轻工制造 | 文娱用品

港股|公司点评报告

2025 年 07 月 28 日

泡泡玛特(09992.HK)

——海内外业务持续发力，25H1 业绩增速超市场预期

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

丁一

SAC：S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：

基本数据	2025 年 07 月 25 日
收盘价（港元）	245.20
一年内最高/最低（港元）	283.40/36.50
总市值（百万港元）	329,289.66
流通市值（百万港元）	329,289.66
资产负债率（%）	26.80

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **公司预期 25H1 收入同比增长不低于 200%。**泡泡玛特于近日发布公司 25H1 正面盈利预告，预期集团 25H1 收入同比增长不低于 200%；预期本期间集团溢利(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%。公司董事会认为，集团业绩波动主要系：1）品牌及旗下 IP 全球认可度提升，多样化的产品品类促进收入增长，公司各区域市场收入均实现持续高增长；2)海外业务营收占比持续提升，收入结构的变化对利润端有积极影响，规模效应显著增加；3)产能优化及费用管控助营运效率提升。

- **全球化的设计及供应链为公司成功出海打下坚实基础。**据 Wind、ChatPlas 及中国玩具和婴童用品协会，公司海外战略的成功离不开产品全球化的设计、供应链多地协同以及欧美时尚达人自发晒单的广告效应。从全球化设计看，公司吸引全球艺术家设计创作，确保其 IP 形象兼具全球审美与本土特色；从供应链看，公司坚持选用全球一流的供应链企业，从原材料采购环节开始严格把关；从明星效应看，2025 年 4-6 月，Labubu 通过 Instagram、TikTok 等平台触达超 10 亿用户，蕾哈娜、卡戴珊家族等明星自发晒单后，在欧美市场形成热潮。

- **潮玩市场仍处于快速成长期，具备核心竞争力的头部品牌有望持续提升市场份额。**据弗若斯特沙利文微信公众号及名创优品招股书，2019 年中国潮玩市场行业 CR5 为 22.8%，而 2021 年 CR5 为 26.4%，增长 3.6pct，潮玩行业集中度小幅提升。作为潮玩行业头部公司，泡泡玛特 2019 年市占率为 8.5%，2021 年增长 5.1pct 至 13.6%，在公司自有 IP、强大的 IP 运营及完善的销售网络支持下，市场份额提升较快，未来有望借公司竞争优势持续获得新增市场份额，行业头部品牌地位稳固。

- **盈利预测与评级：**公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备 IP 玩具全产业链运营能力，公司通过出众的 IP 创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 105.46 亿元/162.44 亿元/197.69 亿元，同比分别增长 237.44%/54.02%/21.70%。我们持续看好公司在潮玩赛道的品牌形象、IP 研发运营能力及营销能力，维持“买入”评级。

- **风险提示。**宏观消费修复不达预期风险；境外拓展不达预期风险；新 IP 发展不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6301.00	13037.75	35067.86	50980.42	60000.62
同比增长率（%）	36.46%	106.92%	168.97%	45.38%	17.69%
归母净利润（百万元）	1082.34	3125.47	10546.48	16244.08	19769.32
同比增长率（%）	127.55%	188.77%	237.44%	54.02%	21.70%
每股收益（元/股）	0.81	2.36	7.85	12.10	14.72
ROE（%）	13.93%	29.26%	49.62%	43.29%	34.49%
市盈率（P/E）	282.91	97.10	29.18	18.95	15.57

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表 单位：人民币(百万)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,038	35,068	50,980	60,001
增长率	*106.9%*	*169.0%*	*45.4%*	*17.7%*
营业成本	4,330	9,615	13,717	16,046
%销售收入	*33.2%*	*27.4%*	*26.9%*	*26.7%*
毛利	**8,708**	**25,453**	**37,264**	**43,954**
%销售收入	*66.8%*	*72.6%*	*73.1%*	*73.3%*
其他收入	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
销售费用	3,650	9,118	12,745	14,820
%销售收入	*28.0%*	*26.0%*	*25.0%*	*24.7%*
管理费用	947	1,929	2,549	2,880
%销售收入	*7.3%*	*5.5%*	*5.0%*	*4.8%*
研发费用	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
财务费用	-163	-168	-381	-802
%销售收入	*-1.3%*	*-0.5%*	*-0.7%*	*-1.3%*
息税前利润（EBIT）	**4,202**	**14,595**	**22,196**	**26,482**
%销售收入	*32.2%*	*41.6%*	*43.5%*	*44.1%*
投资收益	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
除税前利润	**4,366**	**14,763**	**22,577**	**27,284**
利润率	*33.5%*	*42.1%*	*44.3%*	*45.5%*
所得税	1,057	3,543	5,306	6,275
所得税率	*24.2%*	*24.0%*	*23.5%*	*23.0%*
净利润(含少数股东损益)	**3,308**	**11,220**	**17,272**	**21,009**
少数股东损益	183	673	1,028	1,240
归属于母公司的净利润	**3,125**	**10,546**	**16,244**	**19,769**
增长率	*188.8%*	*237.4%*	*54.0%*	*21.7%*
净利率	*24.0%*	*30.1%*	*31.9%*	*32.9%*

现金流量表 单位：人民币(百万)

	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,125	10,546	16,244	19,769
少数股东损益	183	673	1,028	1,240
营运资金变动	246	-3,449	-1,980	-345
其他变动	1,400	417	393	402
经营活动现金流量净额	**4,954**	**8,187**	**15,685**	**21,066**
资本开支	-517	-600	-590	-710
投资	502	-55	-54	-53
其他	23	188	227	228
投资活动现金流量净额	**9**	**-466**	**-417**	**-535**
股权募资	-78	0	0	0
债权募资	-520	5	5	5
其他	-360	0	0	0
筹资活动现金流量净额	**-959**	**5**	**5**	**5**
现金净变动	**4,031**	**7,752**	**15,299**	**20,562**

资产负债表 单位：人民币(百万)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,109	13,861	29,160	49,722
应收款项	1,054	2,669	3,554	3,800
存货	1,525	3,258	4,572	5,260
其他流动资产	3,548	8,780	11,486	12,018
流动资产	**12,236**	**28,569**	**48,773**	**70,800**
权益性投资	137	162	187	212
固定资产	739	759	759	829
无形资产	1,063	1,038	1,008	1,018
非流动资产	**2,635**	**2,682**	**2,704**	**2,835**
资产总计	**14,871**	**31,252**	**51,477**	**73,635**
应付款项	1,010	2,137	2,858	3,120
短期借款	0	5	10	15
其他流动负债	2,360	6,363	8,565	9,420
流动负债	**3,370**	**8,505**	**11,432**	**12,555**
长期债务	0	0	0	0
其他长期负债	616	616	616	616
非流动负债	**616**	**616**	**616**	**616**
负债总计	**3,986**	**9,121**	**12,048**	**13,171**
归属母公司股东权益	**10,684**	**21,256**	**37,527**	**57,323**
少数股东权益	201	874	1,902	3,142
负债股东权益合计	**14,871**	**31,252**	**51,477**	**73,635**

比率分析

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标				
每股收益	2.36	7.85	12.10	14.72
每股净资产	7.96	15.83	27.94	42.68
每股经营现金净流	3.69	6.10	11.68	15.69
每股股利	0.81	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	29.26%	49.62%	43.29%	34.49%
总资产收益率	21.02%	33.75%	31.56%	26.85%
投入资本收益率	29.26%	50.11%	43.05%	33.72%
增长率				
营业收入增长率	106.92%	168.97%	45.38%	17.69%
EBIT增长率	232.51%	247.29%	52.08%	19.31%
净利润增长率	188.77%	237.44%	54.02%	21.70%
总资产增长率	49.17%	110.16%	64.72%	43.04%
资产管理能力				
应收账款周转天数	11.0	9.0	10.7	11.3
存货周转天数	101.0	89.5	102.8	110.3
应付账款周转天数	60.5	58.9	65.5	67.1
固定资产周转天数	19.2	7.7	5.4	4.8
偿债能力				
流动比率	3.63	3.36	4.27	5.64
速动比率	2.13	1.95	2.86	4.26
净负债/股东权益	-56.13%	-62.61%	-73.93%	-82.21%
EBIT利息保障倍数	85.8	—	—	—
资产负债率	26.80%	29.19%	23.41%	17.89%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。