



泡泡玛特 (09992.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

3Q 业绩超预期，全球势能加速提升

业绩简评

10 月 21 日，泡泡发布 3Q25 业绩公告。3Q25 营收+245%-250%，分地区看中国+185%-190%，海外+365%-370%；中国各渠道 3Q25 (1) 线下+130%-135%；(2) 线上+300%-305%。海外各区域 3Q25 (1) 亚太+170%-175%；(2) 美洲+1265%-1270%；(3) 欧洲及其他地区+735%-740%。

经营分析

国内线上放量，海外增长势头强劲，品牌势能进一步提升。分区域看，中国同店表现或超预期，近期不断优化选址、布局等；线上增长靓丽持续放量。海外线上（官网、TikTok、Shopee 等）与线下（地标商圈旗舰店）互促，线上占比提升与线下“面积/点位/主题”升级并行。美洲在门店扩张+TikTok 直播+官网强势驱动下大幅领先，延续 1H 高增，近期与 Books-A-Million 合作加速铺货，亚太与欧洲亦保持三位数高增；高端门店密集布局地标城市，如柏林亚历山大广场、美国旧金山/圣迭戈门店等。

3Q 新品发布节奏明显加速，IP 新品扩展&定位反响较好。下半年上新节奏加快，3Q 加速+4Q 旺季（万圣/圣诞）催化明显，具体产品上，线上 GMV7 月 SP 光织园、冬日乐章表现突出；8 月 labubumini 发布贡献销额；9 月 SP 不眠剧场、星星人美味时刻销额领先。4Q 万圣节 Why So Series10 月 9 日发售/怪怪狂欢节 10 月 16 日发售；公司近期限定发售 SKULLPANDA 与美剧《星期三》的联动毛绒产品，目前该帖子点赞数 7.6w，近期点赞数最高。

短期旺季&新品催化，长期依托泛娱乐延伸，平台化布局可期。公司注重 IP 健康度，THE MONSTERS 十周年巡展等活动拉近粉丝距离。短期看，Q4 旺季&新品推新有望延续高增长态势，叠加海外新店密集开业+15 周年庆典活动有望进一步催化，期待后续 Labubu 4.0 发布；中长期看，公司正持续推进 POPOP 珠宝、泡泡玛特电影工作室、泡泡乐园等多元业态落地，探索内容 IP 与泛娱乐延伸，实现 IP 的多业态孵化和平台化运营。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司海外市场通过本土化运营体系构建形成第二增长曲线，以及中国市场依托全域运营能力升级，延续高质量发展态势。预计公司 25-27 年经调整后归母净利分别为 137/188/235 亿元，同比增长 303%/37%/25%，当前股价对应 PE 分别为 23x/17x/13x，维持“买入”评级。

风险提示

新品拓展不及预期；海外市场扩张不及预期；IP 相关费用率提升、市场竞争加剧、IP 生命周期波动

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（港币）：256.400 元

相关报告：

- 1.《泡泡玛特点评:25H1 表现靓丽，海外加速扩张，持续看好 IP 矩...》，2025.8.21
- 2.《泡泡玛特港股公司点评: 25H1 业绩表现靓丽，全球化、IP 矩阵...》，2025.7.16
- 3.《泡泡玛特港股公司点评》，2025.4.23



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	39,541	54,741	68,479
营业收入增长率	36.46%	106.92%	203.28%	38.44%	25.10%
归母净利润(百万元)	1,082	3,125	13,420	18,585	23,330
归母净利润增长率	127.55%	188.77%	329.37%	38.49%	25.53%
调整后归母净利润(百万元)	1,191	3,403	13,720	18,835	23,530
调整后归母净利润增长率	107.57%	185.85%	303.17%	37.28%	24.93%
摊薄每股收益(元)	0.81	2.33	9.99	13.84	17.37
每股经营性现金流净额	1.48	3.69	4.11	12.07	16.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.93%	29.26%	56.15%	44.03%	35.76%
P/E	23.12	35.44	23.00	16.65	12.93
P/B	13.93%	29.26%	56.20%	43.99%	36.33%

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,617	6,301	13,038	39,541	54,741	68,479
增长率	2.8%	36.5%	106.9%	203.3%	38.4%	25.1%
主营业务成本	1,963	2,437	4,330	11,028	15,347	18,827
%销售收入	42.5%	38.7%	33.2%	27.9%	28.0%	27.5%
毛利	2,655	3,864	8,708	28,513	39,394	49,651
%销售收入	57.5%	61.3%	66.8%	72.1%	72.0%	72.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,471	2,005	3,650	9,213	12,590	16,093
%销售收入	31.9%	31.8%	28.0%	23.3%	23.0%	23.5%
管理费用	686	707	947	2,372	3,284	4,246
%销售收入	14.9%	11.2%	7.3%	6.0%	6.0%	6.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	610	1,264	4,202	17,064	23,654	29,350
%销售收入	13.2%	20.1%	32.2%	43.2%	43.2%	42.9%
财务费用	-29	-152	-163	-364	-513	-988
%销售收入	-0.6%	-2.4%	-1.3%	-0.9%	-0.9%	-1.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	498	1,152	4,110	16,970	23,559	29,313
营业利润率	10.8%	18.3%	31.5%	42.9%	43.0%	42.8%
营业外收支						
税前利润	640	1,416	4,366	17,428	24,167	30,338
利润率	13.9%	22.5%	33.5%	44.1%	44.1%	44.3%
所得税	164	327	1,057	4,008	5,583	7,008
所得税率	25.6%	23.1%	24.2%	23.0%	23.1%	23.1%
净利润	476	1,089	3,308	13,420	18,585	23,330
少数股东损益	0	6	183	0	0	0
归属于母公司的净利润	476	1,082	3,125	13,420	18,585	23,330
净利率	10.3%	17.2%	24.0%	33.9%	34.0%	34.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	476	1,082	3,125	13,420	18,585	23,330
少数股东损益	0	6	183	0	0	0
非现金支出	-77	101	720	-104	-125	-85
非经营收益						
营运资金变动	-113	139	246	-7,830		-1,674
经营活动现金净流	891	1,991	4,954	5,516	16,206	21,618
资本开支	-348	-392	-517	-250	-210	-210
投资	-4,362	610	502	-20	-20	-5
其他	11	16	23	304	95	37
投资活动现金净流	-4,698	234	9	34	-135	-178
股权募资	-634	-334	-78	0	0	0
债权募资	-323	-385	-520	-700	-600	-600
其他	-220	-123	-360	-200	-249	-262
筹资活动现金净流	-1,177	-842	-959	-900	-849	-862
现金净流量	-4,579	1,393	4,031	4,657	15,230	20,585

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	685	2,078	6,109	10,766	25,996	46,581
应收款项	681	789	1,054	3,207	4,288	5,364
存货	867	905	1,525	3,737	5,201	6,433
其他流动资产	4,382	3,912	3,548	12,617	15,566	17,903
流动资产	6,616	7,683	12,236	30,328	51,051	76,281
%总资产	77.1%	77.1%	82.3%	90.9%	94.0%	95.7%
长期投资	83	107	137	142	147	152
固定资产	449	653	739	864	969	1,074
%总资产	5.2%	6.6%	5.0%	2.6%	1.8%	1.3%
无形资产	848	842	1,063	1,158	1,217	1,275
非流动资产	1,965	2,285	2,635	3,052	3,237	3,405
%总资产	22.9%	22.9%	17.7%	9.1%	6.0%	4.3%
资产总计	8,580	9,969	14,871	33,380	54,287	79,686
短期借款	0	15	0	0	0	0
应付款项	259	445	1,010	2,451	3,411	4,184
其他流动负债	872	1,273	2,360	6,524	8,759	10,957
流动负债	1,131	1,733	3,370	8,975	12,169	15,140
长期贷款	0	0	0	-700	-1,300	-1,900
其他长期负债	484	455	616	1,004	1,004	1,004
负债	1,615	2,188	3,986	9,279	11,873	14,244
普通股股东权益	6,963	7,770	10,684	23,900	42,213	65,240
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	6,891	7,447	10,206	23,432	41,756	64,793
少数股东权益	2	10	201	201	201	201
负债股东权益合计	8,580	9,969	14,871	33,380	54,287	79,686

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.35	0.81	2.36	9.99	13.84	17.37
每股净资产	5.04	5.76	7.96	17.80	31.43	48.58
每股经营现金净流	0.65	1.48	3.69	4.11	12.07	16.10
每股股利	0.09	0.28	0.81	0.50	0.50	0.50
回报率						
净资产收益率	6.83%	13.93%	29.26%	56.15%	44.03%	35.76%
总资产收益率	5.54%	10.86%	21.02%	40.20%	34.23%	29.28%
投入资本收益率	6.52%	12.47%	29.26%	56.15%	44.24%	35.52%
增长率						
主营业务收入增长率	2.82%	36.46%	106.92%	203.28%	38.44%	25.10%
EBIT 增长率	-47.55%	107.05%	232.51%	306.06%	38.62%	24.08%
净利润增长率	-44.32%	127.55%	188.77%	329.37%	38.49%	25.53%
总资产增长率	3.08%	16.19%	49.17%	124.47%	62.63%	46.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	14.7	11.0	8.7	10.7	10.8
存货周转天数	151.8	130.9	101.0	85.9	104.8	111.2
应付账款周转天数	48.2	52.0	60.5	56.5	68.7	72.6
固定资产周转天数	31.8	31.5	19.2	7.3	6.0	5.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.07%	-20.77%	-50.57%	-43.46%	-62.02%	-72.57%
EBIT 利息保障倍数	15.8	39.1	85.8	-1,625.2	-788.5	-611.5
资产负债率	18.82%	21.95%	26.80%	27.80%	21.87%	17.88%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	8	27	53
增持	0	0	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.20	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究