

泡泡玛特 (09992.HK)

全流程高效 IP 赋能阿尔法彰显，渠道复苏潮玩龙头再起航

2024 年 02 月 22 日

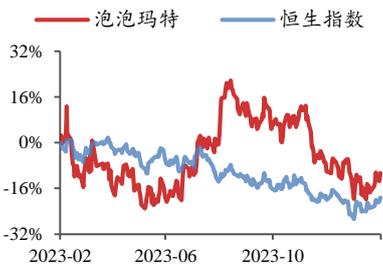
投资评级：买入（维持）

——港股公司深度报告

日期	2024/2/21
当前股价(港元)	19.160
一年最高最低(港元)	26.900/16.100
总市值(亿港元)	258.32
流通市值(亿港元)	258.32
总股本(亿股)	13.48
流通港股(亿股)	13.48
近 3 个月换手率(%)	17.77

吕明（分析师）	周嘉乐（分析师）	骆扬（联系人）
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	luoyang@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790522030002	证书编号：S0790122120029

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 国内潮玩龙头海外拓展加速，未来空间广阔，维持“买入”评级

泡泡玛特是国内潮玩行业龙头公司，2023 年摆脱公共卫生事件影响，收入业绩重回较高增速，2023H1 收入 28.1 亿元，同比+19.3%，归母净利润 4.77 亿元，同比+43.2%。展望公司未来发展，全流程高效的商业模式赋能 IP，实现稳定、持续的 IP 兑现；国内市场龙头地位稳固，海外拓店加速，公司未来成长动力广阔。我们认为考虑到海外新业务拓展仍存不确定性，国内行业竞争加剧，并结合当前市场及公司业务拓展情况，我们下调 2023-2024 年，新增 2025 年盈利预测（括号中为原值）：预计归母净利润分别为：10.7（17.8）、14.0（21.9）、17.7 亿元，对应 EPS 为 0.80/1.04/1.31 元，当前股价对应 PE 分别为 21.8/16.7/13.3。我们认为，公司拥有的全流程高效商业模式，能够高效率地保证了经典 IP 的热度维持及爆款 IP 的持续打造，公司仍然是潮玩赛道中的龙头公司，因此维持“买入”评级。

● 潮玩行业蓝海红利持续，国内龙头集中度提升

行业规模：潮玩行业仍处于快速成长期，根据弗若斯特沙利文，预计 2024 年全球潮玩行业规模将达 448 亿美元；国内行业增长主要来源于人均消费增长和渗透率上升，预计 2025 年潮玩行业规模达 486 亿元。市场集中度：全球潮玩市场总体集中度较低，头部品牌集中在欧美中日韩；国内中国 2021 年潮玩行业 CR5 比例为 26.7%，其中泡泡玛特市占率为 13.6%，排名行业第一，且增长领先于行业。

● 实现全流程高效赋能 IP 商业模式，有效保证 IP 价值持续释放

公司拥有全流程高效商业模式，高效率地保证了经典 IP 的热度维持及爆款 IP 的持续打造，护城河不断加宽。艺术家 IP：持续推进 SKULLPANDA、DIMOO、Molly、LABUBU 四大热门 IP 多样化主题设计；孵化新兴 IP 小野 HIRONO、HACIPUPU 等捕捉新用户群体，有效打造新的收入增长点。授权 IP：加大与热门内容 IP 合作，2023 年推出迪士尼 100 周年、哈利波特等热门系列，2023H1 收入 4.2 亿元（+40.2%）。产品：传统盲盒系列维持高推新节奏；加快 MEGA 珍藏系列推新速度，打造高端品牌价值、提升品牌溢价能力，截至 2023M11 共推出 33 款 MEGA（2022 年同期推出 26 款）；推出泡泡萌粒等新产品线，产品矩阵进一步丰富。

● 完善国内全渠道体系建设，拓展海外市场塑造第二成长曲线

国内：线下渠道方面，门店店效回升，2023H1 零售店店效同比+16.8%，机器人门店店效同比+18.9%。门店数量方面稳中有进，主要加速二线及以下下沉市场布局。线上渠道方面，新切入抖音直播渠道 2023H1 收入 1.1 亿元，超越京东成为第三大线上收入来源。海外：门店拓展加速，预计 2023 年海外零售门店数量达 50 家，海外门店店效对比国内门店增加 50%+，2023Q4 公司营销力度加大，收入预计维持较高增速。展望公司海外市场发展，公司拓店空间广阔（预计长期稳态下海外门店占比 40%），市场营销路径清晰，渠道开拓动力充足。

● 风险提示：海外拓展不及预期；新 IP 孵化不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4491	4617	6295	8023	9756
YOY(%)	78.7	2.8	36.3	27.4	21.6
净利润(百万元)	854	476	1074	1403	1766
YOY(%)	63.2	-44.3	125.9	30.6	25.9
毛利率(%)	61.4	57.5	60.1	60.9	61.6
净利率(%)	19.0	10.3	17.1	17.5	18.1
ROE(%)	12.5	6.8	12.9	14.8	15.5
EPS(摊薄/元)	0.6	0.4	0.8	1.0	1.3
P/E(倍)	27.5	49.3	21.8	16.7	13.3
P/B(倍)	3.4	3.4	2.8	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所、注：2024 年 2 月 21 日汇率：1 港币=0.9086 人民币

目 录

1、潮玩行业：蓝海红利持续，国内龙头集中度提升.....	5
1.1、竞争格局：行业集中度较低，地域属性明显.....	7
1.2、用户画像：行业粘性用户规模呈上升趋势，Z世代成为主要消费者.....	8
1.2.1、年龄特征：Z世代逐渐成为潮玩消费主力.....	9
1.2.2、区域特征：一二线城市仍为主要消费市场，三四线城市热度上升.....	9
1.2.3、性别特征：女性消费者仍为消费主力，男性消费者对行业关注度提升.....	10
2、泡泡玛特：盲盒兴起满足青年情感需求，2023走出困境重回增长.....	11
3、核心竞争力：实现全流程高效赋能 IP 商业模式，有效保证 IP 价值持续释放.....	12
3.1、IP 挖掘：持续深耕 IP 设计，艺术家合作与原创设计并行.....	13
3.2、IP 矩阵：构筑多样化 IP 矩阵，有效带动品牌价值提升.....	16
3.3、IP 变现：始于文创，发家于盲盒，不止于盲盒.....	19
3.4、IP 延伸新模式：主题乐园实现深度线下触达.....	22
4、未来展望：看好国内+海外渠道复苏，公司发展重回快车道.....	23
4.1、渠道收入回顾：2023H1 国内走出公共卫生事件影响，海外实现高增速.....	24
4.2、国内：完善全渠道体系，扩展下沉市场.....	25
4.3、海外：加速拓店塑造第二成长曲线.....	30
5、盈利预测与投资建议.....	34
5.1、关键假设.....	34
5.2、相对估值.....	36
6、风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1：目前行业仍处于成长期.....	5
图 2：全球潮玩规模 2024 预计达 448 亿美元.....	5
图 3：预计中国潮玩市场规模 2026 达 1101 亿元（单位：十亿元）.....	6
图 4：2023PTS 上海吸引全球近 400 个潮玩品牌.....	6
图 5：Cimmy、DiuDiu 等品牌借助 PTS 新加坡成功出海.....	6
图 6：头部潮玩品牌主要集中在欧美中日韩.....	7
图 7：2020-2023M10 泡泡玛特在天猫渠道平均市占率 32%（单位：百万元）.....	8
图 8：2020-2023M10 泡泡玛特在京东渠道平均市占率 29%（单位：百万元）.....	8
图 9：截至 2023H1 公司注册会员超 3000 万（单位：万人）.....	8
图 10：2023H1 会员收入贡献率为 92.2%.....	8
图 11：18-30 年龄段对于泡泡玛特 TGI 指数显著高于其他年龄段.....	9
图 12：2023H2 泡泡玛特用户 18-23 岁年龄段占比达 36.73%.....	9
图 13：中国人口布局较为分散.....	9
图 14：得物平台三线及以下城市的新生代潮流消费者占比提升.....	10
图 15：一二线城市仍为主要消费市场.....	10
图 16：女性用户仍为主要消费者.....	10
图 17：泡泡玛特亮相米兰时装周.....	10
图 18：2021 年泡泡玛特在潮玩市场占有率为 13.6%.....	11
图 19：2023H1 主营业务收入 28.14 亿元，同比+19.3%.....	12

图 20: 2023H1 归母净利润 4.77 亿元, 同比+43.2%	12
图 21: 泡泡玛特股价复盘 (单位: 元)	12
图 22: 全流程商业模式对 IP 高效赋能	13
图 23: 公司拥有成熟的设计团队	13
图 24: 公司拥有迪士尼、DC、漫威等热门 IP 品牌授权	14
图 25: 2023H2 推出 HACIPUPU 幻想系列	16
图 26: 2023H2 推出 HACIPUPU 小小英雄系列	16
图 27: 2023 年公司推出艺术作品 30 件 (单位: 件)	16
图 28: inner flow 画廊空间于 2023 年 9 月 27 日入驻北京 798 艺术区	16
图 29: 2022 年自有 IP 收入 30 亿元 (单位: 亿元)	17
图 30: 2022 年自有 IP 收入占比 65%, 同比上升 7.4pct	17
图 31: 2022 年四大经典 IP 收入 25.0 亿元 (单位: 亿元)	17
图 32: 2022 年四大经典 IP 收入占比 54%	17
图 33: 公司持续推出男性向 IP, 男性消费者关注度提升	18
图 34: 泡泡萌粒联名欧舒丹	18
图 35: DIMOO 联名巴黎水	18
图 36: 2016 年发布首款自有 IP Molly 星座系列盲盒	19
图 37: 2023 加快 MEGA 系列推新节奏 (单位: 个)	19
图 38: 热门 IP 推新保持稳定 (单位: 个)	20
图 39: 首款“炉火纯青燃”艺术家亲签 sample 版以 23 万成交	20
图 40: MEGA α SKULLPANDA 1000% CLOT 溢价率超 142%	20
图 41: 泡泡萌粒新颖玩法为线下场景引流	22
图 42: 泡泡萌粒联动的热门 IP 超 15 个	22
图 43: 主题公园推出乐园护照打卡活动	23
图 44: 首月接待游客近 10 万人次	23
图 45: 海外市场有望塑造第二成长曲线	24
图 46: 2023H1 线下收入 19.4 亿元, 同比+71.0% (单位: 亿元)	25
图 47: 2023H1 线下营收占比上升至 68.9%	25
图 48: 2023H1 海外收入 3.8 亿元, 同比+139.8% (单位: 亿元)	25
图 49: 2023H1 海外收入占比 13.4%	25
图 50: 公司拥有多样化门店布局体系	26
图 51: 公司国内零售门店仍有拓展空间 (单位: 家)	26
图 52: 国内零售店布局日趋完善	27
图 53: 重点布局二线及以后城市零售店	27
图 54: 2023H1 机器人商店总数达 2185 家	27
图 55: 机器人商店扩张稳中有进	27
图 56: 2023H1 零售店单店店效显著回升	27
图 57: 2023H1 机器人商店单店店效显著回升	27
图 58: 公司国内零售门店仍有拓展空间	28
图 59: 抖音渠道营收增长迅速	30
图 60: 公司抖音账号粉丝数量超 1800 万	30
图 61: 线上线下渠道毛利水平保持稳定	31
图 62: 海外毛利水平显著高于国内	31
图 63: The MONSTERS、SATYR RORY 等 IP 推出圣诞系列盲盒	32
图 64: LUCYK BAG 活动折扣力度最高达 66%	32

表 1: 本土 IP 具有先发优势.....	7
表 2: 泡泡玛特对不同 IP 合作方具有不同协议合作方式.....	14
表 3: 公司与海内外知名设计师进行合作.....	15
表 4: MEGA 珍藏系列与众多知名艺术家及内容 IP 进行联名.....	21
表 5: 预计 2022-2025 国内零售店收入 CAGR 为 26%.....	29
表 6: 2023M11 公司官网公布的海外门店数量达 75 家 (单位: 家).....	30
表 7: 欧美市场整体溢价水平较高.....	31
表 8: 公司海外布局有望对标积木龙头乐高 (单位: 家).....	33
表 9: 2022-2025 海外零售店收入 CAGR 预计为 114%.....	33
表 10: 预计 2022-2025 营业收入 CAGR 为 28%.....	34
表 11: 泡泡玛特估值与可比公司均值相近.....	36

1、潮玩行业：蓝海红利持续，国内龙头集中度提升

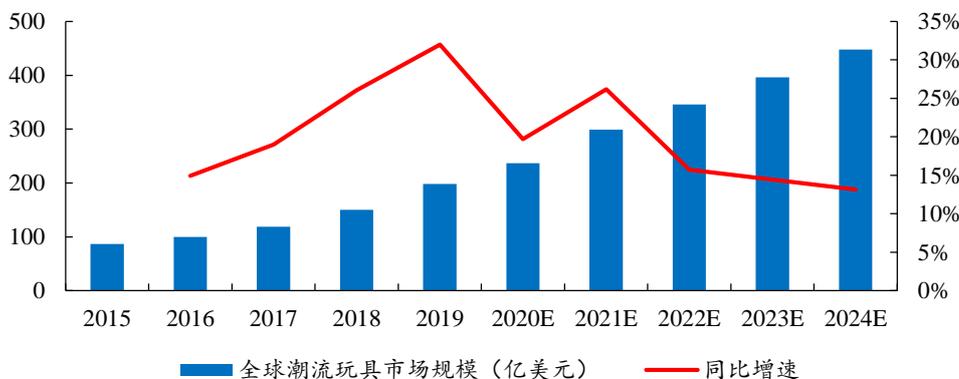
潮玩行业蓝海红利持续，仍处于快速成长期。潮玩行业发展历程主要分为三个阶段“起步期-探索期-成长期”三大阶段。2016 年以来，行业步入成长期，进入成长快车道，依托电商、大型商场等渠道的成熟，以及多元社交媒介的盛行，成功开拓以女性为核心消费群的市场。根据弗若斯特沙利文，全球潮玩行业市场规模从 2015 年的 87 亿美元增长到 2019 年的 198 亿美元，CAGR 为 22.8%，预计 2024 年将达到 448 亿美元。

图1：目前行业仍处于成长期



资料来源：中国社科院《潮玩产业研究报告 2023》、开源证券研究所

图2：全球潮玩规模 2024 预计达 448 亿美元



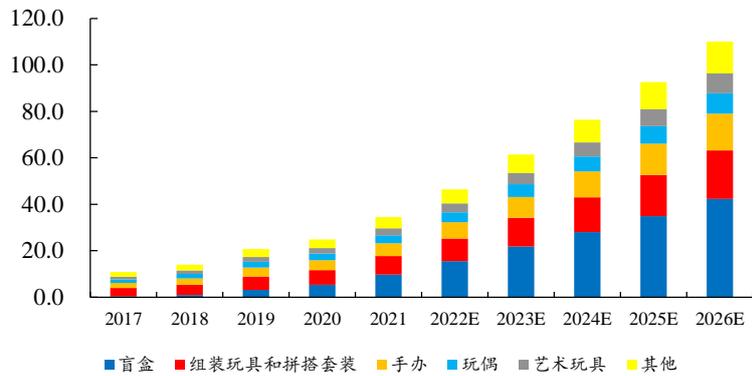
数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

国内潮玩市场仍处于用户渗透期，规模增长主要来源于人均消费上升及渗透率增长。国内方面，根据弗若斯特沙利文，中国潮玩市场规模在 2017-2021 从 108 亿元上升至 345 亿元，CAGR 达 33.7%，并预计 2022-2026 将维持 24% 的高 CAGR，2026 年预计中国潮玩市场规模达 1101 亿元。我们认为潮玩市场规模的快速上升主要来源于以下几方面：

1. **目标用户人口数量上升：**潮玩的消费群体集中在 15-39 岁的 Z 世代，随着年龄的增长，我们认为原本受潮玩文化熏陶的 Z 世代群体即便年龄超过了 15-39 岁区间，依然是潮玩市场的目标群体，叠加新生代年龄的增长逐渐步入 Z 世代，潮玩市场的目标用户群体预计不断拓宽，目标用户人口数量将持续上升。

2. **渗透率提升**：我们认为，渗透率提升的核心因素为潮玩代表的精神消费需求会随着收入提升而逐渐扩大。
3. **人均消费金额**：目前中国人均潮玩消费额仅为日本的 1/5，新加坡的 1/6，我国潮玩行业的人均消费金额还有较大的提升空间。人均消费金额提升的核心催化预计在于随着人们对于潮玩接受程度及价值认同的提高。

图3：预计中国潮玩市场规模 2026 达 1101 亿元（单位：十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

PTS 国际潮流文化展回归，助力潮玩出海。2020-2022 年由于公共卫生事件原因 STS（上海国际潮流玩具展）与 BTS（北京国际潮流玩具展）被迫取消，时隔三年，由泡泡玛特主办的 2023 PTS 国际潮流玩具展回归，该展览是 STS 与 BTS 合并后的全新升级。9 月 8 日至 10 日，2023PTS 新加坡站吸引了周边泰国、马来西亚、印度尼西亚超 2 万名观众到场，助力中国潮玩品牌出海，例如创作出 Cimmy、Diu Diu 和 The SLLO 的中国热门玩具品牌 HeyCiao 借助本次 PTS 首次进军新加坡；9 月 29 日至 10 月 1 日 2023PTS 上海站以“玩心回归，心之奇旅”为主题，吸引了全球近 400 个潮玩品牌及近百位人气艺术家齐聚现场，无论是整体规模、参展品牌数量以及艺术家到场人数，均达到了行业空前水平。

图4：2023PTS 上海吸引全球近 400 个潮玩品牌



资料来源：泡泡玛特公众号

图5：Cimmy、DiuDiu 等品牌借助 PTS 新加坡成功出海



资料来源：泡泡玛特海外官网

1.1、竞争格局：行业集中度较低，地域属性明显

全球潮玩市场集中度较低，头部品牌主要集中在欧美中日韩。总体来看，全球潮玩市场总体集中度较低。在潮玩全球潮玩发展相对成熟的日韩地区，Forst&Sullivan 数据显示，韩国 CR3 接近 25%，日本接近 50%，排名前三分别为 SonoKong/乐高/孩之宝，万代/多美/乐高，重合率较低；在欧美国家，潮玩行业市场占有率较高的是漫威、迪士尼等内容 IP 厂商，小众的设计师化潮玩（如 KAWS）也较受欢迎。

图6：头部潮玩品牌主要集中在欧美中日韩



资料来源：各品牌官网、谷歌地图、开源证券研究所

潮玩品牌地域属性明显，本土 IP 具有先发优势。日本、美国、欧洲潮玩市场有效承接了影视、文娱行业内容红利，市场以内容 IP 为主，但流行 IP 风格亦有不同：日本特有的福袋、抽卡、一番赏等玩法较为流行，如高达、龙珠等动漫 IP，欧美 IP 矩阵丰富，涵盖迪士尼、哈利波特、漫威等 IP。中国、韩国及东南亚地区潮玩行业发展较晚，主要以形象 IP 为主；中国近年潮玩行业中国元素风起，伴随潮玩盲盒逐渐发展壮大；韩国传承其一贯的韩系风格，其 IP 多具有暖萌可爱、治愈清新等特点。

表1：本土 IP 具有先发优势

地区	国家	2022年 GDP (万亿美元)	人口 (亿人)	人均 GDP (美元)	潮玩背景	重要品牌
东亚	中国	18.1	14.13	12814	国潮风起，潮玩盲盒逐渐发展壮大，以形象 IP 为主	POP MART 52TOYS
	韩国	1.67	0.52	32250	暖萌可爱、治愈清新的韩系风格，以形象 IP 为主	SONO KONG
	日本	4.23	1.25	33822	福袋、抽卡等玩法多样，以内容 IP 为主	BANDAI NAMCO TAKARA TOMY
北美	美国	25.46	3.34	76348	流行涂鸦艺术、滑板运动，拥有丰富 IP 矩阵，以内容 IP 为主	MARVEL Hasbro Disney Barbie
东南亚	新加坡	0.47	0.06	82808	受欧美影响较大	WANGDEK RECOBB
	泰国	0.54	0.70	7651		
	马来西亚	0.41	0.33	12364		

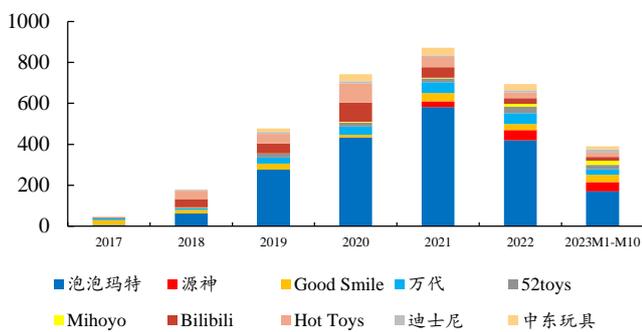
欧洲	英国	3.07	0.68	45295	积木类玩具较为流行，其余以内容 IP 为主	 
	法国	2.78	0.66	42409		
澳洲	澳大利亚	1.70	0.26	65526	受欧美影响较大	

资料来源：各品牌官网、IMF、石化行业走出去联盟公众号、开源证券研究所

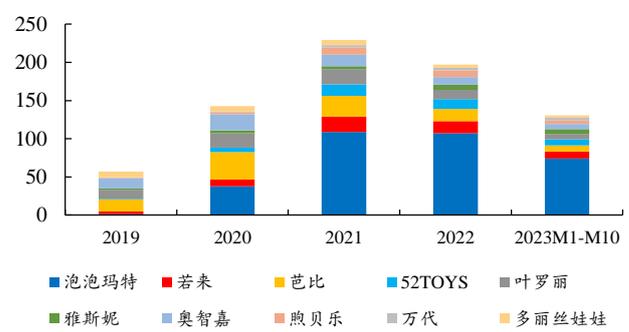
国内市场潮玩龙头凸显，集中度提升。根据沙利文咨询，中国 2021 年潮玩行业 CR5 比例为 26.7%，对比 2019 年上升 3.9pct，其中泡泡玛特市占率增长领先行业，市场占有率从 8.5% 提升 5.1pct 至 13.6%。根据久谦中台数据，2020-2023M10 泡泡玛特在天猫和京东的销售份额占比分别为 32%/29%，细分盲盒娃娃品类 CR5 分别为 46%/51%，头部集中度较高。

图7：2020-2023M10 泡泡玛特在天猫渠道平均市占率 32%（单位：百万元）

图8：2020-2023M10 泡泡玛特在京东渠道平均市占率 29%（单位：百万元）



数据来源：久谦中台、开源证券研究所



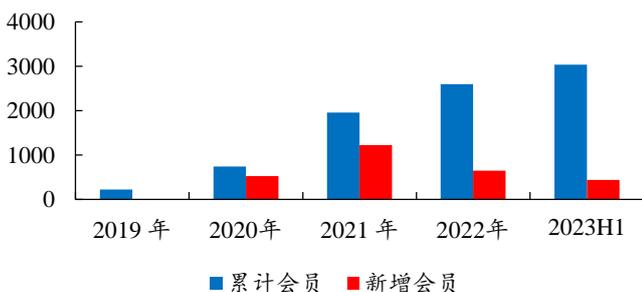
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

1.2、用户画像：行业粘性用户规模呈上升趋势，Z世代成为主要消费者

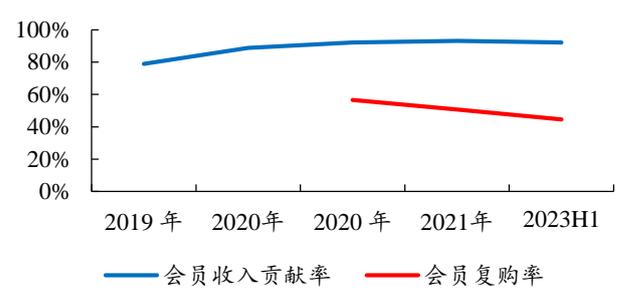
行业粘性用户呈上升趋势，高会员收入贡献及复购率深度绑定消费者。我们分析国内龙头泡泡玛特会员数量增长趋势，公司会员数从 2019 年 220 万人增长至 2023H1 的 3038.8 万人，会员人数快速上涨的背后折射出潮玩行业的快速发展，同时也表明行业存在较大规模的粘性用户，有利于拉动行业规模的稳步扩张。另一方面，泡泡玛特公司会员对公司的收入贡献率持续上升，从 2019 年的 78.9% 上升至 2023H1 的 92.2%，表明公司可凭借自身出色的 IP 及产品设计，维持会员高复购率，进一步深度绑定消费者。因此，以行业龙头泡泡玛特为例，分析行业现有用户画像，有利于看清行业短期及长期向上发展的主要及潜在势能。

图9：截至 2023H1 公司注册会员超 3000 万（单位：万人）

图10：2023H1 会员收入贡献率为 92.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所



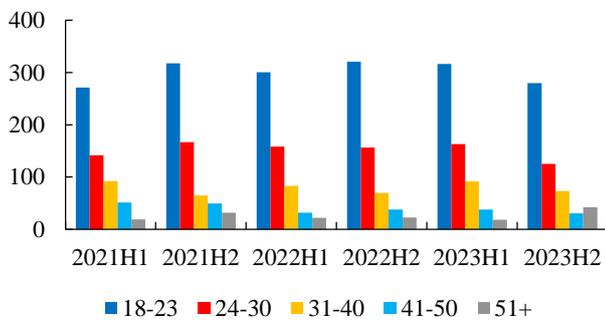
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2.1、年龄特征：Z世代逐渐成为潮玩消费主力

Z世代逐渐成为潮玩主要消费者，年轻化趋势日趋明显。Z世代(指1995年到2009年出生的人)，根据《潮玩产业研究报告2023》显示，占比约中国总人口19%的Z世代在潮玩行业中消费占比超40%。年轻一代在公司的用户占比不断提升，根据巨量算数数据显示，泡泡玛特用户画像中18-23岁年龄段占比由2021H1的31.07%上升至2023H2的36.73%，同期24-30岁年龄段由23.99%上升至28.90%，18-30岁年龄段TGI指数显著高于其他年龄段，18-23岁年龄段及24-30岁年龄段2021-2023均值为301/152。

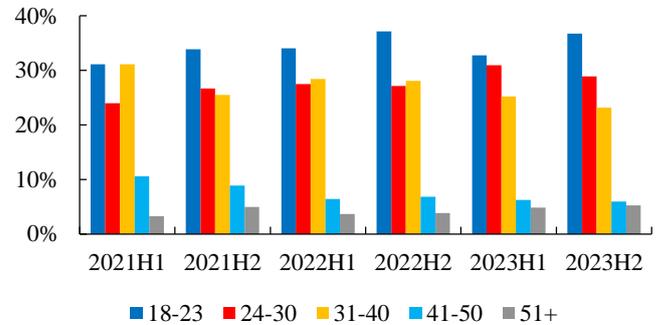
注：TGI指数是反映目标群体在特定研究范围内的强势或弱势的指数，TGI指数等于100表示平均水平，高于100代表该类用户对某类问题的关注程度高于整体水平。

图11：18-30年龄段对于泡泡玛特TGI指数显著高于其他年龄段



数据来源：巨量算数、开源证券研究所

图12：2023H2 泡泡玛特用户 18-23 岁年龄段占比达 36.73%

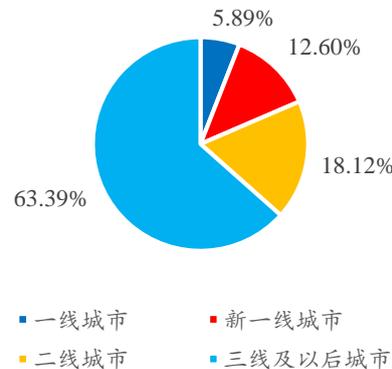


数据来源：巨量算数、开源证券研究所

1.2.2、区域特征：一二线城市仍为主要消费市场，三四线城市热度上升

消费人群头部集中明显，下沉市场热度上升。根据巨量算数数据显示，2023H2 抖音泡泡玛特用户分布一线城市、新一线城市和二线城市占比对比2021H2 分别上升2.5/0.5/0.2pct，合计占比从51.8%上升至55.1%。另外根据得物和罗兰贝格联合发布的《重塑信心，着眼未来：品牌如何拥抱年轻消费力》报告，截至2022年得物平台三线及以下城市的新生代潮流消费者占比达到了49%，相比于2019年提升7pct。

图13：中国人口布局较为分散



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：得物平台三线及以下城市的新生代潮流消费者占比提升

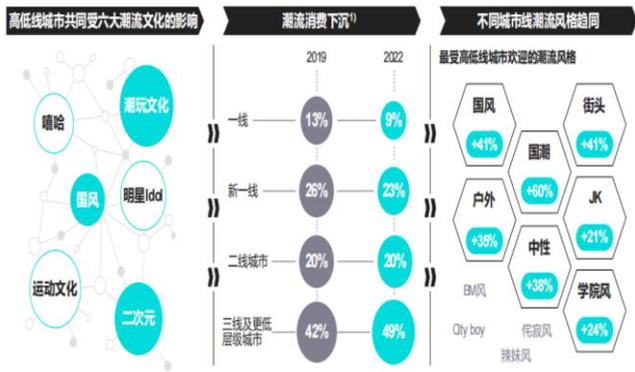
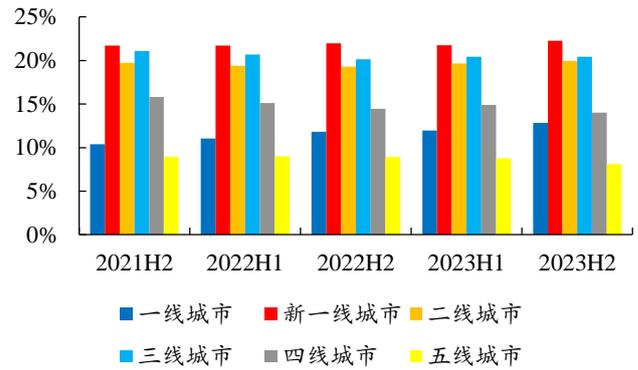


图15：一二线城市仍为主要消费市场



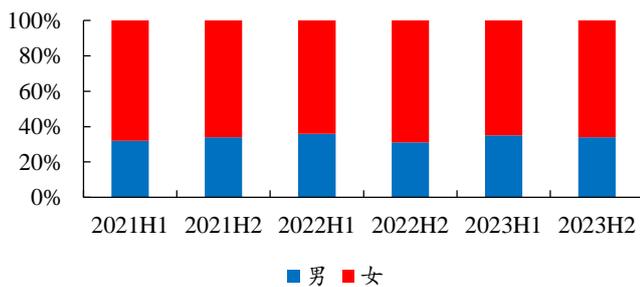
资料来源：得物《重塑信心，着眼未来:品牌如何拥抱年轻消费力》

数据来源：巨量算数、开源证券研究所

1.2.3、性别特征：女性消费者仍为消费主力，男性消费者对行业关注度提升

女性用户仍然为公司主要消费群体，公司推出针对化产品有效提高男性消费者关注度。根据巨量算数，公司目标用户中女性消费者仍然占较高比重，为消费主力，2021-2023 平均占比 66.3%，2024 年 1 月 14 日，在意大利米兰时装周上，泡泡玛特旗下 IP THE MONSTERS 成员 LABUBU、ZIMOMO 惊艳亮相 PRONOUNCE 珀琅汐 2024 秋冬大秀现场，作为时尚观察员的 LABUBU 和 ZIMOMO 以其独特的潮玩形象打动了顶级时尚圈；2022 年以来，公司针对男性群体推出了如变形金刚、生活大爆炸、英雄联盟等授权 IP 手办，男性消费者对公司的关注度显著提升。

图16：女性用户仍为主要消费者



数据来源：巨量算数、开源证券研究所

图17：泡泡玛特亮相米兰时装周



资料来源：新华报业网

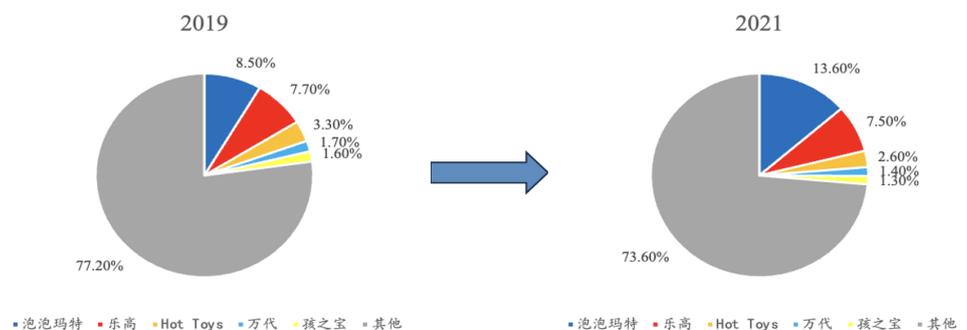
2、泡泡玛特：盲盒兴起满足青年情感需求，2023 走出困境重回增长

我们如何看待潮玩盲盒的兴起？我们认为盲盒市场的火热折射的是当代青年对情感需求的日益高涨：

1. 目前的消费主力军——Z 世代越来越多远离故乡、亲人，独居在大城市中工作生活，他们缺乏精神寄托，缺少家庭生活，对情感消费的需求也越来越迫切。
2. 日常的孤独使得人们需要情感疗愈，但现实中却很难做到。而自带“交友”和“圈子”属的盲盒恰恰可以解决一些问题，通过盲盒爱好者自发组织的换娃、改娃等活动，年轻人能够结识到更多志同道合的朋友。
3. 盲盒产品不像一些具有故事背景的 IP，它没有情感传达，没有价值观。因此，它能够让消费者在消费的过程中代入自身的情感。

公司率先切入盲盒赛道，专注盲盒系列开发，具有先发优势。公司 2010 年成立以后，主要经营文创集合店；2015 年凭借敏锐的嗅觉率先于切入盲盒赛道，并专注盲盒系列的开发，在产品推新及渠道具有先发优势，2021 年公司在国内潮玩市场占有率达 13.6%，相较于 2019 年提升 5.1pct，领先第二名 6.1pct，持续稳定处于行业龙头地位。

图18：2021 年泡泡玛特在潮玩市场占有率为 13.6%



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2023 年摆脱公共卫生事件影响，营收及业绩重回增长。公司 2017 至 2021 年主营业务收入从 1.58 亿上升至 44.91 亿，CAGR 为 131%，归母净利润从 0.02 亿元上升至 8.54 亿元。2022 年受到公共卫生事件影响，自有、独家、非独家 IP 上新速度放缓，叠加线下流量减少，营收增速有所放缓，2022 年主营业务收入 46.17 亿元，同比+2.82%，利润方面，销售费用及管理费用上升导致利润下滑较为明显，2022 归母净利润 4.76 亿元，同比-44.3%。进入 2023H1，随着公共卫生事件影响减弱以及经济回暖，公司收入业绩增速同比回升，2023H1 公司主营业务收入 28.14 亿元，同比+19.3%，归母净利润 4.77 亿元，同比+43.2%。

图19：2023H1 主营业务收入 28.14 亿元，同比+19.3%

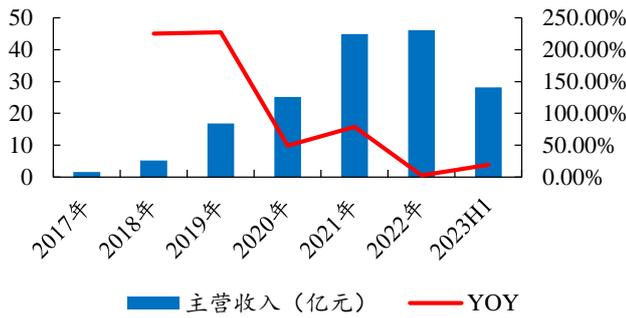
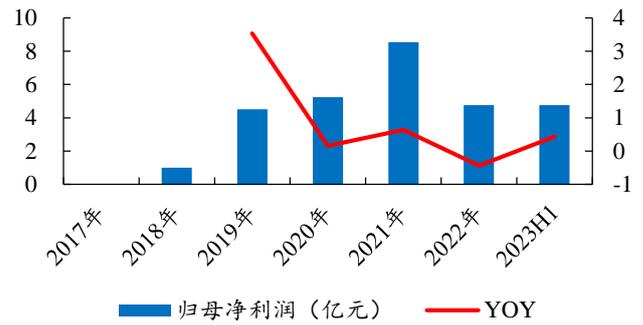


图20：2023H1 归母净利润 4.77 亿元，同比+43.2%

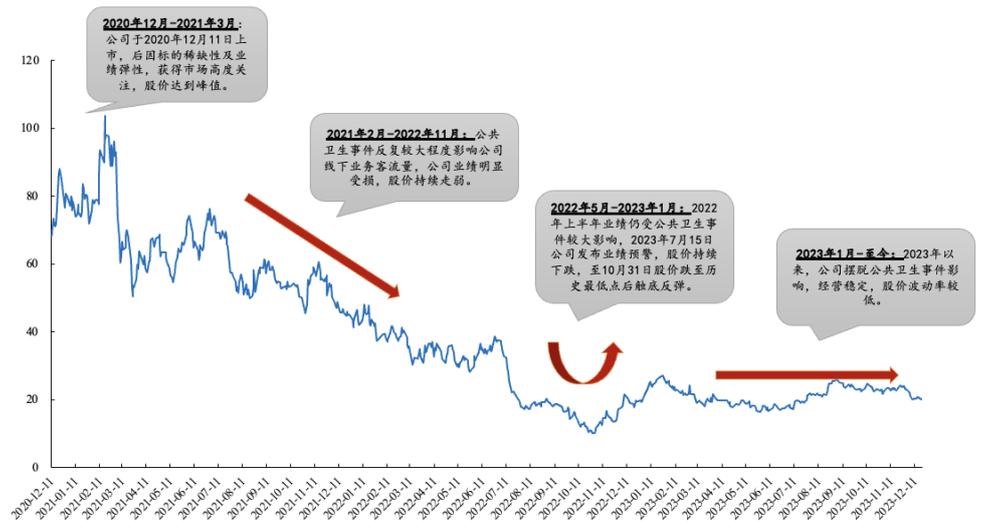


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

从股价复盘来看，公司业绩弹性受损，或为压制公司股价较大因素。公司于2020年12月11日上市，公司作为具备稀缺性及业绩弹性的潮玩龙头股，受到市场较大关注，2021年2月市值一度超1400亿港元。2021年2月-2022年11月年公共卫生事件反复较大程度上影响线下流量，对公司国内业绩造成明显影响，导致国内营收增速未达预期；叠加海外门店拓展因公共卫生事件等原因进度较低于市场预期，公司股价出现回调。2022年11月起，随着线下客流量显著恢复，公司国内经营情况趋势向好；国外拓店节奏恢复正常，双重利好拉到业绩向好下股价亦随之上扬。

图21：泡泡玛特股价复盘（单位：元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

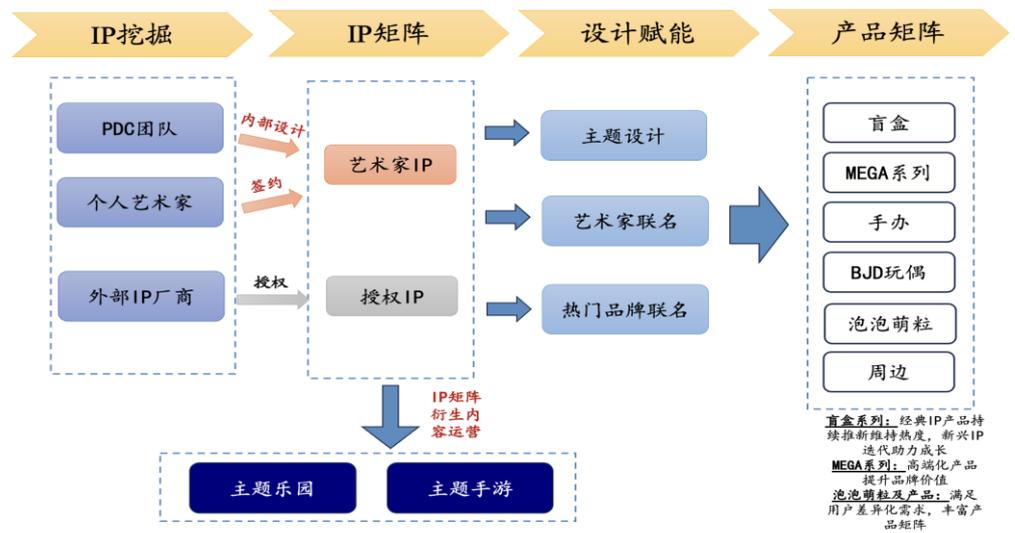
3、核心竞争力：实现全流程高效赋能 IP 商业模式，有效保证

IP 价值持续释放

我们如何理解泡泡的核心竞争力？突出的 IP 设计及运营能力一直以来都是公司能够持续领先行业的核心竞争力，公司拥有从艺术家挖掘、IP 矩阵构筑、产品设计、产品品类拓展、后期内容运营的全流程高效商业模式，高效率地保证了经典 IP 的热度维持及爆款 IP 的持续打造：

1. **IP 挖掘**: 通过艺术家团队挖掘个人艺术家并签约, 叠加自有 PDC 团队内部设计构成艺术家 IP, 外部 IP 厂商对公司进行授权构成授权 IP,
2. **IP 矩阵构筑**: 艺术家 IP 与授权 IP 构成丰富的 IP 矩阵。
3. **IP 赋能**: 通过对 IP 的主题设计、艺术家联名、热门品牌联名等方式对 IP 进行赋能, 推出不同场景化系列, 提高 IP 热度, 增加用户对 IP 的粘性。
4. **IP 变现**: 以原有盲盒系列为基本盘, 推出 MEGA 珍藏系列满足高端化需求, 提升品牌价值, 手办、BJD 玩偶、泡泡萌粒及其他周边持续推新构成丰富的产品矩阵。

图22: 全流程商业模式对 IP 高效赋能

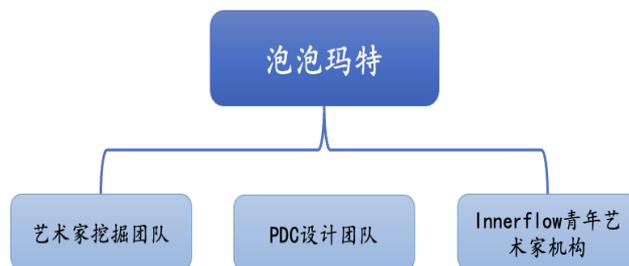


资料来源: 开源证券研究所

3.1、IP 挖掘: 持续深耕 IP 设计, 艺术家合作与原创设计并行

IP 创作一直是公司的核心竞争力, 公司自 2010 年成立以来持续深耕于形象 IP 的设计, 前期通过绑定优质设计师资源, 陆续打造出 Molly、DIMOO 等爆款 IP, 奠定公司基本盘, 自 2017 年开始通过发展内部设计师团队, 建立艺术中心等方式开拓 IP 宽度与广度。

图23: 公司拥有成熟的设计团队



资料来源: 公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

艺术家挖掘团队：体系完善，成熟模式助力 IP 发展。公司拥有超过 20 人组成的内部艺术家发掘团队在全球范围内发掘优秀艺术家，并通过潮流玩具展、组队设计比赛、与顶级艺术学院合作等方式广泛接触艺术家，与超过 350 名艺术家保持紧密联系。

图24：公司拥有迪士尼、DC、漫威等热门 IP 品牌授权



资料来源：泡泡玛特官网

目前公司与艺术家的合作形式共分为三种：

对于外部艺术家团队：

1. 签订知识产权转让协议，获得自有 IP，如 Molly、SKULLPANDA 等
2. 签订独家授权协议，获得独家 IP，如 PUCKY、THE MONSTERS 等

对于成熟的 IP 供应商：

签订非独家授权协议，获得 IP 授权

表2：泡泡玛特对不同 IP 合作方具有不同协议合作方式

合作方	方式	知识产权	支付费用	期限
艺术家	知识产权转让协议	泡泡玛特公司拥有	转让费+基于销量的设计费	
	独家授权协议	艺术家拥有/艺术家与泡泡玛特共同拥有	基于销量的设计费	一般为 4 年，可延长
成熟 IP 提供商	非独家授权协议		特许权使用费+最低特许权使用保证金+其它	1-2 年

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司与外部设计师的合作属于互利共赢模式。一方面，公司与设计师签署知识产权转让协议，支付转让费，并且根据销量支付设计费，公司与设计师的利益一致。另一方面，公司为设计师提供产品发布上新的平台，公司率先整合资源获得先发优势，设计师借助公司的平台，传播自身作品及艺术理念，可以为其自身带来更高的商业变现价值。

表3: 公司与海内外知名设计师进行合作

IP 类型	IP	艺术家	国家/地区
自有 IP (非 PDC)	MOLLY	王信明	中国香港
	DIMOO	AYAN DENG	中国
	BUNNY	思琪	中国
	MIGO.mido	Gwen	中国
	SKULLPANDA	熊猫	中国
自有 IP (PDC)	小甜豆	雪宸	中国
	小野 HIRONO	宣毅郎	中国
	HACIPUPU	Agee&Yep	中国
	Zsiga	Dan	中国
独家 IP	COARSE	Mark Landwehr & Sven Waschke	美国
	KENNETH	Yoyo Yeung	中国香港
	DUCKOO	chokocider	韩国
	MOMIJI	Helena stamulak	英国
	OKluna	Kaiser	中国香港
	SATYR	Seulgie Lee	韩国
	RORY(潘神)		
	PUCKY(毕奇)	房子沐 GRACE	中国香港
	THE MONSTERS	Kasing Lung	中国香港
	INSTINCTOY	hokubo	日本
	COOLABO	coolrain & 205	韩国
	MODOLI	BBKK	中国
	非人哉	一汪空气(Air)	中国
	ViViCat	郭斌(Robin)	中国
	FLABJACKS	Ton Mak	中国香港
	YOKI	Yoyo Yeung	中国香港
	CRYBABY	Molly	泰国
	HAPICO 哈皮可	上野阳介	日本
	NORI 小诺	ARAGON	中国
	HANDS IN FACTORY	ROCKOON	中国
	BAZBON	Choi Hyung nae	韩国
	SUSUMI	PEPEKO	中国

资料来源: 公司招股说明书、泡泡玛特公众号、开源证券研究所

PDC 团队: 原创设计持续, 爆款频出。公司拥有一支超 100 人的内部设计师团队, 其对于年轻人情绪和社交表达有敏锐的捕捉能力, 且相较于外部签约艺术家有明显的成本优势, 截至 2023H1, PDC 团队已成功孵化小野 HIRONO、小甜豆等成熟 IP, 分别占 2023H1 主营收入的 3.9%/2.7%; 另外公司于 2022 年推出的全新 IP HACIPUPU, 在 2023H1 实现约 7000 万营收, 2023H2 公司进一步推出 HACIPUPU “幻想系列”、HACIPUPU “小小英雄系列”, IP 价值持续发酵。

图25: 2023H2 推出 HACIPUPU 幻想系列



资料来源: 泡泡玛特公众号

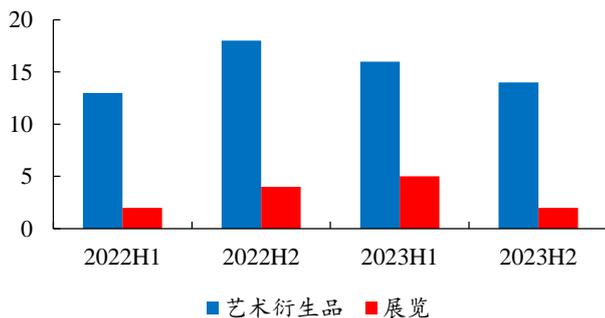
图26: 2023H2 推出 HACIPUPU 小小英雄系列



资料来源: 泡泡玛特公众号

inner flow 青年艺术机构: 追求潮流前沿, 旗下艺术机构 inner flow 深耕艺术家运营。公司于 2021 年创立青年当代艺术运营机构 inner flow, 以开放、前瞻性和可持续性为理念, 致力于青年艺术的多渠道推广, 用心创造经典、独特、前卫的当代艺术新文化, 截至 2023H1, 已入驻近 60 位青年艺术家, 2023 年推出艺术作品 30 件 (包括艺术雕塑、艺术版画、艺术香薰灯), 作为主办方举行展览 5 次。

图27: 2023 公司推出艺术作品 30 件 (单位: 件)



数据来源: Inner flow 公众号、开源证券研究所

图28: inner flow 画廊空间于 2023 年 9 月 27 日入驻北京 798 艺术区

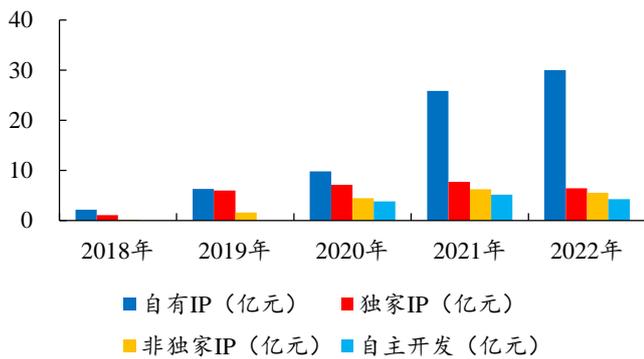


资料来源: 泡泡玛特公众号

3.2、IP 矩阵: 构筑多样化 IP 矩阵, 有效带动品牌价值提升

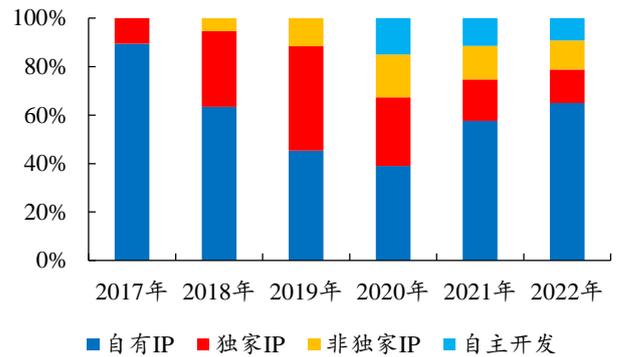
按 IP 所有权划分来看, 自有 IP 拉动收入增长, 收入占比持续提升。2017-2019 年公司的 IP 产品收入从 89% 下降至 45%, PUCKY、The Monsters 大热帮助独家 IP 收入从 10.6% 上升至 43.2%。2020 年开始, 随着 Molly、Dimmo 热度上升, 新收购 IP SKULLPANDA 的爆火, 自有 IP 收入占比重回上升趋势, 2020-2022 年自有 IP 收入占比分别为 39%/58%/65%, 逐年上升; 2023 年由公司 PDC 团队设计的新 IP HACIPUPU 在上半年取得超预期的近 7000 万营收, 下半年热度持续上升, 叠加原有 IP 热度持续及新 IP 快速更新, 有望进一步拉动自有 IP 占比提升。

图29：2022年自有IP收入30亿元（单位：亿元）



数据来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

图30：2022年自有IP收入占比65%，同比上升7.4pct



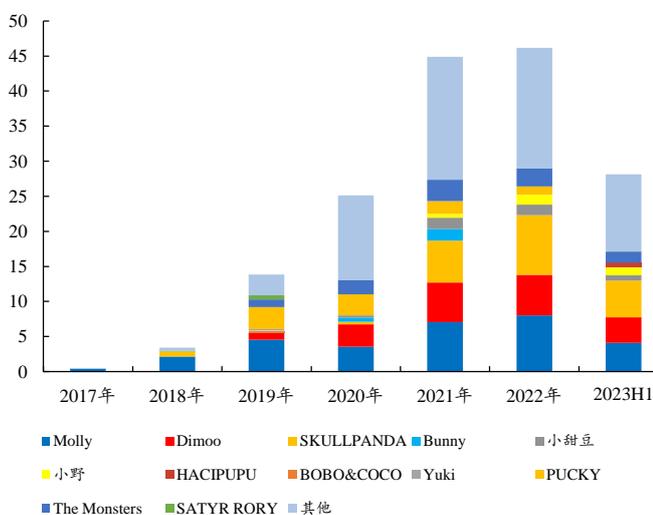
数据来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

进一步拆分单一IP收入，经典IP持续推新热度稳定，新兴IP迭代持续助力成长。公司SKULLPANDA、DIMOO、LABUBU、Molly四大IP持续推新保持较高热度，根据潮玩族数据，公司IP2021年至2023年6月包揽交易榜单前二，平均排名分别为1.14/2.24/3.81/4.14，交易量前十IP中，公司IP平均超6个；同时迭代新IP持续，2021-2022年推出Hirono小野及HACIPUPU两大热门IP。

经典IP方面，SKULLPANDA、Molly、DIMOO、LABUBU四大IP在2022年分别收入8.52/8.02/5.78/2.63亿元，总收入占比54%；2023H1分别收入5.26/4.11/3.62/1.60亿元，总收入占比51.9%，由于2022H2公共卫生事件影响导致基数较低，经典IP推新持续，推出SKULLPANDA庭前墨梅系列、MOLLY周年雕塑经典回归系列盲盒，营收增速有望提高。

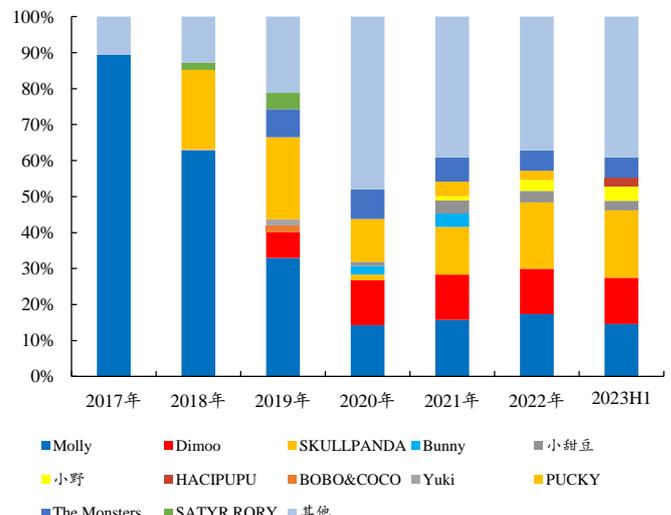
新兴IP方面，Hirono小野在2022及2023H1分别收入1.4/1.1亿元，分别占比3.1%/3.9%，热度显著上升，伴随与inner flow联动持续，下半年收入有望进一步提升；HACIPUPU推出不到1年，便获得市场认可，在2023H1收入0.7亿元，占比2.4%，下半年新推出HACIPUPU“幻想系列”、HACIPUPU“小小英雄系列”，营收占比有望进一步提高。

图31：2022年四大经典IP收入25.0亿元（单位：亿元）



数据来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

图32：2022年四大经典IP收入占比54%



数据来源：公司公告、公司招股说明书、开源证券研究所

艺术家 IP 绑定核心粉丝，授权 IP 提高品牌曝光度。公司艺术家 IP 主要为形象 IP，相比各大内容 IP 粉丝基数较小，但粉丝粘性较高，公司通过提高授权 IP 数量提高品牌曝光度，为艺术家 IP 引流，如 2023 年推出了多款迪士尼 100 周年系列盲盒；公司通过推出自有 IP 与授权 IP 联名盲盒，引导授权 IP 粉丝对于艺术家 IP 进行种草，如推出 DIMOO x 侏罗纪公园手办等，2023H1 公司加大了授权 IP 的投放力度，持续加深与版权方的合作，推出不同风格的产品，收入 4.2 亿元，同比+40.2%。

男性向 IP 布局持续，拓宽用户画像。2023 年公司延续上一年策略，持续进行男性向 IP 的推新，陆续推出星球大战、生活大爆炸、英雄联盟等主题 IP，2023 年 8 月推出全新自有 IP KUBO，在上市首日就卖出近一万套。

图33：公司持续推出男性向 IP，男性消费者关注度提升



资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

热门 IP 对外授权联动持续，彰显品牌价值。公司除引入外部 IP 进行联名外，还积极将自有 IP 对外授权进行联动，2023 年已完成对欧舒丹、巴黎水、奈雪的茶等 10 余家品牌的联名授权，品牌价值得到彰显。

图34：泡泡萌粒联名欧舒丹



资料来源：泡泡玛特公众号

图35：DIMOO 联名巴黎水



资料来源：泡泡玛特公众号

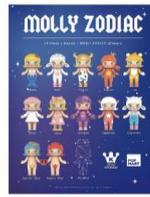
3.3、IP 变现：始于文创，发家于盲盒，不止于盲盒

始于文创百货，发家于盲盒，不止于盲盒。2010 年公司成立之初依靠文创小百货作为主要营收来源，2015 年引入日本采用盲盒玩法的超人气娃娃 Sonny Angel 大受欢迎，2016 年拿下 Molly 版权后，公司推出了第一个“MollyZodiac”盲盒，当日在天猫旗舰店上线以后，200 套产品在 4 秒内就被抢购一空，在此之后推出了 BJD 可动玩偶、MEGA 珍藏系列、泡泡萌粒、泡泡潮玩卡等产品，构建了丰富的产品矩阵。具体看推进节奏，2023 盲盒系列总体推新节奏保持不变，截至 2023M11 共推新 97 个系列，较上一年同期无较大变化；MEGA 珍藏系列推新有所加快，截至 2023M11 共推新 33 款，较 2022 年同期增加 7 款；BJD 可动玩偶及手办推新均无较大变化。

图36：2016 年发布首款自有 IP Molly 星座系列盲盒



2015年引入Sonny Angel系列



2016年发布自有IP Molly 首款星座系列盲盒



2019年推出Molly BJD玩偶系列



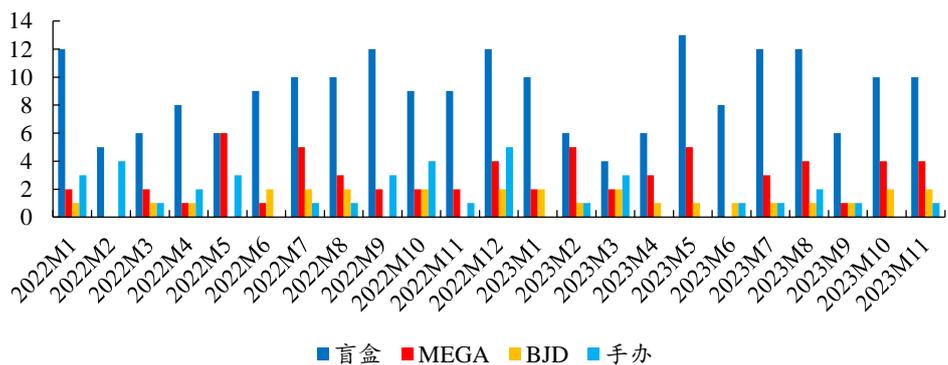
2021年推出MEGA珍藏系列



2022年推出泡泡萌粒系列

资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

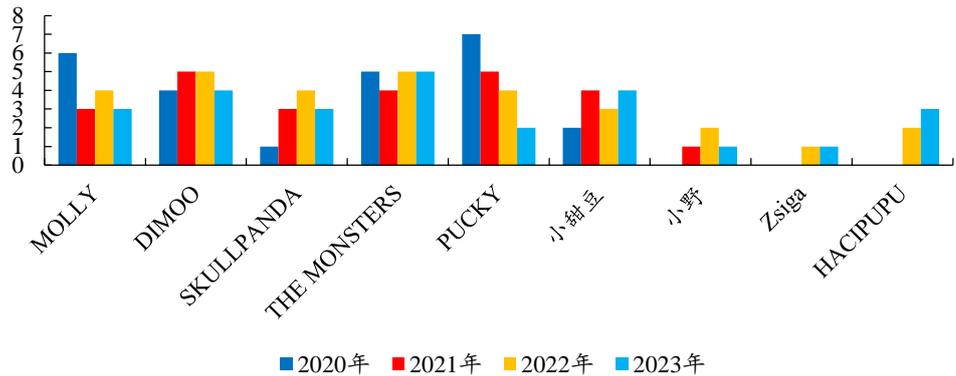
图37：2023 加快 MEGA 系列推新节奏（单位：个）



数据来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

盲盒作为公司的发家业务，公司保持经典 IP 较高强度上新，加速开拓新兴 IP 上新。按周度看，公司保持盲盒系列每周 2-3 个上新；按季度看，总体下半年推新速度高于上半年。分 IP 来看，自有 IP 中，公司四大经典 IP (SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、THE MONSTERS) 各自保持每年 4-5 个系列推新，有较高潜力的自有 IP 保持每年 2-3 个系列推新，其他自有 IP 保持每年 1-2 个系列推新；授权 IP 总体保持每月 2-3 个系列推新。

图38：热门 IP 推新保持稳定（单位：个）



数据来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

多种 IP 赋能，MEGA 珍藏系列聚焦高端潮玩。MEGA 珍藏系列（MEGA COLLECTION）是公司于 2021 年推出的高端潮玩系列，2021/2022/2023H1 实现销售收入 1.8/4.7/2.4 亿元，主营业务收入贡献分别为 3.97%/10.11%/8.61%，在北京保利 2022 秋季艺术品拍卖会，MEGA 珍藏 GRAND 系列首款“炉火纯青燃”艺术家亲签 sample 版以 23 万成交，创造了中国潮玩收藏品最高成交记录。

图39：首款“炉火纯青燃”艺术家亲签 sample 版以 23 万成交



资料来源：泡泡玛特公众号

图40：MEGA α SKULLPANDA 1000% CLOT 溢价率超 142%



资料来源：泡泡玛特公众号

MEGA 价格带上升，产品保值兼具收藏价值。MEGA 系列目前已经开拓五大产品线，每一款产品有 100%/400%/1000% 三种规格销售：在 2021-2022 年中，MEGA 系列 400% 规格价格带主要集中在 1099/1199，1000% 规格主要集中在 4999/5999，在 2023 年发售的产品中，400% 规格价格带集中在 1299/1499，1000% 规格集中在 5999/6999，对比之前有较大提升；价格上涨并没有导致产品的保值率降低，目前 2023 发售的产品溢价率大部分维持在 80%-130% 之间，且大部分产品存在与知名艺术家或头部 IP 联名，具有较高的收藏价值。

表4: MEGA 珍藏系列与众多知名艺术家及内容 IP 进行联名

IP	联名	名称	售价	限量	发售时间
Molly	韩美林	MEGA SPACE MOLLY 400% 美林的礼物	1299	-	2023.1.6
Molly	韩美林	MEGA SPACE MOLLY 1000% 美林的礼物	5999	2000	2023.1.6
Molly	-	MEGA SPACE MOLLY 400% 薄荷巧克力	1299	-	2023.2.10
Molly	-	MEGA SPACE MOLLY 1000% 薄荷巧克力	4999	2000	2023.2.10
DIMOO	蜷川实花	MEGA JUST DIMOO 400% 蜷川实花	1299	-	2023.2.23
DIMOO	蜷川实花	MEGA JUST DIMOO 1000% 蜷川实花	5999	699	2023.2.23
Molly	-	MEGA SPACE MOLLY 1000% 炉火纯青·燃	19999	160	2023.2.24
Molly	Care Bears	MEGA SPACE MOLLY 400%/100% 易怒熊	1499	-	2023.3.23
Molly	高达	MEGA SPACE MOLLY 1000% 机动战士高达 RX-78-2 高达	5999	2000	2023.3.24
Molly	不二家	MEGA SPACE MOLLY 400% PEKO 牛奶妹 甜到宇宙 尽头	1299	-	2023.4.13
Molly	不二家	MEGA SPACE MOLLY 1000% PEKO 牛奶妹 甜到宇宙 尽头	5999	1500	2023.4.7
SKULLPANDA	蜷川实花	MEGA α SKULLPANDA 400% 蜷川实花	1499	-	2023.5.4
SKULLPANDA	蜷川实花	MEGA α SKULLPANDA 1000% 蜷川实花	6999	699	2023.4.28
Molly	空中大灌篮	MEGA SPACE MOLLY 400% 空中大灌篮	1299	-	2023.5.20
Molly	空中大灌篮	MEGA SPACE MOLLY 1000% 空中大灌篮	5999	999	2023.5.20
Molly	让-米歇尔·巴斯奎特	MEGA SPACE MOLLY 400% 让-米歇尔·巴斯奎特	1299	-	2023.7.13
Molly	可口可乐	MEGA SPACE MOLLY 400% 经典可口可乐	1299	-	2023.7.27
Molly	可口可乐	MEGA SPACE MOLLY 1000% 经典可口可乐	5999	1500	2023.7.21
Molly	-	MEGA SPACE MOLLY 100% 周年系列 2	79	-	2023.8.11
Molly	新世纪福音战士	MEGA SPACE MOLLY 400% 新世纪福音战士 初号 机	1299	-	2023.8.17
Molly	新世纪福音战士	MEGA SPACE MOLLY 1000% 新世纪福音战士 初号 机	5999	1500	2023.8.11
DIMOO	熊本熊	MEGA JUST DIMOO 400% 熊本熊	1299	-	2023.8.18
SKULLPANDA	-	MEGA α SKULLPANDA 1000% CLOT	6999	999	2023.9.22
Molly	兰博基尼	MEGA SPACE MOLLY 400% 兰博基尼汽车定制版	1299	-	2023.10.12
Molly	兰博基尼	MEGA SPACE MOLLY 1000% 兰博基尼汽车定制版	5999	-	2023.10.6
Molly	敦煌	MEGA ROYAL MOLLY 400% 常沙娜·敦煌	1499	-	2023.10.26
Molly	敦煌	MEGA ROYAL MOLLY 1000% 常沙娜·敦煌	5999	999	2023.10.20
Molly	-	MEGA SPACE MOLLY 400% 星球系列	1199	-	2023.10.27
Molly	迪士尼	MEGA SPACE MOLLY 400% 迪士尼 100 周年	1299	-	2023.11.3
Molly	迪士尼	MEGA SPACE MOLLY 1000% 迪士尼 100 周年	5999	1500	2023.11.3
Molly	BEAMS	MEGA SPACE MOLLY 400% BEAMS	1299	-	2023.11.30
Molly	BEAMS	MEGA SPACE MOLLY 1000% BEAMS	5999	1500	2023.11.24

资料来源：泡泡玛特公众号、千岛 APP、开源证券研究所

优质 IP 叠加新颖玩法，小颗粒产品线泡泡萌粒有望破圈。2022 年 6 月，泡泡玛特推出全新小颗粒产品线泡泡萌粒，将 Skullpanda 等头部 IP 缩小为小巧可组装的萌粒，让玩家选择自己喜爱的 IP 自由组合，搭配不同类型的泡泡萌瓶，有效提高了玩家和 IP 之间的联动，可以做出属于自己的作品；同时该玩法仅限线下使用，在对 IP 进行二次挖掘的同时，对门店有较好的引流作用，有助于带动其他品类产品的销售。

图41：泡泡萌粒新颖玩法为线下场景引流



资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

图42：泡泡萌粒联动的热门 IP 超 15 个



资料来源：小红书

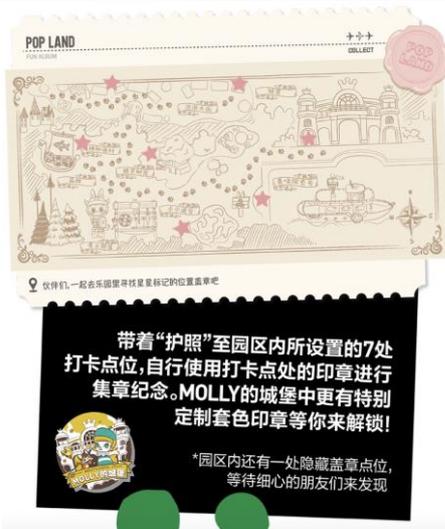
3.4、IP 延伸新模式：主题乐园实现深度线下触达

打造轻量化内容试点，乐园护照玩法加深用户粘性。2023 年 9 月 26 日，泡泡玛特城市乐园 POP LAND 在北京朝阳公园内正式开业，票价为 150-299 元。乐园斥资 3 亿，占地约 4 公顷，定位轻量化内容体验，对标日本三丽鸥。园区主题商店中有许多专供产品供游客选择，首月的门票中包含一本乐园护照用于乐园中不同地点进行集章纪念，可以有效加深用户粘性。

乐园分为 MOLLY 的城堡、泡泡街、LABUBU 的奇遇森林三大核心区域：1 主建筑 MOLLY 的城堡，设置潮玩收藏馆、主题餐厅、儿童乐园等，其心愿之旅项目可真实还原玩具诞生历程；2 泡泡街集互动娱乐餐饮为一体，设置了具有 IP 特色的主题游戏和好友见面会；3 LABUBU 奇遇森林区以 IP THE MONSTERS 为核心，打造主题游乐设施伴随 IP 巡演。

开园首月接待游客近 10 万人次，平均在园时长 4.32 小时，园内二次消费占比达到 72%。根据我们初步测算，若按人均票价 180 元计算（公司主题乐园门票收入占比约 28%），首月人均消费约 640 元，其主题公园单月营收超 6000 万元。

图43: 主题公园推出乐园护照打卡活动



资料来源: 泡泡玛特公众号

图44: 首月接待游客近 10 万人次



资料来源: 泡泡玛特公众号

4、未来展望: 看好国内+海外渠道复苏, 公司发展重回快车道

我们如何看待渠道拓展下, 泡泡未来的成长空间? 公共卫生事件影响因素减弱后, 我们看好国内及海外均有望重回发展快车道:

1. 国内方面: 线上抖音渠道拉动私域流量升级, 线下门店降本增效持续

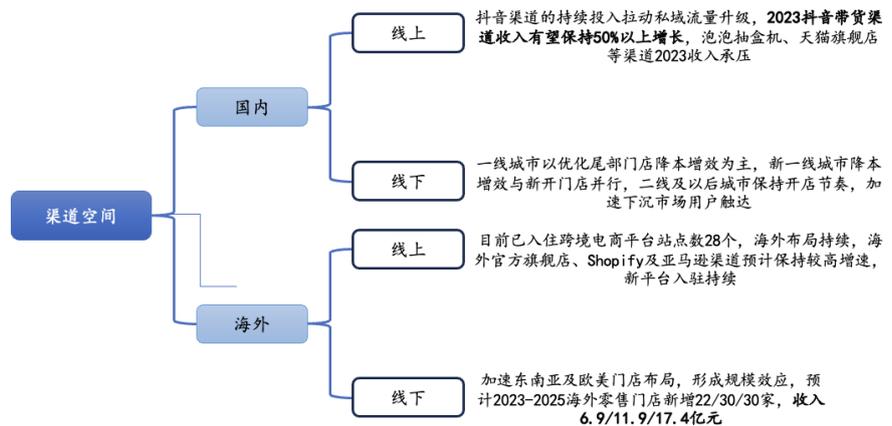
线上: 抖音渠道的持续投入拉动私域流量升级, 抖音带货渠道收入 2023 有望保持 50% 以上增长, 泡泡抽盒机、天猫旗舰店等渠道 2023 收入承压, 我们预计 2023-2025 国内线上渠道总收入为 16.0/18.1/20.4 亿元, 同比 -12%/+13%/+13%。

线下: 门店方面, 一线城市以优化尾部门店降本增效为主, 新一线城市降本增效与新开门店并行, 二线及以后城市保持开店节奏, 加速下沉市场用户触达, 预计 2023-2025 零售门店新开 32/60/45 家, 机器人门店新开 250/350/280 家, 我们预计 2023-2025 国内线下收入 (剔除批发收入) 为 31.6/37.5/42.2 亿元, 同比+53%/+19%/+13%。

2. 海外方面: 海外持续入驻电商平台, 加速东南亚及欧洲门店布局

线上: 目前已入住电商平台站点数 28 个, Shopify 及亚马逊渠道预计保持较高增速, 未来预计入驻更多线上平台, 我们预计 2023-2025 海外线上渠道收入 1.6/2.4/3.1 亿元, 同比+77%/+50%/+30%。

线下: 加速东南亚及欧美门店布局, 形成规模效应, 预计 2023-2025 海外零售门店新增 22/30/30 家, 机器人商店新增 120/150/150 家, 我们预计 2023-2025 海外线下渠道收入 (剔除批发收入) 6.9/11.9/17.4 亿元, 同比 +354%/+74%/+46%。

图45：海外市场有望塑造第二成长曲线


资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.1、渠道收入回顾：2023H1 国内走出公共卫生事件影响，海外实现高速增长

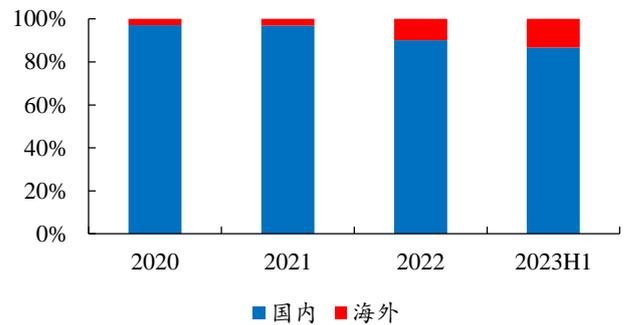
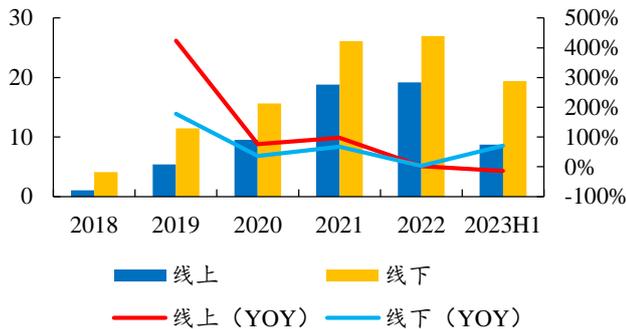
从线上线下渠道划分，2019-2022 公司线上线下渠道均保持高速增长。公司2019-2022 线上线下收入保持高速增长，CAGR 分别为 52.7%/33.1%，自 2020 年起由于公共卫生事件原因，公司加大了线上渠道的投放，营收占比由 2019 年的 32.0% 上升至 2022 年的 41.6%，2023 以来由于公共卫生事件影响减弱，线下门店人流量提升，线下渠道收入占比重新上升，2023H1 线下渠道占比 68.9%，2023H1 线上/线下渠道分别实现营收 8.7/19.4 亿元。

线上：国内抖音渠道增速亮眼，海外有望实现高增速。国内方面，公司 2023H1 泡泡抽盒机/天猫旗舰店/抖音收入分别为 3.73/1.55/1.1 亿元，同比 -31.4%/-36.6%/+569.0%，天猫旗舰店及泡泡抽盒机收入承压，公司与 2022 年底加速布局抖音市场，在不进行价格促销情况下产品仍然保持出色表现，2023H1 抖音渠道超越京东渠道成为公司国内线上第三大收入渠道，公司计划继续在抖音上开设新的直播间，以不同的运营策略来满足不同消费者的需求。**海外方面**，公司主要以 Shopify、亚马逊以及官网渠道为主，目前收入体量较小，随着公司持续布局海外市场，海外线上渠道有望保持高增速。

线下：国内零售店仍为公司基本盘，疫后恢复较高增长。国内方面，2023H1 零售店/机器人商店分别收入 13.4/3.0 亿元，同比+45.1%/+43.7%，零售店渠道仍为公司收入的主要渠道，随着公司对零售门店的精细化运营，零售店的利润率及单店收入有望进一步的提升；机器人商店方面，公司也计划对尾部商店进行一系列的优化以提升利润率。**海外方面**，2023H1 零售店/机器人商店分别收入 1.65/0.25 亿元，同比+374.2%/556.5%，公司开店主要集中在港澳台及东南亚区域，2023Q3 在泰国、美国、泰国、澳大利亚均落地了线下门店，随着公司全球化布局的加速，公司在欧美日韩等发达国家门店数量有望进一步提升。

图46: 2023H1 线下收入 19.4 亿元,同比+71.0% (单位: 亿元)

图47: 2023H1 线下营收占比上升至 68.9%



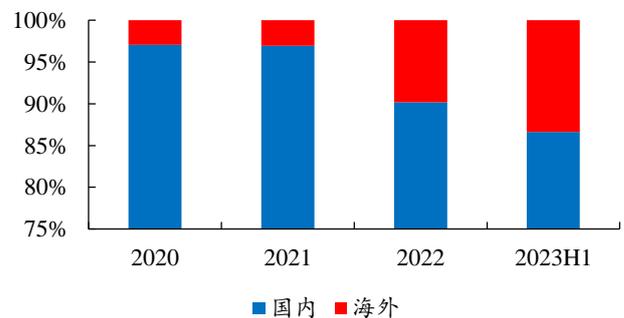
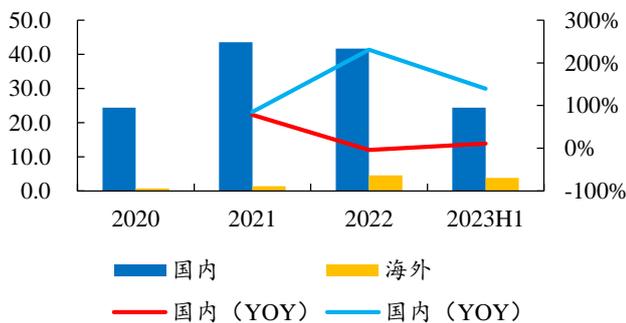
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从国内海外渠道划分,国内收入复苏,仍为主要营收来源,海外市场快速开拓,收入快速增长。2023H1 公司国内海外分别实现营收 24.4/3.8 亿元,同比分别+10.7%/139.8%,国内收入复苏,目前仍未主要收入来源,海外收入呈快速增长态势,收入占比显著提高,自 2020 年至 2023H1,公司海外收入占比由 3.0%提升至 13.4%,随着后续海外扩张持续加速,营收占比有望进一步提升。

图48: 2023H1 海外收入 3.8 亿元,同比+139.8% (单位: 亿元)

图49: 2023H1 海外收入占比 13.4%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

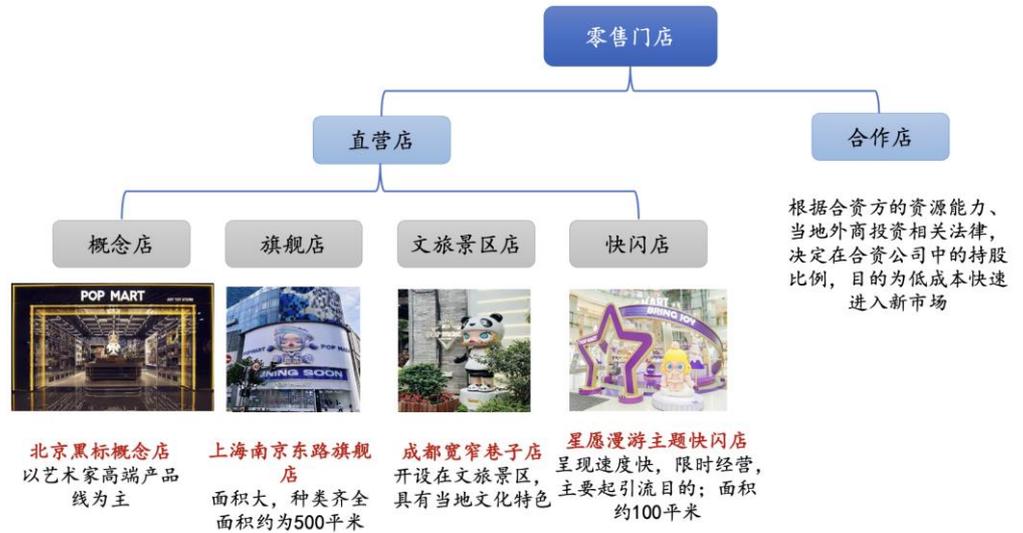
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、国内: 完善全渠道体系, 扩展下沉市场

公司拥有多样化的门店布局体系。公司零售门店包含直营店及合营店, 主要以直营为主, 根据用户画像及场景需求, 公司进行多样化的门店布局:

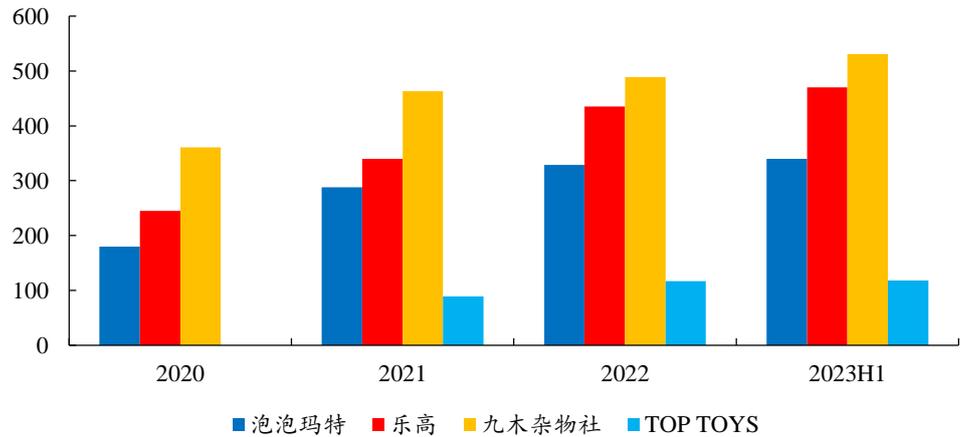
- 概念店:** 以艺术家高端产品线为主, 高端的店面装修叠加极具艺术气息与高端质感的潮玩进行产品的高端化运营, 如北京黑标概念店。
- 旗舰店:** 占地面积大, 约 500 平方米, 种类齐全, 涵盖丰富的主题设计元素, 兼具购物打卡功能, 如上海全球旗舰店。
- 文旅景区店:** 开设在文旅景区, 具有当地文化特色, 如成都宽窄巷子店。
- 快闪店:** 呈现速度快, 限时经营, 主要起到引流目的, 面积约 100 平米, 如星愿漫游主题快闪店。

图50：公司拥有多样化门店布局体系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

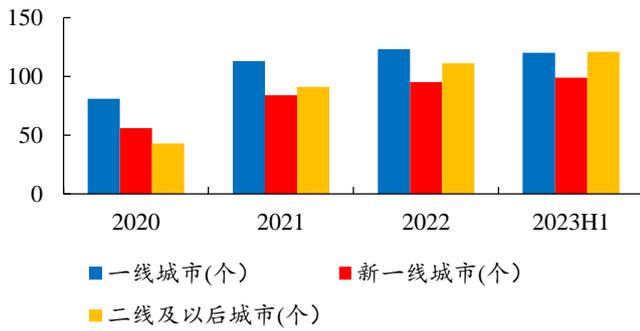
图51：公司国内零售门店仍有拓展空间（单位：家）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

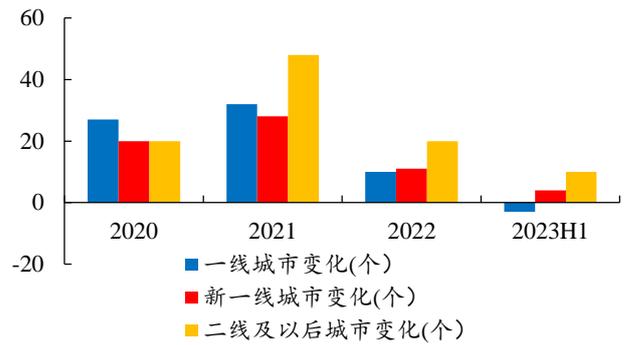
维持较快扩店节奏，加快下沉市场布局。2023H1 公司内地零售店共 340 家，对比 2022 年底净开店 11 家，其中一线/新一线/二线以下城市门店数分别为 120/99/121 家，对比 2022 年底净开店-3/4/10 家，目前零售店在一线城市布局已较为完善，新一线城市仍有推广空间，二线及以下城市拓店节奏加速；2023H1 公司内地机器人商店数共 2185 家，对比 2022 年底净开店 118 家，其中一线/新一线/二线以下城市机器人商店数分别为 587/663/935 家，对比 2022 年底净开店 28/29/61 家，机器人商店整体扩张节奏较快，下沉市场布局加速。

图52: 国内零售店布局日趋完善



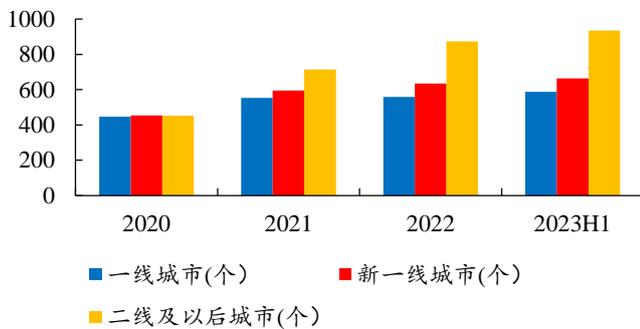
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图53: 重点布局二线及以后城市零售店



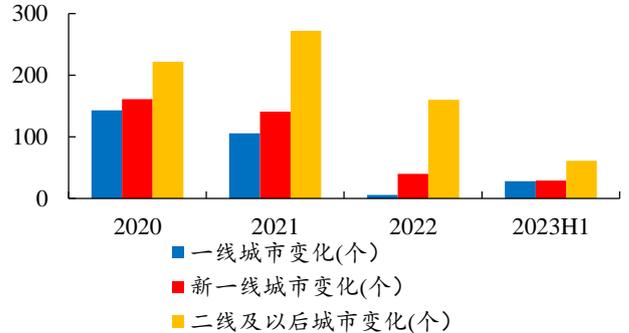
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图54: 2023H1 机器人商店总数达 2185 家



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

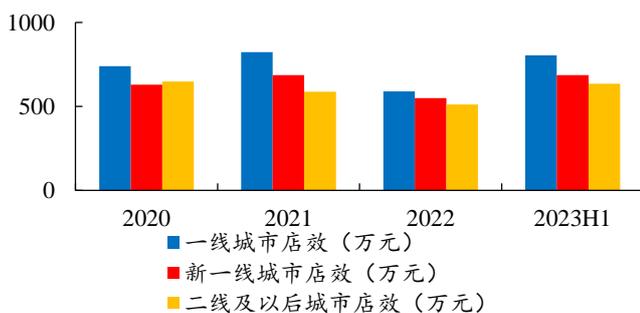
图55: 机器人商店扩张稳中有进



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

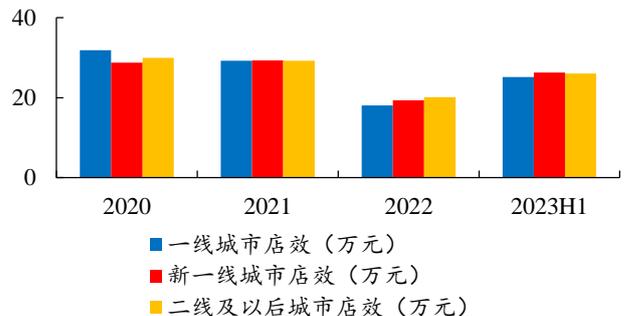
一线城市单店店效率先恢复，整体营收高于多线城市。从零售店角度来看，2023H1 一线/新一线/二线以下城市门店单店年化平均收益分别为 802.8/685.6/633.8 万元，对比 2022 全年分别上升 36.3%/25.0%/24.3%。我们预计平均单平米每月产值约 8000-10000 元，其中一线城市单店收入恢复最为明显，年化店效基本回复至历史高位，后续随着对零售门店的精细化运营，我们预计单店年华平均收益有望进一步上升。从机器人商店角度来看，2023H1 一线/新一线/二线以下城市门店单店年化平均收益分别为 25.2/26.3/26.0 万元，对比 2022 全年分别上升 39.5%/36.0%/29.2%，同样一线城市恢复最为明显，但零售额方面由于一线城市零售门店布局更为密集，机器人门店单店营收略低于多线城市。

图56: 2023H1 零售店单店店效显著回升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图57: 2023H1 机器人商店单店店效显著回升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

下面我们对各个层级的城市的指标和情况进行拆解，测算公司中长期的拓店空间。

测算过程：**(1) 计算每个城市目标零售门店数**：统计每线城市常住人口，根据目标单店覆盖人数计算每个城市目标门店数。**(2) 测算购物中心渗透率数据**：根据购物中心个数计算购物中心渗透率，验证假设是否合理。**(3) 计算目标机器人商店数**。

结论：经过我们测算，公司国内中期零售门店预期数量为 466 家，有 37.0% 的开店空间，机器人门店预期数量为 2947 家，有 35% 的开店空间；长期来看，国内零售店和机器人门店预期数量为 587/3659 家，预期有 73%/67% 的开店空间。

图58：公司国内零售门店仍有拓展空间

指标	一线城市	新一线城市	二线及以下城市	合计	
零售门店数量 (2023. 6. 30)	120	99	121	340	开店空间测算关键假设： 1. 假设长期购物中心增速一线/新一线/二线及以下分别为1%/3%/5% 2. 零售门店与机器人门店长期比值一线/新一线/二线及以下城市回归至5/6/7 3. 单店覆盖人数降幅假设一线城市<新一线城市<二线及以下城市 4. 中期角度截止2025年底，长期角度截止2030年底
机器人门店数量 (2023. 6. 30)	587	663	935	2185	
机器人/零售	4.9	6.7	7.7	6.4	
总人口	8314	17791	115070	141175	
单店覆盖人数	69	180	951	415	
中期目标覆盖人数	63	140	557	-	
中期零售开店空间	133	127	206	466	
零售门店增量	13	28	85	126	
零售门店增速	10.9%	28.0%	70.6%	37%	
购物中心数量	1200	1740	3360	6300	
购物中心渗透率	11.1%	7.3%	6.1%	7.4%	
目标机器人商店/零售门店	5.0	6.3	7.1	6.3	
机器人门店开店空间	669	804	1474	2947	
机器人门店增量	82	141	539	762	
机器人门店增速	14.0%	21.3%	57.6%	35%	
长期目标覆盖人数	55	120	400	-	
长期开店空间	151	148	288	587	
零售门店增量	31	49	167	247	
零售门店增速	26.0%	49.8%	137.7%	73%	
购物中心数量	1261	2017	4288	7567	
购物中心渗透率	12.0%	7.3%	6.7%	7.8%	
目标机器人商店/零售门店	5.0	6.0	7.0	6.2	
机器人门店开店空间	756	890	2014	3659	
机器人门店增量	169	227	1079	1474	
机器人门店增速	28.8%	34.2%	115.4%	67%	

注：
1. 中/长期目标门店数=常住人口/单店目标覆盖人口数
2. 常住人口数据来自Wind
3. 现存门店数量以公司公告为准

数据来源：Wind、赢商大数据、开源证券研究所

我们把 2023-2025 新增门店拆分到每一年：

零售门店：我们预计 2023-2025 一线城市新开 0/5/5 家，年化店效为 805/820/840 万元，新一线城市新开 7/15/10 家，年化店效为 690/710/725 万元，二线及以后城市新开 25/40/30 家，年化店效为 635/650/665 万元，综合收入增速为 51%/18%/12%。

机器人商店：我们预计 2023-2025 一线城市新开 40/40/30 家，年化店效为 25.5/27/28 万元，新一线城市新开 60/60/50 家，年化店效为 26.5/27.5/28 万元，二线及以后城市新开 150/250/200 家，年化店效为 26/27/28 万元，综合收入增速 59%/20%/14%。

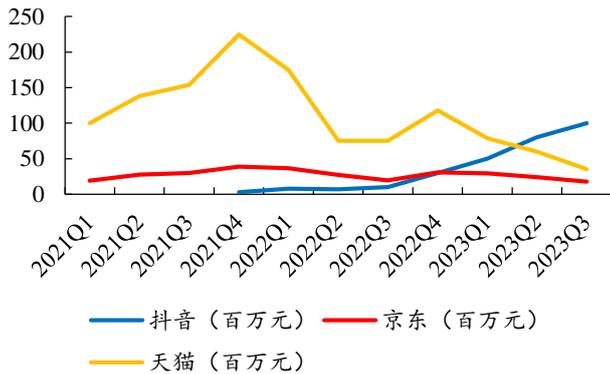
表5: 预计 2022-2025 国内零售店收入 CAGR 为 26%

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售店收入 (亿元)	10.0	16.7	16.9	25.6	30.2	34.0
YOY		67%	1%	51%	18%	12%
期末零售店数量 (个)	180	288	329	361	421	466
当期净开店 (个)	67	108	41	32	60	45
单店年平均收益 (万元)	684.0	713.7	548.2	708.5	718.4	729.1
一线城市收入 (亿元)	5.0	8.0	6.9	9.9	10.5	11.2
YOY		60%	-13%	42%	6%	6%
期末零售店数量 (个)	81	113	123	123	128	133
当期净开店 (个)	27	32	10	0	5	5
单店年平均收益 (万元)	739.3	822.2	588.9	805.0	820.0	840.0
新一线城市收入 (亿元)	2.9	4.8	4.9	7.0	8.3	9.2
YOY		66%	2%	43%	18%	11%
期末零售店数量 (个)	56	84	95	102	117	127
当期净开店 (个)	20	28	11	7	15	10
单店年平均收益 (万元)	628.5	685.6	548.6	690.0	710.0	725.0
二线及其他收入 (亿元)	2.1	3.9	5.2	8.6	11.4	13.6
YOY		84%	31%	68%	32%	19%
期末零售店数量 (个)	43	91	111	136	176	206
当期净开店 (个)	20	48	20	25	40	30
单店年平均收益 (万元)	647.6	586.3	510.1	635.0	650.0	660.0
机器人商店收入 (亿元)	3.3	4.7	3.8	6.0	7.2	8.3
YOY		42%	-19%	59%	20%	14%
期末机器人商店数量 (个)	1351	1861	2067	2317	2667	2947
当期净开店 (个)	526	510	206	250	350	280
单店年平均收益 (万元)	30.2	29.1	19.3	26.0	27.1	28
一线城市收入 (亿元)	1.2	1.5	1.0	1.5	1.7	1.9
YOY		22%	-31%	52%	13%	9%
期末机器人店数量 (个)	447	553	559	599	639	669
当期净开店 (个)	143	106	6	40	40	30
单店年平均收益 (万元)	31.9	29.2	18.0	25.5	27.0	28
新一线城市收入 (亿元)	1.1	1.5	1.2	1.8	2.1	2.3
YOY		43%	-23%	55%	13%	9%
期末机器人店数量 (个)	453	594	634	694	754	804
当期净开店 (个)	161	141	40	60	60	50
单店年平均收益 (万元)	28.8	29.3	19.3	26.5	27.5	28
二线及其他收入 (亿元)	1.0	1.7	1.6	2.7	3.4	4.1
YOY		66%	-5%	67%	29%	20%
期末机器人店数量 (个)	451	714	874	1024	1274	1474
当期净开店 (个)	222	272	160	150	250	200
单店年平均收益 (万元)	30.0	29.2	20.1	26.0	27.0	28

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

线上渠道部分承压，抖音渠道快速增长成第三大收入来源。公共卫生事件影响退去后，很大一部分消费者由线上渠道转为线下渠道，2023H1 泡泡抽盒机及天猫旗舰店营收分别为 3.7/1.6 亿元，同比降幅均超 30%；抖音渠道表现出色，2023H1 收入 1.1 亿元，超越京东旗舰店成为第三大收入来源，根据公司第三季度最新业务情况，2023Q3 抖音渠道同比增长 875%-880%，增速进一步加快，目前公司内容电商团队根据 IP 特点和系列特色，创建了官方旗舰店、POPMART、生活空间、潮玩体验店、城市乐园五个账号。

图59：抖音渠道营收增长迅速



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图60：公司抖音账号粉丝数量超 1800 万



资料来源：泡泡玛特官方抖音号

4.3、海外：加速拓店塑造第二成长曲线

海外门店扩张为营收快速增长重要推动，拓店持续下全年有望实现营收高增速。2023H1 公司海外零售店/机器人店分别实现收入 1.65/0.25 亿元，分别同比 +374.2%/556.5%，主要得益于公司海外门店的加速扩张，截至 2023H1，公司海外零售门店共 38 家，对比 2022 年末新开 10 家，总门店数 55 家（包含合营门店），对比 2022 年末新开 12 家。

根据泡泡玛特海外官网披露，截至 2023 年 11 月 30 日，公司所公布的海外门店数量达 75 家，主要以港澳台、东南亚、美澳日韩为主；截至 2023H1，公司海外机器人门店共 106 个，对比 2022 年末新开 57 家。我们认为海外拓店仍是公司战略重点，我们预计伴随 2023 下半年门店拓展及营销投入持续，全年收入有望实现高增速。

表6：2023M11 公司官网公布的海外门店数量达 75 家（单位：家）

国家	地区	门店个数	国家	地区	门店个数
澳大利亚	悉尼	3	韩国	首尔	5
	墨尔本	3		釜山	1
	布里斯班	1		日本	东京
新加坡	新加坡	8		大阪	2
马来西亚	吉隆坡	2		洛杉矶	5
泰国	曼谷	2	美国	纽约	3
中国澳门	中国澳门	6		旧金山	2
中国香港	中国香港	9		匹兹堡	1
中国台湾	中国台湾	10	加拿大	温哥华	2
新西兰	奥克兰	1	英国	伦敦	1

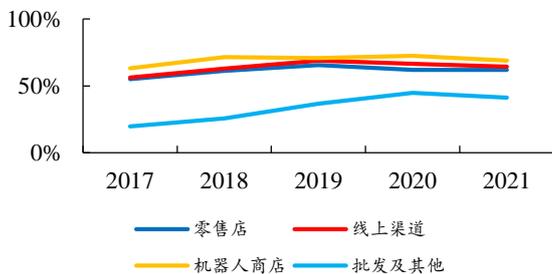
数据来源：公司海外官网、开源证券研究所

海外单店店效及毛利率明显高于国内,2023年海外线上及线下毛利率同比均增。公司在2023年加大了港澳台及东南亚市场的布局,随着门店数量的提升,规模效应逐渐显现,2023H1海外零售店年化店效1082万元,对比2022年的775万元+39.6%,国内一线城市年化店效约800万元,海外店效显著高于国内水平,叠加目前海外零售店中快闪店比例较高,快闪店主要起引流作用,面积较小,随着后续海外旗舰店的铺开,店效有望进一步提高;毛利率方面规模效应同样显现,2023H1公司海外线下渠道/线上渠道毛利率分别为75.9%/75.3%,对比2022年的73.4%/74.5%分别上升2.5/0.8pct,2023H1公司国内线下渠道/线上渠道毛利率分别为63%/59.8%。

我们认为海外店效及毛利水平较高主要有以下原因:

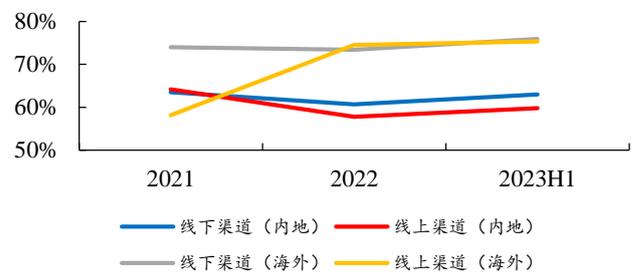
1. 目前海外门店数量较少,单店覆盖半径相对较大。
2. 开店地址集中在发达国家前线城市或发展中国家首府,地点多集中在高端商场,当地人口密度高,目标人群消费能力能力较强。
3. 公司凭借强设计能力,成功对IP进行本土化改造,提升产品在当地吸引力,如针对加入日本招财猫元素的MANEKL LABUBU日本限定、加入法国海军蓝元素的BONJOUR ZIMOMO法国限定。
4. 海外市场整体产品定价显著高于国内,溢价率在10%-50%不等。

图61: 线上线下渠道毛利水平保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图62: 海外毛利水平显著高于国内



数据来源：公司公告、开源证券研究所

海外盲盒及MEGA系列产品溢价明显,欧美水平高于亚洲。公司各产品在海外市场均有不同程度溢价,其中盲盒系列产品港澳台/东南亚/欧美溢价率分别为12.9%/23.3%/64.8%,MEGA珍藏系列港澳台/东南亚/欧洲溢价率分别为9.4%/21.7-25.2%/40.9%,总体来看欧美地区溢价显著高于东南亚市场;从产品品类来看,盲盒系列在全渠道基本都有产品上架,MEGA系列目前已经在欧洲、亚洲市场完成上架,手办及其他周边系列也都有产品上架,但在不同地区差异性较大,会推出当地接受程度更高的产品。

表7: 欧美市场整体溢价水平较高

产品	盲盒	MEGA	手办
系列	DIMOO 雪人的来信	MEGA COLLECTION 1000% SPACE MOLLY Christmas	DIMOO 雪人的来信 40cm 手办

产品图



单位: 元	价格	溢价率	价格	溢价率	价格	溢价率
中国大陆	69	-	未上架 (同系列 4999)	-	529	-
单位: 美元						
港澳台	10.9	12.9%	765	9.4%	79	6.8%
东南亚	11.9	23.3%	851-875	21.7-25.2%	79	6.8%
日韩	11.9	23.3%	765	9.4%	79	6.8%
澳洲	15	55.4%	851	21.7%	93	25.7%
北美	15.9	64.8%	未上架	-	未上架	-
南美	15.9	64.8%	985	40.9%	79	6.8%
欧洲 (除英国)	15.9	64.8%	985	40.9%	79	6.8%
单位: 英镑						
英国	未上架 (同价位产品 13.5)	39.9%	未上架	-	未上架	-

数据来源: 公司海外官网、开源证券研究所

海外营销模式持续创新, 推出圣诞大力度促销, 拉动海外热度。公司于 2023 年 12 月 1 日至 12 月 31 日在海外官网推出“POP MART UNBOXING THE JOY”圣诞活动, 推出 THE MONSTERS、SATYR RORY 等圣诞系列盲盒产品, 盲盒及 LUCKY BAG 系列折扣力度高达 60-70%, 并且伴随赠送礼品袋、IP 曲奇、免运费、限量手办购买权限等活动, 海外市场热度持续提升。

图63: The MONSTERS、SATYR RORY 等 IP 推出圣诞系列盲盒

图64: LUCKY BAG 活动折扣力度最高达 66%



资料来源: 公司海外官网

资料来源: 公司海外官网

回顾公司海外市场发展历史，公司在 2018 年通过海外经销商帮助产品快速、低成本进入海外新市场，主要以 toB 业务为主，暂未开设线下品牌零售店；2019-2021 逐渐将零售店、快闪店、机器人店等全渠道模式向海外输送，建立海外子公司，并且通过合营等方式降低开店成本，该阶段 toB 与 toC 业务并行，门店数量较少；2022 年以来公司更加注重于直营店的铺设，加快了品牌的宣传和开店节奏，陆续完成了十多个国家的门店铺设；截至 2023 中报，公司零售店数量为 55 家（包含合营店）。展望公司未来海外业务发展，我们认为零售店拓张为业务收入规模扩张重要推动，因此对公司海外开店空间进行预测对展望公司海外业务发展有一定必要及合理性。

我们对标乐高对泡泡玛特未来海外门店开拓做出假设，因为同样作为潮玩行业的龙头企业，乐高主要的产品为塑料积木，其门店拓展速度、选址等情况与泡泡玛特类似，且目标群体都以年轻高学历人群为主。

经过近百年的发展，乐高全球布局已经较为完善，截至 2023H1 乐高在全球共开设门店 988 家，其中国内 470 家，海外 518 家，国内零售门店占比从 2020 年的 36.1% 上升至 2023H1 的 47.6%。由于乐高发家于海外，所以泡泡玛特海外门店的占比情况我们参考乐高国内门店的占比情况，我们预计，泡泡玛特长期稳态下海外门店占比预计为 40%。中期角度，到 2025 年末内海外零售门店占比上升至 19%。

根据上文测算 2025 年末国内门店数量为 466 家，推算可得海外门店数量为 110 家，公司全球门店总数上升至 577 家，长远来看，海外零售门店占比可达 40%，由上文推算国内零售门店数量预计为 589 家可得海外门店数量预计为 393 家，公司门店全球容量达 982 家。

表8：公司海外布局有望对标积木龙头乐高（单位：家）

零售门店情况	泡泡玛特				乐高			
	国内	占比	海外	占比	国内	占比	海外	占比
2020	180	97.8%	4	2.2%	245	36.7%	422	63.3%
2021	288	97.6%	7	2.4%	340	40.9%	492	59.1%
2022	329	92.2%	28	7.8%	435	48.1%	469	51.9%
2023H1	340	89.9%	38	10.1%	470	47.6%	518	52.4%
门店分布	国内方面：截至报告期，一线城市 35%、新一线城市城市 29%、二线及以后城市 36%				国内方面：截至报告期，一二线城市 60%、三线及以下城市 40%			
	国外方面：截至报告期，集中在各国一线城市及首府				海外方面：截至报告期，集中在发达国家			
门店类型	零售店、旗舰店、快闪店				专卖店、授权店、旗舰店			
产品类型	盲盒、MEGA、手办				塑料积木			

数据来源：乐高官网、公司公告、开源证券研究所

根据上文海外门店占比测算，从门店增长角度来看：我们预计海外 2023-2025 新增零售门店 22/30/30 家，年化店效为 1100/1150/1200 万元，主要布局东南亚及欧美市场；机器人商店增加 120/150/150 家。

表9：2022-2025 海外零售店收入 CAGR 预计为 114%

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售店收入（亿元）	0.0	1.4	5.5	9.2	13.2
YOY		4122%	306%	67%	43%

期末零售店数量 (个)	7	28	50	80	110
当期净开店 (个)	3	21	22	30	30
单店年化平均收益 (万元)	58.4	774.9	1100	1150	1200
机器人店收入	0.0	0.2	1.4	2.7	4.2
YOY		665%	789%	101%	56%
期末零售店数量 (个)	9	49	169	319	469
当期净开店 (个)	3	40	120	150	150
单店年化平均收益 (万元)	26.5	52.4	80	85	90

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

收入端：我们预计公司 2023-2025 年总体收入 63.0/80.2/97.6 亿元，同比+36.3%/27.4%/21.6%。公司收入主要由零售门店、机器人门店、国内线上平台以及海外线上平台板块构成，关键假设如下：

1. 零售门店方面：我们预计 2023-2025 国内零售门店收入分别为 25.58/30.24/33.98 亿元，同比+51.2%/18.2%/12.3%，分别新开 32/60/45 家，开店主要以二线及以后下沉市场为主，海外方面预计零售门店新开 22/30/30 家，2023-2025 收入分别为 5.50/9.20/13.20 亿元，同比+305.6%/67.3%/43.5%，海外门店拓展持续推进。
2. 机器人商店方面：国内我们预计 2023-2025 收入 6.03/7.24/8.25 亿元，同比+59.2%/20.1%/14.0%，新开 250/350/280 家，海外预计收入 1.35/2.71/4.22 亿元，同比+789.5%/100.6%/55.7%，新开 120/150/150 家。
3. 国内线上平台方面：随着公共卫生事件影响的减弱，消费者线下消费比例增高，在天猫及泡泡抽盒机渠道预计 2023-2025 增长率为-25%/10%/10%，公司对新发展的抖音渠道持续投入，预计 2023 收入 2.5 亿元，2024-2025 实现 30/25% 的增速，预计 2023-2025 国内线上平台总收入 16.01/18.12/20.41 亿元，同比-12.5%/+13.1%/+12.7%。
4. 海外线上平台方面：随着海外市场拓展加速，用户渗透率提高，我们预计维持高两位数增速，预计 2023-2025 海外线上平台总收入 1.60/2.40/3.12 亿元，同比+77.1%/+50.0%/+30.0%。

利润端：随着海外占比进一步提高，由于海外总体毛利率水平高于国内，我们预计毛利率水平持续改善，2023-2025 归母净利润为 10.7/14.0/17.7 亿元，同比+125.9%/30.6%/25.9%，EPS 为 0.80/1.04/1.31 元。

表10：预计 2022-2025 营业收入 CAGR 为 28%

(亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	25.14	44.90	46.17	62.95	80.23	97.56
YOY		78.6%	2.8%	36.3%	27.4%	21.6%
国内	24.39	43.06	41.63	51.31	61.13	69.84

YOY		76.5%	-3.3%	23.2%	19.1%	14.2%
国内线下渠道	13.31	21.38	20.70	31.60	37.48	42.23
YOY		60.6%	-3.2%	52.7%	18.6%	12.7%
毛利率			60.7%	63.0%	63.5%	64.0%
零售店收入	10.02	16.70	16.91	25.58	30.24	33.98
YOY		66.7%	1.3%	51.2%	18.2%	12.3%
期末零售店数量 (个)	180	288	329	361	421	466
当期净开店	67	108	41	32	60	45
单店年化平均收益	684	714	548	708	718	729
机器人商店收入	3.29	4.68	3.79	6.03	7.24	8.25
YOY		42.3%	-19.0%	59.2%	20.1%	14.0%
期末机器人商店数量 (个)	1351	1861	2067	2317	2667	2947
当期净开店	526	510	206	250	350	280
单店年化平均收益	30	29	19	26	27	28
国内线上渠道	9.52	18.62	18.30	16.01	18.12	20.41
YOY		95.6%	-1.7%	-12.5%	13.1%	12.7%
毛利率			57.8%	58.0%	58.5%	59.0%
国内批发及其他收入	1.57	3.07	2.64	3.69	5.54	7.20
YOY		95.9%	-14.1%	40.0%	50.0%	30.0%
毛利率			35.6%	36.0%	38.0%	40.0%
海外	0.74	1.84	4.54	11.64	19.10	27.72
海外线下渠道		0.05	1.51	6.85	11.91	17.42
YOY			2800.0%	354.4%	73.8%	46.3%
毛利率			73.4%	74.0%	74.5%	75.0%
零售店收入		0.03	1.36	5.50	9.20	13.20
YOY			4121.7%	305.6%	67.3%	43.5%
期末零售店数量 (个)		7	28	50	80	110
当期净开店		3	21	22	30	30
单店年化平均收益		58	775	1100	1150	1200
机器人商店收入		0.02	0.15	1.35	2.71	4.22
YOY			664.6%	789.5%	100.6%	55.7%
期末机器人商店数量 (个)		9	49	169	319	469
当期净开店		3	40	120	150	150
单店年化平均收益		27	52	80	85	90
海外线上渠道		0.41	0.90	1.60	2.40	3.12
YOY			119.1%	77.1%	50.0%	30.0%
毛利率			57.8%	65.0%	66.0%	67.0%
海外批发及其他收入		1.37	2.13	3.19	4.79	7.19
YOY			54.9%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率			35.6%	38.0%	40.0%	42.0%
综合毛利率	63.42%	61.43%	57.49%	60.13%	60.92%	61.62%
YOY		-2.0%	-3.9%	2.6%	0.8%	0.7%
销售费用率	24.9%	24.4%	31.6%	32.0%	31.8%	31.6%
管理费用率	11.1%	12.3%	14.8%	12.0%	11.9%	11.8%

财务费用率	0.4%	0.5%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%
归母净利润	5.24	8.54	4.76	10.74	14.03	17.66
YOY		63.2%	-44.3%	125.9%	30.6%	25.9%
归母净利率	20.8%	19.0%	10.3%	17.1%	17.5%	18.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、相对估值

我们认为国内潮玩行业仍属蓝海市场，有望保持快速增长。而公司凭借先发优势率先绑定业内优质的设计师、渠道和用户资源，在形象 IP 运营领域优势显著。而展望未来则可凭借规模优势扩大内容 IP 运营规模，深入发展国内下沉市场，开拓海外市场。名创优品旗下 TOP TOYS，晨光文具旗下九木杂物社均与公司线下门店类型相似，为直接竞争对手，具有一定可比性；创梦天地、奥飞娱乐均为 IP 开发商，且拥有 IP 衍生业务，具有一定可比性。我们认为考虑到海外新业务拓展仍存不确定性，国内行业竞争加剧，并结合当前市场及公司业务拓展情况，我们下调 2023-2024 年，新增 2025 年盈利预测（括号中为原值）：预计归母净利润分别为：10.7（17.8）、14.0（21.9）、17.7 亿元，对应 EPS 为 0.80/1.04/1.31 元，当前股价对应 PE 分别为 21.8/16.7/13.3。我们认为，公司拥有的全流程高效商业模式，能够高效率地保证了经典 IP 的热度维持及爆款 IP 的持续打造，仍然是潮玩赛道中的龙头公司，因此维持“买入”评级。

表11：泡泡玛特与可比公司平均估值相比，估值水平具备提升空间

证券简称	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
名创优品	177.9%	36.6%	22.3%	21.9%	36.1	19.1	15.6	12.8
创梦天地	-1482.6%	110.0%	111.4%	32.9%	(1.9)	19.2	9.1	6.8
晨光股份	-15.5%	21.8%	27.5%	18.8%	27.2	22.4	17.5	14.6
奥飞娱乐	58.9%	162.5%	91.0%	53.2%	(47.0)	88.1	46.1	30.1
平均						37.2	22.1	16.1
泡泡玛特	-44.3%	125.9%	30.6%	25.9%	49.3	21.8	16.7	13.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2024/2/21，名创优品、泡泡玛特、创梦天地、奥飞娱乐、晨光股份均为开源证券研究所预测，其中名创优品、创梦天地为香港交易所上市公司，其中名创优品为财年，如 2023 财年为 2022/6/30-2023/6/30，汇率采用港币/人民币=0.9086）

6、风险提示

海外拓展不及预期：公司海外业务预计为公司未来为主要营收主要增长来源之一，由于经济、文化、政治等因素有所差异，海外拓展可能出现不及预期情况，或将对营收增长产生影响。

新 IP 孵化不及预期：公司的核心竞争力为全流程的 IP 变现模式，上游 IP 孵化不及预期将影响下游 IP 变现，新 IP 孵化不及预期或将对营收增长产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6757	6616	7680	9125	10898
现金	5289	5068	5780	6757	8054
应收账款	326	382	483	616	748
存货	789	867	1059	1323	1579
其他流动资产	354	299	358	430	516
非流动资产	1566	1965	2341	2792	3334
固定资产及在建工程	366	449	539	646	776
无形资产及其他长期资产	1200	1516	1802	2146	2558
资产总计	8324	8580	10021	11918	14232
流动负债	1093	1131	1442	1737	2082
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	266	259	336	419	501
其他流动负债	827	872	1106	1317	1581
非流动负债	92	175	411	484	226
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	411	484	226	612	565
负债合计	1504	1615	1668	2349	2647
股本	1	1	1	1	1
储备	6817	6962	8310	9464	11406
归母所有者权益	6818	6963	8311	9465	11407
少数股东权益	2	2	2	2	2
负债和股东权益总计	8324	8580	9980	11815	14056

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	779	891	1693	2022	2536
净利润	854	476	1074	1403	1766
折旧和摊销	435	605	726	871	1045
营运资本变动	-680	-113	-144	-295	-277
其他	170	-77	37	43	1
投资活动现金流	-648	-4698	3855	-631	-670
资本开支	334	348	417	501	601
其他	-982	-5046	3438	-1132	-1271
融资活动现金流	-436	-1177	-454	-507	-569
股权融资	0	-634	0	0	0
银行借款	-220	-323	-230	-258	-270
其他	-216	-220	-224	-249	-298
汇率变动对现金的影响	-111	405	0	0	0
现金净增加额	-416	-4579	5095	977	1297
期末现金总额	6772	5348	5780	6757	8054

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4491	4617	6295	8023	9756
营业成本	1732	1963	2510	3136	3744
销售费用	1106	1471	1763	2239	2704
管理费用	558	686	696	884	1059
其他收入/费用	55	86	86	86	86
营业利润	1150	583	1413	1851	2335
净财务收入/费用	7	29	20	20	20
其他利润	14	27	0	0	0
除税前利润	1171	640	1433	1871	2355
所得税	317	164	358	468	589
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	854	476	1074	1403	1766
EBITDA	1289	1080	1800	2274	2811
扣非后净利润	739	887	1074	1403	1766
EPS(最新摊薄)	0.63	0.35	0.80	1.04	1.31

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	78.7	2.8	36.3	27.4	21.6
营业利润(%)	60.0	-49.3	142.1	31.0	26.2
归属于母公司净利润(%)	63.2	-44.3	125.9	30.6	25.9
获利能力					
毛利率(%)	61.4	57.5	60.1	60.9	61.6
净利率(%)	19.0	10.3	17.1	17.5	18.1
ROE(%)	12.5	6.8	12.9	14.8	15.5
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
偿债能力					
资产负债率(%)	18.1	18.8	16.6	19.7	18.6
净负债比率(%)	83.6	79.7	72.3	77.9	75.6
流动比率	6.2	5.9	5.3	5.3	5.2
速动比率	5.1	4.8	4.3	4.2	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	18.1	13.0	13.0	13.0	13.0
应付账款周转率	9.1	7.5	7.5	7.5	7.5
存货周转率	3.4	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.4	0.8	1.0	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.7	1.3	1.5	1.9
每股净资产(最新摊薄)	5.1	5.2	6.2	7.1	8.6
估值比率					
P/E	27.5	49.3	21.8	16.7	13.3
P/B	3.4	3.4	2.8	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn