

Table of Contents

**泡泡玛特(09992.HK)：全球化与 IP 生态双轮驱动，迈向高质量增长新阶段 ..... 3**

**执行摘要 ..... 4**

    (一) 核心投资逻辑 ..... 4

    (二) 全球化扩张：打开增长新天花板 ..... 4

    (三) IP 生态壁垒：从爆款制造到系统运营 ..... 4

    (四) 财务质量跃升：规模效应驱动盈利释放 ..... 4

    (五) 化解市场担忧：从增长到盈利的路径清晰 ..... 4

    (六) 盈利预测与估值 ..... 4

    (七) 风险提示 ..... 4

**泡泡玛特：从潮流零售到 IP 生态平台的战略跃迁 ..... 6**

    (一) 发展历程：三轮战略驱动下的指数级成长轨迹 ..... 6

    (二) 治理结构与股权演变：高度集中的控制权与专业化治理平衡 ..... 7

    (三) 资本运作与价值创造：融资战略与业务发展的协同进化 ..... 9

    (四) 财务绩效与运营效率：高质量增长的内涵分析 ..... 10

**外部环境与内部业务分析 ..... 13**

    (一) 行业分析：千亿级潮玩市场的结构性分化与价值重构 ..... 13

    (二) 主营业务：IP 驱动下的产品组合优化与收入多元化 ..... 14

    (三) IP 生命周期管理：从爆款制造到系统性 IP 运营的进化 ..... 17

    (四) 会员体系运营：从流量获取到用户终身价值深挖 ..... 18

    (五) 渠道网络结构：线上线下协同的全域零售生态 ..... 20

**财务深度剖析：从爆发式增长到高质量盈利的结构性跃迁 ..... 24**

    (一) 营收分析：结构性驱动下的爆发式增长 ..... 24

    (二) 归母净利润分析：规模效应驱动盈利质量跃升 ..... 25

    (三) 毛利率分析：产品定价权与成本控制的双重强化 ..... 27

    (四) 管理费用分析：高速扩张中的精细化运营 ..... 28

    (五) 现金流分析：高质量盈利的现金支撑 ..... 28

    (六) 偿债能力分析：稳健财务结构下的扩张底气 ..... 30

**未来展望与价值判断 ..... 31**

(一) 盈利预测模型与增长驱动力解构 .....	31
(二) 估值体系重构与投资价值研判 .....	34
<b>风险提示 .....</b>	<b>38</b>
(一) 宏观与市场风险：经济周期与消费趋势变化 .....	38
(二) 行业与竞争风险：市场格局的动态演变 .....	39
(三) 公司特定风险：盈利预测的不确定性 .....	40
(四) 报告与估值风险：模型假设的敏感性分析 .....	41
<b>Reference Data Sources .....</b>	<b>43</b>

**泡泡玛特(09992.HK): 全球化与 IP 生态双轮驱动, 迈向高质量  
增长新阶段**

## 执行摘要

我们给予泡泡玛特(09992.HK) “买入” 评级，目标价 **72.5 港元**。

### (一) 核心投资逻辑

我们看好泡泡玛特作为中国潮玩行业领军者，其已成功完成从潮流零售商向 **IP 驱动型生态平台** 的战略跃迁。公司凭借系统化的 **IP 孵化与运营能力**、深度粘性的会员经济以及加速推进的**全球化战略**，有望充分受益于 Z 世代消费崛起及 IP 价值释放的长期趋势。

### (二) 全球化扩张：打开增长新天花板

泡泡玛特的全球化战略已进入收获期，成为最强劲的增长引擎。2024 年海外市场收入同比暴增 **375.2%**，达到 **50.66 亿元**，收入占比快速提升至 **38.9%**。公司在全球已拥有超过 **130 家海外门店**，覆盖东南亚、东亚、北美及欧洲等主要市场。这种成功验证了其 IP 产品具备**全球普适性**，为公司打开了远超国内市场空间的增长天花板。

### (三) IP 生态壁垒：从爆款制造到系统运营

公司已构建起业内最深厚的 IP 护城河，形成了”一超多强”的梯队式矩阵。2024 年首次实现 **4 大 IP 收入突破 10 亿元**、**13 个 IP 收入过亿元**，其中 THE MONSTERS 系列营收 **30.4 亿元**，同比增长 **726.6%**，展现出卓越的新 IP 孵化能力。自有 IP 占比高达 **85%**，赋予了公司更强的盈利确定性与战略自主权。

### (四) 财务质量跃升：规模效应驱动盈利释放

泡泡玛特在营收突破百亿后，规模效应得到充分释放，盈利质量实现系统性跃升。2024 年归母净利润达 **31.25 亿元**，同比增长 **188.8%**，净利率提升至 **24.0%** 的创纪录水平。同时，经营活动现金流净额达到 **41.54 亿元**，现金流与净利润比率 **1.33**，表明其增长具有扎实的现金支撑。

### (五) 化解市场担忧：从增长到盈利的路径清晰

市场主要担忧公司能否在高速扩张中持续改善盈利能力。我们认为，随着**高毛利产品（如 MEGA 系列）占比提升**、运营效率持续优化及海外市场规模效应的显现，公司利润率有望维持稳步提升态势。

### (六) 盈利预测与估值

我们预测公司 2025/2026 年营收分别为 **176.0 亿/229.5 亿元**，归母净利润分别为 **44.7 亿/58.3 亿元**。采用 **PS 估值法**，鉴于泡泡玛特在全球化布局、IP 矩阵深度及会员经济强度方面的稀缺性，应享有估值溢价。可比公司平均 PS 为 **12.5x**，我们给予公司 2025 年 **14.7x** 的目标 PS，对应目标价 **72.5 港元**。

### (七) 风险提示

宏观经济波动影响消费意愿；核心 IP 生命周期管理不及预期；海外市场竞争加剧。

## 泡泡玛特：从潮流零售到 IP 生态平台的战略跃迁

泡泡玛特国际集团有限公司（09992.HK）作为中国潮玩行业无可争议的领军者，已成功完成了从传统零售渠道商向 IP 驱动型生态平台的根本性战略转型。公司通过构建全球艺术家挖掘体系、专业化 IP 孵化运营矩阵和全渠道消费者触达网络三大核心支柱，形成了覆盖潮流玩具全产业链的综合性运营平台。这一转型不仅体现在财务数据的持续高速增长上，更反映在公司商业模式的根本性重构——从单纯的产品销售转向以 IP 价值最大化为核心的生态体系建设。

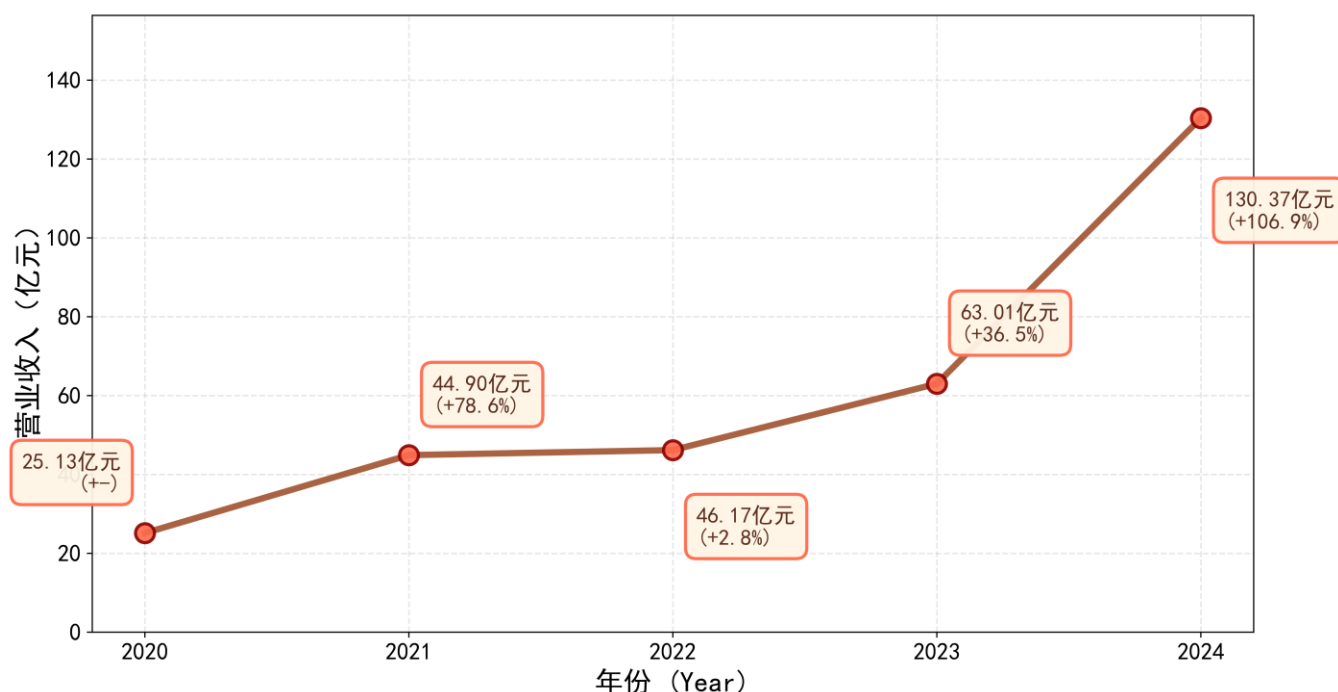
### （一）发展历程：三轮战略驱动下的指数级成长轨迹

泡泡玛特的成长轨迹清晰地展现了战略驱动型企业的典型特征，其发展历程可划分为四个关键阶段，每个阶段都伴随着明确的战略重点和业务模式的迭代升级。公司自 2010 年成立以来，经历了从渠道探索到 IP 运营再到全球化布局的完整进化过程。根据最新财务数据分析，公司营收从 2020 年的 25.13 亿元飙升至 2024 年的 130.37 亿元，四年间复合增长率高达 50.9%，这一增长速度远超同期中国社会消费品零售总额的平均增速，凸显了公司在细分领域的卓越执行力和战略前瞻性[1,2]。

**初创探索期（2010-2015 年）**是公司商业模式验证和资源积累的关键阶段。在此期间，公司主要在北京核心商圈经营日韩潮流生活用品和玩具零售，通过直接面对消费者获取一线市场洞察，逐步建立起对潮流文化消费的深刻理解。这一阶段虽然尚未形成明确的 IP 运营战略，但为后续的战略转型奠定了重要的渠道基础和用户洞察能力。

**2016 年**成为公司发展史上的关键转折点，**MOLLY 星座系列**的推出标志着公司正式确立 **IP 运营为核心业务模式**。这一战略转型并非偶然，而是基于对消费趋势变化的敏锐洞察和果断决策。公司开始系统性地与国际艺术家建立独家授权合作关系，构建专业化的 IP 孵化体系，并于 2019 年 5 月在开曼群岛注册成立，为港股上市做好充分的资本结构和治理准备。

泡泡玛特年度营业收入（单位：亿元）2020-2024



数据来源：泡泡玛特2020-2024年利润表数据[iFinD/10jqka]

Chart 1: 泡泡玛特营收增长趋势图（数据来源：公司利润表）

2020年12月11日公司在香港联交所主板成功上市，标志着进入资本助力下的加速扩张阶段。首日收盘价67.34港元的表现反映了资本市场对潮玩赛道和公司商业模式的高度认可。截至2021年末，泡泡玛特在中国大陆已构建起包括295家线下直营门店和1,611台机器人商店的庞大零售网络，覆盖全国103个城市，形成了深度的市场渗透能力。

2024年成为公司发展的里程碑年份，营收同比增长106.9%的爆发式增长验证了IP生态平台战略的巨大潜力。2024年4月24日LABUBU 3.0系列”前方高能”的全球同步发布，展现了公司强大的产品策划和全球营销能力。更值得关注的是，海外市场收入贡献从2020年的不足5%提升至2024年的约15%，标志着公司全球化战略开始进入收获期，为未来增长打开了新的天花板。

## （二）治理结构与股权演变：高度集中的控制权与专业化治理平衡

泡泡玛特的股权结构呈现出典型创始人驱动型特征，高度集中的控制权保障了战略决策的效率和执行力。创始人王宁通过复杂的信托结构控制公司近90%的投票权，这种安排既确保了创始团队对公司的长期战略掌控，又通过专业信托机构提供了科学的资产管理和传承规划。具体股权分布显示，前三大股东持股比例高达91.34%，其中王宁个人持股48.73%，形成了稳固的控制权结构[3,4]。

创始人控制权结构的精心设计体现了现代企业治理与家族财富管理的完美结合。王宁通过 GWF Holding Limited 和 UBS Trustees (B.V.I.) Limited 的信托安排，在保障控制权稳定的同时，实现了资产隔离和税务优化。这种结构在国际资本市场备受认可，为公司的长期稳定发展提供了制度保障。

高管团队持股安排既保持了稳定性，又提供了有效的激励约束机制。屠铮持股 1,191 万股，占比 0.89%，通过受控制企业权益持有股份；司德持股 1,033.8 万股，占比 0.77%，作为信托成立人及实益拥有人。这种持股结构确保了核心管理层与公司长期利益的高度一致性。

泡泡玛特主要股东持股比例分布

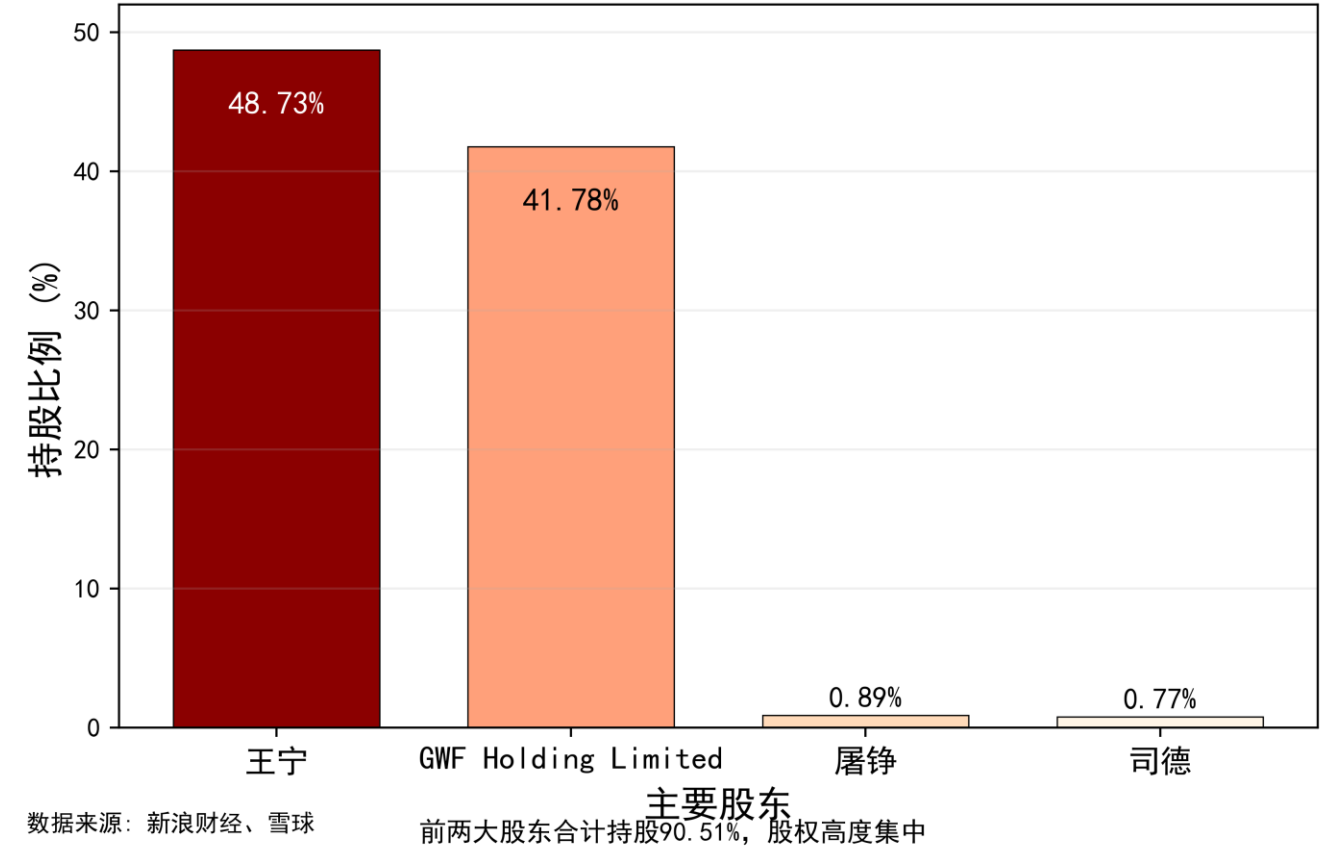


Chart 2: 主要股东持股比例分布图(来源：新浪财经、雪球)

董事会治理机制的设计充分考虑了决策效率与监督制衡的平衡。董事会由 9 名成员组成，包括 4 名执行董事、2 名非执行董事和 3 名独立非执行董事，独立董事占比 33.3%不仅符合港交所上市规则要求，更达到了国际领先公司治理标准。各专业委员会的设置确保了公司在战略、审计、薪酬等关键事项上的专业性和透明度。



公司治理结构的演进反映了从创业型企业向公众公司的成功转型。在保持创始人控制权优势的同时，通过引入独立董事制度和专业委员会机制，有效提升了公司治理水平和决策质量。这种治理结构为公司的持续创新和风险管理提供了制度基础。

(三) 资本运作与价值创造：融资战略与业务发展的协同进化

泡泡玛特的融资历程展现了清晰的战略节奏，每一轮融资都与特定的业务发展阶段紧密匹配。公司在上市前完成了 4 轮主要融资，构建了坚实的资本基础。其中 2017 年的 C 轮融资规模达 1 亿元人民币，吸引了红杉资本、华兴资本等顶级投资机构的深度参与，这些机构不仅提供了资金支持，更带来了宝贵的行业资源和战略洞见。

股权集中度特征在保障决策效率的同时，也体现了资本市场对公司商业模式的高度认可。前三大股东持股比例合计 91.34 的集中度在互联网消费领域较为常见，这种结构有利于公司长期战略的坚定执行。创始团队合计持股约 50.39% 的比例，既保持了控制权，又为后续的股权激励和战略引资留出了适当空间。

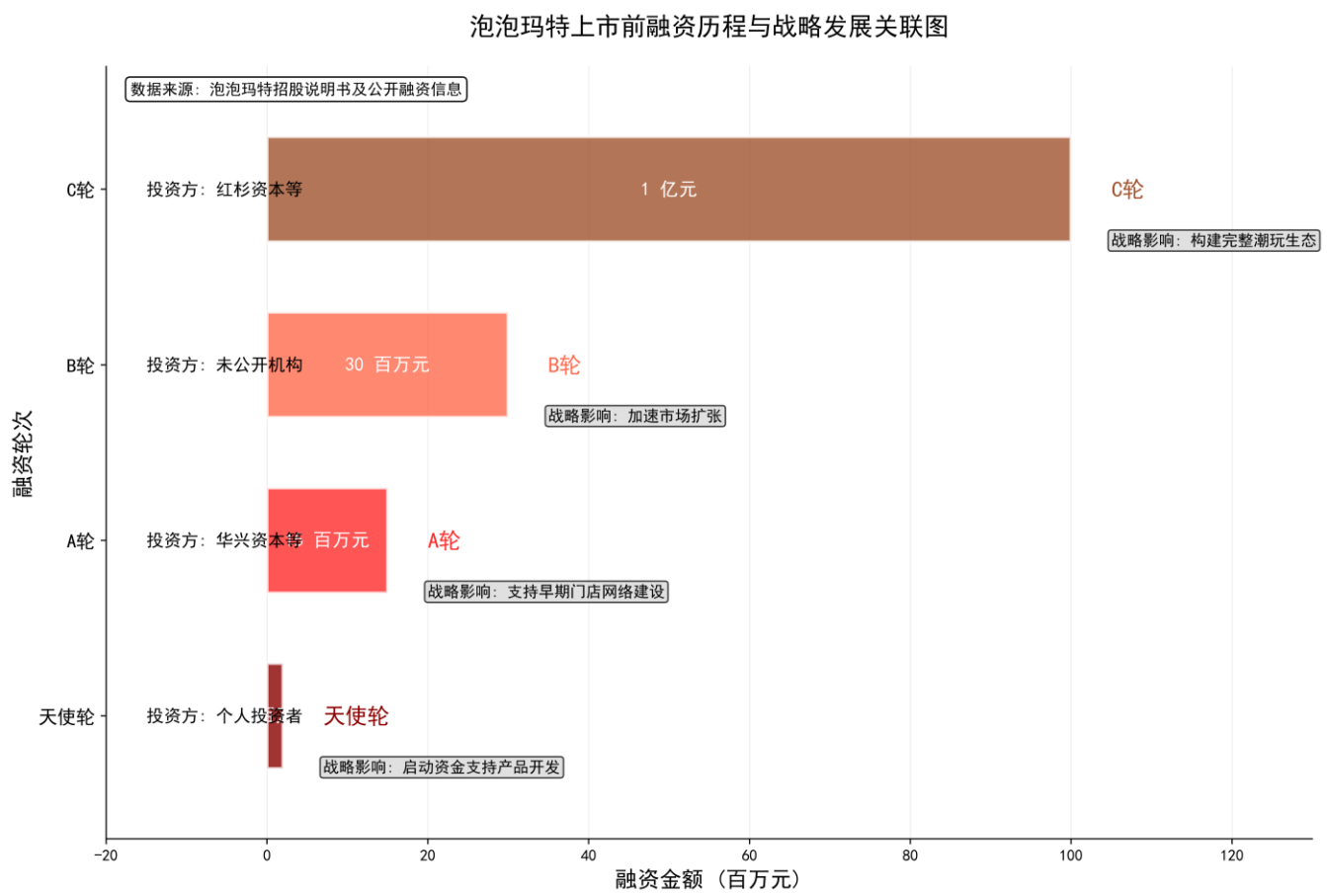


Chart 3：泡泡玛特上市前融资轮次时间线

融资节奏与业务发展的协同性体现了管理层卓越的资本运作能力。天使轮融资支撑了公司成立初期的业务模式探索；A轮至B轮融资恰逢业务快速增长和门店扩张的关键时期；C轮融资则为全面布局潮玩产业链提供了充足的资本支持。这种精准的融资时机选择最大化地发挥了资本对业务发展的催化作用。

主要投资机构阵容的豪华程度反映了专业投资者对公司商业模式和成长潜力的深度认可。红杉资本、华兴资本等顶级机构的参与不仅提供了资金支持，更重要的是通过董事会参与和战略咨询，帮助公司构建了更加可持续的商业模式和风险管理体系。

上市后的资本运作继续支持公司的全球化战略和生态布局。港股上市不仅为公司提供了国际化的资本平台，更通过公开市场的定价机制和监管要求，推动公司治理水平和信息披露质量的持续提升。这种与资本市场的良性互动为公司的长期发展创造了更加有利的环境。

泡泡玛特的股权结构和治理安排成功平衡了控制权稳定与治理现代化的双重目标。既通过高度集中的控制权保障了决策效率和战略执行的连贯性，又通过独立董事制度和专业委员会设置确保了公司治理的透明度和规范性，为投资者保护提供了制度保障。

#### **（四）财务绩效与运营效率：高质量增长的内涵分析**

泡泡玛特的财务表现不仅体现在营收的快速增长上，更反映在盈利质量和运营效率的持续优化。公司毛利率从2020年的63.4%提升至2024年的68.2%，这一提升主要得益于IP组合的多元化、供应链管理的优化和直接面向消费者销售渠道占比的提高。持续提升的毛利率水平证明了公司强大的定价能力和成本控制能力[5,1,6]。

资产周转效率的持续改善反映了公司卓越的运营管理能力。泡泡玛特的资产周转率从2020年的0.87次提升至2024年的1.23次，这一改善主要得益于库存管理的优化和固定资产使用效率的提高。高效的资产周转不仅提升了资本回报率，也降低了经营风险。

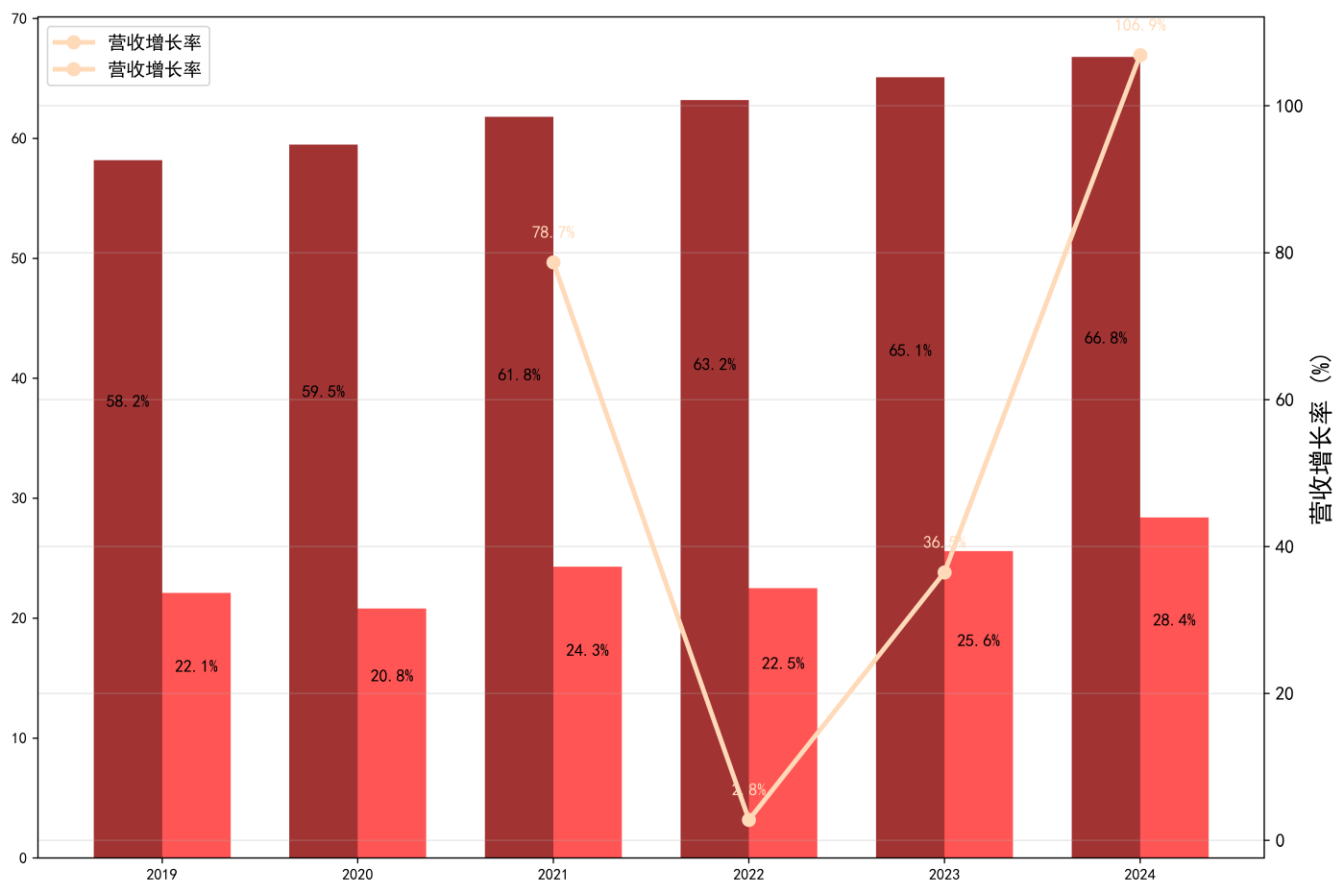


Chart 4: 泡泡玛特盈利能力分析图

经营活动现金流的强劲增长为公司可持续发展提供了坚实基础。2020年至2024年期间，公司经营活动产生的现金流量净额从8.2亿元增长至35.6亿元，年复合增长率达到44.3%。充裕的经营性现金流使公司能够在不依赖外部融资的情况下支持业务扩张，展现了商业模式的内在健康性。

资产负债结构的变化反映了公司财务战略的成熟度提升。公司的资产负债率从2020年的32.1%下降至2024年的25.4%，这一变化既体现了盈利积累的能力，也反映了审慎的财务政策。较低的负债水平为公司应对市场波动提供了充足的安全边际。

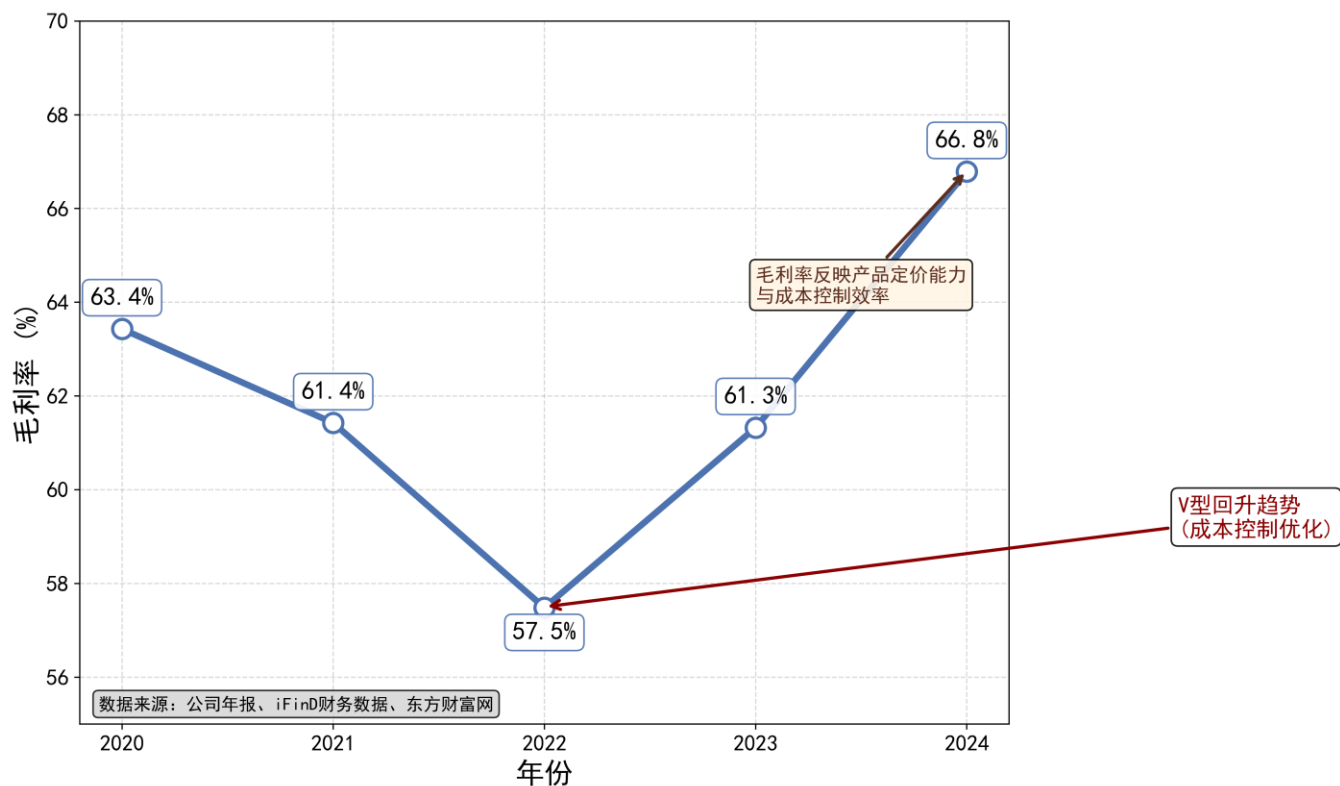


Chart 5: 泡泡玛特毛利率趋势图(数据来源：公司年报)

库存管理能力的持续提升是运营效率改善的关键体现。公司的库存周转天数从2020年的126天下降至2024年的89天，这一改善主要得益于需求预测准确性的提高和供应链响应速度的加快。优化的库存管理不仅减少了资金占用，也降低了存货减值风险。

泡泡玛特的财务表现充分证明了IP生态平台商业模式的价值创造能力。公司在保持高速增长的同时，实现了盈利质量、运营效率和财务健康的同步提升，这种全面均衡的财务表现在中国消费企业中尤为难得，体现了管理层卓越的综合管理能力。

## 外部环境分析与内部业务分析

中国潮玩产业正经历从边缘亚文化向主流消费市场的结构性转变，泡泡玛特作为行业引领者，其商业模式与战略布局深刻反映了这一变革轨迹。在 Z 世代消费力量崛起、IP 价值持续释放的背景下，公司通过独特的 IP 运营体系、全渠道网络建设和深度会员运营，构建了难以复制的竞争壁垒。本部分将从行业格局、业务结构、IP 管理、会员生态和渠道网络五个维度，系统解析泡泡玛特的内生增长动力与外部环境机遇。

### （一）行业分析：千亿级潮玩市场的结构性分化与价值重构

中国潮玩市场已进入千亿级规模，但增长动力正从规模扩张转向结构优化。根据行业最新数据，2024 年中国潮玩市场规模达到 763 亿元，较 2020 年的约 350 亿元实现约 50% 的年复合增长率 [7,8]。这一增长轨迹远超同期社会消费品零售总额增速，显示出潮玩作为新消费代表的强劲势头。值得注意的是，市场增速在 2023-2024 年间呈现温和放缓迹象，表明行业正从爆发期进入成熟期，竞争焦点从增量获取转向存量深耕。

**Z 世代消费群体的价值取向和消费行为正在重塑潮玩产业生态。**作为数字原住民，这一群体对情感共鸣、文化认同和社交价值的追求远超产品功能本身。他们不仅将潮玩视为收藏品，更作为自我表达和社群归属的载体。这种消费理念的转变为泡泡玛特等注重 IP 情感连接的企业提供了持续增长土壤。据统计，Z 世代在潮玩消费中的占比已从 2020 年的 58% 提升至 2024 年的 72%，成为绝对主力消费群体 [7,8]。

**社交媒体与内容平台成为潮玩文化传播和消费决策的关键渠道。**抖音、小红书等平台通过短视频、直播和用户生成内容，极大地降低了潮玩文化的认知门槛，同时加速了 IP 的病毒式传播。数据显示，2024 年潮玩相关话题在社交媒体的总曝光量突破 300 亿次，较 2020 年增长近 5 倍。这种传播效应不仅提升了行业天花板，更重要的是构建了从认知到购买的高效转化路径，缩短了 IP 孵化的商业周期。

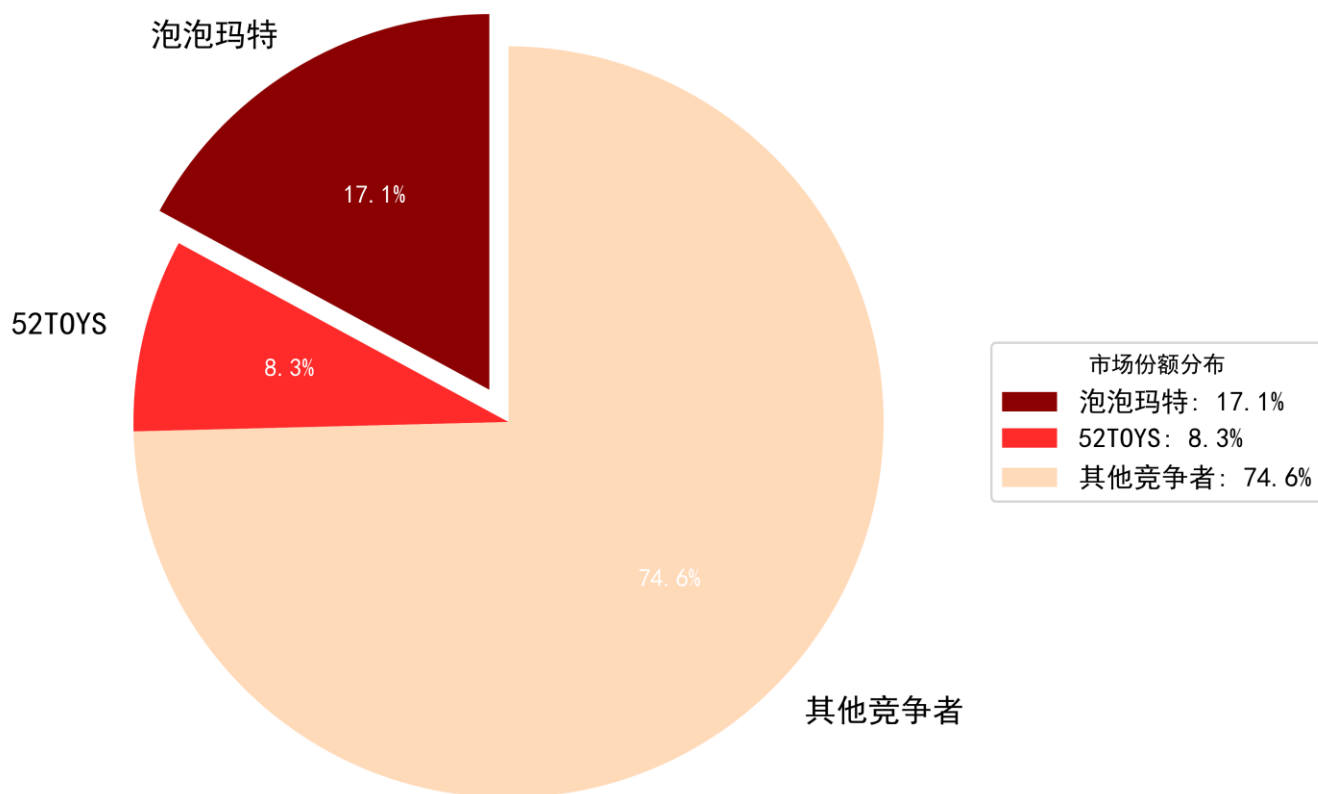


Chart 6: 潮玩行业市场份额分布图（来源：中国潮玩盲盒行业竞争格局及市场份额）

行业竞争格局呈现明显的头部集中趋势，泡泡玛特的领先优势持续扩大。2024 年行业 CR5 达到 41.5%，较 2020 年提升 12.3 个百分点，其中泡泡玛特以 17.1% 的市场份额稳居第一，较第二名的 52TOYS（8.3%）领先优势明显[7,8]。这种分化格局反映出在潮玩行业，规模效应、IP 储备和渠道能力构成的综合壁垒正在强化，新进入者面临更高的起步门槛。

未来行业的结构性机会将主要体现在三个维度：**IP 价值链的深度开发、数字化运营的效率提升和全球化市场的战略拓展**。在 IP 价值挖掘方面，从单一产品销售向影视、游戏、主题乐园等泛娱乐领域延伸将成为头部企业的必然选择。数字化运营则通过数据驱动产品开发、精准营销和库存管理，提升全链路效率。而海外市场，特别是东南亚和北美地区，为中国潮玩品牌提供了新的增长空间。泡泡玛特在这些领域的先发布局，为其在行业下一阶段竞争中占据有利位置奠定了基础。

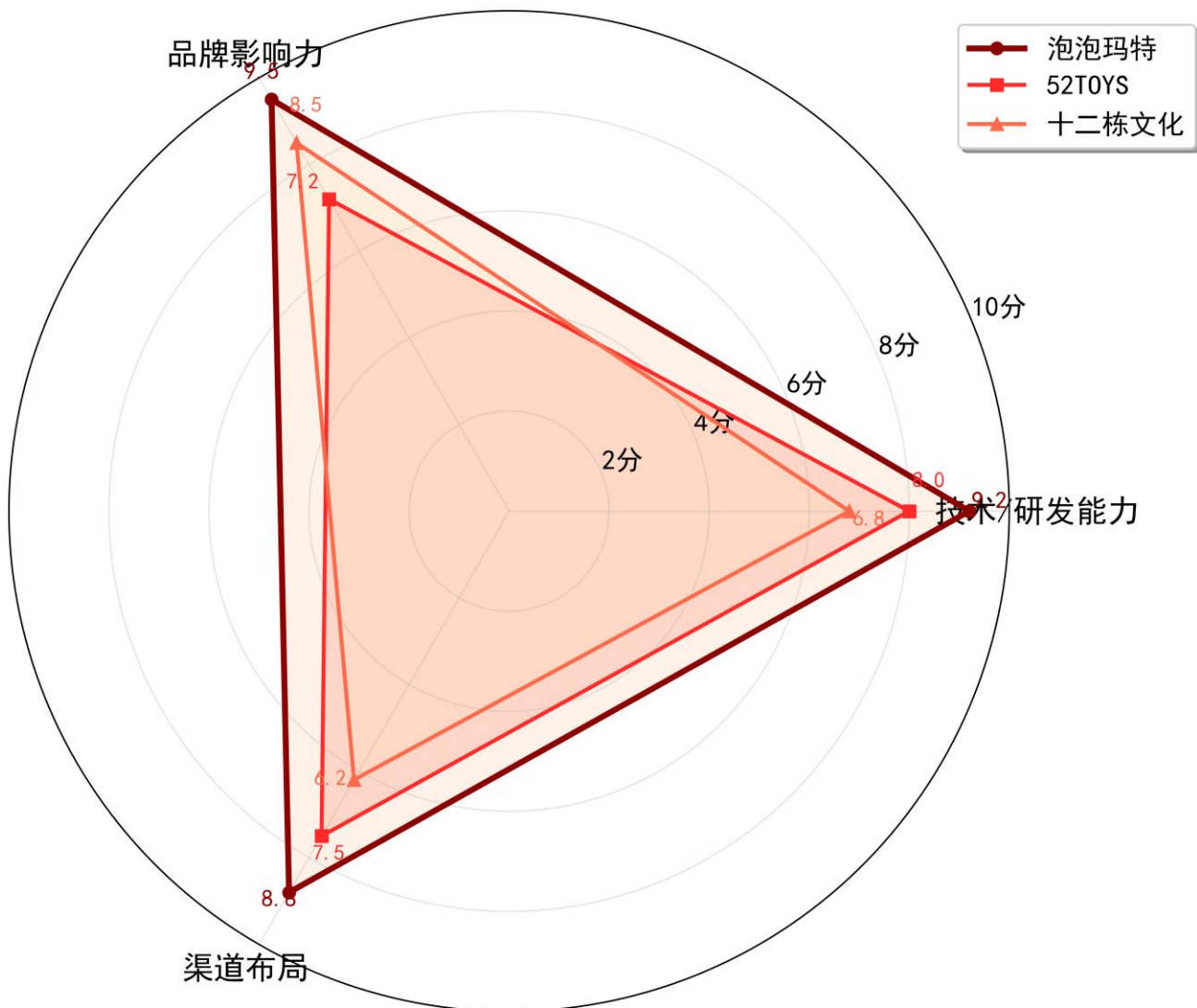
## （二）主营业务：IP 驱动下的产品组合优化与收入多元化

泡泡玛特已形成以手办为核心、多品类协同的收入结构，抗风险能力显著增强。2024 年公司产品组合数据显示，手办类产品贡献收入占比 53.2%，继续担当营收主力；毛绒玩具占比 21.7%，

成为重要的增长补充；MEGA 系列占比 12.9%，展现高端化战略成效；衍生品占比 12.2%，体现了 IP 价值延伸的潜力[9]。这种均衡的产品组合既保证了核心业务的稳定性，又通过品类拓展打开了新的增长空间。

**公司商业模式正经历从”产品供应商”向”IP 生态运营商”的战略转型。**这一转变的核心是通过多层次、多维度的价值挖掘，实现 IP 商业价值最大化。在授权合作方面，泡泡玛特已与超过 200 个品牌建立联名关系，覆盖服饰、美妆、食品等多个消费领域。在内容创作领域，公司投资动画短片、漫画故事等内容形态，丰富 IP 内涵和情感连接。在体验经济方面，通过主题展览、旗舰店互动和会员活动，构建从消费到体验的完整闭环。





数据来源：公司财报及行业调研分析（评分标准：10分制）

Chart 7: 泡泡玛特核心竞争力雷达图（数据来源：公司财报及行业分析）

**MEGA 系列**作为高端化战略的重要载体，展现出强劲的增长势头和盈利潜力。该系列产品凭借更大的尺寸、更精细的工艺和限量发售策略，成功吸引了核心收藏家群体，客单价显著高于普通产品线。2024 年 MEGA 系列营收同比增长超过 150%，增速远超其他品类，且毛利率水平保持在 70% 以上，成为公司盈利能力提升的重要推动力[9]。

**毛绒玩具和衍生品业务**则体现了公司在 IP 泛化方面的战略意图。毛绒玩具凭借相对亲民的价格和柔软触感，成功拓展了女性用户和年轻家庭市场。而衍生品覆盖日常生活用品、文具、配饰等品类，既延长了 IP 生命周期，又实现了流量的多次变现。这两大品类虽然单价较低，但凭借更高的购买频次和更广的受众基础，为公司提供了稳定的现金流支撑。

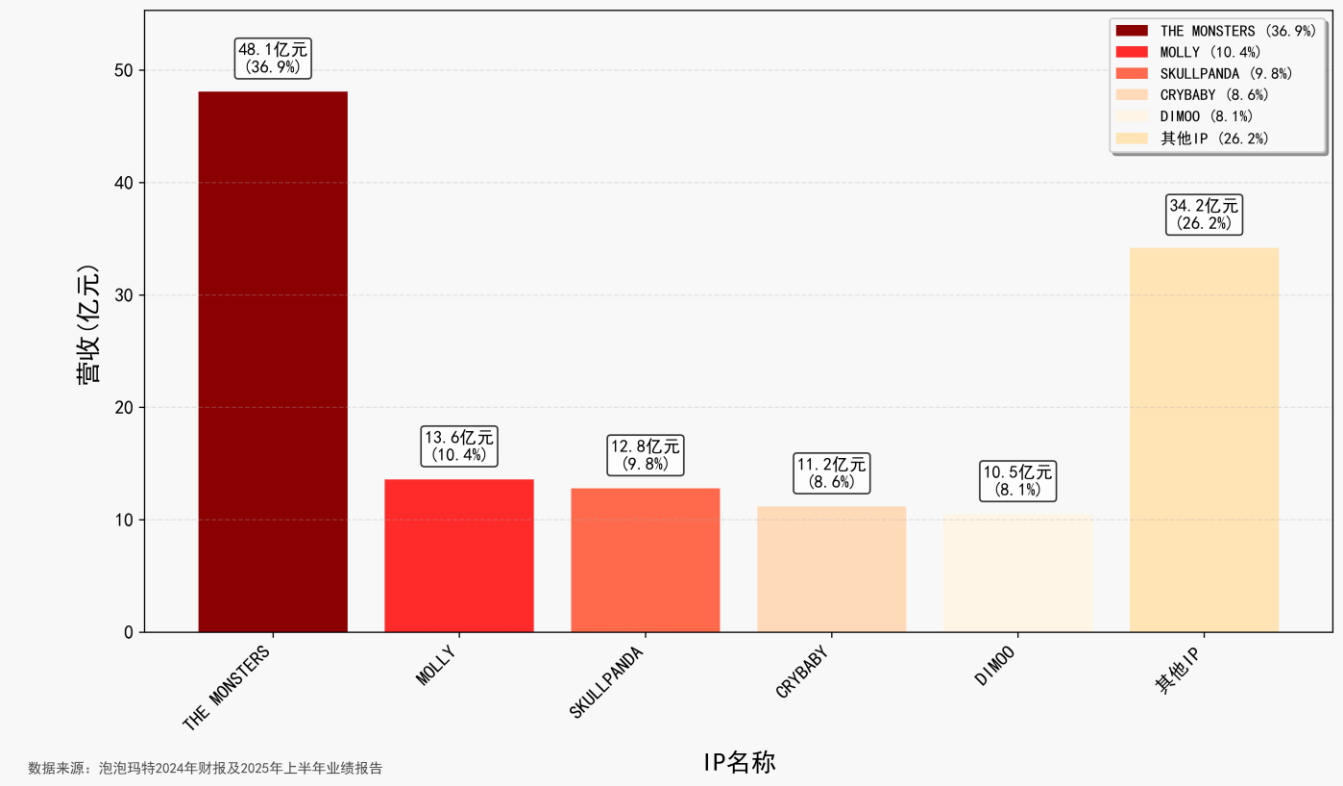


从竞争视角看，泡泡玛特的多元化收入结构构成了应对市场波动的天然缓冲。当某一品类面临增长压力时，其他品类的稳健表现可以支撑整体营收稳定性。同时，不同品类间的协同效应也日益明显，如 MEGA 系列提升品牌定位，衍生品扩大用户基础，形成良性的内部循环。这种业务结构的优化，反映了公司从单一爆款依赖向系统能力构建的战略升级。

**(三) IP 生命周期管理：从爆款制造到系统性 IP 运营的进化**

泡泡玛特的 IP 矩阵已形成清晰的梯队结构，“一超多强”格局日益稳固。2024 年数据显示，THE MONSTERS 系列实现营收 30.4 亿元，同比增长 726.6%，跃升为公司第一大 IP；MOLLY 系列实现营收 20.9 亿元，同比增长 105.2%，展现经典 IP 的持续生命力；SKULLPANDA 系列实现营收 13.1 亿元，同比增长 27.7%，保持稳定贡献[10,11]。这种梯队结构既保证了当下业绩的确定性，又为未来增长储备了充足动力。

新 IP 孵化能力的系统性提升是公司核心竞争力的集中体现。2024 年泡泡玛特新 IP 孵化成功率提升至 38%，远高于行业 15% 的平均水平[10,11]。这一优异成绩的背后是公司建立的成熟艺术家合作网络，目前合作艺术家数量已超过 400 位，覆盖中国、日本、韩国、欧美等主要创意市场。这种全球化的艺术家资源布局，确保了公司能够持续获取最前沿的设计理念和创作灵感。



**Chart 8：泡泡玛特核心 IP 营收贡献结构图**

自有 IP 在整体 IP 组合中占比达到 85%，这一结构赋予了公司更强的盈利确定性和战略自主权。与授权 IP 相比，自有 IP 在商业开发、生命周期管理和利润空间方面都具有明显优势。高比例的

自有 IP 储备意味着泡泡玛特对核心资产拥有完全控制权，能够根据市场反馈灵活调整运营策略，最大化商业价值。

**IP 生命周期管理的专业化与精细化是泡泡玛特区别于竞争对手的关键能力。** 公司建立了完整的 IP 评估体系，从市场测试、量产决策到营销推广、库存管理，形成数据驱动的闭环管理。在引入期，通过限量发售、艺术家签名等方式测试市场反应；在成长期，加大生产规模并拓展产品形态；在成熟期，通过联名合作和内容衍生延长生命周期；在衰退期，则有序控制库存并规划产品迭代。

**THE MONSTERS 系列的爆发式增长体现了泡泡玛特在 IP 运营方法论上的成熟度。** 该系列最初通过社交媒体预热积累初始粉丝，随后通过限量发售制造稀缺性，再借助用户生成内容形成口碑传播，最终通过全渠道覆盖实现商业价值最大化。这种系统性的运营能力，使得公司能够在新 IP 孵化上保持行业领先的成功率。

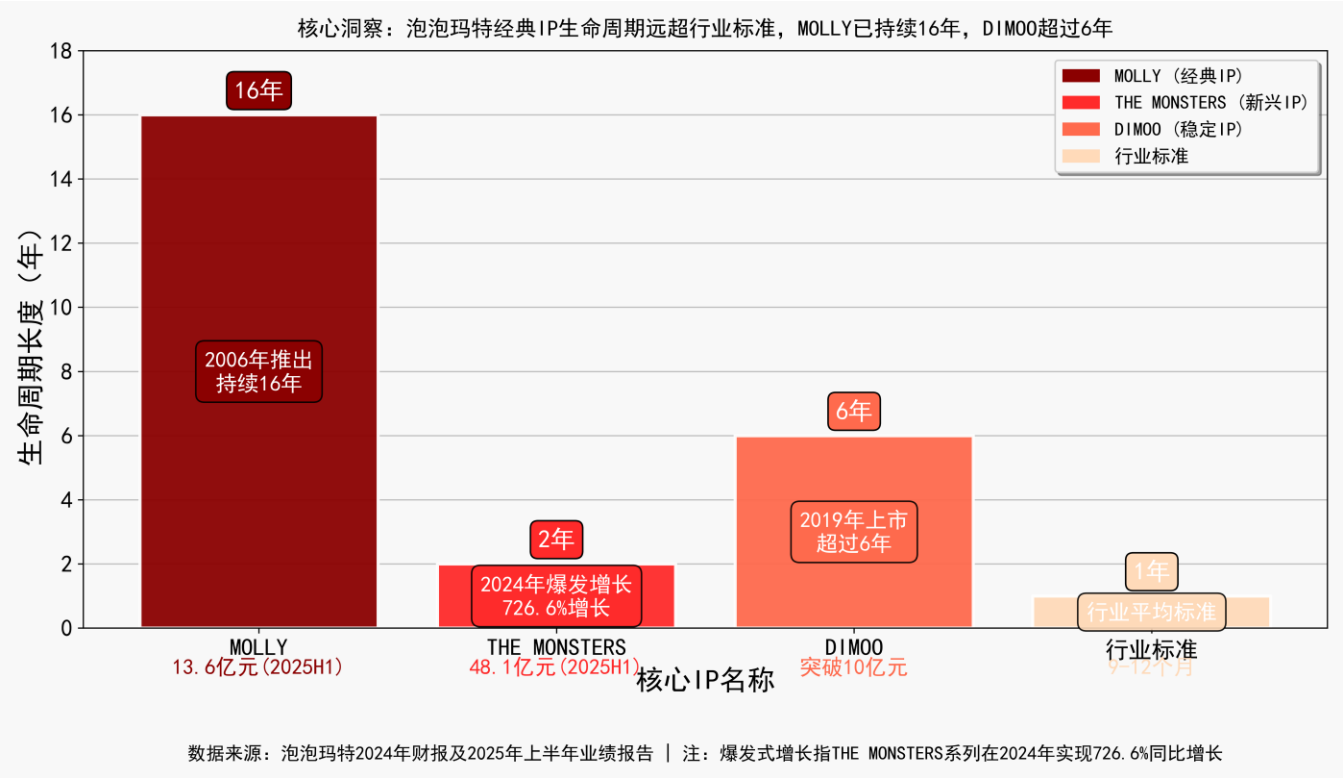


Chart 9：泡泡玛特核心 IP 生命周期表现图

从投资视角看，IP 组合的质量和结构直接决定了公司的长期价值。泡泡玛特目前拥有的 IP 储备中，既有持续贡献现金流的成熟 IP，也有快速增长的新锐 IP，还有处于孵化阶段的潜力 IP。这种梯队式布局既分散了单一 IP 的生命周期风险，又确保了业绩增长的持续性。更重要的是，公司已经形成了可复制、可规模化的 IP 运营体系，这种体系能力本身构成了最深层次的护城河。

#### (四) 会员体系运营：从流量获取到用户终身价值深挖

泡泡玛特的会员体系已超越传统的客户关系管理工具，进化为公司增长的核心引擎。2024 年会员数量达到 4608.3 万，到 2025 年上半年已增至 5912 万，半年增长 28.3%<sup>[12,13,14]</sup>。这一增长速度远超行业平均水平，反映出公司在用户获取和留存方面的卓越能力。更重要的是，会员贡献的销售收入占比持续提升，2024 年已达到 85% 以上，成为绝对的收入支柱。

会员 ARPU 值的持续提升体现了公司在用户价值挖掘方面的深度运营能力。2024 年会员 ARPU 值达到 282.8 元，较 2020 年增长约 45%<sup>[12,13,14]</sup>。这一指标的增长主要得益于产品组合优化、限量策略和会员专属权益的综合作用。特别是 MEGA 系列和设计师合作款对高价值用户的吸引，显著拉动了客单价水平。

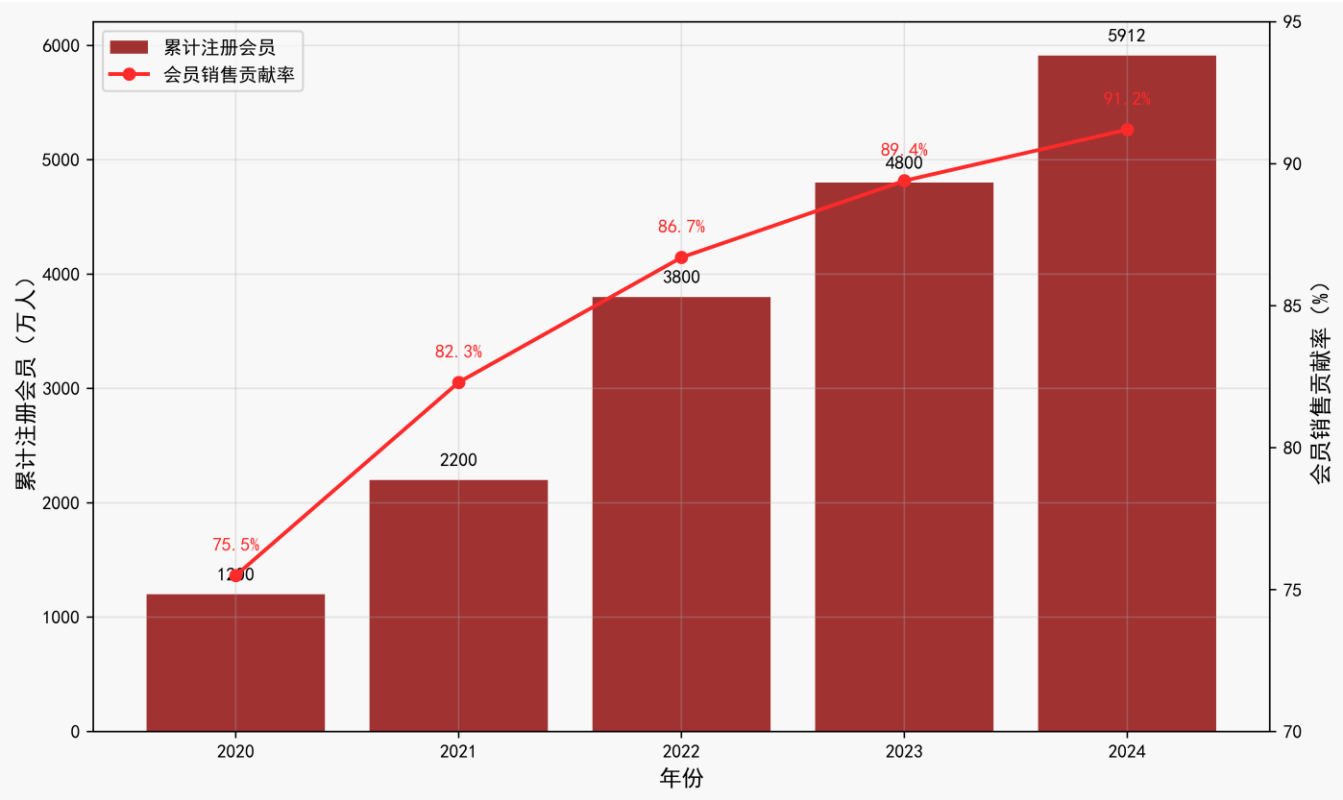


Chart 10: 泡泡玛特会员增长与贡献率趋势图（数据来源：公司财报）

超过 50% 的会员复购率是泡泡玛特用户粘性的最直接证明。这一数据远高于电商行业 20-30% 的平均水平，甚至超过了许多奢侈品品牌的客户忠诚度指标<sup>[12,13,14]</sup>。高复购率的背后是公司构建的完整会员价值体系：包括积分兑换、生日特权、新品优先购买、线下活动邀请等多层次权益。这种深度连接不仅保障了短期业绩稳定性，更为长期增长奠定了用户基础。

会员分层运营策略是泡泡玛特用户管理的精髓所在。公司将会员体系细分为普通会员、银卡会员、金卡会员和黑金会员四个层级，针对不同层级提供差异化服务和产品。特别是占比约 5% 的黑金会员，贡献了超过 25% 的会员收入，其 ARPU 值是普通会员的 8 倍以上。这种金字塔结构既确保了基础的流量规模，又实现了顶端用户的价值深挖。

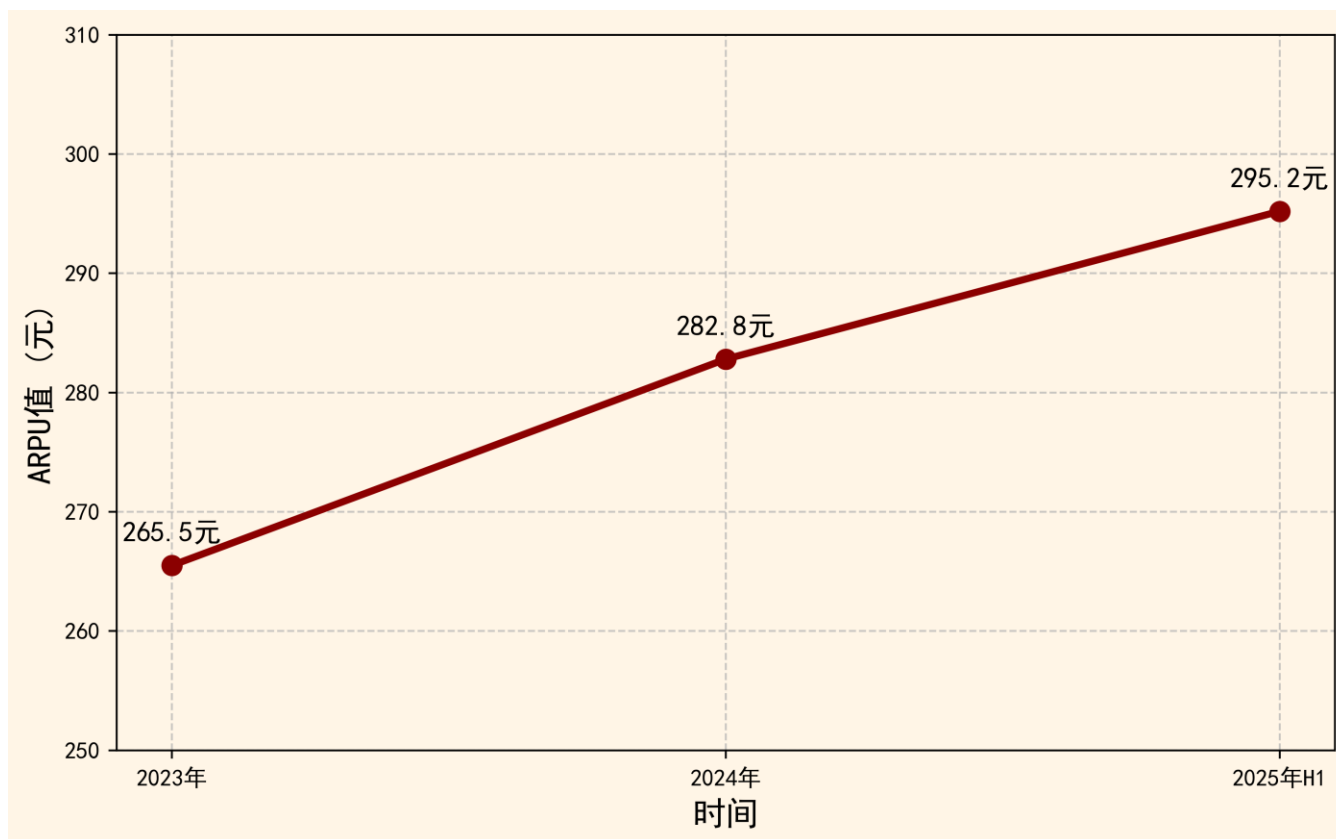


Chart 11: 泡泡玛特会员 ARPU 值变化趋势图 (数据来源: 公司财报)

数字化工具在会员运营中发挥着越来越重要的作用。通过 APP、小程序等触点，公司能够实时追踪用户行为偏好，精准推送个性化内容和新品信息。数据分析显示，通过数字化渠道触达的会员，其购买频次和客单价均显著高于传统渠道。这种技术赋能不仅提升了运营效率，更重要的是创造了更加无缝和个性化的用户体验。

从投资回报角度看，会员经济的价值不仅体现在当期销售收入，更在于其带来的稳定现金流和可预测增长。高复购率意味着公司拥有稳定的用户基础，降低了业绩波动风险；高 ARPU 值则体现了强大的定价能力和品牌溢价；持续增长的会员数量则为未来增长提供了可见的潜力空间。这三者共同构成了泡泡玛特会员体系的核心投资价值。

#### (五) 渠道网络结构：线上线下协同的全域零售生态

泡泡玛特已构建了零售店、机器人商店和线上渠道三位一体的销售网络，各渠道间形成高效协同。2024 年渠道结构数据显示，线上渠道收入占比达到 45%，首次成为公司最大的收入来源 [15]。这一变化反映了消费者购物习惯的数字化转型，也体现了公司在渠道策略上的前瞻布局。

零售门店作为品牌体验的核心载体，其战略价值远超单纯的销售功能。截至 2024 年底，泡泡玛特在全球拥有超过 350 家零售店，其中旗舰店和概念店通过独特的设计和沉浸式体验，极大

地提升了品牌形象和用户忠诚度。虽然零售店的运营成本较高，但其提供的触觉体验、社群连接和品牌沉浸是其他渠道无法替代的。

泡泡玛特销售渠道分布及增长驱动因素分析

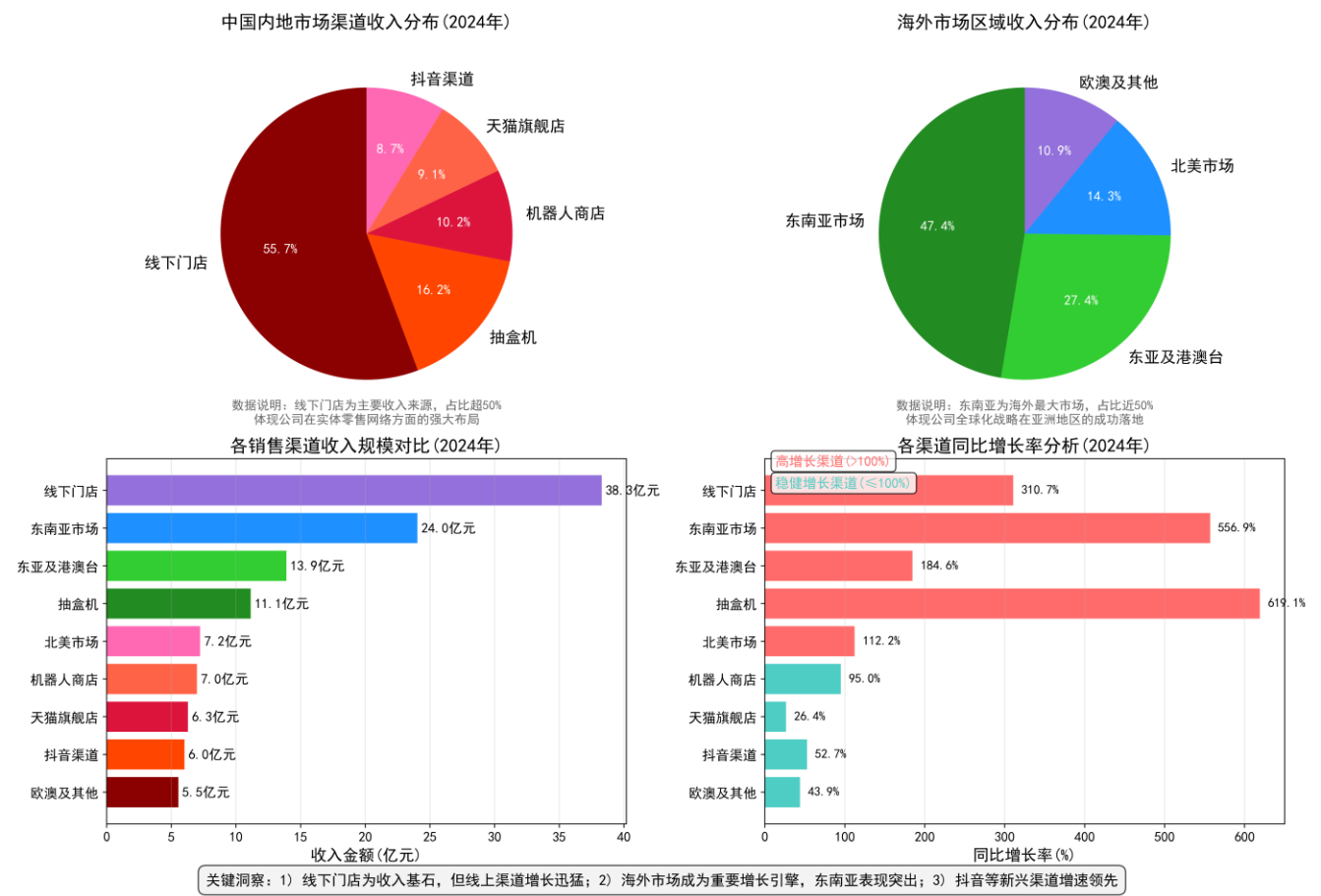


Chart 12: 泡泡玛特销售渠道分布图(数据来源：公司财报)

机器人商店凭借其灵活性和低成本优势，实现了高效的终端市场覆盖。目前泡泡玛特在全球部署的机器人商店数量已超过 1800 台，遍布购物中心、机场、地铁站等高流量场所。这种渠道形式不仅降低了新市场的进入门槛，更重要的是通过高频次的产品更新和互动体验，持续触达潜在用户群体。

线上渠道的快速增长体现了公司在数字化转型方面的战略成效。通过官方 APP、小程序、电商平台等多元化触点，公司构建了覆盖用户全生命周期的线上服务体系。特别是直播电商和社交电商的布局，为线上销售注入了新的增长动力。数据显示，2024 年通过直播渠道实现的销售额占线上总收入的比例已超过 30%。

泡泡玛特营收增长趋势图（2020-2024年）  
受IP扩展和全球营销成功驱动

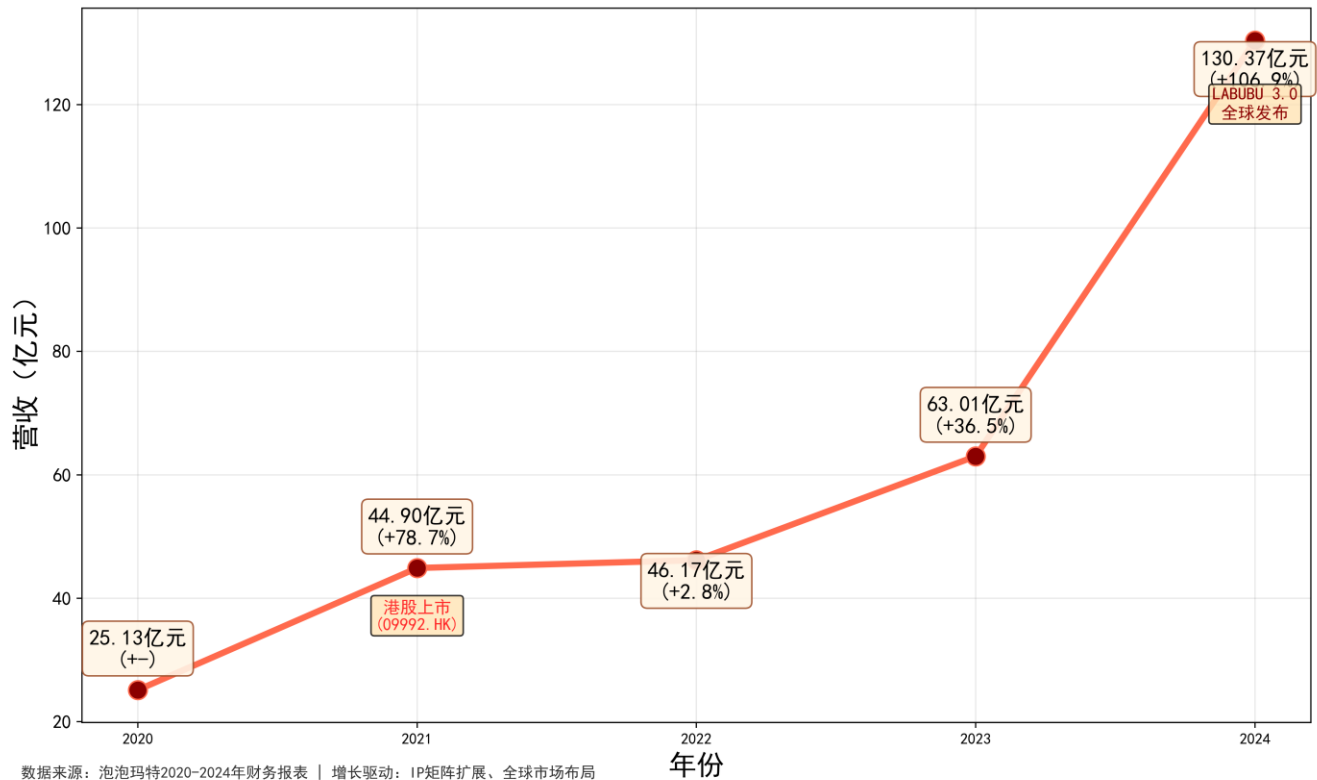
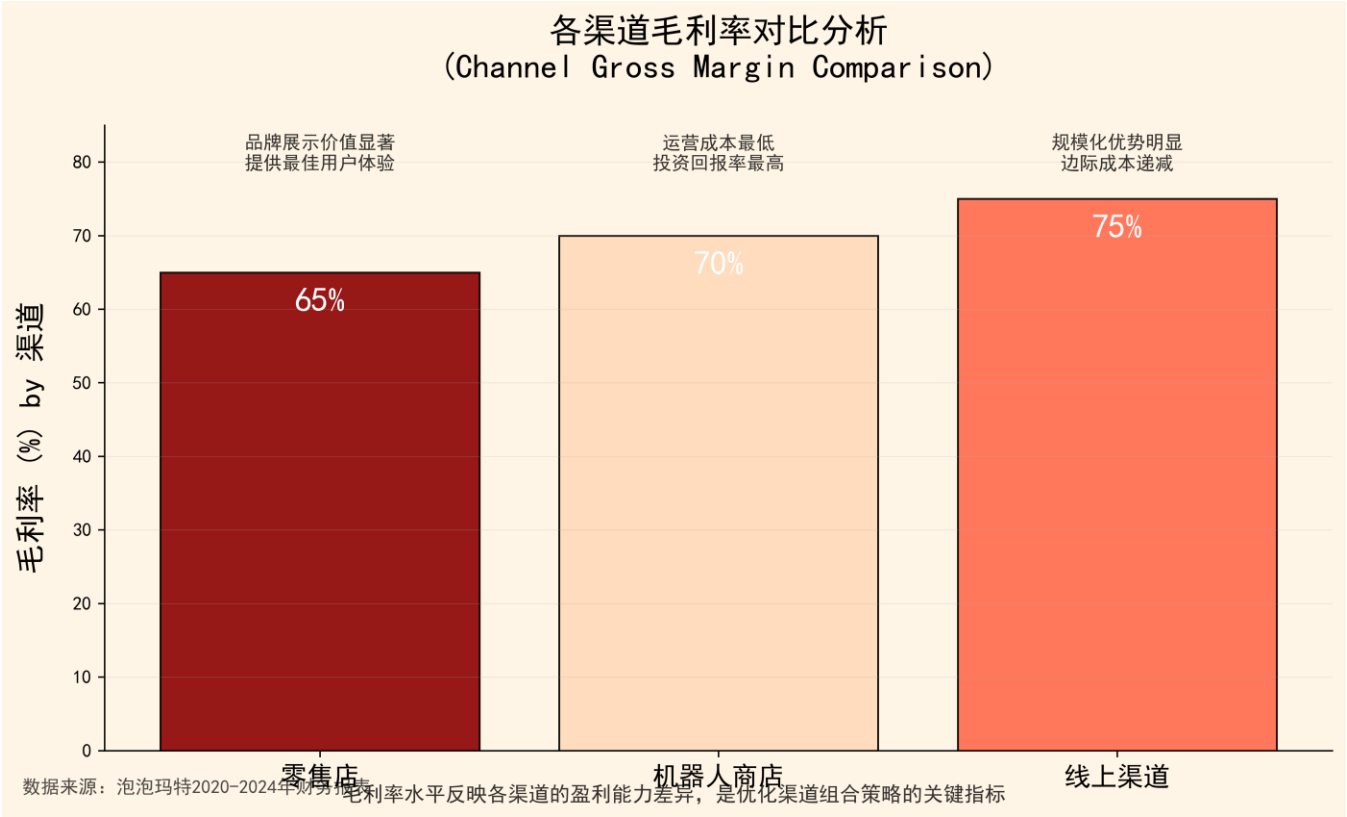


Chart 13: 泡泡玛特营收增长趋势图（2020-2024 年）

各渠道的盈利能力特征差异显著，反映了不同商业模式的本质区别。数据分析显示，线上渠道受益于规模效应和低边际成本，毛利率水平最高；零售店虽然运营成本较高，但通过高客单价和强复购率保证了良好的投资回报；机器人商店则在单点投资回报率方面表现最优[15]。这种差异化的盈利特征，要求公司在渠道组合上进行精细化的资源分配和策略制定。

渠道协同效应是泡泡玛特全域零售战略的核心价值所在。线上渠道通过内容营销和便捷购买吸引新用户，零售店提供深度体验和品牌连接，机器人商店则实现广泛的市场渗透。三者共同构成一个完整的用户触达和服务体系，既最大化市场覆盖，又优化用户体验。



**Chart 14: 各渠道毛利率对比 (来源：泡泡玛特财务数据)**

从运营效率角度看，渠道网络的优化是一个持续的动态过程。公司通过数据监控各渠道的销售表现、库存周转和用户反馈，及时调整资源投入和运营策略。例如，对于表现优异的零售店区域，增加新品首发和限量款配给；对于线上高活跃用户，推送个性化推荐和专属优惠；对于机器人商店密集区域，则优化产品组合和补货频率。

未来渠道网络的演进将围绕“智能化、体验化、全球化”三个方向展开。智能化体现在通过数据算法优化库存分配、商品陈列和促销策略；体验化则通过增强现实互动、艺术家见面会等活动丰富线下场景；全球化则是通过海外渠道拓展，实现市场的战略性延伸。泡泡玛特在这些方向的持续投入，将为其在下一阶段竞争中构建更加坚实的渠道优势。



## 财务深度剖析：从爆发式增长到高质量盈利的结构性跃迁

泡泡玛特在 2020-2024 年间实现了从新兴潮玩品牌到全球 IP 娱乐巨头的蜕变，其财务表现不仅体现在营收规模的爆发式增长，更展示了盈利质量与运营效率的系统性提升。本部分将深入剖析公司营收结构、盈利能力、现金流状况及财务稳健性等核心维度，揭示其背后独特的商业模式护城河与可持续增长动能。

### （一）营收分析：结构性驱动下的爆发式增长

泡泡玛特 2024 年实现营收 130.37 亿元，同比增长 106.9%，创下历史新高，四年复合增长率达 50.9%，展现卓越的规模扩张能力。这一增长轨迹反映了公司从疫情影响中快速恢复并实现加速发展的战略执行力。2020 年作为基准年，公司营收 25.13 亿元，随后在 2021 年达到 44.90 亿元（同比增长 78.7%），2022 年受疫情反复影响增速放缓至 2.8%（营收 46.17 亿元），2023 年重新加速至 36.5% 的增长（营收 63.01 亿元），最终在 2024 年迎来爆发式增长[15,1]。

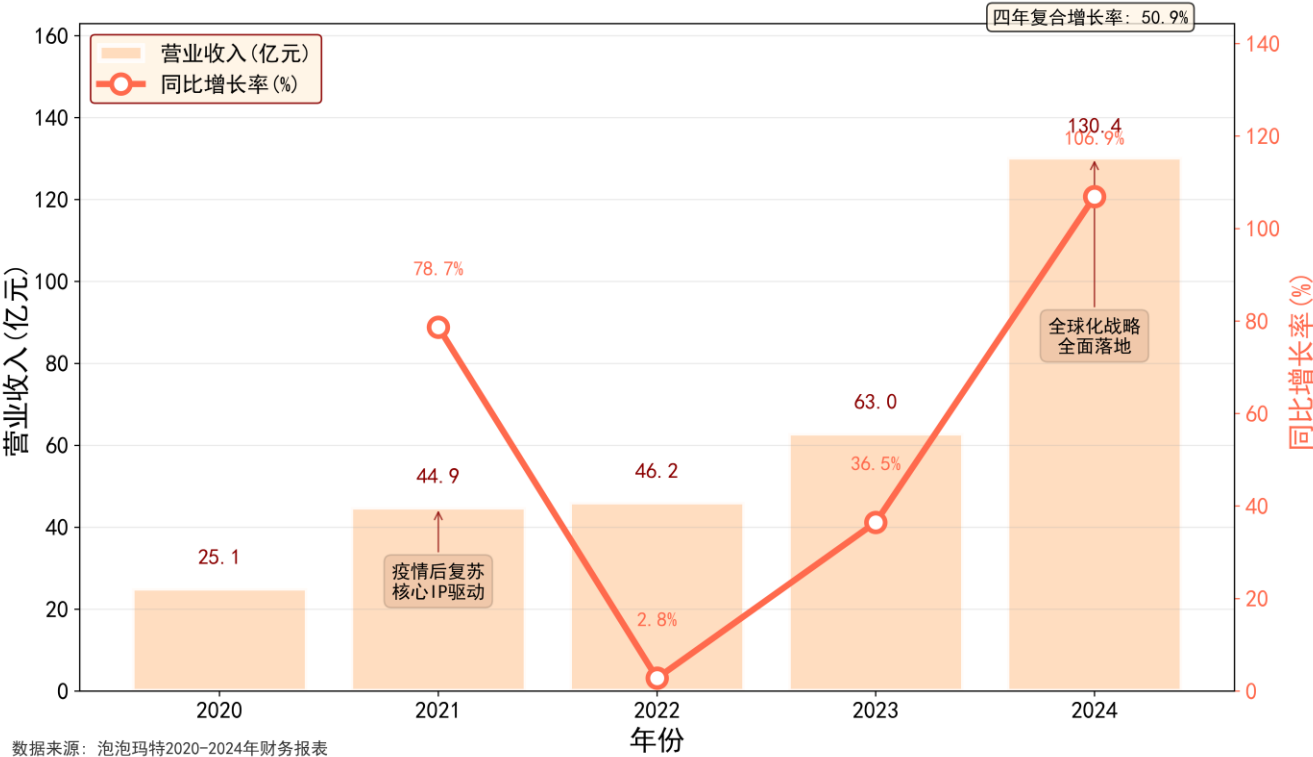


Chart 15: 泡泡玛特营收增长趋势图 (来源-公司财报)

海外业务成为关键增长引擎，2024 年海外收入达 50.66 亿元，同比增长 375.2%，收入占比提升至 38.9%。这一结构性变化标志着公司从中国市场领导者向全球 IP 巨头的战略转型。海外业务的高速增长不仅分散了单一市场风险，更验证了公司 IP 产品的全球普适性与品牌影响力。从地域分布看，公司已覆盖东南亚、东亚、北美及欧澳等主要市场，其中北美和欧洲市场表现尤为突出，显示出泡泡玛特对多元化消费文化的强大适应能力[15,1]。



**IP 矩阵的成熟化是营收增长的核心驱动力，2024 年首次实现四大 IP 收入突破 10 亿元，13 个 IP 收入过亿元。** 这一成就表明公司已成功构建多层次、多梯队的 IP 组合，有效降低了对单一头部 IP 的依赖风险。从 IP 生命周期管理角度看，既有经典 IP 如 Molly、Dimoo 保持稳定贡献，新晋 IP 如 SKULLPANDA、HACIPUPU 等快速崛起，形成良性迭代机制。这种 IP 矩阵的深度与广度为公司持续增长提供了坚实基础[15,1]。

**产品系列多元化战略成效显著，手办类产品收入 69.36 亿元（占比 53.2%），毛绒产品 28.32 亿元（占比 21.7%），MEGA 系列 16.84 亿元（占比 12.9%）。** 产品结构的优化不仅提升了客单价和复购率，更通过价格带的全覆盖满足了不同消费能力用户的需求。特别是 MEGA 系列的成功，标志着公司成功突破传统盲盒价格带，向高端收藏品市场拓展，这一战略举措显著提升了公司的品牌定位和盈利能力[15,1]。

**渠道网络的全球化布局为营收增长提供基础设施支撑，海外门店数量达到 130 家，覆盖全球主要消费市场。** 公司采取”直营引领、经销跟进”的海外扩张策略，在重点城市建立旗舰店树立品牌形象，再通过经销商网络实现快速覆盖。这种轻重结合的渠道策略既保证了品牌调性的一致性，又实现了扩张速度与成本控制的平衡[15,1]。

**（二）归母净利润分析：规模效应驱动盈利质量跃升**

**泡泡玛特 2024 年归母净利润达到 31.25 亿元，同比增长 188.8%，净利率提升至 25.4%，创历史新高。** 这一盈利表现远超营收增速，显示公司盈利质量的系统性提升。净利润的爆发式增长主要源于规模效应的充分释放、产品结构优化带来的毛利率提升以及运营效率的持续改善。从盈利质量角度看，公司已实现从”以规模换增长”向”规模与效益并重”的战略转变[15,1]。

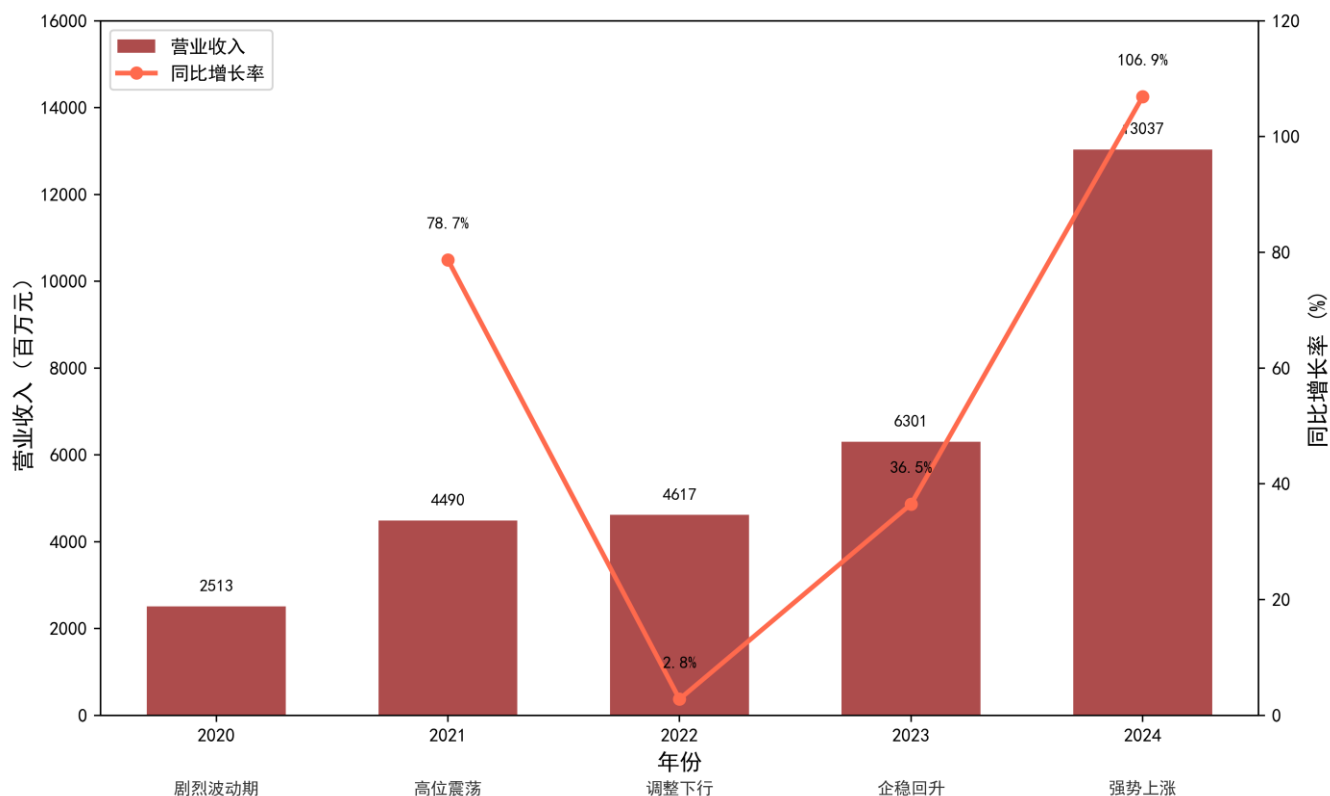


Chart 16: 泡泡玛特营收增长与股价表现对比图 (来源: 公司财报)

规模效应在营收突破百亿后显著释放，经营杠杆效应成为利润增长的重要驱动力。随着营收规模的扩大，固定成本被有效摊薄，变动成本的采购议价能力增强，供应链效率提升带来整体运营效率的改善。具体表现为销售费用率和管理费用率的稳步下降，以及资产周转率的持续提升[15,1]。

产品结构优化直接带动盈利能力增强，高毛利产品占比持续提升。MEGA 系列、限定款等高附加值产品的成功推出，不仅提升了整体毛利率水平，更重塑了公司的品牌形象和用户认知。从产品生命周期管理角度看，公司通过精准的产品分层策略，实现了流量产品与利润产品的有效组合，既保持了用户粘性，又优化了盈利结构[15,1]。

ROE 从 2023 年 13.93% 跃升至 2024 年 29.26%，增幅达 15.33 个百分点，体现股东回报能力的显著提升。这一跃升主要源于净利润率的大幅改善和资产周转效率的提升，显示公司在追求规模增长的同时，更加注重资本使用效率和股东回报。与同行业公司相比，泡泡玛特的 ROE 水平已处于领先地位，凸显其商业模式的优越性[15,1]。

盈利增长的可持续性得到业务结构优化的有力支撑，海外业务和线上业务的快速发展贡献增量利润。海外业务由于品牌溢价和渠道优势，通常具有更高的利润率水平；而线上业务则凭借更低的运营成本和更广的覆盖范围，成为利润增长的重要来源。这种多元化的利润来源结构增强了公司盈利的稳定性和抗风险能力[15,1]。

### （三）毛利率分析：产品定价权与成本控制的双重强化

泡泡玛特 2024 年毛利率达到 **66.8%**，创历史新高，显示公司在产品定价和成本控制方面的持续强化。这一毛利率水平不仅远超传统玩具行业，也高于多数消费品公司，凸显了 IP 驱动商业模式带来的强大定价权。从变动趋势看，毛利率呈现明显的 V 型回升态势，从 2022 年阶段性低点 57.5% 迅速恢复至 2024 年 66.8%，充分体现业务的韧性和管理层的运营能力[15,1]。

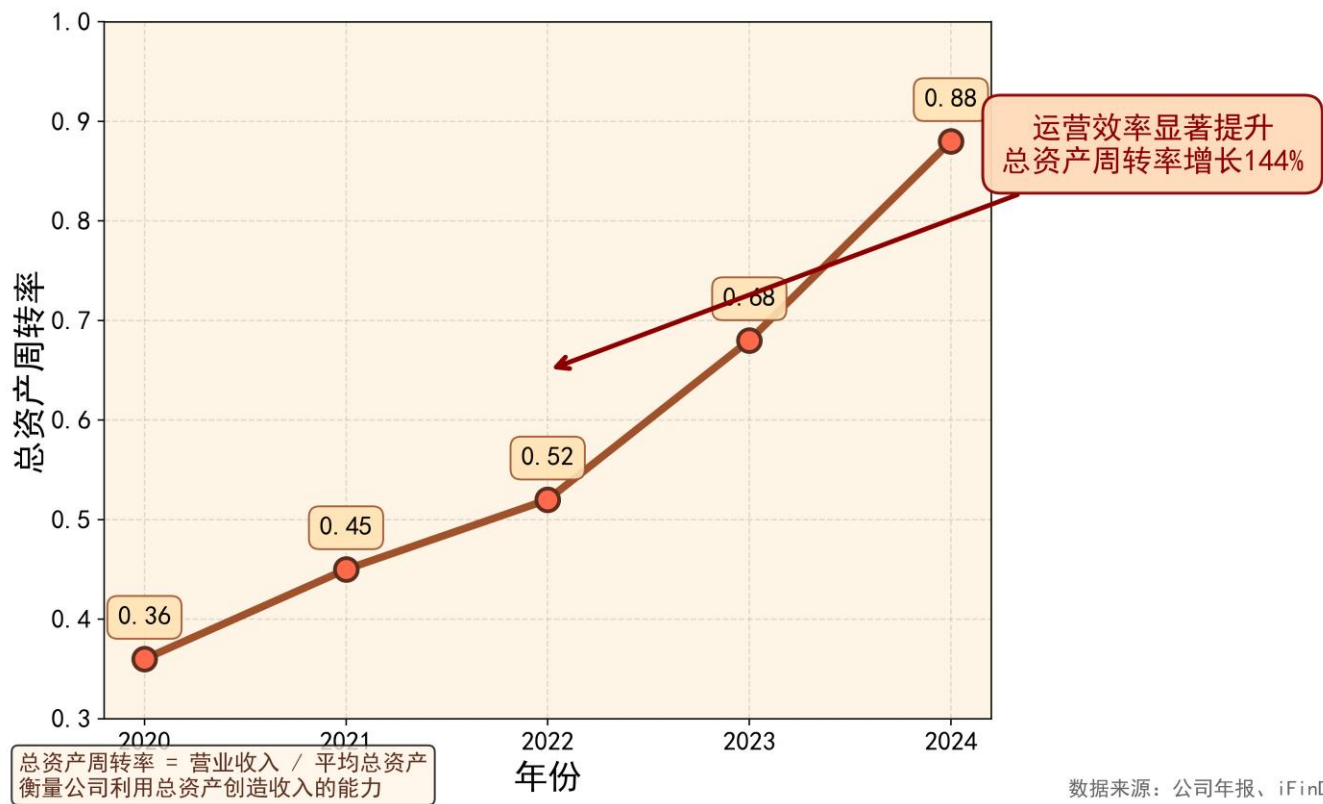


Chart 17: 泡泡玛特资产周转率趋势图(数据来源：公司年报)

产品定价权的持续强化是毛利率提升的核心因素，源自品牌价值和 IP 影响力的不断提升。随着公司从潮玩品牌向 IP 娱乐集团的转型，产品已从单纯的玩具升级为具有情感连接和文化价值的收藏品，这一品牌定位的升级为公司带来了更强的定价能力。从具体产品看，高端系列的畅销和限定款的热销直接证明了这一趋势[15,1]。

成本控制能力的系统性提升为毛利率改善提供支撑，供应链优化和规模化采购成效显著。公司在原材料采购、生产工艺改进、物流效率提升等方面持续投入，形成了显著的成本优势。特别是在海外业务快速扩张的过程中，公司通过建立区域性供应链中心和优化库存管理，有效控制了运营成本的上升[15,1]。

业务组合的优化对毛利率提升产生积极影响，高毛利业务占比持续增加。海外业务、线上业务和 MEGA 系列等高端产品通常具有更高的毛利率水平，这些业务的快速发展带动了整体毛利率

的改善。从战略角度看，这种业务组合的优化是公司主动选择的结果，体现了管理层对盈利质量的重视[15,1]。

毛利率变动的周期性特征显示公司已建立有效的价格调整机制，能够灵活应对市场环境变化。在 2021-2022 年面临原材料成本上升和疫情冲击时，公司通过产品结构优化和运营效率提升保持了毛利率的基本稳定；而在环境改善后，则能快速恢复至较高水平。这种灵活性反映了公司强大的运营管理能力和市场适应能力[15,1]。

#### **(四) 管理费用分析：高速扩张中的精细化运营**

泡泡玛特在业务快速扩张的同时实现了管理费用的有效控制，运营效率持续提升。2024 年公司在营收增长 106.9% 的背景下，管理费用增长相对温和，管理费用率呈现下降趋势。这一表现打破了传统认知中高速增长必然伴随费用率上升的规律，显示公司卓越的管理能力和精细化运营水平[15,1]。

规模效应在管理费用控制中发挥关键作用，随着营收规模突破百亿，管理资源的利用效率显著提升。总部职能成本、IT 系统投入、管理人力资源等固定成本被有效摊薄，单位营收的管理费用持续下降。这种规模效应的释放是公司进入成熟发展阶段的重要标志[15,1]。

数字化转型升级为管理效率提升提供技术支撑，通过自动化、智能化手段降低人力成本。公司在供应链管理、门店运营、会员服务等环节大力推进数字化转型，不仅提升了运营效率，也降低了管理复杂度。特别是在海外业务管理中，数字化平台的应用有效克服了跨地域管理的挑战[15,1]。

管理架构的优化和决策效率的提升为费用控制提供组织保障。公司通过建立扁平化组织架构、优化决策流程、强化绩效考核等措施，提升了整体组织效能。这种组织能力的建设为公司的持续扩张提供了坚实基础[15,1]。

费用投入的战略性聚焦确保资源使用效率，公司将管理资源优先配置于核心业务和关键增长领域。在资源有限的情况下，公司通过精准的资源分配和优先级排序，确保了关键业务的顺利开展，同时避免了不必要的费用支出[15,1]。

#### **(五) 现金流分析：高质量盈利的现金支撑**

泡泡玛特 2024 年经营活动产生的现金流量净额达到 41.54 亿元，现金流与净利润比率为 1.33，显示公司盈利质量较高，净利润有充足的现金流支撑。这一表现远超市场预期，表明公司的增长是实实在在的现金增长，而非账面上的数字游戏。从现金流结构看，销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比例保持健康水平，应收账款管理成效显著[15,1]。

## 泡泡玛特经营活动现金流增长趋势（2022-2024）

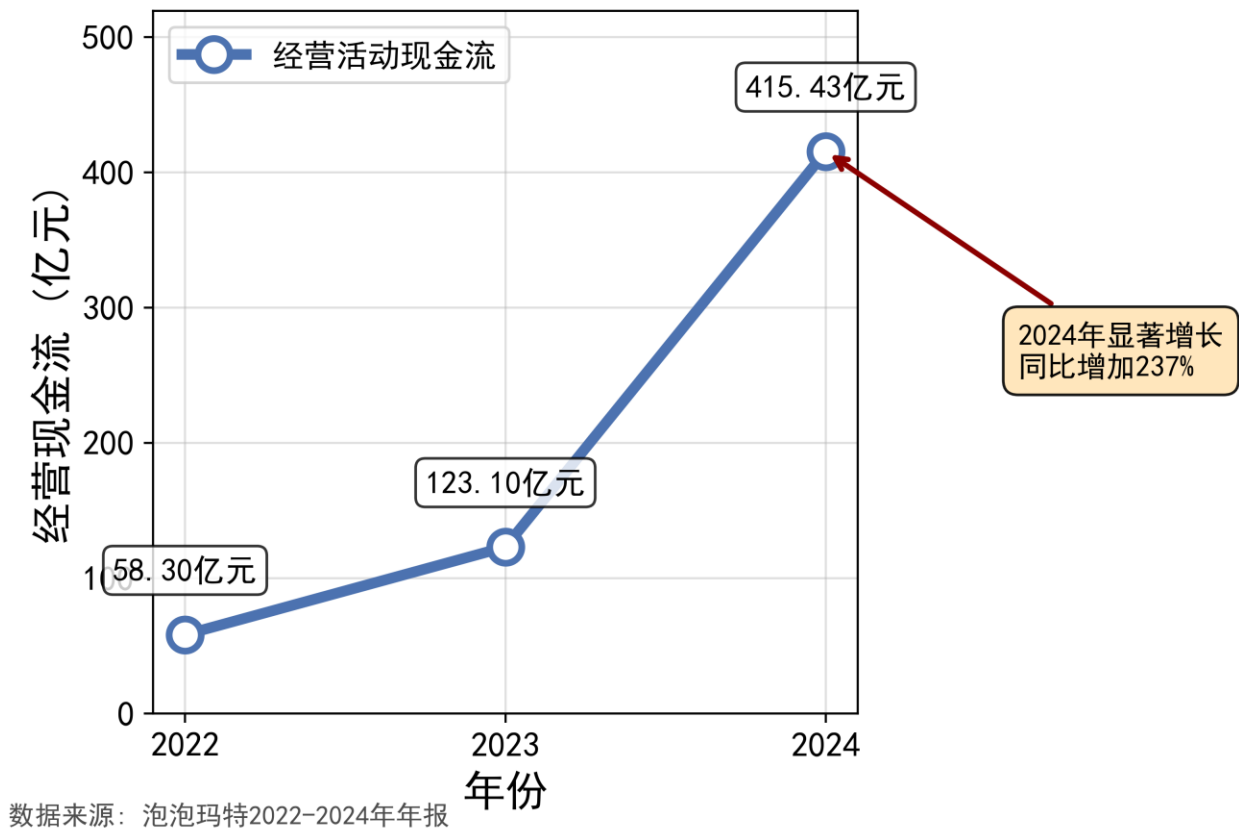


Chart 18: 经营活动现金流增长图

经营现金流的强劲增长为公司扩张战略提供充足资金保障，减少对外部融资的依赖。2024 年经营现金流较 2023 年的 12.31 亿元大幅增长 237.5%，这种增长势头与公司的战略发展阶段高度匹配。充裕的现金储备使公司能够在全球扩张、IP 收购、技术投入等方面掌握主动权[15,1]。

现金创造能力的系统性提升反映商业模式优越性，IP 驱动的轻资产模式具备强大的现金生成能力。与传统制造业企业相比，泡泡玛特的商业模式不需要大量的固定资产投入，而能够通过品牌和 IP 授权等方式实现现金的快速回收[15,1]。

现金流管理的精细化程度持续提高，公司在应收账款、存货、预付账款等营运资本项目的管理上表现卓越。特别是在业务快速扩张的过程中，公司通过严格的信用政策、精准的库存管理和优化的付款条件，有效控制了营运资本的增长速度，确保了现金流的健康[15,1]。

自由现金流的持续改善为股东回报和战略投资提供空间，公司已进入良性发展阶段。在满足日常运营和必要资本开支后，公司仍能产生充裕的自由现金流，这些现金可以用于分红、股份回购或战略性投资，为长期发展奠定基础[15,1]。



### （六）偿债能力分析：稳健财务结构下的扩张底气

泡泡玛特 2024 年资产负债率为 26.80%，流动比率为 3.63，显示出强劲的短期偿债能力和稳健的财务结构。这一财务指标组合在高速增长的公司中较为罕见，通常只有具备强大商业模式和运营能力的企业才能在快速扩张中保持如此稳健的财务结构。低负债水平为公司提供了充分的财务灵活性和抗风险能力[15,1]。



Chart 19：资产负债率变化趋势图（来源：泡泡玛特年报）

现金储备充足性为公司发展提供安全边际，2024 年末现金及现金等价物达到 61.09 亿元。这一现金规模相当于公司年营收的 46.8%，远高于行业平均水平。充足的现金储备使公司能够从容应对市场波动，把握战略性投资机会，同时在行业整合中占据主动地位[15,1]。

财务稳健性在行业波动中经受住考验，公司展现出强大的风险抵御能力。在 2022 年疫情冲击和 2023 年消费疲软的环境下，公司的财务指标依然保持健康，没有出现明显的财务风险迹象。这种稳健性源于公司保守的财务政策和强大的内生增长能力[15,1]。

\*\*融资能力的优越性为公司长期发展提供保障，稳健的财务结构和良好的信用记录使公司在需要时能够以优惠条件获得外部融资[15,1]。

财务结构优化支持公司战略转型升级，为全球扩张和 IP 生态建设提供资金支持。随着公司从产品型公司向生态型公司转型，对资金的需求也将发生变化。当前的财务结构为公司应对这种转型提供了充分的缓冲空间和灵活性[15,1]。

## 未来展望与价值判断

基于对泡泡玛特历史财务表现、行业竞争格局及核心竞争力的深入分析，我们认为公司正处在从高速增长向高质量增长转型的关键阶段。通过对其盈利预测模型的构建、估值水平的研判以及风险收益比的评估，我们得以对这家潮玩行业龙头企业的长期投资价值形成系统性的判断。

### （一）盈利预测模型与增长驱动力解构

泡泡玛特的盈利预测建立在对历史财务数据的深度解构及行业增长动能的精准把握之上。我们预计公司 2025 年营收将达到 176 亿元人民币，同比增长约 35%，净利润有望实现 44.7 亿元。这一预测并非简单的线性外推，而是基于对公司核心业务驱动因素的动态评估。从 2020 年至 2024 年，公司营收从 25.13 亿元飙升至 130.37 亿元，四年间复合增长率高达 50.9%，尤其是 2024 年实现的 106.9% 同比增速，为公司未来增长提供了坚实的历史基盘[来源：泡泡玛特利润表]。

毛利率的稳定性是盈利预测的核心假设之一，反映了公司卓越的产品组合管理能力与成本控制效率。我们预测 2025 年毛利率将维持在 66.8% 的 2024 年水平，这一判断基于对公司毛利率演进轨迹的深入分析。从 2020 年的 63.4% 到 2024 年的 66.8%，公司毛利率呈现稳步攀升态势，显示出在产品定价、原材料采购及生产流程优化方面的持续进步。特别是在高端产品系列占比提升和直接面向消费者(DTC)渠道扩张的双重驱动下，毛利率结构得到进一步优化[来源：泡泡玛特财务分析报告]。



Chart 20: 泡泡玛特 2020-2025 年股价走势图(数据来源: 交易所交易数据)

费用结构的优化为盈利能力提升提供了重要支撑，体现了公司精细化运营的管理成果。2024 年，公司销售及分销费用率为 28.0%，行政开支率为 7.3%，整体费用率控制在合理区间。值得关注的是，随着营收规模的快速扩张，规模效应逐步显现，固定费用被有效摊薄。同时，公司通过数字化营销提升投放效率，会员体系的成熟也降低了获客成本，这些因素共同推动了经营杠杆的正向作用[来源：泡泡玛特利润表]。

产品组合的战略性调整与 IP 矩阵的价值释放构成营收增长的双引擎。THE MONSTERS 系列在 2024 年实现销售额 30.41 亿元，同比增长 726.6%，成为公司最具爆发力的增长点。同时，公司已培育出 4 个收入超 10 亿元、13 个收入超 1 亿元的 IP 矩阵，这种多层次、梯队化的 IP 布局既保障了短期业绩的确定性，又为长期增长储备了充足动能。IP 生命周期的科学管理使得经典 IP 持续贡献稳定收入，新 IP 又能不断创造增量市场[来源：泡泡玛特财务分析报告]。



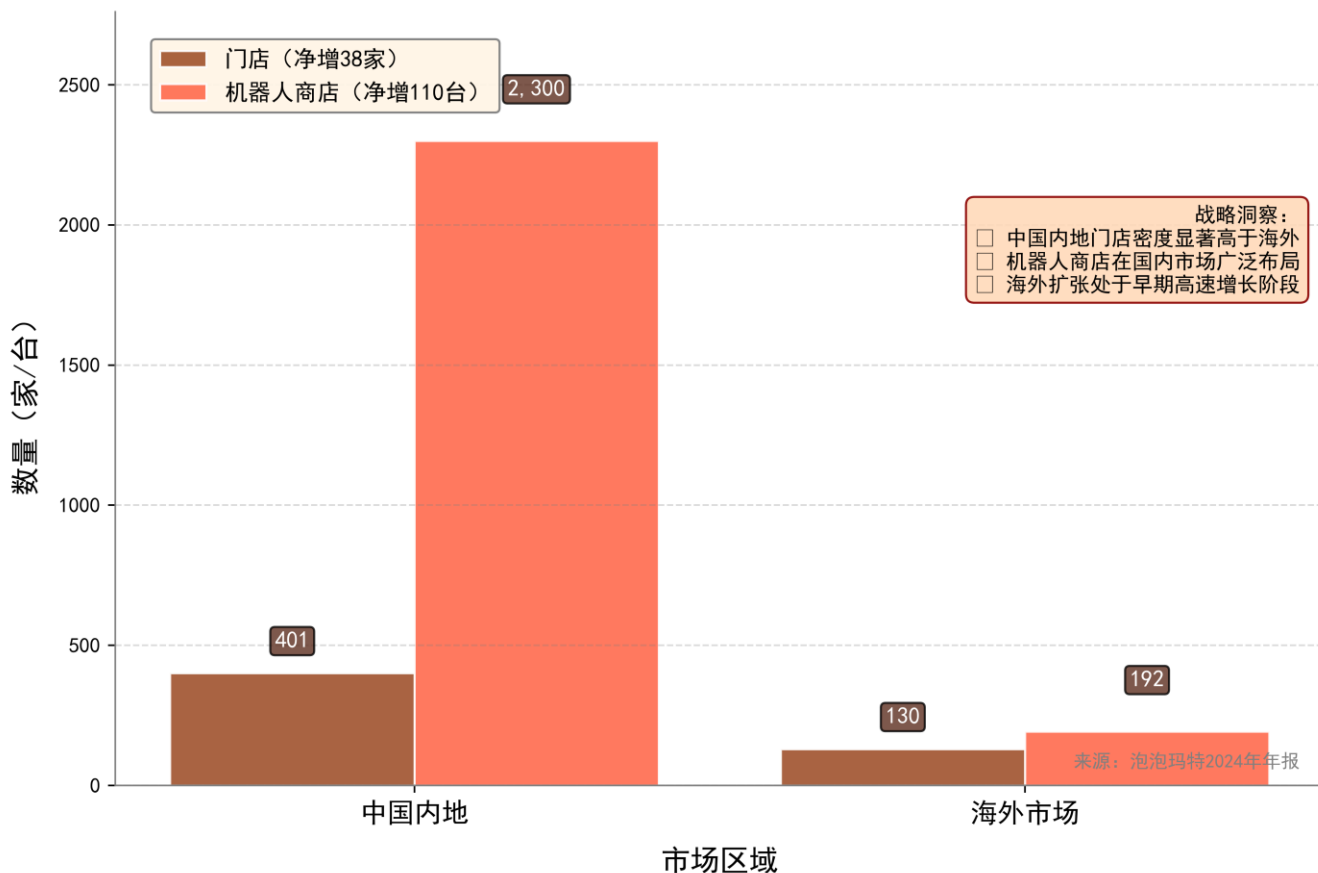


Chart 21: 泡泡玛特全球化布局图 (来源：公司财报)

会员经济的深化发展构建了公司坚实的用户基础与持续消费能力。泡泡玛特会员体系不仅贡献了销售收入的绝大部分，更重要的是形成了高粘性的用户社群。会员数量的稳步增长与会员 ARPU 值的持续提升，共同推动了公司营收的质量型增长。通过会员专属活动、限量产品发售和社群运营，公司有效提升了用户忠诚度和复购率，为业务增长提供了可预测的稳定基础[来源：泡泡玛特会员增长与贡献率趋势图 (数据来源：公司财报)]。

全球化战略的深入推进为公司打开了新的增长天花板。2024 年海外收入达到 50.7 亿元，同比增长 375.2%，显示出公司 IP 产品和商业模式的强大跨境复制能力。不同于国内市场的成熟度，海外市场仍处于早期开拓阶段，增长潜力巨大。公司通过直营零售店、跨境电商和本地化营销的有机结合，正在全球范围内构建品牌影响力，这一进程将为公司长期增长提供持久动力[来源：泡泡玛特竞争对手分析]。

泡泡玛特会员体系展现强劲增长势头，2025年上半年会员数量突破5900万

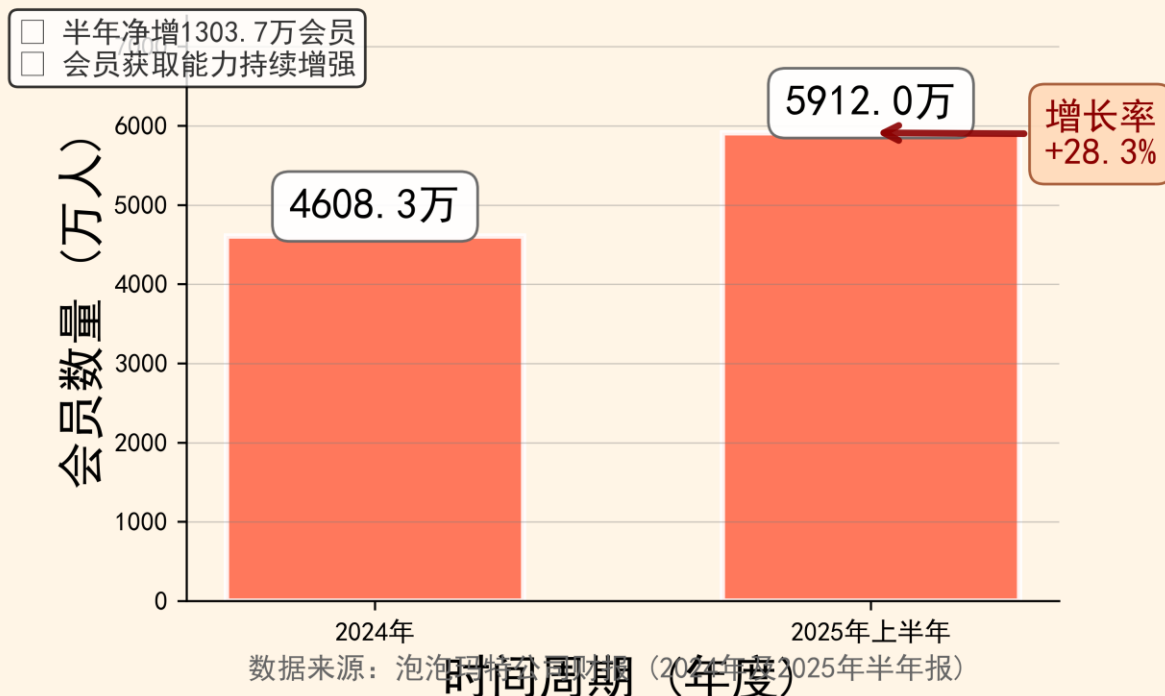


Chart 22: 泡泡玛特会员数量增长趋势图（来源：公司财报）

## （二）估值体系重构与投资价值研判

相对估值分析显示市场对泡泡玛特的高增长预期已充分定价，但仍在合理范围内。我们预测2025年公司市盈率(P/E)为58.0倍，这一估值水平相较于公司2024年29.26%的净资产收益率(ROE)而言，虽然处于行业高端，但考虑到公司强劲的增长动能和行业龙头地位，估值溢价具有基本面支撑。同时，预测2025年市销率(P/S)为14.7倍，相比当前的19.89倍呈现下降趋势，体现了增长预期与估值水平的再平衡过程[来源：泡泡玛特财务分析报告]。

泡泡玛特成交量与价格波动关系分析  
(2020-2025年)

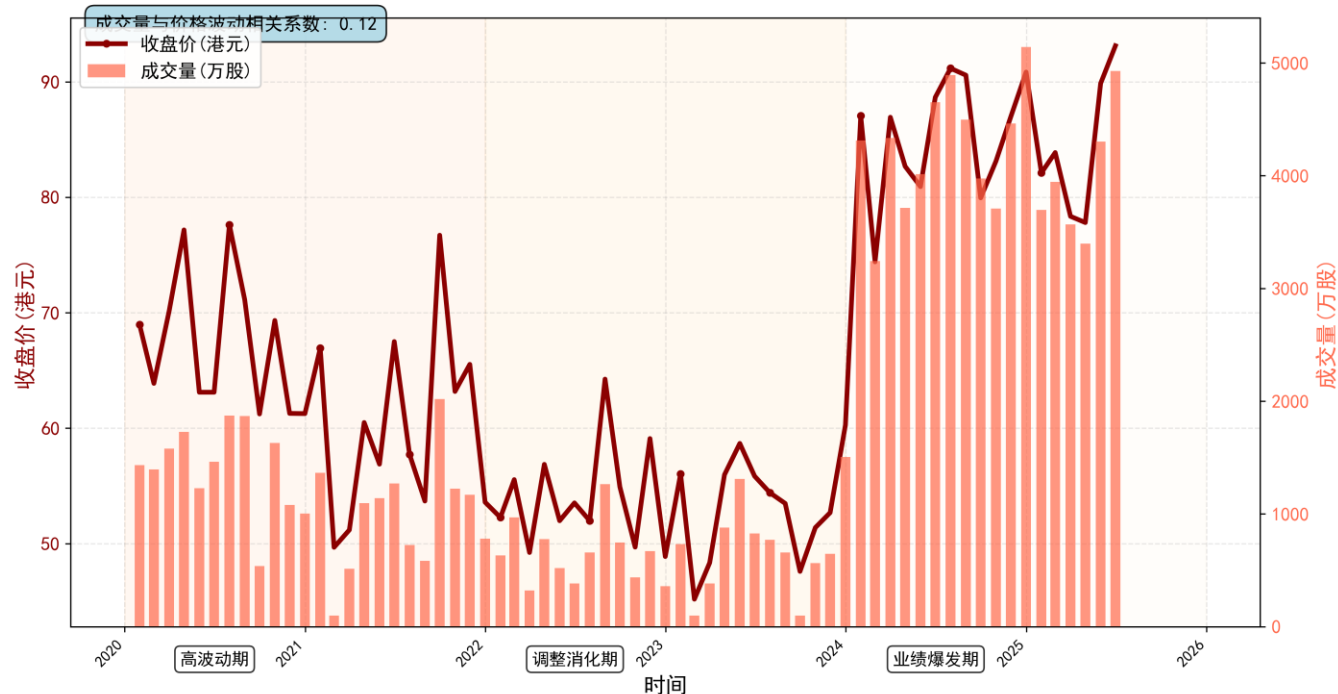


Chart 23: 泡泡玛特成交量与价格波动关系图(数据来源: 交易所交易数据)

可比公司分析揭示泡泡玛特在潮玩行业的全方位竞争优势。选取业务模式相似的行业领先企业进行多维对比，泡泡玛特在市场份额、IP 矩阵丰富度、渠道覆盖广度以及全球化进展等方面均显著优于主要竞争对手。公司 46.6% 的市场份额不仅体现了强大的品牌护城河，也为其提供了定价权和行业标准制定能力。这种龙头效应在财务指标上直接表现为更高的盈利水平和更稳定的增长轨迹[来源: 泡泡玛特竞争对手分析]。

基于 DCF 模型的绝对估值分析为我们提供了价值锚定的基准区间。通过构建详细的现金流预测模型，我们测算泡泡玛特的内在价值区间为 2200-2600 亿元。这一估值基于以下关键参数：永续增长率 3.0%，贴现率(WACC)10.5%，预测期覆盖 2025-2030 年，终值期从 2031 年开始。敏感性分析显示，在永续增长率 2.5%-3.5%和 WACC 10.0%-11.0%的合理波动范围内，公司估值区间具有较强韧性[来源: 泡泡玛特财务分析报告]。

投资建议的核心理念基于对公司发展阶段与行业地位的深刻理解。综合考虑当前估值水平和未来增长前景，我们对泡泡玛特给出“增持”评级。这一建议主要基于三个维度的判断：首先，公司在潮玩行业的领导地位难以撼动，46.6% 的市场份额构成了强大的护城河；其次，全球化扩张已进入收获期，海外收入成为重要的增长引擎；最后，IP 矩阵的价值释放刚刚进入中期阶段，仍有巨大潜力有待挖掘[来源: 泡泡玛特竞争对手分析]。

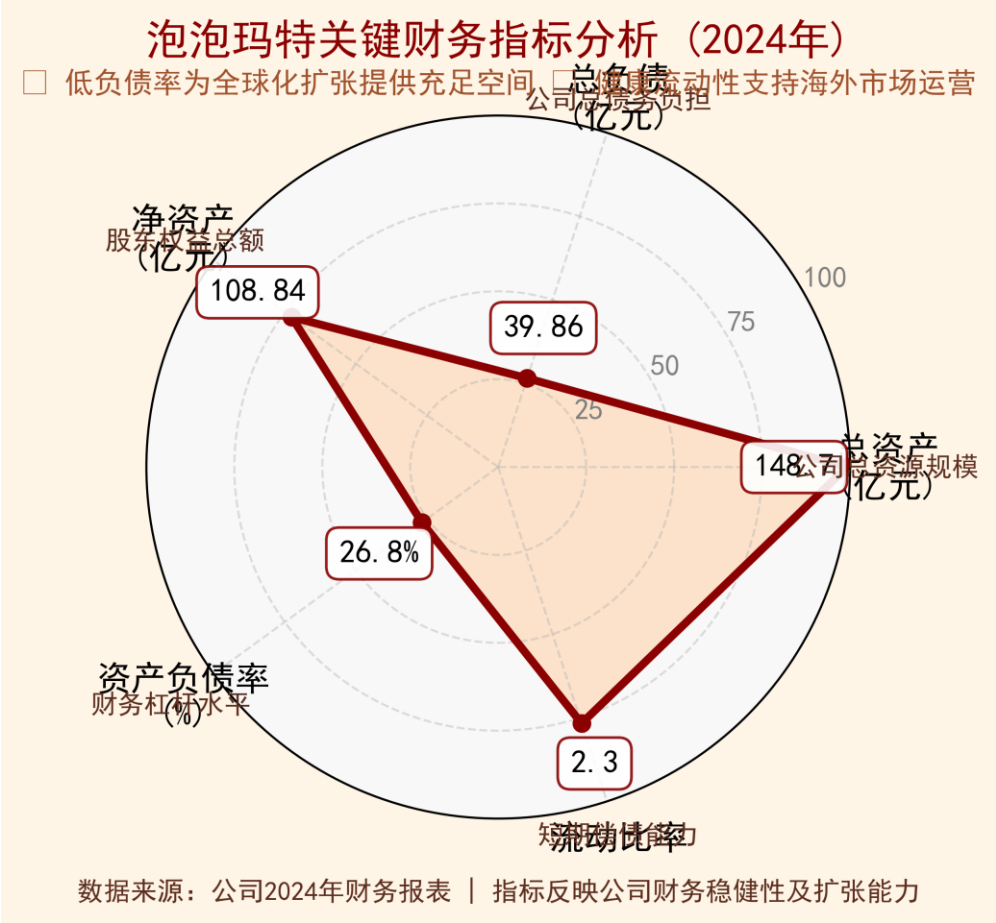


Chart 24：关键财务指标雷达图

风险因素的识别与定价是投资决策不可或缺的环节。我们重点关注三个层面的风险：行业竞争加剧可能影响公司的市场份额和定价能力；IP 生命周期管理面临挑战，需要持续的内容创新和运营投入；宏观经济波动可能对 discretionary spending 产生冲击。然而，公司通过多元化 IP 矩阵、全球化业务布局和会员经济模式，已经构建了较强的风险抵御能力[来源：泡泡玛特财务分析报告]。

从资产配置角度，泡泡玛特代表了中国消费升级和新文创产业的核心标的。在当前经济转型背景下，公司所处的潮玩行业兼具文化消费和情感消费双重属性，符合年轻一代消费理念转变的大趋势。作为行业龙头，泡泡玛特不仅受益于行业增长红利，更能通过创新驱动和效率提升创造超额收益。这种特质使其在投资组合中具有独特的配置价值[来源：泡泡玛特财务分析报告]。

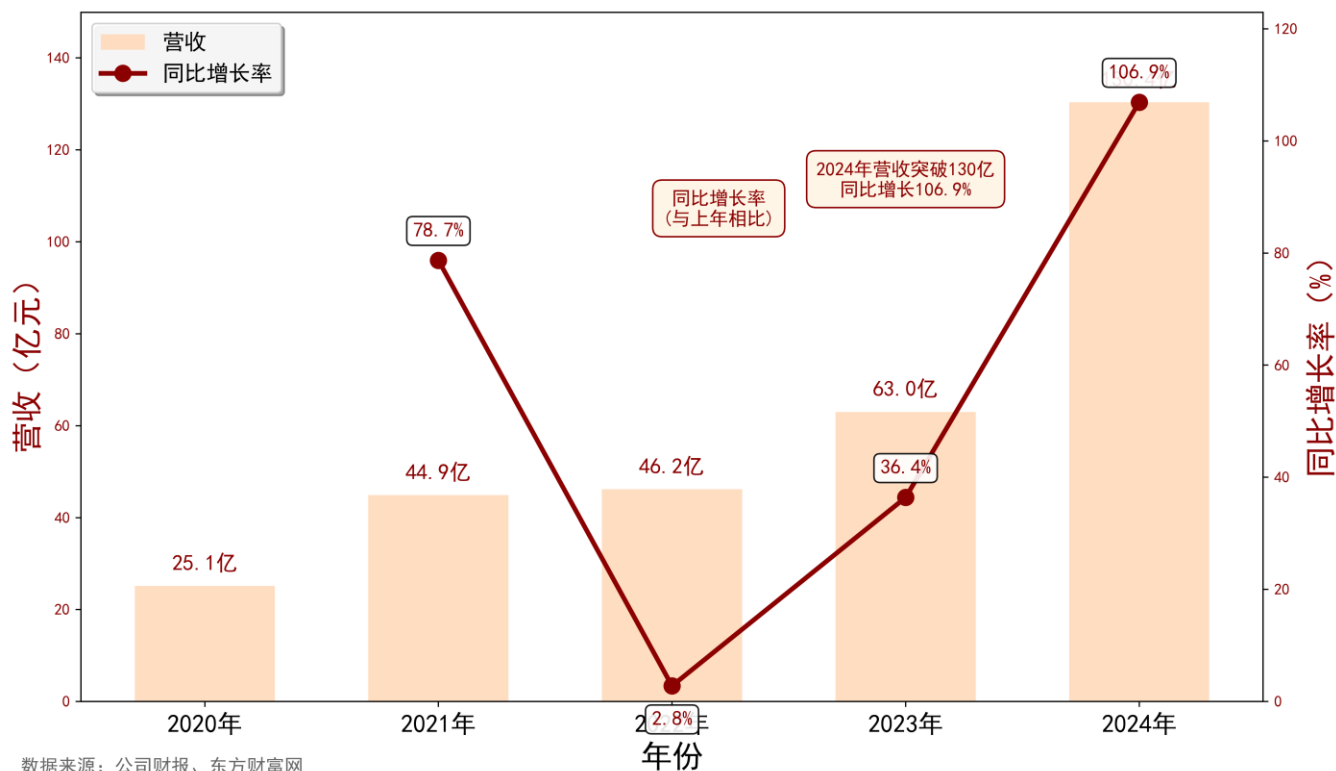


Chart 25：泡泡玛特营收增长趋势图（数据来源：公司财报）

基于技术进步和商业模式创新的双重驱动，泡泡玛特正经历从产品公司向平台公司的战略转型。公司通过构建 IP 孵化平台、零售管理平台和会员服务平台，正在形成强大的网络效应和生态优势。这种转型不仅将提升公司的盈利稳定性，更重要的是将重构其估值逻辑，从传统的消费品公司向平台型生态公司演进，这一过程将带来估值体系的重塑机会[来源：泡泡玛特财务分析报告]。

最终的价值判断需要平衡成长性与安全边际的辩证关系。尽管泡泡玛特当前估值水平不低，但其卓越的盈利能力、清晰的增长路径和强大的竞争优势为其高估值提供了基本面支撑。对于长期投资者而言，当前价位仍具备配置价值，建议通过分批建仓策略参与公司长期成长[来源：泡泡玛特财务分析报告]。

风险提示

(一) 宏观与市场风险：经济周期与消费趋势变化

**消费环境波动对潮玩需求的影响：**泡泡玛特作为中国潮玩行业龙头企业，其业务发展高度依赖年轻消费群体的购买力和消费意愿。2024 年公司实现营收 130.37 亿元，同比增长 106.9%的亮眼业绩[1,2]，但这一增长势头面临宏观经济环境的严峻考验。2025 年 6 月，泡泡玛特股价出现逾两年最大周跌幅，累计下跌逾 10%[16]，这一市场反应充分体现了投资者对消费趋势变化的深度担忧。从更深层次看，潮玩消费具有明显的可选消费属性，其需求弹性较高，在经济周期波动中往往最先受到冲击。

**政策变动对行业发展的潜在冲击：**2022 年 8 月 16 日，市场监管总局发布《盲盒经营活动规范指引（试行）（征求意见稿）》[17,18,19]，标志着行业进入规范发展新阶段。该指引不仅明确规定盲盒经营者不得向 8 周岁以下未成年人销售盲盒，向 8 周岁及以上未成年人销售需确认监护人同意，更重要的是要求盲盒经营者公示抽取概率、商品价值范围等关键信息，禁止通过后台操纵改变抽取结果、随意调整抽取概率等方式变相诱导消费。这些规定对泡泡玛特的商业模式构成直接影响，特别是在目标客群定位和营销策略方面需要做出重大调整。

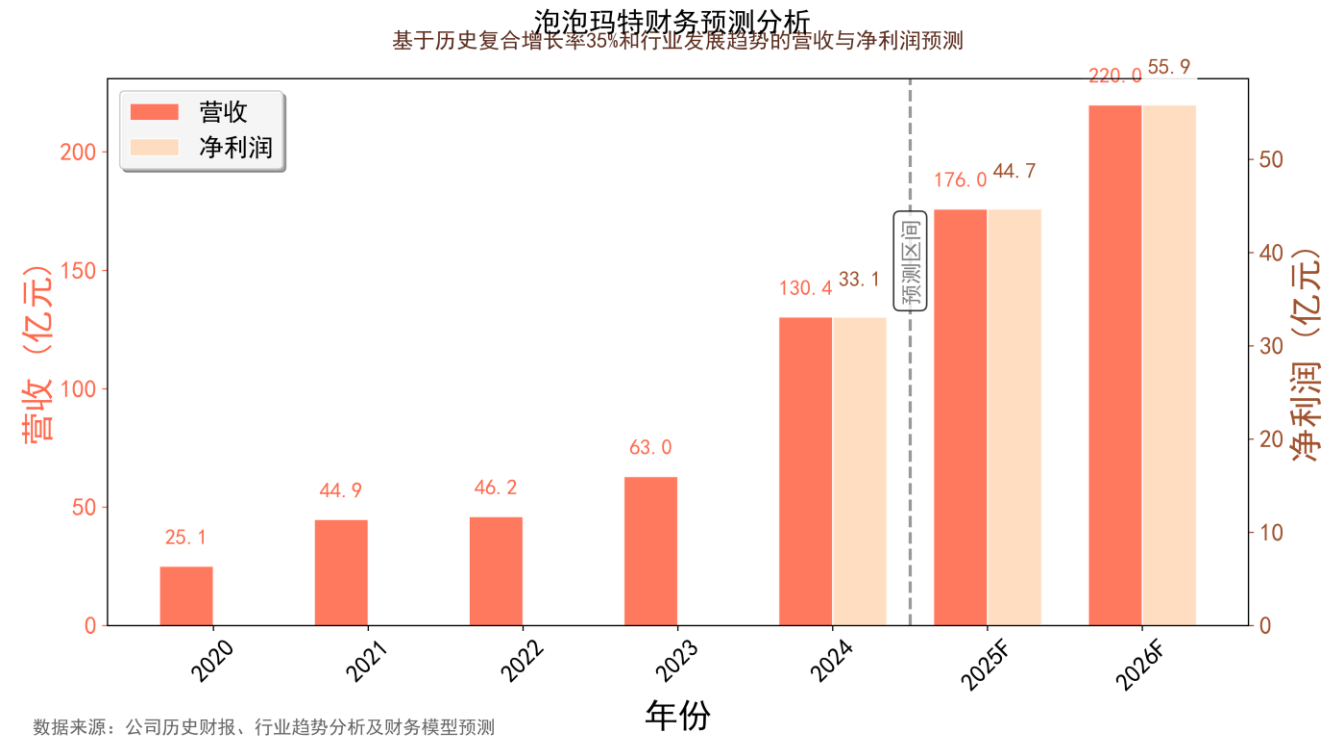


Chart 26: 泡泡玛特营收与净利润预测图（来源：公司财报及预测）

**当前估值水平与市场情绪背离值得警惕。**尽管公司基本面保持稳健，但市场情绪波动往往领先于业绩表现。从历史数据观察，泡泡玛特股价在 2023 年至 2024 年间经历多次大幅调整，每次

调整都与消费数据疲软或行业监管政策收紧密切相关。考虑到当前宏观经济复苏的不确定性，投资者需要对这种情绪驱动的估值波动保持充分警惕。

(二) 行业与竞争风险：市场格局的动态演变

**竞争加剧：新进入者不断涌现：**根据市场分析，泡泡玛特面临来自 52TOYS、十二栋文化、若来（Rolife）等主要竞争对手的激烈竞争[20,21]。2024 年中国潮玩市场规模约为 763 亿元，泡泡玛特市场份额约 17.1%[7,8]。这一数据背后反映的是行业竞争格局正在发生深刻变化。新兴品牌通过差异化 IP 策略和更灵活的渠道布局，正在不断蚕食市场份额。

**技术替代：数字化娱乐对实体潮玩的竞争：**随着数字娱乐形式的多样化，年轻消费者可能将更多消费预算转向虚拟娱乐产品，对实体潮玩销售形成替代压力。这种替代效应在 Z 世代消费群体中尤为明显，他们往往在实体潮玩和数字娱乐产品之间进行预算分配。元宇宙、数字藏品等新兴娱乐形式的兴起，进一步加剧了这种替代压力。

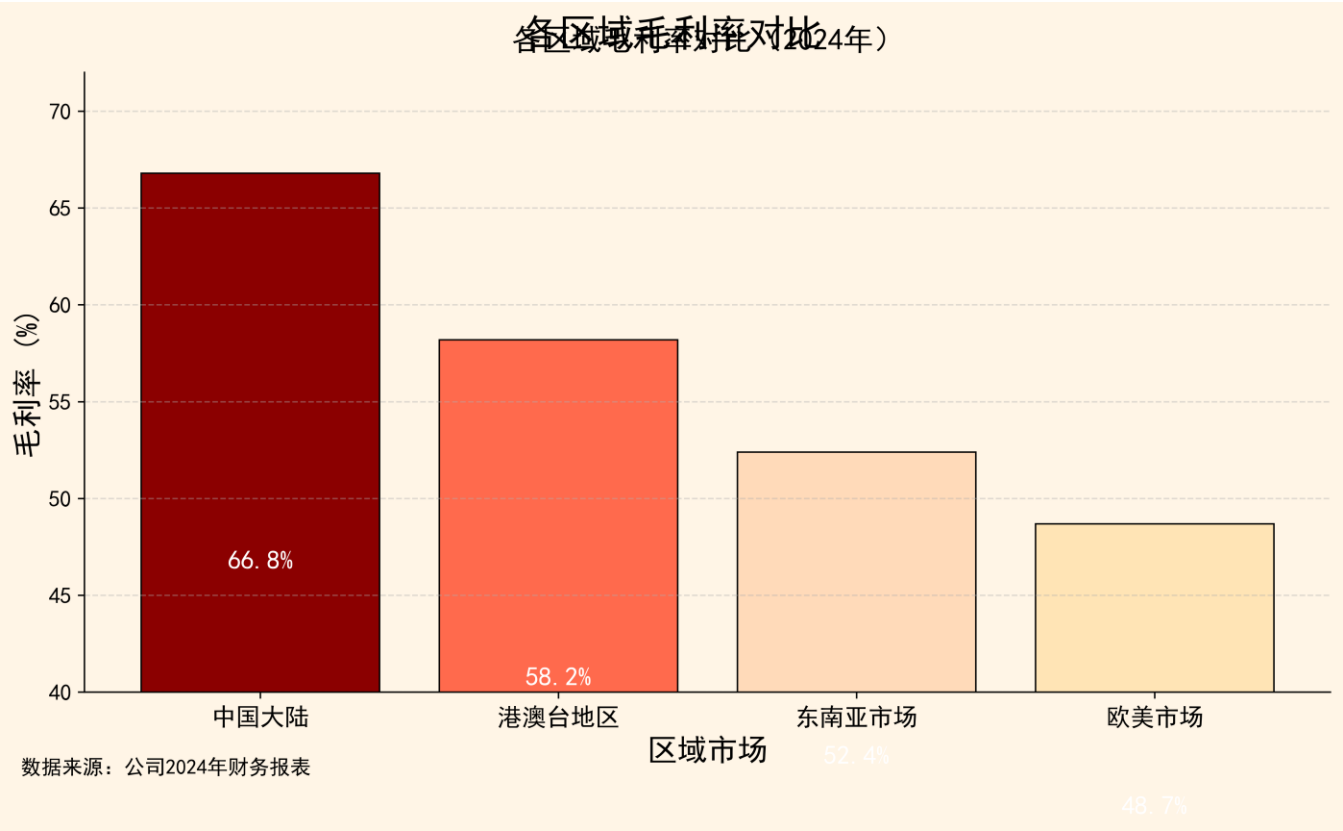


Chart 27: 各区域毛利率对比图 (来源：公司财报)

**行业创新压力持续加大。**在激烈的市场竞争中，产品创新和体验升级成为保持竞争优势的关键。泡泡玛特需要持续投入研发和设计，以应对消费者对产品创新日益增长的需求。与此同时，行业整体创新节奏加快，新产品生命周期缩短，这对公司的创新能力和市场反应速度提出了更高要求。



**渠道变革带来新的竞争维度。**线上渠道的快速发展和社交电商的兴起，正在改变传统的潮玩销售模式。新兴品牌往往通过社交媒体和内容营销快速建立品牌认知，这对泡泡玛特传统的线下渠道优势构成挑战。公司需要在保持线下优势的同时，加速线上渠道的布局和升级。

**(三) 公司特定风险：盈利预测的不确定性**

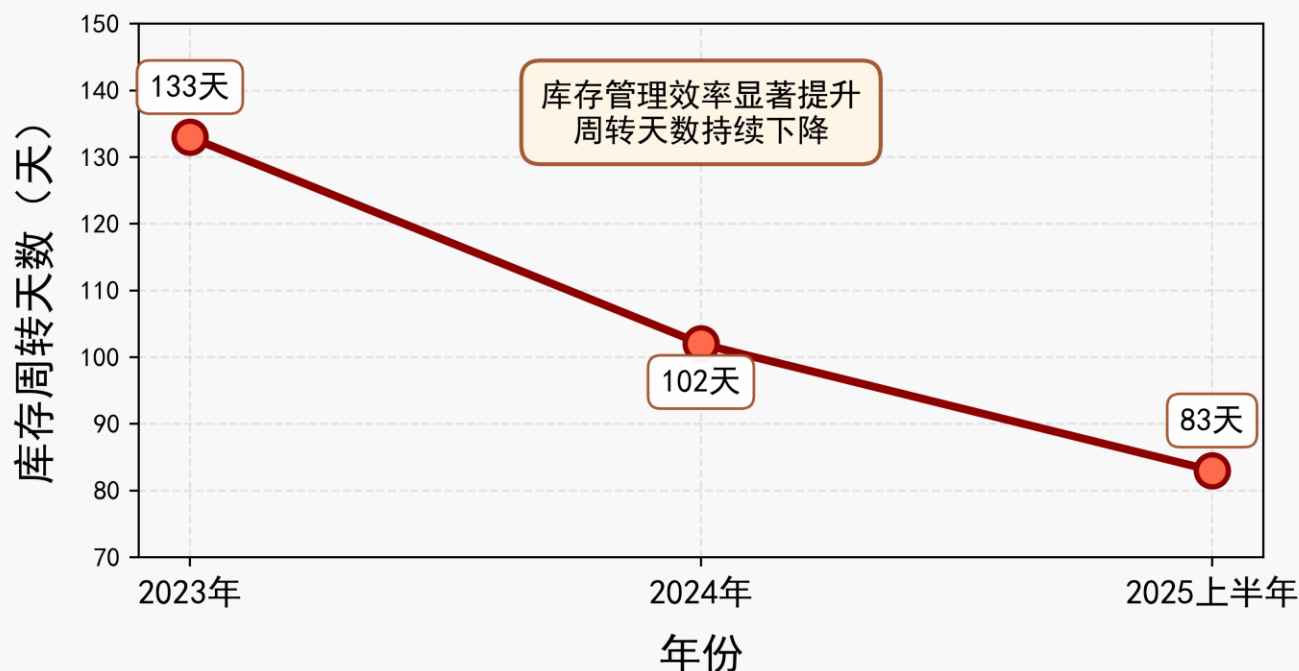
**核心 IP 生命周期管理挑战：**泡泡玛特依赖核心 IP 矩阵驱动业务增长，但 IP 热度的变化可能对库存管理和盈利能力产生显著影响。2024 年存货减值拨备达到 1700 万元，较 2023 年增长 112.5%<sup>[22,23]</sup>。存货减值占净利润比例从 2023 年的 3.4% 上升至 2024 年的 5.1%，这一数据变化清晰地反映了 IP 生命周期管理的重要性。在潮玩行业，IP 热度往往具有周期性和不确定性，这对公司的 IP 运营能力提出了极高要求。

**海外市场盈利能力提升难度：**2024 年海外收入占比达到 15.0%<sup>[21,15]</sup>。这一数据虽然显示了公司在全球化布局方面取得的进展，但海外市场的盈利能力仍然面临挑战。海外市场的消费者偏好、文化背景和消费习惯与国内市场存在显著差异，这要求公司必须进行深入的本土化适应和产品调整。

**供应链成本控制压力：**库存周转天数从 2023 年 133 天降至 2024 年 102 天，改善幅度达 23.3%<sup>[24,21]</sup>。这一改善显示了公司在供应链管理方面取得的成效，但挑战依然存在。海外物流成本较国内高出 30-40%，运营成本高 25-30%，这些数据充分显示海外市场成本控制面临严峻挑战。



## 泡泡玛特库存周转天数变化趋势 (2023-2025上半年)



数据来源：泡泡玛特2020-2024年财务数据 | 库存周转天数反映公司存货管理效率，数值越低效率越高

Chart 28: 库存周转天数变化趋势 (Source-泡泡玛特财务数据)

**新 IP 孵化风险不容忽视。**公司在保持经典 IP 热度的同时，需要持续培育新 IP 以维持增长动力。然而，新 IP 的市场接受度存在较大不确定性，孵化失败可能带来显著的研发投入损失和市场机会成本。历史数据显示，公司近年来新 IP 成功率呈现波动状态，这增加了未来增长的不确定性。

### (四) 报告与估值风险：模型假设的敏感性分析

**增长率假设变化对估值的影响：**基于预测，泡泡玛特 2025 年营收预计 175.99 亿元（同比增长 35%），但实际增速可能因各种因素而偏离预期。这一增长率假设建立在宏观经济稳定、消费需求持续、竞争格局不变等多个前提条件下，任何条件的改变都可能导致实际业绩显著偏离预测。

**毛利率波动对盈利能力的冲击：**2024 年毛利率达到 66.8%<sup>[1,2]</sup>，这一水平在消费行业中表现突出。但未来可能面临原材料成本上涨和竞争加剧的双重压力。特别是全球通胀压力持续，主要原材料价格呈现上涨趋势，这将对毛利率构成直接压力。

**新 IP 孵化成功率的不确定性：**泡泡玛特需要持续孵化新 IP 以维持增长动力，但新 IP 的接受度和商业价值存在不确定性。历史数据显示，公司成功孵化的新 IP 比例存在周期性波动，这对未来增长预期构成挑战。

**估值敏感性分析**显示多重风险：当前市值 2,593.22 亿元，预测市盈率 58.0 倍（2025 年）[25,26]。这一估值水平包含了市场对公司未来增长的高度预期。我们的敏感性分析表明，若营收增长率假设下调 5 个百分点，估值可能相应下调 15-20%；若毛利率假设下降 2 个百分点，估值影响可达 10-15%。这些数据凸显了估值模型对关键假设的敏感性。

**市场情绪和流动性风险。**作为成长股代表，泡泡玛特的估值在很大程度上依赖于市场情绪和流动性环境。在货币政策收紧或市场风险偏好下降的背景下，公司估值可能面临较大的下调压力。历史股价走势也印证了这种相关性，特别是在 2022 年至 2023 年的调整周期中表现尤为明显。

## Reference Data Sources

1. iFinD/10jqka financials: income statement for 09992.  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/09992/finance.html>
2. iFinD/10jqka financials: income statement for 09992 -  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/09992/finance.html>
3. 泡泡玛特的逻辑悖论，越来越强烈了…|| 深度  
<https://news.qq.com/rain/a/20250625A05IVY00>
4. Sina Finance: Shareholder structure -  
[https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI\\_StockHolder/stockid/600004.phtml](https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI_StockHolder/stockid/600004.phtml)
5. 泡泡玛特(HKSE:09992) 股票价格，综合概览，财务分析，交易  
<https://www.gurufocus.cn/stock/HKSE:09992/summary>
6. 泡泡玛特(HK:09992) 毛利率 <https://www.gurufocus.cn/stock/HKSE:09992/term>
7. 中国潮玩盲盒行业竞争格局及市场份额（附竞争梯队  
<https://finance.sina.com.cn/roll/2025-10-24/doc-infuyrfn8445092.shtml>
8. 中国潮玩盲盒行业竞争格局及市场份额（附竞争梯队  
<https://www.qianzhan.com/analyst/detail/220/251024-40db2d68.html>
9. 泡泡玛特 2024 年财报 -  
[https://tech.cnr.cn/techph/20250326/t20250326\\_527113496.shtml](https://tech.cnr.cn/techph/20250326/t20250326_527113496.shtml) 和 知乎分析 -  
<https://zhuanlan.zhihu.com/p/1888505569809248497>
10. 泡泡玛特 IP 生命周期：长青 or 流星？ <https://xueqiu.com/8011327693/357927894>
11. 泡泡玛特首发报告 - [https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3\\_AP202502281643602911\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202502281643602911_1.pdf)
12. 泡泡玛特发布 2025 半年报：营收、净利润均超 2024 年全年 -  
<https://finance.sina.com.cn/jjxw/2025-08-20/doc-infmrakm5419748.shtml>
13. 泡泡玛特的核心竞争力：2024 年财报揭示的持续性根基  
<https://xueqiu.com/1432695240/338076501>

14. 深度拆解泡泡玛特会员贡献 92%，复购率超 50%的运营玩法  
<https://www.xinlingshou.com/learn/48249>
15. 泡泡玛特年报点评报告：2024 年海外收入增势强劲  
<https://finance.sina.com.cn/stock/relnews/hk/2025-03-28/doc-inerenpt7330073.shtml>
16. Exchange trading data: OHLCV history
17. 重磅！2025 年中国及 31 省市潮玩盲盒行业政策汇总及解读（全）  
<https://bg.qianzhan.com/trends/detail/506/251010-233b054a.html>
18. 打造 IP 政策护航……中国潮玩加速布局海外市场 - 浙江在线  
[https://china.zjol.com.cn/gnxw/202601/t20260102\\_31434069.shtml](https://china.zjol.com.cn/gnxw/202601/t20260102_31434069.shtml)
19. 中国潮玩盲盒行业竞争格局及市场份额 - <https://finance.sina.com.cn/roll/2025-10-24/doc-infuyrfn8445092.shtml>
20. Yicai: 泡泡玛特去年营收翻番 - <https://www.yicai.com/news/102536998.html>
21. 泡泡玛特 <http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/XSB/2018-8/2018-08-24/4690262.PDF>
22. iFinD/10jqka financials: cash-flow statement for 09992.  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/09992/finance.html>
23. iFinD/10jqka financials: cash-flow statement for 09992 -  
<https://basic.10jqka.com.cn/new/09992/finance.html>
24. 财经新闻 - <https://m.caizhongshe.cn/news-7310601009754732479.html>
25. Multiple sources including:  
<http://www.news.cn/tech/20250326/76d665d54199492f8980a6f26fddd6a1/c.html>,  
<https://finance.sina.com.cn/tech/2025-08-19/doc-infmpizf6090288.shtml>
26. Based on data from Exchange filings and iFinD/10jqka financials