

从产品出海到文化出海，泡泡玛特全球化启示

2024年08月01日

➤ **海外业务增长靓丽，有望再造泡泡玛特。** 2023 年泡泡玛特中国内地外地区实现收入 10.66 亿元，同比增长 134.86%，收入占全公司比重达到 16.9%，较上年提升 7.1pct。2018-2023 年度，泡泡玛特中国内地外收入由 436 万元提升至 10.7 亿元，年复合增长率高达 200.4%。根据公司规划，2024 年海外业务有望超过集团 IPO 前 2019 年的收入（17 亿元），立志在海外再造一个泡泡玛特。

➤ **出海策略：由近到远，由试到铺。渠道方面**，泡泡玛特海外渠道经历了“展会 B2B-快闪店-零售店”的变迁：自 2017 年起主办潮玩展会，以 B2B 批发形式走出国门；2021 年战略重心转至 DTC，以快闪店形式较低成本试水，如 2021 年圣诞季公司在澳大利亚、日韩等落地近 20 家圣诞快闪店；最终公司选取当地潮流地开设零售店；截至 2023 年底，公司共在中国内地外地区开设零售店/机器人商店（均含合营及加盟）80/159 家。2023 海外线下渠道实现收入 6.40 亿元，同比增长 324.68%，占海外整体收入的 60.06%，较上年增长 26.8pct。**地域方面**，先进入文化较为接近的东亚和东南亚，逐步扩展欧美地区；欧美消费者对于“可爱”形象的喜爱程度不及亚洲，审美更偏好炫酷、动感、狂野的 IP 形象。

➤ **Labubu 在泰国爆火，背后实则是公司在设计、运营、供应链方面的多年本土化深耕。** 截至 24 年 7 月，泡泡玛特在泰国已开六家线下门店，其中热门 IP LABUBU 在获得明星、皇室展示后获进一步追捧：IP 主题店首日销售额破 1000 万元人民币，创海外门店纪录；LABUBU 甚至被泰国政府授予“泰国体验官”称号，承担一定外交职责。看似偶然的爆火的背后是公司多年本土化耕耘：**设计方面**，为了契合当地消费者审美，泡泡玛特与当地艺术家合作推出本土化产品&对自有 IP 进行改良。**运营方面**，公司线上线上双轨并行，分别在 Instagram/速卖通/泰国 Shopee 拥有 53/24/130 万粉丝，而其国际独立站 80% 的点击都来自自然流量。**供应链方面**，公司已在越南设立工厂并成功下线产品，预期 24 年 10% 的产品发来自海外工厂，降本增效下 2023 年公司存货周转天数较上年减少 23 天。

➤ **潮玩出海实则是文化出海，文化亲和性、消费习惯、本土竞争格局等多重因素均会影响进入市场的难易程度。** 东南亚对我国文化程度接受度较高，日韩更欢迎欧美文化；**我们判断市场进入难度或是东南亚<东亚<其他地区。** 复盘 20 世纪 80 年代起日本由上至下推行“文化外交”，Hello Kitty 凭借紧跟潮流的外观及三丽鸥的授权策略打开欧美市场，并传递了当时社会所需要的治愈系情绪价值。日本文化输出政策获得了积极的经济回报，1988-2008 年，日本消费品出口额由 738 增至 2045 亿美元，CAGR 为 5.2%，远高于同期 GDP 的 1.6%。在我国对于文化输出逐渐重视的今天，泡泡玛特作为优秀典型或将得到额外的发展便利。

➤ **投资建议：**我们测算 23 年海外单店收入较中国内地高 66%，或部分因为公司海外产品较中国内地有 3-80% 溢价；但不同地域店铺表现方差较大。对标同为玩具零售龙头的乐高，我们判断泡泡玛特仍有较大开店空间。考虑到公司 IP 在全球认可度进一步提升，我们上调盈利预测：预计公司 24-26 年归母净利润为 19.0/24.1/30.7 亿元，对应 PE 为 27/21/17X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外潮玩市场竞争加剧，海外消费需求不及预期，汇率大幅波动，国际贸易摩擦的风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,301	9,635	12,099	14,975
(+/-)(%)	36.5	52.9	25.6	23.8
净利润	1,082	1,903	2,414	3,071
(+/-)(%)	127.5	75.9	26.9	27.2
EPS	0.81	1.42	1.80	2.29
P/E	47	27	21	17
P/B	6.6	5.4	4.3	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 31 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB，财年与自然年一致）

推荐

维持评级

当前价格：

41.45 港元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiixin@mszq.com

相关研究

1. 泡泡玛特 (9992.HK) 2024 年一季度经营数据点评：收入增速超预期，海外业务持续高增-2024/04/24

2. 泡泡玛特 (9992.HK) 2023 年年报点评：国内线下场景全面复苏，全球化拓展超预期-2024/03/22

3. 泡泡玛特 (9992.HK) 2023 半年报点评：国内线下渠道消费复苏，全球化拓展打开想象空间-2023/08/29

目录

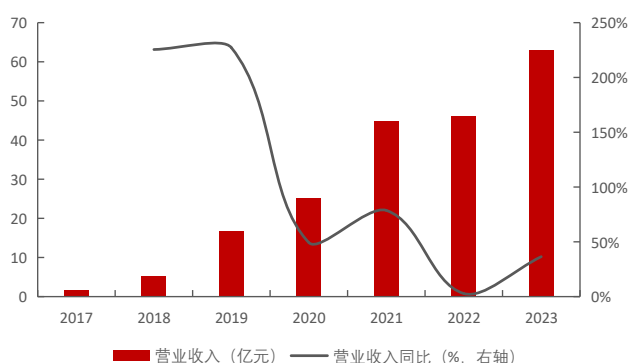
1 2023 年泡泡玛特海外收入超过 10 亿元	3
1.1 公司业绩高速增长，海外业务增速靓丽	3
1.2 出海之路：由近到远，由试到铺	3
2 IP“受欢迎”的偶然与必然	8
2.1 泡泡玛特在泰“出圈”：IP 爆火具有一定偶然性	8
2.2 “爆火”背后的必然性：本土化审美+全球化视野	10
3 潮玩出海：为何东南亚比欧美更好做？什么决定了出海的难易程度？	19
3.1 东南亚对我国文化接受程度较高，年轻、包容、及时行乐的消费者具有较强潮玩消费意愿	19
3.2 从“Hello Kitty”的成功看日本文化外交：变现情绪价值，增强软性国力	21
4 单店收入及开店空间测算	32
4.1 单店收入：海外开店面临更高物流、关税等成本，产品溢价下海外单店收入高出中国内地 66%	32
4.2 开店空间：对标同为玩具零售企业的乐高，泡泡玛特仍有较大开店空间	35
5 盈利预测与投资建议	36
5.1 盈利预测假设与业务拆分	36
5.2 估值分析	39
5.3 投资建议	39
6 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	42

1 2023 年泡泡玛特海外收入超过 10 亿元

1.1 公司业绩高速增长，海外业务增速靓丽

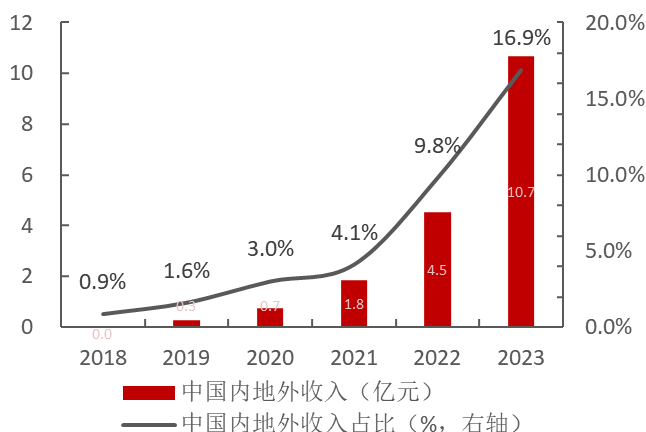
泡泡玛特已经建立了覆盖潮玩玩具全产业链一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、渠道与销售等。近年来公司收入高速增长，2023 年公司收入达到 63.01 亿元，同比增长 36.46%，2017-2023 年 CAGR 为 69.31%。利润方面，2023 年公司非调整纯利为 11.91 亿元，同比增长 107.57%，2017-2023 年 CAGR 为 155.59%。**分地区看**，2023 年中国内地实现收入 52.35 亿元，同比增长 25.74%；中国内地外地区实现收入 10.66 亿元，同比增长 134.86%，收入占全公司比重达到 16.9%，较上年提升 7.1pct。2018-2023 年度，泡泡玛特中国内地外收入由 436 万元提升至 10.7 亿元，年复合增长率高达 200.4%。**根据公司规划，2024 年的海外业务有信心超过整个集团 IPO 前 2019 年的收入（16.8 亿元），立志在海外再造一个泡泡玛特。本篇报告更多从潮玩出海视角，看潮玩全新成长极。**

图1：2017-2023 营业收入（亿元）及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：2018-2023 中国内地外收入（亿元）及占比



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：本图中 2020 年数据取自年报中“批发及其他收入-中国内地外”项目数据

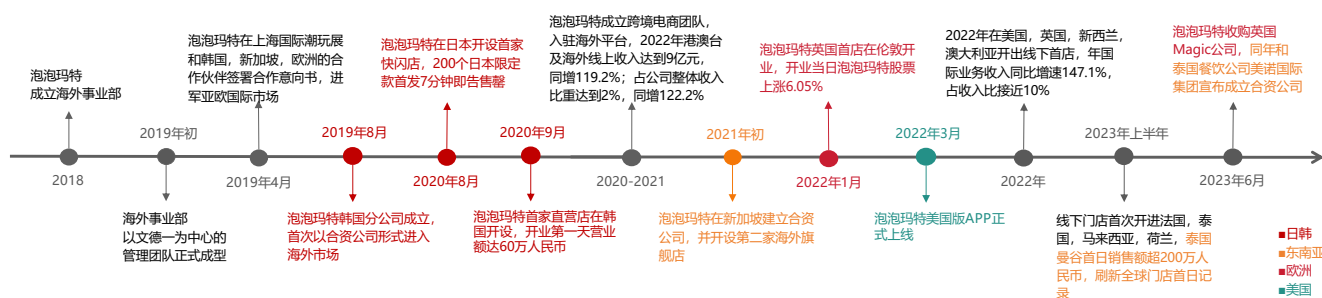
1.2 出海之路：由近到远，由试到铺

1.2.1 出海节奏：商品销往逾 80 个国家，线下已成为海外收入最重要来源

2018 年，泡泡玛特正式成立海外事业部，开始积极布局海外市场。2020 年公司分别在日本、韩国开设首家海外快闪店、直营店，其中韩国直营店首日营业额达 60 万人民币；2021 年至今，公司先后进军新加坡、英国、美国、澳大利亚、泰国等国家。泡泡玛特 2023 年财报显示，截至 2023 年底，其我国港澳台地区及海外门店达到 80 家（含合营），机器人商店达到 159 台（含合营及加盟）。**分渠道看**，线下方面，通过开设线下品牌店与快闪店、设立机器人自主售卖机提供体验，

线上方面，公司在开设全球官网独立站之外也积极入驻了亚马逊 Amazon 各国站点、虾皮 Shopee 等主流电商平台以铺开市场。截至 2023 年底，泡泡玛特已在 20 多个国家和地区实现线下线上的全渠道入驻，产品销往超过 80 个国家和地区。
分区域看，东亚(日韩和我国港澳台地区地区)占海外业务一半左右；东南亚地区发展最快，2023 年 9 月泰国线下首店首日销售额超两百万元，刷新当时泡泡玛特全球门店首日记录；欧美、大洋洲市场也在加速布局，截至 23 年底，北美、澳洲和欧洲线下门店数量共达到 22 家。

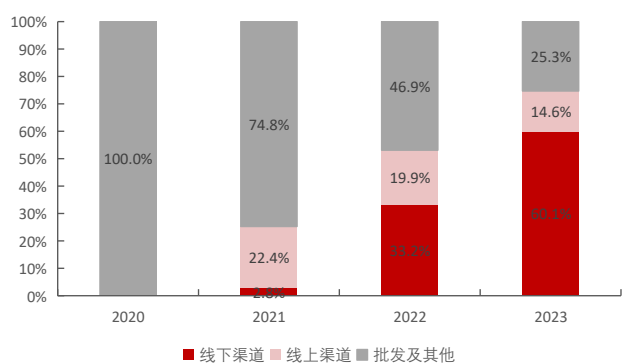
图3：2018-2023 年海外业务发展时间轴



资料来源：泡泡玛特年报，澎湃新闻，搜狐新闻，财联社，红星新闻，民生证券研究院

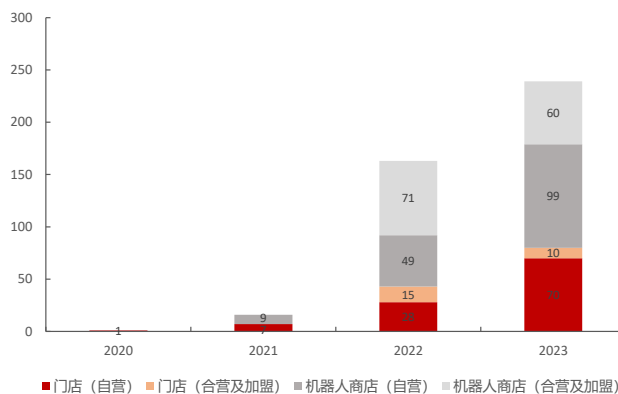
从各个渠道的贡献程度来看，线下渠道自 2023 年起成为海外业务最主要收入来源。2023 年海外线下渠道共实现收入 6.40 亿元，同比增长 324.68%，占到海外整体收入的 60.06%，比上年增长 26.85pct。近年来公司展店加速，截至 2023 年底，公司共在全球 25 个国家和地区（不含中国内地）拥有自营零售店/合营加盟门店/自营机器人商店/合营加盟机器人商店 70/10/99/60 家，与上年相比分别变动了+42/-5/+50/-11 家。2023 年海外线上/批发及其他渠道分别实现收入 1.56 亿/2.70 亿元，分别同比增长 72.69%/26.80%。2024 年第一季度，我国港澳台地区及海外市场同比增长 245%至 250%。

图4：2020-2023 海外收入不同渠道占比



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：2020-2023 海外线下门店数量 (家)



资料来源：iFind，民生证券研究院

1.2.2 出海策略：由近到远，由试到铺

自 2017 年起主办国际潮玩展会，以批发形式走出国门第一步。从 2017 年开始，泡泡玛特就主办了中国内地第一届国际潮流玩具展。在决定做“潮流玩具文化”行业后，公司发现潮流文化在中国内地仍然较为小众；海外有很多聚焦潮玩产业的成熟展会，但在中国缺失；泡泡玛特的展会吸引到众多海外优质的合作伙伴，以展会为契机打开走出国门的第一步。

图6：泡泡玛特国际潮流玩具展(2022 年)



资料来源：品牌星球，DTC 大会，民生证券研究院

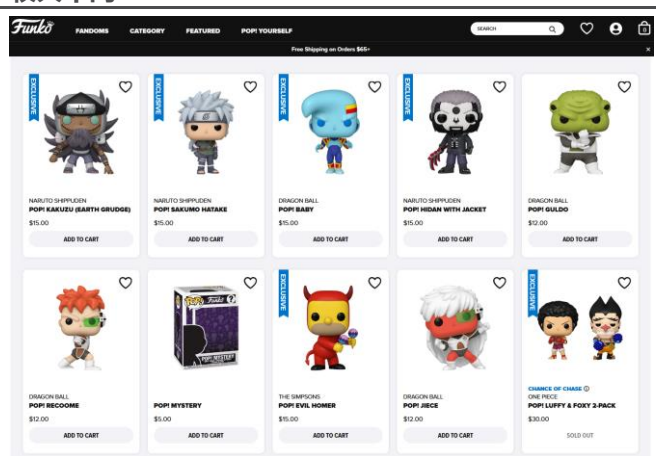
由近到远：潮玩具有强文化属性，文化亲和性较高的东南亚、东亚市场成为出海首选。据泡泡玛特国际市场营销总监在 DTC 大会的演讲，“在开拓海外市场的时候，公司做了很多的调研分析，通过对距离、政治、文化、经济、人口、消费力等因素进行考量，去找到合适的潜在市场。公司首先考虑文化亲和性，采取了「由近到远」的策略——由跟我们文化相对比较接近、差异比较小的东亚和东南亚市场开始，然后逐步扩展到文化差异更大的欧美地区。”东西方消费者在审美上存在较大差异，相对来说亚洲消费者更偏爱可爱、温柔的形象，而欧美消费者或更偏好动态、狂野、炫酷的形象。

图7：泡泡玛特 Molly 等形象较为“文化中性”



资料来源：品牌星球，DTC 大会，民生证券研究院

图8：美国潮玩品牌 Funko 手办产品风格与泡泡玛特有较大不同



资料来源：Funko 官网，民生证券研究院

由试到铺：从 B2B 到 B2C，低成本探索不同市场喜好。据泡泡玛特国际市场营销总监在 DTC 大会的演讲，“因为在完全陌生的环境和市场，直接去做 DTC（直达消费者）风险很高。所以我们选择先通过 B2B 的这种商业合作模式去进行尝试，去了解海外的市场，然后通过三、四年的时间，不断进行多元化的商业合作，以更低的成本来探索不同市场的喜好。”**泡泡玛特的海外渠道大致经历了“展会 B2B-快闪店试水-开设零售店”的变迁：**

- **通过参与、举办海内外展会打响知名度，以批发形式出海：**2017 年 9 月，泡泡玛特在北京举办了我国首届国际潮流玩具展，为期三天的展会接待人数超过 2 万人；2020 年 2 月公司参加日本规模最大手办模型展 Wonder Festival；2023 年 9 月泡泡玛特在新加坡举办 2023 PTS 潮流玩具展，主题为“Back to Play in the Garden City”，三天吸引了超过 2 万观众入场，这也是公司首次在海外举办大型潮玩展。
- **开设快闪店试点，增加品牌曝光&以较低成本洞察当地消费者需求：**2020 年 8 月，日本首家直营快闪店 POP UP SHOP 于东京涩谷 Loft 正式开业，同时推出日本限定 LABUBU 招财猫吊卡，该吊卡在日本官网首发 200 个 7 分钟即告售罄；2021 年 11 月 15 日起，泡泡玛特陆续在澳大利亚、新西兰、日本、韩国等地落地近 20 家圣诞快闪店，这是泡泡玛特首次在全球大规模开设快闪店；2022 年 6 月，泡泡玛特美国首家快闪店在加州南海岸广场购物中心正式开业，这是泡泡玛特首次布局美国的线下渠道。
- **渐入佳境，开设直营零售店并正式进军该国：**2020 年 9 月，泡泡玛特首家海外直营店于韩国首尔开业，同日 Dimoo 社会大学系列盲盒于该店全球首发，每日限量 200 只，开业后一小时便售罄。2021 年 3 月，泡泡玛特加拿大首店于温哥华列治文区的新城市广场开业，这是泡泡玛特在北美市场开设的第一家海外店铺，开业当天特别推出了身穿红色枫叶服的 PUCKY 海狸限量吊卡。2024 年 7 月，泡泡玛特首个 LABUBU IP 主题店在曼谷 MEGA BANGNA 商场正式开业，该商场是东南亚最大的购物中心；LABUBU 主题店设立了 LABUBU 专属打卡点，开业当日，LABUBU 本尊在现场表演及与粉丝互动，其 IP 设计师龙家升也亲临现场举办特色签售会。开业首日，LABUBU 主题店营业额突破 1000 万元人民币，创造了海外门店单日销售新记录。

图9：泡泡玛特海外渠道变化



资料来源：中国日报网，界面新闻，澎湃新闻，搜狐，腾讯网，新华网，新浪科技，中国网，民生证券研究院

2 IP “受欢迎”的偶然与必然

2.1 泡泡玛特在泰”出圈“：IP 爆火具有一定偶然性

2.1.1 顶流带货之下，LABUBU 成为公司 2023 年增速最快的 IP 形象

顶流偶像&泰国公主自发带货，LABUBU 火遍泰国。自 2023 年 5 月正式进军泰国以来，泡泡玛特已经在当地开出了六家线下门店（截至 24 年 7 月）。其中最受当地消费者欢迎的便是 LABUBU，LABUBU 是泡泡玛特签约艺术家龙家升（KasingLung）创作的北欧森林精灵形象，它们有 9 颗牙齿和直立的尖耳朵，性格调皮又乐观。24 年 4 月，泰国顶流偶像 Lisa 多次在 ins 晒图 LABUBU 后，LABUBU 热销款一度成为泰国“断货王”。据搜狐娱乐统计，截至 2023 年底 Lisa 在其 ins 社交平台拥有 1 亿来自全球的粉丝，而 2023 年泰国总人口仅为 7180 万人。同月，泰国公主也被拍到于自己高档皮包上加上 LABUBU 挂件的照片，LABUBU 更是成为普通人也可拥有的“王室同款”。**我们判断 Lisa 及泰国公主展示 LABUBU 是出于对该产品喜爱的自发行为，而非商业合作：**根据社交媒体市场研究平台 HopperHQ 2023 年发布的 Instagram 富豪榜，Lisa 单条推文的推广费用已经来到了 57.5 万美元（约合人民币 400 万元）；而泰国公主更不可能进行商业带货。

图10：顶流偶像与社交平台分享 LABUBU 产品图片



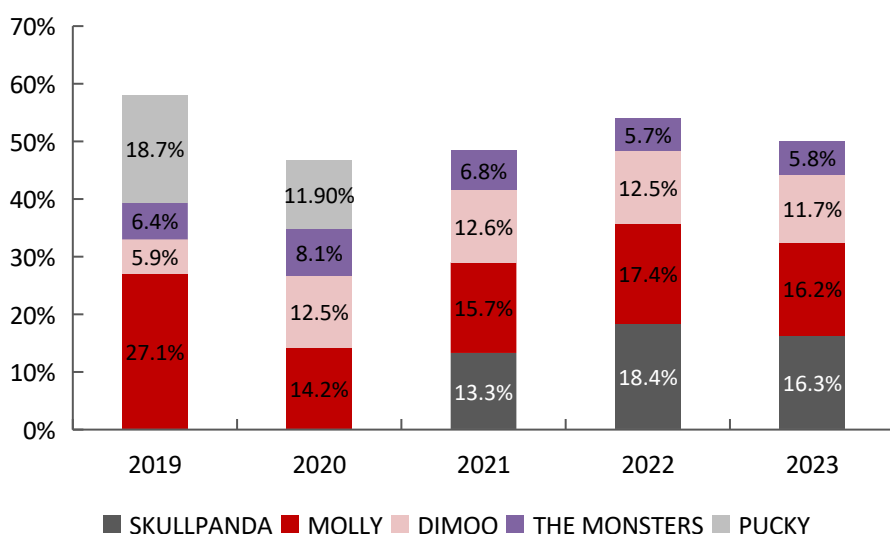
资料来源：界面新闻，民生证券研究院

偶像带货力量不容小觑，LABUBU 成为 2023 年增速最高的 IP 之一。据 36 氪报导，以被 Lisa 托举拍照的“心动马卡龙”系列盲盒为例，其在泰国市场价格一度高达 1.6 万泰铢（约合三千多元），泰国的“炒娃客”甚至直接来到中国进货抢购，不分品类，“只要是 LABUBU 都好卖”。据虎嗅报道，为了买到 LABUBU 正品现货，北京、上海、长沙、成都等多地的泡泡玛特旗舰店里都出现了泰国游客

抢购潮，店员们不得不紧急培训泰语。据行业媒体文创潮“2023年天猫盲盒热销榜的52周统计”显示，2023年10月底才上市的“心动马卡龙”系列创造了月销量超3万+的纪录，也是2023年唯一一款月销过3万的单品。

从头部IP贡献占比来看，或呈现“四超多强”格局。2019年，公司仅仅拥有Molly与Pucky两大贡献度超过15%的S级头部IP，随后Skullpanda与Dimoo均有较快成长，2021年起Pucky退出了前四大IP的行列，Skullpanda、Molly、Dimoo、The monsters四大头部IP的格局基本形成。**IP的销量与公司签约时点、资源投放、消费者喜好均有关系，存在一定偶然性；但考虑到Molly等经典IP多年来均维持了较高热度并持续贡献增量，且孵化新“十亿级”IP难度较大，我们判断中期内公司IP或将呈现“四超多强”格局。**2023年Skullpanda/Molly/Dimoo/The monsters各实现收入10.2/10.2/7.4/3.7亿元，分别同比增长20.3/27.2/27.6/39.9%，分别占公司整体收入的比例为16.3/16.2/11.7/5.8%，合计50.0%。

图11：泡泡玛特头部四大IP贡献收入占比



资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

2.1.2 LABUBU 正式出圈，承载文化交流&商业功能

LABUBU 受泰国官方认可，小众潮玩通过多次曝光成功汇入主流文化。6月21日，泰国王国驻华大使馆主办的2024年泰国风情节在京举办，泡泡玛特受邀参与本次泰国风情节，旗下IP形象LABUBU以“泰国风情节特邀嘉宾”的身份亮相，并接受泰国王国新任驻华大使韩灿才授予特邀嘉宾称号。7月1日，泰国国家旅游局(TAT)与泡泡玛特合作推出“LABUBU奇遇泰国”创新旅游推广项目开启，泰国旅游局为LABUBU“本尊”举办了盛大的“接机欢迎仪式”，并授予LABUBU“神奇泰国体验官”的荣誉称号，这是泰国官方层面首次为一个潮玩IP形象授予如此高级别的称号。7月5日，泡泡玛特LABUBUIP主题店在曼谷MEGABANGNA商场正式开业，这是泡泡玛特在泰国的第六家线下门店，开业首日营业额突破

1000 万元人民币，创造了海外门店单日销售新纪录。

LABUBU 成为文化交流符号&旅游推广大使，在 IP “出圈”的同时承载了更多文化交流功能。“LABUBU 奇遇泰国”项目旨在通过 LABUBU 这一潮玩形象，向全球推广泰国的旅游资源和文化特色。该项目突出了曼谷地区的五大特色旅游体验——“MustEat”（必尝泰国美食）、“MustSee”（必观泰国表演）、“MustSeek”（必寻泰国文化）、“MustBuy”（必购泰国布艺）和“MustBeat”（必打泰拳）。泰国国家旅游局将与中国知名在线旅游平台去哪儿网合作，推广 LABUBU 奇遇泰国之旅同款路线，并于 2024 年 6 月底至 9 月 1 日暑期，推出曼谷和芭堤雅的旅游套餐，以吸引更多游客前来泰国度假，体验泰国的独特魅力，推动两国旅游业的繁荣发展。

图12: LABUBU 在北京“泰国风情节”以特邀嘉宾身份亮相 (2024 年)



资料来源：央广网，民生证券研究院

图13: LABUBU 获得“神奇泰国体验官”荣誉称号 (2024 年)



资料来源：网易新闻，民生证券研究院

2.2 “爆火”背后的必然性：本土化审美+全球化视野

2.2.1 设计本土化：洞察本土审美&文化偏好，已有 IP 改良+外部 IP 引入吸引当地消费者

设计本土化提升 IP 创作胜率。潮玩作为文化产品，各国消费者处于文化差异对其接受度、产品偏好均有较大不同：如印度尼西亚信仰伊斯兰教，因此比较忌讳较为敏感的宗教符号和形象；如泡泡玛特曾经计划在西班牙上线斗牛士玩偶系列，后才了解到斗牛士在当地寓意不佳。泡泡玛特在洞察到全球各地消费者的不同需求后，以两种方式实现设计本土化：**一方面和全球各地艺术家合作，推出符合本地文化特色的限量款产品；另一方面，泡泡玛特汲取当地用户的偏好特点，积极对自有 IP 进行改良。**从结果来看，用心做本土化的产品大多受到市场欢迎，如在日本推出招财猫吊卡，在加拿大推出海狸枫叶款 Pucky 手办，在法国运用法国海军蓝元素推出限量 BonjourZimomo 手办等。与此同时，部分已有产品因其形象契合某地文化特色，而受到当地消费者的喜爱：如 Labubu 森林音乐会系列盲盒中的 Tycoco 因其骷髅头形象迎合了墨西哥当地的传统亡灵文化而大受欢迎；如欧美用户更喜欢职业版手办，因此对宇航员版 MOLLY 的接受度高于其余款式。

表1：泡泡玛特部分本土化产品案例

产品名	时间	设计背景	产品图
SatyrRory 潘神洛丽基础盲盒	2018年2月	韩国设计师 Seulgie 提到设计 Satyr 形象时受到了神话故事，动漫，动画电影《幻想曲》很大的影响，同时她还十分着迷《山海经》中精怪神兽，尤其是半人半动物化的形象，所以设计出了 Satyr。SatyrRory 系列在韩国线下直营店很受欢迎。	
Labubu 和 Tycoco 森林音乐会系列盲盒	2019年4月12日	Labubu 和 Tycoco 是一对欢喜冤家，LABUBU 的创作者龙家升表示，他的首部精灵绘本就是一部描述有关演奏风笛的作品，一直希望可以吧音乐题材延续到立体作品中。该系列曾被远销到欧洲和墨西哥，Tycoco 因其骷髅形象在墨西哥市场受到极大欢迎。	
DUCKOO 野营系列盲盒	2019年9月	泡泡玛特和韩中国内地内容创意团队 CHOKOCIDER 合作推出 DUCKOO 系列盲盒，DUCKOO 是一个非常生活化的形象，DUCKOO 野营系列是关于业余时间的兴趣生活的故事。发售后在中国和韩国都很受欢迎。	
日本限定 LABUBU 招财猫吊卡	2020年8月7日	日本限定 LABUBU 招财猫吊卡以日本传统文化中极具特色的招财猫为灵感源泉，与泡泡玛特顶级 IPLABUBU 完美融合，为日本粉丝量身打造，寓意美好，日本官网首发 200 个 7 分钟即告售罄	
加拿大特别限定款枫叶海狸 Pucky	2021年3月	泡泡玛特将传统 IPPucky 融入加拿大枫叶和国宝海狸的元素推出了加拿大限定款 Pucky，发售当天玩家排队抢购。	
Labubu 阿根廷国家队系列	2021年5月	Labubu 创作者龙家升表示从事艺术创作以来，一直都很希望可以设计跟足球有关的作品，非常喜欢阿根廷球员 Lionel Messi，所以创作了这款盲盒。	
Crybaby 系列盲盒	2021年7月泰国艺术家 Molly 和泡泡玛特合作的 Crybaby 丛林探险系列正式上线，2023年泡泡玛特在泰国开店后 Crybaby 风靡泰国。	创作的灵感来源来自于设计师 Molly 的爱宠，一只金毛狗狗 SOMCHUN，CRYBABY 代表了一种发自内心的情绪，艺术家 Molly 想通过 CRYBABY，鼓励大家直面自己真实的情感， EverybodyCriesSometimes!	
BONJOURZIMOMO 手办	2023年2月底	泡泡玛特在 TheMonsters 的形象基础上大量运用了法国海军蓝设计出这款法国限定款 BONJOURZIMOMO 手办，发售当天飞速售罄	
Labubu 系列盲盒	2018年11月，2024年4月在泰国爆发	设计师龙家升表示 Labubu 的创作灵感来源于动画蓝精灵，2024年4月女团成员 Lisa 晒出 Labubu 毛绒挂件后，Labubu 在泰国爆发，一娃难求。	

资料来源：泡泡玛特微信公众号，泡泡玛特官网，澎湃新闻，腾讯新闻，民生证券研究院

签约本土 IP “抄近道”，与当地艺术家合作能够有效为泡泡玛特打开当地市场。如泡泡玛特在泰国签约的本土艺术家 MOLLY (CRYBABY 创作者) 在泰国拥有相当粉丝量，曾被评为“2023 泰国 50 位最具影响力女性”，CRYBABY IP 为泡泡玛特打开泰国市场起到重要作用，并仍处于“一娃难求”的热卖状态。2023 年 9 月，泡泡玛特在新加坡举办了首届 PTS 国际潮流玩具展，请到 95 位艺术家，其中超过一半是海外艺术家参展。公司国际战略合作伙伴负责人张晶磊认为，通过展会等形式吸引更多本土艺术家，对于泡泡玛特进入新兴市场，找到符合品牌、产品和发展定位的本土 IP，是很好的机会。

图14: Crybaby 及其艺术家 Molly (泰国籍)



资料来源: The Clouds, 民生证券研究院

图15: 泡泡玛特 CRYBABY&飞天小女警联名产品在官网显示热卖



资料来源: 泡泡玛特官网, 民生证券研究院

设计本土化的前提是精确洞察当地消费者需要，泡泡玛特借助数字化工具搭建全球信息化系统。公司在海外通过大数据的收集和分析快速洞察各地消费者需求，观察不同 IP 的市场反馈、当地人的消费喜好，甚至了解他们对影视作品、服装和书籍的偏好，精准地做决策。泡泡玛特通过快牛 QuickCEP 的客户洞察 CDP 平台，在独立站、各社媒平台收集海外消费者数据和反馈，还原真实的用户面貌。通过深度了解用户真实需求，挖掘用户情感，从而调整产品和营销策略，积极融入本土元素，克服文化障碍创建迎合特定受众的产品内容和服务。

2.2.2 本土化运营：选址当地文化潮流聚集地，线上+线下双管齐下完整展示品牌理念

泡泡玛特的经营本土化体现在海外门店的装修细节上，例如韩国旗舰店的店招是黑底白字，不同于中国内地常见的明黄色，是因为黑色是韩国人接受度最高的颜色；在澳洲的首家线下门店设立了特别打卡点，打卡点的灵感来源于墨尔本地标“涂鸦街 Hosier Lane”和“SKULLPANDA 熊喵热潮系列”的街舞教练形象，将泡泡玛特自有 IP 和当地特色建筑相结合。

图16: 泡泡玛特韩国线下门店



资料来源: 澎湃新闻, 民生证券研究院

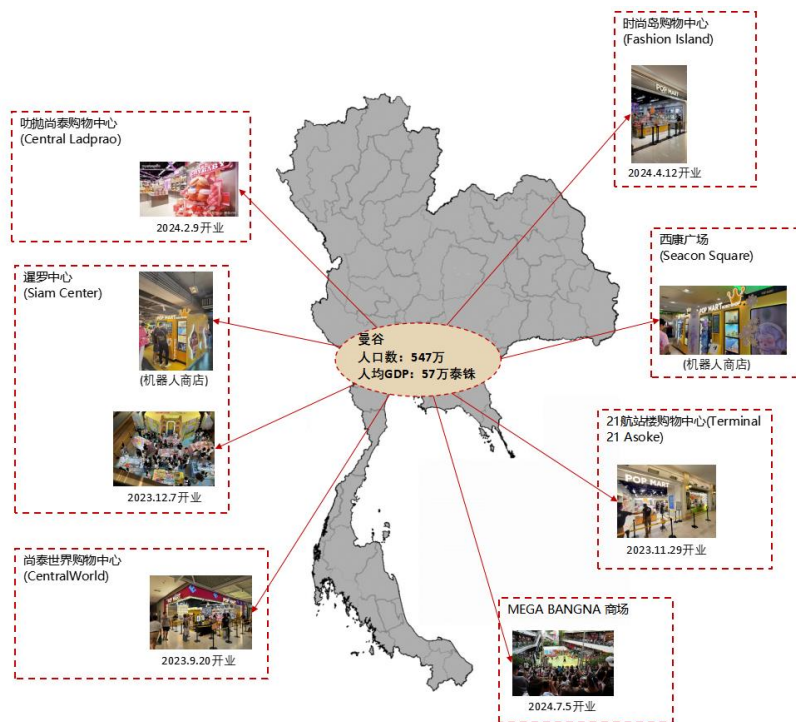
图17: 泡泡玛特澳大利亚线下门店



资料来源: 腾讯新闻, 民生证券研究院

选址方面, 与中国内地的开店策略类似, 公司选取人流集中、文化氛围浓厚的潮流商圈开设店铺。类似于在北京三里屯, 在东京表参道、首尔明洞等都市潮流地标开店, 不仅是为了销售产品, 更是为了与潮流人士共同创造新的生活方式。以泰国店铺选址为例, 泡泡玛特所有店铺均开在首都曼谷, 曼谷集中了泰国人口的**7.62%**, 其**GDP 占全国的 46.59%**。泡泡玛特泰国首店开在尚泰世界购物中心 (CentralWorld), 该商场位于曼谷 CBD 商圈, 是目前东南亚地区第二大购物中心, 也是曼谷最大的百货购物中心。泡泡玛特第三家线下门店开在叻抛尚泰购物中心 (Central Ladprao), 该商场是 Ladprao 商圈的核心商场, 也是当地规划的新 CBD 区域。其余的分别开在暹罗中心 (Siam Center)、时尚岛购物中心 (Fashion Island)、西康广场 (Seacon Square)、21 航站楼购物中心 (Terminal 21 Asoke) 和 MEGA BANGNA 商场, 以上均为曼谷人流量较为集中的头部商圈。**值得注意的是, 我国一线城市大型商圈较多, 截至 2023 年, 上海仅仅是 20 万平方米以上的大型商场就有 16 家。**为了获得泡泡玛特等强势品牌的热度及客流, 商场或愿意在租金方面做出让利, 我们认为泡泡玛特或在入驻时拥有一定的租金议价能力。

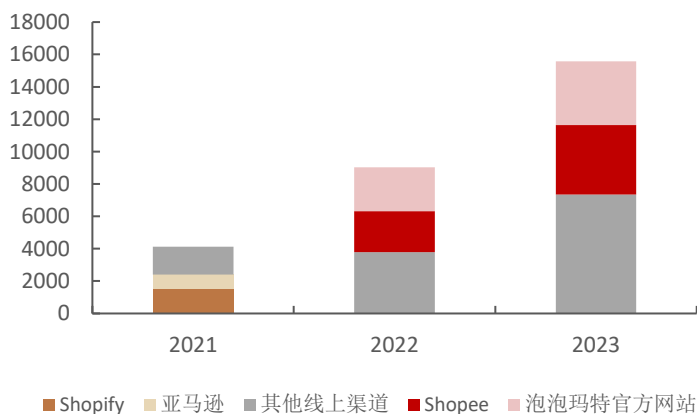
图18：泡泡玛特在泰国 6 家线下门店及 2 家机器人商店选址



资料来源：谷歌地图，民生证券研究院

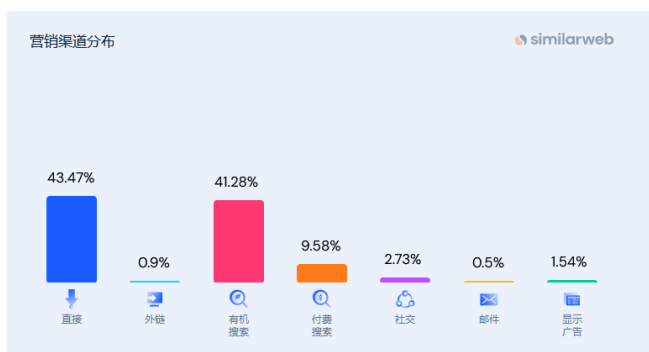
从平台来看，独立站、Shopee 为其海外业务主要线上销售渠道，Shopee 跨境物流服务保障下单后 5-7 天送达。2023 年海外线上官方网站/Shopee 分别贡献收入 3947.9/4288.5 万元，较上年同比增长 45.9%/70.3%，分别占到海外线上收入的 25.3%/27.5%。亚马逊、Shopee 等成熟电商平台具有完善和高效的物流体系，如 Shopee 的跨境物流服务 SLS 能够确保东南亚用户在购买后 5-7 天内收到商品，显著改善了消费者购物体验。

图19：2021-2023 年泡泡玛特海外线上各渠道收入（万元）

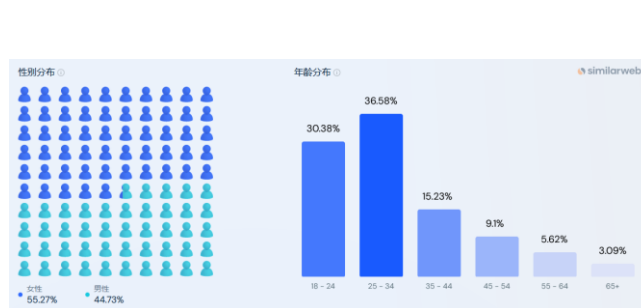


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：2021 年仅披露 Shopify 和亚马逊详细数据，2022-2023 年仅披露 Shopee 和官网详细数据，故“其他线上渠道”数据口径或不一致）

独立站是 DTC 品牌沉淀私域流量、积累品牌数据资产、传递品牌价值的有效方式，泡泡玛特独立站 80%为自然流量（24 年 6 月）。据 SimilarWeb 统计，popmart.com 的最大流量来源是直接流量，2024 年 6 月输送了 43.47% 的电脑端访问量，手机搜索排名第二，输送了 41.28% 的流量；这意味着超过 80% 的独立站流量均为自然流量，即企业并不需要为点击付费。从用户画像来看，**性别方面**，popmart.com 的受众中男性占 44.73%，女性占 55.27%，相对较为平衡；而据雪豹财经社援引泡泡玛特调研数据显示其海内外女性用户占约在 75%左右，我们判断这或许反映了女性消费者对于线下店铺体验兴趣更大。**年龄方面**，人数最多的独立站访问者年龄组是 25 - 34 岁，与整体情况基本吻合。

图20：泡泡玛特独立站营销渠道分布


资料来源：similarweb，民生证券研究院（注：数据取自 2024 年 6 月）

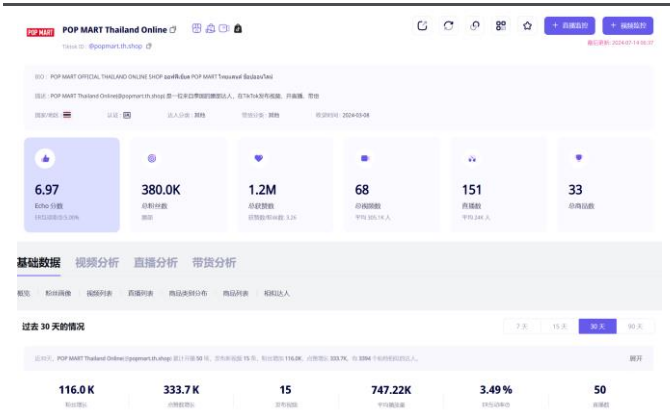
图21：泡泡玛特独立站用户画像


资料来源：similarweb，民生证券研究院（注：数据取自 2024 年 6 月）

拥抱达人带货、直播推广等营销手段，泡泡玛特在 TikTok 小店上表现亮眼。潮玩的潮流属性赋予其社交&情绪价值，其“年轻女性”为主的受众正好契合社交平台的主流用户；相较于线下店铺，社交平台覆盖面更广，是建立品牌心智，完成“种草”的绝佳渠道。泡泡玛特针对 Tiktok 在内的新兴社交平台推出了大量内容营销，成功吸引了本土年轻用户的关注。具体来说，**多样营销手段实现消费者深度互动**：首先，泡泡玛特利用 TikTok 的强互动性和传播效率，通过创意视频、直播带货等形式，实现了与消费者的深度互动。**达人分享形成社交裂变**：此外，泡泡玛特通过与本地 KOL 达人合作，以展示、开盒、测评等方式推广不同主题的盲盒产品，充分吸引消费者的兴趣，进一步提升品牌的影响力。由于 TikTok 的社交属性强，一方面消费者会受达人的带动进而购买产品，另一方面消费者可通过分享产品开箱等视频展现自我，通过社交网络的传播效应，进一步扩大品牌知名度与影响力。

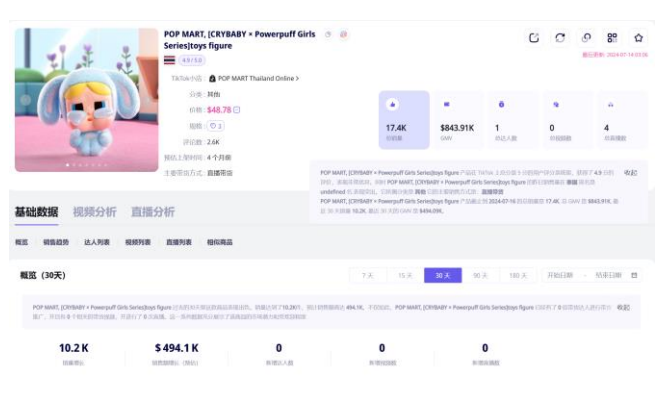
截至 2024 年 7 月 15 日，泡泡玛特泰国 Tiktok 小店 (@popmart.th.shop) 在过去的 30 天中累计开播 50 场，发布新视频 15 条，粉丝数增加 11.6 万，点赞增长 33.37 万，视频平均播放量达到 74.72 万。以 CRYBABY × Powerpuff Girls Series toys figure 产品为例，截至 2024 年 7 月 14 日的总销量为 1.74 万件，而在过去 30 天销量更是达到 1.02 万件。

图22：泡泡玛特泰国 TikTok 小店粉丝数达到 38 万



资料来源：EchoTik，民生证券研究院（主：数据截至 2024 年 7 月 14 日）

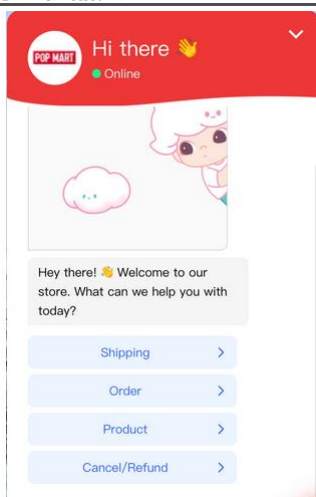
图23：泡泡玛特泰国小店”CRYBABYxPowerpuff Girls Series “在过去 30 天内卖出 1.02 万件



资料来源：EchoTik，民生证券研究院（主：数据截至 2024 年 7 月 14 日）

到了购物环节，导购机器人等数字化手段能在节省人力成本的同时加速客户的购买决策。POP MART 使用快牛 QuickCEP 提供的在线智能导购机器人，在销售路径之中推出针对性的、及时的服务或用户感兴趣的内容，与用户产生实际的接触和交流，打造真实的、个性化的购物体验来建立用户忠诚度。在线智能导购机器人的快捷回复以及快捷邮件模版功能，提升了客服消息回复效率，并帮助其解决了 38% 左右的重复咨询问题，大量节省了人力成本。

图24：泡泡玛特海外使用导购机器人



资料来源：快牛，民生证券研究院

2.2.3 供应链本土化：越南工厂已成功下线产品，公司预计今年 10% 的产品从海外工厂生产

泡泡玛特产品开发一共分为三类，产品开发周期或在 8-19.5 个月，故短期内补货或有一定难度。泡泡玛特产品按照其 IP 所有权分为三类，分别是自有 IP 及独家 IP 商业化设计及开发、非独家 IP 商业化设计及开发和自有，独家及非独家 IP

之间的跨界合作。自有 IP 及独家 IP 商业化设计及开发的流程最短，大约耗时 8 个月；非独家 IP 产品开发大约耗时 10.5 至 14.5 个月；跨界合作耗时最长，需要 12.5 至 19.5 个月。产品开发流程主要包括二维和三维设计、上色与包装、生产和推广方案制定。鉴于产品制作周期较长，我们判断公司或提前 8 个月以上规划产能及生产节奏，即使不考虑前期设计环节，自有 IP 生产环节也需要 2 个月及以上；我们认为在某产品需求过高断货时公司或较难在短期内补货；热门商品“一娃难求”的状态或进一步增强了产品的社交及收藏属性。

图25：泡泡玛特产品开发周期（2020年）

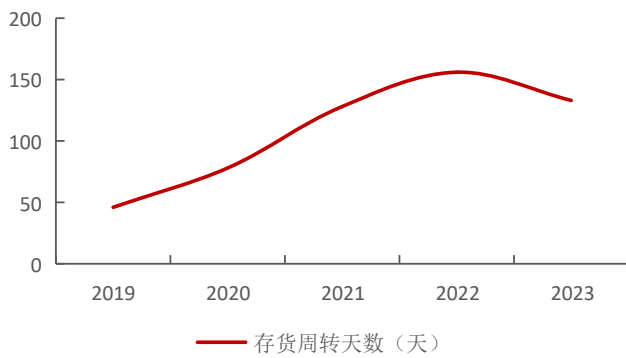


资料来源：泡泡玛特招股说明书，民生证券研究院

越南工厂产品下线，进军供应链全球化。为了解决全球供应的挑战，接下来泡泡玛特将通过各国的合理卫星工厂布局和仓储布局，逐步解决海外的需求，实现全球化下的“LOCALFORLOCAL”。2024年1月18日，泡泡玛特在越南已经完成其海外工厂的第一批产品生产，标志着该公司全球供应体系的进一步扩展。随着海外市场的高速增长，泡泡玛特开始逐步扩大其全球供应体系。**泡泡玛特首席运营官司德在业绩交流会上提到，预计2024年有10%以上的产品从海外工厂生产。**

降本增效方面，泡泡玛特在毛利、净利均小幅提高的同时，库存周期也有所缩减。相比于2022年，泡泡玛特2023年的毛利率提升3.8个百分点至61.3%，净利率提升6.5个百分点至18.9%。2019-2022年公司存货周转天数呈上升趋势，2023年则下降至133天，较2022年的156天下降了23天。

图26: 2019-2023 年泡泡玛特存货周转天数



资料来源: iFind, 民生证券研究院

3 潮玩出海：为何东南亚比欧美更好做？什么决定了出海的难易程度？

3.1 东南亚对我国文化接受程度较高，年轻、包容、及时行乐的消费者具有较强潮玩消费意愿

3.1.1 人均收入水平≠潮玩消费意愿；东南亚对我国文化接受程度较高，日韩更欢迎欧美文化

当地收入水平不等于潮玩消费意愿，东南亚人口基数庞大、结构年轻，为“取悦自我”付费意愿较强。泡泡玛特国际总裁文德一曾经表示：东南亚人口平均年龄较低，整体呈年轻化的趋势。以曼谷店为例子，尽管泰国 2022 年人均 GDP 是 7000 美元，与新加坡的 80000 美元，相差 10 倍多，但是新加坡的人口是 600 万，泰国的人口接近 8000 万；在曼谷核心的购物中心区，游客消费力非常大的。同理，菲律宾马尼拉拥有近 2000 万人口，购物中心布局十分均衡。除了人口年龄结构外，生活态度也决定了当地消费习惯：泰国生活成本比较低，是旅游国家，本土文化对多元文化包容性非常强；泰国消费者对于新流行元素的接受度很高，并且热爱社交媒体，喜欢拍照和分享。东南亚本土头部电商 LAZADA 在 2023 年末的《单身群体消费报告》中指出，东南亚消费者们更加注重个性化需求，愿意在获得感受上花更多钱。这将有利于取悦自我，短期享乐、及时行乐，如快消品、有着短暂愉悦体验感的产品。

图27：LAZADA 认为东南亚不同群体均展现相当消费能力（2023 年）



资料来源：LAZADA《单身群体消费报告》，民生证券研究院

各国对于中国文化传入本国的态度不一。中国艺术研究院与《环球时报》旗下的环球舆情中心合作开展的一场调研显示，多数国家愿与中国加强文化交流与合作，在被问及对“中国文化传入本国的态度”时，47.2%的受访者表示认同。泰国、越南、印度与印度尼西亚受访者的认同度相对较高，均在五成以上，日本受访者的认同度仅为 26.3% 排名最低。日韩希望欧美文化传入本国的意愿远高于中国文化，东南亚对我国文化接受度更高。值得注意的是，此次调研完成于 2021 年，受访者主要集中于亚洲，包括日本、韩国、俄罗斯、泰国、越南、印度等 12 个国家，并不涉及西欧、美洲受访者。

3.1.2 与传统玩具不同，潮玩行业竞争格局尚未固定，泡泡仍有进入机会

潮流玩具与传统玩具在目标受众、功能、蕴含价值方面均有本质区别。一是目标受众不同；潮流玩具的目标受众是年轻的潮流人群，而传统玩具的目标受众是儿童与青少年。二是功能与用途不同；潮流玩具可玩性较低，更接近于静态艺术品或摆件，且有时限量发售，因此消费者购买潮流玩具看重的是美学属性与收藏价值，或是通过潮流玩具来表达个性和态度，并与其他人进行社交分享来寻求情感价值。传统玩具则具有一定的可玩性和益智性，被用来训练协调和感官刺激能力，且往往大量销售。三是设计理念不同；潮流玩具通常具有独特的设计和美学，是基于文化娱乐 IP 进行设计的，艺术家通过潮流玩具作品进行内容和艺术表达，并与粉丝建立起积极的情感联系，IP 是消费者在购买潮玩时考虑的主要因素之一。四是蕴含的价值不同；潮玩的价值并不完全取决于其生产成本，而是一种新潮的文化载体，有着独特的设计价值、IP 价值、文化价值，对使用者而言，具有艺术价值、情感价值、社交价值、收藏价值等多重价值。

表2：潮流玩具与传统玩具的区别

	目标受众	功能与用途	设计理念	蕴含的价值
潮流玩具	年轻潮流人群	美学属性与收藏价值、社交和情感价值	具有独特的设计和美学，基于文化娱乐 IP 进行设计	具有二次销售和拍卖价值
传统玩具	儿童与青少年	可玩性和益智性	根据常见的图像（如鸟类、汽车和花卉）设计	附加值低，只能进行一次销售

资料来源：新华网，中国社会科学院财经战略研究院《潮玩产业发展报告 2023》，民生证券研究院

“盲盒”只是潮玩的体现形式之一，其“潮流”属性决定了泡泡玛特仍有打入海外现有市场的机会。潮玩作为一种融合了艺术、设计、潮流、绘画、雕塑、动漫等多元素理念的玩具，其形态多种多样，涵盖了手办、雕像、BJD 娃娃、棉花娃娃、卡牌、积木等多种形式。泡泡玛特虽以“盲盒”为核心产品，我们也观察到公司在近年陆续推出了毛绒娃娃、卡牌、积木等产品，进一步以 IP 为核心拓宽品类条线、提高客单值。我们认为潮玩行业仍处于高速发展阶段，因为其“潮流”属性变化较快，即使面对文化产业较为发达的欧美、日韩市场，泡泡玛特仍有机会通过消费者情绪需求洞察等方式打入市场，并拥有一席之地。

“去故事化”是把双刃剑：泡泡玛特潮玩主打“去故事化”，其 IP 背后往往并没有文艺作品塑造的完整故事，反而能够引发不设边界的联想；但 IP 情感粘性、衍生能力或受限。泡泡玛特 CEO 王宁认为“现在的年轻人没有完整的时间来认识一个新的有宏大世界观的 IP，如果抓不到消费者碎片化的时间，价值观就无法影响到他们。”一方面，“去故事化”降低了营销门槛，让消费者更多地投入了情绪和想象；但另一方面，具备潮流属性的 IP 潮玩热度较大依赖设计师的灵感和营销方式，相较于迪士尼等“故事 IP”情感黏性或较低，或带来 IP 持久力、人物扩散力和品牌衍生性等方面的问题。如在创造首款积木产品时，公司选择拥有故事背景的 LABUBU 而非其头部 IP Molly；设计“以 IP”为核心的积木意味着泡泡需要搭建较为复杂的场景；LABUBU 的形象脱胎于绘本故事，拥有相应的世界观及人物关系，而这是泡泡其他主要 IP 所缺少的。

图28：泡泡玛特首套拼搭积木“森林秘密基地”，设计场景契合 The Monsters IP 创造背景“森林中的精灵”



资料来源：什么值得买，民生证券研究院

3.2 从“Hello Kitty”的成功看日本文化外交：变现情绪价值，增强软性国力

3.2.1 日本文化外交需求下，Hello Kitty 代表的“萌文化”向世界传递了纯真、和谐的价值观

西化背景下 Hello Kitty 被设计成一位生活在伦敦郊区的小女孩，其家庭配置、颜色选择均传达温暖、和谐的形象。早在 19 世纪 60 年代末的明治维新时期，日本社会就已经出现了“全盘西化”、“崇洋媚外”的倾向。1974 年 Hello Kitty 诞生时，其一家被设定成住在英国伦敦近郊小镇的红顶小白屋内，Hello Kitty 有 5 个苹果高，3 个苹果重，姓怀特，爸爸幽默爱抽烟，妈妈是个全职家庭主妇，还有个叫 Mimmy 的孪生姐妹。首任设计师清水侑子将其设计成为一只耳朵上扎着

一个蝴蝶结却没有嘴巴的猫形象，也正因为没有嘴巴，可以从它的脸上看出很多情绪，颜色的设定是在红色加上白色，红色象征温暖、小女孩、小动物和爱等形象，是十分女性化的颜色。这只“简洁化”造型的小猫咪在日本迅速走红。

90年代日本大力推动文化立国、文化外交，主要原因有二：1) 战后日本片面追求经济扩张，国际形象亟需提升。二战后日本将全部精力投入经济建设，实现了经济高速增长，但由于环境保护和公害治理不到位，也带来了生态破坏等一系列社会问题。王璇在《Hello Kitty 的形象与女性消费心理》中指出：20世纪70年代象征日本的是怪兽哥斯拉(Godzilla)，其街上昂首阔步的摧毁高楼大厦的形象，给国际带来不安、怀疑与反感的态度。日本政府迫切需要利用软实力手段，通过文化层面的输出和渗透，从情感上争取各国人民对日本的文化理解和价值认同，进而提升国际形象。2) 经济泡沫破裂后需要开发新经济增长点、扩大海外市场。90年代日本经济泡沫破裂，内需持续缩小，日本亟需开发制造业之外的新的经济增长点，并扩大海外市场。

图29：1954年日本上映电影《哥斯拉》海报



资料来源：豆瓣电影，民生证券研究院

图30：1974年 Hello Kitty 初代设计形象



资料来源：王璇：《Hello Kitty 的形象与女性消费心理》，民生证券研究院

日本于 1979 年提出“文化立国”的口号，1988 年提出“文化外交战略”，“向世界传播日本文化”成为重要任务。“文化立国”的口号最早由首相大平正芳于 1979 年提出。1995 年“日本文化政策推进会议”发表了《着眼新文化立国——关于当前实现振兴文化的重要策略》；1996 年日本文化厅正式出台《21 世纪文化立国方案》，方案中将“向世界传播日本文化”作为文化立国的重要任务；1998 年“日本文化政策推进会议”又出台了《文化振兴大纲——以实现文化立国为目标》，至此日本文化立国的方向正式确立。在外交层面，竹下登首相于 1988 年 5 月首次提出要推行“文化外交战略”，开始主张利用文化软实力的打造和传播达到外交目的。1991 年，外务省重点针对同日本因历史问题有罅隙的国家制定了**针对各国的个性化文化外交战略**。

表3: 日本政府针对“文化立国”、“文化外交”出台系列政策

时间	政策	内容
1979	时任首相大平正芳提出“文化立国”口号	日本已经从经济中心的时代过渡到了重视文化的时代
1988	时任首相竹下登发表《日本为世界做贡献》演讲	提出“国际合作构想”三大原则: 为世界和平而加强合作、扩大政府开发援助、加强国际文化交流。其中“加强国际文化交流”的具体内容包括: 支援外国人学习日语, 积极应对外国对日本的关注; 扩大人员交流; 在世界文化遗迹的保护方面提供合作; 增设从事文化交流的海外据点, 强化实施文化交流的体制; 强化传播日本真实面貌的宣传功能
1995	“日本文化政策推进会议”发表《着眼新文化立国——关于当前实现振兴文化的重要策略》	1.提出重新评价和确立日本文化的口号, 鼓吹日本文化优越, 以激发日本的民族主义情绪, 为其“政治大国”的目的服务; 2.声称日本要以文化吸收国转为文化传播国。通过宣传日本文化的独特性和它的典范意义来提高日本文化的国际地位, 以提高日本在国际政治舞台上的身价; 3.宣扬东洋文明, 建立以日本文化为正统的东洋文化圈
1996	日本文化厅出台《21世纪文化立国方案》	将“向世界传播日本文化”作为文化立国的重要任务; 实现文化立国的具体对策有: 1.注重文化的创造与传播; 2.充分接触不同文化; 3.继承和发展传统文化; 4.建设充满文化气息的城市; 5.以文化振兴带动产业和社会的发展
2001	日本政府公布《文化艺术振兴基本法》	文化艺术振兴的基本政策措施包括: 1.振兴和普及文化艺术的基本措施, 包括振兴文化艺术的各个领域,保护和利用文化遗产,振兴地方文化艺术,推动国际文化交流,支持国民的文化艺术活动; 2.推动文化艺术发展的基本措施, 包括培养和表彰人才,完善文化设施,利用最新的信息通信技术提供文化信息, ; 3.政府应采取的文化政策措施,包括文化部门与其他相关部门的合作,政策制定要反映民意,地方政府要根据本地的实际情况采取相应的文化措施等
2002	日本内阁颁布第1次《关于文化艺术振兴的基本方针》	文化艺术振兴的基本政策措施包括: 振兴文化艺术的各个领域, 保护和开发文化遗产, 振兴地方文化艺术, 推动国际文化交流, 培养及保护艺术家, 正确理解国语, 普及并加强日语教育, 保护及利用著作权, 丰富国民的文化艺术活动, 加强文化设施建设
2005	发布《创造文化交流的和平国家日本》报告书	日本文化外交应当遵循的三个理念: 1.以普及日语、流行文化和现代艺术等“信息发布源”为开端, 在世界上积极培养“爱好日本动漫的一代”; 2.积极接纳承担跨文化交流的人才, 通过“创造性地吸收”使日本成为充满活力的“文化创造的据点”; 3.向世界传达日本“尊重和和平共生的精神”这一普遍的价值观, 努力成为“架构多元文化和多元价值观之间的桥梁”
2005	日本政府发布《推进文化外交恳谈会报告书》	本土文化对外传播的行动方针: 努力追求21世纪的新型“酷日本”, 以日语教育的普及、流行文化及现代艺术为切入口, 积极地培养全世界范围内的“日本动漫新世代”, 为不断深化发展日本文化而努力
2007	日本内阁出台第2次《关于文化艺术振兴的基本方针》	1.加强日本的文化实力, 振兴多种的传统和现代文化艺术, 丰富国民的精神文化生活, 通过推进国际文化交流促进世界对日本文化的理解, 提升日本的国际形象, 并通过文化艺术为世界做贡献; 2.对外传播日本文化, 积极将日本的传统和现代文化艺术创意活动推广到国外; 3.振兴媒体艺术, 促进新的艺术创造, 加强日本媒体艺术的活力, 同时要吸引世界各国对“酷日本”的关注
2009	日本政府发表《日本品牌战略——让软实力成为经济增长动力》报告	把动画、漫画、电影、电视剧、音乐、游戏、饮食、时装、设计等产业定位为“软实力产业”, 综合性推进这些产业的振兴和海外拓展。通过推进“日本品牌战略”, 将扩大相关产业的海外出口和产业规模, 到2015年内容产业市场规模达到20万亿日元
2009	文化厅公布《加深对本国文化的理解和关注的文化传播措施》报告	推进下列文化对外传播措施: 1.对日本关注度高的国家,针对其关注领域和关注者的层次进行菜单化的高效传播; 2.建设收集、保存、体验、传播媒体艺术信息的综合基地,完善媒体艺术政策,提升日本媒体艺术的国际地位; 3.加深对本民族文化的理解; 4.开展“文化艺术创意城市”等项目; 5.保护具有日本魅力的传统街道景观、文化遗产及周边环境; 6.表彰为文化传播做出贡献的外国人
2011	日本内阁出台第3次《关于文化艺术振兴的基本方针》	文化艺术振兴的6大重点措施: 继续支持文化艺术活动; 培养文化艺术创意人才; 制定针对儿童和青年人的文化艺术振兴政策; 重视文化艺术传承; 利用文化促进各地的经济振兴、产业振兴; 促进文化对外传播和国际文化交流
2015	日本知识产权战略本部研讨制定《知识产权推进计划2015》	1.推进地区知识产权的有效利用。发展技术中介产业; 促进大学与企业协同创建知识产权的制度; 加强培训知识产权专家对现有技术的检索能力和应用预测能力; 2.推广对知识产权纠纷处理系统的应用。利用“专利战略门户网站”为企业提供专利申请量等数据; 3.促进数字音像事业向海外发展。积极培养人才以创造出富有魅力的多媒体素材; 持续推进专利审查高速公路项目, 加强与美国、韩国和英国、德国、澳大利亚、加拿大的专利项目合作,

资料来源: 张雅妮《平成时代日本文化海外输出战略的特点及其启示》, 高阳《21世纪日本文化外交研究》, 时胜勋《“文化立国”与中国的文化立场》, 赵敬《21世纪初日本文化政策的重点及启示》, 吴咏梅《浅谈日本的文化外交》, 包霞琴《战后日本外务省公共外交的发展与挑战》, 日本文化厅, 中国经济网, 凤凰网, 中国社会科学院日本研究所, 中国科学院科技战略咨询研究院, 民生证券研究院

从日本文化向海外输出的**具体举措**来看，日本政府在法律法规、项目打造、传播策略方面均形成了卓有成效的特色举措：

- **法律保障方面，日本多次修改更新文化基本法，各政府部门合作参与文化推进。**日本文化建设的基本法是 2001 年成立的《文化艺术振兴基本法》。其中有专门条款提出国家要积极推进文化艺术国际交流，通过支援文艺工作者组织或参与国际交流及国际文艺活动、加强在海外文化遗产修复方面的国际协作等措施。自 2002 年起，日本政府基于该法先后制定了四期“关于振兴文化艺术的基本方针”。2017 年，日本政府将《文化艺术振兴基本法》更名为《文化艺术基本法》，新法规定，由文部科学省、内阁府、总务省、外务省、厚生劳动省、农林水产省、经济产业省、国土交通省组成“文化艺术推进会议”，对文化厅的职能进行了扩充。
- **项目打造方面，由政府主导提出“酷日本”、“文化交流使”等项目，组织社会各界参与文化输出活动。**鸠山内阁的施政纲领中首次提出将“酷日本的海外推广”作为“21 世纪复兴日本战略项目”之一。“酷日本”战略旨在向全世界输出内容、时尚、衣食住相关商品、服务、地域产品等日本文化和生活方式的魅力，以促进访日游客数量的提升、在日消费的扩大、海外需求的拓展和更多雇佣岗位的创出，以此拉动日本经济增长。2003 年，日本文化厅启动“文化交流使”项目。由文化厅将一些日本的艺术家的文化工作者在一定时间段指定为“文化交流使”，赋予其“加深世界人民对日本的理解”“搭建和强化同外国文艺工作者的人际网络”的使命。文化交流使会被派往世界各地，停留 1-12 个月不等，在当地开展相应文化领域的演讲、演出等宣传活动。
- **传播策略方面，文艺作品故事采用全人类共通的“正义和平”等普世价值观，易被不同文化国家人民所接受。**日本在 2006 年提出实施专门的“动漫外交”；日本动漫并未直接而生硬地将“武士道”“耻文化”“上下尊卑”“崇尚武力”等日本独有的传统核心价值观作为主题，而是将主题聚焦在“奋斗”“拼搏”“永不服输”“守护同伴”“羁绊”“追求正义和平”等全人类共有的情感价值取向上，这使得日本动漫在传播时，从心理上更容易被不同文化国家的人民所接受。此外，在动漫内容的创作上日本格外注重挖掘其民族文化资源，动漫中极大程度地植入了日本的风土民俗和文化细节。

3.2.2 Hello Kitty 经久不衰的秘密：形象演变紧跟时代文化潮流，名人、名牌加成打响其海外知名度

Hello Kitty 与泡泡玛特同属于“去故事化”IP，其形象起初并没有动漫或电影的支撑。Hello Kitty 主要采取授权的方式为三丽鸥(Sanrio)公司获得丰厚盈利，正因为没有动漫等情节因素束缚，所以不会出现动漫中的故事情节相背离的现象，大大拓宽了 IP 的可授权领域。Hello Kitty 没有嘴的设定使得消费者投射各种情绪成为可能，三丽鸥的设计师表示，“看着 Hello Kitty 的人更容易将自己的感受投射到角色上”，“当人们高兴时，Kitty 看起来就高兴；当人们悲伤时，Kitty 看

起来就悲伤。我们认为她不应该被任何情感所束缚——这就是为什么她没有嘴”。

Hello Kitty 先后经历了三代设计师的修正与形象改良，其形象紧跟文化新潮流。 Hello Kitty 第三代设计师的山口裕子表示她一直坚持从新的角度塑造 Kitty，三丽鸥(Sanrio)公司每个月都会有五百多种新旧产品进行换代，为 Hello Kitty 在各个时代推出最契合当下文化主题的贩售形象。80 年代泰迪熊在日本流行，三丽鸥就应时推出了 Hello Kitty 抓住一只小熊作为它的朋友的产品；80 年代中期日本掀起学钢琴的狂潮，弹三角钢琴的 Hello Kitty 推出；90 年代，随着时代思潮的进步，自由恋爱也逐渐受到社会的认可，Hello Kitty 的男朋友 Daniel 顺势出现。Hello Kitty 的配色常常使用红、白、蓝颜色，Vogue 认为这几个颜色是生活中和艺术界常青藤般存在的经典色，被大众广泛认可，为 Hello Kitty 的走红起到了推动作用。

图31: Hello Kitty 形象演变紧跟时代潮流



资料来源: 王璇:《Hello Kitty 的形象与女性消费心理》，民生证券研究院

为了吸引跨文化、地域和年龄的消费者，除了其设计形象之外，三丽鸥通过与知名品牌、名人合作使得 Hello Kitty 深刻融入美国流行文化。 2005 年，国际巨星“小甜甜”布兰妮·斯皮尔斯 (Britney Spears) 在其 MV 中佩戴着 Hello Kitty 首饰，这段宣传视频让 Hello Kitty 的知名度在美国迅速蹿升。此外，三丽鸥积极通过 IP 授权的方式与各类消费品公司合作，如丝芙兰、施华洛世奇等，进一步提高了 Hello Kitty 的知名度和吸引力；2012 年，三丽鸥向美国 3000 多家沃尔玛超市出售了 Hello Kitty 的 IP 授权使用许可证，在赚取授权费的同时借用沃尔玛遍布全美的渠道再次曝光在全美人民眼前。

图32: 施华洛世奇推出 Hello Kitty 首饰



资料来源: 美妆源, 民生证券研究院

图33: Hello Kitty 娃娃 (沃尔玛 Hello Kitty 联合出品) 沃尔玛独家款



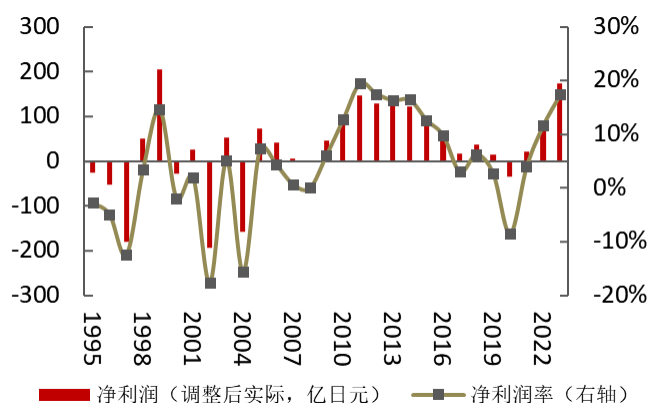
资料来源: 中外玩具网, 民生证券研究院

3.2.3 Hello Kitty 的出海是日本“柔性国力”的展现，日本文化出海政策进程与其消费品出口呈正相关

Hello Kitty 在欧美的风靡或许与时代背景相关，20 世纪 90 年代“萌文化”逐渐蔓延，经济荼靡背景下可爱文化成为情绪缓冲剂。20 世纪 90 年代以来，许多日本人对骄傲自大的国民性格、惨遭破灭的泡沫经济和男性主导高新技术感到失望，因此女性化元素较多的涌现“卡哇伊”新风尚。可爱文化成为渴望在城市社会生活中寻找温暖的人们的润滑剂；同时，可爱文化更有助于缓冲节奏快而艰难的城市生活方式。Hello Kitty 等萌文化代表在欧美的流行或许也许正是因为西方民主国家在 21 世纪初遭遇了与日本 90 年代以来相似的问题：通货紧缩、工作多薪资低、人口老龄化和青少年颓靡。而 Hello Kitty 传递的正是柔软亲和的价值观；大阪音乐家、文化评论员尼克·克里 (Nick Currie) 认为“Hello Kitty 象征着几项日本基本美德：亲善、和谐、商业、可爱、自然、多子、富足和避免侵略。”

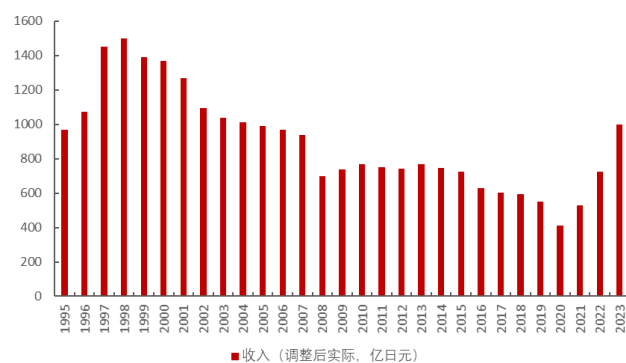
从公司表现来看，三丽鸥的业绩在 90 年代下半叶有较高增长。收入方面，1998 年三丽鸥收入达到阶段性高点 1501.3 亿日元，较 1995 年增长 55.08%；在净利润方面，1999 年，三丽鸥净利润达到阶段性高点 204.2 亿元，而此前连年处于亏损状态。此后，三丽鸥的发展受到多重因素的影响，其中有三个重要的时间节点：如 20 世纪 90 年代末，Hello Kitty 产品大受欢迎，推动品牌扩张；2010 年左右，海外授权业务蓬勃发展，净利润实现快速增长；但在 2013 年 11 月，副社长辻邦彦去世，对公司的财务状况和品牌形象造成短期冲击。2023 年 3 月至 2024 年 3 月，三丽鸥共实现营收 999.8 亿日元，实现净利润 173.3 亿日元，其中 31.03% 的收入来自于海外。

图34：1995-2023 年三丽鸥净利润（亿日元）



资料来源：彭博，民生证券研究院

图35：1995-2023 年三丽鸥收入（亿日元）



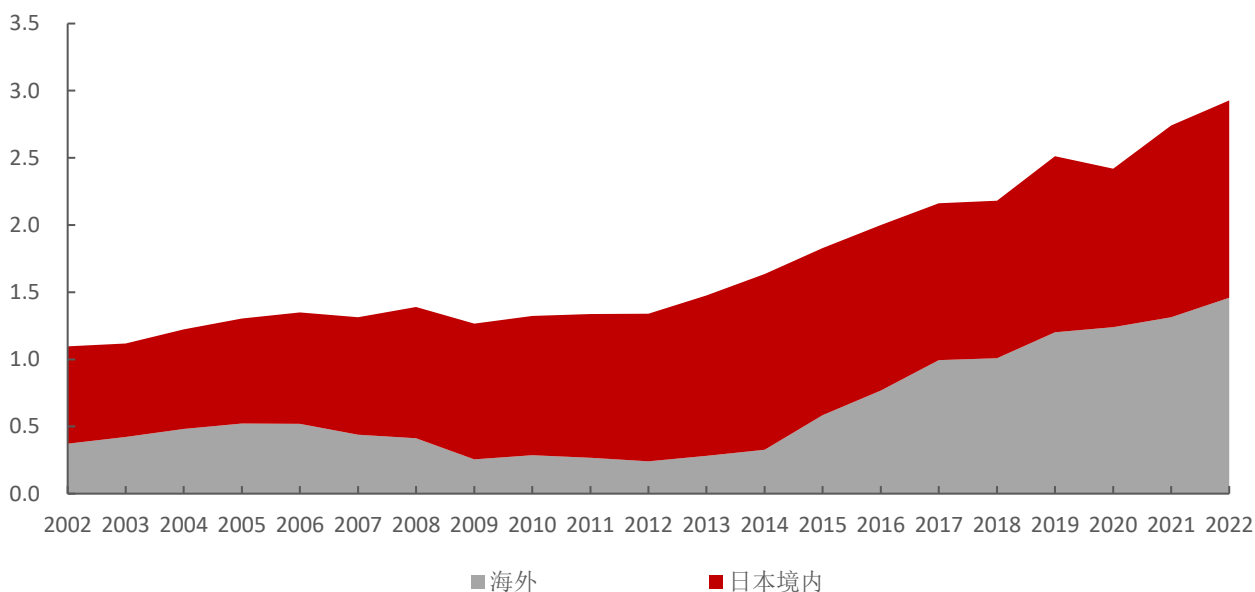
资料来源：彭博，民生证券研究院

Hello Kitty 的成功出海是日本“文化输出”的一个缩影。哈佛学者乔瑟夫·S. 奈 (Joseph S. Nye) 在美国季刊《外交政策》上发表专文，称 Kitty 是日本“柔性国力”的展现，彰显出日本的全球文化影响力的跃升。在 Titlemax 评选的“最具影响力的 25 个媒体形象”中，三丽鸥旗下的 Hello Kitty 位列第二，仅次于

Pokemon 宝可梦。

从日本政府一连串政策推动的成效来看，日本文化在世界影响力不断扩大，同时获得了巨大的经济收益。以动漫为例，据张雅妮在《平成时代日本文化海外输出战略的特点及其启示》中的数据，截至 2018 年日本已是世界上最大的动漫创作输出国，世界 60% 的动漫作品来自日本，其产值占全球动漫市场产值的 89%。日本动画市场规模持续攀升，其中来自海外的收入不断扩大；2022 年日本动漫产业规模达到 2.93 万亿日元，其中海外规模为 1.46 万亿日元，占比达到 49.8%。

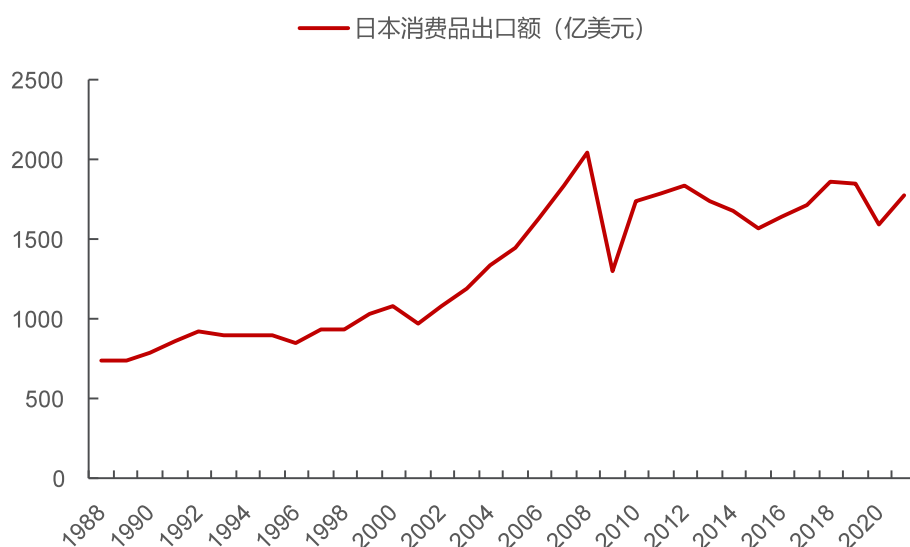
图36：2002-2022 年日本境内及海外动画市场规模（万亿日元）



资料来源：2021 日本动画产业报告（中文版），2023 日本动画产业报告（注：2002-2019 年数据由日本动画协会所实施的问卷调查结果独自计算，2020-2022 年数据由一般社团法人日本动画协会自行计算得出），民生证券研究院

文化输出的同时世界各国对于日本文化认可度、好感度提升，或一定程度为日本消费品出口打开通路。在文化产业之外，日本消费品出口自 20 世纪 90 年代起迎来持续增长，1988 年至 2008 年，日本消费品出口额度由 738 亿美元增长至 2045 亿美元，年复合增速为 5.2%，远高于同期约 1.6% 的总体 GDP 复合增速。

图37：日本消费品出口自 20 世纪 90 年代起迎来持续增长



资料来源：World Integrated Trade Solution，民生证券研究院

3.2.4 我国潮玩出海启示：企业的一小步，我国文化出海的一大步

随着中国经济发展及对外开放水平的进一步提高，我们逐渐意识到文化输出的重要性，国家也陆续推出一系列政策文件给予支持。文化输出不仅是展示文化符号，更是输出意识形态、价值观、提升国际影响力和文化软实力的过程。在国家提倡构建“双循环”新发展格局的倡议下，政府鼓励中国内地企业“出海”开拓国外市场，激发了各行业品牌更积极的去海外市场寻求新增长点。

表4：我国近年来推出支持文化输出的多项文件

时间	政策/文件	发布单位	内容
2012	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	推动文化产品和服务出口。实施文化走出去工程，完善支持文化产品和服务走出去政策措施，进一步扶持文化出口重点企业和重点项目，完善《文化产品和服务出口指导目录》，培育一批具有国际竞争力的外向型文化企业和中介机构，形成一批有实力的文化跨国企业和著名品牌。积极扩大文化产品和服务出口规模，推动开拓国际市场。深入挖掘民族文化资源，开发国外受众易于接受的文化产品和服务
2016	《关于进一步深化文化市场综合执法改革的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	通过明确执法适用范围，加强执法队伍建设，健全执法制度机制，推进执法信息化建设，完善文化市场信用体系，以及建立健全综合执法运行机制以强化文化市场综合执法、推动现代文化市场体系建设，更好地促进文化事业文化产业繁荣发展
2017	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	提高文化开放水平的四个工作：1.加强国际传播能力建设；2.扩大文化交流合作；3.发展对外文化贸易和投资。培育对外文化贸易主体，鼓励和引导各种所有制文化企业参与文化产品和服务出口，加大内容创新力度，打造外向型骨干文化企业。鼓励各类企业在境外开展文化投资合作，建设国际营销网络，扩大境外优质文化资产规模。支持文化企业参加重要国际性文化节展；4.吸收借鉴国外优秀文化成果
2022	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	商务部、中央宣传部等 27 部门	发布扩大优质文化产品和服务进口、大力发展数字文化贸易、鼓励优秀广播影视节目出口等 28 项具体任务意见，以支持和推动中华文化走出去，增强中国文化的国际影响力
2022	《“十四五”文化发展规划》	中共中央办公厅、国务院办公厅	强调坚持党的全面领导、人民至上和新发展理念，通过构建现代文化产业体系，推进文化和科技融合，提升文化产业竞争力，繁荣文化文艺创作，深化思想道德建设，扩大文化消费，优化文化产业布局，促进文化与其他产业的融合发展等措施，推动中华文化走向世界
2023	《超越潮流：千亿级潮玩产业彰显人文经济价值——潮玩产业发展报告（2023）》	新华网、中国社会科学院财经战略研究院	推动潮玩产业健康发展的 5 个建议：1.通过多媒体宣传，改变潮玩产业的刻板印象，强调其对消费和文化遗产的价值；2.鼓励潮玩产业与传统文化深度融合，提升文化价值，支持企业创新设计；3.建立健全组织机制，扶持行业协会，维护市场秩序；4.支持中小企业创新创业，加强税收、资金等扶持；5.推动产业要素集聚，鼓励龙头企业扩展国际市场，提高竞争力

资料来源：吴承忠、徐竹嫣。《中国文化市场政策的变迁与演进——基于 1988—2021 年政策文本的分析》，中华人民共和国中央人民政府，中国社会科学院财经战略研究院，新华网，民生证券研究院

泡泡玛特已被树立为文化推广的优秀典型，我们判断主流价值观的支持或为其发展提供软性便利。对于泡泡玛特来说，出海是公司拓宽销路的重要抓手；而对政府来说，泡泡玛特在走出去的同时，为推广潮流文化和中国传统文化做出了积极贡献。再有新华网、中国社会科学院财经战略研究院共同发布的《超越潮流：千亿级潮玩产业彰显人文经济价值——潮玩产业发展报告（2023）》中，关于泡泡玛特单个企业的论述占到了较大篇幅，其中提到“潮玩出海归根到底是文化出海，通过在潮玩产品中融入中国文化元素，不仅能够帮助企业在国际竞争中实现与海外品牌的差异化，还能将中国更多优秀的文化符号带向国外，可以说，文化赋予潮玩温度，潮玩则助力文化遗产。”在 2023 年第四十四届贝尔格莱德国际旅游博览会上，泡泡玛特作为中国文创企业代表之一出访参展，展示了多款国风潮玩产品，如

泡泡玛特和三星堆博物馆合作推出的联名款 LABUBU 金面铜人手办、唐宫夜宴系列盲盒等，国风潮玩在现场展示着中国深厚的文化底蕴。

我们认为泡泡玛特作为民营企业已经承担了一定文化交流任务：2024年5月，泡泡玛特创始人王宁出席中法企业家委员会第六次会议，此次会议规格较高，国家主席习近平曾在该会议闭幕式致辞；2024年7月，公司IP LABUBU已在今年7月成为“神奇泰国体验官”；2024年7月，公司位于法国卢浮宫的零售店随奥运会开幕正式开业。我们乐于看到一个潮玩企业在出海过程中承担起“讲好中国故事”的责任，同时，我们认为主流价值观的认同或将为泡泡玛特的出海之路带来一定便利与机会。

4 单店收入及开店空间测算

4.1 单店收入：海外开店面临更高物流、关税等成本，产品溢价下海外单店收入高出中国内地 66%

泡泡玛特产品海外定价整体高于中国内地，产品高出 3%-80%不等。以 SKULLPANDA 声音系列盲盒为例，在中国内地售价 69 元，美国/日本/新加坡/泰国/法国售价分别为 123.4 元/74.4 元/85.6 元/75.1 元/116.6 元（24 年 6 月 28 日数据，取自官网），分别比中国内地高出 +78.8%/+7.8%/+24.1%/+8.8%/+69.0%。海外业务面临更高的物流、关税成本以及更高的营销、品牌建设费用，为了维持毛利率企业需要设定一定海外溢价。此外，为了区别于品牌价值弱、品质普通的玩具产品，泡泡玛特需要维持中高定价，以在消费者心中构建起品牌质感并获得信任。

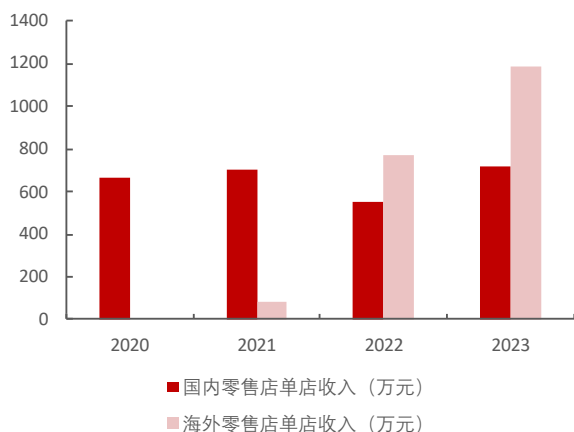
但从国家看，泡泡玛特的定价策略与当地消费者的购买力和消费习惯总体相匹配；在我们统计的部分产品中，经济较为发达、物价水平较高的美国溢价在 30-80%、法国在 40-70%，而收入相对较低的泰国各产品溢价均不超过 10%。此外，收入较高的日本、新加坡相较中国内地溢价较低，我们判断主因：1.与中国内地距离较近，物流运输成本、差旅管理成本相对较低，营业成本相对可控 2.华人相对较多，信息差较少，两国差价过大或影响销量并导致代购、串货行为。

表5：泡泡玛特部分产品中国内地及海外定价

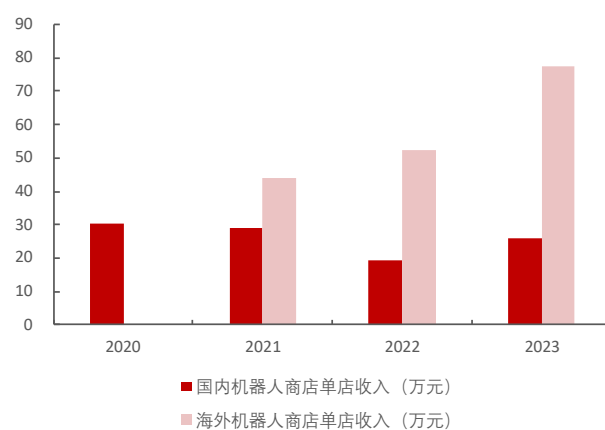
货币单位: CNY	中国 售价	美国		日本		新加坡		泰国		法国	
		售价	和中国 价差	售价	和中国 价差	售价	和中国 价差	售价	和中国 价差	售价	和中国 价差
SKULLPANDA 声音系列盲盒	69 元	123.4 元	+78.8%	74.4 元	+7.8%	85.6 元	+24.1%	75.1 元	+8.8%	116.6 元	+69.0%
CRYBABY 怪 兽的眼泪系列 盲盒	69 元	116.1 元	+68.3%	74.6 元	+8.1%	85.1 元	+23.3%	75.1 元	+8.8%	116.6 元	+69.0%
MEGASPACE MOLLY400% 星球系列手办	1199 元	1597.6 元	+33.2%	1094.1 元	-8.8%	1498.9 元	+25.0%	1243.5 元	+3.7%	1678.3 元	+40.0%
THEMONSTE RS 春天野在家 系列牛仔包	169 元	232.3 元	+37.5%	174.1 元	+3.0%	213.7 元	+26.4%	177.9 元	+5.3%	278.6 元	+64.9%

资料来源：泡泡玛特各国官网，民生证券研究院（注：2024年6月28日数据，1美元=7.26元，1新加坡元=5.36元，1日元=0.045元，1泰铢=0.2元，1欧元=7.77元。）

2023 年泡泡玛特海零售店/机器人商店单店收入或分别较中国内地高出 66%/201%，或部分因为产品单价较高。根据泡泡玛特公司公告信息，我们测算出 2023 年公司在海外的门店平均单店收入为 1189.6 万元，中国内地门店平均单店收入为 716.5 万元，海外单店收入高出约 66%。2023 年公司在海外的机器人商店平均单店收入为 77.5 万元，中国内地机器人商店平均单店收入为 25.8 万元，海外单店收入高出约 201%。同时，以 2023 年数据测算，海外单个零售店收入约等于 15 个机器人商店收入；中国内地单个零售店收入约等于 28 个机器人商店收入。考虑到海外产品单价普遍高于中国内地 3-80%，海外高单店收入或部分因为产品单价较高。

图38：2020-2023 年泡泡玛特中国内地及海外门店单店收入（万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：单店收入以当年海外零售店总收入除以年内平均的零售店数量计算，未考虑合营及加盟门店，年内平均店铺数量 = (年初数量 + 年末数量) / 2；仅供参考）

图39：2020-2023 年泡泡玛特中国内地及海外机器人商店单店收入（万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：单店收入以当年海外机器人商店总收入除以年内平均的海外机器人商店数量计算，年内平均商店数量 = (年初数量 + 年末数量) / 2；仅供参考）

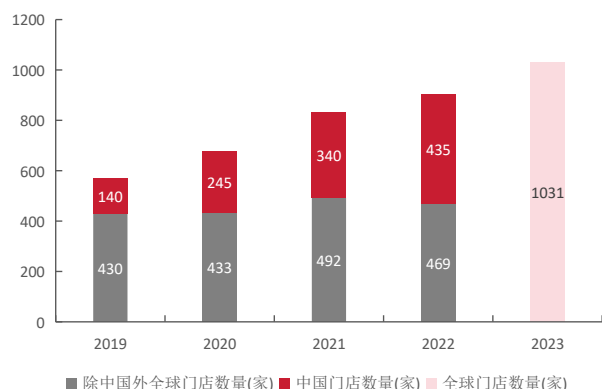
海外单店收入方差较大，我们判断店与店之间的利润水平也存在较大差距。

单店收入取决于当地消费者喜爱程度、选址、已有店铺数量等多项因素，如前文提到的泰国第六店 LABUBU 主题店，在开业首日营业额便突破 1000 万元人民币，即首日便达到平均门店约一年的收入水平。利润方面，不同选址所面临的租金、人力、物流、关税成本也存在较大差距；如泡泡玛特在 2023 年 5 月将店铺开进卢浮宫，特殊铺位或面临远高于平均水平的租金，我们判断此举多是出于宣传与品牌打造考虑，而非期待该店铺贡献大量盈利。

4.2 开店空间：对标同为玩具零售企业的乐高，泡泡玛特仍有较大开店空间

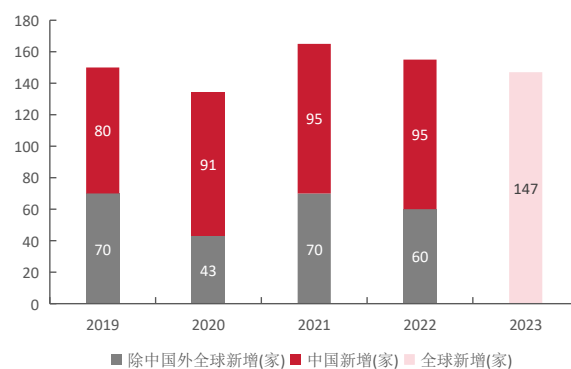
2017年，乐高首家亚洲授权专营店于上海开业，刷新全球乐高店单日销售最高纪录，标志着乐高开始深入布局亚洲特别是中国市场。2019年至2022年，乐高分别以每年80, 91, 95, 95家的门店新增节奏在中国开店。截至2023年底，乐高全球门店数量达1031家；其中据界面新闻数据，截至2023年底，有500家即将近全球一半的门店都开在中国。截至2023年末，泡泡玛特于中国内地共开设363家线下门店，对标同样处于玩具零售业且同样差异化定位中高端消费者的乐高，我们判断泡泡玛特在中国内地还存在一定的开店空间；全球维度看，截至2023年底泡泡玛特全球共拥有443家门店，相较于乐高全球1031家门店，我们判断泡泡玛特在全球范围内还存在较大开店空间。

图40：2019-2023年乐高门店数量（家）



资料来源：乐高公司公告，民生证券研究院

图41：2019-2023年乐高新增门店数量（家）



资料来源：乐高公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们认为泡泡玛特已经建立了覆盖潮流玩具全产业链一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、渠道与销售等。考虑到近年来公司收入高速增长，其中 2023 年中国内地地区实现收入 10.66 亿元，同比增长 134.86%，海外展店加速的同时，公司品牌及旗下 IP 在全球认可度进一步提升。我们按照公司各业务板块给予以下预测：

中国内地业务：

线下：1) 收入：线下零售店及机器人商店在公共卫生事件后开店速度回暖，同时单店收入持续增长，但考虑到中国内地一、二线城市可开店空间有限，我们认为中国内地线下收入增速或逐年放缓；假设 2024 年至 2026 年收入增速分别为 27.0%、16.0%、14.0%。**2) 毛利率：**随着公司线下运营能力的不断提升，供应链方面优化持续降本增效，我们预计 2024 年至 2026 年，公司内地线下业务毛利率分别为 63.5%、63.7%、63.7%。

线上业务：1) 收入：线上业务一直为公司渠道扩展方向，目前已经建立天猫、京东、抖音、抽盒机等多个线上渠道；我们认为线上渠道会成为线下的一个重要补充渠道，随着线下业务增长&公司品牌认可度不断提升，线上业务将持续增长；假设 2024 年至 2026 年内地线上业务收入增速分别为 10.0%、5.0%、5.0%。**2) 毛利率：**我们预计线上营销投入或随着收入同步增长，毛利率整体保持稳定，2024 年至 2026 年，公司内地线上业务毛利率分别为 62.0%、62.0%、62.0%。

批发及其他：1) 收入：随着泡泡玛特城市乐园已于 2023 年 10 月在北京市开园，以及 2024 年 6 月旗下手游梦想家园上线（城市乐园及手游均属于“批发及其他”渠道）；在新业务增长初期，批发及其他收入或将在 2024 年迎来较大同比增长，假设 2024 年至 2026 年收入增速分别为 60.0%、30.0%、15.0%。**2) 毛利率：**我们预计 2024 年至 2026 年，公司内地批发及其他业务毛利率将整体保持稳定，分别为 47.0%、47.0%、47.0%。

我国港澳台地区及海外业务：

线下：1) 收入：我国港澳台地区及海外地区线下零售店及机器人商店开店速度加速，24 年 7 月 22 日泡泡玛特印度尼西亚的首家门店日前在雅加达开业，该门店也成为泡泡玛特在我国港澳台地区及海外地区的第 100 家门店。同时随着旗下 IP 持续受到海外消费者的认可和喜爱，单店收入或将持续增长；公司公告显示 24Q1 公司我国港澳台地区及海外地区收益同比增长 245%-250%，我们认为 2024 年全年有望延续该增速。结合基数效应，我们假设 2024 年至 2026 年收入增速分别为 250.0%、50.0%、45.0%。**2) 毛利率：**考虑到公司越南工厂已于 2024 年初出货，或为东南亚市场带来一定成本节降，我们预计公司海外线下业务毛利率

将在 2024 年有一定上升并后续随着全球供应链的完善稳中有升；我们预计 2024 年至 2026 年，我国港澳台地区及海外线下业务毛利率分别为 75.0%、75.2%、75.4%。

线上业务：1) 收入：公司在开设全球官网（独立站）之外也积极入驻了亚马逊 Amazon 各国站点、速卖通、虾皮 Shopee 等海外主流电商平台；公司公告显示 24Q1 公司我国港澳台地区及海外地区收益同比增长 245%-250%；考虑到公司 2024 年在 Tiktok 泰国小站商品持续热销，同时随着旗下 IP 持续受到海外消费者的认可和喜爱，我们认为海外线上业务将成为消费者重要购买渠道，2024 年海外线上业务将随着海外大盘呈现较高增速；我们假设 2024 年至 2026 年海外线下收入增速分别为 200.0%、50.0%、45.0%。**2) 毛利率：**与海外线下业务类似，海外线上业务或面临更高物流、营销、管理成本，但同时海外商品售价高于中国内地且东南亚市场或受益于 2024 年越南工厂的出货，我们预计公司海外线下业务毛利率将在 2024 年有一定上升并在后续整体保持稳定；我们预计 2024 年至 2026 年，我国港澳台地区及海外线上业务毛利率分别为 75.0%、75.0%、75.0%。

批发及其他业务：1) 收入：我们认为随着泡泡玛特 IP 受到消费者广泛认可，以及公司持续开办国际展会等活动，海外批发商将对泡泡玛特产品产生更多需求；批发渠道或成为部分公司尚未入驻的地区的重要购买渠道；我们认为批发业务将持续增长，但随着基数增大、直营店铺增加，其增速或将逐年放缓；我们假设 2024 年至 2026 年我国港澳台地区及海外批发及其他收入增速分别为 50.0%、40.0%、30.0%。**2) 毛利率：**公司积极布局海外工厂，不断完善全球供应链，2024 年越南工厂的出货或一定程度提升毛利率，我们预计 2024 年至 2026 年，我国港澳台地区及海外批发及其他业务毛利率分别为 39.0%、39.0%、39.0%。

表6：泡泡玛特盈利预测及业务拆分

渠道拆分	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
中国内地总收入	4,163	5,235	6,521	7,469	8,347
YOY	-3.3%	25.7%	24.6%	14.5%	11.8%
中国内地毛利率	57.8%	60.6%	61.1%	60.9%	60.8%
线下收入	2,070	3,028	3,845	4,461	5,085
YoY	-3.2%	46.3%	27.0%	16.0%	14.0%
毛利率	60.7%	63.0%	63.5%	63.7%	63.7%
线上收入	1,830	1,710	1,882	1,976	2,074
YoY	-1.7%	-6.5%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	57.8%	60.5%	62.0%	62.0%	62.0%
批发及其他收入	264	497	795	1,033	1,188
YoY	-14.3%	88.4%	60.0%	30.0%	15.0%
毛利率	35.6%	46.7%	47.0%	47.0%	47.0%
我国港澳台地区及海外总收入	454	1,066	3,113	4,630	6,628
YOY	147.1%	134.9%	192.0%	48.7%	43.2%
我国港澳台地区及海外毛利率	54.5%	64.9%	70.3%	70.7%	71.3%
线下收入	151	640	2,241	3,362	4,874
YoY	2799.4%	324.7%	250.0%	50.0%	45.0%
毛利率	73.4%	74.4%	75.0%	75.2%	75.4%
线上收入	90	156	467	701	1,017
YoY	119.2%	72.7%	200.0%	50.0%	45.0%
毛利率	74.5%	73.5%	75.0%	75.0%	75.0%
批发及其他收入	213	270	405	567	737
YoY	55.0%	26.8%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	32.6%	37.6%	39.0%	39.0%	39.0%

资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院预测；注：收入单位为人民币百万元。

费用率方面，我们预计公司销售费用将保持稳定，销售费用占营业收入比例将随着公司收入扩大保持稳定状态，预计 24-26 年销售费用率分别为 31.0%/31.0%/31.0%；管理费用率整体保持稳定，2024 年公司大力推动降本增效或带来管理费用小幅下降，2025-2026 年随着营业收入扩大，管理费用占比或将下降并保持稳定水平，我们预计 24-26 年管理费用率为 10.5%/10.5%/10.5%；我们判断公司财务费用率总体保持稳定，我们预计公司 24-26 年财务费用率为-1.88%/-1.72%/-1.82%。

表7：费用预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	31.82%	31.00%	31.00%	31.00%
管理费用率	11.23%	10.50%	10.50%	10.50%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用率	-2.41%	-1.88%	-1.72%	-1.82%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

泡泡玛特为中国潮玩领军企业，考虑到公司产品主要围绕其核心 IP 展业，在 IP 运营基础上制造潮流玩具产品，并具有较强玩具零售属性，我们选取三丽鸥 (Sanrio)、孩之宝 (Hasbro)、及奥飞娱乐作为可比公司。1) **三丽鸥**：三丽鸥为日本老牌生活方式品牌，公司旗下知名 IP 包括 Hello Kitty、My Melody、Kuromi、Cinnamoroll 等。除了 IP 授权业务外，三丽鸥也涉及商品的设计和銷售、媒体内容、游戏产品以及主题公园等多个领域。我们认为三丽鸥与泡泡玛特在多项业务类别 (如 IP 运营、商品銷售、游戏、主题公园) 具有可比性。2) **孩之宝**：孩之宝为美国知名的全球性娱乐公司，主营业务包括玩具銷售、IP 运营授权及衍生品开发、媒体内容等；公司旗下著名 IP 包括地产大亨、小马宝莉等。我们认为孩之宝与泡泡玛特在玩具零售、IP 运营及衍生品开发业务方面均具有可比性。3) **奥飞娱乐**：奥飞娱乐的主营业务为动漫 IP 及其内容的创作、传播和运营，以及玩具衍生品研发、生产和销售；公司知名 IP 包括喜羊羊与灰太狼、超级飞侠。我们认为奥飞娱乐与泡泡玛特同为中国内地头部 IP 运营企业，且在玩具銷售、IP 运营方面业务类似，具有一定可比性。**相关可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 31/24/21X，泡泡玛特为 27/21/17X，整体低于平均值。**

表8：泡泡玛特及可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
8136.T	三丽鸥	154.23	4.69	5.27	5.70	33	29	27
HAS.O	孩之宝	473.08	27.03	30.72	35.00	18	15	14
002292.SZ	奥飞娱乐	5.82	0.14	0.21	0.27	42	28	22
平均值						31	24	21
9992.HK	泡泡玛特	38.32	1.42	1.80	2.29	27	21	17

资料来源：ifind, Bloomberg, 民生证券研究院预测；（注：可比公司 EPS 预测为 ifind 及 bloomberg 一致预期，股价为 2024 年 7 月 31 日收盘价，1 日元 ≈ 0.048 人民币，1 美元 ≈ 7.221 人民币，1 港元 = 0.924 人民币；孩之宝采用 2023-2026 财年数据；三丽鸥 2024 财年已于 2024/3/24 结束，此表以自然年为准，故采用 2024-2027 财年数据；奥飞娱乐、泡泡玛特财年与自然年一致）

5.3 投资建议

考虑到公司 IP 在全球认可度进一步提升，海外展业加速，我们上调盈利预测：预计公司 24-26 年归母净利润为 19.0/24.1/30.7 亿元，对应 PE 为 27/21/17X，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 海外潮玩市场竞争加剧的风险。在海外潮玩消费能力得到一定验证后，我国多个潮玩企业纷纷针对海外市场加大投入，海外消费者可选 IP 越来越多。若公司不能及时开发出适应当地市场需求的新产品，公司的扩张速度及盈利能力可能会受到不利影响。

2) 海外消费需求不及预期的风险。在各国通胀、地缘政治不稳定的背景下，消费者购买力与信心或受到打击，或影响潮玩购买意愿。若海外销量下滑，公司盈利能力可能会受到不利影响。

3) 汇率大幅波动的风险。公司部分业务位于海外，若汇率大幅波动而公司未能做好套保，则或影响公司实际盈利水平。

4) 国际贸易摩擦风险。公司部分业务位于海外，若部分展业国家与我国发生国际贸易摩擦，如采用加征等关税等方式增加我国出口产品的成本，或削减公司商品的竞争力。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	7,683	9,703	12,301	15,431
现金及现金等价物	2,078	2,959	5,104	7,313
应收账款及票据	321	449	518	680
存货	905	1,614	1,803	2,334
其他	4,379	4,681	4,876	5,104
非流动资产合计	2,285	2,480	2,619	2,722
固定资产	653	755	826	876
商誉及无形资产	842	905	943	966
其他	790	820	850	880
资产合计	9,969	12,184	14,920	18,152
流动负债合计	1,733	2,101	2,506	2,764
短期借贷	15	15	15	15
应付账款及票据	445	545	676	802
其他	1,273	1,542	1,815	1,947
非流动负债合计	455	518	556	579
长期借贷	0	0	0	0
其他	455	518	556	579
负债合计	2,188	2,620	3,062	3,343
普通股股本	1	1	1	1
储备	7,447	9,230	11,525	14,476
归属母公司股东权益	7,770	9,553	11,848	14,799
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	7,780	9,564	11,858	14,810
负债和股东权益合计	9,969	12,184	14,920	18,152

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,991	1,748	3,037	3,117
净利润	1,082	1,903	2,414	3,071
少数股东权益	6	0	0	0
折旧摊销	669	685	741	777
营运资金变动及其他	233	-841	-118	-732
投资活动现金流	234	-310	-310	-310
资本支出	-392	-350	-350	-350
其他投资	626	40	40	40
筹资活动现金流	-842	-558	-583	-598
借款增加	15	0	0	0
普通股增加	-334	0	0	0
已付股利	-122	-120	-120	-120
其他	-401	-438	-463	-478
现金净增加额	1,393	881	2,145	2,210

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,301	9,635	12,099	14,975
其他收入	44	34	34	34
营业成本	2,437	3,464	4,272	5,172
销售费用	2,005	2,987	3,751	4,642
管理费用	707	1,012	1,270	1,572
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-152	-182	-208	-272
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	68	68	68	68
除税前利润	1,416	2,456	3,115	3,963
所得税	327	553	701	892
净利润	1,089	1,903	2,414	3,071
少数股东损益	6	0	0	0
归属母公司净利润	1,082	1,903	2,414	3,071
EBIT	1,264	2,274	2,907	3,691
EBITDA	1,932	2,960	3,648	4,468
EPS (元)	0.81	1.42	1.80	2.29

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	36.46	52.91	25.57	23.78
归属母公司净利润	127.55	75.86	26.85	27.21
盈利能力(%)				
毛利率	61.32	64.05	64.69	65.47
净利率	17.18	19.76	19.96	20.51
ROE	13.93	19.92	20.38	20.75
ROIC	12.47	18.40	18.98	19.29
偿债能力				
资产负债率(%)	21.95	21.50	20.52	18.41
净负债比率(%)	-26.51	-30.78	-42.91	-49.28
流动比率	4.43	4.62	4.91	5.58
速动比率	1.66	1.99	2.63	3.33
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.87	0.89	0.91
应收账款周转率	24.44	25.00	25.00	25.00
应付账款周转率	6.92	7.00	7.00	7.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.42	1.80	2.29
每股经营现金流	1.48	1.30	2.26	2.32
每股净资产	5.79	7.11	8.82	11.02
估值比率				
P/E	47	27	21	17
P/B	6.6	5.4	4.3	3.5
EV/EBITDA	23.82	13.70	11.03	8.51

插图目录

图 1: 2017-2023 营业收入 (亿元) 及增速.....	3
图 2: 2018-2023 中国内地外收入 (亿元) 及占比.....	3
图 3: 2018-2023 年海外业务发展时间轴.....	4
图 4: 2020-2023 海外收入不同渠道占比.....	4
图 5: 2020-2023 海外线下门店数量 (家)	4
图 6: 泡泡玛特国际潮流玩具展(2022 年)	5
图 7: 泡泡玛特 Molly 等形象较为“文化中性”.....	5
图 8: 美国潮玩品牌 Funko 手办产品风格与泡泡玛特有较大不同.....	5
图 9: 泡泡玛特海外渠道变化.....	7
图 10: 顶流偶像与社交平台分享 LABUBU 产品图片.....	8
图 11: 泡泡玛特头部四大 IP 贡献收入占比.....	9
图 12: LABUBU 在北京“泰国风情节”以特邀嘉宾身份亮相 (2024 年)	10
图 13: LABUBU 获得“神奇泰国体验官”荣誉称号 (2024 年)	10
图 14: Crybaby 及其艺术家 Molly (泰国籍)	12
图 15: 泡泡玛特 CRYBABY&飞天小女警联名产品在官网显示热卖.....	12
图 16: 泡泡玛特韩国线下门店.....	13
图 17: 泡泡玛特澳大利亚线下门店	13
图 18: 泡泡玛特在泰国 6 家线下门店及 2 家机器人商店选址.....	14
图 19: 2021-2023 年泡泡玛特海外线上各渠道收入 (万元)	14
图 20: 泡泡玛特独立站营销渠道分布.....	15
图 21: 泡泡玛特独立站用户画像.....	15
图 22: 泡泡玛特泰国 TikTok 小店粉丝数达到 38 万	16
图 23: 泡泡玛特泰国小店“CRYBABYxPowerpuff Girls Series”在过去 30 天内卖出 1.02 万件.....	16
图 24: 泡泡玛特海外使用导购机器人	16
图 25: 泡泡玛特产品开发周期 (2020 年)	17
图 26: 2019-2023 年泡泡玛特存货周转天数.....	18
图 27: LAZADA 认为东南亚不同群体均展现相当消费能力 (2023 年)	19
图 28: 泡泡玛特首套拼搭积木“森林秘密基地”, 设计场景契合 The Monsters IP 创造背景“森林中的精灵”.....	21
图 29: 1954 年日本上映电影《哥斯拉》海报	22
图 30: 1974 年 Hello Kitty 初代设计形象.....	22
图 31: Hello Kitty 形象演变紧跟时代潮流.....	26
图 32: 施华洛世奇推出 Hello Kitty 首饰.....	26
图 33: Hello Kitty 娃娃 (沃尔玛 Hello Kitty 联合出品) 沃尔玛独家款.....	26
图 34: 1995-2023 年三丽鸥净利润 (亿日元)	27
图 35: 1995-2023 年三丽鸥收入 (亿日元)	27
图 36: 2002-2022 年日本境内及海外动画市场规模 (万亿日元)	28
图 37: 日本消费品出口自 20 世纪 90 年代起迎来持续增长	29
图 38: 2020-2023 年泡泡玛特中国内地及海外门店单店收入 (万元)	34
图 39: 2020-2023 年泡泡玛特中国内地及海外机器人商店单店收入 (万元)	34
图 40: 2019-2023 年乐高门店数量 (家)	35
图 41: 2019-2023 年乐高新增门店数量 (家)	35

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 泡泡玛特部分本土化产品案例.....	11
表 2: 潮流玩具与传统玩具的区别.....	20
表 3: 日本政府针对“文化立国”、“文化外交”出台系列政策	24
表 4: 我国近年来推出支持文化输出的多项文件.....	30
表 5: 泡泡玛特部分产品中国内地及海外定价	33

表 6: 泡泡玛特盈利预测及业务拆分	38
表 7: 费用预测表	38
表 8: 泡泡玛特及可比公司 PE 数据对比	39
公司财务报表数据预测汇总	41

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026