

买入

2025年7月21日

1H25 业绩大超市场预期，净利率创新高

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

► **1H 业绩整体表现超预期**：7月15日泡泡玛特发布1H业绩预告，预计收入同比增长不低于200%（根据测算对应收入不低于136.7亿元，Q1/Q2同比增速分别约为170%/230%，Q2较Q1增速进一步提升），净利润（不包括未完成统计的金融工具的公允价值变动损益）同比增长不低于350%（根据测算对应净利润不低于43.4亿元），超市场预期。公司业绩同比大幅增长主要由于：1）公司品牌及旗下IP在全球认可度进一步提升，多样化的产品品类促公司收入增长，各区域市场收入均实现持续高速增长；2）海外收入占比持续提升，收入结构的变化对毛利、净利均产生积极影响。同时，规模效应使净利润显著增加；3）持续优化产品成本，加强费用管控，提升盈利能力。

► **多款新品强势增长，IP生态持续扩容**：Q2以来公司推出多款热门产品，其中4月24日发售的LABUBU 3.0前方高能系列销售尤为火爆，在6月18日启动补货/预售销量迅速突破百万件，提前锁定下半年业绩。此外，CRYBABY、星星人、MOLLY、DIMOO、SP、HIRONO等多个IP展现出强劲市场潜力，新品销售均有不错表现，部分产品在官方渠道已售罄。与此同时，公司持续推进多元化战略，品类拓展方面，POPOP饰品店已于6月在北京、上海开出；影视业务方面，公司成立泡泡玛特电影工作室，将推出《LABUBU与朋友们》动画剧集，通过拓展IP故事线，有望加强与用户的情感连接并延长IP生命周期。值得注意的是，此前公司在社会上大量招聘家电人才，有望进军家电领域，进一步拓展其商业边界。

► **净利率创新高**：基于1H收入和净利润预期下限测算，公司上半年净利率约为32%，同比大幅提升约10pct，创历史新高。公司盈利能力显著提升主要受益于同店业绩的快速增长优化了经营杠杆，也使规模效应得到充分发挥。同时，高利润率的海外业务占比持续提升，其中北美市场表现尤为突出，在明星效应和社交媒体传播的双重推动下实现爆发式增长。值得注意的是，美国市场自4月起实施12%-27%的价格上调，目前该地区产品溢价率较国内市场普遍超100%，显著优化了公司毛利率结构。随着海外收入占比（尤其是北美市场）持续提升，我们预计公司营收将呈现季节性特征，展望下半年，伴随海外销售旺季到来，公司盈利能力有望实现进一步攀升。

► **目标价354.8港币，维持买入评级**：公司作为中国潮玩行业领军者，IP孵化及运营实力突出，随着全球化战略的深入推进，公司旗下IP国际影响力与日俱增，为品牌价值提升打开全新空间。展望未来，海外市场的持续拓展叠加经营效率的不断优化，将为公司业绩增长注入强劲动力。我们预计25-27年净利润分别为108.0/167.6/203.3亿元，故给予目标价354.8港币，相当于25财年盈利预测40倍PE，距离当前股价有44.3%涨幅，买入评级。

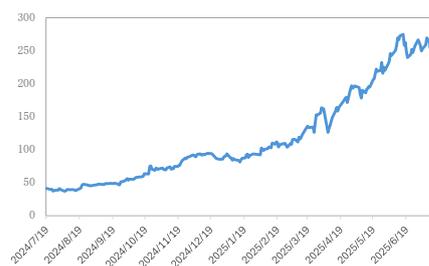
► **风险提示**：1）海外扩张不及预期；2）新品销售不及预期；3）竞争加剧

行业	消费
股价	245.8 港元
目标价	354.8 港元 (+44.3%)
股票代码	9992.HK
已发行股本	13.43 亿股
市值	3300.95 亿港元
52 周高/低	283.4/35.6 港元
每股净资产	8.59 港元
主要股东	王宁 (48.72%)

盈利摘要

上12月31日财政年度		2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入 (百万元)		6,345	13,038	35,137	51,182	60,240
	变动 (%)	36.4%	105.5%	169.5%	45.7%	17.7%
经营利润 (百万元)		1196	4154	14239	22175	26943
	变动 (%)	124.9%	247.5%	242.8%	55.7%	21.5%
股东净利润 (百万元)		1,082	3,125	10,525	16,358	19,856
	变动 (%)	127.5%	188.8%	236.8%	55.4%	21.4%
Non-GAAP 股东净利润 (百万元)		1,184	3,227	10,799	16,757	20,326
	变动 (%)	106.5%	172.5%	234.6%	55.2%	21.3%
EPS (元)		0.81	2.34	7.87	12.23	14.84
Non-GAAP EPS (元)		0.88	2.41	8.07	12.52	15.19
市盈率@245.8\$ (倍)		303.9	105.2	31.2	20.1	16.6
Non-GAAP 市盈率@245.8\$ (倍)		277.8	101.9	30.5	19.6	16.2

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR (2025-2027)
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	330,095	0.810	2.360	5.938	8.329	10.520	274.5	96.1	37.9	21.4	21.4	33.1%
三丽鸥株式会社	8136 JP Equity	1,566,164	33.740	73.080	172.213	191.419	220.600	181.7	83.9	35.6	27.8	27.8	13.2%
万代南梦宫控股公司	7832 JP Equity	2,956,200	136.880	153.850	204.351	186.786	207.056	33.2	29.6	22.3	22.0	22.0	0.7%
孩之宝	HAS US Equity	10,817	-10.730	2.770	4.305	4.758	5.297	-7.2	27.9	17.9	14.6	14.6	10.9%
华特迪士尼公司	DIS US Equity	219,703	1.290	2.720	5.774	6.313	7.055	94.7	44.9	21.2	17.3	17.3	10.5%
美泰	MAT US Equity	6,293	0.610	1.590	1.623	1.765	1.903	32.0	12.3	12.0	10.2	10.2	8.3%
名创优品集团控股有限公司	9896 HK Equity	43,984			2.196	2.780	3.321			14.6	9.7	9.7	23.0%
上海晨光文具股份有限公司	603899 CH Equity	27,123	1.658	1.516	1.706	1.915	2.138	17.8	19.4	17.3	13.8	13.8	11.9%
奥飞娱乐股份有限公司	002292 CH Equity	14,802	0.060	-0.190	0.103	0.143	0.180	166.8	-52.7	97.2	55.6	55.6	32.2%
简单平均			20.540	29.712	44.245	44.912	50.897	99.2	32.7	30.7	21.4	21.4	16.0%

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析				
<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>				
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	6,344,993	13,037,749	35,136,549	51,181,914	60,240,355	盈利能力				
毛利	3,908,062	8,707,765	24,872,766	37,254,736	44,450,676	毛利率 (%)	61.6%	66.8%	70.8%	72.8%
销售及分销成本	(2,004,706)	(3,650,464)	(8,783,852)	(12,539,154)	(14,577,677)	经营利润率 (%)	18.8%	31.9%	40.5%	43.3%
行政开支	(707,300)	(947,093)	(1,849,671)	(2,540,792)	(2,930,234)	EBITDA 利率 (%)	27.3%	35.1%	41.5%	43.9%
经营溢利	1,195,524	4,154,272	14,239,242	22,174,790	26,942,765	净利率 (%)	17.1%	24.0%	30.0%	32.0%
利息净收入	184,217	212,335	334,822	487,720	574,040	Non-GAAP净利润率	18.7%	24.8%	30.7%	32.7%
其他非经常性项目损益	67,595	47,510	128,039	186,509	219,518					
所得税	(326,984)	(1,057,467)	(3,561,076)	(5,534,385)	(6,718,165)	营运表现				
股东净利润	1,082,344	3,125,473	10,525,195	16,357,551	19,856,358	SG&A/收入 (%)	42.7%	35.3%	30.3%	29.5%
Non-GAAP 股东净利润	1,184,092	3,227,221	10,799,405	16,756,980	20,326,481	实际税率 (%)	23.1%	24.2%	24.2%	24.2%
折旧及摊销	320,175	396,172	480,257	554,058	596,113	股息支付率 (%)	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
EBITDA	1,729,503	4,579,112	14,566,528	22,445,994	27,170,637					
Non-GAAP EBITDA	1,831,251	4,680,860	14,840,738	22,845,423	27,640,759	财务状况				
增长						资产负债比率	22.0%	19.9%	16.1%	11.1%
总收入 (%)	36.4%	105.5%	169.5%	45.7%	17.7%	流动比率	336.2%	414.0%	801.4%	1219.8%
EBITDA (%)	89.2%	164.8%	218.1%	54.1%	21.0%	ROA	10.9%	22.7%	40.5%	41.1%
净利润 (%)	127.5%	188.8%	236.8%	55.4%	21.4%	ROE	13.9%	28.3%	48.3%	46.2%

资产负债表						现金流量表				
<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>				
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	2,077,927	4,675,247	11,580,264	25,938,086	41,782,211	净利润	1,082,344	3,125,473	10,525,195	16,357,551
短期投资	8,415	8,415	8,415	8,415	8,415	折旧及摊销	320,175	396,172	480,257	554,058
预付款项及其他流动资产	5,597,127	6,407,407	11,497,792	10,874,528	12,385,049	营运资金变化	135,590	0	0	0
总流动资产	7,683,469	11,091,069	23,086,471	36,821,029	54,175,675	其他	452,487	(238,030)	(3,090,029)	1,771,168
物业及设备	653,278	849,261	1,019,114	1,121,025	1,121,025	营运现金流	1,990,596	3,283,615	7,915,423	18,682,777
长期投资	0	0	0	0	0	资本开支	(392,466)	(568,978)	(631,567)	(641,136)
资产使用权	455,180	590,546	620,991	651,436	681,881					
固定资产	2,285,394	2,678,824	2,880,877	3,018,696	3,057,571	其他投资活动	626,406	0	0	0
总资产	9,968,863	13,769,894	25,967,347	39,839,726	57,233,246	投资活动现金流	233,940	(568,978)	(631,567)	(641,136)
应付账款及票据	444,944	834,322	2,218,847	2,409,667	2,418,107	融资活动现金流	(841,557)	(117,317)	(378,840)	(3,683,818)
递延收益		0	0	0	0	现金变化	1,392,613	2,597,320	6,905,016	14,357,823
总短期负债	1,733,301	2,145,093	3,549,915	3,761,032	3,789,768	期初持有现金	685,314	2,077,927	4,675,247	11,580,264
长期负债	455,180	590,546	620,991	651,436	681,881	期末持有现金	2,077,927	4,675,247	11,580,264	25,938,086
总负债	2,188,481	2,735,639	4,170,906	4,412,468	4,471,649					
股东权益	7,780,382	11,034,255	21,796,441	35,427,258	52,761,597					
非控股权益	10,455	193,327	809,158	1,766,241	2,928,041					

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。