

泡泡玛特 (09992.HK)

买入 (首次评级)

把握潮玩核心环节，泡泡玛特后势仍可期

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	13038	37120	44804	52594	60746
YoY(%)	106.92	184.71	20.70	17.39	15.50
归母净利润 (百万元)	3125	12776	15240	17910	20710
YoY(%)	188.77	308.76	19.29	17.52	15.63
ROE(%)	29.26	57.35	42.70	34.81	29.72
EPS(摊薄/元)	2.33	9.53	11.36	13.36	15.44
P/E(倍)	57.92	14.17	11.88	10.11	8.74
P/B(倍)	16.94	8.13	5.07	3.52	2.60

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

泡泡玛特：领先的潮流文化娱乐公司，2025 年业绩实现高速增长。以 IP 为核心，公司构建覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台，孵化及开发了 MOLLY、SKULLPANDA、DIMOO、THE MONSTERS、Hirono 等知名 IP。2025 年公司收入 371.20 亿元，同比+184.7%，经调整净利润 130.84 亿元，同比+284.5%。

潮玩行业：蓝海市场空间广阔，内容及营销为重。“潮流玩具”指巧妙融合了潮流文化及内容的玩具，亦可理解为 IP 玩具，以 GMV 计算，2024 年全球 IP 玩具市场规模达到 5251 亿元，2020-2024 年复合增长 9.02%；中国 IP 玩具市场规模由 2020 年的 486 亿元增长至 2024 年的 756 亿元，复合增长 11.68%。**1) IP 内容及营销为重，可产生附加值。**产业链来看，上游 IP 内容相关的产业链环节、中游的消费者分析&研发&产品设计&IP 及品牌宣传、下游的销售具有相对较高的附加值。2024 年主要从事生产的德林国际毛利率仅为 23.01%，同期其他四家兼具上游 IP 内容企业的平均毛利率为 48.00%。**2) 为什么潮玩市场能够蓬勃发展？如何看待持续性？**当前中国 IP 玩具市场仍处在发展初期，参考玩具逐渐成为日本成年人的爱好和自我表达的方式，2024 年日本玩具市场规模达到 1.1 万亿日元，同比+7.9%；日本“单人户”家庭平均在玩具上花费 14498 日元，较 2014 年增长 3.5 倍，甚至高于有至少一名儿童的多人家庭在玩具上的平均支出。

复盘国内发展，泡泡玛特构建持续成长能力。1) IP 运营与创意设计筑底，有效平滑周期性。公司积极寻求艺术家合作，搭建了丰富的 IP 矩阵，2025 年艺术家 IP 收入 334.06 亿元，占比 90.0%，共有 17 个艺术家 IP 收入过亿。从单个 IP 的生命周期来看，通过系列迭代、差异化运营延长 IP 生命周期，THE MONSTERS 相关产品在热度峰值前经历了多种产品、多个系列的迭代，并通过线下活动、商品跨界等进一步延续热度。**2) IP 矩阵构建及差异化运营，奠定发展持续性。**IP 矩阵的构建，有效通过多个 IP 之间的热度互补，实现了整体热度的维持，以抖音指数为例，2024 年下半年开始 LABUBU 的热度逐步与 MOLLY 拉平，后续甚至逐步反超 2025 年下半年星星人 IP 快速成长，其热度逐步赶超 LABUBU。

为什么海外市场有望成功？公司获得海外市场的亮眼成绩，一方面得益于 IP 相关内容在情感与情绪上的共通，另一方面也离不开公司全球化运营、地区差异化运营的协同。2025 年公司亚太、美洲、欧洲及其他地区收入 80.11、68.06、14.51 亿

股票信息

行业	传媒
2026 年 06 月 05 日收盘价 (港元)	176.40
总市值 (百万港元)	234,915.96
流通市值 (百万港元)	234,915.96
总股本 (百万股)	1,331.72
流通股本 (百万股)	1,331.72
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4,040.61

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgs.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgs.com

相关研究

元，同比+157.6%、+748.4%、+506.3%，中国地区收入占比来已经从 2024 年的 68.16%下降至 2025 年的 56.17%。截至 2025 年年末，公司在亚太、美洲、欧洲及其他地区的零售店数量已经分别达到了 85、64、36 间，线上来看，公司依托于自研 APP、官方网站、Shopee 和其他线上渠道深化亚洲市场运营，通过自研 APP 及官方网站、TikTok 平台和其他线上渠道深耕美洲市场，通过自研 APP 及官方网站加深欧洲及其他地区的本地化布局。

盈利预测及投资建议：公司凭借强大的 IP 孵化与运营能力，深耕潮玩行业，同时进一步加快出海步伐，有望延续自身的成长性。我们选取行业上市公司作为公司可比公司，主要为港股的布鲁可，2026 年 PE 估值为 14.2X。我们看好公司的发展，预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 152.40 亿元、179.10 亿元、207.10 亿元，对应 PE 11.9X、10.1X、8.7X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，海外扩张不及预期，市场竞争加剧的影响，艺术家合作意愿不可持续的风险。

内容目录

1. 泡泡玛特：领先的潮流文化娱乐公司，业绩实现高速增长.....	5
2. 潮玩行业：蓝海市场空间广阔，内容及营销为重	7
2.1. 什么是“潮玩”及 IP 衍生品？市场规模几何？	7
2.2. IP 内容及营销为重，可产生附加值	9
2.3. 为什么潮玩市场能够蓬勃发展？如何看待持续性？	13
3. 复盘国内发展，泡泡玛特构建持续成长能力	15
3.1. IP 运营与创意设计筑底，有效平滑周期性	15
3.2. IP 矩阵构建及差异化运营，奠定发展持续性	22
4. 为什么海外市场有望成功？	24
5. 盈利预测及投资建议	26
6. 风险提示	27

图表目录

图表 1： 泡泡玛特旗下部分 IP	5
图表 2： 泡泡玛特收入及同比增速	5
图表 3： 泡泡玛特经调整后净利润及同比增速	5
图表 4： 泡泡玛特分渠道收入（百万元人民币）	6
图表 5： 泡泡玛特分渠道收入同比增速（%）	6
图表 6： 泡泡玛特分产品品类收入（百万元人民币）	7
图表 7： 泡泡玛特分产品品类收入同比增速（%）	7
图表 8： 全球 IP 衍生品市场规模（GMV 口径，亿元人民币）	8
图表 9： 多国 IP 衍生品市场规模复合增速（GMV 口径，%）	8
图表 10： 全球 IP 玩具市场规模（GMV 口径，亿元人民币）	8
图表 11： 多国 IP 玩具市场规模复合增速（GMV 口径，%）	8
图表 12： IP 衍生品行业产业链.....	9
图表 13： “微笑曲线”理论	10
图表 14： 三丽鸥 FY2025 分业务营业利润率	10
图表 15： 全球最赚钱 IP 榜单（TOP20）（截至 2026 年 2 月）	11
图表 16： IP 玩具的主要类型和定义	11
图表 17： 以 GMV 计中国不同品类 IP 玩具市场规模占比.....	12
图表 18： 以 GMV 计中国不同品类 IP 玩具市场规模同比增速	12
图表 19： 2024 年中国 IP 玩具按 GMV 计市场份额.....	12
图表 20： 多家玩具公司毛利率	13
图表 21： 日本玩具销售规模及 0-14 岁人口占比.....	14
图表 22： 2024 年中美日人均 IP 玩具支出	15
图表 23： 泡泡玛特部分合作艺术家 IP.....	16
图表 24： 泡泡玛特部分合作品牌 IP	17

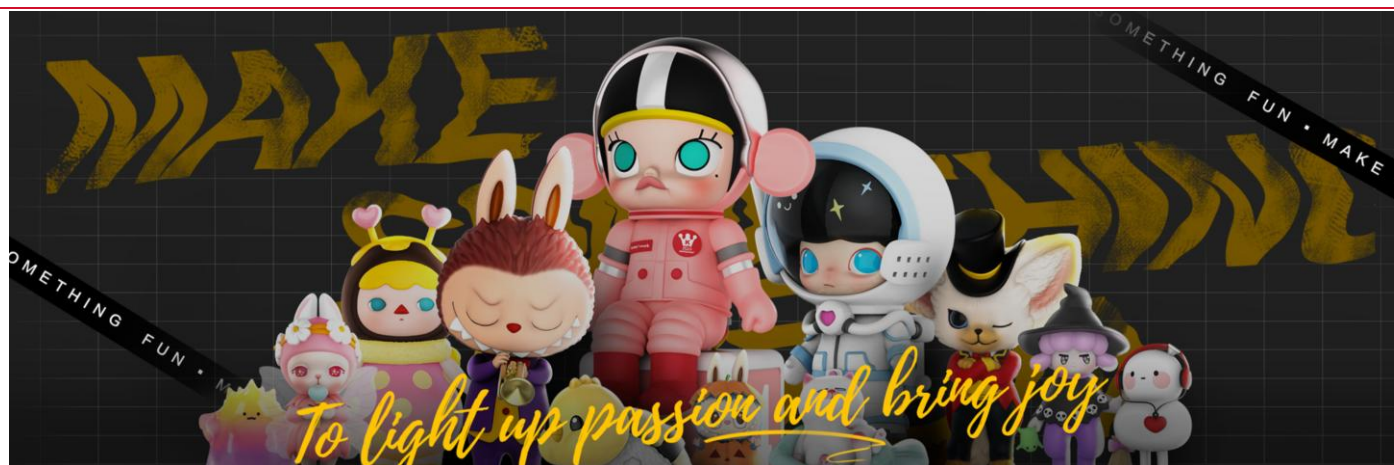
图表 25: 泡泡玛特部分热门 IP 产品收入 (百万元人民币)	17
图表 26: 泡泡玛特部分热门 IP 产品收入同比增速 (%)	17
图表 27: THE MONSTERS 部分系列产品.....	18
图表 28: LABUBU 抖音指数以及 LABUBU 搪胶产品上新时间	19
图表 29: LABUBU 互换需求帖子.....	20
图表 30: 潮玩二手交易平台	20
图表 31: 泡泡玛特受邀参与梅西百货大游行.....	21
图表 32: 泡泡玛特城市乐园	21
图表 33: THE MONSTERS×三丽鸥家族系列搪胶毛绒挂件盲盒	21
图表 34: popop 旗下珠宝产品	21
图表 35: 泡泡玛特旗下部分 IP 抖音指数-关键词综合指数 (2024 年 7 月至 2026 年 4 月)	22
图表 36: 泡泡玛特旗下部分 IP 抖音指数-关键词综合指数 (2024 年 4 月至 2024 年 10 月)	23
图表 37: 泡泡玛特旗下部分 IP 抖音指数-关键词综合指数 (2025 年 7 月至 2026 年 4 月)	23
图表 38: 泡泡玛特分地区收入及增速	24
图表 39: 泡泡玛特分地区收入占比.....	24
图表 40: 泡泡玛特海外分地区、分渠道收入.....	25
图表 41: 2025 年中国消费者购买潮玩时优先考虑因素	25
图表 42: 泡泡玛特收入拆分及盈利预测.....	27
图表 43: 可比公司估值情况	27

1. 泡泡玛特：领先的潮流文化娱乐公司，业绩实现高速增长

泡泡玛特已成为中国领先的潮流文化娱乐公司。公司成立于 2010 年并于 2020 年正式在港交所上市，泡泡玛特以 IP 为核心，为全球创作者打造了全链路创意孵化与运营平台，给消费者提供令人心动的产品、服务及美好的娱乐体验。具体业务布局来看，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，构建覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。目前公司孵化及开发了 MOLLY、SKULLPANDA、DIMOO、THE MONSTERS、Hirono 等知名 IP。

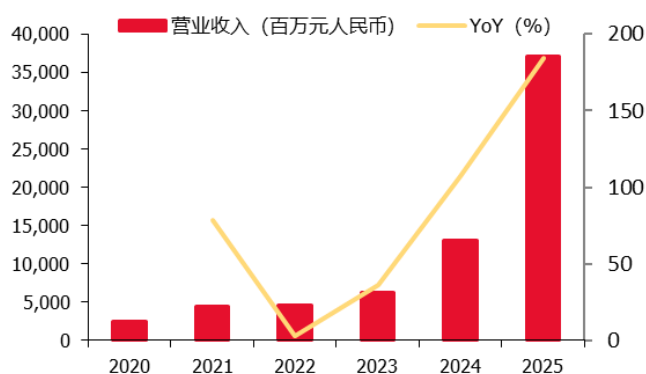
根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，截至 2025 年公司实现收入 371.20 亿元，同比+184.7%，经调整净利润 130.84 亿元，同比+284.5%。

图表1：泡泡玛特旗下部分 IP



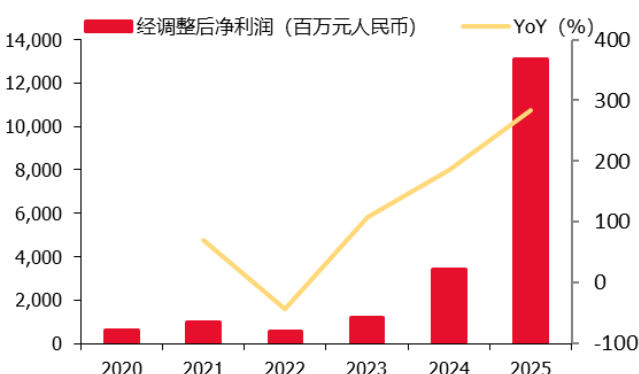
资料来源：泡泡玛特官网，长城证券产业金融研究院

图表2：泡泡玛特收入及同比增速



资料来源：ifind，泡泡玛特 2020-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表3：泡泡玛特经调整后净利润及同比增速



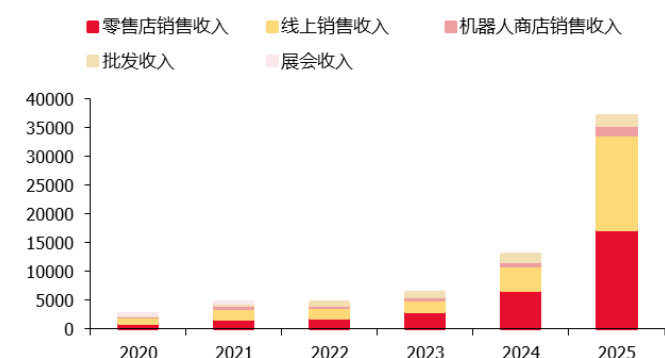
资料来源：ifind，泡泡玛特 2020-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

全渠道、全球化，泡泡玛特致力于有效触达消费者。公司已经布局了较为完善的线上及线下渠道铺设，线下渠道主要包括门店、机器人商店，线上渠道则是以官网、自研 APP、

抽盒机、内容电商、平台电商旗舰店等其他第三方电商平台运营为主。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，截至 2025 年 12 月 31 日，公司已经在全球 20 个国家运营 630 家门店、2637 台机器人商店，另外持续完善以自研 APP 和官网为核心、主流电商平台全覆盖的线上渠道体系，强化品牌直接触达用户的能力，提升运营效率与消费者体验。2025 年公司零售店销售、线上销售、机器人商店销售、批发收入分别为 172.54、164.34、16.89、17.42 亿元，分别同比+155.02%、+295.73%、+103.19%、+35.31%。

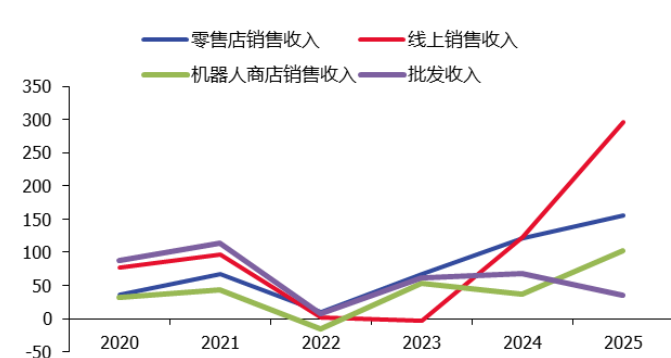
根据泡泡玛特 2025 年截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，从全球化进程来看，2025 年公司在德国、丹麦、加拿大和菲律宾开设了首家线下门店，进一步拓展国际市场，同时在曼谷、上海、悉尼等全球核心城市的地标商业体开设旗舰店，通过旗舰店让更多消费者在本地直接、沉浸地感受到泡泡玛特带来的想象力、情绪共鸣和艺术美感。2025 年公司中国、亚太、美洲、欧洲及其他地区的收入分别为 208.52、80.11、68.06、14.51 亿元，分别同比+134.6%、+157.6%、+748.4%、+506.3%。

图表4：泡泡玛特分渠道收入（百万元人民币）



资料来源：ifind，泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

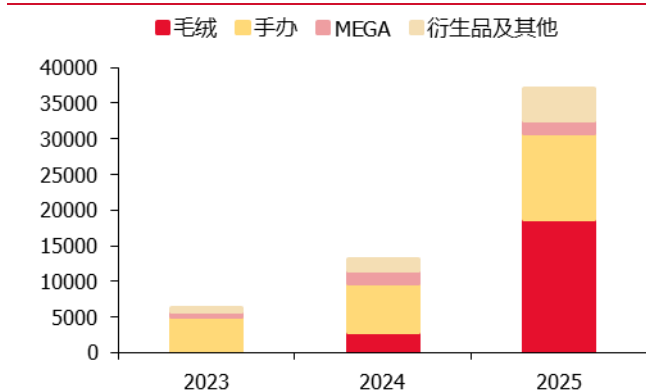
图表5：泡泡玛特分渠道收入同比增速（%）



资料来源：ifind，泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

产品形态来看，手办仍是核心产品，毛绒类型产品增速迅猛。公司产品品类多元化，并不断突破创新，例如 2021 年发力高端潮玩产品线 MEGA 珍藏系列，2022 年推出萌粒产品线、搪胶毛绒公仔等产品。根据泡泡玛特 2025 年截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，2025 年公司毛绒、手办、MEGA、衍生品及其他收入分别为 187.08、120.23、19.16、44.73 亿元，同比+560.58%、+73.33%、+13.80%、+182.09%，分别占公司收入的 50.40%、32.39%、5.16%、12.05%。

图表6：泡泡玛特分产品品类收入（百万元人民币）



资料来源：泡泡玛特 2024 年年报，泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

图表7：泡泡玛特分产品品类收入同比增速（%）

收入同比增速（%）	2024	2025	2025H1
毛绒	1289	561	1276
手办	45	73	95
MEGA	146	14	72
衍生品及其他	156	182	79

资料来源：泡泡玛特 2024 年年报，泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

2.潮玩行业：蓝海市场空间广阔，内容及营销为重

2.1.什么是“潮玩”及 IP 衍生品？市场规模几何？

“潮流玩具”指巧妙融合了潮流文化及内容的玩具。根据泡泡玛特全球发售文件援引的弗若斯特沙利文调查来看，潮流玩具涵盖产品种类繁多，其中包括盲盒、手办、GK 手办及成人拼装玩具等。区别于传统玩具，潮玩的差异化主要体现在设计与内容、面对的客群、收藏价值等方面：

1) 设计与内容：根据泡泡玛特全球发售文件，传统玩具根据鸟、车及花等常见形象设计，并作协调训练及感官刺激等功能性用途，而潮流玩具通常具有独特的设计及美学特征，且在多数情况下源于授权潮流内容，如电影、动漫、卡通及游戏角色，令其适合用于展示及收藏，而不仅局限于功能性用途。

其中，尤为突出的是，潮流玩具通常根据文化与娱乐 IP 设计，可为消费者带来围绕原始内容与图稿的沉浸式体验。根据泡泡玛特全球发售文件，潮流玩具 IP 可由杰出的艺术家打造，亦可由电影、动漫、游戏或其他内容来源授权而得。作为内容及艺术表现的载体，潮流玩具通常与粉丝建立强烈情感联系。根据泡泡玛特全球发售文件援引的弗若斯特沙利文调查，截至 2020 年 53.3% 的现有及潜在客户认为创意造型是购买或考虑购买潮流玩具的主因。

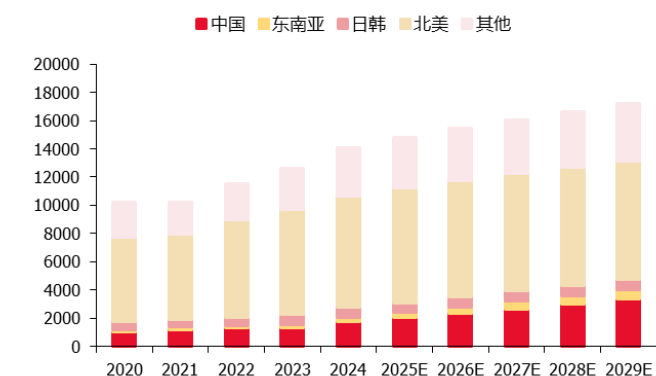
2) 面对的客群：根据泡泡玛特全球发售文件，传统玩具通常供儿童玩耍，而潮流玩具则以整体介于 15 至 40 岁，追求从表达个性和态度以及和他人分享挚爱获得情感价值的年轻人作为目标受众。

3) 收藏价值：根据泡泡玛特全球发售文件，传统玩具主要以大规模出售，收藏价值有限或为零，而潮流玩具偶尔以限量版出售，具有一定收藏价值。IP 的受欢迎程度及嵌入潮流玩具的引人入胜的设计同时吸引成人及儿童，故而为收藏带来满足感并偶尔带来较高的转售价值（尤其就限量版而言）。

围绕 IP 形象，IP 衍生品行业迎来快速发展。根据北京乐自天成申请版本（修订版）（全

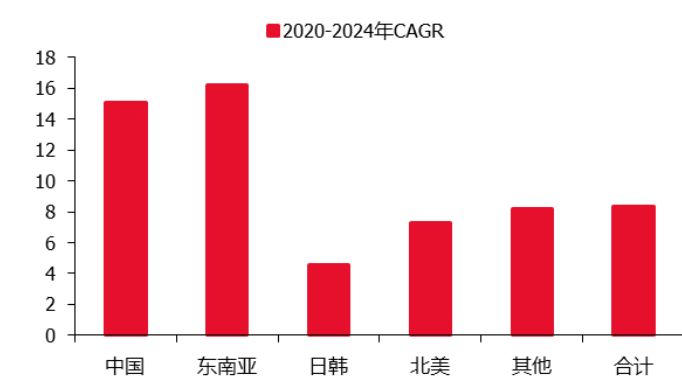
文档案), IP 衍生品是指基于漫画、小说、影视、动画、游戏、艺术家形象等娱乐作品中的角色、场景、故事情节而生产的实物商品, 主要品类包括 IP 玩具、IP 服装及其他 IP 衍生品如集换式卡牌、家居用品、日用品等。根据北京乐自天成申请版本(修订版)(全文档案)、国际授权业协会、灼识咨询报告数据, 以 GMV 计, 全球 IP 衍生品的市场规模从 2020 年的 1.02 万亿元增长至 2024 年的 1.41 万亿元, 复合增长 8.33%; 中国 IP 衍生品市场规模(GMV 口径) 则是由 2020 年的 994 亿元增长至 2024 年的 1742 亿元, 复合增长 15.06%。细分市场来看, IP 玩具是一个核心细分市场。根据北京乐自天成申请版本(修订版)(全文档案)、The Japanese Toy Association、灼识咨询报告数据, 以 GMV 计算, 2024 年全球 IP 玩具市场规模达到 5251 亿元, 占全球 IP 衍生品市场的 37.4%, 2020-2024 年复合增长 9.02%; 中国 IP 玩具市场规模(GMV 口径) 由 2020 年的 486 亿元增长至 2024 年的 756 亿元, 复合增长 11.68%。

图表8: 全球 IP 衍生品市场规模 (GMV 口径, 亿元人民币)



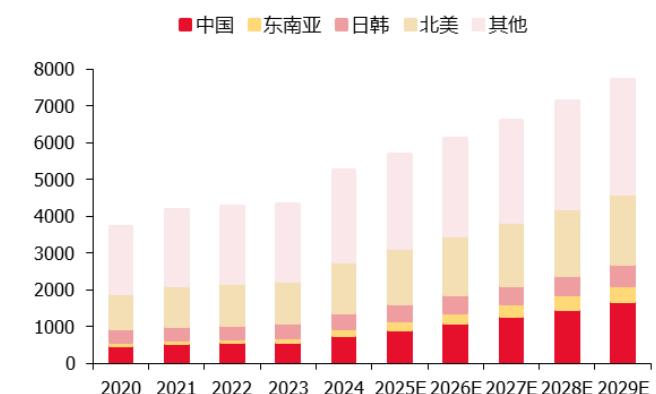
资料来源: 北京乐自天成申请版本(修订版)(全文档案), 国际授权业协会, 灼识咨询报告, 长城证券产业金融研究院

图表9: 多国 IP 衍生品市场规模复合增速 (GMV 口径, %)



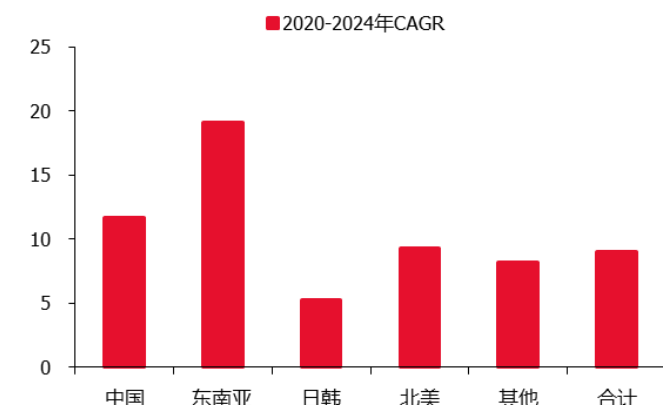
资料来源: 北京乐自天成申请版本(修订版)(全文档案), 国际授权业协会, 灼识咨询报告, 长城证券产业金融研究院

图表10: 全球 IP 玩具市场规模 (GMV 口径, 亿元人民币)



资料来源: 北京乐自天成申请版本(修订版)(全文档案), The Japanese Toy Association, 灼识咨询报告, 长城证券产业金融研究院

图表11: 多国 IP 玩具市场规模复合增速 (GMV 口径, %)

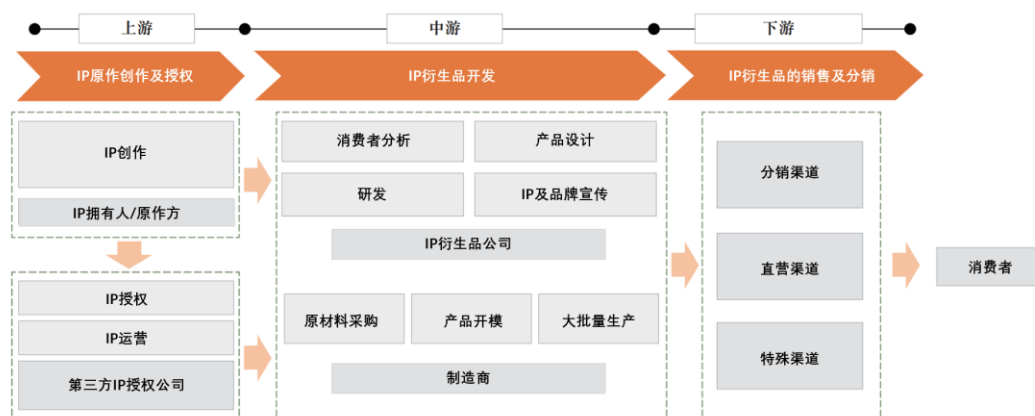


资料来源: 北京乐自天成申请版本(修订版)(全文档案), The Japanese Toy Association, 灼识咨询报告, 长城证券产业金融研究院

2.2.IP 内容及营销为重，可产生附加值

IP 衍生品的上游主要为 IP 原作的创作与授权，中游为 IP 衍生品的开发，下游则是 IP 衍生品的销售与分销。根据北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档案），1) 价值链上游的主要市场参与者为 IP 拥有人、原作方以及第三方 IP 授权公司。具有高度辨识度、深厚文化内涵和广泛粉丝基础的 IP 能够显著提升衍生品的竞争力，从行业来看，IP 拥有人、原作方以及第三方 IP 授权公司主要通过收取定额授权费或销售分成两种模式与 IP 衍生品公司合作。2) 价值链中游的主要市场参与者为 IP 衍生品公司和制造商。IP 衍生品公司专注于设计符合粉丝喜好及预期的 IP 衍生品，也会与行业知名的设计师与艺术家进行跨界产品的合作开发，且进一步通过自有生产设施或第三方生产企业完成产品的生产。3) 价值链下游主要是 IP 衍生品的销售及分销。IP 衍生品通过各种不同的下游分销渠道将产品销售给消费者，主要包括分销渠道、直营渠道及特殊渠道（采用委托销售模式的地方，例如博物馆、乐园等）等。

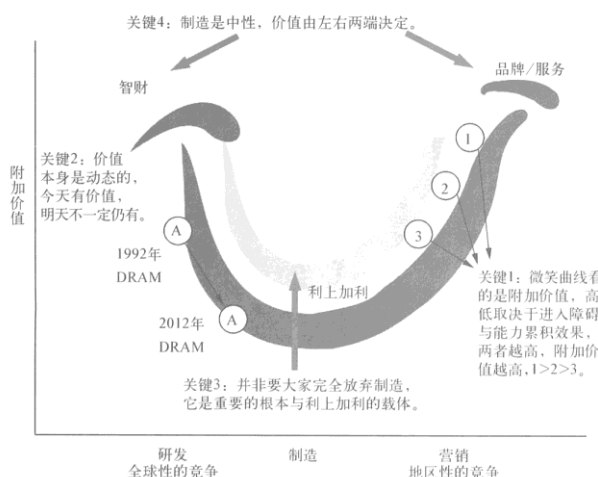
图表12：IP 衍生品行业产业链



资料来源：北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档案），灼识咨询报告，长城证券产业金融研究院

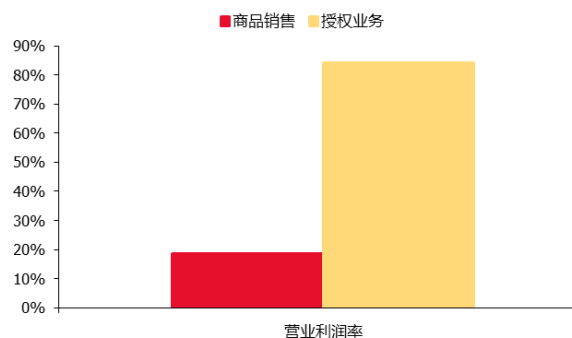
从产业链结构来看，我们认为 IP 产品链中，IP 内容端附加值往往较高，其次是销售及营销服务。根据施振荣先生的著作《微笑曲线：缔造永续企业的王道》，微笑曲线是一条说明产业附加价值的曲线，曲线左端的智财就是呼应知识经济，右端的品牌与营销，则是让企业价值能够直接链接目标顾客群，是创造附加价值的关键。我们认为，对应到 IP 玩具产业链中，上游 IP 内容相关的产业链环节、中游的消费者分析&研发&产品设计&IP 及品牌宣传、下游的销售具有相对较高的附加值，而中游的制造商的附加值相对较低；尤其是 IP 内容相关的产业链环节盈利水平更为突出。参考三丽鸥发布的 FY2025 业绩简报（对应自然日 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日），FY2025 三丽鸥授权业务的营业利润率高达 84.22%，商品销售的营业利润率则是 18.46%。

图表13: “微笑曲线”理论



资料来源：施振荣《微笑曲线：缔造永续企业的王道》，长城证券产业金融研究院

图表14: 三丽鸥 FY2025 分业务营业利润率



资料来源：三丽鸥 FY2025 业绩简报，长城证券产业金融研究院

注：三丽鸥 FY2025 对应自然日 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日

各环节来看：

1) 上游：IP 相关环节来看，轻资产运作模式下，授权业务活跃。根据新华财经援引的星瀚文娱法律中心、星瀚体育法律中心编制的《2024-2025 文娱行业前沿趋势报告——IP 篇》，2024 年我国 IP 授权行业授权金规模为 59.9 亿元，同比增长 9.4%，活跃授权企业总数 664 家，已开展授权业务的 IP 总数 2758 个，同比增长 11.1%；从 IP 类型分布来看，卡通动漫类占据主导地位，占比 45.9%，其次分别是艺术文化、电子游戏、影视综艺，占比分别为 12%、10.2%、7.8%。

授权市场遵循“二八原则”，头部 IP 占据主导地位。根据央广网援引的中央广播电视总台中国之声《新闻有观点》报道，整个授权市场遵循“二八原则”，20%的头部 IP 占据主导地位，带动消费市场高速增长。根据中广联合会数字经济传媒委员会的文创潮微信公众号援引的 wikimili 信息，截至 2026 年 2 月 2 日，全球最赚钱 IP 前二十包括宝可梦、米老鼠、小熊维尼、星球大战、迪士尼公主、面包超人、芭比、漫威电影宇宙、哈利·波特、Hello Kitty、使命召唤、蝙蝠侠、蜘蛛侠、变形金刚、地下城与勇士、汽车总动员、糖果粉碎传奇、兔八哥、忍者神龟、海绵宝宝；但从分化来看，排名第一的宝可梦诞生于 1996 年，总收入 1150 亿美元，排名第二的海绵宝宝诞生于 1999 年，总收入也仅为 166 亿美元。

图表15：全球最赚钱 IP 榜单（TOP20）（截至 2026 年 2 月）

序号	IP系列	诞生年份	总收入 (亿美元)	收入分类 (亿美元)	IP源媒体	IP拥有方	序号	IP系列	诞生年份	总收入 (亿美元)	收入分类 (亿美元)	IP源媒体	IP拥有方			
1	宝可梦	1996	1150	零售	电子游戏	任天堂 Creatures Game Freak	10	Hello Kitty	1974	335	商品销售	角色形象	三丽鸥			
				手机游戏			11	使命召唤	2003	310	票房			漫画	DC	
				票房			零售	蝙蝠侠	1939	299	电子游戏	家庭视频				
				光盘&录像带			0.40				票房	电视收入				
				联名航班			0.03									
2	米奇和朋友们	1928	612	零售	动画	迪士尼	13	蜘蛛侠	1962	268	商品销售	漫画	漫威 (迪士尼) 索尼影业			
				票房							607			票房	111	
				光盘&录像带							2.27			电视收入	7.87	
3	小熊维尼	1924	502	零售	图书	迪士尼					电子游戏			2.10		
				光盘&录像带							0.40			百老汇音乐剧	2.12	
				票房							5.45			商品销售	40	
4	星球大战	1977	467	商品销售	电影	卢卡斯影业 (迪士尼)					票房			53	漫画	孩之宝
				家庭视频							13			家庭娱乐		
				电子游戏			40	电脑游戏	220	电子游戏	Nexon					
				图书			18	商品销售	191							
				电视收入			2.80	票房	18	动画电影	皮克斯 (迪士尼)					
								光盘&录像带	6.34							
5	迪士尼公主	2000	454	零售	动画电影	迪士尼	17	糖果粉碎传奇	2012	200	电子游戏	King (微软)				
6	面包超人	1973	384	家庭娱乐	漫画	Froebel馆 (凸版印刷公司)	零售	168	动画	华纳兄弟						
				博物馆			0.15	票房			4.82					
7	芭比	1987	363	商品销售	玩具	美泰	家庭视频	2.09	19	忍者神龟	1984	174	漫画	Nickelodeon (派拉蒙)		
				家庭视频			3.28	商品销售							154	
				票房			14	票房							13	
8	漫威电影宇宙	2008	352	票房	电影	漫威 (迪士尼)	电子游戏	4.50							动画	Nickelodeon (派拉蒙)
				家庭娱乐			28	光盘&录像带								
9	哈利·波特	1997	347	票房	小说	J-K·罗琳 华纳兄弟	视频租赁	0.68	20	海绵宝宝	1999	166	零售	动画	Nickelodeon (派拉蒙)	
				图书销售			81	票房					6.30			
				商品销售			71	音乐剧					0.37			
				家庭娱乐			40									
				电子游戏			35									
				电视收入			10									
				影城之旅			10									
				舞台剧			4.27									

资料来源：中广联合会数字经济传媒委员会的文创潮微信公众号援引的 wikimili 信息，长城证券产业金融研究院

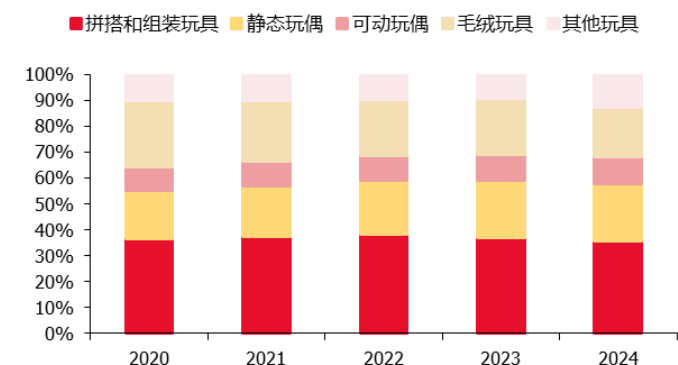
2) 中游：产品类型来看，静态玩偶、动态玩偶占比有所提升。根据北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档案）、中国玩具和婴童用品协会、灼识咨询报告数据，截至 2024 年，我国 IP 玩具市场规模（以 GMV 计）细分板块中，拼搭和组装玩具、静态玩偶、可动玩偶、毛绒玩具、其他玩具分别占到总市场规模的 35.45%、22.49%、10.32%、18.92%、12.83%；其中静态玩偶、可动玩偶占比有所提升，分别较 2020 年的占比提升 3.97pct、1.26pct。

图表16：IP 玩具的主要类型和定义

玩具类型	定义范围
静态玩偶	静态玩偶是以IP角色形象设计的不可动玩偶，且主要包括形象玩偶、雕像、动漫玩偶、潮流玩具等。
可动玩偶	可动玩偶是以IP角色形象设计的可以改变姿态的玩具，且主要包括可动玩偶、发条玩具、机甲变型玩具、球型关节人偶等。
拼搭和组装玩具	拼搭和组装玩具是由多个部件构成的玩具，消费者通过拼搭搭建进行游玩和组装，包括拼搭积木、拼装套件、组装模型等。
毛绒玩具	毛绒玩具是以纺织品为主要材质，内含各种填充物的玩具，通常设计为动物或人物的样子，主要包括传统短绒玩具、长毛绒玩具和塑胶毛绒玩具。
其他	其他IP玩具，如食玩、车模、手工艺品、运动玩具等。

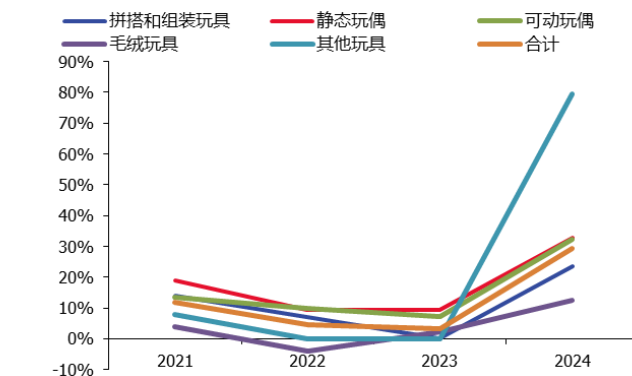
资料来源：北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档案），灼识咨询报告，长城证券产业金融研究院

图表17：以 GMV 计中国不同品类 IP 玩具市场规模占比



资料来源：北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档），中国玩具和婴童用品协会，灼识咨询报告，长城证券产业金融研究院

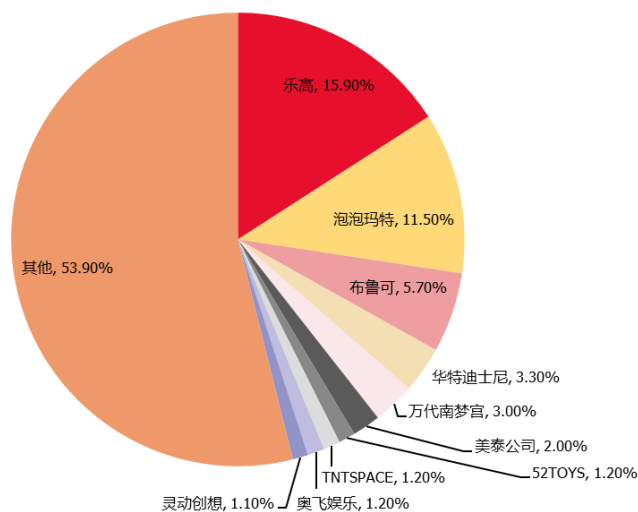
图表18：以 GMV 计中国不同品类 IP 玩具市场规模同比增速



资料来源：北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档），中国玩具和婴童用品协会，灼识咨询报告，长城证券产业金融研究院

IP 玩具品牌为主，本土品牌发力。品牌方梯队亦有所分化，其中本土品牌已经占有一定地位；根据勤策消费研究、灼识咨询信息，从 2024 年中国 IP 玩具按照 GMV 计算的市占率来看，前 10 名品牌中中国品牌占 6 席，其中泡泡玛特作为国牌份额第一，市占率达到 11.5%。

图表19：2024 年中国 IP 玩具按 GMV 计市场份额



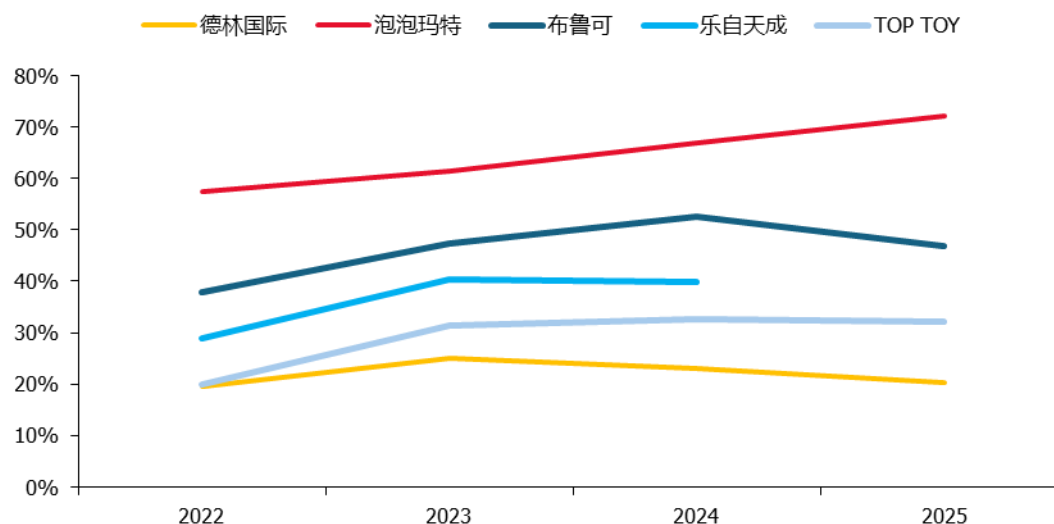
资料来源：灼识咨询，勤策消费研究，长城证券产业金融研究院

兼具消费者分析、研发、产品设计、IP 及品牌宣传等多个核心环节的企业，毛利率水平相对优于代工制造类型企业。我们选取了覆盖潮流玩具 IP 全产业链的综合运营平台企业泡泡玛特¹，拥有自有 IP 和众多授权 IP 的拼搭类玩具设计/开发/销售的布鲁可²、拥有众多自有及授权 IP 的全产业链运营玩具公司乐自天成³、拥有自有 IP/授权 IP/他牌 IP 协同驱动的潮玩全产业链一体化平台 TOP TOY⁴，以及主要按照客户设计进行玩具生产的玩具供应商公司德林国际（客户多为一些家喻户晓品牌及卡通与动物角色造型等的特许持有人）⁵，从上述公司的毛利率表现可以发现，兼具上游 IP 内容，尤其是全产业

1、2、3 来源：ifind；4 来源：TOP TOY International Group Limited：申请版本（第一次呈交）（全文档）；5 来源：德林国际官网

链布局的企业毛利率相对较高，根据可比的数据来看，2024 年主要从事生产的德林国际毛利率仅为 23.01%，同期其他四家企业的平均毛利率为 48.00%。

图表20：多家玩具公司毛利率



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

3) 下游：渠道多元化，消费者互动及营销策略多样化。根据 TOP TOY 申请版本（第一次呈交）（全文档），从门店形式来看，IP 玩具销售的线下渠道主要包括潮玩集合点、潮玩品牌店、自动售货机器及第三方经销商，线上渠道则主要包括综合电商平台、品牌官方自营平台及专门为潮玩爱好者打造的线上平台；从商业模式来看，下游渠道主要分为三类，包括直营、合伙人模式和经销。不同的渠道模式，为消费者提供了与心仪 IP 和玩具不同的互动方式及空间，行业龙头企业可以通过高频次、长周期的消费者互动、会员体系和社群运营等手段来确保长期客户忠诚度，有助于产品销量和市场渗透率的提升。

2.3.为什么潮玩市场能够蓬勃发展？如何看待持续性？

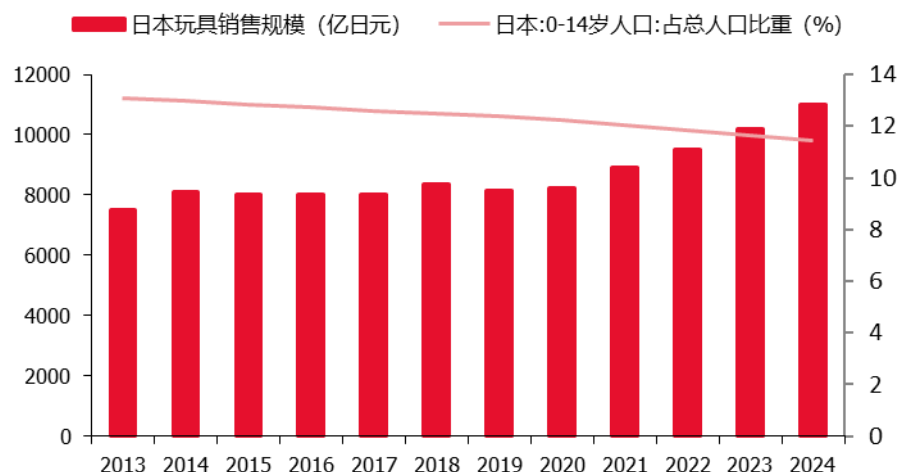
我们选取了日本作为参考市场，发现玩具逐渐成为日本成年人的爱好和自我表达的方式。根据新华社新闻报告，尽管日本出生人口数量连年减少，但是玩具市场规模仍然保持增长。具体来看：

1) 日本玩具市场规模创历史新高，集换式卡牌及动漫周边产品受到消费者欢迎。根据新华社新闻、日本共同社、日本玩具协会数据，2024 财年日本玩具市场规模达到 1.1 万亿日元（约人民币 531.7 亿元），同比增长 7.9%；其中，集换式卡牌和动漫周边产品是主要推动力，较 10 年前增长 36%，电子宠物、形态各异的毛绒玩具也受到成年人欢迎。

2) 从消费者结构上来看，“单人户”在玩具上的支出增加明显，玩具逐渐成为成年人的爱好和自我表达的方式。根据新华社新闻，2024 年日本“单人户”家庭平均在玩具上花费 14498 日元（约人民币 701 元），较 2014 年增长 3.5 倍；有至少一名儿童的多人家庭

在玩具上的平均支出是 12367 日元（约人民币 598 元）。以上现象的原因正是因为玩具逐渐成为日本成年人的爱好和自我表达的方式，“玩具只为儿童设计”这一传统观念正在转变。随着与爱好和休闲有关费用大幅上涨，玩具成为成年人一种经济实惠的选择；不少成年人外出时会带着心爱的毛绒玩具拍照并发到社交媒体上，作为与他人互动的方式之一，希望借助物品能与他人互动并获得相关体验。

图表21：日本玩具销售规模及 0-14 岁人口占比



资料来源：ifind，《中外玩具制造》杂志，日本玩具协会，新华社新闻，日本共同社，长城证券产业金融研究院

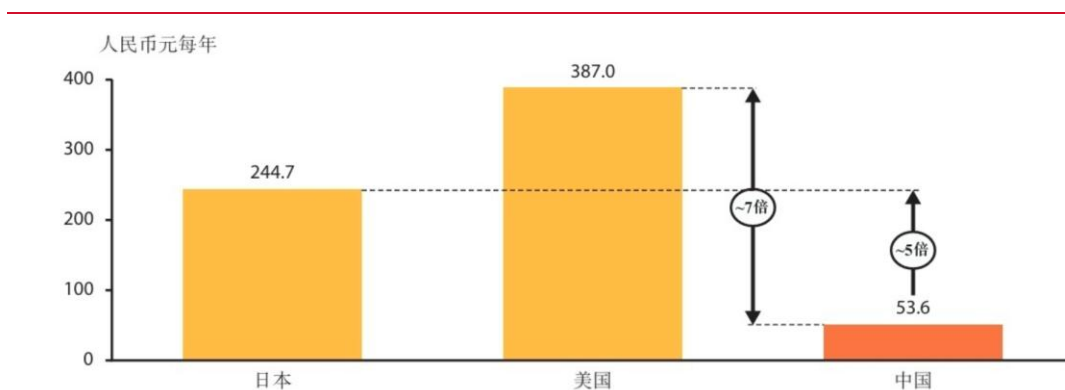
当前中国 IP 玩具市场仍处在发展初期，客群及人均 IP 玩具支出仍有进一步提升空间。我们认为，一定程度上，IP 玩具并非属于必选消费品范畴，并且其产品价值往往不是独立建立在产品的使用价值上，因此其存在着一定的“供给创造需求”属性。

1) 我国 IP 产业逐步完善。根据北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档），我国 IP 玩具产品正逐步从产品组合有限的阶段向品类多元化、设计精湛化、品牌高端化的更成熟阶段方向转型，并且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。

2) 客群：逐步走向大众视野。根据北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档），中国 IP 玩具用户群体基数广泛，市场规模近年来增长较快，已逐步走向大众视野。从年龄结构来看，消费者年龄层主要覆盖青少年，35 岁以下消费者居多，这一人群普遍热爱 IP 作品，兴趣多元有个性，重视沉浸式精神体验以及追求个性时尚。

3) 人均 IP 玩具支出：仍落后于其他成熟市场，具有可观提升空间。根据北京乐自天成申请版本（修订版）（全文档），2024 年美国及日本的人均 IP 玩具支出分别达到人民币 387.0 元及人民币 244.7 元，而中国则为人民币 53.6 元。借鉴成熟市场的经验，当一个国家的人均 GDP 超过 1 万美元时，消费者往往会将更多支出用于文化及娱乐产品和服务，因而更愿意投资于心仪的 IP，可支持 IP 玩具市场的增长。

图表22：2024 年中美日人均 IP 玩具支出



3. 复盘国内发展，泡泡玛特构建持续成长能力

IP 孵化与运营、IP 商业化体系打造，泡泡玛特构建以 IP 为核心的潮流文化娱乐集团。根据泡泡玛特官网信息，作为全球领先的潮流文化娱乐集团，公司以 IP 为核心，为全球创作者打造了全链路创意孵化与运营平台，给消费者提供令人心动的产品、服务和美好的娱乐体验。具体来看，落实为两个方面：1) 在全球范围内挖掘极具潜力的潮流艺术家和设计师，通过成熟的 IP 运营体系，打造潮流文化领域备受欢迎的 IP 形象及产品；2) 建立多产业链的 IP 商业化体系，持续加深粉丝与 IP 的情感连接，探索 IP 在价值实现路径上更多的可能性。

3.1. IP 运营与创意设计筑底，有效平滑周期性

IP 运营与创意设计是推动泡泡玛特持续健康发展的核心驱动力。从商业模式来看，根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，作为全球领先的 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，成功打造出多个广受欢迎的 IP 形象，并且持续加大产品设计创新力度，不断丰富产品种类，以满足不同粉丝群体的多样化需求。

多元化举措搭建 IP 矩阵，公司积极寻求艺术家合作。根据泡泡玛特全球发售文件，公司的 IP 由艺术家、成熟的 IP 提供商及内部的设计团队开发，其中合作的艺术家是 IP 的主要创作者。因此，为了物色具有商业价值的艺术家，公司在全球范围内积极主动寻找相关人才，邀请全球艺术家参与公司的潮流玩具展、组织设计比较以及与顶尖艺术学院合作开设讲座及课程。在全面评估艺术家之后，公司与艺术家或订立知识产权转让协议，或者订立独家授权协议。根据央视新闻采访泡泡玛特创始人王宁先生的内容，泡泡玛特合作的绝大多数的 IP 版权归属于泡泡玛特，艺术家拥有分成权。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，2025 年公司艺术家 IP

收入 334.06 亿元，同比+200.4%，占比达到 90.0%（2024 年为 85.3%）；授权 IP 收入为 33.82 亿元，同比+111.3%。

从成果来看，公司已经搭建了丰富的 IP 矩阵，且多个 IP 表现亮眼。截至 2026 年 4 月，根据泡泡玛特官网所发布的信息来看，合作的艺术家 IP 包括但不限于 Molly、DIMOO WORLD、THE MONSTERS、cry baby 等等，合作品牌 IP 包括但不限于迪士尼、DC、MARVEL、Harry Potter、小猪佩奇等等。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，从收入构成来看，2025 年公司共有 17 个艺术家 IP 收入过亿，其中 THE MONSTERS、SKULLPANDA、CRYBABY、MOLLY、DIMOO、星星人和 HIRONO 在报告期内分别实现收入人民币 141.61 亿元、35.40 亿元、29.29 亿元、28.97 亿元、27.77 亿元、20.56 亿元及 17.35 亿元。

图表23：泡泡玛特部分合作艺术家 IP



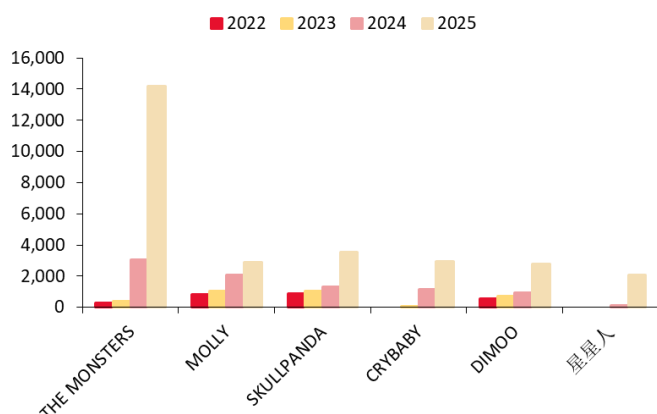
资料来源：泡泡玛特官网，长城证券产业金融研究院

图表24：泡泡玛特部分合作品牌 IP



资料来源：泡泡玛特官网，长城证券产业金融研究院

图表25：泡泡玛特部分热门 IP 产品收入（百万元人民币）



资料来源：泡泡玛特 2022 年年报，泡泡玛特 2024 年年报，泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

图表26：泡泡玛特部分热门 IP 产品收入同比增速（%）

	2022	2023	2024	2025
THE MONSTERS	-13.61	39.87	726.56	365.72
MOLLY	13.77	27.20	105.15	38.41
SKULLPANDA	43.07	20.34	27.66	170.55
CRYBABY			1537.25	151.44
DIMOO	1.98	27.64	23.30	205.28
星星人				1601.81

资料来源：泡泡玛特 2022 年年报，泡泡玛特 2024 年年报，泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

从单个 IP 的生命周期来看，公司通过系列迭代、差异化运营延长 IP 生命周期。

1) 系列迭代方面，我们认为，具体措施包括但不限于发力于产品的概念设计、材质运用、工艺技术、色彩元素等多方面，以持续推出创新性的产品，保持相关 IP 的热度。具体来看，以热门 IP——THE MONSTERS 为例，根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，THE MONSTERS 家族已经成为 2025 年全球最具热度的 IP 之一，2023 年收入快速增长的基础上，2024、2025 年均保持了成倍的收入增长。通过不断打磨与创新产品，LABUBU 第三代搪胶毛绒“前方高能”系列在全球发售后引起广泛关注，并且首次推出了更小尺寸的 Mini LABUBU “心底密码”系列，使得产品以更轻盈、更日常的形式融入粉丝生活。根据泡泡玛特天猫旗舰店信息，围绕着 LABUBU 这一热门 IP，公司先后开发了多种产品，从形式来看，公司推出了手办

盲盒、搪胶毛绒盲盒、MEGA、手机挂绳、迷你挂件、香薰蜡烛、耳机包等多元化的产品。其中较为典型的包括“泡泡玛特拉布布 THE MONSTERS 慵懒瑜伽手办盲盒”，围绕瑜伽主题设计了放空式、杂技式、自信式等多种形象，我们认为，相关较为生动的拟人化形象，同时生动的表情一定程度上可以使得消费者产生共情，工艺上采用了植绒材质，使得产品具有一定的毛绒感，区别于基础的仅由 PVC/ABS 材质制成的硬质手办，并且根据我们的观察，该系列产品的色彩偏向于淡色系，饱和度相对较低；“泡泡玛特 THE MONSTERS 怪味便利店系列手办盲盒”，该系列的内容贴近大家的日常生活，以泡面、牛奶、薯片、沙拉等便利店常见的商品进行创作，并且部分产品兼具玩乐属性，例如泡面款的叉子和泡面盖可拆装、牛奶款的 LABUBU 和牛奶盒可以分开摆放、沙拉款的盒盖可打开，我们认为，相关内容可与消费者的日常行为产生较强的共通性，并且借助相关可玩乐的属性，增强了与商品形象原型的相似性，有望收获该商品原型爱好者的进一步青睐，工艺上也进行了创新，例如微波炉款式产品带有电子元器件，按下电源后爱心灯可发光，并且根据我们的观察，该系列产品的色彩饱和度相对较高，采用了较为丰富、跳脱的色彩搭配，增强了视觉冲击；“泡泡玛特 THE MONSTERS 心底密码系列字母挂件盲盒”等，以英文字母为基础，丰富了产品的数量，增加了盲盒的趣味性。

从效果来看，我们以 LABUBU 相关的搪胶产品为例，根据抖音指数，其热度也经历了从早期较为沉寂，随着代际化产品迭代，产品热度逐步提升，并且创造出显著峰值的阶段，并且在 2025 年 6 月达到峰值之后，THE MONSTERS 心底密码系列的推出，再次带动热度在短期内的阶段峰值。

图表27: THE MONSTERS 部分系列产品



资料来源：天猫泡泡玛特旗舰店，长城证券产业金融研究院

图表28: LABUBU 抖音指数以及 LABUBU 搪胶产品上新时间



资料来源: 抖音指数, 泡泡玛特 POPMART 官方微信公众号, 长城证券产业金融研究院

2) IP 运营方面, 我们认为, 具体措施包括但不限于使用盲盒形式增强趣味性、踏足线下活动场景、产品联名等方式, 使得消费者与 IP 产生更强的情感互动、场景链接。

首先, 产品形式上, 公司注重采用盲盒模式, 加强消费者的乐趣。根据泡泡玛特全球发售文件, 公司基于 IP 开发多个系列的盲盒产品, 各盲盒系列产品具有独特的主题, 通常包括多款不同设计的产品、一款特殊设计的“隐藏款”, 并且同一系列中所有设计的盲盒包装相同, 因此购买时并不知道将获得哪一个具体设计, 基于以上形式所带来的不可预测性, 盲盒增加了乐趣并增加重复购买。

具体产品来看, 我们仍然以 THE MONSTERS 作为典型 IP 作为分析, 根据泡泡玛特 POPMART 官网微信公众号, THE MONSTERS-心动马卡龙搪胶脸盲盒、THE MONSTERS-坐坐排队搪胶毛绒盲盒、THE MONSTERS-前方高能系列搪胶毛绒挂件盲盒的常规款概率均为 1:6, 隐藏款概率为 1:72; THE MONSTERS-心底密码系列搪胶毛绒挂件盲盒 (A-M) / (N-Z) 常规款的概率为 1:14, 隐藏款的概率为 1:168。根据泡泡玛特全球发售文件信息, 约 70% 的潮流玩具消费者会就渴望的某一特定玩具设计购买盲盒玩具三次或以上。并且, 由于产品获取的不确定性, 衍生出来特定的“二次交易”需求, 例如部分消费者在小红书等社交平台发帖进行互换、在二手交易平台千岛直接购买指定设计。

图表29: LABUBU 互换需求帖子



资料来源: 小红书, 长城证券产业金融研究院

图表30: 潮玩二手交易平台



资料来源: 千岛, 长城证券产业金融研究院

除了产品形式以外, 公司还通过多种运营方式延续 IP 热度, 例如线下活动场景、联名产品、跨界出品等方式。根据泡泡玛特全球发售文件, 从盲盒的生命周期来看, 泡泡玛特旗下的标准盲盒产品系列 (限量版除外) 的平均生命周期主要为 9 个月-2 年, 而公司基于成功及流行 IP 开发的多个标准盲盒产品系列则拥有超过 2 年的较长生命周期; 根据泡泡玛特全球发售文件、弗若斯特沙利文报告, 公司旗下的标准盲盒产品系列 (限量版除外) 的平均生命周期长于行业平均水平 9-12 个月。

我们认为, 差异化线下运营是其关键。以 THE MONSTERS 系列为例, 根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告, 2025 年 THE MONSTERS 进一步拓展线下活动场景, 受邀参与杂志封面拍摄、时尚走秀、跨年晚会等大型活动, 甚至前往纽约参加梅西百货感恩节游行, 成为百年来首个参与该活动的潮玩 IP; “MONSTERS BY MONSTERS 此刻与未来” 十周年全球巡展于上海开幕, 吸引全球粉丝互动打卡, 为期一年。除了短期的线下活动以外, 公司还设立了泡泡玛特城市乐园, 根据携程网资料, 泡泡玛特城市乐园是一座沉浸式 IP 主题乐园, 园区内共有泡泡街、森林区、城堡区及湖滨区四大区域, 整个园区拥有丰富的拍照点位、精彩表演、游乐设施, 以及节日限定主题活动, 配套设施来看, 园内设有一个甜品店、两个 IP 主题餐厅、多个纪念品商店, 可一站式满足游客需求, 根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告, 乐园团队为星星人打造的首支单曲 “星星人之歌” 全网曝光量超过 1500 万, “ZIMOMO 大首领之舞” 成功登上音乐热歌榜, 展现出 IP

内容的广阔潜力。

除此之外,部分联名产品、跨界产品的出现,也有望助力 IP 破圈。根据泡泡玛特 POPMART 官方微信公众号,2026 年 3 月公司推出了 THE MONSTERS×三丽鸥家族系列搪胶毛绒挂件盲盒,借助三丽鸥旗下经典的凯蒂猫、酷洛米、美乐蒂、布丁狗、大耳狗、帕恰狗, LABUBU 有望进一步破圈。公司积极尝试拓展领域,根据泡泡玛特 POPMART 官方微信公众号,公司旗下的独立珠宝品牌 popop 全国首家门店——上海·港汇恒隆广场店于 2025 年 5 月 30 日开启试运营;根据腾讯财经官方账号,2025 年 3 月,由 THE MONSTERS 原作者、艺术家龙家升与导演保罗·金在巴黎举行的 IP 十周年全球巡展上共同宣布,泡泡玛特与索尼影业双方将围绕 THE MONSTERS (LABUBU) 开发真人动画电影;POP BAKERY 作为公司的独立甜品品牌,秉承“以最简单的方式传递最大化快乐”的理念,通过 IP 赋能与产品创新,打造集美味、视觉与趣味于一体的多维体验,2025 年 POP BAKERY 已在中国内地多个核心城市落地主题快闪活动 10 余场。

图表31: 泡泡玛特受邀参与梅西百货大游行



资料来源: 上海证券报, 中国证券网, 长城证券产业金融研究院

图表32: 泡泡玛特城市乐园



资料来源: 携程, 长城证券产业金融研究院

图表33: THE MONSTERS×三丽鸥家族系列搪胶毛绒挂件盲盒



资料来源: 泡泡玛特 POPMART 官方微信公众号, 长城证券产业金融研究院

图表34: popop 旗下珠宝产品



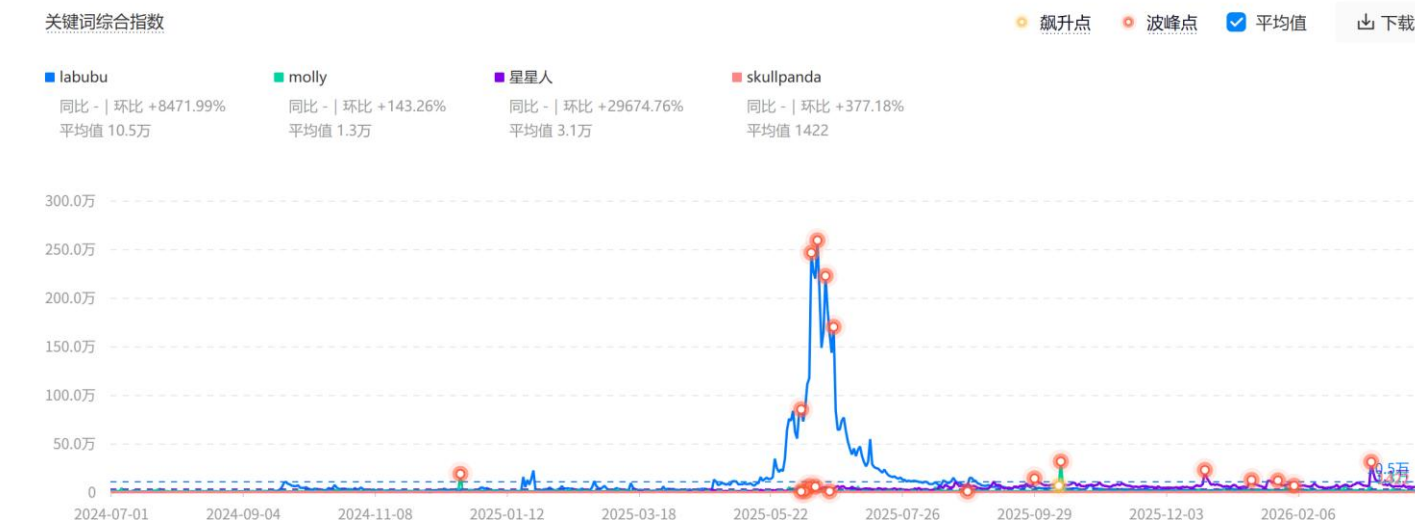
资料来源: popop 小程序, 长城证券产业金融研究院

3.2. IP 矩阵构建及差异化运营，奠定发展持续性

除了 THE MONSTERS 以外，在历史周期内，公司还有多个 IP 相关收入实现了快速增长，得益于公司在 IP 矩阵搭建后的有效运营。根据 2025 年 7 月 24 日央视新闻客户端发布的央视新闻专访泡泡玛特创始人王宁先生的内容，艺术和商业是具有一定的矛盾性的，商业追求普遍，艺术追求独特。我们认为，公司不同 IP 有效承接了热度的波动，尽管单个 IP 的热度还是会受到产品推出进度、阶段性活动、营销节奏等多种因素的影响，但 IP 矩阵的构建，有效通过多个 IP 之间的热度互补，实现了整体热度的维持。

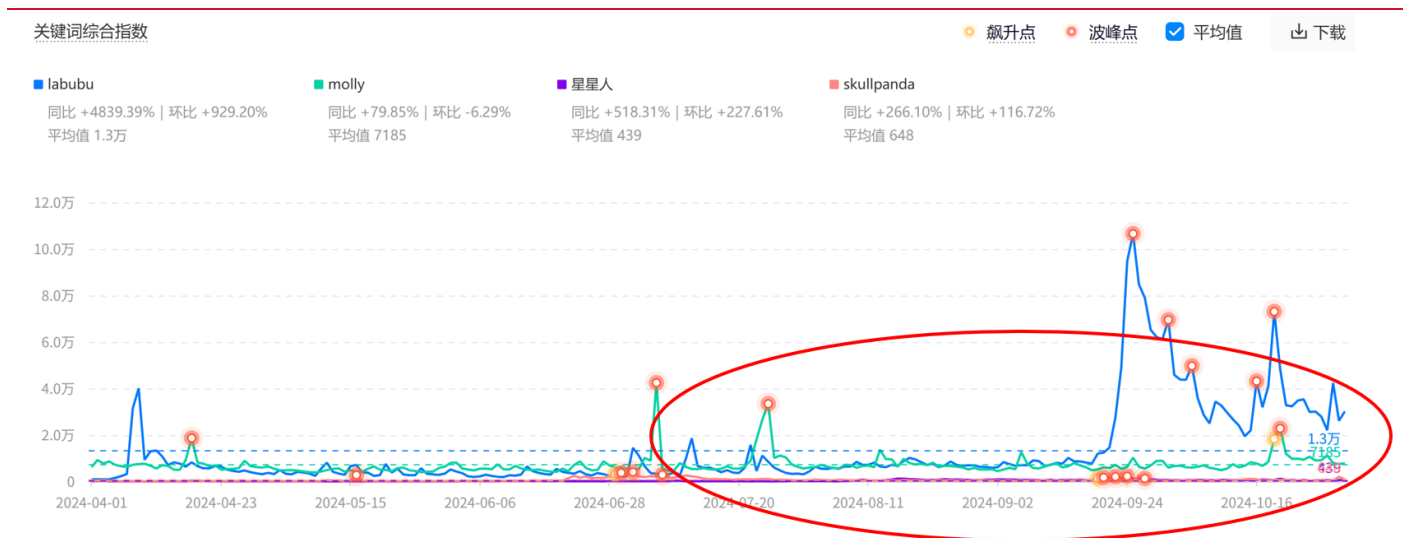
从抖音指数的数据来看，公司旗下不同 IP 的热度也呈现出阶段性、波动性、补足性的特征。我们选择上文提及的 LABUBU，以及公司最具代表性的经典 IP 之一的 MOLLY，根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，该 IP 通过持续的精细化运营，始终保持着蓬勃的生命力；SKULLPANDA 同样始终保持创意，持续打破风格与表达的边界，潮玩手办产品坚持在场景艺术与工艺层面进行创新探索，毛绒产品则是在保持 IP 核心风格的基础上不断突破；星星人作为公司旗下成长最快的新锐 IP 之一，通过多维度的运营举措，已经迅速收获了大众的喜爱与认可。中长期来看（2024 年 7 月至 2026 年 4 月），根据抖音指数-关键词综合指数，LABUBU 一度创造出了“巅峰式”的热度，但在此前后，不同 IP 的热度也有所更迭，例如 2024 年下半年开始，LABUBU 的热度逐步与 MOLLY 拉平，后续甚至逐步反超 MOLLY，2025 年下半年，星星人 IP 快速成长，其热度逐步赶超 LABUBU，获得较高的关注。短期来看，我们选取了 2025 年 10 月至 2026 年 4 月期间（截至 2026 年 4 月，此前半年）的抖音指数-关键词综合指数，该指数的数值越高，代表着该关键词在抖音的声量越高，2025 年 10 月 12 日 MOLLY 热度达到阶段性峰值，并且远远超过 LABUBU、星星人及 SKULLPANDA，2025 年 11 月 23 日 LABUBU 则重回四者中的热度第一，2025 年 12 月 22 日星星人创造较高峰值，并且此后指数持续领先。

图表35：泡泡玛特旗下部分 IP 抖音指数-关键词综合指数（2024 年 7 月至 2026 年 4 月）

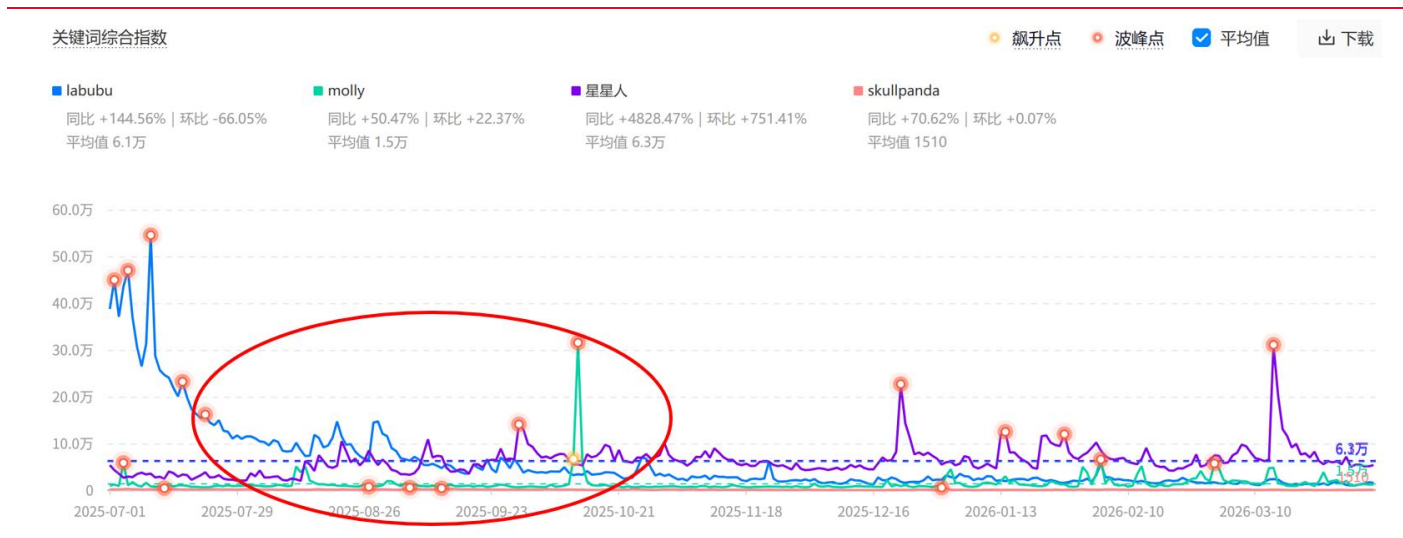


资料来源：抖音创作者中心，长城证券产业金融研究院

图表36: 泡泡玛特旗下部分 IP 抖音指数-关键词综合指数 (2024 年 4 月至 2024 年 10 月)



图表37: 泡泡玛特旗下部分 IP 抖音指数-关键词综合指数 (2025 年 7 月至 2026 年 4 月)



从潮玩的商业本质来看, 获取 IP 后的运营, 更是公司长期发展的坚实壁垒。根据央视新闻专访泡泡玛特创始人王宁先生的内容, 零售企业的经营有非常多烦琐的细节, 整个空间的处理、货品陈列、人的积累、运营的积累、时间的积累等等。我们认为, 相关潮玩产品主要满足的是消费者的情感及情绪消费需求, 因此与某些零售业满足消费者特定使用价值的商业模式存在较大的差异性, 需要把握消费者细微、差异化的需求, 不同的 IP, 满足的不同消费者的情感需求, 甚至同一消费者在不同境况下的情感需求也会不同, 因此其销售往往很难使用具有某种特定需求的消费者群体的数量做出精细的测算, 而是在建立了一定的方法论之后, 注重产品的快速反馈与调整, 一定程度上, 这对企业的设计、数据监测、分析判断、生产能力都做出了要求。根据投资界、DT 商业观察内容, 泡泡玛特是把科学的调研测试用于量化“情绪价值”, 文章援引播客节目《小心有效》的内

容,一位泡泡玛特前员工分享,早期泡泡玛特内部就已经建立了三个核心的 IP 判断维度:情绪共鸣度、视觉记忆点、用户延展性,具体实操过程中,在看设计师的初稿时,就会先做小范围调研,用于评判产品的情绪共鸣度,产品做好之后再通过自动贩卖机和快闪店测试,小范围投放产品监测数据,新品上市之后仍会继续做用户调研、复盘,进一步积累运营经验,大量调研&小步测试的方案有助于帮助公司有效管控周转、避免产品积压。

4.为什么海外市场有望成功?

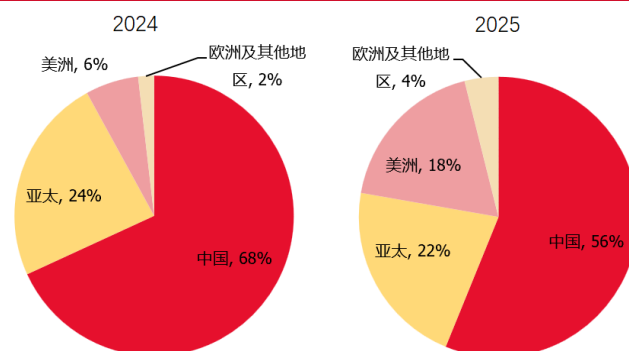
公司全球化进程加速发展,已经取得亮眼成效。2025 年公司中国/亚太/美洲/欧洲及其他地区的收入分别为 208.52/80.11/68.06/14.51 亿元,分别同比 +134.6%/+157.6%/+748.4%/+506.3%,从中国地区的收入占比来看,已经从 2024 年的 68.16%下降至 2025 年的 56.17%。

图表38: 泡泡玛特分地区收入及增速

收入 (百万元)	2024	2025	YoY (%)
中国	8886	20852	134.65
亚太	3110	8011	157.61
美洲	802	6808	748.67
欧洲及其他地区	239	1451	506.28
合计	13038	37120	184.71

资料来源: 泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告, 长城证券产业金融研究院

图表39: 泡泡玛特分地区收入占比



资料来源: 泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告, 长城证券产业金融研究院

终端渠道建设, 奠定海外触达及销售基础。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告, 截至 2025 年年末, 公司在亚太/美洲/欧洲及其他地区的零售店数量已经分别达到了 85/64/36 间, 线上来看, 公司依托于自研 APP、官方网站、Shopee 和其他线上渠道深化亚洲市场运营, 通过自研 APP 及官方网站、TikTok 平台和其他线上渠道深耕美洲市场, 通过自研 APP 及官方网站加深欧洲及其他地区的本地化布局。具体来看, 2025 年公司在德国、丹麦、加拿大及菲律宾开设了首家线下门店, 进一步拓展国际市场, 在曼谷、悉尼等全球核心城市的地标商业体开设旗舰店, 兼顾全球影响力与本地文化特色, 让更多消费者在本地就能直接、沉浸地感受到泡泡玛特带来的想象力、情绪共鸣和艺术美感。

图表40：泡泡玛特海外分地区、分渠道收入

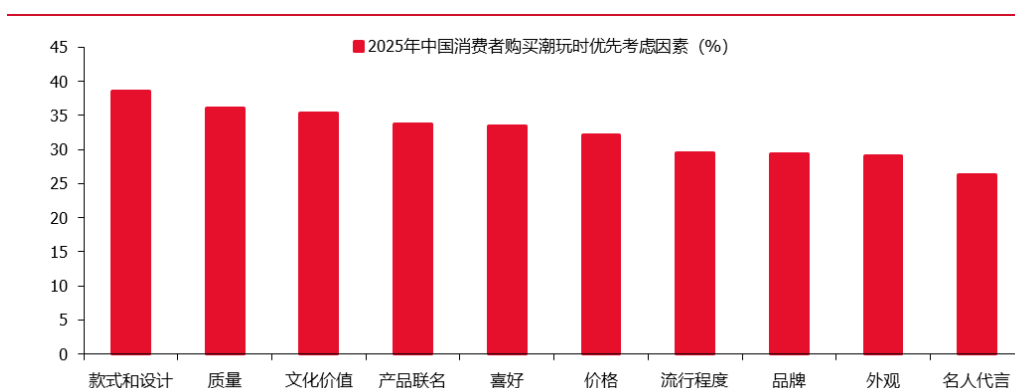
收入（百万元）	2024	2025	YoY (%)
亚太-线下渠道	1708	4414	158.47
亚太-线上渠道	972	3053	214.21
亚太-批发及其他	430	544	26.41
美洲-线下渠道	380	2236	488.95
美洲-线上渠道	364	4354	1094.91
美洲-批发及其他	58	217	272.39
欧洲及其他地区-线下渠道	159	873	447.93
欧洲及其他地区-线上渠道	55	505	815.52
欧洲及其他地区-批发及其他	25	73	194.56

资料来源：泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，长城证券产业金融研究院

我们认为，公司有望获得海外市场的亮眼成绩，一方面得益于 IP 相关内容在情感与情绪上的共通，另一方面也离不开公司全球化运营、地区差异化运营的协同。

1) 从 IP 所表达的情感与情绪来看，温暖、治愈的内容，并不会受到地区的严格限制。艾媒咨询数据显示，在 2025 年中国潮玩消费者购买潮玩时优先考虑的因素中，款式和设计以 38.60% 的占比位居首位，质量以 36.07% 的占比位列第二，其次便是文化价值，占比 35.32%，表明消费者在选择潮玩时，也会考虑其背后的文化意义。我们认为，泡泡玛特相关产品的表达，主要通过 IP 及其产品形象，其文化内涵并不会受到语言、文化等深层次因素的明显影响，但其传达的情感与情绪，却是具有一定的共通性的，并且具有一定的留白性，或可让消费者代入自身情感。

图表41：2025 年中国消费者购买潮玩时优先考虑因素



资料来源：艾媒咨询，长城证券产业金融研究院

根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，THE MONSTERS 立足于森林精灵的故事；SKULLPANDA 则是注重“抵达更真实的自我，持续打破风格与表达的边界”；CRYBABY 则是持续向世界传达“欢笑并非唯一解药，眼泪中也严寒治愈的温度”；DIMOO 则是以柔软的内核，围绕梦境与治愈，持续深化陪伴感与故事感，在“如果星期八”系列中首次尝试成长型叙事表达；星星人用一个个关于

勇气、思念与爱的故事打动人心，创造有趣的童话世界，传递简单而坚定的陪伴。

2) 公司通过各个地区差异化的运营，加深本地化建设。我们认为，考虑到全球各国消费者消费行为的不同、对于文化的接收方式的不同等多重因素影响下，各国文化内容、零售市场或存在着各种各样的差异，对于全球化的 IP 潮流文化零售企业而言，差异化的运营具有一定的必要性。

共通性的措施来看：部分线上平台的运营为公司提供了一定的便捷。一方面，公司不仅将“抽盒机”引入自研 APP 与官网，为全球消费者提供更具趣味性的购物体验，显著提升了交易转化率与用户粘性；另一方面，公司联合 TikTok 研发，将中国市场成熟的“直播间在线拆盒”玩法推向全球，进一步提升消费者体验，增加用户黏性。

差异化措施来看：

①亚太（中国以外的其他亚洲及大洋洲国家和地区）：加强本地化精细运营，有序推进旅游零售战略。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，线下渠道来看，公司在全球知名旅游目的地及机场开设门店巩固品牌势能，深耕本土市场的常态化消费需求，将渠道触角向高密度居住区与区域中心城市深度延伸，实现了对本地居民与游客的双重覆盖。线上渠道来看，针对东南亚地区，公司还通过 Shopee 与 Lazada 触达本地消费者，不断提升精细化运营与本地化服务质量。

②美洲：处于拓展期，公司以美国为核心市场进行战略性布局。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，线下渠道层面，公司快速拓展市场覆盖范围，扩大品牌及 IP 影响力；线上渠道，公司则可以借助 Amazon 的成熟基础设施，高效拓展市场。

③欧洲：侧重品牌建设。根据泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告，线下渠道，公司通过入驻全球知名地标门店，以独特的 IP 体验赋能商业空间，在提升品牌知名度的同时，为未来的高效发展稳筑基础；线上渠道，公司也可以借助 Amazon 的成熟基础设施。

5.盈利预测及投资建议

收入：在经历部分 IP 产品 2025 年的历史峰值热度、带动多款 IP 产品受到关注的历史高基数情况下，我们认为，2026-2028 年公司在全球各地区的收入增速会更趋于平稳，因此我们假设 2026-2028 年中国地区收入同比增速分别为 14.15%、12.29%、11.40%，亚太市场收入同比增速分别为 26.02%、21.36%、19.13%，美洲市场收入同比增速分别为 32.72%、25.02%、20.47%，欧洲及其他地区收入同比增速分别为 29.09%、23.90%、19.38%。

毛利率及费用率：公司经历了收入规模的快速提升，短期内新业务影响或有限，我们假设公司业务结构相对稳定的情况下，假设公司 2026-2028 年毛利率与 2025 年基本保持一致，公司 2026-2028 年销售费用率、管理研发费用率也与 2025 年基本保持一致。

图表42: 泡泡玛特收入拆分及盈利预测

单位: 百万元人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
中国				
收入	20852	23802	26728	29774
YoY	134.65%	14.15%	12.29%	11.40%
亚太				
收入	8011	10096	12252	14596
YoY	157.61%	26.02%	21.36%	19.13%
美洲				
收入	6806	9033	11293	13605
YoY	748.42%	32.72%	25.02%	20.47%
欧洲及其他地区				
收入	1451	1873	2321	2771
YoY	506.28%	29.09%	23.90%	19.38%
营业收入				
YoY	184.71%	20.70%	17.39%	15.50%

资料来源: 泡泡玛特截至 2025 年 12 月 31 日止年度的年度业绩公布及所得款项用途变更公告, 长城证券产业金融研究院

公司凭借强大的 IP 孵化与运营能力, 深耕潮玩行业, 同时进一步加快出海步伐, 有望延续自身的成长性。我们选取行业上市公司作为公司可比公司, 主要为港股的布鲁可, 2026 年 PE 估值为 14.2X。我们看好公司的发展, 预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 152.40 亿元、179.10 亿元、207.10 亿元, 对应 PE 11.9X、10.1X、8.7X, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表43: 可比公司估值情况

所属市场	股票代码	股票简称	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元人民币)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
港股	0325.HK	布鲁可	126	8.2	10.6	13.3	13.4	10.4	8.3
港股	9992.HK	泡泡玛特	2349	152.4	179.1	207.1	11.9	10.1	8.7

资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

注: 市值取 2026 年 6 月 6 日数值, 汇率取 1 元人民币=1.15 港元, 可比公司归母净利润取 ifind 一致预测数据。

6. 风险提示

新品推广不及预期。公司持续优化迭代 IP 产品, 但潮玩产品表达的不同情感、情绪有其特定的偏好群体, 从潮流品变为大众品的过程中, 仍然存在认可度、传播情况等多个因素的影响。

海外扩张不及预期。全球化布局中, 仍然会存在多种不确定性的外界因素, 包括但不限于政治、文化等, 或因客观因素影响进程。

市场竞争加剧的影响。当前 IP 潮玩赛道快速发展, 行业成长性吸引了较多玩家进入, 市场竞争或加剧。

艺术家合作意愿不可持续的风险。公司多个 IP 为艺术家合作 IP，若艺术家合作意向产生变化，或导致公司相关 IP 的后续商业化受到影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2096	6135	13778	26066	41339	59078	营业额	6301	13038	37120	44804	52594	60746
应收账款	321	478	921	1105	1225	1331	销售成本	2437	4330	10355	12499	14672	16946
预付款项、按金及其他应收款项	434	491	637	1534	1729	1914	销售费用	2005	3650	8082	9857	11571	13364
存货	905	1525	5473	6677	8039	9518	管理研发费用	707	947	1770	2240	2630	3037
其他流动资产	3927	3608	4106	4490	5269	6084	财务费用	-152	-163	-76	-70	-118	-176
流动资产总计	7683	12236	24915	39872	57601	77925	营业利润	1304	4274	16989	20278	23840	27574
固定资产	653	739	1418	1259	1151	1021	其他非经营损益	112	92	48	45	44	43
在建工程	0	0	0	75	75	75	税前利润	1416	4366	17037	20323	23884	27617
无形资产	842	1063	2930	2546	2245	1903	所得税	327	1057	4025	4801	5642	6524
其他非流动资产	683	696	2711	3195	3195	3195	税后利润	1089	3308	13012	15522	18242	21093
非流动资产合计	2178	2498	7059	7074	6666	6193	归属于非控股股东利润	6	183	236	282	331	383
资产总计	9862	14734	31973	46947	64267	84118	归属于母公司股东利润	1082	3125	12776	15240	17910	20710
短期借款	15	0	0	0	0	0	EBITDA	1932	5065	18078	20996	24574	28315
应付账款	445	1010	1858	2055	2211	2321	NOPLAT	886	3115	12917	15434	18118	20926
其他流动负债	1273	2360	5310	6375	7446	8579	EPS(元)	0.81	2.33	9.53	11.36	13.36	15.44
流动负债合计	1733	3370	7168	8429	9657	10900	主要财务比率						
长期借款	0	0	0	0	0	0	成长能力						
其他非流动负债	455	616	2281	2300	2300	2300	营收额增长率	36.46%	106.92%	184.71%	20.70%	17.39%	15.50%
非流动负债合计	455	616	2281	2300	2300	2300	EBIT增长率	107.05%	232.51%	303.58%	19.42%	17.34%	15.47%
负债合计	2188	3986	9449	10729	11957	13200	EBITDA增长率	59.02%	162.12%	256.90%	16.14%	17.04%	15.22%
股本	0.89	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	税后利润增长率	128.83%	203.86%	293.31%	19.29%	17.52%	15.63%
储备	7769	10683	22277	22277	22277	22277	盈利能力						
留存收益	0	0	0	13411	29172	47397	毛利率	61.32%	66.79%	72.10%	72.10%	72.10%	72.10%
归属于母公司股东权益	7770	10684	22278	35689	51450	69675	净利率	17.28%	25.38%	35.05%	34.64%	34.68%	34.72%
归属于非控股股东权益	10	201	375	657	988	1371	ROE	13.93%	29.26%	57.35%	42.70%	34.81%	29.72%
权益合计	7780	10885	22652	36346	52438	71046	ROA	10.86%	21.02%	39.80%	32.37%	27.81%	24.58%
负债和权益合计	9969	14871	32101	47075	64395	84246	ROIC	13.19%	49.27%	213.78%	122.72%	122.83%	127.99%
现金流量表 (百万元)							估值倍数						
税后经营利润	1003	3238	12976	15488	18208	21060	P/E	167.25	57.92	14.17	11.88	10.11	8.74
折旧与摊销	669	863	1118	743	808	873	P/S	28.73	13.88	4.88	4.04	3.44	2.98
财务费用	-152	-163	-76	-70	-118	-176	P/B	23.30	16.94	8.13	5.07	3.52	2.60
经营性现金净流量	1991	4954	10865	14752	17670	20416							
投资性现金净流量	234	9	-989	-705	-366	-367							
筹资性现金净流量	-842	-959	-1767	-1759	-2031	-2309							
现金流量净额	1383	4005	8109	12288	15273	17740							

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686