仅供内部参考，请勿外传

中国潮玩出海：从产品输出到品牌全球化的跃迁

轻工制造业

评级： 增持

■ 潮玩行业深度报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘佳昆(分析师)	021-38038184	liujiakun@gtht.com	S0880524040004
鲍秋宇(分析师)	021-23185602	baoqiuyu@gtht.com	S0880526060006

细分行业评级

文娱用品	增持

相关报告

轻工制造业《潮玩行业 8 月专题：从乐高中报看拼搭积木行业全球发展趋势》2026.09.14

轻工制造业《科技消费 8 月专题：创想三维新品集中落地，智能硬件消费级化加速》2026.09.14

本报告导读：

中国潮玩出海正由产品输出走向品牌全球化经营。本文重点梳理当前中国潮玩企业出海处于何种阶段；以及结合乐高全球化复盘，总结哪些竞争力决定企业海外表现差异，并进一步比较不同模式的可复制性、成长上限与出海壁垒。

投资要点：

- **全球潮玩市场长周期高景气，中国增速领跑。**据弗若斯特沙利文数据，全球潮玩市场规模由 2020 年的 215 亿美元增至 2025 年的 537 亿美元（CAGR 20.1%），预计 2030 年达 1601 亿美元。中国为全球增速最高区域，2025 年规模约 875 亿元、2020-2025 年 CAGR 27.7%，Z 世代消费释放与 IP 孵化生态成熟支撑产业跃迁。
- **出海已由铺货试销走向品牌全球化。**2024 年 LABUBU 引爆全球，标志中国潮玩出海由产品出口向 IP、产品工程、渠道与本地化协同演进。分区域看，2025 年潮玩行业北美规模 170 亿美元(20-25 年 CAGR18.3%)，Funko/LEGO 等老牌玩具龙头壁垒深厚；欧洲规模 147 亿美元(20-25 年 CAGR17.2%)；亚洲（不含中国）78 亿美元（CAGR 21.5%），东南亚、日韩文化贴近，门槛较低；拉美等新兴市场体量小但增长弹性高。
- **国内出海企业由资源禀赋决定差异化路径，形成四大类型。**IP 全链路运营型：泡泡玛特 2026H1 海外收入 49.73 亿元、占比 29%；渠道平台型：依托全球零售网络，名创优品 2026H1 海外收入 40.59 亿元、占比 38.6%；品类专业型：依托产品工程叠加成熟 IP 海外复制，布鲁可 2026H1 海外收入 3.66 亿元（+228.5%）；新锐探索型：奇梦岛、ToyCity 等企业依托柔性供应链与轻资产模式验证需求，规模小但弹性高。
- **复盘乐高全球化，产品系统化与组织克制是玩具企业穿越周期、长效出海的根基。**九十余年间，乐高以积木系统为底座，通过自有与授权 IP 分层运营、门店与乐园体验化渠道、区域化产能构建全球竞争力；2004 年危机后以财务纪律与聚焦主业实现二十年约 13%收入复合增长，为中国潮玩企业提供镜鉴。
- **我们认为，出海长期竞争力取决于“产品供给—渠道触达—营销转化—本地化反馈”四位一体经营闭环。**产品端 IP 资产与实体工艺构成底层基础；渠道端兼顾铺市广度与单店质量；营销端依靠社媒与玩家社群渗透心智。本地化反馈能否沉淀为可复用资产、能否抗住单 IP 与单一市场波动、能否实现系统协同，决定企业全球化天花板。具备闭环能力的企业，有望持续受益于全球潮玩长周期扩容与本土品牌全球化红利的双重驱动。
- **投资建议：**潮玩出海向品牌化演进，具备 IP、渠道、玩家生态的企业有望受益。推荐**布鲁可，其**成熟 IP+拼搭产品工程+玩家生态带来海外成长机会。
- **风险提示：**海外市场拓展不及预期、IP 生命周期、授权续约及新品表现不及预期、海外渠道扩张及盈利能力不及预期风险、库存及营运资金风险、海外合规、关税及汇率风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 中国潮玩出海当前阶段：从产品输出走向品牌全球化.....3
1.1. 全球潮玩市场持续扩容.....3
1.2. 中国潮玩企业出海：进入品牌化转型关键阶段.....4
2. 四类企业出海全景：IP、渠道与品类能力决定全球化路径.....6
2.1. IP 全链路运营型：泡泡玛特由单一爆款走向全球 IP 平台.....6
2.2. 渠道平台型：名创全球零售网络提效，自有 IP 决定溢价.....9
2.3. 品类专业型：产品工程筑壁垒，玩家运营促复购.....12
2.4. 新锐品牌探索型：低成本验证，终端数据决定升级.....19
3. 乐高出海复盘：积木系统筑基、IP 生态赋能、本地化深耕成就全球玩具龙头 21
3.1. 九十年全球化三阶段：从产品出口到生态出海.....21
3.2. 产品端：标准化系统承载 IP 生态，本土主题突破文化折扣.....22
3.3. 渠道端：品牌零售与主题乐园构建沉浸式触点.....23
3.4. 供应链端：区域化制造贴近市场，韧性布局支撑全球扩张.....24
3.5. 镜鉴：2003-2004 年危机揭示的扩张边界.....25
3.6. 对中国潮玩企业的启示：四条长期主义主线.....25
4. 国牌出海竞争力总结：产品、渠道与本地化形成闭环.....26
4.1. 产品端：IP 与实体产品构成出海底层能力.....27
4.2. 渠道端：终端网络决定市场触达与反馈效率.....28
4.3. 营销端：社媒传播与社群运营推动用户转化.....29
4.4. 出海壁垒与综合判断：增长最终要沉淀为经营资产.....31
5. 投资建议.....32
6. 风险提示.....32

仅供内部参考，请勿外传

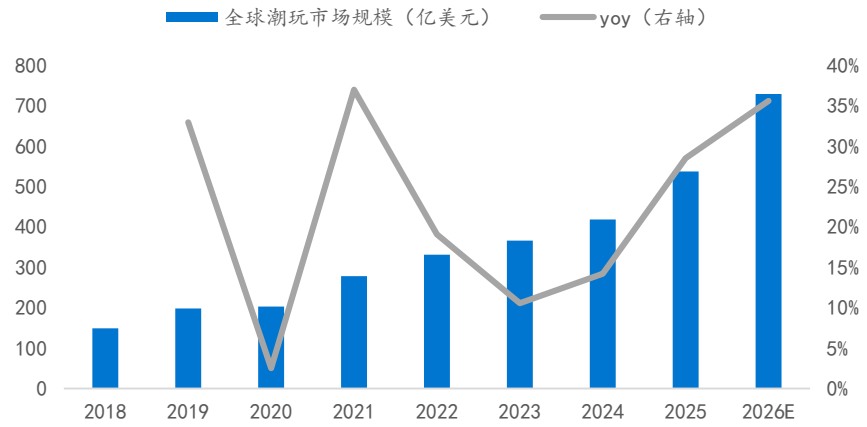
1. 中国潮玩出海当前阶段：从产品输出走向品牌全球化

1.1. 全球潮玩市场持续扩容

全球潮玩市场具备长期扩容基础，IP 消费底层需求驱动中国品牌出海空间持续打开。据 TOPTOY 招股书援引弗若斯特沙利文数据，全球潮玩市场规模由 2020 年的 215 亿美元增长至 2025 年的 537 亿美元，2020-2025 年 CAGR 达 20.1%；预计 2030 年进一步扩张至 1601 亿美元，2026-2030 年预测 CAGR 为 21.8%。潮玩是以艺术表达为内核的当代消费品，兼具 IP 收藏、社交表达与文化传播属性，能够满足年轻群体的情绪陪伴与自我表达需求。Z 世代消费偏好推动潮玩由小众亚文化向大众消费品类跨越，在情绪价值、社交价值与收藏价值的多重驱动下，行业有望保持较强的代际复利效应。

我们认为，IP 文化消费底层需求未变，持续扩容的全球潮玩市场为中国品牌出海打开广阔成长空间，本土企业有望依托成熟的 IP 孵化体系与全球化渠道布局，由产品出海向品牌出海升级，实现长期价值释放。

图1：全球潮玩市场规模及增速



资料来源：TOPTOY 招股书，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

从各区域市场规模、增速、未来增长潜力上来看：

- 中国：全球增速最高区域。中国潮玩市场规模由 2020 年的 36 亿美元增长至 2025 年的 123 亿美元，CAGR 达 27.7%；预计 2026-2030E CAGR 达 27.2%，为全球增速最高区域。增速领先主要源于：一是 Z 世代成为消费主力，潮玩渗透率持续提升；二是盲盒、毛绒等多品类创新持续拓宽消费场景；三是国内 IP 孵化生态成熟，供给端持续丰富。

- 北美洲：成熟收藏市场，外来品牌需差异化切入。北美潮玩市场规模由 2020 年的 73 亿美元增至 2025 年的 170 亿美元，CAGR 达 18.3%，预计 2026-2030E CAGR 达 19.2%。北美市场规模较大，消费者付费能力强，收藏文化深厚，但本地及全球头部 IP 品牌（如 Funko、LEGO）壁垒深厚，外来品牌需通过差异化产品与本地化营销切入。

- 欧洲：进入门槛较高的传统成熟市场。欧洲潮玩市场规模由 2020 年的 66 亿美元增至 2025 年的 147 亿美元，CAGR 达 17.2%，预计 2026-2030E CAGR 达 19.5%。作为传统成熟市场，欧洲市场进入门槛较高，主要原因在于：一是各国文化、语言、消费习惯差异大，需做多国本地化适配；二是产品安全合规（CE 认证、REACH 法规）要求严格；三是本地零售渠道集中度高，新品牌进场谈判周期较长。

- 亚洲（中国除外）：增长动力扎实的新兴市场。亚洲（不含中国）潮玩

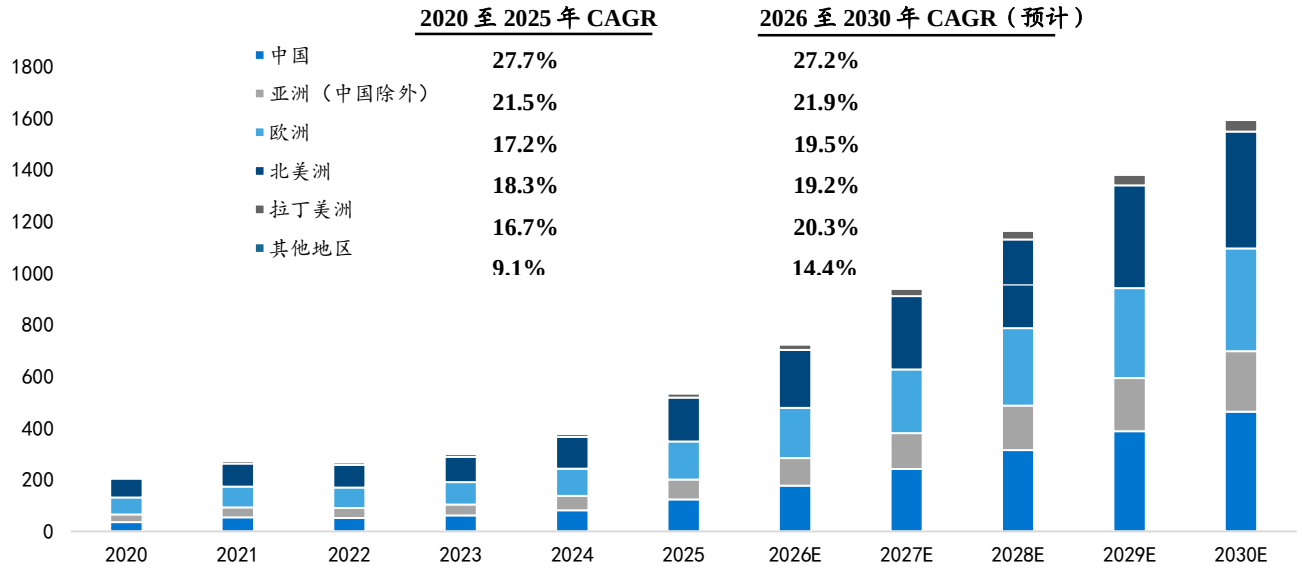
仅供内部参考，请勿外传

市场规模由 2020 年的 29 亿美元增至 2025 年的 78 亿美元，CAGR 达 21.5%，预计 2026-2030E CAGR 达 21.9%。作为新兴市场，区域增长动力扎实，主要源于：一是东南亚、日韩人口结构年轻，Z 世代占比高；二是中华文化圈审美接近，中国国产 IP 渗透率高；三是电商与社媒渗透率快速提升，降低品牌进入门槛。

- 拉丁美洲：增长弹性较高。拉丁美洲潮玩市场规模由 2020 年的 7 亿美元增至 2025 年的 16 亿美元，CAGR 达 16.7%，预计 2026-2030E CAGR 达 20.3%。作为新兴市场，区域增长弹性较高，主要原因在于：一是当前潮玩渗透率较低、年轻人口占比高，消费升级空间较大；二是社交媒体快速普及，IP 内容传播效率提升。

不同区域在文化偏好、消费能力、渠道生态上存在显著差距，国内潮玩出海需因地制宜匹配产品、渠道与本地化运营方式。

图2：全球潮玩行业分地区市场规模（亿美元）



资料来源：TOPTOY 招股书，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

1.2. 中国潮玩企业出海：进入品牌化转型关键阶段

中国潮玩出海经历多阶段演进。早期国内玩具产业以 OEM/ODM 代工模式为主，国内厂商仅承担生产制造环节，缺乏 IP 设计与品牌话语权，产品依托外贸渠道对外输出。2018 年起，本土潮玩品牌率先依靠经销与跨境电商完成海外 SKU、价格体系的试销验证，国内 IP 设计能力与潮玩完整供应链体系逐步成熟，自有品牌出海正式开启。2021-2022 年，国内市场竞争加剧推动头部企业加速寻求海外第二增长曲线，跨境电商与海外经销网络的完善进一步降低品牌出海渠道门槛。2024 年，LABUBU 借助海外头部明星网红社媒分享实现全球引爆，泡泡玛特出海迎来规模化增长，中国潮玩品牌全球化进程实现由产品出海向品牌出海的跨越式升级。

图3：中国潮玩出海演进路径

仅供内部参考，请勿外传

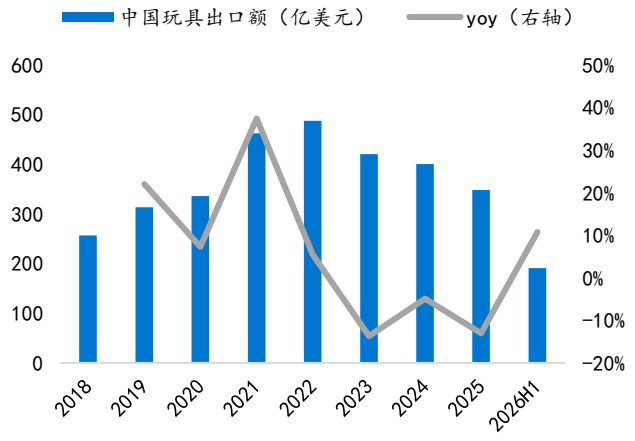


资料来源：泡泡玛特财报，中国玩协，Ocvistas 公众号，WTO/FTA 咨询网，国泰海通证券研究

传统玩具出口呈阶段性波动，潮玩出海头部企业海外营收保持持续高增，反映行业增长动力正由单纯商品贸易转向 IP、渠道及本地化运营驱动的品牌化经营。传统玩具出口端，2018-2025 年国内玩具出口规模先增长后下滑，2025 年同比下降 13.0%；2026H1 中国玩具出口额为 190.7 亿美元，同比增长 10.7%，呈阶段性修复态势。

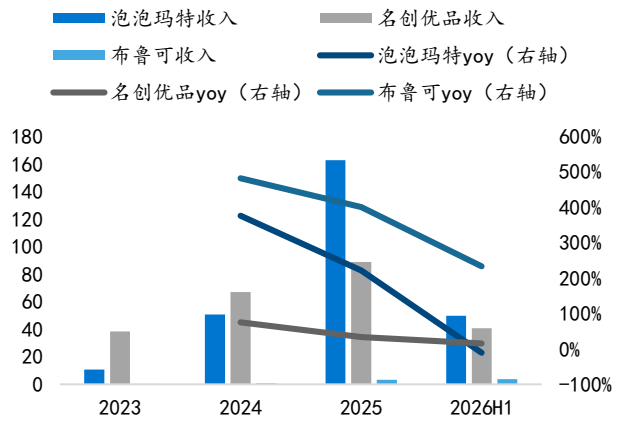
潮玩出海头部企业端，2023-2025 年泡泡玛特海外收入由 10.66 亿元增长至 162.68 亿元，名创优品由 38.22 亿元增长至 88.66 亿元，布鲁可由 0.11 亿元增长至 3.20 亿元，海外业务均保持较快增长态势。2026H1 泡泡玛特海外收入受上年同期高基数影响阶段性回落，名创优品与布鲁可海外业务仍延续快速增长。

图4：中国玩具出口额及同比增速（2018-2026H1）



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图5：头部企业海外营收表现（亿元）及增速



资料来源：泡泡玛特财报，名创优品财报，布鲁可财报，国泰海通证券研究

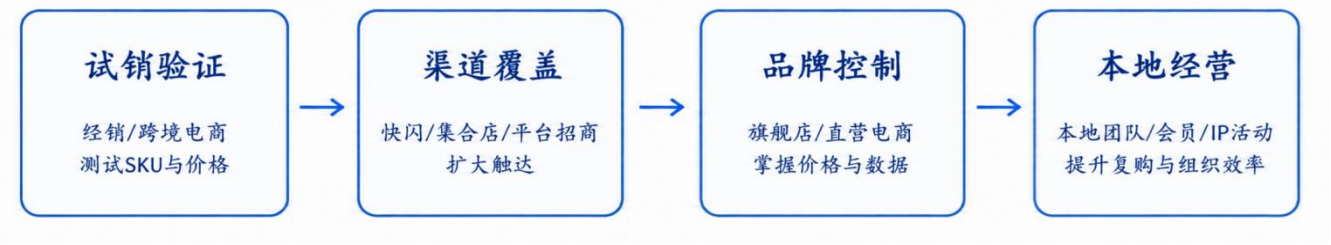
当前国内潮玩出海正处于本地化品牌运营转型关键期，经营重心由产品输出转向对终端与消费者的深度运营。企业海外扩张遵循“试销验证—渠道覆盖—品牌控制—本地经营”递进路径，前期通过快闪、集合店与跨境电商完成渠道触达，中期通过提升直营比例强化终端价格与数据控制，后期搭建本土团队、完善合规与仓配体系，实现由规模扩张向深度经营跨越。

经销模式扩张速度较快，但对价格、库存与用户数据的管控能力有限；直营

仅供内部参考，请勿外传

模式更利于沉淀会员、动销与消费偏好等核心数据。进入本地化经营阶段后，行业考核重点由海外收入与门店数量转向 IP 持续供给、同店增长、复购率与库存周转等运营质量指标，IP 文化输出能力与本地化运营水平将成为决定企业海外长期发展差距的关键因素。

图6：潮玩企业海外经营能力的阶段演进图



资料来源：泡泡玛特，TOP TOY 财报，博客 COVER 官号，国泰海通证券研究

2. 四类企业出海全景：IP、渠道与品类能力决定全球化路径

国内出海潮玩企业海外扩张节奏与经营路径正走向分化，竞争核心聚焦于“产品壁垒沉淀”与“海外终端控制力”两大维度。行业向本地化品牌运营转型背景下，不同企业在 IP 孵化储备、全球零售网络与产品工程制造能力上基础各异，伴随海外收入与渠道版图持续扩张，竞争要素进一步向头部能力收敛。我们据此以 IP/产品壁垒、海外终端控制力为分析框架，将国内出海潮玩企业划分为 IP 全链路运营型、渠道平台型、品类专业型、新锐品牌探索型四类。

表 1：国内潮玩企业出海四大类型对比

企业类型	代表企业	核心模式	主要产品	海外渠道	出海阶段	核心约束
IP 全链路运营型	泡泡玛特	原创 / 艺术家 IP 全链路运营	潮玩手办、MEGA、衍生品	直营门店、机器人商店、官网、Amazon、TikTok、Shopee、Lazada	全球品牌运营	IP 热度周期、海外库存与运营费用
渠道平台型	名创优品、TOP TOY	全球渠道 + IP 零售平台模式	毛绒、盲盒、生活方式 IP 衍生产品	直营、合伙人、代理、大型主题店	全球渠道成熟	授权成本与直营投入平衡；自有 IP 占比偏低
品类能力型	布鲁可、52TOYS、卡游	成熟 IP + 强品类工程能力	积木角色、载具、恐龙、静态 / 可动玩偶、猛兽匣	海外经销、委托销售、电商、社群 APP、亚马逊	快速放量 / 规模验证期	授权 IP 依赖度高、品类集中；经销管控力度不足
新锐试水型	奇梦岛、ToyCity、TNT Space、闪魂	轻资产模式验证海外需求	卡牌、潮玩手办、挂件、盲盒等	分销、快闪、展会、集合店、代理、独立站	市场导入出海过渡起步期	自有 IP 储备有限；终端数据获取能力弱；外部融资持续性约束

资料来源：泡泡玛特、名创优品、TOP TOY、布鲁可、卡游财报与公告，国泰海通证券研究

2.1. IP 全链路运营型：泡泡玛特由单一爆款走向全球 IP 平台

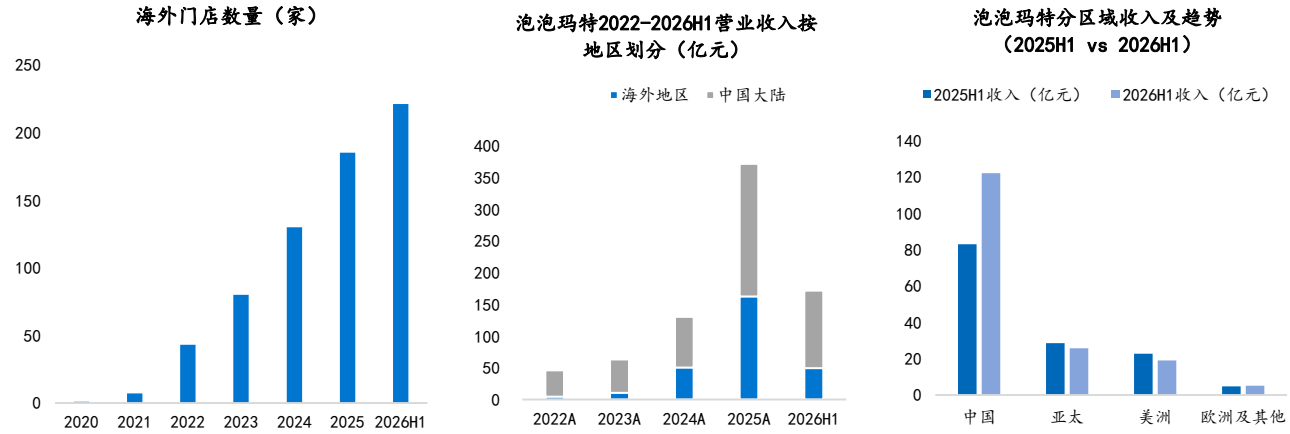
泡泡玛特已构建起 IP 驱动的完整全球化经营平台，实现从 IP 源头到终端消费者的全链路经营。公司以艺术家网络与 PDC 产品设计中心为上游起点，完成 IP 签约、孵化与商品化落地；自建产能实现多品类量产，向下通过全球线下门店与电商直营完成产品分发，并沉淀全球会员与动销数据反向指

仅供内部参考，请勿外传

导 IP 开发与新品规划。区别于单纯产品出口或渠道分销模式，公司将 IP 创作、产品开发、渠道零售、用户运营均纳入自身经营体系，IP 变现形态覆盖盲盒、搪胶毛绒、MEGA 大娃与衍生品等多品类，最大程度留存上游 IP 开发与下游品牌零售的利润。

出海已由铺货试销阶段进入精细化运营与经营质量验证期。早期公司主要依靠跨境电商与海外经销商完成市场试水，现阶段转向加大可控终端投入，构建“直营门店+机器人商店+线上自营+第三方平台+批发”的多元海外渠道矩阵。2026H1 公司海外收入 49.73 亿元，占整体营收比重 29.0%；截至 2026 年 6 月末海外地区零售店合计 221 家，其中亚太、美洲、欧洲及其他地区分别为 90 家、86 家、45 家。经营重点已由追求收入规模与门店数量扩张，转向单店产出、库存周转与同店表现等指标，伴随海外线上流量红利逐步消退，本地化团队运营效率将成为后续业务的关键考验。

图7：泡泡玛特海外门店规模与区域收入表现



资料来源：泡泡玛特财报，Choice，国泰海通证券研究

泡泡玛特出海的核心竞争力，源于多 IP 梯队建设、毛绒化产品创新与多层次本地化运营的协同。

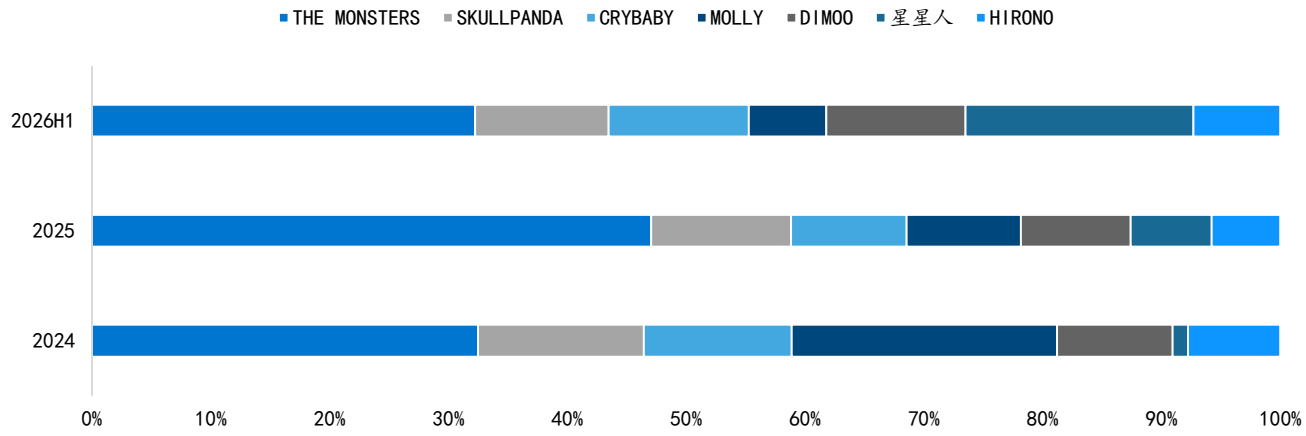
从 IP 矩阵看，公司正由头部 IP 集中驱动向多 IP 接力贡献演进。2024 年 THE MONSTERS、MOLLY 分别占主要 IP 收入的 32.5%、22.3%，构成核心收入来源；2025 年 THE MONSTERS 快速放量，占比升至 47.1%，成为阶段性主力引擎；2026H1 其占比回落至 32.2%，同期星星人由 2024 年的 1.3%、2025 年的 6.8%跃升至 19.2%，CRYBABY、DIMOO、SKULLPANDA 分别达 11.8%、11.7%、11.2%，IP 收入结构趋于均衡，多 IP 接力增长特征显现。

产品端毛绒化战略成效显著。2026H1 毛绒品类收入占比提升至 57.2%，高于 2025H1 的 44.2%；手办占比由 37.3%降至 30.2%，产品结构持续向毛绒倾斜。搪胶毛绒挂件降低跨文化理解门槛，拓展礼赠、穿搭等非桌面收藏场景，进一步提升产品曝光度与普适性。

本地化运营层面，公司一方面以地标旗舰店、全球赛事联名与海外城市主题活动实现品牌破圈；另一方面引入海外本土艺术家、推出区域限定款，并配套本地仓配、会员体系与合规团队，推动业务由“中国 IP 对外输出”向全球 IP 孵化运营演进。新 IP 海外接受度与门店盈利水平仍是后续核心观测指标。

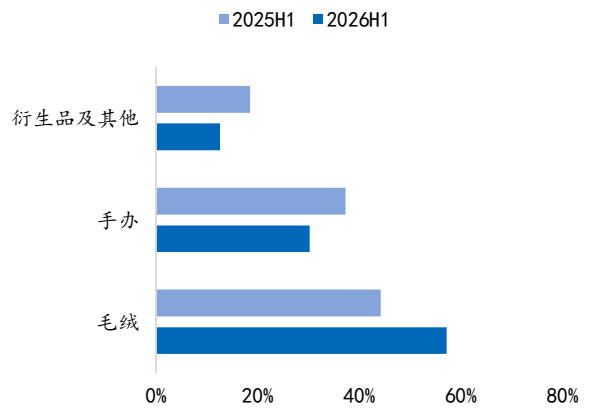
图8：泡泡玛特主要 IP 结构演变

仅供内部参考，请勿外传



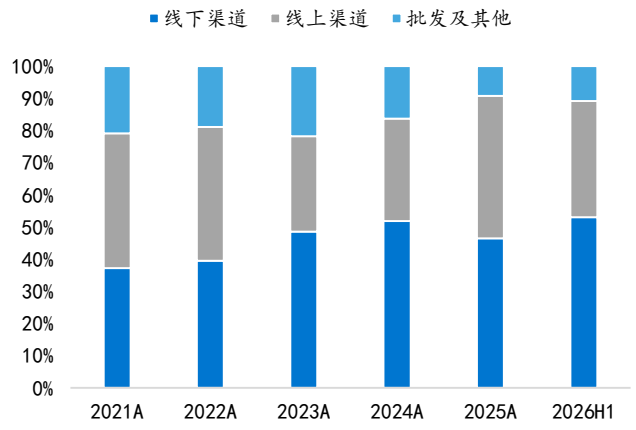
资料来源：泡泡玛特财报，国泰海通证券研究

图9：泡泡玛特产品结构占比



资料来源：泡泡玛特财报，国泰海通证券研究

图10：泡泡玛特分渠道收入占比



资料来源：泡泡玛特财报，国泰海通证券研究

泡泡玛特是国内潮玩行业少数实现“IP—产品—渠道—用户”闭环的全球化平台，已完成爆款由国内向全球市场的复制。从渠道结构看，2026H1 零售店渠道收入占比 53.1%，较 2025 年的 46.5%提升 6.6 个百分点，线下终端在品牌展示、会员沉淀与本地化运营中的作用进一步增强。现阶段海外门店网络持续扩张，但 2026H1 海外收入受高基数影响阶段性回落，业务由粗放铺店转向精细化运营。展望未来，成长动能一方面来自现有成熟 IP 的海外渗透，另一方面取决于本土艺术家挖掘与区域化产品迭代能否培育出具备全球号召力的新 IP，叠加海外单店盈利、库存管控与跨区域运营效率的持续改善。

图11：泡泡玛特 THE MONSTERS × FIFA 活动图

仅供内部参考，请勿外传





资料来源：泡泡玛特官方发布、FIFA 官方渠道

2.2. 渠道平台型：名创全球零售网络提效，自有 IP 决定溢价

名创优品与 TOP TOY 同属渠道平台型出海潮玩企业，二者依托集团成熟的全球零售网络，构建起“渠道先行、IP 赋能、多品类集合”的平台化商业模式。与 IP 全链路运营型企业以自主 IP 孵化为起点不同，二者以线下实体零售网络为底座，通过整合外部授权 IP、第三方潮玩产品与合营/自研 IP，打造开放式潮玩零售集合平台。

业务定位方面，名创优品以全球化生活百货零售为基底，叠加 IP 联名衍生品实现潮玩品类规模化铺货；TOP TOY 聚焦潮玩垂直赛道，定位潮玩集合店，汇聚国际头部 IP、国内新锐潮玩厂牌与合营/自研 IP 产品。

IP 体系与盈利模式方面，二者均采用“授权 IP+自有 IP”双轨并行。名创优品长期合作迪士尼、三丽鸥等全球授权 IP 并培育自有 IP；TOP TOY 汇聚国际头部 IP 的同时，通过与 HiTOY 海创文化合资运营“Nommi 糯米儿”“Maymei 霉霉”等自有/合营 IP（2025 年自有 IP 数量超 20 个，合计占收入超 5%），依托集团渠道规模效应推动业务放量。盈利主要来自渠道进销差价与 IP 合作收益。

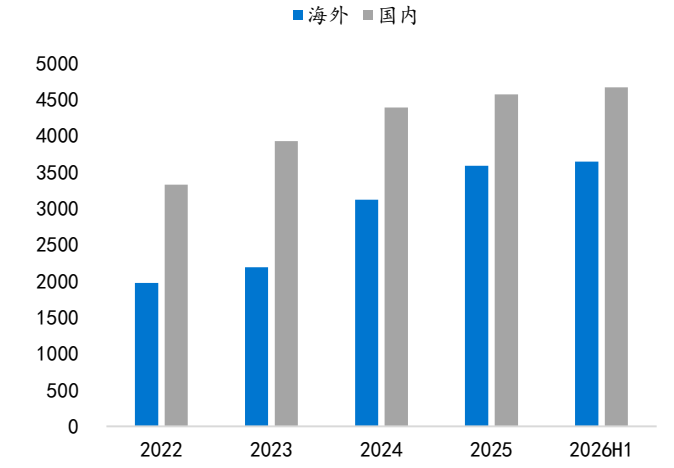
发展阶段方面，名创优品已进入海外网络成熟后的经营提质阶段，TOP TOY 则处于依托集团资源快速复制的起步扩张阶段。名创优品自 2015 年在新加坡开出首家海外门店，经十余年运营沉淀了海外选址、加盟商开发、跨境仓配与本地合规等整套体系，潮玩衍生品业务跟随百货主业同步向外渗透；TOP TOY 2024 年才启动海外扩张，可直接复用集团已跑通的全球零售网络，节省自建海外配套体系的试错成本。

整体出海打法方面，二者采取“轻资产扩张为主、核心市场直营深耕为辅”的策略，依靠经销商与合伙人模式完成新兴市场广度覆盖，再以核心商圈直营门店树立品牌标杆，实现覆盖广度与品牌运营深度的兼顾。

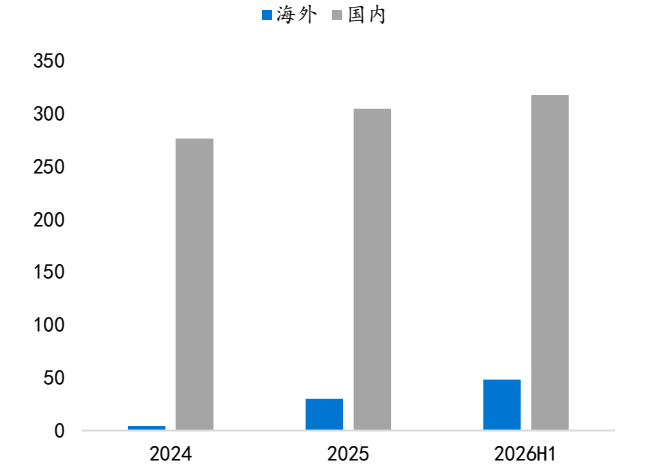
图12：名创优品海内外门店数量（家）

图13：TOP TOY 海内外门店数量（家）

仅供内部参考，请勿外传



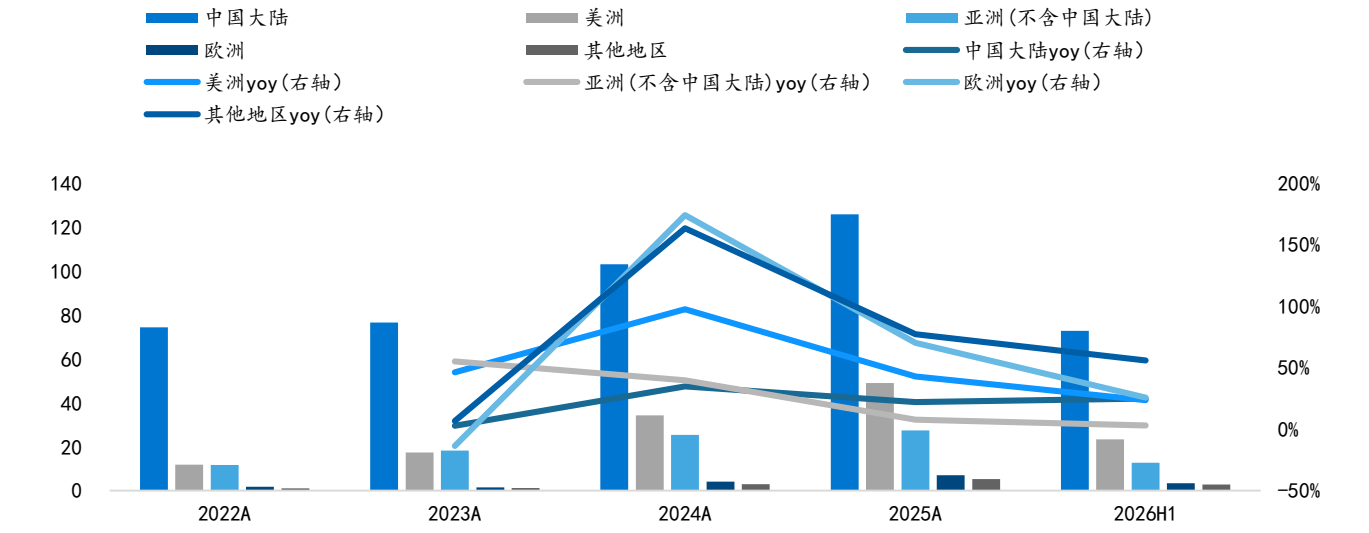
资料来源：名创优品财报，国泰海通证券研究



资料来源：名创优品财报，国泰海通证券研究

名创优品海外打法的核心是“经销广覆盖、核心市场直营提质”，门店扩张与直营化爬坡同步推进。截至 2026 年 6 月末，MINISO 海外门店 3644 家，其中经销商门店 2410 家、零售合伙人门店 439 家、直营店 795 家；2026H1 名创优品品牌海外收入 40.59 亿元、同比增长 14.9%，占品牌收入比重 38.6%。门店扩张维度，海外门店由 2022 年的 1973 家增至 2026H1 的 3644 家，累计扩张 84.7%，明显快于同期中国大陆门店由 3325 家增至 4665 家的 40.3%，海外网络扩张持续领跑。直营店占海外门店比重由 2025H1 的 17.5%提升至 2026H1 的 21.8%，终端控制力持续增强。经销商与合伙人帮助公司快速覆盖不同国家，直营店则主要投向北美等高价值市场，承担门店形象、价格控制、会员运营与本地数据沉淀功能。货盘与渠道协同上，IP 潮玩产品依托海外网络完成高频上新与全球分发，渠道规模与货盘迭代形成相互强化的经营闭环。

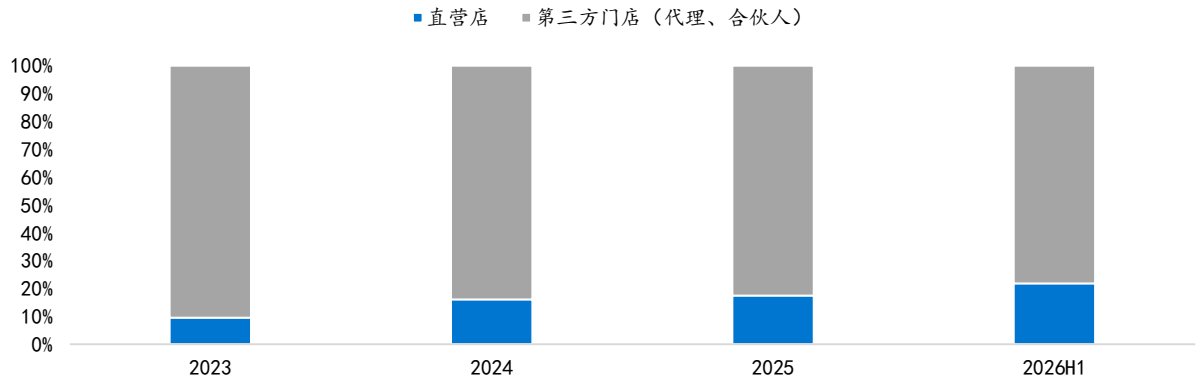
图14：名创优品收入按地区划分（亿元）



资料来源：名创优品财报，国泰海通证券研究

图15：名创优品海外门店经营方式结构占比

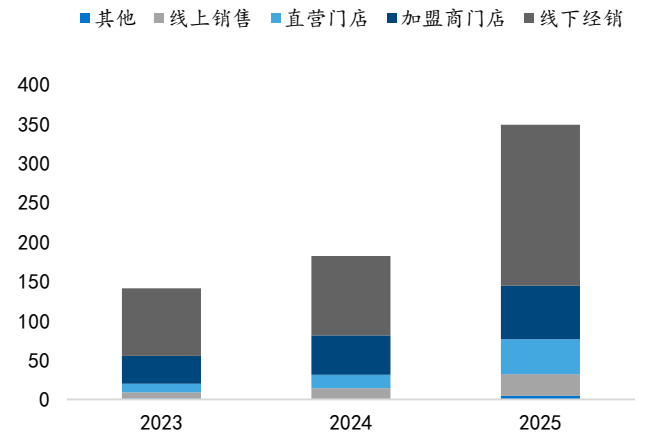
仅供内部参考，请勿外传



资料来源：名创优品财报，国泰海通证券研究

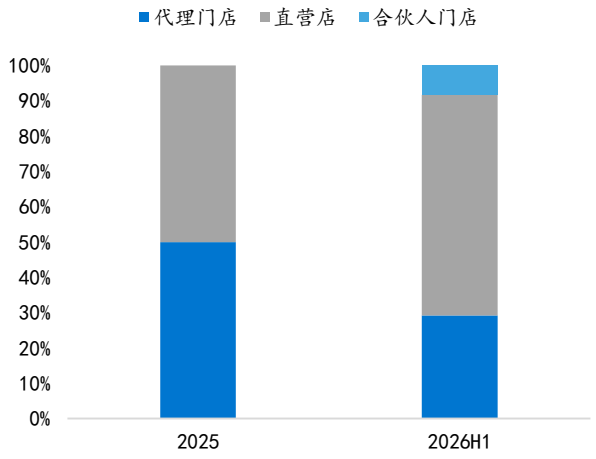
TOP TOY 的出海打法是“复用集团基础设施、以样板店验证模型再复制”，海外扩张与直营化爬坡同步推进。截至 2026 年 6 月末，TOP TOY 全球门店 365 家，其中海外 48 家；2026H1 品牌收入 9.85 亿元、同比增长 32.7%。门店扩张维度，2024-2026H1 海外门店由 4 家增至 48 家，而同期中国大陆门店由 276 家增至 317 家，海外扩张速度明显领先。公司优先于日本、马来西亚、泰国等亚洲市场规模化开店，并以纽约时代广场等核心门店测试欧美市场。渠道结构维度，海外直营店由 2025H1 的 5 家增至 2026H1 的 30 家，市场验证后核心终端控制持续加强；经销商与零售合伙人则用于补充覆盖。

图16：TOP TOY 分销售渠道收入（千万元）



资料来源：TOP TOY 财报，国泰海通证券研究

图17：TOP TOY 海外门店经营方式结构占比



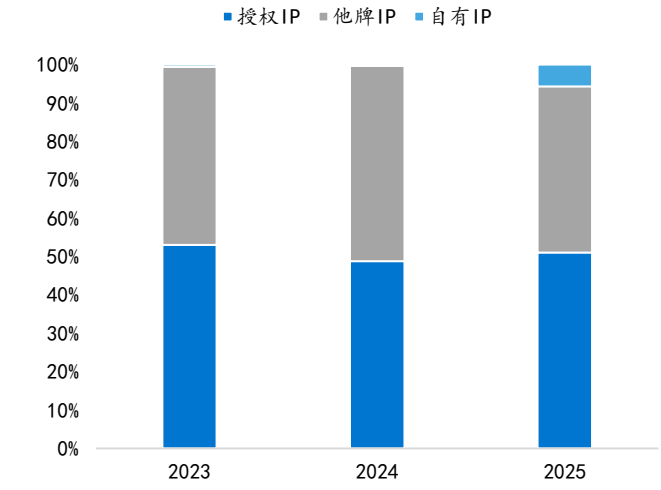
资料来源：TOP TOY 财报，国泰海通证券研究

渠道平台型企业的核心竞争力集中体现在全球渠道复用能力、规模化供应链效率以及多元 IP 资源聚合能力三个维度。渠道层面，名创优品积累的海外零售资源向 TOP TOY 开放共享，显著降低潮玩业务出海的前期投入与试错成本。合伙人与经销模式具备轻量化特征，适配不同区域市场，支撑门店高效复制落地。

供应链层面，依托集团集中采购与柔性生产能力，可紧跟海外消费潮流趋势，实现盲盒、毛绒、IP 周边等多品类的高频上新与稳定供货。IP 运营层面，企业搭建外部授权 IP 与自有 IP 并行的双轨产品体系。名创优品长期与迪士尼、三丽鸥等全球知名 IP 深度合作；TOP TOY 汇聚国际头部 IP 资源的同时持续培育自有 IP 矩阵，2025 年自有 IP 收入占比升至 5.7%、较 2024 年的 0.3%明显提升。货盘同步调整，搪胶毛绒占比由 2024 年的 3.5%升至 2025 年的 31.6%，模型手办占比由 68.8%降至 51.1%，向高景气品类切换。渠道、供应链与 IP 资源相互赋能，共同构筑平台型企业全球化经营的基础。

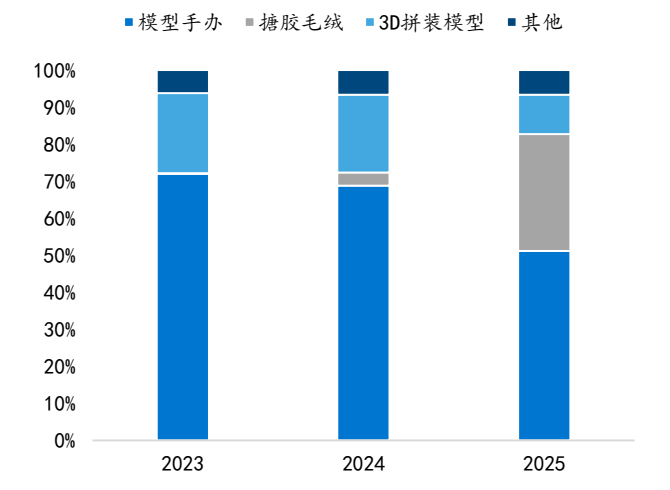
仅供内部参考，请勿外传

图18：TOP TOY IP 结构占比



资料来源：TOP TOY 财报，国泰海通证券研究

图19：TOP TOY 产品品类结构占比



资料来源：TOP TOY 财报，国泰海通证券研究

图20：TOP TOY IP 矩阵图



资料来源：TOP TOY 财报

渠道平台型企业依托成熟全球零售底座，走出“渠道规模化先行、IP 货品持续赋能”的全球化路径。该模式依靠渠道规模与供应链效率快速整合全球 IP 资源，实现海外市场高效落地与规模化扩张。企业分化方面，名创优品已完成全球化渠道基本盘建设，潮玩衍生品依托海量门店实现广泛渗透；TOP TOY 借助集团资源红利完成海外初步布局，正持续打磨门店经营模型。长期看，伴随全球渠道网络持续扩张、IP 货品供给丰富与自有 IP 矩阵逐步成长，渠道平台型企业海外竞争实力有望持续增强，进一步打开潮玩出海的成长空间。

2.3. 品类专业型：产品工程筑壁垒，玩家运营促复购

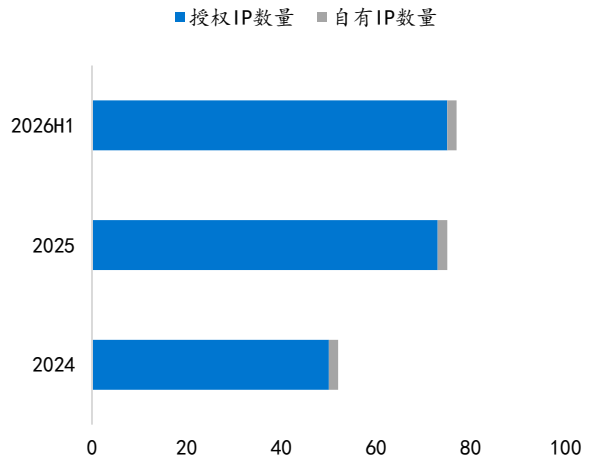
品类专业型企业以产品硬实力为出海核心驱动力，依赖垂直赛道的工程能力与工艺积累打开海外市场。该类企业扎根拼搭、潮玩、卡牌等细分赛道，资源向产品研发与玩法迭代集中；前期借助成熟授权 IP 与经销网络实现收入放量，中期推进自有 IP 孵化、玩家社群运营与终端数据沉淀，构筑长期经营基础。

仅供内部参考，请勿外传

布鲁可：成熟授权 IP 降低海外认知门槛，体系化 IP 工程能力构筑产品壁垒

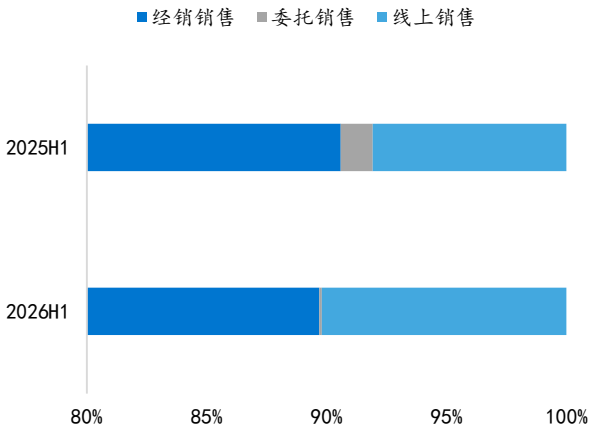
布鲁可以“成熟授权 IP+产品工程+渠道”三轮驱动构建商业模式。公司主营拼搭角色类玩具的研发、设计与销售，业务覆盖学龄前至成人全年龄段，旗下布鲁可积木人、积木车等品类持续扩展边界。授权 IP 包括变形金刚、奥特曼、假面骑士、漫威、迪士尼等全球头部 IP，天然具备出海基因。授权 IP 由 2024H1 的约 50 个扩展至 2026H1 的 75 个，自有 IP 稳定在 2 个、已商业化 IP 由 2025 年的 29 个增至 2026H1 的 30 个，前六大 IP 收入占比由 2025H1 的 88.8%降至 2026H1 的 77.6%，矩阵由头部集中向多 IP 接力演进。渠道端以线下经销为绝对主力、线上为补充，2026H1 线下经销收入 15.92 亿元、同比增长 31.4%、占公司收入 89.7%，线上销售收入 1.81 亿元、同比增长 68.1%，覆盖天猫、京东、Amazon、TikTok、Shopee 等境内外电商平台。

图21：布鲁可 IP 结构占比



资料来源：布鲁可财报，国泰海通证券研究

图22：布鲁可按销售渠道划分收入(亿元）



资料来源：布鲁可财报，国泰海通证券研究

图23：布鲁可 IP 矩阵图



资料来源：布鲁可财报

海外进入高速放量阶段，依靠经销渠道快速铺市并同步搭建 C 端玩家运营

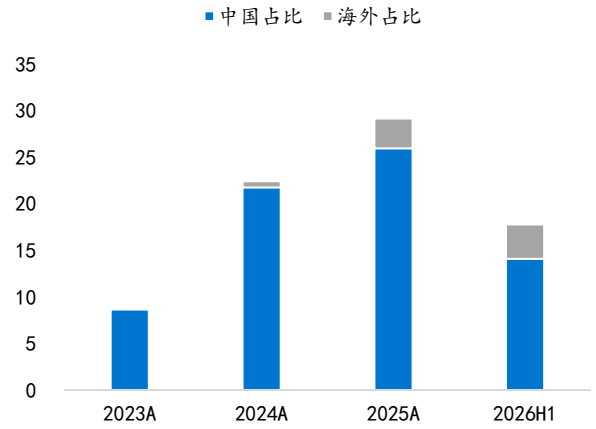
仅供内部参考，请勿外传

体系。公司 2026H1 海外收入 3.66 亿元、同比增长 228.5%，规模已超过 2025 年全年；海外收入占公司总收入比重由 2024 年的 3%提升至 2025 年的 11%，2026H1 进一步升至 20.6%，海外已成为公司增长的核心引擎。美洲与亚洲（除中国）成为前两大海外增量市场，2026H1 美洲收入 1.98 亿元（+349%）、亚洲（除中国）收入 1.21 亿元（+111%）。

公司计划未来在美洲深挖现有渠道并同步拓展新渠道，亚洲开拓更多新市场，欧洲以核心国家为支点辐射周边；线上渠道进入 Amazon、TikTok、Shopee、Lazada 等海外主流电商平台。

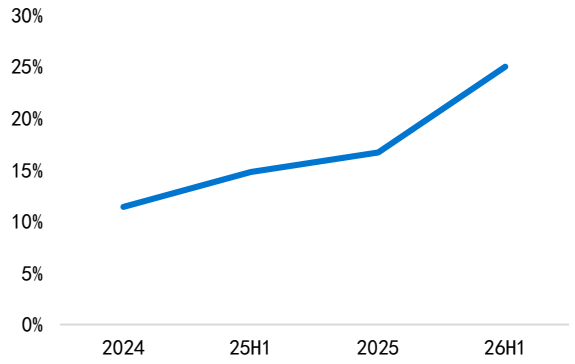
C 端玩家运营层面，公司通过 BFC 创作赛、行业展会、KOL/KOC 内容、BLOKEES APP 等多形式触达用户，截至 2026H1 BLOKEES APP 与海外客服覆盖 42 个国家和地区，海外 BFC 创作赛覆盖 17 个国家、参赛人次超 6600 次、环比增长 99.3%；成人向产品收入占比由 2025H1 的 14.8%升至 2026H1 的 25.0%，用户年龄结构持续拓宽。

图24：布鲁可海内外收入划分



资料来源：布鲁可财报，国泰海通证券研究

图25：布鲁可 16 岁以上收入占比



资料来源：布鲁可财报，国泰海通证券研究

核心壁垒层面，公司出海竞争力集中体现为三大维度的协同：全球授权 IP、高性价比定位与海外主流渠道布局。

- 公司授权 IP 矩阵涵盖变形金刚、奥特曼、假面骑士、漫威、迪士尼等全球头部 IP，此类 IP 在欧美、东南亚、日韩等主要市场已积淀较长的消费者认知，IP 形象本身具备一定的跨文化传播基础，客观上有助于公司降低海外市场用户教育成本。
- 同时，同规格产品在定价与玩法复杂度上较万代等海外头部竞品具备一定的相对优势，拼搭更容易，定价更低，产品更具性价比。
- 海外主流渠道层面，公司已规模化进入沃尔玛、Target、Amazon 等海外主流零售货架，并搭建 BLOKEES APP 与海外 BFC 创作赛等 C 端玩家运营体系。海外主流零售渠道对中国玩具品牌通常设有较高准入门槛（合规认证、SKU 规模、海外经销网络深度），公司目前已进入相关渠道矩阵，相对国内类出海玩具企业构建了一定的渠道先发优势。

图26：布鲁可与万代产品对比（产品定价、玩法、大小）

仅供内部参考，请勿外传

对比维度	布鲁可 Transformers Galaxy Version 05 ONE	万代 HGUC RX-78-2 Gundam Revive
产品定位	拼装角色玩具/盲盒收藏	HG 1/144 拼装模型
海外售价	US$8.99（单盒）	约US$18.95-21.34
成品高度	约10.2cm	约13cm
可动/玩法	20+可动关节；拼装+摆姿+武器/配件+盲盒收集	拼装+可动摆姿+武器配件
拼装复杂度	轻量化拼装，偏玩具化、低门槛	HG平均约150个零件，模型属性更强
单位高度价格	约US$0.88/cm	约US$1.46/cm
核心特点	较低价格下兼顾拼装、可动、收藏与IP属性	拼装深度和模型细节更强
产品展示		

资料来源：亚马逊（布鲁可、万代旗舰店），布鲁可官网，万代官网，国泰海通证券研究；注：统计时间截至 2026/9/17

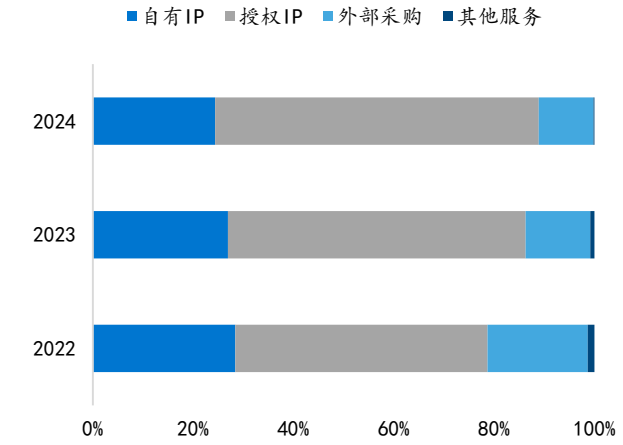
52TOYS：多元经销扩张，IP 储备充足

52TOYS 以多品类 IP 玩具货盘为经营基础，国内采取“授权 IP 引流规模、自有 IP 打造差异化”的双轨产品模式。公司主要提供静态玩偶、可动玩偶、发条玩具、变形机甲及拼装玩具、毛绒玩具与衍生周边等多品类产品，按 2024 年中国 GMV 计位列中国多品类 IP 玩具公司排名第二位。截至 2024 年底，公司已累计拥有自有 IP 35 个、授权 IP 80 个，IP 储备合计超过 100 个，其中蜡笔小新系列三年累计 GMV 超 6 亿元、占同期总收入近 40%。渠道端以经销体系为核心收入来源，2024 年经销商渠道收入 4.21 亿元、占总收入 66.8%，较 2023 年的 3.00 亿元（占比 62.1%）进一步提升；经销商总数由 2022 年底的 295 家增至 2024 年底的 426 家（其中国内 336 家、海外 90 家）。公司核心授权 IP 矩阵在带动规模增长的同时，迪士尼、华纳兄弟、三丽鸥等部分核心授权协议陆续到期对续约管理提出更高要求；自有 IP 占比由 2022 年 28.5%降至 2024 年 24.5%、盈利模型仍处于优化完善过程中，IP 结构与盈利质量是公司出海能力建设的重要方向。

图27：52TOYS IP 收入结构演变（2022– 2024）

图28：52TOYS 自有 IP 矩阵

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：52 TOYS 财报，国泰海通证券研究

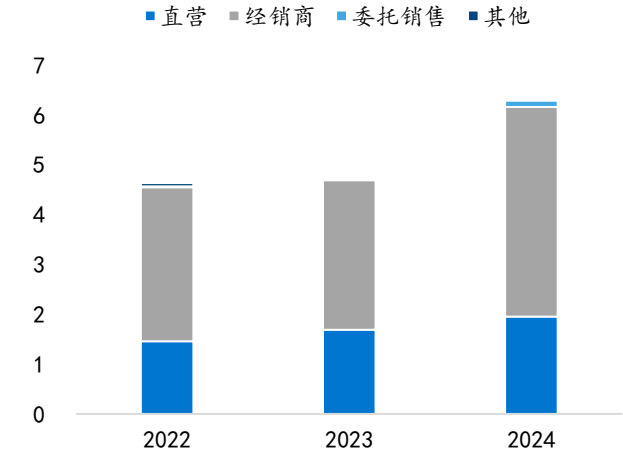


资料来源：52TOYS 财报，国泰海通证券研究

52TOYS 现阶段海外处于渠道拓点验证阶段，依托多元经销网络完成多国市场初步需求验证。公司 2024 年海外收入 1.47 亿元、同比增长 152%，三年复合增长率超 100%；海外收入占比由 2022 年的 7.6%提升至 2024 年的 23.4%，海外已成为公司增长的核心引擎。海外毛利率由 2022 年的 28.8%抬升至 2024 年的 41.6%，高于同期国内毛利率 39.4%，是公司重要的盈利增长极。

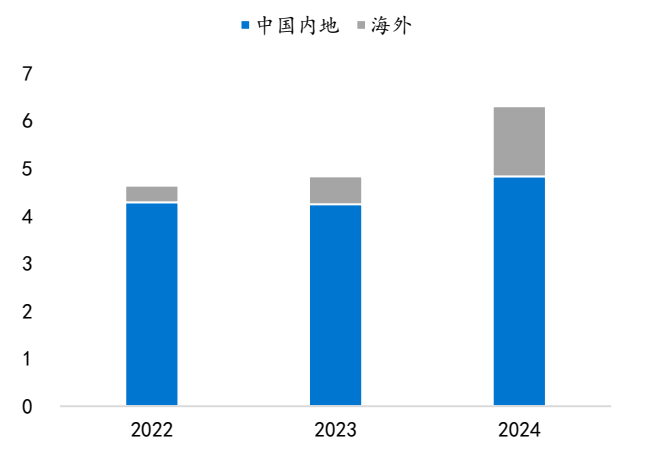
渠道策略上，公司采用经销商、授权品牌门店、跨境电商多渠道并行：截至 2024 年底拥有 90 家海外经销商、16 家海外授权品牌门店，入驻亚马逊、Shopee、TikTok 等主流电商平台。区域突破方面，2024 年泰国市场 GMV 同比增长约 400%、日本市场同比增长约 300%；公司推出泰国“Panda Roll 胖哒幼”3.6 米地标雕塑、宋干节限定等区域特供产品，将本土文化融入潮玩设计以增强海外经销商合作意愿。

图29：52TOYS 分渠道收入（亿元）



资料来源：52TOYS 财报，国泰海通证券研究

图30：52TOYS 分区域收入（亿元）



资料来源：52 TOYS 财报，国泰海通证券研究

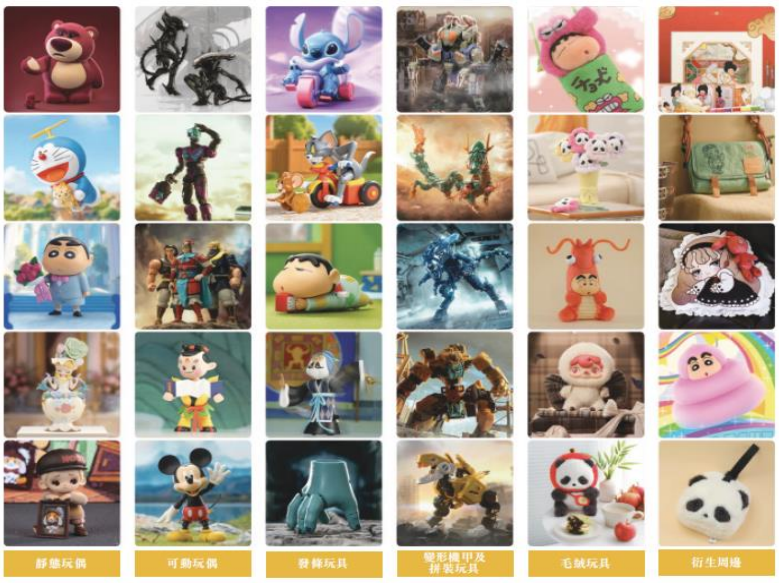
52TOYS 的出海竞争力，集中体现为“IP 储备+轻资产经销+本地化运营”三维协同。IP 储备方面，公司同时具备授权 IP 规模化供货与自有 IP 原创开发能力，自有 IP 35 个与授权 IP 80 个共同构成多品类货盘基础。多品类产品矩阵能够适配不同国家消费偏好，授权 IP 贡献规模、自有 IP 承担差异化。

轻资产经销模式方面，公司通过 90 家海外经销商与 16 家海外授权品牌门店构成全球终端网络，借助经销商本地资源与电商平台流量降低自建渠道的资本压力，授权门店由经销商负责本地化运营、公司提供产品与品牌支持。本地化运营方面，泰国“Panda Roll 胖哒幼”3.6 米地标、宋干节限定等区域特供产品将本土文化融入潮玩设计，曼谷首店开业即出现多款产品首日

仅供内部参考，请勿外传

告罄。后续跟踪将聚焦海外经销商动销水平、自有 IP 海外销售占比与本地化限定产品的市场反馈，以观察海外渠道扩张的可持续用户沉淀效果。

图31：52TOYS 产品 IP 矩阵



资料来源：52TOYS 财报，国泰海通证券研究

卡游：渠道铺货打开市场，玩家生态决定复购

卡游是中国集换式卡牌行业龙头，2024 年在中国集换式卡牌市场份额 71.1%，核心商业逻辑以授权 IP 矩阵驱动卡牌销售。公司构建了由 70 个 IP 组成的多元化矩阵（69 个授权 IP+1 个自有 IP“卡游三国”），前五大 IP 贡献 2024 年总收入的 86.1%，授权 IP 矩阵是公司业务规模的核心引擎。

卡游现阶段海外处于起步阶段，由产品输出向全价值链运营切入。2024 年公司在中国内地以外的国家及地区实现收入仅 262.1 万元，海外业务尚处早期。

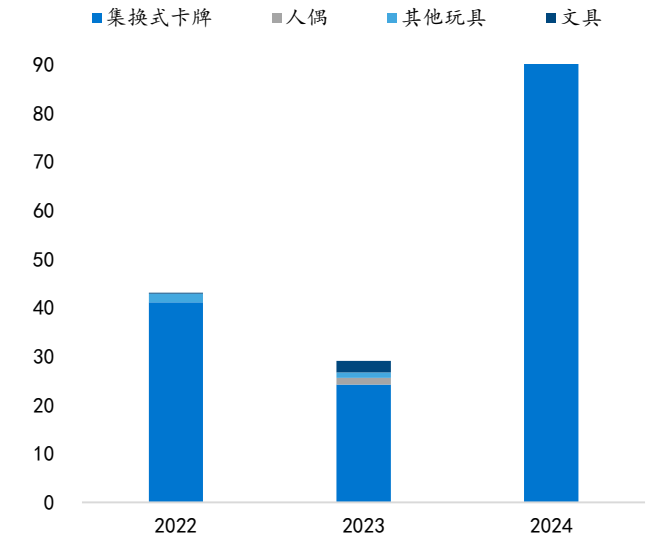
海外业务的关键节点正在密集落地：2024 年 10 月与日本圆谷合作的奥特曼集换式卡牌 UCG 作为 TCG 业界首次支持四种语言版本同步首发、面向全球 23 个国家及地区同步发行；2025 年 6 月于马来西亚吉隆坡 Pavilion KL 开设线下快闪店；2025 年 9 月 17 日公司正式宣布进入美国市场，渠道覆盖沃尔玛、亚马逊、Target、Gamestop、Barnes & Noble 等北美主流零售渠道，线上布局 TikTok Shop 与 Crossing 直播电商；2025 年 10 月将在纽约动漫节推出《小马宝莉》《火影忍者》和 tokidoki 三大 IP 卡牌，是公司海外业务从亚太向欧美扩散的标志性节点。

海外渠道策略上，公司采取轻资产经销商主导的多元合作模式，已覆盖泰国、马来西亚、新加坡、印尼及美国等国家，落地模式涵盖区域独家代理（公司协助渠道与品牌推广）、单店加盟（核心商圈专卖店）、合作铺货（与连锁超市、玩具店定制产品组合）、电商渠道（与亚马逊、TikTok Shop 等平台合作）四类。截至 2024 年底已有 21 个 IP 的授权范围扩展至欧洲、美洲、大洋洲及亚洲其他国家，为海外渠道铺设奠定 IP 基础。

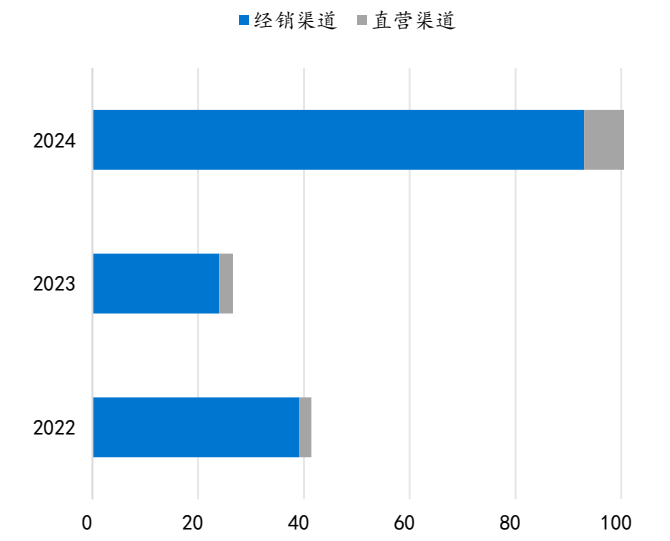
图32：卡游按产品品类划分收入（亿元）

图33：卡游按渠道划分收入（亿元）

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：卡游财报，国泰海通证券研究



资料来源：卡游财报，国泰海通证券研究

卡游的出海竞争力，集中体现为“规模化卡牌供应链+成熟分销与赛事体系+全球高认知授权 IP”三位一体。

- 供应链层面，公司具备从设计到终端 20-30 天的快速交付能力，依托国内三大生产基地（开化卡牌、义乌文具、东莞人偶包装）形成短周期、高频次的产品迭代基础，是 TCG 卡牌品类出海的核心能力底座。
- 分销与赛事层面，公司将国内 93 亿元经销体系（占总收入超 90%）、217 家经销商网络与“英雄对决”TCG 赛事 IP 作为可输出的运营资产。TCG 赛道不同于潮玩，海外市场已形成完备的赛事体系、专业卡店网络与二手收藏产业链，国内高周转大铺货模式难以直接复制——赛事体系与玩家社群能否在海外真正落地，是公司 TCG 出海模式成立的关键约束。
- IP 矩阵层面，奥特曼、小马宝莉等全球高认知度授权 IP 借助已有的海外消费者基础完成初期用户获取；公司针对不同区域推出多语言版本以降低本地化门槛（如奥特曼 UCG 四语版本首发）。后续业务观察维度集中于海外赛事落地节奏、合作专业卡店数量与 TCG 产品复购表现，以观察渠道铺货能否沉淀为可持续运转的玩家消费生态。

图34：卡游产品展示



资料来源：卡游财报，国泰海通证券研究

品类专业型企业共性在于产品力是入场券，IP 与玩家生态决定天花板。布鲁可依托拼搭工程、52TOYS 依托潮玩品类、卡游依托卡牌赛道，均可以借助成熟 IP+ 经销网络快速出海。后续关注企业对于玩家社群运营与自有 IP 孵化进展。

仅供内部参考，请勿外传

2.4. 新锐品牌探索型：低成本验证，终端数据决定升级

新锐潮玩品牌整体处于海外市场验证阶段，营收体量偏小但依托社媒内容电商红利实现较快增速。该群体对比 IP 全链路、渠道平台、品类专业型企业，暂未形成重资产 IP 储备、成熟全球渠道网络以及深度产品工程积淀；但抓住情绪消费风口，将潮玩打造为成年人情绪陪伴载体，依托短视频、直播等社媒渠道快速放大 IP 声量，以轻资产模式切入全球市场。典型代表包括原创视觉 IP 驱动的奇梦岛（HERE）、ToyCity、拼酷，围绕游戏/动漫 IP 卡牌的闪魂（ShiningSoul），以及艺术潮玩 TNT Space、DIY 场景类若来等。

图35：ToyCity IP 矩阵



资料来源：ToyCity 官方旗舰店

图36：奇梦岛 IP 展示



资料来源：奇梦岛财报

图37：闪魂“原神”产品



资料来源：闪魂（ShiningSoul）官网

图38：拼酷爆款“凤冠”



资料来源：拼酷（Piececool）官网

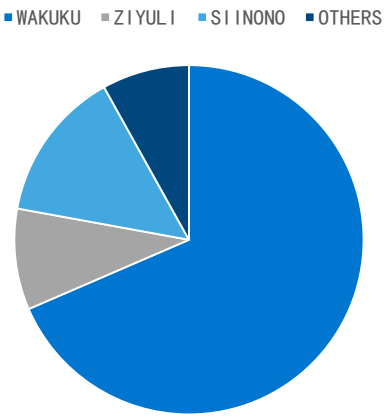
新锐品牌出海整体处于市场试错验证周期，由国内爆款验证起步，逐步向海外多国铺市扩散。以奇梦岛为例，公司 2024 年完成对熠起文化（Letsvan）的收购、2025 年正式剥离原教培业务并更名 HERE 奇梦岛，FY26Q1（2025 年 7-9 月）潮玩业务实现营收 1.271 亿元、环比+93.3%，FY26Q2（2025 年 10-12 月）营收进一步增至 1.77 亿元、环比+39.4%；FY26 前三季度 WAKUKU、SIINONO、ZIYULI 三大 IP 分别贡献 3.22、0.66、0.44 亿元，合计 4.32 亿元。

海外业务进展维度，公司 2025 年 4-5 月接到首个海外订单（日本），至 2026 年 5 月已出口至 27 个国家和地区，2026 年正式从“被动接单”转向“主动出海”，明确以美国、韩国为标杆市场。

ToyCity 自有 IP 矩阵覆盖 Laura、Angelboy、MIA、Mr.PA、卡茜猫等 20 余个原创 IP，海外渠道合作覆盖 40 余个国家及地区，2025 年与全球玩具分销商 Maison Battat 达成独家分销合作，将 Laura、Mr.PA 推向北美、英国、欧洲、澳大利亚与新西兰。

仅供内部参考，请勿外传

图39：FY26 奇梦岛分 IP 收入占比



资料来源：奇梦岛财报，国泰海通证券研究

新锐品牌的出海思路呈现“小成本测试、多区域验证”的差异化路径。整体策略遵循“国内爆款验证→展会曝光→经销铺货→社媒种草→区域限定迭代”五段路径，企业资本投入体量可控、试错调整灵活。奇梦岛线上复用国内抖音内容运营经验，依托 TikTok、Shopee 及北美独立站开拓海外，2025 年末分销网络覆盖 20 余个国家、线下落地雅加达快闪店完成场景测试。闪魂设立海外子品牌 Glorious Soul，以东南亚与日本市场为起点，《第五人格》“雕刻时光”系列日文版卡牌已进入日本秋叶原、涩谷等热门二次元商圈店铺，同时与拳头游戏合作发售《符文战场：英雄联盟对战卡牌》切入 TCG 核心电竞圈层。ToyCity、拼酷以代理+展会+跨境电商组合拓展，拼酷以“万禧花轿”3D 金属拼图等非遗题材切入东方美学路径；TNT Space、若来则依托渠道伙伴与赛事、文创、博物馆等场景作为补充。

图40：潮玩新锐企业的轻资产出海路径



资料来源：奇梦岛（HERE Group）财报，国泰海通证券研究

新锐品牌的出海竞争力，体现为“敏捷供应链+内容运营红利+灵活渠道合作”三位一体的轻资产模式。

- 敏捷供应链层面，企业依托国内成熟柔性产能可承接爆款订单并支持小批量迭代。奇梦岛 2025 年 8 月毛绒盲盒单月产量突破 100 万件、较年初增长超 20 倍，至 10 月月产量达到 1 月份的 35 倍，能够快速响应海内外爆发式订单需求。
- 内容运营层面，国内市场已跑通“趋势+产品+平台加速”的社媒爆品模型——KOL 开箱、明星空降直播间、话题造势完成低成本破圈，这套打法正向海外 TikTok 生态迁移。部分品牌推出区域限定款，将泰国、印尼本土文化元素融入 IP 设计，推进本地化产品尝试。
- 渠道合作层面，经销、跨境电商、快闪与展会等灵活渠道组合降低前期资本投入，多重条件支撑新锐品牌完成多国市场初步触达。对比泡泡玛特、名创优品、布鲁可等出海主体，新锐品牌终端控制力更轻，但在新品反应速度、内容传播效率与低成本多市场测试上形成差异化优势。

仅供内部参考，请勿外传

后续业务观察维度聚焦海外经销商补货稳定性、价格适配能力、区域盈利水平与 IP 海外接受度，以判断铺货流量能否沉淀为可持续的用户消费循环。

表 2：新锐潮玩品牌海外渠道布局简表

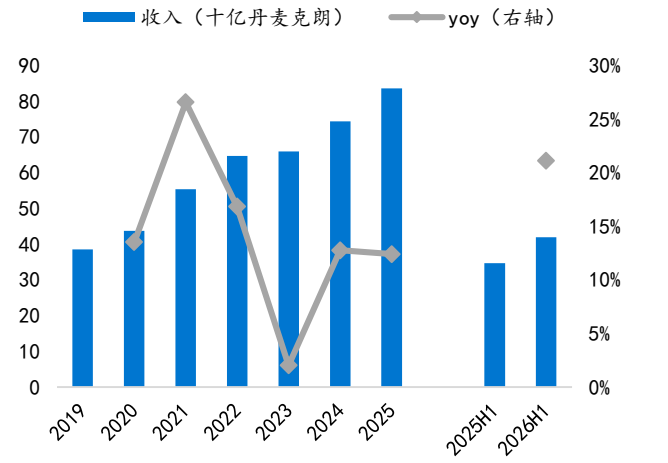
品牌	海外线上载体	海外线下布局	重点市场
奇梦岛	TikTok、Shopee、北美独立站	雅加达快闪店	东南亚、北美，覆盖 20 余国
闪魂	跨境电商	Animate 等二次元连锁渠道	日本、东南亚
TOYCITY	代理、跨境电商	行业展会	东南亚、欧美
TNT Space、若来	跨境电商、渠道合作方	文创、博物馆合作项目	东南亚、欧美

资料来源：新浪财经，凤凰网，界面新闻，消费站，国泰海通证券研究

3. 乐高出海复盘：积木系统筑基、IP 生态赋能、本地化深耕成就全球玩具龙头

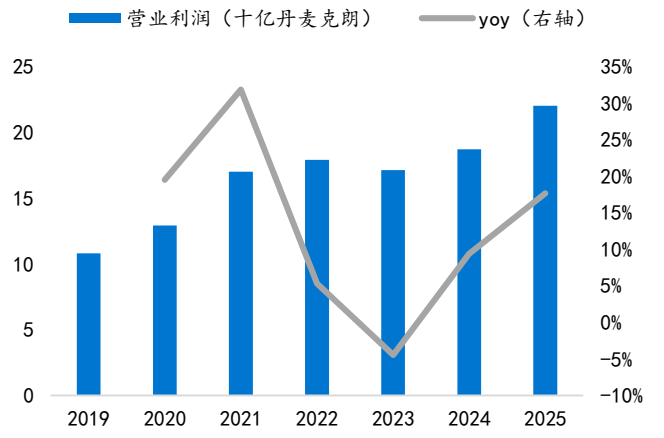
在总结国内潮玩企业的出海竞争力之前，我们首先复盘全球玩具龙头乐高集团（LEGO Group）九十余年的全球化历程。乐高 1932 年创立于丹麦小镇比隆，从一家木制玩具作坊成长为覆盖全球 54 个市场、拥有 1106 家品牌零售店的玩具帝国：2025 财年公司营收达 835 亿丹麦克朗（同比增长 12%，同期全球玩具市场增长 7%）、营业利润 220 亿丹麦克朗（同比增长 18%），2026 年上半年增长进一步提速。其出海路径中的产品系统构建、IP 生态运营、渠道与供应链布局，以及危机中的战略取舍，对当前处于品牌化转型关键阶段的中国潮玩企业具有重要的镜鉴意义。

图41：乐高收入增长情况



资料来源：乐高财报，国泰海通证券研究

图42：乐高营业利润增长情况



资料来源：乐高财报，国泰海通证券研究

3.1. 九十年全球化三阶段：从产品出口到生态出海

乐高的全球化并非一蹴而就，而是经历了“借船出海—多元迷失—聚焦深耕”的渐进式演进，大致可划分为三个阶段。

第一阶段（1953-1979 年）：欧洲渗透与北美授权，完成产品出海。1953 年乐高以授权生产方式进入挪威，迈出出海第一步；1956 年在德国设立首家海外销售子公司，随后快速复制至瑞士、比利时、法国、瑞典和英国，将欧洲整体作为“本土市场”经营；1961 年授权新秀丽（Samsonite）在北美生产和销售，借船出海进入全球最大玩具市场；1962 年产品销往新加坡、中

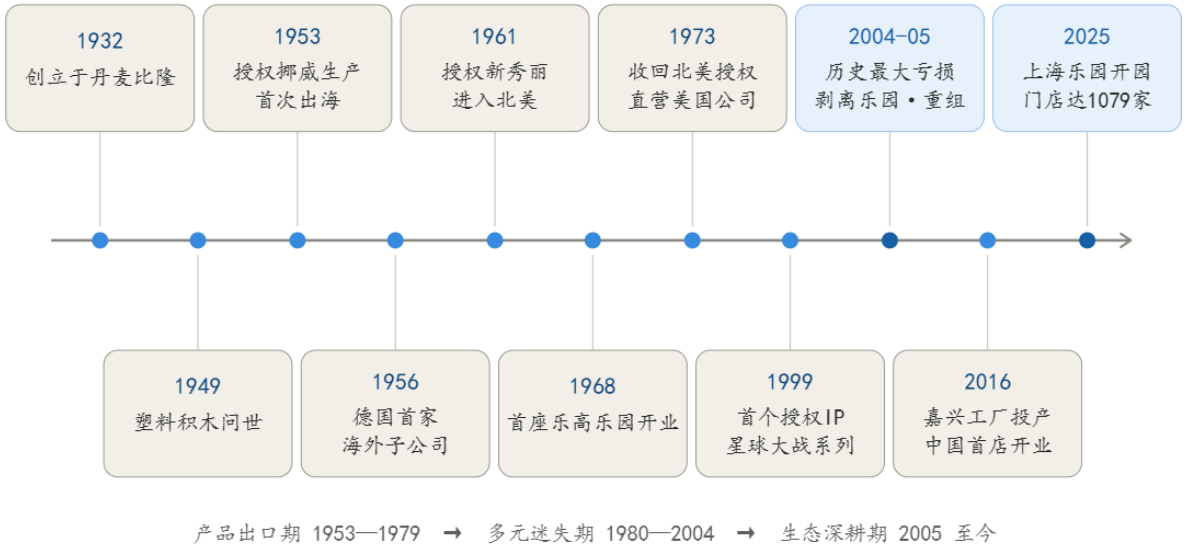
仅供内部参考，请勿外传

国香港、日本等亚太市场，1966 年销售网络已覆盖 42 个国家。
1973 年公司收回北美授权、成立乐高美国公司并加大广告与渠道投入，两年内美国市场销售额提升超过 10 倍，1976 年美国市场零售额达 1 亿美元、约占公司全球销售额的三分之一，渠道直营化与品牌投入的价值首次得到验证。

第二阶段（1980-2004 年）：多元化扩张与战略迷失。随着核心积木专利陆续到期（最后一批专利于 1989 年到期），仿制者大量涌现，公司试图通过主题乐园、电子游戏、服饰、教育中心等多元化业务对冲主业压力，却导致资源分散、库存与成本失控。2003 年公司收入从 2002 年的 96 亿丹麦克朗跌至约 68 亿丹麦克朗并出现大幅亏损，2004 年净亏损进一步扩大至 19.31 亿丹麦克朗，为公司历史上最大年度亏损，陷入创立以来最严重的经营危机。

第三阶段（2005 年至今）：回归积木主业，IP 生态与新兴市场双轮驱动。2004 年 10 月约恩·维格·克努斯托普（Jørgen Vig Knudstorp）出任 CEO，启动战略重组：一年内削减成本约 15 亿克朗（约占成本基础的 20%）、2005 年 7 月将四座乐高乐园出售给黑石集团支持的默林娱乐以回笼资金、全面聚焦积木主业。2005 年公司即恢复盈利，此后二十年收入年均复合增速约 13%，2025 年收入达 835 亿丹麦克朗（同比增长 12%），较 2003 年低点增长逾 11 倍，营业利润达 220 亿丹麦克朗（同比增长 18%）。
2026 年上半年增长进一步提速：营收同比增长 21% 至 419 亿丹麦克朗，营业利润同比增长 22% 至 109 亿丹麦克朗，重组二十年后仍保持双位数增长动能。

图43：乐高出海历程



资料来源：乐高集团官网、乐高集团年报及历年新闻稿，国泰海通证券研究

3.2. 产品端：标准化系统承载 IP 生态，本土主题突破文化折扣

积木系统是规模化的底座。乐高的核心竞争力在于 1958 年定型的凸起-管耦合积木系统：所有零件跨年代、跨主题互相兼容，新主题开发可复用既有零件库，产品创新的边际成本显著低于同业。这一系统思维使公司得以支撑庞大的 SKU 矩阵——2025 年公司推出有史以来最大产品组合，在售产品超过 860 款、其中约半数为当年新品；2026 年上半年新推出 332 款全新产品套装，继 2025 年上半年（314 款）后再创同期纪录。高频上新能力持续转化为增长动能：2025 年公司零售额同比增长 16%（同期全球玩具市场增长 7%），2026 年上半年零售额同比增长 22%，显著跑赢行业。

仅供内部参考，请勿外传

IP 矩阵分层运营，自有与授权相互引流。乐高畅销主题同时包含自有 IP（城市组、机械组、幻影忍者）与授权 IP（星球大战、哈利波特）：1999 年推出的星球大战系列是公司首个娱乐授权 IP，开创了“积木系统+外部 IP”的变现模式。

2025 年以来公司 IP 边界持续外扩：与 F1 合作的首批产品于 2025 年上市并在超过 20 场大奖赛开展品牌活动，2026 年进一步宣布与 F1 ACADEMY 合作；新增 2026 FIFA 世界杯、KPop Demon Hunters 等体育娱乐联名，宝可梦系列正式落地；自有 IP 方面，幻影忍者 2026 年迎来 15 周年，为公司运营时间最长的自有娱乐 IP。

数字与实体融合同步深化：乐高堡垒之夜·奥德赛累计玩家时长已突破 10 亿小时，公司并于 2026 年上半年推出 SMART Play 互动平台，首批应用于星球大战与宝可梦系列产品。

本土化主题降低文化折扣。针对中国市场，乐高 2020 年发布首个以中国传统文化为灵感的原创 IP“悟空小侠”，并持续推出生肖、农历新年主题套装及门店节庆活动，花植系列亦融入梅、兰、竹、菊等东方美学元素。本土主题已延展至线下体验场景：2025 年 7 月开园的上海乐高乐园落地全球首个“悟空小侠”主题区，开园首年累计接待游客突破 200 万人次，为全球所有乐高乐园中最快达到这一里程碑的项目。本土文化主题不仅服务中国市场，也通过全球渠道反向输出，实现“为本地设计、向全球销售”。

图44：乐高悟空小侠 IP



资料来源：乐高集团官网

图45：乐高乐园



资料来源：上海乐高乐园度假区官方发布

3.3. 渠道端：品牌零售与主题乐园构建沉浸式触点

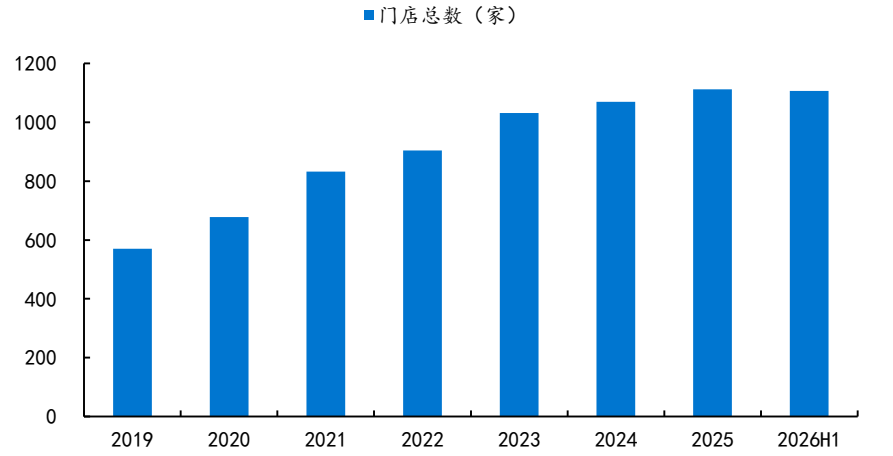
品牌零售店兼具销售与品牌媒介功能。截至 2026 年上半年，乐高在全球 54 个市场运营 1106 家品牌零售店，上半年持续推进新店开设，并已从默林娱乐收购 29 家乐高及乐高乐园探索中心（LEGOLAND Discovery Centre），进一步强化室内体验场景的自主运营——这批探索中心每年吸引游客约 500 万人次。门店通过拼搭体验、限定产品和节日活动承担品牌传播职能，在玩具反斗城等传统经销渠道之外建立起直面消费者的触点。

主题乐园是品牌体验的顶点。1968 年首座乐高乐园在比隆开业，首年即接待游客 62.5 万人次；2025 年 7 月 5 日上海乐高乐园度假区正式开园，为中国首座、全球开园规模最大的乐高乐园。开园首年累计接待游客突破 200 万人次，成为全球最快达到这一客流的乐高乐园，客流与口碑均居全球 11 家乐高乐园前列；门票收入与二次消费收入各占约五成，累计售出超 23 万个乐高人仔。乐园同时落地全球首个“悟空小侠”主题区，实现产品 IP 向线下体验场景的延展，并带动所在金山区 2025 年文体娱乐业营收增长近 4 倍，IP 体验对区域消费的溢出效应显著。

仅供内部参考，请勿外传

中国市场构成渠道深耕样本。2016 年乐高首家品牌旗舰店落户上海迪士尼小镇，2017 年首家授权专卖店开业，2019 年在华品牌零售店即突破 100 家；截至目前，乐高已在中国 120 多个城市开设 400 多家门店，形成覆盖一线至三四线城市的零售网络。在 2026 年 8 月的业绩交流会上，乐高集团首席执行官倪志伟明确表示中国儿童基数大、品牌热情高，“中国市场的增长潜力依然非常大”，未来将继续围绕品牌、门店及市场发展加大在华投资。

图46：乐高门店数量增长情况



资料来源：乐高财报，国泰海通证券研究

3.4. 供应链端：区域化制造贴近市场，韧性布局支撑全球扩张

制造基地跟随市场布局。乐高目前在全球运营六座工厂：丹麦比隆、匈牙利、捷克、墨西哥、中国嘉兴和越南（2025 年投产，为公司全球第六座、迄今最具可持续性的工厂，并配套区域配送中心）；美国弗吉尼亚州工厂及区域配送中心建设按计划推进，预计 2027 年投入运营。2026 年 6 月，公司还在比隆启用 Kornmarken 园区——首座专门面向全球制造创新的中心，聚集 1800 余名员工开发、测试并规模化新生产技术。区域化产能使各市场交付周期缩短、关税与物流风险分散。

本土供应保障本土响应速度。嘉兴工厂 2014 年开工、2016 年竣工投产，是乐高在亚洲的重要生产基地，目前已实现全品类产品生产，中国市场销售的绝大部分产品由其供应，使春节等本土化产品能够快速响应需求变化；2025 年公司进一步完成了对嘉兴工厂及匈牙利、墨西哥工厂的产能扩建，区域产能与区域市场的匹配持续深化。

图47：乐高工厂梳理

仅供内部参考，请勿外传

工厂	关键时间	建设/投产情况	战略定位
丹麦·比隆	1932 年创立于此；1980 年代建成 Kornmarken 工厂；2026 年 6 月 Kornmarken 园区启用	全球总部所在地；Kornmarken 工厂首创“模块化建厂体系”，后续全球工厂均按此标准复制；2026 年启用的 Kornmarken 园区为集团首座全球制造创新中心（10 万m^2，1,800 余名员工）	全球制造技术与创新中心
捷克·克拉德诺	1999 年宣布建厂；2000 年 11 月落成；2006-2008 年外包给伟创力，2008 年收回自营；2012-2015 年大规模扩建；2025 年迎来投产25周年	从 80 名员工发展至 3,300 余人（12.4 万m^2）；承担注塑、装饰、包装及乐园/门店大型模型制作；集团内首个试点纸质包装袋的工厂	欧洲中部生产与包装枢纽
匈牙利·尼赖吉哈佐	2008 年设立（接管伟创力产能）；2014 年 3 月新厂落成（3.54 亿欧元）；2025 年 9 月完成两年期扩建（500 亿福林）	扩建后面积翻倍至 26.2 万m^2，员工超 4,300 人，注塑机超 1,000 台，成为全球第二大乐高工厂；产能提升 30%。欧洲唯一覆盖全部生产环节的工厂	欧洲主力生产基地
墨西哥·蒙特雷	2006 年经伟创力在华雷斯代工起步；2009 年迁建蒙特雷自营工厂；2015 年宣布扩建；2022 年 8 月 5 亿美元扩建落成	现为全球最大乐高工厂，约占全球产量 30%，员工超 6,000 人，包装线约 100 条，供应整个美洲市场	美洲主力生产基地
中国·嘉兴	2014 年开工；2016 年 11 月竣工投产；2025 年完成产能扩建	乐高在亚洲的首座工厂，距上海约 100 公里；实现全品类生产，供应中国市场绝大部分产品	深耕中国市场的本土供应基地
越南·平阳	2021 年 12 月宣布；2022 年 11 月动工；2024 年 11 月试产；2025 年 4 月 9 日正式投产	投资超 13 亿美元（乐高最大海外单体投资）、全球第六座工厂、首座碳中和工厂（1.24 万块屋顶光伏板+储能）；规划员工 4,000 人；同奈省配送中心 2025 年底投运	亚太（除中国外）增长引擎
美国·弗吉尼亚	2022 年 6 月宣布；2023 年 4 月动工；2023 年 10 月临时包装厂先行投运；2024 年 2 月宣布延期至 2027 年；2025 年 10 月主体封顶；预计 2027 年 1 月投产	总投资升至 15 亿美元（含 80 英亩光伏园区），13 栋建筑、170 万平方英尺、创造 1,760 个岗位；另投 3.66 亿美元在乔治王子县建 200 万平方英尺区域配送中心（2027 年投运）	美国首厂，缩短美洲供应链

资料来源：乐高集团官网、乐高集团年报及历年新闻稿，国泰海通证券研究

强劲现金流支撑长期资本开支。2025 年乐高经营活动现金流达 199 亿丹麦克朗（同比增长 4%），当年投资总额 92 亿丹麦克朗用于新工厂建设与设施扩建，自由现金流 108 亿丹麦克朗（2024 年为 102 亿）；2026 年上半年经营活动现金流进一步提升 47% 至 86 亿丹麦克朗，半年投资规模达 46 亿丹麦克朗（上年同期 42 亿）。健康的自我造血能力是其持续进行全球化重资产投入的前提。

3.5. 镜鉴：2003-2004 年危机揭示的扩张边界

危机的根源是过度多元化而非创新不足。1990 年代乐高向乐园、游戏、服饰、教育等领域快速扩张，每项业务单独看均有品牌逻辑，但共同的结果是抽离了积木主业的工程、资本与管理资源，叠加 SKU 失控与供应链低效，主业与副业同时失血，而组织能力并未同步扩张。

复苏来自聚焦与财务纪律。克努斯托普主导的重整以“做减法”为核心：一年内削减约 20%成本、精简零件与 SKU 数量、出售乐园等非核心资产回笼资金，公司 2005 年即扭亏为盈。值得注意的是，2019 年乐高家族通过 KIRKBI 参与财团重新收购默林娱乐，将乐园资产购回——在主业恢复健康、现金流充裕之后，体验业务重新成为品牌生态的有机组成。

扩张节奏应与组织能力匹配。乐高的教训表明，IP 与品牌的延展存在边界：当多元化业务无法复用主业的核心能力时，规模越大亏损越快；而建立在核心产品系统之上的生态扩张（授权 IP、乐园、数字游戏）则能够相互强化。

3.6. 对中国潮玩企业的启示：四条长期主义主线

我们认为，乐高九十年全球化实践对中国潮玩企业的启示可归纳为四条主线：

- 其一，以产品系统沉淀可复用的标准化能力。乐高的积木系统使新品

仅供内部参考，请勿外传

开发成本递减、生命周期延长；对中国潮玩企业而言，无论是布鲁可的积木人体系还是泡泡玛特的盲盒机制，将爆款沉淀为可复用的产品与IP开发系统，是从“单品出海”走向“平台出海”的前提。

- 其二，渠道从“卖货”走向“品牌体验”。乐高以品牌零售店和主题乐园构建沉浸式触点，门店本身就是品牌媒介；中国潮玩企业的海外门店同样应承担体验与传播职能，通过旗舰店、快闪、乐园及展览等形态将渠道投资沉淀为品牌资产。
- 其三，本地化要落到产品与供应链两端。产品端，悟空小侠、春节套装证明本土文化主题是突破文化折扣的有效路径；供应链端，区域化制造（嘉兴、越南、墨西哥）显著缩短交付周期并分散地缘风险。中国潮玩企业在东南亚等新兴市场可借鉴“本土IP合作+区域产能”的组合打法。
- 其四，扩张保持克制，守住主业边界与现金流安全。乐高2004年危机与泡泡玛特等中国企业的品类扩张教训共同表明，品牌势能并不等于跨品类的经营能力；在全球化扩张期保持主业聚焦、维持健康现金流，是穿越周期的根本保障。

综上来看，乐高全球化的本质，是以标准化产品系统为根、以IP与渠道生态为翼、以本地化运营为壤的长期主义实践。带着这一参照系，接下来我们将从产品、渠道、营销与本地化四个维度，系统评估国内潮玩企业的出海竞争力。

4. 国牌出海竞争力总结：产品、渠道与本地化形成闭环

我们认为，国内潮玩企业的海外拓展是产品供给、渠道触达、营销传播与本地化反馈四大维度共同作用的结果。四类企业在IP储备、渠道资源、制造能力与组织灵活性上各有侧重，由此走出差异化的全球化路径。IP全链路型企业（以泡泡玛特为代表）依托自有IP资产与多维度运营能力，构筑从源头到终端的全球化经营平台；渠道平台型企业（以名创优品、TOP TOY为代表）依托集团全球终端网络与品类扩张能力，走出“渠道规模化先行、IP货品持续赋能”的稳健全球化路径；品类专业型企业（以布鲁可为代表）依托产品工程体系与规模化柔性制造优势，在拼搭玩具赛道构筑IP工程化护城河；新锐探索型企业依托轻资产试错机制与社媒流量红利能力，以“小成本测试、多区域验证”的差异化路径切入海外市场。

图48：四类潮玩企业出海路径总览图

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：泡泡玛特、名创优品、TOP TOY、布鲁可、52TOYS、卡游等公司财报，IP 文创潮，国泰海通证券研究

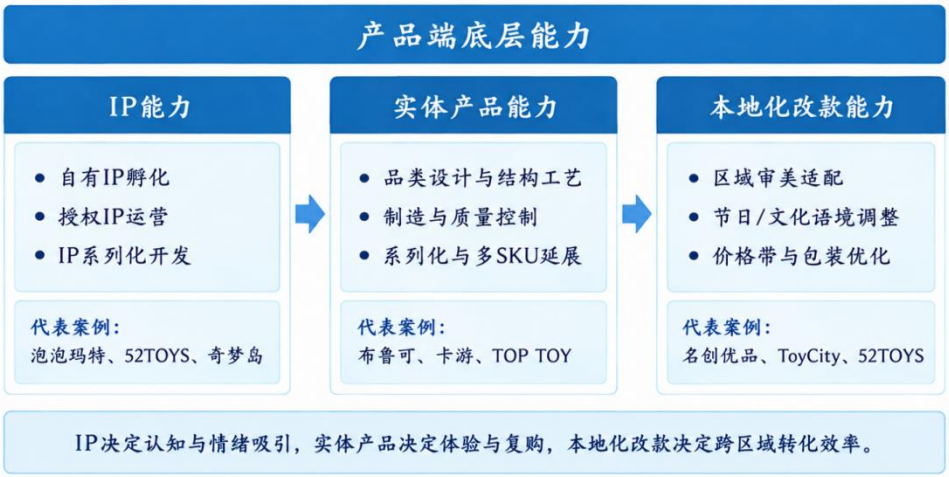
4.1. 产品端：IP 与实体产品构成出海底层能力

IP 资产与对 IP 的持续打造能力，构成潮玩品牌跨市场传播的第一层产品壁垒。成熟授权 IP 能够降低海外消费者的认知成本，但头部企业已在此基础上构建更高维度的 IP 运营能力——持续孵化自有 IP、引入本地艺术家，围绕同一 IP 做区域化表达与限定开发。泡泡玛特通过多 IP 梯队建设、本土艺术家合作与城市限定提升全球适配性；名创优品、TOP TOY 在汇聚全球授权 IP 的同时培育 Nommi 糯米儿等自有/合营 IP 矩阵；布鲁可则通过扩大变形金刚、奥特曼、假面骑士等 IP 的授权区域，把全球高认知度内容快速转化为海外可销售产品。

产品表达与玩法决定 IP 能否进一步转化为购买与复购，构成跨市场传播的第二层壁垒。毛绒、挂件等轻量产品降低文化理解与使用场景门槛；盲盒通过系列化与随机机制强化收藏粘性；拼搭产品依靠结构设计与组装体验形成工程化壁垒；集换式卡牌则通过规则、稀缺度与赛事体系拉长消费周期。泡泡玛特以搪胶毛绒拓展穿搭与礼赠场景，2026H1 毛绒品类收入占比升至 57.2%；布鲁可将角色 IP 转化为可拼搭、可收藏的结构化产品，2025 年新推 913 款 SKU、平均产品周期 6-7 个月；卡游以 TCG 卡牌与“英雄对决”赛事拉长消费周期，截至 2024 年底累计在国内 100 多个城市举办超 5100 场比赛。优秀企业的共同点，在于把 IP 内容持续转译为海外消费者易理解、愿分享、能重复消费的产品形态。

图49：潮玩出海产品端能力拆解

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：泡泡玛特、名创优品、TOP TOY、布鲁可、52TOYS、卡游等公司财报，公司公告，国泰海通证券研究

4.2. 渠道端：终端网络决定市场触达与反馈效率

我们认为，渠道是潮玩企业出海的流转载体，承担产品铺市、用户触达与市场信息反馈功能。国内潮玩企业海外渠道呈现多元化特征，线下涵盖经销商、专业卡店与集合门店，线上涵盖跨境电商、海外独立站与内容电商；不同企业的渠道侧重点因 IP 阶段、产品形态与组织能力差异而分化。

直营门店适合 IP 认知与本地组织能力已经具备的企业。泡泡玛特在海外核心商圈持续增加直营门店，2026H1 海外零售店合计 221 家（亚太 90 家、美洲 86 家、欧洲 45 家），实体空间承载自有 IP 展示、新品首发与会员运营，优势不仅是销售，更在于直接掌握定价、陈列、会员与一手消费数据；名创优品 2026H1 海外直营网点达 795 家、占海外门店比重提升至 21.8%，同步推进直营化爬坡。该模式的竞争壁垒体现为选址能力、店效管理、本地团队与长期品牌运营，通常需要较强资本与产品供给能力支撑。

经销商更适合产品力已经跑通、需要快速扩大海外覆盖的企业。布鲁可、52TOYS、卡游均依托经销商降低初期进入成本——布鲁可 2026H1 线下经销收入 15.92 亿元、占公司收入 89.7%，52TOYS 截至 2024 年底拥有 90 家海外经销商，卡游 2024 年经销渠道收入 93.0 亿元、占比 92.5%，经销网络支撑海外市场快速触达。该模式的核心竞争力在于能否形成稳定的 SKU 供给、补货速度、价格体系与经销商管理能力；布鲁可的拼搭产品工程与规模化供应链、52TOYS 的多品类货盘、卡游的卡牌快速交付能力，构成经销网络愿意持续合作的产品力基础。

社媒电商更适合新锐品牌在早期低成本验证海外需求。奇梦岛、ToyCity 等可借助 TikTok、Shopee、独立站、达人开箱与直播快速测试产品点击、转化、价格与评论反馈，再决定是否进入线下快闪或增加经销覆盖。其渠道壁垒更多体现为内容生产与投流效率、爆款识别与柔性供应链，而非线下网点数量。平台型企业通常采取混合打法：名创优品以经销与合伙人完成新兴市场广覆盖、再以战略市场直营提升终端控制；TOP TOY 则在复用集团全球零售网络的同时逐步增加核心市场直营样板店，海外直营店由 2025H1 的 5 家增至 2026H1 的 30 家。

图50：潮玩企业海外渠道类型对比

仅供内部参考，请勿外传

渠道类型	功能定位	适配企业类型	代表案例
海外经销商/区域代理	快速铺市、覆盖多国市场、承担补货与分销功能	品类专业型、新锐探索型	布鲁可海外经销、52TOYS授权店、ToyCity代理合作
直营门店/旗舰店	强化品牌展示、沉淀会员与终端数据、提升单店运营效率	IP全链路型、渠道平台型	泡泡玛特海外直营店、名创优品全球门店
集合店/专业零售/卡店	切入垂直圈层，提升产品展示与场景化销售能力	品类专业型、渠道平台型	TOP TOY主题店、卡游专业卡店、日韩玩具零售渠道
跨境电商/独立站/内容电商	低成本验证需求，兼顾销售转化与数据反馈	新锐探索型、渠道平台型	Amazon、Shopee、Lazada、TikTok Shop
展会/快闪/主题活动	新品曝光、区域测试、品牌破圈与合作拓展	新锐探索型、IP全链路型	圣迭戈漫展、东京玩具展、海外快闪活动
社群APP/赛事/会员运营	沉淀核心用户，强化复购和反馈闭环	品类专业型、IP全链路型	卡游赛事体系、泡泡玛特会员运营、品牌社群互动

资料来源：泡泡玛特、名创优品、TOP TOY、布鲁可、52TOYS、卡游等公司财报，公司公告，国泰海通证券研究

4.3. 营销端：社媒传播与社群运营推动用户转化

营销端的核心作用，是把潮玩从“可见”的产品升级为“愿意购买”的情感连接，是品牌资产海外沉淀的关键路径。潮玩兼具情绪属性、收藏属性与社交属性，与短视频、直播、达人开箱、赛事活动、社群运营等营销载体天然契合。不同类型企业营销侧重各异：IP 全链路型企业强调“场景化+本地化”，品类专业型企业强调“玩法教育+玩家社群”，渠道平台型与新锐品牌更擅长借门店流量与社媒流量做快速转化。

IP 全链路型企业以“场景化+本地化”组合营销构筑品牌势能。泡泡玛特把地标旗舰店、全球赛事联名、城市主题活动、本土艺术家合作与区域限定产品组合使用——2026 年 6 月泰国芭提雅“POP ON THE BEACH”全球首个海滩艺术玩具地标、新加坡圣淘沙首店配套东南亚首个 POP BAKERY 开业，LABUBU 登上 FIFA 世界杯开幕式与闭幕式、亮相官方歌曲 MV，2026H1 全球累计注册会员超 1 亿人。

其营销优势来自 IP 内容、线下空间与本地团队的联动，会员体系与门店活动承接线下曝光，沉淀持续触达。名创优品则以 MINISO LAND 乐园系店态打造沉浸式场景，巴黎香榭丽舍旗舰店开业当日创下海外单店销售纪录，自有 IP“YOYO”进入全球 53 个国家和地区，联名《玩具总动员 5》开售首月全球 GMV 突破 1 亿元。

图51：泡泡玛特 2026 年海外营销大事件时间轴

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：泡泡玛特财报， National Museum of Singapore，国泰海通证券研究

品类专业型企业以“玩法教育+玩家社群”把产品壁垒转化为品牌壁垒。布鲁可通过 BFC 创作赛、行业展会、KOL/KOC 内容与 BLOKEES APP 展示拼搭过程与玩家作品——2026H1 BLOKEES APP 与海外 BFC 创作赛分别覆盖 42 个和 17 个国家和地区、参赛人次超 6600 次、环比增长 99.3%。卡游以专业卡店、评级机构、赛事体系与玩家交流强化 TCG 卡牌的收藏与竞技属性，海外 2024 年 10 月发布四语版本奥特曼 UCG，面向全球 23 个国家和地区同步发行。对这类企业而言，持续活动与社群内容是提高玩法理解、复购与玩家黏性的关键运营动作。

渠道平台型与新锐品牌更擅长借门店流量与社媒流量做快速转化。名创优品、TOP TOY 通过大型主题店、IP 联名陈列、新品首发与会员活动提升到店转化；TOP TOY 2026 年 6 月入驻纽约时代广场成为中国首个落地运营的美国潮玩品牌，2025 年 8 月日本东京池袋首店开业首日突破 1100 万日元，Nommi 糯米儿等中国原创 IP 在日引发排队抢购。奇梦岛、ToyCity 等新锐品牌依托 TikTok、达人开箱、直播与话题传播快速验证新品，再以快闪与区域限定强化本地话题——奇梦岛 2025 年将 TikTok 内容运营经验复用至海外，雅加达快闪店完成场景测试，分销网络覆盖 20 余国。

优秀企业的共同做法，是让营销动作与具体产品、渠道和用户社群绑定，使“看见产品”尽快转化为到店、购买、分享与再次消费。

图52：潮玩出海营销逻辑

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：泡泡玛特、名创优品、TOP TOY、布鲁可、52TOYS、卡游等公司财报，公司公告，国泰海通证券研究

4.4. 出海壁垒与综合判断：增长最终要沉淀为经营资产

我们认为，国内潮玩企业出海的长期竞争力，取决于能否形成“产品供给—渠道触达—营销转化—本地化反馈”四位一体的可持续经营闭环。如前述，四类企业分别依托 IP 与直营门店、集团终端网络、产品工程与赛事运营、柔性供应链与社媒流量形成各自的经营闭环，但就长期而言，无论何种路径，最终的胜负都将取决于企业能否把产品、渠道、营销与本地化运营沉淀为可复用、可迭代、可规模化的企业经营资产，并以机制化方式反哺下一轮产品开发与海外市场拓展。

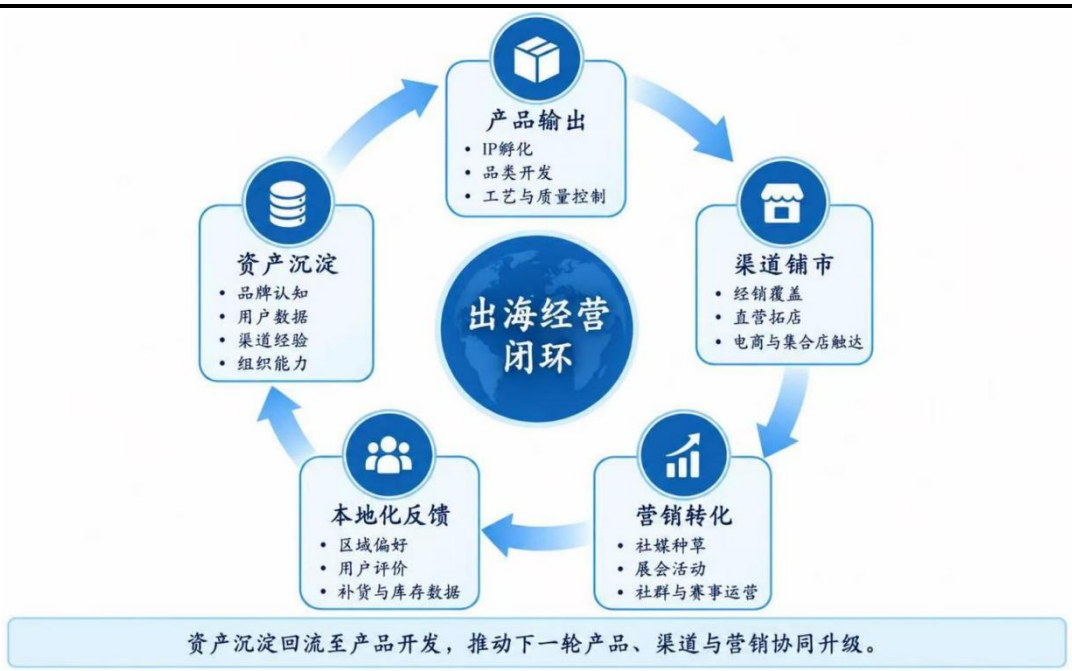
闭环的质量体现在三个维度：

- 一是验证沉淀，经过验证的 IP、渠道经验、玩家社群与运营方法形成企业级数据资产，泡泡玛特 2026H1 全球累计会员超 1 亿、布鲁可 BLOKEES APP 覆盖 42 个国家累计订阅近 600 万、卡游“英雄对决”赛事累计国内 100 多个城市 5100+场，沉淀的玩家数据反向指导产品迭代与营销策略；
- 二是抗周期，闭环稳定的企业能够平抑单一 IP 红利、单一渠道波动或单一区域市场变化带来的业绩冲击，泡泡玛特 IP 收入结构由头部集中向多 IP 接力演进（THE MONSTERS 收入占比由 2025 年的 47.1%回落至 2026H1 的 32.2%），TOP TOY 由单一亚洲市场拓展至美洲、欧洲多区域，即为典型案例；
- 三是系统协同，产品、渠道、营销与本地化之间相互强化，好产品降低渠道推广难度，强渠道放大产品触达半径，有效营销提升用户购买意愿，本地化反馈则帮助企业持续优化产品与策略；任何单环节缺位都将限制整体增长，缺乏渠道与营销承接的产品输出难以转化为持续购买，而忽视产品迭代与用户反馈的纯渠道铺货也难以形成长期复购。

由此，潮玩企业出海能力的本质，已从单一资源依赖或单点能力优势，转向多维度系统协同能力。

图53：潮玩出海经营闭环

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：上海中创研究院，Ocvistas 公众号，国泰海通证券研究

5. 投资建议

全球潮玩市场持续扩容，国内潮玩企业正由简单产品出口，向 IP、产品工程、渠道与本地化运营协同的品牌化出海阶段演进。具备硬核产品工程能力、全球高认知授权 IP 储备、海外渠道拓展能力与玩家生态搭建能力的企业，有望把握海外拼搭玩具赛道的增长红利。

推荐布鲁可。公司是国内拼搭角色玩具龙头，依托“全球授权 IP+产品工程+渠道与玩家社群”三维能力打开海外市场，海外业务具备较大成长空间。核心优势体现在：

- IP 层面，公司已取得变形金刚、奥特曼、假面骑士等全球高认知度授权 IP，2026H1 海外收入超 2025 年全年，IP 矩阵由头部集中向多 IP 接力的均衡化演进的态势有利于降低单一 IP 周期波动的影响。
- 产品工程层面，自研拼搭体系在拼装手感、成品稳固度与多 IP 角色改造上形成体系化优势，相对行业平均水平的较快产品周期与高频 SKU 迭代是支撑海外持续上新能力的底层能力。
- 渠道与玩家社群层面，海外以经销铺市为基础，同步搭建 BFC 创作赛、BLOKEES APP 等 C 端玩家运营体系，逐步构建“IP—产品—渠道—玩家社群”的出海经营闭环，成人化产品占比逐渐提升，构成相对其他出海潮玩企业的差异化优势。

6. 风险提示

海外市场拓展不及预期风险。若海外渠道拓展、本地化运营及品牌建设效果不及预期，可能影响海外收入增长及规模效应释放。

IP 生命周期、授权续约及新品表现不及预期风险。若核心 IP 热度下降、授权续约条件恶化、新 IP 孵化或新品销售表现不及预期，可能导致收入增速放缓、毛利率承压及库存压力上升。

海外渠道扩张及盈利能力不及预期风险。若海外门店店效、同店增长、经销商补货或开店回收期不及预期，可能导致销售费用率上升并拖累海外业务盈利能力。

库存及营运资金风险。潮玩新品迭代较快，若需求判断偏差、渠道压货或补

仅供内部参考，请勿外传

货节奏失衡，可能造成库存积压、折价促销及减值损失，并占用营运资金。

海外合规、关税及汇率风险。企业在不同市场可能面临产品安全、知识产权、数据与消费者保护、税务及关税政策变化，同时汇率波动亦可能影响收入折算与利润表现。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666