

泡泡玛特(09992)

报告日期: 2025年04月28日

## 新品火爆接力, 业绩再超预期, 加速迈向“世界的泡泡玛特”

### ——泡泡玛特 25Q1 业务点评

#### 投资要点

##### □ 泡泡玛特发布 25Q1 业务状况

25Q1 收入同增 165-170%, 环比加速 (24H2 收入同增 143%), 中国收入同增 95-100% (24H2 收入同增 70.4%), 海外同增 475-480% (24H2 收入同增 438%)

##### □ 国内外均加速, 新品火爆接力, IP 全球势能强化

**中国:** 25Q1 线下收入同增 85-90%, 线上同增 140-145%, 店效环比再提升, 多品爆发, 哪吒 2 盲盒爆火后, LABUBU 航海王联名盲盒、LABUBU 象棋大冒险毛绒、DIMOO 迪士尼联名毛绒等持续接力, 多业态贡献增量 (小野品牌店/饰品快闪店)。

**海外:** 25Q1 收入同增 475-480%, 其中: 1) 亚太收入同增 345-350% (24H2 同增 413%), 东南亚景气延续, 以泰国为中心蔓延邻国, 电商高增; 2) 美洲收入同增 895-900% (24H2 同增 649%), 美国加速开店且位置更优, 预计美国店效环比持续爬升; 3) 欧洲收入同增 600-605% (24H2 同增 650%), 英国曼彻斯特新店排队火爆, 入驻英国伦敦顶奢百货公司, LABUBU 设计师龙家升欧洲巡回签售。

**长期展望:** 1) 展望 Q2: 部分哪吒盲盒仍在预售阶段, 预计 Q2 业绩仍有体现, 爆品持续接力, 近期 LABUBU 毛绒三代国内外销售火爆, IP 势能持续强化, 品类仍在扩张, Zsiga 积木新品推出, IP 联名增多, 海外东南亚景气延续, 欧美仍在加速阶段, 关税风险可以通过海外产能扩张和终端提价对冲, 整体可控。2) 长期看: 公司核心壁垒并不依赖单一 IP, 而是长效的 IP 创造和运营机制, 目前机制完善, 爆品率稳定, 品类扩充打破边界, 25 年仍在加速成长期, 长期路径指向“做世界的泡泡玛特”。

##### □ 组织架构升级, 赋能全球版图

4 月公司全面升级组织架构: 1) 泡泡玛特集团高级副总裁文德一兼任集团联席 COO, 与司德共同负责集团在全球业务的管理及运营工作; 2) 全球业务区域划分, 按照大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区等设置区域总部; 3) 强化中台, 针对各个市场板块的业务关键场景, 在公司总部内梳理为 10 个中台部门: 品牌市场、品牌视觉、门店空间设计、商业拓展、供应链、技术研发、公共关系、IP 授权、信息服务、客户服务。

我们认为, 该组织架构升级有助于优化资源调配空间, 推动实现更加扁平化的组织架构, 提高集团管理和协同效率, 有助公司全球化扩张。

##### □ 盈利预测与估值

考虑到 IP 全球势能持续强化, 国内外仍在加速阶段, 我们预计 25/26/27 年收入 240.6/326.9/408.6 亿元, 同增 85%/36%/25%, 归母净利润 64.3/89.6/115.4 亿元, 同增 106%/39%/29%, 当前市值对应 PE 33.5x/24.0x/18.6x, 调整后净利润 69.3/96.4/124.2 亿元, 当前市值对应 PE 31.1/22.3x/17.3x, 维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 新品推广不及预期, 海外推广不及预期, 关税政策风险, 新业务亏损或回收周期长等。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 陈秋露

执业证书号: S1230525040001  
chenqiulu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$172.30
总市值(百万港元)	231,389.10
总股本(百万股)	1,342.94

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩再加速, 迈向“世界的泡泡玛特”》 2025.03.30
- 《境内境外全线提速, 潮玩旋风屡超预期》 2024.10.25
- 《内地境外均超预期, 归母净利润率超 20%》 2024.08.22

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13038	24059	32690	40863
(+/-) (%)	106.92%	84.54%	35.87%	25.00%
归母净利润	3125	6432	8960	11543
(+/-) (%)	188.77%	105.78%	39.31%	28.83%
每股收益(元)	2.33	4.79	6.67	8.60
P/E	35.82	33.46	24.02	18.64

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	12,236	19,788	28,214	38,995	<b>营业收入</b>	13,038	24,059	32,690	40,863
现金	6,109	13,518	22,010	31,803	其他收入	0	120	163	204
应收账款及票据	478	1,126	1,053	1,671	<b>营业成本</b>	4,330	7,819	10,297	12,463
存货	1,525	3,688	3,177	3,055	销售费用	3,650	6,496	8,826	11,033
其他	4,125	1,455	1,974	2,466	管理费用	947	1,444	1,961	2,452
<b>非流动资产</b>	2,635	2,451	2,306	2,197	研发费用	0	0	0	0
固定资产	739	682	635	598	财务费用	(163)	(122)	(135)	(220)
无形资产	1,063	922	810	720	<b>除税前溢利</b>	4366	8615	12002	15462
其他	832	847	861	879	所得税	1057	1809	2520	3247
<b>资产总计</b>	14,871	22,239	30,520	41,192	<b>净利润</b>	3308	6806	9481	12215
<b>流动负债</b>	3,370	5,932	7,732	9,689	少数股东损益	183	374	521	672
短期借款	0	5	12	16	<b>归属母公司净利润</b>	3125	6432	8960	11543
应付账款及票据	1,010	1,596	1,836	2,318	EBIT	4,110	8,421	11,769	15,119
其他	2,360	4,331	5,884	7,355	EBITDA	4,195	8,799	12,107	15,426
<b>非流动负债</b>	616	616	616	616	EPS (元)	2.33	4.79	6.67	8.60
长期债务	0	0	0	0					
其他	616	616	616	616					
<b>负债合计</b>	3,986	6,548	8,348	10,305	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
普通股股本	1	1	1	1	<b>成长能力</b>				
储备	10,206	14,637	20,597	28,640	营业收入	106.92%	84.54%	35.87%	25.00%
<b>归属母公司股东权益</b>	10,684	15,115	21,075	29,118	归属母公司净利润	188.77%	105.78%	39.31%	28.83%
少数股东权益	201	575	1,097	1,769	<b>获利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	10,885	15,691	22,172	30,887	毛利率	66.79%	67.50%	68.50%	69.50%
<b>负债和股东权益</b>	14,871	22,239	30,520	41,192	销售净利率	23.97%	26.73%	27.41%	28.25%
					ROE	29.26%	42.55%	42.51%	39.64%
					ROIC	28.62%	42.38%	41.91%	38.65%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	4483	9527	11582	13366	资产负债率	26.80%	29.44%	27.35%	25.02%
净利润	3125	6432	8960	11543	净负债比率	-56.13%	-86.12%	-99.22%	-102.92%
少数股东权益	183	374	521	672	流动比率	3.63	3.34	3.65	4.02
折旧摊销	85	378	339	307	速动比率	2.13	2.67	3.20	3.67
营运资金变动及其他	1090	2342	1762	844	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	(177)	(123)	(97)	(77)	总资产周转率	1.05	1.30	1.24	1.14
资本支出	(348)	(180)	(180)	(180)	应收账款周转率	32.63	30.00	30.00	30.00
其他投资	171	57	83	103	应付账款周转率	5.95	6.00	6.00	6.00
<b>筹资活动现金流</b>	(1143)	(1995)	(2993)	(3496)	<b>每股指标(元)</b>				
借款增加	(15)	5	7	4	每股收益	2.33	4.79	6.67	8.60
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	3.34	7.09	8.62	9.95
已付股利	(1143)	(2000)	(3000)	(3500)	每股净资产	7.96	11.26	15.69	21.68
其他	15	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	3344	7409	8492	9793	P/E	35.82	33.46	24.02	18.64
					P/B	10.48	14.24	10.21	7.39
					EV/EBITDA	25.23	22.92	15.96	11.89

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>