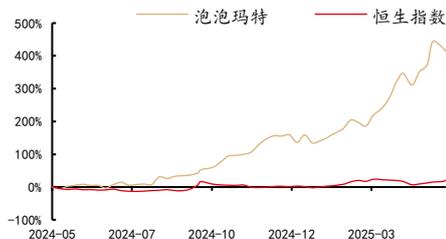


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港币)	192.80
总股本/流通股本 (亿股)	13.43
总市值/流通市值 (亿港元)	2,589.19
52 周内最高/最低价 (港币)	197.90 / 79.50
资产负债率 (%)	26.80%
市盈率	76.04
第一大股东	GWF Holding Limited

研究所

分析师: 李鑫鑫  
SAC 登记编号: S1340525010006  
Email: lixinxin@cnpsec.com

泡泡玛特 (9992.HK)

创造潮流，传递美好，走向世界的泡泡玛特

● 事件

**公司业绩亮眼：**公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 年公司实现营收 130.38 亿元，同比+106.92%，归母净利润 31.25 亿元，同比+188.8%。25Q1 公司实现收入同比增长 165-170%，其中中国收入同比增长 95%-100%，海外收入同比增长 475%-480%。

**组织架构调整：**4/14 泡泡玛特国际集团董事长兼 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，宣布即日起启动全球组织架构全面升级。

**Labubu3.0 及杂志发售：**4 月 24 日，泡泡玛特旗下人气 IP LABUBU 在全球发售第三代搪胶毛绒产品“前方高能”系列，labubu3.0 一经发布便获全球年轻人追捧。今年 4 月，由泡泡玛特发行的第一本青年文化杂志《play/GROUND》问世，截至目前，《play/GROUND》已在全球所有线下书店渠道售罄。

● 投资要点

泡泡玛特成立于 2010 年，2020 年 12 月于港股上市。2016 年 7 月 Molly 首款盲盒产品上市，2021 年高端潮玩产品线 mega collection 推出，2022 年 labubu 搪胶毛绒公仔上市，2023 年搪胶毛绒产品成为爆款品类，9 月泡泡玛特城市乐园落地北京朝阳公园，2024 年 THE MONSTERS 全球走红，上架了首款积木。

**IP 次第花开，毛绒推出第二年即成为年度爆品。**

1) **IP 次第花开，THE MONSTERS 成为新晋头部 IP**。截至 24 年底公司共有 13 个 IP 营收破亿，其中四大 IP 营收破十亿，如作为新晋头部 IP 的 THE MONSTERS 全球迅速走红营收 30.4 亿元，同比增加 726.6%；作为经典 IP 的 MOLLY 营收 20.9 亿元，同比增加 105.2%；经典 IP 之 SKULLPANDA 营收 13.1 亿元，同比增长 27.7%；作为新锐 IP 的 CRYBABY 营收 11.6 亿元，同比增加 1537.2%。

2) **继盲盒手办外，毛绒成为年度爆品。**搪胶毛绒自 23 年推出后，在 24 年成为年度爆品，品类销售 28.3 亿元，销售占比从 3.2% 一跃提升至 21.7%。传统手办营收 69.4 亿元，同比增长 44.7%，实现稳健增长，mega 和衍生品都取得了不错的成绩，分别增长 146% 和 156%。

**海外拓展大步迈进，东南亚成为继大陆外第二大市场。**

1) **海外拓展大步迈进。**24 年港澳台及海外营收 50.7 亿元，同比增长 375.2%，营收占比从 17% 提升至 39%。其中，东南亚营收 24 亿元，同比+619%，成为继大陆外第二大市场，北美营收 7.2 亿元，同比

+556.9%，北美成为继东南亚外增速第二快市场，东亚及港澳台地区营收 13.9 亿元，同比+184.6%，稳健增长。

海外拓展时，线上与线下渠道同步高增，24 年公司在越南、印尼、菲律宾、意大利、西班牙五个国家开设了首个线下门店，也依据不同国家的市场特点和电商平台特性，进驻不同电商平台，如东南亚的 Shopee、全球的 TikTok 均有不俗表现。截至 24 年底公司在港澳台及海外共有门店（含合营）130 家、机器人商店（含合营及加盟）192 家。

**2) 大陆稳步前进。**24 年大陆营收 79.7 亿元，同比增长 52%，营收占比从 83% 降至 61%。线上、线下、批发三个渠道增速相似，均为 50% 左右，截至 24 年底大陆净增零售门店 38 家至 401 家，零售店收入 3828 万元同比+44%，机器人商店净增 110 家至 2300 家，机器人商店收入 698 万元同比+26%。

**3) 25Q1 业绩亮眼。**2025Q1 公司营收同比增长 165%-170%，其中中国增长 95%-100%，海外增长 475%-480%。中国线下渠道同比增长 85%-90%，线上渠道同比增长 140%-145%。海外中亚太地区同比增长 345%-350%，美洲同比增长 895%-900%，欧洲同比增长 600%-605%。

**积木、饰品推出，综合平台正在推进中。**发展十余年来，POP MART 泡泡玛特围绕全球艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、创新业务孵化与投资五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。24 年公司推出饰品、积木产品，25 年推出杂志产品，全产业综合平台布局逐步推进。

**架构调整后，管理更加高效。**4 月 CEO 王宁宣布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，文德一与司德共同负责集团在全球业务的管理及运营工作。十大中台将有效提升国际业务的协同效率。

**国际化+新品放量，公司增长动能不断。**

**1) 出海：**根据公司规划，2025 年将继续提升海外业务占比，签约核心地标城市的门店并提升开店质量，重点关注美国和欧洲市场，以及拓展地标门店和旅游景区销售渠道。新业务方面，将推动国内已爆发的新业务拓展到海外，线上重视直播业务，英语系直播间由国内统筹管理，小语种直播间在当地运营，2025 年预计直播在海外电商中的占比超 20%。成本管控方面，未来计划在东南亚及欧洲地区设立区域地仓，预计可节省 50% 成本，提高补货效率。

**2) 创新：**公司坚持以 IP 为核心的集团化战略，未来将持续推出新品类，秉持“少就是多”的理念对 SKU 数量相对克制。2025 年 SKU 绝对值预计不高于 2024 年，成熟品类严格控制数量，新品类初期尝试后进行删减，保持精简。

**3) 未来：**按照公司计划，25 年公司计划海外开店 100 家，海外营收预计占比将超过 50%，北美市场有望达到 20 年中国市场销售额，

公司拟在东南亚及欧洲地区设立区域地仓，将有效降低公司的营业成本，公司净利率有望持续上行。

### ● 投资建议

公司作为国内潮玩行业龙头，具有良好的 IP 获取、培育及运营能力，我们持续看好公司的中长期价值。我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 78%、51%、39%，归母净利润增速为 80%、59%、46%，EPS 分别为 4.19、6.65、9.71 元/股，当下股价对应 PE 分别为 43x、27x、18x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；国内政策不及预期风险；海外形势加剧。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,037.75	23,159.50	34,877.33	48,403.08
增长率(%)	106.92	77.63	50.60	38.78
EBITDA（百万元）	5,065.28	7,897.52	12,497.85	18,160.42
归属母公司净利润（百万元）	3,125.47	5,624.89	8,930.88	13,043.06
增长率(%)	188.77	79.97	58.77	46.04
EPS（元/股）	2.36	4.19	6.65	9.71
市盈率（P/E）	35.34	42.83	26.97	18.47
市净率（P/B）	10.48	15.81	10.43	6.87
EV/EBITDA	20.91	29.38	18.11	11.94

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	13038	23160	34877	48403	营业收入	106.92%	77.63%	50.60%	38.78%
营业成本	4330	7316	10684	14434	营业利润	232.51%	85.27%	59.05%	45.71%
税金及附加	—	—	—	—	归属于母公司净利润	188.77%	79.97%	58.77%	46.04%
销售费用	693	6485	9417	12585	<b>获利能力</b>				
管理费用	947	1621	2441	3388	毛利率	66.79%	68.41%	69.37%	70.18%
研发费用	0	0	0	0	净利率	23.97%	24.29%	25.61%	26.95%
财务费用	-163	-153	-221	-364	ROE	29.26%	36.92%	38.68%	37.20%
资产减值损失	—	—	—	—	ROIC	29.26%	37.04%	38.47%	36.70%
<b>营业利润</b>	<b>4202</b>	<b>7786</b>	<b>12384</b>	<b>18044</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	—	—	—	—	资产负债率	26.80%	29.24%	28.07%	25.68%
营业外支出	—	—	—	—	流动比率	3.63	3.32	3.48	3.81
<b>利润总额</b>	<b>4366</b>	<b>7939</b>	<b>12605</b>	<b>18408</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1057	1985	3151	4602	应收账款周转率	32.63	54.58	45.25	54.58
<b>净利润</b>	<b>3308</b>	<b>5954</b>	<b>9453</b>	<b>13806</b>	存货周转率	3.61	3.62	3.42	3.31
归母净利润	3125	5625	8931	13043	总资产周转率	1.05	2.08	1.56	1.95
每股收益(元)	2.36	4.19	6.65	9.71	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.36	4.19	6.65	9.71
货币资金	6109	8837	14578	24084	每股净资产	7.96	11.34	17.20	26.11
交易性金融资产	11	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	478	849	1278	1774	PE	35.34	42.83	26.97	18.47
预付款项	3537	6283	9461	13130	PB	10.48	15.81	10.43	6.87
存货	1525	2576	3762	5082	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>12236</b>	<b>19579</b>	<b>30633</b>	<b>46222</b>	净利润	3,125	5,625	8,931	13,043
固定资产	739	760	779	796	折旧和摊销	863	112	114	117
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	246	-2,087	-2,405	-2,760
无形资产	1063	1080	1097	1113	其他	720	281	474	715
<b>非流动资产合计</b>	<b>2635</b>	<b>2700</b>	<b>2933</b>	<b>3400</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	4,954	3,930	7,114	11,114
<b>资产总计</b>	<b>14871</b>	<b>22280</b>	<b>33566</b>	<b>49622</b>	资本开支	-517	-150	-150	-150
短期借款	0	0	0	0	其他	23	48	48	48
应付票据及应付账款	1010	1707	2492	3367	<b>投资活动现金流净额</b>	9	-129	-299	-535
其他流动负债	1708	3034	4570	6342	股权融资	-78	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3370</b>	<b>5899</b>	<b>8805</b>	<b>12129</b>	债务融资	-520	0	0	0
其他	616	616	616	616	其他	-360	-1,100	-1,100	-1,100
<b>非流动负债合计</b>	<b>616</b>	<b>616</b>	<b>616</b>	<b>616</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	-959	-1,100	-1,100	-1,100
<b>负债合计</b>	<b>3986</b>	<b>6515</b>	<b>9421</b>	<b>12745</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	4,031	2,728	5,742	9,506
股本	1	1	1	1					
资本公积金	10206	14757	22614	34584					
未分配利润									
少数股东权益	201	530	1053	1816					
其他	477	477	477	477					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10885</b>	<b>15765</b>	<b>24145</b>	<b>36878</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>14871</b>	<b>22280</b>	<b>33566</b>	<b>49622</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048