

泡泡玛特(9992.HK)

横向引领，纵向成长

推荐（首次）

股价：197 港元

主要数据

行业	传媒
公司网址	www.popmart.com
大股东/持股	GWF Holding Limited(41.78%)
实际控制人	王宁
总股本(百万股)	1342.94
流通H股(百万股)	1342.94
总市值(亿元)	2380.32
流通H股市值(亿元)	2380.32
每股净资产(元)	10.56
资产负债率(%)	32.44

行情走势图



证券分析师

王源
投资咨询资格编号
S1060524010001
WANGYUAN468@pingan.com.cn

平安观点：

泡泡玛特公司成立于2010年，是中国领先的潮流文化娱乐公司。公司发展十余年来，围绕全球艺术家挖掘、IP孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、关联产业投资整合五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。

- 横向表现：以IP引领潮玩市场。**1) 中国IP衍生品及IP玩具行业规模均有较好的成长性。根据乐自天成招股书数据，以GMV(商品交易总额)计算，中国IP衍生品市场规模从2020年的994亿元增长至2024年的1,742亿元，复合年增长率为15.1%。预计2029年将达到3,357亿元，2024年至2029年期间的复合年增长率为14.0%。2) 中国潮玩市场格局相对分散，IP矩阵维持健康。相较欧美，我国人均IP玩具支出水平低。IP玩具市场的消费群体也在不断扩大。除了传统的儿童及青少年消费者，成年人也成为IP玩具的重要购买力。
- 纵向表现：以渠道成长灌注业绩增长。**1) 渠道覆盖多元化，国内国外齐发力。从销售市场来看，公司在中国内地和港澳台及海外均有布局。公司在国内外销售市场主要通过线下渠道、线上渠道、批发渠道及其他来进行产品销售。公司主要的线下销售渠道为零售店及机器人商店。公司的抽盒机持续在场景化与娱乐化方面发力创新，并结合节日营销玩法串联线上线下流量，有效扩大微信小程序访问规模。2) 吸金能力强，成长能力佳。一方面，公司的净资产稳步增长；规模效应提升，主要费率下降；盈利能力表现佳。另一方面，公司的经营业绩持续攀升；毛利率和净利率稳步上升；整体运营效率稳步提升。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	33,828	47,922	61,834
YOY(%)	36.5	106.9	159.5	41.7	29.0
归母净利润(百万元)	1,082	3,125	7,946	10,807	13,818
YOY(%)	127.5	188.8	154.2	36.0	27.9
毛利率(%)	61.3	66.8	68.5	69.0	69.4
归母净利率(%)	17.2	24.0	23.5	22.6	22.3
ROE(%)	13.9	28.7	49.3	46.5	42.7
EPS(摊薄/元)	0.81	2.33	5.92	8.05	10.29
P/E(倍)	219.9	76.2	30.0	22.0	17.2
P/B(倍)	30.6	22.3	15.4	10.9	7.9

资料来源：Wind，平安证券研究所

- **投资建议：**IP 运营与创意设计是推动公司持续健康发展的关键因素。作为全球领先的潮玩 IP 平台，公司在全球范围内挖掘极具潜力的艺术家和设计师，凭借成熟的 IP 运营体系，已连续成功打造出多个广受青睐的潮流文化 IP 形象。同时，公司不断加大产品设计创新力度，持续丰富产品种类，以满足不同粉丝群体的多样化需求，进而创造潮流，向全球消费者传递更多美好与快乐。我 2025-2027 年公司整体营收分别为 338.3 亿元、479.2 亿元、618.3 亿元，增速分别为 159.5%、41.7%、29.0%；归母净利润分别为 79.5 亿元、108.1 亿元、138.2 亿元，分别同比增长为 154.2%、36.0%、27.9%。我们看好公司 IP 矩阵孵化与运营平台的成长发展逻辑，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 监管风险。由于产品销售形式有盲盒形式，可能会引发部分消费人群的非理智消费，可能会引起相关职能部门的监管，进而影响公司的产品销售。2) 新品推广不及预期：潮玩流行趋势难以确定，若 IP 品牌公司不能及时掌握潮流趋势，或将导致消费者与品牌粘性下降，进而造成客流流失以及业绩下降。公司目前拥有大量 IP 矩阵，若新 IP 无法占领消费者心智，或将导致产品销售不及预期，将会对公司的业绩造成不利影响。3) 供应链产能不足风险：若潮玩产品受到较广泛消费者的喜爱，而供应链产能不足无法及时补库，或将拉长消费者等待产品的时长，可能会不利于品牌形象的树立，公司需平衡好产品供需结构，以实现效率优化。4) 渠道库存积压风险：消费环境尚存不确定性，若新 IP 无法实现较好的销售增长，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。5) 艺术家个人公关风险。艺术家个人的舆论风波或不良负面影响，或将导致其创作的 IP 产品呈现负面压力。若公司签约了该类艺术家，或将会使得公司 IP 产品形象受损，进而影响该 IP 产品的销售表现。

正文目录

一、 泡泡玛特：中国领先的潮流文化娱乐公司	5
1.1 公司概况：创造潮流，传递美好	5
1.2 管理团队及股权结构	6
二、 横向表现：以 IP 引领潮玩市场	6
2.1 中国 IP 潮玩的蓝海市场，行业规模成长性较好	6
2.2 中国 IP 潮玩的渗透率有望提升，新 IP 将迎来黄金“上位”期	8
三、 纵向表现：以渠道成长灌注业绩增长	10
3.1 渠道覆盖多元化，国内国外齐发力	10
3.2 吸金能力强，成长能力佳	13
四、 投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 估值及评级	16
五、 风险提示	17

图表目录

图表 1	泡泡玛特主要潮玩 IP 产品形象	5
图表 2	公司合作艺术家	5
图表 3	公司合作品牌	5
图表 4	泡泡玛特高管团队核心成员（更新至公司 2024 年年报）	6
图表 5	泡泡玛特大股东明细（更新至 2025.6.30）	6
图表 6	2020-2029E 中国 IP 衍生品 GMV 市场规模：按品类	7
图表 7	2020-2029E 中国 IP 玩具 GMV 市场规模：按品类	7
图表 8	2024 年中国 IP 潮玩行业竞争格局	7
图表 9	中国潮玩重点品牌核心竞争力排名	7
图表 10	泡泡玛特主要 IP 矩阵图	8
图表 11	2024 年中日美三国人均 IP 玩具支出对比	9
图表 12	2 2020-2029E 全球 IP 玩具市场规模：按地区	9
图表 13	2024 年 VS 2025 年 潮玩销量榜	10
图表 14	2023-2025 年“反骨”特质 IP 销量攀升	10
图表 15	2021-2024 年公司营收拆分：按地区	11
图表 16	2021-2024 年公司毛利率拆分：按地区	11
图表 17	2021-2024 年公司中国内地营收：线下渠道	12
图表 18	2021-2024 年公司中国内地营收：线上渠道	12
图表 19	2021-2024 年公司港澳台及海外营收：线下渠道	12
图表 20	2021-2024 年公司港澳台及海外营收：线上渠道	12
图表 21	泡泡玛特简化资产负债表	13
图表 22	泡泡玛特简化利润表	13
图表 23	2017-2024 年公司收入及复合增速	14
图表 24	2017-2024 年公司经营利润及复合增速	14
图表 25	2017-2024 年公司毛利率及主要费用率	14
图表 26	2017-2024 年公司主要营运周转指标	14
图表 27	盈利预测关键假设拆分	16
图表 28	泡泡玛特可比公司估值表（更新至 2026.1.9）	17

一、 泡泡玛特：中国领先的潮流文化娱乐公司

1.1 公司概况：创造潮流，传递美好

泡泡玛特公司成立于 2010 年，是中国领先的潮流文化娱乐公司。公司发展十余年来，围绕全球艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、关联产业投资整合五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。

泡泡玛特已形成了以设计师、零售渠道和产业链为支点的品牌优势。泡泡玛特旗下签约了如 Kenny、毕奇、龙家升等知名潮玩设计师，推出了众多粉丝喜爱的潮玩产品，凝聚了强大优质的粉丝群体。同时，POP MART 泡泡玛特还与世界知名品牌合作，为经典 IP 形象打造时下年轻消费者喜爱的潮流产品。公司逐渐构建起覆盖设计师、工厂供应链、零售渠道、国际潮流玩具展会的完整产业链，让设计师能够更加专注作品，促使潮玩行业蓬勃发展。

图表1 泡泡玛特主要潮玩 IP 产品形象



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表2 公司合作艺术家

SUPER ARTISTS 合作艺术家



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表3 公司合作品牌

COOPERATION 合作品牌



资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2 管理团队及股权结构

高管团队年轻化。公司高级管理团队核心成员包括执行董事王宁、刘冉、司德、文德一、副总裁杨涛及首席财务官杨镜冰，平均年龄 40 岁，管理团队年轻化会增强团队对潮流文化的适应性及敏感性。

图表4 泡泡玛特高管团队核心成员（更新至公司 2024 年年报）

高级管理	年龄(岁)	职务	负责业务
王宁	38	执行董事、董事会主席及行政总裁	负责整体战略规划及管理
刘冉	37	执行董事及副总裁	负责总裁办
司德	36	执行董事、联席首席营运官及副总裁	负责运营工作及大陆地区的整体业务
文德一	46	执行董事及联席首席营运官	负责监察港澳台及海外业务部
杨涛 (王宁配偶)	38	副总裁	负责 IP 运营、产品研发及 Inner flow 艺术机构
杨镜冰	46	首席财务官	负责财务管理

资料来源：公司 2024 年年报，平安证券研究所

股权结构相对集中。公司创始人王宁为公司执行董事、董事会主席及行政总裁，也是公司第一大股东，王宁及其一致行动人持股约 48.72%。

图表5 泡泡玛特大股东明细（更新至 2025.6.30）

公司大股东	占已发行普通股比例 (%)
GWF Holding Limited	41.78
Pop Mart Hehuo Holding Limited	4.62
Tianjin Paqu Holding Limited	2.32
Sidsi Holding Limited	0.66
文德一	0.06
Justin Moon Holding Limited	0.04
合计	49.48

资料来源：Wind，平安证券研究所

二、 横向表现：以 IP 引领潮玩市场

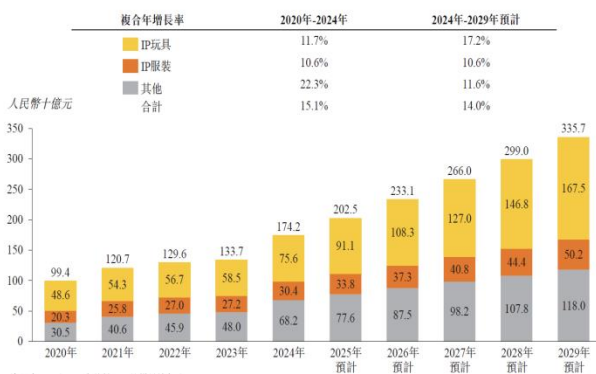
2.1 中国 IP 潮玩的蓝海市场，行业规模成长性较好

■ 中国 IP 衍生品及 IP 玩具行业规模均有较好的成长性。具体来看：

- 1) **中国 IP 衍生品行业规模持续增长。**根据乐自天成招股书数据，以 GMV（商品交易总额）计算，中国 IP 衍生品市场规模从 2020 年的 994 亿元增长至 2024 年的 1,742 亿元，复合年增长率为 15.1%。预计 2029 年将达到 3,357 亿元，2024 年至 2029 年期间的复合年增长率为 14.0%。
- 2) **中国 IP 玩具行业规模持续增长。**根据乐自天成招股书数据，2024 年中国 IP 玩具市场规模为人民币 756 亿元，占中国 IP 衍生品市场的 43.4%。中国 IP 玩具市场占中国 IP 衍生品市场的份额将持续提升，预计将在 2029 年达到 49.9%。

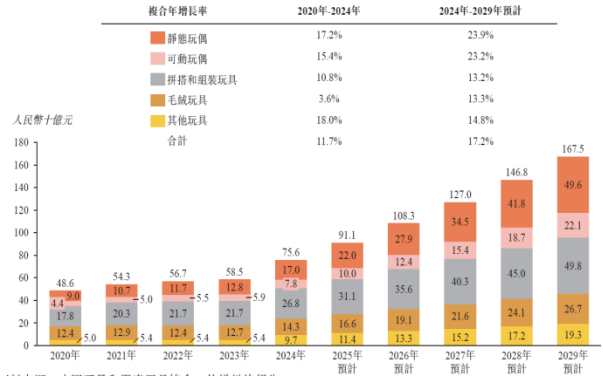
其中,静态玩偶和可动玩偶是2020年至2024年期间所有IP玩具分部中增长最快的子品类,复合年增长率分别为17.2%和15.4%,2024年至2029年预计将分别按23.9%和23.2%的复合年增长率进一步增长。

图表6 2020-2029E中国IP衍生品GMV市场规模:按品类



资料来源:乐自天成招股书,平安证券研究所

图表7 2020-2029E中国IP玩具GMV市场规模:按品类

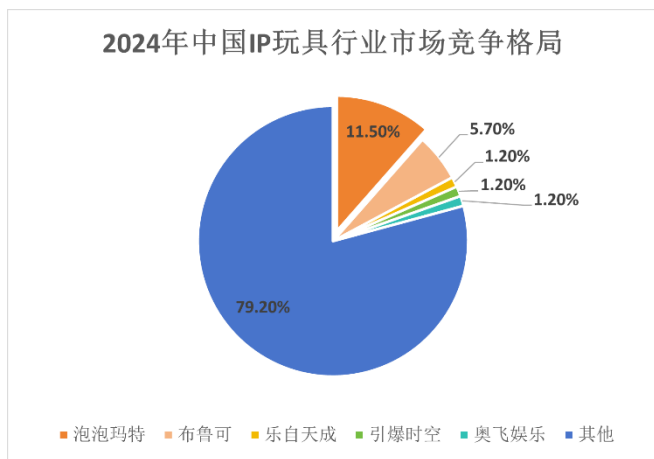


资料来源:乐自天成招股书,平安证券研究所

中国潮玩市场格局相对分散,IP矩阵维持健康。具体来看,

- 1) **中国潮玩市场格局相对分散。**根据中商产业研究院数据,2024年我国前五大IP玩具公司市场份额合计占比20.8%。其中,泡泡玛特是潮玩领域的标杆企业,2024年市场占比11.5%。作为全球最大的潮玩企业,其核心竞争力在于强大的全球化布局和IP运营能力,旗下拥有MOLLY、LABUBU等核心多个IP。
- 2) **IP矩阵维持健康。**作为以IP为核心的潮流文化娱乐集团,泡泡玛特在全球范围内挖掘极具潜力的艺术家和设计师,同时不断加大产品设计创新力度。公司通过持续丰富产品种类、拓展授权合作,推出多种类型、风格多样的潮流玩具以及联名款产品。这些风格各异的IP精准契合了18至29岁年轻消费群体对潮流、颜值和情感共鸣的需求,深受其喜爱。截至2025年上半年,公司旗下共有13个艺术家IP收入过亿。

图表8 2024年中国IP潮玩行业竞争格局



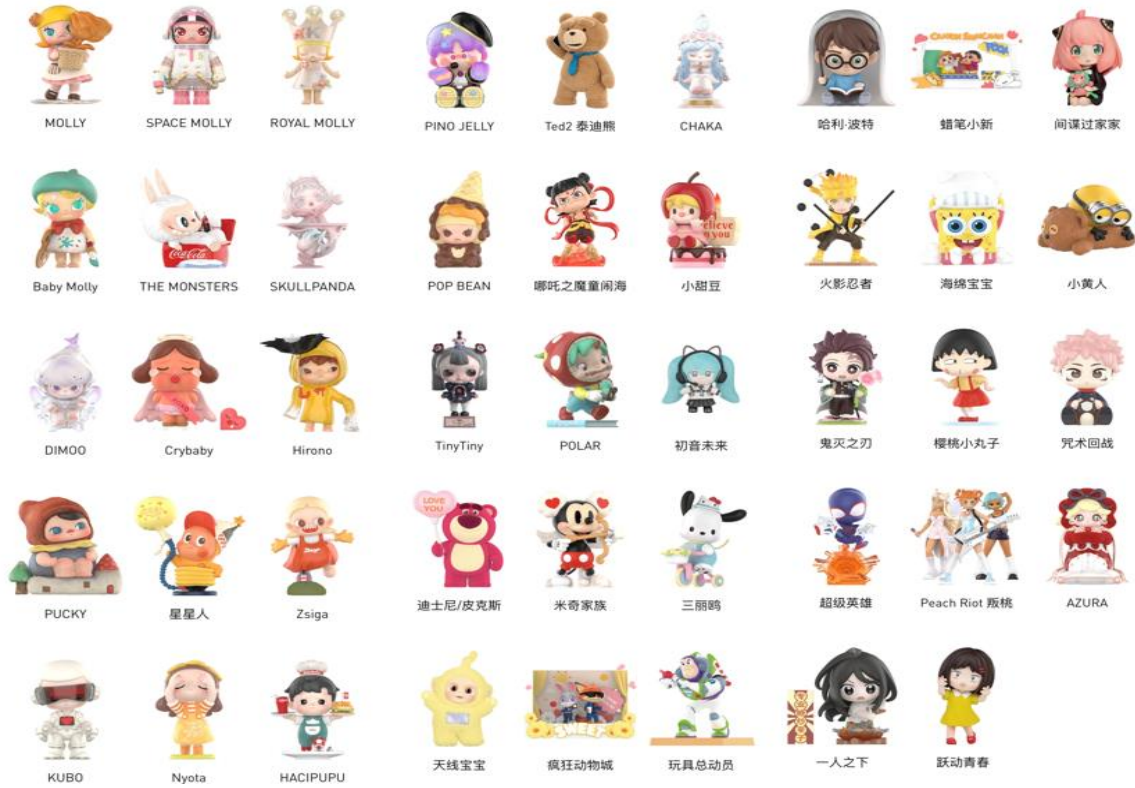
资料来源:中商产业研究院,平安证券研究所

图表9 中国潮玩重点品牌核心竞争力排名

品牌名称	所属企业	核心IP/产品线	核心竞争力
泡泡玛特	泡泡玛特	MOLLY、LABUBU、SKULLPANDA、DIMOO	全球最大潮玩企业,140+线下门店覆盖60+国家;LABUBU成国际现象级IP(奥斯卡影星蒂塔),海外收入同比增长375%
TOP TOY	名创优品	外来IP(迪士尼、三丽鸥)、原创IP(卷卷羊、Twinkle)	依托名创优品全球供应链,东南亚试点4个月盈利;全球234家门店,IP产品占海外销售40%+
布鲁可	布鲁可集团	奥特曼(收入占比57.4%)、变形金刚、英雄无限(中国神话IP)	搭建玩具龙头,获50+全球IP授权;海外社媒粉丝140万+,BFC用户共创生态成熟
卡游	卡游动漫	《卡游王国》《戴安娜红接梦》、奥特曼卡牌(占国内90%)	卡牌领域绝对龙头,单卡叠加8种印刷工艺;海外推出“冰河小象”文化衍生品
奥飞娱乐	奥飞娱乐	玩点无限(潮玩品牌)、《喜羊羊》AI数字人、《崩坏:星穹铁道》联名	传统动漫龙头转型,AI+IP融合(如“喜羊羊超能铃铛娃娃”);年轻向IP合作覆盖二次元群体
52TOYS	乐自天成	BEASTBOX机甲、超活化文物系列、《阴阳师》联名	设计创新能力强,泰国业务增长300%;覆盖盲盒、手办等多元品类
十二楼文化	十二楼文化	长草颜团子、制冷少女(表情包IP)	互联网原生IP开发,线下“夹机占”娱乐业态;社交传播效应显著
酷乐潮玩	酷乐潮玩	多品牌IP集合(盲盒、手办、饰品)	全国55城300+门店,精准定位Z世代;全场零售+直播带货
若来RoLife	若态科技	Nanci国货系列(女性用户占70%+)	主打国风治愈系设计,结合DIY手工体验;差异化切入女性市场

资料来源:中商产业研究院,平安证券研究所

图表10 泡泡玛特主要 IP 矩阵图



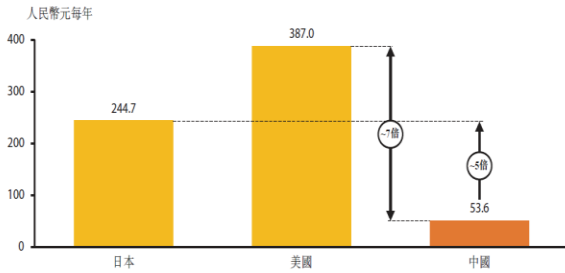
资料来源：泡泡玛特官方微信方商城，平安证券研究所

2.2 中国 IP 潮玩的渗透率有望提升，新 IP 将迎来黄金“上位”期

■ 中国 IP 玩具行业渗透率有望持续提升。具体来看：

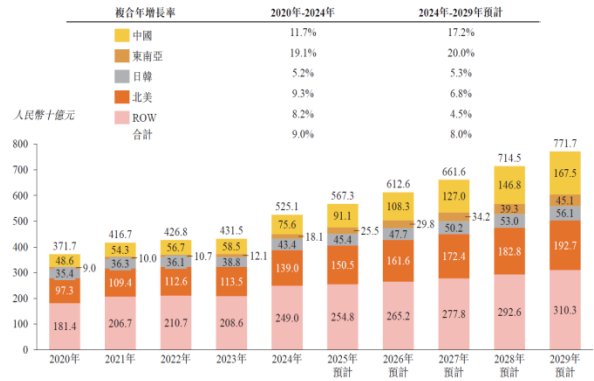
- 1) 相较欧美，我国人均 IP 玩具支出水平低。目前，中国 IP 玩具市场仍处于发展初期，正逐步从产品组合有限的阶段向品类多元化、设计精良化、品牌高端化的更成熟阶段转型。中国 IP 玩具市场的成长与创新主要由推动产品品质提升与市场规范化发展的头部企业引领。尽管中国 IP 玩具市场发展迅速，但人均 IP 玩具支出仍落后于其他成熟市场。根据乐自天成招股书数据，2024 年美国及日本的人均 IP 玩具支出分别达到人民币 387.0 元和人民币 244.7 元，而中国仅为人民币 53.6 元，远低于美日两国的水平。
- 2) IP 玩具市场的消费群体也在不断扩大。除了传统的儿童及青少年消费者，成年人也成为 IP 玩具的重要购买力。根据乐自天成招股书数据，预计到 2029 年，全球 IP 玩具市场规模将达到人民币 7.717 亿元，2024 年至 2029 年期间的复合年增长率为 8.0%。从 2024 年数据来看，北美是全球最大的区域市场，占全球 IP 玩具市场的 26.5%。中国和东南亚市场在 2020 年至 2024 年是增长最快的两个区域，同期的复合年增长率分别为 11.7% 和 19.1%；预计这两个区域的市场规模在 2024 年至 2029 年的复合年增长率将分别达到 17.2% 和 20%。

图表11 2024 年中日美三国人均 IP 玩具支出对比



资料来源：乐自天成招股书，平安证券研究所

图表12 2020-2029E 全球 IP 玩具市场规模：按地区



资料来源：乐自天成招股书，平安证券研究所

■ 潮玩市场加速分化，新 IP 将迎来黄金“上位”期。具体来看：

- 1) **本土潮玩设计接受度高，新 IP 能快速捕获消费者兴趣。**根据《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，近两年，国内设计师创作的新生代潮玩 IP 销量排名大幅跃升。例如，2025 年星星人上升 15 位，WAKUKU 酷酷豹上升 168 位，2024 年 Zorra 上升 56 位。而内容型 IP 受作品热度影响，商品销量波动较大。例如，《甄嬛传》和《哪吒》。
- 2) **国内潮玩市场由中国原创 IP 主导，海外 IP 的市场份额逐步被国内 IP 取代。**根据《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，2025 年上半年，仅有 4 个海外 IP 进入潮玩销量榜前 20 名，海外 IP 占比从 2024 年的 30% 下滑至 20%。2024 年在榜的韩国卡通 IP 线条小狗，日本 IP 蜡笔小新均跌出榜单，老牌海外 IP 三丽鸥和迪士尼排名下滑。

我们认为，2026 年潮玩消费的渗透率将持续加速。根据《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，潮玩爆发式增长的背后，是本土新生代 IP 崛起、情绪消费主导和潮玩材质升级三重驱动力共同作用的结果，也反映了潮玩文化从小众圈层向大众消费的加速渗透。

图表13 2024年 VS 2025年 潮玩销量榜

2024年潮玩销量榜			2025年潮玩销量榜		
排名	IP	排名变化	排名	IP	排名变化
1	THE MONSTERS (LABUBU)	+6▲	1	THE MONSTERS (LABUBU)	0
2	SKULLPANDA	-1▼	2	SKULLPANDA	0
3	DIMOO	0	3	DIMOO	0
4	MOLLY	+2▲	4	Hirono小野	+1▲
5	Hirono小野	+3▲	5	MOLLY	-1▼
6	甄嬛传	+5▲	6	哪吒 NEW	+214▲
7	三丽鸥Sanrio	-3▼	7	CRYBABY	+3▲
8	迪士尼	-6▼	8	星人人 NEW	+15▲
9	DORA	+9▲	9	三丽鸥Sanrio	-2▼
10	CRYBABY NEW	+97▲	10	Zsiga	+1▲
11	Zsiga NEW	+17▲	11	迪士尼	-3▼
12	FARMER BOB	+2▲	12	Zoraa	+1▲
13	Zoraa NEW	+56▲	13	DORA	-4▼
14	阿玛莉莉丝 NEW	+45▲	14	HACIPUPU	+4▲
15	KUBO NEW	+15▲	15	Chiikawa NEW	+6▲
16	线条小狗 NEW	+93▲	16	甄嬛传	-10▼
17	Nanci因茜	-12▼	17	小甜豆	+8▲
18	HACIPUPU NEW	+18▲	18	Rayan NEW	+4▲
19	蜡笔小新	+7▲	19	WAKUKU酷酷豹 NEW	+168▲
20	毕奇	-6▼	20	KUBO	-5▼

资料来源：新华网，《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，平安证券研究所

图表14 2023-2025年“反骨”特质IP销量攀升



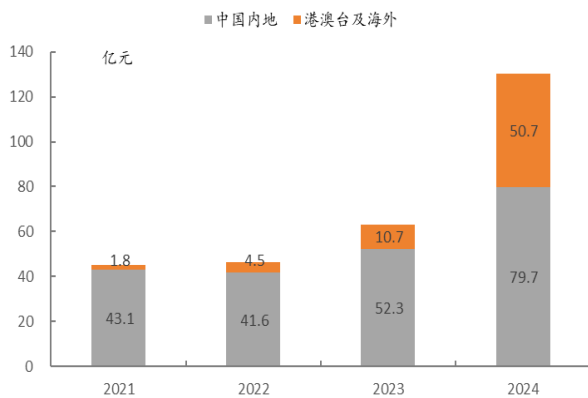
资料来源：新华网，《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，平安证券研究所

三、 纵向表现：以渠道成长灌注业绩增长

3.1 渠道覆盖多元化，国内国外齐发力

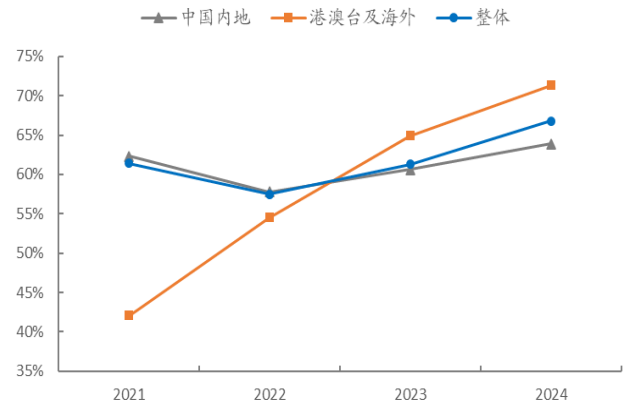
从销售市场来看，公司在中国内地和港澳台及海外均有布局。公司在国内外销售市场主要通过线下渠道、线上渠道、批发渠道及其他来进行产品销售。根据公司财报，2024年公司营收130.4亿元，同比+106.9%；2025H1公司营收为138.8亿元，同比+204.4%。2024年公司整体毛利率为66.8%。具体来看，按销售区域拆分，2024年公司中国内地营收79.7亿元，同比+52.3%；毛利率为63.9%。港澳台及海外营收50.7亿元，同比+375.2%；毛利率为71.3%。

图表15 2021-2024年公司营收拆分：按地区



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表16 2021-2024年公司毛利率拆分：按地区



资料来源：公司财报，平安证券研究所

■ 国内渠道

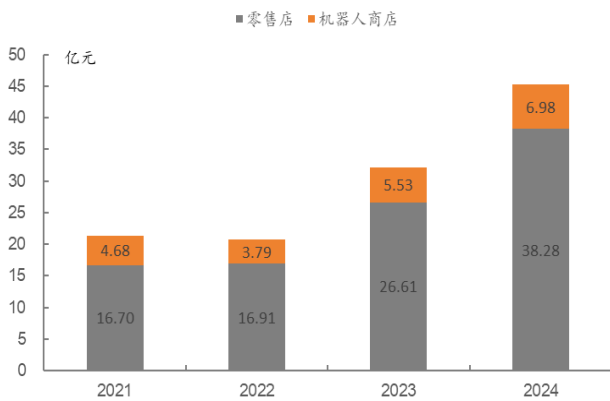
➤ 线下渠道：公司主要的线下销售渠道为零售店及机器人商店。

- 1) 零售店：根据公司财报，2024年公司在内地净增38家线下门店，门店数量从2023年的363家增至截至2024年的401家。
- 2) 机器人商店：根据公司财报，2024年公司在内地净增110间机器人商店，机器人商店数量从2023年的2,190间增至截至2024年的2,300间。

➤ 线上渠道：公司的抽盒机持续在场景化与娱乐化方面发力创新，并结合节日营销玩法串联线上线下流量，有效扩大微信小程序访问规模。

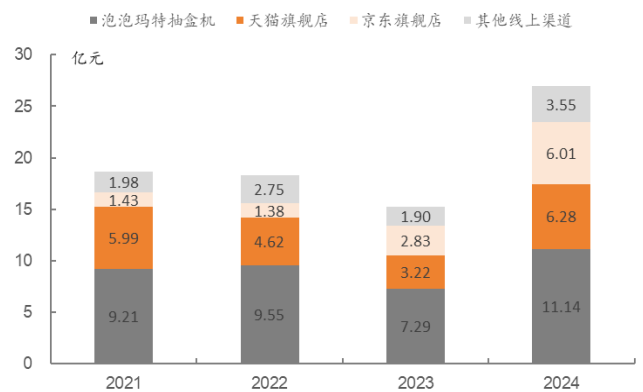
- 1) 抽盲盒机：不断推进精细化人群运营策略，实现新客质量及老客留存双重提升。抽盒机于2024年实现了人民币1,113.7百万元的收入，同比+52.7%，突破了2022年所创下的历史销售记录。
- 2) 内容电商：重塑直播间定位。通过直播间演绎强化品牌表达，更加生动地传递给顾客IP和商品的情绪价值，吸引了大量新粉丝；构建了兴趣电商的差异化运营策略，成功实现毛绒等新品类的拓展以及新圈层获客。抖音平台2024年收入为人民币601.2百万元，同比+112.2%。
- 3) 天猫旗舰店持续提升品牌新客规模，扩大店铺流量和客质。2024年公司天猫渠道收入为人民币627.8百万元，同比+95.0%，并荣获了天猫潮流玩具榜和天猫玩具总榜销售额第一名。

图表17 2021-2024 年公司中国内地营收：线下渠道



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表18 2021-2024 年公司中国内地营收：线上渠道

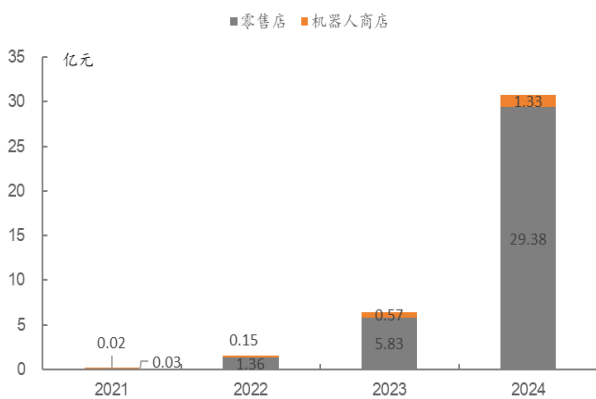


资料来源：公司财报，平安证券研究所

■ 港澳台及海外渠道

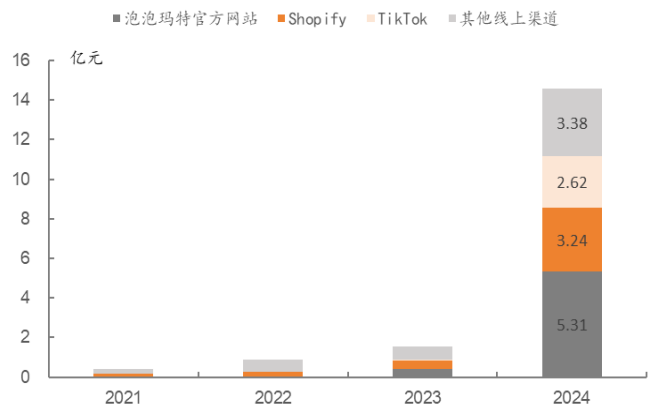
- 线下渠道：港澳台及海外业务持续推进 DTC 发展战略。根据公司财报，2024 年公司在港澳台及海外的门店达到 130 家（含合营），机器人商店达到 192 台（含合营及加盟）。
- 线上渠道：依据不同国家的市场特点和电商平台特性，制定并实施了差异化运营策略。
 - 1) Shopee 和 Lazada 平台：覆盖东南亚地区的多个国家。公司运用精细化营销与本地化服务策略，深入把握当地消费者需求，精准开展产品推广，获得了东南亚消费者的认可与好评。
 - 2) Amazon 平台：覆盖欧美地区市场。公司结合欧美地区的消费规模和物流能力，以及站内站外的推广策略，广泛触达当地用户，逐步提升品牌在欧美地区的影响力。
 - 3) TikTok 平台：布局全球的内容电商与直播电商渠道。公司结合富有创意的直播活动吸引了大量年轻用户，以优质内容驱动销售，增进了品牌的曝光度与互动性。

图表19 2021-2024 年公司港澳台及海外营收：线下渠道



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表20 2021-2024 年公司港澳台及海外营收：线上渠道



资料来源：公司财报，平安证券研究所

3.2 吸金能力强，成长能力佳

■ 吸金能力强，财务表现好。

- 净资产稳步增长。根据公司财报，2020-2024 年公司净资产（不含少数股东）逐年增长。2020-2024 年平均资产负债率约为 20%。
- 规模效应提升，主要费率下降。随着公司营收规模的扩张，主要费率呈下降趋势。根据公司财报，2024 年公司的销售费用率、管理费用率及财务费用率均下降。
- 盈利能力表现佳。根据公司财报，2020-2024 年公司平均毛利率约为 62%，平均净利率（不含少数股东）约为 18%，展现出较好的盈利能力。

图表21 泡泡玛特简化资产负债表

单位：万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
资产规模	14,228	40,280	106,648	697,130	832,363	858,006	996,886	1,487,067
YoY		183%	165%	554%	19%	3%	16%	49%
主要资产及负债占比								
占比：现金	10%	24%	30%	81%	63%	8%	21%	41%
占比：存货	11%	7%	9%	3%	9%	10%	9%	10%
占比：物业、厂房及设备	9%	9%	10%	3%	4%	5%	7%	5%
占比：使用权资产	25%	18%	17%	4%	7%	8%	7%	6%
占比：租赁负债	14%	10%	9%	2%	3%	3%	4%	2%
净资产(不含少数股东)	7,882	21,883	59,278	613,100	682,001	696,532	778,038	1,088,464
资产负债率	45%	46%	44%	12%	18%	19%	22%	27%

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 泡泡玛特简化利润表

单位：万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	15,807	51,451	168,343	251,347	449,065	461,732	630,100	1,303,775
YoY		225.5%	227.2%	49.3%	78.7%	2.8%	36.5%	106.9%
毛利率	47.6%	57.9%	64.8%	63.4%	61.4%	57.5%	61.3%	66.8%
主要费率：								
销售费用率	32.3%	24.4%	21.6%	25.1%	24.6%	31.9%	31.8%	28.0%
管理费用率	13.2%	8.5%	8.5%	11.1%	12.4%	14.9%	11.2%	7.3%
财务费用率	1.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%
所得税率	30.8%	24.8%	24.6%	26.0%	27.0%	25.6%	23.1%	24.2%
净利润(不含少数股东)	157	9,952	45,112	52,351	85,434	47,566	108,234	312,547
归母净利润率	1.0%	19.3%	26.8%	20.8%	19.0%	10.3%	17.2%	24.0%
YoY		6238.9%	353.3%	16.0%	63.2%	-44.3%	127.5%	188.8%

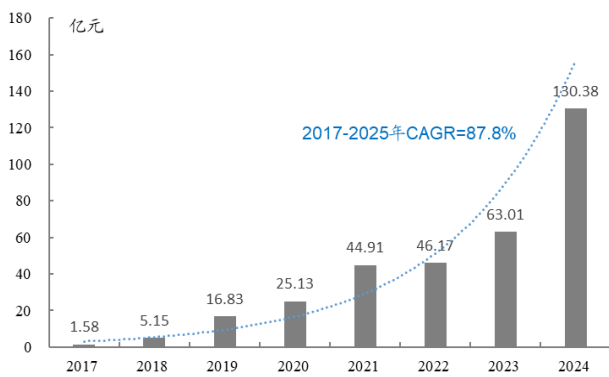
资料来源：Wind，平安证券研究所

注：百分数保留一位小数，其余取整

■ 成长能力强，经营业绩佳。

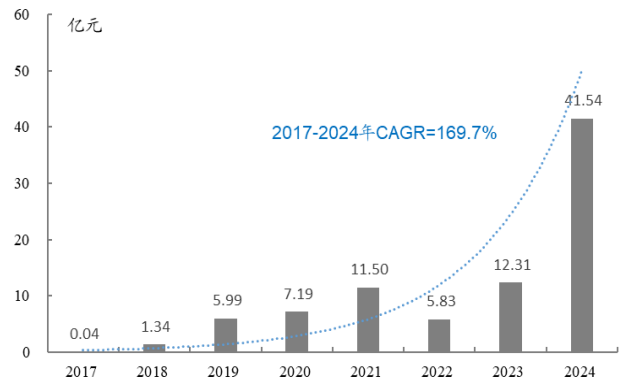
- 经营业绩攀升。根据公司财报，2017-2024 年公司营收 CAGR 为 87.8%，经营利润 CAGR 为 169.7%。主要原因：1) 公司持续改善顾客在全渠道的体验，不断提升运营效率和商品渠道差异化经营能力，由此带动了中国内地各渠道的销售增长。2) 公司加大国际市场开拓力度，并深入推进本土化运营策略，使得港澳台及海外业务保持高速增长态势。
- 毛利率和净利率稳步上升。根据公司财报，2017-2024 年公司毛利率由 47.6% 提升至 66.8%，主要由于公司的收入增长以及销售成本的控制。具体来看，1) 港澳台及海外渠道收入占比的增加，2) 不断优化供应链端成本控制，3) 自主产品占比提升，外采商品逐渐减少。
- 运营效率稳步提升。根据 2024 年年报数据，公司主要运营指标均有向好。具体来看，公司的应收账款周转天数下降，存货周转天数下降，且应付账款周转天数略有增加。

图表23 2017-2024 年公司收入及复合增速



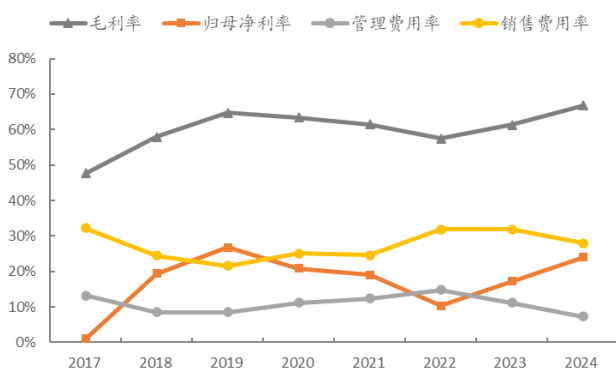
资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表24 2017-2024 年公司经营利润及复合增速



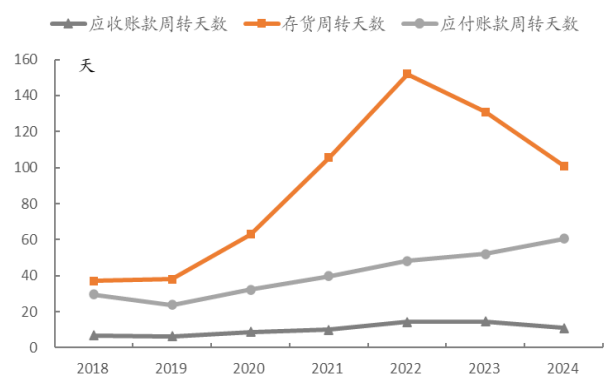
资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表25 2017-2024 年公司毛利率及主要费用率



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表26 2017-2024 年公司主要营运周转指标



资料来源：公司财报，平安证券研究所

四、投资建议

4.1 盈利预测

■ 营收端：

2025H1 公司营收为 138.8 亿元，同比+204.4%。其中，中国市场收入占比 59.7%，其余均来自海外市场。2025 上半年，公司凭借较好的渠道优势及品牌势能在国内外市场持续引燃 IP 热度，通过线上线下渠道实现与消费者的良好互动，并实现了较好的营收增长。因此，我们对公司中国市场及海外市场的收入增速做出如下假设：

- 1) 中国市场：根据公司 2025 年中报，2025H1 中国市场的收入为 82.8 亿元，同比增速为 135.2%。中国市场聚焦提升顾客的品牌体验，持续提高服务质量及渠道精细化运营效率。我们认为，2025-2027 年公司将持续布局并重视零售门店的销售业绩表现。我们预计，2025-2027 年公司中国市场收入增速分别为 55.3%、34.5%、28.0%。
- 2) 国外市场：根据公司 2025 年中报，2025H1 亚太市场、美洲市场、欧洲及其他市场的收入分别为 28.5 亿元、22.6 亿元、4.8 亿元，同比增速分别为 257.8%、1142.3%、729.2%。在亚太市场，公司加强精细化运营，有效执行旅游零售战略，在全球知名旅游目的地及机场开设门店。在美洲市场，公司聚焦美国市场，快速实现市场覆盖范围拓展，扩大品牌及 IP 影响力。在欧洲市场，公司深化区域总部建设，提前布局全球知名地标，为未来高效发展稳筑基础。我们认为，2025-2027 年公司将持续加大国内外机器人商店的投放。我们预计，2025-2027 年公司海外市场的收入增速分别为 323.3%、45.8%、29.6%。

综上，我们预计，2025-2027 年公司整体营收分别为 338.3 亿元、479.2 亿元、618.3 亿元，增速分别为 159.5%、41.7%、29.0%。

■ 费用端：

- 1) 经销及销售费用率：该项费用主要是运输及物流开支、员工福利开支。由于公司线上渠道及海外渠道收入增加，我们认为未来公司将会增加物流开支。同时，由于公司海外业务持续扩张，我们认为未来公司将会增加员工福利开支。但由于公司整体的经销及销售费用率保持相对平稳比率，因此我们预计 2025-2027 年公司该费用率分别为 30.0%、31.5%、32.0%。
- 2) 一般及行政费用率：由于公司国内外市场均处于扩张期，我们认为未来将会员工人数将会持续增长。但由于公司持续提高内部效率，该项费用将会保持相对平稳比率。因此我们预计 2025-2027 年公司该项费用率分别为 7.5%、7.8%、8.0%

■ 利润端：

- 1) 毛利润及毛利率：公司的潮玩 IP 品牌及产品附加值较高，且公司海外销售占比提高将会拉动毛利率增长。我们认为，公司整体毛利率将逐步提升。我们预计，2025-2027 年公司整体毛利率分别为 68.5%、69.0%、69.4%。
- 2) 归母净利润率：公司通过提高效率及精细化运营管理等管理方式，将会持续优化销售费用、行政费用等主要费用开支。我们认为，后续主要费用率将保持相对较稳健水平。我们预计，2025-2027 年公司归母净利润分别为 79.5 亿元、108.1 亿元、138.2 亿元，分别同比增长为 154.2%、36.0%、27.9%。

图表27 盈利预测关键假设拆分

按渠道划分:亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体营收	46.2	63.0	130.4	338.3	479.2	618.3
YoY		36.5%	106.9%	159.5%	41.7%	29.0%
中国市场	41.6	52.3	79.7	123.8	166.5	213.1
YoY		25.7%	52.3%	55.3%	34.5%	28.0%
海外市场	4.5	10.7	50.7	214.5	312.7	405.2
YoY		134.9%	375.2%	323.3%	45.8%	29.6%
毛利率	57.5%	61.3%	66.8%	68.5%	69.0%	69.4%
经销及销售费用率	31.9%	31.8%	28.0%	30.0%	31.5%	32.0%
一般及行政费用率	14.9%	11.2%	7.3%	7.5%	7.8%	8.0%
归母净利润	4.8	10.8	31.3	79.5	108.1	138.2
YOY		127.5%	188.8%	154.2%	36.0%	27.9%
归母净利率	10.3%	17.2%	24.0%	23.5%	22.6%	22.3%

资料来源：公司财报，平安证券研究所

注:1.在2022-2024年历史值中,中国市场不包含中国香港及中国澳门,海外市场包含中国香港及中国澳门;2.在2025E-2027E预测值中,中国市场包含中国香港及中国澳门,海外市场不包含中国香港及中国澳门;3.数值较小的数据保留两位小数,其余保留一位小数

4.2 估值及评级

我们采用相对估值法对泡泡玛特进行估值。从可比公司选择上,考虑到泡泡玛特在IP孵化及运营,以及全球化的发展潜力,我们选取IP运营及潮玩消费的头部公司为可比公司。在IP运营上,我们考虑到泡泡玛特兼具国内外成长潜力,我们选取奥飞娱乐、三丽鸥、布鲁可、万代南梦宫为可比公司。

IP运营与创意设计是推动公司持续健康发展的关键因素。作为全球领先的潮玩IP平台,公司在全球范围内挖掘极具潜力的艺术家和设计师,凭借成熟的IP运营体系,已连续成功打造出多个广受青睐的潮流文化IP形象。同时,公司不断加大产品设计创新力度,持续丰富产品种类,以满足不同粉丝群体的多样化需求,进而创造潮流,向全球消费者传递更多美好与快乐。我们预计,2025-2027年公司整体营收分别为338.3亿元、479.2亿元、618.3亿元,增速分别为159.5%、41.7%、29.0%;归母净利润分别为79.5亿元、108.1亿元、138.2亿元,分别同比增长为154.2%、36.0%、27.9%。我们看好公司IP矩阵孵化与运营平台的成长发展逻辑,首次覆盖给予“推荐”评级。

图表28 泡泡玛特可比公司估值表（更新至 2026.1.9）

公司	代码	P/E			
		2024A	2025E	2026E	2027E
奥飞娱乐	002292.SZ	NA	188.2	107.4	85.4
布鲁可	0325.HK	NA	20.4	14.3	10.9
三丽鸥	8136.T	42.1	22.9	20.6	19.5
万代南梦宫	7832.T	25.5	20.8	19.0	17.3
均值		33.8	63.1	40.3	33.2
泡泡玛特	9992.HK	76.2	30.0	22.0	17.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：泡泡玛特为平安证券预测值；其余均为万得一致预期。

注：三丽鸥和万代南梦宫的财年为 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，故 2025E-2027E 对应的是其 FY2026E-FY2028E。

注：剔除 PE 为负及为零的值

五、风险提示

1. 监管风险：由于产品销售形式有盲盒形式，可能会引发部分消费人群的非理智消费，可能会引起相关职能部门的监管，进而影响公司的产品销售。
2. 新品推广不及预期：潮玩流行趋势难以确定，若公司不能及时掌握 IP 潮流趋势，或将导致消费者与产品粘性下降，进而造成客流流失及业绩下降。目前公司拥有较多 IP 矩阵，若新 IP 无法占领消费者心智，或将导致产品销售不及预期，将会对公司的业绩造成不利影响。
3. 供应链产能不足风险：若潮玩产品受到较广泛消费者的喜爱，而供应链产能不足无法及时补库，或将拉长消费者等待产品的时长，可能会不利于树立品牌形象，公司需平衡好产品供需结构，以实现效率优化。
4. 渠道库存积压风险：消费环境尚存不确定性，若新 IP 无法实现较好的销售增长，或将导致终端渠道库存积压，并对公司良性发展带来一定经营风险。
5. 艺术家个人公关风险：艺术家个人的舆论风波或不良负面影响，或将导致其创作的 IP 产品呈现负面压力。若公司签约了该类艺术家，或将会使得公司 IP 产品形象受损，进而影响该 IP 产品的销售表现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,236	18,209	26,431	36,591
货币资金	6,109	10,386	15,439	22,504
存货	1,525	3,871	5,404	6,884
贸易应收账款	478	1,365	1,934	2,496
其它应收&预付	577	2,561	3,628	4,682
其它	3,548	26	26	26
非流动资产	2,635	2,971	3,284	3,596
物业、厂房及设备	739	949	1,097	1,245
有使用权资产	928	1,055	1,219	1,384
权益法入账投资	137	137	137	137
其它	831	831	831	831
资产总计	14,871	21,181	29,715	40,186
流动负债	3,370	5,049	6,467	7,839
应付账款	1,914	3,338	4,660	5,935
租赁负债	363	619	715	812
其他	1,093	1,093	1,093	1,093
非流动负债	616	15	15	15
租赁负债	601	-	-	-
其他	15	15	15	15
负债合计	3,986	5,064	6,482	7,854
非控股权益	201	666	1,298	2,107
拥有人应占权益	10,684	15,451	21,935	30,226
股东权益合计	10,885	16,117	23,233	32,333
负债及权益合计	14,871	21,181	29,715	40,186

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,595	6,220	9,858	13,112
投资活动现金流	-295	-437	-414	-452
筹资活动现金流	-1,265	-3,651	-4,391	-5,595
现金净增加额	8,254	10,386	15,439	22,504

资料来源: Wind, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,038	33,828	47,922	61,834
营业成本	-4,330	-10,65	-14,86	-18,93
销售费用	-3,650	-10,14	-15,09	-19,78
管理费用	-947	-2,537	-3,738	-4,947
财务费用	163	424	600	775
其他收益及亏损	92	182	273	363
除税前溢利	4,366	11,099	15,095	19,302
所得税	-1,057	-2,688	-3,656	-4,675
年度全面收益	3,308	8,410	11,439	14,627
少数股东损益	183	465	632	809
归属股东净利润	3,125	7,946	10,807	13,818

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	106.9	159.5	41.7	29.0
归母净利润(%)	188.8	154.2	36.0	27.9
获利能力				
毛利率(%)	66.8	68.5	69.0	69.4
归母净利率(%)	24.0	23.5	22.6	22.3
ROE(%)	28.7	49.3	46.5	42.7
偿债能力				
资产负债率(%)	26.8	23.9	21.8	19.5
营运能力(次)				
资产周转率	1.0	1.9	1.9	1.8
存货周转率	3.6	3.9	3.2	3.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.33	5.92	8.05	10.29
每股净资产(最新摊薄)	7.96	11.51	16.33	22.51
估值比率(倍)				
PE	76.2	30.0	22.0	17.2
PB	22.3	15.4	10.9	7.9

单击此处输入文字。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层