

公司報告

泡泡瑪特 (9992 HK)

打造新一代IP增长引擎

- 预计公司25年收入/净利润将达250/70亿元人民币，较市场预期高出15%
- 全球化加速推进；市场低估其规模潜力
- 首次覆盖给予增持评级，目标价基于 26 年中期 40 倍 P/E，0.9 倍 PEG

海外增长动能被市场低估

我们首次覆盖泡泡玛特，给予“增持”评级，12 个月目标价为 272 港元。我们预计公司 25 年净利润将达 70 亿元人民币，较市场一致预期高出约 15%。我们认为，这一差距主要源于市场低估泡泡玛特海外扩张的规模与速度。我们看好该股基于以下三大关键因素：

- 线上 GMV 快速增长，预计全年收入将达 55 亿元人民币，同比增长 280%；
- 公司计划新开设 100 家门店，持续拓展在美国、英国、东南亚、澳新地区及欧洲的市场布局；
- 在泰国和美国市场的带动下，门店单位经济效益同比增长 50%。

我们认为，泡泡玛特持续优于预期的盈利表现，意味着其股价仍有超出我们目标价估值基础的上行空间。公司 25 年一季度海外收入同比增长达 475%，远超市场一致预期及我们对 25 财年的全年假设。这一趋势表明，即便 24 年下半年面临高基数效应，未来盈利预测仍有上调空间。在此背景下，我们认为市场有望开始消化更为积极的盈利增长路径，尤其是在国际业务方面，从而支撑公司估值进一步提升。

全球IP平台扩展潜力巨大，增长空间广阔

泡泡玛特的独特优势在于其垂直整合的 IP 生态体系，涵盖原创 IP 孵化、艺术家培养、全渠道零售以及国际授权等多个环节。公司也已成功实现产品多元化，业务从盲盒拓展至毛绒玩具、MEGA 收藏系列、饰品及数字娱乐等品类，全球影响力持续增强。我们认为，泡泡玛特的国际化扩张仍处于早期阶段，海外门店渗透率存在显著提升空间。截至 2024 年，公司在海外市场的门店密度（以每百万人口中 20-45 岁人群为基准）明显低于全球同行。作为对比，乐高在澳大利亚、新加坡等发达市场的门店密度超过每百万人 1 家，而玩具反斗城在亚洲（尤其是日本、新加坡）则超过 2 家；相比之下，泡泡玛特在海外市场的平均门店密度仅约为 0.5 家。

估值与风险

目标价基于 26 年中期 40 倍 P/E，对应 0.9 倍 PEG，介于新消费品港股公司（如老铺/积木熊/蜜雪冰城分别为 0.9x/0.9x/1.1x）与全球 IP 公司（如孩之宝/万代南梦宫/三丽鸥分别为 1.6x/1.9x/3.0x）之间的水平，我们认为该估值合理。下行风险：行业竞争加剧、供应链脆弱、IP 持续性不确定等。

盈利预测及估值

财年截止于 12 月 31 日 (百万元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	25,200	37,057	52,661
同比增长	36.5%	106.9%	93.3%	47.1%	42.1%
净利润	1,082	3,125	6,918	10,029	14,657
摊薄每股盈利 (人民币)	0.81	2.35	5.19	7.53	11.00
同比增长	132%	191%	121%	45%	46%
P/E	253.5x	87.9x	39.7x	27.4x	18.7x
ROE	13.9%	28.7%	43.8%	43.8%	44.0%

资料来源：公司数据，招商證券 (香港) 预测；截至 2025 年 6 月 2 日的收盘价

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

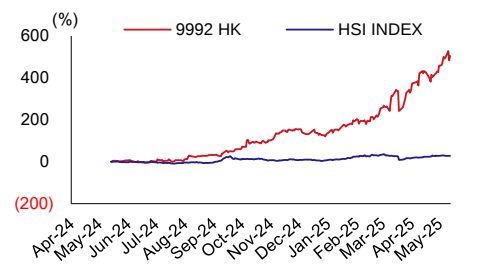
最新变动

首次覆盖泡泡玛特，给予增持评级。

增持

股价 (2025年6月2日)	230.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	272.0港元(+18.4%)

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 6 月 2 日

%	1m	6m	1m
泡泡玛特	15.9%	152.4%	526.3%
恒生指数	5.4%	19.5%	25.7%

行业：消费	
恒生指数 (2025年6月2日)	23,157.9
重要数据	
52周股价区间 (港元)	34.4-235.0
市值 (百万港元)	308,864
日均成交量 (百万股)	285.5
主要股东	
GWF Holdings	41.8%
Pop Mart Hehuo	4.6%
Tianjian Paqu	2.3%
Si De先生	0.8%
Moon Duk先生	0.1%

资料来源：公司，彭博

我们预计公司 2025/26/27 年营收和净利润将分别达人民币 252/370/526 亿元人民币和 69/100/146 亿元人民币，均高于市场预期

我们预测泡泡玛特2025/26/27年营收将分别同比增长93%/47%/42%。这一增长主要由海外市场营收的强劲增长所驱动，预计分别为181%/71%/58%；同期中国市场营收增速则为37%/15%/11%。从收入结构来看，我们预计海外市场将分别贡献57%/66%/74%的年度总营收。我们认为海外市场将持续跑赢国内市场，核心逻辑在于海外潜在市场（TAM）规模预计为中国市场的3-4倍。我们的判断基于以下几个关键因素：1）全球主要市场（北美、西欧、亚洲）中，年龄在20-45岁之间的人口总数超过40亿，是中国13亿人口的3-4倍。此外，这些地区人均可支配收入及在生活品质与收藏品方面的消费支出普遍高于中国；2）泡泡玛特旗下IP在国际市场的吸引力持续提升，公司正通过全渠道策略（包括线下门店、电商平台及抽盒机）扩大品牌触达范围；3）海外门店初期表现亮眼，部分海外门店已超过国内门店。倘若品牌认知度和渠道布局在全球市场进一步成熟，全球需求有望显著超越中国市场；4）参考Hasbro、Sanrio等全球玩具/IP公司，其中国市场收入占比普遍在15%-25%之间。

我们预计泡泡玛特25年中国大陆市场营收将同比增长37%，并预计公司在25年实现净新增门店约30家，平均门店数量同比增长约9%。新增门店将战略性聚焦于二线及以下城市。在强劲的消费需求和持续新品发布的推动下，我们预计单店销售额将实现15%的同比增长。此外，我们预测线上销售将同比增长58%。

图1：我们预测未来三年销售复合年增长率达60%，主要由海外销售97%的增长驱动，预计自2025年起海外收入占比超过50%

Sales break down by channel	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
						E	E	E
Retail stores	1,002	1,670	1,691	2,661	3,828	4,824	5,629	6,297
Roboshops	329	468	379	553	698	877	978	1,035
Online	952	1,861	1,830	1,525	2,698	4,257	4,891	5,380
Wholesales	231	308	264	497	748	973	1,119	1,230
Total Mainland China	2,513	4,307	4,163	5,235	7,972	10,930	12,617	13,943
Retail stores		3	136	583	2,938	7,555	15,277	26,953
Roboshops		2	15	57	133	322	385	457
Online		41	90	156	1,455	5,530	7,741	10,064
Wholesales		137	213	270	540	863	1,036	1,243
Total Overseas		184	454	1,066	5,066	14,270	24,440	38,718
Total revenue (RMB mn)	2,513	4,491	4,617	6,301	13,038	25,200	37,057	52,661
Retail stores	35.5%	66.7%	1.3%	57.4%	43.8%	28.0%	16.7%	11.9%
Roboshops	32.2%	42.3%	-19.0%	45.9%	26.4%	25.5%	11.6%	5.8%
Online channels	76.5%	95.6%	-1.7%	-18.7%	76.9%	57.8%	14.9%	10.0%
Wholesales	48.0%	33.2%	-14.3%	88.4%	50.7%	30.0%	15.0%	10.0%
Total Mainland China	49.3%	71.4%	-3.3%	25.7%	52.3%	37.1%	15.4%	10.5%
Retail stores			4120.4%	330.0%	404.0%	157.1%	102.2%	76.4%
Roboshops			665.0%	277.3%	131.9%	142.0%	19.6%	16.8%
Online			119.2%	72.7%	634.0%	280.0%	40.0%	30.0%
Wholesales			55.0%	26.8%	99.8%	60.0%	20.0%	20.0%
Total Overseas			147.1%	134.9%	375.2%	181.7%	71.3%	58.4%
Retail stores			36.6%	42.2%	29.4%	19.1%	15.2%	12.0%
Roboshops			8.2%	8.8%	5.4%	3.5%	2.6%	2.0%
Online			39.6%	24.2%	20.7%	16.9%	13.2%	10.2%
Wholesales			5.7%	7.9%	5.7%	3.9%	3.0%	2.3%
Total Mainland China contribution %	100.0%	95.9%	90.2%	83.1%	61.1%	43.4%	34.0%	26.5%
Retail stores			2.9%	9.3%	22.5%	30.0%	41.2%	51.2%
Roboshops			0.3%	0.9%	1.0%	1.3%	1.0%	0.9%
Online			2.0%	2.5%	11.2%	21.9%	20.9%	19.1%
Wholesales			4.6%	4.3%	4.1%	3.4%	2.8%	2.4%
Total Overseas contribution %			9.8%	16.9%	38.9%	56.6%	66.0%	73.5%

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

- 与乐高和玩具反斗城等全球玩具零售商相比，泡泡玛特在海外市场仍具备强劲的门店拓展潜力。我们预计公司将在 2025/2026/2027 年分别实现海外新增门店 100/100/100 家。

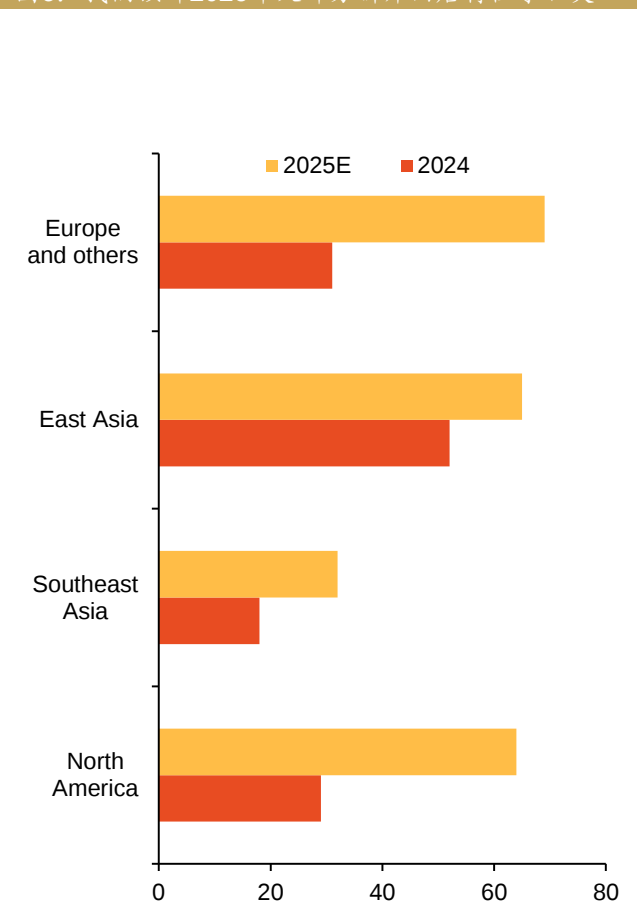
泡泡玛特在海外共运营 133 家门店，主要面向 20 至 45 岁消费者。我们估算其海外平均门店密度为 0.5（每百万人口 0.5 家门店），门店主要分布于亚洲（泰国、新加坡、马来西亚、日本、韩国、香港、台湾、澳门）、美国、西欧（英国、法国）、澳大利亚及新西兰等地区。在上述市场中，2024 年泰国、马来西亚、韩国、西欧、美国及日本的门店密度均低于 1，显示出未来扩张空间广阔。展望未来，我们预计公司将在 2025 年实现至少 100 家海外新增门店（约 10 家关闭），重点布局美国市场，同时得益于强劲需求，欧洲市场亦具备上行潜力。无论从门店数量还是密度来看，泡泡玛特在海外市场的布局仍显著低于中国市场（2024 年公司在大陆拥有 401 家门店）。因此，我们预计公司有望在 26-27 年继续实现每年 100 家海外新增门店，以支持其长期全球化发展战略。

图2：我们对泡泡玛特海外市场目标人群的假设

Country/ Region	% Age 20-45	2024 Population (M)	2025 Population (M)	Change & Explanation
Thailand	34%	24.1	23.8	Decline due to aging and low birth rate
Singapore	38%	2.32	2.32	Stable due to managed immigration
Malaysia	36%	12.9	13.0	Slight growth; younger demographic, steady fertility
Indonesia	36%	100.1	99.4	Gradual decline as fertility rates fall
South Korea	30%	15.5	15.2	Declining birth rate, aging population
Japan	27%	34.2	33.6	Shrinking due to long-term low fertility
HK/MO/TW	30%	9.6	9.5	Slight decline; aging trend across all three
Australia + NZ	35%	10.7	10.9	Growth driven by net immigration
United States	33%	110.0	111.0	Gradual growth; immigration and Millennial cohort
United Kingdom	34%	23.1	23.2	Mostly stable; slight growth
France	33%	22.5	22.6	Stable, supported by higher fertility than EU average
Italy	33%	19.4	19.2	Decline due to rapid aging and low birth rate
Netherlands	33%	5.8	5.8	Stable; balanced by immigration
Spain	33%	15.8	15.7	Mild decline; aging and low fertility

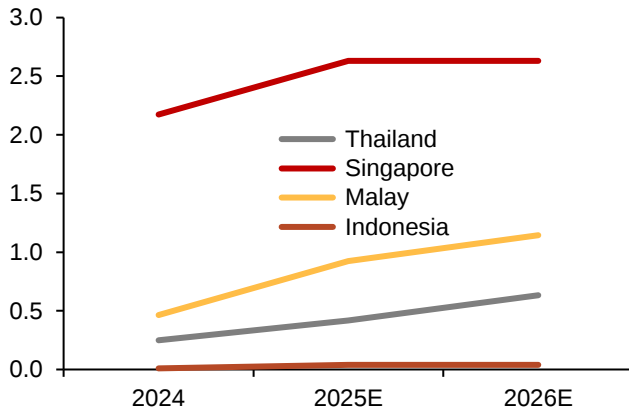
资料来源：世界银行、政府网站、招商证券（香港）预测

图3：我们预计2025年大部分新开门店将位于北美



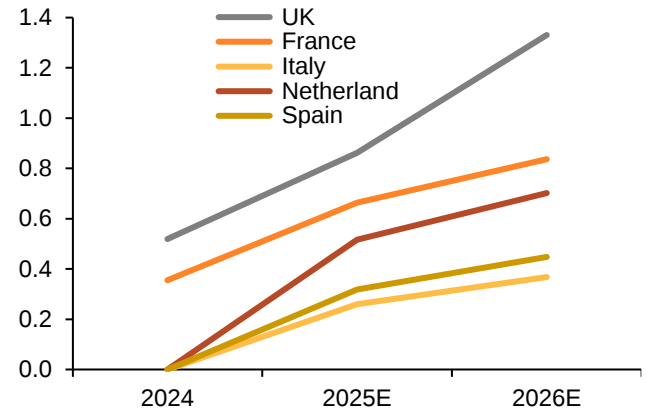
资料来源：公司数据、世界银行、政府网站、招商证券（香港）预测

图4: 除新加坡外, 我们估计泰国和马来西亚的门店密度将上升



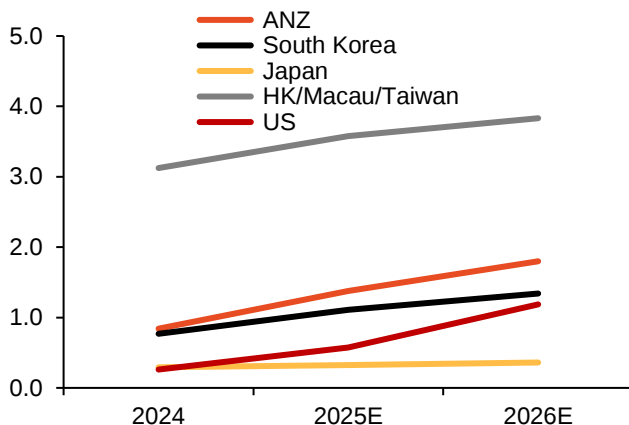
资料来源: 公司数据、世界银行、政府网站、招商证券(香港)预测

图5: 英国可能成为欧洲门店密度最高的地区



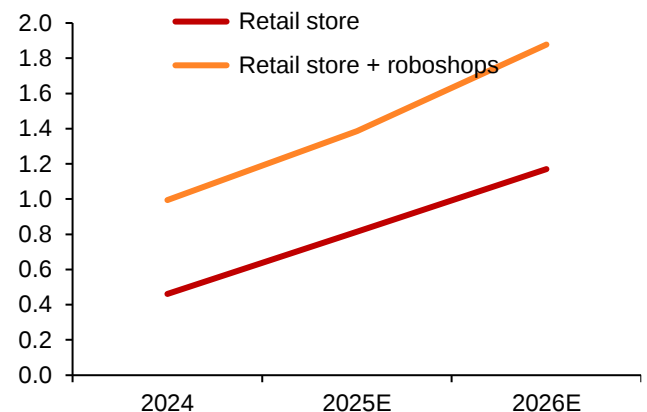
资料来源: 公司数据、世界银行、政府网站、招商证券(香港)预测

图6: 大部分新门店将在美国, 而日本和韩国最少



资料来源: 公司数据、世界银行、政府网站、招商证券(香港)预测

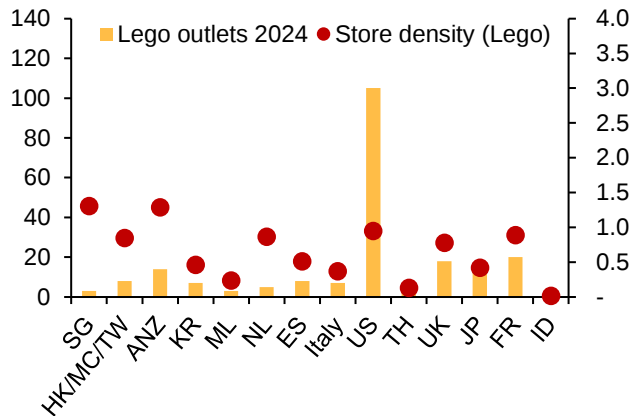
图7: 预计到2026年, 海外市场零售门店密度将达到每百万人口1家



资料来源: 公司数据、世界银行、政府网站、招商证券(香港)预测

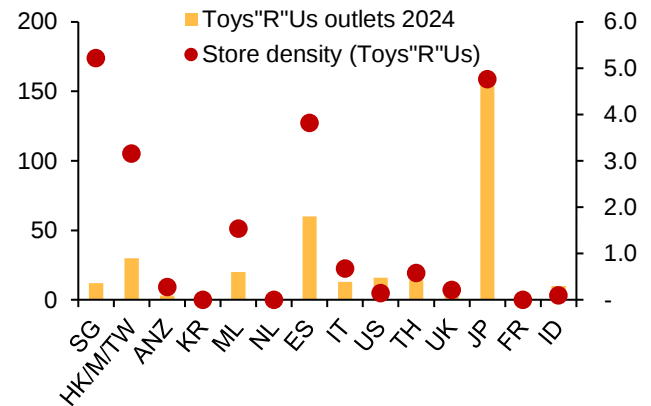
我们参考乐高与玩具反斗城的全球门店布局, 从门店密度、20-45岁人口数量、消费能力及文化契合度等维度, 分析泡泡玛特的全球扩张潜力。我们认为, 乐高目前拥有最广泛的全球门店网络, 其在澳大利亚/新西兰及新加坡的门店密度为1.5(每百万20-45岁人口1.5家门店)。而泡泡玛特在新加坡、香港、澳门和台湾的门店密度已超过乐高, 显示其品牌在紧凑型、高收入、城市化程度高的市场中具备强劲的吸引力。尽管玩具反斗城曾在全球市场占据主导地位, 但目前其在亚洲以外的市场布局已大幅收缩, 门店密度最高的市场为新加坡和日本, 其次为香港。相比之下, 泡泡玛特在美国、英国、马来西亚等高潜力市场的门店密度仍处于较低水平, 显示出显著的扩张空间。

图8: 全球乐高门店平均密度约为20-45岁人群每百万人口1家



资料来源: 公司数据、乐高、玩具反斗城、谷歌地图、世界银行、招商证券(香港)预测

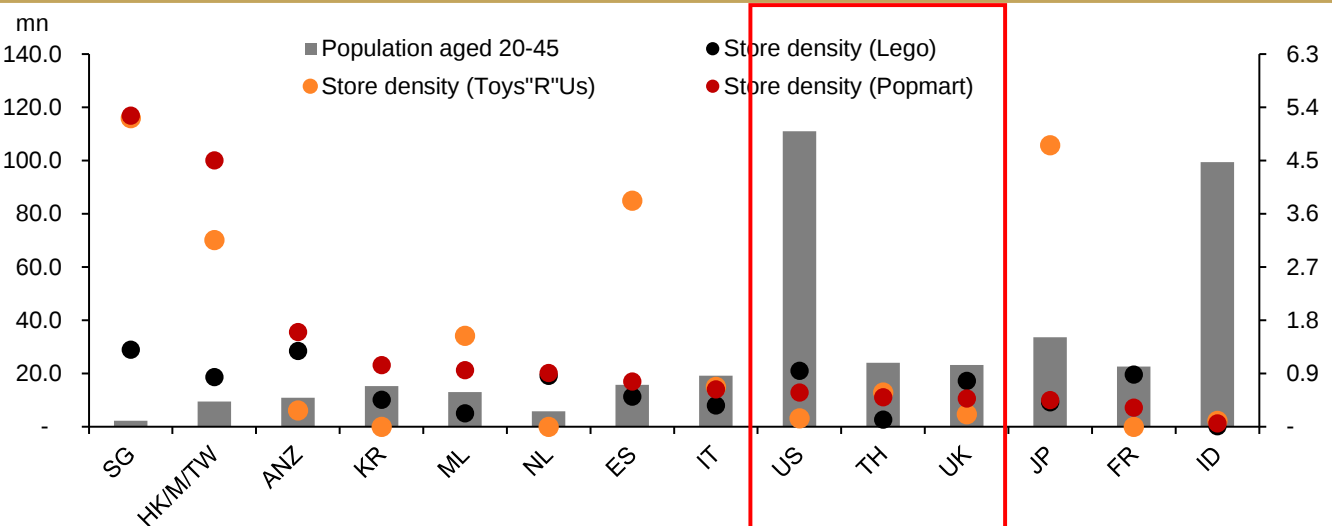
图9: 而玩具反斗城在亚洲的布局更为集中



资料来源: 公司数据、乐高、玩具反斗城、谷歌地图、世界银行、招商证券(香港)预测

泡泡玛特在美国、英国、马来西亚及澳新市场最具扩张潜力，主要得益于这些市场庞大或持续增长的 20-45 岁人口、高消费能力，以及对收藏品与粉丝文化的高度认同。尽管美国人口基数庞大，目前泡泡玛特在当地仅有 29 家门店，远低于乐高约 105 家的门店数量，显示出显著的扩张空间。马来西亚则因其年轻化的人口结构及当前渗透率偏低，也成为公司重点拓展的潜力市场。日本与韩国在文化上高度契合泡泡玛特的潮玩定位，但市场竞争激烈，公司需依赖本地化 IP 策略与合作伙伴关系以实现增长。法国和泰国具有适中的发展潜力，门店密度较低，城市收藏爱好者细分市场可随时间逐步开发。与此同时，新加坡、香港、澳门和台湾是成熟且饱和的市场，三大品牌门店密度高，表明实体扩张空间有限，但对高端体验和限量版零售形式的需求强劲。我们认为门店密度提升的最大潜力在于美国、泰国和英国。

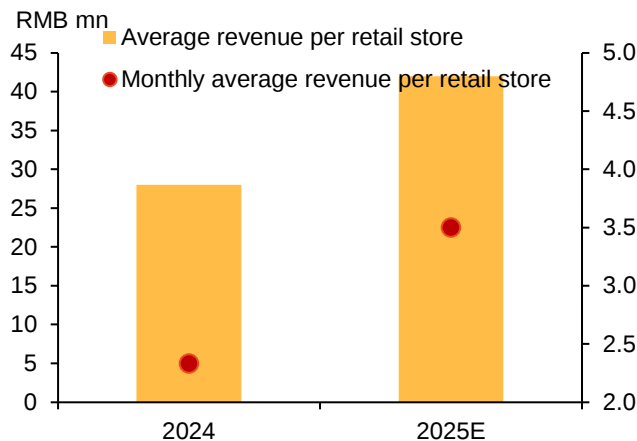
图10: 除新加坡和香港/台湾外，其他地区20-45岁人群每百万人口的泡泡玛特门店密度低于2家



资料来源: 公司数据、乐高、玩具反斗城、谷歌地图、世界银行、招商证券(香港)预测

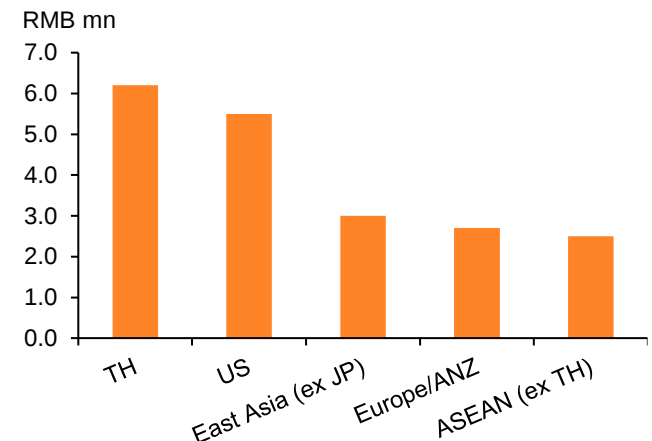
- 我们预计 2025 年泡泡玛特海外市场的单店平均销售额将同比增长 50%，主要受益于持续不断的新品推出。我们认为增长主要归因于强劲的新品管线，包括自今年 4 月以来陆续推出的《哪吒 2》、芭比系列、Labubu × 海贼王联名款，以及第三代 Labubu 等。从区域来看，我们预计泰国将实现最高的单店销售增长，表现最为亮眼；其次为美国、东亚（不含日本）。而日本由于市场竞争极为激烈，预计表现将相对疲软。

图 11: 我们估计海外门店月均收入将达到 350 万元人民币



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 12: 在 2025 年，泰国可能实现最高单店经济效益，约为 600 万元人民币

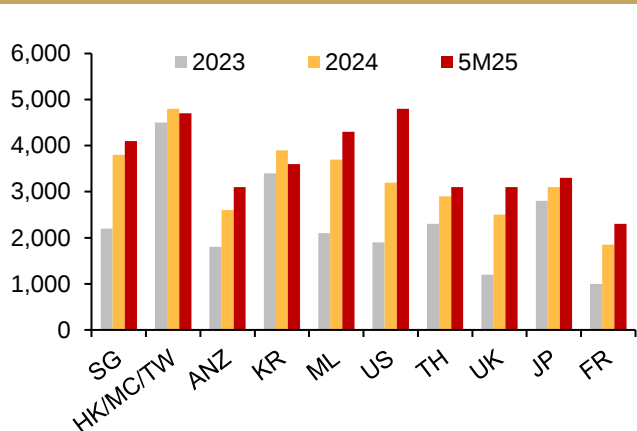


资料来源：招商证券（香港）预测

- 我们预计泡泡玛特海外线上月度 GMV 将达到约 4.6 亿元人民币，推动其 2025 年海外线上销售同比增长约 280%

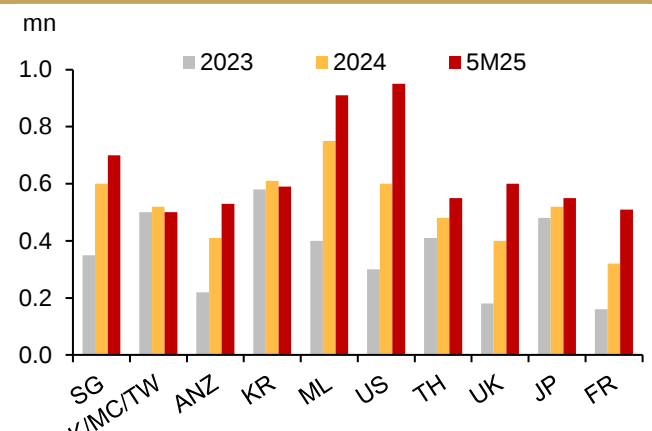
泡泡玛特的海外线上战略聚焦于提升品牌认知度、推动直达消费者（DTC）销售，并通过多平台、IP 驱动的方式打造收藏爱好者社群。公司通过其全球官网与 App，以及 Amazon、Shopee、Lazada 等主流电商平台进行销售，实现广泛的国际覆盖。其核心策略围绕限量盲盒发售与热门自有 IP（如 Skullpanda、Molly）展开，营造稀缺感，激发用户的重复购买行为。同时，公司积极投入本地化数字营销，通过 Instagram、TikTok、YouTube 等平台与 KOL 及粉丝社群合作，带动社交媒体热度。此外，泡泡玛特通过社群互动、用户生成内容（UGC）及游戏化体验进一步增强粉丝忠诚度，并借助搜索与销售数据为市场优先级排序与产品本地化提供决策依据。

图 13: 2025 年前 5 月 Instagram 平均互动量已超过 2024 年全年水平



资料来源：Instagram、招商证券（香港）预测

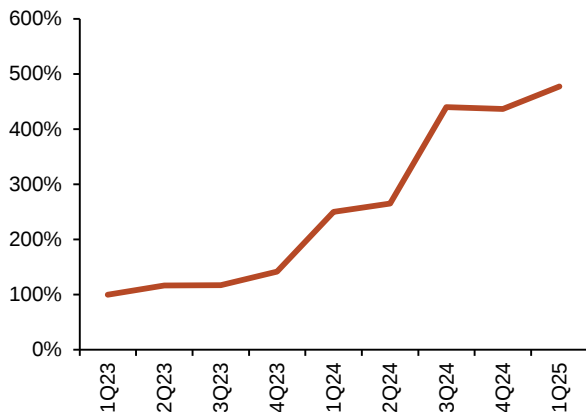
图 14: TikTok 的浏览量亦是如此



资料来源：抖音、招商证券（香港）预测

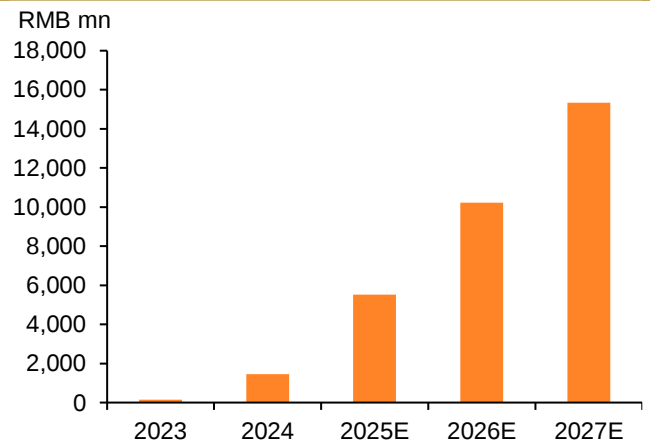
我们认为，社交平台互动量的快速增长或为 GMV 增长的良好领先指标。根据我们的渠道调研，北美地区截至二季度目前为止的 GMV 增速较一季度（泡泡玛特披露为同比增长 900%）进一步加快。在欧洲市场，我们也观察到继一季度实现 600%同比增长后，二季度增长趋势同样加速。若当前趋势持续，我们预计泡泡玛特 2025 年海外线上销售额有望达到 55 亿元人民币，或更高。

图15：得益于线上销售的爆发式增长，海外季度销售增长持续打破纪录



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

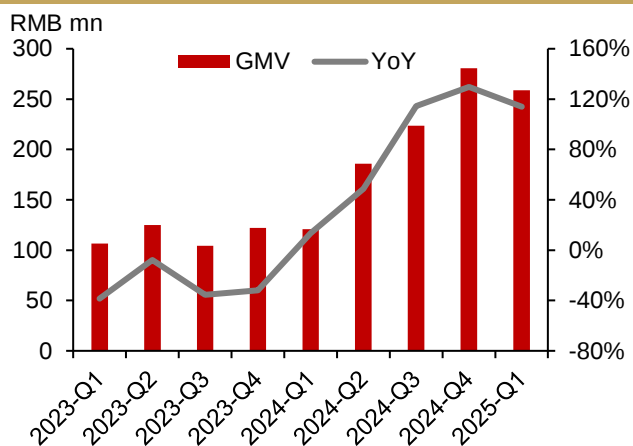
图16：我们估计2025年泡泡玛特海外线上销售将达到55亿元人民币



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

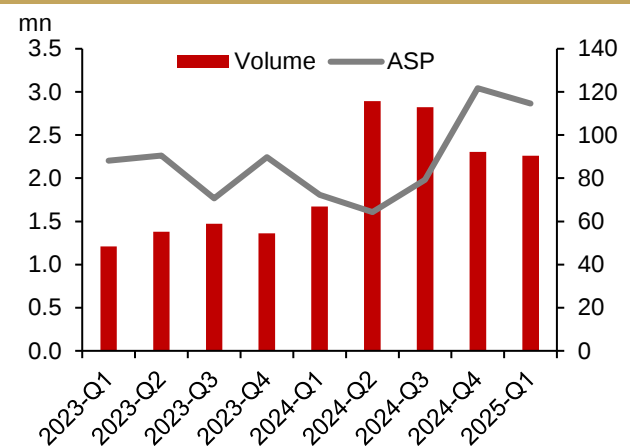
- 中国市场的增长将主要由线上销售同比增长 58%、单店销售同比增长 15%以及门店净增 9%所驱动。我们预计泡泡玛特 2025 年中国市场营收将同比增长 37%，并预计公司在 2025 年净新增约 30 家门店，平均门店数量同比增长约 9%。新增门店将战略性布局于二线及以下城市，以进一步拓展市场覆盖范围。在强劲需求和持续新品发布的推动下，我们预计单店销售额将实现 15%的同比增长。

图17：尽管有放缓迹象，2025年一季度中国GMV增长仍保持高位



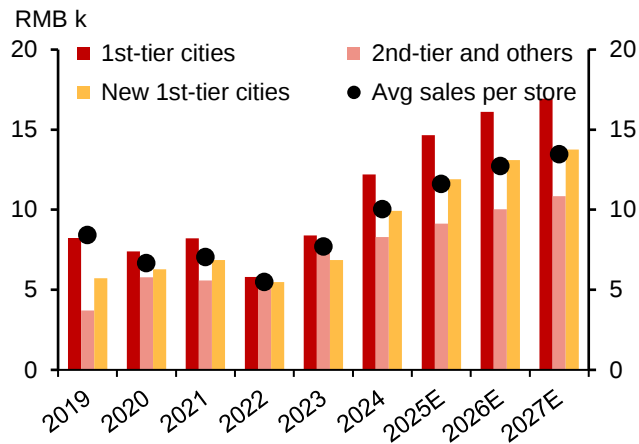
资料来源：魔镜、招商证券（香港）

图18：平均售价自2024年四季度起显著上升



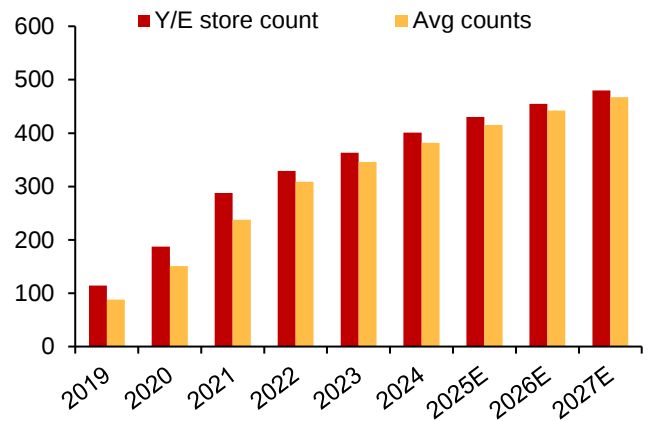
资料来源：魔镜、招商证券（香港）

图19: 我们预计2025/2026/2027年单店销售增长分别为15%/10%/6%



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图20: 同期我们估计平均门店数量增长为9%/7%/6%



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

今年4月, 泡泡玛特推出了全新的 **Labubu 毛绒系列“Big into Energy”**, 这是继“Macaron”与“Have a Seat”之后的主要毛绒系列。新品上线后在抖音平台上迅速带动了销售热潮, 其中“Big into Energy”系列多数公仔在二级市场价格显著上涨, 显示出与去年“Macaron”系列高峰期相当的强劲需求。与此同时, 其他 Labubu 系列产品价格也出现环比上涨; Crybaby 价格保持稳定, 而 Dimoo × Disney 联名款的溢价虽有所收窄, 但目前已趋于稳定。为提升品牌热度, 泡泡玛特近期在多个核心城市围绕不同 IP 举办了快闪活动, 并推出了全新生活方式杂志《Play/GROUND》, 作为其深化用户互动策略的一部分。

图21: The Monsters Big into Energy系列 - 乙烯基毛绒吊坠盲盒



资料来源: 公司网站, 招商证券(香港)

图22: Dimoo World x Disney最新(第28期)系列, 于2025年3月推出



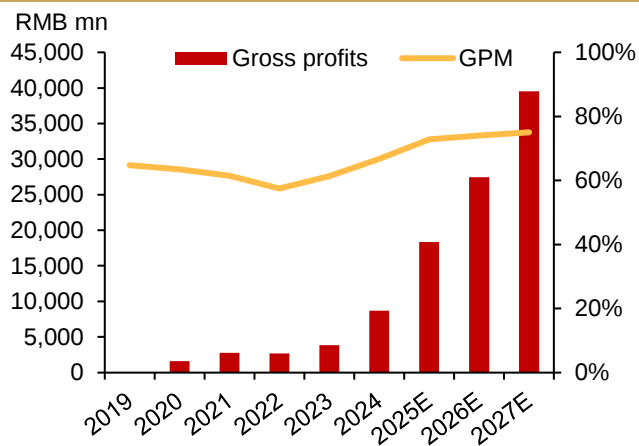
资料来源: 公司网站, 招商证券(香港)

• 得益于产品结构及区域优化以及经营杠杆效应，毛利率和营业利润率有望加速提升

我们预计泡泡玛特的毛利率将从 24 年的 66.8% 提升 8.3 个百分点至 27 年的 75.1%。此次毛利率的改善主要由以下几方面驱动：1) 海外市场收入占比提升：根据我们的渠道调研，海外市场的毛利率约比中国市场高 8 个百分点，主要由于平均售价 (ASP) 更高；2) 高毛利、高单价产品占比上升：如毛绒玩具与 MEGA 系列等产品的销售占比持续提升；3) 供应链优化：包括新产品品类（如 MEGA 系列）带来的规模效应，有望进一步支撑毛利率的持续扩张。

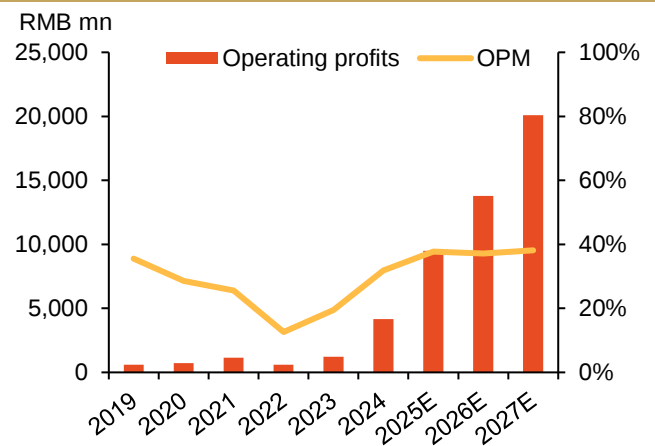
我们预计集团营业利润率将在 2024 年的 31.9% 的基础上，累计提升 6.2 个百分点，至 27 年的 38.1%。这一改善将主要受益于前述毛利率的提升以及强劲的经营杠杆效应。尽管公司在发达海外市场持续扩张 DTC（直达消费者）门店，可能带来员工薪资、广告、租金及物流等成本的上升，但我们认为，25 年店效持续提升，将推动这些市场释放更强的规模效应，从而显著提升运营效率。

图23：海外和高毛利SKU占比上升，预计2025-2027年推动毛利率提升



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图24：得益于运营杠杆，营业利润率亦随之上升



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

海外指数级增长神话揭秘——泡泡玛特全球扩张的四大战略举措

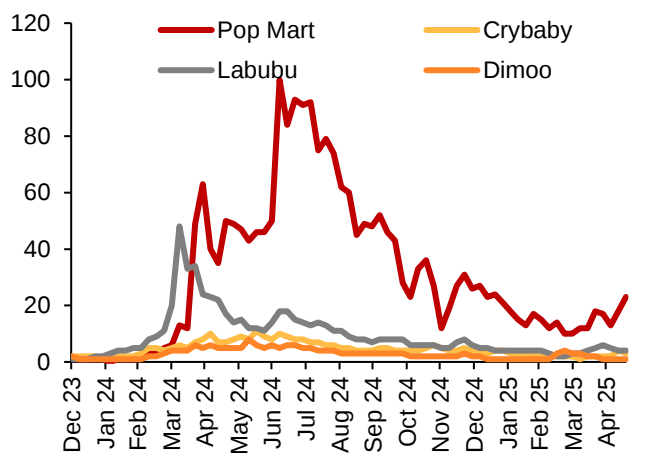
泡泡玛特通过文化本地化、直面消费者的渠道、战略市场进入和供应链多元化加速全球扩张。公司在东南亚、美国与欧洲市场已展现出强劲增长势头，目标在 2025 年前新开设 100 家门店，并将海外收入占比提升至 50% 以上，巩固长期全球增长。

1. 适应本地文化

泡泡玛特的国际化战略持续受益于在产品、营销和运营方面的严谨本地化努力。公司通过自主开发的空白 IP 展现了强大的文化适应能力，针对区域偏好定制产品——例如在泰国成功推出 Labubu 毛绒玩具，借助当地名人代言推动销售。位于洛杉矶和伦敦的区域总部赋予本地团队更大的运营和 IP 开发控制权，而与当地艺术家的合作增强了文化相关性和设计差异化。消费者偏好因市场而异：东南亚对 Labubu 和 Crybaby 等毛绒 IP 需求旺盛，而美国消费者更青睐与主要娱乐 IP 合作的 SKU。在欧洲，数字渠道引领增长，Mega 系列和季节性周边产品（如明信片 and 马克杯）表现强劲。Labubu 卢浮宫艺术限量版等高端概念产品也获得市场认可，支持了高端定位战略。

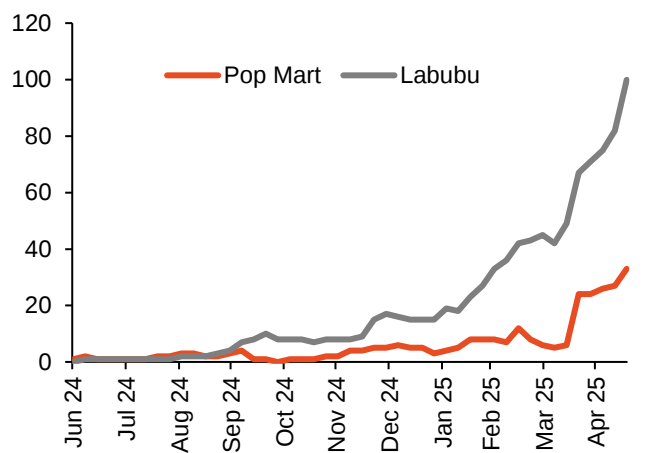
展望 2025 年，公司计划加倍押注其领先的全球 IP，同时通过本地化营销活动和体验式激活扩大高潜力产品线。在东南亚、欧洲和美国举办的设计师玩具和艺术展将成为品牌建设的关键举措，并为签约区域艺术家提供渠道。目前，本地化指标令人鼓舞：在西方市场，超过 70% 的销售额（不包括国际学生）来自本地消费者，其中欧洲在此方面优于美国。在亚洲，大多数市场（泰国除外）同样显示出强劲的本地参与度。这些趋势强化了泡泡玛特在国际市场建立有机品牌资产的能力，支持公司扩大全球足迹的长期结构性增长论点。

图25：2024年泰国本地化活动后，泡泡玛特搜索热度反应积极



资料来源：Google 趋势、招商证券（香港）

图26：2025年4月Labubu在美国的搜索热度达到最高点

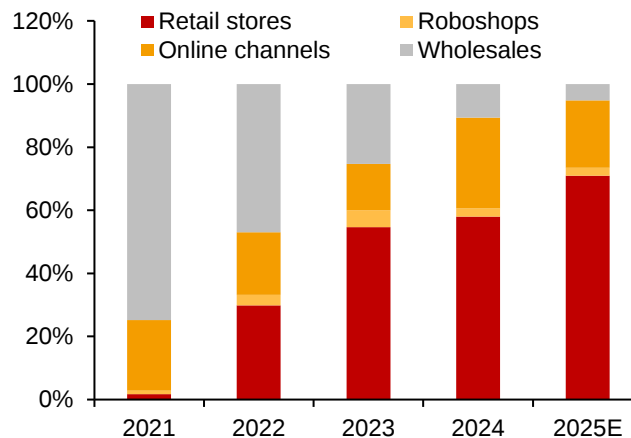


资料来源：Google 趋势、招商证券（香港）

2. 直接与消费者互动

泡泡玛特向直接面向消费者（DTC）模式的战略转型是其国际扩张的核心推动力。通过优先发展自营零售形式——包括旗舰店和机器人商店（roboshops）——公司实现了对客户体验、定价和品牌定位的端到端控制。这种纵向整合的模式不仅相较于第三方分销提升了利润率，还促进了更深入的消费者互动，加速了在主要全球市场中的品牌资产发展。

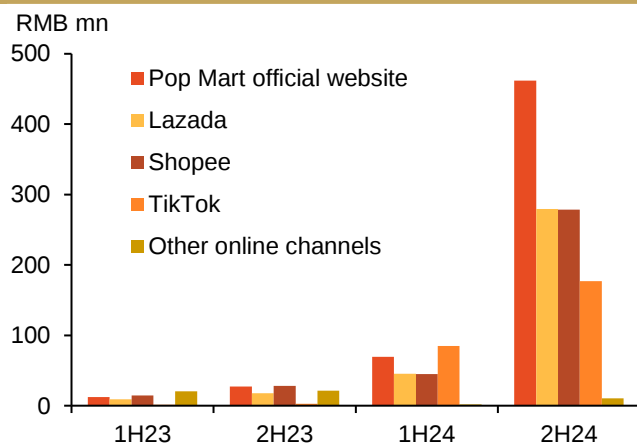
图27：海外批发收入占比从2021年的70%以上缩减至2025年约10%



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

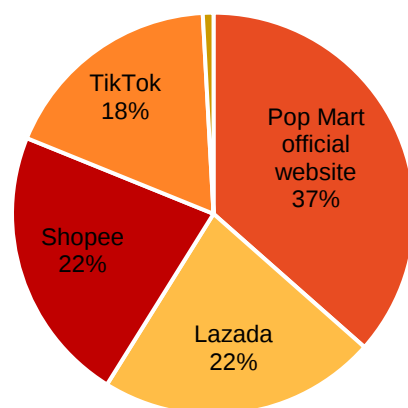
例如，在海外市场，位于地标性位置的旗舰店——尤其是在欧洲的卢浮宫——已成为高可见度的品牌接触点，强化了公司的全球高端定位。与此同时，泡泡玛特投资于多渠道数字战略，利用其自有电商平台以及Shopee和Lazada等区域合作伙伴扩大市场覆盖。东南亚表现尤为突出，得益于本地化内容、网红驱动的营销活动和数据驱动的数字营销，在线销售快速增长。这种全渠道执行使泡泡玛特在扩大全球DTC基础设施时，能够有效推动市场份额的增量增长。

图28：海外线上销售增长主要由TikTok和泡泡玛特官网驱动



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图29：直播可能继续成为贡献较低但增长最快的平台

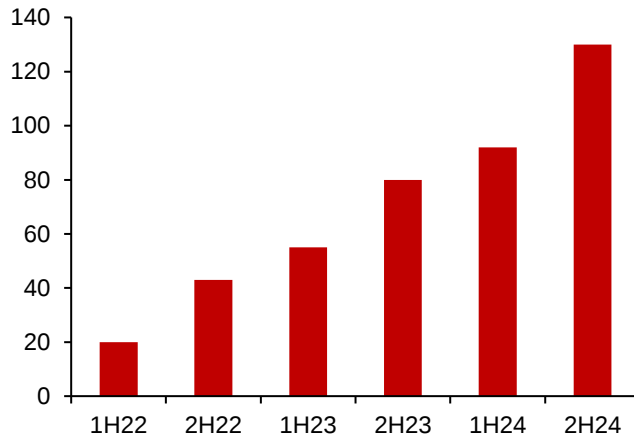


资料来源：公司数据、招商证券（香港）

3. 瞄准高增长区域

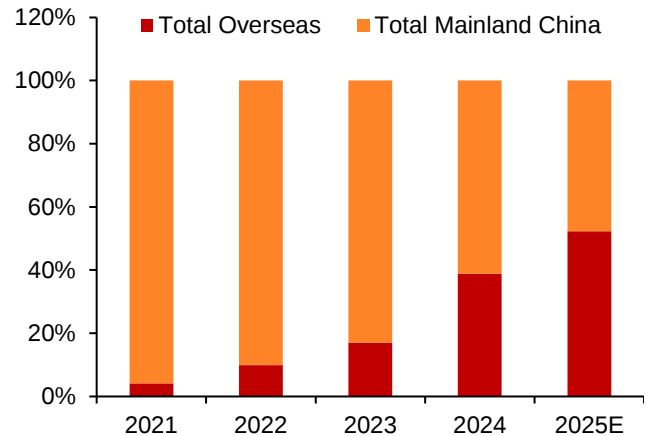
泡泡玛特的国际增长战略坚定聚焦于在高潜力区域的扩展，包括东南亚、北美和欧洲，管理层目标是显著提升海外收入占比。我们预测，2025 年海外收入将占总销售额的 50% 以上，较 2022/2023/2024 年 10%/17%/39% 大幅增长，驱动因素包括加速开店、本地化营销和品牌知名度的提升。公司计划全球新开 100 家门店，其中约 30% 瞄准北美，反映了在玩具和收藏品人均支出较高的发达市场抢占份额的战略推动。

图30：过去三年海外零售门店数量扩张超过6倍



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图31：我们预计2025年海外收入将占泡泡玛特总收入的50%以上



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

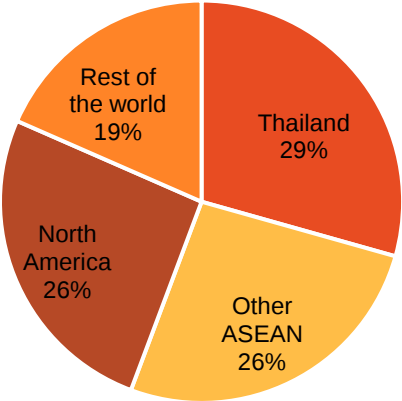
东南亚持续成为关键增长引擎，受到消费者对泡泡玛特 IP 的高度认同和有效本地化的支撑。公司在泰国的成功——Labubu 毛绒玩具的推出带来超预期的销售动能——展示了其区域策略的可扩展性。同时，北美与欧洲市场受益于设计师玩具与收藏品消费结构性上行趋势。凭借品牌建设举措和丰富的产品管线，我们认为泡泡玛特有潜力捕捉长期国际市场份额，推动持续的收入增长。

4. 简化供应链以规避关税新目标

泡泡玛特的海外扩张得益于持续优化全球供应链，提升成本效率和运营敏捷性。公司已在主要低成本区域建立生产和供应商伙伴关系，2024 年已将 10% 的产品采购转向越南。这种本地化方式改善了交付时间、成本结构和市场响应速度，特别是在东南亚，靠近生产地增强了竞争力。公司整合的供应链管理系统提供库存和销售表现的实时可见性，支持动态需求规划并降低过剩库存风险。

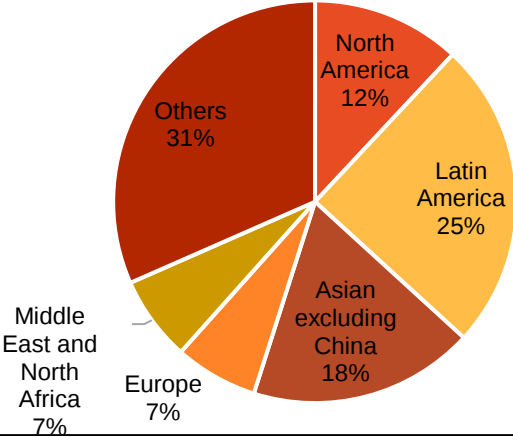
我们注意到，泡泡玛特的海外供应链结构与国内类似，但增加了运费、国际仓储和本地安全库存等变量。尽管美国近期关税发展可能对中国出口业构成潜在阻力，但泡泡玛特海外毛利率（我们估计比国内高约 8 个百分点）提供了显著缓冲。更重要的是，公司通过将生产多元化至越南、墨西哥和其他东南亚市场，主动缓解了关税风险。这些举措反映了长期全球化战略，旨在降低供应链风险，同时保持定价灵活性和国际市场的毛利稳定性。

图32: 我们预计2025年北美地区将贡献泡泡玛特海外销售约26%



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图33: 相比之下, 名创优品的海外市场分布更为多元化



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

强大的 IP 孵化与变现能力

泡泡玛特的知识产权 (IP) 孵化与变现能力是其竞争优势和持续增长的核心支柱。我们认为，泡泡玛特的竞争实力源于一个全面整合的 IP 生态系统，涵盖艺术家培养、IP 创作、运营、消费者触达及文化推广。与许多主要依赖外部授权内容的竞争对手不同，泡泡玛特开发了自主和独家 IP，在潮流玩具行业中形成了显著的差异化优势。

全面的 IP 开发与运营平台

泡泡玛特的 IP 战略是其核心竞争优势，依托强大的内部孵化平台。公司通过内部设计师和外部艺术家网络，打造具有情感共鸣的原创角色，如 Molly、Skullpanda、Dimoo、Hirono 和 Crybaby，这些角色在 Z 世代和年轻成人消费者中具有强烈吸引力。这些 IP 以鲜明的个性和深厚的叙事内涵为特征，建立了持久的品牌亲和力与重复购买行为。公司持续推出新角色并成功焕新经典 IP 的能力，是其销售动能得以延续的关键驱动力，并体现在公开财报中核心 IP 的经常性收入贡献。

图34：2024年IP收入贡献：The Monsters (23%)、Molly (16%)、Skullpanda (10%)、Dimoo (7%)、Hirono (6%)、Crybaby (9%)



资料来源：公司数据，招商证券（香港）

自上市前起，泡泡玛特便推行双轨 IP 战略，同时开发角色 IP 和内容 IP。尽管公司在角色创作方面具备显著优势，但在内容化拓展上始终保持战略克制，以维护 IP 完整性并避免核心粉丝流失。随着 IP 逐步成熟，公司逐步从以外部联名为主的模式，转向自主产品开发，从而提升对产品的掌控力与利润率结构。影视类联名产品的销售通常呈现双峰曲线走势：首发阶段迅速放量，随后在播出首周迎来第二波销售高峰，之后进入 6 至 9 个月的自然衰减周期。公司亦尝试通过沉浸式体验场景延长 IP 生命周期，例如将哪吒 IP 融入城市主题乐园，以持续激发消费者热情并带动增量收入。对 IP 生命周期管理的审慎策略正是泡泡玛特从潮玩公司向内容驱动型品牌平台转型的核心支撑。

图35:《哪吒2》票房超过160亿元人民币,位列历史票房第五



资料来源:烂番茄、招商证券(香港)

图36:泡泡玛特于2025年1月30日推出《哪吒2》天生羁绊盲盒系列



资料来源:公司数据、招商证券(香港)

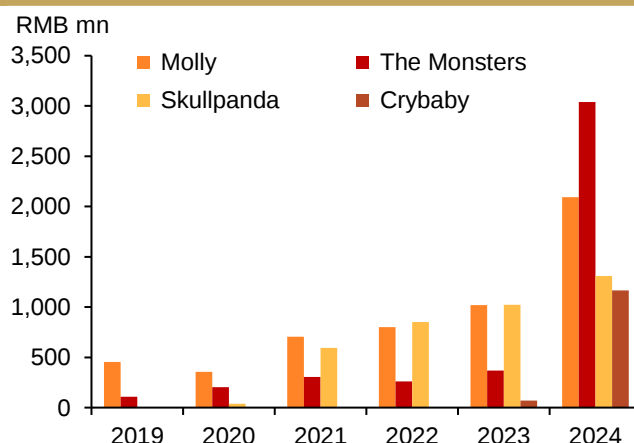
良好的 IP 规模化、SKU 拓展与 IP 商业化往绩记录

泡泡玛特打造了一个以 IP 创作、商业化和产品创新为核心的强劲多平台增长引擎。其成功扩展原创 IP 的能力——如 Molly、The Monsters、Skullpanda——每个 IP 年销售额均超过 10 亿元人民币。公司通过数字娱乐、体验式零售和生活方式品类（如移动游戏、主题公园和珠宝）延伸 IP 价值。同时，公司持续拓展盲盒以外的产品线，包括毛绒玩具、MEGA 收藏品，甚至可能涉及 AI 玩具。这一综合战略巩固了泡泡玛特作为领先生活方式 IP 公司的定位，具备不断增长的全球影响力和变现潜力。

1. IP 规模化

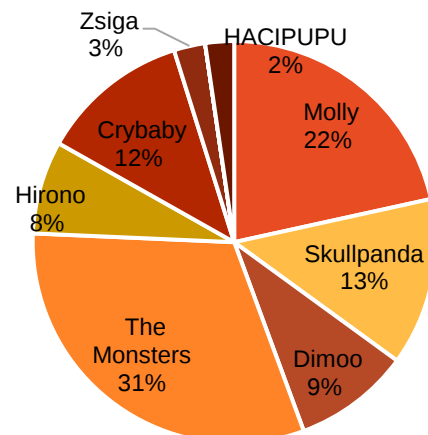
自 2016 年首次亮相以来，泡泡玛特的首个爆款 IP Molly 累计销售额已超过 6.25 亿美元，凸显其作为基础资产的重要地位。然而，公司积极多元化其 IP 组合，以降低集中风险。Molly 的收入贡献从 2018 年约 40% 下降至 2024 年约 16%，因为新兴 IP 如 The Monsters、Skullpanda 和 Dimoo 在年轻消费群体中崭露头角。截至 2024 年底，泡泡玛特拥有 4 个年销售额超过 10 亿元人民币的 IP，充分体现其 IP 孵化引擎的可扩展性与角色生态的广度。

图37: 2024年The Monsters和Crybaby为增长最快的IP



资料来源:公司数据、招商证券(香港)

图38: 2024年The Monsters和Molly为艺术家IP中销售贡献最高的IP



资料来源:公司数据、招商证券(香港)

The Monsters (Labubu) 已成为泡泡玛特的关键增长驱动力，2024-2025 年计划推出丰富的产品线。这些发布时点与暑假、国庆节和春节等购物高峰期相吻合。2024 年的产品线延续露营主题，融入花卉与自然元素的情感叙事，而 2025 年的 Mega Labubu 将融入中国非物质文化遗产元素，定位为高端收藏品。

与全球成熟 IP 相比，The Monsters 终身销售额仍较小，具备巨大追赶潜力

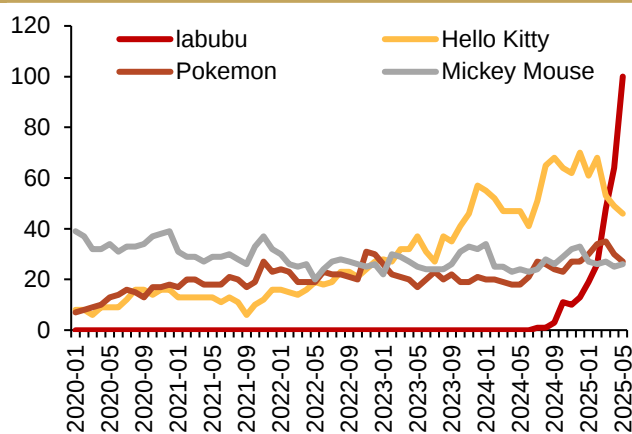
另一方面，相较于其他全球 IP，我们认为泡泡玛特的 IP 增长仍处于起步阶段。近五年来，全球 IP 衍生品销售因品牌复兴、跨平台叙事和国际市场扩展而发生显著变化。在顶级 IP 中，宝可梦自 1996 年创立以来累计收入达 1,000 亿美元，稳居全球领导地位，其成功源于游戏、动画、收藏品及合作的强大生态系统，尤其受到 Z 世代和 Alpha 世代年轻受众的青睐。与此同时，Hello Kitty 自 1974 年推出以来，凭借跨代际吸引力在 2023 年实现 860 亿美元总收入。尽管其媒体驱动较弱，但成功依赖于生活方式衍生品和时尚合作，特别是在亚洲市场，并在西方市场逐渐增长。哈利波特作为较新的 IP（1997 年创立），累计收入 320 亿美元，该系列持续受益于怀旧情绪、主题公园扩展及新媒体改编（如即将推出的 Max 原创剧集），持续带动收藏品与授权商品热度。变形金刚自 1984 年以来累计收入 300 亿美元，其表现随电影周期波动，但得益于孩之宝的全球分销、常青玩具系列及北美和亚洲的强劲需求，衍生品销售保持韧性。

图39：我们认为Labubu（终身销售价值7亿美元）距离全球顶级IP仍有较长距离

Japan				United States			
IP	Major copy right owner	Year of establishment	Gross income (USD bn)	IP	Major copy right owner	Year of establishment	Gross income (USD bn)
Pokemon	Nintendo	1996	100	Winnie-the-Pooh	The Walt Disney Studios	1924	76
Hello Kitty	Sanrio	1974	86	Mickey & Donald	The Walt Disney Studios	1928	74
Anpanman	Froebel-kan	1973	56	Star Wars	The Walt Disney Studios	1977	70
Weekly Shōnen Jump	Bandai Namco	1968	40	MCU	The Walt Disney Studios/Sony/Universal Studio	2008	35
Mario	Nintendo	1981	38	Transformer	Hasbro	1984	30

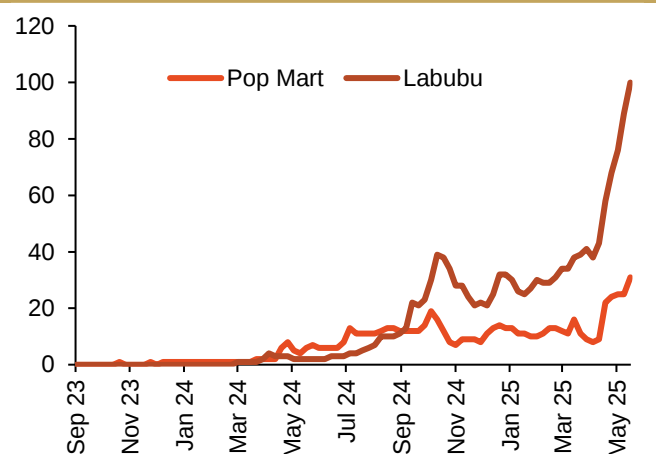
资料来源：东方财富网、招商证券（香港）

图40：美国市场主要IP的搜索热度



资料来源：Google 趋势、招商证券（香港）

图41：自2023年9月以来，泡泡玛特/Labubu的全球搜索热度上升



资料来源：Google 趋势、招商证券（香港）

1. 邻近 SKU 拓展

泡泡玛特最初通过盲盒模式构建其变现引擎，利用产品隐藏性激发消费者热情并推动重复购买。尽管盲盒仍是核心收入来源，公司已战略性地多元化其产品组合，以捕捉增量需求并扩大消费基础。主要邻近品类包括毛绒玩具、手办、大型 MEGA 收藏品和积木等，每一品类均旨在提升品牌深度和交易价值。

从材料角度看，软质乙烯基（TPE）仍是钥匙扣和吊饰等小型配件的关键成分。在毛绒玩具中，软质乙烯基的占比虽低但增长迅速。2023 年，泡泡玛特发布了 2 批 Labubu 软质乙烯基毛绒玩具（经典款+万圣节主题），2024 年则推出 3 批（经典款、海滨/冰淇淋主题、圣诞/雪花主题）。

图42: The Monsters毛绒玩具系列（I FOUND YOU）（系列平均售价：200-1,200港元）



资料来源：公司网站、招商证券（香港）

图43: The Monsters手办系列（冻柠茶）（系列平均售价：200-800港元）



资料来源：公司网站、招商证券（香港）

图44: The Monsters MEGA系列（1000%素描）（系列平均售价：1,500-7,400港元）



资料来源：公司网站、招商证券（香港）

图45: The Monsters积木系列（平均售价：700港元）



资料来源：公司网站、招商证券（香港）

我们认为，毛绒玩具品类在推出后迅速获得市场认可，短期内成为重要收入来源，验证了消费者对触感强、情感共鸣的 IP 表达方式的偏好。同时，MEGA 系列将泡泡玛特的产品定位于艺术与收藏品的交叉点，吸引更多高端的消费群体。该产品线显著提高了平均订单价值，覆盖了休闲消费者和收藏爱好者，进一步强化了泡泡玛特 IP 变现策略超越盲盒的可扩展性。

2. 通过商业化深化 IP

泡泡玛特持续扩展其 IP 变现战略，超越实体收藏品，进入数字娱乐、体验式零售、授权衍生品和生活方式产品等邻近领域。公司推出的手游《梦想家园》标志着其在数字互动领域的首次尝试，游戏融合轻度玩法与社交互动，旨在加深粉丝粘性。这一举措与公司构建多平台 IP 生态的战略目标一致，意在实现线上线下、虚实融合的用户触达。

沉浸式体验亦成为公司战略增长的另一支柱。泡泡玛特城市乐园在北京的开业，标志着泡泡玛特正式进军主题娱乐领域。根据 Themed Entertainment Association 等行业标杆研究，主题娱乐是提升品牌粘性与长期用户参与度的重要抓手。此类沉浸式场景不仅具备商业变现潜力，更为 IP 叙事提供了超越传统零售的延展平台。

图46: 泡泡玛特城市乐园 (POP LAND) 占地约4万平方米，位于北京朝阳公园



资料来源: 携程旅行网、招商证券 (香港)

图47: 周生生与Molly联名推出999足金吊坠，售价1,550港元



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

• 珠宝业务拓展: 小野与周生生的双线布局

泡泡玛特正持续拓展其 IP 授权与跨界合作版图，涵盖时尚、消费品与生活方式等多个领域。其中，围绕小野 IP 打造的珠宝产品线定位为“设计导向型时尚珠宝”，与传统高端珠宝形成鲜明区别，更强调创意表达而非材质价值。产品材质以 925 银、水晶、珍珠与轻金属为主，贵金属使用有限。与此同时，公司与周生生于 2023 年初启动的合作，则是一次将潮玩文化与高端珠宝融合的大胆尝试。该系列将 Skullpanda、Dimoo、Molly 等人气 IP 转化为 18K 金吊坠、珐琅戒指等高端珠宝单品，成功切入奢侈生活方式消费场景。限量发售、潮流设计与收藏级包装在中国内地与香港市场引发强烈反响，尤其受到潮流与奢侈融合趋势推动下的年轻消费者青睐。Skullpanda 金吊坠、Dimoo 生肖手链等爆款产品快速售罄，展现出 IP 在日常穿搭与个性表达中的延展力。该合作案例展示了玩具角色如何超越原有形式，成为消费者日常风格与身份认同的一部分。

3. AI 嵌入式 SKU 的巨大潜力

AI 技术的引入有望成为泡泡玛特产品创新的下一个增长引擎。我们不会对公司开发以旗舰 IP（如 Molly、The Monsters、Dimoo）为主的 AI 毛绒玩具以推进其产品创新战略感到意外。目前中国市场正在开发两大 AI 互动模型：一类基于芯片的养成型交互机制，另一类则通过 Wi-Fi 连接大语言模型。据上海初创企业 [FoloToy](#) 的创始人兼首席执行官王乐介绍，FoloToy 通过国产 AI 芯片和 DeepSeek 等聊天机器人技术，将动物造型的毛绒玩具转变为儿童的互动型英语导师和日常伙伴。自 2023 年开始研发以来，FoloToy 在 2024 年通过天猫和亚马逊等平台售出超过 2 万件 AI 玩具。

图48: FoloToy人工智能泰迪毛绒玩具，搭载GPT-4o（平均售价：99美元）

POWERED BY GPT-4o

AI Advanced conversational abilities that grow and adapt with your child.

SAFE & HUGGABLE DESIGN

Soft, child-friendly plush toys that combine comfort with interactive play.

LEARNING COMPANION

Nurtures curiosity through engaging activities and thoughtful conversations.



PARENT DASHBOARD

Easy-to-use controls that let you customize and monitor your child's experience.

DIY COMPATIBILITY

Transform any beloved toy into an interactive friend with our magic chip.

PERSONALIZED INTERACTION

Customizable voice and responses that match your child's age and interests.

资料来源: FoloToy、招商证券(香港)

根据泡泡玛特过往的营销策略，我们预计若该产品线推出，可能采用分层定价策略，高端 SKU 定价从数百元至超过 1,000 元人民币，而面向入门级消费者的产品线定价可能在 399 元人民币或以下。应用场景将包括线下教育环境（如博物馆内预设内容）和支持动态互动的在线模型。

我们认为，AI 毛绒玩具计划并非旨在取代现有产品线，而是补充泡泡玛特的更广泛生态系统。相反，这些互动形式将迎合不同消费者群体——追求新奇与陪伴的科技前沿用户，以及传统收藏品粉丝。这一双轨策略与盲盒和 MEGA 手办并存的消费者行为相呼应，强化了泡泡玛特在不同产品形式中推动增量收入和深化 IP 互动的能力。

估值

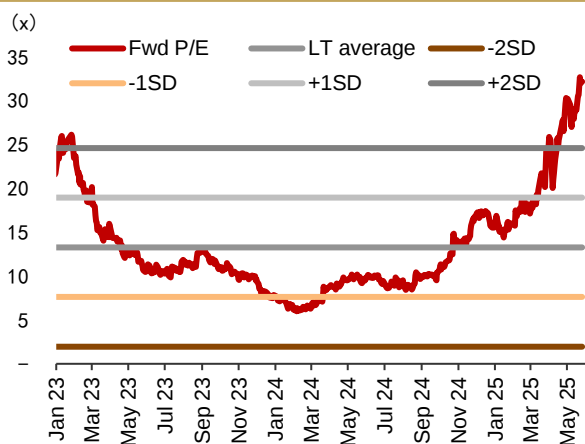
我们首次覆盖泡泡玛特，并给予增持评级。目标价基于26年中期40倍P/E，对应0.9倍PEG，介于新消费品港股公司（如老铺/积木熊/蜜雪冰城分别为0.9x/0.9x/1.1x）与全球IP公司（如孩之宝/万代南梦宫/三丽鸥分别为1.6x/1.9x/3.0x）之间的水平，我们认为该估值合理。我们的2025/2026/2027年净利预测分别较市场一致预测高出15%/21%/40%。

图49：招证预测对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	25,200	37,057	52,661	22,791	30,528	38,093	10.6%	21.4%	38.2%
Gross Profit	18,350	27,447	39,525	15,558	21,029	26,377	17.9%	30.5%	49.8%
Operating Profit	9,508	13,780	20,085	8,015	11,059	14,066	18.6%	24.6%	42.8%
Net profit	6,918	10,029	14,657	6,005	8,237	10,447	15.2%	21.8%	40.3%
Gross margin	72.8%	74.1%	75.1%	34.1%	34.5%	34.6%	38.7ppt	39.6ppt	40.5ppt
OPM	37.7%	37.2%	38.1%	35.2%	36.2%	36.9%	2.6ppt	1ppt	1.2ppt
NPM	27.5%	27.1%	27.8%	26.3%	27.0%	27.4%	1.1ppt	0.1ppt	0.4ppt

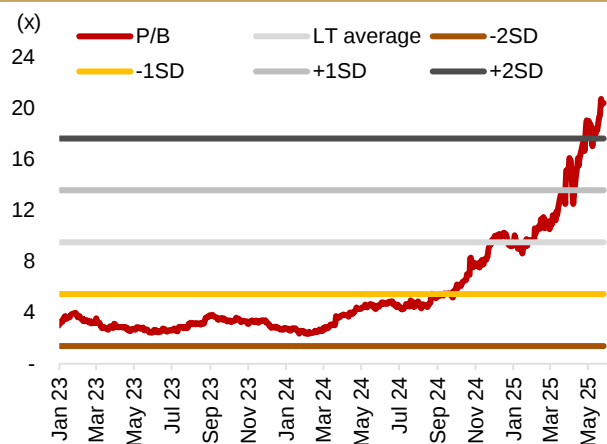
资料来源：公司数据、Visible Alpha、招商证券（香港）预测

图50：前瞻P/E水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图51：P/B水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

大胆设想——股价突破300港元需具备哪些条件？

鉴于泡泡玛特一贯出色的执行记录和持续超预期的盈利表现，我们认为，在乐观情境下，股价有可能突破我们的目标价272港元，并触及300港元的心理关口，这一目标并非遥不可及。在此情景下，假设市盈率保持40.0倍不变，需实现远高于市场一致预测（60亿元人民币以上）的盈利基础。根据管理层披露，仅2025年一季度，海外收入同比增长475%，远超我们全年280%的假设。若这一增长势头得以持续，我们认为市场有望开始反映更进取的盈利预测，尤其是来自海外业务的增长动能，有望推动公司估值突破我们当前目标区间。我们的乐观情境净利预测为95亿元人民币，支撑因素包括海外收入同比增长290%以及线上收入同比增长450%。

图52：在我们的乐观情境下，泡泡玛特股价可达320港元，对应40倍市盈率

Share Price (HKD)	Net Profit (Consensus)	Net Profit (Our estimate)	Net Profit (Bull case)
250	47.0x	40.3x	31.3x
272	51.1x	43.8x	34.0x
300	56.4x	48.3x	37.5x
320	60.2x	51.5x	40.0x
350	65.8x	56.3x	43.7x

资料来源：招商证券（香港）预测

投资风险

尽管泡泡玛特的海外增长动力引人注目，但公司在国际扩张过程中面临若干挑战与风险，可能对其海外业务产生影响。

- 1. 竞争加剧** - 潮流玩具行业竞争激烈，众多国内和国际参与者争夺市场份额。新兴玩家的出现以及现有竞争对手的线下扩张对泡泡玛特的市场地位构成重大威胁。公司需持续创新并差异化其产品，以保持竞争优势。
- 2. 文化与监管障碍** - 进入新市场需应对文化差异和监管障碍。由于文化差异和各地监管环境的差异，泡泡玛特的海外业务可能需要更长时间逐步推进。公司必须遵守当地法规，例如消费者保护和产品安全相关规定，这些规定在不同地区可能存在显著差异。
- 3. IP 授权与续约风险** - 泡泡玛特依赖独家和非独家授权 IP，面临与许可续约及协议相关的风险。公司在许可到期时可能难以续约，这可能影响其某些 IP 的商业化能力。有效管理这些许可协议对维持泡泡玛特的增长动能至关重要。
- 4. 供应链脆弱性** - 供应链脆弱性是泡泡玛特海外扩张的另一风险。公司依赖第三方制造商进行生产，任何中断（如工厂关闭或延误）可能影响其满足市场需求的能力。泡泡玛特需与供应商保持稳固关系并多元化其制造基础，以减轻这些风险。
- 5. 经济与地缘政治不确定性** - 经济与地缘政治不确定性也可能影响泡泡玛特的海外增长。外汇汇率波动、关税变化以及主要市场经济状况的变化可能对公司的盈利能力和增长前景产生影响。泡泡玛特需保持灵活性，调整策略以有效应对这些不确定性。

公司背景

泡泡玛特由企业家王宁先生于 2010 年在中国北京创立，最初是一家小型设计师玩具零售店，主营各类生活及文化用品。公司于 2016 年迎来战略转折点，推出了首个自主 IP “Molly”盲盒系列。盲盒模式指消费者购买密封包装的产品，事先无法得知具体款式的概念。

盲盒模式迅速走红，特别是在中国 Z 世代和千禧一代消费者中，因其惊喜元素和收藏属性而备受追捧。泡泡玛特借此趋势打造了一个集 IP 创作、授权、产品开发、分销及线上线下零售为一体的平台商业模式。

多年来，泡泡玛特从一家小众玩具零售商转型为全球领先的 IP 衍生品公司，常被誉为“中国的 Funko”或“新时代的 Hello Kitty”。

图53: 公司里程碑

Year	Milestone
2010	Pop Mart founded in Beijing; opened first retail store
2016	Launched first artist IP Molly ; entered e-commerce via Tmall
2017	First Pop Toy Show exhibition in Beijing; launched roboshops (vending machines)
2018	Introduced Pop Draw on WeChat
2019	Licensed and launched Labubu from "The Monsters" IP
2020	Opened first overseas store in South Korea ; listed on HKEX (9992 HK)
2021	Entered Japan, Canada, and Singapore
2022	Expanded into UK, US, Australia, New Zealand
2023	Opened first theme park "Pop Land" in Beijing ; entered France, Netherlands, Thailand, Malaysia
2024	Launched mobile game and POPOP (jewellery) ; Labubu became viral in Southeast Asia
2025	Labubu's popularity spread to Europe & North America ; launched landmark stores and category expansion (AI toys, blocks, etc.)

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图54: 主要产品/IP推出时序表

Year	IP/Product Launch	Description
2016	Molly	First iconic IP: blue-eyed girl with a pouting face
2019	The Monsters (Labubu)	Mischievous character; now top-selling IP
2019	Dimoo	Shy dreamer boy; fantasy-themed series
2020	SkullPanda	Sci-fi themed exploration character
2021	Crybaby	Emotionally expressive character
2021	MEGA Series	High-end collectibles (RMB799-5,999)
2022	Plush Toys	Expansion beyond vinyl figures
2024	POPOP	Jewelry line targeting young adults
2024	POP BLOCK	Block toys to compete with LEGO
2024	Mobile Game	Featuring Molly, Labubu, and other IPs

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图55: 主要管理层背景

Name	Age	Position	Background
Wang Ning	38	Founder & CEO	Founded Pop Mart in 2010; MBA from Peking University
Liu Ran	37	VP, President's Office	Joined in 2011; Peking University MBA
Si De	36	COO, China Business	Joined in 2015 as Brand Director; MBA from Peking University
Moon Duk II	46	VP, International Business	Joined 2018; ex-CJ CheilJedang; MBA from Peking University
Yang Tao	38	VP, IP Operations & Product R&D	Joined 2010; in-house IP development head
Yang Jingbing	46	CFO	Joined 2017; ex-real estate industry finance executive

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图56: 股权结构

Shareholder	Ownership	Notes
Wang Ning (via GWF Holdings, Hehuo, Paqu)	48.73%	Founder and Chairman
Senior Management (Si De, Moon Duk II)	0.87%	Key executives
Public Float (H-share)	50.40%	Listed on HKEX (9992 HK)

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	653	739	815	858	882
使用权资产	726	928	1,129	1,331	1,532
无形资产	116	135	201	308	469
其他非流动资产	790	832	852	872	892
非流动资产	2,285	2,635	2,997	3,369	3,775
存货	905	1,525	1,853	3,212	3,489
应收账款及预付款	789	1,054	1,902	1,712	3,074
其他	3,912	3,548	3,548	3,548	3,548
现金及现金等价物	2,078	6,109	9,722	16,274	24,954
流动资产	7,683	12,236	17,025	24,746	35,065
总资产	9,969	14,871	20,023	28,115	38,840
应付账款	445	1,010	1,130	1,986	2,196
租赁负债	352	363	363	363	363
应付许可费用	179	342	342	342	342
其他流动负债	1,109	2,018	2,018	2,018	2,018
流动负债	1,733	3,370	3,490	4,346	4,556
应付许可费用	15	15	15	15	15
贷款及借款	0	0	0	0	0
租赁负债	426	601	732	863	993
其他负债	14	0	0	0	0
非流动负债	455	616	747	877	1,008
总负债	2,188	3,986	4,237	5,223	5,564
股本	1	1	1	1	1
储备	7,769	10,683	15,179	21,698	31,225
其他	(0)	(0)	-	-	-
非控股权益	10	201	606	1,193	2,050
总权益	7,780	10,885	15,786	22,892	33,277
总权益及负债	9,969	14,871	20,023	28,115	38,840

现金流量表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净收入 (亏损)	1,089	3,308	7,323	10,616	15,515
折旧与摊销	320	322	366	407	439
使用权资产折旧	348	348	348	348	348
利息收入	-184	-212	-165	-243	-407
利息费用	32	49	58	62	66
以权益结算的基于股份的薪酬费用	102	102	102	102	102
营运资本变动	45	-211	-1,057	-313	-1,429
其他	239	1,248	0	0	0
经营活动现金流	1,991	4,954	6,975	10,979	14,634
资本支出	-692	-517	-507	-557	-623
其他投资变动	0	0	0	0	0
其他	926	526	-20	-20	-20
投资活动现金流	234	9	-527	-577	-643
已支付股息	-379	-1,094	-2,421	-3,510	-5,130
偿还	-336	-363	-419	-419	-419
其他	207	559	5	79	239
筹资活动现金流	-842	-959	-2,835	-3,851	-5,310
净现金流	1,383	4,005	3,613	6,552	8,681

资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	25,200	37,057	52,661
销售成本	-2,437	-4,330	-6,849	-9,609	-13,135
毛利润	3,864	8,708	18,350	27,447	39,525
销售费用	-2,005	-3,650	-7,056	-10,746	-15,272
一般及行政费用	-707	-947	-1,831	-2,965	-4,213
其他	79	44	44	44	44
经营利润	1,231	4,154	9,508	13,780	20,085
财务费用	152	163	107	181	341
合资企业成果份额及其他	33	48	48	48	48
税前利润	1,416	4,366	9,663	14,009	20,474
所得税费用	-327	-1,057	-2,341	-3,393	-4,959
净利润	1,089	3,308	7,323	10,616	15,515
非控股权益	-6	-183	-405	-587	-858
归属净利润	1,082	3,125	6,918	10,029	14,657
摊薄每股盈利 (人民币)	0.81	2.35	5.19	7.53	11.00
每股股息	0.28	0.82	1.82	2.64	3.85

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长					
收入	36.5%	106.9%	93.3%	47.1%	42.1%
毛利润	45.6%	125.4%	110.7%	49.6%	44.0%
经营利润	111.0%	237.6%	128.9%	44.9%	45.8%
非 GAAP 净利润	127.5%	188.8%	121.3%	45.0%	46.1%
每股盈利	132.0%	190.6%	121.3%	45.0%	46.1%
盈利能力					
毛利率	61.3%	66.8%	72.8%	74.1%	75.1%
运营利润率	19.5%	31.9%	37.7%	37.2%	38.1%
净利率	17.2%	24.0%	27.5%	27.1%	27.8%
流动性					
应收账款周转天数	14.9	11.2	13.1	12.1	12.6
存货周转天数	132.7	102.4	90.0	96.2	93.1
应付账款周转天数	52.7	61.3	57.0	59.2	58.1
现金转换周期	94.9	52.2	46.0	49.1	47.6
现金流与杠杆					
自由现金流	1,844	4,566	6,042	9,992	13,576
股息支付比率	35%	35%	35%	35%	35%
股息收益率	0.1%	0.4%	0.8%	1.1%	1.6%
回报分析					
ROE	13.9%	28.7%	43.8%	43.8%	44.0%
ROA	10.9%	21.0%	34.6%	35.7%	37.7%
ROCE	19.0%	39.4%	59.1%	59.7%	60.7%
估值比率					
P/E	253.5	87.9	39.7	27.4	18.7
P/B	35.3	25.0	17.3	11.9	8.2

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828