



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

中国潮玩全球化：IP生态与千亿市场新范式

分析师：金荣（S0010521080002）

分析师：赵亮（S0010525070001）

2025年7月21日

华安证券研究所



核心观点

- **不同地区的潮玩行业处于不同的发展阶段，从空间上来看：1）中国：**潮玩行业兴起+国内涌现数个优质IP运营商，可培育国内IP消费需求+当前人均潮玩花费较低，未来具备较高增长弹性；**2）东南亚+拉美：**人口红利（年轻化消费群体的结构性优势）+渠道红利（电商快速渗透），潜力巨大；**3）北美+欧洲：**市场成熟，存量市场存在需求切换趋势，即媒介变革+传统IP审美疲劳下推动消费需求由传统内容IP向新兴形象IP切换。
- **IP生命周期探讨：**内容IP和形象IP的生命周期和特征均存在明显差异。一般来说，内容IP生命周期普遍长于形象IP，完整的世界观也决定了IP衍生价值天花板更高，整体呈现长周期+启动慢+生命周期长的特点；形象IP爆发快、波动大，后期依赖运营续命，长尾价值受限。
- **泡泡玛特成长性几何？**Labubu并不能决定泡泡玛特的成长天花板，泡泡玛特的核心优势是拥有不断培育新IP去开启下一轮周期的能力，底层核心是能够用工业化思维重塑IP生态，本质优势是“效率为王”，即高效的获取外部优质IP（IP总会向高效的平台聚集）和高效的筛选和培育IP模式（核心在于“低成本试错”）。
- **大麦娱乐IP业务本质是版权分销，核心护城河是背靠阿里资源，有极强的IP运营能力和渠道能力（如淘天、优酷等），可吸引上游优质IP版权方和下游客户，这一点与泡泡玛特相似，即IP总会向高效的平台聚集，未来的驱动来源于谷子经济行业下游自发扩张带来的经营杠杆效应。**
- **布鲁可：强IP+下沉市场策略，与万代形成产品错位，其核心优势是渠道能力，未来增量在于低线市场。**对于非独家IP（市场存在其他竞争者）+低价产品（产品技术壁垒不高）的玩具厂商来说，比拼的无非是渠道能力。横向对比卡游的终端网点及简单测算国内校边店理论上限，我们认为公司在下沉市场仍有较大空间。
- **卡游：核心壁垒是渠道优势，在渠道建设上的核心优势主要体现在三个方面：人员、经销商资源以及长期积累的稳定性。**由于集换式卡牌中IP的生命周期较为短暂，呈现短期爆发强、波动大、持久力差等特点，所以重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力将是重中之重。
- **投资建议：**我国潮玩行业整体处于快速发展阶段，弹性空间大，同时国内玩家整体PEG较世界主流玩家处于低位，建议关注原创IP能力强+高出海预期的泡泡玛特（9992.HK），国内龙头版权代理商+极强运营能力的大麦娱乐（1060.HK），具备渠道优势+下沉市场广阔的布鲁可（0325.HK）和卡游（暂未上市）。
- **风险提示：**版权续约不及预期、行业竞争加剧、产能不及预期。



目录

- 一、如何看待潮玩增长空间？
- 二、如何看待IP的生命周期？
- 三、如何看待泡泡玛特的成长性？
- 四、大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准
- 五、布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间
- 六、卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

如何看待潮玩增长空间？

图表1：全球玩具行业规模（百万美元）

toy types	分类	举例	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Toys and Games	玩具/游戏大盘	玩具/游戏大盘	88,413	88,819	98,411	94,373	93,581	95,316
yoy growth%	-	-	-	0%	11%	-4%	-1%	2%
Collectible toys	泛收藏类玩具	泛收藏类玩具大盘	44,749	46,577	53,206	52,812	53,192	55,210
yoy growth%	-	-	-	4%	14%	-1%	1%	4%
Action Figures and Accessories	可动人偶和配件	手办（关节可活动）	7,156	6,701	7,507	7,401	7,168	7,012
yoy growth%	-	-	-	-6%	12%	-1%	-3%	-2%
Construction	建设	乐高积木	10,969	12,221	14,326	14,460	14,961	16,320
yoy growth%	-	-	-	11%	17%	1%	3%	9%
Dolls and Accessories	玩偶及配件	手办	11,370	11,556	12,930	12,497	12,214	11,924
yoy growth%	-	-	-	2%	12%	-3%	-2%	-2%
Games and Puzzles	游戏和拼图	扑克/集换式卡牌	10,486	11,821	13,635	13,398	13,666	14,580
yoy growth%	-	-	-	13%	15%	-2%	2%	7%
Plush	毛绒	毛绒玩具	4,769	4,278	4,808	5,056	5,183	5,374
yoy growth%	-	-	-	-10%	12%	5%	3%	4%
Other	其他类玩具	其他类玩具大盘	43,664	42,242	45,205	41,561	40,389	40,107
yoy growth%	-	-	-	-3%	7%	-8%	-3%	-1%
Arts and Crafts	艺术和手工艺	珠宝制作套件	4,682	4,745	5,024	4,682	4,628	4,640
Baby and Infant	婴儿和婴儿	拨浪鼓	5,952	5,538	5,802	5,440	5,255	5,107
Dress-Up and Role Play	装扮和角色扮演	玩具厨房套件	3,290	3,001	3,175	2,804	2,646	2,559
Model Vehicles	模型车辆	卡车模型	5,469	4,960	5,337	4,931	5,090	5,302
Outdoor and Sports	户外和运动	秋千/蹦床等	5,311	5,707	6,175	5,438	4,899	4,696
Pre-School	学前班	识字算数玩具	6,877	6,542	6,998	6,711	6,481	6,425
Remote Control Toys	遥控玩具	遥控汽车	3,904	3,693	4,002	3,559	3,488	3,445
Ride-On Vehicles	骑乘式车辆	骑行玩具车	3,029	2,896	3,115	2,768	2,702	2,688
Scientific/Educational	科学/教育	电路玩具套装	2,551	2,668	2,944	2,866	2,883	2,962
Other Traditional Toys and Games	其他传统玩具和游戏	其他	2,600	2,492	2,633	2,363	2,316	2,282

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

全球泛收藏类玩具规模增速略高于玩具大盘，2024年增长达4%。其中建造类（如乐高）和卡牌类增长明显，分别9%和7%，毛绒类玩具近三年维持中低个位数稳定增长。

如何定义收藏类玩具？与传统玩具的区别？①需求不同：传统玩具解决“玩”的需求，收藏类玩具满足“拥有”的欲望。随着潮玩文化兴起，两者的界限逐渐模糊，但用户行为仍是判断的重要依据；②用户画像及购买目的不同：传统玩具买家主要为儿童或其家长，购买决策注重性价比和教育意义。收藏类玩具买家以青少年或成年爱好者为主，消费行为受社群文化、IP忠诚度驱动，满足身份认同（如动漫迷、潮玩爱好者）、投资增值（如炒作款盲盒）等；③定价逻辑不同：传统玩具定价通常与生产成本挂钩，折扣促销常见。收藏类玩具价格受稀缺性、二级市场炒作影响（如某些盲盒隐藏款溢价数十倍），二级市场活跃，常见于拍卖平台、粉丝社群交易，形成独立价格体系。

收藏类玩具和传统玩具增速差异原因？收藏类玩具增长靠消费者对IP认知提升及悦己经济的推动，传统玩具增速下滑源于少子化。



华安研究·拓展投资价值

如何看待潮玩增长空间？

成熟市场占比高，但增速并不显著，市场饱和度较高：分地区看，北美和西欧经济发达，IP市场较为成熟，泛收藏类玩具市场占全球比重较高（33%和23%），但由于基数规模大，市场饱和度较高，人口年龄结构偏老龄化，行业增长乏力，增速低于全球大盘增长。

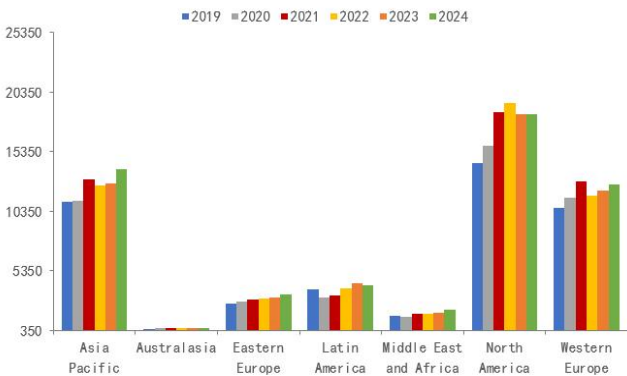
新兴市场增速较快，仍具备较高增长空间：新兴市场如亚太地区（尤其中国及东南亚）、拉美以及中东地区潮玩行业规模仍处于低位，IP市场仍处于萌芽阶段，同时由于这些地区具备人口红利（人口年龄结构年轻化），潮玩行业增速亮眼，也具备较为广阔的增长空间。

图表2：全球主要地区泛收藏类玩具行业规模（百万美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
World	44,749	46,577	53,206	52,812	53,192	55,210
Asia Pacific	11,166	11,282	13,000	12,543	12,673	13,878
% of total	25%	24%	24%	24%	24%	25%
yoy growth%	-	1%	15%	-4%	1%	10%
Australasia	505	545	598	568	531	552
% of total	1%	1%	1%	1%	1%	1%
yoy growth%	-	8%	10%	-5%	-7%	4%
Eastern Europe	2,627	2,760	2,992	3,008	3,122	3,389
% of total	6%	6%	6%	6%	6%	6%
yoy growth%	-	5%	8%	1%	4%	9%
Latin America	3,785	3,095	3,297	3,864	4,349	4,159
% of total	8%	7%	6%	7%	8%	8%
yoy growth%	-	-18%	7%	17%	13%	-4%
Middle East and Africa	1,574	1,522	1,725	1,736	1,863	2,113
% of total	4%	3%	3%	3%	4%	4%
yoy growth%	-	-3%	13%	1%	7%	13%
North America	14,408	15,839	18,693	19,448	18,544	18,465
% of total	32%	34%	35%	37%	35%	33%
yoy growth%	-	10%	18%	4%	-5%	0%
Western Europe	10,686	11,534	12,900	11,646	12,110	12,654
% of total	24%	25%	24%	22%	23%	23%
yoy growth%	-	8%	12%	-10%	4%	4%

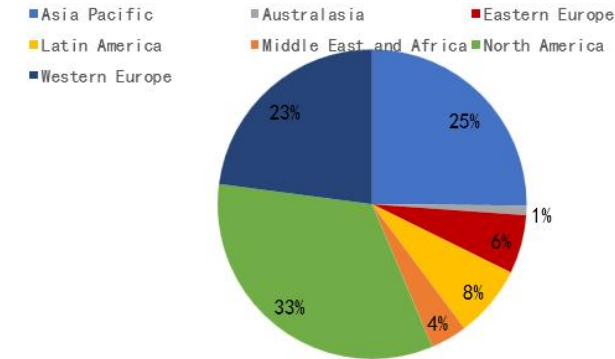
资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表3：全球主要地区泛收藏类玩具行业规模（百万美元）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表4：全球主要地区泛收藏类玩具行业占全球大盘比重



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

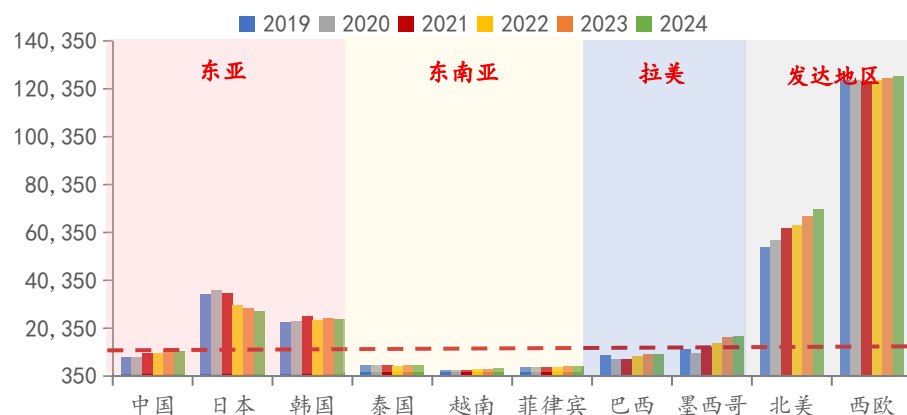
如何看待潮玩增长空间？

如何看待泛收藏类玩具行业的增长空间？

分地区看：1) 中国：潮玩行业兴起+国内涌现数个优质IP运营商，可培育国内IP消费需求+当前人均潮玩花费较低，未来具备较高增长弹性；2) 东南亚+拉美：人口红利（35岁以下人口占比高）+渠道红利（电商高速发展）；3) 北美+欧洲：IP市场成熟，付费能力强，需求存在从传统内容IP向潮流形象IP切换趋势。

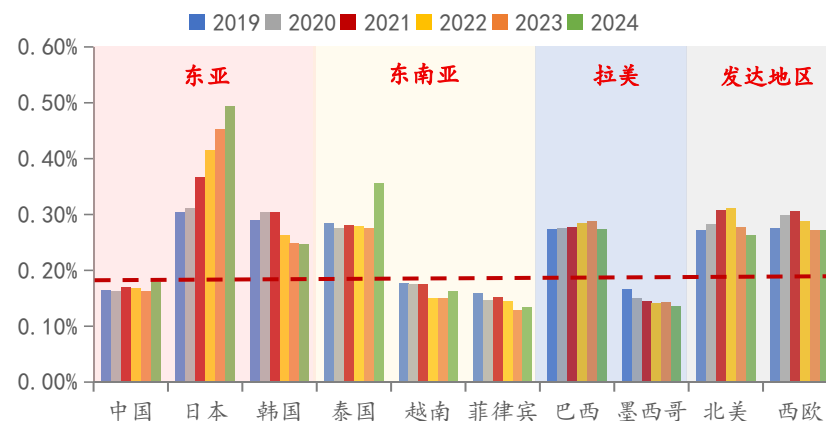
1) 中国：IP潮玩逐渐兴起，人均潮玩花费相对较低（人均收入高于东南亚以及巴西，人均潮玩花费低于泰国和巴西，与东南亚主要国家相差不大）。考虑到潮玩在我国仍处于快速增长通道，近年来，中国潮玩市场已培育出如泡泡玛特这种具有国际竞争力的本土IP运营商，泡泡玛特不仅打造了Molly、Labubu等深受市场欢迎的原创IP形象，更通过线上线下融合的新零售模式，显著提升了IP触达效率。国内IP潮玩行业生态的快速完善，正在加速国内消费者的IP认知培育和消费习惯养成，我们认为国内人均潮玩花费未来具备较高增长弹性。

图表5：15-35岁平均收入（美元）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表6：15-35岁人均潮玩花费/平均收入



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待潮玩增长空间？

图表7：中日韩泛收藏类玩具规模增长空间测算

China	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	388,710	384,827	379,240	372,287	364,831	358,347	352,291	346,473	344,825	342,658	341,195	338,584
yoy growth%		-1.0%	-1.5%	-1.8%	-2.0%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.8%
15-35age gross income(\$)	8,067	8,329	9,866	10,023	10,482	10,834	11,336	11,897	12,630	13,420	14,247	15,135
yoy growth%		3.2%	18.5%	1.6%	4.6%	3.4%	4.6%	4.9%	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.16%	0.16%	0.17%	0.17%	0.16%	0.18%	0.19%	0.21%	0.22%	0.23%	0.24%	0.25%
泛收藏类玩具行业规模(mn USD)	5,122	5,195	6,366	6,273	6,180	6,948	7,746	8,613	9,754	10,759	11,859	13,015
yoy growth%		1.4%	22.6%	-1.5%	-1.5%	12.4%	11.5%	11.2%	13.2%	10.3%	10.2%	9.7%
Japan	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	25,393	25,125	24,779	24,633	24,586	24,477	24,398	24,333	24,235	24,150	24,004	23,863
yoy growth%		-1.1%	-1.4%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
15-35age gross income(\$)	34,462	36,048	34,856	29,789	28,823	27,263	28,703	29,712	30,684	31,960	32,860	34,130
yoy growth%		4.6%	-3.3%	-14.5%	-3.2%	-5.4%	5.3%	3.5%	3.3%	4.2%	2.8%	3.9%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.30%	0.31%	0.37%	0.41%	0.45%	0.49%	0.51%	0.53%	0.55%	0.57%	0.59%	0.61%
泛收藏类玩具行业规模(mn USD)	2,660	2,811	3,157	3,045	3,205	3,297	3,600	3,861	4,121	4,431	4,686	5,002
yoy growth%		5.7%	12.3%	-3.6%	5.3%	2.9%	9.2%	7.3%	6.7%	7.5%	5.8%	6.7%
South Korea	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	13,023	12,862	12,598	12,417	12,389	12,265	12,073	11,911	11,682	11,437	11,177	10,933
yoy growth%		-1.2%	-2.1%	-1.4%	-0.2%	-1.0%	-1.6%	-1.3%	-1.9%	-2.1%	-2.3%	-2.2%
15-35age gross income(\$)	22,585	23,216	25,250	23,810	24,570	24,171	23,567	23,901	24,701	25,542	26,469	27,447
yoy growth%		2.8%	8.8%	-5.7%	3.2%	-1.6%	-2.5%	1.4%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.29%	0.30%	0.30%	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.28%
泛收藏类玩具行业规模(mn USD)	849	909	965	774	754	731	716	730	755	779	803	830
yoy growth%		7.1%	6.1%	-19.8%	-2.6%	-3.1%	-2.1%	2.0%	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

如何看待潮玩增长空间？

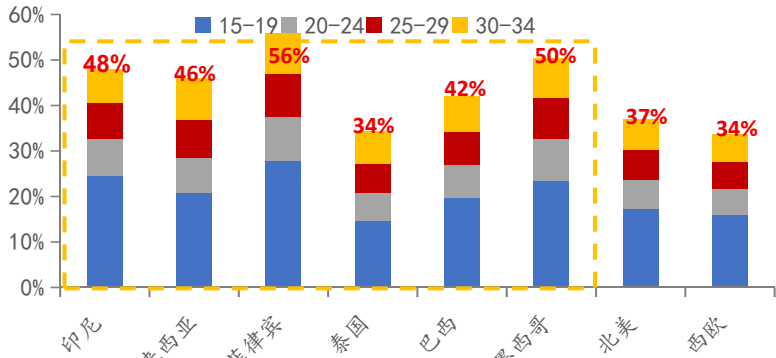
2) 东南亚+拉美：人口红利（年轻化消费群体的结构性优势）+渠道红利（电商快速渗透）。

从人口年龄分布角度看：东南亚和拉美主流国家人口分布呈现年轻化，印尼、马来西亚、菲律宾、巴西和墨西哥35岁以下人口占据50%左右，相比之下，北美和西欧发达地区35岁以下人口占比仅35%左右，这一庞大的年轻消费群体对潮流文化接受度高，且消费意愿强烈，为潮玩市场提供了稳定的需求基础。潮玩产品满足了年轻人对“满足感”和“情感陪伴”的需求，他们更倾向于将潮玩视为社交货币和自我个性的表达方式。

从渠道看：东南亚和拉美的电商市场处于快速增长期，为国内潮玩出海提供低门槛渠道。潮玩品牌通过“盲盒开箱+限时抽奖”的互动玩法，将购买行为转化为娱乐体验。例如泡泡玛特在泰国单场直播GMV超10万美元，其直播间设计成“盲盒主题游乐园”，消费者熬夜蹲守隐藏款，形成现象级社交传播。尽管拉美线下潮玩零售生态薄弱，但电商渗透率快速扩张，直播带货填补了线下集合店的缺失，潮玩品牌借助KOL开箱视频快速建立认知。

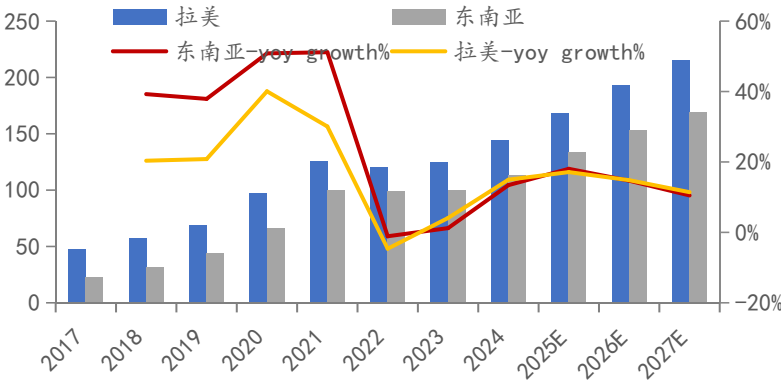
空间测算：①**东南亚：**根据Euromonitor预计，东南亚主要国家15-35岁人均工资在2025年-2030年维持中高个位数增长，我们认为东南亚年轻化的人口结构、消费升级趋势、社交媒体传播力、文化适配性以及渠道红利共同构成了东南亚潮玩行业增长的底层逻辑。未来，随着品牌本地化策略的深化和消费场景的多元化，这一市场的增长潜力仍将持续释放；②**拉美：**世界银行预测拉丁美洲今年将成为全球经济增长率最低的地区，增长率仅为2.1%，并强调低投资、高债务和全球动荡是其发展的障碍。根据Euromonitor预计，墨西哥和巴西15-35岁人均工资在今年将会出现下降，预计短期内或将对潮玩行业有负面扰动。

图表8：人口结构分布（按年龄分）



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表9：拉美和东南亚电商行业规模（十亿美元）



资料来源：Statista，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待潮玩增长空间？

图表10：拉美和东南亚主要国家泛收藏玩具行业规模测算

Thailand	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	19,924	19,770	19,615	19,447	19,270	19,101	18,936	18,766	18,598	18,431	18,259	18,065
yoy growth%		-0.8%	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-1.1%
15-35age gross income(\$)	4,990	4,851	4,821	4,524	4,852	4,951	5,421	5,485	5,761	6,063	6,385	6,726
yoy growth%		-2.8%	-0.6%	-6.2%	7.2%	2.0%	9.5%	1.2%	5.0%	5.2%	5.3%	5.3%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.28%	0.27%	0.28%	0.28%	0.28%	0.36%	0.38%	0.40%	0.42%	0.43%	0.44%	0.45%
行业规模 (mn USD)	282	264	265	245	257	336	386	407	445	476	508	542
yoy growth%		-6.0%	0.5%	-7.3%	4.8%	30.8%	14.7%	5.6%	9.4%	6.8%	6.8%	6.6%
Vietnam	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	30,574	30,165	29,837	29,559	29,281	28,995	28,621	28,330	28,368	28,529	28,647	28,806
yoy growth%		-1.3%	-1.1%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-1.3%	-1.0%	0.1%	0.6%	0.4%	0.6%
15-35age gross income(\$)	2,729	2,766	2,877	3,154	3,252	3,505	3,734	3,968	4,286	4,612	4,953	5,315
yoy growth%		1.3%	4.0%	9.6%	3.1%	7.8%	6.5%	6.3%	8.0%	7.6%	7.4%	7.3%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.18%	0.17%	0.17%	0.15%	0.15%	0.16%	0.17%	0.17%	0.18%	0.18%	0.19%	0.19%
行业规模 (mn USD)	148	146	149	139	143	166	180	194	216	241	267	296
yoy growth%		-1.4%	2.4%	-6.9%	2.6%	16.1%	8.4%	8.3%	11.3%	11.2%	10.8%	10.8%
Philippines	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	39,389	39,870	40,401	40,861	41,297	41,729	42,117	42,486	42,837	43,153	43,401	43,591
yoy growth%		1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%
15-35age gross income(\$)	3,978	3,781	3,863	3,920	4,402	4,548	4,980	5,311	5,723	6,172	6,660	7,191
yoy growth%		-4.9%	2.2%	1.5%	12.3%	3.3%	9.5%	6.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.16%	0.15%	0.15%	0.14%	0.13%	0.13%	0.14%	0.14%	0.15%	0.15%	0.16%	0.16%
行业规模 (mn USD)	250	220	238	231	233	255	292	326	366	411	461	515
yoy growth%		-12.2%	8.3%	-2.9%	1.0%	9.5%	14.6%	11.4%	12.4%	12.3%	12.0%	11.8%
Brazil	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	65,450	64,933	64,426	63,830	63,313	62,775	62,248	61,821	61,428	61,014	60,634	60,274
yoy growth%		-0.8%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
15-35age gross income(\$)	9,102	7,290	7,362	8,653	9,553	9,548	9,167	9,294	9,676	10,056	10,454	10,864
yoy growth%		-19.0%	1.0%	17.5%	10.4%	-0.1%	-4.0%	1.4%	4.1%	3.9%	4.0%	3.9%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.27%	0.25%	0.25%	0.26%	0.27%	0.28%	0.29%
行业规模 (mn USD)	1,624	1,301	1,314	1,566	1,742	1,642	1,427	1,436	1,545	1,657	1,775	1,899
yoy growth%		-19.9%	1.0%	19.2%	11.2%	-5.8%	-13.1%	0.7%	7.6%	7.2%	7.1%	7.0%
Mexico	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
15-35age population('000)	44,477	44,844	45,080	45,326	45,648	45,898	46,086	46,190	46,189	46,149	46,052	45,957
yoy growth%		0.8%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
15-35age gross income(\$)	11,380	9,982	12,148	13,921	16,678	17,033	15,958	15,924	16,391	16,904	17,445	18,005
yoy growth%		-12.3%	21.7%	14.6%	19.8%	2.1%	-6.3%	-0.2%	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%
人均收藏玩具花费/平均收入	0.17%	0.15%	0.14%	0.14%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%	0.13%	0.14%	0.15%	0.16%
行业规模 (mn USD)	841	672	789	884	1,083	1,053	883	883	984	1,092	1,205	1,324
yoy growth%		-20.1%	17.3%	12.1%	22.5%	-2.8%	-16.2%	0.0%	11.5%	11.0%	10.3%	9.9%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

如何看待潮玩增长空间？

3) 欧美：市场成熟，存量市场存在需求切换趋势，即媒介变革+传统IP审美疲劳下推动消费需求由传统内容IP向新兴形象IP切换。

潮玩市场正经历从传统内容IP向新兴形象IP的消费转型，这一趋势源于传统IP因内容载体变迁（短视频/流媒体逐渐取代传统TV）和传统内容IP审美疲劳导致，而新兴形象IP品牌（如泡泡玛特、jelly cat）凭借差异化定位和精准的Z世代情绪价值捕获实现爆发式增长。如泡泡玛特LABUBU系列通过“丑萌美学+盲盒经济+明星带货”组合拳，在欧美地区迅速走红。jellycat则以“情绪疗愈”定位被成年消费者视为“精神奶嘴”。这种更替反映了潮玩产业从“IP崇拜”向“情感驱动”的底层逻辑转变：传统内容IP依赖影视内容的长周期开发模式难以适应社交媒体时代的快速迭代需求，而新兴形象IP通过设计创新（如反主流审美的LABUBU）、社群运营（TikTok中#Labubu话题视频播放量60亿次）和供应链敏捷响应（直播实时反馈消费需求，工厂迅速反应）构建了新竞争壁垒。

①媒介变革：社交平台/短视频平台的传播速度远高于传统影视宣发模式。以盲盒为例，直播开盒的方式不仅提高了消费者的参与度，更通过实时互动和即时购买极大地缩短了消费者的决策周期，消费者在社交媒体上分享自己的拆盒体验，讨论隐藏款和稀有款的概率，甚至形成了专门的线上社区，这种基于情绪共鸣和社交互动的消费体验，使得潮玩品牌能够在短时间内迅速吸粉，并转化为可观的销售额；

②开发周期：内容IP往往基于影视、动漫、游戏等内容作品，创作成本较高，周期较长，形象IP从设计到市场检验仅需数月时间，创造过程周期相对短、成本相对较低，没有内容的束缚，反而相对延展了它可应用的场景和范围。综上，我们认为在当前社会背景下，信息传播方式的多样化和高效化使得形成话题热点的时间大大压缩，越来越多的IP并不需要同以前一样通过一步步制作内容来积累认同创造价值，而是通过给IP形象搭建人设设定、创造认同属性、构建圈子文化等运营的方式去快速吸引受众，产生价值。

图表12: jelly cat部分产品



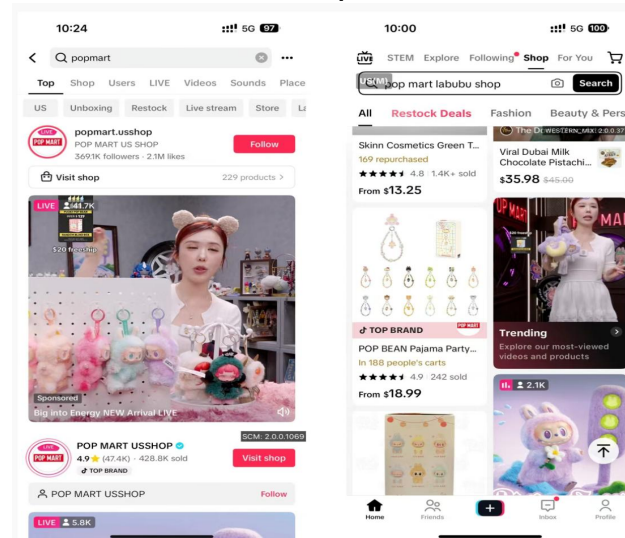
资料来源：lisaangel，华安证券研究所

图表13: jelly cat部分产品



资料来源：lisaangel，华安证券研究所

图表11: 泡泡玛特 Tiktok shop 直播间



资料来源：白鲸出海，华安证券研究所

图表14: 社媒中Labubu的“名人效应”



资料来源：TDG，华安证券研究所

如何看待潮玩增长空间？

图表15：全球IP潮玩巨头收入对比

Company	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Disney									
Merchandise Licensing & Retail (mn USD)	4,519	4,721	5,241	4,609	4,358	4,307	4,411	4,536	4,618
yoy growth%	6%	4%	11%	-12%	-5%	-1%	2%	3%	2%
Mattel									
Revenue (mn USD)	4,505	4,584	5,458	5,435	5,441	5,380	5,462	5,568	5,636
yoy growth%	0%	2%	19%	0%	0%	-1%	2%	2%	1%
Hasbro									
Revenue (mn USD)	4,720	5,465	6,420	5,857	5,003	4,136	4,219	4,404	4,585
yoy growth%	3%	16%	17%	-9%	-15%	-17%	2%	4%	4%
Sanrio									
Revenue (bn JPY)	59	55	41	53	73	100	145	172	194
yoy growth%	-2%	-7%	-26%	29%	38%	38%	45%	18%	13%
PopMart									
Revenue (mn CNY)	-	2,513	4,491	4,617	6,301	13,038	24,374	33,137	41,315
yoy growth%	-	79%	79%	3%	36%	107%	87%	36%	25%

资料来源：Bloomberg, 华安证券研究所

传统内容IP与新兴形象IP玩家收入增速明显分化。传统内容IP玩家我们选取迪士尼(Disney)、美泰(Mattel)和孩之宝(Hasbro)，新兴形象IP我们选取三丽鸥(Sanrio)和泡泡玛特(Pop Mart)。从图中可看出，传统内容IP玩家最近三年收入出现负增长，根据Bloomberg一致预期，未来三年收入增速也普遍只维持2%-4%增长。

三丽鸥与泡泡玛特增速远高于传统IP内容玩家，虽然存在基数原因，但也能从侧面反映出市场的消费需求同样出现分化。

*注：Disney采用Merchandise Licensing & Retail收入，并非总收入。

图表16：Mattel IP-Barbie



资料来源：Amazon, 华安证券研究所

图表17：Hasbro IP- 变形金刚



资料来源：Hasbro, 华安证券研究所

图表18：Disney 部分IP



资料来源：PCgames, 华安证券研究所

图表19：Sanrio 部分IP



资料来源：paloli, 华安证券研究所

图表20：Labubu 3.0系列



资料来源：淘宝, 华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待潮玩增长空间？

图表21：全球泛收藏类玩具空间测算

15-35Age population('000,	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Asia Pacific	1,355,497	1,354,461	1,351,390	1,347,772	1,345,119	1,342,800	1,340,569	1,342,439	1,344,311	1,346,185	1,348,062
yoy growth%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Australasia	8,385	8,230	8,303	8,645	8,800	8,885	8,961	9,036	9,104	9,163	9,213
yoy growth%	-0.1%	-1.8%	0.9%	4.1%	1.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
Eastern Europe	78,246	76,064	73,943	71,226	70,030	69,145	68,506	68,118	67,733	67,350	66,969
yoy growth%	-2.5%	-2.8%	-2.8%	-3.7%	-1.7%	-1.3%	-0.9%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
Latin America	212,051	212,145	212,226	212,465	212,533	212,442	212,320	212,090	212,090	212,090	212,090
yoy growth%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0%	0%	0%
Middle East and Africa	553,845	566,107	580,035	594,239	608,862	623,635	638,986	654,742	670,886	687,429	704,380
yoy growth%	2.2%	2.2%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
North America	98,588	98,485	99,165	100,155	100,676	100,430	100,111	99,818	99,525	99,233	98,942
yoy growth%	0.0%	-0.1%	0.7%	1.0%	0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
Western Europe	123,856	123,455	123,810	124,860	125,407	125,403	125,141	125,095	125,050	125,004	124,958
yoy growth%	0.0%	-0.3%	0.3%	0.8%	0.4%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
15-35Age gross income(\$)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Asia Pacific	5,253	5,835	5,813	5,974	6,155	6,406	6,712	7,100	7,525	7,902	8,218
yoy growth%	0.1%	11.1%	-0.4%	2.8%	3.0%	4.1%	4.8%	5.8%	6.0%	5.0%	4.0%
Australasia	37,662	43,096	41,918	41,093	42,306	41,305	42,708	44,009	45,351	46,258	47,183
yoy growth%	1.7%	14.4%	-2.7%	-2.0%	3.0%	-2.4%	3.4%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
Eastern Europe	9,047	10,074	10,764	11,359	12,067	12,804	12,862	13,511	13,916	14,195	14,478
yoy growth%	-1.1%	11.4%	6.8%	5.5%	6.2%	6.1%	0.4%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%
Latin America	7,418	8,276	9,468	10,587	10,814	10,552	10,728	11,093	11,537	11,999	12,479
yoy growth%	-14.2%	11.6%	14.4%	11.8%	2.1%	-2.4%	1.7%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
Middle East and Africa	3,921	4,188	4,425	4,179	4,022	4,085	4,103	4,221	4,348	4,478	4,613
yoy growth%	-7.4%	6.8%	5.7%	-5.6%	-3.8%	1.6%	0.4%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
North America	56,917	61,893	63,134	66,965	70,007	73,204	76,147	79,385	81,766	84,219	86,746
yoy growth%	5.6%	8.7%	2.0%	6.1%	4.5%	4.6%	4.0%	4.3%	3.0%	3.0%	3.0%
Western Europe	31,293	34,294	32,699	35,704	37,260	38,886	39,837	41,118	41,940	42,779	43,635
yoy growth%	0.0%	9.6%	-4.7%	9.2%	4.4%	4.4%	2.4%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待潮玩增长空间？

图表21：全球泛收藏类玩具空间测算（续）

人均收藏玩具花费/平均收入	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Asia Pacific	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.17%	0.18%	0.19%	0.20%	0.21%	0.22%	0.23%
Australasia	0.17%	0.17%	0.16%	0.15%	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%	0.17%	0.17%	0.17%
Eastern Europe	0.39%	0.39%	0.38%	0.39%	0.40%	0.40%	0.41%	0.41%	0.41%	0.42%	0.42%
Latin America	0.20%	0.19%	0.19%	0.19%	0.18%	0.17%	0.18%	0.19%	0.20%	0.21%	0.22%
Middle East and Africa	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%	0.09%	0.09%	0.10%	0.10%	0.11%	0.11%	0.12%
North America	0.28%	0.31%	0.31%	0.28%	0.26%	0.27%	0.28%	0.29%	0.30%	0.31%	0.32%
Western Europe	0.30%	0.30%	0.29%	0.27%	0.27%	0.28%	0.29%	0.30%	0.31%	0.32%	0.32%
行业规模(mn USD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Asia Pacific	11,282	13,000	12,543	12,673	13,878	15,483	17,097	19,061	20,941	22,870	24,926
yoy growth%	1.0%	15.2%	-3.5%	1.0%	9.5%	11.6%	10.4%	11.5%	9.9%	9.2%	9.0%
Australasia	545	598	568	531	552	587	612	636	702	721	739
yoy growth%	7.9%	9.8%	-5.0%	-6.6%	4.0%	6.3%	4.3%	3.9%	10.3%	2.7%	2.6%
Eastern Europe	2,760	2,992	3,008	3,122	3,389	3,577	3,586	3,773	3,893	3,977	4,063
yoy growth%	5.1%	8.4%	0.5%	3.8%	8.5%	5.6%	0.3%	5.2%	3.2%	2.2%	2.2%
Latin America	3,095	3,297	3,864	4,349	4,159	3,811	4,100	4,470	4,894	5,344	5,823
yoy growth%	-18.2%	6.5%	17.2%	12.6%	-4.4%	-8.4%	7.6%	9.0%	9.5%	9.2%	9.0%
Middle East and Africa	1,522	1,725	1,736	1,863	2,113	2,326	2,524	2,799	3,100	3,426	3,778
yoy growth%	-3.3%	13.3%	0.6%	7.3%	13.4%	10.1%	8.5%	10.9%	10.8%	10.5%	10.3%
North America	15,839	18,693	19,448	18,544	18,465	19,996	21,497	23,137	24,575	26,074	27,636
yoy growth%	9.9%	18.0%	4.0%	-4.7%	-0.4%	8.3%	7.5%	7.6%	6.2%	6.1%	6.0%
Western Europe	11,534	12,900	11,646	12,110	12,654	13,693	14,497	15,472	16,300	17,155	17,491
yoy growth%	7.9%	11.8%	-9.7%	4.0%	4.5%	8.2%	5.9%	6.7%	5.4%	5.2%	2.0%
Wordwide	46,577	53,206	52,813	53,192	55,210	59,472	63,913	69,350	74,405	79,566	84,455
yoy growth%	4.1%	14.2%	-0.7%	0.7%	3.8%	7.7%	7.5%	8.5%	7.3%	6.9%	6.1%

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所



目录

一、如何看待潮玩增长空间？

二、如何看待IP的生命周期？

三、如何看待泡泡玛特的成长性？

四、大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

五、布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

六、卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

如何看待IP的生命周期？

内容IP和形象IP的生命周期和特征均存在明显差异。一般来说，内容IP生命周期普遍长于形象IP（内容IP长青的根本在于其自身作品质量，形象IP长青的根本在于运营商后续的运营能力）。此外，内容IP衍生价值天花板也更高（比如我们经常看到一些内容IP可开发成游戏，如漫威、DC、pokemon，龙珠等，这是因为内容IP在成立之初就具备完整且庞大的世界观，相反，形象IP因缺乏故事性很难在影视、游戏等各个方面继续做衍生）。

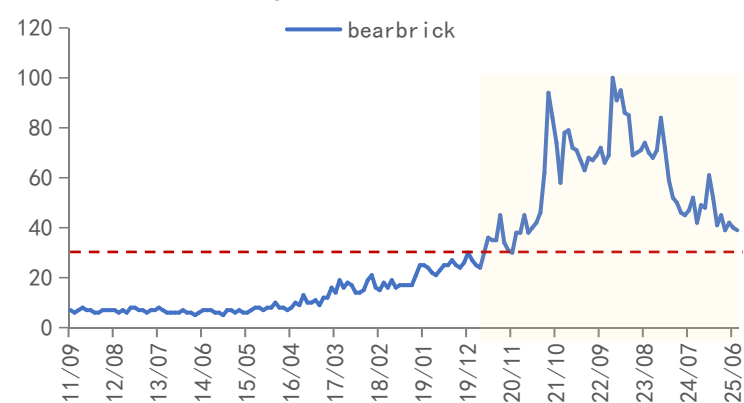
内容IP：

①**特征：**依托影视、文学等叙事载体构建世界观，强调角色成长与情感共鸣，粉丝忠诚度高但受众筛选严格（需经历“观看内容→情感投射”两步转化）；②**生命周期特点：**长周期+启动慢+生命周期长：依赖高成本内容制作（如漫威电影单部投资超2亿美元），生命周期可达数十年（如《星际大战》《哈利波特》等）；③**衍生价值天花板高：**庞大世界观支撑多元开发（游戏、乐园等）；④**时代风险：**价值观/形象易过时，需持续现代化改造。

形象IP：

①**特征：**以视觉设计为核心，无固定叙事，用户通过“形象认同→自由投射”建立情感连接，受众广但黏性较低。②**生命周期特点：**爆发快波动大，社交传播助推短期破圈。设计迭代快（泡泡玛特从设计到上市仅需数月），后期依赖运营续命，需高频更新、跨界联名维持热度，否则易沦为“快时尚”。③**长尾价值受限：**缺乏叙事支撑，衍生开发天花板较低。

图表22: Bearbrick Google trends index



资料来源: Google Trends, 华安证券研究所

图表23: Bearbrick 玩偶



资料来源: ubuy, 华安证券研究所

形象IP以Bearbrick为例，根据Google trends，按其搜索热度衡量生命周期（取峰值热度的30%分位以上为一个完整周期），大概为5年（2020年5月-至今）。

Bearbrick最早于2001年推出，但在2020-2023年迎来爆发期，迅速走红与Labubu有些相似，即同样采用盲盒模式（隐藏款二手平台溢价数倍，吸引投机资本入场）+名人效应（明星背书使其从玩具升格为“圈层硬通货”，成为潮流圈“身份通行证”）+联名。

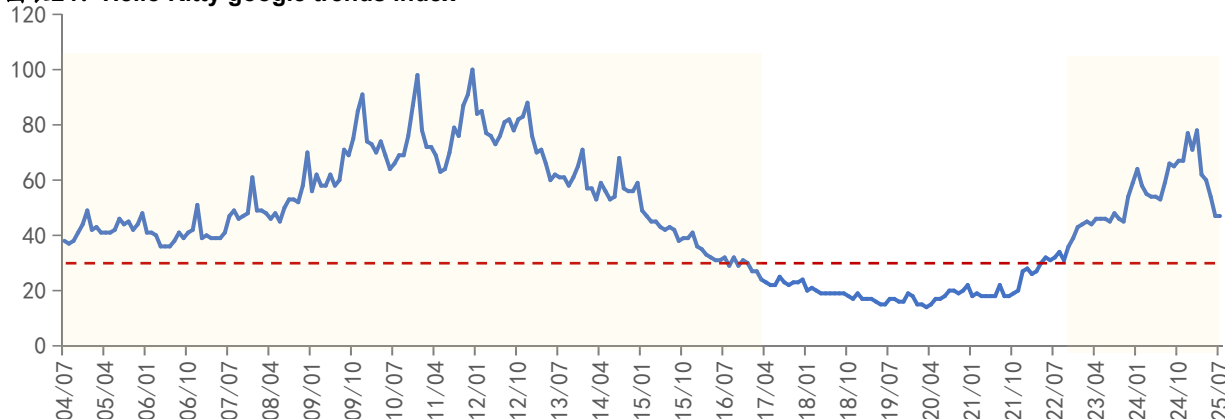
如何看待IP的生命周期?

上文已强调，内容IP的生命周期基本取决于作品的质量，内容质量是IP存续的根基，优秀的内容IP生命周期可达几十年，而普通形象IP的生命周期基本为5年左右。根据Titlmax统计，当前全球10大IP中，只有Hello Kitty是唯一一款形象IP（虽然后续也推出了动画丰富内容，但动画剧情单薄，受众很少）。

为何Hello Kitty作为一款形象IP能经久不衰？我们复盘了Hello Kitty发展历程，除了自身优秀的设计语言外，我们将Hello Kitty跨越生命周期实现长青的原因总结为两个：

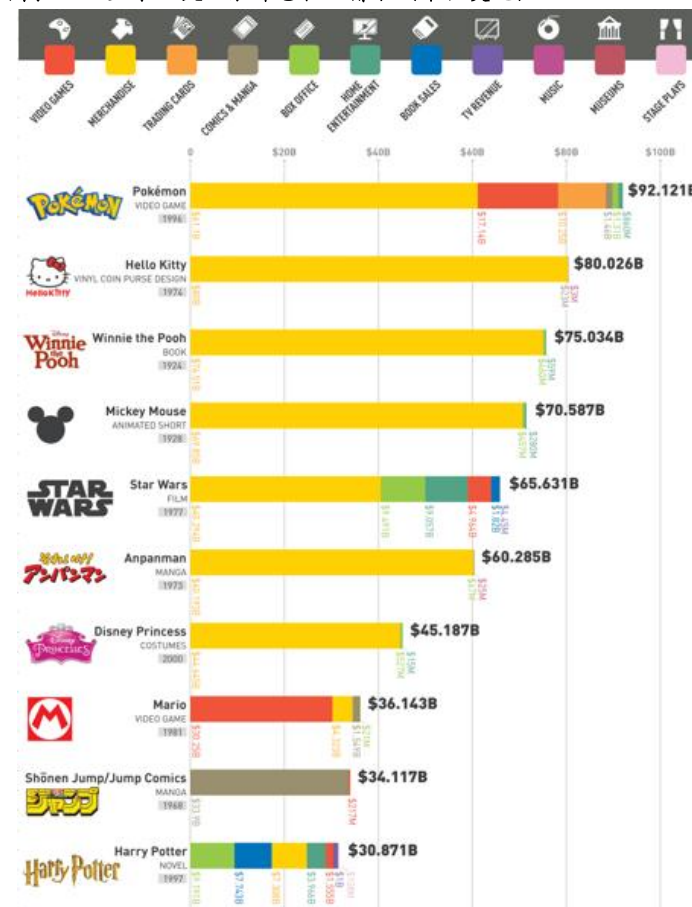
- 1) 顺应时代的“巧合”：Hello Kitty 1974年诞生时，日本正从二战阴影中复苏，急需重塑国际形象。Hello Kitty以纯真无政治的“可爱文化”（Kawaii）成为国家软实力工具，替代军国主义标签。从玩具到旅游宣传活动，到官方政府邮件，到成为联合国儿童基金会（UNICEF）驻美国的官方儿童大使，到被任命为韩国的旅游大使，再到2008年被日本外务省任命“可爱大使”派往国际博览会担任文化吉祥物，从中都可以看到日本官方借助可爱文化的亲和力与纯真感，将其转化为重塑日本全球形象的软实力工具。此外，当时日本处于经济高速增长期，日本儿童首次拥有零花钱，萌生“情感消费”需求；
- 2) 低门槛、超大规模SKU的IP授权，做到了极强的消费者触达：除烟酒枪支外开放所有品类授权，覆盖2.2万种商品（甚至包括核磁共振仪、飞机等），实现“万物皆可Hello Kitty”，覆盖全消费阶层，在日常生活中潜移默化影响消费者心智；

图表24: Hello Kitty google trends index



资料来源: Google Trends, 华安证券研究所

图表25: 全球10大IP累计总收入排名（十亿美元）



资料来源: titlmax, 华安证券研究所



目录

一、如何看待潮玩增长空间？

二、如何看待IP的生命周期？

三、如何看待泡泡玛特的成长性？

四、大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

五、布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

六、卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

如何看待泡泡玛特的成长性？

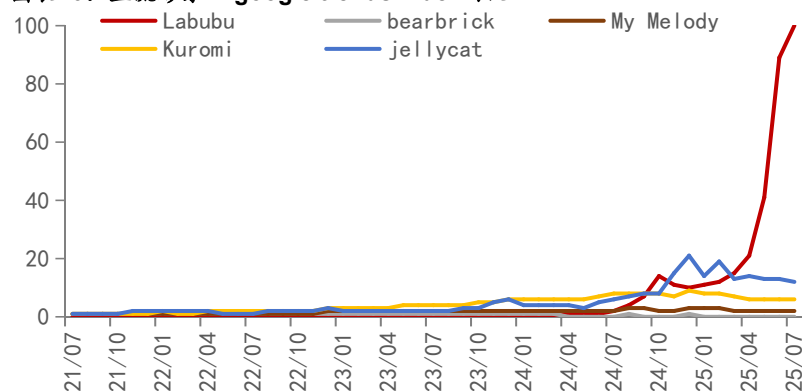
1) Labubu同样作为形象IP，是否能成为像Hello Kitty一样，跨越生命周期，成为长青IP？

①如上文所述，我们认为Hello Kitty的成功虽离不开其自身的设计，但同样也离不开时代的推波助澜（日本政府下场支持+日本处于经济快速增长阶段），这条路径存在偶然性，也难以被复制（三丽鸥自70s以来也再没有推出过第二个如Hello Kitty一般的长青IP），所以Hello Kitty的长青路径对Labubu来说没有太多借鉴意义；

②其次，与Hello Kitty低门槛联名、广泛授权不同，Labubu实现消费者触达的方式目前仍是以泡泡玛特官方推出的手办为主，SKU少。另外泡泡玛特本身线下渠道主要是直营模式，这种商业模式本身就一定程度上限制了Labubu实现跨市场、跨国别的线下消费者触达速度（与此对应的是三丽鸥在除日本的市场外，收入来源绝大部分都是版权收入，在除本国市场外均是轻资产运营）。

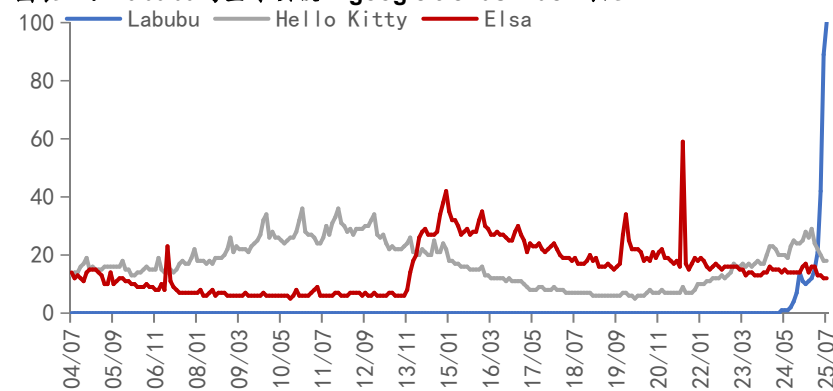
另一方面，我们也不认同市场拿Labubu和之前爆火的Bearbrick或Kaws作对比，我们认为Labubu大概率会拥有更长的生命周期：①虽然它们爆火的原因存在共性，但从峰值热度来说，Bearbrick或Kaws，甚至三丽鸥近年重新爆火的美乐蒂（My Melody）、库洛米（Kuromi）等一众形象IP与Labubu均没有可比性，即便是Hello Kitty，以及此前爆火的现象级IP艾莎公主（Elsa），其峰值热度也明显弱于Labubu；②Bearbrick或Kaws无论在线上还是线下的渠道，与泡泡玛特均有明显差距，在消费者触达能力上有存在本质差别（截至目前Bearbrick生产商Medicom Toy也仅有6家官方线下门店）；③无论是Bearbrick还是Kaws，官方定价以及二级市场溢价与Labubu差距明显，以Bearbrick S49盲盒为例（高度7cm），不考虑二级市场溢价，官网定价为550元，而Labubu 3.0系列盲盒（17cm）官网定价仅为99元，考虑溢价后，此前Bearbrick常规款二级市场价格一般在上千甚至上万元，属于奢侈品范畴，高门槛很大程度上阻断了其传播性。

图表26：主流形象IP google trends index对比



资料来源：Google Trends，华安证券研究所

图表27：Labubu与全球顶级IP google trends index对比



资料来源：Google Trends，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待泡泡玛特的成长性？

2) 如何看待泡泡玛特的成长性？

站在当前的角度去判断哪款IP能走向长青都是片面且盲目的，泡泡玛特成长空间不取决于Labubu是否能像Hello Kitty一样成长为世界级IP，而是在于泡泡玛特现有的商业模式能有更大的概率去不断发掘下一个“Labubu”，泡泡玛特具备得天独厚的产业优势。当Labubu周期结束时，泡泡玛特拥有另立IP开启下一轮周期的能力，底层核心是能够用工业化思维重塑IP生态——将创意从依赖“玄学”变为可量化、可复制的“系统工程”，本质优势是“效率为王”。

①高效的获取外部优质IP：IP总会向高效的平台聚集，泡泡玛特的IP运营能力及平台规模对艺术家来说有极强的吸引力

- a. 传统IP经济遵循“创作者→版权方→运营方”链条，而泡泡玛特通过全产业链整合（设计→生产→销售→数据回流）成为IP最优宿主，艺术家只需专注创作，泡泡玛特用高效的商业模式负责商业化验证与规模化落地，对于艺术家来说，泡泡玛特就是将自己IP实现快速商业化的最优质且最具备效率的渠道之一。
- b. 泡泡玛特每年都会举办业界规模最大的潮玩展（PTS潮玩展），除了能让知名艺术家携自身IP和粉丝近距离接触外，也能发现和签约潜力艺术家（潮流展玩具展把设计师进行了非常好的梳理，每个设计师的产品是否好卖，是否受青睐度、粉丝的关注度，泡泡玛特通过这些数据就可以挑选适合他们的设计师，泡泡玛特基本上会在每年PTS前10名的设计师中再进行挑选，签约Skull Panda的设计师就是案例之一）。

②高效的筛选和培育IP模式：核心在于“低成本试错”

筛选机制：自动售卖机/快闪店测试→用户数据反馈（DTC的商业模式使得数据反馈更为及时）→量产决策→本地供应链快速响应

- a. 利用自动贩卖机和快闪店来测试哪些地方适合开店，哪些SKU更受欢迎，通过低成本试错的方式，来测试市场反应，从而使得开店的成功率非常高，也能将传统产业文创中不可控的“出圈概率”问题，转化为高效率、高成功率的工业化流程。此外，代工厂的灵活性和快速响应能力，使得泡泡玛特能够根据市场变化及时调整生产计划。
- b. 泡泡玛特只需要数月时间，用低成本就能出一套盲盒来试水，相较于传统的内容IP花费高成本、长周期去验证IP，泡泡玛特可以凭借低成本高容错的筛选工具去实现商业效率的超越。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待泡泡玛特的成长性？

3) 泡泡玛特收入测算：海外业务将会成为公司业绩增长的第一驱动力，预计今年海外收入占比将会超越中国内地。海外市场驱动：①门店量：泡泡玛特未来开店数量将主要集中在海外，尤其是北美+东南亚；②高客单价：海外ASP高于国内（横向对比Labubu3.0盲盒，国内/美国/泰国官网价格为99元/27.99美元（约201元）/550泰铢（约121元），较国内溢价103%和22%）

图表28：泡泡玛特线下零售店/Roboshop数量预测（家）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
no.Retail Stores	187	295	357	433	521	644	725	795
net increase		108	62	76	88	123	81	70
Mainland China	187	288	329	363	401	424	443	461
net increase		101	41	34	38	23	19	19
First Tier Cities	81	113	123	120	125	129	132	134
net increase		32	10	-3	5	4	3	2
New First Tier Cities	56	84	95	105	116	125	131	135
net increase		28	11	10	11	9	6	5
Second Tier & Other Cities	50	91	111	138	160	170	180	192
net increase		41	20	27	22	10	10	12
Overseas		7	28	70	120	220	282	333
net increase			21	42	50	100	62	51
no.Roboshops	1,351	1,870	2,116	2,289	2,472	2,658	2,805	2,934
net increase		519	246	173	183	186	147	129
Mainland China	1,351	1,861	2,067	2,190	2,300	2,389	2,452	2,517
net increase		510	206	123	110	89	63	65
First Tier Cities	447	553	559	592	622	649	666	681
net increase		106	6	33	30	27	17	15
New First Tier Cities	453	594	634	672	694	719	741	756
net increase		141	40	38	22	25	22	15
Second Tier & Other Cities	451	714	874	926	984	1,021	1,046	1,080
net increase		263	160	52	58	37	24	34
Overseas		9	49	99	172	269	353	417
net increase			40	50	73	97	84	64

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表29：泡泡玛特单店收入预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue per Retail Stores								
Mainland China	5.4	5.8	5.1	6.8	9.5	12.9	14.4	15.3
YOY Growth		8%	-11%	33%	40%	35%	12%	6%
First Tier Cities	6.2	7.1	5.6	8.5	12.0	15.7	17.7	18.7
YOY Growth		15%	-21%	53%	41%	31%	13%	5%
New First Tier Cities	5.2	5.7	5.2	6.5	9.4	12.5	13.8	14.5
YOY Growth		11%	-10%	26%	45%	33%	10%	5%
Second Tier & Other Cities	4.3	4.3	4.6	5.6	7.7	11.0	12.3	13.4
YOY Growth		1%	8%	21%	38%	42%	12%	9%
Overseas		0.5	4.8	8.3	24.5	40.8	50.3	54.9
YOY Growth			956%	72%	194%	67%	23%	9%
Revenue per Roboshops								
Mainland China	0.24	0.25	0.18	0.25	0.30	0.38	0.41	0.43
YOY Growth		3%	-27%	37%	21%	25%	8%	5%
First Tier Cities	0.27	0.26	0.18	0.25	0.32	0.42	0.45	0.45
YOY Growth		-1%	-32%	38%	30%	30%	7%	1%
New First Tier Cities	0.24	0.26	0.19	0.26	0.31	0.39	0.42	0.43
YOY Growth		9%	-27%	38%	22%	26%	6%	4%
Second Tier & Other Cities	0.23	0.24	0.18	0.25	0.28	0.34	0.38	0.41
YOY Growth		5%	-23%	35%	15%	20%	11%	9%
Overseas		0.2	0.3	0.6	0.8	1.2	1.4	1.6
YOY Growth			40%	87%	33%	57%	16%	11%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

如何看待泡泡玛特的成长性？

图表30：泡泡玛特线上收入预测（百万元）

Online Channels	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	952	1,879	1,920	1,866	4,153	9,033	11,904	15,261
YOY Growth		97%	2%	-3%	123%	118%	32%	28%
Mainland China	952	1,879	1,830	1,710	2,698	4,472	5,370	6,863
YOY Growth		97%	-3%	-7%	58%	66%	20%	28%
Pop Draw	466	898	955	729	1,114	1,911	2,203	2,483
YOY Growth		93%	6%	-24%	53%	72%	15%	13%
Tmall Flagship Store	406	599	462	322	628	1,073	1,270	1,426
YOY Growth		47%	-23%	-30%	95%	71%	18%	12%
Dou Yin				283	601	1,252	1,534	1,751
YOY Growth					112%	108%	23%	14%
Other Online Channels	79	382	413	376	355	236	364	1,203
YOY Growth		381%	8%	-9%	-6%	-33%	54%	231%
Overseas			90	156	1,455	4,560	6,534	8,398
YOY Growth				73%	834%	213%	43%	29%
Pop Mart Official Website			27	39	531	2,180	3,149	3,816
YOY Growth				46%	1246%	310%	44%	21%
TikTok				43	324	1,040	1,353	1,592
YOY Growth					656%	221%	30%	18%
Other Online Channels			63	73	600	1,341	2,032	2,990
YOY Growth				16%	716%	124%	52%	47%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表31：泡泡玛特收入预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total Revenue	4,617	6,301	13,038	26,898	36,619	45,439
YOY Growth	3%	36%	107%	106%	36%	24%
Mainland China Revenue	4,163	5,235	7,972	11,613	13,521	15,852
YOY Growth		26%	52%	46%	16%	17%
1)Offline Channels	2,070	3,028	4,526	6,104	6,970	7,696
YOY Growth		26%	52%	46%	16%	17%
Retail Stores	1,691	2,479	3,828	5,457	6,365	7,045
YOY Growth		1%	47%	54%	43%	17%
First Tier Cities	685	1,020	1,496	2,032	2,334	2,500
YOY Growth		-14%	49%	47%	36%	15%
New First Tier Cities	491	685	1,096	1,563	1,812	1,970
YOY Growth		2%	40%	60%	43%	16%
Second Tier & Other Cities	515	774	1,236	1,861	2,219	2,575
YOY Growth		31%	50%	60%	51%	19%
Roboshops	379	549	698	904	1,002	1,081
YOY Growth		-19%	45%	27%	30%	11%
First Tier Cities	100	147	201	272	299	308
YOY Growth		-31%	46%	37%	35%	10%
New First Tier Cities	119	173	218	284	309	327
YOY Growth		-23%	46%	26%	30%	9%
Second Tier & Other Cities	160	228	280	349	395	446
YOY Growth		-5%	43%	22%	25%	13%
2)Online Channels	1,830	1,710	2,698	4,472	5,370	6,863
YOY Growth		-3%	-7%	58%	66%	20%
3)Wholesales & Other	264	497	748	1,036	1,180	1,293
YOY Growth		-44%	88%	51%	38%	14%
Overseas Revenue	454	1,066	5,066	15,286	23,099	29,587
YOY Growth		135%	375%	202%	51%	28%
1)Offline Channels	151	640	3,071	9,309	14,659	18,940
YOY Growth		325%	380%	203%	57%	29%
Retail Stores	136	583	2,938	8,983	14,163	18,289
YOY Growth		4123%	330%	404%	206%	58%
Roboshops	15	57	133	326	497	650
YOY Growth		665%	277%	132%	127%	50%
2)Online Channels	90	156	1,455	4,560	6,534	8,398
YOY Growth		73%	834%	213%	43%	29%
3)Wholesale & Other	213	270	540	1,416	1,906	2,249
YOY Growth		55%	27%	100%	64%	23%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所



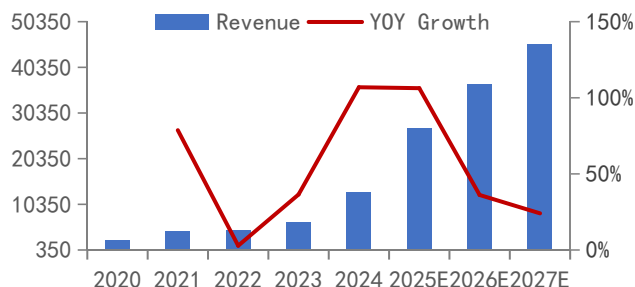
华安证券
HUAAN SECURITIES

图表3：泡泡玛特线上收入（百万元）

华安研究·拓展投资价值

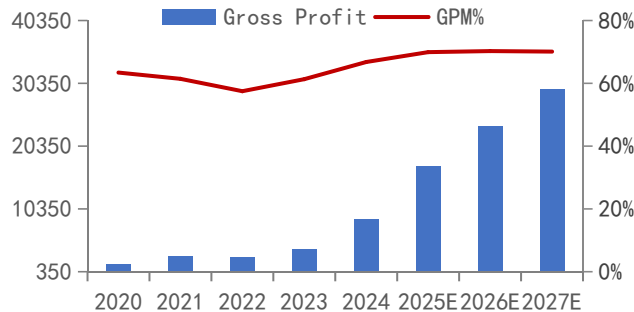
如何看待泡泡玛特的成长性？

图表32：泡泡玛特收入BBG consensus（百万元）



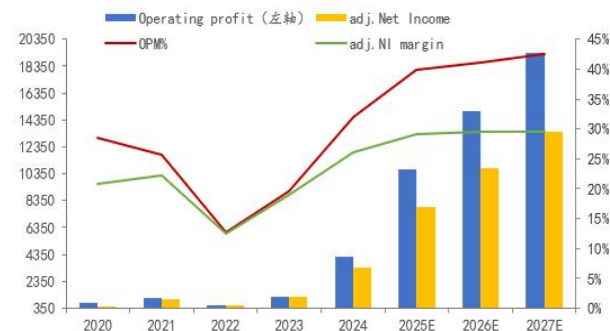
资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表33：泡泡玛特毛利BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表34：泡泡玛特利润BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表35：泡泡玛特业绩 BBG consensus（百万元）

百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	2,513	4,491	4,617	6,301	13,038	26,898	36,619	45,439
YOY Growth		78.66%	2.82%	36.46%	106.92%	106.31%	36.14%	24.09%
Gross Profit	1,594	2,759	2,655	3,864	8,708	19,173	26,231	32,563
GPM%	63%	61%	57%	61%	67%	71%	72%	72%
Operating profit	719	1,150	583	1,231	4,154	10,711	15,047	19,303
YOY Growth		60%	-49%	111%	238%	158%	40%	28%
OPM%	29%	26%	13%	20%	32%	40%	41%	42%
adj. Net Income	524	1,002	574	1,191	3,403	7,851	10,799	13,457
YOY Growth		91%	-43%	108%	186%	131%	38%	25%
adj. NI margin	21%	22%	12%	19%	26%	29%	29%	30%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所



目录

一、如何看待潮玩增长空间？

二、如何看待IP的生命周期？

三、如何看待泡泡玛特的成长性？

四、大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

五、布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

六、卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

1) 大麦娱乐未来业绩驱动？

大麦娱乐由4个业务组成，IP衍生业务将成为支撑其未来业绩增长的主要驱动力。

①**电影制作宣发+剧集制作**（主要是自制剧集卖给优酷）均属于内容制作业务，受优质供给缺失影响，当前市场预期普遍不高，电影票务业务（淘票票）市占率基本稳定，未来需要靠优质内容贡献增量弹性；

②**大麦**：主要为演出类票务业务，其中大型演唱会占主要收入，当前市占率较高，大型演唱会项目覆盖率接近100%，其商业模式取决于艺人意愿排期、场馆利用率（场馆容量*上座率）、票价水平。2023年大盘的高增长市场认为是疫情后报复消费所致，但2024及今年至今演唱会行业都在高基数情况下维持快速增长，我们认为线下观演消费习惯已经根植成消费者的常态化需求，并非一次性脉冲式需求。**大麦未来增长驱动**：需求侧继续增长+供给侧改善（逐渐引进海外顶尖艺人演出：包括2025年Ed sheeran巡演和kanye west上海/海口演唱会）+潜在业务结构调整（不仅仅做票务代理，也参考live nation转型做前端的内容运营，大麦目前已经积累了虾米音乐、Mailive、当然有戏等五大内容厂牌，2024年公司成功规划筹办了6场莫文蔚“大秀一场”大型演唱会）。

图表36：大麦娱乐业务构成（BBG consensus）

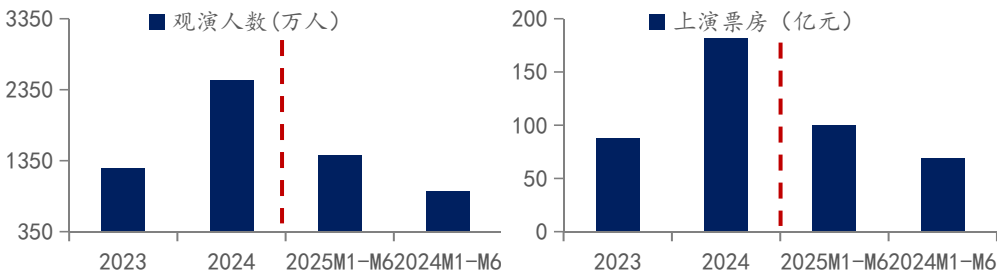
	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
	CY2024/03	CY2025/03	CY2026/03	CY2027/03	CY2028/03
总收入	5,035.71	6,702.33	7,688.11	8,744.11	9,900.00
YOY Growth	43%	33%	15%	14%	13%
电影制作宣发	2,999	2,712	2,784	2,808	2,686
YOY Growth	/	-10%	3%	1%	-4%
占比	60%	40%	36%	32%	27%
大麦	613	2,057	2,367	2,729	3,029
YOY Growth	/	236%	15%	15%	11%
占比	12%	31%	31%	31%	31%
IP 衍生业务	828	1,433	2,078	2,827	3,533
YOY Growth	/	73%	45%	36%	25%
占比	16%	21%	27%	32%	36%
剧集制作	500	500	512	524	515
YOY Growth	/	0%	2%	2%	-2%
占比	10%	7%	7%	6%	5%

注：大麦业务收入为截至2023.11月止8个月期间，被委托运营大麦业务求得的服务费收入以及截至2024.3月止4个月期间，全资收购大麦后录得的全额收入。

资料来源：Bloomberg，公司公告，华安证券研究所

图表37：国内演唱会大盘数据

	2023	2024	2025M1-M6	2024M1-M6
观演人数(万人)	1,249	2,483	1,425	928
场次数(万场)	1.1	1.7	0.83	0.71
上演票房(亿元)	88	182	100	69



资料来源：灯塔数据，华安证券研究所

大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

③IP衍生业务：主要收入来源是旗下阿里鱼的IP再授权收入。阿里鱼是中国最大的IP授权代理平台，自2016年成立以来已与三丽鸥家族、宝可梦、环球影业、kakao、圣斗士星矢、chiikawa、蜡笔小新等全球头部IP达成合作，其核心业务采用IP2B2C模式，即从IP确权、匹配、授权到商品化、设计、监修、营销、分账的全链路服务，本质是版权分销。

阿里鱼向版权方支付基础保底金（或一次性买断价），再授权下游B端二次开发销售，B端则需向阿里鱼支付基础保底金（或一次性买断价）及销售分成（或阶梯分成），通过这种双向分账机制实现IP商业价值的最大化释放。阿里鱼当前最为核心的IP资源为2022年获得的三丽鸥旗下26个造型人物在中国大陆制造及销售商品的独家授权。

C端的IP业务已经关停：锦鲤拿趣是阿里大文娱旗下自创的潮玩IP品牌，以影、剧、综、漫等内容IP为核心，开发潮玩产品，此前推出过优酷出品的山河令盲盒，但今年6月初大麦娱乐决定关停锦鲤拿趣平台，我们认为此次关停C端业务也标志着大麦娱乐的IP衍生业务进一步向B端市场（IP再授权）聚焦。

图表38：大麦娱乐部分IP

合作方	到期时间	主要IP
三丽鸥家族	2027	中国大陆26个IP的独家授权，含Hello Kitty、大耳狗、酷洛米等。
Spiralcute	2029	将围绕三大IP—chiikawa、猫福珊迪与点赞鹏展开战略合作。
小学馆	2030	未来5年围绕《乱马1/2》的IP授权、联合营销、线下活动等开展一系列合作。
双叶社	未明确	帮助蜡笔小新持续拓展授权合作，打造爆款产品。
环球影业	未明确，推测是长期合作，已合作5年	含《驯龙高手》《功夫熊猫》等IP。
宝可梦	未明确，推测是长期合作，已合作9年	持续助力其IP价值挖掘。

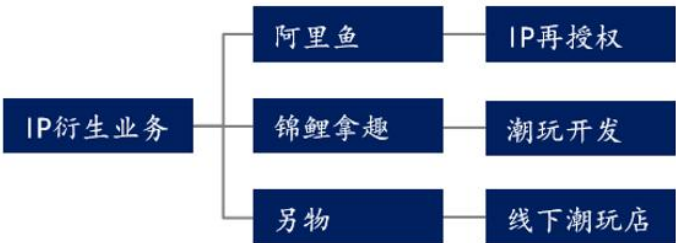
资料来源：消费日报，华安证券研究所

图表39：阿里鱼与三丽鸥合作的部分IP



资料来源：国际授权业协会，华安证券研究所

图表40：大麦娱乐IP衍生业务构成



资料来源：华安证券研究所绘制

大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

2) 未来阿里鱼业绩增长的主要驱动？

①**谷子经济行业下游自发扩张带来的经营杠杆效应**：当前阿里鱼下游客户涵盖名创优品、布鲁可、卡游等潮玩公司，由C端IP消费热潮传导至B端授权市场的乘数效应，将直接带动阿里鱼再授权业务的收入增长；

②**核心护城河**：与泡泡玛特相似，即IP总会向高效的平台聚集。阿里鱼背靠阿里资源，有极强的IP运营能力和渠道能力（如淘天、优酷等），可吸引上游优质IP版权方和下游客户：阿里鱼不仅是单纯的版权流转平台，也是IP价值成长的“共创伙伴”，阿里鱼凭借阿里生态的资源加持、全链路的运营能力，以及深度绑定的合作模式，正在重新定义IP授权行业的价值标准。无论是对于上游优质IP版权方，还是下游客户而言，选择阿里鱼不仅意味着获得更高效的变现渠道，更意味着打开了一条从“版权交易”到“生态共建”的价值升级之路。

今年，阿里鱼将在电商领域深化布局，除618、双11两大核心节点外，将重点联合天猫S级营销活动，打造环球影业品牌季、吉伊卡哇天猫一周年等系列IP营销事件。此外，阿里鱼已于2024年底正式启动IP!NEWS月度榜单计划，为每月上榜的被授权商新品提供包含“淘宝站内曝光+达人种草开箱内容+KOC扩散传播+社群精准触达”的亿级流量资源支持，为货品构建覆盖全年的全链路营销矩阵。

图表41：S级IP天猫电商主题活动



资料来源：新浪网，华安证券研究所

图表42：淘宝IP!NEWS月度榜单计划



资料来源：新浪网，华安证券研究所

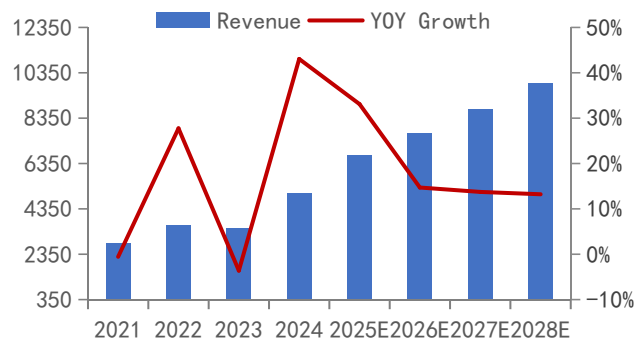


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

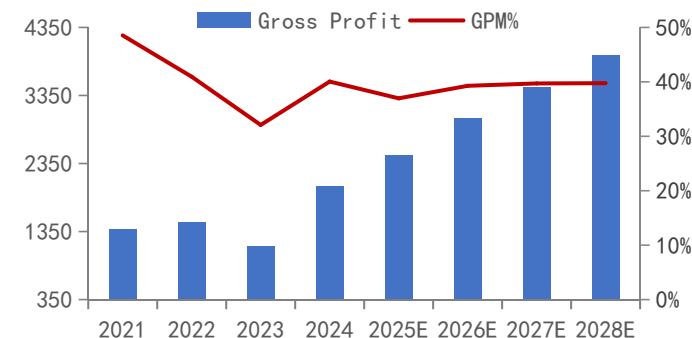
大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

图表43：大麦娱乐收入BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表44：大麦娱乐毛利BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表45：大麦娱乐利润BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表46：大麦娱乐业绩BBG consensus（百万元）

百万元	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	2,859	3,652	3,520	5,036	6,702	7,688	8,744	9,900
YOY Growth	-1%	28%	-4%	43%	33%	15%	14%	13%
Gross Profit	1,387	1,495	1,129	2,017	2,478	3,019	3,472	3,936
GPM%	49%	41%	32%	40%	37%	39%	40%	40%
Operating profit	-108	279	-221	310	649	904	1,120	1,394
YOY Growth	89%	N/A	N/A	N/A	109%	39%	24%	24%
OPM%	-4%	8%	-6%	6%	10%	12%	13%	14%
adj. Net Income	-96	170	-291	285	364	946	1,186	1,473
YOY Growth	90%	N/A	N/A	N/A	28%	160%	25%	24%
adj. NI margin	-3%	5%	-8%	6%	5%	12%	14%	15%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所



目录

一、如何看待潮玩增长空间？

二、如何看待IP的生命周期？

三、如何看待泡泡玛特的成长性？

四、大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准

五、布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

六、卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力



布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

1) 布鲁可的竞争策略？

①IP+定价策略：国内积木市场可以分为四种模式：乐高模式、万代模式、布鲁可模式以及其他未成体系的模式。乐高采用传统积木专卖店及渠道分销策略；万代则以强IP、高端市场为核心；布鲁可则选择强IP+下沉市场策略，与万代形成产品错位。当前布鲁可的核心IP为奥特曼+变形金刚（2022-2024奥特曼收入占比分别为34. 2%/63. 5%/48. 9%，变形金刚2023-2024收入占比为14. 3%/20. 2%）。价格上，奥特曼和变形金刚平均ASP基本维持在20元左右，主打性价比。

②核心优势是渠道能力，未来增量在于低线市场：对于非独家IP（市场存在其他竞争者）+低价产品（产品技术壁垒不高）的玩具厂商来说，比拼的无非是渠道能力。横向对比卡游，我们认为布鲁可未来增长的核心动力在于低线市场仍有较大空间，公司近期推出9.9元玩具也进一步印证将继续加强下沉市场的策略。卡游目前的终端网点数量约在40万家左右，2024年布鲁可终端网点约15万家，横向对比下，布鲁可在渠道端仍有较大差距。目前我国小学数量约13.63万所，幼儿园25.33万所，按每学校1-2家校边店推算，布鲁可终端网点数量离理论上限（仅校边店）仍有较大空间。目前布鲁可与卡游在中高线城市基本实现了并行布局，但在五六线城市及更深层的下沉市场中存在差距。布鲁可当前的渠道策略主要集中于KA和流通渠道，已基本覆盖全国范围内较易进入的连锁终端和主流市场，剩余未覆盖区域主要集中在偏远地区及低线城市及县城等。

图表48：布鲁可当前核心IP

IP名称	SKU	IP来源	版权方/授权方背景	授权区域	到期年份
奥特曼	134 来自IP授权方的非独家授权		Tsubaraya Productions Co., Ltd. 为奥特曼IP版权方，授权上海新创华文化发展在中国区的独家权益，并在其他地区分销合作	中国(含港澳台)；	2027年
				北美、欧洲及亚洲部分地区	2025年
变形金刚	64 来自IP版权方的非独家授权		Hasbro, 变形金刚IP版权方，全球业务覆盖	全球超50个国家	2028年
英雄无限	53 自有IP		不适用	不适用	不适用

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表47：布鲁可收入构成（按IP分；亿元）

	2022	2023	2024H
总收入	3.26	8.77	10.46
拼搭角色玩具	2.33	14.74	18.73
自有IP	0.02	0.64	1.73
授权Ip	1.16	7.05	8.50
奥特曼	1.11	5.57	6.01
变形金刚		1.25	1.95
其他	0.04	0.23	0.54
积木玩具	2.07	1.06	0.23
自有IP	1.77	0.92	0.22
授权IP	0.30	0.15	0.01

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表49：布鲁可收入构成（按渠道和市场分；亿元）

亿元	2023	2024
分渠道		
经销销售	7.33	20.63
委托销售	0.36	0.22
线上销售	1.06	1.56
其他	0.01	0.00
分市场		
中国	8.66	21.77
海外	0.10	0.64
亚洲（不含中国）	0.04	0.39
北美	0.05	0.17
其他	0.02	0.08

资料来源：公司公告，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

2) 潜在的收入增量？

①海外市场拓展：我们认为布鲁可未来海外拓展的核心市场主要集中在东南亚地区，一方面东南亚潮玩行业 β 在上行区间，另一方面是对奥特曼接受度比欧美更高，欧美市场仍偏向本土超级英雄（漫威、DC宇宙超级英雄）。目前布鲁可手中有小黄人（2027年到期；超150个国家授权）、变形金刚（2028年到期；超50个国家授权）、芝麻街（2027年到期；全球40个国家授权）适合欧美市场拓展，但相较于国内和东南亚，欧美市场对价格敏感度不高，更重视产品质量，对产品本身有更高要求，难度较大。

②目标客户拓展（女性向）：当前布鲁可核心客户以低龄男性为主，未来有潜力向女性向市场拓展。布鲁可目前手中握有三丽鸥家族部分IP（Hello Kitty、库洛米、大耳狗等；2027年到期；国内授权），近期推出了百变库洛米积木人盲盒。此前公司推出叶罗丽（女性向IP）玩具，市场反响一般，我们判断可能与IP本身热度有关。在三丽鸥头部IP的加持下，布鲁可有望打开女性向潜在市场。

图表50：布鲁可奥特曼积木人群星版11弹（部分）



资料来源：淘宝，华安证券研究所

图表51：布鲁可百变库洛米盲盒图鉴（部分）



资料来源：模玩迷，华安证券研究所

图表52：布鲁可叶罗丽盲盒



资料来源：brick4，华安证券研究所

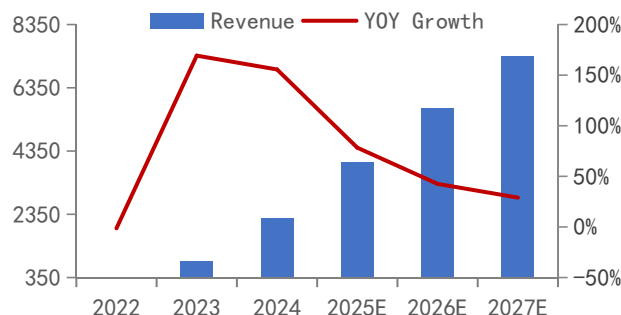


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

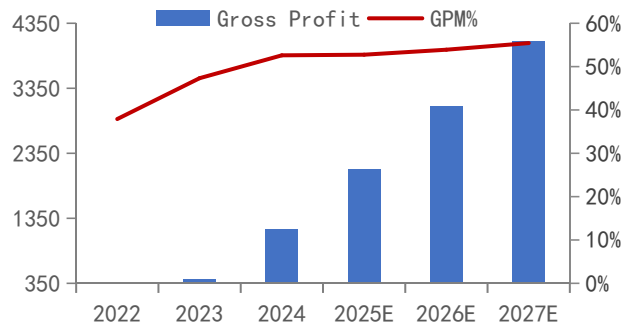
布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间

图表53：布鲁可收入BBG consensus（百万元）



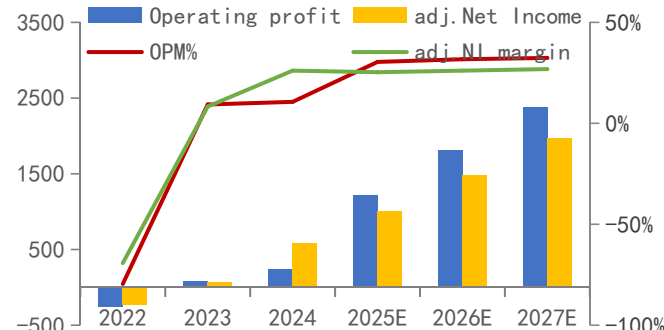
资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表54：布鲁可毛利BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表55：布鲁可利润BBG consensus（百万元）



资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

图表56：布鲁可业绩BBG consensus（百万元）

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	326	877	2,241	3,996	5,696	7,347
YOY Growth	-1%	169%	156%	78%	43%	29%
Gross Profit	123	415	1,179	2,108	3,070	4,072
GPM%	38%	47%	53%	53%	54%	55%
Operating profit	-259	82	238	1,215	1,808	2,380
YOY Growth	36%	N/A	191%	410%	49%	32%
OPM%	-80%	9%	11%	30%	32%	32%
adj. Net Income	-225	73	585	1,011	1,486	1,973
YOY Growth	37%	N/A	702%	73%	47%	33%
adj. NI margin	-69%	8%	26%	25%	26%	27%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所



目录

- 一、如何看待潮玩增长空间？
- 二、如何看待IP的生命周期？
- 三、如何看待泡泡玛特的成长性？
- 四、大麦娱乐：背靠阿里资源，重新定义IP授权行业的价值标准
- 五、布鲁可：强IP+低价策略，下沉市场仍具备广阔空间
- 六、卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

1) 卡游核心壁垒？

渠道为王：
与布鲁可相似，IP并非是其核心壁垒（头部IP基本为非独家授权），但公司进入行业很早并注重线下渠道建设，公司已构建起覆盖全国的高密度经销网络。卡游在渠道建设上的核心优势主要体现在三个方面：人员、经销商资源以及长期积累的稳定性。从2019年至2023年，卡游花费四年时间梳理终端网络并形成完善且稳定的销售体系，包括线下兼职推动活动，这种长期积累使现有人员和兼职团队具有较高粘性。该渠道体系的规模和深度对新进入者形成极高门槛，竞对若想建立同等量级的线下渠道，不仅需投入高额资金用于经销商开拓与终端运维，还须具备成熟的区域管理能力及长周期的资源积累，我们认为短期内难以复制。在渠道优势和充分的先发优势下，卡游在我国集换式卡牌类行业一家独大，据卡游招股书统计，2024年卡游市占率高达71.1%，剩余玩家市占率较为分散。

图表57：卡游部分卡牌展示



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表59：卡游收入构成（按渠道分）

百万元	2022		2023		2024	
	收入	占比%	收入	占比%	收入	占比%
经销渠道	3,915	95%	2,401	90%	9,303	93%
经销商	2,827	93%	2,152	81%	8,069	80%
KA伙伴	87	2%	237	9%	1,072	11%
其他	2	0%	12	1%	162	2%
直营渠道	216	5%	262	10%	754	8%
总计	4,131	100%	2,662	100%	10,057	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表58：卡游部分核心IP

IP	版权类型	IP协议初始时间	续期次数	IP协议到期时间
奥特曼	非独家	2018	4	2029
叶罗丽	卡牌类独家	2019	2	2033
小马宝莉	非独家	2020	4	2029
火影忍者	非独家	2020	2	2027
斗罗大陆动画	非独家	2020	2	2026
蛋仔派对	非独家	2023	-	2025

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表60：卡游收入构成（按产品分）

百万元	2022		2023		2024	
	收入	占比%	收入	占比%	收入	占比%
玩具	4,110	100%	2,423	91%	9,544	95%
集换式卡牌	3,930	95%	2,179	82%	8,200	82%
人偶			137	5%	322	3%
其他玩具	180	4%	107	4%	1,023	10%
文具	21	1%	240	9%	513	5%
总计	4,131	100%	2,662	100%	10,057	100%

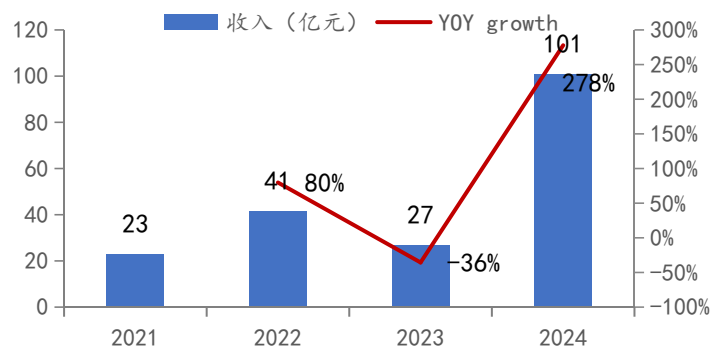
资料来源：公司公告，华安证券研究所

卡游：核心壁垒是渠道优势，重点关注公司把握热点的能力+库存管理能力

2) 对于卡游的业绩预期，重点关注两方面：公司把握热点的能力+库存管理能力。

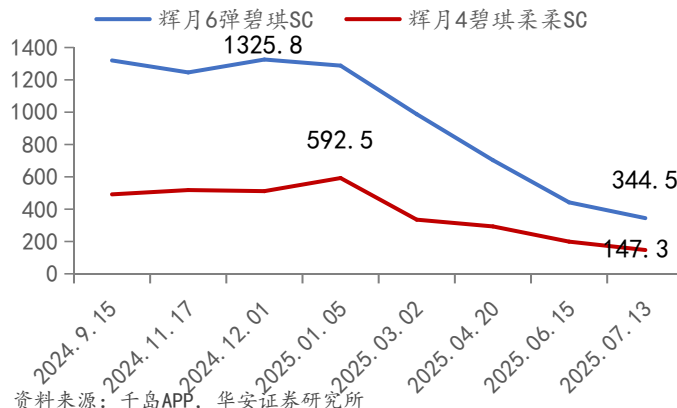
集换式卡牌中IP的生命周期较为短暂，呈现短期爆发强、波动大、持久力差等特点，对行业内玩家把握热点IP、库存管理有更高的要求。以卡游为例，卡游的收入基本来自于头部IP，其中以奥特曼和小马宝莉为主要部分。2022年卡游奥特曼卡牌爆火（21年为迪迦奥特曼25周年，万代做了大规模宣传+22年《真·奥特曼》上映，刷新22年日本真人电影票房首映记录+22年德凯奥特曼剧集播放），带动收入实现80%的增长。2023年奥特曼热潮退却，卡游产品陷入青黄不接阶段，收入下滑36%至27亿元。2024年，小马宝莉卡牌盲盒通过情感锚点（经典角色+价值观）×行为驱动（盲盒赌性+直播拆卡刺激）×社交绑定（圈层认同+二级炒作）出现现象级爆火，部分稀有卡牌在二级市场价格炒至10万以上，进一步加剧一级市场热潮。但与奥特曼卡牌生命周期类似，今年以来小马宝莉卡牌进入衰退期，稀有卡牌在千岛内价格迎来显著下降（与经销商库存过多也有直接关系），从而消退一级市场购买热情。但今年Q1随着哪吒2的火爆出圈，卡游也迅速推出了哪吒卡包，市场反响较高，预计可对冲部分小马宝莉热度下滑带来的风险。

图表61：卡游收入水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表62：千岛内部分小马宝莉SC单卡价格（元/张）



资料来源：千岛APP，华安证券研究所

图表63：辉月6碧琪SC和辉月4碧琪柔柔SC卡牌



资料来源：千岛APP，华安证券研究所

全球主要IP玩家估值表

横向对比世界IP巨头，我国IP潮玩主要玩家均处于快速增长阶段，国内三家企业PEG均显著低于国际巨头。

泡泡玛特：高成长性支撑高溢价，25年43xPE显著高于同业，但PEG仅0.3，反映其高增长消化高估值的能力。

布鲁可与大麦娱乐25年对应32x/35xPE，横向对比Disney、Bandai和Sanrio的收入利润增速及PE水平，估值水位具备性价比，同时PEG对应0.4/0.2，我们认为成长性被低估。

图表64：全球主流IP玩家估值水平（百万元/百万美元/百万日元）

Company	2025E				2026E				2025/7/17	2025		2026	
	Revenue	YOY Growth	Non-GAAP NI	YOY Growth	Revenue	YOY Growth	Non-GAAP NI	YOY Growth		PE	PEG	PE	PEG
Disney	95,056	4%	10,420	4%	100,246	5%	11,184	7%	215,406	21	4.9	19	2.6
Bandai	1,271,440	2%	122,100	-6%	1,334,050	5%	134,860	10%	2,975,000	24	-4.4	22	2.1
Mattel	5,462	2%	512	-3%	5,568	2%	531	4%	6,329	12	-3.8	12	3.2
Hasbro	4,219	2%	605	7%	4,404	4%	669	11%	10,638	18	2.4	16	1.5
Sanrio	171,640	18%	45,550	9%	193,580	13%	52,880	16%	1,596,000	35	3.8	30	1.9
泡泡玛特	26,898	106%	7,851	131%	36,619	36%	10,799	38%	339,227	43	0.3	31	0.8
大麦娱乐	7,688	15%	946	160%	8,744	14%	1,186	25%	32,863	35	0.2	28	1.1
布鲁可	3,996	78%	1,011	73%	5,696	43%	1,486	47%	32,552	32	0.4	22	0.5

注：泡泡玛特、大麦娱乐和布鲁可单位为百万元；Sanrio、Bandai为百万日元；其余为百万美元

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

投资建议及风险提示

- **投资建议：**我国潮玩行业整体处于快速发展阶段，弹性空间大，同时海外潮玩市场呈现结构性增长机会，新兴市场（东南亚/拉美）受益于人口红利和线上渠道扩张，成熟市场（欧美）人均消费能力强，且存在IP消费从传统内容向形象IP切换的趋势。我们看好中国潮玩企业凭借工业化效率、渠道创新及IP运营能力在全球竞争中形成独特优势。
- 我们建议重点关注IP孵化和筛选能力强，具备全产业链优势的泡泡玛特，其未来业绩增长核心在于海外市场的驱动，当前泡泡玛特出海仍处于起步阶段，随着海外门店的扩张以及凭借海外门店的高ASP，出海业务将会成为未来支撑泡泡玛特业绩走强的主要因素。当前泡泡玛特25/26年对应43/31xPE，PEG对应0.3/0.8，以高成长性支撑高溢价。
- 其次，我们建议关注具备淘天、优酷等阿里资源，打造IP授权全链路平台的阿里鱼（大麦娱乐旗下），阿里鱼当前手中握有海量全球头部IP版权，凭借其资源优势及品牌运营能力，可有效吸引上游优质IP版权方和下游客户，且随着我国潮玩行业整体进入快速增长阶段，我们预计阿里鱼将显著受益于潮玩行业下游自发扩张而带来的经营杠杆效应。
- 同时建议关注具备渠道优势的布鲁可，我们认为布鲁可在下沉市场仍存在较大空间，布鲁可凭借强IP（奥特曼+变形金刚）+低价策略能够快速打开低线城市市场。同时，布鲁可当前手握头部女性向IP（三丽鸥家族），且近期已经推出库洛米盲盒，有望将公司客群进一步扩容到女性市场，提供业绩增量。
- 卡游是当前我国集换式卡牌行业龙头，拥有庞大的经销渠道规模，我们认为卡游的线下渠道是其业务开展的核心竞争优势，且短时间内难以被颠覆，此外卡游也拥有数量庞大且优质的IP矩阵（如奥特曼、小马宝莉、三丽鸥、柯南等），我们看好卡游能长期保持在我国集换式卡牌行业中的领先优势，建议关注卡游（暂未上市）。
- **相关标的：**泡泡玛特（9992.HK）、大麦娱乐（1060.HK）、布鲁可（0325.HK）和卡游（暂未上市）。
- **风险提示：**版权续约不及预期、行业竞争加剧、产能不及、出海不及预期。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

重要声明及评级说明

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。