

全球爆火背后，从海外IP集团复盘看泡泡玛特成长潜力

——泡泡玛特(9992.HK)系列二

华西可选消费|商社团队

证券分析师：刘文正

SAC NO:S1120524120007

许光辉

SAC NO:S1120523020002

徐 晴

SAC NO:S1120523080002

王 璐

SAC NO:S1120523040001

2025年6月25日

本文主要通过对乐高、三丽鸥、万代南梦宫三家公司的发展历程复盘阐述如下问题，看好泡泡玛特作为IP造星平台的长期投资价值：

1) **IP生命周期**：由于明星效应、动漫热度等因素催化，三丽鸥、万代南梦宫、泡泡玛特旗下头部IP均经历过爆发式增长，但爆发期相对有限（2年左右），后续增速放缓。但我们认为具备强大的综合运营能力的公司在IP泼天流量到来之时通过渠道、内容、商品等多维度的能力沉淀能够延续并最大化其IP价值，从而使其不断成长为长青IP。从单一IP角度，Hello Kitty全球累计销售额超过800亿美元，FY2025贡献收入超过20亿元（主要是品牌授权费），高达IPFY2025收入超过70亿元，我们认为labubu系列通过产品打磨（增加社交属性）、品类扩张、海外拓展等方面仍具备较大的成长空间。

2) **IP赛道持续性**：我们认为当下年轻人学习及生活压力较大的背景下对于心情疗愈、态度表达的情感诉求会持续存在，而IP潮玩是情绪及态度表达、获取价值认同的较好载体，我们认为市场上会持续诞生“下一个labubu”。从典型的角色IP运营商三丽鸥的成长路径来看，轻内容、重设计，“颜值即正义”的IP形象更适合当下碎片化的娱乐传播方式。我们认为泡泡玛特在IP设计上有差异化，产品创新能力强，社媒运营形成完整打法，目前也逐步向电影、综艺、乐园等方式拓展，看好旗下其他IP的增长潜力。

3) **出海空间**：通过对比乐高的海外渠道，我们认为泡泡玛特门店在美国市场存在较大的扩张空间，有望向乐高120家门店看齐；泰国、印尼、马来西亚等东南亚地区也有望进一步拓展；此外，尚未有门店布局的空白市场有待开拓，如中东等地区。

4) **IP授权OR商品销售**：IP以怎样的方式进行变现我们认为与粉丝圈层、IP属性、IP发展阶段相关。我们认为短期内，泡泡玛特严格把控设计端走直营模式有助于形成鲜明的风格并维持稀缺性，加速品牌心智建立，长期看品牌授权业务具有较大空间。IP授权盈利能力强，在当前三丽鸥体系内海外授权市场贡献大部分利润，我们认为IP授权是IP发展成熟后值得期待的一张牌。

5) **潮玩商品的稀缺性与供需平衡**：6月18日，泡泡玛特对Labubu 3.0系列进行补货，发货时间延长至9月底，这一举措直接导致了二手市场上Labubu 3.0系列的价格大幅下跌。我们认为适当的恢复供需平衡有助于保护IP长期价值。高达商品在我国以经销商渠道为主，售价涨跌也时有发生，根据少数派公众号报道，高达模型在我国售价根据稀有程度价格在5算（日元售价÷100*5）上下浮动20%为主，曾经有爆款达到极高售价（20年出品的PG Unleashed RX-78-2 高达），目前也回归理性价格范围（千岛均价折算约6算），但无碍高达IP长期成长。我们认为泡泡玛特全直营渠道、柔性供应链体制下对于价格和供需的调节可以做到更加灵活，聚焦长期运营可以极大程度维护IP价值。

引言

- **盈利预测**：考虑到24年以来中国港澳台及海外市场迎来大爆发（24年收入同比增长375%、25Q1收入同比增长475%-480%），我们调整25-26年盈利预测，并引入27年盈利预测，预计25-27年公司营收分别为265.03/380.93/504.69亿元（原预测25-26年为134.72/168.23亿元），归母净利润分别为71.44/106.34/143.37亿元（原预测25-26年为28.39/35.86亿元），归母净利率分别为27.0%/27.9%/28.4%；EPS分别为5.32/7.92/10.68元（原预测25-26年为2.11/2.67元），最新股价（6月24日收盘价252.2港元，汇率1HKD=0.91CNY）对应PE分别为43/29/22倍。
- **投资建议**：万代南梦宫过去10年PE（TTM）主要集中在12-28倍之间，三丽鸥2022年以来PE（TTM）主要集中在31-71倍之间，截至2025年6月20日，三丽鸥、万代南梦宫PE（TTM）分别为42倍、25倍，静态估值下泡泡玛特显现出较高估值溢价。但根据彭博一致预期，三丽鸥、万代25-27年PEG分别为2.9倍、2.5倍，体现出市场对全球头部经久不衰的长青IP护城河以及其变现能力、公司运营管理能力的高度认可。根据前文分析，我们看好泡泡玛特作为头部IP造星平台的长期投资价值，在IP设计、渠道能力、运营能力、产业链外延能力等方面崭露头角，我们认为有较大概率陆续诞生现象级IP，看好其长期保持高利润弹性。根据我们的盈利预测，公司当前PEG（25-27年）为1.04倍，对标世界龙头仍有较大的提升空间，维持“增持”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧，海外拓展不及预期，新品类拓展不及预期。

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			25-27年cagr	PEG
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
8136.T	三丽鸥	859	20.7	22.6	26.2	28.9	38	33	30	13%	2.91
7832.T	万代南梦宫	1,619	64.1	60.8	68.2	74.2	27	24	22	10%	2.54
9992.HK	泡泡玛特	3,082	31.3	71.4	106.3	143.4	43	29	21	42%	1.04

数据来源：wind，彭博，公司公告，华西证券研究所（注：三丽鸥、万代南梦宫盈利预测来自彭博一致预期，1人民币=20.1564日元，1人民币=1.0989HKD）

近期，LABUBU引发全球抢购热潮，成为现象级IP。

- 6月10日，在永乐2025春季拍卖会上，一款初代藏品级薄荷色LABUBU以108万元成交，一款全球限量15版棕色LABUBU以82万元成交。
- LABUBU3.0系列自4月底推出以来在全球各地引发排队热潮，目前在二手交易平台，该系列隐藏款近3日成交均价从原价99元炒至4454.5元，溢价高达4399.5%。

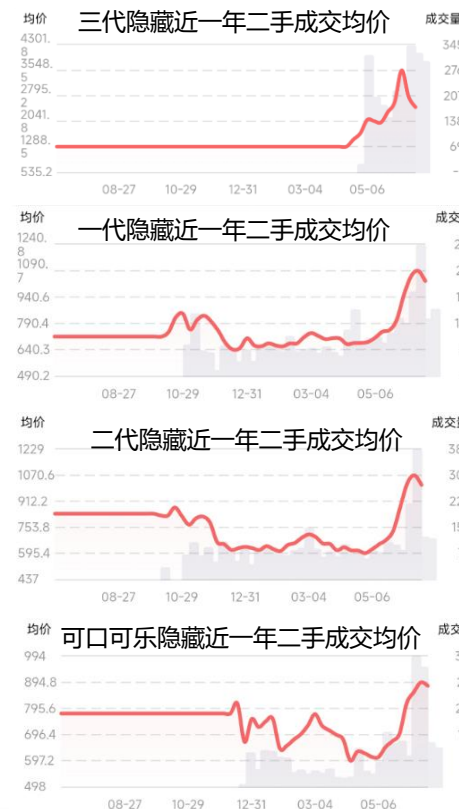
永乐2025春季拍卖会上的两款LABUBU成交价

永乐在线		永乐在线	
	LOT.8231 龙家升作品 薄荷色LABUBU 落槌价：RMB1080000 不支持退换货 免责声明		LOT.8230 龙家升作品 棕色LABUBU 落槌价：RMB820000 不支持退换货 免责声明
尺寸	高：131cm	尺寸	高：160cm
材质	PVC	材质	PVC
备注	全球唯一一只	备注	全球限量15版，版数：7/15
提醒	本场所有拍品均以拍卖预展时实物为准。为保障买家的利益，请买家在拍卖会开拍前联系艺典客服，索要高清拍品图片及品相报告。	提醒	本场所有拍品均以拍卖预展时实物为准。为保障买家的利益，请买家在拍卖会开拍前联系艺典客服，索要高清拍品图片及品相报告。

多款LABUBU搪胶系列隐藏款在二手交易平台上的溢价

Labubu搪胶脸 系列盲盒	三代 (前方高能)	一代 (心动马卡龙)	二代 (坐坐派对)	可口可乐
	2025/4/24	2023/10/26	2024/7/11	2024/12/19
				
	¥ 4454.5	¥ 1444.1	¥ 1371.8	¥ 1151.1
隐藏款				
近3日 成交均价				
溢价率 (%)	4399.5%	1358.7%	1285.7%	624.0%

注：交易数据为2025年6月17日



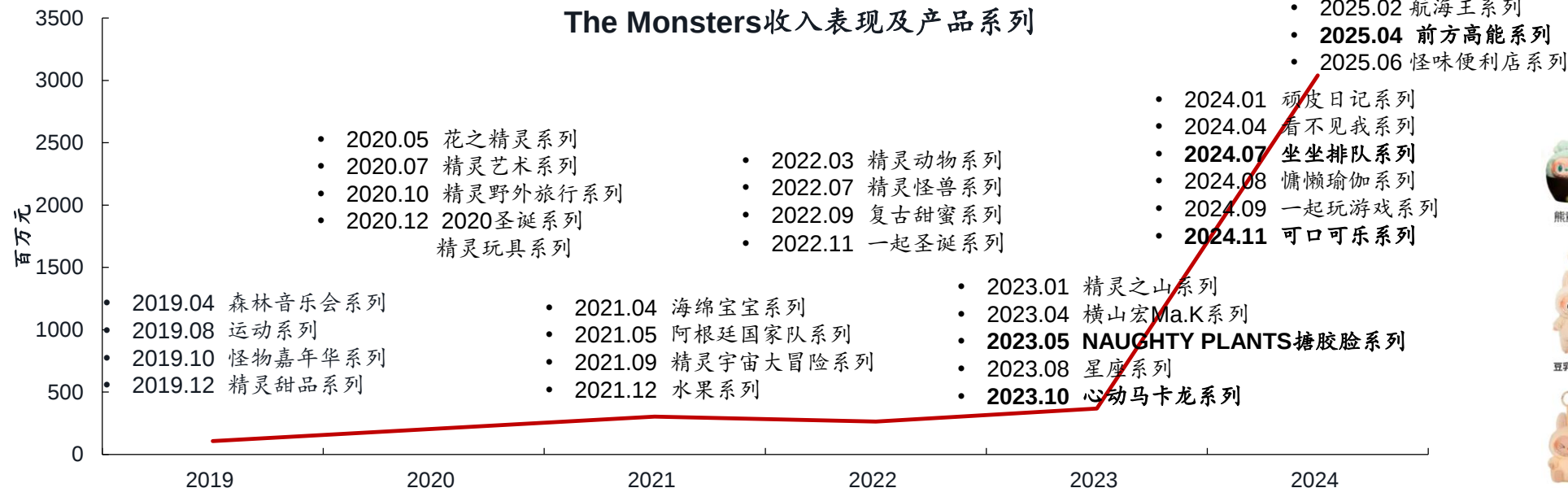
➤ 明星效应的放大作用：

- 1) K-POP圈，韩国女团BLACKPINK的成员Lisa、Rosé等人多次在社交平台上晒出LABUBU的照片；
- 2) 泰国王室，泰国公主多次将Labubu挂件搭配于手袋之上，在时尚活动和私人聚会等公开场合频频露面；
- 3) 欧美巨星，美国家喻户晓的奥运体操冠军西蒙·拜尔斯、乐坛天后蕾哈娜、英国当红人气歌手杜阿·利帕以及球星贝克汉姆等，都曾在自己的社交媒体平台上晒出Labubu。

LABUBU的明星“自来水”



The Monsters收入表现及产品系列

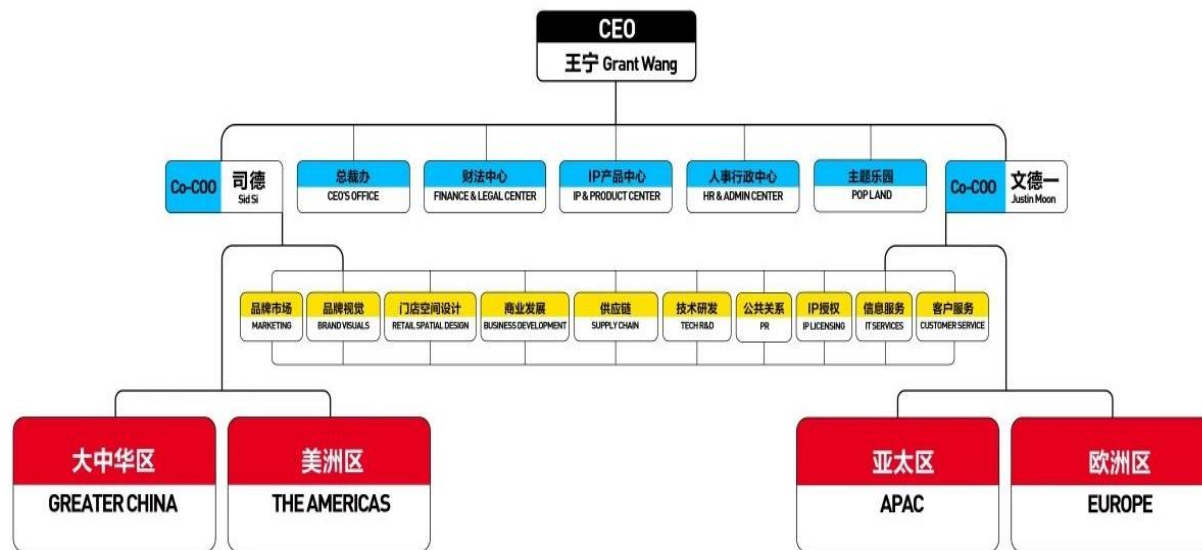


数据来源：泡泡玛特POP MART公众号，千岛APP，公司公告，华西证券研究所

据泡泡范儿，在海外持续高歌猛进的背景下，泡泡玛特在2025年4月进行了组织架构的调整，推动组织架构扁平化，促进全球化人才流动与培养。

- 取消独立的“泡泡国际”部门，由CEO王宁更深度参与核心业务；
- 在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设立四大区域总部强化本地化落地，文德一兼任联席COO，与司德共同负责全球业务的管理及运营工作；
- 打造统一强大的中台，支撑全球业务高效运转。

泡泡玛特组织架构升级示意图



数据来源：公司公告，泡泡范儿，华西证券研究所

泡泡玛特管理层

姓名	职位	履历
王宁	执行董事、董事会主席及行政总裁	2010年10月成立公司，负责公司整体战略规划及管理。2009年6月获得中国郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）广告专业学士学位，并于2017年6月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
刘冉	执行董事及副总裁	2011年7月加入公司，负责公司的总裁办。2010年7月获得中国郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）旅游管理专业学士学位，并于2020年7月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
司德	执行董事及联席首席运营官	2015年3月加入公司，负责公司运营工作及大陆地区的整体业务。入职公司之初的职务为品牌总监，于2016年7月晋升为副总裁。2011年7月在中国获得中国传媒大学法语专业学士学位，并于2017年7月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
文德一	执行董事及联席首席运营官	2018年8月加入公司，负责监察公司中国港澳台及海外业务部。2013年7月至2018年7月先后担任CJ CheilJedang Corporation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经理，2009年1月至2013年5月担任CJ ENM的全球战略部经理。2004年12月至2008年12月，任职于Lotte Cinema Co., Ltd.的规划管理部。2005年2月获得韩国建国大学中文学士学位，并于2018年7月获得中国北京大学工商管理硕士学位。
杨涛	副总裁	2010年10月加入公司，负责公司IP运营、产品研发及inner flow艺术机构。2009年5月获得美国福特海斯州立大学通识学学士学位，并于2010年11月获得香港浸会大学传播学硕士学位。
杨镜冰	首席财务官	2017年8月加入公司，负责公司的财务管理。2010年3月至2017年8月先后担任北京金隅大成开发有限公司（现称北京金隅房地产开发集团有限公司）的财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。2009年3月至2010年3月，担任北京大成开发有限公司的财务规划部经理。2007年9月至2009年3月，担任北京金隅股份有限公司的上市办公室财务部成员；2002年7月至2007年9月，担任北京金隅嘉业房地产开发公司的财务部职员。2002年6月获得中国上海财经大学法学及管理学士学位，并于2016年6月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。

总结对比

	三丽鸥	万代南梦宫	乐高	泡泡玛特
最新市值（亿元）	862	1,434	-	3,023
最近一个财年收入（亿元）	72	616	829	130
最近一个财年归母净利润（亿元）	21	64	154	31
最大单一IP收入（最新财年，亿元）	Hellokitty25亿（商品授权费为主）	高达72亿	-	Labubu30亿
IP类型	角色	内容	-	角色
用户链接	情感投射（用户自定义）	情感沉浸（带入动漫影视世界观）	聚焦产品，提升可玩性	情感投射
商业化路径	品牌授权+商品零售	玩具+游戏	深耕积木品类，探索线下主题乐园	商品零售为主，少量品牌授权
IP生命周期管理	携手品牌商及运营商二创设计，保持IP联名商品的高频上新和海量输出	持续推出高质量的动漫及电影，延伸至网游及卡牌游戏	聚焦积木，建立产品可玩性。围绕积木开展多元化业务。	独家签约设计师，相对高频上新，打造差异化及时尚化
海外扩张	品牌授权轻资产输出，海外利润贡献远高于本土	商品销售为主，增加本土化设计，FY2025海外收入占比30%，利润率大幅改善	商品销售为主，增加本土化设计，从欧洲逐步向美洲、亚洲扩张，截至2025年6月23日，中国大陆以外门店约549家（全球总门店超1000家）	商品销售为主，增加本土化设计，截至2025年6月23日，中国港澳台及海外门店约151家
供应链	门槛相对较低	自建工厂，严格把控工艺和产能，高壁垒	自建全球工厂，目前拥有7家工厂（含1家在建工厂），壁垒高	外包供应链，中壁垒，灵活性强
破圈效应	少女心代名词，HelloKitty授权销售额累计超800亿美金	收藏属性与拼搭乐趣为主，受众面相对较窄但忠诚度高	收藏属性与拼搭乐趣为主，受众面相对较窄但忠诚度高	毛绒品类提升其社交属性，名人效应下快速破圈

注：1人民币=20.1564日元=0.8963丹麦克朗=1.0989港元



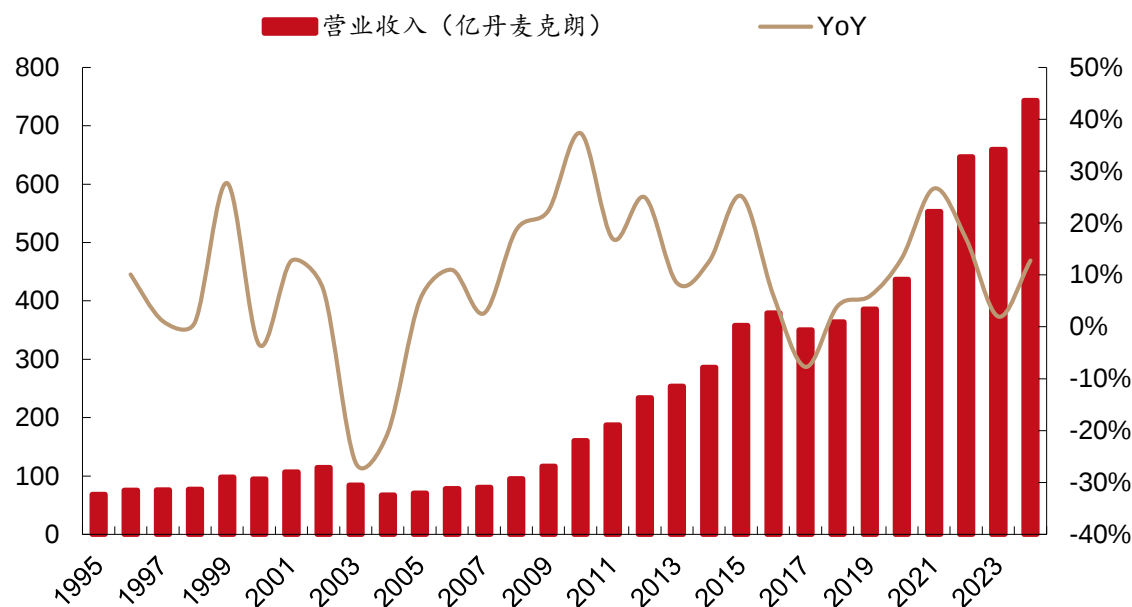
01 乐高：专注+创新，构建积木生态系统

乐高：穿越百年的积木龙头

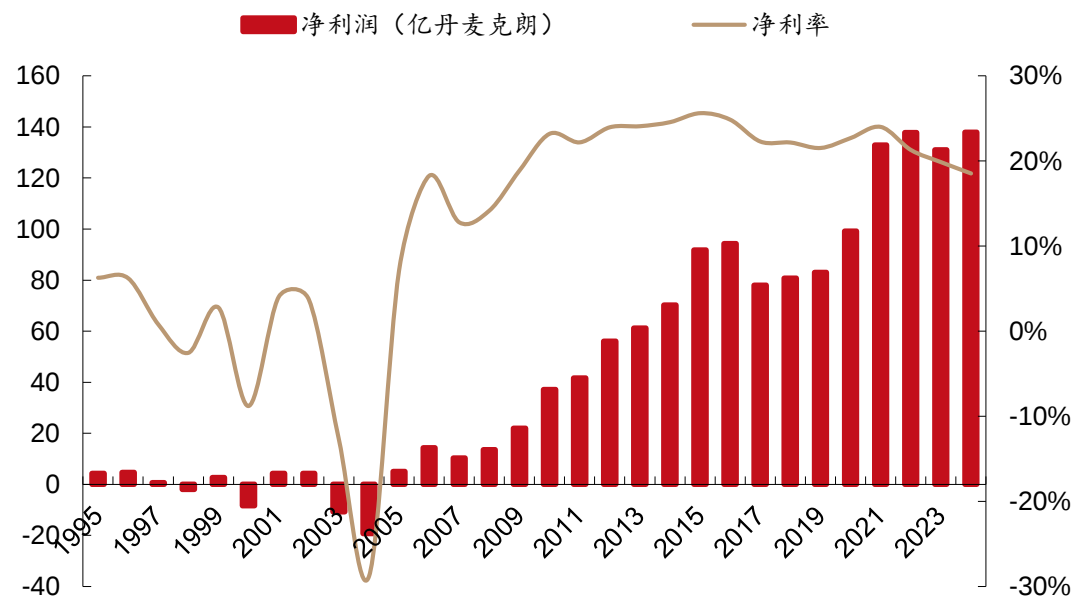
乐高集团是丹麦的家族式私有企业，由Ole Kirk Kristiansen于1932年创立，公司名称“LEGO”源自丹麦语“Leg Godt”，意为“玩得开心”。经过90余年的发展，乐高集团已从一个小木匠作坊发展成为一家现代化的全球性企业，现在是世界上最大的玩具制造商之一，其积木产品风靡全球，深受各年龄段消费者的喜爱。

近十年业绩稳健增长。2014-2024年，公司营收和净利润CAGR+10%/+7%，其中，2024年，公司实现营收和净利润743.25/137.92亿丹麦克朗，毛利率和净利率为68.3%/18.6%。截至2024年底，公司在全球共有1069家品牌零售店，包括由默林娱乐集团所有和运营的位于乐高乐园和乐高探索中心的零售店40家、自营的乐高品牌旗舰店201家、由合作伙伴所有和运营的乐高授权专卖店768家及乐高旅行零售店60家。

1995-2024年乐高集团营收及增速



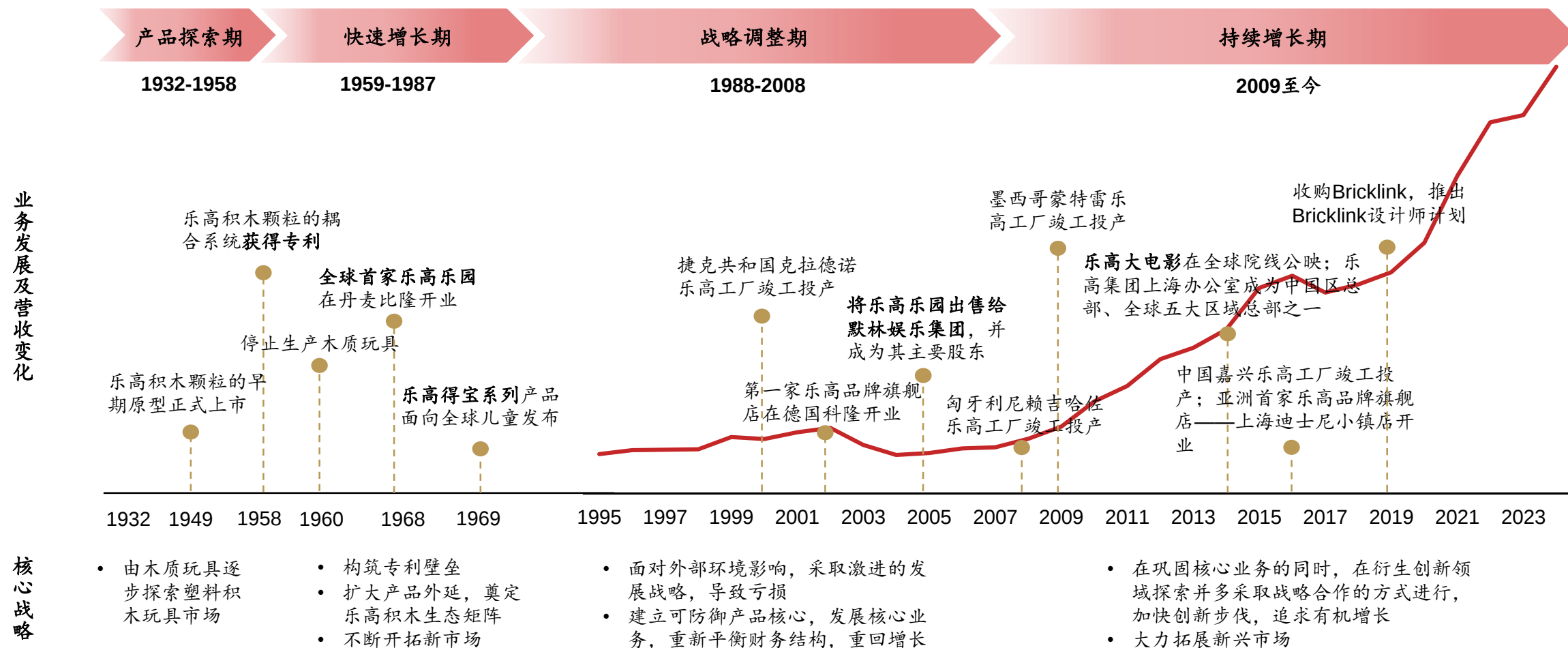
1995-2024年乐高集团净利润及净利率



数据来源：乐高集团官网，乐高集团资讯中心，华西证券研究所

乐高：穿越百年的积木龙头

复盘乐高集团近百年的发展，可以分为四个发展阶段：产品探索期（1932-1958年）、快速增长期（1959-1987年）、战略调整期（1988-2008年）、持续增长期（2009年至今）。



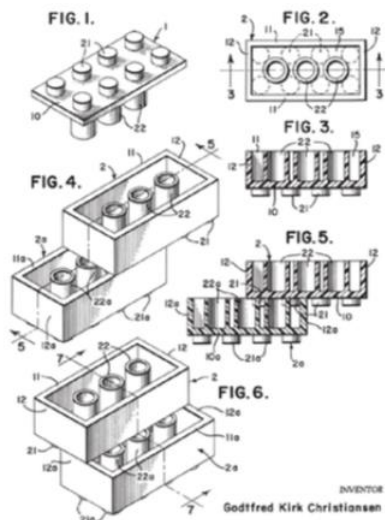
乐高：穿越百年的积木龙头

1932-1958年：产品探索期，从木质玩具到塑料积木。公司早期以木质玩具起家，1946年订购了第一台注塑机，并于1949年在英国玩具公司 Kiddicraft 产品的基础上，改良推出了首款“自动结合积木”（乐高积木的早期原型）。为进一步增加积木间结合的稳定性和，公司不断改良产品，最终于1958年设计出“凸起管”并获得专利。

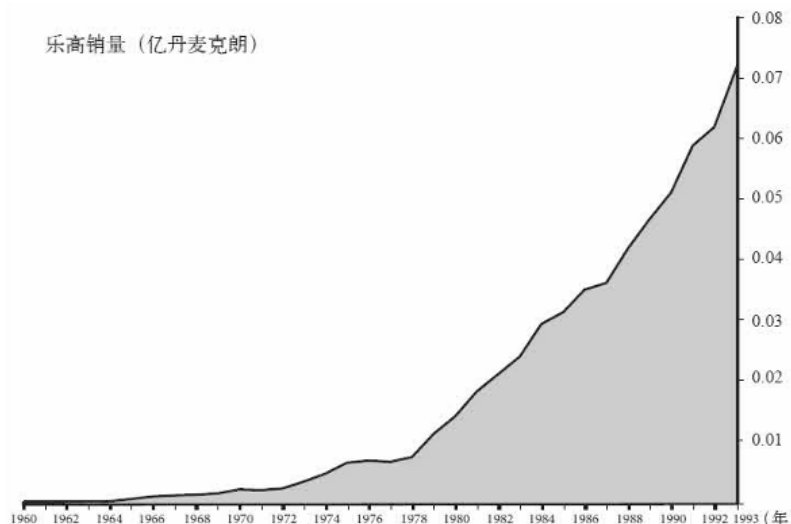
1959-1987年：快速增长期，从单个产品到玩乐系统。1960年起公司停止生产木质玩具，专注于塑料积木。在这一阶段，公司多样化产品线持续完善乐高玩乐系统，市场不断扩张，开始在众多国家销售产品和开设公司，带动销量显著上升。

- **产品创新：**1955年公司推出乐高玩乐系统，利用通用零件（标准的2×4积木），让积木从单个产品变成可融合再创造的系统。一方面，建立了专业的管理体系，将产品线分为得宝（负责生产针对幼儿的大积木）、乐高建筑（负责生产构成乐高系统核心内容的基础套装）、其他组件。另一方面，不断开发主题套装，如城堡系列、太空系列和城镇系列，并推出乐高人仔，带来角色扮演的玩乐体验。
- **渠道拓展：**公司在20世纪五六十年代扩大了零售商网络，并且进军国际市场，到20世纪90年代中期，公司在全球六大洲拥有45家分公司。

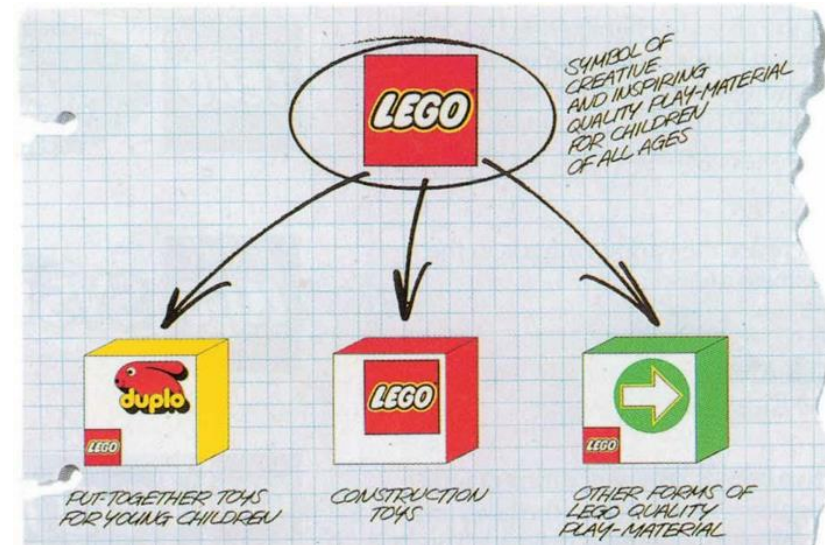
乐高集团1958年申请的积木专利



20世纪60年代到80年代乐高销量显著上升



乐高集团将产品线分为三大部分

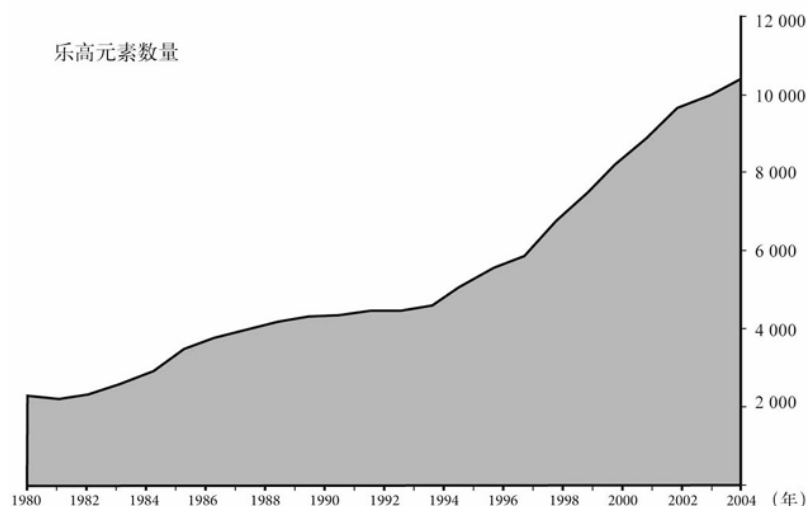


乐高：穿越百年的积木龙头

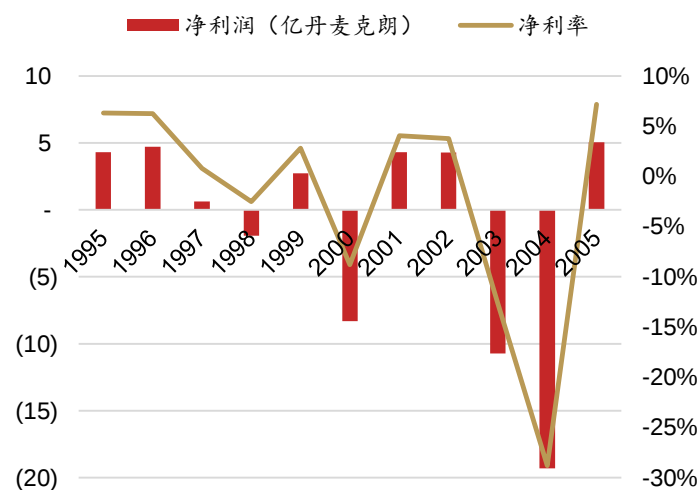
1988-2008年：战略调整期，从盲目创新到回归主业。在专利到期、技术革新带来的市场变化下，公司激进的经营战略加剧了财务危机。为此，公司重新聚焦发展核心业务，驱动业绩重回增长通道。

- 危机下的激进战略，加剧公司财务危机：**1988年公司自锁积木的专利到期，垄断地位被打破，众多低成本竞争者崛起；同时，数字游戏等新兴娱乐形式开始涌现，对传统玩具市场造成分流。在此背景下，公司采取了激进的发展战略，一方面，大肆增加产品数量，1997-2004年间，公司产品目录上的元素数目暴增，颜色也从最初的6种增加到了50多种，供应和生产成本随之攀升；另一方面，盲目创新且缺乏系统性管理，业务拓展至软件（电脑游戏和电影工作室）、学习概念（乐高教育中心）、生活产品（乐高儿童服饰）、女孩玩具（乐高娃娃）、媒体（书、杂志和电视）以及主题公园，并加速扩张直营零售店。2003-2004年公司净亏损分别达10.7/19.3亿丹麦克朗。
- 回归主业，重新制定创新战略：**2004年公司更换掌门人，开启新一轮改革。一方面，关停亏损业务，包括缩减零售店项目、出售主题公园以及放弃电脑游戏业务等；另一方面，专注核心产品，如停止生产探索系列、杰克·斯通等，重新恢复得宝系列、城市系列等经典产品。此外，加强成本和盈利管理，建立70%通用零件+30%特殊零件的产品模式，提出任何现存或新产品的利润率必须不低于13.5%这个基准。

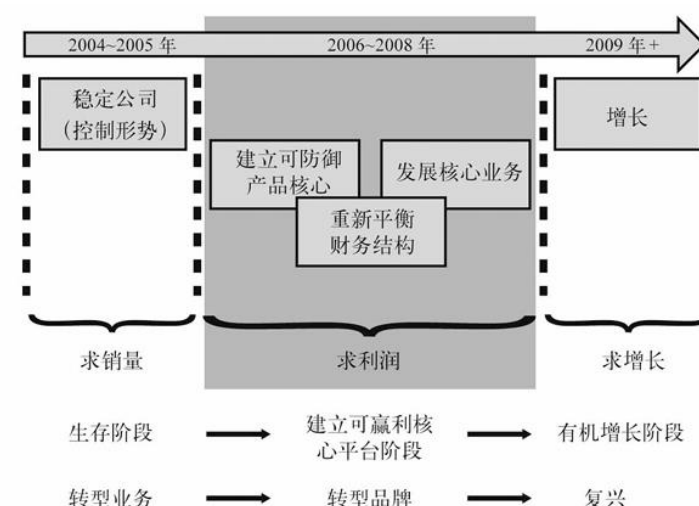
1980-2004年乐高每年生产的不同元素数量



1995-2004年乐高集团业绩整体承压



新一轮改革下的发展战略

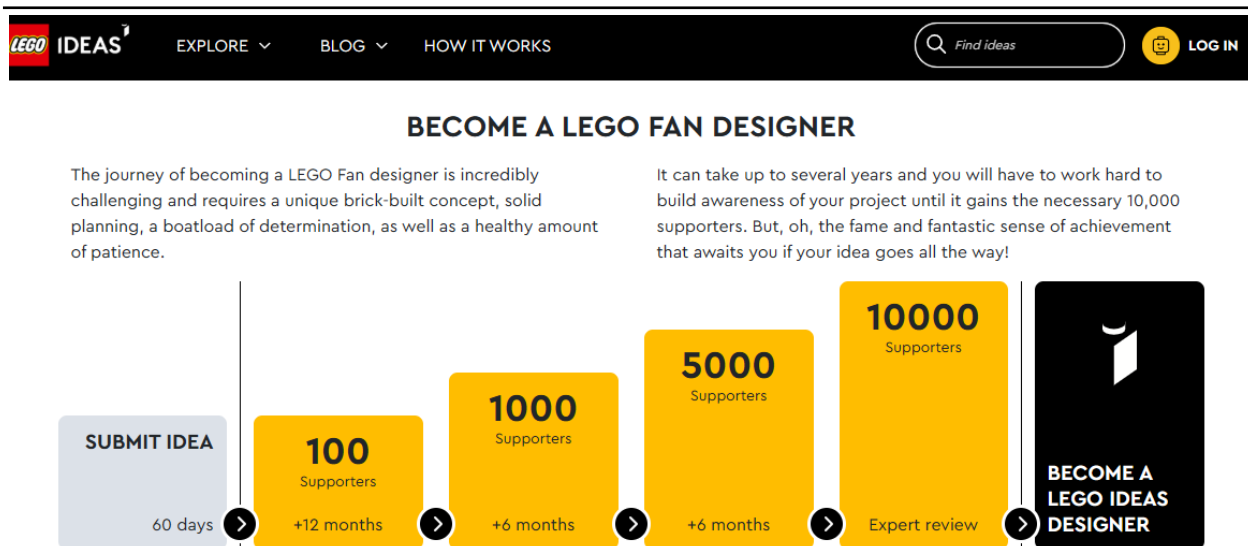


乐高：穿越百年的积木龙头

2009年至今：围绕核心产品开展多元化业务，实现持续增长。在坚持以积木为核心的前提下，公司不断进行产品创新，扩展受众群体，深化全球化布局。

- **扩展受众群体，实现开放式共创：**公司关注到越来越多的成年粉丝群体（Adult Fans of LEGO，AFOLs），2005年推出了面向全球AFOL的“乐高大使”计划，与其建立更紧密的联系；并开始推出一些针对成年人的系列产品，如高难度的建筑系列。除了提供商业价值，AFOL还为公司产品创新注入了活力；2008年，公司推出“Cuusoo”（“LEGO IDEAS”平台的前身），粉丝提交的设计若获得1万票支持，即有机会进行量产，量产后创作者将获得销售额的1%。这一运作方式颠覆传统的创新模式，将庞大的粉丝群体融入产品设计的过程中，构建起独特的创意生态系统。
- **推进IP合作，打造全球影响力：**自1999年与卢卡斯影业合作推出星球大战系列以来，公司开启IP合作之旅，与迪士尼、华纳兄弟等众多国际知名娱乐公司合作推出哈利波特、复仇者联盟、指环王等诸多系列，借助这些大IP的强大号召力和广泛粉丝基础，极大提升了产品吸引力和市场销量。在IP合作中，公司坚持“乐高化”原则，所有联名角色与场景均以标志性积木风格进行呈现。

“LEGO IDEAS”平台



乐高集团合作过的部分品牌及产品示例



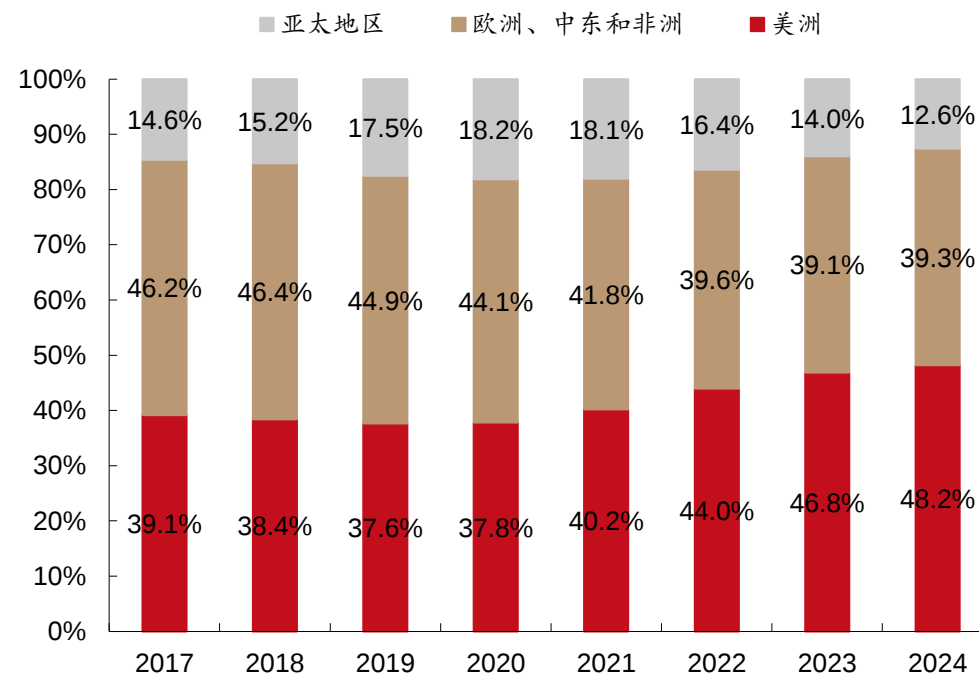
乐高：穿越百年的积木龙头

- **丰富传播矩阵，扩大品牌影响力：**与过去盲目涉足游戏、电视等新领域不同，本次非玩具形式的业务拓展始终围绕着核心产品积木。影视方面，公司先后推出了《乐高大电影》《乐高蝙蝠侠大电影》《乐高幻影忍者大电影》《乐高大电影2》4部乐高大电影；游戏方面，先后推出了《乐高星球大战》《乐高指环王》等IP改编游戏。
- **发力亚洲市场，深化全球化布局：**随着核心的欧洲和美洲市场增速放缓，公司开始将扩展重点转向快速增长的亚洲市场。2013年，公司宣布计划在中国浙江嘉兴建设其在亚太地区的第一家工厂，并于2016年正式落成；2025年4月，亚洲地区的第二家工厂——越南工厂正式落成。目前公司在全球拥有六家工厂，分别位于丹麦、匈牙利、捷克、墨西哥、中国和越南。

《乐高大电影》及《乐高星球大战》游戏



2017-2024年乐高集团按地区划分的收入结构



乐高vs泡泡玛特：聚焦主业，构建多元化生态系统

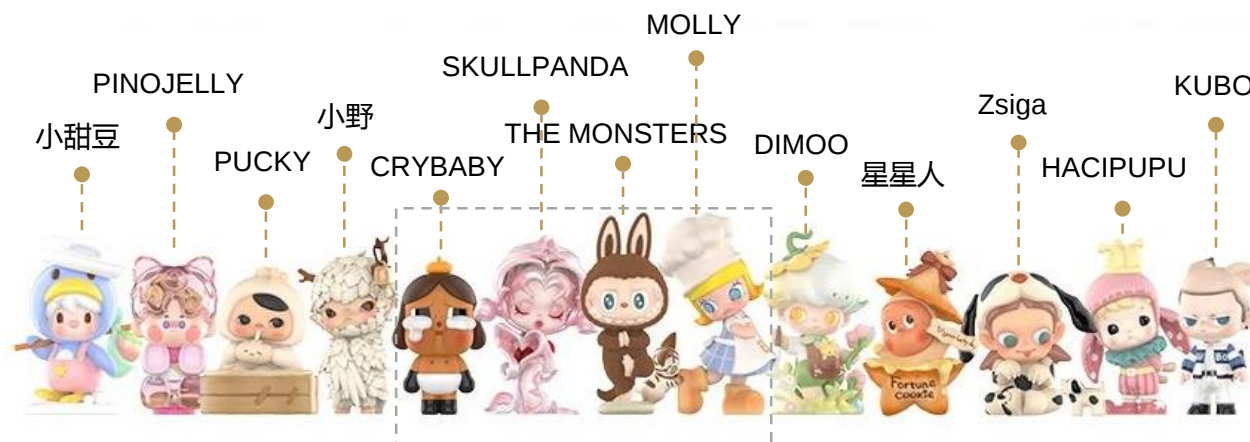
产品端：聚焦主业，构建多元化生态系统

- 乐高聚焦于积木，通过标准化通用零件的自由组合满足个性化需求，自由度高、可玩性强，能够不断激发用户的创造力；而IP仅为其积木产品的加成，用于增加品牌曝光度和影响力。泡泡玛特聚焦于IP（尤其是自有IP和独家IP），通过盲盒模式激活用户的收集欲和赌徒心理，核心在于情感满足，以收藏和欣赏价值为主。
- 乐高围绕核心产品开展多元化业务（如乐高教育、大电影、游戏、乐园等），通过数字化和其他线上线下的体验打造独特的“乐高宇宙”。泡泡玛特近年来亦不断延伸消费场景，从潮玩到饰品、乐园、数字娱乐等，逐步建立了多产业链的IP商业化体系，进一步加深粉丝与IP的情感连接，探索IP在价值实现路径上更多的可能性。2024年，泡泡玛特已有13个IP营收破亿元，其中，THE MONSTERS、MOLLY、SKULLPANDA、CRYBABY 4大IP营收已破10亿元。

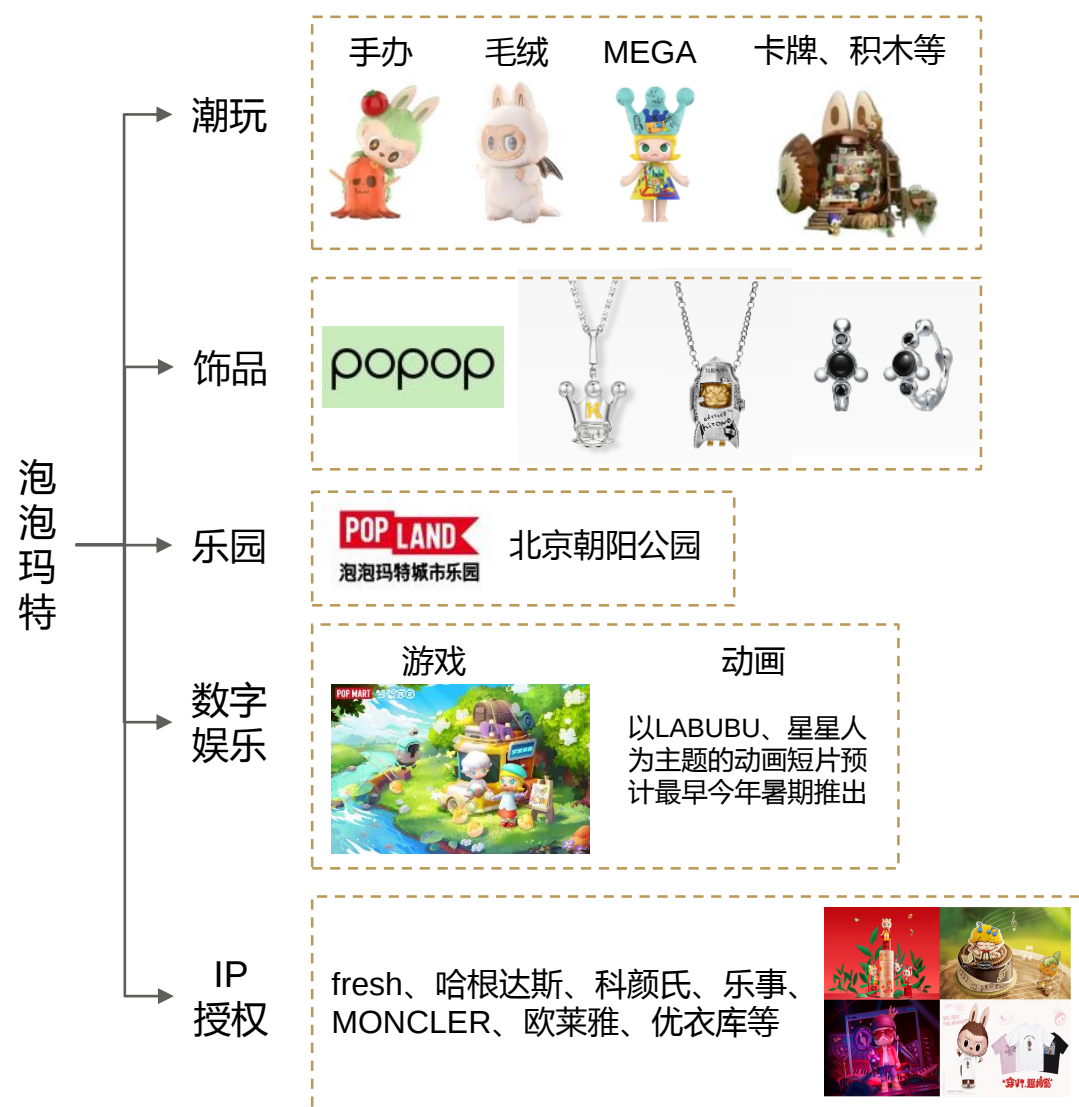
乐高近四年最受欢迎的主题系列

2021	2022	2023	2024
乐高城市组	乐高城市组	乐高城市组	乐高Icons系列
乐高机械组	乐高星球大战系列	乐高机械组	乐高星球大战系列
乐高创意百变高手系列	乐高Icons系列	乐高Icons系列	乐高机械组
乐高哈利波特系列	乐高机械组	乐高星球大战系列	乐高城市组
乐高星球大战系列	乐高哈利波特系列	乐高哈利波特系列	乐高哈利波特系列

2024年泡泡玛特有13个IP营收破亿元



乐高vs泡泡玛特：聚焦主业，构建多元化生态系统

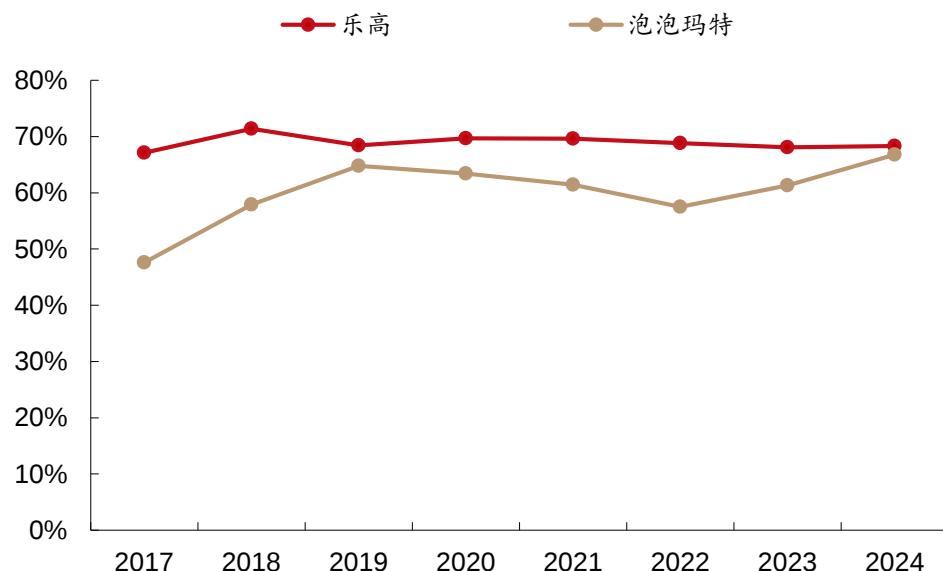


乐高vs泡泡玛特：产品及地域差异导致生产模式选择不同

生产端：产品及地域差异导致生产模式选择不同

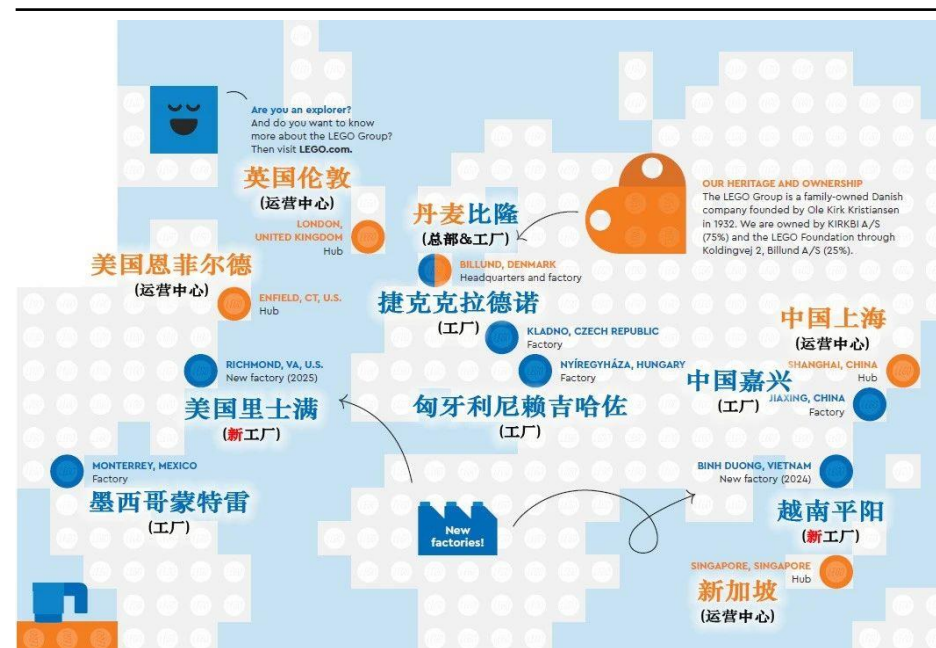
- 据乐高集团官网披露的年报及中外玩具网报道，乐高自建全球工厂，将生产设施靠近主要市场，以应对当地需求的变化，缩短供应链，目前拥有位于丹麦、匈牙利、捷克、墨西哥、中国和越南的6家工厂以及位于1家在建的美国工厂，供货范围覆盖欧洲、中东、非洲、美洲和亚洲。
- 泡泡玛特专注设计与开发环节，在生产制造方面采用代工方式，一方面，不同于乐高积木的高标准化生产，泡泡玛特产品属于非标产品，难以实现完全自动化生产，整体生产工序复杂；另一方面，我国东莞等潮玩产业聚集地的代工厂，拥有丰富的潮玩生产经验和专业的生产设备，具备大规模、标准化生产的实力。近年来，泡泡玛特不断整合供应商资源，把一些主力产品集中在几个大的供应商生产，提升供应商集中度，从而在提升产品质量、降低瑕疵品比例的同时，加强上游议价能力、降低采购成本。

乐高和泡泡玛特毛利率



数据来源：乐高集团官网，wind，中外玩具网，华西证券研究所

乐高全球工厂布局



乐高vs泡泡玛特：多场景拓展，打造沉浸式体验

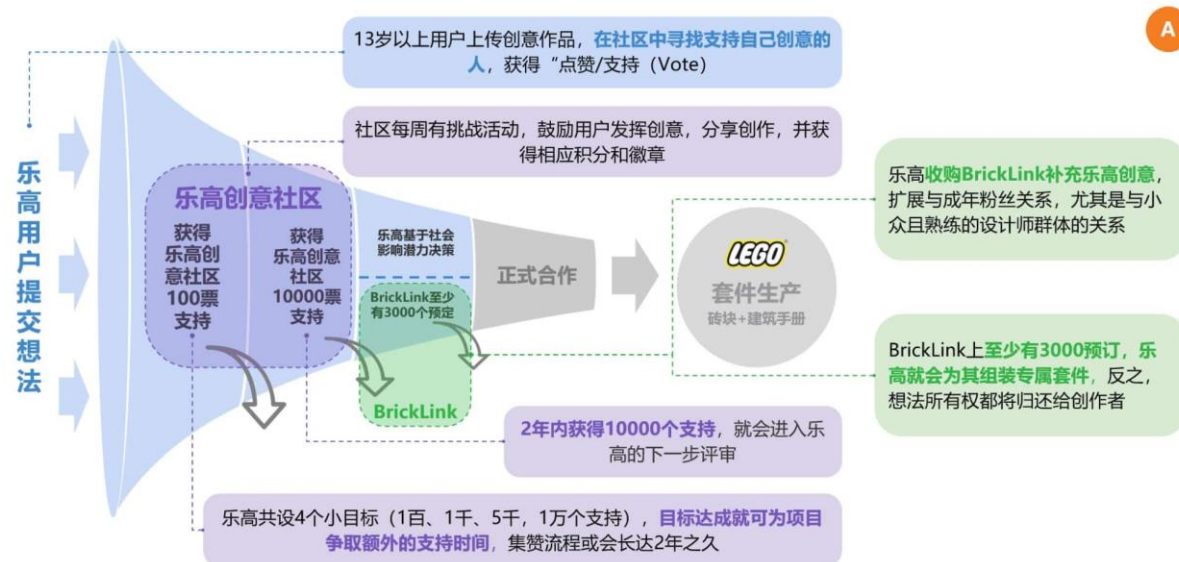
渠道端：多场景拓展，打造沉浸式体验。

- 线下方面，乐高线下渠道主要包括品牌零售店、乐高之家、乐高探索中心，其中，乐高之家位于丹麦比隆，是一个大型体验中心，涵盖乐高历史展览区域、不同主题的体验区等，乐高探索中心则是专为亲子家庭打造的乐高超级室内游乐园。泡泡玛特的线下渠道更为多元，主要包括零售店、机器人商店（突破时间的限制）、快闪店、展会等。
- 线上方面，乐高的线上渠道包括乐高自营官网、亚马逊、淘宝、京东等电商平台，此外，乐高拥有官方的二手交易平台bricklink，且粉丝可通过Bricklink设计师计划和LEGO IDEAS平台提交想法，实现产品共创。泡泡玛特的线上渠道包括泡泡玛特抽盒机、天猫、抖音和其他国内外主流电商平台，其中泡泡玛特抽盒机玩法多样、娱乐性强，但没有官方的二手交易平台，二手交易主要在千岛、咸鱼等第三方平台。

THE MONSTERS 上海快闪店



乐高通过LEGO IDEAS和Bricklink实现开放式创新



乐高vs泡泡玛特：泡泡玛特海外门店仍有较大扩张空间

海外扩张：对比乐高的全球门店布局，泡泡玛特门店仍有较大扩张空间。

- 从扩张路径来看，乐高由欧洲逐渐向美洲、亚洲地区扩张，目前全球品牌零售店数量超1000家。泡泡玛特则从文化接近的亚洲地区、东南亚地区开始布局，再慢慢渗透到IP溢价更高的澳洲、欧美市场；据泡泡玛特官网/公告，目前海外门店数量超150家，2025Q1海外收入同比增长475%-480%，其中，亚太同比增长345%-350%，美洲同比增长895%-900%，欧洲同比增长600%-605%。
- 对比乐高的全球门店布局：
 - ① 泡泡玛特在泰国、中国港澳台地区的门店数量已经超过乐高，在新加坡的门店密度与乐高持平；但考虑到文化契合度、门店密度（泰国每百万人仅对应0.4家泡泡玛特门店，远低于新加坡和中国港澳台地区）等，我们认为泰国仍是泡泡玛特的高潜力地区。
 - ② 泡泡玛特在美国、印尼、马来西亚、英法意及澳大利亚的门店数量均明显低于乐高，未来仍具有较大的拓展潜力；尤其是美国市场，乐高门店达120家，泡泡玛特仅35家，每百万人仅对应0.3家泡泡玛特门店。虽然泡泡玛特在日韩的门店数量也明显低于乐高，但受发达的动漫及娱乐产业影响，日韩两国潮玩市场相对成熟，本土竞争者众多，我们认为拓展潜力或许相对较弱。
 - ③ 泡泡玛特还有较多尚未有门店布局的国家和地区，如北美的加拿大和墨西哥（乐高合计门店40家）、德国等其余欧洲地区、南美洲、中东和非洲地区。

潮玩出海三大市场对比

	东南亚	日韩	欧美
市场	人口年轻，对潮玩文化接受快，华人占比高、喜好相似	市场成熟，对亚太乃至欧美都有一定影响力	全球体量最大、消费群最成熟，竞争也最激烈，产业辐射能力最强
用户	最年轻，集中在20-35岁，女性占比较高，喜好受社交媒体影响大	集中在15-40岁，男女比例相对均衡，男性更爱炫酷、精致的拼装模型，而女性更偏好可爱、治愈风	核心年龄段25-45岁，喜好相对传统，以男性审美占主导，偏爱潮酷、阳刚硬核风格，女性群体在扩大
IP	既爱欧美日韩IP，也爱独立艺术家尤其是本土艺术家原创IP	丰富多元，故事性和文化属性强	超级英雄科幻类动漫、电影、体育类、街头文化IP为主，复古影视、玩具IP有超越之势
挑战	语言和信仰多元，市场分散	竞争者众多、内容要求高、潮流更新迭代速度极快	粉丝文化沉淀深厚，忠诚度和黏性强，文化壁垒强

乐高vs泡泡玛特：泡泡玛特海外门店仍有较大扩张空间

综上，我们认为泡泡玛特门店在美国市场存在较大的扩张空间，有望向乐高120家门店看齐；泰国、印尼、马来西亚等东南亚地区也有望进一步拓展；此外，尚未有门店布局的空白市场有待开拓，如中东等地区。

乐高和泡泡玛特门店分布对比

		乐高门店		泡泡玛特	
		(家)	门店 (家)	15-39岁人口 (百万人)	门店密度 (家/百万人)
东南亚	泰国	5	10	25.33	0.39
	新加坡	10	10	2.57	3.89
	马来西亚	15	7	15.26	0.46
	印度尼西亚	25	4	108.87	0.04
	越南		2	37.77	0.05
	菲律宾	5	1	49.26	0.02
北美	美国	120	35	115.85	0.30
	其他	40			
欧澳	英国	23	10	21.67	0.46
	法国	24	6	19.74	0.30
	意大利	30	1	15.73	0.06
	西班牙	8	1	13.25	0.08
	荷兰	4	1	5.78	0.17
	澳大利亚	20	11	8.93	1.23
	新西兰	2	2	1.75	1.14
	其他	67			
日韩及中国港澳台	中国港澳台	12	33	9.30	3.55
	日本	40	9	30.86	0.29
	韩国	23	8	15.77	0.51
中东和非洲		28			
南美洲		48			

数据来源：乐高集团官网，泡泡玛特官网， PopulationPyramid， 华西证券研究所



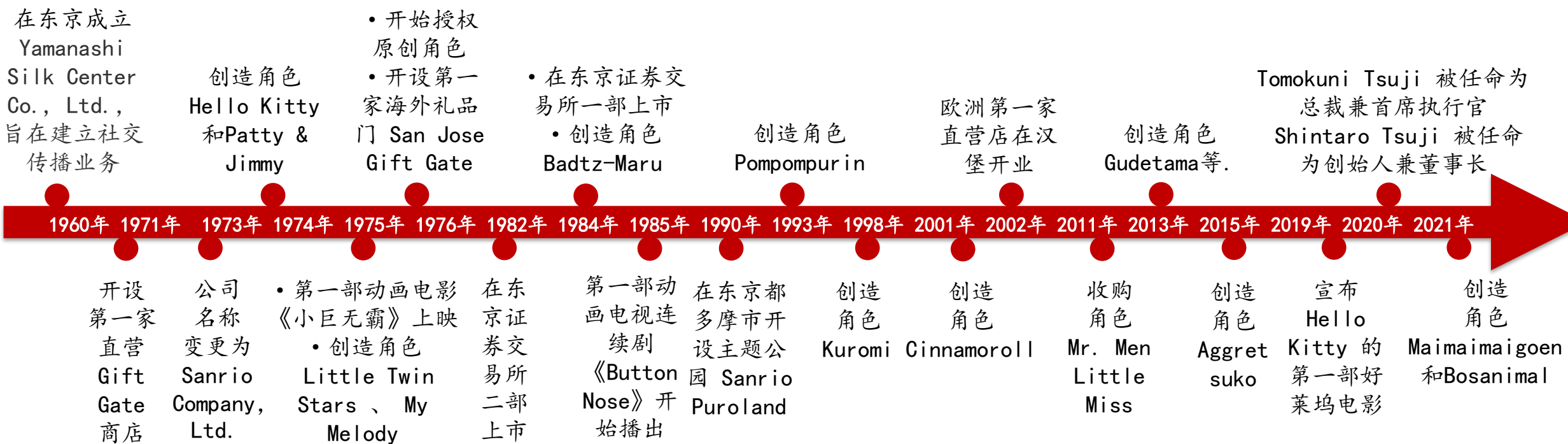
02

**三丽鸥：强运营能力打造治愈系陪伴符号，
通过品牌授权向全球输出**

三丽鸥：微笑哲学孕育萌系IP龙头，授权业务高增撑起万亿市值

- **公司成立于1960年，小礼品店起家，1973年设计HelloKitty角色后名声大起：**公司成立于1960年，公司创始人辻信太郎起初开展礼品销售业务，偶然间发现印有草莓图案的小商品销量喜人，于是在1973年经过一系列市场调研后推出HelloKitty这一经典IP形象，1975年凯蒂猫的首款产品Petite Purse正式发布，大受欢迎，从此围绕HelloKitty家族进行小商品设计销售，公司步入快速成长期。
- **公司运营约450个IP，微笑哲学孕育治愈系IP家族：秉持着“Small Gift Big Smile”的经营理念，**继HelloKitty爆火后，公司陆续推出库洛米、玉桂狗等角色，根据公司官网，截至目前公司运营约450个IP。三丽鸥的角色以其独特的微笑哲学，跨越了年龄、性别、地域和文化等界限，成为了全球范围内广受欢迎的“萌物”。公司旗下IP多为角色IP（无较多影视动漫内容积累），通过一系列IP运营传递积极情绪。
- **公司以IP运营为出发点，向乐园、教育、游戏多产业链延伸：**公司参与旗下角色IP的乐园建设运营（在营两家三丽鸥主题乐园）、影视动漫制作等，借助商品销售和品牌授权向世界输出旗下IP的联名商品。FY2025公司业务分为商品销售、许可证业务、主题乐园、新业务（教育、影视、游戏等），收入高达1449亿日元，约72亿元人民币（按1人民币=20.1564日元计算），归母净利润417亿日元，约人民币21亿元，截至2025年6月19日，公司市值约1.8万亿日元，PE（TTM）高达43倍。

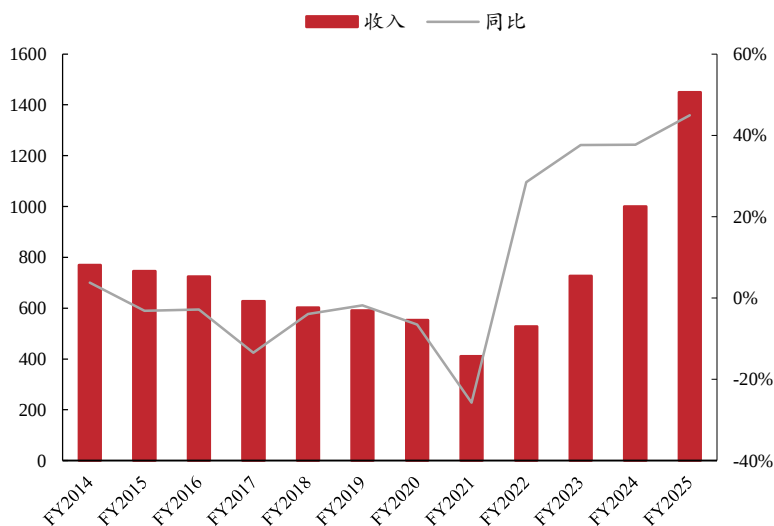
三丽鸥集团发展历程



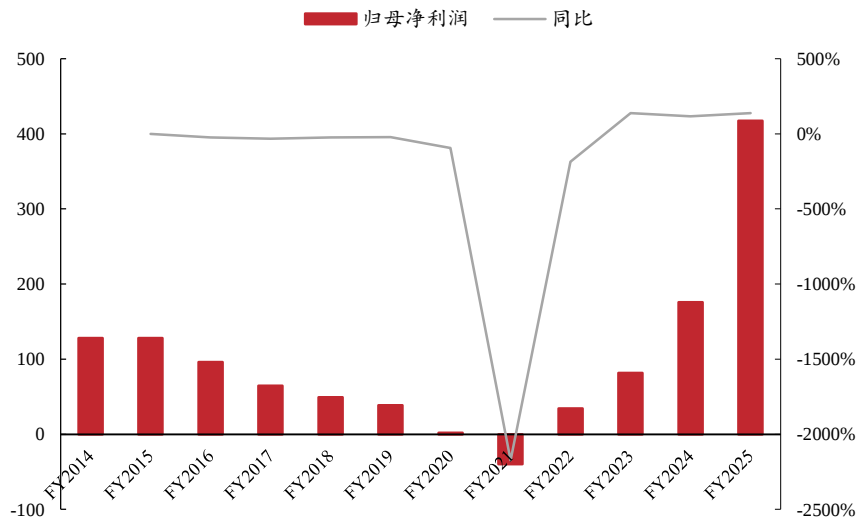
三丽鸥：微笑哲学孕育萌系IP龙头，授权业务高增撑起万亿市值

- ◆ 近期财务表现：
- ◆ 公司业务由商品销售、商品授权、主题乐园、其他构成，2025财年上述各项业务收入占比分别为34%、55%、9%、2%。
- ◆ 2021-2025财年收入复合增速37%：增长主要由商品授权业务驱动，以库洛米、玉桂狗等为核心的新一代IP快速赢得市场认可；
- ◆ 2022-2025财年归母净利润复合增速87%：FY2022年公司扭亏为盈，FY2022-FY2025公司归母净利润复合增速87%，增长驱动主要包括关闭亏损门店、聚焦商品授权业务、海外业务盈利能力大幅提升等（后文详细介绍）。

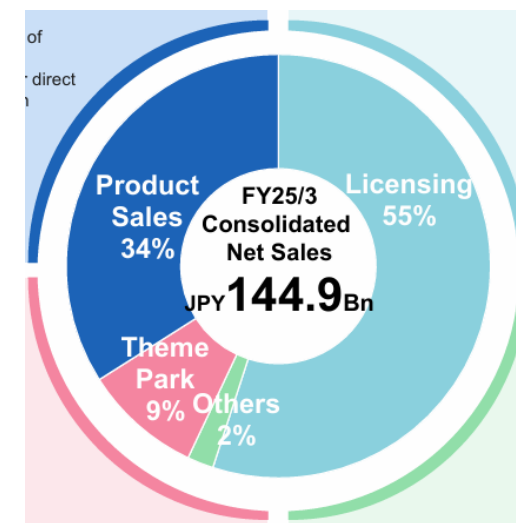
三丽鸥集团收入（亿日元）及同比增速（FY2014-FY2025）



三丽鸥集团归母净利润（亿日元）及同比增速（FY2014-FY2025）

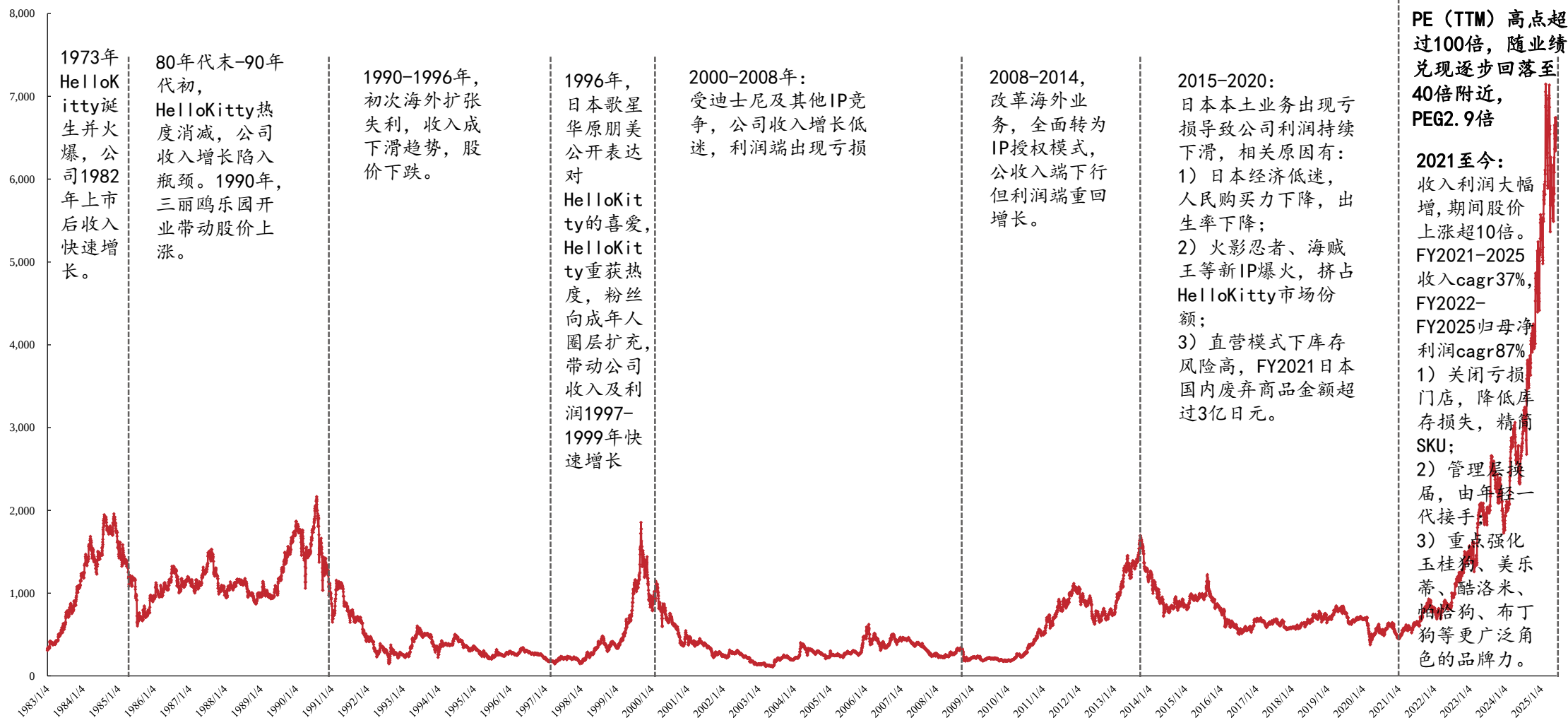


三丽鸥FY2025各项业务收入占比



三丽鸥股价复盘：历经波折阵痛，2021年起收入利润高增，FY2025ROE高达39%

三丽鸥股价复盘（单位：日元）



资料来源：wind，华西证券研究所，注（PEG估值参考彭博26-28财年一致预期）

三丽鸥成长复盘1：偶像效应推动HelloKitty破圈，新管理层上任推动其翻红

- ◆ **穿越半个世纪的长青IP，累计创造收入超过858亿美元。**根据商业地产招商圈公众号，Hello Kitty自1974年诞生以来，截至2021年授权商品累计为创造858亿美元收入。Hello Kitty诞生于20世纪70年代日本工业经济高度发展的背景之下，它的出现曾治愈了当年那些忙于生计的普通日本人的精神和情绪。FY2015-FY2021，HelloKitty收入持续下滑，新管理层上任后，一系列营销运营推动HelloKitty再度火爆，2024年为HelloKitty50周年，FY2025（2024年4月-2025年3月）HelloKitty单一IP收入贡献512亿日元，同比+68%。
- ◆ **品牌影响力不减，HelloKitty50周年各品牌纷纷推出联名产品：**根据国家新闻周刊报道，为了给Hello Kitty庆祝生日，三丽鸥公司将2023年11月到2024年年底这段时间，命名为“Hello Kitty50周年纪念年”，他们在全球筹备起了各式各样的庆生活动。2024年9月，Hello Kitty主题咖啡馆就在美国洛杉矶的环球影城正式开业。截至目前，各零售品牌周生生、MCM、巴黎世家、阿迪达斯、卡西欧、泡泡玛特等纷纷推出HelloKitty联名商品，品类涵盖珠宝首饰、箱包、运动、手表、潮玩等领域。

2024年为HelloKitty50周年，全球各地举办庆生活动，时尚零售品牌推出联名产品



| Hello Kitty x Balenciaga



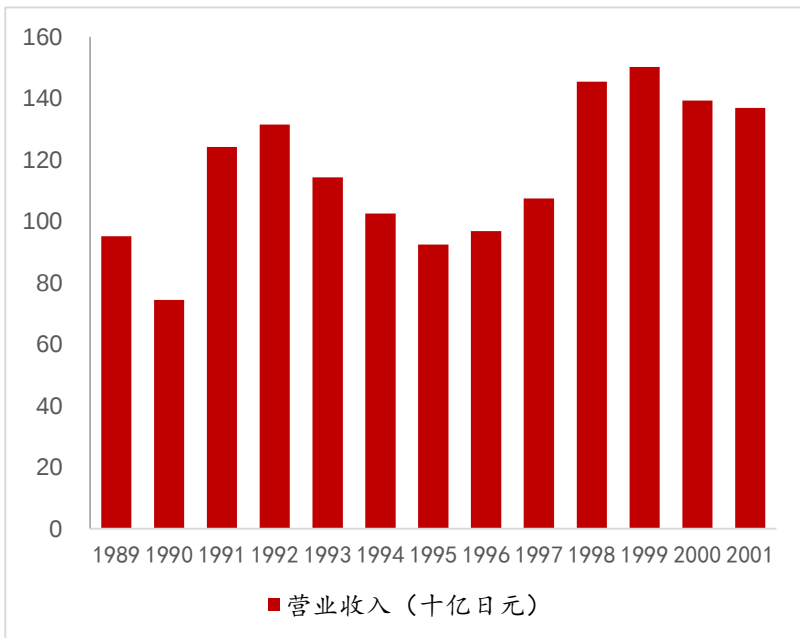
| Hello Kitty x adidas Forum



三丽鸥成长复盘1：偶像效应推动HelloKitty破圈，新管理层上任推动其翻红

- ◆ **历经3任设计师，初期以孩童为主要粉丝群体，1979年IP热度降温：**1975年首任设计师清水侑子携初版HelloKitty亮相，当年印有HelloKitty的零钱包大卖，1977年三丽鸥公司在新学年伊始推出的一系列凯蒂猫产品，成了当时小学女生的必备品。1976年，第二任设计师米洼节子接任，对Kitty形象更新较为保守，1979年左右HelloKitty热潮开始降温。1980年第三任设计师山口裕子接任。
- ◆ **山口裕子接任后对HelloKitty形象做了较多更新，但未从根本上实现破圈：**山口裕子更加注重人物形象的细节和质感，1985年推出HelloKitty男友丹尼尔进一步丰富HelloKitty故事性，80年代的日本，正值“卡哇伊”文化盛行时代，HelloKitty恢复热度，但于90年代初再次公司收入再度下滑。
- ◆ **1996年偶像效应使得HelloKitty商品实现破圈，品牌方青睐度提升，1998财年收入同比+35%。**1990年代中期歌手华原朋美宣称自己是其粉丝，掀起了凯蒂猫风潮，粉丝逐渐由孩童扩张至年轻女性。凯蒂猫的服饰也变得更为时尚，由最初的连衣裙扩展至礼服和靴子。当上班族与主妇等开始购买后，凯蒂猫商品扩大到了厨房用具等领域。公司收入在1998财年同比增长35%，达到1453亿日元（约72亿人民币）。

90年代初HelloKitty陷入增长瓶颈，96-99年低谷反弹



联名商品由文具向时尚服饰、乐器等品类发展，拓宽客群年龄范围

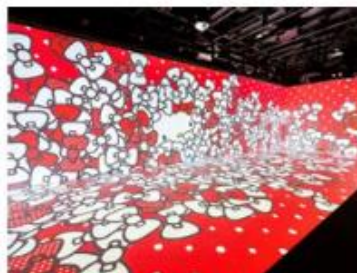
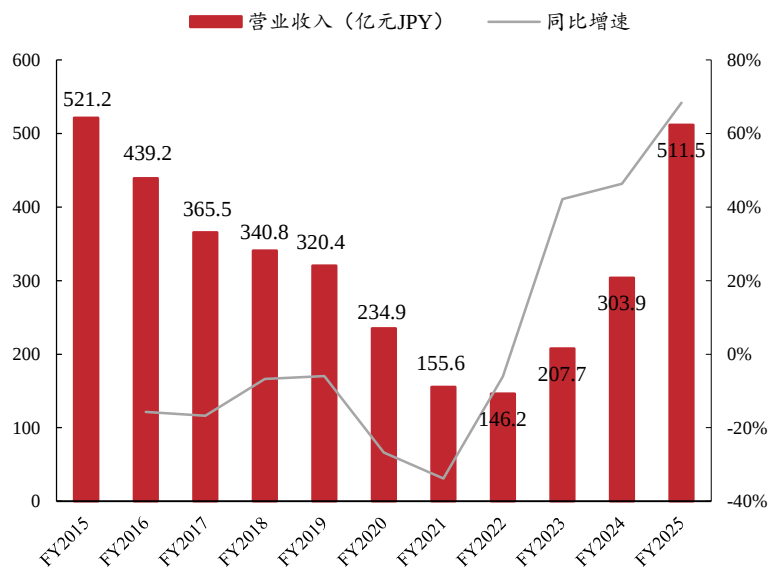


三丽鸥成长复盘1：偶像效应推动HelloKitty破圈，新管理层上任后V型复苏

- ◆ **2020年新管理层上任，董事会平均年龄由68岁降至51岁，发力全球化和数字化：**2020年6月12日，日本三丽鸥公司正式宣布：其公司创始人辻信太郎将于2020年7月1日正式卸任，下一任领导人为辻信太郎的孙子——辻朋邦。辻朋邦在日本庆应大学毕业后，在2014便进入三丽鸥公司工作，先后在企划部、营销部等重要部门任职。随后进行了一系列的管理层变革，根据取长补短研究员公众号报道，董事会平均年龄从2020年的68岁降至2024年的51岁，年龄结构焕然一新。发力数字化营销，自2022年开始举办大型元宇宙虚拟活动“SANRIO Virtual Festival（三丽鸥虚拟节）”，从线上渠道增加IP的曝光量。
- ◆ 根据文创潮报道，围绕HelloKitty 50周年系列活动贯穿全年，包括举办50周年纪念展览、在全国的百货商店巡回开展大型购物活动、沉浸式体验活动“HelloKitty IMMERSIVE POP-UP!”、涉谷109 x HelloKitty特别合作时装室，以及众多周边新品、联名商品等。开展收费和免费活动，吸引从粉丝到泛消费群体的广泛人群参与，全年IP声量高涨，带动全面增长。Hellokitty收入自2023财年恢复增长，FY2025年HelloKitty单一IP收入512亿日元，同比增长68%。

FY2025三丽鸥HelloKitty单一IP收入高达512亿日元

HelloKitty50周年展系列活动



壁一面に広がるたくさんのリボンとハローキティ



サンリオキャラクターたちがキティのリボンをつけ50周年をお祝い



ハローキティの街を楽しむ山之内すずさん



足元にリボンが集まってくるステップリボンスポット



“鏡越しショット”が撮れるミラーフォトスポット

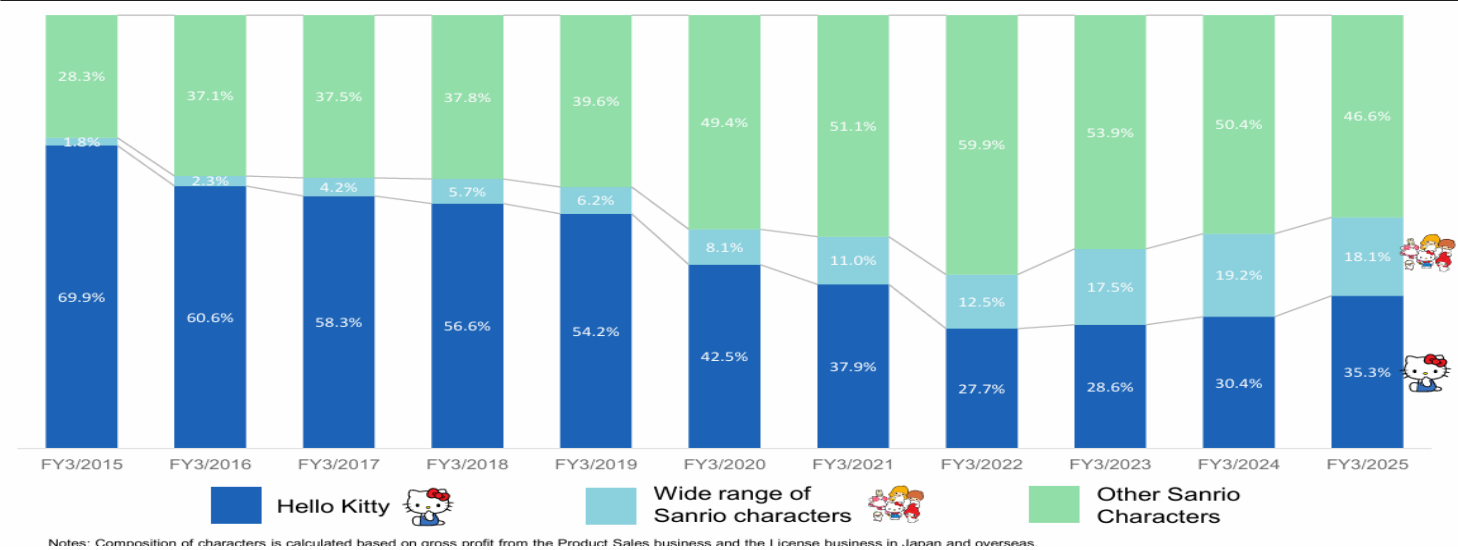


スクランブル交差点の先に現れるハローキティ

三丽鸥成长复盘2：开创其他IP，降低HelloKitty依赖度

- 单一IP爆发周期有限，2000年起三丽鸥收入再度开始下滑：**根据文创潮报道，辻朋邦曾表示：Hello Kitty之后，三丽鸥一直没能制作出有全球影响力的角色。此前集团内没有专门的营销部门，缺乏角色培养方面的意识；IP缺乏故事情节和长期的品牌战略支持，角色业务发展停滞不前。
- 新管理层上任，重点打造新IP：**新管理层换届后，辻朋邦成立了新的营销部门，认真制作角色组合，从长期观点考虑品牌化措施，逐步将重点从商品输出转移到市场营销。同时，重点强化玉桂狗、美乐蒂、酷洛米、帕恰狗、布丁狗等更广泛角色的品牌力，积极通过各社交网络平台进行全球推广营销。
- 2020年以来，新IP收入占比显著提升：**FY2025其他IP收入占比约65%，在2024年三丽鸥举办的最受欢迎IP排名中，HelloKitty仅排名第五，大耳狗、帕恰狗、库洛米等新角色IP也具备了较强的影响力。

三丽鸥集团HelloKitty相关收入占比呈下降趋势



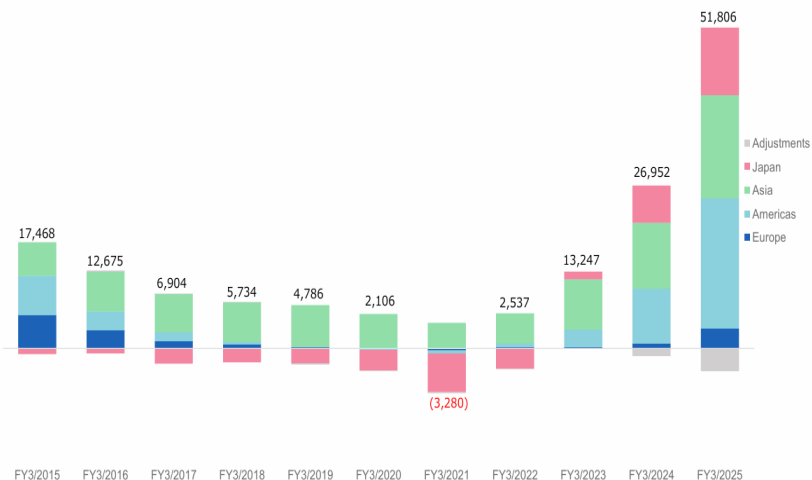
三丽鸥集团最受欢迎IP排名（2024）

	名字	形象	诞生年份
1	大耳狗		2001
2	帕恰狗		1989
3	酷洛米		2005
4	布丁狗		1996
5	凯蒂猫		1974
6	美乐蒂		1975
7	大眼蛙		1987
8	半鱼人		1985
9	山姆企鹅		1979
10	双子星		1975

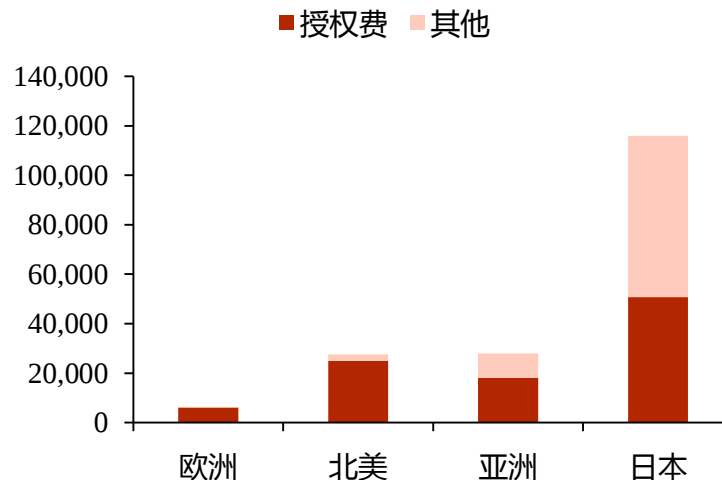
三丽鸥成长复盘3：以品牌授权为主，开展国际化布局

- ◆ **三丽鸥70年代开始海外扩张，初期以商品销售为主，通过本地化产品及名人效应打开市场：**根据Nipponcom日本网，1974年，三丽鸥在美国成立了子公司，随后积极进军欧亚各国。拓展初期销售渠道较为薄弱，经历了漫长的消费者认知培育期，直到1986年美国子公司累计亏损达36亿日元，直到1995年左右北美业务收入端才出现明显增长。2004年左右，三丽鸥开始在美国开发和设计符合当地需求的商品，并积极推进与高级珠宝饰品、化妆品及服装品牌等的合作。同时当时美国顶流艺人玛丽亚·凯莉、帕丽斯·希尔顿、凯蒂·佩里、Lady Gaga等均表达对HelloKitty的喜爱，加速了旗下IP在北美的认知度。
- ◆ **08年起转为轻资产业务，盈利能力大幅扭转。2008年，新任高管鸠山玲人于5月加入了三丽鸥，**鸠山对三丽鸥的海外市场战略进行了大刀阔斧的改革，从此前的“销售至上主义”，转向减少自己的商品销售、授权给合作方来进行销售活动的方针。同时加强授权的“本地化”和“开放性”——在全球直接开设办公室，将原本由日本总部、日本人主导的营业、策划、设计权限，移交给当地办公室来负责；同时放宽使用标准，提升了设计自由度。根据壹娱观察公众号报道，以2012年为例，三丽鸥在欧洲的授权对象达到759家，北美、南美597家。
- ◆ **商品授权利润率高，三丽鸥目前海外市场利润贡献远超日本国内。**转为IP授权业务为主后，公司海外虽然总体营收减少，但净利润快速增长，并且再未出现亏损。根据公司公告，欧洲、北美、亚洲（除日本外）均以授权费为主要收入，2025财年三丽鸥经营利润同比增长92%，大部分由美洲、亚洲（除日本外）、欧洲为代表的国际市场贡献。

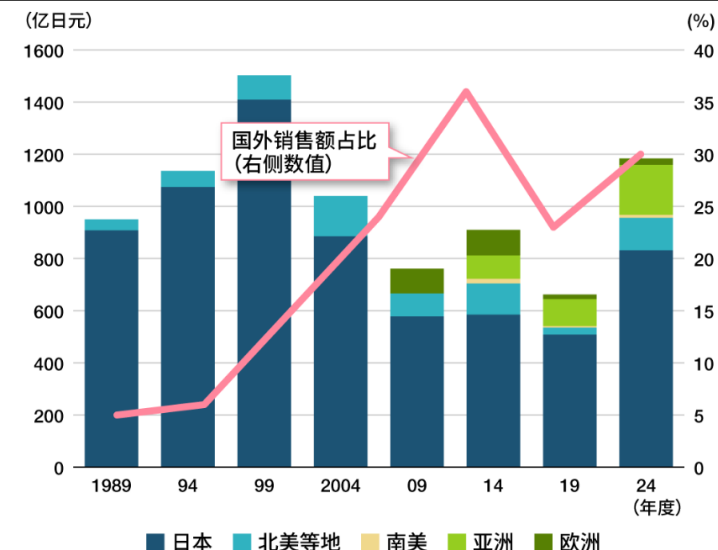
三丽鸥利润（contribution profit）结构（单位：百万日元）



日本、欧美、亚洲（除日本外）收入结构（百万日元）



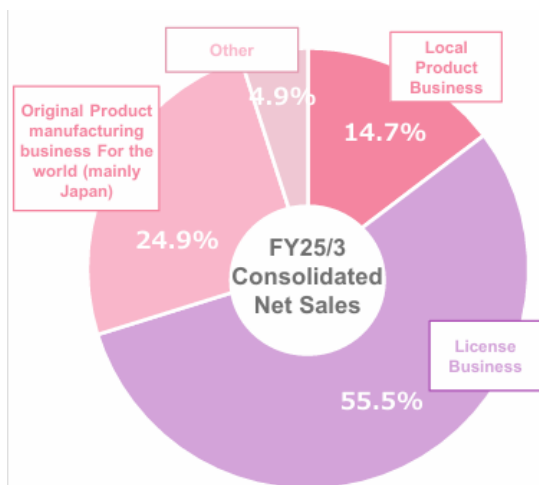
三丽鸥收入结构（按区域分布）



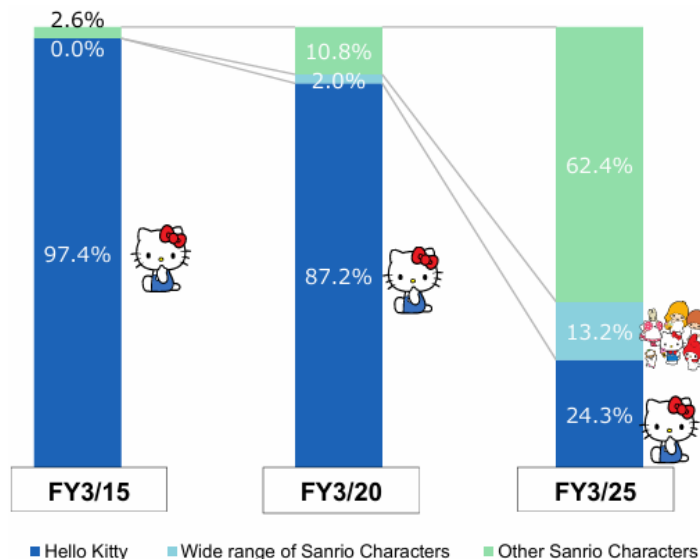
三丽鸥成长复盘3：以品牌授权为主，开展国际化布局

- ◆ **三丽鸥中国业务：深度绑定阿里鱼，共同开发三丽鸥IP衍生品，依托阿里生态资源与数字能力，打通业内“IP2B2C”服务全链路。**
 - 根据阿里鱼公众号报道，2022年7月19日，阿里影业宣布旗下IP交易及创新平台阿里鱼日前与三丽鸥（上海）国际贸易有限公司订立主授权协议。根据协议，自2023年1月1日起至2027年12月31日，阿里鱼将获得三丽鸥旗下26个造型人物在中国大陆制造及销售商品的独家授权。协议涉及此26个IP形象进行衍生商品的设计、开发和销售，以便提升三丽鸥IP在中国的市场价值。
 - **多角色战略成功，库洛米超越HelloKitty成为2024年度销冠：**根据娱乐资本论公众号报道，2024年，在阿里鱼的助力下，200+品牌与三丽鸥达成授权合作，3万+SKU新品投入市场三丽鸥授权商品进入消费者的衣食住行各领域，品牌用户与IP粉丝相互破圈。阿里鱼提供的电商数据显示，酷洛米已经超越Hello Kitty成为2024年年度“销冠”。根据三丽鸥公告，HelloKitty在中国区毛利贡献由2020年的87%下降为2025财年的24%。其他IP毛利贡献占比超过60%，对单一IP依赖度显著下降。
 - **本地化战略持续深入，围绕“新内容、新体验、新营销”持续运营三丽鸥IP：**1）新内容：阿里鱼面向C端开发新动画，面向B端则是开发新图库，2023年和2024年，阿里鱼为三丽鸥分别开发了30+和50+套有故事性的图库，让商品本身成为IP内容的表达载体，展现出IP的精神和价值观；打造本土化IP，2025年3月28日，三丽鸥中国发表了5个全新角色的微信表情包，打造5个以中国为生命起点的IP。2）新体验：2024年首届三丽鸥嗨翻节在国庆黄金周举行，近三万名粉丝在上海狂欢，今年7月，第二届三丽鸥嗨翻节将落地上海，主题为“夏日音乐派对”。通过持续造节打造大事件，让每一个特殊节点与IP粉丝产生情感链接。3）新营销：阿里鱼坚持市场营销的长期主义，为三丽鸥和品牌商家持续提供消费种草的社交新场域。阿里鱼表示官方账号如今已经能达到微博一日三更，小红书日更、抖音小动画周更的频次。

三丽鸥中国业务收入结构



三丽鸥中国业务不同IP毛利润贡献



2024年阿里鱼举办首届三丽鸥嗨翻节



三丽鸥成长复盘4：提出“三丽鸥时间”概念，强化旗下IP的治愈属性

- ◆ 2024年公司提出“三丽鸥时间概念”，该概念旨在通过量化用户与IP角色、商品及服务的互动时长，衡量品牌对用户情感连接的影响力和市场渗透深度。根据公司官网，2024年“三丽鸥时间”总时长达1000亿小时，同比增长50%。
- ◆ 顺应“三丽鸥时间概念”，公司IP运营思路为大量输出IP联名商品，增加在用户生活中的露出时间，强化情绪治愈的IP定位，而非打造单一产品的稀缺性。根据公司官网，2024财年公司通过输出大量日用品联名（时尚配饰、家居生活、文具等）实现609亿小时“三丽鸥时间”。从公司的运营思路看，公司通过对旗下IP进行广泛的授权联名，目标为提升IP与用户的链接时间，增长带给客户“小可爱”的情感治愈时间，IP相关商品品类广泛相对容易得到，而非打造稀有爆品逻辑。
- ◆ 作为治愈系角色IP孵化平台，三丽鸥通过主题乐园、影视动画、线下零售、游戏娱乐等多种方式深化角色内容，提供用户与IP的沉浸式交互时间。根据寻艺公众号报道，阿里鱼计划通过以下措施进一步放大“三丽鸥时间”价值：1）内容扩容：2026年推出科幻动画项目，新增互动游戏与虚拟偶像直播；2）技术赋能：利用AI分析用户行为数据，定制个性化体验；3）全渠道融合：在阿里生态中深化“内容+电商+线下”联动。根据公司官网，公司目标2027年将“三丽鸥时间”突破3000亿小时。

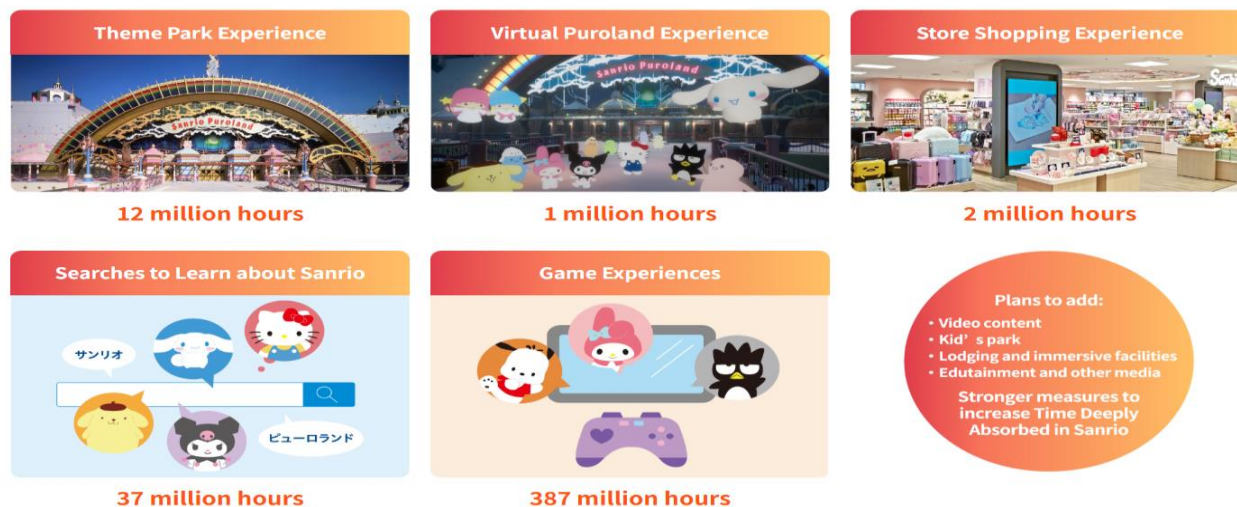
时尚配饰、家居日用、文具用品创造“三丽鸥亲密时间”

In the FY3/2024, we generated 60.9 billion hours of Time Feeling Close to Sanrio.



主题乐园、线下购物店、电子游戏等创造“三丽鸥沉浸时间”

In FY3/2024, we generated 400 million hours of Time Deeply Absorbed in Sanrio.



三丽鸥VS泡泡玛特：角色IP与当下碎片化的娱乐场景适配度高，得以快速传播

- ◆ 三丽鸥IP轻内容，强设计，颜值即正义。三丽鸥旗下IP都没有太多的故事内涵，通过极简设计、无背景故事的IP（如Hello Kitty、美乐蒂）快速渗透日常生活场景（文具、服饰、联名商品），定位年轻女性客群，欣赏“萌系设计”。
- ◆ 现代社会生活节奏普遍加快，人们通常没有足够的时间去欣赏一部电影或连载动画。轻内容IP更适合在当下碎片化的娱乐媒介下快速传播，三丽鸥陆续打造了动画短片、系列表情包、艺人联动短视频等。根据寻艺报道，2024年三丽鸥将抖音原创动画短片更新频率升级为周更，产出多条百万级播放量爆款内容，同时在微博、微信等平台保持高频优质内容更新，全年社交媒体总阅读量突破2亿次，用户互动量超750万次。三丽鸥系列表情包也广泛应用在日常聊天当中，潜移默化引领角色审美。
- ◆ 三丽鸥自80年代起，每年举办三丽鸥角色大赏，近年来参与度不断提升。三丽鸥角色大赏总投票数在5年间翻了近4倍，在2024年达到了5707万票。Sanrio+会员人数4年翻了2.5倍，截至今年9月已达224万人，各大社交网络平台粉丝数已超7800万人。

三丽鸥系列动画抖音官方账号、表情包合集



1965.6万 获赞 2 关注 181.6万 粉丝

Sanrio (三丽鸥) 中国官方账号。喜欢Hello Kitty、大耳狗、美乐蒂、酷洛米、蛋黄哥等三丽鸥肖像的小伙伴，记得常来玩喔！

IP: 上海



三丽鸥定期举办大型线下活动，提高粉丝粘性的同时扩大复数角色全球声量

【サンリオキャラクター大賞総投票数】

5,700万票以上



【Sanrio+会員登録数】

2百万人以上

(2024年6月末)



三丽鸥VS泡泡玛特：角色IP与当下碎片化的娱乐场景适配度高，得以快速传播

- 以同为角色IP的labubu为例，泡泡玛特也在微博、小红书、综艺、专属主题曲等方面积极运营，逐步扩大传播范围：
- 联合泰国官方授予labubu “神奇泰国体验官” 称号。2025年7月1日下午，泰国旅游局授予LABUBU “神奇泰国体验官” 的荣誉称号。7月2日，#泰国部长亲自接机中国娃圈女明星#冲上新浪微博热搜。
- 2024年3月labubu个人小红书账号成立，保持高频上新，截至目前账号粉丝超过12万。
- 2024年4月labubu3.0前方高萌系列全球范围内同步上新，在多个国家引起抢购热潮，持续登上新闻热搜。
- 2025年6月，MOLLY 和 MOKOKO 登上《乘风2025》舞台，献上 “乘风年度最甜” 舞台《Bubbling up》。
- 推广labubu主题曲，在多个社媒平台洗脑式传播。

Labubu被泰国官方授予“神奇泰国体验官”



Labubu个人小红书账号2024年3月成立，粉丝12万



Labubu前方高萌3.0系列2024年4月全球同步上新



三丽鸥VS泡泡玛特：IP潮玩具有快乐平权属性，名人带货往往是很好的催化剂

- 名人带货效应显著，快速引爆全球市场：**根据澎湃新闻报道，2024年4月，韩国女团Blackpink成员、泰国明星Lisa在社交平台发布了多条跟Labubu相关的帖子，比如把Labubu钥匙链挂在爱马仕上，这种“奢侈品牌+潮玩”的反差搭配风格迅速引发全球粉丝效仿，推动Labubu成为全球时尚博主的新宠。泡泡玛特数据显示，Lisa分享后，Labubu相关产品的海外搜索量激增259.6%，二手平台StockX上的限量款溢价达300%。2024年11月，泡泡玛特市场总监表示，Lisa是把Labubu知名度推向全球的核心功臣。
- 潮玩及IP商品具有快乐平权属性，是适合明星带货的品类：**“快乐平权”是指在消费等领域中，不同经济条件、社会地位的人群都能以相对较低的成本获得快乐体验，实现快乐的平等获取（典型代表可口可乐）。对于潮玩消费者来说，花相对低的成本即可拥有明星同款玩偶和配饰，获得玩偶陪伴的幸福快乐。偶像在引领潮流方面有着天然的话语权，在潮牌领域往往有比较好的带货效应，除Lisa与labubu之外，近期虞书欣*wakuku、日本歌手华原朋美、美国歌手玛利亚凯莉、演员Paris Hilton*HelloKitty同样有带领IP破圈的效应。

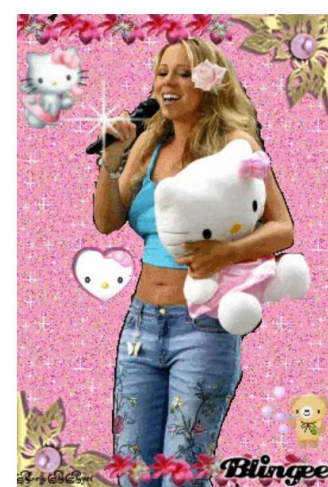
Lisa发布多条社媒表达对Labubu的喜爱



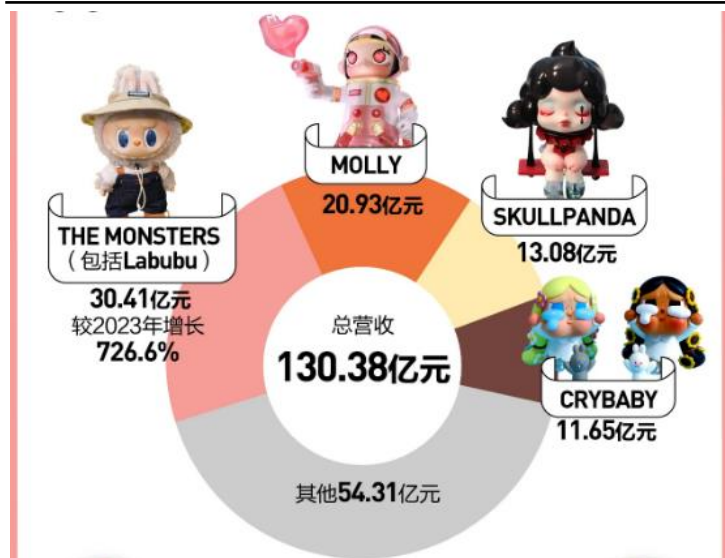
Paris Hilton携HelloKitty出席活动



美国著名歌手玛丽亚·凯莉带火Hello Kitty



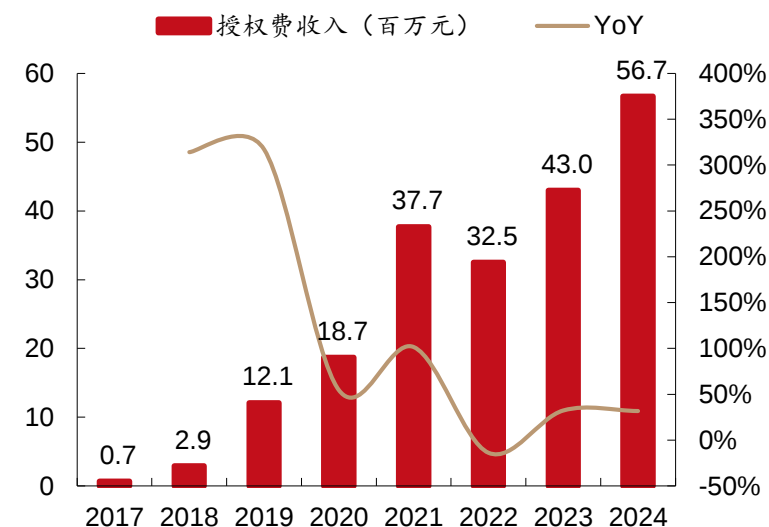
- ## 泡泡玛特IP在审美上具有差异化



部分泡泡玛特IP授权品牌合作产品



公司IP授权费收入呈现较快增长态势



数据来源：街拍look公众号，Vista氪商业，海报时尚，华西证券研究所



03

**万代南梦宫：强内容驱动IP全产业链价值释放，
强化限量稀缺属性**

万代南梦宫发展历程：从玩具厂商到综合娱乐集团

阶段一（1950-2005）：玩具商起家，逐步探索动漫模型

1950年 创始人山科直治创立万代屋，起初用布料制作人偶。

1951年 推出第一款金属玩具b26型号飞机，卖出50万台；并提出玩具保障制度（保证修理、保证交换）。

1961年 万代屋正式更名为万代；联合其他五家公司成立玩具六社会（一起学习研究）；推出第一款角色玩具阿童木。

1971年 成立子公司万代模型，收购今井科学和静岡工场；静岡作为手工艺重镇，为模型制造提供支持。

1974年 PIPPIN（万代子公司）生产魔神Z人偶，采用压铸技术，并改名为“超合金”；开始生产哥斯拉系列、特摄电影、战队系列、奥特曼等周边。

1976年 PIPPIN营业额突破146亿日元，超过母公司万代和当时的TOMY；万代合并PIPPIN。

取得东映电影「拖卡野郎」版权，推出1/48比例彩绘拖车，热卖10万台以上；开发全长55公分的1/20版本。

1978年 宇宙战舰大和号周边推出，超合金系列大获好评；万代更注重玩具的展示功能，为塑料模型发展奠定基础。

1980年 老社长山科直治退任，其子山科诚接任；山科诚推进万代向文具、零食、音乐、视频等多角度发展路线。

1983年 万代决定上市，整合旗下8家公司进行合并。

1984年 玩具六社会分崩离析（因玩具业界瓶颈化，各公司争夺资源）。

1986年 万代成为首家玩具公司上市。

1989年 万代收购一家科技公司，改名为眼镜厂（现名Banpresto）。

1994年 收购高达动画制作公司日升（Sunrise）。

1999年 高达模型销量突破3亿套。

2005年 万代和南梦宫合并，成立万代南梦宫（成为娱乐业仅次于任天堂和世嘉的企业）。

阶段二（2005-2015）：合并后磨合期

2005年 成立万代南梦宫有限公司，并在东京证券交易所第一部上市

整合合并成立万代南梦宫游戏游戏公司（Games）；完成对眼镜厂（Banpresto）的全资收购；成立万代南梦宫美国有限公司，并重组运营

2006年

收购不二家株式会社的部份股份；在欧洲成立南梦宫英国有限控股公司，并重组运营

2007年

成立万代深圳有限公司、万代南亚私人有限公司

2008年

东京台场竖立18米高达雕像；合并万代南梦宫游戏和网络公司；成立墨西哥、在线（online）股份有限公司；启动为期三年的中期计划

2009年

成立万代南梦宫现场创意公司（live creative）；公布重启计划

2010年

万普股份有限公司（Banpresto）与Bec股份有限公司（Bec）合并成立B.B.工作室股份有限公司

2011年

提出“赋能、蓄势、加速进化”的愿望；开设以高达系列为基础的Gundam Front Tokyo尖端娱乐空间

2012年

在新加坡和加拿大设立海外子公司

2013年

统一31家集团子公司英文名；成立印尼子公司

2014年

万代南梦宫游戏公司更名为娱乐公司（Entertainment）；成立万代南梦宫影业股份有限公司（Pictures）专注儿童IP；成立万代南梦宫印度私人有限公司；开始实施中期计划“下一阶段：赋能，蓄势，加速进化”

2015年

阶段三（2016-2021）：提出IP轴战略

2016年 亚洲地区重组，万代南梦宫亚洲控股有限公司区域控股；与日本娱乐公司Amuse合资成立AmuseLantis Europe S.A.S，以日本内容进入欧洲基地

在中国成立控股公司；拆分万代南梦宫娱乐街机售后服务部门成立万代南梦宫技术公司（Technica）；与Drecom株式会社合资成立BXD株式会社

2017年

启动“为了未来——赋能、蓄势、加速进化”中期计划；成立万代南梦宫收藏品公司（美洲市场）、网络服务公司（运营网络服务）、游乐公司（amusement，承接街机研发业务）；成立万代魂株式会社；Lantis株式会社与万代影视株式会社（BANDAI VISUAL）合并为万代南梦宫艺术公司（arts）

与集英社合资成立集英社万代南梦宫（上海）有限公司；万代魂有限公司（Spirits）与帕布雷斯特（Banpresto）合并；入选TOPIX 100、日经225的成分股；成立万代南梦宫研究公司；成立万代南梦宫七号公司，处理弹珠机和弹子机相关业务。

2018年

SOTSU CO., LTD. 成为全资子公司；庆祝《吃豆人（PAC-MAN）》《高达模型》40周年

2019年

法国、欧洲娱乐股份有限公司合并为Bandai Namco Europe S.A.S.；重组集团由5单元体系到3单元体系；制定万代南梦宫集团可持续发展政策和脱碳中长期目标

2020年

2021年

阶段四（2022-）：组织架构调整，加速成长

2022年 将“畅玩未来”作为终极定义并重设公司标志；合并成立万代南梦宫影视/音乐现场；收购游戏开发边缘游戏公司（Limbic）为子公司

制定集团人权政策；万代南梦宫影业全资控股回声（echoes）

2023年

成立万代南梦宫基地公司运营东京涩谷音乐厅；万代南梦宫影业 全资收购8Bit（Eightbit）动画公司

2024年

将“与粉丝建立联系”为中长期愿景，开始中期计划；举办“高达未来展馆世博会展

2025年

万代南梦宫股价复盘：IP轴战略重振旗鼓，2015年至今股价增长6倍

万代南梦宫股价复盘（左轴收盘价（日元），右轴收入及归母净利润（亿日元））

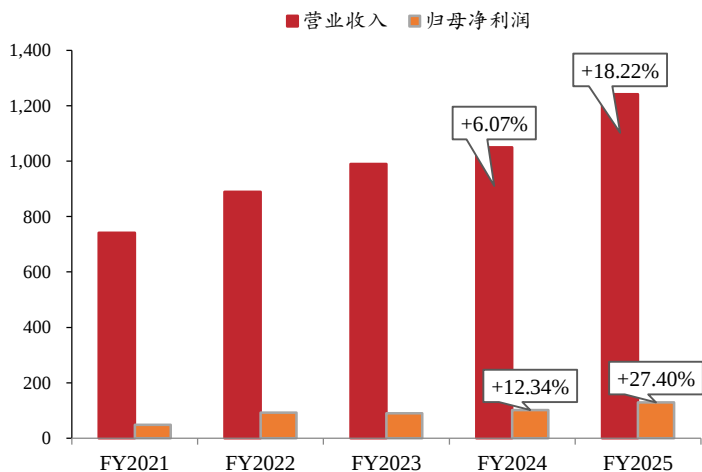


数据来源：wind，公司公告，华西证券研究所（注：PEG参考彭博26-28财年一致盈利预期）

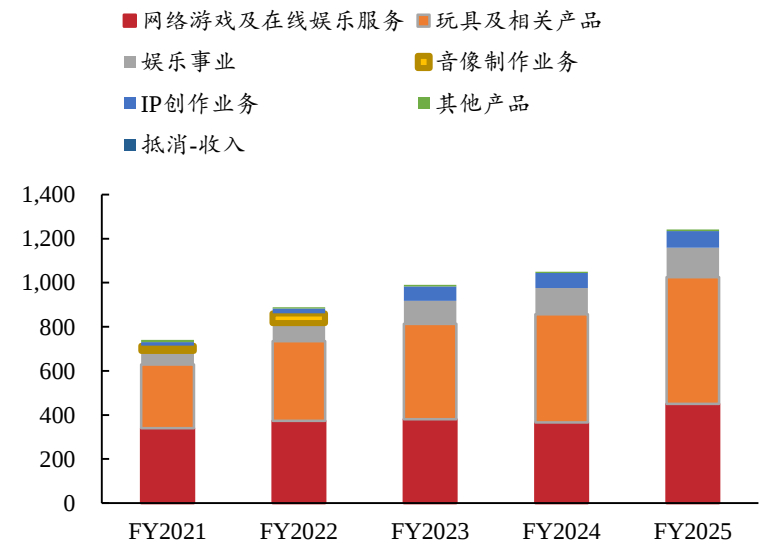
万代南梦宫：玩具业务贡献4成以上营收，游戏及娱乐业务快速增长

- ◆ 2025财年（2024.4-2025.3），万代南梦宫集团连续刷新业绩新高，年度销售额达12415.13亿日元，同比增长18.2%，营业利润达1802.29亿日元，同比增长98.7%。根据文创潮公众号，万代提到，其中期计划目标“IP轴战略”成效显著，通过活用旗下IP世界观和特性，在最合适的时机，提供最适合的商品和服务，谋求了IP价值最大化的同时，实现业绩的持续增长。
- ◆ 公司业务分为玩具、网络游戏及在线娱乐、娱乐设施、音像制作、IP创作等，FY2025玩具及相关产品收入占比46%,为公司第一大收入来源；网络游戏及在线娱乐业务（主要为以公司旗下IP为主的游戏发行）收入同比增长23%，是增速最快的业务板块，收入占比提升至36%。
- ◆ 游戏业务盈利能力大幅改善。2025年公司OP1800亿日元（约合人民币89亿元），主要由玩具和游戏业务贡献，游戏业务2025财年盈利能力大幅改善。

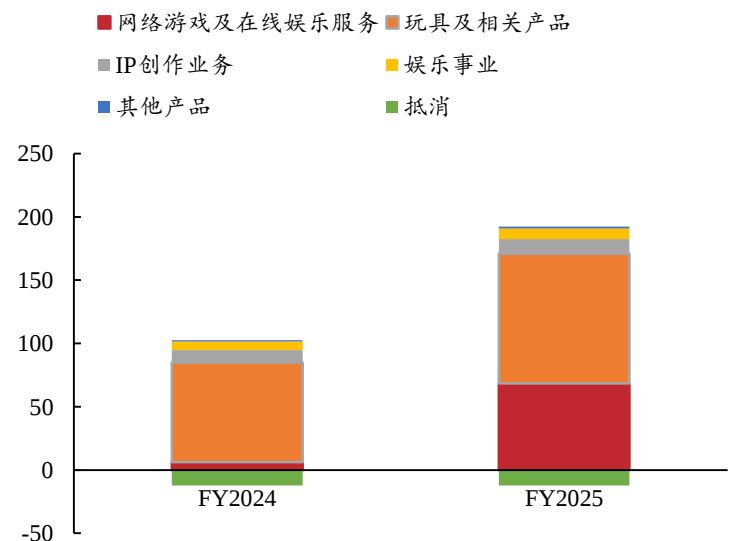
FY2021-FY2025万代南梦宫收入及归母净利润（十亿日元）



FY2021-FY2025公司收入结构（按业务）（十亿日元）



FY2024-FY2025公司利润结构（按业务）（十亿日元）



数据来源：公司公告，华西证券研究所

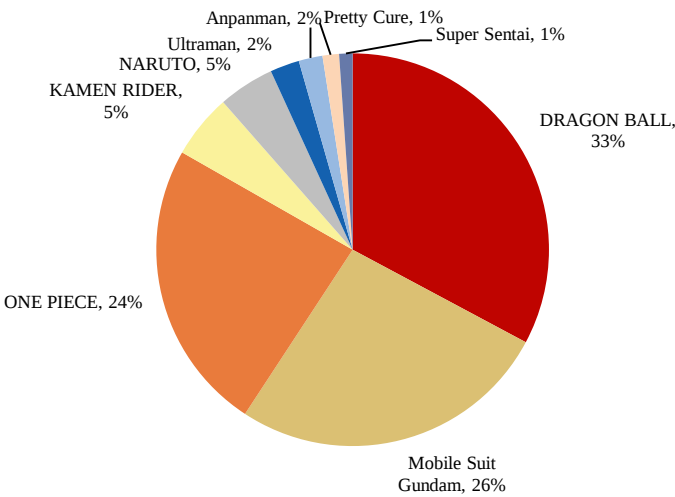
万代南梦宫成长复盘1：核心IP为授权或收购获得，参与IP全产业链拓展

- **TOP3 IP收入占比超过80%**：根据公司FY2025财报，公司前三大IP分别为龙珠、高达、海贼王，收入占比分别为33%、26%、24%，TOP3 IP合计贡献总收入的83%。根据公开资料显示，公司运营的前十大IP除机动战士高达为自有IP（1994年收购日升获得）之外，其余IP均为授权IP。

□

与东映深度合作，深度参与动漫原创设计：虽然万代南梦宫以授权IP为主，但公司深度参与IP动画设计，原创引擎充足。1974年，万代与东映公司一拍即合，推出了被誉为“童年革命”的《魔神Z》金属机器人，随后开启数十年的紧密合作，参与东映旗下龙珠、海贼王等动画制作。同时公司参股奥特曼版权方圆谷，也能深度参与奥特曼的形象设计当中。

FY2025公司各IP收入占比



数据来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

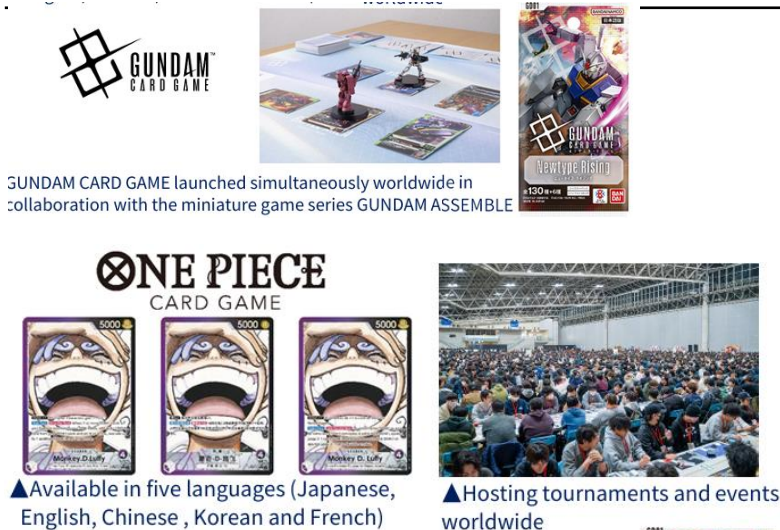
公司旗下核心IP获取方式

IP 名称	IP诞生时间	获取方式	FY2025.3 全年销售额 (billion yen)
Mobile Suit Gundam (机动战士高达)	1979年（IP诞生）	自有IP（1994年收购日升获得）	145.7
DRAGON BALL（龙珠）	1984年（漫画/动画诞生）	授权	140.6
ONE PIECE（海贼王）	1997年（漫画/动画诞生）	授权	112.1
Kamen Rider（假面骑士）	1971年（IP诞生，东映版权）	授权	31.5
Naruto（火影忍者）	1999年（漫画/动画诞生）	授权	25.3
Ultraman（奥特曼）	1966年（IP诞生，圆谷版权）	授权（万代参股圆谷）	19.1
Anpanman（面包超人）	1988年（漫画/动画诞生）	授权	10.1
Pretty Cure（光之美少女）	1992年（动画诞生，东映版权）	授权	6.4
Super Sentai（超级战队）	1975年（IP诞生，东映版权）	授权	6.5

万代南梦宫成长复盘1：核心IP为授权或收购获得，参与IP全产业链拓展

- 公司IP运营主要以动漫影视为基点，全产业链布局：
- 除持续推出动漫作品外，公司针对头部IP推出电影，如高达45周年系列电影之一《机动战士高达：跨时之战》于2025年4月在中国内地上映，根据模玩社报道，万代南梦宫影业（Bandai Namco Filmworks）2月5日宣布与传奇影业签署了共同投资协议，将共同制作《机动战士高达》系列好莱坞真人电影。
- 公司推出高达、海贼王的对战卡牌游戏，并举办全球范围内的锦标赛，支持多语言版本；
- 2024年重点推出了一款全新主机游戏《龙珠：电光炸裂 Zero》，自去年10月发售后，龙珠当季度销售额一度逼近700亿日元，创下历史最高纪录。游戏首日销量便突破了300万份，随后通过免费更新和官方大赛等系列活动进一步提高销量。如今全球累计销量突破540万份，也是龙珠系列销量最快突破500万份的游戏。它迅速跻身万代游戏销量TOP3。

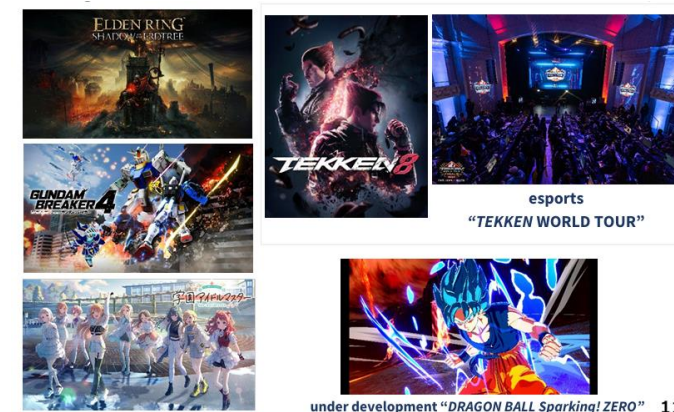
推出高达及海贼王卡牌游戏并举办国际锦标赛及活动



高达45周年系列电影



《艾尔登法环》、《七龙珠 电光炸裂！ZERO》等游戏大卖



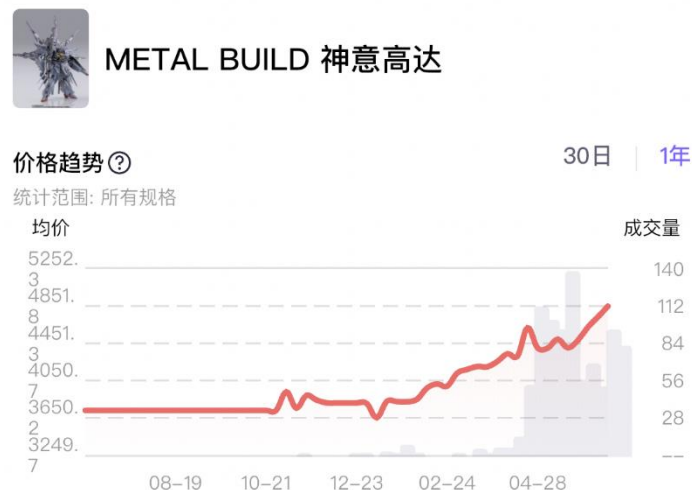
万代南梦宫成长复盘2：通过限定款打造商品稀缺性，客单价及利润率较高

- 商品客单价高，主要系工艺精湛叠加定期推出限定款、限量款打造稀缺属性，玩具事业部利润率逐渐攀升
- 根据游戏研究社报道，一款高达模型的生产过程，需要经历从规划，设计，原型，迭代设计，模具设计，制作等8个阶段。其中每个阶段又有不同的标准和步骤。比如在模具设计阶段里，设计师需要将拼装零件的数字模型从3D转成2D，在同时从3D和2D两个角度，预测树脂流动的走向，并用拼图的方式将这些内容整合在一整块模架中，生产工艺及流程较为复杂。万代玩具模型业务起家，在工艺技术上树立壁垒，有一定的工艺溢价。
- 以高达模型为例，除常规款外，公司每年会上新限定款凸显稀缺性，往往拥有更高的溢价，从千岛app来看，限定款手办通常具有较高的二手溢价，具有收藏价值。
- FY2025，公司玩具事业部营业利润率达到17%，连续三年保持提升。我们认为工艺壁垒+稀缺性打造、不盲目扩张产能是公司手办产品持续火热的关键因素。

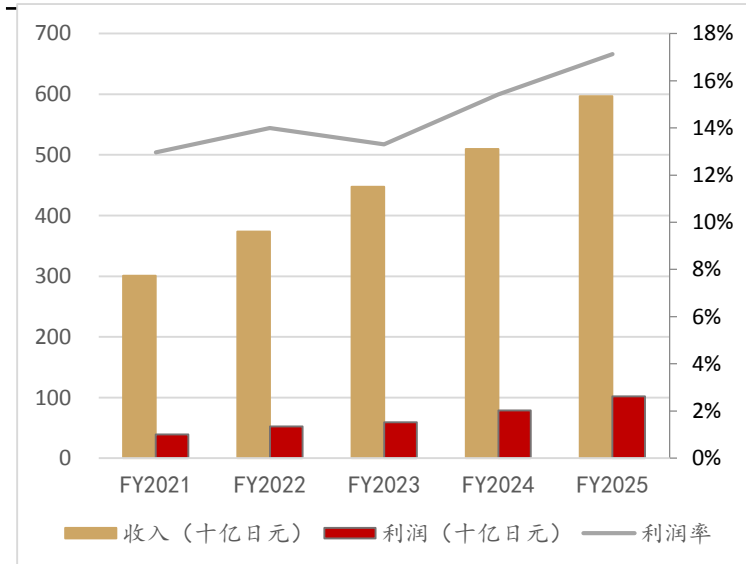
高达模型具有高客单价（天猫官方旗舰店价格）



高达限定款二手市场具备高溢价



万代玩具事业部利润率持续上行

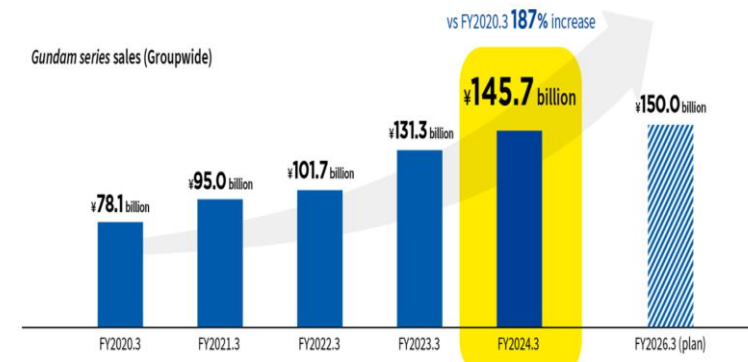


数据来源：万代天猫旗舰店，千岛app，公司官网，华西证券研究所

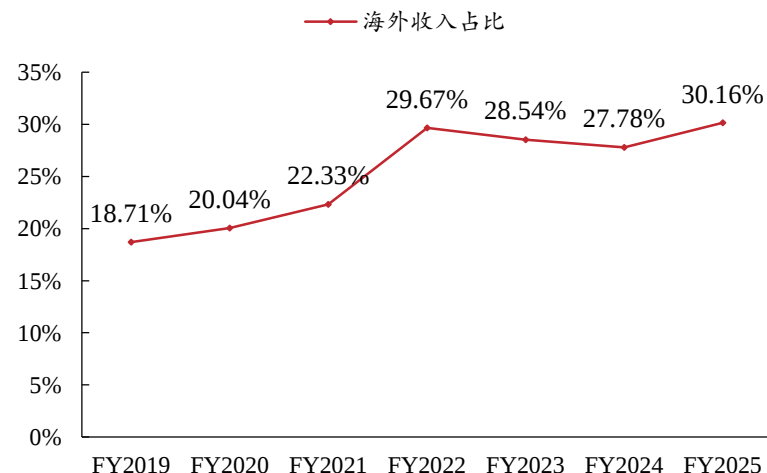
万代南梦宫成长复盘3：本地化设计与运营推动全球扩张

- ◆ **“高达中国”为万代重要战略。**高达为万代南梦宫核心IP，销售额为万代南梦宫所有IP之首。高达系列的净销售额从2020.3财年的781亿日元增长到2024.3财年的1457亿日元，五年内增长了187%。万代南梦宫于2020年7月正式启动“高达中国计划”，旨在通过整合IP资源（游戏、模型、影视等）扩大高达系列在中国市场的品牌影响力，核心举措包括：
 - ◆ 限定商品开发：中国专属系列：推出“十二生肖高达”系列，由高达之父大河原邦男设计，将中国传统文化与高达机甲结合。例如，2025年蛇年推出的“巳蛇高达”在头部和肩部融入蛇元素，并采用金属拼装模型形式。
 - ◆ 销售渠道拓展：高达基地、高达基地快闪店、主题展览等；
 - ◆ 数字内容与影游联动：影视作品引入：2024年上映的《机动战士高达SEED FREEDOM》剧场版及《机动战士高达：水星的魔女》动画，通过流媒体平台扩大受众覆盖。
 - ◆ 游戏本地化：推出《敢达争锋对决》《敢达决战》等手游，并结合周年活动（如4.5周年赛事）增强用户粘性。

全球化推动高达收入2022-2023快速增长（十亿日元）



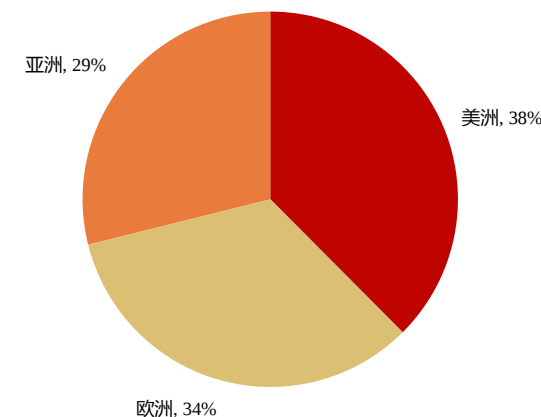
公司海外业务收入占比



中国区限定款十二生肖高达



公司海外业务各国家及地区收入占比（FY2025）



万代南梦宫成长复盘3：本地化设计与多元化运营推动全球扩张

- **海外渠道建设：多元化布局线下业态，海外利润率改善**
- 过去万代南梦宫海外业务主要来自跨境电商以及当地经销商，线下2C渠道较少。以万代中国业务为例，目前万代在中国的业务主要由经销商进行，主要一级代理商有迅合行、瑞华行、新创华等，国内部分潮玩店可从一级代理商进货至门店销售。直营门店方面，万代在中国的官方门店分为万代魂、高达基地、万代扭蛋店、万代卡牌中心四类，分别负责不同IP或品类的商品销售，门店数量较少，主要集中在一线及新一线城市。
- 万代积极拓展线下多元化业态，如综合零售店、游戏机等。根据Inside retail报道，目前万代运营3家综合零售门店Cross Store（英国两家，美国一家），计划到2030年Cross Store数量扩张到10-20家。目前欧洲子公司运营10家游戏厅，子公司反馈欧洲线下业态比本土门店模型更加经济。公司计划娱乐设施部门海外利润贡献由目前的30%提升至50%。
- 随着IP势能向上叠加业态优化，FY2025万代南梦宫每周、欧洲、亚洲利润率均大幅改善。

公司综合型零售店Cross Store、游戏机等娱乐室设施

万代海外利润率FY2025大幅改善（OP Margin）



THE IDOLM@STER
TOURS
アイドルマスター ツアーズ
TO YOUR RADIANT SMILE



▲ Plan to launch this popular series in 2025

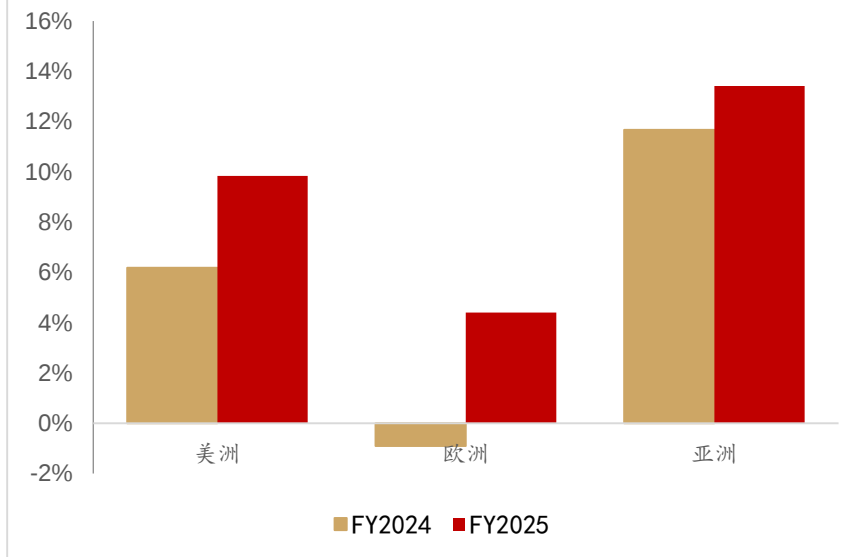
▲ Full-scale start of
THE IDOLM@STER TOURS

BANDAI NAMCO Cross Store



▲ Plan to expand stores in Japan and overseas, including New York, U.S.A. and Birmingham, U.K.

12



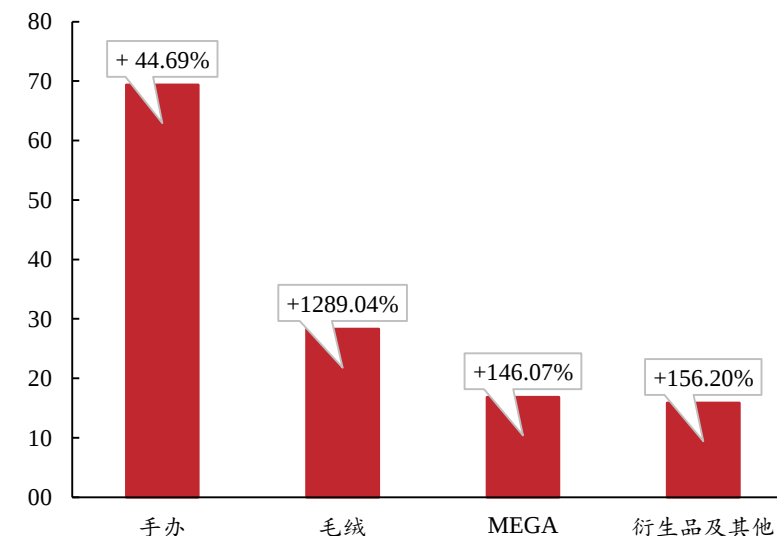
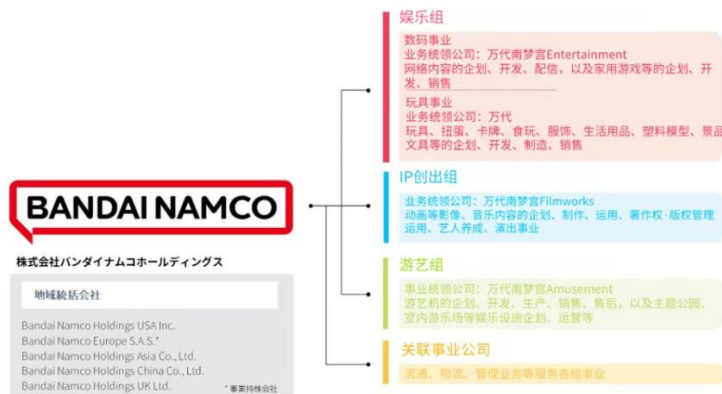
万代VS泡泡玛特：两者粉丝画像及产品属性具有较大差异，泡泡玛特具有更高的破圈空间

- **万代IP粉丝以男性为主，玩具多以收藏目的为主，近年来基于动漫IP开发的互动性更强的游戏业务，取得了良好的破圈效应：**
- ◆ FY2025财年，万代南梦宫第一大IP高达贡献收入约72亿元，以玩具销售为主。根据前文分析，万代拼搭模型及拼搭难度均较高，以收藏价值为主，粉丝客群稳定但产品社交属性较弱，近年来公司加码互动性、社交性更强的游戏业务，在收入和利润上取得了较好的突破。
- **泡泡玛特IP粉丝以女性为主，产品社交属性更强，我们认为具有更高的销售天花板：**
- ◆ 泡泡玛特IP粉丝以年轻女性为主，具有更强的情绪消费客群基础。近期通过毛绒品类增加了产品的社交属性，在明星效应带动下产品更具潮流属性，我们认为泡泡玛特的产品在销量层面具备更高的天花板，labubu2024年收入30亿元，长期运营得当仍具有较高的增长空间。
- ◆ 近期泡泡玛特推出数码宝贝盲盒冰箱贴吸引男性客群，拓展粉丝群体。

泡泡玛特面向男性粉丝推出数码宝贝盲盒

泡泡玛特面向男性粉丝推出数码宝贝盲盒

2024年泡泡玛特各品类收入（亿元）及同比增速



万代VS泡泡玛特：严控供应链，动态调整供需平衡有利于IP长期价值

- 和万代高达手办类似，泡泡玛特没有大幅扩张产能，保证产品一定的稀缺性，搭配盲盒玩法，提升产品的趣味性同时也使商品具有一定的增值属性，较高的二手市场溢价也进一步为公司IP造势，激励购买欲望：
- ❑ 2023年发布的labubu马卡龙系列的非隐藏款截至目前也仍享有二手溢价，2025年6月大部分成交均价在200元以上；
- ❑ 次热IPCrybaby、Dimoo的搪胶盲盒系列非隐藏款推出以来二手市场也有一定溢价。
- ❑ 6月18日，泡泡玛特对Labubu 3.0系列进行补货，发货时间延长至9月底，这一举措直接导致了二手市场上Labubu 3.0系列的价格大幅下跌。我们认为适当的恢复供需平衡有助于保护IP长期价值。高达商品在我国以经销商渠道为主，售价涨跌也时有发生，根据少数派公众号报道，高达模型在我国售价根据稀有程度价格在5算（日元售价÷100*5）上下浮动20%为主，曾经有爆款达到极高售价（20年出品的PG Unleashed RX-78-2高达），目前也回归理性价格范围（千岛均价折算约6算），但无碍高达IP长期成长。我们认为泡泡玛特全直营渠道、柔性供应链体制下对于价格和供需的调节可以做到更加灵活，聚焦长期运营可以极大程度维护IP价值。

前方高萌3.0隐藏款千岛app均价

2023年发售的labubu马卡龙甜心系列千岛app均价

Dimoo\Crybaby新款搪胶均处于溢价状态



数据来源：千岛app，华西证券研究所

万代VS泡泡玛特：本土设计与运营能够加速海外扩张

- 根据前文分析，万代南梦宫在海外业务方面进行了很多本土化设计，如十二生肖高达，在游戏开发上也上线了多语言版本。对比之下，泡泡玛特也已经进行了海外本土化的尝试：
- ◆ 签约泰国艺术家Crybaby设计师艺术家Nisa Srikumdee，帮助Crybaby快速国际化的同时，也加速了旗下IP在东南亚市场的扩张进程。我们认为签约海外设计师可以更准确把握地域审美，未来不排除进一步签约欧美设计师拓展欧美市场。
- ◆ 目前头部Iplabubu、Molly、Crybaby等均已推出部分国家或地区的海外限定版，从而更好的实现产品国际化。

Labubu海外特别款

Labubu-海外限定



米兰



泰国



新加坡

数据来源：公司官网，华西证券研究所

泰国限定版CRYBABY “HELLO THAILAND”



Molly海外特别款

Molly限定款



鱿鱼Game-海外



瑞克莫蒂-海外



彩虹-海外



珍珠奶茶-台湾



路易斯-海外



04 盈利预测：

核心假设：

- **中国内地**：预计2025-2027年中国内地收入达106.99/122.36/136.06亿元，同比+34%/+14%/+11%，占总收入比40%/32%/27%。
- ① **零售店**：2023年以来，内地开店节奏较为缓慢，线下业务步入高质量发展的新阶段。假设2025-2027年，中国内地零售店每年净增15家，分别达416/431/446家；店均收入同比+15%/+10%/+8%，分别达1152/1268/1369万元。
- ② **机器人商店**：假设2025-2027年，中国内地机器人商店净增100/80/50家，分别达2400/2480/2530家；店均收入同比+15%/+8%/+5%，分别达36/39/41万元。
- ③ **线上渠道**：假设2025-2027年，线上收入同比+55%/+14%/+10%，占中国内地收入比稳定在39%左右。

泡泡玛特中国内地收入拆分及预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国内地收入	5,235	7,972	10,699	12,236	13,606
YoY	25.7%	52.3%	34.2%	14.4%	11.2%
零售店	2,661	3,828	4,707	5,368	6,003
YoY	57.4%	43.8%	23.0%	14.0%	11.8%
期末门店数量	363	401	416	431	446
净增	34	38	15	15	15
单店平均收入（万元）	769	1,002	1,152	1,268	1,369
YoY	40.3%	30.3%	15%	10%	8%
机器人商店	553	698	841	943	1,016
YoY	45.9%	26.4%	20.4%	12.1%	7.8%
期末门店数量	2,190	2,300	2,400	2,480	2,530
净增	123	110	100	80	50
单店平均收入（万元）	26	31	36	39	41
YoY	34.6%	19.8%	15%	8%	5%
线上渠道	1,525	2,698	4,178	4,757	5,244
YoY	-16.7%	76.9%	54.9%	13.9%	10.2%

核心假设：

- **中国港澳台及海外：**预计2025-2027年中国港澳台及海外地区收入达158.04/258.57/368.64亿元，同比+212%/+64%/+43%，占总收入比60%/68%/73%。
- ① **零售店：**假设2025-2027年，中国港澳台及海外地区零售店净增100/80/80家，分别达220/300/380家；店均收入同比分别+70%/+20%/+15%，分别达5257/6309/7255万元。
- ② **机器人商店：**假设2025-2027年，中国港澳台及海外地区机器人商店每年净增50家，分别达222/272/322家；店均收入同比+50%/+20%/+15%，分别达147/177/203万元。
- ③ **线上渠道：**假设2025-2027年，线上收入同比+300%/+40%/+30%，占中国港澳台及海外收入比37%/32%/29%。

泡泡玛特中国港澳台及海外收入拆分及预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国港澳台及海外收入	1,066	5,066	15,804	25,857	36,864
YoY	134.9%	375.2%	212.0%	63.6%	42.6%
零售店	583	2,938	8,937	16,403	24,667
YoY	330.0%	404.0%	204.2%	83.5%	50.4%
期末门店数量	70	120	220	300	380
净增	42	50	100	80	80
单店平均收入（万元）	1,190	3,093	5,257	6,309	7,255
YoY	53.6%	160.0%	70%	20%	15%
机器人商店	57	133	290	437	604
YoY	277.3%	131.9%	118.1%	50.5%	38.3%
期末门店数量	99	172	222	272	322
净增	50	73	50	50	50
单店平均收入（万元）	78	98	147	177	203
YoY	47.8%	26.6%	50%	20%	15%
线上渠道	156	1,455	5,821	8,149	10,594
YoY	72.7%	834.0%	300.0%	40.0%	30.0%

核心假设：

- **成本费用率：**销售成本、销售费用、管理费用为公司最核心的三大成本费用项。
- ① **毛利率：**随着公司供应链的持续优化、中国港澳台及海外收入占比的持续提升等，整体毛利率有望提升，假设2025-2027年为69.1%/70.0%/70.5%；
- ② **销售费用率和管理费用率：**假设2025-2027年销售费用率为26.0%/25.5%/25.0%，管理费用率维持6.5%水平。

盈利预测：综上，考虑到24年以来中国港澳台及海外市场迎来大爆发（24年收入同比增长375%、25Q1收入同比增长475%-480%），我们调整25-26年盈利预测，并引入27年盈利预测，预计25-27年公司营收分别为265.03/380.93/504.69亿元（原预测25-26年为134.72/168.23亿元），归母净利润分别为71.44/106.34/143.37亿元（原预测25-26年为28.39/35.86亿元），归母净利率分别为27.0%/27.9%/28.4%；EPS分别为5.32/7.92/10.68元（原预测25-26年为2.11/2.67元），最新股价（6月24日收盘价252.2港元，汇率1HKD=0.91CNY）对应PE分别为43/29/22倍。

泡泡玛特收入拆分及预测

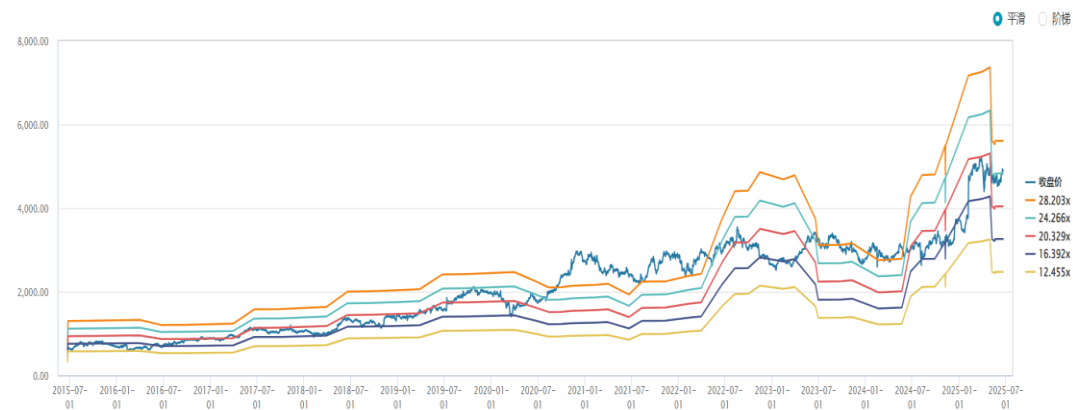
单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,301	13,038	26,503	38,093	50,469
YoY	36.5%	106.9%	103.3%	43.7%	32.5%
中国内地	5,235	7,972	10,699	12,236	13,606
YoY	25.7%	52.3%	34.2%	14.4%	11.2%
中国港澳台及海外	1,066	5,066	15,804	25,857	36,864
YoY	134.9%	375.2%	212.0%	63.6%	42.6%
成本费用率					
毛利率	61.3%	66.8%	69.1%	70.0%	70.5%
销售费用率	31.8%	28.0%	26.0%	25.5%	25.0%
管理费用率	11.2%	7.3%	6.5%	6.5%	6.5%
归母净利润	1,082	3,125	7,144	10,634	14,337
YoY	127.5%	188.8%	128.6%	48.8%	34.8%
归母净利率	17.2%	24.0%	27.0%	27.9%	28.4%

万代南梦宫过去10年PE（TTM）主要集中在12-28倍之间，三丽鸥2022年以来PE（TTM）主要集中在31-71倍之间，截至2026年6月20日，三丽鸥、万代南梦宫PE（TTM）分别为42倍、25倍，静态估值下泡泡玛特显现出较高估值溢价。但根据彭博一致预期，三丽鸥、万代25-27年PEG分别为2.9倍、2.5倍，体现出市场对全球头部经久不衰的长青IP护城河以及其变现能力、公司运营管理能力的高度认可。根据前文分析，我们看好泡泡玛特作为头部IP造星平台的长期投资价值，在IP设计、渠道能力、运营能力、产业链外延能力等方面崭露头角，我们认为有较大概率陆续诞生现象级IP，看好其长期保持高利润弹性。根据我们的盈利预测，公司当前PEG（25-27年）为1.04倍，对标世界龙头仍有较大的提升空间，维持“增持”评级。

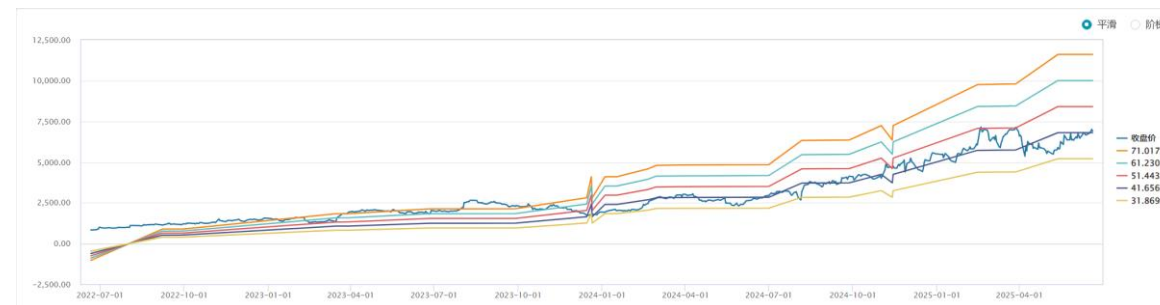
可比公司PEG对比

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			25-27年 cagr	PEG
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025 E	2026 E	2027 E		
8136.T	三丽鸥	859	20.7	22.6	26.2	28.9	38	33	30	13%	2.91
7832.T	万代南梦宫	1,619	64.1	60.8	68.2	74.2	27	24	22	10%	2.54
9992.H K	泡泡玛特	3,082	31.3	71.4	106.3	143.4	43	29	21	42%	1.04

万代南梦宫PE band



三丽鸥PE band



- ◆ **行业竞争加剧**：随着潮玩从小众爱好转变为时尚潮流，不断扩大的消费群体和市场潜力吸引了越来越多的竞争者加入角逐，若有新兴品牌迅速崛起并扩张，或将对公司的市场份额造成不利影响。
- ◆ **海外拓展不及预期**：目前中国港澳台及海外业务是公司业绩持续增长的重要驱动力之一，但由于海外市场的文化背景、消费习惯等有所差异，有可能出现IP或产品水土不服的情况，从而导致门店拓展等不及预期的可能。
- ◆ **新品类拓展不及预期**：公司仍在不断拓展品类边界，包括毛绒玩具、积木、卡牌等，毛绒玩具已经初步得到验证，但其他品类尚处于推广初期，有可能出现市场反馈不及预期的情况。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13037.75	26502.52	38092.58	50469.42	净利润	3125.47	7143.92	10633.51	14336.65
YoY(%)	106.92%	103.28%	43.73%	32.49%	折旧和摊销	862.82	250.80	259.67	241.86
营业成本	4329.98	8181.86	11436.47	14881.70	营运资金变动	245.57	46.63	-2718.49	-2333.22
营业税金及附加					经营活动现金流	4954.22	7811.15	8748.66	13035.93
销售费用	3650.46	6890.66	9713.61	12617.36	资本开支	-516.69	-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	947.09	1722.66	2476.02	3280.51	投资	502.22	0.00	0.00	0.00
财务费用	-163.35	-271.64	-386.92	-336.27	投资活动现金流	8.96	-151.81	-151.81	-151.81
资产减值损失					股权募资	-78.03	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-520.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	4110.21	9707.34	14466.48	19689.85	筹资活动现金流	-958.50	0.00	0.00	0.00
营业外收支					现金净流量	4031.09	7685.75	8623.27	12910.54
利润总额	4365.81	9978.97	14853.40	20026.12	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1057.47	2417.06	3597.72	4850.64	成长能力(%)				
净利润	3308.35	7561.91	11255.68	15175.49	营业收入增长率	106.92%	103.28%	43.73%	32.49%
归属于母公司净利润	3125.47	7143.92	10633.51	14336.65	净利润增长率	188.77%	128.57%	48.85%	34.83%
YoY(%)	188.77%	128.57%	48.85%	34.83%	盈利能力(%)				
每股收益	2.36	5.32	7.92	10.68	毛利率	66.79%	69.13%	69.98%	70.51%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	23.97%	26.96%	27.91%	28.41%
货币资金	6109.02	13794.77	22418.04	35328.58	总资产收益率ROA	21.02%	31.90%	28.77%	26.08%
预付款项					净资产收益率ROE	29.26%	40.01%	37.29%	33.44%
存货	1524.52	1443.33	2727.29	3812.16	偿债能力(%)				
其他流动资产	3536.79	3520.19	7155.68	10285.00	流动比率	3.63	5.99	5.23	5.59
流动资产合计	12236.08	19814.19	34435.59	52488.80	速动比率	2.13	4.49	3.73	4.09
长期股权投资	136.78	136.78	136.78	136.78	现金比率	1.81	4.17	3.40	3.76
固定资产	739.38	678.85	610.43	555.70	资产负债率	26.80%	17.52%	19.49%	18.22%
无形资产	1062.96	1072.68	1081.44	1094.31	经营效率(%)				
非流动资产合计	2634.59	2583.79	2524.13	2482.27	总资产周转率	1.05	1.42	1.28	1.10
资产合计	14870.67	22397.98	36959.71	54971.07	每股指标(元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.36	5.32	7.92	10.68
应付账款及票据	1010.11	962.22	1818.19	2541.44	每股净资产	7.96	13.29	21.23	31.93
其他流动负债	1708.22	1694.91	3445.33	4952.04	每股经营现金流	3.69	5.82	6.51	9.71
流动负债合计	3370.03	3309.01	6588.65	9398.10	每股股利	0.81	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	616.01	616.01	616.01	616.01	PE	34.68	43.28	29.07	21.56
非流动负债合计	616.01	616.01	616.01	616.01	PB	10.29	17.32	10.84	7.21
负债合计	3986.03	3925.02	7204.65	10014.11					
股本	0.88	0.88	0.88	0.88					
少数股东权益	201.13	619.13	1241.29	2080.13					
股东权益合计	10884.64	18472.97	29755.06	44956.96					
负债和股东权益合计	14870.67	22397.98	36959.71	54971.07					

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。