

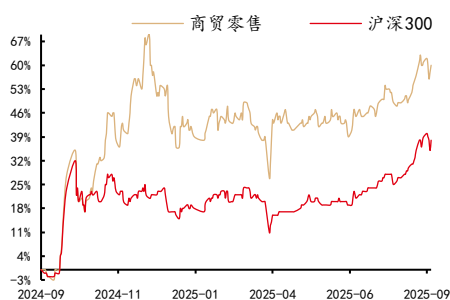
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2376.65
52 周最高	2501.51
52 周最低	1442.73

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《海外复盘：乐高——百年积木帝国的创新传奇》 - 2025.09.05

IP 系列深度之二

海外复盘：迪士尼——布局 IP 全生态的娱乐帝国

● 投资要点

IP 产业海外发展早于中国，很多公司旗下 IP 都已家喻户晓，如日本的三丽鸥（Hello Kitty）、万代（高达）、任天堂（宝可梦）等，美国的迪士尼（星黛露）、孩之宝（小马宝莉）、美泰（芭比娃娃）等，丹麦的乐高。这些公司大多起源于二战以后，腾飞大多在 2000 年左右，而我国 IP 潮玩行业起源于 2010s，快速发展在 2020s 以后。

因此我们推出 IP 海外复盘系列，这是系列二，复盘布局 IP 全生态的娱乐帝国——迪士尼。

迪士尼：内容创作配合商业化，构建娱乐王国。华特迪士尼公司从动画工作室起步，已成为市值超过 2000 亿美元的全球娱乐巨头。公司以内容创作为核心引擎，横向扩展 IP 矩阵，纵向深挖 IP 表现形式，业务涵盖娱乐、体育和体验三大板块，包括影视流媒体、体育内容运营和全球乐园度假区等。财务上看，2024 财年营收超 900 亿美元，娱乐、体验和体育分别占比约 45%、35%和 20%，美洲市场贡献约 80%收入。随着流媒体业务成熟和体验业务复苏，公司毛利率有望持续回升至疫情前水平。

发展历史：从动画工作室到全球娱乐帝国。迪士尼的发展历经五个阶段，实现全生态 IP 布局。（1）1923-1950s，以动画短片起步，推出首部有声动画和彩色动画，凭借《白雪公主》确立动画长片地位，沉淀出经典 IP 矩阵。（2）1950s-1980s，拓展电视媒介，推出《迪士尼乐园》等节目，并建成首座迪士尼乐园，实现内容传播与线下体验协同，多元娱乐帝国初具形态。（3）1980s-2000s，面临竞争与创作低谷，通过推出录像带、设立迪士尼频道、收购 ABC 拓展传播渠道，并成立试金石影业开发成人向内容，依托《小美人鱼》等作品实现动画复兴。（4）2000s-2010s，通过收购皮克斯、漫威和卢卡斯影业增强 CG 技术与 IP 储备，构建娱乐帝国体系。（5）2010s-2020s，积极布局流媒体，推出 Disney+、控股 Hulu 及运营 ESPN+，完成数字化内容分发转型，形成覆盖全球、全年龄段、多内容的 IP 生态。

IP 全生态：“全人群、全媒体、全场景”覆盖。从上游的内容创作向内容分发渠道和内容的实体化产品延伸，在内容创作上，迪士尼以动画电影起家，依托经典 IP 和战略性收购，建立起覆盖全人群、多元主题的优质 IP 矩阵；在内容分发上，公司始终紧跟媒介变革，从院线、电视到流媒体，持续拓展媒介触达渠道，确保 IP 持续活跃于大众视野；在内容实体上，通过主题乐园和衍生品等形式深挖商业价值，覆盖消费全场景，形成线上线下相互促进的良性循环，全面释

放 IP 生态的商业潜能。

爆款 IP 孵化：米老鼠和玲娜贝儿。迪士尼在爆款 IP 的打造与运营上具有成熟而多元的能力。米老鼠作为经典形象，凭借与时俱进的形象焕新、乐园互动体验和多品类衍生授权，跨越百年仍保持商业活力；玲娜贝儿虽无影视内容支撑，凭借可爱造型、乐园沉浸式互动、商品发售和社交平台内容共创，与新媒体结合迅速成为现象级 IP。两者共同彰显了迪士尼成熟的 IP 孵化能力与持续强化 IP 生命周期与多元价值的生态运作模式。

● 投资建议

IP 潮玩行业商业模式大致可分为造星（IP 平台化）和追星（IP 商业化）两类，大部分公司最初都是追星模式，最终/终极目标都是造星模式。复盘当下海外 IP 公司，他们目前都为 IP 平台化公司，即具有极强的 IP 打造能力，但是他们的发展并非一帆风顺，也并非最初就是平台化公司。我们梳理他们的发展历程，大致可分为三类：1) 玩具起家的如乐高、孩之宝、美泰等；2) 渠道起家的如三丽鸥等；3) 内容起家的如迪士尼、任天堂等。

我国 IP 产业发展起步较晚，当下阶段，我们认为无论是造星模式（IP 平台化）还是追星（IP 商业化）公司均有机会。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；现有 IP 受欢迎程度下降风险；新 IP 热度不及预期风险；海外发展不及预期。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2025E	2026E	2025E	2026E
9992.HK	泡泡玛特	买入	287.6	3862	4.99	7.87	52.65	33.39
300590.SZ	布鲁可	买入	94.8	236	4.32	7.03	20.06	12.33
9896.HK	名创优品	未评级	49.18	611	2.35	3.02	19.06	14.82

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自 iFinD 机构的一致预测）

目录

1 公司概况：穿越百年周期的娱乐巨头	5
1.1 基本情况：内容创作配合商业化，构建娱乐王国	5
1.2 管理团队：从家族企业到职业经理人，稳步经营又适时变革	6
1.3 财务分析：营收稳健增长，体验业务逐渐恢复	8
2 发展历史：从动画工作室到全球娱乐帝国	10
2.1 1923-1950s：动画短片起家，沉淀经典 IP	10
2.2 1950s-1980s：从院线到电视和乐园，娱乐帝国初见端倪	11
2.3 1980s-2000s：策略调整期，重新振作	12
2.4 2000s-2010s：战略性收购，丰富 IP 矩阵	14
2.5 2010s-2020s：布局流媒体，把握新媒介	15
3 IP 全生态：迪士尼如何进行全产业链布局？	15
3.1 内容创作：从儿童和家庭向到成人和大众向，实现全人群覆盖	15
3.2 内容分发：从院线到电视再到流媒体，随媒介变迁布局新渠道	16
3.3 内容实体：从荧幕内容到衍生品和乐园，线上线下全场景渗透	17
4 爆款 IP：回看米老鼠和玲娜贝儿	18
4.1 米老鼠：形象调整+乐园互动+衍生品渗透	18
4.2 玲娜贝儿：可爱形象+乐园互动+UGC 内容传播	19
5 投资建议	22
6 风险提示	22

图表目录

图表 1: 迪士尼 IP 生态	5
图表 2: 迪士尼 IP 矩阵	6
图表 3: 迪士尼当前的管理团队.....	7
图表 4: 迪士尼业务框架	8
图表 5: 迪士尼收入（亿美元）、净利润（亿美元）及增长.....	9
图表 6: 迪士尼毛利率和净利率.....	9
图表 7: 迪士尼分业务收入（亿美元）	9
图表 8: 迪士尼业务板块结构.....	9
图表 9: 迪士尼分地区收入（亿美元）	10
图表 10: 迪士尼分地区收入结构.....	10
图表 11: 《威利汽船》	11
图表 12: 迪士尼早期经典动画长片.....	11
图表 13: 《迪士尼乐园》电视节目.....	12
图表 14: 第一座迪士尼乐园开业前的邀请活动	12
图表 15: 试金石影业的部分电影作品.....	13
图表 16: 迪士尼“文艺复兴”时期的十部动画电影.....	14
图表 17: 21 世纪迪士尼重大收购	14
图表 18: 迪士尼流媒体平台布局.....	15
图表 19: 收入最高的媒体特许经营权列表	16
图表 20: 迪士尼媒体布局.....	17
图表 21: 迪士尼全场景 IP 生态.....	17
图表 22: 米老鼠形象变化.....	18
图表 23: 米老鼠衍生物	19
图表 24: 玲娜贝儿衍生产品.....	20
图表 25: 游客和 KOL 多圈层内容传播.....	21
图表 26: 专业媒体和自媒体转播.....	21
图表 27: IP 潮玩商业模式比较	22

1 公司概况：穿越百年周期的娱乐巨头

1.1 基本情况：内容创作配合商业化，构建娱乐王国

华特迪士尼公司 1923 年从动画工作室起家，用百年时间构建娱乐王国，市值超过 2000 亿美元。迪士尼以内容创作为核心支点，逐步构建起线上线下全面覆盖、内容渠道多线发展的 IP 全生态。一方面，迪士尼通过自主创作和收购源源不断地横向扩展 IP 矩阵，创造能够娱乐大众的内容；另一方面，迪士尼纵向深挖单个 IP 表现形式，从电影到电视节目再到主题乐园和衍生产品，充分释放 IP 商业价值。独特的叙事风格和角色塑造让迪士尼形成了标志性的品牌形象，使其成为全球领先的娱乐巨头。

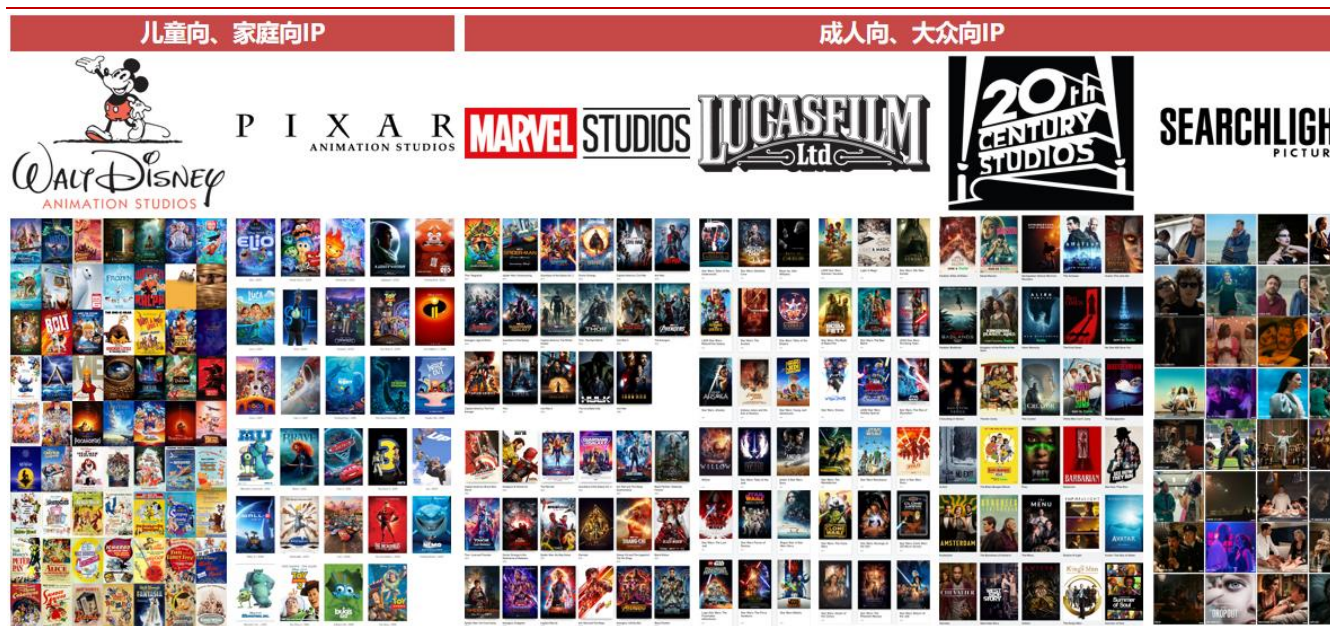
图表1：迪士尼 IP 生态



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

从 IP 内容来看，迪士尼旗下的工作室能够针对不同人群进行创作。迪士尼动画工作室历史最为悠久，擅长二维手绘动画以及传统童话故事改编；皮克斯工作室以 CG 动画最为突出，产出多部现代题材的家庭向动画电影；漫威工作室以数千个英雄人物的故事为主题，构建超级英雄宇宙；卢卡斯影业和 20 世纪福克斯专注科幻大片，包括《星球大战》《阿凡达》等；探照灯影业以深度剧情和艺术片见长。多题材创作的能力使迪士尼能够最大程度的满足观众喜好，收获广泛的粉丝群体。

图表2：迪士尼 IP 矩阵



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

1.2 管理团队：从家族企业到职业经理人，稳步经营又适时变革

迪士尼最初为家族企业，在创始人去世后逐步转为职业经理人管理。迪士尼最初是华特迪士尼和罗伊迪士尼两兄弟“迪士尼兄弟动画工作室”，在创始人的领导下完成了经典 IP 的原始积累以及乐园和电视业务的探索。20 世纪六七十年代，创始人相继去世，作为公司发展核心动力的内容创作部门逐渐衰落，于是决定聘请家族成员以外的职业经理人帮助迪士尼走出低谷。

两位职业经理人帮助迪士尼焕发新生。迈克尔·艾斯纳在加入迪士尼之前帮助派拉蒙影业实现了快速发展，八十年代开始领导迪士尼做出一系列变革，包括成立试金石影业扩展成人市场、积极布局电视和家庭录影带业务等。在迈克尔·艾斯纳的带领下迪士尼走出危机实现了新的增长，但作为增长引擎的内容创作仍未得到改善，特别是世纪之交面对梦工厂和皮克斯的竞争，迪士尼在动画电影方面优势并不突出。而继任者罗伯特·艾格则通过收购皮克斯、漫威、卢卡斯影业、福克斯等公司帮助迪士尼提升了创作能力和内容的可延展性，并及时跟进流媒体业务的推进，带领管理团队通过新内容和新媒介让迪士尼在新世纪继续保持在娱乐产业的领先地位。

图表3：迪士尼当前的管理团队

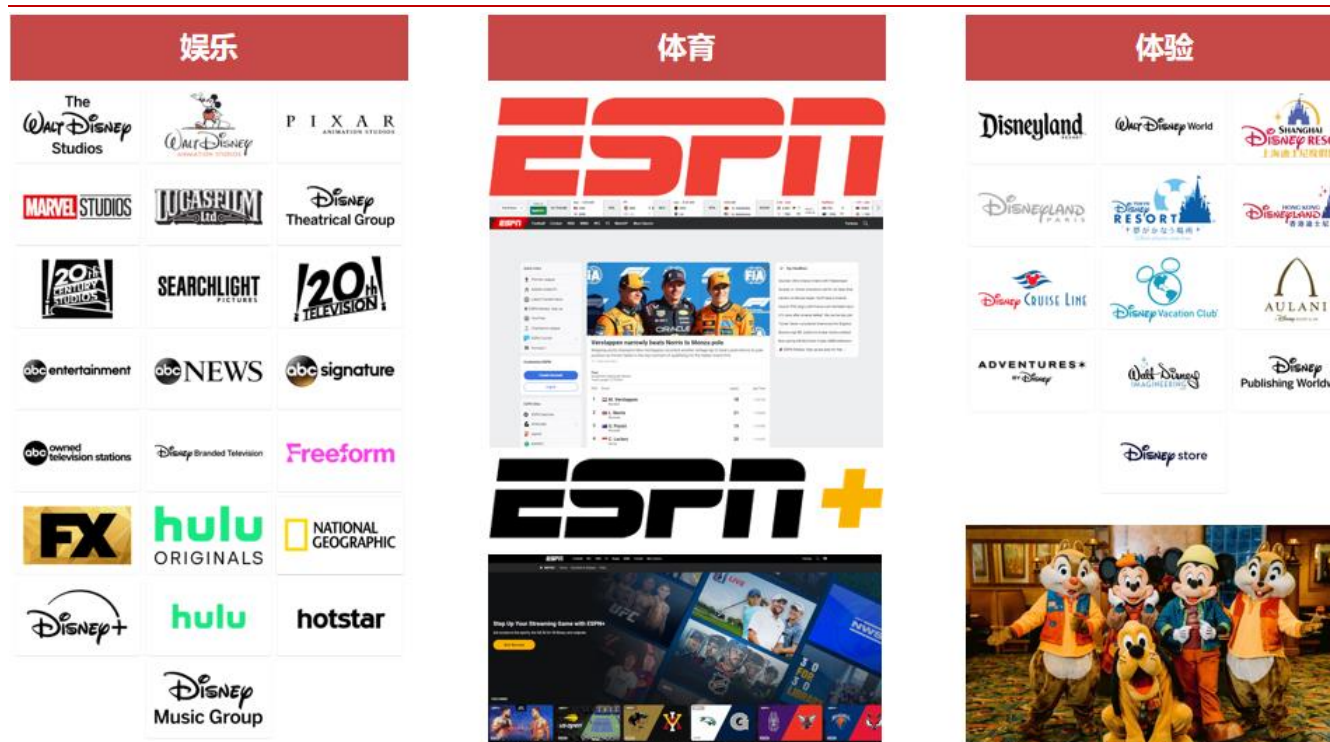
姓名	职位	履历
Robert Alan Iger	首席执行官	21 世纪迪士尼转型的关键领导人物。1974 年加入 ABC，1996 年加入迪士尼高管团队，负责过传统媒体业务、海外扩张业务。2005 年正式成为 CEO，主导皮克斯、漫威等关键收购项目以及流媒体业务探索。2021 年卸任 CEO 后于 2022 年重回该岗位。
Alan Bergman	迪士尼娱乐联席董事长	加州大学洛杉矶分校商业经济学学士。1996 年加入迪士尼，2001 起一直在高管团队中。目前主要负责迪士尼全球娱乐媒体和内容业务。
Dana Walden	迪士尼娱乐联席董事长	目前负责迪士尼全球娱乐媒体、新闻和内容业务。2024 年其负责内容获 395 项艾美奖提名，领导美国广播公司连续 4 季蝉联娱乐电视网第一。
Asad Ayaz	首席品牌官兼迪士尼娱乐营销总裁	在迪士尼工作 20 年，负责全球品牌营销、数字战略和内容推广，主导了《复仇者联盟》《星球大战》《阿凡达》等顶级 IP 的营销活动。自他负责迪士尼的营销开始，迪士尼有 18 部电影全球票房超过 10 亿美元。
James Pitaro	ESPN 董事长	康奈尔大学经济学学士和圣约翰法学院法学博士。曾在雅虎担任媒体主管，2010 年加入迪士尼领导数字媒体和游戏部门转型，现领导 ESPN。
Josh D' Amaro	迪士尼体验董事长	拥有乔治城大学的工商管理学位。曾任迪士尼消费品全球授权首席财务官、迪士尼乐园度假区总裁和华特迪士尼世界度假区总裁。现主要负责迪士尼主题公园、度假区、邮轮、消费品等体验业务。
Kristina Schake	高级执行副总裁兼首席传播官	毕业于约翰霍普金斯大学，有 30 年政府、媒体、商业、娱乐和技术领域工作经验，曾在 Instagram 担任全球传播总监。2022 年加入迪士尼，负责迪士尼的全球传播战略和运营，并担任公司的首席发言人。
Hugh Johnston	高级执行副总裁兼首席财务官	雪城大学理学学士和芝加哥大学工商管理硕士，曾在百事公司担任副董事长和首席财务官。2023 年加入迪士尼，负责公司全球金融的组织。
Carlos A. Gómez	执行副总裁、财务主管兼投资者关系主管	加州大学洛杉矶分校工商管理硕士和斯坦福大学经济学学士。1995 年加入迪士尼担任财政部分析师，目前主要负责管理迪士尼的全球财务与风险和投资者关系。
Brent A. Woodford	执行副总裁	密歇根州立大学会计学士和圣路易斯大学工商管理硕士。曾在百事公司、百胜集团等工作。2003 年加入迪士尼，负责财务规划和税务。
Horacio Gutierrez	高级执行副总裁兼首席法律与合规官	哈佛大学法学硕士和迈阿密大学法学博士。曾在微软和 Spotify 担任法律顾问，2022 年加入迪士尼负责迪士尼的全球法律事务。
Jolene Negre	副总法律顾问	宾夕法尼亚大学的法学博士学位和阿默斯特学院政治学和西班牙语学士。曾在律师事务所 Jenner & Block LLP 担任合伙人。2018 年加入迪士尼，负责证券监管和公司治理。
Tinisha Agramonte	高级副总裁兼首席多元化官	在美国、欧洲和亚洲拥有近 30 年的多元化、民权、平等就业机会和人际关系领域的工作经验，曾担任摩托罗拉系统首任首席多元化官。2022 年加入迪士尼，领导制定了 DPEP DEI 战略计划。
Sonia Coleman	高级执行副总裁兼首席人力资源官	查普曼大学的组织领导理学学士和佛罗里达国际大学的人力资源管理理学硕士。曾在家得宝、Children 's Place 从事人力资源相关工作。2008 年加入迪士尼担任迪士尼消费品人力资源副总裁。目前负责领导迪士尼的人力资源战略、全球人才招聘等工作。
David Bowdich	执行副总裁兼首席安全官	新墨西哥州立大学刑事司法理学学士和乔治城大学的领导力硕士，曾在 FBI 工作 25 年，2021 年加入迪士尼负责全球安全管理。

资料来源：公司官网、中邮证券研究所

1.3 财务分析：营收稳健增长，体验业务逐渐恢复

目前迪士尼的业务主要分为三个板块：娱乐、体育和体验。娱乐版块涵盖非体育的全球电影和剧集内容制作及分发，具体包括全球的有线网络、直面消费者的流媒体（Disney+、Disney+ Hotstar、Hulu）和内容销售及许可；体育版块聚焦体育内容在全球电视、流媒体平台的制作和分发；体验版块包括全球的迪士尼主题乐园和度假区、游轮和度假俱乐部等娱乐项目以及消费品授权许可和销售。

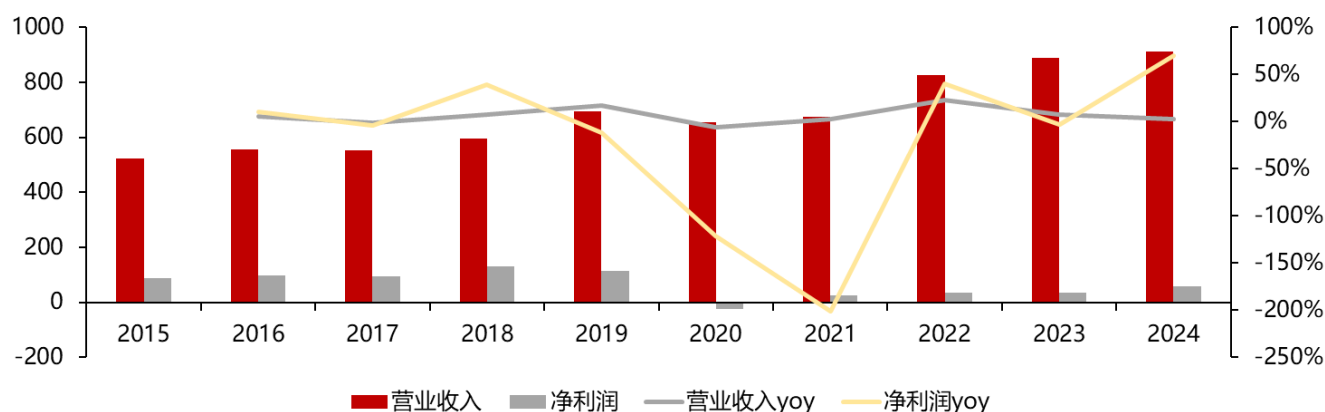
图表4：迪士尼业务框架



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

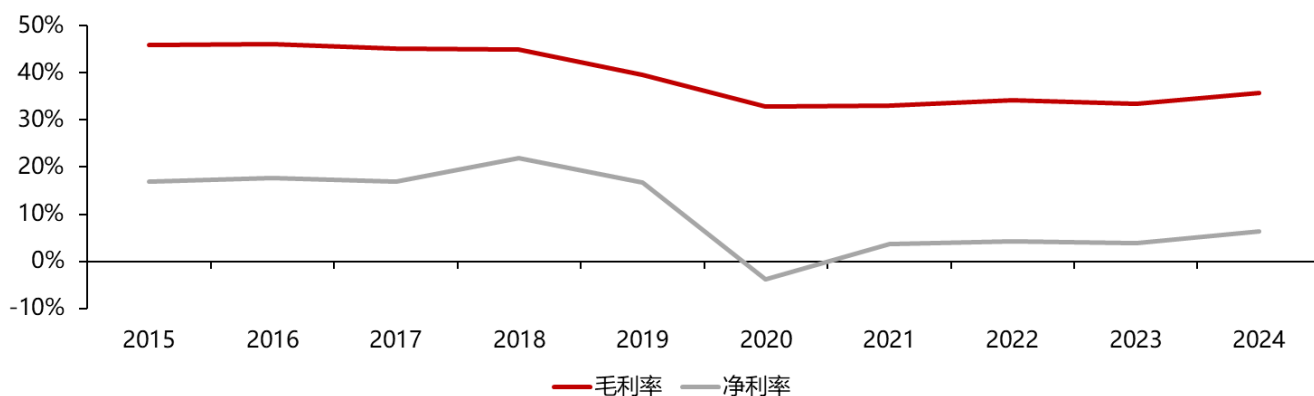
除 2020 年受全球疫情影响外，迪士尼营收保持稳健增长，2024 财年营收超 900 亿美元，各业务板块收入占比相对稳定。娱乐版块贡献了约 45% 的收入，但由于院线和电视渠道受流媒体冲击，而迪士尼流媒体业务处于起步阶段，娱乐版块增速较慢；收入占比约 35% 的体验版块在疫情影响减弱后逐步恢复，乐园游客数量的增加带动体验版块增长；体育版块收入相对稳定，占比维持在约 20%。随着流媒体业务运营逐渐成熟和体验业务回暖，公司毛利率有望恢复到疫情前水平。

图表5：迪士尼收入（亿美元）、净利润（亿美元）及增长



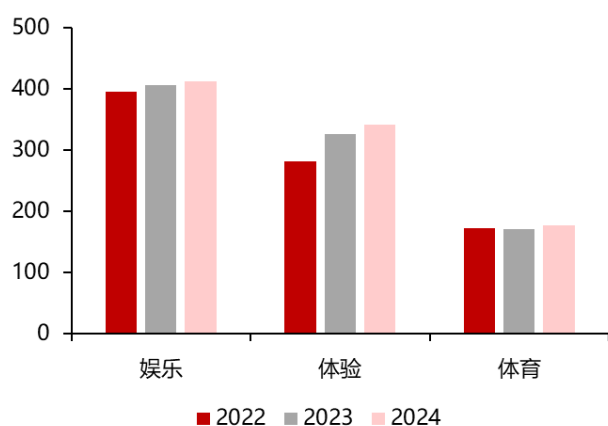
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表6：迪士尼毛利率和净利率

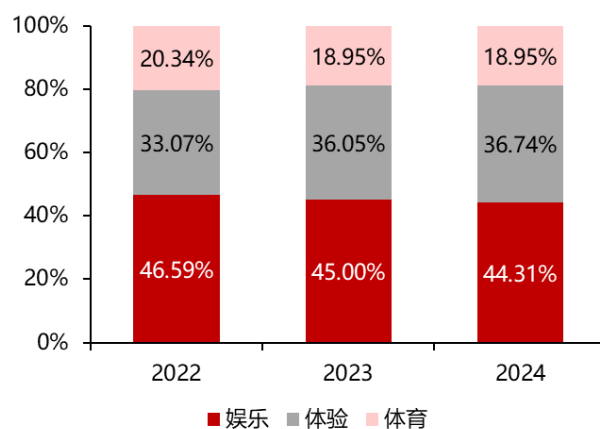


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表7：迪士尼分业务收入（亿美元）



图表8：迪士尼业务板块结构

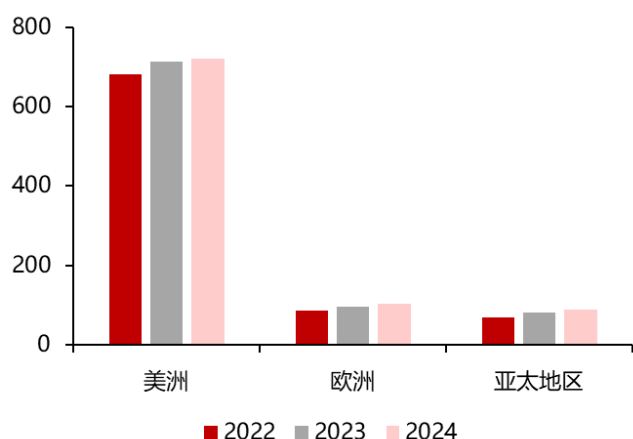


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

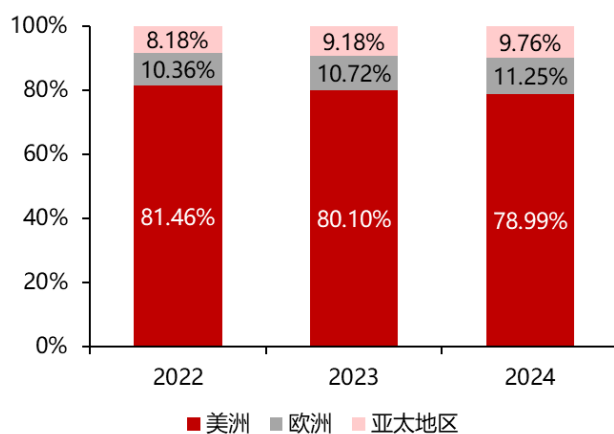
分地区看，美洲市场是迪士尼的主阵地，收入贡献约 80%，这与其业务结构密切相关。收入占比最高的娱乐版块中的有线网络部分以及体育板块主要为美国国内业务、六座主题乐园中有两座位于美国，因此美国娱乐产业市场情况会显著影响迪士尼经营情况。

图表9：迪士尼分地区收入（亿美元）



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表10：迪士尼分地区收入结构



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2 发展历史：从动画工作室到全球娱乐帝国

回看迪士尼的发展史，我们认为其是 IP 内容生产者向下游延伸并最终覆盖全产业链的典范。以内容创作为起点和核心竞争力，迪士尼用百年时间逐步将衍生品、传播媒介和主题乐园纳入业务板块，最终建立完善的产业链，通过内容、渠道、商品、空间形成良好的 IP 生态，助力 IP 孵化及其生命延续。

2.1 1923-1950s：动画短片起家，沉淀经典 IP

迪士尼的历史始于 1923 年华特·迪士尼和罗伊·迪士尼制作的《爱丽丝喜剧系列》，公司最初名为“迪士尼兄弟动画工作室”，后改名为华特迪士尼制作公司。1928 年，世界上第一部有声动画《威利汽船》标志着经典 IP “米老鼠”的诞生。凭借可爱的形象、滑稽的动作、幽默的情节和欢快的音乐，米老鼠用不到 8 分钟的时间征服了美国观众并逐渐在全球流行，随后又以连环画、玩偶、手表等形态频繁出现在大众视野。基于动画短片的成功，迪士尼在 1929-1939 年推出《糊涂交响曲》，该系列包括世界上第一部彩色动画片《花与树》以及根据经

典童话改编的《丑小鸭》《三只小猪》《龟兔赛跑》等一系列动画短片。《糊涂交响曲》初期作品对音乐的表现为之后音乐剧风格的动画电影奠定了基础，而后期逐步加入故事情节的作品则为动画长片做了铺垫。

图表11：《威利汽船》



资料来源：Disney Wiki、中邮证券研究所

图表12：迪士尼早期经典动画长片



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

1937 年是迪士尼动画发展的重要里程碑。这一年的《白雪公主和七个小矮人》是世界上第一部长篇动画电影，既是迪士尼经典动画长片的起点，也是迪士尼公主宇宙的开端。在这之后，迪士尼陆续推出了《木偶奇遇记》《幻想曲》《小飞象》《小鹿斑比》以及二战后的《灰姑娘》《爱丽丝梦游仙境》《小飞侠》《小姐与流浪汉》《睡美人》等经典作品。这十部作品斩获多个奥斯卡金像奖，让迪士尼在动画电影领域站稳脚跟，沉淀出自己的经典 IP。

2.2 1950s-1980s：从院线到电视和乐园，娱乐帝国初见端倪

电视给迪士尼提供了新的传播媒介。20 世纪 50 年代，电视机在美国快速普及，迪士尼充分利用新渠道为自己宣传并扩大影响力。1950 年的第一部电视特别节目《奇妙王国一小时》是其进入电视领域的首次尝试，目的是宣传即将上映的《爱丽丝梦游仙境》。1954 年开始的《迪士尼乐园选集系列》是迪士尼推出的常规电视节目，包括面向家庭观众的动画短片、真人秀、纪录片等内容。该系列的第一档节目是《迪士尼乐园》，内容围绕加利福尼亚迪士尼乐园的规划和建设，为次年即将开放的主题公园预热。早期的迪士尼电视节目一方面用于电影和主题公园等其他业务的宣传，另一方面将“米老鼠”“唐老鸭”等动画形象通过电视荧幕呈现，保持经典 IP 热度。

图表13: 《迪士尼乐园》电视节目



资料来源: Disney Wiki、中邮证券研究所

图表14: 第一座迪士尼乐园开业前的邀请活动



资料来源: 洛杉矶时报、中邮证券研究所

主题乐园是迪士尼从线上走到线下的重要标志。1952年, 华特·迪士尼成立 WED Enterprises (华特迪士尼幻想工程 WDI 的前身) 用于建设迪士尼乐园。虽然项目不被投资人看好, 开幕当天现场也问题重重, 但 1955 年开幕的加利福尼亚迪士尼乐园确实取得了成功, 也验证了主题乐园商业模式的巨大潜力。开幕 7 周, 入园游客数量就突破百万, 乐园也在 1971 年迎来第 1 亿名游客。随后, 佛罗里达的迪士尼世界和日本东京的迪士尼乐园分别于 1971 年和 1983 年开幕。迪士尼世界在主题园区以外引入了酒店、露营地、购物村等设施, 丰富了游客的娱乐体验。主题乐园不仅巩固了迪士尼的品牌影响力, 与荧幕上的作品协同发展, 也为迪士尼带来了长期稳定的现金流, 是迪士尼业务多元化以及 IP 生态构建的关键一步。

2.3 1980s-2000s: 策略调整期, 重新振作

虽然主题乐园大获成功, 但传统强势业务的低谷也不容忽视。新兴的电子游戏分散了消费者的注意力, 电影市场竞争加剧, 而迪士尼自身也面临定位单一的问题。随着创始人迪士尼兄弟的相继去世和创作团队的变动, 迪士尼在《睡美人》之后的动画长片作品影响力有所下降。因此, 在迈克尔·艾斯纳的领导下, 迪士尼于 20 世纪 80 年代迎来了战略调整并最终重新振作。

家庭娱乐场景下, 迪士尼通过录像带和电视频道留住观众。80 年代初期家用录像机逐渐流行, 迪士尼将经典动画以录像带的形式推出。1980 年推出的第一个录像带是《木偶奇遇记》, 首次发行就卖出 170 万盘, 90 年代陆续推出了《白

雪公主和七个小矮人》《狮子王》《小美人鱼》等动画电影的录像带版本，巩固了迪士尼在家庭视频娱乐领域的地位。电视业务方面，1983年开播的迪士尼频道（Disney Channel）则回归经典迪士尼动画短片，推出《早安！米奇》《唐老鸭选集》等节目。同时迪士尼又于1996年收购美国广播公司ABC，提升了在电视和广播等传统媒体的统治力，实现内容创作与渠道分发整合。

家庭向内容之外，迪士尼也开始拓展成人向内容。1984年，迪士尼创立试金石影业，专注制作适合成人观看的电影。试金石影业的开山之作《美人鱼》获得当年的票房冠军，之后陆续推出了《死亡诗社》《风月俏佳人》《修女也疯狂》《勇闯夺命岛》等经典作品。成人向内容的成功帮助迪士尼突破家庭友好形象，通过喜剧、惊悚、剧情等题材进一步丰富了迪士尼的电影业务，电影作品逐渐覆盖到全年龄段。

图表15：试金石影业的部分电影作品



《美人鱼》
(1984)

《死亡诗社》
(1989)

《风月俏佳人》
(1990)

《珍珠港》
(2001)

资料来源：Disney Wiki、中邮证券研究所

《小美人鱼》以百老汇式的音乐剧风格让迪士尼动画实现“文艺复兴”。通过大胆的“歌曲推动剧情”叙事方式以及塑造非典型的公主形象，1989年的《小美人鱼》口碑票房双丰收，成为迪士尼经典动画的又一个高点，开启迪士尼新一轮的动画长片热潮，之后的《美女与野兽》《阿拉丁》《狮子王》等十部影片屡屡刷新票房纪录并斩获多个奥斯卡奖。

图表16：迪士尼“文艺复兴”时期的十部动画电影



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

2.4 2000s-2010s：战略性收购，丰富 IP 矩阵

战略性收购实现技术和 IP 扩张。世纪之交 CG 动画的兴起冲击了迪士尼的传统手绘动画，梦工厂的《怪物史瑞克》、皮克斯的《玩具总动员》《怪兽电力公司》《海底总动员》等 CG 动画电影取得巨大的商业成功。面对梦工厂和皮克斯等后来者的竞争，迪士尼自己的 CG 动画却没有起色。因此迪士尼收购了有长期合作的皮克斯工作室以提升动画领域的技术实力，之后推出的《冰雪奇缘》《头脑特工队》《寻梦环游记》等 CG 动画作品获得了良好的市场反馈。同时，迪士尼又陆续收购了漫威娱乐和卢卡斯影业，将漫威英雄宇宙和《星球大战》等多个 IP 收入囊中。通过这几次重大收购，迪士尼扩充了内容素材库并建立起庞大的娱乐帝国，为后续创作打下了坚实基础。

图表17：21 世纪迪士尼重大收购

收购对象	收购时间	交易对价（亿美元）	迪士尼获得的 IP
皮克斯	2006	74	玩具总动员、海底总动员、超人总动员等
漫威娱乐	2009	40	漫威旗下超过 5000 个角色
卢卡斯影业	2012	40.5	星球大战等
21 世纪福克斯	2019	713	死侍、神奇四侠、X 战警、阿凡达、小鬼当家等

资料来源：公司公告、人民网、Polygon、中邮证券研究所

2.5 2010s-2020s：布局流媒体，把握新媒介

迪士尼一直紧跟媒体变化，较早布局新兴媒体渠道，流媒体业务也是如此。传统有线电视用户数量不断减少，观众从影院、电视机等大荧幕转向移动设备的小屏幕，要求迪士尼入局新的媒介。2016 年，迪士尼投资流媒体技术公司 BAMTech 获得 33% 的股份，为流媒体业务提供技术支撑。2019 年，迪士尼收购 21 世纪福克斯并获得 Hulu 的控股权，在内容分发渠道上进一步扩张。2019 年，迪士尼推出自己的流媒体平台 Disney+。自此，迪士尼的流媒体业务基本成型。和迪士尼在内容创作上的策略一致，迪士尼的内容分发渠道也逐步实现了全年龄段和多种内容的覆盖，ESPN+、Hulu 和 Disney+ 分别面向体育爱好者、一般成年用户和家庭用户。截至 2025 年 6 月 28 日，ESPN+、Hulu 付费订阅用户数量为千万级，Disney+ 付费订阅用户数量过亿。

图表18：迪士尼流媒体平台布局

流媒体平台	加入迪士尼业务的时间	平台定位	付费订阅用户数量（百万）
ESPN+	2018 年由迪士尼推出	体育向内容	24.1
Hulu	2019 年获得控股权，2024 年全面控制	大众化内容	55.5
Disney+	2019 年由迪士尼推出	家庭向内容	127.8

资料来源：公司公告、公司官网、中邮证券研究所

3 IP 全生态：迪士尼如何进行全产业链布局？

迪士尼用百年时间从上游的内容创作向内容分发渠道和内容的实体化产品延伸，构建了完整的 IP 生态，实现自有 IP “全人群、全媒体、全场景”覆盖。通过这种体系，迪士尼能够高效地将 IP 的商业价值落地，并实现内容与产品相互促进的良性循环。

3.1 内容创作：从儿童和家庭向到成人和大众向，实现全人群覆盖

优质且多元化的 IP 矩阵是迪士尼能够在娱乐产业立足的根本。早期迪士尼凭借手绘动画电影起家，沉淀了米老鼠、唐老鸭、布鲁托等卡通形象 IP 以及白雪公主、灰姑娘、睡美人等童话故事 IP。经典动画 IP 让迪士尼在 20 世纪中期站稳脚跟，也是主题公园能够成为热门家庭娱乐场所的重要因素。但是家庭友好的单一品牌形象会引起审美疲劳，年龄增长的早期观众对内容的喜好也发生变化，

因此迪士尼通过自建厂牌和收购的方式将 IP 矩阵扩展至全人群。80 年代建立的试金石影业成功地帮助迪士尼发展了成人向影片，收购皮克斯丰富了迪士尼动画电影的主题，收购漫威娱乐和卢卡斯影业则为未来进一步的内容开发积累素材。根据维基百科“收入最高的媒体特许经营权列表”，排名前十的 IP 中迪士尼占据了一半的席位，分别为：米老鼠和他的朋友们、小熊维尼、星球大战、迪士尼公主和漫威电影宇宙。

图表19：收入最高的媒体特许经营权列表

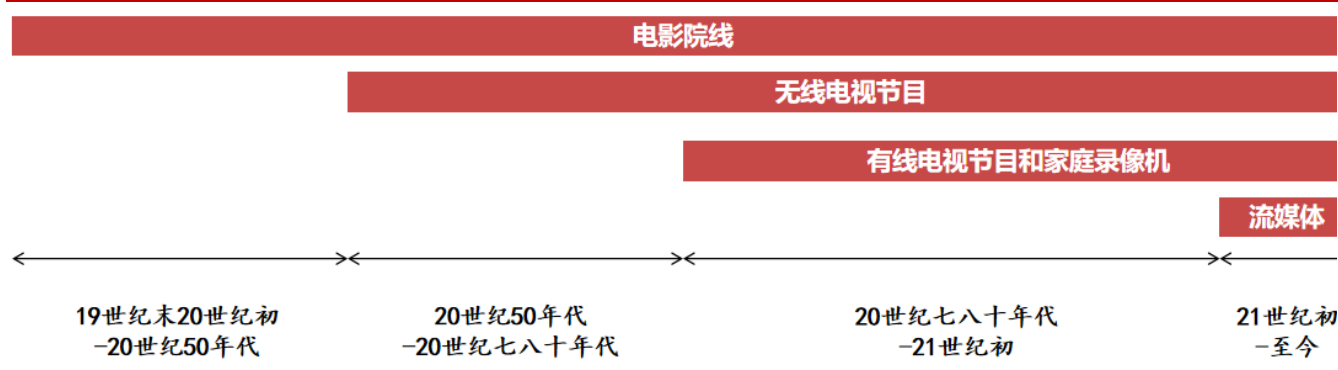
IP	诞生年份	估计总收入（亿美元）	原始媒体	版权方
宝可梦	1996	1137	电子游戏	宝可梦公司、任天堂
米老鼠和他的朋友们	1928	612	动画	华特迪士尼公司
小熊维尼	1924	502	图书	华特迪士尼公司
星球大战	1977	467	电影	卢卡斯影业（华特迪士尼公司）
迪士尼公主	2000	454	动画电影	华特迪士尼公司
面包超人	1973	384	图书	Froebel-kan（凸版印刷公司）
芭比	1987	363	玩具	美泰
哈利波特	1997	347	小说	J. K. 罗琳、华纳兄弟
漫威电影宇宙	2008	343	电影	华特迪士尼公司、索尼影业
Hello KiTTy	1974	335	卡通形象	三丽鸥

资料来源：维基百科、中邮证券研究所

3.2 内容分发：从院线到电视再到流媒体，随媒介变迁布局新渠道

优秀的内容需要合适的媒介才能触达观众，而迪士尼一直跟随媒介变迁进行渠道布局。19 世纪末 20 世纪初，电影院开始在美国风靡，技术进步推动无声黑白电影过渡到有声彩色电影。迪士尼在这一时期布局院线渠道，从电影正式放映前的动画短片切入并逐步制作自己的长篇动画电影，积累了初始受众。20 世纪 50 年代，当电视机普及导致电影院观众流失，迪士尼快速布局无线电视台渠道，为动画电影和主题乐园宣传，避免随院线衰落而淡出大众视野。70-80 年代有线电视逐步成熟，家庭录像机快速普及，迪士尼推出迪士尼频道和录像带产品保持活跃度。进入 21 世纪，传统媒体增长乏力，迪士尼则通过收购和自建平台进入流媒体，从大荧幕切换到小屏幕。迪士尼在媒介渠道上的敏感度是其内容能够始终活跃在大众视野的关键因素之一。

图表20：迪士尼媒体布局

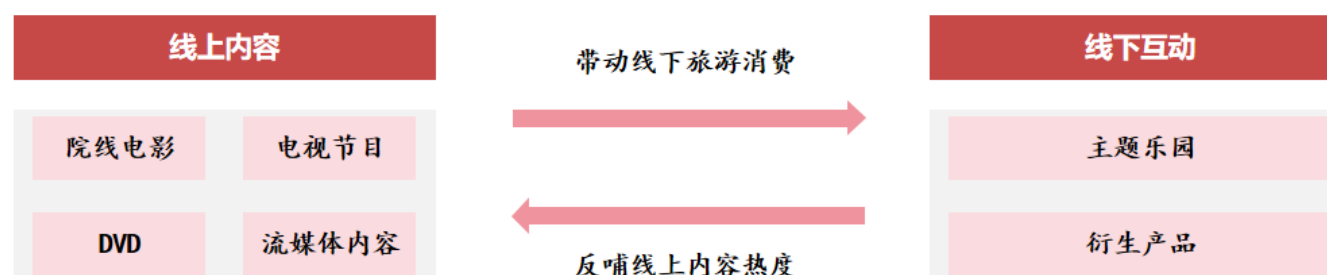


资料来源：中邮证券研究所整理

3.3 内容实体：从荧幕内容到衍生品和乐园，线上线下全场景渗透

全场景覆盖是迪士尼 IP 商业化的关键手段。如果停留在屏幕上，内容创收将局限在广告费和订阅费等来源。通过衍生产品和主题乐园，迪士尼不仅通过创意性表达深挖了 IP 的商业价值，还使品牌形象渗透到消费者更多的生活场景。迪士尼乐园通过主题场景、游乐设施、人物表演等方式给予游客观影无法感受到的沉浸式娱乐体验，衍生产品不仅能够创造授权收入，还能让迪士尼的 IP 出现在消费者的娱乐时间之外从而增加曝光度。线下的良好反馈能够反哺线上作品，进一步提高和延续迪士尼内容的热度，通过线上和线下全场景相互促进，迪士尼充分发挥出 IP 的商业价值。

图表21：迪士尼全场景 IP 生态



资料来源：中邮证券研究所整理

4 爆款 IP：回看米老鼠和玲娜贝儿

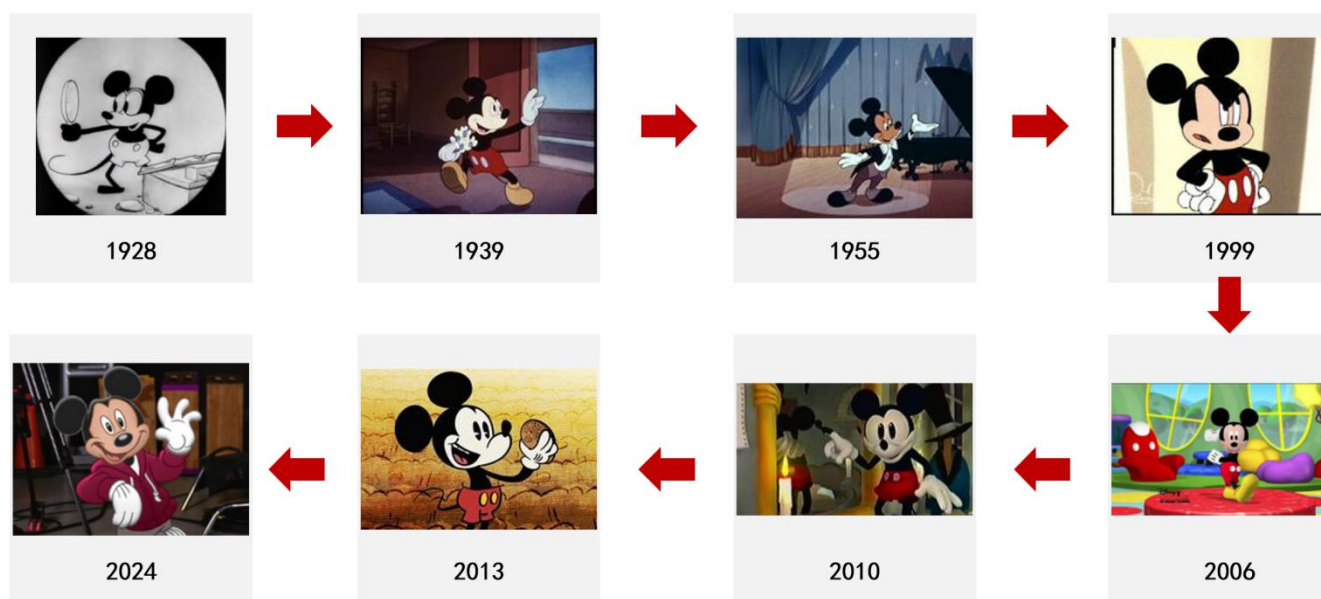
迪士尼在爆款 IP 的打造和运营上拥有丰富经验，从早期的米老鼠到近期的玲娜贝儿，迪士尼已然具备成熟的 IP 孵化能力。

4.1 米老鼠：形象调整+乐园互动+衍生品渗透

米老鼠是迪士尼经典 IP 的代表。一方面，米老鼠依靠动画影片进入大众视野并逐渐流行，依靠迪士尼最拿手的“内容驱动”IP 孵化路线走红。但又不同于传统的故事向 IP，米老鼠为消费者所熟知并非因为剧情，而更多是因为其形象。米老鼠能够实现巨大的商业价值，背后正是迪士尼高超的运营方法。

其一，迪士尼根据时代变化调整米老鼠的形象，持续推出新的影片和节目，保持 IP 荧幕活跃度的同时加强了对 IP 版权的保护。从初代黑白版本米老鼠的形象，到后来对眼睛进行调整、穿上红色短裤和黄色的鞋子、带上白色手套的形象，米老鼠的外形不断进行调整并出现在动画短片和电视节目中。这不仅迎合了观众的视觉偏好，也实现了对米老鼠 IP 的版权保护。即使初代米老鼠版权保护期限已过，其他米老鼠形象仍然受到保护。多样化的外形和简单的故事情节也使米老鼠形象更加鲜活，顽皮开朗的性格塑造得更加深入人心。

图表22：米老鼠形象变化



资料来源：Disney Wiki、中邮证券研究所

其二，米老鼠作为迪士尼乐园的吉祥物与游客互动，面对面的交互体验增强了消费者对 IP 的感知。在迪士尼乐园中，游客可以和米老鼠拥抱并合影留念、观赏米老鼠参与的巡游活动、为米老鼠庆祝生日，在主题餐厅就餐时可以和米老鼠互动。从荧幕走进现实，米老鼠的实体化形象加深了游客对米老鼠 IP 的喜爱，既能促进更想了解该 IP 的观众观看米老鼠相关作品，也带动了授权产品的销售。

其三，米老鼠通过 IP 授权产品渗透到消费者生活场景。在米老鼠刚流行的 20 世纪 30 年代，迪士尼就开始了 IP 授权衍生产品的业务，1987 年开设了第一家迪士尼商店。从与影片强相关的图书、连环画、玩偶，到具有跨界属性的手表、服饰、游戏等衍生产品，米老鼠 IP 的跨界营销充分地实现了其商业价值，既让迪士尼在订阅费之外获得了多元化的收入，也让喜爱米老鼠的观众在观看影片之余能够继续享受 IP 带来的娱乐性。

图表23：米老鼠衍生物



资料来源：Disney Archives、维基百科、Disney Store、上海迪士尼度假区官网、New England Historical Society、Disney Wiki、优衣库官网、文汇、中邮证券研究所

4.2 玲娜贝儿：可爱形象+乐园互动+UGC 内容传播

玲娜贝儿是达菲家族的第七位成员，于 2021 年在上海迪士尼度假区首发亮相。该角色推出后迅速走红，获得了游客的喜爱。截至 2025 年 8 月 6 日，新浪微博的“玲娜贝儿”和“小狐狸玲娜贝儿”话题合计讨论超 2000 万、阅读量超 36 亿。玲娜贝儿的爆火，是迪士尼的 IP 运作模式与新媒体结合的成果。

首先，玲娜贝儿不是典型的迪士尼故事类 IP，而是从外形上吸引粉丝。作为达菲家族的一员，玲娜贝儿没有相关的动画片、电影和电视节目，仅有简单的背景和性格设定。根据上海迪士尼度假区官方的描述，玲娜贝儿是一只拥有蓬松毛发和尾巴、耳朵上别着兰花的粉色小狐狸，性格上酷爱大自然、充满好奇心、热爱思考。直接在上海迪士尼度假区首发决定了迪士尼擅长的“用作品讲故事”的 IP 塑造方法不适用于玲娜贝儿。但是和米老鼠类似，玲娜贝儿可爱软萌的外形从视觉上率先收获了粉丝的喜爱。

虽然电影叙事不适配玲娜贝儿，迪士尼的乐园互动和衍生产品运营模式依然有效。首发之后，上海迪士尼度假区推出了玲娜贝儿的玩偶、背包、文具等商品系列，玩偶产品频频售罄，二级市场价格飙升。同时，乐园还建设了以达菲和朋友们为主题的餐饮及购物场所，打造了以玲娜贝儿为灵感的专属空间，给予游客深度体验。通过在乐园内和玲娜贝儿互动，游客真实地了解到玲娜贝儿的性格特征，对 IP 的喜爱程度也会增强。

图表24：玲娜贝儿衍生产品



资料来源：达菲友你微博、中邮证券研究所

此外，玲娜贝儿在传播渠道上充分利用社交媒体平台实现内容共创。由于玲娜贝儿没有迪士尼创造的影片内容用于传播，其形象和性格需要由与其互动的游客塑造并传播。达菲友你微博提前两周官宣进行预热并在乐园首发之后，游客自发在社交媒体进行宣传，带着玲娜贝儿玩偶进行打卡，制作表情包，玲娜贝儿被塑造出更加多维立体的形象，微博大 V 等 KOL 也同步进行了推广，最终帮助玲娜贝儿实现破圈。在此之后，中国日报网、36Kr 等专业媒体以及微信公众号自媒体也对其进行了报道，IP 热度再度攀升。通过社交媒体内容传播快速裂变，玲娜贝儿才能快速成为迪士尼新晋顶流。

图表25：游客和 KOL 多圈层内容传播



资料来源：微博、中邮证券研究所

图表26：专业媒体和自媒体传播



资料来源：贝壳财经、中国日报网、澎湃新闻、人民日报、微信、中邮证券研究所

5 投资建议

IP 潮玩行业商业模式大致可分为造星（IP 平台化）和追星（IP 商业化）两类，大部分公司最初都是追星模式，最终/终极目标都是造星模式。复盘当下海外 IP 公司，他们目前都为 IP 平台化公司，即具有极强的 IP 打造能力，但是他们的发展并非一帆风顺，也并非最初就是平台化公司。我们梳理他们的发展历程，大致可分为三类：1）玩具起家的如乐高、孩之宝、美泰等；2）渠道起家的如三丽鸥等；3）内容起家的如迪士尼、任天堂等。

我国 IP 产业发展起步较晚，IP 潮玩行业起源于 2010s，快速发展在 2020s 以后。当下阶段，我们认为无论是造星模式（IP 平台化）还是追星（IP 商业化）公司均有机会。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

图表27：IP 潮玩商业模式比较

分类	造星——IP 平台化（IP 打造）	追星——IP 商业化
特征	从 IP 创造到 IP 商业化的全产业链	获得 IP 授权设计产品推向市场
打法	奢侈品玩法，引领潮流	快消品玩法，追随潮流
商业模式	本质是平台型公司，可看长远，享有高估值	小单快反品效率的模式，可能会压货，IP 签约具有不确定性，IP 本身有周期性
	做起来比较困难	初期模式
财务指标	通常毛利率较高，如泡泡玛特毛利率 60%+，净利率 20%+，与三丽鸥类似，仅次于白酒，高于东鹏、海天等赛道公司。	毛利率相对不是非常高
典型公司	玩具起家：乐高、孩之宝、美泰、任天堂等	布鲁可、卡游等
	渠道起家：三丽鸥、泡泡玛特等	
	内容起家：迪士尼等	

资料来源：Wind，中邮证券研究所

6 风险提示

市场竞争加剧风险；现有 IP 受欢迎程度下降风险；新 IP 热度不及预期风险；海外发展不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048