

2025年03月26日
顾向君
H70420@capitalcom.tw
目标价(元) 160

泡泡玛特(09992.HK)

BUY 买进

全年净利润同比增 189%，超预期

结论与建议：

业绩概要：

公告全年实现营收 130.4 亿，同比增 107%，录得归母净利润 31.3 亿，同比增 189%，业绩超预期。

分红方案：每股派发人民币股息 0.8146 元

点评：

- **全年国内外收入强劲增长。**2024 年，通过改善全渠道消费体验和提升运营能力，公司在中国内地累计注册会员人数达 4608.3 万人，同比新增 1173 万人，精细化运营下，内地维持强劲的收入增长，实现营收 79.7 亿，同比增 52.3%。同时，通过加大开拓力度和推进本土化策略，海外市场保持高速增长，实现收入 50.7 亿，同比增 375.2%，其中东南亚收入 24 亿，同比增 619%，东亚及港澳台收入近 14 亿，同比增 185%，北美收入 7.2 亿，同比增 557%，欧澳及其他地区收入 5.5 亿，同比增 311%。
- **IP 运营能力卓越，4 大 IP 收入超 10 亿。**全年来看，艺术家 IP 合计实现收入 111.2 亿，同比增 130.6%；授权 IP 收入 16 亿，同比增 54%。细分艺术家 IP，THE MONSTERS 系列的毛绒产品成为年度爆款，实现收入 30.4 亿；MOLLY 作为公司最经典 IP，凭借运营和高端化策略，打造出不同形象，在多元产品组合下爆发旺盛生命力，实现收入 20.9 亿，同比增 105%；SKULLPANDA 延续多元设计策略，维持较高系列热度，实现收入 13.1 亿，同比增 27.7%；CRYBABY 作为新锐 IP 年内广受喜爱，实现营收 11.6 亿，同比增 1537%；除此之外，Dimoo、小野等 IP 亦有不俗表现。
- **毛利率大幅上升，规模化降低费率。**2024 年公司毛利率同比上升 5.47pcts 至 66.79%，受益海外收入占比增加和供应链成本控制，此外外采商品减少亦有影响。由于规模扩张，各类费用显著增长，然而收入快速提升加快公司规模，全年费率同比下降 6.62pcts 至 34.01%（其中销售费用率同比下降 3.82pcts 至 28%，管理费用率同比下降 3.97pcts 至 7.26%），进一步放大盈利。
- 公司与《哪吒 2》合作款爆火，将加强上半年公司授权 IP 类产品的收入，全年看，我们预计公司将持续聚焦 IP，推出更多新品，并强化运营，提升消费者认知和粉丝情感纽带，在中国和海外市场实现更进一步。
- 预计 2025-2027 年将分别实现净利润 45.7 亿、57.7 亿和 69.5 亿，分别同比增 46.4%、26.1%和 20.4%，EPS 分别为 3.41 元、4.30 元和 5.17 元，当前股价对应 PE 分别为 34 倍、27 倍和 23 倍，公司竞争优势明确，成长动能充足，予以“买进”。
- 风险提示：需求恢复不及预期，DH 重组成本高于预期

公司基本资讯

产业别	轻工制造		
H 股价(2025/03/25)	126.90		
恒生指数(2025/03/25)	23,344.3		
股价 12 个月高/低	136.3/22.8		
总发行股数(百万)	1,342.94		
H 股数(百万)	1,342.94		
H 市值(亿元)	631.85		
主要股东	王宁(50.34%)		
每股净值(元)	7.96		
股价/账面净值	15.95		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	16.32%	33.93%	443.65

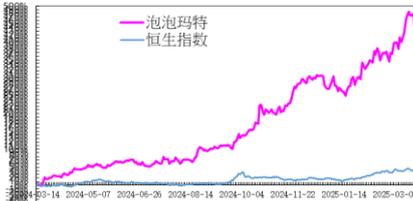
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

手办	53.2%
毛绒	21.7%
MEGA	12.9%
衍生品及其他	12.2%

股价相对大盘走势



..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	476	1082	3125	4574	5769	6947
同比增减	%	-44%	128%	189%	46%	26%	20%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.35	0.81	2.36	3.41	4.30	5.17
同比增减	%	-44%	131%	191%	44%	26%	20%
市盈率(P/E)	X	335	145	50	34	27	23
股利 (DPS)	RMB 元	0.09	0.28	0.81	1.19	1.50	1.81
股息率 (Yield)	%	0.53%	0.74%	0.72%	0.81%	1.09%	1.09%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	4617	6301	13038	19648	24915	29839
营业总支出	1963	2437	4330	6513	8234	9847
经营溢利	583	1231	4154	6099	7694	9270
除税前利润	640	1416	4366	6420	8097	9750
持续经营净利润	476	1089	3308	4815	6072	7312
归属普通股股东净利润	476	1082	3125	4574	5769	6947

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	685	2078	6109	8663	11653	14637
存货	867	905	1525	2287	3201	4162
应收账款	194	321	478	764	1147	1605
流动资产合计	6616	7683	12236	16519	20648	25398
固定资产	449	653	739	828	911	984
非流动资产合计	685	2078	6109	8663	11653	14637
资产总计	1965	2285	2635	2979	3312	3644
流动负债合计	8580	9969	14871	19497	23961	29041
非流动负债合计	1131	1733	3370	4718	5190	5449
负债合计	484	455	616	680	637	615
少数股东权益	1615	2188	3986	5398	5827	6065
股东权益合计	2	10	201	241	285	328

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	891	1991	5215	8252	10713	13129
投资活动产生的现金流量净额	-4698	234	-1956	-2947	-4236	-5669
筹资活动产生的现金流量净额	-1177	-842	-1695	-2751	-3488	-4476
现金及现金等价物净增加额	-4985	1383	1565	2554	2990	2984

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。