用户自制三丽鸥 IP 表情包	48
图 74: 7 家 Hello Kitty 主题咖啡厅	50
图 75: 三丽鸥主题流动咖啡车	50
图 76: “三丽鸥时间”示意图	50
图 77: “亲近三丽鸥时间”拆分 (十亿小时)	50
图 78: “深度沉浸时间”拆分 (百万小时)	50
图 79: 三丽鸥与香港八达通推出联名卡面	51
图 80: 2023 年发布第一套英语教材 “Sanrio English Master”	51
图 81: 三丽鸥已开发 7 款游戏与 7 款生活 APP	51
图 82: 三丽鸥和 ClaN Entertainment 于 2023 年共同推出虚拟主播项目 “Nyantasia!”	51
图 83: 游戏工坊营业收入 (亿英镑) 及同比	52
图 84: 游戏工坊净利润 (亿英镑) 及同比	52
图 85: 1983 年, 首部战锤规则书封面	53
图 86: 1987 年, 战锤 40k 首版规则书封面	53
图 87: 1986 年, 战锤系列中最受欢迎形象 “星际战士” 初版模型	53
图 88: 战锤小说题材丰富, 覆盖读者广泛	53
图 89: 1999 年《冈特的幽灵》系列小说封面	54
图 90: 2021 年版《冈特的幽灵》模型套装	54
图 91: 战锤 40k 版本历程	54
图 92: 战锤模型更新/设计风格演变: 以角色 “卡尔加” 为例	55
图 93: 三种 “兰德掠袭者” 坦克在桌游中可互相替代, 造型上存在差异	57
图 94: 战锤系列产品具备多种设计风格 (以战锤 40k 部分子阵营为例)	57
图 95: 战锤模型以塑料板件形式出售, 需玩家自行拼涂	58
图 96: 模型制作相关工具与涂装用漆	58
图 97: 游戏工坊从 1987 年开始举办 “金恶魔” 模型涂装比赛	58
图 98: 游戏工坊官网提供官方店寻找服务, 方便玩家定位最近的官方旗舰店	58
图 99: 游戏工坊全球官方旗舰店数量 (家) 及同比	59
图 100: 游戏工坊全球经销商数量 (个) 及同比	59
图 101: 游戏工坊官方 YouTube 账号	60
图 102: bilibili 平台 “达奇上校” 账号的战锤系列视频	60
图 103: 游戏工坊授权业务营业利润 (百万英镑) 及同比	60
图 104: 重要财务指标	65

一、IP 授权玩具市场规模逐年攀升，Z 世代成为消费主力

潮流玩具 (PopToy)，也被称为**艺术家玩具 (ArtToy)**或**设计师玩具 (Designer Toy)**。潮流玩是以潮流文化为主题，由设计师、艺术家设计制作，融合了绘画、雕像、艺术等多种元素的具有独特艺术风格的玩具。根据弗若斯特沙利文的定义，潮流玩是被注入了潮流文化和时尚内容的玩具，受众群体主要为 14+青少年与成年人，显著区别于传统玩具主打的玩具市场。

表 1: 潮玩与传统玩具对比

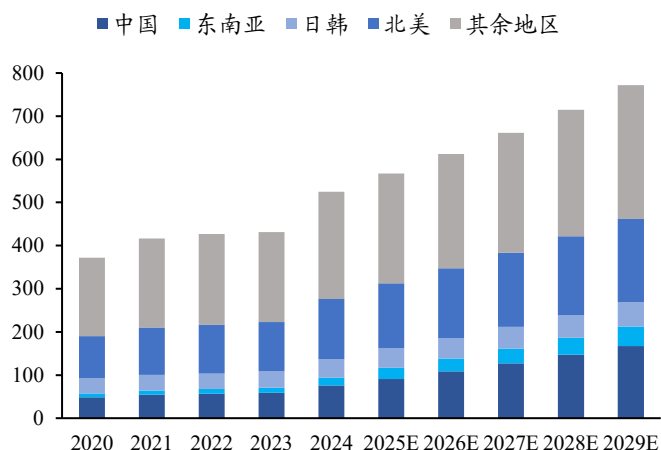
	潮流玩具		传统玩具
	小众潮玩	大众潮玩	
目标受众	深入了解特定文化、艺术或设计的成年消费者	14+青少年及成年人为主	14 岁以下少年儿童为主
发行数量	限量发行，增加收藏价值	通常不限量，产品系列化、快速迭代	大量销售，既有常青品类，也有系列化快速迭代的产品
价格	由于限量和独特性，通常较高	通常更加亲民	价格区间较广泛
购买渠道	大多需预售，部分须特殊渠道或拍卖	线下潮玩店、精品百货，线上电商平台、社交媒体等全渠道	线上、线下全渠道，多级经销商体系
消费驱动	个性、收藏	悦己、解压、社交、潮流、怀旧	可玩性、益智性、教育性
主要产品类	手办、模型、大娃、雕像、可动人偶等	盲盒公仔、手办、可动人偶、模型、积木、毛绒玩具、扭蛋、卡牌等	益智玩具、体育玩具、电动玩具、娃娃、户外玩具等
品牌授权	设计师或艺术家品牌	多联动 IP，包括设计师/艺术家原创 IP、成熟热门 IP 授权（后者占比较大）	多根据生活常见图像、事物设计，部分有 IP 授权
蕴含价值	多具有二次销售价值，部分有拍卖价值	部分可进行二次销售	附加值低，一般只能进行一次销售
忠诚粉丝	粉丝了解背后文化、故事或设计理念，忠诚度高，可形成特定社区文化	除头部品牌外，一般品牌普通粉丝、路人粉丝更多	头部品牌具有广泛受众基础，大部分品牌缺少忠诚度

资料来源：深企投产业研究院，信达证券研发中心

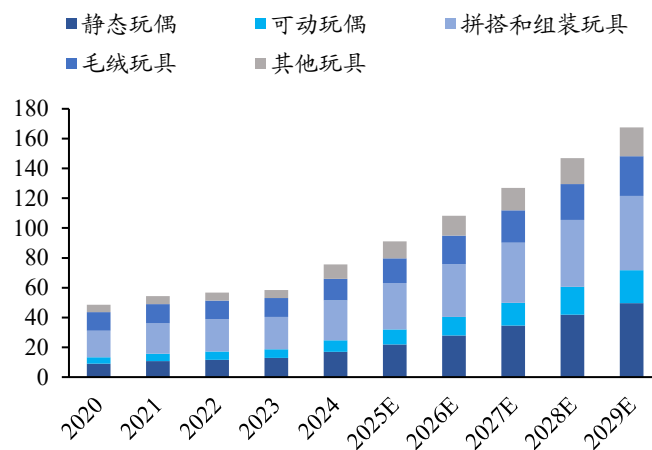
1. 潮玩市场持续扩容

全球潮玩市场持续扩张，新兴市场高速增长。根据 GMV 计算，2024 年全球 IP 玩具市场规模达 5251 亿元（同比 +21.7%），占全球 IP 衍生品市场的 37.4%，2020-24 年 CAGR 达 9.0%。据乐自天成公司预测，2029 年全球市场规模将增至 7717 亿元，CAGR 5 达 8.0%。2024 年，北美是全球最大的 IP 玩具区域市场，规模达 1390 亿元，占全球市场的 26.5%，预计于 2029 年增至 1927 亿元，CAGR 5 达 6.8%；中国/东南亚为新兴市场，增速最快，2020-24 年 CAGR 为 11.7%/19.1%，预测 2024-29 年 CARG 达 17.2%/20.0%。随全球 IP 创作与授权衍生品多样化，潮玩消费群体不断扩张，中国、东南亚等新兴市场快速增长，预计未来全球潮玩市场将保持增长态势。

中国市场增长领先全球，品类发展趋于均衡。根据 GMV 计算，2024 年中国 IP 玩具市场规模达 756 亿元（同比 +29.2%），预计于 2029 年增至 1675 亿元，CAGR 5 达 17.2%，与北美市场规模差距逐年缩小。品类上，静态玩偶/可动玩偶/拼搭和组装玩具/毛绒玩具/其他玩具分别占比 22.5%/10.3%/35.4%/18.9%/12.8%；静态玩偶、可动玩偶增速最快，2020-24 年 CAGR 分别为 17.2%/15.4%，预测 2024-29 年 CAGR 达 23.9%/23.2%，占中国市场总份额升至 42.8%；拼搭和组装玩具、毛绒玩具则将分别下滑约 5pct、3pct，预计各品类将发展更加均衡。

图 1：全球 IP 玩具市场规模（十亿元）


资料来源：乐自天成招股书，信达证券研发中心

图 2：中国 IP 玩具市场规模（十亿元）


资料来源：乐自天成招股书，信达证券研发中心

2. 潮玩产业链拆解

IP 授权行业产业链可分为上游、中游、下游三个环节。

上游 IP 原作创作及授权：IP 分为内容 IP 与形象 IP，前者基于叙事与世界观，多出自电影、小说、游戏等文艺产品，后者基于外观设计与形象符号，一般缺失叙事，出自艺术创作等。IP 创作为 IP 产业链的创新源头；IP 授权则是知识产权所有者将 IP 在一定时间内授予另一方使用，以开发生产商品或提供服务，是 IP 价值转化的开始；

中游产品设计与生产制造：中游为将 IP 转化为实体产品的关键环节，涉及到选定品类赛道、产品设计、营销推广等环节，以实现 IP 商业价值落地变现的目的；

下游销售渠道：下游销售渠道包括潮玩连锁店、专卖店、精品百货店、商场等传统线下渠道，也包括电商、社交平台、短视频平台等线上渠道。

图 3：IP 衍生品行业产业链

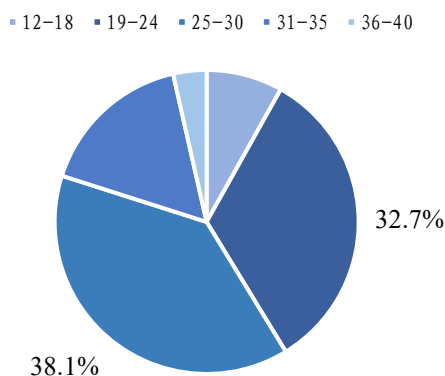


资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

3. 消费群体聚焦 Z 世代

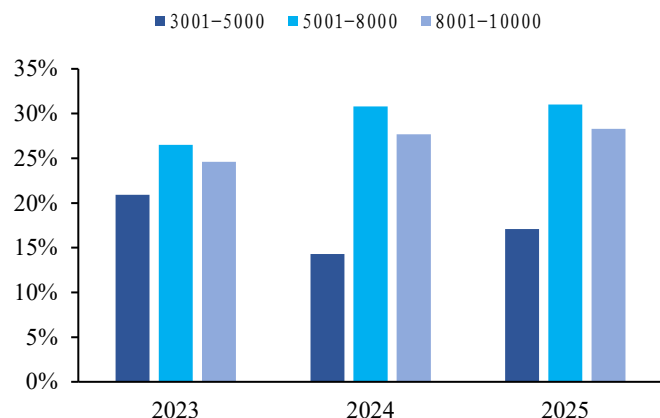
Z 世代（出生于 1995-2009 年间人群）成为潮玩消费主力。中国 Z 世代人口达 2.64 亿，占中国总人口 19%。截至 2024 年，Z 世代占据潮玩消费群体超七成。25-30 岁人群占比 38.1%，是消费主力：其经济独立、观念前卫，消费能力强；19-24 岁人群占 32.7%，多为高校学生，具备一定消费能力；12-18 岁人群仅占 8%，仍为中小学生，消费力有限。

图 4：2024 中国潮玩消费者年龄分布

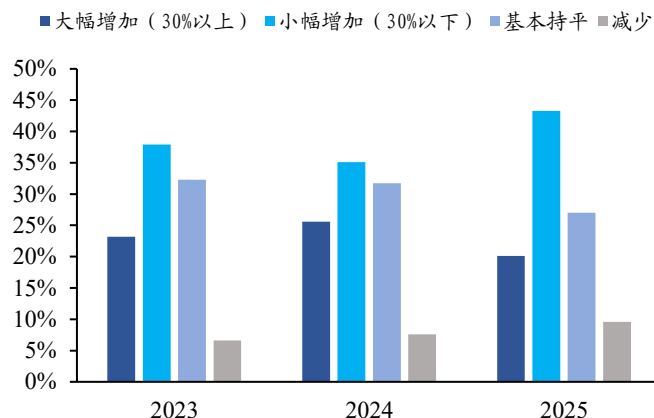


资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

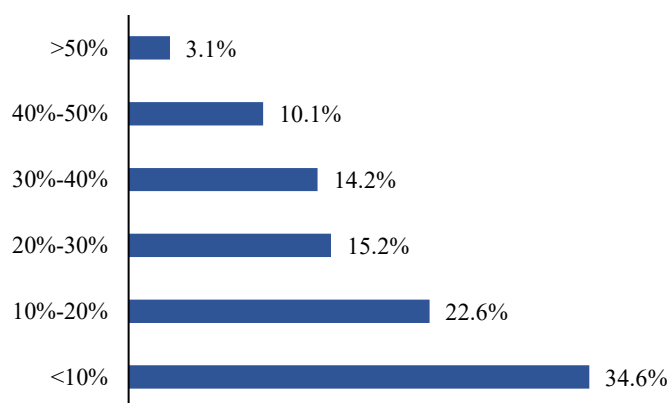
潮玩消费群体具备长期购买能力，消费意愿逐年提高。截至 2025 年，潮玩消费人群月收入在 5001-10000 元区间占 59.3%（2024 年占 58.5%、2023 年占 51.1%）。因潮玩消费者多为 95 后，我们预计其收入水平将在未来继续提高，赋予其持续消费能力。65.2%的 IP 爱好者愿意将超过 10%的可支配收入用于购买授权产品，63.4%的消费者将在 2025 年增加潮玩领域消费，消费意愿与潮玩消费潜力逐年增长。

图 5：潮玩消费者月收入区间分布（元）


资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

图 6：潮玩消费者潮玩消费支出趋势与上一年比较


资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

图 7：IP 爱好者购买授权产品支出占可支配收入比例


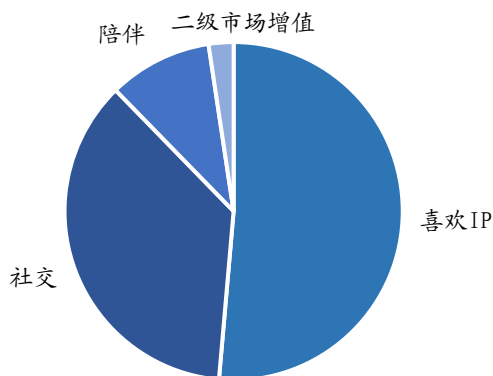
资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

3.1 爱好+社交+陪伴为主要动机，凸显潮玩核心情感寄托价值

情感价值：根据中国玩具和婴童用品协会，情感价值动机如“喜欢 IP”与“陪伴”已成为国内 IP 授权产品的主要驱动力，尤其在 Z 世代中持续受到重视。潮玩 IP 通过叙事与视觉符号回应消费者的情感需求，建立情感联结。多数年轻人购买玩具并非为“玩乐”，而是寻求情感寄托、解压放松、重温记忆或自我取悦。此外，Z 世代独生子女居多，童年往往缺少玩伴，潮玩产品恰好弥补了陪伴的空白，丰富了他们的情感世界。

社交属性与圈层文化：潮玩已成为重要的社交媒介。在线上线下社群、展会等场合，收藏者通过分享、讨论和交易建立起紧密社群。拥有稀有或限量潮玩不仅能带来身份认同与社交资本，也是年轻人融入社交圈的重要方式。对于多为独生子女的 Z 世代而言，潮玩融合潮流文化与社交属性，成为维系社交的有效途径。36%的中国潮玩消费者出于社交动机购买，社交已成为潮玩消费的第二大拉动因素。

图 8：潮玩消费者购买动机



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

4. IP 为王，运营支撑

4.1 IP 是潮玩行业的核心竞争力

IP 是潮玩产业最重要的元素，贯穿在潮玩产业链的各个环节。可分为内容 IP 和形象 IP 两类：

内容 IP：通过构建世界观或故事情节来树立 IP 形象与文化价值，通常在转化为实体商品前就具备一定的受众基础与粉丝粘性，拥有较低的开发、运营风险，并通过内容更新拉动相关消费。

例如“哈利波特”系列远在各类周边衍生品与环球影城园区落地前就通过风靡全球的小说与电影积累了大量潜在消费者，“魔法世界”等核心概念均出自小说，授权玩具销量随故事情节推进而波动；

形象 IP：缺乏叙事与内容属性，仅部分具备简单世界观，以视觉符号为主要卖点。由于缺乏叙事，形象 IP 认知门槛低，潜在受众范围更广，可塑性更强，但开发风险、IP 寿命不确定性更高，需要持续有效的运营策略与高频率产品迭代以维持粉丝粘性，并往往在自媒体、短视频、表情包等网络传播渠道中完善部分背景，形成“形象先行，叙事后补”的基本模式。

如迪士尼的玲娜贝尔与星黛露均通过可爱外表一炮而红，后续又补充了“娇俏”“小男孩性格”“有点淘气”“小傲娇”等标签，既丰富 IP 内容又强化了消费者的价值认同与情感共鸣。

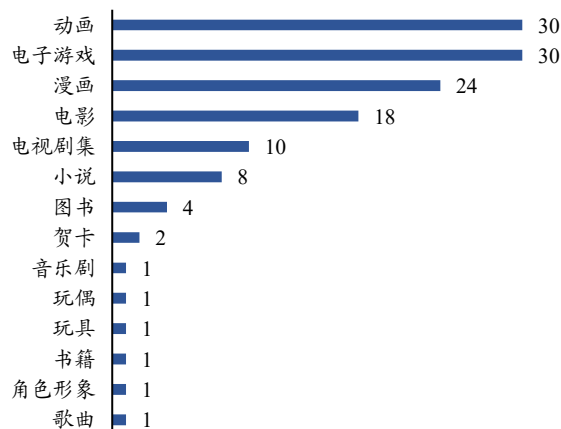
表 2：内容 IP、形象 IP 特点对比

	内容 IP	形象 IP
核心要素	世界观、故事情节或角色，多出自电影、动画、游戏、小说等文艺作品	外形设计、视觉符号
受众特点	以内容/作品受众为核心，可能拥有更高的粉丝粘性	受众广泛
运营策略	世界观或叙事内容更新拉动相关消费	通过有效运营营销+高频产品迭代拉动消费
开发风险	拥有内容/作品受众作为潜在消费者，相对较低	取决于运营策略，不确定性较高
生命周期	根据作品热度而定；部分经典作品实现代际传承，IP 长期维持热度	取决于运营策略，不确定性较高
代表作品	哈利波特（小说+电影） 星球大战（电影） 漫威电影宇宙（电影） 三体（小说） 英雄联盟（游戏） 异形（电影）	Hello Kitty 玲娜贝尔 Labubu Be@rbrick LINE FRIENDS 熊本熊

资料来源：钛媒体，中商产业研究院，中外玩具网，信达证券研发中心

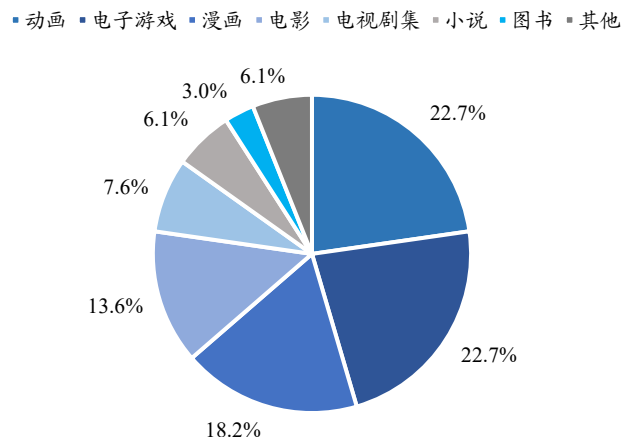
全球 IP 产业市场规模大，涉及品类丰富。根据雷报整理，截至 2025 年 1 月 17 日，累计收入超过 20 亿美元的商业 IP 共 132 个，覆盖了游戏、电影、电视剧集、漫画、小说等 14 个品类。动画、电子游戏、漫画、电影四大品类占总数近 80%。其中《宝可梦》稳居榜首，总收入高达 989 亿美元。

图 9：全球最赚钱 IP 排行榜 TOP132 原始媒体品类分布（截至 2025 年 1 月 17 日）



资料来源：雷报，信达证券研发中心

图 10：全球最赚钱 IP 排行榜 TOP132 品类比例分布（截至 2025 年 1 月 17 日）



资料来源：雷报，信达证券研发中心

表 3：全球收入最高媒体特许经营权列表（截至 2025 年 1 月 17 日）（仅截取 IP 收入超过 200 亿美元部分）

排名	IP	总收入（亿美元）	原始媒体	IP 版权方
1	宝可梦	989	电子游戏	任天堂、宝可梦公司
2	米老鼠和他的朋友们	612	动画	华特迪士尼
3	小熊维尼	488	图书	华特迪士尼
4	星球大战	467	电影	卢卡斯影业（华特迪士尼）
5	迪斯尼公主	454	动画	华特迪士尼
6	面包超人	384	图书	凸版印刷株式会社
7	哈利波特	347	小说	J. K. 罗琳、华纳兄弟
8	芭比	339	玩具	美泰
9	漫威宇宙	338	电影	漫威
10	使命召唤	310	电子游戏	动视暴雪（微软游戏）
11	蝙蝠侠	298	漫画	DC 娱乐公司（华纳兄弟探索）
12	Hello Kitty	293	角色形象	三丽鸥
13	蜘蛛侠	268	漫画	漫威、索尼影业
14	变形金刚	250	动画	孩之宝
15	地下城与勇士	220	电子游戏	Nexon、腾讯
16	汽车总动员	215	动画	华特迪士尼
17	粉碎糖果	200	电子游戏	动视暴雪（微软游戏）

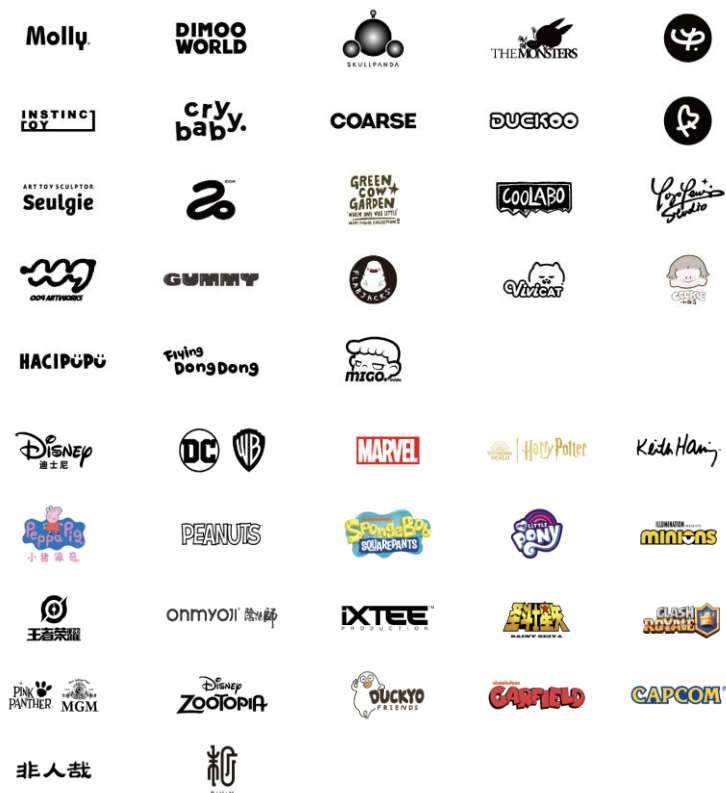
资料来源：雷报，信达证券研发中心

IP 充当 Z 世代的精神寄托与认同锚点。IP 通过叙事、构建世界观、视觉符号等途径将身份认同、价值观等抽象精神转化为可传播的文化符号，在青年群体中有巨大的影响力。对成长于互联网环境的 Z 世代而言，IP 不仅是爱好与情感寄托，更是自我表达与社交的媒介，会因喜爱 IP 内容或形象而购买潮玩等衍生品。因此，IP 文化是潮玩产业链的核心环节，IP 与创作者/设计师是潮玩行业的核心竞争力。

4.1.1 泡泡玛特持续挖掘优质 IP，构建 IP 矩阵

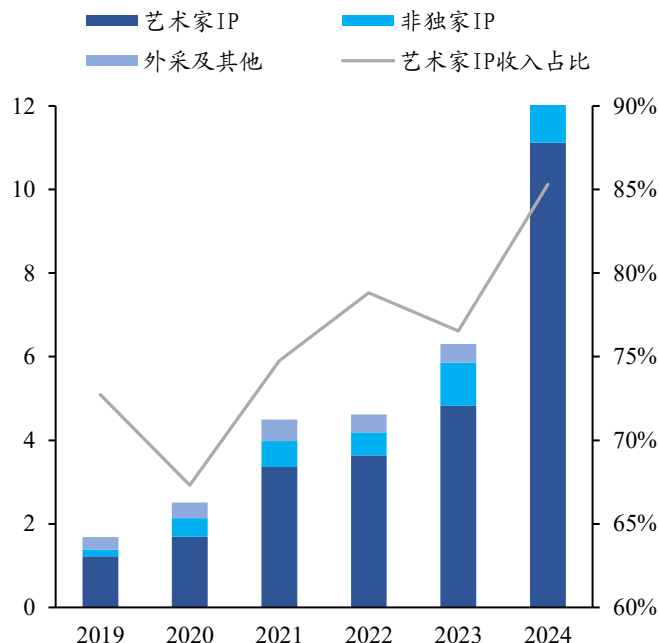
泡泡玛特多路径丰富 IP 库存。泡泡玛特通过内部开发、收购、艺术家独家授权、非独家授权多个渠道积累优质 IP 以扩充公司 IP 矩阵，截至 2025 年 9 月公司共运营着 47 个 IP，其中 13 个收入过亿元。

图 11：泡泡玛特合作艺术家&合作品牌



资料来源：泡泡玛特公司官网，信达证券研发中心

图 12：泡泡玛特各品类 IP 收入（十亿元）



资料来源：泡泡玛特公司公告，信达证券研发中心

泡泡玛特 IP 相关收入持续提高，IP 矩阵层次改善，持续创作/签约新晋 IP。截至 2024 年，泡泡玛特 IP 总收入超过 130 亿元(同比+106.9%)，2019-24 年 CAGR 达 50.6%。艺术家 IP 收入占比同步上升至 85.3%(同比+130.6%)，其中 THE MONSTERS 系列收入 30.4 亿元(同比+726.6%)。2024 年泡泡玛特推出 IP “Nyota”，签约 IP “星星人”，IP 矩阵层次逐步改善。

表 4：泡泡玛特 IP 积累途径

IP 类型	IP 来源	典型案例	知识产权
自有 IP	内部设计团队开发	Yuki、BOBO&COCO	完全知识产权
	收购自艺术家	Molly、Dimoo	中国及指定地区的知识产权
独家 IP	个人艺术家	THE MONSTERS、PUCKY	在指定地区开发及销售基于 IP 的产品的独家权利
非独家 IP	知名 IP 提供商（迪士尼、环球影业等）	米奇老鼠、Despicable Me、Hello Kitty	在指定地区开发及销售基于 IP 的产品的非独家权利

资料来源：泡泡玛特招股书，信达证券研发中心

泡泡玛特 IP 储备充足、培养内部开发能力以构建多元化 IP 矩阵。泡泡玛特通过多种渠道开发或发掘有价值的 IP，包括合作艺术家、成熟的 IP 提供商与其内部设计团队。截至 2024 年，泡泡玛特的内部创意设计团队已经成功开发出 BOBO&COCO、Yuki、ZOE 等自有 IP。

组建星探团队，构建艺术家发掘/培养平台。为物色具商业前景的艺术家，泡泡玛特建立内部艺术家发掘团队，通过多种渠道系统推进人才选拔：包括举办潮流玩具展、组织设计比赛、与顶尖艺术学院合作开展讲座及课程等。

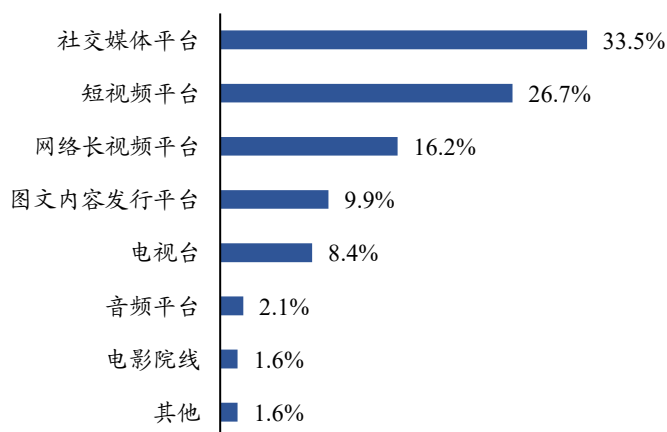
此外，泡泡玛特也关注社交媒体及潮玩粉丝社区(如葩趣)，以了解受欢迎的潮玩艺术家。

4.2 IP 涌入社交媒体，微信&小红书为营销高地

社媒平台成为 IP 传播新阵地。IP 传播是运营的关键环节，多数 IP（尤其是形象 IP）依赖高频曝光维持热度。2024 年，社交媒体平台在传播渠道中占比 33.5%，取代短视频平台成为首选，这源于 Z 世代消费者习惯在社媒平台分享、传播内容，且信息获取更碎片化、注重时效。同时，2024 年影视和二次元 IP 的火爆也让网络长视频平台成为受运营团队青睐的第三大宣发渠道。

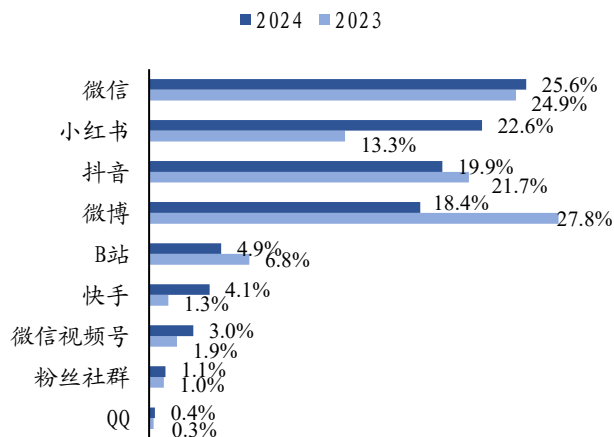
微信登顶，小红书崛起。2024 年，微信的 IP 入驻率达 25.6%(+0.7pct)，取代了 2023 年微博的榜首位置，排名第一。小红书 IP 入驻率达 22.6%(+9.3%pct)，从 2023 年的第四跃升至第二。抖音作为主要短视频平台保持第三。

图 13：2024 年 IP 的主要发行和传播渠道



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

图 14：2023、2024 年 IP 使用的平台



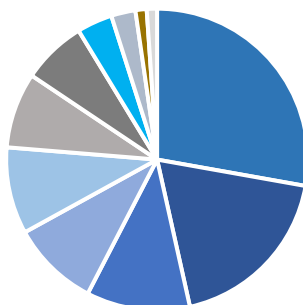
资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

5. 竞争多元，国产 IP 崛起

中国授权市场 IP 品类主要为动漫与艺术文化，国产 IP 仍有发展空间。2024 年，卡通动漫 IP 占比 27.8%，较 2022 年下降 12.2pct，但仍凭借广泛传播范围和全年龄优势维持授权市场第一品类；艺术文化、潮流时尚、电子游戏 IP 则随国产影视、游戏的崛起进一步扩大份额。地域上，国产 IP（包括中国港澳台 IP）占比达 39.9%，较 2023 年提升约 3pct；美国、日本等传统 IP 输出国分别占为 28.4%、11.5%。

图 15：2024 年中国授权市场的 IP 品类

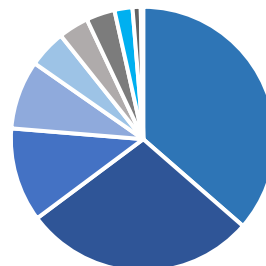
- 卡通动漫 ■ 艺术文化 ■ 潮流时尚 ■ 电子游戏
- 影视综艺 ■ 企业品牌 ■ 肖像形象 ■ 体育运动
- 网络文学 ■ 音像图书 ■ 院校名人



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

图 16：2024 年中国授权市场的 IP 所属地域分布

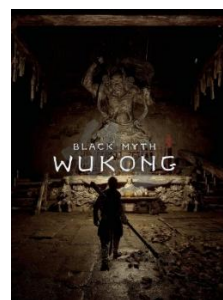
- 中国大陆 ■ 美国 ■ 日本
- 欧洲其他国家 ■ 韩国 ■ 英国
- 中国港澳台 ■ 亚洲其他国家 ■ 北美其他国家
- 其他



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

图 17：国产 IP 涌现优秀作品，消费市场反应热烈


《庆余年 第二季》2024 累计正片播放量 35.58 亿，夺得全网第一，并登上 2024 全网剧集正片播放冠军、2024 电视剧正片播放冠军



截至 2024 年末，《黑神话：悟空》销量 2800 万 销售额 90 亿，国产买断制游戏销量排行第一



《斗破苍穹年番》收获国产动漫最高播放量，达到 28.05 亿次



2024 年，藏有越王勾践剑、曾侯乙编钟等重量级藏品的湖北省博物馆接待观众超过 500 万人次，开发上新文创产品超 300 款，文创销售数量突破 280 万件，销售额过亿元

资料来源：游民星空，IT 之家，中关村在线，凤凰网，信达证券研发中心

中国潮玩市场龙头显现，格局分散。根据灼识咨询报告，2024 年中国潮玩市场 CR3 为 33.1%，龙头泡泡玛特市占率为 11.5%，位居第二；当前市场仍处于快速增长阶段，集中度相对较低；而相对成熟的潮玩市场集中度更高，如日本的 CR3 为 72.2%。

天猫 2024 “双十一”购物节的潮玩店铺产品品类丰富，涵盖服饰、手办、徽章、挂件、盲盒、卡牌、人偶等，以盲盒类和手办类为主。盲盒类最热销的是泡泡玛特“MEGA SPACE MOLLY 100% 周年系列 3”盲盒，销量破 7 万单，超 2 万人加购，回头客超 1000，上榜天猫“超级必买榜”。手办类中，《明日方舟》“MINI 系列狂欢夜 Q 版手办”

一周内销量破万，上榜天猫“手办热销榜”第2名。

表 5：2024 年中国市场前 10 大 IP 玩具公司

排名	企业	国家	GMV (亿元)	市场份额
1	乐高	丹麦	120	15.9%
2	泡泡玛特	中国	87.2	11.5%
3	布鲁可	中国	43	5.7%
4		美国	25	3.3%
5		日本	23	3.0%
6		美国	15	2.0%
7		中国	9.3	1.2%
8		中国	9	1.2%
9		中国	8.8	1.2%
10		中国	8.4	1.1%
中国 IP 玩具市场			75.6	100%

资料来源：乐自天成招股书，iFind，格隆汇新闻，泡泡玛特公司官网，乐高公司官网，信达证券研发中心

表 6：2024 天猫潮流玩具店铺销售榜

排名	店铺
1	miHoYo 旗舰店
2	叠纸心意旗舰店
3	泡泡玛特旗舰店
4	万代官方旗舰店
5	明日方舟旗舰店
6	代号鸢旗舰店
7	原神旗舰店
8	光与夜之恋旗舰店
9	三月兽旗舰店
10	bilibili 旗舰店

资料来源：天猫，天下网商，信达证券研发中心

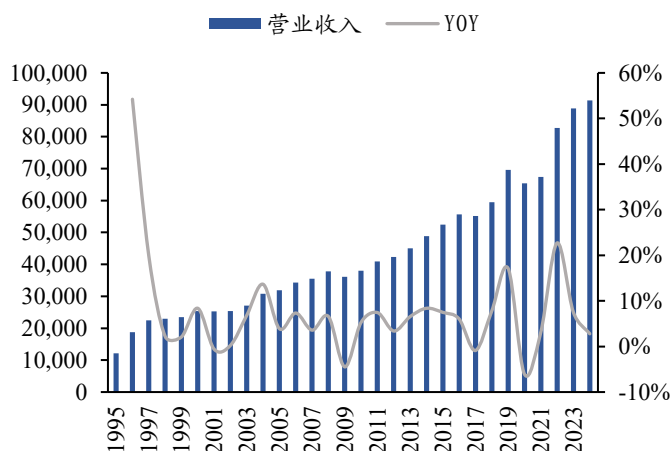
二、多路径实现价值转化，头部玩家构建“全产业链”模式

1. 迪士尼：影视打造海量优质 IP，从内容生产转向全赛道娱乐巨头

华特迪士尼公司 1923 年成立，最初为动画工作室。百年发展中，通过自主创作与战略收购产出大量优秀影视作品，成为全球最具影响力的电影制片公司之一。同时，迪士尼以影视内容为核心，依托海量优质 IP 拓展多元业务，构建起覆盖线上线下的娱乐帝国，业务涵盖主题乐园、体验消费及媒体娱乐，市值接近 2000 亿美元，是全球娱乐行业领军企业。

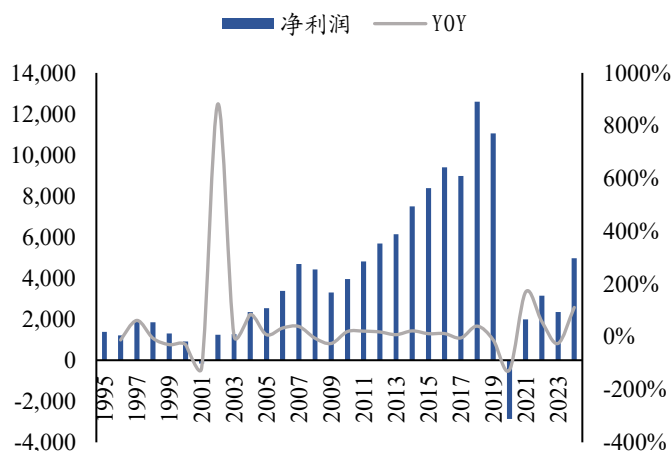
收入&利润：2024 年，迪士尼收入 913.6 亿美元（同比+2.8%），创历史新高，1995-2024 年 CAGR 达 7.2%，净利润 49.7 亿美元（同比+111.2%）。疫情期间，院线、主题公园等线下业务受冲击出现亏损，现已步入复苏轨道。

图 18：迪士尼收入（百万美元）及同比



资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

图 19：迪士尼净利润（百万美元）及同比



资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

分地区：2024 年，美洲/欧洲/亚太市场分别实现收入 721.6/102.8/89.2 亿美元（同比+1.3%/7.8%/9.3%），占比 79.0%/11.3%/9.8%。美洲/欧洲市场占比基本稳定；亚太市场增长迅速，2015-24 年 CAGR 达 9.4%，收入占比与欧洲差距迅速缩小，或将超过欧洲成为迪士尼第二大市场。

表 7：迪士尼分地区收入（百万美元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
美洲	42000	44336	43521	46877	53805	51992	54157	68218	71205	72162
YOY		9.4%	5.6%	-1.8%	7.7%	14.8%	-3.4%	4.2%	26.0%	4.4%
占比		80.1%	79.7%	78.9%	78.9%	77.3%	79.5%	80.3%	81.5%	80.1%
欧洲	6507	6714	6541	7026	8006	7333	6690	8680	9533	10279
YOY		0.0%	3.2%	-2.6%	7.4%	13.9%	-8.4%	-8.8%	29.7%	9.8%
占比		12.4%	12.1%	11.9%	11.8%	11.5%	11.2%	9.9%	10.4%	10.7%
亚太	3958	4582	5075	5531	7796	6063	6571	6847	8160	8920
YOY		0.7%	15.8%	10.8%	9.0%	41.0%	-22.2%	8.4%	4.2%	19.2%
占比		7.5%	8.2%	9.2%	9.3%	11.2%	9.3%	9.7%	8.2%	9.2%

资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

迪士尼的业务涵盖娱乐、体育和体验三部分。娱乐业务负责影视内容的生产与播出，包括有线网络、流媒体、内容销售/授权等；体育业务负责体育节目的播放与授权；体验业务以主题公园为核心，涵盖商品、餐饮、住宿、游艇度假及 IP 授权商品的销售。2024 年，娱乐/体育/体验板块收入 411.9/176.2/341.5 亿美元（同比+1.4%/3.0%/4.9%），占比 44.3%/19.0%/36.7%。2021 年娱乐板块收入占比因拆分体育业务降低 20.6pct；体育板

块收入占比基本稳定；体验板块收入在疫情期间受冲击，显著下滑，现恢复良好，已高于疫情前水平。

表 8：迪士尼分业务收入（百万美元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
娱乐收入	26106	27399	29729	31804	33130	31889	34487	42821	48350	36489	39569	40635	41186
YOY		5.0%	8.5%	7.0%	4.2%	-3.7%	8.1%	24.2%	12.9%	-24.5%	8.4%	2.7%	1.4%
占比	61.7%	60.8%	60.9%	60.6%	59.6%	57.8%	58.0%	61.5%	73.9%	53.3%	46.6%	45.0%	44.3%
体育收入										15960	17270	17111	17619
YOY											8.2%	-0.9%	3.0%
占比										23.3%	20.3%	19.0%	19.0%
体验收入	16172	17642	19084	20661	22502	23248	24947	26786	17038	15961	28085	32549	34151
YOY		9.1%	8.2%	8.3%	8.9%	3.3%	7.3%	7.4%	-36.4%	-6.3%	76.0%	15.9%	4.9%
占比	38.3%	39.2%	39.1%	39.4%	40.4%	42.2%	42.0%	38.5%	26.1%	23.3%	33.1%	36.0%	36.7%

资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

加盟费仍为主力，订阅费迅猛增长。迪士尼有 10 种主要收入来源。2024 年，订阅费（流媒体）收入 204.5 亿美元（同比+14.0%），占比 22.4%，2018-24 年 CAGR 达 122.6%，增长迅速，为最大收入来源。加盟费（向分销商收取的节目传输费）收入 161.1 亿美元（同比-4.6%），占比 17.6%，为第二大收入来源。家庭娱乐（影视购买&光盘购买、租赁）收入 7.5 亿美元（同比-19.1%），占比 0.8%；受流媒体冲击，收入占比连续 5 年降低。

表 9：迪士尼分来源收入（百万美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
加盟费	13279	15948	17929	17760	17525	16875	16107
YOY		20.1%	12.4%	-0.9%	-1.3%	-3.7%	-4.6%
占比	22.3%	22.9%	27.4%	26.3%	21.2%	19.0%	17.6%
广告费	7904	10513	10855	12429	13048	11518	11894
YOY		33.0%	3.3%	14.5%	5.0%	-11.7%	3.3%
占比	13.3%	15.1%	16.6%	18.4%	15.8%	13.0%	13.0%
主题公园门票	7183	7540	4038	3848	8602	10423	11171
YOY		5.0%	-46.4%	-4.7%	123.5%	21.2%	7.2%
占比	12.1%	10.8%	6.2%	5.7%	10.4%	11.7%	12.2%
度假	5938	6266	3402	2701	6410	7949	8375
YOY		5.5%	-45.7%	-20.6%	137.3%	24.0%	5.4%
占比	10.0%	9.0%	5.2%	4.0%	7.7%	8.9%	9.2%
商品、餐饮	7365	7716	4952	4957	7838	8921	9204
YOY		4.8%	-35.8%	0.1%	58.1%	13.8%	3.2%
占比	12.4%	11.1%	7.6%	7.4%	9.5%	10.0%	10.1%
电视/点播授权	4897	5743	6443	5266	3429	2992	2603
YOY		17.3%	12.2%	-18.3%	-34.9%	-12.7%	-13.0%
占比	8.2%	8.3%	9.9%	7.8%	4.1%	3.4%	2.8%
电影放映授权	4303	4726	2134	920	1875	3174	2266
YOY		9.8%	-54.8%	-56.9%	103.8%	69.3%	-28.6%
占比	7.2%	6.8%	3.3%	1.4%	2.3%	3.6%	2.5%
商品授权	3192	3380	3242	3598	3969	3128	3784
YOY		5.9%	-4.1%	11.0%	10.3%	-21.2%	21.0%
占比	5.4%	4.9%	5.0%	5.3%	4.8%	3.5%	4.1%
订阅费	168	2115	7645	12020	15291	17937	20446
YOY		1158.9%	261.5%	57.2%	27.2%	17.3%	14.0%

占比	0.3%	3.0%	11.7%	17.8%	18.5%	20.2%	22.4%
家庭娱乐	1750	1831	1612	1014	820	931	753
YOY		4.6%	-12.0%	-37.1%	-19.1%	13.5%	-19.1%
占比	2.9%	2.6%	2.5%	1.5%	1.0%	1.0%	0.8%
其他	3455	3829	3136	2905	3915	5050	4758
YOY		10.8%	-18.1%	-7.4%	34.8%	29.0%	-5.8%
占比	5.8%	5.5%	4.8%	4.3%	4.7%	5.7%	5.2%

资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

1.1 迪士尼具备丰富 IP 素材库，旗下海量优质 IP

影视内容起家，IP 创作能力优异。迪士尼的自主创作始于 1928 年的全球首部有声动画《汽船威利号》，也诞生了经典 IP 米老鼠。此后数十年间，米老鼠广泛出现在电影、剧集、广告等多种媒介中。迪士尼陆续推出《白雪公主》(1937)、《小美人鱼》(1989)、《美女与野兽》(1991) 等一系列经典动画长片，多次获奥斯卡奖项或提名。截至 2025 年 11 月 26 日，迪士尼经典动画长片系列已达 64 部，其中《冰雪奇缘》、《头脑特工队 2》等位列全球动画电影票房前列。通过持续的动画内容创作，迪士尼巩固核心业务，也积累了丰富的优质 IP。

表 10：全球动画电影票房收入排行榜（前 10 名）

动画电影票房排名	电影	全球票房（美元）	上映年份	制片商
1	哪吒之魔童闹海	21 亿 5000 万	2025	成都可可豆
2	头脑特工队 2	16 亿 9886 万 3816	2024	华特迪士尼 皮克斯动画工作室
3	狮子王（重制版本）	16 亿 6202 万 0819	2019	华特迪士尼
4	冰雪奇缘 2	14 亿 5368 万 3476	2019	华特迪士尼
5	超级马力欧兄弟大电影	13 亿 6087 万 9735	2023	环球影业 任天堂 照明娱乐
6	冰雪奇缘	12 亿 8631 万 9131	2013	华特迪士尼
7	超人总动员 2	12 亿 4322 万 5667	2018	华特迪士尼 皮克斯动画工作室
8	小黄人大眼萌	11 亿 5945 万 7503	2015	照明娱乐
9	玩具总动员 4	10 亿 7384 万 1394	2019	华特迪士尼 皮克斯动画工作室
10	玩具总动员 3	10 亿 6731 万 6101	2010	华特迪士尼 皮克斯动画工作室

资料来源：迪士尼公司官网，Box Office Mojo，IMDB，信达证券研发中心

图 20：“迪士尼经典动画长片”系列部分电影





资料来源：迪士尼公司官网，IMDB，豆瓣，信达证券研发中心

切入成人市场，拓展内容受众。为拓展成人市场，迪士尼于1984年成立试金石影业，定位“青少年以上观众”，专注成人剧情电影。首部作品《美人鱼》（1984）获奥斯卡与金球奖提名。后涉猎剧情、历史、传记、科幻等题材，推出《珍珠港》、《林肯》等优秀作品，逐步将受众拓展至全年龄层。

图 21：试金石影业部分影视作品



资料来源：迪士尼公司官网，IMDB，信达证券研发中心

收购多个知名 IP，强化影视内容产品力。迪士尼通过收购来丰富 IP 矩阵。其自 2006 年起展开一系列收购：先收购长期合作伙伴皮克斯，引入其动画制作流程推出《冰雪奇缘》、《疯狂动物城》等作品，成功应对梦工厂挑战；随后将漫威、卢卡斯影业和二十一世纪福克斯纳入旗下，获得多个热门 IP，切入流行文化领域，进一步拓展全年龄影视内容，构建起丰富多样的强大 IP 矩阵。

表 11：迪士尼收购时间表

收购对象	收购时间	收购价格（亿美元）	收购所获 IP
皮克斯动画工作室	2006	74	玩具总动员、怪兽公司等
漫威娱乐	2009	40	漫威娱乐旗下超过 5000 个角色
卢卡斯影业	2012	40.5	星球大战系列角色等
二十一世纪福克斯	2019	713	阿凡达、X 战警等

资料来源：迪士尼公司官网，Pixune，THE HOLLYWOOD REPORTER，信达证券研发中心

迪士尼旗下 IP 占据行业头部半壁江山。截至 2024 年，全球累计收入前 10 的商业 IP 中，迪士尼独占五席，涵盖米老鼠、公主等经典动画角色，也包括星球大战等大众娱乐内容，展现出迪士尼 IP 矩阵强大的市场影响力。

表 12：2024 全球累计收入最高商业 IP TOP10

排名	IP	总收入 (亿美元)	IP 版权方
1	宝可梦	989	任天堂、宝可梦公司
2	米老鼠和他的朋友们	612	华特迪士尼
3	小熊维尼	488	华特迪士尼
4	星球大战	467	卢卡斯影业 (华特迪士尼)
5	迪士尼公主	454	华特迪士尼
6	面包超人	384	FROEBEL 馆
7	哈利波特	347	JK 罗琳、华纳兄弟
8	芭比	339	美泰
9	漫威宇宙	338	漫威 (华特迪士尼)
10	使命召唤	310	动视暴雪 (微软游戏)

资料来源：雷报，信达证券研发中心

1.2 全生态价值转化

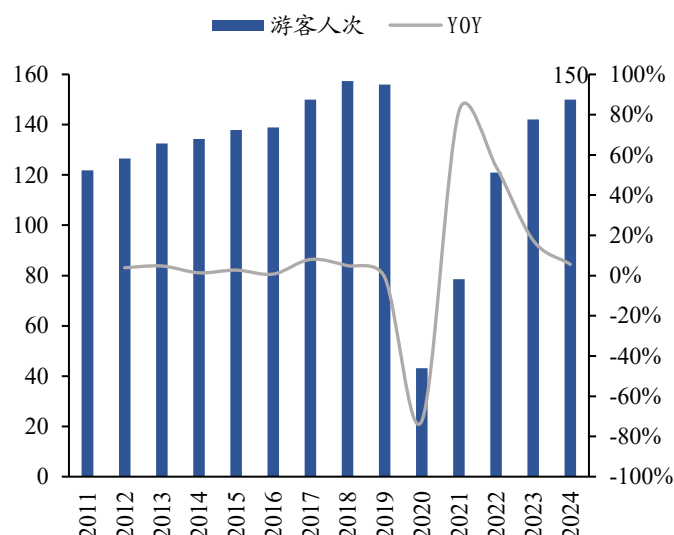
主题乐园亚欧美洲全面布局，累计游客人次 40 亿。为拓展业务版图并挖掘 IP 价值，迪士尼自 1955 年切入主题乐园产业。截至 2025 年 5 月，已在北美、亚洲、欧洲布局六座乐园，累计接待 40 亿游客，并宣布第七座乐园将落户阿联酋阿布扎比。迪士尼乐园连续 14 年游客量居全球主题乐园之首，最高达 1.57 亿人次（2018 年）。疫情后其业务恢复良好，2024 年游客量回升至近 1.5 亿人次（同比+5.6%），创疫情后新高。

表 13：迪士尼乐园及开园年份

加州迪士尼乐园	1955
奥兰多迪士尼乐园	1971
东京迪士尼乐园	1983
巴黎迪士尼乐园	1992
香港迪士尼乐园	2005
上海迪士尼乐园	2016
阿布扎比迪士尼乐园（未落成）	2025.5.7 公布

资料来源：Mickey Visit，澎湃新闻，信达证券研发中心

图 22：迪士尼主题乐园接待游客总人次（百万人次）及同比



资料来源：TEA，信达证券研发中心

分来源：2024 年，主题乐园门票/度假/公园商品餐饮为体验收入主要来源，占该板块收入 32.7%/24.5%/23.5%。主题乐园相关业务共收入 214.7 亿美元，占体验板块总收入 62.9%。主题公园与度假相关业务在 2020-21 年受疫情冲击，目前恢复良好，收入均已超过疫情前水平。

表 14：体验板块分来源收入（百万美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
主题乐园门票	7540	4038	3848	8602	10423	11171
YOY		-46.4%	-4.7%	123.5%	21.2%	7.2%
占比	28.8%	24.5%	23.2%	30.0%	32.0%	32.7%
度假	6266	3402	2701	6410	7949	8375
YOY		-45.7%	-20.6%	137.3%	24.0%	5.4%
占比	23.9%	20.6%	16.3%	22.3%	24.4%	24.5%

公园商品、餐饮	5963	3441	3299	6579	7712	8039
YOY		-42.3%	-4.1%	99.4%	17.2%	4.2%
占比	22.7%	20.9%	19.9%	22.9%	23.7%	23.5%
商品授权与零售	4519	4185	5241	5229	4358	4307
YOY		-7.4%	25.2%	-0.2%	-16.7%	-1.2%
占比	17.2%	25.4%	31.7%	18.2%	13.4%	12.6%
公园授权与其他	1937	1436	1463	1885	2107	2259
YOY		-25.9%	1.9%	28.8%	11.8%	7.2%
占比	7.4%	8.7%	8.8%	6.6%	6.5%	6.6%

资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

商品授权深挖 IP 商业价值。商品授权既能实现 IP 价值转化，又可通过日用品形式渗透消费者的日常生活场景，持续增强其对 IP 与品牌的认同。截至 2025 年 9 月，迪士尼授权周边衍生产品已涵盖 100 余类、5046 种商品，销往 180 个国家。2024 年，商品授权与零售收入 43.1 亿美元（同比-1.2%），占体验板块收入 12.6%。

图 23：迪士尼授权商品、周边品类丰富



玩具 741 种



日用品 1458 种



服装 2126 种



纪念品 721 种

资料来源：迪士尼公司官网，信达证券研发中心

1.3 切入流媒体，全球订阅用户过亿

布局流媒体，补全移动网络传媒平台。作为影视起家的公司，迪士尼对传播媒介变化极为敏锐。面对有线电视受众萎缩、移动流媒体兴起的趋势，迪士尼积极布局流媒体领域，以连接新一代观众。2016-17 年，迪士尼收购体育流媒体平台 BAMTech，为自建平台提供技术支持。迪士尼后续相继推出 ESPN+与 Disney+，并于 2019 年收购影视点播平台 Hulu，初步构建起覆盖多赛道的流媒体生态：ESPN+专注体育内容，Disney+和 Hulu 分别面向家庭与大众用户，实现了内容与受众的全面覆盖。

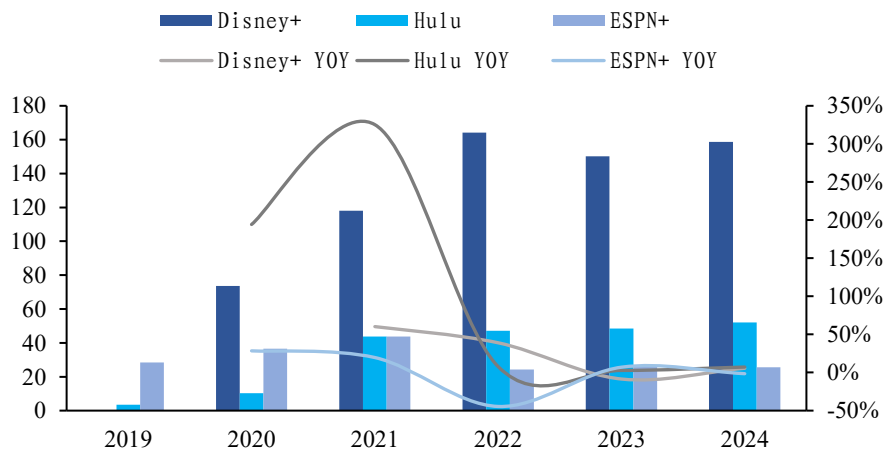
表 15: 迪士尼旗下流媒体

流媒体平台	布局时间、方式	市场定位	内容
ESPN+	2018 年推出	体育内容	棒球、橄榄球、网球比赛等
Hulu	2019-2025 年收购	大众娱乐	超过 90 个内容提供者（包括华特迪士尼公司、NBC 环球集团、米高梅公司、索尼影视电视、华纳兄弟影业）的电影与剧集
Disney+	2019 年推出	家庭娱乐	迪士尼、皮克斯、漫威、《星球大战》系列等 7000 集电视剧和 500 部电影
Hotstar	2019 年母公司 21 世纪福克斯被迪士尼收购，整合入 Disney+	综合（针对印度市场）	影视、体育
JioHotstar	2025 年 Hotstar (印度) 与信实集团旗下 JioCinema 合并	综合（针对印度市场）	影视、体育

资料来源：迪士尼公司官网，WRAL NEWS，DEADLINE，CINEMA BLEND，VARIETY，界面新闻，BESTLIFE，mint，NEWS18，Disney+ Press，信达证券研发中心

Disney+订阅用户过亿，已进入 120 个国家/地区。 Disney+/Hulu/ESPN+订阅数分别达 1.6/0.5/0.3 亿（同比+5.6%/+7.2%/-1.5%），总订阅数达 2.4 亿。Hulu 订阅数 2019-24 年 CAGR 达 71.5%，增长最快；ESPN+订阅数稳定在 2500 万左右。迪士尼流媒体实行差异化竞争：Disney+以人均不超过 10 美元的低价在全世界超过 150 个国家与地区铺开，以量取胜；Hulu 的 Live TV 定位高价精品，人均收入最高，实现 5 年持续增长，2019-24 年 CAGR 达 11.2%。

图 24: 流媒体平台付费订阅者数量（百万人）



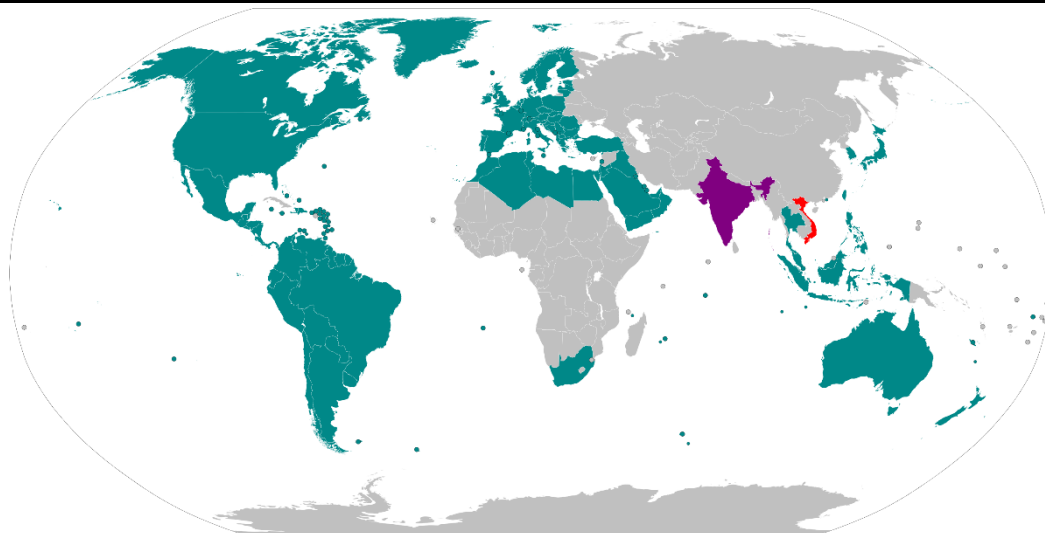
资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

表 16: 订阅者人均月均收入（美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Disney+		4.8	5.87	6.22	6.39	7.18
YOY			22.3%	6.0%	2.7%	12.4%
ESPN+	5.12	4.35	4.57	4.8	5.49	6.14
YOY		-15.0%	5.1%	5.0%	14.4%	11.8%
Hulu SVOD Only	13.09	12.24	12.86	12.72	12.17	12.35
YOY		-6.5%	5.1%	-1.1%	-4.3%	1.5%
Hulu Live TV + SVOD	55.98	67.24	81.35	87.62	90.52	95.12
YOY		20.1%	21.0%	7.7%	3.3%	5.1%

资料来源：迪士尼公司公告，信达证券研发中心

图 25: Disney+提供服务地区 (绿色: 已推出; 紫色: JioHotstar 推出; 红色: 市场预计将推出, 迪士尼官方未证实)



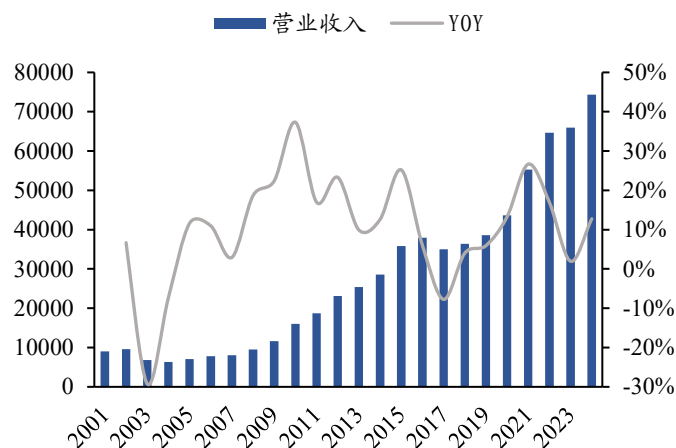
资料来源: 迪士尼公司官网, Disney+官方 Twitter 账号, VARIETY, DEADLINE, Disneyphile, Years of 13 bandwagon, YONHAP NEWS AGENCY, DISNEY+ NEWS, THE HOLLYWOOD REPORTER, TECHCENTRAL, Reuters, mint, Digital TV, 信达证券研发中心

2. 乐高：积木龙头创意赋能，全产业链+IP 载体优势实现价值转化

乐高是一家积木玩具公司，1932 年创立于丹麦。因积木本身缺乏 IP 属性，乐高先通过产品端的创新弥补 IP 匮乏，再与知名 IP 合作，建立消费者对品牌的高度认同，使“乐高”本身升格为流行文化符号，实现品牌塑造。

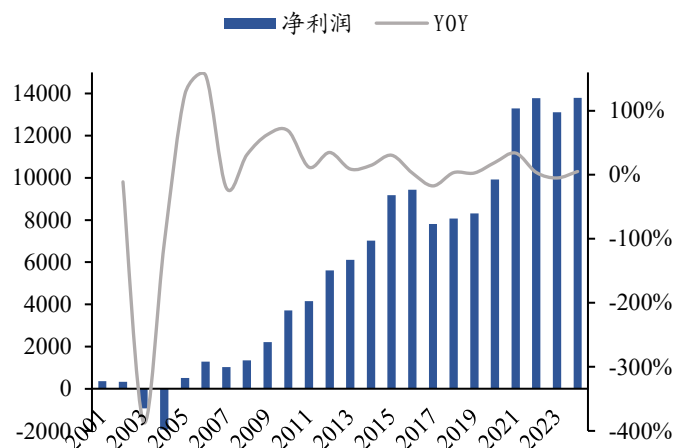
收入&利润：2024 年，乐高营业收入达 743.3 亿丹麦克朗（同比+12.8%），连续 7 年实现稳健增长；净利润达 137.9 亿丹麦克朗（同比+5.2%），创历史新高。

图 26：乐高营业收入（百万丹麦克朗）及同比



资料来源：乐高公司公告，信达证券研发中心

图 27：乐高净利润（百万丹麦克朗）及同比



资料来源：乐高公司公告，信达证券研发中心

分地区：2024 年美洲/欧洲&中东&非洲/亚洲&太平洋市场分别实现收入 354.1/288.5/92.4 亿丹麦克朗（同比+15.6%/+12.7%/0.9%），分别占比 48.2%/39.3%/12.6%。美洲市场占比最高，连续 5 年实现提升；欧中东非市场占比近 3 年基本保持稳定；亚太市场占比降低 1.4pct。

表 17：乐高分地区营收（百万丹麦克朗）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
美洲	13,457	13,769	14,328	16,345	22,031	28,079	30,636	35,408
YOY		2.3%	4.1%	14.1%	34.8%	27.5%	9.1%	15.6%
占比	39.1%	38.4%	37.6%	37.8%	40.2%	44.0%	46.8%	48.2%
欧中东非	15,898	16,644	17,089	19,060	22,906	25,301	25,605	28,853
YOY		4.7%	2.7%	11.5%	20.2%	10.5%	1.2%	12.7%
占比	46.2%	46.4%	44.9%	44.1%	41.8%	39.6%	39.2%	39.3%
亚太	5,028	5,469	6,676	7,857	9,907	10,486	9,158	9,242
YOY		8.8%	22.1%	17.7%	26.1%	5.8%	-12.7%	0.9%
占比	14.6%	15.2%	17.5%	18.2%	18.1%	16.4%	14.0%	12.6%

资料来源：乐高公司公告，信达证券研发中心

基本实现垄断，地位难以撼动。截至 2024 年，乐高占据全球拼搭玩具 75.8% 的市场份额，在亚太/北美/西欧/中东&非洲/澳大拉西亚地区分别占据 45.6%/89.5%/85.4%/89.7%/90.6% 的市场份额。受万代、布鲁可等竞争对手影响，亚太地区是唯一市占率低于 50% 的区域；北美、西欧等其他主要市场，市占率均超过 85%。

表 18：乐高在全球及主要地区拼搭玩具市场市占率

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全球	65.5%	69.2%	72.9%	74.9%	75.0%	75.8%
亚太	38.5%	46.2%	50.1%	50.9%	47.2%	45.6%
中东非	85.2%	85.3%	87.4%	89.6%	89.2%	89.5%
西欧	77.0%	78.8%	81.0%	82.0%	83.3%	85.4%

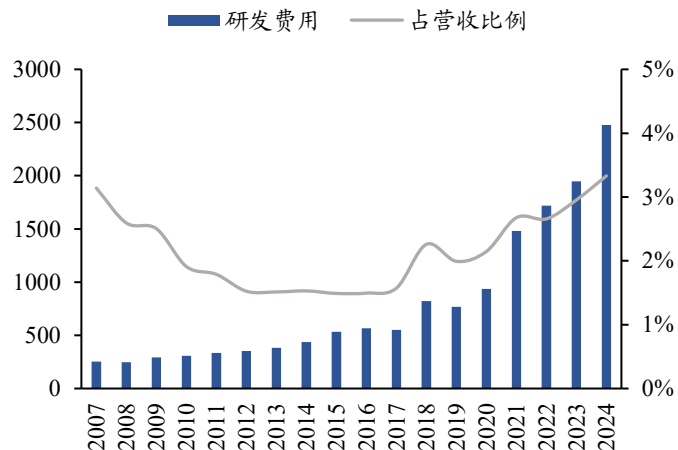
北美	83.9%	85.2%	86.5%	88.2%	89.0%	89.7%
澳大拉西亚	81.9%	80.6%	88.5%	89.0%	90.6%	90.6%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2.1 贯穿商业逻辑的产品创新：从“凸点与管道”到“LEGO® Ideas”

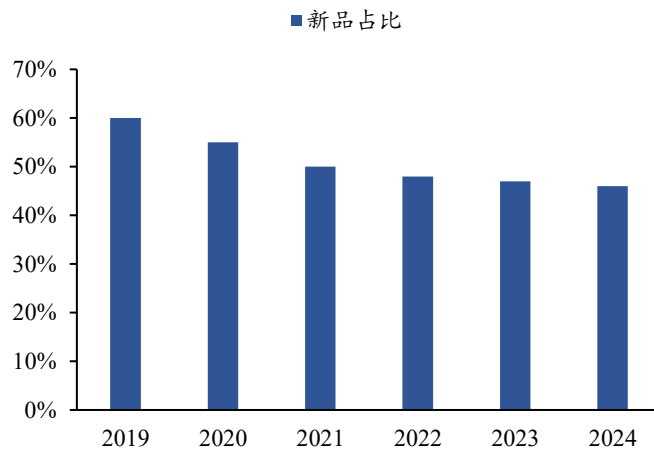
乐高重视创新。2024 年，其研发费用达 24.76 亿丹麦克朗（同比+27.2%），2007-24 年 CAGR 达 14.4%；研发费用率达 3.3%，创历史新高。2021 年来，乐高的新品占比约为 50%，产品迭代能力强劲。

图 28：乐高研发费用（百万丹麦克朗）及占营收比例



资料来源：乐高公司公告，信达证券研发中心

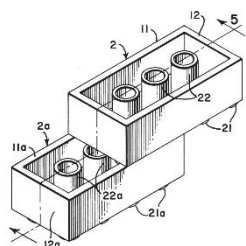
图 29：乐高每年推出新品占总产品数量比例



资料来源：乐高公司公告，信达证券研发中心

产品创新解锁拼搭积木开发上限。1958 年，乐高推出“凸点与管道”设计专利，通过在积木内部增加空心管，增强了积木间的摩擦力和连接稳定性，从而大幅提升了拼接的多样性与结构强度。据乐高估算，6 块此类 2×4 积木可形成约 9.15 亿种组合，极大拓展了产品的开发潜力。此后，乐高进一步构建了“乐高积木体系”，将零件划分为“通用零件”与“特殊零件”：通用零件采用标准化设计，平均成本极低；特殊零件平均成本则超过 1 美元。

图 30：“凸点与管道”设计草图



资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心

表 19：通用零件、特殊零件成本对比

	通用零件	特殊零件
特点	广泛适配各系列	仅用于特定题材系列
模具成本	5 万-8 万美元	
模具产量 (截至报废)	600 亿块积木	约 5 万块积木
平均成本 (每块积木)	极低	1-1.6 美元

资料来源：包子堂，信达证券研发中心

标准化生产赋能可玩性。乐高通过推行“FMC”（完全生产成本值）框架，将通用零件在不同系列中的复用比例提高至 70%，充分发挥了积木特有的标准化规模生产优势，有效提升毛利率；通用零件的标准化设计实现了不同年代、系列产品的相互兼容，使不同年龄、背景的玩家都能利用积攒的零件进行二次创作，增强了互动性与可玩性，提升了乐高的跨圈层渗透力，也扩展了产品的游玩周期。

图 31：乐高标准零件

图 32：60 年代早期乐高小镇宣传内容



资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心



资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心

从小镇计划到乐高主题，系列化产品实现重复购买、市场细分。乐高在 1955 年推出“小镇计划”（Town Plan），玩家可用积木创造个性化的小镇景观。我们认为这标志着乐高商业模式的根本转型：从销售积木转向销售以积木为载体的创意与主题（themes），产品重心由积木本身转向玩家的创意与风格。延续该路径，乐高在 1978 年提出“系统中的系统”概念，细分产品以拓展市场覆盖，并推出首个游玩主题——LEGOLAND Town（后改名 LEGO® City）。随着该系列的成功，乐高陆续推出了建筑、艺术、机械组等多个自有 IP：

1) 拓展品类、细分市场：乐高针对不同客群的偏好，对产品主题进行差异化设计，以拓展市场覆盖。

表 20：乐高部分主题风格

主题	得宝系列	机械组	好朋友系列
特点	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 色彩明亮，造型简洁可爱 ➢ 拼砌颗粒大，容易抓握 ➢ 幼儿可在玩乐中学习 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 汽车、飞机等机械主题 ➢ 复杂可动细节 ➢ 拼装难度高，挑战性强 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 题材轻松，颜色鲜艳 ➢ 女性乐高小人角色 ➢ 富有生活气息的室内场景
目标用户	低龄儿童	爱好科技产品的青少年、成人高级拼砌者	注重玩具生活感与情感联结的女性客群

系列
产品



资料来源：乐高公司官网，酷玩潮，亚马逊，信达证券研发中心

2) 赋予玩具收藏价值，拉动多次购买：部分乐高主题因造型精美而具有收藏价值，推动了跨系列的收藏行为。乐高也策略性地推出限量款以营造稀缺，刺激消费：2013 年动漫展限定版蜘蛛侠小人就深受玩家青睐，二手市场价格已超过一万美元。

图 33：乐高艺术主题产品：向日葵
成品可做为工艺品

图 34：2013 年动漫展限量款蜘蛛侠小人

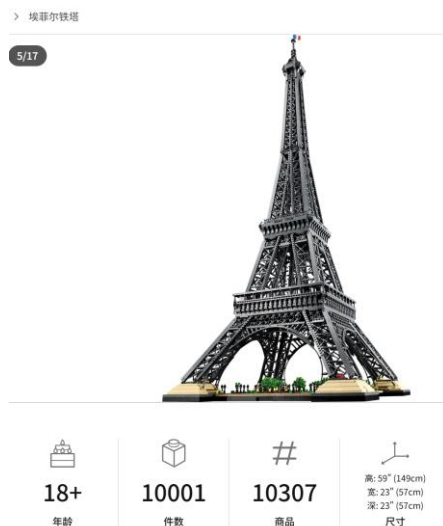
图 35：埃菲尔铁塔：积木件数 10001 块



资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心



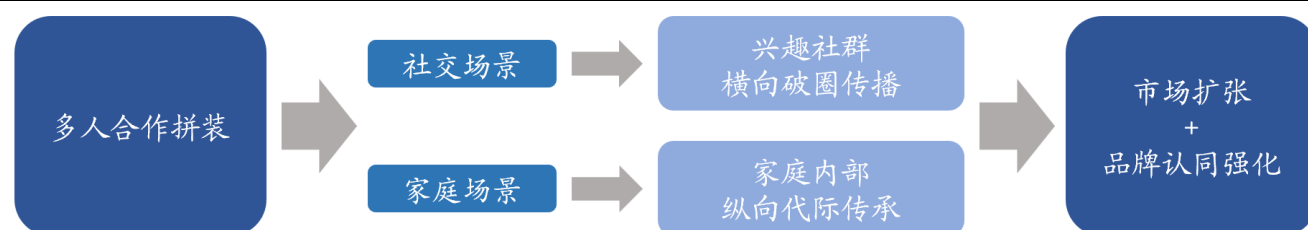
资料来源：酷玩潮，信达证券研发中心



资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心

3) **延长拼装过程，深化情感投射：**乐高部分高阶产品兼具高复杂度和观赏性，如 5000+块积木的千年隼、9000+块的泰坦尼克号及 10001 块的埃菲尔铁塔。其拼搭耗时较长，常需多人协作。在此过程中，玩家投入时间与精力，收获成就感，进而增强与产品的情感联结，提升客户黏性；多人拼搭也赋予乐高以社交与家庭属性，有助于拓展用户群体并强化品牌认同。

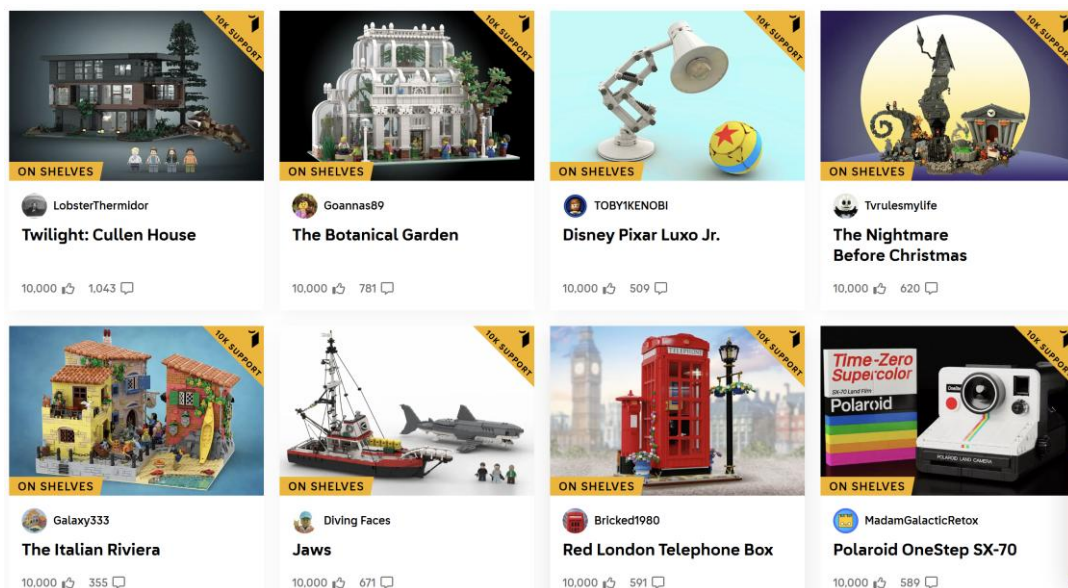
图 36：高阶复杂产品商业逻辑



资料来源：信达证券研发中心整理

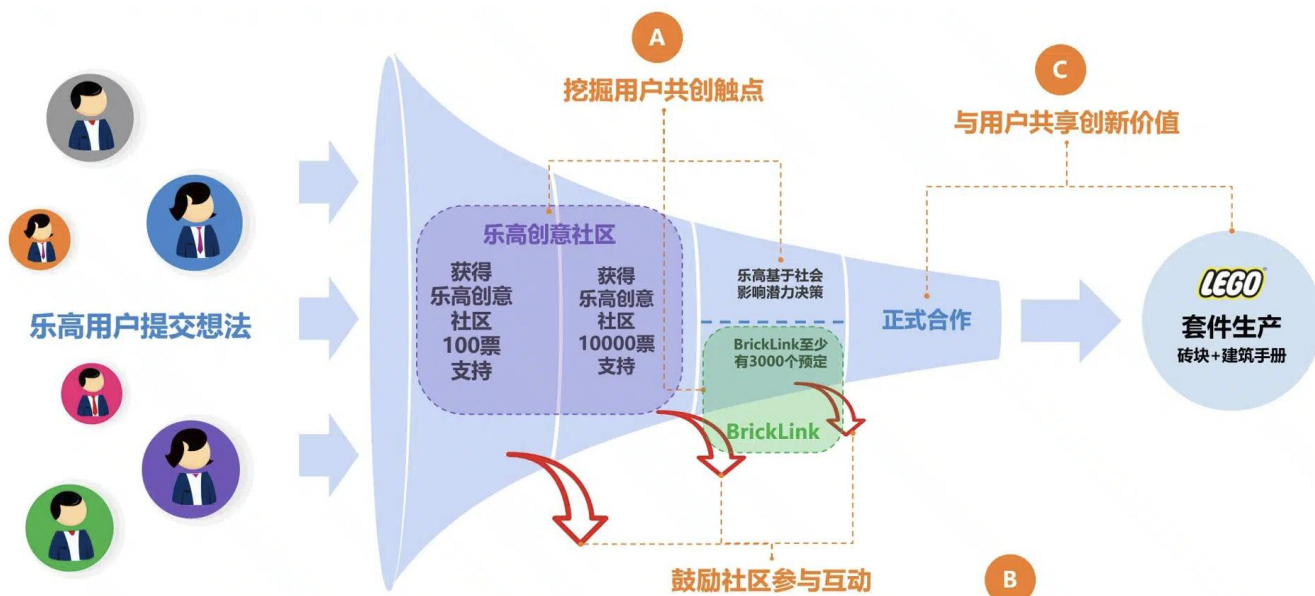
产业下游反哺上游，让玩家成为设计师。积木拼搭自由度极高，玩家可自由创作。为将玩家创意转化为产品，乐高推出 LEGO® Ideas 平台（2008-14 年间名为 CUUS00），面向全球征集创意设计。截至 2025 年 10 月，平台已收到 31649 个设计方案，其中 61 个获选投产，形成粉丝反哺企业的良性循环。

图 37: LEGO® Ideas 平台官网



资料来源: 乐高公司官网, 信达证券研发中心

图 38: LEGO® Ideas 平台运作机制



资料来源: runwise 创研院, 信达证券研发中心

2.2 积极与 IP 结合, 从 LEGO® City 到悟空小侠

乐高与 IP 深度融合以弥补不足、发挥优势。积木虽无固有 IP 属性, 但可塑性强, 能通过拼搭复刻各类 IP 形象, 甚至以定格动画进行 IP 叙事, 是理想的 IP 载体。因此, 与 IP 深度融合以实现破圈始终是乐高的核心战略。乐高坚持自有 IP 与授权 IP 并行, 积累了丰富经验与完善的 IP 矩阵。

2.2.1 早期自有 IP: 以现实事物为蓝本的风格创作

早期 IP 内容简单, 设定高度同质化。乐高早期自有 IP 包括城市、得宝、太空、城堡等主题。尽管题材多样, 但这些 IP 背景设定高度同质化, 多为简单的正邪对抗, 缺乏具体情节, 更类似于积木拼搭指南, 而非 IP: 其缺乏足够的精神内涵, 难以引发玩家的情感共鸣或价值认同, 导致用户粘性不足, 目标客户基本局限于儿童群体。

表 21：主要早期自有 IP 内容

推出时间	IP	IP 内容	IP 情节
1955	乐高城市	城市规划主题，无内容	无
1969	乐高得宝	针对学龄前幼儿，无内容	无
1978	乐高太空	太空飞行员与各类恶势力作斗争	无
1978	乐高城堡	中世纪骑士与各类恶势力作斗争	无
1989	乐高海盗	海军士兵与加勒比海盗间的正邪对抗	无
2005	乐高维京人	维京人勇士对抗各类北欧神话奇幻生物	无
2008	乐高建筑	复刻现实中的地标建筑，无内容	无

资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心

自有内容 IP 大获成功，积极扩张亚洲市场。2010 年代起，乐高开始打造自有内容 IP：2011 年推出“幻影忍者”系列，配套动画与游戏，是乐高尝试跨媒体 IP 孵化的典型案例。该系列大获成功，产品线由三年寿命改为常驻，动画已推出 19 季，截至 2025 年仍在更新。2020 年推出的“悟空小侠”系列，首发含 8 个套装及配套动画，是乐高首个中国英雄 IP，旨在开拓亚洲市场，融合“产品+动画”模式与国潮文化。目前该系列已扩展至 19 个套装，动画续订第 5 季。

图 39：“幻影忍者”系列产品与剧集海报



资料来源：乐高公司官网，IMDB，信达证券研发中心

图 40：“悟空小侠”系列产品与剧集海报



资料来源：乐高公司官网，IMDB，信达证券研发中心

2.2.2 合作授权 IP：结合流行文化实现破圈

拥抱流行文化 IP，成功扭亏为盈。1999 年，乐高与现象级 IP《星球大战》合作，开创与流行 IP 联名的模式。

《星球大战》电影在美国票房超 4.3 亿美元，带动乐高联名系列在 1999-2000 年间热销 2500 万套。截至 2025 年 10 月，该系列仍有 102 款在售。2001 年，乐高联名《哈利·波特》，同年实现扭亏为盈，净利润达 3.7 亿丹麦克朗（同比+142.4%），创 1998 年以来最佳业绩。此后，乐高陆续与漫威、DC、《指环王》、我的世界、超级马力欧等知名影视游戏 IP 合作，使积木成为 IP 叙事载体，推动乐高从玩具品牌转型为连接潮流文化与创意玩具的桥梁。

表 22：乐高 IP 主题分类

IP 分类		主题名称
自有 IP	自有无内容 IP	城市、建筑、花植、艺术、机械组、Powered UP、得宝、好朋友、经典系列、DOTS、创意、Creator3 合 1、Braille Bricks、经典、创意百变高手、Icons。
	自有内容 IP	生化战士、幻影忍者、悟空小侠、幽灵秘境。
授权 IP		星球大战、哈利波特、漫威、DC、蜘蛛侠、指环王、侏罗纪世界、迪士尼、我的世界、守望先锋、动物森友会、梦境城猎人、小猪佩奇、刺猬索尼克、超级赛车、盖比的娃娃屋、超级马力欧、夺宝奇兵、阿凡达、星期三、魔法坏女巫、堡垒之夜。

资料来源：乐高公司官网，信达证券研发中心

IP 电影化，提升知名度。2014 年与华纳合作的《乐高大电影》全球票房达 4.7 亿美元，并获得奥斯卡、金球奖提名。此后，乐高又推出三部电影。

图 41：乐高电影系列

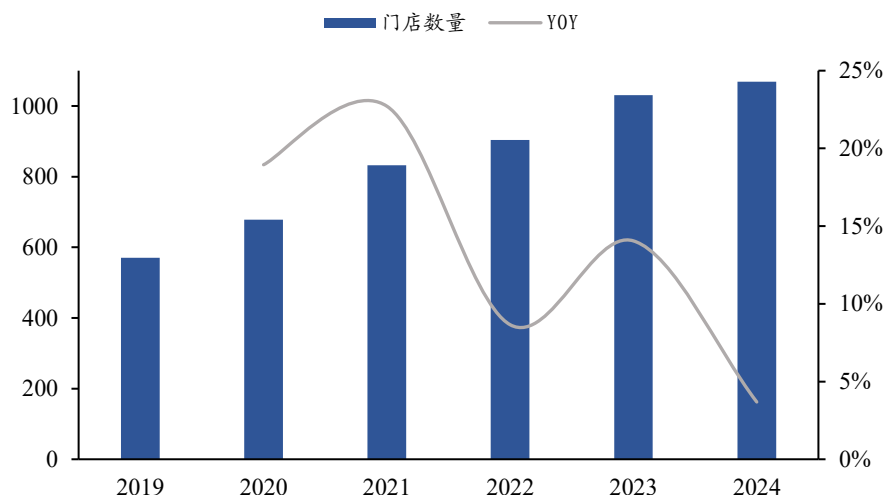


资料来源：IMDB，豆瓣，信达证券研发中心

2.3 线下+线上多渠道：从乐高之家到 LEGO® Play

线下渠道增长稳健，自有+授权多元布局。截至 2024 年，乐高门店达 1069 家（相比 2023 年，同比+3.7%），2019-24 年 CAGR 达 13.4%；门店数量逐年稳健增长，创历史新高；1069 家门店中，有 201 家品牌旗舰店，768 家授权零售店，60 家旅游零售店，40 家乐高乐园与探索中心。

图 42: 乐高全球门店数量（家）及同比



资料来源: 乐高公司公告, 信达证券研发中心

图 43: 丹麦比隆乐高之家



资料来源: 乐高公司官网, 信达证券研发中心

图 44: 北京乐高探索中心



资料来源: 乐高公司官网, 信达证券研发中心

发力线上渠道，APP 超 1500 万次下载。乐高的核心线上渠道为官网（lego.com），月访问量达 385 万，位居全球游戏/玩具类网站第八；拼装指导 APP LEGO® Builder（2022 年推出）、积木创意 APP LEGO® Play（2024 年推出）在 Google Play 应用商店下载数分别超 1000 万、超 500 万次。LEGO® Builder 与 LEGO® Play 分别通过合作拼搭、分享创意布局社交功能，提升玩家互动频率与社群活跃度，增强用户归属感与 IP 认同，促进持续消费。

图 45: LEGO® Builder APP 合作拼搭界面



资料来源: LEGO® Builder APP, 信达证券研发中心

图 46: LEGO® Play APP 分享创意界面



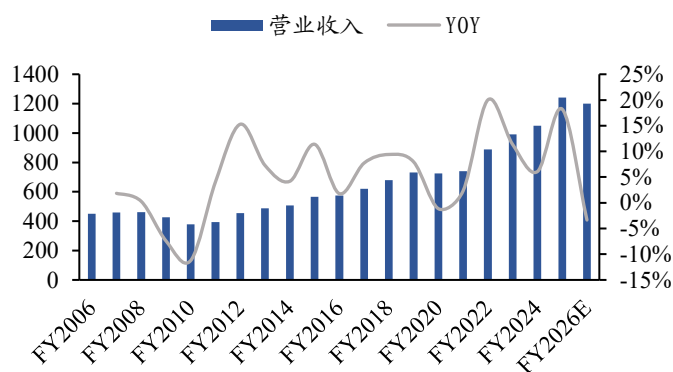
资料来源: LEGO® Play APP, 信达证券研发中心

3. 万代南梦宫：从玩具生产转向 IP 生态运营，打造日本头部潮玩供应商

万代 1950 年成立，2005 年与南梦宫合并为万代南梦宫并于东京上市。万代以玩具制造起家，早期玩具产品包括 B26 飞机、阿童木等。1970 年代抓住日本动漫兴起机遇，开拓动漫周边市场。截至 2025 年 6 月 30 日，其市值突破 3 万亿日元，拥有高达、海贼王、火影忍者、宝可梦等世界知名 IP，凭借产品与 IP 深度绑定的策略，成为日本最大的玩具供应商之一。

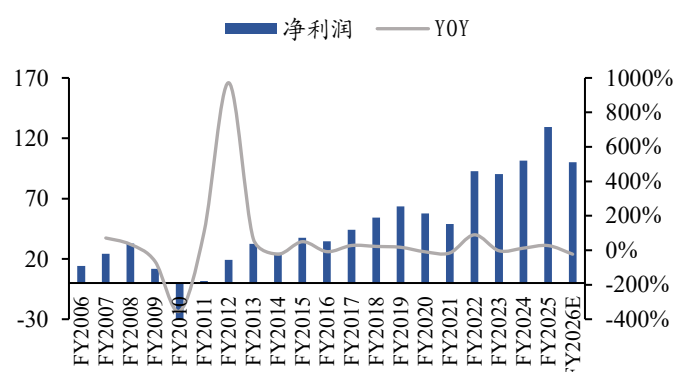
收入&利润：2025 财年（2024.4-2025.3），万代营收达 12415 亿日元（同比+18.2%），净利润达 1293 亿日元（同比+27.4%），均创历史新高。据万代南梦宫预计，2026 财年营收约 12000 亿日元（与 2025 财年基本持平），净利润约 1000 亿日元（相比 2025 财年，稍有回落）。

图 47：万代南梦宫营收（十亿日元）及同比（FY2026 预测来自万代南梦宫公司公告）



资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

图 48：万代南梦宫净利润（十亿日元）及同比（FY2026 预测来自万代南梦宫公司公告）



资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

分地区：2025 财年日本/美国/欧洲/亚洲（除日本）市场分别收入 8670.7/1405.3/1257.8/1081.3 亿日元（同比+14.3%/53.7%/22.2%/11.1%），占比 69.8%/11.3%/10.1%/8.7%，日本是贡献利润的核心市场；万代披露，长期目标为海外收入占比提升至 50%。

表 23：万代南梦宫分地区收入占比（十亿日元）（FY2026 预测来自万代南梦宫公司公告）

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E
日本	575.49	625.46	707.53	758.46	867.07	836.50
YOY		8.7%	13.1%	7.2%	14.3%	-3.5%
占比	77.7%	70.3%	71.5%	72.2%	69.8%	69.7%
营业利润率			14.6%	11.9%	18.5%	16.2%
美国	58.47	99.20	99.34	91.45	140.53	128.50
YOY		69.7%	0.1%	-7.9%	53.7%	-8.6%
占比	7.9%	11.2%	10.0%	8.7%	11.3%	10.7%
营业利润率			8.6%	6.2%	9.8%	8.6%
欧洲	54.65	82.54	94.46	102.94	125.78	126.00
YOY		51.0%	14.4%	9.0%	22.2%	0.2%
占比	7.4%	9.3%	9.5%	9.8%	10.1%	10.5%
营业利润率			6.6%	-0.9%	4.4%	5.6%
亚洲（除日本）	52.29	82.06	88.76	97.37	108.13	109.00
YOY		56.9%	8.2%	9.7%	11.1%	0.8%
占比	7.1%	9.2%	9.0%	9.3%	8.7%	9.1%
营业利润率			13.7%	11.7%	13.4%	11.9%

资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

分业务：2025 财年，网络游戏及在线娱乐服务/玩具及相关产品/IP 创作业务/实体娱乐设施业务分别实现收入 4556.3/5969.3/907.4/1414.9 亿日元（同比+22.3%/17.1%/10.0%/18.2%），占比 36.7%/48.1%/7.3%/11.4%。玩具业务收入稳定在 48%左右，营业利润占比 63.6%，成为主要利润贡献业务；因部分游戏项目裁撤，万代南梦宫预计 2026 财年数字业务收入将收缩 14.4%。

表 24：万代南梦宫分业务收入（十亿日元）（FY2026 预测来自万代南梦宫公司公告）

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E
网络游戏及在线娱乐服务	337.96	378.17	385.68	372.67	455.63	390.00
YOY		11.9%	2.0%	-3.4%	22.3%	-14.4%
占比	45.6%	42.5%	39.0%	35.5%	36.7%	32.5%
营业利润率	16.8%	18.4%	12.8%	1.7%	15.0%	10.3%
玩具及相关产业	300.82	373.63	447.49	509.88	596.93	600.00
YOY		24.2%	19.8%	13.9%	17.1%	0.5%
占比	40.6%	42.0%	45.2%	48.6%	48.1%	50.0%
营业利润率	13.0%	14.0%	13.3%	15.4%	17.1%	17.5%
IP 创作业务	62.43	79.96	81.75	82.47	90.74	90.00
YOY		28.1%	2.2%	0.9%	10.0%	-0.8%
占比	8.4%	9.0%	8.3%	7.9%	7.3%	7.5%
营业利润率	6.7%	11.0%	13.0%	12.1%	13.0%	11.7%
娱乐设施	63.92	82.34	104.60	119.67	141.49	150.00
YOY		28.8%	27.0%	14.4%	18.2%	6.0%
占比	8.6%	9.3%	10.6%	11.4%	11.4%	12.5%
营业利润率	-13.0%	4.9%	5.7%	5.7%	6.0%	6.3%

资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

分 IP：高达、龙珠、海贼王为万代前 3 大 IP，分别收入 1535/1906/1395 亿日元（同比+5.4%/35.6%/24.4%）。高达凭借热映剧场版《机动战士高达 SEED FREEDOM》位居首位、持续 6 年稳健增长；龙珠游戏《龙珠 Sparking! ZERO》在全球热销 540 万套，收入居于第二；奥特曼、假面骑士、超级战队收入同比下降，面包超人、光之美少女收入稳健增长。

表 25：万代南梦宫全球分 IP 收入（十亿日元）

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
奥特曼	7.8	8.6	16.8	19.5	19.1	14.0
YOY		10.3%	95.3%	16.1%	-2.1%	-26.7%
假面骑士	31.2	28.9	29.5	32.1	31.5	30.7
YOY		-7.4%	2.1%	8.8%	-1.9%	-2.5%
高达	78.1	95.0	101.7	131.3	145.7	153.5
YOY		21.6%	7.1%	29.1%	11.0%	5.4%
超级战队	6.8	5.2	5.0	6.5	6.5	6.4
YOY		-23.5%	-3.8%	30.0%	0.0%	-1.5%
面包超人	9.9	8.7	9.3	9.9	10.1	11.4
YOY		-12.1%	6.9%	6.5%	2.0%	12.9%
龙珠	134.9	127.4	127.6	144.5	140.6	190.6
YOY		-5.6%	0.2%	13.2%	-2.7%	35.6%
火影忍者	13.0	21.4	23.0	18.7	25.3	26.9
YOY		64.6%	7.5%	-18.7%	35.3%	6.3%
光之美少女	8.4	6.6	5.8	5.6	6.4	7.9
YOY		-21.4%	-12.1%	-3.4%	14.3%	23.4%

海贼王	34.9	38.0	44.1	86.3	112.1	139.5
YOY		8.9%	16.1%	95.7%	29.9%	24.4%

资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

日本市场分 IP：高达与海贼王为前 2 大 IP，2025 财年，分别收入 757/942 亿日元（同比+10.2%/56.2%），占总收入 64%。面包超人、龙珠、光之美少女、宝可梦收入同比增长；奥特曼、假面骑士同比下降。

表 26：万代南梦宫日本市场分 IP 收入（十亿日元）

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
奥特曼			8.0	9.2	8.3	6.7
YOY				15.0%	-9.8%	-19.3%
假面骑士	28.5	24.3	22.8	23.0	23.4	22.5
YOY		-14.7%	-6.2%	0.9%	1.7%	-3.8%
高达	35.7	41.0	44.2	60.5	68.7	75.7
YOY		14.8%	7.8%	36.9%	13.6%	10.2%
超级战队			4.4	5.6	5.4	5.4
YOY				27.3%	-3.6%	0.0%
面包超人	9.4	8.3	8.7	9.3	9.4	10.2
YOY		-11.7%	4.8%	6.9%	1.1%	8.5%
龙珠	20.7	15.4	19.7	22.5	23.0	29.9
YOY		-25.6%	27.9%	14.2%	2.2%	30.0%
光之美少女	8.3	6.6	5.7	5.6	6.4	7.8
YOY		-20.5%	-13.6%	-1.8%	14.3%	21.9%
宝可梦			5.9	8.8	11.9	12.2
YOY				49.2%	35.2%	2.5%
海贼王	7.9	7.1	10.0	31.9	60.3	94.2
YOY		-10.1%	40.8%	219.0%	89.0%	56.2%

资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

3.1 旗下 IP 丰富，具备全球影响力

运营 IP 达 50 年，积累众多优质动漫、游戏 IP。截至 2024 年，万代旗下 IP 已超 400 个，包括龙珠、高达、假面骑士、面包超人、吃豆人等。《火影忍者》与《海贼王》在 2024 年下半年 Netflix 平台播放量均突破 3 亿小时，bilibili 累计播放量分别达 3.54 亿次与 21 亿次，展现出强大的传播能力。

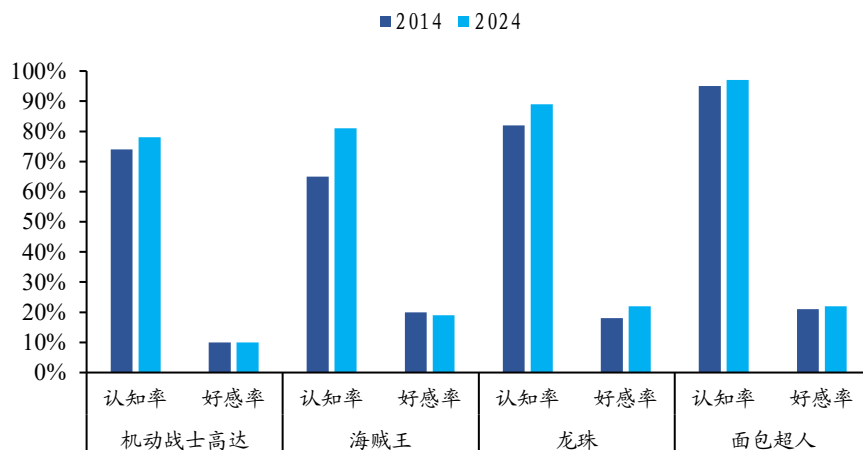
表 27：bilibili 动漫播放量 TOP5（截至 2025.2）

排名	作品	播放量（亿次）
1	《海贼王》	21
2	《火影忍者疾风传》	10
3	《博人传：火影新世代》	5.38
4	《火影忍者》	3.54
5	《全职猎人》	3.28

资料来源：TV Fandom Lounge，bilibili TV，万代南梦宫公司官网，信达证券研发中心

旗下 IP 在核心本土市场维持高热度。2024 年的“漫画与动漫人物认知调查”表明，万代的核心 IP 在日本本土的认知率均显著提高：相比 2014 年，高达/海贼王/龙珠/面包超人在 15-79 岁日本人中认知率提高至 78%/81%/89%/97%（+4pct/16pct/7pct/2pct），好感率分别为 10%/19%/22%/22%（+0pct/-1pct/+4pct/1pct）。面包超人的认知率、好感率最高，成为国民级 IP。

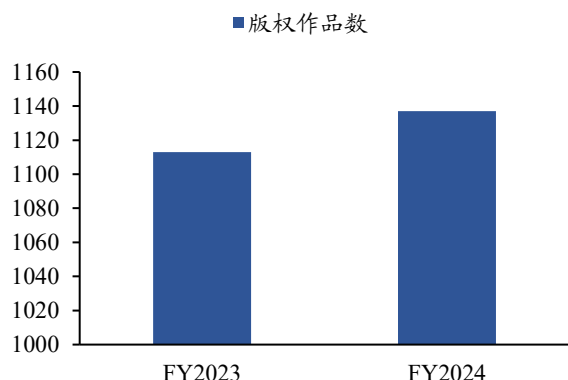
图 49: 15-79 岁日本人对万代 IP 的认知率及好感率



资料来源: NRC 全国キャラクター調査, 信达证券研发中心

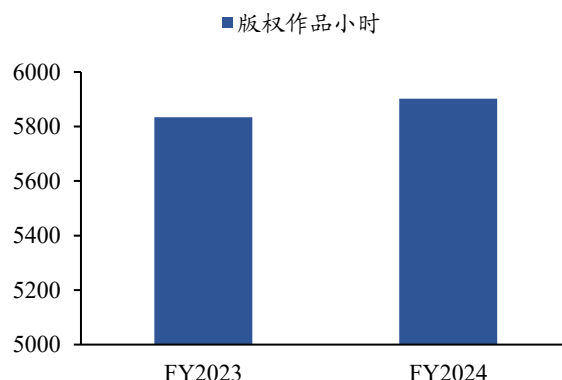
长期运营影视系列, 维持 IP 生命力。万代持续开发旗下动漫 IP: 2024 财年, 其旗下 IP 的版权作品数/作品小时数分别达 1137 部/5902 小时 (同比+2.2%/1.2%)。可点播动画数/点播动画累积观看量达 5455 部/6.26 亿次 (同比+7.1%/4.2%), 实现 3 年持续增长。

图 50: 万代版权作品数 (部)



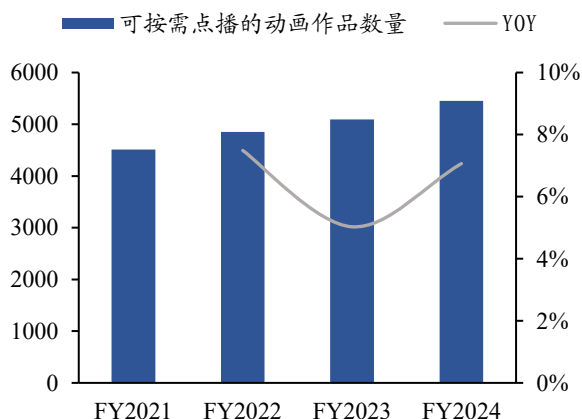
资料来源: 万代南梦宫公司公告, 信达证券研发中心

图 51: 万代版权作品小时数 (小时)



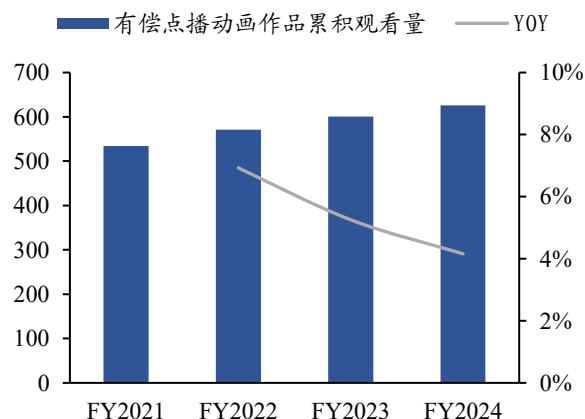
资料来源: 万代南梦宫公司公告, 信达证券研发中心

图 52: 可按需点播的动画作品数量 (部)



资料来源: 万代南梦宫公司公告, 信达证券研发中心

图 53: 有偿点播动画作品累积观看量 (百万次)



资料来源: 万代南梦宫公司公告, 信达证券研发中心

实体 IP 作品销额收缩，虚拟产品居稳定高位。2024 财年，实体产品/虚拟产品实现销额 95/729 亿日元（同比-17.4%/+3.8%），占比 11.5%/88.5%；虚拟产品销额 2019-24 财年 CAGR 达 7.4%，目前销额水平趋于稳定。截至 2024 财年，高达/奥特曼的实体产品累计售出 2146/858 万份。

表 28：万代旗下 IP 作品分品类销额（十亿日元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
实体产品（DVD 等）	17.0	15.2	9.8	12.4	11.5	9.5
YOY		-10.6%	-35.5%	26.5%	-7.3%	-17.4%
占比	25.0%	22.8%	17.4%	13.6%	14.1%	11.5%
虚拟产品（含制作、授权、点播、流媒体、活动等）	50.9	51.5	46.5	79.0	70.2	72.9
YOY		1.2%	-9.7%	69.9%	-11.1%	3.8%
占比	75.0%	77.2%	82.6%	86.4%	85.9%	88.5%

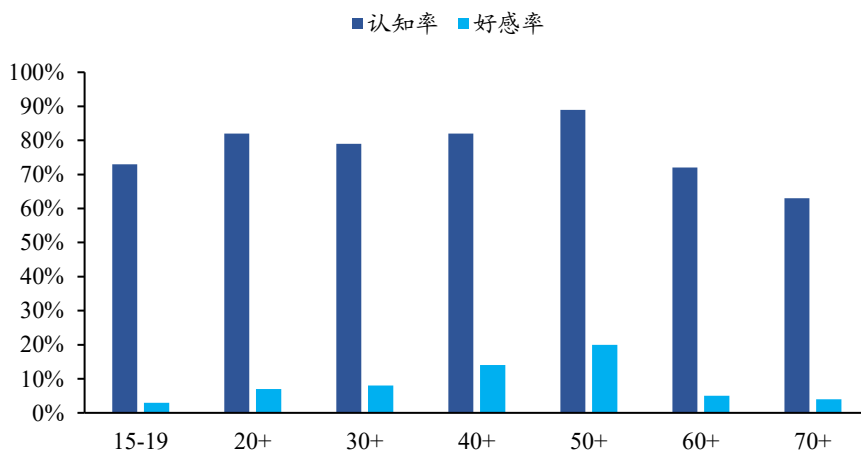
资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

3.2 高达系列：从影视作品到 IP 生态，多策略充分实现价值转化

高达系列是万代旗下最具商业价值的 IP 之一。自 1979 年首部动画问世，已发展 40 余年，是全球最长寿的 IP 之一。该 IP 通过剧情深耕、持续更新、有效产品开发、多渠道运营，始终保持活力，商业价值持续增长：

1) 深化剧情内涵，拓展受众群体：《机动战士高达》前的机器人动画剧情多为低龄化善恶二元对立。《高达》以宏大战争为背景，构建完整世界观，塑造“地球联邦-吉翁公国”等对立阵营与阿姆罗、夏亚等动机复杂的角色。作品聚焦时代背景下人的成长与挣扎，深入探讨战争、人性、政治等成人议题，显著提升作品深度，将受众拓展至成年人，也使儿童观众在成年后持续追随，大幅拓展了 IP 的受众范围与生命周期。

图 54：2024 年日本各年龄段人群对高达的认知率及好感率：不局限于年轻人群，均在 50-60 岁人群达到峰值



资料来源：NRC 全国キャラクター調査，信达证券研发中心

2) 稳定持续更新，维持受众粘性：《机动战士高达》系列 1979 年推出首部动画，2025 年 4 月发布最新作，47 年间持续出新，更新频率稳定。均匀稳定的内容输出既保持 IP 活力、拓展新粉丝，也维系老粉丝粘性。

表 29：《机动战士高达》系列动画更新时间分布

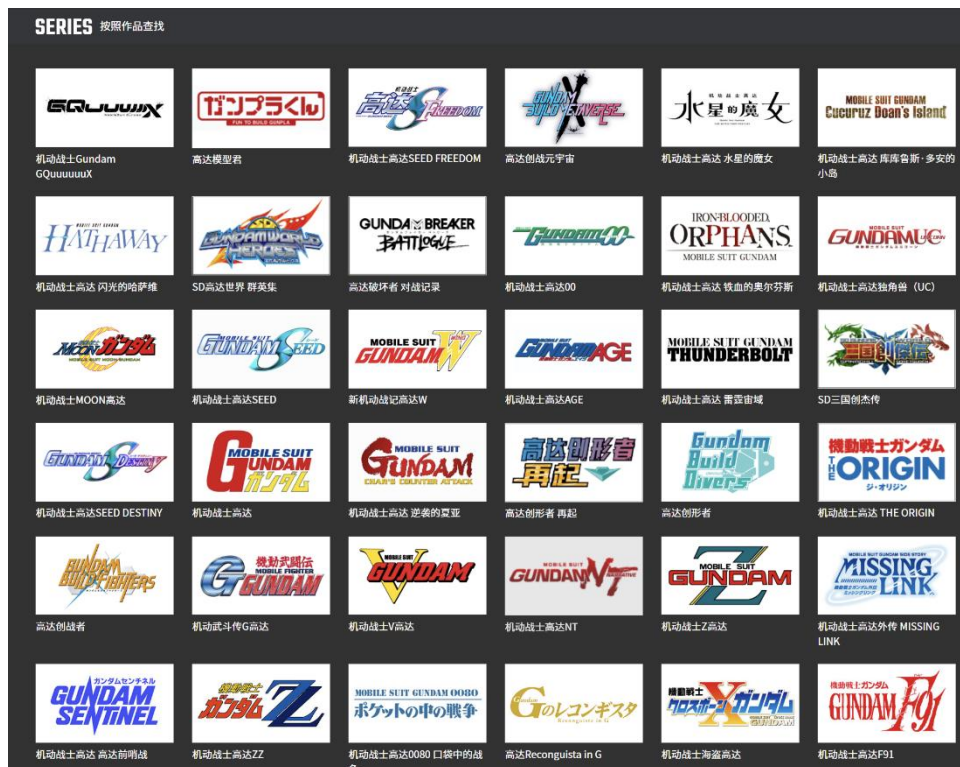
年份区间	1979-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-2020	2021-2025
动画数量（部）	5	4	6	8	7	8	8	6	9
动画数量均值（部/区间）	6.7								

资料来源：动漫科，信达证券研发中心

3) 内容-产品强绑定，收视率转化为销售额。万代在高达动画播出后，同步推出剧中模型，将观众热情转化为消费行为，培养消费者“看动漫-买模型”的消费习惯，充分释放 IP 商业价值。

图 56：高达 HG 系列 1/144 异端审判者·火炬造型出自高达系列动画《水星的魔女》

图 55：万代官方商城支持按《高达》系列作品检索模型商品



※ 图片为经过涂装的完成品，与实际商品略有差异，请以实物为准



©SOTSU·SUNRISE·MBS

资料来源：BANDAI HOBBY SITE，信达证券研发中心

资料来源：BANDAI HOBBY SITE，信达证券研发中心

4) 深度开发 IP，多层次产品体系：万代开发了从 HG 到 Perfect Grade 等多个产品线，覆盖不同拼装难度、模型尺寸、零件精度与价位，以满足不同消费群体的预算、偏好。例如，SD 系列采用 Q 版设计，价格亲民，定位入门级产品；Perfect Grade 系列有 1/60 超大比例与内置骨架，面向进阶、收藏级玩家。截至 2024 财年，高达模型 RG/SD 系列累积销量达 6.0/1.9 亿件（同比+4.0%/1.6%）。

表 30：高达主要产品系列

产品系列	比例	特点	价格区间（日元）
PERFECT GRADE			
Perfect Grade	1/60	大比例、内置骨架，内构外观精益求精	13200-66000
MG			
MG	1/100	巧妙可动结构，内置骨架	2500-38000
RE/100			
REBORN-ONE HUNDRD	1/100	精巧零件设计，易拼装	3850-8800
RG			
RG	1/144	丰富套件，真实质感	2750-26500
HG			
HG	1/144	主力系列，品类丰富	1000-27500

ENTRY GRADE
エントリーグレード

ENTRY GRADE

1/144

易于上手，入门产品

1100-2250



SD

Q 版

Q 版设计，价格较低

880-1980

资料来源：BANDAI HOBBY SITE，少数派，B2G，GUNPLA STORY，信达证券研发中心

表 31：高达各系列模型累计销量及海外累计销量（百万件）

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
高达 RG 系列	522.7	538.2	555.3	577.1	600.4
YOY		3.0%	3.2%	3.9%	4.0%
高达 SD 系列	174.0	176.6	180.4	184.1	187.0
YOY		1.5%	2.2%	2.0%	1.6%

资料来源：万代南梦宫公司公告，信达证券研发中心

5) 分层次产品开发引导客户，梯度式定价培养消费习惯。同机型高达通常拥有多系列模型：尺寸、外形等维度存在差异，定价呈阶梯式上升。以 Z 高达为例：HG 系列基础款模型定价 2200 日元，RG 进阶款、MG 收藏款价格依次提高，引导玩家“消费升级”，从性价比消费逐渐转向情绪价值消费，培养持续重复购买的消费习惯。

表 32：Z 高达拥有横跨多系列的多款模型

产品	模型	定价（日元）
HG 1/144 Z 高达		2200
HGBF 1/144 闪电 Z 高达		2640

RG 1/144 Z 高达



3630

MG 1/100 Z 高达 Ver. Ka



6500

资料来源: BANDAI HOBBY SITE, 信达证券研发中心

6) 多赛道协同布局, 塑造 IP 生态: 高达系列拥有 61 部影视作品, 含剧场版、OVA、网络动画等多种形式, 并衍生出 277 部漫画、70 部小说和 261 款游戏, 共同构成庞大的跨媒体作品体系与 IP 宇宙, 为粉丝打造了完整的 IP 生态, 也能最大化触及非核心粉丝或潜在受众。以游戏为例, 高达系列覆盖主机、手游、PC 等多平台, 包含动作、策略、对抗等多品类, 全面覆盖玩家群体的娱乐场景与消费偏好。

图 57: 高达系列内容&衍生产品



单集动画



剧场电影



剧集



同世界观短篇



异世界观外传



漫画



游戏



小说



模型



周边

资料来源: BANDAI HOBBY SITE, 动漫科, GUNDAM TAIZEN, GUNDAM BREAKER 4, 信达证券研发中心

3.3 线下渠道集成消费+体验，旗舰店增速落地

将旗舰店打造为高达生态节点，为深度开发 IP 切入主题乐园。高达的核心线下营销渠道是官方旗舰店“高达基地”。高达基地兼具模型销售与活动体验功能，客户可现场体验拼装高达模型，形成集购买、拼装、参观于一体的娱乐场景，覆盖全年龄段客群。其既是高达文化的体验、传播基地，也是爱好者社群的交流互动据点。截至 2025 年 9 月，万代已在日本/中国/韩国/泰国开设 8/9/9/1 家高达基地。为扩大传播效应、深度开发 IP 价值，万代的福冈高达乐园 2022 年开业，融合 IP 体验、商品消费、体育娱乐、文化展览与游乐设施。

图 58：高达基地&高达乐园



展览区

销售区

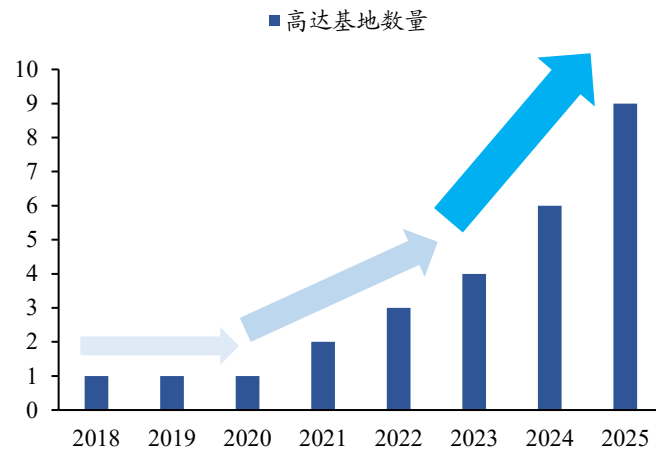
拼装体验区

高达乐园

资料来源：BANDAI HOBBY SITE, TimeOut News, 信达证券研发中心

加速开拓中国市场，旗舰店落地中部省会。中国首家高达基地 2018 年开业，此后两年无新增。2021 年起扩张加速：2021-2023/2024/2025 年分别以每年 1/2/3 家的速度增长。2024 年末，其布局从北京、上海、深圳等东部超一线城市延伸至武汉、重庆等中部强省会，进一步开拓中国市场，回应中国消费者增长的潮玩消费需求。

图 59：中国境内高达基地数量（家）



资料来源: BANDAI HOBBY SITE, 信达证券研发中心

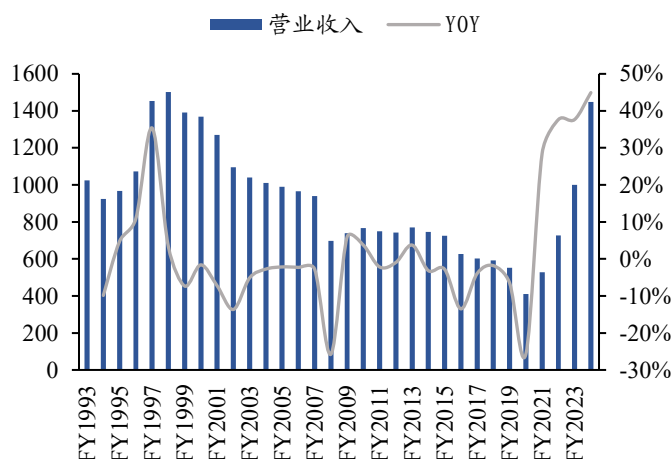
4. 三丽鸥：轻量级形象 IP 持续破圈，多渠道触点实现粉丝价值转化

三丽鸥 1960 年成立，1984 年于东京上市，主营商品零售、IP 授权、主题乐园运营。旗下 IP 众多，Hello Kitty 最为知名。其 IP 多为轻量级形象 IP：人设简单，形象简约可爱、辨识度高，依赖持续运营与高频产品迭代保持曝光。为维持 IP 长期活跃，三丽鸥通过线上线下多渠道营销以触达粉丝；并借助 IP 易传播的特点，通过授权商品、文教产品等渗透用户日常生活场景，维系影响力。

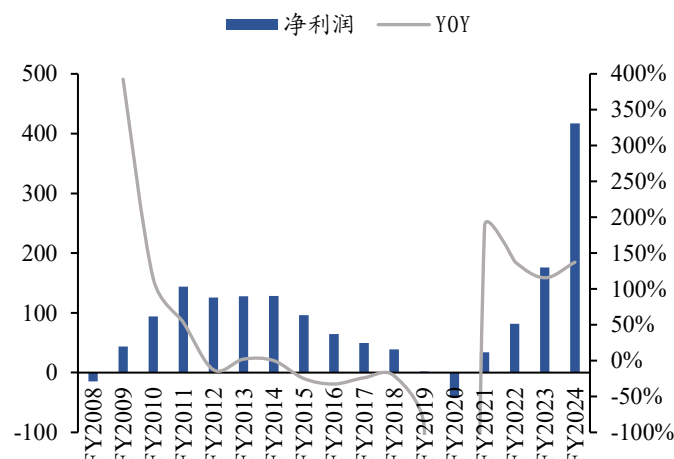
收入&利润：2024 财年（2024.4-2025.3），三丽鸥营收达 1449.04 亿日元（同比+44.9%），实现连续 4 个财年营收增长；净利润达 417.3 亿日元（同比+137.3%），为近 17 年最高值。三丽鸥的营收与利润波动幅度较大，于 1995、2020 财年两次经历亏损。

图 60：三丽鸥营收（亿日元）及同比

图 61：三丽鸥净利润（亿日元）及同比



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心



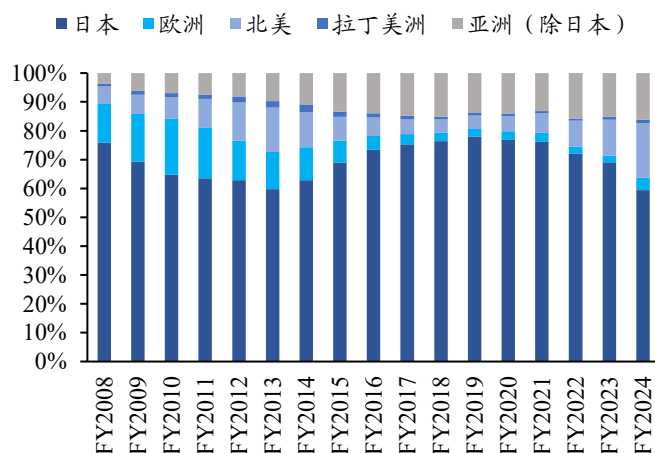
资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

分地区：2024 财年，日本/欧洲/北美/拉丁美洲/亚洲（除日本）市场分别实现收入 859/62/274/17/234 亿日元（同比+24.7%/158.3%/121.0%/70.0%/55.0%），分别占比 59.4%/4.3%/18.9%/1.2%/16.2%。日本市场占比最高，但相比 2023 财年降低 9.6pct；北美市场占比连续 6 年稳步提升，与亚洲（除日本）同为三丽鸥最重要的海外市场；欧洲、拉美市场总占比不超过 6%。

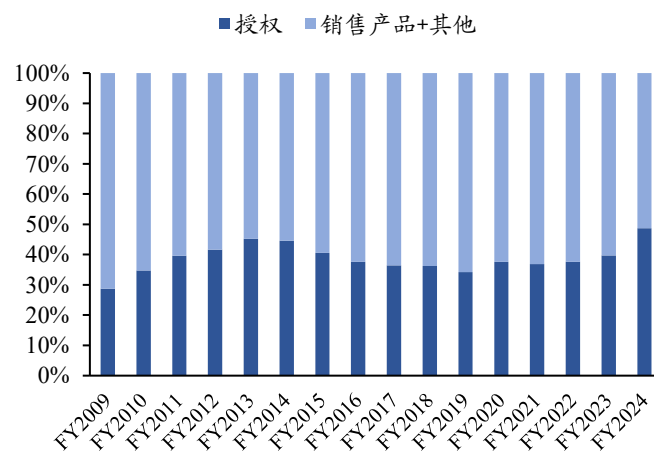
分业务：2024 财年，授权/销售产品&其他业务分别实现收入 705/741 亿日元（同比+78.0%/+23.1%），分别占比 48.8%/51.2%。授权业务收入连续 4 年实现增长，相比 2023 财年占比提高 9.1pct，创 2009 财年以来新高。

图 62：三丽鸥分地区收入占比

图 63：三丽鸥分业务收入占比



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心



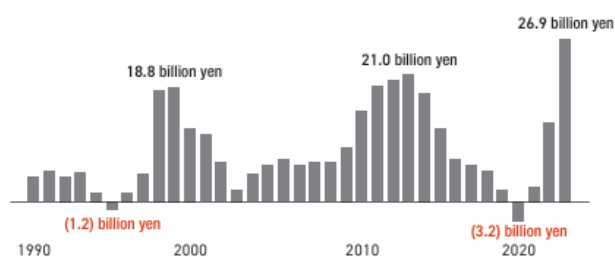
资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

4.1 旗下 IP 矩阵丰富，降低对 Hello Kitty 依赖

过度依赖 Hello Kitty 削弱三丽鸥抗风险能力。 Hello Kitty 1974 年问世，1998 年起连续 11 年蝉联三丽鸥角色人气榜首，至今仍稳居前五。从三丽鸥发展历史来看，单一 IP 生命周期可达数十年，巅峰期约 10 年。Hello Kitty 全球已知收入巅峰约为 583 亿日元，低谷约为 146 亿日元。疫情前，公司业绩与股价主要由该 IP 驱动：90 年代末 Hello Kitty 风靡日本，推动公司销额突破 1500 亿日元，利润达 188 亿日元；2010 年在欧美走红，驱动营收显著增长。2014-20 财年，Hello Kitty 热度下降，三丽鸥连续 7 年减收减益，零售店铺、主题乐园受疫情重创。

新社长推动改革，公司实现 V 字复苏。 2021 财年起，新社长辻朋邦启动“第二次创业”，推动公司由传统商品销售&授权模式向迪士尼式综合娱乐企业转型：降低对 Hello Kitty 单一 IP 的依赖；在日本、美国推行降本增益；在亚洲、美国寻求合作，挖掘增长。随改革推进，三丽鸥收入&利润重回快速增长轨道。

图 64：1990-2023 三丽鸥营业利润（十亿日元）



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

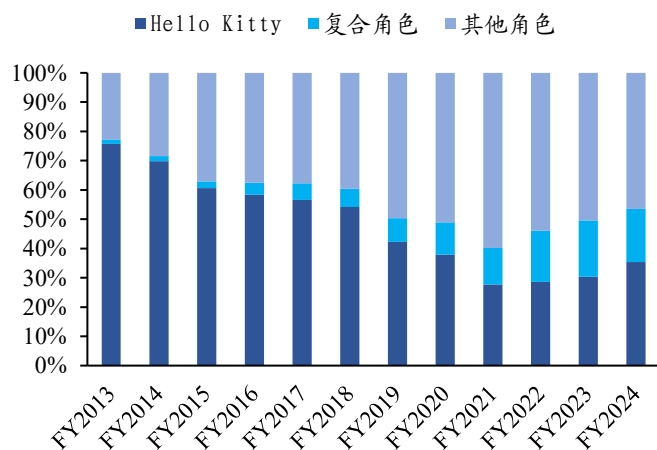
表 33：新社长辻朋邦主要改革措施

组织优化	组织架构年轻化、体系化
策略调整	美国市场由商品销售转型授权业务； 中国、东南亚市场拓展电商&游戏等综合娱乐领域，合作阿里鱼
IP 多元化	创建新 IP 培育机制，降低对 Hello Kitty 的依赖； 完善 IP 孵化、运营，推行“世界酷洛米化计划”
拓展业务触点	提出“三丽鸥时间”； 在商品、主题乐园等传统触点外布局新渠道； 突破“以商品为中心”模式，布局教育、虚拟偶像等新领域

资料来源：三丽鸥公司官网，三丽鸥公司公告，“世界酷洛米化计划”官网，Nyantasia! 官网，36 氪，界面新闻，信达证券研发中心

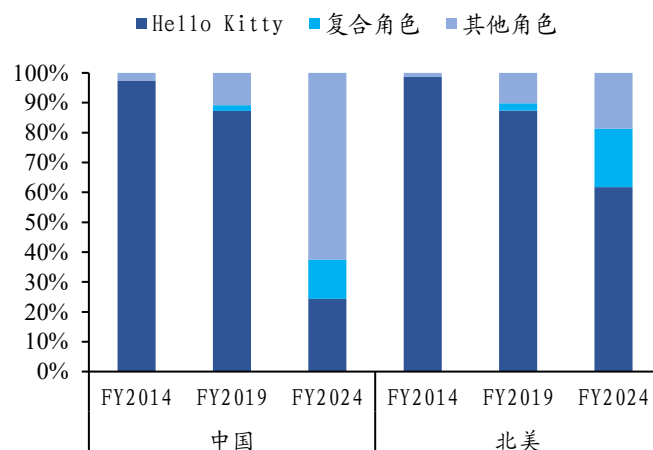
Hello Kitty 收入占比降低，IP 矩阵日益丰富。 2024 财年，Hello Kitty/复合角色（多个角色联合设计推广/推出活动）/其他角色收入占比为 35.5%/18.1%/46.6%；相比 2013 财年，Hello Kitty 占比降低 40.2pct，其他角色占比提高 23.9pct，三丽鸥 IP 矩阵多样性与抗风险能力显著增强。2024 财年，中国市场三者收入占比为 24.3%/13.2%/62.4%，北美市场为 61.8%/19.6%/18.6%；三丽鸥在中国市场对 Hello Kitty 的依赖度更低，业务抗风险能力更强。

图 65：三丽鸥分 IP 收入占比



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

图 66：三丽鸥中国、北美地区分 IP 收入占比



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

大耳狗、布丁狗等成为消费者新宠，Hello Kitty 维持头部地位。为丰富 IP 矩阵，三丽鸥重启帕恰狗（1989）、布丁狗（1996）、大耳狗（2001）、酷洛米（2005）等“休眠”IP。在 2021-25 年的人气评选中，以上角色排名均超越 Hello Kitty，大耳狗更在 2020-24 年连续夺冠；Hello Kitty 稳定在第 5-6 名。截至 2024 财年，三丽鸥旗下 IP 形象已超过 450 个。

表 34：2016-2025 年三丽鸥明星人气评选结果排名（前 10 名）（表中年份为对应财年）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	布丁狗	大耳狗	大耳狗	凯蒂猫	大耳狗	大耳狗	大耳狗	大耳狗	大耳狗	布丁狗
2	大耳狗	布丁狗	布丁狗	大耳狗	布丁狗	布丁狗	布丁狗	布丁狗	帕恰狗	大耳狗
3	美乐蒂	美乐蒂	YOSHIKITTY	布丁狗	帕恰狗	帕恰狗	酷洛米	酷洛米	酷洛米	帕恰狗
4	蛋黄哥	凯蒂猫	凯蒂猫	美乐蒂	美乐蒂	美乐蒂	帕恰狗	帕恰狗	布丁狗	酷洛米
5	凯蒂猫	蛋黄哥	美乐蒂	帕恰狗	凯蒂猫	酷洛米	美乐蒂	凯蒂猫	凯蒂猫	凯蒂猫
6	双子星	双子星	帕恰狗	双子星	YOSHIKITTY	凯蒂猫	凯蒂猫	美乐蒂	美乐蒂	美乐蒂
7	YOSHIKITTY	YOSHIKITTY	双子星	酷洛米	酷洛米	双子星	双子星	半鱼人	大眼蛙	双子星
8	SHINGAN CRIMSONZ	切片妞	蛋黄哥	YOSHIKITTY	SHOW BY ROCK!!	SHOW BY ROCK!!	半鱼人	双子星	半鱼人	半鱼人
9	切片妞	SHOW BY ROCK!!	SHOW BY ROCK!!	蛋黄哥	双子星	山姆企鹅	小麦粉精灵	山姆企鹅	山姆企鹅	山姆企鹅
10	酷洛米	帕恰狗	酷洛米	山姆企鹅	山姆企鹅	小麦粉精灵	山姆企鹅	酷企鹅	双子星	贝克鸭

资料来源：三丽鸥公司官网，信达证券研发中心

4.2 授权产品加速 IP 渗透，高频营销提高曝光

轻量级形象 IP 适于授权。三丽鸥旗下 IP 多为轻量级形象 IP，采用线条圆润、色彩柔和的“无攻击性设计”，授权范围广泛，覆盖玩偶、服饰、3C 等各类生活与工作用品。在其官网销售的 2656 种商品中，仅 509 种为官方原创，授权商品占比超过 80%。2024 财年，日本/北美/亚洲（除日本）市场分别实现 IP 授权收入 198/249/180 亿日元（同比+40.4%/146.5%/50.0%），授权收入占比 23.1%/90.9%/76.9%。北美市场 IP 授权收入占比相比去年提高 9.4pct，2020-24 财年 CAGR 达 123.4%，在各主要市场中增速最快。

表 35：三丽鸥主要市场分业务收入（亿日元）

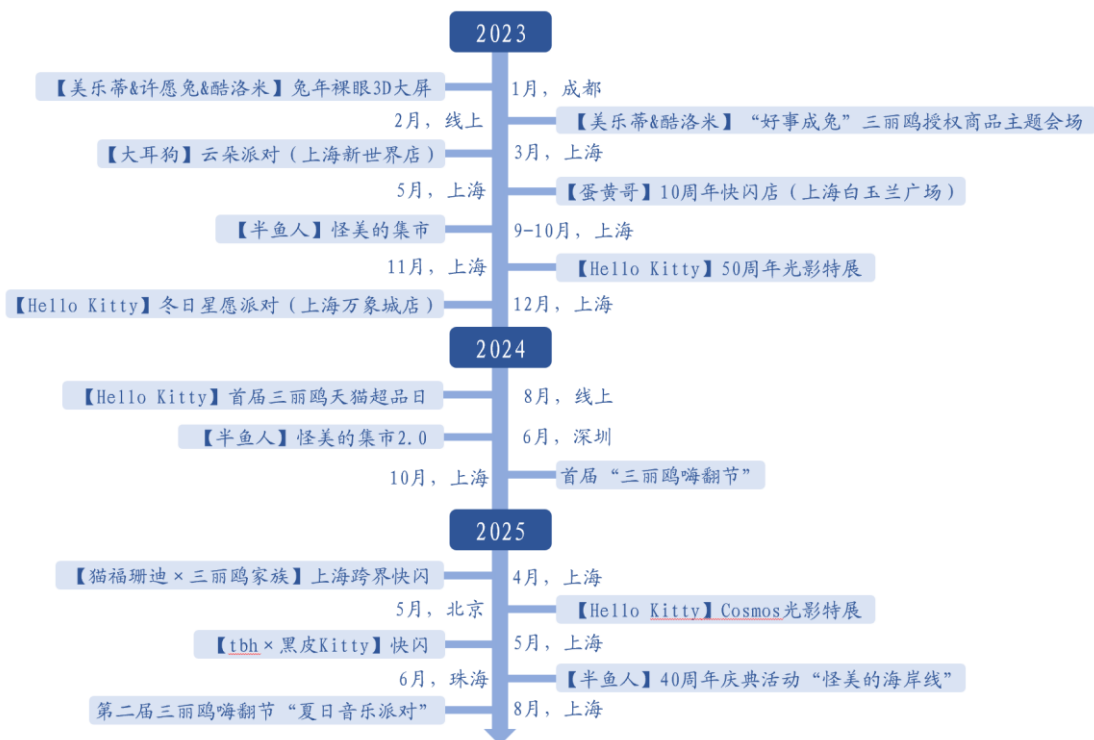
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
日本					
授权收入	79	93	105	141	198
YOY		17.7%	12.9%	34.3%	40.4%
产品+其他收入	236	308	418	548	661
YOY		30.5%	35.7%	31.1%	20.6%
授权收入占比	25.1%	23.2%	20.1%	20.5%	23.1%
北美					
授权收入	10	20	44	101	249
YOY		100.0%	120.0%	129.5%	146.5%
产品+其他收入	11	15	20	23	25
YOY		36.4%	33.3%	15.0%	8.7%
授权收入占比	47.6%	57.1%	68.8%	81.5%	90.9%
亚洲（除日本）					
授权收入	52	62	102	120	180
YOY		19.2%	64.5%	17.6%	50.0%
产品+其他收入	6	7	13	31	54
YOY		16.7%	85.7%	138.5%	74.2%
授权收入占比	89.7%	89.9%	88.7%	79.5%	76.9%

资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

合作阿里鱼开拓中国市场。2023-27 年，阿里鱼拥有三丽鸥旗下 Hello Kitty、美乐蒂、大耳狗等 26 个人气角色在中国大陆的商品制造销售独家授权。

- 1) 2023 年春节，阿里鱼举办为期两周的“好事成兔”三丽鸥授权商品主题会场：联动 40 余家合作品牌与 200 余款授权商品；2023 年全年吸引近百个新品牌加入合作，推出新品 2 万余款。
- 2) 2024 年，三丽鸥依托阿里资源开展 6 场主题营销活动，曝光流量超 33 亿，电商搜索热度增长 110%，吸引合作品牌 200 余家，上市新品 3 万余款；并为三丽鸥定制新动画，预计于 2026 年暑期上映。
- 3) 2025 年，阿里鱼计划围绕 618、双 11 等重要节点为三丽鸥策划主题活动，预计全年投入曝光流量超 30 亿。

图 67：2023-2025 年三丽鸥在中国大陆主要营销活动



资料来源：三丽鸥公司官网，三丽鸥官方微博账号，阿里足迹，公共空间艺术设计网，SocialBeta，中国日报网，天下网商，澎湃新闻，上观新闻，数英网，公益中国，中华网生活，上海热线，信达证券研发中心

4.3 线上线下触点同步布局

三丽鸥积极进行线上宣传、营销。社长辻朋邦主张通过媒体内容开拓北美市场，在视频、游戏领域打造“故事型 IP”作为线上触点。截至 2024 财年，三丽鸥已积累 7662 万社媒粉丝，推出 55 部影视作品，在 YouTube 等英文平台持续投放 IP 内容。酷洛米主演动画《KURUMI'S PRETTY JOURNEY》已播出两季，单集最高播放 664 万次。动画《美乐蒂&酷洛米》于 7 月 24 日上线 Netflix，构建复合角色以增强 IP 影响力。在中国市场，三丽鸥凭借轻量 IP 优势推出多款官方微信表情包，并借力 UGC 文化催生大量非官方表情包，有效提高网络曝光度。

图 68：三丽鸥官方 YouTube 账号，已发布 1742 个视频，订阅数 453 万，单视频最高播放量超 3400 万

图 69：三丽鸥官方 Instagram 账号，已发布 4856 个帖子，粉丝 347 万



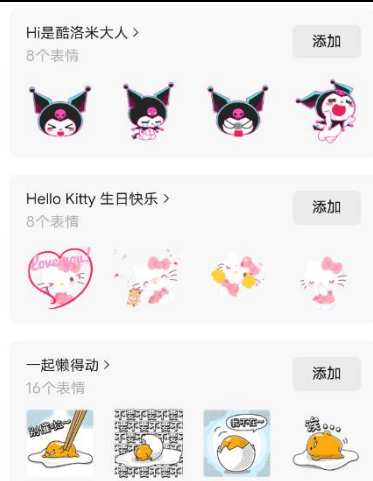
资料来源：三丽鸥官方 YouTube 账号，信达证券研发中心

图 70：三丽鸥官方微博账号，粉丝 144 万，视频累计播放量 5777 万次



资料来源：三丽鸥官方微博账号，信达证券研发中心

图 72：三丽鸥官方表情包



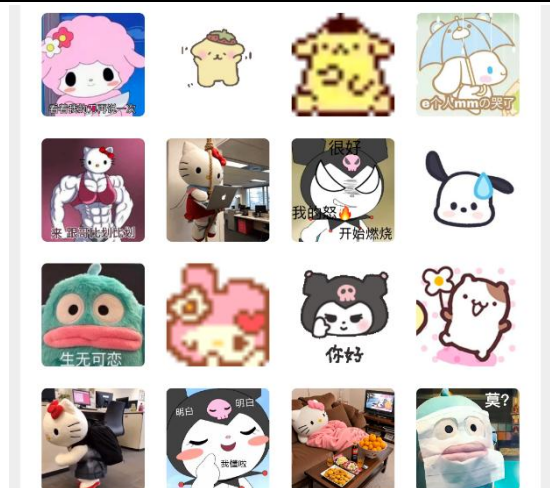
资料来源：三丽鸥官方 Instagram 账号，信达证券研发中心

图 71：《美乐蒂&酷洛米》海报：美乐蒂 50 周年与酷洛米 20 周年的联合庆祝动画



资料来源：IMDB, RAW JAPAN，信达证券研发中心

图 73：微信用户自制三丽鸥 IP 表情包



资料来源：微信，信达证券研发中心

资料来源：微信，信达证券研发中心

线下主题乐园业务持续向好。三丽鸥在日本共有两座主题乐园，分别为东京都彩虹乐园（1990 年开园）与大分县和谐乐园（1991 年开园）。2024 财年，主题乐园总收入 165.5 亿日元（同比+17.2%）占公司总收入的 11.4%；营业利润 29.9 亿日元（同比+23.3%），客单价为 6934.3 日元（同比+12.3%），游客 196 万人次（同比+5.9%）。各指标均连续 4 年稳步增长，创历史新高。2024 财年，园内举办的多场人气娱乐活动拉动收入与客流量增长。

表 36：三丽鸥彩虹/和谐乐园收入（亿日元）、营业利润（亿日元）、客单价（日元）、游客人次（万人次）

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
主题乐园(总计)					
收入	40.1	73.4	107.2	141.2	165.5
YOY		83.0%	46.1%	31.7%	17.2%
营业利润	-16.3	-4.6	15.7	24.2	29.9
YOY		71.9%	441.0%	54.9%	23.3%
客单价	4153.5	4663.8	5380.8	6173.8	6934.3
YOY		12.3%	15.4%	14.7%	12.3%
游客人次	59	116	160	185	196
YOY		96.6%	37.9%	15.6%	5.9%
彩虹乐园					
收入	31.0	59.3	85.8	114.3	135.4
YOY		91.5%	44.7%	33.3%	18.4%
占比	77.2%	80.8%	80.0%	81.0%	81.8%
营业利润	-12.1	-2.0	14.1	23.2	27.9
YOY		83.7%	812.1%	64.5%	20.4%
占比	74.3%	43.1%	90.1%	95.7%	93.5%
客单价	4091.3	5449.8	6416.3	7539.8	8254.5
YOY		33.2%	17.7%	17.5%	9.5%
游客人次	44	88	118	136	149
YOY		100.0%	34.1%	15.3%	9.6%
占比	74.6%	75.9%	73.8%	73.5%	76.0%
和谐乐园					
收入	9.1	14.1	21.5	26.9	30.1
YOY		54.2%	52.4%	25.3%	11.9%
占比	22.8%	19.2%	20.0%	19.0%	18.2%
营业利润	-4.2	-2.6	1.6	1.0	2.0
YOY		37.7%	159.4%	-32.9%	87.5%
占比	25.7%	56.9%	9.9%	4.3%	6.5%
客单价	4215.8	3877.8	4345.3	4807.8	5614.0
YOY		-8.0%	12.1%	10.6%	16.8%
游客人次	15	28	42	49	47
YOY		86.7%	50.0%	16.7%	-4.1%
占比	25.4%	24.1%	26.3%	26.5%	24.0%

资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

表 37：2025 财年主题公园主要活动、举办时间

大耳狗的微小大冒险	2024.7
魔法化妆舞会	2024.9-2024.10

白色圣诞节	2024.11-12
Beyond Words	2024.12
美乐蒂&酷洛米纪念派对	2025.1-2025.12

资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

积极布局北美市场线下触点。三丽鸥在北美设有 7 家 Hello Kitty 主题咖啡厅和 2 台流动咖啡车。这些门店作为“三丽鸥体验馆”帮助拓展粉丝群体。

图 74：7 家 Hello Kitty 主题咖啡厅

分别分布在温哥华（1 家）、加州（4 家）、拉斯维加斯（2 家）



资料来源：三丽鸥公司官网，信达证券研发中心

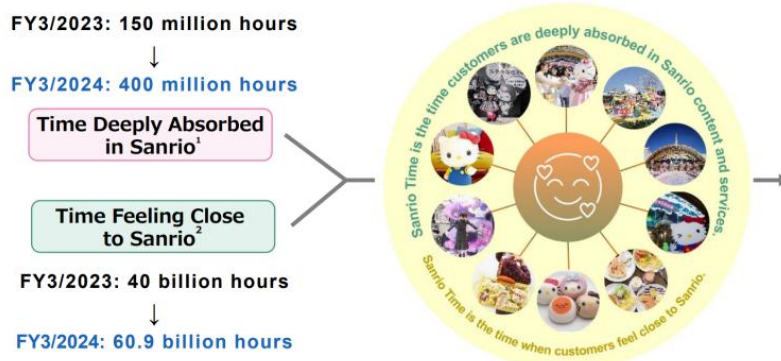
图 75：三丽鸥主题流动咖啡车



资料来源：三丽鸥公司官网，信达证券研发中心

量化产品、内容影响力，强调 IP 渗透生活场景。三丽鸥将消费者与其角色、内容、商品、服务接触的时段定义为“三丽鸥时间”，目标是将其提升至 3000 亿小时。该时间分为两类：“深度沉浸时间”指消费者主动接触三丽鸥内容与产品的时段，反映传统 IP 消费模式，直接贡献收入或流量；“亲近三丽鸥时间”指消费者在日常生活中与三丽鸥元素相伴的时段，体现 IP 渗透生活场景并间接施加影响的能力。截至 2024 财年，“三丽鸥时间”累计超过 2000 亿小时；2024/2023 财年分别贡献约 1141/613 亿小时（同比+86.1%/52.7%）。

图 76：“三丽鸥时间”示意图

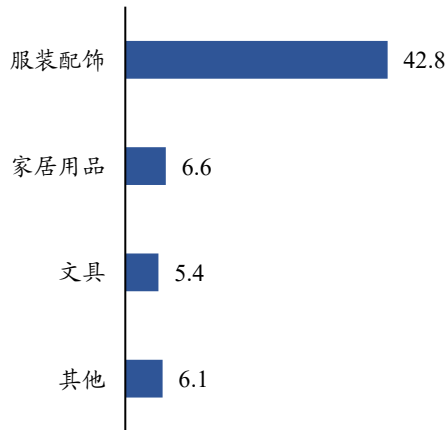


资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

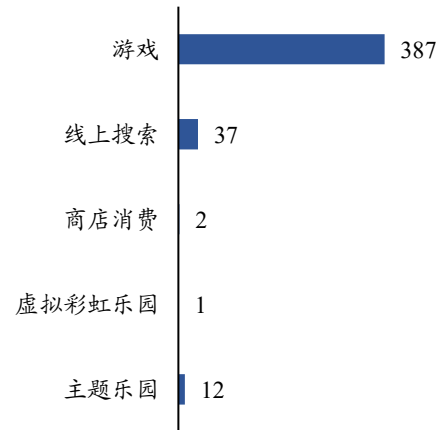
服装、游戏拉动接触时段，切入多元娱乐赛道。2023 财年，亲近三丽鸥时间/深度沉浸时间分别约为 609/4 亿小时。亲近三丽鸥时间中，服装配饰达 428 亿小时，占比 70.3%；深度沉浸时间中，游戏达约 3.9 亿小时，占比 88.2%。借助“深度沉浸时间”，三丽鸥逐渐从商品中心导向转向游戏、教育、虚拟主播等多元娱乐文教业务，向综合娱乐企业转型；“亲近三丽鸥时间”可追踪产品售出后的持续影响，辅助自营/授权商品优化品类结构。

图 77：“亲近三丽鸥时间”拆分（十亿小时）

图 78：“深度沉浸时间”拆分（百万小时）



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心



资料来源：三丽鸥公司公告，信达证券研发中心

图 79：三丽鸥与香港八达通推出联名卡面



资料来源：鸟哥笔记，雷报，信达证券研发中心

图 81：三丽鸥已开发 7 款游戏与 7 款生活 APP（包括时间管理 APP、饮食管理 APP、记事本、计步器等）



资料来源：三丽鸥公司官网，信达证券研发中心

图 80：2023 年发布第一套英语教材“Sanrio English Master”，包括动画、绘本与新 IP 角色 BUDDYEDDY



资料来源：三丽鸥公司官网，信达证券研发中心

图 82：三丽鸥和 C!an Entertainment 于 2023 年共同推出虚拟主播项目“Nyantasia!”，已开始发售音频作品与周边商品



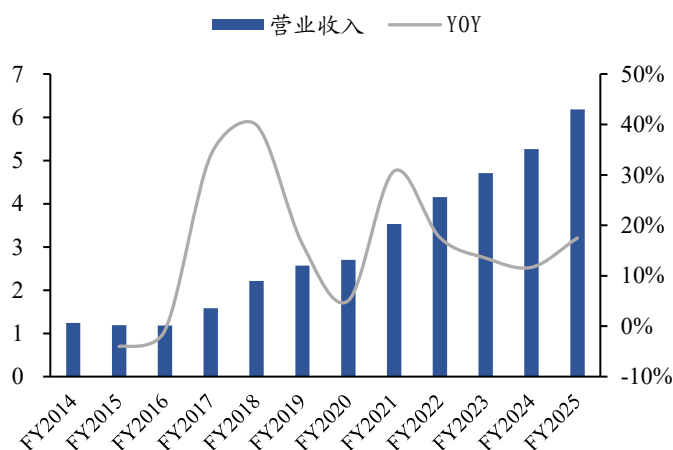
资料来源：Nyantasia!官网，信达证券研发中心

5. 游戏工坊：产品&IP 协同发展，战棋领域为核心内伸外延

游戏工坊（Games Workshop）是一家桌面战棋模型生产销售公司，1975 年创立，1994 年在伦敦上市。公司运营世界上最著名的微缩模型战棋桌游“战锤”系列与相关 IP，凭借深厚的 IP 内容积累与业内领先的模型设计生产力，实现 IP 与产品高度协同，并从桌游扩展至电子游戏等领域，构建起独特的桌游产业体系。

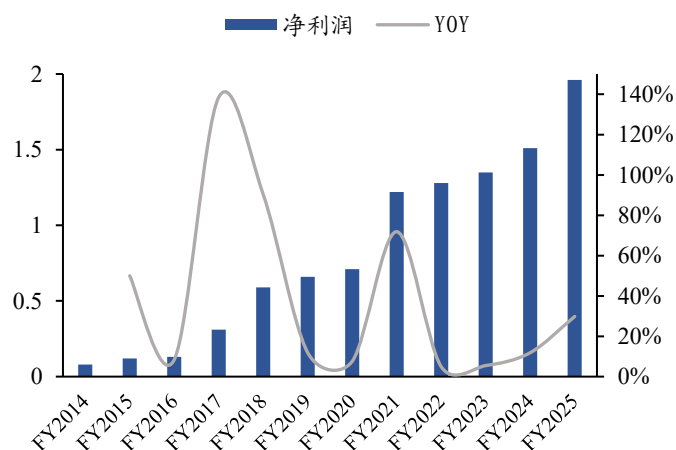
收入&利润：2025 财年（2024.6-2025.5），游戏工坊收入 6.18 亿英镑（同比+17.5%），收入连续 9 个财年保持稳健增长，净利润达 1.96 亿英镑（同比+29.8%），业绩创新高。

图 83：游戏工坊营业收入（亿英镑）及同比



资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

图 84：游戏工坊净利润（亿英镑）及同比



资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

分地区：2025 财年英国/欧洲大陆/北美/澳大利亚&新西兰/亚洲市场分别实现收入 1.18/1.41/2.49/0.31/0.22 亿英镑（同比+10.3%/+19.5%/14.7%/3.3%/10.0%），分别占比 20.9%/25.0%/44.1%/5.5%/3.9%。北美市场占比稳步提升，欧陆市场占比基本保持稳定，英国、欧陆、北美市场总占比 90%，而澳新与亚洲市场总占比低于 10%。

表 38：游戏工坊分地区营业收入（亿英镑）

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
英国	0.53	0.65	0.69	0.81	0.83	0.97	1.07	1.18
YOY		22.6%	6.2%	17.4%	2.5%	16.9%	10.3%	10.3%
占比	24.0%	25.3%	25.6%	22.9%	21.4%	21.8%	21.6%	20.9%
欧陆	0.58	0.65	0.65	0.82	0.96	1.05	1.18	1.41
YOY		12.1%	0.0%	26.2%	17.1%	9.4%	12.4%	19.5%
占比	26.2%	25.3%	24.1%	23.2%	24.8%	23.6%	23.8%	25.0%
北美	0.84	0.99	1.05	1.46	1.70	1.97	2.17	2.49
YOY		17.9%	6.1%	39.0%	16.4%	15.9%	10.2%	14.7%
占比	38.0%	38.5%	38.9%	41.2%	43.9%	44.2%	43.8%	44.1%
澳新	0.16	0.16	0.16	0.26	0.23	0.29	0.30	0.31
YOY		0.0%	0.0%	62.5%	-11.5%	26.1%	3.4%	3.3%
占比	7.2%	6.2%	5.9%	7.3%	5.9%	6.5%	6.1%	5.5%
亚洲	0.07	0.09	0.10	0.12	0.12	0.15	0.20	0.22
YOY		28.6%	11.1%	20.0%	0.0%	25.0%	33.3%	10.0%
占比	3.2%	3.5%	3.7%	3.4%	3.1%	3.4%	4.0%	3.9%

资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

分渠道：游戏工坊销售渠道包括独立经销商、官方旗舰店、官网网购。2025 财年轻销商/官方店/网购分别收入 3.46/1.29/0.91 亿英镑（同比+20.1%/+11.2%/0.0%），占比 61.1%/22.8%/16.1%。经销商渠道增长迅速，为主要

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 52

收入渠道；官方店占比近 5 个财年基本稳定；网购占比较小且连续 4 个财年下滑。

表 39：游戏工坊分渠道营收（亿英镑）

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
经销商	0.47	0.44	0.45	0.61	0.94	1.21	1.40	1.95	2.14	2.48	2.88	3.46
YOY		-6.6%	2.2%	35.6%	54.1%	28.7%	15.7%	39.3%	12.6%	15.9%	16.1%	20.1%
占比	38.0%	37.0%	38.1%	38.6%	42.5%	47.3%	51.9%	55.1%	55.4%	55.7%	58.2%	61.1%
官方店	0.52	0.50	0.48	0.65	0.82	0.88	0.78	0.71	0.87	1.06	1.16	1.29
YOY		-4.0%	-4.0%	35.4%	26.2%	7.3%	-11.4%	-9.0%	22.5%	21.8%	9.4%	11.2%
占比	42.0%	42.0%	40.7%	41.1%	37.1%	34.4%	28.9%	20.1%	22.5%	23.8%	23.4%	22.8%
网购	0.25	0.25	0.25	0.32	0.45	0.47	0.52	0.88	0.85	0.91	0.91	0.91
YOY		0.8%	0.0%	28.0%	40.6%	4.4%	10.6%	69.2%	-3.4%	7.1%	0.0%	0.0%
占比	20.0%	21.0%	21.2%	20.3%	20.4%	18.4%	19.3%	24.9%	22.0%	20.4%	18.4%	16.1%

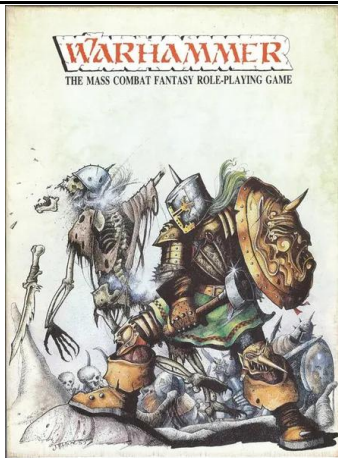
资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

5.1 开辟新赛道，孵化自有 IP+产品

1970 年代：游戏工坊于 1975 年成立，最初代理、分销《龙与地下城》等 RPG 游戏；1981 年成立“城堡模型公司”，为一些游戏公司代工锡制微缩模型，模型业务逐渐成为其核心业务之一。

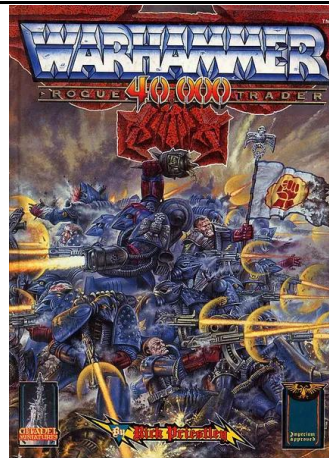
1980 年代：游戏工坊开始孵化自有 IP 与桌游产品：公司于 1983 年推出首部战锤规则书，开启“战锤”IP 并生产相关模型；1987 年将战锤分为两条产品线：奇幻题材的“战锤幻想对战”（又名“中古战锤”或“奇幻战锤”）与科幻题材的“战锤 40k”，并发布“战锤 40k”首版规则。

图 85：1983 年，首部战锤规则书封面



资料来源：BGG，信达证券研发中心

图 86：1987 年，战锤 40k 首版规则书封面



资料来源：BGG，信达证券研发中心

图 87：1986 年，战锤系列中最受欢迎形象“星际战士”初版模型

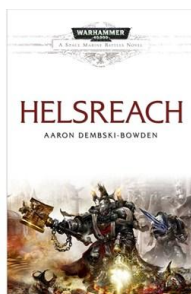


资料来源：游戏工坊官方 bilibili 账号，信达证券研发中心

5.2 秉承长期主义打造深度 IP，历经 40 余年构建桌游体系

小说丰富背景故事，文学创作深化内涵。1997 年，游戏工坊成立出版部门“黑图书馆”以完善世界观，充实 IP 内容。近 30 年间联合多位作者推出超过 370 本小说，拓展规则书背景故事与角色，塑造战锤宇宙宏大完整的世界观与标志性的“黑暗沉重”（grim dark）风格，既吸引大量读者，又让桌游模型成为承载故事的鲜活角色，显著增强玩家对 IP 的情感认同与参与度，提升桌游的长久吸引力，增强 IP “玩家粘性”。目前，黑图书馆每年推出短篇、长篇小说及有声书，通过公司官网、官方店、经销商销售，2025 财年共售出 450 万本小说。

图 88：战锤小说题材丰富，覆盖读者广泛



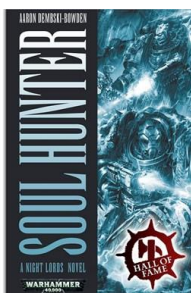
《Helsreach》战争史诗题材



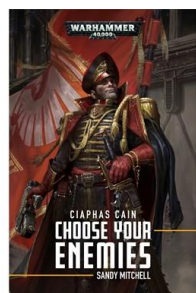
《Vaults of terra》宫廷阴谋题材



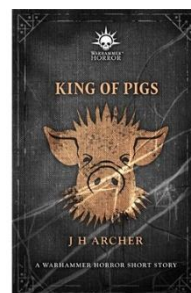
《Eisen Horn 系列》侦探探险题材



《Soul Hunter 系列》黑暗冒险题材



《Ciaphas Cain 系列》喜剧题材



《King of pigs》恐怖题材

资料来源：Black Library 官网，信达证券研发中心

小说落地模型，优秀 IP 转化。《冈特的幽灵》是战锤 40k 著名系列小说，1999-2021 年共出版 27 部，以剧情和角色广受好评。应玩家呼声，游戏工坊于 2008 年、2021 年两度将小说主角模型化并推出独立桌游规则，完成优秀 IP 角色产品化。

图 89：1999 年《冈特的幽灵》系列小说封面

图 90：2021 年版《冈特的幽灵》模型套装



资料来源：Black Library 官网，信达证券研发中心



资料来源：游戏工坊公司官网，信达证券研发中心

产品更新稳定，自有产能扩张。截至 2025 财年，游戏工坊诺丁汉总部拥有约 330 人的设计团队，每周推出模型、印刷物等新品。公司在总部附近设有两座模型厂与一座颜料厂，共 52 套模型板件注塑设备。为满足扩大的市场需求，公司已投资 800 万英镑建设新厂，公司预计 2026 年夏竣工。

游戏工坊通过 4 重维度构建丰富的产品矩阵。

1) 定期版本更新：游戏工坊定期更新战锤桌游规则，同步推出设计优化的新品与含新模型的“版本大包”。目前战锤 40k 已更新至第 10 版规则，累计推出 8 个版本大包，形成约 3 年一版的更新节奏，助力设计与与时俱进、增强粉丝粘性促进销售。

图 91：战锤 40k 版本历程



资料来源：战锤官方微信公众号，信达证券研发中心

图 92：战锤模型更新/设计风格演变：以角色“卡尔加”为例



1 版 1988 锡合金材质

2 版 1995 锡合金材质

4 版 2004 树脂材质

8 版 2018 塑料材质

资料来源：Lexicanum，信达证券研发中心

2) 多系列细分市场：为覆盖不同客群，游戏工坊基于战锤 40k（科幻风格）、中古战锤（奇幻风格）开发出 19 个衍生游戏，涵盖冒险、空战、卡牌等品类，在模型造型、玩法、对战规模上存在差异，以全面覆盖玩家需求。如“杀戮小队”（Kill Team）等短时间、小规模桌游，更适配年轻消费者的快节奏生活方式。各衍生系列亦注重模型通用性与剧情联动，以推动玩家跨系列消费，强化用户与 IP 的联系。

表 40: 游戏工坊游戏系列矩阵

系列	分类	游戏	游玩时间 (分钟)	玩家数 (人)	
中古战锤系列 (奇幻背景)	大规模对战	西格玛时代			
		中古战锤/ 旧世界			
	融合卡牌的 小规模对战	战吼	30-60	>=2	
		冥土	30-60	2	
	小规模对战	血碗			
		闪电碗	30-60	2	
	冒险游戏	诅咒之城	120-180	1-4	
		墓穴猎人			
战锤 40k 系列 (科幻背景)	大规模对战	战锤 40k			
		荷鲁斯之乱			
	大比例尺战 场对战	帝国军团	60-180	>=2	
		泰坦修会	90-250	2	
	小规模对战	帝国空战	45-90	2	
		杀戮小队	90-120	2	
		涅克洛蒙达 /巢都			
		战区	30-45	2-4	
		战争黎明: 猛攻	45-60	1-4	
	冒险游戏	黑石要塞	120-180	1-4	
		星际战士冒 险系列	30-35	1-4	

资料来源: 游戏工坊公司官网, 信达证券研发中心

图 93: 三种“兰德掠夺者”坦克在桌游中可互相替代，造型上存在差异，引导玩家跨阵营、跨系列消费/收藏



战锤 40k
“兰德掠夺者”

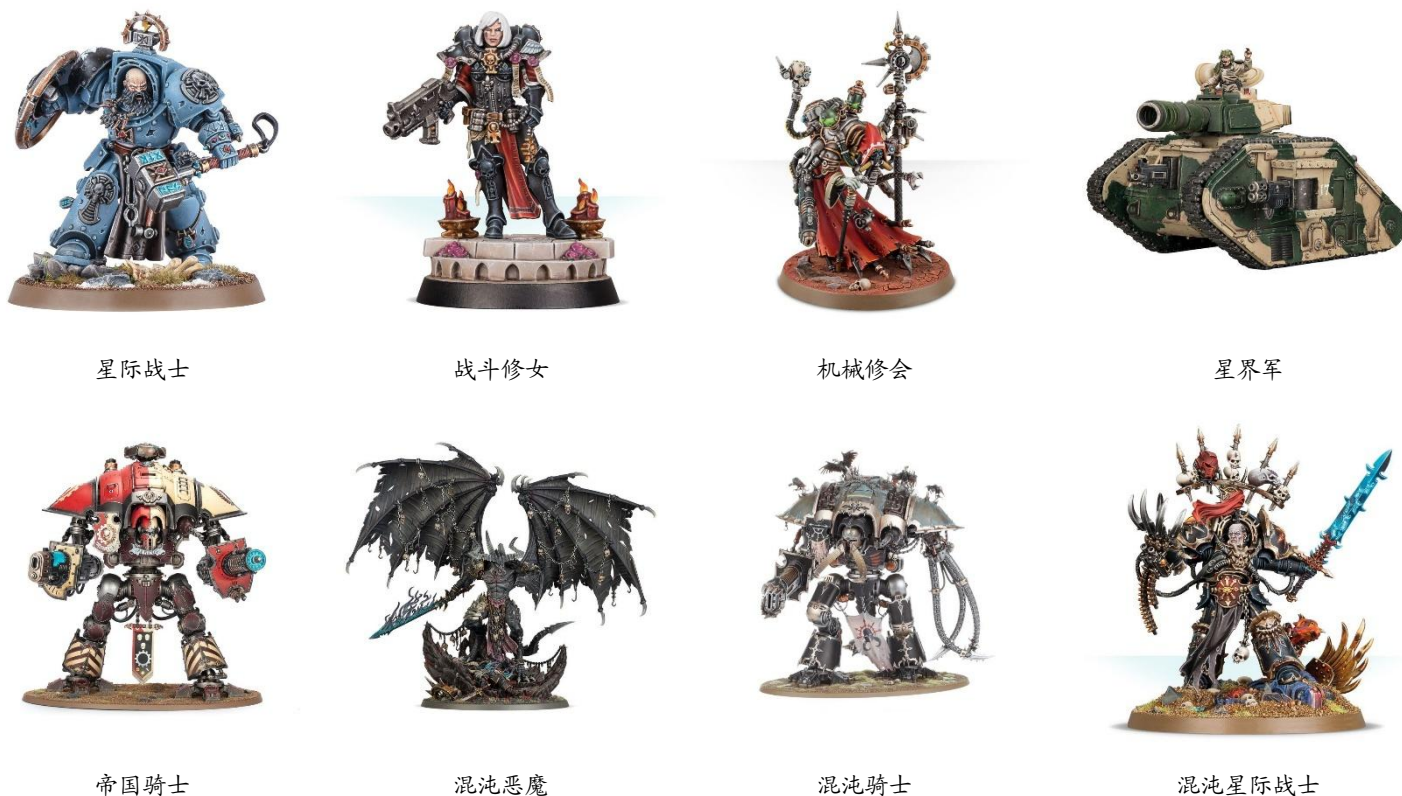
战锤 40k
“混沌兰德掠夺者”

荷鲁斯之乱
“Proteus 型兰德掠夺者”

资料来源：游戏工坊公司官网，信达证券研发中心

3)设计风格多元化: 各战锤游戏系列均设有多个势力阵营, 模型设计、背景故事各异, 以覆盖不同消费者的偏好, 仅“战锤 40k”与“西格玛时代”两系列就包含 56 个子阵营。各阵营相互关联, 鼓励玩家体验不同势力并收集多系列模型。

图 94: 战锤系列产品具备多种设计风格 (以战锤 40k 部分子阵营为例)



星际战士

战斗修女

机械修会

星界军

帝国骑士

混沌恶魔

混沌骑士

混沌星际战士



方舟灵族



黑暗灵族



兽人



泰伦虫族

资料来源：游戏工坊公司官网，信达证券研发中心

4) 产品材质、定价差异化：战锤模型采取“通用塑料+特殊树脂”模式：高销量主力产品为低价塑料模型（9.5-155 英镑），可压低平均成本、降低入门门槛、优化拼装体验，适合大众玩家；部分阵营特殊角色为高价树脂模型（17-1233 英镑），可控制成本、提供收藏级艺术细节，面向进阶玩家。该模式借助部分价格区间重叠形成阶梯定价，引导消费升级，强化玩家为情绪溢价消费的意愿，进而细分客群，覆盖多元需求。

表 41：塑料、树脂材料性质差异对比

	开模固定成本	设备要求	产量	拼装难度	入门门槛	模型艺术细节
塑料模型	高	高	高	低	低	尚可
树脂模型	低	低	低	高	高	高度丰富

资料来源：3D PRINTER WORLD，信达证券研发中心

延长产品生命周期，强化可玩性。战锤模型玩法分为三个层次：

1) **拼涂：**玩家拼装、上色板件模型，可自由改造造型、配色，打造个性化棋子。此过程赋予模型个人表达与情感投射意义，增强玩家的 IP 认同感与参与度，推动长期持续购买。

图 95：战锤模型以塑料板件形式出售，需玩家自行拼涂



资料来源：Ubuy，信达证券研发中心

图 96：模型制作相关工具与涂装用漆



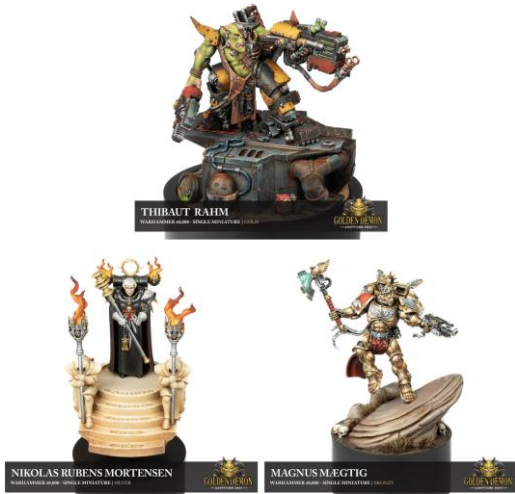
资料来源：游戏工坊公司官网，信达证券研发中心

2) **对战：**作为实体桌游，战锤鼓励玩家在线下场所（官方店或俱乐部）进行对战，形成社交圈层，为玩家提供爱好者交流环境，增强群体归属感与 IP 认同感；规则迭代鼓励玩家购入战力更强的新模型，实现持续购买。

3) **收藏：**部分模型因造型或涂装精美具备收藏价值，是玩家持续购买的另一重要原因。

图 97：游戏工坊从 1987 年开始举办“金恶魔”模型涂装比赛，公布优秀作品，鼓励玩家钻研模型涂装技术

图 98：游戏工坊官网提供官方店寻找服务，方便玩家定位最近的官方旗舰店



资料来源：游戏工坊公司官网，信达证券研发中心



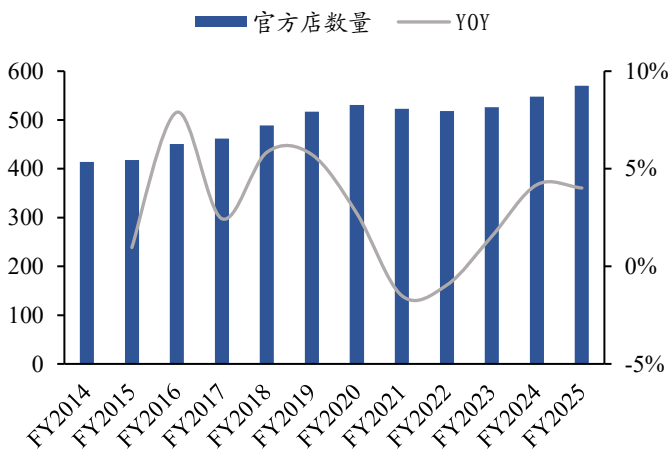
资料来源：游戏工坊公司官网，信达证券研发中心

5.3 线下渠道数量创新高，授权业务市场反响良好

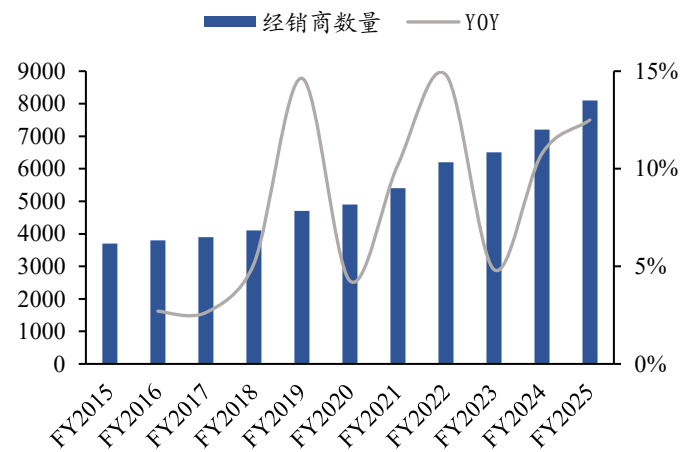
经销商增长迅猛，线下渠道数量创新高。2025 财年，游戏工坊全球实体店达 570 家（同比+4.0%），2014-25 年 CAGR 达 2.9%；经销商达 8100 个（同比+12.5%），2015-25 年 CAGR 达 8.2%；官方店与经销商数量均创历史新高。

图 99：游戏工坊全球官方旗舰店数量（家）及同比

图 100：游戏工坊全球经销商数量（个）及同比



资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心



资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

分地区：2025 财年英国/欧洲大陆/北美/澳大利亚&新西兰/亚洲官方店分别有 134/167/201/48/20 家（同比 0.0%/+3.1%/+8.6%/-2.0%/+11.1%），分别占比 23.5%/29.3%/35.3%/8.4%/3.5%，北美地区官方店数量占比最高且连续 10 年稳步提升，欧陆地区占比基本稳定；澳新与亚洲官方店总占比 11.9%。

表 42：官方店分地区数量（家）

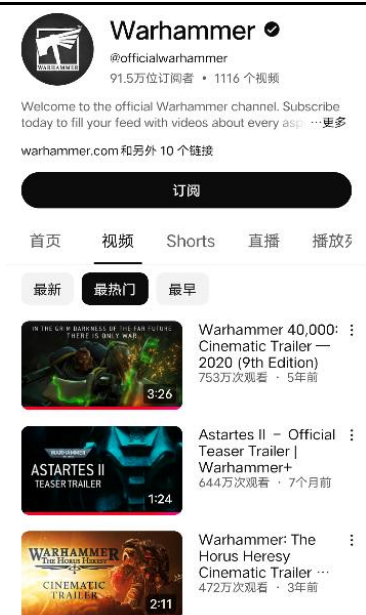
	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
英国	142	142	148	147	144	140	140	138	135	135	134	134
YOY		0.0%	4.2%	-0.7%	-2.0%	-2.8%	0.0%	-1.4%	-2.2%	0.0%	-0.7%	0.0%
占比	34.3%	34.0%	32.8%	31.8%	29.4%	27.1%	26.4%	26.4%	26.1%	25.7%	24.5%	23.5%
欧陆	141	145	149	145	148	151	157	153	151	154	162	167
YOY		2.8%	2.8%	-2.7%	2.1%	2.0%	4.0%	-2.5%	-1.3%	2.0%	5.2%	3.1%
占比	34.1%	34.7%	33.0%	31.4%	30.3%	29.2%	29.6%	29.3%	29.2%	29.3%	29.6%	29.3%
北美	87	84	100	111	134	153	160	161	165	172	185	201
YOY		-3.4%	19.0%	11.0%	20.7%	14.2%	4.6%	0.6%	2.5%	4.2%	7.6%	8.6%
占比	21.0%	20.1%	22.2%	24.0%	27.4%	29.6%	30.1%	30.8%	31.9%	32.7%	33.8%	35.3%

澳新	40	43	46	47	48	50	49	49	49	49	49	48
YOY		7.5%	7.0%	2.2%	2.1%	4.2%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.0%
占比	9.7%	10.3%	10.2%	10.2%	9.8%	9.7%	9.2%	9.4%	9.5%	9.3%	8.9%	8.4%
亚洲	4	4	8	12	15	23	25	22	18	16	18	20
YOY		0.0%	100.0%	50.0%	25.0%	53.3%	8.7%	-12.0%	-18.2%	-11.1%	12.5%	11.1%
占比	1.0%	1.0%	1.8%	2.6%	3.1%	4.4%	4.7%	4.2%	3.5%	3.0%	3.3%	3.5%

资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

注重线上运营，内容播放过亿。游戏工坊线上运营主平台为 YouTube，bilibili。截至 2025 年 8 月，其官方 YouTube 账号订阅数达 91.5 万，视频播放量前 3 合计超 1800 万；bilibili up 主“达奇上校”的战锤系列视频总播放量达 2 亿，单视频最高播放量超 1000 万。

图 101：游戏工坊官方 YouTube 账号



资料来源：游戏工坊官方 YouTube 账号，信达证券研发中心

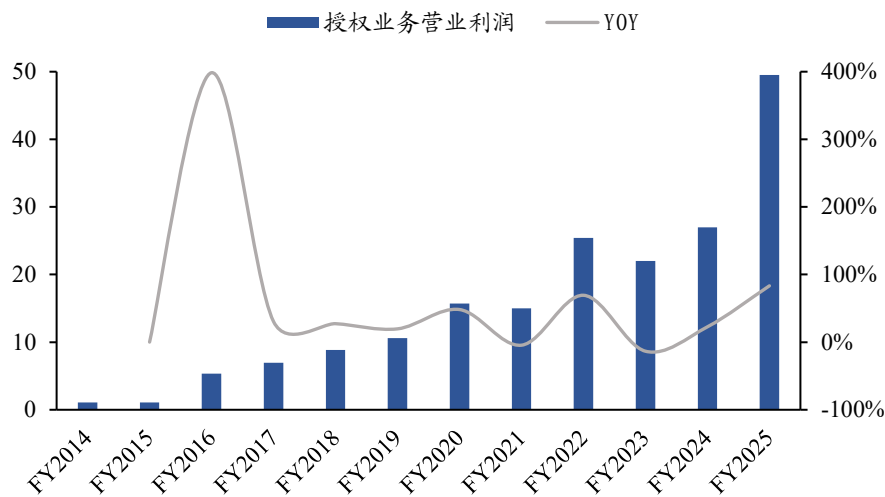
图 102：bilibili 平台“达奇上校”账号的战锤系列视频



资料来源：bilibili 达奇上校账号，信达证券研发中心

授权游戏崭露头角，影视改编合作亚马逊。2025 财年，游戏工坊授权业务营业利润达 4950 万英镑(同比+83.3%)，2014-25 年 CAGR 达 41.7%。战锤 IP 授权游戏表现突出：《全面战争：战锤》(2016)拉动授权业务增长，同年营业利润达 532.9 万英镑(同比+398.5%)；《全面战争：战锤 3》(2022)发售当周登顶销量榜，截至 2025 年 7 月累计售出 234 万份；《星际战士 2》(2024)截至 2025 年 6 月售出 700 万份，续作《星际战士 3》已立项。影视改编方面：公司已推出 13 部动画剧集；于 2023 年 12 月与亚马逊达成合作，共同开发战锤 IP 影视作品。

图 103：游戏工坊授权业务营业利润（百万英镑）及同比



资料来源：游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

三、覆盖全产业链是行业必然趋势，也是企业成熟必经之路

1. 财务分析

2024 年，迪士尼/乐高/万代/三丽鸥/游戏工坊实现收入 913.6/118.9/80.7/9.4/8.3 亿美元（2015-24 年 CAGR 为 6.4%/8.5%/8.9%/8.0%/20.2%）；营业利润为 83.2/30.0/11.7/3.4/3.5 亿美元（2015-24 年 CAGR 为 -5.0%/4.8%/15.4%/16.9%/35.5%），营业利润率为 9.1%/25.2%/14.5%/35.8%/42.2%。从收入变异系数看，迪士尼最稳健，三丽鸥和游戏工坊波动大，二者均处于高速增长阶段，且三丽鸥经历危机与战略调整，导致收入先降后增。从利润变异系数看，乐高营业利润最稳，成本控制力强；三丽鸥因 IP 热度依赖、战略转型导致利润波动最大；迪士尼、游戏工坊波动较显著，分别归因于重资产模式受疫情冲击与利润高速增长。

迪士尼：收入规模最大，全媒体娱乐巨头，业务横跨影视、流媒体、主题乐园等赛道，构建覆盖全球的内容生态。凭借众多经典影视 IP，积累庞大受众基础与跨世代粉丝群，具极强文化影响力与价值转化能力，生态布局最为全面。影视制作、园区运营等重资产业务投入高，疫情期间因电影上映延期、乐园关闭遭重创。

乐高：成熟的积木行业巨头，收入规模大且增长稳健，利润率良好，抗风险能力强。凭借“IP 载体”生态位引入外部 IP，同时内部孵化 IP，结合品牌力、产品力、成熟渠道积累高用户忠诚度，受众范围广、跨世代。实现乐高品牌=积木产品，积木产品全球基本实现垄断，地位难以撼动。

万代：收入规模较大，增速、利润率适中。核心模式为“动漫内容驱动+产品协同”，依托高达、龙珠、海贼王等高认知率动漫 IP 构建强消费意愿、高复购率的强粘性粉丝生态；通过游戏、多层次模型、玩具产品线全面覆盖消费群体，完成价值转化，并持续投资 IP 内容生产，形成稳健商业循环。

三丽鸥：通过“IP 创作+授权商品”模式实现轻资产高利润率，高度依赖运营曝光维持 IP 热度（三丽鸥时间），历史经营波动较大；其 IP 多为轻量级形象 IP，人设简单，形象简约可爱、辨识度高，为维持 IP 长期活跃，三丽鸥通过线上线下多渠道营销以触达粉丝；并借助 IP 易传播的特点，通过授权商品、文教产品等渗透用户日常生活场景，粉丝群庞大但客单价低，消费生态相对“广而浅”。

游戏工坊：规模最小，以“小而精”模式实现最高利润增速及利润率。凭借小众、深度内容 IP 积累高忠诚度、高消费意愿的核心粉丝并构建自有渠道，持续迭代内容生态，近 30 年间联合多位作者推出超过 370 本小说，拓展规则书背景故事与角色，提升桌游的长久吸引力，形成高客单价的垂直生态。粉丝粘性极强，研发聚焦于模型设计与规则更新，资产较轻，成本控制优，抗风险能力强，疫情期间（2020 年）收入逆势增长 30.7%。

表 43：2015-2024 年各公司业绩（亿美元）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	变异系数
迪士尼	营业收入	524.7	556.3	551.4	594.3	696.1	653.9	674.2	827.2	889.0	913.6	0.21
	YOY		6.0%	-0.9%	7.8%	17.1%	-6.1%	3.1%	22.7%	7.5%	2.8%	
	营业利润	131.7	142.0	137.8	148.0	106.5	-19.4	30.1	65.3	51.0	83.2	0.64
	YOY		7.8%	-3.0%	7.5%	-28.1%	-118.2%	254.8%	117.4%	-21.9%	63.1%	
	营业利润率	25.1%	25.5%	25.0%	24.9%	15.3%	-3.0%	4.5%	7.9%	5.7%	9.1%	
乐高	营业收入	57.2	60.7	56.0	58.2	61.7	69.8	88.5	103.4	105.5	118.9	0.31
	YOY		6.0%	-7.7%	4.0%	5.9%	13.3%	26.7%	16.9%	2.0%	12.8%	
	营业利润	19.6	19.9	16.6	17.2	17.3	20.7	27.3	28.7	27.4	30.0	0.23
	YOY		1.7%	-16.8%	4.0%	0.6%	19.1%	32.0%	5.1%	-4.5%	9.5%	
	营业利润率	34.2%	32.8%	29.6%	29.6%	28.1%	29.6%	30.8%	27.7%	26.0%	25.2%	
万代	营业收入	37.4	40.3	44.1	47.6	47.1	48.2	57.8	64.4	68.3	80.7	0.26

	YOY		7.7%	9.4%	8.0%	-1.1%	2.3%	20.0%	11.3%	6.1%	18.2%	
	营业利润	3.2	4.1	4.9	5.5	5.1	5.5	8.2	7.6	5.9	11.7	0.40
	YOY		27.4%	18.7%	12.0%	-6.3%	7.5%	48.2%	-7.2%	-22.2%	98.9%	
	营业利润率	8.6%	10.2%	11.1%	11.5%	10.9%	11.4%	14.1%	11.8%	8.6%	14.5%	
三丽鸥	营业收入	4.7	4.1	3.9	3.8	3.6	2.7	3.4	4.7	6.5	9.4	0.42
	YOY		-13.5%	-3.9%	-1.8%	-6.5%	-25.7%	28.5%	37.6%	37.7%	44.9%	
	营业利润	0.8	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2	0.2	0.9	1.8	3.4	1.31
	YOY		-45.5%	-16.9%	-16.5%	-56.0%	-255.7%	177.3%	422.2%	103.5%	92.2%	
	营业利润率	17.5%	11.0%	9.5%	8.1%	3.8%	-8.0%	4.8%	18.2%	27.0%	35.8%	
游戏工坊	营业收入	1.6	2.1	3.0	3.4	3.6	4.7	5.6	6.3	7.0	8.3	0.48
	YOY		33.9%	39.9%	16.3%	5.1%	30.7%	17.6%	13.5%	11.7%	17.5%	
	营业利润	0.2	0.5	1.0	1.1	1.2	2.0	2.1	2.3	2.7	3.5	0.62
	YOY		123.5%	94.7%	9.5%	11.1%	68.9%	3.3%	8.3%	18.8%	29.2%	
	营业利润率	14.4%	24.1%	33.5%	31.5%	33.3%	43.1%	37.8%	36.1%	38.4%	42.2%	

资料来源：迪士尼、乐高、万代南梦宫、三丽鸥、游戏工坊公司公告，信达证券研发中心

2. 如何看待各类企业间的商业模式差异？

IP 的类型与题材：IP 的类型与题材决定了粉丝的基数和粘性。游戏工坊的战锤系列是较为极端的内容 IP，主要依托小说等文字载体，传播力有限且内容庞杂，门槛高、不易吸纳新粉丝；但既有玩家沉浸成本高、丰富内容可长期提供情绪价值与文娱消遣，因此玩家留存率高，常由消费力较强的核心粉丝形成稳定小众社群。相反，三丽鸥旗下 IP 属典型形象 IP，内容简单、传播力强，易与短视频、表情包等轻媒介结合，实现病毒式传播；线下产品结合日用品渗透消费者日常生活场景，但因其叙事薄弱，用户情感联结普遍弱，品牌认同不易形成，导致消费不稳定，用户易流失。万代南梦宫和乐高取得了较好平衡，产品设计与 IP 生态有机融合，丰富的内容生态强化玩家情感认同，具备较强扩张力的同时维持高客户留存率。

结合以上我们会发现，内容生态更丰富的企业商业价值更高，2025 财年，三丽鸥/迪士尼的授权业务收入分别为 705 亿日元（约 4.8 亿美元）/37.8 亿美元，差距源于迪士尼 IP 矩阵更庞大，角色数以万计，远超三丽鸥；迪士尼 IP 大多依托影视叙事，粉丝认同感和黏性更强，商业价值更高。迪士尼主题乐园游客人数达 1.5 亿人次，三丽鸥仅为 196 万人次。同样作为模型玩具厂商，2025 财年，乐高/游戏工坊营收分别约为 118.9/8.3 亿美元，市场体量存在量级差距。

表 44：各公司要素特征对比

	迪士尼	乐高	万代南梦宫	三丽鸥	游戏工坊
IP	海量优质内容/形象 IP，跨越动画、超级英雄等多个赛道	多个授权 IP；4 个自有 IP 系列	多个热门动漫授权 IP；自有 IP 高达系列	自有多个形象 IP，以 Hello Kitty、大耳狗等为代表	自有 IP 战锤系列，沉淀多年、内容丰富
产品	大量授权，类型庞杂（玩具、日用品、服装等）	自产积木为核心产品	自产模型为核心产品	授权为主，品类庞杂（玩具、日用品、服装等）	自产模型为核心产品
线下渠道	6 所头部主题乐园覆盖北美、欧洲、亚洲	全球 1069 家旗舰店	27 家旗舰店覆盖东亚、部分东南亚	本土 2 所主题乐园，海外授权为主	全球 570 家旗舰店，8100 个经销商
线上渠道	Disney+ 为代表的头部流媒体平台	官网，2 款 APP	官网，社媒账号	官网，社媒账号	官网，社媒账号
目标客户	全年龄向	全年龄向	全年龄向，男性偏多	全年龄向	15 岁+男性为主

资料来源：信达证券研发中心整理

产品和渠道相辅相成，构成 IP 的恰当载体。乐高凭借其积木的可塑性与自由度，开辟“IP 载体”这一独特生态

位，高达、战锤等模型本身与内容深度绑定，这三者的产品特性决定了线下渠道具有极强的体验价值，产品销售主要依赖于线下；三丽鸥、迪士尼产品具有合家欢特质，容易形成快速传播，更依赖线上社媒。

表 45：各公司主要社媒粉丝数（万）（截至 2025 年 11 月 4 日）

	迪士尼	乐高	万代	三丽鸥	游戏工坊
Instagram	4030	1210	150.3	970.4	87.5
YouTube	623	2100	317	473	93.2
微博	601.4	87.8	246.9	152.1	1.7

资料来源：各公司 Instagram/YouTube/微博官方账号，信达证券研发中心

3. 如何看待各产品品类间差异？

模型、积木类产品：销售高度依赖丰富的产品线、精准的消费细分及消费习惯的培养；为开拓新市场，需迎合多样化的审美与偏好，同时维持现有用户的粘性。因此，从价格、设计、玩法等维度持续开发差异化新品十分必要；通过梯度定价、跨品类联动、限量发售等营销策略，厂家可引导入门玩家逐步转化为有情感投入与收藏意愿的深度用户。

可玩性是模型积木类产品的核心优势，毛绒玩具、搪胶公仔等为“悦己型消费”主力军，不强调实用性/可玩性等附加属性，主要作为时尚载体或情感寄托。**盲盒、卡牌桌游等**通过大量发售低价基础款快速开拓市场、积累收藏基数，同时利用隐藏款、限量款、概率梯度制造稀缺，以抬高溢价并刺激高频次消费。

表 46：可玩性表现形式

拼涂过程	用户通过亲手制作，增强对 IP 和产品的情感认同
互动玩法	战锤可用于桌游对战，高达具备可动性，乐高支持二次创作
社交属性	俱乐部和同好社群促进交流，强化圈层文化认同，推动 IP 沉淀

资料来源：信达证券研发中心整理

4. 多渠道实现 IP 全产业链布局是潮玩行业发展必然趋势

潮玩行业的上、中、下游分别对应 IP、产品、渠道三大核心要素。企业起步于产业链不同环节，导致其禀赋高度差异化，但逐渐向上/下游延伸并覆盖全产业链是行业必然趋势，也是企业成熟的必经之路。

迪士尼、乐高起点各异，扩张产业链成为行业巨头。迪士尼起步于 IP 内容生产，依托创作与收购，积累了大量兼具内容与形象的高价值 IP，并借助影视作品实现全球预传播。产品端，迪士尼广泛授权外部厂商，构建超 5000 种产品的庞大产品矩阵；凭借长期积累的品牌认可度、消费号召力获得议价空间，最终通过自有强势线上/线下渠道（订阅过亿的流媒体/平台主题公园）完成价值转化。

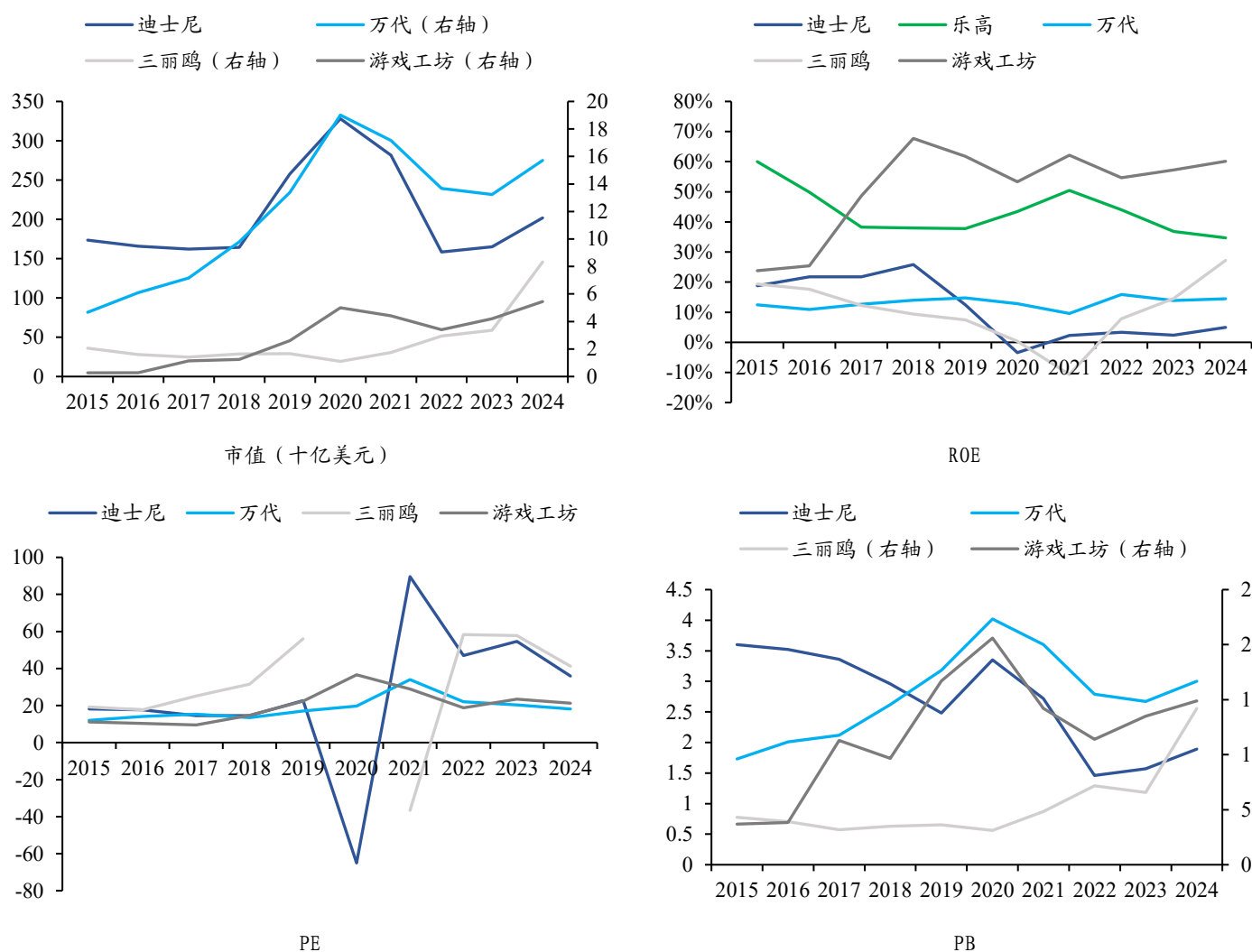
乐高起步于传统玩具行业，从中下游产品端切入，在积木领域近乎垄断，产品力极强，实体渠道成熟，通过引入外部 IP，实现“IP 赋能积木”的深度融合，成功从传统玩具品牌转型为潮玩代表。

万代、游戏工坊潜力优异，但产业链布局偏科。万代、游戏工坊均从玩具/模型产品端起步，后与深度内容 IP 实现协同；具备优质 IP 与成熟模型产品力，但在渠道建设方面存在短板：万代旗舰店数量有限，线上营销不足；战锤系列长期缺乏影视输出，IP 传播力、知名度有限。近年来，两家公司积极调整战略：高达与战锤均加速实体渠道扩张；游戏工坊在授权游戏获正面反馈后布局 IP 影视化，完善产业链布局。

三丽鸥长期困于产业链上游，以形象 IP 为主、缺乏内容生态，2020 年后进军产业链中下游。三丽鸥旗下轻量级 IP 丰富，线上营销成效显著，曝光度高，但缺乏 IP 内容，商品以授权为主，缺乏标志性产品和渠道控制力。为此，其完善 IP 孵化、运营，推行“世界酷洛米化计划”等，提出“三丽鸥时间”，在商品、主题乐园等传统触点

外布局新渠道；突破“以商品为中心”模式，布局教育、虚拟偶像等新领域。

图 104: 重要财务指标



资料来源: CompaniesMarketCap, Wiseshoots, 乐高公司公告, 信达证券研发中心

5. 投资建议

关注全产业链布局的泡泡玛特，零售业务转型 IP 的名创优品、晨光股份等，IP 矩阵多元化的积木人龙头布鲁可，以及 IP 零售渠道 TOP TOY、乐自天成等。

表 47: 可比公司估值 (盈利预测来自 iFind 一致预期; 统计日期: 2025 年 12 月 2 日; 表中货币为人民币)

公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
泡泡玛特	2670.38	361.36	499.99	627.20	121.51	170.43	217.05	21.98	15.67	12.30
名创优品	436.38	211.71	253.72	298.20	23.92	32.56	40.60	18.24	13.40	10.75
晨光股份	262.48	254.60	280.02	306.97	14.03	15.72	17.52	18.71	16.70	14.98
布鲁可	166.83	33.39	45.62	58.43	7.66	11.06	14.63	21.79	15.08	11.41

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

消费复苏不及预期：目前我国消费需求正处于恢复阶段。当前全球经济动荡，外部宏观环境的变化给需求端复苏带来极大不确定性。

行业竞争加剧：潮玩行业竞争的加剧可能会对中国本土潮玩品牌的发展产生影响。

IP 生命周期管理不及预期：IP 开发存在市场反馈不确定性，若后续内容或形象创作未能持续吸引消费者，可能导致产品销量下滑、用户流失。



研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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