

泡泡玛特半年报：内地增长很快，海外和库存 仍要过关

中报验证更新 | 财务期截至2026年6月30日，法定披露日为2026年8月20日；市场参考截至2026年8月31日香港交易所收盘。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

先给结论

中国内地收入增长很快，利润仍在增长，但海外收入下滑、毛利率回落、库存周转变慢，现金没有完全跟上扩张。我们暂时维持中性方向：业务扩张仍有动力，但利润和现金还没有证明这是一条无摩擦的增长曲线。半年报把两件事同时摆出来：收入增长主要由中国内地和毛绒产品推动，利润增速却只有约一成，库存周转天数从123天升至201天。我们需要确认增长是否能穿过海外调整和库存占用，最后留下现金。

半年报的两面

指标	2026年上半年	同比或对照
收入	171.72921亿元人民币	+23.8%
归母净利润	50.38384亿元人民币	+10.1%
经调整净利润	51.55777亿元人民币	+9.5%
毛利率	69.7%	上年同期70.3%
中国内地收入	122.00509亿元人民币	+47.3%
海外收入	49.72412亿元人民币	-11.1%
库存	61.01530亿元人民币	2025年末54.72839亿元
库存周转天数	201天	2025年123天
经营现金流入	36.373亿元人民币	中期口径
门店/机器人商店	676家 / 2827家	期内分别增加46家 / 190家

泡泡玛特的生意从原创角色设计开始，经盲盒、毛绒和手办等产品，再由门店、机器人商店和线上渠道触达消费者。上半年收入171.72921亿元人民币，同比增长23.8%；中国内地收入122.00509亿元，同比增长47.3%，海外收入49.72412亿元，下降11.1%。这不是一个均匀增长的故事：内地在加速，海外在调整。

归母净利润50.38384亿元人民币，同比增长10.1%；经调整净利润51.55777亿元，同比增长9.5%。毛利率从70.3%降至69.7%，公司解释与海外收入占比下降和原材料采购成本上升有关。库存增加至61.01530亿元人民币，库存周转天数由123天升至201天，经营现金流入36.373亿元人民币；利润增长因此仍要接受周转和现金的检验。

角色、产品和渠道怎样传到现金

潮玩行业的传导链不是“角色走红就等于利润增长”。角色热度先影响新品和复购，再影响产品结构、门店效率和毛利，最后通过库存、物流、海外投入和经营现金确认回报。泡泡玛特在内地渠道和艺术家原创角色上有优势，但本期海外收入下降、库存变慢，说明链条在不同地区并不同步。

公司在产业链上的位置是：公司处在原创角色、潮玩产品开发及全球零售网络的品牌经营节点。这份暴露主要看原创角色和产品迭代、门店、机器人商店及线上渠道以及复购、库存及经营现金；约束在于单个角色热度回落、海外获客效率下降或库存周转变慢，会使收入增长难以转成现金回报。

地区和品类不能混在一起看

内地收入增长47.3%，海外收入下降11.1%，两者的渠道与获客阶段不同。艺术家原创角色收入152.89469亿元人民币，占总收入89.0%，其中Twinkle Twinkle收入26.49969亿元人民币，同比增长580.6%；THE MONSTERS收入44.54361亿元人民币，占总收入26.0%，同比下降7.5%。角色矩阵在扩充，但单个角色的变化仍会影响总体增速。

毛绒产品收入98.24944亿元人民币，占总收入57.2%，同比增长60.0%；手办收入51.92493亿元人民币，同比仅增长0.3%。产品结构转向毛绒解释了部分增长，也要继续核对毛利和库存是否承受得住。

市场背景和价值边界

2026年8月31日香港交易所收盘价为156.10港元，只作市场参考锚。报价和财务报告以不同货币计量，价格不用于倒推盈利，也不因一天涨跌改变公司方向。当前没有新增精确估值区间。

这次是证据更新，不把中报数据简单年化，也不因价格变化补做估值。港股报价以港元计，报表以人民币计，跨币种换算和未来利润持续性都需要新的可核验输入。

反方和会改变看法的情况

最强反方是收入增速仍高于利润，毛利率回落，库存周转天数明显拉长，海外收入还在下降。若单个角色热度消退、海外门店获客继续变慢或存货需要折价，利润和现金会先承压；若内地复购、海外门店效率和库存周转一起改善，中性判断才有上调依据。

上调需要看到：若内地复购、毛利和库存周转同步改善则上调；若收入增长但库存和现金继续恶化则下调。下调触发是：海外、库存和现金同时恶化，且不能由开店或结算时点解释。中国内地收入增长47.3%，艺术家原创角色收入增长25.0%，门店和机器人商店继续增加；若新增产品和会员复购能覆盖海外波动，利润底盘仍有韧性。

三个时间窗口

未来3个月 未来3个月看三季报和旺季销售，重点核对中国内地复购、毛利率、库存周转及海外门店效率。下一次检查：2026年三季报及国庆旺季经营披露。

3至12个月 3到12个月看海外渠道能否从开店扩张转向单店效率和现金回收，同时观察毛绒产品占比上升是否稳定。下一次检查：2027年一季报至半年报：地区、品类和现金。

1至2年 1到2年看原创角色矩阵和全球供应链能否在多个消费周期里保持复购、利润和现金回报。下一次检查：2027年年报至2028年半年报：跨年度复购、利润和现金。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

仅供信息参考，不构成任何投资决策依据。

证据与来源

1. 泡泡玛特2026年上半年业绩公告（香港交易所法定披露）（2026-08-20）
2. 发行人投资者关系页面核对记录（截至2026年9月1日未找到同一公告）（2026-09-01）
3. 香港交易所泡泡玛特2026年8月31日收盘行情（2026-08-31）
4. 腾讯证券泡泡玛特2026年8月31日收盘行情（2026-08-31）

仅供信息参考，不构成任何投资决策依据。