

中国潮玩领军者，大步迈向全球市场

核心观点

- **泡泡玛特已成为中国新时代潮玩领军品牌。**泡泡玛特自 2010 年成立以来已从初步摸索期、加速成长期逐步过渡至当前的多元化发展阶段，经过十余年的 IP 发掘、运营以及渠道建设，公司已成为综合竞争力突出的中国新时代潮玩领军企业。2023 年公司营收、归母净利润分别为 63.01 亿元、10.82 亿元，2018-2023 年复合增速分别为 65%、61%。从 IP 维度来看，目前艺术家 IP 业务是公司核心业务，同时也是收入主要增量；从销售渠道维度看，线下零售、线上渠道是公司收入的主要来源。
- **中国潮玩行业蓬勃发展，泡泡玛特领先优势稳固。**与传统玩具不同，现代潮流玩具具备突出的社交与情绪属性，主要定位年轻潮流人群。近年来情绪经济日益兴起，中国潮流玩具市场亦随之呈现蓬勃发展的态势，根据弗若斯特沙利文的统计数据，2022 年潮玩市场零售规模已达 352 亿元，2015-2022 年复合增速达 28%。从市场格局角度看，中国潮玩市场相对分散，2022 年零售端 CR5 约 24%，其中泡泡玛特市场份额约 12%，较 2019 年提升 3pct。
- **IP、渠道优势稳固内销基本盘，潮玩出海加速贡献第二增长曲线。**我们认为出色的 IP 发掘、运营能力，多元又极具创新性的渠道布局是公司内销基本盘稳定增长的核心壁垒：①IP 是潮玩企业的核心竞争力，公司通过成熟的外部艺术家发掘模式以及内部 PDC 团队持续推出具备差异化价值与丰富内涵的创新 IP，同时以多元化的产品创作以及丰富的内容营销打法为抓手提升 IP 终端竞争力、拉长 IP 生命周期。②渠道方面，公司通过传统线下零售店、线上货架电商与创新性的线下机器人门店、线上自建抽盒机平台相结合的模式实现了密集、高频的消费者触达，2023 年以来各大渠道均呈现强势复苏的增长态势。出海业务方面，公司自 2021 年起推动港澳台及国际业务由批发向线下零售转型，凭借本土化的创新 IP 与产品迅速提升品牌当地影响力，2022 年以来公司出海业务收入加速增长，目前收入占比达 30%，已成为公司收入增长第二曲线。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25.68/38.58/50.37 亿元，对应 EPS 分别为 1.91/2.87/3.75 元。2025 年可比公司 PE 估值约为 31 倍，考虑到公司业绩增速以及 ROE 相对较高、行业龙头地位稳固，给予公司 2025 年 PE 估值 40 倍（约 30%估值溢价），结合当前港币汇率水平，给予目标价 124.57 港元，给予“买入”评级。

风险提示

- IP 挖掘不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；港澳台及国际业务推广不及预期的风险；宏观消费不及预期的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4617	6301	11767	16457	21050
同比增长(%)	2.8%	36.5%	86.7%	39.9%	27.9%
营业利润(百万元)	527	1304	3261	4949	6491
同比增长(%)	-52.2%	147.6%	150.1%	51.8%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	476	1082	2568	3858	5037
同比增长(%)	-44.3%	127.5%	137.2%	50.3%	30.6%
每股收益(元)	0.35	0.81	1.91	2.87	3.75
毛利率(%)	57.5%	61.3%	66.4%	67.5%	68.0%
净利率(%)	10.3%	17.3%	21.9%	23.6%	24.1%
净资产收益率(%)	6.8%	13.9%	26.6%	31.0%	31.3%
市盈率(倍)	294.2	129.3	54.5	36.3	27.8
市净率(倍)	20.1	18.0	14.5	11.2	8.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（首次）

股价（2025年02月28日）	104.2 港元
目标价格	124.57 港元
52 周最高价/最低价	114.5/19.31 港元
总股本/流通 H 股（万股）	134,294/134,294
H 股市值（百万港币）	139,935
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2025 年 03 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.61	10.85	16.69	446.4
相对表现%	-1.32	-2.58	-1.77	407.67
恒生指数%	-2.29	13.43	18.46	38.73



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090001

目录

1 泡泡玛特：中国新时代潮玩领军品牌	5
2 中国潮玩行业蓬勃发展，泡泡玛特领先优势稳固	8
3 IP、渠道优势稳固内销基本盘，潮玩出海加速贡献第二增长曲线	9
3.1 IP 挖掘、运营能力出众，公司核心竞争力持续夯实	9
公司具备成熟的 IP 发掘模式，内、外部持续挖潜优质 IP 形象	11
公司 IP 创作兼具广度、深度，产品形态日益多元	12
IP 粉丝运营、内容营销齐头并进，持续增强用户粘性	14
3.2 渠道多元布局、深度触达	15
线下渠道持续下沉，单店经营质量逐步提升	16
线上以自有平台为核心，抖音渠道占比快速提升	18
3.3 大力推进潮玩出海，国际化业务有望加速放量	19
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图 1：公司是中国新时代潮玩的领军品牌	5
图 2：2018-2023 年公司营业收入复合增速达 65%	6
图 3：2018-2023 年公司归母净利润复合增速达 61%	6
图 4：2023 年公司艺术家 IP 产品收入占比 77%，授权 IP 产品收入占比 16%	6
图 5：过去几年艺术家 IP 产品的增长是公司收入增长的主要动力	6
图 6：拆分渠道来看，2023 年零售店、线上渠道分别贡献收入 48%、30%	7
图 7：2020-2023 年公司零售店、线上渠道收入复合增速分别为 45%、25%	7
图 8：2023 年以来公司盈利能力逐步提升	7
图 9：2023 年起公司销售费用率、管理费用率逐步下行	7
图 10：公司线上、线下渠道毛利率相对稳定，23 年开始小幅回升	8
图 11：2023 年泡泡玛特品牌产品毛利率开始回升	8
图 12：2019 年全球潮流玩具市场零售规模接近 200 亿美元	9
图 13：2022 年中国潮流玩具市场零售规模已达 352 亿元	9
图 14：2022 年泡泡玛特在中国潮流玩具行业的市占率较 2019 年提升约 3pct	9
图 15：2023 年公司艺术家 IP 收入已达 48 亿元，2018-2023 年收入复合增速达 72%	10
图 16：公司核心 IP 生命周期较长，均已超过 4 年	11
图 17：公司举办的北京国际潮流玩具展每年吸引品牌数量超 300 个	12
图 18：公司 IP 呈现多元产品形态，除手办外 MEGA 产品、毛绒玩具以及其他 IP 衍生品收入占比均在 10% 以上（以 2024 年上半年为例）	13
图 19：SKULLPANDA 盲盒产品中使用了局部水转印技术	13
图 20：公司部分 MOLLY 产品采用了炫彩真空镀工艺	13
图 21：2021 年起公司 MEGA COLLECTION 业务收入呈现高速增长态势	14
图 22：截至 2024 年 6 月末公司注册会员数量已接近 4000 万	14
图 23：公司会员重复购买率在 40% 以上	14
图 24：泡泡玛特城市乐园于 2023 年下半年开始运营	15
图 25：泡泡玛特主题手游《梦想家园》自 2024 年 6 月底开始运营	15
图 26：公司在大陆市场已形成相对完善、多元的渠道布局	16
图 27：2023 年开始公司零售店渠道收入增速回升，2024 年上半年国内零售店收入同比增长 25%	16
图 28：2023 年公司机器人商店收入恢复增长态势，2024 年上半年同比增长 16%	16
图 29：2021 年开始公司零售店新开门店主要集中在二级及其他城市	17
图 30：2021 年以来公司一线城市机器人商店数量相对稳定，增量主要来源于低线城市	17
图 31：2022 年以来公司低线城市零售店收入占比持续提升	17
图 32：2022 年以来公司国内市场机器人商店营收结构相对稳定	17
图 33：2023 年公司大陆零售门店单店收入约 717 万元，同比增长 31%	18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

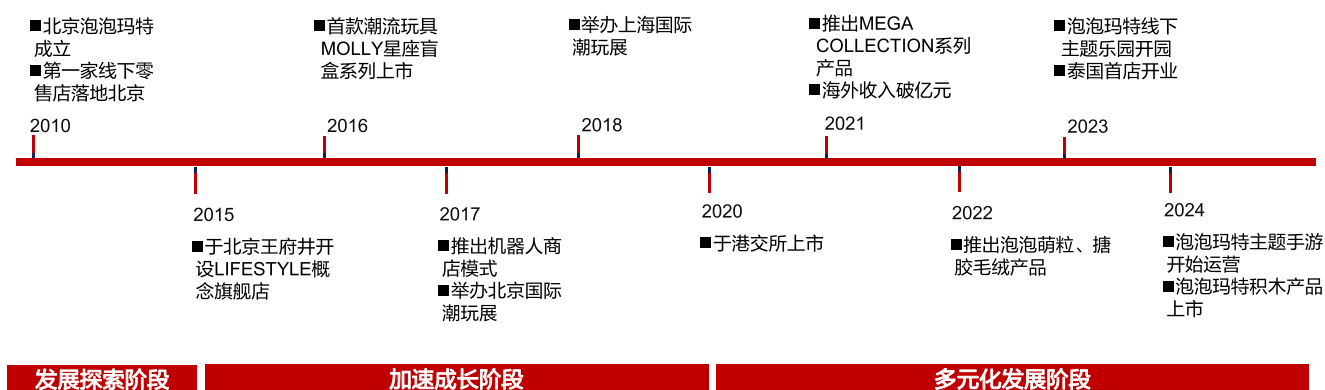
图 34：2023 年公司中国内地机器人商店单店收入约 26 万元，同比增长 34%.....	18
图 35：公司零售门店关店率始终保持在较低的水平	18
图 36：2023 年下半年开始公司国内线上渠道收入恢复增长.....	19
图 37：泡泡抽盒机是公司线上核心渠道，抖音渠道占比明显提升.....	19
图 38：2024 年上半年公司抖音旗舰店收入已超 2 亿元.....	19
图 39：2024 年上半年公司港澳台及海外地区收入占比已达 30%.....	20
图 40：公司港澳台及海外地区业务收入主要来自于东南亚、东亚及港澳台市场（以 2024 年上半年为例）	20
图 41：公司港澳台及海外地区业务毛利率高于中国内地业务.....	20
图 42：公司港澳台及海外地区业务收入中线下、线上零售渠道收入占比分别为 70%、18%（以 2024 年上半年为例）	21
图 43：公司港澳台及海外地区业务由批发向零售模式转型	21
图 44：截至 2024 年中，公司在港澳台及海外地区的零售店、机器人商店数量分别为 92 家、162 家	21
图 45：公司泰国三店融入了大量 CRYBABY 元素	22
图 46：公司在北美推出了 IP Peach Riot.....	22
表 1：与传统玩具不同，潮流玩具社交与情感价值属性突出，同时具有收藏与二次销售价值.....	8
表 2：公司主要有三类 IP 合作模式，其中自有 IP 与独家 IP 是主要模式	10
表 3：公司年销售超过 1 亿元的 IP 数量逐年增加	11
表 4：2023 年千岛平台潮玩盲盒心愿单前十大产品中有 9 款属于泡泡玛特旗下 IP	11
表 5：公司 PDC 团队持续为公司提供富有情绪内涵的个性 IP	12
表 6：公司艺术家 IP 数量明显高于中国潮玩行业内其他公司	12
表 7：2021 年开始公司每年均有推出具备收藏价值的 MEGA COLLECTION 产品	14
表 8：2025 年可比公司 PE 估值为 31 倍	24

1 泡泡玛特：中国新时代潮玩领军品牌

泡泡玛特：中国新时代潮玩领军品牌。公司前身北京泡泡玛特成立于 2010 年，我们认为泡泡玛特的发展历程可以分成三段：

- ①2010-2014 年是公司的发展探索阶段，公司于 2010 年在北京开设第一家线下零售门店，起初更像是一家售卖潮流物品的杂货店，后续逐步引进具备发展潜力的 IP 类产品。
- ②2015-2019 年公司确立产品与渠道模式的高速发展阶段，2016 年公司推出首款自主 IP 潮流玩具 MOLLY 星座盲盒系列，自此开始以盲盒产品深耕潮流 IP 产品行业。同时在渠道端，公司于 2016 年开始布局线上天猫渠道，2017 年推出极具创新特色的无人收银机器人商店，并在当年举办北京国际潮玩展，逐步抬升品牌声浪。
- ③2020 年至今，公司在持续推出爆款 IP 的同时，持续探索多元化的产品表现形式以及 IP 变现模式（如动画、线下乐园以及手游）；此外在内销基本盘相对稳固的背景下，公司加速了出海业务布局，向全球潮玩领军品牌的目标进发。

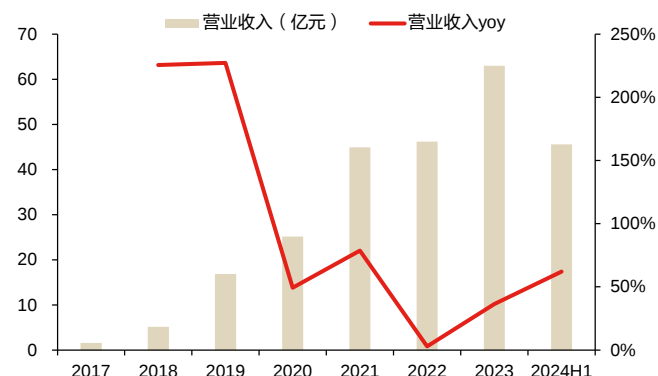
图 1：公司是中国新时代潮玩的领军品牌



数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

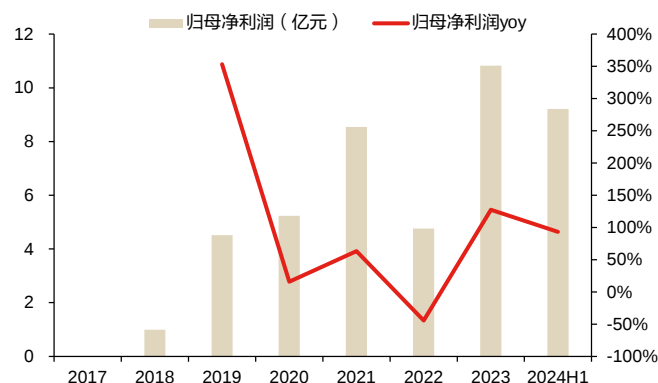
2023 年起公司营收、利润加速成长。2017-2021 年公司营收、利润规模高速成长，同期收入、归母净利润 CAGR 为 131%、383%。2022 年受疫情影响公司收入、利润增速放缓。2023 年伴随线下消费场景恢复叠加公司艺术家 IP 产品持续发力，公司营收、归母净利润同比分别增长 36%、128%，2024 年上半年公司延续了亮眼增长态势，2024 年上半年公司实现营收 45.58 亿元，同比增长 62%，同期实现归母净利润 9.21 亿元，同比增长 93%。

图 2：2018-2023 年公司营业收入复合增速达 65%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

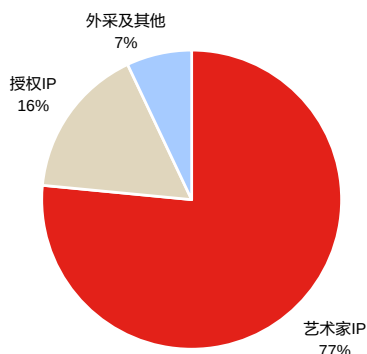
图 3：2018-2023 年公司归母净利润复合增速达 61%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

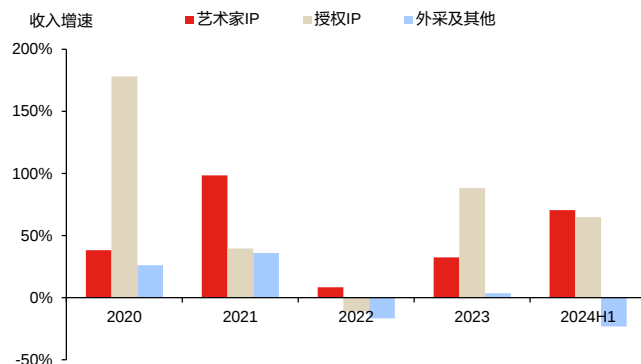
艺术家 IP 产品是公司收入核心来源，持续拉动公司收入增长。从 IP 维度来看，公司业务可拆分为艺术家 IP、授权 IP、外采及其他产品。目前艺术家 IP 产品是公司收入的主要来源，2023 年公司艺术家 IP 产品收入达 48.22 亿元，贡献公司收入比重约 77%，2018-2023 年收入复合增速达 72%。此外，授权 IP 产品、外采及其他产品 2023 年分别贡献收入约 16%、7%。

图 4：2023 年公司艺术家 IP 产品收入占比 77%，授权 IP 产品收入占比 16%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

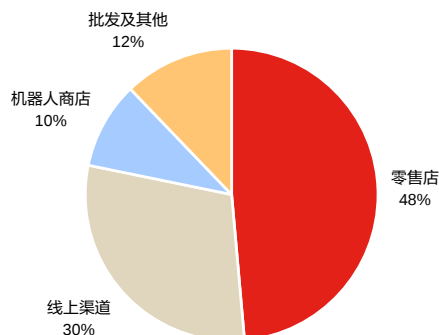
图 5：过去几年艺术家 IP 产品的增长是公司收入增长的主要动力



数据来源：公司公告，东方证券研究所

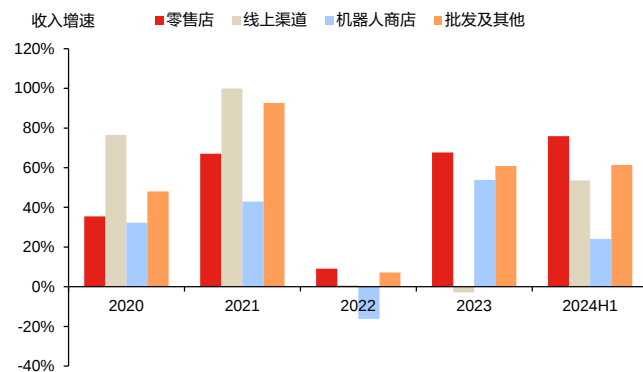
零售店、线上渠道为公司主要销售渠道。目前公司已具备较为多元的渠道布局，主要的销售渠道包括线下零售店、线下机器人商店、线上渠道、批发及其他渠道。拆分收入来看，零售店、线上渠道是公司收入的主要来源，2023 年公司线下零售店渠道、线上渠道分别实现收入约 30.62 亿元、18.66 亿元，分别贡献收入比重约 48%、30%。线下机器人商店亦为公司重要的销售渠道，2023 年贡献收入比重约 10%。

图 6：拆分渠道来看，2023 年零售店、线上渠道分别贡献收入 48%、30%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

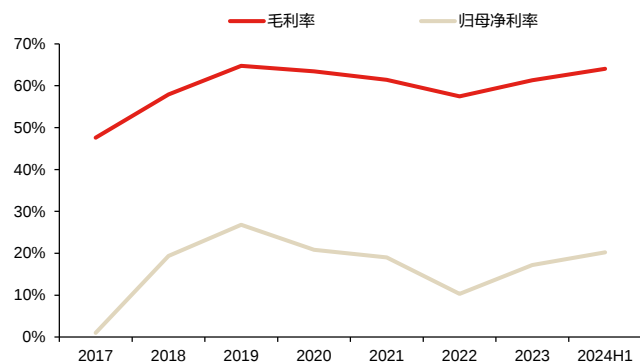
图 7：2020-2023 年公司零售店、线上渠道收入复合增速分别为 45%、25%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

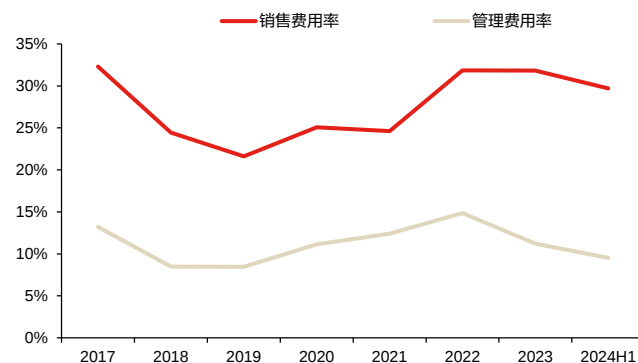
2023 年起公司费用投放效率提升，盈利能力稳步提升。2019-2022 年公司盈利水平同比呈现下行趋势，主要系公司自主品牌产品工艺质量提升带来成本提升导致毛利率小幅回落，疫情期间公司加大了促销力度、对毛利率有一定负面影响，此外线上渠道占比提升、销售以及管理团队扩张亦导致费用率有所提升。2023 年以来伴随公司收入规模加速增长，同时持续优化供应链管控，带动公司盈利能力稳步提升，2023 年毛利率、归母净利率同比分别提升 3.8pct、6.9pct。

图 8：2023 年以来公司盈利能力逐步提升



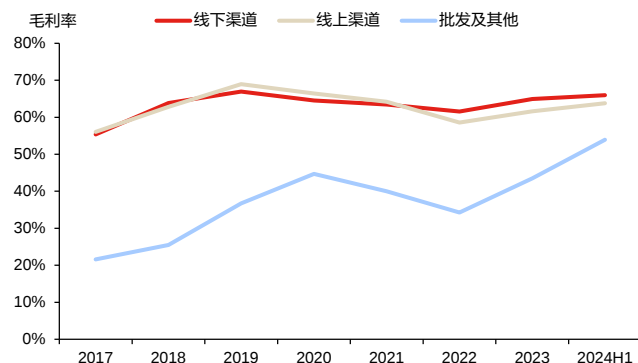
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：2023 年起公司销售费用率、管理费用率逐步下行



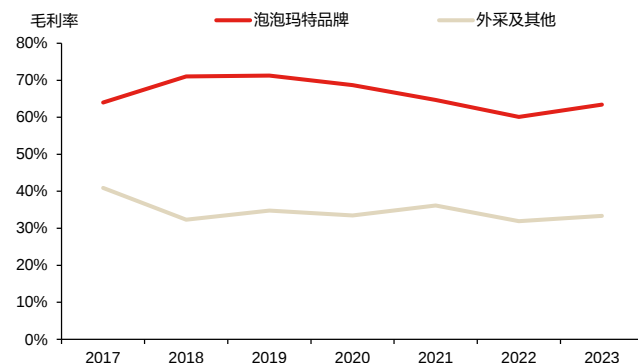
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司线上、线下渠道毛利率相对稳定，23 年开始小幅回升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：2023 年泡泡玛特品牌产品毛利率开始回升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2 中国潮玩行业蓬勃发展，泡泡玛特领先优势稳固

潮流玩具与传统玩具有较大不同，具备突出的社交与情感价值。与传统玩具相比，潮流玩具主要定位于年轻潮流人群，同时具备明显的符号价值，产品价值不在于其实际功能，更在于其特定的情感体验，消费者通常以潮玩产品为抓手表达自己的价值观以及文化认同。潮流玩具的主要呈现品类包括盲盒、手办、BJD、积木、毛绒等形式，同时部分产品具备二次销售和拍卖价值。

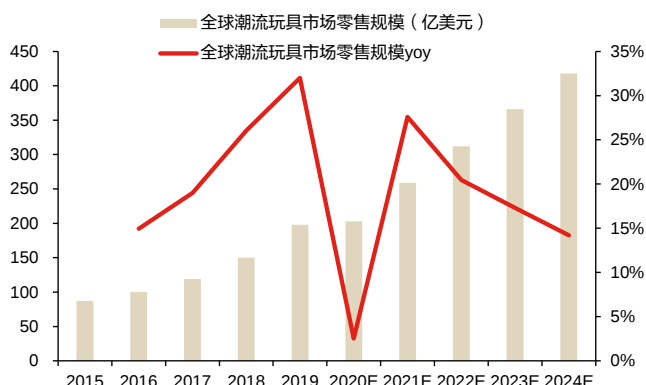
表 1：与传统玩具不同，潮流玩具社交与情感价值属性突出，同时具有收藏与二次销售价值

	目标受众	功能与用途	设计理念	主要品类	蕴含的价值
潮流玩具	年轻潮流人群	美学属性与收藏价值、社交和情感价值	具有独特的设计和美学，基于文化娱乐 IP 进行设计	盲盒、手办、BJD、大娃、积木、毛绒、卡牌等	具有二次销售和拍卖价值
传统玩具	儿童与少年	可玩性和益智性	根据常见的图像（如鸟类、汽车和花卉）设计	益智玩具、体育玩具、电子电动玩具、户外玩具等	附加值低，只能进行一次销售

数据来源：《潮玩产业发展报告（2023）》，东方证券研究所

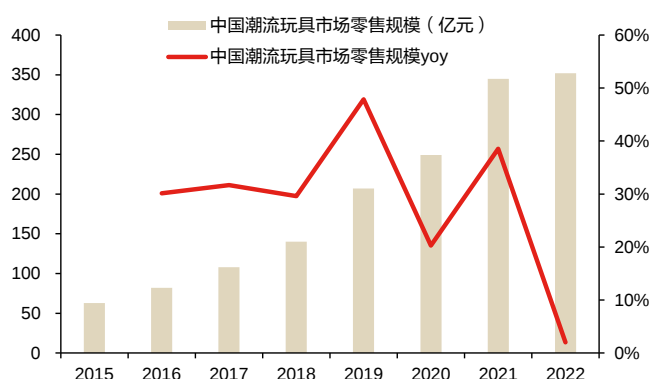
全球潮玩市场蓬勃发展，中国潮玩行业成长空间广阔。根据弗若斯特沙利文的测算数据，2019 年全球潮流玩具市场零售规模即已接近 200 亿美元，预期 2024 年可达 418 亿美元，2019-2024 年复合增速可达 16%。中国市场方面，潮流玩具行业自 2015 年开始呈现高速发展态势，2022 年市场零售规模已达 352 亿元，2015-2022 年复合增速达 28%；未来伴随更多玩家参与潮玩行业竞争，叠加潮玩文化日益出圈，中国潮流玩具行业有望持续蓬勃发展。

图 12：2019 年全球潮流玩具市场零售规模接近 200 亿美元



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

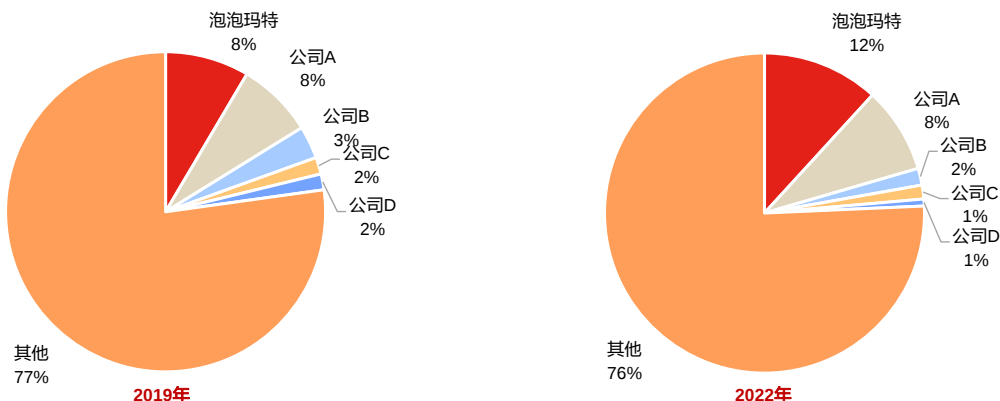
图 13：2022 年中国潮流玩具市场零售规模已达 352 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

中国潮流玩具市场集中度相对较低，泡泡玛特领先地位不断稳固。中国潮流玩具市场参与者众多、竞争格局相对分散，根据弗若斯特沙利文的统计数据，2022 年行业零售端 CR5 仅为 24%。泡泡玛特是中国潮流玩具行业的领军企业，2022 年零售额市占率达 12%，较 2019 年提升约 3pct。

图 14：2022 年泡泡玛特在中国潮流玩具行业的市占率较 2019 年提升约 3pct



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

3 IP、渠道优势稳固内销基本盘，潮玩出海加速贡献第二增长曲线

3.1 IP 挖掘、运营能力出众，公司核心竞争力持续夯实

公司主要有三类 IP 合作模式，主要以自有 IP 与独家 IP 为主。公司的 IP 合作模式主要有三种，包括自有 IP（如 MOLLY、DIMOO 以及 SKULLPANDA 等）、独家 IP（如 PUCKY、THE MONSTERS）以及非独家 IP（如米老鼠系列），三类 IP 合作模式的差异主要体现在知识产权所属、分成模式以及合作期间等方面：

①知识产权所属方面，自有 IP 知识产权完全归属公司，独家 IP 产权归艺术家所有、但公司享有开发、销售基于该 IP 产品的独家权利，而对于非独家 IP，公司仅拥有开发及销售基于其 IP 的潮流玩具的非独家权利。

②在分成模式方面，三类 IP 均需要根据最终产品销售额支付对应的设计费/特权使用费，自有 IP 在 IP 转让时需支付固定金额的转让费。

③在合作期限方面，独家 IP 合作期限通常为 1-6 年，可续约，非独家 IP 的合作期限在 1-2 年，到期后不会自动续约。

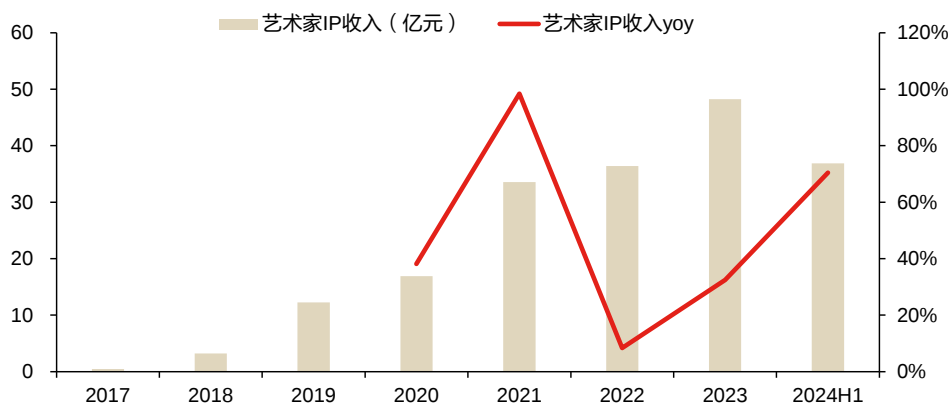
表 2：公司主要有三类 IP 合作模式，其中自有 IP 与独家 IP 是主要模式

IP 类型	典型 IP	知识产权所属	分成模式	合作期限
自有 IP	MOLLY	指定地区知识产权归泡泡玛特完全所有	向艺术家支付固定金额转让费，同时艺术家会根据产品销售额收取设计费（有年度上限）	永久
独家 IP	THE MONSTERS	知识产权归艺术家所有，公司与其签订授权协议，获取在中国及其他指定地区（视情况而定）开发及销售基于该等 IP 的潮流玩具产品的独家权利	根据出售产品数量向艺术家支付设计费（有年度上限）	1-6 年
非独家 IP	米老鼠	与全球知名 IP 提供商签订非独家授权协议，获取在中国及其他指定地区开发及销售基于其 IP 的潮流玩具的非独家权利	根据产品销售额支付特许权使用费（通常情况下游最低使用费保证金）	1-2 年

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

艺术家 IP 产品是公司核心产品，过去 5 年收入 CAGR 达 72%。公司自有 IP 以及独家 IP 统称艺术家 IP，是公司相较于竞争对手最为突出的差异化竞争优势来源。2018 年以来公司艺术家 IP 业务收入呈现强劲的增长势头，2023 年公司艺术家收入已达 48 亿元，2018-2023 年收入复合增速达 72%，2024 年上半年公司艺术家 IP 延续高增势头，同比增长 70%。

图 15：2023 年公司艺术家 IP 收入已达 48 亿元，2018-2023 年收入复合增速达 72%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司爆款艺术家 IP 形象持续涌现，市场竞争力出众。公司以经典自有 IP MOLLY 起家，持续向市场推出具备个性化外形特征以及情绪内涵的爆款 IP（如 THE MONSTERS、SKULLPANDA 等），单一 IP 的市场竞争力突出，相关主题产品年销售额超过 1 亿元的 IP 数量逐年提升，2023 年已达 10 个。根据千岛的统计数据，2023 年千岛平台潮玩盲盒心愿单前十大产品中有 9 款属于泡泡玛特旗下 IP。

表 3：公司年销售超过 1 亿元的 IP 数量逐年增加

部分年销售额过亿的IP	2019	2020	2021	2022	2023
1	MOLLY	MOLLY	MOLLY	SKULLPANDA	SKULLPANDA
2	PUCKY	DIMOO	DIMOO	MOLLY	MOLLY
3	THE MONSTERS	PUCKY	SKULLPANDA	DIMOO	DIMOO
4	DIMOO	THE MONSTERS	THE MONSTERS	THE MONSTERS	THE MONSTERS
5			PUCKY	小甜豆	小野
6			BUNNY	小野	小甜豆
7			小甜豆	PUCKY	PINOJELLY
8					HACIPUPU

注：此处列出的是公司年报内详细披露销售额且销售额大于 1 亿元的 IP
 数据来源：公司公告，东方证券研究所

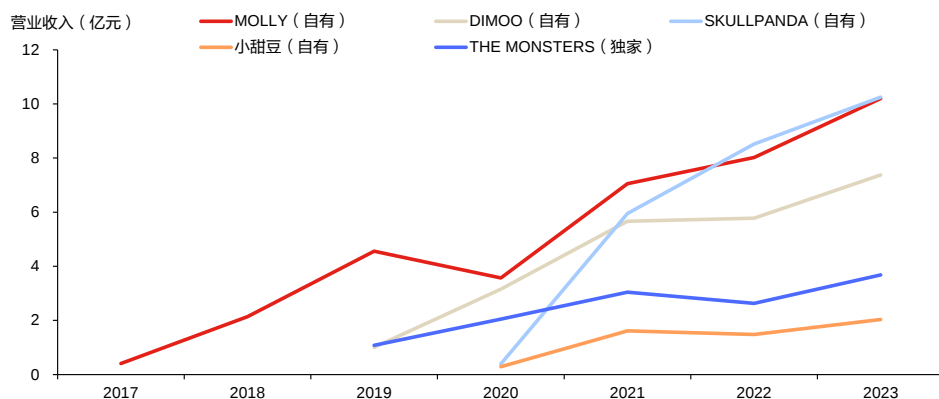
表 4：2023 年千岛平台潮玩盲盒心愿单前十大产品中有 9 款属于泡泡玛特旗下 IP

	产品	品牌	心愿单占比
1	DIMOO 约会日系列	泡泡玛特	2.25%
2	SKULLPANDA 温度系列	泡泡玛特	1.79%
3	岁·兔·旺系列	泡泡玛特	1.74%
4	SKULLPANDA 平日奇境系列	泡泡玛特	1.46%
5	DIMOO 经典复刻系列	泡泡玛特	1.43%
6	SKULLPANDA 食梦动物系列	泡泡玛特	1.28%
7	小野小小的使坏系列	泡泡玛特	1.26%
8	Dora 生人勿近系列	TNTSPACE	1.08%
9	SKULLPANDA 夜之城系列	泡泡玛特	1.08%
10	DIMOO 侏罗纪世界系列	泡泡玛特	1.05%

数据来源：千岛，东方证券研究所

公司核心 IP 生命周期较长。依托于成熟的 IP 运营以及产品推新体系，公司核心艺术家 IP 生命周期均相对较长，以 MOLLY 为例，其年销售额超过 1 亿元的年份已有 7 年且销售额仍呈现上升态势，DIMOO、THE MONSTERS、SKULLPANDA 等热门 IP 年销售额超过 1 亿元的年份亦在 4-6 年，整体收入亦呈现上行趋势。

图 16：公司核心 IP 生命周期较长，均已超过 4 年

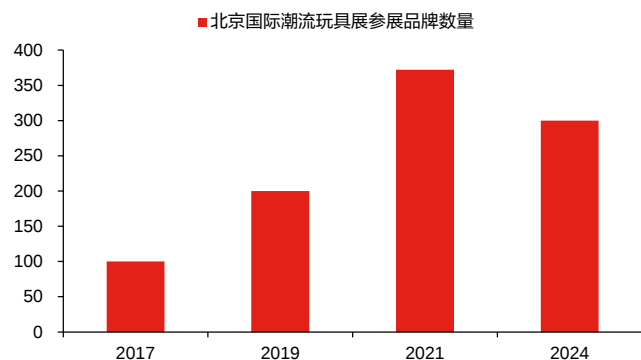


数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司具备成熟的 IP 发掘模式，内、外部持续挖潜优质 IP 形象

公司 IP 发掘体系相对成熟，内外部持续挖潜优质 IP。公司内部目前有超 20 人的艺术家发掘团队通过邀请艺术家参与潮流玩具展、组织设计比赛以及与顶级艺术学院合作开设讲座及课程等方式，于全球寻找具有商业前景的开创性及新进艺术家；同时现阶段公司受益于自身规模优势、相较于同行具备更强的商业变现能力与更成熟的运营模式，更受优质艺术家青睐，实现良性循环。除外部发掘外，公司持续增加内部 IP 孵化能力，超过百人的 PDC 团队已陆续为公司贡献出小野、Sweet Bean 等当下热门 IP，内部孵化 IP 在成本、推新效率方面较外部签约 IP 具备一定优势。

图 17：公司举办的北京国际潮流玩具展每年吸引品牌数量超 300 个



数据来源：泡泡玛特公众号，东方证券研究所

表 5：公司 PDC 团队持续为公司提供富有情绪内涵的个性 IP

IP 名称	创造年份
Yuki	2017
Viya Doll	2018
BUNNY	2018
ZOE	2019
BOBO&COCO	2019
TOOTHY	2019
SWEET BEAN	2019
FIMEW	2019
BREAD ANIMALS	2019
小野	2021
PINO JELLY	2021
Z siga	2022

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司艺术家 IP 储备充沛，IP 数量高于同行。根据公司招股书披露，公司已与超过 350 名艺术家形成紧密联系，目前拥有的艺术家 IP 数量已超 50 个，显著领先同行竞争对手。目前潮玩领域其余核心玩家如 52 TOYS、TNTSPACE 以及超级元气工厂等拥有的自有 IP 数量大多在 10-20 个。

表 6：公司艺术家 IP 数量明显高于中国潮玩行业内其他公司

	泡泡玛特	52 TOYS	TNTSPACE	超级元气工厂	十二栋文化	寻找独角兽
拥有 IP 数量	自有+独家 IP 超 50 个	约 15 个自有 IP	约 10 个自有 IP	接近 10 个自有 IP	11 个原创卡通 IP	9 个
代表 IP	MOLLY、DIMOO、THE MONSTERS、SKULLPANDA	Panda Roll、Nook	Baby Zoraa、DORA、Boy Rayan	星星人、Cino、阿豆	长草颜团子	FARMER BOB、RiCO

注意：截至 2023 年底

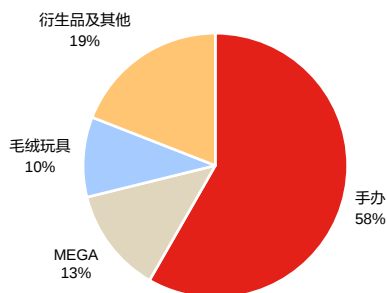
数据来源：公司公告，各公司官网，东方证券研究所

公司 IP 创作兼具广度、深度，产品形态日益多元

公司 IP 产品形态日益多元，MEGA、毛绒玩具收入比重已超 10%。除传统盲盒、手办等产品形态外，公司近年来持续探索全新的 IP 产品形态，拆分收入来看，2024 年上半年公司收入结构中手办产品收入占比约 58%，MEGA、毛绒玩具类产品分别贡献收入比重约 13%、10%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

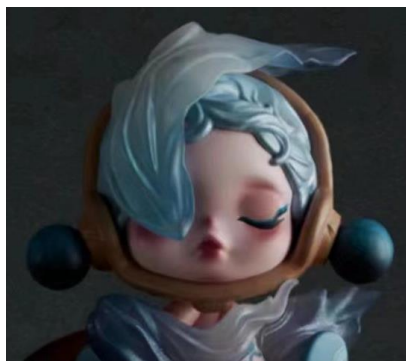
图 18：公司 IP 呈现多元产品形态，除手办外 MEGA 产品、毛绒玩具以及其他 IP 衍生品收入占比均在 10%以上（以 2024 年上半年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

传统盲盒产品高频推新，持续提升产品质感。公司持续保持盲盒产品高频推新力度，每月上新盲盒 8-10 个，维系 IP 热度。同时公司从产品材质、工艺等方面入手提升盲盒手办产品质感，如使用肤感漆、金属漆、陶瓷质感漆、温感漆等特殊油漆，采用水贴纸、炫彩真空镀、数控水转印、静电植绒、3D 立体贴毛等创新工艺，如 SKULLPANDA 墨梅系列产品采用了水转印技术，增强了产品东方气韵、并给产品最终呈现效果带来了一定随机性。

图 19：SKULLPANDA 盲盒产品中使用了局部水转印技术



数据来源：公司公众号，东方证券研究所

图 20：公司部分 MOLLY 产品采用了炫彩真空镀工艺

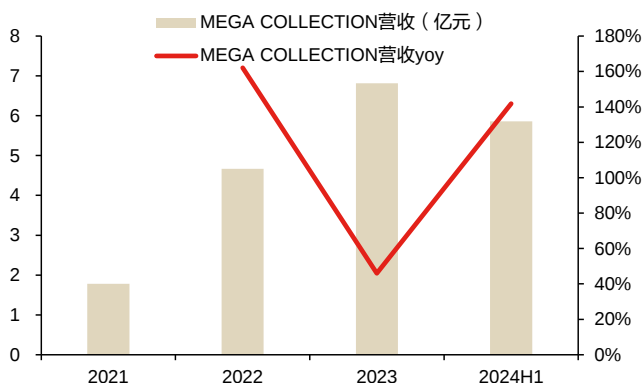


数据来源：公司公众号，东方证券研究所

MEGA COLLECTION 稳扎中国高端潮流市场，拉升整体品牌定位。2021 年公司推出高端系列 MEGA COLLECTION，主要发行 400%/1000% 两类大尺寸手办产品，通常定价在 1299 元/4999 元，一般发售量相对有限，主要推广 IP 以 MOLLY 为主。MEGA 业务自上线以来保持着稳定的上

新节奏，每年均有推出具备收藏价值的款式，品牌调性日益明晰，2024 年上半年 MEGA COLLECTION 收入已达 5.86 亿元，同比增长 142%。

图 21：2021 年起公司 MEGA COLLECTION 业务收入呈现高速增长态势



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 7：2021 年开始公司每年均有推出具备收藏价值的 MEGA COLLECTION 产品

年份	当年推出的代表性 MEGA COLLECTION 产品
2021	SPACE MOLLY X 海绵宝宝。
2022	艺术家联名款；可口可乐、Moncler 合作款；除 MOLLY 外，推出了 DIMOO、SKULLPANDA、LABUBU 的 MEGA 产品。
2023	SPACE MOLLY 1000% 炉火纯青•燃；CLOT、兰博基尼合作款。
2024	MEGA SPACE MOLLY 400% 藏金无痕•木。

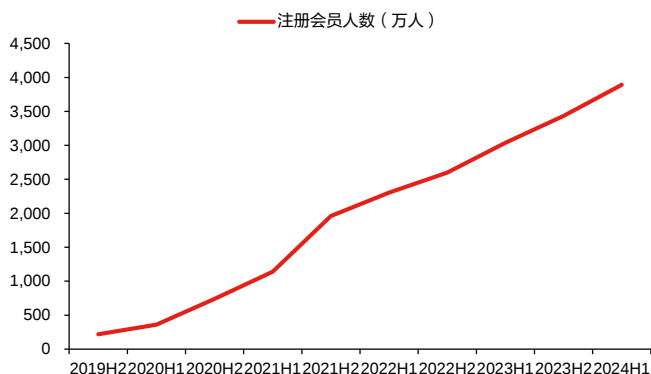
数据来源：公司公告，东方证券研究所

泡泡萌粒、毛绒玩具、积木等新玩法层出不穷。除传统盲盒、手办形式外，公司持续探索多元化、更加新奇的 IP 表达方式，2022 年推出了泡泡萌粒产品；2023 年 10 月泡泡玛特发布 THE MONSTERS 心动马卡龙搪胶毛绒系列、实现传统毛绒玩具的品质超越，产品迅速成为爆款，并带动了毛绒潮玩行业整体景气度，2024 年上半年公司毛绒玩具收入已达 4.46 亿元；2024 年 6 月公司亦开始上架积木产品。

IP 粉丝运营、内容营销齐头并进，持续增强用户粘性

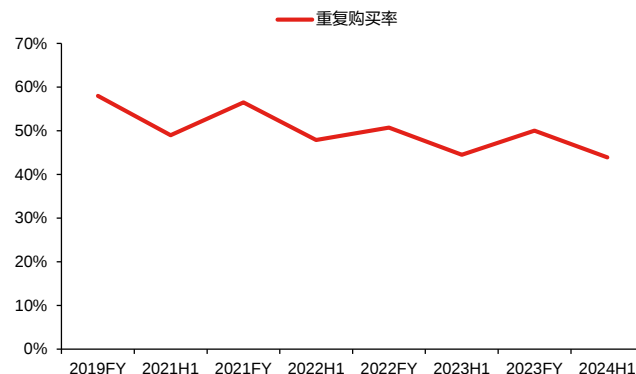
公司会员数量持续增长，产品复购率维持高位。2019 年以来伴随公司品牌知名度提升、IP 形象日益出圈，公司注册会员数量持续大幅提升，截至 2024 年 6 月底，公司注册会员数量已接近 4000 万人，较 2019 年底的 220 万名会员数量实现大幅提升。在会员数量大幅提升的同时，公司亦通过出色的私域流量运营能力（如通过泡泡抽盒机平台提升用户购买便捷度）维持着相对较高的重复购买率，2022 年以来公司会员重复购买率基本稳定在 40%-50%。

图 22：截至 2024 年 6 月末公司注册会员数量已接近 4000 万



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：公司会员重复购买率在 40% 以上



注：重复购买率即购买会员中买过两次以上的占比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

内容运营加码，提升 IP 认知与粉丝粘性。IP 内容运营是维持 IP 生命力的重要方式，公司近年来持续在动漫、线下乐园以及手游等层面加大了 IP 运营的投入，其中泡泡玛特线下城市乐园已于 2023 年下半年开始运营、开业至今已初步积累了一批必游、必吃、必买的项目与产品；此外公司泡泡玛特主题手游《梦想家园》亦于 2024 年中上线，有助于增强 IP 与用户的情感链接。

图 24：泡泡玛特城市乐园于 2023 年下半年开始运营



数据来源：腾讯网，东方证券研究所

图 25：泡泡玛特主题手游《梦想家园》自 2024 年 6 月底开始运营



数据来源：公司官网，东方证券研究所

3.2 渠道多元布局、深度触达

渠道触达是潮玩销售的重要环节，不同渠道的玩法以及所覆盖的消费人群存在明显差异，因此多元化的渠道布局对于潮玩企业来说至关重要，目前潮玩行业主要有三类主流销售渠道：

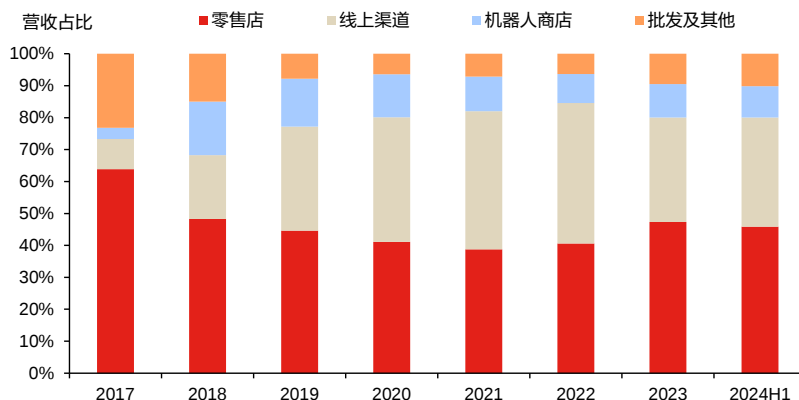
①线下零售门店：零售店是品牌获客的重要渠道，同时承担着品牌露出、产品展示和体验等重要职能，消费者可以在零售店中直观感受产品设计与材质，同时现场摇晃猜盒、当场拆盒等玩法亦能提供较强的趣味性。

②线下机器人商店：机器人商店是提升线下渠道密度的重要手段，机器人商店通常以售货机的形式出现在商圈、交通枢纽等场所，单台机器投入规模小、位置选择相对灵活，能够让潮玩产品更加高频、便捷地触达消费者。

③线上渠道：线上渠道是潮玩新品发布、品牌对外宣传的重要阵地，同时由于触达的便利性，现在亦愈发成为产品销售的重要渠道。目前主流的潮玩线上渠道包括各大平台与内容电商，同时部分品牌亦有自己的线上销售平台，如泡泡玛特自建的抽盒机小程序。

泡泡玛特经过多年的渠道建设与创新，目前已形成相对多元化的渠道布局，能够实现高频、广泛的消费者触达，2023 年公司大陆市场收入中零售店、线上渠道、机器人商店分别贡献收入比重约 47%、33%、10%。

图 26：公司在大陆市场已形成相对完善、多元的渠道布局

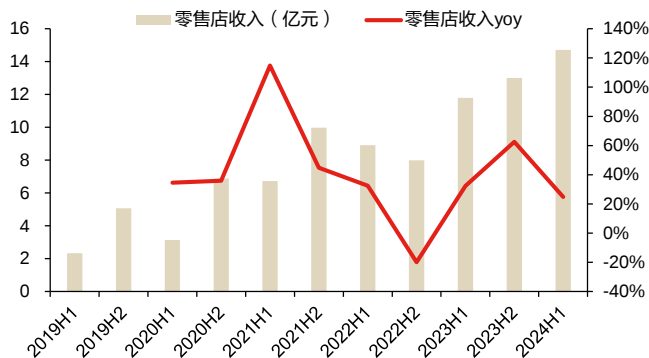


数据来源：公司公告，东方证券研究所

线下渠道持续下沉，单店经营质量逐步提升

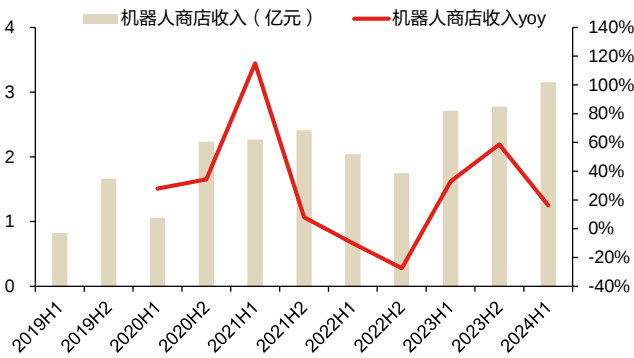
2023 年开始线下渠道恢复良性增长态势。2022 年受疫情影响，公司线下销售增速放缓。2023 年以来伴随线下消费场景的恢复，公司线下渠道恢复良性增长，2024 年上半年公司国内零售店/机器人商店收入同比分别增长 25%、16%。

图 27：2023 年开始公司零售店渠道收入增速回升，2024 年上半年国内零售店收入同比增长 25%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

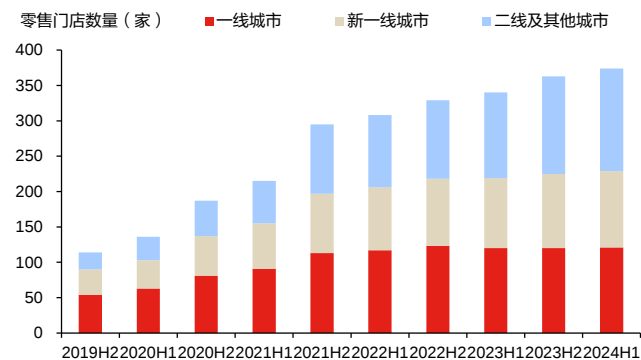
图 28：2023 年公司机器人商店收入恢复增长态势，2024 年上半年同比增长 16%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

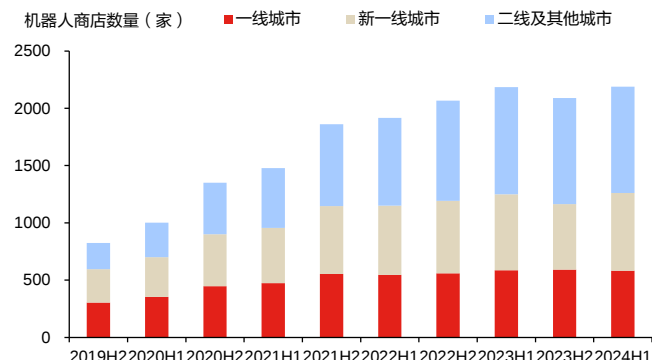
公司线下渠道持续下沉，低能级城市收入占比逐步提升。2024 年上半年公司零售店一线/新一线/二线及其他城市门店数量分别为 121/108/145 家，较 2021 年底分别增长 8/24/47 家；机器人商店一线/新一线/二线及其他城市数量分别为 582/678/929 家，较 2021 年底分别增长 29/84/215 家，低线城市贡献主要门店增量，渠道持续下沉。收入结构来看，2024 年上半年公司零售店一线/新一线/二线及其他城市收入占比分别为 39%/28%/33%，较 2021 年上半年分别-9pct/-1pct/+10pct；同期机器人商店一线/新一线/二线及其他城市收入占比分别为 27%/32%/42%，较 2021 年上半年分别-5pct/-1pct/+6pct。

图 29：2021 年开始公司零售店新开门店主要集中在二级及其他城市



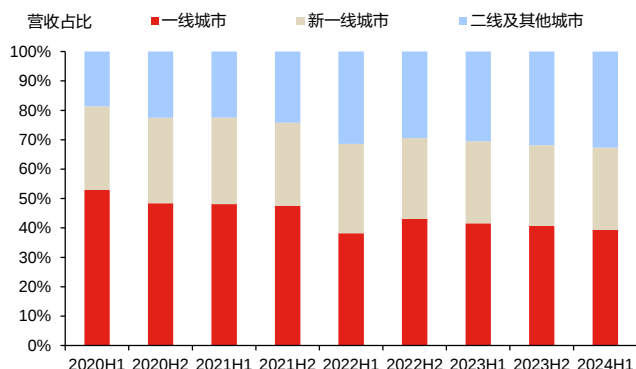
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：2021 年以来公司一线城市机器人商店数量相对稳定，增量主要来源于低线城市



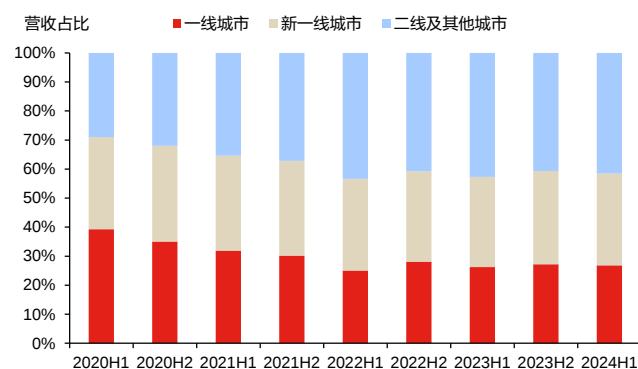
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：2022 年以来公司低线城市零售店收入占比持续提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

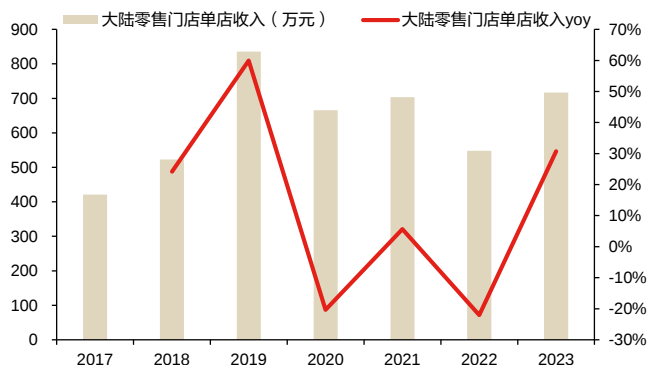
图 32：2022 年以来公司国内市场机器人商店营收结构相对稳定



数据来源：公司公告，东方证券研究所

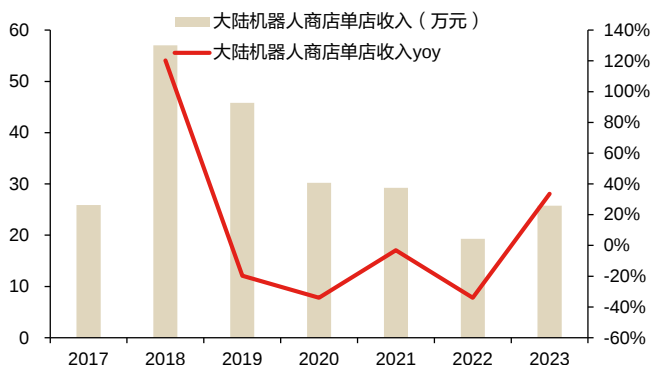
2023 年门店经营质量修复，单店营收已恢复至 2021 年水平。2023 年在线下消费场景修复的背景下，公司线下渠道呈现出突出的向上弹性，单店经营效益明显回升，其中零售店单店收入达 717 万元，同比增长 31%，在渠道结构明显下沉的背景下单店营收已超过 2021 年水平；机器人商店单店收入约 26 万元，同比增长 34%。

图 33：2023 年公司大陆零售门店单店收入约 717 万元，同比增长 31%



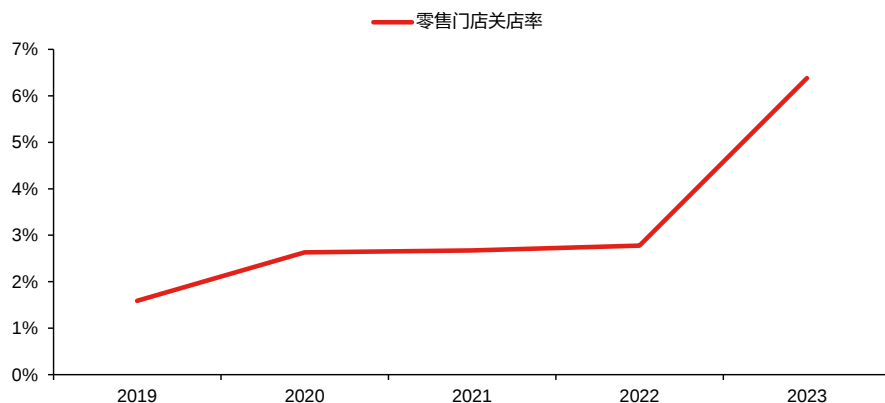
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：2023 年公司中国内地机器人商店单店收入约 26 万元，同比增长 34%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：公司零售门店关店率始终保持在较低的水平

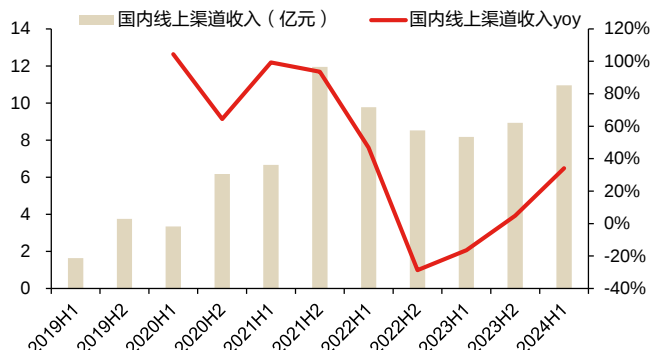


数据来源：公司公告，东方证券研究所

线上以自有平台为核心，抖音渠道占比快速提升

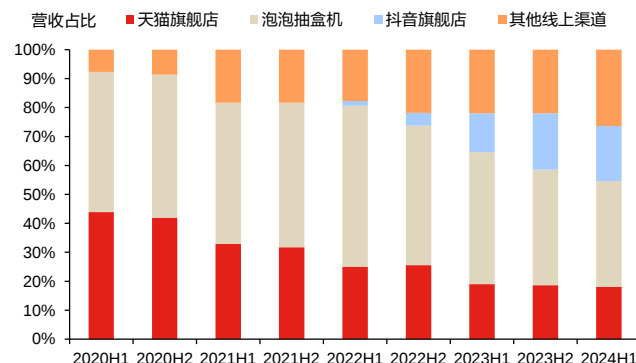
2023 年下半年以来公司国内线上渠道恢复增长，抖音渠道贡献主要增量。经过连续多年高增后，2022 年公司国内线上渠道收入增速开始放缓。2023 年下半年开始公司国内线上渠道收入恢复增长态势，2024 年上半年加速增长，同比增长 34%。拆分线上渠道收入来看，公司自建的泡泡抽盒机仍是公司线上核心渠道，同时抖音渠道占比自 2023 年以来大幅提升，2024 年上半年销售规模已超天猫旗舰店，是公司线上渠道增长的核心渠道因素。

图 36：2023 年下半年开始公司国内线上渠道收入恢复增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

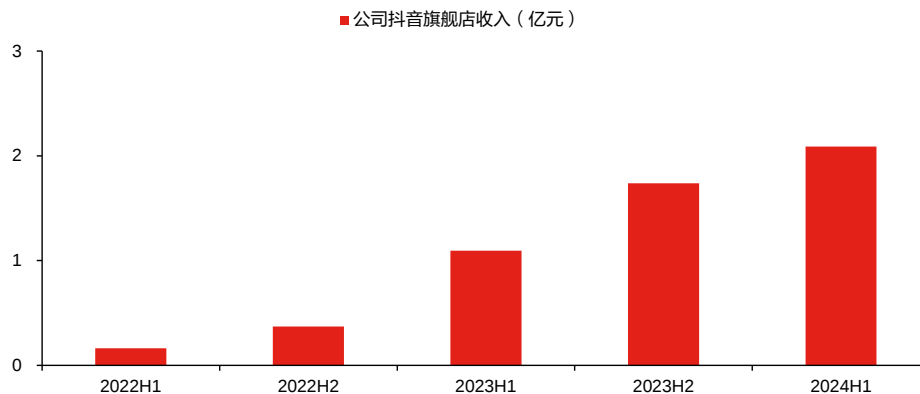
图 37：泡泡抽盒机是公司线上核心渠道，抖音渠道占比明显提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

抖音互动性突出，营收持续高增。公司于 2022 年下半年开始着重布局抖音渠道，截至 2025 年 1 月 20 日，“泡泡玛特官方旗舰店”、“泡泡玛特 POPMART”两大主体账号分别拥有粉丝 218 万人、1571 万人。与传统货架电商模式相比，抖音电商通过直播形式能够更加直观、立体地展示潮玩产品，同时能更好地向粉丝传达 IP 精神与产品设计背后的理念，实现消费者与 IP 潮玩产品的深度链接。2022 年以来公司抖音渠道收入大幅高增，2024 年上半年抖音渠道收入已超 2 亿元。

图 38：2024 年上半年公司抖音旗舰店收入已超 2 亿元

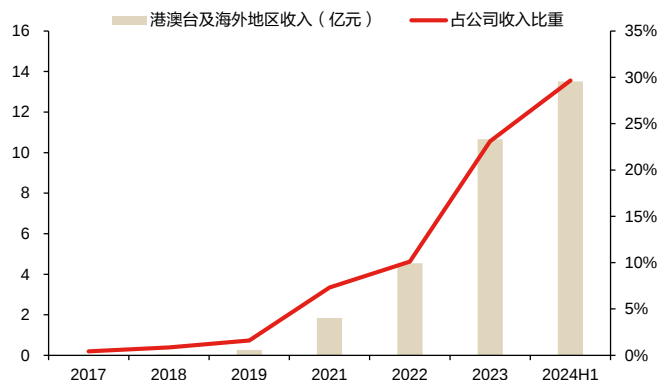


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 大力推进潮玩出海，国际化业务有望加速放量

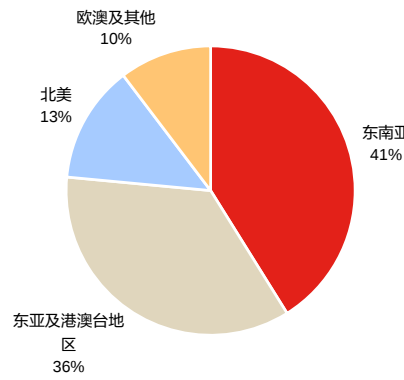
公司国际业务加速成长，已成为公司重要第二增长点。公司自 2018 年开始布局海外业务，2023 年开始收入实现大幅增长，2023 年公司港澳台及海外地区收入达 10.66 亿元，占公司收入比重约 23%，2024 年上半年港澳台及海外地区收入达 13.51 亿元，占公司收入比重提升至 30%，中国港澳台及海外市场已成为公司重要收入来源。分地区来看，目前公司港澳台及海外收入主要来源于亚洲地区，其中东南亚、东亚及港澳台地区收入占比分别为 41%、36%（以 2024 年上半年为例），同期北美地区收入占比 13%。

图 39：2024 年上半年公司港澳台及海外地区收入占比已达 30%



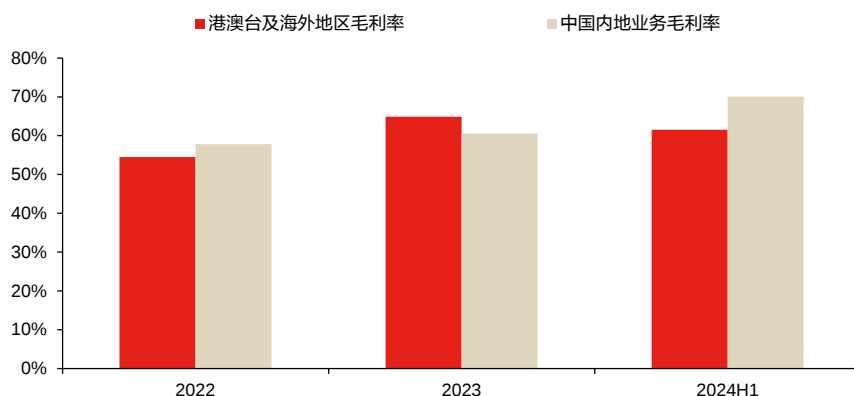
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：公司港澳台及海外地区业务收入主要来自于东南亚、东亚及港澳台市场（以 2024 年上半年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

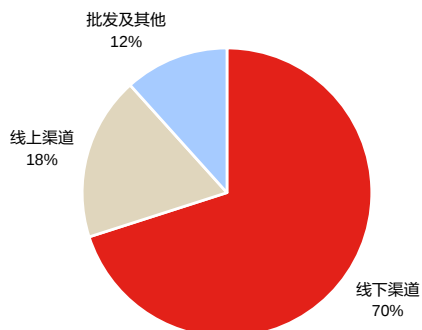
图 41：公司港澳台及海外地区业务毛利率高于中国内地业务



数据来源：公司公告，东方证券研究所

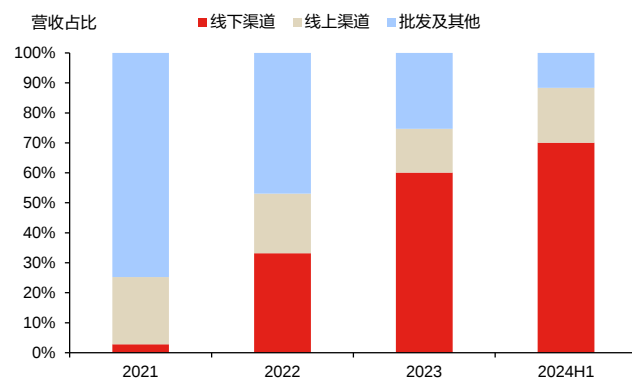
2022 年战略性发力海外线下渠道，国际化业务已成功实现零售转型。公司在国际业务初期以批发模式为主，2021 年发力线上电商渠道，如在东南亚地区通过 Shopee、Lazada 等本地电商渠道建立品牌认知；在具备一定品牌认知度后，公司于 2022 年开始加速海外线下渠道布局，在海外多个核心城市的核心商圈开设设计感突出的线下门店。截至 2024 年 6 月底，公司在港澳台及海外地区的零售店/机器人商店数量分别为 92 家/162 家，较 2021 年底增加 85 家/153 家，同期公司线下渠道、线上渠道、批发及其他渠道在港澳台及海外地区收入中的比重分别为 70%/18%/12%，线下渠道已成为公司出海业务的核心渠道，亦是公司出海增长的核心驱动力

图 42：公司港澳台及海外地区业务收入中线下、线上零售渠道收入占比分别为 70%、18%（以 2024 年上半年为例）



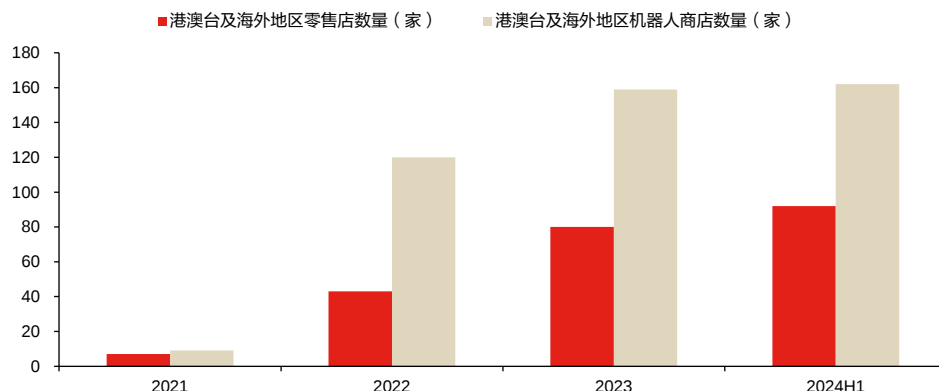
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：公司港澳台及海外地区业务由批发向零售模式转型



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 44：截至 2024 年中，公司在港澳台及海外地区的零售店、机器人商店数量分别为 92 家、162 家



数据来源：公司公告，东方证券研究所

IP 形象与产品本土化调整助力公司迅速获得海外消费者青睐。消费者对于潮玩产品的认知与当地文化密不可分，公司在海外市场开设的过程中持续进行 IP 与产品本土化调整，如进军泰国时与本土艺术家合作推出 IP CRYBABY，借助本土艺术家提升品牌声量，2024 年 2 月泰国三店开业、门店融入了大量 CRYBABY 元素，首日销售额突破 500 万元。在北美市场，公司与洛杉矶艺术家 Libby Frame 签约，推出 IP Peach Riot 迅速成为市场爆款。

图 45：公司泰国三店融入了大量 CRYBABY 元素



数据来源：公司公众号，东方证券研究所

图 46：公司在北美推出了 IP Peach Riot



数据来源：公司官网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 拆分收入来看，我们认为未来三年国内业务、港澳台及国际业务均能实现相对较好的增长，港澳台及国际业务增速预计高于国内业务，国内业务增长主要由线下门店的经营质量提升、线上抖音等渠道的增长驱动，港澳台及国际业务增长主要由线下零售门店的扩张、经营区域的拓展来驱动，我们预计 2024-2026 年国内业务收入同比分别增长 48%/22%/18%，国际业务收入同比分别增长 278%/75%/41%。
- 2) 我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 66.4%/67.5%/68.0%，主要系高毛利的海外业务占比有所提升，同时公司规模效应进一步释放、供应链降本持续深化，有望带动自主品牌业务毛利率稳步提升。
- 3) 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 29.3%/28.8%/28.8%，管理费用率分别为 10.2%/9.7%/9.7%。
- 4) 我们预计公司 2024-2026 年公司所得税率维持在 23%。

收入分类预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内业务					
营业收入（百万元）	4,162.98	5,237.64	7,735.07	9,413.15	11,121.46
同比增速	-3%	26%	48%	22%	18%
毛利率	57.8%	60.6%	62.9%	62.8%	62.7%
-线下渠道					
营业收入（百万元）	2,069.53	3,030.56	4,299.07	5,125.26	5,871.13
同比增速	-3%	46%	42%	19%	15%
毛利率	60.7%	63.0%	65.0%	65.0%	65.0%
-线上渠道					
营业收入（百万元）	1,829.81	1,710.47	2,542.10	3,125.80	3,739.63
同比增速	-2%	-7%	49%	23%	20%
毛利率	57.8%	60.5%	62.5%	62.5%	62.5%
-批发及其他					
营业收入（百万元）	263.64	496.62	893.91	1,162.08	1,510.71
同比增速	-14%	88%	80%	30%	30%
毛利率	35.6%	46.7%	54.0%	54.0%	54.0%
港澳台及海外					
营业收入（百万元）	453.94	1,066.10	4,031.91	7,043.95	9,928.66
同比增速	147%	135%	278%	75%	41%
毛利率	54.5%	64.9%	73.1%	73.7%	73.9%
-线下渠道					
营业收入（百万元）	150.77	640.29	3,057.68	5,411.39	7,634.27
同比增速	2799%	325%	378%	77%	41%
毛利率	73.4%	74.4%	75.4%	75.4%	75.4%
-线上渠道					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

营业收入（百万元）	90.22	155.81	623.22	1,246.44	1,869.66
同比增速	119%	73%	300%	100%	50%
毛利率	74.5%	73.5%	72.5%	72.5%	72.5%
-批发及其他					
营业收入（百万元）	212.95	270.01	351.01	386.11	424.72
同比增速	55%	27%	30%	10%	10%
毛利率	32.6%	37.6%	54.0%	54.0%	54.0%
合计收入（百万元）	4,617.32	6,301.00	11,766.99	16,457.09	21,050.12
同比增速	3%	36%	87%	40%	28%
综合毛利率	57.5%	61.3%	66.4%	67.5%	68.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25.68/38.58/50.37 亿元，对应 EPS 分别为 1.91/2.87/3.75 元。公司作为中国潮流玩具行业领军企业，具备出众的 IP 挖掘、创作以及维护运营能力，同时通过传统线上、线下零售渠道与创新型的机器人商店以及线上抽盒机平台结合的方式实现高频、高效的消费者触达，带动国内基本盘稳定增长；同时公司港澳台及国际业务蓬勃发展，出海业务已成为公司重要的第二增长曲线。2025 年可比公司 PE 估值约为 31 倍，考虑到公司业绩增速以及 ROE 水平相对较高、行业龙头地位稳固，给予公司 2025 年 PE 估值 40 倍（约 30% 估值溢价），结合当前港币汇率水平（1 港元=0.9225 人民币），给予目标价 124.57 港元，给予“买入”评级。

表 8：2025 年可比公司 PE 估值为 31 倍

公司	代码	最新价格 2025/2/28	每股收益（元）				归母净利润增速			市盈率				ROE
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
名创优品	09896	39.60	1.41	2.12	2.67	3.22	50%	26%	21%	26.2	17.5	13.9	11.5	20%
布鲁可	00325	82.00	-0.83	0.16	3.45	5.01	119%	2051%	45%	-92.9	478.7	22.3	15.3	13%
奥飞娱乐	002292	8.94	0.06	0.01	0.13	0.18	-82%	980%	42%	141.2	764.1	70.7	49.7	3%
万代南梦宫梦	7832.T	5000.00	136.88	153.85	189.64	197.74	12%	23%	4%	36.5	32.5	26.4	25.3	14%
迪士尼	DIS.N	113.80	2.98	4.33	5.37	6.12	45%	24%	14%	38.2	26.3	21.2	18.6	5%
	平均数						29%	621%	25%	29.9	263.8	30.9	24.1	11%

*注：名创优品、布鲁可股价单位为港币，万代南梦宫梦股价、每股收益单位为日元，迪士尼股价、每股收益单位为美元

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

IP 挖掘不及预期的风险。IP 的挖掘是公司差异化竞争力持续强化的核心来源，若公司新艺术家 IP 挖掘、开发不及预期，可能导致公司收入增长不及预期以及估值水平大幅回落的风险。

行业竞争加剧的风险。当前中国潮玩行业竞争者众多，若行业竞争超预期，可能导致公司利润增长不及预期。

港澳台及国际业务推广不及预期的风险。港澳台及国际业务是公司未来收入增长的重要驱动力，若公司出海业务拓展进度相对较慢，可能会导致公司收入增长不及预期以及估值水平回落的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

宏观消费不及预期的风险。公司产品具备突出的可选消费属性，若宏观消费相对疲软，可能会导致公司收入增长不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	699	2,096	4,624	7,804	11,743	营业收入	4,617	6,301	11,767	16,457	21,050
应收账款	194	321	387	541	692	销售成本	1,963	2,437	3,954	5,352	6,740
预付款项、按金及其他应收款项	487	468	645	902	1,153	其他费用	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	1,471	2,005	3,450	4,742	6,066
存货	867	905	1,083	1,466	1,847	管理费用	686	707	1,203	1,600	2,047
其他流动资产	4,369	3,894	4,127	4,123	4,218	财务费用	(29)	(152)	(101)	(186)	(293)
流动资产总计	6,616	7,683	10,865	14,836	19,654	其他经营损益	0	0	0	0	0
使用权益法入账的投资	83	107	107	107	107	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	449	653	593	567	526	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	50	50	50	营业利润	527	1,304	3,261	4,949	6,491
无形资产+使用权资产	848	842	849	885	937	其他非经营损益	113	112	98	98	98
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	640	1,416	3,358	5,046	6,589
其他非流动资产	584	683	683	683	683	所得税	164	327	776	1,166	1,522
非流动资产合计	1,965	2,285	2,282	2,292	2,303	税后利润	476	1,089	2,583	3,881	5,067
资产总计	8,580	9,969	13,147	17,128	21,957	归属于非控制股东利润	0	6	15	23	30
短期借款	0	15	0	0	0	归属于母公司股东利润	476	1,082	2,568	3,858	5,037
应付账款	259	445	722	977	1,231	EBITDA	1,215	1,932	3,538	5,197	6,700
其他流动负债	872	1,273	2,308	3,207	4,091	NOPLAT	370	886	2,430	3,662	4,766
流动负债合计	1,131	1,733	3,030	4,184	5,322	EPS(元)	0.35	0.81	1.91	2.87	3.75
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
其他非流动负债	484	455	455	455	455		2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	484	455	455	455	455	成长能力					
负债合计	1,615	2,188	3,486	4,639	5,777	营收额增长率	3%	36%	87%	40%	28%
股本	1	1	1	1	1	EBIT增长率	-48%	107%	158%	49%	30%
储备	4,693	4,438	4,438	4,438	4,438	EBITDA增长率	-24%	59%	83%	47%	29%
留存收益	2,269	3,331	5,197	8,001	11,662	税后利润增长率	-44%	129%	137%	50%	31%
归属于母公司股东权益	6,963	7,770	9,636	12,440	16,101	盈利能力					
归属于非控制股东权益	2	10	26	49	79	毛利率	57%	61%	66%	67%	68%
权益合计	6,965	7,780	9,662	12,489	16,180	净利率	10%	17%	22%	24%	24%
负债和权益合计	8,580	9,969	13,147	17,128	21,957	ROE	7%	14%	27%	31%	31%
现金流量表						ROA	6%	11%	20%	23%	23%
单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	ROIC	19%	13%	38%	59%	75%
税后经营利润	392	1,003	2,508	3,806	4,992	估值倍数					
折旧与摊销	605	669	280	337	405	P/E	294	129	55	36	28
财务费用	(29)	(152)	(101)	(186)	(293)	P/S	30	22	12	9	7
其他经营资金	(76)	471	658	364	259	P/B	20	18	15	11	9
经营性现金净流量	891	1,991	3,345	4,320	5,362	资本结构					
投资性现金净流量	(4,698)	234	(201)	(272)	(341)	资产负债率	19%	22%	27%	27%	26%
筹资性现金净流量	(1,177)	(842)	(616)	(867)	(1,083)	流动比率	5.9	4.4	3.6	3.5	3.7
现金流量净额	(4,985)	1,383	2,527	3,181	3,939	速动比率	1.2	1.7	1.9	2.2	2.6

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。