东兴证券 DONGXING SECURITIES

泡泡玛特（09992.HK）：潮玩行业引领者，全球化+业务扩张驱动成长

2025 年 2 月 28 日

推荐/首次

泡泡玛特 | 公司报告

泡泡玛特是潮玩行业领军企业。泡泡玛特成立于 2010 年，是国内潮流玩具领域的先行者与规模最大的企业，已建立覆盖潮玩全产业链的一体化布局。2023 年公司收入 63 亿元，其中自有 IP 收入占比 77%，是主要收入来源；分渠道看，国内线下占比 48%，线上占比 27%，境外业务在快速成长中。公司业绩端增长迅猛，2023 年及 2024 上半年利润增速均超 100%。公司实际控制人为王宁先生，控制股权合计 50.34%，控股权稳定,管理团队年龄仅在 40 岁左右，年轻有活力，具备把握行业风向变化的能力。

潮玩行业快速发展，上游 IP 及下游渠道是高价值环节。潮流玩具主要消费者为少年和成年人。根据《中国潮玩与动漫产业发展报告(2024)》，2023 年潮玩产业的市场总价值为 600 亿元左右，预计在 2026 年达到 1101 亿元，在快速增长中。而行业高度分散，根据沙利文数据，2021 年 CR3 仅为 20.5%，其中泡泡玛特份额 11.9%，领先同业。潮玩产业链中上游 IP 有跨行业授权能力，而下游渠道可掌握消费者数据，且潮玩的“品牌”多由 IP 或渠道端定义，因此潮玩产业链上游及下游价值量较高。泡泡玛特作为业内少有的产业链一体化企业，竞争优势显著。

强 IP 运营能力已得验证，业务边界不断拓展。泡泡玛特以销售自主 IP 的潮玩为主，已打造出影响力强的 IP 矩阵，在 2023 年有 10 个 IP 销售收入过亿元。公司 IP 运营及开发能力均已得到验证：经典 IP 如 Molly、Dimoo，生命力顽强，推出以来收入持续增长，另如 LABUBU 推出多年后“翻红”；新晋 IP 如 SKULLPANDA 推出即爆火，其暗黑+可爱的风格打破常规，另外前十大 IP 中新面孔层出不穷。公司掌握国内最大的潮玩展会，且 IP 团队已有丰富经验，具备持续把握消费风向的能力。在此基础上，公司持续拓展品类如配饰、MEGA、毛绒、积木等，助力客单价提升且丰富玩法，让消费者保持新鲜感，其中 MEGA 和毛绒增长迅速，收入占比均已达到 10%。新业务如乐园、游戏均已落地，IP 生态框架初步建立，多维度的业务形式有望赋予 IP 更长的生命周期。另外甜品店、珠宝店也在试点中，未来发展空间广阔。

线上线下融合全方位触达，海外打开增量空间。泡泡玛特 2023 年国内收入占比 87%，港澳台及海外占比 17%。泡泡玛特在国内构建了立体的渠道网络，其中零售店聚焦核心商圈，装修风格鲜明，不仅是销售场景，也是核心流量入口，已基本覆盖一二线城市，24H1 门店数量达 374 家。抖音等具备引流效果的渠道亦在高速增长中。公司通过会员体系留存消费者，后续结合机器人商店、抽盒机等多场景引发复购。2024H1 公司会员数量达 3892.7 万人，复购率为 43.9%。泡泡玛特近年在国内保持增长，同时海外收入占比持续提升，2024H1 已至 30%，同比增速在 400%左右。公司在海外核心商圈开店，积极布局线上，同时推动 IP 本地化如推出 CRYBABY 等。目前公司海外门店 83 家，店效持续攀升，24H1 海外平均单店收入已超千万，是国内 2.9 倍。公司立足亚洲，逐步走向全球，在欧美等高消费力市场收入较低，空间广阔，我们看好海外业务持续高增长。

盈利预测及投资评级：泡泡玛特是国内市占率第一的潮玩品牌，份额领先明显。多个 IP 的接力出圈，验证其优秀的 IP 运营能力。公司在国内已逐步构建出包

公司简介：

泡泡玛特国际集团有限公司成立于 2010 年，公司是中国最大的潮流玩具公司。IP 是公司业务的核心。公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台,包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。

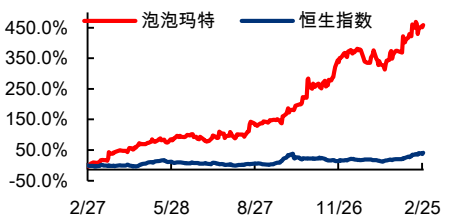
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（港元）	112.5-19.24
总市值（亿港元）	1,482.61
流通市值（亿港元）	1,482.61
总股本/流通股数（万股）	134,294/134,294
A 股/B 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.568

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

分析师：沈逸伦

010-66554044 shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480523060001

含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架，IP 运营能力强化，品类的拓展与多业态的孵化打开国内成长空间。资源风格丰富的 IP 矩阵+ IP 挖掘及运营能力+业内布局最广的线上线下渠道，泡泡玛特已在国内建立远超同业的竞争优势。另外公司海外业务进入爆发式增长， IP 运营能力成功嫁接至海外，未来海外空间广阔。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 124.00、172.69、213.04 亿元，归母净利润为 29.21、41.37、51.81 亿元，对应的 PE 分别为 51.27、35.01、27.71，公司业绩在快速增长中，首次覆盖，我们给予公司“推荐”评级。

风险提示：新市场开拓不及预期，国内外宏观经济不及预期，新品拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,617.32	6,301.00	12,400.26	17,269.16	21,304.10
增长率（%）	2.82	36.46	96.80	39.26	23.37
归母净利润（百万元）	475.66	1,082.34	2,921.32	4,136.75	5,181.25
增长率（%）	-44.32	127.55	169.91	41.61	25.25
净资产收益率（%）	6.83	13.93	28.22	31.04	30.39
每股收益（元）	0.35	0.81	2.18	3.08	3.86
PE	303.23	133.26	49.37	34.87	27.84
PB	20.71	18.56	13.93	10.82	8.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 泡泡玛特：潮玩行业领军企业，产业链一体化布局 6
1.1 潮流行业引领者，业绩高速增长中 6
1.2 控股权稳固，管理层年轻 8
2. 潮玩行业快速发展，上游 IP 及下游渠道是高价值环节 10
2.1 潮流玩具在国内快速发展，泡泡国内份额第一且保持增长 10
2.2 潮玩高价值环节在上游 IP 和下游流通 11
3. 强 IP 运营能力已得验证，业务边界不断拓展 12
3.1 公司重点发展自有 IP，经典 IP 生命力强，新 IP 层出不穷 12
3.2 IP 运营能力强，多维度布局扩大 IP 影响力 15
3.3 新 IP 开发能力突出 19
3.3.1 外部收购与内部培育并举，资源优势助力公司持续获取优质 IP 19
3.3.2 独特风格的 SKULLPANDA 异军突起，验证公司对消费趋势的把握能力 20
3.4 以 IP 为核的商业生态框架不断完善 21
3.4.1 潮玩品类不断丰富，Mega、毛绒系列发展迅猛 21
3.4.2 领域延伸，多维度丰富 IP 内涵 23
4. 线上线下融合全方位触达，海外打开增量空间 23
4.1 线下渠道优势显著，IP 矩阵优化和精细化运营驱动店效增长 24
4.2 线上渠道多元化布局，承接会员消费需求 26
4.3 积极扩展海外市场，打开成长空间 27
5. 盈利预测与投资评级 29
5.1 盈利预测 29
5.2 投资评级 31
6. 风险提示 31

插图目录

图 1： 泡泡玛特在潮玩产业垂直一体化布局 7
图 2： 收入端持续保持增长 7
图 3： 利润端除 22 年受损外均保持较高增长 7
图 4： 公司收入按 IP 类别拆分 8
图 5： 公司收入按渠道拆分 8
图 6： 公司毛利率及净利率变化 8
图 7： 公司费用率变化 8
图 8： 股权结构图（截至 2024H1） 9
图 9： 潮流玩具主要品类 10
图 10： 中国潮流玩具市场规模及同比增速 11
图 11： 2019 年潮玩市场竞争格局 11
图 12： 2021 年潮玩市场竞争格局 11

图 13： 潮玩产业链 12
图 14： 2021 年中国被授权商业务类型 12
图 15： 中国玩具出口金额远大于国内零售额 12
图 16： 不同类型 IP 收入情况（亿元） 13
图 17： 不同类型 IP 收入同比增速 13
图 18： 公司经典 IP 收入情况（亿元） 14
图 19： 哪吒 2 盲盒断货得到新闻报道 15
图 20： 非独家 IP 毛利率在 60%以上 15
图 21： Molly 盲盒系列出新数量 16
图 22： Molly 收入及同比增速 16
图 23： Dimoo 盲盒系列出新数量 16
图 24： Dimoo 收入及同比增速 16
图 25： LABUBU 盲盒系列出新数量 17
图 26： LABUBU 收入及同比增速 17
图 27： Molly x 米奇手办 18
图 28： Hirono x Vans 鞋 18
图 29： 泡泡玛特线下展览 19
图 30： 小甜豆收入（亿元） 20
图 31： 小野收入（亿元） 20
图 32： SKULLPANDA 盲盒系列出新数量 20
图 33： SKULLPANDA 收入（亿元） 20
图 34： SKULLPANDA 与 Molly 风格对比 21
图 35： 泡泡玛特盲盒收入占比 21
图 36： 泡泡玛特产品类型多样 22
图 37： Mega 系列收入及收入占比 23
图 38： 搪胶毛绒产品收入及收入占比 23
图 39： 境内线下渠道数量 24
图 40： 境内线下收入拆分（亿元） 24
图 41： 泡泡玛特境内线上收入及增速 26
图 42： 泡泡玛特海外收入、增速及占比 27
图 43： 泡泡玛特海外门店数 28
图 44： 知名艺人与泡泡玛特玩具 29
图 45： 泰国本土设计师设计的 IP Crybaby 29

表格目录

表 1： 泡泡玛特发展历程 6
表 2： 董事及管理团队年轻化 9
表 3： 公司主要 IP 收入占比情况 14
表 4： 2023 年潮玩族最热门 IP 榜单 17

表 5： 公司根据国内、海外拆分的收入 24
表 6： 公司境内零售门店分布 24
表 7： 公司门店店效情况 25
表 8： 各线上渠道收入及增速 26
表 9： 公司海外门店店效情况 28
表 10： 收入预测表(亿元) 30

1. 泡泡玛特：潮玩行业领军企业，产业链一体化布局

1.1 潮流行业引领者，业绩高速增长中

公司是潮玩行业领军企业。泡泡玛特是一家以潮流玩具销售为主的企业，于 2010 年成立，在北京开立的第一家店。公司最初定位是精品零售店，产品覆盖玩具、家居、数码、文具等多品类。2014 年公司从日本引进了潮玩 Sonny Angel，销售额增势迅猛，一款产品的销售额一度占到了公司整体的 30%以上。此后公司看到了潮玩行业的巨大发展潜力，开始积极探索潮玩领域。2016 年，公司签约了 Molly 设计师王信明，并在同年推出以盲盒形式销售的 Molly 星座系列，开启了高速发展阶段。之后公司逐渐专注于潮玩产品，根据弗若斯特沙利文数据，2019 年泡泡玛特已成为国内市占率第一的潮玩品牌。

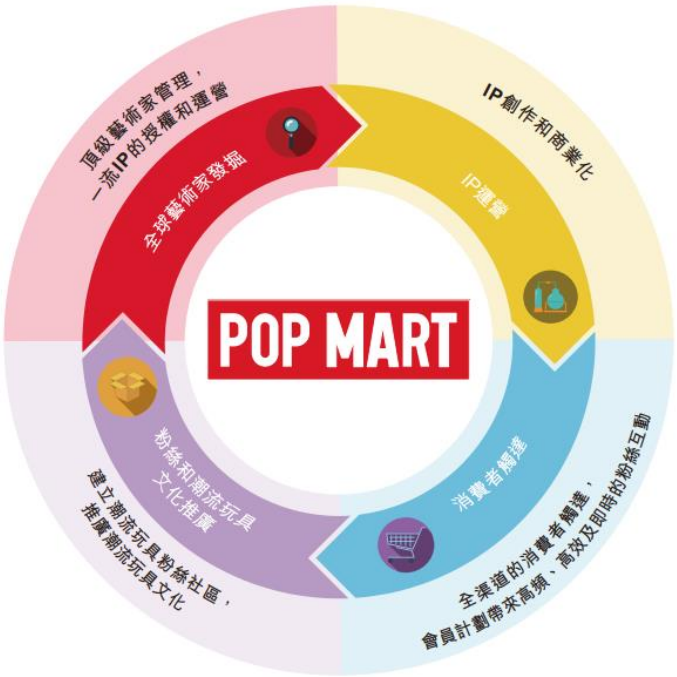
表1：泡泡玛特发展历程

年份	事件
2010	泡泡玛特成立，第一家门店在北京欧美汇成立
2015	在北京 APM 购物中心推出第一家 lifestyle 概念旗舰店
2016	天猫旗舰店开始营业 推出公司自有的线上潮流玩具社区平台-葩趣 APP 签约 Molly 设计师 Kenny Wong，同年首款自主潮流玩具 Molly 星座系列盲盒上市
2017	推出无人收银机器人商店 举办北京国际潮玩展，是中国首届大型潮流玩具展会
2018	举办上海国际潮玩展，是亚洲地区规模最大的潮玩展
2019	天猫旗舰店在双十一当日销售额斩获玩具大类第一名
2020	泡泡玛特于港交所上市

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

泡泡玛特已建立覆盖潮玩全产业链的一体化布局。公司在潮玩产业链的上游和下游均有布局，上游布局包括艺术家的挖掘、IP 运营等，下游包括线上线下销售渠道的建立以及潮玩文化推广等。公司目前以销售自有 IP 的潮玩为主，当前年销售收入过亿的 IP 超过 8 个，包括 Molly、DIMOO、SKULL PANDA 等。截至 2024H1，公司在国内已有线下门店 374 家、机器人商店 2189 家，渠道布局领先同业。

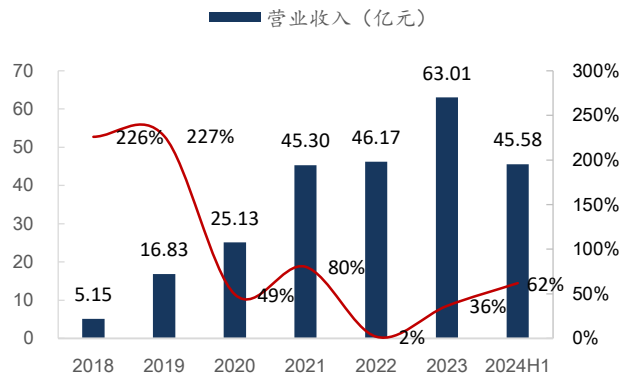
图1：泡泡玛特在潮玩产业垂直一体化布局



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

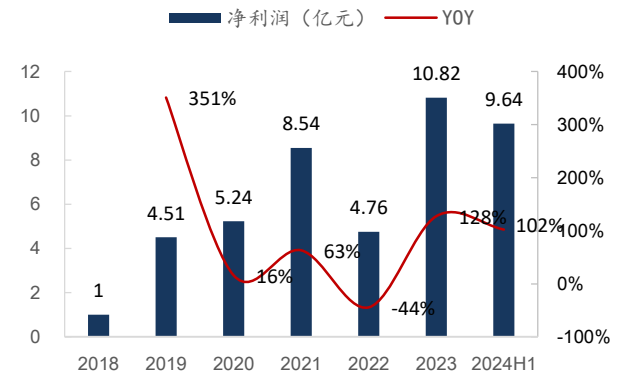
收入端持续增长，利润端增长加速。2018-2019 年公司门店快速扩张叠加线上渠道的开拓，收入同比增速达到 200%以上，此期间盈利能力同步快速上升。2020-2021 年增速依然较高，2022 年受公共卫生事件影响仅实现微增，2023 年增速回升。利润端自 2020 年后增速略低于收入，其中 2022 年利润出现下滑。公司门店绝大多数为自有，经营杠杆较高，因此利润在疫情的影响下波动较大，2023 年消费场景恢复后利润大幅上涨。

图2：收入端持续保持增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：利润端除 22 年受损外均保持较高增长

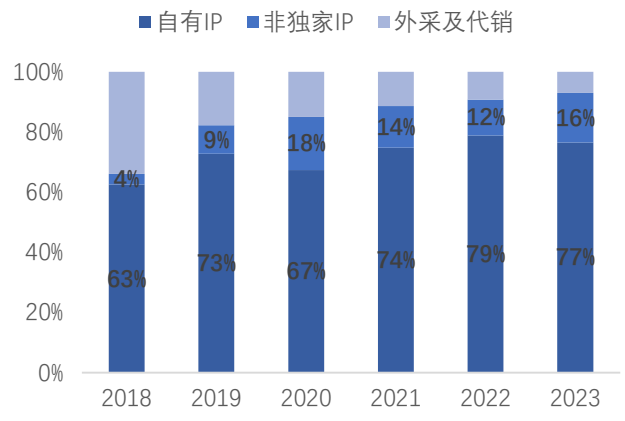


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

收入分 IP 看：自有 IP 为公司发展方向，占比接近 80%。自有 IP 指公司所有或独家签约的 IP。公司在 2016 年重点发力潮玩品类后，将 IP 确定为经营的核心，重点推动自有 IP 潮玩的销售以及 IP 的打造。近年来自有 IP 收入占比基本稳定在 70%以上。

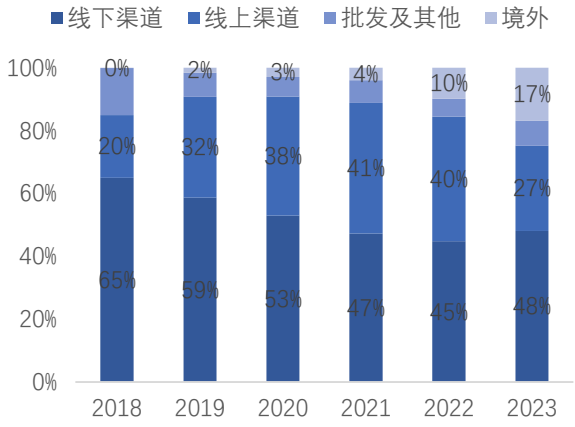
收入分渠道看：线下导流线上，境外渠道快速发展。公司最初以线下门店销售的模式为主。公司以门店为基础提升品牌及 IP 知名度，同时将线下会员导流至线上消费，推动线上收入自 2017 年开始迅猛增长。线上渠道在疫情期间承接了更高比例的消费，23 年防疫放开后线上收入占比回落。公司 2022 年开始大力在境外开店，推动境外收入快速提升，23 年收入占比已达 17%。

图4：公司收入按 IP 类别拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：公司收入按渠道拆分

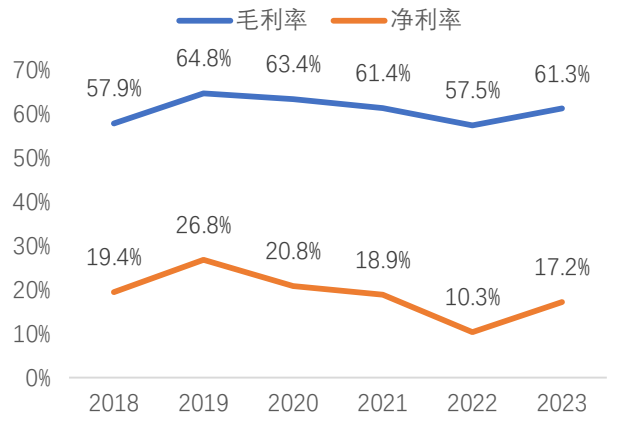


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：2023 年起公司把自有 IP 和独家 IP 合并为自有 IP，本图按合并后口径处理

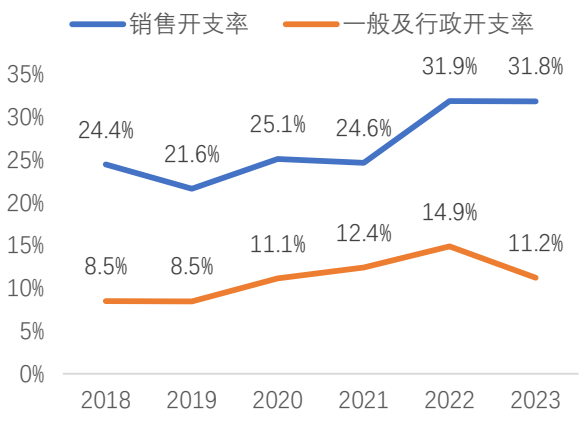
盈利能力重回增长。公司毛利率基本在 60%以上，净利率也基本在 20%的水平。2022 年在收入承压的背景下，毛利率及净利率均下行至低点，2023 年已实现回升。销售开支在 2022-2023 年上升至 30%以上，幅度较大，拆分来看，雇员开支及使用权资产折旧均增加明显。我们认为费用率提升主要因公司积极扩张国内外市场，费用前置导致，2024 年前三季度公司收入提升显著，销售开支率预计将回落，进一步推升盈利能力。而一般及行政开支率在 2023 年已有明显回落。

图6：公司毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图7：公司费用率变化

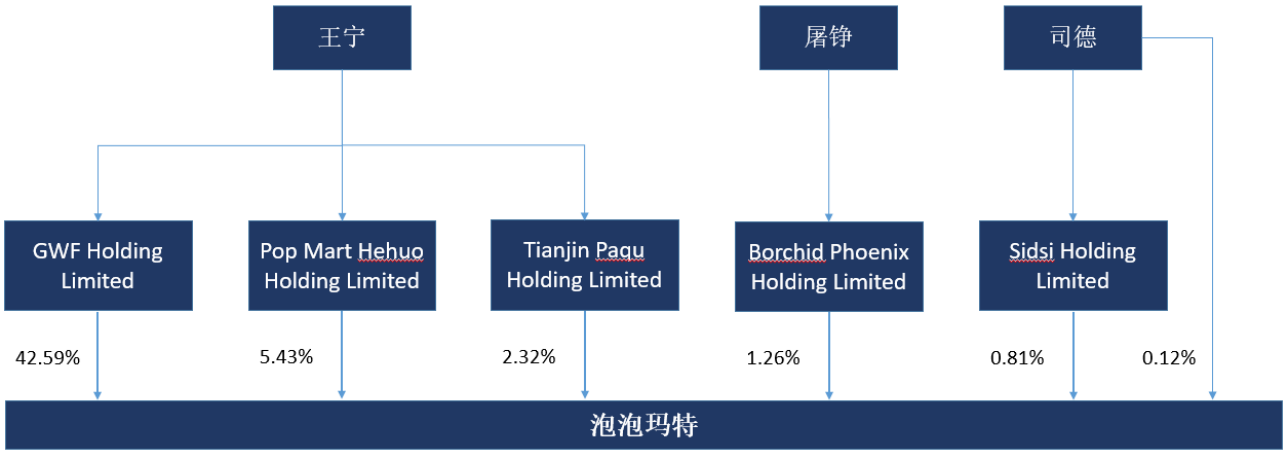


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 控股权稳固，管理层年轻

控制权稳固。公司前五大股东均为海外注册的公司。公司实际控制人为王宁先生，通过三家公司合计控制股权 50.34%，控股权稳定。此外前五大股东的控制人中，屠铮先生为公司上市前引入的投资人；司德先生为公司副总裁。

图8：股权结构图（截至 2024H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

管理团队年轻有活力，看好公司持续把握行业趋势。公司管理团队当前年龄仅在 40 岁左右，年轻有活力，同时又具备丰富的零售及 IP 运营经验。公司在管理团队的带领下引领着国内潮流玩具行业的发展。我们看好公司管理团队能继续洞悉年轻消费者心理，把握行业风向变化，领导公司在潮流行业继续前行。

表2：董事及管理团队年轻化

姓名	出生年份	职位	主要职责	主要经历
王宁	1987	执行董事、董事会主席及行政总裁	整体战略规划及管理	郑州大学西亚斯学院广告专业学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士。2010 年创办泡泡玛特。
司德	1988	执行董事、首席运营官	集团运营工作及大陆地区的整体业务	中国传媒大学法语专业学士，北京大学光华管理学院硕士。2015 年加入泡泡玛特。
文德一	1979	执行董事、副总裁及国际业务总裁	海外业务	韩国建国大学中文学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士。先后担任 CJ CheiJedang Corporationde 的业务发展部全球业务规划专员、全球业务规划高级专员及全球业务规划襄理。2018 年加入泡泡玛特。
杨涛	1987	副总裁	IP 运营、产品研发及 Inner flow 艺术机构	美国福特海斯州立大学通识学学士，香港浸会大学传播学硕士。2010 年加入泡泡玛特。（王宁先生配偶）
刘冉	1988	执行董事及副总裁	总裁办	郑州大学西亚斯学院旅游管理专业学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士。2011 年加入泡泡玛特。
杨镜冰	1979	首席财务官	集团整体财务管理	上海财经大学法学及管理学学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士。先后担任北京金隅地产的财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。2017 年加入泡泡玛特。
屠铮	1978	非执行董事	向董事会提供专业建议	浙江大学英语专业学士，芝加哥大学公共政策硕士。先后担任深圳达晨创投的投资经理、投资总监及浙江总公司总经理、华东地区副总经理兼 TMT 部门负责人；深圳启赋资本的

				合伙人；蜂巧投资的合伙人。2019 年成为公司非执行董事。
何愚	1981	非执行董事	向董事会提供专业建议	南开大学国际经济与贸易专业学士，英国卡斯特大学金融系硕士。曾担任字节跳动的战略投资部主管。后创办并担任深圳前海黑蚁创投的合伙人。2019 年成为公司非执行董事。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 潮玩行业快速发展，上游 IP 及下游渠道是高价值环节

2.1 潮流玩具在国内快速发展，泡泡国内份额第一且保持增长

潮玩品类较多，其中盲盒公仔为泡泡玛特率先引入国内。潮流玩具在消费群体上与一般玩具不同，其主要消费者主要为少年和成年人。潮玩品类包括盲盒公仔、手办模型、艺术玩具、球型关节人偶等，此外行业中还存在众多的细分品类。各品类基本均源于海外，但发展轨迹不尽相同。其中盲盒玩法为泡泡玛特率先引入国内，盲盒公仔是泡泡玛特的主要销售品类。在泡泡玛特的推动下，近几年盲盒玩法在国内蓬勃发展。

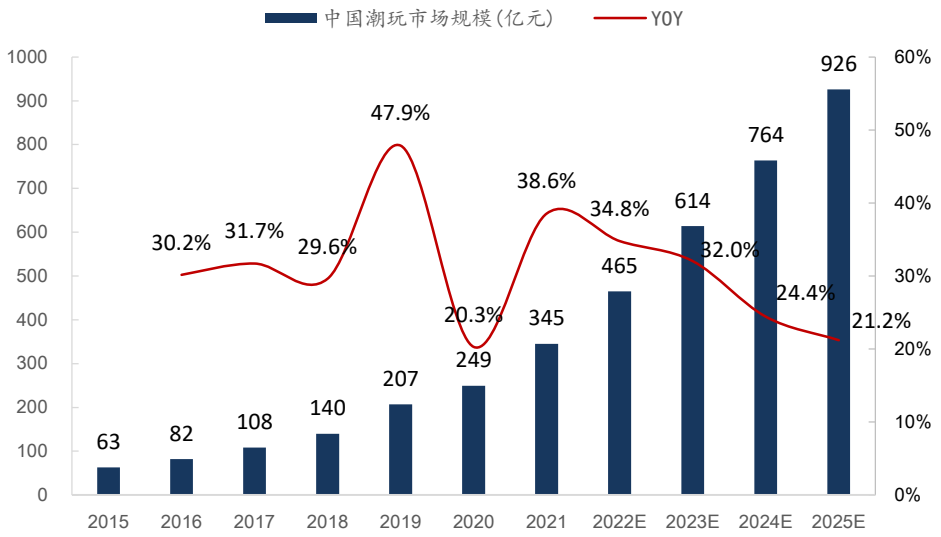
图9：潮流玩具主要品类

盲盒公仔　手办模型　艺术玩具　球型关节人偶（BJD）

资料来源：天猫，东兴证券研究所

中国潮玩市场处于快速发展阶段。根据名创优品招股说明书援引的数据，2021 年我国潮玩市场规模约 345 亿元，在过去数年间持续快速发展，2015 到 2021 年复合增长率达到 32.8%。其中盲盒品类增速最为迅猛，2017-2021 年复合增长率超过 100%,已是潮玩中占比最大的品类。根据《中国潮玩与动漫产业发展报告(2024)》，2023 年潮玩产业的市场总价值为 600 亿元左右，并在 2026 年达到 1101 亿元，预计增长率在 20%以上。我们认为当前潮玩品类在二线及以下城市仍有较大拓展空间，在高线城市渗透率也有望提升，潮玩市场规模未来有望继续较快增长。

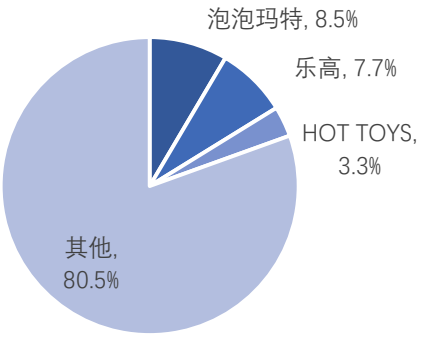
图10：中国潮流玩具市场规模及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文、名创优品招股书，东兴证券研究所

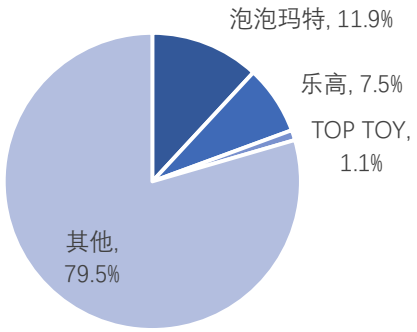
潮玩行业分散，泡泡玛特份额保持提升。中国潮玩零售市场参与者众多，包含业务拓展至潮玩的传统玩具商以及专注潮玩品类的新兴玩具商。当前行业集中度较低，以终端 GMV 口径来看，2021 年前三大市场参与者市场份额仅为 20.5%，其中泡泡玛特 11.9%，乐高 7.5%，优势明显。2021 年对比 2019 年来看，泡泡玛特随着行业的快速发展，份额依然有所提升。

图11：2019 年潮玩市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、泡泡玛特招股书，东兴证券研究所

图12：2021 年潮玩市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、名创优品招股书，东兴证券研究所

2.2潮玩高价值环节在上游 IP 和下游流通

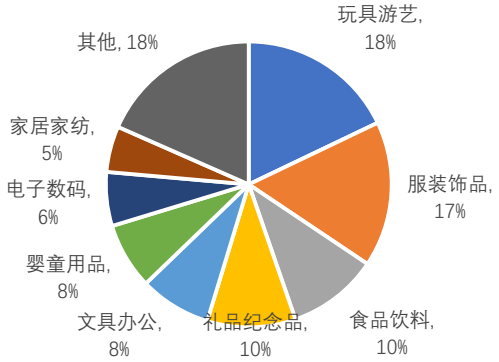
潮玩产业链包括上游 IP，中游产品制造，以及下游产品流通。产业链**上游**主要是 IP 的供给及运营，对下游进行 IP 的使用授权。IP 供给方包括创作、运营一体的 IP 授权公司（如迪士尼、泡泡玛特），以及设计师（如 Molly 的设计者 Kenny Wong），设计师一般都会依托运营平台对 IP 进行运作。潮玩产业链中游为产品制造的全流程，包括工业设计、制造、包装等。产业链下游即为产品最后的销售环节，目前知名的一手销售渠道品牌包括泡泡玛特、TOP TOY、19 八 3 等。此外，艺术潮玩、盲盒中的稀有款等都有较大的收藏价值，因此潮玩也有较为活跃的二手交易市场。

图13：潮玩产业链

资料来源：中国玩具婴童网，公司招股说明书，东兴证券研究所

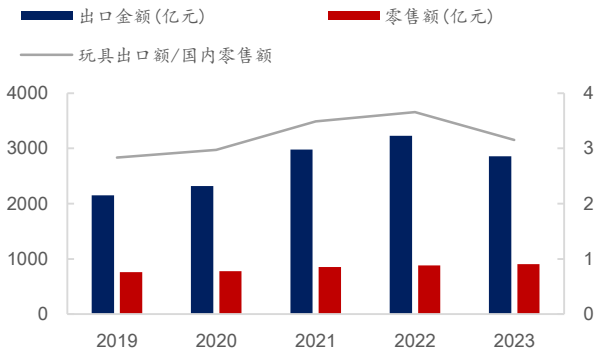
优秀潮玩 IP 能够与消费者产生情感连接，从而提升潮玩消费者粘性。上游的 IP 供给方可对下游多个领域进行授权。根据《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，玩具游艺占比最大，但比例不足 20%，此外仍有服装、食饮、礼品等众多行业的授权机会。因此 IP 有较大的商业价值。下游销售端直接触达消费者，掌握消费者数据且能进行消费者教育及引导，具备较强的产业链地位。玩具尤其是潮流玩具，主要由塑料构成，技术难度较低。且我国为玩具出口国，产能充足。此外，潮玩的“品牌”多由 IP 或渠道端定义，制造端不具备品牌属性，难以形成品牌溢价。根据 36 氪数据，PVC 盲盒出厂价一般在 15 元左右，远低于 69 元的主流售价。因此我们认为，潮玩制造端产业链地位较弱，潮玩产业链的商业价值主要体现在上游 IP 端和下游销售端。

图14：2021 年中国被授权商业务类型



资料来源：《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》中国玩具和婴童用品协会，东兴证券研究所

图15：中国玩具出口金额远大于国内零售额



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，iFinD，东兴证券研究所

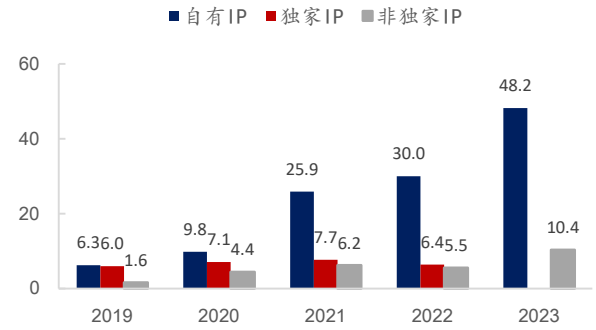
3. 强 IP 运营能力已得验证，业务边界不断拓展

3.1 公司重点发展自有 IP，经典 IP 生命力强，新 IP 层出不穷

IP 为公司业务核心，重点发展自有 IP。公司以 IP 为基础的产品收入占比超 90%，旗下 IP 主要包括三类：自有 IP、独家 IP、非独家 IP（2023 年起公司将自有 IP 与独家 IP 合并披露）。**1）自有 IP：**公司享有完全知识产权，包括开发、销售潮流玩具及授权的权利。自有 IP 来源包括内部设计师团队创作以及收购。内部创造

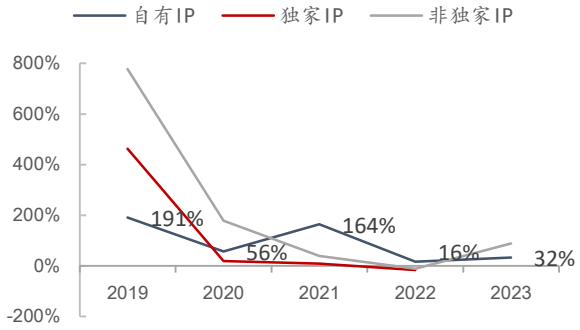
的 IP 如 Yuki、BOBO&COCO、小甜豆、小野等；收购的 IP 如 Molly、Dimmo、SKULLPANDA 等。**2）独家 IP：**公司获得在国内及其他指定地区开发及销售基于 IP 的潮流玩具的独家权利，大部分也可以进行再授权，如 Pucky、The Monsters 等。**3）非独家 IP：**公司获得在国内及其他指定地区开发及销售基于 IP 的潮流玩具的非独家权利，不可再授权，如迪士尼、环球影城。非独家 IP 一般具备强大的影响力，而自有 IP 和独家 IP 一般由个人艺术家开发，初期相对小众，需依靠公司的运营扩大影响。公司重点发展自有 IP，23 年口径收入占比超过 75%。同时公司也会签约非独家 IP，贡献部分业绩并承担引流的职能。

图16：不同类型 IP 收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图17：不同类型 IP 收入同比增速

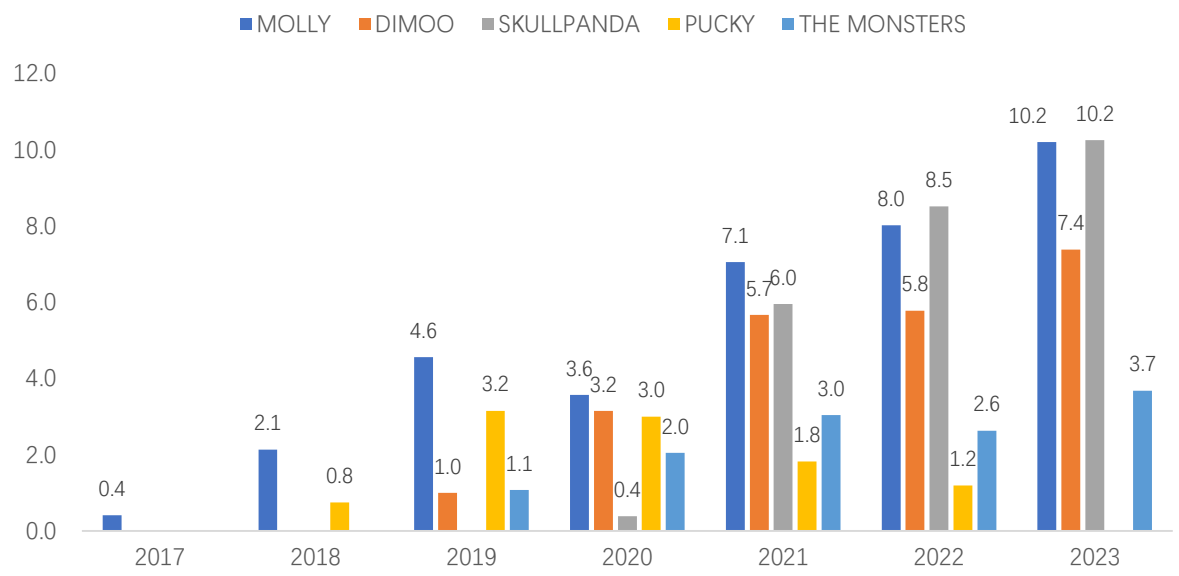


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：2023 年起自有 IP 和独家 IP 合并披露

经典 IP 具备强大生命力。2019 年公司 4 个 IP 收入破亿元，其中 3 个至 2023 年仍有较高的收入贡献。Molly、Dimoo 自进入公司体系后，多年来收入保持增长。The Monsters 在 2023 年前均保持稳健的收入，2024 年起受益乐园表演及海外拓展，再次焕发活力，影响力及收入规模提升迅猛。SKULLPANDA 于 2020 年 9 月推出首款产品“密林古堡”系列，近年增势迅猛，在 2022 年就已成为公司收入最高的 IP。经典 IP 均具有长效生命力，展现出公司的 IP 长运营能力。

图18：公司经典 IP 收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新 IP 层出不穷贡献收入。经典 IP 生命力强，同时有一定影响力的新 IP 层出不穷，2023 年公司已有 10 个 IP 销售破亿元。公司已形成有影响力的 IP 矩阵，对单一 IP 的依赖度逐步降低。近几年公司前三大 IP 收入占比在 30-50%，包含经典 IP 与新晋 IP，存在持续的变化。2023 年公司已有 10 个 IP 收入破亿。小甜豆、小野、HACIPUPU、Zsiga 等均为近年推出的新晋 IP，发展势头较好。此外，过往公司也打造了 BOBO&COCO、Yuki、Bunny 等多个贡献一定收入的 IP。

表3：公司主要 IP 收入占比情况

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
Molly	32%	25%	14%	14%	12%	18%	17%	18%	15%	17%	17%
BOBO&COCO	2%	2%	4%	2%	-	-	-	-	-	-	-
Yuki	1%	1%	2%	-	-	-	-	-	-	-	-
Dimoo	-	9%	14%	12%	12%	13%	13%	12%	13%	11%	8%
SKULLPANDA	-	-	-	2%	10%	15%	20%	17%	19%	14%	13%
Bunny	-	-	-	-	6%	2%	2%	-	-	-	-
小甜豆	-	-	-	-	4%	4%	3%	3%	3%	4%	-
HIRONO 小野	-	-	-	-	-	2%	2%	5%	4%	7%	5%
Hacipupu	-	-	-	-	-	-	-	-	2%	2%	2%
CRYBABY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8%
Zsiga	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3%
PINO JELLY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5%	
PUCKY	13%	21%	15%	11%	6%	3%	3%	2%	-	-	-
The Monsters	5%	7%	9%	8%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	14%

（Labubu）											
SATYR RORY	4%	4%	2%	1%	-	-	-	-	-	-	-
YOKI	-	-	-	-	1%	-	-	-	-	-	-
前三小计	50%	55%	43%	37%	33%	47%	49%	47%	46%	43%	38%
合计	57%	68%	59%	50%	58%	63%	65%	63%	61%	61%	70%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

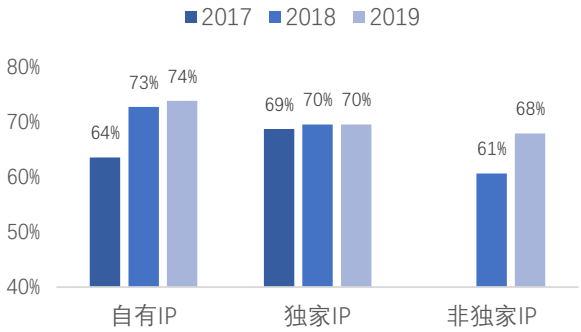
注：红色字体为公司当期收入最高的三个IP

非独家 IP 引流扩充粉丝群体。非独家 IP 一般为较为成熟或影响力较大的 IP，会向不止一家公司授权。公司在发展自有 IP 的同时，也保留了一定比例的非独家 IP 业务。公司根据 IP 推出有一定泡泡玛特风格的产品，贡献收入的同时可吸引相关粉丝进店。强影响力的成熟 IP，如迪士尼，哈利波特等，有持续的引流能力；另一方面，新晋内容类 IP 可具备非常强的话题度，带来较大的流量加持，如哪吒 2 盲盒上线即售罄，得到了新华社等主流媒体的报道。公司拥有潮玩业内最广泛的消费者触达能力与成熟的潮玩产品打造能力，而内容类 IP 提供方一般为影视制作公司、游戏公司等，缺乏玩具设计生产、消费者触达能力，泡泡玛特将是其通过玩具衍生品变现的最优质合作伙伴，将持续获得头部内容的优先授权。IP 类型的丰富将助力公司覆盖不同喜好的粉丝群体，为自有 IP 引流，此外根据招股说明书，非独家 IP 毛利率仅略低于自有 IP，2017~2019 年均有 60%以上，亦有较高的盈利能力。

图19：哪吒 2 盲盒断货得到新闻报道

资料来源：新华社公众号，东兴证券研究所

图20：非独家 IP 毛利率在 60%以上



资料来源：泡泡玛特招股书，东兴证券研究所

3.2 IP 运营能力强，多维度布局扩大 IP 影响力

Molly：泡泡玛特旗下最长青的 IP，创收能力持续提升。Molly 诞生于 2006 年，为嘟嘴的小女孩形象。自 2016 年进入泡泡玛特体系后，影响力与收入快速提升，多年来为泡泡玛特支柱 IP。Molly 首款盲盒产品星座系列于 2016 年 7 月发售，此后保持稳定的出新节奏，截至 2024 年 Molly 已累计推出 47 个盲盒公仔系列。大娃产品即“Mega 系列”2021 年正式发布，以 Molly 形象居多。Mega 定价基本在 799 元以上，远高于盲盒，“Mega 系列”已成为 Molly 的重要收入来源，此外 Molly 也推出各类衍生品。Molly 收入 2023 年突破 10 亿元，2024 上半年受益于海外渠道的开拓，再次实现接近翻倍的增长。

图21：Molly 盲盒系列出新数量

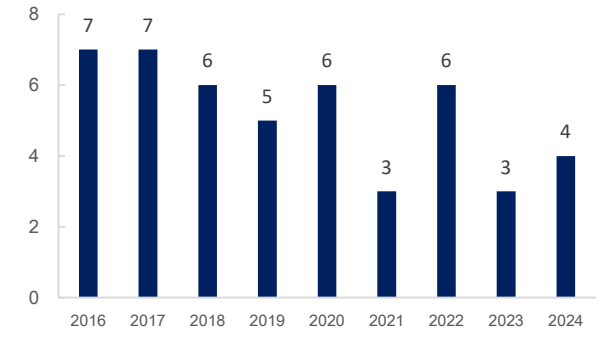
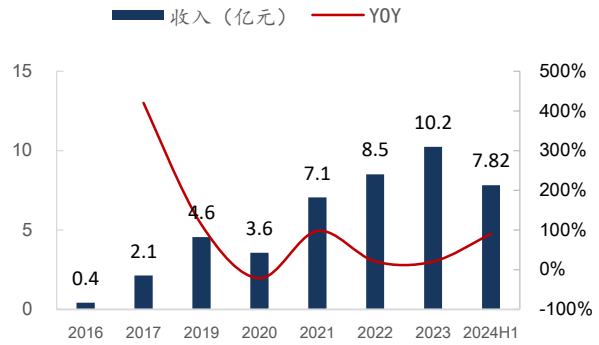


图22：Molly 收入及同比增速



资料来源：泡泡玛特公众号，千岛 APP，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

Dimoo：发掘于诞生初期，收入贡献稳定。Dimoo 为小男孩形象。于 2019 年被泡泡玛特发掘并买断，并于当年 7 月推出第一套产品“迷途动物”系列。截至 2024 年，Dimoo 推出累计 26 个盲盒系列，此外还有数款 MEGA 产品及其他衍生品。Dimoo 自 2019 年就是公司收入第三高的 IP，5 年来收入持续增长。

图23：Dimoo 盲盒系列出新数量

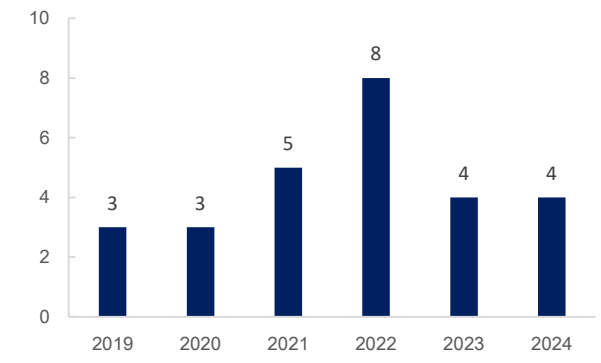
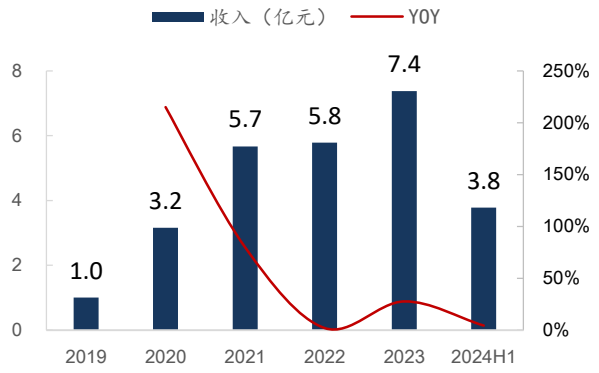


图24：Dimoo 收入及同比增速

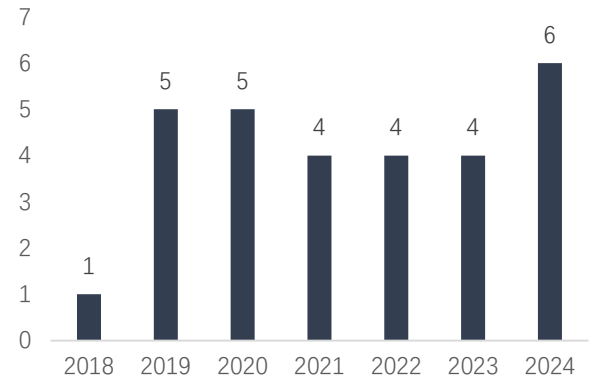


资料来源：泡泡玛特公众号，千岛 APP，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

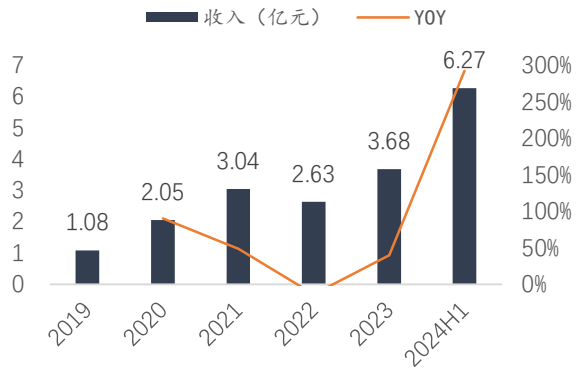
LABUBU：早期签约，影响力爆发式提升。LABUBU 为 THE MONSTERS 中人气最高的一个精灵形象，多数产品以 LABUBU 独立形象推出，而 THE MONSTERS 为泡泡玛特独家签约的 IP。LABUBU 于 2018 年发售第一款盲盒，2023 年前保持稳定的出新节奏，收入随公司规模增长。2023 年 9 月泡泡玛特乐园开业，乐园单独开辟的奇遇森林助力 LABUBU 人气快速提升，公司把握机会连续推出新品。此外，LABUBU 在海外市场也实现了较高的人气，国内国外共振下，LABUBU 在 24H1 的收入即已大幅超过 2023 全年。另外公司依托 LABUBU 形象及特点推出了毛绒、积木产品，扩充产品线、实现产品价格提升。

图25：LABUBU 盲盒系列出新数量



资料来源：泡泡玛特公众号，千岛 APP，东兴证券研究所

图26：LABUBU 收入及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司具备强大 IP 运营能力，旗下有多个长生命周期 IP。根据潮玩族公众号统计，2023 年最热门潮玩 IP 前 30 名榜单中，泡泡玛特占据 11 个。同业中寻找独角兽、TNT SPACE 等拥有数个高影响力的 IP，但数量远低于泡泡玛特，泡泡玛特的 IP 矩阵领跑行业。长生命周期 IP 除 Molly、Dimoo 外，毕奇、Labubu（The Monsters）等也运营 4 年以上，仍然保持 IP 影响力。打造出多款高热度、长生命周期的 IP，反映公司具备长期 IP 运营能力。

表4：2023 年潮玩族最热门 IP 榜单

	IP	交易量占比	发行商		IP	交易量占比	发行商
1	SKULLPANDA	14.54%	泡泡玛特	16	小甜豆	1.42%	泡泡玛特
2	FARMER BOB	9.86%	寻找独角兽	17	卓大王	1.24%	寻找独角兽
3	DIMOO	8.23%	泡泡玛特	18	LAURA	1.17%	玩具城市
4	Molly	6.22%	泡泡玛特	19	PINO JELLY	0.95%	泡泡玛特
5	Hirono 小野	6.10%	泡泡玛特	20	Shinwoo	0.93%	寻找独角兽
6	zoraa	4.07%	TNT SPACE	21	毕奇	0.83%	泡泡玛特
7	DORA	4.00%	TNT SPACE	22	Crybaby 哭娃	0.80%	泡泡玛特
8	哦崽 OZAI	3.74%	黑玩	23	Sonny Angel	0.68%	多丽梦
9	LABUBU	2.53%	泡泡玛特	24	又梨	0.66%	Letsvan
10	Zsiga	1.87%	泡泡玛特	25	FAYA	0.65%	黑玩
11	HACI	1.79%	泡泡玛特	26	LuLu 罐头猪	0.54%	Toyzeroplus
12	Nanci 囡茜	1.78%	若来	27	EMMA	0.53%	游奇工作室
13	RiCO	1.77%	寻找独角兽	28	MIMI	0.48%	黑玩

14	molinta 爆米花妹妹	1.76%	寻找独角兽	29	三丽鸥	0.45%	三丽鸥
15	MiMiA	1.47%	品韵文创	30	Repolar	0.44%	寻找独角兽

资料来源：潮玩族公众号，东兴证券研究所

我们总结公司 IP 运营策略主要包括：

1）持续出新保持 IP 热度，丰富产品类型满足多维需求。公司 IP 保持相对稳定的出新节奏，推动粉丝多次消费。公司在盲盒公仔的基础上不断丰富产品线，包括耳机盒、徽章等周边产品，以及 Mega、萌粒、毛绒、积木等玩具品类。丰富的产品体系可满足消费者收藏、互动、实用性等多维需求，扩大 IP 的影响力与商业价值。耳机盒、挂绳等实用配件，满足消费者需求的同时，也具备了“外显性”，强化品牌露出。Molly、Dimoo 在 2023 年分别推出 3、4 个新系列，低于此前普遍的 6+出新速度，我们推测一方面因为品类丰富度的提高，另一方面公司也在主动降速，防止对 IP 的过度消费，强化对 IP 的长期运营。

2）联名扩大影响力。对于热度高的 IP，公司会积极推动联名。一方面，推出和外部 IP 联合开发的潮玩产品，如 Molly x 米老鼠手办，Dimoo x 国王排名手办等。另一方面，和其他品类的品牌联名，推出联名服装、食品等。高热度的成熟 IP 才会对外部 IP 提供商有较强的吸引力，而公司可通过联名进一步扩大公司 IP 的受众和影响力。

图27：Molly x 米奇手办

资料来源：泡泡玛特公众号，东兴证券研究所

图28：Hirono x Vans 鞋

资料来源：泡泡玛特官方微博，东兴证券研究所

3）高质量宣传扩大影响力。公司通过线上线下联合宣传，持续扩大 IP 影响力，并助力新品发行。线下：门店布局扩大影响力；持续在商场开办展览，加强 IP 及产品曝光度。线上：宣发模式持续迭代，为 IP 打造轻内容，并创新性地利用视频、动画短片等形式进行宣发；抽盒机小程序在首页突出新品，店铺社群同步推送。公司全产业链布局，助力公司能够以线上线下多维度宣传，极大强化 IP 曝光度。

图29：泡泡玛特线下展览

资料来源：泡泡玛特官方微博，东兴证券研究所

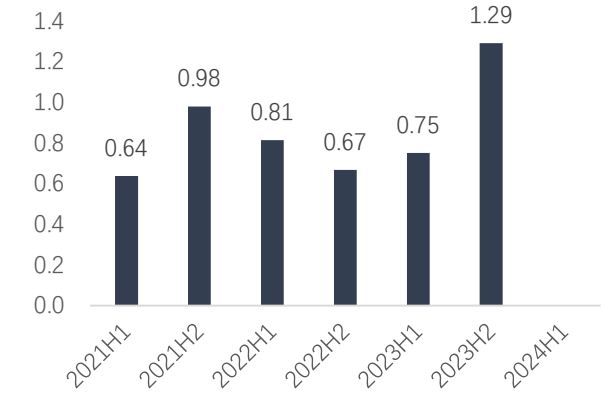
3.3新 IP 开发能力突出

3.3.1 外部收购与内部培育并举，资源优势助力公司持续获取优质 IP

公司领先的运营能力和渠道布局对外部设计师吸引力强。泡泡玛特始终保持潮玩行业份额第一，垂直一体化布局在业内也较为稀缺，公司同时具备了领先的 IP 运营能力以及覆盖面业内最广的销售渠道。IP 孵化及运营帮助 IP 加速商业化，而丰富的渠道布局则能助力 IP 实现商业价值最大化，因此泡泡玛特对于艺术家是最有吸引力的平台。此外，公司每年于北京、上海举办两次国际潮流玩具展，是国内以至亚洲最大的潮玩展，展会上公司旗下艺术家与粉丝见面，同时公司发掘新艺术家，强化行业地位。公司负责发掘、孵化艺术家 IP 的团队潮流经验丰富，多人是买手出身，对市场和设计风向敏感。同时公司也持续从各大潮流社区、论坛、杂志等引入博主和编辑，持续强化公司对潮流的理解。

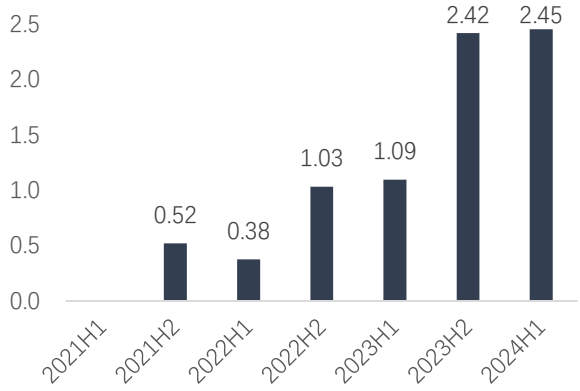
内部团队持续创新，依托泡泡玛特平台有望持续出品优质 IP。PDC（POP Design Center）是公司建立的内部设计师团队，负责新 IP 的设计及运营。PDC 截至目前已开发出 Yuki、小甜豆、小野、Zsiga 等有一定影响力的 IP，其中小甜豆、小野已实现较长的生命周期，而小野、Zsiga 在 24 上半年仍有较大的收入贡献。依托于公司平台，PDC 能够接触多样的消费者数据与艺术家资源，对潮流有更深的理解，有望持续为公司推出优质 IP。

图30：小甜豆收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图31：小野收入（亿元）

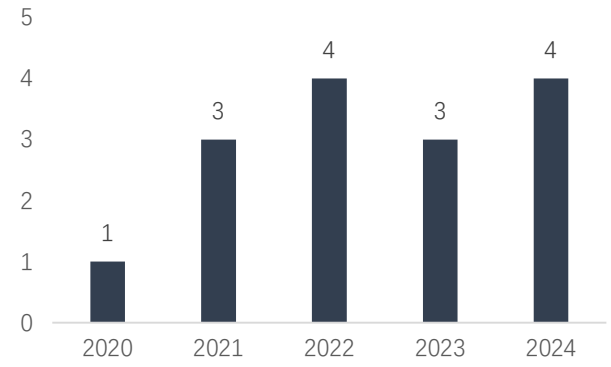


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.2 独特风格的 SKULLPANDA 异军突起，验证公司对消费趋势的把握能力

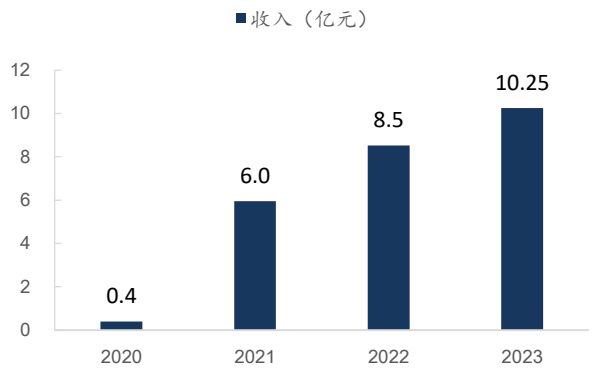
SKULLPANDA：增长动能强劲，2022 年成公司收入最高的 IP。SKULLPANDA（SP）于 2020 年 9 月推出第一套产品“密林古堡”系列，3 个月内贡献近 4000 万元收入，创造泡泡玛特所有系列的最快销售记录。2022 年 SP 收入达 8.5 亿元，接替 MOLLY 成为第一大收入 IP。2023 年单温度系列销售额 3.1 亿元，IP 整体收入 10.3 亿元，增长动能依然强劲。截至 2024 年，SP 推出累计 15 个盲盒系列，此外还有数款款 MEGA 产品及其他衍生品。

图32：SKULLPANDA 盲盒系列出新数量



资料来源：泡泡玛特公众号，千岛 APP，东兴证券研究所

图33：SKULLPANDA 收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

SKULLPANDA 有风格独特性，公司具备把握潮流趋势的能力。泡泡玛特经典 IP 如 Molly、Dimoo 等在设计上以可爱风为主。SP 系列突破过往风格，在保证一定萌系设计（大头小身、大眼睛等）的基础上加入了更多的暗黑风元素，有了更强的设计师个性呈现。新风格契合潮流趋势，SP 系列销售火爆，我们推测 SP 系列助力公司拓展了更多的青少年消费群体。新 IP 如小野、Zsiga 等均有差异化风格呈现，且市场反响较好，我们看好公司持续把握潮流趋势，不断拓展客群。

图34：SKULLPANDA 与 Molly 风格对比

SKULLPANDA“密林古堡”系列

Molly“星座”系列

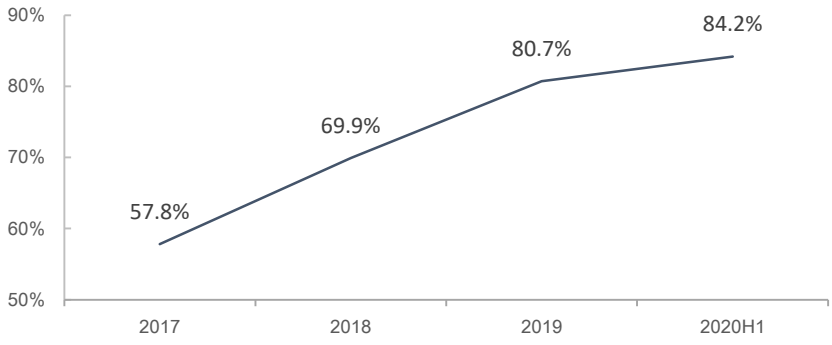
资料来源：泡泡玛特公众号，东兴证券研究所

3.4以 IP 为核的商业生态框架不断完善

3.4.1 潮玩品类不断丰富，Mega、毛绒系列发展迅猛

盲盒为公司主要品类，盲盒经营规范对公司基本无影响。盲盒指消费者不能提前得知具体产品款式的玩具盒子，产品范围固定且一般含有隐藏款。盲盒的不确定性使得消费过程产生较强的兴奋感和刺激感，促使玩家不断购买。2016 年公司推出第一款盲盒，开启了盲盒在中国的风靡，盲盒也助力公司迅猛发展，至今盲盒仍是公司主要收入来源。公司以盲盒形式销售的品类包括潮玩、以及徽章、手机配件等各类周边。2022 年 8 月，《盲盒经营活动规范指引（试行）（征求意见稿）》发布，其中提及的“未成年人购买需取得监护人同意”、“标明隐藏款概率”等诸多要求，公司已实行。经营规范对公司经营基本无影响，消除了盲盒监管上的不确定性，盲盒将持续作为公司主要销售形式。

图35：泡泡玛特盲盒收入占比



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

品类逐步拓宽，提升单价且丰富玩法。当前公司产品线除盲盒公仔外，还包括 MEGA、毛绒玩具、积木、萌粒、BJD、衍生品等多种产品形式。MEGA 产品体积增大，具备更强的收藏属性，单价远高于盲盒公仔。随着 LABUBU 影响力的提升，公司也顺势推出毛绒搪胶产品，有大娃亦有盲盒产品，单价实现提升。此外，公司还推出积木、萌粒、手办（共鸣工作室）等产品线、以及挂件、手机绳等各类衍生品。更加全面的产品体系能够丰富玩法，提升消费者新奇感，助力消费频次提高；另外也有望覆盖更多人群需求，如积木、毛绒拓展孩童市场、手办拓展男性市场，为公司带来收入增量。

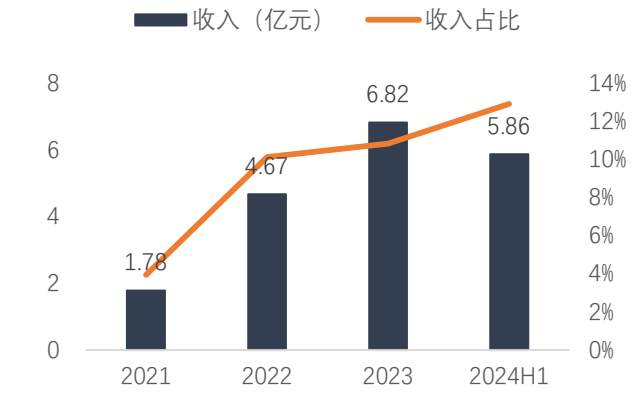
图36：泡泡玛特产品类型多样

Mega 系列	搪胶毛绒产品	积木
1199 元以上（不包括“mega100%”）	79 元以上	199 元以上

资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，泡泡玛特抽盒机小程序，东兴证券研究所

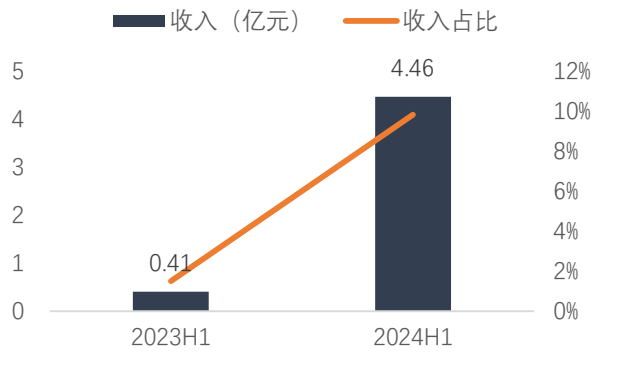
MEGA 系列已成重要品类，毛绒玩具销售火热。公司于 2021 年推出 MEGA 珍藏系列，主要包括 1000%、400%两类，分别指盲盒公仔高度的 10 倍和 4 倍。根据近期产品的定价来看，1000%价格一般为 5999 元/体，400%价格一般为 1299 元/体，价格定位远高于盲盒。MEGA 系列毛利率与盲盒相近，业务发展迅猛，2023 年已为公司带来收入 6.82 亿元，收入占比超过 10%，24H1 占比进一步提升。公司注重打造独立的 MEGA 品牌体系，以 1000%开拓艺术级市场，以 400%作为盲盒公仔的升级款，覆盖更多消费群体。搪胶毛绒产品为 2023 年推出，配合 LABUBU 推出，销售火爆，24H1 收入占比已接近 10%。搪胶毛绒产品契合潮玩“萌”的特点，能作为穿搭配饰，强化了互动属性，将是公司重点发展品类。搪胶毛绒产品单价高于塑料产品，有望带动客单价提升。

图37：Mega 系列收入及收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图38：搪胶毛绒产品收入及收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.4.2 领域延伸，多维度丰富 IP 内涵

除潮玩外，公司围绕自有 IP 持续探索各类业务形式，包括乐园、游戏等。丰富的业务形式将扩大 IP 商业价值，同时赋予 IP 更长的生命周期。

乐园业务：2023 年末首个主题乐园落地北京朝阳公园。乐园围绕着公司自有 IP 构建乐园场景，为消费者构建体验及打卡场景。乐园作为互动性比门店和展览更强的线下体验场景，扩大了公司旗下 IP 的影响力，如 LABUBU 受益显著。我们认为首个乐园规模有限，以业务探索为主，未来随着模式的成熟版图进一步拓展，有望成为公司增长点。

游戏业务：2024 年 6 月，公司自研的手机游戏《梦之家园》正式上线公测，模拟经营+派对玩法的游戏，主要角色均为公司旗下 IP 相关。游戏将是 IP 在线上虚拟场景的延伸，有望带给消费者线上线下联动的体验，加强粉丝粘性。并且手机游戏亦有变现能力，未来有望为公司带来业绩增量。

多业态门店：公司尝试开立新业态，如甜品店（MOLLY's Dessert House）、饰品店（POPOP），目前以快闪店形式开立。新业态将是 IP 变现的新方案，目前仍在探索中，若经营效果优有望打开增长空间。

其他：1）艺术推广机构 Inner Flow：2021 年成立，旨在与画廊、艺术家联合打造高端艺术衍生品，主要开发版画、雕塑、生活家居等。Inner Flow 艺术性更强，公司旗下部分艺术家也参与了展览。Inner Flow 是公司向高端艺术领域的业务延伸，同时有望提高公司 IP 影响力，并为公司发掘艺术家资源。**2）影视：**公司曾参与了数部动画电影的投资，对影视制作流程有一定了解。当前公司对动画电影业务已有了初步的探索，未来公司旗下的影视业务或可期待。

4. 线上线下融合全方位触达，海外打开增量空间

泡泡玛特的渠道布局呈现多元化、全球化特征，涵盖线上线下多个维度，并在国内外市场形成差异化策略。根据公司 2023 年报，公司中国内地收入为 52.35 亿元，占比 83.1%，港澳台及海外收入 10.66 亿元，占比 16.9%。过去几年变化来看，国内收入保持较好增速的同时，海外收入占比提升明显，2024H1 港澳台及海外收入占比已接近 30%。

表5：公司根据国内、海外拆分的收入

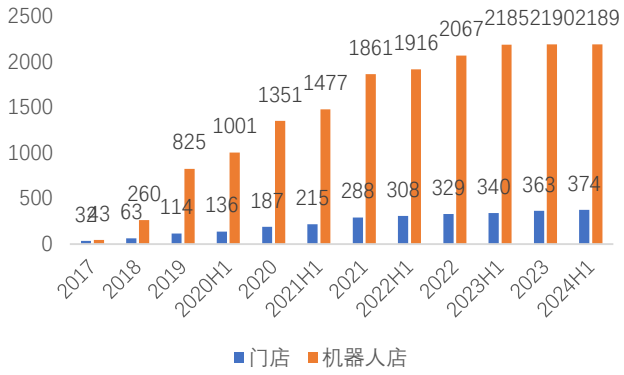
地区	项目	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
中国大陆	收入（亿元）	1.58	5.15	16.57	24.39	43.30	41.63	52.35
	YOY		225.49%	221.96%	47.25%	77.53%	-3.86%	25.74%
	占比	100.00%	99.91%	98.43%	97.07%	95.59%	**90.17%**	**83.08%**
	毛利率	55.43%	63.86%	66.88%	64.54%	63.41%	60.70%	63.00%
港澳台及海外	收入（亿元）						4.54	10.66
	YOY							134.86%
	占比						**9.83%**	**16.92%**
	毛利率						60.70%	63.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.1线下渠道优势显著，IP 矩阵优化和精细化运营驱动店效增长

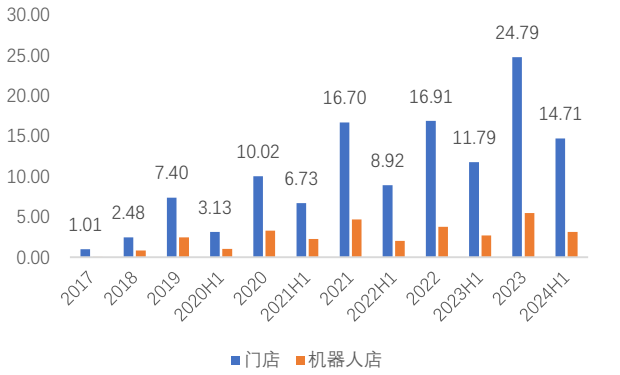
公司持续推进线下门店的扩张，包括零售店和机器人店。截至 2023 年底，中国内地门店数量为 363 家，单店年均营收达 683 万元，同比增长 46.6%；机器人商店数量为 2190 台，收入同比增长 44.8%。

图39：境内线下渠道数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图40：境内线下收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

零售店：门店布局聚焦核心商圈，如上海 IFC 等高端商场，通过场景化陈列和互动体验增强消费者粘性。公司零售店均为直营，面积一般为 100~150 平方米，主要开设于一、二线城市，位置选取标准主要包括区位、客流量、消费者收入等因素，主要位于大型购物中心。零售店具有鲜明的装修风格，能够吸引大量粉丝进店并进行产品展示。潮玩主要用于现场观赏，首次购买或“种草”一般发生于线下场景；盲盒“现场开”有更好的体验。因此零售店不仅是销售场景，也起到了流量入口和宣传品牌形象的作用。在客户完成购买行为后，公司通过会员体系留存，后续结合机器人商店、抽盒机小程序等多种消费场景，合力引发消费者的复购。

表6：公司境内零售门店分布

项目		2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
一线城市	门店数	54	63	81	91	113	117	123	120	120	121
	门店占比	47%	46%	43%	42%	39%	38%	37%	35%	33%	32%

	收入（亿元）	4.45	1.66	4.99	3.24	7.98	3.41	6.85	4.91	10.20	5.78
	收入占比	60%	53%	50%	48%	48%	38%	41%	42%	41%	39%
新一线城市	门店数	36	40	56	64	84	89	95	99	105	108
	门店占比	32%	29%	30%	30%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
	收入（亿元）	2.06	0.89	2.89	1.98	4.80	2.71	4.91	3.29	6.85	4.12
	收入占比	28%	28%	29%	29%	29%	30%	29%	28%	28%	28%
二线及其他城市	门店数	24	33	50	60	91	102	111	121	138	145
	门店占比	21%	24%	27%	28%	32%	33%	34%	36%	38%	39%
	收入（亿元）	0.89	0.58	2.14	1.54	3.93	2.80	5.15	3.60	7.74	4.81
	收入占比	12%	19%	21%	23%	24%	31%	30%	30%	31%	33%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

机器人商店：机器人商店作为低成本触达消费者的补充渠道，覆盖更多次级商圈和交通枢纽。2017 年，公司推出机器人商店，模式类似于自助售卖机，加快了公司扩张的步伐。机器人商店主要作为零售店的补充，开设位置主要包括人流量不足以支撑门店的非核心商圈购物中心、地铁等场景，以及大型购物中心与零售店不同的区域。机器人商店相较于零售店，租金较低且人员运营费用少，因此毛利率较高；其较少的资金投入，也能助力公司快速扩张且覆盖更广的区域。同时机器人商店也能为公司提供一手终端数据，如款式偏好、用户画像等，帮助公司进行上新频率、推新类型等决策。

泡泡玛特通过线下零售店、机器人商店、线上抽盒机、抖音等多渠道触达消费者，构建了立体的渠道网络。近几年，公司除了在 2021 年下半年和 2022 年由于疫情因素公司店效出现下滑，其他年份店效均处在提升阶段。2024 年上半年，其国内零售店和机器人商店数量虽变化不大，但店效显著提升，主要得益于品类扩张和精细化运营。

1.产品与 IP 矩阵的优化

泡泡玛特通过不断丰富和优化 IP 矩阵，实现了产品的多元化和差异化。其核心 IP 如 Molly、LABUBU 等持续保持高增长，同时新 IP 如 CHAKA 和星星人也取得了良好的市场表现。此外，泡泡玛特将零售业务划分为手办、MEGA、毛绒玩具、衍生品等四大板块，其中毛绒玩具等新品类成为爆款，带动了整体店效的提升。

2.精细化运营与品类结构调整

泡泡玛特通过优化门店陈列、提升视觉呈现效果等方式，增强了消费者的购物体验。通过动态化配货策略，根据消费者需求和大数据分析调整库存和陈列，提高了运营效率。此外，其“用空间代替时间”的策略，通过线下和线上的展示及投流策略，提升了爆款单品的曝光度和销售表现。此外，其 IP 的文化属性和粉丝社区运营，进一步提升了消费者的忠诚度。

表7：公司门店店效情况

项目	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
门店店效（万元）	250.64	426.48	334.71	396.59	299.23	250.99	352.61	369.77	399.26
YOY			34%	-7%	-11%	-37%	18%	47%	13%
机器人店店效	11.55	18.98	16.04	14.44	10.80	8.78	12.75	12.69	14.39

（万元）							
YOY	39%	-24%	-33%	-39%	18%	44%	13%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除了常规的门店，公司还通过主题乐园与快闪店提升线下触达。

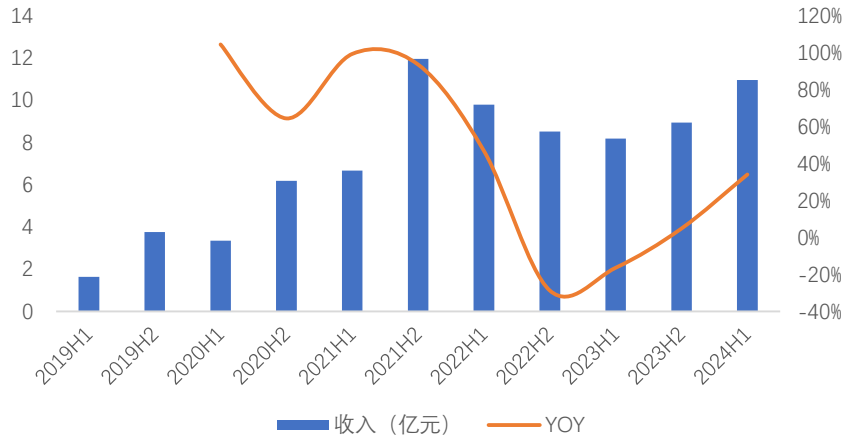
1）2023 年开业的泡泡玛特城市乐园，通过沉浸式 IP 体验延伸线下消费场景，提升品牌影响力。

2）快闪店策略灵活，例如珠宝品牌 POPOP 通过限时快闪店试水新品类，吸引不同客群并测试市场反应。

4.2 线上渠道多元化布局，承接会员消费需求

泡泡玛特的线上布局主要围绕“平台渠道+独立站”的双线并进策略展开，同时结合多平台运营、社交互动和私域流量沉淀等方式，构建了全渠道的线上销售体系。线上渠道的多元化布局，在国内市场，泡泡玛特的线上渠道主要包括：1）泡泡玛特抽盒机：作为线上渠道的支柱，通过微信小程序模拟盲盒抽取过程，提供有趣且便捷的购物体验。2）第三方电商平台：如天猫、京东、抖音等，其中抖音平台自 2023 年起增长迅速，2024 年上半年收入占比已超越天猫。

图41：泡泡玛特境内线上收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分平台来看，公司多元化布局，其中抖音平台增速最快。1）自营小程序“抽盒机”2023 年收入达 7.29 亿元，用户复购率高达 50%，会员体系贡献 92.1%的销售额，显示私域流量的高效转化。2）天猫旗舰店、抖音自营直播间等第三方平台表现强劲，2023 年抖音平台收入同比增长 431.2%。公司在抖音平台上持续输出优质直播内容。这一系列举措不仅成功吸引了大量粉丝，还推广了更多生活场景相关的商品，很好地带动了产品销售。

表8：各线上渠道收入及增速

渠道	项目	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
抽盒机	收入（亿元）	1.62	3.05	3.25	5.73	5.44	4.11	3.73	3.56	3.99
	YOY			101%	88%	67%	-28%	-31%	-13%	7%
天猫	收入（亿元）	1.47	2.59	2.19	3.80	2.45	2.18	1.55	1.67	1.99

	YOY			49%	47%	12%	-43%	-37%	-23%	28%
京东	收入（亿元）	0.08	0.28	0.47	0.96	0.70	0.68			
	YOY			480%	243%	50%	-30%			
抖音	收入（亿元）					0.16	0.53	1.10	1.74	**2.09**
	YOY							569.00%	225.82%	**91%**
其他电商	收入（亿元）	0.18	0.26	0.87	1.52	1.19	1.56	1.80	1.96	**2.89**
	YOY			395%	493%	36%	3%	51%	26%	**61%**

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

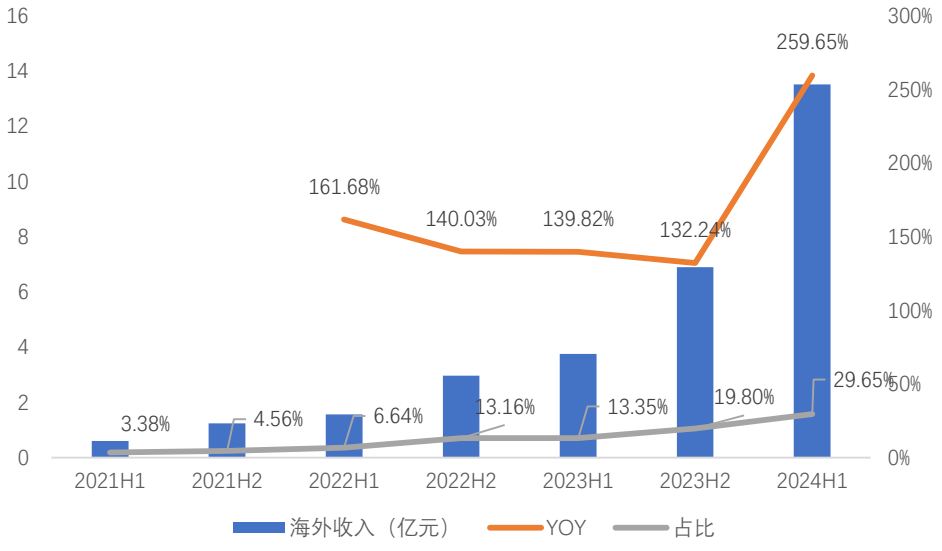
线上线下的融合，共同进行品牌推广。泡泡玛特通过线上平台与线下门店、快闪店、机器人商店等相结合，打造 O2O 模式，实现线上线下的互动和联动。例如，在重要节日和活动期间，泡泡玛特会同步推出限定产品和促销活动，提升品牌热度。泡泡玛特通过微信公众号、微博、小红书、抖音等社交平台进行品牌推广和新品宣传。此外，独立站和 APP 中的社区功能也鼓励用户分享收藏和体验，进一步增强品牌社交属性。

精细化会员运营。随著渠道的持续扩张、IP 及产品种类的不断丰富，并通过全渠道精细化会员运营，会员数字化规模快速扩大，截至 2024 年 6 月 30 日，中国内地累计注册会员总数从 2023 年 12 月 31 日的 3,435.4 万人增至 3,892.7 万人，新增注册会员 457.3 万人。2024 年上半年会员贡献销售额占比 92.8%，会员复购率为 43.9%。

4.3 积极扩展海外市场，打开成长空间

泡泡玛特积极进行海外扩张，海外收入占比持续提升。泡泡玛特目前已经在包括欧洲、澳洲、东南亚等地进行了布局。截至 2024 年上半年，公司海外收入 13.51 亿元，同比增速约 260%，收入占比约 30%。东南亚为公司第一大海外市场，截止 2024 年 6 月，泡泡玛特在东南亚实现营收 5.6 亿元，占海外总营收比为 41.1%。公司立足亚洲，逐步走向全球，由易到难，消费力强的欧美尚有巨大空间待开拓。CEO 王宁在 2025 年初明确提出，预计到 2025 年海外业务收入占比将超过 50%。这一目标基于公司对国际市场的长期调研与资源投入，旨在将国内成功的 IP 运营模式复制至全球。

图42：泡泡玛特海外收入、增速及占比

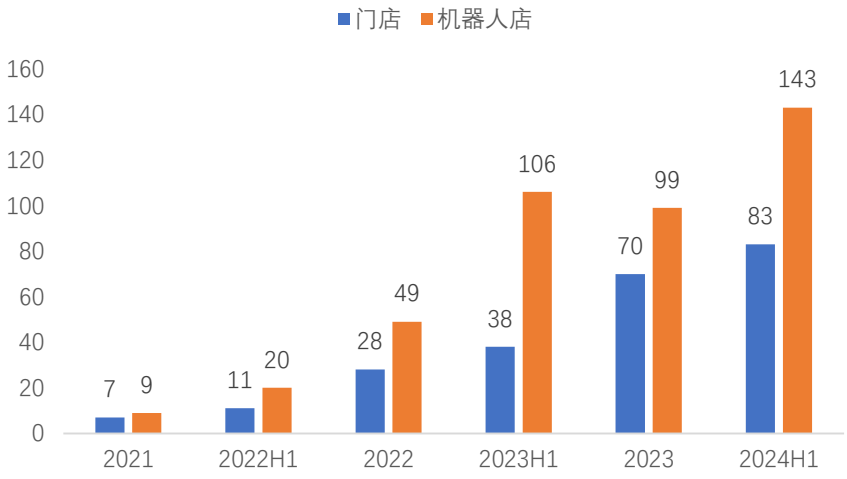


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1、线下门店拓展：通过在核心位置持续开设店面扩大销售和品牌影响力

截至 2024 年 6 月 30 日，公司的港澳台及海外门店达到 83 家，机器人商店达到 143 台。公司在海外多个地标性位置，充分结合当地特色，开设主题店和旗舰店。通过店面拓展，泡泡玛特的品牌和产品影响力在全球范围内不断提升。

图43：泡泡玛特海外门店数



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

海外店效高，仍在快速增长中。泡泡玛特海外门店热度较高，单店收入远高于国内，海外门店 2024H1 平均单店收入是国内门店的 2.9 倍。主要原因包括：1）海外发达地区如欧美消费力强；2）海外发达地区产品单价高；3）门店密度低。2024H1 店效环比仍在快速增长中，随着知名度的继续提升以及欧美市场的拓展，未来仍有提升空间。

表9：公司海外门店店效情况

项目	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
门店店效（万元）	386.60	516.74	500.00	773.91	1167.97
YOY			29.33%	49.77%	133.60%
机器人店店效（万元）	26.64	32.89	32.72	31.24	43.97
YOY			22.83%	-5.02%	34.36%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、积极进行线上布局，快速占领市场

泡泡玛特的海外线上布局以 DTC 模式为主，通过跨境电商平台和独立站相结合的方式，覆盖全球市场：跨境电商平台：入驻亚马逊、速卖通、Shopee、Lazada 等，根据不同市场的特点灵活布局。独立站：通过建设全球官网独立站，沉淀品牌私域流量，强化品牌传播和用户互动。

3、产品的本土化调整

针对不同地区消费者的偏好，泡泡玛特调整产品线并推出本土化设计。在欧美市场，欧美消费者更偏好动态、炫酷的形象，泡泡玛特会根据当地文化偏好进行产品设计，例如宇航员版 Molly 在欧美接受度较高，同时公司会引入一些与欧美流行文化相关的 IP。**在东南亚市场，公司的产品本土化尤为成功：**1）与知名艺人合作迅速提升公司 IP 曝光，知名艺人 Lisa 在社交平台晒出泡泡玛特玩具，助力泡泡玛特泰国风靡。2）公司推出结合当地传统艺术与文化元素的限量版商品，以适应当地的文化和审美需求。在泰国推出限定系列，融合了泰国传统元素和色彩，进一步加深了消费者与品牌之间的文化认同。3）与当地艺术家合作。例如，在泰国市场，泡泡玛特与泰国艺术家合作推出的 Crybaby IP，融合了泰国本土文化元素，深受当地消费者喜爱。4）IP 的本土化改造。泡泡玛特对核心 IP 进行改良，以贴合当地喜好。例如，Molly、LABUBU 均针对东南亚市场进行了形象改良，使其更适合当地消费者的审美。**2024 年上半年，东南亚市场同比增长了 478.3%。**

图44：知名艺人与泡泡玛特玩具

资料来源：Vanity Fair，东兴证券研究所

图45：泰国本土设计师设计的 IP Crybaby

资料来源：泡泡玛特公众号，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

1、收入

整体看，我们推测中国市场 2024H2 延续 Q3 高增趋势，2025H1 在低基数下仍将保持高速增长，2025H2 随着基数增加而增速回落。

1）中国市场

线下：我们预计未来一线城市门店数量稳定，新一线城市年均新开店个位数，二线城市仍有空间，门店增速维持在双位数水平。各城市层级的门店店效均有望继续提升，主要考虑到公司持续拓展高价品类。

线上：抽盒机平台继续受益门店开拓，新会员导入，有望稳健增长。网络平台方面，抖音渠道仍在高增中，预计将持续带动线上业务增长。因此我们预计线上增速略高于线下。

批发：2024 年受益于乐园开业，批发渠道增速较高，预计 2025 年仍将实现 20%增速，后续回落。

2）港澳台及海外市场

线下：海外空白市场空间充足，公司将持续快速开店覆盖新市场。店均收入仍在快速提升中，推测仍有空间，未来增速预计逐步回落。

线上：随着门店的铺设，泡泡玛特影响力提升且新会员增多，线上预计亦将保持高增，我们推测与线下增速相近。

批发：公司海外业务以自营为核心，考虑到海外空白市场空间大，预计批发渠道也将保持较高增速，但增速低于自营。

2、毛利率：2024 年海外规模效应显现，预计海外毛利率将带动公司整体毛利率提升。未来我们预计国内外分别的毛利率保持平稳，但考虑到海外业务毛利率高且增速快于整体，公司毛利率将稳步提升。

3、整体费用率：2024 年海外及国内收入端增速较高，带动销售及管理费用率回落。公司持续开拓新品类及新业态，2025-2026 年我们预计费用率将小幅上升。

收入&净利润预测：综合上述因素，预计公司 2024-2026 年实现营收 124.00、172.69、213.04 亿元，归母净利润为 28.58、41.85、52.87 亿元。

表10：收入预测表(亿元)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1. 国内业务					
线下渠道	20.70	30.28	38.88	44.00	46.63
YOY	-3.18%	46.28%	28.40%	13.16%	6.00%
线上渠道	18.30	17.10	25.70	29.86	31.95
YOY	-1.70%	-6.52%	50.27%	16.16%	7.01%
批发	2.64	4.97	8.14	9.91	10.65
YOY	-20.33%	88.37%	63.97%	21.73%	7.45%
国内合计	41.63	52.35	72.72	83.76	89.23
YOY	-3.86%	25.74%	38.92%	15.18%	6.53%
2. 港澳台及海外业务					
线下渠道	1.51	6.40	37.59	66.50	92.89
YOY	-	324.68%	487.11%	76.91%	39.67%
线上渠道	0.90	1.56	8.22	13.65	19.11
YOY	119.19%	72.69%	427.28%	66.11%	40.00%
批发	2.13	2.70	3.70	4.91	5.89
YOY	55.04%	26.80%	36.89%	32.79%	20.00%
港澳台及海外合计	4.54	10.66	49.50	85.06	117.88
YOY	147.09%	134.86%	364.34%	71.82%	38.59%
合计					
营业收入	46.17	63.01	122.23	168.82	207.12
YOY	1.92%	36.46%	93.98%	38.12%	22.68%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5.2 投资评级

泡泡玛特是国内市占率第一的潮玩品牌，份额领先明显。多个 IP 的接力出圈，验证其优秀的 IP 发掘与运营能力。公司在国内逐步构建出包含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架，IP 运营能力强化，品类的拓展与多业态孵化打开国内长期成长空间。公司海外业务爆发式增长，海外门店运营能力已得初步验证，IP 运营能力成功嫁接，未来海外空间广阔，有望持续高速增长。泡泡玛特作为出海标杆企业，首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

6. 风险提示

新市场开拓不及预期，国内外宏观经济不及预期，新品拓展不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,616	7,683	13,132	18,217	22,416	营业收入	4,617	6,301	12,400	17,269	21,304
现金	699	2,096	3,720	5,181	6,391	营业成本	1,963	2,437	4,063	5,466	6,588
应收票据及应收账	194	321	612	852	1,051	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	1,471	2,005	3,633	5,092	6,323
预付账款	472	434	854	1,190	1,468	管理费用	686	707	1,107	1,541	1,901
存货	867	905	1,447	1,947	2,347	财务费用	-29	-152	-28	-16	-32
其他流动资产	4,384	3,927	6,499	9,048	11,160	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	1,965	2,285	2,460	2,590	2,675	信用减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	83	107	107	107	107	其他经营收益	0	0	0	0	0
固定资产	449	653	727	922	1,089	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	848	842	743	678	596	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	584	683	883	883	883	营业利润	527	1,304	3,626	5,186	6,523
资产总计	8,580	9,969	15,593	20,807	25,091	其他非经营损益	113	112	110	110	110
流动负债	1,131	1,733	4,375	6,587	7,111	利润总额	640	1,416	3,736	5,296	6,633
短期借款	0	15	1,216	2,215	1,764	所得税	164	327	797	1,130	1,416
应付票据及应付账	259	445	779	1,078	1,300	净利润	476	1,089	2,939	4,166	5,218
其他流动负债	872	1,273	2,380	3,294	4,048	少数股东损益	0	6	18	29	37
非流动负债	484	455	837	837	837	归属母公司净利润	476	1,082	2,921	4,137	5,181
长期借款	0	0	382	382	382	主要财务比率					
其他非流动负债	484	455	455	455	455		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	1,615	2,188	5,211	7,424	7,948	成长能力					
少数股东权益	2	10	28	57	94	营业收入(%)	2.82	36.46	96.80	39.26	23.37
股本	1	1	1,001	2,001	3,001	归母净利润(%)	-44.32	127.55	169.91	41.61	25.25
资本公积	6,962	7,769	6,769	5,769	4,769	获利能力					
留存收益	0	0	2,583	5,556	9,280	毛利率(%)	57.49	61.32	67.24	68.35	69.07
归属母公司股东权	6,963	7,770	10,353	13,326	17,049	净利率(%)	10.30	17.28	23.70	24.12	24.49
负债和股东权益	8,580	9,969	15,593	20,807	25,091	ROE(%)	6.83	13.93	28.22	31.04	30.39
现金流量表				单位:百万元		偿债能力					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率(%)	18.82	21.95	33.42	35.68	31.68
经营活动现金流	891	1991	665	1923	3401	流动比率	5.85	4.43	3.00	2.77	3.15
净利润	476	1089	2939	4166	5218	速动比率	1.22	1.65	1.19	1.10	1.25
折旧摊销	605	669	225	270	315	营运能力					
财务费用	-29	-152	-28	-16	-32	总资产周转率	0.54	0.63	0.80	0.83	0.85
其他经营现金流	-160	385	-2471	-2497	-2100	应收账款周转率	23.76	19.61	20.28	20.28	20.28
投资活动现金流	-4698	234	-313	-313	-313	每股指标（元）					
资本支出	275	421	400	400	400	每股收益(最新摊	0.35	0.81	2.18	3.08	3.86
其他投资现金流	-4973	-187	-713	-713	-713	每股经营现金流	0.66	1.48	0.50	1.43	2.53
筹资活动现金流	-1177	-842	1272	-148	-1877	每股净资产(最新	5.19	5.79	7.71	9.92	12.70
短期借款	0	15	1201	999	-451	估值比率					
长期借款	0	0	382	0	0	P/E	303.23	133.26	49.37	34.87	27.84
其他筹资现金流	-1177	-857	-310	-1147	-1426	P/B	20.71	18.56	13.93	10.82	8.46
现金净增加额	-4985	1383	1624	1461	1210	EV/EBITDA	0.07	-0.05	27.74	39.20	46.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士， 2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526