

轻工制造

2025 年 03 月 31 日

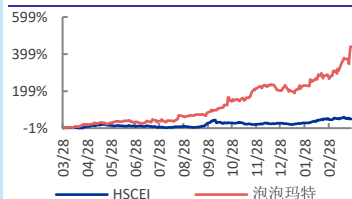
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 03 月 28 日

收盘价（港币）	153.20
恒生中国企业指数	8606.51
52 周最高/最低（港币）	160.00/28.20
H 股市值（亿港元）	2,057.39
流通 H 股（百万股）	1,342.94
汇率（人民币/港币）	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002

linqx@swsresearch.com

任梦妮 A0230521100005

renmn@swsresearch.com

屠亦婷 A0230512080003

tuyt@swsresearch.com

研究支持

张淇元 A0230124080001

zhangqy@swsresearch.com

联系人

任梦妮

(8621)23297818x

renmn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

泡泡玛特 (09992)

——三重驱动走向全球潮玩领军

投资要点：

- 泡泡玛特是中国少有的依靠品牌获得加价率，而非依靠供应链优势，实现海外高收入占比的公司。公司超预期并非来自公司自身的预期管理，而是来自经营层面进展超出管理层预期。公司当前收入和利润，并非靠单一国家、单个爆款拉动，而是 IP、品类、地区均在超预期。看好中长期，IP 尽管可能有波动，但长生命周期带来更持续稳定现金流。
- IP 矩阵化持续推进：24 年共有 4 个 IP 收入过 10 亿，13 个 IP 收入过亿。THE MONSTERS (30 亿) 全球走红增长 yoy+727%。长青 IP Molly (21 亿) yoy+105%。SKULLPANDA (13 亿) yoy+28%。新锐 IP Crybaby (12 亿) 增长 1,537%。后续是 IP 稳定有优质的产品，而非单一爆品拉动。25 年联名 IP 对公司有明显正向影响，帮助公司继续破圈。我们认为，哪吒手办、The Monsters 联名航海王、Dimoo 联名迪士尼等的成功是泡泡玛特 IP 势能增强后，与世界知名 IP 相互正反馈的结果。
- 出海拓展来看，北美接力东南亚的高增长。2024 年东南亚/东亚及中国港澳台地区/北美收入占比分别为 47%/27%/14%，yoy+619%/185%/557%。海外东南亚继续发力，战略重心欧美，全年计划开 100 家店。1) 东南亚：10 家店单月 500 万+，6 家店坪效超 10 万。2) 欧美：坪效 1-2 万，增强空间很大。北美全年指引 25 亿收入，美国 25Q1 收入已超过去年全年总额，预计开 2 家旗舰店；欧洲计划建仓降本，加拿大、墨西哥都在布局；3) 海外用户运营：69 个社媒平台粉丝突破 787 万，去年 6 月美国上线会员系统，注册 170 万。线上收入占比从 24 年初 14%提升至年底 34%，上线抽盒机持续将消费者转化为品牌用户。
- 扩品类持续推进：24 年非盲盒手办占比提高至 47%，能看到的是从盲盒到 Mega 到毛绒的扩张。25 年期待积木、饰品、小野生活方式、乐园。我们认为，每个新尝试不一定带来大体量的直接业绩贡献，更重要的是完善 IP 内涵，拉长 IP 的生命周期，实现更强影响力和变现能力。
- 会员运营是亮点：国内门店数量从 363 家增至 401 家。注册会员从 3,435.4 万人提升至 4,608.3 万人，复购提升至 49.4%。2024 年港澳台及海外门店达到 130 家（含合营），机器人商店达到 192 台（含合营及加盟）。
- 上调盈利预测，维持买入评级。我们更新泡泡玛特盈利预测，上调 2025 年至 2026 年营收预期至 211.07 亿、259.29 亿（原预测 169.92 亿及 211.01 亿），考虑公司供应链持续优化，高毛利海外业务占比加速提升，我们上调 2025 年至 2027 年 Non-IFRS 调整后归母净利润预期至 59.92 亿、78.20 亿（原预测 38.28 亿及 48.74 亿），新增 27 年预测营收 297.09 亿，Non-IFRS 调整后归母净利润 89.80 亿。维持买入评级。
- 风险提示：海外地缘政治影响扩张速度；新品销量不及预期；行业竞争加剧影响利润率。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,301	13,038	21,107	25,929	29,709
同比增长率（%）	36	107	62	23	15
Non IFRS 归母净利润（百万元）	1,184	3,220	5,992	7,820	8,980
同比增长率（%）	107	172	86	31	15
Non IFRS 每股收益（元/股）	0.88	2.43	4.46	5.82	6.69
净资产收益率（%）	15.2	29.6	35.1	31.1	26.1
市盈率					
市净率	24	18	11	8	6

注：“每股收益”为经调整归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	21,107	25,929	29,709
营业成本	-2,437	-4,330	-6,565	-7,916	-9,023
毛利	3,864	8,708	14,542	18,013	20,686
经销及销售开支	-2,005	-3,650	-5,699	-6,742	-7,724
一般及行政开支	-707	-947	-1,055	-1,037	-1,188
财务收入净额	152	163	264	325	372
除稅前盈利	1,416	4,366	8,168	10,683	12,270
所得税开支	-327	-1,057	-1,989	-2,605	-2,993
净利润-Non IFRS	1,191	3,403	6,333	8,267	9,493
少数股东损益	6	183	342	447	513
归属于母公司股东净利润-Non IFRS	1,184	3,220	5,992	7,820	8,980

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。