

全球化战略成效显著，盈利能力实现结构性跃升

——泡泡玛特首次覆盖报告

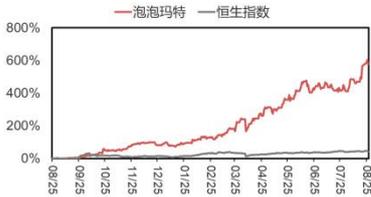
轻工制造

报告原因:

买入 (首次)

| | |
|--------------|-------------|
| 市场数据: | 2025年08月27日 |
| 收盘价(港元) | 322.2 |
| 一年内最高/最低(港元) | 339.8/43.7 |
| 总股本(亿股) | 13.4 |
| 总市值(亿港元) | 4327.0 |

一年内股价与恒生指数对比走势:



资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

投资要点:

- 投资评级与估值:** 预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 111.7/174.9/222.7 亿元, 同比增长 257.5%/56.5%/27.3%, 对应 PE 为 35.4/22.6/17.7。考虑到公司全球化战略成功验证、IP 平台化运营能力以及盈利能力结构性提升, 首次覆盖给予“**买入**”评级。
- 关键假设:** 1) 营收方面, 公司在中国市场精细化运营和海外市场快速扩张将推动营业收入持续增长。中国市场方面, 假设公司在 2025-2027 年线下增速为 109.2%/23.5%/9.7%、线上增速为 205.3%/64.4%/23.8%、批发及其他渠道增速为 9.0%/5.0%/2.0%。海外市场方面, 假设公司在 2025-2027 年线下/线上/批发及其他渠道对应的增速分别是: 线下 197.8%/41.8%/17.6%、线上 275.9%/84.1%/50.3%、批发及其他渠道 100.0%/70.0%/27.0%。2) 毛利率方面, 海外市场更高的定价以及规模效应等将推动毛利率稳步提升。中国市场方面, 假设公司 2025-2027 年线下毛利率为 69.1%/70.0%/70.5%、线上毛利率为 68.5%/69.0%/69.3%、批发及其他渠道毛利率为 48.6%/49.0%/49.2%。海外市场方面, 假设公司 2025-2027 年线下毛利率为 76.5%/77.4%/78.0%、线上毛利率为 76.0%/76.3%/76.8%、批发及其他渠道毛利率为 63.2%/65.2%/66.0%。
- 有别与大众的认识:** 市场认为公司在海外的扩张可能面临文化和经营壁垒, 业务依赖单一 IP 而 IP 存在生命周期和上限, 产能不足影响业绩兑现, 但我们认为: **1) 海外市场线下借助 DTC 模式优势实现快速扩张, 线上通过本土化团队运营和创新性营销活动实现破圈, 全球化进程加速, 线上渠道增长强劲。** ①海外市场收入大幅增长, 25H1 实现收入 55.9 亿元, 同比增长 439.6%, 其中亚太/美洲/欧洲分别实现收入 28.5/22.6/4.8 亿元, 同比增长 257.8%/1142.3%/729.2%。线下借助 DTC 模式优势实现快速扩张, 25H1 海外门店数量从 100 家增至 128 家, 新开门店质量在面积、位置、设计方面显著提升; 得益于海外线上运营团队本地化率提高以及创新性营销活动推动用户数量、用户粘性增加, 线上增速更加迅猛, 25H1 线上收入达 25.6 亿元, 同比增长 964.8%, 线上收入占比同比提高 21.8pct 至 45.8%, 亚太/美洲/欧洲分别实现收入 10.7/13.3/1.6 亿元, 同比增长 546.7%/1977.4%/1358.7%。②中国市场 25H1 实现收入 82.8 亿元, 同比增长 135.2%。线下/线上/批发及其他渠道分别实现收入 50.8/29.4/2.6 亿元, 同比增长 117.1%/212.2%/9.4%。线下渠道得益于动态化商品管理、门店空间形象陈列升级以及人才优化等改进措施, 零售店实现收入 44.1 亿元, 同比增长 119.9%; 线上表现更加亮眼, 线上收入占中国市场收入比重同比提高 8.8pct 至 35.5%, 天猫旗舰店在承接高流量客流的基础上通过多品类跨界运营推动收入增长 230.7%, 抖音平台通过高流量高互动直播实现 168.6% 快速增长。2) **IP 矩阵成功多元化, 毛绒品类收入高增, 充分验证公司 IP 平台化运营能力, 对单一 IP 依赖度有限。** 25H1 公司毛绒品类收入实现大幅提高, 达 61.4 亿元, 同比增长 1276.2%, 占营收比重 44.2%, 超过手办品类成为第一大品类, 主要得益于 LABUBU 等搪胶毛绒爆款系列产品的成功打造。手办品类保持 94.8% 增长, 展现了核心品类的持续竞争力。MEGA 产品线持续深化高端收藏市场布局, 收入同比增长 71.8%。从 IP 运营来看, THE MONSTERS 收入 48.1 亿元, 同比增长 668.0%, 但收入占比控制在 34.7% 的健康水平。在 LABUBU 爆火的同时, 公司其他核心 IP 同样实现高速增长, 25H1 共有 5 个 IP 实现收入超 10 亿元, 13 个 IP 收入过亿 (去年同期 IP 收入过亿数量为 6 个), IP 矩阵成功进一步多元化, 充分验证公司 IP 平台化运营能力。3) **市场低估了公司盈利能力提升潜力, 海外市场加速拓展叠加规模效应将推动盈利能力持续提升。** 25H1 毛利率同比提升 6.3pct 至 70.3%, 主要系海外市场定价更高, 降低外采商品比例、优化采购成本, 规模效应摊薄固定成本, 加上得益于收入规模效应及严格的费用管控, 营销费用率从 39.2% 降至 28.6%, 推动净利率同比提升 12.5pct 至 33.7%。4) **供应链技术革新将提高产能上限。**

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

产能方面，面对市场需求的爆发式增长，公司通过精益化生产和自动化改造对供应链进行升级，毛绒品类月产能已提高至 3000 万只，加速满足热门品类产能需求缺口。战略布局方面，公司规划建设全球六大生产基地，推动建立供应链横向、纵向一体化协同体系，提升供应链的柔性及响应速度，构建敏捷的供应链系统，更为灵活的响应市场需求。

- **催化剂：**1) 海外门店处于快速扩张期，公司正积极探索中东、中欧及中南美等新兴市场，预计今年底海外门店数超 200 家，海外市场营收将进一步提升；2) 品类创新能力强劲，毛绒品类的成功验证公司产品开发和供应链整合能力，IP 矩阵将持续丰富；3) 海外高毛利业务占比提高和规模效应将共同推动盈利能力提升；4) 供应链精益化生产及自动化改造将推动产能持续增长。
- **风险提示：**1) 海外市场拓展不及预期：全球宏观经济波动、地缘政治风险、本地化运营挑战或导致海外门店扩张速度及单店表现不及预期；2) IP 收入增长不及预期：核心 IP 热度降温或新 IP 孵化速度慢于预期或影响公司收入增长；3) IP 生命周期波动风险：若公司未能持续推出创新产品维持或延长核心 IP 生命周期，可能面临 IP 老化带来的收入波动风险。

财务数据及盈利预测

| 报告期 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 6301 | 13038 | 34218 | 50965 | 63187 |
| 同比增长率 (%) | 37 | 107 | 162 | 49 | 24 |
| 归母净利润 (百万元) | 1082 | 3126 | 11173 | 17488 | 22268 |
| 同比增长 (%) | 128 | 189 | 258 | 57 | 27 |
| 每股收益 (元/股) | 0.8 | 2.3 | 8.3 | 13.0 | 16.6 |
| 毛利率 (%) | 61.3 | 66.8 | 71.4 | 72.3 | 73.0 |
| ROE (%) | 13.9 | 29.3 | 54.5 | 48.7 | 40.2 |
| 市盈率 | 365.0 | 126.4 | 35.4 | 22.6 | 17.7 |

资料来源：iFinD，爱建证券研究所

财务预测摘要:

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 人民币:百万元 | | | | | | 人民币:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 2,096 | 6,135 | 16,505 | 32,475 | 54,672 | 净利润 | 1,089 | 3,308 | 12,040 | 18,703 | 23,689 |
| 应收款项 | 321 | 478 | 1,059 | 1,955 | 2,597 | 折旧摊销 | 669 | 863 | 407 | 471 | 580 |
| 存货 | 905 | 1,525 | 2,282 | 3,670 | 4,680 | 营运资本变动 | 139 | 246 | | | |
| 流动资产 | 7,684 | 12,236 | 26,564 | 45,483 | 68,433 | 经营活动现金流 | 1,991 | 4,954 | 11,871 | 18,247 | 25,265 |
| 长期股权投资 | 107 | 137 | 137 | 137 | 137 | 资本开支 | -421 | -356 | -216 | -300 | -590 |
| 固定资产 | 653 | 739 | 877 | 882 | 916 | 投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资活动现金流 | 234 | 9 | -189 | -247 | -528 |
| 无形资产 | 842 | 1,063 | 1,219 | 1,142 | 1,198 | 银行借款 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2,285 | 2,635 | 2,983 | 2,936 | 3,041 | 筹资活动现金流 | -842 | -959 | -1,312 | -2,029 | -2,541 |
| 资产合计 | 9,969 | 14,871 | 29,546 | 48,419 | 71,473 | 现金净增加额 | 1,383 | 4,005 | 10,370 | 15,971 | 22,196 |
| 短期借款 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 | 期初现金 | 685 | 2,078 | 6,135 | 16,505 | 32,475 |
| 应付款项 | 445 | 1,010 | 2,416 | 2,434 | 2,808 | 期末现金 | 2,096 | 6,135 | 16,505 | 32,475 | 54,672 |
| 流动负债 | 1,733 | 3,370 | 6,873 | 9,058 | 11,036 | | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债 | 455 | 616 | 1,100 | 1,200 | 1,280 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,189 | 3,986 | 7,436 | 10,258 | 12,316 | | | | | | |
| 股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | | |
| 资本公积 | 4,439 | 4,281 | 4,281 | 4,281 | 4,281 | | | | | | |
| 留存收益 | 3,331 | 6,402 | 16,224 | 31,597 | 51,174 | | | | | | |
| 归母股东权益 | 7,770 | 10,684 | 20,506 | 35,878 | 55,453 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 11 | 201 | 1,068 | 2,284 | 3,705 | | | | | | |
| 负债和权益总计 | 9,969 | 14,871 | 29,546 | 48,419 | 71,474 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | | 财务比率 | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 人民币:百万元 | | | | | | 人民币:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 6,301 | 13,038 | 34,218 | 50,965 | 63,187 | 成长能力指标 | | | | | |
| 营业成本 | 2,437 | 4,330 | 9,799 | 14,099 | 17,081 | 营业收入增速 (%) | 36.5 | 106.9 | 162.4 | 48.9 | 24.0 |
| 税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润增速 (%) | 147.6 | 227.7 | 269.7 | 54.8 | 27.2 |
| 销售费用 | 2,005 | 3,651 | 7,015 | 10,193 | 12,448 | 归母净利润增速 (%) | 127.5 | 188.8 | 257.5 | 56.5 | 27.3 |
| 管理费用 | 707 | 947 | 1,642 | 2,293 | 2,685 | 盈利能力指标 | | | | | |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率 (%) | 61.3 | 66.8 | 71.4 | 72.3 | 73.0 |
| 财务费用 | -152 | -163 | -40 | -86 | -153 | 净利率 (%) | 17.3 | 25.4 | 35.2 | 36.7 | 37.5 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROE (%) | 13.9 | 29.3 | 54.5 | 48.7 | 40.2 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROIC (%) | 13.2 | 49.3 | 197.4 | 218.8 | 218.1 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 营业利润 | 1,304 | 4,274 | 15,801 | 24,466 | 31,125 | 资产负债率 (%) | 22.0 | 26.8 | 25.6 | 21.2 | 17.2 |
| 营业外收支 | 112 | 92 | 106 | 103 | 100 | 净负债比率 (%) | -26.7 | -56.4 | -75.0 | -87.2 | -94.5 |
| 利润总额 | 1,416 | 4,366 | 15,907 | 24,569 | 31,225 | 流动比率 | 4.4 | 3.6 | 3.9 | 5.0 | 6.2 |
| 所得税 | 327 | 1,058 | 3,866 | 5,866 | 7,536 | 速动比率 | 1.7 | 2.1 | 2.7 | 3.9 | 5.3 |
| 净利润 | 1,089 | 3,308 | 12,040 | 18,703 | 23,689 | 营运能力 | | | | | |
| 少数股东损益 | 6 | 183 | 867 | 1,216 | 1,421 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| 归母净利润 | 1,082 | 3,126 | 11,173 | 17,488 | 22,268 | 应收账款周转率 | 19.6 | 27.3 | 32.3 | 26.1 | 24.3 |
| EBITDA | 1,932 | 5,065 | 16,274 | 24,955 | 31,653 | 存货周转率 | 2.7 | 2.8 | 4.3 | 3.8 | 3.7 |
| | | | | | | 每股指标 | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.8 | 2.3 | 8.3 | 13.0 | 16.6 |
| | | | | | | 每股经营性现金流 | 1.5 | 3.7 | 8.8 | 13.6 | 18.8 |
| | | | | | | 每股净资产 | 5.8 | 8.0 | 15.3 | 26.7 | 41.3 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 365.0 | 126.4 | 35.4 | 22.6 | 17.7 |
| | | | | | | 市销率 | 62.7 | 30.3 | 11.5 | 7.8 | 6.3 |
| | | | | | | 市净率 | 50.8 | 37.0 | 19.3 | 11.0 | 7.1 |
| | | | | | | EV/EBIT | 19.6 | 26.5 | 24.9 | 16.1 | 12.7 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 12.8 | 22.0 | 24.3 | 15.8 | 12.5 |

资料来源:公司公告, iFinD, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HSI.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15% |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5% |

行业评级

| | |
|------|----------------------|
| 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户

息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

任何机构或个人不得以任何形式翻版

用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。