

泡泡玛特 (09992.HK)

25Q3 经营情况前瞻：新品上新势能强劲，预计各渠道持续高速增长

事件：2022-2024 年公司分别于 10 月 25 日/24 日/22 日发布三季度最近业务情况信息，预计公司将于近期发布 2025 年三季度业务情况。

- 考虑到新品上新势能强劲及各渠道持续增长，假设 25Q3 经调整净利润占全年经调整利润比为 27.5%（假设 24Q3 利润率与 24Q4 持平，则对应 24Q3 占利润比为 29.8%，考虑 24H1 上新及补货节奏影响，假设占比同比下降；假设 25Q2 利润率与 25Q1 持平，则对应占比为 25.9%），假设经调整利润率为 33%，我们预计 25Q3 公司收入端同比增长为 154.2%，环比增长约 8.9%，绝对值为 91.7 亿元；经调整净利润同比增长 198.6%，环比 6.0%，绝对值为 30.3 亿元。（三季度仅披露经营收入增速区间，绝对值及利润同比预测仅供参考。）
- 产品端来看，25Q3 上新共 31 个系列盲盒手办/毛绒产品，环比下降 2 套，同比持平；其中，毛绒系列共 7 款。7-9 月热门新品包括星星人点亮系列场景手办、星星人好梦气象局毛绒系列、The monsters 心底密码（mini labubu）毛绒系列、Skullpanda 不眠之夜毛绒系列等等，热门产品上线首日均实现全网售罄。
- 线下零售端方面，据久谦中台数据，截至 8 月底泡泡玛特大陆门店为 513 家，同比增长 6.4%；泡泡玛特机器人商店共 1837 家。店效方面，7/8 双月门店店效同比增长 57%至 248 万元；机器人 7/8 双月同比增长 45%至 8 万元。海外方面，据公司主要地区海外官网，截至 2025 年 9 月末，海外门店 172 家。北美持续保持高开店节奏，25 年 1-9 月已开 30 家，目前合计 49 家。（海外官网统计有所延迟且部分地区未覆盖在内，开店数据仅供参考。）海外本地化运营持续推进，包括 Dukoo 在内的部分地区热门 IP 在地区社媒账号的内容运营上有所体现。
- 国内线上来，看，据飞瓜数据，泡泡玛特抖音官方旗舰店 25Q3GMV 为 13.1 亿元，同比增长 302.2%；销量为 949.2 万，同比增长 677.9%。据久谦数据，泡泡玛特天猫旗舰店收入为 2.51 亿元，同比增长 73.1%；京东 7/8 双月收入为 3566 万元，同比增长 99.6%。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到 1)海外组织架构促进海外健康持续增长；2)“精灵天团”LABUBU/星星人等 IP 产品势能良好，我们上调 2025-2027 年盈利预测，经调整净利润分别为 109.6/149.2/183.1 亿元（前值分别为 103.7/142.1/173.6 亿元），对应 2025-2027 年经调整 PE 分别为 32.3x/23.8x/19.4x，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：假货治理不及预期、舆论及监管风险、开店不及预期、新 IP 及品类拓展不及预期、公司运营风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6301	13038	33410	45273	54790
同比增长	36%	107%	156%	36%	21%
营业利润(百万元)	1231	4154	13984	19363	23863
同比增长	111%	238%	237%	38%	23%
归母净利润(百万元)	1082	3125	10861	14817	18207
同比增长	128%	189%	248%	36%	23%
经调净利润(百万元)	1191	3403	10961	14917	18307
同比增长	108%	186%	222%	36%	23%
经调整 PE	326.1	114.1	32.3	23.8	19.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

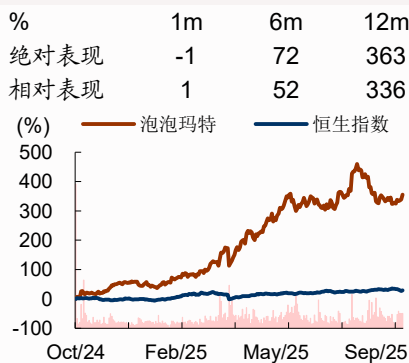
目标估值：NA

当前股价：273.0 港元

基础数据

总股本（百万股）	1343
香港股（百万股）	1343
总市值（十亿港元）	366.6
香港股市值（十亿港元）	366.6
每股净资产（港元）	10.6
ROE（TTM）	22.0
资产负债率	32.4%
主要股东	UBS Trustees
主要股东持股比例	41.7837%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《泡泡玛特 (09992) 一半年营收破百亿，IP 矩阵一超多强》2025-08-25
- 2、《泡泡玛特 (09992) —H1 业绩高增，产品周期持续向上，坚定看好公司未来发展》2025-07-17
- 3、《泡泡玛特 (09992) —一季度持续高增，美洲地区增长近九倍》2025-04-30

徐帅 S1090523070014

✉ xushuai2@cmschina.com.cn

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7684	12236	26708	40136	55919
现金及现金等价物	2078	6109	15428	26911	42170
交易性金融资产	8	11	11	11	11
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	321	478	1169	1494	1698
其它应收款	468	577	1336	1585	1644
存货	905	1525	2749	3344	3821
其他流动资产	3904	3537	6014	6791	6575
非流动资产	2285	2635	2213	2314	1940
长期投资	579	549	549	549	549
固定资产	653	739	318	419	44
无形资产	842	1063	1063	1063	1063
其他	211	284	284	284	284
资产总计	9969	14871	28921	42450	57859
流动负债	1733	3370	6929	8900	10547
应付账款	445	1010	2290	3000	3565
应交税金	115	562	562	562	562
短期借款	15	0	0	0	0
其他	1158	1798	4076	5337	6419
长期负债	455	616	616	616	616
长期借款	0	0	0	0	0
其他	455	616	616	616	616
负债合计	2189	3986	7545	9516	11163
股本	1	1	1	1	1
储备	7335	7769	10683	21174	32732
少数股东权益	11	201	201	201	201
归属于母公司所有者权益	7770	10684	21175	32733	46495
负债及权益合计	9969	14871	28921	42450	57859

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1991	4954	9819	14844	19435
净利润	1082	3125	10861	14817	18207
折旧与摊销	669	863	916	394	519
营运资本变动	139	246	(1594)	26	1122
其他非现金调整	101	720	(364)	(392)	(414)
投资活动现金流	234	9	(88)	(52)	319
资本性支出	(392)	(517)	(500)	(500)	(150)
出售资产及现金	1	5	5	5	5
投资增减	19292	19098	0	0	0
其它	15	18	406	442	464
筹资活动现金流	(842)	(959)	(412)	(3308)	(4495)
债务增减	(385)	(520)	0	0	0
股本增减	(334)	(78)	0	0	0
股利支付	122	378	370	3258	4445
其它筹资	(1)	18	(42)	(50)	(50)
其它调整	(243)	(756)	(740)	(6517)	(8890)
现金净增加额	1393	4031	9319	11484	15259

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	6301	13038	33410	45273	54790
主营收入	6301	13038	33410	45273	54790
营业成本	2437	4330	9818	12861	15283
毛利	3864	8708	23592	32412	39507
营业支出	2633	4553	9608	13048	15644
营业利润	1231	4154	13984	19363	23863
利息支出	32	49	42	50	50
利息收入	184	212	376	412	434
权益性投资损益	33	48	30	30	30
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	1416	4366	14348	19756	24276
所得税	327	1057	3487	4939	6069
少数股东损益	6	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	1082	3125	10861	14817	18207
经调整净利润	1191	3403	10961	14917	18307

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	36%	107%	156%	36%	21%
营业利润	111%	238%	237%	38%	23%
净利润	128%	189%	248%	36%	23%
获利能力					
毛利率	61.3%	66.8%	70.6%	71.6%	72.1%
净利率	17.2%	24.0%	32.5%	32.7%	33.2%
ROE	13.9%	29.3%	51.3%	45.3%	39.2%
ROIC	14.2%	30.6%	50.8%	45.4%	39.3%
偿债能力					
资产负债率	22.0%	26.8%	26.1%	22.4%	19.3%
净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	3.6	3.9	4.5	5.3
速动比率	3.9	3.2	3.5	4.1	4.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.9	1.2	1.1	0.9
存货周转率	2.8	3.6	4.6	4.2	4.3
应收帐款周转率	8.6	14.1	18.8	16.2	17.1
应付帐款周转率	6.9	6.0	5.9	4.9	4.7
每股资料(元)					
每股收益	0.81	2.35	8.15	11.12	13.67
每股经营现金	1.48	3.72	7.37	11.14	14.59
每股净资产	5.79	8.02	15.90	24.57	34.90
每股股利	0.28	0.28	2.45	3.34	4.10
估值比率					
经调整 PE	326.1	114.1	32.3	23.8	19.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。