

# 泡泡玛特 (09992.HK): 25H1 增长靓丽, 全球化空间广阔

2025 年 8 月 22 日

推荐/维持

泡泡玛特

公司报告

**事件:** 公司发布 2025 年半年度业绩: 2025 上半年营收 138.8 亿元, 同比+204.5%, 归母净利润 45.7 亿元, 同比+396.5%, 经调整纯利 47.1 亿元, 同比+362.8%, 增长迅猛。

**境内: 增长迅猛, 有望持续。** 2025 年 H1 国内收入 82.8 亿元, 同比+135.2%, 保持高速增长。**分渠道看, 1) 线下渠道**收入 50.8 亿元, 同比+117.1%。2025H1 零售店新开 12 家至 443 家, 平均店效再次达到历史新高。公司将重点从开店转向门店的质量优化, 门店的盈利能力持续提升。**2) 线上渠道**收入 29.4 亿元, 同比+212.2%。抽盒机/天猫/抖音三个渠道增速全部高于线下, 因公司产品持续稀缺, 线上成为众多消费者主要的“抢购”渠道。Labubu 3.0 前方高能系列 4 月发布后热度火爆, 且热度成功扩展至 IP 矩阵, 叠加 Q1 哪吒 IP 的火热, 推动国内业务继续高速增长。**会员数量**环比增长 28%至 5912 万, 增速环比提升, 人均支出也有所增长。6 月份开启的预售模式推动 25H1 合同负债达 8.5 亿元, 同比、环比均 3 倍以上增长, 将提振下半年业绩, 叠加新品推出预期, 国内业务下半年有望在高基数下增长。乐园、饰品店等新业态不断丰富和打磨中, 远期有望带来显著增量。

**境外: 延续爆发增长, 空白市场仍广阔。** 2025H1 海外收入 55.9 亿元, 同比+314%。**分区域看, 1) 亚太:** 收入 28.5 亿元, 同比+258%, 其中线下/线上收入为 15.3/10.7 亿元, 同比+204%/+547%。门店同比新开 30 家至 69 家门店。**2) 美洲:** 收入 22.7 亿元, 同比+1142%, 其中线下/线上收入为 8.4/13.3 亿元, 同比+744%/+1977%。门店同比新开 31 家至 41 家门店。**3) 欧洲及其他:** 收入 4.8 亿元, 同比+729%, 其中线下/线上收入为 2.8/1.6 亿元, 同比+570%/+1359%。门店同比新开 9 家至 18 家门店。**整体来看, 海外线上增速显著高于线下, 表明仍有需求未满足, 各地区均存在拓店空间, 在欧美地区体现更加明显。**公司因地制宜制定零售策略: **亚太地区**已实现较高收入规模, 拓展的同时强化精细运营, 有望推动利润率提升; **美洲**拓展顺利, 从线上近 20 倍的增长看仍有较大的发展空间, 下半年预计保持较高的开店速度; **欧洲**仍处发展初期, 部分国家近期才开出首店, 积极布局地标为未来打下基础。**欧美等高消费力市场空间充足, 中东、南美等地区仍为空白市场, 海外市场的天花板远未达到, 继续高速增长可期。**

**产品视角看, IP 矩阵全面增长, 毛绒品类表现亮眼。**IP 方面, THE MONSTERS 上半年收入达 48.1 亿元, 同比+668%, 收入占比 34.7%。核心角色 Labubu 已成为世界级 IP, 影响力仍在提升。THE MONSTERS 中角色丰富, 有望继续丰富 IP 形象。其他 IP 也表现抢眼: 新锐 IP 中 CRYBABY 收入达 12.2 亿元, 同比+249%, 引发情感共鸣, 效果斐然, 星星人 2024 年推出后半年收入已至 3.9 亿元; 经典 IP 依然保持增长, MOLLY/SKULLPANDA/DIMOO/收入分别为 13.6/12.2/11.1 亿元, 同比+74%/+112%/+192%。全球化对 IP 多样性和本地化提出更大挑战, 泡泡玛特优异的 IP 运营与发掘能力构建起强大的竞争优势。**品类方面, 毛绒/手办/MEGA/衍生品**收入为 61.4/51.8/10.1/15.5 亿元, 同比+1276%/+95%/+72%/79%。毛绒产品增长迅猛成为第一大品类, 此外各品类均有较高的增长。多元化妆品类丰富消费者体验, 不断扩大 IP 商业价值, 小型挂件、积木品类仍有巨大潜在发展空间。公司供应链能力已有显著优化, 短期

## 公司简介:

泡泡玛特国际集团有限公司成立于 2010 年, 公司是中国最大的潮流玩具公司。IP 是公司业务的核心。公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台, 包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。

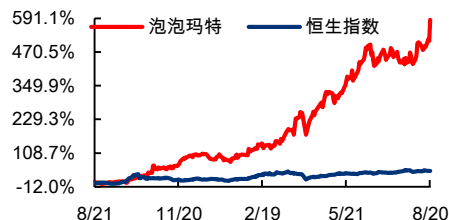
资料来源: 公司公告、同花顺

## 交易数据

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 52 周股价区间 (港元) | 316.0-45.35     |
| 总市值 (亿港元)     | 4,243.7         |
| 流通市值 (亿港元)    | 4,243.7         |
| 总股本/流通股数 (万股) | 134,294/134,294 |
| A 股/B 股 (万股)  | -/-             |
| 52 周日均换手率     | 0.785           |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523060001

将更好的匹配高速增长的需求, 长期看将不断推出新材料、新工艺, 扩展品类。

**盈利能力提升明显, 海外高增+新品推出有望继续抬高净利率。**公司 2025 年 H1 毛利率 70.3%, 同比+6.3pct; 销售、管理费用率分别同比-6.7、-4.0pct, 盈利指标全面向好。2025 年净利率 33.0%, 达到历史最高水平, 同比+12.8pct。盈利能力显著提升主要因销售的火热强化规模效应, 高毛利率的海外业务占比提升以及高价产品的推出, 预计下半年各项因素持续, 净利率进一步提升。

**增长动能充足, 未来业绩可期。**Mini Labubu 预计近期发布, 产品体积较小, 可拓展手机挂饰、钥匙链等使用场景, 有望成为后续爆品。此外海外方面, 欧美市场预计继续快速开店, 中东、南美市场逐步开辟; 国内方面, 产品预售提振业绩, 门店数量预计小幅增加。我们看好下半年业绩继续高速增长, 远期看新品类、乐园、饰品值得期待。

**盈利预测与投提振资评级:** 风格多样的 IP 矩阵+ IP 挖掘及运营能力+业内布局最广的线上线下渠道, 泡泡玛特已建立远超同业的竞争优势, 助力全球化的进一步深入。公司逐步构建出包含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架, 围绕 IP 产出更大的商业价值。海外市场天花板远未达到, 品类的拓展与多业态的孵化打开未来成长空间, 我们看好公司持续保持较好的成长性。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 110.7、155.4、203.2 亿元人民币, 股价对应 PE 分别为 38.3、27.3、20.9 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 新市场拓展不及预期; 国内外宏观经济不及预期, 新品拓展不及预期。

## 财务指标预测

| 指标          | 2023     | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 6,301.00 | 13,037.75 | 32,488.52 | 44,429.85 | 57,359.27 |
| 增长率 (%)     | 36.46    | 106.92    | 149.19    | 36.76     | 29.10     |
| 归母净利润 (百万元) | 1,082.34 | 3,125.47  | 11,072.57 | 15,541.22 | 20,316.61 |
| 增长率 (%)     | 127.55   | 188.77    | 254.27    | 40.36     | 30.73     |
| 净资产收益率 (%)  | 13.93    | 29.26     | 54.34     | 48.26     | 42.62     |
| 每股收益 (元)    | 0.81     | 2.33      | 8.25      | 11.57     | 15.13     |
| PE          | 392.08   | 135.78    | 38.33     | 27.31     | 20.89     |
| PB          | 54.62    | 39.72     | 20.83     | 13.18     | 8.90      |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表    |        | 单位:百万元 |        |        |        |           | 利润表    |        | 单位:百万元 |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 流动资产     | 7,683  | 12,236 | 27,005 | 42,394 | 62,017 | 营业收入      | 6,301  | 13,038 | 32,489 | 44,430 | 57,359 |
| 现金       | 2,096  | 6,135  | 13,948 | 25,353 | 40,847 | 营业成本      | 2,437  | 4,330  | 8,683  | 11,390 | 14,464 |
| 应收票据及应收账 | 321    | 478    | 1,071  | 1,319  | 1,532  | 营业税金及附加   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 销售费用      | 2,005  | 3,650  | 7,091  | 9,697  | 12,519 |
| 预付账款     | 434    | 491    | 1,101  | 1,355  | 1,574  | 管理费用      | 707    | 947    | 1,733  | 2,370  | 3,060  |
| 存货       | 905    | 1,525  | 2,751  | 3,248  | 3,712  | 财务费用      | -152   | -163   | -181   | -354   | -596   |
| 其他流动资产   | 3,927  | 3,608  | 8,134  | 11,119 | 14,351 | 资产减值损失    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产    | 2,285  | 2,635  | 2,765  | 2,849  | 2,889  | 信用减值损失    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资     | 107    | 137    | 137    | 137    | 137    | 其他经营收益    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产     | 653    | 739    | 805    | 992    | 1,150  | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产     | 842    | 1,063  | 927    | 825    | 706    | 投资净收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产  | 683    | 696    | 896    | 896    | 896    | 营业利润      | 1,304  | 4,274  | 15,162 | 21,326 | 27,913 |
| 资产总计     | 9,969  | 14,871 | 29,770 | 45,243 | 64,906 | 其他非经营损益   | 112    | 92     | 110    | 110    | 110    |
| 流动负债     | 1,733  | 3,370  | 7,932  | 10,673 | 13,692 | 利润总额      | 1,416  | 4,366  | 15,272 | 21,436 | 28,023 |
| 短期借款     | 15     | 0      | 0      | 0      | 0      | 所得税       | 327    | 1,057  | 3,555  | 4,990  | 6,524  |
| 应付票据及应付账 | 445    | 1,010  | 2,228  | 2,923  | 3,711  | 净利润       | 1,089  | 3,308  | 11,717 | 16,446 | 21,499 |
| 其他流动负债   | 1,273  | 2,360  | 5,704  | 7,750  | 9,980  | 少数股东损益    | 6      | 183    | 644    | 905    | 1,182  |
| 非流动负债    | 455    | 616    | 616    | 616    | 616    | 归属母公司净利润  | 1,082  | 3,125  | 11,073 | 15,541 | 20,317 |
| 长期借款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 主要财务比率    |        |        |        |        |        |
| 其他非流动负债  | 455    | 616    | 616    | 616    | 616    |           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 负债合计     | 2,188  | 3,986  | 8,548  | 11,289 | 14,308 | 成长能力      |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益   | 10     | 201    | 846    | 1,750  | 2,933  | 营业收入(%)   | 36.46  | 106.92 | 149.19 | 36.76  | 29.10  |
| 股本       | 1      | 1      | 1,001  | 2,001  | 3,001  | 归母净利润(%)  | 127.55 | 188.77 | 254.27 | 40.36  | 30.73  |
| 资本公积     | 7,769  | 10,683 | 9,683  | 8,683  | 7,683  | 获利能力      |        |        |        |        |        |
| 留存收益     | 0      | 0      | 9,693  | 21,521 | 36,982 | 毛利率(%)    | 61.32  | 66.79  | 73.27  | 74.36  | 74.78  |
| 归属母公司股东权 | 7,770  | 10,684 | 20,377 | 32,204 | 47,666 | 净利率(%)    | 17.28  | 25.38  | 36.07  | 37.02  | 37.48  |
| 负债和股东权益  | 9,969  | 14,871 | 29,770 | 45,243 | 64,906 | ROE(%)    | 13.93  | 29.26  | 54.34  | 48.26  | 42.62  |
| 现金流量表    | 单位:百万元 |        |        |        |        | 偿债能力      |        |        |        |        |        |
|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 资产负债率(%)  | 21.95  | 26.80  | 28.71  | 24.95  | 22.04  |
| 经营活动现金流  | 1991   | 4954   | 9328   | 15080  | 20069  | 流动比率      | 4.43   | 3.63   | 3.40   | 3.97   | 4.53   |
| 净利润      | 1089   | 3308   | 11717  | 16446  | 21499  | 速动比率      | 1.65   | 2.11   | 2.03   | 2.63   | 3.21   |
| 折旧摊销     | 669    | 863    | 270    | 315    | 360    | 营运能力      |        |        |        |        |        |
| 财务费用     | -152   | -163   | -181   | -354   | -596   | 总资产周转率    | 0.63   | 0.88   | 1.09   | 0.98   | 0.88   |
| 其他经营现金流  | 385    | 946    | -2478  | -1327  | -1195  | 应收账款周转率   | 19.61  | 27.29  | 30.32  | 33.69  | 37.44  |
| 投资活动现金流  | 234    | 9      | -316   | -316   | -316   | 每股指标(元)   |        |        |        |        |        |
| 资本支出     | 421    | 356    | 400    | 400    | 400    | 每股收益(最新摊  | 0.81   | 2.33   | 8.25   | 11.57  | 15.13  |
| 其他投资现金流  | -187   | -347   | -716   | -716   | -716   | 每股经营现金流   | 1.48   | 3.69   | 6.95   | 11.23  | 14.94  |
| 筹资活动现金流  | -842   | -959   | -1199  | -3360  | -4259  | 每股净资产(最新  | 5.79   | 7.96   | 15.17  | 23.98  | 35.49  |
| 短期借款     | 15     | -15    | 0      | 0      | 0      | 估值比率      |        |        |        |        |        |
| 长期借款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | P/E       | 392.08 | 135.78 | 38.33  | 27.31  | 20.89  |
| 其他筹资现金流  | -857   | -943   | -1199  | -3360  | -4259  | P/B       | 54.62  | 39.72  | 20.83  | 13.18  | 8.90   |
| 现金净增加额   | 1383   | 4005   | 7814   | 11404  | 15494  | EV/EBITDA | 0.05   | -0.35  | 20.37  | 29.07  | 33.38  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526