

今日焦點:

► 泡泡瑪特（9992 HK，股價HK\$316.00，市值4,240億港元）
1H25業績強勁，前景穩健

泡泡瑪特1H25業績表現出色，收入及淨利潤分別較先前公佈的盈喜高出4個百分點及6個百分點。收入同比增長200%至人民幣139億元，主要受惠於LABUBU 3.0系列及MOLLY等核心IP的強勁銷售，以及國際業務持續擴張。盈利表現顯著改善是一大亮點，受經營槓桿及毛利率較高的海外市場收入貢獻提升帶動，毛利率同比上升6個百分點至70.3%。淨利潤同比大幅增長300%至人民幣46億元，淨利率同比上升13個百分點至33.1%。

圖 1：1H25 業績回顧

	1H24		1H25		Results comments
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev	YoY chg
Revenue	4,558		13,876		204%
Cost of sales	1,639		4,115		151%
Gross profit	2,919	64%	9,761	70%	234%
Other revenue	(34)		179		626%
Selling and distribution expenses	(1,353)	-30%	(3,193)	-23%	136%
Administrative expenses	(434)	-10%	(770)	-6%	77%
Operating profit	1,126	25%	6,044	44%	437%
Finance costs	84		66		22%
Profit before income taxes	1,228		6,157		401%
Income tax expense	(264)		(1,475)		458%
Net profit	964	21%	4,682	34%	386%
					Scale effect and strict cost control

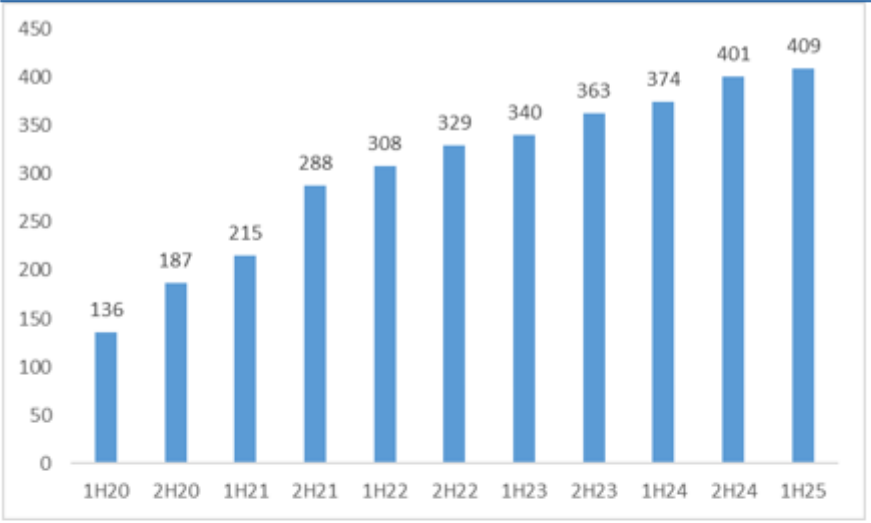
資料來源：公司數據，新華滙富研究

全球擴張步伐加速。大中華區收入同比增長40%至人民幣83億元。中國內地門店數量較2024年下半年增加8家，總數達409家。管理層表示，未來將維持內地門店總數於當前水準，並將戰略重心轉向提升經營質量，包括聚焦高端商圈選址及擴大單店規模，以進一步提升客流及強化品牌形象。1H25單店平均收入達人民幣890萬元，同比實現翻倍增長，主要驅動因素為客流量增加及平均客單價提升。

海外收入同比顯著增長340%至人民幣56億元，佔總收入的40%。增長主要來自美洲市場的強勁表現（同比增長11倍），同時歐洲及亞太區亦分別錄得730%及160%的同比增長。1H25海外門店數量增加28家至128家。公司全年海外門店目標超過200家，表明下半年將加快國際化擴張步伐，未來的擴張計畫包括進軍中東、中歐和南美等新市場。

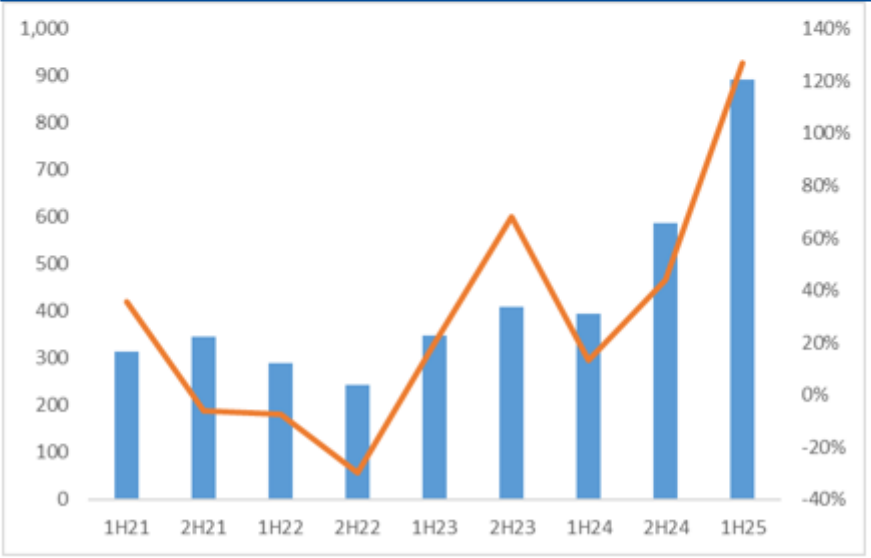
香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升		
恒生指數		25,165	0.2%	25.5%		
中資企業指數		9,013	0.1%	23.6%		
紅籌指數		4,345	-0.3%	14.9%		
滬深300指數		4,271	1.1%	8.6%		
上海A股		3,948	1.0%	0.8%		
上海B股		269	0.2%	0.8%		
深圳A股		2,471	0.8%	20.7%		
深圳B股		1,344	0.7%	10.8%		
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升		
美國道指		44,938	0.0%	5.6%		
標普500		6,395	-0.2%	8.7%		
美國納斯達克指數		21,172	-0.7%	9.6%		
日經平均指數		42,787	-0.2%	7.3%		
英國富時指數		9,288	1.1%	13.6%		
法國證券公會指數		7,973	-0.1%	8.0%		
德國法蘭克福指數		24,276	-0.6%	21.9%		
商品價格		收市	每日升跌	今年累升		
金價	(美元/盎司)	3,348	1.0%	27.4%		
銅價	(美元/盎司)	2,062	-1.2%	15.5%		
銀價	(美元/盎司)	37	1.4%	31.1%		
原油	(美元/桶)	62	0.6%	-12.4%		
銅價	(美元/盎司)	9,720	-0.1%	10.9%		
鋁價	(美元/盎司)	2,576	-0.5%	1.0%		
鉛價	(美元/盎司)	1,340	1.9%	47.4%		
錫價	(美元/盎司)	2,787	0.4%	-6.4%		
小麥	(美分/蒲式耳)	505	1.4%	-8.1%		
玉米	(美分/蒲式耳)	404	0.2%	-8.9%		
糖	(美分/磅)	N/A	N/A			
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,036	0.2%	1.3%		
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%		
CRB 指數		296	-0.0%	3.0%		
BDI				97.0%		
匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.3	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		171.7	1.1	8.4
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	183.2		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.5	0.1	
市場情緒					目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期						
希臘					N/A	N/A
愛爾蘭					83	-2.4%
義大利					139	-0.6%
葡萄牙					207	-0.0%
西班牙					108	0.3%
波動率指數					15	8.3%

圖 2：中國內地店鋪數量



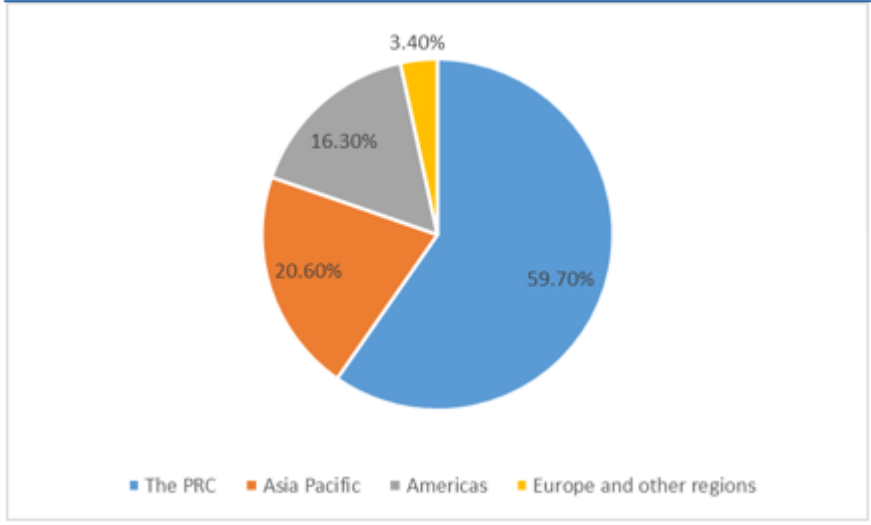
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：中國內地單店平均收入



資料來源：公司數據，新華滙富研究

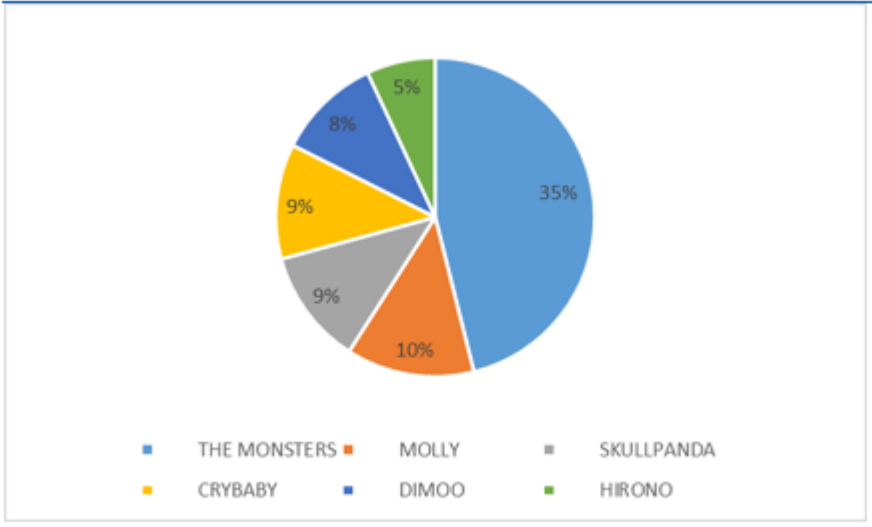
圖 4：各地區收入貢獻占比



資料來源：公司數據，新華滙富研究

多元化IP組合。The Monsters (LABUBU) 收入占比約35%，處於健康水準，略低於市場預期的40%。其他旗艦IP包括MOLLY、SKULLPANDA、CRYBABY、DIMOO及HIRONO同樣保持強勁表現，分別佔總收入的10%、9%、9%、8%及5%。與此同時，TWINKLE TWINKLE成為增長最快的IP系列，佔收入的3%。此外，公司將於下周推出便攜性更強、尺寸更小的LABUBU迷你版本。

圖 5：各 IP 系列收入貢獻占比



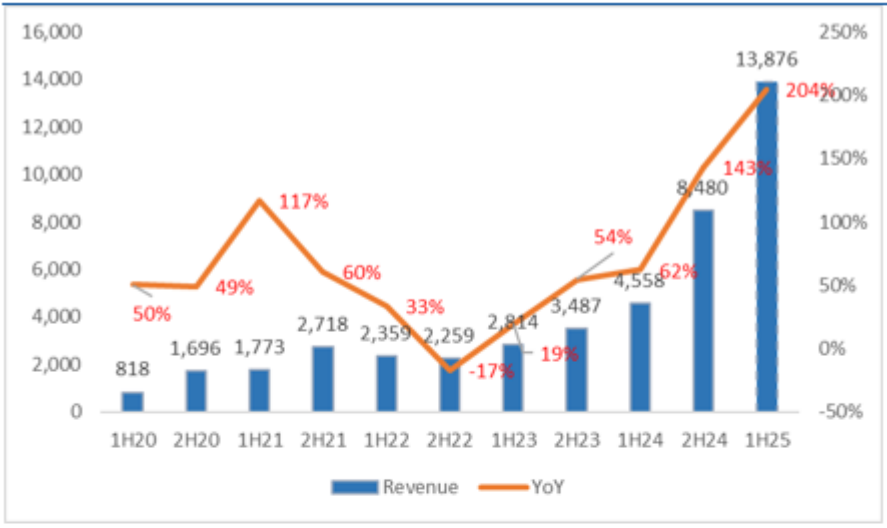
資料來源：公司數據，新華滙富研究

線上銷售表現強勁。線上銷售於所有地區的貢獻均超過35%，其中美洲區更超過55%。泡泡瑪特已在37個國家建立官方網站，並於34個市場推出自主開發的應用程式。公司積極擴展天貓、京東、亞馬遜、Shopee及Lazada等主要電商平臺，以增強渠道多元化。同時，泡泡瑪特亦在TikTok等直播平臺建立強大影響力，有助與消費者互動並滲透尚未設立實體店的市場。

我們觀點：受惠於超級IP LABUBU的強勁表現及多元化的IP組合，我們認為泡泡瑪特短期內可維持強勁增長勢頭。LABUBU的產能較第一季水準增加逾一倍，預計將進一步支持其下半年銷售需求。同時，公司在培育新IP（如TWINKLE TWINKLE及CRYBABY）方面展現出扎实且可复制的孵化能力，凸显出其可持续的产品布局与成熟的商业化运营体系。

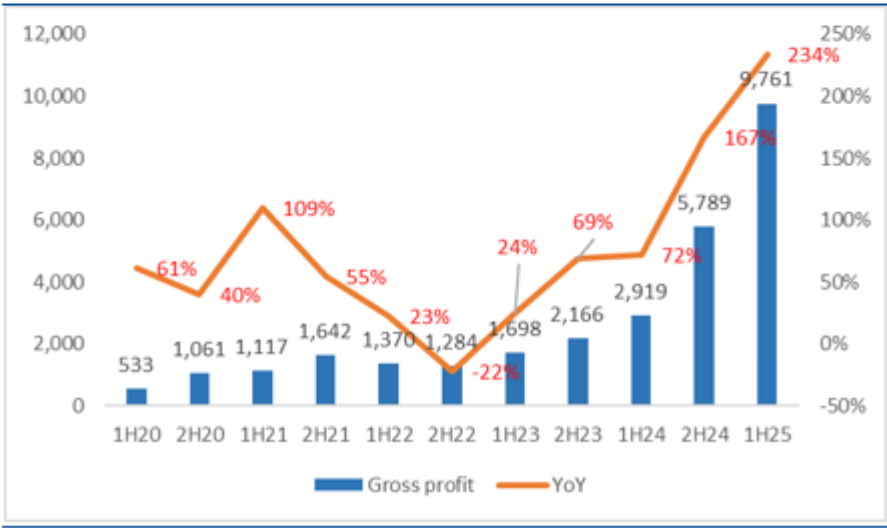
盈利能力方面，管理層預計2025財年海外市場將貢獻總收入50%以上，由於海外市場定價能力較高及經營效率改善，預計將繼續推動毛利率擴張。基於市場預測，公司2025財年淨利潤預計為人民幣86億元，對應2025財年預測市盈率為45倍。市場預計2026財年及2027財年淨利潤將分別達到約人民幣120億元及150億元。

圖 6：收入（百萬人民幣）及同比增長



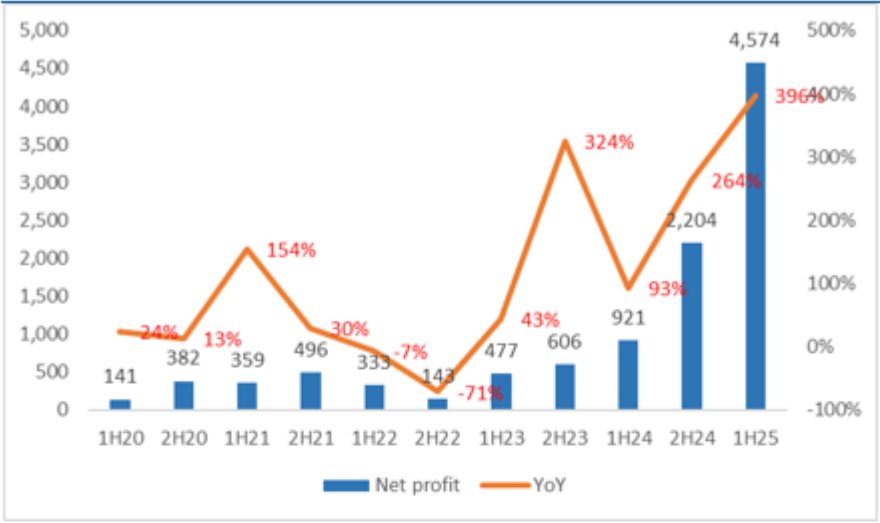
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：毛利（百萬人民幣）及同比增長



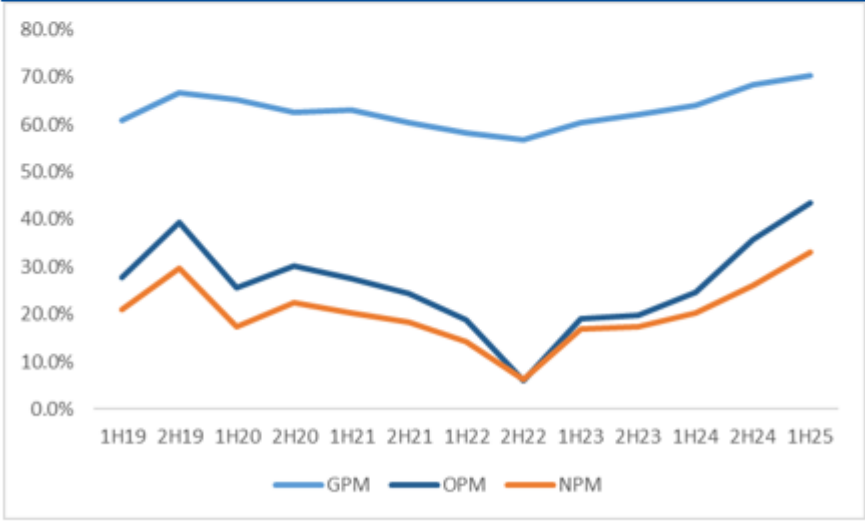
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：淨利潤（百萬人民幣）及同比增長



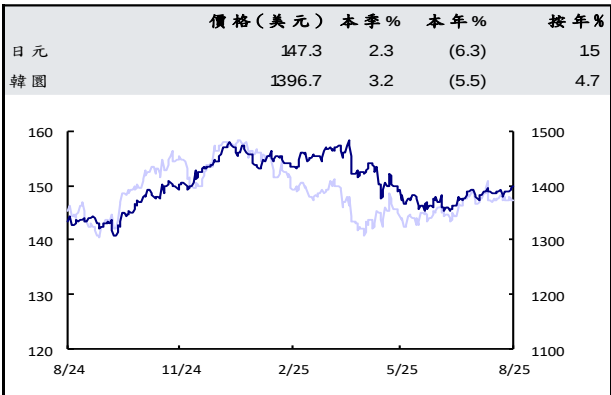
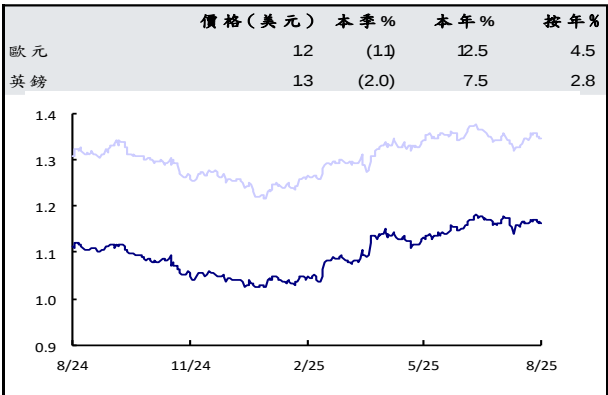
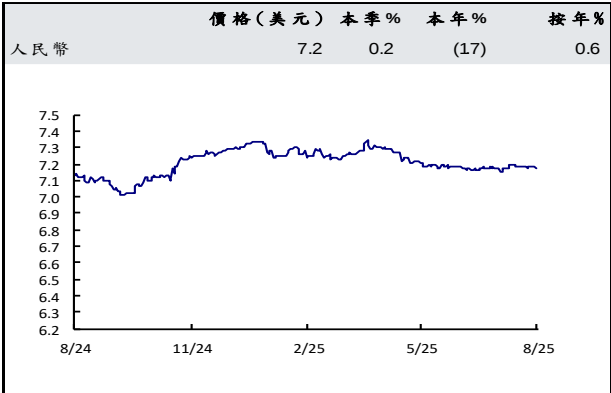
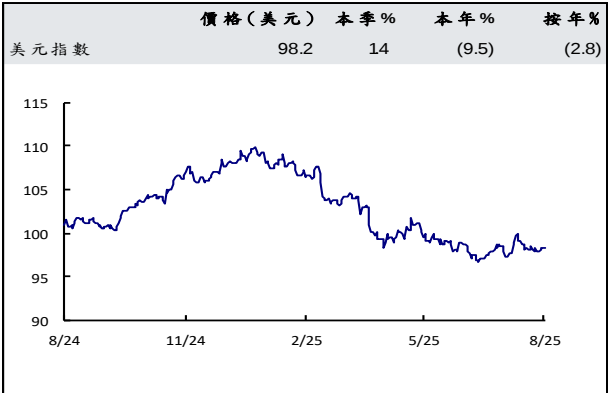
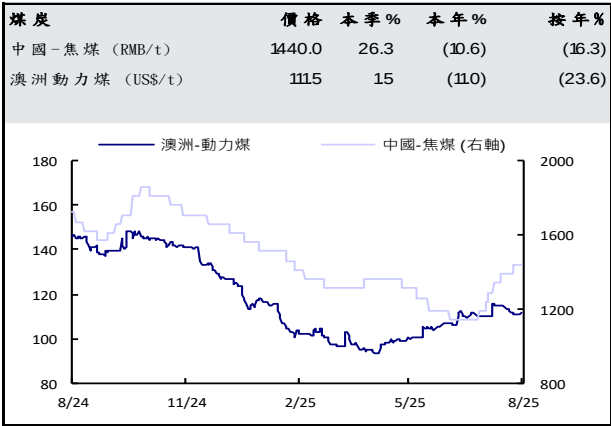
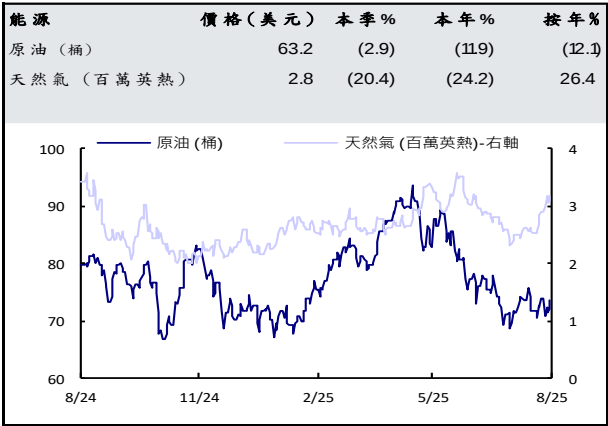
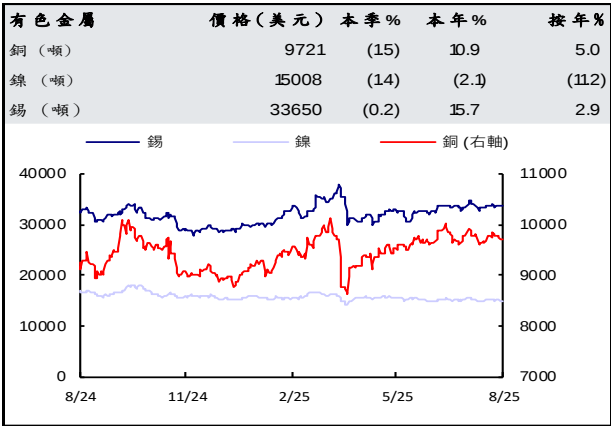
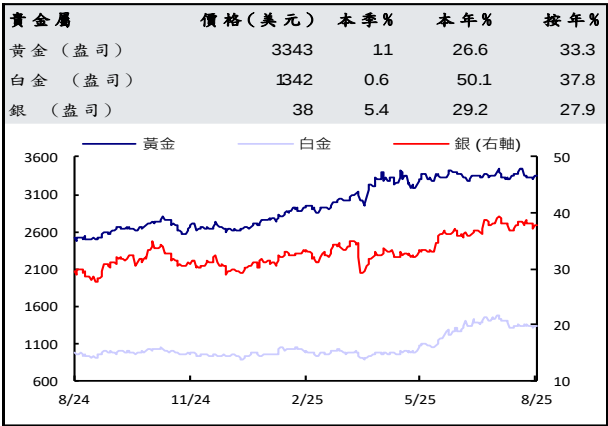
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 9：毛利率、經營利率和淨利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年8月21日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam