

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

泡泡玛特 (9992. HK)

投资评级

上次评级

姜文强 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

蔡昕妤 商社分析师

职业编号: S1500523060001

邮箱: caixinyu@cindasc.com

陆亚宁 新消费行业分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyaning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

泡泡玛特：Q4 开店+旺季+新品+内容，经营趋势持续强势

2025年9月19日

二手市场价格波动属合理回调，产品依然供不应求。Mini Labubu 多平台均处于售罄状态，印证需求持续旺盛。Labubu3.0、mini labubu 部分二手市场价格有所回落，主要因官方持续补货抑制炒作，我们认为隐藏款出货率趋于稳定，但基础款仍高于发售价，且近期部分款式出现价格反弹，反映泡泡产品仍持续处于供不应求状态。短期价格调整有助于挤出投机泡沫，长期利于粉丝群体健康扩张，消费者对于泡泡 IP 及产品的热爱未变。

Q4 开店+旺季+新品，成长动能持续强化。海外拓展加速：年内海外门店将达 200 家（截止中报，海外 140 家，欧洲、美洲显著加速），中东首店落地在即/东南亚旗舰店表现靓丽，Q4 开店有望加速；公司区域市场持续拓展，消费人群拓宽，本地化运营深化（如区域限定款）强化粉丝粘性。此外，后续万圣节、圣诞季新品迭代或引发新一轮抢购热情，Q4 业绩弹性可期。

IP 生态与供应链协同，平台化能力筑牢壁垒。公司头部 IP 矩阵（Labubu/Molly/SKULLPANDA/CRYBABY 等）均表现靓丽，新 IP 星星人/小野大幅突破。供应链优化推动常态化补货，减少价格波动。乐园二期及动画电影项目推进中，IP 内容化与场景延展提升长期生命力。

盈利预测：当前估值已反映短期波动。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 112.8/166.2/200.3 亿元，对应 PE 分别为 29.6X/20.1X/16.6X。

风险提示：行业竞争加剧，IP 开发不及预期，新市场拓展不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13038	32918	51642	59496
(+/-) (%)	107%	152%	57%	15%
归母净利润（百万元）	3125	11279	16622	20032
(+/-) (%)	189%	261%	47%	21%
EPS（元）	2.36	8.40	12.38	14.92
P/E（倍）	34.75	29.56	20.06	16.64

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	12,236	28,389	49,914	73,396	
现金	6,109	14,545	31,158	51,789	
应收账款及票据	478	1,443	2,264	2,608	
存货	1,525	2,711	4,087	4,709	
其他	4,125	9,689	12,406	14,290	
非流动资产	2,635	3,146	3,496	3,856	
固定资产	739	830	925	1,024	
无形资产	1,063	1,306	1,561	1,822	
其他	832	1,010	1,010	1,010	
资产总计	14,871	31,534	53,410	77,252	
流动负债	3,370	7,346	11,481	13,884	
短期借款	0	8	14	18	
应付账款及票据	1,010	1,807	2,895	3,336	
其他	2,360	5,531	8,573	10,531	
非流动负债	616	1,004	1,004	1,004	
长期债务	0	0	0	0	
其他	616	1,004	1,004	1,004	
负债合计	3,986	8,350	12,485	14,888	
普通股股本	1	1	1	1	
储备	10,206	21,485	38,107	58,139	
归属母公司股东权益	10,684	22,869	40,442	61,473	
少数股东权益	201	315	483	892	
股东权益合计	10,885	23,184	40,925	62,364	
负债和股东权益	14,871	31,534	53,410	77,252	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	4,878	8,512	16,945	20,969	
净利润	3,125	11,279	16,622	20,032	
少数股东权益	183	114	168	409	
折旧摊销	863	906	951	999	
营运资金变动及其他	707	-3,788	-796	-470	
投资活动现金流	166	-43	-303	-312	
资本支出	-517	-334	-350	-360	
其他投资	683	291	48	48	
筹资活动现金流	-443	-32	-29	-26	
借款增加	-15	8	6	4	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	-428	-41	-35	-30	
其他	0	0	0	0	
现金净增加额	4,628	8,436	16,613	20,631	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	13,038	32,918	51,642	59,496	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	4,330	7,745	12,260	14,127	
销售费用	3,650	8,230	13,685	13,684	
管理费用	947	1,975	3,615	4,760	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	-163	-143	-256	-282	
除税前溢利	4,366	15,191	22,386	27,254	
所得税	1,057	3,798	5,596	6,814	
净利润	3,308	11,393	16,789	20,441	
少数股东损益	183	114	168	409	
归属母公司净利润	3,125	11,279	16,622	20,032	
EBIT	4,202	15,049	22,130	26,973	
EBITDA	5,065	15,955	23,081	27,972	
EPS (元)	2.36	8.40	12.38	14.92	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	106.92%	152.48%	56.88%	15.21%	
归属母公司净利润	188.77%	260.89%	47.36%	20.52%	
获利能力					
毛利率	66.79%	76.47%	76.26%	76.26%	
销售净利率	23.97%	34.27%	32.19%	33.67%	
ROE	29.26%	49.32%	41.10%	32.59%	
ROIC	29.26%	48.66%	40.54%	32.43%	
偿债能力					
资产负债率	26.80%	26.48%	23.38%	19.27%	
净负债比率	-56.13%	-62.70%	-76.10%	-83.01%	
流动比率	3.63	3.86	4.35	5.29	
速动比率	2.13	2.38	3.09	4.09	
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.42	1.22	0.91	
应收账款周转率	32.63	34.28	27.87	24.43	
应付账款周转率	5.95	5.50	5.21	4.54	
每股指标 (元)					
每股收益	2.36	8.40	12.38	14.92	
每股经营现金流	3.63	6.34	12.62	15.61	
每股净资产	7.96	17.03	30.11	45.77	

研究团队简介

姜文铤，信达证券研发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达商社团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩、美护板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。