仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告 行业动态报告

为什么说拼搭玩具是个壁垒高的好生意？——复盘乐高成长史

分析师：叶乐
yele@csc.com.cn
18521081258
SAC编号：S1440519030001
SFC编号：BOT812

分析师：张舒怡
zhangshuyi@csc.com.cn
18817875613
SAC编号：S1440523070004

分析师：黄杨璐
huangyanglu@csc.com.cn
17717092294
SAC编号：S1440521100001

发布日期：2026年10月12日

中信建投证券 CHINA SECURITIES

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

乐高作为全球最大的拼搭玩具公司，占据了拼搭玩具行业76.5%的份额，25年收入达835.30亿丹麦克朗（约合908.56亿元人民币），营业利润达220.34亿丹麦克朗（约合239.67亿元人民币），营业利润率高达26.4%，本文研究了其高收入、高份额、高利润率背后的原因，结论有以下几点：1）拼搭玩具是高壁垒的好生意，持续推新满足消费者对新鲜感需求，设计、模具及品控投入形成壁垒，渠道规模和跨套装零件复用摊薄成本；2）基于IP的拼搭玩具帮助消费者还原所喜爱的事物，IP化推动行业扩容；3）成年人消费是拼搭玩具的一大增量，其需求由IP粉丝消费、悦己动机及收藏展示等多重因素驱动；4）通过专卖店、LEGO Ideas、乐园及影视游戏，将IP粉丝转化为品牌粉丝，强化品牌认知、认同与粘性。

仅供内部参考，请勿外传

内容摘要

- 乐高作为全球拼搭玩具的绝对龙头，市占率高达76.5%，25年乐高营收835亿丹麦克朗（约909亿人民币），营业利润220亿丹麦克朗（约240亿人民币），毛利率、营业利润率分别为67.8%、26.4%。**本文主要研究：乐高为何能同时具备高收入、高份额、高利润率三大特点，这在整个消费行业中都是极为少见。**
- **拼搭玩具的本质：新鲜感、注重体验、生命周期短、开模成本高、庞大SKU驱动共同造就了高壁垒。**1）消费者购买拼搭玩具时追求新鲜感，单一SKU占收入比重低、生命周期相对较短，企业需要持续推出新主题、新造型、新结构及新玩法吸引玩家，乐高2025年新品占在售商品比例接近50%。2）拼搭玩具复杂度高于毛绒等一般玩具品类，产品生产涉及创意设计、零件、模具开发、质量控制及规模化量产等多个环节，前期投入大，具有较高进入壁垒。3）渠道端来看，由于拼搭玩具注重体验感，广泛的有效线下渠道覆盖有助于构筑护城河，专卖店更是品牌认知的放大器，不同渠道数量级对ROI有很大影响，进一步抬高了行业进入门槛
- **IP化到底是好事还是坏事？**复盘乐高发展史，在2003-2004年经营危机后公司重新聚焦拼搭积木主业，不断结合外部IP授权（星战、哈利波特等）开创新系列，是乐高后续十年快速壮大的重要原因，实现拼搭玩具+IP+内容的重大跳跃。**外部IP授权的核心价值在于扩大拼搭玩具的客群规模**。拼搭玩具是玩家对其爱好事物的物理还原，伴随互联网时代来临，数字内容迎来大爆发，影视、游戏等蓬勃发展，均可被转化为可拼搭、可展示和可收藏的实体产品，还有建筑、载具等，乐高将不同兴趣圈层的粉丝转化为拼搭玩具消费者。虽然IP授权非独家，但拼搭玩具本身的高壁垒保障了竞争格局的稳定性。
- **成年人、女性向，乐高重要的增量。**成人消费者具有更强支付能力，其价格带上限明显高于儿童。产品角度看，其开发难度更大、收藏属性高，大幅增强了乐高在成年人用户的品牌心智，且打通了玩家从儿童到青年到成年人的全链路价值，延长了用户消费生命周期。近年乐高进一步加大了女性向产品的开发，如21年开始推出的Botanical Collection（植物系列），亦有家居装饰属性。
- **品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广。**1）乐高品牌专卖店，拼搭玩具行业极少有专卖店业态，乐高通过标志性积木造型、拼搭试玩、积木零件墙及自定义人仔等体验，与依赖第三方零售渠道的玩具品牌形成消费者认知上的差异。2）玩家共创构建社区生态。LEGO Ideas推动玩家参与产品共创，玩家由产品购买者转变为创作者、传播者，加强乐高玩家的品牌归属感，使外部IP和推广矩阵带来的流量沉淀为玩家社区资产。3）多元推广矩阵持续扩大品牌覆盖场景。影视综艺、主题乐园、游戏及教育等多元化业务使乐高品牌形象覆盖不同消费场景。

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENTS

第一章 乐高概况，高收入、高份额、高利润率同时具备

第二章 拼搭玩具的本质，高壁垒是如何造就的？

第三章 IP化到底是好事还是坏事？

第四章 成年人、女性向，乐高重要的增量

第五章 品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广

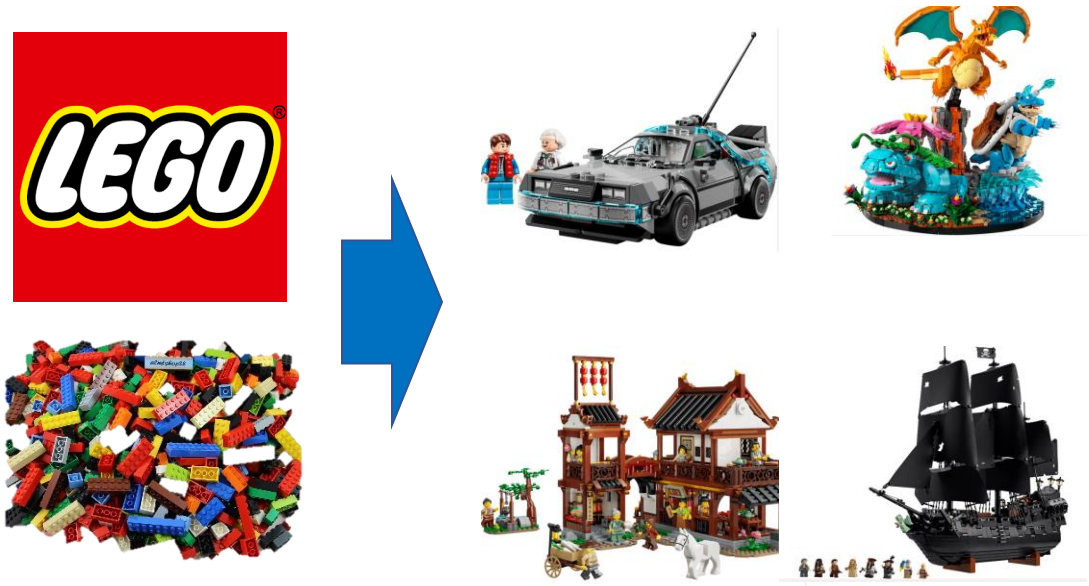
风险提示

仅供内部参考，请勿外传

乐高集团：全球拼搭玩具行业龙头，占全球拼搭玩具市场份额高达76.5%

- 乐高集团（The LEGO Group）是全球领先的拼搭玩具企业，以标准化积木系统为核心，业务覆盖儿童玩乐、成人兴趣、教育、数字娱乐及主题体验等场景。2025年乐高营收达835.30亿丹麦克朗（约合908.56亿元人民币），营业利润220.34亿丹麦克朗（约合239.67亿元人民币）；根据欧睿数据，乐高占全球拼搭玩具市场份额达76.5%。截至2025年末，乐高产品销往全球120多个国家和地区，零售网络覆盖54个国家地区，共1112家门店；公司连续第三年位列Global RepTrak 100全球最具声誉企业榜首，并获《时代》2025 TIME100 Companies文化影响力奖。

图表：乐高通过标准化积木的不同创意设计，能拼搭各类主题产品



图表：乐高占据拼搭类玩具行业76.5%市场份额

品牌	2021	2022	2023	2024	2025
LEGO	72.9%	74.9%	75.0%	75.9%	76.5%
布鲁可	0.7%	0.6%	1.1%	2.4%	2.6%
MEGA	3.3%	3.2%	3.1%	2.8%	2.5%
BANDAI	2.4%	2.6%	2.8%	2.5%	2.4%

数据来源：欧睿，中信建投证券

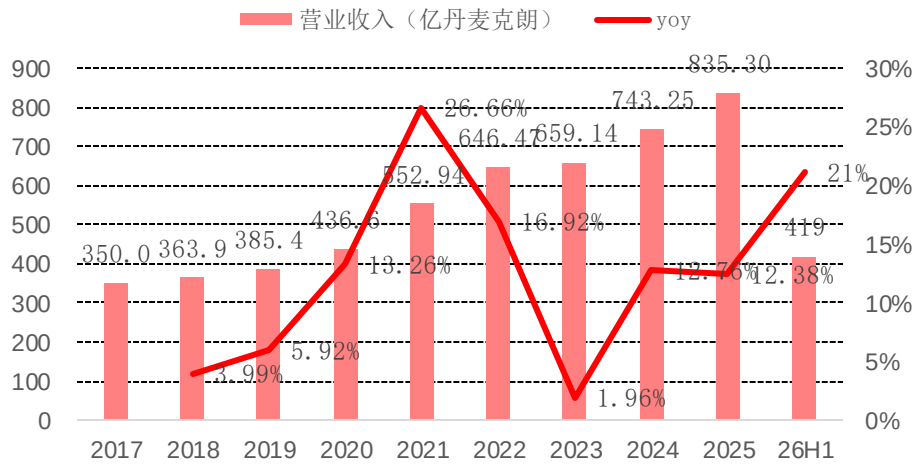
注：1）欧睿Construction Toys口径涵盖积木及其他组件式建构玩具、磁性/木制/电子机器人建构套装，以及需消费者自行拼装的模型套件及配件；不包括购买时已组装完成的模型车辆。2）汇率计算按2025年平均汇率：1丹麦克朗≈1.0877元人民币

仅供内部参考，请勿外传

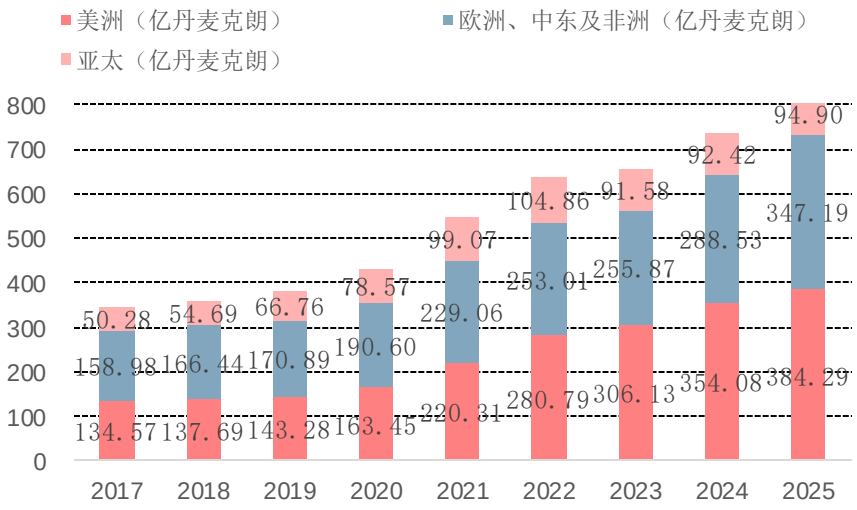
乐高财务概览：2026H1营收419亿丹麦克朗（约合449亿元人民币），增速达21%；净利润86亿丹麦克朗（约合92亿元人民币）

- 2026H1乐高集团营收419亿丹麦克朗（约合449亿元人民币），同比+21%；营业利润109亿丹麦克朗（约合116.84亿元人民币），同比+22%；净利润86亿丹麦克朗（约合92.18亿元人民币），同比+32%。分地区看，美洲地区是乐高最大市场，2025年商品销售收入384.29亿丹麦克朗，同比+8.5%，欧洲、中东及非洲收入347.19亿丹麦克朗，同比+20.3%，亚太地区收入94.90亿丹麦克朗，同比+2.7%。

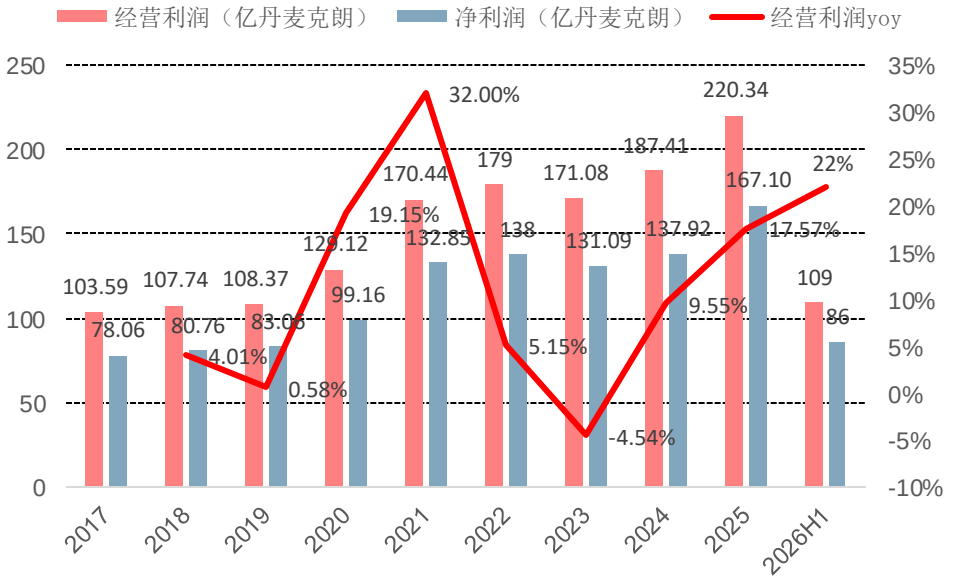
图表：乐高集团营业收入及增速



图表：乐高集团分地区商品销售收入



图表：乐高集团经营利润、净利润及增速



中信建投证券 CHINA SECURITIES

数据来源：公司公告，中信建投证券

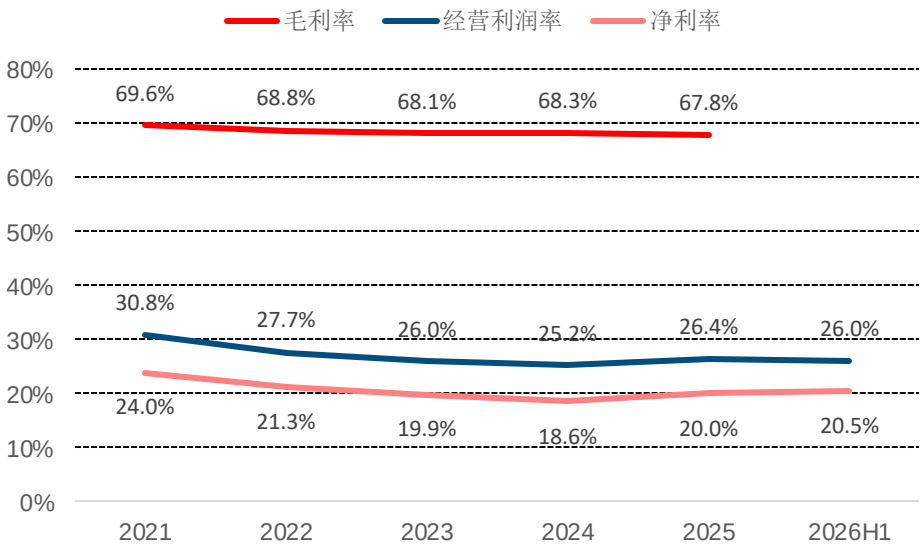
注：汇率计算按2026年上半年平均汇率：1丹麦克朗≈1.0719元人民币

仅供内部参考，请勿外传

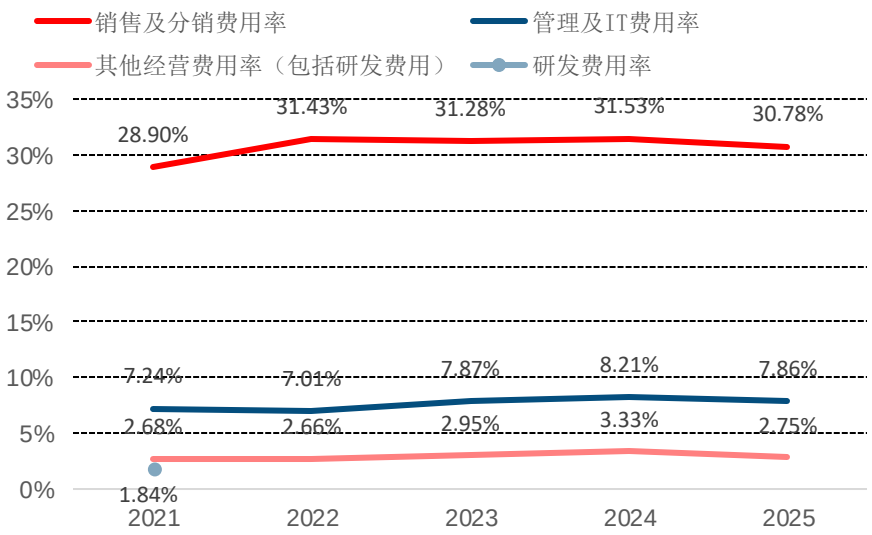
乐高财务概览：2025年毛利率67.8%，26H1经营利润率26.0%，净利率20.5%；2025年销售、管理、其他经营费用率（主要为研发）分别为30.78%、7.86%、2.75%

- 盈利端，乐高盈利能力保持较高水平。2025年公司毛利率67.8%，同比-0.5pct；经营利润率26.4%，同比+1.2pct；净利率20.0%，同比+1.4pct；26H1公司经营利润率26.0%，同比+0.0pct；净利率20.5%，同比提升约1.7pct。费用端，乐高正加大对数字技术等战略项目的投入，2025年销售费用率、管理费用率、其他经营费用率（主要为研发）分别为30.78%、7.86%、2.75%，同比分别-0.75pct、-0.35pct、-0.58pct。

图表：乐高集团盈利能力



图表：乐高集团各项费用率



数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENTS

第一章 乐高概况，高收入、高份额、高利润率同时具备

第二章 拼搭玩具的本质，高壁垒是如何造就的？

第三章 IP化到底是好事还是坏事？

第四章 成年人、女性向，乐高重要的增量

第五章 品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广

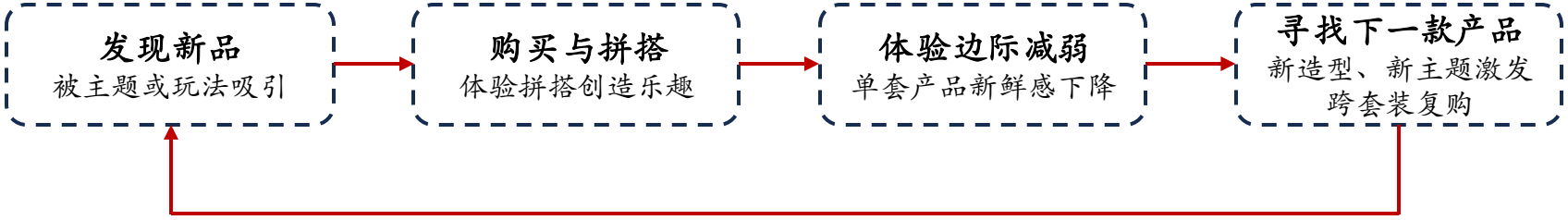
风险提示

仅供内部参考，请勿外传

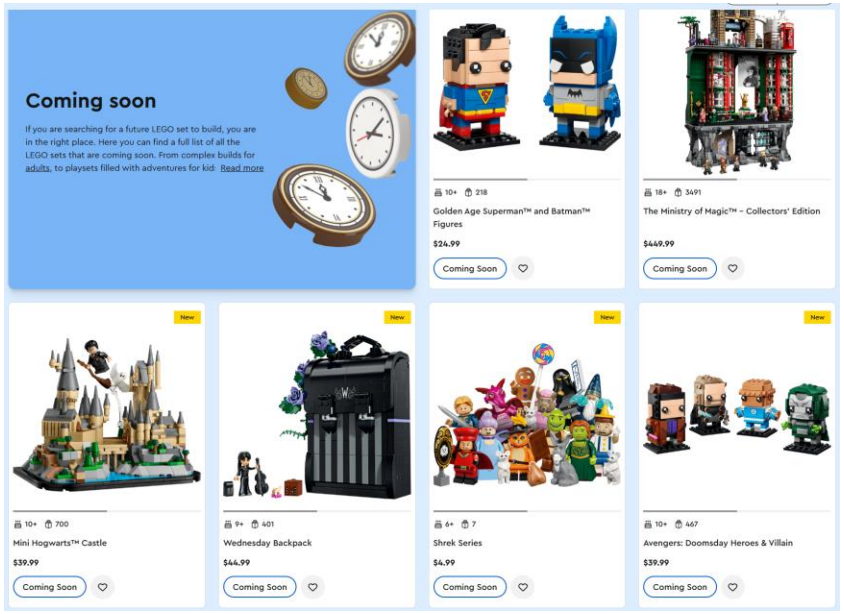
消费者购买拼搭类玩具时追求新鲜感，偏向线下体验，单款产品生命周期不长且很难像潮流玩具一样大范围扩圈，本质是靠庞大SKU持续推新驱动增长

- **拼搭类玩具需求主要由新鲜感驱动。**复购主要表现为消费者在同一品牌内跨套装购买。因此，高频推出具有差异化主题、造型、结构和玩法的产品，是维持玩家消费需求并延长用户生命周期的关键。

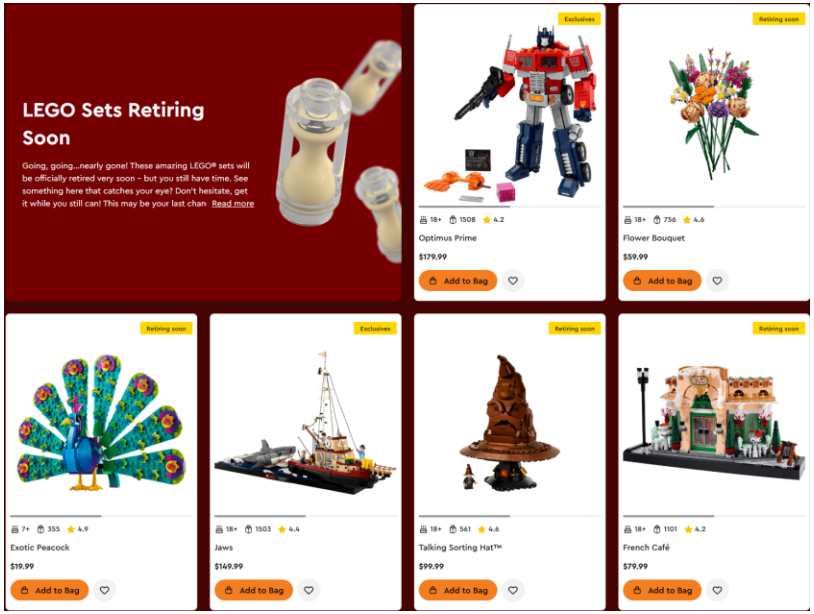
图表：新鲜感驱动下的拼搭类玩具消费生命周期



图表：乐高定期公布即将上新产品



图表：乐高定期公布即将下架产品

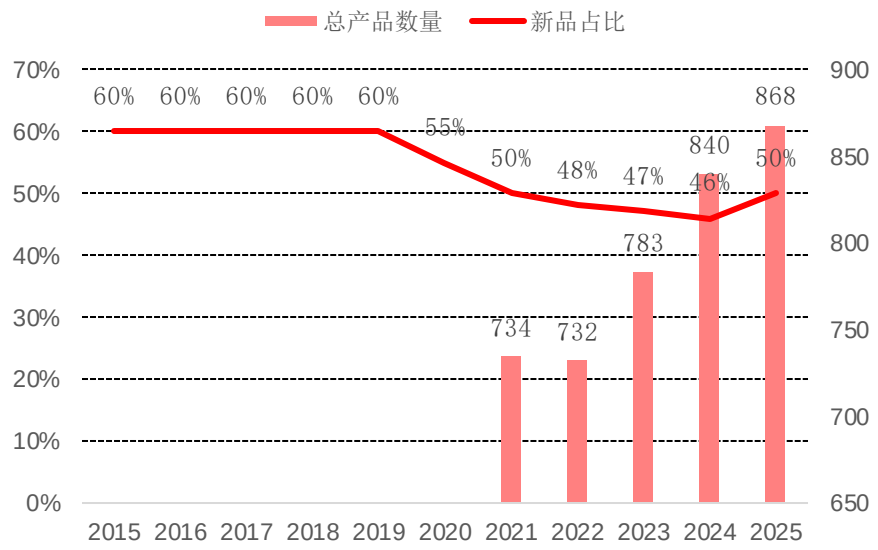


数据来源：公司官网，中信建投证券

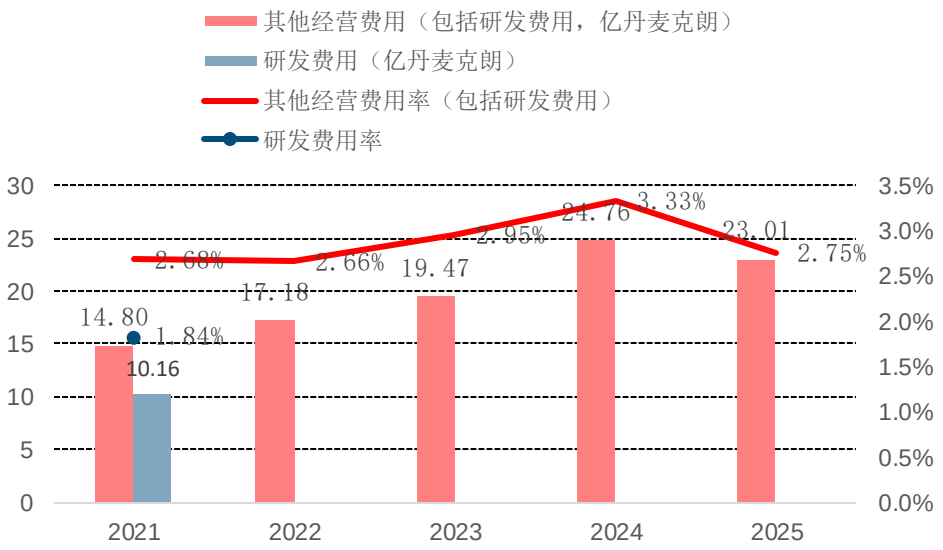
仅供内部参考，请勿外传

2025年乐高在售产品组合共868款，其中当年推出的新品数量约占50%，拼搭玩具需要通过大量推新吸引用户，对开发能力、成本管理都提出很高要求

图表：乐高集团历年新品占总在售产品比重及总产品数量



图表：乐高集团历年研发费用（2021年乐高研发费用率为1.84%）



图表：乐高依据产品特性与售卖情况，制定不同的产品生命周期

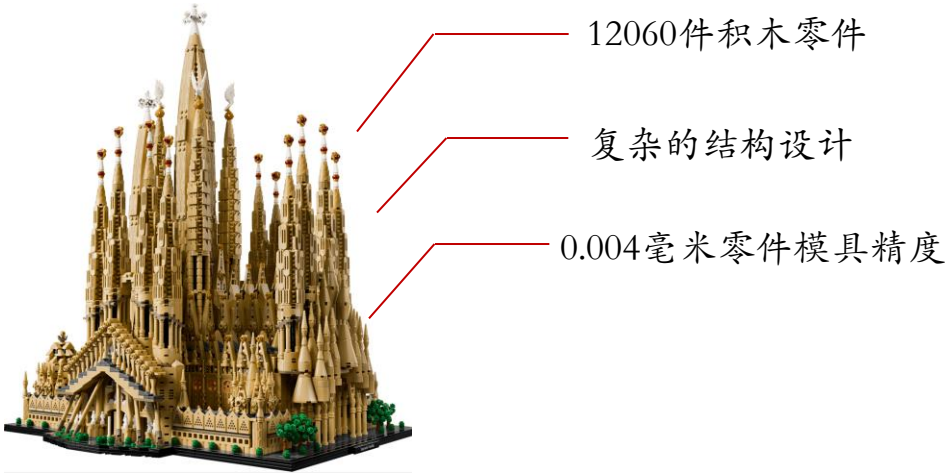
产品	上市时间	记录退市时间	生命周期
平衡堆叠树 10440	2025年1月	2026年7月	约1年6个月
翠鸟 10331	2024年2月	2026年7月	约2年5个月
吃豆人街机 10323	2023年6月	2026年7月	约3年1个月

数据来源：公司公告、公司官网、Brickset，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

拼搭玩具复杂度高于毛绒、合金等，包含“设计-零件-成品”三个环节，为保持良好的拼搭体验，对模具的精度要求高，大量SKU组合下前期投资高

图表：拼搭类玩具复杂度高于其他玩具，带来更高生产要求



- 据《Brick by Brick》，一款标准乐高零件模具成本约为5万—8万美元，使用寿命内可生产约6,000万件零件，大规模量产可将单位模具成本摊薄至接近于零；若特殊零件仅生产约5万件，单件对应的模具成本可能高达1美元，进而显著压缩套装利润空间。
- **拼搭类玩具行业进入门槛高，单一SKU放量难度大。**进入行业初期需要投入大量资金用于生产设备购买、零件模具开发及产品质量控制等环节，后来者不仅需要承担高额前期投入，还需要建立长期稳定的产品迭代体系。

图表：乐高越南平阳工厂



- **2025年乐高PPE及无形资产投资达92亿丹麦克朗**
- **乐高越南平阳工厂投资10亿美元建设**
- **乐高全球拥有6座自营工厂+5座区域配送中心**

数据来源：公司官网、Brick by Brick，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

拼搭玩具偏向体验型，线下非常重要，庞大渠道会抬高进入门槛，其决定了玩具开模时的ROI（1万个网点和10万个网点的ROI差异巨大）

渠道网络形成进入门槛

拼搭玩具注重体验感，线下购买渠道十分重要，前期占据主要线下渠道抬高进入门槛

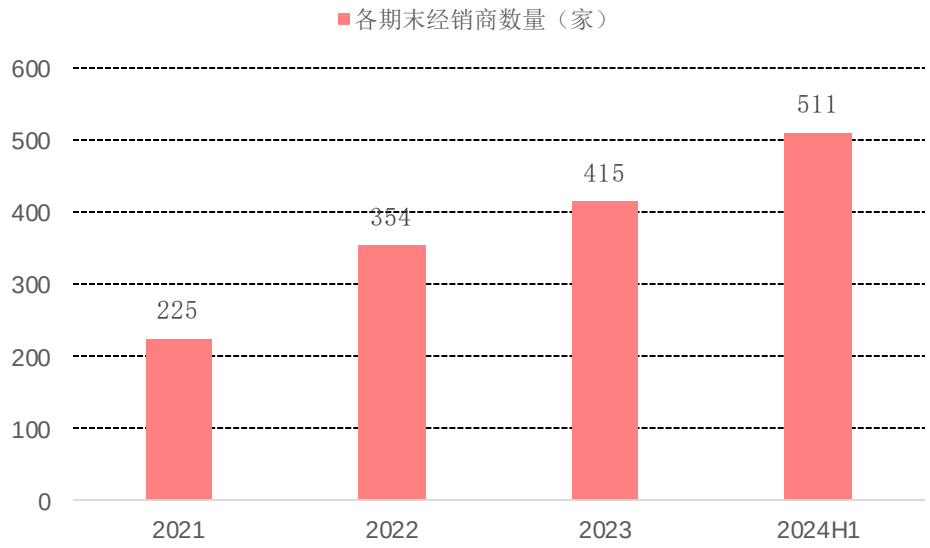
支持新品扩大销量

有效铺货便利体验与购买，更多的销售网点能够扩大同一产品的潜在销量

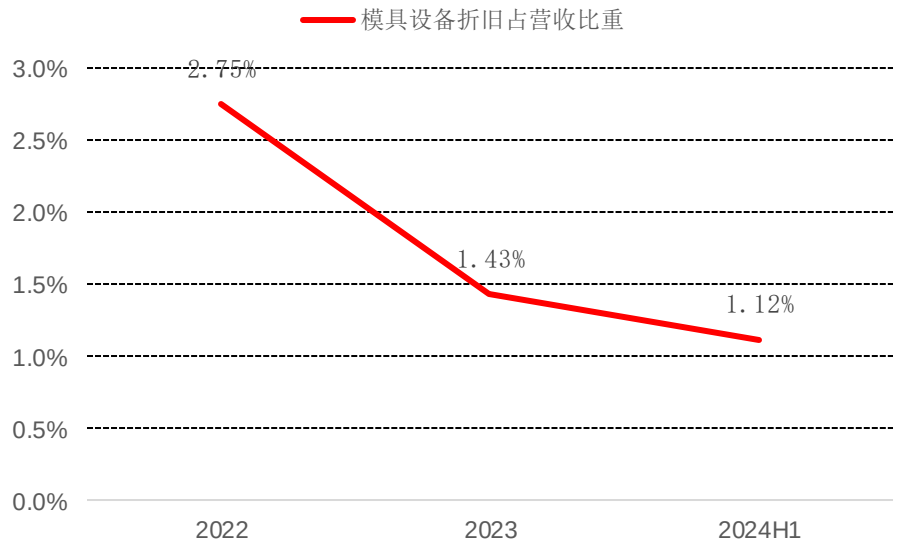
改善投入回收条件

模具投入为一次性固定成本，销量增加有助于摊薄单位开模投入

图表：布鲁可各期末经销商数量（境内外，家）



图表：布鲁可模具设备折旧占营收比重下降



数据来源：布鲁可招股书，中信建投证券

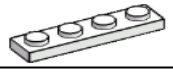
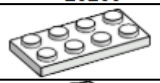
仅供内部参考，请勿外传

滚起雪球难，滚起来后利润率会比较高：公用零部件跨套装复用可有助于规模化后降成本，乐高前十大公用零件分别覆盖约32%-59%的套装

- 乐高大量公用零件可用于不同主题和套装，根据Brick Architect统计，2021—2025年前十大公用零件套装覆盖率达31.9%-59.0%且多种零件已持续使用超50年。公用零件体系既减少模具开发需求，也提高单一零件的量产规模，有助于降低企业生产成本，形成规模壁垒。

图表：乐高前十大高频公用零件使用及跨套装覆盖情况

注：Brick Architect假设购买2021—2025年发布的每款产品各一套，统计相同零件的使用数量及覆盖产品数；产品覆盖率以同期约3,994款具有有效零件清单的产品为分母。综合排序同时考虑零件数量、覆盖产品数及颜色数。

综合排序	零件名称	零件使用次数	覆盖套装数	套装覆盖率	使用颜色数	零件生命周期
1	 1×2 Plate 3023	56174	2356	59.0%	59	1962-2026
2	 1×1 Round Plate 6141	36005	1785	44.7%	52	1980-2026
3	 1×1 Tile, Round 98138	34925	1496	37.5%	61	2011-2026
4	 1×1 Plate 3024	31906	1617	40.5%	54	1962-2026
5	 1×2 Tile 3069	24921	1768	44.3%	58	1965-2026
6	 1×4 Plate 3710	24074	1854	46.4%	43	1977-2026
7	 1×1 Tile w/ Ø2 ¼-Circle 25269	23489	1274	31.9%	60	2016-2026
8	 2×4 Plate 3020	17922	2039	51.1%	44	1962-2026
9	 1×1 Brick 3005	20569	1357	34.0%	53	1954-2026
10	 30° 1×1×⅔ Slope (Cheese) 54200	17014	1612	40.4%	53	2004-2026

数据来源：Brick Architect，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENTS

第一章 乐高概况，高收入、高份额、高利润率同时具备

第二章 拼搭玩具的本质，高壁垒是如何造就的？

第三章 IP化到底是好事还是坏事？

第四章 成年人、女性向，乐高重要的增量

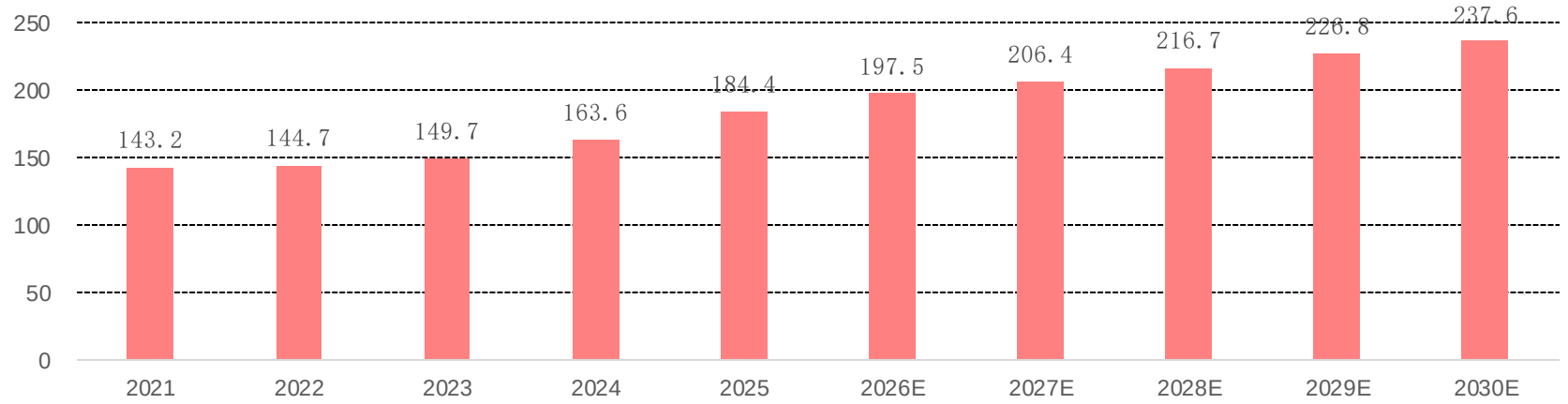
第五章 品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广

风险提示

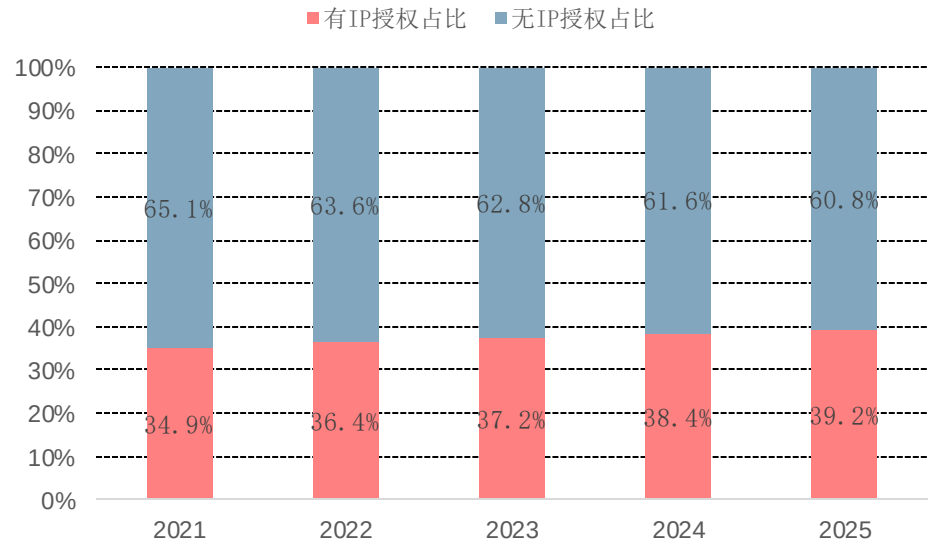
仅供内部参考，请勿外传

拼搭类玩具行业IP授权占比持续提升：2025年全球市场规模184.4亿美元，行业来看IP授权产品占比逐年提高，2025年达到39%

图表：2021-2030E全球拼搭类玩具市场规模（亿美元）



图表：拼搭类玩具产品有无IP授权历年占比



中信建投证券 CHINA SECURITIES

数据来源：欧睿，中信建投证券

注：欧睿Construction Toys口径涵盖积木及其他组件式建构玩具、磁性/木制/电子机器人建构套装，以及需消费者自行拼装的模型套件及配件；不包括购买时已组装完成的模型车辆。

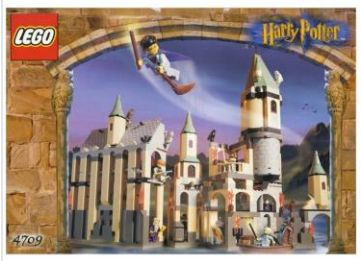
仅供内部参考，请勿外传

乐高和主要第三方IP合作：1999年星球大战开始，大幅扩大了拼搭玩具的客群



1999

Star Wars



2001

Harry Potter



2002

Spider-Man



2006

Batman



2008

Indiana Jones



2012

Marvel等4个IP



2012

Minecraft



2015

Jurassic World



2020

Super Mario



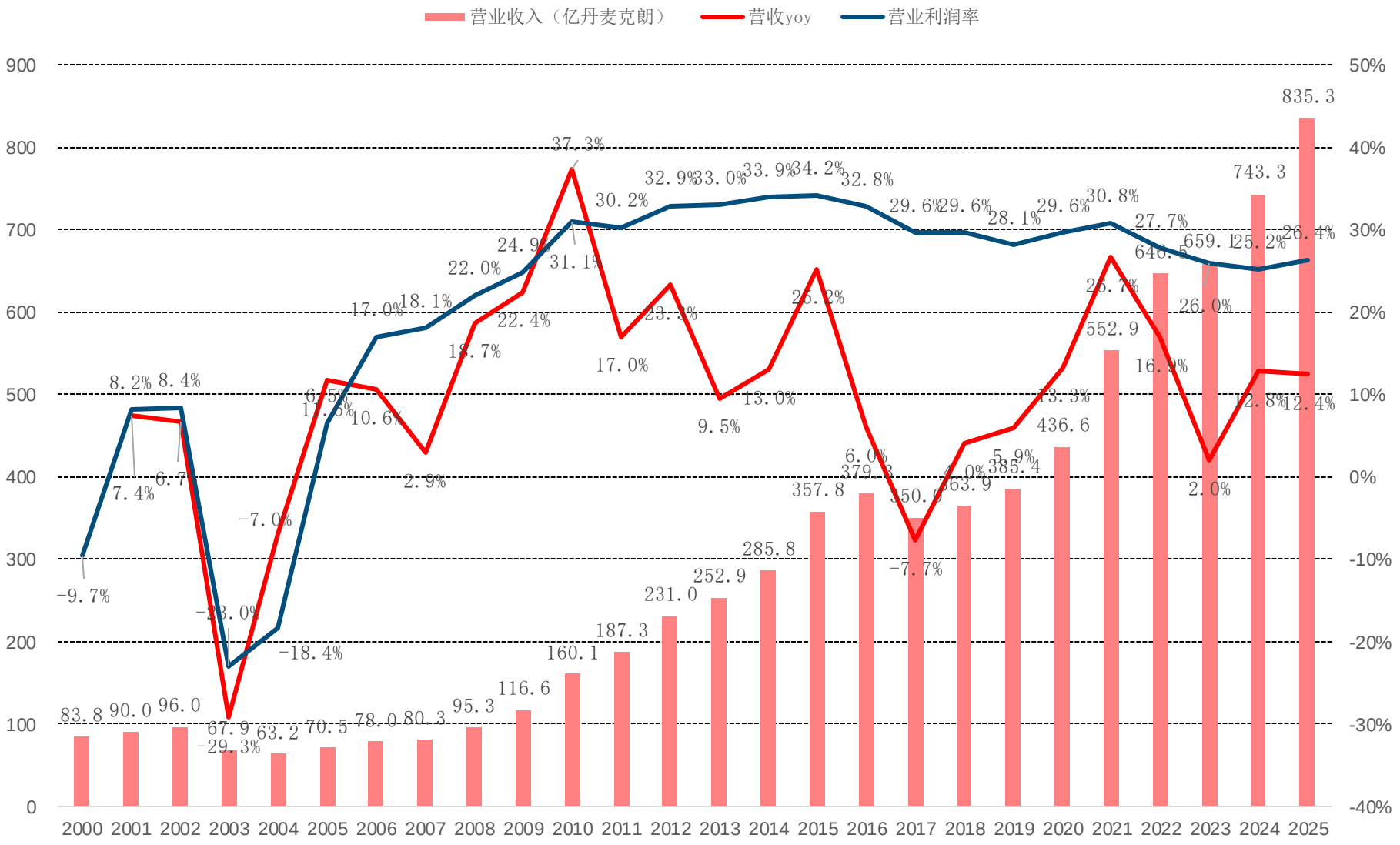
2024

Animal Crossing

数据来源：乐高，中信建投证券

复盘乐高发展历程，2000-2025年间公司营收与营业利润率均大幅提升，营收CAGR达9.6%，二十五年时间营收增长至十倍，期间经历两次调整后向上

图表：2000-2025年乐高集团营业收入及营业利润率



数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

2000年代左右公司发展迎来核心转变，乐高加大IP结合力度，相继与星球大战、哈利波特、蝙蝠侠等知名IP合作，迅速走出低谷，依托IP开启快速向上

图表：乐高集团发展史重大事件梳理

技术积累，建立标准化积木系统 | 品类拓展，丰富主题与玩法 | IP合作起步，危机后聚焦主业

1932-1958 | 1959-1998 | 1999-2005



1932年克里斯蒂安森创立乐高（LEGO）随后确立“只有最好的才足够好”的理念。



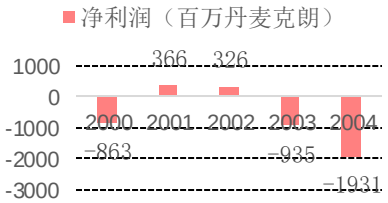
1958年凸点—管孔连接结构提交专利申请，乐高确立跨产品兼容的现代积木体系。



1977年推出Technic，1978年推出乐高迷你人仔，并进一步发展城堡、太空和城市等主题。



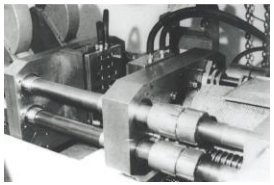
1999年推出首批《星球大战》套装，这是乐高首次大规模IP授权合作。



无序扩张导致经营危机，公司随后削减复杂产品及非核心业务，重新聚焦积木系统。

1932 | 1947 | 1958 | 1968 | 1977-1978 | 1998 | 1999 | 2001 | 2003-2004 | 2005

1947年乐高引入首台塑料注塑机，开始探索塑料玩具生产。



1968年首座LEGOLAND主题乐园在丹麦比隆开业，将积木体验延伸至线下乐园。



1998年推出MINDSTORMS，将积木搭建与编程、机器人结合，拓展科技教育玩法。



2001年推出《哈利波特》系列，进一步拓展影视IP授权合作。



2005年与DC旗下蝙蝠侠合作，相关积木套装于2006年推出，拓展超级英雄题材。



仅供内部参考，请勿外传

外部IP授权扩大了客群覆盖，通过让粉丝亲手拼搭喜爱的IP角色、造型及场景的方式，打破现实体验的边界，版权费用占乐高收入比约8%

图表：乐高与热门IP合作，吸引不同领域群体认识乐高，据Circana估计，乐高130亿美元年收入中，有超过50%来自授权IP产品

乐高：星球大战



乐高：哈利波特



乐高：漫威



乐高：超级马里奥



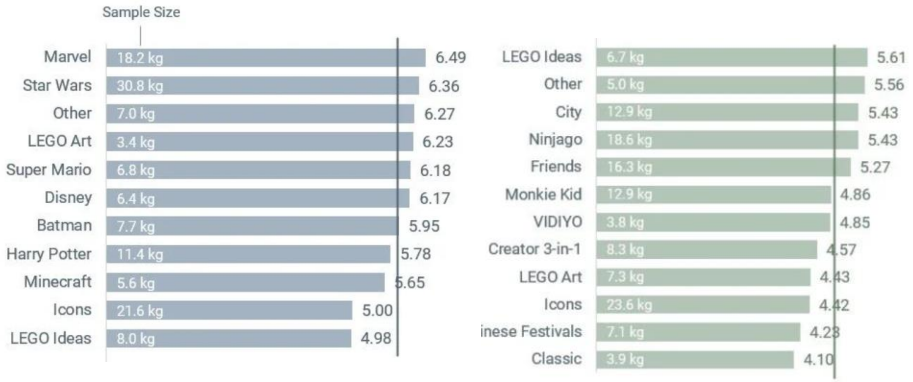
乐高：迪士尼



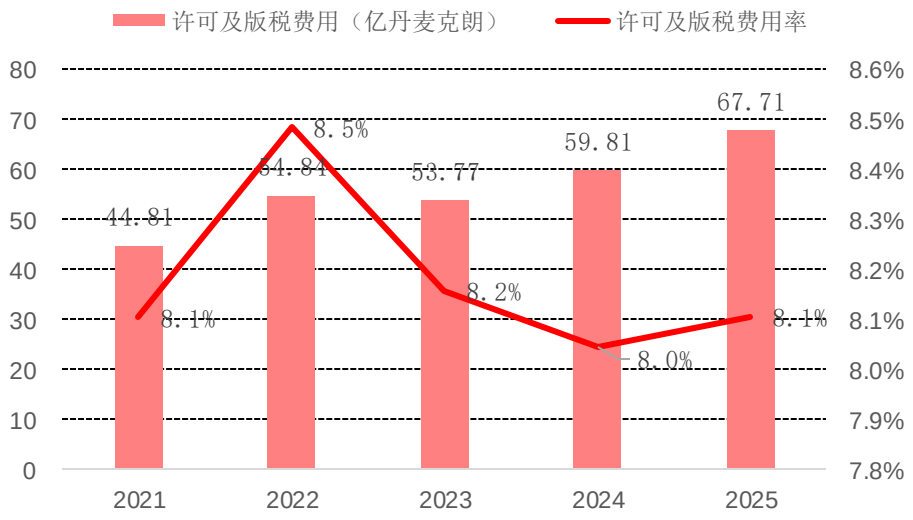
乐高：宝可梦



图表：*BrickNerd*研究显示，乐高IP授权产品单位重量价格约高20%



图表：乐高历年许可及版税费用及费用率（占收入比重）



数据来源：公司公告、公司官网、Circana、BrickNerd，中信建投证券

注：BrickNerd研究选取2021年183款、零件数超过300件且剔除机械组的产品，并采用“单位重量价格”控制零件大小差异

仅供内部参考，请勿外传

乐高IP矩阵：建筑、载具类拼搭积木产品优势突出，IP产品以外部为主，包括星球大战、哈利波特等，自有IP主要包括幻影忍者、悟空小侠、乐高好朋友等

图表：乐高第三方合作IP系列





















乐高魔法坏女巫



乐高海贼王

图表：乐高建筑载具等主题系列

















图表：乐高自有IP系列









数据来源：乐高旗舰店、Wikimili，中信建投

乐高通过得宝、城市、忍者、建筑、艺术及外部授权IP等主题系列构建从1.5岁到18+的全年龄段覆盖产品体系

仅供内部参考，请勿外传

幼儿及学龄前

图表：乐高定位为幼儿及学龄前的主题系列



乐高得宝



乐高布鲁伊



乐高小猪佩奇



乐高盖比的娃娃屋

儿童

图表：乐高定位为儿童的部分主题系列



乐高城市



乐高方头仔



乐高经典



乐高忍者



乐高梦境城猎人



乐高我的世界



乐高超级马里奥



乐高迪士尼

青少年及成人

图表：乐高定位为青少年及成人的部分主题系列



乐高Icons



乐高建筑系列



乐高艺术



乐高创意



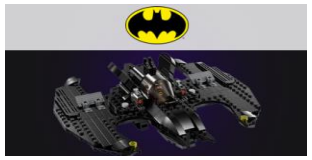
乐高漫威



乐高指环王



乐高星球大战



乐高蝙蝠侠

数据来源：公司官网，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

乐高近年来IP授权合作对象已由影视进一步延伸至游戏、体育等领域，实现“实体产品+数字内容+线下体验”的广泛合作

图表：乐高近十年关键外部IP合作项目整理

关键合作里程碑	合作对象	合作进度
2016	Rovio、《愤怒的小鸟》	围绕《愤怒的小鸟大电影》推出6款积木套装，并通过BirdCodes连接数字内容
2017	华纳兄弟、DC、《蝙蝠侠》	《乐高蝙蝠侠大电影》上映，并同步推出主题套装及收藏人仔
2018—2019	暴雪娱乐、《守望先锋》	2018年公布合作并发布首批6款套装，2019年正式销售，同时联合Twitch开展玩家活动
2019	Netflix、《怪奇物语》	推出16+“颠倒世界”套装，为乐高与Netflix的首次产品合作
2020	任天堂、《超级马里奥》	推出带有传感器和屏幕的互动马里奥人仔，将积木拼搭与游戏关卡玩法结合
2021	adidas Originals	同步推出可拼搭Superstar球鞋模型及联名鞋服，合作由积木产品延伸至消费品
2022	Hasbro、《变形金刚》	两家玩具公司首次合作，推出无需拆解即可变形的擎天柱18+套装
2022—2023	Epic Games、《堡垒之夜》	2022年建立长期合作；2023年上线LEGO Fortnite数字游戏
2023	SEGA、《索尼克》	由单款LEGO Ideas产品升级为完整主题系列，并在《Sonic Superstars》中加入乐高内容
2024—2025	Formula 1、Nike	与F1、Nike分别建立多年合作，覆盖积木套装、服装鞋履、数字内容及线下互动
2025	BBC Studios、《布鲁伊》；Netflix、《航海王》	《布鲁伊》覆盖得宝和4+产品；《航海王》推出基于Netflix真人剧集的系列套装
2025—2026	Pokémon	2025年宣布多年合作；2026年先后推出18+展示产品及面向儿童的互动产品

数据来源：公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENTS

第一章 乐高概况，高收入、高份额、高利润率同时具备

第二章 拼搭玩具的本质，高壁垒是如何造就的？

第三章 IP化到底是好事还是坏事？

第四章 成年人、女性向，乐高重要的增量

第五章 品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广

风险提示

2012年后通过推出Friends、迪士尼公主及花植等系列发力女性向，2014年乐高大电影上映，2018年后直营、数字化、女性向等助力新一轮增长

图表：乐高集团发展史重大事件梳理

大力拓展成人与女性客群，丰富产品布局，多元化传播扩大品牌影响力

2005至今

2005年推出乐高大使计划，邀请成年乐高玩家分享故事，加大力度开拓成人市场



2012年推出Friends系列，重点展现人物关系、生活场景与迷你娃娃，重点拓展女性客群。



2014年推出迪士尼公主主题系列，结合经典角色与城堡场景，丰富女性向产品组合。



2021年推出花植系列，以花束、盆景等产品切入成人兴趣消费，拓展家居装饰与礼赠场景。



2025年举行“She Built That”活动，鼓励女孩参与拼搭与创造，进一步强化女性创造者的品牌表达。

2005 | 2007-2008 | 2012 | 2014 | 2020 | 2021 | 2023 | 2025

2007-2008年先后推出街景与建筑系列，以精细建筑模型和收藏展示体验，拓展成人玩家群体。



2012年与漫威合作推出漫威超级英雄系列，进一步扩展超级英雄IP矩阵。



2014年《乐高大电影》上映，将积木人仔与品牌幽默融入电影叙事，强化品牌全球影响力。



2020年以18+标识、成人化包装和更多高复杂度产品，推动积木由儿童玩具走向全年龄兴趣消费。



与Epic Games合作推出数字开放世界《LEGO Fortnite》，将乐高拼搭玩法延伸至数字游戏场景



数据来源：公司官网、公司公告，中信建投证券

成人消费成为拼搭玩具行业重要增量，但在设计复杂度、IP多样化与玩家社区运营等方面要求更高，进一步强化了乐高服务客户的时间长度和竞争优势

图表：乐高儿童（左）和成人产品（右）的对比，成人产品的复杂度要显著高



客运飞机，60367 Passenger Airplane，拼块数913块



10360 Shuttle Carrier Aircraft，拼块数2417块

图表：儿童拼搭类玩具市场与成人拼搭类玩具市场壁垒维度对比

壁垒维度	儿童市场	成人市场	主要差异
产品设计	大颗粒（学龄前）、易操作；强调耐用与安全	零件数量更多、结构更复杂、强调展示效果	成人产品对结构设计、拼搭技法、及还原度等要求更高
安全与信任	核心壁垒；购买决策主要由家长完成	同样需合规，但并非主要差异化来源	幼儿市场更依赖品牌质量记录和家长信任
内容与IP	生活/教育主题为主，授权并非必需	影视、游戏、汽车、建筑等IP与兴趣主题密集	成人市场需持续取得内容资源并完成积木化表达
玩家群体	使用周期受年龄阶段限制，儿童主要关注玩乐体验	粉丝群体、玩家社群影响力强大，围绕产品能够形成庞大生态	成人市场更依赖社区运营和持续复购
综合判断	**壁垒集中在安全、品牌与渠道**	**产品、内容、IP、社区形成复合壁垒**	**成人市场拼搭类玩具市场竞争壁垒更加多维，进入难度相较儿童市场更大**

数据来源：公司官网、搜狐新闻，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

乐高通过提高原有IP系列的产品复杂度切入成人市场，后续加入更多成人兴趣主题、拓展装饰与礼赠等日常消费场景，推动成人客群不断扩大

图表：乐高成人产品不同阶段发展复盘



UCS帝国歼星舰（2002）超3000件



UCS死星Ⅱ（2005）超3400件



UCS千年隼（2007）5197件

阶段一：提高产品复杂度

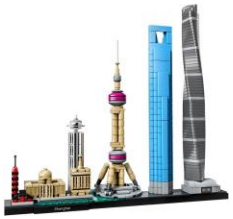
- 乐高围绕星战IP持续推出更大规模、更复杂的收藏级产品。通过提升拼搭复杂度、模型精细度与展示效果，持续承接成年核心玩家的进阶拼搭和收藏需求。



Technic保时捷911 GT3 RS（2016）



模块化街景系列（2007）



建筑系列（2008）

阶段二：增加成人兴趣主题系列

- 乐高围绕成年人兴趣持续丰富主题系列，先后推出模块化街景、经典建筑及现实跑车等系列，将产品题材拓展至城市生活、经典建筑与汽车收藏，吸引更多不同兴趣的成人消费者。



艺术系列（2020）



花植系列（2021）



官方强化花植系列礼赠场景（2023）

阶段三：拓展成人日常消费场景

- 乐高推出艺术画、花植等系列，将拼搭体验与家居装饰、休闲解压相结合，并进一步强化节日礼赠与亲友共同拼搭场景，推动购买需求由兴趣收藏向日常生活延伸，吸引更广泛的成人消费群体。

资料来源：公司官网、公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

乐高通过对经典主题系列向高规格产品延伸，通过更复杂的拼搭与精细还原拓展硬核成人玩家客群

图表：星球大战系列所选年份新品中零件数最多产品演变

2000年推出



星球大战-UCS X翼战机
零件数：1300
价格：149.99美元

2011年推出



星球大战-超级歼星舰
零件数：3152
价格：399.99美元

2025年推出



星球大战-死星
零件数：9023
价格：999.99美元

图表：哈利波特系列所选年份新品中零件数最多产品演变

2001年推出



霍格沃茨城堡（4709）
零件数：682
价格：89.99美元

2011年推出



对角巷（10217）
零件数：2025
价格：149.99美元

2018年推出



霍格沃茨城堡（71043）
零件数：6020
价格：399.99美元

数据来源：公司官网、Brickset，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

乐高围绕成人及女性消费者的兴趣与需求，相继推出跑车、经典、艺术、花植等主题，满足收藏、装饰及礼赠需求，拓展成年人及女性市场



2016年推出

机械系列（跑车）

还原真车机械结构与外观，满足车迷和拼搭挑战。



2020年推出

艺术系列

将名画或流行元素做成积木挂画，兼具装饰属性与送礼需求



2022年推出

经典系列

复刻经典交通工具或建筑，承载情怀与收藏价值。



2021年推出

花植系列

以花卉绿植为造型，主打家居装饰与治愈体验。

乐高成人市场布局成效显现，18+产品已融入核心畅销主题，覆盖2025年五大畅销主题中的四个，其中Icons是专门面向成年人的主题系列

- 截至2026年8月7日，乐高中国官网列示1,369款积木套装，其中18+成人产品约222款，占比约16.2%；2025年公司公布的五大畅销主题中，LEGO Icons、LEGO Star Wars、LEGO Technic和LEGO Botanicals均已覆盖18+产品，五大畅销主题中18+产品占比约30.8%。其中，LEGO Icons是乐高面向成人玩家打造的核心主题系列，覆盖地标建筑、名车、流行文化及家居装饰等题材。

图表：乐高2025年五大畅销主题系列及其覆盖年龄段统计

Popular themes	适合年龄段
LEGO City	4+至9+
LEGO Icons	18+
LEGO Star Wars™	4+至18+
LEGO Technic™	6+至18+
LEGO Botanicals	9+至18+

图表：乐高成人产品外包装展示



数据来源：公司官网、公司公告，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENTS

第一章 乐高概况，高收入、高份额、高利润率同时具备

第二章 拼搭玩具的本质，高壁垒是如何造就的？

第三章 IP化到底是好事还是坏事？

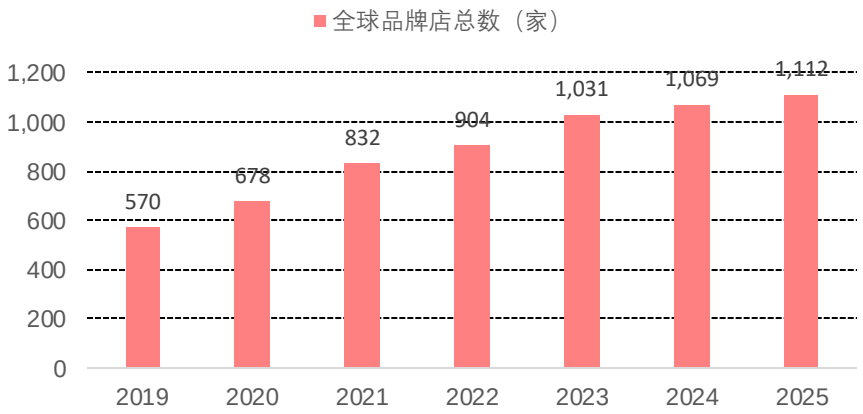
第四章 成年人、女性向，乐高重要的增量

第五章 品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广

风险提示

专卖店：乐高通过品牌专卖店，强化消费者品牌认知，与第三方渠道销售的其他玩具品牌形成区分隔离，也是少有的具备1000+专卖店的拼搭玩具公司

图表：2002年乐高在德国开出首个品牌专卖店，截至2025年末全球门店1112家



图表：乐高的线下门店让其与通过第三方门店售卖的玩具品牌形成消费者认知上的区分，强化品牌形象





图表：乐高门店中设有各类特色区域，展示品牌的同时为消费者带来多样化购物体验

乐高积木试玩区



自定义乐高迷你人仔



图表：乐高线下专卖店



选砖墙



标志性大型乐高模型



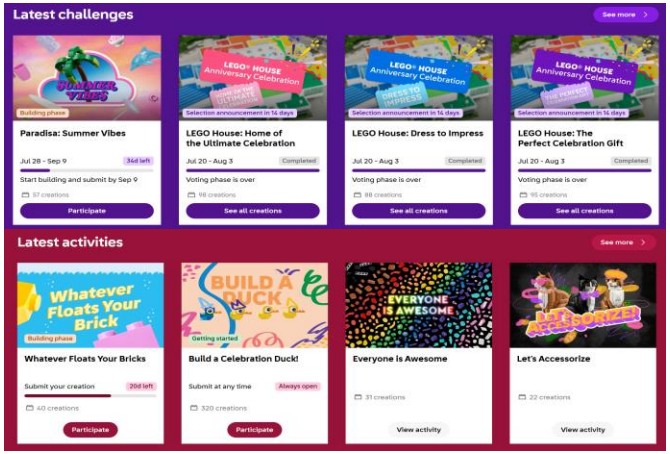
中信建投证券 CHINA SECURITIES

数据来源：公司公告、公司官网、google图片，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

玩家社区共同创作：LEGO Ideas平台让玩家深度参与乐高产品设计开发，强化玩家社区归属感与品牌认同

图表：LEGO Ideas玩家平台生态



- Challenges：官方定期发布主题拼搭任务，参与者按要求提交作品，由评审委员会评选；优秀作品可获得奖励，部分优秀作品有可能获得套装量产机会。
- Activities：以低门槛、非竞争性的作品分享为主，不设置评审、投票及奖励机制，主要承担玩家互动和社区活跃功能。

- Product Ideas：玩家提供的产品方案在规定期限内依次获得100、1,000、5,000和10,000名社区用户支持后进入官方评审，评审通过的方案可转化为正式量产套装。



2025.2.14 达成1万支持
2025.10.31 获批生产



2025.4.11 达成1万支持
2025.10.31 获批生产



2024.8.12 达成1万支持
2025.3.21 获批生产



2024.7.1 达成1万支持
2025.3.21 获批生产



中信建投证券 CHINA SECURITIES

数据来源：LEGO Ideas，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

多元业务推广矩阵：围绕积木主业，通过不同传播媒介打造品牌推广矩阵，通过主题乐园、新媒体、游戏和教育等途径

乐高主题乐园

全球共11座LEGOLAND主题乐园，上海LEGOLAND于2025年开业





乐高新媒体

乐高YouTube账号（2180万订阅）、LEGO MASTERS真人秀节目、乐高系列大电影

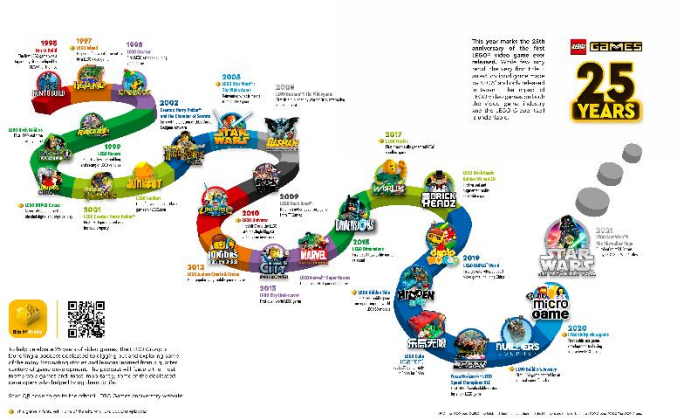








乐高游戏



乐高教育



数据来源：公司公告、公司官网，中信建投证券

仅供内部参考，请勿外传

目录 CONTENTS

第一章 乐高概况，高收入、高份额、高利润率同时具备

第二章 拼搭玩具的本质，高壁垒是如何造就的？

第三章 IP化到底是好事还是坏事？

第四章 成年人、女性向，乐高重要的增量

第五章 品牌护城河的进一步加深：专卖店、社区共创与多元推广

风险提示

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- 1）**终端消费需求不及预期：**玩具属于可选消费品，宏观经济、居民消费信心及消费偏好变化可能抑制行业需求，拼搭类玩具客单价较高、需求弹性更大，行业增长可能低于预期。

- 2）**新品迭代及产品创新不及预期：**拼搭类玩具需求由新鲜感驱动、单款产品生命周期较短，依赖持续高频推新；若新品市场接受度不足，前期设计、模具及营销投入难以有效摊薄。

- 3）**外部IP授权合作风险：**授权产品受授权成本、合作期限、版权方策略及内容热度变化影响，存在授权费用上升、合作终止或相关内容表现不及预期的风险，进而影响销量与盈利。

- 4）**行业竞争加剧风险：**行业高盈利水平吸引更多参与者进入，竞争加剧可能引发价格竞争并推高研发、营销及渠道投入，对市场份额和盈利能力造成不利影响。

- 5）**汇率波动及海外经营风险：**行业内公司收入来源较为全球化，汇率波动影响收入及利润折算；各区域市场景气分化、国际贸易政策变化亦可能对海外业务造成不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

叶乐：纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

张舒怡：纺服轻工及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

黄杨璐：纺服轻工及教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：(8610)5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621)6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk