



Research and
Development Center

从潮玩巨头到全球 IP 生态平台的进化之路

—泡泡玛特(9992.HK)首次覆盖报告

2025年11月20日

姜文镪 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

泡泡玛特(9992. HK)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(港元)	206.6
52周内股价波动区间(港元)	67.5-339.8
最近一月涨跌幅(%)	-6.77
总股本(亿股)	13.43
流通H股比例(%)	100
总市值(亿港元)	2775

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从潮玩巨头到全球 IP 生态平台的进化之路

2025 年 11 月 20 日

本期内容提要:

- **核心观点:** 泡泡玛特已成功跨越潮玩产品公司阶段, 进化为一个以“IP 体系运营”为核心壁垒的全球性情感消费生态平台。其商业模式兼具高成长性、高盈利性和强壁垒三大特征。我们看好公司凭借 (1) 系统化的 IP 创造与运营能力; (2) 高效的全球化扩张与本地化执行; (3) 持续的产品与业态创新, 不断突破增长天花板。当前公司正处在业绩高速增长期, 预计 2025-2027 年归母净利润 CAGR 将接近 30%。
- **关键增量认知与市场差异:** (1) IP 体系化体系是核心壁垒, 而非单一 IP: 市场常担忧公司对 Molly 等头部 IP 的依赖。我们认为, 其真正的价值在于一套可复制的、从艺术家挖掘、IP 孵化、供应链管理到全域营销的闭环系统。Labubu、CRYBABY 等新 IP 的快速成功, 验证了该系统的有效性和可扩展性。(2) 全球化是能力变现, 而非单纯市场拓展: 公司海外业务的高增长, 尤其是北美市场高增长并非偶然, 是其成熟的品牌运营、产品力和 DTC 模式在海外市场的成功复制, 标志着公司从“中国潮玩品牌”向“全球文化娱乐品牌”的跃迁。(3) 生态化构建提升估值天花板: 乐园、游戏等娱乐生态的探索, 意味着公司正从“产品溢价”模式走向“体验溢价”和“内容溢价”模式, 其估值体系有望从消费品公司向泛娱乐平台切换。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预测公司 2025-2027 年经调整净利润为 139.25/194.8/236.25 亿元, 对应 EPS 为 10.37/14.51/17.59 元。当前股价对应 PE 为 18.33X/13.10X/10.80X。参考可比公司平均估值及公司的高成长性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 全球宏观经济下行风险; IP 生命周期管理不及预期风险; 海外市场拓展中的地缘政治及文化差异风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13038	40142	55377	66898
(+/-) (%)	107%	208%	38%	21%
经调整净利润(百万元)	3125	13925	19480	23625
(+/-) (%)	189%	346%	40%	21%
EPS(元)	2.36	10.37	14.51	17.59
P/E(倍)	34.95	18.33	13.10	10.80

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 11 月 19 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

1. 泡泡玛特：以 IP 为核、情感为魂，构筑全球化情感消费生态	4
1.1 核心壁垒：IP 工业化体系闭环，让创意持续高效变现	4
1.2 以组织升级撬动全球化情感消费生态的“第二增长曲线”	4
1.3 财务情况：IP “现金牛” 集群效应，财务飞轮驶入高速轨道	5
2. 情感消费崛起，潮玩赛道空间广阔	7
3. 三层驱动：IP 多元化、品类扩展、娱乐生态并举	9
3.1 用“多元形态”把 IP 做成全场景生活方式	9
3.2 供应链管理：东莞智能工厂构筑效率壁垒	13
3.3 全渠道销售与粉丝运营：数据驱动的精细化运营	14
4. 盈利预测与投资评级	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资评级	17
5. 风险提示	18

图目录

图 1：泡泡玛特发展里程碑事件	4
图 2：泡泡玛特组织架构升级示意图	5
图 3：泡泡玛特营业收入（百万元）	6
图 4：泡泡玛特经调净利润（百万元）	6
图 5：泡泡玛特期间费用率	6
图 6：泡泡玛特毛利率及经调净利润率	6
图 7：泡泡玛特分品类收入（百万元）	7
图 8：泡泡玛特分品类收入占比变化	7
图 9：2020-2025E 中国 IP 衍生品以 GMV 计市场规模（亿元）	8
图 10：2020-2029E 中国 IP 玩具以 GMV 计市场规模（亿元）	8
图 11：泡泡玛特合作艺术家矩阵	9
图 12：泡泡玛特热门 IP 手办	10
图 13：LABUBU 字母系列	10
图 14：哪吒系列盲盒	10
图 15：毛绒系列相关产品	11
图 16：积木相关产品	11
图 17：MEGA SPACE MOLLY 相关产品	12
图 18：POPOP 相关产品	13
图 19：泡泡玛特城市乐园	13
图 20：泡泡玛特海外机器人商店	14
图 21：泡泡玛特泰国旗舰店	14
图 22：泡泡玛特东京旗舰店	15
图 23：泡泡玛特分业务预测	17
图 24：可比公司估值对比	18

1. 泡泡玛特：以 IP 为核、情感为魂，构筑全球化情感消费生态

泡泡玛特是中国潮玩行业最早一批“破圈者”，也是迄今唯一完成“零售公司-IP运营平台-全球化情感消费生态”三级跃迁的公司。2010年，公司在北京欧美汇购物中心开出第一家潮流杂货铺，以“零售+渠道”思维快速复制，五年内门店突破100家，奠定线下触达能力。2020年12月，公司在港股挂牌，将故事主线从“卖玩具”升级为“运营IP”，市值一度冲破2000亿港元。2025年，泡泡玛特提出“情感消费生态”新战略，愿景从“中国潮玩第一股”升格为“全球文化娱乐巨头”，并启动IP多元化、品类扩展、娱乐生态“三层驱动”，正式拉开第三次跃迁序幕。至此，泡泡玛特已完成“渠道-IP-生态”的螺旋式上升，业务边界从“卖手办”拓展至“卖快乐、卖陪伴、卖文化”，形成难以复制的护城河。

图 1：泡泡玛特发展里程碑事件

时间	事件
2010年11月	创始人王宁在北京中关村欧美汇购物中心开出首家“泡泡玛特”。
2015年1月	在北京王府井apm购物中心推出全新LIFESTYLE概念旗舰店
2016年4月	签约设计师KENNY WONG（王信明）
2016年7月	首款潮流玩具产品Molly星座系列盲盒上市
2017年9月	举办北京国际潮流玩具展，是中国大陆地区首届大型潮流玩具展会
2018年4月	举办上海国际潮流玩具展，为亚洲地区规模最大的潮流玩具展会
2019年11月	天猫“双十一”当日销售额8212万元，斩获天猫玩具大类（玩具+模玩）第一名
2020年12月	于香港联交所主板挂牌上市（代码9992.HK），发行价38.5港元，上市首日市值突破1,000亿港元。
2023年9月	全球首个潮玩行业主题乐园——泡泡玛特城市乐园在北京朝阳公园开业。
2025年4月	组织架构升级，取消“泡泡国际”事业部，设大中华区/美洲区/亚太区/欧洲区四大区域总部，王宁亲任全球CEO，向“全球化情感消费生态”全面冲刺。

资料来源：公司官网、21世纪经济报道、北京市朝阳区国资委、泡泡范儿微信公众号、信达证券研发中心

1.1 核心壁垒：IP 体系运营闭环，创意高效变现

重视 IP 价值，体系化变现路径成熟。泡泡玛特深知IP是潮玩行业的源动力，因此用十年时间搭建一条覆盖“艺术家挖掘-设计-供应链-渠道-粉丝运营”的IP体系化流水线，实现从0到1、从1到N的快速复制。

艺术家挖掘层面，公司采用“全球艺术家共创+IP生态运营”模式，将本土潮流文化推向世界舞台。其旗下IP矩阵中，既有如MOLLY、SKULLPANDA等自有IP，也有与全球设计师共创的联名作品。泡泡玛特与日本知名设计师Kenny Wong合作推出的“MOLLY Dream Flight”系列，通过融合宇航元素与萌系造型，赋予经典IP新的生命力。截至2025年，泡泡玛特已与全球超200位艺术家建立合作，覆盖插画、雕塑、数字艺术等多个领域，形成多元化的创作生态。

全渠道销售层面，线下机器人商店+直营零售门店覆盖中国一至五线及海外核心商圈；线上拥有小程序、天猫官旗、抖音、得物、亚马逊、Shopee等官方阵地。

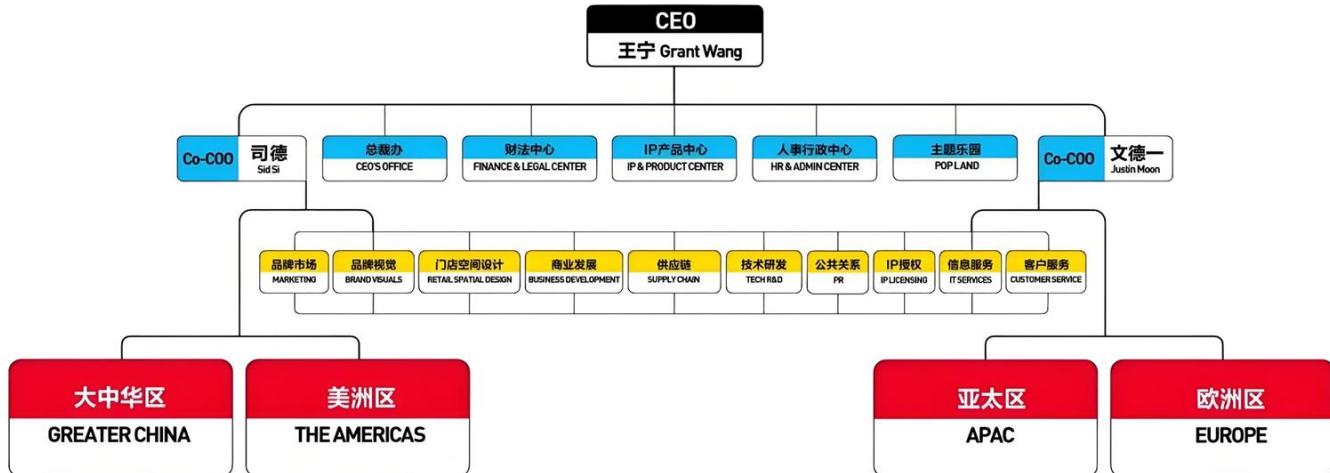
粉丝运营层面，公司把“抽盲盒”升级为“情感陪伴”，通过玩法升级及新产品迭代及周边衍生，让粉丝从“买”到“晒”再到“忠”。上述各个环节首尾相连、数据互通，形成“内容即商品、商品即内容”的闭环，确保泡泡玛特在爆款命中率、库存周转、资金效率三大指标上持续领先。

1.2 以组织升级撬动全球化情感消费生态

组织架构扁平化升级，全面匹配“情感消费生态”战略。2025年4月，伴随“全球化运营”新蓝图进入攻坚期，泡泡玛特在港交所上市后首次对组织架构实施“结构性

再造”。公司取消运行四年的“泡泡国际”独立板块，由 CEO 王宁亲自下沉一线，直接统管全球四大区域，将决策链路由“总部-国际事业部-国家代理”三级压缩为“总部-区域”两级，实现信息流、资金流、物流、人才流“四流合一”。同步设立大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区四大区域总部，并首次设置双联席 COO 制：由原首席运营官司德与全球渠道负责人文德一并列 Co-COO，分别负责“供应链与数字化”和“市场与本地化”，形成“一个大脑、两条快腿”的指挥中枢。此次升级既是对过去“单品类+单渠道”增长逻辑的主动告别，更是为未来“IP 多元化×品类扩展×娱乐生态”三层驱动提供敏捷组织底座，标志着泡泡玛特从“中国潮玩第一股”真正迈向“全球化情感消费平台”。

图 2：泡泡玛特组织架构升级示意图



资料来源：泡泡范儿微信公众号、信达证券研发中心

发展历程：从渠道为王、IP 运营到生态致胜的三级跃迁。

阶段一（2010—2019）：渠道红利期。泡泡玛特早期潮流百货为主业，16 年推出盲盒，转型潮玩赛道。推出“隐藏款+概率抽选”机制，盲盒溢价高达 500%。

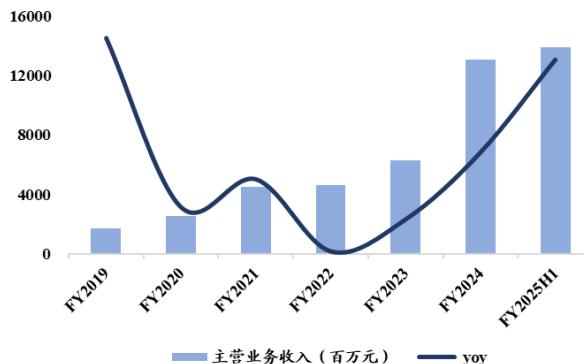
阶段二（2020—2023）：IP 运营期。公司登陆港股，将故事升级为“IP 运营平台”，签约 Molly、Dimoo、Skullpanda 等头部 IP，搭建起“艺术家挖掘-工业设计-供应链整合-全渠道销售-粉丝运营”的工业化闭环，海外收入占比由 3% 提升至 16.9%，验证 IP 跨文化变现能力。

阶段三（2024 至今）：生态致胜期。公司提出“情感消费生态”新战略，横向拓展乐园、游戏、影视，纵向深耕北美、欧洲、东南亚。此次组织架构升级正是“阶段三”的配套动作，通过扁平化、区域化、中台化改革，把“爆款能力”升级为“生态能力”，把“中国速度”复制为“全球速度”。

1.3 财务情况：IP “现金牛” 集群效应，财务飞轮驶入高速轨道

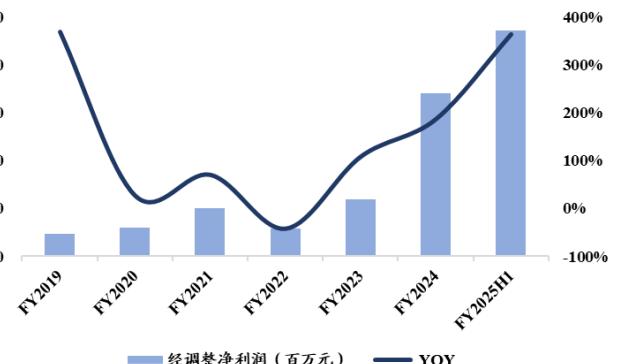
IP 商业能量集中引爆，盈利模型跳升新量级。2024 年，泡泡玛特首次出现“四大 IP 年营收超 10 亿元、13 大 IP 破亿元”的盛景，标志着公司从“单爆款依赖”正式跨入“IP 矩阵化”时代。旗舰 IP LABUBU 携 THE MONSTERS 家族全年贡献收入突破 30 亿元，同比增幅高达 726.6%；新晋黑马 CRYBABY 更以 1537.2% 的增速刷新行业纪录，验证公司“老 IP 长青+新 IP 蹤红”的持续孵化能力。受益于高毛利手办、毛绒与高端 MEGA 产品线同步放量，公司 2024 年主营业务收入达 130 亿元，经调整净利润 34 亿元，经调整净利率 26.1%，较 2023 年提升 7.2 pct，盈利弹性显著释放。进入 2025 年上半年，业绩再呈大幅度增长：25H1 营收同比增长 204.5%，超 138 亿元；经调整净利润同比增幅 360% 以上，达 47 亿元，经调整净利率跃升至近 34%，财务飞轮全面提速。

图 3: 泡泡玛特营业收入 (百万元)



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

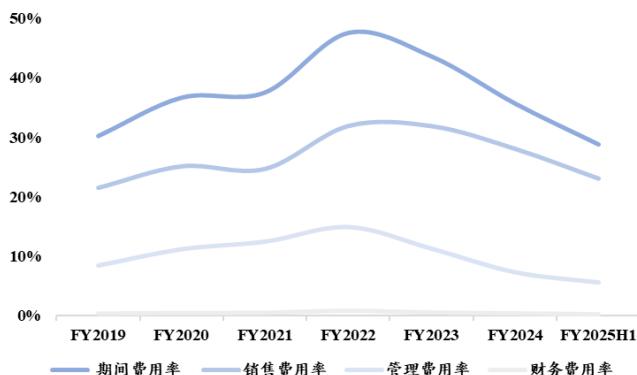
图 4: 泡泡玛特经调净利润 (百万元)



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

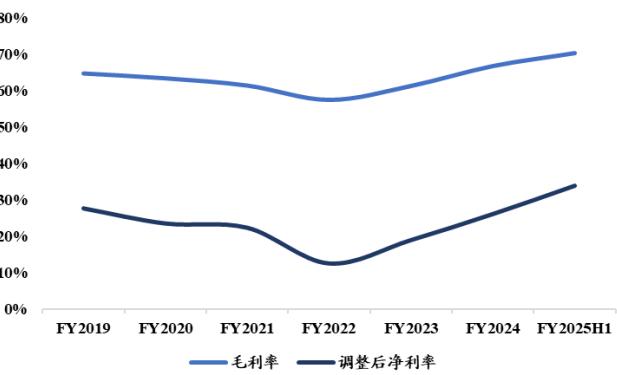
高速增长的核心支撑，是公司用七年时间搭建的“IP 工业化体系”进入规模兑现期。东莞智能工厂自动化率提升，新品从 3D 建模到批量出货的周期缩短至行业平均的 1/3，意味着同样时间内可并行孵化更多 IP，显著摊薄研发固定成本；同时，工厂与前端销售数据实时互通，系统根据区域销量动态调节产能，库存周转天数同比下降，经营现金流更加充沛。效率革命直接体现在毛利率：2025H1 整体毛利率超 70%，带动公司综合盈利能力站上新台阶。

图 5: 泡泡玛特期间费用率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

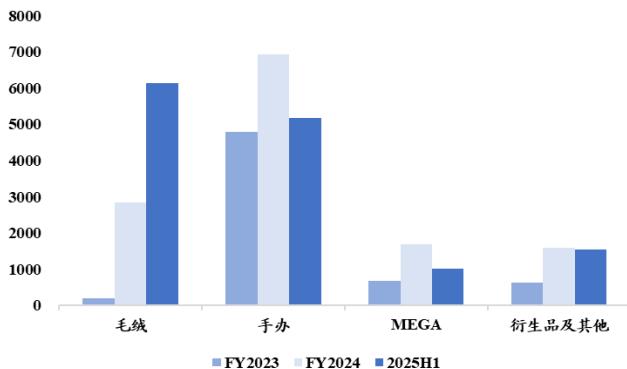
图 6: 泡泡玛特毛利率及经调净利润率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

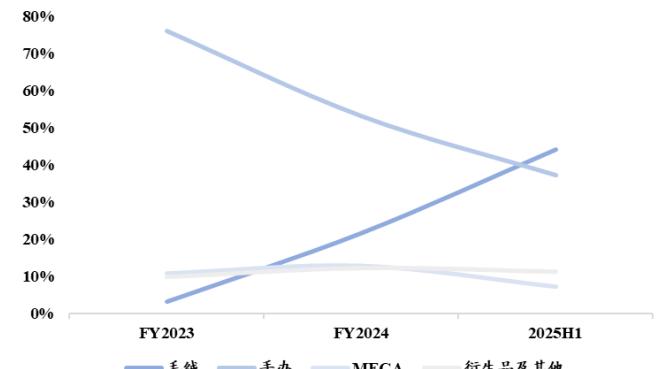
收入结构：手办仍为压舱石，毛绒与 MEGA 打开溢价空间。(1) 手办：以 53% 占比继续担当压舱石，受益于 LABUBU、CRYBABY、Dimoo 等头部 IP 持续上新及隐藏款“抽盒”机制，2024 年销售收入近 70 亿元，同比增长 44.7%。2025H1 手办收入近 52 亿元，同比增长 94.8%，占比 37.3%。(2) 毛绒：抓住“治愈经济”风口，2024 年收入占比提升至 22%，同比增幅 1289%。25H1 毛绒收入 61.4 亿元，依然维持同比高增速达 1276%，占收入比重 44%。(3) MEGA：定位高端收藏级，单件售价 1999-5999 元，2024 年占比 13%，但毛利率较高，成为“利润放大器”。(4) 衍生品及其他：包括积木、家居、数码周边等，占比 12%（2024 年数据），通过跨界联名，把 IP 触角延伸至消费者 24 小时生活场景，既提升曝光，也平滑手办品类波动，形成“第二增长曲线”。

图 7: 泡泡玛特分品类收入 (百万元)



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 8: 泡泡玛特分品类收入占比变化



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

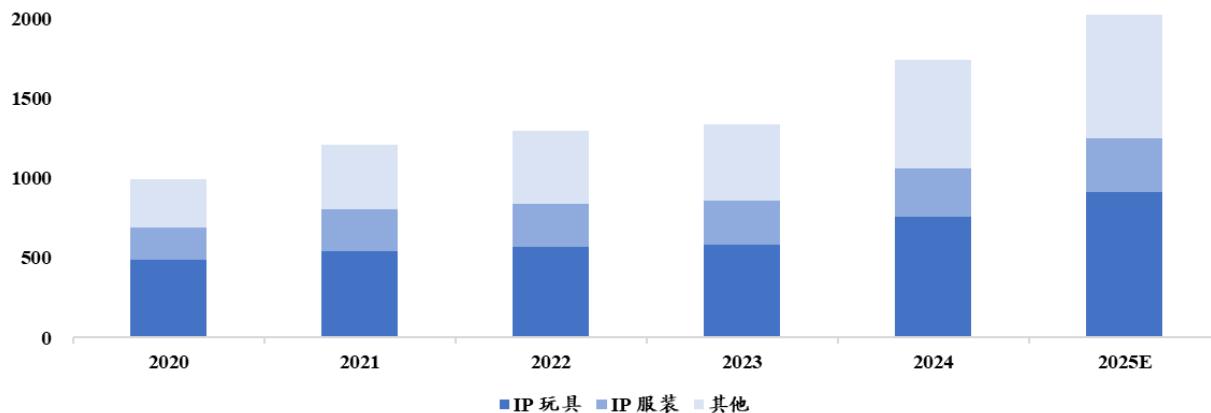
成本端：成本端：2025H1 营业成本 41.15 亿元，占收入比 29.7%，同比下降 6.3pct。

(1) 原材料：PVC、聚酯纤维、搪胶等大宗物料通过锁价采购+期货对冲；**(2) 制造费用：**东莞智能工厂自动化促进单位制造费用同比下降；**(3) 授权分成：**头部 IP 多为买断或阶梯分成模式，既保证艺术家收益，也保留公司利润空间；得益于高毛利、低费用、快周转，公司 2025H1 经营现金流净额达 59.77 亿元，同比增长 214%，期末现金及现金等价物余额 119.23 亿元。

2. 情感消费崛起，潮玩赛道空间广阔

从“功能消费”到“情感消费”：Z 世代成为新消费引擎。根据国家统计局数据，截止 2023 年，中国 Z 世代（1995-2009 年出生）人口规模约 2.6 亿，占总人口近 20%。他们成长于物质丰裕和互联网普及的时代，消费动机呈现出从“物质满足”向“情感愉悦”、“社交认同”及“自我表达”迁移的鲜明特征。潮玩产品以其艺术性、收藏性、社交货币属性，完美契合了 Z 世代的消费心理。泡泡玛特的产品本质上是“情感的实体化容器”，消费者购买的不仅是玩具，更是一种情感寄托、圈层身份标识和社交媒体上的交流素材。

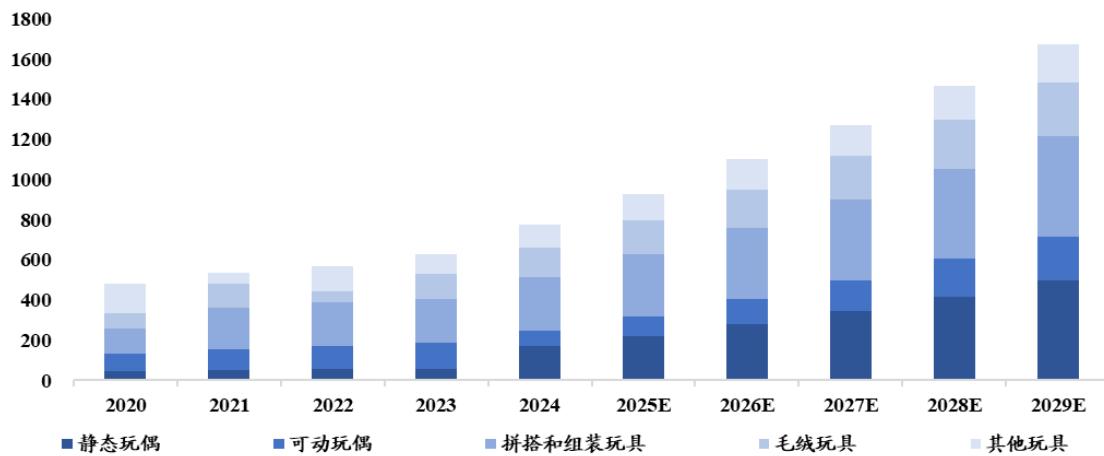
图 9: 2020-2025E 中国 IP 衍生品以 GMV 计市场规模 (亿元)



资料来源：灼识咨询、勤策消费研究公众号、信达证券研发中心

全球潮玩市场：高景气赛道，品牌化与 IP 化是趋势。根据 Euromonitor 数据，全球玩具市场规模稳定增长。与传统玩具相比，潮玩行业的集中度更高，头部 IP 和品牌效应显著。泡泡玛特面临的不仅是传统玩具厂商的竞争，更是与全球顶级 IP (如迪士尼、三丽鸥等) 争夺年轻人的注意力和情感预算。其优势在于更贴近当下年轻人的审美偏好，以及更快速、更灵活的 IP 创造和产品迭代能力。

图 10: 2020-2029E 中国 IP 玩具以 GMV 计市场规模 (亿元)



资料来源：灼识咨询、勤策消费研究公众号、信达证券研发中心

IP 衍生市场空间大：2025 年 3 月 27 日发布的《中国授权行业发展白皮书》数据显示，我国 IP 授权行业持续保持稳健增长态势：2024 年国内授权商品零售总额达 1550.9 亿元，同比增长 10.7%；授权金规模 59.9 亿元；活跃 IP 总数达 2758 项。行业整体呈现规模扩容、结构优化的良性发展格局。泡泡玛特通过城市乐园、游戏合作、影视内容探索等，正试图切入更大的 IP 衍生市场。参考迪士尼的发展路径，其商业模式的核心是 IP，通过影视内容建立情感连接，再通过衍生品、乐园等实现商业变现。泡泡玛特则走出了一条“逆向”路径：先通过产品建立强大的品牌和用户基础，再反向填充内容和体验。虽然路径不同，但最终都指向了“IP 生态”这一终极目标，为其打开了万亿级的想象空间。

3. 三层驱动：IP 多元化、品类扩展、娱乐生态并举

3.1 用“多元形态”把IP做成全场景生活方式

艺术家挖掘与IP孵化：构建“金字塔式”人才梯队。泡泡玛特建立了一套系统化的艺术家发掘与合作机制。一方面，公司与Kenny Wong、龙家升等已成名的顶尖艺术家保持长期深度绑定，确保头部IP的持续产出。另一方面，通过“泡泡玛特设计大赛”、全球艺术院校合作、线上平台招募等方式，广泛挖掘新锐艺术家，形成丰富的人才储备库。公司为艺术家提供从设计指导、供应链支持到市场推广的全方位服务，降低了艺术家的商业化门槛，这种“赋能式”合作模式增强了其对艺术家的吸引力。这种“顶尖大师+中坚力量+新生代储备”的金字塔式结构，保障了IP创作的源头活水。

图 11：泡泡玛特合作艺术家矩阵



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

IP 多元化：公司在巩固Molly、Dimoo、Skullpanda、Labubu、星星人等中国头部IP的同时，加速挖掘欧美日艺术家资源，打造“全球IP宇宙”。

图 12: 泡泡玛特热门 IP 手办



资料来源：公司官网、信达证券研发中心

品类扩展：公司把“潮玩”重新定义为“情感消费品”，将传统手办占比从2023年的73%降至2024年的53%，同步提升搪胶毛绒、积木、衍生品占比。搪胶毛绒主打“软萌治愈”，2024年推出“Labubu 毛绒系列”；积木线覆盖 labubu、Zsiga、Dimoo；衍生品涵盖家居、数码、服饰，把IP渗透到消费者24小时生活场景。

图 13: LABUBU 字母系列



资料来源：泡泡玛特官方微信公众号、信达证券研发中心

图 14: 哪吒系列盲盒



资料来源：拆盒微信公众号、信达证券研发中心

毛绒赛道：把“治愈软经济”做成高溢价“情绪刚需”。2023年起，公司把毛绒从“配件”升级为战略品类，定价带拉宽到99-999元，覆盖钥匙扣、抱枕、搪胶毛绒盲盒、超大公仔四个梯度，用“尺寸+材质+功能”组合击穿不同场景。口袋挂件降低决策门槛，办公室白领“工位治愈”一次买一串，瞄准Z世代“悦己”消费。

图 15: 毛绒系列相关产品



资料来源: 泡泡玛特官方微信商城小程序、信达证券研发中心

积木产线: 用“叙事式拼搭”切入男性与亲子空白市场。Labubu 森林秘密基地, 以“盲盒人物+场景积木”组合包形式上线, 线上天猫+抖音首发引爆话题, 线下机器人商店推出“积木体验仓”, 30 分钟快拼赛提升停留时长; 乐园内设置“积木创意坊”, 游客可把拼好的场景直接放进园区景观, 形成“线下体验-线上复购”闭环。

图 16: 积木相关产品



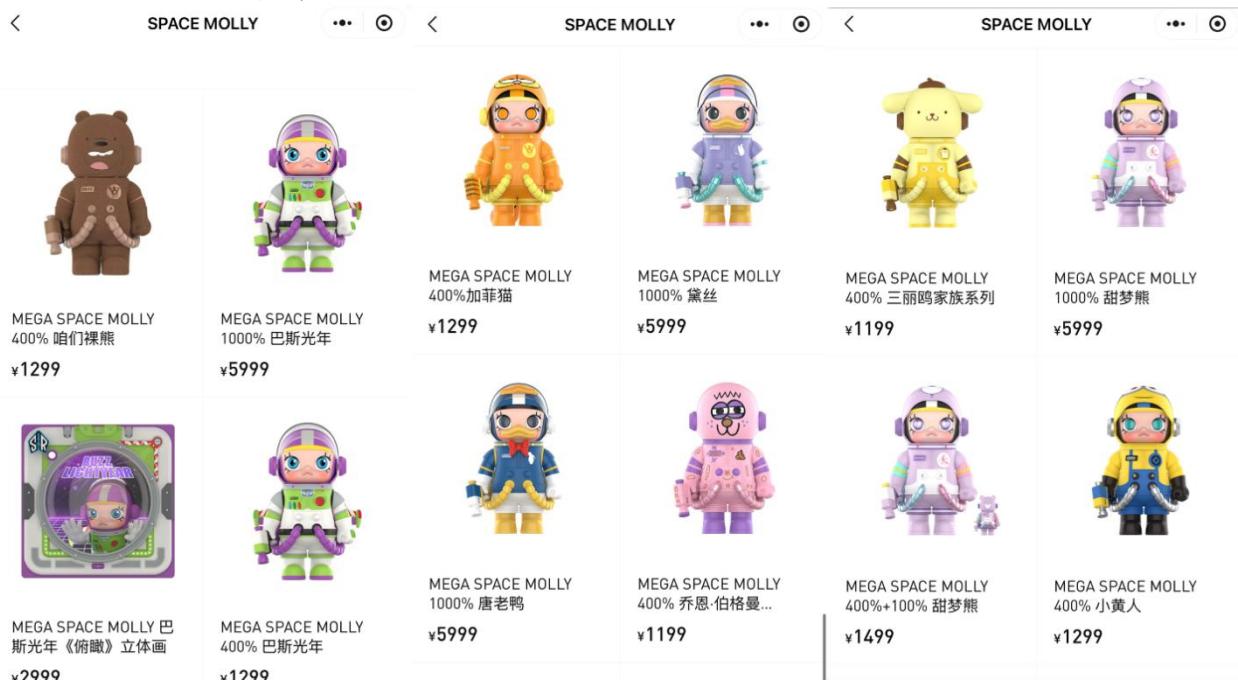
资料来源: 泡泡玛特官方微信商城小程序、信达证券研发中心

MEGA 高端线: 146%增速背后的“艺术+金融”双重属性。MEGA 系列以 1000% (约 70cm) 和 3000% (约 170cm) 两大尺寸切入高端收藏市场, 2024 年收入 16.9 亿

元，增速 146%。

- (1) 场景营销: 在北京 SKP、上海恒隆、成都 IFS 开设“MEGAGALLERY”快闪。
- (2) 金融玩法: 与招商银行联合推出“MEGA 艺术信用卡”，刷卡积分可兑换限量款；与平安产险合作“艺术品保价配送”，降低高客单用户心理门槛。MEGA 成功把潮玩从“消费品”升级为“另类资产”，既提升品牌高度，也增厚公司利润。

图 17: MEGA SPACE MOLLY 相关产品

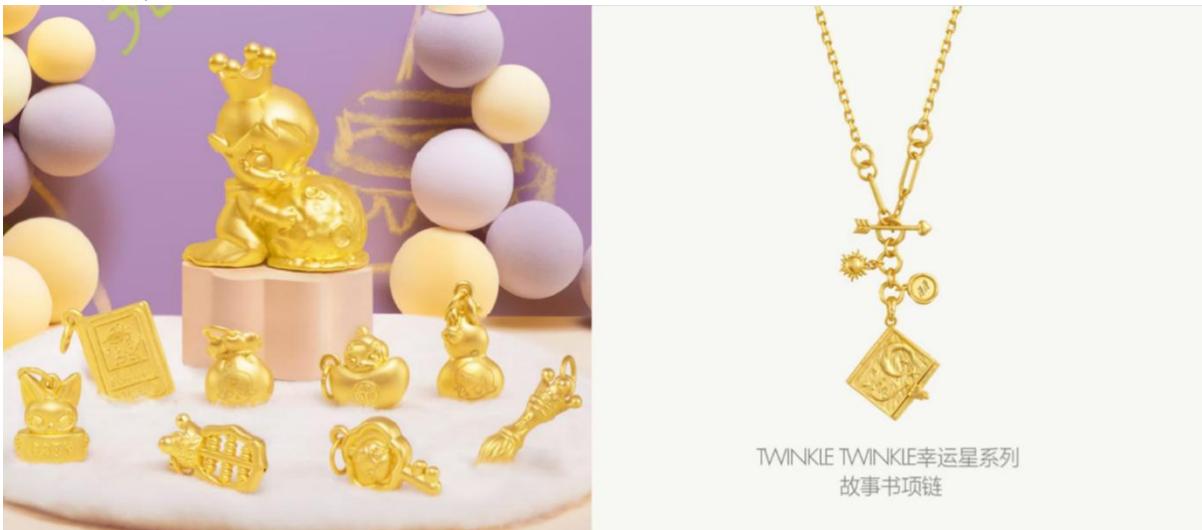


资料来源：泡泡玛特官方微信商城小程序、信达证券研发中心

饰品品牌 POPOP: 把 IP “穿戴化”，切入千亿“悦己”赛道。2024 年 5 月公司发布独立饰品线 POPOP，涵盖项链、手链、耳饰、手机链，价格带 199-899 元。

- (1) 设计策略: 提取 Molly 大眼睛、Labubu 尖牙、Dimoo 云朵头等高辨识符号，做成可拆卸磁吸吊坠，实现“一链多戴”。
- (2) 渠道差异: 在线上以小红书、抖音种草为主；线下则在机器人商店增设“饰品橱窗”，利用原有渠道零成本扩张。
- (3) 人群破圈: 饰品购买人群多为年轻女性，成功把 IP 粉丝从“收藏控”扩展到“时尚控”，为 IP 生命周期提供新曲线。

图 18: POPOP 相关产品



资料来源: *popop* 官方微信公众号、信达证券研发中心

城市乐园: 沉浸式“IP 宇宙”让二消占比首次过半。2023 年 9 月开业的北京朝阳公园泡泡玛特城市乐园, 占地 4 万平方米。

(1) 场景重构: 园区按 IP 划分为 Molly 城堡、Labubu 森林、Dimoo 太空站三大主题区, 人偶互动采用“AI 语音+动作捕捉”, 可与游客实时对话, 提升沉浸感。

(2) 业态融合: 主题餐饮推出“Labubu 火焰汉堡”“Molly 星空汽水”。

(3) 社群运营: 会员小程序上线“打卡集邮”功能; 夜间举办“POP 电音节”, 门票 299 元, 吸引年轻客群二次入园, 成为“IP 内容一线下沉浸—商品变现”的最大闭环场景。

通过“IP 多元化-品类扩展-娱乐生态”三层递进, 泡泡玛特将单一盲盒收入占比从 2023 年的 76% 降至 2025 年上半年的 37%, 有效平滑单品类波动风险, 同时打开第二、第三增长曲线, 为公司后续业务奠定结构基础。

图 19: 泡泡玛特城市乐园



资料来源: 泡泡玛特城市乐园官方微信小程序、信达证券研发中心

3.2 供应链管理: 东莞智能工厂构筑效率壁垒

位于东莞的智能生产基地是泡泡玛特“工业化”能力的重要体现。该工厂自动化率超过 80%。同时, 规模化生产保证了产品品质的稳定性和一致性, 这对于依赖“颜值”和“手感”的潮玩产品至关重要。高效的供应链不仅是成本控制的利器, 更是支撑其高频上新、全球铺货的核心能力。

3.3 全渠道销售与粉丝运营：数据驱动的精细化运营

公司的渠道策略是“线下体验+线上交易”的深度融合。

线下：截止 2025 年中报披露，泡泡玛特全球零售店总数 571 家，机器人商店 2597 家，覆盖全国乃至全球核心商圈。不仅是销售点，更是品牌展示和用户体验中心。旗舰店的设计愈发强调“打卡”属性，成为年轻人的社交目的地。

线上：天猫旗舰店、微信小程序、抖音等平台构成强大的电商矩阵。小程序作为核心的 DTC 平台，承载了会员体系、新品抽签、社群互动等功能，使公司能够直接触达用户，进行精准营销和产品推荐。通过整合线上线下数据，公司可以精准分析各 IP、各系列、各区域的市场表现，为产品规划、库存管理和营销策略提供数据支持，形成“数据反馈-决策优化-业绩提升”的良性循环。

图 20：泡泡玛特海外机器人商店



资料来源：泡泡玛特中国官网、信达证券研发中心

图 21：泡泡玛特泰国旗舰店



资料来源：暹罗天地 ICONSIAM 微信公众号、信达证券研发中心

全球化布局：泡泡玛特的全球化战略，目前已取得显著成效。2025 年上半年，泡泡玛特海外市场实现营收 55.93 亿元，同比增长 439.6%，占总营收的约四成。在渠道布局方面，泡泡玛特持续加速全球化扩张。截至 2025 年上半年末，泡泡玛特在全球 18 个国家开设了 571 家线下门店及 2597 台机器人商店，分别较 2024 年底净增 40 家和 105 台。其中，中国内地门店 443 家，亚太地区 69 家，美洲地区 41 家，欧洲地区 18 家。值得一提的是，美洲市场成为泡泡玛特海外扩张的重点区域，上半年净增线下门店 19 家，线下渠道实现收入 8.4 亿元，同比增长 744.3%。

根据公司 10 月 21 日发布的最新业务状况公告，第三季度，公司整体收益同比增长 245%-250%。其中，中国市场收益同比增长 185%-190%，海外市场收益同比增长 365%-370%，增速远超国内市场，成为公司新的增长引擎。具体来看，各区域市场均呈现出蓬勃发展的态势：亚太同比增长 170% 至 175%；美洲同比增长 1265% 至 1270%，成为增长最快的市场；欧洲及其他地区增长 735%-740%。

图 22: 泡泡玛特东京旗舰店



资料来源：泡泡范儿微信公众号、信达证券研发中心

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

泡泡玛特主营业务主要由线下零售、线上渠道及批发与其他业务三大部分组成，其中线下零售业务为目前营收占比最高的业务。线下零售渠道覆盖中国内地、中国港澳台及海外市场，通过门店与机器人商店网络持续渗透核心商圈与社区。线上渠道包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机小程序及其他电商平台，已成为公司重要的增长引擎。

收入端：公司产品 IP 储备丰富，渠道运营效率持续提升，我们预计公司 2025-2027 年总收入分别为 401.4/553.8/669.0 亿元，分别同比+207.9%/+38.0%/+20.8%，具体分渠道拆分如下：

中国内地市场：

- 1) 线下渠道：考虑到头部 IP 持续“出圈”以及门店质量提升，预计 2025-2027 年收入增速分别为 85.3%/13.3%/6.4%；随着产品结构优化与规模效应增强，预计毛利率保持稳定，分别为 76.0%/76.4%/76.5%。
- 2) 线上渠道：受益于头部 IP 热度延续及数字化运营能力强化，预计 2025-2027 年收入增速分别为 180.4%/28.6%/5.8%；伴随高毛利新品占比提升，预计毛利率分别为 81%/81.1%/81.2%。
- 3) 批发及其他渠道：该渠道非公司主流业务，预计 2025-2027 年收入增速分别为 60%/15%/15%；毛利率分别为 52%/52%/54%。

中国港澳台及海外市场：

- 1) 线下渠道：受益于门店网络扩张及 IP 影响力全球化，预计 2025-2027 年收入增速分别为 261.8%/75.7%/33.5%；随着高单价产品铺开与运营本地化深入，预计毛利率分别为 78.3%/78.4%/78.5%。

- 2) 线上渠道：依托平台合作深化与区域数字化营销推进，预计 2025-2027 年收入增速分别为 650%/30%/25%；伴随高毛利系列推广，预计毛利率稳定在 81%。
- 3) 批发及其他渠道：海外市场仍处拓展期，空白区域覆盖加快，预计 2025-2027 年收入增速分别为 80%/10%/5%；毛利率预计分别为 65%/63%/63%。

利润端：随着高毛利 IP 产品占比提升和全球供应链效率优化，公司毛利率有望稳步上升，预计 2025-2027 年整体毛利率分别为 77.75%/78.02%/78.24%。费用方面，在品牌推广与海外市场投入加大的背景下，销售费用率预计保持平稳，2025-2027 年分别为 25.6%/25.5%/25.4%，销售费用率有望随收入规模扩大呈现下降趋势。

图 23: 泡泡玛特分业务预测

中国内地	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	2025 E	2026 E	2027 E
收入			4306.94	4163.39	5234.90	7972.07	17147.41	20604.97	21982.29
_{yoy}				_{-3.3%}	_{25.7%}	_{52.3%}	_{115.1%}	_{20.2%}	_{6.7%}
占比			95.9%	90.2%	83.1%	61.1%	42.7%	37.2%	32.9%
毛利率			_{62.3%}	_{57.8%}	_{60.6%}	_{63.9%}	_{76.0%}	_{76.4%}	_{76.5%}
线下渠道			2137.99	2069.94	3213.71	4526.28	8386.82	9502.22	10110.77
_{yoy}				_{-3.2%}	_{55.3%}	_{40.8%}	_{85.3%}	_{13.3%}	_{6.4%}
占比			47.6%	44.8%	51.0%	34.7%	20.9%	17.2%	15.1%
毛利率			_{63.5%}	_{60.7%}	_{63.0%}	_{66.4%}	_{75.0%}	_{75.1%}	_{75.2%}
线上渠道			1861.48	1829.81	1524.58	2697.62	7563.51	9726.10	10288.38
_{yoy}				_{-1.7%}	_{-16.7%}	_{76.9%}	_{180.4%}	_{28.6%}	_{5.8%}
占比			41.5%	39.6%	24.2%	20.7%	18.8%	17.6%	15.4%
毛利率			_{64.2%}	_{57.8%}	_{60.5%}	_{64.1%}	_{81.0%}	_{81.1%}	_{81.2%}
批发及其他			307.46	263.64	496.62	748.18	1197.0848	1376.6475	1583.1446
_{yoy}				_{-14.3%}	_{88.4%}	_{50.7%}	_{60.0%}	_{15.0%}	_{15.0%}
占比			6.8%	5.7%	7.9%	5.7%	3.0%	2.5%	2.4%
毛利率			_{41.7%}	_{35.6%}	_{46.7%}	_{47.8%}	_{52.0%}	_{52.0%}	_{54.0%}
港澳台及海外	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	2025 E	2026 E	2027 E
收入		74	183.72	453.94	1066.10	5065.68	22994.21	34772.19	44915.49
_{yoy}		_{175.8%}	_{148.3%}	_{147.1%}	_{134.9%}	_{375.2%}	_{353.9%}	_{51.2%}	_{29.2%}
占比		3.0%	4.1%	9.8%	16.9%	38.9%	57.3%	62.8%	67.1%
毛利率			_{42.1%}	_{54.5%}	_{64.9%}	_{71.3%}	_{79.0%}	_{79.0%}	_{79.1%}
线下渠道			5.20	150.77	640.29	3070.971	11109.32	19516.06	26059.00
_{yoy}				_{2799.4%}	_{324.7%}	_{379.6%}	_{261.8%}	_{75.7%}	_{33.5%}
占比			0.1%	3.3%	10.2%	23.6%	27.7%	35.2%	39.0%
毛利率			_{74.0%}	_{73.4%}	_{74.4%}	_{72.3%}	_{78.3%}	_{78.4%}	_{78.5%}
线上渠道			41.16	90.22	155.81	1455.162	10913.72	14187.83	17734.79
_{yoy}				_{119.2%}	_{72.7%}	_{834.0%}	_{650.0%}	_{30.0%}	_{25.0%}
占比			0.9%	2.0%	2.5%	11.2%	27.2%	25.6%	26.5%
毛利率			_{58.2%}	_{74.5%}	_{73.5%}	_{73.6%}	_{81.0%}	_{81.0%}	_{81.0%}
批发及其他			137.35	212.95	270.01	539.542	971.1756	1068.2932	1121.7078
_{yoy}				_{55.0%}	_{26.8%}	_{99.8%}	_{80.0%}	_{10.0%}	_{5.0%}
占比			3.1%	4.6%	4.3%	4.1%	2.4%	1.9%	1.7%
毛利率			_{36.1%}	_{32.6%}	_{37.6%}	_{59.4%}	_{65.0%}	_{63.0%}	_{63.0%}

资料来源: Wind、公司公告、信达证券研发中心

4.2 投资评级

泡泡玛特作为潮玩文化产业的标杆企业, 依托强大的IP运营实力、全渠道销售网络、持续的创意设计能力以及深度的用户社群运营, 在快速增长的潮流玩具市场中占据领先地位。其业务覆盖盲盒、手办、衍生品、跨界联名及海外市场拓展等多个板块, 已构建起以IP为核心的完整生态闭环。自成立以来, 泡泡玛特营收规模与品牌影响力同步提升, 头部IP生命力持续强化, 新IP孵化能力不断验证, 展现出较强的行业号召力和成长潜力。我们预计2025-2027年经调整净利润为139.25/194.8/236.25亿元, 对应EPS为10.37/14.51/17.59元。当前股价对应PE为18.33X/13.10X/10.80X。考虑到泡泡玛特在IP储备、用户粘性和全球化布局方面具备显著优势, 有望持续受益于潮玩大众化与消费升级趋势, 首次覆盖给予“买入”评级。

图 24: 可比公司估值对比

证券代码	证券名称	收盘价(元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9896. HK	名创优品	37.85	2.28	2.99	3.66	16.60	12.66	10.34
0325. HK	布鲁可	73.37	3.27	4.77	6.44	22.44	15.38	11.39
0772. HK	阅文集团	33.21	1.22	1.26	1.36	27.22	26.36	24.42
	行业平均	48.14	2.26	3.01	3.82	22.09	18.13	15.38
9992. HK	泡泡玛特	190.07	10.37	14.51	17.59	18.33	13.10	10.80

资料来源: WIND、信达证券研发中心(估值日期: 采用 2025 年 11 月 19 日收盘价, 除泡泡玛特外, 其余一致预期来自于 WIND; 港币汇率: 0.92)

5. 风险提示

全球宏观经济下行风险。若地缘政治冲突、通胀高企或主要经济体货币政策超预期收紧, 全球居民消费能力与意愿将受到显著抑制, 潮玩作为可选消费品首当其冲。公司海外收入占比已接近三成, 一旦欧美、亚太等地区出现衰退迹象, 客流量、客单价及复购率均可能下滑, 进而拖累整体收入与盈利水平。

IP 生命周期管理不及预期风险。潮玩行业流行风向变化迅速, 若公司对消费者审美偏好、文化议题或社媒热点的捕捉滞后, 部分 IP 可能面临“速朽”。老 IP 若缺乏持续内容运营与场景创新, 存在销售下滑、库存积压、折价促销的风险; 而新 IP 若短期无法接力贡献增量, 将导致增长曲线断档, 影响资本市场对公司成长性的定价。

海外市场拓展中的地缘政治及文化差异风险。公司计划在北美、欧洲及东南亚进一步加密门店, 但逆全球化思潮、贸易壁垒、数据跨境流动限制及外资审查趋严, 都可能抬高进入成本或延缓审批进度。同时, 各国对潮流文化、盲盒机制、环保材质及儿童玩具安全标准存在差异, 若本地化合规、供应链重塑或品牌叙事不到位, 可能造成罚款、下架甚至舆论事件, 削弱消费信任并增加额外费用投入。

资产负债表				
	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产				
流动资产	12,236	27,774	41,847	60,409
现金	6,109	17,519	29,514	46,292
应收账款及票据	478	1,760	2,427	2,932
存货	1,525	3,126	4,057	4,852
其他	4,125	5,369	5,848	6,332
非流动资产				
固定资产	739	1,140	1,121	1,104
无形资产	1,063	1,644	1,674	1,701
其他	832	1,010	1,010	1,010
资产总计	14,871	31,568	45,652	64,224
流动负债				
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,010	2,084	2,874	3,437
其他	2,360	4,616	3,101	3,813
非流动负债				
长期债务	0	0	0	0
其他	616	1,004	1,004	1,004
负债合计	3,986	7,704	6,979	8,254
普通股股本	1	1	1	1
储备	10,206	23,044	37,657	54,472
归属母公司股东权益	10,684	23,522	38,135	54,949
少数股东权益	201	342	539	1,021
股东权益合计	10,885	23,864	38,674	55,970
负债和股东权益	14,871	31,568	45,652	64,224

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入				
营业收入	13,038	40,142	55,377	66,898
其他收入	0	0	0	0
营业成本				
营业成本	4,330	8,933	12,172	14,557
销售费用				
销售费用	3,650	10,276	14,121	16,992
管理费用				
管理费用	947	2,408	3,267	3,880
研发费用				
研发费用	0	0	0	0
财务费用				
财务费用	-163	-143	-315	-560
除税前溢利				
除税前溢利	4,366	18,755	26,236	32,143
所得税				
所得税	1,057	4,689	6,559	8,036
净利润				
净利润	3,308	14,066	19,677	24,107
少数股东损益				
少数股东损益	183	141	197	482
经调整净利润				
经调整净利润	3,125	13,925	19,480	23,625
EBIT				
EBIT	4,202	18,612	25,920	31,583
EBITDA				
EBITDA	5,065	18,930	26,308	31,974
EPS (元)				
EPS (元)	2.36	10.37	14.51	17.59

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
经营活动现金流	4,954	13,540	17,193	23,905
净利润	3,125	13,925	19,480	23,625
少数股东权益	183	141	197	482
折旧摊销	863	318	388	391
营运资金变动及其他	783	-845	-2,872	-593
投资活动现金流				
投资活动现金流	9	-1,002	-297	-285
资本支出	-517	-1,300	-400	-400
其他投资	526	298	103	115
筹资活动现金流				
筹资活动现金流	-959	-1,135	-4,909	-6,848
借款增加	-520	0	0	0
普通股增加	-78	0	0	0
已付股利	-378	-1,094	-4,874	-6,818
其他	18	-41	-35	-30
现金净增加额	4,031	11,410	11,994	16,779

主要财务比率				
	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	106.92%	207.89%	37.95%	20.80%
经调整净利润	188.77%	345.54%	39.89%	21.28%
盈利能力				
毛利率	66.79%	77.75%	78.02%	78.24%
销售净利率	23.97%	34.69%	35.18%	35.32%
ROE	29.26%	59.20%	51.08%	42.99%
ROIC	29.26%	58.49%	50.27%	42.32%
偿债能力				
资产负债率	26.80%	24.41%	15.29%	12.85%
净负债比率	-56.13%	-73.41%	-76.31%	-82.71%
流动比率	3.63	4.15	7.00	8.33
速动比率	3.17	3.67	6.31	7.64
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.73	1.43	1.22
应收账款周转率	32.63	35.88	26.45	24.96
应付账款周转率	5.95	5.77	4.91	4.61
每股指标(元)				
每股收益	2.36	10.37	14.51	17.59
每股经营现金流	3.69	10.08	12.80	17.80
每股净资产	7.96	17.52	28.40	40.92

研究团队简介

姜文镪，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。