

泡泡玛特 (09992.HK)

IP 势能强劲，全球化运营打开新空间

优于大市

核心观点

出海和品类扩张带动公司收入增长 107%、归母净利润增长 189%。公司 2024 年收入 130.4 亿元，同比增长 106.9%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为 79.4/50.7 亿元，分别同比+51.7%/+375.2%；归母净利润 31.3 亿元，同比增长 188.8%。利润率维持高水平，公司 2024 年毛利率 66.8%，同比增长 5.5 个百分点，主要由于海外占比提升、供应链优化和自主产品占比提升；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别-3.6/-3.9/+1.1 个百分点至 28.0%/7.3%/-1.3%。

公司的 IP 矩阵持续优化，共有 13 个 IP 收入过亿。分 IP 看：1) 成熟 IP 持续维持强劲的增长势头，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA/DIMOO 收入分别为 20.9/30.4/13.1/9.1 亿元，分别同比增长 105.2%/726.6%/27.7%/23.3%，THE MONSTERS 在欧美和东南亚人气超高、DIMOO 成为中泰建交 50 周年大使。2) 新 IP 方面，Crybaby 收入同比增长 1537%至 11.7 亿元；此外，PDC 旗下多个 IP 取得出色成绩，Hirono/Zsiga/HACIPUPU 收入分别为 7.3/2.4/2.2 亿元，分别同比增长 106.9%/145.1%/47.8%。

毛绒品类表现亮眼，内容业务有望持续丰富 IP 内涵。分品类看：1) 2024 年手办/毛绒/MEGA/衍生品收入分别为 69.4/28.3/16.8/15.9 亿元，分别同比增长 44.7%/1289.0%/146.1%/156.2%。目前，公司的毛绒、积木品类已取得良好的市场反响，公司还推出珠宝品类丰富商业化的可能性。2) 公司正在筹备短片内容，目前正在制作中，有望丰富 IP 内涵同时吸引更多新用户。

海外收入增长迅猛，2025 年计划新增 100 家门店。公司海外门店已有 130 家，东南亚/东亚及中国港澳台/北美/欧澳地区的收入为 24.2/13.9/7.2/5.5 亿，同比提升 619%/185%/557%/310%，年内将新增 100 家门店。

风险提示：门店扩张不及预期；潮玩材料成本上行；IP 生命周期风险等。

投资建议：看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。由于公司的 IP 势能和海外扩张节奏超出预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 50.2/63.0/78.8 亿（原 25-26 年为 35.1/42.4 亿），同比增长 60.7%/25.3%/25.2%；摊薄 EPS=3.74/4.69/5.87 元，当前股价对应 PE=35/28/22x。公司头部 IP 维持亮眼表现、新品推出稳定，IP 打造与运营能力得到持续验证；海外渠道成为公司新增长极；同时 IP 乐园、积木、卡牌、内容短片有望提升 IP 运营深度，长线 IP 打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	20,651	26,084	31,900
(+/-%)	36.5%	106.9%	58.4%	26.3%	22.3%
净利润(百万元)	1082	3125	5024	6297	7883
(+/-%)	17.2%	188.8%	60.7%	25.3%	25.2%
每股收益(元)	0.81	2.33	3.74	4.69	5.87
EBIT Margin	17.2%	30.4%	32.8%	32.8%	33.7%
净资产收益率(ROE)	13.9%	29.3%	32.7%	29.6%	27.6%
市盈率(PE)	162.36	56.2	34.98	27.91	22.29
EV/EBITDA	120.52	40.09	26.91	21.18	17.09
市净率(PB)	22.62	16.45	11.43	8.27	6.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·数字媒体

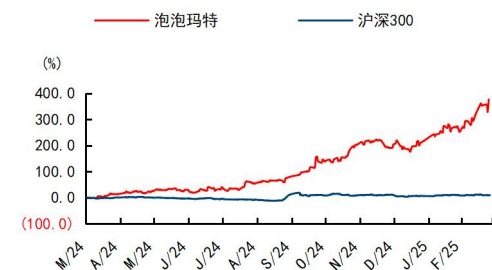
证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 140.70 港元
总市值/流通市值 188952/188952 百万港元
52 周最高价/最低价 147.00/27.21 港元
近 3 个月日均成交额 864.06 百万港元

市场走势



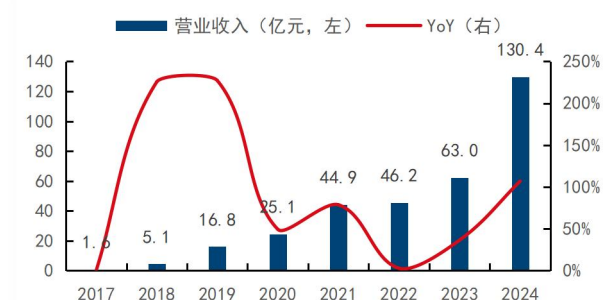
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《泡泡玛特 (09992.HK) - 品类扩张和出海带动增长，潮玩龙头打开新空间》——2024-11-25
《泡泡玛特 (09992.HK) - 出海表现出色、品类扩张成效显著，上半年收入增长 62%》——2024-08-22
《泡泡玛特 (09992.HK) - 出海及新 IP 表现亮眼，上半年净利润预增 90%以上》——2024-07-20
《泡泡玛特 (09992.HK) - 2023 年收入利润全面恢复，IP 运营和出海能力持续验证》——2024-04-09
《泡泡玛特 (09992.HK) - 全产业链一体化运作的潮玩龙头》——2024-01-05

出海和品类扩张带动公司收入增长 107%、归母净利润增长 189%。公司 2024 年收入 130.4 亿元，同比增长 106.9%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为 79.4/50.7 亿元，分别同比+51.7%/+375.2%；归母净利润 31.3 亿元，同比增长 188.8%。

图1: 泡泡玛特营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

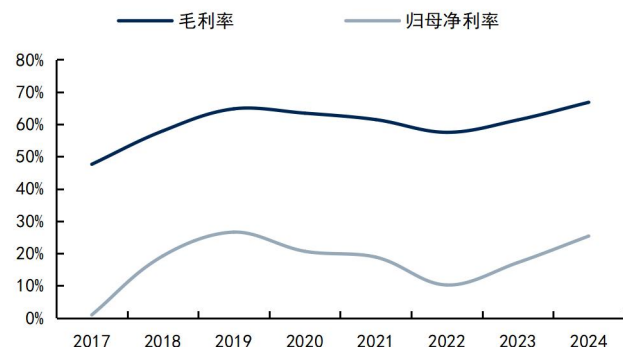
图2: 泡泡玛特归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

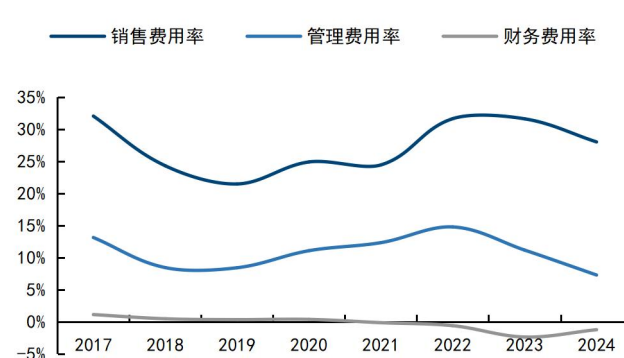
利润率持续提升，费用率优化。公司 2024 年毛利率 66.8%，同比增长 5.5 个百分点，主要由于海外占比提升、供应链优化和自主产品占比提升；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别-3.6/-3.9/+1.1 个百分点至 28.0%/7.3%/-1.3%。

图3: 泡泡玛特毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 泡泡玛特三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司的 IP 矩阵持续优化，共有 13 个 IP 收入过亿。分 IP 看：1）成熟 IP 持续维持强劲的增长势头，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA/DIMOO 收入分别为 20.9/30.4/13.1/9.1 亿元，分别同比增长 105.2%/726.6%/27.7%/23.3%，THE MONSTERS 在欧美和东南亚人气超高、DIMOO 成为中泰建交 50 周年大使。2）新 IP 方面，Crybaby 收入同比增长 1537%至 11.7 亿元；此外，PDC 旗下多个 IP 取得出色成绩，Hirono/Zsiga/HACIPUPU 收入分别为 7.3/2.4/2.2 亿元，分别同比增长 106.9%/145.1%/47.8%。

毛绒品类表现亮眼，内容业务有望持续丰富 IP 内涵。分品类看：1）2024 年手办/毛绒/MEGA/衍生品收入分别为 69.4/28.3/16.8/15.9 亿元，分别同比增长 44.7%/1289.0%/146.1%/156.2%。目前，公司的毛绒、积木品类已取得良好的市场反响，公司还推出珠宝品类丰富商业化的可能性。2）公司正在筹备短片内容，目前正在制作中，有望丰富 IP 内涵同时吸引更多新用户。

海外收入增长迅猛，2025 年计划新增 100 家门店。公司海外门店已有 130 家，东南亚/东亚及中国港澳台/北美/欧澳地区的收入为 24.2/13.9/7.2/5.5 亿，同比提升 619%/185%/557%/310%，年内将新增 100 家门店。

投资建议：看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。由于公司的 IP 势能和海外扩张节奏超出预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年后归母净利润分别为 50.2/63.0/78.8 亿（原 25-26 年为 35.1/42.4 亿），同比增长 60.7%/25.3%/25.2%；摊薄 EPS=3.74/4.69/5.87 元，当前股价对应 PE=35/28/22x。公司头部 IP 维持亮眼表现、新品推出稳定，IP 打造与运营能力得到持续验证；海外渠道成为公司新增长极；同时 IP 乐园、积木、卡牌、内容短片有望提升 IP 运营深度，长线 IP 打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024 (E)	2025E	2026E	2023	2024 (E)	2025E	2026E
9992. HK	泡泡玛特	优于大市	129.86	1744	0.80	2.33	3.74	4.69	162	56	35	28
002292. SZ	奥飞娱乐	优于大市	9.44	140	0.06	0.07	0.13	0.18	149	134	75	52
300459. SZ	汤姆猫	优于大市	6.26	220	(0.25)	-	-	-	(25)	-	-	-

资料来源：Wind、公司公告 注：可比公司估值来自 wind 一致预期；奥飞娱乐、汤姆猫 2024 年报未公布

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2078	6109	5400	8759	15402	营业收入	6301	13038	20651	26084	31900
应收款项	789	1054	2433	2859	3408	营业成本	2437	4330	6608	8347	10048
存货净额	905	1525	2325	2940	3541	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3904	3537	12646	13069	14724	销售费用	2005	3650	5782	7251	8772
流动资产合计	7683	12236	22816	27638	37087	管理费用	776	1091	1488	1921	2339
固定资产	653	739	927	1039	1122	财务费用	152	163	(77)	(97)	(120)
无形资产及其他	842	1063	1020	978	935	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	683	695	695	695	695	资产减值及公允价值变动	(116)	(163)	50	(15)	(35)
长期股权投资	107	137	147	157	167	其他收入	532	3686	0	0	0
资产总计	9969	14871	25605	30508	40006	营业利润	1348	7326	6900	8647	10824
短期借款及交易性金融负债	15	0	3732	1005	1335	营业外净收支	68	(2960)	0	1	2
应付款项	639	1572	1699	2148	2587	利润总额	1416	4366	6900	8648	10826
其他流动负债	1079	1798	3714	4693	5673	所得税费用	327	1057	1587	1989	2490
流动负债合计	1733	3370	9145	7847	9595	少数股东损益	6	183	289	362	453
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1082	3125	5024	6297	7883
其他长期负债	455	616	676	736	796						
长期负债合计	455	616	676	736	796	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2188	3986	9821	8583	10391	净利润	1082	3125	5024	6297	7883
少数股东权益	10	201	418	690	1030	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	7770	10684	15371	21246	28600	折旧摊销	392	517	123	136	150
负债和股东权益总计	9969	14871	25605	30508	40006	公允价值变动损失	0	0	(50)	15	35
						财务费用	152	163	77	97	120
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	780	1282	(9185)	25	(1327)
每股收益	0.81	2.33	3.74	4.69	5.87	其它	6	171	217	272	340
每股红利	0.00	0.16	0.25	0.31	0.39	经营活动现金流	2261	5095	(3872)	6744	7081
每股净资产	5.79	7.96	11.45	15.82	21.30	资本开支	0	(459)	(218)	(221)	(224)
ROIC	12%	34%	35%	34%	40%	其它投资现金流	4	(3)	0	0	0
ROE	14%	29%	33%	30%	28%	投资活动现金流	(19)	(492)	(232)	(236)	(240)
毛利率	61%	67%	68%	68%	68%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	30%	33%	33%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	34%	33%	33%	34%	支付股利、利息	0	(209)	(337)	(422)	(528)
收入增长	36%	107%	58%	26%	22%	其它融资现金流	(849)	(153)	3732	(2727)	330
净利润增长率	128%	189%	61%	25%	25%	融资活动现金流	(849)	(572)	3395	(3149)	(198)
资产负债率	22%	28%	40%	30%	29%	现金净变动	1393	4031	(709)	3359	6643
息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	685	2078	6109	5400	8759
P/E	162.4	56.2	35.0	27.9	22.3	货币资金的期末余额	2078	6109	5400	8759	15402
P/B	22.6	16.4	11.4	8.3	6.1	企业自由现金流	0	4345	(4065)	6535	6868
EV/EBITDA	120.5	40.1	26.9	21.2	17.1	权益自由现金流	0	4390	(304)	3842	7292

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032