

公司報告

泡泡瑪特 (9992 HK)

三季度銷售數據亮眼；上調全年盈利預測

- 三季度銷售同比增長**245%-250%**，較我們的預期高出約**20**個百分點
- 我們將**2025**年銷售額和淨利潤預測分別上調**16%**和**13%**
- 目標價基於**2026**年底**21.0**倍市盈率估值；維持**增持**評級

高基數無虞，三季度銷售數據再超预期

泡泡瑪特三季度財務數據表現亮眼，整體收入同比激增**245%-250%**（CMSI預期：225%），得益於國內外市場的強勁表現。中國市場收入同比增長**185%-190%**（CMSI預期：150%），其中線下渠道同比增長**130%-135%**，線上渠道同比飆升**300%-305%**，反映出零售強勁復蘇和電商滲透的持續加速。海外市場表現尤為突出，海外收入同比大增**365%-370%**（CMSI預期：340%），其中美洲地區同比激增**1,265%-1,270%**，歐洲及其他地區增長**735%-740%**，亞太地區增長**170%-175%**。銷售表現凸顯公司本地化增長戰略的有效執行，國際化擴張與多渠道布局（包括線上、線下及與Books-A-Million的合作）成為關鍵催化劑，支撐我們的增持評級。泡泡瑪特仍為我們行業首選標的，同時推薦的還有亞朵集團（ATAT.US，增持）與毛戈平（1318.HK，增持）。

我們的觀點

- **美洲 (1,265%-1,270% 同比)**：受益於門店快速擴張及線上渠道加速滲透。我們認為，與 [Books-A-Million \(BAM\)](#) 的合作將有望進一步延展增長軌跡，使品牌觸達美國數百家門店。包括 [位於聯合廣場的旗艦店](#) 在內的新門店布局，顯著提升了品牌曝光度。
- **亞太 (170%-175% 同比)**：亞太地區仍是泡泡瑪特的核心增長區域，泰國與日本的旗艦店帶動強勁表現。[曼谷Iconsiam門店](#) 及 [大阪新店](#) 受益於旅遊回暖與戰略性營銷舉措。
- **歐洲及其他地區 (735%-740% 同比)**：泡泡瑪特持續在歐洲擴張，開始進軍 [德國](#) 與 [法國](#) 市場，同時在英國（倫敦與曼徹斯特）保持穩健增長勢頭。當地消費者對 Dimoo 和 Skull Panda 等IP展現出強勁需求。

盈利預測調整，估值與風險

- 我們將**2025**年銷售額和淨利潤預測分別上調**16%**和**13%**，以反映三季度的強勁數據表現。
- 在調整盈利預測後，我們將目標價基於**2026**年底**21.0**倍市盈率估值，仍較**2025**年以來的平均估值高出一個標準差。
- **下行風險**：競爭加劇、供應鏈脆弱性，以及IP持續性相關風險。

盈利預測及估值

財年截止于 12 月 31 日 (百萬元人民幣)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	38,901	67,386	90,932
同比增長	36.5%	106.9%	198.4%	73.2%	34.9%
淨利潤	1,082	3,125	12,897	22,551	30,596
攤薄每股盈利 (人民幣)	0.81	2.35	9.67	16.91	22.94
同比增長	132%	191%	312%	75%	36%
P/E	303.8x	104.5x	25.4x	14.5x	10.7x
ROE	13.9%	28.7%	64.4%	62.6%	53.0%

資料來源：公司數據、招商證券（香港）預測；截至2025年10月21日的收盤價

黃銘謙

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

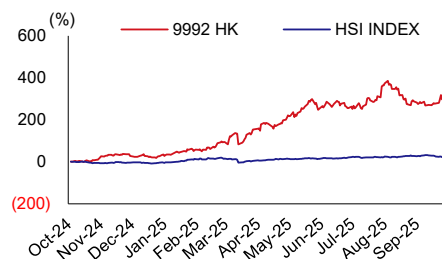
與市場的預期差

相較市場一致預期，我們對泡泡瑪特海外業務的增長前景持更為樂觀的態度，因此我們對公司26年淨利潤的預測高出市場預期逾30%

增持

前次評級	增持
股價 (2025年10月21日)	260.0港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	380.0港元(+46.2%)
前次目標價	410.0港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2025年10月21日

%	1m	6m	1y
泡泡瑪特	(6.5)	42.5	293.7
恒生指數	(1.2)	20.7	27.1

行業：消費

恒生指數 (2025年10月21日)	26,027
重要數據	
52周股價區間 (港元)	61.5-339.8
市值 (百萬港元)	3036,272
日均成交量 (百萬股)	285.5
主要股東	
GWF Holdings	41.8%
Pop Mart Hehuo	4.6%
Tianjian Paqu	2.3%
Si De先生	0.8%
Moon Duk先生	0.1%

資料來源：公司，彭博

图1: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	38,901	67,386	90,932	33,364	52,738	72,469	16.6%	27.8%	25.5%
Gross Profit	29,349	52,516	72,387	25,081	41,157	58,324	17.0%	27.6%	24.1%
Operating Profit	18,370	32,796	45,149	15,735	26,359	37,442	16.7%	24.4%	20.6%
Net profit	12,897	22,551	30,596	11,410	19,117	26,118	13.0%	18.0%	17.1%
Gross margin	75.4%	77.9%	79.6%	75.2%	78.0%	80.5%	0.3ppt	-0.1ppt	-0.9ppt
OPM	47.2%	48.7%	49.7%	47.2%	50.0%	51.7%	0.1ppt	-1.3ppt	-2ppt
NPM	33.2%	33.5%	33.6%	34.2%	36.2%	36.0%	-1ppt	-2.8ppt	-2.4ppt

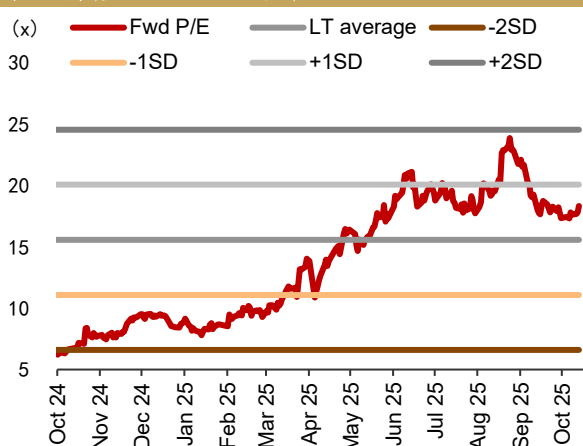
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 招证对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	38,901	67,386	90,932	33,695	48,895	60,313	15.4%	37.8%	50.8%
Gross Profit	29,349	52,516	72,387	24,004	33,215	46,545	22.3%	58.1%	55.5%
Operating Profit	18,370	32,796	45,149	15,321	21,228	29,704	19.9%	54.5%	52.0%
Net profit	12,897	22,551	30,596	10,854	16,757	20,634	18.8%	34.6%	48.3%
Gross margin	75.4%	77.9%	79.6%	71.2%	67.9%	77.2%	4.2ppt	10ppt	2.4ppt
OPM	47.2%	48.7%	49.7%	45.5%	43.4%	49.2%	1.8ppt	5.3ppt	0.4ppt
NPM	33.2%	33.5%	33.6%	32.2%	34.3%	34.2%	0.9ppt	-0.8ppt	-0.6ppt

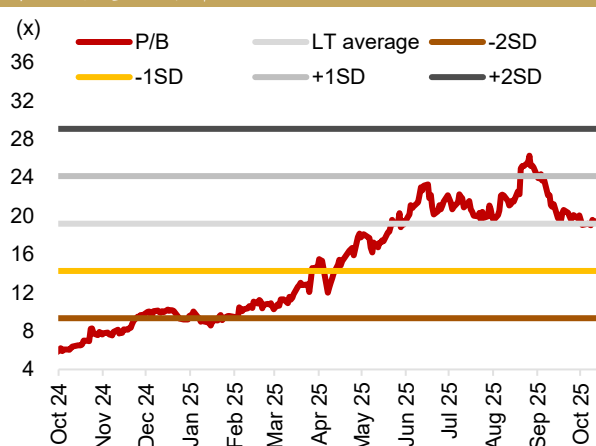
资料来源: 公司数据、彭博、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测

图3: 前瞻EV/EBITDA水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 历史P/B水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	653	739	928	777	676
使用权资产	726	928	928	928	928
无形资产	116	135	144	148	146
其他非流动资产	790	832	852	872	892
非流动资产	2,285	2,635	2,852	2,725	2,642
存货	905	1,525	3,709	4,536	5,686
应收账款及预付款	190	120	120	120	120
其他	4,511	4,483	7,217	8,078	10,837
现金及现金等价物	2,078	6,109	14,266	33,072	54,039
流动资产	7,683	12,236	25,312	45,807	70,682
总资产	9,969	14,871	28,164	48,531	73,324
应付账款	445	1,010	1,974	2,847	3,056
租赁负债	352	363	1,083	1,877	2,532
应付许可费用	179	342	1,020	1,767	2,384
其他流动负债	1,109	2,018	4,532	7,301	9,590
流动负债	1,733	3,370	7,526	11,915	15,031
应付许可费用	15	15	15	15	15
贷款及借款	0	0	0	0	0
租赁负债	426	601	601	601	601
其他负债	14	0	0	0	0
非流动负债	455	616	616	616	616
总负债	2,188	3,986	8,142	12,531	15,647
股本	1	0	0	0	0
储备	7,769	10,683	19,066	33,724	53,611
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非控股权益	10	201	956	2,275	4,065
总权益	7,780	10,885	20,022	36,000	57,677
总权益及负债	9,969	14,871	28,164	48,531	73,324

现金流量表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净收入 (亏损)	1,089	3,308	13,651	23,870	32,386
折旧与摊销	320	411	366	454	392
使用权资产折旧	348	452	0	0	0
利息收入	-184	-212	-165	-357	-827
利息费用	32	49	58	96	134
以权益结算的基于股份的薪酬费用	102	95	95	95	95
营运资本变动	39	-1	-1,483	1,907	-1,449
其他	245	852	0	0	0
经营活动现金流	1,991	4,954	12,522	26,065	30,732
资本支出	-392	-517	-563	-306	-290
其他投资变动	0	0	0	0	0
其他	626	526	-20	-20	-20
投资活动现金流	234	9	-583	-326	-310
已支付股息	-122	-378	-4,514	-7,893	-
偿还	-385	-505	720	793	656
其他	-335	46	12	166	598
筹资活动现金流	-842	-959	-3,781	-6,934	-9,455
净现金流	1,383	4,005	8,157	18,806	20,967

资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	38,901	67,386	90,932
销售成本	-2,437	-4,330	-9,551	-14,870	-18,546
毛利润	3,864	8,708	29,349	52,516	72,387
销售费用	-2,005	-3,650	-9,142	-16,173	-22,278
一般及行政费用	-707	-947	-2,334	-4,043	-5,456
其他	79	44	497	497	497
经营利润	1,231	4,154	18,370	32,796	45,149
财务费用	152	163	107	261	693
合资企业成果份额及其他	33	48	96	96	96
税前利润	1,416	4,366	18,573	33,153	45,938
所得税费用	-327	-1,057	-4,922	-9,283	-13,552
净利润	1,089	3,308	13,651	23,870	32,386
非控股权益	-6	-183	-755	-1,319	-1,790
归属净利润	1,082	3,125	12,897	22,551	30,596
摊薄每股盈利 (人民币)	0.81	2.35	9.67	16.91	22.94
每股股息	0.28	0.82	3.38	5.92	8.03

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长					
收入	36.5%	106.9%	198.4%	73.2%	34.9%
毛利润	45.6%	125.4%	237.0%	78.9%	37.8%
经营利润	111.0%	237.6%	342.2%	78.5%	37.7%
非 GAAP 净利润	127.5%	188.8%	312.6%	74.9%	35.7%
每股盈利	132.0%	190.6%	312.1%	74.9%	35.7%
盈利能力					
	61.3%	66.8%	75.4%	77.9%	79.6%
运营利润率	19.5%	31.9%	47.2%	48.7%	49.7%
净利率	17.2%	24.0%	33.2%	33.5%	33.6%
流动性					
应收账款周转天数	14.9	11.2	13.1	12.1	12.6
存货周转天数	132.7	102.4	100.0	101.2	100.6
应付账款周转天数	52.7	61.3	57.0	59.2	58.1
现金转换周期	94.9	52.2	56.0	54.1	55.1
现金流与杠杆					
自由现金流	1,844	4,462	11,881	25,643	30,288
股息支付比率	35%	35%	35%	35%	35%
股息收益率	0.1%	0.3%	1.2%	2.1%	2.9%
回报分析					
ROE	13.9%	28.7%	64.4%	62.6%	53.0%
ROA	10.9%	21.0%	45.8%	46.5%	41.7%
ROCE	19.0%	39.4%	90.5%	91.3%	80.0%
估值比率					
P/E	303.8	104.5	25.4	14.5	10.7
P/B	33.0	22.0	11.6	6.7	4.5

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828