



## 泡泡玛特 (09992.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## IP 拓维变现向上成长，海外破圈扬帆起航

## 投资逻辑

凭借成熟的孵化与运营机制，构建极具竞争力的 IP 全链平台。公司采用直营+自有 IP 的商业模式，依托体系化运营能力，持续孵化热门 IP，24 年自有艺术家 IP/授权 IP 收入占比 85%/12%。1) IP 筛选体系：考察前瞻眼光，头部 IP 依赖度降低验证制度优势，当前头部 IP 仍保持较强成长生命周期的活力，22-24 年公司 TOP5IP 营收占比分别为 57.1%/55.6%/62.0%。2) 领先的优质运营能力：滋养型长线培育模式保障产品输出质量，“引领式”创新能力为打开上限提供基础，会员机制拓展私域流量，逐步形成高粘性用户群体。

**IP 多元化变现持续发力，有效延长 IP 生命周期。**公司逐步摆脱盲盒公司定位，积极向毛绒、积木、MEGA、饰品等多元品类拓展，丰富 IP 变现模式：1) 毛绒产品 24 年营收增速达 128%，增长势头强劲；2) 积木产品自推出截至 2025 年 2 月，上线 8 个月累积销量已超 3 万套，产品对标乐高，具备广阔的市场空间；3) MEGA 产品 24 年增速达 146%，成功助力 IP 突破高端市场边界，深化品牌艺术价值；4) 饰品品类创新融合头部 IP，精准切入“悦己型”消费市场。

**国内更注重优质点位获取提升品牌势能，海外成长空间充足，盈利能力显著优于国内市场。**1) 24 年国内/海外收入占比 61%/39%。24 年线下零售店/机器人商店线上/批发及其他渠道收入占比 48%/8.8%/33.8%/9.4%，增速+54%/+27%/+58%/+51%。2) 出海：从经销、快闪到 DTC，区域方向从日韩→东南亚→欧美，伴随能力夯实由近到远辐射全球；IP 本地化运营能力不断迭代、高势能店铺+明星助力+社媒精细化运营助力营销传播破圈，店效表现较国内更突出。中期对标乐高，我们认为中长期公司在开店（拓区域、优质铺位获取能力）、精细化运营方面都有较大提升空间，23/24 海外收入 10.7/50.7 亿元(yoy+135%/+375%)，24 年店铺数量达 120 家。

## 盈利预测、估值和评级

我们预测公司 25-27 年整体营收分别为 220.7/298.6/387.4 亿元，同比增速分别为 69%/35%/30%，归母净利润分别为 54.3/74.4/96.5 亿元，同比增长 73.8%/37.1%/29.6%。参考 IP 公司及玩具可比公司估值，考虑到作为中国内地潮玩行业龙头，在 IP 孵化与运营、供应链管理、产品创新以及下游全渠道布局等均构建起坚实且深厚的竞争壁垒，全球成长路径清晰，给予公司 2025 年 40 倍 P/E，对应目标价 185.6 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

新品拓展不及预期；海外市场扩张不及预期；IP 相关费用率提升

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (港币)：163.200 元

目标价 (港币)：185.60 元



## 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2023A  | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 6,301  | 13,038  | 22,070 | 29,861 | 38,744 |
| 营业收入增长率        | 36.46% | 106.92% | 69.28% | 35.30% | 29.75% |
| 归母净利润(百万元)     | 1,082  | 3,125   | 5,432  | 7,445  | 9,648  |
| 归母净利润增长率       | 127.6% | 188.77% | 73.79% | 37.06% | 29.60% |
| 调整后归母净利润(百万元)  | 1191   | 3403    | 5732   | 7692   | 9848   |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.81   | 2.33    | 4.04   | 5.54   | 7.18   |
| 每股经营性现金流净额     | 1.48   | 0.00    | 4.63   | 5.12   | 6.64   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.93% | 29.26%  | 33.71% | 31.96% | 29.29% |
| P/E            | 23.12  | 66.86   | 35.39  | 25.82  | 19.93  |
| P/B            | 3.23   | 19.56   | 12.97  | 8.97   | 6.34   |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1 从市场对泡泡玛特的【重新定位】说起 .....                  | 5  |
| 2 从 IP 筛选+运营机制角度，如何看泡泡 IP 全链平台背后竞争力？ ..... | 6  |
| 2.1 IP 筛选体系：考察前瞻眼光，头部 IP 依赖度降低验证制度优势 ..... | 7  |
| 2.2 运营能力决定下限，“引领式”创新能力为打开上限提供基础 .....      | 8  |
| 2.3 会员营销&圈层营销，高粘性带动高复购 .....               | 10 |
| 3 如何评估 IP 多元化变现的上限？ .....                  | 11 |
| 3.1 盲盒加快创新形式，供给决定需求 .....                  | 11 |
| 3.2 毛绒、积木、Mega、饰品等产品形式打开多元化成长空间 .....      | 12 |
| 3.3 业态变现模式创新：主题乐园、手游、授权业务等 .....           | 14 |
| 4 海外成长性：对标乐高成长空间充足，拓店节奏是跟踪指标 .....         | 15 |
| 4.1 复盘海外，“爆火”偶然背后的必然性？ .....               | 15 |
| 4.2 出海运营：本地化运营能力不断迭代，店效表现较国内更突出 .....      | 18 |
| 4.2.1 IP 本地化运营 .....                       | 18 |
| 4.2.2 人才组织的本地化运营 .....                     | 19 |
| 4.2.3 高势能店铺+明星助力+社媒精细化运营：助力营销传播破圈 .....    | 19 |
| 4.3 拓店展望：对标乐高，拓区域仍有较大成长空间 .....            | 21 |
| 5 国内：线下更注重优质点位获取提升品牌势能，线上精细化运营 .....       | 23 |
| 6 全球 IP 玩具：龙头公司再次进入成长上行周期 .....            | 25 |
| 7 盈利预测与投资建议 .....                          | 27 |
| 盈利预测 .....                                 | 27 |
| 投资建议 .....                                 | 28 |
| 风险提示 .....                                 | 29 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：泡泡玛特四大业务板块 .....                     | 5 |
| 图表 2：24 年国内收入占比 61% .....                 | 5 |
| 图表 3：IP 潮玩公司商业模式分类 .....                  | 6 |
| 图表 4：公司 IP 分类梳理 .....                     | 7 |
| 图表 5：历年公司 TOP5 主流 IP 营收及 24 年 YoY .....   | 8 |
| 图表 6：历年公司 TOP5 主流 IP 营收占比变化 .....         | 8 |
| 图表 7：Hello Kitty 收入变化 VS Molly 收入变化 ..... | 8 |
| 图表 8：IP 签约到上市储备周期较长 .....                 | 9 |
| 图表 9：不同时期 Molly 设计风格变化 .....              | 9 |



|   |    |
|---|----|
| 图表 10: Molly 产品线梳理 .....                      | 10 |
| 图表 11: Molly 营收及 YoY .....                    | 10 |
| 图表 12: 泡泡玛特注册会员数及复购率 .....                    | 11 |
| 图表 13: 泡泡玛特会员贡献销售额占比 .....                    | 11 |
| 图表 14: 泡泡玛特各品类主要产品 .....                      | 11 |
| 图表 15: 泡泡玛特盲盒系列不同 IP 上新数量 (个) .....           | 12 |
| 图表 16: 毛绒公仔/毛绒盲盒上新数量 (个) .....                | 12 |
| 图表 17: 毛绒玩具营收占比变化及 YoY .....                  | 12 |
| 图表 18: 5 款 Labubu 森林秘密基地单价逐步提升 .....          | 13 |
| 图表 19: MEGA 系列营收及 YoY .....                   | 13 |
| 图表 20: MEGA 系列不同 IP 上新数量 (个) .....            | 13 |
| 图表 21: POPUP 首饰创新融合泡泡玛特头部 IP Skullpanda ..... | 14 |
| 图表 22: IP 相关摊销及设计费用占收入比例 3.5%~4% .....        | 14 |
| 图表 23: 乐园是泡泡玛特的长期战略 .....                     | 15 |
| 图表 24: 《梦想家园》正式上线 .....                       | 15 |
| 图表 25: 24 年三丽鸥、万代、迪士尼收入占比情况 .....             | 15 |
| 图表 26: 公司海外业务开拓节奏复盘 .....                     | 16 |
| 图表 27: 公司海外开店申请, 数据驱动的理性开店流程 .....            | 17 |
| 图表 28: 公司海外扁平化 GM 团队制组织架构 .....               | 17 |
| 图表 29: 海外门店及机器人店铺数量 (家) .....                 | 18 |
| 图表 30: 港澳台及海外收入渠道拆分 .....                     | 18 |
| 图表 31: 境外市场东南亚率先爆发 .....                      | 18 |
| 图表 32: IP 本土化运营的结果呈现 .....                    | 19 |
| 图表 33: 公司在境外高势能商圈开店 .....                     | 20 |
| 图表 34: 国内 VS 海外店效 (单店收入) 对比 .....             | 21 |
| 图表 35: 国内 VS 海外店效-机器人 .....                   | 21 |
| 图表 36: 乐高全球门店分布情况 (家) .....                   | 21 |
| 图表 37: 新增店铺数量对比 (家): 泡泡玛特 VS 乐高 .....         | 21 |
| 图表 38: 对比乐高, 公司海外开店仍有较大空间 .....               | 22 |
| 图表 39: 中国潮玩品牌仍有较大海外扩张空间 (\$亿元) .....          | 22 |
| 图表 40: 公司社交账号 Instagram 的全球用户地区分布 .....       | 22 |
| 图表 41: 2021-2024 年泡泡玛特海外线上各渠道收入及 YoY .....    | 23 |
| 图表 42: 公司海外毛利率高于国内 .....                      | 23 |
| 图表 43: 公司海外经营利润率呈现快速提升趋势 .....                | 23 |
| 图表 44: 中国内地营收渠道结构变化趋势 .....                   | 24 |



|  |    |
|--|----|
| 图表 45: 中国内地各线城市门店数量占比及店效 (百万元/家) ..... | 24 |
| 图表 46: 国内零售店各线城市收入贡献占比分布 .....         | 24 |
| 图表 47: 国内零售店各线城市门店数量 (家) .....         | 24 |
| 图表 48: 国内机器人商店各线城市收入贡献占比分布 .....       | 24 |
| 图表 49: 国内机器人商店各线城市门店数量变化 (家) .....     | 24 |
| 图表 50: 中国内地线上各渠道收入占比 .....             | 25 |
| 图表 51: 潮玩公司对于 IP 衍生品业务发展的表述和发展规划 ..... | 25 |
| 图表 52: 海外潮玩龙头的分区域收入结构 .....            | 26 |
| 图表 53: 全球主流 IP 玩具公司报表结构拆分 .....        | 27 |
| 图表 54: 泡泡玛特收入预测 .....                  | 28 |
| 图表 55: 泡泡玛特可比公司估值 .....                | 29 |



## 1 从市场对泡泡玛特的【重新定位】说起

我们观察到，市场对公司的定位从领先的盲盒、潮玩公司转变为全链条的IP运营公司。从具体表现来看：

公司已形成较强的IP全链路运营平台体系，从强IP资源获取和储备体系，到行业领先、且不断创新突破的IP衍生品运营流程，逐渐打破过去市场对弱内容IP长生命周期&持续粘性的质疑，以及依赖盲盒（受制于潮流周期）的质疑，产业链地位显著提升，这种地位体现在：1) 在上游IP资源签约合作拥有更优先的机会；2) 下游线下渠道铺设的谈判中，租金和优质点位的议价权的提升，也验证潮玩/优质IP衍生品零售业态的稀缺性。

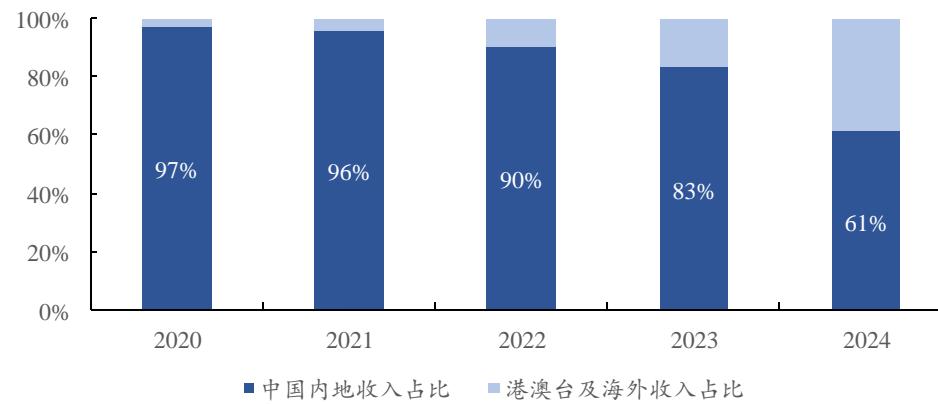
从组织运营角度：公司于23年对其业务架构进行系统性调整，形成四大核心板块：IP孵化与运营、潮流玩具与零售、主题乐园与体验、数字娱乐。此次业务重组体现了公司对IP价值链的延伸布局，通过多维度业务协同拓展IP商业化路径。

图表1：泡泡玛特四大业务板块



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：24年国内收入占比61%



来源：公司公告，国金证券研究所



## 2 从 IP 筛选+运营机制角度，如何看泡泡 IP 全链平台背后竞争力？

商业模式对比角度：我们按照 IP 自有/被授权、直营/经销渠道，将 IP 公司进行分类，公司属于典型的直营+自有 IP 的商业模式，我们把其 IP 全链路运营平台背后的竞争力分拆为 IP 筛选与孵化体系、以及 IP 运营两部分。

图表3：IP 潮玩公司商业模式分类



来源：各公司公告、国金证券研究所整理

**IP 孵化：**作为潮玩 IP 运营平台，我们认为公司目前最大的价值在于手握优质自主 IP 资产，IP 价值不断商业化变现。公司对 IP 分类方法：1) 艺术家 IP，包括原自有 IP 及独家 IP；2) 授权 IP，为原有非独家 IP。授权 IP 指迪士尼、国漫等泡泡玛特外部合作的授权 IP；艺术家 IP 则为泡泡玛特的自有 IP，如 Molly、Dimoo 等独家 IP。艺术家 IP 团体由 20 余位经验丰富的“潮流专家”组成。其中很多人是买手出身，对市场与设计风向变动敏感。24 年艺术家 IP/授权 IP 收入占比 85%/12%。



图表4：公司IP分类梳理

| IP分类 | 艺术家IP   |  |  |  | 授权IP                       |  |
|------|---|--|--|--|----------------------------|--|
| 代表IP | Molly                 Dimoo                 Skullpanda                 The Monsters |  |  |  | 小黄人                 迪士尼    |  |
| 合作模式 | 1) 独家签约+长期合作<br>2) PDC孵化  |  |  |  | 1) 授权合作<br>2) IP联动         |  |
| 签约费用 | 通常采用“买断+分成”模式<br>前期支付高额签约费，后续通过产品销售额分成获利  |  |  |  | 1) 按销售额分成<br>2) 单次项目合作     |  |
| 市场策略 | 聚焦垂直圈层，通过限量发售和故事化营销提升溢价   |  |  |  | 快速切入大众市场，利用成熟IP流量降低用户决策成本  |  |
| 财务指标 | 24年营收111.21亿元；yoy+131%；占比85%  |  |  |  | 24年营收16.01亿元，yoy+55%，占比12% |  |

来源：泡泡玛特官微、招股说明书、泡泡玛特天猫旗舰店、公司公告、国金证券研究所

**运用体系化能力，将制造潮流的偶然性转化为更高的确定性。**我们认为，泡泡玛特构建了一套成熟且完善的IP孵化与运营体系，当市场对某种类型的IP需求初现端倪时，团队能够依托该体系迅速反应，捕捉市场趋势。泡泡玛特的IP孵化与运营体系可以分为3个步骤：**1) 积累可能。**公司深知IP的DNA与基础调性是长远发展的根基，精准的定调明确了IP的核心特质与风格走向，为IP后续的多元化发展奠定坚实基础。**2) 准备爆款：**每个IP都有对应的风潮，存在特定的时间窗口。泡泡玛特提前进行战略部署，紧密把握上新节奏，将IP热度与影响力最大化。**3) 会员营销：**通过分层会员制度、搭建线上平台，拓展私域流量，以积分权益等强化留存，有效提升复购率与销售额。

## 2.1 IP筛选体系：考察前瞻眼光，头部IP依赖度降低验证制度优势

从设计源头开始尽可能降低IP孵化试验的风险。截至2024，泡泡玛特旗下拥有艺术家IP约73个，且建立了PDC(POP MART Design Center，产品设计中心)团队进行自主IP的孵化。泡泡玛特对于IP的评级采用动态推进模式，公司会从3个维度进行考量与调整：1)形象是否符合当前大众审美，通过形象确定IP孵化的方向是面向大众市场，还是针对不同的小圈层进行深耕。

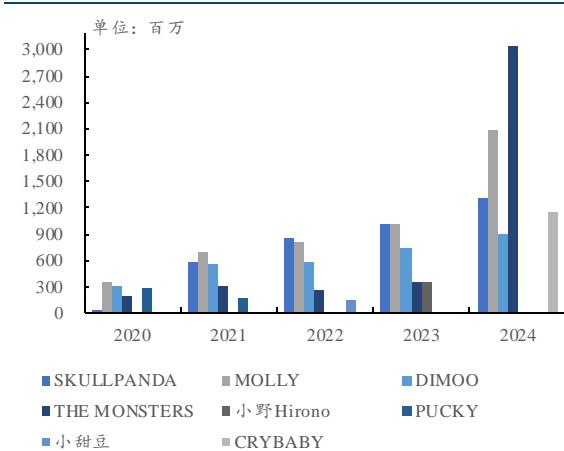
2) IP是否有足够的特征性。泡泡玛特将特征性定义为IP的DNA，以迪士尼的米奇为例，即使它的形象简化为三个圆圈，大众依然能够轻易认出，强个人属性将是后续产品迭代中会保留的重要元素。

3) 延展性。泡泡玛特的产品打法，要求每个IP要有强迭代、快速推出多系列的能力，IP主体的身体细节能否支撑后期多系列的变化、艺术家个人的设计能力是否足够充沛等，都会对新IP能否顺利孵化产生影响。通过一套完整且高效的IP评估机制，为新IP的孵化筑牢根基，实现品牌的持续发展与市场拓展。

**头部IP仍保持较强成长生命周期的活力，收入分布更加均衡。**回顾过去五年，泡泡玛特经典IP——Molly的集中度虽有所下降，但仍处于领先地位，22-24年，Molly创造的营收分别为8.02/10.20/20.93亿元，同比增速分别为13.77%/27.20%/105.15%，占总营收17.37%/16.19%/16.05%，同时期公司TOP5主流IP营收占比分别为57.08%/55.58%/61.96%。

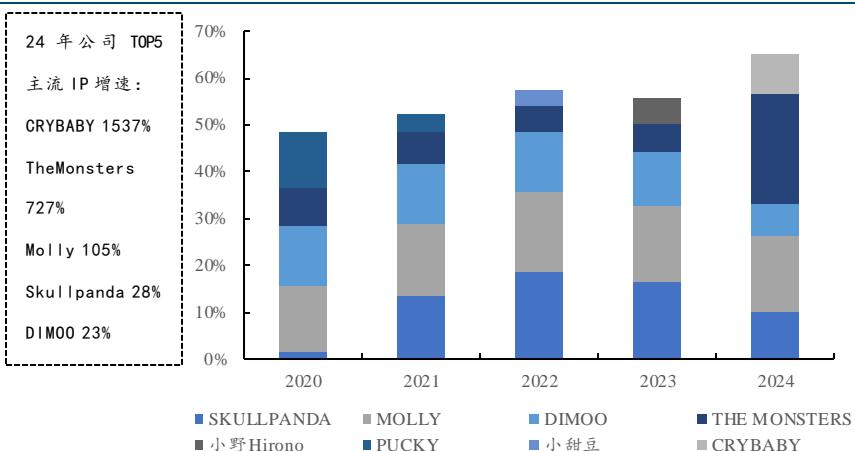


图表5：历年公司TOP5主流IP营收及24年YoY



来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：历年公司TOP5主流IP营收占比变化



来源：公司公告、国金证券研究所

我们通过对三丽鸥 Hello Kitty 与泡泡玛特 Molly 的收入变化观察到，泡泡玛特未来成长空间尚未触顶且具备更高的天花板。两家公司的核心差异在于战略路径与渗透人群的差异：

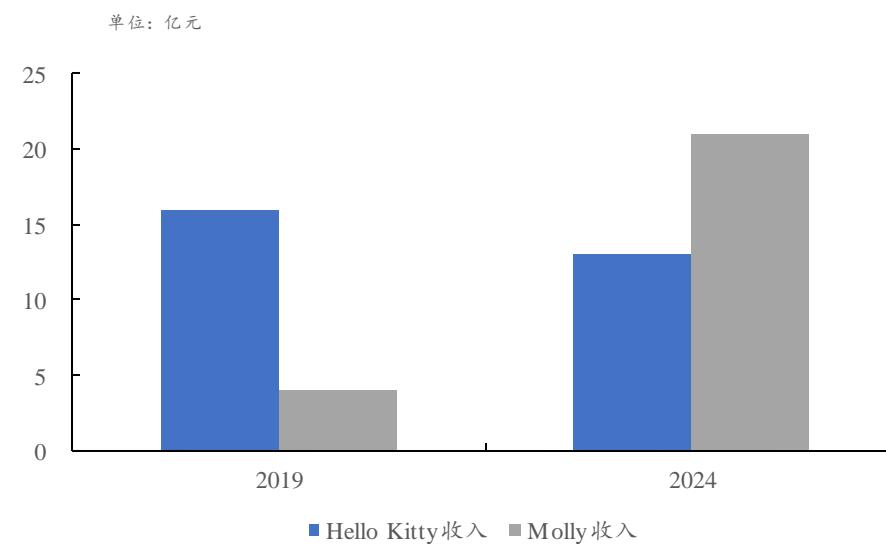
### 1) 战略路径差异：IP 去中心化 VS IP 矩阵化

三丽鸥通过“去 Hello Kitty 依赖化”战略稀释其营收占比（从 2019 年的 54.2% 降至 2024 年的 30.4%）以分散风险。这一策略虽降低了对单一 IP 的依赖，但也导致 Hello Kitty 的收入从 19 年的 15.87 亿元缩水至 24 年的 13.05 亿元，绝对增长空间受到压缩；反观泡泡玛特，Molly 的营收占比虽有所下降，但其收入绝对值从 19 年的 3.98 亿元增长至 2024 的 20.93 亿元，24 年同比增速达 105.15%，其增长逻辑在于“头部 IP 升级+矩阵扩容”双轮驱动，一方面创新产品形式，通过 MEGA 系列将 Molly 推向高端收藏市场，另一方面孵化 Dimoo、The Monsters 等新 IP 构建矩阵拓展增量空间。

### 2) 渗透人群差异：儿童消费画像的玩具 VS 成人收藏属性的潮玩

Hello Kitty 对成年用户的渗透较为局限（尽管其于 2018 年提出过针对 20-29 岁女性群体的振兴计划）；而泡泡玛特以会员体系和潮玩的社交属性强化用户黏性，相较 Hello Kitty 更精准切入成人潮玩消费市场，更能够突破客单价消费的天花板。

图表7：Hello Kitty 收入变化 VS Molly 收入变化



来源：Bloomberg、各公司公告、国金证券研究所（注：货币均已换算为 RMB 统计）

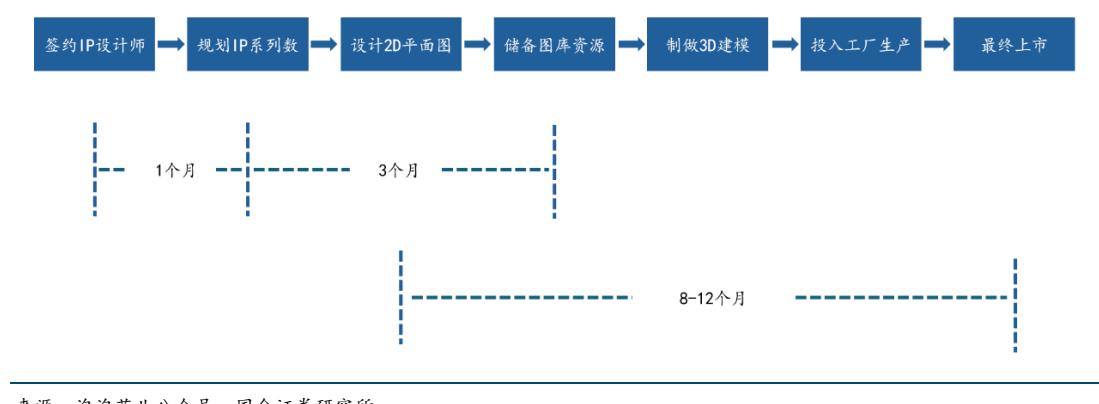
**2.2 运营能力决定下限，“引领式”创新能力为打开上限提供基础**  
滋养型长线培育模式，为艺术家提供充足的创作空间。



泡泡玛特的新IP在进入市场前，需历经漫长且精细的孵化阶段。一个新系列，从最初的2D平面设计到最终上市，往往需要8-12个月的筹备时间。在这个过程中，泡泡玛特会将进工厂前的关键环节，如平面设计、图库资源搭建以及建模等，都提前在IP储备阶段完成。通常情况下，泡泡玛特的新IP会先储备两到三个完整系列，才会安排第一个系列正式推向市场。以头部IP为例，其一年大概会推出3到4个系列，而IP团队则会按照相应倍数准备系列数与产品设计图，并储备远超系列实际需求的图库资源，以满足不同场景与风格的多样化需求。一旦某一款IP成功打爆市场，团队便能迅速从已有的设计储备中，精准挑选出契合当下市场风向的产品，进而将新系列的生产周期大幅压缩至一到三个月左右。如此一来，不仅能够较为稳定地维持新品的上新节奏，还能确保设计品质始终如一。

此外，这种长线设计的部署模式，还为泡泡玛特提供了观察与调整新产品风格的契机，每个月，设计团队都会举办新品作品会，广泛搜集来自一二线运营人员的反馈意见，依据这些宝贵意见对后续产品进行针对性调整，使产品更贴合市场需求与消费者喜好。

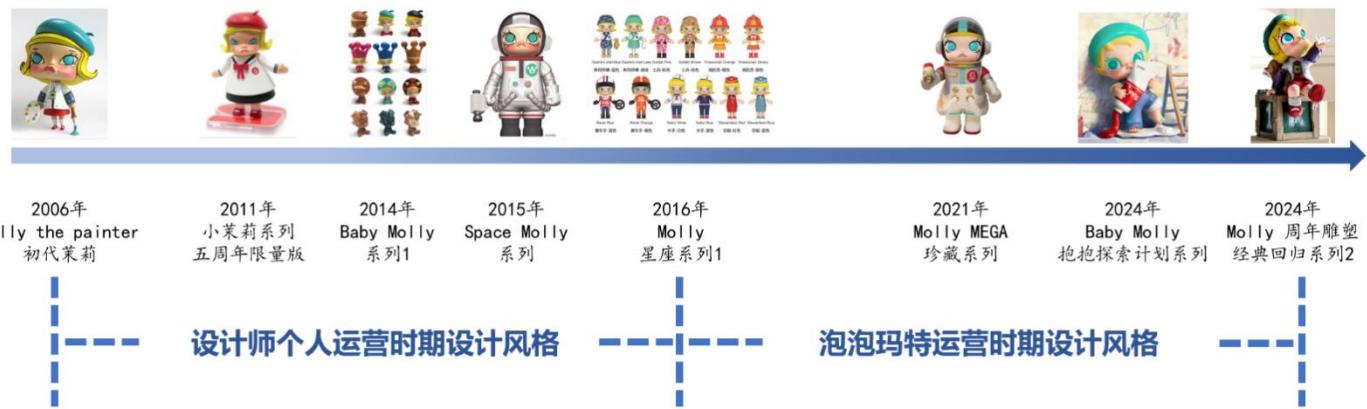
图表8：IP 签约到上市储备周期较长



来源：泡泡范儿公众号、国金证券研究所

**剖析Molly运营流程，公司已形成成熟且可复制的运营体系。**我们观察到，Molly作为泡泡玛特于2016年推出的首个核心IP形象，自上市以来即在商业领域保持了稳定的市场表现。该角色通过标志性的短卷发造型、圆润大眼及下垂唇线等视觉特征，形成了独特的辨识度。在泡泡玛特接管运营后，Molly的设计风格经历了渐进式调整，头身比例更加协调，面部轮廓线条趋于柔化处理，整体造型风格向甜美化、高亲和力的方向演变。Molly凭借差异化的形象迅速占领年轻消费者心智。其设计兼具“萌系”与“艺术感”，精准契合Z世代对个性化和情感价值的追求。

图表9：不同时期Molly设计风格变化



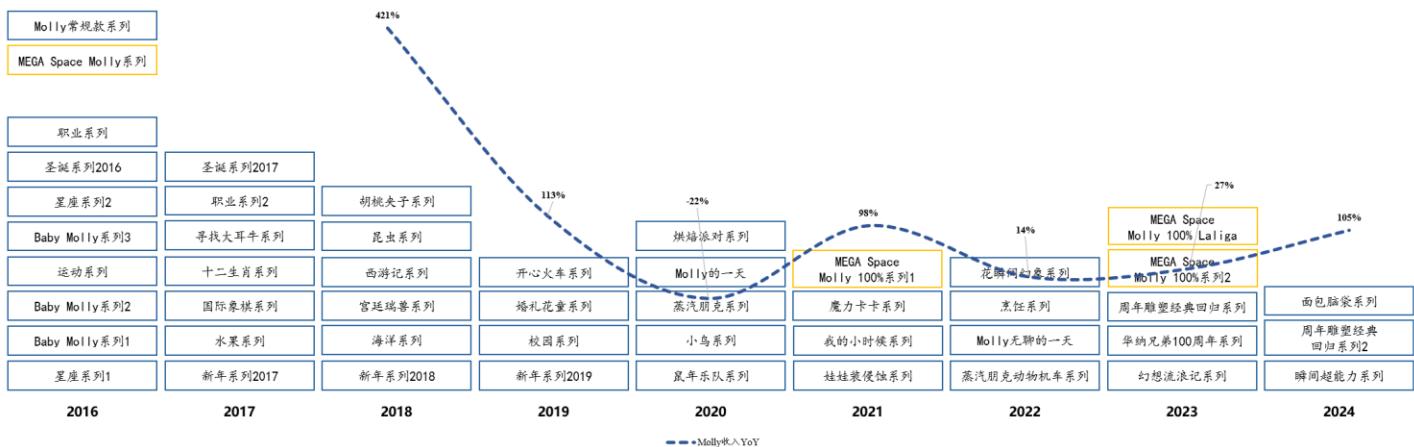
来源：泡泡玛特官微、泡泡范儿公众号、国金证券研究所

2006至2016年设计师运营时期，Molly的变现方式主要为小众手办直营模式，设计师团队通过自有工作室直接生产限量款手办，并通过线下潮玩展进行展示销售，线上渠道则依托淘宝手工定制店铺及设计师个人社交平台。单件售价约2000-5000元。2016年，泡泡玛特获得Molly独家运营权后，Molly以盲盒的形式首次面向消费者，并在随后不断地丰富产品线。2020年至2024年期间，Molly的盲盒、手办、BJD、MEGA及各类衍生产品保持较为稳定的上新节奏。Molly运营时间已有18年之久，2017年2024年营收CAGR达75.38%，



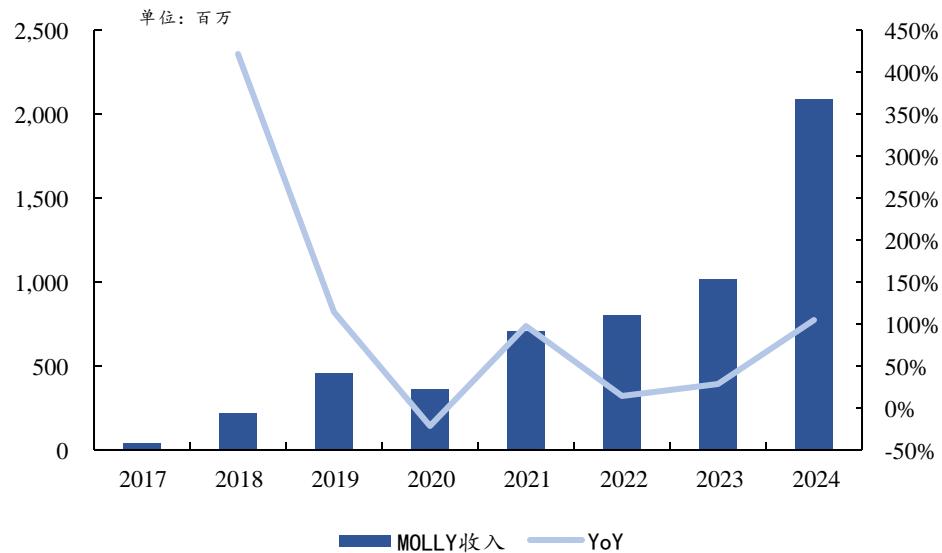
23/24 营收体量 10.20/20.93 亿元，同比增速 27%/105%。

图表10: Molly 产品线梳理



来源：泡泡范儿公众号、国金证券研究所（注：不完全统计）

图表11: Molly 营收及 YoY



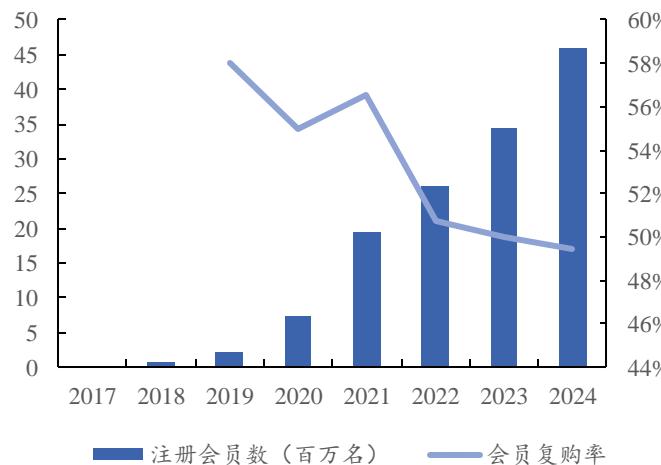
来源：公司公告、国金证券研究所

### 2.3 会员营销&圈层营销，高粘性带动高复购

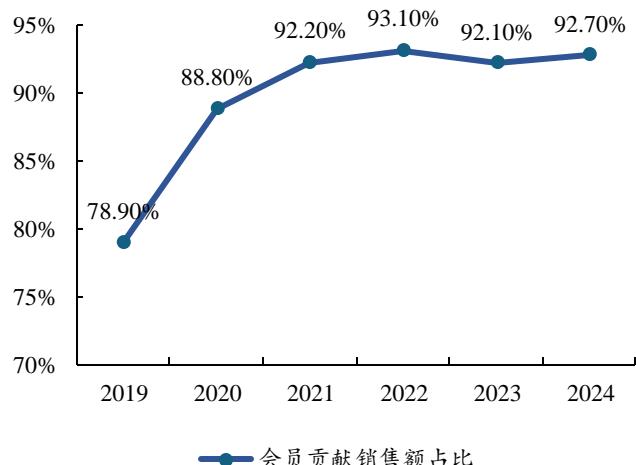
**会员机制拓展私域流量，逐步形成高粘性用户群体。**泡泡玛特的核心消费客群为 15-35 岁、月均消费能力较强，且具有较强社交分享属性的年轻群体，企业采用分层会员制度并搭建线上互动平台，通过积分权益、专属活动等方式强化用户留存，同时结合定期推送促销信息促进消费频次。目前，中国内地的平台注册会员总量由 2017 年 30 万人增长至 2024 年的 4608.3 万人，会员贡献当期总销售额的 92.7%，平均复购率达 49.4%。



图表12：泡泡玛特注册会员数及复购率



图表13：泡泡玛特会员贡献销售额占比



来源：公司公告、国金证券研究所（注：复购率为购买过2次或以上的占比）

来源：公司公告、国金证券研究所

### 3 如何评估IP多元化变现的上限？

#### 3.1 盲盒加快创新形式，供给决定需求

我们认为，公司品牌调性和特征，用工业化的方式将高门槛的潮流设计变成兼具可工业量产、强设计、支付门槛降低的消费品，满足更多群体的个性化价值，且公司通过品类拓展，在毛绒玩具、积木、MEGA、BJD及各类IP衍生品的不断推新，针对不同消费偏好形成了精准定位，这种分层设计既保留大众化产品的引流功能，又通过高附加值商品深化核心用户粘性，构建从入门到专业的全链路消费场景，满足不同消费层级的市场需求。

图表14：泡泡玛特各品类主要产品



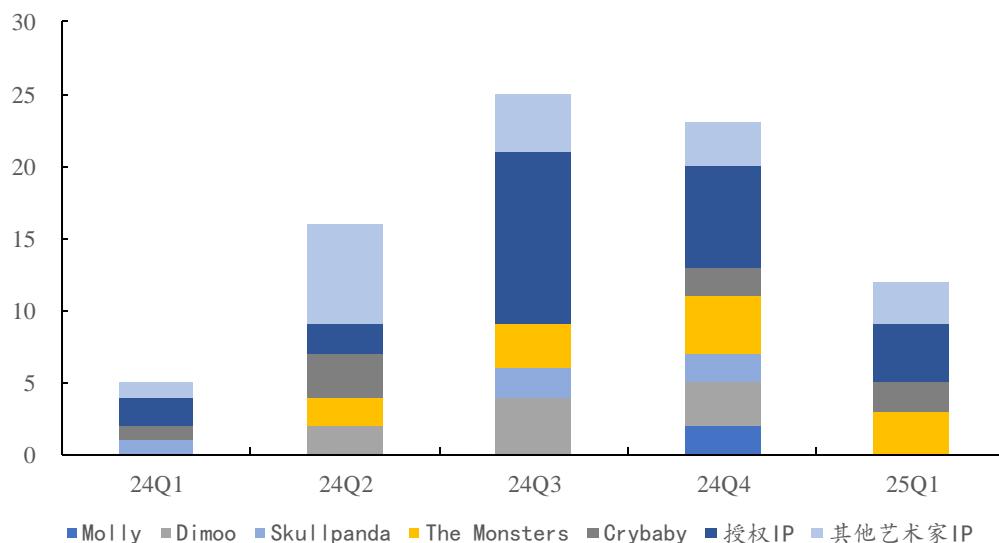
| 品类   | 盲盒     | 毛绒玩具      | 积木       | MEGA     | BJD       | 衍生品      |
|------|--------|-----------|----------|----------|-----------|----------|
| 尺寸   | 5-15cm | 37-62cm   | 29x24cm  | 7-70cm   | 10-28cm   | 视产品而定    |
| 售价区间 | 49-99元 | 399-1299元 | 199-399元 | 79-5999元 | 279-3999元 | 9.9-129元 |

来源：泡泡玛特天猫旗舰店、招股说明书、国金证券研究所

**盲盒品类：供给决定需求，持续更新迭代。**2024年泡泡玛特盲盒系列推出约69款新品，通过持续的内容更新维持用户消费兴趣，同时拓展潜在客群。从商业结构看，多元化IP储备降低了公司对单一热门IP的依赖程度，产品矩阵的扩展亦为潮玩消费场景延伸提供支撑。数据显示，盲盒作为基础品类仍占据重要销售份额，其迭代速度与IP组合策略直接影响用户复购行为及市场渗透率。



图表15：泡泡玛特盲盒系列不同IP上新数量(个)

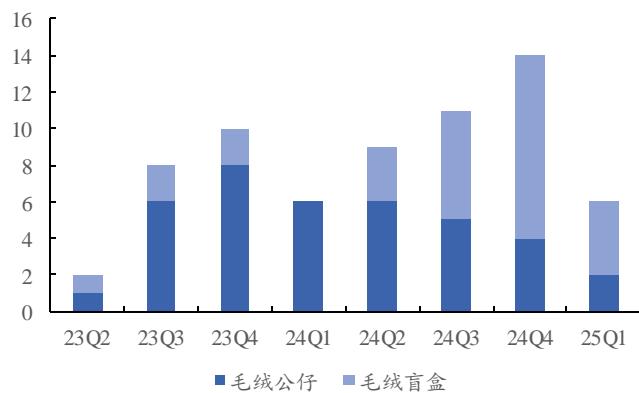


来源：泡泡玛特官微、国金证券研究所（注：不完全统计）

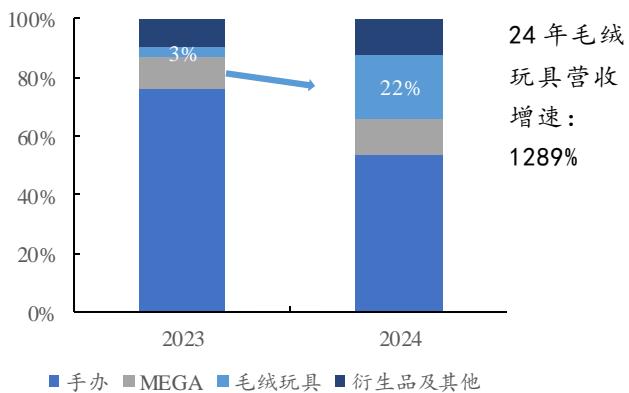
### 3.2 毛绒、积木、Mega、饰品等产品形式打开多元化成长空间

**毛绒赛道：单价提升、开拓消费新场景。**泡泡玛特近年来在毛绒玩具赛道持续布局，其推出的搪胶毛绒盲盒、毛绒公仔等产品，定价区间覆盖99元至999元，形成与传统盲盒产品的差异化定位。这一策略既拓展了消费群体覆盖面，也带动了客单价结构性提升。除与外部IP合作的授权产品外，公司自主孵化的THE MONSTERS系列引发市场关注，其中，Labubu形象及相关产品的热度呈现显著增长。23/24毛绒产品实现营收分别为2.04/28.32亿元，占比分别为3.2%/21.7%，24年同比增速达1289%。

图表16：毛绒公仔/毛绒盲盒上新数量(个)



图表17：毛绒玩具营收占比变化及YoY



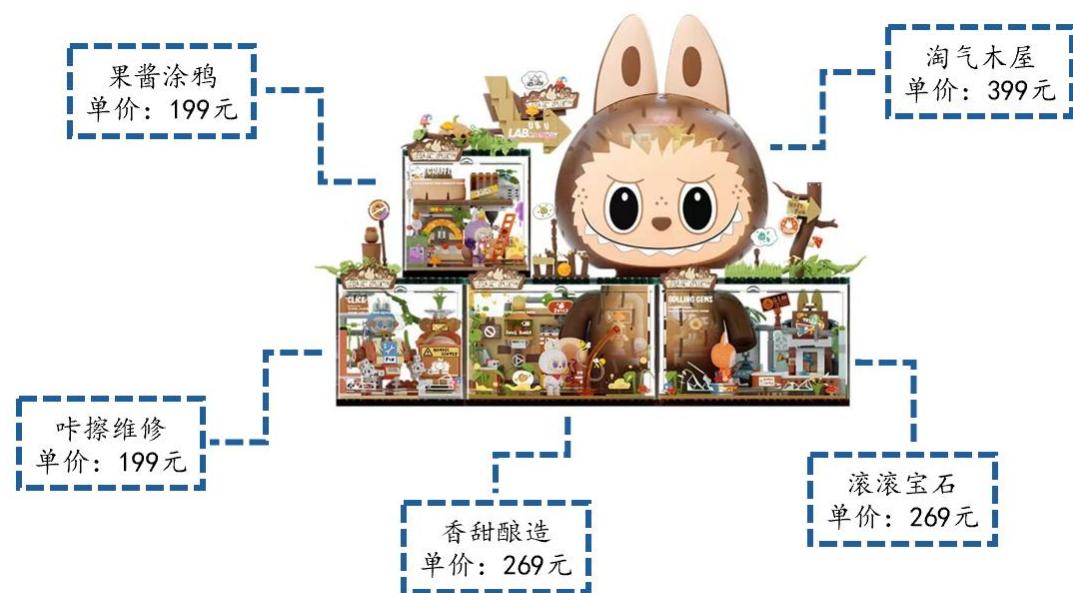
来源：泡泡玛特官微、国金证券研究所（注：不完全统计）

来源：公司公告、国金证券研究所

**积木：开拓交互新场景。**泡泡玛特POPBLOCKS积木产线的首款产品Labubu的森林秘密基地于2024年6月在线上平台首发。产品共有5款，价格从199至399不等，尺寸最大的“淘气木屋”含概率为1:72的隐藏款植绒Labubu。据天猫旗舰店显示，截至2025年2月末，该产品累计销量已超过3万套。这一新品类的拓展与公司“基于IP构建多维度娱乐生态”的战略规划形成呼应，体现了泡泡玛特在潮流玩具领域的品类多元化布局。



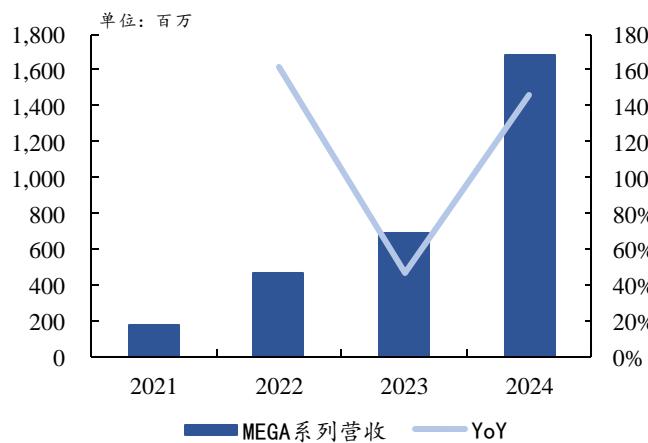
图表18: 5款Labubu森林秘密基地单价逐步提升



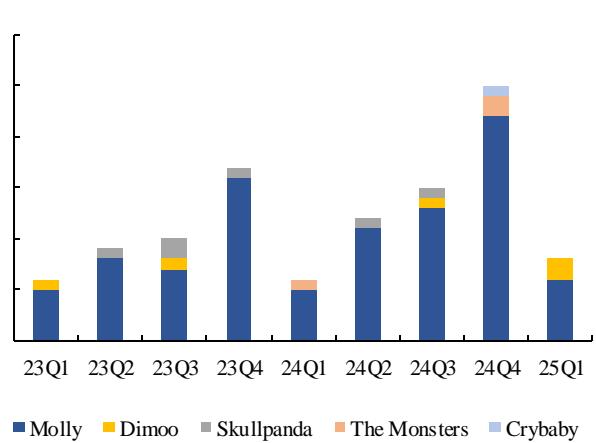
来源：泡泡玛特天猫旗舰店、国金证券研究所

**MEGA: 24年增速达146%爆发较快，突破高端市场边界，深化品牌艺术价值。**该品类2022年至2024年分别实现营收4.67亿元/6.84亿元/16.84亿元，对应同比增速达162.10%/45.99%/146.07%。从收入结构看，MEGA系列占整体营收比例由初始发售阶段的3.97%逐步提升至2024年的12.91%。2023年推出的MEGA GRAND系列采用差异化产品策略，基于Molly、Skullpanda和Dimoo三大头部IP开发不同规格产品，MEGA 100%维持盲盒形态且定价最低；MEGA 400%覆盖主流消费层级；MEGA 1000%通过限量发售强化收藏属性。MEGA产品线价格跨度为79-5999元，推新节奏稳定，通过阶梯式定价策略覆盖多消费能力客群。泡泡玛特通过MEGA产品线增强品牌的高端形象和稀缺性切入艺术收藏市场。此举不仅强化了品牌在轻奢消费领域的定位，更以跨界联名和艺术赋能激活了时尚圈层消费力，通过“收藏品+社交货币”的双重属性触达高净值用户，为品牌拓展出年龄跨度更大、消费层级更高的增量市场空间。

图表19: MEGA系列营收及YoY



图表20: MEGA系列不同IP上新数量(个)



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：泡泡玛特官微、国金证券研究所（注：不完全统计）

**饰品：全新饰品品牌“POPOP”进一步突破品类边界。**POPOP新品系列均融入泡泡玛特头部IP元素，我们认为公司布局饰品品类旨在切入“悦己型”消费市场，进一步延长IP生命周期。在产品方面，POPOP当前重点销售项链、戒指、手链、吊坠等系列产品，产品设计新颖，将潮流IP与时尚饰品深度融合；在销售渠道方面，泡泡玛特开设限时快闪店，以线下体验为核心，让消费者直观感受POPOP首饰，以此提升品牌认知度与产品吸引力。



图表21: POPOP 首饰创新融合泡泡玛特头部 IP Skullpanda

### SKULLPANDA COLLECTION 未尽之芒系列

雪花心形项链  
S925银, 合成立方氧化锆雪花镶嵌耳饰  
S925银, 合成立方氧化锆雪花耳饰  
S925银, 合成立方氧化锆雪花手链  
S925银, 合成立方氧化锆雪花戒指  
S925银, 合成立方氧化锆

来源: POPOP 服务号、国金证券研究所

图表22: IP 相关摊销及设计费用占收入比例 3.5%~4%

|                            | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| ①无形资产摊销费用 ( 百万元 )          | 36.2         | 51.5         | 80.8         | 86.9         | 124.0       |
| ②设计及授权费 ( 百万元 )            | 62.7         | 104.7        | 84.0         | 156.9        | 393.5       |
| ( ①+② ) / 总收入              | <b>3.9%</b>  | <b>3.5%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>4.0%</b> |
| ③无形资产 ( 百万元 )              | 92.7         | 134.0        | 146.5        | 115.9        | 135.4       |
| 其中 :                       |              |              |              |              |             |
| ④IP 相关无形资产-账面净值 ( 百万元 )    | 90.6         | 126.0        | 132.6        | 102.9        | -           |
| <b>IP 相关无形资产占比 ( ④/③ )</b> | <b>97.7%</b> | <b>94.0%</b> | <b>90.5%</b> | <b>88.8%</b> | -           |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.3 业态变现模式创新: 主题乐园、手游、授权业务等

**构建沉浸式 IP 体验场景, 主题乐园成效初现。**2023 年 9 月落地北京朝阳公园的泡泡玛特城市乐园作为行业首创案例, 开创了潮玩 IP 场景化消费新范式。该项目占地 4 万平方米, 采用“门票+二次消费”复合盈利结构。乐园通过三大核心策略实现体验升级:1) 场景重构: 打造全景式 IP 沉浸空间, 通过 IP 人偶互动、叙事场景搭建强化代入感; 2) 业态融合: 开发 IP 主题餐饮及乐园独家周边商品, 形成差异化消费触点; 3) 社群运营。设置潮玩打卡机制与会员专属活动, 构建线上线下联动的粉丝生态。据运营数据显示, 城市乐园首月客流量达 10 万人次, 核心消费群体为 18-34 岁年轻客群, 占总客群 47%, 平均停留时长 4.32 小时。二次消费收入主要来源于商店零售和餐饮, 占乐园收入的 72%。

**用游戏讲故事, 自研手游探索 IP 发展新模式。**2024 年 6 月, 泡泡玛特推出首款自研手游《梦想家园》, 将“模拟经营+派对玩法”与旗下五款头部 IP 进行融合创新。产品上线后市场表现呈现出差异化特征: 核心潮玩用户群体反馈游戏中虚拟角色获取机制的成本收益比未达预期; 而传统游戏玩家则认为现有玩法体系对长期留存用户的吸引力尚存提升空间。目前, 泡泡玛特通过探索虚实联动策略, 借助游戏场景联动城市乐园的线下场景, 强化 IP 叙事能力, 旨在数字娱乐与实体体验之间建立更具延展性的故事生态。



图表23：乐园是泡泡玛特的长期战略



来源：泡泡范儿公众号、国金证券研究所

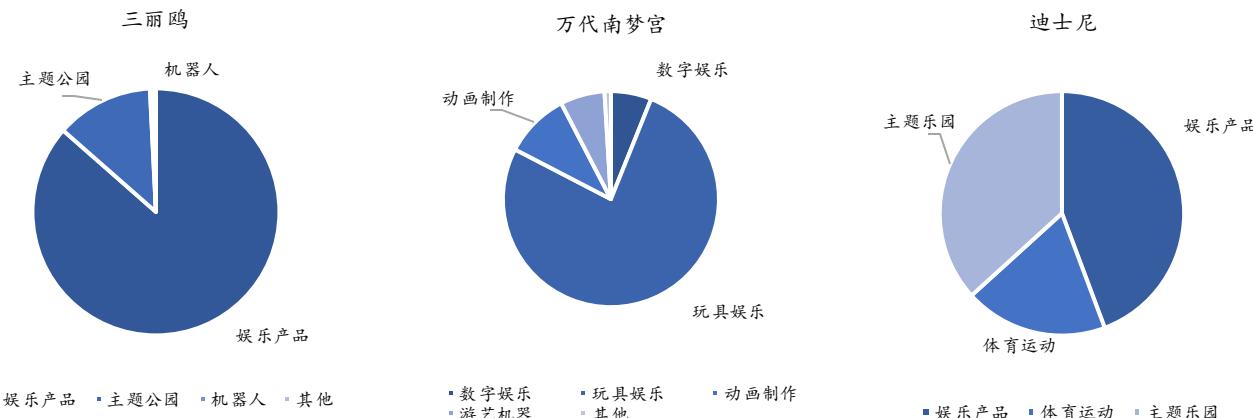
图表24：《梦想家园》正式上线



来源：泡泡范儿公众号、国金证券研究所

通过对比三丽鸥、万代南梦宫以及迪士尼收入占比，我们观察到业内头部企业均投身于业态变现模式的创新探索之中。截至 2024 年，在收入结构方面，三丽鸥主要业务仍是娱乐产品的销售与授权，营收占比达 86%。同时，也在扩张旗下主题乐园业务，营收占比达 13%。万代南梦宫则在传统的手办玩具业务（占比 70%+）之外，积极开拓数字娱乐（主要以游戏开发、IP 授权为主）、动画制作以及游艺机器等业务，占总营收分别为 6%/10%/7%。迪士尼则在娱乐产品以及主题乐园业务外，进一步拓展体育运动板块，营收占比达 19%。由此可见，泡泡玛特凭借强大的 IP 影响力，拓展主题乐园和数字娱乐业务，是 IP 多元化变现的可行路径。

图表25：24年三丽鸥、万代、迪士尼收入占比情况



来源：Bloomberg、国金证券研究所

## 4 海外成长性：对标乐高成长空间充足，拓店节奏是跟踪指标

### 4.1 复盘海外，“爆火”偶然背后的必然性？

**复盘出海的渠道策略：从经销、快闪到 DTC，伴随能力夯实由近到远辐射全球**

1) 从出海形式来看：2018 至 2022 年，公司先后通过 B2B (展会模式)、快闪店、B2C 高线城市零售地标店、再到 DTC 零售店进行海外的探索；早期通过本地经销商和快闪店试水，验证市场后开设 DTC 直营店。22-24 年，海外店铺数量达到 28/70/120 家，大部分以直营为主，部分联营。泡泡玛特的体量、渠道管理能力等在国内出海的潮玩企业中保持强先发优势。

**如何评价当前海外的 DTC 策略？**

我们认为，DTC 直营店可以直面当地市场的消费者，提供更好、更全面的文化产品与服务体验，具体来看：①缩减经销商层级，优化海外业务利润空间；②总部在产品、IP 环节对

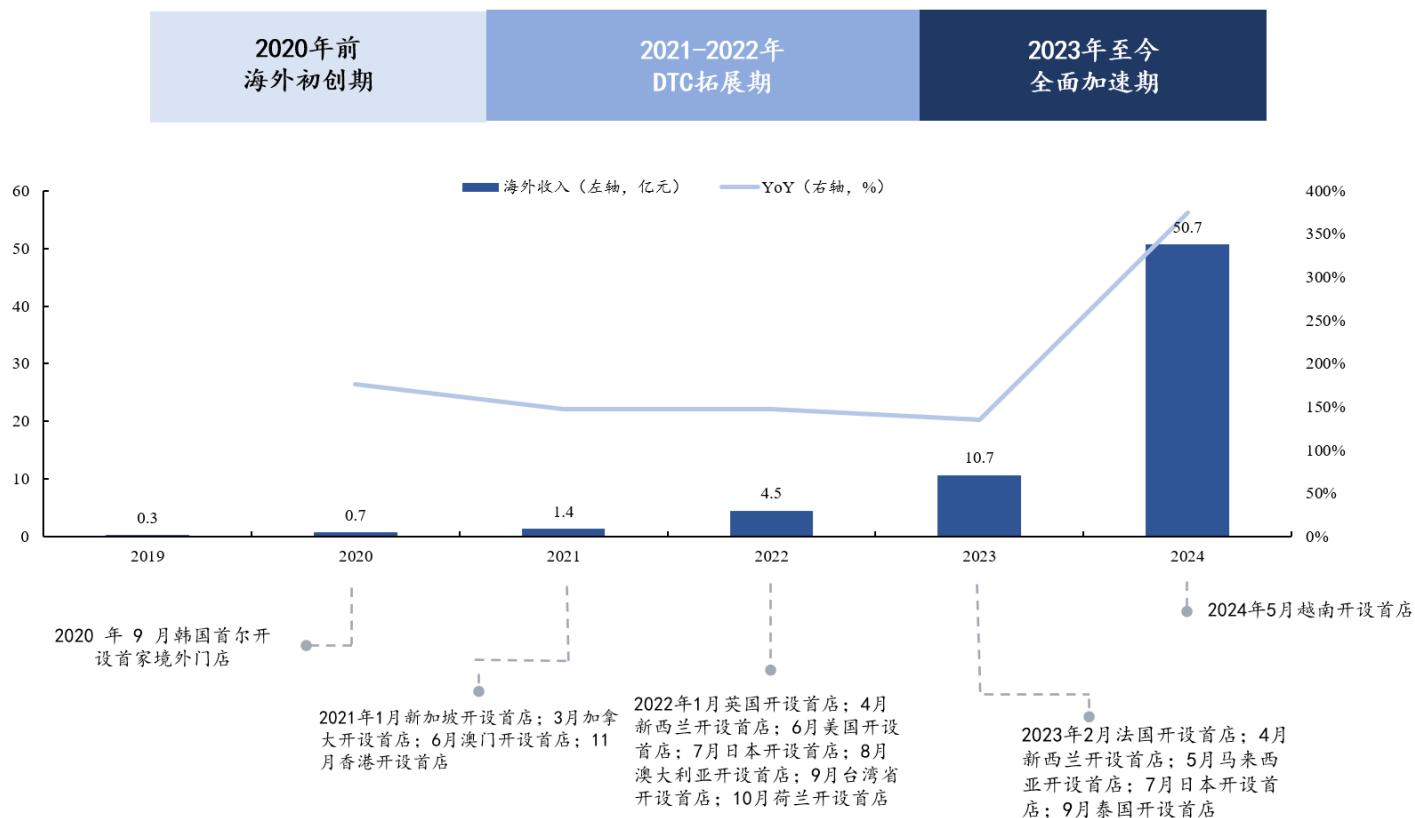


海外业务的协作效率可以大幅度提高。例如：

i) 缩短需求洞察到前端产品上架的处理时间：海外市场洞察到的需求，在公司生产体系内可以于5~6个月时间中演变为产品并上架，同步反哺前端研发与供应链敏捷性，形成“市场洞察-产品迭代-IP输出”的正向闭环。

ii) 国际团队发觉的当地艺术家，从挖掘人才到IP化的进程被大幅度缩减到2-3个月内。

图表26：公司海外业务开拓节奏复盘



来源：公司公告、泡泡范儿公众号、国金证券研究所

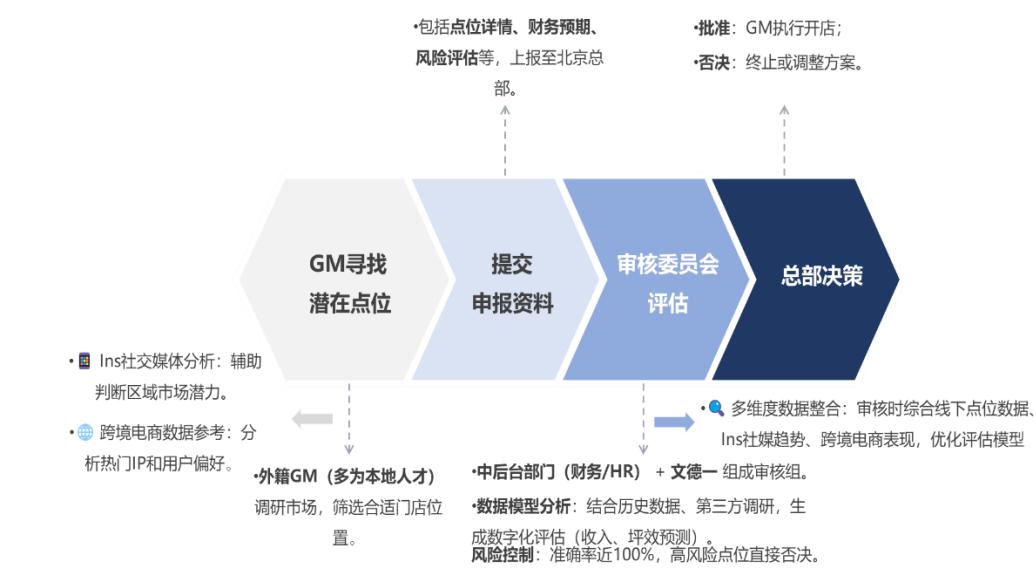
2) 区域推进节奏来看：日韩→东南亚→欧美，背后差异来自潮流文化、区域管理难度等，根据数据决策理性开店提升成功率，首先进军日韩，主要考虑到对亚洲其他地区的潮流辐射潜在影响，东南亚市场收入占海外比例从23年的31%快速提升至24年的47%，验证“东南亚优先”战略的有效性。这一爆发式增长得益于前期精准选址模型与电商数据联动机制，成功捕捉东南亚年轻消费群体对潮玩文化的强接纳度。我们认为东南亚市场增长趋势仍将持续，其具有庞大且极具潜力的Z世代消费群体，与线下娱乐消费升级需求尚未完全释放，叠加公司本地化IP孵化能力，我们判断该地区仍是境外市场的中期发展的重点方向。

3) 海外组织管理模式：大GM体系管理模式，充分发挥主观积极性，海外电商试水提升成功概率。  
 ①海外国家市场GM找到了合适的门店点位后，需要向泡泡玛特国际业务总部提交具体的申报资料，包括详细的点位介绍、财务收入预期、风险预期等，国际业务的中后台部门（如财务、HR等）会形成一个“审核委员会”和海外负责人对这些资料进行研究和评估。通过过往相近市场的开店数据，以及第三方市场调研团队提供的情报，审核委员会一般会形成一个数字化的门店评估模型，对于这一点位门店未来几年的收入、坪效进行评估。

②优先通过海外电商端的数据，洞察“拓展预期”。例如，如果一个市场在Lazada、亚马逊等电商端口的销量开始明显增长，以及在INS等海外媒体渠道热度持续走高，那么泡泡玛特将会在这些国家市场派出更多的地面调研人才，去进行点位搜索。



图表27：公司海外开店申请，数据驱动的理性开店流程



来源：国金证券研究所整理

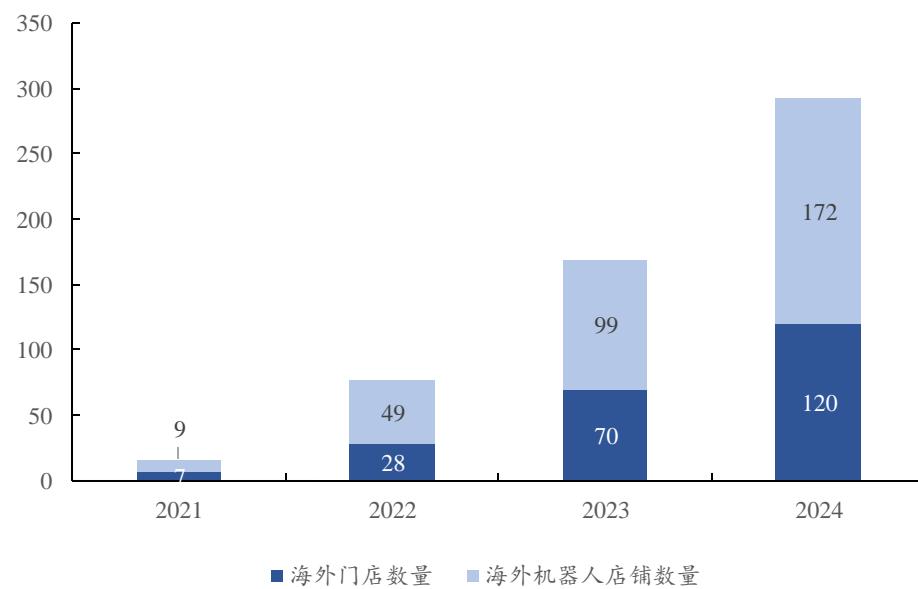
图表28：公司海外扁平化GM团队制组织架构



来源：国金证券研究所整理



图表29：海外门店及机器人店铺数量（家）



来源：公司公告、国金证券研究所

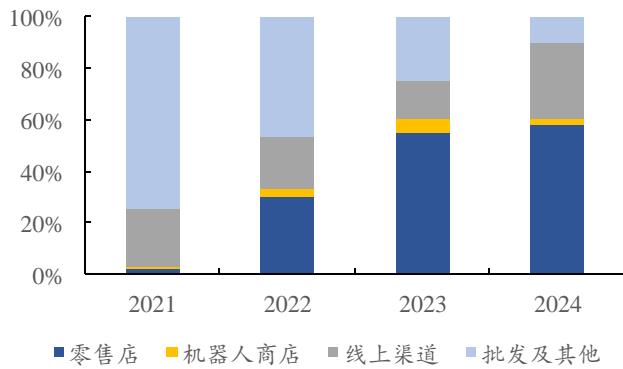
## 4.2 出海运营：本地化运营能力不断迭代，店效表现较国内更突出

### 4.2.1 IP 本地化运营

**IP 的接入节奏：**从国际大 IP 到自有 IP、本地化 IP 设计。公司在开拓东南亚市场时，为解决文化折扣问题，最初切入点是与迪士尼、漫威及三丽鸥等 IP 合作，研发“大版权”产品，起到“拉新”作用，降低进入门槛，把大 IP 和自有 IP 组合到一起，形成有效引流，其后 Labubu、Molly 等独家艺术家 IP 也进行扩散，后签约当地设计师，挖掘与赋能当地艺术家及其 IP，例如与泰国艺术家合作推出的 CRYBABY 系列，传递“释放情绪、接纳脆弱”的理念，深度契合东南亚地区文化精神内核，成为泰国的国民 IP；在美国，消费者反响热烈的 Peach Riot 由美国的艺术家创作，系列象征自由与个性，与北美青年对自由、反叛的追求契合，反响热烈。

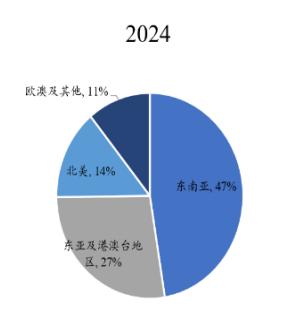
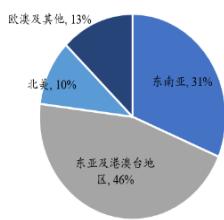
图表30：港澳台及海外收入渠道拆分

图表31：境外市场东南亚率先爆发



来源：公司公告、国金证券研究所

2023



来源：公司公告、国金证券研究所



图表32：IP本土化运营的结果呈现

| IP       | SATYRRORY<br>(潘神) | COARSE         | MOMJI                         | DUCKOO     | INSTINCTOY | CRYBABY |
|----------|-------------------|----------------|-------------------------------|------------|------------|---------|
| 设计师      | Seulgie Lee       | Helenastamulak | Mark Landwehr&<br>Sven Waschk | chokocider | 大久保        | Molly   |
| 国家       | 韩国                | 美国             | 英国                            | 韩国         | 日本         | 泰国      |
| 推出时间     | 2018/2            | 2019/5         | 2019/10                       | 2019/11    | 2020/3     | 2020/11 |
| 已推出盲盒系列数 | 15                | 6              | 4                             | 11         | 3          | 8       |

| IP       | 小川耕平   | COOLABO      | HAPICO | BAZBON        | IANDSINFACTOR'                      | PeachRiot<br>(叛桃) |
|----------|--------|--------------|--------|---------------|-------------------------------------|-------------------|
| 设计师      | 小川耕平   | coolrain&205 | 上野阳介   | ChollHyungnae | UptemPro、<br>ROOCKOON、<br>JonghunHa | LibbyFrame        |
| 国家       | 日本     | 韩国           | 日本     | 韩国            | 韩国                                  | 美国                |
| 推出时间     | 2021/4 | 2021/6       | 2022/5 | 2023/1        | 2023/3                              | 2023/10           |
| 已推出盲盒系列数 | 3      | 4            | 4      | 1             | 1                                   | 2                 |

来源：泡泡范儿公众号、国金证券研究所

#### 4.2.2 人才组织的本地化运营

构建海外审美文化的“前线反馈机制”。根据虎嗅，泡泡玛特24年开始内部进一步精细化拆分产品团队，不同品类的IP产品设立独立的产品团队（比如毛绒、积木等不同品类），团队会分别与国际团队协作，进行本地化开发。具体来看，从人才方面，不断吸引更多的海外本土设计师加入到公司，通过艺术家和市场的反馈，逐步建立起各个市场消费者对于审美与文化需求的“前线反馈机制”，将反馈内容及时汇总到各地的营销负责人，对接产品部门，在相应的产品开发及投入上做出差异化选择。

GM团队制扁平化管理：公司在每一个海外国家市场，都由GM去组建具体团队，所有的海外GM皆为外籍员工，且超过90%为所在国本国国籍人才。GM可规划所在国家的开店点位、开店节奏，还可以全权把控所在国人才团队的绩效、升迁等。GM可单独决策团队内人才的加薪、年底奖金等关键环节，以及团队内人才的职位变化。

#### 4.2.3 高势能店铺+明星助力+社媒精细化运营：助力营销传播破圈

高势能店铺构筑品牌力：2023年5月泡泡玛特海外首家古堡主题店巴拿山乐园古堡主题店在越南岘港盛大开业，位于目前越南客流量最大的主题公园；9月在泰国曼谷centralworld开设首家线下门店，开业当天吸引超千名粉丝现场排队，首日销售额破200万元；12月中国台北西门町店盛大开业，矗立于西门町核心商圈的壮观五层独栋建筑吸引大量游客驻足，首日营收就高达1140万新台币（合254万人民币）；2024年品牌势能跃迁，向欧洲拓展7月泡泡玛特卢浮宫店在CARROUSEL DU LOUVRE正式开业，距离博物馆次入口和倒玻璃金字塔仅仅几步之遥，成为首个成功进驻卢浮宫的中国潮玩品牌。

明星助力破圈：BLACKPINK成员Lisa在Instagram晒出Labubu盲盒、泰国官方授予Labubu“神奇泰国体验官”称号，并在曼谷机场举办盛大欢迎仪式，为公司出海之路加速提供催化。



图表33：公司在境外高势能商圈开店

中国台北西门町



法国巴黎卢浮宫



泰国曼谷Central World



越南岘港巴拿山景区



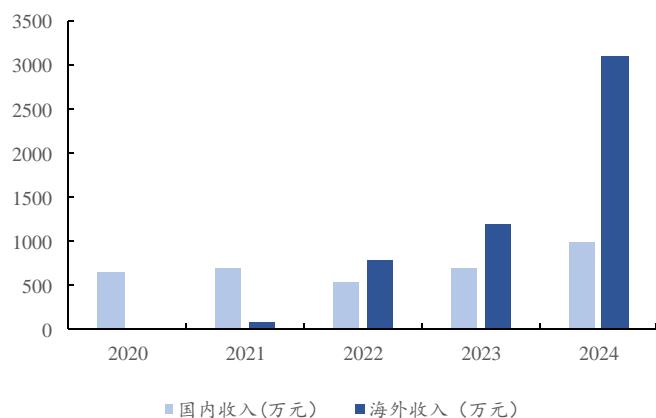
来源：泡泡范儿公众号、泡泡玛特官网、国金证券研究所

**海外爆发式增长，机器人商店表现优于国内。**海外店效从 2021 年的 100 万元跃升至 2024 年的 3100 万元，店效绝对值远超国内；对于机器人商店也呈现同样的趋势，我们认为背后主要原因有：

- 1) DTC 模式精准落地：通过直营店直接触达消费者，缩减中间环节利润损耗，成功快速抢占东南亚（如新加坡、曼谷）、欧美（巴黎、芝加哥）等核心城市点位；
- 2) 本地化 IP 策略：因地制宜，进行本土化调整。联合区域艺术家推出当地爆款，快速激活需求。从针对泰国市场推出由本土艺术家设计的 Crybaby 形象，融入本地审美——泰式萌系风格，到用 PeachRiot 打开北美市场，成为首个爆款，都成功降低了文化隔阂，增强用户情感联结。
- 3) 明星效应与社交媒体的裂变式营销成功：通过短视频挑战赛、开箱测评等内容强化用户互动，提升转化率。
- 4) 海外客单价较国内更高，主因但产品溢价率：海外市场对潮玩溢价接受度较高，尤其是欧美等发达地区，如公司产品在泰国的售价，平均比国内高 5%—10%；海外联名新品定价显著高于国内，如叛桃系列盲盒美国售价 17.99 美元（约 130 元），较国内 79 元溢价超 39%，再叠加限量款、联名款策略，与海外 IP 爆款产品的成功，使得单店收入弹性贡献较优。

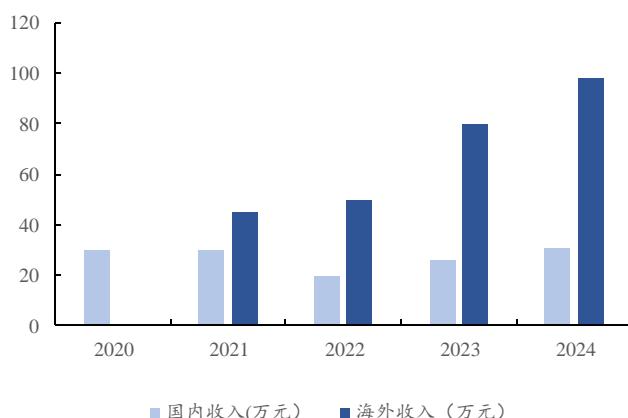


图表34：国内 VS 海外店效（单店收入）对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表35：国内 VS 海外店效-机器人



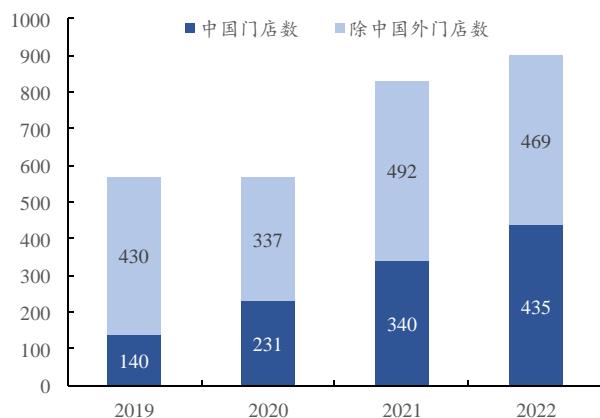
来源：公司公告、国金证券研究所

#### 4.3 拓店展望：对标乐高，拓区域仍有较大成长空间

我们认为，公司海外的渠道扩张模式、IP 衍生品的接受度等已得到初步成功验证，在开店（拓区域、优质铺位获取能力）、精细化运营方面都有较大提升空间。

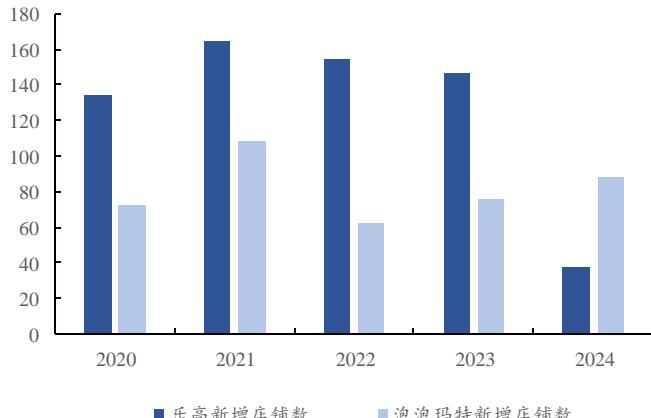
- 1) 开店：我们对比了全球积木龙头乐高在全球开店分布情况，截至 2024 年，乐高在全球范围内门店 1069 家，泡泡玛特全球门店 521 家，中国外区域门店 120 家，从区域角度，我们认为后续在东南亚的开拓仍在成长期、而欧美地区的开拓仍处于初期。
- 2) 店铺选址优化：伴随公司品牌辐射范围扩大、产品内容得到海外市场的初步验证成功，在商场获得优质铺位的机会提升，除了传统品牌型高势能店铺，我们预计在大规模拓店过程中也会拿到面积更大、楼层更好的店铺位置，且展示的内容物也从传统盲盒逐步升级到多品类。
- 3) 精细化运营：具体体现为会员体系的搭建和深度运营、本地 IP 的签约合作、二创体系构建、本地品牌化活动运营等。

图表36：乐高全球门店分布情况（家）



来源：中国玩具和婴童用品协会公众号、上海外商投资协会公众号、涌金楼公众  
号等、国金证券研究所

图表37：新增店铺数量对比（家）：泡泡玛特 VS 乐高



来源：泡泡玛特公司公告，乐高官网，国金证券研究所

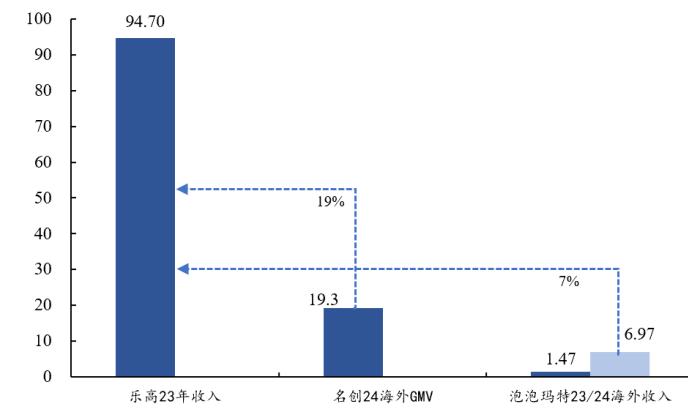


图表38：对比乐高，公司海外开店仍有较大空间

| 国家/地区             | 2023 人均 GDP (美元: 不变价, 单位: 万元) | 15~45 岁人口数量 (万人) | 乐高门店数量 (截至 25M3) | 泡泡玛特门店数量 (截至 25M3) |
|-------------------|-------------------------------|------------------|------------------|--------------------|
| 东亚 (日本+韩国)        | 6.94                          | 5834.29          | 77               | 49                 |
| 东南亚               | 0.56                          | 32016.3          |                  |                    |
| —新加坡              | 8.47                          | 298.6            |                  |                    |
| —印度尼西亚            | 0.49                          | 12944.2          |                  |                    |
| —马来西亚             | 1.26                          | 1790.45          |                  |                    |
| —泰国               | 0.72                          | 2969.83          |                  |                    |
| —越南               | 0.43                          | 4519.36          |                  |                    |
| 美国                | 8.19                          | 13865.8          | 110              | 23                 |
| 欧洲                | 4.11                          | 27847.5          | 150              | 19                 |
| 大洋洲<br>(澳大利亚+新西兰) | 11.29                         | 1279.1           | 22               | 13                 |

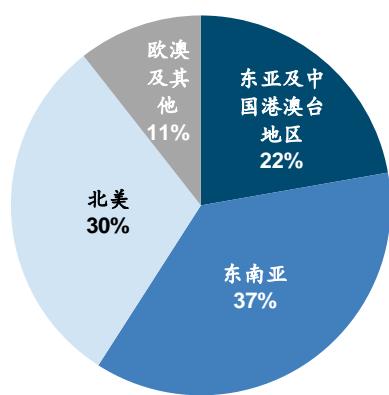
来源：iFinD、乐高官网，泡泡玛特官网，国金证券研究所

图表39：中国潮玩品牌仍有较大海外扩张空间 (\$亿元)



来源：各公司公告、国金证券研究所（注：货币均以换算为美元\$统计）

图表40：公司社交账号 Instagram 的全球用户地区分布



来源：Instagram官方账号、国金证券研究所

### 海外线上渠道收入快速增长，多平台布局成效显著

分渠道来看，24 年 TikTok 平台收入同比+5780%，成为增长最快的渠道；泡泡玛特官方网站收入同比+1246%，表现亮眼；Shopee 渠道同比增长 656%，保持稳健扩张；其他线上渠道同比增长 389%，展现多元化布局成效。

整体来看，泡泡玛特在海外市场的线上渠道布局已逐步深化，品牌直销与第三方电商平台协同发力，推动收入增长。未来，公司或将继续优化线上运营策略，提升品牌自主渠道的销售占比，持续释放增长潜力。



图表41：2021-2024年泡泡玛特海外线上各渠道收入及YoY



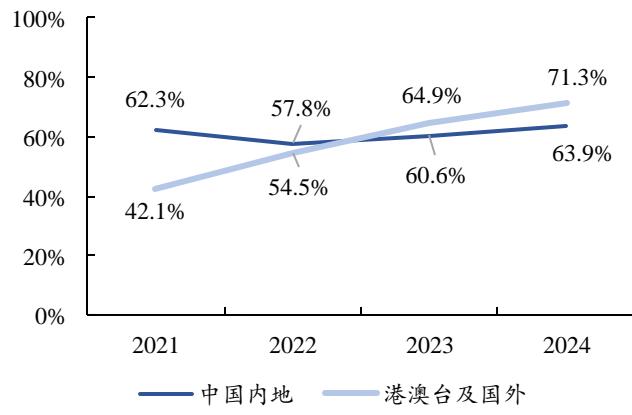
来源：泡泡玛特官网、国金证券研究所

海外市场盈利能力优于国内，毛利率与经营利润率均呈现向上趋势。

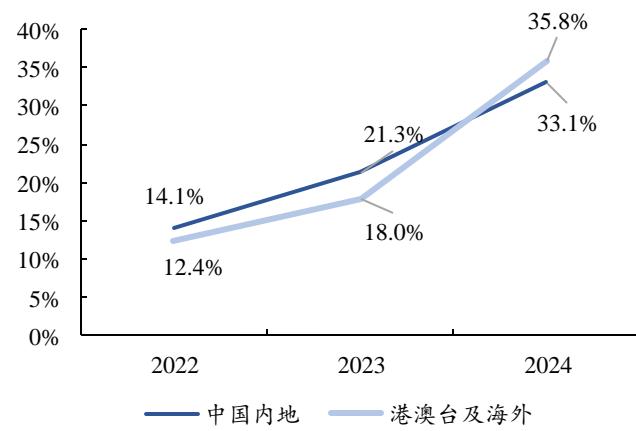
公司海外市场盈利能力持续优于国内，毛利率与经营利润率均呈现上升趋势。从毛利率来看，2024年公司海外毛利率达71.3%，较2023提升6.4pct，显著高于国内市场的63.9%，显示出海外市场更强的溢价能力与成本管控优势。

经营利润率方面，公司海外市场的盈利能力增长更为明显，2024海外经营利润率达35.8%，较2023的18.0%大幅提升，首次超过中国内地市场的经营利润率。这一趋势表明，公司海外市场在规模效应、费用控制及产品定价方面具有更强的竞争力，为整体盈利能力的提升提供有力支撑。

图表42：公司海外毛利率高于国内



图表43：公司海外经营利润率呈现快速提升趋势



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

## 5 国内：线下更注重优质点位获取提升品牌势能，线上精细化运营

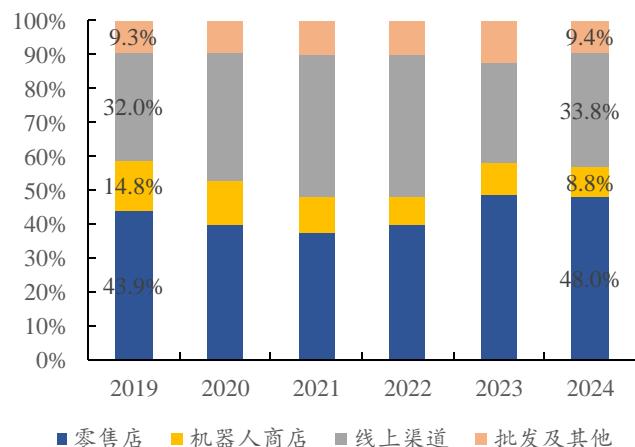
线下零售占主导，下线城市渗透仍有空间，线上精细化运营促进拉新&转化。从渠道结构角度，24年线下零售店/机器人商店线上/批发及其他渠道收入占比48%/8.8%/33.8%/9.4%，增速+54%/+27%/+58%/+51%。

线下：门店开拓节奏稳健，公司通过优化陈列、提升门店执行力、引入更精细化的激励机制，不断提升门店员工的积极性与消费者服务体验，创新性地推出“送到家”服务，拓展增量渠道收入，23/24年调整后同店收入+31%/+40%。我们预计后续将保持稳健的开店节奏，更关注客户在线体验，优质点位的获取和大面积门店升级，保持品牌向上提升。

线上：创新玩法加速新用户开拓、老用户复购：优化整体流量结构，聚焦提升流量效率与新客成交转化，持续优化用户视觉体验和入门路径。24年线上抽盒机/天猫旗舰店/抖音渠道增速+53%/+95%/+112%。

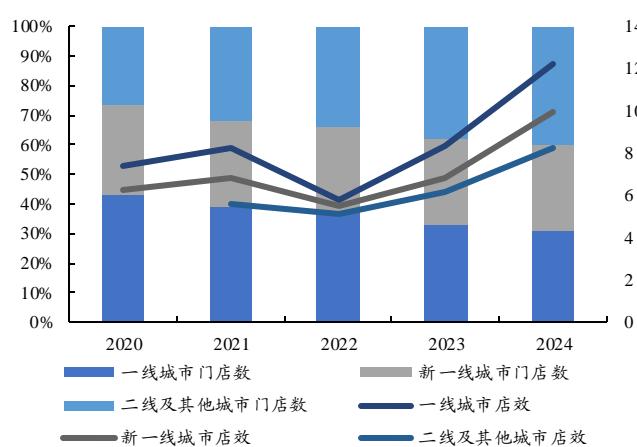


图表44：中国内地营收渠道结构变化趋势



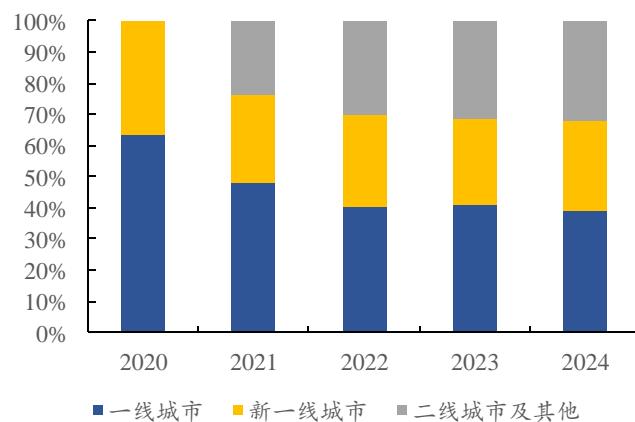
来源：公司公告、国金证券研究所

图表45：中国内地各线城市门店数量占比及店效（百万元/家）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表46：国内零售店各线城市收入贡献占比分布



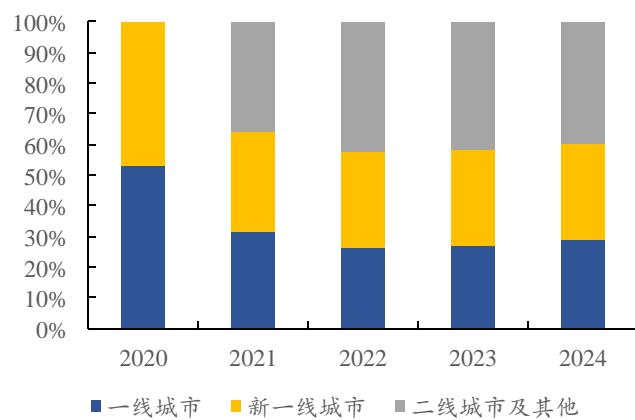
来源：公司公告、国金证券研究所

图表47：国内零售店各线城市门店数量（家）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表48：国内机器人商店各线城市收入贡献占比分布



来源：公司公告、国金证券研究所

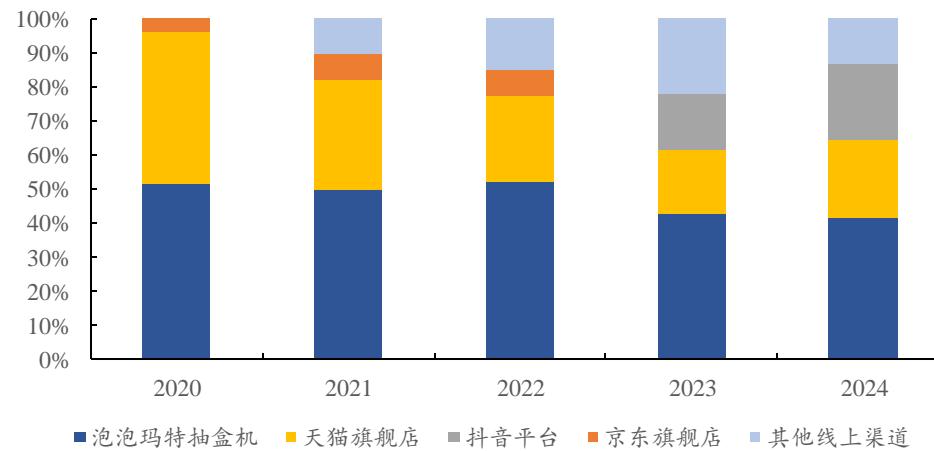
图表49：国内机器人商店各线城市门店数量变化（家）



来源：公司公告、国金证券研究所



图表50：中国内地线上各渠道收入占比



来源：公司公告、国金证券研究所

## 6 全球IP玩具：龙头公司再次进入成长上行周期

**竞争角度：国际龙头加速布局，全球IP潮玩市场上升周期形成同步趋势**

我们观察到，24年以来全球IP衍生品市场再次进入扩张周期，三丽鸥、迪士尼、万代南梦宫、Funko、孩之宝等龙头IP潮玩/玩具类公司财报表现靓丽，部分来自中国市场授权业务的快速发展，且公司在业绩会中再次强化IP资产运营，加速全球市场渗透。具体来看：三丽鸥依托Hello Kitty等经典IP，拓展数字娱乐和游戏业务，强化粉丝经济；迪士尼通过影视、乐园和Disney+构建全链路变现体系，增强IP全球影响力；万代南梦宫聚焦高达、EVA等核心IP，加大DTC渠道布局，推动高附加值衍生品增长；Funko优化库存管理，DTC渠道占比54%，精简SKU30%，提升盈利能力；孩之宝则加速全球化扩展，重点拓展亚洲市场，并强化数字化运营能力。

整体来看，尽管市场竞争加剧，但行业整体渗透率仍较低，IP商业化模式仍在演进，DTC、电商等新渠道的崛起为行业带来更多增长机遇。

图表51：潮玩公司对于IP衍生品业务发展的表述和发展规划

| 公司名称 | 最新财报中对IP衍生品业务评价  | 最新财报中对IP衍生品业务/海外扩张方面的规划   |
|------|--|---|
| 三丽鸥  | 通过社交媒体+精品店+大众市场构建“价值创造循环”，推动品牌溢价并实现盈利增长。强化角色热度维护，通过周年庆、内容营销、体育与游戏合作拓展影响力，同时确保精品店与大众市场的平衡，避免IP价值贬损。 | 中国市场：深化与阿里鱼的合作，强化内容共创、渠道拓展、反侵权打击，同时升级粉丝互动。<br>北美市场：实行精品店+大众市场双轨策略，扩大销售并加强品牌价值塑造，结合社交媒体营销、体育/游戏/IP联名提高市场渗透率。   |
| 迪士尼  | 将IP作为核心资产，通过乐园、流媒体、邮轮、体育与商品实现最大化变现。  | 主题乐园扩建（如魔法王国、怪兽公司园区）强化IP体验，邮轮业务将翻倍增长，增强全球市场覆盖。流媒体方面，2025财年预计内容投资240亿美元，推动国际化扩展，如拉美肥皂剧、亚洲韩剧等本地化内容，提升订阅增长。ESPN旗舰版将引入体育电商、电竞、博彩，进一步拓展IP价值链。整体战略通过高质量内容驱动衍生品消费，结合数字化与体育商业模式创新，确保IP生态长期盈利。 |



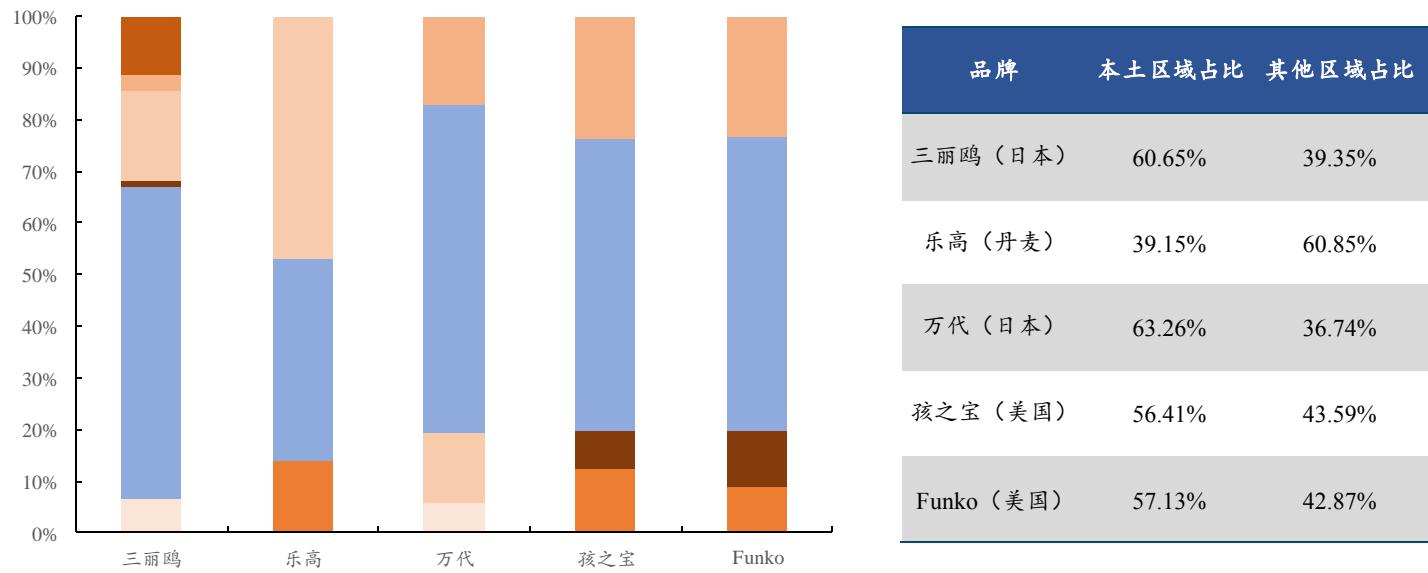
|       |  |   |
|-------|--|---|
| 万代南梦宫 | IP 衍生品业务量庞大，并持续拓展。在日本静冈的高达模型生产工厂年产量约 1500 万套，并计划 2024 年在原厂附近新建生产厂房，以满足市场需求。  | 公司将重点拓展北美和中国市场。在中国，通过 IP 合作、本地化产品开发和内容投资等方式，加快市场布局。例如，与热门游戏《王者荣耀》联动推出孙悟空手办，以及参与出品首部三星堆探险题材动画电影《疯了！桂宝之三星夺宝》。                                     |
| Funko | 依托强大 IP 资源（影视、动漫、游戏、体育等），通过 Pop!Vinyl、Loungefly、Mondo 等产品线满足全球粉丝需求。公司强调粉丝深度互动，并通过 DTC（直销）增长提高品牌溢价。未来将专注高利润核心产品，削减低毛利 SKU，并通过定制化产品（Pop!Yourself）与迷你收藏系列（BittyPop!）提升盈利能力。 | 计划全球市场扩张，特别是在拉美、亚太、澳大利亚、加拿大，并深化欧洲市场（英国、斯堪的纳维亚、东欧）。公司优化供应链管理，削减库存 54%，精简 SKU30%，提高运营效率。同时，Funko 通过 DTC 渠道扩展、社交媒体营销及跨界合作（音乐、体育、动漫）进入新粉丝群体，推动全球增长。 |

来源：各公司公告、国金证券研究所

全球 IP 衍生品市场竞争格局呈现差异化，主要企业的区域收入占比反映出其全球化进程的不同阶段。三丽鸥、万代南梦宫等日本企业仍以本土市场为主，本土收入占比分别达 60.65% 和 63.26%，反映出其在日本市场的深厚积累，但海外拓展空间仍存。相比之下，乐高（39.15%）、孩之宝（56.41%）和 Funko（57.13%）的本土收入占比相对较低，显示出欧美企业更成熟的全球化布局，海外市场已成为收入的重要来源。

值得关注的是，乐高的海外市场收入占比高达 60.85%，全球化程度领先，而 Funko 和孩之宝的海外市场收入占比分别为 42.87% 和 43.59%，仍有进一步拓展空间。整体来看，日美企业在本土市场具备稳固优势，但海外扩张路径不同，未来全球市场布局的优化将成为提升业绩增长的重要驱动力。

图表52：海外潮玩龙头的分区域收入结构



来源：各公司公告、国金证券研究所（注：三丽鸥使用 2024 财年 Q3 数据；万代、孩之宝使用 2024 财年数据；乐高、Funko 使用 2023 财年数据）



图表53：全球主流IP玩具公司报表结构拆分

|        | 三丽鸥    |        |             | 万代南梦宫  |        |        | 迪士尼  |      |      | 泡泡玛特 |      |      |
|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|
|        | FY2022 | FY2023 | FY2024 Q1-3 | FY2022 | FY2023 | FY2024 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| 营业收入   | 100%   | 100%   | 100%        | 100%   | 100%   | 100%   | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 毛利率    | 69%    | 72%    | 72%         | 40%    | 37%    | 35%    | 35%  | 33%  | 36%  | 57%  | 61%  | 67%  |
| SG&A比率 | 51%    | 45%    | 38%         | 26%    | 25%    | 27%    | 20%  | 17%  | 17%  | 47%  | 43%  | 35%  |
| 销售费用率  | 9%     | 9%     | 8%          | 6%     | 6%     | 6%     | -    | -    | -    | 32%  | 32%  | 28%  |
| 管理费用率  | 41%    | 36%    | 30%         | 20%    | 20%    | 21%    | -    | -    | -    | 15%  | 11%  | 7%   |
| 营业利润率  | 18%    | 27%    | 39%         | 14%    | 12%    | 9%     | 6%   | 5%   | 8%   | 12%  | 19%  | 32%  |

来源：各公司公告，国金证券研究所

## 7 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

**收入端：**考虑到公司在行业内的龙头地位以及积极的品类拓展和出海布局，我们预测公司25-27年整体营收分别为220.70/298.61/387.44亿元，同比增速分别为69%/35%/30%。分渠道来看：

#### 中国内地市场

- 1) 零售店：我们预计25-27年门店新增量23/23/22家，在此基础上，得益于品类上新、私域运营深化等因素，我们预计25-27年平均店效增速分别为15%/8%/6%，带动零售店收入分别增长25%/14%/12%，预计实现营收分别为47.66/54.45/60.77亿元。
- 2) 机器人商店：考虑到机器人商店渠道拓展包括新增机器和现有机器点位更换，我们预计25-27年门店新增量54/54/54家，店铺收入主要依靠盲盒手办品类升级，因此预计店效增速略低于零售店，25-27年收入分别增长11%/6%/5%，预计实现营收分别为7.75/8.21/8.64亿元。
- 3) 线上渠道：2024年，在抖音商城快速增长和其他线上渠道稳健扩容的带动下，线上增速反弹明显，我们预计25-27年线上渠道增速分别为42%/27%/25%，预计实现营收分别为38.31/48.83/60.85亿元。
- 4) 批发及其他渠道：主要驱动因素为主题乐园等新业务落地，我们预计25-27年同比增速分别为35%/20%/20%，实现营收分别为10.10/12.12/14.54亿元。

#### 港澳台及海外市场

- 1) 零售店：渠道拓展是现阶段海外市场的主要驱动因素，基于DTC策略、本地化IP策略以及店铺选址优化等因素，我们预计海外零售店店效25-27年增速分别为10%/7%/7%，门店新增量104/80/80家，带动海外零售店增长159%/45%/35%，预计实现营收分别为76.20/110.65/149.56亿元。
- 2) 机器人商店：受海外市场拓张阶段影响，我们认为未来三年机器人商店铺设平均维持在约23%的增速，预计25-27年店效分别为10%/5%/5%，门店新增量50/50/50家，带动机器人商店收入增速分别为80%/29%/24%，对应营收2.40/3.09/3.83亿元。
- 3) 线上渠道：在公司海外官网、TikTok、Shopee等境外电商的快速扩张下，我们预计25-27年营收同比增速分别为118%/68%/49%，预计实现营收分别为31.79/53.49/79.92亿元。



图表54：泡泡玛特收入预测

| (百万元)    | 2022  | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 4,617 | 6,301 | 13,038 | 22,070 | 29,861 | 38,744 |
| YOY      | 3%    | 36%   | 107%   | 69%    | 35%    | 30%    |
| 中国内地收入   | 4,163 | 5,235 | 7,972  | 10,383 | 12,361 | 14,481 |
| YOY      | -3%   | 26%   | 52%    | 30%    | 19%    | 17%    |
| 占营收比例    | 90%   | 83%   | 61%    | 47%    | 41%    | 37%    |
| 零售店      | 1,691 | 2,479 | 3,828  | 4,766  | 5,445  | 6,077  |
| YOY      | 1%    | 47%   | 54%    | 25%    | 14%    | 12%    |
| 店效YOY    |       | 31%   | 40%    | 15%    | 8%     | 6%     |
| 机器人商店    | 379   | 549   | 698    | 775    | 821    | 864    |
| YOY      | -19%  | 45%   | 27%    | 11%    | 6%     | 5%     |
| 店效YOY    |       | 34%   | 21%    | 7%     | 3%     | 3%     |
| 线上渠道     | 1,830 | 1,710 | 2,698  | 3,831  | 4,883  | 6,085  |
| YOY      | -2%   | -7%   | 58%    | 42%    | 27%    | 25%    |
| 批发及其他    | 264   | 497   | 748    | 1,010  | 1,212  | 1,454  |
| YOY      | -14%  | 88%   | 51%    | 35%    | 20%    | 20%    |
| 港澳台及海外收入 | 454   | 1,066 | 5,066  | 11,687 | 17,500 | 24,263 |
| YOY      | 147%  | 135%  | 375%   | 131%   | 50%    | 39%    |
| 占营收比例    | 10%   | 17%   | 39%    | 53%    | 59%    | 63%    |
| 零售店      | 136   | 583   | 2,938  | 7,620  | 11,065 | 14,956 |
| YOY      | 4120% | 330%  | 404%   | 159%   | 45%    | 35%    |
| 店效YOY    |       | 54%   | 160%   | 10%    | 7%     | 7%     |
| 机器人商店    | 15    | 57    | 133    | 240    | 309    | 383    |
| YOY      | 665%  | 277%  | 132%   | 80%    | 29%    | 24%    |
| 店效YOY    |       | 48%   | 27%    | 10%    | 5%     | 5%     |
| 线上渠道     | 90    | 156   | 1,455  | 3,179  | 5,349  | 7,992  |
| YOY      | 119%  | 73%   | 834%   | 118%   | 68%    | 49%    |
| 批发及其他    | 213   | 270   | 540    | 647    | 777    | 932    |
| YOY      | 55%   | 27%   | 100%   | 20%    | 20%    | 20%    |

来源：公司公告、国金证券研究所预测

**毛利端：**得益于公司高附加值的核心产品、轻资产的运营模式以及收入结构的变化下，我们预计公司毛利率逐步提升，25-27年整体毛利率分别为68.1%/68.9%/69.3%。分地区来看，海外市场直营渠道占比提升、售价等因素，海外市场毛利率整体高于内地市场毛利率。

**费用端：**销售费用率方面，尽管海外门店运营费用率较中国内地更高，随着中国内地、海外的店效提升以及精细化运营，叠加经营杠杆优化，运营费用率有望优化，但预计海外营销节奏仍保持，预计25-27年分别为28.2%/28.3%/28.5%。管理费用率方面，随着公司营收的较快增长，在规模效应下，预计25-27年管理费用率分别为7.5%/7.6%/7.7%。

综上所述，我们预计公司25-27年调整后归母净利润分别达57.3/76.9/98.5亿元，同比增长68.4%/34.1%/28.2%。

### 投资建议

估值方面，采用可比估值法，公司主营业务聚焦潮玩消费，考虑到其IP孵化、运营能力与全球化潜力，我们选取IP运营以及潮玩消费品两类可比公司。1)IP运营板块，考虑到公司IP业务蕴含的巨大成长潜力及海外市场的拓展空间，我们选取奥飞娱乐、三丽鸥、迪士尼等国内领先以及国际知名的IP运营龙头公司，其25-27年P/E中值分别为46x/41x/26x；2)潮玩消费品板块，鉴于泡泡玛特在潮玩领域已步入成熟消费品发展阶段，我们选取了孩之宝、美泰、FUNKO、万代等海外已处于相对成熟且稳健发展状态的行业龙头，25-27年P/E中值分别为21x/16x/13x。

泡泡玛特作为中国内地潮玩行业的领军企业，在IP孵化与运营、供应链管理、产品创新以及下游全渠道布局等方面，均构建起坚实且深厚的竞争壁垒。凭借这些优势，其在中国内地潮玩市场有望进一步巩固领先地位，马太效应显著。与此同时，公司积极开拓海外市场，已展现出稀缺的高盈利品牌出海实力，市场空间持续拓展。从长远视角看，泡泡玛特构建IP多元变现平台的潜力巨大，前景广阔。基于以上分析，考虑到未来三年归母净利润CAGR42.5%，我们给予公司2025年40倍P/E，对应目标价185.6港元，首次覆盖给予“买入”评级。



图表55：泡泡玛特可比公司估值

| 公司代码                 | 公司简称  | 财报货币 | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润(财报货币, 亿元) |             |             |             | PE          |             |             | 归母净利润CAGR<br>24A~27E | PEG         |             |             |
|----------------------|-------|------|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|
|                      |       |      |             | 24A             | 25E         | 26E         | 27E         | 25E         | 26E         | 27E         |                      | 25E         | 26E         | 27E         |
| <b>IP运营公司</b>        |       |      |             |                 |             |             |             |             |             |             |                      |             |             |             |
| 002292.SZ            | 奥飞娱乐  | CNY  | 147         | 0.2             | 1.9         | 2.7         | -           | 78.8        | 55.4        | -           | 292.9%               | 0.27        | 0.19        | -           |
| 8136.T               | 三丽鸥   | JPY  | 18,231      | 175.8           | 399.8       | 446.9       | 515.9       | 45.6        | 40.8        | 35.3        | 43.2%                | 1.06        | 0.95        | 0.82        |
| DIS.N                | 迪士尼   | USD  | 1,773       | 49.7            | 85.0        | 100.1       | 112.1       | 20.9        | 17.7        | 15.8        | 31.1%                | 0.67        | 0.57        | 0.51        |
| <b>中位值</b>           |       |      |             |                 |             |             |             | <b>45.6</b> | <b>40.8</b> | <b>25.6</b> |                      |             |             |             |
| <b>海外潮玩&amp;玩具公司</b> |       |      |             |                 |             |             |             |             |             |             |                      |             |             |             |
| HAS.O                | 孩之宝   | USD  | 85          | 3.9             | 5.4         | 6.1         | 6.5         | 15.7        | 13.9        | 13.0        | 18.9%                | 0.83        | 0.74        | 0.69        |
| MAT.O                | 美泰    | USD  | 64          | 5.4             | 5.4         | 5.6         | 5.7         | 11.8        | 11.3        | 11.3        | 1.4%                 | 8.41        | 8.05        | 8.01        |
| FNKO.O               | FUNKO | USD  | 4           | -0.15           | 0.02        | 0.22        | -           | 201.5       | 16.2        | -           | 23.4%                | 8.59        | 0.69        | -           |
| 7832.T               | 万代南梦宫 | JPY  | 34,247      | 1,015           | 1,335       | 1,323       | 1,412       | 25.7        | 25.9        | 24.3        | 11.6%                | 2.21        | 2.23        | 2.09        |
| <b>中位值</b>           |       |      |             |                 |             |             |             | <b>20.7</b> | <b>15.1</b> | <b>13.0</b> |                      |             |             |             |
| 9992.HK              | 泡泡玛特  | CNY  | 2,057       | <b>34.0</b>     | <b>57.3</b> | <b>76.9</b> | <b>98.5</b> | <b>33.0</b> | <b>24.6</b> | <b>19.2</b> | <b>42.5%</b>         | <b>0.78</b> | <b>0.58</b> | <b>0.45</b> |

来源: Wind、Bloomberg、公司公告、国金证券研究所 (注: Wind 一致预期缺失奥飞娱乐、FUNKO 27 年数据, 因此两家公司仅计算 24~26 年 CAGR; 奥飞娱乐 24 年归母净利润为 wind 一致预期数据, 其他均为实际值); 截至日期为 2025. 3. 28

## 风险提示

- 1) **新品拓展不及预期。** IP 孵化周期长且不确定性高, 而市场热度窗口期可能短暂, 公司新推出的 IP 热度可能不及预期; 行业同质化竞争加剧, 大量厂商推出相似品类的产品, 导致消费者易产生审美疲劳。
- 2) **海外市场扩张不及预期。** 公司拓展海外市场或面临文化适配与成本控制的双重阻力。海外新门店开设进展与门店店效或不及预期。
- 3) **消费需求不及预期。** 盲盒手办的社交属性逐渐弱化, 公司或面临消费者行为变迁而导致消费需求不及预期的风险。
- 4) **IP 相关费用率提升:** 伴随 IP 扩容, 可能导致设计及授权费成本、无形资产摊销费用率上升。



## 附录：三张报表预测摘要

| 损益表(人民币 百万)        |              |              |               |               |               |               | 资产负债表(人民币 百万)   |              |              |               |               |               |               |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                    | 2022A        | 2023A        | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                 | 2022A        | 2023A        | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| <b>主营业务收入</b>      | <b>4,617</b> | <b>6,301</b> | <b>13,038</b> | <b>22,070</b> | <b>29,861</b> | <b>38,744</b> |                 |              |              |               |               |               |               |
| 增长率                | 2.8%         | 36.5%        | 106.9%        | 69.3%         | 35.3%         | 29.7%         | 货币资金            | 685          | 2,078        | 6,109         | 11,969        | 18,200        | 26,782        |
| <b>主营业务成本</b>      | <b>1,963</b> | <b>2,437</b> | <b>4,330</b>  | <b>7,051</b>  | <b>9,285</b>  | <b>11,887</b> | 应收账款            | 681          | 789          | 1,054         | 1,336         | 1,808         | 2,346         |
| %销售收入              | 42.5%        | 38.7%        | 33.2%         | 31.9%         | 31.1%         | 30.7%         | 存货              | 867          | 905          | 1,525         | 2,057         | 2,579         | 3,302         |
| <b>毛利</b>          | <b>2,655</b> | <b>3,864</b> | <b>8,708</b>  | <b>15,019</b> | <b>20,577</b> | <b>26,856</b> | 其他流动资产          | 4,382        | 3,912        | 3,548         | 3,984         | 5,386         | 6,985         |
| %销售收入              | 57.5%        | 61.3%        | 66.8%         | 68.1%         | 68.9%         | 69.3%         | 流动资产            | 6,616        | 7,683        | 12,236        | 19,346        | 27,974        | 39,415        |
| 营业税金及附加            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | %总资产            | 77.1%        | 77.1%        | 82.3%         | 86.6%         | 89.3%         | 91.5%         |
| %销售收入              | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 长期投资            | 83           | 107          | 137           | 142           | 147           | 152           |
| 销售费用               | 1,471        | 2,005        | 3,650         | 6,224         | 8,451         | 11,042        | 固定资产            | 449          | 653          | 739           | 989           | 1,269         | 1,519         |
| %销售收入              | 31.9%        | 31.8%        | 28.0%         | 28.2%         | 28.3%         | 28.5%         | %总资产            | 5.2%         | 6.6%         | 5.0%          | 4.4%          | 4.1%          | 3.5%          |
| 管理费用               | 686          | 707          | 947           | 1,655         | 2,269         | 2,983         | 无形资产            | 848          | 842          | 1,063         | 1,144         | 1,203         | 1,261         |
| %销售收入              | 14.9%        | 11.2%        | 7.3%          | 7.5%          | 7.6%          | 7.7%          | 非流动资产           | 1,965        | 2,285        | 2,635         | 2,985         | 3,345         | 3,658         |
| 研发费用               | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | %总资产            | 22.9%        | 22.9%        | 17.7%         | 13.4%         | 10.7%         | 8.5%          |
| %销售收入              | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | <b>资产总计</b>     | <b>8,580</b> | <b>9,969</b> | <b>14,871</b> | <b>22,332</b> | <b>31,319</b> | <b>43,073</b> |
| <b>息税前利润(EBIT)</b> | <b>610</b>   | <b>1,264</b> | <b>4,202</b>  | <b>7,254</b>  | <b>9,993</b>  | <b>12,994</b> | 短期借款            | 0            | 15           | 0             | 15            | 20            | 25            |
| %销售收入              | 13.2%        | 20.1%        | 32.2%         | 32.9%         | 33.5%         | 33.5%         | 应付账款            | 259          | 445          | 1,010         | 1,469         | 1,883         | 2,344         |
| 财务费用               | -29          | -152         | -163          | -137          | -136          | -134          | 其他流动负债          | 872          | 1,273        | 2,360         | 3,642         | 4,658         | 5,812         |
| %销售收入              | -0.6%        | -2.4%        | -1.3%         | -0.6%         | -0.5%         | -0.3%         | 流动负债            | 1,131        | 1,733        | 3,370         | 5,126         | 6,561         | 8,181         |
| <b>投资收益</b>        | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 长期贷款            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| %税前利润              | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 其他长期负债          | 484          | 455          | 616           | 616           | 616           | 616           |
| <b>营业利润</b>        | <b>532</b>   | <b>1,196</b> | <b>4,110</b>  | <b>7,138</b>  | <b>9,853</b>  | <b>12,827</b> | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,615</b> | <b>2,188</b> | <b>3,986</b>  | <b>5,742</b>  | <b>7,177</b>  | <b>8,797</b>  |
| 营业利润率              | 11.5%        | 19.0%        | 31.5%         | 32.3%         | 33.0%         | 33.1%         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>6,963</b> | <b>7,770</b> | <b>10,684</b> | <b>16,115</b> | <b>23,291</b> | <b>32,939</b> |
| 营业外收支              |              |              |               |               |               |               | 其中：股本           | 1            | 1            | 1             | 1             | 1             | 1             |
| 税前利润               | 640          | 1,416        | 4,366         | 7,391         | 10,129        | 13,128        | 未分配利润           | 6,891        | 7,447        | 10,683        | 16,114        | 23,290        | 32,938        |
| 利润率                | 13.9%        | 22.5%        | 33.5%         | 33.5%         | 33.9%         | 33.9%         | 少数股东权益          | 2            | 10           | 201           | 475           | 850           | 1,337         |
| 所得税                | 164          | 327          | 1,057         | 1,685         | 2,310         | 2,993         | <b>负债股东权益合计</b> | <b>8,580</b> | <b>9,969</b> | <b>14,871</b> | <b>22,332</b> | <b>31,319</b> | <b>43,073</b> |
| 所得税率               | 25.6%        | 23.1%        | 24.2%         | 22.8%         | 22.8%         | 22.8%         | <b>比率分析</b>     |              |              |               |               |               |               |
| 净利润                | 476          | 1,089        | 3,308         | 5,705         | 7,820         | 10,135        | 2022A           | 2023A        | 2024A        | 2025E         | 2026E         | 2027E         |               |
| 少数股东损益             | 0            | 6            | 183           | 274           | 375           | 486           | <b>每股指标</b>     |              |              |               |               |               |               |
| <b>归属于母公司的净利润</b>  | <b>476</b>   | <b>1,082</b> | <b>3,125</b>  | <b>5,432</b>  | <b>7,445</b>  | <b>9,648</b>  | 每股收益            | 0.35         | 0.81         | 0.00          | 4.04          | 5.54          | 7.18          |
| 净利率                | 10.3%        | 17.2%        | 24.0%         | 24.6%         | 24.9%         | 24.9%         | 每股净资产           | 5.04         | 5.76         | 7.96          | 12.00         | 17.34         | 24.53         |
|                    |              |              |               |               |               |               | 每股经营现金净流        | 0.65         | 1.48         | 0.00          | 4.63          | 5.12          | 6.64          |
|                    |              |              |               |               |               |               | 每股股利            | 0.09         | 0.04         | 0.18          | 0.20          | 0.20          | 0.00          |
|                    |              |              |               |               |               |               | <b>回报率</b>      |              |              |               |               |               |               |
|                    |              |              |               |               |               |               | 净资产收益率          | 6.83%        | 13.93%       | 29.26%        | 33.71%        | 31.96%        | 29.29%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | 总资产收益率          | 5.54%        | 10.86%       | 21.02%        | 24.32%        | 23.77%        | 22.40%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | 投入资本收益率         | 6.52%        | 12.47%       | 29.26%        | 33.72%        | 31.93%        | 29.24%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | <b>增长率</b>      |              |              |               |               |               |               |
|                    |              |              |               |               |               |               | 主营业务收入增长率       | 2.82%        | 36.46%       | 106.92%       | 69.28%        | 35.30%        | 29.75%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | EBIT增长率         | -47.55%      | 107.05%      | 232.51%       | 72.61%        | 37.76%        | 30.03%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | 净利润增长率          | -44.32%      | 127.55%      | 188.77%       | 73.79%        | 37.06%        | 29.60%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | 总资产增长率          | 3.08%        | 16.19%       | 49.17%        | 50.17%        | 40.24%        | 37.53%        |
|                    |              |              |               |               |               |               | <b>资产管理能力</b>   |              |              |               |               |               |               |
|                    |              |              |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 14.3         | 14.7         | 11.0          | 9.4           | 9.6           | 9.7           |
|                    |              |              |               |               |               |               | 存货周转天数          | 151.8        | 130.9        | 101.0         | 91.4          | 89.9          | 89.1          |
|                    |              |              |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 48.2         | 52.0         | 60.5          | 63.3          | 65.0          | 64.0          |
|                    |              |              |               |               |               |               | 固定资产周转天数        | 31.8         | 31.5         | 19.2          | 14.1          | 13.6          | 13.0          |
|                    |              |              |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |               |               |               |               |
|                    |              |              |               |               |               |               | 净负债/股东权益        | -3.07%       | -20.77%      | -50.57%       | -68.41%       | -72.80%       | -76.30%       |
|                    |              |              |               |               |               |               | EBIT利息保障倍数      | 15.8         | 39.1         | 85.8          | 312.3         | 424.8         | 506.1         |
|                    |              |              |               |               |               |               | 资产负债率           | 18.82%       | 21.95%       | 26.80%        | 25.71%        | 22.92%        | 20.42%        |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 18   | 19   | 22   | 22   | 43   |
| 增持 | 3    | 3    | 4    | 4    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.14 | 1.14 | 1.15 | 1.15 | 1.00 |

来源：聚源数据

## 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

## 最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

## 投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】**  
**国金证券研究服务**

**【公众号】**  
**国金证券研究**