

泡泡玛特 (09992.HK)

新爆款带动 IP 势能，业绩与估值具备修复空间

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 传媒 · 数字媒体

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 执证编码: S0980517060002
证券分析师: 陈瑶蓉 021-61761058 chenyaorong@guosen.com.cn 执证编码: S0980523100001

事项:

公司公告: 1) 1月21日, 公司发布公告, 以每股192.97元的价格回购50万股已发行股份, 占现有发行股份的0.0373%。2) 1月19日, 公司发布公告, 以每股179.60元的价格购回并注销140万股已发行股份, 占当时已发行股份的0.1042%。

国信传媒观点: 1) 1月19日至21日公司管理层回购190万股股份, 其中140万份已经注销, 充分显示管理层对股价及公司未来发展的信心; 2) 从近期趋势来看, 公司的PUCKY敲敲系列、星星人怦然心动系列均出现官网售罄、二手平台大幅溢价的现象, 我们看好春节假期和爆款带动下IP势能的提升; 3) 看好潮玩龙头的IP运营能力和出海空间, 当前业绩与估值低位具备修复空间, 维持“优于大市”评级。公司的IP势能和海外扩张仍在加速, 我们上调盈利预测, 预计2025-2027年归母净利润分别为120.2/170.5/208.9亿(原为98.7/128.6/154.0亿), 同比增长284.4%/41.9%/22.6%, 当前股价对应PE=23/16/13x。公司的IP打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长; 同时IP乐园、联名活动等有望提升IP运营深度, 长线IP打造与运营、商业化变现能力有望持续增强; 当前业绩与估值低位, 具备估值上修空间, 维持“优于大市”评级。4) 风险提示: 门店扩张不及预期; 潮玩材料成本上行; IP生命周期风险等。

评论:

◆ 1月19-21日管理层回购190万股, 充分彰显信心

1月19日至21日公司管理层回购190万股股份, 其中140万份已经注销, 充分显示管理层对股价及公司未来发展的信心。

表1: 泡泡玛特1/19至1/21以3.47亿元的价格回购190万股, 其中140万股已注销

公告日期	相关股份数(万股)	平均回购价格(元/股)	总金额(万元)	状态
2026/1/21	50	192.9791	9648.955	未注销
2026/1/19	140	179.5982	25143.75	已注销
合计	190	372.5773	34792.7	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 爆款产品有望推动IP势能提升

从近期趋势来看, 公司的新产品PUCKY敲敲系列、星星人怦然心动系列均出现官网售罄、二手平台大幅溢价的现象, PUCKY敲敲/星星人怦然心动盲盒的隐藏款溢价分别在2~3倍/3~6倍左右, 常规款溢价也在70~200%之间, 我们看好春节假期和爆款带动下IP势能的提升。

图1: PUCKY 敲敲系列毛绒挂件盲盒（电子木鱼）



资料来源：淘宝网泡泡玛特旗舰店，国信证券经济研究所整理

图2: 星星人怦然星动系列盲盒



资料来源：淘宝网泡泡玛特旗舰店，国信证券经济研究所整理

表2: 泡泡玛特近期热门款式二手价格一览表

系列	款式	官方定价（元）	1月25日二手平台价格（元）	溢价率
PUCKY 毕奇 敲敲系列（电子木鱼）	隐藏款 成功 + 1	99	329~396	232%~300%
PUCKY 毕奇 敲敲系列（电子木鱼）	常规款 智慧	99	169~209	71%~111%
星星人 怦然星动（情人节限定）	隐藏款 一起白头 / 一起变老	89	390~699	338%~606%
星星人 怦然星动（情人节限定）	常规款 心动信号	89	179~289	101%~224%

资料来源：千岛、得物，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间，当前业绩与估值低位具备修复空间，维持“优于大市”评级

公司的 IP 势能和海外扩张仍在加速，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 120.2/170.5/208.9 亿（原为 98.7/128.6/154.0 亿），同比增长 284.4%/41.9%/22.6%，当前股价对应 PE=23/16/13x。公司的 IP 打造与运营能力得到持续验证、海外渠道维持迅猛成长；同时 IP 乐园、联名活动等有望提升 IP 运营深度，长线 IP 打造与运营、商业化变现能力有望持续增强；当前业绩与估值低位，具备估值上修空间，维持“优于大市”评级。

◆ 盈利预测及假设条件

我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 356.2/512.5/634.5 亿（原为 299.0/409.1/507.1 亿），分别同比增长 173.2%/43.9%/23.8%，2025-2027 年归母净利润分别为 120.2/170.5/208.9 亿（原为 98.7/128.6/154.0 亿），同比增长 284.4%/41.9%/22.6%。具体说明如下：

1) 收入假设：公司的收入主要来自艺术家 IP、授权 IP 和外采收入。艺术家 IP 方面，2025 上半年在 THE MONSTERS 的带动下以及 Crybaby、星星人等新 IP 的补充下，艺术家 IP 收入同比提升 88.1%；2025 第三季度公司流水同比增速加快至 245%~250%，主要由艺术家 IP 带动，我们预计 2025 全年艺术家 IP 收入增速约为 206.7%；近期的爆款电子木鱼、星星人怦然星动系列验证了公司的 IP 运营和产品开发能力，预计 2026~2027 年收入增速分别为 45.6%/24.2%；授权 IP 主要为公司补充 IP 矩阵，往年收入增速不稳定，保守起见预计授权 IP 收入增速为 5%；外采及其他收入波动也较大，但占比较小，预计 2025~2027 年同比增长 33.9%/8.1%/22.5%。整体来看，预计公司 2025~2027 年收入为 356.2/512.5/634.5 亿，分别同比增长

173.2%/43.9%/23.8%。

2) **毛利率假设：**公司的海外业务规模效应提升，并持续优化供应链，2025 上半年毛利率超过 70%，预计 2025-2027 年毛利率在 71%左右。

3) 费用率假设：

3.1) **销售费用率：**公司的销售费用主要由销售员工资和使用权资产折旧构成，公司目前在国内的增长由同店驱动，同时海外业务规模效应提升，2025 上半年销售费用率已下降至 23%，预计未来三年销售费用率为 20%~21%左右。

3.2) **管理费用率：**公司的管理费用主要为管理员工资，未来三年收入规模增长但管理人员团队相对稳定，预计管理费用率将下降至 5%~6%左右。

3.3) **财务费用率：**公司的财务费用率占比较低，预计未来三年的财务费用率为-0.3%~0.4%左右。

综上所述，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 120.2/170.5/208.9 亿。

表3: 盈利预测及假设

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入					
收入(百万元)	6301	13038	35618	51254	63448
增速(%)	36.5%	106.9%	173.2%	43.9%	23.8%
艺术家 IP					
4822	11121	34106	49654	61687	
增速(%)	32.5%	130.6%	206.7%	45.6%	24.2%
授权 IP					
1036	1037	1089	1143	1200	
增速(%)	88.2%	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
外采及其他					
443	316	424	458	561	
增速(%)	10.0%	-28.6%	33.9%	8.1%	22.5%
毛利率					
57.5%	61.3%	71.0%	71.0%	71.5%	
费用率					
销售费用率	31.8%	28.0%	20.0%	20.0%	21.0%
管理费用率	11.2%	7.3%	5.0%	5.5%	5.5%
财务费用率	-2.4%	-1.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
利润					
归母净利润(百万元)	1082	3125	12016	17048	20899
增速(%)	127.5%	188.8%	284.4%	41.9%	22.6%
归母净利率(%)	17.2%	24.0%	33.7%	33.3%	32.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

门店扩张不及预期；潮玩材料成本上行；IP 生命周期风险等。

相关研究报告：

《泡泡玛特 (09992.HK) -IP 与全球化势能强劲，2025 上半年利润增长 397%》——2025-08-22

- 《泡泡玛特（09992.HK）-IP 势能强劲，全球化运营打开新空间》 ——2025-03-27
- 《泡泡玛特（09992.HK）- 品类扩张和出海带动增长，潮玩龙头打开新空间》 ——2024-11-25
- 《泡泡玛特（09992.HK）-出海表现出色、品类扩张成效显著，上半年收入增长 62%》 ——2024-08-22
- 《泡泡玛特（09992.HK）-出海及新 IP 表现亮眼，上半年净利润预增 90%以上》 ——2024-07-20

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2078	6109	5400	14535	35732	营业收入	6301	13038	35618	51254	63448
应收款项	789	1054	4196	5617	6779	营业成本	2437	4330	10329	14864	18083
存货净额	905	1525	3650	5261	6402	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3904	26	18614	19546	19160	销售费用	2005	3650	7124	10251	13324
流动资产合计	7683	12236	35383	48482	71596	管理费用	776	1091	1823	2862	3532
固定资产	653	739	927	1039	1122	财务费用	152	163	(111)	(149)	(227)
无形资产及其他	842	1063	1020	978	935	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	683	695	695	695	695	资产减值及公允价值变动	(116)	(163)	50	(15)	(35)
长期股权投资	107	137	147	157	167	其他收入	566	3686	0	0	0
资产总计	9969	14871	38173	51352	74515	营业利润	1383	7326	16502	23413	28701
短期借款及交易性金融负债	15	0	7049	10	8	营业外净收支	33	(2960)	0	1	2
应付款项	639	1662	2668	3844	4678	利润总额	1416	4366	16502	23414	28703
其他流动负债	1079	1708	5172	7517	9393	所得税费用	327	1057	3796	5385	6602
流动负债合计	1733	3370	14888	11371	14080	少数股东损益	6	183	691	981	1202
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1082	3125	12016	17048	20899
其他长期负债	455	616	676	736	796						
长期负债合计	455	616	676	736	796	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2188	3986	15564	12107	14876	净利润	1082	3125	12016	17048	20899
少数股东权益	10	201	720	1455	2357	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	7770	10684	21894	37799	57298	折旧摊销	392	517	123	136	150
负债和股东权益总计	9969	14871	38173	51352	74515	公允价值变动损失	0	0	(50)	15	35
						财务费用	152	163	111	149	227
关键财务与估值指标						营运资本变动	780	4793	(19327)	(381)	853
每股收益	0.81	2.33	8.96	12.71	15.58	其它	6	171	518	736	902
每股红利	0.00	0.16	0.60	0.85	1.04	经营活动现金流	2261	8606	(6720)	17553	22839
每股净资产	5.79	7.96	16.32	28.18	42.71	资本开支	0	(459)	(218)	(221)	(224)
ROIC	12%	42%	76%	68%	83%	其它投资现金流	4	(3514)	0	0	0
ROE	14%	29%	55%	45%	36%	投资活动现金流	(19)	(4003)	(232)	(236)	(240)
毛利率	61%	67%	71%	71%	72%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	30%	46%	45%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	34%	46%	46%	45%	支付股利、利息	0	(209)	(805)	(1142)	(1401)
收入增长	36%	107%	173%	44%	24%	其它融资现金流	(849)	(153)	7049	(7039)	(2)
净利润增长率	128%	189%	284%	42%	23%	融资活动现金流	(849)	(572)	6244	(8181)	(1402)
资产负债率	22%	28%	43%	26%	23%	现金净变动	1393	4031	(709)	9135	21197
息率	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	685	2078	6109	5400	14535
P/E	253.1	87.7	22.8	16.1	13.1	货币资金的期末余额	2078	6109	5400	14535	35732
P/B	35.3	25.6	12.5	7.2	4.8	企业自由现金流	0	7856	(6839)	17458	22730
EV/EBITDA	187.1	62.0	17.6	12.2	10.1	权益自由现金流	0	7901	214	10457	22941

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032