



泡泡玛特 (09992.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

25H1 业绩表现靓丽，全球化、IP 矩阵成长之路星辰大海

业绩简评

7 月 15 日，泡泡玛特发布正面盈利预告，1H25 收入同比增速不少于 200% (1H24 +62%)，经我们测算收入不低于 136.74 亿元 (1H24 45.58 亿元)；1H25 净利润同比增速不少于 350% (1H24 +102%)，经我们测算净利润不低于 43.38 亿元 (1H24 9.64 亿元)，收入、业绩超市场预期。

经营分析

IP 全球化战略成效显著，盈利能力持续增强。业绩增长的核心驱动力来自以下三个方面：1) 泡泡玛特品牌及旗下 IP 全球认可度持续提升，多元化产品组合推动收入增长，各区域市场收入均保持高速增长态势；2) 海外收入占比不断提高，收入结构优化对毛利率和净利润产生积极影响，规模效应显现提升盈利水平；3) 通过持续优化产品成本、加强费用管控，整体盈利能力显著增强。

IP 矩阵持续扩展，跨界联名/内容衍生等多维变现提升粘性。公司持续强化 IP 孵化能力，通过自有 IP 开发、艺术家合作及外部 IP 授权扩充 IP 储备，提升产品生命周期价值。目前 DIMOO、星星人、HIRONO、crybaby 等新兴 IP 已展现出强劲市场潜力，丰富产品矩阵。同时，公司通过跨界联名及内容衍生（如动画、主题乐园）增强用户粘性，探索潮玩之外的多元化路径。

线上渠道爆发式增长，行业龙头地位稳固。根据久谦数据库，25Q2 泡泡线上销量持续突破。行业角度，25Q2 盲盒品类线上 GMV 同比 +94%创新高。公司角度，泡泡玛特全产业链运营优势突出，25Q2GMV 同比+194%，6 月 GMV3.9 亿元，同比+164%（环比+64%），体量&增速绝对领先，M5+M6 同比+169%，H1 同比+211%。

短期+中长期成长路径清晰，全球化 IP 生态战略逐步兑现。短期来看，国内通过精细化运营提升单店效益，海外则依托渠道扩张打开增量空间；中长期来看，IP 矩阵扩展+全球化供应链+生态平台构建协同效应，凭借独特的 IP 运营能力和先发优势，有望完成从潮流玩具品牌到全球化 IP 运营平台的转型升级。

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 106/135/172 亿元，同比增长 239%/28%/27%，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）：250.80 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	33,774	44,172	55,478
营业收入增长率	36.46%	106.92%	159.05%	30.79%	25.59%
归母净利润(百万元)	1,082	3,125	10,587	13,508	17,157
归母净利润增长率	127.6%	188.77%	238.74%	27.59%	27.02%
调整后归母净利润(百万元)	0.81	2.33	7.88	10.06	12.78
调整后归母净利润增长率	1.48	3.69	5.37	8.75	11.62
摊薄每股收益(元)	13.93%	29.26%	50.21%	39.33%	33.50%
每股经营性现金流净额	23.12	35.44	30.72	24.07	18.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.23	10.37	15.42	9.47	6.35
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	33,774	44,172	55,478
增长率	2.8%	36.5%	106.9%	159.0%	30.8%	25.6%
主营业务成本	1,963	2,437	4,330	9,662	12,719	15,914
%销售收入	42.5%	38.7%	33.2%	28.6%	28.8%	28.7%
毛利	2,655	3,864	8,708	24,112	31,453	39,564
%销售收入	57.5%	61.3%	66.8%	71.4%	71.2%	71.3%
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	8,579	11,706	14,702
%销售收入	31.9%	31.8%	28.0%	25.4%	26.5%	26.5%
管理费用	686	707	947	2,128	2,827	3,551
%销售收入	14.9%	11.2%	7.3%	6.3%	6.4%	6.4%
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	13,488	17,101	21,527
%销售收入	13.2%	20.1%	32.2%	39.9%	38.7%	38.8%
财务费用	-29	-152	-163	-349	-553	-897
%销售收入	-0.6%	-2.4%	-1.3%	-1.0%	-1.3%	-1.6%
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	13,406	16,921	21,312
营业利润率	11.5%	19.0%	31.5%	39.7%	38.3%	38.4%
营业外收支						
税前利润	640	1,416	4,366	13,837	17,654	22,423
利润率	13.9%	22.5%	33.5%	41.0%	40.0%	40.4%
所得税	164	327	1,057	3,196	4,078	5,180
所得税率	25.6%	23.1%	24.2%	23.1%	23.1%	23.1%
净利润	476	1,089	3,308	10,640	13,576	17,243
少数股东损益	0	6	183	53	68	86
归属于母公司的净利润	476	1,082	3,125	10,587	13,508	17,157
净利率	10.3%	17.2%	24.0%	31.3%	30.6%	30.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	476	1,082	3,125	10,587	13,508	17,157
少数股东损益	0	6	183	53	68	86
非现金支出	-77	101	720	-34	-138	-171
非经营收益						
营运资金变动	-113	139	246	-3,397	-1,681	-1,440
经营活动现金净流	891	1,991	4,954	7,208	11,747	15,609
资本开支	-348	-392	-517	-250	-210	-210
投资	-4,362	610	502	-20	-20	-5
其他	11	16	23	82	181	215
投资活动现金净流	-4,698	234	9	-188	-49	0
股权募资	-634	-334	-78	0	0	0
债权募资	-323	-385	-520	-700	-600	-600
其他	-220	-123	-360	-205	-254	-267
筹资活动现金净流	-1,177	-842	-959	-905	-854	-867
现金净流量	-4,579	1,393	4,031	6,142	10,871	14,768

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	12,251	23,122	37,889
应收款项	681	789	1,054	2,739	3,583	4,500
存货	867	905	1,525	3,355	4,416	5,526
其他流动资产	4,382	3,912	3,548	7,779	9,729	11,662
流动资产	6,616	7,683	12,236	26,125	40,850	59,577
%总资产	77.1%	77.1%	82.3%	90.2%	93.1%	94.9%
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%	3.0%	2.2%	1.7%
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%	9.8%	6.9%	5.1%
资产总计	8,580	9,969	14,871	28,977	43,875	62,754
短期借款	0	15	0	0	0	0
应付款项	259	445	1,010	2,147	2,826	3,536
其他流动负债	872	1,273	2,360	5,573	7,068	8,877
流动负债	1,131	1,733	3,370	7,720	9,894	12,413
长期贷款	0	0	0	-700	-1,300	-1,900
其他长期负债	484	455	616	616	616	616
负债	1,615	2,188	3,986	7,636	9,210	11,129
普通股股东权益	6,963	7,770	10,684	21,087	34,343	51,217
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	6,891	7,447	10,206	20,619	33,885	50,769
少数股东权益	2	10	201	254	322	408
负债股东权益合计	8,580	9,969	14,871	28,977	43,875	62,754

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.35	0.81	2.36	7.88	10.06	12.78
每股净资产	5.04	5.76	7.96	15.70	25.57	38.14
每股经营现金净流	0.65	1.48	3.69	5.37	8.75	11.62
每股股利	0.09	0.28	0.81	0.50	0.50	0.50
回报率						
净资产收益率	6.83%	13.93%	29.26%	50.21%	39.33%	33.50%
总资产收益率	5.54%	10.86%	21.02%	36.54%	30.79%	27.34%
投入资本收益率	6.52%	12.47%	29.26%	50.25%	39.42%	33.29%
增长率						
主营业务收入增长率	2.82%	36.46%	106.92%	159.05%	30.79%	25.59%
EBIT 增长率	-47.55%	107.05%	232.51%	220.95%	26.79%	25.88%
净利润增长率	-44.32%	127.55%	188.77%	238.74%	27.59%	27.02%
总资产增长率	3.08%	16.19%	49.17%	94.86%	51.41%	43.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	14.7	11.0	9.0	11.5	11.7
存货周转天数	151.8	130.9	101.0	90.9	110.0	112.5
应付账款周转天数	48.2	52.0	60.5	58.8	70.4	72.0
固定资产周转天数	31.8	31.5	19.2	8.5	7.4	6.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.07%	-20.77%	-50.57%	-57.85%	-68.71%	-75.90%
EBIT 利息保障倍数	15.8	39.1	85.8	-2,452.3	-684.1	-500.6
资产负债率	18.82%	21.95%	26.80%	26.35%	20.99%	17.73%

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。

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