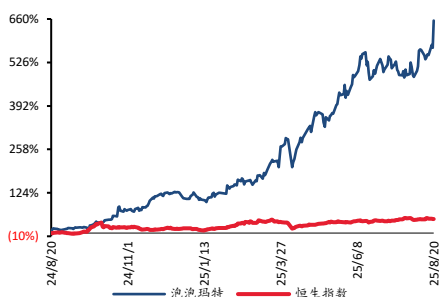


泡泡玛特：爆款 IP 全面点燃增长，全球化战略加速兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	13.43/13.43
总市值/流通(亿港元)	4,243.7/4,243.7
12 个月内最高/最低价(港元)	319.4/40.1

相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：公司公布 2025 年半年报业绩，2025H1 公司实现营收 138.76 亿元，同比+204.4%，实现经调整净利润 47.1 亿元，同比+362.8%，此前中报盈利预期披露为收入增速不低于 200%，利润增速不低于 350%，略超预期。

多 IP 齐发力，国际化成果显著。分 IP 来看，The Monster/Molly/Skull Panda/Crybaby/Dimoo/Hirono/Hacipupu 收入 48.14/13.57/12.20/12.18/11.05/7.28/3.89/3.32 亿元，同比+668%/74%/112%/249%/192%/197%/250%，占比 34.7%/9.8%/8.8%/8.8%/8.0%/5.2%/2.4%，星星人去年 8 月上线 2025H1 实现营收 3.89 亿元，收入占比 2.8%，公司 5 个 IP 收入超 10 亿，13 个 IP 收入过亿，上半年 LABUBU 带动下的 The Monster 系列成为公司的超级增长引擎，同时多 IP 爆发式增长使得发展更加均衡。分品类看，手办/毛绒/MEGA/衍生品及其他实现收入 51.8/61.4/10.1/15.5 亿元，同比+94.8%/+1276.2%/+71.8%/+78.9%，毛绒超过手办产品成第一大品类，毛绒占比提升至 44%，同比+34pct。分地区看，中国/亚太/美洲/欧洲及其他分别实现营收 82.8/28.5/22.6/4.8 亿元，同比+135.2%/+257.8%/+1142.3%/+729.2%，除亚太外，各区域均较 Q1 提速。截至 2025H1 末全球门店共 571 家，较年初增加 40 家，其中中国/亚太/美洲/欧洲 443/69/41/18 家，较年初净增 12/5/19/4 家。公司在海外特别是美国爆发增长，国际门店快速扩张，成功从“国内潮玩品牌”跃升为“全球化 IP 平台”，公司将继续深耕美国、欧洲、亚太地区发展，拓展中东/中欧/中南美等市场，积极打造全球旗舰店及旅游零售门店，布局甜品、饰品等业务加速出海，稳步践行全球化发展战略。2025H1 中国线下/线上收入 50.8/29.4 亿元，同比+117.1%/+212.2%；亚太线下/线上收入 15.3/10.7 亿元，同比+203.5%/+546.7%；美洲线下/线上收入 8.4/13.3 亿元，同比+744.3%/+1977.4%；欧洲及其他地区线下/线上收入 2.8/1.6 亿元，同比+569.6%/+1358.7%。2025H1 末会员总数 5912 万人，新增 1304 万人，复购率达 50.8%。

毛利率/净利率均创历史新高，盈利能力加速进阶。盈利能力创历史新高，2025H1 公司毛利率 70.3%，同比+6.3pct，主因毛利率更高的海外营收占比提升以及规模效应释放。费用端，2025H1 销售/管理费用率分别 23.0%/5.6%，同比-6.7/-4.0pct，公司运营效率持续提升，经营杠杆显著发挥。2025H1 公司经调整净利率 33.9%，同比+11.6pc，预计下半年旺季有望带动净利率进一步提升。

投资建议：预计 2025-2027 年收入增速分别为 155%/47%/23%，归母净利润增速分别为 254%/50%/28%，EPS 分别为 8.25/12.35/15.83 元，对应当前股价 PE 分别为 35x/24x/18x，我们按照 2026 年业绩给予 28 倍并按照 0.91:1 的汇率，一年目标价 380.00 港元，给予“买入”评级。

风险提示：海外扩张风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13038	33213	48780	60202
营业收入增长率(%)	107%	155%	47%	23%
归母净利（百万元）	3125	11076	16591	21261
净利润增长率(%)	189%	254%	50%	28%
摊薄每股收益（元）	2.36	8.25	12.35	15.83
市盈率（PE）	34.57	34.86	23.28	18.16

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,236	27,370	48,378	72,916
现金	6,109	-662	13,546	32,937
应收账款及票据	478	1,436	2,128	2,479
存货	1,525	3,771	5,116	6,032
其他	4,125	22,825	27,587	31,469
非流动资产	2,635	2,837	2,864	2,891
固定资产	739	739	739	739
无形资产	1,063	1,063	1,063	1,063
其他	832	1,035	1,061	1,088
资产总计	14,871	30,207	51,241	75,807
流动负债	3,370	8,104	12,083	14,631
短期借款	0	0	0	-5
应付账款及票据	1,010	1,773	2,754	3,341
其他	2,360	6,331	9,329	11,295
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	9,108	13,087	15,635
普通股股本	1	1	1	1
储备	10,206	20,188	36,779	58,041
归属母公司股东权益	10,684	20,666	37,257	58,518
少数股东权益	201	433	897	1,653
股东权益合计	10,885	21,099	38,154	60,171
负债和股东权益	14,871	30,207	51,241	75,807

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,954	-5,937	14,117	19,264
净利润	3,125	11,076	16,591	21,261
少数股东权益	183	232	464	756
折旧摊销	863	0	0	0
营运资金变动及其他	783	-17,245	-2,939	-2,753
投资活动现金流	9	260	92	132
资本支出	-517	0	0	0
其他投资	526	260	92	132
筹资活动现金流	-959	-1,094	0	-5
借款增加	-520	0	0	-5
普通股增加	-78	0	0	0
已付股利	-378	-1,094	0	0
其他	18	0	0	0
现金净增加额	4,031	-6,771	14,208	19,390

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,038	33,213	48,780	60,202
其他收入	0	0	0	0
营业成本	4,330	9,709	13,807	16,287
销售费用	3,650	6,975	10,244	12,040
管理费用	947	1,661	2,439	3,010
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-163	0	0	0
除税前溢利	4,366	14,939	22,405	29,021
所得税	1,057	3,631	5,349	7,004
净利润	3,308	11,308	17,056	22,017
少数股东损益	183	232	464	756
归属母公司净利润	3,125	11,076	16,591	21,261
EBIT	4,202	14,939	22,405	29,021
EBITDA	5,065	14,939	22,405	29,021
EPS (元)	2.36	8.25	12.35	15.83

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	106.92%	154.75%	46.87%	23.41%
归属母公司净利润	188.77%	254.39%	49.79%	28.15%
获利能力				
毛利率	66.79%	70.77%	71.69%	72.95%
销售净利率	23.97%	33.35%	34.01%	35.32%
ROE	29.26%	53.60%	44.53%	36.33%
ROIC	29.26%	53.60%	44.70%	36.59%
偿债能力				
资产负债率	26.80%	30.15%	25.54%	20.63%
净负债比率	-56.13%	3.14%	-35.50%	-54.75%
流动比率	3.63	3.38	4.00	4.98
速动比率	2.13	0.40	1.56	2.67
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.47	1.20	0.95
应收账款周转率	32.63	34.71	27.37	26.14
应付账款周转率	5.95	6.98	6.10	5.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.36	8.25	12.35	15.83
每股经营现金流	3.69	-4.42	10.51	14.34
每股净资产	7.96	15.39	27.74	43.57
估值比率				
P/E	34.57	34.86	23.28	18.16
P/B	10.25	18.69	10.37	6.60
EV/EBITDA	20.42	25.89	16.63	12.17

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。