

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泡泡玛特 (9992. HK)

投资评级

上次评级

姜文镗

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

新消费行业首席分析师

蔡昕妤

职业编号: S1500523060001

邮箱: caixinyu@cindasc.com

商社分析师

陆亚宁

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyanling@cindasc.com

新消费行业分析师

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

泡泡玛特：海内外共振向上，业绩持续超预期

2025 年 4 月 23 日

事件：公司发布 25Q1 经营业绩。25Q1 收入同比+165-170%，其中中国市场同比+95-100%，海外市场同比+475-480%。1) 中国市场：25Q1 线下渠道同比+85-90%，线上渠道同比+140-145%；2) 海外市场：25Q1 亚太同比+345-350%，美洲同比+895-900%，欧洲同比+600-605%。25Q1 国内、海外均延续靓丽表现，各市场势能共振向上。

LABUBU 三代景气度高涨，围绕热门 IP 加密产品矩阵。(1) 新品梳理：4 月 10 日发售 Hirono 回声系列手办 (69 元) & 周边、SkullPanda 可动人偶 (1299 元)、海绵宝宝好朋友系列盲盒 (69 元)，11 日发售 MEGA LABUBU 1000%/400% 托尼托尼·乔巴 (5999 元/1299 元)，13 日发售蜡笔小新春日部游艺会福袋 (59 元)，17 日发售 Zsiga 森林漫步系列拼搭积木 (199/269/699 元)、星星人系列手办 (69 元) & 毛绒挂件盲盒 (89 元) & 周边、泡泡萌粒睡衣派对系列公仔，18 日发售星星人系列珠宝，24 日重磅发售 LABUBU 三代搪胶毛绒 (99 元) & 周边、MEGA SPACE MOLLY 100% × emoji (79 元)、英雄联盟：双城之战系列手办 (129 元)、数码宝贝冰箱贴系列手办 (69 元)。(2) 数据跟踪：根据久谦，25Q1 泡泡国内电商 GMV 为 5.7 亿元 (同比+236%)，其中天猫/抖音分别+165%/358%；根据蝉妈妈，4 月 1-21 日抖音 GMV 为 7500 万元-1 亿元 (同比+104.2%)，其中 MEGA SPACE MOLLY 400% 擎天柱手办、SkullPanda 冬日乐章系列毛绒公仔、泡泡萌粒 Dimoo World × 迪士尼经典系列公仔、SkullPanda 邱语观中景系列手办、The Monsters 心动马卡龙搪胶脸盲盒位居销售额 top5。根据久谦，3 月店效同比+24.6%，稳步提升。

海外门店持续开拓，Q4 以来补货热度延续。(1) 海外线下：25Q1 公司在美国新开门店，4 月以来拓店节奏延续，门店或将持续扩张、店效优异。据 25Q1 海外各区域增长表现，当前公司海外市场进入显著加速期。近期新品在美国市场提价，如 4 月 17 日发售的星星人系列手办盲盒及毛绒盲盒较上一代产品均有 3-5 美元不等的提价，我们预计关税影响较小。(2) 海外线上：据 fastmoss，25Q1 tiktok 渠道官方账号美国/英国/泰国/菲律宾均居当地玩具榜 TOP3，GMV 分别为 4536/199/2931/2061 万元 (按照实时汇率计算)。其中美国官旗 3 月销售 GMV 2191 万元，环比+99%；英国为 1 月新开账号，3 月销售 GMV 达 150 万元，环比+302%。

公司 4 月 14 日启动全球架构升级：设立四大区域总部强化本地化管理，同时整合十大中台部门提升协同效率，或将进一步加速全球业务扩张节奏。

盈利预测：公司全球化布局加速，海外业务强势增长，或将助推公司进入高速增长周期。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 60.1/88.7/117.3 亿元，对应 PE 分别为 37.6X/25.5X/19.3X。

风险提示：行业竞争加剧，IP 开发不及预期，新市场拓展不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13038	22079	31093	39522
（+/-）（%）	107%	69%	41%	27%
归母净利润（百万元）	3125	6009	8865	11734
（+/-）（%）	189%	92%	48%	32%
EPS（元）	2.36	4.47	6.60	8.74
P/E（倍）	35.81	37.60	25.49	19.26

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	12,236	21,042	32,505	46,668	
现金	6,109	11,075	20,470	31,531	
应收账款及票据	478	968	1,363	1,732	
存货	1,525	2,497	3,198	3,909	
其他	4,125	6,503	7,474	9,497	
非流动资产	2,635	2,968	3,318	3,678	
固定资产	739	830	925	1,024	
无形资产	1,063	1,306	1,561	1,822	
其他	832	832	832	832	
资产总计	14,871	24,011	35,823	50,347	
流动负债	3,370	5,534	7,440	8,991	
短期借款	0	8	14	18	
应付账款及票据	1,010	1,664	2,265	2,769	
其他	2,360	3,861	5,161	6,205	
非流动负债	616	616	616	616	
长期债务	0	0	0	0	
其他	616	616	616	616	
负债合计	3,986	6,150	8,056	9,607	
普通股股本	1	1	1	1	
储备	10,683	16,692	25,557	37,292	
归属母公司股东权益	10,684	17,599	27,415	40,149	
少数股东权益	201	262	351	591	
股东权益合计	10,885	17,861	27,767	40,739	
负债和股东权益	14,871	24,011	35,823	50,347	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	4,158	5,262	9,726	11,398	
净利润	3,125	6,009	8,865	11,734	
少数股东权益	183	61	90	239	
折旧摊销	863	906	951	999	
营运资金变动及其他	-13	-1,714	-180	-1,574	
投资活动现金流	-336	-263	-302	-312	
资本支出	-517	-334	-350	-360	
其他投资	181	70	48	48	
筹资活动现金流	-443	-32	-29	-26	
借款增加	-15	8	6	4	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	-428	-41	-35	-30	
其他	0	0	0	0	
现金净增加额	3,379	4,966	9,395	11,060	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	13,038	22,079	31,093	39,522	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	4,330	7,133	9,594	11,726	
销售费用	3,650	5,740	7,618	9,485	
管理费用	947	1,325	2,177	2,569	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	-163	-143	-187	-175	
除税前溢利	4,366	8,093	11,940	15,965	
所得税	1,057	2,023	2,985	3,991	
净利润	3,308	6,070	8,955	11,974	
少数股东损益	183	61	90	239	
归属母公司净利润	3,125	6,009	8,865	11,734	
EBIT	4,202	7,951	11,753	15,791	
EBITDA	5,065	8,857	12,705	16,789	
EPS（元）	2.36	4.47	6.60	8.74	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	106.92%	69.35%	40.83%	27.11%	
归属母公司净利润	188.77%	92.27%	47.53%	32.36%	

获利能力					
毛利率	66.79%	66.79%	67.69%	69.15%	
销售净利率	23.97%	27.22%	28.51%	29.69%	
ROE	29.26%	34.15%	32.34%	29.23%	
ROIC	29.26%	33.37%	31.73%	29.06%	

偿债能力					
资产负债率	26.80%	25.61%	22.49%	19.08%	
净负债比率	-56.13%	-61.96%	-73.67%	-77.35%	
流动比率	3.63	3.80	4.37	5.19	

速动比率	2.13	2.35	3.10	3.88	
营运能力					

总资产周转率	1.05	1.14	1.04	0.92	
应收账款周转率	32.63	30.55	26.68	25.54	
应付账款周转率	5.95	5.33	4.88	4.66	

每股指标（元）					
每股收益	2.36	4.47	6.60	8.74	
每股经营现金流	3.10	3.92	7.24	8.49	
每股净资产	7.96	13.10	20.41	29.90	



研究团队简介

姜文铤，信达证券研发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

蔡昕好，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、美护板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。