

买入

2025 年 2 月 28 日

潮玩 IP 龙头公司，乘风破浪扬帆起航

► **中国潮玩 IP 龙头公司：**北京泡泡玛特文化创意有限公司是中国领先的潮流文化娱乐公司。发展十余年来，POPMART 泡泡玛特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、创新业务孵化与投资五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。以 2023 年的零售价值及 2021 至 2023 年的收益增长计，泡泡玛特是中国最大且增长较快的潮流玩具公司。2023 年全年营收 63.01 亿元，同比增长 36.5%，累计注册会员总数达到 3435.4 万人。截至 2023 年 12 月 31 日，POPMART 泡泡玛特在中国大陆的线下直营门店达到 363 家，拥有 2190 台机器人商店。

► **高速增长的全局性新兴市场：**潮玩最早发源于中国香港，近年来，全球潮玩市场快速扩容。根据弗若斯特沙利文报告，在居民可支配收入增长、潮流文化产业快速发展以及市场成功孵化出众多优质潮流玩具 IP 等多重因素的推动下，2015-2019 年全球潮流玩具零售市场规模由 87 亿美元增长至 198 亿美元，复合年增长率为 22.8%，预计于 2024 年达到 418 亿美元，2019-2024E 复合年增长率为 16.1%。

► **以 IP 为核心的潮玩全产业链的一体化平台：**公司最核心的商业模式是建立了一个覆盖潮玩全产业链的一体化平台，通过艺术家挖掘、IP 运营、消费者触达以及潮玩推广等环节连接小众设计师和广大潮玩爱好者；艺术家可以通过公司这个平台，将自己的 IP 产品进行商业化量产，并通过公司的渠道销售。因此，IP 的持续运营和渠道布局是公司最重要的抓手及竞争力。十余年来，公司孵化出了多个爆款 IP，IP 运营能力不断被证明；同时借助先发优势以及盲盒占据消费者心智，公司快速建立起了行业领先的销售渠道网络。

► **目标价 125.6 港元，首次覆盖并给予买入评级：**公司在潮玩行业具备从 IP 孵化到品牌运营的全产业链布局，其 IP 运营能力逐步被验证，海外市场仍有较大的增长空间，我们预测 FY24/FY25/FY26 公司归母净利润为 27.3/39.6/52.2 亿元，公司对比同业公司具备稀缺性，应基于一定的估值溢价，给予 FY25 40xPE。得出公司目标价 125.6 港元，较现价有 17.2% 的上升空间，首次覆盖，给予买入评级。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

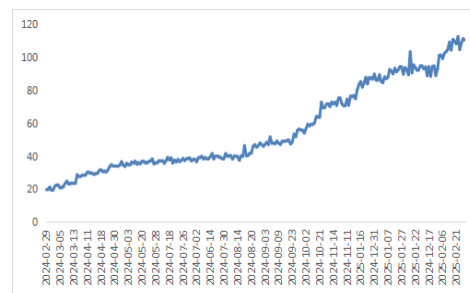
行业	消费
股价	107.4 港元
目标价	125.6 港元 (+17.2%)
股票代码	9992. HK
已发行股本	13.43 亿股
总市值	1442 亿港元
52 周高/低	114.5/18.78 港元
每股净资产	6.78 港元
主要股东	王宁 (48.73%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入 (百万港元)	4,651	6,345	12,317	17,461	22,454
变动 (%)	2.7%	36.4%	94.1%	41.8%	28.6%
经营利润 (百万港元)	532	1196	3276	4767	6287
变动 (%)	-53.1%	124.9%	174.0%	45.5%	31.9%
股东净利润 (百万港元)	476	1,089	2,726	3,961	5,216
变动 (%)	-44.3%	128.8%	150.4%	45.3%	31.7%
Non-GAAP 股东净利润 (百万港元)	574	1,191	2,870	4,164	5,478
变动 (%)	-32.9%	107.6%	141.0%	45.1%	31.6%
EPS (港元)	0.35	0.81	2.04	2.97	3.91
Non-GAAP EPS (港元)	0.42	0.89	2.16	3.14	4.13
市盈率@107.4\$ (倍)	308.4	132.8	52.5	36.2	27.5
Non-GAAP 市盈率@107.4\$ (倍)	255.8	120.7	49.6	34.2	26.0

资料来源:公司公告,第一上海预测

股价表现



资料来源:彭博

公司概况：中国潮玩 IP 龙头公司

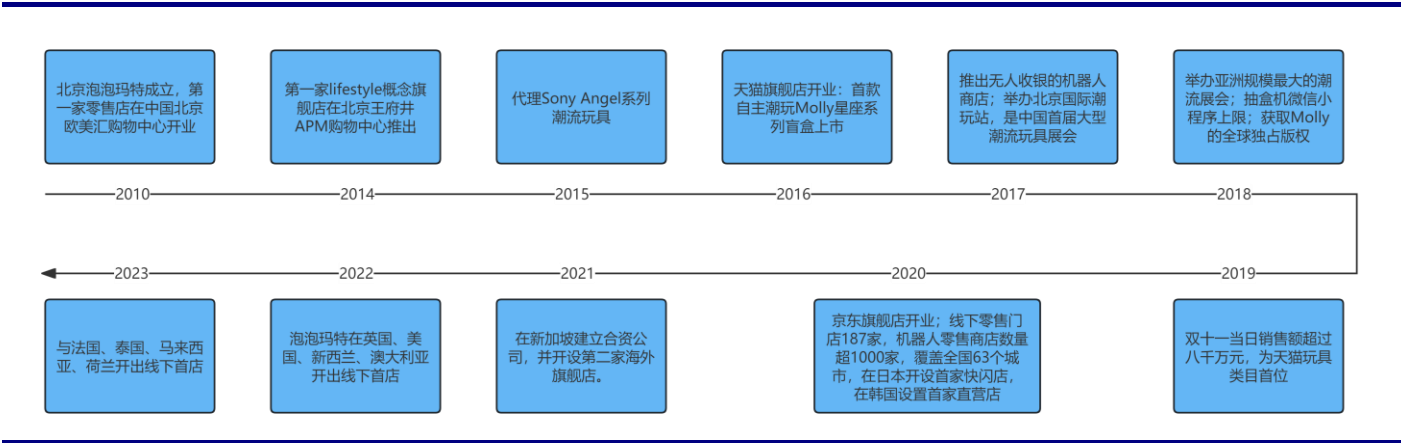
公司简况与发展史

北京泡泡玛特文化创意有限公司是中国领先的潮流文化娱乐公司，2024 年上半年收入 45.6 亿元，全年有望突破 100 亿元，展示出强劲的增长动力。

北京泡泡玛特文化创意有限公司成立于 2010 年，是中国领先的潮流文化娱乐公司。发展初期为一家文创用品与潮玩零售店，主要销售代理潮玩品牌。发展十余年来，泡泡玛特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、创新业务孵化与投资五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。2021—2023 年，泡泡玛特营业收入连续三年实现增长，前三年分别为 44.9 亿元、46.2 亿元、63.0 亿元，2024 年上半年收入 45.6 亿元，同比增长 62%，展示出强劲的增长动力。2024 年上半年门店规模已经达到 2,789 家，其中中国内地 2,563 家，港澳台及海外地区 226 家。

IP 是泡泡玛特业务的核心，包括自有 IP、独家 IP、非独家 IP，泡泡玛特通过在全球范围内寻求与艺术家签约、组建内部设计团队和寻求成熟的 IP 供应商合作三个渠道打造潮玩 IP，款爆款 IP 形象有如 MOLLY、PUCKY、DIMOO、THE MONSTERS、SKULLPANDA 等。泡泡玛特基于 IP 开发各种玩具产品，泡泡玛特品牌产品主要分为盲盒、手办、BJD 及衍生品。

图表 1:泡泡玛特发展历程



资料来源：公司公告，第一上海整理

IP 是泡泡玛特业务的核心。

泡泡玛特已建立一个涵盖 IP 运营全价值链的一体化平台，采取各种措施来维持 IP 的知名度，例如通过葩趣、潮流展以及其他线上及线下渠道密切监视市场趋势和粉丝喜好，并积极寻求 IP 之间的跨界合作机会。

在丰富“IP 池”的同时，泡泡玛特还强化了 IP 运营能力。为了延长 IP 的生命周期，泡泡玛特不断推出新产品系列以及限量版，如“MOLLY 星座系列”“MOLLY 西游系列”以及高端产品线“MEGA 珍藏系列”，满足了消费者的新鲜感和收藏需求。

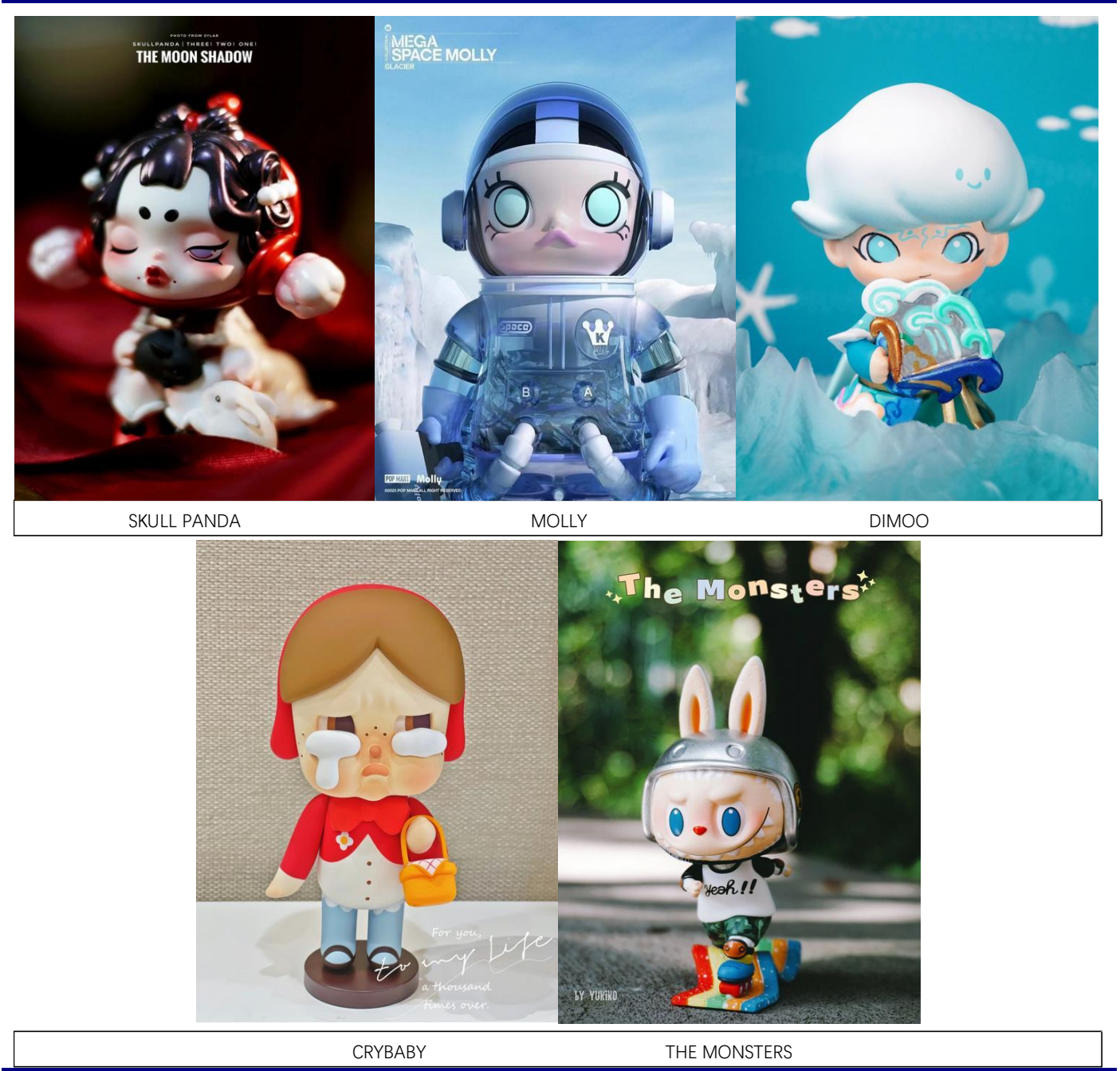
至 2024 年上半年泡泡玛特拥有 93 个 IP 形象。其热门 IP 包括：

- MOLLY：泡泡玛特的经典自有 IP，诞生于 2006 年，以可爱的小女孩形象为特点，有各种不同的主题系列。
- SKULLPANDA：风格独特，带有暗黑、酷帅的气质，由设计师熊喵创作，深受潮流爱好者喜爱。
- DIMOO：形象通常带有梦幻、治愈的感觉，如 DIMOO 云朵造型等，在市场上有较

高的人气。

- THE MONSTERS：通过在泡泡玛特乐园内生动鲜活的形象成功破圈，有多种可爱且富有创意的怪物形象。
- CRYBABY：与泡泡玛特合作两年左右，以哭泣的宝宝形象为特色，具有独特的故事性和情感表达。

图表 2:泡泡玛特主要 IP



资料来源：网络公开信息，第一上海整理

公司主要管理人员及股权结构

公司股权高度集中，王宁先生及其配偶徐涛女士持股约为 48.73%。

泡泡玛特股权结构集中，核心高管稳定，公司实控人为董事长王宁先生。据港交所披露信息，王宁通过 GWF Holding 及 Pop Mart Hehuo Holding Limited 间接持有泡泡玛特股份。其中，GWF Holding 由王宁的信托 UBS Trustees (B. V. I.) Ltd. 全资拥有，在 2024 年 10 月 24 日减持后持股比例由 42.59% 降至 41.78%；Pop Mart Hehuo Holding Limited 由王宁持股 40.96%，减持后持股比例由 5.43% 降至 4.62%。王宁个人在泡泡玛特的持股比例从 50.34% 下降至 48.73%。公司高级管理层包括执行董事王宁、杨涛、刘冉、文德一、司德以及首席财务官杨镜冰，高级管理层年轻化，平均年龄不到 40 岁，均有海内外院校履历，多具备多年零售相关经验，敏锐捕捉潮玩盲盒趋势和年轻消费者的潮流动向，引领潮玩行业发展和公司转型。

图表 3：泡泡玛特管理层介绍

姓名	职位	工作经历
王宁	董事会主席 执行董事 行政总裁	王先生于2010年10月成立泡泡玛特集团，负责公司整体战略规划及管理。王先生于2009年获得中国郑州大学西亚斯国际学院广告专业学士学位，并于2017年获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位
司德	执行董事 首席运营官	司先生于2015年加入集团。负责集团运营工作及大陆地区的整体业务。司先生入职集团之初的职务为品牌总监，于2016年升为副总裁。司先生于2011年获中国传媒大学法语专业学士学位，并于2017年获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位
文德一	执行董事 副总裁 国际业务总裁	文先生于2018年加入集团。负责监察公司中国港澳台地区及海外业务部。在此之前，文先生先后担任CJ CheilJedang Corporation的业务发展部全球业务规划专员、全球业务规划高级专员及全球业务规划经理。及于2009年1月至2013年5月担任CJENM的全球战略部经理。文先生于2005年获得韩国建国大学中文学士学位，并于2018年获得中国北京大学工商管理硕士学位
杨涛	副总裁	杨女士于2010年加入集团，负责公司IP运营、产品研发及Imner flow艺术机构。杨女士于2019年至2024年担任本公司执行董事。杨女士于2009年获得美国福特海斯州立大学通识学学士学位，并于2010年获得香港浸会大学传播学硕士学位。
刘冉	执行董事 副总裁	刘女士2011年7月加入集团，负责公司的总裁办。刘女士于2010年获得中国郑州大学西亚斯国际学院旅游管理专业学士学位，并于2020年获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位
杨镜冰	首席财务官	杨先生于2017年加入集团，负责公司的财务管理。于加入本集团之前，杨先生于2010年至2017年先后担任北京金隅大成开发有限公司的财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。杨先生于2002年6月获得中国上海财经大学法学及管理学学士学位，并于2016年6月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。

资料来源：公司公告，第一上海整理

行业概况：高速增长的全球性市场

中国潮流玩具市场 2024 年市场规模达到 764 亿元，2026 年将达到 1101 亿元，2024-2026 年复合增长率高达 20%。

全球市场快速扩容
潮玩最早发源于中国香港，是指融合了潮流文化及内容的玩具，包括盲盒、手办、GK 手办及成人拼装玩具等。不同于传统玩具，潮流玩具有独特的设计及美学特征，通常源于授权潮流内容，如电影、动漫、卡通及游戏角色，更加适用于展示及收藏，而不局限于功能性用途。近年来，全球潮玩市场快速扩容。根据弗若斯特沙利文报告，在居民可支配收入增长、潮流文化产业快速发展以及市场成功孵化出众多优质潮流玩具 IP 等多重因素的推动下，2015-2019 年全球潮流玩具零售市场规模由 87 亿美元增长至 198 亿美元，复合年增长率为 22.8%，预计于 2024 年

达到 418 亿美元，2019-2024E 复合年增长率为 16.1%。

中国潮流玩具市场发展仍处于早期阶段，增长动力强劲

中国潮流玩具市场仍处于早期阶段，随着潮流玩具需求的不断增长，预计潮流玩具市场将继续保持增长势头。根据弗若斯特沙利文，2017-2021 年中国潮流玩具零售的市场规模由 108 亿元增加至 345 亿元，2017-2021 年间复合年增长率为 34%。预计到 2026 年将增长至人民币 1101 亿元，2022-2026E 复合年增长率为 24%。

潮流玩具的主要受众是年龄介乎 15 至 40 岁、受过良好文化教育的年轻一代，表现出很高的忠诚度，且愿意将其消费能力导流至情感满足上。潮流玩具成为一种文化现象和社交象征，粉丝通过收藏、分享表达个性与品位，体现文化认同感与社群归属感。根据弗若斯特沙利文报告，中国潮流玩具零售市场的主要增长驱动力来源于目前专注且日益壮大的粉丝群、潮玩跻身主流市场、高质量重磅 IP 的持续发布以及日益增长的可支配收入及消费力。

相较于成熟市场，中国潮玩市场集中度偏低

从竞争格局来看，也中国潮流玩具市场也处于早期阶段，根据弗若斯特沙利文报告，2019 年中国前三大市场参与者市场份额分别为 8.5%、7.7%、3.3%，CR3 仅为 19.5%，相较于较为成熟的日本、韩国、新加坡潮流玩具市场 CR3 分别为 48.0%、20.9%、35.9%，中国市场集中度偏低，仍有较大提升空间。在中国市场，泡泡玛特是最大的潮流玩具品牌，2019 年市场份额为 8.5%，位居第一。泡泡玛特通过不断强化 IP 孵化及运营能力、拓展线上线下渠道、积极开拓海外市场等，稳固并提升其市场地位。但市场参与者取得 IP 授权以及设计及销售基于相同非独家 IP 所开发产品的准入门槛相对较低，加剧了中国潮流玩具零售市场的竞争。同时泡泡玛特也在不断拓展海外市场，公司预计 2025 年泡泡玛特的海外业务占比有可能超过 50%，其目标市场主要聚焦于欧美、日韩和东南亚。

图表 4： 全球潮玩市场规模（亿美元）



图表 5： 中国潮玩市场行业规模（亿元）



资料来源：公司公告，第一上海整理

资料来源：公司公告，第一上海整理

日韩潮玩市场高度成熟，对亚太及欧美具有一定影响力

受发达的二次元及娱乐产业推动，日韩两国拥有高度成熟的潮玩市场，并对亚太地区及欧美市场产生了一定的辐射影响力。日韩的文化输出也塑造了中国首批核心潮玩消费者的审美倾向、喜好和消费习惯。因此，国内潮玩玩家与日韩潮玩圈的偏好较为接近，文化理解门槛较低。

日韩潮玩的主要受众群体年龄介于 15 至 40 岁之间，男女比例相对均衡。在潮玩市场发展初期，日韩两国的潮玩产品主要依托于动漫作品，具有强烈的故事性和文化属性。然而，随着时间的推移，越来越多的设计师、艺术家和插画家通过个人理念和艺术表达创作的形象，逐渐通过视频网站、社交平台、表情包以及轻动漫等形式

被消费者接受。此外，以电视剧和 K-pop 为代表的韩流文化也对潮玩圈产生了显著影响。

根据弗若斯特沙利文的报告，2019 年日本潮流玩具零售市场规模达到 15 亿美元，预计到 2024 年将增长至 35 亿美元，复合年增长率为 18.5%。同期，韩国潮流玩具零售市场规模为 5 亿美元，预计到 2024 年将增至 13 亿美元，复合年增长率为 21.1%。

东南亚市场偏好与国内相近，利于中国潮玩品牌本土化运营

从细分市场的角度来看，东南亚市场展现出强劲的增长速度和巨大的发展潜力。近年来，东南亚地区凭借其迅猛的经济发展势头、高增的互联网渗透率以及庞大的年轻消费群体，成为了我国潮玩企业海外拓展的优选之地。加上该地区华人众多，消费偏好与国内相近，也为中国潮玩品牌的本土化运营提供了便利。东南亚的潮玩粉丝群体主要集中在 20 至 35 岁之间，且女性粉丝占据主导地位。在文创产业方面，东南亚除了深受日韩欧美文化的影响之外，也对独立艺术家的潮流 IP 设计展现出极高的认可度。

据 Statista 数据显示，东南亚的玩具和游戏市场收入规模持续扩大，2023 年已达到 56.4 亿美元，并预计将在 2028 年增长至 65.2 亿美元，期间将以每年 7% 的复合增长率稳步提升。

欧美潮玩市场全球体量最大，文化差异导致壁垒较高

欧美市场凭借庞大的经济体量和强劲的居民消费力，不仅催生了规模宏大的潮玩市场，行业竞争也尤为激烈。欧美潮玩核心消费群体集中在 25 至 45 岁，喜好相对传统，对潮玩的要求较高。在审美风格上，欧美用户更倾向于潮酷、阳刚硬核的元素，偏好的 IP 以漫威、星战等超级英雄和科幻类 IP，NBA 和 NFL 等体育 IP，以及 KAWS 等代表的街头文化 IP 为主。欧美潮玩圈拥有深厚的粉丝文化积淀，粉丝的忠诚度和黏性较高。考虑到东西方文化的差异，欧美潮玩市场的壁垒相较于东南亚、日韩等地区更为坚固，这也对中国潮玩品牌的本地化运营提出了更高的要求和挑战。

据 Statista 数据显示，2024 年美国玩具市场规模预计将达到 2832 亿元，并预计在未来几年内以约 3.65% 的年度增速持续扩张。到 2027 年，美国玩具市场规模有望增长至 3154 亿元。

竞争优势：以 IP 为核心的潮玩全产业链的一体化平台

公司最核心的商业模式是建立了一个覆盖潮玩全产业链的一体化平台。

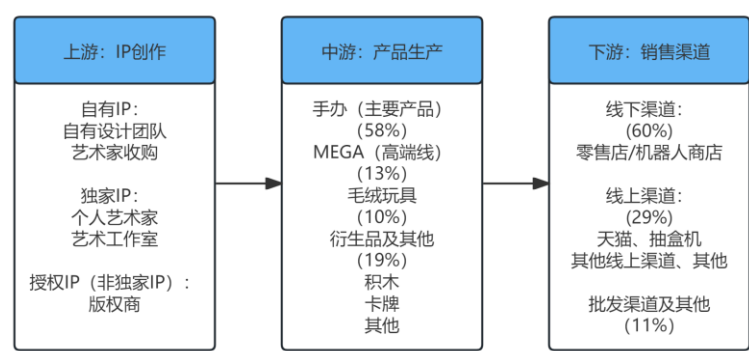
公司最核心的商业模式是建立了一个覆盖潮玩全产业链的一体化平台，通过艺术家挖掘、IP 运营、消费者触达以及潮玩推广等环节连接小众设计师和广大潮玩爱好者；艺术家可以通过公司这个平台，将自己的 IP 产品进行商业化量产，并通过公司的渠道销售。因此，IP 的持续运营和渠道布局是公司最重要的抓手及竞争力。十余年来，公司孵化出了多个爆款 IP，IP 运营能力不断被证明；同时借助先发优势以及盲盒占据消费者心智，公司快速建立起了行业领先的销售渠道网络。

公司 IP 矩阵持续扩容，为销售增长提供有力支撑。

据公司公告，公司的 IP 可分为艺术家 IP 和授权 IP 两大类，艺术家 IP 又包括自有 IP 和独家 IP 两类：1) 自有 IP，由内部设计师团队 PDC 创作，如小野、小甜豆、Zsiga 等，目前已经较为成熟，可以持续稳定地推出消费者喜爱的 IP 形象和

产品。或与外部艺术家签订知识产权转让协议获得，如 MOLLY、DIMOO、SKULLPANDA 等；2）独家 IP，由外部艺术家创作，并与公司签订独家授权协议，如 PUCKY、THEMONSTERS 等；3）授权 IP，即非独家 IP，与全球知名 IP 版权商签订非独家授权协议，如迪士尼、环球影业等。公司具有成熟的艺术家挖掘体系，组建了艺术家发掘团队，通过潮玩展、与顶级艺术学院合作及设计竞赛等方式在全球寻找优秀设计师；另一方面，对于缺乏供应链能力和渠道能力的艺术家而言，具有较高知名度、成功 IP 运营经验及一体化平台的泡泡玛特具有强大吸引力，因此公司汇集了大量优质的 IP 资源。至 2024 年上半年泡泡玛特拥有 93 个 IP 形象，其中 6 个 IP 销售额过亿元。

图表 6: 公司核心商业模式



资料来源：公司公告、第一上海整理

公司 IP 运营出色，头部 IP 显示出较长时间的热度。

以 Molly 为例，Molly 的形象设计独特，具有高度的辨识度和可爱的风格，能够吸引不同年龄段的消费者，尤其是年轻人和潮流爱好者。泡泡玛特通过不断推出新系列和主题，赋予 Molly 多样化的形象和故事，增强了消费者的情感连接和收藏欲望，如除经典 Molly 外，还推出 SPACE Molly、ROYAL Molly、BABY Molly 等多元形象，并让 Molly 和更多知名 IP 联名（如基于 Molly 和米老鼠的结合而开发的手办等），为 IP 带来新的独特风格。同时公司不断拓展产品品类并保持较快的上新频率，基于 Molly IP 持续开发盲盒、可动人偶、MEGA 等不同品类产品，保持每年推出 5-6 个新系列产品的节奏，另外公司拓宽 IP 场景及内容边界，围绕 IP 打造沉浸式主题乐园，并将 IP 形象融入自研手游《梦想家园》中等，提升消费者对 IP 的喜爱度和忠诚度。泡泡玛特还通过举办展览、主题活动等方式，增强粉丝的参与感和归属感。盲盒的随机性和收藏性也极大地激发了消费者的购买兴趣，形成了“收集文化”和“社交分享”的热潮，这种营销方式不仅提高了复购率，还通过稀缺款和隐藏款的设计，进一步刺激了市场需求。

通过对于头部 IP 持续精细化运营，以 MOLLY、THE MONSTERS 和 SKULLPANDA 等形象独特、故事丰富，粉丝效应显著的知名自有 IP 持续取得良好收入表现，在 2024H1 分别实现收入 7.82/6.27/5.75 亿元，同比分别增长 90.1%/292.2%/9.2%，21-23 年收入 CAGR+20/10/31%。根据弗若斯特沙利文报告，行业标准盲盒产品的平均生命周期仅 9 个月至 12 个月。公司根据 IP 特点实施差异化运营，有效持续保持 IP 热度，获得良好销售表现，MOLLY 持续展现蓬勃生命力，17-23 年 MOLLY 收入 CAGR 高达 71%。其他 IP 带来的收入也在快速增加，非头部 IP 的收入合计占比 2021-2023 年并无趋势性变化，维持在 52%-58%。公司通过强大的 IP 运营能力、持续的产品创新能力、全渠道销售模式和大力拓展的海外市场来维持业务的快速增长。

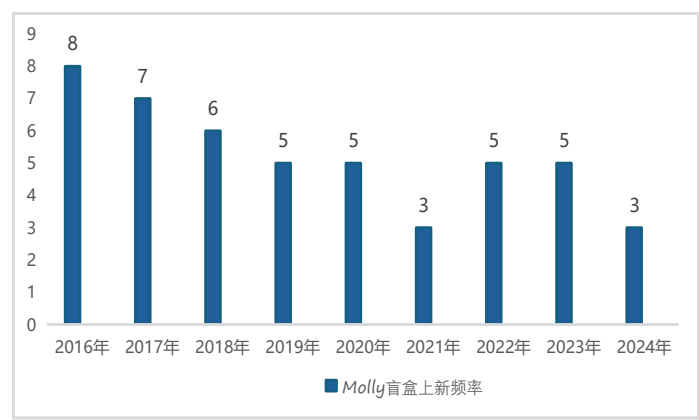
此外，公司也积极与创新 IP 合作，《哪吒之魔童闹海》目前票房破百亿，已成为中国影视总票房第一的现象级电影，且票房纪录仍在不断刷新。泡泡玛特与《哪吒之魔童闹海》IP 合作推出了联名盲盒系列于 2025 年 1 月 30 日线上发售，31 日线下发售。联名产品包括《哪吒之魔童闹海》天生羁绊系列手办盲盒，涵盖藕粉/战斗/牵手/捣蛋哪吒、藕粉/战斗/牵手/乖巧敖丙、敖丙版哪吒隐藏款等，单个盲盒售价 69 元，联名盲盒在市场上迅速售罄。

图表 7:20-24 年 H1 公司主要 IP 收入（亿元）

	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
艺术家IP	45,866	323,011	1,246,783	1,870,697	3,747,663	3,639,705	5,173,427	3,687,803
SKULLPANDA				39,065	595,256	851,611	1,024,788	574,562
MOLLY	41,019	213,893	456,018	356,918	705,098	802,155	1,020,305	782,160
YUKI		746	23,076					
DIMOO			100,085	315,248	566,735	577,948	737,666	377,838
BUNNY				60,915	167,883			
小甜豆				28,941	161,526	147,940	203,614	
BOBO&COCO			25,454					
Hirono小野						140,768	351,201	245,247
其他自有IP	2	1,075	22,394	178,853	390,329	360,661		
PINOJELLY						76,870	158,074	
HACIPUPU						42,797	151,758	94,991
CRYBABY								349,382
Zsiga								122,787
THE MONSTERS			107,846	204,828	304,431	263,002	367,871	626,806
PUCKY		75,075	315,318	300,009	182,245	119,130		
SATYRROPY		6,893	63,086					
其他独家IP	4,843	24,254	111,112	207,067	283,831	256,823		
其他艺术家IP							806,949	514,030
非独家IP/授权IP		18,213	159,820	444,352	620,463	550,266	1,035,731	694,938
外采及代销及其他	-	-	-	377,275	512,854	427,353	443,045	175,090
合计	45,864	340,149	1,384,209	2,513,471	4,490,651	4,617,324	6,301,002	4,557,831

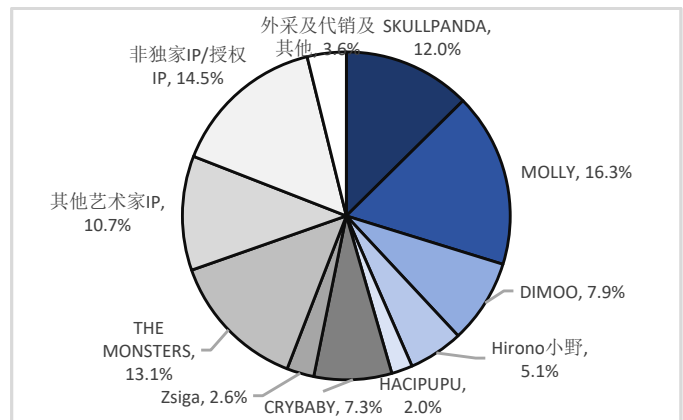
资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 8: Molly 盲盒上新频率



资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 9: 24 年 H1 公司 IP 收入占比



资料来源：公司公告、第一上海整理

公司拥有灵敏创新的供应链体系。

灵敏创新的供应链体系，大幅降低存货周转天数

公司灵敏创新的供应链体系，助力产品品类持续拓展积极拓展品类，进入大潮玩时

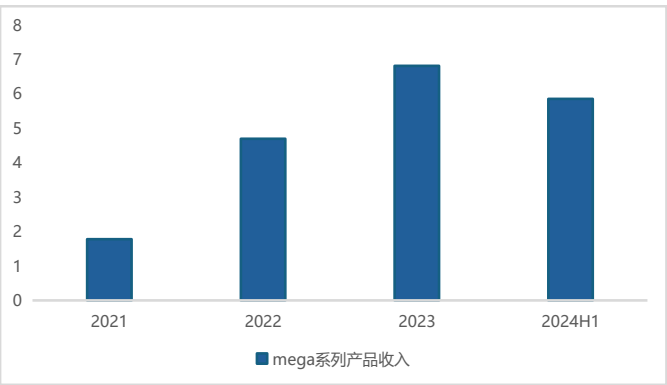
代。公司不断优化供应链柔性，打造高效、灵敏的供应链体系。相较于传统玩具品类，潮玩属于非标产品，难以实现完全自动化生产，整体生产工序复杂，出货周期较长。同时由于潮玩的收藏和观赏属性，消费者对外观的细节更为关注。公司产品生产采用 OEM 模式，中国强大的制造能力也为泡泡玛特的发展提供强大的支持，如东莞的模具注塑、广州浙江等各玩具制造商等。近年来规模的持续扩大和产品品类的多元化，对供应链体系提出了更高的要求，2021 年以来公司不断加大投入，优化供应链。通过整合供应商资源，提升供应商集中度，提升产品质量、降低瑕疵品比例的同时，加强上游议价能力、降低采购成本。另外公司通过数字化赋能在采购、订单管理、销售预测、库存管理等方面都实现了系统化和线上化，实现从 IP 设计到终端销售的完整信息链路畅通，提升销售预测的准确度和供应链柔性，以降低缺货或库存问题出现的可能性。2023 年以来公司存货周转天数持续下降，根据泡泡玛特 2024 年半年报显示，其存货周转天数从 2023 年年底的 133 天降至 101 天。同时公司持续提升自动化水平，从以前整个行业不到 10%的自动化生产水平提升到接近 40%。

积极进行材料和工艺创新，以强大供应链为设计赋能。

公司专门成立了工艺研发团队，多年来始终致力于材料和工艺创新，如肤感漆、金属漆、陶瓷质感漆、温感漆等特殊油漆的运用，水贴纸、炫彩真空镀、数控水转印、静电植绒、3D 立体贴毛等创新工艺的运用，模具从传统手工铸造逐步演变成稳定性与精度更高的 CNC 数控加工工艺。代表性的案例包括“MEGA 1000% α SKULLPANDA 融”采用的水转印工艺，“MEGA SPACE MOLLY 大久保”采用的炫彩真空溅射镀膜工艺。在 SKULLPANDA 的温度系列中的擦色工艺，用擦色模拟陶瓷手绘釉彩的温暖质感，如 LiLiOS 的 City Wild Boy 系列的彩铅手绘效果，Hirono 小野重塑系列的皮衣时间印记。而在 MEGA 系列中使用的工艺一般更为复杂，并积极融入非遗文化，如在“MEGA ROYAL MOLLY 400%嫣胭入轧·瓷”中的“扒花”工艺，“MEGA SPACE MOLLY 1000%朱墨祥韵·漆”的雕漆工艺和“MEGA SPACE MOLLY 400%藏金无痕木”采用源于商周的古法错金技艺。

根据 2024 年上半年泡泡玛特的业绩报告，泡泡玛特首度将零售业务划分为手办、MEGA、毛绒玩具、衍生品及其他四大板块。其中（1）手办收入占整个零售比例为 58.3%。（2）MEGA 收入 5.86 亿元，同比增长 142%，占比达到 12.9%，Mega 是泡泡玛特推出的“MEGA 珍藏系列”，其是泡泡玛特旗下的高端收藏级潮玩系列，通常被称为“大娃”，是普通盲盒娃娃的数倍大小，目前主要有 4 倍大小（约 30 厘米高）的“400%大娃”和 10 倍大小（约 70 厘米高）的“1000%大娃”两种尺寸。“400%大娃”的售价多在 799 元到 1299 元，“1000%大娃”的售价在 3999 元到 6999 元，主要分为定时限量发售、限量抽签发售、限时不限量发售三种。（3）毛绒玩具：毛绒玩具在 LABUBU 搪胶毛绒公仔带动下迎来大爆发，实现收入 4.46 亿元，同比增长 994%，成为现象级爆品，可大致推测占比在 10%左右。（4）衍生品及其他，占比约为 18.8%。

图表 10:Mega 收入及增速



资料来源：公司公告、第一上海整理

截至 2024 年 6 月底，公司在中国内地共有 374 家零售店、2189 家机器人商店，在中国港澳台及海外共有 83 家零售店（包括合营共 92 家）、143 家机器人商店（包括合营及加盟共 162 家）。

线上线下全渠道布局

公司全面覆盖线上和线下渠道，截至 2024 年 6 月底，公司在中国内地共有 374 家零售店、2189 家机器人商店，在中国港澳台及海外共有 83 家零售店（包括合营共 92 家）、143 家机器人商店（包括合营及加盟共 162 家），2024 年上半年门店总规模已经达到 2,789 家。

线下渠道主要包括由零售店和机器人商店组成，1）零售店是主要销售渠道，2024H1 收入贡献 52%，是创设品牌形象及建立粉丝关系的重要渠道；2）机器人商店，主要销售盲盒产品，灵活分布于商场、写字楼、机场、地铁等多个场景，2024H1 收入贡献 8%；线上渠道主要包括泡泡抽盒机、天猫旗舰店、抖音平台和其他国内外主流电商平台，2024H1 收入贡献 29%。

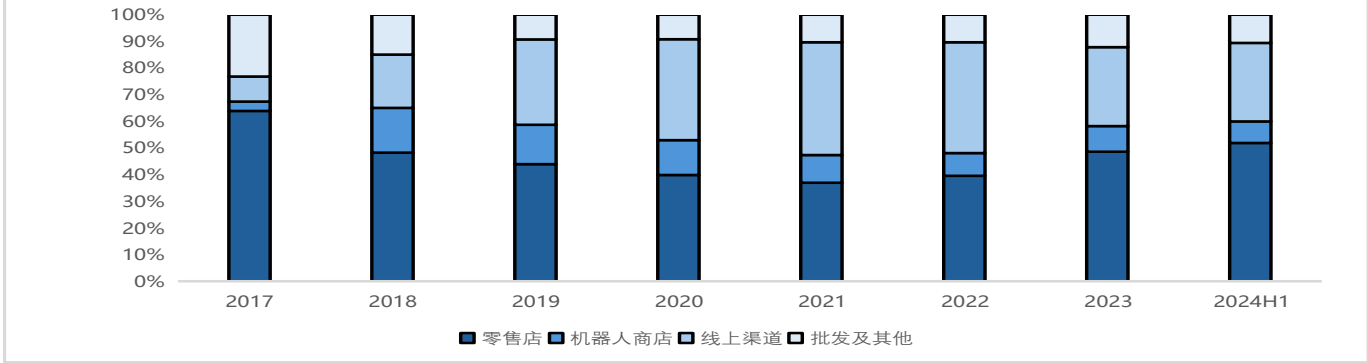
公司产品销售以直营渠道为主，2024H1 约 89%的收入来自直营渠道，渠道控制力强，且能够及时获取市场动态和消费者反馈。通过多渠道会员计划及凭借多种线上和线下渠道与会员进行频繁、有效的实时沟通，公司吸引了粘性极高的活跃粉丝群。截至 2024 年 6 月 30 日，中国内地累计注册会员总数达 3893 万人，2024H1 会员贡献销售额占比 92.8%，会员复购率 43.9%。会员享受一系列不同权益，如积分兑换、生日促销等活动。通过会员计划，公司能够频繁、高效及实时地和粉丝进行沟通；并通过应用大数据及人工智能技术，标记会员身份、模拟会员购买活动、分析会员资料及预期会员偏好，为会员量身打造信息推动和促销活动。

图表 11:公司创新工艺举例



资料来源：公司公告、第一上海整理

图表 12:公司渠道收入分布



资料来源：公司公告、第一上海整理

盈利预测

国内市场

1、国内线上渠道

当前情况：国内线上主要来自泡泡玛特抽盒机、天猫和抖音，其中（1）泡泡玛特抽盒机是 2018 年推出的微信小程序，由公司自主开发，可以线上模拟盲盒抽取过程，收入从 2019 年 2.71 亿元增长到 2023 年 7.29 亿元，19 年-22 年对国内线上渠道的收入贡献基本维持在 50%左右，23 年占比降至 43%，24H1 进一步降至 36%。

（2）天猫旗舰店的收入则是从 21 年高点 5.99 亿元下降至 23 年的 3.22 亿元，收入贡献占比从 19 年的 47%下降至 23 年的 19%，24H1 进一步降低至 18%。（3）抖音平台：公司自 2023 年起布局抖音平台，当年收入 2.83 亿元，占国内线上渠道收入的比重为 17%，24H1 抖音平台收入+90.7%至 2.09 亿元，贡献占比达 19%。这一成绩主要系内多个自营直播间持续输出优质直播内容，吸引了大量粉丝。24 年“618”期间泡泡玛特旗舰店位列天猫玩具潮玩店铺销售榜第 1，较上年进步两个名次，并在京东潮玩&动漫-品牌榜上也占据了首位。

收入预测：根据公司公告，24H1 中国大陆线上渠道收入同比增长 34%至 10.96 亿元，其中抽盒机、抖音渠道、天猫旗舰店、其他线上渠道收入同比增速分别为 7%/91%/28%/61%。24Q3 中国大陆线上渠道泡泡玛特抽盒机收入同比增长 55%-60%，电商平台及其他线上平台收入同比增长 135%-140%（其中抖音平台收入同比增长 115%-120%，天猫旗舰店收入同比增长 155%-160%），主要系下半年 IP 品类推出较多，情绪消费景气度较高。考虑到 Q4 有双十一等电商促销活动刺激消费，供需双发力下预计 Q3 表现将延续至 Q4，下半年线上收入整体增速和 Q3 增速大体一致。我们预计 24-26 年国内线上渠道收入分别为 29.08/36.34/41.80 亿元（yoy+70%/+25%/+15%）。

2、国内线下渠道

当前情况：公司国内线下销售网络由零售店和机器人商店组成，零售店贡献了线下渠道的主要收入。国内线下收入从 19 年的 9.9 亿元增长至 23 年的 30.3 亿元，其中零售店收入从 19 年的 7.4 亿元大幅提升至 23 年的 24.8 亿元，收入贡献占比从 75%稳步提升至 82%；机器人商店收入由 19 年的 2.5 亿元增长至 23 年的 5.5 亿元，但收入贡献相对较低且收入占比下滑，主要因为机器人商店单店收入远小于零售店收入。24 年 H1 中国内地线下零售店收入为 14.71 亿元，同比增长 24.7%；国内地机器人商店收入为 3.1 亿元，同比增长 16.2%。

近年来公司国内店铺（零售店及机器人商店）数量仍在扩张，单店年收入恢复至疫情前水平，因此收入增长主要靠开店驱动。19-23 年国内零售店数量从 114 家拓展到 363 家，24 年 6 月底进一步拓展至 374 家，23 年单店平均年收入达 680 万元，超越了 19 年 650 万元的水平。24 年 6 月底，一线/新一线/二线城市的零售店数量分别为 121/108/145 家，较 23 年 12 月底分别净新增 1/3/7 家。机器人商店的数量从 19 年 825 家增长至 23 年的 2190 家，24 年 6 月底则为 2189 家，23 年单店平均年收入达 25 万元，接近 19 年 30 万元的水平。鉴于一线城市开店步伐放缓明显，零售店和机器人商店在一线城市的收入占比逐渐下滑，从 19 年的 60%/48%下降至 24H1 的 39%/27%；与之相对应的是其在二线及其他城市的收入占比有所上升，从 12%/20%提升至 33%/42%。截至 2024 年 6 月 30 日，泡泡玛特中国内地累计注册会员总数达 3893 万人，以 2024 年中国 20-34 岁用户群人口 2.66 亿为基数，则会员渗透率为 14.7%，而如果以 10-40 岁的人口基数 5.5 亿来看，则渗透率为 7%。

收入预测：公司将国内线下渠道的重心从店铺数量转移至店铺质量，我们基于店铺

数量和单店收入对线下渠道收入进行预测。

1、零售店来看，国内一线及新一线城市店铺数量已趋近饱和，在这些区域，公司将重心转移至提升店铺质量，拓店速度放缓，而二线及其他城市仍存在较为广阔的拓店空间。截至 24 年 6 月底，国内零售店共有 374 家，较 23 年底净增加 11 家。我们预期未来高线城市开店放缓增速，拓店主要集中在二线及其他城市，假设 24-26 年国内店铺净增加数分别为 20 家/15 家/12 家，则预测截至 24-26 年底国内共有零售店 383/398/410 家。（2）零售店单店年均收入预计将随着高单价品类的持续拓宽，单店年均收入将维持增长，预测 24-26 年单店年收入为 8.5/8.9/9.1 百万元（yoy+18%/+5%/+3%）。（3）综合以上量价分析，我们预测：24-26 年中国零售店收入分别为 32.00/34.27/35.84 亿元（yoy+29.1%/+7.1%/+4.6%）。

2、机器人商店（1）机器人商店数量一线城市及新一线城市增量空间有限，公司减缓点位扩张速度，聚焦于提升单店店效，相较之下二线及其他城市拓店潜力更大。截至 24 年 6 月底，国内共有机器人商店 2189 家，较 23 年底净增加 6，假设 24-26 年店铺同比净增加分别为 10/8/5 家，则预测截至 24-26 年底，预计共有机器人商店 2200/2208/2213 家。（2）我们预计 24 年单店收入维持较高增长，后续因高基数增速有所降低，预测 24-26 年单店年收入为 0.29/0.31/0.32 百万元（yoy+14%/+3%/+1%）。（3）综合以上量价分析，我们预测：24-26 年中国机器人商店收入分别为 6.45/6.67/6.75 亿元（yoy+17.6%/+3.4%/+1.3%）。

综上，我们预计 24-26 年国内线下渠道收入分别为 38.45/40.94/42.60 亿元（yoy+27%/+6.5%/+4.1%）。

3、国内批发及其他渠道

国内批发业务主要是向国内各类商业合作伙伴批量销售潮玩及相关产品，2020 年至 2024 年 H1 其销售收入占公司总体营收的比例维持在 6%-8%，24 年 H1 实现收入 3.24 亿元，同比增速为 91%，主要由于泡泡玛特城市乐园带来的收入增加，考虑到 23 年 9 月乐园开业，24 年乐园贡献完整年度收入，预计 24 年该渠道收入高增，25-26 年增速将放缓，我们预计 24-26 年该渠道增速达 60%/35%/25%，对应收入分别为 7.95/10.72/13.40 亿元。

综上，我们预计 24-26 年国内收入分别为 75.48/88.01/97.81 亿元（yoy+44.2%/+16.6%/+11.1%）。

海外市场

公司海外市场自主开拓力度逐步加大。泡泡玛特自 2018 年正式开始拓展海外市场，总体采用从 B 端到 C 端的策略和灵活的市场应对措施，逐步在全球范围内建立起品牌影响力。渠道建设上先开拓线下经销商渠道，再构建跨境电商体系自营店铺，积累用户和品牌认知度后，再开设面向 C 端的直营店铺。

海外市场打开成长天花板，海外收入占比逐步提升。20 年以前公司海外收入主要来自经销渠道，公司于 2017 年已有海外收入约 70 万元，自 2018 年正式开始发力海外市场，收入提升至 440 万元。后续公司依靠新构建的跨境电商体系以及不断扩展的经销商网络，海外收入占比逐步提升，2021 年海外收入突破 1 亿元，展现了海外市场的巨大潜力和增长态势。2023 年在不断开店扩张下，公司海外收入突破 10 亿元，海外收入占比达到 16.9%。根据泡泡玛特 2024 年半年报，公司实现营收 45.89 亿元，同比增长 64%。其中，海外市场营收达到 13.51 亿元，同比增长 259.6%，收入占比接近 30%。泡泡玛特在东南亚市场的表现尤为突出，2024 年上半年实现营收 5.6 亿元，占海外市场总收入的 41.1%，同比增长 478.3%。此外，东亚及港澳台地

区实现营收 4.8 亿元，同比增长 153.7%；北美市场实现营收 1.8 亿元，同比增长 377.7%；欧澳及其他市场实现营收 1.4 亿元，同比增长 158.8%。2024 年上半年，海外业务的毛利率和净利率分别为 64%和 21.2%，显示出其在海外市场的盈利能力。

1、海外线上渠道

当前情况：2020 年泡泡玛特进驻海外亚马逊、速卖通（AliExpress）电商平台，并于当年上线了面向海外用户的泡泡玛特海外版官方网站。2021 年，泡泡玛特又成功入驻 Shopee 平台，开通泰国站、马来西亚站、菲律宾站、新加坡站多个品牌官方店铺。2023 年，借助亚马逊云科技，泡泡玛特快速部署其北美与全球独立站，不仅节省了 10%的成本，还大幅缩短了合规周期。POPMART.com 作为泡泡玛特的全球独立站，其支持的国家和地区业务在 2023 年已经超过三十个。截至 2024H1，泡泡玛特已通过跨境电商触达全球 80 多个海外国家与地区。截至 2024 年 7 月，泡泡玛特速卖通官方旗舰店粉丝数超 24 万。在 Instagram 等主流社交平台粉丝量可观，触达全球年轻消费群。截至 2024 年 9 月，泡泡玛特在 Instagram 上的粉丝数已突破 600,000 人，泡泡玛特在 Facebook 上的粉丝数为 80 万，在 TikTok（国际版抖音）上的粉丝数已达到 140 万。截至 2024 年 11 月中旬，泡泡玛特在海外市场的粉丝总数已接近 700 万人，年初以来增长了 280%。

收入预测：24H1 海外线上收入同比大幅增长 335%至 2.47 亿元，24Q3 海外整体收入同比增长 440-445%，我们预计线上渠道 24 年下半年将加速增长。高基数影响下 25-26 年增速预计放缓，预计 24-26 年该渠道收入分别为 7.16/10.75/13.43 亿元（yoy+360%/+50%/+25%）。

2、海外线下渠道

在出海路径上，泡泡玛特已经形成了立足亚洲逐步面向全球的出海格局，海外业务扩张过程遵循从近到远、从易到难的原则。先通过进入与自身文化较为接近的东亚及东南亚市场积累经验，然后逐步拓展至文化差异相对较大的欧美市场。2020 年 9 月在韩国开设首家海外店铺试水成功后，疫情后公司在全世界迅速开店。2021 年底，中国港澳台地区及海外线下门店已有 7 家、机器人商店有 9 家，直销模式取得小范围成功。2022 年，线下店铺遍地开花，中国港澳台地区及海外门店数达到 43 家（含合营与加盟）、机器人商店达到 120 家（含合营与加盟）。2023 年，泡泡玛特线下门店首次进驻法国、马来西亚、泰国及荷兰，全球门店单日销售额纪录数次刷新，仅泰国首店开业当天，销售额即突破 200 万元。截至 2023 年底，其中国港澳台地区及海外门店达到 80 家（含合营及加盟），机器人商店达到 159 家（含合营及加盟）。截至 2024 年 10 月海外门店 106 家，占比 22%。截至 2024 年 6 月底，泡泡玛特在港澳台及海外的机器人商店数量达到了 162 台。泡泡玛特已进入 25 个国家和地区，逐步从产品输出转向“全球本土化”策略。其在伦敦、首尔等地的旗舰店深度融合当地文化，推出如“首尔城市限定款”等特色产品，泰国曼谷旗舰店在高峰期月销售额高达 3000 万元，成为全球业务的“销冠”，远超国内最佳表现门店的 1800 万元水平。东南亚工厂的投产使国际物流时效缩短 50%，支撑了泡泡玛特在全球市场的快速扩张。

收入预测：海外零售店方面：（1）零售店数量：截至 24 年 6 月 30 日，海外零售店门店为 83 家，相较于 23 年末净增加门店 13 家。展望未来，我们预计公司海外开店将聚焦于东南亚、港澳台及欧美市场，在日韩等竞争较激烈的市场开店增速将放缓。因此预计海外地区 24-26 年新增零售门店 70/60/50 家，达 140/200/250 家。（2）零售店单店年均收入：24 年上半年，在热门 IP LABUBU、CRYBABY 的带动下，泡泡玛特在东南亚等多地掀起抢购热潮，24H1 公司海外零售店单店平均收入同比增长 133.6%达 1168 万元，约为国内单店收入的 2.9 倍，下半年海外 IP 限定款及多品类

的推出预计推动单店收入维持高增，我们预计 24 年海外零售店单店年均收入增速为 180%达 3331 万元。考虑到 24 年基数较高以及门店规模持续扩大，预计 25-26 年海外零售店单店年均收入增速将放缓，分别+20%/+15%达 3997 万元/4597 万元。(3)综上所述，我们预测：24-26 年海外零售店收入为 34.97/67.95/10.34 亿元(yoy+500%/+94%/+52%)

海外机器人商店方面：(1)机器人商店数量：公司 24H1 净增加 44 家至 143 家，预计 24-26 年新增 100/70/50 家，24/25/26 年自营机器人店数量达 199/269/319 家。(2)机器人商店单店年均收入：24H1 单店平均收入同比增长 34.3%。24 年受益于 IP 在海外热度上升，预计 24-26 年机器人商店单店收入分别为 155/178/196 万元(yoy+100%/+15%/+10%)(3)综合以上量价分析，我们预测：24-26 年海外自营机器人商店收入将达 2.31/4.17/5.76 亿元(yoy+303%/+81%/+38%)

3、海外批发渠道

海外批发业务主要是向海外的各类商业合作伙伴批量销售潮玩及相关产品，2020 年至 2024 年 H1 其销售收入占公司总体营收的比例维持在 3%-5%。24 年 H1 实现收入 1.58 亿元，同比增长 22.5%。预计 24-26 年批发及其他收入为 3.24/3.73/4.10 亿元(yoy+20%/+15%/+10%)。

综上，我们预计 24-26 年海外收入分别为 47.69/86.60/126.72 亿元(yoy+347%/+81.6%/+46.3%)。

盈利预测

综合上述预测，我们预计 24-26 年公司营业收入分别为 123/176/225 亿元(yoy+96%/+42%/+29%)

1. 毛利率：公司营业成本主要包括商品成本、设计及授权成本以及其他成本，其中商品成本是营业成本最主要的部分。

商品成本包括自主产品制造成本及第三方产品采购成本，随着公司优化产品设计、加大原材料供应商的成本管控，以及减少第三方采购，预计商品成本率呈现下降趋势，预计 24-26 年商品成本率分别为 26.6%/26.3%/26%。

设计及授权成本主要为给予艺术家的分成，24H1 设计及授权成本率为 4.2%，随着第三方 IP 授权占比减少，成本率有望小幅下降，预计 24-26 年设计及授权成本率分别为 4%/3.9%/3.8%。

24H1 其他成本率为 3.6%，随着规模效应成本率呈下行趋势，预计 24-26 年其他成本率分别为 3.4%/3.3%/3.2%。

综上，预计 FY24-FY26 年公司毛利率分别为 66%/66.5%/67%。

2.销售费用：FY21-FY23 年公司销售费率分别为 24.4%/31.6%/31.6%，24 年 H1 公司 IP 在海外认知度迅速提升后销售费率降低至 29.5%，伴随公司在海外业务的进一步发展，以及新品类的持续推出，预计公司 FY24-FY26 年销售费率总体仍需维持当前水平约为 30%/30%/30%。

3.管理费用：FY21-FY23 年公司管理费率为 9%/14.8%/11.1%，预计后续随着规模效应管理费有望下行，预计 FY24-FY26 年管理费率为 9.4%/9.2%/9%。

4. 综上，我们公司 FY24-FY26 预测归母净利润为 27.3/39.6/52.2 亿元(yoy+150.4%/+45.3%/+31.7%)，经调整净利润为 28.7/41.64/54.78 亿元(yoy+141.0%/+45.1%/+31.6%)。

公司在潮玩行业具备从 IP 孵化到品牌运营的全产业链布局，其 IP 运营能力逐步

被验证，海外市场仍有较大的增长空间，看好公司的长期发展。公司对比同业公司具备稀缺性，应基于一定的估值溢价，给予 FY25 40xPE。得出公司目标价 125.6 港元，较现价有 17.0%的上升空间，首次覆盖，给予买入评级。

图表 13： 同业公司估值表

公司名称	人民币市值	股价	经调整净利润(人民币-百万元)				PE			
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
三丽鸥株式会社	79,393	6,385.00	873	1,718	2,082	2,288	90.94	46.21	38.13	34.70
万代南梦宫	161,910	5,039.00	3,577	6,376	6,305	6,612	45.26	25.39	25.68	24.49
孩之宝	68,975	68.02	2,472	4,052	4,270	4,792	27.90	17.02	16.15	14.39
华特迪士尼公司	1,469,538	111.83	38,392	57,013	70,956	79,663	38.28	25.78	20.71	18.45
美泰	51,005	21.25	1,965	4,151	3,973	4,070	25.96	12.29	12.84	12.53
名创优品集团控股有限公司	46,916	40.15	1,769	2,670	3,343	4,154	26.52	17.57	14.03	11.29
上海晨光文具股份有限公司	25,747	27.87	1,527	1,545	1,796	2,048	16.86	16.67	14.34	12.57
奥飞娱乐股份有限公司	14,728	9.96	94	209	271	324	157.28	70.47	54.35	45.46

资料来源：彭博、第一上海整理

注:三丽鸥、万代南梦宫的财务年度截止日期是每年的 3 月 31 日，华特迪士尼的财务年度截止日期是每年的 9 月 30 日，为了方便同业公司对比，故进行调整，即表上三丽鸥、万代南梦宫的 2025 年财务业绩预测是截止 2026 年 3 月 31 日的年度财务预测，华特迪士尼 2025 年财务业绩预测是截止 2025 年 9 月 30 日的年度财务预测。

风险因素

1、宏观经济不景气。2、新产品销售不及预期 3、新市场推广不及预期 4、新市场关税等政策变动影响

主要财务报表

损益表						财务分析					
<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	4,651,455	6,344,993	12,316,827	17,461,351	22,453,942	盈利能力					
毛利	2,688,674	3,908,062	8,129,106	11,611,798	15,044,141	毛利率 (%)	57.8%	61.6%	66.0%	66.5%	67.0%
销售及分销成本	(1,470,753)	(2,004,706)	(3,695,048)	(5,238,405)	(6,736,182)	经营利润率 (%)	11.4%	18.8%	26.6%	27.3%	28.0%
行政开支	(686,280)	(707,300)	(1,157,782)	(1,606,444)	(2,020,855)	EBITDA 利率 (%)	19.7%	27.4%	31.4%	31.7%	32.1%
经营溢利	531,641	1,195,524	3,276,276	4,766,949	6,287,104	净利率 (%)	10.2%	17.2%	22.1%	22.7%	23.2%
利息净收入	67,682	184,217	73,901	104,768	134,724	Non-GAAP净利润率	12.3%	18.8%	23.3%	23.8%	24.4%
其他非经常性项目损益	84,853	67,595	123,168	174,614	224,539						
所得税	(163,728)	(326,984)	(747,283)	(1,085,708)	(1,429,953)	营运表现					
股东净利润	475,801	1,088,771	2,726,062	3,960,622	5,216,414	SG&A/收入(%)	46.4%	42.7%	39.4%	39.2%	39.0%
Non-GAAP 股东净利润	573,540	1,190,519	2,869,630	4,164,156	5,478,143	实际税率 (%)	23.9%	23.1%	21.5%	21.5%	21.5%
折旧及摊销	274,693	320,175	396,172	480,257	554,058	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	914,222	1,735,930	3,869,517	5,526,587	7,200,425						
Non-GAAP EBITDA	1,011,961	1,837,678	4,013,085	5,730,121	7,462,153	财务状况					
增长						资产负债比率	18.8%	22.0%	20.9%	18.4%	15.9%
总收入 (%)	2.7%	36.4%	94.1%	41.8%	28.6%	流动比率	336.7%	336.2%	381.1%	461.8%	571.6%
EBITDA (%)	-31.4%	89.9%	122.9%	42.8%	30.3%	ROA	5.5%	10.9%	21.0%	24.3%	25.6%
净利润 (%)	-44.3%	128.8%	150.4%	45.3%	31.7%	ROE	6.8%	13.9%	26.8%	30.0%	30.5%

资产负债表						现金流量表					
<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金及等价物	685,314	2,077,927	3,489,138	5,872,870	8,794,382	净利润	475,801	1,088,771	2,726,062	3,960,622	5,216,414
短期投资	12,829	8,415	8,415	8,415	8,415	折旧及摊销	274,693	320,175	396,172	480,257	554,058
预付款项及其他流动资产	5,917,392	5,597,127	6,710,733	7,421,387	8,450,993	营运资金变化	134,503	135,590	0	0	0
总流动资产	6,615,535	7,683,469	10,208,287	13,302,671	17,253,790	其他	6,025	446,060	(763,205)	(477,043)	(829,789)
物业及设备	448,884	653,278	849,261	1,019,114	1,121,025	营运现金流	891,022	1,990,596	2,359,029	3,963,837	4,940,683
长期投资	0	0	0	0	0						
资产使用权	483,990	455,180	590,546	620,991	651,436	资本开支	(347,623)	(392,466)	(568,978)	(631,567)	(641,136)
固定资产	1,964,527	2,285,394	2,678,824	2,880,877	3,018,696						
总资产	8,580,062	9,968,863	12,887,111	16,183,548	20,272,486	其他投资活动	(4,350,785)	626,406	0	0	0
应付账款及票据	259,006	444,944	795,346	1,028,957	1,228,774	投资活动现金流	(4,698,408)	233,940	(568,978)	(631,567)	(641,136)
递延收益			0	0	0						
总短期负债	1,130,747	1,733,301	2,106,117	2,360,025	2,580,138	融资活动现金流	(1,177,437)	(841,557)	(378,840)	(948,539)	(1,378,035)
长期负债	483,990	455,180	590,546	620,991	651,436						
总负债	1,614,737	2,188,481	2,696,662	2,981,015	3,231,574	现金变化	(4,579,396)	1,392,613	1,411,211	2,383,731	2,921,513
股东权益	6,965,325	7,780,382	10,127,604	13,139,688	16,978,067	期初持有现金	5,264,710	685,314	2,077,927	3,489,138	5,872,870
非控股权益	2,037	10,455	26,547	49,926	80,719	期末持有现金	685,314	2,077,927	3,489,138	5,872,870	8,794,382

资料来源：公司公告，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。