

24 年报点评：IP 多极增长，海外业绩高增

核心观点

全球化扩张成果显著，同时 IP 呈现多极增长，推动收入利润高增。从市场看，24 年公司在东南亚、北美等海外市场门店加速扩张，同时在全球名人传播、IP 本地化运营下，单店收入显著增长；而国内稳步扩张，单店收入同样实现良好增长。从 IP 看，收入多极增长，The Monsters 成第一大 IP，CryBaby 在海外表现亮眼，是增速第一的新锐 IP。

展望 25 年，我们看好 1) 北美/欧洲市场增量：更多核心门店开设以及 PeachRiot 等海外艺术家 IP 拓展，增长潜力大；2) 品类持续拓展：看好毛绒、MEGA 的 SKU 数量继续增加，此外首饰、积木、卡牌、福赏等其他品类有望继续拓展；3) IP 风格不断丰富：小野、Zsiga 等新 IP 成长速度快，看好新艺术家拓宽现有 IP 的风格矩阵。

我们预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润为 59.17/80.63/103.60 亿元，同比增长 73.9%/36.3%/28.5%，2025 年 3 月 28 日收盘价对应 PE 为 32.1/23.5/18.3x，维持“买入”评级。

事件

据 2024 年年报，公司在报告期内实现收入 130.38 亿元，同比增长 106.9%；归母净利润 31.25 亿元，同比增长 188.8%；经调整归母净利润 34.03 亿元，同比增长 185.9%。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	21,231	28,320	34,832
增长率(%)	36.5%	106.9%	62.8%	33.4%	23.0%
Non-GAAP 净利润(百万元)	1,191	3,403	5,917	8,063	10,360
增长率(%)	107.6%	185.9%	73.9%	36.3%	28.5%
EPS(元/股，摊薄)	0.89	2.53	4.41	6.00	7.71
P/E(倍)	160.0	56.0	32.1	23.5	18.3

资料来源：wind，中信建投

泡泡玛特(9992.HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

蔡佳成

caijiacheng@csc.com.cn

010-56135149

SAC 编号:S1440524080008

发布日期：2025 年 04 月 01 日

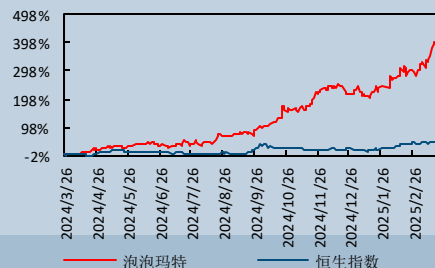
当前股价：157.80 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
15.68/15.67	45.95/29.80	358.95/317.47
12 月最高/最低价(港元)		136.30/27.60
总股本(万股)		134,294.32
流通 H 股(万股)		134,294.32
总市值(亿港元)		1,704.19
流通市值(亿港元)		1,704.19
近 3 月日均成交量(万)		749.55
主要股东		
GWF Holding Limited		42.59%

股价表现



简评

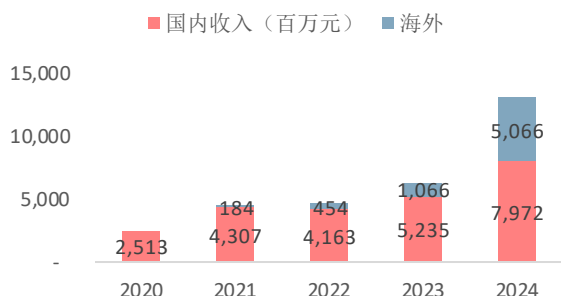
1、海外收入高增，东南亚和北美涨幅领先

国内会员数量大幅增长。2024 年，泡泡玛特在国内实现收入 79.72 亿元，同比增长 52.3%。年内公司注册会员数量大幅增长，新增注册会员 1,173 万，累计注册会员达 4,608 万，同比增长 34.1%。会员贡献国内收入的 92.7%，复购率为 49.4%，维持高粘性。

海内外收入高增，东南亚和北美市场增长显著。2024 年公司在海外市场实现收入 50.66 亿元，同比增长 375.2%。海外收入占比大幅提升，达 38.9%，同比增长 21.9pct，主要系公司加速在东南亚和北美的门店扩张。年内公司在东南亚市场收入同增 619.1%至 24.03 亿元，收入占比达 47.4%，新进入越南、印尼和菲律宾等 3 个东南亚国家。北美市场的收入同增 556.9%至 7.23 亿元，占比 14.3%，从我们的统计看，公司扩张了加州、德州和纽约等地区的门店数量。

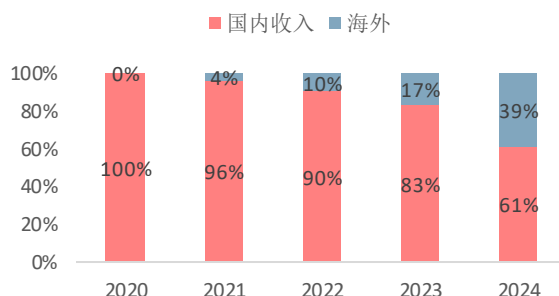
东亚及港澳台为第二大海外市场，同增 184.6%至 13.86 亿元。年内公司进入意大利和西班牙等 2 个欧洲市场，推动公司在欧澳及其他地区的收入同增 310.7%至 5.54 亿元。

图表1：按地区分公司收入情况（百万元）



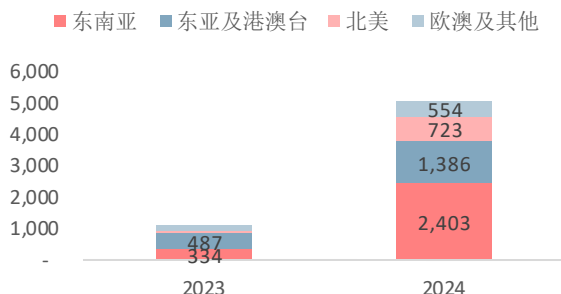
资料来源：公司公告，中信建投

图表2：按地区分公司收入占比



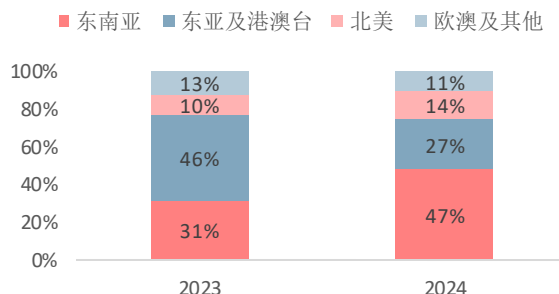
资料来源：公司公告，中信建投

图表3：公司各海外市场收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表4：公司各海外市场收入占比



资料来源：公司公告，中信建投

2、IP 多极增长，The Monsters 成第一大 IP

按 IP 分，收入呈现多极增长：

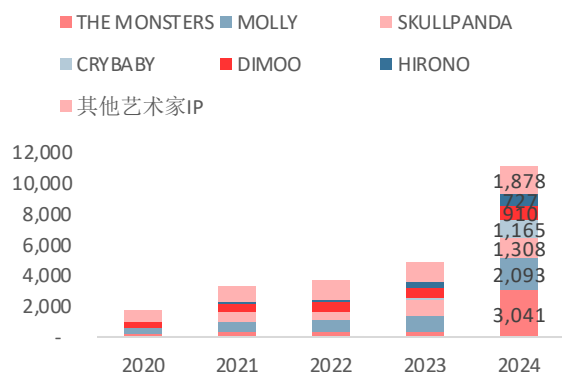
1) **The Monsters 增长亮眼**。受益产品类型拓展、海外名人效应、北京乐园活动，Labubu、Zimomo 等 The Monsters 系列成第一大 IP，收入同增 726.6%至 30.4 亿元，占收入的 23.3%，同比增长 17.5%。

2) **Molly 在 Mega Collection 的成熟运营下，维持高增长**。Mega Collection 已推出四年，品牌运营进入成熟阶段。年内公司将中国传统文化融入潮玩，Grand 系列推出 MEGA ROYAL MOLLY 400%嫣然入轧·瓷以及 MEGA ROYAL MOLLY 1000%朱墨祥韵·漆。此外，公司还和梵高博物馆、三里鸥等全球艺术家和版权 IP 合作推出产品。年内 Molly 收入达 20.93 亿元，同比增长 105.2%；Mega Collection 实现收入 16.84 亿元，同比增长 147.1%。

3) **海外的本地化运营成果显著，与泰国设计师合作的 CryBaby 收入高增**。该 IP 是公司与曾被评为“2023 泰国 50 位最具影响力女性”的设计师 Molly 合作的 IP。年内公司在泰国曼谷 Central Ladprao 开设了 CryBaby 主题店；在夏天与三星 Galaxy Z Flip 6 系列合作推出了 Cry Me a Galaxy 泰国限定礼盒。CryBaby 成为公司年内增长最快的新锐 IP，2024 年 CryBaby 收入达 11.65 亿元，同比增长 1537.2%。

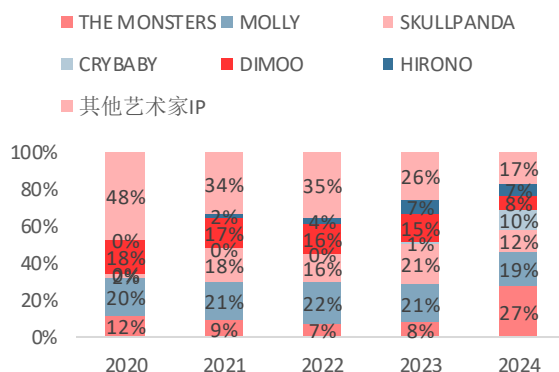
4) **SkullPanda 和 Dimoo 等经典 IP 维持良好增长**。2024 年 SkullPanda 和 Dimoo 实现收入 13.08 亿元和 9.10 亿元，同比增长 27.7%和 23.3%。

图表5： 公司各 IP 收入情况（百万元）



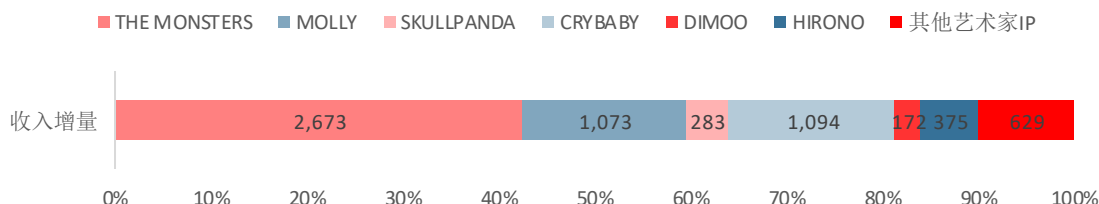
资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 公司各 IP 收入占比



资料来源：公司公告，中信建投

图表7： 2024 年公司各 IP 收入同比增量（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

3、产品同样多极增长，搪胶毛绒高增

毛绒产品成收入增长贡献最多的品类。得益于 The Monsters 的高增长，2024 年毛绒产品实现收入 28.32 亿元，同比增长 1,289.0%，贡献收入增长的 39.0%，收入占比达 21.7%，同比增长 18.5pct。手办产品在市场扩张和产品持续更新下，收入同增 44.7% 至 69.36 亿元，贡献收入增长的 31.8%，占收入的 53.2%。

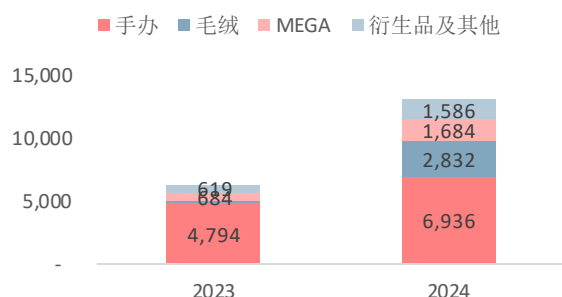
此外 2024 年公司还在以下品类实现扩张：

1) 积木：2024 年 6 月，公司发布积木品牌 POPBLOCKS，并推出首款积木产品 LABUBU 森林秘密基地系列，价格从 199 元到 399 元。2025 年公司开始对积木产品进行改进，把积木和手办结合在一起，从而减少拼搭的复杂度，例如 2025 年春节推出的“金蛇贺岁·新年好牌”系列。

2) 卡牌：2024 年 5 月，公司发布首套收藏卡牌“POPCARD 艺术生活收藏卡”。和集换式卡牌不同，泡泡马特走艺术卡牌路线，制作工艺更好，且以收藏属性为主。

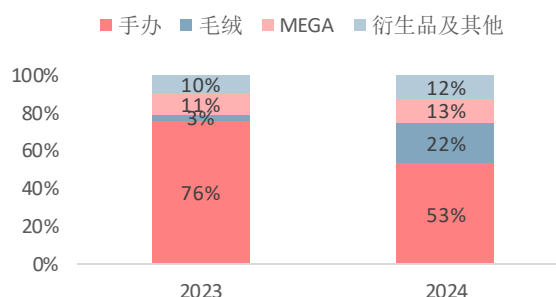
3) 珠宝：2025 年 1 月，公司正式推出新潮首饰品牌 POPOP，首发 IP 包括小野、Molly、SKULLPANDA 等，品类包括手链、项链、戒指与耳饰等。1 月 15 日之 2 月 14 日在上海、深圳、成都的三家限时店铺开始销售。耳饰在 300-500 元，戒指在 300-700 元，手链和手环在 500-1500 元，项链和吊坠在 500-2700 元。从定价来看，对标 MEGA 的消费人群。

图表8： 公司各产品品类收入情况（百万元）



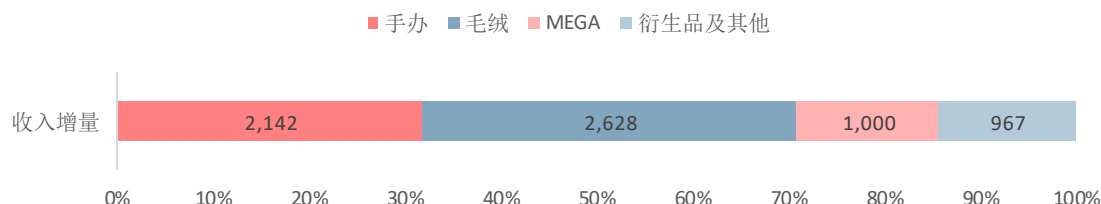
资料来源：公司公告，中信建投

图表9： 公司各产品品类收入占比



资料来源：公司公告，中信建投

图表10： 2024 年公司各产品品类收入同比增量（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

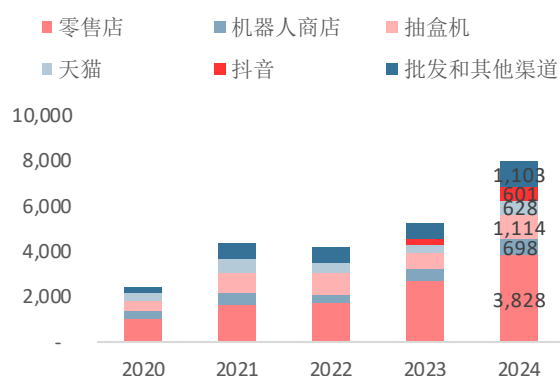
4、国内单店收入继续高增，海外门店加速扩张

门店保持扩张，尤其海外扩张加速。2024 年泡泡玛特在国内零售店净增 38 家至 401 家，机器人商店净增 110 间至 2300 间。海外零售店净增 50 家至 120 家，机器人商店净增 73 间至 172 间。公司在国内外增长趋势和单店收入的测算如下：

1) 国内：从渠道看，抖音、天猫等线上渠道高增

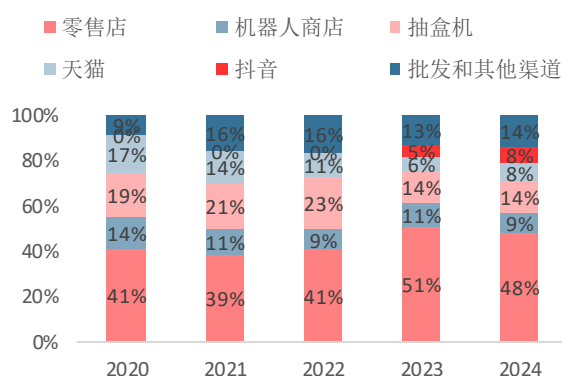
公司国内线下和主要线上渠道维持高增长。从线下渠道看，零售店收入同比增长 43.9%至 38.28 亿元，主要系各线城市的单店收入均有明显同比增长；机器人商店收入同比增长 26.4%至 6.98 亿元。抖音和天猫等线上渠道的增速亮眼，抖音渠道的收入同比增长 112.2%至 6.01 亿元，天猫渠道的收入同比增长 95.0%至 6.28 亿元。

图表11： 公司国内各渠道收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表12： 公司国内各渠道收入占比



资料来源：公司公告，中信建投

2) 海外：东南亚和北美加速扩张

2024 年美国 and 东南亚门店继续扩张。据公告，2024 年公司新进入了 5 个国家，分别是越南、印尼和菲律宾等 3 个东南亚国家，意大利、西班牙等 2 个欧洲国家。根据我们的统计发现，2024 年公司在美国和东南亚市场的门店数量继续大幅扩张。其中美国市场至少已有 22 家门店，相比 2024 年上半年，下半年在纽约、德州、加州等华人较多的地区的门店扩张明显，同时公司也在华盛顿特区、匹兹堡、费城等城市开设了机器人商店（没有作为门店计入统计）。在东南亚市场，公司在泰国芭提雅开设首家快闪店，此外在新加坡、马来西亚吉隆坡和印尼雅加达等地的门店数量明显增长。但是与国内北京、上海等一线城市 40-50 家的门店规模相比，美国超 22 家的门店规模仍有大幅增长空间。

图表13： 公司在各海外市场的门店数量统计

地区		店铺数量		店铺数量占比	
		国家	地区合计	国家	地区合计
港澳台	中国香港	13	28	10.00%	22%
	中国澳门	6		4.62%	
	中国台湾	9		6.92%	
东南亚	新加坡	11	31	8.46%	24%
	马来西亚	6		4.62%	
	泰国	8		6.15%	
	印度尼西亚	3		2.31%	
	越南	3		2.31%	
日韩	日本	12	19	9.23%	15%
	韩国	7		5.38%	
欧洲	英国	7	16	5.38%	12%
	法国	5		3.85%	
	西班牙	1		0.77%	
	荷兰	1		0.77%	
	意大利	1		0.77%	
	德国	1		0.77%	
澳洲	澳大利亚	11	13	8.46%	10%
	新西兰	2		1.54%	
北美	美国	22	23	16.92%	18%
	加拿大	1		0.77%	
合计		130	130	100.0%	100%

资料来源：公司官网和公众号，Google Maps，中信建投

3）国内外单店收入显著增长

海外本地化运营和传播活动推动单店收入显著提升。2024 年公司加速在海外扩张的同时，推出 CryBaby 和 Peach Riot 等与海外艺术家合作的 IP 落实本地化运营，叠加 Lisa 等海外头部艺人传播，均推动单店收入实现高速增长。2024 年公司海外零售店的单店收入为 2,798 万元，同比增长 159.2%，且显著高于国内，约为国内的 2.7 倍。

国内稳步扩张，各线城市单店收入均实现增长。2024 年公司在国内净增零售店 38 家至 401 家，保持稳步扩张的趋势。同时单店收入也延续 2023 年的良好增长，2024 年国内零售店整体的单店收入为 1,002 万元，同比增长 23.3%。按城市分，各线城市的单点收入均有提升，其中一线和新一线增长更为明显，2024 年这两类城市的单店收入分别增长 34.9%和 33.4%至 1,221 万元和 992 万元。

图表14： 公司海外各市场单门店收入和同比增速（百万元）

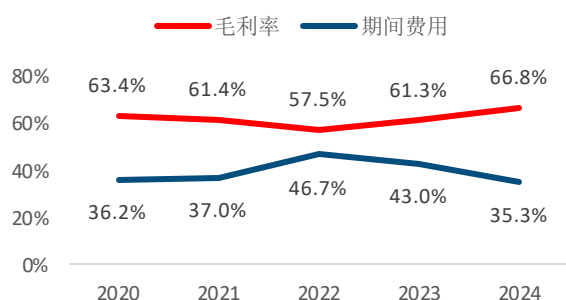
年份	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
国内零售店收入	1002	1673	1691	2661	3828
% yoy	35.5%	67.0%	1.1%	57.4%	43.8%
期末门店数量	187	288	329	363	401
净增长	73	101	41	34	38
% yoy	39.0%	35.1%	12.5%	9.4%	9.5%
国内单店收入	6.66	7.05	5.48	7.69	10.02
% yoy	-25.5%	5.5%	-28.5%	28.7%	23.3%
海外零售店收入	3	136	583	2938	
% yoy			4120.4%	330.0%	404.0%
期末门店数量		7	28	80	130
净增长			21	52	50
% yoy			300.0%	185.7%	62.5%
海外单店收入		0.92	7.75	10.79	27.98
% yoy			742.0%	39.4%	159.2%

资料来源：公司公告，中信建投

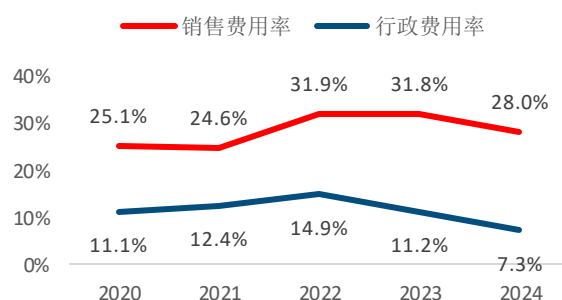
5、收入结构推动毛利率提升，同时控费良好

1) 毛利率：海外收入提升推动毛利率提升。由于海外更高的毛利率和增长的收入占比，2024 年公司整体毛利率显著提升，达 66.8%，同比增长 5.5pct。

2) 期间费用率：公司控费良好。2024 年，公司经销及销售、一般及行政费用率分别为 28.0%和 7.3%，同比减少 3.8pct 和减少 4.0pct。

图表15： 公司毛利率和期间费用率


资料来源：公司公告，中信建投

图表16： 公司销售费用率和行政费用率


资料来源：公司公告，中信建投

投资建议：

全球化扩张成果显著，同时 IP 呈现多极增长，推动收入利润高增。从市场看，24 年公司在东南亚、北美等海外市场门店加速扩张，同时在全球名人传播、IP 本地化运营下，单店收入显著增长；而国内稳步扩张，单店收入同样实现良好增长。从 IP 看，收入多极增长，The Monsters 成第一大 IP，CryBaby 在海外表现亮眼，是增速第一的新锐 IP。

展望 25 年，我们看好 1) 北美/欧洲市场增量：更多核心门店开设以及 PeachRiot 等海外艺术家 IP 拓展，增长潜力大；2) 品类持续拓展：看好毛绒、MEGA 的 SKU 数量继续增加，此外首饰、积木、卡牌、福赏等其他品类有望继续拓展；3) IP 风格不断丰富：小野、Zsiga 等新 IP 成长速度快，看好新艺术家拓宽现有 IP 的风格矩阵。

我们预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润为 59.17/80.63/103.60 亿元，同比增长 73.9%/36.3%/28.5%，2025 年 3 月 28 日收盘价对应 PE 为 32.1/23.5/18.3x，维持“买入”评级。

风险分析

盲盒经营管理政策的风险、海外市场政策监管的风险、未成年人盲盒购买限制政策的风险、二级市场炒作致价格体系失序的风险、消费者需求不充分的风险、新系列上线节奏不及预期的风险、新系列销量不及预期的风险、核心会员流失的风险、会员人数增长不及预期的风险、公司产品影响力下降的风险、IP 生命周期的风险、头部 IP 影响力下滑的风险、第三方 IP 发生版权纠纷的风险、新品被抄袭的风险、重点单品发行或运营失误风险、行业竞争激烈、核心人才流失风险、线上线下渠道开拓不及预期。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI应用、潮流玩具等

蔡佳成

中信建投证券传媒互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk