



泡泡玛特 (09992.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

1Q 业绩超预期，欧美爆发、品类持续破圈、成长势能向上

业绩简评

4月22日公司披露25Q1业务情况,25Q1收入同比+165%~170%(24Q1同比+40%~45%),其中中国收入同比+95%~100%(24Q1同比+20%~25%),海外收入同比+475%~480%(24Q1同比+245%~250%),Q1业绩超出预期。

经营分析

国内市场表现靓丽,验证“质效双升”战略成效。中国收入同比+95%~100%,预计主因受益于IP产品创新能力的持续兑现,例如与优质影视哪吒合作的盲盒手办系列、Dimoo-迪士尼联名搪胶盲盒等破圈开拓新用户群破圈。拆分来看,

1) 线下营收同比+85%~90%;新业态延展IP发展边界,小野全球首店2月落地上海,打造空间叙事重构消费体验创造潮流。

2) 线上渠道营收同比+140%~145%,预计主要依托抖音渠道高增、线上创新玩法渗透,形成“体验强化+效率升级”的驱动模式。

海外增速靓丽,欧美扩张成效显著。25Q1海外业务延续爆发式增长,分区域拆分:

1) 亚太营收同比+345%~350%,东南亚市场延续高增长势头,The Monsters泰国限定系列、快闪店、概念主题店等多形式探索;

2) 美洲营收同比+895%~+900%,欧洲营收同比+600%~605%。欧美地区作为公司25年战略扩张重点,1Q业绩超预期增长验证其战略前瞻性,验证IP形象深入人心、本土化运营能力优秀,为后续门店加密提供坚实基础。

IP 拓维变现向上成长,海外破圈扬帆起航。近期公司发布全球组织架构升级,主题聚焦区域战略,在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设置区域总部,提高集团管理和协同效率,我们认为这将有效支撑中期全球开拓成长之路。针对近期关税问题,公司在越南设有供应链,有望后续有效对冲关税冲击,叠加强定价的IP消费品属性,整体向上趋势不改。中期角度,我们持续看好公司在新品类(卡牌/积木等)、创新业态(饰品/甜品等)的持续落地,立足优质IP,深挖IP价值,探索创新商业化变现空间。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司海外市场通过本土化运营体系构建形成第二增长曲线,以及中国市场依托全域运营能力升级,延续高质量发展态势。预计公司25-27年调整后归母净利润分别为63.6/85.9/110.6亿元,同比增长86.8%/35%/28.9%,当前股价对应PE分别为36x/26x/20x,维持“买入”评级。

风险提示

新品拓展不及预期;海外市场扩张不及预期;IP相关费用率提升、市场竞争加剧、IP生命周期波动

国金证券研究所

分析师:赵中平(执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师:尹新悦(执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

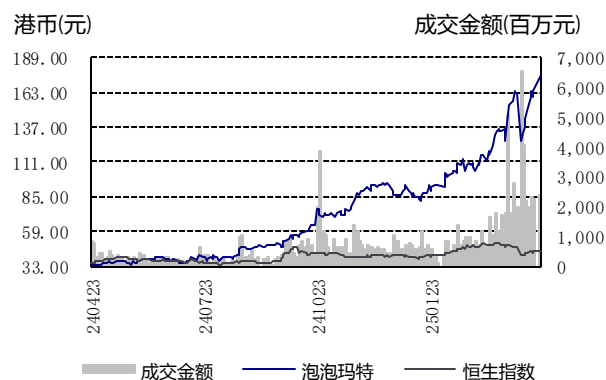
分析师:张杨桓(执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价(港币):175.900元

相关报告:

1.《泡泡玛特公司深度研究:IP拓维变现向上成长,海外破圈扬帆起航》,2025.4.3



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	23,059	31,230	40,433
营业收入增长率	36.46%	106.92%	76.86%	35.44%	29.47%
归母净利润(百万元)	1,082	3,125	6,057	8,335	10,864
归母净利润增长率	127.55%	188.77%	93.80%	37.60%	30.34%
调整后归母净利润(百万元)	1191	3403	6357	8585	11064
调整后归母净利润增长率	107.57%	185.85%	86.81%	35.04%	28.87%
摊薄每股收益(元)	0.81	2.33	4.51	6.21	8.09
每股经营性现金流净额	1.48	0.00	3.56	5.48	7.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.93%	29.26%	36.18%	33.60%	30.46%
P/E	23.12	35.44	35.88	26.07	20.00
P/B	3.23	10.37	14.11	9.52	6.62

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,617	6,301	13,038	23,059	31,230	40,433
增长率	2.8%	36.5%	106.9%	76.9%	35.4%	29.5%
主营业务成本	1,963	2,437	4,330	7,340	9,694	12,394
%销售收入	42.5%	38.7%	33.2%	31.8%	31.0%	30.7%
毛利	2,655	3,864	8,708	15,719	21,536	28,039
%销售收入	57.5%	61.3%	66.8%	68.2%	69.0%	69.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,471	2,005	3,650	6,111	8,276	10,715
%销售收入	31.9%	31.8%	28.0%	26.5%	26.5%	26.5%
管理费用	686	707	947	1,545	2,092	2,709
%销售收入	14.9%	11.2%	7.3%	6.7%	6.7%	6.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	610	1,264	4,202	8,180	11,308	14,783
%销售收入	13.2%	20.1%	32.2%	35.5%	36.2%	36.6%
财务费用	-29	-152	-163	-137	-136	-134
%销售收入	-0.6%	-2.4%	-1.3%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	532	1,196	4,110	8,061	11,165	14,611
营业利润率	11.5%	19.0%	31.5%	35.0%	35.7%	36.1%
营业外收支						
税前利润	640	1,416	4,366	8,317	11,445	14,917
利润率	13.9%	22.5%	33.5%	36.1%	36.6%	36.9%
所得税	164	327	1,057	1,955	2,690	3,505
所得税率	25.6%	23.1%	24.2%	23.5%	23.5%	23.5%
净利润	476	1,089	3,308	6,363	8,755	11,411
少数股东损益	0	6	183	305	420	548
归属于母公司的净利润	476	1,082	3,125	6,057	8,335	10,864
净利率	10.3%	17.2%	24.0%	26.3%	26.7%	26.9%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	685	2,078	6,109	10,728	17,715	27,747
应收款项	681	789	1,054	1,870	2,533	3,280
存货	867	905	1,525	2,549	3,366	4,304
其他流动资产	4,382	3,912	3,548	5,315	6,882	8,502
流动资产	6,616	7,683	12,236	20,462	30,496	43,833
%总资产	77.1%	77.1%	82.3%	87.8%	91.0%	93.2%
长期投资	83	107	137	142	147	152
固定资产	449	653	739	857	950	1,039
%总资产	5.2%	6.6%	5.0%	3.7%	2.8%	2.2%
无形资产	848	842	1,063	1,144	1,203	1,261
非流动资产	1,965	2,285	2,635	2,853	3,025	3,177
%总资产	22.9%	22.9%	17.7%	12.2%	9.0%	6.8%
资产总计	8,580	9,969	14,871	23,314	33,521	47,010
短期借款	0	15	0	15	20	25
应付款项	259	445	1,010	1,631	2,154	2,754
其他流动负债	872	1,273	2,360	3,805	4,997	6,469
流动负债	1,131	1,733	3,370	5,451	7,171	9,249
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	484	455	616	616	616	616
负债	1,615	2,188	3,986	6,067	7,787	9,865
普通股股东权益	6,963	7,770	10,684	16,741	24,807	35,671
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	6,891	7,447	10,683	16,740	24,806	35,670
少数股东权益	2	10	201	507	927	1,475
负债股东权益合计	8,580	9,969	14,871	23,314	33,521	47,010

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.35	0.81	0.00	4.51	6.21	8.09
每股净资产	5.04	5.76	7.96	12.47	18.47	26.56
每股经营现金净流	0.65	1.48	0.00	3.56	5.48	7.52
每股股利	0.09	0.04	0.18	0.20	0.20	0.00
回报率						
净资产收益率	6.83%	13.93%	29.26%	36.18%	33.60%	30.46%
总资产收益率	5.54%	10.86%	21.02%	25.98%	24.87%	23.11%
投入资本收益率	6.52%	12.47%	29.26%	36.25%	33.59%	30.42%
增长率						
主营业务收入增长率	2.82%	36.46%	106.92%	76.86%	35.44%	29.47%
EBIT 增长率	-47.55%	107.05%	232.51%	94.66%	38.24%	30.72%
净利润增长率	-44.32%	127.55%	188.77%	93.80%	37.60%	30.34%
总资产增长率	3.08%	16.19%	49.17%	56.78%	43.78%	40.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	14.7	11.0	10.2	11.3	11.5
存货周转天数	151.8	130.9	101.0	99.9	109.8	111.4
应付账款周转天数	48.2	52.0	60.5	64.8	70.3	71.3
固定资产周转天数	31.8	31.5	19.2	12.5	10.4	8.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.07%	-20.77%	-50.57%	-58.61%	-66.41%	-73.00%
EBIT 利息保障倍数	15.8	39.1	85.8	352.2	480.7	575.8
资产负债率	18.82%	21.95%	26.80%	26.02%	23.23%	20.98%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究