

泡泡玛特 (09992.HK)

深度复盘: 形象型 IP 商业价值与企业成长经验启示

买入 (维持)

2025 年 08 月 10 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 郭若娜

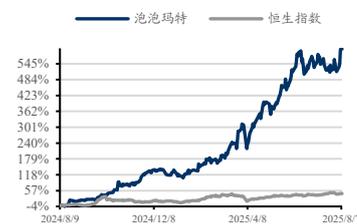
执业证书: S0600524080004
guorn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,301	13,038	30,515	43,905	55,060
同比 (%)	36.46	106.92	134.05	43.88	25.41
归母净利润 (百万元)	1,082	3,125	9,268	13,484	17,075
同比 (%)	127.55	188.77	196.55	45.48	26.63
Non-IFRS 净利润 (百万元)	1,191	3,403	10,025	14,487	18,288
同比 (%)	107.57	185.86	194.57	44.51	26.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.81	2.33	6.90	10.04	12.71
P/E (现价&最新摊薄)	313.89	108.70	36.66	25.20	19.90
PE (Non-IFRS)	285.37	99.83	33.89	23.45	18.58

投资要点

- **引言:** IP 产业是一个上限很高, 但企业成功难度也很大的产业, 我们希望从泡泡玛特发展复盘中总结出形象型 IP 商业价值规律以及 IP 企业成长经验。我们认为泡泡玛特对国内 IP 产业的影响可能比市场想象的更加深远: 公司验证了国内 IP 企业依靠国内强大供应链+优质运营的形象型 IP 打开全球市场的可能性。
- **我们认为市场低估了形象型 IP 的商业价值和公司长线运营能力。** 区别于市场的观点, 我们认为 IP 商业价值与其内容深度并没有绝对相关性 (参考全球最赚钱 IP 类型), 优质的形象型 IP 生命周期也比市场想的更加长青 (MOLLY 2019-2023 年收入 CAGR 22%、三丽鸥头部 IP 人气多年持续提升)。通过拆解形象型 IP 商业价值, 我们认为: 1) 兼具高大众性和艺术性的 IP (如 MOLLY 2024 年收入 21 亿元、LABUBU 30 亿元等), 大众性略逊一筹但艺术性突出的 IP 运营得当均有望实现较高的商业价值 (如 Skullpanda 2024 年收入 13 亿元、小野 7 亿元等); 2) IP 运营是 IP 企业的关键能力, 市场看到了公司打造爆款 IP 的能力, 但对公司长线运营能力仍有忽略, 公司头部和多个中腰部 IP 整体新品热度呈现长期稳健向上趋势, 尤其是和其他头部潮玩 IP 对比更加明显。我们认为泡泡玛特竞争对手已经不是处在初级的 IP 企业, 而是一样有现金流 IP, 具备试错底气, 同时有一套完善的 IP 孵化到运营系统的其他综合性 IP 企业, 如三丽鸥、迪士尼等。
- **上市至 2022 年股价调整期: 商业模式难题和企业韧性。** 1) 2020/12 上市-2022/6, 公司收入保持高增, 但成长股估值系统性调整、市场对公司长期发展信心不足叠加盈利指标恶化, 导致公司股价下跌。2) 2022/7~2022/10: 公司业绩承压, 盲盒退潮成市场主流叙事, 此阶段股价明显跑输港股大盘。我们认为公司此阶段业务和估值变化既体现了形象型 IP 商业模式中的经典难题 (需求变迁、审美疲劳以及创新的不确定性对形象型 IP 需求持续性的影响; 自营模式库存管理能力), 同时又体现公司较强的组织韧性和执行力 (组织架构调整, 系统性提升供应链能力等), 并为 2024 年之后的国际化加速埋下伏笔。
- **2023 至今困境反转: 国际化与长期价值重估。** 1) 2022/11-2023/6: 疫后公司 EPS 逐步修复, 对 2023 年亦指引积极, 但市场更多归因于宏观原因, 并未充分反应公司主业的积极变化; 2) 2023/7 至今, 公司业绩开始体现出 α (组织优化和出海加速), 并在 LABUBU 海外出圈后业

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	278.00
一年最低/最高价	37.85/293.40
市净率(倍)	31.78
港股流通市值(百万港元)	339,513.76

基础数据

每股净资产(元)	7.96
资产负债率(%)	26.80
总股本(百万股)	1,342.94
流通股本(百万股)	1,342.94

相关研究

《泡泡玛特(09992.HK): 25Q1 运营数据点评: 收入超预期, 继续看好 IP 价值释放》

2025-04-23

《泡泡玛特(09992.HK): 2024 年年报点评: 业绩超预期, 看好 2025 年海外成长》

2025-03-30

绩爆发及估值提升，戴维斯双击。此阶段 labubu 热度持续超预期，我们认为底层是搪胶毛绒品类扩大 labubu 受众，重要推手是 LISA 多次在社交媒体上表达对 labubu 的喜爱，公司层面从产品出新、营销动作、渠道扩展三个层面承接流量并推动其逐层出圈，从而推动收入不断超预期。疫情之后海外市场个性化消费趋势、tiktok 等媒介渠道兴起、包挂潮流趋势亦是 labubu 搪胶毛绒走红的重要背景。短期市场更多关注在 labubu 热度的边际变化，但低估了公司 IP 矩阵的长期商业价值，我们一方面看好泡泡玛特 labubu 和 molly 两个头部且有望常青的 IP 能为多元有效的 IP 矩阵提供【丰沛现金流和流量支撑】，另一方面也看好公司海外市场门店扩张触达更多受众，【多元的市场】为多元 IP 矩阵的商业价值充分发挥提供土壤。

■ **盈利预测与投资评级：**我们继续看好 labubu 这一现象级 IP 以及多元 IP 矩阵驱动公司全渠道收入快速增长，将 2025-2027 年经调整净利润预测从 64.8/93.6/118.9 亿元上调至 100.3/144.9/182.9 亿元；参考增速同样较高的三丽鸥估值水平，给予 2026 年 30 倍 PE，对应 4346 亿人民币市值，对应 2025/8/8 市值还有 28% 空间，维持“买入”评级。（人民币兑港元汇率取 2025/8/8 1 港币=0.91 人民币）。

■ **风险提示：**出现新的现象级 IP 影响 labubu 短期销售，海外拓展不及预期，头部 IP 热度自然衰减但其他 IP 收入尚未贡献显著收入的风险。

内容目录

引言：潮玩龙头股价简要复盘及思考	7
1. 形象型 IP 商业价值探讨	8
1.1. 单个 IP 商业价值和生命周期	8
1.2. 现金流 IP 与有效的 IP 矩阵	15
2. 商业模式难题和企业韧性	17
2.1. 上市-2022/6/30：消化估值	17
2.2. 2022/7~2022/11：成长阶段性失速	19
2.3. 形象性 IP 的难题：需求的持续性	20
2.4. 供给的暗线：优化组织、供应链	23
3. 国际化与长期价值重估	24
3.1. 2022/11-2023/6：国内业务修复	24
3.2. 2023/7-2024/4：海外潜力初显	26
3.3. 2024/4 至今：labubu 成全球现象级 IP	27
3.4. 需求的暗线：个性化消费、短视频传播	31
3.5. 被低估的 IP 矩阵价值	32
4. 盈利预测和投资建议	34
5. 风险提示	35

图表目录

图 1: 泡泡玛特股价累计涨跌幅表现, 并对比恒生指数及恒生科技指数.....	7
图 2: 我们测算的泡泡玛特季度收入增长趋势 (百万元)	8
图 3: 公司利润率变化趋势.....	8
图 4: 泡泡玛特重要 IP 收入增长趋势 (百万元)	9
图 5: 三丽鸥明星人气评选全球 Top3 IP (2025 年排名) 历史票数变化趋势 (万票)	9
图 6: 形象型 IP 商品商业价值公式拆解.....	10
图 7: Skullpanda 收入与当年新出盲盒系列热度趋势对比.....	10
图 8: 泡泡玛特 IP 及业内其他头部 IP 爆款表现和商业价值对比	11
图 9: 泡泡玛特重要 IP 爆款表现和商业价值对比.....	11
图 10: 泡泡玛特 IP 矩阵 (按收入划分梯队)	12
图 11: 分 IP 百度指数关键词搜索对比 (PC+移动)	12
图 12: 公司 2024 年以来的爆款 IP——The Monsters 收入与当年新出盲盒系列热度趋势对比.....	13
图 13: 2021 年以来爆款 IP 百度搜索指数对比: labubu 热度远高于此前热门 IP.....	13
图 14: IP 生命周期拆解.....	14
图 15: 2020 年推出且首个系列热度接近的 IP 常规盲盒系列产品浏览次数对比: 泡泡玛特 IP VS 竞对 IP A	14
图 16: 2022 年推出且首个系列热度接近的 IP 常规盲盒系列产品浏览次数对比: 泡泡玛特 IP VS 竞对 IP B	14
图 17: 内容型 IP 系列续作热度也存在不确定性 (以第一个系列的热度指标为基数 1, 测算得后续系列的热度指标变化)	14
图 18: 公司最长青的 IP——Molly 收入与当年新出盲盒系列热度趋势对比.....	15
图 19: 2015-2024 三丽鸥明星人气评选全球排名 Top10.....	16
图 20: 泡泡玛特部分 IP 矩阵 VS 三丽鸥部分 IP 矩阵 (序号分别为泡泡玛特 IP2024 年收入和三丽鸥 IP2025 年人气排序)	16
图 21: 公司阶段一股价复盘 (PE 估值为右轴)	17
图 22: 此阶段优质新品发布对公司股价影响有限.....	17
图 23: 公司 IP 收入增长趋势 (百万元, 收入贡献为右轴)	18
图 24: 泡泡玛特盲盒出新数量趋势 (个)	18
图 25: 泡泡玛特分渠道收入增长趋势 (百万元, 其中同比增速为右轴)	18
图 26: 泡泡玛特国内零售店店数及同店增长情况 (其中单店收益为右轴)	18
图 27: 泡泡玛特期末累计注册会员数增长及复购率情况 (复购率为右轴)	19
图 28: 公司阶段二股价复盘 (PE 估值为右轴)	19
图 29: 公司中国大陆分渠道季度收入同比增速测算.....	20
图 30: 2022H2 Molly MEGA 二手市场价格走弱.....	20
图 31: 此阶段优质新品发布对公司股价影响有限.....	20
图 32: 公司头部 IP 在千岛交易量市占率变化趋势.....	21
图 33: 竞对潮玩 IP 在千岛交易量市占率变化趋势.....	21
图 34: 泡泡玛特成本及费用占收比趋势.....	21
图 35: 泡泡玛特广告及营销开支占收比变化趋势.....	21
图 36: 泡泡玛特存货及存货周转天数 (百万元, 天)	21
图 37: 公司毛利率变化趋势.....	21
图 38: 在 2021 年之前三丽鸥日本商品销售业务中废弃商品金额较高 (万日元)	22

图 39:	泡泡玛特披露的中腰部 IP 收入变化 (百万元)	22
图 40:	HIRONO 小野 2022 年新品“小小的使坏”系列	22
图 41:	泡泡玛特品类探索	23
图 42:	泡泡玛特商品成本占收入比 2022 年下半年开始逐渐下降	24
图 43:	公司阶段三股价复盘 (PE 估值为右轴)	24
图 44:	此阶段优质新品发布对公司股价影响有限	25
图 45:	公司国内零售店单店收入在 2023 年后快速修复 (万元)	25
图 46:	公司期末累计会员数及以此测算得会员 ARPU 值变化趋势 (ARPU 为右轴)	25
图 47:	泡泡玛特国内主要线上渠道增长表现	25
图 48:	泡泡玛特国内线上渠道收入结构变化	25
图 49:	公司 2023/7-2024/4 股价复盘	26
图 50:	公司海外收入 2023H2 开始出现加速增长趋势	26
图 51:	公司海外零售店平均单店收入保持高增	26
图 52:	泰国市场 2024 年 2 月以来 crybaby、labubu IP 热度有所提升 (视频播放量 (次))	27
图 53:	美国市场 2023 年 12 月底以来多个 IP 热度有所提升 (视频播放量 (次))	27
图 54:	公司 2024/4 至今股价复盘 (PE 估值为右轴)	27
图 55:	此阶优质毛绒新品发布对公司股价有积极影响	28
图 56:	LABUBU 心动马卡龙搪胶毛绒系列 2024 年二手市场交易价变化趋势与公司股价有较强正相关性	28
图 57:	THE MONSTERS 手办和搪胶毛绒产品对比	28
图 58:	LISA 在社交媒体上晒出 LABUBU	28
图 59:	LABUBU 部分搪胶毛绒产品推出时间表	29
图 60:	LABUBU 部分出圈/营销事件	29
图 61:	公司 2024/4 至今股价复盘对比谷歌搜索指数变化 (红色曲线代表股价走势; 坐标轴为搜索指数数据)	30
图 62:	公司海外分地区收入增长趋势 (百万元, 增速为右轴)	30
图 63:	公司海外分渠道收入增长趋势 (百万元, 增速为右轴)	30
图 64:	公司海外门店增长趋势 (家)	30
图 65:	POPMART APP 美国地区 MAU 趋势 (百万人)	30
图 66:	公司 2024 年搪胶毛绒交付数量快速爬坡 (万只)	31
图 67:	公司盈利能力明显提升	31
图 68:	TIKTOK 美国 MAU 增长趋势 (百万人)	31
图 69:	hello kitty 在美国区谷歌搜索指数热度变化趋势	32
图 70:	Sonny Angel 在美国区谷歌搜索指数热度 (折线图) 和 tiktok 官方账号转发视频数据趋势 (柱状图)	32
图 71:	泡泡玛特美国区域多个 IP 热度明显提升	33
图 72:	泡泡玛特英国区域多个 IP 热度明显提升	33
图 73:	公司中腰部重点 IP 新系列千岛 APP 访问人次 (千次)	33
图 74:	三丽鸥在不同市场的 TOP5 IP 存在差异	33
图 75:	泡泡玛特乐园中的星星人 IP 人偶舞	34
图 76:	商场内的 CRYBABY 主题游乐场	34
图 77:	以 crybaby 为例, 2024-2025 年相比 2022 年新增的周边 SKU	34

表 1: 2024 年全球收入最高媒体特许经营权.....	8
表 2: 泡泡玛特分地区官网热销 IP TOP5.....	32
表 3: 公司盈利预测 (百万元)	34
表 4: 可比公司估值对比.....	35

引言：潮玩龙头股价简要复盘及思考

2024 年以来，随着 IP Labubu 在全球范围内的持续出圈，泡泡玛特股价走出 U 型反转趋势，并在 2025 年初创历史新高；截至 2025/8/8，股价自历史底部（2022 年 10 月 28 日）累计上涨 25 倍。从相对港股大盘的角度，泡泡玛特股价大致可分为 4 个阶段：

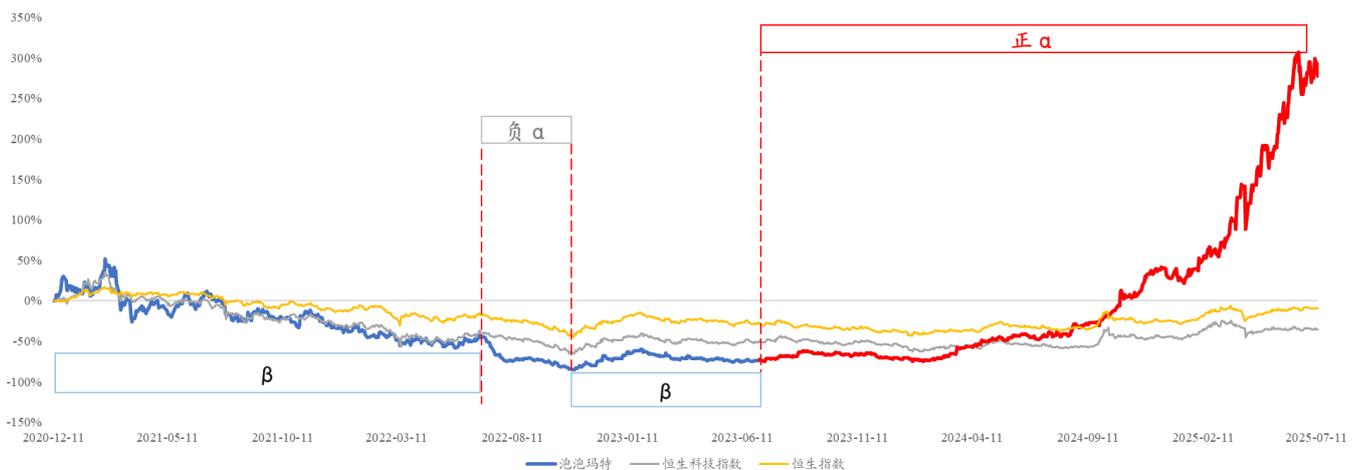
阶段一，2020/12 上市-2022/6（ β 主导）：股价累计跌幅 45%，PE 估值（按当年 wind 归母净利润一致预测值）从最高的接近 180 倍调整至期末的 35 倍。此阶段走势与恒生科技指数相似（恒生科技区间累计跌幅 39%），我们认为主要系当时市场风偏较高，愿意给成长股更高的估值溢价， β 对公司估值影响因素较大。公司收入保持高增，但成长股估值调整、市场对公司长期发展信心不足叠加盈利指标恶化，导致公司股价持续下跌。

阶段二，2022/7~2022/10（负 α ）：股价累计跌幅 73%，PE 估值（按当年 wind 归母净利润一致预测值）从期初的 35 倍调整至期末的 16 倍左右。公司收入阶段性失速，业绩承压，盲盒退潮成市场主流叙事，此阶段明显跑输港股大盘。

阶段三，2022/11-2023/6（ β 主导）：股价累计涨幅 72%，PE 估值（按当年 wind 归母净利润一致预测值）基本处在 17-35 倍。疫后公司 EPS 逐步修复，对 2023 年亦指引积极，但市场更多归因于宏观原因，并未充分反应公司主业的积极变化（恒生科技区间累计涨幅 37%）。

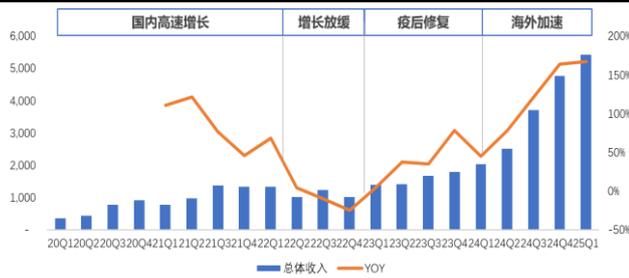
阶段四，2023/7 至今（正 α ）：截至 2025/8/8，公司股价累计涨幅 1521%。区别于市场主流观点，我们认为 2023 年 7 月以来公司已经开始体现出 α （组织优化和出海加速），并在 labubu 海外出圈后业绩爆发及估值提升，戴维斯双击。

图1：泡泡玛特股价累计涨跌幅表现，并对比恒生指数及恒生科技指数



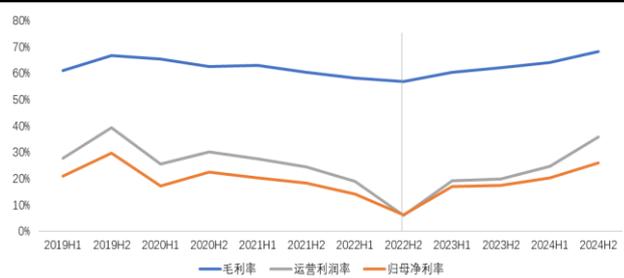
数据来源：IFIND，东吴证券研究所绘制

图2：我们测算的泡泡玛特季度收入增长趋势（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算。注：公司未披露季度绝对数额，季度收入为我们参照公司披露的季度收入同比增长以及半年度数据测算得到，可能与实际数据存在差异。

图3：公司利润率变化趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司上市以来的走势既是港股流动性及估值体系变化的一面镜子，也验证了公司作为形象型 IP 公司，所在市场需求空间之大、产品爆发力之强和自身组织之韧性，成为近年来港股市场最具代表性的困境反转标的之一。IP 产业是一个上限很高，但企业成功难度也很大的产业，本文并非意在寻找判断爆款或 IP 运营通用方法论，而是希望从泡泡玛特发展复盘总结出形象型 IP 商业价值规律以及 IP 企业成长经验。且我们认为泡泡玛特对国内 IP 产业的影响可能比市场想象的更加深远：公司验证了 IP 企业依靠国内强大供应链+优质运营的形象型 IP 打开全球市场的可能性。

1. 形象型 IP 商业价值探讨

1.1. 单个 IP 商业价值和生命周期

泡泡玛特 IP 以艺术家 IP 为主，属于形象型 IP 的范畴。区别于内容型 IP 依靠优质/经典内容，形象型 IP 主要靠表观形象及 IP 设定吸引消费者，其商业价值（会有多少消费者愿意买单）和生命周期（会有多少消费者愿意持续买单）一直是市场对于泡泡玛特业务发展的分歧之一。

IP 商业价值与其内容深度并没有绝对相关性。2024 全球 TOP15 授权商中有三丽鸥这样单纯靠形象型 IP 授权盈利的 IP 公司；在 2025 年全球最赚钱 IP 中，迪士尼最赚钱的米老鼠 IP 跟迪士尼公主 IP 相比属于内容更浅的 IP，小熊维尼、面包超人等更多以形象出圈的 IP 也都排名前列。有别于市场的认知，我们认为顶流形象型 IP 由于更低的受众门槛实现更高的受众数量（电影、动漫等 IP 需要受众先投入时间深度体验完内容后才可能对 IP 产生粘性）、更高的可塑性以适应需求的变迁/区域差异（内容 IP 往往反而更需要考虑文化差异的问题），比内容型 IP 具备更高商业潜力。

表1：2024 年全球收入最高媒体特许经营权

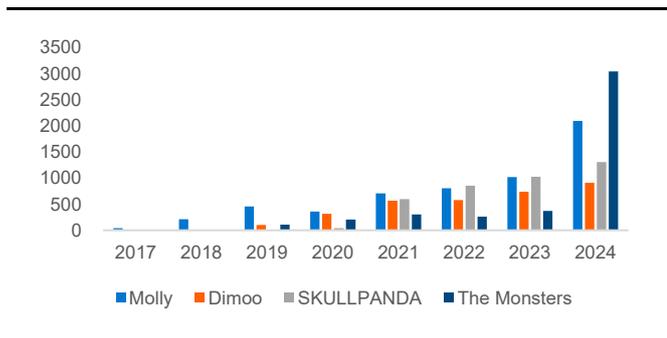
排名	IP	总收入(估计)	原始媒体	IP 版权方
1	宝可梦	989 亿美元	电子游戏	任天堂、宝可梦公司
2	米老鼠和他的朋友们	612 亿美元	动画	华特迪士尼
3	小熊维尼	488 亿美元	图书	华特迪士尼

4	星球大战	467 亿美元	电影	卢卡斯影业(华特迪士尼)
5	迪士尼公主	454 亿美元	动画	华特迪士尼
6	面包超人	384 亿美元	图书	FROEBEL 馆(凸版印刷株式会社)
7	哈利波特	347 亿美元	小说	J.K.罗琳、华纳兄弟
8	芭比	339 亿美元	玩具	美泰
9	漫威宇宙	338 亿美元	电影	漫威
10	使命召唤	310 亿美元	电子游戏	动视暴雪(微软游戏)

数据来源：维基百科，东吴证券研究所

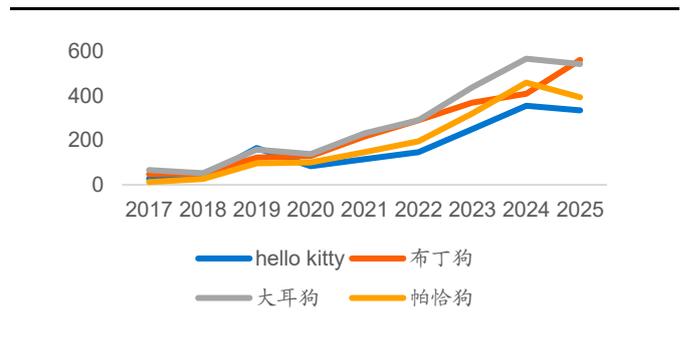
优质的形象型 IP 生命周期也比市场想的更加长青。回顾泡泡玛特重要 IP 发展趋势，我们发现除了少数特殊年份以外，这些 IP 收入基本都实现年同比持续增长，其中 MOLLY 已经面世接近 20 年，是泡泡玛特最早挖掘的艺术家 IP，2019-2023 年收入 CAGR 仍有 22%（该时间段基本不受公司出海加速的影响）。类似的趋势在日本三丽鸥公司头部 IP 上也能看到，2025 年三丽鸥明星人气评选全球 TOP10 的 IP 基本是 2005 年之前诞生的 IP；Top3 IP 分别为布丁狗、大耳狗和帕恰狗（并非市场熟悉的 hello kitty），在过去 7 年的人气度基本呈现提升趋势。

图4：泡泡玛特重要 IP 收入增长趋势（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：三丽鸥明星人气评选全球 Top3 IP（2025 年排名）历史票数变化趋势（万票）



数据来源：三丽鸥官网，东吴证券研究所

我们可以将形象型 IP 整个生命周期的商业价值拆解为多个系列的商业价值加总，而每个系列的商业价值可以拆解为该 IP 的“潜在受众数*对该系列的转化率*对该系列的购买数量*单价”：

- 潜在受众数基本由 IP 初始属性（即 IP 基础形象和设定）决定，属性可大致拆分为【大众性】（影响受众广度，好的大众性即“符合多数人审美，无关设计水平”）和【艺术性】（影响粉丝粘性，好的艺术性即“设计感强，无关大众审美”），初始属性由艺术家赋予，由艺术家创造力决定，可微调整。这里我们不以市场普遍讨论的“可爱”、“表达情绪”等风格作为 IP 划分标准，主要系每类风格标准中都可以找到优秀和普通的 IP，风格本身并不能作为 IP 质量的评价标准。
- 潜在受众对该系列的转化率受具体系列设计水平和创新性、品类需求、投资价值、社交价值等多重因素影响，对于平台来说考验 IP 设计和运营能力、营销

能力、渠道网络，爆款需要偶然因素加持。

- 对该系列的购买数量受到购买力、集邮需求、投资价值等偏需求端因素影响。
- 单价主要受物价水平、购买力、品类定价决定。

IP 行业是供给驱动，当我们讨论某个 IP 成为爆款或经典 IP 时，往往是该 IP 的实际消费人群，即“潜在受众数*对该系列的转化率”这一指标显著超过行业平均水平，实现“出圈”。对于单个 IP 而言，某个系列成为爆款即该系列的转化率显著超过此前系列水平。（轻内容/无内容导致竞争的维度十分有限，如何孵化出差异化的、受大众喜欢的形象型 IP 存在较高难度，优质 IP+好的平台运营是核心要素）

图6：形象型 IP 商品商业价值公式拆解



数据来源：东吴证券研究所绘制

基于我们对泡泡玛特 IP 以及竞对头部 IP 的对比，我们认为**形象性 IP 的商业价值与其大众性和艺术性均为正相关**，兼具高大众性和艺术性的 IP 运营得当可以实现高商业价值（如 MOLLY、搪胶毛绒形象的 LABUBU 等），但大众性略逊一筹、艺术性突出的 IP 亦能实现较高的商业价值（如 Skullpanda、小野等），这类 IP 因为鲜明特征和高质量设计水平实现更高的粉丝粘性，从而实现更高的商业价值。

以泡泡玛特 IP 矩阵中艺术性领先的 IP Skullpanda 为例，在公司手办品类销售中占据领先优势。2022 年 11 月推出的温度系列到 2024 年依然在售，虽然每个款式二手价格均低于原价，但是是公司销量最高的单一系列（截至 2024/12/31 累计销量超过 79 万套）。

图7：Skullpanda 收入与当年新出盲盒系列热度趋势对比

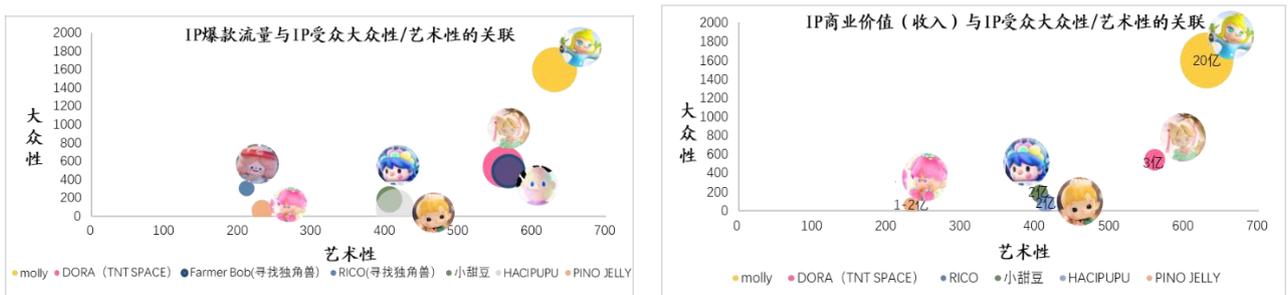


数据来源：公司公告，千岛 APP，东吴证券研究所。注：上方系列数字为该系列千岛平台浏览次数（千次），按发售时间从早到晚排序，统计时间为 2025/7/31。标红表示该系列浏览次数创新高或 MEGA 出新数量增加。

IP 质量核心取决于艺术家的创造力，如 Molly 艺术家 Kenny Wong 是香港成名已久的潮流设计师，2011 年获香港十大杰出设计师奖；The Monsters 艺术家龙家升是首位获得欧洲绘本大赛冠军的华人得主；Skullpanda 艺术家熊猫 CG 作品曾入选全球顶级幻想艺术年鉴……获取/孵化优质 IP 对于 IP 企业来说至关重要，这点与内容型 IP 产业类似（电影的剧本质量、动漫的漫画原作/小说质量）。而泡泡玛特在国内市场绝对领先的 IP 长线运营能力及强大的渠道能力可以最大化 IP 生命周期价值（泡泡玛特多个中腰部 IP 收入高于竞对头部 IP 收入，且可持续性更强），更有利于吸引到优质艺术家 IP。

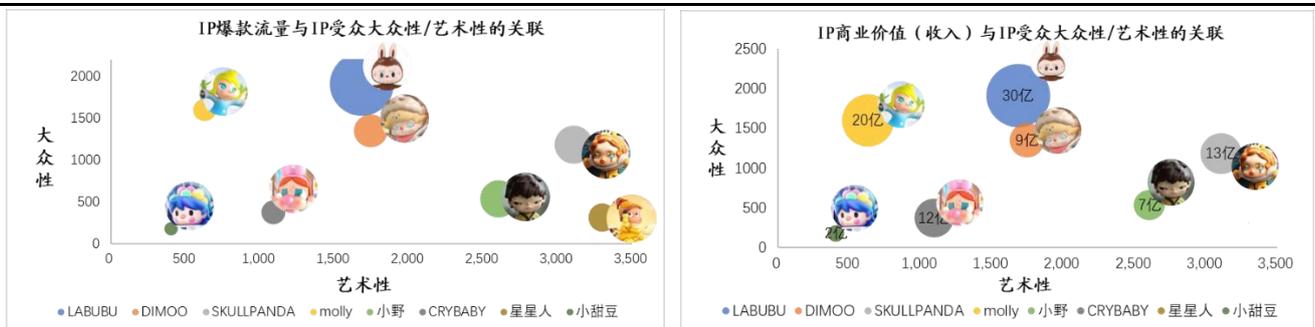
但对于形象型 IP 企业来说，有了优质 IP 只是完成了第一步，如何将优质 IP 做好运营更为重要。如何抓住潮流趋势推出爆款产品？如何让 IP 新品兼顾创新（避免审美疲劳）和质量（不能为了创新而创新，要贴合 IP 设定）？具备相似商业化潜力的 IP 实际收入量级为何会出现很大差异？IP 企业的运营水平高低是不同 IP 商业价值方差的另一个来源。

图8：泡泡玛特 IP 及业内其他头部 IP 爆款表现和商业价值对比



数据来源：千岛，公司公告，东吴证券研究所绘制。纵轴为 IP 关注人数（千人），横轴为 IP “近一年常规盲盒系列最低浏览次数”（千次），左图气泡大小为 IP “近一年常规盲盒系列最高浏览次数”（千次），右图气泡大小为 IP 年收入（人民币）。

图9：泡泡玛特重要 IP 爆款表现和商业价值对比



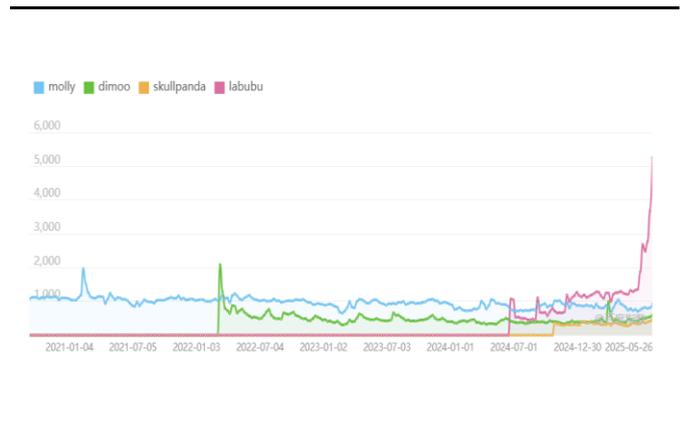
数据来源：千岛，公司公告，东吴证券研究所绘制。纵轴为 IP 关注人数（千人），横轴为 IP “近一年常规盲盒系列最低浏览次数”（千次），左图气泡大小为 IP “近一年常规盲盒系列最高浏览次数”（千次），右图气泡大小为 IP 年收入（人民币）。

图10: 泡泡玛特 IP 矩阵 (按收入划分梯队)



数据来源: 泡泡玛特微信公众号, 东吴证券研究所

图11: 分 IP 百度指数关键词搜索对比 (PC+移动)



数据来源: 百度指数, 东吴证券研究所

图 8-9 注:

- 1) IP 及系列热度数据我们选用国内最大垂直兴趣文化交易平台和爱好者社区“千岛”平台上的数据。千岛已有数千万玩家长用户, 年交易额过五十亿元, 其数据具有一定参考价值。数据均截至 2025/7。
- 2) IP 收入数据来自官方披露的全球收入, 其中在海外热度更高的 IP, 如 crybaby 基于国内千岛数据和全球收入数据的对比会与其他 IP 存在偏差; HACIPUPU 和小甜豆为 2023 年数据, 其他均为 2024 年数据。
- 3) 对于 IP【大众性】, 我们选用千岛平台上该 IP 关注人数衡量。其中 Molly 结合百度指数进行了修正, 我们预计其在千岛关注人数低于泡泡玛特其他头部 IP 的原因为 Molly 受众广泛, 而千岛用户相对聚焦在潮玩领域, 数据存在一定程度失真; labubu 也存在该问题, 但不影响 IP 间对比, 因此我们未进行修正。
- 4) 对于 IP【艺术性】, 我们选用千岛平台上该 IP 盲盒产品“近一年人气最弱的系列浏览次数”衡量, 即使新系列设计水平不及此前其他系列仍能吸引到的流量。
- 5) IP 爆款流量我们选用千岛平台上该 IP “近一年系列最高浏览次数”衡量。

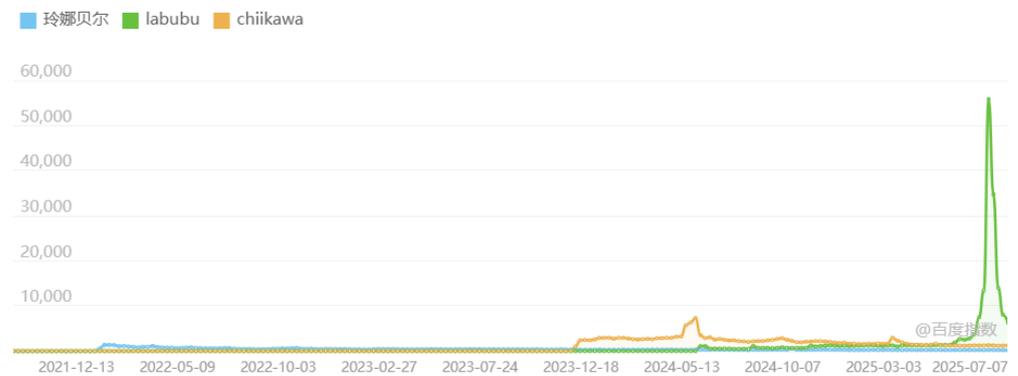
我们定义好的运营为具备打造爆款的能力以及长线运营的能力。爆款本身难以准确预测, 但孵化以及承接爆款流量的【能力】可以被验证和持续。在 IP 艺术家、IP 运营人才和自营渠道等方面具备先发优势和规模优势的情况下, 泡泡玛特打造爆款的能力已被市场验证 (2024 年爆款 The Monsters 收入超过 30 亿元人民币, yoy+726%), 这里我们不多赘述。值得注意的是, 由于公司主要艺术家 IP 均为自有或独家 IP, 线下渠道自营, 一旦出现爆款公司能赚到大大部分利润; 且由于背负库存风险需要把控供给, 短期供不应求进一步推升产品热度, 公司爆款往往容易在短期实现远超竞对爆款 IP 的热度。

图12: 公司 2024 年以来的爆款 IP——The Monsters 收入与当年新出盲盒系列热度趋势对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：上方系列数字为该系列千岛平台浏览次数（千次），按发售时间从早到晚排序，统计时间为 2025/7/31。标红表示该系列浏览次数创新高或 MEGA 出新数量增加。

图13: 2021 年以来爆款 IP 百度搜索指数对比: labubu 热度远高于此前热门 IP



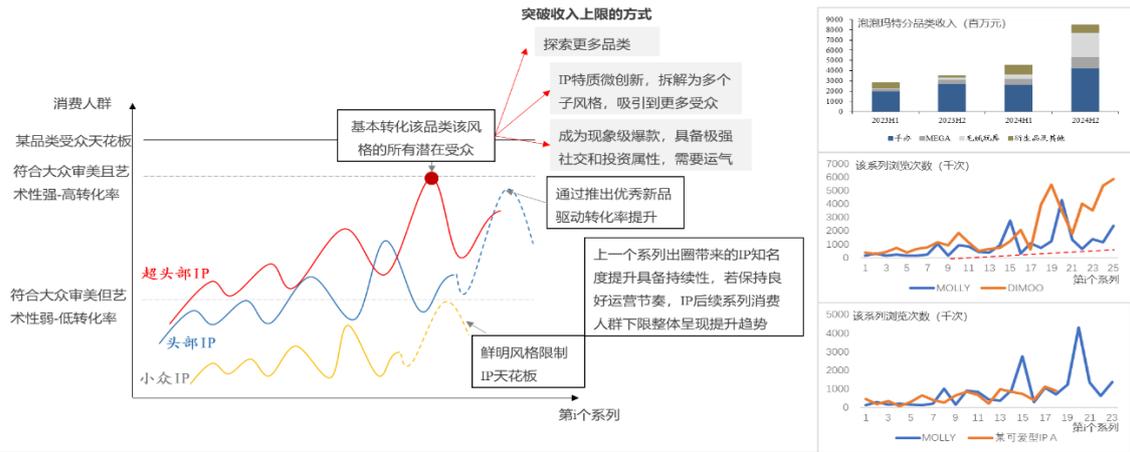
数据来源：百度指数，东吴证券研究所

但我们认为市场低估了公司对形象型 IP 长线运营的能力及其潜在商业价值。

IP 长线运营能力：潮玩 IP 每个系列间的热度不可避免会有所波动，对应销量和收入量级也会波动，但我们观察发展公司头部和多个中腰部 IP 整体新品热度呈现长期向上趋势，IP 低迷期相对短暂，尤其是和竞对的头部 IP 对比更加明显。

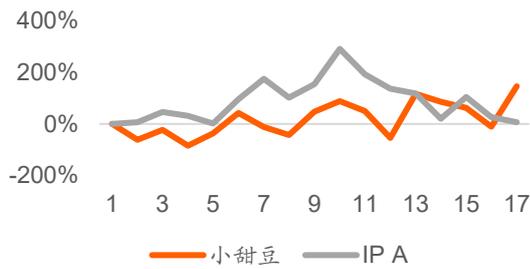
IP 长线运营的商业价值：单个潮玩品类有其市场天花板，但 IP 本身可以通过品类拓展、IP 属性微创新拓展受众等方式实现增量。

图14: IP 生命周期拆解



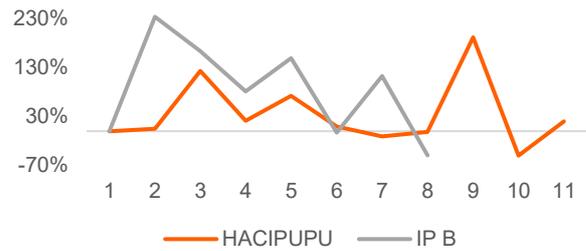
数据来源：泡泡玛特公众号，千岛，东吴证券研究所绘制。统计时间为 2025/8/8

图15: 2020 年推出且首个系列热度接近的 IP 常规盲盒系列产品浏览次数对比: 泡泡玛特 IP VS 竞对 IP A



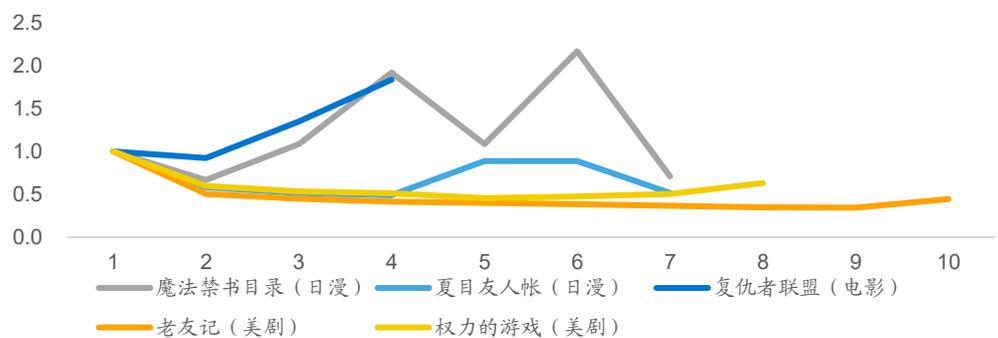
数据来源：千岛，东吴证券研究所。统计时间为 2025/7/31。横轴为该IP第i个系列，纵轴为第i个系列浏览次数相比第一个系列变化幅度。

图16: 2022 年推出且首个系列热度接近的 IP 常规盲盒系列产品浏览次数对比: 泡泡玛特 IP VS 竞对 IP B



数据来源：千岛，东吴证券研究所。统计时间为 2025/7/31。横轴为该IP第i个系列，纵轴为第i个系列浏览次数相比第一个系列变化幅度。

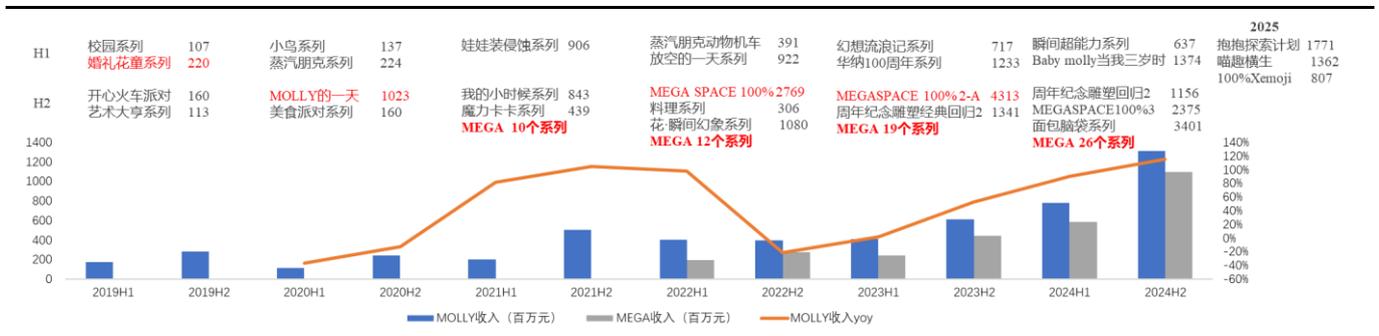
图17: 内容型 IP 系列续作热度也存在不确定性 (以第一个系列的热度指标为基数 1, 测算得后续系列的热度指标变化)



数据来源：哔哩哔哩，豆瓣，猫眼，东吴证券研究所。注：横轴为该IP第i个系列；日漫热度指标为哔哩哔哩播放量，电影为猫眼APP全球票房，美剧为豆瓣评论总数。

代表案例：Molly 作为 2006 年诞生的 IP，也是公司最早推出的潮玩 IP（2016 年），2024 年收入实现 21 亿元，同比增长 105%，相比 2019 年收入增长超过 3 倍；且 2017-2024 年间仅 2020 年特殊年份出现收入下滑。Molly 早年推出了多个经典系列，随着形象深入人心，近年手办盲盒出新稳定，更多尝试其他潮玩品类，包括 BJD、Mega、衍生品等，不断挖掘 IP 变现潜力。MEGA 产品线核心销售便来自 MOLLY（2024 年 MEGA 品类收入 17 亿元，yoy+146%）。同时公司在传统 Molly 形象基础上又延伸出 Space Molly、Royal Molly、Baby Molly、小画家 Molly 等新形象，且和传统 Molly 形象受众画像开始发生变化，IP 受众随着 IP 基础形象的微创新和与之适配的运营进一步扩大。

图18：公司最长青的 IP——Molly 收入与当年新出盲盒系列热度趋势对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：上方系列数字为该系列千岛平台浏览次数（千次），按发售时间从早到晚排序，统计时间为 2025/7/31。标红表示该系列浏览次数创新高或 MEGA 出新数量增加。

我们认为公司领先同行的 IP 运营能力来自对“尊重 IP”这个核心原则的深刻践行（表现之一为在 IP 产品出新、品类拓展上有取舍，懂得做“减法”）、更好的渠道曝光（自营门店网络、社交媒体上丰富运营经验等）、强大的设计师团队（具备平台效应，相比竞对可以吸引到更多业内优秀人才）、不同 IP 运营经验教训的借鉴、积淀多 IP 多系列销售数据更好把握需求趋势等等。

1.2. 现金流 IP 与有效的 IP 矩阵

搭建多元化、多层次的 IP 矩阵将帮助 IP 企业提高爆款次数和抗风险能力。任何单一 IP 都有其生命周期和需求热度起伏，过于依赖单一或少数 IP 的企业经营稳定性和估值需打折扣。同样以日本 IP 企业三丽鸥为例，通过培育如大耳狗、酷洛米等风格各异的新角色，拓宽更多人群的同时确保 IP 企业始终有贴近当下文化潮流的 IP。IP 间亦存在引流效应。单个 IP 走红为 IP 企业吸引到新受众、与其他 IP 联动等均有望给其他 IP 带来增益。根据泡泡玛特业绩会，在 Labubu 走红的 2024 年，消费会员中购买两个及以上 IP 的消费会员数比例明显上升，IP 间存在交叉销售。

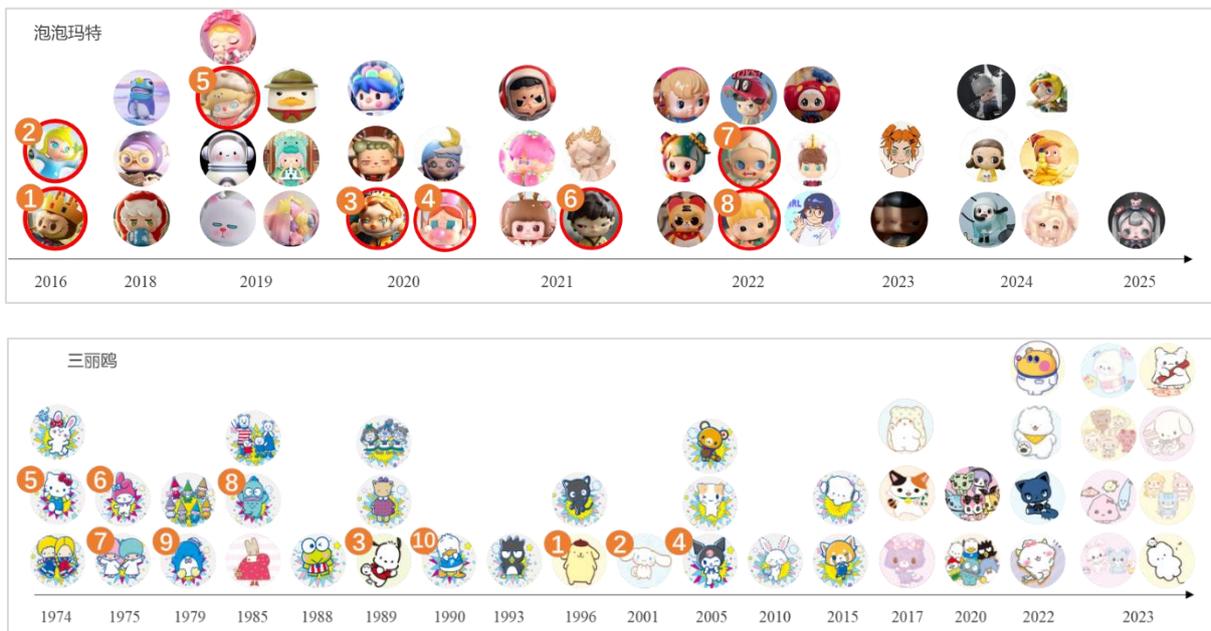
图19: 2015-2024 三丽鸥明星人气评选全球排名 Top10

排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	布丁狗	布丁狗	大耳狗	大耳狗	Hello Kitty	大耳狗	大耳狗	大耳狗	大耳狗	大耳狗
2	大耳狗	大耳狗	布丁狗	布丁狗	大耳狗	布丁狗	布丁狗	布丁狗	布丁狗	帕恰狗
3	美乐蒂	美乐蒂	美乐蒂	YOSHIKITY	布丁狗	帕恰狗	帕恰狗	酷洛米	酷洛米	酷洛米
4	蛋黄哥	蛋黄哥	Hello Kitty	Hello Kitty	美乐蒂	美乐蒂	美乐蒂	帕恰狗	帕恰狗	布丁狗
5	Hello Kitty	Hello Kitty	蛋黄哥	美乐蒂	帕恰狗	Hello Kitty	酷洛米	美乐蒂	Hello Kitty	Hello Kitty
6	ShinganCrimsonZ	双子星	双子星	帕恰狗	双子星	YOSHIKITY	Hello Kitty	Hello Kitty	美乐蒂	美乐蒂
7	双子星	YOSHIKITY	YOSHIKITY	双子星	酷洛米	酷洛米	双子星	双子星	半鱼人	大眼蛙
8	Plasmagica	SHOW BY ROCK!!	切片妞	蛋黄哥	YOSHIKITY	SHOW BY ROCK!!	SHOW BY ROCK!!	半鱼人	双子星	半鱼人
9	Trichronika	KIRIMI薯	SHOW BY ROCK!!	SHOW BY ROCK!!	蛋黄哥	双子星	山姆企鹅	小麦粉精灵	山姆企鹅	山姆企鹅
10	切片妞	酷洛米	帕恰狗	酷洛米	山姆企鹅	山姆企鹅	小麦粉精灵	山姆企鹅	酷企鹅	双子星

数据来源: 三丽鸥官网, 东吴证券研究所

但从 IP 企业的视角, 构建 IP 矩阵、避免过度依赖单一 IP 并非神秘路径, 但由于孵化新 IP 以及探索新品类的回报充满不确定性, 大部分企业需要将有限的资源向头部 IP 倾斜, 以及押注当下热门的 IP 风格推出新品。我们认为是否拥有现金流 IP 对评估一家企业 IP 矩阵的有效性至关重要。我们将在 IP 领域受众广且稳定、能在多个品类实现商业价值的 IP 定义为现金流 IP, 类似其他产业中企业的现金流业务 (打造出现流 IP 实际上对 IP 企业对 IP 的话语权、IP 运营能力、渠道能力有很高的要求)。如果拥有现金流 IP (如迪士尼的米老鼠、三丽鸥的 Hello Kitty、泡泡玛特的 Molly), 我们认为在保障头部 IP 运营质量的基础上, IP 企业可以有更高的试错容错率, 更有能力向新 IP 倾斜资源, 从而有利于更多优质 IP 的出现, 打造真正“有效”的 IP 矩阵 (类似游戏产业, 常青游戏可为游戏公司提供稳健充沛的现金流, 有更多资金进行游戏研发)。

图20: 泡泡玛特部分 IP 矩阵 VS 三丽鸥部分 IP 矩阵 (序号分别为泡泡玛特 IP2024 年收入和三丽鸥 IP2025 年人气排序)



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所绘制

因此从企业竞争的维度, 我们认为泡泡玛特的竞争对手已经不是处在第一阶段的 IP 企业 (尚未推出爆款或头部 IP 利润量级不足以支撑其做太多创新), 而是一样有现金流 IP, 具备试错底气, 同时有一套完善的 IP 孵化到运营系统的其他综合性 IP 企业, 比如

三丽鸥、迪士尼等。

2. 商业模式难题和企业韧性

我们认为公司自上市至 2022 年的业务和估值变化既体现了形象型 IP 商业模式中的经典难题，但同时公司又以较强的组织韧性和执行力适应业务变化，并为 2024 年之后的国际化加速埋下伏笔。

2.1. 上市-2022/6/30: 消化估值

此阶段收入高增但利润率下降，估值跟随大盘回落。2020/2021 年公司收入同比增速分别为 49%/79%，但利润率有所下滑，归母净利润同比增长 16%/63%，均不及当年年初 wind 一致预期。公司当年 PE 估值（按当年实际经调整净利润）在 50-180 倍，市场风偏高，更多考虑远期空间进行估值。

随着港股市场系统性调整，一方面市场对潮玩盲盒这类新兴消费业态发展前景存疑，另一方面监管政策的不确定性、竞对扩张等行业变化给公司股价带来负面影响。

图21: 公司阶段一股价复盘 (PE 估值为右轴)



数据来源：IFIND，公司公告，公司业绩会，泡泡范儿，国家市场监管总局，新华社，中消协，中国连锁经营协会，IPO 早知道，东吴证券研究所绘制。注：红色代表对公司短期股价影响积极的事件。

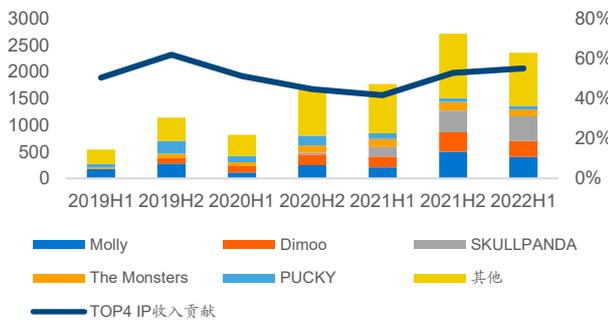
图22: 此阶段优质新品发布对公司股价影响有限



数据来源：IFIND，泡泡玛特公众号，千岛，东吴证券研究所绘制

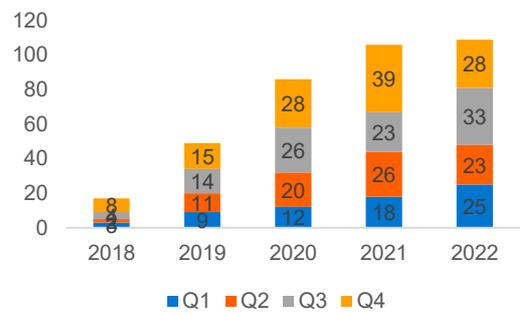
公司此阶段收入增长主要来自 2 个方面：1) IP 矩阵的扩容，特别是头部 IP，从 2019 年以前的 MOLLY 为主，逐渐形成以 Molly、Dimoo、Skullpanda、The Monsters 等为核心的头部 IP 矩阵（2019-2022 收入 CAGR 分别为 21%/79%/367%/35%），同时中腰部 IP 矩阵亦不断扩容（2021 年内部 PDC 团队孵化的小甜豆 IP 年收入过亿元）。2) 渠道的扩张，主要由线下开店（单店平均收入总体稳定）及微信抽盒机等私域渠道建设完善驱动。

图23：公司 IP 收入增长趋势(百万元，收入贡献为右轴)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：泡泡玛特盲盒出新数量趋势(个)



数据来源：泡泡玛特微信公众号，东吴证券研究所统计（可能与实际数据存在差异）

图25：泡泡玛特分渠道收入增长趋势(百万元，其中同比增速为右轴)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

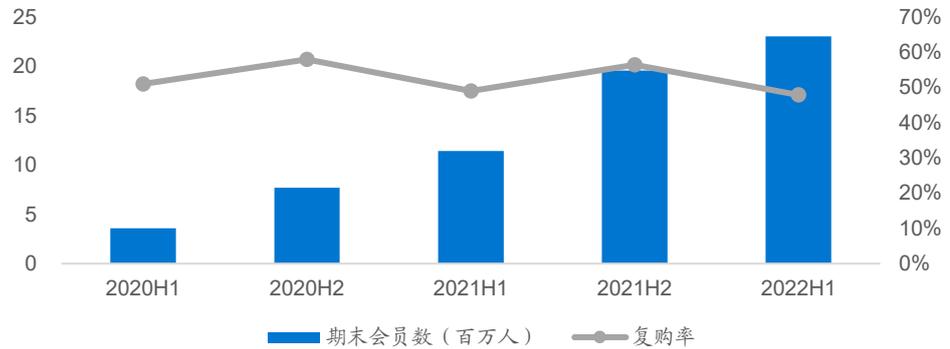
图26：泡泡玛特国内零售店店数及同店增长情况(其中单店收益为右轴)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

头部 IP 影响力扩大、矩阵多元化及渠道扩张驱动公司会员数快速增长（2020/2021/2022 年分别新增注册会员数 5.5/12.2/6.4 百万人），IP 矩阵多元化、出新加速以及高客单价品类拓展（如 MEGA2020 年底推出，2021/2022 年收入分别达 1.8/4.7 亿元）等驱动公司消费会员人均消费金额实现增长（根据公司业绩会，2021Q1-Q3 同比增长超过 30%）。

图27: 泡泡玛特期末累计注册会员数增长及复购率情况 (复购率为右轴)



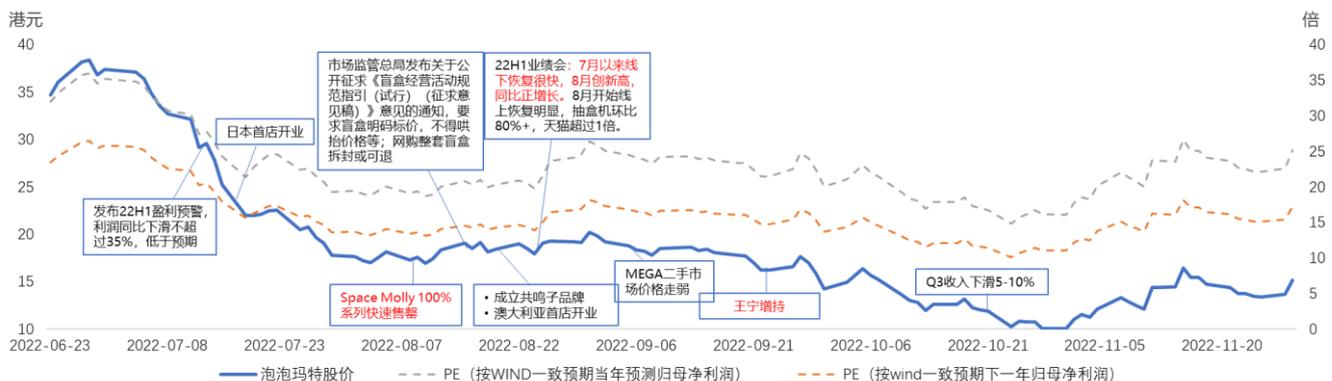
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所。注: 上半年复购率为半年口径, 下半年的复购率为全年口径。

2.2. 2022/7~2022/11: 成长阶段性失速

收入阶段性失速, 盲盒和 MOLLY 退潮成主流叙事。

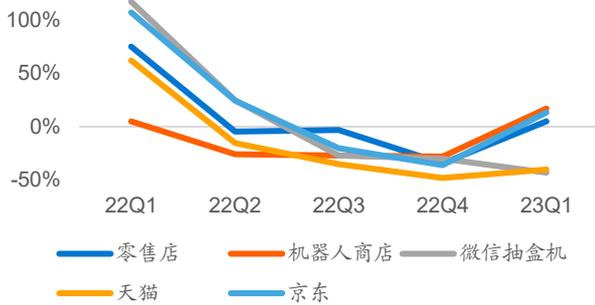
业绩承压成为该阶段公司股价明显跑输大盘的重要原因。市场原先预期线下出行恢复后公司收入增速能够快速恢复, 但公司 2022Q3 收入同比增速继续下滑, 其中线下零售店收入同比增速环比 Q2 收窄, 但线上渠道受流量结构变化影响, 天猫等电商平台同比增速环比 Q2 进一步下降, 尤其是被市场视为衡量核心会员复购表现的渠道微信抽盒机同比下滑 25%-30% (部分受基数影响)。叠加 MOLLY 高端潮玩线 MEGA 二手市场价格走弱 (受经济环境以及消费者对高端潮流品艺术品需求的调整影响), 市场开始担心盲盒热退潮和头部 IP MOLLY 热度消退。2022 年半年报中存货激增及周转放缓亦带来减值风险。区间最低市值不到 150 亿港元, 对应 2021 年经调整净利润 PE 在 13 倍左右 (考虑到 2022 年为特殊年份, 采用上一年利润)。

图28: 公司阶段二股价复盘 (PE 估值为右轴)



数据来源: IFIND, 公司公告, 公司业绩会, 市场监管总局, 东吴证券研究所整理绘制。注: 红色代表对公司短期股价影响积极的事件。

图29：公司中国大陆分渠道季度收入同比增速测算



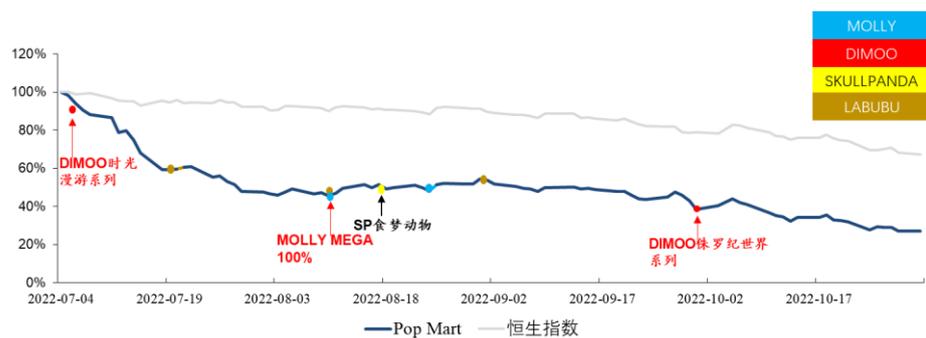
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算。注：公司未披露季度绝对数额，季度收入为我们参照公司披露的季度收入同比增长以及半年度数据测算得到，可能与实际数据存在差异。

图30：2022H2 Molly MEGA 二手市场价格走弱

系列名称	发售价	溢价抽样	折价抽样
地球的女儿 1000%	4999 元	2021 年 8 月 10 万元	2022 年 9 月 3 万-6 万元
SPACE MOLLY 可口 可乐 1000%	5999 元	2022 年 6 月 上万元	2022 年 9 月 5999 元左右
SPACE MOLLY 月 岩 特别版 1000%	9999 元	2022 年 6 月 38989 元	2022 年 8 月 20009 元
樱桃小丸子联名 款 1000%	5999 元	-	2022 年 8 月 4888 元

数据来源：中新经纬，得物 APP，东吴证券研究所

图31：此阶段优质新品发布对公司股价影响有限



数据来源：IFIND，泡泡玛特公众号，千岛，东吴证券研究所绘制

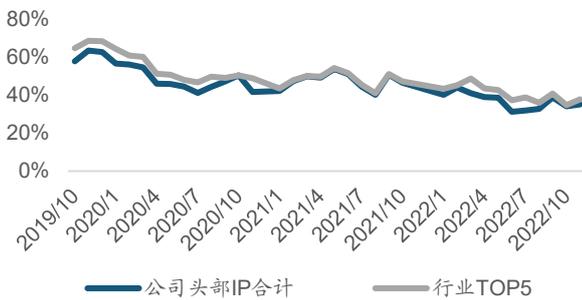
2.3. 形象性 IP 的难题：需求的持续性

我们认为此阶段公司运营和盈利指标的变化反映了形象型 IP 需求特点以及行业竞争加剧下对公司盈利的影响路径：

1) 形象型 IP 单一品类出新到一定生命周期后需要探索形象迭代/新品类，否则可能出新边际效益递减（旧品类销量触及天花板，产品工艺成本增加但提价有限）。

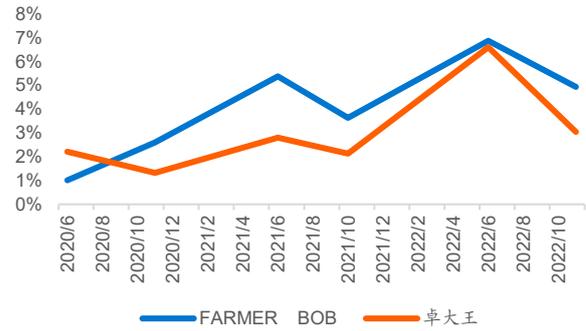
2) 竞争加剧对 IP 获取成本的影响有限（公司设计及授权费长期保持稳定），但可能会体现在对上游供应链的挤占（对应原材料价格和人工成本上涨）以及对产品设计质量更高的要求上（对应公司需要提高产品工艺质量/复杂度，设计上更加精细，从而提高单位成本）。2020-2022 年公司盈利能力持续下滑主要便来自商品成本占收比提升，其他成本费用除了在 2020H1/2022H1 特殊环境以外基本保持稳定。

图32: 公司头部 IP 在千岛交易量市占率变化趋势



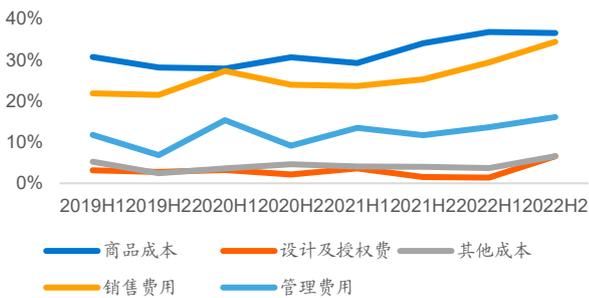
数据来源: 千岛, 东吴证券研究所测算。为剔除 IP 自身热度影响, 公司头部 IP 计算口径为公司当期二手交易量市占率 TOP5 的 IP, IP 组合并不固定。

图33: 竞对潮玩 IP 在千岛交易量市占率变化趋势



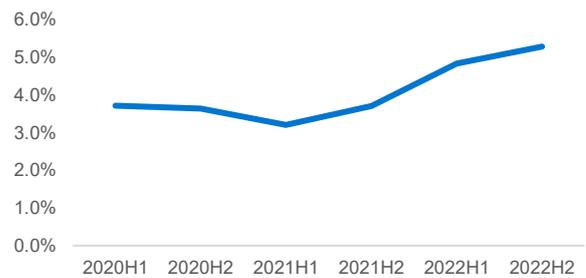
数据来源: 千岛, 东吴证券研究所测算

图34: 泡泡玛特成本及费用占收比趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 泡泡玛特广告及营销开支占收比变化趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3) 再加上公司为自营模式, 库存风险把控至关重要。出新加速但外部环境不及预期导致 2022 年公司库存激增, 库存周转放缓。2020/2021/2022 年存货余额分别为 2.3/7.9/8.7 亿元, 存货周转天数分别为 88/164/156 天。期间福袋促销对毛利率亦产生负面影响。库存风险反向迫使公司提升供应链能力及对产品供需缺口的敏感度, “保持七分饱”。

图36: 泡泡玛特存货及存货周转天数 (百万元, 天)

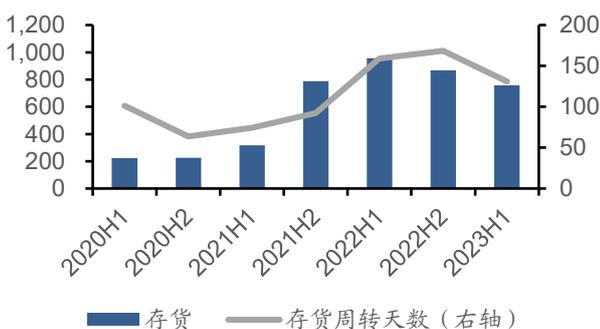
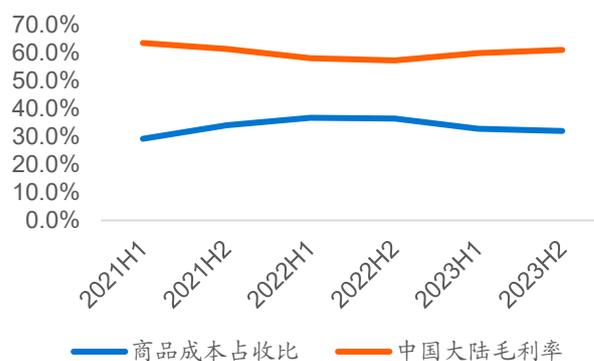


图37: 公司毛利率变化趋势

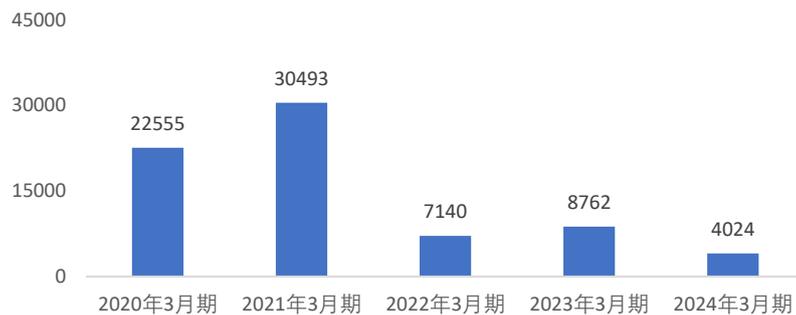


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

库存的教训在三丽鸥历史发展上同样出现过。在 2021 年启动为期三年的中期计划之前，三丽鸥曾由于过度追求销售额同比数据而过度追求新增商品数量，SKU 数量峰值达 4800 个（相当于月均推出 400 款新品），但其中仅少部分款式可有效触达顾客，导致大量库存积压与亏损。改革后，公司严控产品线规模，三年内 SKU 数量较峰值削减约 60%，废弃商品金额降低 87%。

图38：在 2021 年之前三丽鸥日本商品销售业务中废弃商品金额较高（万日元）

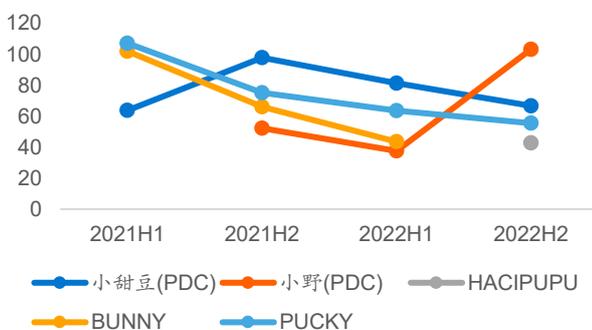


数据来源：三丽鸥，东吴证券研究所

但我们并不认为此阶段是需求的退潮。形象性 IP 的需求与内容型 IP 一样存在多元化的趋势，同时也要体现特定时代精神需求的变化，而企业的 IP 矩阵需要能够适应需求趋势的变化。

2022 年泡泡玛特出现产品设计单一化的问题，一些新 IP 类似 MOLLY 的甜美可爱风格，这类同质化产品销售数据普遍不好，出不了几个系列就会被淘汰（同类型 IP 之间存在一定的挤占效应）。但 MOLLY 22Q3 推出的 Mega Sapce Molly 周年系列、Skullpanda Q4 推出的温度系列、新 IP HIRONO 小野等仍有很强的销售表现。其中风格鲜明、强调情绪表达和情感映射的小野 22H2 收入过亿元，是首个达到此成就的 PDC IP（此前公司半年度收入能稳定过亿的 IP 只有 5 个），我们认为这一定程度上反应需求偏好变化。

图39：泡泡玛特披露的中腰部 IP 收入变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40：HIRONO 小野 2022 年新品“小小的使坏”系列



数据来源：泡泡玛特微信公众号，东吴证券研究所

即使是在内容型 IP 领域，亦能看到需求变迁下不同设定/类型 IP 形象热度的变化。根据《迪士尼简史》，经典 IP 米奇形象早期也有过因过度“孩童般仁慈”丧失市场优势的阶段，更具反叛特质的唐老鸭成为第二个具有突破性的动画明星；至 40 年代末，战后催生了对更狂欢、精明的形象需求，华纳兄弟的兔八哥、达菲鸭及米高梅《猫和老鼠》（1943-1953 年七夺奥斯卡）迅速抢占市场，迪士尼动画短片竞争力出现了阶段性下滑。

2.4. 供给的暗线：优化组织、供应链

挑战中求变，公司开始挖掘更多风格 IP、探索更多品类，组织架构调整为后续新品类爆发埋下伏笔。公司在新品类上积极探索，推出萌粒、labubu 搪胶毛绒公仔、浪漫指尖系列场景手办、dimoo 棉花娃娃等，组织架构上亦开启调整。2022 年公司产品部门按品类拆分出 MEGA 组、毛绒组、积木组等，各组更独立运作，如毛绒组在调整之前属于衍生品部门，围绕 IP 即将上线的新系列做周边；独立出来后毛绒组招到更多专注该品类的人才，在公司 IP 池子里匹配适合的形象开发产品。分拆之后产品丰富度、开发效率和迭代速度均实现提升，出现很多创新性想法。同时内部成立多个新工作室，用更灵活的方式签更多可能被公司忽略的、有潜力的艺术家。**新的组织架构会有重复造轮子的成本，是已经有足够丰富 IP、多类型 IP 运营经验之后才能更加有效推行的组织形式，这一变化推动公司整体 IP 创新能力和对潮流的把握能力再上一个台阶。**

三丽鸥历史上亦有相似的通过组织架构调整提升 IP 运营效果的过程。三丽鸥董事长辻朋邦曾指出自 Hello Kitty 后，公司长期未能孵化出具有全球影响力的新角色，根源在于集团此前未设立专门营销部门，缺乏系统性角色培育意识；同时 IP 缺乏故事性内容与长期品牌战略支撑，导致角色业务停滞。基于此三丽鸥启动关键转型，首次成立专业营销部门，构建以长期品牌化为核心的角色组合策略，推动业务重心从商品输出转向主动营销；重点强化次级头部角色矩阵（玉桂狗、美乐蒂、酷洛米、帕恰狗、布丁狗）的全球品牌力，通过多社交平台展开精准推广；同步实施“复数角色协同战略”，在单件商品/设计中融合多角色 IP 价值。

图41：泡泡玛特品类探索

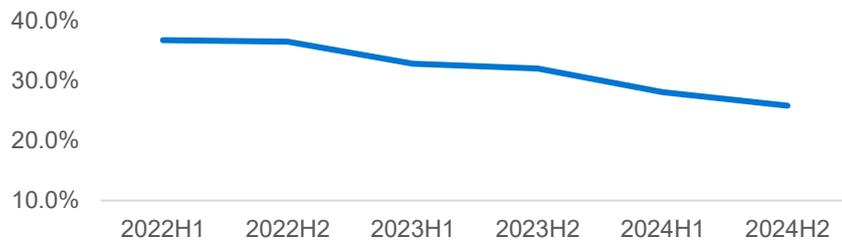


数据来源：泡泡玛特公众号，东吴证券研究所

疫情期间的库存压力亦倒逼公司系统性提升供应链能力。根据公司 2022 年业绩会，2022 年 7 月起公司实施库存清理策略转型，停止老库存促销，坚持原价销售；通过供应链柔性改造，将平均下单周期压缩至 2-3 个月、返单周期缩短至 1-2 个月，并强化预测

准确性以控制订单规模。供应链响应速度显著提升，从 2021 年平均 150 天补货周期缩短至 60 天，头部热销款补货周期更优化至 45 天，热门新品可实现周度补货。同时公司成立成本核算部门，通过优化设计、提升模具复用率及绑定战略工厂议价，系统性降低采购成本，推动毛利率改善。库存管理数字化覆盖采买、预测及周转全链路，2022 年下半年起库存进入可控状态。

图42：泡泡玛特商品成本占收入比 2022 年下半年开始逐渐下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

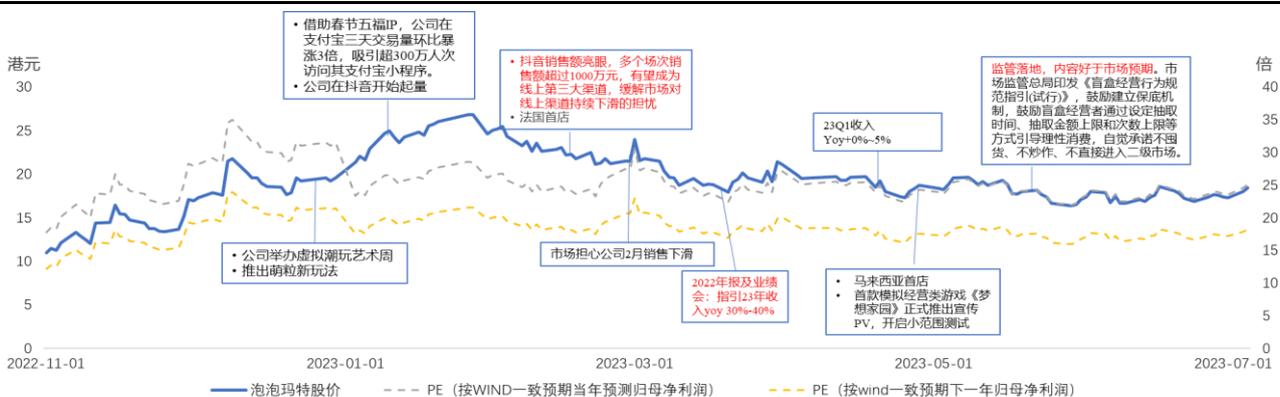
此阶段公司亦将美国市场拆分为独立业务板块进行深度运营，为后续美国市场更好的本土化运营奠定了良好的组织基础。

3. 国际化与长期价值重估

3.1. 2022/11-2023/6：国内业务修复

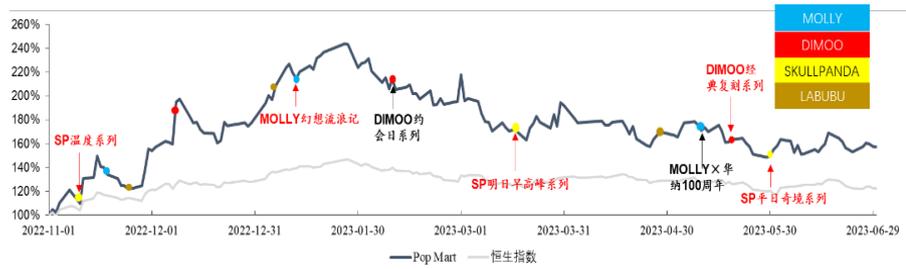
基本面稳中向好，但市场信心不足。疫后公司业绩逐步修复，2023 年初指引积极，但市场更多归因于系统性原因：2023 年业绩逐月修复，抖音及海外等新渠道新市场取得突破，监管落地，但由于微信等私域渠道收入同比仍在下滑，市场解读为核心受众留存趋势不佳，并将公司整体收入修复更多归因为疫情封控放开后的报复式消费反弹，对公司成长可持续性依旧存疑，公司股价并没有明显超额表现，当年 PE 估值（按当年实际经调整净利润）基本处在 15-20 倍之间。

图43：公司阶段三股价复盘（PE 估值为右轴）



数据来源：IFIND，公司公告，公司业绩会，支付宝开放平台，财经涂鸦，市场监管总局，东吴证券研究所整理绘制。注：红色代表对公司短期股价影响积极的事件。

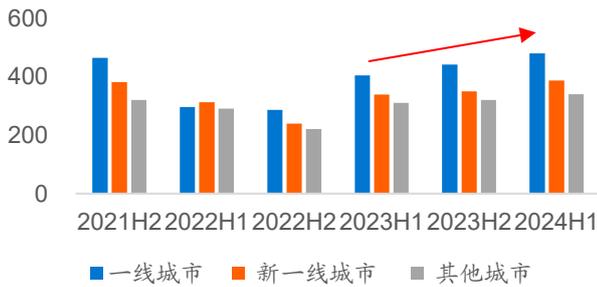
图44：此阶段优质新品发布对公司股价影响有限



数据来源：IFIND，泡泡玛特公众号，千岛，东吴证券研究所绘制。

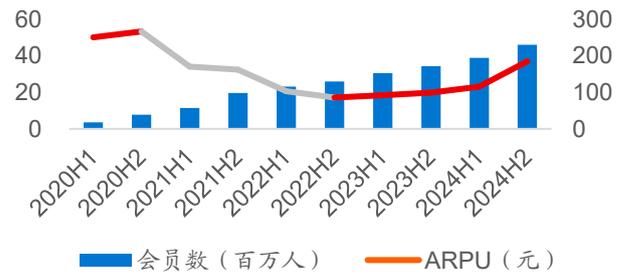
我们认为此阶段微信抽盒机收入同比下滑并不能简单等同于核心会员严重流失。2023年微信渠道同比较弱，市场担心是公司核心会员流失的表现，除了基数高以及线下挤占线上消费等原因，我们认为不能从微信单一渠道表现去推论核心会员流失的程度：2023年会员数量加速增长的同时，ARPU值也有所修复。抖音等线上渠道多元化对微信渠道亦会有所影响。

图45：公司国内零售店单店收入在 2023 年后快速修复 (万元)



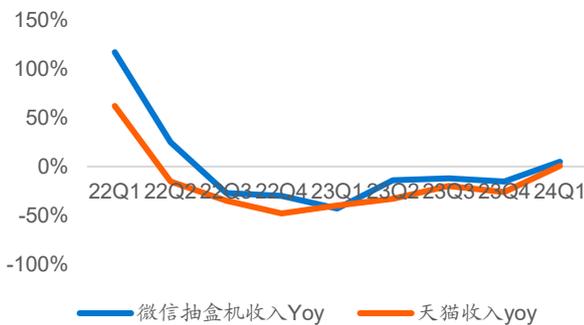
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图46：公司期末累计会员数及以此测算得会员 ARPU 值变化趋势 (ARPU 为右轴)



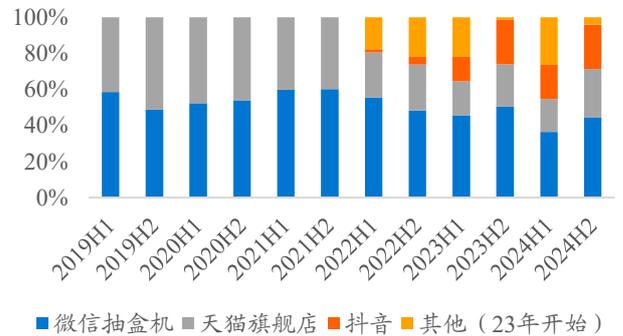
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图47：泡泡玛特国内主要线上渠道增长表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算。注：公司未披露季度绝对数额，季度收入为我们参照公司披露的季度收入同比增长以及半年度数据测算得到，可能与实际数据存在差异。

图48：泡泡玛特国内线上渠道收入结构变化

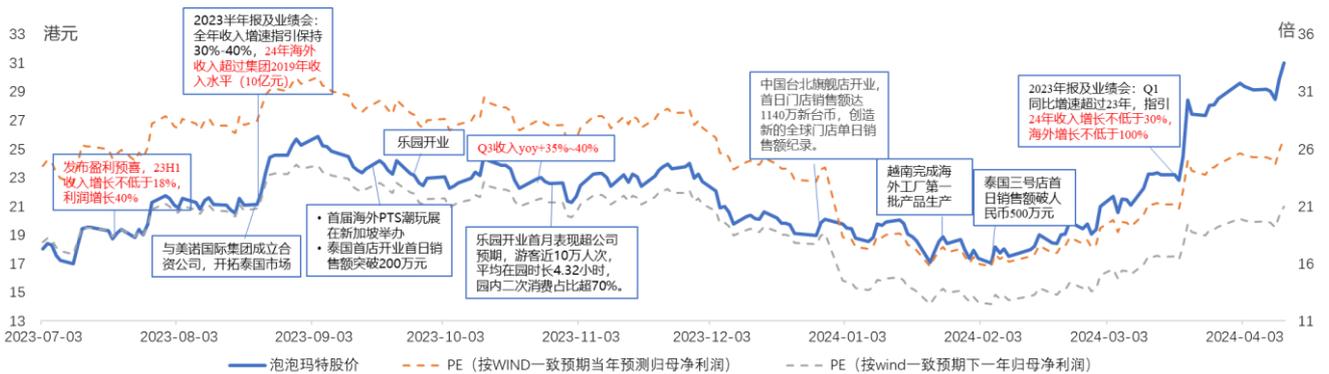


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 2023/7-2024/4: 海外潜力初显

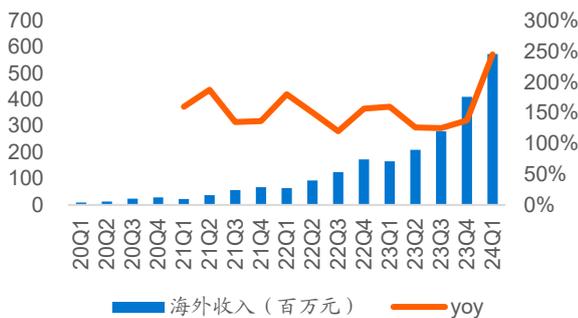
在经过前期 1-2 年准备周期之后，公司初步搭建完整匹配海外的组织架构，此阶段公司海外市场已开始展现出增长潜力，在保证运营利润率同比提升的前提下收入继续高速增长，2023 年收入同比增长 140% 接近 11 亿元，在收入中的占比达 17%。且海外单店月坪效明显高于国内，所有门店都处在盈利状态。海外市场进展开始对公司股价产生积极影响，但市场对公司产品能否满足海外非华人需求仍有疑虑，当年 PE 估值（按当年实际经调整净利润）处在 20 倍上下。

图49：公司 2023/7-2024/4 股价复盘



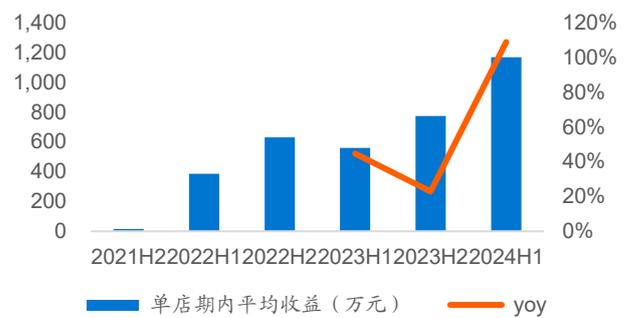
数据来源：IFIND，公司公告，公司业绩会，窄播，玩世代，东吴证券研究所整理绘制。注：红色代表对公司短期股价影响积极的事件。

图50：公司海外收入 2023H2 开始出现加速增长趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算。注：公司未披露季度绝对数额，季度收入为我们参照公司披露的季度收入同比增长以及半年度数据测算得到。

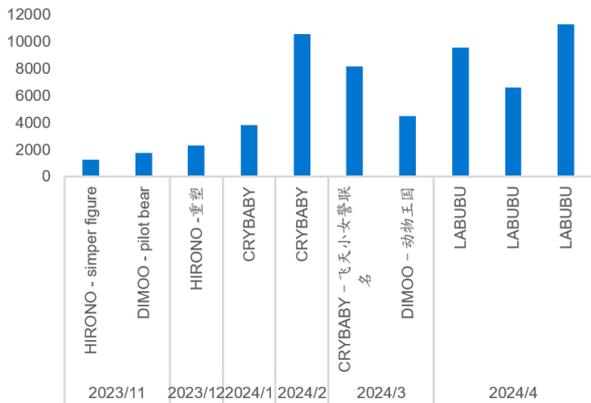
图51：公司海外零售店平均单店收入保持高增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

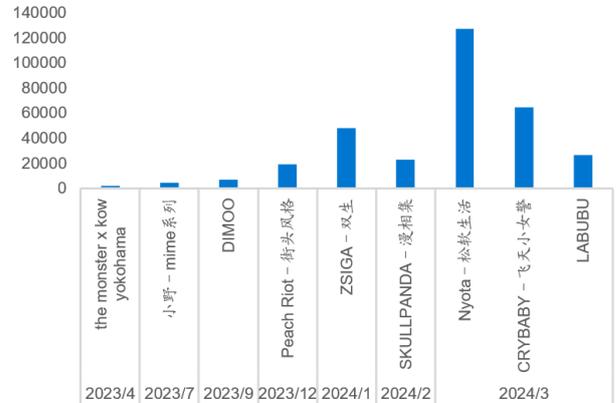
IP 维度，我们观察到在 2024 年 4 月底 LISA 带火 LABUBU 之前，泡泡玛特的 IP 在泰国、美国等市场的热度呈现爬升趋势，特别是 crybaby 和 peach riot 等本土艺术家 IP 表现较好。叠泡泡玛特泰国新店销售表现，我们认为当地市场对形象型 IP 的需求潜力已开始显现。

图52: 泰国市场 2024 年 2 月以来 crybaby、labubu IP 热度有所提升 (视频播放量 (次))



数据来源: ins 泡泡玛特官方泰国区账号, 东吴证券研究所

图53: 美国市场 2023 年 12 月底以来多个 IP 热度有所提升 (视频播放量 (次))



数据来源: ins 泡泡玛特官方美国区账号, 东吴证券研究所

3.3. 2024/4 至今: labubu 成全球现象级 IP

2024 年 4 月顶流女星 LISA 在社交媒体上分享 LABUBU 搪胶毛绒产品, 叠加后续泰国公主晒出 LABUBU、泰国旅游局合作授予 LABUBU “神奇泰国体验官”的荣誉称号等等, 迅速推动 LABUBU 在东南亚地区出圈, 带动全年业绩爆发式增长, 驱动 EPS 持续上修, 2024 年经调整利润口径 PE 估值 (按我们当年预测利润) 从年初的 15-20 倍爬升到年末的 40 倍左右。

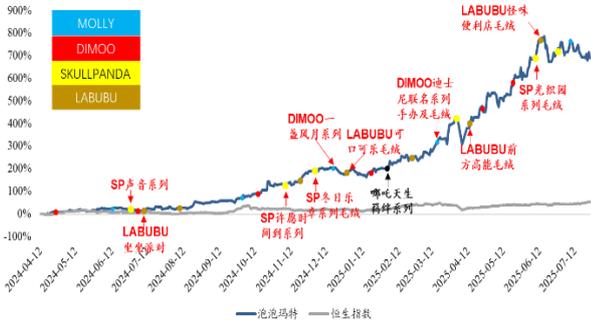
此阶段股价的重要影响因素包括海外新店销售额表现 (如 7 月份泰国新开门店首日销售持续创新高)、公司业绩会上对全年指引的上修 (2024 年集团整体/中国港澳台地区及海外收入增速从 2024 年 3 月指引的不低于 30%/不低于 100%, 到 7 月的不低于 60%/200%, 到实际的 107%/375%; 2025Q1 海外收入增速仍实现 165%-170%)、LABUBU 重要新品的推出及其二手价格变化。

图54: 公司 2024/4 至今股价复盘 (PE 估值为右轴)



数据来源: IFIND, 公司业绩会, 公司公告, 36 氪财经, 七麦数据, 东吴证券研究所整理绘制

图55: 此阶优质毛绒新品发布对公司股价有积极影响



数据来源: IFIND, 泡泡玛特公众号, 东吴证券研究所

图56: LABUBU 心动马卡龙搪胶毛绒系列 2024 年二级市场交易价变化趋势与公司股价有较强正相关性



数据来源: 千岛, 东吴证券研究所

此阶段 labubu 热度持续超预期, 我们认为底层是搪胶毛绒品类以更加符合大众审美的形态展现了 labubu IP 形象魅力, 扩大了其受众, 重要推手是全球顶流明星 LISA 多次在社交媒体上表达对 labubu 的喜爱 (但顶流明星带货并不一定能推动 IP 走红, LISA 亦在其社交媒体分享过其他 IP, 但并非每个 IP 都如 LABUBU 一样出圈)。IP 起势后公司动作亦十分重要, 从产品出新、营销动作、渠道扩展三个层面承接流量并推动其逐层出圈, 从而推动公司收入不断超预期。

图57: THE MONSTERS 手办和搪胶毛绒产品对比



数据来源: 泡泡玛特微信公众号, 东吴证券研究所

图58: LISA 在社交媒体上晒出 LABUBU



数据来源: X, 东吴证券研究所

- 产品出新: 公司在 2024 年 7 月、12 月和 2025 年 6 月相继发布搪胶毛绒新系列 (基本半年出新一代), 中间穿插推出了盲盒手办 (2024 年 8 月/11 月/2025 年 2 月/4 月)、大娃 (2024 年 7 月/10 月/2025 年 2 月)、吊卡 (基本每月一款)、积木等产品, 推升 IP 热度的同时保持消费者新鲜感。其中, 前方高能 3.0 系列推出后在全球收获超高热度, 较高的二手市场溢价推动产品需求进一步扩大。

图59: LABUBU 部分搪胶毛绒产品推出时间表



数据来源: 泡泡玛特微信公众号, 东吴证券研究所绘制

- 营销动作: 多元的营销方式塑造了更加丰满的 LABUBU IP 形象, 如乐园中的人偶舞、主题曲、泰国市场之行、明星推荐等都推动了 LABUBU 在社交媒体上快速走红。

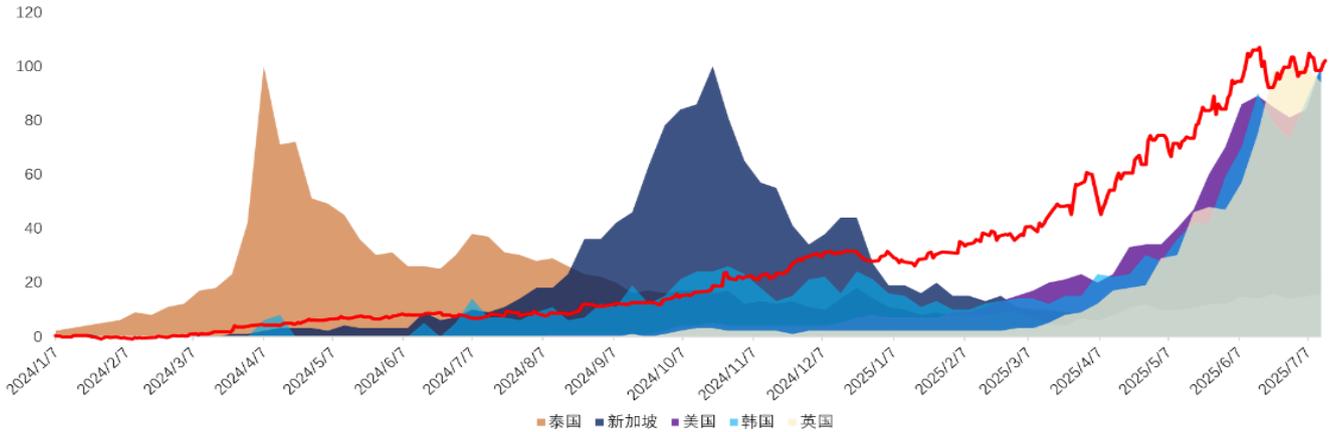
图60: LABUBU 部分出圈/营销事件



数据来源: 泡泡玛特微信公众号, 东吴证券研究所绘制

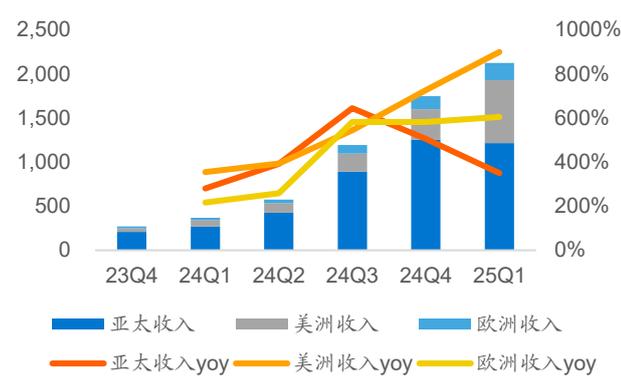
- 渠道扩展: 2024 年起公司海外市场本身处在加速展店期 (多个市场在 2022-2023 年已经开出首店, 积累了一定的本土运营经验), 新店开业对触达更多受众、推升 IP 热度有重要贡献。2025 年公司目标在海外开出 100 家门店, 相比以往门店, 面积更大, 位置更好, 同店表现更好, 推动海外市场保持高速增长。同时公司亦拓展线上渠道完善线上玩法, 如 24 年在海外上线自有 APP、推出线上抽盒机等。

图61: 公司 2024/4 至今股价复盘对比谷歌搜索指数变化 (红色曲线代表股价走势; 坐标轴为搜索指数数据)



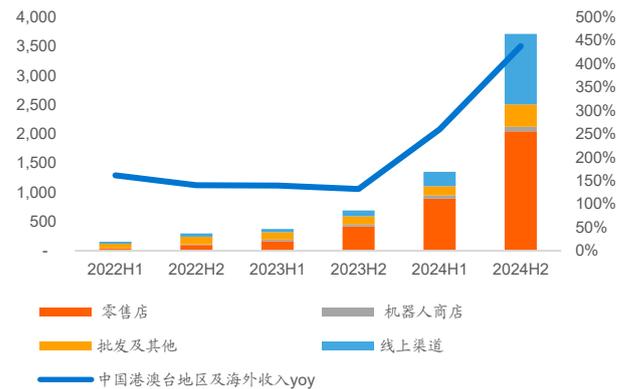
数据来源: 谷歌搜索指数, ifind, 东吴证券研究所绘制

图62: 公司海外分地区收入增长趋势(百万元, 增速为右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算。注: 公司未披露季度绝对数额, 季度收入为我们参照公司披露的季度收入同比增长以及半年度数据测算得到。

图63: 公司海外分渠道收入增长趋势(百万元, 增速为右轴)



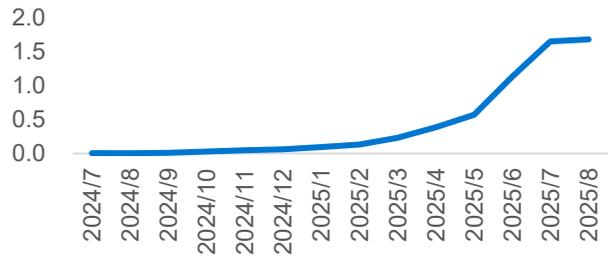
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图64: 公司海外门店增长趋势 (家)



数据来源: 泡泡玛特官网, 东吴证券研究所统计 (可能与实际门店数量存在差异)

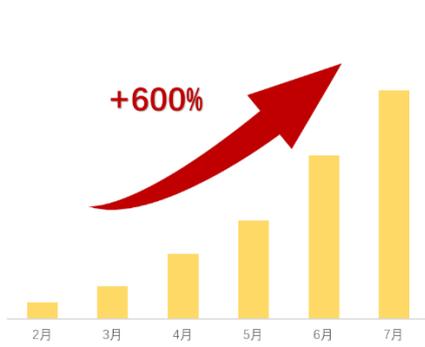
图65: POPMART APP 美国地区 MAU 趋势 (百万人)



数据来源: SENSOR TOWER, 东吴证券研究所

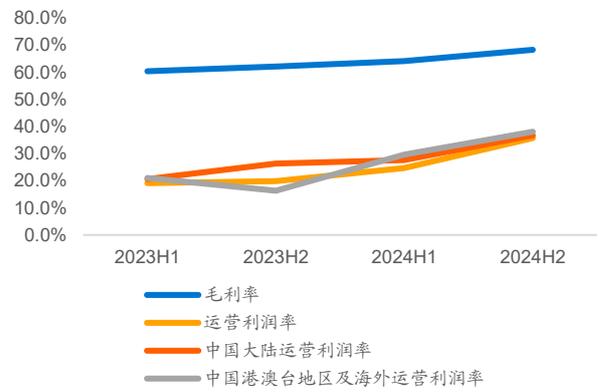
利润层面，受益于公司较强的运营杠杆（国内外线下自营零售店贡献重要收入）、海外市场更高的毛利率（定价更高）以及毛绒品类放量后供应链的规模效应等原因，公司毛利率及经营利润率也实现明显增长，推动整体净利润超市场预期。

图66: 公司 2024 年搪胶毛绒交付数量快速爬坡（万只）



数据来源：公司业绩会，东吴证券研究所

图67: 公司盈利能力明显提升

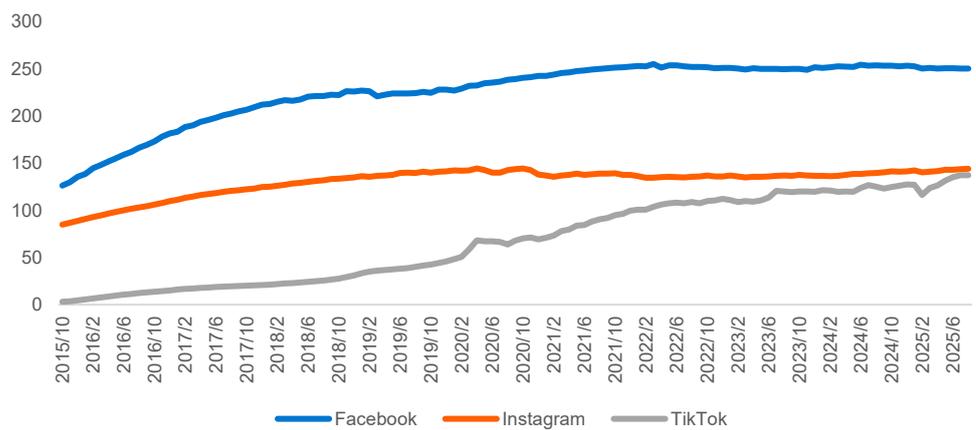


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 需求的暗线：个性化消费、短视频传播

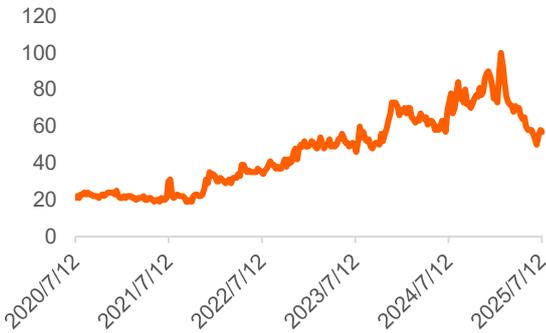
此前市场对泡泡玛特 IP 在亚洲以外的市场能有多大需求存在疑虑，但实际上我们观察到欧美市场在疫情之后对形象型 IP 的偏好有所提升，一方面来自消费者更加关注自我情感需求（2025 年美国每周休闲时间比 2019 年多出 3 小时以上，其中近 90% 时间用于独处活动，增长最快的是个人爱好、放松和社交媒体使用），另一方面受益于 TIKTOK 短视频平台等新媒介渠道兴起（如 Sonny Angel 通过 TIKTOK 上开箱视频在美国市场走红）。

图68: TIKTOK 美国 MAU 增长趋势（百万人）



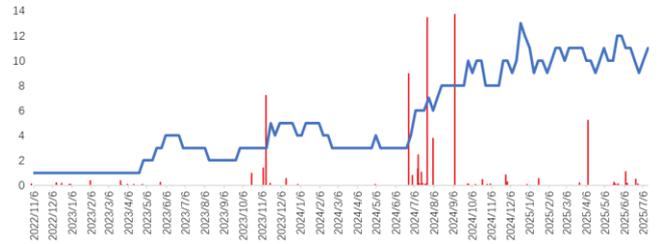
数据来源：SENSOR TOWER，东吴证券研究所

图69: hello kitty 在美国区谷歌搜索指数热度变化趋势



数据来源: 谷歌搜索指数, 东吴证券研究所

图70: Sonny Angel 在美国区谷歌搜索指数热度 (折线图) 和 tiktok 官方账号转发视频数据趋势 (柱状图)



数据来源: 谷歌搜索指数, tiktok, 东吴证券研究所

Labubu 的搪胶毛绒系列和吊卡所属的包挂品类亦是海内外近两年重要潮流趋势(也符合展示个性的需求趋势)。根据 Vogue Business 2024 年 5 月发布的《极繁主义回潮, 包袋挂饰越多越时髦?》, 受益于奢侈品品牌及时尚行业的推动、TIKTOK 等社交媒体的传播等, 包挂趋势在 2024 年迅速升温, TikTok 上“Jane Birkinifying Your Bag”(“Jane Birkin 化你的包”)的视频浏览量达 3000 万余次, 国内小红书平台上话题“包包挂件”的浏览量也超过 4.5 亿次。且相比上轮包袋挂饰潮流(2010 年代)相比, 当前更加流行复杂的包袋挂饰, 越是充满反叛、搞怪与不同元素的碰撞越是时髦。搞怪形象的 labubu 搪胶毛绒包挂与该潮流趋势十分匹配。

3.5. 被低估的 IP 矩阵价值

短期市场更多关注在 labubu 热度的边际变化, 但低估了公司 IP 矩阵的长期商业价值, 我们一方面看好泡泡玛特 labubu 和 molly 两个头部且有望常青的 IP 能为打造多元有效的 IP 矩阵提供【充沛现金流和流量支撑】, 另一方面也看好公司海外市场门店扩张触达更多受众, 【多元的市场】为多元 IP 矩阵的商业价值充分发挥提供土壤。

多元的 IP 矩阵将是公司拓展海外不同文化偏好市场的核心支撑。除了 labubu 以外, 公司多个 IP 在海外市场热度有明显提升, 且分区域呈现一定的差异化特征。中腰部 IP, 如 hirono 小野、星星人等新品表现亮眼, 在海外市场亦有较高热度, IP 处在势能向上阶段及变现潜力开发的早期。2024 年 crybaby、小野、Zsiga、Hacipupu 等 IP 收入分别实现同比增长 1537%/107%/145%/48%, 2025 年我们预计相关 IP 收入有望再上一个台阶。

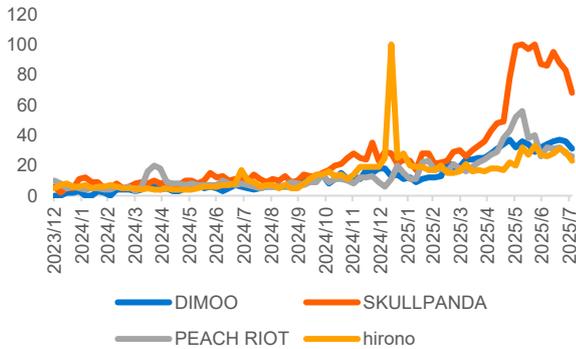
表2: 泡泡玛特分地区官网热销 IP TOP5

国家	1	2	3	4	5
美国	LABUBU	SP	CRYBABY	DISNEY	PUCKY
日本	LABUBU	SP	CRYBABY	MOLLY	HACIPUPU
泰国	LABUBU	SP	MOLLY	小野	PINOJELLY
马来西亚	LABUBU	小野	星星人	CRYBABY	HACIPUPU
英国	LABUBU	CRYBABY	DISNEY	MOLLY	CARE BEAR

法国 LABUBU SP CRYBABY HACIPUPU 星星人

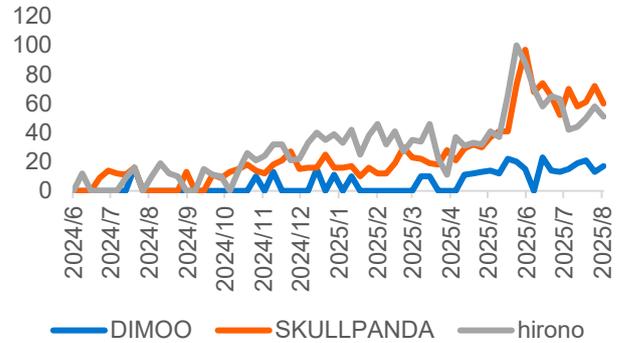
数据来源：泡泡玛特官网，东吴证券研究所。注：可能受到线上 SKU 影响，与实际销售排名存在出入

图71：泡泡玛特美国区域多个 IP 热度明显提升



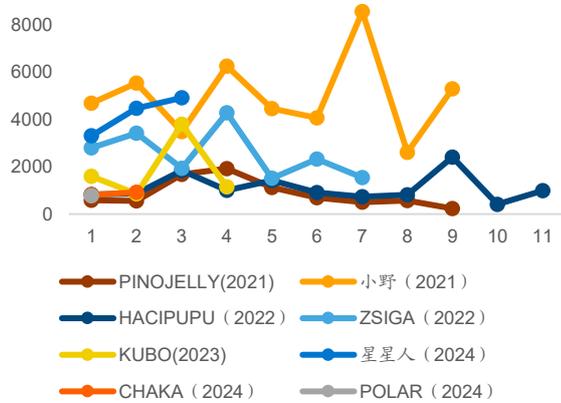
数据来源：谷歌搜索指数，东吴证券研究所

图72：泡泡玛特英国区域多个 IP 热度明显提升



数据来源：谷歌搜索指数，东吴证券研究所

图73：公司中腰部重点 IP 新系列千岛 APP 访问人次(千次)



数据来源：千岛，东吴证券研究所。注：横轴为第 n 个系列

图74：三丽鸥在不同市场的 TOP5 IP 存在差异

	中国大陆	韩国	美国	英国	巴西	泰国
1	布丁狗	帕恰狗	布丁狗	布丁狗	巧克猫	yoshikitty
2	大耳狗	大耳狗	巧克猫	巧克猫	布丁狗	大耳狗
3	凯蒂猫	show by rock	帕恰狗	花小兔	大耳狗	酷洛米
4	帕恰狗	半鱼人	花小兔	酷洛米	酷洛米	布丁狗
5	酷洛米	布丁狗	大耳狗	大耳狗	帕恰狗	凯蒂猫

数据来源：三丽鸥，东吴证券研究所

依靠更成熟且丰富的 IP 个性化运营及衍生品开发，不同 IP 的价值将更充分体现。乐园内演艺节目（如人偶舞）、主题店、快闪店、饰品店、跨界合作等，这些都是放大 IP 影响力的方式，泡泡玛特趋于完善的 IP 业态布局正为其 IP 运营/营销提供更多可靠的抓手。衍生品方面，2023 年以来品类趋于丰富和符合当下流行趋势，更充分显现 IP 特性，成为 2024 年公司不输毛绒品类的新增获客渠道，2024H1/H2 衍生品收入占比分别同比提升 1.7/4.7pct。

图75: 泡泡玛特乐园中的星星人 IP 人偶舞



数据来源: 泡泡玛特小红书账号, 东吴证券研究所

图76: 商场内的 CRYBABY 主题游乐场



数据来源: 泡泡玛特小红书账号, 东吴证券研究所

图77: 以 crybaby 为例, 2024-2025 年相比 2022 年新增的周边 SKU



数据来源: 泡泡玛特微信公众号, 东吴证券研究所绘制

4. 盈利预测和投资建议

我们继续看好 labubu 这一现象级 IP 以及多元 IP 矩阵驱动公司全渠道收入快速增长, 后续随着更多产能释放以及北美、东南亚更多门店落地, 需求有望进一步得到满足, 我们预计 2025-2027 年收入分别实现 305/439/551 亿元, yoy+134%/44%/25%。其中中国内地受益于 labubu IP 新品发布对全渠道的带动以及其他 IP 收入快速增长, 我们预计收入实现 145/167/184 亿元, yoy+83%/15%/10%; 中国港澳台地区及海外受益于门店扩张和产品供应量增加, 我们预计收入实现 160/272/367 亿元, yoy+215%/70%/35%, 在总收入中的占比分别为 52%/62%/67%。

我们预计 2025-2027 年毛利率稳定在 71.6%; IP 出圈阶段销售费用可控, 我们预计 2025-2027 年销售费用率 24.6%/24.1%/23.6%, 管理费用率稳定在 5%。我们将 2025-2027 年经调整净利润预测从 64.8/93.6/118.9 亿元上调至 100.3/144.9/182.9 亿元, 对应 PE 约 34/23/19 倍。

表3: 公司盈利预测 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	-------	-------	-------

收入	13,038	30,515	43,905	55,060
yoy%	107%	134%	44%	25%
营业成本	4,330	8,658	12,456	15,621
毛利润	8,708	21,858	31,448	39,439
毛利率	66.8%	71.6%	71.6%	71.6%
销售费用	3,650	7,492	10,560	12,967
销售费用率	28.0%	24.6%	24.1%	23.6%
管理费用	947	1,526	2,195	2,753
管理费用率	7.3%	5.0%	5.0%	5.0%
经营利润	4,154	12,886	18,739	23,764
归母净利润	3,125	9,268	13,484	17,075
Non ifrs 净利润	3,403	10,025	14,487	18,288
<i>Non ifrs 净利率</i>	26.1%	32.9%	33.0%	33.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们选取同样是全球化 IP 公司的迪士尼、万代南梦宫、三丽鸥作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 估值水平为 27/24/22 倍，泡泡玛特 2026 年利润增速预期更高，参考增速同样较高的三丽鸥估值水平，给予 2026 年 30 倍 PE，对应 4346 亿人民币市值，对应 2025/8/8 市值还有 28% 空间，维持“买入”评级。

表4：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	调整后净利润 (百万美元)				调整后净利润 yoy			PE		
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
DIS.N	迪士尼	2,021	9,997	10,831	11,452	12,629	8%	6%	10%	19	18	16
7832.T	万代南梦宫	236	849	849	931	1,035	0%	10%	11%	28	25	23
8136.T	三丽鸥	108	274	311	361	398	14%	16%	10%	35	30	27
平均值										27	24	22
9992.HK	泡泡玛特	476	473	1,392	2,012	2,540	195%	45%	26%	34	23	19

数据来源：彭博，东吴证券研究所预测。注：海外公司盈利预测为彭博一致预期，公司盈利预测为我们预测。总市值取 2025/8/8 数据，美元汇率取 2025/8/8 的 7.2。

5. 风险提示

1、出现新的现象级 IP 影响 labubu 短期销售。如果出现新的全球爆款 IP，可能会分流大众对于 labubu 的关注度，对 IP 短期销售产生不利影响。

2、海外拓展不及预期。若海外开店或本土化进程不及预期，可能会影响公司海外收入增长。

3、头部 IP 热度自然衰减，但其他 IP 收入尚未贡献显著收入的风险。如果 labubu 等头部 IP 热度自然衰减，收入放缓，但其他 IP 收入尚未能贡献显著收入，可能会影响公司整体收入增长。

泡泡玛特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,236.08	23,733.41	39,006.49	57,358.36	营业总收入	13,037.75	30,515.29	43,904.84	55,060.39
现金及现金等价物	6,109.02	14,912.02	29,670.15	47,616.09	营业成本	4,329.98	8,657.63	12,456.44	15,621.43
应收账款及票据	477.72	847.65	975.66	1,070.62	销售费用	3,650.46	7,491.93	10,559.72	12,967.49
存货	1,524.52	2,164.41	2,422.09	2,603.57	管理费用	947.09	1,525.76	2,195.24	2,753.02
其他流动资产	4,124.82	5,809.34	5,938.59	6,068.08	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,634.59	2,587.39	2,548.83	2,507.90	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	739.38	720.97	705.33	692.03	经营利润	4,110.21	12,839.97	18,693.43	23,718.46
商誉及无形资产	1,062.96	1,004.16	951.25	903.62	利息收入	212.34	244.36	372.80	445.05
长期投资	136.78	156.78	176.78	196.78	利息支出	48.98	50.00	60.00	70.00
其他长期投资	411.88	421.88	431.88	431.88	其他收益	92.25	95.80	95.80	95.80
其他非流动资产	283.59	283.59	283.59	283.59	利润总额	4,365.81	13,130.12	19,102.03	24,189.30
资产总计	14,870.67	26,320.80	41,555.31	59,866.27	所得税	1,057.47	3,319.39	4,829.13	6,115.23
流动负债	3,370.03	5,530.17	7,171.65	8,226.29	净利润	3,308.35	9,810.73	14,272.90	18,074.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	182.87	542.30	788.95	999.06
应付账款及票据	1,010.11	1,563.18	1,903.07	2,169.64	归属母公司净利润	3,125.47	9,268.44	13,483.95	17,075.01
其他	2,359.92	3,966.99	5,268.58	6,056.64	EBIT	4,202.46	12,935.76	18,789.23	23,814.25
非流动负债	616.01	616.01	616.01	616.01	EBITDA	4,402.15	13,162.97	19,007.79	24,025.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-IFRS 净利润	3,403.16	10,024.67	14,486.83	18,288.01
其他	616.01	616.01	616.01	616.01					
负债合计	3,986.03	6,146.18	7,787.65	8,842.29	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0.88	0.88	0.88	0.88	每股收益(元)	2.33	6.90	10.04	12.71
少数股东权益	201.13	743.43	1,532.38	2,531.44	每股净资产(元)	7.96	14.47	24.00	36.11
归属母公司股东权益	10,683.51	19,431.19	32,235.28	48,492.53	发行在外股份(百万股)	1,342.94	1,342.94	1,342.94	1,342.94
负债和股东权益	14,870.67	26,320.80	41,555.31	59,866.27	ROIC(%)	34.10	62.24	52.05	41.97
					ROE(%)	29.26	47.70	41.83	35.21
					毛利率(%)	66.79	71.63	71.63	71.63
					销售净利率(%)	23.97	30.37	30.71	31.01
					资产负债率(%)	26.80	23.35	18.74	14.77
					收入增长率(%)	106.92	134.05	43.88	25.41
					净利润增长率(%)	188.77	196.55	45.48	26.63
					P/E	108.70	36.66	25.20	19.90
					P/B	31.80	17.48	10.54	7.01
					EV/EBITDA	23.50	24.68	16.31	12.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月8日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>