

# 泡泡玛特 (09992.HK)

## IP 梯队多点迸发，全球化布局行稳致远，看好公司长期平台化孵化-运营-商业化 IP 的护城河和成长性

**事件：2026年3月25日，公司发布2025年财报。**

根据公司2025年财报，泡泡玛特全年实现营收371.2亿，YOY+184.7%，经调整净利润130.8亿，YOY+284.5%。毛利率72.1%，YOY+5.3pct；调整后净利率35.2%，YOY+9.1pct。

**点评：**

**分地区看，全球四大区域均实现三位数增长。**其中，中国营收208.5亿，YOY+134.6%，占总收入56.2%；亚太实现营收80.1亿元，YOY+157.6%，占总收入21.6%；美洲营收68.1亿，YOY+748.4%，占总收入18.3%；欧洲及其他营收14.5亿，YOY+506.3%，占总收入3.9%。

**分IP看，IP矩阵“一超多强”，Labubu风靡全球首破百亿，6大IP营收破20亿，17个IP营收破亿。**前6大IP THE MONSTERS 营收141.6亿 (YOY+366%)，SKULLPANDA 营收35.4亿 (YOY+171%)，CRYBABY 营收29.3亿 (YOY+151%)，MOLLY 营收29亿 (YOY+38%)，DIMOO 营收27.8亿元 (YOY+205%)、星星人营收20.6亿 (YOY+1602%)。Hirono、Hacipupu、Pucky、Peach Riot 等众多IP成长空间大。

**IP运营方面，公司坚持差异化+长线运营。**截至2025年12月31日，中国内地累计注册会员总数达到7,258万人，新增注册会员2,650万人。2025年会员贡献销售额占比93.7%，会员复购率为55.7%。

**看好IP平台型运营公司长期成长空间及护城河。**短期视角，我们看好Labubu X FIFA世界杯联名系列市场表现；中期视角，我们看好公司海外&多品类业务开拓表现，包括饰品、甜品、家电、乐园等业务；长期视角，我们看好公司IP平台化&全球化运营的成长空间。根据公司2025年经营情况，我们略微下调盈利预测，预计公司2026-2028年分别实现营收445.51（此前预期549.00）/523.62（此前预期645.00）/602.16亿元，实现归母净利润155.77（此前预期180.70）/188.40（此前预期214.19）/219.67亿元，当前股价对应PE 10.7x/8.9x/7.6x，维持“买入”评级。

**风险提示：**零售店开设不及预期；IP吸引力不及预期；公司出海业务发展不及预期；行业竞争加剧；单一IP依赖度较高的风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万人民币)	13,038	37,120	44,551	52,362	60,216
增长率 yoy (%)	106.9	184.7	20.0	17.5	15.0
归母净利润(百万人民币)	3,125	12,776	15,577	18,840	21,967
增长率 yoy (%)	188.8	308.8	21.9	21.0	16.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.33	9.53	11.62	14.05	16.38
净资产收益率 (%)	29.3	57.3	41.1	33.2	27.9
P/E (倍)	53.5	13.1	10.7	8.9	7.6
P/B (倍)	15.6	7.5	4.4	2.9	2.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月02日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	文娱用品
前次评级	买入
04月02日收盘价(港元)	141.80
总市值(百万港元)	190,159.92
总股本(百万股)	1,341.04
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	22.59

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘文轩

执业证书编号：S0680526020003

邮箱：liuwenxuan@gszq.com

分析师 赵海楠

执业证书编号：S0680526020002

邮箱：zhaohainan@gszq.com

#### 相关研究

- 《泡泡玛特 (09992.HK)：国内收入增长提速，海外渠道保持全面扩张》 2025-10-22
- 《泡泡玛特 (09992.HK)：海外业务全面高速扩张，利润率显著提升》 2025-08-20
- 《泡泡玛特 (09992.HK)：一季度境外业务全面高增，境内线上线下齐发力》 2025-04-23

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	12236	24915	44340	65457	89624
现金	6109	13775	32025	51937	75031
应收票据及应收账款	478	921	1114	1324	1539
其他应收款	577	1283	1559	1833	2108
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1525	5473	6410	7200	7903
其他流动资产	3548	3462	3232	3164	3043
<b>非流动资产</b>	2635	7187	6760	6211	5670
长期投资	412	357	307	277	232
固定资产	739	1418	1284	1131	979
无形资产	1063	3000	2760	2388	2045
其他非流动资产	420	2412	2409	2415	2414
<b>资产总计</b>	14871	32101	51100	71668	95294
<b>流动负债</b>	3370	7168	10289	11651	12885
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1010	1858	2475	2934	3152
其他流动负债	2360	5310	7813	8717	9733
<b>非流动负债</b>	616	2281	2281	2281	2281
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	616	2281	2281	2281	2281
<b>负债合计</b>	3986	9449	12570	13931	15166
少数股东权益	201	375	676	1041	1467
股本	1	1	1	1	1
资本公积	10206	22277	37854	56694	78661
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	10684	22278	37854	56695	78662
<b>负债和股东权益</b>	14871	32101	51100	71668	95294

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4954	0	18390	19971	22997
净利润	3125	12776	15577	18840	21967
折旧摊销	863	0	924	825	714
财务费用	49	82	34	26	41
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	246	0	1712	89	40
其他经营现金流	671	-12858	143	191	235
<b>投资活动现金流</b>	9	0	-106	-33	138
资本支出	-517	0	-550	-300	-220
长期投资	60	55	50	30	45
其他投资现金流	466	-55	394	237	313
<b>筹资活动现金流</b>	-959	0	-34	-26	-41
短期借款	-15	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-78	0	0	0	0
资本公积增加	2759	12071	15577	18840	21967
其他筹资现金流	-3624	-12071	-15611	-18866	-22008
<b>现金净增加额</b>	4031	0	18249	19912	23094

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	13038	37120	44551	52362	60216
营业成本	4330	10355	12474	14400	16258
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3650	8082	9579	10996	12645
管理费用	947	1770	2005	2330	2710
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-163	-76	-104	-294	-478
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	92	48	159	174	190
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	4110	16912	20494	24636	28602
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	4366	17037	20756	25105	29271
所得税	1057	4025	4878	5900	6879
<b>净利润</b>	3308	13012	15878	19205	22392
少数股东损益	183	236	302	365	425
<b>归属母公司净利润</b>	3125	12776	15577	18840	21967
EBITDA	5065	16960	21576	25636	29507
EPS (元/股)	2.33	9.53	11.62	14.05	16.38

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	106.9	184.7	20.0	17.5	15.0
营业利润(%)	256.8	311.5	21.2	20.2	16.1
归属母公司净利润(%)	188.8	308.8	21.9	21.0	16.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	66.8	72.1	72.0	72.5	73.0
净利率(%)	24.0	34.4	35.0	36.0	36.5
ROE(%)	29.3	57.3	41.1	33.2	27.9
ROIC(%)	29.3	57.2	41.0	32.9	27.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.8	29.4	24.6	19.4	15.9
净负债比率(%)	-56.1	-60.8	-83.1	-90.0	-93.6
流动比率	3.6	3.5	4.3	5.6	7.0
速动比率	3.2	2.7	3.7	5.0	6.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.6	1.1	0.9	0.7
应收账款周转率	32.6	53.1	43.8	43.0	42.1
应付账款周转率	6.0	7.2	5.8	5.3	5.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.33	9.53	11.62	14.05	16.38
每股经营现金流(最新摊薄)	3.69	0.00	13.71	14.89	17.15
每股净资产(最新摊薄)	7.97	16.61	28.23	42.28	58.66
<b>估值比率</b>					
P/E	53.5	13.1	10.7	8.9	7.6
P/B	15.6	7.5	4.4	2.9	2.1
EV/EBITDA	31.8	9.1	6.3	4.5	3.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年04月02日收盘价, 2025年现金流量表部分数据为0系公司当前暂未披露该年度现金流量表

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券 股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com