

超配（首次）

潮流涌动，蓬勃发展

潮玩行业深度报告

2025 年 8 月 29 日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

- **我国潮玩市场蓬勃发展。**随着潮玩在全世界兴起，盲盒、手办等核心品类逐步走进大众视野并被消费者认可和接受，目前已成为年轻人表达自我、社交互动的新载体，我国潮玩市场近几年蓬勃发展。根据中商产业研究院数据，我国潮玩市场规模从2020年的229亿元增加至2024年的763亿元，年均复合增速为35.11%。
- **我国潮玩市场竞争格局相对分散。**考虑到潮玩行业的进入门槛相对较低，我国IP玩具行业市场竞争格局相对分散。2024年我国IP玩具行业市场中，作为全球标杆企业的泡泡玛特市场份额最高，为11.5%；拼搭角色类玩具市场龙头布鲁可的市场份额在IP玩具行业中位居第二，份额为5.7%；其余公司的市场份额不足5%。
- **多因素推动我国潮玩行业发展。**近几年，政府积极出台专项政策，进一步支持我国潮玩行业高质量发展。与此同时，随着居民消费水平提高，消费理念有所转变，打开了潮玩行业的发展空间。此外，潮玩作为一种非刚需的文化消费产品，可以与消费者建立深层情感连接，增加消费者的购买意愿。而盲盒等创新产品一定程度上伴随着对“隐藏款”和“热门款”的强烈期待，进而增加消费者对盲盒等创新产品的复购率。
- **投资策略：首次覆盖，给予行业超配评级。**我国潮玩行业正处于快速发展阶段，未来增长空间大。建议关注行业中拥有丰富IP矩阵，并具有优秀IP孵化及运营能力，渠道优势显著，供应链管理能力强，具备较强出海能力的优质公司。A股建议关注积极向IP转型的晨光股份（603899）以及积极布局潮玩业务的奥飞娱乐（002292）。
- **风险提示：**IP孵化与运营风险，市场竞争加剧，海外市场经营风险等。

轻工制造行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 潮玩强调艺术与个性化表达，目标受众以年轻潮流人群居多	4
1.1 潮玩介绍	4
1.2 潮玩行业产业链	5
2. 我国潮玩市场蓬勃发展，竞争格局相对分散	7
2.1 我国潮玩市场蓬勃发展	7
2.2 我国潮玩市场竞争格局相对分散	8
3. 多因素推动我国潮玩市场发展	9
3.1 政策支持潮玩行业高质量发展	9
3.2 消费理念转变，潮玩消费力提升	10
3.3 城镇化率提升，有望带动潮玩消费者增加	11
3.4 情感化共鸣，激发潮玩增长潜力	12
3.5 盲盒等创新营销的推动，增加潮玩产品复购率	13
4. 重点公司分析	13
4.1 泡泡玛特	13
4.2 布鲁可	17
4.3 晨光股份	20
4.4 奥飞娱乐	21
5. 投资策略	23
6. 风险提示	23

插图目录

图 1：2024 年我国潮玩市场细分品类占比（%）	4
图 2：潮玩行业产业链	5
图 3：泡泡玛特用户性别画像（%）	6
图 4：我国潮玩消费者年龄段分布（%）	6
图 5：2020—2024 年全球潮玩行业市场规模与增速（亿美元，%）	7
图 6：2020—2024 年我国潮玩行业市场规模与增速（亿元，%）	8
图 7：2024 年我国 IP 玩具行业市场竞争格局（%）	8
图 8：消费者购买潮玩主要考虑因素（%）	9
图 9：2010—2024 年我国居民人均可支配收入与增速（元，%）	10
图 10：2024 年泡泡玛特门店区域数量分布（%）	11
图 11：2024 年泡泡玛特门店区域营收分布（%）	11
图 12：2010—2024 年我国城镇化率（%）	11
图 13：潮玩为购买者提供情感消费	12
图 14：泡泡玛特部分盲盒产品	13
图 15：泡泡玛特艺术家 IP 与授权 IP 收入（千元）	14
图 16：泡泡玛特前几大 IP 收入（千元）	14
图 17：泡泡玛特各渠道收入（亿元）	15
图 18：泡泡玛特各渠道收入占比（%）	15
图 19：泡泡玛特境内外市场收入（亿元）	15
图 20：泡泡玛特 2025H1 境内外地区收入占比（%）	15
图 21：泡泡玛特业绩（亿元）	16
图 22：泡泡玛特业绩同比增速（%）	16

图 23: 泡泡玛特毛利率净利率 (%)	16
图 24: 泡泡玛特境内外毛利率 (%)	16
图 25: 布鲁可产品组合	18
图 26: 布鲁可各销售渠道收入 (亿元)	19
图 27: 布鲁可国内外收入 (亿元)	19
图 28: 布鲁可业绩 (亿元)	20
图 29: 布鲁可业绩同比增速 (%)	20
图 30: 晨光股份各业务收入 (亿元)	20
图 31: 晨光股份各业务收入占比 (%)	20
图 32: 晨光股份九木杂物社收入 (万元)	21
图 33: 奥飞娱乐发展历程	22

表格目录

表 1: 潮流玩具与普通玩具的区别	4
表 2: 潮流玩具分类	4
表 3: 近年我国潮玩重点政策梳理	10
表 4: 泡泡玛特发展历程	13
表 5: 泡泡玛特毛利率与可比公司对比	17
表 6: 布鲁可发展历程	18
表 7: 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2025/8/27)	23

1. 潮玩强调艺术与个性化表达，目标受众以年轻潮流人群居多

1.1 潮玩介绍

潮玩玩具区别于传统玩具，更强调艺术与个性化表达。潮流玩具是将潮流文化与相关内容巧妙融合的一类玩具。它与传统玩具不同，潮流玩具大多凭借独特的设计和出众的美感来吸引消费者，并且多数是基于授权的潮流内容创作而成，强调美学属性和收藏价值，具有二次销售、收藏和拍卖等属性。

表 1：潮流玩具与普通玩具的区别

特征	潮流玩具	传统玩具
设计理念	具有独特的设计和美学，基于文化娱乐 IP 进行设计，强调艺术化与个性化表达	设计注重安全性、功能性与教育性，强调玩具的实用价值和为用户（尤其是儿童）的成长辅助
用途与功能	可玩性较低，具有美学属性与收藏价值	具有可玩性，满足娱乐需求的同时，附带教育、锻炼技能等附加价值
目标受众	年轻的潮流人群	儿童与青少年
蕴含的价值	具有二次销售、收藏和拍卖属性	附加值低，一般一次性销售

资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

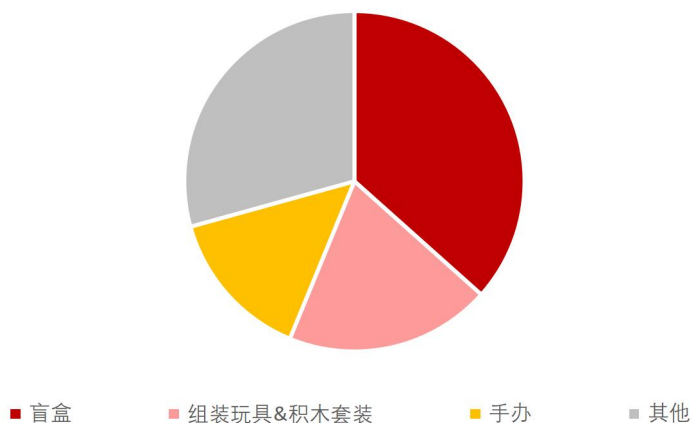
潮玩品类丰富，盲盒占比最大。分品类看，潮玩可分为艺术玩具、盲盒公仔、手办模型等，品类丰富。其中，盲盒在潮玩市场中的份额最大，2024 年为 36.6%，组装玩具&积木套装在潮玩市场中的占比为 19.6%。

表 2：潮流玩具分类

潮玩分类	简介
艺术玩具	一种以艺术性和观赏性为主要特点的潮流玩具，通常由艺术家或设计师设计，具有独特的外观和创意元素。
盲盒公仔	一种随机抽取的潮流玩具，通常以系列的形式推出，每个公仔都有不同的外观和特点，消费者在购买时不知道会得到哪个公仔。
手办模型	一种以动漫、游戏等 IP 为原型的潮流玩具，通常由原作者授权并限量发行，具有较高的收藏价值。
BJD 玩具	一种球形关节人偶玩具，通常以动漫、游戏等 IP 为原型设计，具有较高的互动性和观赏性。

资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

图 1：2024 年我国潮玩市场细分品类占比（%）



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

1.2 潮玩行业产业链

潮玩行业产业链。从潮玩产业链来看，潮玩产业链上游主要系 IP 供给和运营，负责 IP 的设计、授权、再创作等；产业链中游以泡泡玛特、52TOYS 等潮玩企业为典型代表；产业链下游主要为销售渠道，消费者可以通过电商等线上平台与零售商等线下渠道购买产品。

图 2：潮玩行业产业链

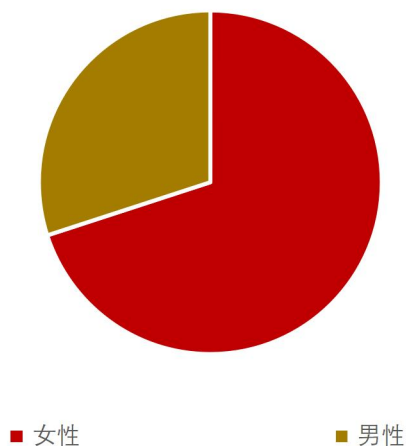


数据来源：华经产业研究院，智研咨询，东莞证券研究所

1.3 潮玩消费群体

潮玩消费群体以女性居多。因潮玩在审美与设计、情感价值等方面具有更明显的特征，与传统玩具相比，女性消费者群体占比整体高于男性。根据中国社会科学院财经战略研究院数据显示，以泡泡玛特为例，其用户性别画像中女性的占比为 70%左右，男性的占比为 30%左右。

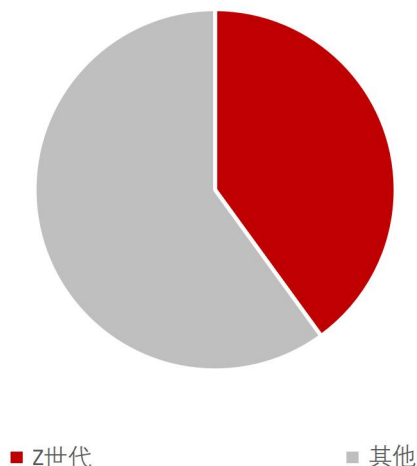
图 3：泡泡玛特用户性别画像（%）



数据来源：新华网，中国社会科学院财经战略研究院，东莞证券研究所

Z 世代是潮玩消费主力。Z 世代（1995 年到 2009 年出生的人）在其成长过程中对于个性的追求愈发强烈，潮玩凭借其巧妙的设计可以满足 Z 世代的社交互动意愿与情感寄托，从而成为了我国潮玩消费的主力。从我国潮玩消费者年龄段分布来看，Z 世代在潮玩消费中的占比为 40%左右，其他年龄段共占比 60%左右。

图 4：我国潮玩消费者年龄段分布（%）



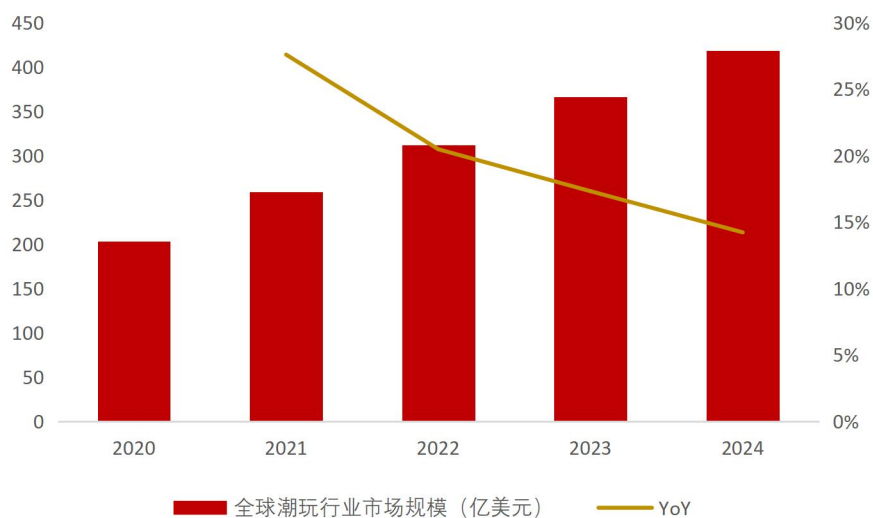
数据来源：研精毕智信息咨询，东莞证券研究所

2. 我国潮玩市场蓬勃发展，竞争格局相对分散

2.1 我国潮玩市场蓬勃发展

全球潮玩市场规模近几年呈增长态势。潮玩文化凭借其独特的 IP 魅力、个性化表达以及收藏属性，打破了地域与年龄的界限，近几年全球潮玩市场规模增速均维持双位数增长。根据中商产业研究院数据，2020—2024 年全球潮玩行业市场规模从 203 亿美元增加至 418 亿美元，年均复合增速将近 20%。

图 5：2020—2024 年全球潮玩行业市场规模与增速（亿美元，%）



数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

我国潮玩市场蓬勃发展。随着潮玩在全世界兴起，盲盒、手办等核心品类逐步走进大众视野并被消费者认可和接受，目前已成为年轻人表达自我、社交互动的新载体，我国潮玩市场近几年蓬勃发展。根据中商产业研究院数据，我国潮玩市场规模从 2020 年的 229 亿元增加至 2024 年的 763 亿元，年均复合增速为 35.11%。

图 6：2020—2024 年我国潮玩行业市场规模与增速（亿元，%）

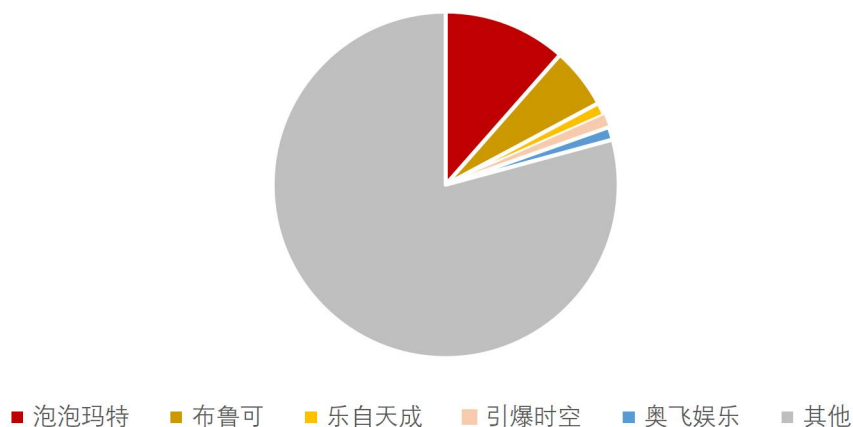


数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

2.2 我国潮玩市场竞争格局相对分散

我国潮玩市场竞争格局相对分散。考虑到该行业的进入门槛相对较低，我国 IP 玩具行业市场竞争格局相对分散。根据中商产业研究院数据，2024 年我国 IP 玩具行业市场中，作为全球标杆企业的泡泡玛特市场份额最高，为 11.5%；拼搭角色类玩具市场龙头布鲁可的市场份额在 IP 玩具行业中位居第二，份额为 5.7%；其余公司的市场份额不足 5%。乐自天成、引爆时空与奥飞娱乐的市场份额均在 1.2% 左右。

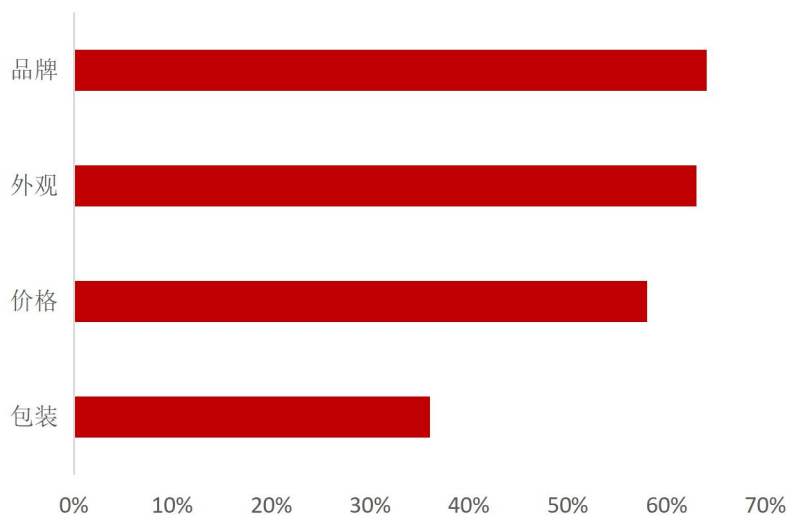
图 7：2024 年我国 IP 玩具行业市场竞争格局（%）



数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

我国潮玩市场龙头企业市场份额有提升空间。随着潮玩市场发展，行业逐步从产品组合有限的阶段向品类多元化、设计精细化、品牌高端化等方向转型。根据研精毕智信息咨询数据，目前在消费者购买潮玩过程中，首要考虑因素为品牌。该现象或主要与品牌知名度、市场认可度、产品质量、产品多元化等因素有关。因此，在龙头品牌在市场渗透率进一步提高的背景下，我国潮玩市场龙头企业市场份额存在提升空间。

图 8：消费者购买潮玩主要考虑因素 (%)



数据来源：研精毕智信息咨询，东莞证券研究所

3. 多因素推动我国潮玩市场发展

3.1 政策支持潮玩行业高质量发展

政策支持我国潮玩行业高质量发展。为进一步支持我国潮玩行业高质量发展，政府积极出台专项政策。2025 年 1 月，国务院办公厅印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和

旅游消费的若干措施》，提出开发时尚国潮产品，推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品，打造国货“潮牌”、“潮品”。此外，在今年3月中共中央办公厅、国务院发布的《提振消费专项行动方案》中，提到要强化消费品牌引领，将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。国家出台的一系列支持政策为我国潮玩行业发展提供了坚实的政策保障。

表 3：近年我国潮玩重点政策梳理

政策文件	时间	相关内容
数字化助力消费品工业“三品”行动方案（2022—2025 年）	2022 年 6 月	挖掘中国文化、中国记忆、中华老字号等传统文化基因和非物质文化遗产，加强新生消费群体消费取向研究，创新消费场景，推进国潮品牌建设。依托跨境电商扩大品牌出海，开拓多元化市场。
推动知识产权高质量发展年度工作指引	2024 年 3 月	主要目标为 2024 年底，知识产权强国建设目标任务扎实推进，知识产权法治保障持续加强，知识产权转化运用效益加速显现，带动牵引知识产权创造质量稳步提升、保护全面加强、公共服务体系不断健全，国际合作和竞争深化拓展，为扎实推进中国式现代化提供有力支撑，更好服务经济社会高质量发展。
关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施	2025 年 1 月	开发时尚国潮产品。推出彰显中国审美、中国风格的时尚穿戴、家居、潮玩、运动、电子设备等产品，推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品，打造国货“潮牌”、“潮品”。支持文化文物单位与社会机构合作，开发高品质文创产品。积极发展首发经济，支持开设首店、旗舰店，举办首秀、首演、首展活动。发展多渠道艺术品交易市场。
提振消费专项行动方案	2025 年 3 月	强化消费品牌引领。聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，分类制定提升服务品质政策，打造更多中国服务品牌。将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发原创知识产权（IP）品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。因地制宜推进首发经济，鼓励国内外优质商品和服务品牌开设首店、举办首发首秀首展。支持推广消费新业态新模式。组织开展“购在中国”系列活动，打造中国消费名品方阵。

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

3.2 消费理念转变，潮玩消费力提升

消费理念转变，提升潮玩消费力。随着我国经济水平提高以及产业结构持续升级，我国居民可支配收入的稳步增长。根据国家统计局数据，2010—2024 年，我国居民人均可支配收入从 1.25 万元增加至 4.13 万元，年均复合增速为 8.90%。居民可支配收入增加，带动生活水平提升，在这过程中我国消费模式也发生了较大转变，消费者更加愿意为非纯粹的物质商品买单，这种消费理念的转变也直接推动了潮流玩具购买量的提升。

图 9：2010—2024 年我国居民人均可支配收入与增速（元，%）



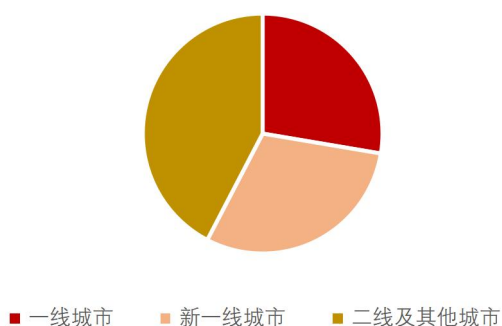
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

3.3 城镇化率提升，有望带动潮玩消费者增加

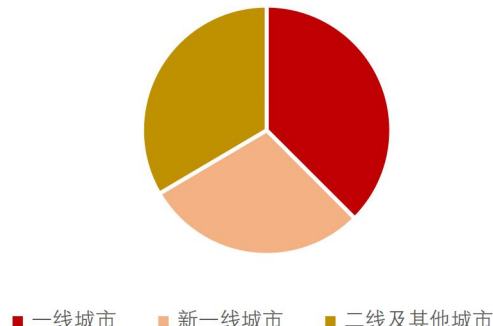
一线与新一线城市是泡泡玛特收入的主要来源。以泡泡玛特为例，从 2024 年泡泡玛特门店区域数量分布来看，一线与新一线城市分别为 747 家与 810 家，占比分别为 28%与 30%。考虑到一线城市消费者的消费能力相对较强，一线城市 2024 年为泡泡玛特贡献的营收占比为 38%。

图 10：2024 年泡泡玛特门店区域数量分布（%）

图 11：2024 年泡泡玛特门店区域营收分布（%）



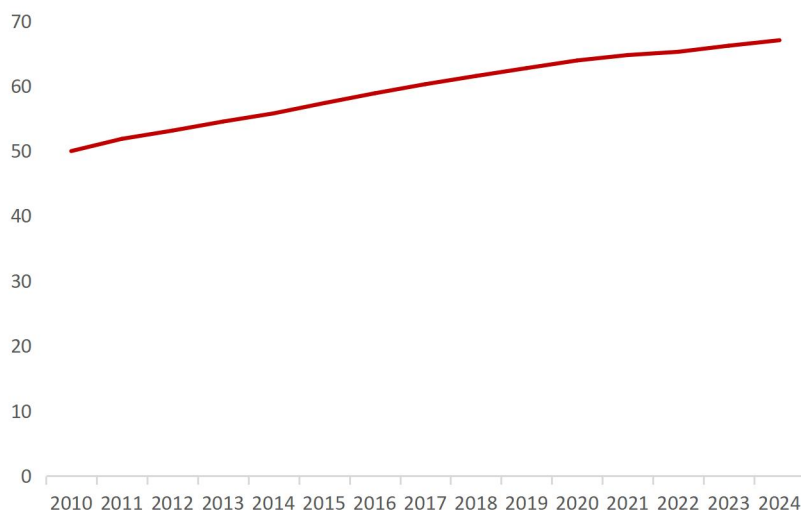
数据来源：泡泡玛特2024年年报，东莞证券研究所



数据来源：泡泡玛特2024年年报，东莞证券研究所

我国城镇化率提升，有望带动潮玩消费者增加。在经济发展与产业结构转型的背景下，2010—2024 年我国城镇化率从 49.95% 增加至 67%。由于一线与新一线城市为潮玩的主要消费区域，预计我国城镇化率提升，将带动潮玩消费者增加。

图 12：2010—2024 年我国城镇化率（%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

3.4 情感化共鸣，激发潮玩增长潜力

情感化共鸣，激发潮玩增长潜力。目前，消费者愈发追求精致的生活方式，在消费过程中不仅重视产品的质量，更看重其所能带来的情感满足感。潮玩作为一种非刚需的文化消费产品，其价值不仅在于造型设计、稀缺性等物理属性，更在于能否与消费者建立深层情感连接，进而满足消费者自我表达、情感陪伴、社交联结等深层需求，让消费者如潮玩产生购买欲望，进而激发潮玩的增长潜力。

图 13：潮玩为购买者提供情感消费



数据来源：泡泡玛特官网，东莞证券研究所

3.5 盲盒等创新营销的推动，增加潮玩产品复购率

盲盒等创新营销的推动，增加潮玩产品复购率。以盲盒为例，盲盒的消费模式使消费者在每一次拆开包装前，都一定程度上伴随着对“隐藏款”和“热门款”的强烈期待。当消费者首次购买获得心仪款式时，会强化“下一次可能更惊喜”的认知；若未能如愿，会产生“弥补遗憾”的驱动力，促使其再次下单，形成“收集—缺失—再购买”的闭环。

同时，盲盒的产品设计往往与系列化与稀缺性深度绑定。品牌一般会推出成套的主题系列，且会设置较低概率的隐藏款或限量款，制造稀缺性，进而增加消费者对盲盒等创新产品的复购率。

图 14：泡泡玛特部分盲盒产品



数据来源：天猫泡泡玛特旗舰店，东莞证券研究所

4. 重点公司分析

4.1 泡泡玛特

(1) 公司已成长为潮玩龙头

公司已成长为潮玩行业龙头。公司成立于 2010 年，是中国潮玩行业的开创者。经过十多年的发展，公司从早期的潮流商品集合店逐步转型为潮玩行业全产业链综合运营平台商，目前主营业务主要围绕全球艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、创新业务孵化与投资等五个领域展开。公司通过推进“IP 孵化+全渠道+全球化”战略，逐步成长为市值超 4000 亿港元的潮玩龙头。

表 4：泡泡玛特发展历程

时间	公司重要事件
2010	泡泡玛特公司成立，第一家门店在北京欧美汇购物中心开业。
2015	在北京王府井推出全新 lifestyle 概念旗舰店
2016	与设计师 Kenny Wong（王信明）签署战略合作，首款潮流玩具产品 Molly 星座系列盲盒上市

2017	在北京举办中国大陆地区首个大型潮流玩具展会
2018	在上海举办亚洲规模最大的国际潮流玩具展会；与迪士尼签约，推出第一个版权 IP 潮玩系列“米奇家族坐坐”系列
2019	在中国潮流玩具零售市场排名第一，市场份额为 8.5%
2020	成功在香港上市
2021	在北美市场的首家海外门店加拿大首店开业
2023	国内首个潮玩行业沉浸式 IP 主题乐园“泡泡玛特城市乐园”落地北京朝阳公园
2024	在西藏自治区的首家门店开业，标志着门店版图已实现全国省级行政区全覆盖
2025	LABUBU 系列全球爆红，公司总市值突破 4000 亿港元

资料来源：泡泡玛特官网，百度百科，东莞证券研究所

（2）IP 收入快速增长

公司艺术家 IP 与授权 IP 均保持快速增长。公司旗下 IP 分为艺术家 IP 和授权 IP。其中艺术家 IP 包括自有 IP 和独家 IP，是公司主要商品类型，主要包括 THE MONSTERS、MOLLY、SKULLPANDA、CRYBABY 等。2025 年上半年，公司艺术家 IP 实现收入 122.29 亿元，同比增长 231.6%；收入占比上升至 88.1%，同比提高 7.1 个百分点。授权 IP 方面，2025 年上半年，授权 IP 实现收入 15.25 亿元，同比增长 119.4%，主要得益于公司不断加深与更多版权方的合作，持续扩大 IP 授权区域，同时推出更多风格、种类的产品。

已形成“一超多强”的 IP 矩阵格局。公司在全球范围内挖掘极具潜力的艺术家和设计师，已连续成功打造出多个广受青睐的潮流文化 IP 形象。对于各 IP 的独特表达与设计，采取差异化的运营策略，持续提升 IP 热度，积极推动 IP 商业化。2025 年上半年，公司共有 13 个艺术家 IP 收入过亿，其中 THE MONSTERS、MOLLY、SKULLPANDA、CRYBABY 和 DIMOO 等五大 IP 营收 10 亿级以上，分别实现收入 48.14 亿元、13.57 亿元、12.21 亿元、12.18 亿元和 11.05 亿元，占比分别为 34.7%、9.8%、8.8%、8.8%、8.0%，合计占比达 70%。THE MONSTERS 家族中的 LABUBU 凭借其独特的风格魅力跻身世界级 IP 行列，成为 2025 年上半年全球最热门的 IP 之一。另外公司还有 HIRONO、星星人、HACIPUPU 等 8 个 IP 营收超亿元，整体呈现“一超多强”格局。

图 15：泡泡玛特艺术家 IP 与授权 IP 收入（千元）

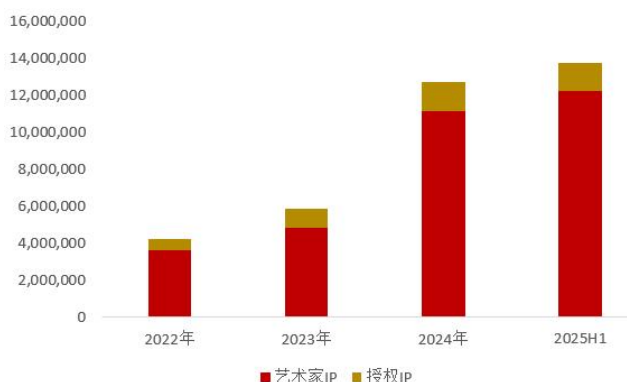
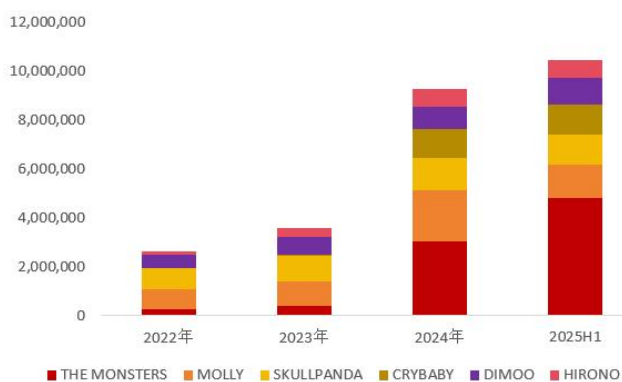


图 16：泡泡玛特前几大 IP 收入（千元）



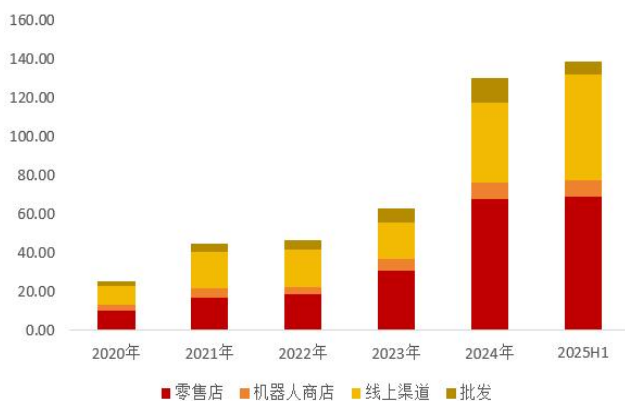
资料来源：泡泡玛特 2022—2024 年年报和 2025 年中期业绩公告，东莞证券研究所

资料来源：泡泡玛特 2022—2024 年年报和 2025 年中期业绩公告，东莞证券研究所

（3）全渠道差异化运营

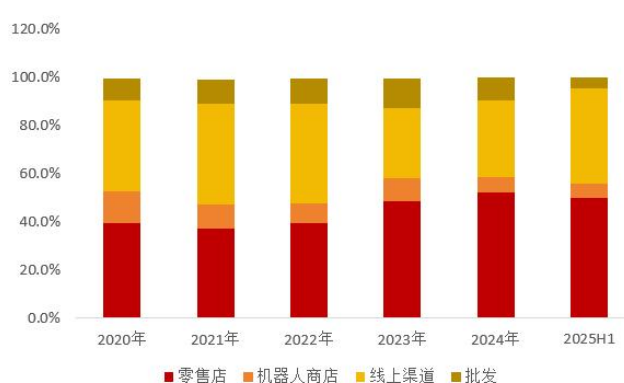
全渠道差异化运营。公司产品主要在中国内地、港澳台及海外销售。渠道主要包括线下渠道、线上渠道、批发渠道及其他。截至 2025 年上半年末，公司线下在全球 18 个国家运营 571 家门店和 2597 台机器人商店，其中在中国市场运营门店 443 家，在亚太、美洲及欧洲分别运营门店 69 家、41 家和 18 家。线上渠道方面，中国内地线上渠道包括泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、抖音平台以及其他线上渠道；港澳台及海外线上渠道包括泡泡玛特官方网站、Shopee、TikTok 平台和其他线上渠道。2025 年上半年，公司抽盒机持续发挥场景化、娱乐化购买体验的渠道优势，聚焦人群精细化运营，有效承接快速增长的新客流量，进一步提高交易转化率。内容电商渠道聚焦商品效能优化，注重消费者使用场景，满足多元化需求。平台电商旗舰店得益于不断强化精准营销和消费者互动形式的多样化，推动潜力 IP 和品类的增长。随着全球业务的推进，公司官网已覆盖 37 个国家，其中 34 个国家同步上线了自研 APP。另外，针对不同市场特点与当地三方平台生态，实施差异化运营。在东南亚通过 Shopee 与 Lazada 触达本地消费者；在欧美市场，借助 Amazon 的规模与物流能力，叠加站内与站外投放，稳步提升当地影响力。

图 17：泡泡玛特各渠道收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：泡泡玛特各渠道收入占比（%）



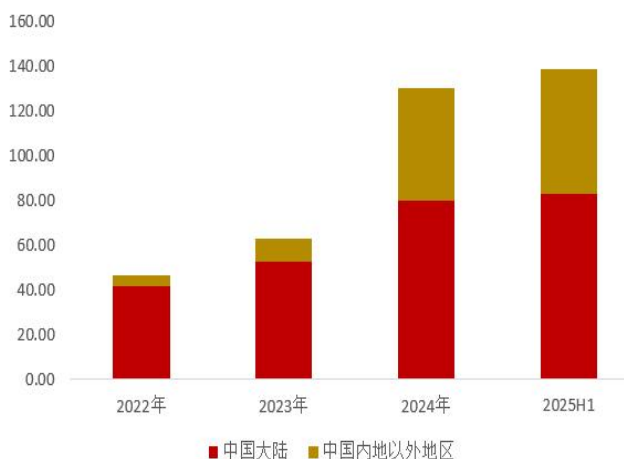
资料来源：Wind，东莞证券研究所

（4）国际化渐入佳境

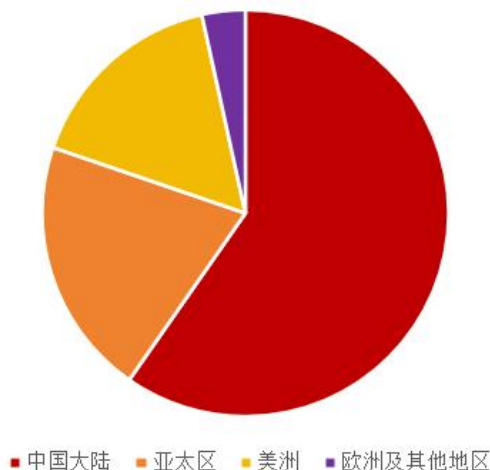
国际化加快布局。公司从 2018 年开始全球化布局，至今海外业务已在多个国家和地区实现线下和线上的全渠道入驻。其中在日本、韩国、新加坡、美国、澳大利亚、新西兰、英国等国家，开设了多家线下品牌店和快闪店。2024 年，在越南、印度尼西亚、菲律宾、意大利、西班牙等五个国家开设了首家线下门店，并在全球多地的地标性位置成功开设特色主题店与旗舰店。机器人自助售卖机的业务模式不仅成功登陆海外各国，还呈现快速扩张的趋势。同时，通过开设全球官网独立站，入驻亚马逊 Amazon 各国站点、速卖通 Aliexpress、虾皮 Shopee 和 Lazada 等主流电商平台，泡泡玛特产品已销往超过 80 个国家和地区。目前在全球范围开展的合作业务包含：渠道经销授权、品牌代理加盟、机器人商店业务合作、品牌跨界合作等。

图 19：泡泡玛特境内外市场收入（亿元）

图 20：泡泡玛特 2025H1 境内外地区收入占比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

（5）业绩与盈利能力均保持上升

业绩保持高增。2018—2024 年，公司收入规模保持扩大；净利润仅在 2022 年短暂回落，其他年份保持提升。2018 年—2022 年，公司营业总收入从 5.2 亿元增长至 130.4 亿元，CAGR 达到 71.4%；归属普通股股东净利润从 1.0 亿元增长至 31.3 亿元，CAGR 为 77.5%。2025 年上半年，公司实现营业总收入 138.8 亿元，同比增长 202.4%；实现归属普通股股东净利润 45.7 亿元，同比增长 396.5%；业绩实现大幅增长主要得益于国内市场和海外市场均实现了高速增长。分地区来看，上半年，公司中国（含港澳台地区）实现营收 82.8 亿元，同比增长 135.2%；海外（含亚太、美洲、欧洲及其他地区）实现营收 55.9 亿元，同比增长 440%，其中美洲收入同比增长达超 11 倍。

图 21：泡泡玛特业绩（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：泡泡玛特业绩同比增速（%）

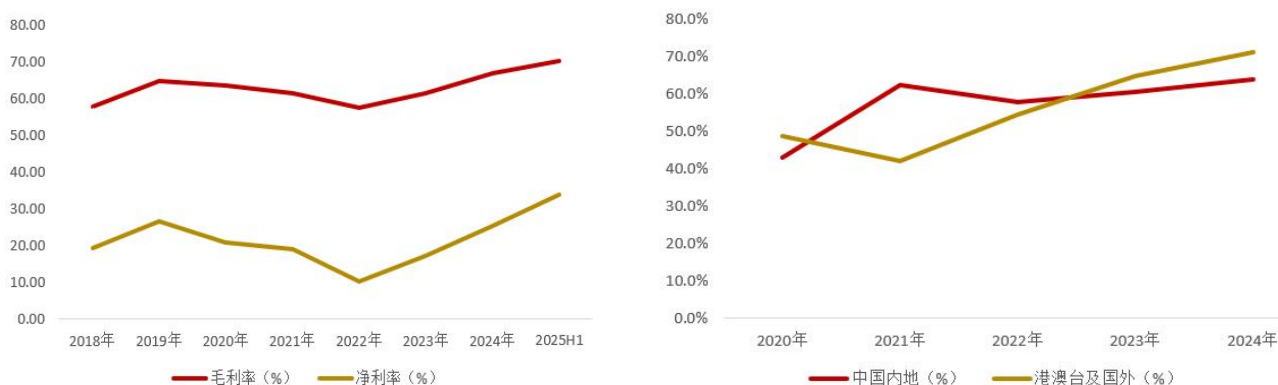


资料来源：Wind，东莞证券研究所

盈利能力保持上升。得益于优秀的 IP 运营能力及全球化战略推进，公司保持较高的盈利能力。毛利率净利率在 2020-2022 年间有所回落，2023-2025H1 持续提升。2025 年上半年，公司毛利率达到 70.34%，同比提升 6.3 个百分点，主要得益于海外销售占比上升，优化产品设计以及加强成本管控等。得益于毛利率提升及费用率下降，上半年公司净利率同比提升 12.7 个百分点至 33.74%。

图 23：泡泡玛特毛利率净利率（%）

图 24：泡泡玛特境内外毛利率（%）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司毛利率较为领先。得益于优秀的 IP 运营能力，公司毛利率在潮玩行业中处于较为领先的地位。公司 2024 年毛利率 66.79%，显著高于同期的布鲁可、迪士尼、乐自天成、万代南梦宫等。这主要得益于：其自主产品占比超过 90%，其中自有 IP 占比超过 60%；海外市场毛利率高及收入占比持续提升；柔性供应链控本。相比而言，其他公司如旗下 IP 中以授权 IP 为主而自有 IP 占比较低，则需支付高额授权费从而导致毛利率低于泡泡玛特。

表 5: 泡泡玛特毛利率与可比公司对比

厂商	2024 年毛利率 (%)	简介
泡泡玛特	66.79	中国潮玩龙头，自主产品占比超过 90%，其中自有 IP 占比超过 60%；海外市场毛利率高及收入占比持续提升；柔性供应链控本。
布鲁可	52.6	成立于 2014 年，总部位于上海，是中国拼搭角色类玩具领域的领导者。拥有自有 IP 百变布鲁可和布鲁可英雄无限。
孩之宝	71.48	全球知名的玩具与娱乐公司，成立于 1923 年，总部位于美国罗德岛，旗下拥有变形金刚、小马宝莉等标志性 IP。
迪士尼	35.75	全球领先的综合性娱乐集团，由华特·迪士尼于 1923 年创立，总部位于美国加利福尼亚州伯班克。其核心业务板块主要包括影视娱乐、主题乐园与度假区、流媒体服务、消费品授权等。通过自创与收购形成了庞大的 IP 库，包括经典动画 IP 等。
乐自天成	39.92	是中国领先的潮玩及收藏玩具企业，旗下核心品牌为 52TOYS。拥有超过 100 个自有及授权 IP。
万代南梦宫	39.89	日本领先的综合性娱乐集团，由玩具制造商万代 (BANDAI) 与游戏公司南梦宫 (Namco) 于 2005 年合并成立，总部位于东京都港区。旗下拥有玩具业务、网络游戏及在线娱乐服务、IP 创作业务等。旗下拥有龙珠、机动战士高达、航海王等三大主力 IP。

资料来源: wind, 各公司官网, 百度百科, 东莞证券研究所

4.2 布鲁可

(1) 公司是我国拼搭角色类玩具的领导者

公司是我国拼搭角色类玩具的领导者。公司创立于 2014 年，2025 年 1 月于港交所上市，主要从事拼搭类玩具的设计、研发和销售。公司通过 500 多个的专利布局，原创 IP 能力，和与约 50 个知名 IP 的非独家合作关系，聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角

色类玩具产品并取得了快速成长。公司的拼搭角色类玩具高度还原了 IP 角色的神韵。通过强大的产品力与供应链能力的结合，公司不仅能够保持成本优势而且能够持续开拓玩具品类。公司在中国建立了多渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。

表 6：布鲁可发展历程

时间	公司重要事件
2014	布鲁可科技创立
2016	开始研发积木玩具
2017	推出自有 IP 百变布鲁可，并在此基础上推出积木玩具
2019	开始研发拼搭角色类玩具
2021	被上海市科学技术委员会评为高新技术企业；签订授权协议，并获得设计、开发、生产及销售奥特曼拼搭角色类玩具的权利
2022	推出拼搭角色类玩具；推出自有 IP 英雄无限
2023	取得全球多个国家的 IP 授权

资料来源：布鲁可港股招股书，东莞证券研究所

（2）已建立较为丰富的 IP 矩阵

公司已建立较为丰富的 IP 矩阵。公司旗下 IP 分为自有 IP 和授权 IP。其中自有 IP 包括儿童益智类的百变布鲁可和中国传统文化主题的布鲁可英雄无限，授权 IP 包括奥特曼、变形金刚、漫威、火影忍者、小黄人、名侦探柯南、初音未来、圣斗士星矢、哈利·波特、星球大战等超过 50 个全球知名 IP。公司已建立较为丰富的 IP 矩阵，有助于触达更多年龄段的全球消费者。同时公司通过大量的 SKU、完整的价格带构建了网络化的广泛产品组合，持续为消费者提供丰富的产品选择。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共有 431 款在售 SKU，2025 年上半年新推出 273 个 SKU。

图 25：布鲁可产品组合

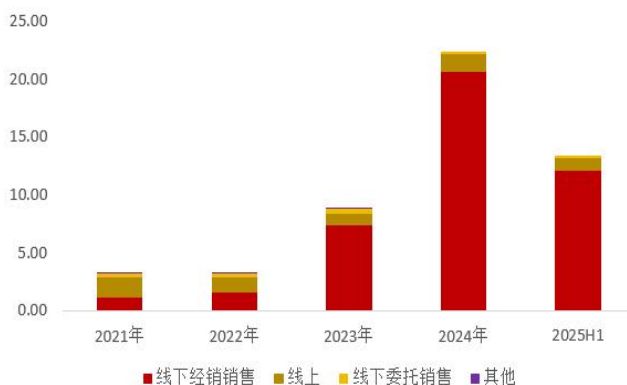


资料来源：布鲁可港股招股书，东莞证券研究所

(3) 建立多渠道销售网络 拓展海外市场

公司已建立多渠道销售网络，大力拓展海外市场。公司渠道包括线下销售渠道和线上销售渠道，其中线下渠道包括经销及委托销售，线上渠道主要包括天猫、京东、抖音、拼多多等各种电商平台以及公司的微信小程序布鲁可积木人Club。线下经销商渠道是公司主要的收入来源。公司近几年积极开拓经销商，经销商数量由2021年的225家增长至2024H1的511家，分布在一二三线及以下城市。公司加大力度拓展海外市场。2025年上半年，公司海外市场实现收入1.11亿元，占比约为8%，其中亚洲（不含中国）和北美市场分别实现收入0.57亿元和0.43亿元，占比分别为4%和3%。未来海外市场还有较大拓展空间。

图 26：布鲁可各销售渠道收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 27：布鲁可国内外收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

（4）收入保持快增，净利润实现扭亏为盈

收入保持快增，净利润实现扭亏为盈。2021—2024 年，公司营业总收入从 3.3 亿元增长至 22.4 亿元，CAGR 达到 89.4%，主要得益于销量增长。受费用上升拖累，公司 2021—2024 年净利润持续亏损。2025 年上半年，公司实现营业总收入 13.38 亿元，同比增长 27.9%；实现归属普通股股东净利润 2.97 亿元，同比扭亏为盈，主要得益于销量增长及费用率的下降。

图 28：布鲁可业绩（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 29：布鲁可业绩同比增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

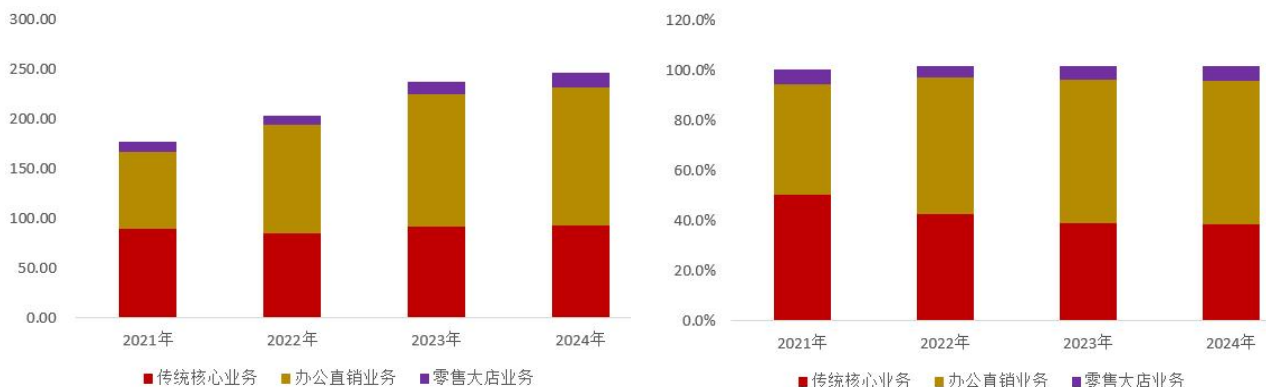
4.3 晨光股份

（1）文具龙头 开拓新业务

公司是我国文具龙头，开拓新业务。公司传统核心业务是从事晨光及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售以及互联网和电商平台晨光科技。其中晨光科技负责线上全平台营销和授权店铺管理。公司具有文具设计、研发、制造与销售的全产业链优势。公司不断开拓新业务，主要包括办公室直销业务晨光科力普和零售大店业务九木杂物社、晨光生活馆。办公直销业务晨光科力普致力于为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比的一站式采购服务。零售大店业务分为九木杂物社和晨光生活馆两种店铺类型。九木杂物社是以 15-29 岁的品质女生作为目标消费群体，销售的产品主要为文具文创、益智文娱、实用家居等品类，店铺主要分布在各城市核心商圈的优质购物中心，是公司基于文创生活的新零售模式的探索。九木杂物社自 2018 年 7 月开始启动加盟，加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳合同保证金和装修费款项，加盟门店的租金、人员工资、水电费等营运费用由加盟商承担。晨光生活馆是以 8-15 岁的学生作为主要消费群体，销售的产品以文具品类为主，店铺主要集中在新华书店及复合型书店，是公司对现有传统渠道进行升级的探索。

图 30：晨光股份各业务收入（亿元）

图 31：晨光股份各业务收入占比（%）

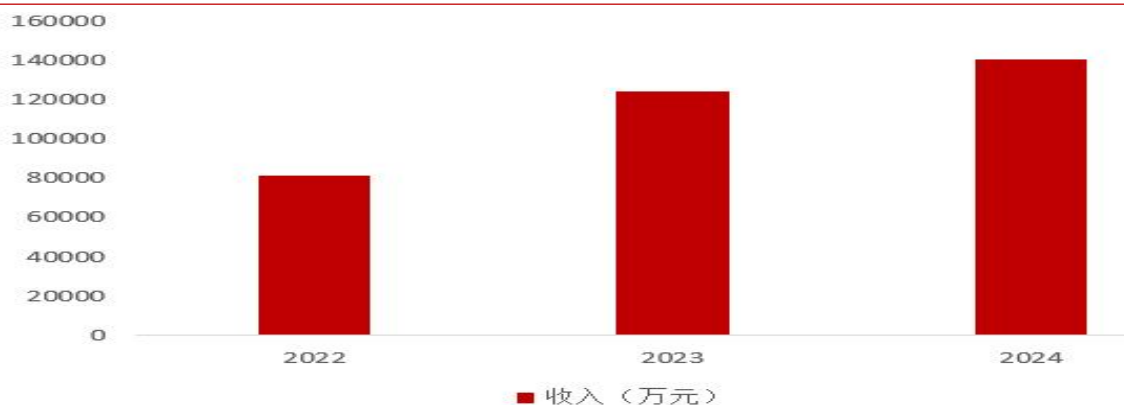


资料来源：晨光股份 2021—2024 年年度报告，东莞证券研究所资料来源：晨光股份 2021—2024 年年度报告，东莞证券研究所

(2) 推进 IP 战略

持续推进 IP 战略。公司积极布局年轻人喜爱的 IP 与二次元产品。奇只好玩作为公司旗下独立潮玩品牌，以自主 IP 孵化、IP 运营、品牌联合开发、潮玩衍生为核心经营模式，关注年轻消费者的情绪价值和价值主张，积极布局“二次元 IP”领域。通过自主 IP 孵化和与国内外热门 IP 合作相结合的方式 IP 产品矩阵的深度运营。渠道方面，奇只好玩线下依托九木杂物社、传统校边店，线上依托天猫、抖音、小红书等平台展开销售。公司大力拓展九木杂物社线下渠道数量，门店在产品组合、精细化运营以及消费者洞察及服务等方面继续提升，形成持续的人、货、场检核机制。线上业务多渠道发展，天猫、拼多多、抖音、社区电商、即时零售等新型渠道均有提升。截至 2024 年末，公司在全国拥有九木杂物社 741 家，2025 年将继续保持 100 家以上的开店速度，将加强 IP 类产品资源投入和自有品牌占比，不断丰富产品结构，促进收入保持较快增长。2022—2024 年九木杂物社收入由 8.13 亿元增长至 14.06 亿元，CAGR 约为 31.5%。

图 32：晨光股份九木杂物社收入（万元）



资料来源：晨光股份 2024 年年度报告，东莞证券研究所

4.4 奥飞娱乐

(1) 打造 IP 全产业链平台

公司打造 IP 全产业链平台。公司以婴幼儿（0-3 岁）和儿童（K12）为核心目标用户并逐步覆盖年轻人群体（K12-30 岁），以 IP 为核心驱动力，成功打造集动画、电影、婴童用品、玩具、潮玩手办、衍生品授权、实景娱乐等业务为一体的 IP 全产业链平台，

并始终致力于构筑以动漫 IP 为核心的文化产业生态。公司主营业务根据类型可划分为 IP 内容业务以及实体产业两大板块。IP 内容业务方面，构建了优质的全年龄段 IP 矩阵，包括但不限于“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“量子战队”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”、“飓风战魂”、“爆裂飞车”、“火力少年王”等。公司一方面聚焦资源夯实 K12 领域内容优势，构建优质 IP 生态系统；另一方面持续推动核心 IP 向年轻及泛人群市场渗透。公司实体产业主要包括：（1）婴童业务：基于 0-3 岁幼童的用品需求。（2）玩具业务：基于 3-12 岁儿童的娱乐、教育需求。（3）潮玩业务：基于 12+青少年、年轻人的情绪消费需求。

图 33：奥飞娱乐发展历程



资料来源：奥飞娱乐官网，东莞证券研究所

（2）布局潮玩业务

近几年布局了年轻潮玩业务。公司潮玩业务以年轻群体为目标用户，通过“玩点无限”品牌实现潮玩产品的市场销售。公司与米哈游、网易、腾讯、叠纸等知名企业品牌达成合作，主要围绕相关知名 IP 及多品类体系深度开发潮玩产品，已陆续开发推出盲盒、叠叠乐、糖果粒等品类产品。“玩点无限”在研发产品时坚持以“提升潮流玩具的可玩性”为目的，将“玩点叠叠乐”这一品类持续巩固提升，建立和巩固行业地位。2025 年上半年，公司完成“玩点无限”品牌 VI 升级，强化品牌的独特性和识别度，通过社交媒体平台营销推广，持续强化品牌认知、提升品牌声量与势能，带动#玩点叠叠乐#、#玩点无限#等话题在微博、小红书、B 站、抖音等平台全网曝光量超过 1.7 亿次。下半年，“玩点无限”将继续推出叠叠乐配件、大盲盒、键帽等各类产品，并通过工艺升级及产品创新打造超级叠叠乐，以“实用谷子+随身配饰”标签进入毛绒产品赛道；在现有渠道基础上继续开拓大流通渠道，进一步强化 To C 直营电商业务以及海外市场。目前“玩点无限”已经通过名创优品、三福百货、酷乐潮玩、TOP TOY、The Green Party、KKV、X11 等知名潮玩系统，以及“玩点无限”天猫旗舰店、“玩点无限商城”微信小程序等线上线下渠道销售相关周边产品。

5. 投资策略

首次覆盖，给予行业超配评级。我国潮玩行业整体处于快速发展阶段，未来增长空间大。建议关注行业中拥有丰富 IP 矩阵，并具有优秀 IP 孵化及运营能力，渠道优势显著，供应链管理能力强，具备较强出海能力的优质公司。A 股建议关注积极向 IP 转型的晨光股份（603899）以及积极布局潮玩业务的奥飞娱乐（002292）。

表 7：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/8/27）

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
603899	晨光股份	31.42	1.52	1.71	1.91	20.73	18.40	16.43	买入	首次
002292	奥飞娱乐	9.70	-0.19	0.10	0.14	-50.28	98.98	68.31	增持	首次

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

6. 风险提示

- （1）**IP 孵化与运营风险。**IP 孵化培育周期长、投入高，能否商业化成功存在较多不确定性因素。需要公司具备较强的 IP 孵化及运营能力，而行业内众多公司不具备这项能力。
- （2）**市场竞争加剧。**潮玩市场潜力吸引更多的新进入者，可能将加剧行业竞争。
- （3）**海外市场经营风险。**部分公司大力拓展海外市场，可能将面临文化差异、成本控制、贸易摩擦等诸多风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司的其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn