

目录

前言	8
1 IP 加持下，潮玩市场热度激增，边界延伸，规模快速增长	9
1.1 发展历程：从小众到主流，潮玩完成了从艺术收藏到社交符号的价值重构	9
1.2 市场规模：随着潮玩热度的提升、概念的扩大，全球潮玩市场稳步增长，中国潮玩产业也迎来了快速发展期	12
1.3 细分品类的多元化生长、Z 世代“悦己消费”的诉求加强，驱动着我国的潮玩行业的快速发展	15
2 潮玩产业链已构建“创意-落地-消费”的清晰闭环；其中 IP 内容、营销破圈和渠道触达是产业链高效运作的核心三要素	18
2.1 潮玩产业链围绕 IP 价值构建了“创意-落地-消费”的清晰闭环	18
2.2 IP 内容：潮玩产业生态链中最重要的部分，形象是基础，内容是协同，垂直领域应用场景成为新的载体	19
2.3 营销破圈：打开品牌知名度，触达更多消费者，提升 IP 价值	26
2.4 渠道触达：高效多元的销售渠道网络也是潮玩品牌的胜负手	29
3 从产品、IP、渠道、财务表现四大维度看典型潮玩公司的竞争力	33
3.1 产品品类：多元化布局或专注优势产品线，均能在市场中占据重要席位	34
3.2 IP 矩阵：泡泡玛特的自有 IP 已成为其核心竞争力之一；其他公司自有 IP 占比不高	35
3.3 销售渠道：多元化渠道成为主流潮玩公司的“必选项”，线下重体验，线上成为发布与转化主阵地，经销/加盟助力快速扩圈	37
3.4 财务表现：泡泡玛特、卡游收入规模较大、增长较快；利润率较高	41
3.5 还有一些非潮玩为主业的上市公司也在积极布局潮玩行业	42
4 未来潮玩出海预计将进一步加速，头部中国潮玩品牌继续布局全球化版图	44
4.1 潮玩出海正在从产品出海向品牌出海转型，头部中国潮玩品牌布局全球化版图	44
4.2 潮玩出海都离不开差异化潮流洞察和本地化运营	45
5 自带内容的国潮文化 IP 未来潜力较大；“潮玩+文旅”的结合将从追求热度转向锻造厚度	48
5.1 国潮文化 IP 最大的优势是自带深厚的 IP 内容，或成为未来新风口	48
5.2 “潮玩+文旅”的结合已经成为一种趋势，将从追求热度转向锻造厚度	51
6 以日本为鉴，全年龄段辐射、生态链一体化、注重体验场景打造是未来行业的重要趋势	54
6.1 未来潮玩市场将逐渐辐射全年龄段	54
6.2 从品类来看，未来我国卡牌类产品的市场空间仍较大	54

6.3 潮玩行业生态链一体化程度或将提升，强化潮玩企业与上下游企业和平台的利益绑定与合作	55
6.4 注重体验场景打造是未来潮玩行业的重要趋势	56
7 投资建议	58
8 风险提示	59

图表目录

图表 1. 潮玩并非传统意义上的玩具，而是被赋予“精神型社交货币”属性的文化产品	10
图表 2. 潮流玩具的发展过程是一场从小众到主流的文化演变	11
图表 3. 1999 年中国香港艺术家 Michael Lau 以漫画中的潮流角色为原型推出了“Gardener”系列潮玩	11
图表 4. 2016 年，泡泡玛特与 Kenny 合作推出 MOLLY 第一代星座系列盲盒“Molly Zodiac”	11
图表 5. 泡泡玛特 LABUBU 与 LV 联名登上杂志封面	12
图表 6. 泡泡玛特 SKULLPANDA 与 CROCS、GUO PEI×SKULLPANDA 推出联名款	12
图表 7. 全球潮流玩具零售市场规模从 2019 年的 198 亿美元增长至 2024 年的 380 亿美元，年复合增速为 13.9%	12
图表 8. 中国潮流玩具零售的市场规模从 2019 年的 207 亿元增长至 2024 年的 587 亿元，年复合增速 23.2%	12
图表 9. 根据当年的汇率估算，中国潮流玩具市场占比（中国潮流玩具市场规模/全球潮流玩具市场规模）从 2019 年的 15.2% 快速提升至 2024 年的 21.7%	13
图表 10. 2024 年国内潮流玩具的市场规模虽然仍小于传统玩具，但增速明显快于传统玩具	13
图表 11. 全球潮流玩具市场中，亚洲市场份额占比 36.2%（中国占比 21.7%、中国除外的亚洲市场占比 14.5%），欧洲市场占比 28.0%，北美洲市场占比 32.0% 13	13
图表 12. 根据弗若斯特沙利文预测，中国 2024-2030 年潮玩行业市场规模增速明显快于其他地区	13
图表 13. 潮玩市场规模测算方法	14
图表 14. 潮玩消费者在潮流玩具上的月消费额从 2015 年的 27 元上升到 2020 年的 81 元，预计在 2025 和 2030 年将达到 194 元和 254 元	14
图表 15. 我们预计 2030 年潮玩付费消费者人数可达 5077 万人，20-39 岁人口中消费者渗透率（付费消费者人数/总人口）为 12.6%	14
图表 16. 根据我们的测算，2025 年我国潮玩市场规模预计为 796 亿元，2020-2025 年的年复合增速为 26%，2030 年我国潮玩市场规模预计 1547 亿元，2025-2030 年的年复合增速为 14%	15
图表 17. 中国潮玩市场中，按 2024 年的零售额计，手办占比 45.1%，毛绒占比 24.4%，3D 拼装模型占比 23.9%	15
图表 18. 我国潮流玩具的细分赛道众多，主要有手办、毛绒、3D 拼装模型及其他 16	16
图表 19. 2024、2025 年泡泡玛特的毛绒产品营收同比大幅增长 1289%、561% ... 16	16
图表 20. 2025 年泡泡玛特的毛绒产品营收占公司总营收的比重从 2023 年的 3% 快速增长至 50%，超过了手办产品	16
图表 21. 2025 年，Z 世代（95 后、00 后）中愿为情绪价值买单的人群占比达 56.3%，较 2024 年增长 16.2 个百分点	17
图表 22. Z 世代（1995-2009 年出生）的人口数量为 2.64 亿人，占总人口的比重为	

19%，但在潮玩市场中已经贡献了 40% 的市场份额.....	17
图表 23. 自 2021 年我国潮玩相关企业注册量呈明显上升态势，2024 年新增注册企 业达 8543 家.....	18
图表 24. 潮玩行业产业链.....	19
图表 25. 从 IP 孵化到最终销售需要 6-8 个月.....	19
图表 26. 以 GMV 计算，2024 年全球 IP 玩具市场规模达 5251 亿元，同比增长 21.7%.....	20
图表 27. 以 GMV 计算，2024 年我国 IP 玩具市场规模为 756 亿元，同比增长 29.2%.....	20
图表 28. 以 GMV 计算，2024 年我国 IP 玩具市占率为 14.4%.....	20
图表 29. 2024 年我国 IP 玩具市场规模为 756 亿元，占我国 IP 衍生品市场规模的 比重为 43.4%，IP 服装市场规模为 304 亿元，占比 17.5%，其他 IP 衍生品市场 规模 682 亿元，占比 39.2%.....	21
图表 30. 从产品视角出发，IP 来源大致可以分为三类：1) 独立创作的原创类 IP； 2) 角色或形象授权的授权类 IP；3) 由公共符号二次创作产生的公共符号类 IP.....	22
图表 31. 大众潮玩领域热门 IP 众多.....	22
图表 32. 泡泡玛特 IP 模式.....	23
图表 33. “先形象后内容”与“先内容后形象”两种模式对比.....	25
图表 34. 三丽鸥 2025 财年 IP 授权收入（版权使用费）为 797 亿日元，占公司收 入的比重高达 55%.....	26
图表 35. 迪士尼 2025 财年品牌授权收入为 38.79 亿美元，占公司收入的 4.1%.....	26
图表 36. 泡泡玛特首款家电产品 THE MONSTERS 生活家系列冰箱于 2026 年 4 月 30 日正式发售.....	26
图表 37. 2025 年以来，泡泡玛特 IP 至少与十余家时尚、美妆、生活方式以及奢侈 品品牌合作推出了联名产品.....	28
图表 38. 2026 年泡泡玛特推出 THE MONSTERS×FIFA 2026 美加墨世界杯联名系 列.....	29
图表 39. 新锐潮玩品牌 JOTOYS 旗下核心 IP“Q 宝”与怪兽充电、半亩花田、 QQ 音乐达成合作.....	29
图表 40. 潮玩行业线上销售渠道主要有品牌自有线上平台、货架电商平台、内容 电商平台以及垂直潮玩平台.....	30
图表 41. 从经销网络到直销渠道，线下渠道为潮玩行业提供了不可替代的沉浸式 体验.....	31
图表 42. 线下销售渠道对比.....	32
图表 43. 2024 年我国潮玩行业前五大潮玩零售商可以分为独立品牌店和品牌集合 店两种模式，市占率为 20.7%.....	32
图表 44. 各潮玩公司核心情况对比.....	33
图表 45. 泡泡玛特 2024 年全品类均实现快速增长，产品品类以手办（盲盒）和毛 绒为主，这两类产品占比超过七成.....	34
图表 46. TOP TOY 产品品类以手办、3D 拼装模型和搪胶毛绒为主，2024 年手办 收入占比达 69%.....	34

图表 47. 布鲁可 2024 年拼搭角色类玩具收入 22.0 亿元，同比增长 186%，收入占比高达 98%	35
图表 48. 卡游 2024 年集换式卡牌收入 82.0 亿元，同比增长 276%，收入占比 82%	35
图表 49. 对于潮玩企业而言，IP 可以分为三大类型：自有 IP、授权 IP、他牌 IP	36
图表 50. 在披露了数据的企业中，乐自天成自有 IP 数量相对可观	37
图表 51. 泡泡玛特自有 IP 收入占比已经达到 85%	37
图表 52. 各潮玩企业核心 IP	37
图表 53. 从自有门店数量来看，截至 2024 年末，泡泡玛特拥有 521 家零售店，远超其他公司	38
图表 54. 从线上、线下渠道区分来看，TOP TOY、布鲁可、卡游、乐自天成仍主要以线下渠道为主，泡泡玛特相对均衡	38
图表 55. 卡游 2024 年直销渠道收入占比仅 7.5%，经销渠道占比 80.2%，代销渠道占比 10.7%，加盟模式占比 1.5%	39
图表 56. 2024 年 TOP TOY 线下直销渠道收入占比 9.5%，独特的合伙人模式收入占比 27.4%，线下经销模式收入占比 55.3%	40
图表 57. 2024 年乐自天成直销渠道收入占比 30.9%，经销渠道收入占比 66.8%，代销渠道收入占比 2.1%	40
图表 58. 2024 年布鲁可经销渠道收入占比 92.1%，代销渠道收入占比 1.0%	41
图表 59. 泡泡玛特的营收规模最大，2024 年达 130 亿元，卡游也有 101 亿元，收入规模明显大于其他公司	41
图表 60. 业绩分化较大，泡泡玛特、卡游、TOP TOY 实现盈利，布鲁可、乐自天成、奥飞娱乐亏损	41
图表 61. 卡游的毛利率最高，达到 67.3%	42
图表 62. 2024 年，九木杂物社实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 13.4%	43
图表 63. 2025 年上半年九木杂物社营收占晨光股份总营收的比重提升至 7.0%	43
图表 64. 九木杂物社 2021、2022 年持续了一段时间的亏损，2023 年末才实现首次盈利，目前九木杂物社仍处于扩张阶段，2024 年再度出现了 1244 万元的亏损	43
图表 65. 泡泡玛特、52 TOYS 中国港澳台地区及海外市场的收入贡献度相对较高，占比分别为 39%、23%	44
图表 66. 泡泡玛特海外以及中国港澳台市场的单店收入显著高于中国内地	45
图表 67. CRYBABY 与其泰国艺术家 Molly Nisa Srikumdee	46
图表 68. 泡泡玛特签约美国本土的热门 IP 叛桃 Peach Riot，推出相关盲盒产品	46
图表 69. 在全球范围内最受 18 岁以上群体欢迎的前五类玩具为桌游（62%）、拼图（58%）、积木（41%）、毛绒（41%）和可动玩偶（38%）	47
图表 70. 分区域来看，亚洲 18 岁以上群体最爱拼图、桌游和玩偶，美洲是毛绒，欧洲更爱积木，中东和非洲则是模型车	47
图表 71. 国潮文化 IP 分类	48
图表 72. 文博类 IP 案例：故宫博物院合作 IP	50
图表 73. 传统文化 IP 案例：Casetify×非遗大漆、旺旺集团×唐三彩	50
图表 74. 国产动漫 IP 案例：瑞幸×浪浪山小妖怪、九木杂物社×浪浪山小妖怪、库迪咖啡×异人之下、泡泡玛特×哪吒	50

图表 75. 国产游戏 IP 案例：雀巢×原神、中国邮政×王者荣耀	50
图表 76. 新文学 IP 案例：海澜之家×三体	51
图表 77. 现象级在地 IP 案例：熊猫“花花”	51
图表 78. 旅游地 IP 分类	52
图表 79. 故宫博物院与潮玩品牌泡泡玛特的合作，2024 年双方推出“故宫瑞兽”系列盲盒	53
图表 80. 日本玩具行业市场规模从 2019 年的 0.72 万亿日元增至 2024 年的 1.10 万亿日元	54
图表 81. 日本市场的产品品类中，卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）是最主要的品类，2024 年在日本玩具市场中占比 27.5%	55
图表 82. 中国集换式卡牌行业的市场规模由 2019 年的 28 亿元增至 2024 年的 263 亿元，CAGR 56.6%	55
图表 83. 日本制作委员会通过版权共享模式确保了所有投资者都能从 IP 的任何后续开发中受益	56
图表 84. 日本最大的动漫周边连锁专营店 Animate 池袋总店	57
图表 85. 日本的秋叶原是动漫周边店铺的集中区域	57
图表 86. 秋叶原专注于二次元文化，各类商业业态相辅相成	57

前言

当前，市场对潮玩的最大分歧在于“它究竟是短周期的情绪消费，还是可沉淀的 IP 平台生意”。部分人认为潮玩高度依赖热门 IP 与潮流事件推动，缺乏持续性，易受消费情绪与周期波动影响；而另一部分则认为，随着 IP 内容生态的扩展以及多渠道布局，潮玩可以像动画、游戏一样形成长期品牌价值。而我们认为，两者并非二选一，潮玩企业短期的规模增长可能会受到 IP 热度与上新节奏的支配，但长期看，能否从“形象”进化为“形象+内容生态+多业态”决定估值与边界。

未来潮玩行业的真正核心竞争力不是单点能力，核心驱动力是“IP 内容+营销破圈+渠道触达（CMS）”的协同，三者缺一不可，构建“创意—落地—消费”的清晰闭环。在行业整体增速趋稳的背景下，潮玩行业逻辑正在形成新的共识：

1) **IP 内容 (Contents)**：此前，潮玩行业的一大困局在于高度依赖“新鲜感”，热门 IP 在推出几年之后，对流量的变现效率会逐渐下降，一旦头部 IP 热度回落、二线 IP 补位不及，后续的增长将难以为继。而现在，行业头部企业正在经历从“销售偶然性的爆款”，变成“能持续产出价值的 IP 生态”的重要变革时期。我们认为，在潮玩行业的 IP 生态里，前期基础是形象，这是 IP 与消费者建立情感链接的前提；后期为了延续 IP 生命力，需要“内容”的加持，与消费者产生更深的情感绑定，挖掘 IP 背后更深层的商业价值，提升衍生品的开发上限，在不同垂直领域的场景里持续变现。在过去经历了行业发展阶段里，已经有潮玩企业能够持续孵化新 IP，众多热门 IP 已经成为了现象级的短期流行符号；下一个阶段将更加聚焦于打造具有长期生命力的 IP，将 IP 从单纯的“形象”做深到“形象+内容+垂直领域应用场景”，三者合力决定 IP 的生命周期、变现天花板与经营韧性。

2) **营销破圈 (Marketing)**：营销是链接 IP 价值与用户消费的关键纽带。营销对于潮玩公司不是辅助工具，而是推动品牌成长、增强用户黏性、完成情绪价值转化与协同全域渠道的核心引擎。从侧重即时转化转变为追求品效协同，即兼具流量增长与长期品牌沉淀积累。就潮玩行业而言，营销破圈的主流方式有：跨界联名、跨媒介传播（通过歌曲、动画、影视作品等各种其他媒介进行广泛传播）、流量裂变（通过明星带货渗透或社媒创造话题）。

3) **渠道触达 (Sales)**：作为零售企业，渠道始终是核心要素之一。尤其是帮助潮玩 IP 从创意到消费的转化效率和商业价值。潮玩消费本质上是强社交属性与场景体验驱动的“冲动型消费”，高效及广泛的销售渠道不仅决定了产品能否精准、高频地触达目标用户，还影响品牌在心智层的渗透与复购率。未来潮玩企业在销售渠道上的核心竞争力是“渠道一体化（线下体验+线上转化）×高密度布局的可控终端（品牌直营店、机器人商店等直销渠道）×多模式扩张（经销、代销、加盟、联营等多种非直销方式因地制宜，提升覆盖与速度）”。这一组合同时实现广度触达、成本效率、定价权与用户资产沉淀。

而优秀的潮玩公司是去掉“偶然性”+增加“长期性”。我们认为，优秀的潮玩公司之所以能够在激烈的行业竞争中不断突围，核心在于主动克服“偶然性”，着力增强“长期性”。相比依赖单一爆款或短暂的市场风口，如今潮玩行业的领先企业正在从纯粹的“赌爆品”逻辑中走出来，更加强调系统化的 IP 养成能力、持续产品创新和细致的用户运营。如果说推出“现象级”爆品是第一阶段，那么持续经营的关键是摆脱单纯依赖偶然诞生的“现象级”产品来驱动增长，构建起完善的 IP 储备与内容生态，持续拓展核心 IP 边界，不断延展其生命周期，通过多元内容深化与用户的情感连接，从而克服模式本身的短视和波动。只有持之以恒地投入 IP 开发、品牌建设和渠道拓展，持续关注用户心智与文化价值输出，才能实现业务的可持续增长，使“长期性”成为公司经营的底层定力，逐步摆脱对偶发爆款的依赖，不断夯实企业的成长壁垒。未来，可持续的盈利能力和成长性，才是真正具备高估值和溢价的关键。

本篇报告我们将首先阐述潮玩行业的演变过程与当前的规模扩张情况；再分别研究行业的三大核心竞争力“CMS”以及典型公司各项竞争力的表现；最终展望行业的未来发展趋势。

1 IP 加持下，潮玩市场热度激增，边界延伸，规模快速增长

1.1 发展历程：从小众到主流，潮玩完成了从艺术收藏到社交符号的价值重构

当前的潮玩已经并非传统意义上的玩具，而是被赋予“精神型社交货币”属性的文化产品。潮流玩具（Pop Toy）简称潮玩，其核心价值在于通过绑定 IP 形成独特设计风格，以限量款、隐藏款等稀缺机制激发收藏欲，同时依托社交场景成为品味展示的载体。我国的潮流玩具产业起步于 20 世纪末的中国香港，此前对“潮玩”的定义也多局限于艺术家玩具或设计师玩具，是小众圈层的爱好。2016 年，泡泡玛特成功推出了首个自主品牌潮流玩具 Molly 星座盲盒系列，潮玩逐渐打破小众圈层，开始走向大众。近几年大众潮玩成为了热门风口，更多原创潮玩 IP 以及潮玩品牌不断涌现，并吸引了众多传统玩具企业向潮玩转型发展，潮玩的边界不断扩展延伸。

目前对于潮流玩具其实并没有官方统一的定义。1) 弗若斯特沙利文将潮流玩具定义为巧妙融合了潮流文化及内容的玩具。2) 广东省玩具协会将潮玩定义为主要面向 14 岁+青少年及成年人，具备潮流文化元素或时尚创意设计的玩具。3) 泡泡玛特将潮流玩具定义为通常根据文化与娱乐 IP 设计，可为消费者带来围绕原始内容与图稿的沉浸式体验，潮流玩具 IP 可由接触的艺术家打造，也可由电影、动漫、游戏或其他内容来源授权获得。

而 TOP TOY 对潮玩的释义更为具象化和细分化。其将潮玩定义为具有高收藏价值的玩具，同时具备以下特征：a) 通过独特设计与 IP 驱动的二创实现高附加值。在重新演绎既有 IP 角色的同时，进一步丰富其内涵和视觉表现，并使其从二维形象转化为三维实体。借由景点 IP 与当代美学的融合，提升整体收藏价值。b) 高度重视材料甄选、流行色彩搭配及艺术化设计创新，从而提升产品品质与收藏价值，使产品契合最新的时尚与文化审美，进而成为具有情感共鸣的文化载体。c) 从产品设计时间起，便融入趣味化机制，例如限量版或隐藏款，为消费者带来惊喜感与探索体验，丰富收藏过程，促进消费者之间的社交互动，同时创造趣味化稀缺性，让潮玩始终保持新鲜感与吸引力。d) 积极把握快速变化的流行趋势，SKU 按照规划的节奏进行持续更迭，形成从创意设计、预热宣传、新品发布、稳定销售到后续更迭的完整周期，全程伴随消费者参与及社群互动。同时，新品发布通常伴随有计划的营销活动，并与新系列发布、周年庆等重要 IP 里程碑事件保持联动。e) 主要通过专营的潮玩渠道进行销售，使产品能更紧密地连接特定消费群体，并更好地配合新品发布及营销活动。同时辅以非专营渠道和经销商，以实现更广泛的市场覆盖。

相较之下，传统玩具则更注重功能性，侧重寓教于乐，主要面向 14 岁及以下的少年儿童。传统玩具对 IP 的依赖度较低，通常直接使用现有图库，无需二创及设计；甚至无需任何 IP，可取材于动物、绘画等日常生活中常见主题元素；也较少融入趣味性元素或促进社交互动的设计机制；相较于潮玩，其设计与 SKU 的更新频率明显较低，且没有明确的产品生命周期。

基于对上述“潮玩”的概念的理解，我们在本报告将“潮玩”定义为主要面向 14+ 青少年及成年人，通过绑定 IP 形成独特设计风格，具备潮流文化元素或时尚创意设计的玩具。

从消费逻辑看，潮玩通过构建“情绪治愈——社交认同——循环交易”的闭环，精准对接当代年轻人对情感寄托、圈层归属与价值沉淀的多重需求：兼具缓解焦虑的情绪价值，作为社交话题的身份标识功能，再以二手交易实现“以玩养玩”的资金回流，驱动新一轮消费。

图表 1. 潮玩并非传统意义上的玩具，而是被赋予“精神型社交货币”属性的文化产品

区别	潮流玩具		传统玩具
	小众潮玩	大众潮玩	
目标受众	对特定文化、艺术或设计有深入了解的 18+成年消费者	主要为 14+青少年及成年人	主要为 14 岁以下少年儿童
发行数量	常常限量发行，增加收藏价值	通常不限量，产品系列化，迭代快速	大量销售，既有常青品类，也有系列化快速迭代的产品
价格	由于限量和独特性，通常较高	通常更加亲民，更多消费者买得起	区间比较广泛
购买渠道	大多需预售；部分需通过特殊渠道或拍卖	线下潮玩店、精品百货；线上电商平台、社交媒体等全渠道	传统玩具线上、线下全渠道
消费驱动	个性、收藏	悦己、解压、社交、潮流、怀旧	可玩性、益智性、教育性
主要品类	手办、模型、大娃、雕像、可动人偶等	盲盒公仔、手办、可动人偶、模型、积木、毛绒、卡牌等	益智玩具、体育玩具、电子电动玩具、户外玩具等
品牌授权	设计师或艺术家品牌	大部分有 IP 加持，包括设计师/艺术家原创 IP、成熟热门 IP 授权	大多是根据生活常见图像、实物设计；部分有 IP 授权
蕴含价值	大多具有二次销售价值，部分还有拍卖价值	部分可进行二次销售	附加值低，一般只能进行一次性销售
粉丝群体	粉丝了解背后文化、故事或设计理念，忠诚度较高，可形成特定社区文化	除了头部品牌粉丝忠诚度较高，一般品牌普通粉、路人粉更多	头部品牌具有广泛受众基础，大部分品牌缺少忠诚度

资料来源：广东省玩具协会，深企投产业研究，中银证券

潮流玩具的发展过程是一场从小众到主流的文化演变。从亚文化符号到主流消费，从艺术收藏到社交符号，潮流玩具的发展过程可以分为以下四个阶段：

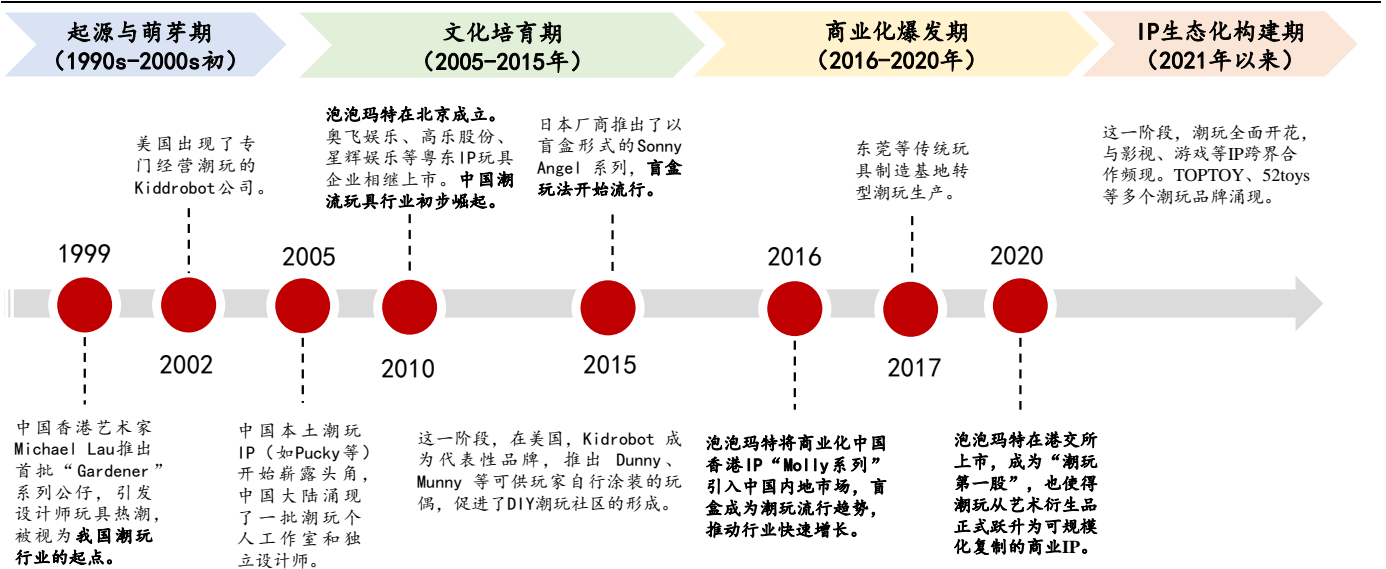
起源与萌芽期（1990-2004 年）：潮玩最早起源可追溯至 1990 年代的日本、中国香港和美国西海岸，最初以设计师玩具（Designer Toys）的形式出现，强调艺术性、独创性和限量性。这个阶段涌现出以 KAWS 为代表的一批顶尖艺术家，而潮玩多为设计师或艺术家手工制作，核心是表达独立审美和街头文化精神，与主流工业玩具完全区隔开来。我国的潮玩也从 20 世纪末在中国香港起步。1998 年，中国香港艺术家 Michael Lau 率先将多元潮流文化元素融入漫画创作，其作品《Gardener》走红后，1999 年，他以漫画中的潮流角色为原型，手工打造了一系列 12 寸公仔，并带着这些作品参加了中国香港首届 TOY SOUL 玩具展。他将街头时尚、滑板文化与玩偶形象融合，开创了潮玩领域的艺术风格。这些公仔并正式定义为“潮流玩具”，迅速风靡中国香港潮流圈，Michael Lau 也因此被誉为“潮流玩具教父”。这一阶段的潮玩仍属小众文化圈层，主要在艺术家群体、潮流先锋和收藏家中传播，具备强烈的文化标识性、反主流特征和较高的收藏价值。

文化培育期（2005-2015 年）：2005-2015 年，潮玩逐步从艺术家圈层进入更广阔的街头文化与二次元文化领域，初步形成了较为稳定的消费群体。这一时期，潮玩风格更加多元，涂鸦、DIY 涂装等元素被引入产品设计中，注重年轻人的自我表达。在美国，Kidrobot 成为代表性品牌，推出 Dunny、Munny 等可供玩家自行涂装的玩偶，促进了 DIY 潮玩社区的形成。在中国内地，2010 年泡泡玛特在北京成立，最初以代理日韩潮玩的方式逐步接触并培育本地消费者。在日本，厂商推出了以盲盒形式的 Sonny Angel 系列，盲盒玩法开始流行。此阶段潮玩逐渐从小众收藏品扩展为视觉艺术与生活方式的一部分，其影响力在街头文化、动漫文化、插画创作等领域同步扩展，并为未来商业化爆发奠定了用户基础与审美认知。

商业化爆发期（2016-2020 年）：2016 年后，中国逐步成为潮玩行业的全球核心市场，潮玩的商业化迎来快速增长。泡泡玛特在这一阶段正式确立以“盲盒+IP”为核心的商业模式，通过自有设计师团队孵化多款原创 IP，并利用高度随机性的盲盒机制激发消费者的购买欲望与收藏冲动。2016 年，泡泡玛特与 Kenny 合作推出 MOLLY 第一代星座系列盲盒，预售上线仅 4 秒便被抢购一空，这一事件成为中国潮玩市场快速崛起的标志性节点。除了 IP 形象不断丰富，泡泡玛特还在线下布局盲盒机、快闪店，并通过微博、小红书等社交平台制造话题和裂变传播，成功构建起潮玩消费的“社交驱动”链条。2020 年泡泡玛特在港交所上市，成为“潮玩第一股”，也使得潮玩从艺术衍生品正式跃升为可规模化复制的商业 IP。资本的进入带动了整个行业的规模扩张，也推动了国产潮玩品牌如 52TOYS、TOP TOY 等的兴起。

IP生态化构建期（2021年以来）：自2021年起，潮玩进入以IP生态构建的全新发展阶段，IP边界被跨界联名进一步放大，潮玩行业蓬勃发展。这一时期，潮玩不再是单一形态的艺术或商品，而是转变为可延展、可交易、可社交的符号资产。品牌开始推出高端系列如MEGA LABUBU等，将潮玩定价体系向“奢侈品级别”靠拢，使其不仅成为收藏品，也成为社交媒体上展现审美与身份的象征物。此外，潮玩IP与奢侈品品牌、游戏、影视等领域展开深度联动，如泡泡玛特LABUBU与LV联名登上杂志封面，LABUBU与《故宫》等文化项目联名，Skullpanda与高定设计师品牌GUO PEI合作推出联名（可动人偶身着GUO PEI设计的衣服）、Skullpanda与CROCS推出“奇幻星系”联名款等，推动潮玩从“产品”向“IP+社交+文化”融合体升级。随着艺术拍卖市场对潮玩艺术品的认可增加（如佳士得上拍KAWS、LABUBU艺术版），潮玩正在被重新定义为具有审美价值、社交价值与交易价值的综合性文化消费品。

图表 2. 潮流玩具的发展过程是一场从小众到主流的文化演变



资料来源：艾瑞咨询，品尚创投，深企投产业研究，中银证券

图表 3. 1999 年中国香港艺术家 Michael Lau 以漫画中的潮流角色为原型推出了“Gardener”系列潮玩



资料来源：品尚创投，中银证券

图表 4. 2016 年，泡泡玛特与 Kenny 合作推出 MOLLY 第一代星座系列盲盒“Molly Zodiac”



资料来源：界面新闻，中银证券

图表 5. 泡泡玛特 LABUBU 与 LV 联名登上杂志封面



资料来源：艺非凡，中银证券

图表 6. 泡泡玛特 SKULLPANDA 与 CROCS、GUO PEI × SKULLPANDA 推出联名款



资料来源：泡泡玛特公众号，中银证券

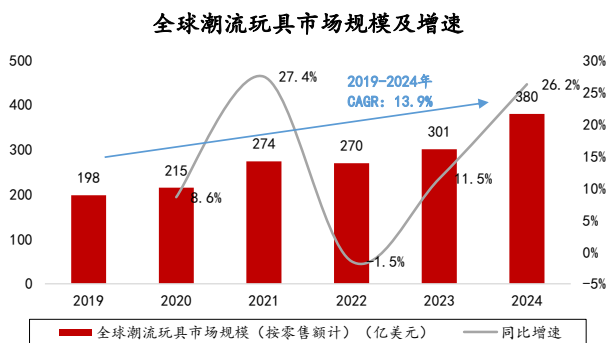
1.2 市场规模：随着潮玩热度的提升、概念的扩大，全球潮玩市场稳步增长，中国潮玩产业也迎来了快速发展期

随着潮玩热度的提升、概念的扩大，全球潮玩市场稳步增长，中国潮玩产业也迎来了快速发展期。

1) **全球潮玩市场规模**：根据弗若斯特沙利文，在可支配收入增加、潮流文化产业快速增长，特别是市场上成功孵化出更多优质 IP 的推动下，全球潮流玩具零售市场规模从 2019 年的 198 亿美元增长至 2024 年的 380 亿美元，年复合增速为 13.9%。全球潮玩行业持续向 IP 驱动型内容和沉浸式消费场景演进，逐渐从单一玩具产品蜕变为传递情感的文化载体。从区域划分来看，亚洲市场份额占比 36.2%（其中中国占比 21.7%、中国除外的亚洲市场占比 14.5%），欧洲市场占比 28.0%，北美洲市场占比 32.0%。

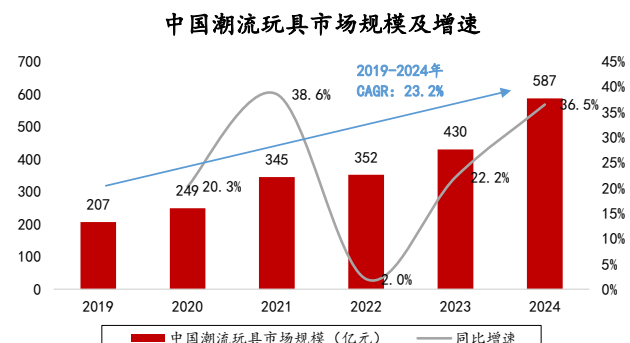
2) **中国潮玩市场规模**：中国潮玩行业呈现快速增长态势。根据弗若斯特沙利文，中国潮流玩具零售的市场规模从 2019 年的 207 亿元增长至 2024 年的 587 亿元，年复合增速 23.2%，远高于全球增速。根据当年的汇率估算，中国市场的占比（中国潮流玩具市场规模/全球潮流玩具市场规模）从 2019 年的 15.2% 快速提升至 2024 年的 21.7%。根据弗若斯特沙利文预测，中国 2024-2030 年潮玩行业市场规模增速明显快于其他地区，主要得益于涵盖原创、粉丝二创和商业二创的强大 IP 生态圈，加之消费者对情感价值的付费意愿日益增强以及先进的全渠道零售基础设施支撑。根据广东省玩具协会发布的《2025 年度全球玩具产业发展报告》最新数据显示，2024 年国内传统玩具市场规模为 774 亿元，同比增长 4.6%。潮流玩具的市场规模虽然仍小于传统玩具，但增速明显快于传统玩具（潮流玩具 2024 年市场规模同比增长 36.5%）。

图表 7. 全球潮流玩具零售市场规模从 2019 年的 198 亿美元增长至 2024 年的 380 亿美元，年复合增速为 13.9%



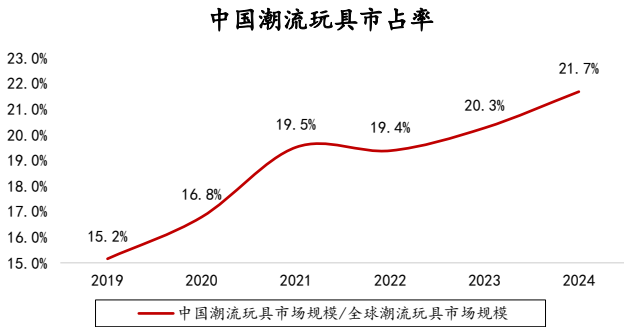
资料来源：弗若斯特沙利文，TOP TOY 招股说明书（申请版本），中银证券

图表 8. 中国潮流玩具零售的市场规模从 2019 年的 207 亿元增长至 2024 年的 587 亿元，年复合增速 23.2%



资料来源：弗若斯特沙利文，TOP TOY 招股说明书（申请版本），中银证券

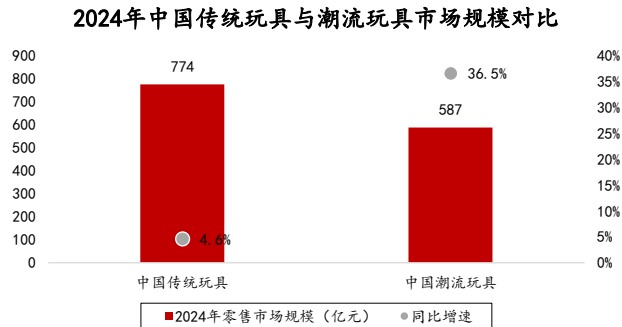
图表 9. 根据当年的汇率估算，中国潮流玩具市场占比（中国潮流玩具市场规模/全球潮流玩具市场规模）从 2019 年的 15.2% 快速提升至 2024 年的 21.7%



资料来源：弗若斯特沙利文，TOP TOY 招股说明书（申请版本），中银证券

备注：按照当年中国央行汇率中间价，美元 USD 兑人民币汇率计算得到。2019 年为 6.8985、2020 年为 6.8976、2021 年为 6.4515、2022 年为 6.7261、2023 年为 7.0467、2024 年为 7.1217。

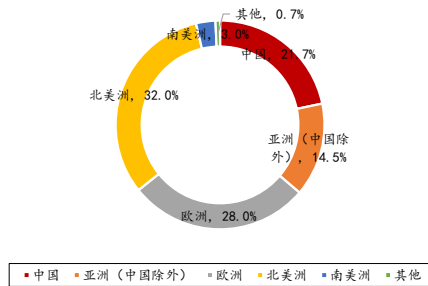
图表 10. 2024 年国内潮流玩具的市场规模虽然仍小于传统玩具，但增速明显快于传统玩具



资料来源：弗若斯特沙利文，TOP TOY 招股说明书（申请版本），广东省玩具协会，中银证券

图表 11. 全球潮流玩具市场中，亚洲市场份额占比 36.2%（中国占比 21.7%、中国除外的亚洲市场占比 14.5%），欧洲市场占比 28.0%，北美洲市场占比 32.0%

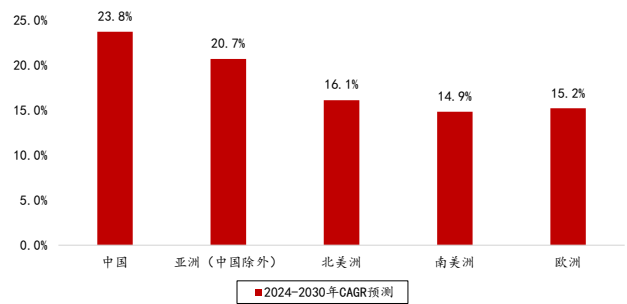
2024年全球潮流玩具市场规模占比（按零售额计）



资料来源：弗若斯特沙利文，TOP TOY 招股说明书（申请版本），中银证券

图表 12. 根据弗若斯特沙利文预测，中国 2024-2030 年潮玩行业市场规模增速明显快于其他地区

2024-2030年潮玩行业市场规模年复合增速（预测）



资料来源：弗若斯特沙利文，TOP TOY 招股说明书（申请版本），中银证券

根据我们的测算，2030 年我国潮玩市场规模可达 1547 亿元。我们通过潮玩付费消费者数量*人均消费额来预测。

1) 人均消费额：根据 Statista 数据，潮玩消费者在潮流玩具上的月消费额从 2015 年的 27 元上升到 2020 年的 81 元，预计在 2025 和 2030 年将达到 194 元（2328 元/年）和 254 元（3048 元/年）。也就是说，2015-2020 年消费额的年复合增速为 25%，2020-2025 年的年复合增速为 19%，2025-2030 年的年复合增速为 6%，因此我们得到 2026-2029 年每年的月消费额。

2) 潮玩付费消费者数量：我们可以通过 2020-2024 年的实际潮玩市场规模和人均消费额，推算得到每年的付费消费者人数。2024 年我国潮玩付费消费者约 3003 万人，同比增长 15%。

根据深圳潮玩展公众号，我国潮玩消费群体中 21-40 岁消费者占比约 81%（2025 年 7 月数据）。由于 21-40 岁为有消费能力的潮玩目标客户群体，相对固定，因此我们假设该比例保持不变。

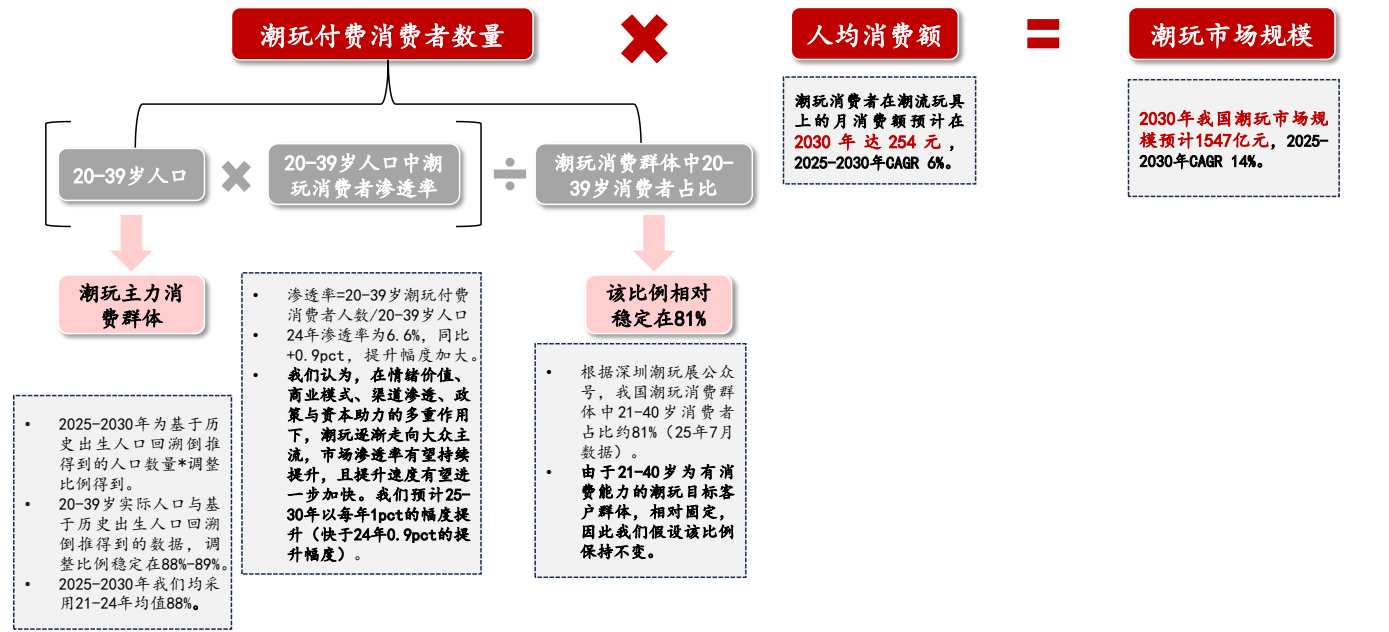
以此推算，2024 年我国 20-39 岁的人口（3.7 亿人）中潮玩付费消费者的渗透率为 6.6%，同比提升 0.9 个百分点，提升幅度是在扩大的，渗透率正在加速提升。我们认为，在情绪价值、商业模式、渠道渗透、政策与资本助力的多重作用下，潮玩逐渐走向大众主流，市场渗透率有望持续提升，且提升速度有望进一步加快。我们假设 2025-2030 年以每年 1.0 个百分点的幅度提升。

我们基于历史出生人口回溯倒推得到的人口数量，给予一定的调整比例（2022-2024 年稳定在 88%-89%，我们取均值 88%），我们预计到 2030 年 20-39 岁的人口数量将下降至 3.2 亿人。

我们通过 (20-39 岁人口数量*20-39 岁人口中潮玩消费者渗透率) /潮玩消费群体中 20-39 岁消费者占比得到潮玩付费消费者数量, 根据我们的预测, 2030 年付费潮玩消费者人数将达到 5077 万人, 较 2024 年增长 69.1%。

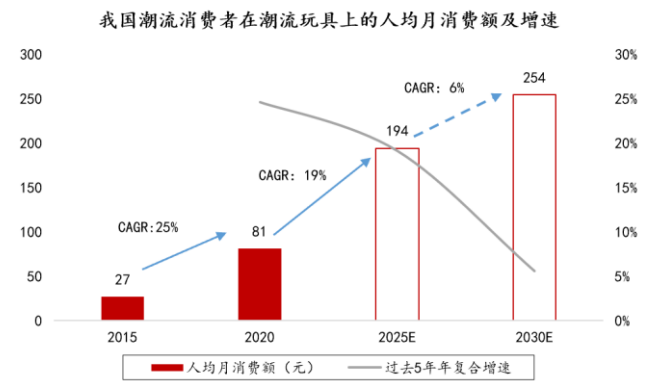
3) 最后, 我们通过人均消费额*付费消费者人数计算得到, 2030 年我国潮玩市场规模预计 1547 亿元, 2025-2030 年的年复合增速为 14%。

图表 13. 潮玩市场规模测算方法



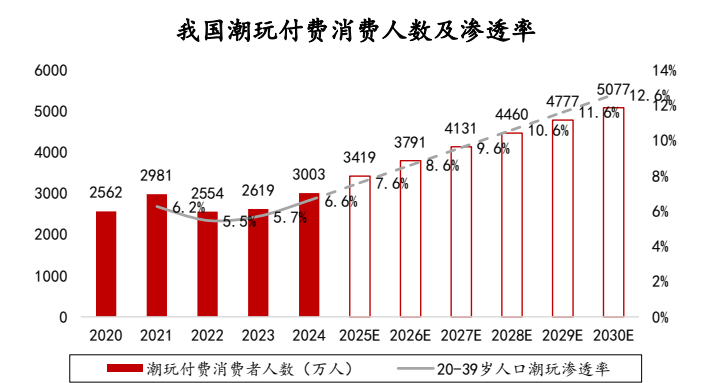
资料来源: 中银证券

图表 14. 潮玩消费者在潮流玩具上的月消费额从 2015 年的 27 元上升到 2020 年的 81 元, 预计在 2025 和 2030 年将达到 194 元和 254 元



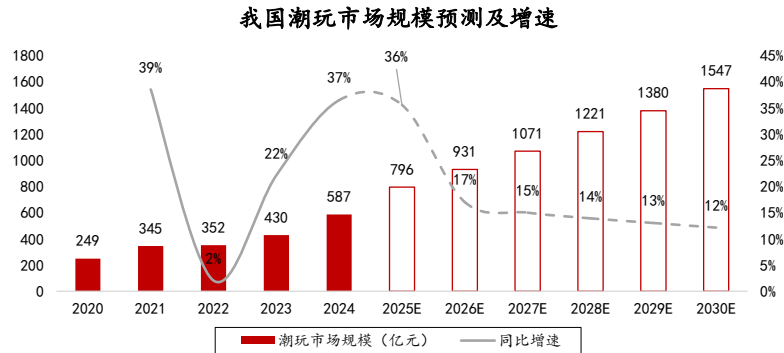
资料来源: Statista, 中银证券

图表 15. 我们预计 2030 年潮玩付费消费者人数可达 5077 万人, 20-39 岁人口中消费者渗透率 (付费消费者人数/总人口) 为 12.6%



资料来源: Statista, 国家统计局, 弗洛斯特沙利文, 中银证券

图表 16. 根据我们的测算，2025 年我国潮玩市场规模预计为 796 亿元，2020-2025 年的年复合增速为 26%，2030 年我国潮玩市场规模预计 1547 亿元，2025-2030 年的年复合增速为 14%



资料来源: Statista, 国家统计局, 弗洛斯特沙利文, 中银证券

1.3 细分品类的多元化生长、Z 世代“悦己消费”的诉求加强，驱动着我国的潮玩行业的快速发展

1.3.1 细分品类多元化生长；手办市场规模最大，毛绒产品增长较快

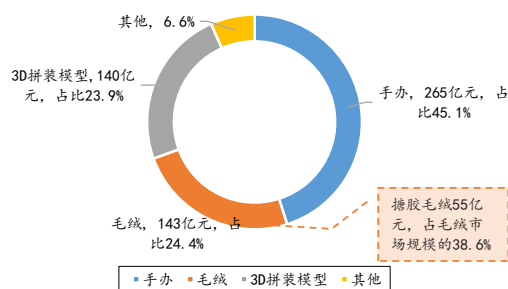
从产品类型来看，潮流玩具的细分赛道众多。主要有以下三大类：

- 1) 手办：**指的是根据动漫、游戏、影视等角色形象制作的高精度人物模型，手办常用材质包括 PVC、ABS、树脂等，角色高度还原，色彩丰富，强调人物神态与配件，尺寸和价值跨度较大，主流类型有静态手办（固定姿态）、可动手办（关节可调节）等。根据弗若斯特沙利文，2024 年我国手办市场规模 265 亿元，占潮玩行业市场规模的比重为 45%
- 2) 毛绒：**以毛绒、布艺等柔软纤维为主料，通常采用立体剪裁缝制、内部填充定型。部分品类（如“搪胶毛绒”）结合搪胶（PVC/树脂）结构实现 IP 表情、精致造型与细节表现。融合潮流文化、艺术设计、IP、情感表达等多重元素，通常具备软萌外观、柔软触感、情绪互动体验和多场景陪伴功能。根据华经产业研究院，2024 年我国毛绒玩具行业市场规模已经达到 143 亿元，占潮玩行业市场规模的比重为 24%。根据弗若斯特沙利文，搪胶毛绒市场规模 55 亿元，占毛绒行业市场规模的比重为 39%。
- 3) 3D 拼装模型：**是指以模块化组件为核心，包括拼装积木、塑料模型、金属模型、小零件等，需要消费者自行组装、能够还原场景、角色或结构的立体玩具产品（如积木建筑、动漫人物、机械载具等）。该产品通常融合了热门 IP 元素、创新设计与高度可玩性的手工体验，强调“自主组装、动手创作、沉浸体验与展示收藏”的复合属性。根据弗若斯特沙利文，2024 年 3D 拼装模型市场规模为 140 亿元，占潮玩行业市场规模的比重为 24%。

而其中有较多产品现在主流的呈现方式是“盲盒玩法”。

图表 17. 中国潮玩市场中，按 2024 年的零售额计，手办占比 45.1%，毛绒占比 24.4%，3D 拼装模型占比 23.9%

2024年中国潮玩行业按产品类型划分（按零售额计）



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华经产业研究院, TOP TOY 招股说明书 (申请版本), 中银证券

图表 18. 我国潮流玩具的细分赛道众多，主要有手办、毛绒、3D 拼装模型及其他

潮玩细分品类及部分代表品牌			
品类	定义&特征	主流类型	企业/品牌
手办	根据动漫、游戏、影视等角色形象制作的高精度人物模型，手办常用材质包括 PVC、ABS、树脂等，角色高度还原，色彩丰富，强调人物神态与配件。	静态手办（固定姿态）、可动手办（关节可调节）等	泡泡玛特、52TOYS、若来、TOP TOY、玩点无限、ToyCity、十二栋文化、寻找独角兽、黑玩 Heyone、玩乐注意 Funism、CQTOYS、萌趣、漫先生、万代、寿屋、Alter、Good Smile Company、野兽王国等
毛绒	以毛绒、布艺等柔软纤维为主料，通常采用立体剪裁缝制、内部填充定型。部分品类（如“搪胶毛绒”）结合搪胶（PVC/树脂）结构实现 IP 表情、精致造型与细节表现。融合潮流文化、艺术设计、IP、情感表达等多重元素，通常具备软萌外观、柔软触感、情绪互动体验和多场景陪伴功能。	包括设计师毛绒、IP 授权毛绒、毛绒挂件、搪胶毛绒、棉花娃娃等	泡泡玛特、迪士尼、Jellycat 等
3D 拼装模型	以模块化组件为核心，包括拼装积木、塑料模型、金属模型、小零件等，需要消费者自行组装、能够还原场景、角色或结构的立体玩具产品（如积木建筑、动漫人物、机械载具等）。该类产品通常融合了热门 IP 元素、创新设计与高度可玩性的手工体验，强调“自主组装、动手创作、沉浸体验与展示收藏”的复合属性	包括拼装模型、变形模型、动态模型、积木等	高达、摩动核、拼酷、布鲁可、创世魔王、变形金刚、藏玩阁、乐高 Lego、奇妙积木 Keepley、布鲁可、拼奇、TOPTOY、未及、森宝等

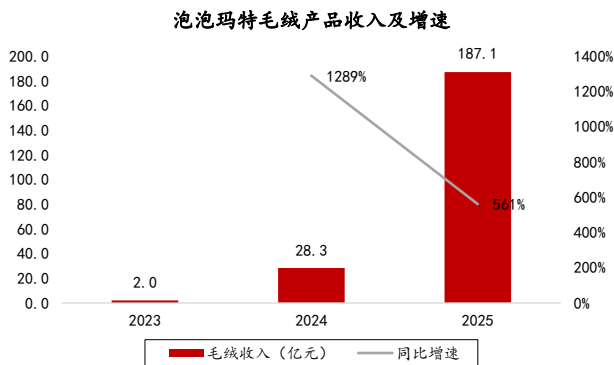
资料来源：广东省玩具协会，中外玩具全媒体中心《2024 年全球潮玩产业发展报告》，中银证券

近两年毛绒产品增长较快。我们以泡泡玛特为例，2025 年公司毛绒产品营收 187.1 亿元，同比大幅增长 561%，占公司总营收的比重从 2023 年的 3% 快速增长至 50%，超过了手办产品。

我们认为，毛绒产品之所以受欢迎，有两大方面的原因：

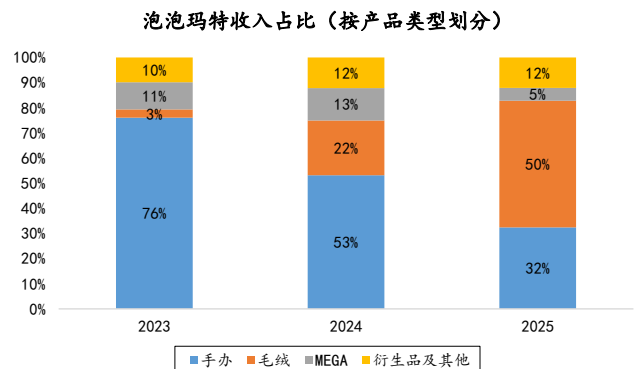
- 1) 目前较受欢迎的搪胶毛绒，凭借搪胶工艺的运用使玩具面部表情更加生动传神，配合毛绒材质特有的柔软触感，绒毛质地能让人感到亲近与放松，是兼具视觉美感与触觉体验的产品；
- 2) 毛绒产品作为包挂最重要的一种形式，正成为一种“社交符号”。

图表 19. 2024、2025 年泡泡玛特的毛绒产品营收同比大幅增长 1289%、561%



资料来源：泡泡玛特年报，中银证券

图表 20. 2025 年泡泡玛特的毛绒产品营收占公司总营收的比重从 2023 年的 3% 快速增长至 50%，超过了手办产品

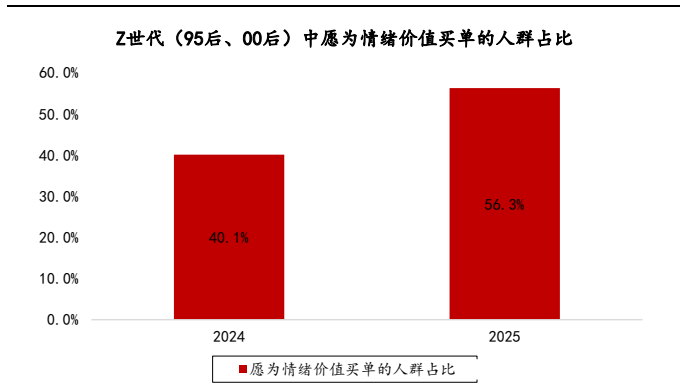


资料来源：泡泡玛特年报，中银证券

1.3.2 消费群体的结构变化，Z 世代贡献了超 4 成的市场份额

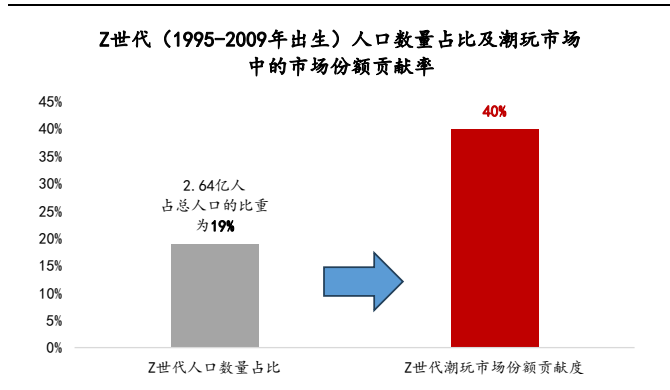
消费群体的结构化升级，Z 世代贡献了超 4 成的市场份额，其“为取悦自我”的消费动机推动潮玩赛道快速增长。潮玩是“Z 时代”内心世界外化的一种表达方式，同时带动“Z 时代”以外的情绪共情，叠加各种流量营销，迅速捕捉住大量客群。根据魔镜洞察数据，在潮玩市场的所有消费者中，有 72% 的消费者以“悦己”为动机。而根据上海市青少年研究中心联合 Soul App 发布的《2025 Z 世代情绪消费报告》显示，2025 年，Z 世代（95 后、00 后）中愿为情绪价值买单的人群占比达 56.3%，较 2024 年增长 16.2 个百分点。Z 世代（1995-2009 年出生）的人口数量为 2.64 亿人，占总人口的比重为 19%，但在潮玩市场中已经贡献了 40% 的市场份额（魔镜洞察数据）。

图表 21. 2025 年，Z 世代（95 后、00 后）中愿为情绪价值买单的人群占比达 56.3%，较 2024 年增长 16.2 个百分点



资料来源：上海市青少年研究中心，Soul App，中银证券

图表 22. Z 世代（1995-2009 年出生）的人口数量为 2.64 亿人，占总人口的比重为 19%，但在潮玩市场中已经贡献了 40% 的市场份额



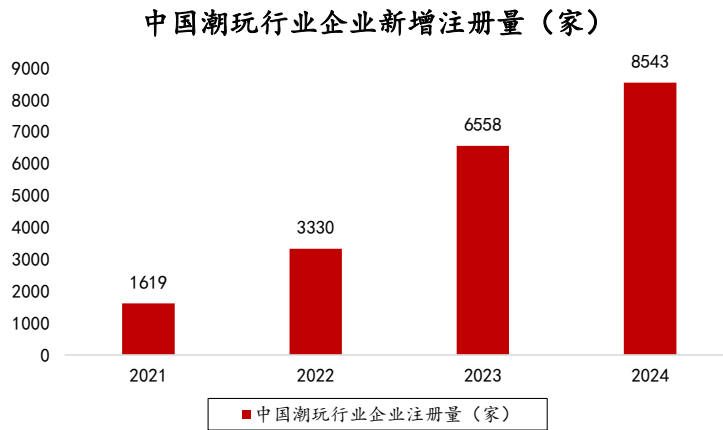
资料来源：国家统计局，魔镜洞察，中银证券

2 潮玩产业链已构建“创意-落地-消费”的清晰闭环；其中 IP 内容、营销破圈和渠道触达是产业链高效运作的核心三要素

2.1 潮玩产业链围绕 IP 价值构建了“创意-落地-消费”的清晰闭环

潮玩行业持续升温，企业注册量快速增长。据企查查数据显示，截至 2025 年 5 月底，国内现存潮玩相关企业已突破 2.62 万家。从历年企业注册情况来看，自 2021 年我国潮玩相关企业注册量呈明显上升态势，2024 年新增注册企业达 8543 家，同比增幅达 30.3%，行业扩张态势显著。

图表 23. 自 2021 年我国潮玩相关企业注册量呈明显上升态势，2024 年新增注册企业达 8543 家



资料来源：企查查，中商产业研究院，中银证券

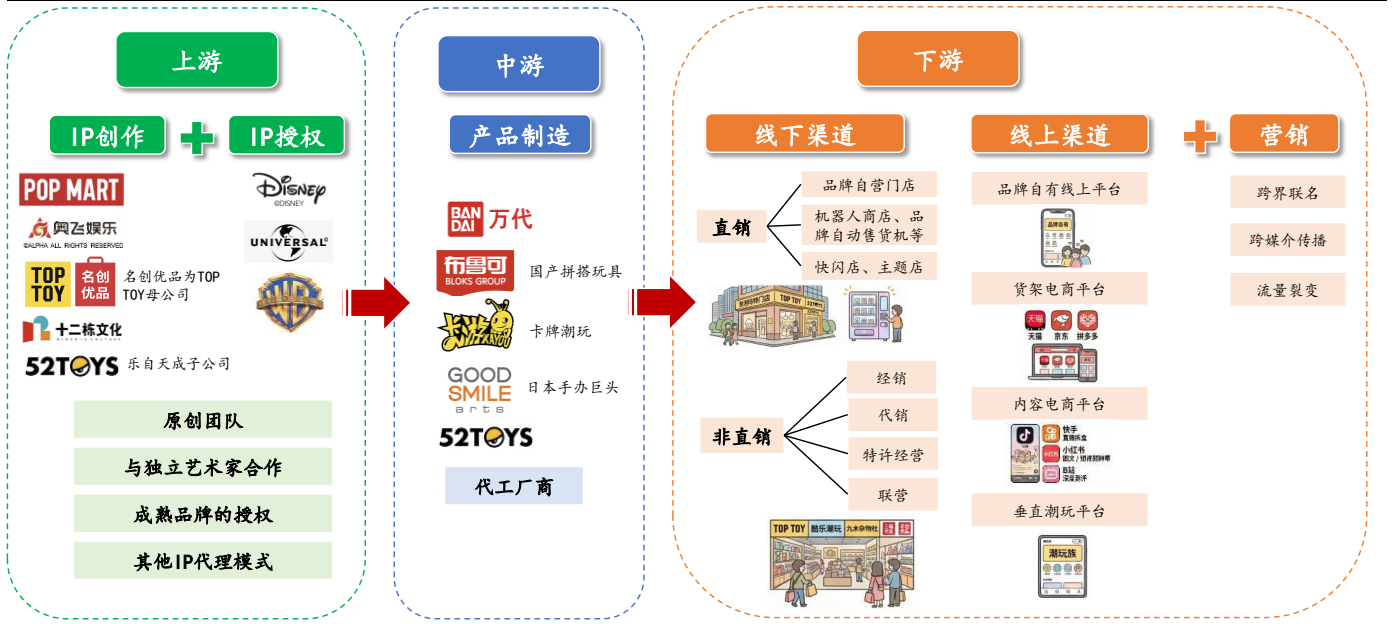
潮玩产业链围绕 IP 价值构建了“创意-落地-消费”的清晰闭环。以 IP 为核心的潮玩公司主要专注于孵化及开发热门 IP，同时依靠合作伙伴完成产业链的其他环节。

1) 产业链上游聚焦于 IP 创作和 IP 授权。上游的核心竞争力在于 IP 的内容力、独特性及粉丝粘性。核心故事的情感共鸣和艺术风格的独特性决定了核心粉丝群体的规模和客户转化率。IP 的主要来源包括内部设计团队、与独立艺术家合作、成熟 IP 品牌的授权以及其他 IP 代理模式。IP 授权通过授予合法使用权，将创意资产转化为商业价值，成为内容变现和品牌扩张的关键纽带。因此，IP 创作和 IP 授权直接影响着产业链中下游的市场潜力。IP 创作公司有泡泡玛特、奥飞娱乐、TOP TOY、52TOYS、十二栋文化（长草颜团子 IP）等，通过自主设计或签约艺术家，IP 授权方主要是迪士尼、环球、华纳兄弟等国际 IP 持有者以及腾讯企鹅影视、网易等国内内容 IP 方，为潮玩企业提供授权 IP 资源。

2) 中游环节聚焦于产品制造。潮玩生产企业万代、Goodsmile（日本手办巨头）、布鲁可（拼搭玩具龙头）、52TOYS 等，负责将 IP 设计转化为实际产品；另有部分潮玩品牌会委托专业玩具代工厂进行生产，例如泡泡玛特目前没有自己的工厂，产品都是通过代工完成。例如星辉娱乐是泡泡玛特搪胶毛绒类产品的主要代工厂，永利股份为泡泡玛特的盲盒提供模具开发与注塑加工服务，是模具及注塑环节核心供应商等。

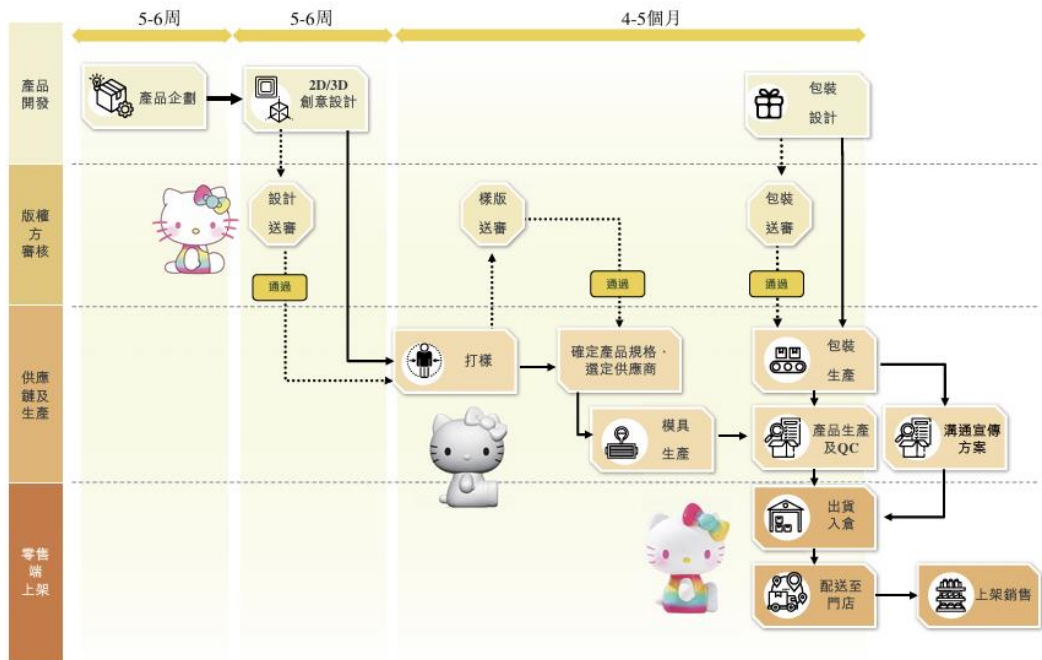
3) 潮玩行业的下游环节包括产品销售渠道与营销。渠道覆盖范围和营销策略对产品销量和市场渗透率有显著影响。销售渠道可以大致分为线上渠道+线下渠道，其中线上渠道包括品牌自有线上平台、货架电商平台、内容电商平台以及垂直潮玩平台；线下渠道可以分为直销与非直销（经销、代销、加盟、联营等模式）。营销方式包括但不限于联名产品、跨媒介传播、流量裂变等等。（详见 2.3、2.4）

图表 24. 潮玩行业产业链



资料来源: TOP TOY 招股说明书, 中银证券

图表 25. 从 IP 孵化到最终销售需要 6-8 个月



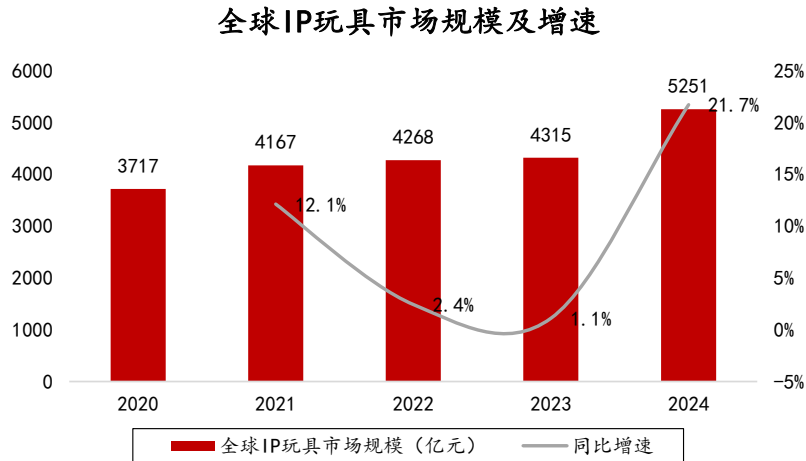
资料来源: TOP TOY 招股说明书, 中银证券

2.2 IP 内容: 潮玩产业生态链中最重要的部分, 形象是基础, 内容是协同, 垂直领域应用场景成为新的载体

2.2.1 IP 玩具市场规模不断壮大, 来源丰富多样

IP 玩具市场规模不断壮大, 全球 IP 玩具市场近几年复合增速 9%, 对整个 IP 衍生品的市场占有率将近 4 成。根据乐自天成招股说明书, 以 GMV 计算, 2024 年全球 IP 玩具市场规模达 5251 亿元, 同比增长 21.7%, 2020-2024 年的年复合增速为 9.0%, IP 玩具市场规模占全球 IP 衍生品市场规模的 37.4%。

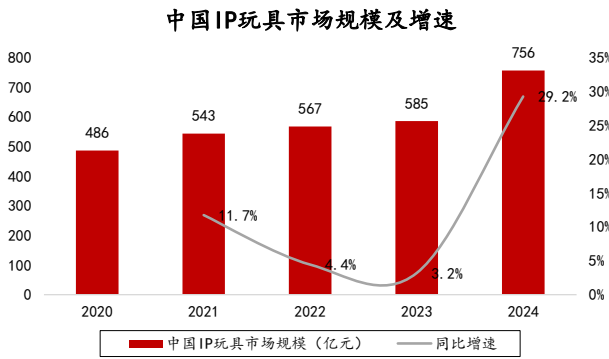
图表 26. 以 GMV 计算，2024 年全球 IP 玩具市场规模达 5251 亿元，同比增长 21.7%



资料来源：乐自天成招股说明书，The Japanese Toy Association，灼识咨询，中银证券

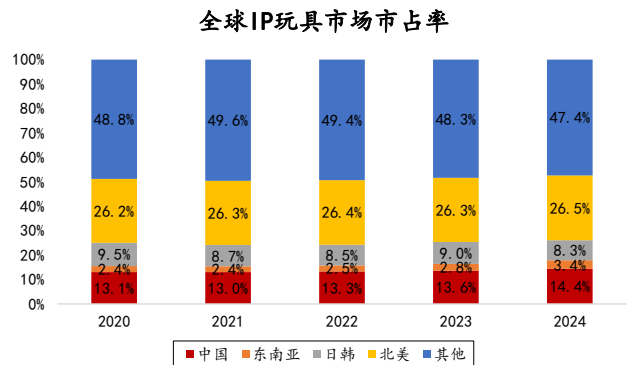
我国的 IP 玩具市场兼具规模、增速与潜力，规模复合增速与对国内 IP 衍生品市场的占有率均高于全球市场。2024 年我国 IP 玩具市场规模为 756 亿元，同比增长 29.2%，2020-2024 年的年复合增速为 11.7%，是仅次于东南亚的增长较快的市场，全球市场占有率为 14.4%，同比提升 0.8 个百分点。2024 年我国 IP 玩具市场规模占我国 IP 衍生品市场规模的比重为 43.4%，高于全球市场的占比。其他 IP 衍生品还有 IP 服装、IP 餐饮等，其中 2024 年 IP 服装市场规模为 304 亿元，占比 17.5%，其他 IP 衍生品市场规模 682 亿元，占比 39.2%。这里需要注意的是，潮玩市场规模与 IP 玩具市场规模的差别：我们定义的潮玩均有 IP 加持，但并非所有的 IP 玩具都是潮玩，还有部分是针对更低龄的儿童玩具或传统玩具。

图表 27. 以 GMV 计算，2024 年我国 IP 玩具市场规模为 756 亿元，同比增长 29.2%



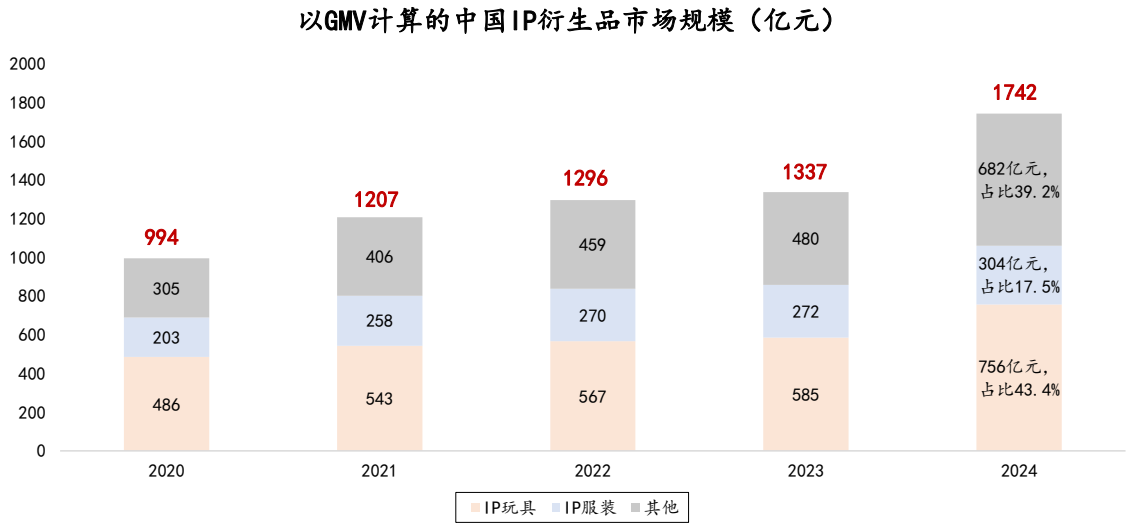
资料来源：乐自天成招股说明书，The Japanese Toy Association，灼识咨询，中银证券

图表 28. 以 GMV 计算，2024 年我国 IP 玩具市占率为 14.4%



资料来源：乐自天成招股说明书，The Japanese Toy Association，灼识咨询，中银证券

图表 29. 2024 年我国 IP 玩具市场规模为 756 亿元，占我国 IP 衍生品市场规模的比重为 43.4%，IP 服装市场规模为 304 亿元，占比 17.5%，其他 IP 衍生品市场规模 682 亿元，占比 39.2%



资料来源：乐自天成招股说明书，灼识咨询，中银证券

从产品视角出发，IP 来源大致可以分为三类：

- 1) 独立创作的原创类 IP；
- 2) 角色或形象授权的授权类 IP；
- 3) 由公共符号二次创作产生的公共符号类 IP。根据具体来源的主体，又可以细分为艺术家/设计师 IP、品牌自研 IP、表情包 IP、影视 IP、动漫 IP、游戏 IP、品牌授权 IP、文化符号 IP 和自然生物 IP 等细分类别。

1) 独立创作的原创类 IP：由独立设计师/艺术家创作或企业内部设计师创作，无外部授权或联名，强调原创性与所有权。由创作者赋予其身份与背景，并传递相关理念，找到与消费者产生共鸣的独特方式。例如泡泡玛特的 MOLLY、SKULLPANDA。我们认为，潮玩的高价值、稀缺性，很大程度上是由 IP 的独家性决定，因此很多潮玩品牌会选择自研 IP 或与艺术家签约独家 IP。典型企业泡泡玛特 2024 年拥有 13 个营收破亿的 IP，THE MONSTERS (LABUBU)、MOLLY、SKULLPANDA 和 CRYBABY 四大 IP 营收过 10 亿元，不同风格的 IP 在公司的运营体系下走出了差异化发展路径，IP 价值不断延展。

2) 角色或形象授权的授权类 IP：基于已有的影视/动漫/游戏/品牌等作品的角色/形象授权开发，需绑定原生内容或品牌权益。例如迪士尼、环球等国际巨头经典 IP；国内的动漫游戏企业如腾讯、网易、咏声、方特等出品的 IP 等。这类 IP 通常已经积累了一定的粉丝基础，极大地降低品牌开发产品、运营 IP 的风险。

3) 由公共符号二次创作产生的公共符号类 IP：基于无明确版权归属的公共领域符号进行二次创作，由企业注册商标或独家运营。例如熊猫花花 IP、各类博物馆 IP 等。多数文旅衍生出的 IP 潮玩大多属于这一类，将文创与潮玩深度结合（我们将在第四章对于文创潮玩经济趋势进行详细展开）。

图表 30. 从产品视角出发，IP 来源大致可以分为三类：1) 独立创作的原创类 IP；2) 角色或形象授权的授权类 IP；3) 由公共符号二次创作产生的公共符号类 IP



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 31. 大众潮玩领域热门 IP 众多

中国潮玩市场部分热门 IP			
企业	自研/合作/运营 IP	企业	自研/合作/运营 IP
泡泡玛特	SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、LABUBU、Bunny、YOKI、HIRONO、PINO JELLY、Zsiga 等	迪士尼	米老鼠、玲娜贝儿、漫威宇宙系列 IP、皮克斯系列 IP、冰雪奇缘、星球大战等
TOP TOY	Twinkle、Tammy、Yoyo、大力招财猫等	环球	小黄人、神偷奶爸、功夫熊猫、侏罗纪世界、速度与激情等
名创优品	MINI、FAMILY、DUNDUN 鸡、PENPEN、中国熊猫等	华纳兄弟	DC、哈利波特、猫和老鼠、咱们裸熊、老友记等
52TOYS	Panda roll、KIMMY&MIKI、皮奇奇、Lilith 等	孩之宝	小马宝莉、变形金刚、地产大亨、小布娃娃、热火等
寻找独角兽	卓大王、FARMER、BOB、RICO 等	腾讯企鹅影视	王者荣耀、和平精英、鬼吹灯、三体、长相思、全职高手、斗罗大陆、斗破苍穹、魔道祖师等
黑玩 Heyone	哦崽 OZAI、芙芙、莽莽 JOY 等	网易	阴阳师、蛋仔派对、第五人格等
TNTSPACE	DORA、Baby Zoraa、Boy Rayan、ANMOO、DUDOO 等	奥飞娱乐	喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙、超级飞侠、贝肯熊、铠甲勇士等
ToyCity	LAURA 劳拉、MR.PA 耙老师、MiKa 等	咏声动漫	猪猪侠、百变校巴、虚无边境、落凡尘等
若态科技	Nanci 因茵、SURI 苏蕊	华强方特	熊出没、俑之城、奇迹少女等
衍创	EMMA 秘境森林、MISYA 米希娅、Alice、jova、Killa	上影元	大闹天官、哪吒闹海、黑猫警长、葫芦兄弟、中国奇谭、天书奇谭等
肉肉酱	肉肉酱、歪斯、莉莉鳄、奥 O 橘、酥酥	第七印象	奶龙、暴暴龙、卡图鲁和皮老板、ZIB 联盟
十二栋文化	长草颜团子、Gon 的早獭、符录、制冷少女	精英动漫	精灵梦叶罗丽、维将（与卡游等联合出品）
一间宇宙	吾皇猫、小矛动物园、小蓝鸭、柏拉兔、小狗兵仔等	阿里鱼	三丽鸥家族、宝可梦、蜡笔小新、甄嬛传、KAKAO FRIENDS、圣斗士星矢、头文字 D 等
酷乐潮玩	豚豚崽、波点猫、奶油农场、大酱兔家族、窝比	优扬	Pokemon 宝可梦、铁壁阿童木、小羊肖恩、小怪兽阿蒙等
奇萌盾甲	我不是胖虎、小熊虫、小刘鸭、LuLu 罐头猪等	新创华	奥特曼系列、名侦探柯南、初音未来、新世纪福音战士、假面骑士系列、犬夜叉等
艺洲人	Qee、奈美兔、ViViCat 等	艾影	哆啦 A 梦、蜡笔小新等
梦景互联	蔬菜精灵、哈皮和酷奇、蜜桃猫、鲨喵、polly、聪明镇等	羚邦	加菲猫、小王子、大力水手、憨豆先生、咒术回战、排球少年、蓝色禁区等
起重集	黄油小熊、暹罗厘普、线条小狗、粉红兔子、小蓝和他的朋友们等	皮乐中国	火影忍者、幽游白书、博人传、棋魂、黑色四叶草、王者天下等

资料来源：广东省玩具协会，中外玩具全媒体中心《2024 年全球潮玩产业发展报告》，中银证券

2.2.2 IP 形象：是用户识别与情感投射的入口，核心竞争力在于持续打造热门 IP 形象的能力

对于潮玩产业来说，一个 IP 成功的首要基础是独特鲜明、有辨识度的形象，这是用户识别与情感投射的入口。与那些有着完整故事支撑的 IP 不同，潮玩产业链中大热的 LABUBU（泡泡玛特）、Hello Kitty（三丽鸥）、布朗熊（NHN）、卷卷羊（TOP TOY）、玲娜贝儿（迪士尼）、线条小狗（MoonLab Studio）、芭比（美泰）等，从诞生之初就是注重视觉符号的独特性，认知门槛低、跨文化适配强，便于“**形象认同**→**自由投射**”建立初始情感连接。因为没有官方故事的束缚，这些 IP 成为了一面“情感镜子”，让消费者投射自我情感。它尽量不成为任何一种明确的人格，它让消费者把自己的情绪放进去。从某种意义上来说，这些 IP 是靠“留白艺术”而成功的。比如玲娜贝儿通过标志性的粉色设计、星空般蓝眼睛、蓬松的大尾巴、毛茸茸的爪子构建的可爱小狐狸形象，传递着独属于她的魅力和治愈，消费者在她身上看到了理想自我的投射，与当代中国年轻人的个性化表达相契合，收获了大批粉丝；再例如 Hello Kitty 是一个“没有嘴巴的小女孩”，不会表达，我们可以自己去猜测她的情绪；LABUBU 虽然在龙家升的原创绘本中有世界观，但在商业化过程中，这个故事背景几乎被忽略了，消费者购买的是带着“狡黠笑容和九颗尖牙”的视觉符号，性格特征是如捣蛋鬼、调皮又乐观、善良勇敢等。**这些 IP 可能存在基础设定，但没有深层叙事。**对于潮玩行业来说，用户喜欢某一个 IP，不一定是因为完整故事，而是因为这个形象本身提供了审美、情绪和陪伴，它们作为去故事化的符号，可以承载任何投射在它上面的意义。

所以，在潮玩行业，持续打造新热门 IP 形象的能力是很重要的。为什么国内当下最火的潮玩 IP 几乎都是泡泡玛特的？正是因为泡泡玛特已经跑出了较为顺畅的模型。泡泡玛特的优势在于，更像是 IP 经纪公司，类似于明星经纪公司，核心竞争力是培养了多少 IP 明星，公司主要是通过“内外结合”两种 IP 开发策略产出新的 IP 形象，搭建了庞大的 IP 库。曾经公司近 90% 的收入高度依赖单一 IP MOLLY，但随着公司独特 IP 模式的推进，新的 IP 不断涌现，更多强势 IP 不断接档。

星星人 IP 的挖掘过程其实就是泡泡玛特独特 IP 模式成功的缩影。且公司在发掘好的 IP 形象后，IP 形象的运营和变现能力也较为突出。在被泡泡玛特签约之前，星星人已由超级元气工厂运营，并曾与得力等品牌联名，但市场反响平平。转机出现在 2023 年上海国际潮流玩具展，星星人在一个仅几平方米的小展台上首次亮相，被泡泡玛特捕捉到。2024 年，泡泡玛特正式签约星星人。星星人创作艺术家大欣认为，在星星人 IP 的开发进程中，首要难题是将其 2D 插画形象转化为 3D 潮玩形态，并保留原作彩铅风格。经过一年多的打磨，团队反复地调整身体比例、面部五官比例，才有了现在的星星人，设计并量产了适配于星星人 IP 的各类产品。同时泡泡玛特更加懂得 IP 的运营和变现，同一个 IP 在泡泡玛特的运作下，更快速的取得了成功。短短两年的时间，星星人成为泡泡玛特旗下成长最快的 IP 之一（2025 年收入 20.6 亿元，同比增长 1602%），收入占比也达到了 6%。对于艺术家（行业供给方）来说，擅长对 IP 形象运营和变现的公司，产生了较强的虹吸效应，好的 IP 形象不断向公司聚集。

图表 32. 泡泡玛特 IP 模式



资料来源：中银证券

不过，需要注意的是，从泡泡玛特目前的 IP 结构来看，后备 IP 与 LABUBU 的体量差距很大，短期内难以补位。SKULLPANDA、CRYBABY、MOLLY、DIMMO 2025 年的营收都在 27~36 亿元，与 THE MONSTERS (LABUBU) 142 亿元的收入相比差距仍然较大，决定了这些后备 IP 短期内很难替代 LABUBU 的地位。新锐 IP 星星人在近两年获得了较高的热度，2025 年营收 20.6 亿元，同比虽然大幅增长了 1602%，但占整体营收的比重仅 5.5%，与 LABUBU 的体量差距依然很大。而其中，作为泡泡玛特最老的 IP，MOLLY 2025 年的收入增速只有 38%，公司整体营收增速是 185%。推出时间较长的 IP 的增长速度已经落后于公司整体。热门 IP 在几年之后，对流量的变现效率会逐渐下降。因此，延长原有热门 IP 的生命周期就显得格外重要。这就延伸到了接下来我们要讲的 IP 内容与垂直领域的应用。

2.2.3 IP 内容：与形象协同，形成护城河、延长生命周期、加深用户粘性

IP 形象与内容应该是相辅相成的关系，形成护城河、延长生命周期、加深用户粘性，有两种主流模式：

1) “先形象后内容”：先有 IP 形象，形成初步圈粉与市场流量；随后，再尝试为这一形象补充故事、世界观、联动创意等内容手段，强化用户连接、延长 IP 生命周期。典型代表有泡泡玛特 (LABUBU 等)、三丽鸥 (Hello Kitty 等)。优势是产出快、可以立刻得到市场验证、试错快、成本低、变现效率高，快速捕捉潮流和市场热点并筛选出可能成功的 IP，再进一步挖掘内容，劣势是前期缺乏内容支撑，热度波动大，后期补足的内容可能打破受众对固有形象的认知，内容与形象出现割裂而失去部分粉丝。

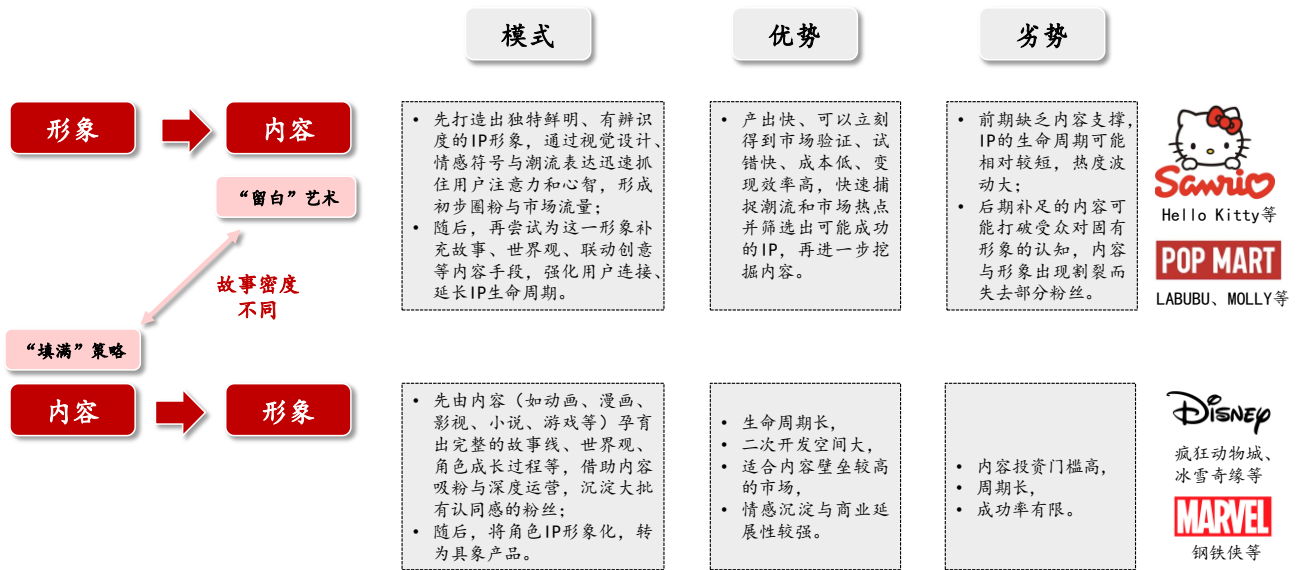
2) “先内容后形象”：先由内容 (如动画、漫画、影视、小说、游戏等) 孕育出完整的故事线、世界观、角色成长过程等，借助内容吸粉与深度运营，沉淀大批有认同感的粉丝；随后，将角色 IP 形象化，转为具象产品。典型代表有迪士尼 (疯狂动物城、冰雪奇缘等)、漫威 (钢铁侠等)、宝可梦 (皮卡丘等) 等。优势在于生命周期长、二次开发空间大，适合内容壁垒较高的市场，情感沉淀与商业延展性较强；劣势在于内容投资门槛高、周期长、成功率有限。

当前中国潮玩市场正在不断尝试内容与形象协同，用形象破圈市场，再借内容补强形成护城河、延长生命周期。目前，国内大部分潮玩企业以“明星设计师视觉形象”入场，丰富 IP 矩阵，满足快节奏迭代和潮流消费；但从长远的角度来看，如果没有内容支撑，生命周期和粘性可能会逐渐受限。即使是 Hello Kitty 这样成功的符号化 IP，商业价值也面临增长瓶颈，自 1974 年诞生，IP 寿命已经长达 50 余年，但在 2015-2025 年十年间，Hello Kitty 商品和授权收入占比从 69.9% 下降至 35.3%。近年来泡泡玛特也在尝试让形象 IP 补充内容延展，2026 年 3 月已经官宣了与索尼影业联合开发 THE MONSTERS (LABUBU) 的真人动画电影。

以上这两种模式虽然都涉及到了内容，但我们认为，两种模式下的“故事密度”应该是不同的。“先内容后形象”的模式注重“填满”策略，例如漫威的钢铁侠 IP，通过多部电影，将其成长的过程、拯救世界的故事详细展开。这种“填满”的策略，创造的是情感的重力。故事越满，细节越多，观众陷得就越深，离开的成本就越高。而“先形象后内容”的模式成功的关键在于“留白”的艺术，Hello Kitty 没有嘴巴，形象上的留白增加了消费者的想象空间，投射自身情绪。泡泡玛特的潮玩 IP 也是同理，一千个消费者可以有一千种理解。这种模式下，故事的密度是不宜过高的，即使补足内容，也需要留给消费者足够的想象空间。

当前中国潮玩企业普遍在走“先形象后内容”的路径，其中非常关键的一点在于能否在“保留想象空间”和“构建迷人世界”之间找到黄金平衡点。如何消解 IP 叙事具象化后，粉丝或许会产生的不适感是目前最大的课题。上世纪八十年代，Hello Kitty 进军美国市场拍摄的《凯蒂猫的欢乐童话剧场》，因美式幽默内容风格和 Hello Kitty 可爱形象割裂引发了争议，最终市场反响一般。一个有强烈性格和复杂背景的角色是有排他性和边界感的，可能会失去一部分市场。我们认为，“先形象后内容”的路径下，后期补充内容需要注意的是，避免 IP 拥有太复杂的成长弧线。影视化创作的时候可以有故事的形式，但要避免厚重感。

图表 33. “先形象后内容”与“先内容后形象”两种模式对比



最终目的是实现“内容-形象”协同运营与价值释放

资料来源：中银证券

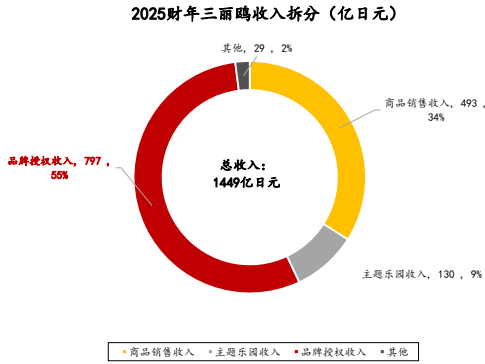
2.2.4 IP 的垂直领域应用：拓宽变现渠道，同样也是延长原有IP 生命周期的一种方式

拓宽变现渠道，也是延长原有IP 生命周期的一种方式。我们认为，一个成功的IP 形象可以被广泛运用在各种类型的商品上，不依赖于某个行业的周期，也不怕单一品类的衰退，可以通过另一个“载体”来延续生命周期。这些“载体”可以是潮玩、服饰箱包、黄金饰品、家电 3C、美妆等，这些IP 衍生品可以反哺IP 本身，让IP 渗透到各种生活与社交场景之中，成为人们的情感载体，让IP 的收益来源更多元，实现IP 的长尾价值。

在垂直领域布局方面，亦有两种不同的主流模式：

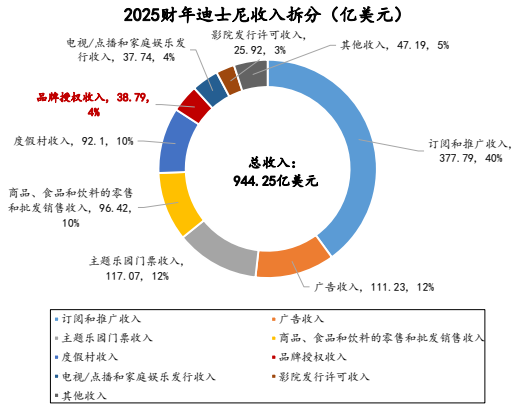
1) 授权轻资产模式：三丽鸥、迪士尼主要以广泛授权来放大规模，由被授权方完成后续的开发、制造与渠道，三丽鸥与迪士尼作为品牌方主要收取版权、授权费，相对来说资产更轻，成本投入更少，经营风险更低，现金流相对更加稳定。三丽鸥 2025 财年 IP 授权收入（版权使用费）为 797 亿日元，占公司收入的比重高达 55%，超过商品销售收入（493 亿日元）。三丽鸥授权了日本本土超过 500 家公司以及海外数百家企业在产品上使用 Hello Kitty 形象，Hello Kitty 出现在大约 2.2 万种不同产品上，包括潮玩、服饰、杯子、书包、滑雪板、杂货等各类产品。迪士尼也授权相关 IP，2025 财年品牌授权收入为 38.79 亿美元，占公司收入的 4.1%。迪士尼的核心逻辑是“内容为核，多业态反哺”，以《冰雪奇缘》为例，电影全球票房 12.76 亿美元，通过“公主 IP+成长叙事”打破文化壁垒；衍生品端，推出了玩偶、服装、美妆等 3000 余种产品，2014-2019 年全球销售额超 100 亿美元，跨领域授权方面，与三星合作推出联名手机，与优衣库合作 UT 系列，授权收入超 15 亿美元。

图表 34. 三丽鸥 2025 财年 IP 授权收入（版权使用费）为 797 亿日元，占公司收入的比重高达 55%



资料来源：三丽鸥年报，中银证券

图表 35. 迪士尼 2025 财年品牌授权收入为 38.79 亿美元，占公司收入的 4.1%



资料来源：迪士尼年报，中银证券

2) DTC 自营模式：泡泡玛特则采用“IP 设计+OEM 代工+自有渠道 (DTC)”直面消费者。例如 2026 年起推出以核心 IP 为元素的小家电，代工方为新宝股份，在京东等平台开售。首款家电产品 THE MONSTERS 生活家系列冰箱已于 2026 年 4 月 30 日正式发售，官方售价 5999 元，共有 2 个版本，每个版本限量发售 999 台，截至 4 月 28 日的预约量总数达 3.7 万。另外，公司的甜品、饰品等新业态都在同步推进。公司将其视作生活方式与情绪价值的延伸，短期或对收入贡献不大，但这种模式有助于公司验证“高客单×情绪价值×IP 溢价”的可复制性，为未来更多耐用品类打开想象空间，DTC 也有助于公司确保溢价归集与用户连接，积累用户资产与定价权。不过，这种模式对于“上新节奏、选品、渠道与售后协同”提出更高运营要求，潮玩企业在这些原本竞争已经较为激烈的小家电、甜品、饰品领域并没有积累，仍需要时间去检验，我们也需要客观看待。

以上可见，同样把 IP 带入垂直领域，泡泡玛特与三丽鸥、迪士尼的操作路径完全不同。

图表 36. 泡泡玛特首款家电产品 THE MONSTERS 生活家系列冰箱于 2026 年 4 月 30 日正式发售



资料来源：封面新闻，中银证券

2.3 营销破圈：打开品牌知名度，触达更多消费者，提升 IP 价值

营销是链接 IP 价值与用户消费的关键纽带。营销对于潮玩公司不是辅助工具，而是推动品牌成长、增强用户黏性、完成情绪价值转化与协同全域渠道的核心引擎。从侧重即时转化转变为追求品效协同，即兼具流量增长与长期品牌沉淀积累。

就潮玩行业而言，营销破圈的主流方式有：

1) 跨界联名：与奢侈/潮流品牌、餐饮等进行跨界联名，将潮玩融入时尚穿搭与日常生活场景，打破圈层壁垒。潮玩品牌需要选择与 IP 调性契合的其他品牌进行合作，通过联名溢价提升 IP 价值。同时，更多品牌也渴望借助泡泡玛特的号召力，触达并打动更广泛的年轻消费者。

例如 2025 年以来，泡泡玛特 IP 至少与十余家时尚、美妆、生活方式以及奢侈品品牌合作推出了联名产品，LABUBU 与 LVMH 旗下品牌 Moynat 推出了联名包袋系列，SKULLPANDA 与 CROCS 推出两款联名洞洞鞋，DIMOO 与萧邦联名推出三款配有萧邦 Ice Cube 经典系列的限量款公仔，Molly 与 Vans 推出联名服饰与鞋履等。

2026 年，泡泡玛特与世界杯联名，将进一步打开品牌知名度。此次泡泡玛特以超人气 IP LABUBU 为核心打造的世界杯联名系列，将潮流艺术与足球热血深度融合，推出了定价 59-599 元的多款兼具收藏价值与实用性的单品。2026 年 4 月 2 日，正式发售 THE MONSTERS×FIFA 2026 美加墨世界杯联名系列。其中，售价 599 元的 LABUBU Catch the Win 典藏款搪胶毛绒公仔迅速售罄，LABUBU 化身绿茵 10 号球员，身着可穿脱的世界杯定制球衣，搭配可拆卸大力神杯等细节。根据每日经济新闻，该产品发售次日在得物 App 最高成交价达 718 元，溢价 119 元，涨幅近 20%。还有冰箱贴盲盒、迷你挂件灯盲盒、玻璃杯盲盒、挂绳盲盒、迷你包盲盒、手办等多款联名产品。

除了泡泡玛特以外，其他潮玩品牌亦有多 IP 参与跨界联名，合作版图覆盖新茶饮、3C 数码、母婴、洗护、APP 等多个跨界领域。近两年迅速走红的 IP “WAKUKU”（乐华娱乐）也凭借高人气开启跨界布局，先后与元气森林、挪瓦咖啡、飞鹤奶粉等品牌达成联动，进一步拓宽了潮玩 IP 在饮品、母婴等大众消费领域的渗透路径；TOP TOY 的自有 IP Nommi 糯米儿与 VIVO 联名限定手机礼盒；新锐潮玩品牌 JOTOYS 旗下核心 IP “Q 宝”同样在跨界领域表现亮眼，与怪兽充电、半亩花田、QQ 音乐达成合作，覆盖充电宝外观定制、限定手霜及 APP 主题皮肤等多元内容。

图表 37. 2025 年以来，泡泡玛特 IP 至少与十余家时尚、美妆、生活方式以及奢侈品品牌合作推出了联名产品

类型	时间	合作方	泡泡玛特 IP	产品	售价	图片
奢侈品品牌	2025年11月	意大利摩托车品牌 Ducati (杜卡迪)	SKULLPANDA	「Ducati x SKULLPANDA」联名1/6可动人偶	999元/体	
	2025年8月	瑞士奢侈腕表珠宝品牌 Chopard (萧邦)	DIMOO	以 Chopard 经典Ice Cube 系列为灵感，推出三款限量版 DIMOO 公仔	“沉光之形”与“鎏金之影”限量209体，搭配Ice Cube系列经典18K白金/玫瑰金项链，以套装礼盒形式发售，定价2.5万元/套；“纯粹构筑”限量79体，是一款高透明头雕，内含冰晶城市景观，仅限线下精品店会员购买。	
	2025年10月	Moynat	LABUBU	包袋	包袋2150美元起，包挂450美元	
服装鞋帽品牌	2025年12月	美式休闲航海品牌 Nautica 旗下 nautica whitesail 白帆	KUBO	「天使之诗」圣诞联名系列服装，包含帽子、围巾、卫衣、T恤、棉服、裤子等单品	390-1950元	
	2025年10月	Vans	MOLLY	Vans x SPACE MOLLY「地球怎么够玩」联名系列。以“保持想象，不断探索”为主题，通过 SPACE MOLLY 形象演绎 Authentic、Old Skool 与 Knu Skool 三款经典鞋型及以大地色调为主的秋冬服饰单品	鞋履售价为700元/双，服装售价为570-630元	
	2025年9月	CROCS	SKULLPANDA	两款联名洞洞鞋	899元/双	
	2025年8月、12月	优衣库	The Monsters	8月的联名系列以 UT 系列T恤为主，12月的联名系列则在此前 UT 系列的基础上新增了半拉链卫衣等单品	-	
	2025年2月	地素时尚旗下女装品牌 d'zzit	Nyota	全新联名系列，包含T恤、卫衣、连衣裙、长裤等单品	800-1600元	
美妆品牌	2025年12月	Origins (悦木之源)	Zsiga	苹果系列联名礼盒，包含苹果抛光瓶、苹果霜两款产品以及 Zsiga 联名工牌挂件、联名洗漱包、联名卡片和贴纸。	-	
	2025年9月	Kiehl's (科颜氏)	星星人	「K星水光奇遇」联名礼盒，包含科颜氏两款产品以及星星人毛绒随身镜、联名化妆包、手提包、联名卡片和贴纸。	-	
生活方式品牌	2025年7月、9月	GODIVA (歌帝梵)	LABUBU	7月联名款冰淇淋和特调奶昔；9月联名秋季系列冰淇淋和黑巧饮品以及巧克力礼盒。	-	

资料来源：华丽志，USAKX media，中银证券

图表 38. 2026 年泡泡玛特推出 THE MONSTERS×FIFA 2026 美加墨世界杯联名系列



资料来源：每日经济新闻，中银证券

图表 39. 新锐潮玩品牌 JOTOYS 旗下核心 IP “Q 宝” 与怪兽充电、半亩花田、QQ 音乐达成合作



资料来源：角研社，中银证券

- 2) **跨媒介传播**：通过歌曲、动画、影视作品等各种其他媒介进行广泛传播，提升 IP 与品牌的影响力及知名度。例如泡泡玛特已经推出的星人专属主题曲《星星人之歌》和计划推出的 LABUBU 电影，均有助于将 IP 由“潮玩产品”转变为“跨媒介情绪资产”，拉动全球认知和粉丝粘性。星星人之歌还结合乐园的“见面会”、人偶互动，强化音乐+场景沉浸体验，不仅推动产品销售，还推动 IP 形象的日常消费场景渗透。
- 3) **流量裂变**：一方面，**通过明星带货渗透**。绑定热播剧/综艺，合作顶流明星街拍挂 LABUBU 包挂等，借势流量，触达大众圈层。另一方面，**通过社媒创造话题**。通过小红书、TikTok 等平台发起开箱挑战赛，鼓励创造改装教程，邀请垂直领域 KOL，例如舞蹈博主翻跳《LABUBU 之歌》等，鼓励 UGC（用户生成内容），不断制造话题度。

2.4 渠道触达：高效多元的销售渠道网络也是潮玩品牌的胜负手

作为零售企业，渠道始终是核心要素之一。尤其是帮助潮玩 IP 从创意到消费的转化效率和商业价值。潮玩消费本质上是强社交属性与场景体验驱动的“冲动型消费”，高效及广泛的销售渠道不仅决定了产品能否精准、高频地触达目标用户，还影响品牌在心智层的渗透与复购率。目前潮玩的主要销售渠道仍是以传统的直销和经销为主，同时可以分为线上和线下。线下渠道仍占主导，通过沉浸式体验和即时开箱增强消费者参与感和购买欲，线上渠道作为补充，以强传播能力，助力 IP 实现快速种草和销售转化。

未来潮玩企业在销售渠道上的核心竞争力是“渠道一体化（线下体验+线上转化）×高密度布局的可控终端（品牌直营店、机器人商店等直销渠道）×多模式扩张（经销、代销、加盟、联营等多种非直销方式因地制宜，提升覆盖与速度）”。这一组合同时实现广度触达、成本效率、定价权与用户资产沉淀。此外，我们认为，好的渠道资源也可以反向吸引品牌与 IP 设计师的合作，进一步提升消费者渗透。

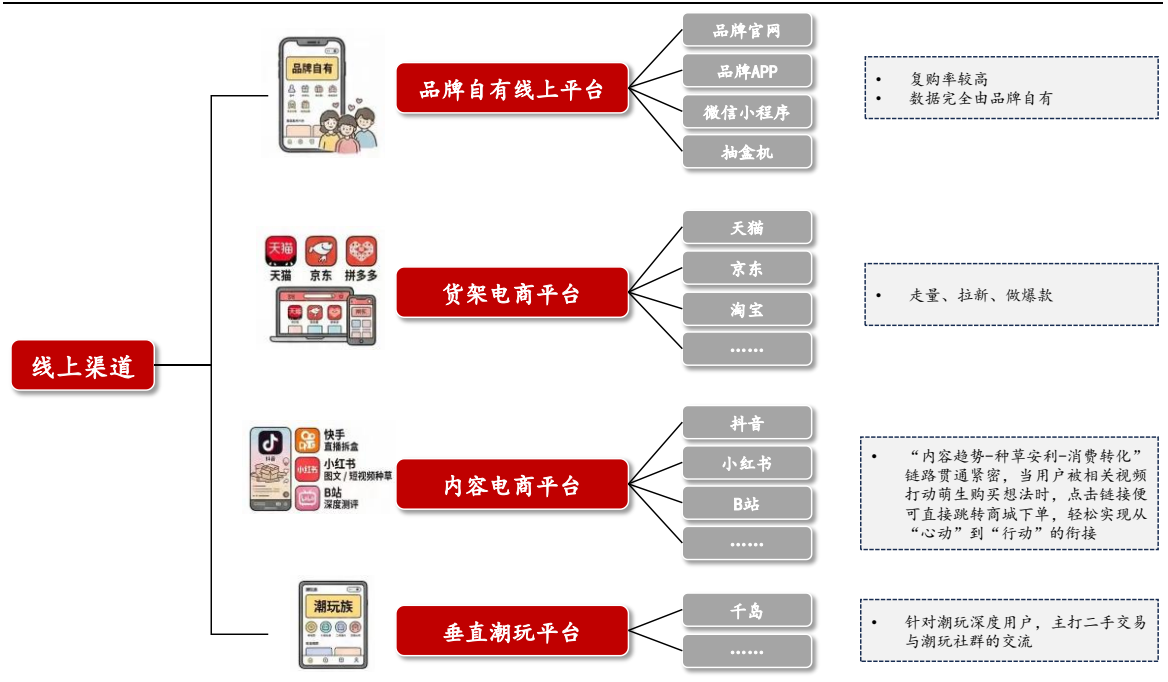
2.4.1 线上渠道：占比30%的数字化突破

线上渠道已成为潮玩品牌不可忽视的增长引擎。潮玩消费模式正从主要依赖线下销售，转向线上线下一体化相融合的模式。根据深圳潮玩展公众号，潮玩行业市场规模中，线上渠道占比约 30%（2025 年 10 月披露的数据）。线上渠道呈现出多元化发展态势，包括品牌自有线上平台（品牌官网、品牌 APP、微信小程序、抽盒机等）、货架电商平台（天猫、京东、淘宝等）、内容电商平台（抖音、小红书、B 站等）以及垂直潮玩平台（潮玩二手平台千岛等）。

线上渠道的玩法也呈现多元化趋势。例如，潮玩直播正在重新定义销售模式，直播“拆盒”玩法通过悬念营造和社群互动，极大提升了用户参与感；“抽卡”模式则将收藏文化与惊喜体验完美结合；而“换娃”社区创造了独特的二手交易生态。不同的线上渠道实现了商品与不同消费者需求直接的高效对接。

品牌自有线上平台的特点在于复购率较高且数据完全由品牌自有；货架电商平台主要发力点在走量、拉新、做爆款；内容电商平台“内容趋势-种草安利-消费转化”链路贯通紧密，当用户被相关视频打动萌生购买想法时，点击链接便可直接跳转商城下单，轻松实现从“心动”到“行动”的衔接；垂直潮玩平台主要针对潮玩深度用户，主打二手交易与潮玩社群的交流。

图表 40. 潮玩行业线上销售渠道主要有品牌自有线上平台、货架电商平台、内容电商平台以及垂直潮玩平台

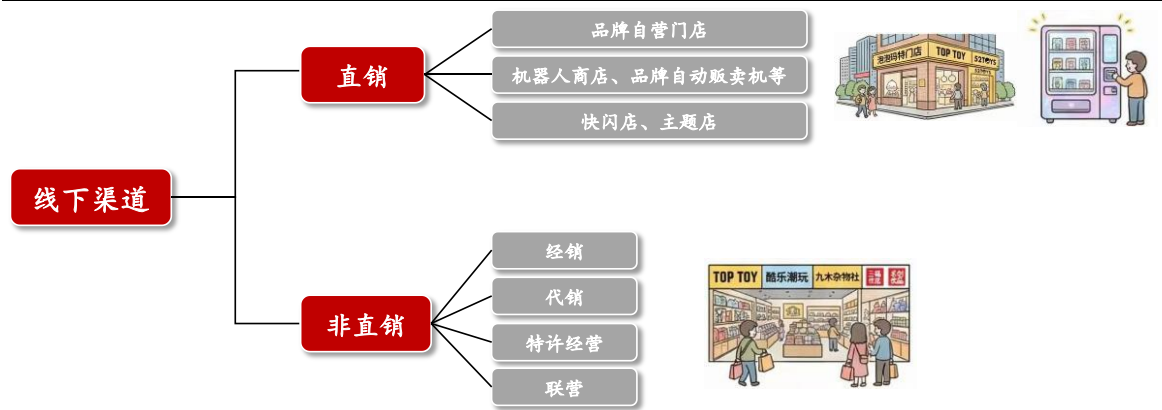


资料来源：中银证券

2.4.2 线下渠道：占比70%的场景化体验

尽管线上渠道快速增长，但线下渠道仍占据主导地位。根据深圳潮玩展公众号，潮玩行业市场规模中，线上渠道占比约 70%（2025 年 10 月披露的数据）。从经销网络到直销渠道，线下渠道提供了不可替代的沉浸式体验。1) 直销渠道承载着品牌形象展示和深度体验功能，通过品牌自营门店、快闪店、主题店、机器人商店/自动贩卖机的组合，品牌可以在核心商圈建立强势存在，同时通过自动贩卖机实现低成本的广泛覆盖。2) 经销商网络能够帮助品牌快速开拓市场，建立起广泛的销售网络，以较短的时间实现对较大市场的快速覆盖，经销商通常在本地市场也拥有良好的人脉、客户基础和市场运营经验，能够帮助品牌提升影响力和知名度。

图表 41. 从经销网络到直销渠道，线下渠道为潮玩行业提供了不可替代的沉浸式体验



资料来源：中银证券

不同的线下渠道在商品所有权、风险承担、盈利模式方面均有不同，根据具体的公司与产品特征来选择合适的渠道模式。

- 1) **直销**：品牌方不通过任何中间商，由品牌方直接运营，直接将商品卖给最终消费者，在售出前的商品所有权属于品牌方。
- 2) **经销**：经销商与厂家签订协议，买断商品后自行销售，自负盈亏，在售出前的商品所有权属于经销商，经销商需要承担货物积压、价格波动等风险，盈利模式主要靠进销差价。
- 3) **代销**：品牌方将商品寄放在代销方处，代销方与厂家是委托代理的管理，商品售出后才结算，售出前的商品所有权属于厂家，且未售出的产品可退回厂家，因此是由厂家承担库存积压、损坏等风险，盈利模式是佣金或销售分成。
- 4) **特许经营**：也称“加盟”模式。品牌方授权加盟商使用其商标、经营模式、产品等，加盟商自己投资开店、自负盈亏，也是主要的风险承担方。品牌方通常需要提供人员管理培训、门店选址指导、装修方案、产品知识培训、营销推广支持。门店日常运营由加盟商负责，门店运营成本（租金、人力、水电、配送等）均有加盟商承担。加盟店还需向品牌方支付加盟费、保证金、培训费、分成（如有）。加盟商的盈利模式基本有三种：①无分成，加盟商赚取进销差价，自负盈亏；②按销售额/门店流水提成（抽成模式）；③按毛利额分成（毛利共享模式）。通常来说，在常态运营下，加盟商的成本是高于经销商的，一方面伴有加盟费、培训费等额外费用，品牌对于定价的管控也相对较强，另一方面，商品采购价格也通常高于经销商的批量采购。但是在成长阶段是例外的，出于品牌规模扩张或扩大知名度的考量，品牌方可能会让利于加盟商，给予更大的采购折扣，那么短期的采购成本可能会低于经销商拿货。
- 5) **联营**：品牌方与销售渠道方（如百货商场、购物中心、电商平台等）按照约定的合作协议运营商品销售的模式。品牌方负责商品供应、陈列、价格体系以及日常经营管理。渠道方则提供销售场地、支付结算服务以及部分运营支持。销售所得收入先汇入渠道方账户，由渠道方与品牌方按照协议约定的分成比例进行结算。品牌方通常较少或不向渠道方支付固定租金，而是依据实际销售额结算分成，降低了品牌方的经营风险与前期成本。库存归属一般在品牌方，渠道方不需要承担商品积压风险。联营模式广泛应用于高端百货、购物中心等传统线下零售领域，也见于部分品牌直营门店与电商合作形式。

我们认为，不同的模式各有优势。直销模式下，品牌商直接经营其门店或在线渠道，这种模式强调品牌运营的整体一致性，便于直接获取消费者行为数据，从而实现精准的产品营销。代销模式可快速加速潮玩品牌商的市场拓展，尤其适用于向下沉市场拓展；同样也更加适用于新兴 IP 潮玩产品销售试水。经销模式则适合成熟 IP 潮玩产品的规模化销售，亦适用于新品牌初创阶段，因为该模式允许品牌借助渠道资源实现市场渗透。

解释：企业与电商平台通过合约合作，将商品售卖、运营、结算权责进行分工，共同参与线上业务，实现风险共担、利润分成。该模式下，企业不直接向终端收款，由电商平台收取，平台在扣除自身分成、佣金或价差后，再向企业进行结算。例如唯品会这种就是以联营为主要合作方式的电商。企业在电商平台开设品牌专卖店或参与平台特定档期的专场销售，平台通常主导运营并负责流量及活动策划，企业配合提供货源、品牌运营支持等。店铺日常管理以电商平台为主，公司辅助或参与运营决策。

图表 42. 线下销售渠道对比

线下销售渠道	定义	商品所有权归属 (售出前)	是否直面最终消费者	主要风险承担方	典型盈利模式	与品牌方的关系
直销	品牌方不通过任何中间商, 直接将商品卖给最终消费者。	品牌方	是	品牌方	直接销售收入	品牌方直接运营
经销	经销商与品牌方签订协议, 买断商品后自行销售, 自负盈亏。	经销商	视情况	经销商 (承担货物积压、价格波动等风险)	进销差价 (买断后自担风险)	买卖关系 (独立经营)
代销	品牌方将商品寄放在代销方处, 售出后才结算, 未售出可退回品牌方。	品牌方	视情况	品牌方 (未售出可退货, 由品牌方承担库存积压、损坏等风险)	佣金或销售分成	委托代理关系
特许经营/加盟	品牌方 (特许人) 授权加盟商使用其商标、经营模式、产品等, 加盟商自己投资开店、自负盈亏。	加盟商	是	加盟商 (自负盈亏)	销售收入 (需向品牌方支付加盟费、保证金、培训费、分成) 加盟商是否有分成并无固定模式, ①无分成, 加盟商赚取进销差价, 自负盈亏; ②按销售额/门店流水提成 (抽成模式); ③按毛利额分成 (毛利共享模式)	特许经营契约关系 品牌方通常需要提供人员管理培训、门店选址指导、装修方案、产品知识培训、营销推广支持。 门店日常运营由加盟商负责, 门店运营成本 (租金、人力、水电、配送等) 均有加盟商承担
联营	品牌方与销售渠道方 (如百货商场、购物中心、电商平台等) 按照约定的合作协议运营商品销售的模式。	品牌方	是	品牌方	销售收入先汇入渠道方账户, 由渠道方与品牌方按照协议约定的分成比例进行结算。 品牌方通常较少或不向渠道方支付固定租金, 而是依据实际销售额结算分成, 降低了品牌方的经营风险与前期成本。 联营模式广泛应用于高端百货、购物中心等传统线下零售领域, 也见于部分品牌直营门店与电商合作形式。	合作运营关系 品牌方负责商品供应、陈列、价格体系以及日常经营管理。 渠道方则提供销售场地、支付结算服务以及部分运营支持。

资料来源: 公司公告, 招商部, 中银证券

潮玩产品最终面向消费者零售, 那么从 C 端的角度, 目前国内主要潮玩零售商基本可以分为独立品牌店和品牌集合店两种。两者在潮玩市场中相互补充, 共同满足不同消费者的需求。

1) **独立品牌店**: 是指仅销售单一品牌的产品, 整体空间布局、陈列、服务及营销活动均围绕该品牌进行, 强调品牌形象的完整统一与专属体验。独立品牌店通常便于品牌方直接传达品牌理念、提升客户粘性与忠诚度, 侧重于品牌深度和专属体验, 适合品牌粉丝和收藏者。例如泡泡玛特、乐高均以独立品牌店的形式面向消费者。根据弗若斯特沙利文, 2024 年我国潮玩行业, 泡泡玛特、乐高分别以 72、25 亿元的销售额排名第一、第二, 市占率分别为 12.3%、4.2%。

2) **品牌集合店**: 是指一家门店内集合了多个品牌的产品。强调品类丰富性和多元选择, 拥有更多品类、更多品牌、更多 IP, 适合追求新鲜感和一站式购物的消费者, 满足消费者多样化选择与便利性需求。例如 TOP TOY、X11、酷乐潮玩、九木杂物社、The Green Party 等。根据弗若斯特沙利文, 2024 年我国潮玩行业中, TOP TOY、X11、酷乐潮玩分别以 13、6、5 亿元的销售额排名第三、第四、第五, 市占率分别为 2.2%、1.1%、0.9%, 市占率低于头部品牌专卖店泡泡玛特和乐高。

图表 43. 2024 年我国潮玩行业前五大潮玩零售商可以分为独立品牌店和品牌集合店两种模式, 市占率为 20.7%

排名	潮玩公司	公司类型	中国各潮玩零售商的零售额 (亿元)	按零售额计的市占率
1	泡泡玛特	独立品牌店	72	12.3%
2	乐高	独立品牌店	25	4.2%
3	TOP TOY	品牌集合店	13	2.2%
4	X11	品牌集合店	6	1.1%
5	酷乐潮玩	品牌集合店	5	0.9%
TOP 5			12	20.7%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 中银证券

3 从产品、IP、渠道、财务表现四大维度看典型潮玩公司的竞争力

潮玩行业已步入“大浪淘沙”阶段，尾部出清加速，行业集中度仍低但正向头部聚拢。

我们认为，能够穿越周期的公司具备三项核心竞争力：持续的产品创新、差异与多元化的 IP 矩阵、全渠道+出海的生态化运营。

本章节我们将从产品、IP 矩阵、渠道、财务表现四个维度对比潮玩行业典型的上市公司。不同的公司各具自身优势。我们选取潮玩行业典型公司进行横向比较，典型上市公司有泡泡玛特、布鲁可（国产拼搭玩具领先公司）、奥飞娱乐，拟上市公司有 TOP TOY（名创优品子公司，持股 86.9%）、乐自天成（52TOYS 母公司）、卡游（国产卡牌类玩具领先公司）。

从产业链布局角度来看，泡泡玛特、TOP TOY 为业内少有的实现从 IP 孵化、运营到直接消费者互动的潮玩产业链全覆盖、并在全产业链中占据领先地位的品牌。但两者亦有不同：泡泡玛特更加注重 IP 生态的打造，自有 IP 占比超过八成，且形成了自己独特的“IP 经纪模式”。TOP TOY 则更加注重渠道的搭建，靠“选品整合+渠道密度+价格友好”扩张客群，走的是“以渠道养 IP”的路径。

布鲁可、卡游虽然也有自主销售渠道，但重点布局在产业链上游及中游，专注强势产品线以及细分品类深耕，分别成为了国产拼搭玩具、国产卡牌类玩具的领先公司。奥飞娱乐、乐自天成均是领先的 IP 玩具公司，但是奥飞娱乐的主营业务是动漫 IP 及其内容的创作、传播和运营及玩具衍生品、婴童产品的研发、生产和销售，与其他公司相比，单独在 IP 价值、产品设计、整体销售收入的表现上稍显落后。

图表 44. 各潮玩公司核心情况对比

公司	泡泡玛特	TOP TOY (名创优品子公司)	布鲁可	卡游	乐自天成 (52TOYS)	奥飞娱乐	
简介	公司成立时间	2010 年	2020 年	2014 年	2011 年	2012 年 (其旗下品牌 52TOYS 则创立于 2015 年)	1997 年
	定位	潮玩行业领先企业	潮玩集合品牌	中国拼搭角色类玩具领先公司	中国卡牌类玩具领先公司	IP 玩具公司	IP 玩具公司
产品	核心产品品类	手办、毛绒、MEGA (高端系列)、衍生品及其他	手办、3D 拼搭模型和搪胶毛绒	拼搭角色类玩具	卡牌	静态玩偶、可动玩偶、发条玩具、变形机甲及拼装玩具、毛绒玩具、衍生周边	叠叠乐、盲盒、糖果粒等
	自有 IP 收入占比 (2024 年)	85%	0.4%	未披露	未披露	25%	未披露
IP	自有 IP 数量	未披露	17	2	1	35	未披露
	自有 IP	Molly、Crybaby、星星人、DIMOO、小野、LABUBU、Hacipupu 等	卷卷羊、糯米儿、大力招财、尼尼莫等	向儿童发展的“百变布鲁可”、以中国文化为主题的“英雄无限”	卡游三国	1) 潮流 IP, 例如 Nook、Sleep、Lilith 及 CiCiLu; 2) 科幻 IP, 例如猛兽匣; 3) 文化 IP, 例如胖啾幼 Panda Roll 及超活化系列。	超级飞侠”、“铠甲勇士”、“爆裂飞车”、“飓风战魂”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴拉啦小魔仙”等
	授权 IP 收入占比 (2024 年)	12%	49%	未披露	未披露	65%	未披露
	授权 IP 数量	未披露	43	50	69	80	未披露
	授权 IP	迪士尼、DC、漫威、哈利波特、小猪佩奇、小黄人、圣斗士星矢、王者荣耀、阴阳师等	三丽鸥、迪士尼、猪猪侠、蜡笔小新、小熊维尼、新世纪福音战士、小鸚鵡、Chiikawa 等	超级战队、机动奥特曼系列、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战等	奥特曼、小马宝莉、斗罗大陆、哈利波特等	蜡笔小新、猫和老鼠等	三丽鸥、变形金刚等
渠道	线下/线上销售收入占比 (2024 年)	线下 64%; 线上 35%	线下 92%; 线上 8%	线下 93%; 线上 7%	线下 91%; 线上 9%	线下 78%; 线上 22%	未披露
	直销/非直销收入占比 (2024 年)	基本为直销, 但具体比例未披露	线下直销渠道占比 10%, 线下非直销渠道占比 83%, 线上渠道未披露直销与非直销数据	线下渠道占比 93%, 线下渠道全部为非直销; 线上渠道占比 7%, 线上渠道未披露直销与非直销数据	直销渠道占比 8%, 非直销渠道占比 92%	直销渠道占比 31%, 非直销渠道占比 69%	未披露

资料来源：公司公告，中银证券

3.1 产品品类：多元化布局或专注优势产品线，均能在市场中占据重要席位

接下来，我们从几个维度横向对比主流的几家公司，包括产品品类、IP 矩阵、销售渠道、境外市场、财务指标等方面：

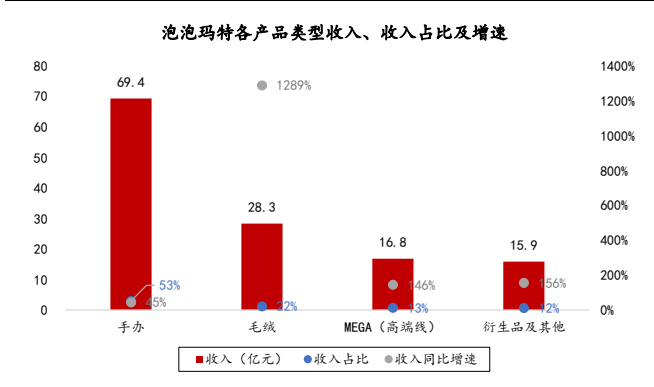
首先，从多元化产品品类的角度来看，我们可以把样本潮玩公司分为三大类：

第一类：多元产品布局，且多种类型的产品表现均较为强势的企业：泡泡玛特、TOP TOY。

1) **泡泡玛特**：2024 年全品类均实现快速增长，产品品类以手办和毛绒为主，这两类产品占比超过七成。泡泡玛特 2024 年首次将业务划分为四大品类：手办、毛绒、MEGA（高端系列）、衍生品及其他。其中手办收入 69.4 亿元，同比增长 45%，占比 53%；毛绒收入 28.3 亿元，同比增长 1289%，占比 22%；MEGA 收入 16.8 亿元，同比增长 146%，占比 13%；衍生品及其他收入 15.9 亿元，同比增长 156%，占比 12%。

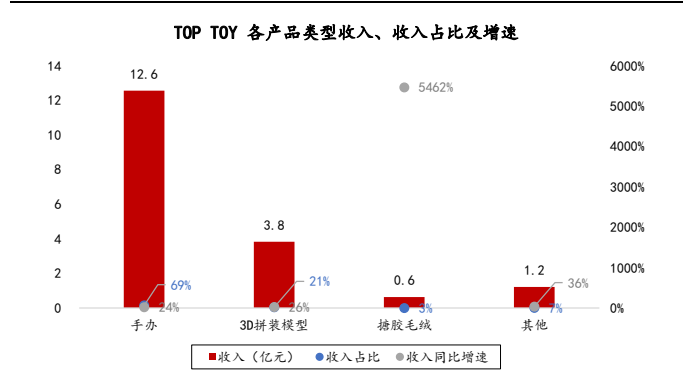
2) **TOP TOY**：产品品类以手办、3D 拼装模型和搪胶毛绒为主。其中手办是收入体量最大的品类，2024 年手办销售收入 12.6 亿元，同比增长 24%，收入占比为 69%；3D 拼装模型是公司覆盖人群最广的品类，为 3D 拼装模型引入热门 IP，并结合科技等富有吸引力的主题，从而实现差异化，2024 年 3D 拼装模型收入 3.8 亿元，同比增长 26%，收入占比 21%；搪胶毛绒是公司增速最快的品类，收入由 2023 年的 115 万元增至 2024 年的 6379 万元，同比增长 5462%，收入占比 3%。

图表 45. 泡泡玛特 2024 年全品类均实现快速增长，产品品类以手办（盲盒）和毛绒为主，这两类产品占比超过七成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 46. TOP TOY 产品品类以手办、3D 拼装模型和搪胶毛绒为主，2024 年手办收入占比达 69%



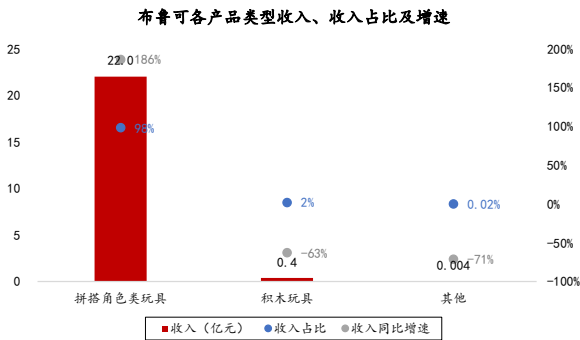
资料来源：公司公告，中银证券

第二类：单一产品龙头，具备优势产品线，单一品类收入超过 8 成：布鲁可、卡游。

1) **布鲁可**：产品以拼搭角色类玩具为主，2024 年拼搭角色类玩具收入 22.0 亿元，同比增长 186%，收入占比高达 98%。按 GMV 计算，2023 年布鲁可在中国拼搭角色类玩具细分市场的市占率为 30.3%，排名第一。

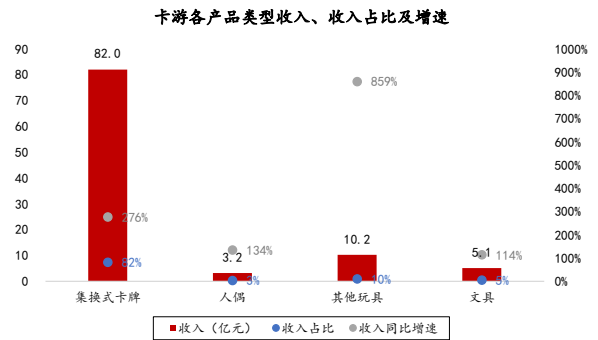
2) **卡游**：产品以卡牌为主，2024 年集换式卡牌收入 82.0 亿元，同比增长 276%，收入占比 82%，在中国集换式卡牌行业中，按商品交易额计算，卡游排名第一，2024 年的市占率高达 71.1%。

图表 47. 布鲁可 2024 年拼搭角色类玩具收入 22.0 亿元，同比增长 186%，收入占比高达 98%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 卡游 2024 年集换式卡牌收入 82.0 亿元，同比增长 276%，收入占比 82%



资料来源：公司公告，中银证券

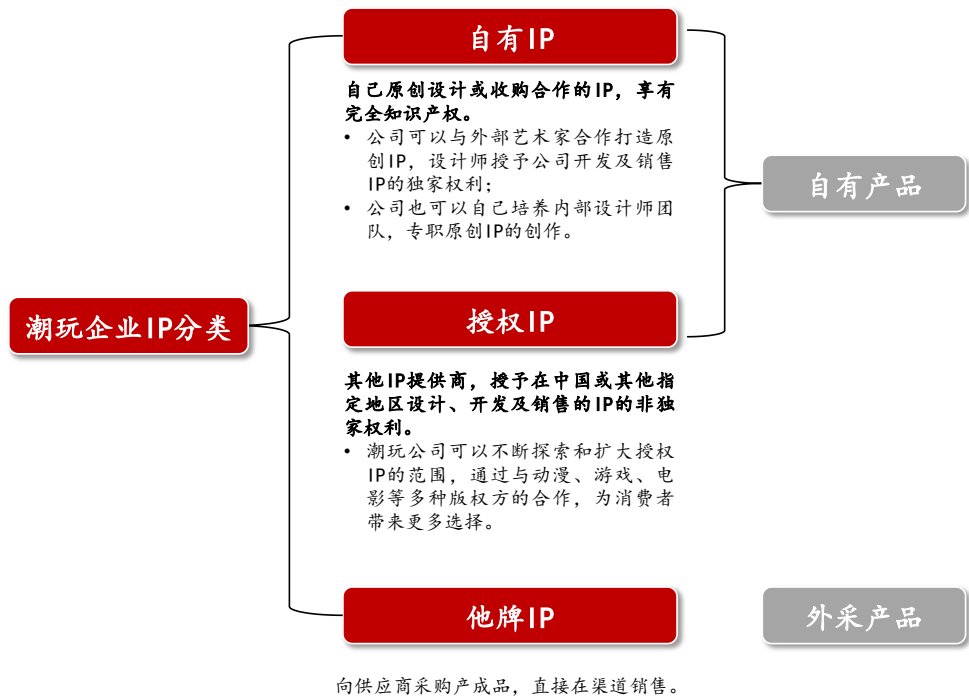
第三类：全产品线分散，暂无强势产品线的企业：乐自天成（52TOYS 母公司）、奥飞娱乐。乐自天成（52TOYS 母公司）产品以静态玩偶、可动玩偶、发条玩具、变形机甲及拼装玩具、毛绒玩具、衍生周边为主，2024 年乐自天成 IP 玩具销售收入约 6.3 亿元，同比增长 32%。奥飞娱乐旗下的“玩点无限”潮玩品牌以叠叠乐、盲盒、糖果粒为主要品类，2024 年奥飞娱乐玩具销售 10.3 亿元，同比下降 12.1%，占公司总营收的比重为 38%（奥飞娱乐婴童用品收入 12.1 亿元，占比 45%，影视类收入 4.0 亿元，占比 15%）。以上两家公司未披露各类型产品的具体营收。

3.2 IP 矩阵：泡泡玛特的自有 IP 已成为其核心竞争力之一；其他公司自有 IP 占比不高

其次，我们来看各公司的 IP 矩阵。对于潮玩企业而言，IP 可以分为三大类型：

- 1) 自有 IP：**自己原创设计或收购合作的 IP，享有完全知识产权。一方面，公司可以与外部艺术家合作打造原创 IP，设计师授予公司开发及销售 IP 的独家权利；另一方面，公司也可以自己培养内部设计师团队，专职原创 IP 的创作。
- 2) 授权 IP：**其他 IP 提供商，授予在中国或其他指定地区设计、开发及销售的 IP 的非独家权利。潮玩公司可以不断探索和扩大授权 IP 的范围，推出各种不同类型和风格的产品，以满足不同消费者的需求和兴趣，通过与动漫、游戏、电影等多种版权方的合作，为消费者带来更多选择与惊喜。
- 3) 他牌 IP：**向供应商采购产成品，直接在渠道销售，也称外采产品。

图表 49. 对于潮玩企业而言，IP 可以分为三大类型：自有 IP、授权 IP、他牌 IP



资料来源：中银证券

我们认为，从 IP 矩阵的角度来看，泡泡玛特的自有 IP 已经成为其核心竞争力；乐自天成的自有 IP 比重也相对可观；奥飞娱乐本身作为动漫公司，拥有喜羊羊与灰太狼、超级飞侠、巴啦啦小魔仙等国漫 IP，内容 IP 做的相对较好；其他公司的授权 IP 数量及收入碾压自有 IP。

从收入占比来看，泡泡玛特自有 IP 已经成为其核心竞争力。虽然泡泡玛特未披露 IP 数量，但 2024 年自有 IP 收入 111.2 亿元，占比 85%，授权 IP 收入 16.0 亿元，占比 12%，他牌 IP（外采产品）收入 3.2 亿元，占比仅 2%。泡泡玛特多个 IP 创造不俗的成绩，THE MONSTERS (LABUBU) 收入 30.4 亿元，同比增长 727%；MOLLY 收入 20.9 亿元，同比增长 105%；SKULLPANDA 收入 13.1 亿元，同比增长 28%；CRYBABY 收入 11.6 亿元，同比增长 1537%；DIMOO 收入 9.1 亿元，同比增长 23%；HIRONO（小野）收入 7.3 亿元，同比增长 107%。公司主要是通过“内外结合”两种 IP 开发策略产出新的 IP 形象，搭建了庞大的 IP 库。

①**艺术家合作模式**：公司全球发掘并签约有潜力的独立设计师，与其合作打造原创 IP。典型如中国香港艺术家 Kenny Wong 创造的 Molly 以及中国香港艺术家 Kasing Lung 创造的 LABUBU（所属系列 THE MONSTERS），都是泡泡玛特通过合作取得授权并推向市场的成功案例。这种模式借助外部创意力量，吸收多元艺术风格，快速捕捉潮流趋势。

②**内部孵化模式**：公司于 2017 年前后成立了内部原创设计师团队 PDC（Pop Design Center），专职原创 IP 的培育，涌现诸多颇具成长潜力的 IP。PDC 团队已推出 HIRONO 小野、小甜豆、Dimoo、SKULLPANDA、Zsiga 等完全归属公司的 IP 形象。内部创作的成功使泡泡玛特具备了自主造星的能力，IP 生产实现了“工业化+可复制化”。

乐自天成（52TOYS）的自有 IP 比重也相对可观。截至 2024 年末，拥有自有 IP 35 个，包括潮流 IP，例如 Nook、Sleep、Lilith 及 CiCiLu；科幻 IP，例如猛兽匣；文化 IP，例如胖啞幼 Panda Roll 及超活化系列，2024 年自有 IP 收入 1.54 亿元，占比 25%。公司拥有授权 IP 80 个，包括蜡笔小新、猫和老鼠等，2024 年授权 IP 收入 4.06 亿元，占比 65%。

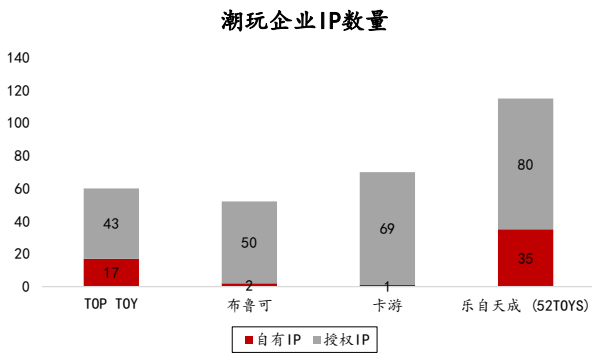
奥飞娱乐本身作为动漫公司，拥有喜羊羊与灰太狼、超级飞侠、巴啦啦小魔仙等国漫 IP，内容 IP 普及度较好。同时，在外部 IP 合作项目中，依托全球知名 IP 势能，聚焦重点品类赛道开发产品，除了“变形金刚”系列超可动人偶产品体系外，还将精心打造女生向潮品线，例如推出“三丽鸥”系列潮玩向魔法棒、“小马宝莉”创意小场景盲盒等。不过奥飞娱乐并未披露 IP 数量及收入相关数据。

其他公司的授权 IP 数量及收入都远超自有 IP。我们认为，授权 IP 可以帮助公司快速切入潮玩赛道，分得“蛋糕”，同时也能使其在短时间内通过快速买入 IP 实现收入的快速增长，但自有 IP 才是公司核心的竞争力所在。

TOP TOY 自有 IP 收入占比不足 1%。截至 2025 年 9 月，TOP TOY 拥有 17 个自有 IP、43 个授权 IP、600 个他牌 IP。自有 IP 有卷卷羊、糯米儿、大力招财、尼尼莫等，2024 年自有 IP 收入仅 680 万元，收入占比不足 1%，所有自有 IP 加在一起的收入不足千万。授权 IP 包括三丽鸥、迪士尼、猪猪侠、蜡笔小新、小熊维尼、新世纪福音战士、小鸚鵡、Chiikawa 等，2024 年授权 IP 收入 8.9 亿元，占比 49%。

布鲁可、卡游自有 IP 数量较少。截至 2024 年末，布鲁可仅 2 个自有 IP：向儿童发展的“百变布鲁可”、以中国文化为主题的“英雄无限”，50 个授权 IP，包括超级战队、机动奥特曼系列、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战等，不过布鲁可未披露具体的收入数据。截至 2024 年末，卡游拥有 69 个授权 IP，包括奥特曼、小马宝莉、斗罗大陆、哈利波特等。但仅 1 个自有 IP “卡游三国”，自 2023 年 4 月推出首款产品以来，截至 2024 年末累计商品销售总额为 2.9 亿元，占 2023-2024 年总收入的比重仅为 2%。

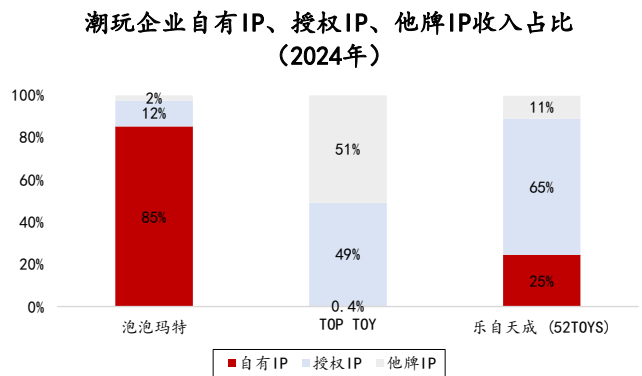
图表 50. 在披露了数据的企业中，乐自天成自有 IP 数量相对可观



资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：泡泡玛特、奥飞娱乐未披露 IP 数量，TOP TOY 为截至 2025 年 9 月数据，布鲁可、卡游、乐自天成为 2024 年末数据。

图表 51. 泡泡玛特自有 IP 收入占比已经达到 85%



资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：布鲁可、卡游、奥飞娱乐未披露 IP 收入数据。

图表 52. 各潮玩企业核心 IP

IP 类型	泡泡玛特	TOP TOY	布鲁可	卡游	乐自天成 (52TOYS)	奥飞娱乐
自有 IP	MOLLY、CRYBABY、星星人、DIMOO、小野、LABUBU、Hacipupu 等	卷卷羊、糯米儿、大力招财、尼尼莫等	向儿童发展的“百变布鲁可”、以中国文化为主题的“英雄无限”	卡游三国	1) 潮流 IP，例如 Nook、Sleep、Lilith 及 CiCiLu； 2) 科幻 IP，例如猛兽匣； 3) 文化 IP，例如胖啾幼 Panda Roll 及超活化系列。	超级飞侠”、“铠甲勇士”、“爆裂飞车”、“飓风战魂”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”等
授权 IP	迪士尼、DC、漫威、哈利波特、小猪佩奇、小黄人、圣斗士星矢、王者荣耀、阴阳师等	三丽鸥、迪士尼、猪猪侠、蜡笔小新、小熊维尼、新世纪福音战士、小鸚鵡、Chiikawa 等	超级战队、机动奥特曼系列、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战等	奥特曼、小马宝莉、斗罗大陆、哈利波特等	蜡笔小新、猫和老鼠等	三丽鸥、变形金刚等

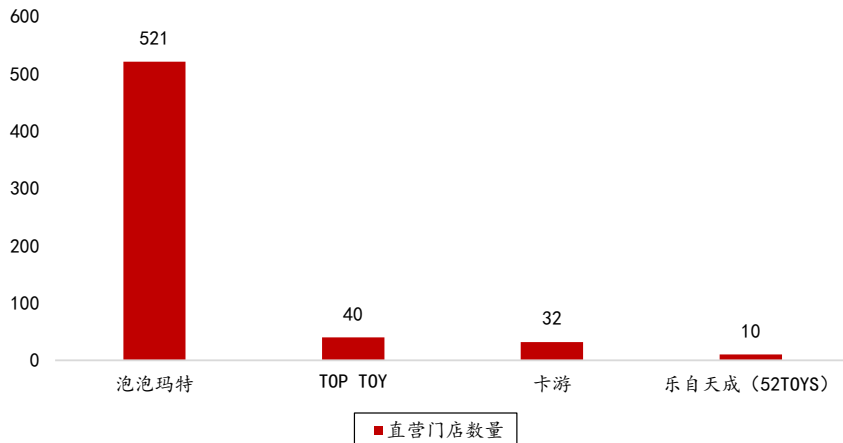
资料来源：公司公告，中银证券

3.3 销售渠道：多元化渠道成为主流潮玩公司的“必选项”，线下重体验，线上成为发布与转化主阵地，经销/加盟助力快速扩圈

泡泡玛特与其他公司在渠道上的差异是最大的，是以直销为主，虽然渠道单一，但铺设密度较高，更加强调品牌运营的整体一致性，便于直接获取消费者数据，从而实现精准营销，自有门店数量最多。截至 2024 年末，泡泡玛特拥有 521 家零售店，且全部为直营门店，另有 2472 个机器人商店；其余公司自有门店数量均不及 50 家：TOP TOY 拥有 40 家直营门店；卡游拥有 32 家线下卡游旗舰店；乐自天成 52 TOYS 拥有 10 家品牌直营店（布鲁可、奥飞娱乐未披露）。

图表 53. 从自有门店数量来看，截至 2024 年末，泡泡玛特拥有 521 家零售店，远超其他公司

截至2024年末，潮玩公司直营门店数量（家）



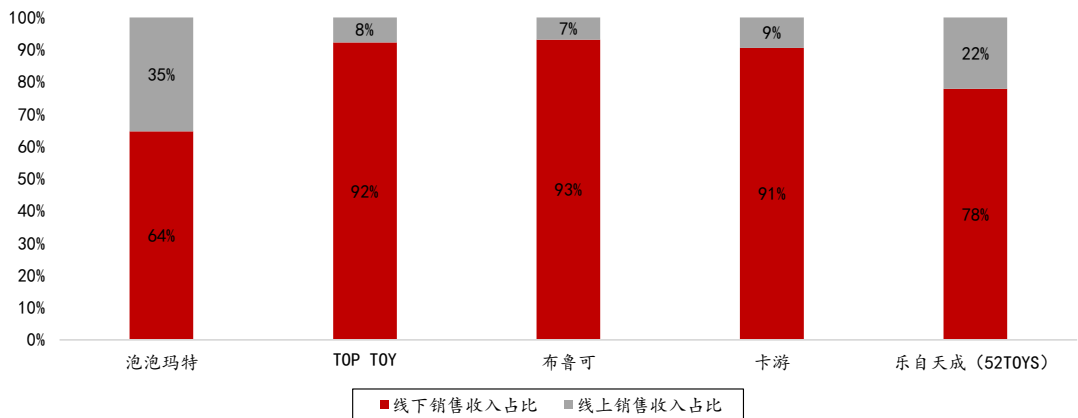
资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：布鲁可、奥飞娱乐未披露直营门店数据。

泡泡玛特注重线上、线下渠道协同发展（线上占比 35%、线下占比 64%）。线下渠道方面，2024 年泡泡玛特零售店收入为 67.7 亿元，同比增长 109%，占比 57%；机器人商店 8.3 亿元，同比增长 36%，占比 7%；公司线上渠道增速快于线下渠道，2024 年线上销售收入 41.5 亿元，同比大幅增长 147%，占比达 35%，国内市场的线上渠道主要包括泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、抖音平台以及其他线上渠道，海外市场的线上渠道主要包括泡泡玛特官方网站、Shopee、TikTok 平台等。而 TOP TOY、布鲁可、卡游线上渠道销售收入占比不足 10%，乐自天成 22%。

图表 54. 从线上、线下渠道区分来看，TOP TOY、布鲁可、卡游、乐自天成仍主要以线下渠道为主，泡泡玛特相对均衡

2024年潮玩企业线上线下渠道销售收入占比



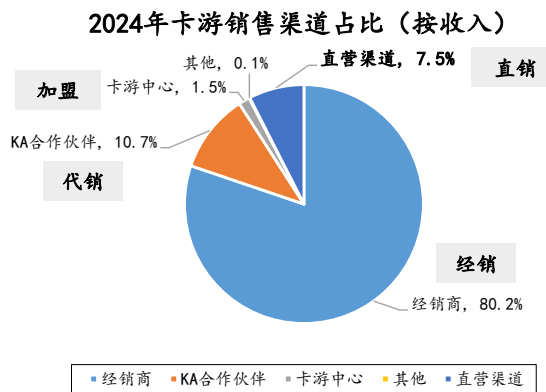
资料来源：公司公告，中银证券

其他公司走的是多元渠道并举、线下为主的路径，其中卡游直销、加盟、代销、经销四种模式均有涉及，渠道最广；TOP TOY 涉及直销、经销、加盟三种模式；乐自天成、布鲁可涉及直销、经销、代销三种模式。卡游（非直销收入占比 92%）、TOP TOY（线下非直销收入占比 83%，线上直销与非直销比例未披露）、乐自天成（非直销收入占比 69%）、布鲁可（线下非直销收入占比 93%，线上直销与非直销比例未披露）的非直销模式占比更高。我们认为，多元渠道并举的优势在于快速高效触达更广的消费群体，但也同时要注意可能会引起价格冲突、管理风险、品牌管控风险等问题，且过度依赖单一的合作伙伴或者是母公司渠道也可能削弱独立性与议价能力，例如 TOP TOY 24 年销售收入的 48% 均是通过经销商名创优品售卖的，虽然帮助品牌触达更广阔的消费群体，但同时要注意“去依赖化”。

具体来看：

卡游：1) 直销：截至 2024 年末拥有 32 家线下卡游旗舰店以及 13 家线上自营店；2024 年直销渠道收入 7.5 亿元，占比仅 7.5%。**2) 非直销：①经销：**截至 2024 年末，公司拥有 217 个经销商，2024 年经销商取得的销售收入为 80.7 亿元，占比 80.2%。**②代销：**截至 2024 年末，公司拥有 39 名零售 KA 合作伙伴（主要是知名超市、其他零售门店、电商平台），2024 年 KA 合作伙伴 10.7 亿元，占比 10.7%。**③加盟：**公司 2023 年开始通过加盟商经营的卡游中心实现销售渠道多元化。截至 2024 年末公司拥有 351 个卡游中心，卡游中心一般为各地的小型零售门店，公司选取具备零售经验、门店运营及管理经验、了解卡游产品的加盟商合作，加盟商负责卡游中心的日常运营，在店铺布局设计及装修、货架陈列、产品定价、存货管理、财务管理及人力资源管理方面，各卡游中心均需要遵守公司的规范指引。2024 年来自卡游中心产生的收入为 1.5 亿元，占比 1.5%。

图表 55. 卡游 2024 年直销渠道收入占比仅 7.5%，经销渠道占比 80.2%，代销渠道占比 10.7%，加盟模式占比 1.5%

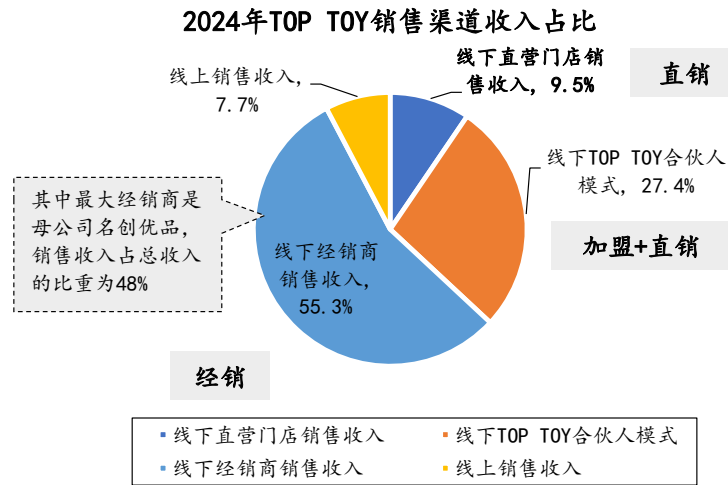


资料来源：卡游招股说明书，中银证券

TOP TOY：公司线下的销售渠道包括直营门店（直销模式）、线下经销商（经销模式）、TOP TOY 合伙人模式（公司独特模式，融合了直销与特许经营两种模式的特征）及线上渠道（线上渠道通过公司在第三方电商平台的直营门店及线上经销商开展，但公司未披露拆分数据）。**1) 直销：**截至 2024 年末，公司拥有 40 家直营门店。2024 年直营门店销售收入 1.7 亿元，收入占比为 9.5%。**2) 非直销：①经销：**截至 2024 年末，公司拥有 29 个经销商。2024 年线下经销商收入 10.1 亿元，占比 55.3%。需要特别注意的是，TOP TOY 借助母公司名创优品渠道实现广阔的消费者触达，名创优品是公司最大的经销商，2024 年公司通过名创优品售卖的产品销售额为 9.2 亿元，占公司销售收入的 48%。**②行业内独特的 TOP TOY 合伙人模式：**截至 2024 年末，公司拥有 236 家 TOP TOY 合伙人门店。2024 年 TOP TOY 合伙人模式收入 5.0 亿元，占比 27.4%。

公司明确了 TOP TOY 合伙人模式是一种混合门店运营模式，融合加盟模式与直营连锁模式的优势。公司与 TOP TOY 合伙人的合约（主要包括销售协议、加盟协议、管理咨询协议及门店装修协议）期限通常不超过三年。依托行业及运营经验、经市场验证的商业模式以及成熟的供应链，公司为 TOP TOY 合伙人提供全面的门店管理和咨询服务，而 TOP TOY 合伙人则承担资金投入和营运开支。这种类直营业务模式让公司和 TOP TOY 合伙人得以发挥各自的优势，推动门店快速增长，同时实现开店高成功率。盈利模式方面，公司为 TOP TOY 合伙人提供门店管理和咨询服务，以收取门店管理与咨询服务费以及基于销售的特许权使用费，TOP TOY 合伙人应于每个营业日结束时按店内销售收入的低个位数百分比支付相关费用，同时公司保留门店库存所有权直至产品售予消费者，并按事先约定比例获取销售额分成，而 TOP TOY 合伙人可保留余下店内销售收入。TOP TOY 合伙人不得在非指定地点开设门店，且只提供由公司供应的产品。经公司书面同意，可在公司建议零售价的 5% 范围内，设定拟在店内销售的相同产品的零售价。

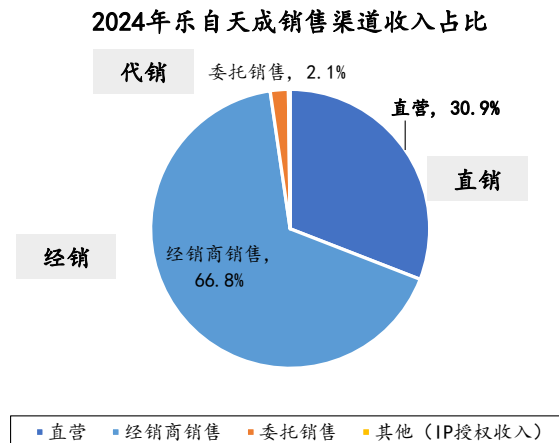
图表 56. 2024 年 TOP TOY 线下直销渠道收入占比 9.5%，独特的合伙人模式收入占比 27.4%，线下经销模式收入占比 55.3%



资料来源：TOP TOY 招股说明书，中银证券

乐自天成：①**直销：**截至 2024 年末，公司拥有直营品牌门店 10 家。2024 年公司直营销售收入 1.9 亿元，占总收入的比重为 30.9%。②**经销：**截至 2024 年末，公司拥有经销商 426 个，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、交通枢纽连锁店等，还有少数为博物馆、游乐场及旅游景点的礼品店。2024 年公司经销商销售收入 4.2 亿元，占比 66.8%。③**代销：**截至 2024 年末，公司拥有委托销售合作伙伴 23 个，主要是博物馆、游乐场及旅游景点。2024 年公司委托销售收入 1343 万元，占比 2.1%。公司经销商与委托合作伙伴的本质区别在于存货所有权，经销模式下，经销商拥有存货所有权，且除瑕疵问题，一般不允许退回；委托销售模式下，未售出的产品仍属于乐自天成的资产，协议期限结束后未售出的产品可以退回。

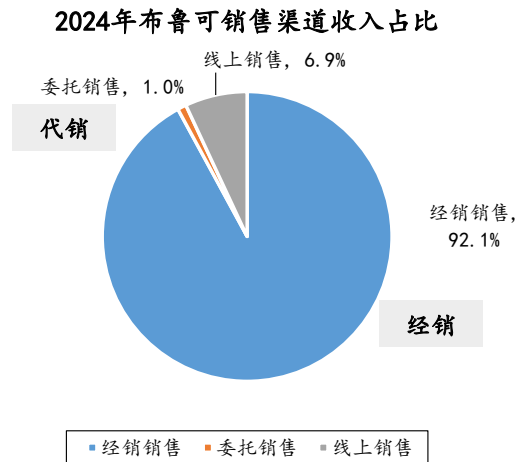
图表 57. 2024 年乐自天成直销渠道收入占比 30.9%，经销渠道收入占比 66.8%，代销渠道收入占比 2.1%



资料来源：乐自天成招股说明书，中银证券

布鲁可：主要通过经销渠道进行销售，占比超过 9 成，模式与乐自天成基本相同。①**经销：**截至 2024 年 6 月末的经销商数量为 511 个，2024 年末数据未披露。2024 年经销商销售收入 20.6 亿元，占总收入的比重高达 92.1%。②**代销：**截至 2024 年末，公司委托销售合作伙伴有 3 个。2024 年委托销售收入 0.2 亿元，占比 1.0%。

图表 58. 2024 年布鲁可经销渠道收入占比 92.1%，代销渠道收入占比 1.0%



资料来源：公司公告，中银证券

3.4 财务表现：泡泡玛特、卡游收入规模较大、增长较快；利润率较高

从财务指标表现来看，泡泡玛特和卡游收入规模较大、增长较快、利润率较高。

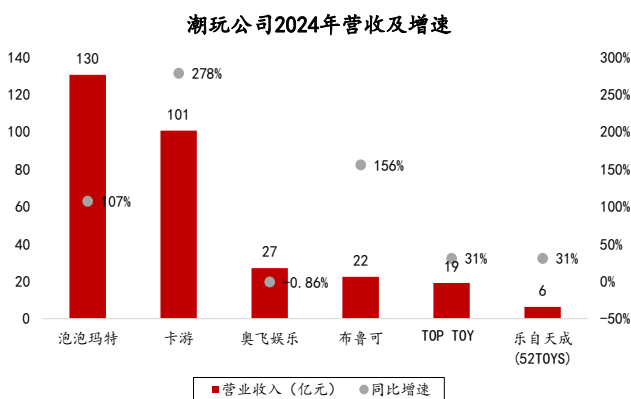
泡泡玛特的营收规模最大，2024 年达 130 亿元，卡游也有 101 亿元，收入规模明显大于其他公司，布鲁可 2024 年收入 22 亿元，TOP TOY 收入 19 亿元，奥飞娱乐 27 亿元（但玩具销售仅为 10 亿元，其他收入为婴童用品收入 12 亿元，占比 45%，影视类收入 4 亿元，占比 15%），乐自天成仅 6 亿元。

从营收增速来看，2024 年泡泡玛特、布鲁可、卡游收入均翻倍；乐自天成、TOP TOY 均增长超过 3 成，奥飞娱乐同比下滑（玩具销售同比下降 12%）。

不过业绩分化较大，泡泡玛特、卡游、TOP TOY 实现盈利，2024 年归母净利润分别为 31、45、3 亿元，布鲁可、乐自天成、奥飞娱乐亏损。

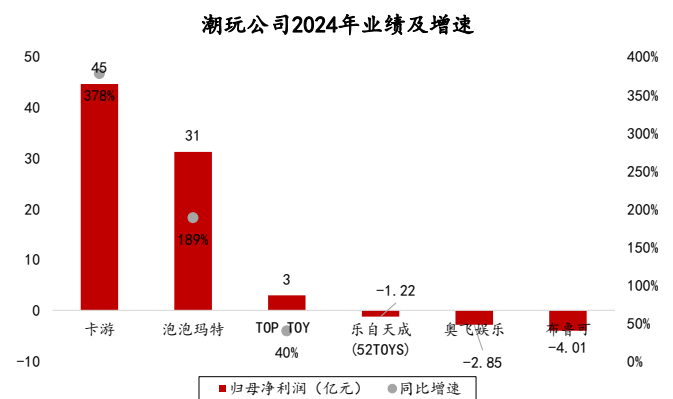
其中卡游的毛利率最高，达到 67.3%，因卡牌产品的成本较低及拥有自有工厂，能更好地控制生产进度、产品质量和成本。

图表 59. 泡泡玛特的营收规模最大，2024 年达 130 亿元，卡游也有 101 亿元，收入规模明显大于其他公司



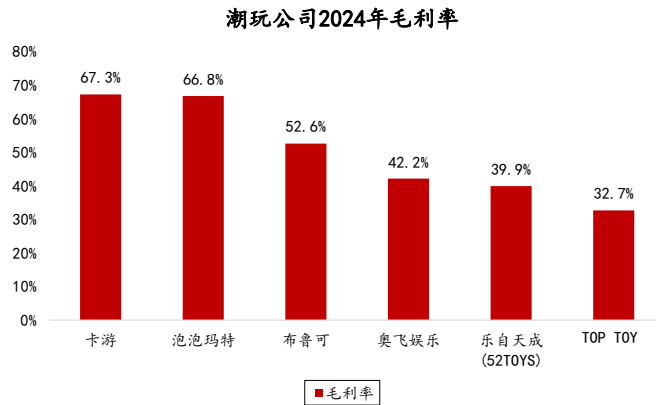
资料来源：公司公告，中银证券

图表 60. 业绩分化较大，泡泡玛特、卡游、TOP TOY 实现盈利，布鲁可、乐自天成、奥飞娱乐亏损



资料来源：公司公告，中银证券

图表 61. 卡游的毛利率最高，达到 67.3%



资料来源：公司公告，中银证券

3.5 还有一些非潮玩为主业的上市公司也在积极布局潮玩行业

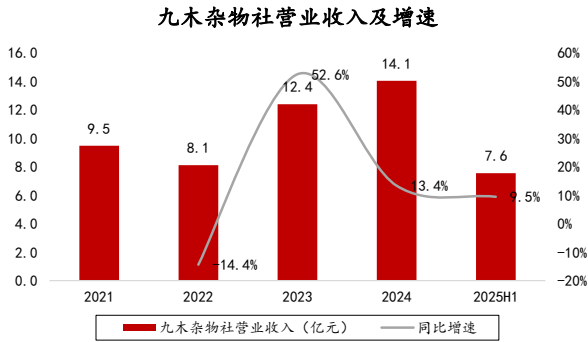
同时，还有其他的一些非潮玩为主业的上市公司也正在积极布局潮玩行业。

典型公司有：

1) **乐华娱乐 (02306.HK)**：公司核心业务是艺人管理，但也在 2024 年开始布局了潮玩 IP 孵化及运营。2024 年 12 月 31 日，公司子公司天津壹华与深圳熠起（WAKUKU IP 所在公司，于 2020 年成立）联合创立了与华同行，分别持股 51% 与 49%，作为 WAKUKU 等潮玩 IP 的孵化及运营平台。早在 2024 年 5 月深圳熠起就推出 WAKUKU 盲盒产品，2024 年年底 WAKUKU 搪胶毛绒系列上市，但 WAKUKU 的热度大幅提升得益于明星效应的带动。深圳熠起与天津壹华的合资公司与华同行法定代表人是乐华娱乐的执行董事兼总裁孙一丁，合资公司推出后，2025 年 WAKUKU 频繁和乐华娱乐旗下艺人一起出现在公众视野。WAKUKU 系列产品曾频繁出现在虞书欣、章若楠、戚薇、程潇、丁禹兮等众多名人的生活场景以及社交媒体账号。由此可见，在艺人管理公司的带动下，“明星+潮玩”模式能够更好玩转。

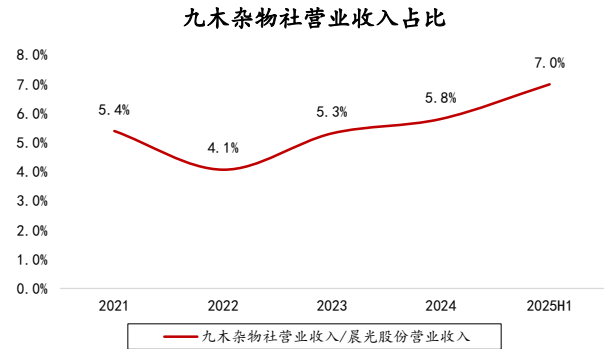
2) **晨光股份 (603899.SH)**：主营业务是零售业及文教办公用品制造与销售，但公司也正在积极布局年轻人喜爱的 IP 与二次元产品，加速文具产品的文创化，用 IP 赋能文具，让产品兼具实用价值、兴趣价值和情绪价值。旗下九木杂物社（持股 85%）聚焦潮玩、二次元周边等品类的新零售业务，是一家文创潮玩集合店，采用“自有产品+联名合作+第三方品牌”的混合模式。九木杂物社拥有部分自有产品线，如部分文创文具、益智玩具、家居用品等，这些产品通常带有“九木杂物社”品牌标识，由晨光集团或其关联公司研发、生产；也有联名合作产品，九木杂物社与多个知名 IP（如 Lulu 猪、卓大王等）合作推出联名产品，包括文具、玩偶、装饰品等，通过联名设计、包装和营销，成为九木杂物社的特色商品；同时店内也销售部分第三方品牌的产品，如一些进口文具、家居用品、美妆产品等，这些产品由其他品牌生产，九木杂物社通过采购渠道引入销售。九木杂物社 2016 年创立，自 2018 年 7 月开始启动加盟，加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳合同保证金和装修费款项，加盟门店的租金、人员工资、水电费等营运费用由加盟商承担。店铺主要分布在各城市核心商圈的优质购物中心，是公司基于文创生活的新零售模式的探索。截至 2024 年末，公司在全国拥有 741 家九木杂物社。2024 年，九木杂物社实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 13.4%，占公司总营收的比重为 5.8%；2025 年上半年实现营收 7.6 亿元，同比增长 9.6%，营收占比提升至 7.0%。受线下消费场景的不利影响，九木杂物社 2021、2022 年持续了一段时间的亏损，2023 年末才实现首次盈利（净利润 2573 万元）。目前九木杂物社仍处于扩张阶段，2024 年再度出现了 1244 万元的亏损。而奇只好玩作为公司旗下独立潮玩品牌以自主 IP 孵化、IP 运营、品牌联合开发、潮玩衍生为核心经营模式，关注年轻消费者的情绪价值和价值主张，积极布局二次元 IP 领域。通过自主 IP 孵化和与国内外热门 IP 合作相结合的方式进行 IP 产品矩阵的深度运营，奇只好玩与《原神》等热门 IP 合作推出的周边产品（如书写笔记本、亚克力立牌等），通过晨光股份的零售渠道（如九木杂物社、晨光生活馆）进行销售，实现了“文具+潮玩”的产品融合，在产品之上建立起与用户更深层次的了解和沟通。2024 年奇只好玩快速成长，与国内外多款经典 IP 合作输出的谷子和文具产品，获得市场的良好反馈。

图表 62. 2024 年，九木杂物社实现营业收入 14.1 亿元，同比增长 13.4%



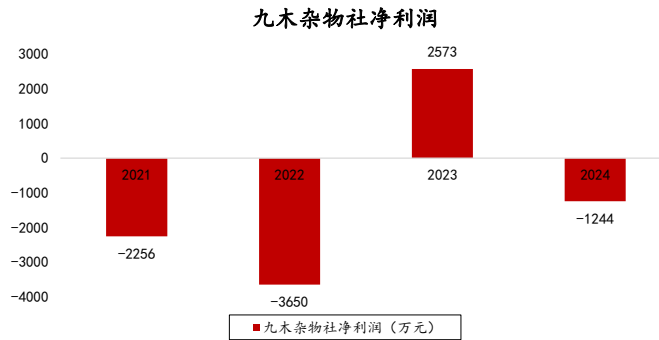
资料来源：晨光股份年报，中银证券

图表 63. 2025 年上半年九木杂物社营收占晨光股份总营收的比重提升至 7.0%



资料来源：晨光股份年报，中银证券

图表 64. 九木杂物社 2021、2022 年持续了一段时间的亏损，2023 年末才实现首次盈利，目前九木杂物社仍处于扩张阶段，2024 年再度出现了 1244 万元的亏损



资料来源：晨光股份年报，中银证券

4 未来潮玩出海预计将进一步加速，头部中国潮玩品牌继续布局全球化版图

4.1 潮玩出海正在从产品出海向品牌出海转型，头部中国潮玩品牌布局全球化版图

从全球范围来看，目前潮玩市场仍处于快速发展阶段。根据弗若斯特沙利文报告，全球潮流玩具行业市场规模在 2024 年达到 380 亿美元。12 岁以上的大童群体已成为潮流玩具的消费主力，弥补了全球玩具市场因出生率下降所带来的损失。

1) 2024 年北美洲潮玩市场规模达 122 亿美元，占比 32%，是全球最大的市场。根据 Circana 数据，18 岁及以上的成年玩具消费者在 2025 年贡献了美国玩具市场约 20% 的销售额，如果将范围扩大到 12 岁及以上人群，这一比例高达 33%。根据美国玩具协会 2025 年的研究，高达 81% 的家长表示，会将玩具或游戏列入自己的节日愿望清单，该比例较 2024 年增长了 9 个百分点。

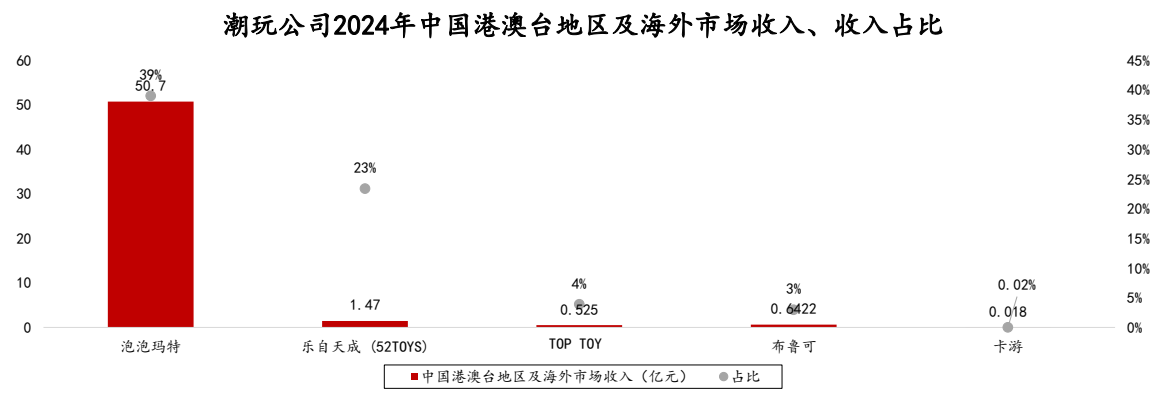
2) 2024 年欧洲潮玩市场规模为 106 亿美元，占比 28%，是全球第二大市场。在欧洲，五大主要经济体（德、法、英、意、西）中，12 岁以上青少年和成年人在 2023 年的玩具消费达到 45 亿欧元，自 2022 年以来增长了 2.5%，目前占玩具总消费的 28.5%。

3) 亚洲（除中国以外）的市场规模占比 15%，2024 年潮玩行业市场规模达 55 亿美元。日韩等成熟市场，潮玩消费“大童”化趋势日益明显，东南亚等新兴市场增速较快。

潮玩出海正在从产品出海向品牌出海转型。2022 年被全球潮玩龙头企业泡泡玛特定义为“出海元年”，各大中国潮玩品牌加速出海。在 2022 年之前，泡泡玛特、52TOYS、ToyCity（城仕文化，东莞企业，产品远销美国、加拿大、韩国、泰国、新加坡、马来西亚、英国等，已经开发了多个不同国家和地区的渠道合作代理商；通过与迪士尼授权合作的契机，借助迪士尼的全球影响力搭建海外销售平台）多以授权海外代理销售产品等形式，2022 年之后，中国潮玩企业实现从产品出海到品牌出海的转型。从各品牌拓展海外业务的具体方式可以发现，目前以泡泡玛特、名创优品为代表，市占率较高的行业龙头更倾向于采用直营的方式经营海外业务；而对于潮玩行业中市场份额占比较低的其他品牌则更倾向于采用跨境电商、分销、代销和海外代理等多种渠道结合的方式扩展海外业务。从目前已知的一众潮玩品牌出海的案例来看，基本都是遵循以下路线：选择普适性强的 IP 产品经当地经销商铺货，同时通过本地电商渠道建立认知度，后续再通过实体门店（如快闪店、旗舰店、主题店等形式）、本土艺术家挖掘、IP 采购、本土化营销等方式更直接触达消费者，在深耕零售业务的同时，推广潮玩文化。

我们对比了典型潮玩公司在中国港澳台地区及海外市场的表现，2024 年中国港澳台地区及海外市场贡献的收入增速普遍较高，其中泡泡玛特、52TOYS 在中国港澳台地区及海外市场的收入贡献度相对较高，占比分别为 39%、23%，其他公司的占比均不足 5%，目前尚未形成全球影响力和优势。

图表 65. 泡泡玛特、52TOYS 中国港澳台地区及海外市场的收入贡献度相对较高，占比分别为 39%、23%



资料来源：公司公告，中银证券

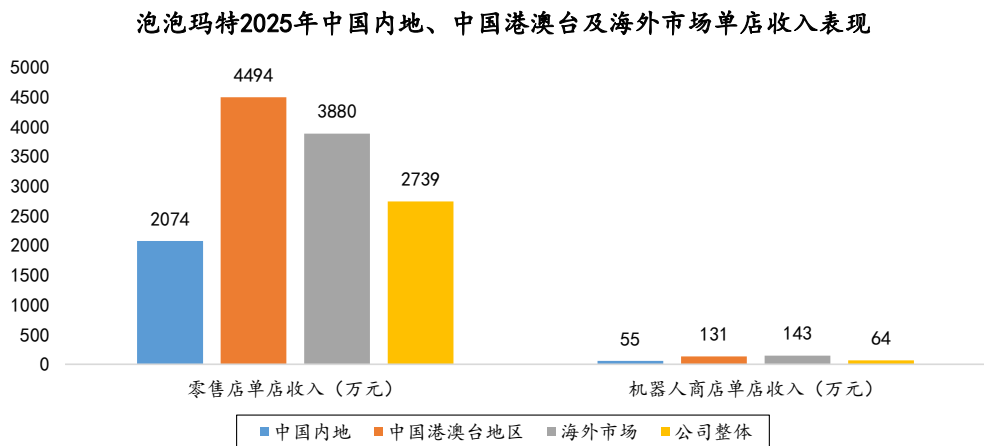
未来潮玩出海预计将进一步加速，头部中国潮玩品牌布局全球化版图。

1) **泡泡玛特**：海外市场已经形成新的增长极。截至 2025 年末，泡泡玛特海外门店达到 185 家，机器人商店 241 台，基本上覆盖了韩国、日本、法国、英国、澳大利亚、丹麦、德国、加拿大、菲律宾等国家市场。2025 年公司海外市场线下零售店及机器人商店销售收入 75.2 亿元，同比增长 235%，其中零售店收入 71.8 亿元，同比增长 231%，单店收入高达 3880 万元，远超中国内地同期的单店收入（2074 万元）；机器人商店收入 3.44 亿元，同比增长 326%，单个机器人商店的收入为 143 万元，远超中国内地同期的单个收入（55 万元）。泡泡玛特海外线上销售渠道也快速增长，2025 年线上销售收入 79.1 亿元，同比增长 469%。同时，公司加速产能建设，目前全球六大生产基地已全面落地，覆盖中国、东南亚及南美洲墨西哥等地。2026 年 1 月，泡泡玛特宣布将伦敦定为欧洲总部，未来计划在英国新增 7 家线下门店，并在欧洲各地拓展 20 家门店，持续深化欧洲市场布局。

2) **52TOYS**：于 2023 年 12 月，在泰国开设首家海外直营店，迈出其实施的“海外百店计划”的关键一步，2024 年海外市场收入 1.47 亿元，同比增长 152%，占比已经达到总收入的 23.4%。目前，公司正积极推动从产品出海向品牌出海转变，目前海外市场已覆盖东亚、东南亚部分区域及北美、欧洲重点市场，遍及日本、韩国、新加坡等 30 多个国家和地区，且在 IP 产品研发中融入本土化元素适配区域需求，例如在泰国推出的 Pouka Pouka 榴莲宝宝搪胶毛绒；2026 年，其将重点推进全球化品牌建设，通过积极参与海外展会、加大品牌宣传力度，直接触达更多海外消费者。

3) **TOP TOY**：于 2025 年 3 月宣布启动全球化战略，明确未来 5 年目标，计划覆盖全球 100 个国家核心商圈，开设超 1000 家门店。

图表 66. 泡泡玛特海外以及中国港澳台市场的单店收入显著高于中国内地



资料来源：公司公告，中银证券

4.2 潮玩出海都离不开差异化潮流洞察和本地化运营

我们认为，潮玩出海可以有以下“打法”：

1) **签约本地化 IP 与联名协同**：签约/共创当地艺术家 IP，基于各区域偏好调整主推 IP 与审美风格；叠加跨界联名与在地化限定，显著提升在地渗透与溢价能力。例如泡泡玛特的 IP CRYBABY 之所以能在泰国形成较强本地影响力，主要跟 CRYBABY 的艺术家 Molly Nisa Srikumdee 是泰国本土艺术家有很大关系，属于与当地艺术家一起打造的适合本地文化的 IP；再比如泡泡玛特还签约了美国本土的热门 IP 叛桃 Peach Riot（由美国洛杉矶插画师 Libby Frame 创作的美国本土 IP），推出相关盲盒产品，精准契合了北美朋克文化和女性反叛叙事；2026 年初，泡泡玛特以毛绒公仔挂件盲盒形式在欧美市场推出了 SKULLPANDA 与“小马宝莉”联名产品，利用了当地国民级 IP 的影响力（小马宝莉是美国玩具巨头孩之宝创造的超级 IP），在欧美社交媒体引发大量讨论，销售表现亮眼。

2) **打造在地化限定产品**：打造融入目标市场本土化元素的产品作为当地限定款发售。例如 52TOYS 在泰国推出的 POUKAPOUKA 榴莲宝宝搪胶毛绒、在新加坡推出的 CiCiLu 鱼尾狮手办等；泡泡玛特在 2025 年 12 月菲律宾首店开业之季，推出身穿菲律宾特色传统服饰的 Hirono 区域限定形象。这都更加贴合当地市场需求，也有助于提高品牌在当地的认知度，增强亲和力。

3) **将自身有影响力与知名度的 IP 广泛授权**: 通过广泛授权让 IP 出现在更广泛的产品上, 深度嵌入全球消费者的生活场景当中。日本品牌三丽鸥主要是通过这种路径实现全球化, 其 2025 年财年中收入的 55% 均来源于授权收入。

4) **供应链全球化配置**: 以“品牌力+工业化能力”为基底, 适用于产品不依赖 IP、文化壁垒低的潮玩公司, 全球化过程中更强调产品品质与供应链效率, 采取“各地区自有工厂+渠道体系铺设”, 在重点新市场快速开店与设厂以提升市占率。丹麦品牌乐高就是以这种方式, 在重点区域自建工厂与渠道, 形成质量、效率与品牌的闭环。

5) **社媒深度运营、借力当地 KOL 营销**: 例如伦敦品牌 Jellycat 在出海扩张时, 特别注重海外社媒平台, 不仅在官方账号保持高频更新, 还在社媒平台上与各国的头部 KOL 合作, 在美国市场与知名 YouTube 博主 Lilly Singh 合作, 推出了一系列关于 Jellycat 毛绒玩具的开箱和使用体验视频, 迅速登上热搜, 促进了其销售量在美国市场大幅增长。

6) **借力本土渠道与平台, 构建渠道同盟**: 借力本土零售渠道, 与目标市场的本地零售巨头、便利店、玩具专卖店、潮玩集合店(如当地头部潮玩店)合作, 通过铺货、联名开店(如快闪店)或自动贩卖机等形式, 快速实现渠道渗透, 降低自建门店的试错成本; 借力跨境电商与社交电商, 利用跨境电商平台(如亚马逊、Shopee、TikTok 等)的流量红利, 与平台上的头部达人、买手店、MCN 机构合作, 通过直播带货、内容营销(短视频、图文)实现精准获客与销售转化; 借力行业联盟与展会资源。

7) **通过文化输出实现全球化**: 通过全球性的电影、动画片、游戏等载体, 实现了文化的“软输出”。当然, 这也是难度最高的, 并非所有的内容都可以轻松做到文化输出并最终形成品牌, 我们认为, 全球化的“文化通用”IP 需要把普世、好看、强情绪的故事, 装进可共处、可延展的世界观当中, 契合不同文化人群的价值共鸣, 夯实全球传播基础。例如迪士尼《疯狂动物城》就系统性地把价值观与普世情感转译为全球化、可消费的文化符号, 实现商业闭环与长期文化输出。主创强调“提供一个可长期共处的世界”, 让观众把投射带入现实生活, 精准提供“陪伴感、治愈感”等情绪价值, “狐兔 CP”成为跨文化的讨论与传播引擎。再用迪士尼“内容—体验—商品”的协同转化为长期、多场景的情感与消费关系。电影成功转化为乐园客流、流媒体订阅与全球授权热销, 2024 年《疯狂动物城》授权商品零售额达 620 亿美元。

图表 67. CRYBABY 与其泰国艺术家 Molly Nisa Srikumdee



资料来源: 看见泰国, 中银证券

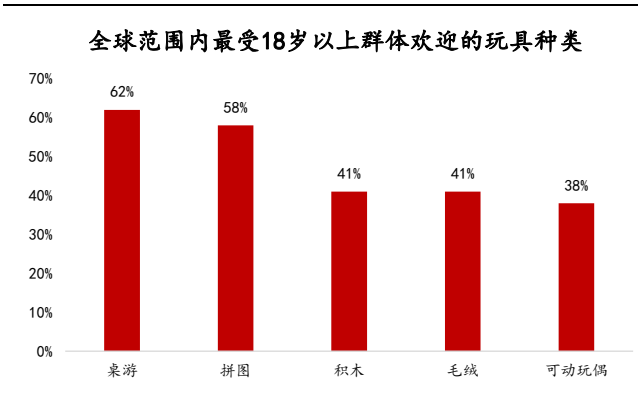
图表 68. 泡泡玛特签约美国本土的热门 IP 叛桃 Peach Riot, 推出相关盲盒产品



资料来源: 方木小院, 中银证券

由于潮流本身所具有的文化属性，对于中国潮玩出海来说，做好本地化、迎合当地消费者的文化认同就显得非常重要。根据国际市场调研机构 The BrandTrends 对全球 34 个国家和地区共计 14.5 万名 18 到 65 岁网友的调查，在全球范围内最受 18 岁以上群体欢迎的前五类玩具为桌游（62%）、拼图（58%）、积木（41%）、毛绒（41%）和可动玩偶（38%）。分区域来看，亚洲最爱拼图、桌游和玩偶，美洲是毛绒，欧洲更爱积木，中东和非洲则是模型车。这些载体一旦加上了当地受欢迎的潮流 IP，就可能诞生热销潮玩品类。

图表 69. 在全球范围内最受 18 岁以上群体欢迎的前五类玩具为桌游（62%）、拼图（58%）、积木（41%）、毛绒（41%）和可动玩偶（38%）



资料来源：中外玩具网，The BrandTrends，中银证券

图表 70. 分区域来看，亚洲 18 岁以上群体最爱拼图、桌游和玩偶，美洲是毛绒，欧洲更爱积木，中东和非洲则是模型车



资料来源：中外玩具网，The BrandTrends，中银证券

就目前的出海情况来看，主要有欧美、日韩、东南亚三大目标市场。

1) 欧美市场：市场空间大，但文化壁垒强，对于中国潮玩公司来说，拓展难度相对较大。主力消费人群的年龄层是最高的，在 25-40 岁甚至 45 岁，所以喜好相对传统、固定，要求也高。最受美国大童欢迎的玩具类型是可收集/可收藏玩具、毛绒玩具、玩偶。除了潮流感之外，还看重怀旧感、娱乐感和年轻感。受欢迎的 IP 主要有漫威、星战这类超级英雄和科幻类动漫、电影 IP，NBA 和 NFL（美国职业橄榄球大联盟）等展现力量、挑战极限精神的 IP，以 KAWS 等为代表的街头文化 IP。

2) 日韩市场：由于其自有体系成熟，需曲线切入。受发达的二次元、动漫产业、娱乐产业影响，日韩拥有成熟的潮玩市场，主力消费群体的主要年龄段在 15-40 岁，男女比例相对均衡，例如高达、假面骑士等拼装模型更受男性消费者青睐，而女性消费者则更加中意“卡哇伊”、精致、治愈风格类型产品。消费者偏爱本地文化属性强的 IP，当地竞争者众、运营模式拥有自成一套的成熟体系，且潮流更新迭代速度极快，难度较大。针对日韩具有明显自有体系的市场情况来看，中国潮玩企业需要借当地的资源的切入：比如用自有品牌的情况下，借势当地人气 IP 和运营；用自有原创 IP 的情况下，在表现形式和内容叙事时，融入当地文化的内核特质。例如我国的潮玩企业十二栋文化在进军日本市场时，选择了和日系风格非常类似的长草颜团子，通过和日本潮玩巨头万代南梦宫合作，进驻旗下扭蛋机渠道，还有表情包、漫展、图书等内容方式打开知名度。

3) 东南亚市场：与中国内地相似度较高，可以复制中国模式。东南亚地区近年经济发展速度快、互联网渗透率高，且整体年轻的消费者对于新鲜的潮玩文化接受度较高，加上华人占比高、消费喜好相似等优势，用户特征也和国内接近，年龄集中在 20-35 岁，女性群体占比较高，令其成为我国潮玩企业出海的重点区域，也是最容易复制中国运营经验的地区。除此之外，东南亚消费群体，对全球知名度高的欧美日系 IP 接受度高的同时，对独立艺术家尤其是本土艺术家设计的潮流 IP 接受度也很高。

我们认为，潮玩出海都离不开本地化潮流洞察和差异化运营。“卖产品”只是潮玩出海的初级阶段，品牌文化与 IP 生态出海才是潮玩出海的高级阶段。目前中国潮玩品牌出海在东南亚地区成效最显著，在日韩、欧美地区因潮流文化话语权相对较弱。但中国潮玩品牌有着供应链、价格、迭代快速的优势，而且更加擅长面向女性、年轻群体，与海外其他潮玩品牌形成差异化竞争。虽然与海外市场有着明显的文化的壁垒，可通过寻找共性，有针对性地进行区域化运营，输出中国潮玩的理念，从而在潮玩市场获得一席之地。

5 自带内容的国潮文化 IP 未来潜力较大；“潮玩+文旅”的结合将从追求热度转向锻造厚度

5.1 国潮文化 IP 最大的优势是自带深厚的 IP 内容，或成为未来新风口

国潮文化 IP 最大的优势是自带深厚的 IP 内容，或成为未来新风口。国潮文化 IP，是指以中华优秀传统文化为根基，结合现代流行时尚、创新设计和多元媒介，将中国文化、符号与精神以 IP 形态进行创意转化、延伸和商业运营的内容与形象集合体。国潮文化 IP “自带内容属性”，具备历史文化内涵与故事基因，并且大众认知度高，刚好弥补了当前很多潮玩企业自有 IP 缺乏内容的不足。国潮文化 IP 往往来源于中国传统历史、美学、非遗技艺或文学作品，比较典型的有故宫、敦煌、兵马俑、四大名著、山海经等，这类 IP 本身承载着丰富的历史文化故事、审美情怀和民间传说，具备“内容即 IP”的原生属性。经典形象（如葫芦兄弟、黑猫警长、大闹天宫等）的故事、人物设定、象征意义都已成为内容资产，便于持续讲述、迭代、再创作，支撑长线运营。因此，国潮文化 IP 正成为潮玩企业持续开发、内容营销和多场景变现的核心资源。

图表 71. 国潮文化 IP 分类



资料来源：中银证券

兼具传统底蕴与现代创新，目前已经涌现出众多具有代表性的国潮文化 IP 形象和内容。主要分类有：

- 1) 文博类 IP。**例如，故宫博物院、中国国家博物馆、三星堆博物馆、敦煌研究院等。博物馆拥有丰富的文物藏品资源，博物馆文创产品的设计元素均来源于对藏品的深入研究和挖掘。例如，故宫“海水江崖”系列设计元素取自织绣龙袍和青花瓷器，“动意盎然”系列领带设计灵感来自郎世宁绘画作品，52TOYS 的“敦煌飞天”系列设计元素取自敦煌研究院的飞天纹样等。通过邀请文物专家参与研发，确保产品既体现文化深度，又符合现代审美。过去博物馆类文化产品注重历史性和知识性，但缺乏趣味性和实用性，与年轻消费者的需求存在差距，为吸引更多的公众、推广传统文化，方式之一就是设计出既具文化内涵又实用、有趣的文创产品，如朝珠耳机、手机壳、故宫娃娃等，让博物馆文化融入人们的日常生活，将文化内涵与实用功能相结合。这些文创产品对于文化的影响力和传播力起到推动作用。原来博物馆的藏品只能看，不能带走，现在，有了这些文创产品，观众可以把博物馆文化带回家。因此落地到文创产品上的 IP 实质上是博物馆的馆藏文物衍生 IP，这类 IP 源于传统文物，经数字化修复或二次创作后成为可商用的 IP。
- 2) 传统文化 IP。**
 - ①传统工艺技术，例如，大漆、唐三彩、珐琅、刺绣（苏绣、蜀绣等）、剪纸、泥塑、木雕、陶瓷烧制等。
 - ②传统技能与知识体系，例如，茶道、中医、武术、太极拳、棋艺、书法、国画等。
 - ③经典文学作品，例如，四大名著（《红楼梦》《西游记》《三国演义》《水浒传》）、诗词曲赋（《诗经》《楚辞》、唐诗、宋词、元曲、明清小说）、古籍（《山海经》）等；
 - ④表演艺术，例如，传统音乐（古琴、二胡、古筝等传统乐器、民歌等）、传统舞蹈（汉唐舞、敦煌舞等民族舞）、戏剧（京剧、昆曲、川剧等各类地方戏）、其他（评书、相声、皮影戏等）。
 - ⑤思想与哲学体系，例如，儒家、道家、佛家思想等诸子百家思想。
 - ⑥民俗习惯，例如，传统节日（春节、端午节、中秋节等）、地方性节日（傣族泼水节）、地方性饮食文化与菜系等。
 - ⑦民间传说与神话，例如，盘古开天辟地、女娲补天、后羿射日、嫦娥奔月等。传统文化 IP 实质是传统文化艺术的活态传承，例如景德镇瓷器的传统纹样、苏州刺绣的经典图案、川剧脸谱图案、文学或传说中的形象或故事等，经规范整理后进行商业授权使用，均成为了国潮服饰、潮玩、文创产品等重要设计源头。
- 3) 国产动漫 IP。**例如，葫芦兄弟、黑猫警长等长期经典国产动画 IP，中国奇谭、《浪浪山小妖怪》、《哪吒之魔童降世》、《异人之下》等近些年热度较高的国漫，大量授权开发衍生品、游戏、潮玩等。
- 4) 国产游戏 IP。**例如，原神、星穹铁道、黑神话 悟空、王者荣耀、蛋仔派对等国产顶级游戏 IP，推动国产潮玩、卡牌、动漫改编、跨界联名潮流。
- 5) 新文学 IP。**例如，三体、庆余年、斗罗大陆、斗破苍穹、全职高手等小说或网文作品，在垂直领域的应用较为广泛，动漫、影视、游戏、潮玩周边均有涉及，IP 商业化价值高。
- 6) 现象级在地 IP。**例如熊猫“花花”，熊猫“花花”主体归属于成都大熊猫繁育研究基地，是成都乃至中国文旅及文创经济的标志性 IP，“花花”已成为成都城市 IP 的现象级核心资源，被授权开发文创产品、主题活动、旅游衍生品等。头部文创企业（如元隆雅图）已联合成都大熊猫繁育研究基地开展熊猫“花花”IP 文创产品的授权合作，将其定义为“国潮文化 IP”范畴，结合城市、国潮、在地文化等多重内涵进行产业化运营。

图表 72. 文博类 IP 案例：故宫博物院合作 IP



资料来源：IP 授权通，中银证券

图表 74. 国产动漫 IP 案例：瑞幸×浪浪山小妖怪、九木杂物社×浪浪山小妖怪、库迪咖啡×异人之下、泡泡玛特×哪吒



资料来源：IP 赋能品牌研究院，经济晚报，IP 授权说，中银证券

图表 73. 传统文化 IP 案例：Casetify×非遗大漆、旺旺集团×唐三彩



资料来源：LEC 授权展，中银证券

图表 75. 国产游戏 IP 案例：雀巢×原神、中国邮政×王者荣耀



资料来源：smartgo，中国邮政，中银证券

图表 76. 新文学 IP 案例：海澜之家 x 三体



资料来源：海澜之家官方旗舰店，中银证券

图表 77. 现象级在地 IP 案例：熊猫“花花”



资料来源：成都市对外文化交流中心，中银证券

5.2 “潮玩+文旅”的结合已经成为一种趋势，将从追求热度转向锻造厚度

旅游地 IP 是对城市中特有文化要素进行提炼和挖掘后进行的二次创意。它通过内容叙事、符号创意和体验赋能，将当地特色景点或本地文化元素等转化为可感知、可消费、可传播的品牌符号，具有独特辨识度，亦有助于推动区域文旅发展。有些国潮文化 IP（包括我们上述提到的一部分）同时也带有一定文旅属性。但除此之外，旅游地 IP 还可以分成几种分支。

可以分为：①自然景观，例如普陀山、黄山、九寨沟、长白山等。②人文景观，例如北京天坛、长城、天安门、敦煌莫高窟、乐山大佛、应县木塔、苏州园林等。③场馆与乐园，例如各省博物馆、艺术馆、上海迪士尼乐园、北京环球影城、北京泡泡玛特城市乐园等。④特殊事件与民俗风情，以特定节庆、重大事件、民俗活动或地方习俗为核心，如云南泼水节、广东赛龙舟、淄博烧烤等。⑤赛事，例如北京冬奥会、杭州亚运会、上海 F1 等赛事，衍生出吉祥物、项目周边等文创产品。⑥特色形象：以历史人物、文化名人、当地特色动物、虚拟吉祥物为特色，如衢州“南孔爷爷”、成都“熊猫花花”。

图表 78. 旅游地 IP 分类



资料来源：中银证券

文旅类的 IP 内容先天具备较高的认知度和传播度，源于强大的文化资源与流量基础。文旅 IP 通常依托具强烈辨识度 and 独特性的在地资源，这些资源本身即为社会大众长期认知、传承和传播的核心内容，自带流量与记忆点。同时，高客流量赋能认知基础，部分景点年客流总量达到数千万级别，游客每一次的到访、体验、分享都增加了 IP 的自然曝光度和传播基础，极大提升了品牌内容的社会认知深度。游客在旅游地参观的过程中天然会拍照、打卡、分享社交，让 IP 内容实现多点裂变和二次自发传播。IP 内容赋能后，景区往往能从“观光消费”转向“品牌粘性资产”，构建高度复购和内容裂变的生态。从内容孵化到场景沉浸、再到商品衍生、数字化运营、媒体推广，文旅 IP 覆盖了从“流量捕手”到“变现闭环”的全链条，保证了内容的持续认知度和多元传播力。

“潮玩+文旅”的结合已经成为一种趋势，也为当地旅游消费注入新活力。政策层面，2025 年 1 月 9 日国务院办公厅发布《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，其中指出“推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品”。根据艾媒咨询的数据显示，潮玩与文旅的融合已展现出强劲增长潜力。根据艾媒咨询《2024 中国潮玩产业发展报告》，2024 年国内超 60% 的 5A 级景区推出潮玩相关产品或体验项目，超 80% 的 Z 世代游客表示“会因潮玩元素优先选择旅行目的地”。以成都宽窄巷子为例，2024 年推出“宽窄潮玩盲盒”后，年轻游客占比从 38% 提升至 65%，二次消费金额同比增长 52%，充分印证了潮玩对文旅消费的拉动作用。

同时，我们也认为，“潮玩+文旅”的结合将从追求热度转向锻造厚度。在过去“潮玩+文旅”的热潮下，同质化严重、产品形式流于表面等问题也逐渐暴露。要实现行业长效发展，必须从“流量驱动”转向“价值驱动”，让“潮玩+文旅”的结合既有热度，更有厚度与深度。“潮玩+文旅”并非简单的“潮玩产品植入”或者是简单的套一个文化 IP，而是需要以 IP 为纽带，将潮玩的设计理念、互动逻辑、收藏属性与文旅场景中的自然景观、历史文化、民俗风情深度结合，打造“可玩、可感、可购、可分享”的新业态。通过 IP 赋能，让文旅资源从“静态展示”变为“动态体验”，甚至可以把文化“带回家”，满足年轻群体对“文化+娱乐”的双重需求。

头部潮玩公司已经展开了多项“潮玩+文化 IP”的联名合作：

1) 故宫博物院与潮玩品牌泡泡玛特的合作，是 IP 联名的经典案例。2024 年双方推出“故宫瑞兽”系列盲盒，将太和殿屋脊上的狻猊、天马、行什等瑞兽形象，转化为 Q 版潮玩手办。设计团队保留瑞兽传统造型特征的同时，加入现代元素——给狻猊搭配“故宫红”披风，给天马加上“祥云”翅膀，每个手办附带“瑞兽文化卡片”，介绍其历史背景与象征意义。该系列上线首日销量突破 10 万盒，不仅带动故宫文创销售额增长 30%，更让许多年轻消费者因潮玩主动查阅瑞兽文化，实现“娱乐+文化科普”的双重效果。

2) 敦煌研究院与潮玩品牌 52TOYS 合作的“敦煌飞天”系列。设计团队以莫高窟壁画中的飞天形象为原型，突破传统“静态雕塑”形式，推出“可动飞天”手办——飞天的飘带、裙摆可自由摆动，还能搭配“反弹琵琶”“散花”等场景配件。此外，购买手办的消费者可获得敦煌研究院“数字供养人”资格，在线上参与壁画修复公益项目。这种“潮玩+公益+文化传播”的组合，让潮玩不再是单纯的商品，更成为连接年轻群体与敦煌文化的情感纽带，该系列上线 3 个月销量突破 50 万件，相关话题在社交平台阅读量超 2 亿次。

图表 79. 故宫博物院与潮玩品牌泡泡玛特的合作，2024 年双方推出“故宫瑞兽”系列盲盒



资料来源：中国舞台美术协会，中银证券

我们认为，将文化内容或在地元素提炼为潮玩 IP，通过联名合作推出产品，既能让厚重的文化变得“可触摸、可收藏”，也能借助潮玩的传播力扩大文化的影响力。这种模式的关键在于“文化符号的年轻化转化”，让传统与潮流碰撞出新鲜感。但要实现可持续发展，需避免“IP 表面化”，不能只复制文化符号的外形，更要挖掘背后的故事与精神，让潮玩成为文化传播的“载体”。随着消费者对国潮文化 IP 和情感共鸣的需求不断增加，其结合将会迎来更加广阔的发展前景。同时，我们也需要辩证的看待，国潮文化 IP 自带内容属性，意味着更加具象化，想象空间相对较少，受众面相对较窄，集中在对这类文化感兴趣的群体，与其他用户可能较难产生初始情感链接。

6 以日本为鉴，全年龄段辐射、生态链一体化、注重体验场景打造是未来行业的重要趋势

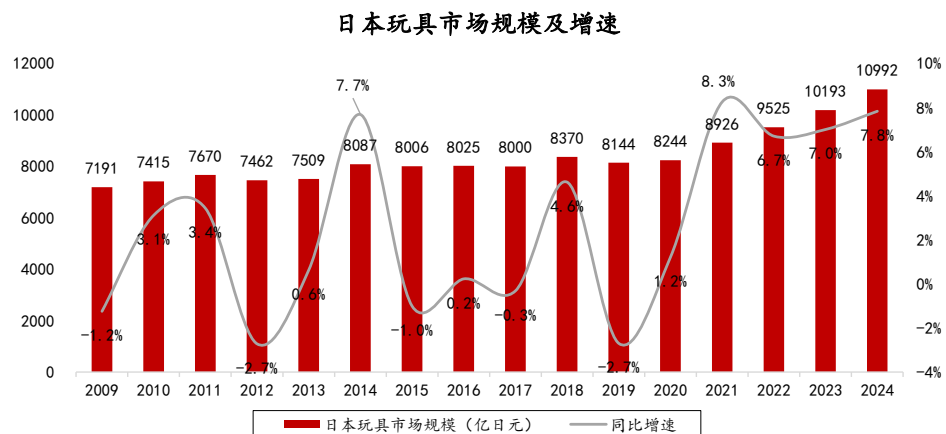
6.1 未来潮玩市场将逐渐辐射全年龄段

由于日本潮玩行业发展较早，且已经步入成熟阶段，对我国的潮流行业未来发展有较大的借鉴意义。

从行业发展历程来看，少子化对于潮玩行业的影响较小，行业资产具备抗周期性。在日本经历地产和股市泡沫破裂、经济低迷、失业率升高的困境下，年轻人转而向游戏、动漫等虚拟世界寻求精神慰藉，动漫、影视等行业迎来发展黄金期，相关 IP 集中快速增长，推动潮玩行业快速发展。在经济萧条时期，中低价的大众潮玩产品具备逆周期属性，类似于“口红效应”。此外，虽然日本长期处于生育率下滑的阶段，但并不影响玩具市场的快速增长，日本 0-14 岁的人口数量从 2009 年的 1723 万人下降至 2024 年的 1416 万人，日本玩具行业市场规模则从 0.72 万亿日元增至 1.10 万亿日元，主要是因为玩具背后的“情绪价值”受到更多已成年的年轻人关注。日本《玩具杂志》在 2023 年对 1.4 万名成年人进行的调查显示，41% 的受访者表示“买玩具是为了自己玩”。而境外游客也是日本玩具在“少子化”背景下依旧保持发展的重要因素。

反观我国，当下同样面临出生率下滑、经济增长走弱等问题，但对于情绪消费的需求逆势增加，潮玩行业的消费群体年龄层普遍上移。在国内泡泡玛特旗舰店内，也经常看到韩国、东南亚等地游客采购盲盒产品，与日本的情况是较为类似的。我们认为，未来潮玩行业或将不断地吸引着各个年龄段的人群，下至学龄儿童，上至中年人甚至老年人群体，均可能成为潮玩消费大军，未来潮玩市场或将逐渐辐射全年龄段。

图表 80. 日本玩具行业市场规模从 2019 年的 0.72 万亿日元增至 2024 年的 1.10 万亿日元



资料来源：日本玩具协会，中银证券

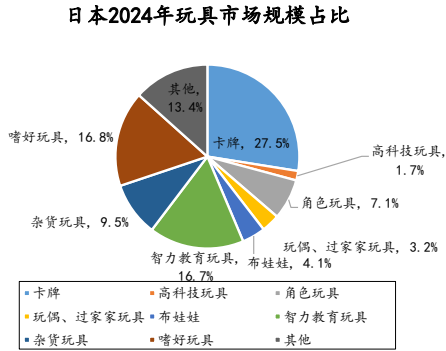
6.2 从品类来看，未来我国卡牌类产品的市场空间仍较大

从潮玩品类来看，参考成熟市场，未来我国卡牌类产品的市场空间仍然较大。日本市场的产品品类中，卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）是最主要的品类，2024 年在日本玩具市场中占比 27.5%，卡牌品类变现能力相对较好，成本较低、利润率通常较高；而目前我国潮玩市场中，手办是最大品类（占比 45%）。

卡牌主要有两种类型：①集换式收藏卡牌，以收藏价值为核心，注重卡牌的稀有度、艺术设计、IP 情感链接等。玩法在于主要围绕收集、展示和交易卡牌展开，玩家通过购买卡包、参与二级市场交易等方式获取稀有卡牌，较少涉及复杂对战规则。②策略对战型卡牌，以策略对战为核心，卡牌具有明确的战斗属性、技能效果和规则体系，玩家需通过构建卡组、制定战术策略来击败对手。玩法在于玩家需根据卡牌属性、卡组搭配和对手策略进行决策，常见玩法包括回合制对战、卡组构建、资源管理等，部分游戏还设有赛事体系和排名机制，例如《宝可梦 TCG》《游戏王》等。

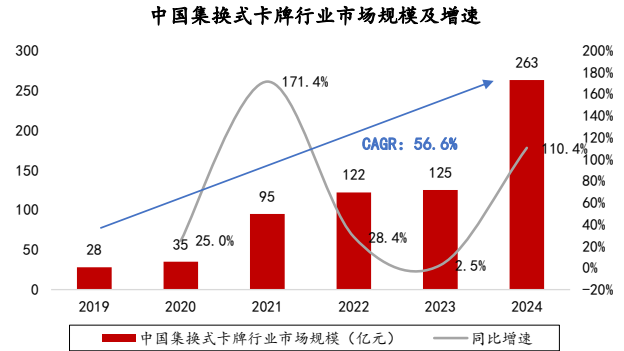
我们以卡牌中最主要的品类：集换式卡牌为例，日本和美国等潮玩行业发展较为成熟的国家，集换式卡牌行业已有多年发展史。2024年，美国、日本集换式卡牌行业市场规模分别为219、147亿元。尤其是，日本被誉为动漫和游戏产业的发源地之一，拥有丰富的可供集换式卡牌开发的IP内容资源。中国集换式卡牌行业的市场规模由2019年的28亿元大幅增加至2024年的263亿元，复合年增长率为56.6%，是我国玩具行业里增长最快的分支，具备较大的增长潜力。

图表 81. 日本市场的产品品类中，卡牌（含集换收藏卡牌和策略对战型卡牌）是最主要的品类，2024年在日本玩具市场中占比27.5%



资料来源：日本玩具协会，中银证券

图表 82. 中国集换式卡牌行业的市场规模由2019年的28亿元增至2024年的263亿元，CAGR 56.6%



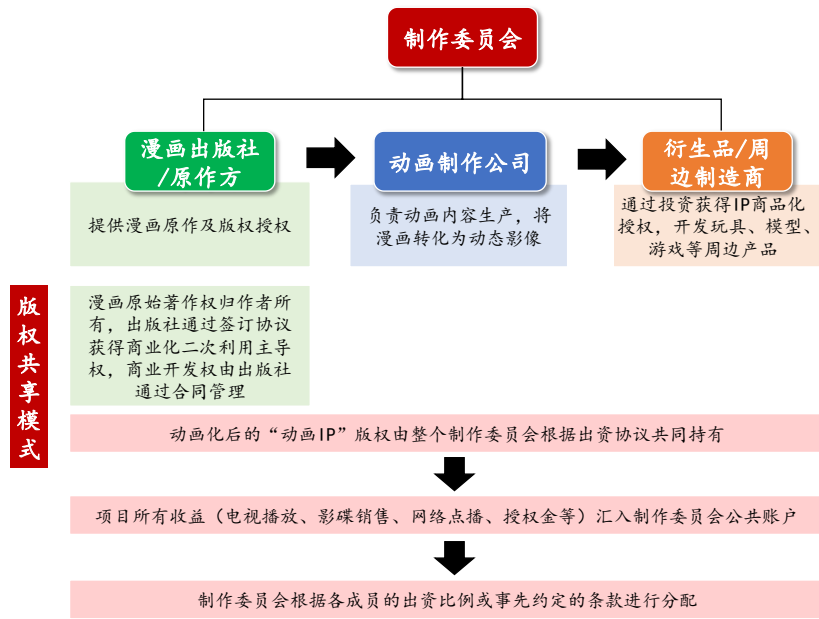
资料来源：卡游招股说明书，中银证券

6.3 潮玩行业生态链一体化程度或将提升，强化潮玩企业与上下游企业和平台的利益绑定与合作

日本潮玩行业的生态链一体化程度较高，擅长IP价值的深度挖掘和长期运营，IP的生命周期普遍较长，这主要是因为日本潮玩行业高度依托动画，产业发展成熟，并在内容和IP衍生品上形成一个双向循环、相互促进的产业链。日本的经典IP，例如高达、初音未来、海贼王等生命周期普遍在10年以上，甚至成为代际文化，其背后的原因在于动漫产业链的支撑（动画、电影、展会、社群等）。

而日本动漫与潮玩行业的高速发展主要得益于其独特的商业模式：日本动画制作委员会模式。制作委员会是由多家企业为共同制作动画影视作品而组成的临时性商业联盟，旨在通过整合各方资源，分散动画制作的高成本和市场风险，同时实现IP价值的协同开发。其中漫画出版社/原作者提供漫画原作及版权授权，是IP源头；动画制作公司负责动画内容生产，将漫画转化为动态影像；衍生品/周边制造商通过投资获得IP商品化授权，开发玩具、模型、游戏等周边产品。在版权管理方面，漫画原始著作权归作者所有，但出版社通过签订协议获得商业化二次利用主导权，因此商业开发权由出版社通过合同管理；而动画化后的“动画IP”版权，则由整个制作委员会根据出资协议共同持有，项目产生的所有收益（电视播放、影碟销售、网络点播、授权金等）都会汇入委员会公共账户，然后根据各成员的出资比例或事先约定的条款进行分配。制作委员会通过版权共享模式确保了所有投资者都能从IP的任何后续开发中受益，这种机制是日本动漫产业能够持续创新的关键所在。

图表 83. 日本制作委员会通过版权共享模式确保了所有投资者都能从 IP 的任何后续开发中受益



资料来源：游侠资讯，中银证券

我们认为，日本模式的核心是“风险共担，收益共享”：委员会成员提前分摊制作成本，衍生品收入按比例分成，既降低了单一企业的风险，又确保了 IP 商业化的高效推进。反观我国，中国潮玩行业目前正处于发展初期，各家企业都相对独立，并未形成完整的生态链，每个公司都可以推出自己的 IP，然而小公司推出的 IP 通常是缺乏市场竞争力的。日本模式对于我们的启发在于，未来我们的一些中小型潮玩公司也可以以委员会化协作为参照，建立一套成熟的规范化的机制，强化潮玩公司与其他上下游企业和平台的利益绑定与合作，抵抗风险，多方资源协同带动宣发与渠道触达，优化 IP 变现与延长生命周期。

6.4 注重体验场景打造是未来潮玩行业的重要趋势

日本高度重视潮玩场景体验，“谷子店”广泛分布，也有秋叶原、池袋等动漫周边集中区域。谷子店的选址通常会考虑在二次元文化氛围浓厚的区域，如靠近动漫城、大学周边或年轻人聚集的商圈，店铺的布局注重营造良好的购物氛围，商品陈列按照 IP 分类，同时设置热门商品展示区和限量版商品专柜，方便顾客浏览和购买。日本最大的动漫周边连锁专营店 Animate，截至 2024 年在日本已经拥有 118 家店铺。此外，还有骏河屋、Book Off、K-Books、Mandarake 等多家连锁二手动漫周边店，这些连锁店在各大城市均有分店。除了这些连锁店，日本的秋叶原、池袋、日本桥等地区是动漫周边店铺的集中区域，每个地区都有数十家甚至上百家大小不一的谷子店，包括官方授权店、二手店、同人店等。

我们以秋叶原为例，其产业结构多元而独特，涵盖动漫、游戏、电子、偶像等多个领域，形成了高度集聚的产业链。秋叶原拥有大小商铺近千家，其中专注于二次元文化的店铺约 200 多家，包括大型连锁店和个性化小店。动漫和游戏是现在秋叶原的核心产业，这里聚集了众多动漫周边专营店，例如日本最大的动漫连锁 Animate，Mandarake 是著名的二手动漫商品卖场，以海量的二手漫画、游戏和周边收藏闻名。此外，各种主题咖啡厅和展览空间也丰富了动漫体验，例如 EVA 主题咖啡馆、Love Live! 学园偶像咖啡厅等，让粉丝与作品产生近距离互动。此外，秋叶原还是手办和模型爱好者的聚集地，这里汇集了众多模型玩具店和制造商直营店，例如寿屋、万代等。

图表 84. 日本最大的动漫周边连锁专营店 Animate 池袋总店



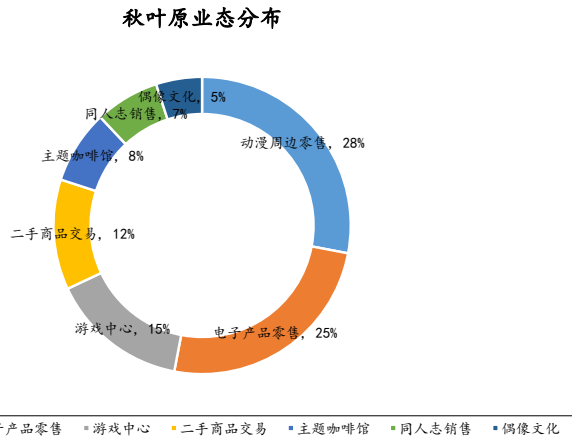
资料来源：日本通，中银证券

图表 85. 日本的秋叶原是动漫周边店铺的集中区域



资料来源：日本国家旅游局，中银证券

图表 86. 秋叶原专注于二次元文化，各类商业业态相辅相成



资料来源：三川汇文化科技，中银证券

我国当前除了潮玩企业的自营店、品牌集合店以外，也诞生了众多以“谷子”为特色的商场，例如北京王府井喜悦、崇文门国瑞城、六道口嘻番里、西单大悦城、上海百联 ZX 创趣场等，这也会是未来消费新场景打造的一个趋势。2023 年 1 月 15 日，原华联商厦转型改造成百联 ZX 创趣场，截至 2023 年 12 月 31 日，百联 ZX 创趣场销售额达 3 亿元，接待顾客 950 万人次，会员数 20 万人；武汉潮流盒子 X118 升级之前的商户开铺率曾一度不足一半，后来商场决定做二次元，将女装楼层店铺全部清退，引入 30 多家动漫相关业态。改造仅 5 个月，入驻率就达到 100%，月销售屡屡突破百万，客流量提升了将近 10 倍，营收同比增长 50%。

但是，和日本相比，我国目前尚未形成类似于秋叶原这样的产业集聚地、动漫街、潮玩园区。我们认为，1) 秋叶原的繁荣得益于动漫、游戏、电子、偶像等多产业在空间上的集聚和协同，这种“一站式”的产业生态会为消费者提供了丰富的选择，也为企业带来了上下游合作机会。我国在发展潮玩文化产业集群时，可借鉴秋叶原的经验，推动相关产业在特定区域内集中布局，例如，在规划动漫产业园区时，不仅引入制作公司，也吸引衍生品销售、主题娱乐等配套企业入驻，形成完成的产业链条。这样的集群能产生规模效应和协同效应，提升整体竞争力。此外，还可以鼓励企业间的合作创新，例如动漫公司、游戏公司、潮玩企业联动开发 IP，衍生品厂商与内容方共同推出限定商品等。2) 秋叶原的吸引力很大程度上也来自于其独特的体验式消费环境。我国的二次元文化街区可以学习秋叶原，注重场景营造和互动体验，例如开设主题咖啡馆、角色扮演体验馆、Cosplay 摄影基地等，让消费者不仅是购物，还能深度参与和感受文化。

7 投资建议

随着消费者渗透率提升，情绪价值边界延伸，叠加 IP 运营能力提升及出海步伐加快，潮玩行业仍然具备增长空间，但我们预计，增速较过去五年将逐步放缓。潮玩行业已步入从“粗放扩张”向“质量增长”切换的“大浪淘沙”阶段，尾部出清加速，行业集中度仍低但正向头部聚拢，尾部分化将更加突出。行业头部企业正在经历从“销售偶然性的爆款”，变成“能持续产出价值的 IP 生态”的重要变革时期。在这个过程中，IP 内容+营销破圈+渠道触达成为了产业链高效运作的核心三要素。头部公司通过不断投入 IP 开发、品牌建设和渠道拓展，持续关注用户心智与文化价值输出，正逐步摆脱对偶发爆款的依赖，不断夯实企业的成长壁垒。我们建议关注以 IP 生态相对成熟、全球化能力较强的龙头作为标准配置，辅以渠道或平台型标的做弹性筛选。

我们建议关注三条主线：1) 从 IP 孵化、运营到消费者互动的产业链全覆盖、并在全产业链中占据领先地位的品牌：泡泡玛特；2) 把握平台型及渠道优势企业的结构性机会：名创优品；3) 在优势品类具备突出表现与市场占有率的品种：布鲁可。

8 风险提示

全球宏观经济下行及消费疲软风险：潮玩消费群体减少或消费单价下降。

行业竞争加剧：潮玩公司数量快速增长，产品同质化严重，缺乏差异化竞争优势

IP 生命周期管理不及预期风险：IP 热度下降，IP 生命周期减短，原创 IP 孵化难度较大，授权 IP 到期不续或成本提升，非独家授权 IP 同质化竞争加剧

销售渠道风险：新品推广不及预期；销售渠道不稳定等。

海外市场拓展中的地缘政治及文化差异风险导致潮玩出海不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371