

2026 年 06 月 23 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

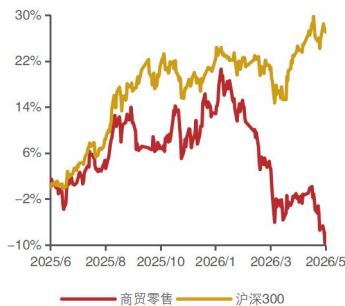
丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



# 需求供给政策三重共振，情绪消费崛起驱动潮玩赛道持续扩容

## ——潮玩行业解析与投资主线（一）

### 投资要点：

- 潮玩行业业绩亮眼，未来增长动能强劲。**据广东省玩具协会估算，2025 年中国潮玩市场规模达 879.7 亿元，同比增长 21%，首次超越传统玩具市场规模的 801.3 亿元。据弗若斯特沙利文的预测，潮玩行业将由 2026 年的 1,264 亿元增长至 2030 年的 3,310 亿元，实现 27.2%的复合年增长率。搪胶毛绒和手办是中国市场的核心增长板块，AI 玩具和 3D 拼装模型等细分赛道快速增长，成为新增长点。弗若斯特沙利文按零售额预计，搪胶毛绒在中国潮玩市场份额将从 2025 年的 20.0%增长至 41.7%；据工信部统计，预计 2025 年中国 AI 玩具市场规模约 290 亿元。未来随着 Z 世代消费力释放和品类创新持续，潮玩行业有望保持高质量增长。
- 潮玩行业的快速增长是需求、供给、政策三重因素共振的结果。**需求端，Z 世代成为消费主力，情绪消费意愿持续攀升，2024 年中国情绪经济市场规模已达 2.3 万亿元，预计 2029 年将突破 4.5 万亿元；用户规模趋稳但消费深度快速提升，2024 年中国“谷子经济”市场规模同比增长 40.6%至 1,689 亿元。供给端，搪胶毛绒、卡牌、AI 玩具等新品类持续扩容形成多条独立增长曲线，线下门店从销售终端升级为 IP 沉浸式体验空间。政策端，扩大内需作为国家长期战略之举，近年来多次被强调为战略基点；商务部等 9 个部门明确支持优质消费资源与知名 IP 跨界合作，鼓励打造商旅文体健融合的消费新场景，培育新型消费龙头企业，为 IP 经济打开新的增长空间。
- 中国潮玩呈现“一超多强”格局，全球份额持续提升。**按 2025 年 GMV 计算，中国潮玩行业前五大零售商市场份额合计 32.5%，泡泡玛特以 21.8%的份额位居第一，TOP TOY 以 4.8%排名第二。中国潮玩在全球市场中的份额已从 2020 年的 16.74%提升至 2025 年的 22.91%，预计 2030 年将进一步提升至 28.92%。从增长动能看，部分中国头部潮玩企业 2021–2025 年营收年均复合增速显著快于乐高、万代南梦宫、迪士尼等海外巨头，泡泡玛特、布鲁可五年间分别均实现超 7 倍增长。
- 投资分析意见。**潮玩行业正经历从“产品消费”向“IP 消费”的转移，在情绪消费持续升温、IP 衍生品市场快速扩容、中国潮玩品牌全球化进程加速的大背景下，行业正迎来结构性增长机遇。建议关注泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。
- 风险提示。**宏观消费修复不达预期；IP 热度回落及版权风险；地缘政治影响出海。

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 潮玩行业概况：从“玩具消费”到“情绪消费” .....    | 4  |
| 1.1. 潮玩产品与 IP 内核 .....            | 4  |
| 1.2. 全球及中国潮玩市场概览 .....            | 6  |
| 2. 行业增长驱动力：需求、供给、政策三重共振 .....     | 9  |
| 2.1. 需求端：情绪消费崛起，Z 世代成为主力 .....    | 9  |
| 2.2. 供给端：品类创新与渠道升级，驱动供给多元化 .....  | 10 |
| 2.3. 政策端：服务消费政策加码，IP 经济迎来利好 ..... | 12 |
| 3. 行业竞争格局 .....                   | 12 |
| 3.1. 全球潮玩企业 .....                 | 12 |
| 3.2. 中国潮玩市场竞争格局 .....             | 13 |
| 4. 投资分析意见 .....                   | 14 |
| 5. 风险提示 .....                     | 15 |

## 图表目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1：潮玩主要产品分类及代表企业 .....                         | 4  |
| 图表 2：潮玩与传统玩具的显著特征对比 .....                        | 5  |
| 图表 3：内容 IP 与形象 IP 核心特征对比 .....                   | 6  |
| 图表 4：内容 IP 与形象 IP 代表企业和代表 IP .....               | 6  |
| 图表 5：2020-2030 年全球潮玩市场规模（按零售额计）（十亿美元） .....      | 7  |
| 图表 6：2020-2030 年全球潮玩市场规模复合年增长率 .....             | 8  |
| 图表 7：2020-2030 年中国潮玩市场规模及同比增速 .....              | 8  |
| 图表 8：中国潮玩行业按产品类型划分的市场份额 .....                    | 8  |
| 图表 9：2019-2028 年中国拼搭类玩具市场规模 .....                | 8  |
| 图表 10：2022-2025 年中国数字娱乐产业 IP 主要类型衍生品市场规模变动 ..... | 9  |
| 图表 11：2025 年中国 IP 消费支出变化 .....                   | 9  |
| 图表 12：2022-2029 年中国情绪经济市场规模 .....                | 10 |
| 图表 13：2025 年中国潮玩消费者年龄分布 .....                    | 10 |
| 图表 14：2019-2029 年中国泛二次元用户规模及市场规模 .....           | 10 |
| 图表 15：主要潮玩产品种类相关 IP 展示 .....                     | 11 |
| 图表 16：2021-2025 年知名潮玩品牌线下门店数量变化 .....            | 12 |
| 图表 17：全球主要潮玩企业对比 .....                           | 13 |
| 图表 18：2021-2025 年全球主要潮玩企业营业收入变化 .....            | 13 |
| 图表 19：2025 年中国潮玩行业前五大零售商 .....                   | 14 |
| 图表 20：2024 年中国 IP 玩具行业市场竞争格局 .....               | 14 |
| 图表 21：中国潮玩行业竞争格局 .....                           | 14 |
| 图表 22：潮玩行业重点标的泡泡玛特盈利预测与估值（人民币） .....             | 15 |

# 1. 潮玩行业概况：从“玩具消费”到“情绪消费”

## 1.1. 潮玩产品与 IP 内核

**潮玩 (Art Toy / Designer Toy)** 是指以独特艺术设计和 IP 为核心驱动力、兼具收藏价值与情感属性的玩具品类。区别于功能导向的传统玩具，潮玩的核心价值在于艺术表达与文化认同，其目标消费群体以 15-35 岁年轻人为主。根据 TOP TOY 招股书，潮玩产品具备以下五项特征：（1）通过独特设计与 IP 驱动的二创实现高附加值；（2）高度重视材料甄选、流行色彩搭配及艺术化设计创新；（3）产品设计阶段便融入趣味化机制，如限量版或隐藏款；（4）SKU 按照规划节奏持续更迭；（5）主要通过专营的潮玩渠道进行销售。

**潮玩市场的品类高度多元化。**目前，潮玩市场已形成从手办到拼搭、从毛绒到卡牌的完整品类矩阵。这种形态与功能上的多元化，不仅丰富了消费者的选择空间，也持续推动了整个行业的创新与发展。各类潮玩形态都在以其独特的方式回应着不同层次和风格的潮流文化需求，展现出潮玩作为现代消费品的独特魅力和广阔前景。

图表 1：潮玩主要产品分类及代表企业

| 品类    | 主要特征                                 | 代表品牌         | 核心优势                              |
|-------|--------------------------------------|--------------|-----------------------------------|
| 盲盒    | 以 IP 形象为基础，核心是“随机性”，具有互动式购买体验及社交属性   | 泡泡玛特、52TOYS  | 利用不确定性制造惊喜感，能激发消费者的复购动力和收集欲望      |
| 手办    | 强调原有 IP 还原，设计精致有艺术风格，具有高度细节化特征       | 万代南梦宫、名创优品   | 常为限量发售，具备较高收藏价值；热门 IP 会引发强烈的粉丝效应  |
| 搪胶/毛绒 | 搪胶或毛绒材质的 IP 形象玩偶，可以陈列或携带出门           | 迪士尼、Jellycat | 具有柔软手感且令人喜爱，知名 IP+高颜值外观，社交属性强     |
| 拼装模型  | 可自主组装成品，强调组装过程及创意实现，兼具动手乐趣与结构美感      | 乐高、布鲁可       | 产品载体形式多样，可承载多种 IP；通常具有高水平的创意和重玩价值 |
| BJD   | 是采用球形关节连接，以可活动的肢体为特点的人偶，可更换妆面与服饰     | 泡泡玛特、芭比      | 强调个性化与互动性，深受女性用户的喜爱               |
| 卡牌    | 具有特定主题或以 IP 为核心的实体卡牌产品，可供消费者收藏、交换或畅玩 | 卡游、集卡社、卡卡沃   | 卡牌单价低、用户门槛低、复购意愿高                 |
| AI 潮玩 | AI 技术融入潮流玩具，实现玩具和消费者的双向智能互动和对话       | 实丰文化         | 强调科技感与互动体验，具有特殊的陪伴和情绪属性           |

资料来源：各公司招股书，华源证券研究所整理

**潮流玩具与传统玩具存在显著区别。**传统玩具核心受众主要为 14 岁及以下儿童，购买决策者通常为家长，往往以功能性和教育性为核心，侧重寓教于乐；潮玩则主要面向年轻人群，购买决策者通常为消费者本人，以情感价值和收藏属性为核心，通过独特设计、高品质材料和趣味机制，可以满足年轻消费者的收藏需求和情感共鸣。两者在定价逻辑与盈利模式上也存在根本差异，传统玩具依赖规模效应和渠道覆盖，潮玩依赖 IP 溢价和稀缺性机制实现价值。

**潮玩代表年轻人的多元化生活态度和文化追求。**潮玩不仅是玩具，更是一种艺术品和文化载体，它融合了街头文化、流行艺术、设计美学甚至亚文化元素，体现了消费者的个性和生活态度。潮玩造型多样、创意独特，强烈的视觉冲击力和审美价值满足了年轻人对自我表

达和个性展示的需求；同时，潮玩往往具有较高的收藏价值和社交属性，消费者购买的不仅是玩具本身，更是一种生活方式和身份符号，体现其文化品味和社会圈层的归属感。

**图表 2：潮玩与传统玩具的显著特征对比**

|        | 潮玩                           | 传统玩具                       |
|--------|------------------------------|----------------------------|
| 核心价值   | 艺术性、设计感、收藏价值、情感价值、潮流文化认同     | 娱乐性、教育性、功能性                |
| 目标消费者  | 主要为 15-35 岁年轻人               | 主要为 14 岁及以下儿童              |
| 购买动机   | 悦己/社交/收藏                     | 玩乐/学习                      |
| 核心产品卖点 | 限量版/隐藏版、IP、设计师、稀缺性/收藏性、社群归属感 | 品牌认知、功能导向、娱乐或教育用途、使用而非收藏为主 |
| 产品迭代   | SKU 迭代快，迎合快速变化的用户偏好          | 款式和 SKU 更新频率低，产品周期长        |
| 产品价格   | 通常较高，且二级市场波动大                | 范围广，但通常注重性价比               |
| 毛利率水平  | 头部企业可达 60%以上                 | 通常 20-40%                  |
| 核心竞争壁垒 | IP 打造、设计能力、社群运营              | 渠道覆盖、规模效应、供应链成本            |

资料来源：弗若斯特沙利文，ifind，华源证券研究所整理

**IP 是潮玩产品的价值核心，其形态决定了企业的商业化路径选择。**从 IP 形态来看，主要分为内容 IP 与形象 IP 两类。内容 IP 通常拥有丰富的叙事宇宙，依托影视、动漫、游戏等内容载体，通过世界观与故事情节建立消费者认知，实现深度的“情感共鸣”与“价值认同”。形象 IP 则以视觉符号为核心，通过高辨识度的角色形象快速建立消费者认知，并直接进入商品化阶段，其吸引力主要来源于设计风格、个性表达及符号意义，不依赖复杂的叙事结构。

**内容 IP 和形象 IP 呈现出显著差异，体现了“深度”与“效率”两种路径。**内容 IP 开发周期往往较长，需要持续的内容创作和跨媒体运营，其衍生商品具备稳定的受众基础，整体开发与运营风险相对较低；不过在商业化过程中，企业需向内容方支付版权费用，对 IP 的掌控力相对有限。形象 IP 商业化路径清晰、受众覆盖广且可塑性强，可快速实现规模化变现，部分形象 IP 还呈现出“形象先行、叙事后补”的发展模式；但由于缺乏稳定的内容支撑，在 IP 孵化阶段面临更高的开发风险，其生命周期也更依赖精细化运营与高频产品迭代。我们认为，形象 IP 通过降低开发门槛并缩短商业化周期成为推动潮玩行业快速扩张的重要驱动力，内容 IP 则能构建更持久的用户粘性与品牌壁垒。无论是效率优先还是深度优先，IP 的终极目标都是成为能够承载“故事感”的文化符号，本质上是在讲述与消费者产生连接的情感故事。

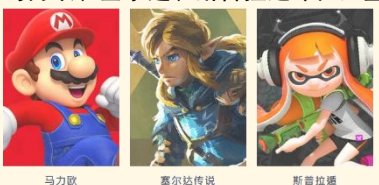


图表 3：内容 IP 与形象 IP 核心特征对比

| 维度    | 内容 IP                              | 形象 IP                             |
|-------|------------------------------------|-----------------------------------|
| 核心要素  | 来源于影视、动漫、游戏等作品，以内容叙事性、情感共鸣、价值认同为核心 | 以外形设计、视觉形象为卖点，以形象辨识度、符号意义、个性表达为核心 |
| 目标消费者 | 以内容或作品的受众和粉丝为主，多为内容沉浸式消费者（如影迷）     | 受众广泛，多为社交表达型消费者                   |
| 消费者门槛 | 价值观过滤，较高门槛，受众范围受限                  | 审美认同，较低门槛，受众范围广                   |
| 商业模式  | 长周期变现：<br>内容创作-粉丝（-授权）-衍生商品        | 短平快变现：<br>形象设计（-联名）-商品            |
| 开发风险  | 内容受众作为潜在消费者，相对较低                   | 取决于运营策略，不确定性较高                    |
| 开发周期  | 长，主要依赖内容创作                         | 短，主要依赖设计驱动                        |
| 变现节奏  | 前期投入大，回收周期长                        | 变现快，现金流效率高                        |
| 生命周期  | 根据作品热度而定，部分经典作品的 IP 长期维持热度         | 取决于运营策略，不确定性较高                    |
| 迭代周期  | 长，依赖内容迭代，如推出续集、番外等新作品              | 短，依赖设计迭代，需高频视觉刷新，如推出新造型、新系列       |
| 主要风险点 | 叙事疲劳，文化冲突                          | 审美疲劳，创意枯竭                         |

资料来源：钛媒体，腾讯游戏学堂，华源证券研究所整理

图表 4：内容 IP 与形象 IP 代表企业和代表 IP

| 维度    | 内容 IP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 形象 IP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 代表 IP | <p>疯狂动物城（迪士尼）</p>  <p>复仇者联盟（迪士尼）</p>  <p>马力欧、塞尔达、斯普拉遁（任天堂）</p>  | <p>Molly、LABUBU（泡泡玛特）</p>  <p>Hello Kitty、库洛米（三丽鸥）</p>  <p>LINE FRIENDS</p>  |

资料来源：迪士尼、泡泡玛特、三丽鸥、任天堂、LINE FRIENDS 官网，华源证券研究所

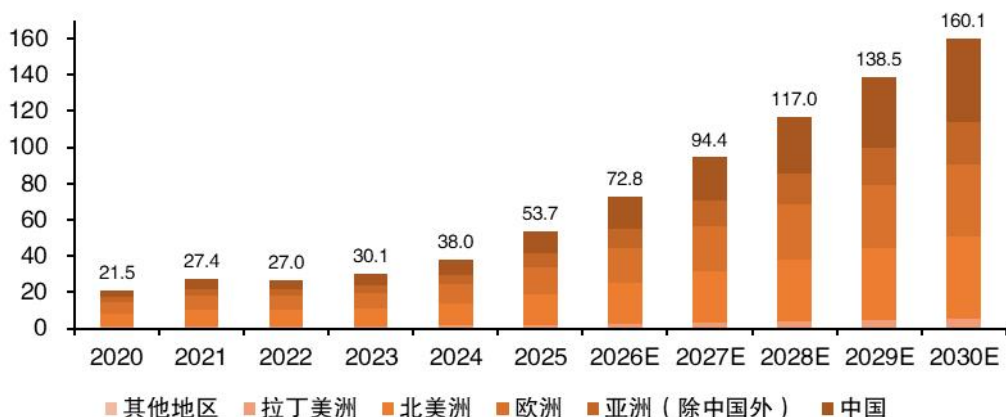
## 1.2. 全球及中国潮玩市场概览

全球潮玩消费转型，市场规模持续增长。全球潮玩消费正经历从“功能性消费”向“情感性消费”的转型，推动行业市场规模持续增长。2020-2025 年间，全球潮玩行业市场规模

已从 215 亿美元增长至 537 亿美元，复合年增长率达 20.1%。在此趋势下，潮玩行业正加速向 IP 驱动内容和沉浸式消费场景方向演进，其产品属性也逐渐从单纯的玩具产品转变为传递情感与文化的载体。据 TOP TOY 招股书预测，全球潮玩市场规模将由 2026 年的 728 亿美元增长至 2030 年的 1,601 亿美元，复合年增长率为 21.8%。

**日本与东南亚两大市场将展现出强劲的增长潜力。**据弗若斯特沙利文预测，受益于 IP 合作、盲盒热潮及潮玩文化吸引力等因素的持续驱动，日本潮玩行业将由 2025 年的 34 亿美元增长至 2030 年的 84 亿美元，复合年增长率为 19.9%；在东南亚地区中产阶级可支配收入增加、消费观念转变以及社交媒体和本地 KOL 影响力提升的背景下，东南亚潮玩行业市场规模预计将由 2025 年的 31 亿美元增长至 2030 年的 120 亿美元，复合年增长率为 31.5%。

**图表 5：2020-2030 年全球潮玩市场规模（按零售额计）（十亿美元）**



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

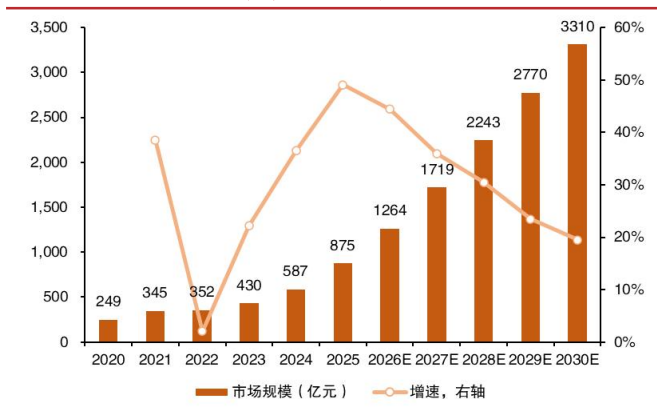
**中国是全球规模最大、增速最快的潮玩单一市场。**据广东省玩具协会估算，2025 年中国潮玩市场规模达 879.7 亿元，同比增长 21%，市场规模首次超越传统玩具的 801.3 亿元，并预计于 2026 年持续增长至 1,101 亿元。TOP TOY 招股书数据显示，中国潮玩行业零售额从 2020 年到 2025 年实现了 27.7% 的强劲复合年增长率，这一增长主要由日益增长的情绪消费需求所驱动。未来，随着 IP 向更多元化产品领域渗透，潮玩消费者的体验预计将逐渐演变为沉浸式、多感官的互动体验。据弗若斯特沙利文预测，中国潮玩市场规模将从 2026 年的 1,264 亿元增长至 2030 年的 3,310 亿元，实现 27.2% 的复合年增长率。

图表 6：2020-2030 年全球潮玩市场规模复合年增长率

| 地区       | 2020-2025 年<br>复合年增长率 | 2026-2030 年<br>复合增长率 |
|----------|-----------------------|----------------------|
| 中国       | 27.7%                 | 27.2%                |
| 亚洲(除中国外) | 21.5%                 | 21.9%                |
| 欧洲       | 17.2%                 | 19.5%                |
| 北美洲      | 18.3%                 | 19.2%                |
| 拉丁美洲     | 16.7%                 | 20.3%                |
| 其他地区     | 9.1%                  | 14.4%                |
| 总计       | 20.1%                 | 21.8%                |

资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 7：2020-2030 年中国潮玩市场规模及同比增速

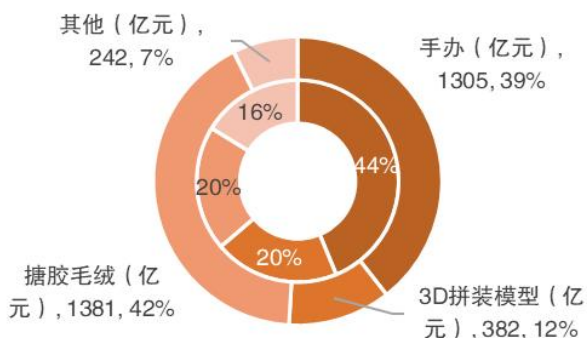


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

**搪胶毛绒和手办是中国市场的核心增长板块。**据弗若斯特沙利文，按零售额统计，中国搪胶毛绒类产品 2020-2025 年市场规模 CAGR 高达 144.6%，其增长主要得益于日常生活场景中的情感共鸣和视觉吸引力，多数搪胶毛绒玩偶可以方便携带出门，还具有社交属性；手办的增长则源于其收藏价值、精湛工艺以及与知名 IP 的情感联结。基于此弗若斯特沙利文预计，搪胶毛绒类产品在中国潮玩市场中的份额将从 2025 年的 20.0% 增长至 2030 年的 41.7%。

**AI 玩具和拼搭类玩具等细分赛道成为中国市场的新增长点。**传统玩具往往功能单一、互动性有限，而 AI 技术的融入实现了从传统的单向使用到双向智能互动的跨越。艾媒咨询表示，AI 玩具行业正处于快速增长、全龄化渗透的关键阶段，中国已成为全球最大市场之一。据工信部统计，2024 年中国 AI 玩具市场规模约 246 亿元，预计 2025 年增长至 290 亿元。拼搭类玩具作为中国潮玩主流品类，其市场热度来源于动手乐趣、创造体验以及热门 IP 联名。据布鲁可招股书数据，2023 年全球拼搭类玩具的市场规模占全球玩具市场的 22.8%。弗若斯特沙利文预计，中国拼搭类玩具市场规模将从 2023 年的 237 亿元增长至 2028 年的 640 亿元。

图表 8：中国潮玩行业按产品类型划分的市场份额



资料来源：TOP TOY 招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所  
注释：内圈为 2025，外圈为 2030E。

图表 9：2019-2028 年中国拼搭类玩具市场规模



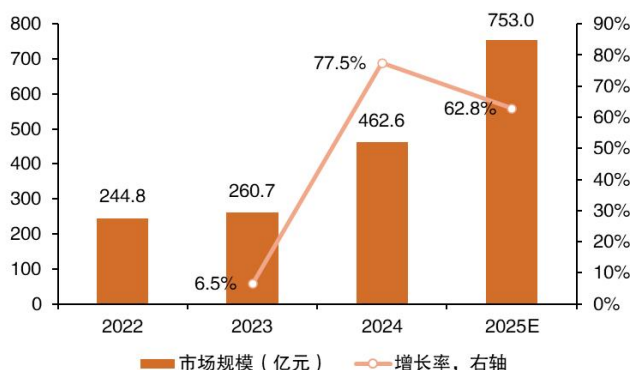
资料来源：布鲁可招股书，弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，华源证券研究所

**IP 是潮玩行业核心驱动力，IP 衍生品市场快速扩容，消费正由内容向实体延伸。**据伽马数据统计，2025 年中国数字娱乐产业 IP 主要类型衍生品市场规模预计达 753 亿元，同比增



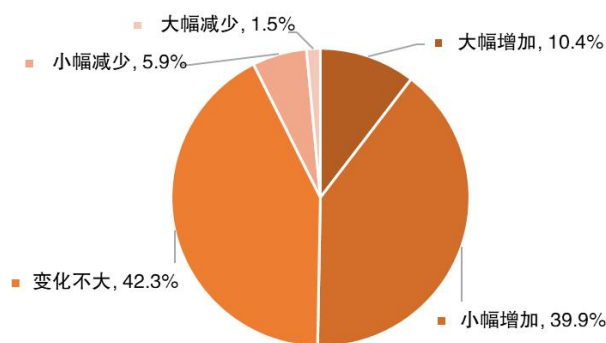
62.8%，连续两年大幅增长；《2025 中国数字娱乐产业 IP 发展报告》的受访者中，50.3%表示其 IP 消费有所增加，IP 消费正由小众走向主流。从结构上看，核心增长品类由 2024 年的收藏卡转向 2025 年的盲盒类产品，游戏、动漫、影视及原创形象等多类型 IP 衍生品销售均实现普遍增长，部分 IP 在 2024 年或 2025 年间衍生品销售额增幅超 100%。整体来看，IP 衍生品市场的扩张并非依赖单一品类或个别 IP，而是呈现出多品类、多 IP 协同增长格局。在需求端情绪价值持续强化与供给端 IP 及产品形态不断丰富共同推动下，IP 消费市场持续扩容，为潮玩行业提供坚实的增长基础与需求支撑。

图表 10：2022-2025 年中国数字娱乐产业 IP 主要类型衍生品市场规模变动



资料来源：伽马数据，华源证券研究所

图表 11：2025 年中国 IP 消费支出变化



资料来源：伽马数据，华源证券研究所

## 2. 行业增长驱动力：需求、供给、政策三重共振

### 2.1. 需求端：情绪消费崛起，Z 世代成为主力

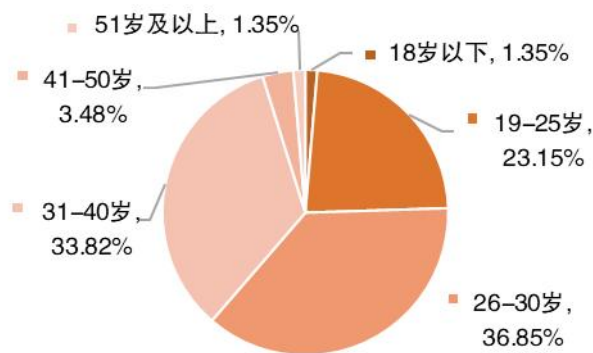
**情绪经济快速崛起，Z 世代消费力持续释放。**据艾媒咨询数据，中国情绪经济市场规模持续扩大，2024 年已达 2.3 万亿元，预计 2029 年将突破 4.5 万亿元。Z 世代成为情绪消费的主力军，消费意愿和能力均在快速提升，麦博科技调研结果显示，情绪消费人群中 90 后占比 44%；《2025 Z 世代情绪消费报告》显示，超 9 成青年认可情绪价值，近 6 成青年愿意为情绪价值买单，较 2024 年提升超 16 个百分点。在悦己、社交和成瘾型情绪消费当中，悦己型消费占据主导地位。潮玩作为悦己经济核心载体，日益成为个人身份认同与文化归属的表达载体，直接承接 Z 世代情绪消费需求的释放，预计将持续受益于 Z 世代的消费力释放。

图表 12：2022-2029 年中国情绪经济市场规模



资料来源：艾媒数据中心，华源证券研究所

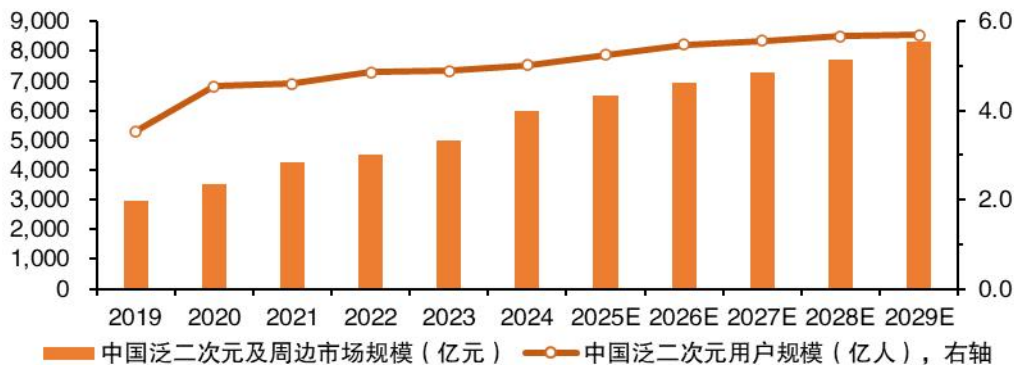
图表 13：2025 年中国潮玩消费者年龄分布



资料来源：艾媒咨询，华源证券研究所

**用户规模趋于稳定，消费深度成新增长动力。**随着情绪消费意愿持续增强，潮玩赛道正从“小众收藏”向“大众消费”升级，谷子经济等泛二次元市场规模快速增长。艾媒咨询数据显示，2024 年中国泛二次元用户规模达 5.03 亿，较 2023 年仅增长 2.65%，用户增长已进入存量时代，但庞大的用户基数仍为市场提供了坚实的流量底盘。从消费深度看，2024 年中国谷子经济市场规模达 1,689 亿元，同比增长 40.63%，预计 2029 年将超 3,000 亿元。用户规模趋稳而消费深度快速提升，表明潮玩行业的发展逻辑正从依赖用户规模扩张，转向深度挖掘核心用户价值。

图表 14：2019-2029 年中国泛二次元用户规模及市场规模



资料来源：艾媒数据中心，华源证券研究所

## 2.2. 供给端：品类创新与渠道升级，驱动供给多元化

**细分品类持续创新，多赛道形成独立增长曲线。**除传统手办、盲盒外，多个潮玩细分赛道正在形成独立的高增长曲线，推动市场整体规模加速扩大。**搪胶毛绒玩具**在 2025 年迎来现象级增长，泡泡玛特 LABUBU 系列在全球掀起热潮，TOP TOY 搪胶毛绒总收入从 2024 年的 6,379 万元飙升至 2025 年的 11.02 亿元，占总收入比重从 3.5% 跃升至 31.6%。**拼搭类玩具**作为中国潮玩的主流品类持续扩容。布鲁可拼搭角色类玩具在 2025 年推出 913 个新 SKU，创造了 19.97 亿元的收入，淘天集团已将拼搭类玩具从传统大类升级为一类类目，该赛道的战略重要性持续提升。**卡牌**属高毛利赛道，大众收藏与高端收藏正双轨并行。据卡游招股书，2024 年中国集换式卡牌市场规模占中国泛娱乐玩具行业的 25.8%，据 Suplay 招股书，同年

中国非对战式卡牌市场规模达 321 亿元。卡游定位大众消费市场，2024 年每单位平均售价仅 1.7 元，Suplay 旗下卡卡沃则聚焦高端收藏市场，主要面向具有较强消费力的成人消费者，2024 年每单位平均收入 42.3 元。AI 玩具作为技术驱动新赛道快速崛起，中国已成为全球最大市场之一。珞博智能的首款 AI 陪伴机器人产品芙崽于 2025 年 6 月发售，仅 12 月单月销量便超 5 万台。各细分赛道正形成独立的高增长曲线，品类创新已成为驱动潮玩市场整体扩容的核心动力之一。

图表 15：主要潮玩产品种类相关 IP 展示

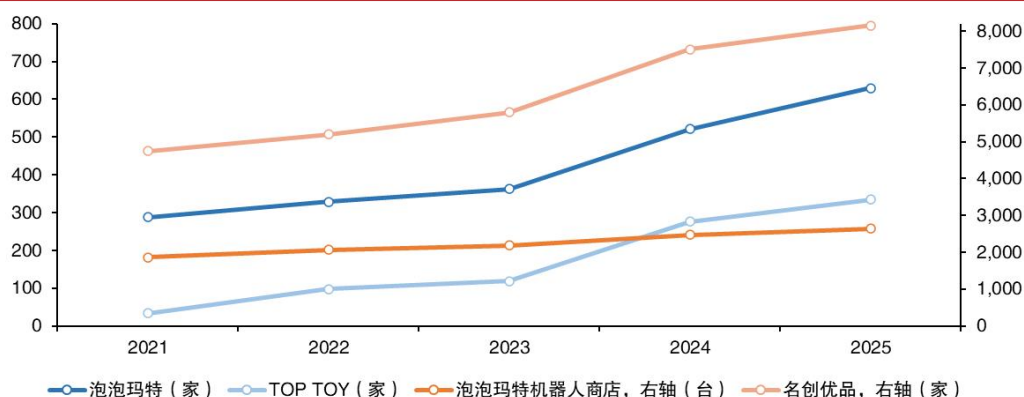


资料来源：各公司官网、招股书，华源证券研究所整理

**沉浸式消费场景与渠道的同步推动。**潮玩行业线下渠道的角色正在发生转变，沉浸式消费场景成为品牌与消费者深度互动的核心阵地，传统的销售终端正在升级为 IP 体验空间。截至 2025 年底，泡泡玛特全球门店达 630 家、机器人商店达 2,637 台；名创优品全球门店总数增加至 8,151 家，旗下 TOP TOY 门店数量也达 334 家。门店快速扩张的同时，业态升级也在同步推进，泡泡玛特将零售场景转向更具故事性与互动性的品牌体验现场；名创优品策略性推出了 MINISO LAND 系列门店，以沉浸式体验强化品牌互动；TOP TOY 已开设 28 家快闪店，有效提升品牌曝光度并推动销售转化。快速扩张的潮玩线下门店网络，为消费者带来即时沉浸式体验，强化了消费者情感联结，为行业规模持续扩容提供有力支撑。



图表 16：2021-2025 年知名潮玩品牌线下门店数量变化



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

## 2.3. 政策端：服务消费政策加码，IP 经济迎来利好

**政策持续支持 IP 经济与服务消费扩容。**扩大内需作为国家长期战略之举，近年来多次被强调，2025 年 10 月的《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议〉的说明》中再次提到“**强调坚持扩大内需这个战略基点**”；同期，商务部等 9 部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，明确支持优质消费资源与知名 IP 跨界合作，鼓励打造商旅文体健融合的消费新场景，培育一批新型消费龙头企业。上述政策直接利好具备 IP 平台化能力的潮玩企业，有望加速 IP 向线下场景、联名合作、主题乐园等高附加值应用形态的延伸，持续拓宽行业变现边界，为潮玩行业提供新的增长空间。

## 3. 行业竞争格局

### 3.1. 全球潮玩企业

**全球潮玩市场呈现多极化竞争格局。**从全球范围看，潮玩行业主要参与者可分为三类：以乐高、孩之宝为代表的传统玩具巨头，以万代南梦宫、迪士尼为代表的 IP 运营巨头，以及以泡泡玛特、名创优品为代表的中国新兴潮玩力量。乐高依托其强大的品牌认知度和产品体系，在全球玩具市场持续扩大领先优势，市场份额增速是玩具市场的两倍多，2025 年营收同比增长 12%至 835 亿丹麦克朗，净利润增长 21%。万代南梦宫凭借高达、龙珠等顶级 IP 构筑 IP 轴战略，实现玩具、游戏、影视等多业态协同，2025 财年<sup>1</sup>营业收入达 12,415 亿日元，同比增长 18%，其中玩具业务收入 5,969 亿日元，占比 48.1%，高达和龙珠 IP 年销售额分别达 1,535 亿和 1,906 亿日元。迪士尼作为全球 IP 运营的标杆企业，依托漫威、迪士尼公主等超级 IP 宇宙，构建了全球最完整的“内容+衍生品”变现体系。迪士尼 2025 财年<sup>2</sup>产品收入达 98.37 亿美元，其中消费产品收入 44.45 亿美元。中国潮玩企业则凭借 IP 孵化能力、供应链优势和本土市场红利快速崛起，泡泡玛特 2025 年营业收入达 371.20 亿元，同比增长

<sup>1</sup> 万代南梦宫、三丽鸥 2025 财年对应 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日。

<sup>2</sup> 迪士尼 2025 财年对应 2024 年 9 月 29 日至 2025 年 9 月 27 日。

184.71%;名创优品 2025 年营收达 214.44 亿元,同比增长 26%;布鲁可 2025 年营收达 29.13 亿元,同比增长 30%。

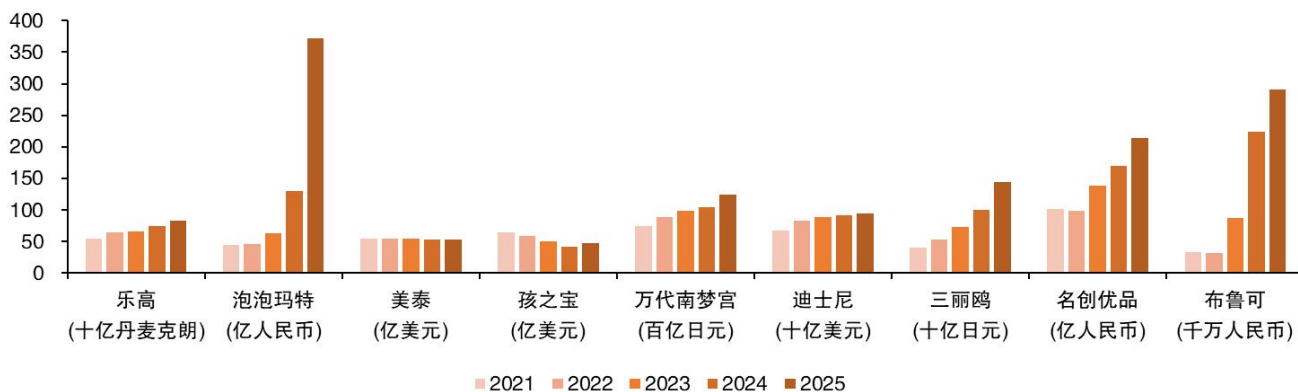
图表 17: 全球主要潮玩企业对比

| 企业    | 总部地区 | 代表产品       | 代表 IP           | 2025 年营收  | 营收 YOY |
|-------|------|------------|-----------------|-----------|--------|
| 乐高    | 丹麦   | 积木玩具       | 悟空小侠、幻影忍者       | 835 亿丹麦克朗 | 12.4%  |
| 泡泡玛特  | 中国   | 盲盒、手办、搪胶毛绒 | MOLLY、DIMOO     | 371 亿人民币  | 184.7% |
| 美泰    | 美国   | 可动人偶、玩具车   | 芭比、风火轮、费雪       | 53 亿美元    | -0.6%  |
| 孩之宝   | 美国   | 玩具模型、桌游    | 变形金刚、小马宝莉       | 47 亿美元    | 13.7%  |
| 万代南梦宫 | 日本   | 角色模型、卡牌    | 高达、龙珠           | 12415 亿日元 | 18.2%  |
| 迪士尼   | 美国   | 毛绒玩具、玩偶    | 皮克斯、漫威          | 944 亿美元   | 3.4%   |
| 三丽鸥   | 日本   | 毛绒公仔、文具    | Hello Kitty、库洛米 | 1449 亿日元  | 44.9%  |
| 名创优品  | 中国   | 盲盒、搪胶毛绒    | YOYO、吉福特熊       | 214 亿人民币  | 26.2%  |
| 布鲁可   | 中国   | 积木玩具       | 百变布鲁可、英雄无限      | 29 亿人民币   | 30.0%  |

资料来源: 各公司官网, ifind, 华源证券研究所整理

中国潮玩企业在全球市场中份额持续提升, 增长动能显著强于海外龙头。据弗若斯特沙利文, 中国潮玩行业在全球市场中的占比已从 2020 年的 16.74% 增长至 2025 年的 22.91%, 预计 2030 年将进一步达到 28.92%。中国已成为全球增长最快、最具活力的潮玩市场之一。从头部企业的增长轨迹来看, 这一趋势更为明显。2021 年至 2025 年, 泡泡玛特营收从 45 亿元增长至 371 亿元, 五年间实现超 7 倍增长; 布鲁可从 3.3 亿元增长至 29 亿元, 同样保持强劲势头。同期, 乐高、万代南梦宫以及迪士尼等海外巨头增速稳健但斜率相对平缓。中国企业的高速增长曲线与海外龙头的平缓上升轨迹形成鲜明对比, 反映出中国潮玩企业正处于高速成长期。随着中国企业在 IP 孵化、品类创新和全球化布局上的持续发力, 其在全球市场中的份额有望进一步提升。

图表 18: 2021-2025 年全球主要潮玩企业营业收入变化



资料来源: iFinD, 乐高、三丽鸥官网, 华源证券研究所

注: 万代南梦宫、三丽鸥财年对应 4 月 1 日至次年 3 月 31 日; 迪士尼财年截止日期分别为 2021/10/02、2022/10/01、2023/09/30、2024/09/28、2025/09/27。

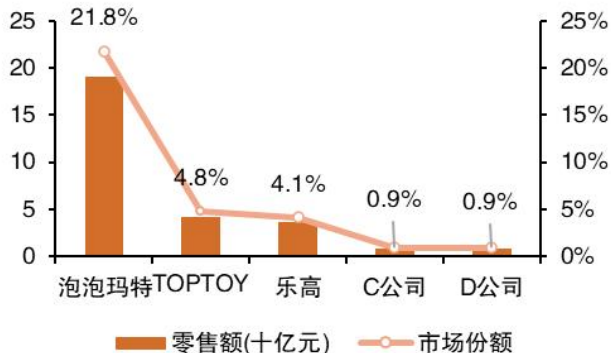
## 3.2. 中国潮玩市场竞争格局

中国潮玩市场集中度相对分散, 头部效应初显。根据 TOP TOY 招股书, 按 2025 年的 GMV 计算, 中国潮玩行业市场规模达 875 亿元, 前五大潮玩零售商市场份额合计 32.5%。其中, 泡泡玛特以 21.8% 的市场份额位居第一, TOP TOY 以 4.8% 的份额排名第二, 乐高以



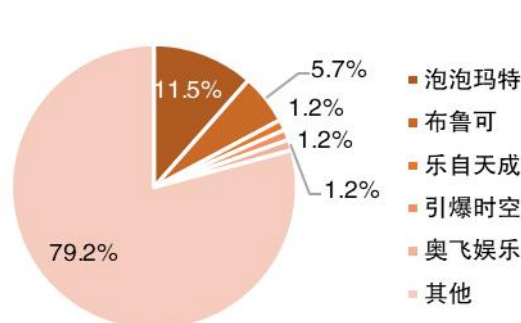
4.1%的份额位列第三。聚焦 IP 玩具市场，据中商产业研究院数据，2024 年中国 IP 玩具行业前五大企业市场份额合计仅 20.8%，集中度更为分散。泡泡玛特以 11.5%的份额位居首位，以自有 IP 矩阵的强大竞争力在 IP 玩具赛道建立了明显的领先优势。

图表 19：2025 年中国潮玩行业前五大零售商



资料来源：TOP TOY 招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 20：2024 年中国 IP 玩具行业市场竞争格局



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

从企业梯队看，中国潮玩市场呈现“一超多强”的竞争格局。第一梯队泡泡玛特，凭借全产业链布局和强大的自有 IP 矩阵，已建立显著的先发优势，2025 年旗下共有 17 个艺术家 IP 收入过亿。无论是营收规模还是 IP 储备，泡泡玛特均大幅领先同业，构成行业唯一超级品牌。第二梯队企业或依托零售基因快速扩张渠道，或在细分赛道深耕形成差异化优势。名创优品具备零售基因和供应链能力，旗下 TOP TOY 品牌在潮玩集合赛道快速扩张，目前已有 24 个自有 IP 和 42 个授权 IP；奥飞娱乐依托公司全产业链优势，凭借“喜羊羊”等自有 IP 通过“玩点无限”品牌布局了潮玩产品；布鲁可在拼搭玩具及积木玩具赛道以平价策略和 73 个授权 IP 抢占市场；卡游则在卡牌赛道保持高毛利领先。第三梯队包括乐自天成、星辉娱乐等企业，以下沉市场和产品力为突破口，营收规模普遍在数亿至二十亿左右，IP 仍以授权为主或自有 IP 尚未形成规模。第四梯队包括上万家中小潮玩企业，在长尾市场中寻找突围机会，据中商产业研究院数据，截至 2025 年 5 月底，国内现存潮玩相关企业已突破 2.62 万家。我们认为，行业仍处于成长期，头部企业领先优势持续扩大，但尚未形成寡头垄断结构，细分赛道仍存在突围机会。

图表 21：中国潮玩行业竞争格局

| 梯队   | 企业特征   | 代表企业                      | 核心优势           |
|------|--------|---------------------------|----------------|
| 第一梯队 | 全产业链龙头 | 泡泡玛特                      | 自有 IP 矩阵、全球化   |
| 第二梯队 | 细分赛道头部 | 名创优品、布鲁可、卡游、奥飞娱乐          | 渠道扩张、IP 衍生、高毛利 |
| 第三梯队 | 差异化竞争者 | 乐自天成、实丰文化、星辉娱乐等           | 产品力、下沉市场、平价    |
| 第四梯队 | 中小品牌   | 上万家潮玩企业<br>(例如引爆时空、寻找独角兽) | 灵活、长尾市场空间      |

资料来源：各公司年报、招股书，华源证券研究所整理

## 4. 投资分析意见

潮玩行业正经历从“产品消费”向“IP 消费”的转移，在情绪消费持续升温、IP 衍生品市场快速扩容、中国潮玩品牌全球化进程加速的大背景下，行业正迎来结构性增长机遇。建议关注泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

图表 22：潮玩行业重点标的泡泡玛特盈利预测与估值（人民币）

|            | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 13,037.8 | 37,120.1 | 46,890.0 | 56,289.1 | 67,269.9 |
| 同比增长率（%）   | 106.9%   | 184.7%   | 26.3%    | 20.1%    | 19.5%    |
| 归母净利润（百万元） | 3,125.5  | 12,775.7 | 16,004.5 | 19,472.0 | 23,574.6 |
| 同比增长率（%）   | 188.8%   | 308.8%   | 25.3%    | 21.7%    | 21.1%    |
| 每股收益（元/股）  | 2.4      | 9.6      | 11.9     | 14.5     | 17.6     |
| ROE（%）     | 29.3%    | 57.3%    | 41.8%    | 33.7%    | 29.0%    |
| 市盈率（P/E）   | 59.28    | 14.50    | 11.58    | 9.52     | 7.86     |

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所（盈利预测来自华源证券研究所，市盈率按 2026 年 6 月 22 日收盘价计算，汇率按照 1 人民币元=1.15 港元计算）

## 5. 风险提示

**1) 宏观消费修复不达预期：**居民可支配收入增速放缓或消费信心下滑，可能压制潮玩这一非必需品的需求增速，尤其对高客单价产品影响更为显著。

**2) IP 热度回落及版权风险：**潮玩行业高度依赖 IP 驱动，单一爆款 IP 具有较高的热度衰减风险；对于依赖授权 IP 的企业，续约失败或授权条款变化将直接影响收入稳定性和利润率。

**3) 地缘政治影响出海：**中国潮玩品牌正加速全球化布局，地缘政治摩擦、贸易壁垒或海外监管政策变化可能对企业境外业务拓展形成制约，汇率波动亦会影响海外收入折算。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。