东兴证券 DONGXING SECURITIES

泡泡玛特（09992.HK）：25Q2 环比加速，利润率突破 30%

2025 年 7 月 17 日

推荐/维持

泡泡玛特 | 公司报告

事件：公司发布 2025 年半年度盈利预告：2025 上半年收入同比增长 200%以上，即 136.7 亿元以上；集团溢利（不含未完成统计的金融工具公允价值变动损益）同比增长 350%以上，即 43.4 亿元以上。

业绩增长环比加速。公司上半年收入增速高于 Q1 同比+165~170%的水平，环比实现显著加速，国内国外均有显著贡献，新品推出亦是重要增长点。销售的火热带动店效提升，叠加海外的开拓以及高价产品的推出，公司上半年利润率达 31.7%，同比+10.6pct，达到历史最高水平。

境内强劲增长。Labubu 3.0 前方高能系列 4 月发布后热度火爆，一货难求，二手市场一度维持高溢价。6 月公司补货预售，满足了一部分消费者需求，预售后二手市场价格回落，但依然保持溢价，表明 IP 热度仍在。Labubu 超高热度成功扩展至 IP 矩阵，我们推测 IP 间的连带率有所提升。多个 IP 均推出搪胶毛绒产品，推测客单价有所提升。多 IP 的持续高热度以及公司 6 月份的预售放货预计对全年业绩均有明显提振。另外，POPOP 全球首店 6 月份正式开业，乐园二期规划中，推测家电业务亦开始筹备，新业态打开未来增长空间。

境外快速拓展中。泡泡玛特在亚洲保持高增长，在欧美地区快速铺开，欧洲拓展效果显著，开店+IP 本地化+线上布局快速提升品牌影响力。2025H1 公司海外收入占比进一步提升。欧美市场消费力强，未来空间广阔。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 100.5、131.1、170.2 亿元人民币，股价对应 PE 分别为 33.8、25.9、19.9 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	31,803.05	41,304.00	53,279.70
增长率（%）	36.46	106.92	143.93	29.87	28.99
归母净利润（百万元）	1,082.34	3,125.47	10,045.62	13,114.27	17,022.66
增长率（%）	127.55	188.77	221.41	30.55	29.80
净资产收益率（%）	13.93	29.26	51.57	44.52	40.14
每股收益（元）	0.81	2.33	7.48	9.77	12.68
PE	313.42	108.54	33.77	25.87	19.93
PB	43.66	31.75	17.42	11.52	8.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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。

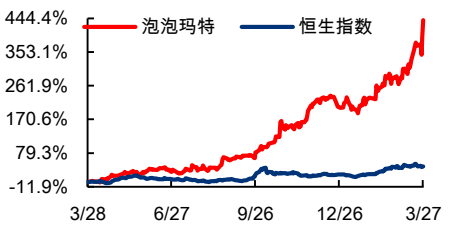
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（港元）	275.0-37.25
总市值（亿港元）	3,392.27
流通市值（亿港元）	3,392.27
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	0.754

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

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,683	12,236	26,466	39,357	56,041
现金	2,096	6,135	13,812	23,403	36,061
应收票据及应收账	321	478	1,046	1,301	1,606
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	434	491	1,089	1,358	1,679
存货	905	1,525	2,556	2,957	3,364
其他流动资产	3,927	3,608	7,962	10,337	13,331
非流动资产	2,285	2,635	2,765	2,849	2,889
长期投资	107	137	137	137	137
固定资产	653	739	805	992	1,150
无形资产	842	1,063	927	825	706
其他非流动资产	683	696	896	896	896
资产总计	9,969	14,871	29,230	42,206	58,930
流动负债	1,733	3,370	8,517	10,966	14,026
短期借款	15	0	0	0	0
应付票据及应付账	445	1,010	2,208	2,809	3,551
其他流动负债	1,273	2,360	6,309	8,157	10,474
非流动负债	455	616	616	616	616
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	455	616	616	616	616
负债合计	2,188	3,986	9,133	11,582	14,642
少数股东权益	10	201	620	1,166	1,875
股本	1	1	1,001	2,001	3,001
资本公积	7,769	10,683	9,683	8,683	7,683
留存收益	0	0	8,794	18,775	31,730
归属母公司股东权	7,770	10,684	19,478	29,458	42,413
负债和股东权益	9,969	14,871	29,230	42,206	58,930

现金流量表				单位:百万元	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1991	4954	9065	12705	16506
净利润	1089	3308	10464	13661	17732
折旧摊销	669	863	270	315	360
财务费用	-152	-163	-180	-335	-535
其他经营现金流	385	946	-1490	-936	-1051
投资活动现金流	234	9	-315	-315	-315
资本支出	421	356	400	400	400
其他投资现金流	-187	-347	-715	-715	-715
筹资活动现金流	-842	-959	-1072	-2799	-3533
短期借款	15	-15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-857	-943	-1072	-2799	-3533
现金净增加额	1383	4005	7678	9591	12658

利润表					单位:百万元
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,301	13,038	31,803	41,304	53,280
营业成本	2,437	4,330	8,482	10,793	13,644
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	2,005	3,650	8,021	10,537	13,696
管理费用	707	947	2,036	2,724	3,618
财务费用	-152	-163	-180	-335	-535
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,304	4,274	13,444	17,584	22,857
其他非经营损益	112	92	110	110	110
利润总额	1,416	4,366	13,554	17,694	22,967
所得税	327	1,057	3,090	4,033	5,235
净利润	1,089	3,308	10,464	13,661	17,732
少数股东损益	6	183	419	546	709
归属母公司净利润	1,082	3,125	10,046	13,114	17,023

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	36.46	106.92	143.93	29.87	28.99
归母净利润(%)	127.55	188.77	221.41	30.55	29.80
获利能力					
毛利率(%)	61.32	66.79	73.33	73.87	74.39
净利率(%)	17.28	25.38	32.90	33.07	33.28
ROE(%)	13.93	29.26	51.57	44.52	40.14
偿债能力					
资产负债率(%)	21.95	26.80	31.24	27.44	24.85
流动比率	4.43	3.63	3.11	3.59	4.00
速动比率	1.65	2.11	1.87	2.38	2.81
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.88	1.09	0.98	0.90
应收账款周转率	19.61	27.29	30.42	31.74	33.18
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.81	2.33	7.48	9.77	12.68
每股经营现金流	1.48	3.69	6.75	9.46	12.29
每股净资产(最新	5.79	7.96	14.50	21.94	31.58
估值比率					
P/E	313.42	108.54	33.77	25.87	19.93
P/B	43.66	31.75	17.42	11.52	8.00
EV/EBITDA	0.02	-0.36	18.26	28.04	32.46

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不存在法律禁止的利害关系。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