



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港元)	252.60
总股本/流通股本 (亿股)	13.43
总市值/流通市值 (亿港元)	3,392.27
52周内最高/最低价	275.00/ 79.50
资产负债率 (%)	26.8047
市盈率	104.7267
第一大股东	GWF Holding Limited

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

泡泡玛特 (9992.HK)

IP+市场共振，高增趋势延续

● 事件

公司发布 25 年上半年正面盈利预告，25H1 预计集团收入较去年同期增长不低于 200%，期内溢利（不包括未完成统计的金融工具的公允价值变动损益）较去年同期增长不低于 350%。

● 投资要点

根据公司公告，24H1 集团收入 45.58 亿元，期间溢利 9.64 亿元，金融工具的公允价值变动损益为 -0.33 亿元。按照公司正面盈利预告，我们计算 25H1 集团收入为不低于 137.64 亿元，期间溢利（不考虑金融工具变动损益）不低于 44.89 亿元，25H1 净利率约为 33%。

收入端：销售环比提速。25Q1 集团整体收入增长 165-170%，折算 25Q2 增速在 200%+，销售环比提速。我们认为，集团收入大幅增长主要得益于：

- 1) IP 及产品放量：**泡泡玛特品牌及旗下 IP 在全球认可度提升，搪胶毛绒等产品放量；
- 2) 海外收入占比提升：**根据一季度公司披露，25Q1 中国收入同比增长 95%-100%，海外增长 475%-480%，其中亚太增长 345%-350%，美洲增长 895%-900%，欧洲增长 600%-605%，我们认为 25Q2 预计延续 25Q1 的整体趋势；

净利率：进一步提升至 33%。根据公告，24H1 集团净利率 20%，24H2 净利率 26%，25H1 净利率约为 33%，净利率进一步提升。我们认为净利率快速提升的原因有：1) 产品结构优化+产品放量后规模效应逐步显现；2) 因关税原因上半年泡泡玛特在海外产品进行了一定提价；3) 公司持续优化产品成本，加强费用管控，盈利能力进一步提升。

618 放货：增加供给，打击黄牛，良性发展。根据锦观新闻 6 月 17-18 日，LABUBU 全平台大放货，淘宝、抖音、小程序官方渠道放货超百万，并且首次开启线上预售。根据千岛 app，放货后 LABUBU 二级市场下跌，其中隐藏款本我价格从最高点的 3600 元跌至 1318 元 (7/14 数据)，幸运从最高点的 590 元跌至 215 元 (7/14 数据)。我们认为本轮防火主要是缓和供需矛盾，五六月份国内外皆发生因 LABUBU 抢货而产生的安全事件，随着这波放货供需有望得到一定程度的平衡，也能有效打击黄牛抬价行为，市场回归理性。

综合平台：积木、饰品、娃衣推出，综合平台正在推进中。发展

十余年来，POP MART 泡泡玛特围绕全球艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、创新业务孵化与投资五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。24 年公司推出饰品、积木产品，25 年推出杂志产品，近期公司推出娃衣产品，全产业综合平台布局逐步推进。

公司展望：国际化+新品放量，公司增长动能不断。

1) 出海：根据公司规划，2025 年将继续提升海外业务占比，签约核心地标城市的门店并提升开店质量，重点关注美国和欧洲市场，以及拓展地标门店和旅游景区销售渠道。新业务方面，将推动国内已爆发的新业务拓展到海外，线上重视直播业务，英语系直播间由国内统筹管理，小语种直播间在当地运营，2025 年预计直播在海外电商中的占比超 20%。成本管控方面，未来计划在东南亚及欧洲地区设立区域地仓，预计可节省 50%成本，提高补货效率。

2) 创新：公司坚持以 IP 为核心的集团化战略，未来将持续推出新品类，秉持“少就是多”的理念对 SKU 数量相对克制。2025 年 SKU 绝对值预计不高于 2024 年，成熟品类严格控制数量，新品类初期尝试后进行删减，保持精简。

3) 未来：按照公司计划，25 年公司计划海外开店 100 家，海外营收预计占比将超过 50%，北美市场有望达到 20 年中国市场销售额，公司拟在东南亚及欧洲地区设立区域地仓，将有效降低公司的营业成本，公司净利率有望持续上行。

● **投资建议**

公司作为国内潮玩行业龙头，具有良好的 IP 获取、孵化及运营能力，我们持续看好公司的中长期价值。我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 105%、49%、38%（均上调），归母净利润增速为 114%、58%、46%（均上调），EPS 分别为 4.99、7.87、11.47 元/股，当下股价对应 PE 分别为 46x、29x、20x，维持公司“买入”评级。

● **风险提示：**

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；国内政策不及预期风险；海外形势加剧。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,037.75	26,785.77	39,965.64	55,180.77
增长率 (%)	106.92	105.45	49.20	38.07
EBITDA (百万元)	5,065.28	9,419.46	14,797.74	21,448.33
归属母公司净利润 (百万元)	3,125.47	6,703.25	10,567.91	15,405.95
增长率 (%)	188.77	114.47	57.65	45.78
EPS (元/股)	2.36	4.99	7.87	11.47
市盈率 (P/E)	34.71	46.24	29.33	20.12
市净率 (P/B)	10.30	19.00	12.01	7.72
EV/EBITDA	20.51	31.93	19.84	13.14

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,236	21,572	34,675	53,117	营业收入	13,038	26,786	39,966	55,181
现金	6,109	9,258	16,456	28,151	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	478	981	1,464	2,022	营业成本	4,330	8,151	11,742	15,688
存货	1,525	2,870	4,134	5,523	销售费用	3,650	7,500	10,791	14,347
其他	4,125	8,462	12,621	17,421	管理费用	947	1,875	2,798	3,863
非流动资产	2,635	2,700	2,933	3,400	研发费用	0	0	0	0
固定资产	739	760	779	796	财务费用	-163	-153	-231	-411
无形资产	1,063	1,080	1,097	1,113	除税前溢利	4,366	9,461	14,915	21,743
其他	832	860	1,057	1,490	所得税	1,057	2,365	3,729	5,436
资产总计	14,871	24,272	37,608	56,517	净利润	3,308	7,095	11,186	16,307
流动负债	3,370	6,750	9,973	13,648	少数股东损益	183	392	618	901
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,125	6,703	10,568	15,406
应付账款及票据	1,010	1,901	2,739	3,660	EBIT	4,202	9,308	14,684	21,332
其他	2,360	4,848	7,234	9,988	EBITDA	5,065	9,419	14,798	21,448
非流动负债	616	616	616	616	EPS（元）	2.36	4.99	7.87	11.47
长期债务	0	0	0	0					
其他	616	616	616	616					
负债合计	3,986	7,366	10,589	14,264					
普通股股本	1	1	1	1	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	10,206	15,835	25,330	39,662	成长能力				
归属母公司股东权益	10,684	16,313	25,807	40,140	营业收入	106.92%	105.45%	49.20%	38.07%
少数股东权益	201	593	1,212	2,113	归属母公司净利润	188.77%	114.47%	57.65%	45.78%
股东权益合计	10,885	16,907	27,019	42,253	获利能力				
负债和股东权益	14,871	24,272	37,608	56,517	毛利率	66.79%	69.57%	70.62%	71.57%
					销售净利率	23.97%	25.03%	26.44%	27.92%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	29.26%	41.09%	40.95%	38.38%
经营活动现金流	4,954	4,352	8,570	13,303	ROIC	29.26%	41.29%	40.76%	37.86%
净利润	3,125	6,703	10,568	15,406	偿债能力				
少数股东权益	183	392	618	901	资产负债率	26.80%	30.35%	28.16%	25.24%
折旧摊销	863	112	114	117	净负债比率	-56.13%	-54.76%	-60.91%	-66.62%
营运资金变动及其	783	-2,855	-2,730	-3,121	流动比率	3.63	3.20	3.48	3.89
					速动比率	2.13	1.69	1.98	2.39
投资活动现金流	9	-129	-299	-535	营运能力				
资本支出	-517	-150	-150	-150	总资产周转率	1.05	1.37	1.29	1.17
其他投资	526	21	-149	-385	应收账款周转率	32.63	36.71	32.68	31.66
					应付账款周转率	5.95	5.60	5.06	4.90
筹资活动现金流	-959	-1,100	-1,100	-1,100	每股指标（元）				
借款增加	-520	0	0	0	每股收益	2.36	4.99	7.87	11.47
普通股增加	-78	0	0	0	每股经营现金流	3.69	3.24	6.38	9.91
已付股利	-378	-1,100	-1,100	-1,100	每股净资产	7.96	12.15	19.22	29.89
其他	18	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	4,031	3,149	7,198	11,694	P/E	34.71	46.24	29.33	20.12
					P/B	10.30	19.00	12.01	7.72

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基 准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048