

消费

收盘价

港元 250.40

目标价

港元 401.60个

潜在涨幅

+60.4%

2025 年 10 月 22 日

泡泡玛特 (9992 HK)

增长动能持续强化，上调盈利预测和目标价，重申买入

④ **3 季度销售实现进一步提速，各市场增长动能强劲：**根据公司最新公告，公司 2025 年 3 季度整体收入同比增 245-250%，较上半年同比增 204%进一步提速，展现出强劲的增长动力。分区域来看，3 季度中国内地市场收入同比增长 185-190%，较上半年 135%的增速有所提升；海外市场增速高达 365-370%，各区域市场多层次爆发、全球化战略处于收获期。考虑到 3 季度销售的增长趋势及 4 季度传统零售旺季的催化，我们将 2025-27 年盈利预测上调 7-12%，上调目标价至 401.60 港元，重申**买入**评级。

④ **中国内地市场线上线下协同增长：**3 季度中国内地市场收入同比增 185-190%。分渠道看，线下渠道同比增 130-135%，在线下门店数量并未大幅增长的背景下，我们认为增长动力主要来自门店体验的升级和零售运营效率的优化；线上渠道同比增 300-305%，高增长有望来自直播电商的高效转化、抽盒机等私域流量的持续贡献以及线上会员生态的精细化运营。

④ **海外市场爆发式增长，美洲收入增速亮眼：**3 季度海外市场收入同比增长 365-370%，分区域市场来看，亚太市场（除中国以外的其他）/美洲/欧洲及其他地区分别同比增长 170-175%/1265-1270%/735-740%，美洲市场表现亮眼，成为海外市场增长的核心驱动。随着 4 季度海外市场销售旺季的到来，公司将推出更多节日相关新品，有望带动海外市场继续高速增长。

④ **成长属性凸显，上调盈利预测与目标价：**考虑到 3 季度的亮眼表现以及 4 季度传统旺季的催化，我们将公司 2025-27 年的收入预测上调 7-11%，利润率预测保持大致不变，上调公司 2025-27 年的利润预测 7-12%。基于 2026 年 30 倍的目标市盈率，上调公司目标价至 401.60 港元。公司作为 IP 运营平台的变现能力继续得到验证，2026 年仍将在 IP 矩阵深化（包括新 IP 孵化和运营）、产品创新（品类、业态多元化等）以及海外市场拓张下高速增长。考虑到公司股价从 8 月高点已下跌约 25%，现价对应 2026 年预期市盈率 19 倍，我们认为估值吸引，重申**买入**评级。

财务数据一览

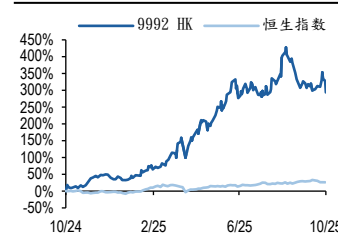
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	6,301	13,038	35,899	47,171	54,730
同比增长(%)	36.5	106.9	175.3	31.4	16.0
净利润(百万人民币)	1,082	3,125	12,421	16,301	19,228
每股盈利(人民币)	0.81	2.36	9.36	12.29	14.49
同比增长(%)	131.4	191.4	296.7	31.2	18.0
前EPS预测值(人民币)			8.39	11.30	13.56
调整幅度(%)			11.6	8.7	6.9
市盈率(倍)	283.5	97.3	24.5	18.7	15.8
每股账面净值(人民币)	5.81	8.05	14.14	22.13	31.55
市账率(倍)	39.55	28.51	16.24	10.38	7.28
股息率(%)	0.1	0.4	1.4	1.9	2.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	335.40
52周低位(港元)	63.45
市值(百万港元)	333,039.51
日均成交量(百万)	38.05
年初至今变化(%)	179.31
200天平均价(港元)	246.45

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

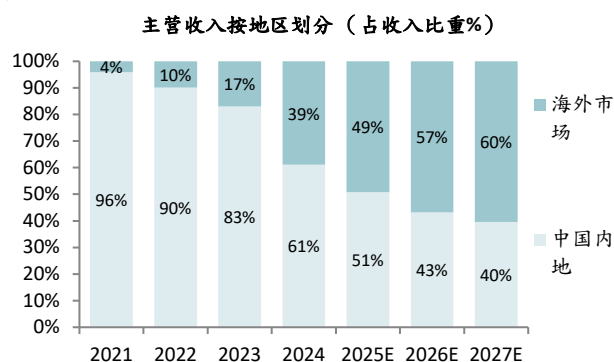
上调盈利预测和目标价：考虑到 3 季度的收入增速，我们上调了 2025 年收入预测 11%，相信 4 季度有望在零售旺季的助推下延续 3 季度的销售趋势。展望 2026 年，公司仍有望取得高速增长，主要驱动来自，1) IP 矩阵的持续深化，在精细化运营现有核心 IP 的同时，新 IP（如星星人等）有望在明年带来更多销售贡献；2) 产品与品类创新，以及公司在新业态的探索（如饰品 POPOP 门店）；3) 海外市场的持续扩张，随着门店网络的进一步拓展和区域渗透的加深，海外业务有望保持较快增长。因此，我们上调了 2026-27 年收入预测 7-9%。利润率预测保持大致不变，上调 2025-27 年净利润预测 7-12%。整体来看，公司作为 IP 运营平台的综合能力在不断强化。基于 30 倍 2026 年市盈率给予目标价 401.60 港元，维持买入。

图表 1：盈利预测变化

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	35,899	32,298	11.1%	47,171	43,399	8.7%	54,730	51,066	7.2%
中国内地	18,228	15,697	16.1%	20,395	17,912	13.9%	21,667	19,608	10.5%
中国港澳台地区及海外	17,670	16,600	6.4%	26,776	25,488	5.1%	33,063	31,458	5.1%
毛利润	25,409	22,831	11.3%	33,417	30,694	8.9%	38,833	36,238	7.2%
毛利率	70.8%	70.7%	0.1ppt	70.8%	70.7%	0.1ppt	71.0%	71.0%	0.0ppt
经营利润	16,159	14,481	11.6%	21,329	19,604	8.8%	25,223	23,567	7.0%
经营利润率	45.0%	44.8%	0.2ppt	45.2%	45.2%	0.0ppt	46.1%	46.2%	-0.1ppt
归母净利润	12,421	11,134	11.6%	16,301	14,993	8.7%	19,228	17,987	6.9%
净利润率	34.6%	34.5%	0.1ppt	34.6%	34.5%	0.0ppt	35.1%	35.2%	-0.1ppt

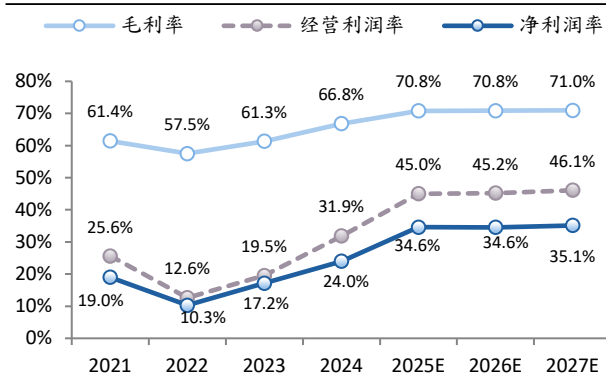
资料来源：交银国际预测

图表 2：公司海外收入占比预计将超过中国内地



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：预计公司主要利润率有望持续提升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：泡泡玛特 (9992 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	250.40	401.60	60.4%	2025 年 10 月 22 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.22	9.50	15.6%	2025 年 10 月 02 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	26.84	35.90	33.8%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	27.41	34.50	25.9%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	14.47	21.51	48.7%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.53	12.30	44.2%	2023 年 09 月 05 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	26.20	28.00	6.9%	2025 年 08 月 06 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.98	4.73	18.9%	2025 年 07 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	13.19	10.40	-21.2%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	66.90	84.00	25.6%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
000651 CH	格力电器	买入	40.69	0.00	-100.0%	2025 年 09 月 17 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	24.58	36.60	48.9%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	72.91	96.20	31.9%	2025 年 09 月 01 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.82	22.64	-18.6%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.01	2.32	15.4%	2025 年 10 月 16 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	42.92	48.70	13.5%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	87.50	114.40	30.7%	2025 年 10 月 10 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.43	16.28	-6.6%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.48	0.74	54.2%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.23	2.98	-7.8%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 10 月 21 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	35,899	47,171	54,730
主营业务成本	(2,437)	(4,330)	(10,490)	(13,754)	(15,898)
毛利	3,864	8,708	25,409	33,417	38,833
销售及管理费用	(2,712)	(4,598)	(9,836)	(12,783)	(14,394)
其他经营净收入/费用	79	44	587	696	784
经营利润	1,231	4,154	16,159	21,329	25,223
财务成本净额	152	163	232	382	642
其他非经营净收入/费用	33	48	80	88	97
税前利润	1,416	4,366	16,471	21,799	25,961
税费	(327)	(1,057)	(3,847)	(5,275)	(6,490)
非控股权益	(6)	(183)	(203)	(223)	(243)
净利润	1,082	3,125	12,421	16,301	19,228
作每股收益计算的净利润	1,082	3,125	12,421	16,301	19,228
Non-GAAP标准的净利润	1,191	3,403	12,421	16,301	19,228

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,078	6,109	12,850	23,167	35,777
有价证券	3,894	3,523	3,523	3,523	3,523
应收账款及票据	321	478	1,315	1,728	2,005
存货	905	1,525	3,380	4,279	4,769
其他流动资产	486	602	1,613	2,112	2,446
总流动资产	7,683	12,236	22,681	34,809	48,520
物业、厂房及设备	653	739	881	868	773
其他有形资产	726	928	1,120	1,221	1,284
无形资产	116	135	223	270	277
长期应收收入	128	137	137	137	137
其他长期资产	662	696	696	696	696
总长期资产	2,285	2,635	3,056	3,191	3,166
总资产	9,969	14,871	25,737	38,001	51,686
短期贷款	15	0	0	0	0
应付账款	960	1,914	4,305	5,644	6,524
其他短期负债	758	1,456	1,531	1,571	1,595
总流动负债	1,733	3,370	5,836	7,215	8,119
长期应付账款	15	15	15	15	15
其他长期负债	440	601	726	792	833
总长期负债	455	616	741	806	847
总负债	2,188	3,986	6,576	8,021	8,966
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	7,769	10,683	18,756	29,351	41,850
股东权益	7,770	10,684	18,757	29,352	41,851
非控股权益	10	201	404	627	870
总权益	7,780	10,885	19,161	29,979	42,720

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,416	4,366	16,471	21,799	25,961
折旧及摊销	669	863	995	1,226	1,405
营运资本变动	139	246	(1,253)	(474)	(253)
利息调整	(152)	(163)	(232)	(382)	(642)
税费	(262)	(688)	(3,847)	(5,275)	(6,490)
其他经营活动现金流	182	332	152	294	545
经营活动现金流	1,991	4,954	12,285	17,188	20,526
资本开支	(392)	(517)	(668)	(588)	(585)
投资活动	6	502	80	88	97
其他投资活动现金流	620	23	0	0	0
投资活动现金流	234	9	(588)	(500)	(488)
权益净变动	(334)	(60)	0	0	0
股息	(122)	(378)	(4,347)	(5,705)	(6,730)
其他融资活动现金流	(385)	(505)	(610)	(665)	(699)
融资活动现金流	(840)	(943)	(4,957)	(6,370)	(7,429)
汇率收益/损失	10	26	0	0	0
年初现金	685	2,078	6,109	12,850	23,167
年末现金	2,078	6,109	12,850	23,167	35,777

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.810	2.360	9.363	12.288	14.495
全面摊薄每股收益	0.807	2.346	9.324	12.237	14.435
Non-GAAP标准下的每股收益	0.888	2.555	9.324	12.237	14.435
每股股息	0.282	0.815	3.263	4.283	5.052
每股账面值	5.806	8.054	14.140	22.127	31.549
利润率分析(%)					
毛利率	61.3	66.8	70.8	70.8	71.0
EBIT利润率	19.5	31.9	45.0	45.2	46.1
净利率	17.2	24.0	34.6	34.6	35.1
盈利能力(%)					
ROA	11.7	25.2	61.2	51.1	42.9
ROE	14.7	33.5	82.7	66.3	52.9
其他					
流动比率	4.4	3.6	3.9	4.8	6.0
存货周转天数	159.4	158.0	145.0	140.0	135.0
应收账款周转天数	45.1	29.1	29.1	29.1	29.1
应付账款周转天数	169.2	198.4	184.7	184.7	184.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司以及上海森亿医疗科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。