

泡泡玛特 (09992.HK): 发展势头迅猛, 加速开拓海外市场

2025年3月31日

推荐/维持

泡泡玛特

公司报告

事件: 公司发布 2024 年业绩: 2024 年营收 130.4 亿元, 同比+106.9%, 经调整纯利 34.0 亿元, 同比+185.9%; 其中 H2 营收 84.8 亿元, 同比+143.2%; 经调整纯利 23.9 亿元, 同比+264.1%, 增长迅猛。

境内: 下半年增长加速, 未来增长点多样。 2024 年国内收入 79.7 亿元, 同比+52.3%; 其中 H2 收入 47.7 亿元, 同比+70.4%, 环比加速明显。**分渠道看,** 1) **线下渠道:** 零售店/机器人店收入为 38.3/7.0 亿元, 同比+43.9%/26.4%。2024 年零售店新开 38 家至 401 家, 而平均店效 1002 万, 达到历史新高。2) **线上渠道:** 抽盒机/天猫/抖音渠道收入为 11.1/6.3/6.0 亿元, 同比+52.7%/+95.0%/+112.2%, 在较低基数下实现更高增速, 其中抖音作为拓新渠道增速迅猛。公司通过丰富的 IP 与品类矩阵充分承接情绪消费需求, 线上线全面增长, 会员数量也同比增长 34% 至 4608 万, 新会员大幅增加且复购率 49.4% 保持稳定。而毛利率方面, 受益经营杠杆及新品推出, 同比+3.3% 至 63.9%。情绪消费需求空间广阔, 未来泡泡玛特仍有多个增长点: 二线城市的进一步覆盖; 毛绒、积木等新品类; 乐园、饰品等新业务; 此外我们看好泡泡玛特凭借渠道布局将持续获得头部内容 IP 的合作, 助力收入提升+粉丝拉新, 如哪吒 IP 等。

境外: 爆发式增长, 欧美澳市场空间广阔。 2024 年海外收入 50.7 亿元, 同比+375%; 其中 H2 收入 37.1 亿元, 同比+438%, 开始爆发式增长。**分渠道看,** 1) **线下渠道:** 零售店/机器人店收入为 29.4/1.3 亿元, 同比+404%/132%。2024 年零售店新开 50 家至 120 家, 平均店效 3093 万元, 达到历史新高, 远高于国内水平。2) **线上渠道:** 官网/shopee/tiktok 收入为 5.3/3.2/2.6 亿元, 同比+1246%/656%/5780%。随着影响力的扩大, 复购需求叠加发力 tiktok 平台, 海外线上爆发式增长, 线上占比攀升, 线上线下综合布局初步实现。**分市场看,** 东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳地区收入为 24.0/13.9/7.2/5.5 亿元, 同比+619%/+185%/+557%/+311%。泡泡玛特已在亚洲已实现较高收入, 持续推进; 欧美市场实现初步入局, 仍有较大的发展空间。我们推测今年公司将重点发力北美市场, 开店+IP 本地化有望快速扩大当地影响力。考虑到欧美消费力更强, 我们看好欧美澳市场拓展将助力公司海外业务持续高速增长。另外公司境外业务已显现规模效应, 毛利率同比大幅提升 8.3pct 至 71.3%。

产品视角看, 新老 IP 齐发力, 毛绒品类表现亮眼。 IP 方面, THE MONSTERS 收入达 30.4 亿元, 同比+727%, 乐园中新的表现形式及多元的品类设计使其形象更加鲜活, 实现经典 IP 的“翻红”, 叠加海外的拓展, 跃升为公司收入最高的 IP; MOLLY 收入 20.9 亿元, 同比+105.2%, 作为最经典 IP, 通过出海及高端化策略继续高增; 新锐 IP 中 CRYBABY 收入达 11.7 亿元, 同比+1537%, 通过独特理念引发情感共鸣, 效果斐然。老 IP 依然散发活力, 且新 IP 层出不穷, 2024 年泡泡玛特已有 13 个 IP 收入过亿元, 泡泡玛特已通过优异的 IP 运营能力打造出高质量的 IP 矩阵。**品类方面,** 手办/毛绒/MEGA/衍生品收入为 69.4/28.3/16.8/15.9 亿元, 同比+45%/+1289%/146%/156%。毛绒产品表情生动、触感柔软, 借助 THE MONSTERS 推出, 未来将拓展到更多 IP。MEGA 作为高价品类, 增速高于手办, 体现了消费者的认可。多元化品类布局丰富消费者体验, 降低公司对盲盒公仔品类的依赖。未来品类拓展仍将带来增量, 如

公司简介:

泡泡玛特国际集团有限公司成立于 2010 年, 公司是中国最大的潮流玩具公司。IP 是公司业务的核心。公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台, 包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触及及潮流玩具文化的推广。

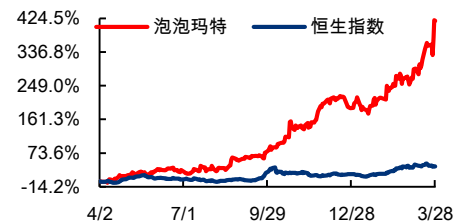
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间 (港元)	153.7-28.7
总市值 (亿港元)	2,057.39
流通市值 (亿港元)	2,057.39
总股本/流通股数 (万股)	134,294/134,294
A 股/B 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.586

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

2 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

分析师: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523060001

积木品类仍有巨大潜在发展空间。

盈利能力提升明显, 海外高增将进一步抬高净利率。公司 2024 年毛利率 66.8%, 同比+5.5pct, 提升明显, 内外销均有贡献; 销售、管理费用率分别同比-3.8、-4.0pct, 下降明显, 主要因境内外规模效应进一步显现。2024 年净利率 24.0%, 同比+6.8pct, 增长明显。海外业务毛利率较高, 未来随着其占比的进一步提升, 公司净利率仍有提升空间。

盈利预测与投资评级: 泡泡玛特拥有资源风格丰富的 IP 矩阵+ IP 挖掘及运营能力+业内布局最广的线上线下渠道, 已建立远超同业的竞争优势。公司逐步构建出包含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架, 进一步强化 IP 运营能力, 品类的拓展与多业态的孵化打开国内成长空间。海外业务进入爆发增长期, 欧美等高消费地区的拓展将助力海外业务持续高增。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.1、74.9、96.2 亿元人民币, 股价对应 PE 分别为 35.4、27.5、21.4 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 新市场拓展不及预期; 国内外宏观经济不及预期, 新品拓展不及预期。

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,301.00	13,037.75	20,284.83	26,073.28	33,129.40
增长率 (%)	36.46	106.92	55.59	28.54	27.06
归母净利润 (百万元)	1,082.34	3,125.47	5,805.50	7,491.88	9,616.01
增长率 (%)	127.55	188.77	85.75	29.05	28.35
净资产收益率 (%)	13.93	29.26	35.21	33.29	31.82
每股收益 (元)	0.81	2.33	4.32	5.58	7.16
PE	190.09	65.83	35.44	27.46	21.40
PB	26.48	19.26	12.48	9.14	6.81

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,683	12,236	22,529	28,895	37,083	营业收入	6,301	13,038	20,285	26,073	33,129
现金	2,096	6,135	6,085	7,822	10,367	营业成本	2,437	4,330	5,918	7,440	9,292
应收票据及应收账款	321	478	1,000	1,286	1,634	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	2,005	3,650	5,509	7,132	9,126
预付账款	434	577	897	1,153	1,465	管理费用	707	947	1,417	1,821	2,314
存货	905	1,525	2,108	2,650	3,310	财务费用	-152	-163	-62	-44	-115
其他流动资产	3,927	3,523	12,438	15,984	20,307	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	2,285	2,635	2,765	2,849	2,889	信用减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	107	0	0	0	0	其他经营收益	0	0	0	0	0
固定资产	653	739	805	992	1,150	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	842	1,063	927	825	706	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	683	832	1,032	1,032	1,032	营业利润	1,304	4,274	7,503	9,724	12,512
资产总计	9,969	14,871	25,293	31,744	39,972	其他非经营损益	112	92	110	110	110
流动负债	1,733	3,370	6,995	7,381	7,823	利润总额	1,416	4,366	7,613	9,834	12,622
短期借款	15	0	2,171	1,187	0	所得税	327	1,057	1,772	2,289	2,938
应付票据及应付账款	445	1,010	1,135	1,468	1,833	净利润	1,089	3,308	5,841	7,545	9,684
其他流动负债	1,273	2,360	3,690	4,726	5,990	少数股东损益	6	183	35	53	68
非流动负债	455	616	1,573	1,573	1,573	归属母公司净利润	1,082	3,125	5,806	7,492	9,616
长期借款	0	0	957	957	957	主要财务比率					
其他非流动负债	455	616	616	616	616	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
负债合计	2,188	3,986	8,568	8,954	9,396	成长能力					
少数股东权益	10	201	236	289	357	营业收入(%)	36.46	106.92	55.59	28.54	27.06
股本	1	1	1,001	2,001	3,001	归母净利润(%)	127.55	188.77	85.75	29.05	28.35
资本公积	7,769	10,683	9,683	8,683	7,683	获利能力					
留存收益	0	0	5,806	11,818	19,536	毛利率(%)	61.32	66.79	70.83	71.46	71.95
归属母公司股东权益	7,770	10,684	16,489	22,502	30,219	净利率(%)	17.28	25.38	28.79	28.94	29.23
负债和股东权益	9,969	14,871	25,293	31,744	39,972	ROE(%)	13.93	29.26	35.21	33.29	31.82
现金流量表						偿债能力					
	单位:百万元					资产负债率(%)	21.95	26.80	33.88	28.21	23.51
经营活动现金流	1991	-	-2923	4471	5831	流动比率	4.43	3.63	3.22	3.91	4.74
净利润	1089	3308	5841	7545	9684	速动比率	1.65	2.14	1.14	1.39	1.72
折旧摊销	669	-	270	315	360	营运能力					
财务费用	-152	-163	-62	-44	-115	总资产周转率	0.63	0.88	0.80	0.82	0.83
其他经营现金流	385	-	-8972	-3345	-4098	应收账款周转率	19.61	27.29	20.28	20.28	20.28
投资活动现金流	234	-	-316	-316	-316	每股指标(元)					
资本支出	421	-	400	400	400	每股收益(最新摊)	0.81	2.33	4.32	5.58	7.16
其他投资现金流	-187	-	-716	-716	-716	每股经营现金流	1.48	0.00	-2.18	3.33	4.34
筹资活动现金流	-842	-	3190	-2419	-2970	每股净资产(最新)	5.79	7.96	12.28	16.76	22.50
短期借款	15	0	2171	-984	-1187	估值比率					
长期借款	0	0	957	0	0	P/E	190.09	65.83	35.44	27.46	21.40
其他筹资现金流	-857	-	62	-1435	-1783	P/B	26.48	19.26	12.48	9.14	6.81
现金净增加额	1383	-	-49	1737	2545	EV/EBITDA	-0.03	-0.45	20.04	30.57	35.80

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526