



泡泡玛特 (09992.HK)

买入 (维持评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

飞轮效应已成，迈向星辰大海

投资逻辑：

潮玩不是伪需求，娱乐更是刚需。“Kidult”是由人口结构、大众媒体变迁和消费者心理需求共同驱动的长期趋势，在玩具行业体现为瞄准成年客群的乐高和公司近年来市占率提升。娱乐形式会随科技变迁转移，但需求不会消失。24年全球娱乐和媒体行业市场规模达约3万亿美元，泛娱乐化布局是IP运营平台的共同选择。

供给侧拆解公司未来增长空间：①门店扩张：截至2014财年末，三丽鸥全球销售渠道共计1488家，其中日本占比约71.4%；截至1H23，乐高全球门店数量988家，其中约47%位于中国；截至1H25，公司全球零售店数量达571家，仍有很大开店空间。②单店客流提升：基于上述国外内开店假设与国内会员渗透率测算，国内单店会员有望从14.5万人提升至接近20万人，考虑到第一家美国门店在23年9月开放，运营尚处于早期需要磨合，同国别区域内单店客流提升空间也较为可观；③会员客单价提升：IP成熟度提升带动会员客单价提升。以SKULLPANDA为例，剔除衍生周边和展会限定商品，2021年买齐该IP年内发售的全部商品所需开销约5,922元，2025年已上升至47,430元；最经典的MOLLY品类中，高单价MEGA占比也较高，其余潜力IP有望在国内外复制该路径。

需求侧3大竞争壁垒形成飞轮效应，提高IP孵化成功率。①艺术家人才壁垒：公司在内地潮玩行业起步阶段与香港成熟潮玩艺术家建立合作关系，有望将人才的先发优势转变为长期护城河。②营销合作资源壁垒：IP经纪平台的商业模式决定了顶级品牌合作资源、明星推广资源的占有是核心壁垒；凭借LABUBU全球爆火，公司营销资源有望持续升级。③用户数据资产壁垒：得益于销售渠道以直营为主，对用户数据和市场反馈把控能力强；内外部资源针对性投放，有助于提升整体运营效率。3大竞争壁垒形成正循环，体现为总体更高的毛利率，单IP更高的GMV爆发力（例如近2年的LABUBU）与更长久的生命周期（例如迎来20周年的Molly）。

国别与周期比较下估值安全边际凸显：静态观察全球情绪价值龙头如三丽鸥、迪士尼的估值区间在10-30~40XPE之间，公司底线估值基于两点应远高于10XPE：①公司成长周期位置不同：若不考虑短期1-2个季度基数影响，从上述供需侧判断公司显然处于成长早期；②国力周期位置不同：伴随着中国国力崛起，源于中国走向世界的泡泡玛特，在强势文化输出背景下成长斜率与胜率更高。

盈利预测、估值和评级

预计25-27年公司实现营业收入369.57/551.72/678.11亿元，调整后归母净利为123.76/173.73/226.85亿元，同比增长295.98%/40.37%/30.58%，对应EPS为9.23/12.95/16.91元。给予公司2026年25X PE，目标价359.72港元，维持“买入”评级。

风险提示

人民币汇率波动；新品市场反响不及预期；海外市场拓展不及预期

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬 (执业 S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (港币)：206.000元

目标价 (港币)：359.72元

相关报告：

- 《泡泡玛特港股公司点评：3Q业绩超预期，全球势能加速提升》，2025.10.23
- 《泡泡玛特点评：25H1表现靓丽，海外加速扩张，持续看好IP矩...》，2025.8.21
- 《泡泡玛特港股公司点评：25H1业绩表现靓丽，全球化、IP矩阵...》，2025.7.16



主要财务指标 (单位：人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	36,957	55,104	67,735
营业收入增长率	36.46%	106.92%	183.46%	49.10%	22.92%
归母净利润(百万元)	1,082	3,125	12,376	17,353	22,662
归母净利润增长率	127.6%	188.77%	295.98%	40.21%	30.59%
摊薄每股收益(元)	0.81	2.33	9.23	12.94	16.89
每股经营性现金流净额	1.48	3.69	3.86	10.99	16.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.93%	29.26%	54.15%	43.45%	36.38%
P/E	22.59	34.63	18.31	14.33	10.98
P/B	3.16	10.14	9.92	6.23	3.99

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、潮玩是不是伪需求？	5
1.1 把玩具卖给大人不是异想天开	5
1.2 娱乐的形式会转移但需求不会消失	7
2、未来增长从何而来？	8
2.1 如何扩大目标客群？	8
2.1.1 从中国内地到全球	8
2.1.2 从年轻女性到男女老少咸宜	11
2.2 如何提升客单价？	14
2.2.1 从盲盒到 MEGA	14
2.2.2 从商品到体验	17
3、公司竞争壁垒何在？	20
3.1 艺术家人才壁垒	20
3.2 营销合作资源壁垒	21
3.2.1 品牌资源	21
3.2.2 明星资源	23
3.3 用户数据资产壁垒	23
4、何为估值安全边际？	25
5、盈利预测及投资建议	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资建议	29
6、风险提示	30

图表目录

图表 1： 美国战后婴儿潮为玩具行业带来数量庞大的潜在客群	5
图表 2： 战后美国经济复苏开启“黄金时代”，家庭可支配收入增长，父母更愿意为孩子购买玩具	5
图表 3： 乐高公司 CEO 参加 2006 年在柏林举办的 1000 Steine 粉丝节	6
图表 4： 1960-1970 年代，彩色电视在美国家庭中的渗透率快速提升	6
图表 5： 乐高机械组系列部分产品	6
图表 6： 2010 年代以来，美国/欧洲/中国等主要玩具市场粗出生率均呈下降趋势（单位：%）	6
图表 7： 2016 年，乐高营业收入超越美泰和孩之宝，此后差距逐步扩大（单位：亿美元）	6
图表 8： 近年来瞄准成年群体的泡泡玛特市占率呈上行趋势，但相比全球龙头玩具公司仍有提升空间	7
图表 9： 2010 年代，全球传统玩具和桌游行业增长几乎停滞，而电子游戏行业市场规模快速增长	7



图表 10:	2024 年全球娱乐和媒体行业市场规模已达近 3 万亿美元, 且未来 5 年预计仍将保持增长	7
图表 11:	全球娱乐产业示意图	8
图表 12:	公司/三丽鸥/迪士尼/乐高本土市场收入占比	9
图表 13:	2024 年起, The Monsters 收入占比快速攀升	9
图表 14:	2024 年起, 公司海外市场收入占比显著提升	9
图表 15:	2010 年代初, 三丽鸥海外收入占比随 Hello Kitty 的热度变化先升后降	9
图表 16:	公司批发及其他渠道销售收入占比仅约 10%	10
图表 17:	2009 财年以来, 三丽鸥授权收入占比持续提升	10
图表 18:	1H25 公司分 IP 收入结构相比 FY2013 时的三丽鸥更加均衡	10
图表 19:	截至 1H23, 乐高约 50% 门店位于中国内地	10
图表 20:	截至 FY2014 末, 三丽鸥日本门店占比约 71.4%	10
图表 21:	至 1H25, 公司 71.6% 的零售店位于中国内地	11
图表 22:	截至 24 年底, 公司二线及其他城市门店占比 40%	11
图表 23:	近四年公司用户画像年龄结构	11
图表 24:	近四年公司用户画像性别结构	11
图表 25:	2024 年公司女性消费者占比低于三丽鸥、高于乐高/迪士尼/万代南梦宫	11
图表 26:	美国电影分级体系	12
图表 27:	1980 年代美国票房 TOP 100 电影中, 试金石影业出品了其中 9 部	12
图表 28:	30 岁以下男性用户媒介偏好 APP TOP20	12
图表 29:	31-45 岁男性用户媒介偏好 APP TOP20	12
图表 30:	SKULLPANDA × DUCATI 联名可动人偶	13
图表 31:	守望先锋全场最佳系列手办	13
图表 32:	公司热门 IP 形象	14
图表 33:	三丽鸥热门 IP 形象	14
图表 34:	公司主要 IP 消费者画像中男性消费者占比	14
图表 35:	1H25 公司内地新增注册会员数量创下新高	14
图表 36:	凭借联名破圈和内容创新实现有效拉新, 公司对目标客群的渗透率持续提升	14
图表 37:	2025 年, MOLLY 以 4 种基本形象发售了多样化的产品	15
图表 38:	2021vs2024, 按品类分 SKULLPANDA 年度上新次数	16
图表 39:	品类多样化及结构高端化推动 SKULLPANDA 销售收入持续增长	16
图表 40:	1H25 公司中国内地注册会员 ARPU 同比+44.9%	16
图表 41:	1H25, 公司 MEGA 产品收入同比增长 71.8%, 收入占比回落 5.6pct 至 7.3%	16
图表 42:	公司成熟 IP 和新 IP 的粉丝所消费的产品结构不同 (单位: 亿元)	16
图表 43:	目前全球共有 11 家乐高乐园	17
图表 44:	部分乐高电子游戏	17



图表 45:	三丽鸥 10 年长期战略示意图	18
图表 46:	截至 1H25, 公司收入结构仍以商品销售为主, 衍生品及其他业务收入占比约 11%	18
图表 47:	9M23 乐园开业, 推动公司批发及其他渠道销售收入快速增长	18
图表 48:	2023 年 9 月, 公司城市乐园于北京正式开园	19
图表 49:	2024 年, 公司推出自研游戏《梦想家园》	19
图表 50:	FY2024 三丽鸥收入结构以商品销售及授权为主	19
图表 51:	2024 年乐高收入结构以商品销售为主	19
图表 52:	FY2025 迪士尼乐园门票收入占比约 12%, 商品授权及零售业务收入占总营收的比重不足 5%	20
图表 53:	2024 年康卡斯特主题公园业务收入占总营收的比重约 7%	20
图表 54:	艺术家人物关系图	20
图表 55:	How2work Limited 与公司的股权关系	21
图表 56:	北京 798 艺术区的泡泡玛特画廊完成升级, 于 1 月 15 日面向公众开放并推出首展	21
图表 57:	公司授权费及其他服务收入占总营收的比重尚不足 1%	21
图表 58:	2024 年, 公司授权及设计费增速显著高于授权 IP 收入	21
图表 59:	优衣库、Vans 等知名品牌已成为公司平台化的跨界联名合作资源	22
图表 60:	龙家升与 LVMH 集团旗下的箱包品牌 MOYNAT 推出联名系列	22
图表 61:	国际影星杨紫琼为龙家升 x MOYNAT 联名系列拍摄宣传片, 并登上公司旗下《play/Ground》杂志	22
图表 62:	2009 年 Hello Kitty 35 周年, Lady Gaga 上身 Hello Kitty 长裙	23
图表 63:	Lisa 携 LABUBU 登上《名利场》视频	23
图表 64:	25 年 10 月举办的 WSJ 2025 年度创新者颁奖典礼上, 艺人收到定制款 LABUBU 礼物	23
图表 65:	26 年 1 月举办的韩国金唱片颁奖典礼上, 韩国明星 Jennie 收到公司定制花束作为礼物并使用	23
图表 66:	Zsiga 推出以来历年产品发售频率和产品品类结构	24
图表 67:	3 大核心竞争壁垒形成飞轮效应	24
图表 68:	更高的 IP 孵化成功率带来同业领先的毛利率	24
图表 69:	迪士尼历史 PE TTM 估值总体在 10-30 区间内浮动	25
图表 70:	3Q22 起, Disney+ 订阅用户数量见顶	26
图表 71:	4Q21 起 Disney+ AMRPPU 连续 3 个季度环比下滑	26
图表 72:	迪士尼历史股价复盘	26
图表 73:	三丽鸥历史 PE TTM 估值总体在 10-40X 区间浮动	27
图表 74:	三丽鸥历史股价复盘	27
图表 75:	公司 25-27 年盈利预测	28
图表 76:	可比公司估值	29



1、潮玩是不是伪需求？

市场始终对潮流玩具是否是伪需求存在疑问。我们认为，①“Kidult”是由人口结构、大众媒体变迁和消费者心理需求共同驱动的长期趋势，在玩具行业体现为成人买家的重要性越来越强，90年代率先发现并抓住这一趋势的乐高在21世纪实现了销售额的跨越式增长；②娱乐的方式会改变，但娱乐的需求不会消失。潮玩收藏也好、盲盒也罢，都是娱乐的方式之一。公司的愿景是成为“全球领先的潮流文化娱乐集团”，虽然其当前收入大头仍来自潮流玩具，但业务类型并不局限于潮流玩具，探讨其长期发展空间也应该跳出潮流玩具的行业局限。

1.1 把玩具卖给大人不是异想天开

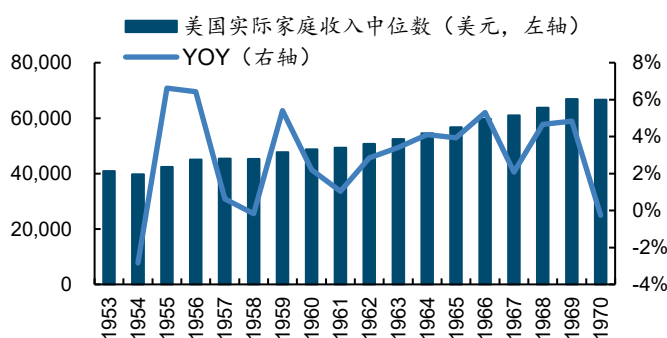
二战后至60年代中期，美国玩具行业迎来黄金发展期，主要由战后婴儿潮+新兴材料+经济繁荣三重因素驱动。1) 1946-1964年间，美国有累计超过7600万的婴儿出生，玩具行业迎来规模创纪录的潜在客群。2) 二战前玩具主要由木头、橡胶、钢铁等材料制成，这些材料在战时供应紧缺，迫使玩具制造商寻找更便宜、供应更可靠的新材料替代。塑料作为新型材料，因具备成本适中、外观多样、耐用性强等优点逐渐成为主流，为大规模生产降本创造条件。3) 战后美国经济复苏开启“黄金时代”，家庭可支配收入增加，父母更愿意为孩子购买玩具，作为对战争期间物质匮乏的补偿。综上，美国玩具行业市场规模从1940年的8400万美元增长至1953年的9亿美元，年均复合增速达约20.0%。

图表1：美国战后婴儿潮为玩具行业带来数量庞大的潜在客群



来源：美国 NHS、国金证券研究所

图表2：战后美国经济复苏开启“黄金时代”，家庭可支配收入增长，父母更愿意为孩子购买玩具



来源：FRED、国金证券研究所

80年代，伴随对儿童电视广告的管制放松，与电视、电影紧密相连的“角色玩具”兴起。1980年代，联邦通信委员会（FCC）放松了对儿童电视广告的管制。此前，面向儿童的营销广告在描述商品时必须避免在孩子们的脑海中混淆事实与幻想，并且在儿童观看时段内播放的广告时长也受到限制。监管放松促使玩具公司利用虚构卡通角色推广产品，或以其形象制作玩具。到80年代中期，卡通节目已然成为玩具公司以特定玩具为卡通主角打造的半小时商业特别节目。80年代末，美国近60%的玩具都是授权玩具，但在仍有电视广告监管的瑞典、挪威和英国等地却并非如此。

90年代，第一批成规模的成年乐高迷开始受到关注。传播有声画面的媒介抚平了文字时代儿童与成人之间的文化鸿沟，电视作为大众传媒的普及造就了“成人儿童化，儿童成人化”的社会现象¹。反映在玩具公司的经营层面，体现为乐高日益壮大的成年粉丝群体。这一群体自90年代起通过创建线上社群寻找同好，到21世纪初已发展出自发组织的线下粉丝节 BrickFest。2005年，时任乐高公司 CEO 参加了在华盛顿举办的乐高粉丝节，并自2006年起邀请大龄儿童和成年粉丝帮助乐高挑选产品，通过与粉丝共创推动产品线向更贴合成年粉丝需求的方向更新迭代。

虽然直到2020年才正式引入带有“LEGO 18+”标签的新包装，但乐高早已经在产品设计上面向大龄儿童和成人群体进行多种尝试。2007年以来，乐高先后推出模块化建筑系列和 IDEAS 系列，扩大机械组玩具和收藏品系列产品数量。这些产品呈现出零件更多、玩法更复杂、更加适合展示、具备收藏价值等特征，吸引了大量成年玩家。2005年，乐高的成年粉丝仅占年销售额的约10%；到现在，乐高约25%的全球收入来自成年玩家。

¹ 尼尔·波兹曼《童年的消逝》，出版于1982年。

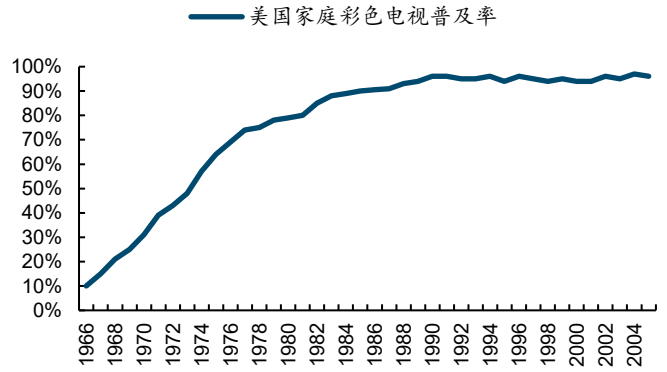


图表3: 乐高公司 CEO 参加 2006 年在柏林举办的 1000 Steine 粉丝节



来源:《乐高传》、国金证券研究所

图表4: 1960-1970 年代, 彩色电视在美国家庭中的渗透率快速提升



来源: Our World in Data、国金证券研究所

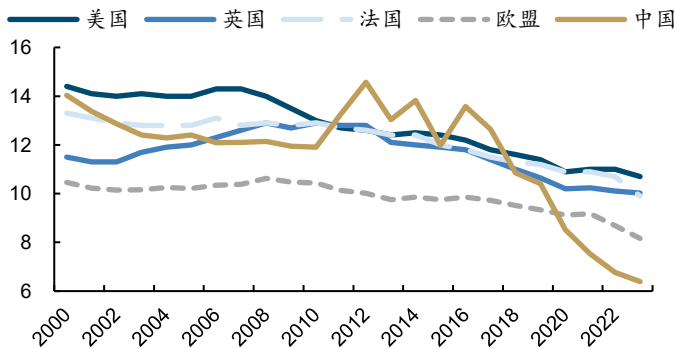
图表5: 乐高机械组系列部分产品



来源: 乐高官网、国金证券研究所

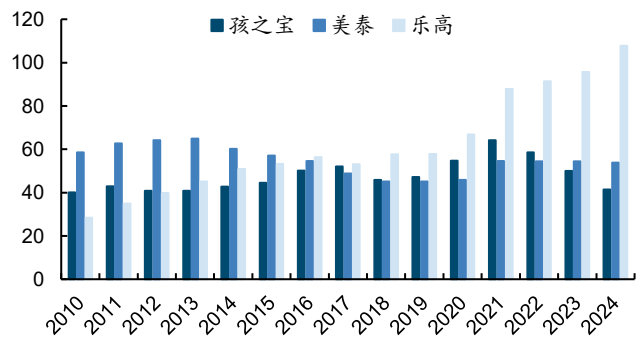
乐高早在 60 年代就已提出过“吸引更多成人业余爱好者”的愿景，但当时并未大获成功。乐高公司于 60 年代初推出了缩尺模型系列和 Modulex 两款产品，希望让建模者、建筑师和工程师通过乐高积木来设计现实中的具体建筑。但这两款产品在当时并未取得成功，Modulex 几年后便退出市场。如果没有 80 年代以来愈演愈烈的“Kidult”趋势，乐高的玩具成人化战略在 21 世纪不会如此成功。另一方面，正如同战后美国玩具行业的黄金时代离不开人口红利，当少子化成为全球主要玩具消费市场的共同趋势时，玩具公司的玩具成人化转型已然从可选项变为必选项。近年来瞄准成年群体的乐高和公司，在玩具行业中的市占率提升。

图表6: 2010 年代以来, 美国/欧洲/中国等主要玩具市场粗出生率均呈下降趋势 (单位: %)



来源: iFind、国金证券研究所

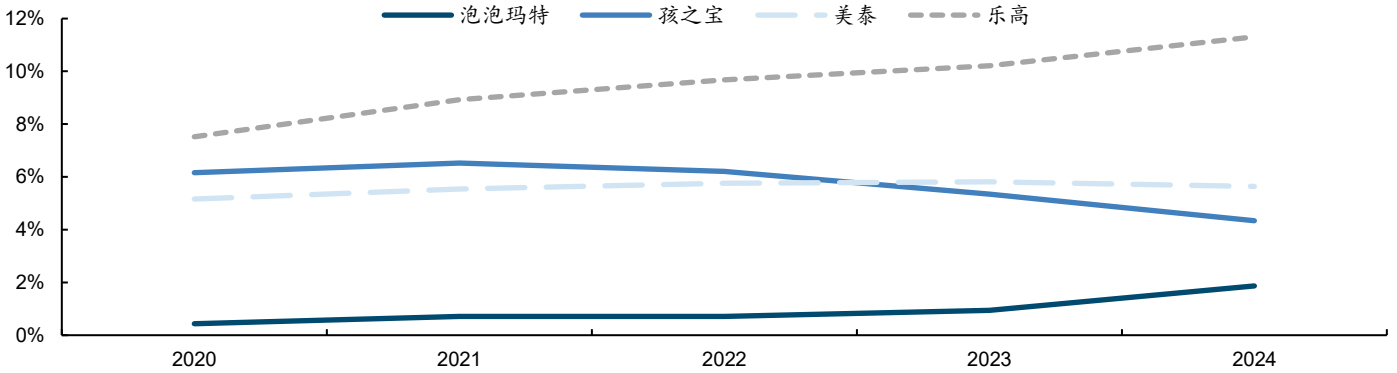
图表7: 2016 年, 乐高营业收入超越美泰和孩之宝, 此后差距逐步扩大 (单位: 亿美元)



来源: iFind、coolest gadgets、乐高官网、国金证券研究所



图表8：近年来瞄准成年群体的泡泡玛特市占率呈上行趋势，但相比全球龙头玩具公司仍有提升空间



来源：iFind、coolest gadgets、欧睿、乐高官网、国金证券研究所

我们认为“Kidult”的流行趋势远未结束。一类普遍的心理需求在当代社会中往往呈现出复合型的消费流行趋势表达。当成年人面临宏观不确定性带来的现实压力时，其消费行为会反应出“逃避现实”的心理需求。都柏林大学学院电影研究和屏幕文化教授 Diane Negra 指出，自 20 世纪 30 年代大萧条以来，消费者在经济不确定时期更倾向于选择更快乐的歌曲。2007 年底开始并持续 18 个月的大衰退期间，涌现了一批以节奏欢快、歌词乐观为特征的“衰退流行音乐”；2020 年，最畅销的 20 首歌曲的平均节奏达到 122bpm，创下自 2009 年以来的最快纪录。“Kidult”也是一种周期性出现的流行趋势：90 年代初日本经济泡沫破裂后，年轻群体面对就业危机和长期经济停滞，形成御宅族和可爱(Kawaii)等亚文化；2009 年，Lady Gaga 以 Hello Kitty 为载体的造型装扮，将“Kidult”的流行趋势极致放大，转化为商业艺术人格的成功塑造。童年象征着确定性与安全感，成为对抗不确定性焦虑的情绪出口。

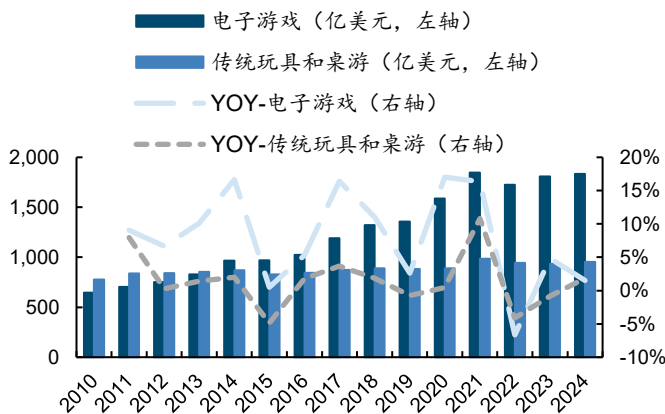
当前，全球年轻一代正面临经济增速放缓、AI 对劳动力市场的结构性颠覆以及地缘政治风险上升的三重宏观不确定性叠加冲击。不同于上一轮衰退周期，现阶段国际秩序、经济增长动能的新旧转换路径与时点均高度未知，不确定性呈现长期化、常态化特征。这种系统性焦虑强化了亚文化作为心理避风港的功能刚性，使其需求黏性与生命周期显著延长。基于此，我们判断潮玩、IP 经济等“Kidult”亚文化消费业态的持续性将明显超出 2010 年代短期热点炒作的历史可比阶段。

1.2 娱乐的形式会转移但需求不会消失

从《诗经》的“钟鼓乐之”，到抖音的“一键拍发”，娱乐的方式随着科技进步而改变，但人对娱乐的需求从未改变。

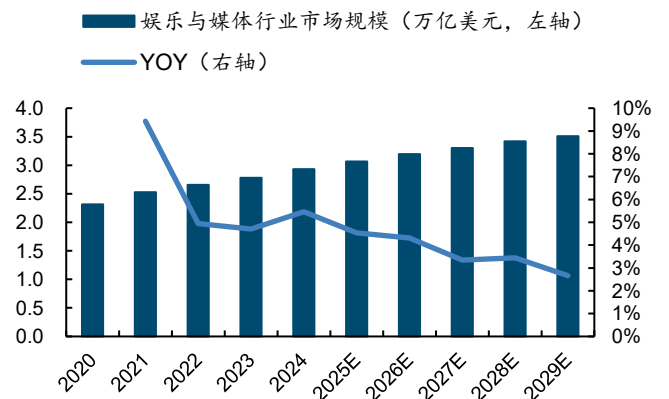
20 世纪 80 年代，家用游戏机在全球迅速普及，电子游戏对传统玩具和桌游行业形成第一次系统性冲击。进入 21 世纪，移动互联网进一步降低了人们接触娱乐的设备门槛和时空门槛，游戏、影视剧、音乐等多样化内容可通过手机全部触达，且在各种娱乐方式之间的切换几乎 0 成本。随着人们使用网络的时间增加，到 2024 年全球娱乐和媒体行业市场规模已达近 3 万亿美元，且未来 5 年预计仍将保持增长。单一的产品销售逐渐不足以适应消费者注意力碎片化的外部环境，泛娱乐化布局成为 IP 运营平台的共同选择。公司近年来逐渐拓展业务边界，远期空间并不局限于潮玩。

图表9：2010 年代，全球传统玩具和桌游行业增长几乎停滞，而电子游戏行业市场规模快速增长



来源：欧睿、国金证券研究所

图表10：2024 年全球娱乐和媒体行业市场规模已达近 3 万亿美元，且未来 5 年预计仍将保持增长



来源：PWC、国金证券研究所



图表11：全球娱乐产业示意图



来源：国金证券研究所整理。注：全球大型娱乐集团公司的业务通常覆盖内容生产到销售的完整产业链，图中列举的公司分类主要考虑其代表性业务类型，并不说明该公司仅涉及该项业务。

2、未来增长从何而来？

2.1 如何扩大目标客群？

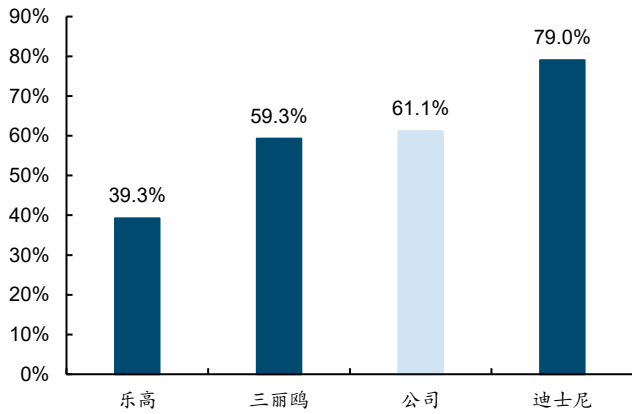
2.1.1 从中国内地到全球

得益于 LABUBU 全球热度爆发，2024 年公司海外收入占比显著提升。2023 年起，The Monsters 系列收入占比从 5.8% 快速攀升至 1H25 达到 34.7%，对应销售收入也从 2023 年的 3.68 亿激增至 2024 年的 30.41 亿；2025 仅上半年已售出 48.14 亿元，超过 2024 全年。海外市场的购买热潮显著分流了本土市场销售占比，在短期内将泡泡玛特的海外市场占比提升至接近 40%。

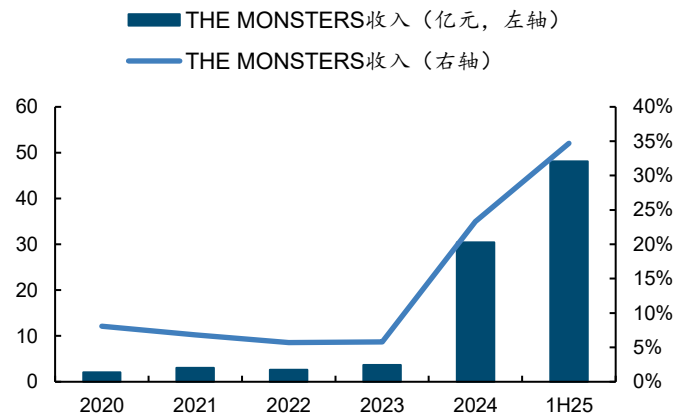
品牌本土销售占比横向对比看，公司 2024 年本土市场占比已降至 61.1%，1H25 进一步下降 0.4pct 至 59.7%，本土收入占比低于三丽鸥和迪士尼的 63.9% 和 79.0%，但已大幅超过乐高的 39.3%。其当前本土市场依赖度已弱于部分传统头部 IP 品牌，但海外渗透程度尚未达到成熟全球化品牌水平。



图表12: 公司/三丽鸥/迪士尼/乐高本土市场收入占比



图表13: 2024年起, The Monsters 收入占比快速攀升



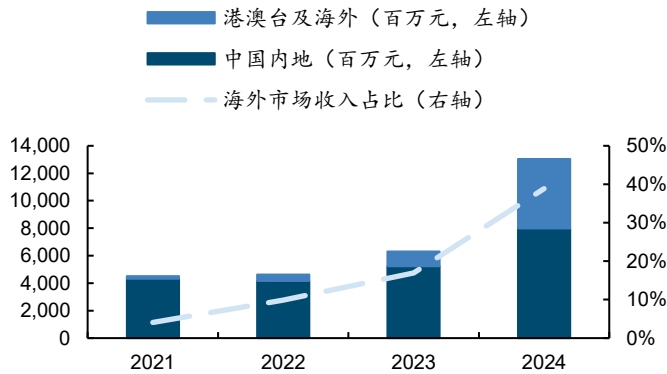
来源: 公司年报、三丽鸥财报、迪士尼年报、乐高年报、国金证券研究所

来源: 公司历年年报&半年报、国金证券研究所

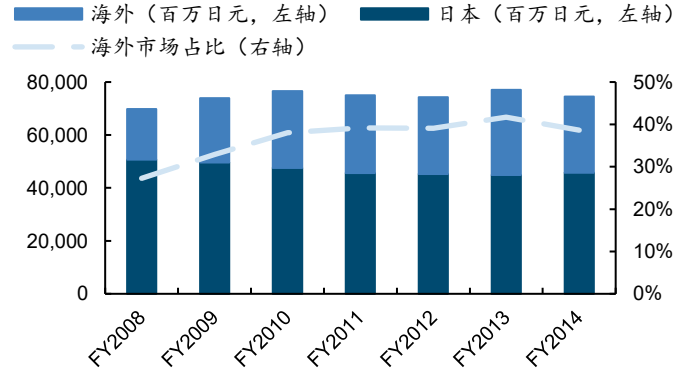
三丽鸥对单一 IP 的依赖, 以及从商品销售转向 IP 授权, 使其海外收入占比呈现出较大波动。2008 年, 鸠山玲人推动三丽鸥海外战略改革, 由此前的“销售至上主义”转向增强授权业务的占比: 2009-2014 财年, 三丽鸥授权业务收入占比从 29.1% 提升至 46.1%。2010 年前后, Lady Gaga 等明星使用 Hello Kitty 商品带动巨大潮流, 驱动三丽鸥 2008-2013 财年海外市场收入占比从 27.3% 提升至 41.7%。然而, 2013 年底上映的动画电影《冰雪奇缘》打造出现象级 IP, 迪士尼要求主要经销商为其角色衍生商品保留足够货架空间, 导致三丽鸥产品货架份额减少, 海外市场销售额开始回落。而面对其他公司推出的热门角色 IP 的竞争, 三丽鸥迟迟没有打造出能够接续 Hello Kitty 热度的新 IP, 对单一 IP 的高度依赖也导致其收入呈现较强的周期性。

我们认为公司和 2014 财年时的三丽鸥之区别在于: (1) 公司批发及其他渠道销售收入占比仅约 10%, 不依赖经销商提供货架展示空间; (2) IP 收入结构相对均衡, 虽然 LABUBU 爆火带动 The Monsters 系列收入占比快速提升, 但截至 1H25 公司 The Monsters 单 IP 收入占比远低于 2013 财年时 Hello Kitty 收入占三丽鸥总收入的比重。

图表14: 2024年起, 公司海外市场收入占比显著提升



图表15: 2010年代初, 三丽鸥海外收入占比随 Hello Kitty 的热度变化先升后降

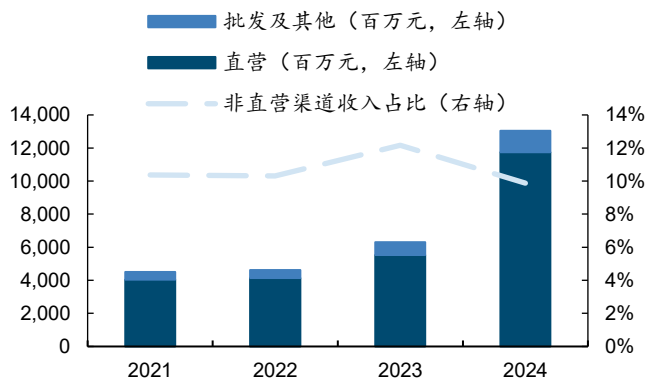


来源: 公司历年年报、国金证券研究所

来源: 三丽鸥历年财报、国金证券研究所

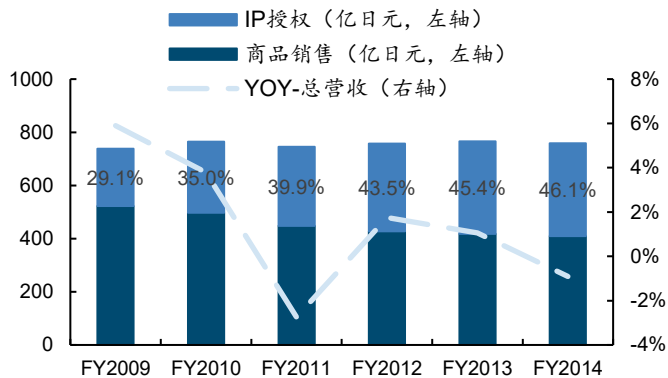


图表16: 公司批发及其他渠道销售收入占比仅约10%



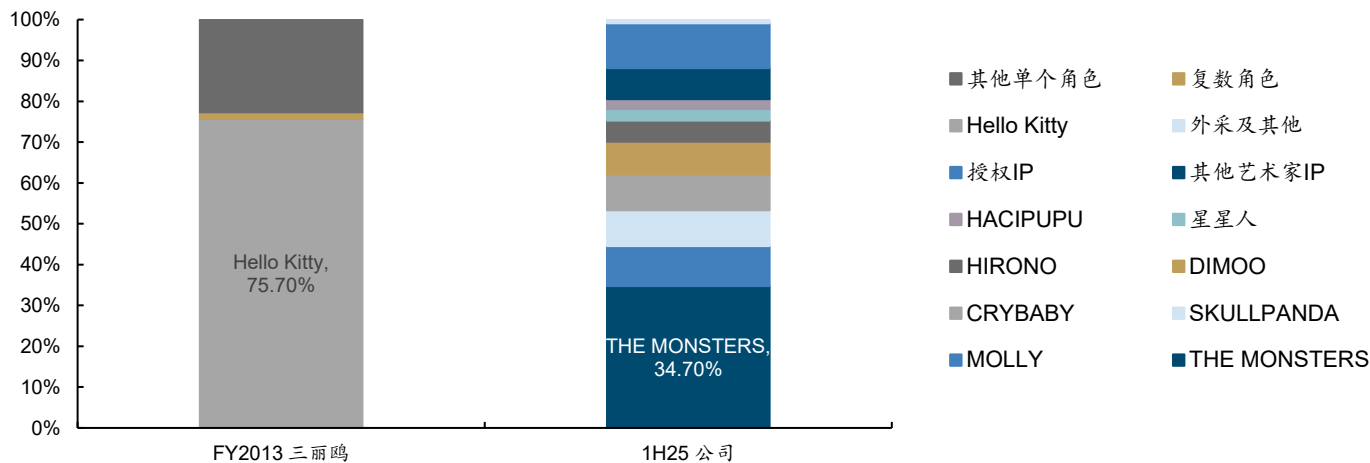
来源: 公司历年年报、国金证券研究所

图表17: 2009 财年以来, 三丽鸥授权收入占比持续提升



来源: 三丽鸥历年财报、国金证券研究所

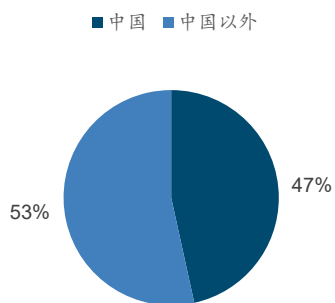
图表18: 1H25 公司分 IP 收入结构相比 FY2013 时的三丽鸥更加均衡



来源: 36Kr、公司 2025 半年报、国金证券研究所

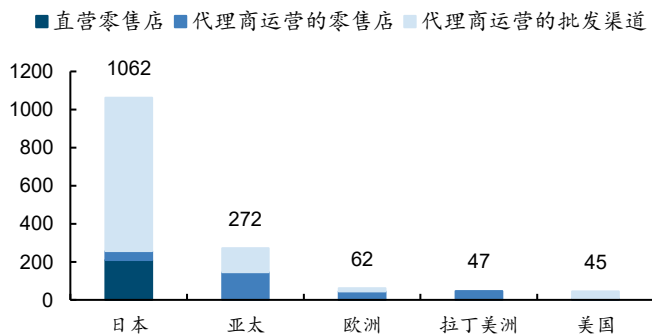
对比三丽鸥和乐高, 公司海内外仍有较大开店空间。截至 2015 年 3 月期, 三丽鸥海内外直营及代理零售及批发渠道共计 1488 家, 其中日本/亚太/欧洲/拉美/美国分别占比约 71.4%/18.3%/4.2%/3.2%/3.0%; 截至 1H23, 乐高全球零售门店数量 988 家, 其中约 47%位于中国; 位于中国的门店中, 约 40%位于三线及以下城市。截至 1H25, 公司全球零售门店数量达 571 家, 其中有 71.6%位于中国内地; 中国内地的门店中, 位于二线及其他城市的门店数量占比约 40%, 海内外仍有较大开店空间。

图表19: 截至 1H23, 乐高约 50%门店位于中国内地



来源: 中国日报、nerdcube、国金证券研究所

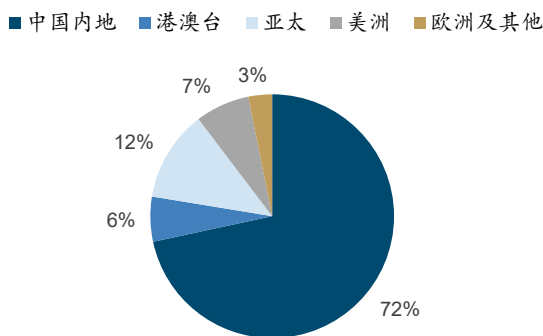
图表20: 截至 FY2014 末, 三丽鸥日本门店占比约 71.4%



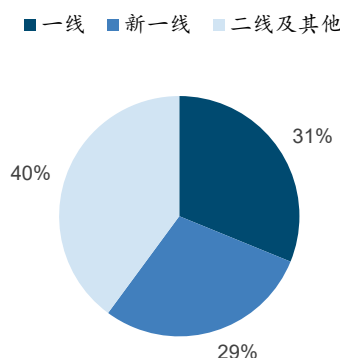
来源: 三丽鸥官网、国金证券研究所



图表21: 至 1H25, 公司 71.6% 的零售店位于中国内地



图表22: 截至 24 年底, 公司二线及其他城市门店占比 40%



来源: 公司 2025 半年报、国金证券研究所

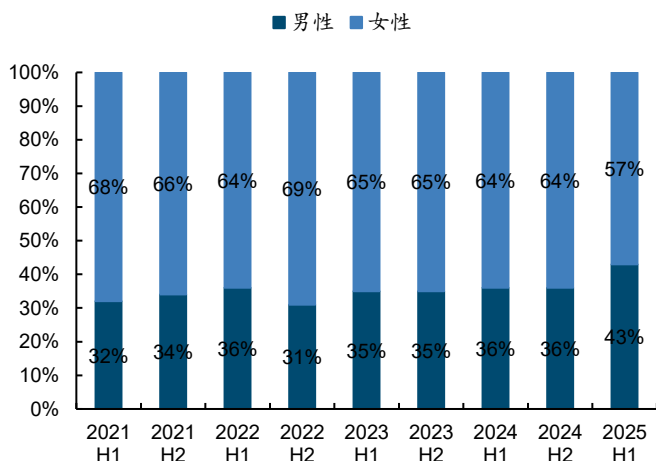
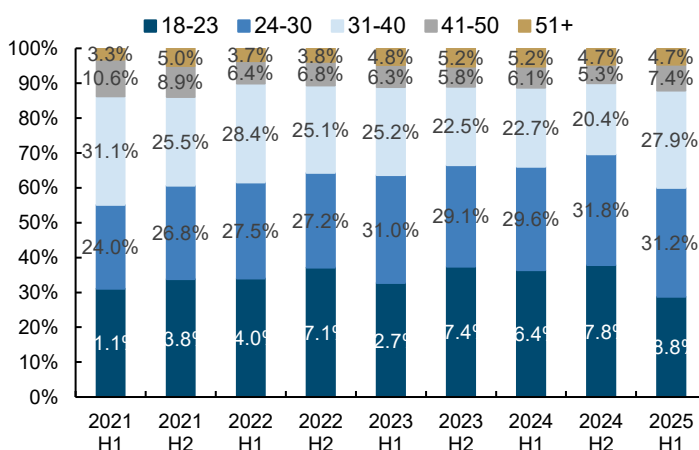
来源: 公司 2024 年年报、国金证券研究所

2.1.2 从年轻女性到男女老少咸宜

根据弗若斯特沙利文的调查, 超 95% 的潮流玩具消费者的年龄介于 15-40 岁。公司主力消费群体是 18-30 岁的女性: 从性别结构看, 2024 年公司女性消费者占比约 64%, 低于三丽鸥 (70%), 但仍高于乐高 (45%) 和迪士尼 (55%); 从年龄结构看, 公司 18-30 岁客群占比由 2H24 的 69.6% 下降至 1H25 的 60.0%, 31-40 岁客群占比由 2H24 的 20.4% 提升 7.5pct 至 1H25 的 27.9%, 职场中青年客群占比显著提升。

图表23: 近四年公司用户画像年龄结构

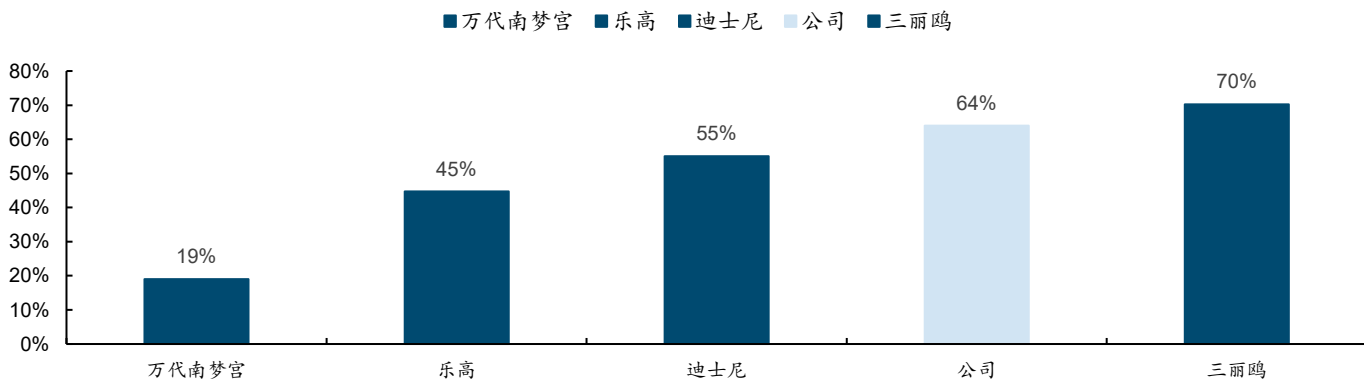
图表24: 近四年公司用户画像性别结构



来源: 巨量算数、国金证券研究所

来源: 巨量算数、国金证券研究所

图表25: 2024 年公司女性消费者占比低于三丽鸥、高于乐高/迪士尼/万代南梦宫



来源: 巨量算数、Similarweb、coolest-gadgets、国金证券研究所

(1) 迪士尼的拓客策略: 主品牌守盘+子品牌破圈。



迪士尼在 20 世纪 70-80 年代曾经面临品牌形象固化、受众群体单一的增长瓶颈。迪士尼动画长期以来目标客群是家有未 12 岁孩童的女性，其历史佳作口碑绑定合家欢动画内容，无法满足付费能力更强的广泛年轻观众对多元题材、成人向内容的需求。为拓展客群，迪士尼自 1979 年开始尝试拍摄 PG 级别影片；但碍于长期以来的“合家欢”品牌形象，主厂牌不便高调宣传。为此，该公司于 1984 年设立新厂牌试金石影业，用于发行面向成年观众的电影作品。首部作品《美人鱼》(1984) 以轻喜剧+浪漫元素覆盖青年男女群体，斩获近 7000 万美元票房；后续《贝弗利山奇遇记》(1986) 作为迪士尼的首部 R 级片，切入成年男性的喜剧消费场景。1980 年代，美国票房 TOP 100 的电影中，迪士尼出品的影片占据其中 11 席；其中，除《小美人鱼》一部为动画电影外，其余均为真人电影，并且由试金石影业出品的电影占比 81.8%，验证了全年龄层内容策略有效性。

图表26: 美国电影分级体系

分级符号	英文全称	定义	说明
G	GENERAL AUDIENCES	适合所有年龄	没有任何内容会冒犯到父母，适合儿童观看
PG	PARENTAL GUIDANCE SUGGESTED	建议家长指导	需谨慎，某些材料可能不适合儿童
PG-13	PARENTS STRONGLY CAUTIONED	家长需特别留意	某些内容可能对 13 岁以下儿童不适宜
R	NO ONE UNDER 17 ADMITTED	17 岁以下不得入场	儿童不得入场

来源: tvtropes、国金证券研究所

图表27: 1980 年代美国票房 TOP 100 电影中，试金石影业出品了其中 9 部

排名	电影名称	厂牌	发行年份	票房 (百万美元)
15	三个奶爸一个娃	试金石影业	1987	167.78
17	谁陷害了兔子罗杰	试金石影业	1988	154.11
24	亲爱的，我把孩子缩小了	华特迪士尼影业	1989	130.72
29	早安，越南	试金石影业	1987	123.92
46	死亡诗社	试金石影业	1989	95.86
57	小美人鱼	华特迪士尼动画	1989	84.36
69	鸡尾酒	试金石影业	1988	78.22
78	家有恶夫	试金石影业	1986	71.63
80	古惑丑拍档	试金石影业	1989	71.08
85	美人鱼	试金石影业	1984	69.82
95	紧急盯梢令	试金石影业	1987	65.67

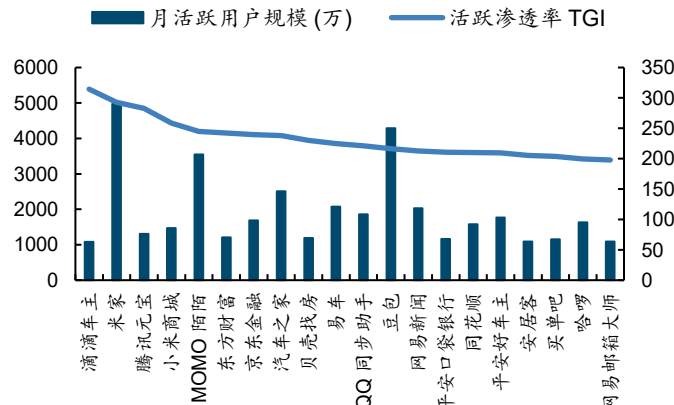
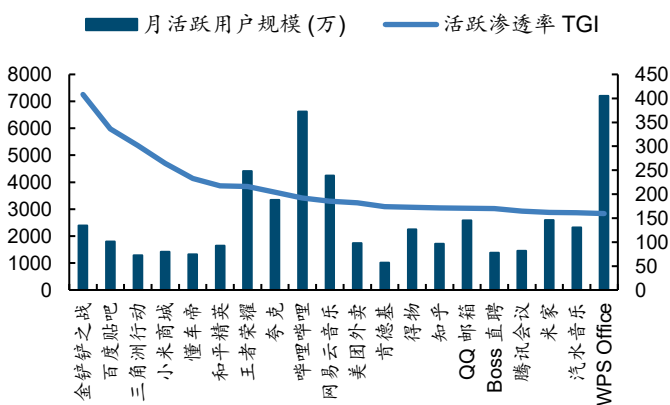
来源: box office report、国金证券研究所等

(2) 公司拓客策略: 短期依靠授权 IP 和跨界联名破圈拉新，长期仍需内容创新。

针对渗透用户的兴趣偏好精准渗透，有望成为品牌的有效增长引擎。18-59 岁的男性是市场营销中最不容易被触达的群体，但在特定领域又展现出较强消费力，如消费电子、汽车、游戏、体育和理财。在 30 岁以下男性的 APP 偏好中，金铲铲之战、三角洲行动、和平精英、王者荣耀等游戏 APP 位列前十，小米商城、米家等消费电子 APP 均上榜。相比 30 岁以下男性，31-45 岁的男性在持续关注消费电子的同时，偏好由游戏转向汽车和理财；东方财富、京东金融等理财 APP 进入榜单前十；汽车之家、易车等 4 款汽车领域 APP 上榜。

图表28: 30 岁以下男性用户媒介偏好 APP TOP20

图表29: 31-45 岁男性用户媒介偏好 APP TOP20





来源: Quest Mobile、国金证券研究所。注: TGI 计算公式为目标人群中某个 App 媒介的月活跃渗透率除以全网中该 App 媒介的月活跃渗透率*100。

与上述男性用户高聚集的领域针对性联名,是扩大目标客群的有效手段。例如公司推出 SKULLPANDA×杜卡迪联名可动人偶, LABUBU 联名保时捷推出限量版“King Mon in Porsche 911 Targa”,将潮玩与机车、跑车文化绑定;推出守望先锋、原神等授权 IP 手办盲盒,有望吸纳游戏领域新客。

图表30: SKULLPANDA × DUCATI 联名可动人偶



图表31: 守望先锋全场最佳系列手办



来源: 公司官方公众号、国金证券研究所

来源: 公司官方公众号、国金证券研究所

个体情感联结的建立往往与“自我相似性”高度相关。“小猪佩奇说西班牙语就像是地地道道的西班牙人,说土耳其语时又俨然是个土耳其人,说日语时也丝毫没有问题。与真人节目相比,动画走向全世界具有无可比拟的优势。”²潮玩同理:与人物形象 IP 相比,动物、怪兽、精灵等无明确性别符号、无明显国籍特征的形象 IP 剥离了性别和人种的审美标签,天然具备更广泛的受众覆盖基础。从外形上看, MOLLY 和 SKULLPANDA 具备明显的女孩特征,女性消费者占比均超过 60%; The Monsters 以“北欧森林精灵”为原型,凭借尖牙咧嘴、圆滚毛茸茸的“丑萌”形象,成为公司旗下消费者性别比例最为均衡的 IP。小野具备明显的男孩特征,成为公司旗下男性消费者占比最高的头部 IP (53%);近期公司海外社媒小野相关内容的互动量领先于其他 IP,展现出接棒 LABUBU 热度的潜力。

设计风格单一也可能导致客群局限。三丽鸥热门 IP 中,Hello Kitty、玉桂狗、库洛米等都是动物形象,理论上应跳出人物形象 IP 的局限性;但当前三丽鸥的消费群体中,女性占比仍高达 70%,或主因该公司侧重可爱的设计风格。同理,在公司的热门 IP 中, DIMOO 虽然设定为小男孩,但男性消费者仅占比 33%;星星人也非人物形象,但消费者仍以女性为主。

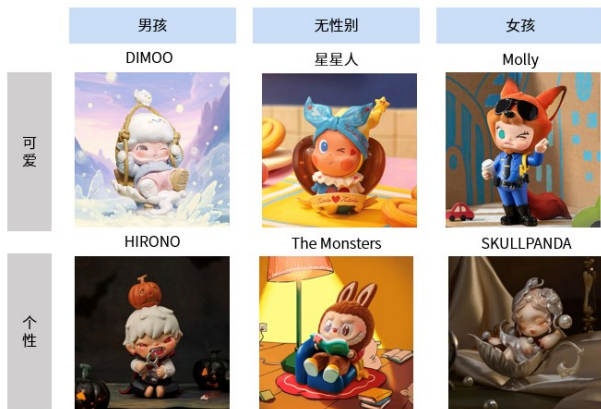
凭借跨界联名和内容创新,公司实现有效拉新。截至 2024 年,公司内地会员数量达约 4608.3 万人,针对 15-39 岁人口的渗透率达约 10.2%;其中男性目标客群渗透率约 7.0%,女性目标客群渗透率约 13.8%。1H25 公司新增注册会员 1304 万人,半年度新增数量已超过过去 5 年全年峰值;以 2024 年底目标年龄层客群数量计算,渗透率提升至约 13.1%,对应单店会员流量约 14.5 万人。长期看,假设公司针对女性目标客群渗透率提升至 30%、男性目标客群渗透率提升至 20%,则内地注册会员数量有望达到 1.1 亿人。若国内门店数量提升至 575 家(相比 2024 年底增加 174 家),对应单店年度会员流量约 19.4 万人。

1H25 公司共计实现海外营收 55.93 亿元,考虑到公司产品海外售价普遍高于国内,假设海外会员 ARPU 为中国内地会员同期的 2 倍,估算 1H25 公司海外会员数量达约 4421 万人,单店会员流量达约 34.54 万人。截至 2024 年,OECD 国家 15-64 岁人口总数约 9.03 亿,4421 万会员数对应渗透率约 4.9%,尚处在市场培育早期,未来有望复制国内“渠道扩张→客群渗透→店效提升”路径。

² 《不拘一格:网飞的自由与责任工作法》



图表32: 公司热门 IP 形象



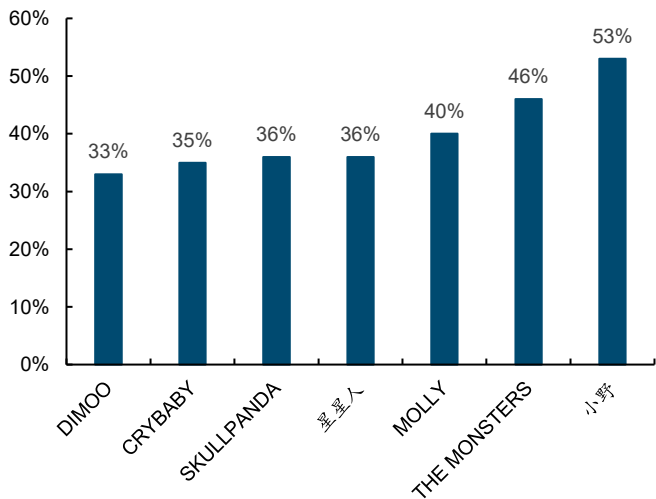
来源: 国金证券研究所整理

图表33: 三丽鸥热门 IP 形象



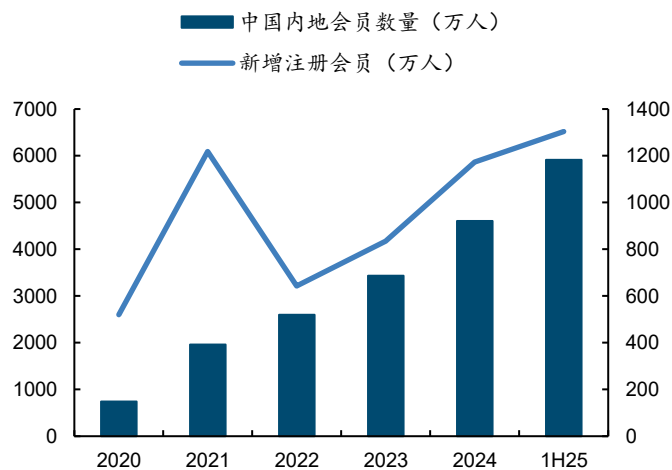
来源: 三丽鸥官网、国金证券研究所

图表34: 公司主要 IP 消费者画像中男性消费者占比



来源: 巨量算数、国金证券研究所

图表35: 1H25 公司内地新增注册会员数量创下新高



来源: 公司历年年报&半年报、国金证券研究所。注: 1H25 新增注册会员数量基期为 2024 年期末

图表36: 凭借联名破圈和内容创新实现有效拉新, 公司对目标客群的渗透率持续提升

	2021	2022	2023	2024	1H25
15-39 岁男性 (万人)	24042	23816	23725		23643
15-39 岁女性 (万人)	21895	21642	21512		21370
会员数量 (万人)	1958	2600	3435	4608	5912
公司消费者画像: 男性占比	33%	34%	35%	36%	43%
公司消费者画像: 女性占比	67%	67%	65%	64%	57%
目标客群渗透率: 15-39 岁男性	2.7%	3.7%	5.1%	7.0%	10.8%
目标客群渗透率: 15-39 岁女性	6.0%	8.0%	10.4%	13.8%	15.8%
目标客群渗透率: 15-39 岁人口	4.3%	5.7%	7.6%	10.2%	13.1%

来源: iFind、巨量算数、国金证券研究所

2.2 如何提升客单价?

2.2.1 从盲盒到 MEGA

产品品类多样化叠加产品结构升级, 公司有望实现客单价的稳步提升。如果将艺术家比作“周杰伦”, 那么潮玩的设计就是“歌曲”, 盲盒就是“专辑”, 其他各类产品归为“周边”, 而 MEGA 则是“演唱会”。艺术家通过“歌曲”吸引



大众，“经纪公司”通过发售“专辑”和“周边”帮助艺术家才华变现，通过价格带错落有致的产品矩阵，充分挖掘消费者剩余价值。

(1) 产品品类多样化

通过在材质、大小、玩法等层面的不断创新，公司现已拥有手办、毛绒、可动人偶、泡泡萌粒、积木、MEGA 及衍生商品等多样化的产品矩阵；叠加 IP 基本形态的延伸，可以打造出无穷尽的商品宇宙。以公司代表性经典 IP MOLLY 为例，现已成功打造出经典 MOLLY、BABY MOLLY、SPACE MOLLY、ROYAL MOLLY 4 种基本形象，其中经典 MOLLY 和 BABY MOLLY 形象常见于手办、毛绒及周边产品，而 SPACE MOLLY 和 ROYAL MOLLY 形象常见于 MEGA 产品。从 2025 年新品发售情况来看，MOLLY 全年共推出 3 个系列的手办盲盒、1 个系列的毛绒挂件盲盒、2 个系列的可动人偶产品，包括 popop 黄金饰品上新在内共发售了 6 次周边，并发售了共计 20 款 MEGA 产品。

图表37: 2025 年, MOLLY 以 4 种基本形象发售了多样化的产品

	手办	毛绒	周边	可动人偶	MEGA
经典 MOLLY	疯狂动物城		Daily Look 系列	你好, 月亮 1/8 疯狂动物城 1/12	
Baby Molly	抱抱探索计划 喵趣横生	积极入冬指南	喵趣横生系列 果色添香系列 积极入冬指南系列 popop 黄金新品		
Space Molly			你好, 月亮系列		1000% 朱墨祥韵·漆、1000%/400%/《俯瞰》心悦、1000%/400%+100% 甜梦熊、1000%/400%/《俯瞰》擎天柱、100% × emoji™、400% LALA COMPANY 榴莲人、100% 绽放系列、400% 乔恩·伯格曼 SPACE CADETS 系列盲盒、1000%/400% × VANS、400%+100% 蜡笔小新、1000%/400%/《俯瞰》你好, 月亮、100% 周年系列 4、1000%/400%/《俯瞰》巴斯光年、400% 咱们裸熊
Royal Molly					1000%/400% 莫奈-睡莲、400% 童心、1000%/400%/100% 白雪公主、1000%/400% 漫漫花落·绒、1000%/400% 游雯迪-兔浪、1000%/400% 哈利·波特

来源: 泡泡玛特官方公众号、国金证券研究所

情绪价值消费品通常侧重提供 4 类情绪价值: 社交互动 (缓解孤独感)、身份认同 (归属感)、不确定奖励 (期待感)、对结果的影响力 (价值感)。公司通过盲盒的销售方式提供不确定奖励, 叠加潮玩品类本身具有较强的自传播属性, 消费者在分享和传播的过程中获得了社交互动和身份认同。过去公司盲盒主品类手办不方便携带, 消费者主要在线上分享传播; 然而通过毛绒品类创新, 公司成功将分享和传播场景拓展到线下, 进一步强化社交属性。

展望未来, 公司在产品品类和销售方式方面仍有不少创新空间。参考三丽鸥于 2022 年 6 月推出的“NEXT KAWAII PROJECT”, 从公司内部设计师设计的超过 120 个新角色中, 首先由员工投票选出 25 个角色参加比赛, 之后分为设计、动画、商品 3 个步骤分阶段进行粉丝投票, 通过线下活动 SANRIO FES、社交平台 X 和 YouTube 等方式触达粉丝。其中, 第一名获胜的角色将作为三丽鸥新角色正式出道, 并进行商品化。通过角色“选秀”吸引粉丝“打投”, 增强消费者对结果的影响力, 进而增强粉丝与 IP 的情感联结, 同样能够提升情绪价值类商品的情绪价值密度。

(2) 产品结构高端化

以 SKULLPANDA 为例: 该 IP 于 2020 年推出初代盲盒密林古堡系列, 首发售出 27.6 万个, 市场热烈反响。次年除继续推出 3 个系列的手办盲盒外, 还上新了 3 次手办产品和 2 次衍生商品。到 2025 年, 该 IP 年内共推出 3 个手办盲盒系列、2 个搪胶毛绒盲盒系列、2 款可动人偶, 并 6 次上新衍生商品, 分别推出 4 款 MEGA 400% 和 3 款 MEGA 1000% 产品。价格方面, 入门级的手办盲盒通常不超过 100 元/个, 而更具收藏价值的手办、可动人偶、MEGA 400% 等产品单体价格位于 800~1500 元区间, 限量发售的 MEGA 1000% 产品定价最高可达近 2 万元。剔除衍生周边和展会限定商品, 2021 年



买齐 SKULLPANDA 年内发售的全部商品所需开销为 5,922 元，2025 年已上升至 47,430 元。

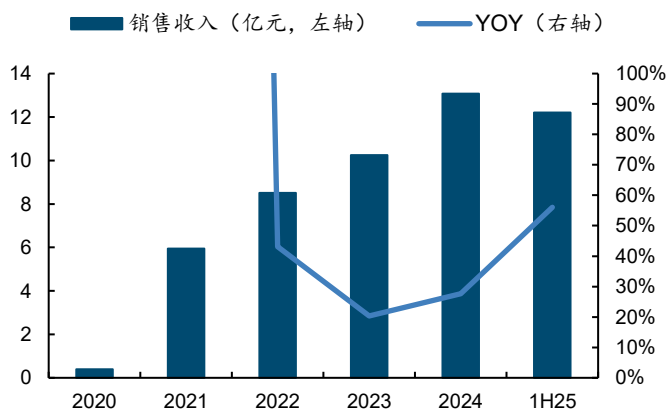
品类多样化+结构高端化驱动收入持续增长。2025 半年度 SKULLPANDA 收入已突破 12 亿元，同比+56.0%；根据公司中国内地注册会员数量和会员贡献的收入占比，估算 2024 年平均每位会员年度消费金额达约 166.5 元，连续 2 年下降后首次回升。2022 年 ARPU 下降主因宏观环境不佳，叠加对盲盒监管趋严导致高复购、高客单的投机型消费减少。2024 年在新注册会员数量回升、会员复购率下降的情况下实现 ARPU 增长，表明品类多样化和结构高端化战略成效显著。

图表38: 2021vs2024, 按品类分 SKULLPANDA 年度上新次数

年份	手办盲盒 (69~99 元)	搪胶毛绒盲盒 (129~159 元)	手办 (820~899 元)	可动人偶 (999~1299 元)	衍生品 及其他	400% MEGA (1499 元)	1000% MEGA (6999~19999 元)
2021	3		3		2		
2025	3	2		2	6	4	3

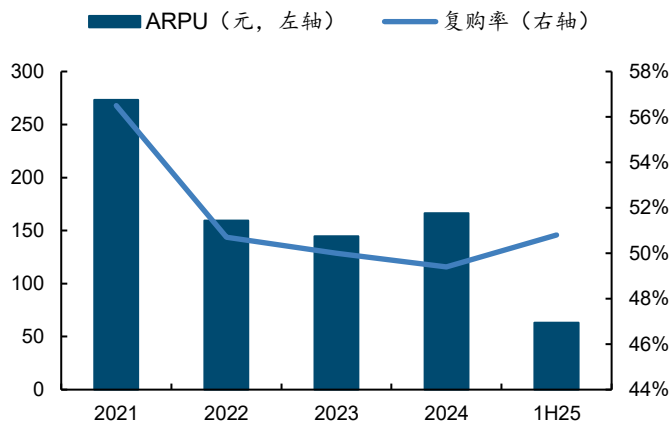
来源: 公司官方公众号、国金证券研究所

图表39: 品类多样化及结构高端化推动 SKULLPANDA 销售收入持续增长



来源: 公司历年年报&半年报、国金证券研究所

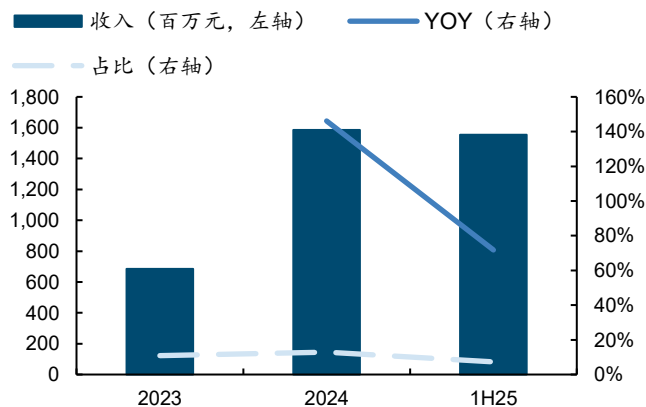
图表40: 1H25 公司中国内地注册会员 ARPU 同比+44.9%



来源: 公司历年年报&半年报、国金证券研究所

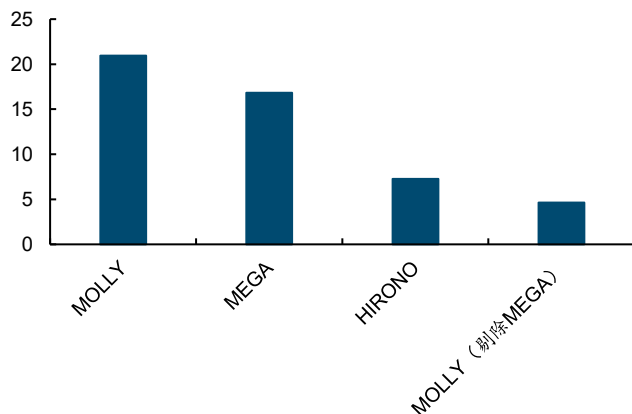
成熟 IP 和新 IP 的收入来源结构不同，成熟 IP 长期沉淀的粉丝购买力更强。MOLLY 一直是公司 MEGA 产品的主力军：2024 年发售的 MEGA 产品中，除 LABUBU TEC 1000% 我们、SKULLPANDA 1000% 缠、JUST DIMOO 400%/1000% 雷阵雨、SKULLPANDA 400%/1000% 埃贡·席勒、LABUBU 400%/1000% 素描和 CRYBABY 400% 心碎女王外，其余均是 MOLLY 产品。考虑到公司的 MEGA 1000% 产品通常限量发售，假设前述的非 MOLLY MEGA 1000% 产品全部售罄，2024 年 MEGA 总收入扣除非 MOLLY IP 的 MEGA 产品销售额后约 16.3 亿元，粗略估算 MOLLY 的非 MEGA 产品销售额约 4.6 亿元，入门级产品销售额或不及小野。

图表41: 1H25, 公司 MEGA 产品收入同比增长 71.8%, 收入占比回落 5.6pct 至 7.3%



来源: 公司历年年报&半年报、国金证券研究所

图表42: 公司成熟 IP 和新 IP 的粉丝所消费的产品结构不同 (单位: 亿元)



来源: 久谦、公司 2024 年年报、公司官方公众号、国金证券研究所。注: 剔除 MEGA 产品的 MOLLY 收入为估算值, 计算方法为 MEGA 产品总收入-非 MOLLY 的 MEGA



1000%产品发售数量×发售价格-非MOLLY的MEGA 400%线上销售额。渠道统计不全&三方数据存在偏差，估算值与实际值将存在偏差。

2.2.2 从商品到体验

移动互联网时代消费者注意力碎片化，拓展泛娱乐化布局成为以商品销售为主业的全球情绪价值龙头之共同选择。

(1) 乐高：以玩具销售为核心主业，通过IP授权拓展业务边界。

- ✓ 乐园业务：乐高玩具吸引了不少游客前来参观乐高工厂，到1960年代已达年均约2万人次。受迪士尼乐园启发，乐高首个乐园项目于1968年开门营业。开业后的大半年内，共有约62.5万人到访乐高乐园。1996-2002年，位于英国温莎、美国加利福尼亚和德国金茨堡的乐高乐园先后开业。但乐园业务重资产投入和长回本周期的特征，使得乐高在积木玩具主业同样表现不佳、公司连续亏损并面临破产危机后的2005年，决定出售乐园资产70%的股权和全部运营权，保留30%的股权、以授权的方式继续参与乐高乐园的品牌建设。2025年9月，乐高集团宣布将以2亿英镑收购梅林娱乐集团（Merlin Entertainment）控股和运营的全球共29家每年吸引超500万游客的“探索中心”，而梅林集团根据乐高集团的授权继续运营全球11家乐高乐园。
- ✓ 游戏业务：90年代中期，乐高成立数字化开发项目，于1997年推出了与Mindscape公司合作开发的“乐高岛”游戏并取得了巨大成功。2005年起，乐高与英国游戏工作室TT Games合作，推出了《乐高星球大战》、《乐高哈利波特》等热门作品；2023年还与2K合作开发了《乐高2K竞速》、与Epic Games合作开发了《乐高堡垒之夜》。考虑到电子游戏几乎已经融入了每个年轻人的生活，乐高的电子游戏产品能够保持品牌“在场”并增加“触点”，是其保持竞争力的关键之一。

图表43：目前全球共有11家乐高乐园

图表44：部分乐高电子游戏



来源：乐高官网、国金证券研究所

来源：乐高官网、国金证券研究所

- ✓ 影视动画：2010年，乐高与华纳影业及旗下的华纳互动娱乐达成合作关系，拍摄了一系列乐高主题动画电影。从乐高自己创造故事产品线，转而与《辛普森家庭》、《忍者神龟》等知名IP合作，发布了《乐高忍者：旋风术大师》系列动画剧集。在此前成功合作的基础之上，2014年乐高与华纳兄弟合作制作的《乐高大电影》上映。该影片由乐高负责设计人物、华纳则负责制作动画，最终以6000万美元的制作成本收获全球4.69亿美元票房，并且在电影上映的4个月后，乐高玩具半年销售额增长11%，首次超过美泰。此后，乐高又与华纳兄弟联合推出了《乐高蝙蝠侠大电影》、《乐高幻影忍者大电影》、《乐高大电影2》等电影，但口碑和票房均呈逐渐下滑态势。2020年，乐高与华纳兄弟结束合作关系，转而与环球影业达成5年协议。
- ✓ 电视节目：乐高大师真人秀自2017年启动以来，在全球范围内大受欢迎。2020年，乐高与与福克斯推出美国版第一季，以竞赛形式展现，最终的获胜者将荣获乐高大师称号以及10万美元奖金。该节目在豆瓣获得9.0的高分，福克斯全球节目主管沃拉克曾赞扬：“乐高大师是福克斯最有价值的综艺节目”，并宣布续订第五季。截至目前，《乐高大师》已经在全世界十多个国家播出，中国版已推出两季。

(2) 三丽鸥：商品销售与IP授权并重，积极增加触点投入和曝光投入。

- ✓ 乐园业务：1990年，三丽鸥首座主题公园彩虹乐园于距离东京市中心约1小时电车车程多摩市开业。该乐园远离东京市区、仅有一项骑乘游乐设施且为室内，开业时市场反馈不佳。1年后，位于九州岛大分县的户外和谐乐园开业。然而，三丽鸥两座乐园开业不久后便遭遇了日本经济泡沫破裂后的发展停滞，该项业务在90年代总体亏损，但Hello Kitty在90年代掀起的热潮增加了乐园的客流量，一定程度缓解了经营压力。
- ✓ 报刊杂志：1975年，针对幼年读者发行了专门报道公司旗下卡通明星的新闻杂志《草莓新闻》。
- ✓ 影视动画：1974年在洛杉矶设立“三丽鸥传播公司”，负责拍摄电影并在北美发行三丽鸥产品。1975年，首部动画电影“Little Jumbo”上映。在此后十余年间，三丽鸥制作了二三十部影片，但大部分未能实现盈利。1985

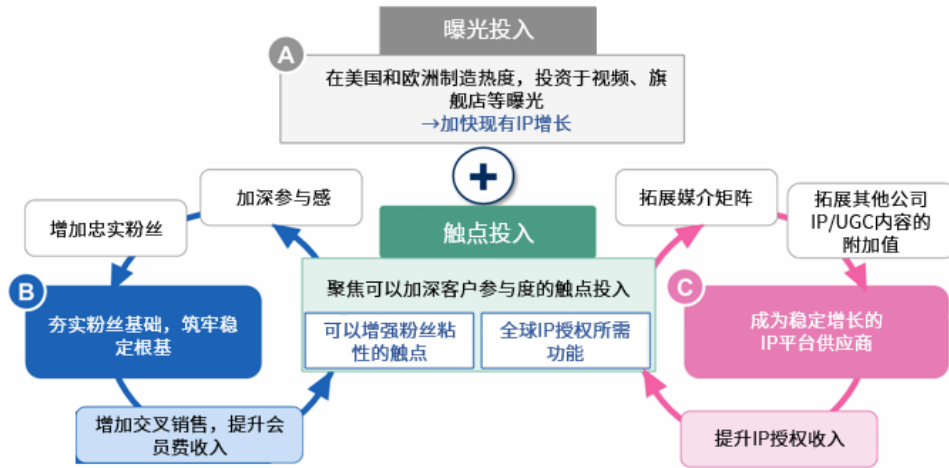


年，三丽鸥首部电视动画剧集《梦之星》播出，但商业表现不及预期。动画片主角在三丽鸥角色人气排名中从未进入前10；到2010年代，公司对Hello Kitty单一IP的高度依赖仍在延续。2025年，三丽鸥宣布定格短动画《美乐蒂&库洛米》将于7月上线网飞；同年宣布将由新线电影公司与华纳兄弟影片公司动画部门联合制作Hello Kitty电影，影片预计于2028年7月21日全球上映。

- ✓ 游戏业务：三丽鸥主要通过内容授权开展游戏业务。以国内为例，2021年三丽鸥与北京游道易网络文化有限公司正式达成了面向中国大陆地区的部分电子化授权代理合作。通过与《闪耀暖暖》、《阴阳师》、《光与夜之恋》、《天谕》、《精灵之境》等国内游戏的合作，在电子游戏玩家中提升了三丽鸥旗下卡通形象IP的认知度。

新任社长推动三丽鸥向IP平台供应商转型。三丽鸥现任社长辻朋邦表示，过去通过商品深入消费者生活、从而提高角色人气的经营方式已然失效。在2025年提出的3年中期计划和10年长期计划中，三丽鸥明确将在传统主业商品销售和IP授权之上，进一步拓展本地娱乐、电影、数字化、游戏、体育和教育业务。通过拓宽媒介增加“触点”，一方面增强三丽鸥旗下卡通形象IP粉丝的日常生活参与度，也希望能够吸引相关领域的非三丽鸥粉丝。

图表45：三丽鸥10年长期战略示意图

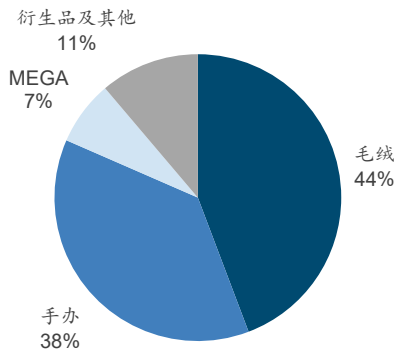


来源：三丽鸥官网、国金证券研究所

(3) 公司：当前仍以商品销售为主，近年开始探索乐园与体验和数字娱乐业务

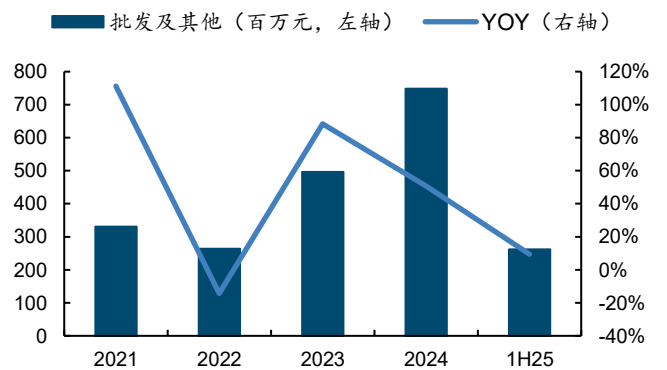
当前公司收入结构仍以商品销售为主。分产品类别来看，公司城市乐园和举办的展会上销售商品及提供服务的收入属于其他收益，截至1H25，公司衍生品及其他业务收入占比约11.2%；分渠道来看，中国的批发及其他渠道包含向经销商的销售收入和泡泡玛特城市乐园的销售收入。23年9月泡泡玛特城市乐园正式开园，带动批发及其他渠道2024/1H25收入分别同比增长50.7%/9.4%；1H25收入增速放缓，或因乐园森林区于4月中旬启动改造项目影响营业面积和游玩体验。

图表46：截至1H25，公司收入结构仍以商品销售为主，衍生品及其他业务收入占比约11%



来源：公司2025半年报、国金证券研究所

图表47：9M23乐园开业，推动公司批发及其他渠道销售收入快速增长



来源：公司历年年报、国金证券研究所。注：除1H25区域划分为中国（含港澳台）外，其余年份区域划分均为中国内地（不含港澳台）。

近年逐渐开始探索乐园与体验和数字娱乐业务：



- ✓ 乐园业务：2023年9月，泡泡玛特城市乐园于北京正式开园，成为全国首个潮玩行业沉浸式IP乐园。开业两年多以来，团队不断打磨运营细节、丰富演艺互动、孵化创新业务，持续优化乐园服务体验。2024年8月，乐园开设“MOLLY的甜品屋”；同年10-12月推出万圣节、冬季主题活动；2025年6月推出“闪闪夏日”主题活动及星星人好友见面会，持续拓宽潮流消费场景。据公司介绍，乐园的非家庭用户和外埠游客均占比约60%，其中不乏全球游客。乐园预计于2026年迎来重磅升级，届时1.5期项目将正式亮相，有望焕发新活力。
- ✓ 影视动画：2025年，公司于南京成立电影工作室。工作室旗下首部动画集《LABUBU与朋友们》2025年完成第一季剧本著作权登记。同年，索尼影业获得Labubu的影视改编权，并计划推出一部大电影项目。电影初步定位为“真人电影”，由曾执导《帕丁顿熊》系列及大热电影《旺卡》的英国导演保罗·金负责，预计将于2028年上映。
- ✓ 游戏业务：公司2024年推出自研手游《梦想家园》，以“释放童心，自由绘梦”为核心宣言，采用模拟经营+排队的玩法。《梦想家园》将游戏中主角与MOLLY、LABUBU等头部IP结合，画风可爱，剧情平淡，偏向“养生种植类”手游。目前《梦想家园》在TAPTAP游戏平台收获69万关注、61万下载和6.4的评分，表现普通。
- ✓ 杂志业务：公司于2025年4月推出第一期实体杂志《play/Ground》，定位为专注于探讨当代青年文化的半年刊，定价39.9元/本，上市后受到市场追捧，一度卖断货。2021年，公司曾针对V4会员推出过同名季刊，但因目标客群较为局限所以影响力不大，只出版了7期。此次推出的实体杂志中所有内容以醒目、超大尺寸的报纸风格呈现，希望通过极具视觉冲击力和趣味性的表现形式，展现当下的热门话题、时代现状及未来趋势。

图表48：2023年9月，公司城市乐园于北京正式开园

图表49：2024年，公司推出自研游戏《梦想家园》



来源：央广网、国金证券研究所

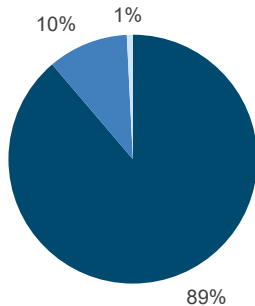
来源：TAPTAP、国金证券研究所

海外情绪价值龙头乐园业务收入占比7%~12%不等，公司体验业务收入占比有待提升。由于乐高不控股乐园业务，仅通过IP授权收入分享经营收益致使收入占比较低。三丽鸥FY2024主题乐园业务实现收入约1286.3亿日元、占比约10%；迪士尼将乐园门票收入和乐园及体验场所发生的商品、食品和饮料销售收入分开列示，其中乐园门票收入占公司总收入比重的约12%、体验业务整体收入占比约38%；康卡斯特是美国重要媒体与通信巨头，旗下业务主要分为连接和平台、内容与体验两大板块，其中2024年环球影城主题乐园收入占比约7%。

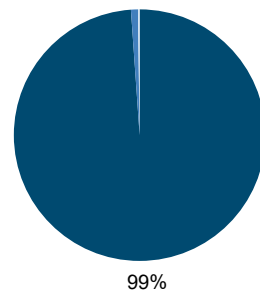
图表50：FY2024三丽鸥收入结构以商品销售及授权为主

图表51：2024年乐高收入结构以商品销售为主

■商品销售及授权 ■主题乐园 ■其他



■商品销售 ■IP授权 ■其他

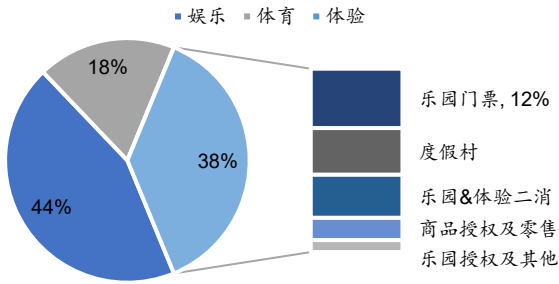


来源：三丽鸥官网、国金证券研究所

来源：乐高2024年年报、国金证券研究所

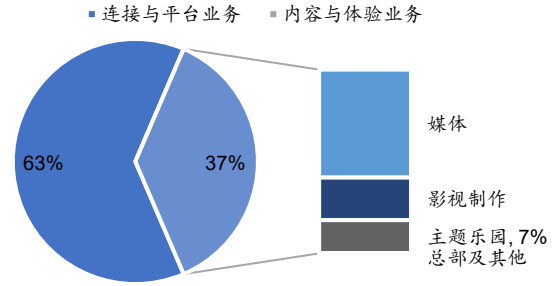


图表52: FY2025 迪士尼乐园门票收入占比约 12%, 商品授权及零售业务收入占总营收的比重不足 5%



来源: 迪士尼 FY2025 年报、国金证券研究所

图表53: 2024 年康卡斯特主题公园业务收入占总营收的比重约 7%



来源: 康卡斯特 2024 年报、国金证券研究所

3、公司竞争壁垒何在?

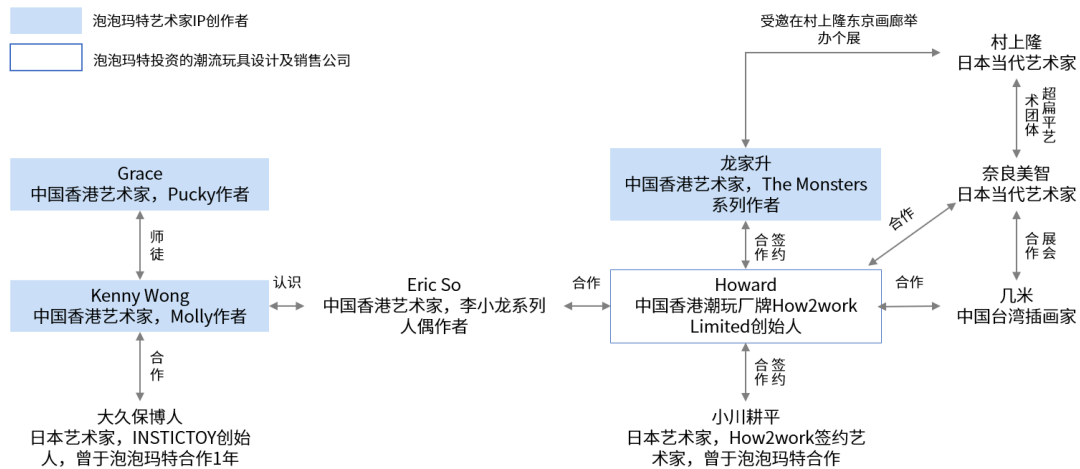
3.1 艺术家人才壁垒

艺术家人才是潮玩企业的核心竞争力, 公司在此方面具备先发优势。香港站在东西方文化的十字路口、背靠内地玩具制造产业腹地、本地消费市场强劲, 汇聚了一批经过时间和市场检验的本地潮流艺术家。公司在内地潮玩行业起步阶段与香港成熟潮玩艺术家建立合作关系, 并且以点带面, 逐渐构成独特的艺术家发掘网络。

以 Molly 的创作者王信明(下称“Kenny”)为切入点, Kenny 在千禧年代就已凭借铁人兄弟时期的建筑工人系列人偶在潮流艺术圈内崭露头角, 有尼康、李维斯、迪士尼等知名品牌发来合作邀约, 也有林肯公园、五月天乐队成员登门拜访。2016 年, 公司与 Kenny 签订 Molly 的独家授权协议; 同年, Kenny 与日本潮玩设计师大久保博人推出合作作品 Erosion Molly 成为大热商品; 2018 年, Kenny 的徒弟毕奇与公司签约; 根据公司 2020 年公告, 大久保博人的 INSTICTOY 为公司的独家 IP、关系年期为 1 年。此外, Kenny 还受聘担任公司顾问, 定期参加内部 IP 评审会。

以 How2work 潮玩厂牌为切入点, 创始人 Howard 在成立公司前在香港一间负责本地与日本漫画的排版设计的出版社工作, 期间认识了 Eric So(代表作为李小龙系列人偶), 从而又认识到 Kenny 等本地潮玩艺术家; 也与一众日本漫画家和漫画出版社建立了联系。2003 年, Howard 开始与台湾绘本画家几米接触, 又在几米的介绍下认识了奈良美智, 促成了后续合作。凭借从业经验和独到眼光, Howard 在 2009 年因为偶然的契机结识了 The Monsters 的创作者、当时还是插画师的龙家升, 并向他发出合作实体玩具的邀请。2018 年, 公司创始人王宁参加香港 How2work 展; 2019 年, 公司签下 The Monsters 系列版权。

图表54: 艺术家人物关系图



来源: Vogue 香港、财熿、国金证券研究所等

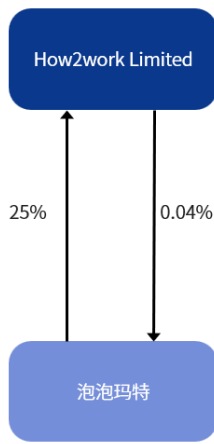
此外, 公司在中国内地潮流艺术文化建设方面持续投入, 多渠道挖掘和储备内地当代青年艺术家人才。一方面, 公司通过举办和参加潮玩展发掘作品市场反响出众的艺术家人才, 如 SKULLPANDA、DIMOO、CRYBABY 等 IP 的创作者均是通过潮玩展进入公司视线。另一方面, 公司还通过成立艺术家运营机构和投资潮玩孵化品牌增加触角。2021 年, 公司成立了集艺术家经纪、艺术展览、艺术衍生品开发、销售和运营于一体, 致力于青年艺术的多渠道推广的艺术品的当代



青年艺术运营机构 inner flow。小野的创作者、公司 PDC 设计师宣毅郎就是 inner flow 的签约艺术家兼主理人。2023 年, inner flow 已与近 100 位国内外优秀艺术家进行合作, 在全国各城市举办超 10 场展览。2023 年下半年 inner flow Gallery 在北京 798 艺术园区开幕, 举办了一系列展览, 获得了业界的广泛关注和好评; 后升级为泡泡玛特画廊, 于 26 年 1 月 15 日面向公众开放, 并推出首展“Zsiga: Becoming Seen 出场”。

依托资深从业者的经验和审美, 以及在潮流文化建设方面的持续投入, 公司有望将人才的先发优势转变为长期护城河。截至目前, How2work Holding Limited 持有公司约 0.04% 股权, 公司持有 How2work Limited 25% 股权; 2019 年, Kenny 与公司的收益分成调整为版权转让与股权置换的组合模式, 即固定年费和 2% 的公司股权; 目前 Kenny 合计持有公司股权约 1.49%; 宣毅郎任公司设计总监, 核心人员流失风险较低。

图表55: How2work Limited 与公司的股权关系



来源: iFind、国金证券研究所

图表56: 北京 798 艺术区的泡泡玛特画廊完成升级, 于 1 月 15 日面向公众开放并推出首展



来源: 北京日报、国金证券研究所

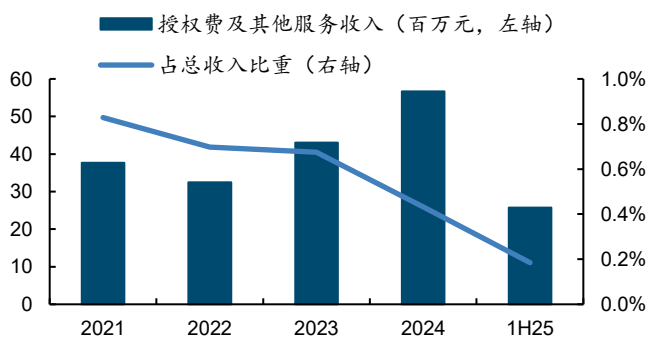
3.2 营销合作资源壁垒

公司 IP 经纪平台的商业模式决定了顶级品牌合作资源、娱乐明星资源的占有是核心壁垒, 行业马太效应显著。参考经纪行业, 大小经纪公司之间的差异主要体现在业内资源和营销资源差异。小型公司通常难以接触到优质的业内资源 (如编剧、导演、音乐制作人等) 和营销资源 (品牌代言、颁奖典礼等), 导致其签约艺人难以为大众所熟知。但若小型公司深耕细分领域、提供差异化供给打造出当红明星, 也能吸引优质业内资源和营销资源主动接洽。通过当家明星, 公司有望与原本难以接触的业内资源和营销资源建立联系, 并逐渐转化为平台资源。

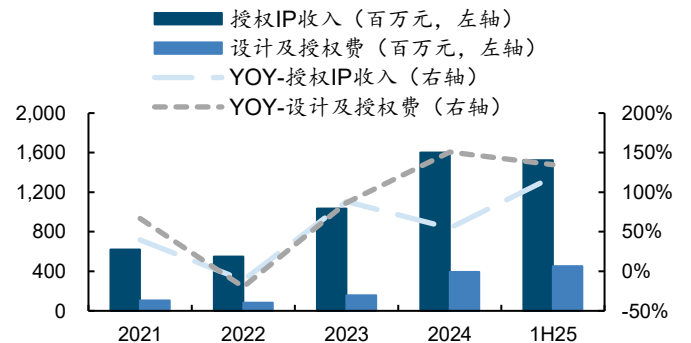
3.2.1 品牌资源

公司与不同领域的知名品牌跨界联名, 相互渗透客群、共享渠道合作推广, 授权费既是成本也是费用。公司旗下表现出市场潜力的艺术家 IP 通常自第 7 代左右开始与全球知名 IP 推出联名盲盒产品, 如 SKULLPANDA 第 6 代推出亚当斯一家系列, The Monsters 第 6 代化身戴珍珠耳环的少女、蒙娜丽莎等经典艺术品, CRYBABY 第 6 代与飞天小女警联名, 小野第 7 代推出小王子系列。2021-2023 年, 公司授权 IP 收入增速与设计及授权费用增速拟合度较高, 而 2024 年二者出现明显分化, 或因加大了授权 IP 与自有 IP 的联名合作力度。

图表57: 公司授权费及其他服务收入占总营收的比重尚不足 1%



图表58: 2024 年, 公司授权及设计费增速显著高于授权 IP 收入





来源：公司历年年报、国金证券研究所。注：总收入=营业收入+其他收入

来源：公司历年年报&半年报、国金证券研究所

盘点公司旗下各 IP 的跨界联名历史，我们认为公司已经平台化的合作资源包括优衣库、Vans、CLOT、Crocs 和 Champion 等国内外潮流鞋服品牌。2022 年，公司旗下 IP 首次与优衣库 UT 合作，发布 WE ARE THE MONSTERS 系列；此后的 2023-2025 年，优衣库 UT 先后与 Molly、DIMOO、SKULLPANDA 等 IP 推出联名系列。2023 年，公司首次与 Vans 合作，推出 LABUBU 联名鞋服系列；2024 年，小野继承该资源，与 Vans 推出联名鞋服系列；2025 年，Vans 与 Molly 合作，先后推出联名 MEGA 产品和联名鞋服系列。CLOT 是香港艺人陈冠希创立的潮牌，2023 年公司与 CLOT 合作推出 MEGA SKULLPANDA 1000% CLOT，2024 年又再次与合作推出 Hirono x CLOT 系列手办盲盒。公司与 Crocs 首次合作于 2023 年，推出了洞洞鞋 CRYBABY 智必星产品；2025 年又再次合作，推出 Crocs x SKULLPANDA 联名款。

图表59：优衣库、Vans 等知名品牌已成为公司平台化的跨界联名合作资源

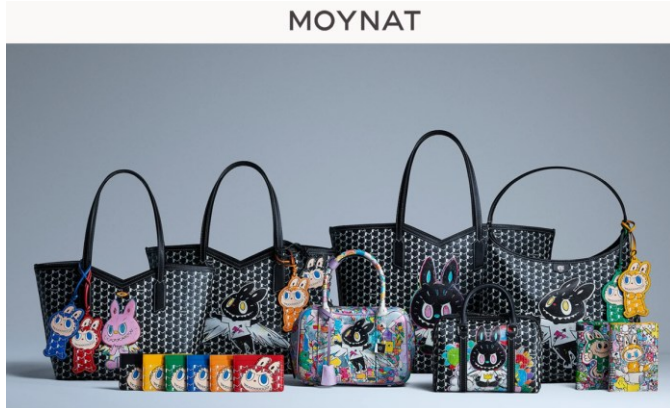


来源：泡泡玛特官方公众号、国金证券研究所

与奢侈品品牌的合作能享受其品牌效应带来的市场关注度和高附加值外溢。作为时尚行业的重要参与者，无论明星还是艺术家，能与奢侈品品牌合作是一种“地位认证”；而奢侈品品牌为实现自身销售目标，也会主动寻找符合品牌调性、具备强大消费者号召力的合作对象。公司作为消费者画像高度年轻化的品牌，与奢侈品品牌近年来重点推进的年轻战略相符。2025 年 10 月，龙家升以个人名义与 LVMH 集团旗下的箱包品牌 Moynat 推出联名系列，同年 12 月公司宣布 LVMH 大中华区总裁吴越成为董事会的新任非执行董事，未来与奢侈品品牌的合作有望强化。

图表60：龙家升与LVMH集团旗下的箱包品牌MOYNAT推出联名系列

图表61：国际影星杨紫琼为龙家升 x MOYNAT 联名系列拍摄宣传片，并登上公司旗下《play/Ground》杂志



来源：Moynat 官网、国金证券研究所



来源：LADYMAX、上海热线、国金证券研究所



3.2.2 明星资源

明星效应在形象 IP 的营销中扮演着举足轻重的作用。形象 IP 因为内容简单直观，降低了跨文化传播的壁垒，也更适应短视频时代的社媒传播。这种特点使得形象 IP 的传播高度依赖社交媒体裂变，一旦叠加明星效应形成破圈趋势，更会吸引传统媒体争相报道强化曝光，使得 IP 热度在爆发期通常呈现出非线性的增长。Hello Kitty 在本土和海外市场的 3 次爆发都与明星效应深度绑定，2024 年以来 LABUBU 的热度节节攀升，也离不开 Lisa、贝克汉姆等名人“带货”。

图表62: 2009 年 Hello Kitty 35 周年, Lady Gaga 上身 Hello Kitty 长裙



来源: 三丽鸥官网、国金证券研究所

图表63: Lisa 携 LABUBU 登上《名利场》视频



VF Lisa's Secret Obsession with POP MART | Vanity Fair
Vanity Fair · 273 万次观看 · 7 个月前

来源: 广告人干货库、国金证券研究所

我们认为，凭借 LABUBU 爆火以及海外本地化团队持续搭建，公司合作的娱乐明星资源有望升级。LABUBU 的爆火固然有一定偶然性，但若公司借此与当红娱乐明星建立合作关系、未来形成可复制的推广模式，则有望在未来的 IP 运营中获得更多主动权。根据公开信息，我们认为公司在海外的明星推广合作资源升级中。一方面，公司与索尼影业合作开发 LABUBU 电影，成为首个与好莱坞大厂合作的中国潮玩 IP，有望借助索尼影业的发行渠道扩大 LABUBU 的国际影响力。另外，从 LABUBU 谷歌趋势见顶后的运营情况来看，公司与海外明星的营销合作有较强延续性。例如，在 2025 年 10 月举办的《华尔街日报》杂志 2025 年度创新者颁奖典礼上，Billie Eilish、Hailey Bieber 等美国 Z 世代明星达人收到定制款 LABUBU 作为礼物；在 26 年 1 月举办的韩国金唱片颁奖典礼上，艺人收到公司旗下 IP 毛绒挂件定制花束，韩国明星 Jennie 在机场被目击到将 LABUBU 毛绒挂件作为包挂使用。

图表64: 25 年 10 月举办的 WSJ 2025 年度创新者颁奖典礼上，艺人收到定制款 LABUBU 礼物



来源: Instagram、国金证券研究所

图表65: 26 年 1 月举办的韩国金唱片颁奖典礼上，韩国明星 Jennie 收到公司定制花束作为礼物并使用



来源: Instagram、小红书、国金证券研究所

3.3 用户数据资产壁垒

公司新签约艺术家 IP 通常通过手办盲盒完成初次亮相。初代盲盒旨在向消费者介绍新 IP 的世界观、突出 IP 的风格特征，设计主题创意主要来自艺术家；公司 IP 运营团队负责帮助艺术家在有限的成本和技术允许范围内，将创意最



大化落地；并结合过往市场运营经验，提供丰富的设计组员和素材，积攒充分的图库资源。产品发售后，再根据销售数据和市场反馈，与艺术家协商安排后续推新频率和产品结构。

得益于商品销售以直营渠道为主，公司对用户数据和市场反馈把控能力强、响应及时。将内部产品运营和外部营销资源有针对性地投放给具备市场潜力的 IP，有助于提升整体运营效率。以公司 PDC 设计师所创作的 Zsiga 为例：Zsiga 于 2022 年推出初代手办盲盒森林漫步系列，同年公司年报中未提及该 IP。第 2 代手办盲盒列发售时间与初代盲盒相隔约 10 个月，产品受到了市场的欢迎和认可，于是时隔不到 6 个月推出该 IP 的第 3 代手办盲盒，并配合商场主题展和艺术家签售会等活动宣传造势。2024 年，Zsiga 共计推出 3 个系列的手办盲盒产品，并开始发售收藏价值更高的手办产品，IP 全年销售额破亿、达约 2.4 亿元。到 2025 年，Zsiga 产品上新频率进一步缩短至 2-3 个月/次，推出与知名 IP 爱心小熊的联名系列，产品矩阵扩充至积木、可动人偶和衍生周边等品类。

图表66: Zsiga 推出以来历年产品发售频率和产品品类结构

	2022	2023	2024	2025
产品	8月12日：森林漫步系列手办盲盒	6月8日：我们，如此可爱系列手办盲盒	1月4日：双子系列手办盲盒 5月16日：允许，这一切系列手办盲盒、守护手办、破土而出手办 9月19日：这个世界没有“大人”系列手办盲盒、惊慌的表演者手办	3月6日：沿线走的人系列手办盲盒、沿线走的人系列周边 4月17日：森林漫步系列拼装积木 6月19日：慢下来系列手办盲盒、向往之处 1/8 可动人偶、思考爱手办 9月25日：Zsiga x 爱心小熊系列手办盲盒 11月13日：收礼物的冬天系列手办盲盒、姜饼人 1/8 可动人偶
体验	2023年12月23日-2024年3月10日：Zsiga·双生双境主题展 @成都环贸 ICD 1月6日：艺术家签售会成都站 1月7日：艺术家签售会重庆站			

来源：公司官方公众号、国金证券研究所

3 大核心竞争壁垒形成飞轮效应，筑宽公司护城河。得益于过往 IP 孵化和运营的成功案例，公司在艺术家挖掘和签约方面具备更强的吸引力和议价能力；得益于汇聚了更多优秀艺术家人才，公司得以凭借更丰富、更高质量的自有 IP 集团持续吸引广泛的消费者群体；得益于广泛而多样的消费者群体，公司有望接洽更高势能的营销合作资源，进而提升“爆款”制造效率。

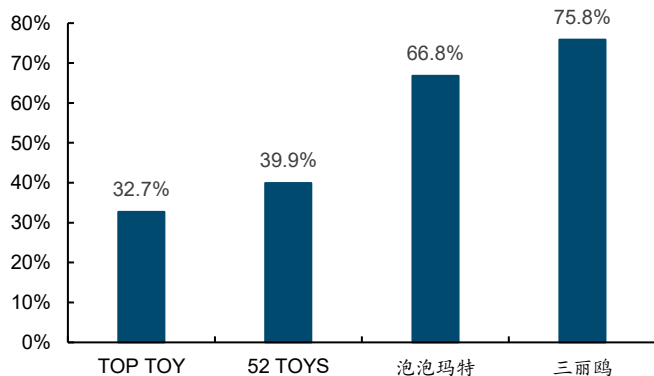
从结果上看，公司自有 IP 孵化成功率高。截至 2024 年底，公司共计拥有艺术家 IP 约 73 个；其中 13 个艺术家 IP 收入破亿，占比达约 17.81%。凭借艺术家创意、IP 持续运营、品牌与艺术家合作，公司旗下 IP 生命周期更长，经典 IP MOLLY 迎来 20 周年；单 IP 具备更高的 GMV 爆发力，例如 1H25 公司 The Monsters 单 IP 收入达约 48.14 亿元，已超过在 2013 财年时 Hello Kitty 的单 IP 收入。

更高的 IP 孵化成功率、更长的 IP 生命周期和更具爆发力的商业化高度在报表端反应为更高的整体毛利率。同业可比公司来看，2024 年公司销售毛利率达约 66.79%，高于同期 52 TOYS 的 39.9% 和 TOP TOY 的 32.7%，主因公司自有 IP 收入占比高；低于 FY2024 三丽鸥的 75.84%，主因三丽鸥更轻资产的 IP 授权业务收入占比较高。

图表67: 3大核心竞争壁垒形成飞轮效应



图表68: 更高的 IP 孵化成功率带来同业领先的毛利率





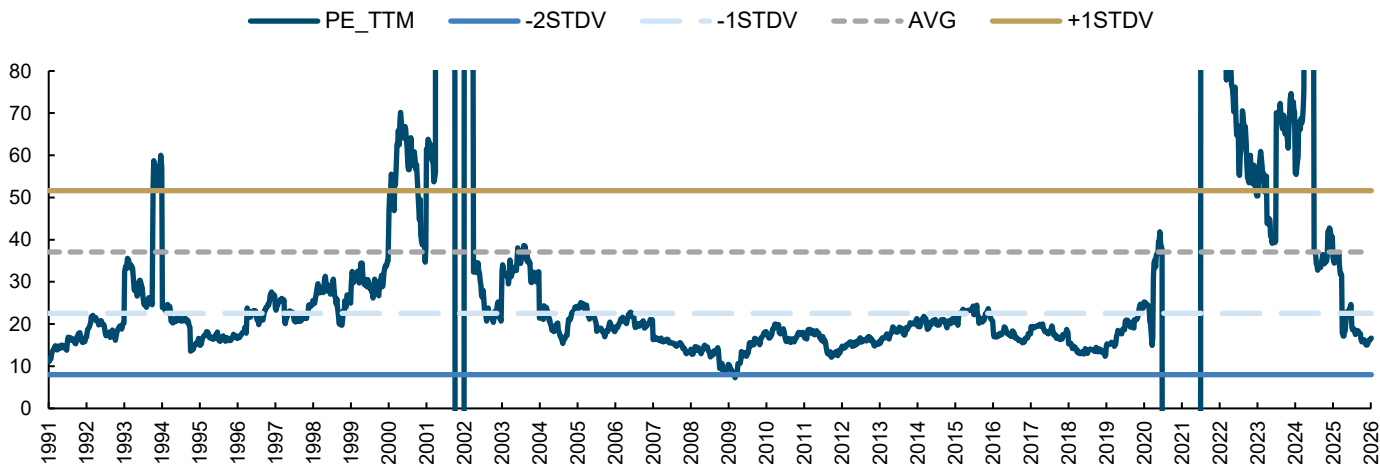
来源：国金证券研究所整理

来源：iFind、52 TPYS&TOP TOY 上市申请表、富途、国金证券研究所。注：报告期除三丽鸥为 FY2024 外，其余为 2024 年

4、何为估值安全边际？

1991 年以来，迪士尼实现盈利时期的历史静态估值总体在 10-30X PE 区间内波动；剔除因短期亏损所造成的异常值后，平均 PE 估值约 25X。期间估值底部出现在 2009 年（约 7X PE），主因 2008 年金融危机导致全球经济增速放缓、市场风险偏好降低。

图表 69：迪士尼历史 PE TTM 估值总体在 10-30 区间内浮动



来源：Bloomberg、iFind、国金证券研究所

不考虑 2020 年公共卫生事件对行业整体的冲击，迪士尼 2004 年以来的 4 次股价大幅回撤主因：

2008 年，受宏观环境影响，乐园和度假村业务因游客数量减少、平均客单价降低而收入下降，媒体业务收入因企业削减广告投放开支而下降；叠加 2009 财年推出的《机器人总动员》和《纳尼亚传奇：凯斯宾王子》家庭录像带市场表现不及上一财年推出的《加勒比海盗 3：世界的尽头》和《料理鼠王》。

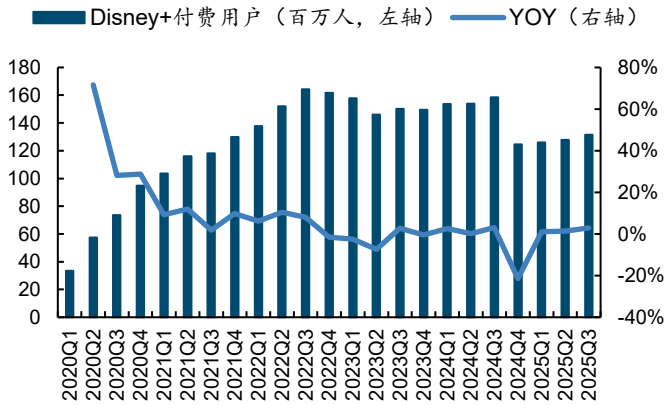
2011 年，电影《火星需要妈妈》票房失利导致影视娱乐部门收入下滑，日本自然灾害、复活节假期变动等外部不可抗力导致主题公园及度假区业务受挫，整体业绩未达市场预期。

2015 年，公司有线电视网络的业绩的主力 ESPN 体育频道年内流失 300 万付费用户，付费用户数量降至 10 年前水平，引发市场对有线电视付费用户数量持续下降的担忧。

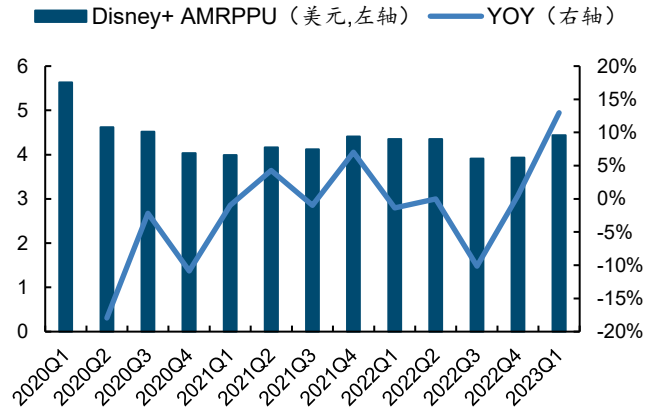
2021-2022 年，公司流媒体业务持续不及预期，股价持续下行消化前期高估值。面对公共卫生事件造成的主题乐园和影视发行业务双下行，流媒体业务成为迪士尼布局重点。时任 CEO 包正博主张靠大 IP 和海量独家内容为 Disney+ 平台吸引用户。这一策略在初期成效显著：2019 年 11 月上线的 Disney+ 平台，到 2021 第三财季已有 1.16 亿订阅用户；2020 年 12 月，包正博在投资者日活动上提出 Disney+ 要在 2024 财年末达到 2.3-2.6 亿订阅用户的目标。然而，2021 第四财季，Disney+ 订阅用户数量环比增速显著放缓，用户数量增长带来的收入不足以覆盖内容成本投入，导致公司 DTC 业务运营亏损幅度同比扩大 68%。2022 年 4 月，网飞披露一季报，期流媒体平台全球订阅用户净流失 20 万，并给出 2022 订阅用户减少 200 万的悲观指引，市场大幅下修对流媒体平台订阅用户数天花板的预期。流媒体业务收入和盈利持续不及预期，迪士尼股价从 2021 年 3 月 8 日高点 200.52 美元一路下行至 2022 年 12 月 28 日的 81.57 美元，跌幅达约 59.32%。



图表70: 3Q22起, Disney+订阅用户数量见顶



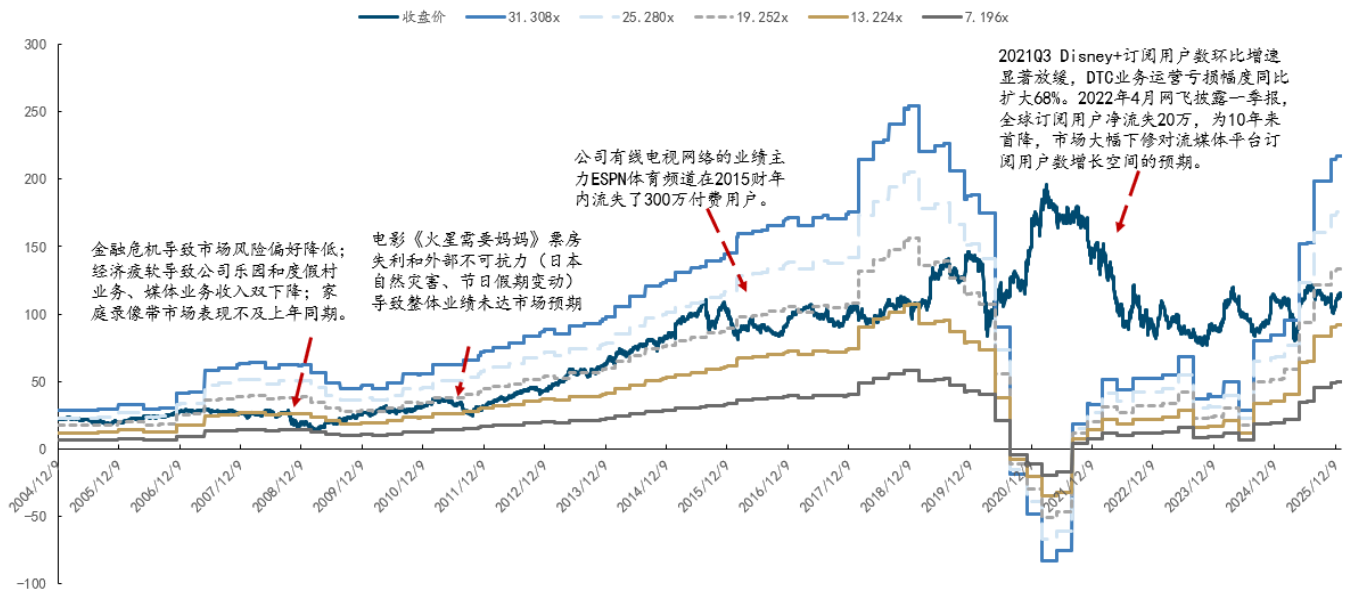
图表71: 4Q21起 Disney+ AMRPPU 连续3个季度环比下滑



来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

图表72: 迪士尼历史股价复盘

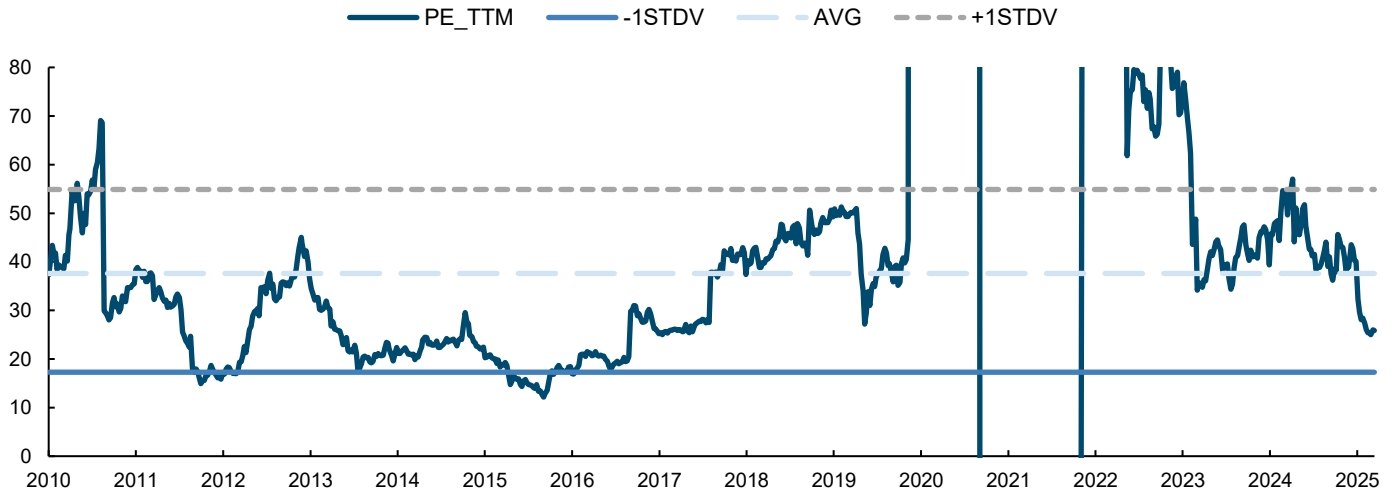


来源: Wind、国金证券研究所等

2010年以来,三丽鸥实现盈利时期的历史静态估值总体在10-40X PE 区间内波动;剔除因短期亏损所造成的异常值后,平均 PE 估值约 38X。期间估值底部出现在 2016 年,主因从 2015 财年开始,三丽鸥连续 7 个财年减收减益。



图表73：三丽鸥历史 PE TTM 估值总体在 10-40X 区间浮动



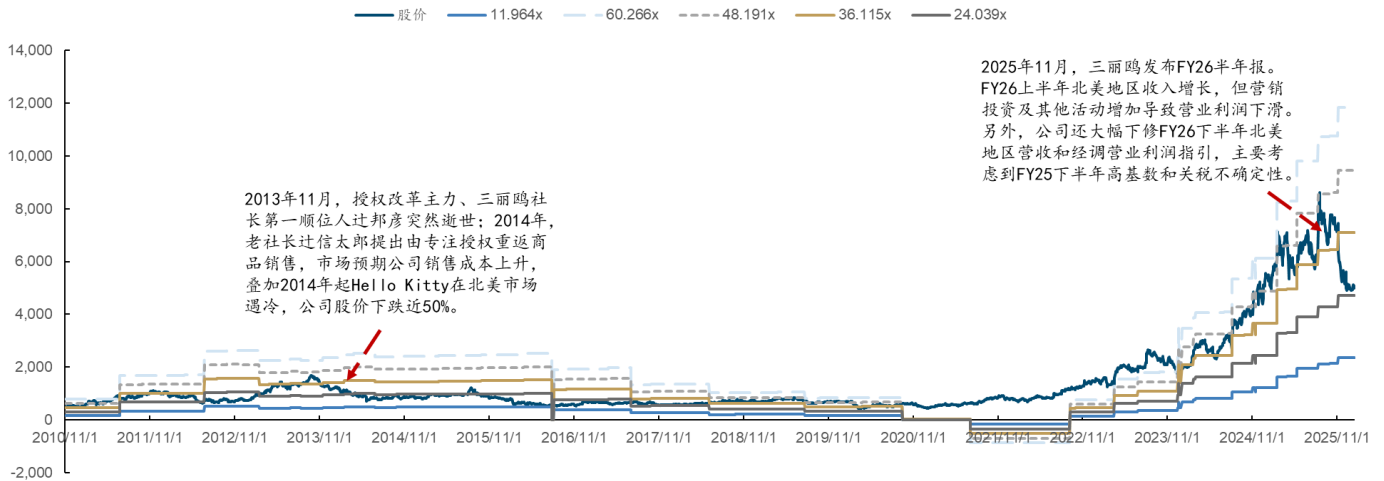
来源：Wind、国金证券研究所

不考虑 2020 年公共卫生事件对行业整体的冲击，三丽鸥 20010 年以来的 2 次股价大幅回撤主因：

2013 年，三丽鸥社长第一顺位人、授权改革主力、创始人长子辻邦彦突然逝世；2014 年，老社长辻信太郎在业绩发布会中提到将“暂缓授权厂商合作的模式，而是回归以前自家生产、自家贩卖的商业模式”，引发市场对平均销售成本抬升的预期。叠加 2014 年起 Hello Kitty 在北美面临热度下滑和市场竞争加剧，公司股价从 2013 年 9 月 27 日高点 1688.68 日元一路下行至 2014 年 5 月 22 日的 717.76 日元，最大回撤幅度达约 57.5%。

2025 年 11 月 5 日，三丽鸥发布 FY26 半年报。FY26 上半年北美地区收入增长，但营销投资及其他活动增加导致营业利润下滑。此外，公司还大幅下修 FY26 下半年北美地区营收和经调营业利润指引，主要考虑到 FY25 下半年高基数和关税不确定性。FY26 半年度业绩发布以来，三丽鸥股价从 7463 日元最低回撤至 4541 日元，跌幅达约 39.15%。

图表74：三丽鸥历史股价复盘



2013年11月，授权改革主力、三丽鸥社长第一顺位人辻邦彦突然逝世；2014年，老社长辻信太郎提出由专注授权重返商品销售，市场预期公司销售成本上升，叠加2014年起Hello Kitty在北美市场遇冷，公司股价下跌近50%。

2025年11月，三丽鸥发布FY26半年报。FY26上半年北美地区收入增长，但营销投资及其他活动增加导致营业利润下滑。另外，公司还大幅下修FY26下半年北美地区营收和经调营业利润指引，主要考虑到FY25下半年高基数和关税不确定性。

来源：Wind、国金证券研究所等

5、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

■ 中国内地市场

1) 零售店：预计 25-27 年门店新增量 68/28/16 家。考虑到门店升级、产品上新、私域运营深化等因素，预计 25-27 年平均店效增速分别为 70%/9%/6%，带动零售店收入分别增长 94%/21%/11%，预计实现营收分别为 74.16/90.02/100.06 亿元。



2) 机器人商店：机器人商店渠道拓展包括新增机器人和现有机器人点位更换，预计 25-27 年门店新增量 131/68/40 家，店铺收入主要依靠盲盒手办品类升级，因此预计店效增速略低于零售店，25-27 年收入分别增长 48%/19%/12%，预计实现营收分别为 10.36/12.37/13.82 亿元。

3) 线上渠道：2025 年，抖音商城延续高增长，其他线上渠道稳健扩容，线上增速显著加快，我们预计 25-27 年线上渠道增速分别为 104%/41%/13%，预计实现营收分别为 55.14/77.63/87.95 亿元。

4) 批发及其他渠道：主要驱动因素为 2026 年泡泡玛特城市乐园 1.5 期亮相、体验和数字娱乐等新业务落地，我们预计 25-27 年同比增速分别为 80%/20%/20%，实现营收分别为 13.47/16.16/19.39 亿元。

■ 港澳台及海外市场

1) 零售店：渠道拓展是现阶段海外市场的主要驱动因素。根据财新消息，公司计划到 2026 年底之前在美国开出 150 家门店，在欧洲、东南亚各开 60 家门店。基于开店节奏、产品上新、本地化运营以及店铺选址优化等因素，我们预计海外零售店店效 25-27 年增速分别为 120%/-5%/5%，门店新增量 100/190/76 家，带动海外零售店增长 409%/77%/24%，预计实现营收分别为 149.68/265.00/329.83 亿元。

2) 机器人商店：考虑到海外市场整体处在渠道拓张阶段，我们认为未来 3 年机器人商店门店新增量 65/60/60 家；零售门店和机器人商店点位加密，预计 25-27 年店效分别为 30%/-10%/5%，带动机器人商店收入增速分别为 127%/13%/26%，对应营收 3.03/3.41/4.31 亿元。

3) 线上渠道：随着公司线下渠道扩张和全球产能布局完善，我们预计 25-27 年营收同比增速分别为 245%/41%/46%，预计实现营收分别为 50.25/70.93/103.33 亿元。

4) 批发及其他渠道：预计 25-27 年同比增速分别为 150%/20%/20%，实现营收分别为 13.49/16.19/19.42 亿元。

图表 75：公司 25-27 年盈利预测

(百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,617	6,301	13,038	36,957	55,172	67,811
YOY	3%	36%	107%	183%	52%	20%
区域：中国内地	4,163	5,235	7,972	15,312	19,618	22,122
YOY	-3%	26%	52%	92%	28%	13%
占总营收比	90%	83%	61%	41%	36%	33%
零售店	1,691	2,479	3,828	7,416	9,002	10,006
YOY-收入	1%	47%	54%	94%	21%	11%
YOY-店效		31%	40%	70%	9%	6%
机器人商店	379	549	698	1,036	1,237	1,382
YOY-收入	-19%	45%	27%	48%	19%	12%
YOY-店效		34%	21%	41%	15%	9%
线上渠道	1,830	1,710	2,698	5,514	7,763	8,795
YOY	-2%	-7%	58%	104%	41%	13%
批发及其他	264	497	748	1,347	1,616	1,939
YOY	-14%	88%	51%	80%	20%	20%
区域：港澳台及海外	454	1,066	5,066	21,644	35,553	45,689
YOY	147%	135%	375%	327%	64%	29%
占总营收比	9.83%	16.92%	38.85%	58.57%	64.44%	67.38%
零售店	136	583	2,938	14,968	26,500	32,983
YOY-收入	4120%	330%	404%	409%	77%	24%
YOY-店效		54%	160%	120%	-5%	5%
机器人商店	15	57	133	303	341	431
YOY-收入	665%	277%	132%	127%	13%	26%
YOY-店效		48%	27%	30%	-10%	5%
线上渠道	90	156	1,455	5,025	7,093	10,333
YOY	119%	73%	834%	245%	41%	46%
批发及其他	213	270	540	1,349	1,619	1,942
YOY	55%	27%	100%	150%	20%	20%

来源：公司历年年报、国金证券研究所

毛利端：得益于公司高毛利海外渠道扩张、自有艺术家 IP 品牌势能提升、会员数量增长带来规模效应增强，以及产品结构持续高端化升级，预计公司未来 3 年毛利率逐步提升，25-27 年整体毛利率分别为 72%/73%/74%。



费用端：销售费用率方面，考虑到公司正处在海外门店扩张周期，叠加 LABUBU 3.0 自然流量回落，接续营销力度边际增强，预计 26 年销售费用率将有所提升；但 26 年公司第三方合作伙伴墨西哥工厂落地，供应链全球化布局逐渐完善，运输及物流费用有望下降。综上，预计 25-27 年销售费用率分别为 23.0%/24.3%/23.8%。管理费用率方面，公司营收规模快速增长摊低管理费用率，预计 25-27 年管理费用率维持在 6.0%。

综上，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别达 123.76/178.34/220.84 亿元，同比增长 295.98%/44.1%/23.83%。

5.2 投资建议

采取可比估值法对公司进行估值。选取全球情绪价值龙头三丽鸥、迪士尼和全球玩具行业龙头美泰、孩之宝作为可比公司，上述公司 2026 PE 中位数为 18X。

基于章节 4 的分析，三丽鸥和迪士尼历史静态估值区间在 10-40X PE 之间。我们认为公司估值基于以下 2 点应高于可比公司均值：①成长周期位置不同：不考虑短期 1-2 个季度基数影响，基于前述章节 2&3 得分析判断，公司仍处于成长早期，业绩增速高于行业平均；②国力周期位置不同：历史规律来看，一个经济实力强大的国家在其鼎盛时期，总会创造出预期经济实力相匹配的全球性流行文化。80 年代的日本是亚洲经济的领头羊，其商品因产地形象而增强吸引力，电视剧、流行音乐等文化产品在东亚和东南亚地区广泛传播。如今的中国作为亚洲乃至世界经济增长的重要引擎，商品和文化产品也开始因产地形象而产生额外吸引力，例如《经济学人》在 25 年 5 月刊登了题为“中国为何变酷了”的文章。伴随着中国国力崛起，扎根中国这一全球 TOP 2 消费市场并走向世界的公司，在广阔本土市场和强势文化输出背景下，成长斜率与胜率更高。综上，给予公司 2026 年 25X PE，目标价 359.72 港元，维持“买入”评级。

图表76：可比公司估值

公司代码	公司简称	财报货币	总市值（财报货币，亿元）	归母净利润（财报货币，亿元）					PE		归母净利润 CAGR 24A~27E
				24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
8136.T	Sanrio	JPY	12,073	417.00	511	588	666	29	24	21	16.9%
DIS.N	迪士尼	USD	2,008	45.12	111	105	116	44	18	19	37.2%
HAS.O	孩之宝	USD	125	3.86	-4	7	8	32		17	27.8%
MAT.O	美泰	USD	65	5.42	5	5	6	12	14	12	1.8%
	平均值							29	19	17	20.9%
	中位数							31	18	18	22.4%
9992.HK	泡泡玛特	CNY	2,764	31.25	123.76	173.73	226.85	21	14	11	93.6%

来源：iFind、Bloomberg、国金证券研究所。注：三丽鸥、迪士尼、美泰、孩之宝盈利预测均来自彭博一致预期，日期截至 2025/1/22



6、风险提示

- **人民币汇率波动风险：**公司海外收入占比持续提升，人民币汇率波动可能造成汇兑损益扩大。
- **新品&新业务市场反响不及预期：**公司业绩受旗下 IP 人气和市场趋势影响，具备不确定性，可能造成市场竞争加剧、单一 IP 过度依赖、存货周转效率下降、核心人才流失等风险。公司现阶段以商品销售为主业，在 IP 内容产品的孵化和运营方面经验积累不及 IP 商品开发，新业务市场反响或不及预期。
- **海外市场拓展不及预期：**公司商品销售业务拓展海外市场可能面临文化适配阻力和成本控制难题，海外开店节奏和店效增速或不及预期。
- **消费需求不及预期：**“Kidult”潮流周期性出现在宏观不确定性带来现实压力时。若消费者喜好发生变迁，可能导致潮玩行业消费需求不及预期的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,617	6,301	13,038	36,957	55,104	67,735
增长率	2.8%	36.5%	106.9%	183.5%	49.1%	22.9%
主营业务成本	1,963	2,437	4,330	10,336	16,019	18,451
%销售收入	42.5%	38.7%	33.2%	28.0%	29.1%	27.2%
毛利	2,655	3,864	8,708	26,621	39,084	49,285
%销售收入	57.5%	61.3%	66.8%	72.0%	70.9%	72.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,471	2,005	3,650	8,500	13,390	16,121
%销售收入	31.9%	31.8%	28.0%	23.0%	24.3%	23.8%
管理费用	686	707	947	2,217	3,306	4,064
%销售收入	14.9%	11.2%	7.3%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	610	1,264	4,202	16,037	22,523	29,137
%销售收入	13.2%	20.1%	32.2%	43.4%	40.9%	43.0%
财务费用	-29	-152	-163	-364	-503	-934
%销售收入	-0.6%	-2.4%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-1.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	498	1,152	4,110	15,944	22,428	29,100
营业利润率	10.8%	18.3%	31.5%	43.1%	40.7%	43.0%
营业外收支						
税前利润	640	1,416	4,366	16,401	23,026	30,071
利润率	13.9%	22.5%	33.5%	44.4%	41.8%	44.4%
所得税	164	327	1,057	3,772	5,319	6,946
所得税率	25.6%	23.1%	24.2%	23.0%	23.1%	23.1%
净利润	476	1,089	3,308	12,629	17,707	23,124
少数股东损益	0	6	183	253	354	462
归属于母公司的净利润	476	1,082	3,125	12,376	17,353	22,662
净利率	10.3%	17.2%	24.0%	33.5%	31.5%	33.5%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	476	1,082	3,125	12,376	17,353	22,662
少数股东损益	0	6	183	253	354	462
非现金支出	-77	101	720	148	229	378
非经营收益						
营运资金变动	-113	139	246	-7,371	-2,886	-1,405
经营活动现金净流	891	1,991	4,954	5,184	14,741	21,681
资本开支	-348	-392	-517	-250	-210	-210
投资	-4,362	610	502	-20	-20	-5
其他	11	16	23	304	96	37
投资活动现金净流	-4,698	234	9	34	-134	-178
股权募资	-634	-334	-78	0	0	0
债权募资	-323	-385	-520	-700	-600	-600
其他	-220	-123	-360	-200	-249	-262
筹资活动现金净流	-1,177	-842	-959	-900	-849	-862
现金净流量	-4,579	1,393	4,031	4,325	13,765	20,648

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	685	2,078	6,109	10,434	24,200	44,848
应收款项	681	789	1,054	2,998	4,316	5,306
存货	867	905	1,525	3,503	5,429	6,304
其他流动资产	4,382	3,912	3,548	12,023	15,645	17,747
流动资产	6,616	7,683	12,236	28,957	49,590	74,205
%总资产	77.1%	77.1%	82.3%	90.5%	93.9%	95.6%
长期投资	83	107	137	142	147	152
固定资产	449	653	739	864	969	1,074
%总资产	5.2%	6.6%	5.0%	2.7%	1.8%	1.4%
无形资产	848	842	1,063	1,158	1,217	1,275
非流动资产	1,965	2,285	2,635	3,052	3,237	3,405
%总资产	22.9%	22.9%	17.7%	9.5%	6.1%	4.4%
资产总计	8,580	9,969	14,871	32,009	52,827	77,609
短期借款	0	15	0	0	0	0
应付款项	259	445	1,010	2,297	3,560	4,100
其他流动负债	872	1,273	2,360	6,098	8,817	10,838
流动负债	1,131	1,733	3,370	8,395	12,377	14,938
长期贷款	0	0	0	-700	-1,300	-1,900
其他长期负债	484	455	616	1,004	1,004	1,004
负债	1,615	2,188	3,986	8,699	12,080	14,042
普通股股东权益	6,963	7,770	10,684	22,857	39,939	62,297
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	6,891	7,447	10,206	22,389	39,481	61,850
少数股东权益	2	10	201	454	808	1,270
负债股东权益合计	8,580	9,969	14,871	32,009	52,827	77,609

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.35	0.81	2.36	9.23	12.94	16.89
每股净资产	5.04	5.76	7.96	17.04	29.77	46.44
每股经营现金净流	0.65	1.48	3.69	3.86	10.99	16.16
每股股利	0.09	0.28	0.81	0.50	0.50	0.50
回报率						
净资产收益率	6.83%	13.93%	29.26%	54.15%	43.45%	36.38%
总资产收益率	5.54%	10.86%	21.02%	38.66%	32.85%	29.20%
投入资本收益率	6.52%	12.47%	29.26%	54.62%	43.91%	36.33%
增长率						
主营业务收入增长率	2.82%	36.46%	106.92%	183.46%	49.10%	22.92%
EBIT 增长率	-47.55%	107.05%	232.51%	281.62%	40.44%	29.36%
净利润增长率	-44.32%	127.55%	188.77%	295.98%	40.21%	30.59%
总资产增长率	3.08%	16.19%	49.17%	115.25%	65.04%	46.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	14.7	11.0	8.8	10.4	10.9
存货周转天数	151.8	130.9	101.0	87.6	100.4	114.5
应付账款周转天数	48.2	52.0	60.5	57.6	65.8	74.7
固定资产周转天数	31.8	31.5	19.2	7.8	6.0	5.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.07%	-20.77%	-50.57%	-43.51%	-60.15%	-71.98%
EBIT 利息保障倍数	15.8	39.1	85.8	-1,527.4	-750.8	-607.0
资产负债率	18.82%	21.95%	26.80%	27.18%	22.87%	18.09%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究