

二手价格波动带来布局机遇

华泰研究

2025 年 9 月 17 日 | 中国香港

动态点评

消费轻工

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

396.00

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

石狄

SAC No. S0570524090003
SFC No. BVO045

研究员

shidi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

刘思奇

SAC No. S0570523090004
SFC No. BSE590

研究员

liusiqi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

杨耀*

SAC No. S0570124070059

联系人

yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

近期泡泡玛特股价回调明显,已较 8 月 26 日高点下跌近 25%,其主因或是市场对部分热门产品二手价格下降及热度可持续性的过度担忧。我们认为二手价格并非衡量热度的合理指标,本轮溢价调整主要由供给扩张驱动,而非需求侧的变化。公司产能爬坡带来供求关系的再平衡,预示着公司“艺术平权”成功路径的复归,奠定中长期持续健康成长的良好根基。经过本轮调整,筹码结构有望长线化,我们建议积极把握布局机会,上调盈利预测并维持“买入”评级。

二手价变化由供给而非需求驱动,供需平衡利好粉丝生态茁壮成长

对于近期公司 Labubu 二手价格的波动,我们与市场不同观点如下:1) Labubu 3.0 近期二手价回落主因供给提升,并不反映热度变化。依据在于,不受产能变化影响的 Labubu 盲盒手办、万圣限定毛绒等的二手价稳中有增,体现 IP 热度坚挺。目前 3.0 二手价已趋于稳定;2) 公司在艺术家 IP 潮玩市场断层领先,具备品牌定位的独占性、供给把控的主动权,且 IP 的品类载体具备高度可拓展性,不断延长生命周期,这与积木熊、潮鞋等其他潮品明显不同;3) 公司 2016 年通过盲盒手办的首轮崛起,即源自于价格友好的“艺术平权”策略,盲盒手办供需平衡精准度不断提高,并正在毛绒上复现;4) 供需平衡对优化粉丝基本盘体验、缓解盗版分流的作用不可小觑。

新品展现玩法、定价策略灵活性,三季报催化可期

从近期新品看,Mini Labubu 发售以来粉丝讨论热度高,北美首周销售表现亮眼,Mini 版在微缩尺寸下精致度简化,但拓展了使用场景及字母拼搭玩法,延续了团队在融合产品+社交玩法上的出色表现。SP 毛绒三代提价至 159 元,我们认为公司在拥有对搪胶毛绒品类的较高定价权的前提下,能够对不同 IP、系列采取差异化定价策略,并逐步确认效益最大化的适宜区间。在前期预售发货、Mini Labubu 等新品提振下,即将于 10 月公布的三季度业绩值得期待。Q4 海外旺季、周年纪念系列新品等有望继续驱动业绩高增。

客群、品类、体验不断多元化,坚实支撑长期热度及成长空间

展望 26 年,公司业绩成长的驱动力仍较为充足,1) 品类端,毛绒在 25 年月度产能快速爬坡,1-3Q26 面临明显低基数,积木、饰品、多元衍生品等新品类有望多点开花;2) IP 端,最大 IP The Monsters 较 Hello Kitty (其 FY25 服务 gmv 或超 270 亿元) 全球商业价值仍有广阔空间,前 5 大 IP 势能充足,星星人等新锐 IP 高增可期;3) 渠道端,我们预计 25 年海外店数 180+家 (vs 国内 440+家),仍处早期阶段,26 年有望延续快速拓店趋势,渠道拉新引流、地标性旗舰店落地扩张品牌影响力。中长期来看,我们认为客群受众、品类载体、体验形式的多样性,构成助力泡泡玛特 IP 长青的三大支柱。

盈利预测与估值

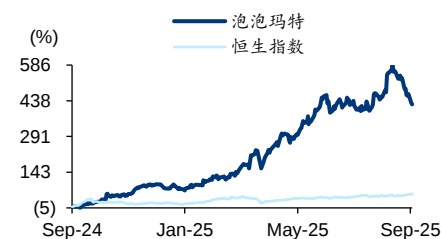
我们看好公司产能爬坡的势能释放带动收入提升,同时品类升级、渠道结构优化亦对利润率有所提振,上调 2025-27 年经调整净利润 14%/12%/12%至 116/170/220 亿元。参考可比公司 25 年彭博一致预期 PE 均值 40x,考虑公司高成长性持续兑现及全球 IP 影响力扩大,我们维持 25 年目标 PE 42x,提升目标价 14%至 396 港元,维持“买入”评级。

风险提示:宏观消费需求不及预期,行业竞争加剧,新业务发展不及预期。

基本数据

目标价(港币)	396.00
收盘价(港币 截至 9 月 16 日)	256.40
市值(港币百万)	344,331
6 个月平均日成交额(港币百万)	3,197
52 周价格范围(港币)	46.65-339.80
BVPS(人民币)	10.56

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	13,038	33,100	47,002	60,163
+/-%	106.92	153.88	42.00	28.00
归母净利润(百万)	3,125	10,810	15,873	20,612
+/-%	188.77	245.86	46.84	29.85
归母净利润(调整后,百万)	3,403	11,585	16,972	22,013
+/-%	185.86	240.41	46.50	29.70
EPS(调整后,最新摊薄)	2.53	8.63	12.64	16.39
PE(调整后,倍)	92.07	27.05	18.46	14.23
PB(倍)	29.33	15.36	9.64	6.59
ROE(调整后,%)	36.88	74.54	64.18	55.01
EV EBITDA(倍)	70.05	20.02	12.27	9.59
股息率(%)	0.35	1.20	1.77	2.95

资料来源:公司公告、华泰研究预测

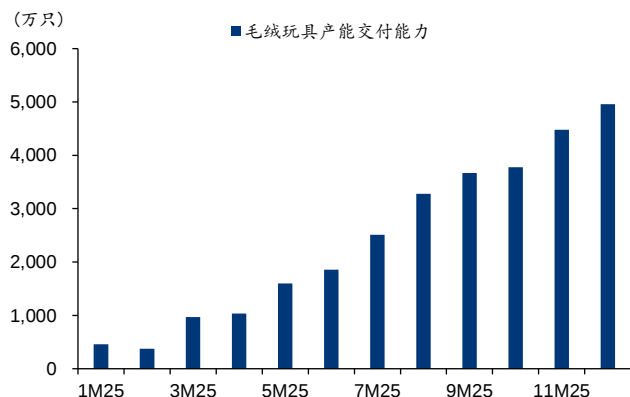
#1. 如何看待二手溢价问题及热度延续性问题

关于泡泡玛特面临的时尚风险以及潮流的可持续性，是自公司上市以来一直萦绕不去的争议点，其对估值的影响主要体现在影响市场对 26 年以及中长期业绩成长可预见性的判断，而在讨论热度难以定量监测的背景下，二手价格被部分视为衡量热度的简单指标，但我们认为该指标不仅可靠度低，且容易扭曲对泡泡玛特商业模式的理解。

关于二手交易价格变动，我们与市场不同的观点：

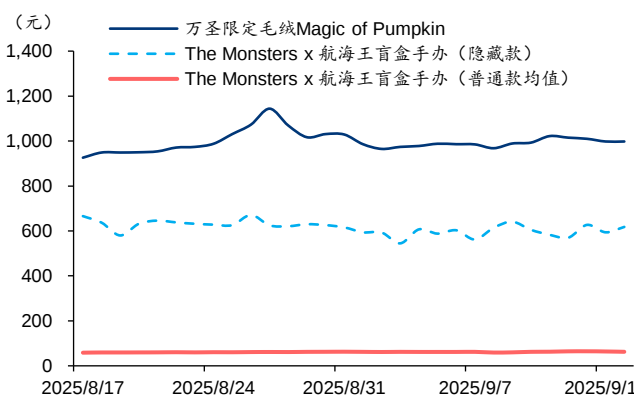
1) 本轮 Labubu 3.0 的价格回落主因产品供给能力提升，而非需求变化或热度波动。据泡泡玛特中期业绩会披露，今年年初以来毛绒产品线产能快速攀升，当前月产量已超过 3,000 万只，较年初增长约 10 倍，伴随前期预售发货及产品需求满足率的明显提升，二手价格下降为自然结果，我们认为 8 月下旬 Mini Labubu 的发售亦起到分散此前过于集中的 3.0 需求的作用。相比之下，当我们发现 Labubu 不受产能大幅扩张影响的其他产品线，则二手价格并未明显波动，例如 2025 年 2 月 27 日发售的 The Monsters x 航海王系列盲盒手办，以及 2024 年 10 月 27 日发售的万圣节限定款搪胶毛绒 Magic of Pumpkin，最新二手价格均持平或略高于近 30 日平均水平。因此我们认为即使从二手价格这一指导意义不强的指标出发，Labubu IP 的热度仍较为坚挺。

图表1：2025 年毛绒玩具产能交付能力



资料来源：公司 25 年中期业绩会，华泰研究

图表2：Labubu 部分产品线普通款二手交易价格



资料来源：千岛官网，华泰研究

2) 泡泡玛特与积木熊、潮鞋的区别：品牌定位的垄断性及较为克制的推新节奏。部分潮流消费品曾因产品“金融化”而出现需求剧烈波动的情况，例如积木熊、潮鞋。市场部分观点担忧类似现象在潮玩上的重现。而我们认为泡泡玛特相较于上述潮玩的独特之处在于：

①**品牌定位的独占性**：泡泡玛特是目前国内潮玩企业中断层领先的自有 IP 平台，与以外部 IP 为主的企业拉开明显的差异化身位，粉丝更多将其视为“时尚精品”而非“IP 周边衍生品”进行消费。而品牌定位作为“形而上”的无形资产，相比制造工艺等而言更难模仿、复制或突破。因此，可以说泡泡玛特对“艺术家 IP 潮玩市场”的供给具有较强的掌控力及调节力，因此我们认为该市场目前不会出现新晋厂商大规模涌入，导致供给过剩、二手价格失控的情况。而泡泡玛特自身对产品推新较为克制，目前搪胶毛绒产品线单 IP 一年推出不超过 2 个系列，更多依靠品类、IP 拓宽而非深耕单一“摇钱树”驱动增长。因此我们认为公司既有意愿也有能力保持供需平衡的健康。

②**持续的品类创新与场景延展**：通过盲盒、MEGA、萌粒、搪胶毛绒等创新，泡泡玛特屡次证明了自身开拓新的 IP 商业化模式及陪伴场景的能力。相比之下，积木熊的产品形态在多年来一直没有创新，潮鞋在产品形态上变化空间狭窄，且两者基本仅具备实体商品载体，而缺少乐园演出、设计师理念传达、快闪/展会/旗舰店沉浸式体验、社媒“梗”讨论等多维互动，而泡泡玛特可以通过品类创新及生态来延续 IP 及品牌热度。此外，运动鞋因其功能性更易触发数量过剩的阻力，而 IP 收藏品因其非功能性，反而不会产生数量超出实际用途而带来消费心理阻力。

图表3：泡泡玛特的品类矩阵不断丰富

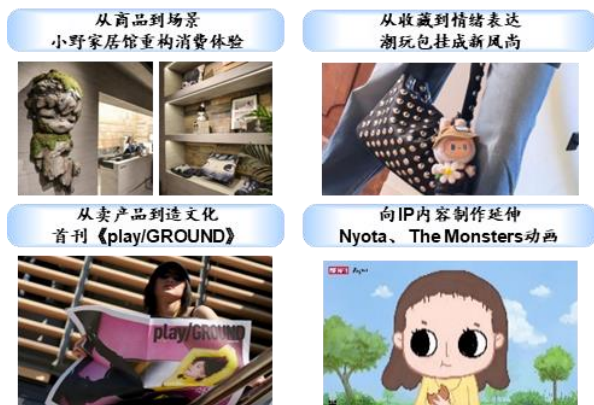
	盲盒	手办	BJD (球形关节人偶)	MEGA	衍生品	搪胶毛绒	萌粒	
尺寸	4.5~14厘米	>10厘米	10~28厘米	28~30厘米(400%) 70厘米(1000%)	多种	17-58厘米	<4厘米	inner flow (2021年成立)
价格	59~159元	169~1,699元	399~3,999元	799~1299元 (400%) 3999-6999元 (1000%)	15~1,699元	99~1,299元	约250元 /300ml	艺术藏品
产品形态	 以“盲抽”为销售模式的小型公仔，通常一套包含多个不同造型的玩偶	 高精度还原角色的收藏级人偶	 以球形关节连接身体各部位、可自由活动关节的高精度收藏级人偶	 400%（约28cm高）和1000%（约70cm高）两种尺寸的大号收藏公仔	 包括徽章、帆布包、手机壳、本册、台灯等多样化产品	 以搪胶工艺精细化还原面部特征的毛绒玩具，解决形变问题，提升产品精致度	 以小尺寸颗粒展示IP，以容器容量为单位销售，以容器盛装玩法提供线下互动体验	硬核手办 共鸣工作室 (2021年成立)
								盲盒 手办 可动人偶

资料来源：公司公告，公司官方公众号，公司天猫旗舰店，华泰研究

3) 回顾泡泡玛特的首次出圈，其崛起即得益于“艺术平权”的策略，我们认为这一路线并未因搪胶毛绒出圈而改变。泡泡玛特自2016年开始重点布局潮玩，掀起盲盒热潮，彼时市场对艺术家玩具的理解仍以KAWS、积木熊为主，客群多为小圈层及高消费人群。泡泡玛特以59元的盲盒形态将艺术家玩具的价格门槛大幅降低至日常消费品级别，使普通消费者也能享受精致艺术设计带给生活的美好，实现了潮玩消费客群的数量级扩充，可称为“艺术平权”的胜利。在经历品类出圈后，盲盒产品线较快过渡到普通款的二手价格平价，而隐藏款溢价的模式，且公司对供需平衡的把握日趋成熟，其兼顾“大众性”及“稀缺感”的能力亦是竞争对手最难以复制的能力之一。2025年以来搪胶毛绒需求的指数级增长远超公司预期及产能，一度造成全系列达到“隐藏款级别”溢价的异常状态。我们认为伴随公司毛绒产能逐渐跟上市场需求，搪胶毛绒有望实现较为健康的供需平衡状态，并回归公司为粉丝带来的“艺术平权”价值。同时，带有明显稀缺性格调的潮品，主要由MEGA、搪胶毛绒大娃、吊卡、区域/节日限定品等承担。因此，泡泡玛特品牌仍持续兼得“大众性”及“稀缺感”。

4) 部分投资人担心二手溢价下降影响“追捧型”消费需求，我们认为其忽视了受过度溢价抑制的需求，以及需求流向盗版造成的损失。不可否认的是，因产品稀缺溢价而带来的“受追捧感”是众多潮流消费品“潮”的组成成分之一。但我们认为泡泡玛特塑造潮流感的工具箱丰富度实际上远超多数潮流消费品，包括领先的设计审美、持续创新的品类形态、时尚联名、线下场域及体验打造、传达艺术家理念的公域&私域宣发平台、MEGA/搪胶毛绒大娃/限定吊卡等中高端产品线等等，其潮流引领者的品牌形象并不需要依赖于溢价。尽管溢价率的正常化可能影响部分消费者的“跟风型”需求，但供求的平衡能够扩大普通爱好者消费客群，同时减少溢出的需求流向盗版的损失（包括主动购买盗版或二手交易被动买到盗版）。

图表4：泡泡玛特打造品牌形象的方式日趋多元



资料来源：公司官网，公司官方微信公众号、小红书、X 等社媒账号，华泰研究

图表5：泡泡玛特多次打击国内外盗版行为



资料来源：公司官方微信公众号，华泰研究

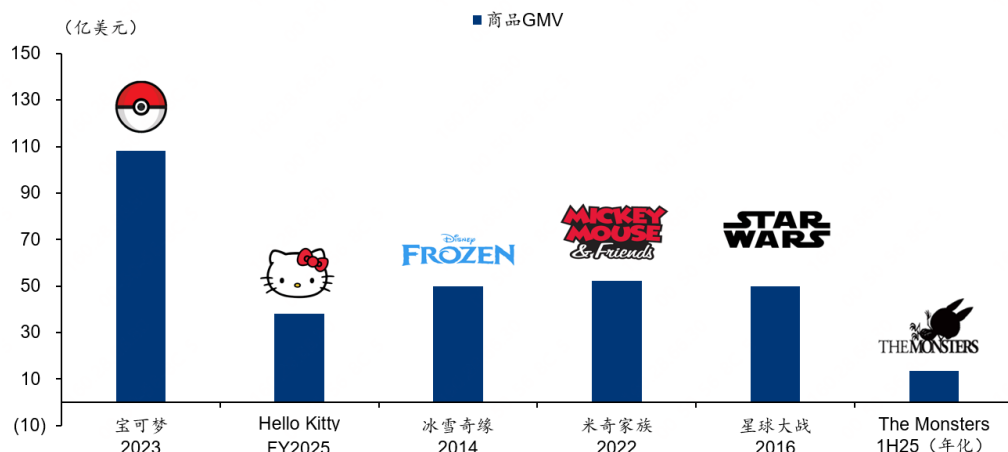
针对 IP 热度的延续性，我们认为客群受众、品类载体、体验形式的多样性为三大支柱。我们认为对于潮玩品类，难以维持热度的原因主要是：1) 受众面未能实质性破圈（即实际喜爱且能够消费的群体有限，因二手溢价而进入的金融性需求并非真实受众）；2) 品类载体受限（例如鞋类无法拓展使用场景）；3) 体验形式单一。泡泡玛特在品类矩阵及体验形式上的多样化无需赘述，粉丝通过覆盖办公室、卧室、客厅、包挂、包装配饰的丰富场景持续得到 IP 的陪伴，此外偶装表演、UGC 内容、线下体验及互动、品牌及明星联名也为粉丝建立了多维度的 IP 情感连接，因此单一维度的变化并不撼动整体的 IP 内容生态。在客群受众面上，泡泡玛特吸引了各类 IP “人设”的针对性受众、受品牌时尚感吸引的潮人群体、受乐园表演等亲子向内容吸引的家庭客群。在这个意义上，Labubu 热度出圈是其综合商业价值开发的起点，因为公司拥有足够丰富的工具箱承载其“知名度红利”，并推动其 IP 内涵、场景、客群再上新台阶。

#2. 我们如何看待 26 年增长可预见性及中长期空间

2026 年业绩：品类、IP、渠道维度均有强力支撑。伴随公司 1H25 业绩会更新指引，25H2 业绩可预见性增强，我们预计市场关注度将逐渐切换至 26 年，但市场对 26 年业绩增幅的预期分化明显，而我们认为其成长动能较为充足。

- 1) 从品类维度看：**1H25 毛绒收入占比同增 34.5pct 至 44.2%，超过手办成为第一大品类，我们预计其全年收入占比或将过半。据公司业绩会披露，截至 8 月毛绒玩具产能交付能力超 3000 万只，预计年底或接近 5000 万只。假设 26 年月均交付能力维持于 12M25 水平，我们测算 26 年总产能同比提升幅度超 105%；若剔除季节性因素，假设 26 年月均交付能力维持于 10M25 水平，26 年总产能增幅亦超 55%。尽管需考虑 79 元级搪胶毛绒（Mini 版）产品线对平均售价的摊薄，但一定程度上被海外收入占比提升所抵消。此外，积木、饰品、甜品、多元衍生品等持续开发，有望持续孕育新成长曲线。
- 2) 从 IP 维度看：**作为最大 IP 的 The Monsters 1H25 收入 48 亿元，占比 34.7%，我们预计全年收入或达百亿级。相比而言，我们测算 Hello Kitty 在 FY2025（截至 25 年 3 月）的 IP 授权商品 gmv 或达 38 亿美元（约合超 270 亿元），其通胀调整后的历史峰值为 FY2012 超 65 亿美元，可见 The Monsters 仍有较大发展空间。此外，得益于区域拓展及品类扩张，前 5 大 IP 中 Molly、SP、Crybaby、Dimoo 1H25 营收分别同增 73.5%/112.4%/248.7%/192.5%，上述驱动力在 26 年有望延续，尤其是毛绒供应链完善后 Labubu 外其他 IP 的毛绒新品势能有望加快释放。此外，新锐 IP 中“星星人”于 24 年推出，通过人设吸引力、乐园表演出圈、毛绒/金饰等高契合度品类打造，1H25 收入快速增至 3.9 亿元，占比达 2.8%，反映公司持续打造热门新 IP 的能力。

图表6: The Monsters 与部分全球知名 IP 销售额对比



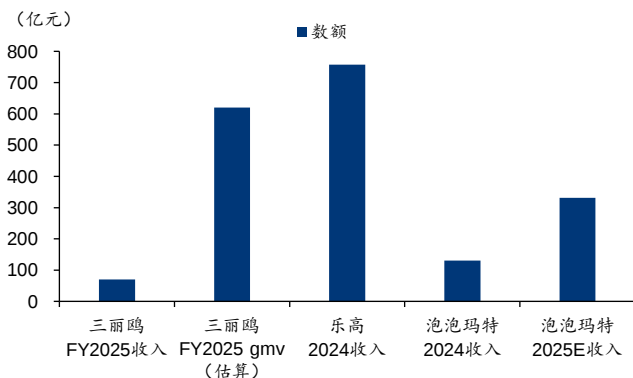
注：以上 IP 统计收入为“retail sales”或“merchandise sales”，The Monsters 统计口径为收入（主因泡泡玛特以 DTC 销售为主，收入与 gmv 差距较小）

资料来源：各公司公告，License Global，NPD Group，The Licensing Letter，The Conversation，华泰研究估算

3) 从渠道维度看：我们预计公司 25 年中国、海外门店数分别达 440+/180+家，其中海外开店仍处于早期阶段，我们预计 26 年仍有望保持与 25 年（100+家）相近的拓展节奏。尽管门店密度提升或带来一定分流，但高店效地区（欧美、东南亚等）店数占比提升、地标性旗舰大店开设、渠道本身的拉新引流作用释放均有望带来对店效及客群拓展的支撑。

中长期空间：如我们此前在 2025 年 8 月 13 日发布的深度报告《六十五载萌力深耕，三丽鸥 IP 沉浮启示录》中所分析，泡泡玛特已快速打开全球知名度，我们预计其 25 年收入超 300 亿元，但相比收藏玩具龙头乐高（24 年收入超 760 亿元）及三丽鸥（FY25 营收超 70 亿元，我们测算 IP 授权商品及服务终端 gmv 或超 620 亿元）仍有广阔空间。由于 IP 是潮玩行业核心资源，我们认为对泡泡玛特长期空间的判断取决于对 IP 商业价值的把握。未来驱动泡泡玛特 IP 商业价值增长的因素包括：1) 新品类布局多点开花，2) 全球区域拓展方兴未艾，3) 品牌从“产品消费”向“文化生态”升维。我们基于头部 IP、次头部 IP、长尾 IP、外部授权 IP 四个梯队维度，对泡泡玛特的中期收入规模空间进行了情景分析，中性情景下，我们预估 IP 矩阵的成长有望驱动公司 2025-29 年保持 22% 的收入 CAGR，乐观情景下 CAGR 有望达 30%。

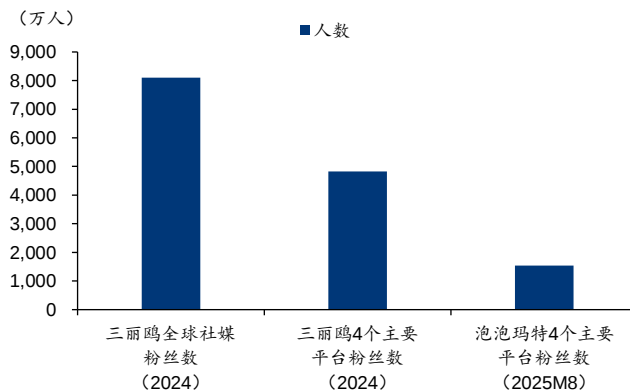
图表7: 泡泡玛特与三丽鸥、乐高对比



注：三丽鸥 FY2025 gmv 指三丽鸥旗下 IP 在全球创造的商业价值，包括公司商品销售 gmv、乐园收入、对外 IP 授权商品的终端 gmv，在计算过程中包含我们对商品销售终端加价率、IP 授权费率的假设

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表8: 泡泡玛特与三丽鸥海外平台会员规模对比



注：4 个主要平台指 TikTok、Facebook、X、Instagram

资料来源：公司官方公众号，华泰研究

图表9：IP 视角下泡泡玛特中长期收入空间情景分析（2029E）

IP梯队	头部IP	次头部IP	长尾IP	授权IP、外采等	合计	合计收入CAGR （2025E-29E）	
2029E平均收入假设	50亿元	25亿元	/	/	/		
数量	乐观	8	12				
	中性	6	10				
	保守	4	8				
收入总额 （亿元）	乐观	400	300	93	140	933	30%
	中性	300	250	73	110	733	22%
	保守	200	200	53	80	533	13%
收入占比	乐观	43%	32%	10%	15%	100%	
	中性	41%	34%	10%	15%	100%	
	保守	38%	38%	10%	15%	100%	
2024年收入占比	58% （TOP4 IP, 10+ 亿元级）	22% （TOP5-13 IP估算 值, 1+亿元级）	5.0%	15.0%	100%		

注：1）2025E-29E CAGR 基于我们当前对 2025 年收入的最新预测（331 亿元）进行测算；2）2024 年次头部 IP（TOP5-13）收入总额估算方式为，将公司披露的 TOP5-8 IP 收入，加上 TOP 9-13 IP 收入预估（估算假设：已知 TOP8 IP 收入 2.2 亿元，TOP9-13 IP 收入均超过 1 亿元，因此假设 TOP9-13 IP 平均收入 1.5 亿元）

资料来源：公司公告，华泰研究预测

泡泡玛特商业模式的独特性与稀缺性，是我们持续看好及重点推荐的根基。

- 1) **全产业链强掌控的战略下，公司兼具行业领先的 IP 创新与品类创新，并互相加强。**公司既是自主 IP 孵化器，同时也是产品品类的创新工场，这在上下游分工明确的 IP 玩具行业尤为罕见。自主 IP 带来品类定价权和高溢价，品类创新为 IP 运营提供源源不断的新载体及工具箱，二者循环往复互相强化。
- 2) **平台的力量给予公司持续孵化 IP 梯队的领先能力。**行业层面 IP 内容的爆发使 IP 之争夺用户注意力的竞争日益激烈。公司的会员私域流量池、跨 IP 联动、全域营销体系给予新 IP 流量扶持及第 N 次曝光机会，在某次曝光中的出圈热议即可盘活 IP 生命力，使公司能够接连打造风格鲜明、差异化突出的新 IP 梯队，扩大市场份额。
- 3) **全球粉丝生态的建立给予跨区域、跨 IP 的热度传导能力。**社交媒体时代，IP 影响力的传播“去中心化”，IP 生态由企业及粉丝共同完成。爆款 IP 的影响力借由粉丝生态的传播，提振 IP 矩阵的整体流量。而全球社媒平台 UGC 内容的串联，使各地粉丝发掘出的 IP 魅力及创意互相传导，为公司 IP 的破圈提供源源不断的燃料。

我们看好公司在全球化、IP 集团化方针下，充分发挥商业模式的独占性优势，驱动业绩持续较快成长，打造世界级潮玩 IP 龙头平台。

图表10：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(百万) (当地币种)	PE(倍)	
				2025E	2026E
DIS US	迪士尼(WALT DISNEY)	*115.62	*207877.1	*21.2	*19.3
7832 JP	BANDAI NAMCO Holdings Inc.	4906.0	3192537.7	25.0	23.7
8136 JP	Sanrio Company, Ltd.	6907.00	1761120.1	40.0	36.2
300251 CH	光线传媒	19.20	56325.3	23.2	45.9
002292 CH	奥飞娱乐	9.84	14550.4	119.8	79.9
9896 HK	名创优品	47.86	59472.6	18.1	14.6
325 HK	布鲁可	93.90	23404.7	30.5	21.5
平均				39.7	34.5

注 1：可比公司盈利均采用 Bloomberg 一致预期，数据截至 2025.09.16。

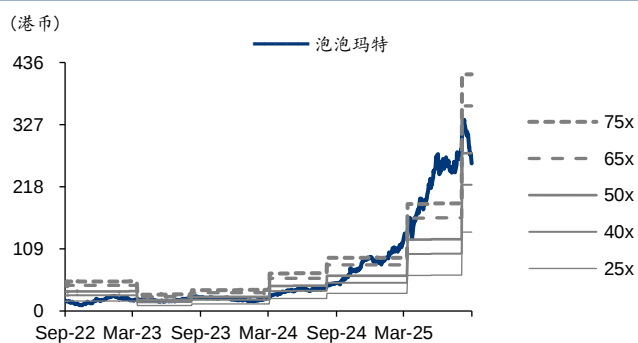
注 2：*数值指收盘日期不一致，其中 DIS US 的收盘日期为 2025/09/15。

资料来源：Bloomberg、华泰研究

风险提示

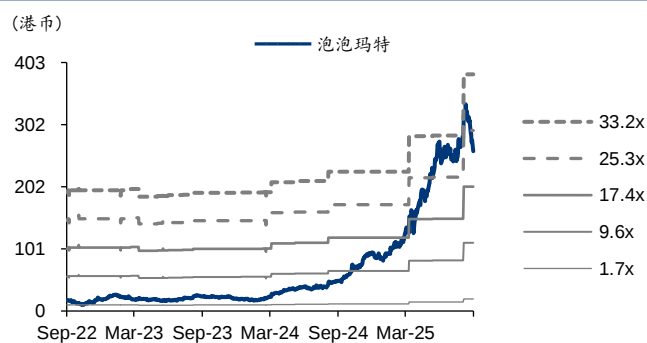
- 1) 宏观消费需求不及预期。若宏观环境复苏不及预期，或拖累终端市场购买力，影响公司业绩释放。
- 2) 行业竞争加剧。若潮玩行业新进入者增多，或加剧行业竞争分散消费者购买力，影响公司盈利表现。
- 3) 新业务发展不及预期。若公司新款产品及 IP 受消费者欢迎程度不及预期，或影响公司业务增长。

图表11: 泡泡玛特 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表12: 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	33,100	47,002	60,163
销售成本	(2,437)	(4,330)	(10,170)	(14,023)	(17,788)
毛利润	3,864	8,708	22,930	32,980	42,375
销售及分销成本	(2,005)	(3,650)	(6,853)	(9,541)	(12,116)
管理费用	(707.30)	(947.09)	(1,324)	(1,662)	(2,009)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	151.88	163.36	25.49	(36.55)	(4.24)
应占联营公司利润及亏损	33.23	48.19	54.58	71.86	89.09
税前利润	1,416	4,366	14,935	21,931	28,478
税费开支	(326.98)	(1,057)	(3,435)	(5,044)	(6,550)
少数股东损益	(6.43)	(182.87)	(689.99)	(1,013)	(1,316)
净利润	1,082	3,125	10,810	15,873	20,612
非通用准则调整项	101.75	94.82	85.00	85.00	85.00
调整后归母净利润	1,191	3,403	11,585	16,972	22,013
折旧和摊销	(668.56)	(862.82)	(1,446)	(3,063)	(4,765)
EBITDA	2,127	4,397	15,093	23,984	29,571
EPS (人民币, 基本)	0.88	2.53	8.63	12.64	16.39

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	2,125	2,930	3,717
应收账款和票据	321.34	477.72	815.81	1,158	1,483
现金及现金等价物	5,981	9,646	17,987	29,505	43,784
其他流动资产	475.98	588.02	1,198	1,697	2,169
总流动资产	7,683	12,236	22,126	35,291	51,152
固定资产	653.28	739.38	1,959	3,331	4,776
无形资产	115.89	135.40	233.43	344.04	454.18
其他长期资产	1,516	1,760	3,033	4,513	5,962
总长期资产	2,285	2,635	5,225	8,188	11,192
总资产	9,969	14,871	27,352	43,478	62,345
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	3,212	4,982	6,243
总流动负债	1,733	3,370	4,534	6,617	8,190
长期债务	425.95	601.47	1,512	2,453	3,374
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	1,527	2,468	3,389
股本	1,343	1,343	1,343	1,343	1,343
储备/其他项目	6,427	9,341	19,056	31,147	46,203
股东权益	7,770	10,683	20,399	32,489	47,546
少数股东权益	10.46	201.13	891.12	1,904	3,220
总权益	7,780	10,885	21,290	34,394	50,766

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	264.63	92.07	27.05	18.46	14.23
PB	40.33	29.33	15.36	9.64	6.59
调整后 PE (倍)	263.20	92.07	27.05	18.46	14.23
调整后 ROE	16.16	36.88	74.54	64.18	55.01
EV EBITDA	145.89	70.05	20.02	12.27	9.59
股息率 (%)	0.12	0.35	1.20	1.77	2.95
自由现金流收益率 (%)	0.39	0.94	3.19	5.06	6.90

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,127	4,397	15,093	23,984	29,571
融资成本	(151.88)	(163.36)	(25.49)	36.55	4.24
营运资本变动	21.24	(211.02)	(626.17)	(835.27)	(798.81)
税费	(326.98)	(1,057)	(3,435)	(5,044)	(6,550)
其他	268.96	2,281	2,580	3,186	5,377
经营活动现金流	1,938	5,246	13,586	21,327	27,604
CAPEX	(421.85)	(884.08)	(2,256)	(3,245)	(4,210)
其他投资活动	434.15	98.66	357.32	507.40	649.47
投资活动现金流	12.30	(785.42)	(1,899)	(2,738)	(3,560)
债务增加量	(440.84)	(912.16)	(2,316)	(3,288)	(4,209)
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)	(3,783)	(5,556)
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)	(3,346)	(7,072)	(9,765)
现金变动	1,049	3,169	8,341	11,518	14,279
年初现金	685.31	2,078	6,109	14,450	25,968
汇率波动影响	343.97	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,078	5,247	14,450	25,968	40,247

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	36.00	106.90	154.00	42.00	28.00
毛利润	45.56	125.35	163.33	43.83	28.49
营业利润	110.95	237.57	257.58	47.40	29.67
净利润	127.46	188.77	245.86	46.84	29.85
调整后净利润	107.56	185.86	240.41	46.50	29.70
EPS (基本)	112.22	187.41	240.41	46.50	29.70
盈利能力比率 (%)					
毛利率	61.32	66.79	69.27	70.17	70.43
EBITDA	33.75	33.72	45.60	51.03	49.15
净利润率	17.18	23.97	32.66	33.77	34.26
调整后净利润率	18.89	26.10	35.00	36.11	36.59
ROE	14.69	33.87	69.55	60.03	51.51
调整后 ROE	16.16	36.88	74.54	64.18	55.01
ROA	11.67	25.17	51.20	44.82	38.96
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(71.31)	(84.66)	(80.76)	(83.26)	(84.99)
流动比率	4.43	3.63	4.88	5.33	6.25
速动比率	3.91	3.18	4.41	4.89	5.79
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.68	1.05	1.57	1.33	1.14
应收账款周转天数	14.73	11.03	7.03	7.56	7.90
应付账款周转天数	52.00	60.49	41.28	37.96	36.25
存货周转天数	130.86	100.98	64.59	64.89	67.26
现金转换周期	93.60	51.53	30.34	34.49	38.91
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	0.88	2.53	8.63	12.64	16.39
EPS (调整后, 基本)	0.89	2.53	8.63	12.64	16.39
每股净资产	5.79	7.96	15.19	24.19	35.40

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、石狄、刘思奇，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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价值的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、刘思奇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证券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，经营许可证编号为：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

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

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

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

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司