

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泡泡玛特(9992.HK)

投资评级

上次评级

姜文强 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

蔡昕妤 商社分析师

职业编号: S1500523060001

邮箱: caixinyu@cindasc.com

陆亚宁 新消费行业分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyaning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

泡泡玛特：全球化发展加速，世界级泡泡玛特

2025年8月20日

事件：公司发布 2025 年中报。25H1 实现收入 138.76 亿元 (yoy+204.4%)；经调整净利润 47.1 亿元 (yoy+362.8%)，调整后净利率 33.94% (yoy+11.6pct)；公司 25H1 毛利率达 70.34% (yoy +6.3pct)。

点评：海外业务高速式增长，收入结构持续优化。25H1 公司中国收入 82.83 亿元 (yoy+135.2%)，渠道拆分：线下/线上/批发及其他分别实现收入 50.84/58.75/2.61 亿元 (yoy+117%/+212%/+9.4%)，线下渠道零售店/机器人商店分别营收 44.06/6.78 亿元 (yoy+120%/+101%)，线上渠道线上销售/抽盒机/天猫旗舰店/抖音平台/其他线上渠道分别营收 29.37/11.25/6.58/5.61/5.93 亿元 (yoy+212%/+182%/+231%/+169%/+345%)，线上各渠道增速显著。25H1 公司中国内地门店 409 家 (yoy+35 家)，中国港澳台地区门店 34 家 (yoy+9 家)，机器人商店中国总计 2437 家 (yoy+213 家)。海外收入 55.93 亿元 (yoy+439.6%)，占总收入的 40.3% (yoy+17.6pct)，海外渠道中：零售店/线上/机器人商店/批发分别实现收入 25.02/25.61/1.42/3.88 亿元 (yoy+308%/+965%/+366%/+155%)。海外门店达 128 家 (yoy+70 家)。

区域表现美洲增速领跑，亚太规模领先。美洲市场 25H1 收入 22.65 亿元 (yoy+1142.3%)，其中线上/线下分别营收 8.42/13.27 亿元 (yoy+744%/+1977%)。美洲线下零售店数量快速扩张，25H1 达 41 家门店 (yoy+31 家)，单店收入增长迅速从而线下业绩高增；线上则涵盖泡泡玛特官网、TikTok 平台和其他线上渠道，公司持续推进品牌官网的建设与优化，并紧跟直播电商趋势，从而收获线上高增。亚太区域 25H1 收入 28.51 亿元 (yoy+257.8%)，其中线上/线下分别营收 15.26/10.69 亿元 (yoy+204%/+547%)，25H1 线下零售店数量 69 家 (yoy+30 家)。欧洲及其他区域 25H1 收入 4.78 亿元 (yoy+729.2%)，其中线上/线下分别营收 2.77/1.65 亿元 (yoy+570%/+1359%)，25H1 线下零售店数量 18 家 (yoy+9 家)。

IP 矩阵持续强化，LABUBU 引领增长。The Monsters 系列为公司第一大 IP，25H1 贡献收入 48.14 亿元 (yoy+668%)，占收入比重 34.7% (yoy+20.9pct)，LABUBU 第三代搪胶毛绒成现象级爆款，带动公司业绩显著提升。Molly/SKULLPANDA/CRYBABY/DIMOO 分别收入 13.57/12.21/12.18/11.05 亿元 (yoy+74%/+112%/+249%/+193%)，25H1 共计 13 个艺术家 IP 收入过亿。公司艺术家 IP 收入贡献占比提升至 88.1% (yoy+7.2pct)，新锐 IP 星星人为上半年公司成长最快 IP 之一，25H1 收入 3.89 亿元，星星人新一代产品将于 8 月 21 日上市，市场热度有望持续。

产品创新成效显著，毛绒品类占比超四成。25H1 毛绒产品收入 61.39 亿元 (yoy+1276%)，占比 44.2% (yoy+34.5pct)，首次超越手办品类；手办

/MEGA/衍生品分别收入 51.76/10.07/15.54 亿元 (yoy+95%/+72%/+79%)。上半年公司为 10 个 IP 推出近 20 款毛绒产品，同时还推出多种材质手办及衍生品等，增加可玩性，如环保材质 DIMOO 地球日手办等创新产品推动客单价提升。公司持续探索新业态，popop 持续落地北京、上海，主打 IP 潮流珠宝，产品涵盖耳饰、戒指、项链等品类，覆盖多个热门 IP。此外，公司官宣成立泡泡玛特电影工作室，《LABUBU 与朋友们》正在筹备中。

会员运营与费用管控双优。截至 25H1 中国内地累计注册会员 5912 万人 (yoy+51.9%)，25H1 会员贡献销售额占比达 91.2%，会员复购率为 50.8%。费用端，期间费用率 28.8% (yoy-10.6pct)，其中销售费用率 23.0% (yoy-6.5pct)，规模效应显现。25H1 即期应付授权费 5.46 亿元 (yoy+100%)，主要为公司与艺术家签订授权协议获得独家及非独家授权 IP 费用。

盈利预测：公司全球化布局加速，海外业务强势增长，或将助推公司进入高速增长周期。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 100.2/149.3/181.2 亿元，对应 PE 分别为 34.6X/23.3X/19.1X。

风险提示：行业竞争加剧，IP 开发不及预期，新市场拓展不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13038	30996	48445	63117
(+/-) (%)	107%	138%	56%	30%
归母净利润（百万元）	3125	10020	14931	18180
(+/-) (%)	189%	221%	49%	22%
EPS（元）	2.36	7.46	11.12	13.54
P/E（倍）	34.97	34.64	23.25	19.09

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	12,236	26,879	46,434	69,601	
现金	6,109	13,556	28,542	46,354	
应收账款及票据	478	1,359	2,124	2,767	
存货	1,525	2,840	4,130	5,321	
其他	4,125	9,124	11,638	15,160	
非流动资产	2,635	3,146	3,496	3,856	
固定资产	739	830	925	1,024	
无形资产	1,063	1,306	1,561	1,822	
其他	832	1,010	1,010	1,010	
资产总计	14,871	30,025	49,930	73,457	
流动负债	3,370	7,110	10,981	14,958	
短期借款	0	8	14	18	
应付账款及票据	1,010	1,893	2,926	3,769	
其他	2,360	5,208	8,042	11,172	
非流动负债	616	1,004	1,004	1,004	
长期债务	0	0	0	0	
其他	616	1,004	1,004	1,004	
负债合计	3,986	8,113	11,985	15,962	
普通股股本	1	1	1	1	
储备	10,206	20,226	35,156	53,337	
归属母公司股东权益	10,684	21,609	37,491	56,671	
少数股东权益	201	302	453	824	
股东权益合计	10,885	21,912	37,945	57,495	
负债和股东权益	14,871	30,025	49,930	73,457	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	4,878	7,524	15,317	18,151	
净利润	3,125	10,020	14,931	18,180	
少数股东权益	183	101	151	371	
折旧摊销	863	906	951	999	
营运资金变动及其他	707	-3,503	-716	-1,399	
投资活动现金流	166	-45	-303	-312	
资本支出	-517	-334	-350	-360	
其他投资	683	289	48	48	
筹资活动现金流	-443	-32	-29	-26	
借款增加	-15	8	6	4	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	-428	-41	-35	-30	
其他	0	0	0	0	
现金净增加额	4,628	7,447	14,986	17,812	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	13,038	30,996	48,445	63,117	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	4,330	8,114	12,391	15,963	
销售费用	3,650	7,749	12,838	17,673	
管理费用	947	1,860	3,391	5,049	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	-163	-143	-236	-255	
除税前溢利	4,366	13,495	20,109	24,735	
所得税	1,057	3,374	5,027	6,184	
净利润	3,308	10,121	15,082	18,552	
少数股东损益	183	101	151	371	
归属母公司净利润	3,125	10,020	14,931	18,180	
EBIT	4,202	13,352	19,873	24,480	
EBITDA	5,065	14,258	20,824	25,479	
EPS (元)	2.36	7.46	11.12	13.54	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	106.92%	137.74%	56.29%	30.29%	
归属母公司净利润	188.77%	220.59%	49.01%	21.76%	
获利能力					
毛利率	66.79%	73.82%	74.42%	74.71%	
销售净利率	23.97%	32.33%	30.82%	28.80%	
ROE	29.26%	46.37%	39.82%	32.08%	
ROIC	29.26%	45.69%	39.27%	31.92%	
偿债能力					
资产负债率	26.80%	27.02%	24.00%	21.73%	
净负债比率	-56.13%	-61.83%	-75.18%	-80.59%	
流动比率	3.63	3.78	4.23	4.65	
速动比率	2.13	2.29	2.97	3.45	
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.38	1.21	1.02	
应收账款周转率	32.63	33.76	27.82	25.81	
应付账款周转率	5.95	5.59	5.14	4.77	
每股指标 (元)					
每股收益	2.36	7.46	11.12	13.54	
每股经营现金流	3.63	5.60	11.41	13.52	
每股净资产	7.96	16.09	27.92	42.20	



研究团队简介

姜文铤，信达证券研发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、美护板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。