

沉心琢玉，时至生辉

耐用消费品

■ 潮玩行业深度报告

评级：

增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘佳昆(分析师)	021-38038184	liujiakun@gtht.com	S0880524040004
鲍秋宇(分析师)	021-23185602	baoqiuyu@gtht.com	S0880526060006

本报告导读：

本文深度探讨潮玩需求的持续性、IP持续出圈的驱动力，以及优秀潮玩公司的运营能力体现，并分析潮玩企业如何通过全球化布局与集团化多业态补充拓展增长空间。

投资要点：

- **潮玩需求是否可持续？**对艺术的欣赏贯穿人类的发展，潮玩是当代艺术的商业化产物，是以IP为核心，兼具文化表达与收藏属性的消费品，其价值主要体现在情绪、社交和投资三个方面。情绪价值构成潮玩消费的底层基础，社交传播扩大用户圈层，稀缺性与收藏交易进一步提升产品价值感；在精神消费持续增长的背景下，潮玩需求具备长期持续性。
- **IP的爆火与持续出圈需要什么？**打造爆款IP需要时机+创新+心性+沉淀四项要素，LABUBU由长期孵化走向全球出圈，反映爆款是IP积累、产品创新和外部时机共同作用的结果。IP爆发后，企业仍需通过内容触达、产品迭代和精细管理承接流量，三丽鸥业绩的下滑与复苏表明运营在一定程度上能影响成熟IP的价值释放；但运营无法消除单一IP生命周期的非线性，相比单一爆款IP，更应关注潮玩企业的IP打造能力。
- **潮玩企业的竞争优势体现？**潮玩企业的竞争优势在于能否围绕IP打造+渠道建设+营销转化+社区生态建立经营体系。行业竞争壁垒主要体现在四个环节：**1) IP打造**，通过扩大候选资源、分阶段孵化和市场验证识别潜力IP，并以系列迭代、品类拓展和柔性供应链实现长期运营及规模交付；**2) 渠道建设**，以轻资产渠道前置验证需求，通过直营网络获取终端数据，并以体验型门店强化品牌表达和销售转化；**3) 营销转化**，以差异化角色表达建立认同，借助数字化平台承接流量，通过随机、隐藏和限定机制提高复购及节点销售；**4) 社区生态**，通过玩家活动和会员体系沉淀用户关系，支撑新品传播和跨IP流量复用。
- **潮玩企业成长路径？**全球化与集团化将成为行业下一阶段的主要增长方向。以泡泡玛特为例，**1) 全球化**：泡泡玛特通过升级组织架构及基础设施夯实海外扩张能力，以本地艺术家合作增强文化认同，并优化门店布局和消费者触达策略，提高市场渗透率；其海外业务已具备快速增长基础，渠道密度与消费者覆盖具备显著提升空间。**2) 集团化**：泡泡玛特围绕核心IP持续拓展新业态，POPLAND通过沉浸式体验丰富IP形象，POP BAKERY将IP延伸至日常消费场景，POPOP通过饰品业务提升品牌调性与线下曝光；新业态在贡献增量收入的同时，持续强化IP影响力和用户黏性，并与潮玩零售主业形成协同。
- **相关公司：**潮玩企业已形成差异化经营路径：**1) 泡泡玛特**以艺术家IP和全链路运营为核心，由潮玩零售商向全球IP运营平台升级；**2) 布鲁可**依托授权IP、标准化研发和规模供应链，以高性价比拼搭产品拓展人群、价格带及海外市场；**3) 卡游**通过卡牌稀有度设计、快速开发、经销网络和赛事活动构建收藏竞技生态。
- **投资建议：**推荐拼搭角色玩具龙头**布鲁可**，高性价比产品、用户扩圈和海外复制有望打开新增量。
- **风险提示：**IP生命周期及迭代不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；多元化业务拓展及盈利不及预期风险。

相关报告

耐用消费品《5月美国成屋销售超预期，外需有望逐步改善》2026.06.26

耐用消费品《外部扰动加剧，经营边际持续分化》2026.05.05

耐用消费品《东南亚两轮车市场广阔，高油价加速渗透》2026.04.22

耐用消费品《华为AI眼镜重磅上新，产品力全方位突破》2026.04.21

耐用消费品《详析高油价对轻工制造业的影响》2026.04.18

表1: 重点公司估值表

股票代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE	
0325.HK	布鲁可	增持	56.0	3.06	3.7	4.45	18.30	15.14	12.58

资料来源: Choice, 国泰海通证券研究; 统计时间截至 2026/8/9, 盈利预测为国泰海通证券研究所轻工组最新预测数据

目录

1. 潮玩需求是否可持续？	4
1.1. 潮玩是当代艺术的商业化产物	4
1.2. 潮玩的价值：情绪、社交、投资	4
1.2.1. 情绪价值：IP 陪伴与自我投射满足精神消费需求	4
1.2.2. 社交价值：兴趣圈层强化身份认同，互动共创放大 IP 传播	5
1.2.3. 投资价值：二级市场强化稀缺预期，价格溢价与交易风险并存	5
2. IP 的爆火与持续出圈取决于什么？	5
2.1. IP 是潮玩产业的核心，自有 IP 一旦出圈将构建强壁垒	5
2.2. 打造爆款 IP 的要素：时机+创新+心性+沉淀	6
2.3. LABUBU 爆火：由区域破圈走向全球长线运营	7
2.4. 维持 IP 生命力：精细化运营，内容触达与授权治理并重	9
2.5. 单一 IP 生命周期难以预测，关注 IP 工厂的可持续性	11
3. 潮玩企业的竞争优势所在？IP 打造+渠道建设+营销转化+社区生态	12
3.1. IP 打造：从艺术家资源到规模交付，全链路放大 IP 价值	12
3.1.1. 艺术家资源构筑供给壁垒，体系化孵化提升爆款概率	12
3.1.2. 新系列+新品类+新体验，长线运营延长 IP 生命周期	13
3.1.3. 全流程品控与柔性供应链协同，支撑 IP 产品规模化交付	14
3.2. 渠道建设：分层验证降低扩张风险，直营网络强化数据反馈与品牌体验	14
3.2.1. 轻资产渠道前置验证，降低正式门店扩张风险	15
3.2.2. 终端数据直接回流，推动商品与区域经营动态调整	15
3.2.3. 门店细节强化消费氛围，场景升级提升体验与转化	15
3.3. 营销转化：情感认同、互动转化与稀缺机制共同放大 IP 商业价值	16
3.3.1. 差异化情绪表达承接用户投射，构成 IP 认同基础	16
3.3.2. 盲盒与隐藏款引入收集和随机激励，提高重复购买频次	16
3.3.3. 数字化平台融合内容、互动与交易，提高流量承接效率	17
3.3.4. 限定发行叠加时空属性，强化参与感与消费记忆	17
3.4. 社区生态：圈层认同增强用户黏性，流量沉淀降低增长成本	18
3.4.1. 收藏与互动强化圈层认同，提升用户黏性	18
3.4.2. 会员沉淀支撑复购与新品传播，提升流量复用效率	18
4. 潮玩企业增长思路：全球化与集团化	19
4.1. 全球化：拓宽市场空间，组织架构+本地化+渠道建设共同支撑	19
4.1.1. 组织架构与基础设施持续升级，全球化运营能力不断夯实	20
4.1.2. 签约本地艺术家共创 IP，增强全球消费者品牌认知度	21
4.1.3. 海外门店选址锁定高流量场景，开店空间随选址下沉持续打开	22
4.2. 集团化：新业态与潮玩主业构成生态协同	26
4.2.1. 主题乐园（POP LAND）：以沉浸式情绪价值深化情感联结	26
4.2.2. 甜品（POP BAKERY）：高频消费场景推动“IP 陪伴日常化”	27
4.2.3. 饰品（POPOP）：从联名试水走向独立品牌，提升用户终身价值	28
5. 相关公司	29
5.1. 泡泡玛特：从潮玩零售商向全球 IP 运营平台升级	29
5.2. 布鲁可：以高性价比拼搭角色玩具扩大消费人群	30
5.3. 卡游（未上市）：以集换式卡牌为核心构建收藏与赛事生态	31
6. 投资建议	32
7. 风险提示	33

1. 潮玩需求是否可持续？

1.1. 潮玩是当代艺术的商品化产物

对艺术的欣赏贯穿人类的发展。审美与精神消费具备长期存续基础，从中国古代青铜器到欧洲文艺复兴大理石雕塑，物质载体虽持续迭代，但人类对于艺术表达的需求贯穿古今。艺术赋予世界情绪、观念与想象，普通事物只存在“是什么”，艺术多了一层“我感受到什么、我想表达什么”。

艺术不承担刚需功能，也恰恰源于这种“非实用属性”，使其具备价值溢价，且难以被技术迭代淘汰。艺术的核心价值不在于实用功用，而在于审美体验与情感共鸣。部分艺术形态虽兼具实用属性，但只要以审美表达为内核，便有望形成超脱使用价值的溢价；倘若仅以功能为导向，则归属于工艺制品，其评判标准将落脚于需求是否刚性。艺术具备“无用之用”，因而拥有更长的生命周期：功能性物品终将面临损耗与更替，而艺术根植于创作者的精神表达与受众的感知解读，其价值无法简单依托制造成本衡量。

潮玩是当代艺术商品化、工业化的产物。传统艺术品因独特性与稀缺性，往往定价较高，受众群体相对有限；当艺术与商业化、工业化相结合后，规模化生产降低了艺术收藏的门槛，使更多消费者拥有接触和收藏艺术品的可能。同时，相比于艺术审美天然的圈层壁垒，工业化产品能够通过更具普适性的设计语言触达大众。潮玩以艺术表达为基础，通过商业化模式实现了审美价值的广泛传播与消费转化。

1.2. 潮玩的价值：情绪、社交、投资

潮玩兼具情绪消费、社交表达与收藏交易属性，形成区别于传统功能型消费品的复合价值体系。其定价并非仅由材料和制造成本决定，而是由原创设计、IP 认知、文化表达、情感联结、圈层传播及稀缺性等因素共同支撑。其中，情绪价值构成消费需求的基础，社交价值推动 IP 在用户圈层间传播，收藏及二手交易则进一步强化产品的稀缺感知与价值预期。中长期看，随着居民消费由功能满足向精神体验和个性表达延伸，具备差异化内容、持续运营能力及用户基础的潮玩品类仍具有发展空间。

1.2.1. 情绪价值：IP 陪伴与自我投射满足精神消费需求

潮玩是当代情绪消费的代表物。随着基础物质需求逐步得到满足，消费者对产品的关注由实用功能进一步延伸至陪伴、治愈和自我表达。潮玩 IP 将抽象的情绪和审美偏好转化为可感知、可收藏的角色形象，使消费者能够通过角色完成情感投射，并由此形成超越产品功能和制造成本的支付意愿。不同消费者对情绪价值的感知存在差异，但这种情感联结正是潮玩形成品牌认同和长期需求的重要基础。

不同 IP 通过差异化的人格和审美表达承接不同情绪诉求。例如泡泡玛特旗下 LABUBU 标志性的丑萌反差人设具备极强差异化辨识度，而这种残缺、灵动、不拘完美的审美取向，在我国传统文化审美体系中自古便有据可循，“缺陷美学”的核心在于，通过刻意的不完美来创造独特的情感联系，创造出更加真实、更加人性化的美感；反观 MOLLY 这类无固定情绪、表情留白的形象，具备极强的情绪包容度，可让不同心境的消费者代入自身情绪完成自我投射，受众覆盖圈层更为宽泛，适配多元年龄、不同消费诉求的客群。

图1: THE MONSTERS 系列较为丑萌



资料来源：泡泡玛特招股说明书

图2: MOLLY 系列无固定情绪、情绪包容度更强



资料来源：泡泡玛特招股说明书

1.2.2. 社交价值：兴趣圈层强化身份认同，互动共创放大 IP 传播

社交价值维度核心体现在圈层身份认同构建。消费者通过开箱展示、收藏图鉴、重复款交换及穿戴使用等方式表达自身审美偏好，并在社交平台上识别和连接同好。随着收藏积累与互动频次提升，用户对 IP 的关系由单一产品偏好逐步延伸至身份认同和圈层参与，进而增强用户黏性及社群稳定性。同时优质 IP 持续激发粉丝手绘、改造、场景拍摄等 UGC 二次创作，进一步放大 IP 传播势能。与之形成差异化的是卡牌类潮玩，产品自带对战、集换等强游戏交互属性，依托竞技、交换玩法形成独立社交逻辑，开辟另一类用户留存路径。

1.2.3. 投资价值：二级市场强化稀缺预期，价格溢价与交易风险并存

潮玩具有收藏价值。二手交易为潮玩提供价格发现和流通渠道，进一步强化产品的收藏价值感。在官方销售之外，消费者可通过闲鱼、千岛等平台进行转售与交换。隐藏款、限定款或热门 IP 产品的高价成交，会反向强化一级市场的稀缺预期和购买热情，使部分潮玩获得一定的“投资品”属性，并吸引部分消费者以收藏增值或转售为目的参与。潮玩从消费品到投资品再到文化标签。潮玩消费由满足即时情绪与收藏需求，进一步延伸至持续交易与价值预期。但二级市场具有明显的双刃剑特征。一方面，活跃交易能够提高产品讨论度和收藏价值感；另一方面，当供求关系或市场情绪发生变化、价格预期破裂时，消费者可能产生被收割感，品牌也可能面临信誉和定价权受损。

2. IP 的爆火与持续出圈取决于什么？

2.1. IP 是潮玩产业的核心，自有 IP 一旦出圈将构建强壁垒

IP 是潮玩产业的核心。IP 是兴趣和情感的伙伴，也是彰显个性、社交互动的方式。IP 文化具有强大的牵引作用，是艺术的缩影，消费者因喜爱 IP 而购买周边，往往为潮玩提供了高于其工业属性的溢价。因此进入潮玩赛道最重要的是获得有价值、有潜力的 IP。

潮玩企业获取 IP 的路径分为授权 IP 与自有 IP 两类。授权 IP 通常已具备一定用户认知，企业可借助其既有影响力快速推出产品、缩短变现周期，但同时面临授权费用较高、期限受限及多方授权削弱差异化等问题，长期经营依赖版权方与运营方的持续协同。自有 IP 孵化难度大、出圈概率低，但一旦形成广泛的市场认知，所沉淀的用户心智和品牌影响力将构成强壁垒，并具备多业态衍生的可能。泡泡玛特旗下 LABUBU 诞生十年后方于 2025 年迎来大规模放量，即说明自有 IP 的养成需要较长的耐心与持续投入，但其

长期价值一旦兑现，资产沉淀效应远非授权 IP 可比。

自有 IP 以早期沉没成本换取长期剩余收益，授权 IP 以明确的版权成本购买现成的需求确定性。自有 IP 遵循“先投入、后验证、再放大”的逻辑，企业需自主完成角色设计、内容构建与用户心智培育，前期承担较高的沉没成本与商业化不确定性，一旦完成市场验证，企业对后续内容、产品及授权开发拥有更强的自主性。授权 IP 则通过支付保底授权金及销售分成，借用成熟 IP 已有的消费者认知，降低用户教育成本并缩短需求验证周期。前者更接近长期内容及品牌资产的经营，后者更侧重对成熟流量的产品化与渠道转化。

自有、授权 IP 利润释放路径差异明显：自有 IP 弹性依托规模放量，授权盈利受保底成本与分成费率约束。自有 IP 无需持续让渡版权分成，成功后可通过自营商品、跨品类开发及对外授权获得多层级收益，但内容孵化与品牌营销投入更多体现在费用端，前期常呈现“高毛利、低净利”的特征。授权 IP 需承担保底授权金及销售分成，名义版权费率虽相对明确，但若实际销售未达保底门槛，未被摊薄的保底成本将抬升实际版权成本率，侵蚀单品利润。因此，自有 IP 的盈利弹性主要在 IP 成功放量后释放，授权 IP 的盈利水平则更多取决于销售规模对保底授权金的覆盖程度及约定版权费率。

成熟自有 IP 企业通常获得更高估值，授权 IP 企业更接近运营商和渠道商估值。权利完整、生命周期经过验证且形成 IP 矩阵的自有 IP 企业，市场倾向于按品牌及内容资产定价，在收入可持续性得到验证后给予明显的估值溢价；但若收入高度集中于单一 IP，仍需计入生命周期折价。授权 IP 企业的收入持续性受限于合同期限与续约结果，估值逻辑更接近品牌运营商或渠道商，重点关注授权 ROI、续约稳定性、单 IP 产出与库存周转，而非签约 IP 数量。

自有 IP 与授权 IP 的最优经营路径并非二选一，而是在共享运营体系的前提下形成动态组合。授权 IP 能够帮助企业较快获取客流、积累消费数据，为自有 IP 的孵化提供现金流支撑；自有 IP 则承担沉淀长期资产、拓展轻资产授权收入的功能。从长期财务回报看，最有吸引力的结构是以授权 IP 控制现金流波动，以自有 IP 沉淀资产，并逐步提高轻资产授权收入的占比。只有当企业能够把一次爆款转化为跨年度、跨品类和跨区域的复购，其 IP 才真正从流量工具转化为可持续盈利资产。

图3：自有 IP 与授权 IP 商业模式及盈利特征对比

维度	自有 IP	授权 IP
核心投入	创意、内容、设计、营销和用户运营	保底授权金、销售分成、二次设计和渠道推广
收入启动速度	较慢，需要逐步建立消费者认知	较快，可以借助成熟 IP 的既有认知
前期风险	孵化失败及营销投入沉没	保底完成率不足及产品滞销
盈利约束	无常规外部版权分成，但孵化和维护费用较高	版权费用及授权条款压缩利润空间
定价权	IP 成功后较强，可自主制定商业化策略	受版权方、同类授权产品和渠道共同约束
生命周期控制	较强，可主动迭代内容和拓展品类	较弱，依赖合同续约及版权方规划
资产沉淀	用户、内容、品牌及 IP 权利可长期沉淀	主要沉淀设计、供应链和渠道运营能力
长期风险	IP 生命周期衰减、收入过度集中及权利不完整	续约失败、费率上升及授权范围调整
盈利弹性	放量后弹性较大，但不同 IP 间分化明显	收入验证较快，但长期利润空间相对受限
估值重点	IP 生命周期、矩阵化及跨品类变现能力	续约稳定性、授权投入产出比及库存周转

资料来源：泡泡玛特招股书，泡泡玛特 2025 年年报，布鲁可招股书，布鲁可 2025 年年报，Funko 2025 年年报，TOP TOY 招股书，中国授权展，国泰海通证券研究

2.2. 打造爆款 IP 的要素：时机+创新+心性+沉淀

时机：IP 爆火具有很大的偶然性，但恰逢转折性时机的恰当 IP 内容，其成功性显著增加。几乎所有超级 IP 的诞生都产生于时代发生拐角式发展后的节点，且随着窗口期逐渐关闭，再往后出现 IP 的文化影响力不如从前。转折性的时机包括社会文化转变的时机、重大事件发生的时机、媒体形式变革后的时机等。20 世纪 90 年代后随冷战结束而出现的全球一体化运动，由此兴起了新的一大批既具有古文化特征同时又进行了全球化改造的 IP，例如《哈利波特》《精灵宝可梦》；背后是极客和赛博朋克文化的《黑客帝国》，随着互联网遍及全世界才逐渐出圈。

创新：内容和技术的创新，新时代的新角色和新表现，以配合新媒体的观赏需要。借助前沿动画制作技术、多元化故事叙事手法优化内容表达，适配短视频、社交平台等新媒体渠道的观看逻辑与传播需求。以《哪吒》为例，片中极具冲击力的打斗戏份，背后是制作团队长期投入大量人力、资金打磨产出，由此形成具备高记忆点的优质视听内容。

心性：IP 的情感内核。能够精准击中大众底层情感诉求、完成清晰的情感心智定位，以此建立用户长期情感绑定。

沉淀：某种因素的长期积累，被厚积薄发表现出来。当大众长期潜藏的情绪诉求，恰好被某一 IP 精准承接与具象表达时，该 IP 便有望成长为现象级爆款，同时具备极强的生命周期与增长持续性。

2.3. LABUBU 爆火：由区域破圈走向全球长线运营

东南亚点燃期：明星曝光打开区域认知，产品形态创新承接破圈需求。LABUBU 诞生于 2015 年，创作者龙家升在 2018 年与泡泡玛特签约 THE MONSTERS 系列，一直到 2023 年，LABUBU 在泡泡玛特 IP 矩阵中仍处于相对小众阶段，尚未形成广泛的大众认知，THE MONSTERS 年度收入贡献占比均未超过 10%。2024 年 4 月，Lisa 在社交平台展示 LABUBU 挂件，推动 IP 率先在泰国及东南亚市场破圈；随后 Fall in Wild、Have a Seat 等搪胶毛绒系列持续推出，叠加曼谷主题店及文旅联动，进一步承接社交热度并放大线下消费需求。该阶段新品搪胶毛绒兼具收藏、装饰和随身携带属性，使 IP 更容易向泛消费人群扩散，初步验证了 LABUBU 的跨文化审美接受度与商业转化能力。

全球蓄势期：区域热度向英语媒体扩散，经典产品与跨界合作持续沉淀消费基础。2024 年 11 月，Lisa 在 Vanity Fair 采访中分享 LABUBU 收藏经历，推动 IP 由亚洲社交媒体热点进一步进入英语娱乐媒体视野；同期，泡泡玛特通过经典系列持续销售及 RAVIPA、Coca-Cola 等跨界合作维持曝光频率。该阶段消费者认知和渠道需求持续积累，为后续全球明星接力和新品放量奠定基础。2024 年 THE MONSTERS 收入达到 30.41 亿元、同比增长 726.6%，LABUBU 在全面引爆前已完成较强的商业化蓄能。

全球引爆期：欧美明星接力与核心新品共振，外部关注快速转化为规模收入。2025 年春夏，Rihanna、David Beckham、Dua Lipa 等欧美明星陆续被记录携带或收藏 LABUBU，推动 IP 进入更广泛的全球流行文化语境；随着 Big into Energy 等核心系列集中推出，“明星传播—社交讨论—产品抢购—线下打卡”的放大链条逐渐形成。该阶段泡泡玛特具备更充分的新品、渠道和活动承接能力，全球搜索指数迅速攀升，THE MONSTERS 在 2025 年上半年实现收入 48.14 亿元、占泡泡玛特收入 34.7%，验证 LABUBU 已由区域性潮玩热点升级为全球核心收入 IP。

长线运营验证期：从持续制造爆款转向拓展价格带、内容边界与消费场景。进入 2025 年下半年后，全球搜索热度较高点有所回落，泡泡玛特运营重点转向生命周期延展：产品端通过 Pin for Love 迷你款降低入手门槛；内容与

合作端则逐步进入 FIFA 体育赛事、Sony Pictures 影视开发、梅西百货感恩节游行及全球巡展等大众文化场景。通过价格带下探扩大用户基础，并借助影视、体育和线下体验提高 IP 曝光频次与内容厚度。2025 年 THE MONSTERS 收入达到 141.61 亿元、同比增长 365.7%，占泡泡玛特收入 38.1%，LABUBU 商业价值由产品矩阵、跨界合作与内容开发共同支撑。

图4: 泡泡玛特 LABUBU 全球火爆时间轴复盘



资料来源：Google Trends，泡泡玛特官网，泡泡范儿，泡泡玛特官方 Instagram，KrASIA，Vanity Fair，中国新闻周刊，三联新闻周刊，路透社，MGTO，国泰海通证券研究；注：Google Trends 数值为 2024.1.1 至 2026.7.22 期间的搜索热度，以区间内搜索热度峰值为 100 进行相对标准化

复盘 LABUBU 出圈历程，其爆发具备四大核心支撑：一是**时机**，流量红利，多国全球顶流自发种草背书，持续放大海外传播势能；二是**创新**，轻量化随身搪胶毛绒新品类兼顾实用性与颜值，打造差异化载体；三是**心性**，人设差异化，丑萌独特形象形成强情绪共鸣；四是**沉淀**，LABUBU 形象运营已历经十年周期，出圈前已沉淀稳定核心粉丝圈层，后期全网曝光扩容仅为存量受众基础之上的规模化破圈。

当下流媒体时代，IP 出圈越来越容易，而持续被喜爱的时间越来越短。近数十年媒介载体迭代速度持续加快，持续为全新 IP 的孵化创造源源不断的发展机遇；与此同时，全球化一体化发展思潮迎来反思，本土文化认同、自主原创的消费偏好显著抬升，国潮趋势持续升温。2020 年全球公共卫生安全事件冲击线下户外娱乐业态，居家文娱需求迎来集中爆发；此后，居家消费习惯并未消退，短期应急式消费逐步沉淀为常态化、高复购的长期需求。在此背景下，Kidult 成人潮玩群体从小众亚文化圈层，成长为行业核心增长动力。综合媒介变革、本土文化崛起、消费娱乐习惯变迁多重驱动，我国本土超级 IP 即将迎来集中崛起的黄金发展阶段。

但 IP 孵化周期短，缺少时间沉淀出足够的价值，就面临原有的创作形式被淘汰的窘迫。因此，衡量 IP 价值不能只关注粉丝规模，更应考察 IP 的生命力。

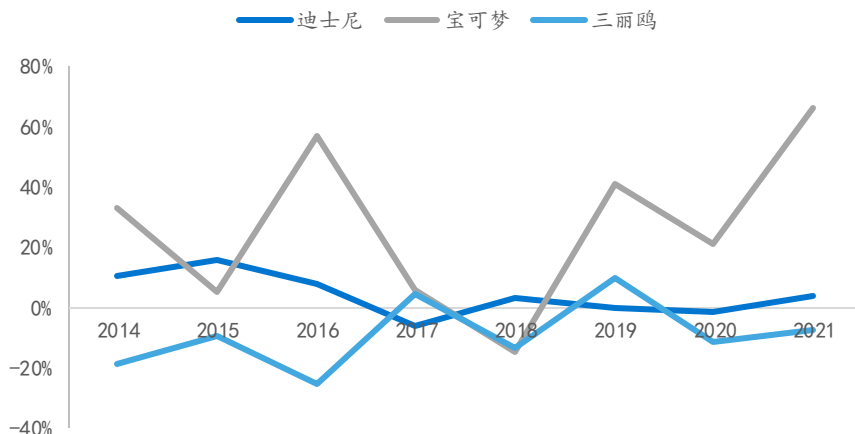
2.4. 维持 IP 生命力：精细化运营，内容触达与授权治理并重

外部流量风口具备极强不可预测性，诸如头部艺人自发种草带火单品这类偶然事件，仅能短期拓宽品牌客群边界，能否承接流量红利考验企业核心运营能力。企业需要在热度窗口期持续完善内容与产品体系，将现象级关注转化为稳定购买和长期情感连接。相较于不可控的外部机遇，持续的 IP 运营能力更能决定其生命周期和长期商业价值。

接下来我们将下面我们结合三丽鸥过往业绩表现，分析运营能力对于 IP 公司的重要意义：

三丽鸥 2014-2019 年相对市场表现较弱。三丽鸥在 FY2013 达到阶段性经营高点后连续六年减收减利，销售额由 FY2013 的 770 亿日元下降至 FY2019 的 553 亿日元；营业利润由 210 亿日元下降至 21 亿日元；北美第三方零售渠道与直营门店销售同步下滑，授权合作伙伴数量亦从高位回落，三丽鸥终端用户需求持续走弱。但与此同时，据 License Global 统计，迪士尼、宝可梦 IP 仍保持较强表现，全球 IP 授权市场并未明显收缩。

图5: 2014-2021 年三丽鸥、迪士尼、宝可梦旗下 IP 相关消费品零售额增速



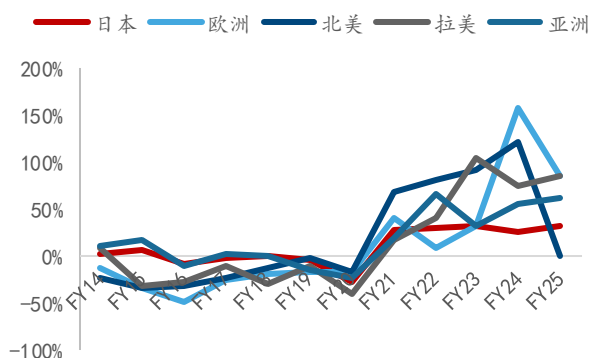
资料来源: License Global, 国泰海通证券研究

我们认为,三丽鸥产生经营压力主要与两项内部运营策略有关:一是数字内容投入不足,二是授权管理相对宽松;其后续经营改革亦为 IP 长线运营提供了重要参考。

数字内容和社交媒体投入不足,三丽鸥未能及时承接用户注意力的线上迁移。2013 年 11 月,时任 COO 辻邦彦突然离世,年近九旬的创始人辻信太郎重掌帅印,传统运营观念使三丽鸥错失风口。2014-2019 年正值 YouTube、Instagram 等平台快速发展,年轻消费者的内容消费和社交行为加速线上化,但三丽鸥经营重心仍偏向线下实体渠道,对数字内容及社交媒体运营重视不足。随着消费者触点发生变化,三丽鸥角色的曝光频率逐步下降,进而影响用户偏好与购买需求。对于以情感连接为核心的 IP 而言,持续内容曝光不仅是营销手段,也是维持角色认知和用户关系的重要基础。

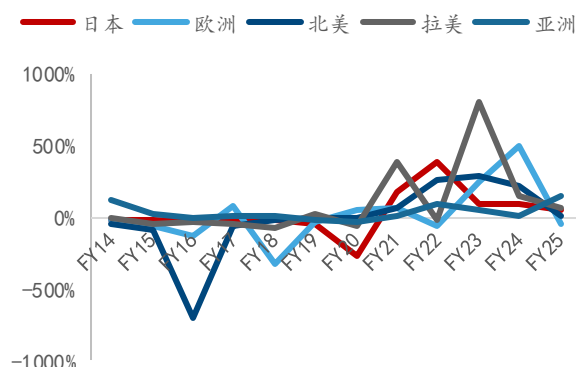
相对宽松的授权模式削弱三丽鸥对产品品质和品牌形象的控制。三丽鸥此前通过扩大授权合作伙伴快速提高授权收入,但对商品设计、生产品质、销售渠道及 IP 形象适配度的管理相对有限,部分产品逐渐呈现低价化、同质化和品质参差等问题,三丽鸥角色形象亦由“可爱、精致”向“大众化、低价化”偏移。过度商业化虽然能够在短期内扩大 IP 覆盖范围,却可能稀释品牌调性并透支消费者的长期认同。IP 运营需要平衡艺术表达与商业变现,避免以短期收入为导向过度消耗长期品牌价值。

图6: 三丽鸥 FY2013-FY2025 分区域销售额增速



资料来源: 三丽鸥年报, 国泰海通证券研究

图7: 三丽鸥 FY2013-FY2025 分区域营业利润增速



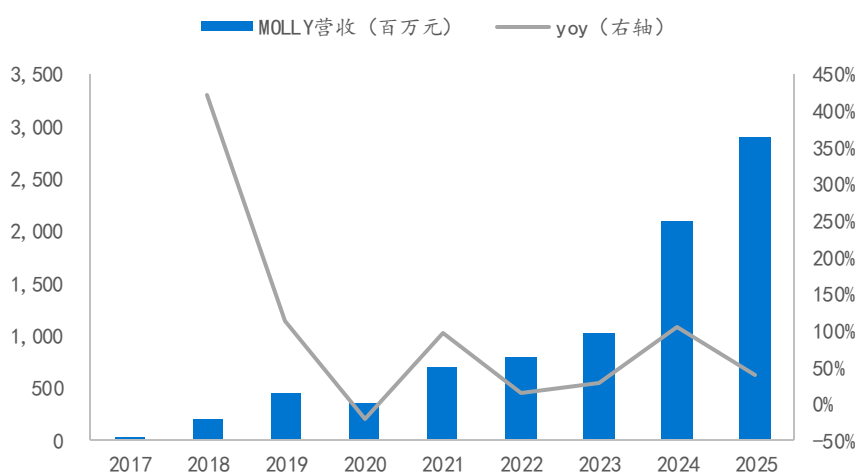
资料来源: 三丽鸥年报, 国泰海通证券研究

三丽鸥后续的经营反弹表明,成熟 IP 的阶段性衰退并不意味着其认知资产永久消失,正确的运营策略仍有可能重新激活用户需求。2021 年以后,辻

信太郎的孙子辻朋邦继任，他开始推动三丽鸥优化授权合作伙伴结构、加强商品设计和品牌建设、调整北美组织及直营零售业务，并将营销重心进一步转向数字内容和社交媒体。伴随商品品质、品牌表达及消费者触达效率改善，FY2025 北美销售额达到 276 亿日元、营业利润达到 98 亿日元，三丽鸥整体营业利润达到 779 亿日元。核心 IP 未发生根本变化，而经营表现显著恢复，说明运营策略是影响 IP 长期价值释放的重要变量。

MOLLY 诞生约二十年，在持续、精细化运营下仍保持较强的商业生命力。优质 IP 并非必然随时间衰退，良好的运营能够延长其生命周期并推动收入持续增长。通过不断更新产品主题、材质工艺和产品形态，并结合社交媒体、线下展览及跨界合作反复唤醒用户，MOLLY 的消费场景和受众边界持续拓展，2025 年实现收入 29.0 亿元，同比增长 38.4%，近十年来基本维持高速增长态势。

图8：泡泡玛特 MOLLY 2017-2025 年收入及增速

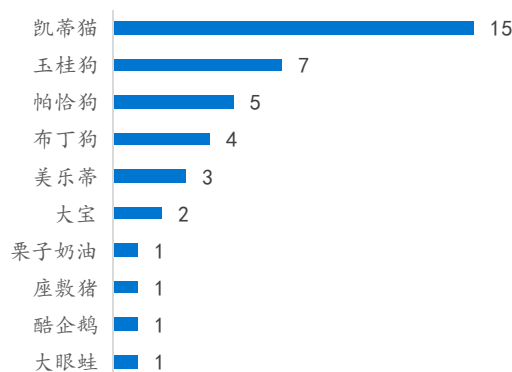


资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

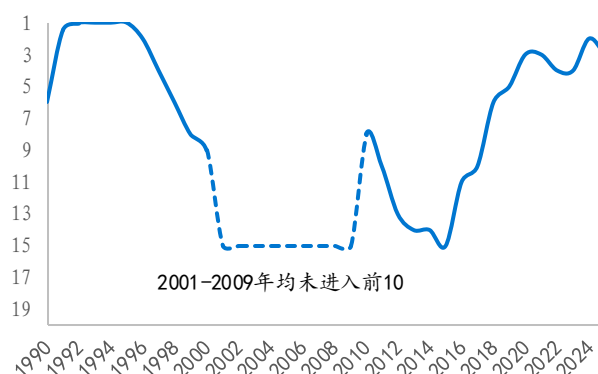
2.5. 单一 IP 生命周期难以预测，关注 IP 工厂的可持续性

运营有助于延长 IP 生命力，但难以消除单一 IP 生命周期的不确定性。IP 需求建立在消费者审美偏好与情感认同之上，受代际更替、文化语境及传播媒介变化等因素共同影响，热度演进呈现较强的非线性特征。当期销量、收入增速及社交媒体热度主要反映 IP 当前所处阶段，不宜直接线性外推其生命周期及长期商业价值。

三丽鸥角色大赏展示了 IP 生命周期的多种可能。三丽鸥自 1986 年起持续举办角色大赏，截至 2025 年已累计举办 40 届。座敷猪在首届大赏夺冠后逐步退出头部阵营，体现短期爆发后热度衰减的典型路径；帕恰狗于 1991-1995 年连续五年夺冠，此后经历较长时间的排名回落，并于近年重新回到前列；布丁狗和玉桂狗长期保持较高人气，截至 2025 年分别累计获得 4 次和 7 次冠军；凯蒂猫则累计 15 次夺冠，并通过跨越数十年的用户积累成为具有代际影响力的长青 IP。同一 IP 生态内，不同角色仍呈现“快速衰退、沉寂复苏、长期活跃”等差异化路径，表明 IP 的长期价值更多是持续演化的结果，单一 IP 的热度波动具备普遍性，难以在爆发初期准确判断。

图9: 三丽鸥 1986-2025 共 40 届角色大赏冠军 IP 统计 (次)


资料来源：三丽鸥官网，国泰海通证券研究

图10: 三丽鸥帕恰狗 1990-2025 年角色大赏排名 (位)


资料来源：三丽鸥年报，国泰海通证券研究

IP 的复苏与长青体现价值重估与代际复利。对于已经形成较强用户认知的成熟 IP，短期热度回落乃至退出主流视野，并不意味着其价值完全消失。沉淀于用户心中的认知和情感资产，仍可能在怀旧需求、审美轮动或传播环境变化下被重新激活。例如，帕恰狗在连续五年夺冠角色大赏后热度回落，时隔 28 年重返榜单前二，体现了成熟 IP 重新获得价值重估的可能。少数能够实现代际传递的长青 IP，则会由阶段性流行符号逐步沉淀为长期文化资产。例如，凯蒂猫在长期运营中形成跨代际认知，降低了触达和教育新用户的成本，并支撑产品品类与商业化场景持续拓展，构成难以复制的核心壁垒。

IP 生命周期的分化，使多层次梯队和持续接续能力成为 IP 工厂稳定经营的关键。新兴 IP、成熟 IP 与存量 IP 处于不同发展阶段，其热度变化和收入贡献有望形成一定互补，从而降低单一头部 IP 热度衰退对经营表现的影响。因此，对潮玩企业的判断不宜过度依赖某一头部 IP 的当期表现，而应进一步关注 IP 工厂 IP 储备厚度、生命周期结构及新老 IP 接续情况。

3. 潮玩企业的竞争优势所在？IP 打造+渠道建设+营销转化+社区生态

我们认为，潮玩企业具备持续获取 IP、筛选潜力 IP、放大市场反馈并推动新老 IP 接续的体系化能力，是竞争力的重要基础。爆款或有偶然性，长期竞争力则取决于运营能力。泡泡玛特的竞争壁垒正建立在一套环环相扣的运营体系之上：用户筛选机制识别优质 IP，持续孵化提高爆款概率，自营渠道守住品牌触点，会员机制形成即时反馈，平台飞轮吸引优秀艺术家；其护城河不局限于某一个 IP，而在于“持续产出优质 IP 资产的能力”。

3.1. IP 打造：从艺术家资源到规模交付，全链路放大 IP 价值

IP 打造是由 IP 资源获取、市场验证、长期运营和产品交付共同构成的连续过程。IP 资源和孵化机制决定企业能否持续产生潜在爆款，系列迭代和品类拓展决定成熟 IP 能否持续释放价值，质量控制与柔性供应链则决定 IP 创意能否转化为稳定、规模化的收入。

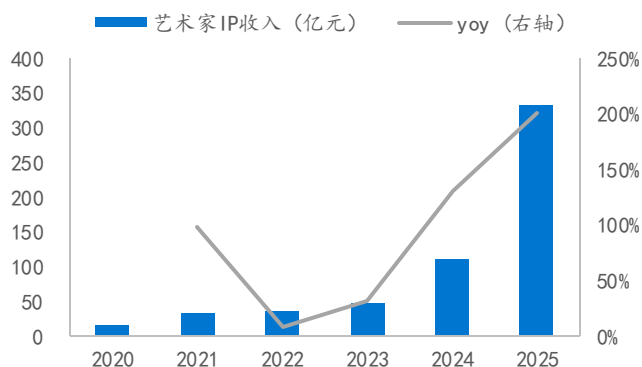
3.1.1. 艺术家资源构筑供给壁垒，体系化孵化提升爆款概率

建立广泛的艺术家资源网络和体系化孵化机制，是持续推出潜力 IP 的关键。泡泡玛特艺术家资源兼具先发优势与规模优势，IP 孵化机制形成良性循环。2025 年泡泡玛特艺术家 IP 收入占比 90%，背后是其围绕 IP 发掘、筛选验证与资源放大的体系化孵化机制，以及由此形成的艺术家吸引力。

- 前端，泡泡玛特通过持续追踪潮流趋势、国际潮玩展、设计比赛及顶级艺术学院合作等方式扩大候选 IP 储备，并通过专业判断甄选 IP；
- 中端，围绕形象定位、图库储备、3D 建模及产品开发等环节进行前期孵化，通过市场销售验证消费者付费意愿，以灵活调整后期资源投入；
- 后端，向初步验证成功的 IP 集中配置产品开发、渠道曝光及营销推广等运营资源，加快潜力 IP 热度放大和商业价值兑现。

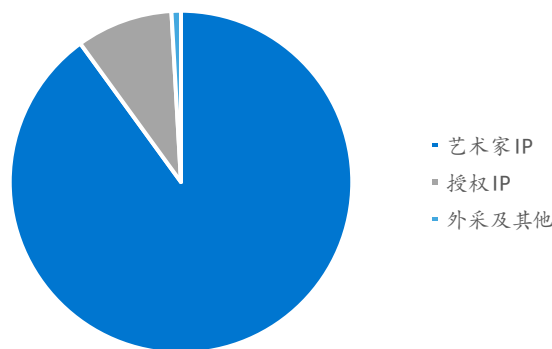
以 DIMOO 为例，泡泡玛特于 2017 年在潮玩展发掘并签约设计师 Ayan，随后进行了约两年的前期孵化，2019 年首个系列上市后快速放量，收入贡献由 2019 年的 5.9% 提升至 2020 年的 12.5%，销售额同比增长 215.0%。随着成功案例持续积累，泡泡玛特对优质艺术家的吸引力增强，新增创作者和 IP 供给进一步扩大筛选池，逐步形成良性循环，由此提高公司层面 IP 爆款率。

图 11: 2020-2025 年泡泡玛特艺术家 IP 收入及增速



资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

图 12: 泡泡玛特 2025 年收入占比按 IP 类别划分



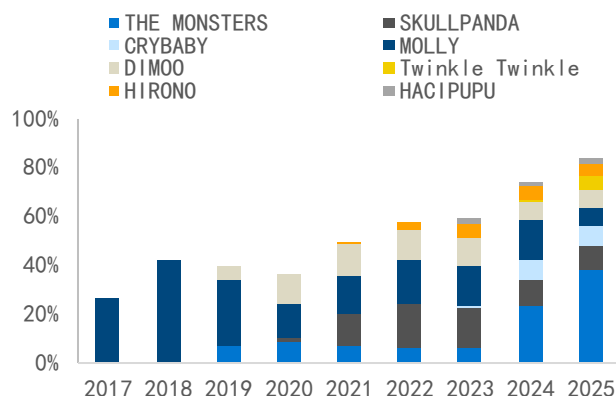
资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

3.1.2. 新系列+新品类+新体验，长线运营延长 IP 生命周期

通过持续迭代产品与拓展消费场景延长 IP 生命周期，是衡量 IP 运营能力的核心。泡泡玛特 IP 矩阵呈现“一超多强”格局，头部 IP 的长线运营决定业绩增长的稳定性。2025 年，THE MONSTERS 实现收入 141.6 亿元，同比增长 365.7%；SKULLPANDA、CRYBABY、MOLLY、DIMOO 及星星人收入分别为 35.4/29.3/29.0/27.8/20.6 亿元，共 17 个 IP 收入超过 1 亿元。延长 IP 生命周期需要通过持续投入与反复唤醒，泡泡玛特围绕系列迭代、品类延展及体验丰富持续拓展 IP 表达和用户触点，推动阶段性爆款沉淀为长期资产。

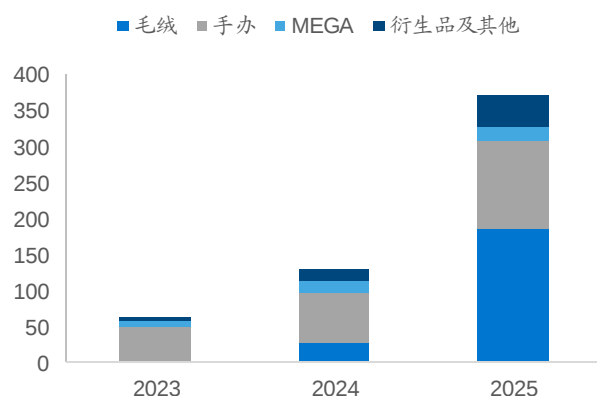
- **新系列：**在稳定核心人格的同时，通过不同主题和情境赋予 IP 新的表达。以 MOLLY 为例，泡泡玛特已形成经典 MOLLY、小画家 MOLLY、BABY MOLLY、ROYAL MOLLY、SPACE MOLLY 及 ANGRY MOLLY 等差异化形象，持续丰富 IP 内涵并维持市场活跃度。
- **新品类：**将 IP 由手办盲盒延伸至毛绒挂件、MEGA、可动人偶等品类增加 IP 生活触点，并通过联名合作提升曝光度。毛绒品类收入占比由 2023 年的 3.2% 提升至 2025 年的 50.4%，2024 年及 2025 年同比增速分别为 1289.0%/560.6%，验证新品类对 IP 价值释放的显著拉动。同时通过联名拓展 IP 应用边界，泡泡玛特先后与优衣库、周生生及 CASETiFY 推出服饰、黄金饰品及电子配件，将 IP 进一步延伸至日常场景。
- **新体验：**通过国际潮流玩具展、乐园、主题活动及影视内容将静态形象转化为可参与、可互动的对象，创造更具沉浸感的共同记忆。随着 IP 触点由商品向内容和体验延伸，泡泡玛特有望推动消费者由单次产品购买转向长期情感关系，延长 IP 生命周期。

图13: 泡泡玛特 2017-2025 年核心 IP 收入占比



资料来源: 泡泡玛特年报, 国泰海通证券研究

图14: 泡泡玛特 2023-2025 年收入按产品品类划分 (亿元)



资料来源: 泡泡玛特年报, 国泰海通证券研究

图15: MOLLY 多元系列



资料来源: 泡泡玛特官网

图16: 泡泡玛特多品类联名



资料来源: 优衣库官网, Casetify 官网, 周生生官网

3.1.3. 全流程品控与柔性供应链协同，支撑 IP 产品规模化交付

通过供应商管理、质量控制及全球生产布局，提高多 IP、多 SKU 经营模式下的生产响应与稳定交付能力。泡泡玛特建立覆盖准入、评估及退出环节的供应商管理机制，2025 年末境内及境外供应商分别为 15,465 家和 616 家，较为广泛的供应商资源为不同产品、材质及工艺需求提供生产协同基础。

- 策略端，采用柔性供应链策略，即根据终端需求动态调整供应商选择、采购规模、生产排期及返单节奏，并通过增强供应商议价能力、集中向核心供应商采购控制采购成本。
- 质量端，建立覆盖设计、生产及销售环节的全流程质量管理体系，通过结构安全评估、关键生产工序质控、成品抽检及售后反馈，控制批量生产中的品质波动。
- 产能端，截至 2025 年末，泡泡玛特已建立全球六大生产基地，支持新品量产、热销产品补单及海外市场交付。

供应商资源、质量管理与全球产能相互协同，为 IP 创意向稳定、规模化商品转化提供供应链支撑。

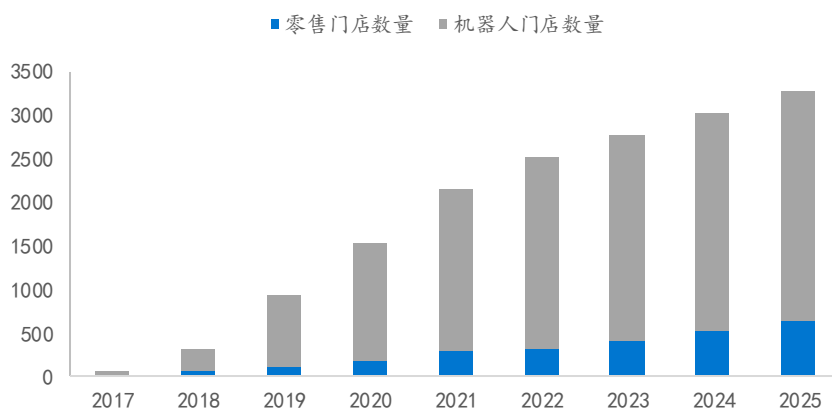
3.2. 渠道建设：分层验证降低扩张风险，直营网络强化数据反馈与品牌体验

潮玩渠道是企业验证区域需求、获取消费者反馈和传递品牌体验的重要基础设施。潮玩消费具有较强的 IP 偏好差异和需求波动，泡泡玛特通过轻重结合的渠道结构控制扩张风险，依托直营网络缩短终端反馈向经营决策的传导链条，并开设体验型门店进一步将渠道升级为品牌和 IP 的线下触点。

3.2.1. 轻资产渠道前置验证，降低正式门店扩张风险

机器人商店与快闪店承担需求测试与市场培育功能，为正式门店扩张提供前置验证。泡泡玛特直营店多布局于核心商圈、头部购物中心及高流量地标，品牌曝光较强，但租金、装修及人员投入较高。机器人商店凭借投入低、布点灵活及迁移便利等特点，可提前覆盖空白区域，并通过销售表现、客流及 IP 偏好验证区域需求；快闪店则可围绕重点 IP 和新品进行阶段性测试，为后续正式门店选址及开店节奏提供参考。截至 2025 年末，泡泡玛特在全球拥有零售店 630 家、机器人店 2637 家，轻重结合的渠道结构为门店扩张提供前置支撑。

图 17: 泡泡玛特 2017-2025 年零售&机器人门店数量（家）



资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

3.2.2. 终端数据直接回流，推动商品与区域经营动态调整

直营模式缩短终端需求向经营决策的传导链条，提升商品运营与区域扩张效率。直营网络使泡泡玛特能够更直接、及时地掌握终端销售与消费者反馈，可以根据不同门店、城市及商圈的 IP 偏好、销售速度与商品表现，动态调整商品组合、陈列资源、补货安排及库存调拨；同时，通过横向比较不同区域及点位的经营表现，判断门店升级、网络加密及新市场进入节奏。一线数据由此同时服务 IP 判断、商品运营、库存管理与渠道扩张。

3.2.3. 门店细节强化消费氛围，场景升级提升体验与转化

精细化空间设计营造沉浸式消费氛围，推动门店由标准化货架空间升级为品牌体验现场。泡泡玛特持续从空间动线、IP 分区、灯光材质、产品陈列及互动装置等细节入手，通过差异化主题区域、大型角色装置、场景化展台及拍照互动点增强消费者的探索感与沉浸感，并通过延长停留时间、强化社交分享提升门店综合产出。

- 上海南京东路宏伊全球旗舰店通过机械结构、镜面装置与主题灯光构建未来世界，强化空间叙事与视觉冲击；
- 曼谷 ICONSIAM 旗舰店则以离散线条、镜面及灯光呈现梦境解构与重组，形成奇幻、沉浸的消费空间。

通过将 IP 理念融入空间设计，泡泡玛特进一步强化消费者对角色及品牌的感知，推动门店兼顾体验、传播与销售转化。

图18: 泡泡玛特上海宏伊旗舰店内部设计



资料来源：唯想国际公众号

图19: 泡泡玛特曼谷 ICONSIAM 旗舰店内部设计



资料来源：唯想国际公众号

3.3. 营销转化：情感认同、互动转化与稀缺机制共同放大 IP 商业价值

潮玩消费主要由审美偏好、情感认同和参与体验驱动，营销不仅承担产品曝光功能，还需持续创造意义、互动和购买理由。IP 情绪表达、随机款式、数字化互动与限定发行分别对应认同建立、日常复购、流量转化和节点爆发，是潮玩企业将 IP 关注转化为长期商业价值的关键能力。

3.3.1. 差异化情绪表达承接用户投射，构成 IP 认同基础

潮玩 IP 的底层设计在于以角色人格承接消费者的情绪和自我表达。泡泡玛特 IP 情绪设计包括：以 MOLLY 为代表的开放投射型，通过克制的表情和较少的固定叙事为消费者保留自主解释空间；以 CRYBABY 为代表的情感共鸣型，通过“哭泣也可以治愈”等清晰主张，回应消费者对脆弱、释放和自我接纳的需求；以 HIRONO 为代表的情境叙事型，通过孤独、成长、庇护及自我探索等故事和场景，引导消费者将个人经历代入角色世界。不同表达类型对应不同的情绪需求和受众圈层，提高了 IP 与消费者之间的匹配效率。企业通过稳定角色人格、持续丰富情境和适度开放角色含义，使消费者能够结合自身经历补充和重构 IP 意义，由此形成情感认同，并为后续产品开发和营销转化建立基础。

3.3.2. 盲盒与隐藏款引入收集和随机激励，提高重复购买频次

盲盒机制将单次商品购买转化为持续收集过程，隐藏款进一步放大消费者期待。盲盒采用随机封装，消费者在开盒前无法确认具体款式，泡泡玛特典型系列通常设置 12 款常规款及 1 款隐藏款，隐藏款抽取概率通常低至 1:144。随机机制增加开盒过程的即时反馈，系列化设计形成集齐目标，并通过重复款交换与收藏展示延长消费链条。在 IP 认同和产品设计基础上，隐藏款进一步提升系列稀缺性与讨论度，放大既有购买意愿。

图20: 泡泡玛特代表性 IP 档案



资料来源：泡泡玛特小程序

图21: 泡泡玛特盲盒（以 DIMOO 限定时光系列为例）



资料来源：泡泡玛特微博，泡泡玛特小程序

3.3.3. 数字化平台融合内容、互动与交易，提高流量承接效率

数字化平台设计将潮玩的核心互动体验迁移至线上。泡泡玛特抽盒机通过选盒、换盒、提示和即时揭晓等场景化、游戏化交互，在随机结果之外增加选择感、控制感和即时反馈，使标准化下单转变为具有过程体验的线上抽盒。2025 年，中国抽盒机收入达到 34.23 亿元，同比增长 207.4%，占中国市场收入 16.4%；公司同时将抽盒机引入自研 APP 及官网，向全球消费者复制更具趣味性的线上购买体验。

直播间在线拆盒则进一步将开盒过程转化为内容。相较主要依靠商品讲解和促销信息的普通卖货直播，泡泡玛特直播间在线拆盒以随机揭晓持续制造悬念，每次开盒同时构成一次内容更新，并通过评论和即时反馈增强共同参与感。2025 年，泡泡玛特联合 TikTok 将中国市场成熟的直播在线拆盒玩法推向全球；同期内容电商渠道快速放量，中国抖音平台收入达到 15.90 亿元，同比增长 164.4%，美洲 TikTok 平台收入达到 10.40 亿元，同比增长 865.9%，反映互动内容与商品交易结合能够有效承接线上流量。

3.3.4. 限定发行叠加时空属性，强化参与感与消费记忆

地区及时间限定将特定地点与事件转化为产品附加价值，强化纪念属性与参与感。泡泡玛特地区限定强化本地文化与旅行记忆，开业限定为新店集中导流，节日及周年限定则通过特定发售窗口增强事件参与感。例如，第十届乌镇戏剧节联名限定产品 MEGA SPACE MOLLY「起」；2023 年伦敦 MCM 动漫展 HIRONO 万圣节限定系列；澳洲限定款 ZIMOMO Sunny、北京限定款 MOLLY 冰糖葫芦及上海全球旗舰店限定款 SKULLPANDA 冰箱贴，限定发行既创造到店与购买理由，也增强旅行纪念、身份表达及社交传播价值。

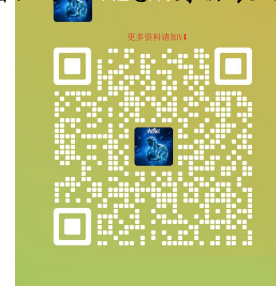
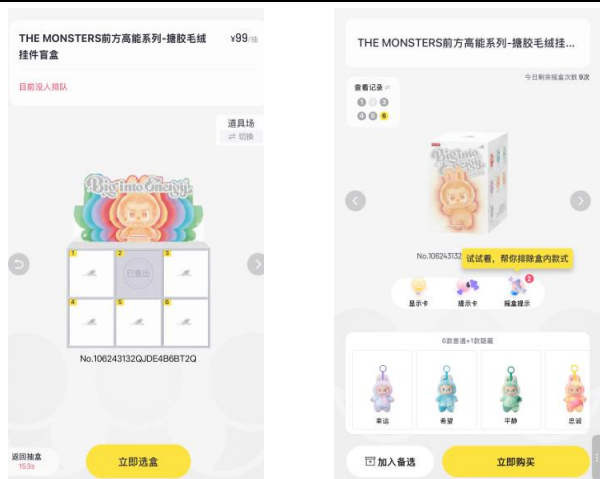


图22: 泡泡玛特在线抽盒机的互动体验



资料来源：泡泡抽盒机小程序

图23: 泡泡玛特代表性时区限定产品



资料来源：泡泡范儿

3.4. 社区生态：圈层认同增强用户黏性，流量沉淀降低增长成本

潮玩的社交属性使其天然具备形成兴趣社区的基础，潮玩企业通过线下活动及会员体系有望将分散的收藏者和 IP 粉丝沉淀为可重复触达、可持续转化的用户群体。泡泡玛特的社区经营主要体现在两个方面：一是通过活动为玩家创造互动场景，强化圈层关系；二是通过会员体系沉淀用户数据，支撑复购、新品传播及跨 IP 流量复用。

3.4.1. 收藏与互动强化圈层认同，提升用户黏性

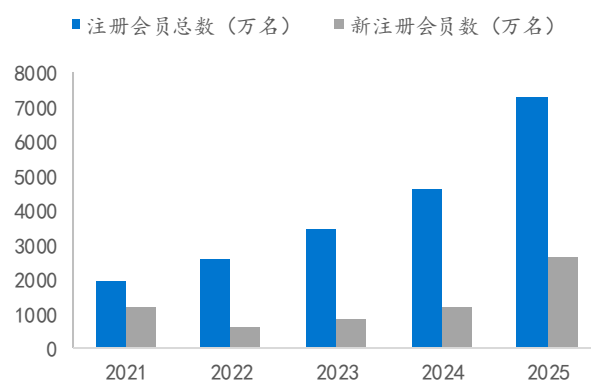
潮玩收藏兼具群体属性，消费者互动推动 IP 由商品符号向圈层符号升级。泡泡玛特通过潮玩展、集体开箱、艺术家签售及 IP 主题活动，为消费者提供线下交流、收藏展示和重复款交换场景，将分散的个体收藏需求组织为可持续互动的圈层关系。活动不仅能够提高参与者对 IP 和品牌的认同，也为企业观察用户偏好、维持核心玩家活跃度和推动线上内容传播提供触点。2023 年 12 月，CapitaLand 与泡泡玛特在新加坡 Funan 举办东南亚大型集体开箱活动，165 名粉丝共同参与开箱、互动游戏及潮玩交换，体现收藏行为由个体消费向线下圈层互动延伸。截至 2025 年末，泡泡玛特中国内地注册会员由上年末的 4,608 万增至 7,258 万，全年新增 2,650 万，持续扩大的会员基础为社区关系沉淀提供支撑。

图24: CapitaLand × POP MART 东南亚集体开箱活动



资料来源：CapitaLand

图25: 泡泡玛特 2021-2025 年会员总数&新注册会员

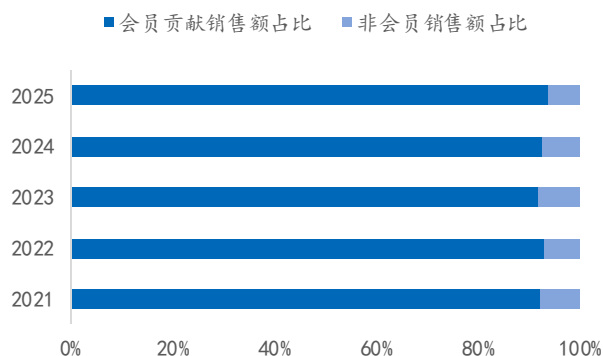


资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

3.4.2. 会员沉淀支撑复购与新品传播，提升流量复用效率

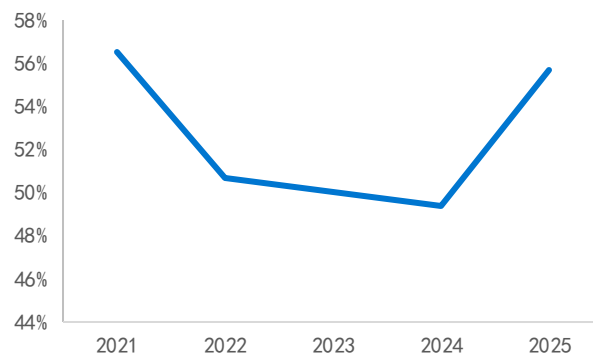
成熟社区将单次交易沉淀为可持续复用的基础需求，降低新品从零获客的依赖。泡泡玛特新品可优先触达既有会员、收藏者及 IP 粉丝，核心用户通过首批购买、开箱分享与口碑传播帮助产品跨越冷启动阶段，使增长由品牌单向投放逐步转向官方运营与用户自传播共同驱动。2025 年泡泡玛特会员贡献销售占比达到 93.7%，会员复购率由 2024 年的 49.4% 提升至 55.7%，显示存量用户对收入增长的支撑进一步增强。泡泡玛特持续优化会员权益与运营机制，并通过门店、线上渠道及 IP 体验活动增加用户触点，有助于提升跨 IP、跨品类转化及边际流量复用效率。

图 26: 泡泡玛特 2021-2025 年会员&非会员销售额占比



资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

图 27: 泡泡玛特 2021-2025 年会员复购率



资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究

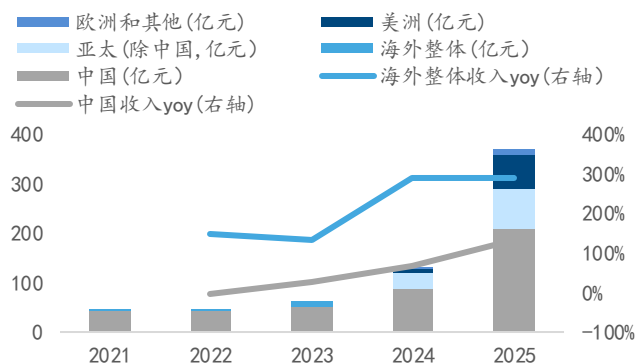
4. 潮玩企业增长思路：全球化与集团化

全球化与集团化是潮玩企业拓展长期增长空间的两条主要路径。全球化通过扩大市场半径拓展用户与收入来源，集团化则以 IP 为核心向更多品类、业态和消费场景延伸，提升 IP 触达频次与商业化深度。

4.1. 全球化：拓宽市场空间，组织架构+本地化+渠道建设共同支撑

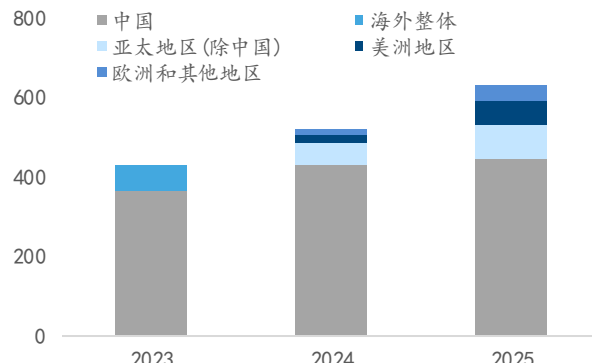
全球化有助于潮玩企业扩大消费市场半径，泡泡玛特的收入与门店变化显示海外市场已成为其重要增长来源。2025 年泡泡玛特海外市场合计实现营收 162.7 亿元，占集团总营收的 43.8%，占比提升 12.0pct。分区域看，中国、亚太、美洲、欧洲及其他地区分别实现营收 208.5/80.1/68.1/14.5 亿元，增速同比+134.6%/+157.6%/+748.4%/+506.3%，海外各区域收入增速均高于中国，其中美洲市场表现尤为突出。渠道端，截至 2025 年末，泡泡玛特在中国/亚太/美洲/欧洲分别拥有门店 445/85/64/36 家，较 2024 年分别增加 14/31/42/22 家，海外门店拓展速度显著快于中国。泡泡玛特海外业务已进入规模与增速同步提升阶段，美洲等重点市场加速放量，全球化渠道网络持续完善，海外市场成为增长的重要驱动力。

图28: 2021-2025 年泡泡玛特分区域营收及增速



资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究；注：2024 年起泡泡玛特分区域披露口径由“中国内地、中国港澳台地区及海外”变更为“中国(含中国港澳台地区)、亚太、美洲、欧洲及其他地区”

图29: 2023-2025 年泡泡玛特分区域门店数量（家）



资料来源：泡泡玛特年报，国泰海通证券研究；注：2024 年起泡泡玛特分区域披露口径由“中国内地、中国港澳台地区及海外”变更为“中国(含中国港澳台地区)、亚太、美洲、欧洲及其他地区”

我们认为，泡泡玛特海外市场的快速增长主要得益于三方面：一是组织架构及基础设施持续升级，夯实海外业务扩张基础；二是深化与本地艺术家合作共创，强化品牌本地化认同；三是持续优化门店布局及消费者触达策略，提升海外市场渗透效率。

4.1.1. 组织架构与基础设施持续升级，全球化运营能力不断夯实

区域化组织与本地基础设施是潮玩企业承接全球业务扩张的重要基础。为更好地推进全球化布局，泡泡玛特持续完善全球增长统筹机制，并提升区域管理团队的专业化水平，以强化海外业务的组织支撑能力，为规模化出海奠定基础。

- 2025 年 4 月，泡泡玛特设立大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区四大区域总部，集团高级副总裁文德一兼任联席 COO 负责亚太与欧洲地区，COO 司德负责大中华与美洲地区。四大区域总部的设立进一步缩短海外业务决策链条，提升本地团队在门店选址、营销活动及供应链管理等环节的决策与响应效率。
- 2026 年 3 月 24 日，泡泡玛特进一步宣布文德一由联席 COO 转任集团首席增长官（Chief Growth Officer），全面负责集团全球业务增长战略。CGO 的设立反映出泡泡玛特对全球化增长的重视程度持续加码，全球化进入系统性规模化攻坚阶段。
- 海外区域管理团队的专业背景也在同步强化：美洲区总经理 Larry Lu 于 2021 年加入，2023 年担任美洲区负责人，具备互联网和咨询背景；欧洲区董事总经理 Peter Shipman 于 2025 年 1 月加入，具备英国及欧洲市场的采购、销售管理经验，核心管理层背景均与海外市场扩张需求高度匹配。

图30: 泡泡玛特美洲区、欧洲区核心管理层情况

层级	人物	职位	任职时间	此前背景
全球战略层	文德一	CGO	2018 年加入；2025 年 4 月任联席 COO；2026 年 3 月任 CGO	韩国籍，建国大学中文系，北京大学光华管理学院 MBA；此前任职 CJ ENM 全球战略经理、CJ 第一制糖全球业务规划经理
全球运营层	司德	COO	2015 年加入；2020 年 12 月任 COO	中国籍，中国传媒大学法语系，北京大学光华管理学院 MBA；此前任职葩趣贸易、葩趣互娱科技董事
美洲区	Larry Lu	美洲区负责人	2021 年加入；2023 年起担任美洲区负责人	中国籍，复旦大学医学系；此前任职腾讯微信运营总监、Nielsen 高级经理

美洲区	Brandi Hammons	美洲区营销负责人	2025 年 3 月	旧金山州立大学传媒系, 此前任 Embarc 零售市场总监、BoxLunch 市场总监、华纳兄弟消费品市场营销
美洲区	Luis Barrientos	美洲区业务发展执行副总裁	2023 年 12 月	加州州立大学长滩分校金融系; 此前任 Primestor Development 副总裁、Lovisa 北美地产总监、Forever 21 北美地产总监
美洲区	Tyson Bolliger	北美区零售运营负责人	2024 年 5 月	内布拉斯加大学林肯分校商科; 此前任 Lovisa 执行副总裁、Sunglass Hut Zone VP, 早年任职 Aeropostale、Target、Abercrombie & Fitch
欧洲区	Peter Shipman	欧洲区董事总经理	2025 年 1 月	利物浦约翰摩尔斯大学, 此前任职 PUMA 集团营销总监、Vedoneire 贸易出口负责人、Fabrik Agencies 公司总监
欧洲区	Yan Zhao	欧洲区品牌与市场负责人	2020 年 6 月加入, 2025 年 4 月担任品牌与市场负责人	南安普顿大学, 牛津大学 EM, 此前任职 Mogic 创始人 (Mogic 旨在通过战略手段扩大泡泡玛特在英国市场的影响力, 后被泡泡玛特收购)、凤凰卫视新闻播音
欧洲区	Arvin Liu	欧洲区商业战略负责人	2023 年 6 月加入, 2024 年 11 月担任商业战略负责人	利物浦大学金融系, 此前任职 Mogic 共同创始人、上海商业银行伦敦区信贷管理、PKWG 业务发展经理

资料来源：泡泡玛特 2025 年年报，界面新闻，LinkedIn，国泰海通证券研究

海外基础设施与人才建设同步升级，为区域化管理提供运营支撑。北美方面，泡泡玛特已在洛杉矶 Culver City 创意园区 Hayden Tract 签约整栋独栋办公楼，作为美国运营据点，周边聚集苹果、Amazon、TikTok 等企业，园区本身即具备较强的创意产业集聚效应，有望为吸引本地专业人才、链接跨行业资源提供便利；欧洲方面，泡泡玛特已于 2026 年 1 月正式宣布将英国伦敦设立为欧洲区域中心，并在利物浦设立欧洲总部，有助于进一步提升欧洲市场协同效率，加强与欧洲文化创意产业深度合作。人才建设上，针对海外业务持续推进本地化招聘，以匹配不同市场的本地运营需求。海外扩张进入长期化、实体化的资源投入阶段，为全球化门店网络布局打下坚实基础。

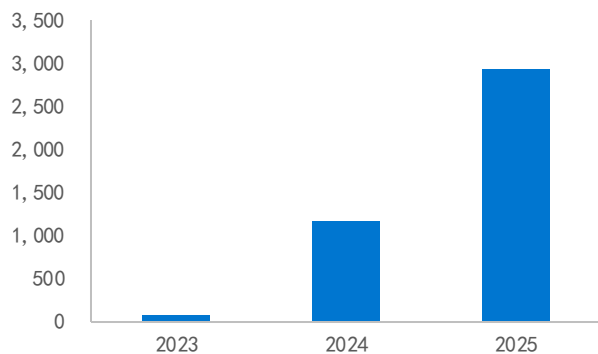
4.1.2. 签约本地艺术家共创 IP，增强全球消费者品牌认知度

本地艺术家共创能够为潮玩企业补充区域文化表达，是全球化运营的重要组成部分。泡泡玛特持续发掘并签约海外本地艺术家，通过融入区域文化特征及本地审美偏好的 IP 设计，提升不同市场消费者对品牌及产品的认知与认同。

- CRYBABY 由泰国本地艺术家 Molly 设计，泰国第三家门店开业时艺术家本人到场签售支持，新店首日销售额突破 500 万；此后 CRYBABY 收入由 2023 年的 0.71 亿元增长至 2025 年的 29.3 亿元，2025 年跻身泡泡玛特六大收入破 20 亿元的 IP 之列。
- 泡泡玛特与美国艺术家 Libby Frame 签约推出 Peach Riot 系列，该系列以典型美式朋克叛逆风在美洲市场获得较好反响；2024 年圣地亚哥新店开业时，Libby Frame 到场签售，吸引大批当地粉丝排队。

泡泡玛特市场营销团队持续捕捉海外消费者审美偏好、文化特性及产品需求，具有当地文化基因的 IP 能够帮助泡泡玛特快速打破次元壁，签约本地艺术家共创 IP 形成了可复制的验证路径，有望持续丰富泡泡玛特全球 IP 矩阵并提升品牌本地化运营能力。

图31: 2023-2025 年 CRYBABY 收入 (百万元)



资料来源: 泡泡玛特年报, 国泰海通证券研究

图32: 泰国本地艺术家 Molly 现场签售



资料来源: 泡泡范儿

4.1.3. 海外门店选址锁定高流量场景，开店空间随选址下沉持续打开

潮玩企业海外渠道建设可由单点市场验证逐步过渡至重点区域加密，泡泡玛特的门店演进呈现这一特征。泡泡玛特从亚洲市场起步，随后进入全球重点市场，并于 2025 年加快亚太、美洲和欧洲门店扩张。

- 泡泡玛特海外线下扩张以韩国为起点，当地潮流消费氛围成熟、年轻客群集中，便于验证海外直营门店模式。
- 在完成初步验证后，泡泡玛特进一步进入日本、新加坡、澳大利亚、英国、美国等更具国际消费影响力和示范效应的市场，门店功能逐步延伸至品牌展示和消费者认知培育。
- 2025 年，泡泡玛特在亚太、美洲、欧洲及其他地区同步加快开店，年内分别净增 31/42/22 家门店，拓店重心由新市场进入转向重点区域加密，通过增加城市覆盖和门店密度，将市场落点逐步连接为区域性网络。

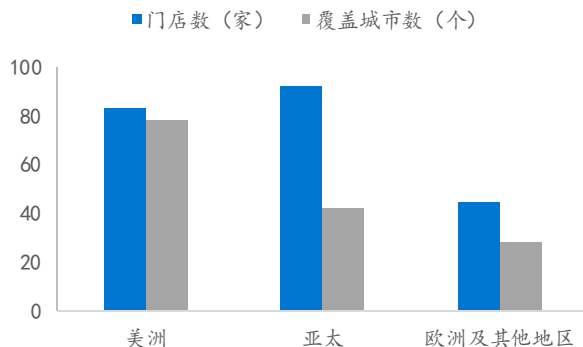
截至 2026 年 8 月 4 日，泡泡玛特美洲/亚太/欧洲地区在营门店数分别为 83/92/45 家，已初步形成覆盖三大区域的海外线下网络。

泡泡玛特通过对国家、城市及具体点位的逐层筛选，提高海外消费者触达效率并放大门店的品牌展示价值。

- 国家层面，早期进入的韩国、日本、新加坡、澳大利亚、新西兰、英国和美国普遍具备较强消费能力、成熟的购物中心体系及较高的国际品牌集中度，既有利于门店快速获取目标客群，也具备较强的区域辐射和品牌外溢效应。
- 城市层面，泡泡玛特优先布局首尔、东京、墨尔本、伦敦等具有较高国际知名度和消费辐射力的核心城市，兼顾本地销售、品牌展示和旅游客流触达。
- 具体点位层面，泡泡玛特海外门店主要布局于客流稳定、消费基础成熟的购物中心和核心商业街，两类场景合计占比超 90%；同时开拓巴黎卢浮宫商业空间及 Sydney Airport 等高流量、高曝光的多元消费场景，拓宽消费者触点。

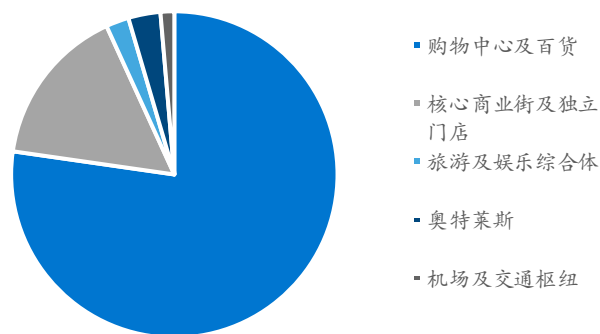
随着点位层级提升，海外门店已逐步成为泡泡玛特融入当地商业体系、提升品牌认知并占据消费者心智的重要节点。

图33: 截至 2026 年 8 月 4 日海外门店数及覆盖城市数



资料来源：泡泡玛特官网，国泰海通证券研究

图34: 海外门店选址类型占比



资料来源：泡泡玛特官网（根据门店名称、地址及所在商业体属性进行分类），国泰海通证券研究；注：统计时间截至 2026 年 8 月 4 日

美洲地区：泡泡玛特已快速完成跨区域占点，拓店重心有望由城市覆盖转向都市圈网络建设。截至 2026 年 8 月 4 日，泡泡玛特在美洲拥有 83 家在营门店及快闪店、覆盖 78 个城市，门店数与城市数基本接近，体现泡泡玛特现阶段优先通过单城落点快速建立跨州覆盖。美国城市分布分散、区域消费中心众多，较低的单城密度有利于扩大品牌触达范围。后续拓店空间将同时来自未覆盖区域中心城市的补充，以及纽约、洛杉矶等成熟都市圈的多场景加密；加拿大目前仅有 4 家门店，仍处于重点城市验证阶段，具备进一步复制空间。

亚太地区：泡泡玛特形成多层次市场组合，核心国家加密、区域城市延伸与新兴市场验证同步推进。截至 2026 年 8 月 4 日，泡泡玛特在亚太拥有 92 家在营门店及快闪店、覆盖 42 个城市，反映其在消费文化较为接近、市场反馈较快的亚太地区更倾向于在验证需求后快速提升单城密度。分市场看，澳大利亚以 16 家门店领先，泰国/韩国/日本分别为 13/12/12 家，马来西亚/印度尼西亚均为 11 家，新加坡/菲律宾/越南/新西兰分别为 6/5/4/2 家。后续拓店思路：澳大利亚、韩国和泰国可继续由核心城市向区域中心及交通、旅游场景延伸；日本、印度尼西亚和马来西亚有望依托首都城市形成的品牌认知，向人口密集的第二梯队城市复制；菲律宾、越南等市场仍处于需求验证和网络起步阶段。

欧洲及其他地区：泡泡玛特以英法高势能点位建立品牌锚点，后续进入多国复制与区域纵深阶段。截至 2026 年 8 月 4 日，欧洲 45 家在营门店中，英国 18 家和法国 10 家合计占比超过六成，伦敦、巴黎等核心城市已形成多店布局，并逐步向曼彻斯特、伯明翰、里昂等区域城市延伸；西班牙/荷兰/德国/意大利/丹麦等市场门店数量分别为 6/4/3/3/1 家。后续空间一方面来自英国、法国等成熟市场的同城及跨城市加密，另一方面来自德国、意大利、荷兰及北欧等市场由首店进入向区域网络扩展。相较美洲的跨州铺网，欧洲拓展更依赖对不同国家消费习惯、零售渠道与本地运营体系的逐一适配。

图35: 各区域代表性门店点位类型及客流特征

区域	城市/点位	点位类型	地理位置及客流特征	门店图片
美洲	纽约/World Trade Center	商务区/交通枢纽/旅游地标	位于 185 Greenwich Street、World Trade Center 商业及交通综合体，覆盖通勤、商务与游客客群	

美洲	拉斯维加斯 /Fashion Show	旅游型城市购物中心	位于 Las Vegas Strip 沿线 Fashion Show 购物中心，覆盖游客及周边酒店、娱乐设施带来的消费客流	
亚太	首尔/COEX	国际商务区/成熟商业体	2020 年开设于首尔江南区国际贸易中心，位于成熟商务商业区域，覆盖年轻消费人群及稳定商业客流	
亚太	悉尼/Sydney Domestic Airport	机场交通枢纽	位于悉尼机场 T2 国内航站楼、靠近 49 号登机口，覆盖高频流动旅客及礼品消费需求	
欧洲及其他	巴黎/Carrousel du Louvre	文化旅游地标	位于卢浮宫地下商业空间、巴黎核心旅游区，兼顾国际游客、文化消费及商业客流	
欧洲及其他	伦敦/Oxford Street	国际核心商业街	位于伦敦 Oxford Street 262 号，处于国际品牌交汇的核心零售街区，覆盖高密度国际游客及伦敦本地购物客群	

资料来源：泡泡玛特官网，国泰海通证券研究

地标旗舰店可同时承载品牌展示、消费体验和多品类销售，是海外渠道分层的重要形态。标准门店之外，泡泡玛特在海外核心城市布局大型旗舰店，将高流量点位、完整产品矩阵与沉浸式体验集中于单一空间，推动门店由销售终端向城市品牌地标延伸。

- 通过巨型 IP 装置和高辨识度场景吸引自然客流，增强门店打卡属性和进店转化潜力；
- 通过主题展区及互动装置延长消费者停留时间，推动购买由单盒向端盒及跨品类加购延伸；
- 完整承载盲盒、MEGA、毛绒、周边、文创及联名产品，并以区域限定、新品首发和艺术家活动强化到店理由。

相较陈列与体验空间相对有限的标准门店，大店通过艺术化、体验化表达强化潮流艺术与收藏品牌定位，并为较高价格带和多品类产品提供更充分的展示场景。

- 曼谷 ICONSIAM 旗舰店以大面积空间叠加 IP 装置及餐饮业态。该店于 2025 年开业，位于湄南河畔，面积约 760 平方米，设置 4 米高限定 MOLLY 雕塑、沉浸式主题空间及泡泡玛特首家海外咖啡店。
- 悉尼 Westfield 旗舰店通过跨层空间和互动设施强化体验承载。该店于 2025 年开业，位于 CBD 核心商圈，面积超过 600 平方米、横跨两层，引入 AR 互动、IP 主题区及创意工作坊。
- 巴黎旗舰店进一步扩大泡泡玛特欧洲大店的面积规模。巴黎奥斯曼大道欧洲首家旗舰店规划销售面积 1,377 平方米，并于 2026 年 7 月预告即将开业。

图36: 泡泡玛特曼谷 ICONSIAM 旗舰店



资料来源：泡泡玛特泰国官方 Instagram

图37: 泡泡玛特悉尼 Westfield 旗舰店



资料来源：泡泡玛特澳大利亚官方 Instagram

成熟全球玩具品牌的门店网络可为测算潮玩企业海外渠道空间提供情景参照，以 LEGO 门店网络作为泡泡玛特未来开店空间参考具备合理性。泡泡玛特与 LEGO 均以 IP 产品为核心，兼具收藏、礼赠及体验消费属性，并通过线上线下协同触达消费者，线下门店主要进入购物中心、核心商业街及旅游交通场景。因此，我们以 LEGO 经过长期全球化经营形成的中国内地以外门店网络为参照，测算泡泡玛特海外中长期门店空间。

图38: 泡泡玛特与 LEGO 经营特征对比

对比维度	泡泡玛特	LEGO
主要产品	盲盒、手办、毛绒、积木及 IP 衍生品；拓展烘焙、乐园等新业态	积木玩具及 IP 联名产品；兼营乐园等衍生业务
消费属性	收藏、悦己、礼赠及社交表达	拼搭体验、收藏、亲子互动及礼赠
用户群体	以年轻消费者及潮玩爱好者为主，逐步拓展全年龄层	以儿童及家庭客群为基础，同时覆盖成人收藏及 IP 爱好者
销售渠道	线上线下并重，线下以直营门店及快闪店为主	线上线下并重，线下以直营店及授权店为主
门店选址	购物中心、核心商业街，并向文化地标、旅游景区及机场延伸	购物中心、核心商业街为主
海外布局	快速扩张，进入重点区域加密及区域城市复制阶段	全球化经营时间较长，已形成较成熟的门店网络

资料来源：泡泡玛特官网，LEGO 官网，国泰海通证券研究

对标 LEGO，泡泡玛特海外中长期门店空间或达约 564 家。截至 2026 年 8 月 4 日，LEGO 官方门店目录显示其在美洲/亚太/欧洲/中东及非洲分别拥有 212/156/167/29 家在营品牌门店，中国内地以外合计约 564 家；同期泡泡玛特美洲/亚太/欧洲及其他地区在营门店及快闪店分别为 83/92/45 家，合计 220 家，约为 LEGO 可比网络规模的 39%。若中长期逐步接近 LEGO 当前布局规模，泡泡玛特海外门店较当前仍有约 344 家的净增空间，对应总规模约为当前的 2.6 倍。

图39: 截至 2026 年 8 月 4 日泡泡玛特与 LEGO 中国以外地区门店数对比

区域	泡泡玛特在营门店及快闪店（家）	LEGO 品牌门店数（家）	泡泡玛特/LEGO	对标净增空间（家）
美洲	83	212	39.15%	129
亚太	92	156	58.97%	64
欧洲及其他	45	167	26.95%	122

中东及非洲	0	29	0.00%	29
中国以外合计	220	564	39.01%	344

资料来源：泡泡玛特官网，LEGO 官网，国泰海通证券研究

4.2. 集团化：新业态与潮玩主业构成生态协同

集团化通过多业态、多品类和多场景延伸拓宽 IP 商业化边界，是潮玩企业增长的另一主要方向。我们认为，新业态在贡献增量收入的同时，亦持续强化 IP 影响力及用户黏性，并与潮玩零售业务形成协同。泡泡玛特围绕核心 IP 持续拓展主题乐园、甜品、首饰等新业态，构建多元化 IP 运营体系并完善集团化布局。

4.2.1. 主题乐园（POPLAND）：以沉浸式情绪价值深化情感联结

泡泡玛特城市乐园是集团以 IP 为核心商业生态的重要延伸，为粉丝及游客构建沉浸式 IP 体验空间。

- 2021 年 3 月泡泡玛特首次披露乐园构想，同年 9 月在环球影城开设概念店进行前期探索；
- 2022 年 1 月与北京朝阳公园达成合作；
- 2023 年 9 月 26 日，泡泡玛特城市乐园（POPLAND）正式开业，占地约 4 万平方米，开园以来持续优化服务体验，丰富表演内容，打造沉浸式主题场景；
- 2025 年 4 月，乐园启动部分区域设备升级，在乐园仅开放约三分之一区域的情况下全年客流超预期增长，同比超过 70%，其中非亲子家庭游客、非本地游客占比均超过一半，乐园跻身 2025 年北京入境游热门景区第 6 位；
- 2026 年 4 月 30 日，乐园新区域正式向公众开放，围绕 THE MONSTERS 与 DIMOO 两大 IP 推出三大全新区域，7 月 30 日新区域全面开放；
- 计划于 2027 年正式启动城市乐园二期建设，新增以 SKULLPANDA 和星星人为主题的全新场景。

POP LAND 通过沉浸式体验深化消费者与 IP 的情感联结，并与 IP 运营及潮玩零售形成协同。通过主题场景、互动演出及角色见面等形式，将 IP 延伸至可感知、可参与的线下体验，有助于强化消费者对 IP 的长期情感认同，并进一步向日常潮玩消费转化。同时，持续更新的主题区域能够延长 IP 生命周期，并带动游客复访。随着非亲子家庭及非本地游客占比超过一半，POP LAND 的客群已逐步向年轻消费者及文旅客群延伸。伴随新区域开放及二期项目推进，POP LAND 有望进一步强化 IP 运营及潮玩零售业务的协同效应。

图 40：2026 年 7 月 30 日新区域全面开放后具体票种及价格

票种	价格（元）			权益			
	平日	高峰日	特定高峰日	大门 (1次)	游乐设施 (无限次)	奇趣豆乐屋 (一大一小1小时)	嘉年华 (3次)
标准游乐票	178	208	238	✓	✓	✓	
标准游乐票+嘉年华 3次票	228	258	288	✓	✓	✓	✓
入园观光票	98	128	128	✓			
档期定义：平日（常规工作日）；高峰日（周六周日、普通法定假日）；特定高峰日（寒暑假超高峰、重大节假日、乐园公示特殊档期）							

资料来源：泡泡玛特城市乐园官方小程序，国泰海通证券研究

图41: 泡泡玛特城市乐园



资料来源：泡泡范儿

图42: 粉丝与经典 IP 形象的合照



资料来源：泡泡范儿

4.2.2. 甜品（POPBAKERY）：高频消费场景推动“IP 陪伴日常化”

泡泡玛特甜品品牌 POPBAKERY 将潮玩 IP 从可收藏的视觉形象延伸至可品尝的日常消费场景，用更高频的触点强化用户与 IP 之间的情感连接。

- 2024 年 8 月，“MOLLY 的甜品屋”在泡泡玛特城市乐园内开业，是甜品业务的起点；从乐园出发，快闪甜品车随后陆续落地北京、上海、成都等城市的核心商圈；
- 2025 年 12 月 10 日，品牌化后的 POP BAKERY 首家线下快闪店在北京首都机场开业；
- 2026 年 1 月 22 日，POP BAKERY 作为独立品牌正式入驻小红书；
- 截至 2026 年 5 月 11 日，全国已有 31 个主题快闪点位；
- 2026 年 6 月 19 日，全国首家独立门店在秦皇岛阿那亚正式开业，涵盖创意烘焙、特调饮品、下午茶套餐等。

POP BAKERY 的“低门槛、高频次、强传播”三重特征有助于拓宽消费人群并提升 IP 知名度。甜品价格主要集中于 16-49 元，相较于潮玩更易触达泛消费人群，且甜品开发周期较短、推新速度更快，可围绕节日、季节及热门 IP 持续推出创意产品，提升消费者与 IP 的互动频率。不仅如此，IP 甜品兼具视觉呈现与社交分享属性，用户打卡分享构成免费二次传播渠道，实现品牌与 IP 的持续曝光。

图43: POP BAKERY 星星茶话会下午茶套餐



资料来源：POP BAKERY 官方小红书

图44: POP BAKERY 秦皇岛阿那亚首店



资料来源：POP BAKERY 官方小红书

图45: 阿那亚首店部分产品价格

IP	产品	价格 (元)	类别
LABUBU	棒棒糖	16	棒棒糖
星星人	蔓越莓奶酥	25	烘焙类
CRYBABY	提拉米苏冰淇淋	28	冰淇淋
MOLLY	橙橙芝士慕斯	28	蛋糕
DIMOO	羽衣甘蓝柑橘红柚鲜奶油蛋糕	49	蛋糕
LABUBU	拿铁	28	咖啡
星星人	杨枝甘露	38	非咖啡
LABUBU	黑森林宝藏蛋糕	228	大蛋糕
星星人	下午茶套餐	298	限购套餐

资料来源: Foodaily 每日食品, 国泰海通证券研究

4.2.3. 饰品 (POPOP): 从联名试水走向独立品牌, 提升用户终身价值

首饰品类具备更高的日常佩戴频次, 有助于提升泡泡玛特品牌调性及 IP 线下曝光。

- 2023 年 5 月及 2024 年 12 月, 泡泡玛特与周生生联名黄金饰品进行市场试水, 分别推出 MOLLY 和 DIMOO 系列金饰;
- 2025 年 1 月 15 日至 2 月 28 日, POPOP 以限时快闪店形式亮相上海、深圳、成都;
- 2025 年 5 月 30 日全国首店在上海港汇恒隆广场试运营, 6 月 14 日第二家店落地北京国贸商城;
- 截至 2026 年 7 月全国已布局 8 家门店。

POPOP 通过提升 IP 品牌调性及拓展日常佩戴场景, 进一步丰富 IP 商业化表达。泡泡玛特通过与周生生合作推出联名黄金饰品, 并持续拓展自有饰品品牌, 有助于强化 IP 的时尚属性和品牌调性。相较于潮玩产品以收藏展示为主, 首饰具备更高的日常佩戴频次, 消费者佩戴及社交分享行为能够提升 IP 在线下生活场景中的曝光度。依托庞大的会员基础 (截至 2025 年底中国大陆注册会员达 7258 万), 首饰品类亦有望进一步丰富 IP 商业化场景。

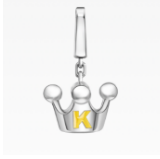
图46: POPOP 门店汇总 (截至 2026 年 7 月)

城市	开业时间	具体地址
上海	2025/6/13	上海市上海港汇恒隆广场 L1 层 173 号
北京	2025/6/14	北京市朝阳区建国门外大街国贸商城 CB1008 号
上海	2025/10/1	上海市杨浦区五角场街道黄兴路 2228 号上海合生国际广场 L1-05
北京	2025/12/14	北京市朝阳区西大望路甲 22 号院 1 号楼合生汇购物中心 L1-038
成都	2026/1/10	四川省成都市锦江区红星路三段 1 号 IFS 国际金融中心商场 LG-111
南京	2026/2/8	江苏省南京市秦淮区中山南路 1 号 F1-003-1 号
武汉	2026/3/19	湖北省武汉市江岸区建设大道和台北路交汇处武汉万象城 B153 号
杭州	2026/4/28	浙江省杭州市拱墅区体育场路 321 号 L1-09a 号

资料来源: 泡泡玛特官方微博, 国泰海通证券研究

图47: POPOP 核心系列代表产品、材质及价格示例

系列	HIRONO 为喜乐而战系列	FRUITION 系列	TWINKLE TWINKLE 爱的魔法系列	以爱之名系列	ROYAL MOLLY 系列
----	----------------	-------------	------------------------	--------	----------------

IP	HIRONO	LABUBU、DIMOO、 MOLLY、CRYBABY、 TWINKLE TWINKLE	星星人	LABUBU & TYCOCO	MOLLY
代表产品	倔强之焰项链	LABUBU 绳结手链	亲亲项链	LABUBU 项链	皇冠吊坠
代表产品图					
材质	925 银	925 银	925 银	925 银	925 银
价格（元）	¥1580	¥499	¥1280	¥1580	¥359

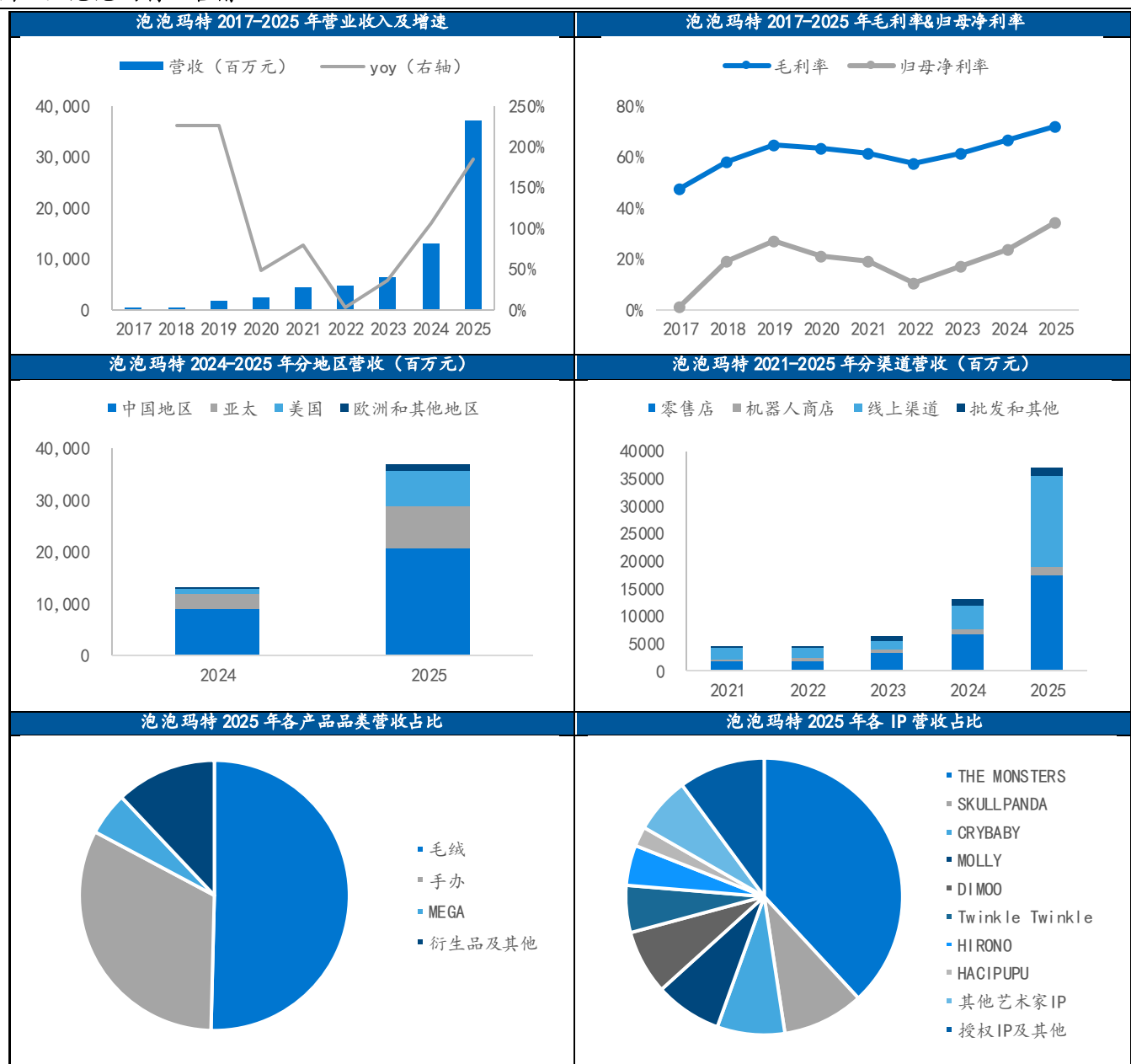
资料来源：POPOP 小程序，国泰海通证券研究

5. 相关公司

5.1. 泡泡玛特：从潮玩零售商向全球 IP 运营平台升级

经营表现：泡泡玛特是中国潮玩行业的领军品牌，2025 年实现营业收入 371.2 亿元，同比增长 184.7%；归母净利润 127.8 亿元，同比增长 308.8%，毛利率进一步提升至 72.1%。产品结构方面，毛绒品类实现收入 187.1 亿元，占总收入 50.4%，超过手办成为第一大产品品类；THE MONSTERS 实现收入 141.6 亿元，占总收入 38.1%，成为公司增长的主要驱动力。同期海外收入占比达到 43.8%，公司增长动力已由国内潮玩消费逐步向品类扩张与全球市场共同驱动转变。

竞争优势：泡泡玛特具备将 IP 艺术价值与用户热度转化为商业价值的运营体系，搭建了涵盖艺术家挖掘、筛选孵化、产品开发、营销推广、消费者触达的全链路 IP 运营体系。2025 年，公司共有 17 个艺术家 IP 年度收入突破 1 亿元，形成多梯队的 IP 产品矩阵。营销与市场运营层面，公司采用盲盒、隐藏款、时区限定款等产品运营形式，依托社交媒体传播放大 IP 热度，同时通过直营销销售渠道及会员数据，完成市场反馈的快速核验，形成常态化的 IP 开发与运营模式。

图48: 泡泡玛特经营情况

资料来源：泡泡玛特年报，泡泡玛特招股书，国泰海通证券研究

5.2. 布鲁可：以高性价比拼搭角色玩具扩大消费人群

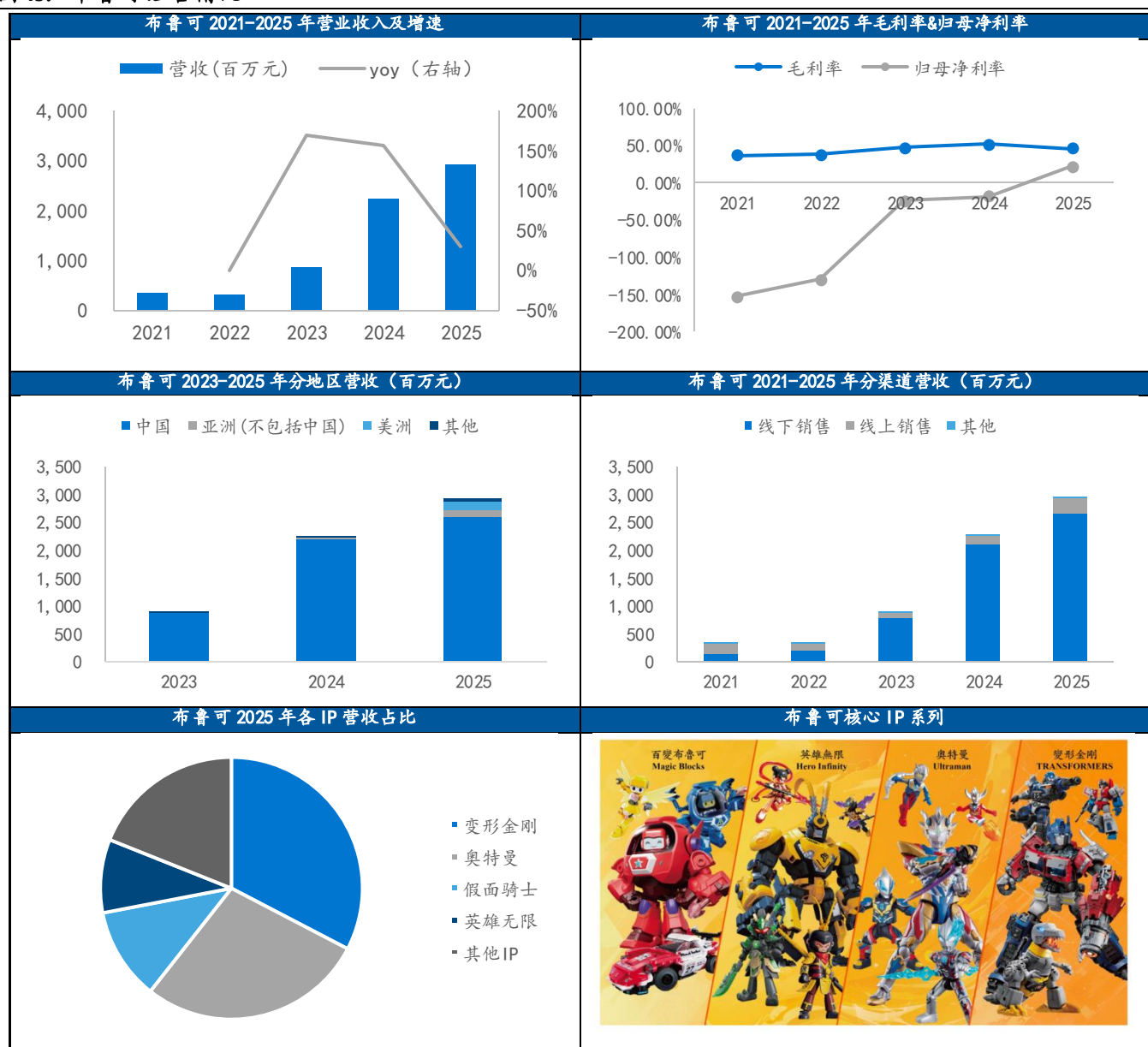
经营表现：布鲁可是国内拼搭角色类玩具龙头，为消费者提供兼具收藏、拼搭和改造体验的玩具产品。2025 年公司实现营业收入 29.1 亿元，同比增长 30.0%；归母净利润 6.34 亿元，同比扭亏为盈。分产品看，拼搭角色类玩具实现收入 28.4 亿元，占总收入 97.6%；其中 9.9 元价格带产品实现收入 5.4 亿元、销量达到 1.22 亿件，以较低价格降低首次购买和持续收集门槛。同期海外收入 3.19 亿元，同比增长 396.6%，占比提升至 11.0%，反映公司产品模式正由国内市场验证逐步走向海外复制。截至 2025 年末，公司拥有 73 个授权 IP 和 2 个自研 IP，其中 29 个 IP 已实现商业化，变形金刚、奥特曼、假面骑士及英雄无限构成主要产品系列，IP 结构逐步由少数头部 IP 驱动走向多元化。

竞争优势：公司的核心竞争力在于通过标准化研发和规模供应链，将 IP 角色还原度、拼搭体验与高性价比相结合，并形成可向不同 IP 复制的产品体系。布鲁可围绕拼搭结构设计、生产工艺及制造技术建立了较为完善的专利保护体系，累计获得 548 件专利；2025 年研发投入 2.64 亿元，研发人员占

员工总数 66.1%，全年推出 913 个新 SKU，体现出较强的产品开发和快速商业化能力。同时，公司依托丰富的 IP 储备、广泛的销售网络及 BFC 用户社区，形成“IP 获取—产品开发—规模销售—用户共创与反馈”的运营闭环，逐步将消费者对授权 IP 的关注沉淀为对布鲁可产品体系和品牌文化的认同。

未来发展驱动力：公司将围绕“全人群、全价位、全球化”战略拓展增长空间。全人群方面，布鲁可在巩固 6-16 岁核心客群的基础上，持续开发成人向及女性向产品，2025 年 16 岁以上产品收入占比已由 11.4% 提升至 16.7%；全价位方面，平价产品承担大众拉新功能，中高价格带产品满足进阶拼搭和收藏需求，积木车等新品类进一步拓宽产品边界。全球化方面，公司将继续扩大 IP 授权区域，深化北美、欧洲及亚洲等市场的本地渠道和品牌运营，推动海外业务由产品销售向长期本地化经营升级。

图 49：布鲁可经营情况



资料来源：布鲁可年报，布鲁可招股书，国泰海通证券研究

5.3. 卡游（未上市）：以集换式卡牌为核心构建收藏与赛事生态

经营数据：卡游是国内集换式卡牌行业龙头，以 IP 内容为基础，业务覆盖集换式卡牌、玩具及创意文具。公司收入由 2023 年的 26.6 亿元增长至 2024 年的 100.6 亿元，同比增长 277.8%；同期毛利率达到 67.3%，经调整净利润为 44.7 亿元，经调整净利率达到 44.4%。分产品看，2024 年集换式卡牌实

现收入 82.0 亿元，同比增长 276.4%，占总收入 81.5%，构成公司收入与利润的核心来源；文具收入达到 5.1 亿元，同比增长 113.9%，占比提升至 5.1%，产品结构开始由卡牌向其他 IP 衍生品延伸。

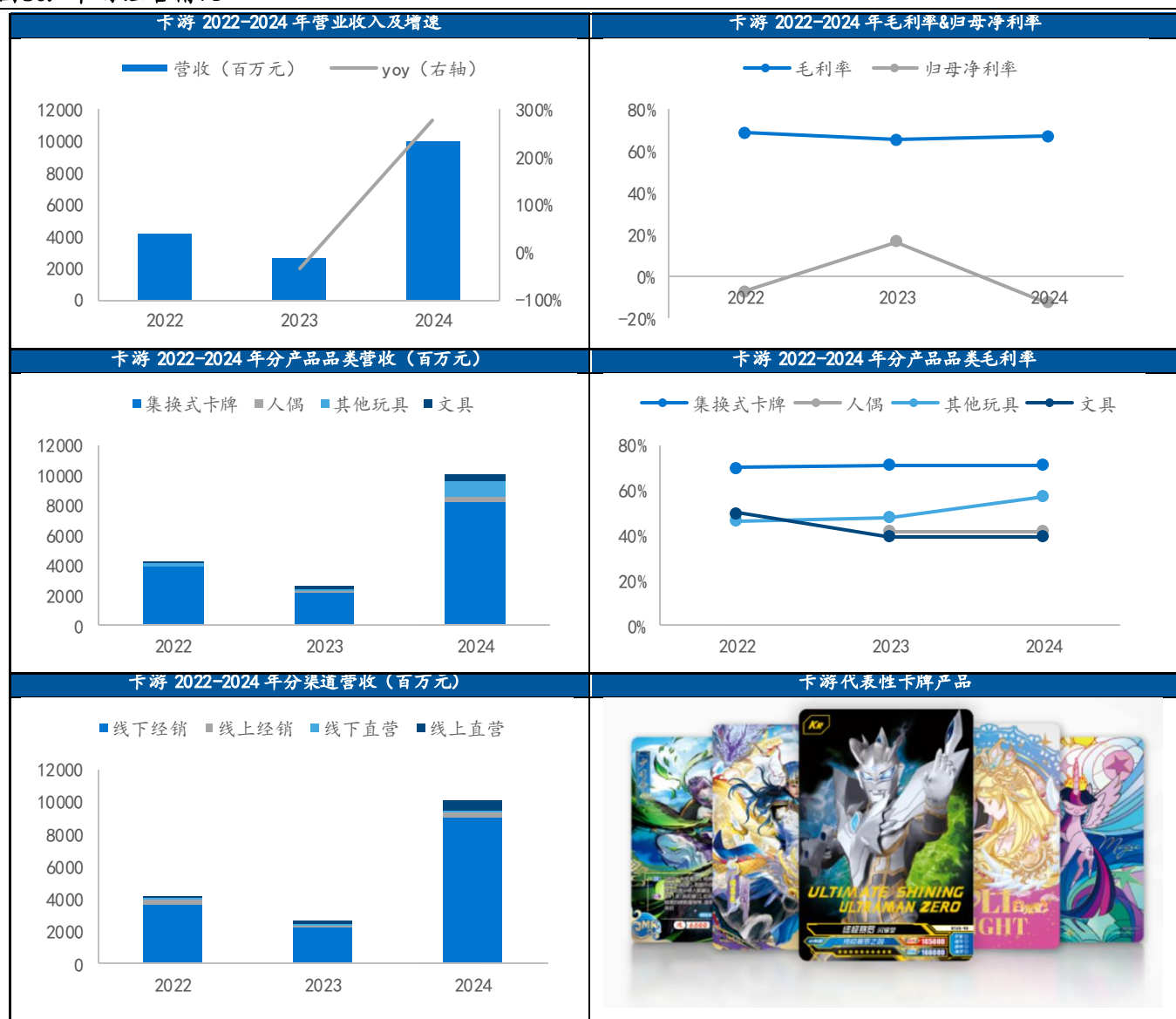
竞争优势：卡游搭建了适配集换式卡牌业务的规模化变现体系，覆盖产品研发生产、线下渠道、用户运营全环节。

产品生产层面，公司依托多价格带、多主题套系、多稀有度的产品设计模式，将 IP 内容转化为标准化集换式卡牌产品；同时实现设计、印刷、生产全环节一体化运作，产品从设计完成到终端上架的周期最短可至 20-30 天。

渠道布局层面，公司合作 217 家经销商，渠道网络覆盖全国 31 个省份，可实现新品的全国终端铺货。

用户运营层面，截至 2024 年末，公司已在国内超 100 个城市，累计举办超 5100 场英雄对决卡牌赛事活动，将卡牌消费场景拓展至收藏、交换、组牌、竞技多个维度，依托产品快速迭代能力、全国性渠道网络、线下赛事运营体系，完成热门 IP 商业化落地与用户运营沉淀。

图 50: 卡游经营情况



资料来源：卡游招股书，国泰海通证券研究

6. 投资建议

综合潮玩行业精神消费长期景气逻辑，IP 运营能力是企业核心分水岭，推

荐高性价比拼搭赛道龙头**布鲁可**，其公司凭借高性价比产品、多元 IP 矩阵与渠道拓展持续扩大用户覆盖，海外市场有望打开新增量，估值具备修复空间。

7. 风险提示

IP 生命周期及迭代不及预期风险。潮玩行业对 IP 热度和消费者偏好变化较为敏感，部分企业收入集中于少数头部 IP。若核心 IP 热度回落，或企业未能持续孵化具有市场影响力的新 IP，可能面临销售增速放缓、库存积压及盈利能力下降等风险。

海外市场拓展不及预期风险。海外市场是潮玩行业的重要增量来源，但企业在拓展过程中面临文化及消费偏好差异、本地化运营能力不足、市场竞争加剧和渠道成本上升等挑战。若渠道建设或产品本地化效果不及预期，可能导致海外扩张放缓及终端经营效益下降。

多元化业务拓展及盈利不及预期风险。潮玩企业逐步围绕 IP 向新品类、内容娱乐及线下消费场景延伸，但新业务通常需要较多前期投入，对产品开发、供应链和跨业态运营能力提出更高要求。若市场需求、商业模式或与主业的协同效果不及预期，可能对企业短期利润及资金使用效率造成压力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

		评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
		谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~10%之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
		减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
		无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
	行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
		中性	基本与沪深 300 指数持平
		减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666