

2025 年 8 月 21 日 (星期四)

招商證券 (香港) 有限公司
証券研究部

公司報告

泡泡瑪特 (9992 HK)

強勢指引, 估值持續上修

- 公司指引FY25收入超过300亿元人民币, 净利率约为35%
- 基于公司最新指引, 我们将 25/26 年盈利预测分别上调 64%/77%
- 目标价基于 2026 年底 29 倍市盈率, 维持增持

指引超预期, 重申强烈增持评级

公司上半年业绩符合7月发布的盈喜。分析师会议期间, 管理层指引FY25收入将超过300亿元人民币, 净利率约为35%, 超市场预期, 展现出其对运营执行与市场需求的高度信心。此外, 公司计划将2025年全球新店开设目标翻倍至200家以上, 目前已运营128家海外门店, 美国门店数量预计年底将突破60家。2025年上半年, 公司国际数字收入同比增长173%, 现已占海外销售约46%。增长主要受益于TikTok、Amazon及泡泡玛特自营App的强劲表现, 目前该App已覆盖34个国家。泡泡玛特加速向全球IP生活平台转型, 产品组合日益多元化。2025年上半年, 公司五大IP单品收入均突破10亿元人民币, 其中Labubu的贡献占比低于35%。展望2025下半年, 董事长强调Labubu毛绒手机挂件有望成为爆款, 标志着公司正加速拓展高频生活方式SKU, 以增强日常品牌互动。毛绒品类已超越手办, 成为公司最大品类, 占收入比重达44%, 并有助于提升整体利润率。随着品牌力持续提升、全渠道模式逐步扩张, 以及IP变现路径不断拓展, 泡泡玛特有望成为世界级文化IP品牌。我们重申强烈增持评级, 看好公司在全球扩张加速下实现强劲的下半年业绩指引。

分析师电话会要点

- **2025目标:** 泡泡玛特预计2025年收入将超过300亿元人民币, 增长动力来自全球强劲需求、全渠道运营, 以及在市场与品类层面推进的可持续、高质量增长战略。全年净利率预计约为35%, 受益于高毛利毛绒品类销售、定价优化、外包比例下降, 以及在美国和亚太等关键区域通过规模扩张所带动的运营杠杆效应。
- **全球扩张:** 泡泡玛特计划到2025年底海外门店总数突破200家, 平均每周新开约3家门店。增长重点集中在美国, 以及欧洲、中东和拉丁美洲的核心市场。

盈利调整, 估值与风险

- 我们根据上半年业绩表现及管理层最新指引, 将 25/26 年销售额和净利润预测分别上调约 31%/33% 和 64%/77% (图 1)。
- 在上调盈利预测后, 我们目标价对应的估值为 26 年底 29 倍市盈率 (此前为 26 年中 40 倍), 相当于自 25 年 1 月以来平均估值水平上方 1 个标准差。
- **下行风险:** 竞争加剧、供应链干扰, 以及 IP 持续性。

盈利预测及估值

财年截止于 12 月 31 日 (百万元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	33,029	49,099	61,905
同比增长	36.5%	106.9%	153.3%	48.7%	26.1%
净利润	1,082	3,125	11,352	17,759	22,601
摊薄每股盈利 (人民币)	0.81	2.35	8.51	13.31	16.94
同比增长	132%	191%	263%	56%	27%
P/E	362.2x	124.6x	34.4x	22.0x	17.3x
ROE	13.9%	28.7%	60.0%	56.4%	47.6%

资料来源: 公司数据、招商證券 (香港) 预测; 截至2025年8月20日的收盘价

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

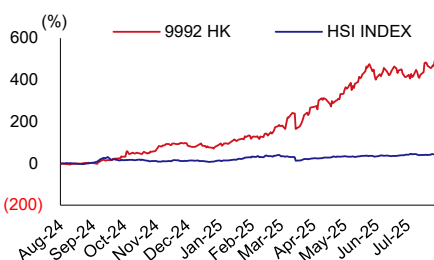
最新变动

基于公司下半年强劲前景和全球扩张, 我们重申强烈增持评级

增持

前次评级	增持
股价 (2025年8月18日)	315.6港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	410.0港元(+29.7%)
前次目标价	272.0港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至 2025 年 8 月 20 日

%	1m	6m	1y
泡泡玛特	28.5	201.5	651.2
恒生指数	0.6	10.7	42.7

行业: 消费

恒生指数 (2025年8月20日)	25,175
-------------------	--------

重要数据

52周股价区间 (港元)	40.1-315.6
市值 (百万港元)	308,864
日均成交量 (百万股)	285.5

主要股东

GWF Holdings	41.8%
Pop Mart Hehuo	4.6%
Tianjian Paqu	2.3%
Si De 先生	0.8%
Moon Duk 先生	0.1%

资料来源: 公司, 彭博

分析师问答要点

- **2025 年强劲增长动力**

泡泡玛特预计 2025 年收入将远超最初设定的 200 亿元人民币目标；管理层在上半年表现强劲后，认为实现 300 亿元人民币目标轻而易举。这一增长轨迹反映了全球强劲的需求，以及公司在渠道、产品和区域的高效执行力。公司正从单纯追求规模转向注重均衡、可持续增长，强调收入扩张与运营健康并重。

- **2025 年盈利展望**

管理层预计 2025 年净利率将维持在 35% 左右，受益于运营杠杆提升、成本优化及有利的产品结构。2025 年上半年毛利率提升至 70.3%，主要得益于高毛利毛绒产品销售增长、外包减少及定价优化。随着美国和亚太等重点区域规模扩大，公司预计将通过效率提升进一步带动利润率上行。

- **加速全球扩张**

泡泡玛特计划积极拓展海外市场，目标到 2025 年底国际门店数量超过 200 家。公司目前每周新开约 3 家门店，计划在巴黎、悉尼、米兰和纽约设立旗舰店。美国是关键增长引擎，预计年底门店数量将超过 60 家。管理层认为全球市场仍有大量潜在空间，尤其是在欧洲、拉丁美洲和中东地区。

- **IP 生态体系建设**

泡泡玛特致力于打造均衡的多 IP 平台，避免对单一 IP 的过度依赖。尽管 Labubu 仍是主要驱动力（约占销售额 35%），公司正在加大对新 IP 孵化、跨 IP 叙事及长期 IP 开发的投入。目标是将 Labubu 及其他 IP 打造为“世界级品牌”，并将变现渠道拓展至乐园、动画和数字媒体等领域。

- **数字化与 DTC 战略**

数字化依然是关键增长杠杆。泡泡玛特的 App 和官网目前已覆盖 34 个国家，并展现出强劲的用户参与度，海外 App 留存率超过 50%。公司正在加大对本地化线上运营的投入，尤其是在欧洲。在美国，TikTok 和 Amazon 是核心渠道，而东南亚的增长主要由 Shopee、Lazada 和 TikTok Shop 驱动。线上销售现已占海外收入的 45.8%。

- **供应链与产能升级**

为满足全球日益增长的需求，泡泡玛特正积极扩大产能。毛绒产品月产能已达 3,000 万件，同比增长超过 10 倍。公司正在建设六大全球生产基地（中国四个，海外两个），并引入自动化以缩短交付周期、减少对人力的依赖。从设计到物流的端到端一体化，支持快速迭代和本地响应能力，实现持续增长且不牺牲质量。

图1：盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	33,029	49,099	61,905	25,200	37,057	52,661	31.1%	32.5%	17.6%
Gross Profit	24,641	38,172	49,545	18,350	27,447	39,525	34.3%	39.1%	25.4%
Operating Profit	15,559	24,430	30,852	9,508	13,780	20,085	63.6%	77.3%	53.6%
Net profit	11,352	17,759	22,601	6,918	10,029	14,657	64.1%	77.1%	54.2%
Gross margin	74.6%	77.7%	80.0%	72.8%	74.1%	75.1%	1.8ppt	3.7ppt	5ppt
OPM	47.1%	49.8%	49.8%	37.7%	37.2%	38.1%	9.4ppt	12.6ppt	11.7ppt
NPM	34.4%	36.2%	36.5%	27.5%	27.1%	27.8%	6.9ppt	9.1ppt	8.7ppt

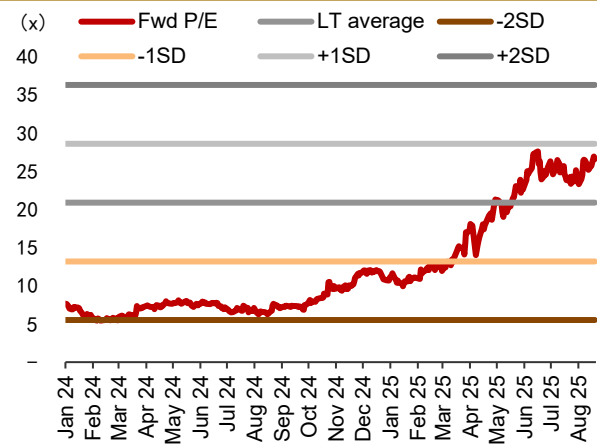
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图2：招证对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	33,029	49,099	61,905	28,914	39,953	49,963	14.2%	22.9%	23.9%
Gross Profit	24,641	38,172	49,545	20,168	28,217	35,544	22.2%	35.3%	39.4%
Operating Profit	15,559	24,430	30,852	11,486	16,371	20,804	35.5%	49.2%	48.3%
Net profit	11,352	17,759	22,601	8,560	12,178	15,476	32.6%	45.8%	46.0%
Gross margin	74.6%	77.7%	80.0%	69.8%	70.6%	71.1%	4.9ppt	7.1ppt	8.9ppt
OPM	47.1%	49.8%	49.8%	39.7%	41.0%	41.6%	7.4ppt	8.8ppt	8.2ppt
NPM	34.4%	36.2%	36.5%	29.6%	30.5%	31.0%	4.8ppt	5.7ppt	5.5ppt

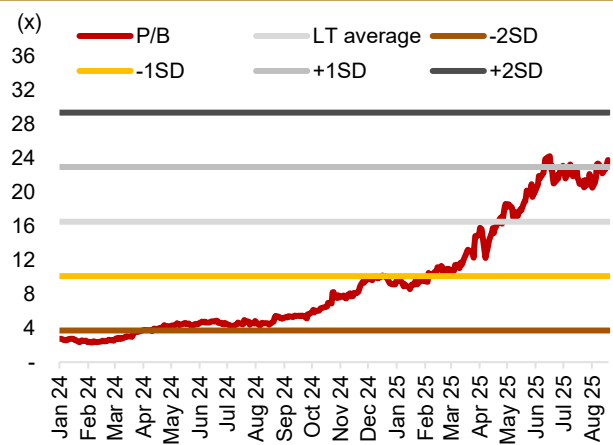
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图3：前瞻EV/EBITDA水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图4：历史P/B水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	653	739	1,924	2,789	3,632
使用权资产	726	928	827	875	875
无形资产	116	135	594	1,325	1,991
其他非流动资产	790	832	852	872	892
非流动资产	2,285	2,635	4,197	5,861	7,390
存货	905	1,525	3,991	2,666	5,162
应收账款及预付款	190	120	120	120	120
其他	625	971	3,080	3,132	5,101
现金及现金等价物	5,963	9,620	14,529	29,055	40,725
流动资产	7,683	12,236	21,720	34,973	51,108
总资产	9,969	14,871	25,917	40,835	58,498
应付账款	445	1,010	1,611	1,932	2,002
租赁负债	352	363	920	1,367	1,724
应付许可费用	179	342	866	1,287	1,623
其他流动负债	1,109	2,018	3,961	5,524	6,768
流动负债	1,733	3,370	6,438	8,743	10,394
应付许可费用	15	15	15	15	15
贷款及借款	0	0	0	0	0
租赁负债	426	601	536	567	567
其他负债	14	0	0	0	0
非流动负债	455	616	551	582	582
总负债	2,188	3,986	6,989	9,325	10,976
股本	1	0	0	0	0
储备	7,769	10,683	18,061	29,604	44,295
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非控股权益	10	201	865	1,904	3,227
总权益	7,780	10,885	18,928	31,510	47,522
总权益及负债	9,969	14,871	25,917	40,835	58,498

现金流量表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净收入(亏损)	1,089	3,308	12,016	18,798	23,923
折旧与摊销	320	375	494	1,069	1,584
使用权资产折旧	348	348	348	348	348
利息收入	-184	-212	-260	-363	-726
利息费用	32	49	58	83	104
以权益结算的基于股份的薪酬费用	102	102	102	102	102
营运资本变动	45	-211	-2,064	3,130	-3,170
其他	241	1,807	0	0	0
经营活动现金流	1,992	5,566	10,694	23,166	22,165
资本支出	-765	-612	-1,988	-2,665	-3,092
其他投资变动	0	0	0	0	0
其他	-19	-30	-20	-20	-20
投资活动现金流	-785	-641	-2,008	-2,685	-3,112
已支付股息	-379	-1,094	-3,973	-6,216	-7,910
偿还	-336	-214	95	82	8
其他	266	39	100	179	520
筹资活动现金流	-449	-1,269	-3,778	-5,955	-7,382
净现金流	759	3,656	4,908	14,526	11,671

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	33,029	49,099	61,905
销售成本	-2,437	-4,330	-8,389	-10,927	-12,359
毛利润	3,864	8,708	24,641	38,172	49,545
销售费用	-2,005	-3,650	-7,597	-11,293	-15,476
一般及行政费用	-707	-947	-1,982	-2,946	-3,714
其他	79	44	497	497	497
经营利润	1,231	4,154	15,559	24,430	30,852
财务费用	152	163	202	280	622
合资企业成果份额及其他	33	48	96	96	96
税前利润	1,416	4,366	15,857	24,806	31,570
所得税费用	-327	-1,057	-3,841	-6,008	-7,647
净利润	1,089	3,308	12,016	18,798	23,923
非控股权益	-6	-183	-664	-1,039	-1,322
归属净利润	1,082	3,125	11,352	17,759	22,601
摊薄每股盈利(人民币)	0.81	2.35	8.51	13.31	16.94
每股股息	0.28	0.82	2.98	4.66	5.93

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长					
收入	36.5%	106.9%	153.3%	48.7%	26.1%
毛利润	45.6%	125.4%	183.0%	54.9%	29.8%
经营利润	111.0%	237.6%	274.5%	57.0%	26.3%
非 GAAP 净利润	127.5%	188.8%	263.2%	56.4%	27.3%
每股盈利	132.0%	190.6%	262.7%	56.4%	27.3%
盈利能力					
毛利率	61.3%	66.8%	74.6%	77.7%	80.0%
运营利润率	19.5%	31.9%	47.1%	49.8%	49.8%
净利率	17.2%	24.0%	34.4%	36.2%	36.5%
流动性					
应收账款周转天数	14.9	11.2	13.1	12.1	12.6
存货周转天数	132.7	102.4	120.0	111.2	115.6
应付账款周转天数	52.7	61.3	57.0	59.2	58.1
现金转换周期	94.9	52.2	76.0	64.1	70.1
现金流与杠杆					
自由现金流	827	4,528	8,280	20,050	18,600
股息支付比率	35%	35%	35%	35%	35%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.9%	1.4%	1.8%
回报分析					
ROE	13.9%	28.7%	60.0%	56.4%	47.6%
ROA	10.9%	21.0%	43.8%	43.5%	38.6%
ROCE	19.0%	39.4%	82.4%	78.2%	66.9%
估值比率					
P/E	362.2	124.6	34.4	22.0	17.3
P/B	39.3	26.2	15.1	9.6	6.7

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828