

# 泡泡玛特 (09992.HK): 25Q1 高速增长, 欧美地区增速靓丽

2025 年 4 月 23 日

推荐/维持

泡泡玛特

公司报告

**事件:** 公司发布 2025 年一季度业务状况: 2025 年 Q1 收入同比增长 165%-170%, 其中国内收入同比增长 95%-100%, 海外收入同比增长 475%-480%。

**境内: 高速增长, Labubu 新品推出。** 国内线下渠道同比增长 85%-90%; 线上渠道同比增长 140%~145%。受益哪吒 2、The Monsters x 海贼王等热门新品的拉动, 线上线下均继续呈现高速增长。**展望后续仍有多增长点: 1) 品类角度看,** Labubu 搪胶毛绒三代前方高能系列于 4 月 24 日发布, 视觉与触感均有调整, 有望迎合更加大众审美; 积木产品 Zsiga 森林漫步系列发布; 哪吒盲盒在 Q2 仍在预售; **2) 渠道角度看,** 线下继续拓店, 预计二线城市为重点。此外, 乐园改造项目 4 月启动, 二期项目也在规划中, 未来客流量提升可期。

**境外: 延续爆发式增长, 欧美增速领跑。** 海外亚太地区同比增长 345%~350%; 美洲同比增长 895%~900%; 欧洲同比增长 600~605%, 我们推测欧美地区门店数量及店效均有显著增长。泡泡玛特在亚洲保持高增速, 在欧美地区快速铺开, 增速环比 24H2 进一步提升。我们推测公司已将发展重点转向欧美, 效果显著, 开店+IP 本地化+线上布局快速提升品牌影响力。欧美市场消费力强, 未来空间广阔。美国关税方面我们认为影响较小, 主要因关税以成本计算, 而海外毛利率在 70%以上, 且公司越南工厂已承接部分产能, 预计美国区小幅提价即可抵消关税影响, 当前已有部分新品实现提价。4 月公司启动全球组织架构调整, 在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设置区域总部, 将机构下沉前端有助于提升市场运营效率, 加速业务开拓。

**盈利预测与投资评级:** 风格多样的 IP 矩阵+IP 挖掘及运营能力+业内布局最广的线上线下渠道, 泡泡玛特已建立远超同业的竞争优势。公司逐步构建出包含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架, 进一步强化 IP 运营能力。海外业务仍处爆发增长期, 欧美等高消费地区拓展顺利, 海外业务将持续高增; 品类的拓展与多业态的孵化打开国内成长空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 61.1、79.0、101.7 亿元人民币, 股价对应 PE 分别为 38.7、29.9、23.2 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 新市场拓展不及预期; 国内外宏观经济不及预期, 新品拓展不及预期。

## 财务指标预测

| 指标          | 2023     | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 6,301.00 | 13,037.75 | 21,493.51 | 27,702.55 | 35,315.68 |
| 增长率 (%)     | 36.46    | 106.92    | 64.86     | 28.89     | 27.48     |
| 归母净利润 (百万元) | 1,082.34 | 3,125.47  | 6,111.61  | 7,898.22  | 10,165.40 |
| 增长率 (%)     | 127.55   | 188.77    | 95.54     | 29.23     | 28.70     |
| 净资产收益率 (%)  | 13.93    | 29.26     | 36.39     | 34.14     | 32.49     |
| 每股收益 (元)    | 0.81     | 2.33      | 4.55      | 5.88      | 7.57      |
| PE          | 218.25   | 75.58     | 38.65     | 29.91     | 23.24     |

## 公司简介:

泡泡玛特国际集团有限公司成立于 2010 年, 公司是中国最大的潮流玩具公司。IP 是公司业务的核心。公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台, 包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。

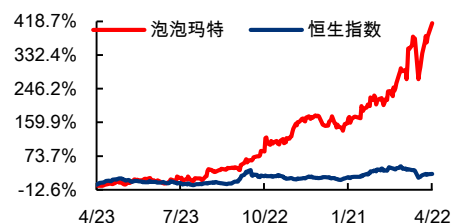
资料来源: 公司公告、同花顺

## 交易数据

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 52 周股价区间 (港元) | 175.9-33.65     |
| 总市值 (亿港元)     | 2,362.24        |
| 流通市值 (亿港元)    | 2,362.24        |
| 总股本/流通股数 (万股) | 134,294/134,294 |
| A 股/B 股 (万股)  | -/-             |
| 52 周日均换手率     | 0.63            |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523060001

|    |       |       |       |       |      |
|----|-------|-------|-------|-------|------|
| PB | 30.40 | 22.11 | 14.07 | 10.21 | 7.55 |
|----|-------|-------|-------|-------|------|

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

| 资产负债表     | 单位:百万元 |        |        |        |        | 利润表       | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 流动资产      | 7,683  | 12,236 | 23,883 | 30,720 | 39,103 | 营业收入      | 6,301  | 13,038 | 21,494 | 27,703 | 35,316 |
| 现金        | 2,096  | 6,135  | 6,448  | 8,311  | 10,595 | 营业成本      | 2,437  | 4,330  | 6,304  | 7,961  | 9,991  |
| 应收票据及应收账款 | 321    | 478    | 1,060  | 1,366  | 1,742  | 营业税金及附加   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 销售费用      | 2,005  | 3,650  | 5,838  | 7,578  | 9,729  |
| 预付账款      | 434    | 577    | 951    | 1,225  | 1,562  | 管理费用      | 707    | 947    | 1,501  | 1,935  | 2,466  |
| 存货        | 905    | 1,525  | 2,245  | 2,835  | 3,558  | 财务费用      | -152   | -163   | -54    | -28    | -104   |
| 其他流动资产    | 3,927  | 3,523  | 13,179 | 16,982 | 21,646 | 资产减值损失    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产     | 2,285  | 2,635  | 2,765  | 2,849  | 2,889  | 信用减值损失    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资      | 107    | 0      | 0      | 0      | 0      | 其他经营收益    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产      | 653    | 739    | 805    | 992    | 1,150  | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产      | 842    | 1,063  | 927    | 825    | 706    | 投资净收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产   | 683    | 832    | 1,032  | 1,032  | 1,032  | 营业利润      | 1,304  | 4,274  | 7,904  | 10,257 | 13,233 |
| 资产总计      | 9,969  | 14,871 | 26,647 | 33,569 | 41,992 | 其他非经营损益   | 112    | 92     | 110    | 110    | 110    |
| 流动负债      | 1,733  | 3,370  | 7,819  | 8,347  | 8,539  | 利润总额      | 1,416  | 4,366  | 8,014  | 10,367 | 13,343 |
| 短期借款      | 15     | 0      | 2,697  | 1,749  | 174    | 所得税       | 327    | 1,057  | 1,866  | 2,414  | 3,106  |
| 应付票据及应付账款 | 445    | 1,010  | 1,209  | 1,570  | 1,971  | 净利润       | 1,089  | 3,308  | 6,148  | 7,954  | 10,237 |
| 其他流动负债    | 1,273  | 2,360  | 3,913  | 5,027  | 6,394  | 少数股东损益    | 6      | 183    | 37     | 56     | 72     |
| 非流动负债     | 455    | 616    | 1,795  | 1,795  | 1,795  | 归属母公司净利润  | 1,082  | 3,125  | 6,112  | 7,898  | 10,165 |
| 长期借款      | 0      | 0      | 1,179  | 1,179  | 1,179  | 主要财务比率    |        |        |        |        |        |
| 其他非流动负债   | 455    | 616    | 616    | 616    | 616    |           |        |        |        |        |        |
| 负债合计      | 2,188  | 3,986  | 9,614  | 10,142 | 10,334 | 成长能力      | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 少数股东权益    | 10     | 201    | 238    | 294    | 365    | 营业收入(%)   | 36.46  | 106.92 | 64.86  | 28.89  | 27.48  |
| 股本        | 1      | 1      | 1,001  | 2,001  | 3,001  | 归母净利润(%)  | 127.55 | 188.77 | 95.54  | 29.23  | 28.70  |
| 资本公积      | 7,769  | 10,683 | 9,683  | 8,683  | 7,683  | 获利能力      |        |        |        |        |        |
| 留存收益      | 0      | 0      | 6,112  | 12,450 | 20,609 | 毛利率(%)    | 61.32  | 66.79  | 70.67  | 71.26  | 71.71  |
| 归属母公司股东权  | 7,770  | 10,684 | 16,795 | 23,134 | 31,292 | 净利率(%)    | 17.28  | 25.38  | 28.61  | 28.71  | 28.99  |
| 负债和股东权益   | 9,969  | 14,871 | 26,647 | 33,569 | 41,992 | ROE(%)    | 13.93  | 29.26  | 36.39  | 34.14  | 32.49  |
| 现金流量表     |        |        |        |        |        | 偿债能力      |        |        |        |        |        |
|           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 资产负债率(%)  | 21.95  | 26.80  | 36.08  | 30.21  | 24.61  |
| 经营活动现金流   | 1991   | -      | -3301  | 4657   | 6078   | 流动比率      | 4.43   | 3.63   | 3.05   | 3.68   | 4.58   |
| 净利润       | 1089   | 3308   | 6148   | 7954   | 10237  | 速动比率      | 1.65   | 2.14   | 1.08   | 1.31   | 1.63   |
| 折旧摊销      | 669    | -      | 270    | 315    | 360    | 营运能力      |        |        |        |        |        |
| 财务费用      | -152   | -163   | -54    | -28    | -104   | 总资产周转率    | 0.63   | 0.88   | 0.81   | 0.83   | 0.84   |
| 其他经营现金流   | 385    | -      | -9666  | -3583  | -4416  | 应收账款周转率   | 19.61  | 27.29  | 20.28  | 20.28  | 20.28  |
| 投资活动现金流   | 234    | -      | -316   | -316   | -316   | 每股指标(元)   |        |        |        |        |        |
| 资本支出      | 421    | -      | 400    | 400    | 400    | 每股收益(最新摊  | 0.81   | 2.33   | 4.55   | 5.88   | 7.57   |
| 其他投资现金流   | -187   | -      | -716   | -716   | -716   | 每股经营现金流   | 1.48   | 0.00   | -2.46  | 3.47   | 4.53   |
| 筹资活动现金流   | -842   | -      | 3930   | -2479  | -3478  | 每股净资产(最新  | 5.79   | 7.96   | 12.51  | 17.23  | 23.30  |
| 短期借款      | 15     | 0      | 2697   | -948   | -1575  | 估值比率      |        |        |        |        |        |
| 长期借款      | 0      | 0      | 1179   | 0      | 0      | P/E       | 218.25 | 75.58  | 38.65  | 29.91  | 23.24  |
| 其他筹资现金流   | -857   | -      | 54     | -1531  | -1903  | P/B       | 30.40  | 22.11  | 14.07  | 10.21  | 7.55   |
| 现金净增加额    | 1383   | -      | 313    | 1863   | 2284   | EV/EBITDA | -0.02  | -0.45  | 21.89  | 33.34  | 38.94  |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526