Q1 业绩再超预期，全球化组织架构升级

华泰研究 公告点评

2025 年 4 月 23 日 | 中国香港 消费轻工

公司公布 1Q25 业务数据，营收同增 165%-170%，高于此前指引（同增 100%+），国内、海外收入分别同增 95%-100%/475%-480%，均超市场预期（彭博 80%/450%）。尽管后续基数抬升，但我们认为 1）搪胶毛绒仍处发展阶段早期，2）欧美客群快速破圈，店面扩容/店型调优/本地化等支撑店效环比走强，线上渗透延伸触达范围；3）多元业务陆续贡献营收，市场尚未充分预期。我们看好公司短期业绩及中长期成长前景，继续重点推荐。

毛绒、哪吒 2 等热门新品驱动下，Q1 国内收入、店效均高增

Q1 在哪吒 2 新品、Dimoo 搪胶毛绒、The Monsters x 海贼王等热门新品拉动下，国内收入延续强劲成长。线下、线上收入同增 85%-90%/140%-145%。展望后续，Q2 哪吒 2 爆品持续确认收入，Labubu 搪胶毛绒三代 4 月 24 日发售，叠加搪胶毛绒延展至更多 IP，甜品、饰品等新品类落地，看好后续季度延续强劲增长。

欧美地区增速领跑，全球化组织架构全面升级

Q1 海外收入同比高增 475%-480%，其中亚太、美洲、欧洲分别同增 345%-350%/895%-900%/600%-605%；我们预计 3M25 店数分别同增约 35-40%/250%/150%，店效提升及线上渗透提供的成长驱动明显。4 月公司调整组织架构，设大中华/美洲/亚太/欧洲四个大区，将总部中台服务向各大区扁平化拆分，提升前端市场运营效率，有望持续赋能海外精细化运营及粉丝破圈。

渠道、品类、IP 多元化变现势能充足，看好短期业绩释放与长期空间

当前时点看，市场对渠道空间、品类生命周期仍有低估，公司 IP 多元化变现空间尚未充分 price in。我们认为：1）25 年国内开店放缓主因同店快增，公司策略性预留未来空间，不应因此低估渠道渗透潜力；2）毛绒业绩释放至今仅一年，24 年收入仅为手办 41%，其客群渗透、IP 延展、工艺创新有望支撑未来 3-4 年增长；3）公司已印证自身品类创新能力，IP 多元化变现路径日益清晰，饰品快闪店客流活跃，产品从银饰向金饰延展；小野首店 2 月落地后有望铺开，深化 IP 调性；4 月乐园改造已启动，二期同步规划中；动画短片有望在年中上线。我们持续看好公司成长为世界级潮玩龙头平台。

盈利预测与估值

考虑公司国内同店及海外增长超预期，上调 25-27 年经调整净利 8%/9%/ 9%至 65.1/89.6/116.7 亿元。可比公司 25 年 PE 均值 37x。考虑公司 IP 平台属性及广阔出海前景，给予 25 年 42x 经调整 PE（前值 35x），目标价 219 港元（前值 169 港元），维持买入评级。

风险提示：宏观消费需求弱，境外拓展不及预期，新业务发展不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	6,301	13,038	23,250	30,818	38,584
+/-%	36.00	107.00	78.00	33.00	25.20
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,082	3,125	6,425	8,874	11,587
+/-%	127.46	188.77	105.58	38.10	30.58
EPS (人民币，最新摊薄)	0.88	2.40	4.85	6.67	8.69
ROE (%)	14.69	33.87	48.13	45.91	43.11
PE (倍)	183.54	67.49	33.38	24.26	18.62
PB (倍)	27.97	20.34	13.57	9.60	6.98
EV EBITDA (倍)	101.14	48.41	23.41	15.17	11.93

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级（维持）：	买入
目标价（港币）：	219.00

研究员 樊俊豪
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

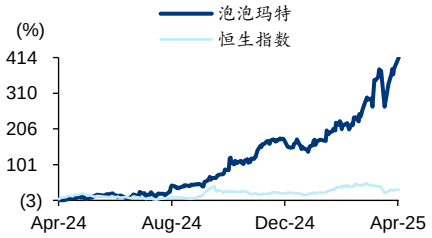
研究员 石狄
SAC No. S0570524090003 shidi@htsc.com
SFC No. BVO045 +(86) 755 8249 2388

联系人 杨耀
SAC No. S0570124070059 yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价 (港币)	219.00
收盘价 (港币 截至 4 月 22 日)	175.90
市值 (港币百万)	236,224
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,066
52 周价格范围 (港币)	32.55-176.40
BVPS (人民币)	7.96

股价走势图



资料来源：S&P

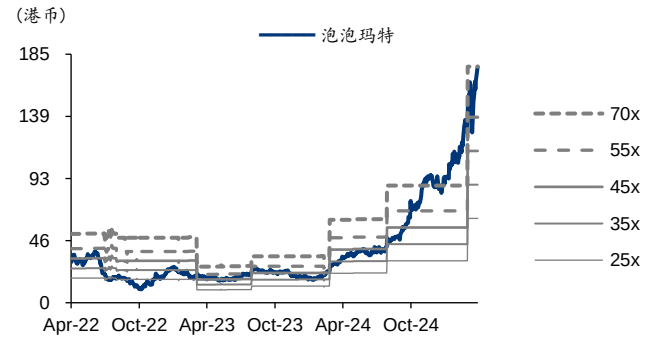
图表1：泡泡玛特：可比公司估值

公司名称	股票代码	财报货币	市值	净利润（财报货币 百万）			PE		
			百万元	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
FUNKO	FNKO US	USD	1,588	9	11	31	25.4	32.3	6.9
万代南梦宫	7832 JP	JPY	167,946	101,493	133,592	131,365	32.1	24.3	24.8
迪士尼	DIS US	USD	1,094,474	9,997	11,023	12,364	15.2	15.8	14.2
三丽鸥	8136 JP	JPY	81,155	17,584	44,685	51,590	89.6	38.9	35.1
光线传媒	300251 CH	CNY	60,022	505	1,273	1,263	205.5	42.4	47.7
奥飞娱乐	002292 CH	CNY	12,199	17	187	266	707.2	65.2	45.8
均值							**179.2**	**36.5**	**29.1**

注：泡泡玛特、名创优品采用经调整净利润；公司为彭博一致预期。数据截至 2025 年 4 月 22 日。

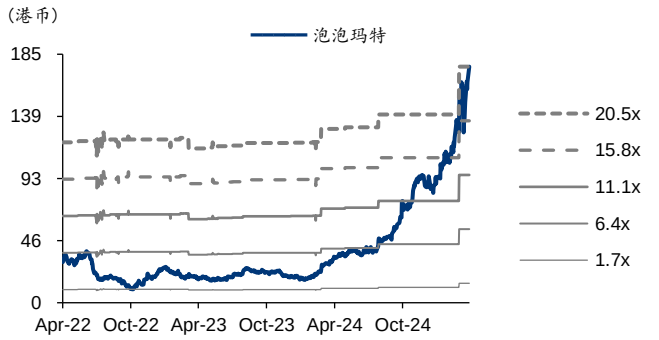
资料来源：Wind，Bloomberg，公司公告，华泰研究

图表2：泡泡玛特 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：泡泡玛特 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,301	13,038	23,250	30,818	38,584
销售成本	(2,437)	(4,330)	(7,281)	(9,414)	(11,705)
毛利润	3,864	8,708	15,969	21,405	26,880
销售及分销成本	(2,005)	(3,650)	(6,068)	(7,782)	(9,260)
管理费用	(707.30)	(947.09)	(1,272)	(1,541)	(1,825)
其他收入/支出	78.58	44.06	101.29	119.70	142.72
财务成本净额	151.88	163.36	98.79	(3.69)	(2.78)
应占联营公司利润及亏损	33.23	48.19	48.98	61.88	74.88
税前利润	1,416	4,366	8,877	12,260	16,009
税费开支	(326.98)	(1,057)	(2,042)	(2,820)	(3,682)
少数股东损益	(6.43)	(182.87)	(410.13)	(566.41)	(739.62)
归母净利润	1,082	3,125	6,425	8,874	11,587
折旧和摊销	(668.56)	(862.82)	(1,290)	(2,250)	(3,231)
EBITDA	2,127	4,397	8,932	13,498	16,654
EPS (人民币，基本)	0.88	2.40	4.85	6.67	8.69

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	904.71	1,525	1,521	1,967	2,446
应收账款和票据	321.34	477.72	573.03	759.57	950.98
现金及现金等价物	5,981	9,646	14,156	20,469	28,441
其他流动资产	475.98	588.02	845.21	1,117	1,395
总流动资产	7,683	12,236	17,095	24,312	33,233
固定资产	653.28	739.38	1,504	2,313	3,168
无形资产	115.89	135.40	176.26	232.66	294.95
其他长期资产	1,516	1,760	2,450	3,291	4,132
总长期资产	2,285	2,635	4,131	5,837	7,594
总资产	9,969	14,871	21,226	30,148	40,827
应付账款	444.94	1,010	1,322	1,635	1,947
短期借款	15.06	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1,273	2,360	2,121	3,005	3,616
总流动负债	1,733	3,370	3,444	4,640	5,563
长期债务	425.95	601.47	1,142	1,676	2,211
其他长期债务	29.24	14.54	14.54	14.54	14.54
总长期负债	455.19	616.01	1,156	1,691	2,225
股本	1,343	1,343	1,343	1,343	1,343
储备/其他项目	6,427	9,341	14,672	21,297	29,779
股东权益	7,770	10,683	16,015	22,640	31,121
少数股东权益	10.46	201.13	611.27	1,178	1,917
总权益	7,780	10,885	16,626	23,817	33,039

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	183.54	67.49	33.38	24.26	18.62
PB	27.97	20.34	13.57	9.60	6.98
EV EBITDA	101.14	48.41	23.41	15.17	11.93
股息率 (%)	0.17	0.50	1.03	1.42	2.38
自由现金流收益率 (%)	0.57	1.35	3.05	4.21	5.70

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,127	4,397	8,932	13,498	16,654
融资成本	(151.88)	(163.36)	(98.79)	3.69	2.78
营运资本变动	21.24	(211.02)	220.24	(319.81)	(357.74)
税费	(326.98)	(1,057)	(2,042)	(2,820)	(3,682)
其他	268.96	2,281	1,494	2,156	3,449
经营活动现金流	1,938	5,246	8,505	12,517	16,066
CAPEX	(421.85)	(884.08)	(1,589)	(2,132)	(2,705)
其他投资活动	434.15	98.66	250.98	332.69	416.52
投资活动现金流	12.30	(785.42)	(1,338)	(1,800)	(2,288)
债务增加量	(440.84)	(912.16)	(1,627)	(2,156)	(2,699)
权益增加量	(341.87)	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(118.98)	(378.84)	(1,094)	(2,249)	(3,106)
其他融资活动现金流	0.00	0.00	63.38	0.00	0.00
融资活动现金流	(901.69)	(1,291)	(2,657)	(4,405)	(5,805)
现金变动	1,049	3,169	4,510	6,313	7,973
年初现金	685.31	2,078	6,109	10,619	16,932
汇率波动影响	343.97	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,078	5,247	10,619	16,932	24,904

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	36.00	107.00	78.00	33.00	25.20
毛利润	45.56	125.35	83.38	34.04	25.58
营业利润	110.95	237.57	110.13	39.77	30.61
净利润	127.46	188.77	105.58	38.10	30.58
EPS	112.22	171.96	102.17	37.61	30.29
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	61.32	66.79	68.68	69.45	69.66
EBITDA	33.75	33.72	38.42	43.80	43.16
净利润率	17.18	23.97	27.64	28.79	30.03
ROE	14.69	33.87	48.13	45.91	43.11
ROA	11.67	25.17	35.60	34.55	32.65
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(71.31)	(84.66)	(81.26)	(83.00)	(84.28)
流动比率	4.43	3.63	4.96	5.24	5.97
速动比率	3.91	3.18	4.52	4.82	5.53
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.68	1.05	1.29	1.20	1.09
应收账款周转天数	14.73	11.03	8.13	7.78	7.98
应付账款周转天数	52.00	60.49	57.66	56.55	55.08
存货周转天数	130.86	100.98	75.30	66.70	67.86
现金转换周期	93.60	51.53	25.77	17.94	20.75
每股指标 (人民币)					
EPS	0.88	2.40	4.85	6.67	8.69
每股净资产	5.79	7.96	11.93	16.86	23.17

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、石狄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 泡泡玛特（9992 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019
电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司