

谷子经济专题

探寻谷子市场高景气度背后成因及 IP 价值

行业评级

买入

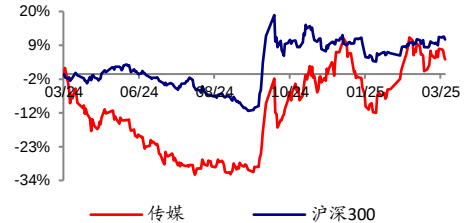
前次评级

买入

报告日期

2025-03-21

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



021-38003663



xuchengjun@gf.com.cn

分析师:

周喆



SAC 执证号: S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

请注意，徐呈隽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。

相关研究:

AI 应用系列报告 (九):GTC 2025-03-19

大会推动应用加速，关注

Agent 带动下的应用生态发

展

互联网传媒行业:蔡浩宇团队 2025-03-16

AI 原生新游开启测试招募，

GDC 即将召开

AI 应用系列报告 2025-03-16

(八):Gemini 2.0 新版本多

模态能力突出，应用方向广

阔

联系人: 黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

核心观点:

- **中国谷子经济火爆的现象及成因。**根据艾媒咨询，2024 年中国谷子经济市场规模达到 1689 亿元，同比增长 41%，预计 2025 年将突破 2000 亿元。对比美日，国产影视等内容 IP 的转化率偏低，主要系 IP 开发及授权的商业链条不够成熟，因此我国谷子产业依然潜在较大空间。谷子市场高景气度的主要原因：(1)供给端，产业链上版权代理方、潮玩品牌、代工生产厂、谷店、二手交易平台等专业玩家增多，日谷打开授权 & 销售通路，国谷走向多元化。(2)需求端，国内泛二次元用户规模及圈层文化扩大，同时谷子消费观念由娱乐商品转向文化归属、社交联结等情绪价值。
- **IP 价值与 IP 变现路径。**从全球知名 IP 背后的上市公司来看，由于 IP 以及公司的属性各异，不同 IP 的受众范围、变现途径、收入体量及成长性、到市场估值都存在较大差距。(1)上海电影：拥有上影集团和上美影授权的 60 个 IP，加速推进经典动画 IP 的内容焕新、商业授权、游戏联动、文创产品开发等变现路径。(2)光线传媒：对动画电影 IP 的开发策略“重内容，轻衍生”。根据猫眼专业版，《哪吒之魔童闹海》在全球累计录得票房 21 亿美元（截至 2025/3/21），位列全球影史第五；衍生品以授权模式为主，根据第一财经公众号，《哪吒之魔童闹海》上映 1 个月时间内，淘宝平台的周边商品销售额已超 3 亿元，多数周边上线即售罄。(3)奥飞娱乐：以动漫 IP 为核心，开发潮玩新品、AI 玩具等。(4)阿里影业：旗下的阿里鱼是中国最大的 IP 授权代理平台，聚合了宝可梦、三丽鸥、《黑神话：悟空》等海量全球顶级 IP，与阿里集团生态协同、提供“IP2B2C”的开发运营全链路服务。
- **投资建议。**内容 IP 开发方面，关注**上海电影**（加速经典动画 IP 的价值再开发）、**奥飞娱乐**（围绕动漫 IP 开发潮玩新品、AI 玩具）、**阅文集团**（网文 IP 领军者，衍生品增速亮眼）；IP 授权运营方面，关注**阿里影业**（拥有中国最大的 IP 授权代理平台“阿里鱼”）；IP 衍生品创销方面，关注**泡泡玛特**（IP 推新、海外扩张、产品拓维驱动公司成长）、**华立科技**、**汤姆猫**、**风语筑**。
- **风险提示。**国内消费市场整体疲软；内容的不确定性；市场竞争加剧，上市公司业绩不及预期；AI 玩具的市场进展缓慢；行业监管风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
光线传媒	300251.SZ	人民币	22.27	2024/10/30	买入	10.52	0.18	0.35	123.72	63.63	37.80	20.38	5.70	10.60
横店影视	603103.SH	人民币	13.14	2025/3/9	买入	17.94	0.60	0.65	21.90	20.22	9.50	8.75	25.10	21.80
芒果超媒	300413.SZ	人民币	26.54	2024/10/27	买入	29.75	1.07	1.22	24.80	21.75	4.20	4.01	7.90	7.80
万达电影	002739.SZ	人民币	11.72	2024/10/31	买入	14.66	0.07	0.49	167.43	23.92	10.99	7.66	1.80	11.50
新媒股份	300770.SZ	人民币	39.17	2024/10/28	买入	47.88	2.66	2.82	14.73	13.89	6.47	6.17	15.00	14.20
蓝色光标	300058.SZ	人民币	9.89	2024/9/1	买入	5.85	0.15	0.23	65.93	43.00	9.76	8.66	4.60	6.90
完美世界	002624.SZ	人民币	10.99	2025/1/20	买入	11.09	-0.63	0.42	-	26.17	203.11	13.47	-15.10	9.00
神州泰岳	300002.SZ	人民币	13.72	2025/1/21	买入	15.98	0.73	0.73	18.79	18.79	11.54	10.57	19.70	16.50
吉比特	603444.SH	人民币	220.35	2024/10/25	买入	248.37	12.42	14.87	17.74	14.82	10.08	8.33	19.30	21.90
三七互娱	002555.SZ	人民币	15.39	2024/10/31	买入	20.67	1.15	1.28	13.38	12.02	10.67	8.38	18.60	18.20
恺英网络	002517.SZ	人民币	16.10	2025/2/13	买入	19.06	0.79	0.95	20.38	16.95	15.24	11.68	26.10	25.80
分众传媒	002027.SZ	人民币	6.93	2024/10/29	买入	8.34	0.37	0.40	18.73	17.33	15.89	15.85	24.20	21.60
天下秀	600556.SH	人民币	5.21	2024/8/28	买入	3.64	0.08	0.10	65.13	52.10	23.58	17.31	3.70	4.40
兆讯传媒	301102.SZ	人民币	10.90	2024/10/28	买入	12.38	0.29	0.41	37.59	26.59	8.57	7.92	3.90	5.20
博纳影业	001330.SZ	人民币	4.78	2024/10/31	买入	8.24	-0.34	0.27	-	17.70	124.20	11.93	-8.10	6.20
华策影视	300133.SZ	人民币	7.49	2024/5/6	买入	9.53	0.23	0.26	32.57	28.81	26.09	22.35	5.80	6.30
新经典	603096.SH	人民币	19.08	2024/10/29	买入	23.00	0.99	1.05	19.27	18.17	11.93	11.20	7.60	7.90
山东出版	601019.SH	人民币	9.70	2024/9/1	买入	13.81	0.77	0.83	12.60	11.69	8.00	7.10	10.50	10.90
中南传媒	601098.SH	人民币	13.20	2024/10/30	买入	15.10	0.79	0.84	16.71	15.71	4.42	3.89	8.90	9.20
中信出版	300788.SZ	人民币	32.25	2025/3/20	买入	36.55	1.04	1.18	31.01	27.33	17.11	15.68	8.70	9.30
凤凰传媒	601928.SH	人民币	10.62	2024/10/31	买入	12.73	0.71	0.74	14.96	14.35	9.02	8.29	9.20	9.30
皖新传媒	601801.SH	人民币	6.81	2024/10/29	买入	9.30	0.41	0.46	16.61	14.80	6.51	5.49	6.90	7.60
华立科技	301011.SZ	人民币	27.26	2025/1/18	买入	29.38	0.58	0.73	47.00	37.34	20.20	18.70	11.00	12.20
电广传媒	000917.SZ	人民币	7.98	2024/9/1	买入	5.73	0.14	0.19	57.00	42.00	25.16	19.06	1.90	2.50
易点天下	301171.SZ	人民币	27.58	2024/10/28	买入	21.68	0.57	0.59	48.39	46.75	27.60	22.63	7.50	7.20
腾讯控股	00700.HK	港元	511.50	2025/3/20	买入	567.64	27.38	30.75	17.25	15.36	17.00	15.00	22.10	21.30
美团-W	03690.HK	港元	167.60	2024/12/1	买入	189.36	7.38	9.17	20.97	16.87	18.50	14.50	24.00	23.40
哔哩哔哩	BILI.O	美元	20.15	2025/2/21	买入	26.30	0.63	0.86	32.13	23.40	18.00	14.00	2.00	3.00
哔哩哔哩-W	09626.HK	港元	156.10	2025/2/21	买入	204.50	4.87	6.69	32.03	23.32	18.00	14.00	2.00	3.00
网易	NTES.O	美元	99.97	2025/2/24	买入	137.21	7.27	7.53	13.75	13.27	9.20	8.20	18.80	16.50
网易-S	09999.HK	港元	151.90	2025/2/24	买入	213.21	11.30	11.71	13.44	12.97	9.20	8.20	18.80	16.50
腾讯音乐	TME.N	美元	14.28	2025/3/19	买入	16.36	0.78	0.94	18.36	15.23	2.15	1.79	10.00	12.00
腾讯音乐-SW	01698.HK	港元	55.95	2025/3/19	买入	63.56	3.02	3.64	18.52	15.35	2.15	1.79	10.00	12.00
百度	BIDU.O	美元	94.27	2025/2/20	买入	113.00	10.45	10.87	9.02	8.67	7.00	6.00	6.00	5.00
百度集团-SW	09888.HK	港元	91.45	2025/2/20	买入	110.00	10.15	10.56	9.01	8.66	7.00	6.00	6.00	5.00
微博	WB.O	美元	10.17	2025/3/14	买入	12.36	1.70	1.90	5.98	5.35	4.30	4.00	8.20	8.50
微博-SW	09898.HK	港元	78.60	2025/3/14	买入	96.03	13.21	14.77	5.95	5.32	4.30	4.00	8.20	8.50

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（注：哔哩哔哩、网易、腾讯音乐、百度、微博的 EPS 单位为美元/ADS，哔哩哔哩-W、网易-S、腾讯音乐-SW、百度集团-SW、微博-SW 的 EPS 单位为港元/股。）

目录索引

一、中国谷子经济火爆：供给侧与消费理念升级，内容 IP 转化率仍有较大空间	6
（一）国产内容 IP 转化率偏低，谷子产业潜在空间大	8
（二）需求端：泛二次元圈层扩大，消费观念由娱乐商品转向情绪价值	10
（三）日谷打开授权&销售通路，国谷走向多元化，供给端突破限制	12
二、IP 价值几何？从 IP 变现的路径说起	16
（一）上海电影：加速经典动画 IP 的价值再开发	17
（二）光线传媒：影视 IP 开发“重内容，轻衍生”	19
（三）奥飞娱乐：围绕动漫 IP 开发潮玩新品、AI 玩具	23
（四）阿里影业：“IP2B2C”模式的中国最大 IP 授权代理平台	25
三、投资建议	28
四、风险提示	29

图表索引

图 1: 中国谷子经济市场规模及其增速	6
图 2: 淘宝谷子相关商品销售量 (万件)	6
图 3: 谷子专门店	6
图 4: 全球授权商品零售额 (亿美元)	7
图 5: 主要国家的授权商品零售额及增速	7
图 6: 谷子经济的产业链上下游	7
图 7: 淘天 2023 年 IP 价值 Top50 的 IP 类型 (个)	8
图 8: 美日中电影票房及其衍生品的产值比例	9
图 9: 美日中国产电影票房 Top10 的 IP 系列电影	9
图 10: 头部影视 IP 的收入结构 (亿美元)	9
图 11: 日本动漫产业的收入结构 (亿日元)	9
图 12: 《庆余年第二季》的衍生品 (部分)	10
图 13: 《哪吒之魔童闹海》的衍生品 (部分)	10
图 14: 我国泛二次元用户规模及其增速	11
图 15: 二次元相关关键词在内容平台的互动量	11
图 16: 游戏 IP 衍生品——以任天堂为例	11
图 17: 中国游戏 IP 衍生品的市场规模及增速	12
图 18: 中国游戏衍生品的 SKU/销售结构	12
图 19: 羚邦集团的品牌授权资源 (个)	14
图 20: 羚邦集团的对外授权数量 (按动漫内容划分, 个)	14
图 21: 泡泡玛特的架构: IP+多元化产品	14
图 22: 泡泡玛特衍生品上新数量 (个) (2020-2024, 2020Q1-2024Q4)	15
图 23: 泡泡玛特全球零售店数量 (右轴-个)、中国大陆地区及海外 (左轴-个) 推移 (2021-2024H1)	15
图 24: 全球头部 IP 的累计收入体量和成立时间分布	16
图 25: 上影元的营收和净利润 (万元)	18
图 26: 2024 年至今上影元头部 IP 的授权数量 (个)	18
图 27: 上影元的 IP 全产业链开发运营策略	19
图 28: 《哪吒之魔童降世》的衍生品 SKU (个)	20
图 29: 《哪吒之魔童闹海》的衍生品 SKU (截至 2025/3/18, 单位: 个)	20
图 30: 奥飞娱乐旗下的 IP 及开发的衍生品	23
图 31: 奥飞娱乐的营收结构 (亿元)	24
图 32: 奥飞娱乐的毛利结构 (亿元)	24
图 33: 奥飞娱乐推出的 AI 玩具	24
图 34: 国内代表性 AI 玩具	25
图 35: 阿里鱼的商业模式	26
图 36: 阿里影业 IP 衍生及商业化分部的收入和业绩 (亿元)	27

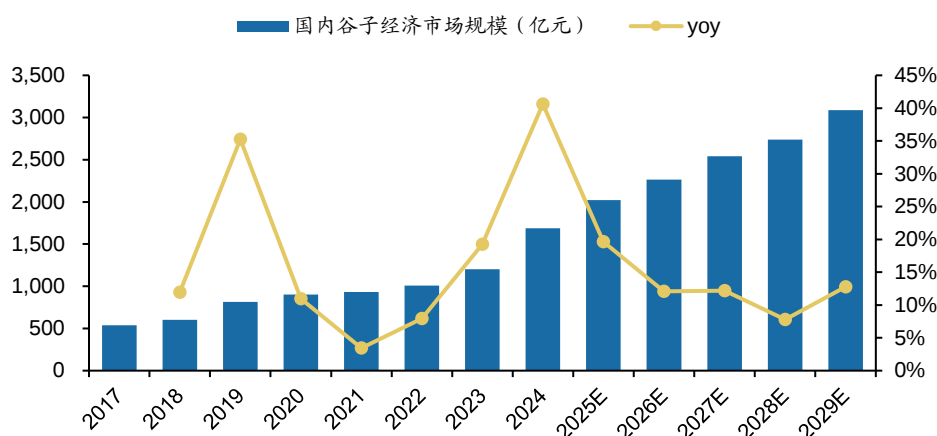
表 1: 日谷相关厂商进驻中国大陆的节奏	12
表 2: 国内头部谷子零售店/品牌.....	15
表 3: 全球知名 IP 相关上市公司的业绩和估值情况（截至 2025/3/21）	16
表 4: 上影集团、上美影授权上影元的 60 个经典 IP.....	18
表 5: 《哪吒之魔童闹海》的官方授权衍生品和联名商品汇总（截至 2025/3/18）	20
表 6: 国际头部授权代理方	26
表 7: A 股和港股的“谷子”相关标的	28

一、中国谷子经济火爆：供给侧与消费理念升级，内容IP 转化率仍有较大空间

2024年被称为我国的“谷子经济元年”。线上维度，根据淘宝公众号，2024年淘宝平台谷子相关商品销售量达1700万件，同比增长5倍；根据《2024年痛文化报告》，2024年闲鱼平台谷圈闲置交易量同比增长170%，二次元相关订单规模连续2年保持100%以上的增速。线下维度，根据雷报的不完全统计，2024年11/12月全国新开业谷店分别有128/335家；此外全国各地商业体纷纷引进谷店、形成二次元聚集地，例如西安小寨银泰城在2023年底改造为二次元主题商业体、引入了37个二次元品牌，调改后客流同比增长近75%。

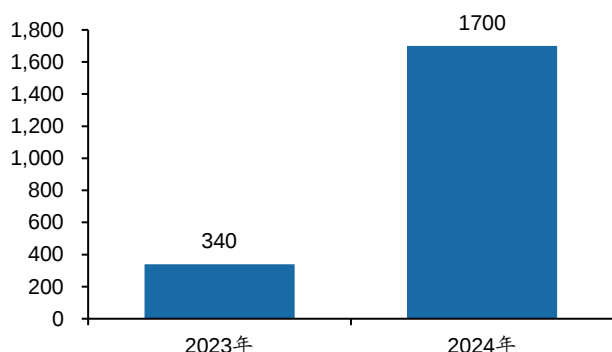
“谷子”源自日文中对英文“goods”的音译词汇“グッズ”，一般是指二次元周边商品，更广义时可泛指IP授权商品及服务。根据艾媒咨询，2024年中国谷子经济市场规模达到1689亿元，同比增长41%，预计2025年将突破2000亿元。本文第一部分探讨我国谷子市场高景气度的主要原因，第二部分以中外上市公司为例，多维度解析IP价值。

图 1：中国谷子经济市场规模及其增速



数据来源：艾媒咨询公众号，广发证券发展研究中心

图 2：淘宝谷子相关商品销售量（万件）



数据来源：淘宝公众号，广发证券发展研究中心

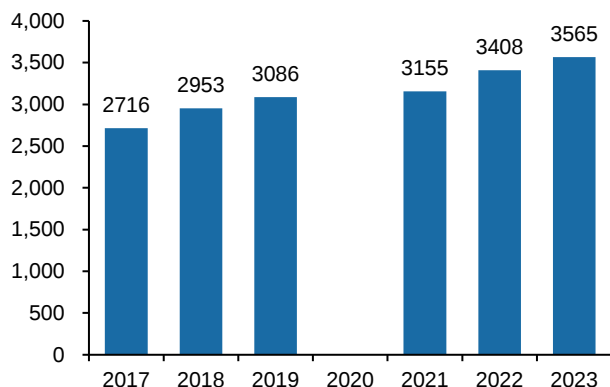
图 3：谷子专门店



数据来源：中外玩具网公众号，广发证券发展研究中心

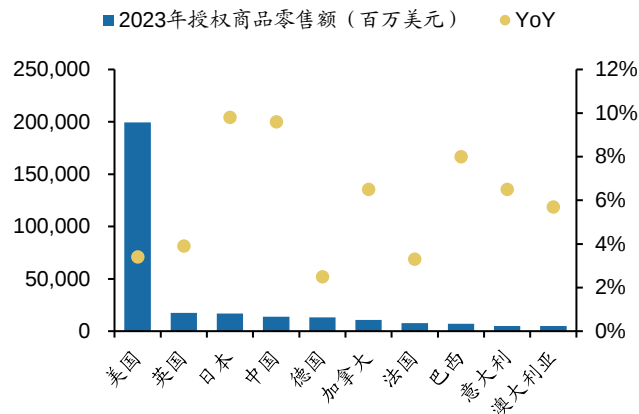
从国际市场来看，全球授权商品零售额稳健增长，美国稳居龙头，中日快速增长。根据Licensing International，2023年全球授权商品及服务零售额为3565亿美元，同比增长4.6%；美国市场规模1995亿美元，约占全球市场份额的56%；中国市场规模137.73亿美元，同比增长9.6%，首次超越德国成为全球第四大授权市场。

图 4：全球授权商品零售额（亿美元）



数据来源：Licensing International，广发证券发展研究中心

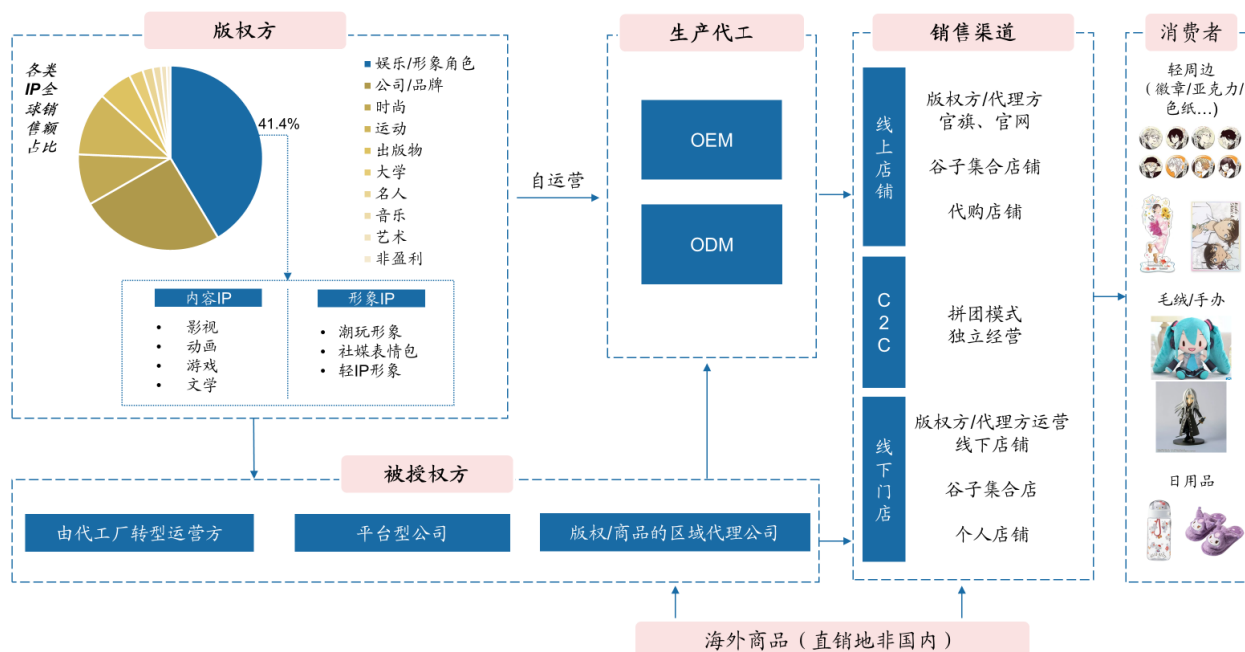
图 5：主要国家的授权商品零售额及增速



数据来源：Licensing International，广发证券发展研究中心

从商业模式来看，“谷子”包括徽章、卡牌、手办、玩偶、挂件、海报、立牌以及其他IP授权的娱乐消费品。上游IP端，根据Licensing International，目前全球范围内娱乐/角色类IP（包括动漫、游戏、影视、文学、潮玩形象等）占全球IP授权零售额的38%（约1355亿美元）。中游开发端，IP衍生品的授权、设计、生产一系列产业链细化分工出区域版权代理商、潮玩品牌、OEM/ODM代工生产厂等专业玩家。下游销售端，除了版权方/被授权方直营的线上线下店铺，集成采购并专门销售中外各类谷子商品的谷店激增，二手交易市场及谷圈社群火热扩张，拼团、C2M、C2B2C等新销售模式涌现。

图 6：谷子经济的产业链上下游

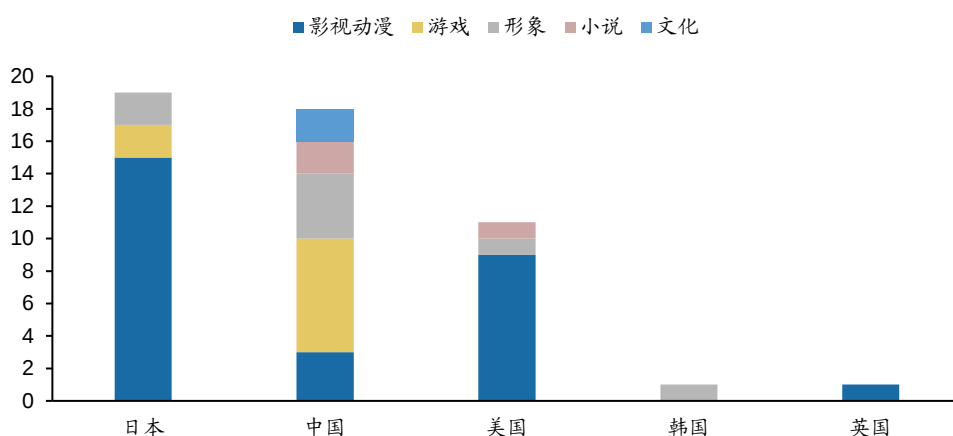


数据来源：Licensing International，广发证券发展研究中心

从国内谷子市场的IP版图来看，日本和美国的影视动漫IP凭借多年运营积累的观众粉丝、多样化的成熟衍生品占领了头部位置。根据淘天发布的2023年度IP价值榜Top50，日本IP占比38%，美国IP占比22%，其中迪士尼、奥特曼、机动战士高达排名前三甲；中国IP占比36%，主要源自游戏内容，原神、泡泡玛特分别排名淘天2023年度IP价值榜的第6位、第7位。对比日美，国产影视内容的IP价值转化率明显偏低。

近年我国谷子市场高景气度的主要原因：一方面在供给侧，生产及销售产业链上多级版权代理方、潮玩品牌、代工生产厂、谷店、二手交易平台等专业玩家迅速增加，国内用户对中外各类谷子的消费需求得以满足。另一方面在需求侧，国内泛二次元用户规模及圈层文化扩大，同时“谷子”的消费需求由娱乐商品价值叠加上文化归属、社交联结等情绪价值。

图 7：淘天2023年IP价值Top50的IP类型（个）



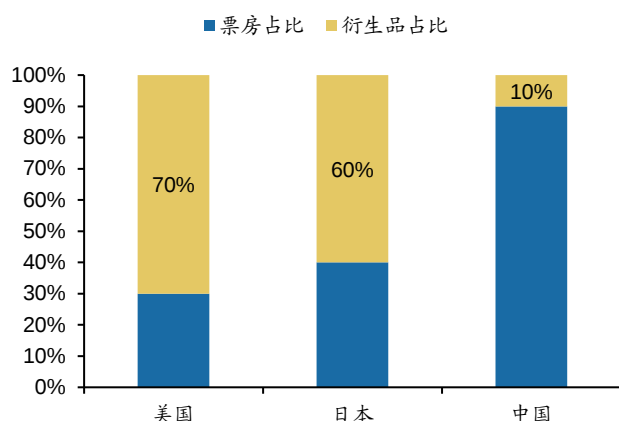
数据来源：雷报公众号，广发证券发展研究中心

备注：排名来自淘宝及天猫全平台 IP 商品成交数据排行 Top50。

（一）国产内容 IP 转化率偏低，谷子产业潜在空间大

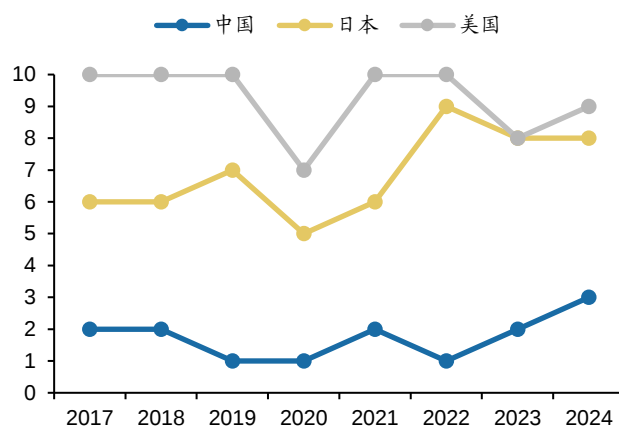
现阶段我国国产影视等内容IP的转化率较低，主要系IP开发及授权的商业链条不够成熟，这也意味着潜在谷子市场空间大。根据淘天发布的2023年度IP价值榜Top50，影视动漫IP占比56%、相关谷子受众最广，但国产IP中影视动漫类IP占比仅17%。国产电影的衍生品产值低，一是因为国产电影的工业化制作不够成熟，缺乏持续更新系列化电影的能力来积累IP受众。统计对比2017-2024年中国、美国、日本的历年国产电影票房Top10，美国和日本的IP系列电影占比大多在60%以上，而中国的IP系列电影占比基本低于30%，近两年随着行业发展，这一比例略有提升。二是因为美日围绕常青IP的授权体系完善，多维度开发衍生商品、联名营销、改编娱乐活动等庞大后端市场。根据中国品牌的报道，美国电影票房及其衍生品的产值比例约为30%/70%，日本电影票房及其衍生品的产值比例约为40%/60%，而中国电影票房及其衍生品的产值比例约为90%/10%，国产电影IP的后端商业价值的开发程度明显偏低。

图 8：美日中电影票房及其衍生品的产值比例



数据来源：新华网，广发证券发展研究中心

图 9：美日中国产电影票房Top10的IP系列电影

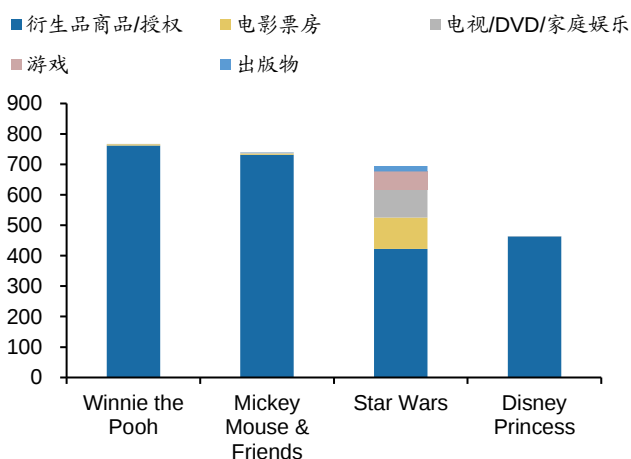


数据来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

影视IP的体系化开发以迪士尼为例，公司内部的消费品部与影视部门紧密协同，每年消费品部启动大会上会公布未来12-18个月迪士尼的影视内容上映及市场活动的时间规划，在映前完成各类衍生品的授权、设计、生产、宣传等充足准备。

影视IP的细分授权以日本为例，同一内容IP可划分为具体作品、配乐、配音、人物形象等，同一形象IP的衍生品授权可再细分为不同种类、材质、尺寸、销售地区/渠道、以及特殊动作等，甚至部分版权方会在设计制作阶段监修衍生品的人物位置、表情动作等细节。

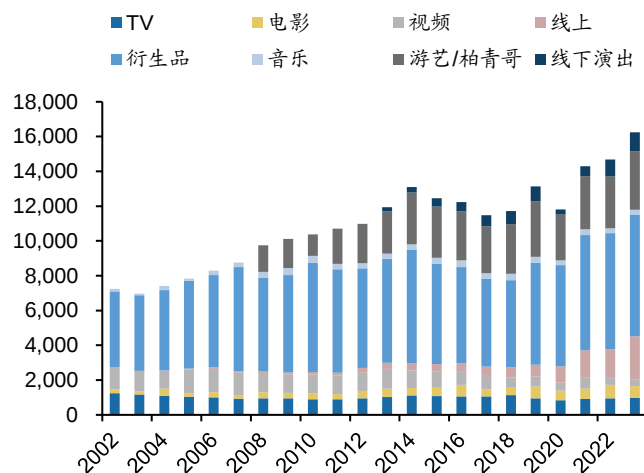
图 10：头部影视IP的收入结构（亿美元）



数据来源：List of highest-grossing media franchises，广发证券发展研究中心

注：数据截至 2025/3/12

图 11：日本动漫产业的收入结构（亿日元）



数据来源：日本动画协会，广发证券发展研究中心

近几年，国内影视公司加强了系列化、前置化、多样化的衍生品开发规划。例如《庆余年第二季》热播时，阅文好物联合腾讯视频、Hitcard同步推出典藏卡牌、销量超2000万，此外阅文好物还推出了手办、盲盒、立牌、萌粒、抱枕、冰箱贴、扭

蛋、扇子等周边商品，联合星辉游戏推出同名小程序游戏，衍生品加上联名商品的总交易额破亿。《哪吒之魔童闹海》热映时，光线传媒联合中信出版社推出官方艺术设定集和官方绘本，联合泡泡玛特、万代南梦宫、iFoodToy、灵动创想等推出手办/盲盒，联合卡游、集卡社、FunCrazy等推出卡牌、徽章，联合择珂推出爆米花桶、帆布包等软周边，联合FunCrazy和造点新货发起的官方正版手办众筹项目共筹集资金3213万元。根据第一财经的报道，《哪吒之魔童闹海》上映1个月时间内，淘宝平台的周边商品销售额已超3亿元，且大量周边处于售罄状态。

图 12: 《庆余年第二季》的衍生品 (部分)



数据来源: 淘宝 APP, 广发证券发展研究中心

图 13: 《哪吒之魔童闹海》的衍生品 (部分)

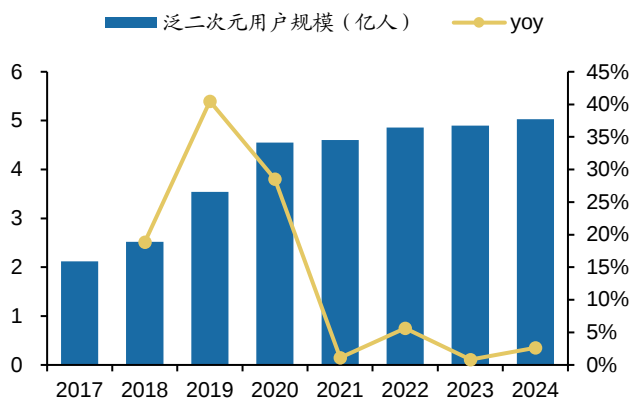


数据来源: 淘宝 APP, 广发证券发展研究中心

(二) 需求端: 泛二次元圈层扩大, 消费观念由娱乐商品转向情绪价值
根据艾媒咨询, 国内泛二次元用户规模由2017年的2.12亿人增长至2024年的5.03亿人。ACGN (动画/漫画/游戏/小说) 产业进一步发展、带动内容出圈, 同时年轻化的二次元圈层随着时间推移年龄结构向上覆盖, 根据QuestMobile, 2024年11月二次元深度用户中25岁以下占32%、25-30岁占30%、31-35岁占30%。根据《2024中国品牌授权行业发展白皮书》, 国内IP受众18岁以下占39%、18-25岁占33%、26-40岁占22%、40岁以上占7%。

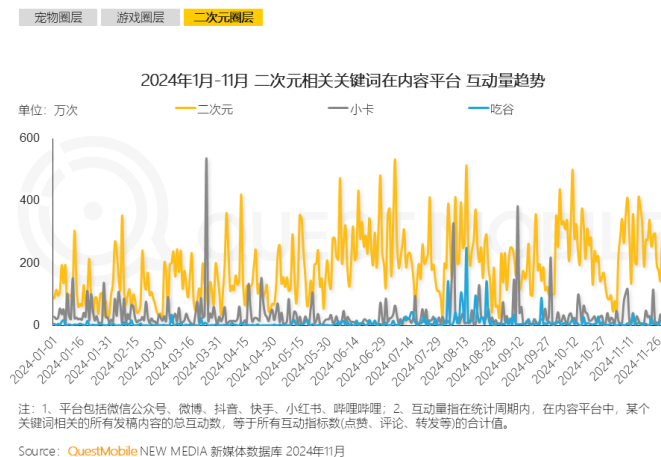
“谷子”的消费需求增长, 一是因为国内泛二次元用户及圈层文化扩大, 二是因为谷子的消费理念由娱乐商品转向情绪价值。具体来说, 购买谷子不仅为消费者带来游玩、观赏等悦己感受, 同时也是圈层内表现IP喜爱度的体认方式, 此外谷子消费与游戏内容深度交互、社交平台上谷子的二手交易/拼团/二创/分享交流等玩法升级, 催生了更多谷子消费需求。

图 14: 我国泛二次元用户规模及其增速



数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

图 15: 二次元相关关键词在内容平台的互动量



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

以游戏为例, 说明谷子与游戏内容深度结合的玩法升级。例如任天堂推出的宝可梦集换式卡牌, 由此衍生出线下卡牌自有的玩法体系和对战模式; 任天堂推出的手办 Amiibo, 内置NFC可与游戏主机互动, 能够在游戏内通过NFC功能解锁特殊内容/道具、以及传送/接收存储记忆。

图 16: 游戏IP衍生品——以任天堂为例

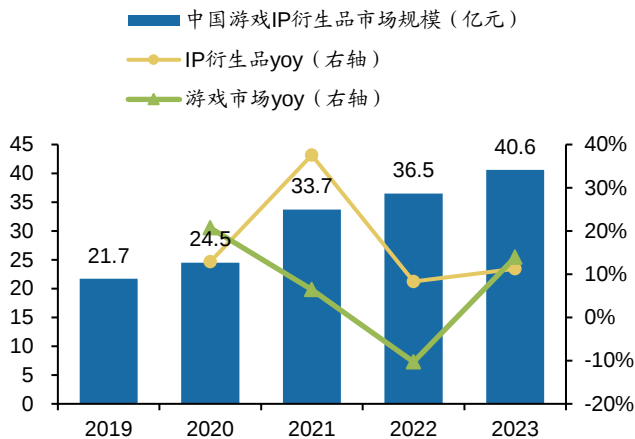


数据来源: Pokemon Center Online, Amiibo 官网, 广发证券发展研究中心

根据中国音数协游戏工委, 中国游戏IP衍生品规模由19年的21.7亿元增长至23年的40.6亿元, 年均复合增速约17%, 为游戏产业开辟了增量市场。国产游戏中, 二次元游戏、乙游由于自身玩法及消费点主要围绕角色, 因此对角色IP衍生品的开发和

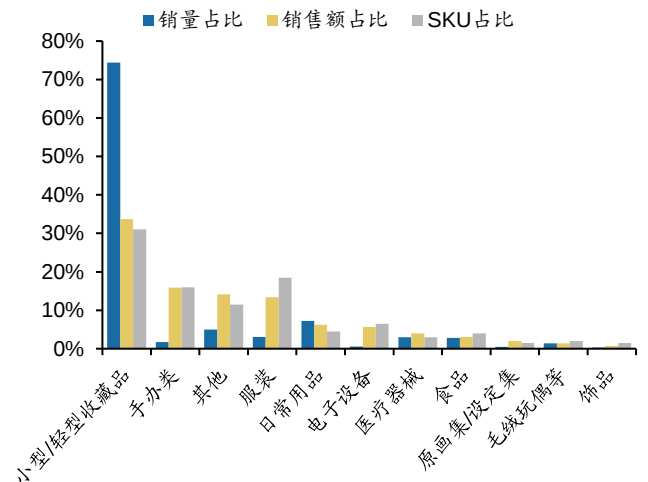
运作相对领先。根据2024年淘宝双十一活动期间累计GMV排名前20的IP，其中有7个是国产游戏IP，4个来自乙游、3个来自二次元游戏。根据中外玩具网公众号，2024年双十一期间，米哈游旗舰店的首小时成交同比翻倍增长，其中《崩坏：星穹铁道》三个系列的马口铁徽章累计卖出120万+，《原神》三个系列的角色徽章累计销量超过80万；叠纸心意旗舰店的单日GMV超2亿元，代号鸢旗舰店开售15分钟内GMV破千万。国产游戏IP衍生品的品类主要有马口铁徽章、亚克力制品、模玩手办、纸本卡片、毛绒玩具等，以小型/轻型收藏品为主。不过当前国产游戏的IP衍生品普遍存在SKU较少、素材同质化、预售期过长等问题，尚未充分释放消费需求。

图 17：中国游戏IP衍生品的市场规模及增速



数据来源：中国音数协游戏工委，广发证券发展研究中心

图 18：中国游戏衍生品的SKU/销售结构



数据来源：中国音数协游戏工委，广发证券发展研究中心

注：仅统计样本衍生品

（三）日谷打开授权&销售通路，国谷走向多元化，供给端突破限制

在供给侧，日谷/美谷引进国内的渠道缺位、国谷品类不够丰富，是此前限制国内谷子市场增长的主要原因。近年来，一方面海外版权方增加了中国地区的授权或直营店铺，而大量涌现的谷店、潮玩店等铺设了完善的线上线下销售通路，另一方面国谷不断升级品类、材质、设计等，通过更多元的商品和销路触达用户。

梳理日谷的来华历程，在世纪初只有极少数日谷通过官方渠道进入中国大陆，世嘉、KONAMI等也因为盗版过于猖獗而缩减大陆地区的业务。在2019年前后，日谷厂商加快在中国大陆的业务布局，例如在中国设立子公司进行IP版权代理、商品化以及商品销售，近两年大量日谷厂商在中国开设了天猫旗舰店和线下店铺。

表 1：日谷相关厂商进驻中国大陆的节奏

日谷厂商		旗下 IP/经典产品	大陆境内布局
玩具/手办	万代南梦宫 /BANPRESTO/MegaHouse	业务多样，IP 机动战士高达，海贼王等；模型、胶囊玩具、食玩等玩具企划、开发、制造、销售	2008 年成立万代玩具（深圳）有限公司。2017 年万代南梦宫（中国）投资有限公司，开始 IP 授权业务等，后开设天猫官旗。目前线上线下均有店铺。
	世嘉/TMS Entertainment	业务涉及电子游戏、游戏机开发，IP 包含索尼克，女神异闻录等	1997 年进入大陆市场，2005 年在中国成立子公司，后退出。25 年与创趣场在上海开设快闪店。25 年 5 月将在线下开设首店。

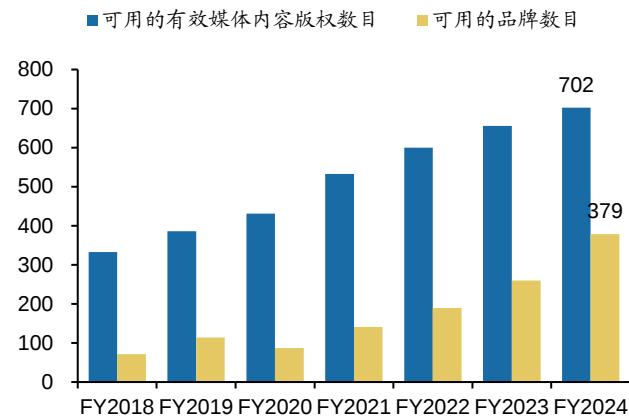
	Happinet	自营扭蛋玩具店 gashacoco, 以及卡牌等商品	-
	TAKARATOMY	铁道模型普乐路路 (PLARAIL)、各类儿童玩具、模型	2004 年在上海成立子公司, 唯一经销代理
	三丽鸥	形象 IP (HELLO KITTY 等) 授权与商品销售	2022 年开始与阿里鱼进行合作
	寿屋	玩具、拼装模型、手办等	2019 年开始在大陆开展电商合作, 24 年在大陆成立合资公司, 24 年 9 月天猫官旗开业, 25 年 1 月上海首店开业
	Furyu	包含从景品到高端手办等动漫周边制造	2024 年 9 月在天猫开设官旗; 2025 年 1 月在国内开设线下快闪店
	SK Japan	自有 IP 忠犬年糕柴犬; 合作《鬼灭之刃》手办; 设计、制造、销售玩偶、扭蛋、景品等	-
	海洋堂	可动手办	2021 年 8 月在上海成立子公司, 21 年 11 月天猫官旗开业
	GSC	粘土人、手办	2011 年成立良笑 (上海) 商贸有限公司, 主要涉及商品销售。2018 年成立良笑塑美 (上海) 文化艺术有限公司。2022 年 9 月线下首店。
	Maxfactory	figma 可动玩具、PVC 手办	产品主要由 GSC 负责销售
	Alter	品质相对较高	2007 年阿尔塔 (上海) 成立, 主要代理产品销售, 2011 年开设淘宝直营店, 后转为专门网站形式
动画/电影	东映动画	海贼王、数码宝贝	内容较早进入国内。20 年 4 月线上天猫官旗; 23 年 1 月上海线下首店。
	东宝	哥斯拉	-
	Aniplex (sony 旗下)	鬼灭之刃、FATE 系列, 孤独摇滚	2018 年开始在国内开展业务。ANIPLEX 上海 2019 年正式成立, 负责版权授权、商品化、合作等; 与 B 站长期深度合作; 2019 年 10 月天猫官旗; 24 年 5 月上海首店。主要销售国谷。
	京都动画	冰菓、莉兹与青鸟	-
	ufotable	鬼灭之刃、月姬、FATE 系列	2020 年以主题咖啡店形式开设首店; 目前有线上直营淘宝店, 销售国谷
	东京电视台	火影忍者、阿松	2017 年成立杭州都爱漫贸易有限公司, 主要负责 IP 授权、商品化, 可授权包括《阿松》、《Re:从零开始的异世界生活》、《齐木楠雄的灾难》、《兽娘动物园》等; 2019 年都爱漫天猫官旗开业。2020 年设立杭州都之漫文化创意有限公司, 主要负责周边商品贩售。
出版/漫画	角川书店	大量轻小说、漫画, 刀剑神域、凉宫春日等系列	主要由天闻角川 (2010 年国内成立) 代理发行
	集英社/周刊少年 jump	鬼灭之刃、家庭教师	21 年 12 月上海线下首店; 21 年 12 月天猫首店 SHONEN JUMP SHOP。2019 年与集英社成立集英万梦 (上海) 实业有限公司, 共同负责集英社漫画版权运营企划。翻翻动漫为中国独家代理
	讲谈社	进击的巨人	2005 年全资设立讲谈社 (北京) 文化有限公司
	小学馆	名侦探柯南、犬夜叉	-
	白泉社	剑风传奇	2019 年与翻翻动漫达成引进协议
游戏	nintendo/GF	宝可梦、塞尔达传说、马力欧	ns 相关通过 Nintendo Switch 旗舰店与线下门店销售, 由腾讯代理; 宝可梦相关商品 (包括 PTCG 等) 主要通过宝可梦 (上海) 玩具有限公司 (2020 年成立) 销售
	SQUARE ENIX	最终幻想系列、勇者斗恶龙系列	2005 年成立史克威尔艾尼克斯 (中国) 互动科技有限公司, 主要涉及游戏引进; 2017 年上海开设主题咖啡厅
	CAPCOM	怪物猎人、逆转裁判、鬼泣	2018 年开设首家京东网店; 2023 年 6 月上海开设首家 CAPCOM 中心
	KONAMI	游戏王、魂斗罗	2000 年成立科乐美 (上海) 有限公司, 2020 年宣布引进游戏王简中版 TCG 卡牌
谷子店	Animate	-	早期以专柜形式进驻书店、咖啡厅, 2012 年上海开设限定专柜, 后陆续拓展至北京、成都、广州、武汉、南京、天津等城市。2021 年上海开设首家专门店; 2023 年 9 月上海开设首家旗舰店。

数据来源: 各公司官网、官方微博, 广发证券发展研究中心

例如羚邦集团拥有多个头部日本动画在国内的代理权益, 截至2024财年获得的可使用媒体内容版权达到702个, 其中包括大热日本动画《咒术回战》、《我的英雄学院》、《排球少年》等, 以及小王子、大力水手、芝麻街、百变小樱等经典长青

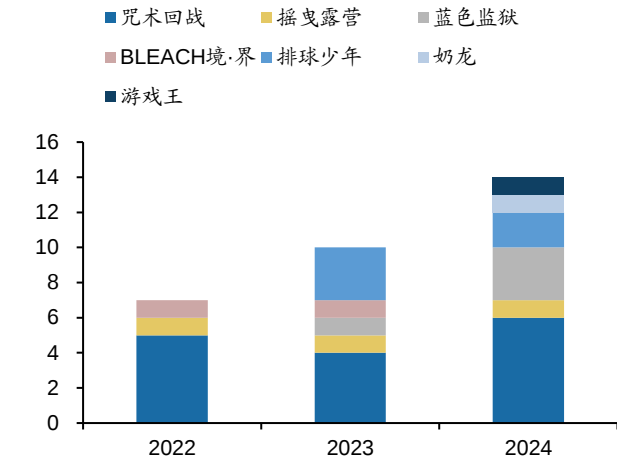
IP。2023年公司开始与暴萌、泡泡玛特、网易LOFTER等开展衍生品开发授权合作，2024年拓展了LBE（实景娱乐体验）授权，近3年羚邦对中国大陆地区的授权数量明显增加。

图 19：羚邦集团的品牌授权资源（个）



数据来源：羚邦集团财报，广发证券发展研究中心

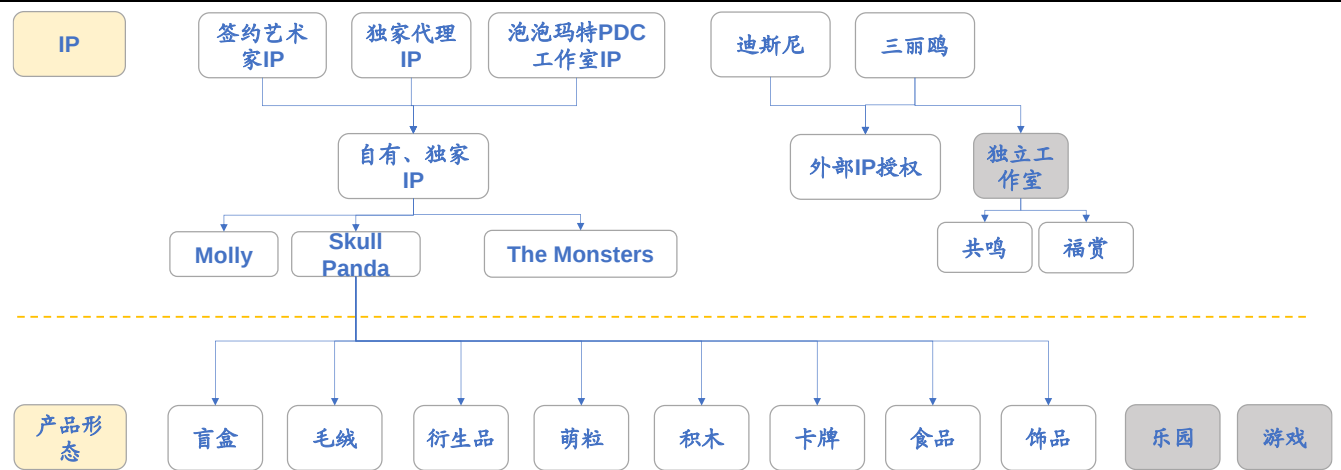
图 20：羚邦集团的对外授权数量（按动漫内容划分，个）



数据来源：羚邦集团公众号，广发证券发展研究中心

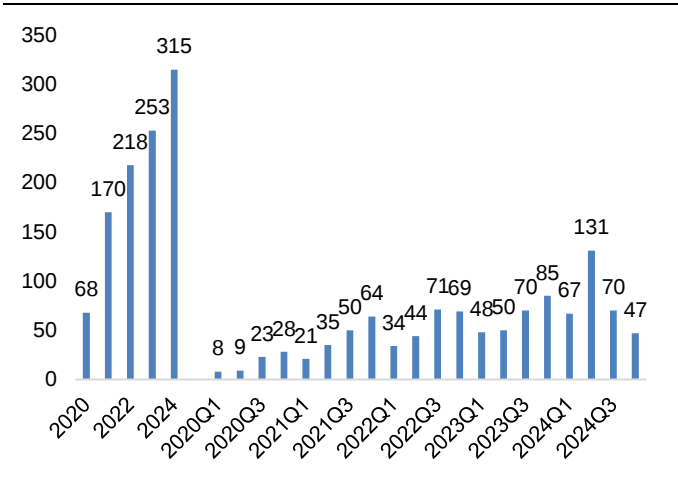
国谷以泡泡玛特为例，公司在尺寸维度增加了MEGA、萌粒等新品类，在材质维度增加了搪胶毛绒、木头、陶瓷、金属等，产品形态从传统盲盒拓展到毛绒公仔、积木、食品、服饰、徽章、陶瓷杯、手机壳等，并与乐园、线上游戏等场景融合。根据泡泡玛特官方微信，2024年泡泡玛特新上的衍生品数量大幅增长至315款，同时围绕同一IP发售“主题化”套系，例如“The Monsters春天野在家系列”包含了搪胶毛绒公仔、毛绒公仔挂件、牛仔挎包、围裙牛仔包、水杯、手机壳、徽章、渔夫帽小包，通过IP+多元化产品占领IP受众的桌面、包、手机等各个位置。

图 21：泡泡玛特的架构：IP+多元化产品



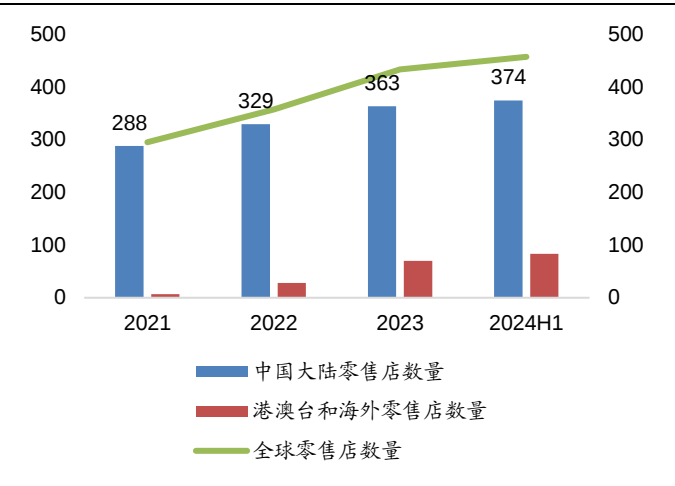
数据来源：广发证券发展研究中心

图 22: 泡泡玛特衍生品上新数量 (个) (2020-2024,2020Q1-2024Q4)



数据来源: 泡泡玛特官微, 广发证券发展研究中心;
备注: 数据统计截止日期为 2024 年 12 月 31 日。

图 23: 泡泡玛特全球零售店数量 (右轴-个)、中国大陆地区及海外 (左轴-个) 推移 (2021-2024H1)



数据来源: 泡泡玛特财报, 广发证券发展研究中心

从销售终端来看, 国内谷店和潮玩品牌的数量激增。名创优品的中国门店数量从23年底的3926家增加至24H1的4115家, 泡泡玛特的中国门店数量从23年底的363家增加至24H1的374家。根据雷报的不完全统计, 截至2025年1月全国共有52家二次元零售品牌、1385家线下门店, 其中24/11/27-25/1/21的两个半月内全国新增了258家门店, 部分谷店是早期的IP转授权公司开设的。此外互联网平台陆续创立潮玩品牌及线下门店, 例如网易旗下的LOFTERGOODS在元旦期间新增12家门店, 阅文旗下的阅文好物、哔哩哔哩旗下的bilibiliGoods都在去年开业了线下门店。

表 2: 国内头部谷子零售店/品牌

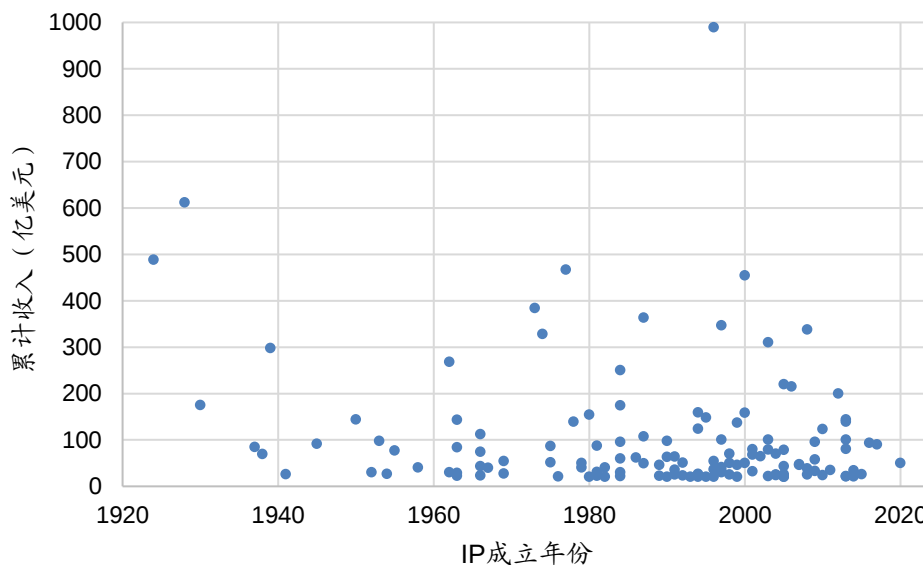
品牌	门店数量	首店开设时间/背景	特点	衍生品相关 IP/公司
卡游	415	2021/11/19 开设首店	主要销售自家 IP 的集换式卡牌 (奥特曼、小马宝莉等)	奥特曼、小马宝莉
潮玩星球	148	2017 年开设首店。日漫周边衍生品代理商艾漫旗下。	特色为 IP 快闪主题餐饮店	名侦探柯南、蜡笔小新、魔道祖师、罗小黑战记等
谷乐屋 GOODSLOVE	65	23 年开设首店	轻周边 (徽章、亚克力等) 为主	光与夜之恋 (独家)、明日方舟、排球少年等多种类游戏、动漫 IP
暴蒙 BOOMCOMIC	59	23 年 12 月开设首店	2014 年取得 ChinaJoy 动漫馆独家代理, 此后陆续与国内外多家热门 IP 合作。23 年 12 月开设首店	排球少年、进击的巨人等 IP; bilibili、阅文集团、腾讯视频、快看漫画等多家头部公司
Kyoko 秋子谷子店	47	21 年 7 月开设首店。秋子文化 (主要设计快闪、展会业务) 旗下	品类丰富, 有中古品	
乐漫优谷 LMGOODS	45		主要分布在二三线城市	
漫库 mancool	44	2020 年开设首店。背靠动漫 IP 与衍生品创作发行方力潮文创。	线上转线下, 线下签售等特色	149+国内外合作 IP
三月兽	41		翻翻动漫 (集英社的中国版权代理) 旗下, 21 年 7 月开设首店	
多摩万事屋	38	23 年 6 月开设首店	主打授权同人谷, 店铺 SKU 周更	
谷谷逛谷 GuGuGuGu	36	2023 年创立。路画影视旗下。分为 GuGu Home (谷子+咖啡+互动体验)、GuGu HotSpot (与院线合作) 两种店型	跨界影视合作, 积累了大量业内资源	名侦探柯南、间谍过家家等

数据来源: 雷报公众号, 广发证券发展研究中心
注: 门店数量截至 2025 年 1 月

二、IP 价值几何？从 IP 变现的路径说起

本章旨在探讨IP价值。根据WIKI统计的List of highest-grossing media franchises，截至2025年3月全球累计收入最高的IP是宝可梦（估计收入989亿美元）、米奇和朋友们（估计收入612亿美元），估计收入在100-500亿美元的IP共有34个，估计收入在20-100亿美元的IP共有96个。头部IP的孵化一般需要10年以上的时间，目前全球累计收入超过20亿美元的IP大多在1994-2003年期间创立。

图 24：全球头部IP的累计收入体量和成立时间分布



数据来源：WIKI，广发证券发展研究中心

从全球知名IP背后的上市公司来看，由于IP以及公司的属性各异，不同IP的受众范围、变现途径、收入体量及成长性、到市场估值都存在较大差距。

表 3：全球知名IP相关上市公司的业绩和估值情况（截至2025/3/21收盘价）

公司	股票代码	自有 IP	市值（亿美元）	最新披露财年的收入情况	净利润（原始货币，亿元）				PE 25E
					2023A	2024A	2025E	2026E	
迪士尼	DIS.N	米奇、漫威、迪士尼公主系列	1,787.18	888.98 亿美元 =娱乐 411.86+体验 341.51+体育 176.19	79.6	100.0	98.7	110.2	18.11
孩之宝	HAS.O	小马宝莉、变形金刚、星球大战等	84.25	50.03 亿美元 =消费品 25.44+威智灵和数字游戏 15.11+娱乐 0.80	3.5	5.6	5.9	6.6	14.36
索尼	06758.T	蜘蛛侠、鬼灭之刃、FATE	1,572.09	115398.37 亿日元 =游戏和网络服务 41730+娱乐科技及服务 24149+金融服务 17607+音乐 15950+成像与传感解决方案 15039+图片 14867	9371.3	9705.7	10877.6	11665.9	21.38

任天堂	07974.T	马力欧、塞尔达、宝可梦	956.37	16016.77 亿日元 =电子游戏平台 15678+手机、IP 相关等 927+卡牌等 113	4327.7	4906.0	2803.8	3929.2	50.46
万代南梦宫	07832.T	高达、龙珠、航海王	233.80	9900.89 亿日元 =数字业务 3661+玩具和爱好业务 4912+娱乐业务 1186+IP 衍生品业务 684	903.5	1014.9	1326.9	1305.8	26.07
三丽鸥	08136.T	HELLO KITTY、玉桂狗、酷洛米	121.19	726.24 亿日元 =产品销售及其他 601+授权 398	81.6	175.8	399.8	446.9	44.85
东宝	09602.T	哥斯拉、名侦探柯南	93.22	2442.95 亿日元 =电影业务 1928+房地产业务 691+戏剧业务 202	334.3	452.8	438.4	471.5	31.46
泡泡玛特	09992.HK	Skullpanda、Molly、Labubu	232.05	63.01 亿人民币 =零售店 30.62+线上渠道 18.66+机器人商店 6.06+批发及其他 7.67	11.9	28.3	40.0	49.3	45.09
阅文集团	00772.HK	庆余年、全职高手、狐妖小红娘、斗罗大陆	35.08	81.21 亿人民币 =在线阅读 40.31+IP 运营及其他 40.90	11.3	11.4	13.8	15.4	19.78
奥飞娱乐	002292.SZ	喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙	20.40	27.39 亿人民币 =玩具销售 11.67+婴童用品 10.72+影视类 3.49+电视媒体 0.73	0.9	0.2	1.9	2.7	78.28
上海电影	601595.SH	大闹天宫、哪吒闹海、中国奇谭	18.23	7.95 亿人民币 =电影放映 5.50+卖品 0.70+广告 0.38+授权业务 0.41+电影发行 0.33	1.3	1.3	2.5	3.7	51.55

数据来源：wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心；

备注：奥飞娱乐、上海电影盈利预测来自wind，其他公司盈利预期来自Bloomberg，预测日期2025/3/21

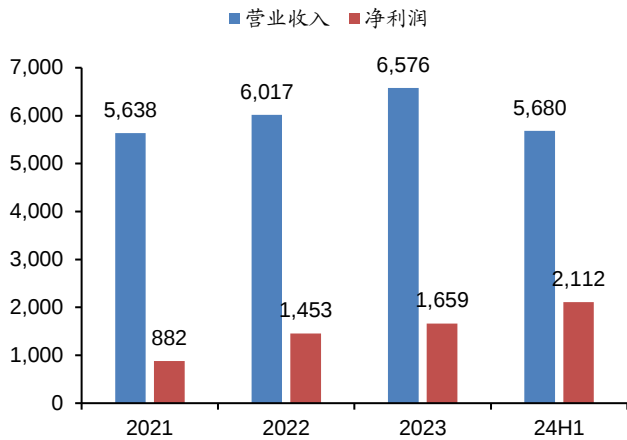
（一）上海电影：加速经典动画 IP 的价值再开发

上影集团和上海美术电影制片厂于2022年10月共同设立了上影元，并向其授权了60部经典动漫和影视作品享受的著作财产权（含复制权、发行权、表演权、广播权、改编权、翻译权、汇编权、展览权等，不含影视类改编权、展映播映权），具体包括《葫芦兄弟》、《大闹天宫》、《黑猫警长》、《哪吒闹海》等30部独占许可作品，以及《中国奇谭》、《没头脑和不高兴》、《小蝌蚪找妈妈》等30部非独占许可作品，授权期为10年、到期后上影元可优先续约10年。2023年5月上海电影收购了上影元51%的股权，已公告拟再收购上影元19%的股权。

上海电影收购上影元后，围绕上述经典IP加速推进内容焕新及全产业链商业开发，IP授权体量及收入规模大幅提升，国漫经典IP的商业价值凸显。2023年度和2024年上半年，上影元的营收分别为6576、5680万元，净利润分别为1659、2112万

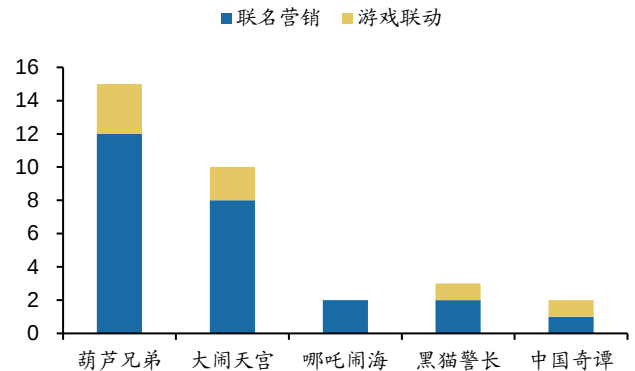
元，营收和净利润较同期均实现翻倍增长。

图 25：上影元的营收和净利润（万元）



数据来源：上海电影公告 20230308，广发证券发展研究中心
备注：2021 年和 2022 年为模拟报表数据。

图 26：2024年至今上影元头部IP的授权数量（个）



数据来源：上影元公众号，广发证券发展研究中心

表 4：上影集团、上美影授权上影元的60个经典IP

上美影		上影集团	
独家	非独家	独家	非独家
大闹天宫	没头脑和不高兴	日出	春风得意梅龙镇
葫芦兄弟	魔方大厦	天云山传奇	等到满山红叶时
黑猫警长	中国奇谭	阿 Q 正传	午夜两点
哪吒闹海	舒克和贝塔	三毛从军记	对岸的战争
天书奇谭	骄傲的将军	少爷的磨难	长恨歌
九色鹿	超级肥皂	上海伦巴	江城奇事
雪孩子	小蝌蚪找妈妈	巴山夜雨	子夜
邋遢大王奇遇记	牧笛	陈毅市长	蓝色档案
我为歌狂	鹿铃	上海舞女	假女真情
宝莲灯	渔童	阙里人家	上海新娘
熊猫百货商店	金色的海螺	青春万岁	极地营救
三个和尚	猪八戒吃西瓜	上海纪事	渡江侦察记
阿凡提的故事	狐狸打猎人	苦恼人的笑	人约黄昏
山水情	猴子捞月	小街	说好不分手
鹬蚌相争	西岳奇童	庐山恋	拯救爱情

数据来源：上海电影公告 20230308，广发证券发展研究中心

上海电影加速开发IP价值的战略：

（1）多形态加速内容焕新。由上影元出品的动画电影《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》已定档2025年暑期，动画短片集《中国奇谭第二季》预计在2025年内上线。此外《邋遢大王》等经典IP的影视化改编已于2023年11月启动。

（2）多品类推动商业授权。上影元已与光明乳业、星巴克、必胜客、宝马、中国邮政、瑞幸、华莱士、京东、雀巢等知名品牌在食住行玩等领域展开IP授权联名合作，2023年上影元授权联名合作项目的全网声量超过67.8亿。截至2024年10月，上影元的IP授权业务已覆盖9大行业、14个细分品类，公司目标在两年内实现IP合作涉及30个行业、500个以上品牌，落地全国30个省份，合作商品GMV超百亿。

（3）开展游戏联动及授权。上影元已与《光遇》、《决战平安京》、《永劫无间》、《蛋仔派对》、《大话西游》等多款多类型游戏开展联动、授权合作；与游戏厂商合作开发基于经典动画IP的授权游戏，例如公司将与恺英网络合作推出放置塔防类手游《黑猫警长》。

（4）多渠道打造文创产品。公司推出了文创品牌“上影元品”，截至2024年11月自研、联合开发、定制开发的SKU共有约500个，涵盖潮玩、文创、家居百货、服装配饰等多样化品类。上影元品已入驻淘宝、小红书、得物等线上平台，同时通过51家直营上影影院触达线下用户。

（5）AI助推IP开发。公司积极推进IP与互动影游、AI、MR等新兴科技结合，例如打造了“哪吒·幻影 SHO”数智人产品，与Rokid、阶跃星辰等优质公司合作。

图 27：上影元的IP全产业链开发运营策略



数据来源：上影元官网，广发证券发展研究中心

（二）光线传媒：影视IP开发“重内容，轻衍生”

光线传媒作为我国的动画电影头部制片方，出品了《哪吒之魔童闹海》、《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》等热门影片，分别位列国产动画电影票房榜的第一、第二、第五。根据猫眼专业版，截至2025年3月21日1时，《哪吒之魔童闹海》在中国内地累计录得含服务费票房149亿元、观影人次3.12亿，大幅超越《长津湖》58亿元的票房记录、《战狼2》1.60亿的观影人次记录，成为中国影史的票房冠军；

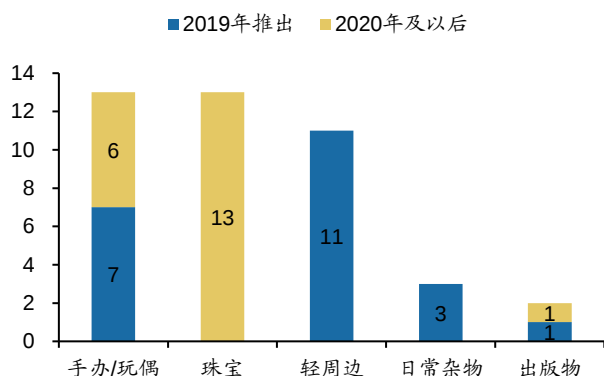
《哪吒之魔童闹海》在全球累计录得票房21亿美元（截至2025/3/21），位列全球影史第五。光线对影视IP的开发策略“重内容，轻衍生”，未在后端IP衍生品产业链布局太多人力物力，而是以影片内容吸引观众及合作商家，授权合作方来开发各类IP衍生品和联名商品。因此，IP衍生品的开发链条与影片的制作链条有一定脱

节，衍生品的制程相对滞后，尚未充分变现自有IP的商业价值。

在2019年《哪吒之魔童降世》电影上映当时，光线并没有同步推出相关衍生品。随着影片热度不断攀升、票房突破50亿元，摩点、Minidoll、末那等潮玩品牌在电影上映后一个月左右的时间才推出官方授权周边众筹活动，再经过一个月以上的时间才陆续发货。首批周边的种类只有印刷制品、毛绒玩偶、塑料手办等少量SKU，2019年推出的衍生品SKU只有22种，后续才开始联动六福珠宝、GSC等。

《哪吒之魔童降世》的热播使得《哪吒之魔童闹海》在映前就有较高的关注度和IP授权合作意向。因此，《哪吒之魔童闹海》首批官方授权衍生品有50多个SKU，品类上扩增了近年流行的卡牌、食玩等，合作品牌包括泡泡玛特、中信出版、卡游等头部厂商，相关衍生品提前进行设计、生产、铺货，在上映同时现货现售。根据第一财经公众号，《哪吒之魔童闹海》上映1个月时间内，淘宝平台的周边商品销售额已超3亿元，但与149亿元的票房体量仍有很大差距。目前限制衍生品销量的主因是备货不足，由于影片超预期的极高热度，多数周边上线即售罄。例如泡泡玛特推出的抱抱系列搪胶脸毛绒玩偶，淘宝旗舰店已售超2万个，目前预售排期至6月。

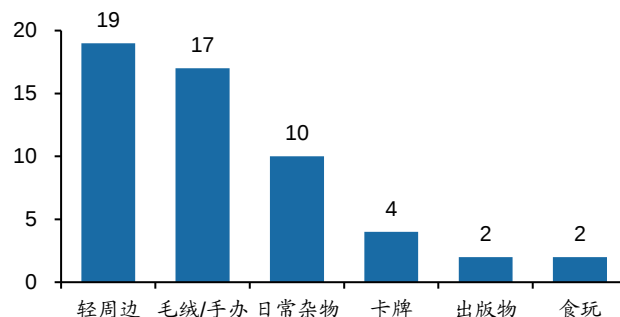
图 28: 《哪吒之魔童降世》的衍生品SKU (个)



数据来源：淘宝 APP，摩点，六福珠宝官方微博，广发证券发展研究中心

注：SKU 统计从 2019-2021 年

图 29: 《哪吒之魔童闹海》的衍生品SKU (截至 2025/3/18, 单位: 个)



数据来源：淘宝 APP，广发证券发展研究中心

表 5: 《哪吒之魔童闹海》的官方授权衍生品和联名商品汇总 (截至2025/3/18)

合作方	商品	售价	销售情况
zinccn 择珂-着迷星球	爆米花桶	98.8 元/个	目前未开设官方店铺，有较多 C 店。淘宝中信出版社旗舰店中两本书籍+周边产品链接已售 9 万+，单周边产品合集链接已售 1 万+，单品链接销售量 1 万+
	饮料杯	39.9 元/个	
	发箍	39.9 元/个	
	帆布包	49.9 元/个	
中信出版	官方艺术设定集	198 元/本	淘宝中信出版社旗舰店中，两本书籍合并链接已售 2 万+，两本书籍+周边产品已售 9 万+
	官方绘本（哪吒·三界往事）	168 元/本	
泡泡玛特	抱抱系列搪胶脸毛绒	249/个	淘宝官方旗舰店预售教两款 2 万+，哪吒款 6000+；小红书官方旗舰店现货已售罄下架，预售教两款 2900+，哪吒款 1500+

	天生羁绊系列手办盲盒	随机 1 个 69 元 整盒 8 个 552 元	淘宝官方旗舰店已售 10 万+ (已售罄下架) 小红书官方旗舰店已售 1.5 万+ (已售罄下架)
卡游	电影收藏卡-斗天包	10 元/包, 5 张/包 175 元/盒, 18 包/盒	淘宝官方旗舰店已售 6 万+ (与灵焰包合并链接) 京东官方旗舰店已售 5000+
	电影收藏卡-灵焰包	19.9 元/10 包, 每包 4 张; 59.9 元/盒, 每盒 30 包	淘宝官方旗舰店单品链接已售 1000+
	电影收藏卡-混元宝盒	108 元/盒 每盒 1 张卡牌和 1 套卡砖	淘宝官方旗舰店已售 100+ 京东官方旗舰店已售罄下架
	马口铁徽章-拥抱系列	20 元/个	淘宝 C 店已售 500+
	马口铁徽章-四季系列	20 元/个	淘宝官方旗舰店已售 100+, C 店已售 2000+
FunCrazy	mini 冰箱贴盲袋	25 元/袋 199.4 元/6 袋	预售, 淘宝官方旗舰店已售 1000+ 小红书官方旗舰店已售 100+
	mini 吧唧	19.9 元/套 6 个/套	小红书官方旗舰店已售 300+ (售罄下架)
	亚克力徽章夹盲袋	12.9 元/个 77.4 元/套 6 个/套	淘宝官方旗舰店已售 3000+ 小红书官方旗舰店已售 200+ (售罄下架)
	剧情胶片卡	19.9 元/张 共三款	淘宝官方旗舰店已售 7000+ (售罄下架) 小红书官方旗舰店已售 200+ (售罄下架)
	台词系列徽章盲袋	15 元/个 90 元/盒 6 个/盒	淘宝官方旗舰店已售 8000+ 小红书官方旗舰店已售 400+ (售罄下架)
	艺术家系列徽章	18 元/个 144 元/盒 8 个/盒	淘宝官方旗舰店已售 1 万+ 小红书官方旗舰店已售 400+ (售罄下架)
	亚克力色纸	35 元/张	淘宝官方旗舰店已售 5 万+ 小红书官方旗舰店已售 600+ (售罄下架)
	亚克力挂件盲袋	16 元/个 96 元/袋 6 个/袋	淘宝官方旗舰店已售 5000+ 小红书官店已售 300+ (售罄下架)
	亚克力透卡	9.9 元/张	小红书官方旗舰店已售 300+ (售罄下架)
	毛绒挂件	49 元/个	小红书官方旗舰店已售 100+ (售罄下架)
	贴纸套装	9.9 元/袋 7 张/袋	淘宝官方旗舰店已售 1 万+ (售罄下架) 小红书官方旗舰店已售 1000+ (售罄下架)
	官方正版手办众筹	目标金额 10 万元	当前已筹集 3213 万元 (已结束)
	水墨角色亚克力色纸	35 元/张	预售, 目前淘宝已售 6000+ 小红书官店已售 400+
	水墨角色马口铁徽章	20 元/个	预售, 目前淘宝已售 1 万+ 小红书商店已售 1400+
	水墨片尾马口铁徽章盲盒	144 元/套	预售, 目前淘宝已售 1000+ 小红书官店已售 200+
万代	金属拼装模型-敖光	329 元/个 其中定金 50 元, 尾款 279 元	淘宝官方旗舰店已付定金 5000+单 (目前已下架), 其他代购/C 店亦有售
	SHF 可动手办模型	代购价格约 300-400 元不等	线上代购店大约共售出 2000+
	食玩周边 (趣脆万乐多、万代威卡脆)	9.9/袋	线上代购店大约共售出 200+
	potepotte 毛绒玩偶	海外发售, 代购约 260-300 元	
	一番赏	58 元/抽 (国内代购)	
	lookup 手办	代购店 200 元/个	三月兽代购已售 3000+ (含双人同捆)
集卡社/森罗万象 (皆为杰森娱乐旗下)	电影典藏版收藏卡牌	10 元/包, 3 张/包 160 元/盒, 16 包/盒	淘宝官方旗舰店已售 10000+, 预售 2000+ 微信官方商城已售 2600+ 小红书官店已售 1700+
	电影豪华版收藏卡	2 元/包, 4 张/包 40 元/盒, 20 包/盒	淘宝集卡社官方旗舰店已售 8000+, 森罗万象旗舰店已售 6000+; 微信官方商城已售 3 万+ 小红书官店已售 2000+
	Q 玩捏捏乐	39.9 元/个	淘宝集卡社官方旗舰店已售 6000+ 小红书官方旗舰店已售 2700+ 微信官方商城已售 1400+
	中性笔盲盒	39.6 元/4 支, 59.4 元/6 支, 118.8 元/12 支	微信官方商城已售 618 (下架)

	笔袋	59.9 元/个	
	磁扣本	29.9 元/个	
	图画本	39.6 元/个	
	无线胶本	39.6 元/个	
	卡套	39.9 元/盒, 239.4 元/6 盒, 478.8 元/12 盒	
	亚克力镭射票	小亚克力 9.9 元/张, 整套 59.4 元 大亚克力 19.9 元/张, 整套 119.4 元	淘宝森罗万象官方旗舰店已售 1 万+ 小红书官方旗舰店已售 6000+ 微信官方商城已售 6000+
	亚克力扭蛋机	35 元/个	
iFoodtoy (桑尼森迪)	糖果惊喜盲盒	69 元/套	抖店已售 80 万+; 淘宝旗舰店已售 8 万+
	糖果玩具盲盒	19.9 元/个 119 元/套	已售 3 万+
灵动创想	普齐努努-毛绒盲袋	29 元/个	淘宝官方旗舰店合并链接已售 2 万+
	芽豆豆-毛绒盲盒	59 元/个	
	搪胶大娃-哪吒战斗版	299 元/个 其中定金 59 元, 尾款 240 元	淘宝官方旗舰店已付定金 700+单 淘宝官方旗舰店已付全款预售 400+单
广东哈童族动漫科技有限公司 (被授权商)	萌粒手办盲盒	随机约 50+元/包 (1 包含 3 粒) 端盒约 580-600 元/10 包	淘宝 C 店已售出约 1000+
	四季系列场景亚克力立牌	49 元/抽, 392 元/盒	淘宝 C 店已售出约 300+
	Q 版人物亚克力立牌盲盒	29 元/抽, 232 元/盒	淘宝 C 店已售出约 300+
HONOR 荣耀	麻将	礼赠品	荣耀手机用户可以在我的荣耀 APP-积分商城用积分兑换或直接购买相应产品, 也可以通过线下门店打卡方式获取
	手机支架		
	数据线		
	主题背膜		
	手机挂绳		
	冰箱贴		
兔头妈妈	牙膏	联名包装	
	牙刷		
	漱口水		
	植物精油贴		
YogurtDay	贴纸	礼赠品	
	冰箱贴		
	帆布袋		
蒙牛	真果粒	联名包装	
	0 乳糖牛奶		
	大果粒酸奶		
	未来星		
	纯甄		
	圣牧有机奶		
	精选牧场纯牛奶		
淘麦 vip	AR 小卡周边	联名票根纪念品	
微博	微博装扮	注册微博会员后可免费获取	
搜狗	搜狗输入法皮肤	3 元/份	

淘宝	88VIP 皮肤	开通 88VIP 会员后可免费获取	
QQ 音乐	QQ 音乐皮肤	开通 QQ 音乐超级会员后可免费获取	
汉仪股份	合作推出主题皮肤（支付宝、微博、QQ 音乐、淘宝 88vip、搜狗、腾讯手 Q 等）	支付宝：1 积分+15 元； 淘宝 88vip：88vip 免费； 搜狗输入法：3 元； 手 Q：30 元； 微博：会员免费； QQ 音乐：会员免费	
库迪	联名茶饮包装+周边礼赠	3/17 上线	
古茗	联名茶饮包装	已官宣，未上线	
霸王茶姬	联名茶饮包装	已官宣，未上线	

数据来源：淘宝 APP，京东 APP，小红书，集卡社微信小程序，广发证券发展研究中心

注：标灰为联名营销/联名包装，非衍生品。

（三）奥飞娱乐：围绕动漫 IP 开发潮玩新品、AI 玩具

奥飞娱乐作为玩具厂商起家，2002年引进日本动画《四驱兄弟》，通过影视内容带动四驱车玩具热销，随后进军国产动画市场，先后推出《火力少年王》、《铠甲勇士》、《巴啦啦小魔仙》、《喜羊羊与灰太狼》等热门作品，通过自研+收购积累了“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“量子战队”、“萌鸡小队”、“贝肯熊”、“飓风战魂”、“爆裂飞车”、“火力少年王”等众多优质IP。公司以动漫IP为核心，主营的IP变现业务包括：（1）内容创作及运营（动画剧集+动画电影+衍生品授权）、（2）玩具业务（玩具品牌“奥迪双钻”+“维思积木”+“玩点无限”，开发的自有IP玩具+IP联名玩具包括变形玩具、玩偶、陀螺、悠悠球、盲盒、叠叠乐、萌粒、积木、徽章、卡牌等）、

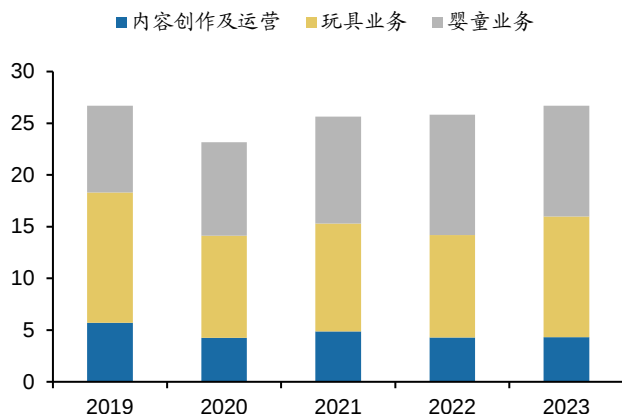
（3）婴童业务（北美一线婴童品牌“Babytrend”定位专业婴童出行，中国母婴品牌“澳贝”推出益智玩具、安心纸品、餐具喂养、室内游乐、户外出行等多个系列产品）。

图 30：奥飞娱乐旗下的IP及开发的衍生品



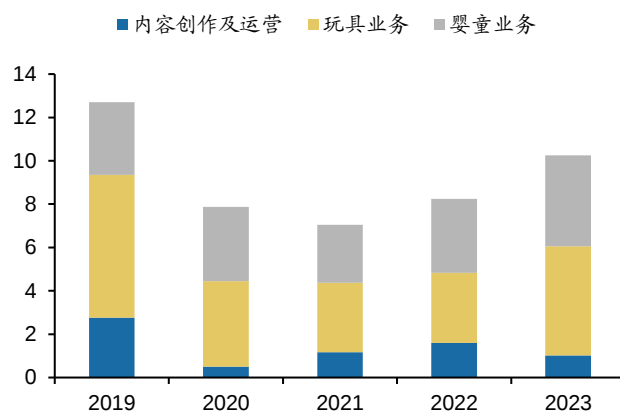
数据来源：公司官网，淘宝 APP，广发证券发展研究中心

图 31: 奥飞娱乐的营收结构 (亿元)



数据来源: 奥飞娱乐财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 奥飞娱乐的毛利结构 (亿元)



数据来源: 奥飞娱乐财报, 广发证券发展研究中心

根据奥飞娱乐24H1报告,一方面,公司持续创作精品内容,2024年推出了“喜羊羊与灰太狼”羊村守护者系列第8/9部、动画电影《喜羊羊与灰太狼之守护》、“量子战队”第2季、“超级飞侠”第16/17季、“爆裂飞车”第5季、《巴啦啦小魔仙之曜星守护者》等IP系列作品。另一方面,公司围绕IP加速跨界授权合作,开发潮玩、AI玩具等新品。例如2024年“巴啦啦小魔仙”与塔斯汀、Keep、闪耀暖暖、和平精英、元梦之星等联名合作营销,“玩点无限”与米哈游、网易、腾讯、叠纸、哔哩哔哩等合作推出谷子产品,以及自有IP产品“铠甲勇士”和“喜羊羊与灰太狼”第一弹卡牌,并通过名创优品、三福百货、酷乐潮玩、TOP TOY、The Green Party、KKV、X11等潮玩平台触达海量用户。

根据奥飞娱乐官方公众号与24H1报告,2023年奥飞娱乐成立了智能玩具事业部,与小冰科技达成战略合作。2024年2月公司推出“AI超级飞侠”,购买实体玩具可扫码获得一个AI超级飞侠,与线上AI形象实时语音或文字对话。2024年5月公司推出AI玩具“喜羊羊超能铃铛娃娃”,内置小冰AI智能大模型,具备AI畅聊、收听留言、蓝牙音箱3大功能。2025年1月公司推出新款AI玩具“AI智趣喜羊羊”,材质升级为搪胶毛绒+LED呼吸灯,功能升级为笑料闲聊、音乐助眠、热梗追踪等。

图 33: 奥飞娱乐推出的AI玩具



数据来源: 淘宝 APP, 广发证券发展研究中心

AI玩具结合了娱乐功能、陪伴功能和教育功能，是AI硬件很有前景的应用场景。根据CDI的估测，全球AI玩具市场将从2022年的121.43亿美元增长至2030年的363.77亿美元。目前AI玩具的主要形态有毛绒玩偶、机器人、智能硬件（智能挂件、智能音箱、学习机等），主要功能包括智能对话、讲故事、知识问答、口语陪练、哄睡、个性化教育内容推送、学习进度跟踪等。基于AI玩具的重交互性，IP角色的形象、语音、性格等特征会赋予AI玩具更生动的人物背景和精神世界，与用户搭建特殊的情感联结。我们判断AI玩具会为IP变现打开新的市场空间。

图 34：国内代表性AI玩具

	字节跳动显眼包	folotoy 系列产品	深圳跃然创新BubblePal
			
价格	中秋礼盒附送，非卖品	因型号而异 160-599	产品定价449元。 模型功能每月9.9元或999元会员费
接入模型	豆包大模型、扣子专业版、语音识别、语音合成	多种大模型，如OpenAI、Gemini、Claude等	通用大模型+垂直小模型。 通用大模型：Minimax、豆包、智谱、ChatGPT等 国内外模型 垂直小模型：开源模型 fine-tune。
教育/陪伴功能	积极回应复杂问题，鼓励的互动方式，内置中英文双语两个角色。一问一答，不支持一次性的多轮对话，不能自动唤醒。	克隆家长的声音，增加互动的真实感。对话，讲故事、讲百科，解答知识性提问；支持多语言能力，可以做口语陪练，扮演特定角色与孩子对话，AI套件可以升级旧玩具。	可以根据孩子的个性和需求提供定制化声音和性格的AI角色，支持多语言互动。可以与孩子共同编写故事。能感知情绪变化，并给出相应回应。有仿生记忆功能，可以在互动中持续学习和适应。

数据来源：FoloToy 官网，淘宝 APP，广发证券发展研究中心

（四）阿里影业：“IP2B2C”模式的中国最大 IP 授权代理平台

阿里影业的IP衍生品业务以IP授权代理平台“阿里鱼”为主体，孵化了潮流生活品牌“另物KOILAND”、潮玩品牌“锦鲤拿趣KOITAKE”、众筹平台“造点新货”。阿里鱼基于阿里集团生态提供“IP2B2C”的IP运营全链路服务。

IP端，阿里鱼平台聚合了宝可梦/Hello Kitty/功夫熊猫/黑神话等动漫游戏IP、国家博物馆/颐和园/卢浮宫等艺术文创IP、三丽鸥/Kakao Friends/52TOYS/泡泡玛特等潮

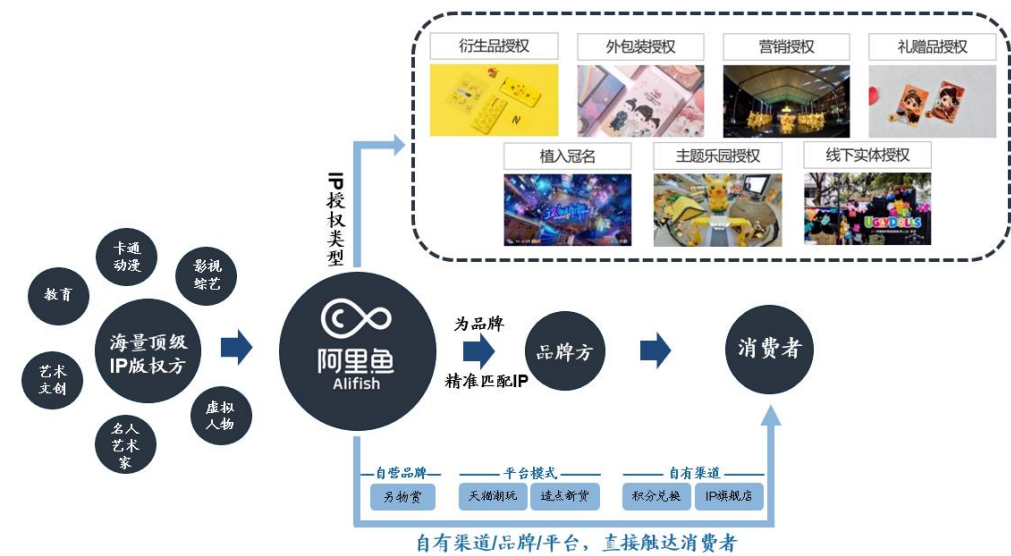
玩IP、《侏罗纪世界》/《甄嬛传》/《这就是街舞》等影视剧综IP、哈佛大学/耶鲁

大学等教育文化IP、CBA/昆仑决等体育赛事IP，授权类型涵盖衍生品授权、外包装授权、礼赠品授权、营销授权、线下实体授权、主题公园授权、植入冠名等。

To B端，阿里鱼直连天猫/淘宝的10万+品牌卖家和4亿+活跃买家，基于店铺粉丝人群的电商消费行为、品牌偏好、媒体关注等数据，通过大数据技术匹配海量商户和优质IP。为商家提供从IP素材开发到设计监修报审、从渠道产品供给到整合营销支持的全链路专业服务。

To C端，锦鲤拿趣以影视综漫IP为核心开发衍生潮玩品，造点新货平台先后上线《流浪地球2》、《长月烬明》、《哪吒之魔童闹海》等官方授权周边众筹项目，打破了中国文娱类众筹记录。

图 35：阿里鱼商业模式



数据来源：阿里鱼官网，广发证券发展研究中心

阿里鱼的核心竞争力，一是聚合了海量全球顶级IP的各类版权，二是与阿里集团生态协同、提供“IP2B2C”的开发运营全链路服务。根据License Global，阿里鱼在全球授权代理方的零售额排名从2023年的第25名上升至2024年的第11名，是中国最大的IP授权代理平台，已积累丰富的IP授权合作经验和规模优势。

表 6：国际头部授权代理方

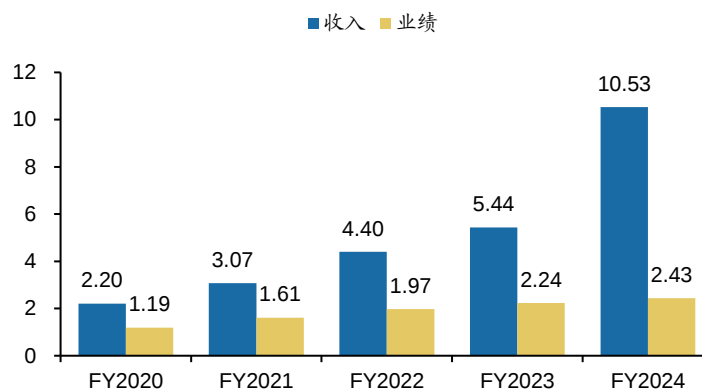
公司	2023 年零售额 (亿美元)	合作授权方类型	合作授权方（部分）
IMG	172	娱乐、体育、食品、饮料和汽车等	游戏：《愤怒的小鸟》《彩虹六号》《刺客信条》等；网红：Like Nastya；体育：谷爱凌、约恩·博格等
CAA Brand Management	138.3	汽车、流媒体、餐饮快消等	汽车：捷豹、路虎；流媒体：网飞；餐饮：可口可乐、百威；
Beanstalk	101	艺术、博物馆、大学、游戏	大都会艺术博物馆、俄亥俄州立大学；游戏：动视(使命召唤等)、微软、育碧等
LMCA	77.3	电子、家电、PC	惠普、柯达、西屋、嘉实多等；
Brand Central	39	快消、宠物产品	卡夫亨氏、玛氏箭牌
Global Icons	39	汽车、快消	兰博基尼、阿普利亚、雪铁龙； 美国邮政
WildBrain CPLG	36	儿童文学/影视、电影、游戏	天线宝宝、俄罗斯方块、索尼影业等
CLC	35.4	体育、大学	美国大多数顶级学院和大学、运动会品牌
Brandgenuity	30	汽车、市场、美妆快消、体育	宝马、Dr. Scholl's、美国国家橄榄球联盟球员协会、联合利华等
The Joester Loria Group	28	餐饮、快消、汽车、动画形象	麦当劳、百事可乐；丰田；米菲等
阿里鱼	27.5	动漫、潮流 IP	三丽鸥、chiikawa

数据来源：Licensing Global，各公司官网，广发证券发展研究中心

依托国内高速发展的谷子市场、阿里鱼丰富的IP资源以及“IP2B2C”商业链路，阿里鱼在过去几年增长强劲。24财年H1，阿里影业的IP衍生品及其他业务分部实现收入6亿元、业绩1.8亿元（业绩=收入-销售及市场费-已分配相关分部的销售及市场费），其中阿里鱼的收入同比增长超40%，近五年转授权业务收入的复合增速

近60%。自2023年，阿里鱼获得了三丽鸥旗下Hello Kitty、美乐蒂、蛋黄哥、酷洛米、布丁狗、Chiikawa等26个知名IP在中国大陆制造及销售商品的五年独家代理权，通过推进内容开发、商品联名、整合营销、线下活动等方式加速三丽鸥IP的曝光度及商业变现。根据三丽鸥发布的《整合报告书2024》，中国大陆地区的销售额从21财年的40亿日元增长至23财年77亿日元，贡献利益从21财年的32亿元快速增长至23财年62亿元。

图 36: 阿里影业IP衍生及商业化分部的收入和业绩（亿元）



数据来源：阿里影业财报，广发证券发展研究中心

备注：分部业绩=收入-销售及服务成本-已分配相关分部的销售及市场费。

三、投资建议

供给侧改善和消费理念升级，驱动2024年国内谷子市场火热增长。从国产内容的IP转化率来看，我国谷子产业依然潜在较大空间。内容IP开发方面，关注**上海电影**（加速经典动画IP的价值再开发）、**奥飞娱乐**（围绕动漫IP开发潮玩新品、AI玩具）、**阅文集团**（网文IP领军者，衍生品增速亮眼）；IP授权运营方面，关注**阿里影业**（拥有中国最大的IP授权代理平台“阿里鱼”）；IP衍生品创销方面，关注**泡泡玛特**（IP推新、海外扩张、产品拓维驱动公司成长）、**华立科技**、**汤姆猫**、**风语筑**。

表 7：A股和港股的“谷子”相关标的

公司名称	公司代码	IP 相关业务布局
广博股份	002103.SZ	深耕文创领域，与多部国内外知名 IP 合作，开发文创文具及二次元周边。旗下文创时尚品牌“kinbor”为国内头部手账品牌。
实丰文化	002862.SZ	拥有“智能电动玩具、IP 动漫衍生品玩具、潮流玩具”三大主要产品线，目前获得宝可梦、奶龙、蛋仔派对、贪吃蛇大作战、超级飞侠等热门 IP 授权，产品品类包含电动玩具、场景套装玩具等。
奥飞娱乐	002292.SZ	拥有多个经典动漫 IP 版权，如《巴啦啦小魔仙》《喜羊羊与灰太狼》等。自有潮玩品牌玩点无限，与世界之外、阴阳师、崩坏：星穹铁道等多个 IP 合作开发周边产品。
华立科技	300144.SZ	专注于游戏游艺设备及 IP 衍生品开发，积极布局线下娱乐场景与二次元 IP 结合，销售宝可梦等 IP 相关手办、玩具，通过将二次元 IP 与游戏产业结合，推出多种相关产品。
星辉娱乐	002468.SZ	拥有多元 IP 授权，涵盖赛事、汽车、游戏领域；国内获得车企授权最多的玩具衍生品厂商之一
姚记科技	002605.SZ	通过投资卡牌交易平台 Card Hobby 和宝可梦卡牌代理，切入二次元周边市场。旗下姚记潮品拓展卡牌、徽章等品类，合作热门 IP 如《盗墓笔记》《天官赐福》。
风语筑	603466.SH	IP 主题融入文化及品牌数字化体验空间，通过全息影像、裸眼 3D、CGI 特效等技术手段，以及 AR/VR/MR、4K/8K 超高清视频等媒介形式，打造商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务。
上海电影	601595.SH	拥有《大闹天宫》《葫芦兄弟》等经典 IP。收购上影元，IP 运营能力提升。
中信出版	300788.SZ	成立动漫事业部加速推进动漫文创战略。已与环球影城达成小黄人、功夫熊猫衍生品合作，获得“靠送的茉莉莲”等 IP 的衍生品运营授权。
光线传媒	300251.SZ	国内动画电影行业标杆，《哪吒 2》等热门动画电影 IP 版权方
汤姆猫	300459.SZ	围绕“会说话的汤姆猫家族”IP 布局线上移动应用、动漫影视等优质内容与衍生品等，推出汤姆猫 AI 情感陪伴机器人，AI+IP+玩具未来可期。
中文在线	300364.SZ	打造“网文连载+IP 衍生同步开发”的创作模式。拥有国内头部动漫 IP “罗小黑”。
泡泡玛特	09992.HK	潮玩行业龙头，全产业链布局，IP 设计与分销一体。旗下拥有多个形象 IP 版权，产品品类不断更新，对外广泛联名。
名创优品	09896.HK	渠道优势显著，IP 联名频繁，旗下 TOP TOY 为独立潮玩品牌
阅文集团	00772.HK	多端协同、一体开发的 IP 全产业链联动运营机制。在衍生品领域卡牌业务重点突破，推出《庆余年》《全职高手》《诡秘之主》《斗破苍穹》等 IP 的盲盒、手办、软周等一系列作品，不断拓展 IP 衍生品授权范围及规模。
布鲁可	00325.HK	专注于拼搭角色类玩具的设计、研发和销售。通过基于自有 IP 和授权 IP 开发拼搭角色类玩具，在谷子经济的玩具细分领域具有较强实力。
卡游	H01962.HK	国内 TCG 卡牌龙头，开发《小马宝莉》《哪吒 2》《奥特曼》等多款热门 IP 卡牌产品，具备较强的 IP 挖掘与运营实力。
阿里影业	01060.HK	旗下阿里鱼是中国最大的 IP 授权代理平台，获得三丽鸥等多个国际头部 IP 版权代理资格。孵化了潮流生活品牌“另物 KOILAND”、潮玩品牌“锦鲤拿趣 KOITAKE”、众筹平台“造点新货”。IP2B2C 业务全流程打通。
羚邦集团	02230.HK	内容发行+IP 版权代理业务布局，拥有《咒术回战》《蓝色监狱》等热门日本动画 IP 的大陆地区版权代理资格。

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

宏观经济下行，国内消费市场整体疲软。

影视剧、游戏、动漫等内容项目的市场表现存在不确定性。

谷子市场竞争加剧，上市公司的业绩可能会不及预期。

AI玩具的性能升级和商业化应用进展缓慢。

行业监管风险。

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。