

IP 多极发展，产能与门店持续扩张，中期增长点清晰

核心观点

作为全球稀缺的潮流 IP 平台，我们认为泡泡玛特中期有清晰的业绩增长点，抛开短期第三方高频数据，我们持续看好公司。

2026 年及中期的核心增量来自：**1) IP 层面**，已成一超多强的 IP 格局，头部 Labubu 影响力稳定，星星人+Crybaby 等次新 IP 驱动高增，同时 Polar、Merodi、KeyA 等差异风格的新 IP 有望再造增长极；**2) 产能层面**，我们预估毛绒品类 2026 平均单月产能为 25 年的 5 倍以上，供应链和物流更加灵活；**3) 开店层面**，类似 2019~2021 年的国内市场，开店空间仍大，美国欧洲等核心市场门店密度显著低于乐高成熟消费品牌，南美中东也具备拓展潜力；**4) 拓品类层面**，期待多尺寸纯毛绒、迷你 BJD 等品类打开新的社交场景，拓宽 IP 广度。

重要财务指标

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入						
(百万	4,617	6,301	13,038	39,866	52,000	61,588
元)						
增长率(%)	2.8%	36.5%	106.9%	205.8%	30.4%	18.4%
Non-GAAP						
净利润						
(百万	574	1,191	3,403	13,478	17,679	21,719
元)						
增长率(%)	-42.8%	107.6%	185.9%	296.0%	31.2%	22.8%
Non-GAAP						
净利率(%)	12.4%	18.9%	26.1%	33.8%	34.0%	35.3%
EPS(摊薄/						
元)	0.43	0.89	2.53	10.04	13.16	16.17
P/E(倍)	472.6	227.7	79.7	21.0	16.0	13.0

资料来源: iFinD, 中信建投证券

泡泡玛特(9992.HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期: 2026 年 02 月 08 日

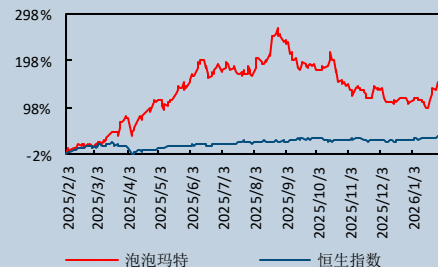
当前股价: 243.20 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	20.62/16.15	2.17/-1.19	140.85/108.46
12 月最高/最低价 (港元)			335.40/92.65
总股本 (万股)			134,154.32
流通 H 股 (万股)			134,154.32
总市值 (亿港元)			3,037.25
流通市值 (亿港元)			3,036.12
近 3 月日均成交量 (万)			1389.84
主要股东			
GWF Holding Limited			41.78%

股价表现



相关研究报告

25.08.23	【中信建投传媒】泡泡玛特(9992):1H25 点评:看好 Mini 品类拓场景、明星 IP 拓人群、海外渗透率提升
25.07.08	【中信建投传媒】泡泡玛特(9992):四问四答:补货、IP 周期、海外拓展、国内市场

目录

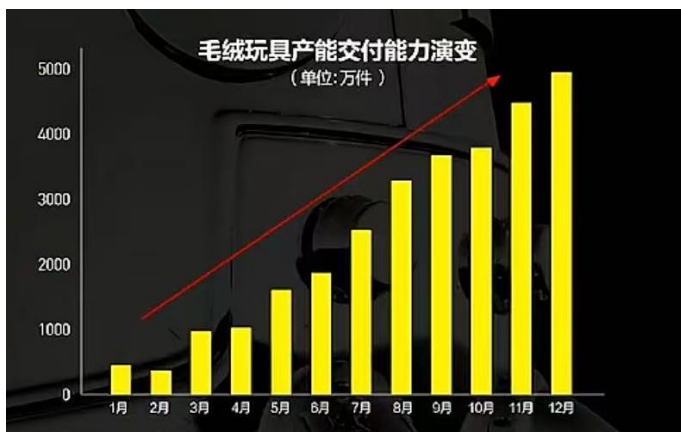
动态信息评述.....	1
风险分析.....	5

动态信息评述

1、IP 升量：头部 IP 稳态向上，二线 IP 接力放量。我们认为，2026 年公司 IP 端有望延续“头部稳住，二线抬升”的增长态势。其中，LABUBU 作为头部 IP 虽已具备较高基数，但在产能数倍扩张，物流及海外零售体系改善的支撑下，全年表现具备继续增长的潜力。同时，星星人、Crybaby，甚至通过近期敲敲系列再度走红的 PUCKY 等二线 IP 的起势，也为整体 IP 矩阵贡献增长。

1) 头部 IP LABUBU：高基数下仍具增长底气。尽管 LABUBU 在 2025 年已实现较高放量，但我们认为其 2026 年收入具备继续增长的基础，核心支撑来自：① Labubu 持续稳定的全球影响力；② 产能的数倍扩张；③ 海外供应链与物流履约能力的系统性改善。从产能端看，LABUBU 在 2025 年的放量呈现逐月环比爬坡。2025 年受产能限制，公司难以完全满足市场需求。根据公司 1H25 财报电话会，2025 年初，单月毛绒产能不到 1000 万件，随着全年产能逐步提升，到 12 月已达到接近 5,000 万件的水平，能够充分满足市场潜在需求。进入 2026 年，公司开年即具备这一高产能基础，实现潜在增长的充分释放。

图表1：公司 2025 年中期业绩发布会 迅速提升产能响应市场需求



资料来源：泡泡玛特 25 年中报业绩电话会展示材料，中信建投证券

2) 潜力 IP 接力：星星人起势明显，产品创新持续得到验证。除头部 IP 外，我们认为二线 IP 的成长正在成为不可忽视的增量来源。以星星人为例，其 Q1 最新一代“怦然心动”系列销量表现明显超出历代，春节前后推出的新品预计将对 Q1 整体增长形成有效拉动。根据抖音数据，星星人最新系列毛绒+手办在抖音首发销量已超过 15 万件，热度不仅显著高于前几代产品，且呈现出逐步追赶、局部接近 LABUBU 的趋势。考虑到星星人仍处于 IP 成长中期阶段，其后续放量潜力不容忽视。

同时，公司在产品创新层面的持续输出亦得到验证。PUCKY“敲敲”系列通过在毛绒盲盒中内置拟木鱼发声装置，实现了从单一包挂展示向互动体验的延展，显示 IP 玩法仍具创新空间。此外，SKULLPANDA×小马宝莉系列将于 2 月 5 日发布，其 INS 账号点赞数目前已超过 LABUBU 3.0，反映联名 IP 在情绪价值与传播层面具备较强爆发力。

从整体销售表现看，根据蝉妈妈统计，2026年1月泡泡玛特抖音直播间销售额环比增长88%，同比增长173%。在IP放量与产品创新共振下，我们预计Q1国内市场有望延续较高增长水平。

图2：泡泡玛特抖音渠道销售额，26年1月同环比增长（单位：万元人民币）



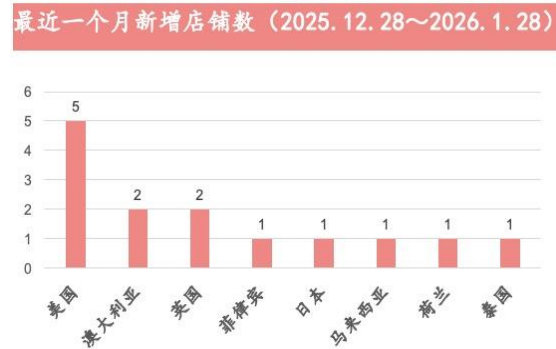
资料来源：蝉妈妈（与财报口径不同，仅供参考），中信建投证券

2、海外门店仍处于稳定扩张阶段，整体开店空间充足。从发展阶段看，我们认为当前海外开店状态类似2019–2020年的国内市场，仍处于由“早期布局”向“规模化扩张”过渡的阶段，门店密度和覆盖率均有较大提升空间。尤其是在美国市场，公司目前门店数量为66家，对比海外成熟消费品牌仍明显偏低：乐高在美国约120家门店，Lululemon约475家。横向对比下，公司在美国市场的门店数量仍处于较低水平，后续具备持续扩张的客观空间。整体来看，在海外品牌认知度逐步提升、核心市场门店模型逐渐跑通的背景下，公司海外门店扩张仍具备较强持续性，短期维持稳定开店节奏，中长期有望通过提升门店密度持续驱动海外收入增长。

根据草根统计，截至1月28日，公司海外门店总数已达187家（vs 25年半年报公司披露128家），其中美国66家、英国15家、法国9家，海外门店网络持续完善。近1个月内，公司海外新增门店14家，其中美国新增5家、澳大利亚新增2家、英国新增2家，其余分布于欧洲及亚太地区，显示公司海外扩张节奏仍在延续。

图表3：海外门店数量统计（1月28日）

地区		海外门店数量统计（1月28日）			
		店铺数量		店铺数量占比	
		国家	地区合计	国家	地区合计
北美	美国	64	66	34.22%	35.29%
	加拿大	2		1.07%	
东南亚	泰国	16	51	8.56%	27.27%
	新加坡	10		5.35%	
	马来西亚	9		4.81%	
	印度尼西亚	9		4.81%	
	越南	5		2.67%	
	菲律宾	2		1.07%	
日韩	日本	11	20	5.88%	10.70%
	韩国	9		4.81%	
欧洲	英国	15	32	8.02%	17.11%
	法国	9		4.81%	
	西班牙	2		1.07%	
	荷兰	2		1.07%	
	意大利	2		1.07%	
	丹麦	1		0.53%	
	德国	1		0.53%	
澳洲	澳大利亚	15	17	8.02%	9.09%
	新西兰	2		1.07%	
中东	卡塔尔	1	1	0.53%	0.53%
合计		187	187	100%	100%

图表4：最近一个月新增店铺数


资料来源：泡泡玛特公众号和官网，泡泡玛特官方 Ins 账号、谷歌地图，中信建投

3、拓品类尝试：新 IP 叠加新品类，有望打开更广阔使用场景。我们认为，2026 年公司在新品类方向的持续推进，将为新 IP 的放量提供重要土壤，其中 KeyA 及迷你 BJD 相关产品具备跑出的可能性。

从 IP 风格看，KeyA 以“机械少女”为核心美学，区别于公司现有偏治愈、可爱风格的 IP 矩阵，在审美与人群覆盖上形成补充。该风格在年轻消费者中具备较强辨识度，也更契合当前潮流文化中对个性与态度表达的需求。

从品类演进看，公司最早走红的产品以 PVC 手办为主，使用场景相对集中，主要用于居家陈列。随着消费趋势变化，毛绒、包挂等品类逐步成为主流，产品从“展示型”向“随身型”迁移，显著打开新的使用场景与社交话题度。在此基础上，公司计划于今年推出迷你 BJD 产品，进一步延展 IP 的表达方式。

迷你 BJD 具备关节可动的特点，可被设定在不同生活与情绪场景中，增强互动性与代入感；同时产品体量小型化，更适合随身携带或搭配使用，有助于提升复购与用户黏性。从更长期视角看，这一产品形态具备向可换装、可场景化方向演进的潜力，未来不排除形成类似芭比的可持续 IP 路径。

4、年度关键事件节奏：公司 2 月将举行年度年会，3 月发布年报及业绩指引，4 月披露一季度经营情况并发售 LABUBU 4.0 系列，全年还将推出新品 IP KeyA 及迷你 BJD。

投资建议：近期公司连续实施股份回购，释放管理层对公司中长期发展的信心。考虑公司作为全球稀缺的头部潮玩 IP 运营平台，在 IP 孵化、产品创新及全球化拓展方面具备显著竞争优势，我们认为当前估值水平已明显偏离其长期成长属性。具体来看，2026 年及中期的核心增量来自：1）IP 层面，已成一超多强的 IP 格局，头部 Labubu 影响力稳定，星星人+Crybaby 等次新 IP 驱动高增，同时 Polar、Merodi、KeyA 等差异风格的新 IP 有望再造增长极；2）产能层面，我们预估毛绒品类 2026 平均单月产能为 25 年的 5 倍以上，供应链和物流更加

灵活；3) 开店层面，类似 2019~2021 年的国内市场，开店空间仍大，美国欧洲具备潜力；4) 拓品类层面，期待多尺寸纯毛绒、迷你 BJD 等品类打开新的使用场景。

我们预估 2025~2027 年公司实现收入 398.7 亿、520.0 亿、615.9 亿，同比增长 205.8%、30.4%、18.4%，实现调整后净利润 134.8 亿、176.8 亿、217.2 亿，同比增长 296.0%、31.2%、22.8%，最新市值对应 PE 估值为 21.0x、16.0x、13.0x，给予推荐。

风险分析

盲盒经营管理政策的风险、海外市场政策监管的风险、未成年人盲盒购买限制政策的风险、二级市场炒作致价格体系失序的风险、消费者需求不充分的风险、新系列上线节奏不及预期的风险、新系列销量不及预期的风险、核心会员流失的风险、会员人数增长不及预期的风险、公司产品影响力下降的风险、IP 生命周期的风险、头部 IP 影响力下滑的风险、第三方 IP 发生版权纠纷的风险、新品被抄袭的风险、重点单品发行或运营失误风险、行业竞争激烈、核心人才流失风险、线上线下渠道开拓不及预期。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI应用、潮流玩具等

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk