

轻工制造

2025 年 07 月 17 日

# 泡泡玛特 (09992)

## ——25H1 预告超预期，看好 IP 长线运营能力

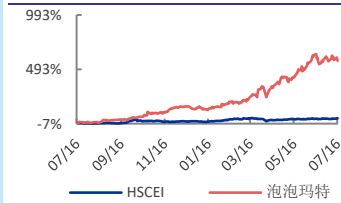
报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

市场数据：2025 年 07 月 16 日

|                |              |
|----------------|--------------|
| 收盘价 (港币)       | 252.60       |
| 恒生中国企业指数       | 8861.39      |
| 52 周最高/最低 (港币) | 283.40/36.25 |
| H 股市值 (亿港元)    | 3,392.27     |
| 流通 H 股 (百万股)   | 1,342.94     |
| 汇率 (人民币/港币)    | 1.0974       |

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
任梦妮 A0230521100005  
renmn@swsresearch.com  
屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com

研究支持

张淇元 A0230124080001  
zhangqy@swsresearch.com

联系人

任梦妮  
(8621)23297818x  
renmn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **泡泡玛特公告 2025 中期业绩盈喜：**25H1 收入增速不低于 200% (136.73 亿)，期内集团利润增速不低于 350% (不包括未完成统计的金融工具的公允价值变动损益)，对应 24H1 基数应当为 9.97 亿 (9.64 亿+ 金融工具的公允价值变动损益 0.33 亿)，即 44.89 亿元。
- 公司公告利润率快速提升主要由于：1) 高毛利商品和高毛利地区 (海外) 占比提升；2) 持续优化产品成本，控制费用，盈利能力提升。
- **渠道数据跟踪：**根据我们统计，公司中国内地外零售店合计已达 177 家，较年初的 126 家已增加 40.5%，其中：1) 北美已开 53 家店，较年初 26 家店翻倍，东/西海岸重点地区继续增开，同时加大新地区以及中部地区布局。2) 亚太地区新增 14 家，其中东南亚新增 9 家，公司加快东南亚地区渠道拓展，并着力线上渠道布局，以应对爆发式需求、缓解线下门店压力。3) 欧洲已开 21 家，年初以来新增 10 家。我们认为，结合社交媒体以及线下店所展现的热度，欧洲、中东等新市场需求火热，随渠道扩张和供应链跟上，未来有望实现高增。
- **新品数据跟踪：**多个 IP 新产品热度屡创新高：新秀 IP Zsiga 慢下来系列手办微信推文点赞数 4084，历史第二；经典 IP：SP 进退之门系列手办点赞数达 5080，登顶历史第一。Dimoo 自然的形状系列手办点赞数达 3474 历史第三。并且，公司联名外部 IP 资源提升：The Monsters-航海王、Dimoo-迪士尼、Molly-蜡笔小新等。我们认为，**Labubu 热潮正有效转化为泡泡玛特品牌的破圈，辐射效应还在持续。**
- **我们认为泡泡玛特 IP、产品、渠道均处于明确的上行周期。**单 IP 价值对比全球头部 IP 仍有较大空间，且 IP 生命周期可以通过好的运营拉长。产品维度公司目前 SKU 集中于手办、毛绒品类，长期看随 IP 成熟度提升品类有无限拓展可能。渠道海外渗透率尚低，对比乐高全球 1069 家品牌店仍有较大空间。**后续重点需要跟踪：**1) 能否持续塑造和运营好 IP，以及对成功 IP、初创 IP 的资源分配等。2) 品类扩张的能力，不同 IP 对不同品类的结合点，如何更好的丰富 IP 而非消耗 IP。重点关注积木、饰品、小野/SP 主题快闪周边，同时关注星星人偶装表演进入泡泡玛特城市乐园、暑期 Labubu 短片，有望助力 IP 塑造 3) 观察区域扩张的节奏。
- **上调盈利预测，维持买入评级。**我们预计 25H1 国内占比仍好于海外，北美增速最快，欧洲基数较低快速增长，亚太地区跑赢整体收入增速。我们更新泡泡玛特盈利预测，上调 2025-2027 年营收预期至 309.94 亿元/424.15 亿元/529.22 亿元 (原预测 230.58 亿、313.08 亿、392.54 亿)。上调 2025 年至 2027 年 Non-IFRS 调整后归母净利润预期至 103.36 亿、143.53 亿、179.92 亿 (原预测 64.93 亿、94.13 亿、119.11 亿)。维持买入评级。
- **风险提示：**海外地缘政治影响扩张速度；新品销量不及预期；行业竞争加剧影响利润率。

财务数据及盈利预测

|                      | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)           | 6,301 | 13,038 | 30,994 | 42,415 | 52,922 |
| 同比增长率 (%)            | 36    | 107    | 138    | 37     | 25     |
| Non IFRS 归母净利润 (百万元) | 1,184 | 3,220  | 10,336 | 14,353 | 17,992 |
| 同比增长率 (%)            | 107   | 172    | 221    | 39     | 25     |
| Non IFRS 每股收益 (元/股)  | 0.88  | 2.43   | 7.70   | 10.69  | 13.40  |
| 净资产收益率 (%)           |       |        |        |        |        |
| 市盈率                  | 261   | 96     | 30     | 22     | 17     |
| 市净率                  | 40    | 29     | 15     | 9      | 6      |

注：为经调整归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 合并利润表

| 百万元 人民币               | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|-----------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 收入                    | 6,301  | 13,038 | 30,994 | 42,415  | 52,922  |
| 营业成本                  | -2,437 | -4,330 | -8,553 | -11,478 | -14,175 |
| 毛利                    | 3,864  | 8,708  | 22,441 | 30,937  | 38,746  |
| 其他收益净额                | 79     | 44     | 68     | 76      | 76      |
| 经销及销售开支               | -2,005 | -3,650 | -7,749 | -10,604 | -13,230 |
| 一般及行政开支               | -707   | -947   | -1,550 | -2,121  | -2,646  |
| 财务成本净额                | 152    | 163    | 388    | 531     | 663     |
| 其他成本                  | 33     | 48     | 48     | 48      | 48      |
| 除税前盈利                 | 1,416  | 4,366  | 13,647 | 18,868  | 23,657  |
| 所得税开支                 | -327   | -1,057 | -3,331 | -4,609  | -5,782  |
| 净利润-non IFRS          | 1,191  | 3,403  | 10,542 | 14,567  | 18,260  |
| 少数股东损益                | 6      | 183    | 206    | 214     | 268     |
| 归属于母公司股东的净利润-non IFRS | 1,184  | 3,220  | 10,336 | 14,353  | 17,992  |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                        |
|--------|-----|--------------|------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swhy.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swhy.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swhy.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swhy.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhy.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swhy.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 国企指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。