仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

海外玩具市场 H2 展望：假日旺季及成人客群扩容有望支撑行业景气

华泰研究

2026 年 10 月 14 日 | 中国内地　　专题研究

26H1 全球玩具市场延续复苏，需求回暖叠加消费结构变化推动行业增长提速。据 Circana，26H1 其跟踪的全球玩具市场销售额同比增长 14%，美国市场同比增长 17%，其中成人及大童消费者贡献主要增量，集换式卡牌、收藏品、可动人偶、积木及车辆等品类表现突出。展望 H2，世界杯、影视内容及动漫/游戏 IP 等催化，叠加海外假日消费旺季来临，有望进一步支撑新品及授权产品销售。9 月末中美达成的对等降税框架中包含玩具品类，利好终端销售及企业利润释放。我们认为，全球玩具行业持续向全年龄段、兴趣化及 IP 化消费延伸，具备强品类心智、优质 IP 资源及全球化商业化能力的龙头有望获得结构性增量，推荐布鲁可、泡泡玛特、三丽鸥和名创优品。

26H1 全球玩具市场高景气，旺季催化有望支撑 26H2 表现

26H1 全球玩具市场增长提速，需求端呈现量价齐升及消费人群扩容特征。据 Circana，26H1 其跟踪的全球玩具市场销售额同增 14%，其中美国市场同增 17%。此外，9 月末中美就双向各约 300 亿美元非敏感商品的对等降税框架达成共识。据美国玩具协会，中国出口至美国的玩具品类受益规模约 98 亿美元，为最大的受益品类。展望 26H2，全球主要玩具龙头整体维持积极预期，孩之宝上调全年固定汇率收入增长指引，万代上调上半财年（4-9 月）业绩预期。我们预计，伴随海外假日消费季临近，世界杯、影视及动漫/游戏 IP 新品集中推出，行业景气有望延续至下半年。

Kidults 扩容利好成人收藏类玩具，品类龙头与超级 IP 共振增长

玩具消费人群持续向全年龄段拓展，Kidults 已成为全球玩具市场主要增长来源。据 Circana，26H1 美国 18 岁及以上消费者玩具销售额同增 25%，12-17 岁消费者同增 33%，两者合计贡献美国玩具市场近 60%的增量销售额。分品类看，集换式卡牌、可动模型、车模等兼具收藏、兴趣及社交属性的品类表现突出。供给端，头部玩具厂商亦加快推出成人向及收藏型产品，乐高等细分品类龙头还通过 F1、世界杯等体育 IP 联名以及影视、动漫、游戏 IP 拓展消费场景。我们认为，品类龙头凭借产品开发、供应链及渠道能力获取优质 IP 资源，优质 IP 又通过消费者流量和产品销售强化品牌及商业化能力，具备全球 IP 承接及产品化能力的龙头有望持续受益。

海外龙头在中国市场加深产品和体验一体化运营

中国市场正成为全球玩具及 IP 龙头持续拓展的重要增量市场，竞争模式亦由单纯产品销售逐步向“产品+渠道+体验+消费者运营”转变。高基数下 26H1 国内玩具市场整体增速有所回落，但成人向、低价带及创新品类仍保持较强韧性。在中国本土 IP 平台型企业崛起的背景下，海外龙头进一步加深本地化布局。三丽鸥持续拓店并举办各类体验活动，万代通过线下门店、IP 体验及本地产品开发深化中国市场经营，乐高、孩之宝、美泰等亦持续推进主题乐园及线下体验项目。我们认为，随着国内潮玩消费渗透及 IP 化、场景化趋势延续，中国市场有望从海外 IP 的产品销售市场进一步演变为全球 IP 运营和用户经营的重要阵地。

投资结论

随着 Q4 海外假日消费季临近，海外市场逐步进入渠道备货期。26 年 8 月我国玩具出口同比增长 15.3%，呈现回暖趋势。我们建议关注持续深化海外市场拓展的中国潮玩企业，以及拥有优质全球 IP 资源、并持续深化中国市场本地化运营的海外龙头。推荐布鲁可、泡泡玛特、三丽鸥及名创优品。

风险提示：全球玩具消费需求不及预期、IP 及影视内容表现不及预期、行业竞争加剧、海外市场拓展及本地化不及预期。

零售	增持（维持）
消费轻工	增持（维持）

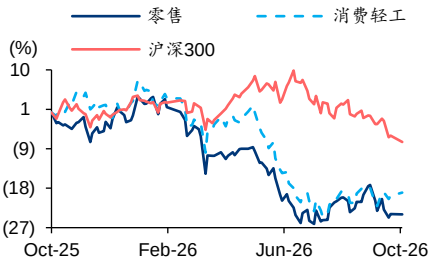
樊俊豪　研究员
SAC No. S0570524050001　fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986　+(852) 3658 6000

石狄　研究员
SAC No. S0570524090003　shidi@htsc.com
SFC No. BVO045　+(86) 755 8249 2388

刘思奇　研究员
SAC No. S0570523090004　liusiqi@htsc.com
SFC No. BSE590　+(86) 21 2897 2228

施逸涵*　联系人
SAC No. S0570126070196　shiyihan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
布鲁可	325 HK	100.00	买入
名创优品	9896 HK	29.70	买入
泡泡玛特	9992 HK	185.00	买入
Sanrio Company, Ltd.	8136 JP	1,496.00	买入

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

26H1 全球玩具市场回顾及下半年展望 3

26H1 全球玩具市场增势良好 3

关税风险趋缓、需求改善带来更健康的库存 4

26H2 行业龙头展望积极 5

Kidults 驱动行业增长，品类龙头与超级 IP 形成正循环 6

Kidults 相关品类驱动增长 6

凭借优质赛事及娱乐 IP 资源，品类龙头获得超额增长 7

26H2 影视与赛事催化持续释放，关注内容热度向玩具销售的转化 9

中国市场：海外龙头加速产品+体验一体化布局 10

中国市场成为海外龙头重要增量 10

海外龙头加码线下体验，IP 商业化向场景运营延伸 11

本土 IP 平台崛起，海外龙头加深中国市场运营 11

投资建议 13

风险提示 17

仅供内部参考，请勿外传！

26H1 全球玩具市场回顾及下半年展望

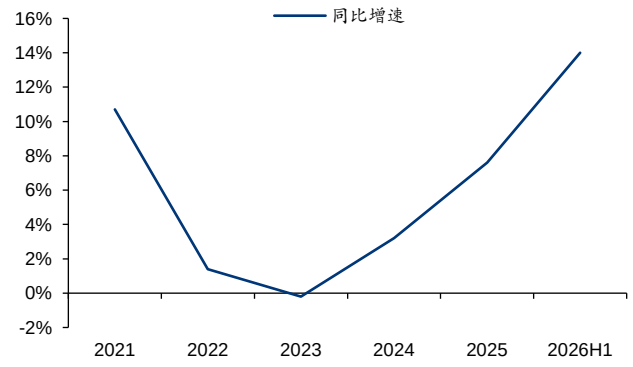
26H1 全球玩具市场延续复苏态势，需求回暖与消费结构变化共同推动行业增长提速。据 Circana，26H1 其跟踪的全球玩具市场销售额同比增长 14%，其中美国市场玩具销售额同比增长 17%。集换式卡牌、可动人偶、积木、车辆类等成人向收藏品类表现突出。终端销售改善、关税风险趋缓带动龙头企业库存回归正常水平，行业经营质量同步改善。展望 26H2，世界杯、影视内容及动漫/游戏 IP 等催化叠加假日消费旺季，有望进一步支撑新品及授权产品销售，全球玩具行业景气度有望延续。

26H1 全球玩具市场增势良好

26H1 全球玩具市场增长提速，成人群体增加玩具支出，卡牌类、收藏类以及世界杯相关的体育类玩具增速领先。据 Circana，26H1 其跟踪的全球玩具市场销售额同比增长 14%，较截至 2026 年 6 月的过去 12 个月同比增速 9.5%进一步提速。分区域看，北美卡牌、收藏品及授权 IP 消费活跃，欧洲收藏、游戏及粉丝经济相关需求延续，亚太市场成人消费者及趋势型玩具需求增长。其中，美国市场 26H1 玩具销售额同比增长 17%，销量与平均售价分别增长 12%和 4%，量增为主要驱动；分品类看，探索及其他玩具、游戏及拼图销售额分别增长 58%和 45%，拼搭套装、美术及工艺亦分别增长 22%和 20%，主要受卡牌、收藏品及体育相关产品需求拉动。

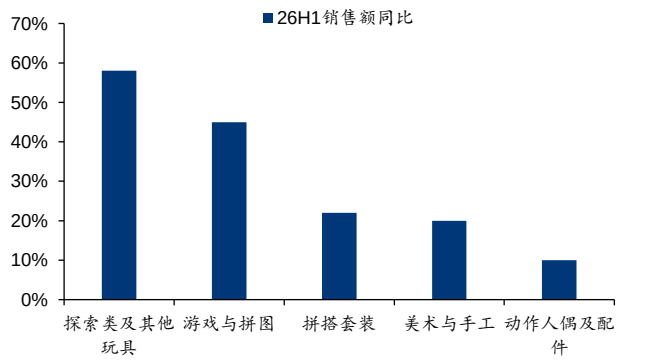
从上市公司财报看，26H1 全球玩具龙头收入增长整体稳健，部分成人向产品布局较好的公司增速环比改善。三丽鸥、孩之宝和美泰增长领先，其中孩之宝、美泰增长提速，FUNKO 收入同比增速转正；三丽鸥仍保持较快增长，但受高基数影响，增速有所放缓。

图表1：2021-26H1 全球玩具市场销售额增速



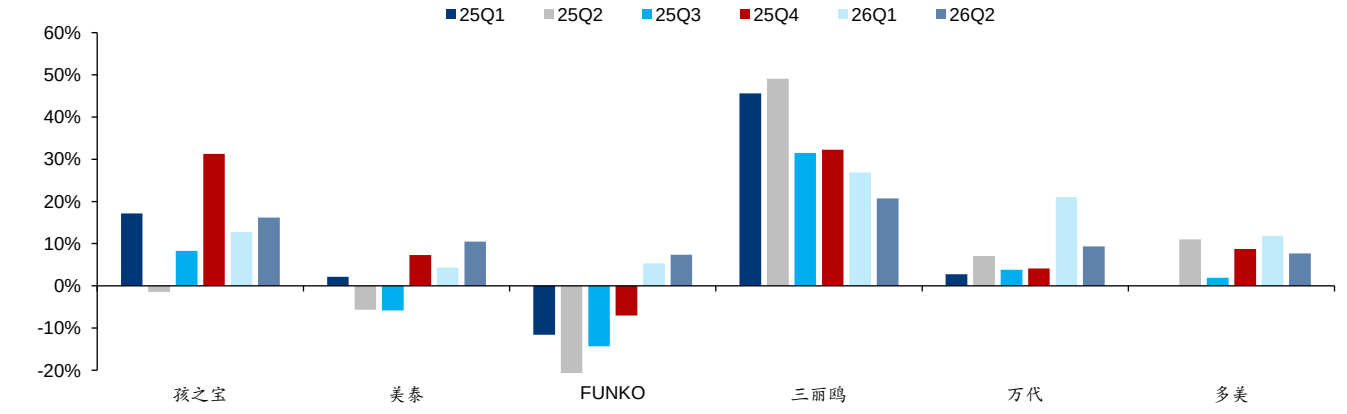
资料来源：Circana，华泰研究

图表2：美国玩具市场 26H1 高增长品类



资料来源：Circana，华泰研究

图表3：全球玩具龙头收入季度同比增速



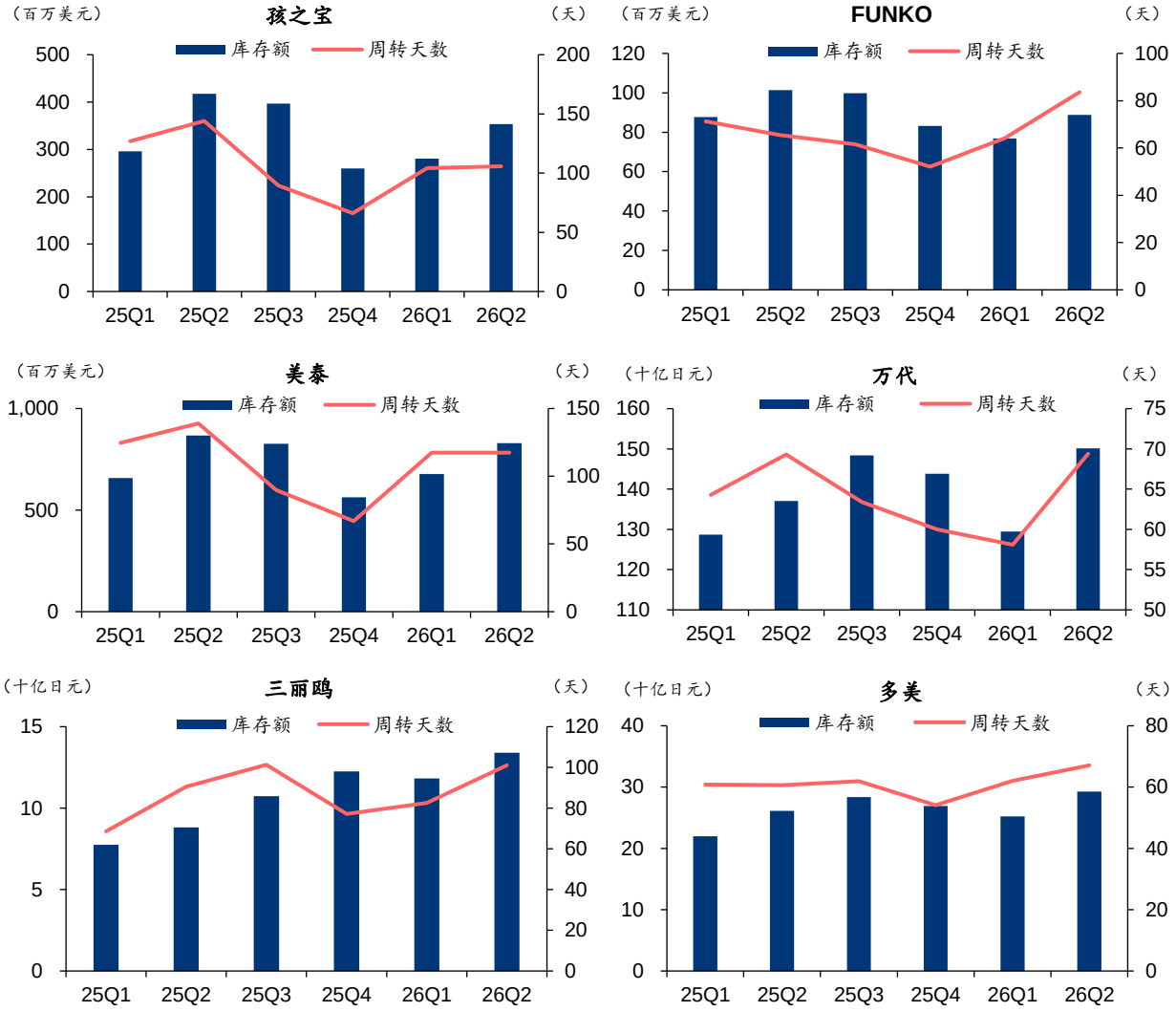
资料来源：各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

关税风险趋缓、需求改善带来更健康的库存

海外龙头库存回归正常水平。25Q2 受关税预期影响下提前进口，孩之宝、美泰等库存和周转天数阶段性冲高，形成高基数。26Q2 关税风险趋缓后库存压力明显缓解，孩之宝、美泰库存同比分别下降 15.3%/4.4%，周转天数同比缩短 38.2/21.5 天。环比看，26Q2 库存绝对额普遍增加，周转天数也多数上升，我们认为反映了下半年的旺季备货和库存回补。日本 IP 龙头库存随业务扩张有所提升，其中万代库存周转天数同比基本持平，库存增长与经营规模扩张整体匹配。

图表4：全球玩具龙头收入库存额及周转天数



注：本图时间均为自然季度

资料来源：Bloomberg，华泰研究

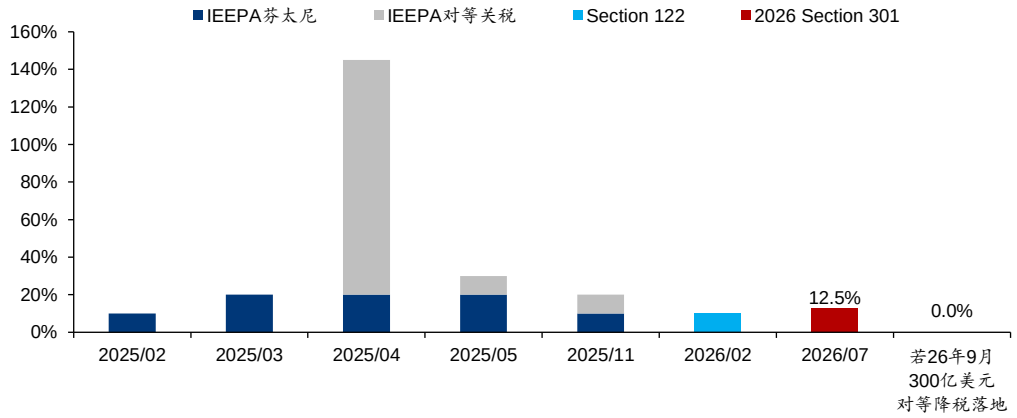
美国玩具进口关税政策自 2025 年以来经历多轮调整，玩具企业面临的实际税负一度明显上升。以中国制造玩具为例，2025 年以来美国对华玩具进口曾加征芬太尼关税、Section 301 对华关税等多个税项。

2026 年 9 月中美贸易政策边际缓和，玩具产品关税税率有望降低。9 月 27 日，USTR（美国贸易代表办公室）宣布中美双方在“U.S.-China Board of Trade”框架下，就约 300 亿美元非敏感商品达成推荐清单，推动玩具、小家电等相关商品获得更加优惠的关税待遇。目前该安排属于双方推荐的产品清单和后续关税优惠框架，具体实施仍需等待正式关税安排落地。此前中国 HTS 9503 玩具类商品适用新 Section 301 附加税率 12.5%；本轮豁免若按 MFN 最惠国待遇（免税）执行，则理论上对应 12.5pct 税负下降。

仅供内部参考，请勿外传！

从行业影响看，若后续相关关税优惠落地，美国玩具行业有望获得直接的成本改善。美国是全球最大的玩具消费市场之一，而中国仍是美国玩具供应链的重要生产基地。据美国玩具协会，玩具是贸易委员会美国关税减免清单中最大的商品类别，约占 300 亿美元美国进口商品中的 98 亿美元。关税变化对于以中国制造为主要供应来源、同时美国收入占比较高的玩具企业影响较为直接。对于海外品牌而言，关税下降有望缓解进口成本压力；对于中国玩具品牌而言，则有望降低进入美国市场的综合成本、提升终端价格竞争力，并改善经销商及品牌方利润分配。尤其考虑到当前全球玩具行业正处于需求复苏和假日旺季阶段，若关税优惠能够在 Q4 逐步落地，有望助力终端销售、释放企业盈利弹性。

图表5：中国对美出口玩具适用关税变迁



注：该图仅为 HTS 9503 项下部分玩具产品适用税率，细分产品适用税率或有较大差异，仅供趋势参考
资料来源：美国白宫，美国贸易代表办公室，华泰研究

26H2 行业龙头展望积极

北美假日旺季临近叠加需求高景气，玩具行业迎来兑现窗口。美国玩具销售具有较强季节性，Q4 销售约占全年玩具销售的 40%。2026 年美国宏观消费环境仍具韧性，Mastercard 预计美国假日零售销售同比增长 5.5%，其中电商销售预计增长 11%。Adobe 预计 2026 年 11 月-12 月美国线上玩具销售额达到 96 亿美元，同比增长 9.6%，高于整体线上零售的预测增速 6.7%，玩具需求有望跑赢整体可选消费。

全球玩具龙头公司对于 26H2 假日消费旺季整体展望偏乐观。孩之宝上调全年固定汇率收入增速指引至 5%-7%（此前为 3%-5%），美泰维持 3%-6%、Funko 维持 0%-3%的收入增长指引；三丽鸥北美业务呈现复苏趋势，维持下半财年（对应北美业务为 26 年 7 月-12 月）的正增长预期；万代玩具和爱好业务表现强劲，公司上调上半财年（4-9 月）收入预期至 6,900 亿日元（原 6,100 亿日元），营业利润预测至 1,240 亿日元（原 840 亿日元）；多美预计 FY27 收入/营业利润分别增长 5.4%/7.2%。26H2 世界杯、影视内容、动漫/游戏 IP 贡献增量，我们预计旺季需求、新品投放及 IP 催化有望支撑行业景气延续。

图表6：全球玩具龙头 26H2 展望

公司	最新指引及下半年展望	主要增长驱动与关注点
孩之宝	**上调全年固定汇率收入增长指引至 5%–7%**（此前为 3%-5%），预计下半年追回网络事件影响的收入（部分订单处理、发货和开票延迟，原本应该在 Q2 确认的部分收入被推迟到下半年确认）。	游戏业务、娱乐 IP 及假日季新品提供支撑，降本增效推动盈利改善。
美泰	维持全年收入增长 3%–6%的指引，预计下半年毛利率改善	**车模、拼搭及游戏品类延续增长**；预计芭比下半年趋势改善，传统婴幼儿品类仍承压。
FUNKO	维持全年收入持平至增长 3%的指引，预计第三季度收入同比持平。	**核心收藏品预计继续增长**，通过精简 Loungefly 产品组合、控制费用改善经营质量。
三丽鸥	维持 2027 年 3 月期全年计划不变，**预计下半财年北美收入改善、追回上半年减收。**	布丁狗、玉桂狗等 IP 放量
万代	由于 Q1 业绩超公司预期、**玩具和爱好业务表现强劲，公司上调上半财年（4-9 月）收入预测至 6,900 亿日元（原 6,100 亿日元），营业利润预测至 1,240 亿日元（原 840 亿日元）**，维持全年计划，后续关注旺季销售表现。	**玩具业务继续推进新品投放、海外拓展及产能提升**；重点关注卡牌、高达等 IP 产品。
多美	预计 FY3/27 收入增长 5.4%、营业利润增长 7.2%，全年计划延续增长。	**Kidults 需求及日本 IP 海外扩张驱动扭蛋、毛绒、TCG 等品类增长**；重点关注欧美市场前期投入及北美婴童用品销售疲弱。

资料来源：各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

Kidults 驱动行业增长，品类龙头与超级 IP 形成正循环

Kidults 相关品类驱动增长

分品类看，具备收藏属性的集换式卡牌、可动模型、车模等品类增速领先。2Q26，孩之宝威世智及数字游戏（Wizards of the Coast & Digital Gaming）收入同比增长 27%，其中万智牌（Magic: The Gathering）收入同比增长 32%；2Q26，万代玩具与爱好业务收入同比增长 30%；2Q26，美泰车辆品类收入同比增长 14%。

美泰的品类结构表现具有代表性，近几个季度成人向玩具（Kidults）、收藏品类的表现突出，而主要面向低龄人群的品类表现相对疲软。26Q2 公司可动人偶、积木套装、游戏及其他综合品类收入同比增长 35%至 3.58 亿美元，首次超过娃娃品类的 3.18 亿美元，后者同比下降 5%；同期，车辆类品类收入同比增长 14%至 4.63 亿美元，而婴幼儿及学龄前玩具品类同比下降 11%至 1.28 亿美元。从历史表现看，可动人偶、积木套装、游戏及其他综合品类收入 3Q25-2Q26 季度同比增速分别为 11%/16%/21%/35%，呈现加速增长趋势。可动人偶、积木、游戏及车辆等品类具有收藏及社交属性，成人消费占比相对较高。

图表7： 全球玩具龙头收入增速拆分，按品类

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
美泰	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
分品类收入 YoY										
Dolls（娃娃）	-4%	-6%	-14%	-4%	1%	-19%	-11%	2%	-8%	-5%
Infant,Toddler & Preschool（婴幼儿及学前）	-10%	-4%	-3%	-5%	-6%	-25%	-25%	-8%	-16%	-11%
Vehicles（车辆）	5%	2%	12%	14%	4%	10%	8%	20%	17%	14%
Actions Figures, Building Sets, Games & Others（可动人偶、积木、游戏及其他）	123%	1%	2%	5%	12%	16%	11%	16%	21%	35%

万代	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	1QFY27
分品类收入 YoY										
Toys & Hobby（玩具与爱好）	17%	10%	22%	24%	11%	11%	7%	7%	28%	30%
Digital（数字娱乐）	13%	57%	15%	47%	-10%	2%	1%	-1%	20%	-16%
Visual & Music（影像与音乐）	2%	19%	36%	-9%	5%	14%	-30%	4%	5%	-11%
Amusement（游艺业务）	9%	12%	13%	11%	16%	7%	20%	13%	12%	12%
Others（其他）	-8%	16%	26%	10%	4%	-4%	-10%	-2%	-2%	4%

孩之宝	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
分品类收入 YoY										
Consumer Products （消费品）	-21%	-20%	-10%	-1%	-4%	-16%	-7%	7%	0%	5%
Wizards of the Coast & Digital Gaming（威世智及数字游戏）	7%	20%	-5%	-7%	46%	16%	42%	86%	26%	27%
Entertainment（娱乐）	-85%	-90%	-86%	-91%	-5%	-15%	8%	-5%	-24%	-20%

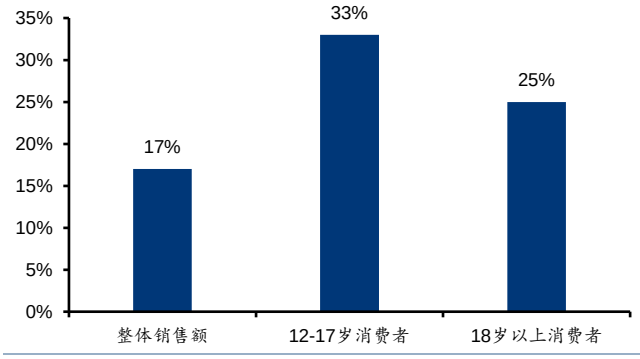
资料来源：各公司公告，华泰研究

玩具消费人群持续向全年龄段拓展，成人及大童成为行业增长的重要来源。据 Circana，26H1 美国玩具市场 18 岁及以上消费者玩具销售额同比增长 25%，为各年龄段中对行业增量贡献最大的群体；12-17 岁青少年销售额同比增长 33%，为增速最高的消费者群体，两者合计贡献 26H1 美国玩具市场近 60%的增量销售额。与此同时，仅有成人的家庭贡献 55%的玩具销售额，销售额同比增长 16%，增速略高于有儿童家庭。消费场景亦呈现从传统儿童玩具向兴趣、收藏和粉丝文化延伸的趋势，Circana 指出，消费者对集换式卡牌、收藏品、授权产品及爱好型玩法的需求持续增长，玩具逐渐承担更多兴趣爱好、粉丝文化及社交体验等功能。

从供给端看，头部玩具厂商正通过推出成人向产品、强化收藏属性及拓展热门 IP，满足成人及全年龄段消费者需求。孩之宝将“Aging Up”纳入公司战略，并于 2026 年推出首个专为成人设计的 Play-Doh 产品线 Blooms by Play-Doh，拓展至成人手工创作及家居装饰；美泰持续通过 Mattel Creations 布局成人收藏市场，覆盖风火轮（Hot Wheels）、Barbie、Monster High 等 IP，公司表示风火轮成人收藏者已成为品牌增长最快的受众；乐高则持续扩充 18+产品体系，主题从影视、汽车等 IP 延伸至家居装饰。

仅供内部参考，请勿外传！

图表8：26H1 美国玩具市场销售额增长率



资料来源：Circana，华泰研究

图表9：成人消费者产品布局



资料来源：各公司官网、华泰研究

凭借优质赛事及娱乐 IP 资源，品类龙头获得超额增长

分 IP 看，不同 IP 的受众结构及运营方式存在差异，销售表现也有所分化。以美泰和万代为例：1）美泰：风火轮（Hot Wheels）近几个季度收入保持同比双位数增长，1Q26/2Q26 分别同增 17%/14%，明显好于芭比（Barbie）和费雪（Fisher-Price）。其增长主要得益于成人收藏者需求扩张；同时，美泰通过 F1、Ferrari 等汽车及赛事 IP 合作，并借助赛道主题、收藏向、积木等不同形态和定位的产品延伸消费场景，拓展汽车兴趣及收藏消费人群。2）万代：成人向属性较强的高达、海贼王、宝可梦等 IP 近期表现相对更优，其中高达 FY26 收入持续高增，海贼王、宝可梦收入 1QFY27 分别增长 15%/17%；而低龄人群占比更高的奥特曼相对承压。从运营方式看，高达通过模型、影视内容、游戏及线下活动等拓展粉丝触点，2025 年上映的《机动战士高达 GQuuuuuuX》等新内容也进一步扩大粉丝基础。整体看，IP 的增长表现与其受众覆盖、内容供给及商业化方式紧密关联。

图表10：全球玩具龙头收入增速拆分，按 IP

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
美泰	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
分 IP 收入 YoY										
Barbie（芭比）	0%	-6%	-17%	-14%	-2%	-25%	-17%	2%	-16%	-16%
Fisher-Price（费雪）	0%	10%	0%	3%	-3%	-21%	-19%	1%	-12%	-7%
Hot Wheels（风火轮）	5%	4%	12%	15%	4%	9%	8%	20%	17%	14%
万代	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26	4QFY26	1QFY27
分 IP 收入 YoY										
Anpanman (面包超人)	14%	32%	0%	20%	4%	4%	14%	0%	8%	8%
Ultraman (奥特曼)	-10%	-15%	-15%	-33%	-47%	-31%	-41%	-44%	15%	4%
Kamen Rider (假面骑士)	6%	5%	20%	-13%	-14%	-5%	-11%	-2%	5%	20%
Mobile Suit Gundam (机动战士高达)	16%	-2%	13%	10%	1%	81%	53%	55%	75%	0%
Super Sentai・PROJECT R.E.D. (超级战队)	6%	-5%	-23%	20%	0%	-5%	60%	-17%	24%	6%
DRAGON BALL (龙珠)	-2%	8%	13%	119%	15%	-15%	-14%	-55%	-10%	13%
NARUTO (火影忍者)	49%	51%	25%	-20%	-13%	-8%	-17%	2%	10%	7%
Pretty Cure (光之美少女)	0%	38%	0%	27%	29%	39%	67%	-16%	0%	-40%
Pokémon (宝可梦)	33%	-19%	-9%	13%	25%	36%	24%	-6%	-6%	17%
ONE PIECE (海贼王)	5%	33%	24%	31%	10%	-2%	-8%	2%	9%	15%

资料来源：各公司公告，华泰研究

乐高通过体育及娱乐 IP 合作拓展消费者触达，联名产品动销良好。2024 年，乐高与 F1 宣布开展多年战略合作，并于 2025 年推出首批 F1 联名产品，2026 年推出世界杯联名相关产品。据 Circana，26 年 4 月乐高 FIFA World Cup “大力神”奖杯套装销售额在美国积木品类排名第一。26H1 乐高收入同比增长 21%、GMV 同比增长 22%，增速快于行业。乐高管理层表示，F1、FIFA World Cup 等体育及娱乐合作有助于提升消费者热度。

仅供内部参考，请勿外传！

品类龙头与优质 IP 形成正向循环。乐高等细分品类的头部企业凭借全球化产品开发、供应链及渠道能力获得更多优质 IP 资源，优质 IP 带来的消费者流量进一步提升产品销售及品牌影响力，并强化企业的渠道规模和商业化能力，从而提高其下一轮获取优质 IP 的竞争优势。我们认为，未来全球玩具行业不仅是产品设计和制造能力的竞争，也在于企业能否成为全球优质 IP 的高效商业化承接平台，具备强品类心智、全球渠道及 IP 产品化能力的龙头企业有望持续获得竞争优势。

图表11：乐高及泡泡玛特的赛事联名产品



资料来源：各公司官网，Circana，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

26H2 影视与赛事催化持续释放，关注内容热度向玩具销售的转化

26H2 全球玩具行业迎来多元化内容催化，影视 IP、职业体育赛事及游戏娱乐活动共同构成下半年 IP 消费的重要驱动力。从时间分布看，7-8 月暑期档及世界杯收官带来集中关注，9-10 月游戏展会与职业赛事延续粉丝热度，11-12 月多部影视作品上映并与假日购物季形成共振。相较于单一事件的流量效应，我们认为更值得关注的是玩具龙头能否通过成熟 IP 储备、授权合作及快速上新，将内容关注度转化为实际产品销售。

图表12： 26H2 玩具行业催化梳理

催化类型	事件及规模	对玩具行业的潜在影响
7 月		
影视	《小黄人和怪兽》（Minions & Monsters）北美上映档期	小黄人 IP 可关联毛绒、角色玩具及授权商品
影视	迪士尼真人版《海洋奇缘》（Moana）上映	迪士尼角色授权、娃娃、毛绒及儿童衍生品
体育赛事	2026 FIFA 世界杯决赛于 6 月 11 日至 7 月 19 日举行	全年最重要的全球体育 IP 催化之一，覆盖足球主题收藏品、球星卡及授权周边
粉丝展会	San Diego Comic-Con，全球重要流行文化展会之一	关联成人收藏、手办、模型和授权玩具
影视	《蜘蛛侠：崭新之日》（Spider-Man: Brand New Day）北美及日本上映	漫威角色资产可关联动作人偶、角色模型及收藏品，实际贡献取决于产品授权和上新节奏
8 月		
影视	《汪汪队立大功：恐龙电影》（PAW Patrol: The Dino Movie）计划上映	面向儿童及家庭市场，潜在关联毛绒、角色玩具和儿童授权商品
体育赛事	F1 荷兰、意大利、西班牙、阿塞拜疆等分站	赛车模型、车队周边和成人收藏品有望持续受益
9 月		
游戏展会	东京电玩展（Tokyo Game Show）	游戏 IP、动漫周边、模型及收藏品的粉丝触达与新品展示窗口
影视	《复仇者联盟 4：终局之战》重映	通过经典影片重映重新激活漫威 IP 关注度，为年末新作及相关授权产品提供内容预热
10 月		
体育赛事	F1 新加坡大奖赛	赛车模型、车队及车手周边的持续曝光；赛事举办地的本地粉丝消费也值得关注
影视	《街头霸王》（Street Fighter）计划上映	格斗游戏 IP 与动作人偶、角色收藏品的关联度较高
体育赛事	F1 美国大奖赛	赛事与赛车模型、车队周边和粉丝收藏品关联较强，为 Q4 持续型体育 IP 催化
体育赛事	F1 墨西哥城大奖赛	延续 F1 在北美的赛事曝光，关注赛车模型及授权周边需求
11 月		
影视	《哥斯拉-0》（Godzilla Minus Zero）上映	怪兽模型、可动人偶及成人收藏品的潜在催化，受众与收藏型玩具较为匹配
体育赛事	F1 拉斯维加斯大奖赛	关注赛车模型、限量款及车队授权周边；赛事的娱乐化属性与成人收藏消费相契合
影视	迪士尼动画《Hexed》计划上映	新动画 IP 可能带动角色衍生品、毛绒及家庭礼赠消费，需关注角色热度与授权产品安排
体育赛事	NFL 感恩节三场比赛	体育主题收藏品、球星卡和授权周边的节日曝光节点，与美国礼赠季时间重合
体育赛事	F1 卡塔尔大奖赛	延续 F1 赛季收官前的赛事曝光，为赛车收藏品提供持续需求触点
零售旺季	Black Friday、Cyber Monday 等年末购物节点	进入玩具销售的关键窗口，授权玩具、积木、收藏品、卡牌及毛绒产品有望受益
12 月		
体育赛事	F1 阿布扎比大奖赛，赛季收官	赛车模型及车队周边的年度收官节点，产品销售仍取决于授权、上新和粉丝需求
影视	《复仇者联盟：毁灭日》（Avengers: Doomsday）上映	成熟超级 IP 的重点催化，潜在关联动作人偶、角色模型及收藏品
影视	《沙丘 3》（Dune: Part Three）上映	科幻粉丝及成人收藏型产品的潜在催化，受众相对细分
影视	《愤怒的小鸟 3》（The Angry Birds Movie 3）计划上映	经典游戏动画 IP 的角色玩具、毛绒和家庭娱乐衍生品潜在催化，需关注影片表现
体育赛事	NFL 常规赛持续进行	球星卡、体育收藏品及授权商品有望受益于赛事持续曝光和节日礼赠需求
零售旺季	欧美 Holiday 购物季及圣诞礼赠	下半年最重要的销售窗口。美国玩具行业年末季节性显著

资料来源：各公司公告、官网，各赛事组委会官网，Circana，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

中国市场：海外龙头加速产品+体验一体化布局

中国市场成为海外龙头重要增量

26H1 国内玩具市场呈现结构化增长，成人向及创新品类表现较好。在 25 年毛绒品类快速增长形成较高基数后，26H1 行业整体增速有所回落；同时随着授权产品供给增加，部分品类出现同质化竞争。从结构看，成人向、低价带及新品类仍保持较强增长韧性。我们认为，当前国内玩具消费需求仍具韧性，增长驱动更多来自客群拓展、产品创新及 IP 持续运营。

海外龙头在华经营逐步进入精细化阶段，IP 运营与本地化能力对增长持续性的影响上升。三丽鸥中国大陆授权业务与线下开店并进，仍保持较好表现，并持续向玩具、服饰、日消及 LBE 等场景延伸；万代则通过线下门店、IP 体验及本地产品开发深化中国市场经营；多美 26Q2 亚洲销售额同比增长 20.9%，亚洲市场仍保持较快增长。相较之下，孩之宝的中国业务业绩波动受小马宝莉等核心 IP 热度及授权项目节奏影响，26Q2 亚太消费品收入同比下降 16.4%。整体看，海外龙头在华竞争已逐步由 IP 及产品导入，延伸至本地产品开发、渠道组织及消费者运营，经营深度成为影响增长持续性的重要因素。

图表13：全球玩具龙头收入增速拆分，按地区

公司及地区	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
孩之宝							
分地区收入 YoY（按公司披露口径）							
北美	1.6%	-3.2%	-22.9%	-8.3%	12.0%	-6.9%	17.4%
欧洲	-9.8%	-2.9%	4.0%	11.6%	14.8%	17.2%	-2.9%
亚太	44.1%	10.3%	1.6%	-25.3%	-24.2%	0.0%	-16.4%
拉美	-30.2%	-25.3%	-26.2%	-19.6%	-0.6%	3.6%	-15.3%
美泰							
分地区收入 YoY（按公司披露口径）							
北美	1%	3%	-16%	-12%	5%	-3%	12%
EMEA	10%	6%	11%	5%	10%	17%	9%
拉美	-16%	-19%	-4%	-4%	17%	15%	9%
亚太	11%	10%	16%	11%	7%	11%	8%
三丽鸥							
分地区收入 YoY（按公司披露口径）							
日本	28.2%	25.5%	38.1%	32.2%	32.8%	26.4%	20.2%
欧洲	156.5%	284.6%	200.0%	92.9%	124.1%	30.9%	56.0%
北美	147.6%	87.0%	23.1%	1.8%	-7.1%	-5.1%	6.0%
拉美	105.4%	48.8%	89.5%	70.2%	121.3%	63.3%	70.1%
亚洲	37.1%	40.9%	84.8%	39.2%	52.4%	80.8%	19.8%
万代南梦宫							
分地区收入 YoY（按公司披露口径）							
日本	15.4%	9.1%	17.1%	3.8%	10.7%	19.0%	13.1%
美洲	129.7%	-11.3%	-24.5%	-6.5%	-25.8%	19.9%	-3.5%
欧洲	45.4%	-24.0%	-15.3%	7.0%	-7.8%	29.0%	-18.3%
亚洲	11.7%	-6.2%	5.1%	10.1%	22.5%	37.7%	17.2%
多美							
分地区收入 YoY（按公司披露口径）							
日本	—	—	17.1%	9.7%	6.8%	9.5%	—
北美	—	—	-1.5%	-17.0%	6.5%	17.0%	—
欧洲	—	—	-22.4%	-26.4%	3.7%	17.9%	—
大洋洲	—	—	-18.2%	-11.5%	18.3%	25.1%	—
亚洲	—	—	**14.6%**	**15.7%**	**30.5%**	**16.4%**	—

资料来源：各公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

海外龙头加码线下体验，IP 商业化向场景运营延伸

海外龙头经营思路转变，中国市场定位从单纯的玩具产品市场延伸至 IP 体验市场。随着中国玩具消费的 IP 化、场景化特征增强，海外龙头在华布局逐步突破传统产品销售边界。

线下体验能够承载更完整的 IP 内容和品牌表达，并通过互动、游乐、零售等多元场景延长消费者停留时间、提升 IP 曝光频次。以三丽鸥线下门店、乐园以及孩之宝和美泰的相关线下项目为代表，海外品牌正持续丰富 IP 在中国市场的落地形态，中国市场也逐步从产品销售市场拓展为 IP 运营和用户经营的重要阵地。

图表14：海外龙头在中国的乐园/项目示意图



资料来源：各公司公告、微信公众号，华泰研究

图表15：海外龙头在中国的主要体验项目

公司	项目名称	项目类型	项目状态	开业时间
乐高	上海乐高乐园度假区	大型户外主题乐园	已开业	2025
孩之宝	小猪佩奇的玩趣世界	室内家庭主题乐园	已开业	2018
	孩之宝梦幻乐园	室内 IP 主题乐园	已开业	2026
	孩之宝活力乐园	室内 IP 主题乐园/FEC	在建	2025
	小猪佩奇冰雪乐园	室内冰雪主题乐园	在建	2025
	小猪佩奇主题乐园	大型户外主题乐园	推进中	/
美泰	美泰魔法世界	室内 IP 主题乐园	已开业	2026
三丽鸥	Hello Kitty 乐园	大型户外主题乐园	已开业	2015
万代南梦宫	啦啦宝都	室内运动娱乐主题乐园	已开业	2021
	爱搜彼乐园	室内家庭主题场馆	已开业	2021

资料来源：各公司公告、微信公众号，华泰研究

本土 IP 平台崛起，海外龙头加深中国市场运营

中国本土企业从渠道/制造商成长为品牌和 IP 竞争者，推动海外龙头加深本土化运营。近年来，泡泡玛特、名创优品等本土企业持续深化全产业链布局，在 IP 获取与孵化、产品开发、门店运营等环节形成更完整的商业能力，推动海外龙头寻求更深入的本土运营策略。产品本身仍是基础，但 IP 内容呈现、线下体验、渠道组织和本土消费者洞察的重要性进一步提升。我们认为，未来海外龙头在华竞争将更依赖产品、渠道与体验的一体化运营能力，中国市场也有望成为检验全球 IP 本土化商业效率的重要市场。

仅供内部参考，请勿外传！

中国仍是海外玩具及 IP 龙头持续深化经营的重要市场，尽管短期业绩表现有所分化，企业普遍延续本地化布局。具体来看，海外龙头持续深化 IP 授权、本地合作及本土化产品开发，并通过增加线下触点、强化消费者运营，提升核心 IP 在华渗透率及商业化效率。

图表16：海外龙头对中国市场定位

公司	对于中国市场的定位	经营思路
孩之宝	中国市场相关披露主要集中于 IP 授权业务，其中小马宝莉集换式卡牌 24-25 年表现较强，对授权收入形成一定贡献。	以 IP 授权及本地合作为主要切入方式，提升核心 IP 在中国市场的商业化效率。
美泰	公司在 25Q3 业绩会上表示中国为亚太地区增长市场之一，国际业务仍是公司重要增量来源。	依托 Hot Wheels、Barbie 等核心 IP 扩大中国市场覆盖，提升全球 IP 在本地市场的渗透率。
FUNKO	将中国、日本、韩国列为亚洲重点增量市场，认为亚洲流行文化及本地授权资源具备较大开发空间。	加强本地授权、渠道及亚洲合作伙伴布局，推动品牌由欧美核心市场向亚洲拓展。
三丽鸥	中国大陆授权业务延续较好表现，持续拓展玩具、服饰、日消等品类，并通过门店、SNS 及 LBE 增加消费者触点。	从传统 IP 授权进一步向零售、体验及本地化 IP 运营延伸，强化粉丝运营和 IP 变现能力。
万代南梦宫	将中国列为玩具及潮玩业务重点海外市场，持续增加线下门店及 IP 体验场景，推进中国本地产品开发。	从日本 IP 输出向本地化产品开发、零售及体验运营延伸，提升中国市场的独立运营能力。
多美	公司将日本、美国、中国并列为重点拓展客群的市场，TOMICA 等核心品牌持续加强本地营销及消费者运营。	中国市场定位由产品出口进一步向品牌经营转变，通过营销、赛事及线下渠道拓展用户群体。
乐高	中国市场短期消费需求偏弱，增长表现低于多数主要市场，但公司仍持续推进本地产能、渠道及品牌投入。	短期需求承压不改长期布局，持续强化本地化运营和消费者触达。

资料来源：各公司公告，华泰研究

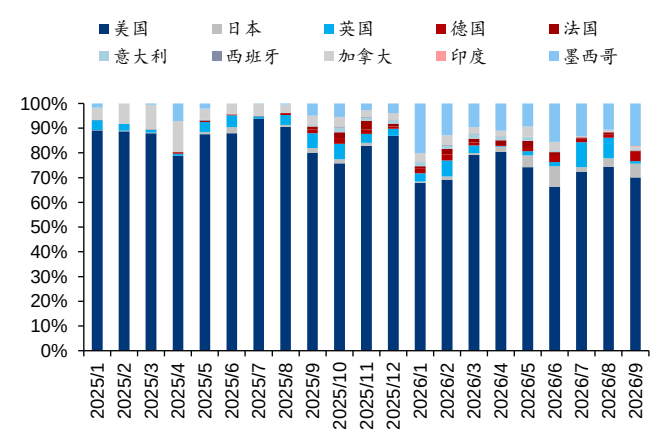
仅供内部参考，请勿外传！

投资建议

Q4 海外假日消费季临近，推荐关注中国潮玩企业出海表现，以及全球 IP 龙头的区域布局。10 月万圣节、11 月感恩节与“黑色星期五”、12 月圣诞节依次接力，当前海外市场已逐渐进入渠道备货期。据海关总署，26 年 8 月我国玩具出口额同比增长 15.3%，环比提速 17.0pct，初步呈现回暖趋势。基于海外业务发展情况及产品+体验一体化布局深度，我们推荐布鲁可（出海业务、成人向、积木车增长主线清晰）、泡泡玛特（我们预计公司 Q4 海外市场环比有望企稳）、三丽鸥（轻资产平台化运营模式，有望在中国潮玩新品类的全球出海中分享红利）、名创优品（期待渠道梳理及精细化运营加深驱动盈利能力企稳向好）。

布鲁可：H2 海外有望延续高增长，区域、品类走向多元化。26H1 公司海外收入 3.66 亿元，同比+228.5%；海外业务收入占比提升 12.3pct 至 20.6%。公司产品相较海外竞品具备较高性价比，获授权的变形金刚、漫威、奥特曼等 IP 在海外拥有广泛客群基础，获客成本较低。渠道端，布鲁可已进入沃尔玛、亚马逊、塔吉特等主流零售渠道，并通过亚马逊等线上平台销售产品。据我们跟踪的布鲁可亚马逊动销数据，公司 Q3 海外亚马逊渠道延续快增，其中美国以外地区比重环比稳步提升，积木车于美国市场逐步起量，9 月占亚马逊销售额约达 3%。我们预计沃尔玛等线下 KA 渠道亦获得点位覆盖率、IP&SKU 拓展的驱动，海外业务下半年有望延续高增，若后续美国玩具关税减免落地，有望额外贡献一定利润率优化。

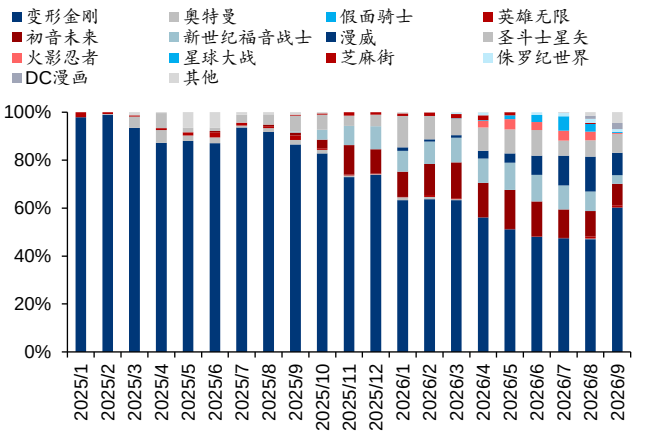
图表17： 亚马逊平台布鲁可品牌销售情况，分国家



注：换算汇率采用当月平均汇率；第三方数据或存在较大误差，仅供趋势参考，具体以公司公告为准

资料来源：亚马逊，华泰研究

图表18： 亚马逊平台布鲁可品牌销售情况，分 IP



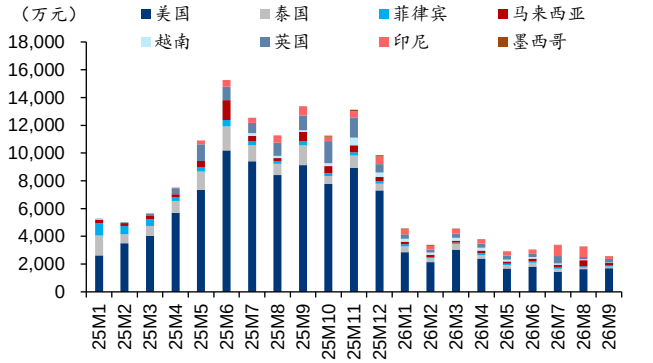
注：换算汇率采用当月平均汇率；第三方数据或存在较大误差，仅供趋势参考，具体以公司公告为准

资料来源：亚马逊，华泰研究

泡泡玛特：海外月度环比呈企稳趋势，关注 Q4 旺季表现。Labubu 流量下降对海外业务带来的环比压力在 Q2 集中体现。伴随星星人的新 IP 成长、线下渠道建设及体验优化等，Q3 以来多个地区环比触底回暖。1）欧洲：我们统计欧洲五国 Q3 亚马逊销售额环增 10%+且月环比逐月走高，英、意、西环比修复领先，英国 Q3 Tik Tok 销售额环增 20%+；2）东南亚：我们统计泰、越、菲等五国 Q3 Tik Tok 销售额环增双位数；3）美国：尽管 Q3 Tik Tok、亚马逊环比仍承压，但官网访问量环增 40%+，APP 日活环比降幅收窄至个位数。线下拓展亦保持较快节奏，我们基于官方社媒统计 Q3 美国新开店或达约 14 家，平均店数环增约双位数，有望支撑线下销售环比增长、品牌影响力传播及粉丝体验优化。展望 Q4，伴随供应链管理完善，断货及销售机会损失的情况有望减少，Labubu 一喵变猫、Hirono 哈利波特等头部 IP 新品陆续推出，节日主题产品有望拉动旺季销售。

仅供内部参考，请勿外传！

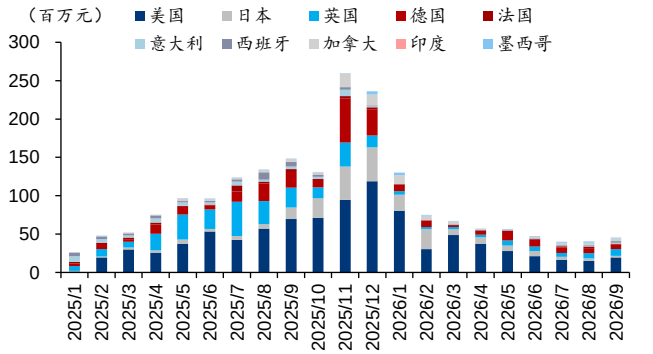
图表19：泡泡玛特海外 TikTok Shop 动销



注：第三方数据或存在较大误差，仅供趋势参考，具体以公司公告为准

资料来源：Fastmoss，华泰研究

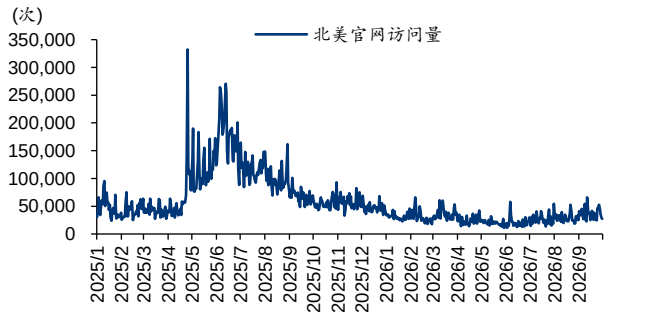
图表20：泡泡玛特海外亚马逊渠道动销



注：换算汇率采用当月平均汇率；第三方数据或存在较大误差，仅供趋势参考，具体以公司公告为准

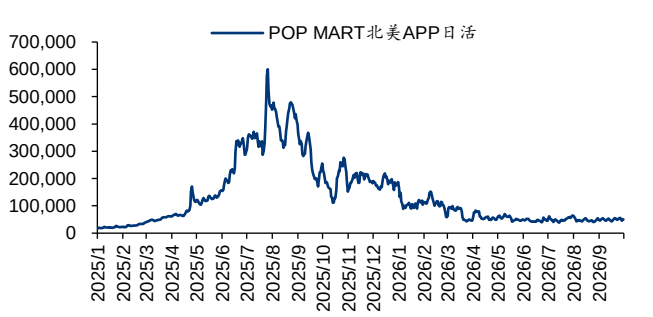
资料来源：亚马逊，华泰研究

图表21：泡泡玛特美国官网访问量



资料来源：公司官网，华泰研究

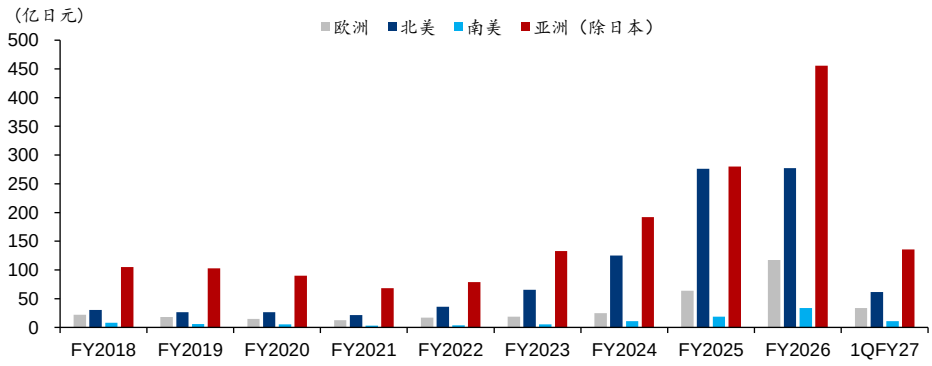
图表22：泡泡玛特北美 APP 日活



资料来源：Sensor Tower，华泰研究

三丽鸥：IP 多元化、运营全球化战略持续贡献增长动能。公司通过多 IP 联动营销及周年庆典，持续焕活多元 IP，有效降低单一 IP 的时尚风险。同时，均衡的区域布局增强了公司增长的韧性。我们预计北美 FY27H2 有望伴随关税扰动缓解、下游补库、多 IP 培育实现增速回升。中国的情绪消费景气及品类创新为长期趋势，三丽鸥亦有望在中国潮玩新品类的全球出海中分享红利。10 月 6 日，三丽鸥和乐高宣布达成多年合作，Hello Kitty 等多个经典 IP 将首次进入乐高积木世界，双方计划从 2027 年开始推出一系列合作产品。此次合作有望放大三丽鸥 IP 多元化的战略红利，借助乐高的产品和渠道触达更多消费者。

图表23：三丽鸥海外分地区营收

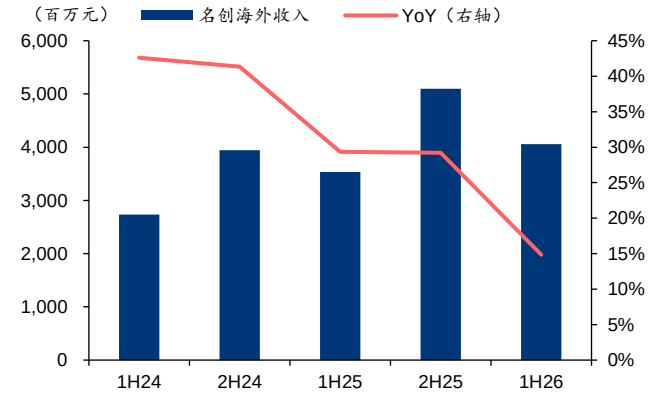


资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

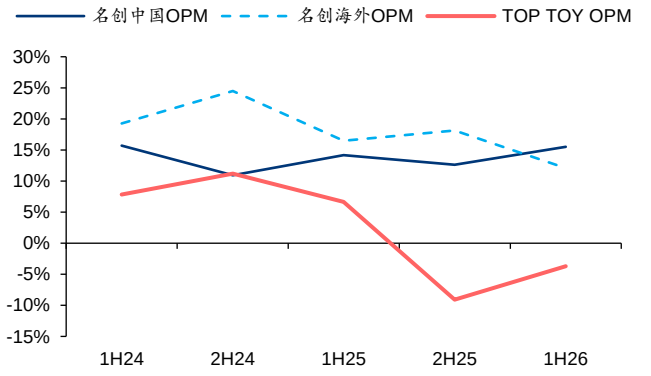
名创优品：海外市场逆风下主动调整发展节奏，期待成效显现。26H2 公司聚焦经营质量提升，优化海外低效门店及供应链。发展自有 IP，打造差异化货盘。YOYO 保持较高热度，26 年前 9 个月 GMV 已超 10 亿元、拓展至全球 53 个国家及地区。下半年还有 Lisa 联名产品发售、官宣代言人田曦薇等事件催化。26Q3 公司美国市场 GMV 同比增长约 20%，其中 9 月 GMV 同增超 30%、同店正增长，初步体现运营成效。我们期待渠道梳理及精细化运营加深助力公司 2027 年盈利能力进一步企稳向好。

图表24：名创优品海外收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：名创优品分部 OPM



资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

图表26：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
布鲁可	325 HK	买入	64.35	100.00	15,968	2.54	3.43	4.61	6.11	21.70	16.11	11.97	9.03
名创优品	9896 HK	买入	19.37	29.70	23,516	2.39	1.97	2.25	2.62	6.96	8.45	7.39	6.33
泡泡玛特	9992 HK	买入	150.20	185.00	200,033	9.82	7.27	8.79	10.15	13.11	17.72	14.65	12.69
Sanrio Company, Ltd.	8136 JP	买入	1,244.00	1,496.00	1,508,263	34.42	45.04	53.43	61.51	36.14	27.62	23.28	20.23

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表27：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
布鲁可 (325 HK)	公司发布 2026 年中期业绩：26H1 实现营业收入 17.76 亿元/同比+32.7%，净利润 3.87 亿元/同比+30.5%，经调整净利润 4.01 亿元/同比+25.1%。公司营收、利润端均表现亮眼，我们认为主要得益于：1）出海、成人向、积木车、9.9 元星辰版等业务快速成长贡献增量；2）尽管产品结构有所调整短期拖累毛利率，但积极控费下经调整利润率已环比企稳。展望下半年，公司将基于“布鲁可”体系持续推动产品研发，推动新系列孵化以探索多元化增长机遇；我们认为出海业务及积木车等新品类成长空间广阔，盈利能力随新品类规模效应增强存在持续改善趋势，看好公司作为优质 IP 商业化玩具平台的增长潜力和稀缺性，维持“买入”评级。 出海业务、下沉及成人向系列、积木车新品类等多点开花驱动公司收入快速成长，我们维持原预测，预计 26-28 年经调整利润分别为 8.86/11.66/15.34 亿元，经调整 EPS 为 3.55/4.68/6.15 元。参考可比公司 Bloomberg 一致预期为 26 年 16 倍 PE，考虑到公司建立以创新为核心的布鲁可体系，持续拓展全人群+全价位+全球化，业绩增长存在多元化驱动力，作为优质 IP 商业化平台的增长潜力和稀缺性仍然突出，维持 26 年 25 倍目标 PE，目标价 100.0 港币（人民币兑港币汇率=1.13:1），维持“买入”评级。 风险提示：IP 合作风险，产品推新放缓，行业竞争加剧，渠道开拓低预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 13 日 **点击下载全文：布鲁可(325 HK,买入)：出海表现亮眼，成人向/积木车等多点开花**
名创优品 (9896 HK)	名创优品发布 26H1 业绩：H1 公司收入同增 22.4%至 115.0 亿元，剔除汇兑损益的经调整净利同降 1.7%至 12.2 亿元。Q2 公司收入同增 17.0%至 58.1 亿元，剔除汇兑损益的经调整净利同降 10.5%至 5.9 亿元。二季度国内业务延续较快增长；而海外面对宏观经济疲软、竞争加剧，代理市场承压明显，北美直营市场因 IP 商品备货断档，同店未达此前规划。展望后续，H2 公司计划清理海外代理市场尾部门店，放缓国内外拓店节奏，进一步转向门店调优及高质量发展，渠道梳理及精细化运营加深有助于后续盈利能力企稳向好，公司 H1 分红+回购总额约 13.1 亿元，计划延续回购措施，反映对中长期成长前景的信心，维持“买入”评级。 考虑到海外市场阶段性调整，我们下调公司 26-28 年经调整净利润预测至 23.9/27.3/31.9 亿元（前值 28.3/34.6/40.6 亿元）。参考可比公司 26 年一致预期 PE 均值 20x（前值 21x），考虑到海外市场扰动因素风险增加，公司调改成效待持续追踪，给予公司 26 年目标估值 13x PE（前值 15x），对应目标价 29.7 港元。公司全球化扩张、大店策略和 IP 化转型战略路径清晰，中长期成长空间广阔，维持“买入”评级。 风险提示：零售竞争加剧、关税相关政策扰动、海外拓店进展不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 31 日 **点击下载全文：名创优品(9896 HK,买入)：海外市场逆风下主动调整发展节奏**
泡泡玛特 (9992 HK)	泡泡玛特公布 1H26 业绩，营收同增 23.8%至 171.7 亿元，经调整净利润同增 9.5%至 51.6 亿元，经调整 npm 同降 3.9pct 至 30.0%。公司处于 Labubu 流量红利下行期，北美、亚太等区域承压明显，国内凭借强运营生态保持高韧性。利润端主要受海外拖累，包括门店经营杠杆、头程物流费用、汇兑损失等。展望后续，H2 基数进一步抬升带来较大同比压力；公司不为追求短期业绩而牺牲健康度，将组织结构及运营能力提升作为阶段性重点，伴随统一中台建设推进、供应链信息化、海外组织架构完善，有望为中长期成长蓄力，创新业务的孵化及发展值得期待，维持买入评级。 考虑海外流量下滑快于预期，盈利能力受海外门店经营杠杆、物流、库存、汇兑等复杂因素影响，我们下调公司 26-28 年收入预测 24%/29%/34%至 339/387/437 亿元，下调经调整净利预测 31%/31%/35%至 97/117/135 亿元。可比公司一致预期 26-27E PE 为 22x/18x，考虑公司 26 年尚处于经营调整阶段，给予 27E 18xPE，对应目标价 185 港元（前值为 26E 20xPE，目标价 237 港元）。公司经营调整思路清晰，精细化运营有望逐步显效，海外长期成长前景值得期待，维持“买入”评级。 风险提示：宏观消费需求弱，境外拓展不及预期，新业务发展不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 21 日 **点击下载全文：泡泡玛特(9992 HK,买入)：海外下行压力明显，放缓节奏沉淀蓄力**
Sanrio Company, Ltd. (8136 JP)	首次覆盖三丽鸥并给予买入评级，目标价 1,496 日元，对应 FY27 归母净利润 28x PE。公司是全球领先的轻资产 IP 运营平台，以 Hello Kitty 等 IP 形象为核心资产，通过授权、商品销售、乐园及多媒体等实现多元化变现。2020 年以来新管理层领导下，公司成功降低单一 IP 依赖，建立多 IP+全业务链条+多媒介协同的平台型运营模式，经营效率与盈利能力改善明显。我们认为伴随运营体系提效红利释放、影视/自研游戏/会员体系加力布局，公司的多元 IP 影响力有望持续扩大，亚太、欧美等全球市场拓展的空间广阔。 我们预计 FY27-29 归母净利润分别为 648/746/847 亿日元，同增 18.6%/15.1%/13.6%。参考全球 IP 公司 2026 一致预期 23x P/E，考虑到公司仍处于全球扩张与利润释放期，在 IP 资产、运营体系和全球渠道方面壁垒稳固，给予 FY27 28x PE，目标价 1,496 日元，首次覆盖给予买入评级。 风险提示：IP 周期波动、海外经济波动、新业务不及预期、AI 技术冲击。 报告发布日期：2026 年 09 月 14 日 **点击下载全文：Sanrio Company, Ltd.(8136 JP,买入)：以平台化生态征战全球的日本 IP 龙头**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

全球玩具消费需求不及预期：若宏观经济及居民消费环境走弱，或海外通胀、就业等因素影响可选消费支出，全球玩具市场景气度及下半年旺季表现可能不及预期。

IP 及影视内容表现不及预期：玩具行业增长依赖优质 IP 及影视、动漫、游戏等内容驱动，若重点 IP 热度、影视作品表现或联名产品销售不及预期，可能影响相关企业新品销售及业绩表现。

行业竞争加剧：潮玩、积木、收藏玩具等细分品类持续扩容，可能吸引更多品牌及企业进入，若行业竞争加剧、产品同质化提升或渠道费用上升，相关企业盈利能力可能承压。

海外市场拓展及本地化不及预期：中国玩具及潮玩企业加速海外布局，同时海外玩具龙头持续深化中国市场运营，若企业在海外渠道拓展、品牌建设、产品本地化及消费者运营方面不及预期，可能影响全球化业务增长及投资回报。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传！

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 布鲁可（325 HK）、泡泡玛特（9992 HK）、名创优品（9896 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、石狄、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 布鲁可（325 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 布鲁可（325 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 布鲁可（325 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 布鲁可（325 HK）、泡泡玛特（9992 HK）、名创优品（9896 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司