

2025年08月20日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

325

公司基本资讯

产业别	玩具及休闲用品		
H 股价(2025/08/19)	280.80		
恒生指数(2025/08/19)	25,122.9		
股价 12 个月高/低	284.8/38.09		
总发行股数(百万)	1,342.94		
H 股数(百万)	1,342.94		
H 市值(亿元)	1,704.19		
主要股东	王宁(48.73%)		
每股净值(元)	10.56		
股价/账面净值	26.59		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	12.05%	26.32%	610.22

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-07-16	263.2	区间操作
2025-03-26	126.90	买入

产品组合

手办	37.3%
毛绒	44.2%
MEGA	7.3%
衍生品及其他	11.2%

股价相对大盘走势



泡泡玛特(09992.HK)

BUY 买进

Labubu 成为世界级 IP，带动公司升维

业绩概要:

公司公告 2025H1 实现营收 138.8 亿，同比增 204%，录得归母净利润 45.7 亿，同比增 396.5%。收入基本与此前预告保持一致。

点评与建议:

- Labubu 成为世界级 IP，驱动 25H1 公司收入大幅增长。区域来看，上半年中国区（含港澳台）实现收入 82.8 亿，同比增 135.2%，亚太实现收入 28.5 亿，同比增 257.8%，美洲实现收入 22.6 亿，同比增 1142.3%，欧洲及其他区域实现收入 4.8 亿，同比增 729.2%。
- 受益 Labubu 走红的溢出效应影响，多个系列曝光度提升，上半年共有 13 个艺术家 IP 收入过亿。其中，THE MONSTERS 实现收入 48 亿，MOLLY 实现收入 13.6 亿，SKULLPANDA 实现收入 12.2 亿，CRYBABY 实现收入 12.2 亿，DIMOO 实现收入 11 亿。品类上，搪胶玩偶成为现象级产品，推动公司毛绒产品收入同比增 1276%至 61.4 亿，手办实现收入 51.8 亿，同比增 94.8%，MEGA 产品实现收入 10 亿，同比增 71.8%，衍生品及其他实现收入 15.5 亿同比增 78.9%。
- 25H1 公司毛利率同比提升 6.20pcts 至 70.34%，主要由于：1）毛利较高的海外业务收入占比提升（海外收入占比提升至 40.3%，同比上升 17.5pcts）；2）成本管控及对供应商议价能力提升；3）外采商品占比下降。费用端，H1 综合费率同比下降 9.29pcts 至 28.09%，主要由于收入大幅增长，公司规模效应强化，其中销售费用率同比下降 6.68pcts，管理费用率同比下降 3.98pcts，财务费用率同比上升 1.37pcts。
- 我们预计公司在国内外均将延续强劲增长：
 - 1) THE MONSTERS 系列 IP 经过这一轮传播，知名度显著提升，实现扩圈传播，公司即将推出迷你版 LABUBU，有望在下半年掀起新一轮热潮。从整个 IP 来看，目前公司在运营和产品打造方面相对谨慎，并未透支 IP 生命力，依托研发和运营投入，未来家族 IP 仍有一定深挖潜力。
 - 2) 2025 年上半年，公司多个系列曝光度提升，CRYBABY、星星人、Molly、Dimoo、SP 等 IP 的新系列均有不错表现，也为公司产品接力做出准备。
 - 3) 另一方面，公司开展城市乐园、饰品、主题门店等多类型业务尝试，长期看将进一步强化 IP 变现能力。
 - 4) 此外，公司供应链建设、生产能力持续提升，并不断进行新工艺和新材料尝试，产品交付能力有望继续提高。
- 上调盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 97 亿、147.5 亿和 209 亿（原预测为 71.5 亿、103.4 亿和 134.8 亿），分别同比增 210%、52%和 42%，EPS 分别为 7.22 元、10.98 元和 15.56 元，当前股价对应 PE 分别为 36 倍、24 倍和 17 倍，上调至“买进”的投资评等，建议逢低布局。

■ 风险提示：海外增长不及预期，IP 热度持续性不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	476	1082	3125	9702	14751	20890
同比增减	%	-44%	128%	189%	210%	52%	42%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.35	0.81	2.36	7.22	10.98	15.56
同比增减	%	-44%	131%	191%	206%	52%	42%
市盈率(P/E)	X	738	319	110	36	24	17
股利 (DPS)	RMB 元	0.09	0.28	0.81	2.53	3.84	5.44
股息率 (Yield)	%	0.53%	0.74%	0.72%	0.81%	1.09%	1.09%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	4617	6301	13038	30618	46642	65379
营业总支出	1963	2437	4330	8879	13293	18306
经营溢利	583	1231	4154	12761	19411	27179
除税前利润	640	1416	4366	13093	19907	28192
持续经营净利润	476	1089	3308	9951	15129	21426
归属普通股股东净利润	476	1082	3125	9702	14751	20890

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	685	2078	6109	10089	16619	25772
存货	867	905	1525	2897	4345	6083
应收账款	194	321	478	860	1290	1806
流动资产合计	6616	7683	12236	22025	37442	56164
固定资产	449	653	739	924	1109	1309
非流动资产合计	1965	2285	2635	3851	4822	5949
资产总计	8580	9969	14871	25876	42264	62112
流动负债合计	1131	1733	3370	6740	10110	13143
非流动负债合计	484	455	616	1543	4450	7059
负债合计	1615	2188	3986	8283	14560	20202
少数股东权益	2	10	201	402	523	628
股东权益合计	6965	7780	10885	17593	27704	41910

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	891	1991	4954	15309	24254	35305
投资活动产生的现金流量净额	-4698	234	9	-6124	-9328	-13076
筹资活动产生的现金流量净额	-1177	-842	-959	-5205	-8396	-13076
现金及现金等价物净增加额	-4985	1383	4005	3980	6530	9153

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。