

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 153.20 港元 176.00个 +14.9%

2025年3月28日

## 泡泡玛特 (9992 HK)

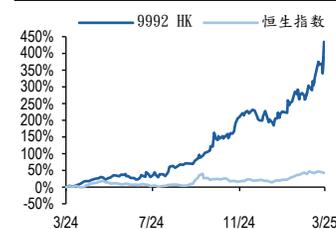
### 2024年业绩超预期；管理层给予2025年200亿元营收目标

- 2024年业绩超预期，净利润翻倍增长。**泡泡玛特2024年收入130.4亿元（人民币，下同），同比增长106.9%，表现亮眼。毛利同比增125.4%达87.1亿元，毛利率提升至66.8%（2023年：61.3%），主要得益于海外业务的发展、供应链成本优化和自主IP产品占比提升至97.6%（2023年：93%）。全年净利润33.1亿元，净利润率25.4%（2023年：17.3%）。公司宣布派发每股0.8146元股息，总派息金额为10.94亿元，对应派息率35%，与2023年保持一致。
- 中外市场表现。**中国市场收入79.7亿元（占收比61.1%）同比增52.3%。其中，线下渠道收入增长41%至45.3亿元，零售店（同比增44%）和机器人商店（同比+26%）均延续高速增长；线上渠道同比增77%至26.9亿元，公司通过直播内容视觉提升、吸引跨界新用户等方式积累用户流量并提升成交率，实现抖音和天猫（二者占线上收入约45%）翻倍增长、抽盒机（占线上收入41%）超50%增长。海外市场收入50.7亿元（占收比38.9%）同比增375.2%。东南亚/北美市场表现尤为强劲，分别呈6倍/5倍增长。零售店之数量（同比+50间至120间）和店效（同比提升超160%）引领线下渠道收入增长380%至30.7亿元。公司加强本土化运营和线上平台开发，线上渠道同比翻8倍至14.5亿元。
- 2025年展望。**管理层对2025年表现充满信心，目标突破200亿元营收规模（同比增50%以上）。其中，海外市场将继续作为战略重点，收入占比预计从当前约四成的水平提升至五成，计划新开100家门店并重点拓展北美和欧洲。毛利率有望在海外收入占比提升的情况下进一步提升，同时公司采取严格的费用管控体系，有助于整体利润率的稳定。
- 新业务布局。**首饰品牌POPOP已在2025年春节期间开启快闪店，并计划于2季度加大投入并设长期门店。高端品牌MEGA也将在2025年开启线下门店。泡泡玛特乐园收入和利润均超管理层预期，吸引各地游客（北京以外地区占50%），公司计划2季度开启一期的改造和二期的建设。
- 维持买入。**泡泡玛特的创新能力持续获市场认可（如Labubu和Crybaby引领毛绒品类实现1289%的同比增速），海外门店拓展仍在加速期，店效提升显著。我们上调公司的财务预测，新目标价176港元对应46倍2025年市盈率（为过去1年平均）。

#### 个股评级

买入

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(港元)	153.70
52周低位(港元)	28.70
市值(百万港元)	203,193.76
日均成交量(百万)	11.88
年初至今变化(%)	70.89
200天平均价(港元)	87.45

资料来源: FactSet

#### 谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com  
(852) 3766 1856

#### 财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	6,301	13,038	20,091	25,577	32,729
同比增长(%)	36.5	106.9	54.1	27.3	28.0
净利润(百万人民币)	1,082	3,125	4,724	6,144	8,036
每股盈利(人民币)	0.81	2.36	3.56	4.63	6.06
同比增长(%)	131.4	191.4	50.9	30.1	30.8
前EPS预测值(人民币)			2.35	2.96	
调整幅度(%)			51.6	56.3	
市盈率(倍)	176.7	60.7	40.2	30.9	23.6
每股账面净值(人民币)	5.81	8.05	11.30	15.68	21.11
市账率(倍)	24.66	17.77	12.67	9.13	6.78
股息率(%)	0.2	0.6	0.9	1.1	1.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

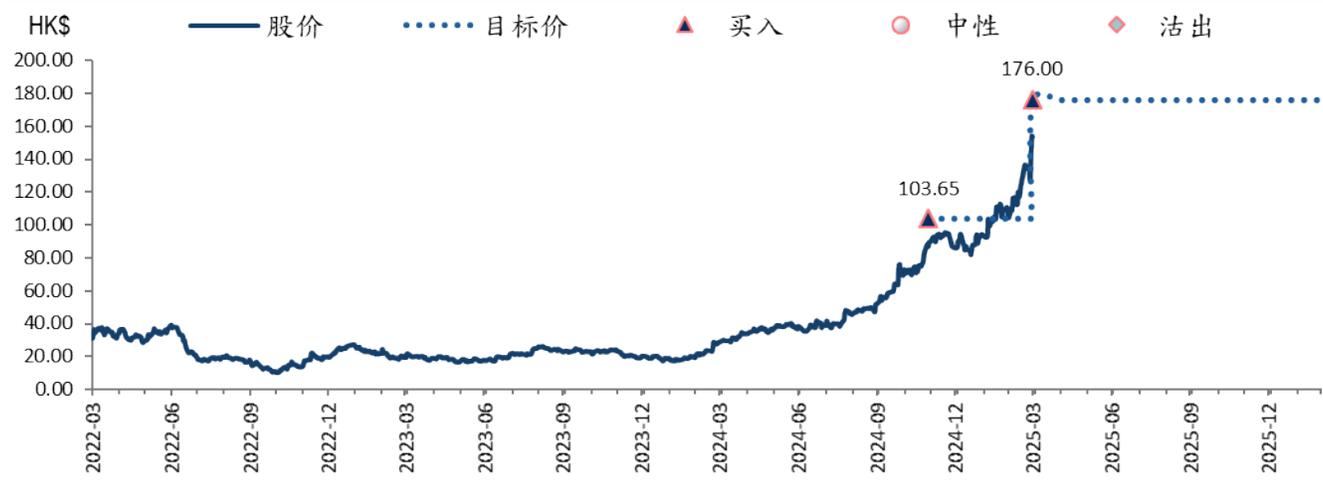
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 泡泡玛特 2024 年业绩

百万人民币	2023 实际	2024 实际	% 同比	2024 彭博一致预测	% 差异
<b>收入</b>	6,301	13,038	106.9%	12,273	6.2%
销售成本	(2,437)	(4,330)	77.7%		
<b>毛利</b>	3,864	8,708	125.4%	7,991	9.0%
营销费用	(2,005)	(3,650)	82.1%		
行政费用	(707)	(947)	33.9%		
其他经营净收支	79	44	-43.9%		
<b>经营利润</b>	1,231	4,154	237.6%	3,307	25.6%
财务收入	184	212	15.3%		
财务费用	(32)	(49)	51.5%		
其他	33	48	45.0%		
<b>税前利润</b>	1,416	4,366	208.4%	3,615	20.8%
<b>税项</b>	(327)	(1,057)	223.4%		
少数股东权益	6	183	N.M.		
<b>归母净利润</b>	1,082	3,125	188.8%	2,714	15.2%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际

图表 2: 泡泡玛特 (9992 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级		子行业
						发表日期		
9992 HK	泡泡玛特	买入	153.20	176.00	14.9%	2025 年 03 月 28 日		潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	28.40	34.47	21.4%	2025 年 03 月 21 日		啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	9.49	9.78	3.0%	2025 年 02 月 26 日		啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	19.42	22.91	18.0%	2025 年 03 月 27 日		乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.22	33.30	18.0%	2024 年 11 月 06 日		乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.45	12.30	45.6%	2023 年 09 月 05 日		乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	6.59	4.00	-39.3%	2024 年 09 月 02 日		乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	24.60	13.40	-45.5%	2024 年 08 月 27 日		乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.85	10.40	5.6%	2023 年 08 月 24 日		乳业
2313 HK	申洲国际	买入	60.00	116.00	93.3%	2024 年 03 月 27 日		纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	76.87	89.90	16.9%	2024 年 11 月 04 日		家电
6690 HK	海尔智家	买入	24.70	37.59	52.2%	2024 年 10 月 30 日		家电
000651 CH	格力电器	买入	45.28	52.96	17.0%	2024 年 04 月 30 日		家电
1044 HK	恒安国际	中性	21.85	22.64	3.6%	2025 年 03 月 26 日		个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.88	2.56	-11.1%	2025 年 01 月 24 日		餐厅
9896 HK	名创优品	买入	36.90	46.42	25.8%	2025 年 03 月 24 日		零售
2020 HK	安踏	买入	88.30	113.30	28.3%	2025 年 03 月 20 日		运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.16	14.89	-13.2%	2024 年 08 月 19 日		运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.57	0.90	58.6%	2025 年 03 月 12 日		体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.50	3.06	-12.6%	2024 年 11 月 05 日		体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 28 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	20,091	25,577	32,729
主营业务成本	(2,437)	(4,330)	(6,630)	(8,236)	(10,310)
<b>毛利</b>	<b>3,864</b>	<b>8,708</b>	<b>13,461</b>	<b>17,341</b>	<b>22,419</b>
销售及管理费用	(2,712)	(4,598)	(7,286)	(9,275)	(11,869)
其他经营净收入/费用	79	44	90	125	171
<b>经营利润</b>	<b>1,231</b>	<b>4,154</b>	<b>6,265</b>	<b>8,191</b>	<b>10,722</b>
财务成本净额	152	163	238	312	393
其他非经营净收入/费用	33	48	48	48	48
<b>税前利润</b>	<b>1,416</b>	<b>4,366</b>	<b>6,551</b>	<b>8,551</b>	<b>11,163</b>
税费	(327)	(1,057)	(1,550)	(2,047)	(2,657)
非控股权益	(6)	(183)	(276)	(360)	(470)
<b>净利润</b>	<b>1,082</b>	<b>3,125</b>	<b>4,724</b>	<b>6,144</b>	<b>8,036</b>
作每股收益计算的净利润	1,082	3,125	4,724	6,144	8,036

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,078	6,109	9,805	15,512	21,955
有价证券	3,894	3,523	3,523	3,523	3,523
应收账款及票据	321	478	754	814	1,192
存货	905	1,525	2,218	2,407	3,512
其他流动资产	486	602	1,058	1,125	1,654
<b>总流动资产</b>	<b>7,683</b>	<b>12,236</b>	<b>17,358</b>	<b>23,380</b>	<b>31,835</b>
物业、厂房及设备	653	739	987	1,300	1,698
其他有形资产	726	928	928	928	928
无形资产	116	135	135	135	135
长期应收收入	128	137	301	384	491
其他长期资产	662	696	725	755	785
<b>总长期资产</b>	<b>2,285</b>	<b>2,635</b>	<b>3,076</b>	<b>3,502</b>	<b>4,037</b>
<b>总资产</b>	<b>9,969</b>	<b>14,871</b>	<b>20,434</b>	<b>26,882</b>	<b>35,872</b>
短期贷款	15	0	0	0	0
应付账款	960	1,914	2,766	3,071	4,475
其他短期负债	758	1,456	1,686	1,842	2,046
<b>总流动负债</b>	<b>1,733</b>	<b>3,370</b>	<b>4,451</b>	<b>4,913</b>	<b>6,521</b>
长期应付账款	15	15	15	15	15
其他长期负债	440	601	777	952	1,128
<b>总长期负债</b>	<b>455</b>	<b>616</b>	<b>792</b>	<b>967</b>	<b>1,143</b>
<b>总负债</b>	<b>2,188</b>	<b>3,986</b>	<b>5,243</b>	<b>5,880</b>	<b>7,663</b>
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	7,769	10,683	14,989	20,800	28,007
<b>股东权益</b>	<b>7,770</b>	<b>10,684</b>	<b>14,990</b>	<b>20,800</b>	<b>28,007</b>
非控股权益	10	201	201	201	201
<b>总权益</b>	<b>7,780</b>	<b>10,885</b>	<b>15,191</b>	<b>21,002</b>	<b>28,209</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,416	4,366	6,551	8,551	11,163
折旧及摊销	669	1,143	1,685	2,040	2,626
营运资本变动	159	41	(637)	(94)	(692)
利息调整	(42)	(163)	(238)	(312)	(393)
税费	(262)	(1,057)	(1,550)	(2,047)	(2,657)
其他经营活动现金流	52	(52)	(403)	(6)	(473)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,991</b>	<b>4,276</b>	<b>5,407</b>	<b>8,133</b>	<b>9,574</b>
资本开支	(392)	(190)	(603)	(767)	(982)
投资活动	(191)	(804)	(804)	(804)	(804)
其他投资活动现金流	818	1,511	1,161	1,161	1,161
<b>投资活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>517</b>	<b>(246)</b>	<b>(410)</b>	<b>(625)</b>
权益净变动	(334)	0	0	0	0
股息	(122)	(378)	(1,081)	(1,631)	(2,121)
其他融资活动现金流	(386)	(385)	(385)	(385)	(385)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(842)</b>	<b>(763)</b>	<b>(1,466)</b>	<b>(2,016)</b>	<b>(2,506)</b>
汇率收益/损失	10	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>685</b>	<b>2,078</b>	<b>6,109</b>	<b>9,805</b>	<b>15,512</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,078</b>	<b>6,109</b>	<b>9,805</b>	<b>15,512</b>	<b>21,955</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.810	2.360	3.562	4.632	6.058
全面摊薄每股收益	0.810	2.360	3.562	4.632	6.058
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.282	0.815	1.229	1.599	2.091
每股账面值	5.806	8.054	11.300	15.680	21.113
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	61.3	66.8	67.0	67.8	68.5
EBIT利润率	19.5	31.9	31.2	32.0	32.8
净利率	17.2	24.0	23.5	24.0	24.6
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	11.7	25.2	26.8	26.0	25.6
ROE	14.7	33.5	36.2	34.0	32.7
<b>其他</b>					
流动比率	4.4	3.6	3.9	4.8	4.9
存货周转天数	51.3	34.0	34.0	33.0	33.0
应收账款周转天数	36.6	25.4	25.4	26.0	26.0
应付账款周转天数	44.2	40.8	42.5	41.6	42.1

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。