



Research and
Development Center

乐自天成（52TOYS）招股书梳理：多品类 IP 玩具标杆，全产业链布局构筑优势

轻工制造

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

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

陆亚宁 新消费行业分析师
执业编号：S1500525030003
邮箱：luyanin@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

乐自天成（52TOYS）招股书梳理：多品类 IP 玩具标杆，全产业链布局构筑优势

2025 年 06 月 30 日

本期内容提要：

- **IP 玩具领先龙头，IP 中枢驱动业务扩张。**52TOYS 为中国领先的 IP 玩具公司，截至 2024 年末公司拥有超 100 个自有及授权 IP。自公司 2015 年品牌推出以来，凭借“IP 中枢”战略，通过对不同消费者群体需求的精准洞察及全面的产品开发能力，不断开发多品类且引人入胜的 IP 玩具，从而提升公司的商业价值和影响力。据灼识咨询，按 2024 年中国 GMV 计，52TOYS 为中国第二大多品类玩具公司及第三大 IP 玩具公司。公司营收由 2022 年的 4.63 亿元增加至 2024 年 6.30 亿元，CAGR 为 16.7%；经调整净利润 2023 年成功扭亏，盈利 1910.3 万元，2024 年经调整净利润增长至 3201.3 万元。
- **全球 IP 衍生品万亿市场，中国市场 IP 玩具增速领先。**IP 衍生品的主要品类包括 IP 玩具、IP 服装及其他 IP 衍生品如集换式卡牌、家居用品、日用品等，IP 玩具是 IP 衍生品市场中最大的细分品类。以 GMV 计，全球 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的 10205 亿元增长至 2024 年的 14056 亿元，CAGR 为 8.3%；中国 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的 994 亿元增长至 2024 年的 1742 亿元，CAGR 为 15.1%。相同口径下，2024 年全球 IP 玩具市场规模达到 5251 亿元，占全球 IP 衍生品市场的 37.4%。2024 年，北美是全球最大的区域市场，占全球 IP 玩具市场的 26.5%；中国和东南亚市场在 2020 年至 2024 年期间是增长最快的两个区域，同期的 CAGR 分别为 11.7%和 19.1%。
- **多品类 IP 玩具公司标杆，IP 运营+产品设计+生产物流+渠道销售全链路打通。**提供广泛产品矩阵正逐渐成为 IP 玩具公司重要的行业竞争优势，公司以“IP 中枢”战略、多品类运营能力和全产业链布局为核心。充分理解 IP 背后的理念和内容生态，深入分析不同 IP 的受众画像，结合市场动态，输出定制化产品，通过定制化 IP 产品构建多元化产品矩阵，形成循环，拓展 IP 内容生态，丰富 IP 价值并延长 IP 生命周期。通过成功运营自有 IP，公司在 IP 孵化、产品设计及 IP 运营方面的专业能力获得验证，同时也获得全球顶级 IP 的授权，从而进一步打磨其产品开发能力，并强化竞争优势，继而反哺自有 IP 的快速成长及开发。公司与第三方专业工厂合作生产产品，使得公司能够专注于产品设计、产品营销，以及品牌管理等核心环节。同时优化资本投资与资源配置，有效地调整产品体系，以响应不断变化的市场趋势。渠道层面，当前以经销渠道为主，结合直营及委托销售多元布局，已形成线上线下全渠道覆盖。
- **风险因素：**消费者偏好与行业趋势变化风险，IP 运营风险，销售渠道管理风险，海外市场拓展风险。

1.	52TOYS: IP 玩具领先龙头, IP 中枢驱动业务扩张	5
1.1	发展历程: 品牌初创联结 IP 驱动, 布局海外加速成长	5
1.2	管理层经验丰富, 多重产业基金加持	5
1.3	财务情况: 经营效果持续提升, 规模效应展现	7
2.	全球 IP 衍生品万亿市场, 中国增速领跑细分赛道	10
2.1	IP 玩具全球千亿规模, 中国市场增速领先	10
2.2	中国市场竞争格局分散, 52TOYS 位居前列	11
2.3	中国人均 IP 玩具支出仍具提升空间, 市场潜力可期	12
3.	业务: IP 运营+产品设计+生产物流+渠道销售全链路打通	14
3.1	“IP 中枢”战略统领全局, 自有 IP+授权 IP 双轮驱动	14
3.2	产品创新品类丰富, 兼具收藏价值及实用属性	18
3.3	生产物流合作专业第三方, 确保高效率运转	19
3.4	经销渠道为主, 直营及委托销售多元布局, 线上线下全渠道覆盖	20
3.5	深入洞察消费者, 会员计划绑定粉丝社群	22
4.	风险提示	23

图 目 录

图 1:	52TOYS 公司发展里程碑事件	5
图 2:	52TOYS 股权结构 (IPO 前版本)	6
图 3:	52TOYS 公司核心管理层	6
图 4:	52TOYS 营业收入 (百万元)	7
图 5:	52TOYS 经调净利润 (百万元)	7
图 6:	52TOYS 期间费用率	7
图 7:	52TOYS 毛利率及经调净利润率	7
图 8:	52TOYS 分业务收入 (百万元)	8
图 9:	52TOYS 分业务毛利率	8
图 10:	52TOYS 分渠道收入占比情况	8
图 11:	52TOYS 分渠道毛利率	8
图 12:	52TOYS 分地区收入 (百万元)	8
图 13:	52TOYS 分地区毛利率	8
图 14:	52TOYS IP 授权成本 (百万元)	9
图 15:	52TOYS 物流成本 (百万元)	9
图 16:	IP 衍生品行业产业链	10
图 17:	以 GMV 计全球 IP 衍生品市场规模分地区 (十亿元)	11
图 18:	以 GMV 计中国 IP 衍生品市场规模分品类 (十亿元)	11
图 19:	全球 IP 玩具市场规模分地区 (十亿元)	11
图 20:	以 GMV 计中国 IP 玩具市场规模分品类 (十亿元)	11
图 21:	中国 IP 玩具市场竞争格局	12
图 22:	分国家人均 IP 玩具支出 (RMB 元/年)	13
图 23:	52TOYS “IP 中枢战略”	14
图 24:	52TOYS 自有及授权 IP 双轮驱动运营模式	15
图 25:	52TOYS 自有潮流 IP 系列 (Nook、Sleep、Lilith、CiCiLu 及 NINNIC)	15
图 26:	52TOYS 猛兽匣系列 IP	16
图 27:	52TOYS 胖哒幼 Panda Roall	16
图 28:	52TOYS 超活化系列: 仕女	16
图 29:	52TOYS 授权 IP 系列	17
图 30:	52TOYS 授权 IP	17

图 31: 52TOYS 产品矩阵	18
图 32: 52TOYS 代表产品	19
图 33: 52TOYS 渠道收入分布 (百万元)	20
图 34: 52TOYS 区域收入分布 (百万元)	20
图 35: 52TOYS 期末品牌门店数	21
图 36: 52TOYS 品牌店	21
图 37: 52TOYS 期末经销商数量 (位)	21
图 38: 52TOYS 年末委托销售合作伙伴数量 (位)	21
图 39: 52TOYS 海外收入情况 (亿元, %)	22
图 40: 52TOYS 展会	23

1. 52TOYS: IP 玩具领先龙头, IP 中枢驱动业务扩张

52TOYS 为中国领先的 IP 玩具公司, 截至 2024 年末, 公司拥有超 100 个自有及授权 IP。自公司 2015 年品牌推出以来, 凭借“IP 中枢”战略, 通过对不同消费群体需求的精准洞察及全面的产品开发能力, 不断开发多品类且引人入胜的 IP 玩具, 从而提升公司的商业价值和影响力。据灼识咨询, 按 2024 年中国 GMV 计, 52TOYS 为中国第二大多品类玩具公司及第三大 IP 玩具公司。

1.1 发展历程: 品牌初创联结 IP 驱动, 布局海外加速成长

52TOYS 于 2012 年成立, 2015 年推出品牌, 秉持“IP 中枢”战略, 持续开发多品类 IP 玩具。2016 年推出自主研发的变形机甲“猛兽匣”系列, 2017 年进入日本市场, 2018 年拓展至美国并与迪士尼等国际 IP 达成合作。2020 年开启与华纳的授权合作并开设首家品牌店, 2022 年布局海外电商渠道。2023 年推出蜡笔小新发条玩具等爆款, 2024 年马来西亚、北美等多地授权品牌店开业, 2025 年印尼门店落地。截至 2024 年底, 公司拥有超 100 个 IP, 并持续扩展合作, 2025 年公司与万达电影、中国儒意开展全面战略合作。

图 1: 52TOYS 公司发展里程碑事件

年份	里程碑事件
2015	2015 年 5 月, 「52TOYS」品牌成立。
2016	2016 年 1 月, 举办以「中国神话」为主题的 52TOYS 原型创作大赛。
	2016 年 6 月, 推出国内首个针对所有年龄组别自主研发的变形机甲玩具「猛兽匣」系列。
2017	2017 年 2 月, 进入日本市场, 并与 Good Smile Company(良笑社)合作。
	2017 年 6 月, 首次举办以「原创」为主题的大型模玩艺术展 Dream Fair(梦见市集)暨 2017 北京国际原创艺术与设计师玩具展。
2018	2018 年 2 月, 推出面向文旅市场的「超活化」系列产品。
	2018 年 7 月, 进入美国市场, 并参加圣迭戈国际动漫展(SDCC)。
2019	2018 年 10 月, 与包括迪士尼在内的一系列国际顶级 IP 版权方及代理方订立授权协议。
	2019 年 4 月, 推出首个自有潮流 IP。
2020	2020 年 3 月, 与华纳开启 IP 授权合作。
	2020 年 12 月, 于北京三里屯太古里开设首家品牌店, 开启品牌店网络。
2021	2021 年 3 月, 推出可动玩偶系列。
2022	2022 年 6 月, 布局海外电商渠道。
	2022 年 7 月, 于北京三里屯太古里举办了首届 52TOYS 收藏玩具馆。
2023	公司创始人陈威先生担任中国玩具和婴童用品协会副会长兼潮流和收藏玩具专业委员会理事长, 本公司担任潮流和收藏玩具专业委员会创始联席理事长单位。
	于 2023 年 1 月推出 Ben Ben, 这是猛兽匣无限系列电影《流浪地球 2》系列下首个联名可变形玩具。
	2023 年 11 月, 推出首款发条玩具「蜡笔小新动感新生活系列」, 迅速成为爆款, 随后多次登顶天猫与抖音畅销榜单。
2024	2023 年 12 月, 首家泰国授权品牌店在曼谷开业。
	2023 年 12 月, 宣布构建以「猛兽匣」IP 为核心的内容生态, 签约中国知名科幻作家王诺诺担任官方小说作者。
2025	2024 年 5 月, 马来西亚首家授权品牌店开业; 2024 年 7 月, 北美首家授权品牌店在亚特兰大开业; 2024 年 9 月, 新加坡首家授权品牌店开业; 2024 年 9 月, 台北首家授权品牌店开业。
	2025 年 1 月, 印尼首家授权品牌店开业。
	2025 年 5 月, 与万达电影、中国儒意开展全面战略合作。

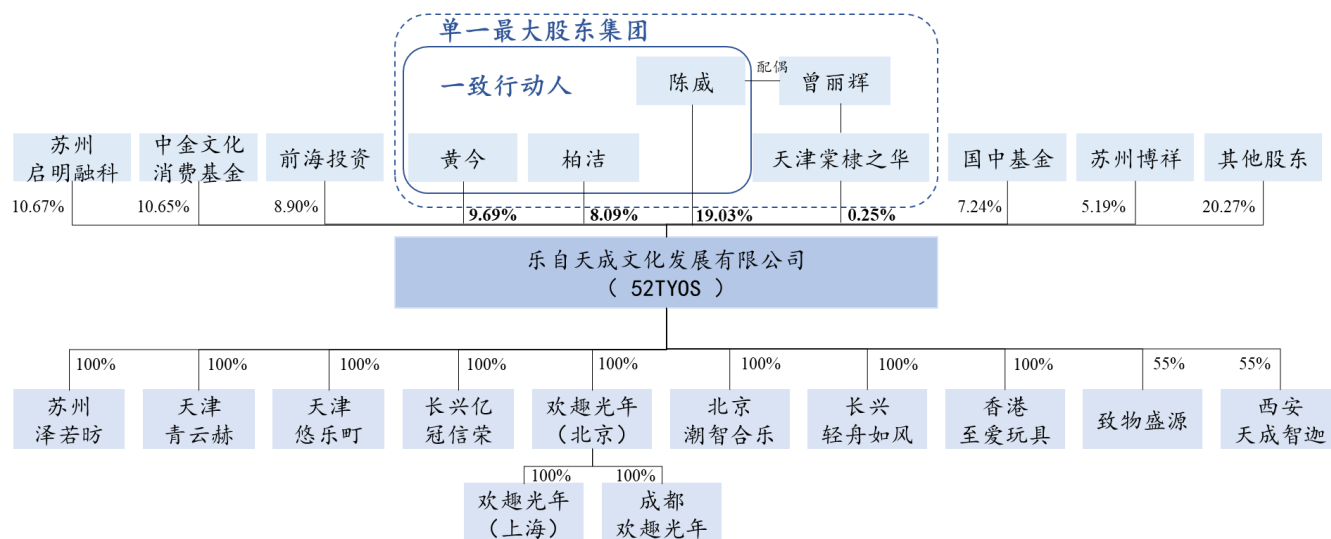
资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

1.2 管理层经验丰富, 多重产业基金加持

创始人即核心股东, 股权结构相对集中。于 IPO 前, 陈威、黄今及柏洁为一致行动人, 分别持股 19.03%/9.69%/8.09%。曾丽辉女士为陈威先生的配偶, 作为天津棠

棣之华普通合伙人于约 0.25%的股份中拥有权益，一致行动人及天津棠棣之华构成单一最大股东集团，合共持有约 37.06%的股份。此外，公司还有包括苏州启明融科、中金文化消费基金、前海投资等在内的多个外部投资者。

图 2：52TOYS 股权结构（IPO 前版本）



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

管理层经验丰富，深谙行业及消费者需求。两位创始人均具备丰富的行业经验，联合创始人、CEO 兼总经理陈威先生拥有近 25 年商业管理经验，为 IP 玩具业行家，曾长期获授万代和麦克法兰等国际主流玩具品牌的经销权，深谙行业发展规律和消费者需求。另一位联合创始人、总裁黄今先生在中国游戏及玩具行业积累数十年经验，曾联合开发了桌游《三国杀》，将以三国为背景的 IP 运营推向新高度。公司核心团队深度绑定公司利益，具备较高的薪酬及股权激励。

图 3：52TOYS 公司核心管理层

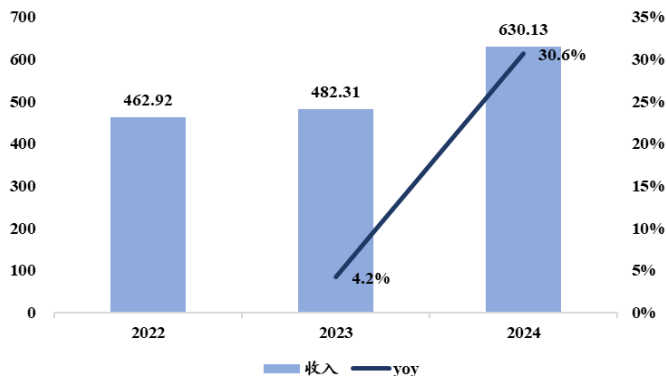
姓名	年龄	职位	履历
陈威	46	执行董事、董事会主席、CEO 兼总经理	拥有近 25 年商业管理经验，为 IP 玩具业行家，曾长期获授万代和麦克法兰等国际主流玩具品牌的经销权；2000-2019 年期间担任北京创异无限商贸中心总经理。
黄今	49	执行董事兼总裁	在中国游戏及玩具行业积累数十年经验，曾联合开发了桌游《三国杀》，将以三国为背景的 IP 运营推向新高度；2009-2015 年期间联合创办北京游卡商务咨询有限公司担任总经理。
柏洁	51	执行董事兼副总裁	拥有超过 20 年市场营销经验，2003-2008 年期间担任北京讯能网络有限公司市场营销经理；2008-2012 年期间担任北京空中信使信息技术有限公司市场营销总监。
张颖楠	50	首席营销官	拥有超 20 年品牌、战略合作及市场营销经验。2000-2008 年期间任职于北京讯能网络有限公司，担任副总裁；2009-2018 年期间任职于北京空中信使信息技术有限公司执行副总裁，负责监督大规模品牌营销及主导该公司游戏矩阵的市场推广；2023 年加入 52TOYS。
张潇方	42	CFO	拥有近 20 年财务及商务经验，2008-2014 年期间任职于德勤华永会计师事务所北京分所；2014-2019 年期间任职于乐元素科技股份有限公司担任财务总监；2019 年加入 52TOYS。

资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

1.3 财务情况：经营效果持续提升，规模效应展现

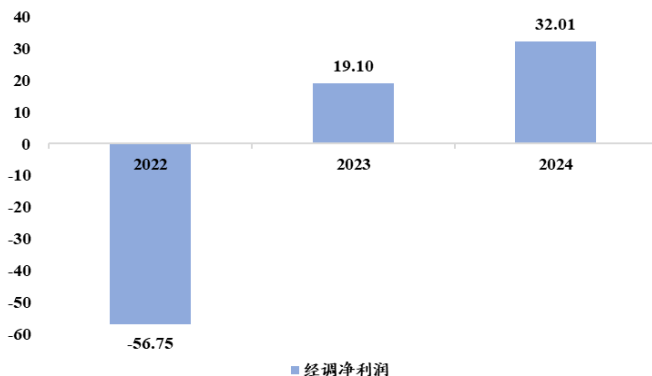
公司营收由 2022 年的 4.63 亿元增加至 2024 年 6.30 亿元，CAGR 为 16.7%，其中海外市场收入由 2022 年的 0.35 亿元增加至 2024 年的 1.47 亿元，CAGR 超 100%。经调整净利润消除若干非经营项目的影响后，2023 年成功扭转亏损，公司 2024 年公司经调整净利润达 0.32 亿元，同比+68%，经营改善及行业头部规模效应持续展现。公司期间费用率 2024 年为 34.1%，其中销售费用率 22.2%，经调整净利润率亦稳步提升中，后续可期。

图 4：52TOYS 营业收入（百万元）



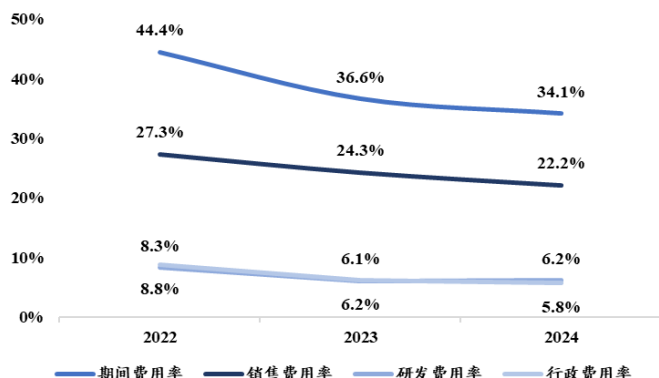
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 5：52TOYS 经调净利润（百万元）



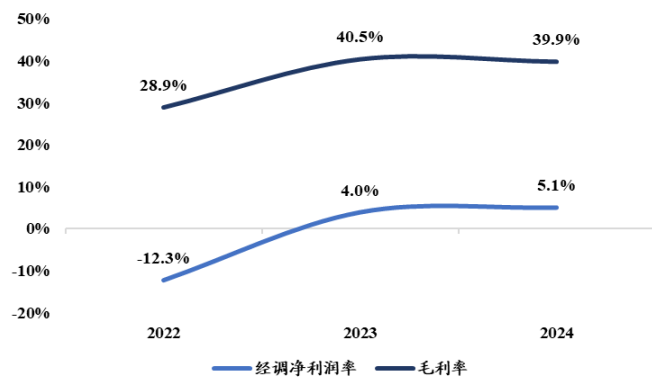
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 6：52TOYS 期间费用率



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

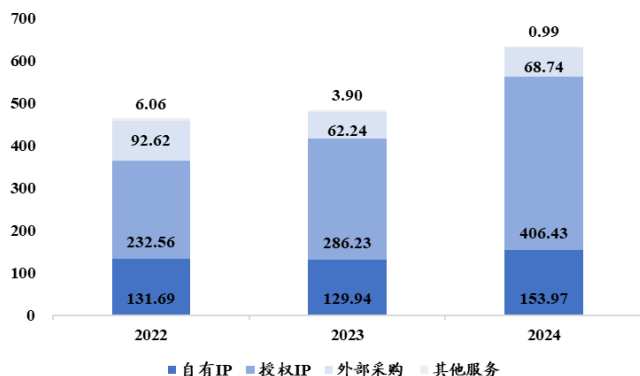
图 7：52TOYS 毛利率及经调净利润率



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

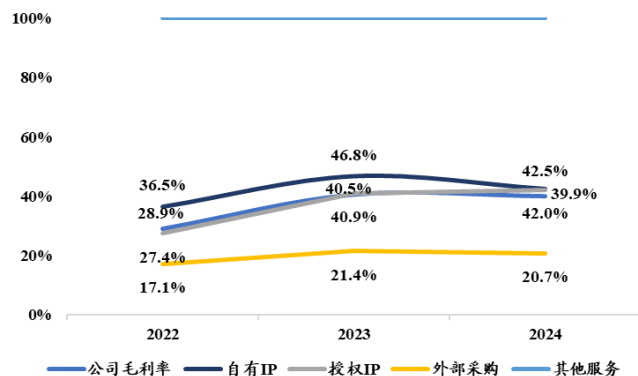
分业务看：公司大部分收入来自产品销售，包括（1）基于自有 IP 及授权 IP 的 52TOYS 品牌产品，（2）向委托经营的若干第三方品牌及知名国际玩具品牌采购的第三方品牌产品，随着公司渠道的多样化销售并拓展海外市场，产品销售收入持续增加。此外，其他服务主要为公司授权若干自有 IP，如胖哒幼 Panda Roll 及广告收入。毛利率层面，52TOYS 品牌产品的毛利率高于采购的第三方产品，而其他服务属于公司产品销售所提供的配套服务，因而并无产生相应成本，毛利率达 100%。

图 8: 52TOYS 分业务收入 (百万元)



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

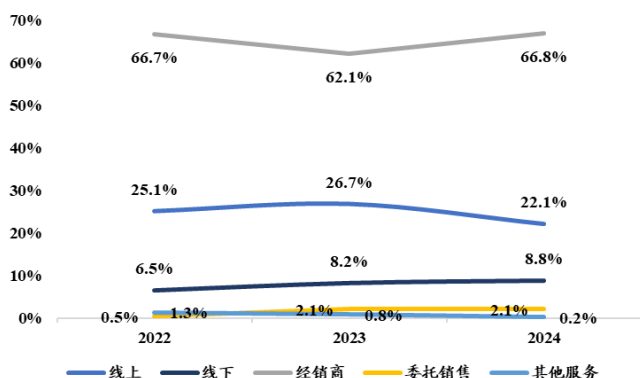
图 9: 52TOYS 分业务毛利率



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

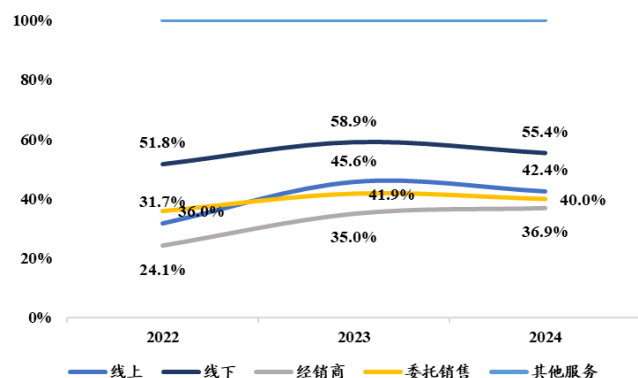
分渠道看: 公司大部分收入通过经销商销售获得, 2024 年经销商销售收入占比达 66.8%。此外, 公司直营的线上及线下销售渠道亦为主力贡献, 线上销售渠道包括中国及海外的主流电商平台的官方店铺、微信小程序及 52TOYS APP, 线下销售渠道主要为公司品牌店铺直接向客户销售产品, 2024 年公司线上/线下渠道收入占比分别为 22.1%/8.8%。公司还在博物馆、游乐园及旅游景点的礼品店等销售网点建立委托销售网络, 主要产品为猛兽匣及超活化系列产品。经销商渠道的毛利率较直营及委托销售的毛利率低, 主要由于公司通常以低于零售价的折扣价向经销商销售产品。而线上销售毛利率低于线下, 主要系电子商务平台的促销活动及与线上销售相关的物流成本增加整体成本所致。

图 10: 52TOYS 分渠道收入占比情况



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

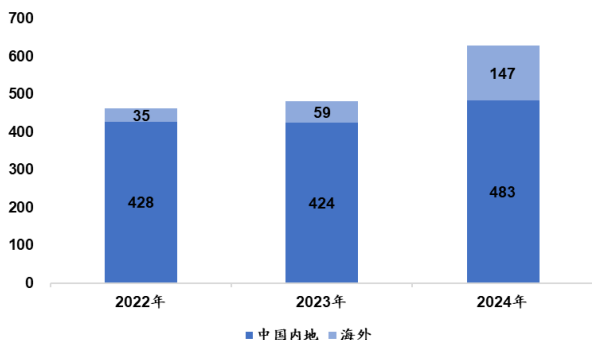
图 11: 52TOYS 分渠道毛利率



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

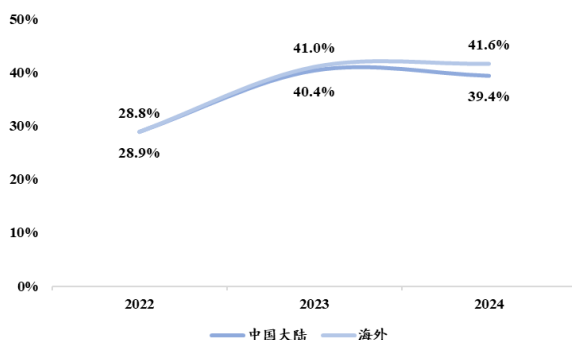
分地区看: 公司大部分收入来自于中国大陆, 但海外市场销售收入增速显著, 公司当前已在东南亚、日韩及北美等主要海外市场销售, 海外市场毛利率略高于中国大陆市场。

图 12: 52TOYS 分地区收入 (百万元)



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

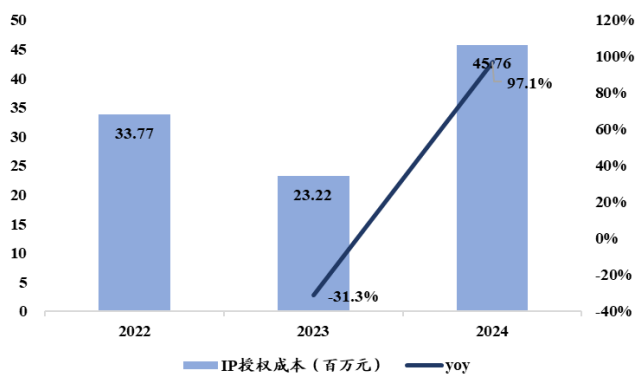
图 13: 52TOYS 分地区毛利率



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

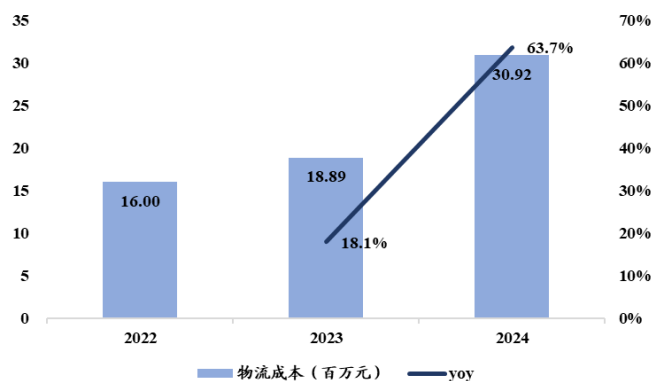
成本端：公司销售成本由 2023 年的 2.87 亿元增加至 2024 年的 3.79 亿元，同比增长 31.9% 主要为产品销售额增加连带产品销售成本有所增加。值得注意的是，公司 IP 授权成本由 2023 年的 0.23 亿元增加至 2024 年的 0.46 亿元，主要为授权 IP 特许使用费随着相关 IP 收入的增加而产生相应增长，以及部分 IP 于 2024 年订立了新的 IP 授权协议所致。此外，由于分销网络尤其是海外网络的扩张，公司物流成本也由 2023 年的 0.19 亿元增加至 2024 年的 0.31 亿元。

图 14: 52TOYS IP 授权成本（百万元）



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

图 15: 52TOYS 物流成本（百万元）



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

2. 全球 IP 衍生品万亿市场，中国增速领跑细分赛道

2.1 IP 玩具全球千亿规模，中国市场增速领先

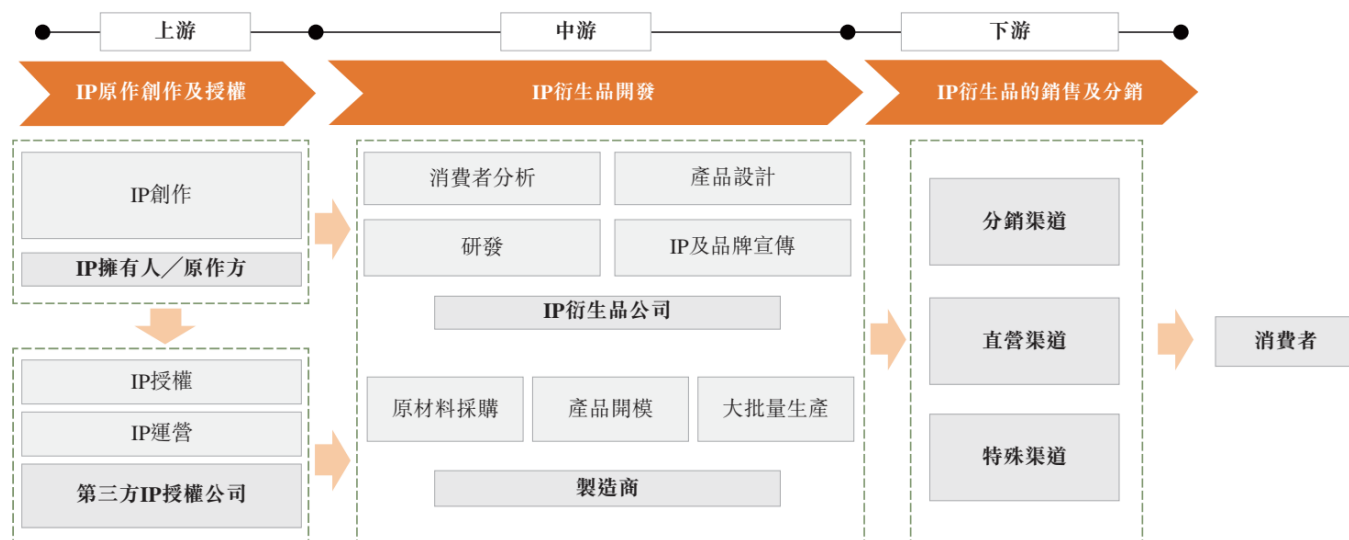
IP 衍生品市场空间广阔，多品类构建产业链生态。IP 衍生品是指基于漫画、小说、影视、动画、游戏、艺术家形象等娱乐作品中的角色、场景、故事情节而生产的实物商品。IP 衍生品的主要品类包括 IP 玩具、IP 服装及其他 IP 衍生品如集换式卡牌、家居用品、日用品等，IP 玩具是 IP 衍生品市场中最大的细分品类。IP 衍生品行业产业链的主要市场活动包括：

上游：IP 原作的创作与授权。价值链上游的主要市场参与者为 IP 拥有人/原作方以及第三方 IP 授权公司。IP 具有高度辨识度、深厚文化内涵和广泛粉丝基础的 IP 能够显著提升衍生品的竞争力。IP 拥有人/原作方以及第三方 IP 授权公司主要通过收取定额授权费或销售分成两种模式与 IP 衍生品公司合作。

中游：IP 衍生品的开发。价值链中游的主要市场参与者为 IP 衍生品公司和制造商。IP 衍生品公司专注于设计符合粉丝喜好及预期的 IP 衍生品，同时准确传达原作 IP 的神韵。IP 衍生品公司也会与行业知名的设计师与艺术家进行跨界产品的合作开发。领先的 IP 衍生品公司会通过不断提升他们的研发能力、质量管控能力以及提高消费者声誉来进一步建立起自己的品牌。IP 衍生品经由 IP 衍生品公司设计完成后，且进一步通过自有生产设施或第三方生产企业完成产品的生产。

下游：IP 衍生品的销售及分销。IP 衍生品通过各种不同的下游分销渠道将产品销售给消费者，主要包括分销渠道、直营渠道及特殊渠道（采用委托销售模式的地方，例如博物馆、乐园等）等。

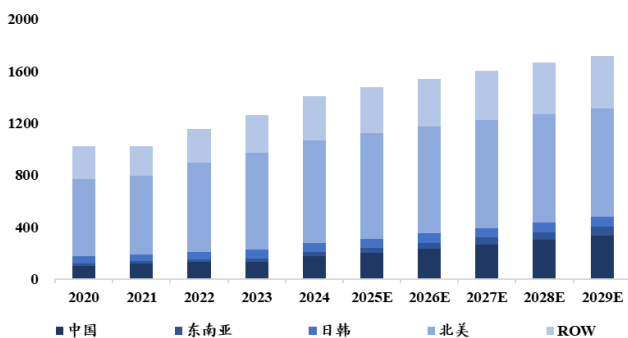
图 16: IP 衍生品行业产业链



资料来源：灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

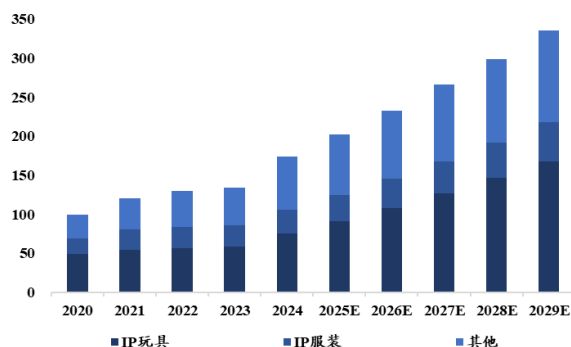
IP 衍生品全球万亿市场规模，国内消费意愿持续上升。在文化娱乐产业蓬勃发展的带动下，IP 作品及 IP 衍生品的消费者群体不断扩大，消费者需求日益多元化，带动 IP 衍生产品更加丰富。以 GMV 计，全球 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的 10205 亿元增长至 2024 年的 14056 亿元，CAGR 为 8.3%，灼识咨询预计 2029 年或将进一步增长至 17204 亿元，2024-2029 年期间 CAGR 为 4.1%。随着中国国民可支配收入逐步提高，叠加广受欢迎的新晋 IP 涌现，中国消费者对于 IP 衍生品的消费意愿有望上升。近年来，中国 IP 衍生品市场增长潜力较大，以 GMV 计算，中国 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的 994 亿元增长至 2024 年的 1742 亿元，CAGR 为 15.1%。

图 17: 以 GMV 计全球 IP 衍生品市场规模分地区 (十亿元)



资料来源: 国际授权业协会、灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

图 18: 以 GMV 计中国 IP 衍生品市场规模分品类 (十亿元)

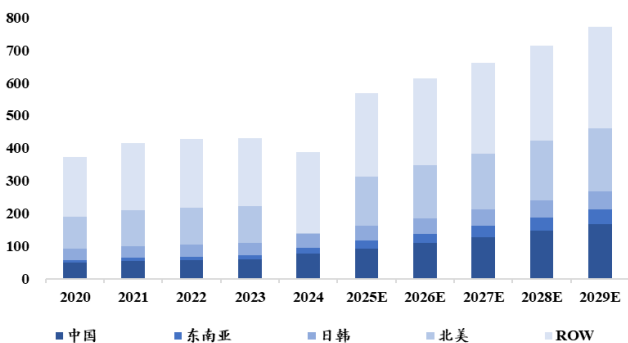


资料来源: 中国国家统计局、灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

IP 玩具规模占比近四成。以 GMV 计算, 2024 年全球 IP 玩具市场规模达到 5251 亿元, 占全球 IP 衍生品市场的 37.4%。IP 玩具市场的消费群体也在不断扩大。除了传统的儿童及青少年消费者, 成年人也成为 IP 玩具的重要购买力。这些“大小孩们”对具有收藏价值的 IP 玩具表现出浓厚的兴趣。同时, 东南亚等新兴市场的消费潜力逐渐被挖掘。未来全球 IP 玩具市场有望继续保持增长态势, 灼识咨询预计到 2029 年, 全球 IP 玩具市场规模或将达 7717 亿元, 2024-2029 年期间 CAGR 为 8.0%。

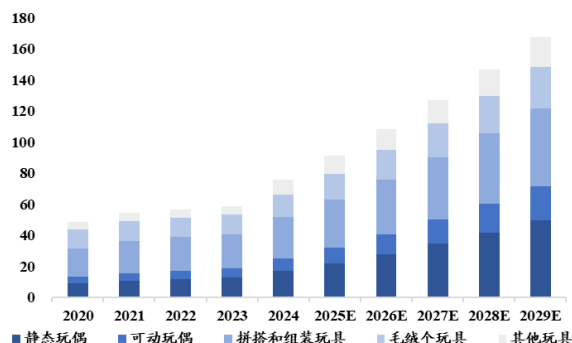
新兴市场消费潜力可观。北美是全球最大的区域市场, 2024 年占全球 IP 玩具市场的 26.5%; 中国和东南亚市场在 2020-2024 年期间是增长最快的两个区域, 同期的 CAGR 分别为 11.7% 和 19.1%, 预计 2024-2029 年这两个区域的市场规模 CAGR 将分别达到 17.2% 和 20.0%。2024 年中国 IP 玩具市场规模为 756 亿元, 占中国 IP 衍生品市场的 43.4%。随着越来越多优质 IP 涌现以及 IP 商业化能力的进一步提升, 中国 IP 玩具市场占中国 IP 衍生品市场的份额将持续提升, 或将在 2029 年达到 49.9%。其中, 静态玩偶和可动玩偶是 2020-2024 年期间所有 IP 玩具分部当中增长最快的子品类, CAGR 分别为 17.2% 和 15.4%, 2024-2029 年估计将分别按 23.9% 和 23.2% 的 CAGR 进一步增长。

图 19: 全球 IP 玩具市场规模分地区 (十亿元)



资料来源: The Japanese Toy Association、灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

图 20: 以 GMV 计中国 IP 玩具市场规模分品类 (十亿元)



资料来源: 中国玩具和婴童用品协会、灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

2.2 中国市场竞争格局分散, 52TOYS 位居前列

中国 IP 玩具市场竞争格局分散, 具有多品类能力的公司竞争优势突出。按中国 2024 年 GMV 计, 中国前三大 IP 玩具公司、前十大 IP 公司合计拥有 33.1%、46.1% 的市场份额, 反映出行业相对分散。相比之下, 日本及美国等成熟市场则较为集中, 三大龙头于 2024 年分别占各国 GMV 的 72.2% 及 49.3%。随着行业发展及消费者喜好的进一步细分, 提供广泛产品矩阵正逐渐成为 IP 玩具公司重要的行业竞争优势。行业中通常将能够提供超过三种及以上品类 IP 玩具的公司认作是具有多品类能力的 IP 玩具公司。与成熟市场发展趋势类似, 具有多品类产品设计能力的大规模 IP 玩具公司能够通过提供一站式的解决方案为 IP 原作方带来适合不同 IP 的全面合作方案,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

并将持续在市场中占据更有力的竞争优势。随着中国市场日渐成熟，预计会出现类似的整合趋势。大型、多类别的参与者更能成为 IP 拥有人的长期合作伙伴，提供一站式解决方案、更高的运营效率以及协调的 IP 推广。按 2024 年的 GMV 计算，52TOYS 在中国 IP 玩具市场的中国 IP 玩具公司中排名第三，以及在多品类中国 IP 玩具公司中排名第二。

图 21：中国 IP 玩具市场竞争格局

中国市场前五大中国 IP 玩具公司（以 GMV 计，2024 年）

排名	集团	主要品类	GMV（RMB十亿元）	市场份额
1	公司A	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	8.72	11.50%
2	公司B	拼搭和组装玩具	4.3	5.70%
3	52TOYS	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	0.93	1.20%
4	公司C	静态玩偶、毛绒玩具	0.9	1.20%
5	公司D	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具	0.88	1.20%
小计			15.7	20.8%
中国 IP 玩具市场总 GMV			75.6	100.0%

中国市场前五大多品类中国 IP 玩具公司（以 GMV 计，2024 年）

排名	集团	主要品类	GMV（RMB十亿元）	市场份额
1	公司A	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	8.72	11.50%
2	52TOYS	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	0.93	1.20%
3	公司D	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具	0.88	1.20%
4	公司E	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具、其他	0.84	1.10%
5	公司F	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具	0.61	0.80%
小计			12.0	15.8%
中国 IP 玩具市场总 GMV			75.6	100.0%

中国市场前十大 IP 玩具公司（以 GMV 计，2024 年）

排名	集团	主要品类	GMV（RMB十亿元）	市场份额
1	丹麦公司G	拼搭和组装玩具	12	15.90%
2	中国公司A	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	8.72	11.50%
3	中国公司B	拼搭和组装玩具	4.3	5.70%
4	美国公司H	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具	2.5	3.30%
5	日本公司I	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	2.3	3.00%
6	美国公司J	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具	1.5	2.00%
7	52TOYS	静态玩偶、可动玩偶、拼搭和组装玩具、毛绒玩具、其他	0.93	1.20%
8	中国公司C	静态玩偶、毛绒玩具	0.9	1.20%
9	中国公司D	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具	0.88	1.20%
10	中国公司E	静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具、其他	0.84	1.10%
小计			34.9	46.10%
中国 IP 玩具市场总 GMV			75.6	100.00%

资料来源：灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

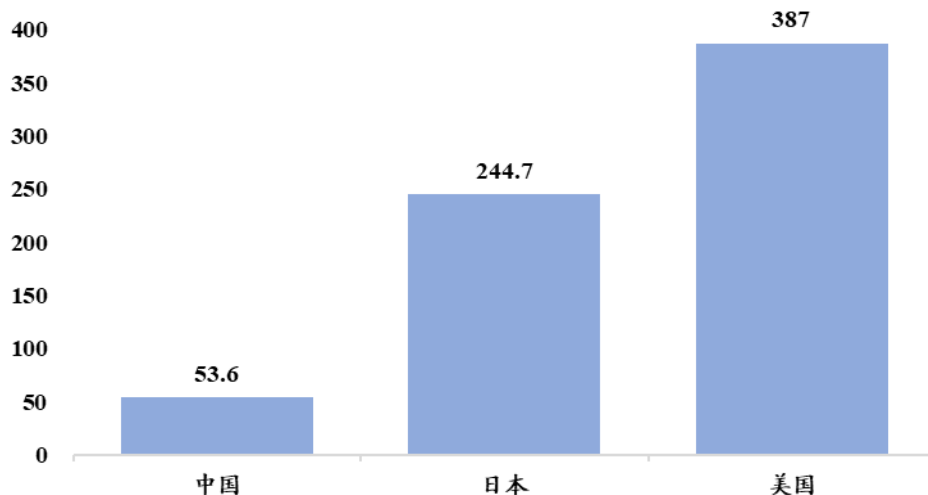
2.3 中国人均 IP 玩具支出仍具提升空间，市场潜力可期

国内 IP 内容创作迭起，产品类别延伸叠加产业合作扩大发展空间。尽管中国 IP 玩具市场发展迅速，但人均 IP 玩具支出仍落后于其他成熟市场。2024 年美国及日本的人均 IP 玩具支出分别达 387.0 元/244.7 元，而中国仅为 53.6 元，远低于美日两国的水平，显示较大的增长潜力。借鉴成熟市场经验，当国家人均 GDP 超过 10000 美元时，消费者往往会在文化娱乐产品和服务上投入更多支出，更愿意投资心仪的 IP，这亦支持了 IP 玩具市场增长。当经济超过这一门槛，中产阶级扩大和家庭可支配收入提升将为内容行业发展奠定基础。随着中国经济持续稳定增长和可支配收入水平提高，预计人均 IP 玩具支出也将随之增加。

中国 IP 玩具市场未来呈现三大趋势：（1）消费群体方面，“大小孩们”即热衷收藏玩具的成年群体影响力日益凸显。在青少年人数走低的日本，成年消费人群已成为 IP 玩具市场主力；2024 年美国成年消费人群也首次成为玩具消费市场最大群体。随着中国市场走向成熟，成人有望成为占据市场最大份额的消费群体。（2）产品类别上，受成熟的日本 IP 玩具市场启发，中国企业将进一步延伸产品类别。基于消费者多样

化、个性化需求，IP 玩具产品线将拓展至动漫、影视、游戏、传统文化等多领域，融合不同材质、工艺和设计风格，同时融入可动关节、声光效果、智能互动等科技元素，提升玩具可玩性与收藏价值。**(3) 产业合作层面**，中国 IP 行业价值链参与者间合作将愈发紧密。日本被广泛采用的制作委员会模式，通过多方整合资源、分担风险推动 IP 创作，在 IP 构思阶段绑定 IP 拥有者与玩具公司利益，实现独家合作，这一模式有望被中国 IP 玩具公司效仿。此外，连锁影院运营商、制片商等各方也意识到 IP 衍生产品重要性，将寻求与 IP 玩具公司深入合作，通过优化 IP 变现、延长 IP 生命周期，实现互利共赢。

图 22: 分国家人均 IP 玩具支出 (RMB 元/年)



资料来源：国家统计局、国际货币基金组织、灼识咨询、公司招股书、信达证券研发中心

3. 业务：IP 运营+产品设计+生产物流+渠道销售全链路打通

3.1 “IP 中枢”战略统领全局，自有 IP+授权 IP 双轮驱动

公司以“IP 中枢”战略、多品类运营能力和全产业链布局为核心。52TOYS 开创独特的“IP 中枢”战略，以 IP 为核心驱动跨部门协同合作，统筹各职能部门围绕 IP 展开企划、开发和执行，并打破传统业务单元的模块架构。其战略特点涵盖（1）内容洞察能力：充分理解 IP 背后的理念和内容生态，深入分析不同 IP 的受众画像，结合市场动态，输出定制化产品。（2）产品设计能力：结合行业领先的设计能力与柔性供应链，创造出创新有趣的产品，同时在材质、工艺、玩法等层面寻求突破。（3）商业化能力：覆盖广泛零售网点及多样化消费场景的全渠道分销网络；以及通过丝域运营、粉丝互动等方式增强同粉丝的连接，通过不断地反馈循环反哺 IP 管理和产品开发。公司立足“IP 中枢”战略，通过定制化 IP 产品构建多元化产品矩阵，形成循环，拓展 IP 内容生态，丰富 IP 价值并延长 IP 生命周期。

图 23：52TOYS “IP 中枢战略”



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

通过“自有 IP 运营+顶级授权 IP 合作”的双轮驱动，构建覆盖全年龄段、全消费场景的丰富 IP 矩阵。通过成功运营自有 IP，公司在 IP 孵化、产品设计及 IP 运营方面的专业能力获得验证，同时也获得全球顶级 IP 的授权，从而进一步打磨其产品开发能力，并强化竞争优势，继而反哺自有 IP 的快速成长及开发。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有 35 个自有 IP，涵盖潮流 IP、科幻 IP 及文化 IP 三大类，及 80 个国际知名经典作品的授权 IP，依托从 IP 核心价值提炼与二次创作到用户群分层再到产品形态适配的“爆品孵化公式”及公司强大产品设计开发能力和多品类产品线，与 IP 版权方及授权方建立及维持相辅相成、深度绑定的长期合作。

图 24: 52TOYS 自有及授权 IP 双轮驱动运营模式



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

- (1) **自有 IP:** 主要包括①潮流 IP, 如 Nook、Sleep、Lilith、CiCiLu 及 NINNIC, 由公司进行打造, 视觉效果独特, 个性鲜明。

图 25: 52TOYS 自有潮流 IP 系列 (Nook、Sleep、Lilith、CiCiLu 及 NINNIC)



资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

②**科幻 IP**, 如猛兽匣系列, 适合所有年龄段的中国第一原创变形机甲 IP。猛兽匣参考日本 Seisaku Iinkai 系统, 通过内外部战略合作, 拓展包括漫画、小说、和动漫在内的内容生态, 促成跨业态 IP 增值的机遇。该作品以宏大的世界观设定, 展现公司在 IP 孵化和营销的多方面能力, 包括角色开发和内容创作、玩具设计和制作工艺及跨产业合作扩展 IP 宇宙。此外, 受科幻和史诗叙事的启发, 公司围绕猛兽匣玩具开发丰富的内容生态系统, 包括网络漫画系列和相关小说。

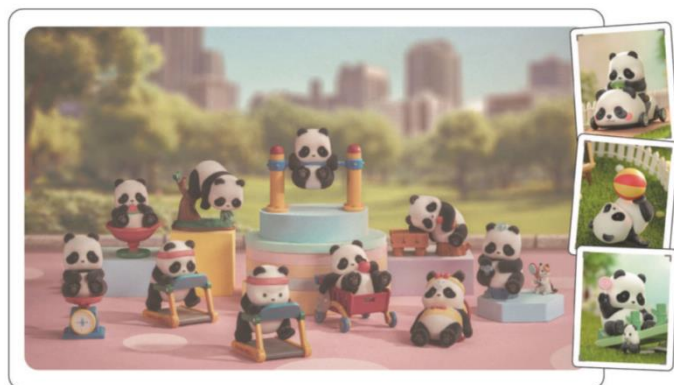
图 26: 52TOYS 猛兽匣系列 IP



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

③文化 IP，例如胖哒幼 Panda Roll 及针对文旅市场的超活化系列。胖哒幼 Panda Roll 系列以国宝熊猫为原型，因其热爱食物且顽皮滑稽的可爱萌系形象深受喜爱。超活化系列是以富有创意和异想天开的现代方式重新诠释历史文物和文化元素。秉承“超越传统、活化历史、传承文化”的设计理念，展示了公司将传统文化内涵和创意设计相结合的实力，受众群体广泛。随着角色和故事的持续发展，IP 热度和粉丝群体不断扩大，带来更广阔的商业机会。

图 27: 52TOYS 胖哒幼 Panda Roall



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

图 28: 52TOYS 超活化系列：仕女



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

(2) **授权 IP**：公司擅长精准把握最适配的 IP 产品形态，在保留经典元素的同时在产品设计中融入独特创意。52TOYS 的产品是原有 IP 世界的互动延伸，吸引了原有的爱好者，也通过创新诠释吸引新的受众，更通过开展联合营销活动，如结合电影宣传期的快闪活动等方式扩大 IP 价值，提高 IP 热度，延长 IP 生命周期以及最大化 IP 商业价值。公司在 IP 运营方面的专业能力与 IP 版权方相辅相成，从而双方形成深度绑定，以吸引更多优质的 IP 资源形成共同发展的良性循环。

图 29: 52TOYS 授权 IP 系列

IP	交易对手类型	授权区域	关系年期	授权到期年份
蜡笔小新	版权代理方 版权代理方	中国内地 海外 10 个地区和国家	7 年 2 年	2027 年 2025-2027 年
迪士尼: 迪士尼经典系列、迪士尼公主、草莓熊、史迪奇、冰雪奇缘、《玩具总动员》、小飞象、奇奇蒂蒂、小熊维尼等	IP 版权方	中国内地和海外 10 个地区和国家	6 年	2025 年
迪士尼 (20 世纪工作室): 异形、铁血战士等	IP 版权方	中国内地	6 年	2025 年
华纳兄弟: 猫和老鼠、鬼修女、超人、瑞克和莫蒂、飞天小女警等	IP 版权方	中国和海外 38 个国家	5 年	2026 年
哆啦 A 梦	版权代理方 版权代理方	中国内地 海外 5 个国家	4 年 1 年	2026 年 2025-2026 年
《吞食天地》	IP 版权方	全球	4 年	2028 年
电影《流浪地球 2》	IP 版权方	中国内地及日本	3 年	2025 年
三丽鸥: 大耳狗、布丁狗、帕恰狗、库洛米、美乐蒂、Hello Kitty 等	版权代理方	中国内地	2 年	2026 年
吉伊卡哇 (Chiikawa)	版权代理方	中国内地	2 年	2026 年
《镖人 (BLADES OF THE GUARDIANS)》	IP 版权方	全球	1 年	2027 年
环球影业: 小黄人、《驯龙高手》、科学怪人、德古拉、木乃伊、狼人、《黑湖妖谭》等	IP 版权方	中国	1 年	2027 年

资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

图 30: 52TOYS 授权 IP

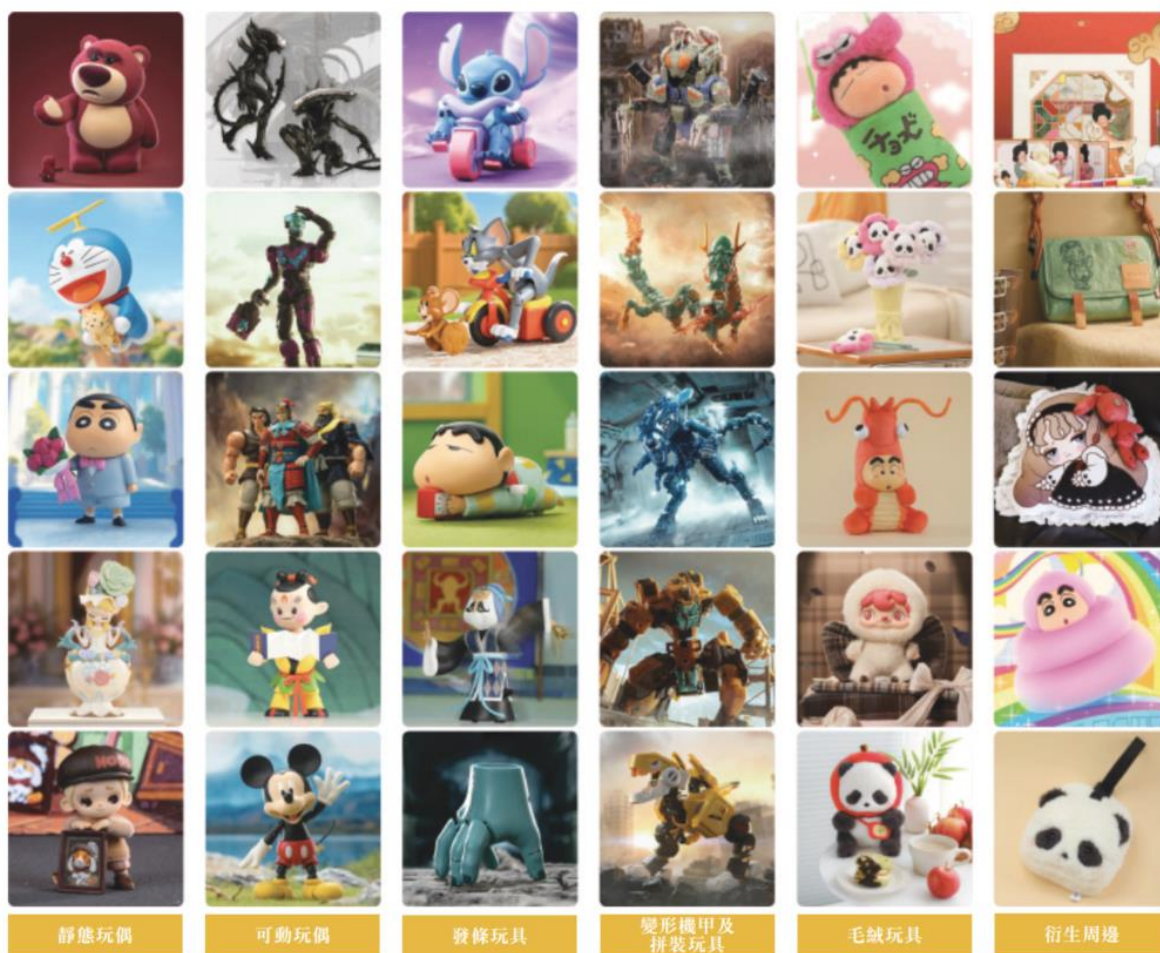


资料来源: 公司招股书、信达证券研发中心

3.2 产品创新品类丰富，兼具收藏价值及实用属性

突破单一品类限制，多品类定制策略深耕行业。52TOYS 构建覆盖静态玩偶、可动玩偶、变形机甲及拼装玩具、发条玩具、毛绒玩具及衍生周边的多品类产品体系。公司针对不同 IP 的独特风格量身定制产品，如电影《流浪地球 2》的变形机甲及拼装玩具反映了电影的科幻本质；《吞食天地》IP 则匹配可动玩偶形态适配，增强动态玩法；发条玩具形态适配蜡笔小新 IP，增强可玩性及互动性。此外公司产品价位覆盖大众消费级至高端收藏级等多层级价位，形成满足各类消费者需求的产品组合，基于往绩记录，公司年均上新 SKU 超 500 款。

图 31：52TOYS 产品矩阵



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

- (1) **静态玩偶：**公司根据自有 IP 及授权 IP 开发静态玩偶玩具，以捕捉及展示角色的标志性姿势、外观及场景细节，满足广泛的消费群体，并具备产品创造力，除传统的 PVC 及 ABS 玩具外，公司还开发了植绒及搪胶等材料的创新质地产品。公司通常每年推出 60-90 个系列的静态玩偶玩具，价格依据尺寸、成本等因素每件在 39 元至 499 元不等。
- (2) **可动玩偶：**公司在闪电奇舞（FigLite）产品系列下开发了各式可动玩偶，可摆出不同姿势的模型，为消费者提供角色的互动体验。可动玩偶具有复杂的细节及先进的关节，使收藏者能够精准地重现富有表现力的姿势及标志性的场景。每个可动玩偶都配备至少五个铰接式关节及多种手部位置组件，公司还为部分可动玩偶提供专属配件。可动玩偶引起了世界各地粉丝的共鸣，让爱好者能够重现生动的姿势及经典场景，鼓励用户生成内容（UGC）并分享，从而在充满活力的全球可动玩偶收藏市场中占据重要地位。

- (3) **发条玩具：**采用复古的机械技术，为当代收藏家精心复刻，每个发条玩具均配备了精密的上弦系统，一旦启动，就可以重现流行 IP 角色的标志性动作。通过将怀旧的玩法与现代收藏兴趣无缝融合，公司重新定义了机械的魅力，同时吸引了发条玩具收藏家及流行 IP 的粉丝，价格在 39 元至 89 元不等。
- (4) **变形机甲及拼装玩具：**变形机甲及拼装玩具以公司自有 IP 猛兽匣为核心产品。经典的猛兽匣机甲系列将史前野兽和现存生物重塑为复杂的机甲形式，并可变形为不同尺寸的立方体，包括 3 厘米入门级、4 厘米进阶级、5 厘米经典级及 7 厘米大师级。另外，公司还推出了猛兽匣无限系列，该系列为猛兽匣的联名系列，通过与艺术家及其他 IP（如电影《流浪地球 2》）合作，实现更多产品的突破。通常每年推出约 50 个系列的变形机甲及拼装模型，并根据消费者偏好及市场趋势动态调整数量，单价范围主要在每件 68 元至 328 元之间。
- (5) **毛绒玩具：**主要围绕自有和授权 IP 中具有治愈和温暖特色的角色，采用各种面料工艺，从标准短毛绒、长毛绒、慢回弹材料到塑胶，有助于提升触觉体验，价格主要介于每件 49 元至 99 元。
- (6) **衍生周边：**各种涵盖自有 IP 和授权 IP 的衍生周边产品，这些衍生周边采用不同材质制作，具有日常实用功能。通过将 IP 玩具文化与生活用品相结合，衍生周边能将 IP 玩具的乐趣延伸至粉丝的日常生活中，同时提供实用价值。

图 32：52TOYS 代表产品



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

3.3 生产物流合作专业第三方，确保高效率运转

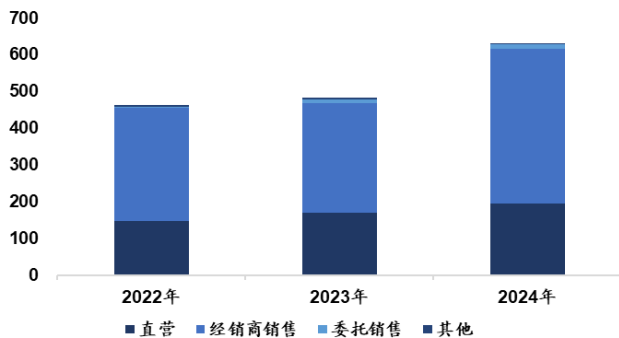
合作第三方专业工厂，优化资源配置。公司与第三方专业工厂合作生产产品，使得公司能够专注于产品设计、产品营销，以及品牌管理等核心环节。同时优化资本投资与资源配置，有效地调整产品体系，以响应不断变化的市场趋势。2024 年，公司在中国与超过 60 家合作工厂合作。此外，公司重视质量控制，一方面，公司拥有一支由 32 名员工（截至 2024 年末）组成的专门的质量控制团队；另一方面，公司运用 DFM 设计方法以预防模具及生产过程中的潜在问题，以确保产品质量稳定性。

中央仓+门店分仓叠加合作第三方物流保障商品补货及时。截至 2024 年底，公司在中国租赁及运营两个总建筑面积约 18000 平方米的中央仓库。通常，公司与仓库服务提供商签订为期五年的协议，公司设有专门团队，负责管理产品的仓储。除中央仓库外，公司通常在品牌店所在的购物中心设有一个小型仓库，以确保能够及时补货。运输方面，公司聘请第三方物流服务提供商交付产品。公司通常与物流服务提供商订立年期为一年的协议，公司的物流服务提供商承担与产品交付相关的风险，并须投保必要的保险范围，对于任何特别的产品运输需求，公司可能会使用其他临时物流服务提供商。

3.4 经销渠道为主，直营及委托销售多元布局，线上线下全渠道覆盖

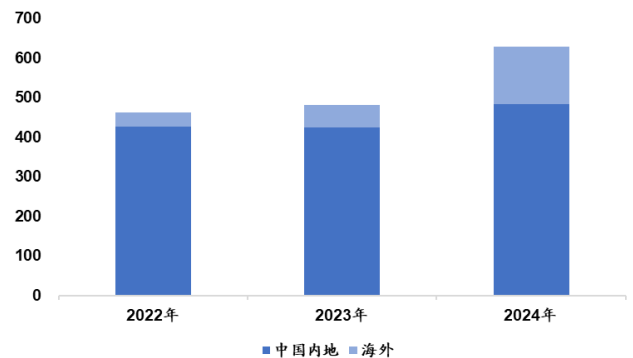
国内线上+线下渠道密布，直营+经销网络布局广泛。公司已构建线上+线下销售网络，线下在北京三里屯太古里、朝阳大悦城、成都宽窄巷子等繁华核心文化枢纽策略性打造品牌体验店，通过 IP 主题场景搭建、限定款首发等活动，推广品牌文化；线上通过 52TOYS 官方微信小程序及独立移动 App 搭建会员生态体系，且全面覆盖天猫、抖音、京东、拼多多及小红书等主流电商平台及社交媒体平台，截至 2024 年末公司已沉淀超过 470 万会员。经销层面，公司亦借助不同零售空间的广泛经销商网络，包括潮流精品店、玩具集合点、书店、电影院、便利店、游乐园、博物馆及机场，实现对线下直营的补充，并按照不同消费场景对经销商进行分类和拓展管理，与大量优质经销商保持长期稳定的深度合作。截至 2024 年 12 月 31 日，公司合作经销商超 400 名，覆盖终端网点达 20000 家。

图 33: 52TOYS 渠道收入分布（百万元）



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

图 34: 52TOYS 区域收入分布（百万元）

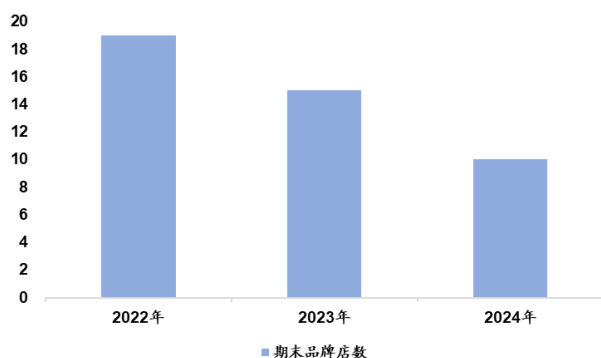


资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

（1）直营渠道：公司通过品牌店、无人零售机及网上销售渠道（包括公司在中国及海外主流电商平台的旗舰店、微信小程序及“52TOYS”移动应用）直接向消费者销售产品。此外电商渠道独立经营猛兽匣、无人零售机及旗舰店，主要销售变形机甲及拼装玩具以及可动玩偶。

品牌店：主要为公司品牌形象展厅，提供广泛的产品系列以满足消费者需求。当前位于北京、成都、天津及扬州拥有五家品牌店，门店建筑面积在 80-200 平方米之间。公司还和购物中心合作，推出短期主题快闪店，期限为 1-2 个月。当前开设 35 家快闪店，其中表现最佳的一家在 45 天内创造 350 万元 GMV。

图 35: 52TOYS 期末品牌门店数



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

图 36: 52TOYS 品牌店



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

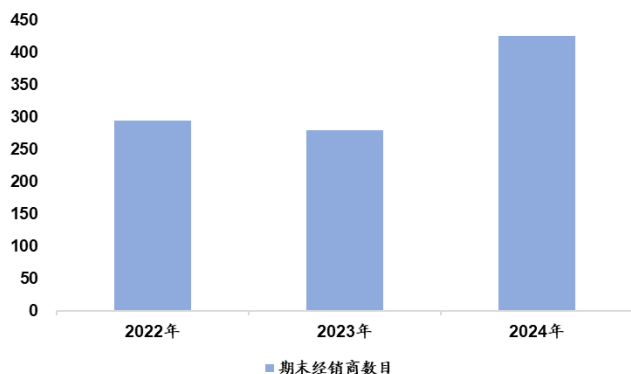
无人零售机: 公司在购物中心铺设无收银员的无人零售机, 以扩大消费者接触点, 并提供有趣的购物体验。无人零售机展示并售卖公司最畅销的产品, 通常可以存储约 34 个 SKU 的猛兽匣产品或 60 个 SKU 的盲盒产品。公司能够实时监控无人零售机的销售情况并由制定团队负责及时补充库存。

在线渠道: 公司在中国及海外各电商平台, 包括天猫、抖音、京东、小红书、拼多多、亚马逊、Shopee 及 TikTok, 经营官方旗舰店, 抖音及点卯官方商店为吸引新粉丝的关键渠道, 同时在抖音、天猫和小红书进行直播, 推广并销售产品, 同时增进与粉丝互动。2022-2024 年公司线上渠道收入分别为 1.16/1.29/1.39 亿元。

(2) 经销: 截至 2024 年末, 公司共拥有 336 位中国经销商及 90 位海外经销商, 涵盖东南亚、日韩及北美区域。截至 2024 年末, 公司已授权若干海外经销商运营 16 家海外授权品牌店, 公司经销商主要包括大型玩具零售商、连锁书店、精品百货连锁店、电影院连锁店、交通枢纽运营商和信誉良好的连锁零售商; 少数经销商为博物馆、游乐场及旅游景点, 其于礼品店向游客定向销售公司的超活化系列及猛兽匣产品。除经销商本身的无人零售机器外, 公司会与经销商合伙扩充“52TOYS”无人零售机网络, 即公司向经销商提供无人零售机器, 经销商负责地点租赁及维护工作, 包括库存补充频率等后续工作。

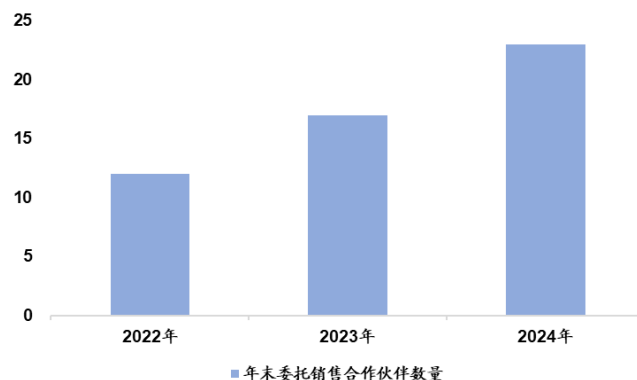
(3) 委托销售: 公司与博物馆、游乐场及旅游景点合作, 在其礼品店定向销售猛兽匣及超活化系列产品, 并根据每个博物馆、乐园或旅游景点的主题和设置定制化选品, 有效触达目标消费者。截至 2022-2024 年底公司分别有 12/17/23 位委托销售合作伙伴。

图 37: 52TOYS 期末经销商数量 (位)



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

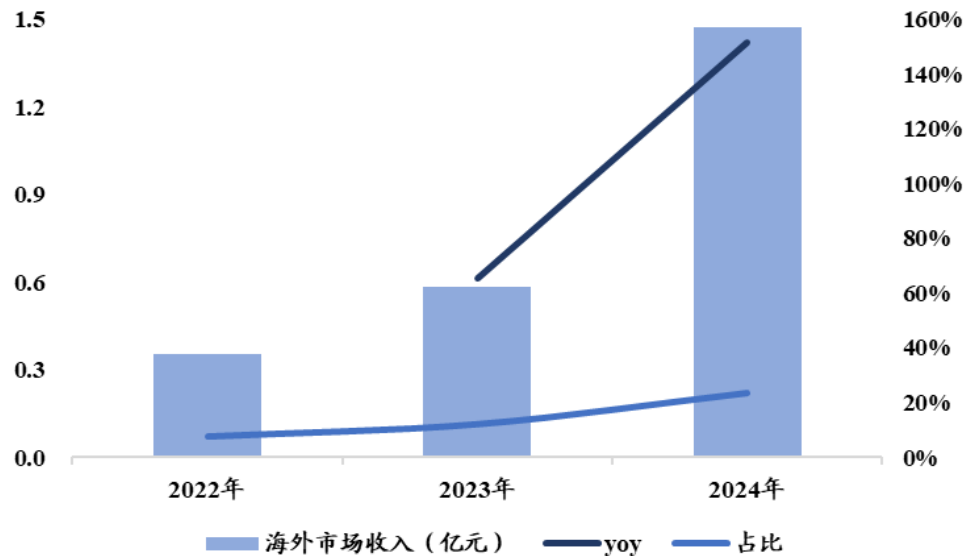
图 38: 52TOYS 年末委托销售合作伙伴数量 (位)



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

积极拓展海外业务。扩大海外销售为公司长期业务策略，主要计划发展直营海外业务。截至 2024 年末，公司已拓展至东南亚、日韩及北美等主要海外市场，拥有 16 家海外授权品牌店网络，并在亚马逊、Shopee 及 Tiktok 等领先电商平台建立运营。公司 2022-2024 年海外市场营收分别为 0.35/0.59/1.47 亿元，分别占收入比重为 7.6%/12.1%/23.4%，对应毛利率分别为 28.8%/41.0%/41.6%。毛利率显著提升，公司也在积极推进拓展后续海外市场业务。

图 39: 52TOYS 海外收入情况（亿元，%）



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

3.5 深入洞察消费者，会员计划绑定粉丝社群

营销团队经验丰富，多渠道会员计划增强粉丝粘性。作为中国领先的 IP 玩具公司，公司吸引了不断增长的多样化和热情的粉丝群体。粉丝群主要包括儿童、青少年和成年人。52TOYS 产品凭借其创新性、可玩性、功能性和品质，深受粉丝喜爱，创造了较高的客户忠诚度和客户的重复购买。粉丝亦会向亲朋好友或在线社区分享产品带来的趣味和智力挑战，进一步扩大了粉丝群体。为更好地营销产品和品牌，公司设有专门的营销团队，团队成员具有丰富行业经验及深入消费者洞察力的营销团队，负责策划及执行营销活动及推广活动。公司预计主要通过会员计划、展会及社交媒体平台触达粉丝及消费者，以扩大品牌影响力。公司设有多渠道会员计划，以此建立起粉丝社区，增强粉丝的黏性，并促进复购。粉丝可通过线上渠道（包括在电商平台的旗舰店、官方微信小程序及移动应用）以及线下品牌店免费注册为会员。当前会员体系拥有五级会员资格，并提供不同级别的会员福利。会员级别根据会员在上一年度的购买金额计算为成长值，按其会员级别享有各种不同力度的优惠，如积分兑换、折扣、生日促销活动、优先购买限量商品等。在公司所有线上、线下销售渠道产生的消费积累，都能够成为会员的成长值。通过会员计划，公司亦可以频繁、高效和实时与粉丝互动，截至 2024 年末，公司注册会员人数超过 470 万人。

图 40: 52TOYS 展会



资料来源：公司招股书、信达证券研发中心

4. 风险提示

消费者偏好与行业趋势变化风险。IP 玩具市场受社会经济环境及消费者偏好影响较大，若未能及时迭代及推新产品，或影响公司业务和经营业绩。

IP 运营风险。现有 IP 运营、新 IP 的开发或授权 IP 商业化运营失败影响等，部分授权协议需支付最低版权费，或存在成本高于收益的风险。

销售渠道管理风险。多渠道销售或导致渠道间竞争，对经销商控制有限，或存在违规销售、价格混乱等风险。

海外市场拓展风险。海外市场面临政治、经济、监管、汇率等不确定性，或影响公司的运营及收益。



研究团队简介

姜文锬，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。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，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。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

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。