

证券研究报告

2024年08月12日

海外行业报告：行业专题研究

潮玩行业

泡泡玛特核心五问五答

作者：

分析师孔蓉SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师曹睿SAC执业证书编号：S1110523020003



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

Q1：如何看待泡泡玛特旗下的IP生命周期？

- 泡泡玛特通过**持续迭代设计、多元化产品线和高频上新策略**，有效延长旗下IP生命周期。以Molly为例，公司不断迭代设计、焕新IP形象以引领/适应不同时期的审美，20年起公司通过打造多元产品线（Mega、衍生品）+稳定上新满足不同用户需求。

Q2：泡泡玛特是否具有持续推出受欢迎IP的能力？

- 公司已经形成从IP获取到IP筛选及IP变现的全链条体系。**IP获取**：公司通过市场地位和品牌力，平均每年吸纳约14-15个新IP，并成功自研如Nyota等热门IP。**IP筛选能力**（已形成体系，可复制）：泡泡玛特的完备分析预测体系和市场趋势把握，确保IP筛选和推广的有效性。**IP矩阵完善**：通过收购和自研，构建丰富多元的IP储备池，提高热门IP产出的概率。

Q3：泡泡玛特海外拓展思路和进展？怎么看待后续空间？

- 泡泡玛特海外拓展遵循“展会曝光-试点-门店入驻”路径，先亚洲后欧美，已完成重点市场首店布局。2023年海外收入占比达17%，门店及机器人商店数量显著增长。看好其本土化策略和全渠道销售网络，我们预计海外市场门店空间约400家，仍具增长空间。

Q4：新业务方面，怎么看待泡泡玛特乐园、游戏业务的进展和增量？

- 城市乐园**为公司打造以IP为核心的沉浸式体验空间，增强IP的内容和故事性。我们预计乐园一期将为公司贡献2-4亿元流水，后续二期投入运营或为乐园带来规模增长。**自研手游**《梦想家园》上线表现亮眼，有望增强粉丝与IP的互动性和故事性，可以视作公司线上宣发渠道，未来或可通过游戏测试形象/场景的接受度并将其实物化。我们预计贡献1.5-2亿元流水。

Q5：泡泡玛特后续新产品线的探索？

- 泡泡玛特积极探索新产品线，如泡泡积木（POP BLOCKS）和卡牌（POP CARDS），旨在增强产品可玩性和互动性。积木品线对标乐高，结合自有IP，开拓高增长市场。卡牌业务结合集换式玩法和热门IP，开拓蓝海市场。这些新探索有望为公司贡献新的业绩增量，拓宽收入来源。

风险提示：潮玩行业竞争加剧风险；IP的表现不及预期；新业务扩展表现不及预期。

重新定义泡泡玛特：从潮流玩具公司到IP全产业链的综合运营平台

- **从潮流零售到IP运营平台**：2016 年公司签下 MOLLY 推出盲盒玩具。2017 年，泡泡玛特在北京举办第一届国际潮玩展、在购物中心铺设自动贩售机。2023年，泡泡玛特已经发展成为一个覆盖潮流玩具IP全产业链的综合运营平台，销售额过亿的IP达10个，包括经典IP如SKULLPANDA、MOLLY和DIMOO，以及新锐IP如Hirono小野等。2023年业绩会上，公司重新将业务梳理为IP孵化与运营、潮流玩具与零售、主题乐园与体验、数字娱乐四大板块，体现了其向集团化运营的转变。
- **从国内到全球，23年海外收入占17%**：泡泡玛特2018年开始布局海外市场，2022年将战略重心转至DTC，在全球众多核心城市开出了线下门店。2023年，泡泡玛特线下门店首次进驻法国、马来西亚、泰国及荷兰，全球门店单日销售额纪录数次刷新。线下门店首次进驻法国、马来西亚、泰国及荷兰，并在新加坡举办了首届海外大型潮玩展。

图：2020年泡泡玛特公司定位



图：2023年泡泡玛特公司定位



从专注盲盒产品到多元变现（产品+体验）

IP孵化与运营

表：泡泡玛特与潮玩工作室协作构筑IP池

工作室	创立时间	旗下IP
Silent Trick	2022	Molly、LiLiOS、Polar、TinyTiny
YANSTUDIO	2019	DIMOO、CHAKA、SUSUMI、福饱饱(FUBOBO)、NOMIGEE、RAKU、POLLYPOPO
How2work	2001	The Monsters(Labubu)、A仔、Green Cow Garden
猫宇星河(MEOW STUDIO)	2020	KUBO、MADO、小巫师WOLF、The Foxfrank Studio、HiMotchi、布饱吃不饱

主题乐园与体验

图：泡泡玛特城市乐园



2023年9月，泡泡玛特城市乐园于北京朝阳公园开放，该乐园也是国内首个潮玩行业沉浸式IP主题乐园，占地约4万平米。

数字娱乐

图：泡泡玛特IP内容注入



手游《梦想家园》



推广曲
《就现在，去乐园！》



微电影
《一半的世界》

潮流玩具与零售

图：泡泡玛特传统产品结构

1、潮玩品类



2、衍生生活周边



表：2022年起，泡泡玛特对产品线进行了较大幅度的扩充

上线时间	产品线
2020年10月	MEGA珍藏系列
2020年12月	衍生品（周边合集）
2022年6月	泡泡萌粒
2024年4月	福赏
2024年4月	文创礼物（POP GIFT）
2024年5月	卡牌（POP CARD）
2024年6月	积木（POP BLOCK）
24H2	持续扩充中...

（注：价格带根据泡泡玛特popmart公众号整理，具体数据以公司披露为准）

Q1

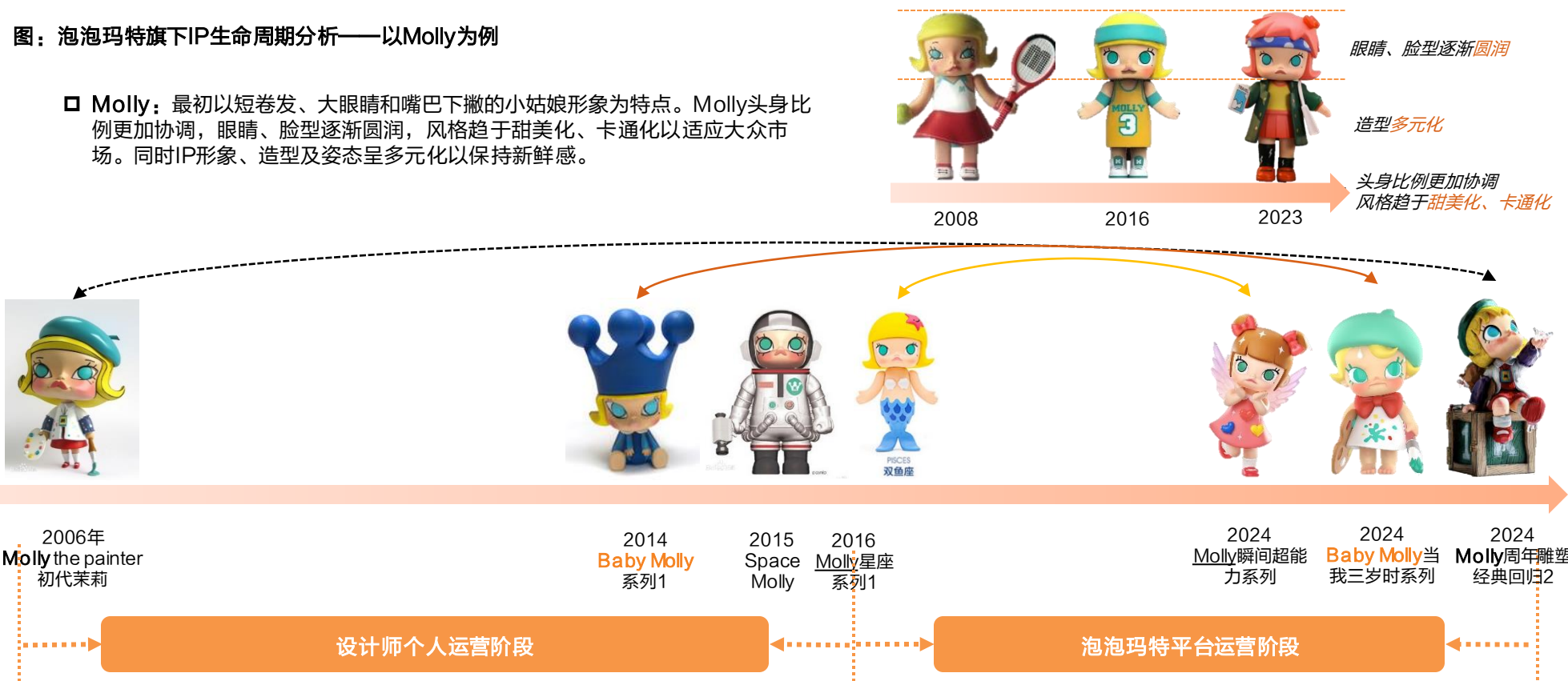
如何看待泡泡玛特旗下的IP生命周期?

A1-1：不断迭代设计、焕新IP形象以引领/适应不同时期的审美

- **自有渠道更好的提供消费者洞察：**截至2023年底，泡泡玛特线下共拥有363家国内门店及80家海外门店（含合营），2190台国内机器人商店及159台海外机器人商店(含合营及加盟)，此外还参与了全球线下展会及开发城市乐园（23年新增）；线上拥有自有微信抽盒机，天猫京东抖音小红书等平台，梦想家园手游（24年新增）等。截至2024年8月6日，小红书“泡泡玛特”相关笔记达到210万+条，其他潮玩品牌如寻找独角兽潮玩、52toys相关笔记分别为2万+/4万+条。

图：泡泡玛特旗下IP生命周期分析——以Molly为例

□ **Molly：**最初以短卷发、大眼睛和嘴巴下撇的小姑娘形象为特点。Molly头身比例更加协调，眼睛、脸型逐渐圆润，风格趋于甜美化、卡通化以适应大众市场。同时IP形象、造型及姿态呈多元化以保持新鲜感。



资料来源：泡泡玛特财报，小红书，泡泡玛特POPMART公众号等，天风证券研究所

A1-1：打造多元产品线+高频上新满足不同用户需求

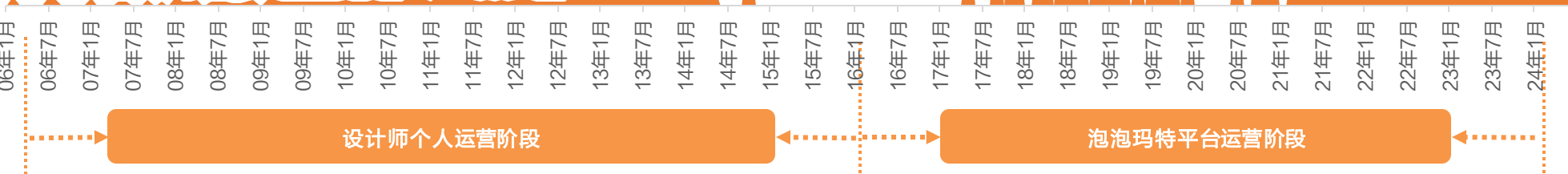
- 2006-2016年设计师阶段，主要变现方式为贩卖大娃手办，年均仅上新1-2款大娃以及1-2个系列明盒产品，售价在数千元。
- 2017-2023年泡泡运营阶段，公司拓宽了变现方式为盲盒、BJD、大娃、MEGA、衍生品周边等，价格带跨度大在39-19999元不等，每年出新4个左右系列盲盒，保证IP高频上新。2023年Molly共计上新8个系列盲盒（含4个群像）、8款BJD、22款Mega、3个系列周边。

图：泡泡玛特旗下IP生命周期分析——以Molly为例

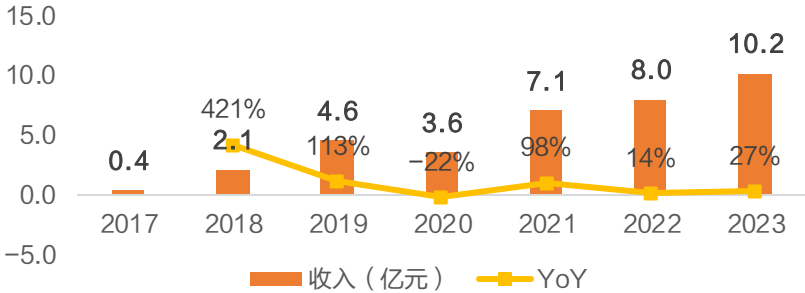
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
大娃	1	2	6	2	2	2	1	2	2	4
1	Molly the painter初代茉莉	Molly Qee系列1	Molly Qee特别款	MEET系列	Friendly Molly Series	五周年纪念版	六周年纪念版Dino Molly	七周年纪念版	Baby Molly系列1	Molly Catchup Killer茉莉茄酱杀手
2		Molly Qee系列2	Molly Ber@rbrick (Ber@rbrick合作款)		四周年纪念版	小茉莉系列五周年限量版		Kennyswork七週年大师系列仿木雕像	独角兽童年版Molly (金色/蓝色)	Space Molly
3			Molly ballmer (G999合作款)							Baby Molly系列2
4			小茉莉运动系列Molympic series 1							
5			小茉莉运动系列Boxing Molly							
6			小茉莉运动系列Molympic series 2							

(*注：加粗为系列产品，series系列所含产品数平均在3-6个之间)

图：2006-2023年Molly热度变化情况



图：MOLLY运营时间已达18年，2017-2023年收入CAGR达70.9%，23年收入仍保持27%增速



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
盲盒	7	8	7	4	4	3	5+4 (群像)	4+4 (群像)	2
BJD	-	-	-	1	5	3	7	8	3
Mega	-	-	-	-	1	10	15	22	17
周边	-	-	-	-	2	2	2	3	3

(*注：盲盒系列所含产品数为12个基础款+1个隐藏款)

国际象棋系列正式发售，并于同日举办Kenny艺术家签售会

受公共卫生事件影响，叠加20H1小鸟、蒸汽朋克设计上未能满足消费者的期望，市场反响不佳

双11活动期间，美食派对系列盲盒+首款Mega产品「地球女儿」上线

首款BJD、吊卡上新

首款系列衍生品(周边)上新

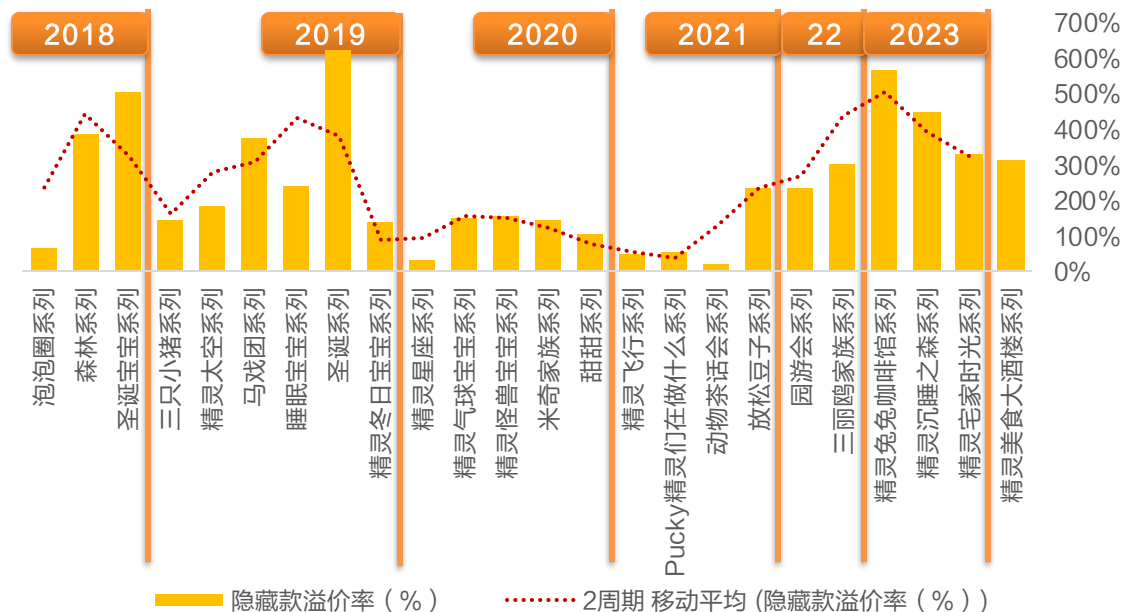
首款萌粒上新

首款特殊材质(Mega)产品「炉火纯青·燃」上线

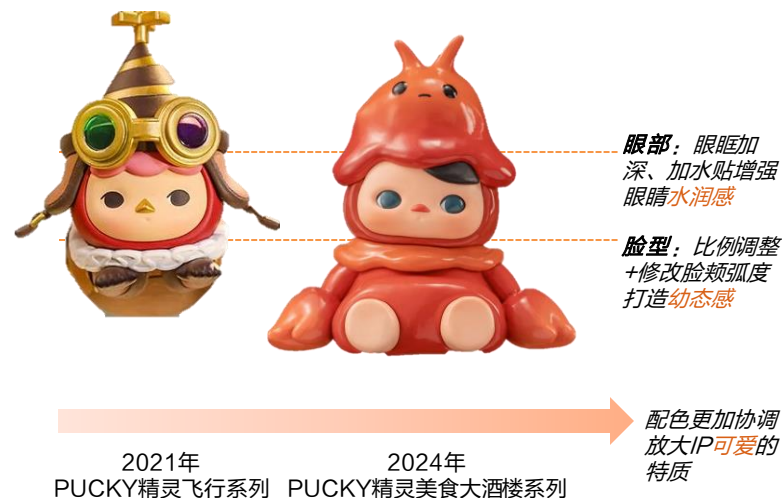
A1-2：以Pucky为例，历经调整重回增长

- **2018-2020年成长和成熟阶段**，Pucky最初作为泡泡玛特第二大热门IP，其收入占比在2019年达到18.7%。
- **2020-2023年调整蓄力阶段**，Pucky的收入占比逐年下滑，从2020年年中的14.6%降至2022年的2.6%。随着市场竞争的加剧和消费者口味的多变，公司放缓产品上新节奏至每年约4款，通过多元设计元素及主题的融合不断优化IP形象。
- **2023-2024年重回增长阶段**，在IP运营方面，泡泡玛特采取长期培养的策略。1) **调整期IP蓄力缓推新**：受益于公司平台化发展，公司IP矩阵完善，头部IP稳固基本盘。腰部IP在波谷期得以放缓新品推出的频次，给予设计师足够的时间孵化新的创意，避免对IP的过度消费。2) **IP多元焕新**：公司积极探索IP的形态焕新（比如奇异星球场景手办）、跨界合作（比如Za X Pucky限定合作款）和衍生品开发（比如香薰）。2023年，Pucky先后推出兔兔咖啡馆、沉睡之森、宅家时光系列盲盒，优秀设计驱动产品在二级市场普通款均值提升至56.16元，隐藏款溢价率均值提升至近450%，热度持续向好。2024年，Pucky仅推出美食大酒楼一款盲盒系列产品，该产品在社媒引发高热度。

图：2018-2023年期间Pucky各款产品二级市场表现



图：Pucky形象调整优化

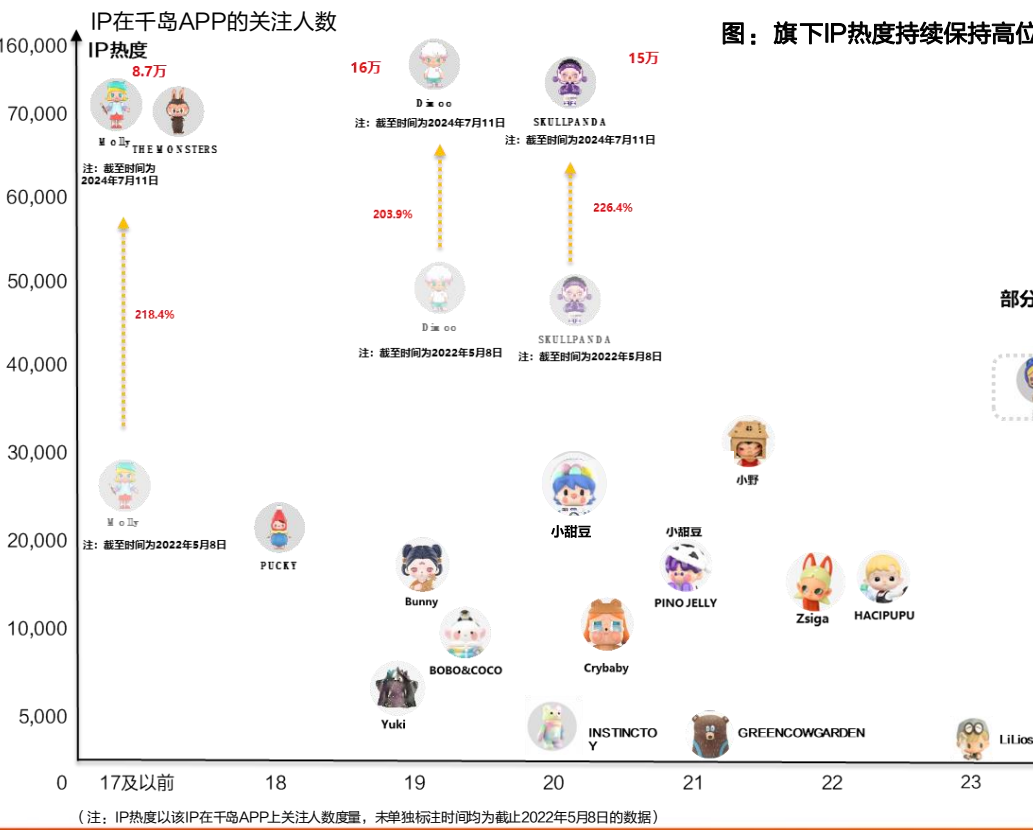


Q2

泡泡玛特是否具有持续推出受欢迎IP的能力？

A2：优质IP获取与筛选能力，“收购+自研”构筑丰富多元IP储备池，提高热门IP产出确定性

● IP获取（凭借市场地位和品牌力）：截至24年6月，公司艺术家IP共计73个。公司20人内部艺术家发掘团队全球触达。2019-2023年期间，公司平均每年从外部吸纳约14-15个IP，持续扩充IP的储备。2023年公司获取包括KUBO在内的6个新IP，2024年PDC陆续推出Nyota、OIPIPI、inosoul等自研IP，其中Nyota天猫首月月销1万+。PDC平均每年推新3-4个，创造热门IP的持续性得到验证。



图：19-24泡泡玛特艺术家IP一览

收购 5	PDC 19	独家 49
2019年	2019年	2019年
DIMOO	BUNNY	Chewyhams
MOLLY	YUKI	COARSE
SKULLPANDA	2020年	Crybaby
MIGO	AZURA	DUCKOO
2020年	小甜豆	FLABJACKS
2021年	BOBO&COCO	FluffyHouse
2022年	VITA	FlyingDongDong
2023年	ZOE	GreenCowGarden
KUBO	Hirono（小野）	INSTINCTORY
2024年	COOGI	Kenneth
	YUKIFriend	MODOLI
	KOOKY（咕叽）	MOMIJI
	2021年	Mousylittle
	MINICO	OKLUNA
	PINOJELLY	PUCKY
	鱼猫	SATYRRORY
	2022年	THEMONSTERS
	TAPOO	ViViCat
	Zsiga	非人哉
	2023年	福饱饱
	2024年	小肥鱼
	Nyota	小夏屋
	OIPIPI	周同学
	inosoul	
		2023年
		BAZBON
		HANDSINFACTORY
		LiLiOs
		NORI小诺
		叛桃

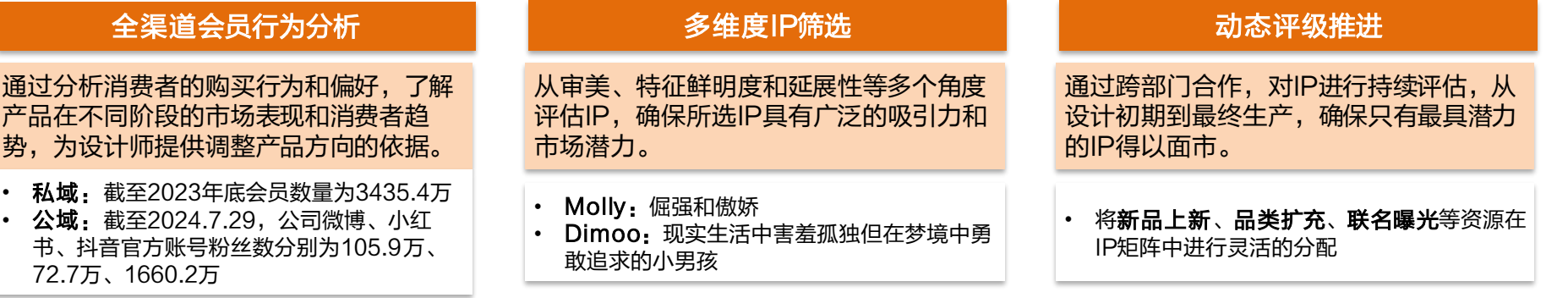
部分储备IP:



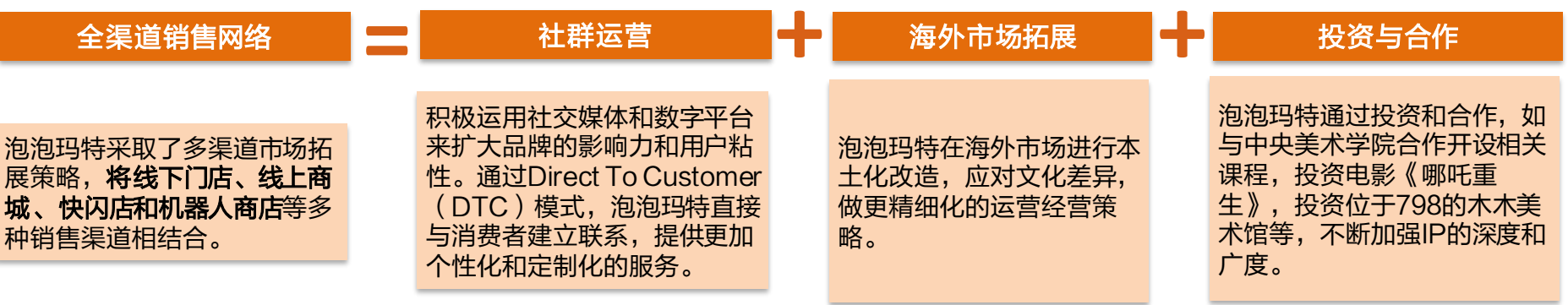
A2：优质IP获取与筛选能力，“收购+自研”构筑丰富多元IP储备池，提高热门IP产出确定性

- **IP筛选能力（已形成体系，可复制）**：通过完备的分析预测体系及市场趋势的全渠道把握，识别并推广具有潜力的IP，从而保持其市场领先地位。

图：泡泡玛特完备的分析预测体系



图：泡泡玛特市场趋势的全渠道把握



A2：优质IP获取与筛选能力，“收购+自研”构筑丰富多元IP储备池，提高热门IP产出确定性

- **IP矩阵完善：**通过多元风格的IP储备，泡泡玛特能够在基本盘稳定的基础上，为适应多变的市场风格留有更多的试错的空间并能及时推出引领/适应当下市场潮流的IP。

图：泡泡玛特打造多元化风格的IP库

	可爱	潮流&街头	复古&文艺	科幻&奇幻
2019	   Bunny Crybaby DongDong	 FLABJACKS	  DUCKOO 小川耕平	  Yuki INSTINCTOY
2020	  小甜豆 BOBO&COCO	 VITA	  小野 Steampunk	   Azura Zoe YUKI Friend
2021	  Minico PINO JELLY		  TAPOO Zsiga	 COOLABO
2022	  HACIPUPU Wendy	  KUBO Philip Colbert		  HAPICO UNIO宇航员
2023	 NORI	  BAZBON Peach Riot	 Lilios	
2024			   Nyota Inosoul CHAKA	 Polar

Q3

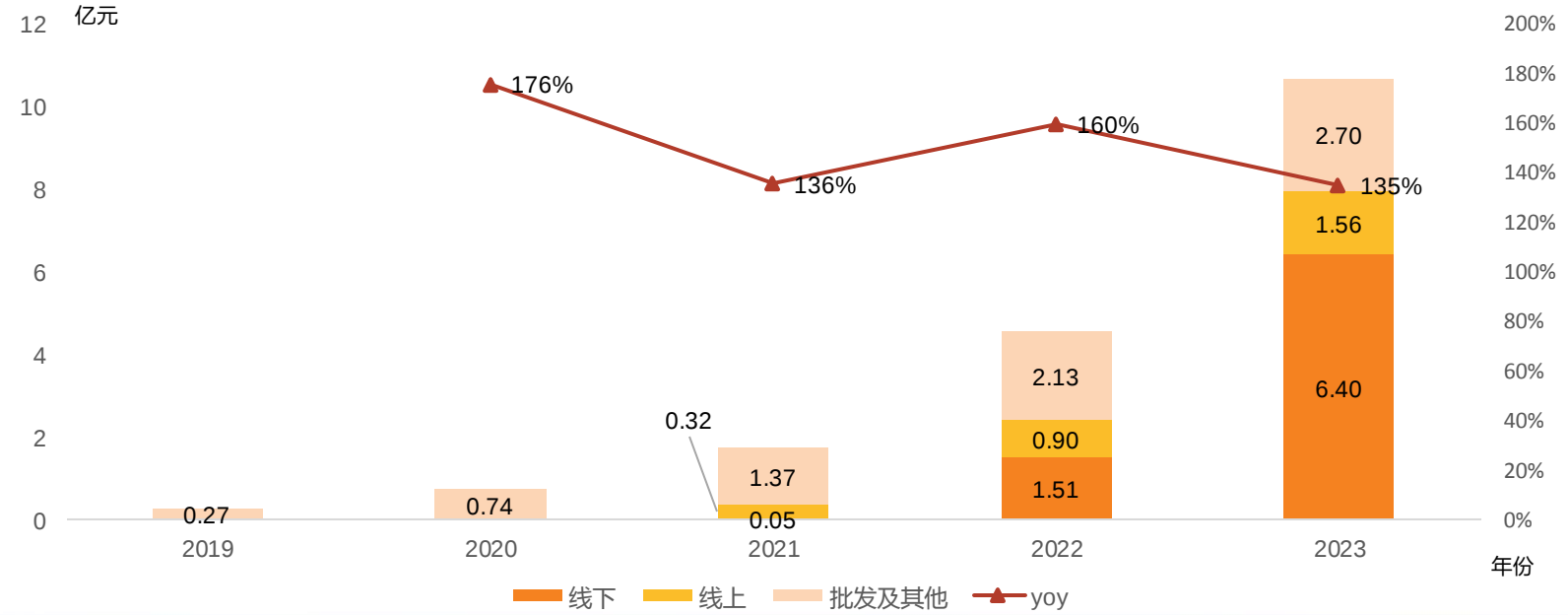
泡泡玛特海外拓展思路和进展？ 怎么看待后续空间？

A3-1：从B端到C端、从亚洲到欧美，重点大洲及国家完成首店布局

- 泡泡玛特自2019年起拓展境外市场，截至2023年中国港澳台及海外收入达10.66亿，同比增长135%，占收入比17%。
- 公司已完成从2B经销模式向DTC模式的迭代转型，并通过跨境电商完善全渠道。
- **海外拓展思路：**先亚洲，再欧美。区域门店开设基本遵循“展会曝光-机器人商店/快闪店试点-线下门店入驻”的路径，线上积极运用社交媒体和数字平台来扩大品牌的影响力和用户粘性。

2019	2020	2021	2022	2023	2024
批发模式为主。	开始开店，东南亚为主（中国香港、新加坡、日、韩等）	日本市场加密 中国港澳台继续布局	东南亚加密（日本、中国港澳台、新加坡） 大洲拓展 英、美、新西兰 开出欧洲、美洲、澳洲首店）	东南亚加密+拓展（马来、泰国、文莱首店） 大洲继续拓展布局（荷兰、法国首店，美国加密）	东南亚、北美、欧洲（法国、英国、意大利等）

图：中国港澳台及海外收入结构拆分



资料来源：泡泡玛特官网，泡泡玛特招股书，泡泡玛特财报， 泡泡范儿公众号，泡泡玛特官方Instagram，天风证券研究所

A3-2：零售店是海外高速增长的核心驱动力

- 分渠道看，23年零售店收入达5.8亿，贡献海外55%收入占比，23年同比增速达330%；拆分来看，门店数量增长150%，单店营收同比增长72%。
- 我们预计24年单店营收提升趋势显著，原因一是参考去年开店节奏逐步抬升（H1新增27家，H2新增15家），二是24年6-7月泰国市场销售旺盛，预计带动单店营收提升。

表：海外及中国港澳台渠道拆分

海外及中国港澳台	渠道	% 2023占比	% 2023同比	运营数据	进展和趋势
线下 (60%)	零售店	55%	330%	门店70家 (+42家) *单店832.7万/年 (+72%)	海外收入主要驱动力。 进展：截至24年6月已新开20家， 24年以东南亚和美国为主。 未来：预计高速扩张，24年开店 指引50-60家，单店仍在提升
	机器人商店	5%	277%	99台 (+50台) *单台58w/年 (+87%)	
线上 (15%)	Shopee	4%	70%		
	官方网站 (Shopify)	4%	46%		美国官网上线类似国内【抽盒机】 体验，互动性提升
	其他	7%	93%		
批发及其他	批发	25%	27%	未并表门店10家 &未开店地区经销模式	

A3-2：从海外重点市场来看，海外门店空间约为309家

- **东亚市场（进入早、发展成熟）**：包含日韩、中国港澳台等地区在内的东亚市场是泡泡玛特最先进入且发展相对成熟的市场。以香港市场举例，公司进入铜锣湾、尖沙咀等人流量大、商业活动频繁的核心商圈地区成熟商圈，并在K11等高端商场设有门店。
- **东南亚市场（有活力、高增速）**：亚太地区是全球发展得最蓬勃的玩具销售市场，东南亚地区在其增长中发挥着至关重要的作用。东南亚人口超过6.25亿，到2030年将增长到7.17亿。2021年，泡泡玛特于新加坡商业地标FUNAN商场开设门店，正式开启对东南亚市场的线下拓展。截至2023年底，东南亚地区线下门店数量已达15家，2024年公司预计计划拓展越南、印度尼西亚、菲律宾等地。
- **美国市场（潜力大）**：2023年美国玩具市场销售额为280亿美元，2020-2023CAGR达6%。三丽鸥在美国近三个季度保持62.6%/20.0%/74.9%的高增态势。自2023年10月公司在美国的首家直营门店在新泽西州的American Dream Mall(美国梦超级购物娱乐中心)正式开业起，截至24年6月共有10家线下门店（包括快闪）。泡泡玛特门店主要布局在核心大都市中心的购物中心，以覆盖高收入和高消费力的人群，同时区域的高人流提升品牌曝光度。
- **欧洲市场（逐步渗透）**：2023年，欧洲市场规模达2140亿元，位列全球玩具市场第二。2022年，泡泡玛特在伦敦中心地段Shaftesbury大道开设了英国首家门店。2023年，公司完成对英国本地零售公司Mogic的收购。根据泡泡玛特Instagram账号整理，截至2024年6月，泡泡玛特欧洲市场共计开设8家线下门店。
- **海外开店空间预测**：我们对标美国最大的玩具品牌乐高，采用每个门店覆盖的人口均数作为参考标准。通过“地区人口数/乐高门店覆盖人口数=潜在门店数”对海外开店空间进行测算。根据测算，我们预计海外市场门店空间约为309家。

表：海外及中国港澳台门店（截至24年6月底）

国家地区	亚洲										北美洲		欧洲			大洋洲	
门店	中国香港	日本	新加坡	中国台湾	韩国	中国澳门	泰国	马来西亚	越南	文莱	美国	加拿大	法国	英国	荷兰	澳大利亚	新西兰
	11	9	8	7	7	7	5	5	2	1	10	1	4	4	0	9	2

图：泡泡玛特海外线下门店预测（对标乐高-截至24年6月底）

国家/地区	2023年人口（百万）	乐高门店数	泡泡现有门店	门店总数预测	潜在门店数量
东亚	208	74	41	94	53
东南亚	502	55	18	55	37
美国	335	101	10	107	97
欧洲	562	144	8	117	109
大洋洲	32	22	11	24	13
合计	1639	396	88	397	309

资料来源：泡泡玛特官网，泡泡玛特官方Instagram，泡泡玛特财报，Worldbank，乐高公司官网，金融界，中国玩具婴童市场报告，天风证券研究所

A3-2: IP（设计师）+产品+供应链逐步探索本地化策略

- **本土化IP和产品开发**：泡泡玛特通过与全球各地艺术家合作，获取本地原创IP，如叛桃；并结合原有IP推出更贴合当地文化认同的设计，如小甜豆在海外推出万圣节限定系列、在日本推出招财猫手办、在加拿大推出枫叶款手办等。
- **全球供应链落子越南**：2024年1月，泡泡玛特在越南完成了其海外工厂的第一批产品生产，后续公司预计将有10%以上的产品从该海外工厂生产。

图：2022-2024泡泡玛特与海外设计师合作及优质IP获取情况

开始合作时间	IP名称	合作艺术家	国家/地区	已推出盲盒系列数
2018年2月	SATRYRORY(潘神)	SeulgieLee	韩国	15
2019年5月	COARSE	MarkLandwehr&Sven Waschk	美国	6
2019年10月	MOMJI	Helenastamulak	英国	4
2019年11月	DUCKOO	chokocider	韩国	11
2020年3月	INSTINCTOY	Hokubo(大久保)	日本	3
2020年6月	Chewyhams	funi	韩国	4
2020年11月	CRYBABY	Molly	泰国	8
2021年4月	小川耕平	小川耕平	日本	3
2021年6月	COOLABO	coolrain&205	韩国	4
2021年7月	AVOFRIENDS	HyosookLee	韩国	1
2021年8月	FLYINGDONGDONG	clockhouse	韩国	3
2022年2月	NEGORA	konatsu	韩国	1
2022年5月	HAPICO	上野阳介	日本	4
2023年1月	BAZBON	CholHyungnae	韩国	1
		UpteMPo、		
2023年3月	HANDSINFACTORY	ROOCKOON、JonghunHa	韩国	1
2023年10月	PeachRiot(叛桃)	LibbyFrame	美国	2

（数据截至2024年7月5日）

图：通过本土化的产品和营销策略建立品牌影响力



Labubu在三里屯出席泰国风情节



英国MCM动漫展 泡泡玛特展位

Q4

新业务方面，怎么看待泡泡玛特乐园、 游戏业务的进展和增量？

A4-1：游戏：偏粉丝向，看好其增强线上宣发渠道能力

- 我们认为游戏有望增强粉丝与IP的互动性和故事性，可以视作公司线上宣发渠道，未来或可通过游戏测试形象/场景的接受度并将其实物化。
- 2023年5月，泡泡玛特推出自研手游《梦想家园》PV。2024年6月27日，手游正式上线，首日实现iOS中国区游戏下载榜第一；2024年6月27-30日排名维持前三，畅销榜保持在50名左右。游戏由模拟经营+派对玩法两大部分组成，模拟经营包括种田、砍树、钓鱼、采矿以及装修等类《集合啦！动物森友会》玩法，派对游戏则类似“胡闹厨房”的美食大赛等模式，后续将加入更多的多人互动小游戏如鳄鱼咬咬乐和打碟机等。目前入驻IP包括Skullpanda、Molly、Dimoo、Labubu、Pucky。
- **游戏流水测算=游戏下载量*付费率*ARPU值。**2023年，泡泡玛特中国内地累计注册会员总数达3435.4万人，会员复购率为50%。我们将复购会员视为公司核心用户，并基于《梦想家园》为粉丝向内容运营，假设手游用户将从现有核心用户转化且转化率为**30%**，预计《梦想家园》正式上线后**下载量**约为500万，并假设**付费率**为25%~35%。同时，根据伽马数据，2023年中国移动游戏销售收入实现2268.6亿元，用户规模为6.57亿。计算可得2023年中国移动游戏ARPU约为345元，并基于《梦想家园》为轻度休闲类手游，假设其**ARPU**将在100元左右波动。
- 我们预计，在中性偏乐观的情况下《梦想家园》手游将贡献1.5-2亿元流水。

图：《梦想家园》游戏流水敏感性分析

下载量（万）	DAU（万）				
500	25.0%	27.5%	30.0%	32.5%	35.0%
ARPU（元）	125	137.5	150	162.5	175
80	10000	11000	12000	13000	14000
90	11250	12375	13500	14625	15750
100	12500	13750	15000	16250	17500
110	13750	15125	16500	17875	19250
120	15000	16500	18000	19500	21000

图：类《集合啦！动物森友会》的模拟经营部分



图：类《胡闹厨房（分手厨房）》2V2玩法，增强社交属性



图：抽卡系统或贡献亿级流水



A4-2：乐园：主打场景式消费，二期投入运营或为乐园带来规模增长

- 我们认为，线下主题乐园有望为公司打造以IP为核心的沉浸式体验空间，增强IP的内容和故事性。
- 2023年9月，泡泡玛特城市乐园（POPLAND）作为国内首个潮玩行业沉浸式IP主题乐园在北京朝阳公园正式开园，占地约4万平方米。对标日本吉卜力美术馆，以轻内容、小而美见长。2024年5月，泡泡玛特城市乐园与朝阳文旅集团签订“泡泡玛特城市乐园二期”文旅开发项目，位于朝阳公园西部。
- 乐园运营超预期，打造新流量入口。根据TEA&AECOM数据，2019年国内一线城市主要乐园单公顷月客流量为0.7万人。根据泡泡玛特城市乐园运营数据，开业首月接待游客近10万人次，即单公顷月客流量实现2.5万人，远高于平均。其中18~34岁人群占比47%；平均在园时长4.32小时，园内二次消费占比达到72%。

图：泡泡玛特城市乐园外观及项目一览



图：2019年中国主要乐园单公顷人流量（单位：万人/公顷）

主题公园	所在地	占地面积（公顷）	2019年游客人数（万）	2019年单公顷年客流量（万）	2019年单公顷月客流量（万）
长隆海洋王国	珠海横琴湾	132	1174	8.9	0.7
上海迪士尼乐园	上海	116	1121	9.7	0.8
香港海洋公园	中国香港	92	570	6.2	0.5
香港迪士尼乐园	中国香港	126	570	4.5	0.4
北京欢乐谷	北京	56	516	9.2	0.8
长隆欢乐世界	广州	133	491	3.7	0.3
中华恐龙园	常州	37	443	12.1	1.0
世界之窗	深圳	48	399	8.3	0.7
深圳欢乐谷	深圳	35	398	11.4	0.9
郑州方特欢乐世界	郑州	34	384	11.3	0.9
成都欢乐谷	成都	51	358	7.0	0.6
宁波方特东方神画	宁波	40	358	8.9	0.7
上海欢乐谷	上海	90	339	5.2	0.4
中国主要乐园均值	境内+一线城市	75	544	8.0	0.7

A4-2：“潮玩IP+主题乐园”主打场景式消费，二期投入运营或为乐园带来规模增长。

- 乐园流水测算=单人票价*总客流量/门票收入贡献占比
- 单人票价：考虑到游客结构，我们假设单人门票均价围绕376元波动。门票价格方面，城市乐园成人平日票价为150元，高峰日为180元；儿童平日票价为130元，高峰日为150元。此外还有大门票+项目套票等优惠组合。我们假设，高峰日的游客占比为60%，计算可得标准/儿童的门票分别为168元、142元，奇趣豆乐屋、心愿之旅沉浸版项目人均分别为65元、150元。
- 根据根据泡泡玛特城市乐园首月运营数据，18~34岁人群占比47%，我们假设游客构成中不带娃、带娃的用户占比分别为47%、53%，计算可得全部项目包含在内的单人票价为376元。
- 总客流量：考虑到客流潮汐变化，我们假设年均总客流量围绕60万波动。同时，根据泡泡玛特城市乐园运营数据，开业首月接待游客近10万人次，我们假设综合考虑季节性因素及客流潮汐变化乐园年游客为60万人，结合园内二次消费占比达到72%。
- 我们预测，乐园一期将为公司贡献2-4亿元流水。后续二期投入运营或为乐园带来规模增长。

图：泡泡玛特单人门票均价（预测值）

项目单价		
项目单价	标准	儿童
大门票（必选）	168	142
奇趣豆乐屋（可选）	65	65
心愿之旅沉浸版（可选）	150	150
游客构成	单人均价	占比
大	383	47%
大+小	370	53%
单人门票均价	376	

图：泡泡玛特城市乐园收入敏感性分析

单人票价（元）	总客流（万人）				
	40	50	60	70	80
356	14,244	17,806	21,367	24,928	28,489
366	14,644	18,306	21,967	25,628	29,289
376	15,044	18,806	22,567	26,328	30,089
386	15,444	19,306	23,167	27,028	30,889
396	15,844	19,806	23,767	27,728	31,689
城市乐园门票总收入	14244	18306	22567	27028	31689
门票收入贡献占比（%）	62%	67%	72%	77%	82%
泡泡乐园总收入（万元）	22,975	27,322	31,343	35,101	38,645

图：泡泡玛特城市乐园单人票价

日常票				
票型		票种	高峰日(元)	平日(元)
单次票	大门票	标准	180	150
		儿童	150	130
	奇趣豆乐屋	一大一小	130	
		一大两小	210	
		两大一小	180	
		*陪同	另加50	
	心愿之旅沉浸版	单人(1M以上)	150	
套票	大门票+奇趣豆乐屋	一大一小	458	398
		一大两小/两大一小	688	598
	大门票+心愿之旅沉浸版	单人(1M以上)	299	

* “小”即为儿童（0.7M含-1.4M含）

*高峰日:周六、周日、法定节假日

Q5

泡泡玛特后续新产品线的探索？

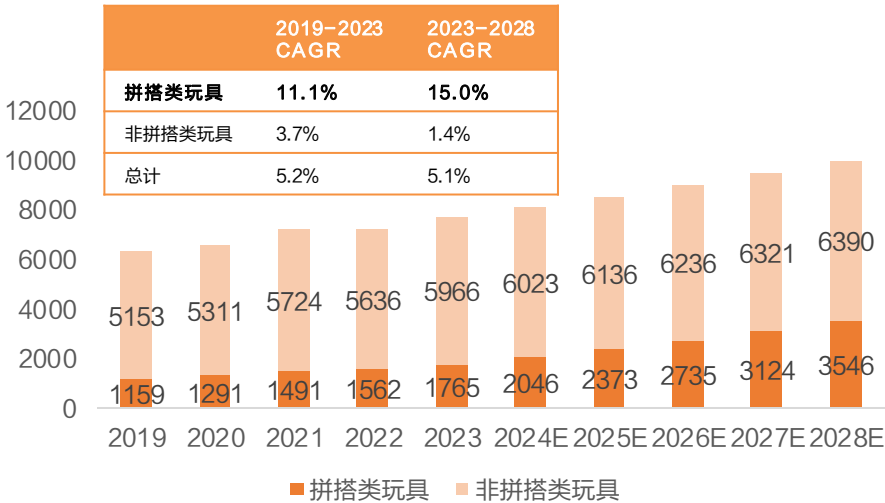
A5-1：积木品线增强产品可玩性，有望为公司贡献业绩增量

- **泡泡积木 (POP BLOCKS)：** 2024年6月，泡泡玛特首款积木产品“THE MONSTERS森林秘密基地系列拼搭积木”上线，产品由积木人仔和拼搭场景组成，包括淘气木屋、香甜酿造、咔嚓维修等5种场景，全套价格为1335元，价格基本对标乐高IDEAS系列树屋（约1200元）。
- **拼搭类玩具是全球玩具市场当中高速增长细分市场之一，较非拼搭类玩具有“强互动性+创意性+可玩性+益智性”优势。**根据弗若斯特沙利文的数据，2023年拼搭类玩具在全球玩具市场的规模占比大约为22.8%，2019-2023年CAGR高达11.1%，2023-2028年预计CAGR可达15.0%，远超非拼搭类玩具。
- **对标乐高集团及布鲁克集团，积木品类有望贡献新增量。**全球市场来看，2023年乐高集团收入同比增长2%达659亿丹麦克朗，销售额较2022年增长4%，业绩表现领先玩具行业发展，全球市场份额显著提升。乐高集团中国区总经理黄国强表示中国市场潜力巨大，市场空间广阔，不但一、二线城市蓬勃发展，更有广阔多元的下沉市场值得期待，并计划持续拓展在中国的业务。中国市场来看，2023年布鲁可集团实现收入8.77亿元，同比提升169%。

图：泡泡玛特首款积木产品VS乐高产品



图：2019~2028年（预计）全球玩具市场：拼搭类与非拼搭类规模GMV（亿元）



资料来源：泡泡玛特公众号，泡泡玛特招股书，乐高集团财务报告，布鲁可集团招股书，弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，文创潮公众号，天风证券研究所

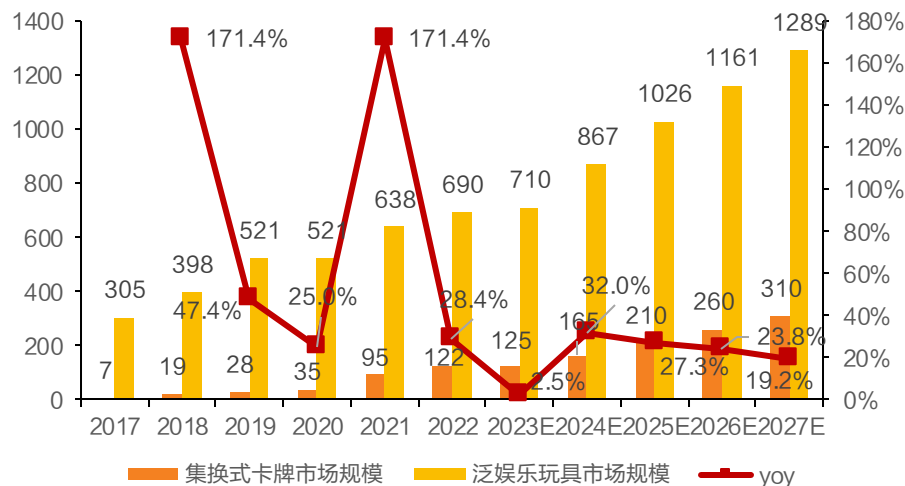
A5-2：卡牌是行业β+ 自有IP的尝试

- **卡牌（POPCARD）**：2024年5月，泡泡玛特首套卡牌“艺术生活收藏卡”上线。产品分为基础卡和多种特卡（POP Figure特卡、Photo Shooting特卡、13周年纪念特卡、POP LAND特卡等），采用限编、亲签、拼卡等方式，将卡牌与泡泡玛特其他业务线结合，涉及包括SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、HIRONO、THE MONSTERS（LABUBU）等5大热门IP。单包收藏卡售价为29元，内含4张收藏卡；一盒收藏卡售价为290元，内含10包收藏卡。
- **集换式卡牌行业蓝海市场空间广阔**。2021年卡游等卡牌公司开启大规模线上+线下卡牌竞技比赛，吸引众多消费者。据共研网，2021年集换式卡牌市场需求大幅增长，产量为3.31亿张，同比增长24.71%。2022年市场规模达到122亿元，占泛娱乐玩具的17.7%。共研网预计2027年集换式卡牌市场规模为310亿元，占泛娱乐玩具24.1%，2022-2027E复合年增长率为20.6%，市场空间广阔。
- **对标孩之宝及卡游，卡牌品类有望驱动毛利率提升**。全球市场来看，2023年孩之宝收入实现50亿美元,同比下降15%；其中，《万智牌》的净收益达10.858亿美元，同比增长2%。中国市场来看，2023年前三季度，卡游实现收入19.52亿元，同比下滑46.6%；毛利率为67.3%，其中集换式卡牌毛利率高达71.2%。

图：泡泡玛特首款卡牌产品VS卡游产品



图：2017-2027E集换式卡牌市场规模及同比变化（亿元，%）



风险提示

- 潮玩行业竞争加剧风险：潮玩行业竞争加剧可能导致公司的营收及利润下降，以及用户流失率上升
- IP表现不及预期：公司各IP热度可能出现下降情况，无法持续为公司带来持续收入
- 新业务拓展表现不及预期：泡泡玛特城市乐园表现可能不及预期，例如人流量下降等因素。典藏卡牌热度可能具有不确定性，以及梦想家园手游表现可能出现用户付费意愿下降等问题。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS