

## IP零售：从万代和多美看 IP 行业的长青之道

### 摘要

日本 IP 全产业链布局的公司成功构建了多元的 IP 矩阵，并会尽可能的深度介入 IP 开发的过程。从日本经验来看，万代和多美都形成了跨领域、跨媒介、跨受众的多元 IP 矩阵，抵御单一 IP 热度衰退风险，形成了长寿经典 IP 为塔尖+长尾 IP 为基座的矩阵组合，通过多 IP 变现抵消内容老化风险。并且，在 IP 全产业链布局时普遍摒弃单纯的“浅层授权”模式，而是通过资本绑定、联合开发、技术赋能等方式，加强在内容端和衍生品开发端的主导权，强化对 IP 开发链的控制，使得公司能够在内容创作、衍生品开发、用户运营等环节拥有更多的溢价可能。

日本对于 IP 的运作实现了极致化的产品价格细分、品类扩张和生态扩容，以实现全消费层级、全年龄段、各性别群体的覆盖。我们认为万代和多美产品思路上存在共性。一方面在单一品类内通过材质、细节、功能附加、限量策略等多个方面构建价格梯度；并将在特定品类上验证成功的开发体系复刻到其余 IP，扩容产品边界。另一方面横向扩充品类矩阵，充分开发 IP 价值，实现不同消费层级、不同消费群体的覆盖，使得头部 IP 生命周期普遍超过 30 年。此外，日本企业的实践表明相较于全消费层级的布局是公司主动出击的战略，全年龄段覆盖是 IP 文化穿透代际的必然结果。

日本头部 IP 零售企业均会通过产品、影视、动画、游戏、社交媒体等形式来丰富 IP 文化，延长 IP 生命周期。万代和多美分别代表了日本企业开发 IP 的两种路径。万代依托强内容生产能力持续塑造 IP 文化，通过影游联动实现内容势能向衍生品销售的转化，以实现 IP 生命力的延续，巩固竞争壁垒。多美则聚焦实体产品体系的迭代升级来持续输出 IP 内容，通过模块化开发和 IP 间联动构建可扩展的 IP 世界观，中后期也主动采取了通过影视、动画、游戏、社交媒体等形式来加深 IP 叙事深度，从而实现 IP 价值的深度挖掘和构建。两种路径最终都走向“内容-产品-体验”的三维构建。

**我们认为对于当前中国 IP 零售企业的考量也应该基于这三个维度：**

1) 首先是全产业链整合能力，通过外部 IP 资源整合、收购合作和自主孵化等多种形式，构建金字塔型 IP 矩阵，形成经典 IP 持续焕新与新 IP 梯队补充的良性机制；并加强对从 IP 孵化、内容生产到衍生品开发的渗透深度。2) 其次是产品迭代能力和深度开发能力，我们认为中国 IP 零售企业在产品上的开发仍处于中早期阶段，仍未实现如日企在产品开发上的深度和广度，衍生商品是实现 IP 价值变现和 IP 生命力延续的重要媒介，是重点发力方向。3) 中国企业现阶段主要通过产品系列迭代丰富 IP 内涵，我们看好在跨媒介叙事体系与沉浸式体验场景建设上的良好尝试，“产品内容化+内容场景化”的立体生态未来可期。

**风险提示：**IP 生命周期管理风险；市场竞争加剧风险；政策合规风险。

评级：优于大市(首次)

麦高证券 研究发展部

分析师：张骥

资格证书：S0650524120001

联系邮箱：zhangji@mgzq.com

联系电话：15301922209

联系人：肖悦

资格证书：S0650124060011

联系邮箱：xiaoyue@mgzq.com

联系电话：13916382401

### 相关研究

## 正文目录

一、IP 产业链：从创作到商业化的生态构建	6
1.1 日本 IP 产业长青，商业化运作成熟	6
• 1.1.1 日本 IP 制作产业发达，商业化运作成熟	6
• 1.1.2 万代南梦宫超级 IP 矩阵长生命周期管理形成资源壁垒	8
• 1.1.3 多美为日本第二大玩具制造商，拥有多款热门自有 IP 和合作 IP 产品	10
• 1.1.4 IP 全产业链布局战略呈现出鲜明的系统性和生态化特征	12
1.2 我国本土 IP 呈多维崛起之势，IP 零售产业发展正当时	13
• 1.2.1 授权依赖显著，国产 IP 结构性机遇显现	13
• 1.2.2 泡泡玛特：多重来源储备优质 IP，深度介入 IP 商品形态开发	14
• 1.2.3 布鲁可：奥特曼+变形金刚构建基本盘，发力新 IP+自有 IP 实现多元化布局	16
二、IP 价值转化：产品力和内容互补驱动增长	19
2.1 IP 商品形态的输出是实现 IP 价值最大化的关键环节	19
2.2 高达：内容驱动下的 IP 全产业链价值释放	19
• 2.2.1 建设永续更新的内容系列，最大化拓展 IP 内容受众群体	21
• 2.2.2 内容与产品的深度协同，构建多层次产品体系	22
2.3 多美：制造和产品设计端驱动 IP 价值塑造	26
• 2.3.1 从单品到生态，产品系列实现精准受众切割和定位	27
• 2.3.2 产品迭代和叙事升级实现 IP 产品内涵丰富	30
2.4 产品力为引擎：稳定产品创新力+品类、年龄、性别精细化布局	31
• 2.4.1 如何看待万代和多美的产品策略？	31
• 2.4.2 如何看待产品品类间的区别？	32
• 2.4.3 泡泡玛特通过品类扩张成功打开客群和玩法边界	32
• 2.4.4 布鲁可：围绕核心品类优势实现多 IP 赋能和广泛客群覆盖	33
2.5 多元形式实现 IP 内涵的丰富为必经之路	35
• 2.5.1 万代和多美均通过多元形式来丰富 IP 文化内涵，延续 IP 生命力	35
• 2.5.2 泡泡玛特已形成层次完整的内容生态	35
• 2.5.3 布鲁可自有 IP 更新短片丰富内涵，BFC 社区构建消费者生态圈	36
三、风险提示	38

## 图表目录

图表 1: IP 零售产业链分为 IP 制作、产品形态设计/运营、零售三个环节 .....	6
图表 2: 日本制作委员会模式 .....	7
图表 3: 全球最挣钱的日本 IP 收入构成 (亿美元) .....	7
图表 4: 全球最赚钱 IP 前 50 的地区分布 .....	8
图表 5: 日本广义动漫市场规模 (亿日元) .....	8
图表 6: 万代营业收入及利润 (亿日元) .....	8
图表 7: 万代分业务收入占比 .....	8
图表 8: 截止 24 年 3 月万代南梦宫 IP 制作业务版权持有数量 .....	9
图表 9: 万代南梦宫各 IP 销售额 (亿日元) .....	9
图表 10: 万代南梦宫拥有大量长寿 IP .....	9
图表 11: 万代主要 IP 版权方和业务范围 .....	10
图表 12: 多美营业收入及利润 (亿日元) .....	11
图表 13: 多美分品类销售额占比 .....	11
图表 14: 多美主要玩具品牌矩阵 .....	12
图表 15: 截止 2024 年多美的自有长寿 IP .....	12
图表 16: 多美主要 IP 的产品类型和 IP 来源 .....	12
图表 17: 2021 年中国授权市场的 IP 地区分布 .....	13
图表 18: 2021 年中国授权市场的 IP 类型分布 .....	13
图表 19: 中国进口和国产动画电影历年上映数量 (部) .....	14
图表 20: 中国进口动画电影数量及票房占全部动画比重 .....	14
图表 21: 中国国产 IP 逐步涌现 .....	14
图表 22: 泡泡玛特主要合作艺术家及合作品牌 .....	15
图表 23: 泡泡玛特艺术家 IP 收入及占比均持续提升 .....	15
图表 24: 泡泡玛特前四大 IP 收入 (亿元) 及 YOY .....	15
图表 25: 泡泡玛特通过多样化渠道储备 IP .....	16
图表 26: 泡泡玛特 IP 类型和知识产权情况 .....	16
图表 27: 布鲁可 IP 类型划分的收入情况 (亿元) .....	17
图表 28: 布鲁可主要 IP 收入情况 (亿元) .....	17

图表 29: 布鲁可授权协议情况 .....	17
图表 30: IP 商品形态的多元化输出是实现 IP 价值最大化的关键环节 .....	19
图表 31: 万代分业务收入 (亿日元) 和营业利润率水平 .....	20
图表 32: 高达系列销售额 (亿日元) .....	20
图表 33: 万代最大限度丰富高达 IP 内容和产品形式 .....	21
图表 34: GAMERANT 排名下十大高达游戏 .....	22
图表 35: 高达系列模型销量和海外产品累计销量情况 (万) .....	22
图表 36: 高达模型的推出与影视内容的推出高度协同 .....	23
图表 37: 高达拼装模型 GUNPLA 系列拥有多种尺寸和设计 .....	23
图表 38: 高达拼装模型 GUNPLA 主要系列特点及价格 .....	24
图表 39: 高达拼装模型同一机型覆盖多个版本 .....	24
图表 40: 高达通过多种方式最大化 IP 价值和产品价值 .....	25
图表 41: 高达基地结合产品销售和互动体验 .....	25
图表 42: 高达打造主题乐园 .....	25
图表 43: 多美共拓展 14 个品类的玩具 .....	26
图表 44: Plarail 产品销量 (亿件) 和产品数量 (种) .....	26
图表 45: Tomica 产品销量 (亿件) 和产品数量 (种) .....	26
图表 46: 多美“Asobi”战略旨在扩大粉丝群体, 并提升核心粉丝价值 .....	27
图表 47: 多美玩具以模块化设计和场景拓展性为核心卖点 .....	27
图表 48: 2024 年 Plarail 新品列车价格带分布 .....	28
图表 49: 2024 年 Plarail 新品数量 (个) 和均价 (日元) .....	28
图表 50: 多美核心品牌推出多种系列以实现消费群体全域渗透, 形成跨代际影响力 .....	29
图表 51: 多美跨 IP 联动和品类拓张 .....	30
图表 52: 多美通过 IP 合作、文化联动、品类进一步延伸等方式进一步扩大受众群体 .....	30
图表 53: Licca 娃娃品牌策略包括商品投放、企业合作、音乐视频和社交媒体等 .....	31
图表 54: TOMICA、PLARAIL 和 LICCA 均在中后期推出深度内容, 丰富 IP 内涵 ...	31
图表 55: 2023 年 H1 泡泡玛特分品类销售额占比 .....	32

图表 56: 2024 年 H1 泡泡玛特分品类销售额占比 .....	32
图表 57: 泡泡玛特主要产品品类及价格带分布 .....	33
图表 58: 布鲁可产品矩阵 .....	34
图表 59: 布鲁可分品类收入 (亿元) 和盲盒占比 .....	34
图表 60: 布鲁可奥特曼群星版各系列上市首季度销量 (千件) .....	34
图表 61: 布鲁可不同价格拼装积木产品对比 .....	35
图表 62: 泡泡玛特核心 IP 上新速度 .....	36
图表 63: 泡泡玛特新品推出伴随 IP 内涵的丰富 .....	36
图表 64: 泡泡玛特打造城市乐园和梦想家园手游 .....	36
图表 65: 泡泡玛特抖音宣传视频 .....	36
图表 66: 布鲁可自有 IP 《百变布鲁克》 .....	37
图表 67: 布鲁可自有 IP 《英雄无限》 .....	37
图表 68: 布鲁可消费者生态圈体系 .....	37
图表 69: 布鲁可 BFC 社区 .....	37

# 一、IP 产业链：从创作到商业化的生态构建

IP 零售产业链可分为上游 IP 制作、中游产品形态设计/运营及下游零售三大环节。

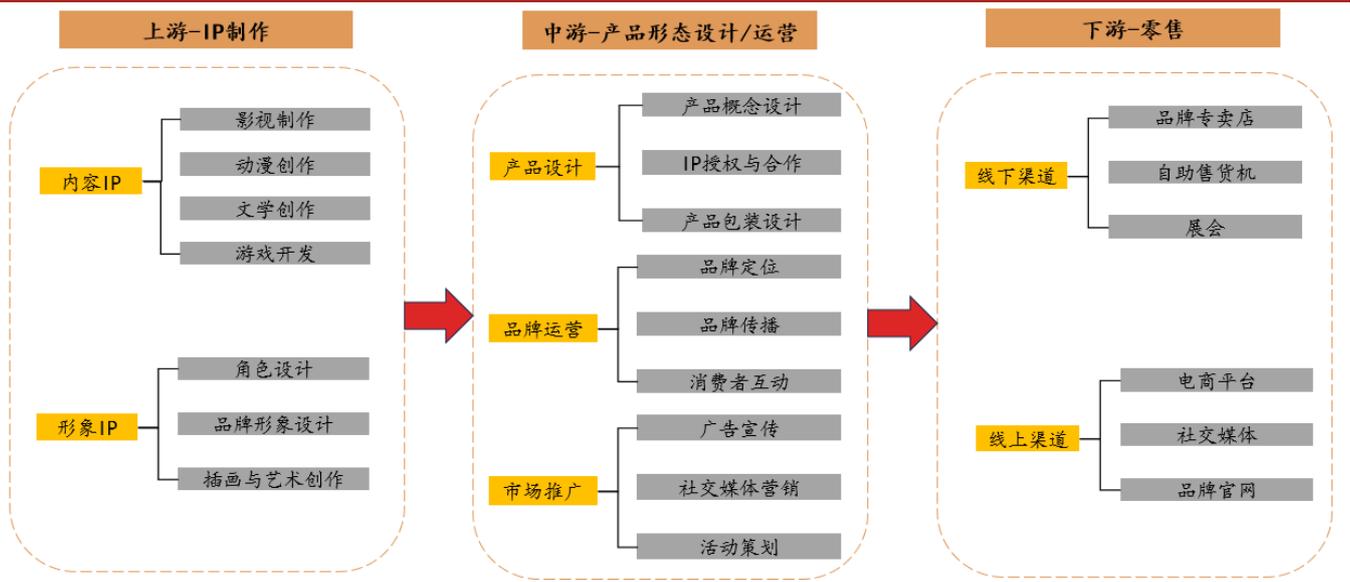
**上游 IP 制作：**IP 主要包含内容 IP 和形象 IP 两类。内容 IP 主要指以故事、世界观为核心的知识产权，来源包含影视、动漫、文学、游戏等；形象 IP 指具有独特外观、个性特征的虚拟角色，来源包含角色设计、品牌形象、艺术创作等，特点为轻故事重符号化。IP 是产业链的源头创新环节。

**中游产品开发与运营：**中游即将 IP 转化为可消费商品。关键环节涵盖产品概念设计、IP 授权、品牌定位及市场推广，核心在于通过产品形态的开发设计和多维度运营实现 IP 价值的最大化。

**下游零售渠道：**下游聚焦商品流通与用户触达。线下渠道包含品牌专卖店、自助售货机和展会等；伴随线上渠道的爆发，电商平台、社交媒体、品牌官网也愈发成为重要零售渠道。

国内外头部企业多通过全产业链布局，通过纵向整合上下游资源构筑竞争壁垒。万代南梦宫与多美分别代表了 IP 产业两种典型布局路径：前者以动漫 IP 深度开发和运营驱动全链条协同，后者以玩具制造优势反向延伸至全 IP 生态。对比二者战略共性和差异，可透视日本 IP 产业链布局的多元范式。

图表 1：IP 零售产业链分为 IP 制作、产品形态设计/运营、零售三个环节



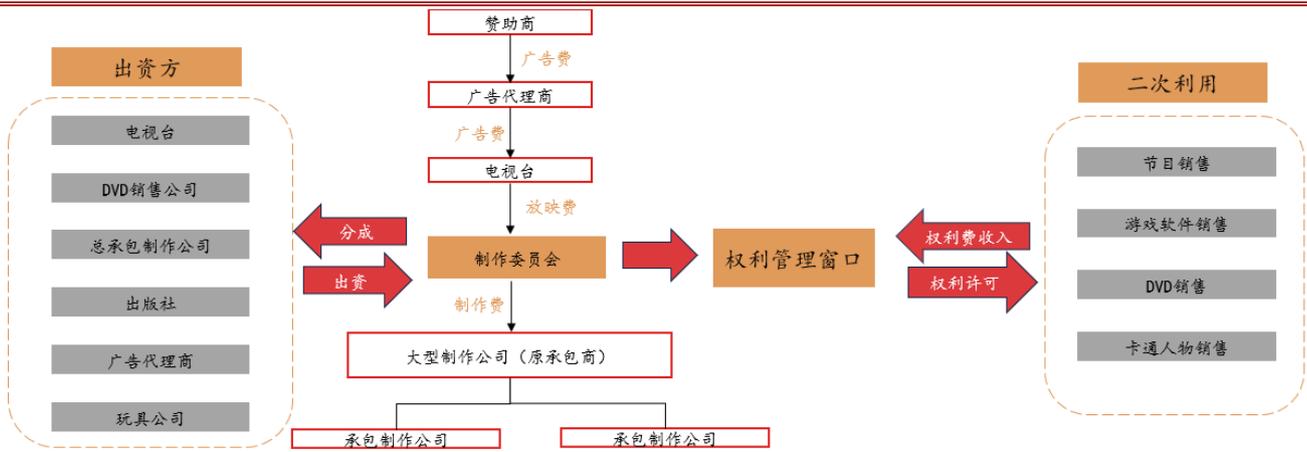
资料来源：麦高证券研究发展部

## 1.1 日本 IP 产业长青，商业化运作成熟

### 1.1.1 日本 IP 制作产业发达，商业化运作成熟

日本制作委员会模式实现风险分散和生态链闭环。日本 IP 产业的核心优势之一在于其独特的制作委员会模式。该模式通过整合电视台、出版社、玩具公司、广告代理商等多元主体，构建风险共担与收益共享机制，显著降低单一企业的投入压力。以现象级动漫作品《鬼灭之刃》为例，该项目由 Aniplex、集英社、Ufotable 等多家机构牵头组成核心架构，制作委员会成员涵盖内容制作、音乐制作、IP 商业化等全环节。此种协作模式不仅分散了高昂的动画制作成本，更通过多方资源整合实现 IP 价值裂变和最大化。

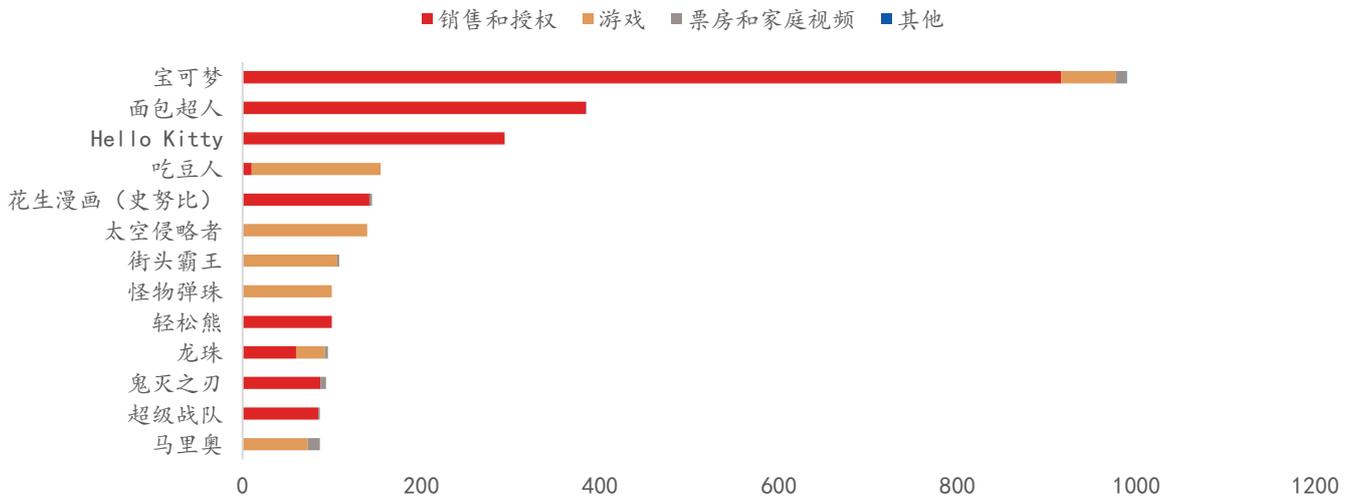
图表 2：日本制作委员会模式



资料来源：日本公平交易委员会、公开资料整理、麦高证券研究发展部

**内容与商业形成双向价值循环。**在这种制度下成功构建了从创作到衍生开发的良好生态，实现 IP 价值的最大化。例如，《宝可梦》IP 主要通过销售和授权、游戏等多元衍生品获得收入，总收入超 900 亿美元。票房和家庭视频收入为 12 亿美元。同时商业化的成功也可以进一步促进内容的持续产出，再输出衍生品实现商业价值的最大化，构建良好 IP 生态。

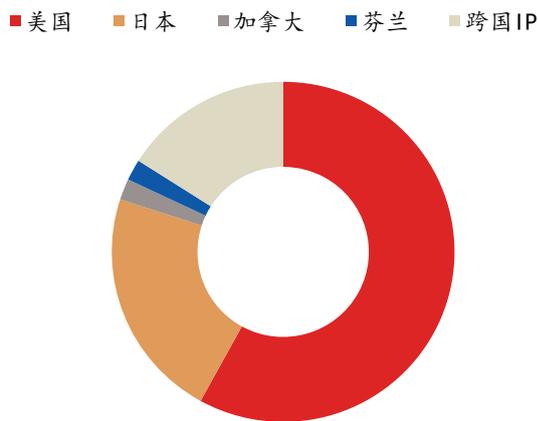
图表 3：全球最挣钱的日本 IP 收入构成 (亿美元)



资料来源：维基百科、雷报、麦高证券研究发展部，注：花生漫画为日本索尼公司和加拿大公司 WildBrain 联合开发

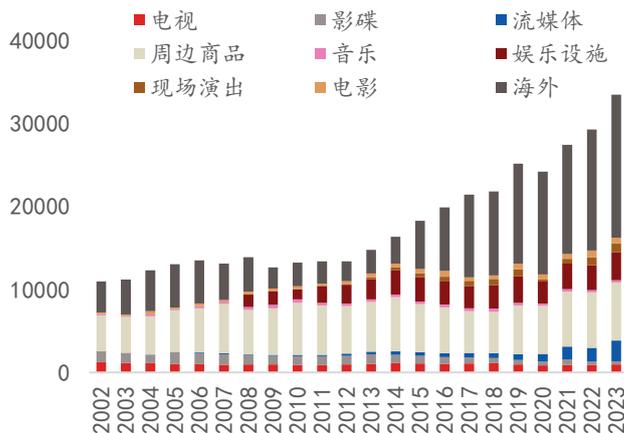
**日本 IP 占据全球 IP 市场核心地位，商业变现能力佳。**根据日本动漫协会的数据，2023 年日本国内动漫市场的总规模达到 1.6 万亿日元，其中周边商品贡献了 7008 亿日元，占比 43.1%，显著高于电视、电影、影碟和流媒体等其他收入来源。此外，日本动漫 IP 在全球范围内也极受欢迎，海外市场收入高达 1.7 万亿日元。在全球价值前 50 的 IP 中，日本占据 11 席，仅次于美国的 29 席，如宝可梦、面包超人、Hello Kitty 等 IP 常年位列全球价值前 15 的 IP，展现出日本 IP 在全球市场中的强大竞争力和影响力。

图表 4: 全球最赚钱 IP 前 50 的地区分布



资料来源: 维基百科、雷报、麦高证券研究发展部

图表 5: 日本广义动漫市场规模 (亿日元)

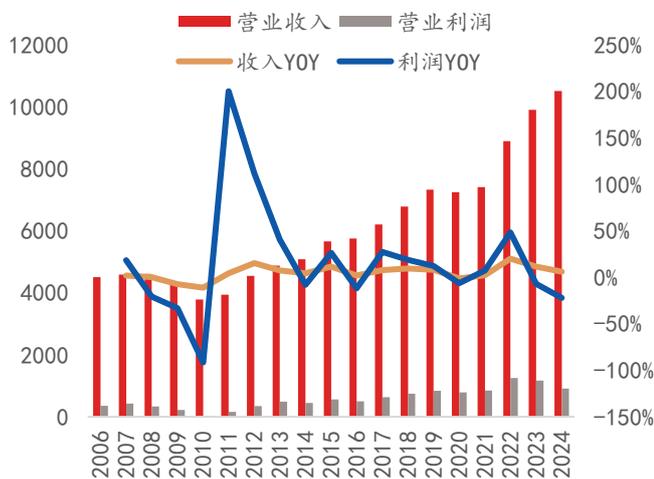


资料来源: 日本动画协会、麦高证券研究发展部

### 1.1.2 万代南梦宫超级 IP 矩阵长生命周期管理形成资源壁垒

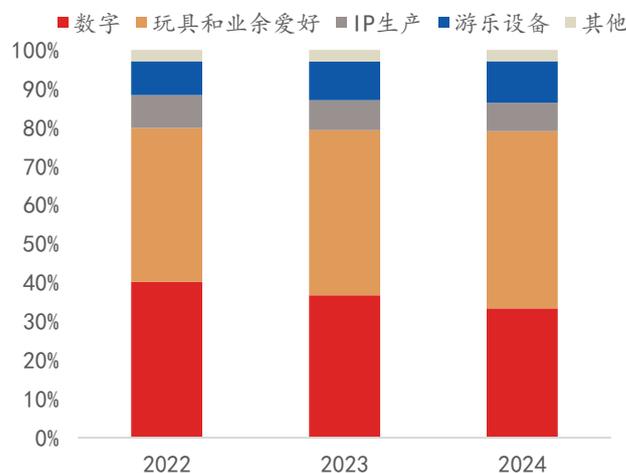
万代南梦宫为日本泛娱乐公司巨头，业务涵盖 IP 产业全链条。万代南梦宫是日本领先的泛娱乐集团，业务覆盖 IP 开发、衍生品制造及数字内容全链条。公司以“IP 轴战略”为核心，依托《高达》《龙珠》《航海王》等全球顶级 IP 库，构建跨媒介变现能力。2024 财年，公司收入达 1.1 万亿日元，CAGR3 达 12.3%，CAGR10 达 7.5%，收入增长稳健。分业务收入来看，2024 财年公司数字、玩具和业余爱好业务、IP 生产、娱乐设备业务收入分别 3727、5099、825、1197 亿日元，占比分别为 33.4%、45.6%、7.4%和 10.7%，形成多元收入矩阵。

图表 6: 万代营业收入及利润 (亿日元)



资料来源: 公司公告、麦高证券研究发展部，注: 财年指上年度 4 月至本年度 3 月，下同

图表 7: 万代分业务收入占比



资料来源: 公司公告、麦高证券研究发展部

万代南梦宫依托全球领先的 IP 版权矩阵，形成难以复制的资源壁垒。万代每年使用超 400 个 IP 来开发内容和产品，截至 2024 年 3 月，公司持有 1137 项受版权保护的内容作品，内容资产覆盖动画、影视、音乐全领域，总时长超 5902 小时，管理曲目规模达 11 万首。

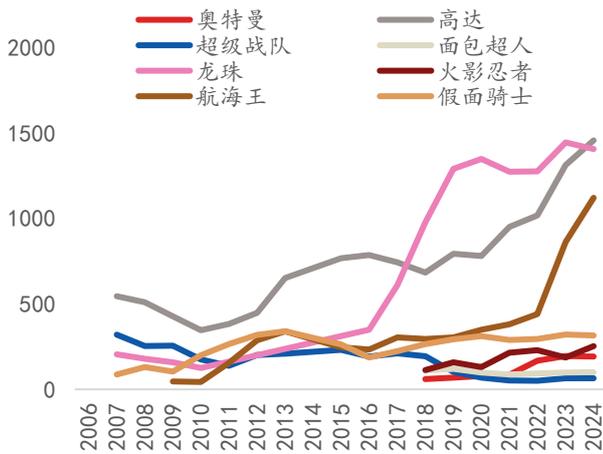
图表 8：截止 24 年 3 月万代南梦宫 IP 制作业务版权持有数量

名称	数量	
受版权保护的内容	1137 作品	
受版权保护的总小时	5902 时间	
管理歌曲	原版管理曲目	72700 曲
	出版管理曲目	40400 曲
现场活动举办次数	799 回	

资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

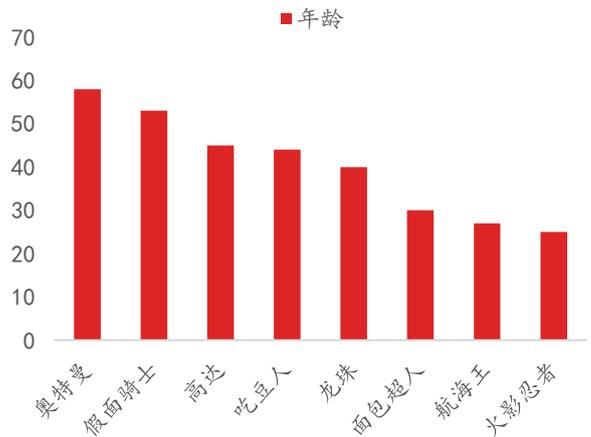
头部核心 IP 地位稳固，具备长生命力特征，其余长尾 IP 支撑基本盘。公司八大核心 IP（包括《奥特曼》《高达》《龙珠》等）贡献公司总收入的 46.7%，凸显“超级 IP”的商业统治力。经典 IP 平均运营周期超 30 年，《奥特曼》系列诞生 58 年仍保持增长，拥有强劲的“用户代际传承”的运营能力。其余数量众多的长尾 IP 则支撑基本盘，既保证收入稳定性，又能通过中小 IP 试水新兴市场。

图表 9：万代南梦宫各 IP 销售额（亿日元）



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

图表 10：万代南梦宫拥有大量长寿 IP



资料来源：公司公告、公司官网、麦高证券研究发展部

万代南梦宫通过“对外投资+自主孵化+授权合作”构建多元 IP 矩阵，持续扩容 IP 库夯实生态壁垒。

1) 对外投资：锁定核心 IP 的长期价值，强化 IP 控制权。以《高达》为例，万代通过两次关键收购完成对《高达》全链条掌控。1994 年收购动画制作公司日升 (Sunrise)，获得《高达》动画版权；2019 年通过要约收购控股创通公司 (Sotsu)，进一步整合内容和衍生品开发权，推动《高达》收入从 2020 财年的 781 亿日元增至 2024 财年的 1457 亿日元，4 年时间内收入接近翻倍。除高达外，万代也积极对其他 IP 进行生态扩容，如通过持股东映动画、圆谷股权，进一步将例如《奥特曼》《航海王》《假面骑士》等 IP 纳入核心生态。

2) 自主孵化：维持内生 IP 创作能力，组织架构迭代驱动创作效能提升和全媒介开发能力。PAC-MAN (吃豆人) 是具有代表性的内部 IP，作为公司标志性自研 IP，公司通过跨时代迭代保持其长久生命力。此外，公司内部曾多次调整组织架构，以最大化全媒介开发能力和开发

效能的提升：例如 2010 年将游戏内容和视觉音乐内容业务部门合并为内容业务部门，初步实现多领域内容的协同；2022 年将原属于网络娱乐部下的 IP 创作部门合并至视觉与音乐部门（原内容部），统一为 IP 生产单位，加强新 IP 开发能力和已有 IP 全媒介开发能力，持续焕发 IP 生命力。

**3) 授权战略：与产业链伙伴深度绑定，通过联合开发释放 IP 潜力，并进一步加深 IP 护城河。**如公司与圆谷、东京电视台等 IP 版权方合作开发《奥特曼》玩具、视觉产品；与电视朝日、东映等版权费合作开发《超级战队》玩具，通过与版权费联合开发的方式进一步对 IP 进行二次增值，巩固 IP 护城河。

图表 11：万代主要 IP 版权方和业务范围

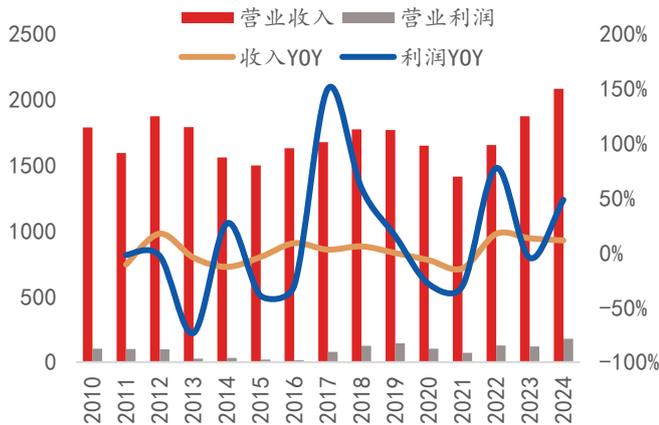
IP 名称	IP 主要版权方	万代业务范围	参与 IP 开发的单位		
			玩具和业余爱好	IP 生产	游乐设备
奥特曼	圆谷（万代持股）、东京电视	玩具、视觉产品	√	√	√
高达	创通（万代子公司）	模型套件、游戏、网络内容、游乐机、活动	√	√	√
超级战队	电视朝日、东映（万代持股）	玩具	√	√	√
面包超人	谷野丈史、TMS、日本电视	婴儿玩具	√		√
龙珠	鸟山明（万代子公司）/集英社、东映（万代持股）	游戏、网络内容、卡牌产品、手办	√		√
火影忍者	岸本齐史/集英社，东京电视，	游戏、网络内容	√		√
海贼王	尾田荣一郎/集英社，富士电视台，东映（万代持股）	游戏、网络内容、手办	√		√
假面骑士	石森、电视朝日、ADK EM、东映（万代持股）	玩具	√	√	√

资料来源：公司公告、公司官网、麦高证券研究发展部

### 1.1.3 多美为日本第二大玩具制造商，拥有多款热门自有 IP 和合作 IP 产品

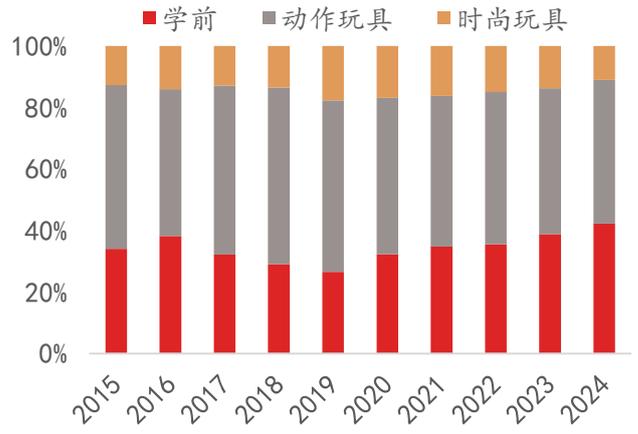
多美为日本第二大玩具制造商，拥有多款热门自有 IP 和合作 IP 产品。最初以生产飞机玩具起家，后来扩展到汽车模型、机器人、娃娃等多种类型的玩具，旗下标志性产品包括 Tomica（多美卡）汽车模型系列、人偶玩具 Licca（丽佳娃娃）、铁道玩具 Plarail（普乐路路）等。此外，多美与孩之宝、任天堂等国际知名品牌建立了长期合作关系，共同推出了基于《变形金刚》和《宝可梦》等热门 IP 的玩具产品，丰富其 IP 矩阵。2024 财年公司营业收入 2083 亿日元，同比+11.3%，CAGR3 达 13.8%；营业利润 178 亿日元，同比+48.3%，CAGR3 达 35.8%，收入利润均实现较快增长。2024 财年公司学前玩具、动作玩具、时尚玩具占比分别为 42.2%、46.7%和 11.0%。

图表 12: 多美营业收入及利润 (亿日元)



资料来源: 公司公告、麦高证券研究发展部

图表 13: 多美分品类销售额占比

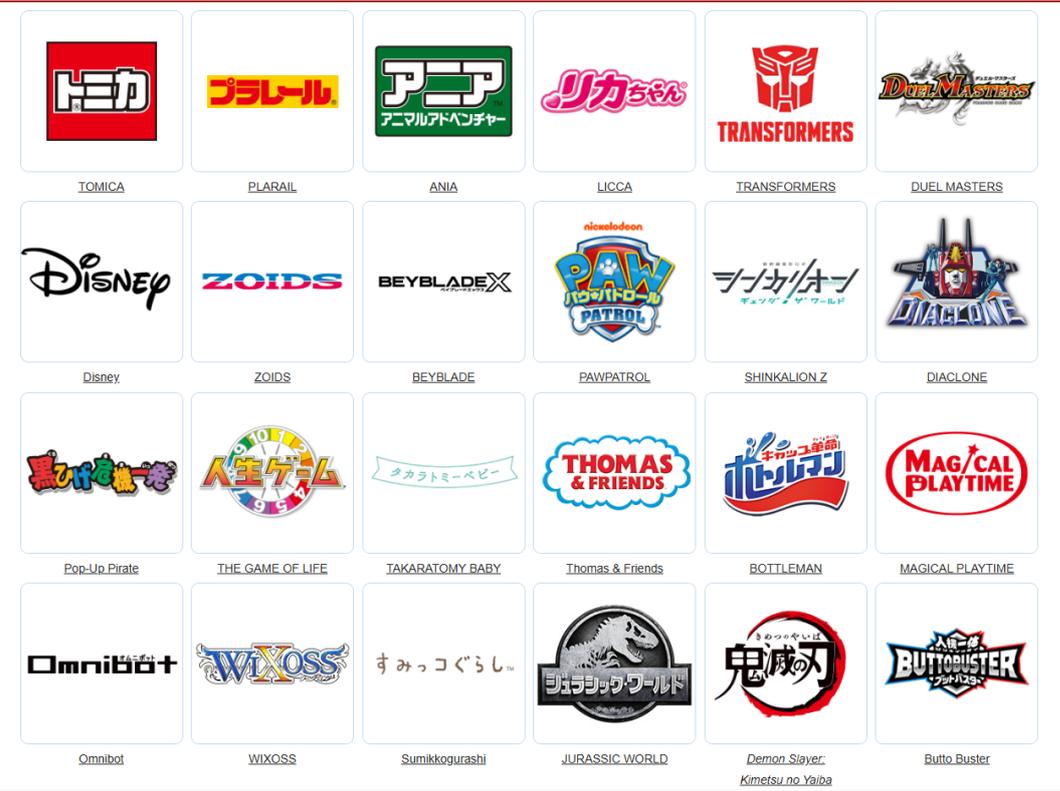


资料来源: 公司公告、麦高证券研究发展部

多美当前商业化运营的 IP 总数超 60 个, 主要包含自有 IP、合作开发 IP 和授权 IP。其 IP 来源主要分为三类:

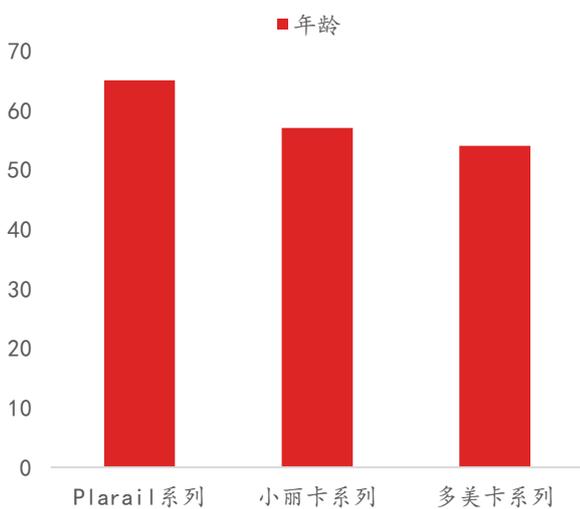
- 1) 自主 IP:** 核心经典 IP 包括 TOMICA、PLARAIL、LICCA, 三项核心经典 IP 寿命均超 50 年, 多年来形成了较强的品牌认知和全面的产品体系。
- 2) 合作开发 IP:** 多美通过与外部合作伙伴共同开发 IP, 使其内容更加丰富。例如, 与孩之宝合作开发的变形金刚系列, 早期为孩之宝主动寻求与多美合作开发变形金刚系列产品, 后 IP 逐渐扩展到电影、游戏等多个领域。此外, 多美还与动画公司 J. C. STAFF 联合开发了 WIXOSS 系列, 这一 IP 不仅拥有动画和游戏内容, 还通过多美的集换式卡牌研发优势实现了双向赋能。
- 3) 授权 IP:** 多美通过授权模式引入成熟的内容生态和产品生态, 进一步丰富其 IP 组合, 常年合作下积累了丰富的授权 IP 资源。例如公司与迪士尼的全面授权协议可追溯到 2000 年。

图表 14：多美主要玩具品牌矩阵



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

图表 15：截止 2024 年多美的自有长寿 IP



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

图表 16：多美主要 IP 的产品类型和 IP 来源

IP 名称	产品类型	IP 来源
TOMICA	合金小车模型	自有 IP
PLARAIL	轨道火车模型	自有 IP
LICCA	换装娃娃	自有 IP
ZOIDS	机械兽拼装模型	自有 IP
DIACLONE	可变形机器人	自有 IP
变形金刚	变形机器人	与孩之宝合作开发
SHINKALION Z	新干线变形机器人	与 JR 东日本合作开发
WIXOSS	卡牌对战游戏	与动画公司 J.C. STAFF 等联合开发
迪士尼	角色衍生玩具	外部授权
汪汪队	角色衍生玩具	外部授权
鬼灭之刃	角色衍生玩具	外部授权

资料来源：各公司官网、公司公告、百度百科、维基百科、麦高证券研究发展部

1.1.4 IP 全产业链布局战略呈现出鲜明的系统性和生态化特征

万代和多美均通过构建跨领域、跨媒介的 IP 矩阵，有效缓冲单一 IP 生命周期波动风险。万代依托 1137 项 IP 资产，形成从 IP 生产业务、数字业务、玩具与爱好业务到游乐设备业

务四大领域协同矩阵。多美以自有 IP 为根基，叠加合作开发 IP 与授权 IP，形成多元 IP 矩阵，抵御单一 IP 热度衰退风险，通过多 IP 变现抵消内容老化风险。

在对 IP 开发的布局中，深度介入是其显著特点。尽管日本企业对授权 IP 也存在较大依赖，但在全产业链布局时，其对核心 IP 的开发模式并非简单的“浅层授权”。企业往往通过资本绑定、联合开发、技术赋能等方式，加强在内容端和衍生品开发端的主导权，强化对 IP 开发链的控制。这一模式实质上将 IP 开发转化为价值共创，使得公司能够在内容创作、衍生品开发、用户运营等环节拥有更高的溢价空间。

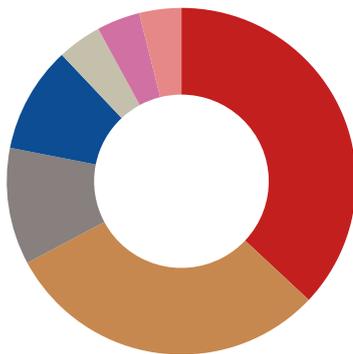
## 1.2 我国本土 IP 呈多维崛起之势，IP 零售产业发展正当时

### 1.2.1 授权依赖显著，国产 IP 结构性机遇显现

目前中国 IP 授权市场中海外 IP 占比仍较高，IP 类型主要来源于影视动画和艺术文化。中国 IP 授权仍然主要依赖海外 IP，来源地分布上中国本土 IP 占比仅为 37%，而美国、欧洲及其他国家和日本授权 IP 占比分别达 30.2%、10.9%、9.9%。授权 IP 类型中，卡通动漫占比最高为 28.2%，第二大 IP 类型为艺术文化，占比为 18.5%。

图表 17：2021 年中国授权市场的 IP 地区分布

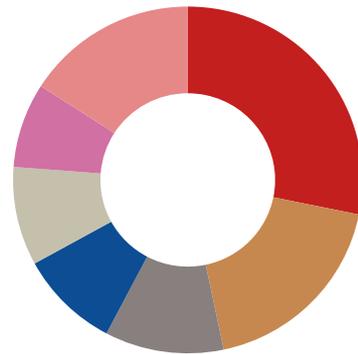
■ 中国 ■ 美国 ■ 欧洲其他国家 ■ 日本 ■ 韩国 ■ 英国 ■ 其他



资料来源：中国玩具和婴童用品协会、麦高证券研究发展部

图表 18：2021 年中国授权市场的 IP 类型分布

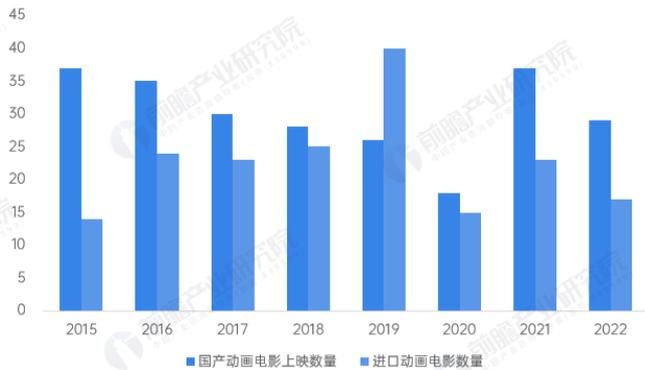
■ 卡通动漫 ■ 艺术文化（含博物馆）  
■ 潮流时尚 ■ 电子游戏  
■ 影视综艺 ■ 企业品牌  
■ 其他



资料来源：中国玩具和婴童用品协会、麦高证券研究发展部

中国国产内容产业正加速迭代升级，本土 IP 呈现多维度崛起态势。2020-2022 年间，国产动画电影上映数量持续超越进口片，且国产动画电影票房呈上升趋势。与此同时，网络文学、游戏 IP、三星堆等文物 IP 衍生品不断破圈涌现，本土 IP 发展势头正盛，呈多维度崛起态势。

图表 19：中国进口和国产动画电影历年上映数量（部）



资料来源：前瞻产业研究院、《中国国际文化贸易发展报告（2023）》

图表 20：中国进口动画电影数量及票房占全部动画比重



资料来源：前瞻产业研究院、《中国国际文化贸易发展报告（2023）》

图表 21：中国国产 IP 逐步涌现



资料来源：公开资料整理、麦高证券研究发展部

### 1.2.2 泡泡玛特：多重来源储备优质 IP，深度介入 IP 商品形态开发

泡泡玛特横向通过多重来源储备优质 IP，丰富 IP 版图储备。根据千岛品牌信息，截至目前公司共拥有 85 个 IP，覆盖包括内部开发、收购、合作艺术家独家 IP 及非独家授权 IP 多重 IP 来源。

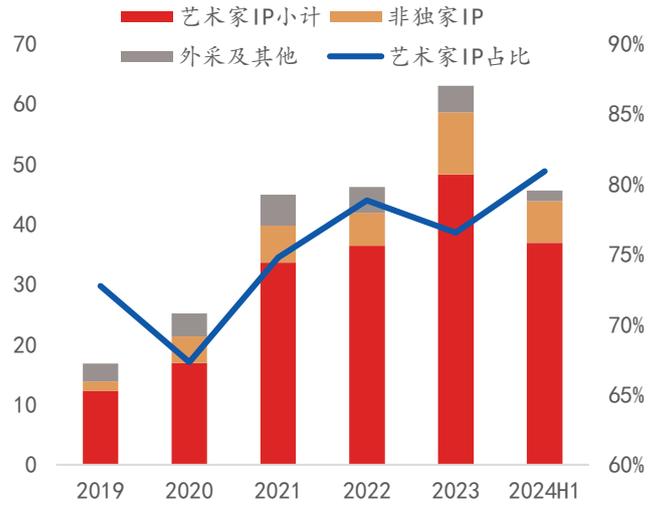
公司艺术家 IP 占比持续提升，核心 IP 地位稳固，新 IP 不断涌现。公司艺术家 IP 占比持续提升，从 2019 年的 72.7% 提升至 2024 年 H1 的 80.9%，前四大核心 IP Molly、The Monsters、Skull Panda 和 Dimoo 多年来收入保持稳定增长地位稳固，前四大 IP 合计收入从 2020 年的 9.2 亿元提升至 2024 年 H1 的 23.6 亿元，占比从 36.4% 提升至 51.8%；每年都有新 IP 涌现，形成了良好的 IP 梯度。

图表 22：泡泡玛特主要合作艺术家及合作品牌



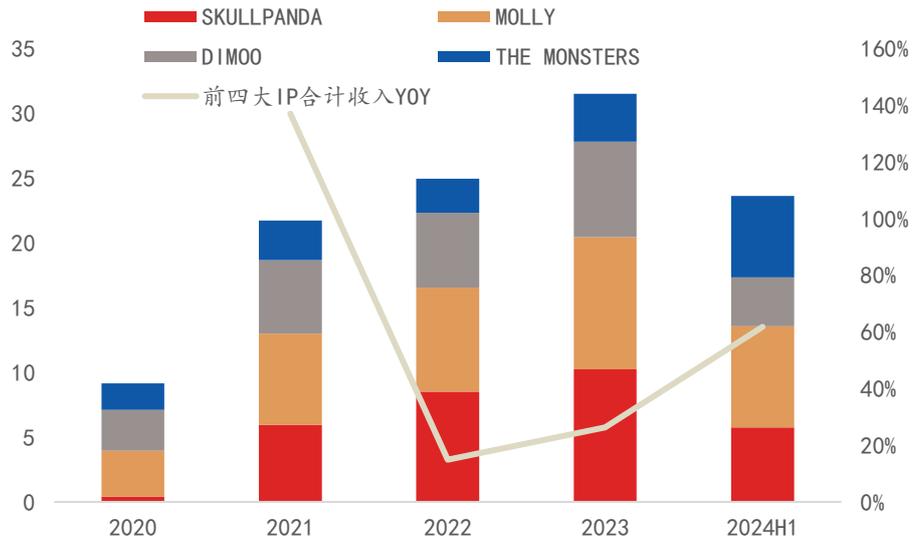
资料来源：公司官网、麦高证券研究发展暴怒

图表 23：泡泡玛特艺术家 IP 收入及占比均持续提升



资料来源：公司招股说明书、公司公告、麦高证券研究发展部

图表 24：泡泡玛特前四大 IP 收入（亿元）及 YOY



资料来源：公司招股说明书、公司公告、麦高证券研究发展部

**公司持续在外发掘艺术家。**截至 2020 年 H1，公司拥有一支超 20 人组成的内部艺术家发掘团队，积极对外寻找优秀艺术家和优质 IP。团队通过参与潮流玩具展览、组织设计比赛、与顶级艺术学院合作开设讲座和课程等多种方式进行艺术家的发掘与培养。此外，公司特别关注社交媒体和潮流玩具粉丝社区，以了解受欢迎的潮流玩具艺术家，进一步丰富其艺术家储备和 IP 开发资源。

**逐步发力自研 IP 能力。**2017 年公司成立 PDC 原创工作室，专注 IP 产品开发和运营，截至 2020 年 H1 拥有一支 111 名成员组成的创意设计 & 工业开发团队。目前自研 IP 中，小野，小甜豆、HACIPUPU、PINO JELLY2023 年销售额均破 1 亿元，其中小野 2023 年收入同比增长 149.5%，收入达 3.5 亿元。

对外投资和授权合作扩大 IP 版图。通过投资两点十分动漫切入国产动画制作，构建 IP 孵化前置链路；与迪士尼、三丽鸥等头部 IP 方开发联名产品，进一步丰富 IP 版图。

图表 25：泡泡玛特通过多样化渠道储备 IP

IP 发掘类型	发掘方式/典型案例
内部设计师团队	截至 2020 年 H1 拥有一支 111 名成员组成的内部创意设计 & 工业开发团队
内部艺术家发掘团队	潮流玩具展
	顶级艺术学院合作课程
	组织设计比赛
对外投资	关注社媒潮玩粉丝社区
授权合作	投资“两点十分”等
	与知名 IP 提供商建立稳定授权关系

资料来源：公司招股说明书、企查查、麦高证券研究发展部

图表 26：泡泡玛特 IP 类型和知识产权情况

IP 类型	IP 来源	代表性 IP	知识产权及费用安排	期限
自有 IP	内部开发	BOBO&COCO、Yuki	公司：享有 <u>完全知识产权</u> ，包括开发及销售玩具及对外授权	
	收购	Molly、Dimoo	公司：享有 <u>中国及其他特定地区的所有知识产权</u> 艺术家：获得固定金额的 <u>转让费</u> ；合作开发相关 IP 产品，并基于产品销售额收取有年度上限的 <u>设计费</u>	
独家 IP	合作艺术家	The Monsters、Pucky	公司：享有在指定地区开发及销售基于 IP 的玩具的 <u>独家授权</u> ； 和将 IP <u>再授权</u> 于指定地区内的第三方 艺术家： <u>拥有知识产权</u> ；基于产品销售额收取有年度上限的 <u>设计费</u> ；有权收取再授权协议获得的部分费用 <u>共同拥有</u> ：开发产品的知识产权	一般为 <u>四年</u> ，可延长至 <u>六年或更长时间</u>
非独家 IP	知名 IP 提供商	米老师、Hello Kitty	公司：享有中国及其他特定地区设计、开发及销售基于 IP 的玩具的 <u>非独家授权</u> 艺术家： <u>拥有知识产权</u> ；获得 <u>特许权使用费</u> 、最低 <u>特许权使用费保证金</u> 和其他费用 <u>共同拥有</u> ：开发产品的知识产权	通常为 <u>一到两年</u> ，且不会自动续期

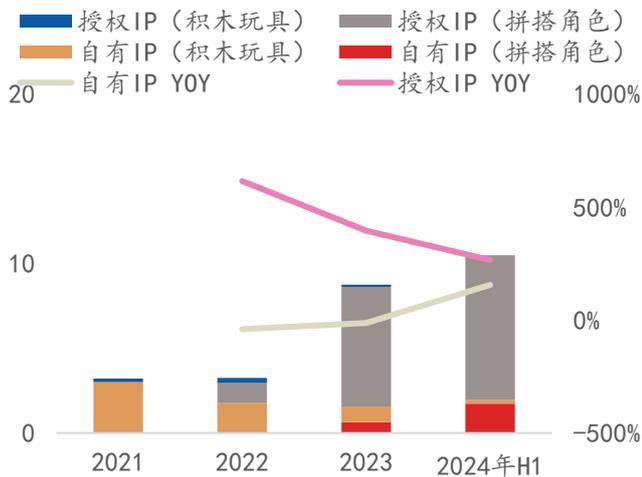
资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

### 1.2.3 布鲁可：奥特曼+变形金刚构建基本盘，发力新 IP+自有 IP 实现多元化布局

布鲁可通过多维度布局，构建起“自主 IP+授权 IP”相结合的资源池。截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可通过 30 多个授权 IP（包括奥特曼、变形金刚、漫威等经典 IP）以及自主原创 IP（如英雄无限、百变布鲁可），开发出 431 款在售 SKU。

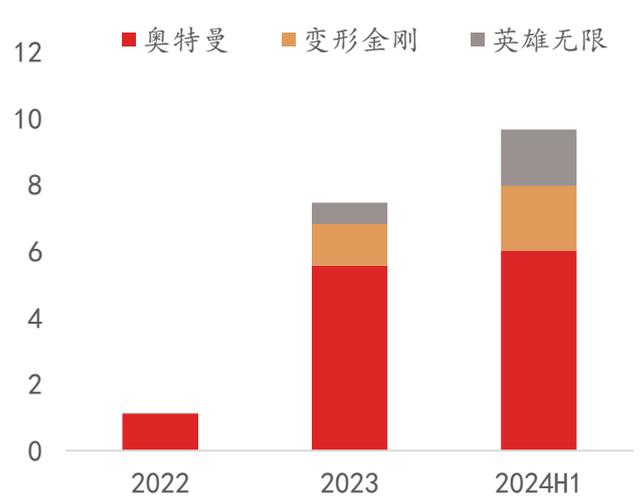
布鲁可的收入主要得益于授权 IP，同时其自有 IP 正逐渐成为新的增长动力。自 2023 年起，布鲁可的收入主要来源于授权 IP，2024 年 H1 公司奥特曼和变形金刚拼搭角色类玩具分别实现收入 6.0 亿元和 2.0 亿元，分别同比+194.6%和 4192.6%，合计占总收入的 76.1%。与此同时，布鲁可的自有 IP 也显示出了显著的加速增长趋势，2024 年 H1 其自有 IP 收入达 1.95 亿元，同比+155.2%。此外布鲁可拥有丰富知名 IP 储备，也在积极推出基于这些知名 IP 的更多 SKU，以减少对单一 IP 的依赖，并扩大其市场覆盖范围。

图表 27：布鲁可 IP 类型划分的收入情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 28：布鲁可主要 IP 收入情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 29：布鲁可授权协议情况

IP 名称	授权协议的对手方	授权区域	授权到期年份
奥特曼	IP 授权方	中国 (1) 北美洲、欧洲及亚洲部分地区	2027 年 2025 年
变形金刚	IP 版权方	全球超过 50 个国家	2028 年
火影忍者	IP 授权方	中国	2025 年
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	IP 版权方	亚洲九个国家	2025 年
小黄人	IP 版权方	全球超过 150 个国家	2027 年
宝可梦	IP 授权方及 IP 版权方	中国	2025 年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	IP 授权方	中国	2027 年
芝麻街	IP 版权方	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年
叶罗丽	IP 版权方	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026 年

三体	IP 版权方	中国	2027 年
斗罗大陆	IP 授权方	中国 (1)	2026 年
圣斗士星矢	IP 授权方	中国	2026 年
初音未来	IP 授权方	中国	2026 年
名侦探柯南	IP 授权方	中国	2026 年
假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年
新世纪福音战士	IP 授权方	中国	2026 年
新·假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年
王者荣耀	IP 版权方	中国	2026 年
超级战队	IP 授权方	中国	2025 年
机动奥特曼	IP 授权方	中国	2026 年
哈利·波特和 DC: 超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠及神奇女侠	IP 版权方	中国	2027 年
星球大战	IP 版权方	中国	2028 年
幽游白书	IP 授权方	中国 (1) 及若干其他亚洲国家	2026 年

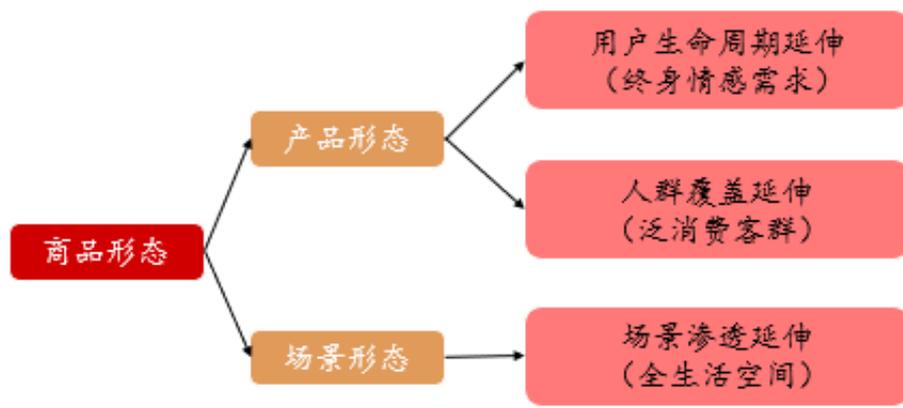
资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

## 二、IP 价值转化：产品力和内容互补驱动增长

### 2.1 IP 商品形态的输出是实现 IP 价值最大化的关键环节

IP 商品形态的多元化输出是实现 IP 价值最大化的关键环节。通过将 IP 转化为实体商品、场景化体验及衍生服务，企业可延伸用户生命周期，覆盖更广泛的消费客群与生活场景，从而实现从内容消费到实物消费的价值跃迁。

图表 30：IP 商品形态的多元化输出是实现 IP 价值最大化的关键环节

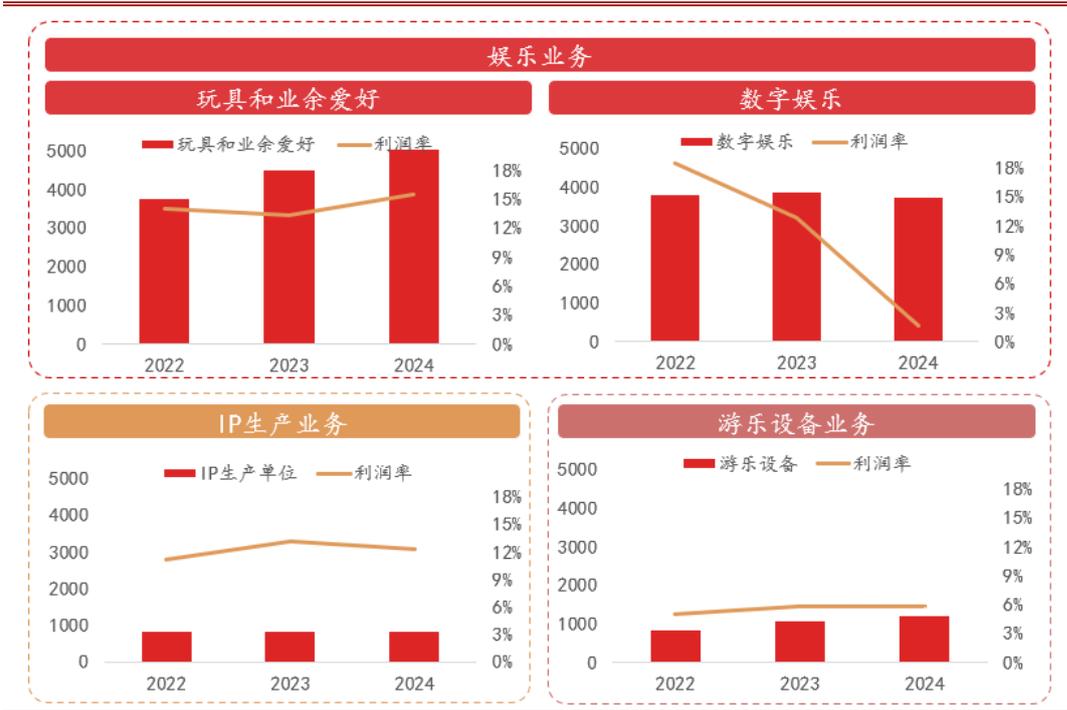


资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

### 2.2 高达：内容驱动下的 IP 全产业链价值释放

全产业链联动下，万代主要通过玩具和爱好业务实现主要收入和利润。来源 2022 财年至 2024 财年，公司玩具和业余爱好业务始终占据营收主导地位，2024 财年营收占整体营收的 45.6%，且营业利润占公司总体营业利润的 76.5%。此外，玩具和业余爱好业务营业利润率稳定在 13%-16%，高于 IP 生产、游乐设备等板块。我们认为这种全产业链联动是因为万代拥有大量优质的 IP，并且可以通过内部开发能力实现从 IP 到商品的深度转化，最大化 IP 的商业价值，实现稳定的收入增长。

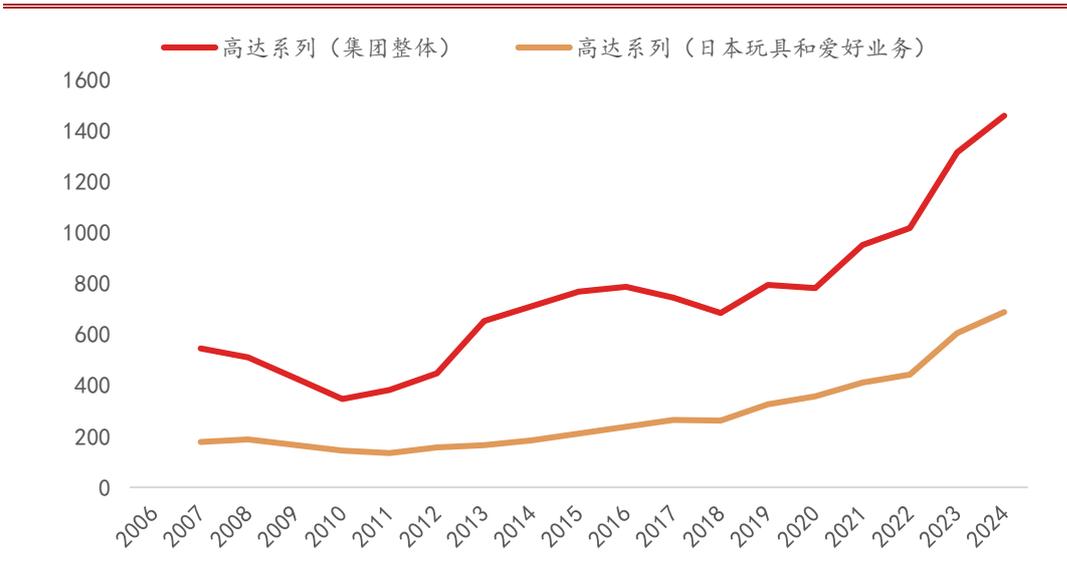
图表 31：万代分业务收入（亿日元）和营业利润率水平



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

高达为万代最具商业价值的自有 IP 之一，IP 轴战略下销售额十余年来仍稳步增长。2024 财年，高达系列 IP 为全集团贡献收入高达 1457 亿日元，CAGR9 达 7.4%。自 2013 年以来，单就高达 IP 每年都为集团带来了超过 10% 的营收，其中 2024 年的营收占比提升至 13.9%。在 2024 财年，高达系列在日本的玩具和爱好业务收入达到 687 亿日元，占该系列总收入的 47.2%。

图表 32：高达系列销售额（亿日元）



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部，注：未披露数据年份均值平滑处理

高达拥有深厚影视动漫内容积淀，通过跨领域协同开发实现 IP 价值最大化。万代通过“强内容生产+跨领域协同+精细化产品运营”战略，将高达从单一动画 IP 升级为全球性的文化符

号。其核心逻辑在于以动画与游戏等内容形式作为引擎，驱动 IP 价值穿透全产业链，最终实现“内容消费+实体商品+体验”的全 IP 产业链生态，实现 IP 价值最大化。

### 2.2.1 建设永续更新的内容系列，最大化拓展 IP 内容受众群体

**建设永续更新的内容系列，持续丰富 IP 内涵。**自 1979 年首部 TV 动画问世，高达系列从未间断过内容的制作和更新，形成了庞大的内容体系。覆盖 TV 动画（如《机动战士高达：水星的魔女》）、OVA（《机动战士高达 UC》）、剧场版（《闪光的哈萨维》）等多元形式。

**长线内容供给实现代际传承和年轻化破圈。**一方面，高达系列开发新时代粉丝，通过开发新世界观系列，尝试多样和轻松的题材，或融入现下时代元素，以吸引年轻观众。如 2022 年 10 月播出的 TV 系列《水星魔女》，融合校园话题，目标年龄层是较为年轻的少年少女及儿童。成功吸引了更多年轻一代的粉丝。而对于中生代粉丝，则定期推出系列续集或重置，巩固核心群体。如《闪光的哈萨维》，利用老粉丝对阿姆罗、夏亚等角色的情怀，巩固核心群体。

图表 33：万代最大限度丰富高达 IP 内容和产品形式



资料来源：公司官网、高达维基、麦高证券研究发展部

**多种形式拓展内容输出方式，最大化触及“泛高达爱好者”和非核心用户。**高达系列将内容形式扩充为动画、游戏、小说、漫画、玩具、元宇宙等多个形式，实现了内容的联动和延伸，最大化触及“泛高达爱好者”，并吸引更多非核心用户。以游戏为例：

- 1) 全平台覆盖，触达更广泛用户群体：**公司推出从主机、PC、手游到街机各类游戏，实现玩家场景无死角渗透；游戏品类上覆盖策略、动作、设计等多类游戏，覆盖不同玩家偏好；
- 2) 定期更新续作，维持用户粘性：**以《高达 VS》系列为例，首部作品诞生于 2001 年，每 2-3 年推出系列新游戏或续作，画面引擎从最早期的 PSP 时代，升级至 PS5，游戏不仅优化了画面和玩法，推出更丰富的机体，还丰富了剧情，有效维持了用户的粘性；
- 3) 开放合作生态，实现技术互补和外部赋能：**从高达前十大游戏来看，万代往往选择和其他开发人共同开发游戏或引入专业团队弥补内部开发短板，如委托 Artdink 开发《机动战士高达 SEED：战斗命运》，利用其技术优势优化动作游戏体验；与 Koei Tecmo 联合推出《高达无双》，继承《无双》游戏风格的同时引入高达机甲，吸引策略游戏玩家群体。

图表 34: GAMERANT 排名下十大高达游戏

排名	游戏名称	发行时间	适用平台	游戏类型	开发者
1	高达破坏者 3	2016	PS 4/Vita	行动, 机甲	Crafts & Meister
2	高达极限 VS Maxiboost ON	2020	PS 4	战斗, 射击	VSTG, 万代
3	SD 高达 G 世纪 Cross Rays	2019	微软, switch, PS4	策略, 模拟, 角色扮演	Tom Create, BNE
4	高达 VS	2017	PS 4	战斗, 射击	BNE, 万代
5	SD 高达 G 世纪 Genesis	2016	PS 4/Vita, switch	策略, 角色扮演	Tom Create
6	高达无双	2007	PS 2/3, Xbox	战斗, 行动	Omega Force, Koei Tecmo
7	机动战士高达 SEED: 战斗命运	2012	PS Vita	行动	Artdink
8	机动战士高达 战场之羁绊	2008	PSP, 街机	第一人称射击	BNE
9	超级机器人大战	2021	微软, 安卓, switch, PS4, Xbox	策略, 模拟, 战术	B. B. Studio, Banpresto
10	机动战士高达 Side Stories	2014	PS 3	行动	B. B. Studio

资料来源: Gamerant、麦高证券研究发展部

### 2.2.2 内容与产品的深度协同, 构建多层次产品体系

高达模型为最具代表性的高达的商业化载体。截至 2024 财年统计, 高达真实系列和 SD 系列模型累计销量分别达 6.0 亿台和 1.9 亿台, 其中海外模型累计销量达 1.2 亿台。

图表 35: 高达系列模型销量和海外产品累计销量情况 (万)



资料来源: 公司公告、麦高证券研究发展部

影视、模型同步开发, 将内容热度直接转化为商业化动能。高达系列在新动画和系列开播时, 会同步推出主机机体模型, 形成“看动画→买模型”的联动, 并持续迭代模型, 充分利用 IP 的价值。

图表 36: 高达模型的推出与影视内容的推出高度协同



资料来源: 公司官网、麦高证券研究发展部

高达系列通过提供多个品牌版本, 覆盖广泛消费者需求。产品线覆盖了从入门级到高端收藏级的多个价格点, 从大小、拼装难度、精细化程度多维切割消费者, 确保了无论是预算有限还是愿意为收藏品支付高价的消费者都能找到对应的产品。入门级别和小型模型定价较低, 以简化的拼装步骤吸引新手用户。进阶级别模型则通过内骨骼架构、精度和涂装技术提升细节表现。收藏级的模型通过高端工艺满足硬核收藏者需求, 模型价格可高达 50000 日元以上 (折合人民币约 2500 元)。

图表 37: 高达拼装模型 GUNPLA 系列拥有多种尺寸和设计



资料来源: 公司官网、麦高证券研究发展部

图表 38：高达拼装模型 GUNPLA 主要系列特点及价格

品牌	比例	品牌特点	模型价格带(日元)
<b>PERFECT GRADE</b>	Perfect Grade 完美等级	1/60 配备了最新的技术，结构精细复杂，成品完成度高	3850-52800
<b>MG</b>	Master Grade 大师级	1/100 以精致的内部框架为核心，细节还是可动范围都表现优秀	2200-22000
<b>RE/100</b>	Reborn-One Hundred 重生一百	1/100 易于组装，但细节精美	3300-10450
<b>RG</b>	Real Grade 真实等级	1/144 较高真实性，拥有详细零件构成和较好质感	2200-20900
<b>HG</b>	High Grade 高级	1/144 经典尺寸，产品阵容最丰富	550-49500
<b>BB战士</b>	BB战士	迷你 Q版设计，产品可爱又酷，价格较低，组合简单	518-6160
<b>MEGA</b>	Mega Size 巨型模型	1/48 最大尺寸模型，但零件数量适中容易组装	8172-8608

资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

在定价策略上，万代刻意模糊价格带边界，以激发消费升级。以 V 高达为例，其模型横跨 HG、RG、MG 多个系列，涵盖多样衍生版本，同一机型的不同版本在复杂度、材质与设计上形成差异化。HGUC 系列偏入门级模型价格仅 3080 日元，而偏进阶的 RG HWS 特殊配色高达和 MG RX-93 高达存在价格重叠，巧妙引导消费者从“性价比优先”转向“情感溢价消费”，持续激活核心用户群体的购买力。

图表 39：高达拼装模型同一机型覆盖多个版本



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

通过跨领域、跨品类、跨 IP 策略持续释放商业价值。除核心产品模型外，高达联名产品矩阵覆盖食品、服饰、数码、艺术等多个品类。通过高频次、高差异化的联名触达泛圈层用户，形成更广阔的周边产品变现复合收益结构。此外，公司将在高达模型上的开发经验和技術服用到其他所拥有的 IP，最大化商业变现能力。

图表 40：高达通过多种方式最大化 IP 价值和产品价值



资料来源：公司官网、淘宝、麦高证券研究发展部

**多渠道触点，增强用户沉浸式体验和用户粘性。**高达基地是由万代南梦宫运营的官方旗舰店，目前主要分布在日本和亚洲其他地区，根据官网信息显示目前日本有 7 家，中国有 6 家，泰国和韩国分别有 1 家和 8 家高达基地。高达基地专注于高达模型及周边商品的展示与销售，同时结合互动体验、文化推广，提供粉丝社群运营和交流的平台。高达基地打造沉浸式体验。高达主题乐园是万代南梦宫打造的沉浸式娱乐设施，目前主要集中在日本，汇集了高达文化传播、周边商品、体育娱乐和游乐活动，加深数字化内容、实体产品和沉浸式体验的融合。

图表 41：高达基地结合产品销售和互动体验



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

图表 42：高达打造主题乐园

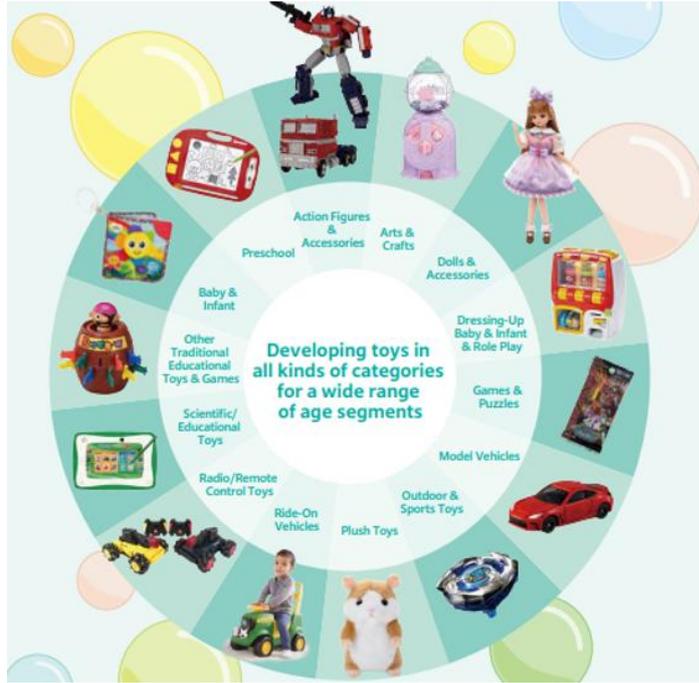


资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

### 2.3 多美：制造和产品设计端驱动 IP 价值塑造

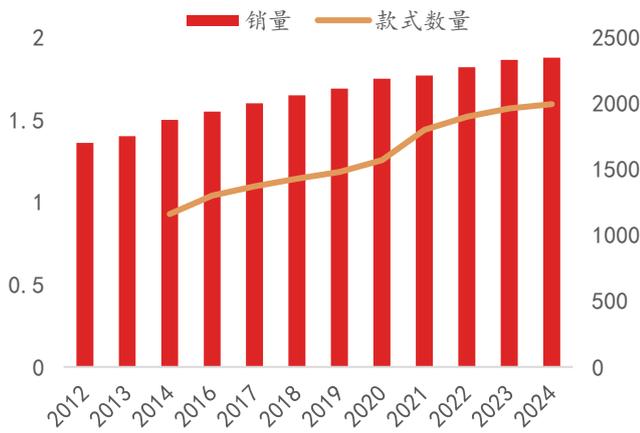
多美采用以产品端的极致创新力补足 IP 先天知名度短板的战略。与万代依托海量知名 IP 进行全产业链开发的路径不同，多美展现了另一种成功模式，即以产品端的极致创新力补足 IP 先天知名度短板。公司核心 IP 如 Tomica 和 Plarail 并非先天具备文化破圈力的 IP，但多美通过产品及 IP 载体的策略，将玩具本身转化为文化符号，并通过设计和制造基因重塑 IP 生命周期。公司旗下 14 大玩具品类涵盖车模、玩偶、游戏机、可变形机器人等细分领域，其核心代表产品 Plarail 和 Tomica 过去八年间平均每年推出约 87 个和 146 个款式，2024 财年销量分别达 1.9 和 7.5 亿件。

图表 43：多美共拓展 14 个品类的玩具



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

图表 44：Plarail 产品销量(亿件)和产品数量(种)



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

图表 45：Tomica 产品销量(亿件)和产品数量(种)

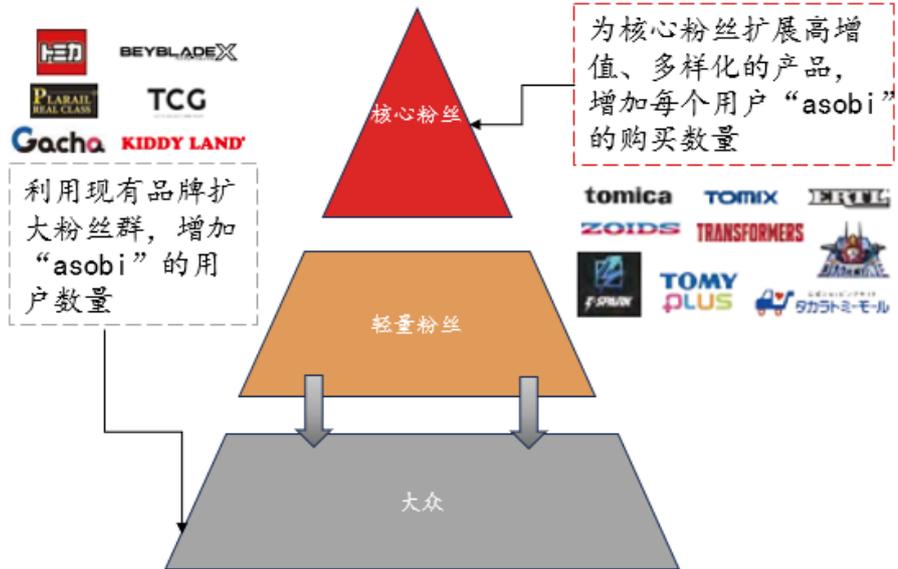


资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

施行“Asobi”战略，以扩大粉丝群体，并提升核心粉丝价值。公司早期专注儿童玩具市场，在 2015 年公司建立成人玩具部门，逐步将粉丝群体从儿童拓展至全年龄段群体。2020 年公司推行“Asobi”战略，即从传统的“玩具”转向提供更多样化的体验，以吸引全球各代际的消费者。该策

略旨在为不同品牌定制年龄层策略，利用现有品牌如 TOMICA 和 PLARAIL 扩大粉丝基础，推出高附加值产品吸引核心粉丝，并增加每个用户的购买数量。

图表 46：多美“Asobi”战略旨在扩大粉丝群体，并提升核心粉丝价值



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

2.3.1 从单品到生态，产品系列实现精准受众切割和定位

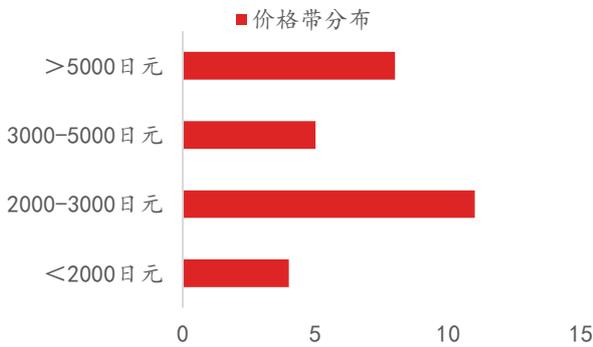
多美旗下核心产品线均以模块化设计和场景拓展性为卖点，将单一玩具转化为可无限延伸的交互系统。通过标准化接口设计实现轨道、建筑、场景配件的自由组合。玩家可基于基础套装，如直线轨道、车站，逐步扩展至复杂地形，甚至融入科技元素，如 Plarail Advanced 双轨系统、Plarail Drive 双摄像头火车。Licca 娃娃通过服饰、装饰品、场景套件形成“换装+情景剧”玩法，覆盖从日常穿搭到主题故事的全场景需求。Tomica 合金车则依托微型城市道路系统，实现车辆与轨道的多维互动。三者的共同逻辑在于消费者首次购买门槛较低，但可以以核心角色或载具为中心，通过高兼容性配件延长用户生命周期，从而提升用户粘性与复购率。

图表 47：多美玩具以模块化设计和场景拓展性为核心卖点



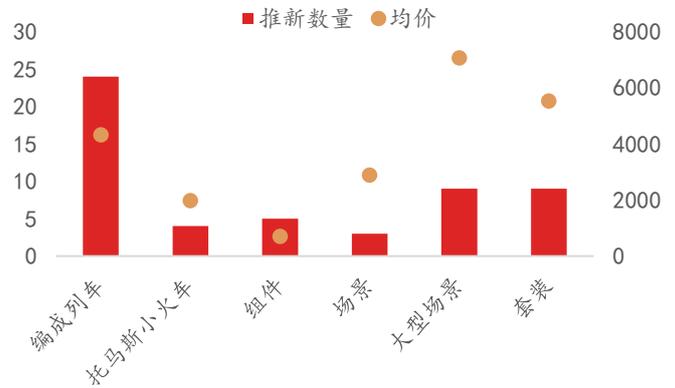
资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

图表 48：2024 年 Plarail 新品列车价格带分布



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

图表 49：2024 年 Plarail 新品数量(个)和均价(日元)



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

**通过用户需求分层与价格带切割，突破传统玩具的年龄限制，实现消费群体全域渗透。** 低龄市场以安全性和易操作性为基础。针对低龄儿童，Plarail 采用鲜艳色彩、无锐角设计；Licca 推出基础版娃娃与简单服饰套装，吸引家庭首次购买。面向其余年龄段用户，Tomica Premium 系列主打高细节合金车模型，复刻经典车型，细节刻画逼真；Plarail 推出 Advanced 系列，提供更精密的控制系统；Licca 则开发 17 岁“#Licca”系列，身高增至 27cm 以适配高端服饰，并引入成人角色设定。

**通过动态更新产品设定，形成跨代际影响力。** Licca 娃娃为较为典型案例，通过角色成长，实现从“11 岁少女”到“全龄化”玩具。随着初代消费者年龄增长，Licca 的固定低龄化形象难以满足用户情感需求。多美于 2015 年和 2020 年分别推出时尚系列和 #Licca 系列，通过将核心角色年龄延展，或调整面部轮廓与身材比例，使其能够适配更丰富的服饰风格，通过“少女成长叙事”撬动青少年与成年女性市场。此外，传统 Licca 故事线聚焦“父母+孩子”的典型家庭结构，而伴随日本少子化、老龄化社会趋势，多美新增“祖父母”角色，以符合世代设定。

图表 50：多美核心品牌推出多种系列以实现消费群体全域渗透，形成跨代际影响力



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

将玩具转化为可兼容多元产品与跨 IP 叙事的开放框架。多美核心品牌和产品设计的价值不仅在于其“基础形态”本身，而且在于通过标准化接口设计与可拓展的玩法框架，使得品牌下产品突破单一品类的限制。以 Plarail 为例，通过轨道的兼容性，火车玩具的形态得以扩展到积木、可变形机器人、扭蛋等多种形态，这不仅降低了用户的参与门槛，还延长了产品的生命周期。

在跨 IP 联动方面，多美的 IP 战略并非简单地将角色形象进行叠加，而是通过技术兼容性和世界观的融合实现深度绑定。SHINKALION 最初是由东日本旅客铁道株式会社、小学馆 Production 和多美于 2015 年提出的项目，将现实新干线转化为变形机器人，并保留 Plarail 轨道兼容性，实现跨 IP 世界观的融合。变形机器人的核心概念实际上源自多美早期开发的 Diaclone 系列。通过与孩之宝公司合作，将这一概念融入变形金刚的故事框架中，不仅丰富了产品线，也实现了新 IP 玩具的叙事升级。此外通过品类形态（如开发车辆形态的变形金刚玩具）的延展，多美成功地将其产品线扩展至旗下其他品类，实现了跨品类的用户导流。

图表 51：多美跨 IP 联动和品类拓张



资料来源：公司官网、麦高证券研究发展部

通过 IP 合作、文化联动和非核心品类延伸进一步破圈。例如，通过“米老鼠小火车”、“托马斯小火车”和“乌萨奇小汽车”将经典 IP 和新兴 IP 植入品牌，利用 IP 粉丝基础提升产品吸引力；“日本×巴黎”联名款则融合东西方文化元素，拓展全球化叙事。同时，与丰田、西武铁路等实体产业合作，将玩具场景进一步与现实交通领域结合，强化用户体验。品类延伸策略上，除了开发核心玩具品类的开放生态，也将品牌的产品形态拓展至日用品、生活用品等，Plarail 甚至开放第三方授权，允许其他公司使用自己的 IP 来生产和销售产品或服务，进一步覆盖低龄至成人市场，形成全年龄消费生态。

图表 52：多美通过 IP 合作、文化联动、品类进一步延伸等方式进一步扩大受众群体



资料来源：公司官网、公司公告、麦高证券研究发展部

### 2.3.2 产品迭代和叙事升级实现 IP 产品内涵丰富

产品迭代和叙事升级实现 IP 产品内涵丰富。在 IP 内涵深化的过程中，除了依托研发设计能力在产品迭代过程中输出 IP 文化，公司也通过多维度的内容矩阵拓展 IP 叙事的边界。如 Licca 通过与时尚品牌联名、制作音乐短视频强化角色人格、借助包括 ins、twitter 在内的社交媒体激活话题曝光和消费者互动，通过硬产品+软内容的协同模式，实现 IP 内涵的丰富。此外我们观察

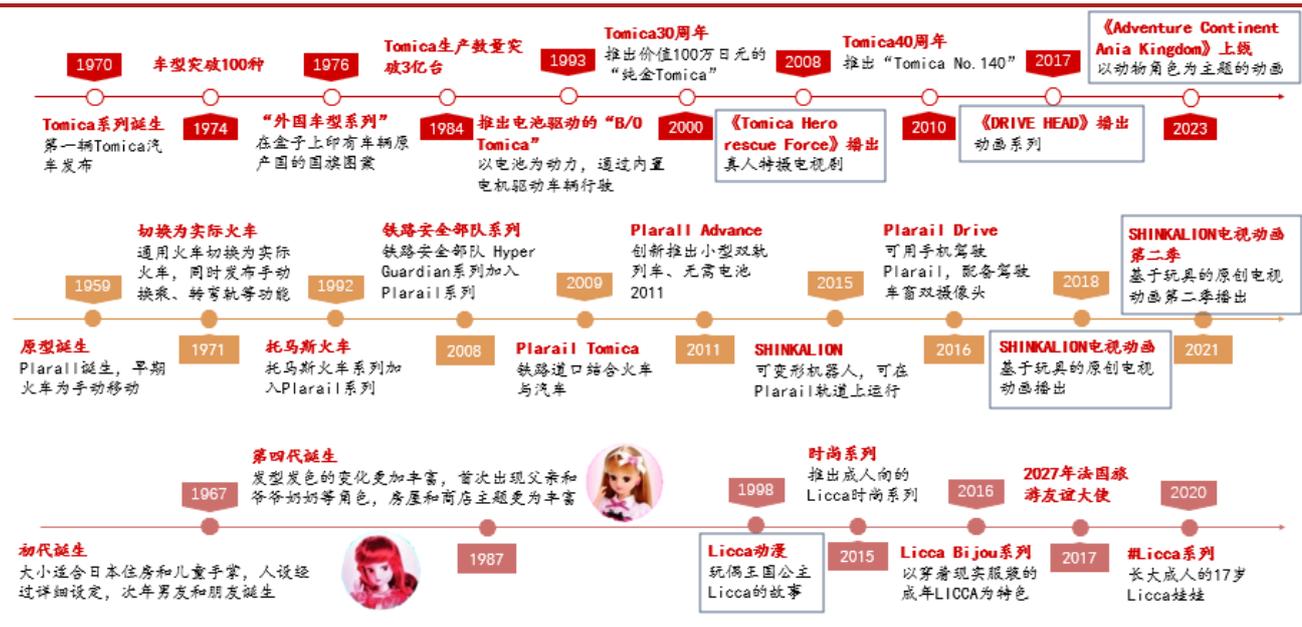
到的一点是，TOMICA、PLARAIL 和 LICCA 均在中后期都推出深度叙事内容，包括电视剧、动漫等，加强 IP 内容的深度。

图 53: Licca 娃娃品牌策略包括商品投放、企业合作、音乐视频和社交媒体等



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

图 54: TOMICA、PLARAIL 和 LICCA 均在中后期推出深度内容，丰富 IP 内涵



资料来源：公司官网、公司公告、百度百科、麦高证券研究发展部

## 2.4 产品力为引擎：稳定产品创新力+品类、年龄、性别精细化布局

### 2.4.1 如何看待万代和多美的产品策略？

日本对于 IP 的运作实现了极致化的产品价格细分、品类扩张和生态扩容，以实现全消费层级、全年龄段、各性别群体的覆盖。我们认为万代和多美产品思路存在共性。一方面在单一品类内通过材质、细节、功能附加、限量策略等多个方面构建价格梯度；并将在特定品类上验证成功的

开发体系复刻到其余 IP，扩容产品边界。另一方面横向扩充品类矩阵，充分开发 IP 价值，实现不同消费层级、不同消费群体的覆盖，使得头部 IP 生命周期普遍超过 30 年。

相较于全消费层级的布局是公司主动出击的战略，全年龄段覆盖是 IP 文化穿透代际的必然结果。日本企业的实践表明，产品价格细分、品类扩张和生态扩容是通过企业端的创新创造新消费场景，覆盖新的目标客群；而跨年龄层用户积累往往需经历人口结构变迁和 IP 长线运营的双重沉淀。

#### 2.4.2 如何看待产品品类间的区别？

以盲盒为代表的收藏类品类可以构建可持续复购机制。如卡牌、盲盒类形态通过构建标准化产品建立收藏基数、概率梯度设计制造稀缺性、甚至通过限定款进一步创造稀缺溢价，驱动用户从功能性消费转向情感性收藏。这类产品品类能提升消费者复购可能，延长用户生命周期，且往往消费者对品牌认可度更高，理论上可以带来无上限的购买频次。

以毛绒玩具为代表的悦己品类依赖情感投射亦可以创造低频高客单消费。悦己品类往往不存在实际功能属性，通过 IP 叙事，人格化设定等方式建立情感投射，创造低频高客单消费。

底层的日用品和必需品受功能属性制约，可行的路径是通过设计和品牌力提升情感溢价空间。商品越是接近基础消费品特征，需求越是容易受成本和渠道影响，且个人较高频消费较多带有溢价的必需品。所以突破的可行路径在于通过设计和品牌力赋能，加强细分品类和品牌之间的强关联性，从而提升情感溢价空间。

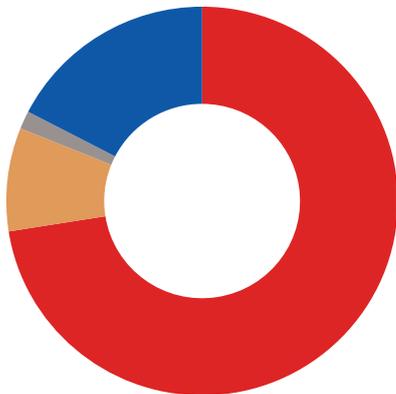
产品的互动性和可玩性可以成为 IP 运营的另一个考量维度。互动性本质是 IP 价值在购买行为结束后，进一步进行传播，和产品产生更强的情感连接，并维持 IP 生命力。以高达为例，其互动核心在于突破传统 IP 的单向传播链条。1) 模型在开启后往往需要手动拼装，拼装过程中也是对产品情感投射和认知的再次加强。2) 通过元宇宙、拼装社群等技术交流圈子，消费者可以进行二创和分享，在品牌方不完全介入的情况下，形成知识共享网络，加强 IP 文化沉淀。

#### 2.4.3 泡泡玛特通过品类扩张成功打开客群和玩法边界

泡泡玛特品类结构优化，IP 生命力有效延续，客群持续丰富。2022 年至今，泡泡玛特通过主动调整产品矩阵，实现从手办主导到多品类协同的转型。目前手办比例显著下降，手办占比从 2023 年 H1 的 72.5% 显著下降至 2024 年 H1 的 58.3%。而高端产品系列 MEGA 和新系列毛绒玩具占比分别从 2023 年 H1 的 8.6% 和 1.5% 提升至 2024 年 H1 的 12.9% 和 9.8%。通过将同一 IP 复用于手办、毛绒、卡牌等多形态，覆盖更多维消费群体，实现 IP 价值的最大化和 IP 生命力的延续。

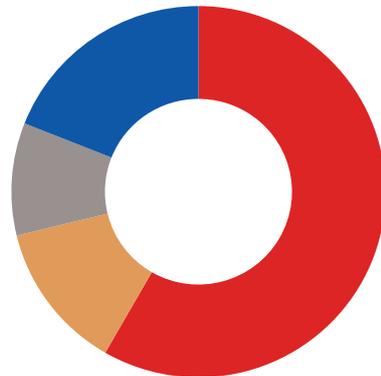
图表 55：2023 年 H1 泡泡玛特分品类销售额占比

■ 手办 ■ MEGA ■ 毛绒玩具 ■ 衍生品及其他



图表 56：2024 年 H1 泡泡玛特分品类销售额占比

■ 手办 ■ MEGA ■ 毛绒玩具 ■ 衍生品及其他



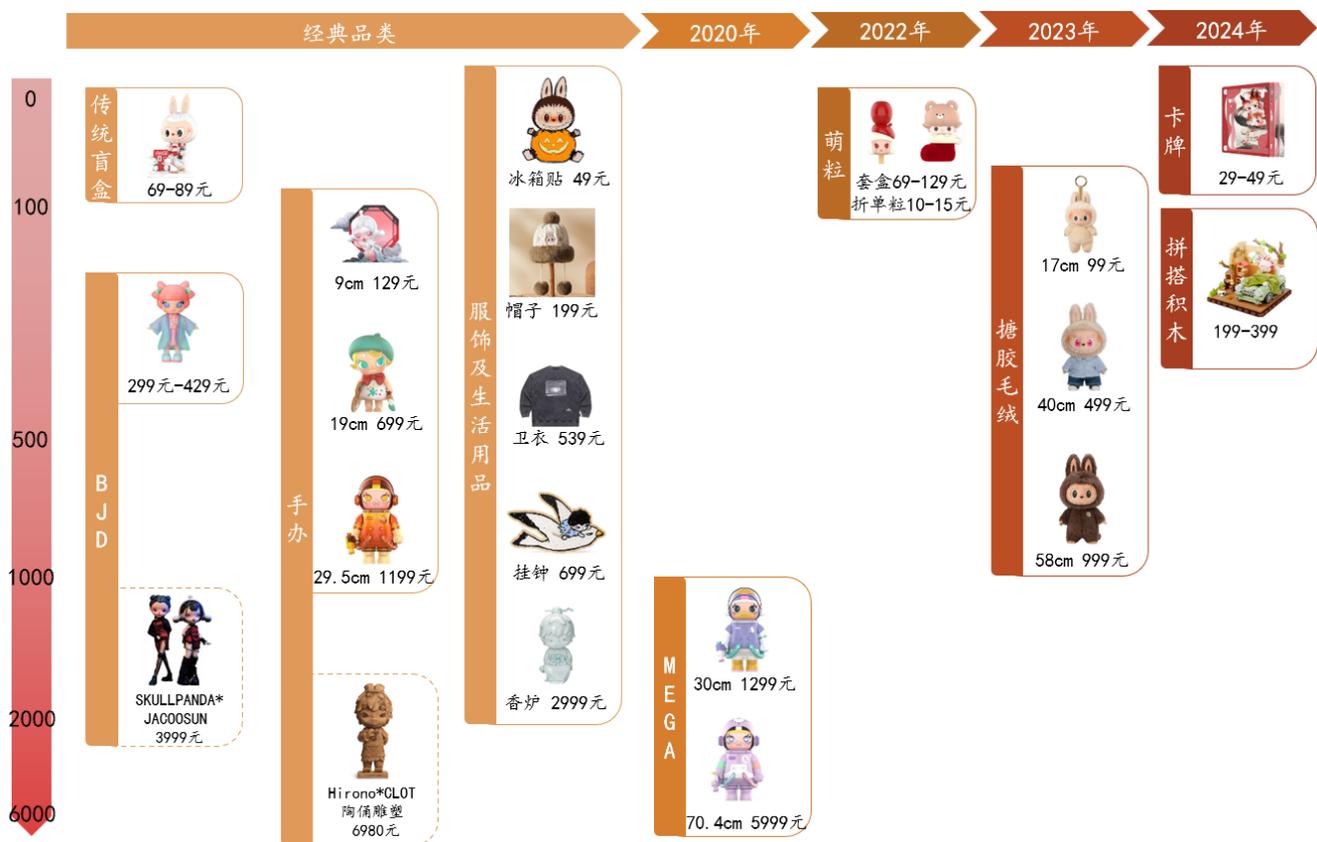
资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

推出积木与卡牌完善品类布局，进一步突破传统潮玩边界。2024 年公司推出了积木和卡牌品类产品，一方面这两个品类不仅填补了泡泡玛特在两个百亿级市场规模领域的布局空白，更通过将卡牌和积木纳入产品体系，进一步突破了传统潮玩的体验边界，相较于盲盒、毛绒等主打观赏性的品类，积木与卡牌在保留收藏价值的基础上，通过拼装互动、策略对战等玩法显著提升了用户参与深度。

当前在消费者消费潜力的挖掘上仍主要依赖盲盒复购与品类延伸带来的自然价格分层。我们认为目前在单一客户消费潜力的挖掘上还是主要依托盲盒属性的复购率和品类间核心价格带的差异，品类内价格带延伸思路主要围绕尺寸、精细度、稀缺度拓展。参考万代和多美经验，我们认为公司在品类拓展和价格带延伸上仍有较大空间。

图表 57：泡泡玛特主要产品品类及价格带分布



资料来源：公司官方小程序、麦高证券研究发展部，注：仅列举报告外发当日所统计的主要产品价格带范围

#### 2.4.4 布鲁可：围绕核心品类优势实现多 IP 赋能和广泛客群覆盖

分层产品策略，实现广泛客群覆盖。布鲁可以 39 元大众款为核心价格，此外通过延伸价格带和目标客群，实现更广泛的消费客群覆盖，建立从 9.9 元基础款到 100 元以上高还原度产品的多梯度体系，截至 2024 年 6 月，公司共有 431 款在售 SKU，包括主要面向 6 岁以下儿童的 116 款 SKU、主要面向 6 至 16 岁人群的 295 款 SKU，以及主要面向 16 岁以上人群的 20 款 SKU。

以拼搭角色玩具为核心，围绕核心品类优势赋能其他 IP。公司自 2022 年起实施品类升级战略，核心焦点是将业务重心从传统的大块积木转移到市场前景更广阔的拼搭角色玩具上，通过将积木领域的模块化技术优势应用至奥特曼、英雄无限、漫威、假面骑士等 IP，实现了高效的研发机制

和核心品类竞争力的加固。公司拼搭角色玩具实现显著增长，截至 2024 年 H1，拼搭角色类产品收入占比已达 97.8%。2024 年 H1 公司营业收入达 10.46 亿元，同比+238%，显示了公司强大的发展势头和市场竞争能力。

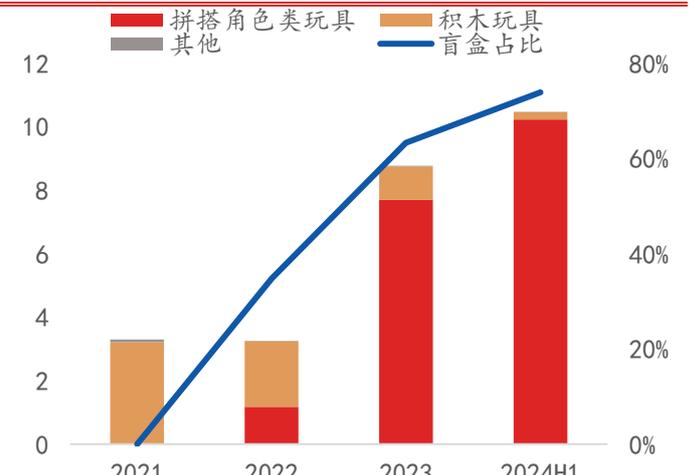
核心产品拼装积木主要通过盲盒形式销售，强化消费体验。通过将核心产品以盲盒形式销售，公司有效提升了用户粘性与复购率，盲盒的随机性和收藏属性与积木的可组合性形成协同效应，持续强化消费体验。2024 年 H1 公司盲盒占收入比达到 73.9%，且占比持续提升。

图表 58：布鲁可产品矩阵



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

图表 59：布鲁可分品类收入（亿元）和盲盒占比

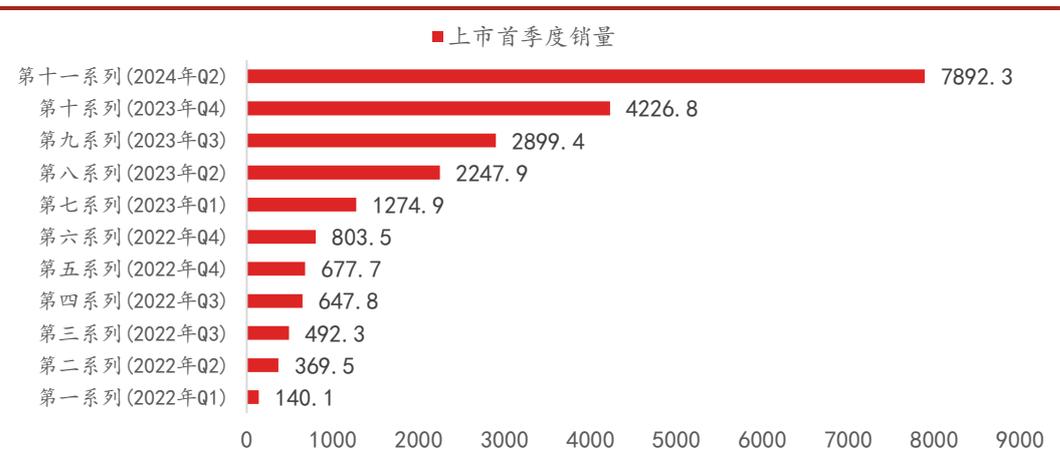


资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

已有 IP 通过持续推出新系列及新版本延续产品生命周期。以奥特曼 IP 为标杆案例，奥特曼群星版作为核心产品线，定价 39 元，产品系列保持约季度迭代，目前已推出 13 个系列，新系列上市首季度销量不断创新高。

通过大小和配置差异延伸价格带，实现更广消费客群的覆盖。布鲁可在 24 年 11 月推出 9.9 元变形金刚星辰版产品，其颗粒数量控制在大约 20 片，平价价格带更有助于实现县级市场的突破。同时，布鲁可还推出了奥特曼传奇版产品线，该系列还原度更高、设计更精细。通过增加拼接颗粒数量和扩充配件，产品售价提升至百元以上，进一步实现价格带上探。

图表 60：布鲁可奥特曼群星版各系列上市首季度销量（千件）



资料来源：公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**图表 61：布鲁可不同价格拼装积木产品对比**

产品名称	英雄总动员（第一弹）	奥特曼联名群星闪耀版（十三弹）	奥特曼传奇版-捷德奥特曼原始形态
价格	9.9 元	39 元	139 元
尺寸	5.5cm	9.5cm	18.5cm
可动关节数 (人物)	14 处	23 处	23 处
拼搭颗粒数	20 左右	25-36 块	40 块
配件	身份卡 武器（约 40%几率获得）	身份卡 展台 武器（非所有角色配备）	灯组 底座 替换手型 武器
特殊款式	隐藏款：全身金属色工艺 (3/144) 彩透款：透明质感（3/12） 载具：可与人物组合（3/12）	隐藏款：亚刻奥特曼星河装甲 (1/36)	非盲盒形式

资料来源：公司官方小程序、淘宝旗舰店、麦高证券研究发展部

## 2.5 多元形式实现 IP 内涵的丰富为必经之路

### 2.5.1 万代和多美均通过多元形式来丰富 IP 文化内涵，延续 IP 生命力

**万代内容与产品实施高效跨媒介协同。**万代在合并早期就具备了较强的 IP 知识产权库和衍生品商业化能力，以自主内容为支点撬动全产业链。自万代完成对《高达》的知识产权收购后，动画和拼装模型销量有效形成同步共振，并持续通过剧场版、新序列和其他内容形式激活消费。截至 2024 财年，高达系列收入达 1457 亿日元，其中日本地区玩具和爱好业务收入达 687 亿日元，高达的核心拼装模型系列 RG 累计销量达 6 亿件，且仍延续着强劲的生命力。核心在于万代持有核心 IP 的著作权，叠加公司内部 IP 开发能力以及和外部协同输出内容，能实施精准的跨媒介开发，将用户情感黏性转化为衍生品利润。

**多美选择“产品先行-内容补全”的渐进式路径。**多美依托产品设计和制造基因在产业链中下游建立优势，构建品牌矩阵，并逐步补全 IP 内容。纵观公司核心自有 IP 和深度合作 IP，公司前中期策略重心在于通过玩具形态的开发和通过产品本身的推陈出新来输出 IP 文化丰富 IP 内涵，“玩具”属性会更强。但在中后期，公司不可避免的加强各维度内容输出的形式，包括动画、动漫、社交媒体等衍生内容，加强 IP 情感属性，逐步实现 IP 全产业链的控制布局。

所以我们认为对于 IP 价值的延续，产品创新和文化沉淀同等重要，面对 Z 世代情感消费需求日益增长，以 IP 内容叙事为情感连接点的重要性凸显，为形成品牌差异化、长久化的护城河。

### 2.5.2 泡泡玛特已形成层次完整的内容生态

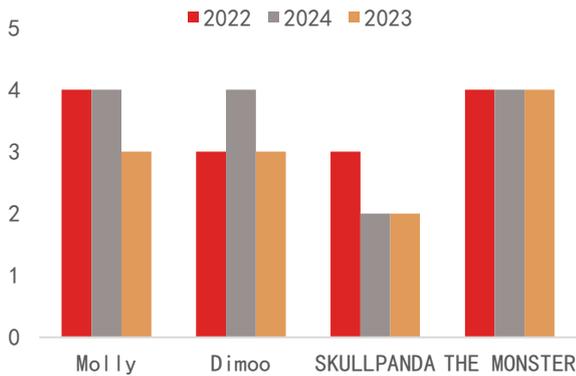
**轻量内容实现泛用户触达。**泡泡玛特通过表情包、短视频、社交媒体等渠道发布 IP 相关内容，通过低门槛的内容形式吸引泛消费群体，强化多维度的品牌曝光。

**核心运营层采取产品及内容的策略，通过产品系列迭代持续丰富 IP 内涵。**公司核心 IP 保持稳定上新频率，每个新产品系列都伴随着新的故事线开发，例如 The Monsters 的搪胶毛绒系列产

品通过表情设计增强用户情感链接；推出积木的同时结合不同积木产品对应塑造 IP 和森林秘密基地之间的故事。

推出城市乐园和手游，着力构建沉浸式体验。投入运营的 4 万平方米城市乐园创新打造泡泡街、Molly 的城堡、奇遇森林等主题，融合互动、游戏和购物，将体验进一步衍生至线下场景。此外自研手游《梦想家园》是对数字体验端布局的一次良好尝试开端，利用游戏的玩家黏性，拉长 IP 的生命周期。

图表 62：泡泡玛特核心 IP 上新速度



资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部，注：只包含盲盒手办

图表 63：泡泡玛特新品推出伴随 IP 内涵的丰富



资料来源：公司官方公众号、公司官方小程序、麦高证券研究发展部

图表 64：泡泡玛特打造城市乐园和梦想家园手游



资料来源：公司官方小红书、公司官方公众号麦高证券研究发展部

图表 65：泡泡玛特抖音宣传视频



资料来源：抖音、麦高证券研究发展部

2.5.3 布鲁可自有 IP 更新短片丰富内涵，BFC 社区构建消费者生态圈

公司自有 IP 更新短片丰富内涵。公司于 2017 年推出的《百变布鲁可》围绕主角布布、鲁鲁、可可的冒险故事展开，主要面向 6 岁以下儿童群体，截至 2024 年 H1 公司已推出 214 集百变布鲁可动画系列。2022 年推出的《英雄无限》则将中国经典文学角色（孙悟空、哪吒等）与历史人物（关羽、赵云等）进行机甲化重塑，通过现代叙事手法打造全年龄向 IP，目前已累计推出 62 集系列短片。两大自有 IP 采取高频短视频传播策略，采用弹窗式推广模式实现 152 亿次累计播放量，官方账号矩阵吸引超 500 万粉丝关注。

图表 66: 布鲁可自有 IP 《百变布鲁克》



资料来源: 公司招股说明书、麦高证券研究发展部

图表 67: 布鲁可自有 IP 《英雄无限》



资料来源: 公司招股说明书、麦高证券研究发展部

**BFC 社区打造用户共创互动机制，沉淀私域流量。**此外公司通过小程序“布鲁可积木人 CLUB”提供消费者交流社区。通过小程序公司鼓励用户成为共创人，官方转发优质内容并组织模玩大赛、线下展会。截至 2024 年 6 月，社区注册会员超 200 万，80%以上会员激活至少一种产品。

图表 68: 布鲁可消费者生态圈体系



资料来源: 公司招股说明书、公司官方公众号麦高证券研究发展部

图表 69: 布鲁可 BFC 社区



资料来源: 公司官方小程序、麦高证券研究发展部

### 三、风险提示

**IP 生命周期管理风险：**核心 IP 的开发存在市场接受度不确定性，若后续内容创作未能持续引发用户共鸣，可能导致产品销售下滑及用户流失。

**市场竞争加剧风险：**新竞争对手或通过产品创新、加大营销力度等方式争夺市场份额，对现有 IP 市场地位造成不利威胁。

**政策合规风险：**盲盒销售或面临未成年人消费限制、概率公示等政策收紧，影响核心产品商业模式及利润结构。

## 【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

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

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在15%以上；

增持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在5%到15%之间；

中性：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

减持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

### 行业评级

优于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在5%以上；

同步大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

弱于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

## 【分析师承诺】

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

## 【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，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，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。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信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

## 麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
刘惠莹	机构销售	17860610172	liuhuiying@mgzq.com
罗礼智	机构销售	18502313729	luolizhi@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com