

泡泡玛特 (09992.HK)

公司收入首破百亿，海外完成组织架构调整加速扩张

事件：公司发布 2024 年年报，实现收入 130 亿元，同比增长 107%；经调整净利润为 34 亿，经调整净利率为 26.1%，同比提升 7.2pct。

- 2024 年，公司实现收入 130 亿元，同比增长 107%，各 IP、品类持续高速增长。IP 方面，已有 13 个 IP 实现过亿收入。labubu/molly/sp/crybaby 收入 30.4/20.9/13.1/11.7 亿元，占比分别为 23.3%/16.1%/10.0%/8.9%，同比增速分别为 727%/105%/28%/1527%。此外，Dimoo、Zsiga、Hacipupu 等设计师 IP 表现亮眼，同比增速分别为 23%/145%/28%。手办类占比同比增长 44.7%至 69.4 亿元，占比同比下降 22.9pct 至 53.2%。毛绒收入达 28.3 亿，同比增长 1289.0%，占比同比增长 18.5pct 至 21.7%。公司还于 1 月 10 日首次对外发布了旗下饰品品牌“POPOP”，当前以快闪形式为主。首发新品系列均带有 IP 元素，包括小野 HIRONO、MOLLY、SKULL PANDA、Crybaby、Zsiga、LABUBU 等。公司在电话会中提到 Q2 开始会加大相关投入。渠道端数据来看，全渠道均实现加速增长，海外不断加快布局节奏，25 年海外占比有望突破 50%。
- 渠道端数据来看，全渠道均实现加速增长，海外不断加快布局节奏。1) 内地市场实现营收 79.7 亿元，同比增长 52%。其中，线下渠道同比增长 40.8%至 45.3 亿元。零售店同比增长 43.9%至 38.3 亿元。零售店数量同比增长 10%至 401 家，单店平均收入突破一千万元，同比增长达 40%。机器人商店、线上、批发渠道收入分别为 7.0 亿元/27.0/7.5 亿元同比增长 26.4%，同比增长分别为 26%/77%/50%。2) 港澳台及海外实现收入 50.7 亿元，同比增长 375%，占收比达到 39%。东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳及其他收入分别达 24 亿/13 亿/7.2 亿/5.5 亿元，占比 47%/27%/14%/11%。公司预计 2025 年海外收入突破百亿，其中北美市场有望做到 25 亿以上。
- 经营杠杆持续释放，毛利率及经调整净利率表现亮眼。2024 年毛利率达 66.8%，同比优化 5.5pct。毛利率提升主要得益于公司加强成本管控，高毛利的海外业务占比提升。销售费用同比增长 82%至 36.5 亿元，销售费用率同比下降 3.8pct 至 28%。管理费用同比增长 34%至 7.07 亿元，管理费用率同比下降 4pct 至 7.3%。经调整净利润为 34 亿，经调整净利率为 26.1%，同比提升 7.2pct。
- 海外完成组织架构调整，加速扩张且受关税影响基本可控。4 月中，泡泡玛特 CEO 王宁发布《组织架构全面升级，推进集团全球化战略目标》全员信，启动全球组织架构全面升级。此次升级的核心是聚焦区域战略，在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设置区域总部，泡泡玛特国际集团高级副总裁文德一将兼任集团联席 COO，与司德共同负责集团在全球业务的管理及运营工作。关税方面，美国地区基础款盲盒公仔 2024 年定价为 16.99 美元，新款基础盲盒已上涨至 18.99 美元。考虑到客单价仍存在上升空间，叠加公司在越南有工厂布局，我们认为整体关税影响仍处于相对可控状态。
- 维持“强烈推荐”投资评级。业绩会中，CEO 王宁提到，2010-2020 年是公司验证“国际化”战略的十年，未来的十年将验证“以 IP 为核心的集团化”，公司将持续探索新业务。考虑到公司 1) IP 全球认可度不断提升，海外市场开拓顺利；2) 国内市场需求不断恢复，在供给端积极拓展新品类；3) 海外

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

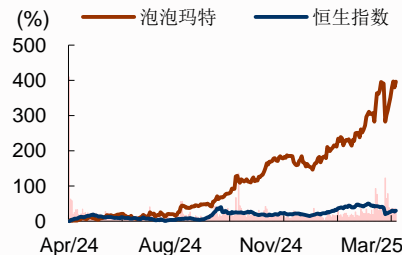
当前股价：164.5 港元

基础数据

| | |
|--------------|---------------------|
| 总股本 (百万股) | 1343 |
| 香港股 (百万股) | 1343 |
| 总市值 (十亿港元) | 220.9 |
| 香港股市值 (十亿港元) | 220.9 |
| 每股净资产 (港元) | 8.0 |
| ROE (TTM) | 29.3 |
| 资产负债率 | 26.8% |
| 主要股东 | GWF Holding Limited |
| 主要股东持股比例 | 42.5917% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|-------|-------|
| 相对表现 | 5.4 | 124.3 | 429.2 |



相关报告

- 1、《泡泡玛特 (09992) — 饰品品牌 POPOP 官宣，25 年海外占比有望突破 50%》2025-02-09
- 2、《泡泡玛特 (09992) — 全渠道大超市场预期，持续加速增长》2024-10-28
- 3、《泡泡玛特 (09992) — 收入端多点开花，海外增长势头强劲》2024-08-23

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

徐帅 S1090523070014

✉ xushuai2@cmschina.com.cn

业务毛利相对较高的同时加强产品成本和费用管控，我们坚定看好公司未来的发展，我们上调 25-26 年经调整净利润至 59.0/79.7 亿元（原值为 41.6/52.0 亿元），对应增速分别为 73%/35%。目前公司对 25/26 年 PE 估值倍数分别为 34.8/25.8x，考虑到公司的成长性及稀缺性，我们维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新品拓展不及预期、海外推广不及预期、监管及舆情风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 6301 | 13038 | 20922 | 27880 | 33680 |
| 同比增长 | 36% | 107% | 60% | 33% | 21% |
| 经调整净利润(百万元) | 1191 | 3403 | 5900 | 7968 | 9804 |
| 同比增长 | 108% | 186% | 73% | 35% | 23% |
| 每股收益(元) | 0.81 | 2.33 | 4.32 | 5.86 | 7.23 |
| 经调整 PE | 172.4 | 60.3 | 34.8 | 25.8 | 20.9 |

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 7684 | 12236 | 18371 | 24973 | 32819 |
| 现金及现金等价物 | 2078 | 6109 | 8542 | 12518 | 17831 |
| 交易性金融资产 | 8 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 其他短期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款及票据 | 321 | 478 | 732 | 976 | 1179 |
| 其它应收款 | 468 | 577 | 1046 | 1394 | 1684 |
| 存货 | 905 | 1525 | 2182 | 2824 | 3357 |
| 其他流动资产 | 3904 | 3537 | 5858 | 7249 | 8757 |
| 非流动资产 | 2285 | 2635 | 3135 | 3635 | 3785 |
| 长期投资 | 579 | 549 | 549 | 549 | 549 |
| 固定资产 | 653 | 739 | 1239 | 1739 | 1889 |
| 无形资产 | 842 | 1063 | 1063 | 1063 | 1063 |
| 其他 | 211 | 284 | 284 | 284 | 284 |
| 资产总计 | 9969 | 14871 | 21506 | 28607 | 36603 |
| 流动负债 | 1733 | 3370 | 4849 | 6112 | 7159 |
| 应付账款 | 445 | 1010 | 1542 | 1997 | 2373 |
| 应交税金 | 115 | 562 | 562 | 562 | 562 |
| 短期借款 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1158 | 1798 | 2745 | 3554 | 4224 |
| 长期负债 | 455 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 455 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| 负债合计 | 2189 | 3986 | 5465 | 6728 | 7775 |
| 股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 储备 | 7335 | 7769 | 10683 | 15839 | 21677 |
| 少数股东权益 | 11 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 归属于母公司所有者权益 | 7770 | 10684 | 15839 | 21678 | 28627 |
| 负债及权益合计 | 9969 | 14871 | 21506 | 28607 | 36603 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1991 | | | | |
| 净利润 | 1082 | | | | |
| 折旧与摊销 | 669 | | | | |
| 营运资本变动 | 139 | | | | |
| 其他非现金调整 | 101 | | | | |
| 投资活动现金流 | 234 | | | | |
| 资本性支出 | (392) | | | | |
| 出售资产获得的现金 | 1 | | | | |
| 投资增减 | 19292 | | | | |
| 其它 | 15 | | | | |
| 筹资活动现金流 | (842) | | | | |
| 债务增减 | (385) | | | | |
| 股本增减 | (334) | | | | |
| 股利支付 | 122 | | | | |
| 其它筹资 | (1) | | | | |
| 其它调整 | (243) | | | | |
| 现金净增加额 | 1393 | | | | |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总营业收入 | 6301 | 13038 | 20922 | 27880 | 33680 |
| 主营业务收入 | 6301 | 13038 | 20922 | 27880 | 33680 |
| 营业成本 | 2437 | 4330 | 6611 | 8559 | 10173 |
| 毛利 | 3864 | 8708 | 14311 | 19321 | 23507 |
| 营业支出 | 2633 | 4553 | 7038 | 9307 | 11146 |
| 营业利润 | 1231 | 4154 | 7273 | 10014 | 12361 |
| 利息支出 | 32 | 49 | 42 | 50 | 50 |
| 利息收入 | 184 | 212 | 251 | 329 | 387 |
| 权益性投资损益 | 33 | 48 | 50 | 60 | 70 |
| 其他非经营性损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常项目损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 1416 | 4366 | 7532 | 10353 | 12767 |
| 所得税 | 327 | 1057 | 1732 | 2485 | 3064 |
| 少数股东损益 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属普通股股东净利润 | 1082 | 3125 | 5800 | 7868 | 9703 |
| 经调整净利润 | 1191 | 3403 | 5900 | 7968 | 9804 |
| EPS(元) | 0.81 | 2.33 | 4.32 | 5.86 | 7.23 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 36% | 107% | 60% | 33% | 21% |
| 营业利润 | 111% | 238% | 75% | 38% | 23% |
| 净利润 | 128% | 189% | 86% | 36% | 23% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 61.3% | 66.8% | 68.4% | 69.3% | 69.8% |
| 净利率 | 17.2% | 24.0% | 27.7% | 28.2% | 28.8% |
| ROE | 13.9% | 29.3% | 36.6% | 36.3% | 33.9% |
| ROIC | 14.2% | 30.6% | 35.7% | 35.9% | 33.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 22.0% | 26.8% | 25.4% | 23.5% | 21.2% |
| 净负债比率 | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 4.4 | 3.6 | 3.8 | 4.1 | 4.6 |
| 速动比率 | 3.9 | 3.2 | 3.3 | 3.6 | 4.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 存货周转率 | 2.8 | 3.6 | 3.6 | 3.4 | 3.3 |
| 应收帐款周转率 | 8.6 | 14.1 | 14.8 | 13.4 | 12.9 |
| 应付帐款周转率 | 6.9 | 6.0 | 5.2 | 4.8 | 4.7 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.81 | 2.33 | 4.32 | 5.86 | 7.23 |
| 每股经营现金 | 1.48 | | | | |
| 每股净资产 | 5.79 | 7.96 | 11.79 | 16.14 | 21.32 |
| 每股股利 | 0.28 | 0.48 | 1.51 | 2.05 | 2.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 189.8 | 65.7 | 35.4 | 26.1 | 21.2 |
| PB | 26.4 | 19.2 | 13.0 | 9.5 | 7.2 |
| EV/EBITDA | 96.2 | 46.1 | 26.9 | 19.6 | 15.9 |

资料来源：公司数据、招商证券 注：公司尚未披露 2024 现金流量表，部分相关数据做 NA 处理。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。