

2025 年 10 月 22 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

325

#### 公司基本资讯

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| 产业别              | 轻工制造                |
| H 股价(2025/10/21) | 250.40              |
| 恒生指数(2025/10/21) | 26,027.6            |
| 股价 12 个月高/低      | 335.4/58.96         |
| 总发行股数(百万)        | 1,342.94            |
| H 股数(百万)         | 1,342.94            |
| H 市值(亿元)         | 1,704.19            |
| 主要股东             | 王宁(48.73%)          |
| 每股净值(元)          | 10.56               |
| 股价/账面净值          | 23.71               |
|                  | 一个月 三个月 一年          |
| 股价涨跌(%)          | -7.74% 3.30% 324.71 |

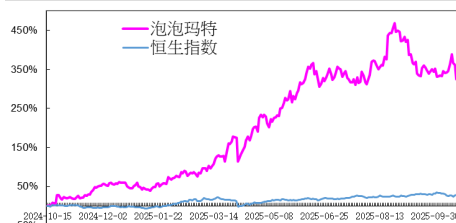
#### 近期评等

| 出刊日期       | 前日收盘   | 评等   |
|------------|--------|------|
| 2025-08-20 | 280.80 | 买进   |
| 2025-07-16 | 263.2  | 区间操作 |
| 2025-03-26 | 126.90 | 买入   |

#### 产品组合

|        |       |
|--------|-------|
| 手办     | 37.3% |
| 毛绒     | 44.2% |
| MEGA   | 7.3%  |
| 衍生品及其他 | 11.2% |

#### 股价相对大盘走势



## 泡泡玛特(09992.HK)

BUY 买进

### Q3 收入大幅增长，未来仍有可为

#### 业绩概要：

公司预告 2025 年第三季度营收同比增 245%-250%，其中，中国营收同比增 185%-190%，线下渠道收入同比增 130%-135%，线上渠道同比增 300%-305%；海外营收同比增 365%-370%，其中亚太同比增 170%-175%，美洲同比增 1265%-1270%，欧洲及其他地区同比增 735%-740%。三季度收入超预期。

#### 点评与建议：

- 受 Labubu 全球爆火影响，公司其他 IP 亦实现扩圈传播，三季度营收维在高基数下保持强劲增长。中国区看，三季度公司多次在线上对 Labubu3.0 系列进行补货，一方面平抑的流通价，延长 IP 寿命，另一方面，确认收入对当季业绩形成直接助益。海外看，三季度正逢 Labubu 在欧美迎来超高热度，推动海外收入高速增长，公司层面，门店铺设和供应链建设方面进一步推进，海外影响力持续提升。
- Q4 展望，尽管 Labubu 热度稍有退坡，二手流通价回落，但价格已趋于稳定，同时，其他 IP 的传播度，如星星人、哭娃等逐渐走高，全明星阵容的万圣节搪胶新品也广受欢迎，四季度有望在高基数情况下延续高增长。中长期看，由于全球供应链建设推进和开展其他业务类型的尝试，发展基础有望不断夯实。此外，公司推进股权激励，10 月 15 日授出 3.83 万份股权，这部分股份将在 2026-2029 年分批归属，有望持续增强公司核心员工激励，实现长期更稳健的发展。
- 上调盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 122.6 亿、178 亿和 246 亿（原预测为 97 亿、147.5 亿和 209 亿），分别同比增 292%、45.2% 和 38.3%，EPS 分别为 9.13 元、13.25 元和 18.32 元，当前股价对应 H 股 PE 分别为 25 倍、17 倍和 12 倍，维持“买进”的投资建议。

■ 风险提示：海外增长不及预期，IP 热度持续性不及预期

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 476   | 1082  | 3125  | 12256 | 17791 | 24603 |
| 同比增减            | %       | -44%  | 128%  | 189%  | 292%  | 45%   | 38%   |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.35  | 0.81  | 2.36  | 9.13  | 13.25 | 18.32 |
| 同比增减            | %       | -44%  | 131%  | 191%  | 287%  | 45%   | 38%   |
| 市盈率(P/E)        | X       | 653   | 282   | 97    | 25    | 17    | 12    |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.09  | 0.28  | 0.81  | 3.19  | 4.64  | 6.41  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.53% | 0.74% | 0.72% | 0.81% | 1.09% | 1.09% |

【投资评等说明】

评等定义

|                    |                                       |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$           |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$            |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 人民币百万元     | 2022 | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 4617 | 6301 | 13038 | 38278 | 55384 | 75280 |
| 营业总支出      | 1963 | 2437 | 4330  | 10718 | 15230 | 20326 |
| 经营溢利       | 583  | 1231 | 4154  | 16131 | 23426 | 32041 |
| 除税前利润      | 640  | 1416 | 4366  | 16540 | 24009 | 33202 |
| 持续经营净利润    | 476  | 1089 | 3308  | 12570 | 18247 | 25234 |
| 归属普通股股东净利润 | 476  | 1082 | 3125  | 12256 | 17791 | 24603 |

附二：合并资产负债表

| 人民币百万元  | 2022 | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金    | 685  | 2078 | 6109  | 11085 | 16070 | 22845 |
| 存货      | 867  | 905  | 1525  | 2897  | 4345  | 6083  |
| 应收账款    | 194  | 321  | 478   | 860   | 1290  | 1806  |
| 流动资产合计  | 6616 | 7683 | 12236 | 22025 | 37442 | 56164 |
| 固定资产    | 449  | 653  | 739   | 924   | 1109  | 1309  |
| 非流动资产合计 | 1965 | 2285 | 2635  | 3851  | 4822  | 5949  |
| 资产总计    | 8580 | 9969 | 14871 | 25876 | 42264 | 62112 |
| 流动负债合计  | 1131 | 1733 | 3370  | 5729  | 8594  | 11172 |
| 非流动负债合计 | 484  | 455  | 616   | 894   | 2170  | 2558  |
| 负债合计    | 1615 | 2188 | 3986  | 6623  | 10763 | 13730 |
| 少数股东权益  | 2    | 10   | 201   | 402   | 684   | 889   |
| 股东权益合计  | 6965 | 7780 | 10885 | 19253 | 31501 | 48382 |

附三：合并现金流量表

| 人民币百万元        | 2022  | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F  | 2027F  |
|---------------|-------|------|------|-------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 891   | 1991 | 4954 | 19139 | 28799  | 40651  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -4698 | 234  | 9    | -7656 | -13846 | -18820 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1177 | -842 | -959 | -6507 | -9969  | -15056 |
| 现金及现金等价物净增加额  | -4985 | 1383 | 4005 | 4976  | 4985   | 6775   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。