

2025年8月20日
泡泡玛特(9992.HK)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

潮玩

投资评级: 未有

6个月目标价 未有

股价 2025-8-19 280.8 港元

总市值(百万港元)	377,098.44
流通市值(百万港元)	377,098.44
总股本(百万股)	1,342.94
流通股本(百万股)	1,342.94
12个月低/高(港元)	79.5/293.4
平均成交(百万港元)	3,250.37

股东结构

王宁	44.60%
Shanghai Orient Securities	5.24%
Pop Mart Hehuo Holding	4.67%
其他	45.49%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.04	29.34	576.98
绝对收益	14.24	35.43	621.11

数据来源: Wind、港交所、公司

半年营收破百亿，业绩再创新高

事件: 近日, 泡泡玛特公布 2025H1 业绩, 收入同比增长 204.4%至 138.8 亿元(人民币, 下同, 列明除外), 经调整净利润同比增长 362.8%至 47.1 亿元, 好于市场预期。

报告摘要

业绩摘要: 25H1 公司收入同比增长 204.4%至 138.8 亿元, 半年营收破百亿, 经调整净利润同比增长 362.8%至 47.1 亿元, 调整项为股权激励股份支付, 25H1 的收入和利润均超过 24 年全年。毛利率同比提高 6.3pp 至 70.3%, 主要是由于海外销售占比提升以及外采产品比例下降。截至 25H1, 公司在全球 18 个国家和地区共开出 571 家线下门店(中国地区 443 家、亚太地区 69 家、美洲地区 41 家、欧洲地区 18 家)及 2597 台机器人商店, 海外官网覆盖 37 个国家, APP 覆盖 34 个国家, 并曾登上美国、澳洲、新加坡等国购物类下载榜首。

- 按 IP 划分来看:** 25H1 自有 IP 产品占比达 99.1%, 外采 IP 占比仅为 0.9%。旗下 5 大 IP 营收破 10 亿, 其中 THE MONSTERS (包含实现全球破圈的 Labubu) 营收 48.1 亿元, 占比 34.7%, 同比增长 668%; MOLLY 营收 13.6 亿元, 同比增长 73.5%; SKULLPANDA 营收 12.2 亿元, 同比增长 112.4%; CRYBABY 营收 12.2 亿元, 同比增长 248.7%; DIMOO 营收 11.1 亿元, 同比增长 192.5%。公司的 IP 风格多元化, 除了 5 大 IP 外, 还有 Hirono、星人、HACIPUPU、PUCKY 等持续成长的人气 IP。
- 按区域划分来看:** 25H1 中国地区收入 82.8 亿元, 同比增长 135.2%, 占比 59.7% (线下增长 117.1%, 线上增长 212.2%); 亚太地区收入 28.5 亿元, 同比增长 257.8%, 占比 20.6% (线下增长 203.5%, 线上增长 546.7%); 美洲地区收入 22.6 亿元, 同比增长 11.4 倍, 占比 16.3% (线下增长 744.3%, 线上增长 1977.4%); 欧洲及其他地区收入 4.8 亿元, 同比增长 729.2%, 占比 3.4% (线下增长 569.6%, 线上增长 1358.7%)。全球各区域均实现高速增长, 线上线下全面爆发。
- 按品类划分来看:** 25H1 毛绒产品实现收入 61.4 亿元, 同比增长 12.8 倍, 占比 44.2%, 由于 Labubu 等毛绒玩具的销售火爆, 毛绒产品的占比首次超越手办产品; 手办产品实现收入 51.8 亿元, 同比增长 94.8%, 占比 37.3%; MEGA 实现收入 10.1 亿元, 同比增长 71.8%, 占比 7.3%; 衍生品及其他产品实现收入 15.5 亿元, 同比增长 78.9%, 占比 11.2%。随着各品类的爆品持续推出, 公司的产品结构也更多元化。

后续展望: 海外市场空间广阔, 需求仍然旺盛, 当前海外门店数约 140 家, 管理层预计到年底将达到 200 家, 还有一些空白区域如中东、中南美、南亚、俄罗斯等市场仍有待开发。公司的 IP 储备丰富, 且绝大部分为自有 IP, 亮眼的业绩体现了公司有着领先于行业的 IP 开发和运营能力。根据彭博一致预期, 公司的 2025/2026/2027 年 PE 分别为 45.05/32.00/25.50x, 考虑到泡泡玛特作为新消费企业且仍在高速增长中, 因此后续的估值水平并不算很高。随着海外市场的持续开发, 利润率有望进一步提升, 推荐持续关注后续业务发展。

风险提示: 宏观经济下行, 消费疲软; 行业竞争加剧; 海外拓展不及预期。

杨怡然 CFA

消费行业分析师

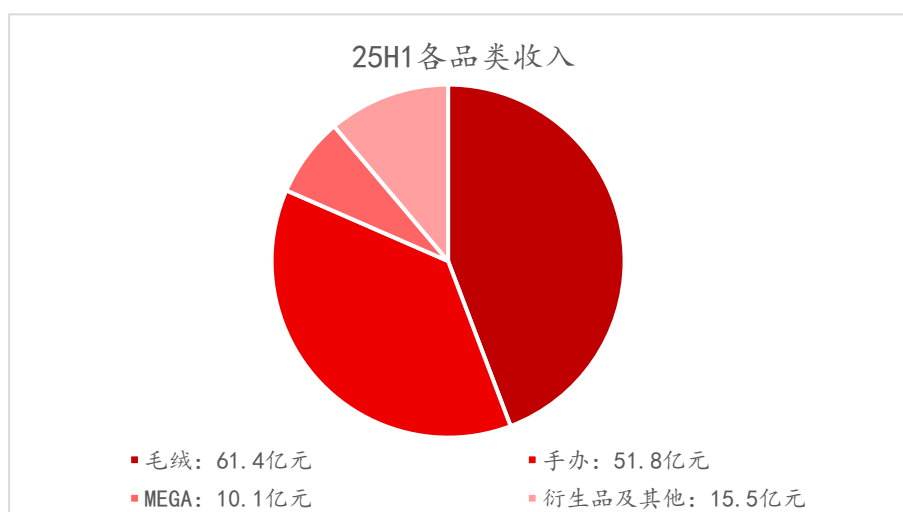
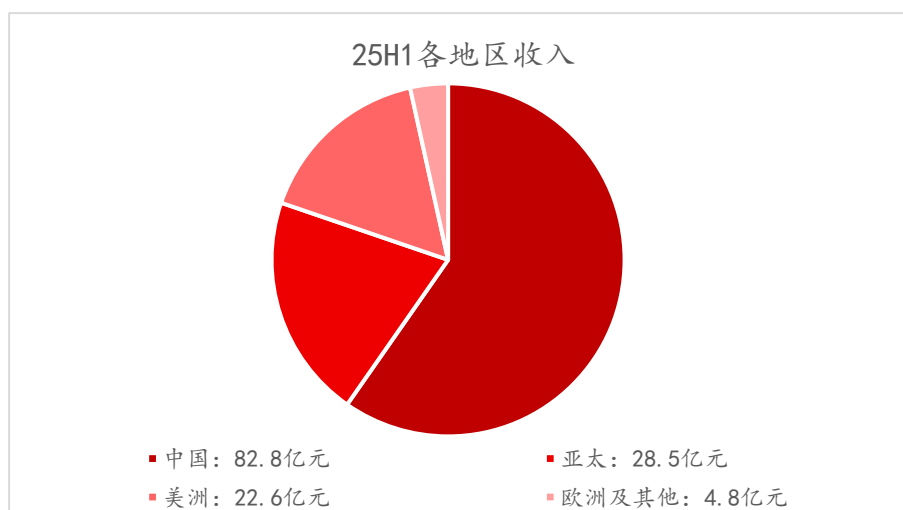
laurayang@sdicsi.com.hk

公司业绩概览

(人民币亿元, 31/12 年结)	2024H1	2024	2025H1
收入	45.58	130.38	138.76
YOY (%)	62%	107%	204%
毛利	29.19	87.08	97.61
毛利率 (%)	64%	67%	70%
经营利润	11.26	41.54	60.44
经营利润率 (%)	25%	32%	44%
期内净利润	9.64	33.08	46.82
净利润率 (%)	21%	25%	34%
经调整净利润	10.18	34.03	47.10
经调整净利润率 (%)	22%	26%	34%

资料来源：公司财报，国证国际

各分部表现



资料来源：公司财报，国证国际

彭博一致预测

(人民币亿元, 31/12 年结)	2025E	2026E	2027E
收入	283.67	388.42	482.80
YOY (%)	117.5%	36.9%	24.3%
毛利率 (%)	69.5%	70.0%	70.4%
经营利润	112.48	162.13	209.28
经调整净利润	85.23	120.47	151.77
P/E	45.05	32.00	25.50

资料来源：彭博，国证国际（截至 8 月 20 日）

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其他附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010