泡泡玛特的三个潜在预期差

华泰研究 动态点评
2026 年 1 月 20 日 | 中国香港 消费轻工

近期泡泡玛特市场预期受短期高频追踪数据影响明显，并导致对 IP 热度、业绩成长持续性的担忧有所升温。我们追踪的数据显示，公司 Q4 国内、海外业绩环比趋势呈现高韧性，在度过 Labubu 3.0 销售高峰后，IP 矩阵的力量对销售增长形成坚实支撑。我们梳理了市场观点的三个潜在预期差：高频数据的综合判断、新锐 IP 成长性、内容等 IP 生态布局的潜力（详见正文分析）。公司 1 月 19 日以 2.51 亿港元回购 140 万股股份，每股回购价 177.7-181.2 港元，彰显对成长前景的信心。我们认为公司业绩增长的可持续性以及中长期空间受低估，在当前市场分歧阶段估值具备吸引力，维持"买入"评级，继续重点推荐。

维度一：Q4 海外市场表现或好于市场悲观预期

Q4 市场追踪部分三方数据及二手价格，导致对海外尤其北美表现担忧。我们预计 Q4 海外环比表现好于市场悲观预期。1）北美：我们跟踪 Tik Tok Q4 销售额环降约 10%。但 Q3 因门店缺货，线上占比或高达 60-70%，Q4 门店货品充足，线下收入预计明显好于 Q3，全渠道销售或持平乃至好于 Q3，在非"爆品季度"显现成长韧性。2）东南亚：H2 部分国家 Tik Tok 销售额同比下滑，但主要是渠道结构变化的自然结果，如泰国店数同比翻倍，我们预计全渠道销售增长强劲。3）二手价格：线下体验是驱动新 IP 成长的重要一环，充足备货方能保障门店体验，而充足备货与二手高溢价并不兼容。普通款平价+隐藏款溢价是符合长期持续成长及 IP 多元化引擎的合理策略。

维度二：多元 IP 崭露头角，新 IP 成长驱动或超预期

我们追踪的线上数据显示，Q4 国内 IP 多元化顺利，抖音渠道 Labubu 占比降至约 30%，星星人、Crybaby 等快速成长，与 Labubu 差距收窄。在东南亚，泰国、印尼等国 Tik Tok Shop 近期 TOP 20 商品中 Labubu 销售占比降至 40%以下，星星人、Crybaby 跻身前三，合计占比可达 50%+（如印尼）。国内与东南亚渠道布局较完善，热度可通过门店体验及粉丝生态，从头部 IP 向新锐 IP 传导。欧美短期内 Labubu 占比较高，我们认为主因线上购买更偏搜索逻辑，而非体验→入坑转化，伴随线下布局完善，新锐 IP 增势有望释放，9 月开启的欧洲艺术家招募，或在西方市场打造 Crybaby 式的本土 IP。

维度三：生态构建日益完善，内容布局的破圈潜力尚未被计价

公司 IP 内容布局逐步进入实质落地阶段，动画短片有望率先以低投入、高频率的方式触达粉丝，后续长篇电影或助力 IP 影响力再上新台阶，向 IP 集团化目标进发。参考 2020 年以来三丽鸥 Hello Kitty 在海外翻红经验，踩中流媒体、短视频两大趋势的内容布局影响深远。内容布局有望成为继爆品、门店体验、明星、社媒之后新的破圈利器，并与升级扩建的乐园共同强化深层次的 IP 情感连接，为已然强大的粉丝运营生态再添羽翼。甜品、饰品等新业务布局亦值得关注。

盈利预测与估值

我们维持盈利预测，预计 2025-27 年经调整净利润分别为 135/185/237 亿元。参考可比公司 26 年一致预期 PE 均值 23x（前值 23x），考虑公司具备平台化高壁垒，IP、业态多元化持续拓展，维持公司 26 年目标 PE 27x 及目标价 410 港元，维持"买入"评级。

风险提示：宏观消费需求不及预期，行业竞争加剧，新业务发展不及预期。

投资评级（维持）： 买入
目标价（港币）： 410.00

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

石狄 研究员
SAC No. S0570524090003 shidi@htsc.com
SFC No. BVO045 +(86) 755 8249 2388

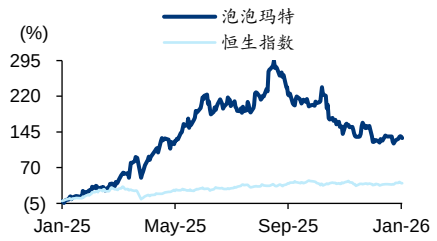
刘思奇 研究员
SAC No. S0570523090004 liusiqi@htsc.com
SFC No. BSE590 +(86) 21 2897 2228

杨耀* 联系人
SAC No. S0570124070059 yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

收盘价（港币 截至 1 月 9 日）	197.00
市值（港币百万）	264,560
6 个月平均日成交额（港币百万）	3,391
52 周价格范围（港币）	79.50-339.80

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度（人民币）	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	13,038	39,883	53,977	68,484
+/-%	106.92	205.90	35.34	26.88
归母净利润（百万）	3,125	12,638	17,271	22,161
+/-%	188.77	304.34	36.66	28.31
归母净利润（调整后,百万）	3,403	13,529	18,458	23,660
+/-%	185.86	297.55	36.43	28.18
EPS (调整后,最新摊薄)	2.53	10.07	13.74	17.62
PE (调整后,倍)	89.92	22.62	16.58	12.93
PB (倍)	28.64	13.77	8.72	5.98
ROE (调整后,%)	36.88	82.22	64.42	54.85
EV EBITDA (倍)	68.40	16.79	10.87	8.63
股息率 (%)	0.36	1.44	1.97	3.25

资料来源：公司公告、华泰研究预测

相关研究

1、《高基数下 Q3 超预期，旺季新品势能强劲》(2025.10)
2、《旺季新品热度高涨，平台势能持续进阶》(2025.10)
3、《二手价格波动带来布局机遇》(2025.09)

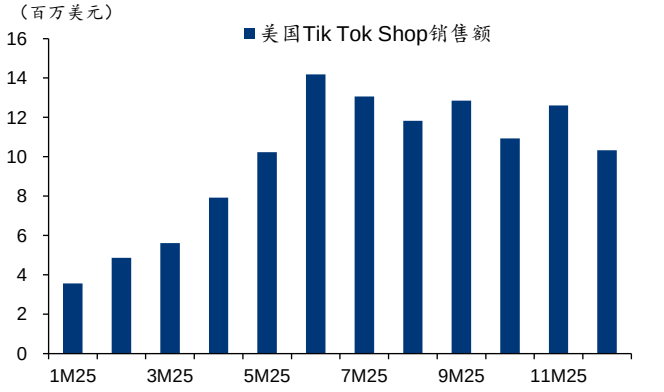
#1.1. Q4 海外市场销售或好于市场悲观预期

由于部分第三方高频数据波动，近期市场对公司 Q4 海外市场表现有所担忧。我们从 Tik Tok Shop 等线上销售以及海外开店数据追踪，预计北美 Q4 销售的环比表现或好于市场悲观预期。公司在欧美地区仍处用户价值周期早期，我们看好门店覆盖率提升后 Labubu 持续引流，维持 IP 矩阵热度持续性。

当前市场对公司 Q4 海外销售或存在低估：

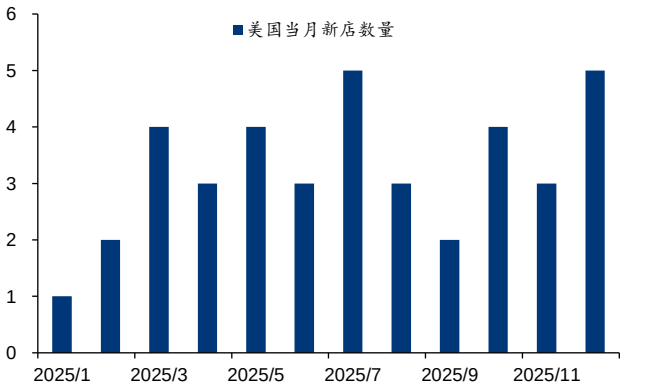
1）北美：公司全渠道销售数据或好于市场悲观预期，线下销售环比增速或更强于线上。线上渠道中，我们跟踪公司美国 Tik Tok Shop 4Q25 销售额环比-10%。但考虑到 Q3 门店端爆品缺货严重，线上预售成为主要销售模式；伴随公司产能爬坡，Q4 门店端缺货现象已大幅缓解，我们预计 Q4 线下销售环比 Q3 有望明显增长，全渠道销售表现或大致持平乃至好于 Q3。线下开店速度同样能够提供佐证，我们根据泡泡玛特北美官网统计，截至 25 年末公司已在北美开出 65 家线下门店，环比 1H25 净开 24 家，其中单 Q4 净增约 12 家，保持快速拓店。考虑到 Labubu 3.0 销售高峰为 Q2-Q3，而 Q4 作为非“爆品季度”，仍有望实现环比趋势稳健，反映公司的 IP 热度和真实需求持续坚挺。

图表1：泡泡玛特北美 Tik Tok Shop 销售额



注：包含 POPMART US SHOP、POP MART US LOCAL 两店；第三方数据或有误差，具体以公司公告为准
资料来源：FastMoss，华泰研究

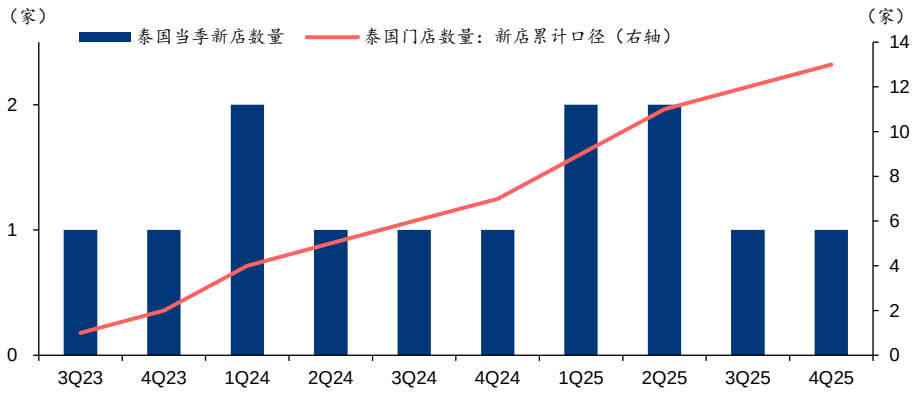
图表2：泡泡玛特美国新店开业数量



注：新开店数根据公司美国官方社媒账号追踪，实际店数以公司公告为准
资料来源：泡泡玛特 Facebook 官方账号，华泰研究

2）东南亚：线上数据表现更多是渠道结构变化的结果，全渠道高增可期。我们对泰国的 Tik Tok shop 追踪数据显示，25 年线上销售较 24 年有所承压，市场部分观点担忧其反映热度退坡，但我们认为其主要为渠道结构变化的结果。据我们追踪公司泰国社媒账号，截至 25 年末泰国已有 13 家线下门店，较 24 年接近翻倍，线下购买的可得性、易得性明显提升，或引导流量向线下迁移。25 年以来公司更加注重新店质量，面积、选址、装修标准均有显著提升，我们预计对平均店效形成有力支撑。25 年 8 月在曼谷顶级地标暹罗天地开出的新店总面积超 760 平方米，是泡泡玛特全球最大旗舰店。店数提升、店效支撑预计对线下销售带来双驱动，我们认为泰国及东南亚整体的全渠道销售亦处在高景气成长期。

图表3：泡泡玛特泰国新店开业数量



注：新开店数根据公司泰国官方社媒账号追踪，实际店数以公司公告为准
资料来源：泡泡玛特 Facebook 官方账号，华泰研究

3）西方市场整体：从渗透阶段及购买心理上均处于早期阶段。从消费心理而言，由于 Labubu 3.0 为首代爆款，且由于缺货，多数消费者及粉丝仅拥有少量毛绒产品。参考国内市场 2016 年以来经验，其仍处于粉丝周期、品类新鲜度周期的早期阶段。从更宽维度而言，泡泡玛特其他丰富 IP 在西方市场亦处于认知度渗透的早期。通过门店引流、联名宣发、内容布局、多 IP 系列产品助力多元 IP 破圈的工具箱丰富。因此我们认为对 Labubu IP 热度延续性及新锐 IP 驱动力均可保持信心。尽管 Labubu 在西方市场短期内或呈现因爆品上新周期带来的季度波动，但不影响全年表现。

参考 Hello Kitty 经验，其在美国首次爆火始于 1998 年前后，截至 2002 年，其在美国 6-34 岁人群中知名度已达 72-83%（来源：人民邮电出版社 2014 年 10 月出版的《Hello Kitty 的秘密》，贝尔森及布莱纳著、周亚南译。我们预计明显高于 Labubu 当前水平），但三丽鸥在北美 gmv 成长期延续至 2014 年才遇到明显波动，反映北美作为人口基数大、消费力强、消费品类丰富的单一市场，能够支撑销售额的长期快增。欧洲玩具消费规模与北美相近（2023 年 310 亿美元，vs 北美 353 亿美元，弗若斯特沙利文），由于欧洲各国客群、政策环境迥异，在逐国开拓的策略下，发力节奏慢于北美，仍有众多国家、城市尚无官方渠道覆盖，盗版现象亦较常见，但消费者认知度已快速渗透，供求错配下，后续欧洲渠道拓展空间广阔。

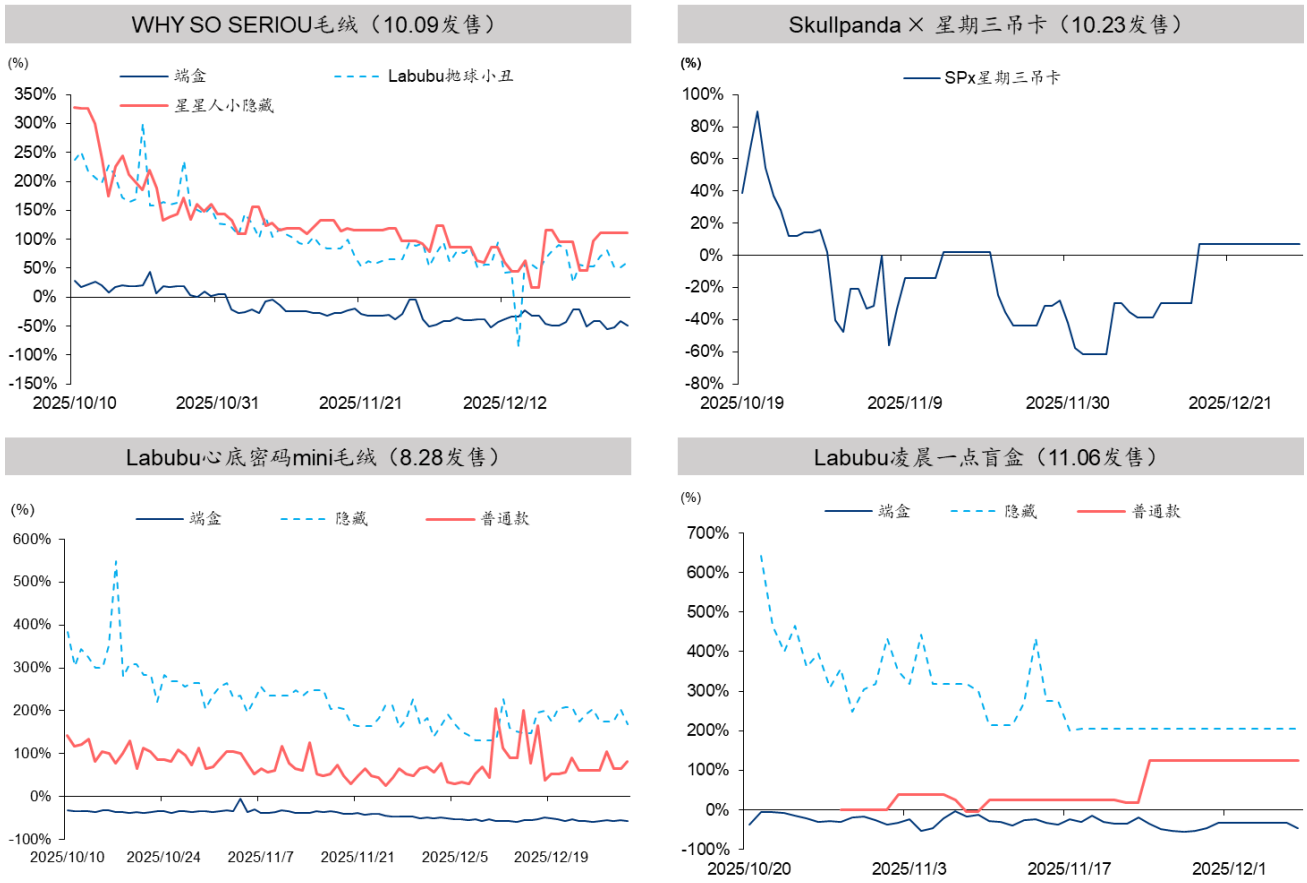
#1.2. 二手价格并非衡量 IP 热度的合适指标

Q3 市场对二手溢价回落的担忧较高，近期相关讨论仍有延续。但我们追踪的数据显示，Q4 以来发售的新品的二手价格表现实际较为稳定。此外，我们重申此前在 2025 年 9 月 17 日发布的《二手价格波动带来布局机遇》报告观点，认为公司始终坚持“艺术平权”策略，致力于为最广大消费者提供优质平价的潮玩产品，二手价格并非衡量 IP 热度的可靠指标，且容易扭曲对公司商业模式的理解。

关于二手交易价格变动，我们与市场不同的观点：

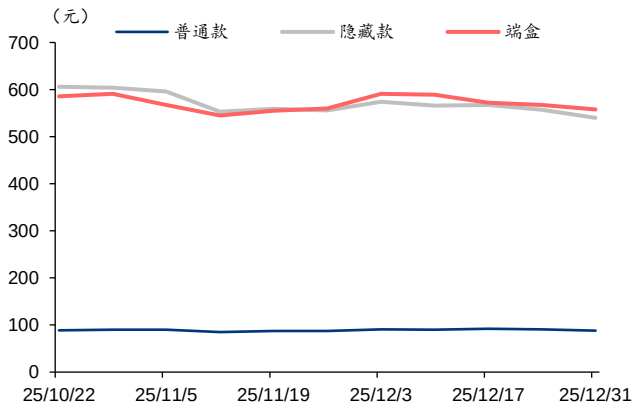
1）**溢价率曲线前高后低是产品周期常态，且本轮价格变动主要由供给而非需求驱动，公司始终掌握主动权。**伴随公司毛绒产品月产能从 25 年初约 30 万只提升至 8 月 3000 万只以上（据公司中期业绩会），Labubu 3.0 逐渐实现供需平衡，二手溢价回落是正常现象。此外，6 月以来公司产品供给充足率持续提升，挤压了部分前期囤货的买家的升值空间，其囤货流出可能对二手价格有额外影响。近期公司 Labubu 3.0 系列产品国内二手价趋于稳定。12 月以来北美二手溢价率也逐渐稳定在普通款平价左右的合理状态，反映公司实现供求匹配的能力日益增强。

图表4：泡泡玛特部分产品系列海外二手溢价率



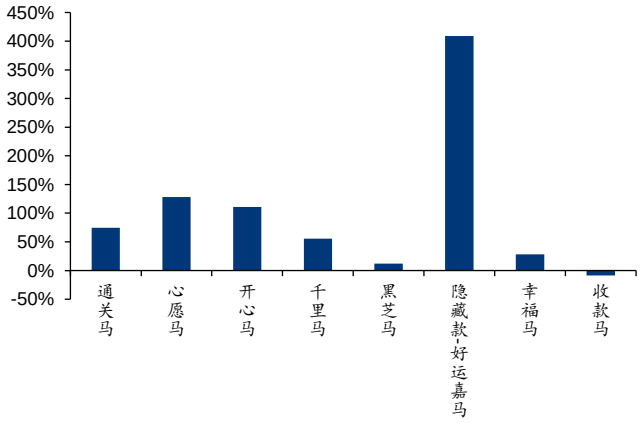
资料来源：StockX，华泰研究

图表5：国内 Labubu 3.0 二手价格（“前方高能”系列）



资料来源：千岛，华泰研究

图表6：多 IP“马力全开”系列毛绒挂件溢价率（2026.1.7）



资料来源：千岛，华泰研究

2）泡泡玛特坚持“艺术平权”策略，高二手溢价是脱离常态的短期现象。回顾泡泡玛特的首次出圈，公司以 59 元的盲盒形态，将此前单价高昂、小批量生产的艺术家玩具推广为大众消费品，实现了潮玩客群的数量级扩充。公司产能提升后，通过对供需平衡的把控，盲盒产品线较快过渡到普通款二手平价、隐藏款溢价的模式，在“大众性”及“稀缺感”间取得平衡。24-25 年公司以搪胶毛绒的品类创新再度引领引爆市场，需求端的指数级增长一度带来全系列的高溢价，但不应将其理解为价格体系的常态。我们认为公司在搪胶毛绒的供货策略与盲盒产品线保持一致，伴随毛绒产能上升，公司产品逐渐实现健康的供需平衡状态。

泡泡玛特的稀缺性、潮流感并不需要依靠二手溢价，而在于 IP 来源的“独家性”。在全球的头部玩具、潮玩品牌中，泡泡玛特几乎是唯一一家以艺术家 IP 为主要 IP 来源的公司，其与其他 IP 龙头形成差异化竞争，瞄准不同的消费心态。粉丝对泡泡玛特品牌的认知具有独特性。其艺术家 IP 孵化、运营平台的机制尚未被其他公司成体系、大规模复刻，其他艺术家 IP 工作室与泡泡玛特存在明显体量差距。这也是公司建立独树一帜的时尚感的重要基础。

公司依靠差异化的产品体系，保持“潮流感”与“大众性”的平衡。尽管产品易得确实与潮流感存在潜在冲突，但公司在保持常规价格带商品充分供给的基础上，通过 MEGA、吊卡、手办等高价格带品类，以及区域限定、联名限定等产品（通常二手溢价较高），为深度爱好者提供精准需求满足。

3）中长期看，保持产品的可感可及是 IP 矩阵拓宽的重要条件。泡泡玛特作为体验型消费，IP 的延展依赖线下实际体验，门店备货的相对充分是提升线下体验的重要条件（尤其在海外市场，仍处于品牌普及阶段），其与二手高溢价为冲突命题。部分投资者担心二手溢价下降影响“追捧型”以及部分投机需求。但我们认为“七分饱”的备货策略能够更好地释放普通粉丝的需求，减少因缺货带来的销售机会损失以及盗版损失。粉丝购买 IP 商品的动机是多元、复合的，尽管 Q2-Q3 购买爆品的升值机会一度成为热门话题，但我们认为粉丝购买的核心目的仍为追求情绪价值，尤其是陪伴感、治愈感、个性彰显及情感投射，且在该心理下的客群持续破圈仍在国内市场不断进行，原因包括公司的星星人、宝拉、小野、Crybaby 等多元 IP 不断延展了情绪价值的细分覆盖面。

图表7：泡泡玛特新型户外机器人商店

资料来源：苏州恒泰微信公众号，华泰研究

图表8：泡泡玛特曼谷暹罗天地全球旗舰店

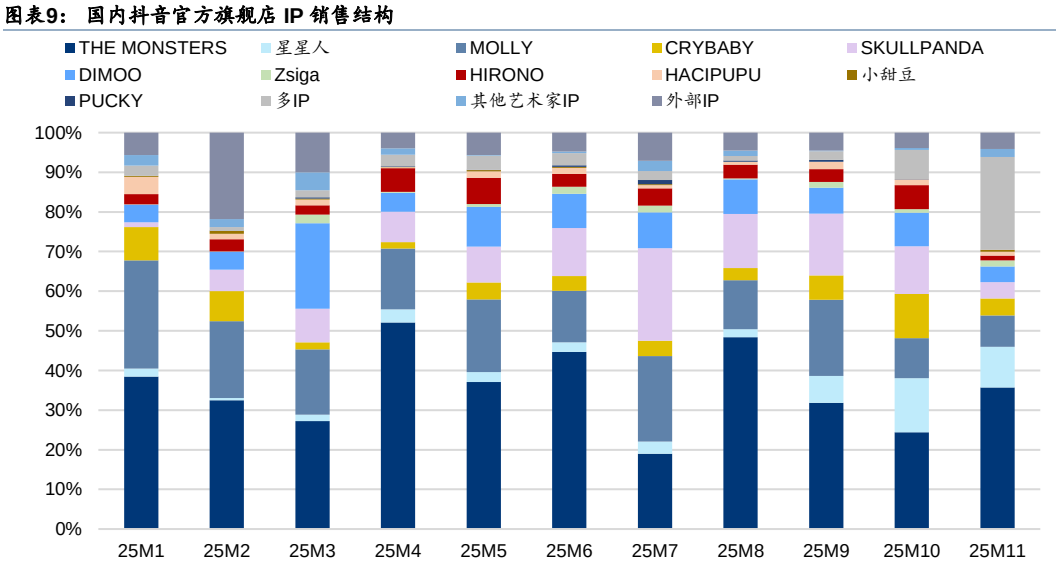
资料来源：华丽志微信公众号，华泰研究

#2. 多元 IP 成长驱动或被低估

我们追踪的公司国内外线上销售数据显示，Q4 以来公司 IP 销售结构趋于均衡，Crybaby、星星人等一批新兴 IP 销售占比显著提升，体现公司在 IP 梯队建设方面的成效，多元 IP 有望接力贡献增长动能。

国内市场新兴 IP 占比提升。我们追踪的国内抖音官方旗舰店数据显示（线上数据可能存在跟踪偏差，仅作为趋势参考，后同），10 月公司 Crybaby、星星人占比达 10%/14%，分别达 Labubu 销售额的 41%/56%；11 月由于万圣节及周年系列等多 IP 系列发售，多元 IP 系列的销售占比快速提升。总体看，国内新兴 IP 热度持续增长。

图表9：国内抖音官方旗舰店 IP 销售结构



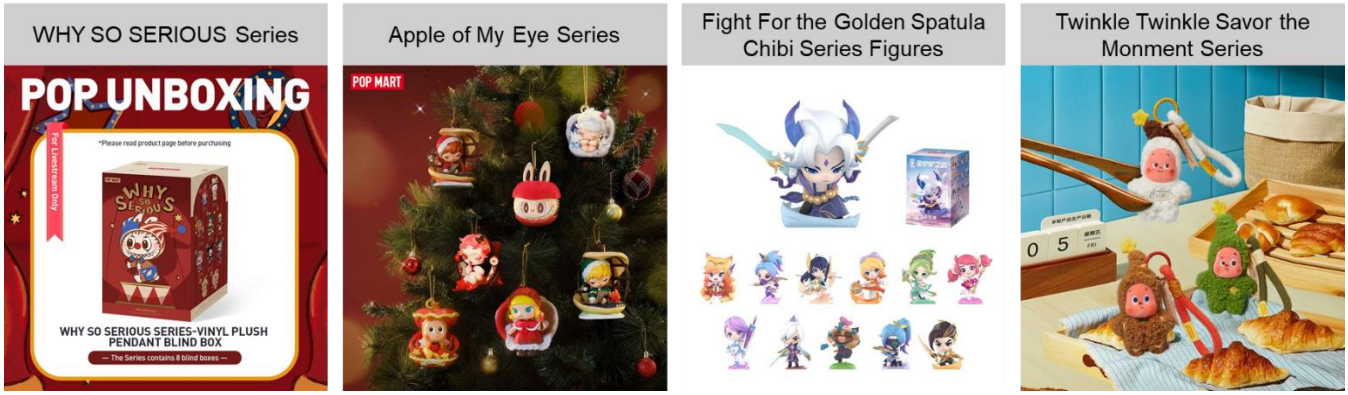
注：受公司不同渠道配货策略影响，我们认为抖音旗舰店 IP 占比并不反映全渠道或线上整体情况，但单一渠道的环比趋势仍具备参考性；第三方数据或有误差，具体以公司公告为准

资料来源：久谦，华泰研究

东南亚地区的 IP 多元化呈现亮眼趋势。我们追踪的数据显示，25.12.11-26.01.07 泰国、印尼 Tik Tok Shop TOP20 商品销售中，Crybaby+星星人占比分别达 28%/51%，其他中小 IP 亦占有一定份额，结构占比已与国内较为接近，IP 结构健康、形成可持续的产品矩阵。东南亚地区的渠道建设、粉丝生态完善度在海外最高，仅次于国内市场。我们认为新锐 IP 在东南亚销售占比的快速提升，印证了全渠道体系及粉丝生态对 IP 热度传导的作用。

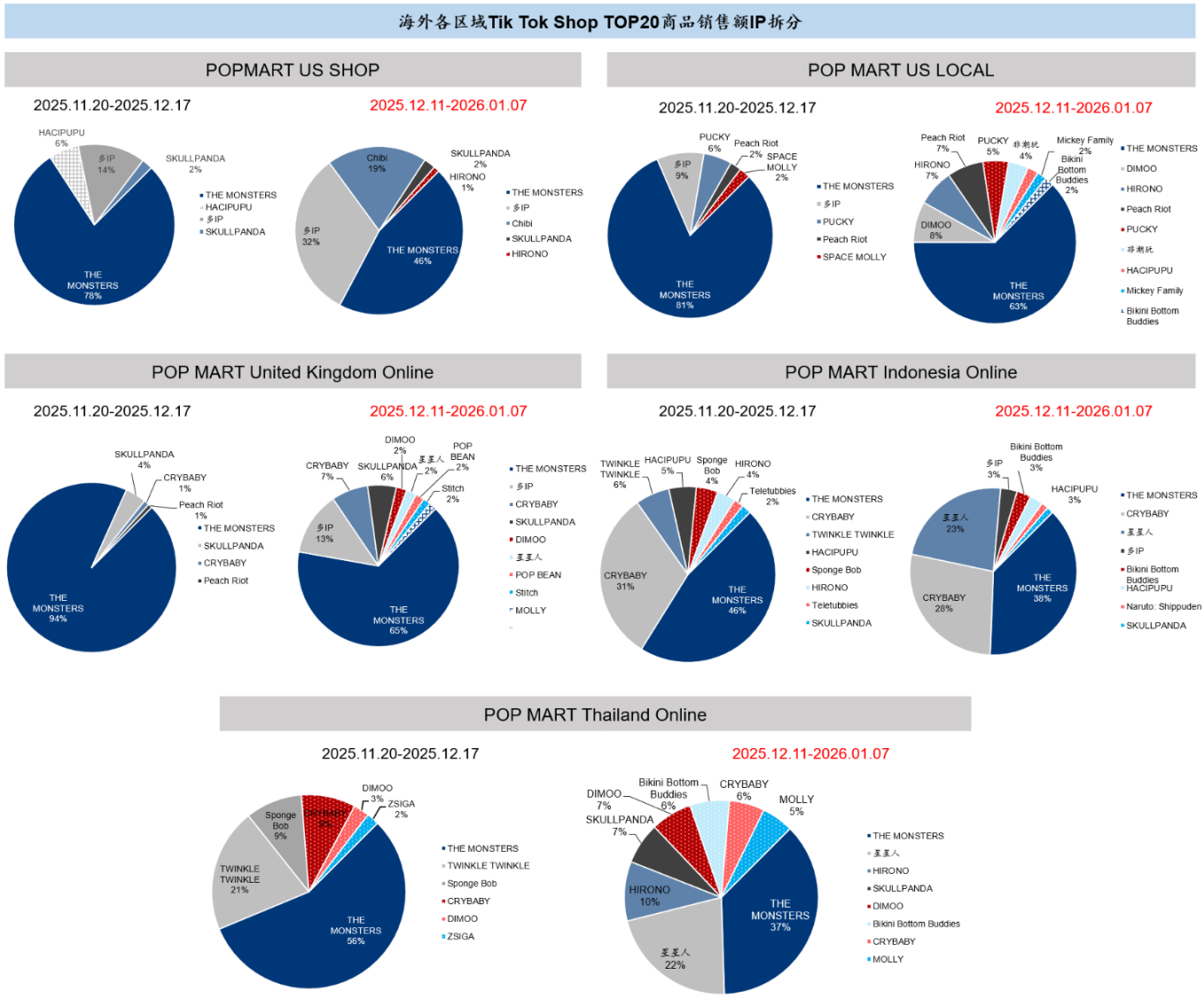
西方市场单一 IP 依赖度有所下降，有望伴随线下渠道完善而进一步健康化。我们追踪的数据显示，英美地区 25.12.11-26.01.07 Tik Tok Shop TOP20 商品销售中，Labubu 占比相对较高，我们认为主因门店数量不足，线上销售占比高，而线上渠道更偏搜索→购买逻辑，而非体验→入坑逻辑，因此 Labubu 3.0 热销对其他 IP 的带动作用弱于国内、东南亚。伴随公司在欧美市场的快速拓店，我们认为 IP 热度传导路径有望日益通畅，带动新锐 IP 销售释放。此外，相较同口径下截至 25.12.17 的数据，近期的 Labubu 占比已有下降趋势。公司在 Q4 旺季上线的多个多 IP 系列有所帮助，如万圣系列 Why So Serious、圣诞系列 Apple of My Eye 均为多 IP 形式。此外，9 月公司已开启欧洲艺术家招募，未来或将推出更多符合欧美消费者偏好的产品，实现西方市场版“Crybaby”的打造。

图表10：泡泡玛特部分海外热销产品系列



资料来源：FastMoss，华泰研究

图表11：海外各区域 Tik Tok Shop TOP20 商品销售额 IP 拆分



注：该数据仅代表 Tik Tok Shop 跟踪数据，不代表全渠道表现，且第三方数据可能存在偏差，仅作为趋势参考
资料来源：FastMoss，华泰研究

#3. 创新品类及内容布局尚未计价

IP 内容布局进入逐步落地阶段。据第一财经 25 年 6 月 20 日报道，泡泡玛特已正式成立电影工作室，并已完成《LABUBU 与朋友们》动画剧集第一季剧本作品的著作权登记。除短篇剧集外，公司在长内容方面亦有布局，王宁在 25 年 7 月的专访中曾表示，包括好莱坞在内的多家知名电影公司希望拍摄 Labubu 的电影。据《好莱坞报道者》25 年 12 月 18 日报道，索尼影业已获得 Labubu 电影改编权，并邀请曾执导过《帕丁顿熊》以及迪士尼真人版《木偶奇遇记》的保罗金（Paul King）为导演。考虑到不同类型内容的创作周期，我们预计动画短片或将率先上线。此外，泡泡玛特北京乐园 1.5 期改造升级将在 26 年完成，且 2 期扩建在持续推进中，2 期面积或扩大一倍（中国游艺机游乐园协会）。随着乐园、剧集、电影等多种内容形式不断落地，有望立体化 IP 形象，使 IP 和粉丝产生更深的情感链接，提升 IP 商业价值并延长生命周期。

参考三丽鸥的 IP 焕活经验，我们预计 IP 内容落地有望带动泡泡玛特经典 IP 进一步破圈，打造长青 IP 矩阵。如我们在 2025 年 8 月 13 日发布的深度报告《六十五载萌力深耕，三丽鸥 IP 沉浮启示录》中所分析，2020 年三丽鸥新管理层上任后，加大内容化投入和部门协同，紧跟流媒体和自媒体发展趋势，在 Netflix、Youtube 等平台推出剧集。截至 25 年末，三丽鸥 Youtube 剧集账号粉丝数达 568 万，视频总观看量超 8.13 亿次。内容的广泛传播一方面带动 Hello Kitty、美乐蒂、库洛米等经典 IP 焕活，Hello Kitty 毛利润占比有所回升；另一方面也带动多元 IP 的曝光和传播，多角色系列的销售贡献上升，反映 IP 多元化策略取得成效。泡泡玛特的内容布局亦有潜力成为新的破圈利器，并与升级扩建的乐园共同强化深层次的 IP 情感连接，缓解市场对 IP 热度持续性的长期焦虑。甜品、饰品等新业务布局亦值得关注。

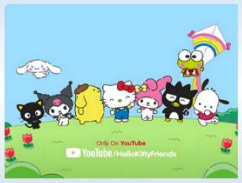
图表12：三丽鸥的动画业务汇总

年份	名称	年份	名称
1985年	《纽扣鼻》	2008年	《宝石宠物》《Hello Kitty 和朋友们的冒险》
1987年	《Hello Kitty的毛茸茸童话剧场》	2011年	《Kiity's Paradise》
1989年	《Hello Kitty和朋友们》	2015年	《SHOW BY ROCK!!》
1993年	《我爱！Hello Kitty》	2017年	《Hello Kitty与朋友们：一起学习吧》《三丽鸥角色 Pon Pon Jump！》
1994年	《与Hello Kitty一起成长》	2018年	《三丽鸥男孩》《冲吧！烈子》
1999年	《Hello Kitty的天堂》	2020年	《梦梦猫》《Hello Kitty与好朋友的超可爱大冒险》
2001年	《Hello Kitty动画剧场》	2021年	《Fun Fun Kitty！》
2002年	《早安，Hello Kitty》	2022年	《蛋黄哥：蛋黄哥大冒险》《Hello Kitty超级风格！》
2004年	《Hello Kitty树桩村》	2023年	《库洛米的美丽旅程》
2006年	《Hello Kitty：森林之森》《我的美乐蒂》	2024年	《Jochum》
2007年	《甜心兔子》《Usahana：梦想芭蕾舞女演员》	2025年	《Let's Roll, Cinnamoroll》《My Melody & Kuromi》

《冲吧！烈子》

- 2018年推出，以红熊猫烈子为主角，通过重金属摇滚发泄职场压力，引起成年观众共鸣。
- 目前该剧的IMDb评分为8.0，Parrot Analytics数据显示其播放需求是美国电视剧平均收视率的5.2倍。
- 第三季将引入VR虚拟实景元素，延续口碑。

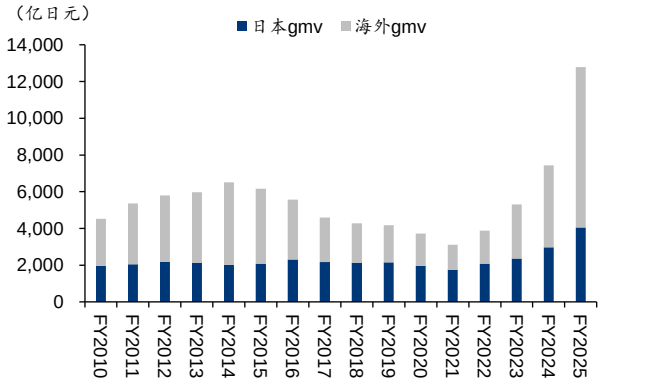
《Hello Kitty与好朋友的超可爱大冒险》



- 2020年上线的Youtube系列动画，涵盖美乐蒂、大耳狗、等20余位角色，通过单元剧展现角色个性。
- 截至2025年12月，Youtube剧集账号粉丝数达568万，总观看量超8.1亿次，最受欢迎的单集《库洛米糟糕的一天》播放3604万次。

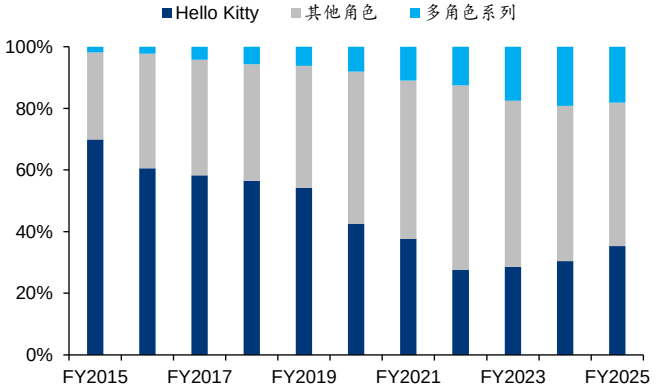
资料来源：三丽鸥官网，Youtube，华泰研究

图表13：Hello Kitty 历史 GMV



注：在部分历史年份的 Hello Kitty 收入占比、国内/海外收入占比、GMV 与公司收入的比例关系等当中包含基于公开信息所做的假设值。
资料来源：：三丽鸥公告，License Global，世界银行，Nippon.com，CNN，Independent，《Hello Kitty 的秘密》，Bloomberg，华泰研究

图表14：三丽鸥各 IP 毛利润贡献



资料来源：三丽鸥公告，华泰研究

泡泡玛特商业模式的独特性与稀缺性有望支撑 IP 价值持续增长：1）在全产业链强掌控战略下，公司同时具备行业领先的 IP 创新能力与品类创新能力，并形成相互强化的正向循环。自主 IP 赋予定价权与高溢价，品类创新则为 IP 运营提供源源不断的新载体与工具箱；2）平台化运营进一步放大了 IP 孵化效率，依托会员私域流量池、跨 IP 联动与全域营销体系，新 IP 得以获得多轮曝光与流量扶持，在对消费者注意力的争夺加剧的行业环境中，能够持续孕育风格鲜明、差异化突出的 IP 梯队；3）全球粉丝生态的建立使公司具备跨区域、跨 IP 的热度传导能力，在社交媒体去中心化传播机制下，粉丝与企业共同构建 IP 生态，爆款 IP 通过 UGC 内容与社媒互动带动整个 IP 矩阵的流量与影响力，持续推动 IP 破圈。**综合来看，我们看好泡泡玛特在全球化与 IP 集团化战略下，充分发挥其商业模式的独占性优势，驱动业绩保持较快增长，迈向世界级潮玩 IP 龙头平台。**

估值分析：尽管当前市场对于 IP 热度持续性存在预期分歧，但我们认为公司作为潮玩 IP 孵化、运营平台壁垒持续夯实，高活跃度粉丝生态日益壮大，新锐 IP 梯队建设成果持续印证，从 IP 维度的成长性有望保持强劲。公司作为兼具 IP 创新、品类创新双重驱动的龙头公司，在潮玩以及广义的 IP 经济板块中独具一格，商业模式具备强稀缺性和更广阔的中长期 IP 变现空间。伴随公司内容、乐园、多元衍生品布局逐步进入落地阶段，长期逻辑有望陆续转化为业绩驱动力及新成长曲线。我们认为公司相较行业平均水平应享有估值溢价。参考可比公司 26 年 PE 均值 23x，我们维持公司 26 年 27x 经调整 PE，维持目标价及买入评级。

图表15：可比公司估值表

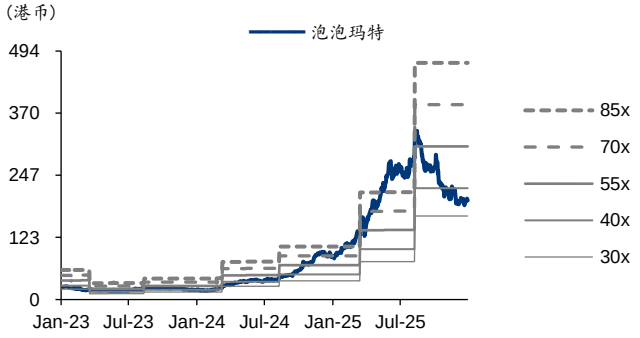
		市值(百万)	净利润 (财报货币 百万)				PE (倍)			
公司代码	公司简称	(当地币种)	2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
DIS US	迪士尼(WALT DISNEY)	198,524	4,972	12,404	10,464	11,647	39.9	16.0	19.0	17.0
7832 JP	BANDAI NAMCO Holdings Inc.(a)	2,673,450	129,301	135,650	146,353	154,909	20.7	19.7	18.3	17.3
8136 JP	Sanrio Company, Ltd.(a)	1,174,367	40,512	51,214	58,928	66,735	29.0	22.9	19.9	17.6
300251 CH	光线传媒	50,340	292	2,403	1,196	1,333	172.4	20.9	42.1	37.8
0772 HK	阅文集团	37,692	-209.22	1,249	1,288	1,387	n.a.	26.9	26.1	24.3
1060 HK	大麦娱乐	27,486	284.79	363.58	938	1,215	86.2	67.5	26.2	20.2
9896 HK	名创优品	47,077	2,721	2,877	3,626	4,440	15.5	14.6	11.6	9.5
0325 HK	布鲁可	17,036	585	602	838	1,155	26.0	25.3	18.2	13.2
	均值						**55.7**	**26.7**	**22.7**	**19.6**

注 1：数据截至北京时间 2026.1.19 收盘
注 2：名创优品采用经调整净利润；标有(a)的公司财报数据所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

风险提示

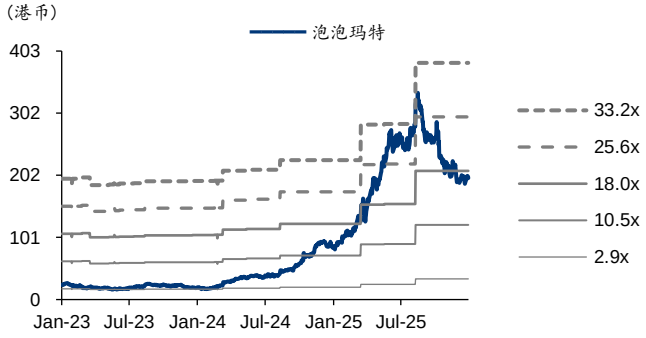
1）宏观消费需求不及预期。若宏观环境复苏不及预期，或拖累终端市场购买力，影响公司业绩释放。
2）行业竞争加剧。若潮玩行业新进入者增多，或加剧行业竞争分散消费者购买力，影响公司盈利表现。
3）新业务发展不及预期。若公司新款产品及 IP 受消费者欢迎程度不及预期，或影响公司业务增长。

图表16：泡泡玛特 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表17：泡泡玛特 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,301	13,038	39,883	53,977	68,484
销售成本	(2,437)	(4,330)	(12,245)	(16,155)	(20,152)
毛利润	3,864	8,708	27,638	37,821	48,332
销售及分销成本	(2,005)	(3,650)	(8,595)	(11,632)	(14,758)
管理费用	(707.30)	(947.09)	(1,715)	(2,321)	(2,945)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	151.88	163.36	113.83	(17.14)	(16.47)
应占联营公司利润及亏损	33.23	48.19	(82.99)	(110.02)	(137.97)
税前利润	1,416	4,366	17,460	23,861	30,617
税费开支	(326.98)	(1,057)	(4,016)	(5,488)	(7,042)
少数股东损益	(6.43)	(182.87)	(806.65)	(1,102)	(1,415)
归母净利润	1,082	3,125	12,638	17,271	22,161
非通用准则调整项	101.75	94.82	85.00	85.00	85.00
调整后归母净利润	1,191	3,403	13,529	18,458	23,660
折旧和摊销	(668.56)	(862.82)	(1,553)	(3,557)	(5,480)
EBITDA	2,127	4,397	17,551	26,368	31,868
EPS (人民币，基本)	0.88	2.53	10.07	13.74	17.62

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	904.71	1,525	2,559	3,376	4,211
应收账款和票据	321.34	477.72	982.98	1,330	1,688
现金及现金等价物	5,981	9,646	19,361	31,576	46,753
其他流动资产	475.98	588.02	1,442	1,947	2,467
总流动资产	7,683	12,236	24,344	38,229	55,119
固定资产	653.28	739.38	2,272	3,837	5,461
无形资产	115.89	135.40	272.80	396.53	518.49
其他长期资产	1,516	1,760	3,434	5,107	6,723
总长期资产	2,285	2,635	5,979	9,340	12,703
总资产	9,969	14,871	30,323	47,570	67,821
应付账款	444.94	1,010	1,322	1,635	1,947
短期借款	15.06	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1,273	2,360	3,984	5,905	7,286
总流动负债	1,733	3,370	5,307	7,539	9,233
长期债务	425.95	601.47	1,767	2,831	3,858
其他长期债务	29.24	14.54	14.54	14.54	14.54
总长期负债	455.19	616.01	1,782	2,846	3,873
股本	1,343	1,343	1,343	1,343	1,343
储备/其他项目	6,427	9,341	20,884	33,732	49,847
股东权益	7,770	10,683	22,227	35,074	51,190
少数股东权益	10.46	201.13	1,008	2,110	3,525
总权益	7,780	10,885	23,235	37,185	54,715

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	258.43	89.92	22.62	16.58	12.93
PB	39.38	28.64	13.77	8.72	5.98
调整后 PE (倍)	257.04	89.92	22.62	16.58	12.93
调整后 ROE	16.16	36.88	82.22	64.42	54.85
EV EBITDA	142.47	68.40	16.79	10.87	8.63
股息率 (%)	0.12	0.36	1.44	1.97	3.25
自由现金流收益率 (%)	0.40	(0.34)	3.57	5.65	7.62

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,127	4,397	17,551	26,368	31,868
融资成本	(151.88)	(163.36)	(113.83)	17.14	16.47
营运资本变动	21.24	(211.02)	(1,227)	(851.97)	(880.26)
税费	(326.98)	(1,057)	(4,016)	(5,488)	(7,042)
其他	268.96	1,989	3,627	3,512	6,101
经营活动现金流	1,938	4,954	15,821	23,557	30,063
CAPEX	(421.85)	(4,869)	(2,716)	(3,724)	(4,790)
其他投资活动	434.15	4,485	430.54	582.68	739.29
投资活动现金流	12.30	(384.00)	(2,285)	(3,142)	(4,051)
债务增加量	(440.84)	(51.00)	(2,790)	(3,776)	(4,791)
权益增加量	(341.87)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(118.98)	(38.00)	(1,094)	(4,423)	(6,045)
其他融资活动现金流	0.00	862.00	63.38	0.00	0.00
融资活动现金流	(901.69)	773.00	(3,821)	(8,199)	(10,836)
现金变动	1,049	5,343	9,715	12,215	15,176
年初现金	685.31	2,078	6,109	15,824	28,040
汇率波动影响	343.97	26.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,078	7,447	15,824	28,040	43,216

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	36.00	106.90	205.90	35.30	26.88
毛利润	45.56	125.35	217.39	36.85	27.79
营业利润	110.95	237.57	319.55	37.63	28.28
净利润	127.46	188.77	304.34	36.66	28.31
调整后净利润	107.56	185.86	297.55	36.43	28.18
EPS (基本)	112.22	187.41	297.54	36.43	28.18
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	61.32	66.79	69.30	70.07	70.57
EBITDA	33.75	33.72	44.01	48.85	46.53
净利润率	17.18	23.97	31.69	32.00	32.36
调整后净利润率	18.89	26.10	33.92	34.20	34.55
ROE	14.69	33.87	76.80	60.28	51.38
调整后 ROE	16.16	36.88	82.22	64.42	54.85
ROA	11.67	25.17	55.93	44.34	38.41
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(71.31)	(84.66)	(79.15)	(81.96)	(83.79)
流动比率	4.43	3.63	4.59	5.07	5.97
速动比率	3.91	3.18	4.11	4.62	5.51
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.68	1.05	1.76	1.39	1.19
应收账款周转天数	14.73	11.03	6.59	7.71	7.93
应付账款周转天数	52.00	60.49	34.29	32.95	31.99
存货周转天数	130.86	100.98	60.02	66.12	67.76
现金转换周期	93.60	51.53	32.32	40.88	43.70
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	0.88	2.53	10.07	13.74	17.62
EPS (调整后，基本)	0.89	2.53	10.07	13.74	17.62
每股净资产	5.79	7.96	16.55	26.12	38.12

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、石狄、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司