

行业研究 | 行业深度研究 | 商贸零售

# 拆解三丽鸥探讨 IP 零售变现价值



## 报告要点

从我们对于三丽鸥的深度拆解来看，1) 单一 IP 具备潮流性，驱动不确定性增长，多元的 IP 组合有望熨平经营波动，助力确定性的增长；2) 从受众基础看，IP 的流量效应早已验证。针对三丽鸥旗下 Hello Kitty 等 IP 形象的复盘可以发现，美国、东亚市场对 IP 接受度高，名创等公司在海外市场推 IP 具备天然受众基础；3) IP 零售产业链中，IP 授权方所具备的品牌力与零售渠道方所具备的渠道力、运营能力同等重要，且在海外，IP 零售的渠道价值更为彰显。建议关注名创优品等具备多元 IP 运营能力和海外扩张能力个股。

## 分析师及联系人



邓文慧



曹晶

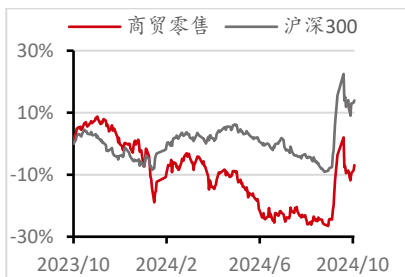
SAC: S0590522060001 SAC: S0590523080001

## 商贸零售

# 拆解三丽鸥探讨 IP 零售变现价值

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《商贸零售：9月社零同比+3.2%，高于市场预期》2024.10.19
- 2、《商贸零售：8月社零同比+2.1%，增速环比回落》2024.09.16



扫码查看更多

### ➤ IP 授权产业：逆势吸引客流为抓手

在产品销售越来越难的环境中，能够占领用户心智、具备引流能力的品牌资产是珍贵的。而兴趣消费趋势下，IP 所拥有的高附加值逐渐被年轻消费者认可，IP 授权正成为流量抓手。从历史经验看，日本的角色产业在战后经济稳定的 20 世纪 70 年代迎接发展，在 90 年代迅速增长至 2 万亿日元；Hello Kitty 背后的母公司三丽鸥从上世纪 70 年代以来持续成长，在经济承压期间依然逆势提升销售收入。我们认为 IP 授权的背后是出借品牌价值，IP 授权方与零售企业合作成就双赢。

### ➤ IP 授权市场：千亿中国市场展现良性迹象

根据 Licensing International 数据，2023 年全球授权商品和服务销售额有望突破 3565 亿美元，同比增长 4.6%，消费者持续证明自身对喜爱的品牌与角色的忠诚度。聚焦中国市场，2019 年中国授权商品和服务的销售收入为 104 亿美元，同比增长 9.7%，是全球增速最快的市场之一。整体看，中国授权市场仍处在起步阶段，对标美国 568 美元的人均消费额（中国 9.8 美元/人），发展空间大。从三丽鸥视角出发，其在中国市场已实现多元化的角色组合，此举有望带来更稳定持续增长。

### ➤ 拆解三丽鸥看 IP 运营：IP 矩阵导向稳定的增长

**1) 从受众基础看，IP 的流量效应早已验证。**从针对三丽鸥旗下 Hello Kitty 等 IP 形象的复盘可以发现，美国、东亚市场对 IP 接受度高，以此推算，名创等公司在海外市场推 IP 具备天然受众基础。**2) 从变现的稳定性来看，单一 IP 具备潮流动性，IP 矩阵导向稳定的增长。**虽然从三丽鸥收入简单推算，单一 IP 的销售天花板高达约 70 亿元人民币/年，但业绩/股价的不稳定直接暴露单一 IP 的潮流动性，由不稳定的增长导向稳定增长的破局关键在于 IP 矩阵的建立。

### ➤ 拆解三丽鸥看 IP 零售变现：品牌与渠道并重

梳理全球主要形象授权收入，可以清晰看出 IP 核心变现价值集中于商品零售。遍历三丽鸥发展沿革，产品销售（渠道布局）为基，IP 授权助力全球变现是三丽鸥多年成长经验，IP+渠道是美日市场经验所在。且从 IP 零售的产业链利润分配来看，美国市场的零售渠道价值更高。另外，从三丽鸥海外拓展经验来看，营销先行，给予合作商设计自由+在实践中寻求商业模式最优解是扩张成功关键。

### ➤ 投资建议：关注具备 IP 运营能力的相关企业

从我们对于三丽鸥的深度拆解来看，1) 单一 IP 具备潮流动性，驱动不确定性增长，多元的 IP 组合有望熨平经营波动，助力确定性的增长；2) 从受众基础看，IP 的流量效应早已验证；3) IP 零售产业链中，IP 授权方所具备的品牌力与零售渠道方所具备的渠道力、运营能力同等重要，且在海外，IP 零售的渠道价值更为彰显。建议关注名创优品等具备多元 IP 运营能力和海外扩张能力个股。

**风险提示：**宏观经济增长放缓风险；零售复苏不及预期风险；新市场开发不及预期风险等。

## 正文目录

1. 弱市之下当我们谈及 IP .....	5
1.1 IP 授权正成为客流抓手 .....	5
1.2 IP 产业具备逆周期属性 .....	5
2. 商品零售为 IP 核心变现来源 .....	6
2.1 全球市场：千亿美元市场空间 .....	6
2.2 中国市场：千亿市场持续成长 .....	8
2.3 三丽鸥视角观市场：中国展现良性迹象 .....	10
2.4 IP 核心变现价值集中于商品零售 .....	11
3. 拆解三丽鸥看 IP 零售变现：渠道价值不可忽略 .....	12
3.1 从业务布局看 IP 零售变现：品牌意义与渠道价值并重 .....	12
3.2 从股价看 IP 业务的稳定性：单一 IP 驱动不确定的增长 .....	16
3.3 从三丽鸥美国看海外扩张：渐进式寻求商业模式最优解 .....	20
3.4 从利润分配看渠道价值：零售店对于美国 IP 销售至关重要 .....	23
4. 行业前瞻及投资建议：关注名创优品等个股 .....	25
4.1 行业前瞻：IP 与渠道互相成就 .....	25
4.2 投资建议：关注名创等个股 .....	25
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：日本角色授权市场在上世纪 90 年代仍逆势增长 .....	6
图表 2：三丽鸥收入在 1990S 实现增长 .....	6
图表 3：2023 年 IP 市场销售额达 3565 亿美元，同比增长 4.6% .....	7
图表 4：2023 年娱乐/角色行业仍然是授权市场份额最大类别 .....	8
图表 5：2019 年美加两国授权商品服务消费额占 58% .....	8
图表 6：从 2019 年增速看，亚洲市场快速崛起 .....	8
图表 7：IP 授权在中国仍有较大机会 .....	9
图表 8：IP 授权在中国仍有较大机会 .....	9
图表 9：IP 在消费决策中影响力上行 .....	9
图表 10：89% 的用户愿意为 IP 支付溢价 .....	9
图表 11：三丽鸥在北美市场的许可业务发展良好 .....	10
图表 12：亚洲（不含日本，含中国）授权市场体量不低 .....	10
图表 13：三丽鸥在北美、亚洲市场的许可业务重回增长（亿日元） .....	11
图表 14：全球形象授权收入排行榜 .....	11
图表 15：全球形象授权收入拆分（亿美元） .....	12
图表 16：三丽鸥自成立以来创造超 450 个角色 .....	13
图表 17：三丽鸥业务涉及产品销售、主题乐园及许可业务 .....	13
图表 18：三丽鸥 FY2023 销售额分布（亿日元） .....	14
图表 19：FY2023 三丽鸥产品销售及 IP 授权收入比约 6:4 .....	15
图表 20：三丽鸥本土以产品销售为基，海外用 IP 变现 .....	15
图表 21：从日本与亚洲市场对比来看，三丽鸥 IP 授权业务经营利润率明显高于产	

品销售的经营利润率 .....	15
图表 22: IP 授权业务的难以预见性使得公司实际业绩往往偏离公司指引.....	16
图表 23: 三丽鸥历史股价复盘.....	17
图表 24: 三丽鸥净利率波动较大, 股价与业绩同频.....	17
图表 25: 三丽鸥海外销售高度依赖 Hello Kitty .....	18
图表 26: 依赖单一 IP, 三丽鸥销售收入波动 .....	18
图表 27: 从盈利能力变化看三丽鸥战略转向.....	19
图表 28: 全公司范围内 Hello Kitty 销售占比下滑.....	19
图表 29: 玉桂狗位居 2024 年三丽鸥人气 TOP 1 .....	19
图表 30: 2000-2024 年间三丽鸥人气 TOP 5 变迁.....	20
图表 31: 三丽鸥于 1976 年进军美国市场 .....	21
图表 32: FY2024 三丽鸥分地区销售额 .....	21
图表 33: FY2015-FY2023 三丽鸥分地区销售额.....	22
图表 34: FY2015-FY2023 三丽鸥分地区经营利润.....	23
图表 35: 从不确定的增长到确定性的增长的三支箭.....	23
图表 36: 零售店对于美国的产品分销至关重要.....	24
图表 37: IP 销售产业链不同环节利润分配 .....	24

## 1. 弱市之下当我们谈及 IP

### 1.1 IP 授权正成为客流抓手

收入预期及消费环境的变化给各消费企业带来压力，消费力的变化和消费理念的变迁倒逼企业重新定位客群、持续思考如何持续触及转向的消费者、逆势增强与消费者的链接。站在企业的视角，产品销售难度上行，销售成本费用增加，但消费者仍愿意为兴趣消费买单，从消费中获得自我价值认可感；当传统的消费企业遇见消费理念的转向，消费品牌正以 IP 为流量抓手重新参与市场竞争。

消费环境变迁背景下，消费者越来越需要极具说服力的理由去购买可选品，IP 授权正成为吸引客流的方式。IP 授权自带追随者，极具设计化的外观创造购物理由。我们认为 IP 即品牌价值，IP 授权即出借品牌价值。在产品销售越来越难的当下，能够占领用户心智的品牌资产是珍贵的，IP 授权方与消费零售企业合作是品牌与渠道的强强联合。

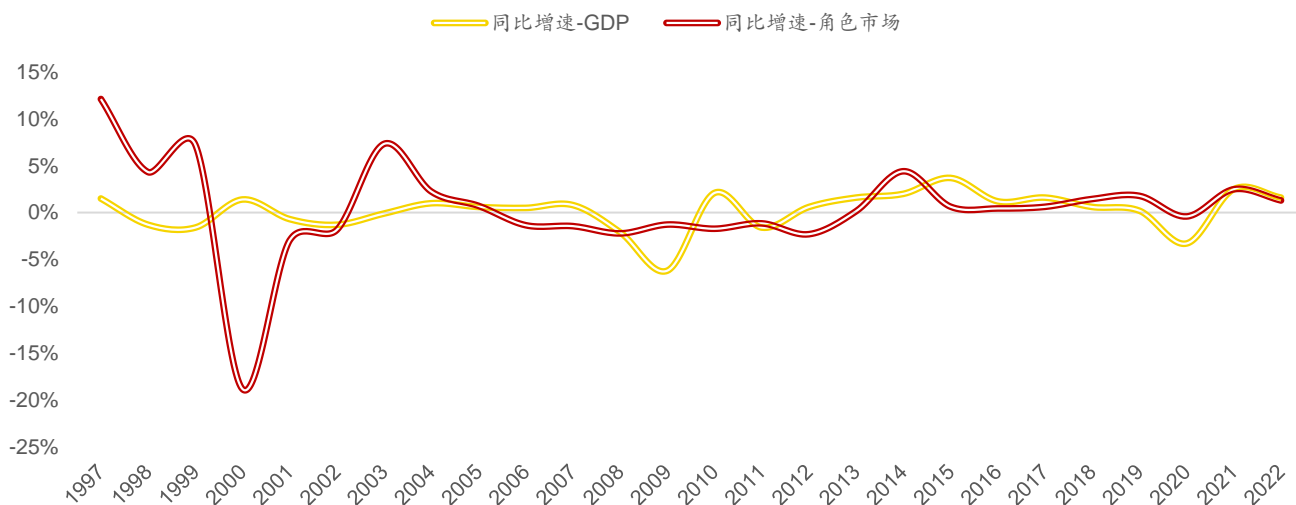
### 1.2 IP 产业具备逆周期属性

**IP 产业在经济逆风期具备韧性。**从产业的视角看，日本的角色产业在战后经济稳定的 20 世纪 70 年代迎接发展，在日本经济明显承压的 90 年代迅速增长至超 2 万亿日元的产业。从公司的视角看，Hello Kitty 背后的母公司三丽鸥从上世纪 70 年代以来持续成长，在经济下行期间依然逆势提升销售收入。

**消费者仍愿意为 IP 及背后的情绪价值买单。**从消费者出发，回溯日本消费者愿意为角色产品及 IP 周边买单的原因在于他们在角色中寻求安慰。根据 Charaken 2004 年的调查，55.9%的人在角色产品中寻求安心，37.6%表示“它”让自己感觉很亲切。消费者把角色视为一种存在，帮助其缓解压力并放松。

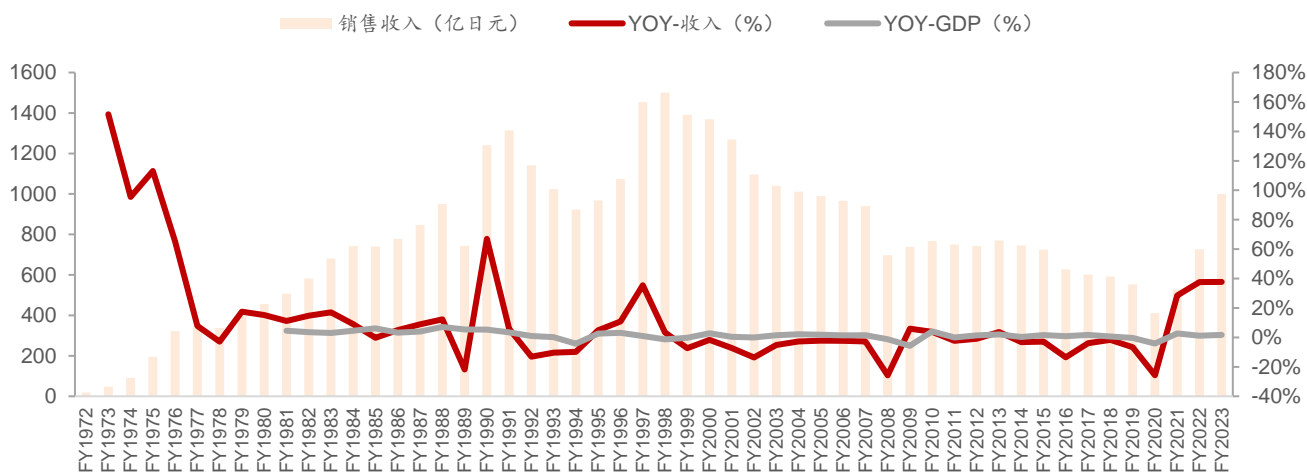


图表1：日本角色授权市场在上世纪 90 年代仍逆势增长



资料来源：矢野研究所，世界银行，国联证券研究所

图表2：三丽鸥收入在 1990S 实现增长



资料来源：三丽鸥公告，国联证券研究所

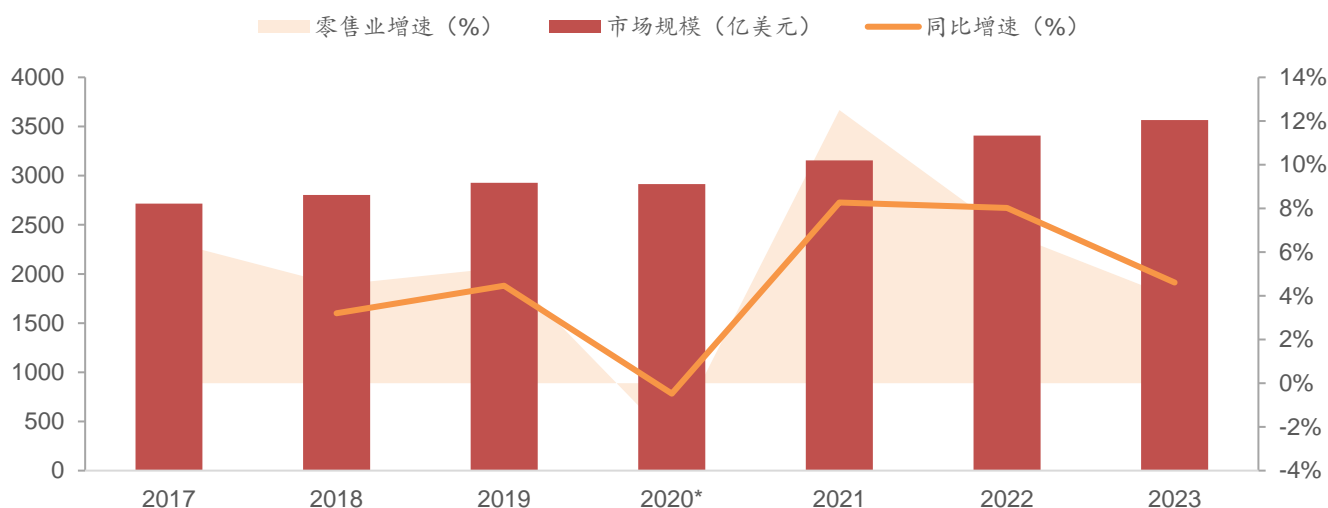
## 2. 商品零售为 IP 核心变现来源

### 2.1 全球市场：千亿美元市场空间

**IP 为千亿美元大市场。**IP 相关产业近年来发展迅速，我们观察到愈来愈多品牌以 IP 为抓手来提升产品销售及品牌知名度。根据 Licensing International 披露的数据，2023 年全球授权商品和服务销售额有望突破 3565 亿美元，较 2022 年增长 4.6%，行业整体表现将再次优于全球零售市场，消费者持续证明自身对喜爱的品牌、

角色和内容的忠诚度比以往都高。

图表3：2023年IP市场销售额达3565亿美元，同比增长4.6%



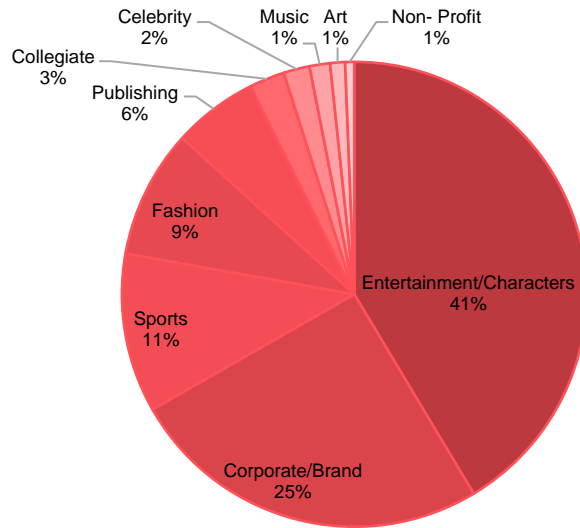
资料来源：Licensing International, eMarketer, 国联证券研究所

注：由于疫情影响，Licensing International 没有发布 2020 年具体数据，图中数据为我们后续推算所得

娱乐/角色行业仍然是 IP 市场份额最大的类别。从消费场景看，娱乐行业是 IP 授权市场份额最大的类别，2019 年市场总额为 1283 亿美元，占到全球授权市场的 43.8%。时尚行业市场总额为 338 亿美元，占比 11.5%，排名第三。时尚行业细分品类中，服装 (15.1%)、玩具 (12.2%) 和时尚配饰 (11.9%) 领先，其中配饰 (+8.0%) 和服装 (+5.1%) 均表现出高于市场的增长和份额增长。



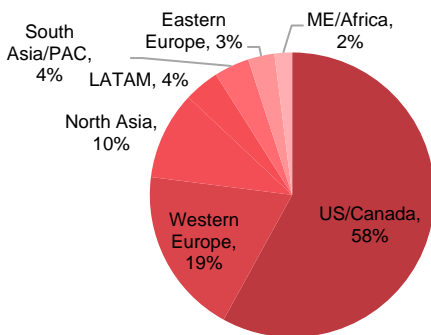
图表4：2023 年娱乐/角色行业仍然是授权市场份额最大类别



资料来源：Licensing International，国联证券研究所

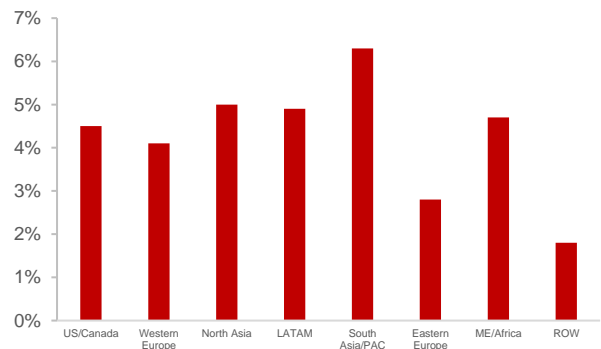
北美市场是 IP 最为成熟的市场，中国市场快速增长。从授权地区来看，北美市场是最大、IP 最为成熟的市场。2019 年美国 and 加拿大 IP 消费额达到 1699 亿美元，同比增长 4.5%，占据全球授权商品和服务消费总额的 58%。从增速看，北亚授权市场也在崛起，2019 年消费额同比增幅超过 5%，2023 年北亚市场增长率达 9.3%。其中，2023 年中国市场 (+9.6%) 和日本市场 (+9.8%) 的强劲增长助力北亚地区的增速保持领先。

图表5：2019 年美加两国授权商品服务消费额占 58%



资料来源：Licensing International，国联证券研究所

图表6：从 2019 年增速看，亚洲市场快速崛起

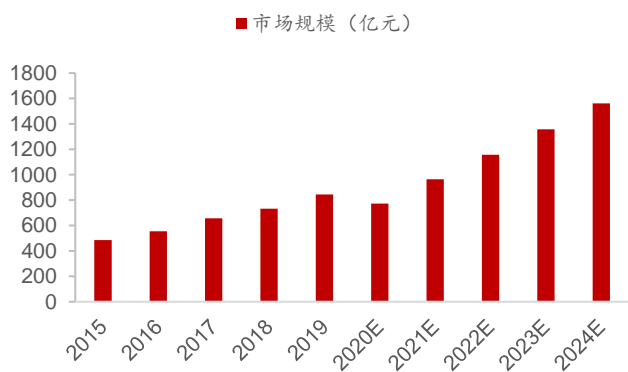


资料来源：Licensing International，国联证券研究所

## 2.2 中国市场：千亿市场持续成长

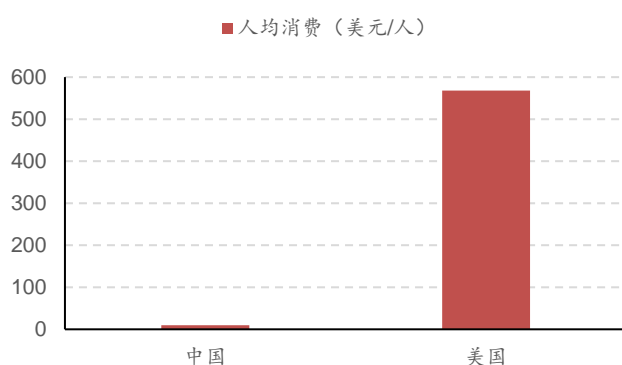
**千亿市场持续成长。**根据弗若斯特沙利文报告，IP 授权行业在中国拥有较大的增长机会。2019 年中国 IP 授权市场规模为 844 亿元，受持续增长的需求所推动，2024 年中国 IP 授权行业的市场规模预测在 1561 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 13.1%。国际授权业协会的数据作为印证，2019 年全球授权商品和服务的销售收入达 2928 亿美元，中国的收入为 104 亿美元，同比增长 9.7%，是全球增速最快的市场之一。整体看，中国授权业市场仍处在起步阶段，而作为全球消费的第二大市场，中国发展的潜力和空间大。

图表7: IP 授权在中国仍有较大机会



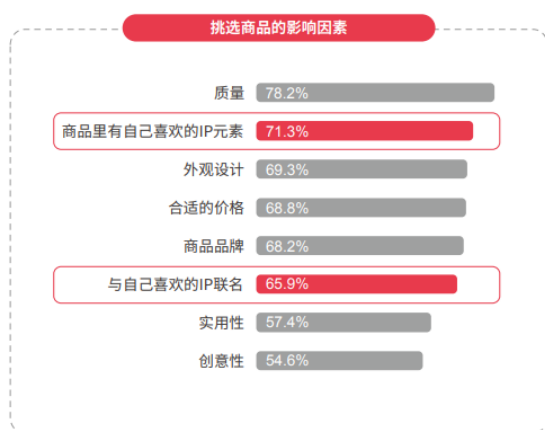
资料来源: F&S, 国联证券研究所

图表8: IP 授权在中国仍有较大机会



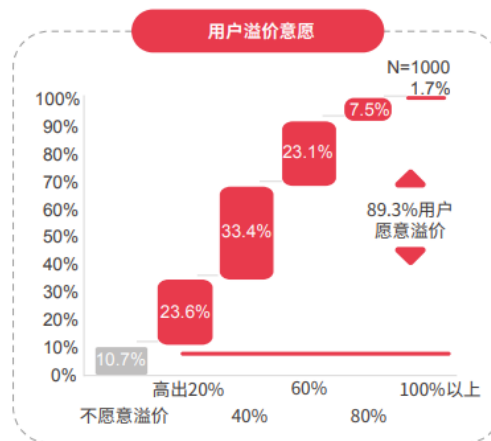
资料来源: licensing international, 国联证券研究所

图表9: IP 在消费决策中影响力上行



资料来源:《阿里鱼消费品与营销项目授权报告》, 国联证券研究所

图表10: 89%的用户愿意为 IP 支付溢价



资料来源:《阿里鱼消费品与营销项目授权报告》, 国联证券研究所

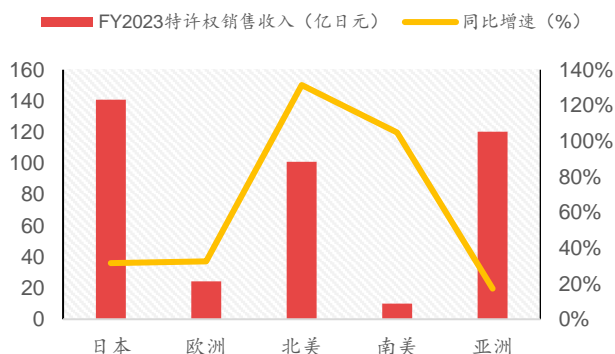
**消费需求变迁驱动 IP 市场规模继续扩张。**伴随着千禧一代和 Z 世代逐渐成长为中国消费主力军，消费趋势正在逐渐由功能性需求向个人情感需求升级。从 IP 视角观察，IP 所拥有的高附加价值被年轻消费者认可，其在用户心中的消费决策地位越

来越重。越来越多的消费品牌选择与 IP 合作，利用品牌授权、跨界联名等方式快速打开市场空间。根据阿里鱼调研结果，年轻消费者对于 IP 商品具备溢价意愿，认可 IP 商品拥有的高附加价值，但溢价比例需要控制在 60% 以内。

### 2.3 三丽鸥视角观市场：中国展现良性迹象

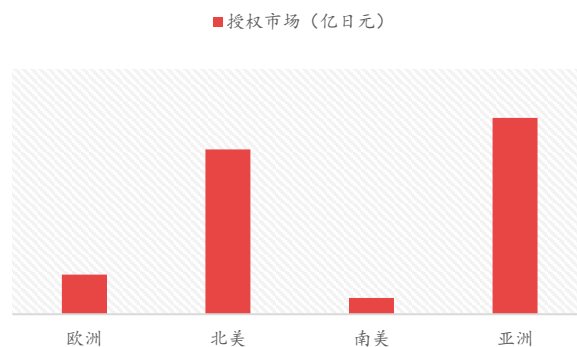
**北美授权业务高速增长，中国市场展现良性迹象。**2023 财年，三丽鸥北美授权业务实现 131% 的高速增长，延续 2021 年以来的强劲增长势头，三丽鸥持续的收入增长验证 IP 在北美市场的价值空间和线下渠道的 IP 变现能力。2023 财年，三丽鸥亚洲市场许可业务增速走向缓和，但是某一时点的增速并不能说明全部问题，动态来看，亚洲市场在角色多元化方向显现良性势头，如在中国，Hello Kitty、库洛米、玉桂狗和美乐蒂的市场份额已然相当，多元化的角色组合有望带来更稳定持续增长。且三丽鸥新一轮的中期计划也是指出，中国有望成长为仅次于北美的增长第二快市场。

图表11：三丽鸥在北美市场的许可业务发展良好



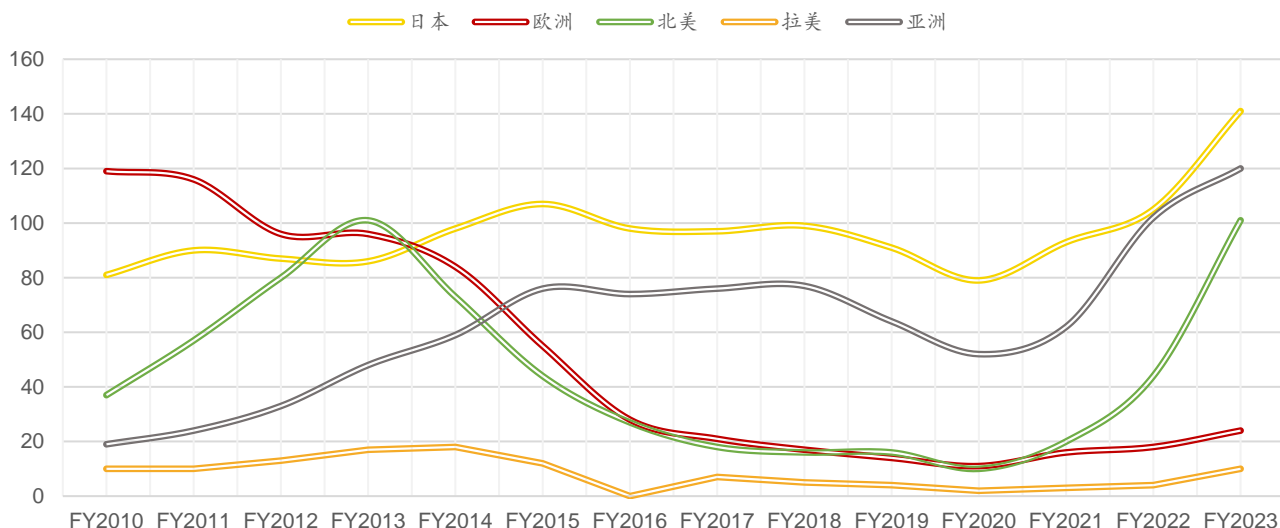
资料来源：三丽鸥公告，国联证券研究所

图表12：亚洲（不含日本，含中国）授权市场体量不低



资料来源：三丽鸥公告，国联证券研究所

注：此处数据为从三丽鸥授权费简单反推授权市场体量，仅供参考

**图表13：三丽鸥在北美、亚洲市场的许可业务重回增长（亿日元）**


资料来源：三丽鸥公告，国联证券研究所

## 2.4 IP 核心变现价值集中于商品零售

**核心变现价值集中于衍生品。**梳理全球主要形象授权收入，可以清晰看出 IP 商业化变现方式的多元性，变现可包含开发发行到营销衍生制作等各个环节，但 IP 核心变现价值仍聚焦于衍生商品、视频游戏、票房、漫画四大品类。

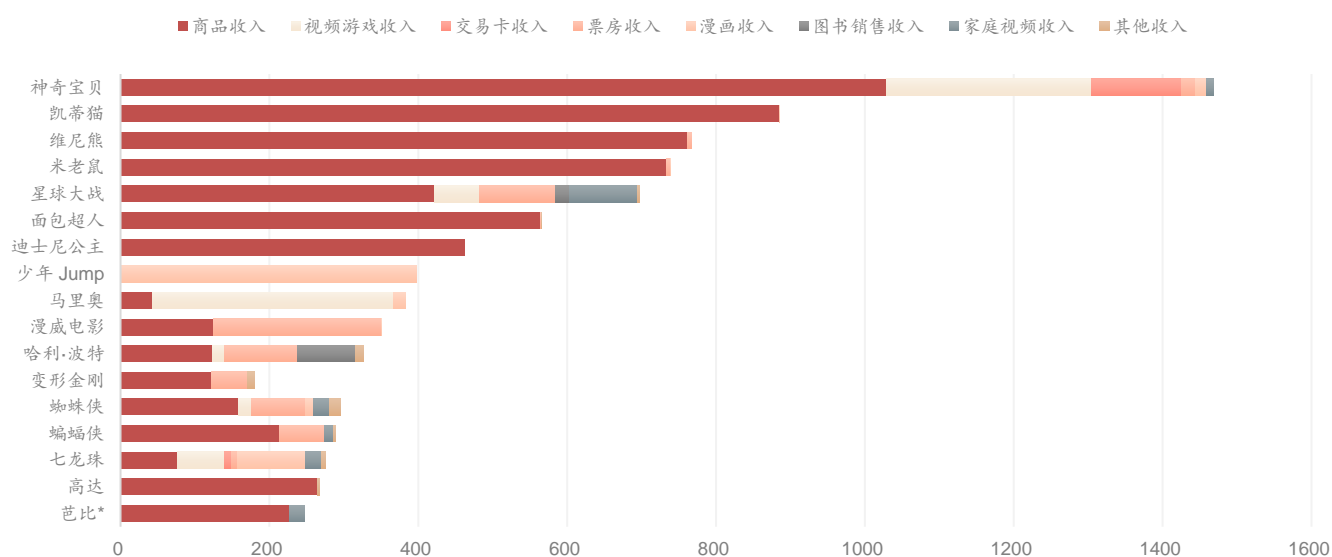
**图表14：全球形象授权收入排行榜**

	特许经营权	开始年份	主要收入来源	原始媒体
1	神奇宝贝	1996 年	商品	电子游戏
2	凯蒂猫	1974 年	商品	卡通角色
3	维尼熊	1924 年	商品	图书
4	米老鼠	1928 年	商品	动画片
5	星球大战	1977 年	商品	电影
6	面包超人	1973 年	商品	漫画
7	迪士尼公主	2000 年	商品	动画片
8	马里奥	1981 年	视频游戏	电子游戏
9	少年 Jump	1968 年	漫画	漫画
10	哈利·波特	1997 年	票房	小说
11	漫威电影	2008 年	票房	电影
12	蜘蛛侠	1962 年	商品	漫画
13	高达	1979 年	商品	动画片
14	蝙蝠侠	1939 年	商品	漫画

15	七龙珠	1984 年	漫画	漫画
16	芭比	1959 年	商品	动画电影
17	北极星之拳	1983 年	视频游戏	漫画
18	赛车总动员	2006 年	商品	动画电影
19	玩具总动员	1995 年	商品	动画电影
20	航海王	1997 年	漫画	漫画
21	指环王	1937 年	图书销售	小说
22	詹姆斯邦德	1953 年	票房	小说
23	游戏王	1996 年	交易卡	漫画
24	花生	1950 年	商品	漫画
25	变形金刚	1984 年	商品	动画片

资料来源：SR, TitleMax, 国联证券研究所

图表15：全球形象授权收入拆分（亿美元）



资料来源：TITLEMAX, 国联证券研究所

### 3. 拆解三丽鸥看 IP 零售变现：渠道价值不可忽略

#### 3.1 从业务布局看 IP 零售变现：品牌意义与渠道价值并重

**围绕形象IP布局多元业务板块。**三丽鸥公司成立于1960年，公司以“**One World, Connecting Smiles**”为愿景，主要从事礼品策划及销售、IP 授权业务、主题公园等多项业务。与我们熟知的迪士尼等内容 IP 创作者不同，三丽鸥旗下的许多角色都是形象 IP 出身，以产品销售、产品设计而出名。自成立至今，三丽鸥拥有超过 450 个

角色，其中不乏 Hello Kitty、美乐蒂、库洛米、大耳狗等知名 IP 形象。

图表16：三丽鸥自成立以来创造超 450 个角色



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表17：三丽鸥业务涉及产品销售、主题乐园及许可业务



资料来源：公司公告，国联证券研究所

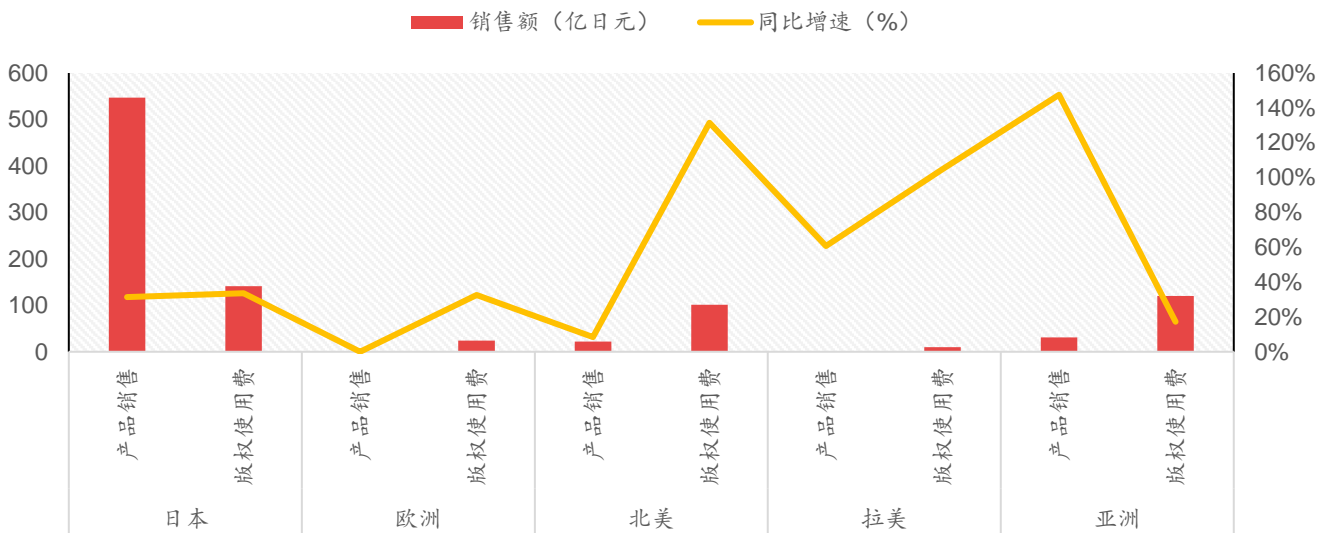
产品销售为基，IP 授权助力全球变现。



**1) 授权业务营业利润率高达 70%。**拆解三丽鸥 2023 财年数据，门店渠道的产品销售是公司收入大头，FY2023 公司产品销售收入在总收入中占比 60%，其中本土市场更为倚仗产品销售收入，占比持续稳定在 80%左右。IP 授权这种轻资产模式是公司海外扩张的重要方式，2024 财年其在欧洲、拉美等地的收入几乎完全依赖 IP 授权收入，亚洲、欧美等市场也是 80%的收入来源于 IP 授权。拆分利润水平来看，产品销售业务因为其重资产属性盈利能力较差，营业利润率一般不到 10%，而授权业务得益于轻资产属性，营业利润率高达 70%。

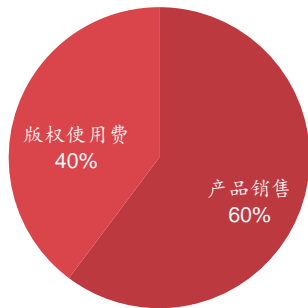
**2) 渠道价值不可忽视。**遍历三丽鸥长周期成长沿革可知，公司一度大幅转型 IP 授权模式，刻意降低产品销售收入占比，但结果并不如意。从这个结果反推：产品销售业务及背后的渠道对于 IP 变现或具有明显价值意义。分析底层原因来看，IP 授权模式资产轻、盈利能力高但业绩可预见性差；产品销售模式虽然资产较重，但是实体门店是角色链接客户的主要平台，对于公司感知消费温度、培养角色与粉丝有重要意义，没有产品销售渠道难言持续的授权收入。进一步探讨，IP 授权方与 IP 被授权方，到底谁是真正的赢家？我们倾向认为是二者是利益共同体，但渠道商比 IP 授权方拥有更多选择权。

图表 18：三丽鸥 FY2023 销售额分布（亿日元）



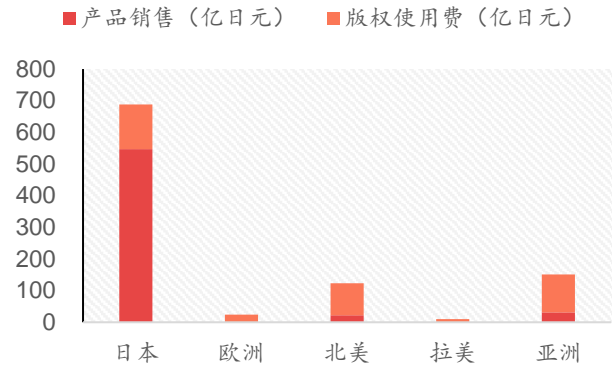
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表19: FY2023 三丽鸥产品销售及 IP 授权收入比约 6:4



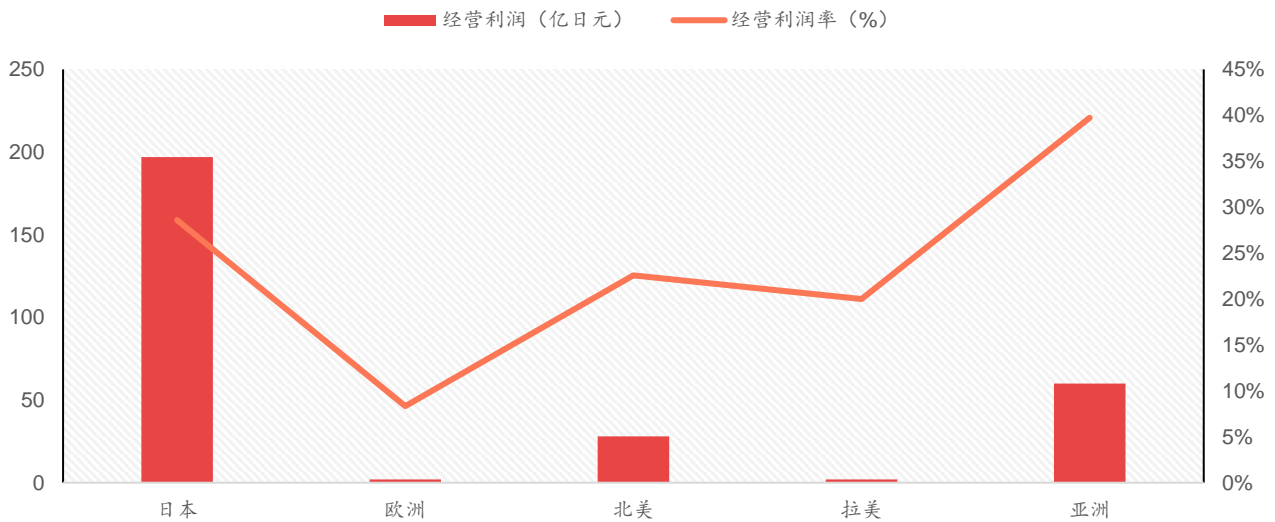
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表20: 三丽鸥本土以产品销售为基, 海外用 IP 变现



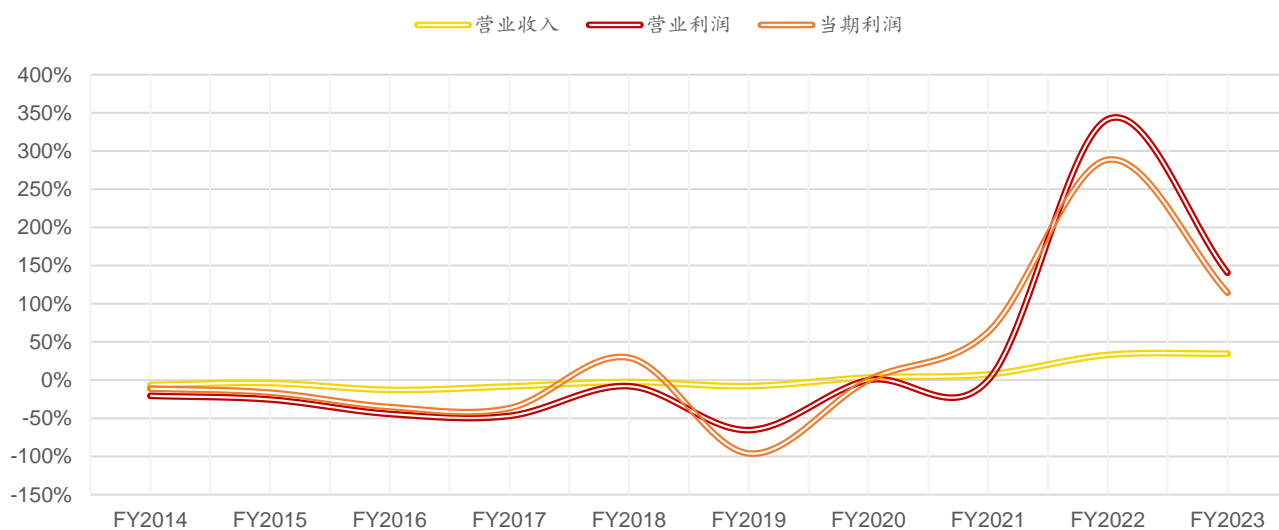
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表21: 从日本与亚洲市场对比来看, 三丽鸥 IP 授权业务经营利润率明显高于产品销售的经营利润率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表22: IP 授权业务的难以预见性使得公司实际业绩往往偏离公司指引



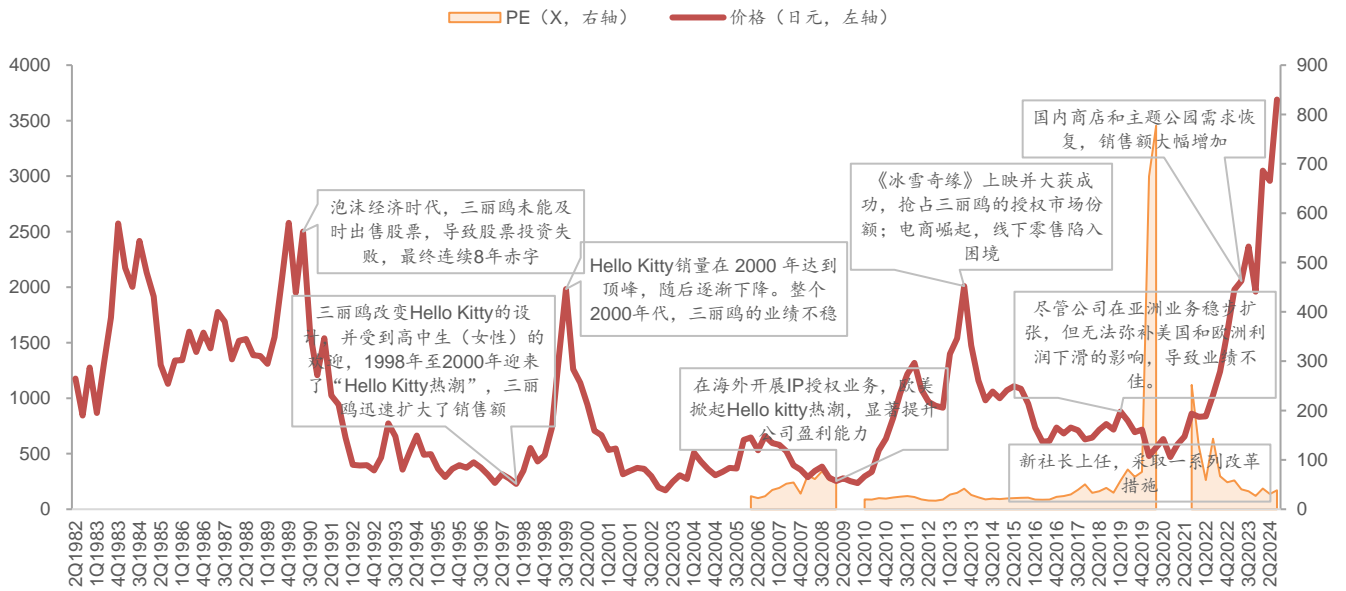
资料来源:公司公告,国联证券研究所

注:图中数据为各指标实际完成额与公司指引额之间偏差

### 3.2 从股价看 IP 业务的稳定性: 单一 IP 驱动不确定的增长

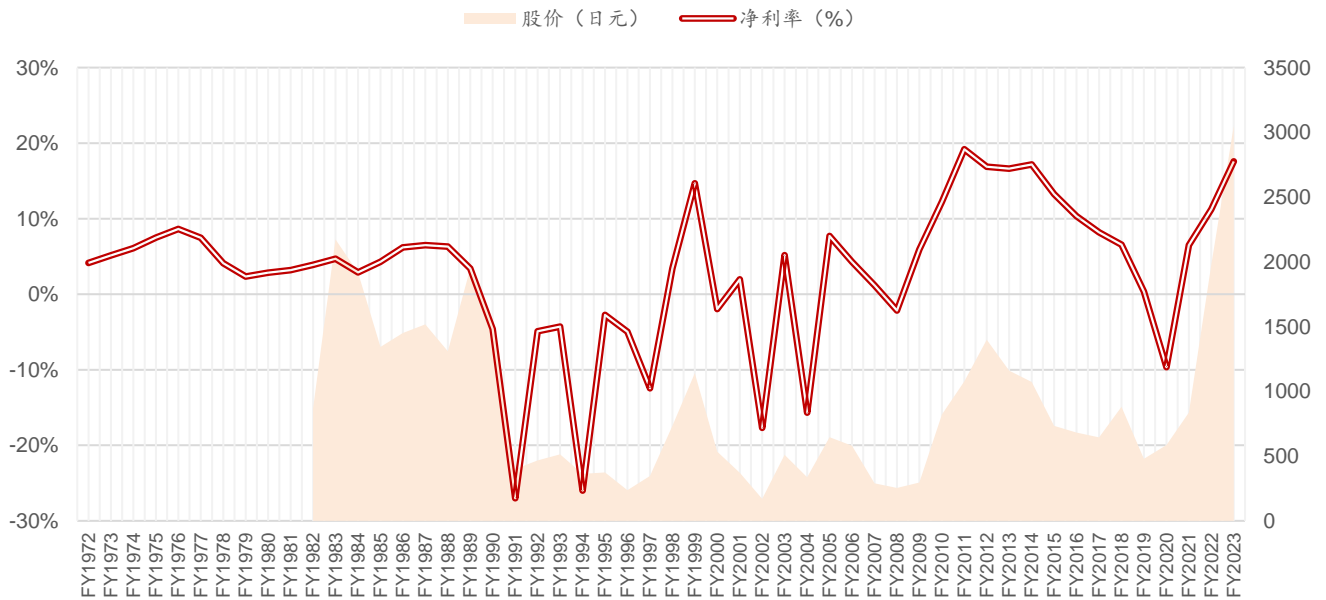
前期依赖单一 IP, 业绩、股价波动大。疫情前, 三丽鸥每轮股价上行几乎均是核心形象 Hello Kitty 直接驱动。20 世纪 90 年代末, 日本初、高中女生及年轻女白领掀起 Hello Kitty 热潮, 三丽鸥的销售额一度扩大到 1500 亿日元左右, 营业利润约 180 亿日元, 驱动 1998-2000 年间的股价上涨。但是, 单一角色存在周期, 销量不可避免地经历起伏, 21 世纪初, Hello Kitty 在日本国内退潮, 三丽鸥业绩、股价下滑。2008 年公司转变海外业务模式, 在欧美等地开放以 Hello Kitty 为中心的产品授权业务, 2010 年前后, Hello Kitty 在欧美掀起狂潮, 授权商品呈现繁荣, 公司收入、盈利能力大幅增长。然而, 后续当迪士尼推出新角色时, 三丽鸥难以对抗, 沃尔玛等当地主要零售商的货架很快被新角色占领, 三丽鸥经营业绩开始下滑, 股价陷入低迷。

图表23：三丽鸥历史股价复盘



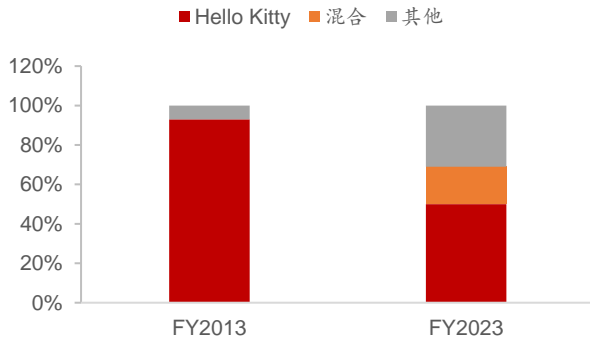
资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

图表24：三丽鸥净利率波动较大，股价与业绩同频



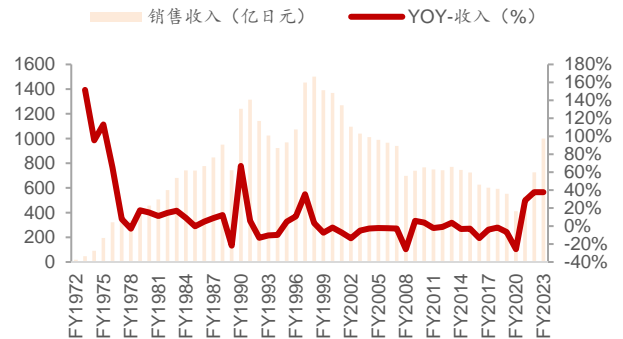
资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

图表25: 三丽鸥海外销售高度依赖 Hello Kitty



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

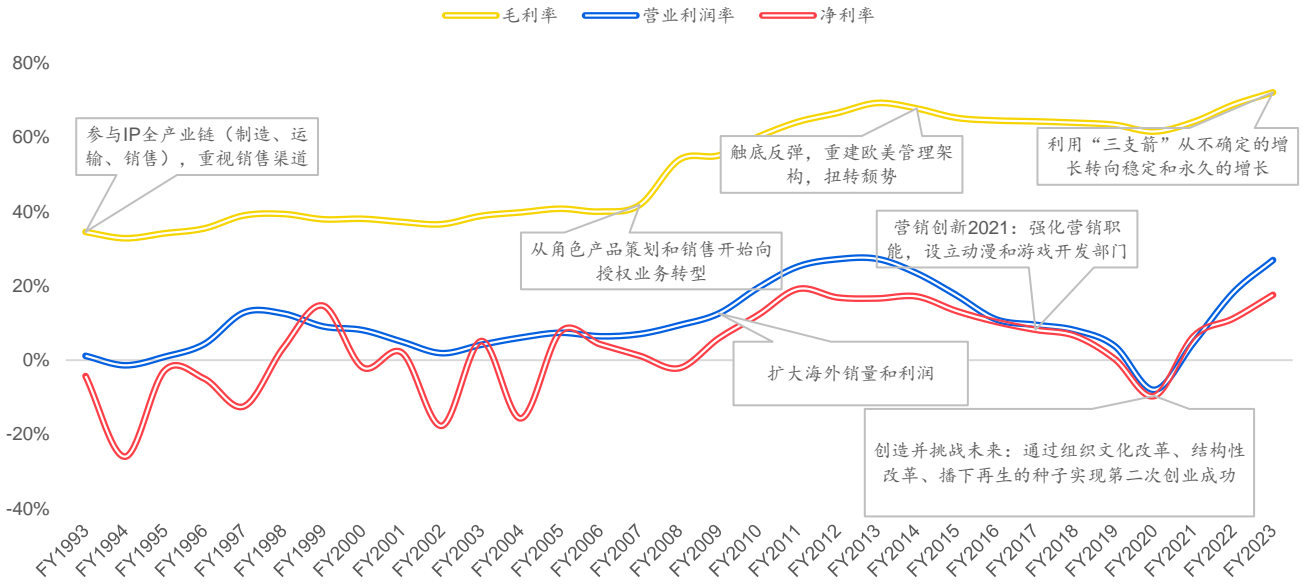
图表26: 依赖单一 IP, 三丽鸥销售收入波动



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

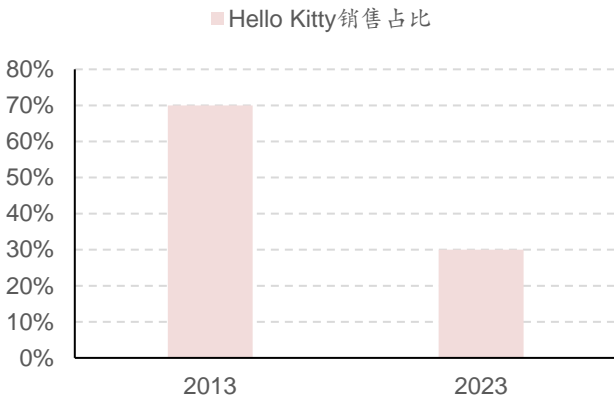
**V型复苏, 4年6倍股。**待2010年欧美掀起的Hello Kitty热潮结束后, 三丽鸥自2015年3月起连续7年销售额和利润下滑。疫情期间, 受新冠影响, 该公司被迫关闭门店和主题公园, FY2020公司成立26年来首次陷入亏损。然而, 亏损情况在紧接着到来的2021财年逆转, 业绩呈现持续好转态势, FY2023公司实现有史以来最高的营业利润。公司业绩的好转离不开疫情的消散, 此外, 公司自身积极变革预计也有较大助力。疫情前后, 公司制定“巩固基础、扭转局面”的三年期经营计划, 并推动, **1) 组织文化改革:** 通过部门重组明确职责, 重新审视评价体系, 同时对经营团队进行改革, 任命曾在东方绿地和波士顿咨询集团工作过的中冢涉担任常务执行董事, 并将管理层年龄降低10岁左右。**2) 全面导向利润:** 公司转向以利润为导向的战略, 减少商品数量并关闭不盈利的门店。**3) 摆脱Hello Kitty的单一依赖:** IP创造方面, 从单纯以Hello Kitty为主转向多角色战略。从结果看, 2024年三丽鸥人气角色大选中, 玉桂狗位居榜首, 其次是帕恰狗、库洛米, Hello Kitty仅排名第五。从销售额观察, FY2023海外销售构成发生显著变化, Hello Kitty仅占50%。

图表27：从盈利能力变化看三丽鸥战略转向



资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

图表28：全公司范围内 Hello Kitty 销售占比下滑



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：玉桂狗位居 2024 年三丽鸥人气 TOP 1



资料来源：公司公告，国联证券研究所



**图表30：2000-2024 年间三丽鸥人气 TOP 5 变迁**

	TOP 1	TOP 2	TOP 3	TOP 4	TOP 5
2000 年	HelloKitty	美乐蒂	布丁	DEAR DANIEL	小双星
2001 年	HelloKitty	美乐蒂	布丁	DEAR DANIEL	小双星
2002 年	HelloKitty	美乐蒂	DEAR DANIEL	小双星	布丁
2003 年	HelloKitty	小双星	大耳狗	美乐蒂	布丁
2004 年	HelloKitty	小双星	大耳狗	美乐蒂	DEAR DANIEL
2005 年	HelloKitty	Charmmy Kitty	大耳狗	小双星	美乐蒂
2006 年	HelloKitty	Charmmy Kitty	大耳狗	美乐蒂	库洛米
2007 年	HelloKitty	Charmmy Kitty	美乐蒂	小双星	大耳狗
2008 年	HelloKitty	美乐蒂	Charmmy Kitty	小双星	Sugarbunnies
2009 年	HelloKitty	小双星	美乐蒂	Charmmy Kitty	Sugarbunnies
2010 年	美乐蒂	小双星	HelloKitty	布丁	库洛米
2011 年	美乐蒂	小双星	HelloKitty	布丁	大耳狗
2012 年	HelloKitty	美乐蒂	小双星	大耳狗	布丁
2013 年	HelloKitty	美乐蒂	布丁	小双星	大耳狗
2014 年	美乐蒂	SHOW BY ROCK	大耳狗	蛋黄哥	美乐蒂
2015 年	布丁	SHOW BY ROCK	大耳狗	蛋黄哥	美乐蒂
2016 年	布丁	大耳狗	美乐蒂	蛋黄哥	HelloKitty
2017 年	大耳狗	布丁	美乐蒂	HelloKitty	蛋黄哥
2018 年	大耳狗	布丁	YOSHIKITTY	HelloKitty	美乐蒂
2019 年	HelloKitty	大耳狗	布丁	美乐蒂	帕恰狗
2020 年	大耳狗	布丁	帕恰狗	美乐蒂	HelloKitty
2021 年	大耳狗	布丁	帕恰狗	美乐蒂	库洛米
2022 年	大耳狗	布丁	库洛米	帕恰狗	美乐蒂
2023 年	大耳狗	布丁	库洛米	帕恰狗	HelloKitty
2024 年	大耳狗	帕恰狗	库洛米	布丁	HelloKitty

资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

### 3.3 从三丽鸥美国看海外扩张：渐进式寻求商业模式最优解

**拐点时刻，坚定进行海外扩张。**早在 20 世纪 80 年代，公司国内业务面临转折时点，三丽鸥便开始拓展海外业务。从海外拓展思路来看，公司率先布局欧美、中国香港、新加坡、韩国等消费高地的线下渠道，并在中国、泰国和马来西亚建立工厂，寻求成本的降低。时至今日，三丽鸥已经成长为全球性企业，其在欧洲、美洲和亚洲设有约 10 个分支机构，并在 130 个国家和地区开展角色业务。

图表31：三丽鸥于1976年进军美国市场



资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

**营销先行，灵活满足本土需求。**早期三丽鸥或者说其代表角色 Hello Kitty 在美国得以声名鹊起的原因可归结于名人代言。20 世纪 90 年代，Hello Kitty 凭借 Christina Aguilera、Lisa Loeb、Tyra Banks 和 Mariah Carey 等名人喜爱而取得第一波受众；2005 年，Hello Kitty 又因 Britney Spears 的宣传而显著提升品牌知名度。营销之上，本土化的产品也是三丽鸥在海外成功的关键。三丽鸥给予合作伙伴角色设计自由，允许被授权方灵活创造适合每个国家的设计。

图表32：FY2024 三丽鸥分地区销售额



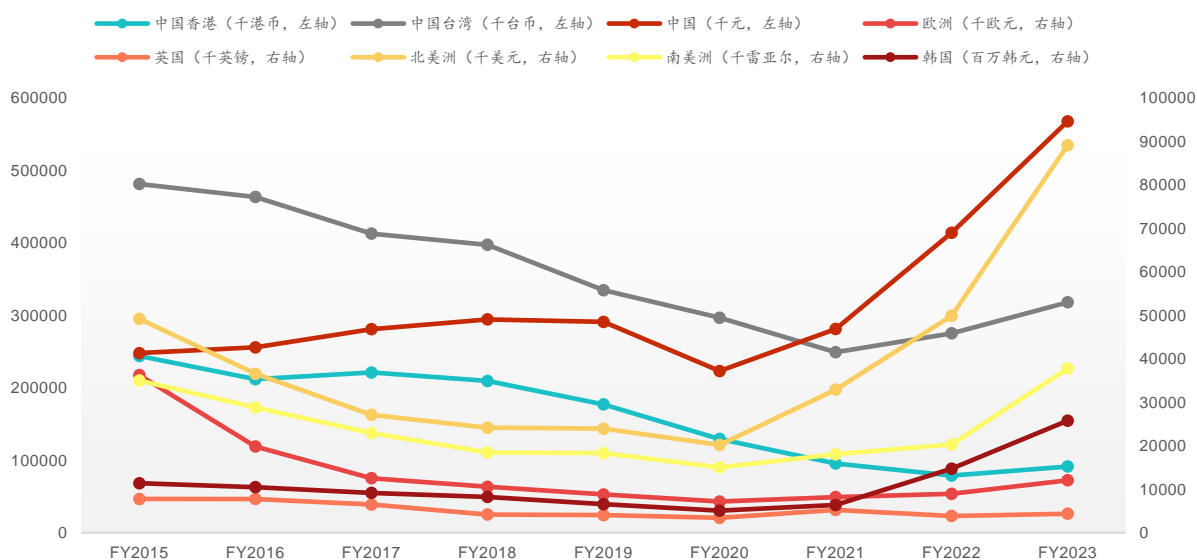
资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

**循序渐进，寻求商业模式最优解。**海外扩张初期（20 世纪 70 年代-20 世纪 90 年代），三丽鸥在海外复制日本国内商业模式，如同优衣库一样在纽约、旧金山等地设立商店。21 世纪开始，公司本土化更进一步，开始建立百货商店或者玩具反斗城等分销网络，自身更多承担供应商角色，如针对美国市场开发专门产品并为美国的 40 家直营店和 3500 家分销网络供应产品；2008 年及之后，三丽鸥海外市场由产品

销售转向授权模式，借助强大的线下零售商力量扩大三丽鸥的声量并获取更高利润率水平。

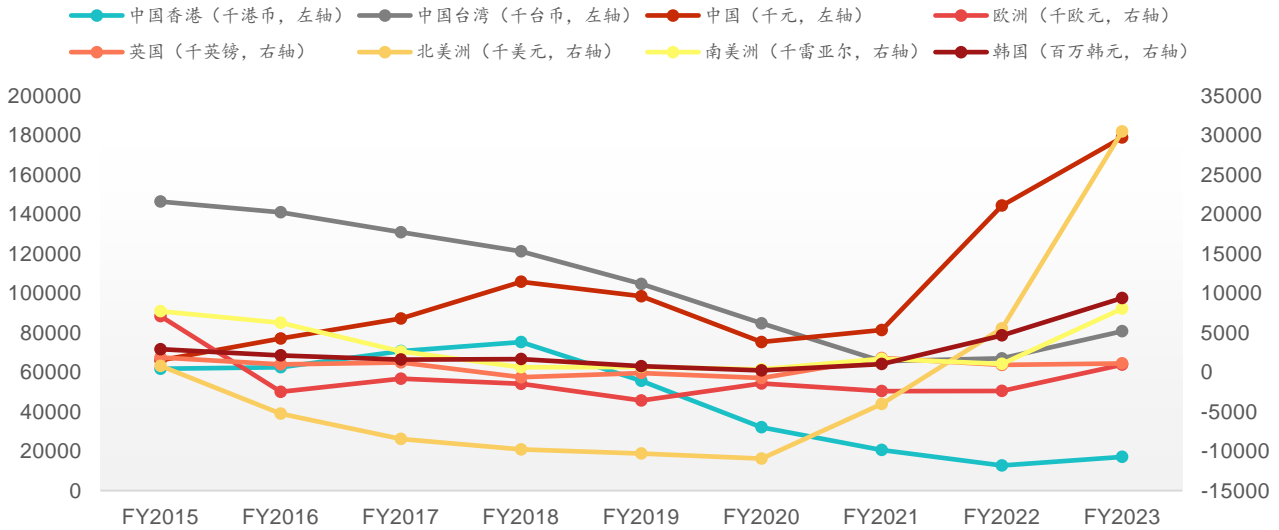
**海外业务存在脆弱性。**海外明星的宣传带动 Hello Kitty 在 2010 年到 2014 年间的销量增长，三丽鸥于 2014 年实现阶段性利润高点。但此后，受到竞争加剧、Hello Kitty 生命周期、分销渠道倒闭等因素冲击，公司的销售额、利润持续下滑。回溯过往经验，从不确定的增长到确定性的增长关键点在于多元化的品牌组合。

图表33: FY2015-FY2023 三丽鸥分地区销售额



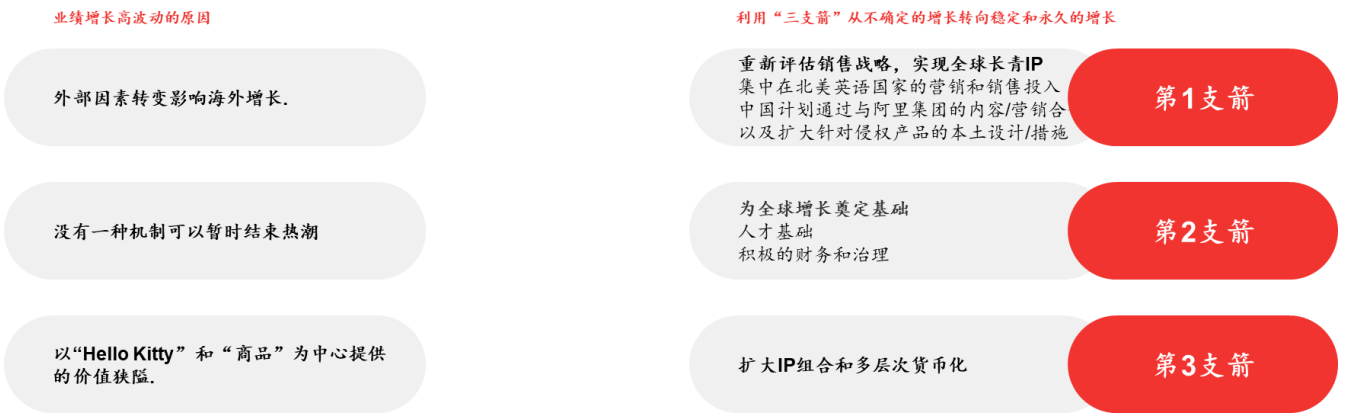
资料来源：三丽鸥公司公告，国联证券研究所

图表34: FY2015-FY2023 三丽鸥分地区经营利润



资料来源: 三丽鸥公司公告, 国联证券研究所

图表35: 从不确定的增长到确定性的增长的三支箭



资料来源: 三丽鸥公司公告, 国联证券研究所

### 3.4 从利润分配看渠道价值: 零售店对于美国 IP 销售至关重要

线下零售店对于美国 IP 销售至关重要。我们参考日本贸易振兴机构调研数据来讨论美国 IP 零售渠道。美国的 IP 相关零售终端企业主要包括沃尔玛、塔吉特等大型零售商, 以及 Hop Topic、Barnes & Noble 等在内的专卖店。当某个角色具备一定的知名度时, 首先考虑的是与跟粉丝群体动向相吻合的专卖店合作, 而后切入沃尔玛等大型零售商, 创造更大的销售额。此外, Sanrio USA 还积极尝试与 Forever 21 的快闪活动以扩充粉丝群。

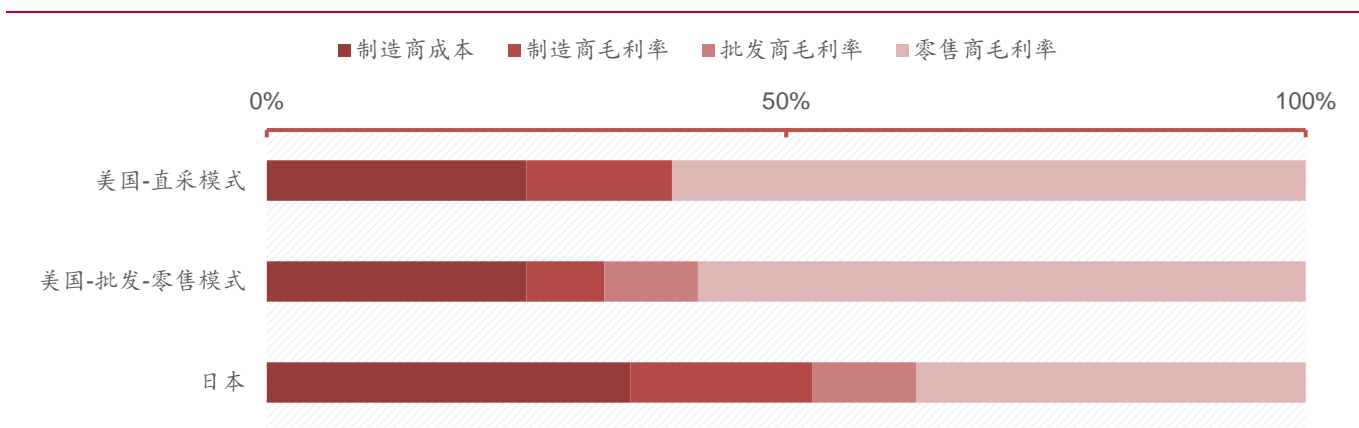
图表36: 零售店对于美国的产品分销至关重要



资料来源: 日本贸易振兴机构洛杉矶办公室, 国联证券研究所

**美国零售终端的毛利率更高。**同样援引日本贸易振兴机构调研数据, 日本和美国IP销售产业链上成本与利润存在较大差异。在日本, IP被授权方(制造商)主要负责与零售商建立关系, 终端零售商毛利率在35%-40%; 而在美国, IP相关产品销售更依赖零售渠道, 终端零售商毛利率可高达55%-62%。

图表37: IP销售产业链不同环节利润分配



资料来源: 日本贸易振兴机构洛杉矶办公室, 国联证券研究所

## 4. 行业前瞻及投资建议：关注名创优品等个股

### 4.1 行业前瞻：IP 与渠道互相成就

**IP 正成为重要的流量抓手。**零售消费环境的变化给各消费企业带来压力，在产品销售越来越难的当下，能够占领用户心智、具备引流能力的品牌资产是珍贵的。而兴趣消费趋势下，IP 所拥有的高附加价值逐渐被年轻消费者认可，其在用户心中的消费决策地位越来越重。IP 的授权与联名越发具备价值，我们认为 IP 授权的背后是出借品牌价值，IP 与消费零售企业合作是品牌与渠道的强强联合。

我们尝试多维拆解三丽鸥以还原 IP 零售背后的价值变现。

**1) 从受众基础看，IP 的流量效应早已验证。**从针对三丽鸥旗下 Hello Kitty 等 IP 形象的复盘可以发现，美国、东亚市场对 IP 接受度高，名创等公司在海外市场推 IP 具备天然受众基础。

**2) 从变现模式看，IP 背后的渠道价值不可忽视。**梳理全球主要形象授权收入，可以清晰看出 IP 核心变现价值集中于商品零售。以三丽鸥的业务布局为例，遍历三丽鸥发展沿革，产品销售（渠道布局）为基，IP 授权助力全球变现是三丽鸥多年成长沉淀的经验，IP+渠道是美国、日本市场经验所在。

**3) 从变现的稳定性来看，单一 IP 具备潮流性，IP 矩阵导向稳定的增长。**疫情前，三丽鸥每轮股价上行几乎均是核心形象 Hello Kitty 直接驱动，虽然从三丽鸥收入简单推算，单一 IP 的销售体量天花板高达约 70 亿元人民币/年，而业绩/股价的不稳定直接暴露单一 IP 的潮流性。疫后，公司自身积极进行组织文化改革+全面导向利润+摆脱 Hello Kitty 的单一依赖助力公司成就 4 年 6 倍股。

**4) 从 IP 零售的产业链利润分配来看，美国市场的零售渠道价值更高。**在日本，IP 被授权方(制造商)主要负责与零售商建立关系，终端零售商毛利率在 35%-40%；而在美国，IP 相关产品销售更依赖零售渠道，终端零售商毛利率可高达 55%-62%。

### 4.2 投资建议：关注名创等个股

**关注具备 IP 运营能力和强渠道的相关个股。**从我们对于三丽鸥的深度拆解来看，

1) 单一 IP 具备潮流性，驱动不确定性增长，多元的 IP 组合有望熨平经营波动，助力确定性的增长；2) 从受众基础看，IP 的流量效应早已验证。从针对三丽鸥旗下 Hello Kitty 等 IP 形象的复盘可以发现，美国、东亚市场对 IP 接受度高，名创等公司在海



外市场推 IP 具备天然受众基础；3) IP 零售产业链中，IP 授权方所具备的品牌力与零售渠道方所具备的渠道力、运营能力同等重要，且在海外，IP 零售的渠道价值更为彰显。建议关注名创优品等具备多元 IP 运营能力和海外扩张能力个股。

## 5. 风险提示

**宏观经济增长放缓风险。**零售行业受宏观经济影响较大，若经济增长放缓超预期，将影响行业恢复。

**零售复苏不及预期风险。**若居民收入、消费意愿下行超预期，或将严重影响线下零售复苏。

**新市场开发不及预期风险。**下沉与出海逐渐成为零售行业共识，若新开拓市场与原有市场消费习惯差异过大，则新市场存在开发收效甚微风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联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。国联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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼