

IP+商业专题研究系列一

剖析乐高、三丽鸥及万代经营之道，解锁 IP 潮玩龙头常青路

优于大市

核心观点

国内 IP 潮玩行业：迎来多维度红利期。2023 年中国玩具市场 GMV 规模 1049 亿元，同比增速 9.38%。其中 IP 类玩具占比超 60%且近年来增速领先。在情感消费升级、国产 IP 产业成熟、AI 赋能以及出海拓展等多重催化下，行业迎来“内容+渠道+全球化”的全新机遇期。竞争格局上，国内 IP 玩具行业中的本土力量加速崛起，泡泡玛特、布鲁可等领军各自细分赛道。

乐高：公司 2024 年收入 743 亿丹麦克朗（约 786 亿人民币），2018-2024 年收入及净利润复合增速分别 12.6%/9.3%。公司在全球建筑类玩具市场中，份额超过 70%。其 90 余年的发展历程中未对单一产品形成过度依赖，通过持续坚持产品创新发展和跨媒介叙事传播，增强 IP 生命力和丰富度，并顺应客群消费趋势将业务拓展至媒体&游戏、主题公园、教育等。

三丽鸥：1960 年成立于日本，旗下拥有众多 IP 形象并以 Hello Kitty 最富盛名。截止 2024 年 12 月三个季度累计实现收入 1048 亿日元（约 51.4 亿人民币），近三个财年收入及净利润复合增速分别 37.7%/126.7%。近年来公司通过丰富 IP 矩阵以及全球布局摆脱了单一 IP 和市场的依赖，2024 财年 Hello Kitty 贡献占比降至 30%，非日本市场收入贡献占比升至 33%。

万代南梦宫：公司由万代和南梦宫合并而成，创办历史可追溯自 1950 年。2025 财年前三季度收入 9556 亿日元（约合 472 亿人民币），增长 23.78%，归母净利润 1287 亿日元（约 63 亿人民币），增长 113.08%。近年在重启确定 IP 轴战略及国际化拓展下，业绩提升明显，2025 财年前三季度龙珠、高达、海贼王三大系列贡献占比约 36%，日本以外市场占比约 32%。

海外龙头经营总结：IP 开发与商业裂变为根基，全球化实现破局：1) IP 开发：通过捕捉社会文化变量，挖掘目标客群深层需求，并统筹集团各业务线资源等实现多元 IP 开发。2) IP 价值裂变：以跨媒介叙事传播，增强 IP 多维度曝光；以多形式重构 IP 风格，实现与短期事件性热度脱钩，增强长期价值。3) 全球化拓展：通过“全球 IP+本土化叙事”削减文化壁垒，并在运营上实行本土区域人才管理，并寻找本土高质量产业合作伙伴，实现共进。

风险提示：消费需求快速变迁；版权保护环境恶化；产品设计不及预期。

投资建议：把握文化创新及运营能力优异的赛道龙头。中国 IP 玩具行业迎来产品创新、渠道生态完善和全球化拓展的多维机遇期。参考乐高、三丽鸥、万代南梦宫三大玩具龙头的成功策略，我们认为兼具文化适配广度与生态运营深度的企业更易成长壮大，具体包括挖掘和快速响应消费需求变迁，跨媒介运营能力，海外本土化整合能力等。建议关注 IP 潮玩核心龙头**泡泡玛特**、拼搭 IP 类玩具龙头**布鲁可**、零售供应链能力优异且 IP 运营属性持续提升的**龙头名创优品**等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
9992.HK	泡泡玛特	优于大市	118.90	1,596.76	1.94	2.62	61.29	45.38
0325.HK	布鲁可	暂无	113.30	282.40	0.02	3.56	5665.00	31.83
9896.HK	名创优品	优于大市	38.70	483.70	2.19	2.64	17.67	14.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：布鲁可来自 wind 一致预测

行业研究 · 行业专题

商贸零售

优于大市 · 维持

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《商贸零售行业 3 月投资策略-3·8 大促国货美妆表现优异，黄金珠宝行业有望迎拐点》——2025-03-11

《AI+系列专题研究-智能眼镜迈入 C 端商业化重要年，把握渠道和产品机遇》——2025-03-03

《AI+商业系列专题-渠道数智化打通堵点，智能产品创新带动新增长点》——2025-02-17

《商贸零售行业 2 月投资策略暨 2024 年年报前瞻-政策催化有望延续，静待行业基本面拐点》——2025-02-05

《消费增长新范式思考系列-破局“降级与内卷”的增长新模型，从老铺黄金和毛戈平谈起》——2025-02-05

内容目录

国内 IP 潮玩行业：迎来多维度红利期	6
行业概况：千亿规模仍持续增长	6
行业格局：细分领域龙头已然崛起，对照海外仍有份额提升空间	7
行业发展机遇：迎来消费环境、优质供给的多维红利期	8
海外龙头发展复盘：优质龙头穿越经营周期	13
乐高：全球积木玩具引领者，以创新推动发展	13
三丽鸥：IP 潮玩龙头的微笑经营哲学，支撑起万亿日元市值	17
万代南梦宫：运营多元 IP 承载童年梦，成就全球文化娱乐龙头	22
海外龙头经营策略分析总结	26
IP 开发和叙事，是商业化的第一步	26
形象设计与产品创新：贴合 IP 叙事内核，用户共创生态	27
商业价值裂变，拉长 IP 生命周期	28
全球化扩张之路：完善当地本土化叙事，破除文化隔阂	31
经营战略总结：穿越周期的增长密码	33
投资建议：把握文化创新及运营能力优异的赛道龙头	35
泡泡玛特：IP 潮玩龙头，全球化价值跃迁	35
布鲁可：立足多元 IP 打造拼搭角色类玩具龙头	37
名创优品：零售供应链能力优异，IP 运营属性持续提升	39
风险提示	43

图表目录

图1：中国玩具市场 GMV 规模及增速（亿元、%）	6
图2：IP 授权带动销售提升占比分布	6
图3：IP 玩具产业链示意图	7
图4：中国传统玩具与游戏行业集中度与海外国家对比（%）	8
图5：全国居民人均可支配收入（元）	9
图6：居民物质生活水平得到较好提升（肉类和鲜瓜果消费）	9
图7：中国居民恩格尔系数	9
图8：全国居民服务性消费支出及占整体消费支出的比重（元、%）	9
图9：2023 年中国 IP 受众年龄分布	10
图10：奥飞娱乐玩具销售收入及增速（亿元、%）	10
图11：泡泡玛特旗下 Molly 的收入及增速（亿元、%）	10
图12：AI 技术在 IP 玩具开发领域的应用方向	11
图13：日本玩具市场规模及增速（亿日元、%）	11
图14：东南亚玩具&游戏行业规模及增速（亿美元、%）	11
图15：乐高集团收入及增速（亿丹麦克朗、%）	13
图16：乐高集团净利润及增速（亿丹麦克朗、%）	13
图17：乐高主要产品系列、生产工艺及业务发展的时间线	14
图18：乐高业绩复盘及影响因素	14
图19：乐高第一款塑料积木产品	15
图20：乐高积木元件的螺柱管原理	15
图21：乐高城市规划（1960 年代初）	15
图22：1978 年的乐高太空小人仔	15
图23：三丽鸥集团历史沿革	17
图24：三丽鸥集团收入及净利润（亿日元、%）	17
图25：三丽鸥集团营收分业务占比（%）	17
图26：日本 GDP 及同比增速（十亿日元、%）	18
图27：日本 0-14 岁人口占总人口比重（%）	18
图28：2001-2010 年三丽鸥日本及海外市场收入（百万日元）	19
图29：2001-2010 年三丽鸥日本及海外市场收入占比（%）	19
图30：2011-2014 财年三丽鸥高利润授权业务占比提升	19
图31：2011-2014 财年三丽鸥美国市场贡献重要利润	19
图32：三丽鸥 FY2022-FY2024 三年规划期间调整日本商品零售业务的举措	20
图33：三丽鸥业绩及股价复盘（亿日元、日元）	21
图34：万代南梦宫历史沿革	22
图35：万代南梦宫营业收入及增速（亿日元、%）	22
图36：万代南梦宫归母净利润及增速（亿日元、%）	22
图37：万代南梦宫营业收入分业务占比（%）	23

图 38: 万代南梦宫营业收入分区域占比 (%)	23
图 39: 万代南梦宫业绩及股价复盘	25
图 40: 三丽鸥旗下 IP 的微笑表情	26
图 41: 三丽鸥旗下 IP 形象大耳狗	26
图 42: 日本 1960-1970 年女性就业和入学统计 (万人、%)	26
图 43: 1980 年制造的 Hello Kitty 闹钟	26
图 44: 乐高植物玫瑰花束系列	28
图 45: 乐高 4604 Police Copter 的杰克·斯通	28
图 46: 《乐高大电影》2014 年全球票房分布	30
图 47: 《乐高星球大战: 天行者传奇》游戏简介	30
图 48: 万代南梦宫 IP 轴战略示意图	31
图 49: 《龙珠·超宇宙》游戏海外市场销量占比高	32
图 50: 乐高“悟空小侠”系列之大闹天空	32
图 51: Hello Kitty 与 MLB 洛杉矶道奇队合作	32
图 52: 三丽鸥中国抖音官方账号	32
图 53: 三丽鸥中国销售收入和利润 (亿日元)	33
图 54: 三丽鸥与阿里 Alifish 的合作模式	33
图 55: 海外 IP 玩具龙头经营策略思维导图	34
图 56: 泡泡玛特历史沿革	35
图 57: 泡泡玛特营业收入及增速 (亿元、%)	36
图 58: 泡泡玛特归母净利润及增速 (亿元、%)	36
图 59: 布鲁可商业模式	37
图 60: 布鲁可营业收入及增速 (亿元、%)	38
图 61: 布鲁可经调整利润及增速 (亿元、%)	38
图 62: 布鲁可营业收入分产品类型占比 (%)	38
图 63: 布鲁可营业收入分 IP 占比 (%)	38
图 64: 布鲁可营业收入分渠道占比 (%)	39
图 65: 布鲁可海外销售收入 (万元)	39
图 66: 名创优品历史沿革	39
图 67: 名创优品营业收入及增速 (亿元、%)	40
图 68: 名创优品经调整净利润及增速 (亿元、%)	40
图 69: 名创优品品牌收入及增速	41
图 70: 名创优品海外内收入占比情况 (%)	41
图 71: 名创优品品牌门店数量变化 (家)	41
图 72: TOP TOY 门店数量变化 (家)	41

表1：中国传统玩具与游戏行业市占率前十大企业	7
表2：美国和日本的传统玩具与游戏行业本土企业市占率靠前	8
表3：近年来推进文化出海的相关政策	12
表4：乐高 2005 年以来推出的部分重要产品系列	16
表5：万代南梦宫不同 IP 收入及贡献比重（亿日元、%）	23
表6：万代南梦宫 2006-2010 财年分业务营业利润（百万日元）	24
表7：万代南梦宫 2011-2014 财年分业务营业利润（百万日元）	24
表8：2001 年全球票房前十电影中科幻、冒险类型占比高	27
表9：LEGO Ideas 相应的产品创意规则要求	28
表10：星球大战系列是拥有人数最多的乐高 IP 联名系列	29
表11：2015 年以来三丽鸥旗下最受粉丝欢迎的角色排名	30
表12：泡泡玛特 2024 上半年分 IP 收入占比（%）	36
表13：泡泡玛特 2023 年/2024 上半年营业收入结构（亿元、%）	37
表14：布鲁可三大核心 IP 的经营数据	38
表15：名创优品合作过的部分 IP 情况	42

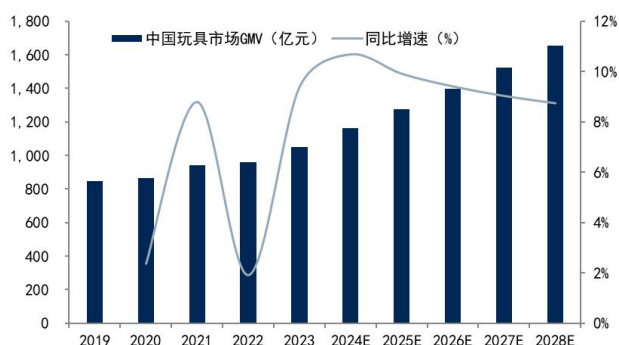
国内 IP 潮玩行业：迎来多维度红利期

行业概况：千亿规模仍持续增长

IP 玩具指以知识产权为核心设计和生产的玩具，产品往往具有辨识度高、粉丝基础较好及强情感联结的特征。据弗若斯特沙利文统计数据，2023 年中国玩具市场 GMV 规模 1049 亿元，同比增速 9.38%。其中，IP 玩具市场规模 676 亿元，占中国玩具市场规模的 64.4%，已成为玩具市场最重要的组成部分。

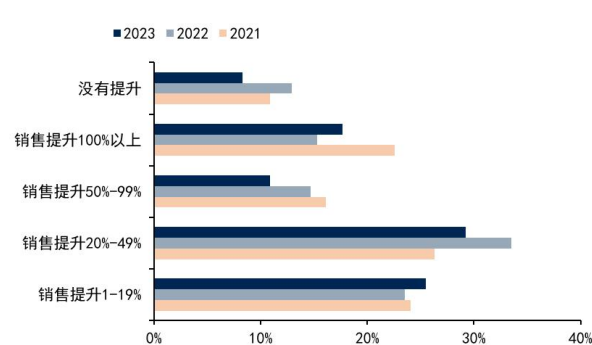
各大玩具企业近年来也在积极拥抱 IP 以实现业绩增长，根据中国玩具和婴童用品协会数据，2023 年 29.2% 的受访企业表示 IP 授权带动产品销售提升 20%–49%，10% 的受访企业表示带动增长 50%–99%，17.7% 的受访企业认为带动增长超过 100%。

图1：中国玩具市场 GMV 规模及增速（亿元、%）



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图2：IP 授权带动销售提升占比分布



资料来源：中国玩具和婴童用品协会、国信证券经济研究所整理

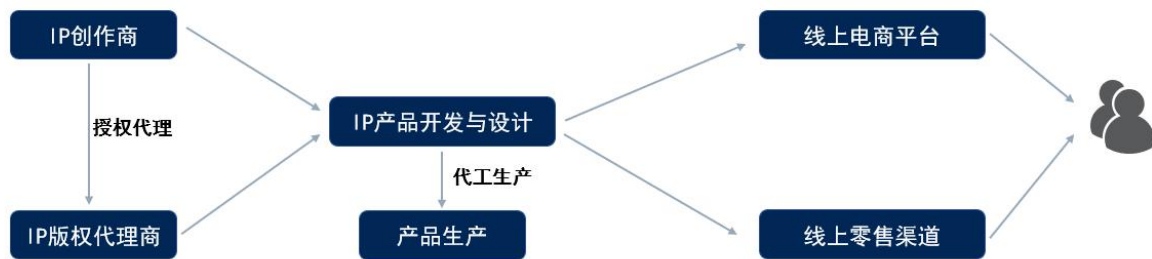
产业链看，IP 玩具产业链大致可以分为上游的 IP 创作与授权、中游的产品开发设计和生产、下游的渠道销售三大环节。

上游：从毛利率维度，成熟企业，由于其基于知识产权的授权轻资产运营，通常毛利率较高，可高达 70%–90%，如网络文学 IP 运营龙头阅文控股 IP 授权业务 2021/2022 年毛利率分别为 73.1%/82.8%。但在初创企业在前期 IP 建设投入阶段相对较低。

中游：可进一步细分为产品开发设计及生产两个业务。1) 开发设计基于 IP 的，通过产品研发和创意设计亦可获得较高的产业附加值，授权 IP 产品毛利率可达到 40%–60%，自有 IP 的毛利率可以达到 60% 以上。如 2024 上半年，布鲁可的奥特曼 IP 产品毛利率 50.4%，自有 IP 英雄无限相对毛利率更高，达到 62%。以自有 IP 为主的泡泡玛特 2024 上半年毛利率 64%。2) 生产环节附加值相对较低，多在 10%–15% 不等。

下游：渠道销售包括线上电商平台、线下零售商等，以玩具反斗城、爱婴室及 TOP TOY 等为代表。毛利率受经营规模、采购议价能力等因素影响而区别较大。母婴连锁企业爱婴室 2023 年玩具及出行品类的毛利率 30.22%。

图3: IP 玩具产业链示意图



↑ IP玩具产业链示意图：龙头企业日益在产业链实现纵深布局，从自有IP研发到自营渠道销售实现闭环

资料来源：布鲁可招股书、星阅控股招股书、泡泡玛特、爱婴室，国信证券经济研究所分析

行业格局：细分领域龙头已然崛起，对照海外仍有份额提升空间

中国玩具市场整体经营企业较多，据 wind 数据，存续的玩具相关企业达到 28.84 万家，整体竞争格局相对分散。欧睿数据显示，2023 年中国前十大传统玩具与游戏企业（不含视频游戏组件相关）的市占率为 27.2%，其中乐高以 9% 的市占率排名第一，泡泡玛特以 5.3% 的市占率排名第二。

（注：目前玩具企业多采用了 IP 联名的方式，故我们行业竞争格局相关数据直接参考整体玩具行业的情况）

表1：中国传统玩具与游戏行业市占率前十大企业

排名（按 2023 年市占率）	企业	2021	2022	2023
1	乐高	8.40%	10.10%	9.00%
2	泡泡玛特	4.60%	4.90%	5.30%
3	上海姚记	3.60%	4.20%	3.60%
4	奥飞娱乐	2.50%	2.60%	2.80%
5	广东启梦玩具	0.90%	1.10%	1.30%
6	美泰公司	1.30%	1.20%	1.20%
7	万代南梦宫	0.50%	0.70%	1.00%
8	Shanghai Xier	1.10%	1.00%	1.00%
9	伟易达	0.90%	0.90%	1.00%
10	孩之宝	1.20%	1.10%	1.00%

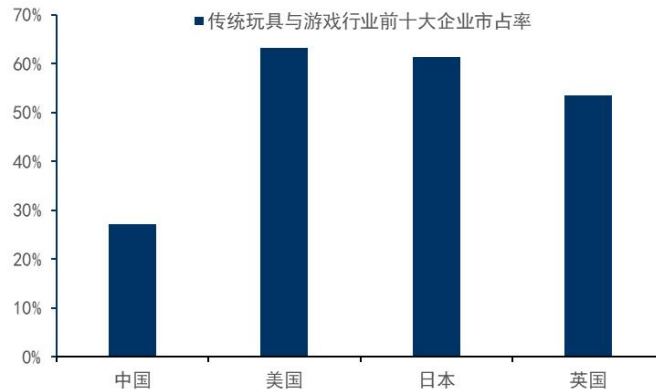
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

从细分领域看，已然出现了经营优势突出的中国本土龙头企业。欧睿数据显示，在建筑玩具类领域，广东启蒙/布鲁可 2023 年市占率分别为 6.6%/4.9%，仅次于乐高，排名第二/第三。且再细分到拼搭角色类玩具领域，布鲁可以 30.3% 的市占率排名第一。玩偶及配件领域，泡泡玛特以 44.1% 的市占率高居第一。泡泡玛特近年来收入保持高速增长趋势，2020-2023 年收入复合增速 35.82%，2023 年收入体量达到 63.45 亿元。

不过，参考海外市场的情况看，对于中国市场而言，我们认为：1) 玩具行业集中度仍有较大提升空间；2) 本土龙头企业市占率仍有提升空间。2023 年美国/日本/英国传统玩具与游戏行业前十大企业的市占率分别为 63.3%/61.4%/53.5%，均高于中国的 27.2%。而具体到企业看，美国本土企业美泰/孩之宝市占率分别为

15.3%/13.6%，排名第一第二；日本前十大企业中除乐高外，其余均为日本本土玩具企业，体现了本土玩具企业较强的市场竞争力。

图4：中国传统玩具与游戏行业集中度与海外国家对比（%）



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

表2：美国和日本的传统玩具与游戏行业本土企业市占率靠前

美国传统玩具与游戏行业前十大企业					日本传统玩具与游戏行业前十大企业					
排名	企业	2021	2022	2023	国家	企业	2021	2022	2023	国家
1	美泰公司	14.80%	14.30%	15.30%	美国	万代南梦宫	16.90%	16.80%	18.60%	日本
2	孩之宝	16.10%	14.90%	13.60%	美国	Tomy 多美	18.50%	16.60%	16%	日本
3	乐高	9.80%	11%	11.70%	丹麦	任天堂	6.70%	7.30%	7.80%	日本
4	MGA Entertainment	7.70%	7.20%	6.90%	美国	Bushiroad	2.90%	3.80%	5.10%	日本
5	Spin Master	4.60%	4.40%	4.20%	加拿大	Konami Corp	3.10%	3.10%	3.60%	日本
6	Hallmark Cards	2.90%	2.90%	3.10%	美国	乐高	3.50%	3.20%	2.70%	丹麦
7	Funko LLC	2.70%	3.30%	2.80%	美国	Epoch Co Ltd	2.90%	2.60%	2.50%	日本
8	伟易达	2.20%	2.10%	2.00%	中国	Agatsuma Co Ltd	2.60%	2.30%	2.20%	日本
9	JAKKS Pacific	1.70%	2.10%	1.90%	美国	Mega House Corp	2.20%	1.90%	1.70%	日本
10	Moose Enterprises Pty	1.90%	1.80%	1.80%	美国	Tamiya 田宫模型	1.20%	1.20%	1.20%	日本

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

行业发展机遇：迎来消费环境、优质供给的多维红利期

◆ 宏观环境：IP 主力消费人群的需求变迁，物质饱和下转向为“情绪”买单

虽然近年来由于宏观环境承压，消费者对于价格的敏感度有所提升，但国内消费市场在经过了近四十年的高速发展，消费品供给已经足够充分，我国消费者过去多年随着收入水平提升下所培养的消费习惯和不断提升的品牌认知。同时由于社会的快速发展产生的多元化结构，不同城市层级、不同年龄段、不同收入水平等人群划分下的消费需求层次越发丰富。

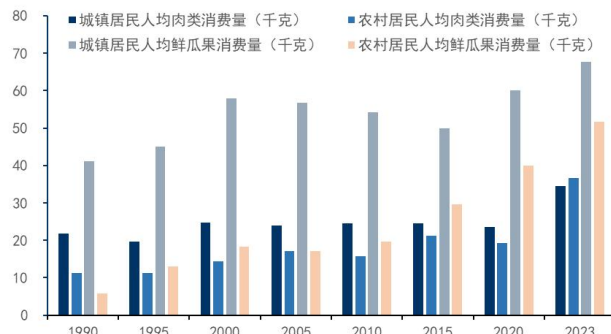
据国家统计局数据，中国居民人均可支配收入从 1990 年的仅 904 元快速增长至 2000 年的 3721 元，十年间增长了 3.1 倍，2010 年进一步增长至 12520 元，十年增长了 2.7 倍；2020 年增长至 32189 元，十年增长了 1.57 倍。

图5: 全国居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

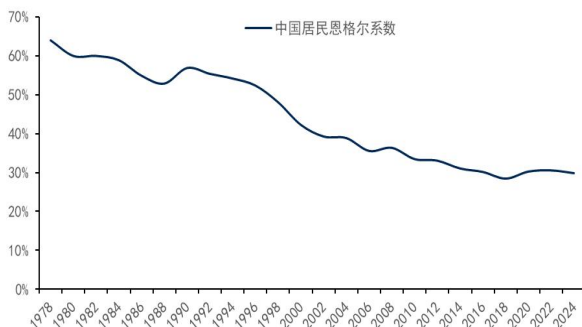
图6: 居民物质生活水平得到较好提升（肉类和鲜瓜果消费）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

同时据统计，我国城镇居民恩格尔系数 1978 年为 57.5%，2013 年下降到 30.1%，2024 年进一步下降至 28.8%；农村居民恩格尔系数 1978 年位 67.7%，2013 年下降到 34.1%，2024 年进一步下降到 32.3%。显示我国居民消费水平不断提升，消费由基础物质向精神文化转变。

图7: 中国居民恩格尔系数



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图8: 全国居民服务性消费支出及占整体消费支出的比重（元、%）

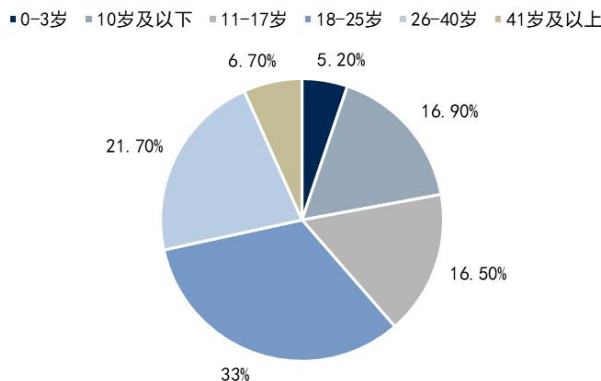


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

基础物质生活满足下，可以看到近年来居民服务性消费支出持续增长。全国居民人均服务型消费支出从 2013 年的 5246 元增长至 2023 年的 12114 元，年复合增速 8.73%，占整体消费支出的比重从 39.68%提升至 45.21%。

尤其是以 90 后、00 后为代表的 IP 主流消费人群，其进入职场产生工作收入之前的成长和生活环境伴随着中国经济快速发展期，物质生活已得到较好的满足，消费动机从“因为没有所以购买”转向“受到某种情绪刺激或追求体验”。中国玩具和婴童用品协会授权行业分会数据显示，2023 年我国 IP 受众年龄分布中，18-25 岁（1998-2005 年出生）占比 33%，26-40 岁（1983-1997 年出生）占比 21.7%，是主力消费人群。

图9: 2023 年中国 IP 受众年龄分布



资料来源：中国玩具和婴童用品协会授权行业分会、国信证券经济研究所整理

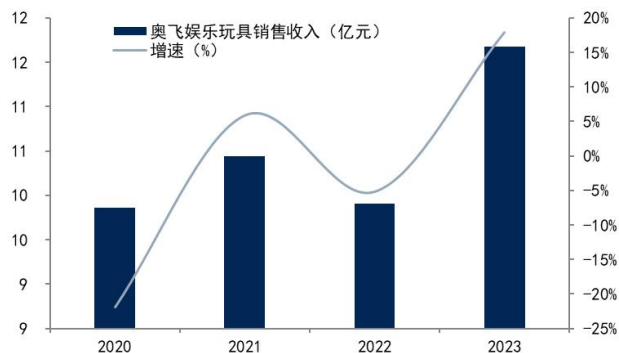
◆ 供给端：优质 IP 增多及产业链发展日渐成熟，数字科技加快 IP 开发

一方面，中国玩具企业积极借助国际知名 IP 积极开发玩具产品。例如布鲁可近年来通过奥特曼 IP 产品实现快速成长，2021-2023 年分别实现 3.3/3.26/8.77 亿元的收入。其中 2023 年收入同比增长 169%，奥特曼 IP 收入占比 63.5%。

另一方面，国产优质 IP 供给不断增加，IP 文化产业链走向成熟。据国际授权业协会数据，2023 年中国授权商品和服务零售额 137.7 亿美元，增长 9.6%，且超越德国，次于美国、英国和日本，成为全球第四大授权市场。且国产 IP 贡献占比持续增加，《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》显示（转自《中国文化产业 IP 影响力报告》）截至 2023 年，在中国授权市场上，国产 IP 的授权数量占比连续 3 年超越美国，成为中国 IP 授权市场第一大来源。

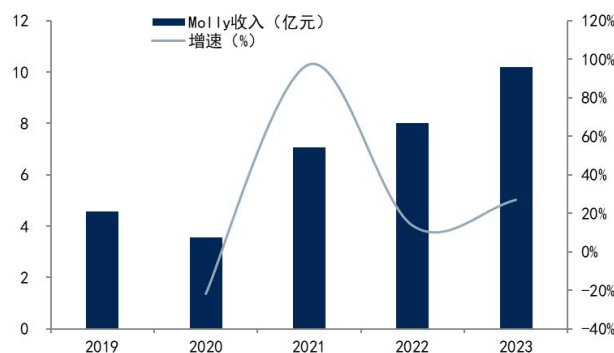
具体到国产 IP 玩具的案例看，奥飞娱乐为典型代表，其拥有超级飞侠、喜羊羊与灰太狼等多个国产自有 IP。奥飞娱乐 2023 年玩具销售收入达到 11.67 亿元，同比增长 17.86%，占收入的比重为 42.62%。此外，泡泡玛特 2023 年头部 IP SKULLPANDA、MOLLY 收入均突破 10 亿人民币。布鲁可自有 IP 英雄无限 2024 上半年实现收入 1.7 亿元，较 2023 年全年的 0.64 亿元实现大幅增长。

图10: 奥飞娱乐玩具销售收入及增速（亿元、%）



资料来源：奥飞娱乐公告、国信证券经济研究所整理

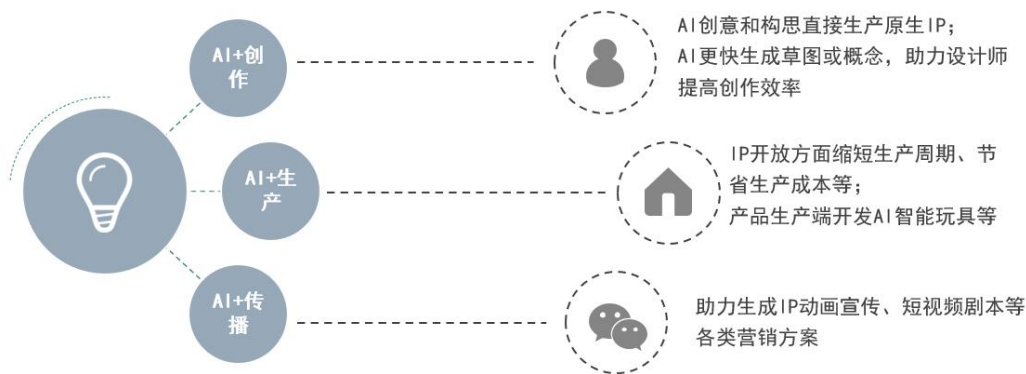
图11: 泡泡玛特旗下 Molly 的收入及增速（亿元、%）



资料来源：泡泡玛特公告、国信证券经济研究所整理

此外，AI 技术的广泛应用也有助于推动 IP 玩具行业的发展，主要体现在 IP 开发和传播营销等方面。典型案例为 2025 年春节档票房爆火的《哪吒之魔童闹海》，AI 辅助设计系统能够快速生成角色概念图，AI 工具生成场景构建等，进一步助力了哪吒 IP 的开发。哪吒 IP 相应的衍生价值也进一步放大，联合泡泡玛特推出联名款盲盒玩具等。

图12: AI 技术在 IP 玩具开发领域的应用方向



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析

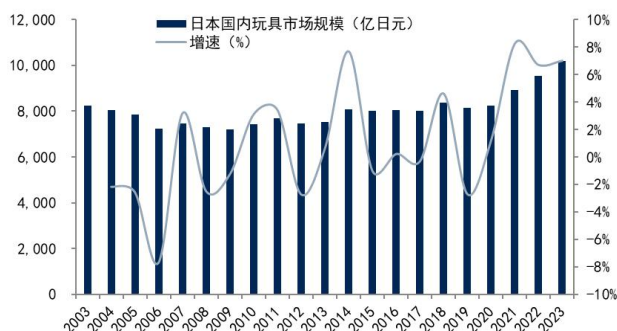
◆ 出海迎来红利期，打开新成长空间

1、海外玩具市场空间大，消费需求向好

全球主要的玩具消费国看，日本玩具市场规模 2023 年度超过 1 万亿日元，同比增长达到 7%，且 2019 年度以来实现连续四年增长。美国 2024 年玩具行业市场销售额 283 亿美元，同比稳定，较 2019 年的 224 亿美元实现 26% 的增长。

新兴消费体东南亚的玩具市场规模快速增长，据 Statista 数据，2024 年市场规模达到 58.2 亿美元，较 2019 年增长 24.89%，并预计 2028 年可突破 65 亿美元。

图13: 日本玩具市场规模及增速（亿日元、%）



资料来源：日本玩具协会、国信证券经济研究所整理

图14: 东南亚玩具&游戏行业规模及增速（亿美元、%）



资料来源：Statista、国信证券经济研究所整理

2、政策重视文化 IP 出海，打造中国名片

近年来，政策层面通过一系列措施推动文化产业的国际化发展，包括培育复合型人才、打造全球共创平台、培育文化精品、推动产业融合以及加强国际合作等。中国文化 IP 出海近年来也逐步取得成效，据中国社会科学院文学研究所，2023

年中国网络文学出海市场规模超 40 亿元。泡泡玛特财报数据显示，其 2024 上半年中国港澳台及海外市场收入 13.51 亿元，占总收入比重的 29.7%，门店达到 92 家（含合营），机器人商店达到 162 台（含合营及加盟）。

表3: 近年来推进文化出海的相关政策

政策	发文部门	发文日期	相关内容
《关于推动文化高质量发展的若干经济政策》	国务院办公厅	2025 年 1 月 24 日	支持国家级对外文化贸易基地建设发展，加快培育具有国际竞争力的文化出口重点企业，促进文化企业和产品、服务“出海”
《“十四五”文化发展规划》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2022 年 8 月	提升文化贸易国际竞争力，鼓励有国际竞争力的文化企业稳步提高境外文化领域投资合作规模和质量
《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	商务部等 27 部门	2022 年 7 月	支持扩大文艺精品出口、加强国际化品牌建设、提升文化贸易企业提升便利化水平等

资料来源：国务院、商务部、国信证券经济研究所整理

3、跨境电商平台快速发展，新渠道加速中国 IP 玩具的海外渗透

跨境电商的快速发展为中国玩具企业提供了新的出海渠道，据海关总署数据，2024 年中国跨境电商进出口总值 2.63 万亿元，同比增长 10.8%。尤其是 TikTok、Shein 及 Temu 等平台的快速发展提供了新机遇。据 Gloda 数据，2024 年 10 月，TikTok 美区玩具与爱好品类实现销售额 1589 万美元，环比增长 38.41%。Shein、Temu 也在加大重视玩具品类的布局，据雨果网报道，Shein 平台上的玩具品类以环比数十个百分点的数据不断增长。

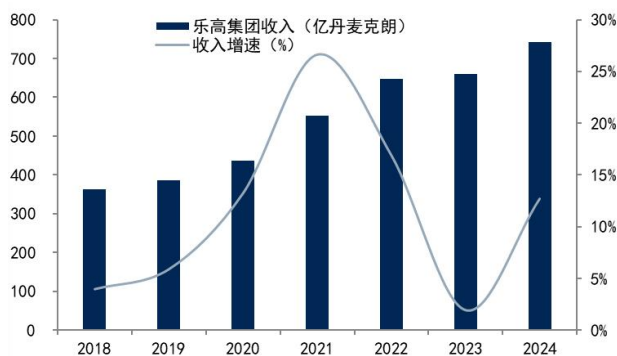
海外龙头发展复盘：优质龙头穿越经营周期

乐高：全球积木玩具引领者，以创新推动发展

乐高集团于 1932 年诞生于丹麦小镇比隆 (Billund)，由 Kirk Kristiansen 家族实控，持股比例达 75%，此外乐高基金会持股 25%，目前未在资本市场上市。据欧睿数据，2023 年全球建筑类玩具市场中，乐高作为全球引领者，市场份额仍高达 72.7%。

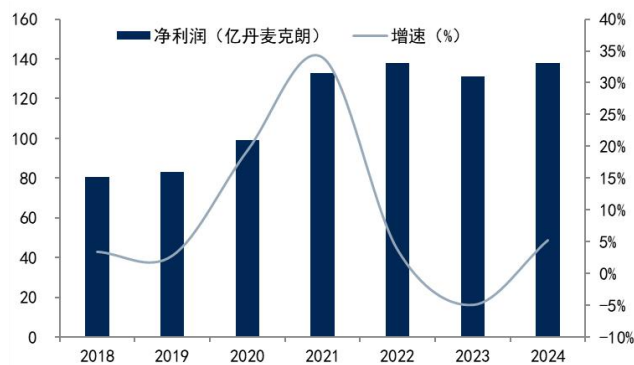
根据乐高集团年报数据，公司 2024 年收入达到 743 亿丹麦克朗（约合 786 亿人民币），在全球玩具市场下滑增长乏力情况下取得 13% 的收入增速，进一步提升市场份额。2018 年以来收入实现持续的增长，2018-2024 年收入复合增速 12.63%。2024 年净利润体量达到 138 亿丹麦克朗（约合 146 亿人民币），同比增长 5.27%，2018 年以来年复合增速 9.34%。

图15：乐高集团收入及增速（亿丹麦克朗、%）



资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

图16：乐高集团净利润及增速（亿丹麦克朗、%）



资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

具体产品和业务看，乐高 90 余年的发展历程未对单一产品系列形成过度依赖，而是持续坚持创新发展，先后推出了城镇系列、太空系列、海盗系列等市场认知广泛的产品；以及自 1999 年首次与卢卡斯影业的星球大战 IP 合作开始，相继合作了哈利波特、迪士尼等知名 IP。同时随着玩具行业竞争加剧及电子游戏、网络娱乐对孩童消费习惯是改变，公司业务也积极求变，业务也覆盖到了媒体&游戏、主题公园、孩童教育等。

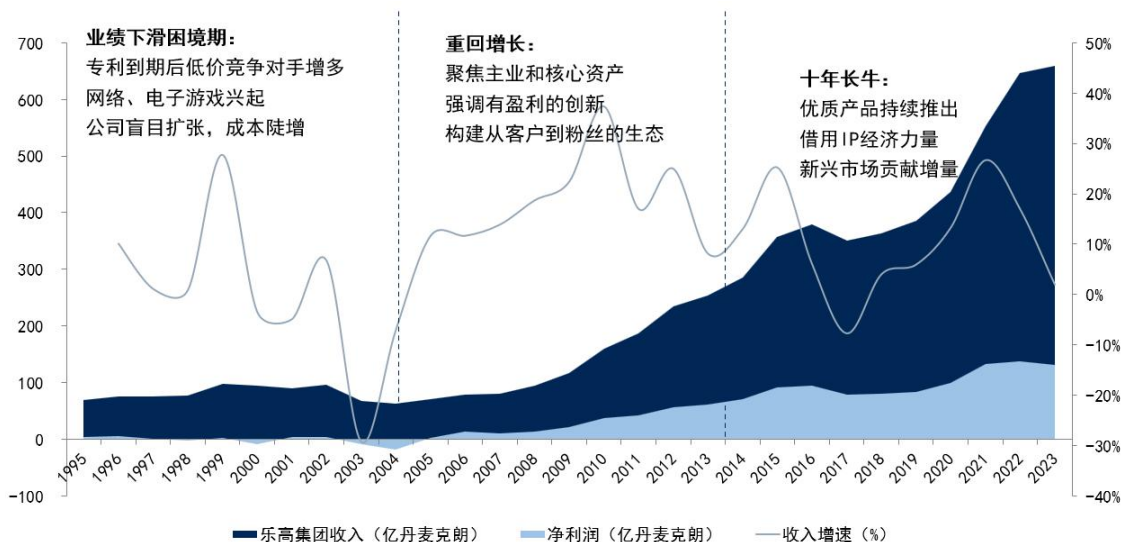
图17: 乐高主要产品系列、生产工艺及业务发展的时间线



资料来源: 乐高集团官网、《乐高: 创新者的世界》、国信证券经济研究所分析

乐高集团作为一个近百年企业, 其经营发展过程中也经历了产品转型, 管理变革, 业绩换挡等不同阶段。为探析其如何保持持续发展活力, 近十年业绩仍实现翻倍以上的增长的原因, 我们将对乐高集团的发展历史进行复盘, 分析影响其业绩表现的主要内外部因素。

图18: 乐高业绩复盘及影响因素



资料来源: 乐高集团官网、国信证券经济研究所分析

◆ 1932-1959 年: 业务探索期, 见证乐高积木的诞生

1932 年, 丹麦木匠 Ole Kirk Kristiansen 成立乐高集团 (LEGO), 名字源于丹麦语中的两个单词 "LEg G0dt", 意为 "好好玩"。彼时, 乐高开始生产和销售木制玩具, 直到 1948 年购入注塑机后开始逐步迈入塑料时代, 并于 1949 年销售

第一款原始塑料积木 Automatic Binding Bricks。

此后的 1955 年和 1958 年成为奠定如今乐高的重要时点：1955 年，乐高推出“乐高系统”的概念，即产品元件可以自由组合和构建，使得每一块积木的可玩性增强，也利于孩子的创造力和想象力培养。1958 年，为解决积木拼搭的稳定性，乐高研究了螺柱管原理（the stud-tube principle），即积木上的凸起和小孔能够实现稳定连接，并于 1958 年 1 月 28 日提交专利申请。

图19：乐高第一款塑料积木产品



资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

图20：乐高积木元件的螺柱管原理



资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

考虑到乐高系统的推出及产品拼搭稳定性问题解决，加之 1960 年木制工厂在一场大火中被烧毁，乐高正式结束木制玩具时代，今天消费者所熟知的乐高®积木也正式诞生。

◆ 1960-1993 年：迅速成长期，源于产品创新、渠道及营销战略明晰的多重动力

产品端：明确了乐高体系后，公司着手产品创新，以“无限创造”理念与其他玩具企业打出差异化。在 1959 年左右专门成立了产品开发部门 LEGO Futura，作为一个独立的部门，直接向首席执行官兼所有者 Godtfred Kirk Christiansen 报告。

公司首先的突破结合了当时的社会背景，丹麦经济在 20 世纪 60 年代进入繁荣期，GDP 自 1960 年的 829.2 美元增长至 1969 年的 1306.4 美元，城市人口占总人口的比重接近 80%，带来了城镇快速发展。乐高在重视产品还原度的基础上推出了具有开创意义的城市系列，街景、加油站、消防站、汽车展厅等吸引着众多孩童，且时至今日仍是乐高非常重要的主题系列。

图21：乐高城市规划（1960 年代初）



资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

图22：1978 年的乐高太空小人仔



资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

此后，公司继续在创新的理念下相继推出了城堡系列、太空系列、海盗系列等。更重要在于 1975 年推出了尺寸与乐高体系相符的乐高人仔，这也是仅次于积木本身的最具有意义的产品开发。覆盖人群上，1969 年开发了适合学龄前儿童的大积木得宝系列，太空系列、经典游戏主题系列也吸引着童心未泯的成年粉丝。

渠道端：公司一方面重视玩具零售商的合作关系；另外进军丹麦外的欧美、日韩等市场，抢占各国玩具市场发展红利。营销端建立乐高主题乐园强化 IP 认知和孩童心智等，详细内容将在下文的公司战略研究部分进行展开分析。总体上，公司此阶段业绩实现了迅速增长，至 1992 年在全球建筑玩具市场的份额近 80%。

◆ 1994-2004 年：业绩下滑困境期：外部竞争加剧，自身盲目扩张

2004 年，乐高集团收入 63.5 亿丹麦克朗，这一数字甚至比 1995 年少 5.29 亿，净利润更是亏损达到 18 亿，而 1995 年其净利润为盈利 4.31 亿，这就是乐高在此十年间业绩下滑的真实写照。

从主要影响因素来看，包括 1) 1988 年乐高螺柱管原理专利到期，玩具市场出现了大量低价竞争者；2) 公司自身盲目扩张，玩具数量增加数倍，脱离乐高体系的大量特殊零件增加，带来模具成本快速增加等；3) 网络技术、电子游戏的发展，带来新势力的冲击，影响了整体玩具市场。

◆ 2005 年至今：重回增长期：聚焦核心业务，构建生态体系

乐高集团在 2005 开启回归主业举措，包括收缩非乐高体系且扩损的产品线、强调生产成本线，产品被证明利润率大于 13.5% 才允许上市。以及聚焦提升零售经销商的利润，考虑零售商的需求和意见等。

此外，公司还充分发挥粉丝的创意来推动产品创新，开启乐高社区，用开放式的创新为公司开源节流及加强与成年粉丝的对话。

在一系列改革措施下，乐高集团 2005 年便实现了收入 11.64% 的增长，净利润重回盈利，达到 2.14 亿丹麦克朗。此后，公司收入一路上涨至 2016 年的 379.34 亿丹麦克朗。2017 年收入受欧美市场去库存影响而有所下滑 7.75%，不过 2018 年开始在成熟市场调整转好，以中国为代表的新兴市场快速增长的助力下，公司继续重回增长，其中中国市场 2018/2019 年均实现双位数的强劲增长。

表4: 乐高 2005 年以来推出的部分重要产品系列

时间	产品系列
2005 年	哈利波特霍格沃茨城堡
2006 年	头脑风暴 NXT 机器人
2008 年	建筑大师系列
2009 年	乐高棋盘游戏
2011 年	幻影忍者系列
2014 年	蝙蝠侠系列、漫威系列
2020 年	超级马里奥系列
2020 年	悟空小侠系列
2022 年	乐高 Icons 系列
2023 年	乐高盲文积木
2025 年	乐高 F1 一级方程式®赛车系列

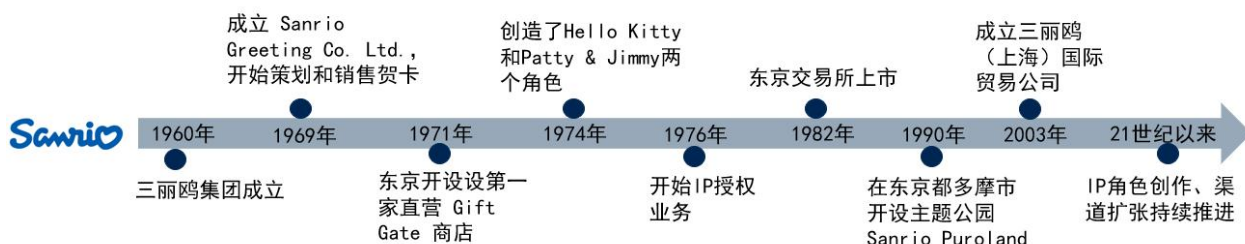
资料来源：乐高集团官网、国信证券经济研究所整理

三丽鸥：IP 潮玩龙头的微笑经营哲学，支撑起万亿日元市值

三丽鸥于 1960 年成立于日本，从事商品零售、IP 授权、主题公园等业务，1982 年在东京交易所上市。公司旗下拥有众多 IP 形象，其中以 1974 年创作的 Hello Kitty 最富盛名，以及包括酷洛米、美乐蒂、大耳狗等众多 IP 形象。公司 IP 形象多以微笑示人，也反映了公司“同一个世界，连接微笑”的经营理念。

据欧睿数据，在日本毛绒玩具市场中，三丽鸥 2023 年以 9.3% 的市占率排名第三，次于万代及多美集团。近年来公司业绩也实现快速增长表现，带动股价持续新高，截止 2025 年 2 月 12 日，其总市值达到 1.49 万亿日元（约 712 亿人民币）。

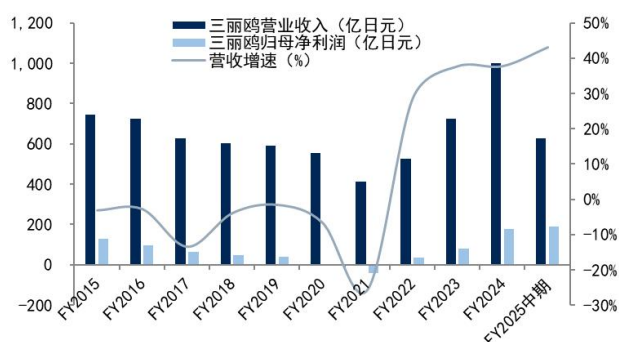
图 23：三丽鸥集团历史沿革



资料来源：三丽鸥官网、国信证券经济研究所整理

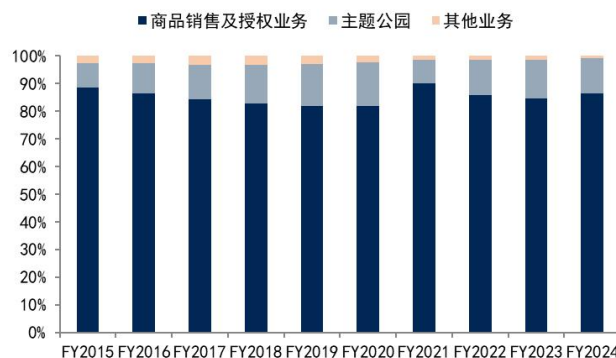
业绩方面，据三丽鸥财报数据，截止 2024 年 3 月的财年（2023 年 4 月-2024 年 3 月），公司实现收入 999.81 亿日元（约 48 亿人民币），同比增长 37.67%，营业利润 269.52 亿日元，同比增长 103.46%，归母净利润 175.84 亿日元，同比增长 115.54%。公司近三年的业绩实现了快速增长，2022-2024 财年的收入复合增速达到 37.66%，归母净利润复合增速更是高达 126.65%。2025 上半财年，三丽鸥继续实现高增长表现，收入同比增长 43% 至 628.07 亿日元，归母净利润同比增长 81.6% 至 190.76 亿日元。

图 24：三丽鸥集团收入及净利润（亿日元、%）



资料来源：三丽鸥财报、国信证券经济研究所整理 注：财年数据截止当年 3 月底

图 25：三丽鸥集团营收分业务占比（%）



资料来源：三丽鸥官网、国信证券经济研究所整理

业务结构方面，公司以商品销售及 IP 授权业务为主，2024 财年占总收入的比重为 84.64%，其中 IP 授权业务的收入占比预计在 35%-40% 区间。主题公园业务占总收入的比重为 12.75%。且公司已摆脱了对 Hello Kitty 角色的过度依赖，2024 财年该 IP 产生的贡献占比为 30.4%，较十年前 75.7% 的占比实现了显著降低。

区域上，2024 财年日本市场收入贡献 66.55%，亚洲市场贡献 17.03%，北美市场贡献 12.8%，欧洲市场贡献 2.56%。

同样为进一步探究三丽鸥的经营思路以及近五年实现逆势增长的原因，我们对三丽鸥集团的发展历史进行复盘，分析呈现影响其股价表现的主要内外部因素。

◆ 1960-1991 年：业务探索阶段，逐步发展壮大

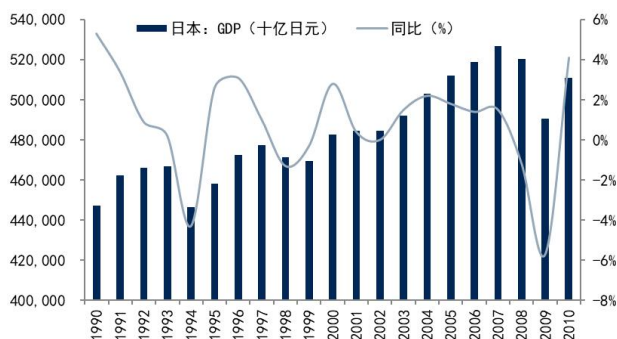
公司该阶段相继开启了策划和销售礼品业务、创造了 Hello Kitty 和 Patty & Jimmy 角色、开启原创 IP 授权业务及主题公园，其中 1990 年在东京开设了第一家主题公园 Sanrio Puroland，强化消费者对于 IP 形象的认知。

◆ 1992-2010 年：本土经营下滑业绩承压，国际化快速推进

该阶段公司收入总体呈现了波动向下的经营压力，2010 年收入 738.75 亿日元，较 1994 年的减少 286.35 亿日元，16 年间收入复合增速为-2.03%。公司股价表现也相对平淡，2010 年收盘价 504.38 日元，较 1994 年仅上涨 40%，且主要来自 2010 下半年的上涨，2009 年公司股价一度跌至 184.54 日元。这其中业绩的主要拖累来自日本本土市场疲软。从可查的历史数据看，三丽鸥日本市场的收入从 2001 财年的 1248 亿日元下滑至 2010 财年的 512 亿日元，下滑幅度接近 60%。

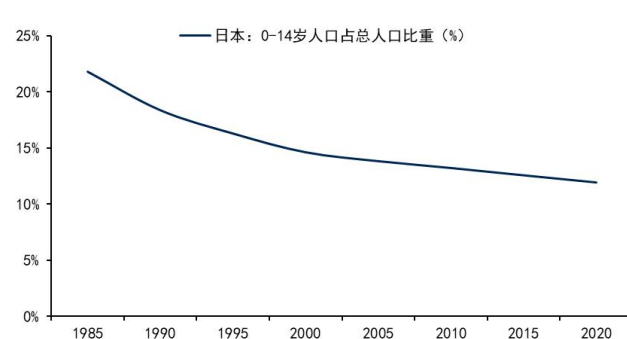
从主要内外部影响因素看，一是宏观层面，日本本土经济陷入低迷影响消费意愿，GDP 出现不增甚至是下滑情况。同时出生率放缓，2010 年跌至 8.5‰，而 2000 年为 9.5‰，0-14 岁儿童人口数量下降，占总人口的比重从 1990 年的 18.38% 下滑至 2000 年的 14.64%，进一步下滑至 2010 年的 13.23%。

图26：日本 GDP 及同比增速（十亿日元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：日本 0-14 岁人口占总人口比重（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二是行业维度，市场竞争也进一步加剧。海贼王、火影忍者、高达系列动画均在此阶段问世，日本动漫产业迎来快速发展，相应的热门 IP 增多，对三丽鸥造成了一定冲击。而更核心还是在于公司自身经营，Hello Kitty 占比过高，2004 年高达 75.7%，且一定程度上缺乏创新，也带来了日本消费者的审美疲劳。

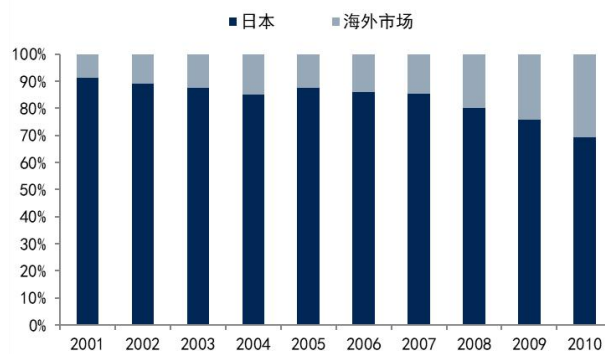
为此，三丽鸥进一步加速了国际市场开拓的步伐，以应对本土销售下滑的影响。在此阶段相继在中国台湾、中国香港、韩国、中国等成立国际分公司，以及在欧洲开设第一家直营店，在洛杉矶举办 Hello Kitty 艺术展和体验活动。公司日本外国际市场的收入占比从 2001 年的仅 8.82% 提升至 2010 年的 30.68%，成为支撑公司发展的重要推动因素。

图28: 2001-2010 年三丽鸥日本及海外市场收入 (百万日元)



资料来源: 三丽鸥财报、国信证券经济研究所整理

图29: 2001-2010 年三丽鸥日本及海外市场收入占比 (%)



资料来源: 三丽鸥财报、国信证券经济研究所整理

◆ 2011-2014: 重点探索 IP 授权发展, 收入承压下挖掘高利润业务动能

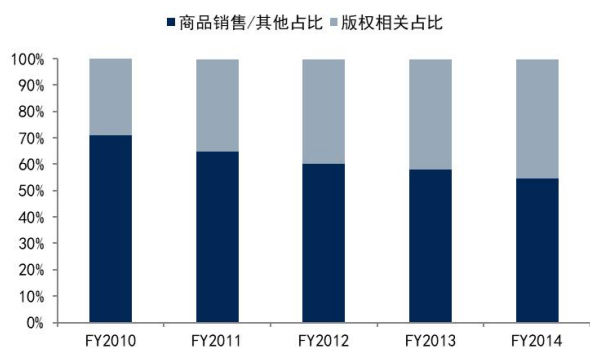
海外市场的快速发展短期抵住了收入下滑压力, 公司收入从 2011 财年的 766.25 亿日元增长至 2014 财年的 770.13 亿日元, 但实际上年复合增速仅 0.17%, 核心还是受到日本商品零售业务下滑的影响。公司为此进一步主动进行战略转型, 挖掘高利润的 IP 授权业务发展, 尤其是海外 IP 业务的发展。

具体数据看, 2011-2013 财年, 美国市场授权业务销售额分别同比增长 20%/65.2%/41.4%, 当期分别贡献了 7/21/34 亿日元营业利润, 占当期总营业利润的比例分别为 5%/11%/17%。欧洲市场 2011 财年授权业务增长近 60%, 贡献了 54 亿日元的营业利润, 占当期总营业利润 36%。日本市场 2011 财年积极拓展服饰和配饰的授权业务, 授权业务亦实现了强劲增长。

关于 IP 授权业务的营业利润率: 考虑欧洲市场基本以授权业务为主, 预计营业利润率在 40%左右。日本本土市场授权业务营业利润率预计更高, 参考三丽鸥 2021 财年的数据, 利润率在 60%左右。

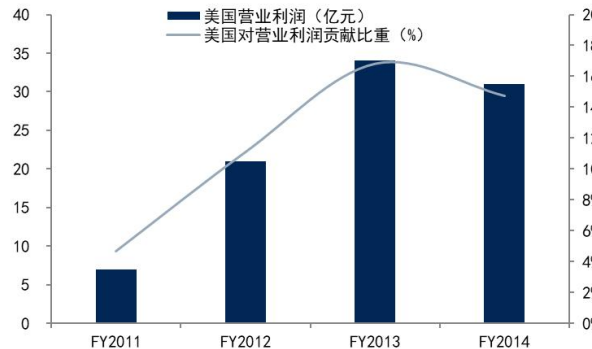
而在高利润授权业务的推动下, 公司该阶段归母净利润实现了显著向好, 2012 财年一度达到 144 亿日元的历史高点, 公司股价也实现了历史性的增长表现, 2013 年年度股价达到 1216 日元/股, 较 2009 年翻了 4.5 倍。

图30: 2011-2014 财年三丽鸥高利润授权业务占比提升



资料来源: 三丽鸥财报、国信证券经济研究所整理

图31: 2011-2014 财年三丽鸥美国市场贡献重要利润



资料来源: 三丽鸥财报、国信证券经济研究所整理

◆ 2015-2020 年：再陷运营困境，受海外市场竞争加剧、新 IP 培育投入加大等因素影响

经历了授权业务快速发展带来的高利润表现后，公司自 2016 财年开始陷入连续六年的收入利润双跌期，这在公司历史上是 1995 年以来的首次发生。

具体原因包括：1) 美国市场竞争加剧及电子游戏等冲击，尤其是 2015 年以来漫威、迪士尼等系列产品快速增长，挤压了三丽鸥产品的货架空间。2016 财年三丽鸥在美国市场的营业利润大幅下滑 94.7%至 9600 万日元；2018 财年营业利润亏损达到 9 亿日元。欧洲市场本身消费力下降也影响了欧洲市场的盈利情况，2017 财年营业利润更是直接亏损 3 亿日元。

2) 公司加大新 IP 培育的投入，广告营销等成本相应增加。3) 日本本土市场授权业务下滑，尤其是服装和配饰销售不景气影响，这也是公司此前积极拓展的授权领域。4) 2019 年开始的新冠疫情也对公司销售造成了一定的影响。

◆ 2021 年至今：业绩快速增长，市值突破万亿日元

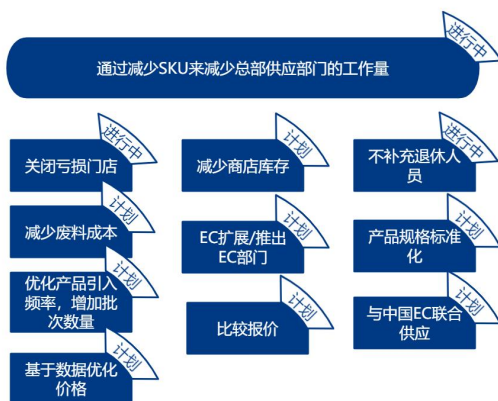
经历连续六年的业绩下滑后，公司开始着手制定了新的经营计划，从企业机制改革、日本及美国亏损业务调整、把握新兴市场机遇让 IP 业务重回高增三方面入手。

首先，在管理机制上：公司 2020 年 7 月新总裁辻朋邦上任，为创始人的孙子，彼时年仅 31 岁，也给企业管理带来了新的变化和活力，制定了 FY2022-FY2024 的重要经营规划。

具体包括：1) 管理团队按能力考核而不是资历，新任命三位高管，拥有龙头玩具企业万代、迪士尼的工作经历，或拥有头部咨询公司的丰富经验。以及从海外知识产权、咨询公司引入数十名新员工。董事+执行董事的平均年龄从 FY2021 的 65 岁降至 FY2024 的 40-50 岁。2) 加强跨部门的合作和沟通，实施工作轮换系统，培养员工的全局视野。3) 完善奖励机制，完善晋升/加薪通道。

其次，在调整亏损业务上：日本国内市场的商品销售业务以利润为导向，2022-2024 财年减少约 60%的 SKU；通过减少 SKU 降低在采购、库存管理、物流调配等方面的压力和工作量；关闭亏损店铺；优化产品推新机制；与中国电商企业合作等十项举措，预计使利润增加 17 亿日元。美国市场则战略推出商品销售业务，外部合作共同发展授权业务等。

图 32：三丽鸥 FY2022-FY2024 三年规划期间调整日本商品零售业务的举措

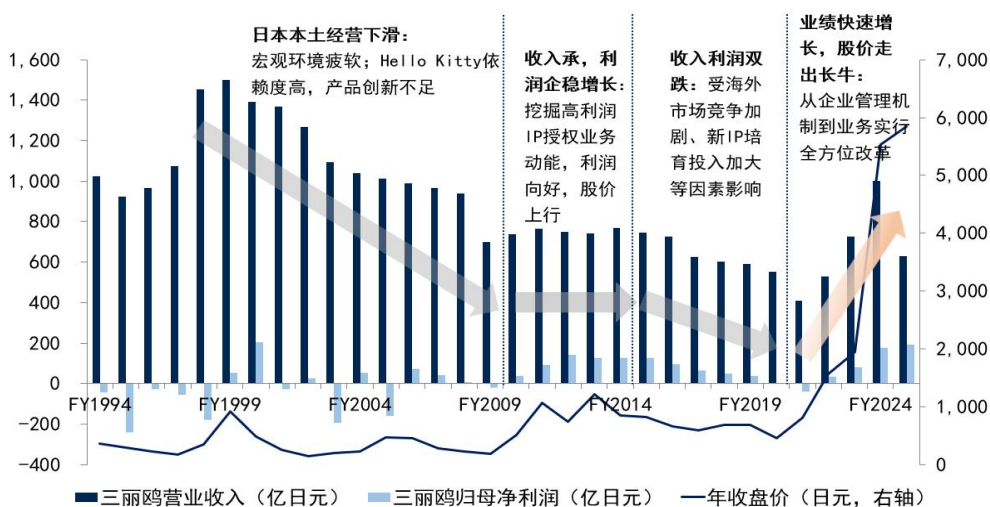


资料来源：三丽鸥官网、国信证券经济研究所整理

最后，关于如何聚焦重回增长策略上：公司把重心放在授权业务的发展。包括 1) 振兴亚洲业务，尤其是中国业务，与电商代运营企业宝尊电商合作推进电商业务拓展、上线动画及游戏等；2) 提升 IP 形象在数字平台的曝光等，强化品牌认知；3) 强化 IP 创造和培育团队建设等。详细 IP 产品建设我们也将在下文的经营策略分析进行具体阐述，以求给企业运营提供经验参考。

以上一系列举措下，公司业绩重回强势增长，2022-2024 财年的收入复合增速达到 37.66%，归母净利润复合增速更是高达 126.65%。公司股价从 2021 年底至 2025 年 2 月 12 日，股价涨幅达到 637%。

图33: 三丽鸥业绩及股价复盘（亿日元、日元）

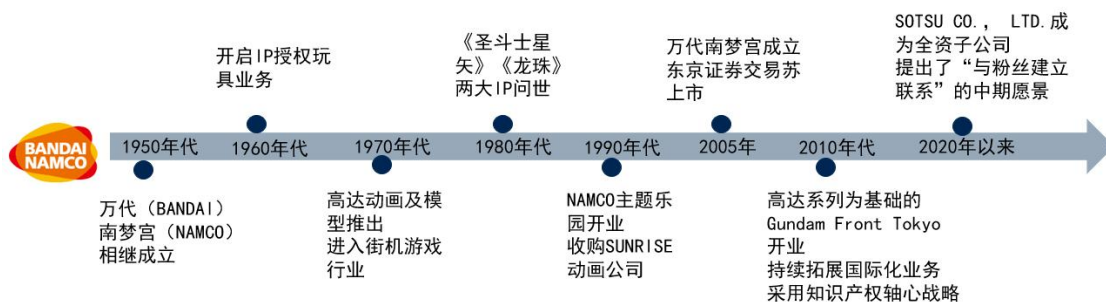


资料来源：三丽鸥官网、三丽鸥财报、Bloomberg、国信证券经济研究所分析

万代南梦宫：运营多元 IP 承载童年梦，成就全球文化娱乐龙头

万代南梦宫，2005 年成立于日本，全球文化娱乐龙头企业，运营着高达、龙珠及海贼王等知名 IP，2023 年在全球传统玩具及游戏行业中以 1.6% 的市占率排名第七（欧睿数据）。公司由万代（BANDAI，玩具 IP 为主）和南梦宫（NAMCO，游戏为主）两家企业合并而成，创办历史最早可追溯自 1950 年。

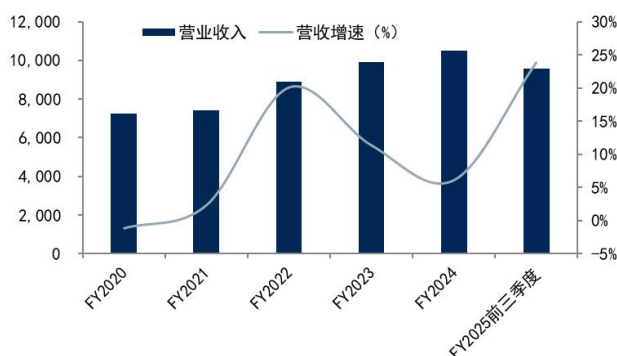
图34：万代南梦宫历史沿革



资料来源：万代南梦宫官网、国信证券经济研究所整理

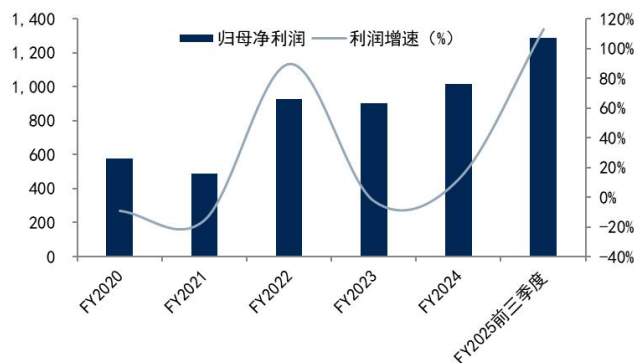
公司目前主营玩具与爱好、数字（手游与主机/PC 游戏）、娱乐相关（游乐设施、游戏机等）及 IP 授权业务。近几年的业绩情况看，2022-2024 财年收入复合增速 8.66%，归母净利润复合增速 4.61%，增长较为稳健。**最新 2025 财年前三季度（2024 年 4 月-12 月）收入 9556 亿日元，同比增长 23.78%，归母净利润 1287 亿日元，同比增长 113.08%，**受益于各业务均增长良好，尤其是热门游戏带动下数字业务营业利润大幅增长 4271%。

图35：万代南梦宫营业收入及增速（亿日元、%）



资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理

图36：万代南梦宫归母净利润及增速（亿日元、%）



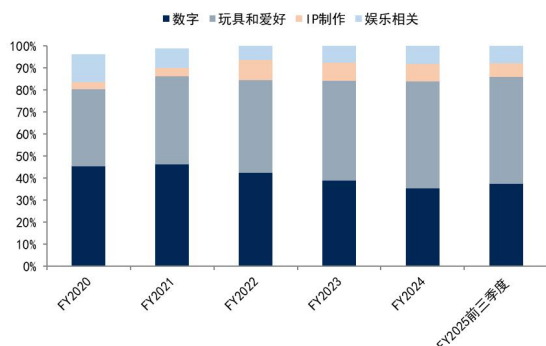
资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理

收入分业务结构看，2025 财年前三季度中，玩具与爱好业务收入占比 48.57%，数字业务（手游与主机/PC 游戏）收入占比 37.36%，娱乐相关业务（游乐设施、游戏机等）收入占比 10.96%，IP 制作与授权业务收入占比 6.38%，另外内部抵消占比 6.13%。近几年趋势上，玩具与爱好业务、IP 制作业务占比提升较多。

区域结构看，万代南梦宫以日本本土市场为主，2025 财年前三季度收入占比 67.7%，美国市场占比 12%，欧洲市场占比 11.2%，亚洲市场占比 9.2%。整体趋势

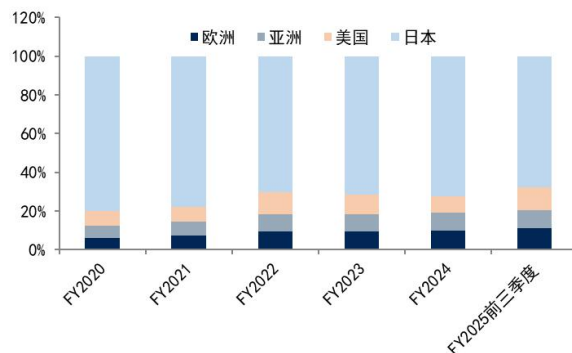
上，海外市场占比逐步提升。

图37: 万代南梦宫营业收入分业务占比 (%)



资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理

图38: 万代南梦宫营业收入分区域占比 (%)



资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理

IP 的贡献占比看，2025 财年前三季度，龙珠系列收入 1433 亿日元，占比 14.1%；高达系列收入 1157 亿日元，占比 11.4%；海贼王系列收入 1089 亿日元，占比 10.7%，分列前三。

表5: 万代南梦宫不同 IP 收入及贡献比重 (亿日元、%)

IP	2024 财年 (亿日元)	占收入比重 (%)	2025 财年前三季度 (亿日元)	占收入比重 (%)
龙珠	1406	12.59%	1433	14.13%
高达	1457	13.04%	1157	11.41%
海贼王	1121	10.04%	1089	10.74%
假面骑士	315	2.82%	230	2.27%
火影忍者	253	2.26%	211	2.08%
奥特曼	191	1.71%	120	1.18%
面包超人	101	0.90%	89	0.88%
光之美少女	64	0.57%	52	0.51%
超级战队	65	0.58%	47	0.46%

资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理 注：收入为扣除内部抵消前的收入

万代南梦宫自 2005 年合并成立以来，起初经营并不顺利，经历了五年左右的业绩震荡下滑期。但自重启确定 IP 轴战略及国际化拓展下，后续业绩逐步企稳，尤其近两年在 IP 业务进一步增长和游戏业务推动下，业绩增长较好。据此，我们也将对万代南梦宫集团的发展历史进行复盘，分析呈现影响其股价表现的主要内外部因素，以供参考。

◆ 2006-2010 财年：合并初期管理协同及产品创新力不足，业绩下行承压

2005 年，万代和南梦宫正式合并成立万代南梦宫集团。但是初期几年，公司未能及时做好内部管理整合和应对市场变化，使得业绩出现下行压力。公司 2006-2010 财年营收年复合增速-4.27%，归母净利润 2010 财年亏损达到 299 亿日元，而 2006 财年为盈利 141.49 亿日元。

具体来看，一是内部管理方面存在的问题：1) 人员冗杂，员工积极性不够。2010 财年公司实现了自愿退休和裁员计划，当期带来特别退休福利费用约 19 亿日元。2) 各部门之间隔绝割裂，跨部门协同度低且存在业务重叠，造成资源浪费。如 BANDAI VISUAL、NAMCO BANDAI Games 等重复开发内容，未形成统一战略，导致资源浪费。3) 管理决策流程冗长，核心 IP 迭代周期 3-5 年，未适应市场变化。

二是产品创新力不足，新竞争环境下转型滞后：1) 海外市场过于依赖个别 IP，推新不足，2010 财年美国市场当期营业利润亏损达到 33.24 亿元。2) 游戏方面，公司仍主要停留在街机复刻，未能适应社交网络游戏、PC 游戏的快速发展。2010 财年当期游戏内容业务营业利润亏损达到 68.45 亿日元。三是子公司的大笔商誉减值，2010 财年带来亏损约 127 亿日元。

表6: 万代南梦宫 2006-2010 财年分业务营业利润（百万日元）

	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010
玩具和爱好	19085	17403	14309	11533	10786
游戏内容	10451	11509	14793	11609	-6845
视觉和音乐内容	6187	9,496	3832	38	-871
娱乐相关	1888	4004	1631	393	284
其他	1187	1017	753	565	322
内部抵消	-4222	-2088	-2813	-1792	-1749
网络	1835	880	904		

资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理 注：财年截至当年 3 月底

◆ 2011-2015 年：重启增长，重视管理机制优化和业务协同发展

公司自 2011 财年开始，从管理机制、发展战略、业务整合等方面进行改革调整，带动业绩重回增长。2011-2015 财年公司营收年复合增速 9.44%，归母净利润年复合增速 113.04%。

首先在管理机制上：重塑业务流程和加强部门之间的协同，提升了工作效率，过人事体系改革节省约 30 亿日元，优化间接业务等其他措施节省约 10 亿日元。同时整合了业务类似的子公司，统一管理资源和研发能力。

其次在发展战略上：1) **第一阶段加大对于增长性业务的投入，以玩具和爱好业务为重点**，通过其稳定的现金流支撑内容开发和海外扩张。具体举措包括巩固 IP 角色核心业务，扩大成人消费群体、拓展海外市场以及强调衍生品的开发，如服装、糖果等。2011 财年，公司营业利润大幅增长 768%达到 163 亿日元，其中玩具与爱好业务 138 亿日元，贡献比例达到 85%。

2) **第二阶段加强整合资源，业务协同发展形成合力：**具体包括 IP 内容的全产业链开发，实现玩具、游戏、影视、音乐多领域协同。例如在街机游戏和主题设施中融入 IP 角色，增强用户沉浸感。

游戏领域也积极利用高达 IP 的影响力，推出第一款社交游戏高达 Royale，同时把握了社交游戏的发展机遇和 IP 的受众影响力。公司包括游戏和视觉、音乐的内容业务发展迅速，营业利润从 2011 财年的 30.92 亿日元增长至 2014 财年的 372.48 亿日元，增长了 11 倍。

表7: 万代南梦宫 2011-2014 财年分业务营业利润（百万日元）

	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
玩具和爱好	13812	16112	11255	10510
内容	3092	17003	36428	37248
娱乐相关	1778	2380	1683	-897
其他	810	2050	1692	1606
内部抵消	-3156	-2941	-2427	-3834

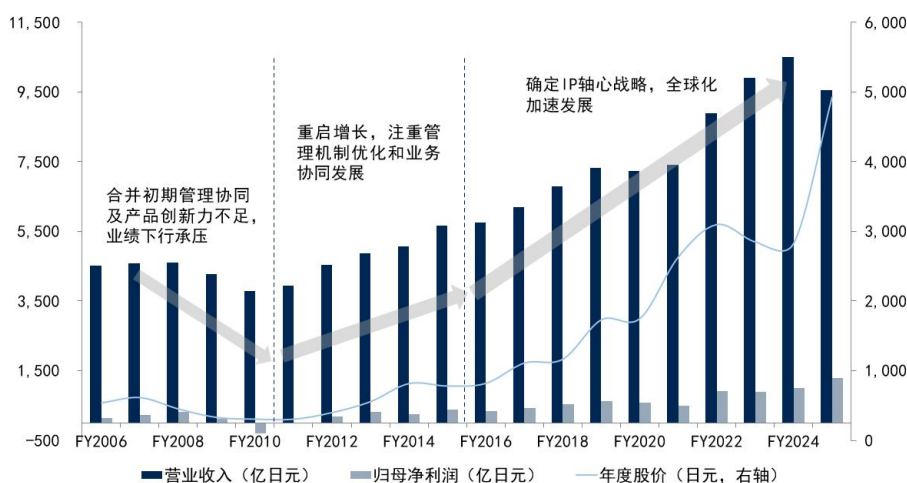
资料来源：万代南梦宫财报、国信证券经济研究所整理 注：财年截至当年 3 月底

◆ 2016 财年以来：确定 IP 轴心战略，全球化加速发展

在此阶段，公司进一步明确了以 IP 为核心，实现跨业务领域协同发展。一是针对核心 IP，高达、龙珠及海贼王，继续强化运营。如高达系列拓展至塑料模型、网络游戏、好莱坞电影等领域；2023 年《龙珠超：超级英雄》票房带动相关模型销量增长。二是大力开发新 IP 以及自有 IP 建设，公司在 2018 财年也是提出在三年时间内战略投资 250 亿日元用于创造和培育新的 IP。

另一方面，在 IP 建设稳中有进的情况下，公司加速了全球化拓展的步伐。一是做到 IP 实现本土共创，多语言上线；二是海外建设本土化生产线，降低成本。2024 财年公司日本以外市场收入占比达到 27.8%，较 2016 财年提升 5.4pct。

图39：万代南梦宫业绩及股价复盘



资料来源：万代南梦宫财报、Bloomberg、国信证券经济研究所分析

海外龙头经营策略分析总结

IP 开发和叙事，是商业化的第一步

三丽鸥的“同一个世界，连接微笑”（One World, Connecting Smiles.）不仅是公司对外所传递的企业形象，更是三丽鸥集团 65 年穿越牛熊的经营理念。当微笑哲学被运用到 IP 开发和叙事中，三丽鸥的每一款 IP 产品都被赋予了鲜活的生命，让 Hello Kitty 的沉默比语言更具穿透力，完成和消费者的情感联结。而乐高、万代南梦宫同样通过开发具有普适性与文化兼容性的 IP 形象，并以故事承载构建文化基因，成为旗下产品 IP 的成功关键。

图40: 三丽鸥旗下 IP 的微笑表情



资料来源：三丽鸥官网、国信证券经济研究所整理

图41: 三丽鸥旗下 IP 形象大耳狗



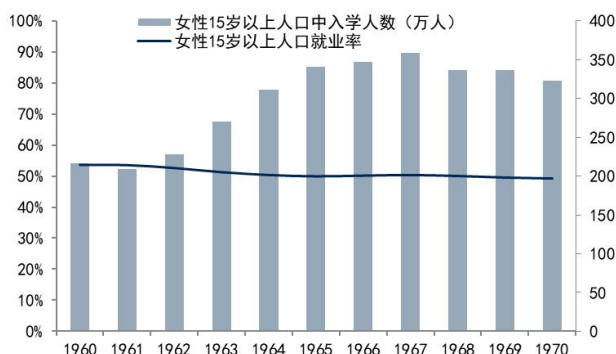
资料来源：三丽鸥官网、国信证券经济研究所整理

◆ Hello Kitty 的历史经验：密切把握社会文化变迁带来的红利

IP 的文化内核是保持长久生命周期的关键，正义、亲情、爱情等普适情感能够跨越地域、时代与文化差异，但同时也存在同质化较为明显的情况，不易在竞争中实现差异化突围。而回顾海外龙头成功开发的 IP，往往把握了当时特定的社会文化变化或结合社会热点话题。

例如 Hello Kitty 1974 年推出，符合当时社会追求“卡哇伊”文化、女性思想和消费崛起的特征。至 1984 财年，Hello Kitty 销售额达到 717 亿日元，高于万代同时期的 600 多亿日元（据 nippon.com 报道）。

图42: 日本 1960-1970 年女性就业和入学统计（万人、%）



资料来源：日本总务省统计局、国信证券经济研究所整理

图43: 1980 年制造的 Hello Kitty 闹钟



资料来源：1stdibs、国信证券经济研究所整理

1960 年代末，日本经济快速发展下，民间思想也进一步解放，年轻女性群体以圆润、温馨、童真的卡哇伊文化表达个性和对于成年后社会主流压力的反抗。相应的产品设计以圆润曲线为主、暖色调或者粉色等，这也是 Hello Kitty 形象给人呈现的特征。

此外，彼时女性崛起也成为日本社会重要的文化背景。日本官方统计数据显示，1960 年代末，15 岁以上人口中，女性的就业率达到 50% 左右，积累了财富和消费力。15 岁以上人口中，女性的入学人数也进一步增加，1970 年达到 323 万人，较 1965 年增长 49.54%。据 NHK 报道，1970 年 Women's Lib（妇女解放）成为社会关键词，当年也举办了第一届女子自由舞比赛。

◆ 乐高的历史经验：抓住流行趋势，结合客群特点打造相应 IP

乐高曾在 2001 年推出了自有 IP 生化战士系列，以丰富的故事线、独特的造型设计迅速走红，当年销售额便超过 1.6 亿美元，至 2009 年退出市场时，乐高预计卖出了 1.9 亿个生化战士人产品。生化战士系列讲述了一个奇幻世界冒险的故事，人物形象是机械战士风格，且每一个人物都具有辨识度。而从当时的社会背景看，生化战士系列也匹配了荧幕上奇幻史诗的热潮，好莱坞冒险、科幻电影呈现爆发式增长趋势，相应的思维浪潮深受青少年追捧。

据 IMDbPro-box office mojo 统计数据，2001 年全球票房前十的电影中，科幻冒险/奇幻相关的电影占比 50%，2002 年该百分比进一步增长至 60%，包括哈利波特、指环王、星球大战等。此前的 1999 年，《星球大战前传 1：幽灵的威胁》以 9.24 亿美元的票房高居全球第一。

表8：2001 年全球票房前十电影中科幻、冒险类型占比高

电影	全球票房（亿美元）	电影类型
哈利波特与魔法石	9.78	冒险、奇幻、家庭
指环王：护戒使者	8.68	冒险、剧情、奇幻
怪兽公司	5.29	动画、家庭、喜剧
怪物史瑞克	4.85	动画、家庭、喜剧
十一罗汉	4.51	犯罪、动作
珍珠港	4.49	历史、战争
木乃伊归来	4.33	冒险、奇幻、动作
侏罗纪公园 3	3.69	冒险、科幻
决战猩球	3.62	动作、冒险、科幻
汉尼拔	3.52	惊悚、犯罪

资料来源：IMDbPro-box office mojo、国信证券经济研究所整理

形象设计与产品创新：贴合 IP 叙事内核，用户共创生态

◆ IP 形象的视觉语言锚定

当 IP 叙事内核建立后，产品的形象设计也需与之贴合。从心智锚定效应来讲，IP 内核通过长期叙事构建用户的情感记忆点，形象设计需围绕核心标签展开进行视觉强化。否则违和形象易触发认知失调，导致产品销售不景气。

案例看，Hello Kitty 粉色、圆润和微笑的设计风格，贴合了可爱、温馨的叙事内核；三丽鸥旗下酷洛米“暗黑甜美”的内核驱动哥特风衍生品开发。乐高花植系列，采用粉色、红色等柔和色调，以积木颗粒重构花卉的浪漫形态，传递温馨与陪伴的理念。据亚马逊美国站数据，乐高植物玫瑰花束人造花产品，截止 2025 年 2 月 24 日的过去一个月，销量达到 5 万件。据 Circana 数据，2024 年美国最

畅销玩具中，乐高的玫瑰花束排名第三。

◆ 产品需要坚守产品核心人群的消费者定位

此外，每一款 IP 系列产品有自己特定的受众群体，无论是 IP 形象还是产品功能设计，均需贴合消费者定位。

典型案例如乐高曾在 2001 年左右开发了防卫者系列，但是产品不可拆卸，背离了乐高积木的核心：拼搭的乐趣和创造力，最终消费者的市场接受度较低。同时期乐高也开发了杰克·斯通小人仔系列（虚构的英雄角色），销售表现亦较差，拼搭过于简单，远离了核心分析群对于拼搭乐趣的追求。彼时在外竞争加剧、自身产品转型不利的情况下，乐高也是陷入了经营困境，2003 年收入下滑了 29%，净利润亏损高达 9 亿丹麦克朗。

图44: 乐高植物玫瑰花束系列



资料来源：乐高官网、国信证券经济研究所整理

图45: 乐高 4604 Police Copter 的杰克·斯通



资料来源：乐高官网、国信证券经济研究所整理

◆ 粉丝生态化运营，实现共创和强粘性

乐高通过开放共创平台（LEGO Ideas）增强与用户的互动，也为产品创新提供了持续来源。LEGO Ideas 允许全球粉丝提交原创设计并参与产品开发，最后通过社区投票筛选创意，将玩家设计转化为官方套装。推出了包括东方快车、老友记等畅销套装。乐高为此制定了一系列规则，以确保创新在企业价值观内以及奖励机制：产品创意获得 1 万名支持者，并被选为乐高官方产品，创意者将或者商品总净销售额的 1%；10 份免费的 LEGO Idea 套装；套装材料中的信用和个人标识为 LEGO Ideas 套装创作者。

表9: LEGO Ideas 相应的产品创意规则要求

内容	规则
产品创意标准	必须是单个独立套装；积木数量 200-5000 个；专注于单个概念；非乐高本身已有的概念衍生
入选标准和周期	创意提交后 60 天内需获得 100 位支持者，才能进入下一阶段，最终是要获得 1 万名支持；评论的滚动截止日期为 1 月、5 月和 9 月初；一旦宣布，大约 12 个月时间设计最终的套装和盒子
奖品和奖励	商品总净销售额的 1%；10 份免费的 LEGO Idea 套装；套装材料中的信用和个人标识为 LEGO Ideas 套装创作者
可接受的内容	符合品牌价值和价值观；只能使用乐高现有零件；避免使用竞争对手的创意；不要暗示自己的产品得到了他人认可
质量标准	照片清晰，构图完整；最多 15 张照片；描述情况产品创意和推荐理由等

资料来源：LEGO Ideas、国信证券经济研究所整理

商业价值裂变，拉长 IP 生命周期

三丽鸥新总裁辻朋邦在 2020 年 7 月上任后阐述其经营理念时提出：“IP 不是摇

钱树，而是需要持续灌溉的生态雨林。”彼时三丽鸥自 2016 财年开始陷入连续六年的收入利润双跌期。主要原因在于 Hello Kitty 单一 IP 占比过高，一度贡献了 75.7% 的营收，且本身 IP 影响力也在外部竞争和创新缺乏下有所下降。

后续在打造“萌力灌溉系统”的经营理念下，三丽鸥从两方面着手改革：**一是提升单一 IP 价值，二是多元 IP 矩阵开发，突破单点爆发的模式，转向生态裂变。**这实际上也是众多 IP 玩具企业深知的经营理念，但是具体运营策略和执行情况会影响最终效果。我们以三丽鸥、乐高、万代南梦宫三家企业的经营策略来看：

◆ 提升单一 IP 价值：产品力和故事力共振，强化情感叙事连接

乐高集团本身已是一个近百年的 IP，在提升单一 IP 价值过程中，其整体发展策略可以总结为：聚焦产品本身+跨媒介叙事。

1、聚焦产品本身：如前文历史复盘所述，2005 年在前期经历了十年的业绩下滑后，提出聚焦产品，回归核心积木业务，砍掉了不少为迎合电子游戏和动作玩具而推出的产品。此外，乐高重新聚焦通用零件，将公司产品目录中的零件砍掉一半，节省了成本，也提高了产品上市的效率。

2、跨媒介叙事，增强 IP 多维度曝光度：每个 IP 都有红利期，无论是某一阶段影视题材大热或者童年怀旧情绪带来的，都有可能回归平淡。而真正好的 IP 运营必然是与短期事件性热度脱钩，实现长期价值。

具体案例看，乐高集团实现经久不衰运营的 IP 当属星球大战系列。该系列于 1999 年与卢卡斯影业合作推出，借助《星球大战前传 1》电影的热度，乐高星球大战系列上市后便成为最畅销产品。但整个电影系列上映的 20 年期间，乐高星球大战系列的销量并没有随着电影上映节奏而大幅波动，反而在电影空窗期依旧实现了稳健增长。

表10：星球大战系列是拥有人数最多的乐高 IP 联名系列

	拥有该系列套装的人数						总人数	
	星球大战	漫威超级英雄	迪士尼	哈利波特	侏罗纪世界	超级马里奥	所有乐高系列	星球大战系列占比
2015	535212	104628	14955		31901		2578239	20.76%
2020	412217	104973	20744	122547	17185	104973	2117764	19.46%
2022	358012	126606	30216	103577	40857	50177	2018387	17.74%
2023	288195	85658	56276	74793	20357	24945	1649538	17.47%
2024	184349	45833	56276	46407	7541	8371	1101614	16.73%

资料来源：Brickset、国信证券经济研究所整理

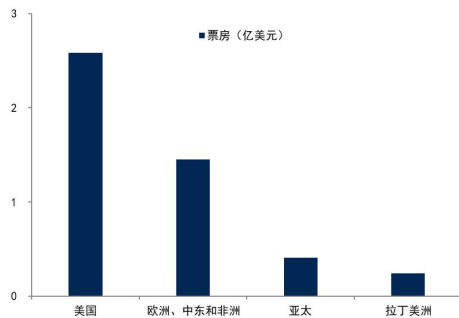
如上面表格呈现的数据一样，过去数年，在乐高联名 IP 系列中，拥有星球大战系列套装的人数最多，在整体人数中的占比也达到 16%-20%，体现了星球大战系列经久不衰的影响力。Circana 数据显示，2023 年 1-8 月欧洲玩具市场销售额下降 3.6%，但乐高星球大战 501ST 克隆人士兵战士包产品取得行业前十的销售表现，在乐高集团内部仅次于 F1 系列产品。乐高实现该 IP 常青的主要策略包括：

1) 电影之外打造媒体矩阵，如开发《乐高星球大战：天行者传奇》、《乐高星球大战 3：克隆人战争》等游戏。其中《乐高星球大战：天行者传奇》发行四个月后，累计玩家人数已突破 500 万。2014 年上映动画电影《乐高大电影》，影片以乐高积木为载体，全球票房超 4.68 亿美元，当年票房排名全球第十七。乐高 2014 年整体集团的收入也是实现了 12.98% 的增长，较 2013 年加速 4.91pct。

2) 以乐高式的幽默重构叙事风格：重新诠释了星球大战电影中的故事和角色，让玩家在轻松愉快的氛围中体验游戏，也形成了独立于电影的文化认同，从而进一

步推动旗下产品的销售。

图46:《乐高大电影》2014 年全球票房分布



资料来源: IMDbPro-box office mojo、国信证券经济研究所整理

图47:《乐高星球大战:天行者传奇》游戏简介



资料来源: 游侠网、国信证券经济研究所整理

◆ 多元 IP 矩阵开发: 差异化人设渗透细分市场, 业务单元协同助力

三丽鸥和万代南梦宫均是成功打造多元 IP 的矩阵的典型, 其中三丽鸥 2024 财年 Hello Kitty 角色贡献占比为 30.4%, 较十年前 75.7% 的占比实现了显著降低, 且打造了大耳狗、酷洛米等知名 IP。万代南梦宫则成功运营打造了龙珠、高达和海贼王三足鼎立的 IP 矩阵。

1、三丽鸥作为原创 IP 企业的代表, 其核心的成功经验在于打造差异化 IP 人设, 实现了细分人群的覆盖, 尤其是“暗黑甜心”人设的酷洛米。该 IP 于 2005 年在电视动画《おねがいマイメロディ》中的首次出现, 官方定位的人物形象是外表大大咧咧, 追求反叛和自有, 同时内心依旧少女。

这实际上也是源于公司认识到年轻消费者温柔可爱角色产生一定的审美疲劳, 需要叛逆、个性化的新 IP 填补市场空白。据三丽鸥年报数据, 酷洛米 2006 财年便成为了推动日本授权业务增长的关键角色。最近 2022-2024 年, 在三丽鸥粉丝投票的角色排名中, 酷洛米连续三年进入前三。

此外, 象征快乐、健康生活的大耳狗 (Cinnamoroll) 近年来也是持续火爆出圈, 2020-2024 年在三丽鸥最受欢迎的角色排名中实现五冠王。

表11: 2015 年以来三丽鸥旗下最受粉丝欢迎的角色排名

年份	NO. 1	NO. 2	NO. 3	NO. 4	NO. 5
2015	布丁狗	ShinganCrimsonZ	大耳狗	Gudetama 蛋黄哥	美乐蒂
2016	布丁狗	大耳狗	美乐蒂	Gudetama 蛋黄哥	Hello Kitty
2017	大耳狗	布丁狗	美乐蒂	Hello Kitty	Gudetama 蛋黄哥
2018	大耳狗	布丁狗	Yoshikitty	Hello Kitty	美乐蒂
2019	Hello Kitty	大耳狗	布丁狗	美乐蒂	Pochacco 帕恰狗
2020	大耳狗	布丁狗	Pochacco 帕恰狗	美乐蒂	Hello Kitty
2021	大耳狗	布丁狗	Pochacco 帕恰狗	美乐蒂	酷洛米
2022	大耳狗	布丁狗	酷洛米	Pochacco 帕恰狗	美乐蒂
2023	大耳狗	布丁狗	酷洛米	Pochacco 帕恰狗	Hello Kitty
2024	大耳狗	Pochacco 帕恰狗	酷洛米	布丁狗	Hello Kitty

资料来源: 三丽鸥、国信证券经济研究所整理

而从三丽鸥成功的多元差异化 IP 打造的经验看:

一是不偏离公司核心形象和粉丝群体特征, 总体围绕天真和谐的视觉语言进行开

发，保持圆润线条、无攻击性特征。就算是暗黑甜美形象的酷洛米，也只是外表强大，内心依旧渴望自由和美好定位。二是公司重视粉丝的互动和反馈，来设计相应的形象。这实际上也是三丽鸥成立以来的传统，如前文分析所述，其 Hello Kitty 的推出，本身也是观察到消费者偏好和精神文化变化后的结果。

2、万代南梦宫作为 IP 运营企业的代表，旗下拥有多元 IP 矩阵，针对多 IP 的核心经营策略和经验在于“IP 轴”战略，通过跨多个业务领域的开发和运营来最大化 IP 的价值。

具体来看，一是组织架构革新，打破了传统的事业部竖向分割，各部门以 IP 为轴心横向联手协作。包括业务分类整合在线游戏、数字内容分发及虚拟服务，合并视觉与音乐制作业务，强化了 IP 多媒体分发能力。设立 Full-Time Officers Committee，缩短决策链，在游戏、玩具等快周期业务中，允许快速调整策略以应对竞争。

图48：万代南梦宫 IP 轴战略示意图



资料来源：万代南梦宫、国信证券经济研究所整理

二是技术中台搭建，构建集团级数据中台：将通过原分属于不同业务的粉丝数据进行跨领域整合，建立以“Group Shared ID”为核心的数据池，指导 IP 开发与营销决策。例如公司“高达元宇宙”案例中，通过 Data Universe 追踪用户在线模型设计偏好，反向优化线下模型部件的生产比例。

全球化扩张之路：完善当地本土化叙事，破除文化隔阂

分区域的收入贡献看，乐高、三丽鸥和万代南梦宫三家企业都较为重视海外市场发展，甚至在业绩低谷期，全球化扩张是推动企稳增长得到核心动力。据各公司财报，三丽鸥 2025 财年前三季度日本外市场收入占比 39.35%，万代南梦宫 2025 财年前三季度日本外市场收入占比 32.34%。具体举措包括：

◆ 文化认同:推动 IP 的当地本土文化适配

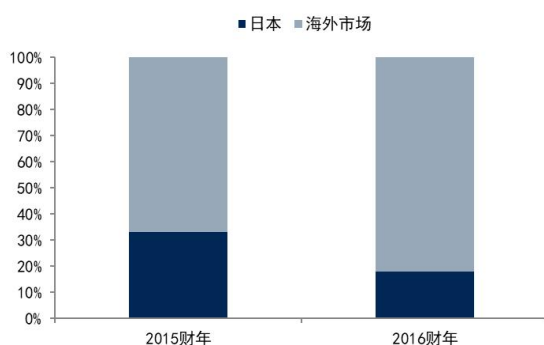
对于 IP 玩具的全球化而言,本土文化的适配主要包括规避文化冲突风险和充分利用文化特色两个方面，确保实现全球市场扩张中的最小文化折扣。前者主要是规避风险，后者则是创造业绩增量的关键。

例如万代运营的 IP 龙珠采取美漫风格进行重新绘制，与美国传奇娱乐达成合作协议，推出好莱坞版的高达真人电影等。龙珠 IP 在北美市场也取得了较好的销售表

现，如 2015 年 2 月《龙珠·超宇宙》游戏推出，以欧美为中心，截至 2016 年 7 月售出超过 400 万套。整个 2016 财年，《龙珠·超宇宙》海外市场销售占比 82%。

乐高针对中国市场推出“悟空小侠”系列，结合《西游记》IP 设计，并推出春节限定款如“福来运转灯”“五福迎春”等节日主题产品。悟空小侠也推出了系列动画作品，进一步扩大在中国的影响力。

图 49:《龙珠·超宇宙》游戏海外市场销量占比高



资料来源：万代南梦宫、国信证券经济研究所整理

图 50: 乐高“悟空小侠”系列之大闹天空



资料来源：乐高、国信证券经济研究所整理

◆ 运营优化：团队全球化，运营本土化

1) 管理全球化：为进一步强化本土化运营能力，各家企业均在核心海外市场建立了子公司，招聘本地人才，更好地理解当地 IP 玩具市场需求。也会推动海外区域公司的本地管理人才进入总部决策层，提升区域人员的管理权限。

如三丽鸥在 2021-2022 财年任命的顾问 Harold George，工作经历包括喜力、可口可乐等多家国际企业。并从外国知识产权机构、外国咨询公司以及具备推动改革专业能力的人中招聘数十名新员工。再如乐高首席运营官 Carsten Rasmussen，在乐高各子公司拥有丰富的管理经验，曾在乐高欧洲、美洲和亚洲担任过各种领导职务，也曾担任乐高香港供应链总经理和采购总监。

2) 运营本土化：主要体现在营销渠道方面，各国文化和产业结构差异也决定了品牌曝光的核心渠道不尽相同。美国市场相对崇尚体育文化，三丽鸥在 Hello Kitty 诞生 50 周年之际，与美国职业棒球大联盟 (MLB) 洛杉矶道奇队合作，安排 Hello Kitty 在道奇体育场为比赛开球，通过体育赛事场景强化 IP 的本土影响力。

图 51: Hello Kitty 与 MLB 洛杉矶道奇队合作



资料来源：洛杉矶道奇队、国信证券经济研究所整理

图 52: 三丽鸥中国抖音官方账号



资料来源：抖音、国信证券经济研究所整理

而在中国市场，三丽鸥把握社交电商的流量机遇，2020年以来借助抖音、B站等渠道实现Hello Kitty外其他IP角色的快速破圈。截至2025年3月4日，三丽鸥中国抖音官方账号粉丝数量达180.8万。其营销上注重把握热门话题带来的流量机遇，以及短视频动画的方式进行内容传播。如2022年6月，借助歌曲麦浪（吃可爱多吗版）的网络热度，酷洛米和美乐蒂发布了舞蹈视频，点赞量达到149.8万人次。此外，参与抖音#轻漫计划话题，以连续的短视频动画的方式，展现IP角色之间的故事，加强消费者对角色形象的理解。其中美乐蒂以酷洛米的生日作为手机密码的一段“磕CP”动画，抖音点赞数达到105.4万人次，评论8.9万条。

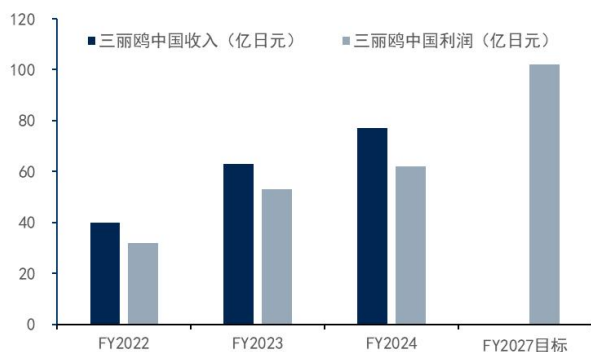
◆ 积极推动与本土龙头企业合作，优化资源协同

当地本土化资源的协同已成为国际IP玩具龙头开拓市场的重要战略，这种“全球IP+在地资源”的共生模式，也为中国本土品牌突围提供了战略启示。

1) 产业合作，以三丽鸥和阿里授权和娱乐业务 Alifish 合作为代表：双方2022年6月签署合作协议，阿里获得包括Hello Kitty、My Melody、Kuromi在内的26个IP在中国（不含港澳台）市场制造和销售的独家权利，协议期限自2023年1月1日-2027年12月31日。双方共同致力于通过本地营销和联合制作动画，扩大授权业务等。

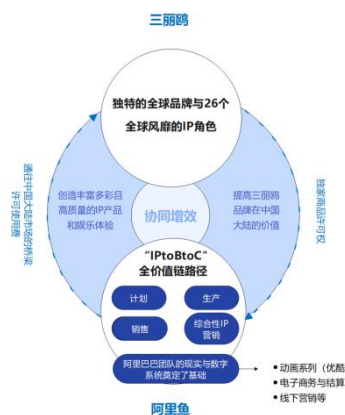
据三丽鸥财报数据，中国市场近年来为集团贡献的利润持续提升，自2022财年的32亿元增加至2024财年的62亿日元，且制定了2027财年达到102亿日元的目标，年复合增速18.05%。

图53：三丽鸥中国销售收入和利润（亿日元）



资料来源：三丽鸥、国信证券经济研究所整理

图54：三丽鸥与阿里 Alifish 的合作模式



资料来源：三丽鸥、国信证券经济研究所整理

2) 政企合作，以上海乐高乐园为代表：2019年，上海市金山区与乐高集团、英国默林娱乐集团、CMC Inc. 华人文化集团共同签署投资合作协议，签约各方将共同出资成立合资公司开发建设上海乐高乐园度假区，并携手成立管理公司运营度假区。至2025年夏天，上海乐高乐园度假区将在枫泾镇正式开园。

在上海致力于加快推动消费提质扩容，大力发展时尚文旅消费的背景下，乐高也把握了合作机会，进一步增强了在中国的业务影响力。

经营战略总结：穿越周期的增长密码

透过以上对乐高、三丽鸥和万代南梦宫经营策略的分析，我们认为IP玩具企业在IP开发、产品设计、商业价值裂变和全球化拓展方向可参考以下举措：

1、IP 开发和叙事：把握特定的社会文化变化或结合社会热点话题，创造具有特色的内核文化；抓住流行趋势，并结合客群特点开发相应 IP 产品。

2、IP 形象设计和产品创新：形象贴合内核，以视觉语言锚定强化消费者认知；产品设计不能脱离核心优势或者是消费者的认知，认知失调会带来粘性客户群体流失和产品销售不景气。

3、IP 价值的商业裂变：以跨媒介叙事传播，增强 IP 多维度曝光度；多形式重构 IP 的传统叙事风格，形成多重风格的文化认同，实现与短期事件性热度脱钩，增强长期价值。此外，IP 矩阵打造丰富企业的生命线，包括统筹集团各业务线资源、打造数据中台，从消费者喜好数据出发指导多元 IP 开发。

4、IP 的全球化之路：团队层面实现全球化建设，吸纳本土人才；运营层面充分利用本土优势渠道实现品牌传播；以及寻求本地化合作，与产业或者政府资源实现强强联合。

图55: 海外 IP 玩具龙头经营策略思维导图



资料来源：乐高、三丽鸥、万代南梦宫、国信证券经济研究所分析

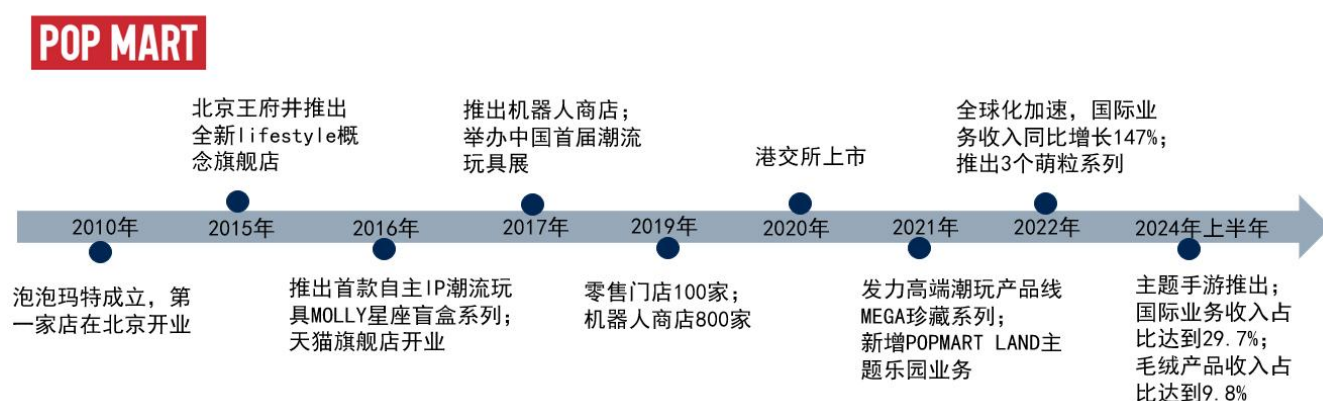
投资建议：把握文化创新及运营能力优异的赛道龙头

中国 IP 玩具行业迎来产品创新、渠道生态完善和全球化拓展的多维机遇期。参考乐高、三丽鸥、万代南梦宫三大玩具龙头的成功策略，我们认为兼具文化适配广度与生态运营深度的企业更易成长壮大，具体包括挖掘和快速响应消费需求变迁，跨媒介运营能力，海外本土化整合能力等。建议关注 IP 潮玩核心龙头**泡泡玛特**、拼搭 IP 类玩具龙头**布鲁可**、零售供应链能力优异且 IP 运营属性持续提升的龙头**名创优品**等。

泡泡玛特：IP 潮玩龙头，全球化价值跃迁

公司成立于 2010 年，是全球知名的潮玩文化公司，以高附加值的 IP 孵化与运营为核心。其业务涵盖：潮流玩具及衍生品开发和销售；IP 授权及主题乐园、游戏等创新业务。经过多年发展，泡泡玛特目前已形成包括 MOLLY、THE MONSTERS、SKULLPANDA 和 DIMOO 等在内的多元 IP 矩阵，业务遍布全球，中国港澳及海外市场收入占比达到 30%。

图56：泡泡玛特历史沿革

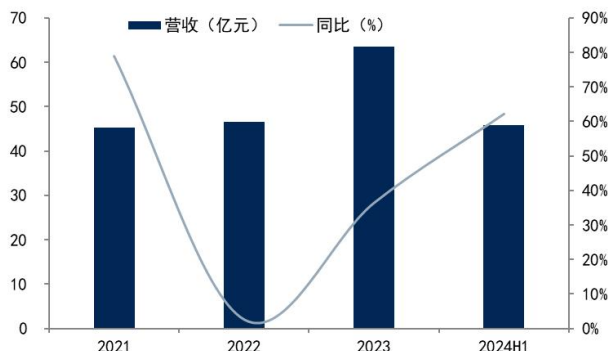


资料来源：泡泡玛特招股书、泡泡玛特财报、国信证券经济研究所整理

公司近年来业绩取得显著增长表现，2024年第三季度整体收益同比增长120%-125%，其中海外及中国香港澳门市场收益增长440%-445%，中国市场（不含港澳台）增长55%-60%，其中线下零售、电商、批发等渠道均渠道较好增长表现。

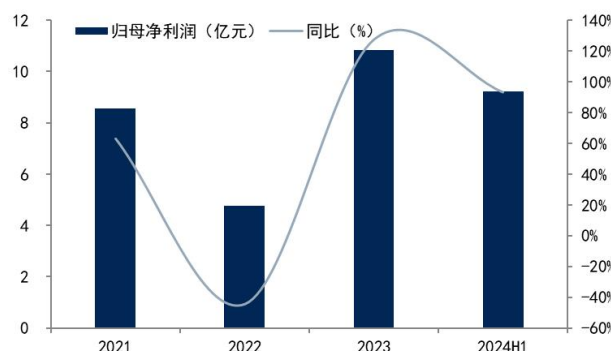
回顾2021-2023年业绩，公司营收复合增速18.34%，归母净利润复合增速12.56%，主要系2022年疫情的负向影响。单2023年收入增速36.41%，归母净利润复合增速127.55%。2024上半年继续业绩高增长表现，收入同比增长62.13%，归母净利润同比增长93.32%，受益于公司IP矩阵兑现及全球化价值跃升。

图57: 泡泡玛特营业收入及增速（亿元、%）



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图58: 泡泡玛特归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

◆ 收入分 IP: 艺术家 IP 为核心, 实现多元矩阵发展

公司以艺术家 IP 为主, 2024 上半年收入 36.88 亿元, 占总收入比重 81%, 较 2023 年同期提升 4.1pct, 其中主要系自有 IP 和独家 IP 构成。授权 IP 2024 上半年收入 6.95 亿元, 占总收入比重 15.2%, 与 2023 年同期基本持平。

表12: 泡泡玛特 2024 上半年分 IP 收入占比 (%)

IP 类型	IP	2024 上半年
艺术家 IP	MOLLY	17.20%
	THE MONSTERS	13.70%
	SKULLPANDA	12.60%
	DIMOO	8.30%
	CRYBABY	7.70%
	Hirono 小野	5.40%
	Zsiga	2.70%
	HACIPUPU	2.10%
	其他艺术家 IP	11.30%
	授权 IP	15.20%
外采及其他		3.80%

资料来源: 泡泡玛特财报、国信证券经济研究所整理

◆ 收入分区域: 海外市场占比提升, 全球化战略推进

2024 上半年数据看, 中国港澳台+海外市场合计实现收入 13.52 亿元, 同比增长 259.6%, 收入占比达到 29.7%, 较去年同期提升 16.3pct。其中全球主要市场均取得较好增长表现, 东南亚以 478.3% 的增速领先, 占总体中国港澳台+海外市场的比重为 41.4%。东亚及中国港澳台地区收入增速 153.7%, 收入占比 35.4%。北美市场增速 377.7%, 收入占比 13.2%。欧澳及其他市场收入增速 158.8%, 收入占比 10.3%。

◆ 收入分渠道: 线下渠道购物体验效应进一步提升, 线上渠道快速增长

公司公布了不同区域的分渠道收入分布情况: 2024 上半年中国（不含港澳台）市场线下渠道收入增长 23.1% 至 17.86 亿元, 其中零售店增速 24.7%, 领先于机器人商店 16.2% 的增速。2024 上半年合计零售店数量达到 374 家。线上渠道总体增速 34%, 其中泡泡玛特抽盒机占线上渠道比重 36.4%, 收入增速 7%。抖音平台占线上渠道比重 19.1%, 收入增速 90.7%。

2024 上半年中国港澳台及海外市场线下渠道收入增长 397.3%，达到 9.47 亿元。线上渠道收入增长 335.4%，达到 2.47 亿元。受益于不断开拓新的在线平台，扩展更多的国家及地区，同时优化了营销资源配置，增加了对销售转化率更高的平台进行宣传推广。

表13: 泡泡玛特 2023 年/2024 上半年营业收入结构（亿元、%）

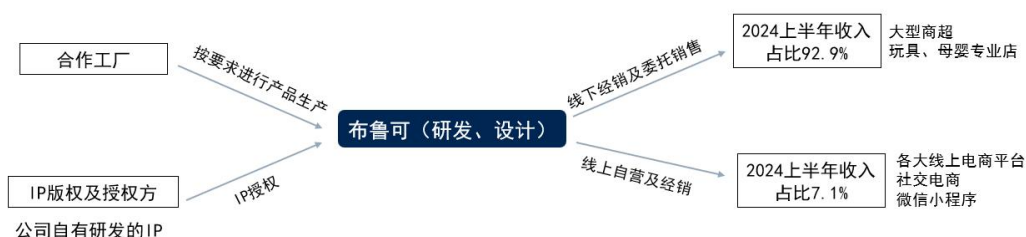
	2023 年	增速（%）	2024 上半年	增速（%）
线下渠道	30.28	46.3%	17.86	23.10%
零售店	24.79	46.6%	14.71	24.70%
机器人商店	5.49	44.8%	3.15	16.20%
中国市场线上渠道（不含港澳台）	17.10	-6.5%		
泡泡玛特抽盒机	7.29	-23.6%	3.99	7.00%
抖音	2.83	431.2%	2.09	90.70%
天猫旗舰店	3.22	-30.4%	1.99	28.10%
其他	3.76	4.6%	2.89	60.80%
批发及其他	4.97	88.4%	3.24	90.80%
合计	52.35	25.74%	32.06	31.51%
线下渠道	6.40	324.7%	8.94	397.30%
零售店	5.83	330.0%	8.94	441.50%
机器人商店	0.57	277.3%	0.53	109.70%
中国港澳台+海外市场线上渠道	1.56	72.7%		
泡泡玛特官网	0.39	45.9%	0.70	465.50%
Lazada			0.45	387.90%
Shopee	0.43	70.3%	0.45	205.20%
其他	0.73	93.4%	0.87	327.30%
批发及其他	2.70	26.8%	1.58	22.50%
合计	10.66	134.86%	13.51	259.65%

资料来源：泡泡玛特财报、国信证券经济研究所整理

布鲁可：立足多元 IP 打造拼搭角色类玩具龙头

公司主营拼搭角色类玩具业务，目前 IP 矩阵达到约 50 个，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、宝可梦等全球知名 IP，及百变布鲁可和英雄无限两大自有 IP。2023 年实现约 18 亿 GMV，在中国拼搭角色类玩具细分市场的市场份额分别为 30.3%，占据行业龙头低位。商业模式看，公司处于玩具产业链中游的产品设计、研发环节，毛利率相对较高，2024 上半年整体毛利率达到 53.3%。公司通过 IP 授权、自有 IP 研发的方式进行产品研发，生产由六家合作工厂完成，销售渠道以经销及委托销售为主。

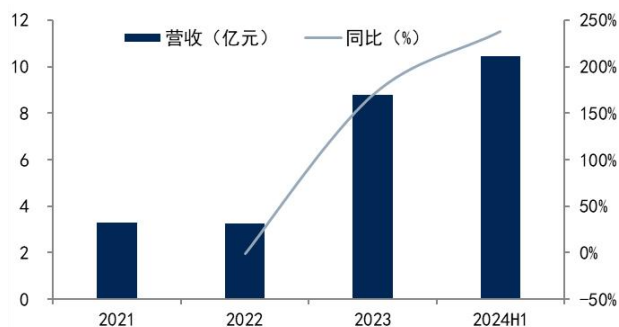
图59: 布鲁可商业模式



资料来源：布鲁可招股书、国信证券经济研究所整理

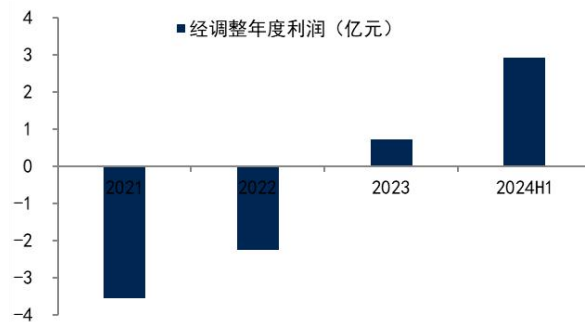
公司 2023 年收入同比增长 169%，核心受益公司 2022 年推出的一系列拼搭角色类玩具在 2023 年进入收获期及公司把握线下消费复苏机遇扩大销售网络。2024 年前三季度继续保持增长，根据公司未经审核财务数据，实现收入 16.29 亿元，同比增长 177.2%。

图60: 布鲁可营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：布鲁可招股书、国信证券经济研究所整理

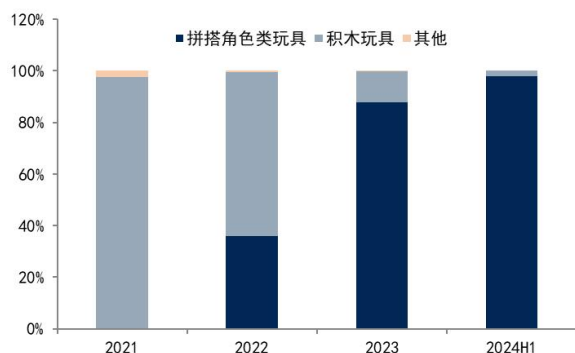
图61: 布鲁可经调整利润及增速（亿元、%）



资料来源：布鲁可招股书、国信证券经济研究所整理

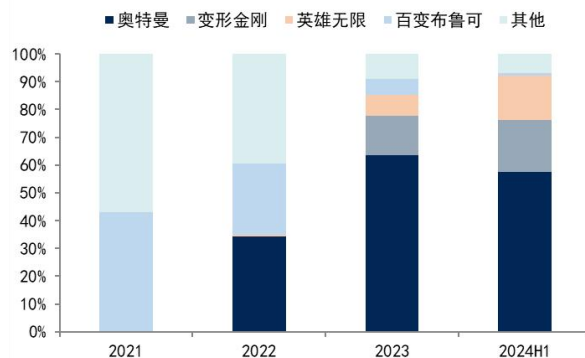
分具体 IP 来看，2023 年/2024 上半年，公司奥特曼 IP 收入占比 63.5%/57.4%，变形金刚 IP 收入占比 14.3%/18.7%。此外，自有 IP 英雄无限收入占比 7.3%/16.2%。

图62: 布鲁可营业收入分产品类型占比（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图63: 布鲁可营业收入分 IP 占比（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

表14: 布鲁可三大核心 IP 的经营数据

	2022			2023			2024 上半年		
	SKU	销量（千件）	平均售价（元）	SKU	销量（千件）	平均售价（元）	SKU	销量（千件）	平均售价（元）
奥特曼	95	5932	19	188	26629	21	134	29470	20
变形金刚				36	5387	23	64	8845	22
英雄无限	6	89	21	30	3240	20	53	14500	12

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

分渠道看，线下经销为主，海外市场逐步打开。公司线下渠道 2023 年/2024 上半年收入占比分别为 87.7%/92.9%，其中以经销模式为主，收入占比分别为 83.6%/91.6%。公司经销商采取买断销售模式，通常包括具有特定区域覆盖范围并

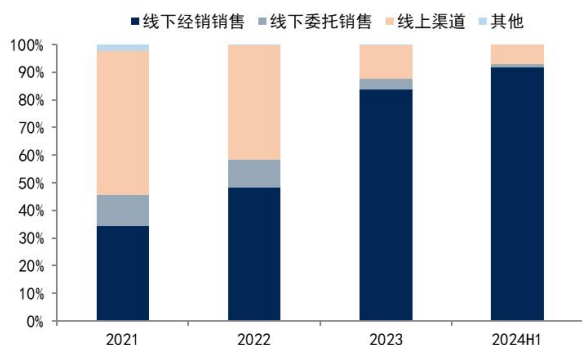
已建立当地销售网络的玩具、文化及创意产品经销商，截止 2024 年 6 月底，经销商数量 511 个，未出现单个经销商占比过高的情况。

另外，线下渠道有少部分委托销售模式，2023 年/2024 上半年收入占比分别为 4.1%/1.3%。该模式下在通过委托销售合作伙伴向终端消费者作出销售时确认收入。截止 2024 年 6 月底，公司拥有三名委托销售合作伙伴。

公司亦打造线上销售模式，2023 年/2024 上半年线上销售渠道占比分别为 12.1%/7.1%。线上渠道包括电商旗舰店、微信小程序以及经销商销售模式。

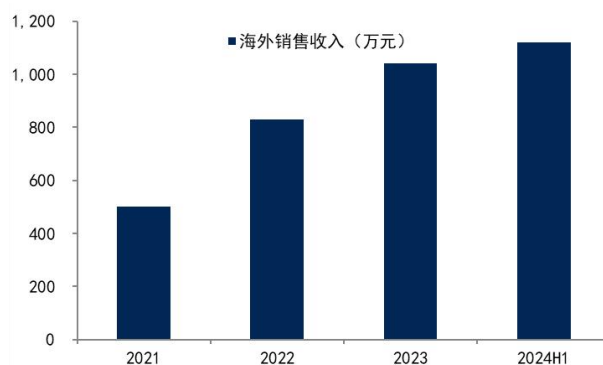
此外，从区域布局看，除深耕中国本土市场，布鲁可积极布局海外打开新的增长空间，已进入了包括美国、东南亚和欧洲在内的多个海外市场。公司海外销售收入从 2021 年的 500 万元增加至 2023 年的 1040 万元，2024 上半年更是完成了 1120 万元的销售。

图64: 布鲁可营业收入分渠道占比 (%)



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图65: 布鲁可海外销售收入 (万元)

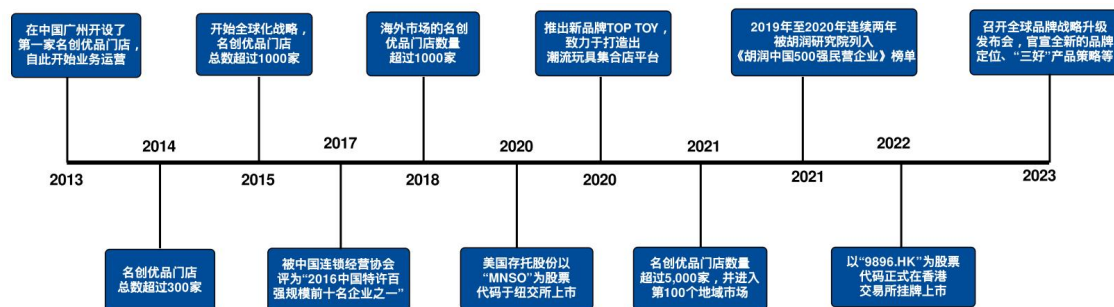


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

名创优品：零售供应链能力优异，IP 运营属性持续提升

公司是一家提供以 IP 设计为特色的潮流生活家居产品的全球零售商，旗下拥有【名创优品 MINISO】和【TOP TOY】两大门店品牌。前者主要销售生活家居、美妆工具、彩妆、零食等 11 个品类；后者主要销售潮流玩具品类。截至 2024 年 9 月 30 日，公司在全球市场拥有 7186 家名创优品门店，234 家 TOP TOY 门店。

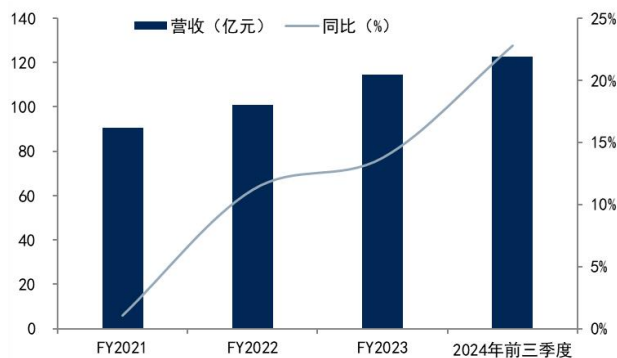
图66: 名创优品历史沿革



资料来源：名创优品招股书、国信证券经济研究所整理

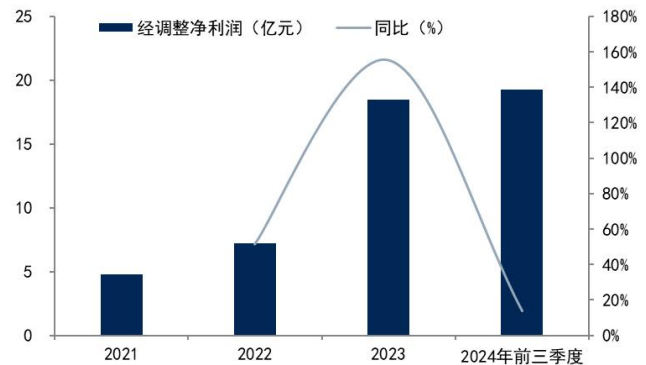
近几年的业绩情况看，公司截止 2023 年 6 月财年的过去三年，收入复合增速 12.46%，虽然前期受到疫情的影响，但随着整体消费市场回暖以及公司品牌升级和海内外扩张，整体收入增长稳健。最新 2024 年前三季度，收入同比增长 22.8% 至 122.81 亿元，受益平均门店数量增长 19%，以及低个位数的同店销售增长。利润方面，2024 年前三季度经调整净利润同比增长 13.7% 至 19.28 亿元，剔除净汇兑亏损及收益，经调整净利润将会同比增长 18.3%。

图67: 名创优品营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：名创优品财报、国信证券经济研究所整理 注：FY2021-2023 为截止当年 6 月底数据，2024 为自然年

图68: 名创优品经调整净利润及增速（亿元、%）



资料来源：名创优品财报、国信证券经济研究所整理 注：FY2021-2023 为截止当年 6 月底数据，2024 为自然年

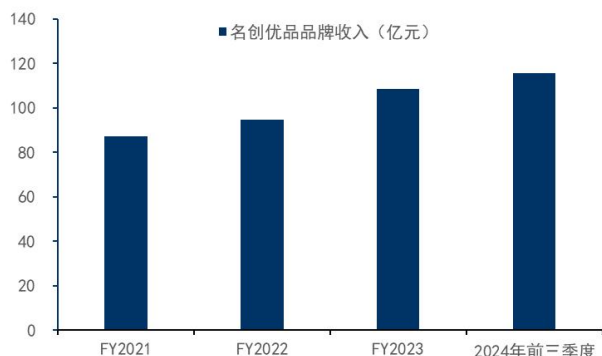
◆ 主品牌经营：名创优品主打高性价比创意家居生活产品，贡献主要收入来源

名创优品为公司核心品牌，2024 上半年为公司贡献了约 94% 的收入。名创优品主打高性价比创意家居产品，产品种类涵盖 11 大类生活日用品，大多为公司自有品牌。同时公司整体产品价格定位较低，根据公司公告，95% 以上的产品单价低于 50 元，公司凭借高质量多种类的产品优势和极具吸引力的价格优势不断深入满足消费者需求，据弗若斯特沙利文报告，2021 年名创优品 GMV 已位列全球自有品牌生活家居综合零售商榜首。

分地区来看，MINISO 中国市场（不含港澳台）2024 年前三季度实现收入 70.31 亿元，同比增长 12.3%。增长来源于强劲的开店推动，截至 2024 年 9 月 30 日，中国市场（不含港澳台）MINISO 门店数量达到 4250 家，年内净开 324 家。

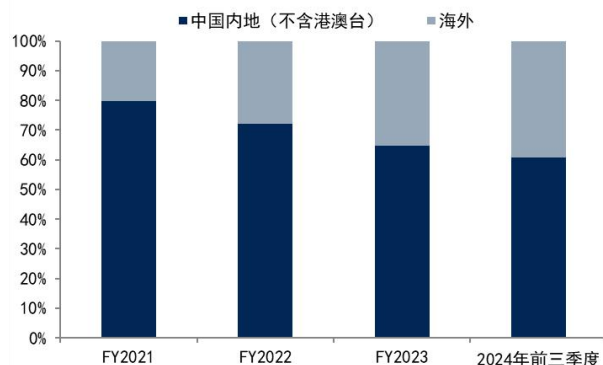
MINISO 品牌海外业务 2024 年前三季度实现收入 45.43 亿元，同比增长 41.5%，取得了更强的增长表现。截至 2024 年 9 月 30 日，海外 MINISO 门店达到 2936 家，其中以亚洲（除中国）1572 家最多，拉丁美洲 598 家排第二。未来随着海外门店的持续拓展，收入占比有望得到进一步提升。

图69: 名创优品品牌收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图70: 名创优品海外内收入占比情况 (%)

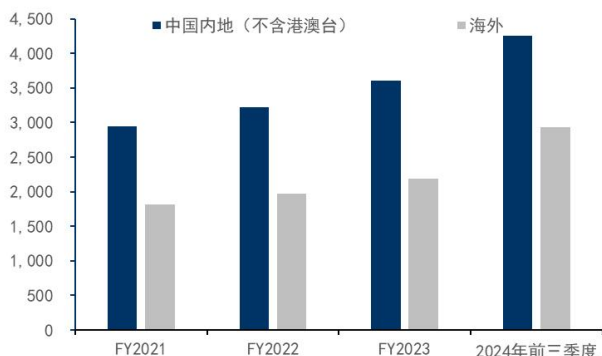


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ TOY TOP 品牌: 聚焦热门潮玩赛道, 不断发力与主品牌形成高度互补

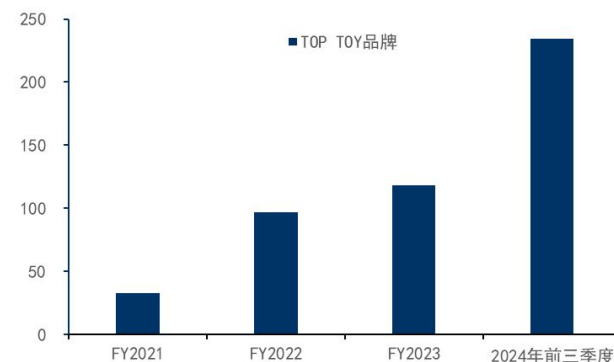
TOP TOY 于 2020 年 12 月正式推出, 与众多 IP 深度合作布局潮玩集合店赛道, 以高客单价、高复购率与名创优品品牌形成高度互补。据弗若斯特沙利文报告, 2021 年 TOP TOY 以 GMV 计位列中国潮玩市场中第七。TOP TOY 在 2024 年前三季度实现收入 7 亿元, 同比增长 42.5%。截至 2024 年 9 月 30 日, TOP TOY 门店共有 234 家, 年内净开 86 家, 门店均位于国内。

图71: 名创优品品牌门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图72: TOP TOY 门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 以 IP 设计为特色, 推动未来业绩增长

自 2023 年公司重磅推出全球品牌升级战略, 未来将以“IP 设计为特色的生活好物集合店”的定位面向全球消费者, 公司不断加大 IP 联名力度, 通过与全球知名 IP 合作扩大自身影响力, 同时在 2024 年 10 月品牌升级成果发布会上, 公司公布全新的品牌定位——全球 IP 联名集合门店, IP 属性于名创优品公司正经历着全方位、持续性的显著提升。

1) 作为全球领先的零售商, 引入 IP 玩具商品, 进一步增加门店销售额。其中 TOP TOY 门店更是直接与众多 IP 深度合作布局潮玩集合店赛道, 2024 年前三季度取得了 42.5% 的收入增速。

2) 与外部 IP 合作, 推出联名款商品或者活动。例如公司在 2024 年联动多个二次元 IP 打造专区, 2024Q3 环比增加 300 家二次元专区, 该品类销售业绩环比提升

50%，同时 10 月底重磅上新第五人格万圣节系列，其首发售罄率达 93%。

表 15：名创优品合作过的部分 IP 情况

时间	IP	具体情况
2019 年	3 月 漫威	覆盖名创全品类，约 2000 个 SKU，4 月《复联 4》上映，5 月名创优品首个漫威主题店在广州开业
	4 月 韩国第一国民 IP Kakao Friends	健康美容及创意家居品类，约 200sku
	6 月 芝麻街	健康美容、创意家居等
	7 月 故宫 IP	生活百货、文具、饰品 10 大品类
	12 月 米奇系列	生活百货、文具玩具、精品包饰等，sku 约 100+
2020 年	4 月 可口可乐	生活百货、精品包饰等
	7 月 王者荣耀	数码电器、文具玩具、生活百货、精品包饰、创意家居等，共 100+sku
	7 月 腾讯 QQ	盲盒系列，7 款形象，单价 29.9 元
	12 月 动画《天官赐福》	依据“太子殿下”谢怜和“三郎”两位动画主角的形象，约 25sku
	4 月 奇奇蒂蒂系列	以樱花系列为主题，包括水杯、遮阳伞、渔夫帽、化妆包等
2021 年	4-5 月 潮流艺术	潮流艺术口罩，并邀请潮流插画艺术家进行设计，共 89 款，1000+sku
	5 月 中国航天文创品牌“太空创想”	/
	5 月 球星、球队 IP 系列	/
	7 月 小黄人	创意家居、季节产品、美妆工具、生活百货等多个品类，sku 高达 100+
	8 月 非人哉、狐妖小红娘、魔道祖师、一人之下四大国漫 IP	/
2022 年	10 月 迪士尼草莓熊	创意家居、生活百货、季节性产品等多个品类
	3 月 大耳狗	生活百货、毛绒公仔、文具玩具等
	6 月 三眼仔、巴斯光年、草莓熊、苏利文 4 大皮克斯 IP	
	4 月 皮卡丘、胖丁、杰尼龟、可达鸭等	生活百货、毛绒公仔、宠物品类、文具玩具等
	6 月 皮克斯“开心烘焙”系列	覆盖生活百货、毛绒公仔、宠物品类、文具玩具等，sku 超 100 款
2023 年	7 月 芭比	生活百货、饰品包袋、彩妆、宠物等品类，sku 约 120+
	8 月 史努比 IP 联名系列	生活百货、包袋配饰、饰品等，sku 超 300 款
	10 月 新国潮 IP “中国非遗”系列	香薰、文创、宠物等多个品类，13 款 sku
	3 月 Chiikawa	涵盖毛绒公仔、生活用品、包饰等
	4 月 loopy	快闪首站在西安大悦城开幕，160 余款 LOOPY 联名独家新品
2024 年	6 月 BT21	韩国人气团体 BTS 卡通形象，主打海外市场
	9 月 小马宝莉	卡牌、公仔、盲盒等
	10 月 哈利波特	全球全渠道上线，涵盖了 600 多款 SKU
	10 月 二次元第五人格	零钱包、金属挂件、色纸、透卡、贴纸等多款周边
	12 月 “恋与深空”潮玩品牌 TwinkleFair	毛绒玩具、饰品等
	12 月 黑神话	12.31 官宣与黑神话 IP 合作，预计将于 2025 年发售产品

资料来源：名创优品公告、名创优品官网、国信证券经济研究所整理

风险提示

- 1、潮流趋势快速迭代，企业未及时捕捉，造成竞争力减弱；
- 2、头部 IP 授权市场竞争激烈，可能存在同质化竞争加剧；
- 3、消费力进一步弱化，可能影响玩具产品的消费购买力；
- 4、企业过度依赖单一 IP 的风险，长期竞争力不足；
- 5、IP 版权保护不足，带来盗版、侵权等问题，低价竞争的方式可能对正版玩具销量造成分流；
- 6、多数 IP 玩具企业借助影视、游戏或者线下乐园等方式增强 IP 认知度，多元化拓展带来短期业绩压力的风险；
- 7、行业恶性的价格竞争，对企业利润造成短期冲击。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032